

## 亞泥 (1102 TT) Asia Cement

權益法投資挹注 2Q24 獲利，然中國水泥需求仍低迷

持有-超越同業 (維持評等)

目標價 (12 個月)：NT\$44.0

收盤價 (2024/08/16)：NT\$44.2

隱含漲幅：-0.5%

## 營收組成 (1Q24)

台灣 26%/中國 47%/電廠 14%/不鏽鋼 8%/其他 5%。

## 本次報告更新重點

項目	本次	前次
評等	持有-超越同業	持有-超越同業
目標價 (NT\$)	44.0	43.0
2024年營收 (NT\$/十億)	75.0	74.4
2024年EPS	3.8	3.0

## 交易資料表

市值	NT\$156,580百萬元
外資持股比率	15.8%
董監持股比率	27.5%
調整後每股淨值 (2024F)	NT\$47.95
負債比	41.2%
ESG評級 (Sustainalytics)	中 (曝險程度共5級)

## 簡明損益表 (NT\$百萬元)

年初至12月	2022A	2023A	2024F	2025F
營業收入	90,341	80,183	74,983	76,838
營業利益	8,571	7,460	6,954	7,653
稅後純益	12,016	10,883	12,559	9,342
EPS (元)	3.63	3.28	3.79	2.82
EPS YoY (%)	-22.8	-9.4	15.4	-25.6
本益比 (倍)	12.2	13.4	11.7	15.7
股價淨值比 (倍)	1.0	0.9	0.9	0.9
ROE (%)	6.9	5.9	6.5	4.8
現金殖利率 (%)	5.2%	4.8%	5.0%	5.2%
現金股利 (元)	2.30	2.10	2.20	2.30

陳映慈

Lucy.YT.Chen@yuanta.com

蔡宗穎

Leo.TY.Tsai@yuanta.com

## 元大觀點

- 2Q24 中國水泥出貨量/價年減 27%/25%，受惠動力煤價下滑使噸毛利擴張；EPS 1.28 元，優於預期 62%，主因業外轉投資挹注。
- 水泥價格因供給測收縮短暫上漲，惟需求不振而再次回落，維持亞泥中國損平預期，但上修業外收益，上修 2024 年 EPS 28%至 3.79 元。
- 中國水泥價量皆處下降週期，維持持有評等。

## 2Q24 本業低於預期，權益法大增使 EPS 由於預期 62%

營業利益 18.2 億元(季增 77%/年減 32%)，低於預期 8%，亞泥中國獲利 1.2 億元(年減 91%)，出貨量/價年減 27%/25%，不過噸毛利因動力煤均價下滑 8%擴張至 15 人民幣(vs 1Q24/2Q23 -7/59)；亞泥台灣獲利 7.6 億元(年增 4%)、嘉惠電力獲利 2.8 億元(年增 13%)，雖持續受惠動力煤價下滑，但 4 月地震影響國內事業，獲利低於預期；不過投資部門出售持股獲利 4.4 億元，優於預期。權益法投資 16 億元，遠優於預期，其中遠東新/裕民獲利 6.1/4.8 億元、山水水泥獲利 1.7 億元，中國東北供給收縮明顯，價格大幅上漲。EPS 1.27 元(季增 44%/年增 2%)，優於預期 62%，主因業外利益 32 億元。

## 動力煤成本維持低檔，惟水泥價格下滑壓縮 3Q 噸毛利

嘉惠電廠進入發電旺季、預期 3Q24 中國水泥出貨量季持平於 560-580 萬噸，估 3Q24 營收 196 億元(季增 3%/年減 2%)；亞泥主營地區江西/四川/湖北 3Q 均價下滑 6%/2%/6%，動力煤均價與 2Q 持平，預估 3Q24 中國水泥噸毛利下滑至 8-13 人民幣，預期 3Q24 營業利益 18.3 億元(季增 1%/年減 2%)；上修稅前利益 34%至 34.5 億元，主因轉投資之山水水泥於 2Q24 獲利改善幅度大於預期，預期 3Q24 EPS 0.79 元(季減 38%/年減 3%)。

## 中國水泥漲價曇花一現，需求與價格仍處下降週期

1H24 水泥需求年減 10%，亞泥中國出貨量年減 17%。不過中國水泥均價於 4-7 月出現約 10%上漲，主因 1)6 月水泥新國標上路、2)企業引領加強错峰生產執行力度，惟在缺乏需求基礎下，水泥價格再次回落。展望後續，我們認為中國水泥需求仍處下降週期，供給側改革仍不足以扭轉供需失衡造成的價格下滑，預期中國水泥噸毛利將處於 10-20 人民幣/噸的低檔水準(2023 年 24-59 人民幣/噸)，維持對於亞泥中國水泥部門獲利損平 (vs 2023 年 19 億元) 之預期；不過因業外獲利優於預期，上修 2024/25 年 EPS 28%/15%至 3.79/2.82 元，評價給予 0.9 倍 2024 年每股淨值，維持持有評等。

## 營運分析

### 2Q24 本業獲利低於預期，權益法投資大增使 EPS 由於預期 62%

亞泥 2Q24 營收 189.85 億元(季增 15.1%/年減 10.2%)，中國水泥營收年減 31%，水泥出貨量季增 27%/年減 18%至 560 萬噸、均價季持平/年減 25%至 218 人民幣，遠不如我們預期之旺季出貨量 610 萬噸及均價 225-230 人民幣/噸；毛利率季增 4.4 個百分點至 15%，然提列預期信用減損損失 2.5 億元，使營業利益 18.15 億元(季增 77.3%/年減 32.0%)，低於我們預期 8%/優於市場預期 13%，其中 1)亞泥中國獲利 1.24 億元(季轉盈/年減 91%)，受惠成本端動力煤均價下滑 8%，噸毛利轉正至 15 人民幣/噸(vs 1Q24/2Q23 -7/59 人民幣/噸)、2)亞泥台灣獲利 7.61 億元(季減 38%/年增 4%)，主因 4 月地震影響國內水泥出貨、3)嘉惠電力獲利 2.77 億元(季減 7%/年增 13%)，季減主因 4 月電廠大修，不過仍持續受惠天然氣緩跌使成本下降、4)不鏽鋼獲利 0.29 億元(季轉盈)，價量略為回升、5)其他部門(包括運輸、租賃、投資等)獲利 6.23 億元，主要為投資部門獲利了結部分持股，獲利 4.4 億元。整體而言，水泥及電廠事業獲利低於預期，不過投資部門獲利優於預期，補足主要事業體下滑之獲利。

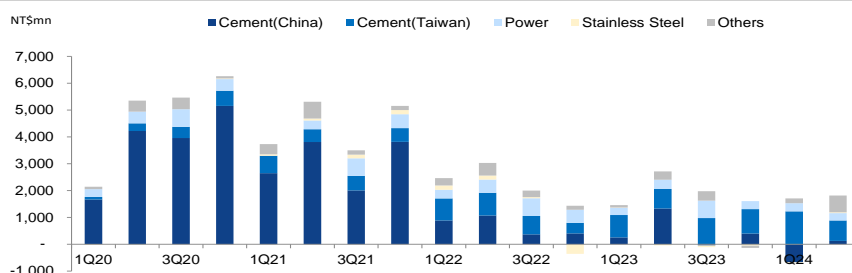
業外收益 32.0 億元，包括金融資產評價利益 9.0 億元、股利收入 7.4 億元、權益法投資獲利 16.1 億元(季增 1139%/年增 35%)，遠優於預期，其中遠東新獲利 6.1 億元(年增 103%)，製造本業獲利改善、裕民航運獲利 4.76 億元(年增 102%)，BDI 指數較去年增加 41%、山水水泥獲利 1.71 億元(年減 23%)，相對 1Q24 虧損 5.2 億元大幅改善，主因中國東北受惠政策執行力道較強、競爭者少使供給改善明顯，水泥價格自 4 月底大幅上漲。稅後淨利 42.44 億元(季增 43.9%/年增 1.9%)，優於我們/市場預期 61.6%/47.9%，EPS 1.27 元(季增 43.9%/年增 1.9%)。

圖 1：2024 年第 2 季財報回顧

(百萬元)	2Q23A	1Q24A	2Q24A	季增率	年增率	2Q24F		預估差異	
						元大預估	市場預估	元大	市場
營業收入	21,136	16,500	18,985	15.1%	-10.2%	18,926	18,306	0.3%	3.7%
營業毛利	3,352	1,757	2,854	62.4%	-14.9%	2,722	2,471	4.8%	15.5%
營業利益	2,669	1,024	1,815	77.3%	-32.0%	1,977	1,605	-8.2%	13.1%
稅前利益	5,526	3,631	5,014	38.1%	-9.3%	3,455	3,785	45.1%	32.5%
稅後淨利	4,164	2,948	4,244	44.0%	1.9%	2,626	2,870	61.6%	47.9%
調整後 EPS (元)	1.26	0.89	1.28	43.9%	1.9%	0.79	0.87	62.1%	47.9%
重要比率 (%)				百分點	百分點	百分點			
營業毛利率	15.9%	10.7%	15.0%	4.4	-0.8	14.4%	13.5%	0.7	1.5
營業利益率	12.6%	6.2%	9.6%	3.4	-3.1	10.5%	8.8%	-0.9	0.8
稅後純益率	19.7%	17.9%	22.4%	4.5	2.7	13.9%	15.7%	8.5	6.7

