

# 台泥 (1101 TT) Taiwan Cement

## 毛利率低於預期，靜待營運多角化效益發酵

持有-超越同業 (維持評等)

目標價 (12 個月) : NT\$35.0

收盤價 (2024/08/22) : NT\$33.1

隱含漲幅 : 5.7%

### 營收組成 (2Q24)

水泥 77%/電力 6%/綠能 12%。

### 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\$)	35.0	35.0
2024年營收 (NT\$/十億)	149.6	144.0
2024年EPS	1.4	1.5

### 交易資料表

市值	NT\$256,180百萬元
外資持股比率	18.0%
董監持股比率	7.7%
調整後每股淨值 (2024F)	NT\$31.60
負債比	49.1%
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	113,930	109,314	149,641	164,090
營業利益	1,162	10,030	17,662	21,647
稅後純益	5,405	7,998	10,552	11,822
EPS (元)	0.76	1.06	1.35	1.57
EPS YoY (%)	-76.9	38.6	28.1	15.9
本益比 (倍)	43.3	31.3	24.4	21.1
股價淨值比 (倍)	1.1	1.1	1.1	1.0
ROE (%)	1.8	4.1	3.8	4.0
現金殖利率 (%)	1.5%	3.0%	3.3%	3.6%
現金股利 (元)	0.50	1.00	1.10	1.20

陳映慈

Lucy.YT.Chen@yuanta.com

蔡宗穎

Leo.TY.Tsai@yuanta.com

### 元大觀點

- ◆ 2Q24 傳統水泥及電廠營收年減 14%，且歐非水泥事業獲利低於預期，又稅率高且未預估特別股股利，EPS 0.25 元，低於預期 41%。
- ◆ 電廠恢復營運、主營地區水泥均價上漲，估本業 3Q24 季增 40%。
- ◆ 綠能事業營收擴大、虧損縮小，但認為獲利仍有難度；1H24 中國水泥需求年減 10%，下行週期進行式，維持持有評等。

### 電力及新事業獲利不如預期，2Q24 本業低於預期 6%

2Q24 營收 390 億元(季增 53%/年增 41%)，歐非水泥新事業貢獻營收 151 億元(39%)，傳統水泥及電廠事業營收年減 14%；營業利益 43 億元(季增 260%/年增 28%)，低於我們預期 6%。1) 水泥部門獲利 37.8 億元，歐非水泥新事業毛利率不如預期、台灣水泥持穩、中國水泥事業延續虧損，水泥均價季持平/年減 13%，推估噸毛利-10 至 0 人民幣；2) 電力及能源部門獲利 3.8 億元，其中和平電力因東部地震部分設備受損，於 4 月虧損，僅獲利 4.7 億元(年減 77%)，其餘綠能事業仍陷虧損。EPS 0.25 元(季減 4%/年減 44%)，低於預期 41%，主因稅率高且未預估特別股股利。

### 電廠營運回到正軌，預期 3Q24 營業利益季增 40%

歐非水泥事業營收高於預期，上修 3Q24 營收 8%至 427 億元(季增 10%/年增 58%)；上修 3Q24 營業利益 11%至 61 億元(季增 40%/年增 98%)，主因 1) 和平電廠機組恢復營運，7 月營業利益率由 2Q24 22%上升至目前 43%，優於預期；2) 受惠主導企業引領加強錯峰生產執行力，台泥主營地區水泥價格 3Q 至今均價上漲 6-16%，動力煤均價與 2Q 持平，預期中國噸毛利擴張至-5 至 5 人民幣。上修 EPS 4.5%至 0.43 元(季增 72%/年增 162%)。

### 綠能虧損縮小但獲利仍有難度，水泥處下行週期，維持持有

綠能事業在投資初期稼動率及滲透率提升較緩，1H24 台泥循環能源/NHOA 稅後虧損 10 億元/7.5 億元，電池事業面臨殺價競爭和加拿大廠高資本支出、NHOA 充電樁利用率低檔，不過觀察電池及儲能事業營收均於 2Q24 提升，且部分事業體虧損縮小，上修 2024 年電力及能源部門獲利至 35-37 億元(原預估 30-32 億元)，建議留意綠能事業虧損幅度是否能穩定隨稼動率上升而縮小；受房市拖累，中國水泥仍處下行週期，1H24 需求年減 10%，預期噸毛利將長期處於-15 至 15 人民幣。整體而言，綠能及中國水泥事業短期獲利仍有難度，評價維持 1.1 倍 2024 年每股淨值，推得目標價 35 元。

## 營運分析

### 新事業體獲利貢獻略不如預期，稅率及特別股股利使 EPS 低於預期 41%

台泥 2Q24 營收 389.7 億元(季增 52.5%/年增 40.8%)，季年雙增主因歐非水泥事業於 3M24 併入合併報表，貢獻 2Q 營收 151 億元，佔 39%，扣除歐非水泥營收為 239 億元(年減 13.8%)，傳統水泥及電廠事業營收下滑；營業利益 43.3 億元(季增 260%/年增 28.4%)，低於我們預期 6%，1) 水泥部門獲利 37.8 億元(季增 213%/年增 148%)，歐非水泥新事業毛利率/營益率略不如預期，貢獻淨利 26 億元，低於預期、台灣水泥持穩、中國水泥事業延續虧損，2Q24 中國水泥均價季持平/年減 13%，推估台泥中國噸毛利-10 至 0 人民幣；2) 電力及能源部門獲利 3.8 億元(季轉盈/年減 77%)，其中和平電力 2Q24 因東部地震部分設備受損，於 4 月出現虧損，僅獲利 4.7 億元(季減 71%年減 77%)，其餘綠能事業仍陷虧損。

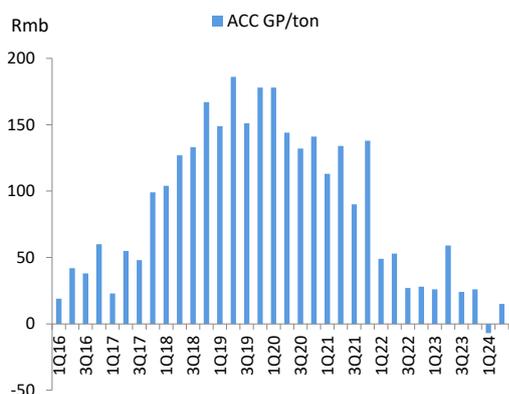
業外利益 11.4 億元，主要來自股利收入 4.9 億元，使稅前淨利 54.6 億元(季增 63%/年減 5.5%)；稅後淨利 22.7 億元(季增 15.9%/年減 36.0%)，低於預期 29%，主因稅率 36%大於預期之 26%；配發別股股利 3.52 億元，使 EPS 0.25 元(季減 3.8%/年減 44.4%)，低於我們/市場預期 41%/46%。