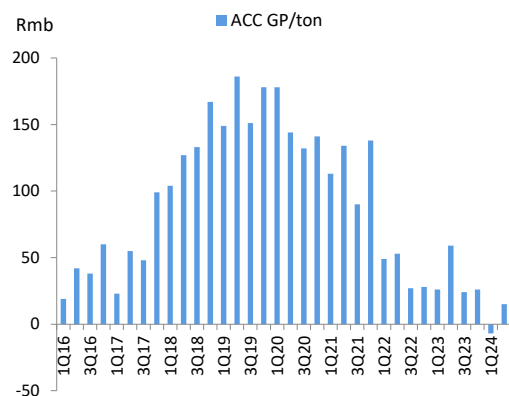
資料來源：公司資料、元大投顧預估、Bloomberg

圖 2：亞泥營業利益分佈



資料來源：TEJ、元大投顧

圖 3：亞泥噸毛利因成本下滑擴張



資料來源：亞泥法說會、元大投顧

圖 4：動力煤價格維持低檔



資料來源：Wind、元大投顧

### 成本維持低檔，惟水泥價格下滑壓縮 3Q 噸毛利

中國水泥需求未見好轉，預期 3Q24 中國水泥出貨量季持平於 560-580 萬噸，但因嘉惠電場進入發電旺季，且 4 月地震使基期較低，預期 3Q24 營收 196 億元(季增 3.2%/年減 1.5%)；觀察亞泥主營地區江西/四川/湖北 3Q 至今均價下滑 6%/2%/6%，動力煤均價與 2Q 持平，維持預估 3Q24 中國水泥噸毛利略為下滑至 8-13 人民幣(vs 2Q24 15 人民幣/噸)，預期 3Q24 營業利益 18.3 億元(季增 0.7%/年減 2.0%)；上修稅前利益 34%至 34.5 億元，主因上修權益法投資收益，其中轉投資之山水水泥於 2Q24 獲利改善幅度大於預期，同時裕民航運、遠東新展望上修，因此上修業外獲利；預期 3Q24 EPS 0.79 元(季減 38.2%/年減 3.1%)，季減幅度大主因 2Q24 業外認列股利及股票投資所得。

圖 5：2024 年第 3 季財測與預估比較

(百萬元)	3Q23A	2Q24A	3Q24F	季增率	年增率	3Q24F		預估差異	
						元大預估	市場預估	元大	市場
營業收入	19,894	18,985	19,600	3.2%	-1.5%	19,112	19,380	2.6%	1.1%
營業毛利	2,809	2,854	2,742	-3.9%	-2.4%	2,727	2,628	0.6%	4.3%
營業利益	1,865	1,815	1,827	0.7%	-2.0%	1,820	1,714	0.4%	6.6%
稅前利益	3,279	5,014	3,451	-31.2%	5.3%	2,568	3,196	34.4%	8.0%
稅後淨利	2,706	4,244	2,623	-38.2%	-3.1%	1,952	2,509	34.4%	4.5%
調整後 EPS (元)	0.82	1.28	0.79	-38.2%	-3.1%	0.59	0.76	34.4%	4.5%
重要比率 (%)				百分點	百分點	百分點		百分點	百分點
營業毛利率	14.1%	15.0%	14.0%	-1.0	-0.1	14.3%	13.6%	-0.3	0.4
營業利益率	9.4%	9.6%	9.3%	-0.2	-0.1	9.5%	8.8%	-0.2	0.5
稅後純益率	13.6%	22.4%	13.4%	-9.0	-0.2	10.2%	12.9%	3.2	0.4

資料來源：公司資料、元大投顧預估、Bloomberg

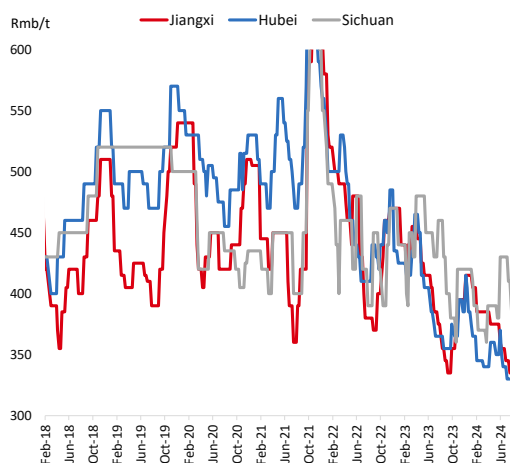
## 中國水泥漲價曇花一現，需求與價格仍處下降週期

1H24 中國水泥市場呈現需求下滑、價格低檔波動、行業持續虧損的情形。1-7M24 中國新屋開工面積年減 23%、房地產投資額年減 10%、房地產銷售面積年減 19%，中國領先指標房市需求持續疲弱，1H24 水泥需求年減 10%，亞泥中國出貨量年減 17%(亞泥中國年減幅度較全國大，主因關閉武漢其中一個水泥廠區做產能置換)。

不過觀察中國水泥均價，於 4-7 月出現約 10% 的上漲，主因 1) 6 月水泥新國標上路，對於摻配料品質的要求提升、2) 上半年行業虧損惡化，1-5M24 合計虧損約 34 億人民幣，各地主導企業引領加強錯峰生產執行力度，尤其北方/東北、西南低價區域錯峰生產天數超過 50%，帶動 2Q24 整體庫容比自 4 月高點 69% 下滑至 63%，整體市場供需壓力有所緩解。惟在缺乏需求基礎下，水泥價格再次回落。展望後續，我們認為中國水泥需求今年仍處下降週期，供給側的改革仍不足以扭轉供需失衡造成的水泥價格下滑，預期中國水泥噸毛利將長期處於 10-20 人民幣/噸的低檔水準(2023 年 24-59 人民幣/噸)，並維持對於亞泥中國水泥部門獲利損平 (vs 2023 年 19 億元) 之預期。

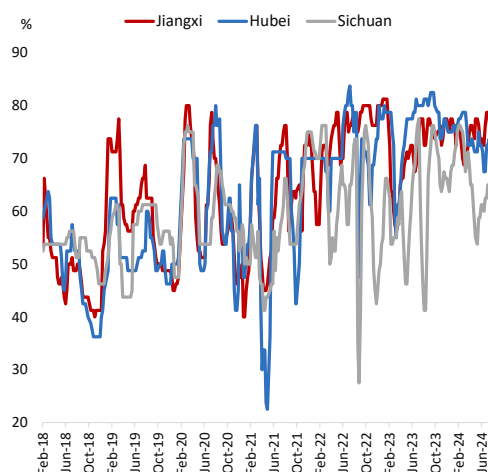
台灣水泥市場受惠舊有建案進行、政府公共工程推動，需求相對穩定，同時預拌混凝土事業展望樂觀，價格保持上升趨勢，毛利率持續改善，全年展望樂觀，維持 2024 年亞泥台灣部門受惠混凝土漲價、國際煤價低檔，獲利 40-45 億元 (vs 2023 年 34.4 億元) 之預期。