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	27,668	25,545	38,969	52.5%	40.8%	38,177	36,823	2.1%	5.8%
營業毛利	5,985	3,887	7,456	91.8%	24.6%	8,175	8,225	-8.8%	-9.4%
營業利益	3,368	1,200	4,325	260.4%	28.4%	4,608	4,312	-6.1%	0.3%
稅前利益	5,782	3,351	5,463	63.0%	-5.5%	5,767	6,091	-5.3%	-10.3%
稅後淨利	3,542	1,956	2,267	15.9%	-36.0%	3,179	4,040	-28.7%	-43.9%
調整後 EPS (元)	0.45	0.26	0.25	-3.8%	-44.4%	0.42	0.46	-40.5%	-45.7%
重要比率 (%)				百分點	百分點			百分點	百分點
營業毛利率	21.6%	15.2%	19.1%	3.9	-2.5	21.4%	22.3%	-2.3	-3.2
營業利益率	12.2%	4.7%	11.1%	6.4	-1.1	12.1%	11.7%	-1.0	-0.6
稅後純益率	12.8%	7.7%	5.8%	-1.8	-7.0	8.3%	11.0%	-2.5	-5.2

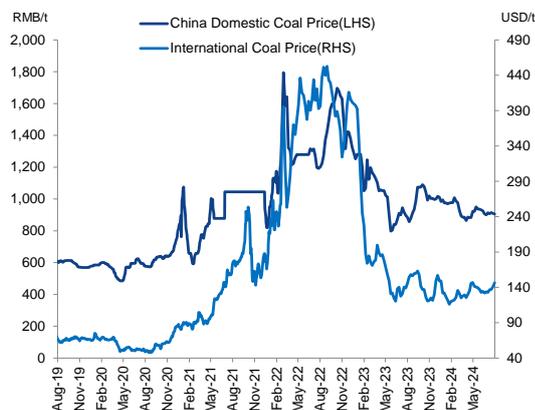
資料來源：公司資料、元大投顧預估、Bloomberg

圖 2：同業亞泥中國噸毛利大減



資料來源：亞泥法說會、元大投顧

圖 3：動力煤價格緩降



資料來源：Wind、元大投顧

## 和平電廠回復正常營運，預期 3Q24 本業獲利季增 40%

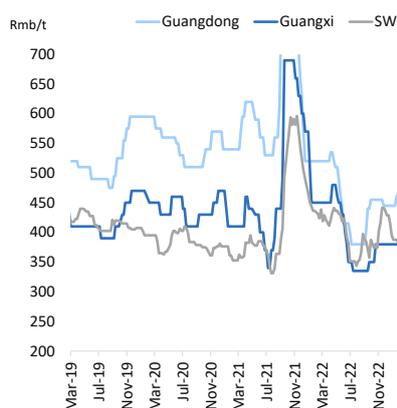
台泥 7 月營收 144.3 億元(月減 15%/年增 61%)，達成我們前次預期 36%，優於預期主因歐非水泥事業貢獻約 60 億元，高於預期，上修 3Q24 營收 7.5%至 427.2 億元(季增 9.6%/年增 58.2%)；上修 3Q24 營業利益 10.9%至 60.6 億元(季增 40.1%/年增 97.9%)，1) 主因和平電廠機組恢復營運，7 月營業利益率由 2Q24 22%上升至目前 43%，優於預期，估獲利 18 億元(vs 2Q24 4.7 億元)；2) 儘管中國水泥需求未見好轉，預期 3Q24 出貨量季減低個位數，但觀察台泥主營地區廣東/廣西/西南 3Q 至今均價上漲 6%/16%/7%，動力煤均價與 2Q 持平，預期中國噸毛利略為擴張至-5 至 5 人民幣。上修稅後淨利 4.5%至 32.5 億元(季增 43.4%/年增 160.7%)、EPS 4.5%至 0.43 元，上修幅度較小，主因上修稅率及少數股東權益。

圖 4：2024 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	27,002	38,969	42,722	9.6%	58.2%	39,733	39,811	7.5%	7.3%
營業毛利	5,775	7,456	9,398	26.1%	62.7%	8,936	8,679	5.2%	8.3%
營業利益	3,062	4,325	6,059	40.1%	97.9%	5,464	5,188	10.9%	16.8%
稅前利益	3,277	5,463	7,054	29.1%	115.3%	6,254	6,178	12.8%	14.2%
稅後淨利	1,247	2,267	3,251	43.4%	160.7%	3,112	3,467	4.5%	-6.2%
調整後 EPS (元)	0.17	0.25	0.43	72.0%	161.9%	0.41	0.46	4.5%	-6.2%
<b>重要比率 (%)</b>				<b>百分點</b>	<b>百分點</b>			<b>百分點</b>	<b>百分點</b>
營業毛利率	21.4%	19.1%	22.0%	2.9	0.6	22.5%	21.8%	-0.5	0.2
營業利益率	11.3%	11.1%	14.2%	3.1	2.8	13.8%	13.0%	0.4	1.2
稅後純益率	4.6%	5.8%	7.6%	1.8	3.0	7.8%	8.7%	-0.2	-1.1

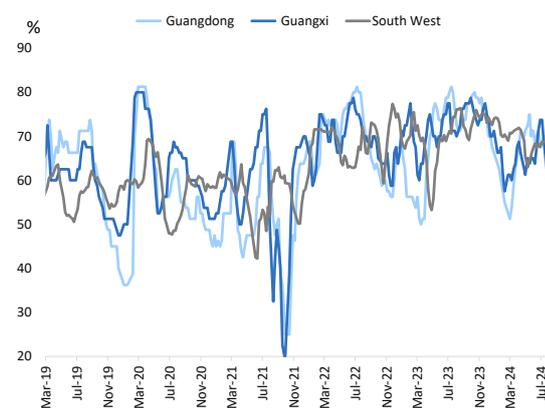
資料來源：公司資料、元大投顧預估、Bloomberg

圖 5：台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 6：台泥主營地區農曆年後庫容比回落



資料來源：Wind、公司資料、元大投顧

## 1H24 中國水泥需求年減 10%，下行週期進行式

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%。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，預期台泥中國噸毛利將長期處於 -15 至 15 人民幣/噸的低檔水準(2023 年-1 至 33 人民幣/噸)，不過因近期水泥價格上漲，且整體費用率下滑，略為上修 2024 年傳統水泥部門獲利至 27-29 億元(前次預期 23-25 億元)。

## 綠能事業營收擴大、虧損縮小，但認為獲利仍有難度

台泥綠能事業在投資初期稼動率及滲透率較低，1H24 台泥循環能源(電池事業)稅後虧損 10.2 億元，能元台南廠受中國市場殺價競爭影響獲利，而三元小港廠仍在發展初期，不具經濟規模，且能元科技又擴大投資加拿大廠，研發成本居高、NHOA (儲能事業)稅後虧損 7.5 億元，南歐國家目前電動車滲透率低於歐洲平均的 30%，造成充電樁利用率低，且歐洲充電事業也處投資初期，不過長期而言，我們正向看待轉型綠色事業的努力，將使公司對成長動能缺乏的亞洲水泥事業依賴度下降。