圖 6：亞泥主營地區水泥價格滑落



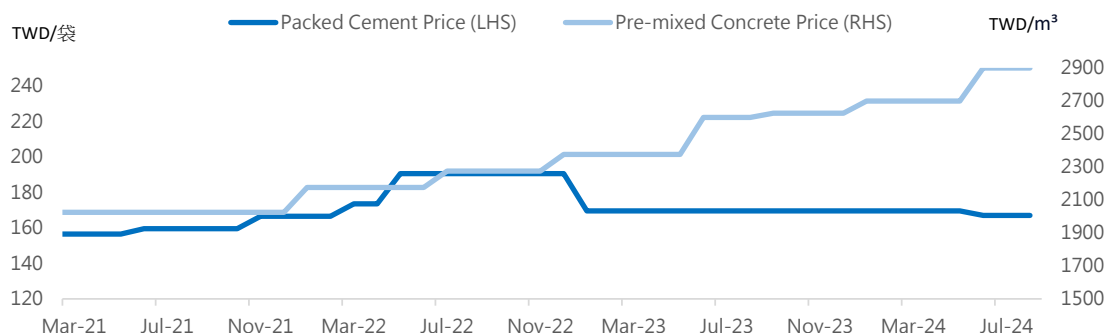
資料來源：Wind、公司資料、元大投顧

圖 7：亞泥主營地區水泥庫容比攀升



資料來源：Wind、公司資料、元大投顧

圖 8：國內水泥/預拌混凝土價格走勢



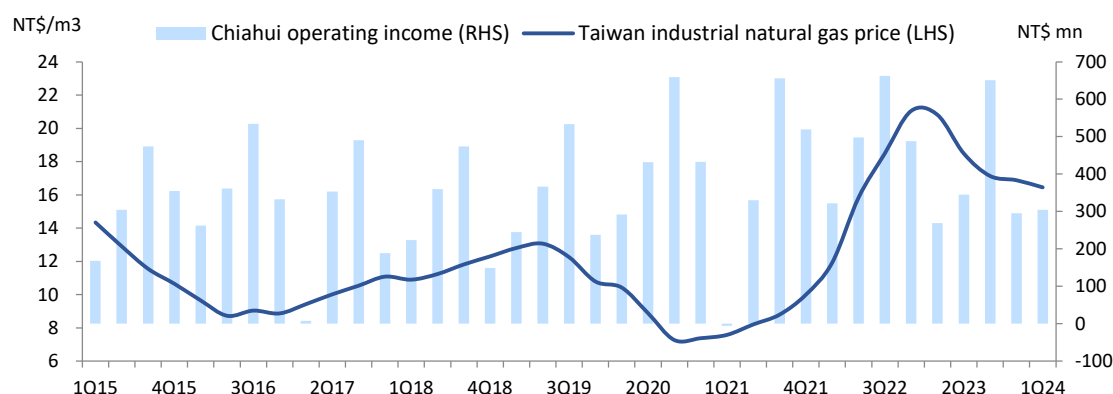
資料來源：CMoney、元大投顧

## 2024 年電力部門受惠天然氣價下滑獲利提升；不鏽鋼部門獲利仍艱辛

分析嘉惠電廠台電購電費率結構，天然氣價格下跌有助於其獲利表現，中油天然氣價格自 2023 以來逐步走低，1H24 均價年減 20%，嘉惠電力合計獲利 5.8 億元，略不如預期，主因 4 月地震影響發電量，下修 2024 年嘉惠電廠獲利至 17-18 億元(原預期 19-20 億元)，相對 2023 年 15.6 億元增加。

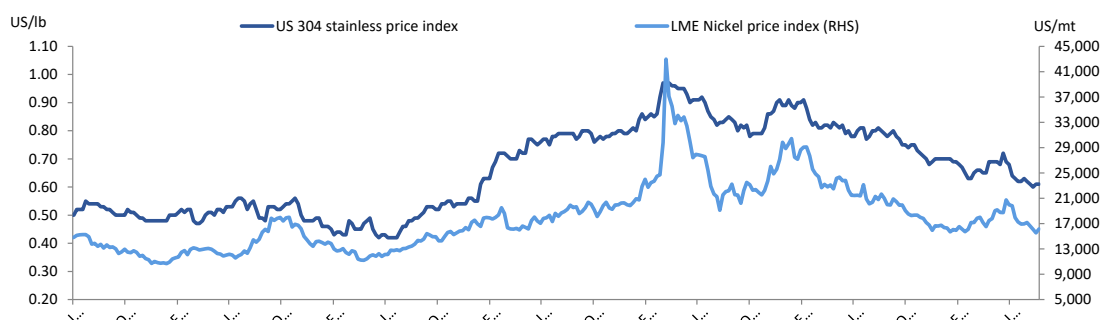
不鏽鋼需求持續維持低檔，儘管 2Q24 因鎳價短暫上漲使不鏽鋼部門獲利 0.29 億元，但考量由於中國復甦疲弱、歐美製造業動能減緩、印尼鎳冶煉廠新產能陸續開出，我們認為後續金屬價格大幅上漲不易，使不鏽鋼產品報價承壓，在價量皆難以回升的狀況下，預期 2024 亞泥不鏽鋼部門獲利維持損平邊緣(vs 2023 年 1.4 億元)，靜待需求改善。

圖 9：嘉惠電廠營業利益與中油天然氣價格



資料來源：中油、TEJ、元大投顧

圖 10：鎳價與不鏽鋼價格走勢



資料來源：Bloomberg、元大投顧

## 宣布私有化亞泥(中國)，短期對獲利影響有限

於亞泥於 6/5 宣佈董事會通過私有化亞泥（中國），以每股 3.22 港元、總交易金額 16.28 億港元(約新台幣 67.5 億元)，現金收購非亞泥所持有的 32.27% 亞泥（中國）股權，未來亞泥(中國)將成為亞泥 100%持有子公司。管理層表示，期望透過本次私有化，促進亞泥（中國）能夠作出專注於長期增長及利益的戰略決策，並降低維持亞泥（中國）上市地位和遵守監管要求相關的行政成本與管理費用，同時也為少數股東提供溢價退出的機會。

亞泥中國 1H24 合計虧損 4.1 億人民幣、亞泥母公司於營業利益認列 5.4 億台幣虧損，考量到中國水泥市場處於下降週期，短期欲獲利尚有難度，因此保守看待此次併購的短期效益；不過長期而言，待中國水泥市場重返上升軌道後，私有化亞泥(中國)將有助於母公司獲利。

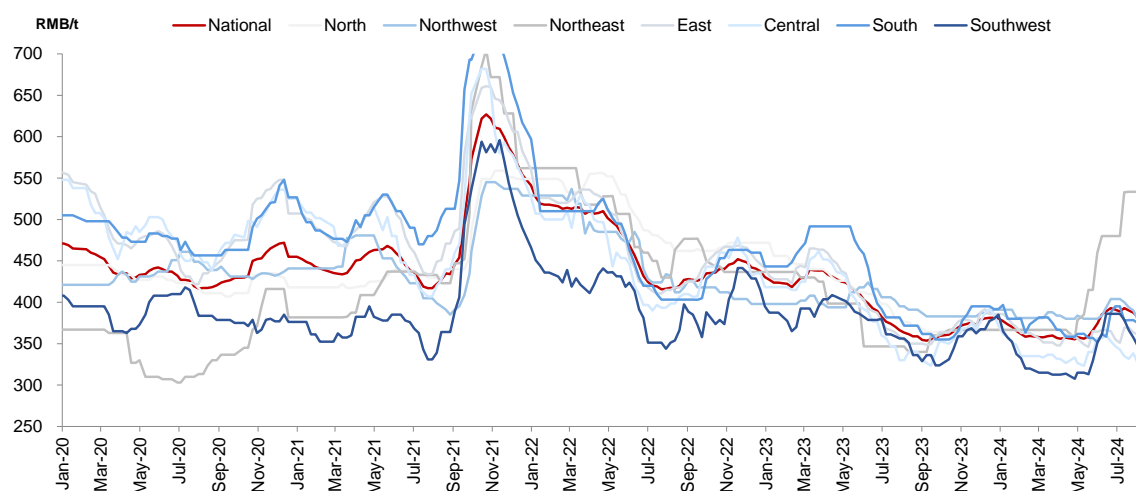
## 產業概況

### 中國房地產需求疲弱、錯峰生產難以扭轉供需失衡，水泥價量弱勢運行

2021 年中旬由於中國能耗雙控以及限電措施大幅壓縮水泥供給，中國水泥均價大漲至 627 元/噸，隨後在總體經濟放緩、防疫政策、房地產需求轉弱等雜音影響下，供需情形惡化，2022/2023 年中國水泥需求下滑 10%/3%，創下十年來最低點，儘管企業積極錯峰停窯，仍難抵銷需求銳減的負面影響，2022 年至今水泥價格呈現下跌格局，2022/2023 年庫容比平均水位回升至 68%/71%，2022 年/2023 年均價下跌 4%/15%至 464/394 元/噸。

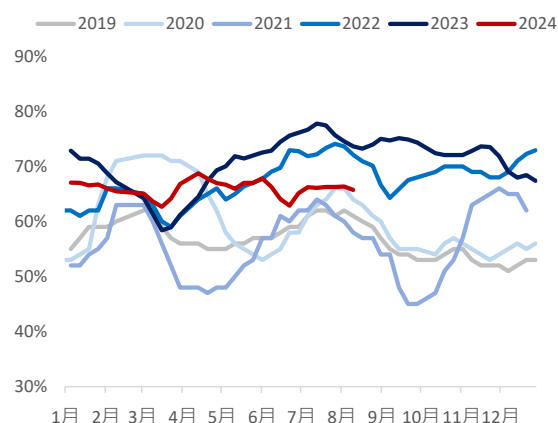
展望 2024 年，由於 2023 年中國水泥行業獲利年減 54.8%，更有部份中國水泥廠已陷虧損，因此推估中國水泥價格後續下跌空間有限，預期持續下行但跌幅收斂，儘管中國政府逐步放寬房產限制並祭出刺激政策，我們認為中國房市低迷的現象短期內難見復甦，水泥報價及出貨量同步承壓，預期 2024 年中國水泥需求年減 5%，價格偏向 L 型弱勢復甦，價量展望皆不樂觀。