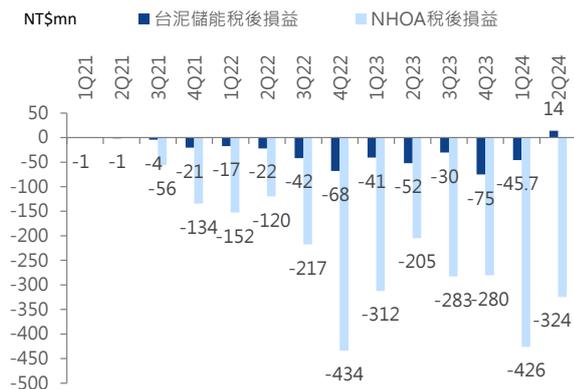
儘管綠能事業於 1H24 仍陷虧損，但觀察電池及儲能事業營收均於 2Q24 擴大，且 NHOA、能元科技、三元能源稅後虧損均有縮小，台泥儲能更出現單季轉盈，上修 2024 年電力及能源部門獲利至 35-37 億元(原預估 30-32 億元)，建議留意綠能事業虧損幅度是否能穩定隨稼動率上升而縮小。

圖 7：台泥電力及能源部門損益

單位：億元 / 台幣	火力發電事業	綠能事業	電池、充電樁、儲能事業				
公司名稱	和平電力	台泥綠能	台泥循環能源	能元科技	台泥儲能	NHOA	小計
營業項目	火力發電	再生能源發電	電池、發電機械	鋰電池	儲能設備	再生能源及儲能建置	
帳面金額 (2Q24)	187	137	204	248	21	126	923
帳面金額佔淨值比	5.75%	4.68%	6.80%	8.28%	0.71%	4.17%	30.38%
被投資公司損益							
2Q24	2.8	1.2	(2.2)	(2.2)	0.1	(3.2)	(1.3)
1Q24	3.9	1.5	(8.0)	(8.1)	(0.5)	(4.3)	(7.5)
2023 年	40.3	1.7	(15.6)	(15.6)	(1.9)	(10.8)	13.7
2022 年	(8.9)	1.0	4.2	4.2	(1.5)	(9.2)	(14.4)
2021 年	8.9	(0.7)	(3.2)	(3.2)	(0.3)	(1.9)	2.8

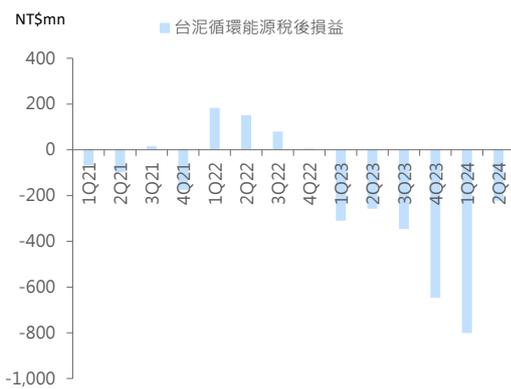
資料來源：公司資料、元大投顧

圖 8：台泥儲能和 NHOA 稅後損益



資料來源：公司資料、元大投顧

圖 9：台泥循環能源稅後損益



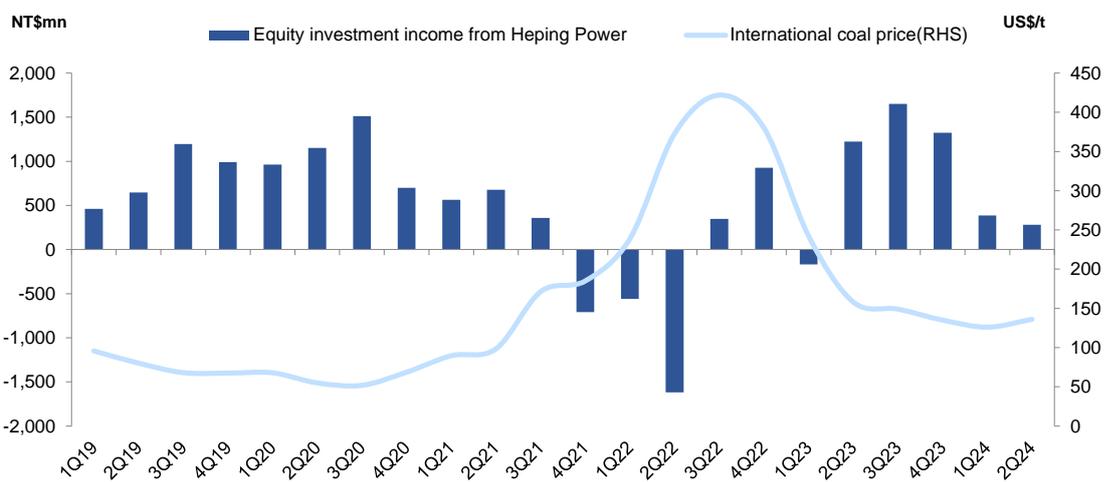
資料來源：公司資料、元大投顧

圖 10：台泥電池廠區分佈簡介

公司	能元科技		三元能源
廠區	台南廠 (4Q23 已重整)	加拿大廠	小港廠
年產能	1.5 GWh	2.8 GWh	1.8 GWh
投產時間	2020 年	2028 年	3Q23
類別	家電用鋰電池	低碳三元鋰電池	高鎳三元電池

資料來源：公司資料、元大投顧

圖 11：和平電廠營業利益與國際煤價



資料來源：公司資料、Wind、元大投顧

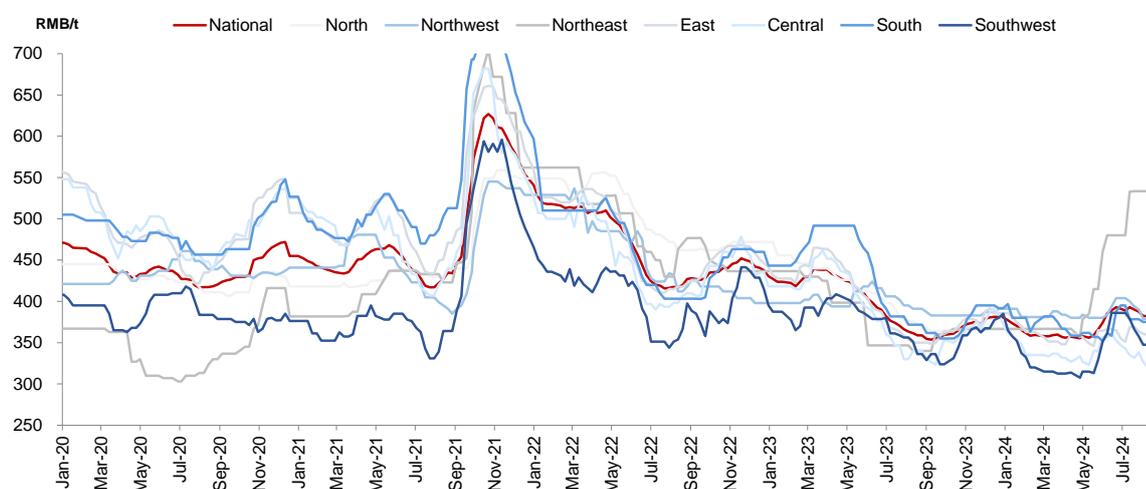
## 產業概況

### 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

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 68%/71%，2022 年/2023 年均價下跌 4%/15%至 464/394 元/噸。

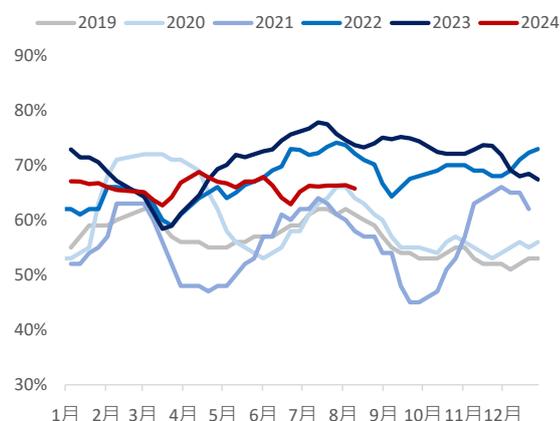
展望 2024 年，由於 2023 年中國水泥行業獲利年減 54.8%，更有部份中國水泥廠已陷虧損，因此推估中國水泥價格後續下跌空間有限，預期持續下行但跌幅收斂，儘管中國政府逐步放寬房產限制並祭出刺激政策，我們認為中國房市低迷的現象短期內難見復甦，水泥報價及出貨量同步承壓，預期 2024 年中國水泥需求年減 5%，價格偏向 L 型弱勢復甦，價量展望皆不樂觀。

圖 12：水泥價格自 2022 年初至今向下整理



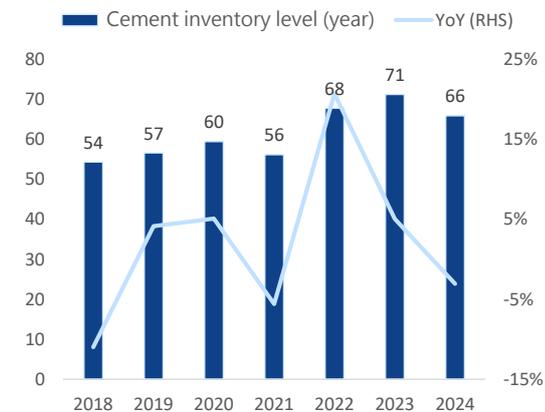
資料來源：Wind、公司資料、元大投顧

圖 13：中國水泥庫容比位於六年同期高檔



資料來源：Wind、公司資料、元大投顧

圖 14：中國水泥平均庫容比



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 - 錯鋒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 15：中國 1-7M24 房地產投資年減 10%



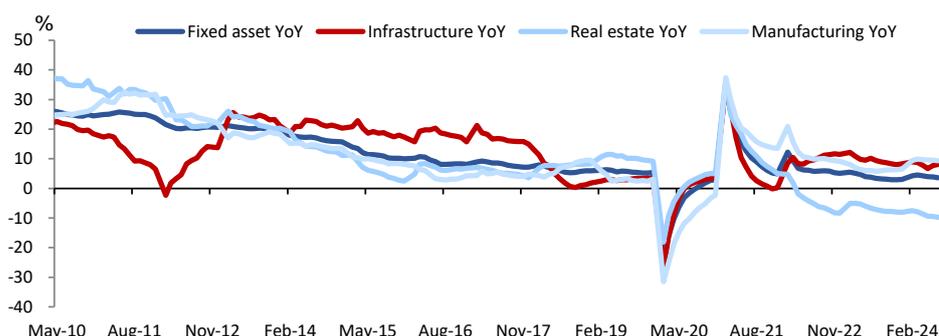
資料來源：Wind、元大投顧

圖 16：中國 1-7M24 新屋開工面積年減 23%



資料來源：Wind、元大投顧

圖 17：中國 1-7M24 累積基礎建設投資完成額年增 8%



資料來源：Wind、元大投顧

## 鋰電池產能過剩趨勢明確，高鎳三元鋰材料為未來發展方向

鋰電池材料包含正極材料、負極材料、隔離膜與電解液，成本結構中以正極材料占比 30%最高。正極材料可分為磷酸鐵鋰(LFP)、三元鋰(NCM/NCA)、錳酸鋰(LMO)以及鈷酸鋰(LCO)四種類型，又以前兩項為市場主流，兩者市佔達七成以上。由於目前高端電動車對電池能量密度要求須達到 300 Wh/kg，再加上稀有金屬鈷價格不斷上漲，故含鎳量 80%以上的高鎳三元鋰材料不僅能降低成本，更能提升 17% 能量密度至 300 Wh/kg，因此成為未來重要發展方向；磷酸鐵鋰電池雖電池能量密度較低，但安全性較佳且貴金屬使用少成本較低，主要應用於儲能與低續航車款，為陸系電池廠積極推廣之材料。

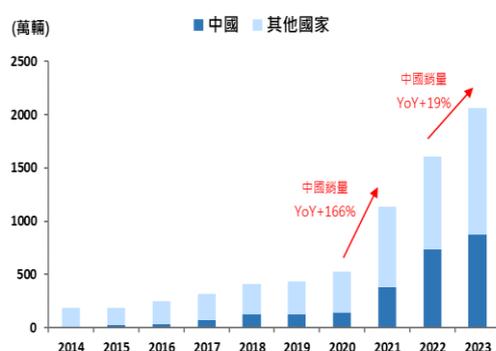
近期磷酸鋰和氫氧化鋰報價大幅下跌，雖 2023 年中國電動車市場銷量持續成長，但由於鋰電池供給過剩，部分材料製造商開始低價拋售，使消費市場價格持續下探，正極材料產量也持續減少，我們預期正極材料在需求弱勢下仍有下行空間，2024 年正極材料持續面臨供給過剩問題。

圖 18：磷酸鋰/氫氧化鋰價格大幅下跌



資料來源：Wind、元大投顧

圖 19：中國電動車銷量增速放緩

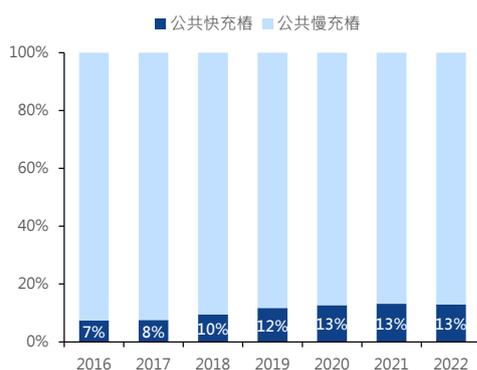


資料來源：工研院、元大投顧

## 收購 NHOA 拓展儲能充電樁事業，投資初期虧損仍大

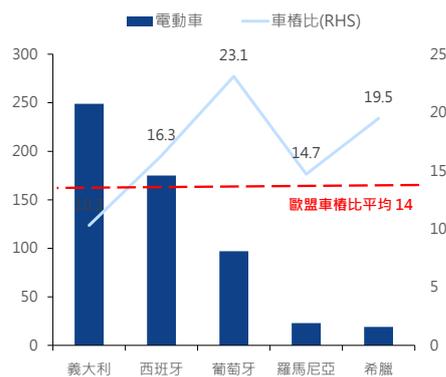
儘管歐洲政府大力祭出補助政策，如 Atlante 近兩年已取得 7,300 萬歐元的補助，但 NHOA 虧損仍逐季增加，NHOA 2023 年累計虧損 10.8 億，主因南歐國家目前電動車滲透率低於歐洲平均的 30%，造成充電樁利用率低，且歐洲充電事業也處投資初期。儘管如此，我們持續看好台泥在歐洲充電設備的佈局，基於 1) 目前歐洲充電樁建置以功率小於 22kW 的交流慢充樁為主，2022 年快充樁占比僅 13%，對比 2022 年全球快充樁占比 33% 仍有一段差距，Atlante 藉由收購葡萄牙最大快充站 KLC 來拓展南歐快充市場；2) 南歐國家車樁比多高於歐盟平均的 14:1，顯示南歐國家充電樁數量不足，因此在歐洲電動車滲透率不斷提高的趨勢下，南歐各國加大充電樁建設勢在必行，也為台泥歐洲充電樁業務帶來商機。