圖 11：水泥價格自 2022 年初至今向下整理



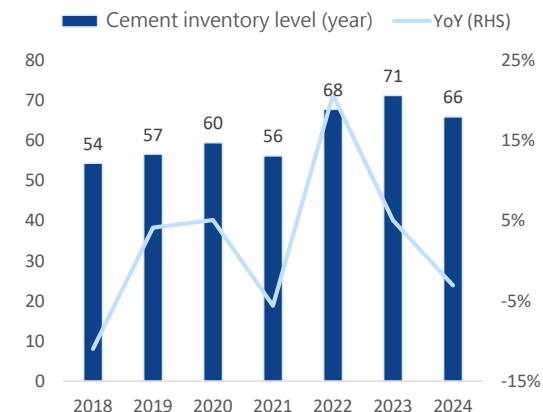
資料來源：Wind、公司資料、元大投顧

圖 12：中國水泥庫容比維持 65%水準



資料來源：Wind、公司資料、元大投顧

圖 13：中國水泥平均庫容比因供給側改革回落



資料來源：Wind、公司資料、元大投顧



## 需求側 – 中國房市短期難見復甦，估 2024 年中國水泥需求下滑低個位數

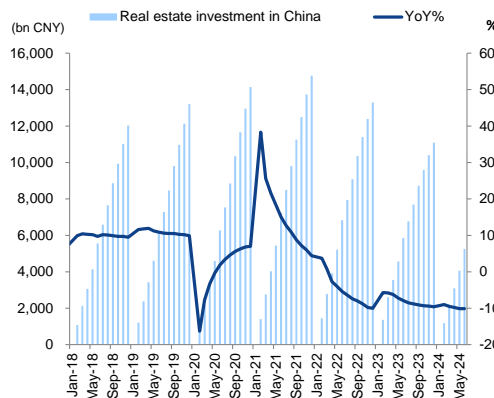
通膨、升息令資金成本高漲抑制民眾購屋意願，中國 2022 年中旬起更爆發爛尾樓事件和房企債務問題，2023 年中國新屋開工年減 23%、房地產投資額年減 10%，儘管中國政府為提振房地產市場需求並穩定市場預期，陸續放寬舊有房市政策並積極救市，如認房不認貸、降低購買首套住房貸款利率、延長金融 16 條適用期限等，有助於房市築底，但我們認為房地產泡沫化的問題仍需要時間調整方能重回成長，使水泥需求量承壓；基礎建設部分，中國雖依照十四五計畫大力推動新基建，使 2023 基礎建設投資完成額年增 8%，仍為中國水泥需求主要動力，然依舊難以抵銷房地產弱勢所造成的需求量下滑，2023 年中國水泥需求年減 5%，預期 2024 年將年減 5%至 19.2 億噸。

## 供給側 – 錯峰生產力度加大仍難以扭轉供需失衡，期待落後產能加速淘汰

由於中國房市疲軟導致需求急遽下滑，2022-2023 年中國各地區紛紛加大減產天數，在中國 19 個水泥主要生產省分中，至少 60%以上全年停工時間超過 100 天，30%以上全年停工天數更超過 150 天，目前開工率僅 60%。然儘管整體減產政策力道較 2022 年提升，全國平均水泥庫容比依舊達 71%，為六年同期高檔，顯示錯峰生產難以扭轉供過於求的問題。展望 2024 年，考量目前庫容比仍舊居高不下、需求衰退，我們認為錯峰生產力度將會維持或加大力道，以求在 L 型弱勢復甦之時期維持價格與利潤。

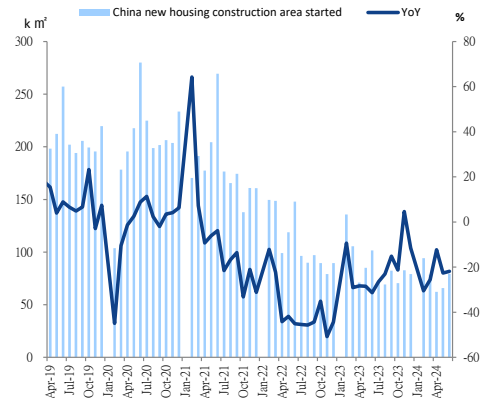
中國全國水泥產能總計逾近 35 億噸，惟需求高峰僅 25 億噸，需仰賴進一步的行業整合以解決長期產能過剩的問題。在獲利低谷期，已見到部分中國水泥企業因虧損退場、尋求併購，我們認為在水泥產業下行週期期間，也提供了中國水泥供給端整併的契機，加上中國政府持續嚴格執行產能置換、碳中和政策推出亦將限制供給端的成長，老舊產能、規模較小之企業有望加速淘汰或整合，有利於未來大型水泥廠營運表現。

圖 14：中國 1H24 累積房地產投資年減 10%



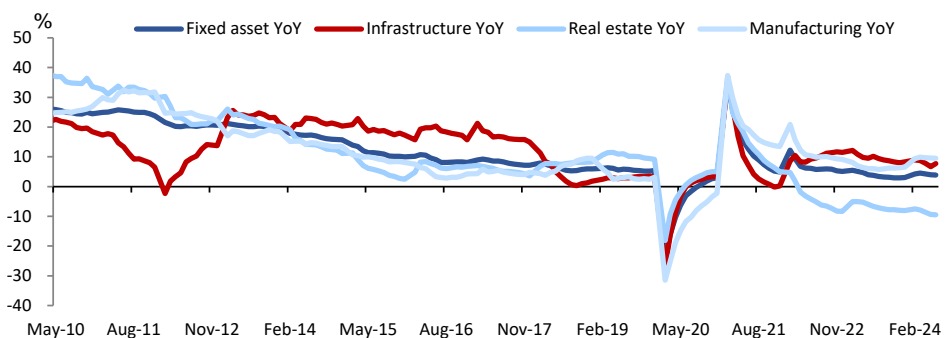
資料來源：Wind、元大投顧

圖 15：中國 1H24 累積新屋開工面積年減 24%



資料來源：Wind、元大投顧

圖 16：中國 1H24 累積基礎建設投資完成額年增 8%



資料來源：Wind、元大投顧

## 房市銷售雖熱但住宅用核發樓地板面積仍年減 7%，公共建設支撐國內水泥需求

2017 年起，受惠 1) 政府解除信用管制；2) 中美貿易戰使台商回流建廠需求增溫；3) 大幅降息使房貸利率低檔，房地產市況轉趨熱絡，我國核發建築物建造執照總樓地板面積連年走升，於 2016 年落底後自 2,988 萬平方公尺成長至 2022 年 4,583 萬平方公尺，年複合成長率達 8.9%。然自 2021 年底開始，我國政府陸續祭出打房政策，如實價登錄 2.0、房地合一稅 2.0、限貸令等，房市由盛轉衰；不過政府於 2H23 推出新青安房貸促進成屋銷售，自此國內買賣移轉棟數和預售屋成交量持續攀成，然而我們認為大幅年增的銷售數字主要仍來自過去累積的樓地板面積，觀察 1H24 國內住宅核發建照樓地板面積仍呈現年減 7%，並認為未來國內房市還是會持續作為水泥用量負向因子。

公共建設方面，政府持續推動及執行各項公共建設計畫和標案，根據國發會資料，2023 年度公共建設經費 6,787 億元，最終經費達成率 96.21%，創下近 16 年來最佳表現；2024 年公共建設經費為 7,792 億元(年增 14.8%)，規模創下歷史新高，其中油電佔 35.5%、軌道建設 15.2%，其餘包括公路和水利建設等，1Q24 經費達成率已 18.84%，較去年同期增加，我們認為基礎建設需求穩定，將支撐國內水泥需求。

圖 17：2023 年台灣水泥需求年減 3%，估 2024 年下滑 1-2%

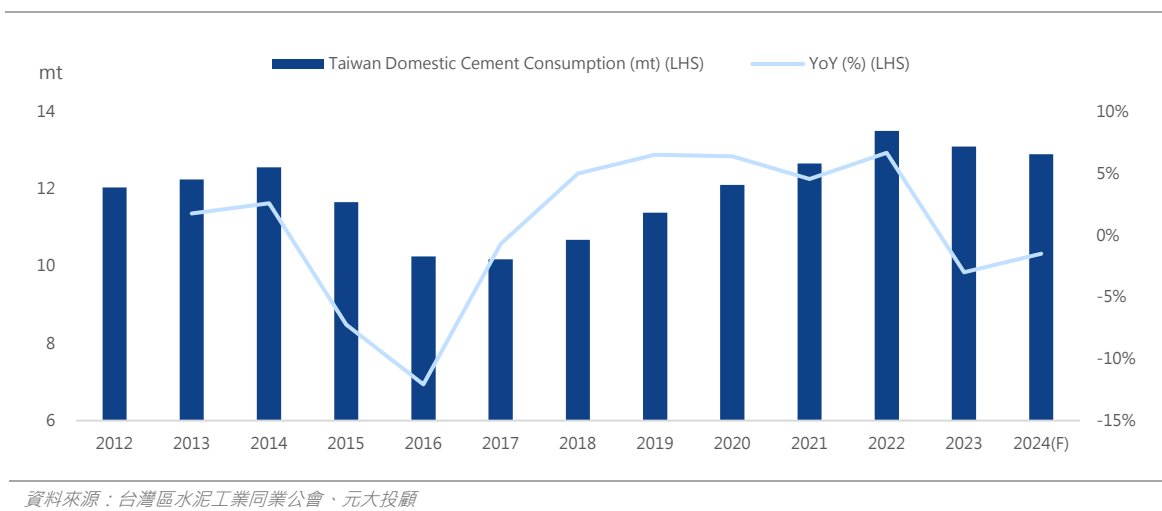
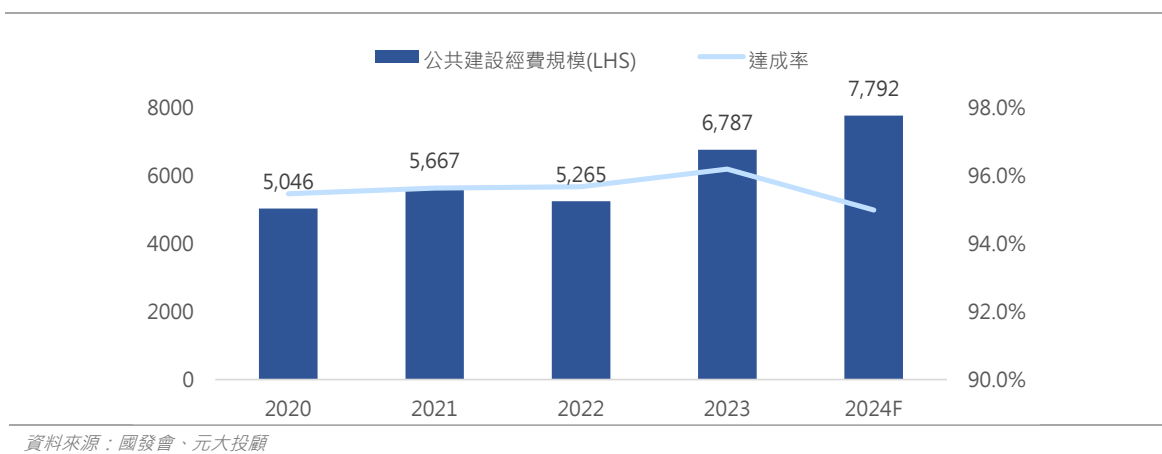


圖 18：我國公共建設經費規模連年增高





## 獲利調整與股票評價

### 維持亞泥本業獲利預估但上修業外收益，上修 2024 年 EPS 28%，維持持有評等

我們預期中國水泥噸毛利將長期處於 10-20 人民幣/噸的低檔水準(2023 年 24-59 人民幣/噸)，並維持對於亞泥本業獲利預估之預期，包括亞泥中國水泥部門獲利損平 (vs 2023 年 19 億元)，及亞泥台灣水泥部門受惠混凝土漲價、國際煤價低檔，獲利 40-45 億元 (vs 2023 年 34 億元)；惟 2Q24 提列預期信用減損損失 2.5 億元，下修營業利益 2.2%至 69.5 億元；上修 2024/25 年稅前利益 23.8%/14.6%，主因轉投資之山水水泥於 2Q24 獲利改善幅度大於預期，同時裕民航運、遠東新展望上修，因此上修業外獲利；上修 2024/25 年 EPS 27.8%/14.6%至 3.77/2.80 元。

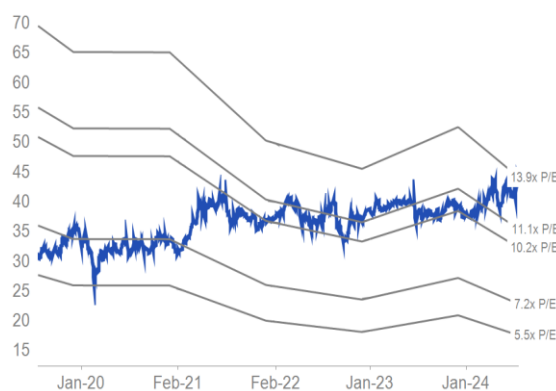
亞泥過去 5 年本淨比多介於 0.8-1.1 倍(平均 1.0 倍)，在中國房市熱絡、水泥需求暢旺時，P/B 普遍位於 1 倍以上，2021 年能耗雙控使水泥報價大漲，P/B 一度大漲至 1.2 倍。亞泥目前股價位於 0.9 倍 2024 年每股淨值，儘管國內水泥獲利持穩，但基於我們悲觀看待中國房市前景使中國水泥價量承壓，評價維持 0.9 倍 2024 年每股淨值(近五年內區間下緣)，推得目標價 44 元，給予持有評等，建議等到中國房市問題改善，水泥重返上升循環後再行布局。

圖 19：2024 和 2025 年財務預估調整

(百萬元)	2024 估		2025 估		預估差異	
	調整後	調整前	調整後	調整前	2024	2025
營業收入	74,983	74,402	76,838	76,184	0.8%	0.9%
營業毛利	10,488	10,341	10,979	10,756	1.4%	2.1%
營業利益	6,954	7,110	7,653	7,525	-2.2%	1.7%
稅前利益	15,707	12,683	12,292	10,724	23.8%	14.6%
稅後淨利	12,559	9,827	9,342	8,151	27.8%	14.6%
調整後 EPS (元)	3.79	2.97	2.82	2.46	27.6%	14.6%
重要比率 (%)					百分點	百分點
營業毛利率	14.0%	13.9%	14.3%	14.1%	0.1	0.2
營業利益率	9.3%	9.6%	10.0%	9.9%	-0.3	0.1
稅後純益率	16.8%	13.2%	12.2%	10.7%	3.5	1.5

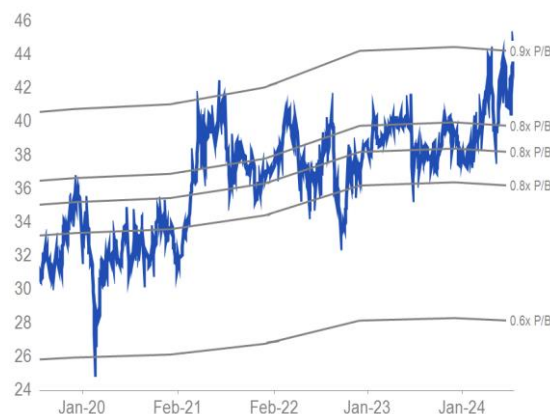
資料來源：公司資料、元大投顧預估

圖 20：12 個月預期本益比區間圖



資料來源：亞泥法說會、元大投顧

圖 21：12 個月預期股價淨值比區間圖



資料來源：Wind、元大投顧

圖 22：同業評價比較表

公司	代碼	評等	股價	市值 (百萬美元)	調整後每股盈餘			本益比(倍)			調整後每股盈餘成長率(%)		
					2022	2023	2024	2022	2023	2024	2022	2023	2024
亞泥	1102 TT	持有-超越 同業	44.2	4,893	3.63	3.28	3.79	12.2	13.4	11.7	(22.8)	(9.4)	15.4
國際同業													
海螺水泥	0914 HK	未評等	17.9	15,692	2.2	2.1	2.2	8.1	8.4	8.2	(34.5)	(4.0)	2.0
華潤水泥	1313 HK	未評等	1.6	1,443	0.1	0.1	0.2	16.0	11.4	8.4	(61.2)	40.3	35.8
中建材	3323 HK	未評等	2.4	2,575	0.5	0.5	0.6	4.7	5.2	3.9	(53.8)	(9.3)	34.3
國際同業平均					0.9	0.9	1.0	9.6	8.3	6.8	(49.9)	9.0	24.0
國內同業													
環泥	1104 TT	未評等	32.9	7,993	1.1	1.5	1.6	31.1	21.9	20.8	38.6	41.9	5.3
國內同業平均					1.1	1.5	1.6	31.1	21.9	20.8	38.6	41.9	5.3

資料來源：公司資料、元大投顧、Reuters；每股盈餘數字以當地貨幣為單位；股價依首頁收盤價日期為準。

圖 23：同業評價比較表 (續)