圖 20：歐洲充電市場快充樁占比僅 13%



資料來源：工研院、元大投顧

圖 21：南歐車樁比多低於歐盟國家平均



資料來源：工研院、元大投顧

## 獲利調整與股票評價

### 水泥需求持續下行，靜待營運多角化效益發酵，維持持有

我們分別對台泥三大部門做出調整，其中 1) 觀察電池及儲能事業營收均於 2Q24 提升，且部分事業體虧損縮小，上修 2024 年電力及能源部門獲利至 35-37 億元(原預估 30-32 億元)；2) 近期水泥價格上漲，上修傳統水泥部門獲利至 27-29 億元(原預估 23-25 億元)；3) 歐非水泥事業營收高於預期，但毛利率低於預期，但因費用率遠低於預期，因此維持部門別獲利區間於 110-130 億元。總上所述，上修 2024/25 年營收 3.9%/3.0%，下修毛利率 1.0ppt/1.0ppt；上修營業利益 3.0%/6.4%，主因併購後之營業費用低於預期，由 2023 年 9.6% 下滑至 2Q24 8%；然因稅率及少數股東權益高於預期，下修稅後淨利 6.8%/0.9%，預期 2024/25 年 EPS 1.35/1.57 元。

儘管我們正向看待公司轉型綠色事業的努力，且新事業體併表將帶動公司獲利成長，多元布局令公司對成長動能缺乏的亞洲水泥事業依賴度下降，但基於我們較保守看待中國房市前景，水泥價量承壓使中國水泥事業難以轉盈，以及綠能業務營運初期稼動率及滲透率提升較為緩慢，預期近兩年持續虧損，缺乏推升股價動能，因此給予持有評等，評價維持 1.1 倍 2024 年每股淨值(相當於歷史區間中值)，推得目標價 35 元，認為目前評價合理，建議觀察綠能事業放量轉盈時點，並留意新事業體獲利貢獻幅度。

圖 22：2024 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	149,641	143,978	164,090	159,273	3.9%	3.0%
營業毛利	30,279	30,587	34,503	35,068	-1.0%	-1.6%
營業利益	17,662	17,152	21,647	20,352	3.0%	6.4%
稅前利益	22,357	21,455	24,364	22,595	4.2%	7.8%
稅後淨利	10,552	11,323	11,822	11,930	-6.8%	-0.9%
調整後 EPS (元)	1.35	1.50	1.57	1.58	-9.7%	-0.7%
重要比率 (%)					百分點	百分點
營業毛利率	20.2%	21.2%	21.0%	22.0%	-1.0	-1.0
營業利益率	11.8%	11.9%	13.2%	12.8%	-0.1	0.4
稅後純益率	7.1%	7.9%	7.2%	7.5%	-0.8	-0.3

資料來源：公司資料、元大投顧預估

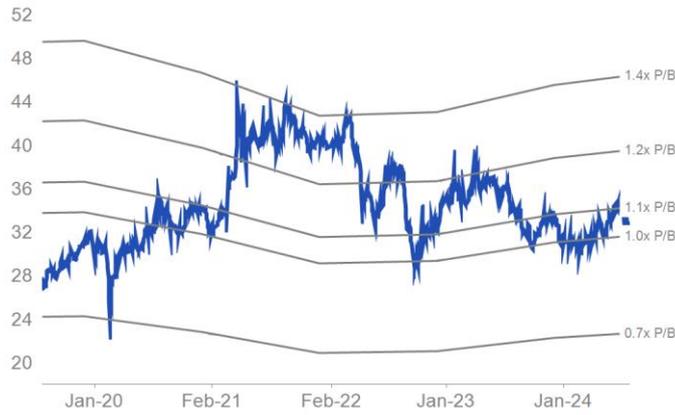
圖 23：台泥各部門損益及預估值比較

單位：百萬元 / 台幣	2021	2022	2023	2024 (調整前)	2024 (調整後)
傳統水泥部門	16,751	3,745	3,773	2,300-2,500	2,700-2,900
電力及能源部門	2,765	(3,102)	5,713	3,000-3,200	3,500-3,700
歐非水泥事業 (OYAK & Cimpor)	1,265	2,760	3,560	11,000-13,000	11,000-13,000

註：歐非水泥 2020-2023 年為權益法投資，3M24 起併入合併報表。

資料來源：公司資料、元大投顧預估

圖 24：12 個月預期股價淨值比區間圖



資料來源：公司資料、元大投顧、CMoney

圖 25：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(%)		
					2023	2024	2025	2023	2024	2025	2023	2024	2025
台泥	1101 TT	持有-超越 同業	33.1	8,005	1.06	1.35	1.57	31.3	24.4	21.1	38.6	28.1	15.9
國際同業													
海螺水泥	0914 HK	未評等	16.9	14,963	2.2	2.2	2.2	7.6	7.8	7.6	(34.5)	(2.4)	2.4
華潤水泥	1313 HK	未評等	1.6	1,408	0.1	0.1	0.2	15.9	11.2	8.1	(61.2)	41.9	38.8
中建材	3323 HK	未評等	2.3	2,446	0.5	0.5	0.6	4.5	5.0	3.7	(53.8)	(9.3)	34.3
國際同業平均					0.9	0.9	1.0	9.3	8.0	6.5	(49.9)	10.1	25.2
國內同業													
亞泥	1102 TT	持有-超越 同業	44.8	4,920	3.3	3.8	2.8	13.6	11.8	15.9	(9.4)	15.4	(25.6)
國內同業平均					3.3	3.8	2.8	13.6	11.8	15.9	(9.4)	15.4	(25.6)

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 26：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)		
					2023	2024	2025	2023	2024	2025	2023	2024	2025
台泥	1101 TT	持有-超越 同業	33.1	8,005	4.1	3.8	4.0	29.79	31.60	32.54	1.1	1.1	1.0
國際同業													
海螺水泥	0914 HK	未評等	16.9	14,963	5.8	5.7	5.7	38.5	39.6	40.2	0.4	0.4	0.4
華潤水泥	1313 HK	未評等	1.6	1,408	1.5	2.4	3.2	7.0	7.1	6.9	0.2	0.2	0.2
中建材	3323 HK	未評等	2.3	2,446	3.7	3.3	4.2	16.1	14.4	14.8	0.1	0.2	0.2
國際同業平均					3.6	3.8	4.4	20.5	20.3	20.6	0.3	0.3	0.3
國內同業													
亞泥	1102 TT	持有-超越 同業	44.8	4,920	5.9	6.5	4.8	47.7	48.0	47.5	0.9	0.9	0.9
國內同業平均					5.9	6.5	4.8	47.7	48.0	47.5	0.9	0.9	0.9

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 27：季度及年度簡明損益表 (合併)

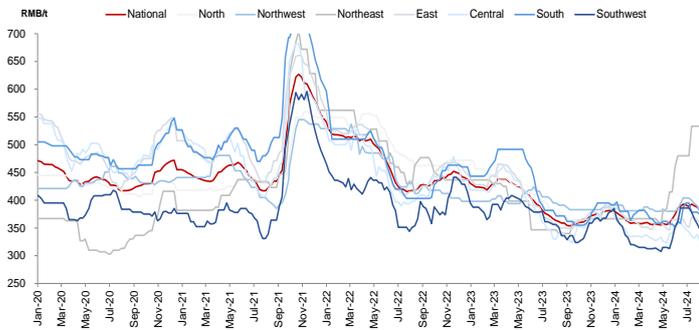
(NT\$百萬元)	1Q2024A	2Q2024A	3Q2024F	4Q2024F	1Q2025F	2Q2025F	3Q2025F	4Q2025F	FY2024F	FY2025F
營業收入	25,545	38,969	42,722	42,406	38,988	41,922	40,901	42,280	149,641	164,090
銷貨成本	(21,657)	(31,513)	(33,324)	(32,867)	(31,150)	(33,139)	(32,292)	(33,007)	(119,362)	(129,587)
營業毛利	3,887	7,456	9,398	9,538	7,838	8,783	8,609	9,273	30,279	34,503
營業費用	(2,687)	(3,130)	(3,339)	(3,460)	(3,099)	(3,212)	(3,122)	(3,423)	(12,617)	(12,856)
營業利益	1,200	4,325	6,059	6,079	4,738	5,571	5,487	5,851	17,662	21,647
業外利益	2,151	1,138	995	410	365	883	1,042	427	4,695	2,717
稅前純益	3,351	5,463	7,054	6,489	5,103	6,454	6,529	6,278	22,357	24,364
所得稅費用	(1,112)	(1,954)	(2,187)	(2,012)	(1,582)	(2,097)	(2,024)	(1,946)	(7,264)	(7,649)
少數股東權益	284	1,242	1,617	1,399	1,158	1,275	1,256	1,205	4,542	4,893
歸屬母公司稅後純益	1,956	2,267	3,251	3,078	2,364	3,082	3,249	3,127	10,552	11,822
調整後每股盈餘(NT\$)	0.26	0.25	0.43	0.41	0.31	0.41	0.43	0.42	1.35	1.57
調整後加權平均股數(百萬股)	7,531	7,531	7,531	7,531	7,531	7,531	7,531	7,531	7,531	7,531
<b>重要比率</b>										
營業毛利率	15.2%	19.1%	22.0%	22.5%	20.1%	21.0%	21.1%	21.9%	20.2%	21.0%
營業利益率	4.7%	11.1%	14.2%	14.3%	12.2%	13.3%	13.4%	13.8%	11.8%	13.2%
稅前純益率	13.1%	14.0%	16.5%	15.3%	13.1%	15.4%	16.0%	14.9%	14.9%	14.9%
稅後純益率	7.7%	5.8%	7.6%	7.3%	6.1%	7.4%	7.9%	7.4%	7.1%	7.2%
有效所得稅率	33.2%	35.8%	31.0%	31.0%	31.0%	32.5%	31.0%	31.0%	32.5%	31.4%
<b>季增率(%)</b>										
營業收入	-9.9%	52.5%	9.6%	-0.7%	-8.1%	7.5%	-2.4%	3.4%		
營業利益	-65.1%	260.4%	40.1%	0.3%	-22.1%	17.6%	-1.5%	6.6%		
稅後純益	8.5%	15.9%	43.4%	-5.3%	-23.2%	30.4%	5.4%	-3.8%		
調整後每股盈餘	9.0%	-3.8%	72.0%	-5.3%	-23.2%	30.4%	5.4%	-3.8%		
<b>年增率(%)</b>										
營業收入	-2.9%	40.8%	58.2%	49.6%	52.6%	7.6%	-4.3%	-0.3%	36.9%	9.7%
營業利益	622.7%	28.4%	97.9%	77.0%	294.8%	28.8%	-9.4%	-3.8%	76.1%	22.6%
稅後純益	39.0%	-36.0%	160.7%	70.8%	20.9%	35.9%	-0.1%	1.6%	50.9%	10.7%
調整後每股盈餘	39.6%	-44.4%	161.9%	71.6%	20.9%	63.7%	0	1.6%	28.1%	15.9%

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

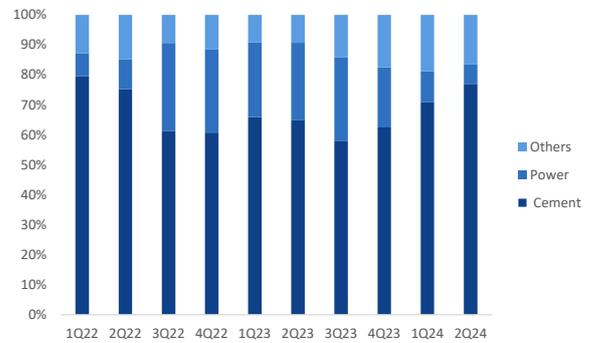
台泥成立於 1946 年，為台灣第一大水泥廠，為銷售水泥及預拌混凝土之廠商，銷售地區包括台灣與中國，由於水泥產業為高碳排產業，為因應淨零碳排轉型趨勢，2021 年開始從水泥製造轉型為綠能公司，透過轉投資子公司擴大佈局電廠、再生能源、儲能、充電樁與電池事業。