公司	代碼	評等	股價	市值 (百萬美元)	股東權益報酬率(%)			每股淨值			股價淨值比(倍)		
					2022	2023	2024	2022	2023	2024	2022	2023	2024
亞泥	1102 TT	持有-超越 同業	44.2	4,893	6.9	5.9	6.5	45.35	47.70	47.95	1.0	0.9	0.9
國際同業													
海螺水泥	0914 HK	未評等	17.9	15,692	5.8	5.7	5.7	38.5	39.6	40.2	0.5	0.5	0.4
華潤水泥	1313 HK	未評等	1.6	1,443	1.5	2.3	3.1	7.0	6.6	6.8	0.2	0.2	0.2
中建材	3323 HK	未評等	2.4	2,575	3.7	3.3	4.2	16.1	14.4	14.8	0.2	0.2	0.2
國際同業平均					3.6	3.8	4.3	20.5	20.2	20.6	0.3	0.3	0.3
國內同業													
環泥	1104 TT	未評等	32.9	7,993	4.1	4.4	4.5	29.8	31.7	32.7	1.1	1.0	1.0
國內同業平均					4.1	4.4	4.5	29.8	31.7	32.7	1.1	1.0	1.0

資料來源：公司資料、元大投顧、Reuters；每股淨值數字以當地貨幣為單位；股價依首頁收盤價日期為準。

圖 24：季度及年度簡明損益表 (合併)

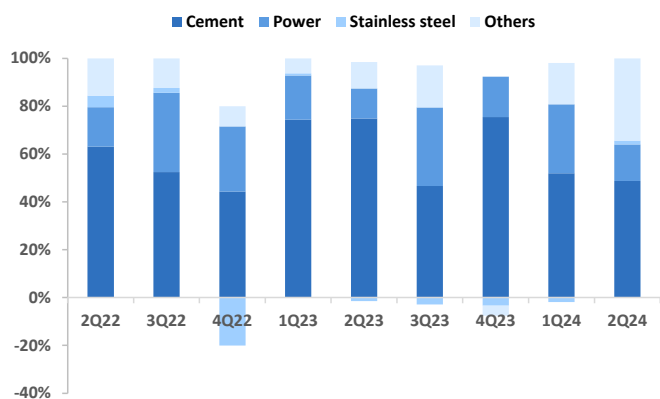
(NT\$百萬元)	1Q2024A	2Q2024A	3Q2024F	4Q2024F	1Q2025F	2Q2025F	3Q2025F	4Q2025F	FY2024F	FY2025F
營業收入	16,500	18,985	19,600	19,899	74,983	16,727	19,586	20,062	74,983	76,838
銷貨成本	(14,743)	(16,131)	(16,857)	(16,763)	(64,495)	(14,754)	(16,734)	(17,112)	(64,495)	(65,859)
營業毛利	1,757	2,854	2,742	3,136	10,488	1,973	2,851	2,950	10,488	10,979
營業費用	(733)	(1,039)	(915)	(846)	(3,534)	(733)	(831)	(915)	(3,534)	(3,326)
營業利益	1,024	1,815	1,827	2,289	6,954	1,239	2,020	2,035	6,954	7,653
業外利益	2,608	3,199	1,624	1,323	8,753	738	1,824	1,022	8,753	4,639
稅前純益	3,631	5,014	3,451	3,612	15,707	1,977	3,844	3,057	15,707	12,292
所得稅費用	(816)	(1,104)	(690)	(722)	(3,332)	(395)	(769)	(611)	(3,332)	(2,458)
少數股東權益	(132)	(334)	138	144	(184)	79	154	122	(184)	492
歸屬母公司稅後純益	2,948	4,244	2,623	2,745	12,559	1,503	2,922	2,323	12,559	9,342
調整後每股盈餘(NT\$)	0.89	1.28	0.79	0.83	3.79	0.45	0.88	0.70	3.79	2.82
調整後加權平均股數(百萬股)	3,313	3,313	3,313	3,313	3,313	3,313	3,313	3,313	3,313	3,313
重要比率										
營業毛利率	10.7%	15.0%	14.0%	15.8%	14.0%	11.8%	14.6%	14.7%	14.0%	14.3%
營業利益率	6.2%	9.6%	9.3%	11.5%	9.3%	7.4%	10.3%	10.1%	9.3%	10.0%
稅前純益率	22.0%	26.4%	17.6%	18.2%	21.0%	11.8%	19.6%	15.2%	21.0%	16.0%
稅後純益率	17.9%	22.4%	13.4%	13.8%	16.8%	9.0%	14.9%	11.6%	16.8%	12.2%
有效所得稅率	22.5%	22.0%	20.0%	20.0%	21.2%	20.0%	20.0%	20.0%	21.2%	20.0%
季增率(%)										
營業收入	-17.3%	15.1%	3.2%	1.5%	276.8%	-77.7%	17.1%	2.4%		
營業利益	-30.2%	77.3%	0.7%	25.3%	203.8%	-82.2%	63.0%	0.7%		
稅後純益	122.4%	44.0%	-38.2%	4.7%	357.5%	-88.0%	94.4%	-20.5%		
調整後每股盈餘	122.4%	43.9%	-38.2%	4.6%	357.6%	-88.0%	94.4%	-20.5%		
年增率(%)										
營業收入	-14.1%	-10.2%	-1.5%	-0.2%	354.4%	-11.9%	-0.1%	0.8%	-6.5%	2.5%
營業利益	-29.9%	-32.0%	-2.0%	56.0%	579.4%	-31.7%	10.6%	-11.1%	-6.8%	10.1%
稅後純益	9.7%	1.9%	-3.1%	107.1%	326.0%	-64.6%	11.4%	-15.4%	11.6%	-20.5%
調整後每股盈餘	9.7%	1.9%	-3.1%	107.1%	326.0%	-64.6%	11.4%	-15.4%	15.4%	-25.6%

資料來源：公司資料、元大投顧、CMoney；標“A”為歷史數據；調整後每股盈餘為根據調整後加權平均股數計算。

## 公司簡介

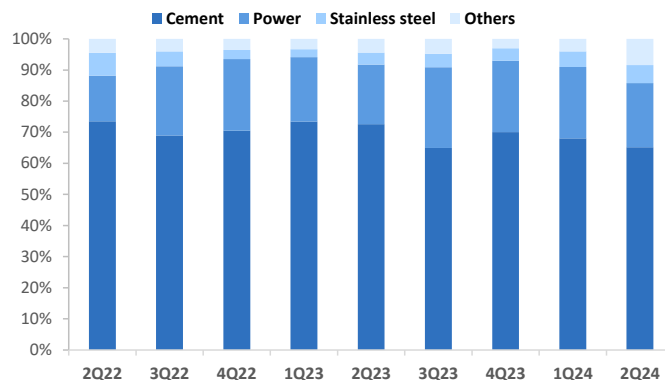
亞洲水泥創立於 1957 年，為國內第二大、中國第十大水泥製造商，台灣與中國年產能分別為 500 萬及 3300 萬公噸，同時擁有天然氣電廠與不鏽鋼廠等子公司。轉投資事業包括山水水泥(持有 17.5%股份)、遠東集團下之遠東新世紀(23.8%)與裕民航運(39.3%)。