圖 28：中國各地區水泥報價自 2022 年初持續向下整理



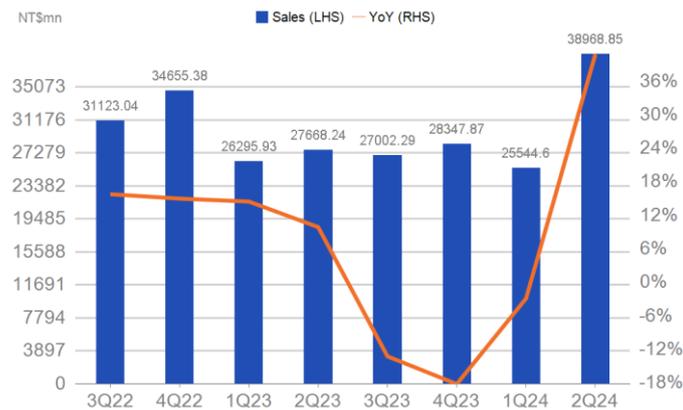
資料來源：公司資料、元大投顧預估

圖 29：營收組成



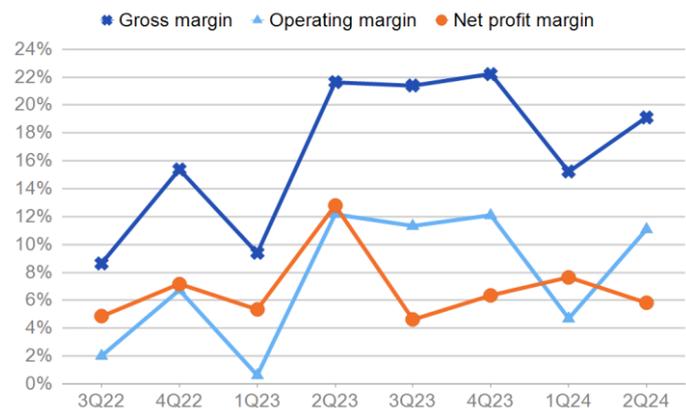
資料來源：公司資料

圖 30：營收趨勢



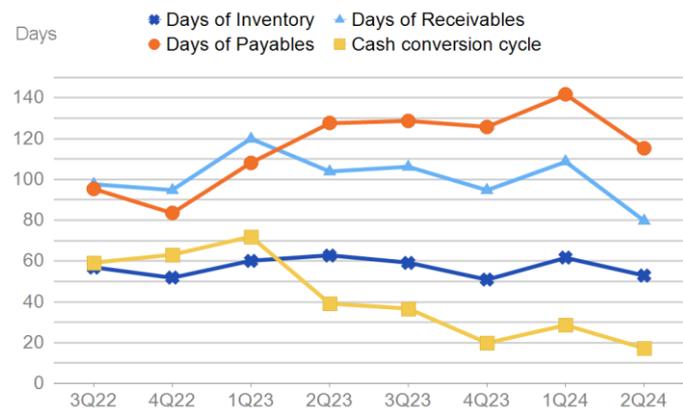
資料來源：CMoney、公司資料

圖 31：毛利率、營益率、淨利率



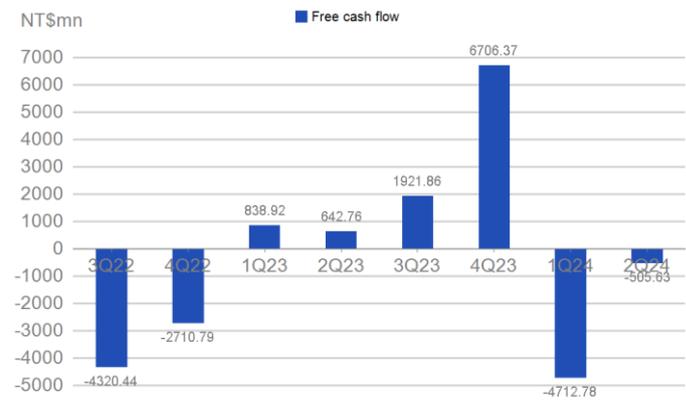
資料來源：CMoney、公司資料

圖 32：經營能力



資料來源：CMoney、公司資料

圖 33：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**：台泥整體的 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領先的位置，且在建築材料行業的公司中排名領先同業。
- ▶ **在 ESG 議題上的曝險**：台泥的整體曝險屬於中等水準，略優於建築材料行業的平均水準。公司較需要改善的 ESG 議題包含公司在生產中使用原材料的效率(不包括能源和石油產品)、營運方面的碳排、公司產品對環境或社會之影響等。
- ▶ **個別公司在 ESG 議題上的執行力**：台泥在針對重大 ESG 議題的管理水準和執行力屬高等。公司遵循優異的 ESG 揭露，其 ESG 相關問題由董事會或經營團隊負責，且環境與供應鏈政策強而有力，整體執行力表現極佳。

圖 34：ESG 分析

分項	評分/評級
ESG 總分	24.7
在 ESG 議題上的曝險 (A)	41.7
個別公司在 ESG 議題上的執行力 (B)	45.7
風險評級	中 ★
同業排行(1~100, 1 為最佳)	10

資料來源：Sustainalytics (2024/8/22)

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+)
-----------	-----------	-----------	-----------	----------

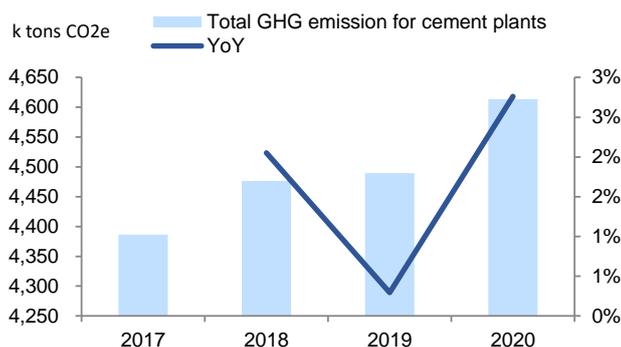
註 3：曝險分數評級：

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

註 4：執行力分數評級：

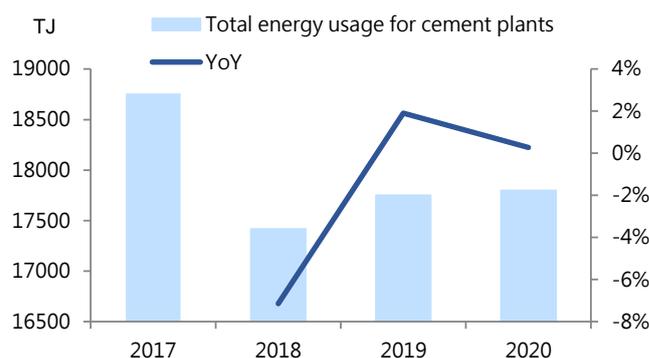
弱 (0-25)	中 (25-50)	強 (50-100)
----------	-----------	------------

圖 35：水泥廠溫室氣體排放量



資料來源：公司資料、Reuters

圖 36：水泥廠能源使用量



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	91,122	88,842	66,367	82,883	88,580
存貨	13,413	16,090	11,494	14,920	16,198
應收帳款及票據	35,941	35,113	23,970	26,648	26,974
其他流動資產	28,878	35,578	51,283	54,606	58,636
<b>流動資產</b>	<b>169,353</b>	<b>175,624</b>	<b>153,113</b>	<b>179,058</b>	<b>190,388</b>
採用權益法之投資	46,782	53,587	58,054	25,276	25,513
固定資產	98,196	114,740	124,116	191,411	200,559
無形資產	27,651	27,935	29,757	65,966	66,626
其他非流動資產	99,703	88,924	104,399	108,348	109,413
<b>非流動資產</b>	<b>272,331</b>	<b>285,185</b>	<b>316,325</b>	<b>391,002</b>	<b>402,112</b>
<b>資產總額</b>	<b>441,685</b>	<b>460,809</b>	<b>469,439</b>	<b>570,059</b>	<b>592,500</b>
應付帳款及票據	10,023	13,691	12,816	19,621	19,527
短期借款	48,441	22,417	20,251	24,094	25,299
什項負債	30,224	39,101	39,514	49,034	52,647
<b>流動負債</b>	<b>88,688</b>	<b>75,209</b>	<b>72,581</b>	<b>92,749</b>	<b>97,473</b>
長期借款	16,696	42,865	36,792	64,530	67,756
其他負債及準備	110,646	104,459	106,165	117,351	124,247
<b>長期負債</b>	<b>127,342</b>	<b>147,324</b>	<b>142,956</b>	<b>181,881</b>	<b>192,003</b>
<b>負債總額</b>	<b>216,030</b>	<b>222,533</b>	<b>215,537</b>	<b>274,631</b>	<b>289,476</b>
股本	63,252	73,562	77,512	77,512	77,512
資本公積	56,757	65,986	74,119	74,119	74,119
保留盈餘	73,940	66,528	70,577	79,104	86,700
什項權益	10,528	11,819	8,725	7,274	6,700
<b>歸屬母公司之權益</b>	<b>204,477</b>	<b>217,895</b>	<b>230,933</b>	<b>238,009</b>	<b>245,031</b>
<b>非控制權益</b>	<b>21,177</b>	<b>20,381</b>	<b>22,968</b>	<b>57,419</b>	<b>57,994</b>
<b>股東權益總額</b>	<b>225,655</b>	<b>238,276</b>	<b>253,901</b>	<b>295,429</b>	<b>303,024</b>

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	21,201	4,157	10,005	15,094	16,715
折舊及攤提	7,064	8,528	9,285	14,044	14,397
本期營運資金變動	(3,055)	(4,534)	6,244	2,140	(253)
其他營業資產及負債變動	(6,238)	(1,958)	8,218	(862)	(1,187)
<b>營運活動之現金流量</b>	<b>18,972</b>	<b>6,192</b>	<b>33,751</b>	<b>30,415</b>	<b>29,672</b>
資本支出	(16,553)	(23,458)	(24,726)	(25,016)	(22,222)
本期長期投資變動	(3,352)	6,805	4,467	(32,778)	237
其他資產變動	6,614	52	(22,619)	(25,064)	(2,335)
<b>投資活動之現金流量</b>	<b>(13,291)</b>	<b>(16,602)</b>	<b>(42,878)</b>	<b>(87,858)</b>	<b>(24,320)</b>
股本變動	3,150	10,309	3,950	0	0
本期負債變動	51,766	(469)	(7,189)	50,218	12,531
現金增減資	0	13,394	12,341	0	0
支付現金股利	(23,014)	(7,627)	(4,061)	(8,322)	(9,078)
其他調整數	2,493	(9,565)	(17,551)	27,190	(6,391)
<b>融資活動之現金流量</b>	<b>34,395</b>	<b>6,041</b>	<b>(12,511)</b>	<b>69,086</b>	<b>(2,938)</b>
<b>匯率影響數</b>	<b>(388)</b>	<b>2,089</b>	<b>(838)</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>本期產生現金流量</b>	<b>39,688</b>	<b>(2,279)</b>	<b>(22,476)</b>	<b>11,643</b>	<b>2,414</b>
<b>自由現金流量</b>	<b>2,420</b>	<b>(17,266)</b>	<b>9,025</b>	<b>1,566</b>	<b>5,920</b>

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
<b>營業收入</b>	<b>107,041</b>	<b>113,930</b>	<b>109,314</b>	<b>149,641</b>	<b>164,090</b>
銷貨成本	(80,391)	(103,795)	(88,781)	(119,362)	(129,587)
<b>營業毛利</b>	<b>26,650</b>	<b>10,135</b>	<b>20,534</b>	<b>30,279</b>	<b>34,503</b>
營業費用	(6,864)	(8,973)	(10,504)	(12,617)	(12,856)
推銷費用	(709)	(821)	(968)	(1,658)	(3,073)
研究費用	(358)	(1,302)	(1,440)	(1,708)	(3,069)
管理費用	(5,797)	(6,850)	(8,096)	(9,250)	(15,505)
其他費用	0	0	0	0	0
<b>營業利益</b>	<b>19,786</b>	<b>1,162</b>	<b>10,030</b>	<b>17,662</b>	<b>21,647</b>
利息收入	1,536	2,103	3,403	5,151	5,615
利息費用	(1,488)	(2,684)	(3,349)	(4,244)	(4,503)
利息收入淨額	48	(582)	54	906	1,113
投資利益(損失)淨額	4,150	3,920	4,568	862	1,187
匯兌損益	(88)	202	(847)	242	242
其他業外收入(支出)淨額	2,182	1,944	551	2,927	418
稅前純益	26,078	6,646	14,357	22,357	24,364
所得稅費用	(5,930)	(2,489)	(4,352)	(7,264)	(7,649)
少數股權淨利	945	(1,248)	2,007	4,542	4,893
<b>歸屬母公司之稅後純益</b>	<b>20,256</b>	<b>5,405</b>	<b>7,998</b>	<b>10,552</b>	<b>11,822</b>
稅前息前折舊攤銷前淨利	35,927	18,044	27,184	31,706	36,044
<b>調整後每股盈餘 (NT\$)</b>	<b>3.30</b>	<b>0.76</b>	<b>1.06</b>	<b>1.35</b>	<b>1.57</b>

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
<b>年成長率 (%)</b>					
營業收入	1.1	6.4	(4.1)	36.9	9.7
營業利益	(37.5)	(94.1)	763.1	76.1	22.6
稅前息前折舊攤銷前淨利	(19.4)	(49.8)	50.7	16.6	13.7
稅後純益	(24.3)	(80.4)	140.7	50.9	10.7
調整後每股盈餘	(55.0)	(76.9)	38.6	28.1	15.9
<b>獲利能力分析 (%)</b>					
營業毛利率	24.9	8.9	18.8	20.2	21.0
營業利益率	18.5	1.0	9.2	11.8	13.2
稅前息前淨利率	24.0	3.5	10.1	11.8	13.2
稅前息前折舊攤銷前淨利率	33.6	15.8	24.9	21.2	22.0
稅前純益率	24.4	5.8	13.1	14.9	14.9
稅後純益率	18.9	4.7	7.3	7.1	7.2
資產報酬率	5.1	0.9	2.2	2.9	2.9
股東權益報酬率	9.5	1.8	4.1	3.8	4.0
<b>穩定/償債能力分析</b>					
負債權益比 (%)	95.7	93.4	84.9	27.8	27.6
淨負債權益比 (%)	(11.5)	(9.9)	(3.7)	1.9	1.5
利息保障倍數 (倍)	18.5	3.5	5.3	6.3	6.4
流動比率 (%)	191.0	233.5	211.0	193.1	195.3
速動比率 (%)	171.4	206.4	188.4	177.0	178.7
淨負債 (NT\$百萬元)	(25,986)	(23,561)	(9,324)	5,740	4,475
調整後每股淨值 (NT\$)	32.33	29.62	29.79	31.60	32.54
<b>評價指標 (倍)</b>					
本益比	10.0	43.3	31.3	24.4	21.1
股價自由現金流量比	102.9	--	27.6	158.9	42.0
股價淨值比	1.0	1.1	1.1	1.1	1.0
股價稅前息前折舊攤銷前淨	6.9	13.8	9.2	7.9	6.9
股價營收比	2.3	2.2	2.3	1.7	1.5

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。

### 台泥 (1101 TT)- 投資建議與目標價三年歷史趨勢

#### — 收盤價



#	日期	收盤價 (A)	目標價 (B)	調整後目標價 (C)	評等	分析師
1	20220124	47.40	56.00	47.58	買進	李侃奇
2	20220606	41.55	50.00	42.48	買進	李侃奇
3	20220816	39.30	49.00	46.92	買進	李侃奇
4	20221115	34.15	44.00	42.13	買進	李侃奇
5	20240327	31.60	35.00	33.98	持有-超越同業	陳映慈
6	20240606	32.70	35.00	33.98	持有-超越同業	陳映慈

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，為於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>.