圖 25：各部門營業利益組成



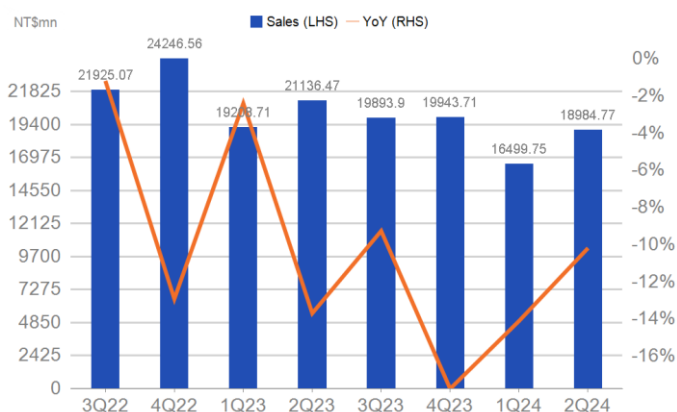
資料來源：公司資料、元大投顧預估

圖 26：營收組成



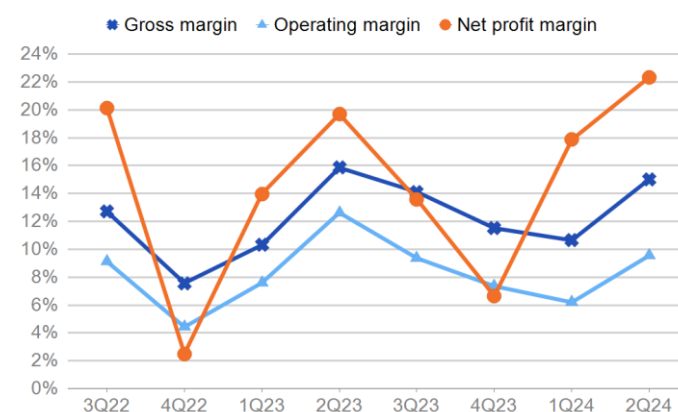
資料來源：公司資料

圖 27：營收趨勢



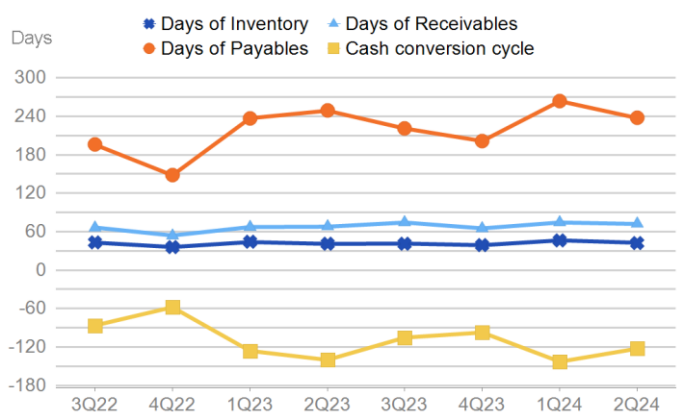
資料來源：CMoney、公司資料

圖 28：毛利率、營益率、淨利率



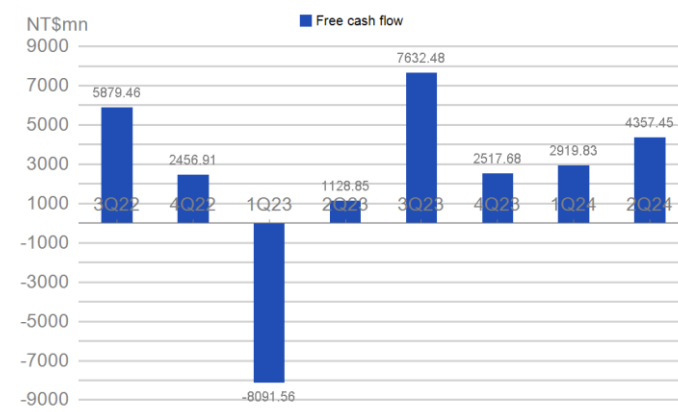
資料來源：CMoney、公司資料

圖 29：經營能力



資料來源：CMoney、公司資料

圖 30：自由現金流量



資料來源：CMoney、公司資料

# ESG 分析

- 分別藉由「在 ESG 議題上的曝險」和「個別公司在 ESG 議題上的執行力」兩個面向來衡量公司於 ESG 上的表現。
- ▶ **ESG 總分：** 亞泥整體的 ESG 風險評級屬於中等風險，於 Sustainalytics 資料庫所覆蓋的公司中排名亦排行於略微落後的位置，但在建築材料行業中的公司中排名領先同業。
  - ▶ **在 ESG 議題上的曝險：** 亞泥的整體曝險屬於高等水準，且與建築材料行業的平均水準相近。公司較需要改善的 ESG 議題包含碳自有營運等。
  - ▶ **個別公司在 ESG 議題上的執行力：** 亞泥在針對重大 ESG 議題的管理水準和執行力屬高等。該公司的溫室氣體減量計畫是充足的。此外，它還揭露了範圍 1 和 2 排放數據，並提供了範圍 3 排放的相關資訊。此外，過去三年碳強度趨勢保持相對穩定

圖 31：ESG 分析

分項	評分/評級
ESG 總分	26.1
在 ESG 議題上的曝險 (A)	48.6
個別公司在 ESG 議題上的執行力 (B)	51.9
風險評級	中 <span>★</span>
同業排行(1~100，1 為最佳)	10

資料來源：Sustainalytics (2024/8/18)

註 1：ESG 總分=A-(A\*可控風險因子\*B/100)

註 1-1：可控風險因子介於 0-1 之間，越大為越佳。

註 2：ESG 總分風險評級：

極低 (0-10)	低 (10-20)	中 (20-30)	高 (30-40)	極高 (40+)
-----------	-----------	-----------	-----------	----------

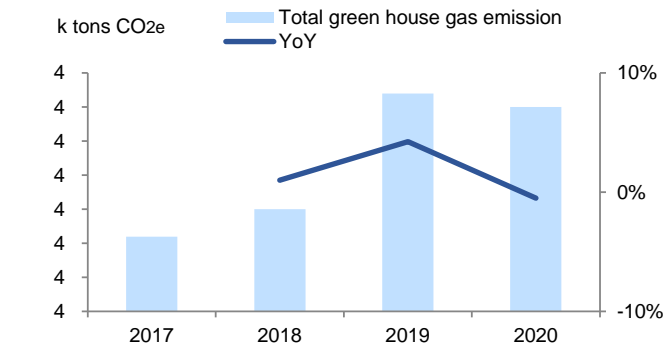
註 3：曝險分數評級：

低 (0-35)	中 (35-55)	高 (55+)
----------	-----------	---------

註 4：執行力分數評級：

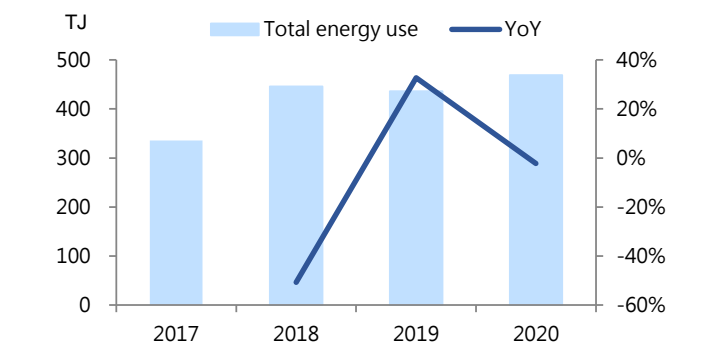
弱 (0-25)	中 (25-50)	強 (50-100)
----------	-----------	------------

圖 32：溫室氣體排放



資料來源：公司資料、Reuters

圖 33：節能績效



資料來源：公司資料、Reuters

資產負債表

年初至 12 月 (NT\$ 百萬元)	2021A	2022A	2023A	2024F	2025F
現金與短期投資	33,451	43,486	33,230	44,907	40,793
存貨	8,813	8,668	7,611	8,062	8,232
應收帳款及票據	14,427	13,992	12,899	11,299	11,578
其他流動資產	49,264	45,303	68,602	51,068	46,754
流動資產	105,956	111,450	122,341	115,335	107,357
採用權益法之投資	88,108	91,718	94,087	99,791	104,780
固定資產	41,432	39,796	39,341	41,723	44,885
無形資產	6,969	6,789	6,467	6,572	6,638
其他非流動資產	74,591	74,490	74,490	75,992	78,613
非流動資產	211,100	212,793	214,386	224,078	234,916
資產總額	317,056	324,243	336,727	339,414	342,274
應付帳款及票據	12,502	10,768	10,197	9,188	9,383
短期借款	23,700	28,693	29,017	31,404	31,718
什項負債	34,880	31,502	43,674	33,609	33,913
流動負債	71,082	70,963	82,888	74,201	75,013
長期借款	7,050	10,416	9,567	11,595	11,711
其他負債及準備	58,650	58,631	52,408	58,832	59,545
長期負債	65,701	69,047	61,976	70,427	71,256
負債總額	136,783	140,010	144,863	144,628	146,269
股本	35,456	35,459	35,466	35,466	35,466
資本公積	5,986	6,006	8,574	8,574	8,574
保留盈餘	115,000	115,195	117,910	114,452	116,975
什項權益	485	4,157	7,220	11,568	7,472
歸屬母公司之權益	156,927	160,817	169,170	170,060	168,488
非控制權益	23,346	23,416	22,694	24,963	27,459
股東權益總額	180,273	184,233	191,864	195,023	195,947

資料來源：公司資料、元大投顧

現金流量表

年初至 12 月 (NT\$ 百萬元)	2021A	2022A	2023A	2024F	2025F
本期純益	17,528	12,597	11,084	12,375	9,834
折舊及攤提	4,930	4,769	4,756	4,911	5,180
本期營運資金變動	(303)	116	3,200	(55)	(408)
其他營業資產 及負債變動	(13,558)	(2,174)	(11,770)	(3,999)	(2,923)
營運活動之現金流量	8,597	15,309	7,269	13,232	11,682
資本支出	(3,250)	(2,666)	(4,082)	(6,993)	(8,041)
本期長期投資變動	3,235	3,610	2,369	(3,311)	(4,753)
其他資產變動	(1,648)	111	(11,943)	(300)	(300)
投資活動之現金流量	(1,663)	1,055	(13,656)	(10,604)	(13,094)
股本變動	1,841	4	6	0	0
本期負債變動	32,983	5,835	5,494	1,440	1,457
現金增減資	0	0	0	0	0
支付現金股利	(11,934)	(12,055)	(8,156)	(7,446)	(7,801)
其他調整數	(21,924)	(1,200)	(820)	0	0
融資活動之現金流量	966	(7,417)	(3,476)	(6,006)	(6,344)
匯率影響數	(360)	1,089	(394)	0	0
本期產生現金流量	7,539	10,036	(10,257)	(3,379)	(7,757)
自由現金流量	5,347	12,642	3,187	1,486	1,925

資料來源：公司資料、元大投顧

損益表

年初至 12 月 (NT\$ 百萬元)	2021A	2022A	2023A	2024F	2025F
營業收入	90,333	90,341	80,183	74,983	76,838
銷貨成本	(69,152)	(78,585)	(69,746)	(64,495)	(65,859)
營業毛利	21,181	11,755	10,437	10,488	10,979
營業費用	(3,495)	(3,184)	(2,977)	(3,534)	(3,326)
推銷費用	0	0	0	0	0
研究費用	0	0	0	0	0
管理費用	(2,856)	(3,324)	(3,272)	(3,534)	(3,326)
其他費用	(639)	140	295	0	0
營業利益	17,686	8,571	7,460	6,954	7,653
利息收入	808	946	1,353	1,519	1,585
利息費用	(969)	(1,296)	(1,776)	(1,711)	(1,720)
利息收入淨額	(161)	(350)	(423)	(192)	(135)
投資利益(損失)淨額	6,319	4,311	2,493	3,999	2,923
匯兌損益	(162)	604	(29)	162	501
其他業外收入(支出)淨額	(1,748)	2,060	4,436	4,784	1,350
稅前純益	21,934	15,197	13,936	15,707	12,292
所得稅費用	(4,406)	(2,600)	(2,852)	(3,332)	(2,458)
少數股權淨利	2,460	581	201	(184)	492
歸屬母公司之稅後純益	15,068	12,016	10,883	12,559	9,342
稅前息前折舊攤銷前淨利	27,758	21,261	20,465	11,866	12,833
調整後每股盈餘 (NT\$)	4.70	3.63	3.28	3.79	2.82

資料來源：公司資料、元大投顧

主要財務報表分析

年初至 12 月	2021A	2022A	2023A	2024F	2025F
年成長率 (%)					
營業收入	15.4	0	(11.2)	(6.5)	2.5
營業利益	(10.1)	(51.5)	(13.0)	(6.8)	10.1
稅前息前折舊攤銷前淨利	(8.3)	(23.4)	(3.8)	(42.0)	8.2
稅後純益	(6.6)	(28.1)	(12.0)	11.6	(20.5)
調整後每股盈餘	(0.1)	(22.8)	(9.4)	15.4	(25.6)
獲利能力分析 (%)					
營業毛利率	23.5	13.0	13.0	14.0	14.3
營業利益率	19.6	9.5	9.3	9.3	10.0
稅前息前淨利率	23.2	15.4	15.2	9.3	10.0
稅前息前折舊攤銷前淨利率	30.7	23.5	25.5	15.8	16.7
稅前純益率	24.3	16.8	17.4	21.0	16.0
稅後純益率	16.7	13.3	13.6	16.8	12.2
資產報酬率	5.7	3.9	3.4	3.7	2.9
股東權益報酬率	10.0	6.9	5.9	6.5	4.8
穩定/償債能力分析					
負債權益比 (%)	75.9	76.0	75.5	14.0	18.9
淨負債權益比(%)	(1.5)	(2.4)	2.8	(1.0)	1.4
利息保障倍數 (倍)	23.6	12.7	8.9	10.2	8.2
流動比率 (%)	149.1	157.1	147.6	155.4	143.1
速動比率 (%)	134.0	143.4	136.9	144.6	132.1
淨負債 (NT\$百萬元)	(2,701)	(4,378)	5,355	(1,908)	2,636
調整後每股淨值 (NT\$)	44.26	45.35	47.70	47.95	47.51
評價指標 (倍)					
本益比	9.4	12.2	13.4	11.7	15.7
股價自由現金流量比	27.4	11.6	45.9	98.4	76.0
股價淨值比	1.0	1.0	0.9	0.9	0.9
股價稅前息前折舊攤銷前淨	5.3	6.9	7.2	12.3	11.4
股價營收比	1.6	1.6	1.8	2.0	1.9

資料來源：公司資料、元大投顧；註：負債為短期債加上長期債。



附錄：重要揭露事項

分析師聲明

主要負責撰寫本研究報告全文或部分內容之分析師，茲針對本報告所載證券或證券發行機構，於此聲明：(1) 文中所述觀點皆準確反映其個人對各證券或證券發行機構之看法；(2) 研究部分分析師於本研究報告中所提出之特定投資建議或觀點，與其過去、現在、未來薪酬的任何部份皆無直接或間接關聯。

亞泥 (1102 TT)- 投資建議與目標價三年歷史趨勢



資料來源：CMoney、元大投顧  
註：A = 未調整之收盤價；B = 未調整之目標價；C = 依據股票股利與現金股利調整後之目標價。員工分紅稀釋影響未反映於 A、B 或 C。

投資評等說明

買進：根據本中心對該檔個股投資期間絕對或相對報酬率之預測，我們對該股持正面觀點。此一觀點係基於本中心對該股之發展前景、財務表現、利多題材、評價資訊以及風險概況之分析。建議投資人於投資部位中增持該股。

持有-超越同業：本中心認為根據目前股價，該檔個股基本面吸引力高於同業。此一觀點係基於本中心對該股發展前景、財務表現、利多題材、評價資訊以及風險概況之分析。

持有-落後同業：本中心認為根據目前股價，該檔個股基本面吸引力低於同業。此一觀點係基於本中心對該股發展前景、財務表現、利多題材、評價資訊以及風險概況之分析。

賣出：根據本中心對該檔個股投資期間絕對或相對報酬率之預測，我們對該股持負面觀點。此一觀點係基於本中心對該股之發展前景、財務表現、利多題材、評價資訊以及風險概況之分析。建議投資人於投資部位中減持該股。

評估中：本中心之預估、評等、目標價尚在評估中，但仍積極追蹤該個股。

限制評等：為遵循相關法令規章及/或元大之政策，暫不給予評等及目標價。

註：元大給予個股之目標價係依 12 個月投資期間計算。大中華探索系列報告並無正式之 12 個月目標價，其投資建議乃根據分析師報告中之指定期間分析而得。

總聲明

© 2024 元大版權所有。本報告之內容取材自本公司認可之資料來源，但並不保證其完整性或正確性。報告內容並非任何證券之銷售要約或邀購。報告中所有的意見及預估，皆基於本公司於特定日期所做之判斷，如有變更恕不另行通知。

本報告僅提供一般資訊，文中所載資訊或任何意見，並不構成任何買賣證券或其他投資標的之要約或要約之引誘。報告資料之刊發僅供客戶一般傳閱用途，並非意欲提供專屬之投資建議，亦無考慮任何可能收取本報告之人士的個別財務狀況與目標。對於投資本報告所討論或建議之任何證券、投資標的，或文中所討論或建議之投資策略，投資人應就其是否適合本身而諮詢財務顧問的意見。本報告之內容取材自據信為可靠之資料來源，但概不以明示或默示的方式，對資料之準確性、完整性或正確性作出任何陳述或保證。本報告並非（且不應解釋為）在任何司法管轄區內，任何非依法從事證券經紀或交易之人士或公司，為該管轄區內從事證券經紀或交易之遊說。

元大研究報告於美國僅發送予美國主要投資法人（依據 1934 年《證券交易法》15a-6 號規則及其修正條文與美國證券交易委員會詮釋定義）。美國投資人若欲進行與本報告所載證券相關之交易，皆必須透過依照 1934 年《證券交易法》第 15 條及其修正條文登記註冊之券商為之。元大研究報告在台灣由元大證券投資顧問股份有限公司發佈，在香港則由元大證券(香港)有限公司發佈。元大證券(香港)係獲香港證券及期貨事務監察委員會核准註冊之券商，並獲許從事受規管活動，包括第 4 類規管活動（就證券提供意見）。非經元大證券(香港)有限公司書面明示同意，本研究報告全文或部份，不得以任何形式或方式轉載、轉寄或揭露。

欲取得任何本報告所載證券詳細資料之台灣人士，應透過下列方式聯絡元大證券投資顧問股份有限公司：

致：聯絡人姓名

元大證券投資顧問股份有限公司

台灣臺北市 106 敦化南路二段

65 號 10 樓、71 號 10 樓

© {2024} Sustainalytics. All Rights Reserved. The information, data, analyses and opinions contained herein: (1) includes the proprietary information of Sustainalytics; (2) may not be copied or redistributed except as specifically authorized; (3) do not constitute investment advice nor an endorsement of any product or project; (4) are provided solely for informational purposes; and (5) are not warranted to be complete, accurate or timely. Sustainalytics is not responsible for any trading decisions, damages or other losses related to it or its use. The use of the data is subject to conditions available at <https://www.sustainalytics.com/legal-disclaimers>.