

台塑化 (6505 TT) FPCC

市場競爭激烈，煉油事業獲利貢獻滑落，長期趨勢保守看待

持有-超越同業 (維持評等)

目標價 (12 個月)：NT\$52.5

收盤價 (2024/09/04)：NT\$51.6
隱含漲幅：1.7%

營收組成 (1H24)

石油化學部門 91.9% · 公用部門 5.7% · 其他部門 2.5%。

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\$)	52.5	71.0
2024年營收 (NT\$/十億)	690.7	708.9
2024年EPS	1.5	2.1

交易資料表

市值	NT\$491,540百萬元
外資持股比率	6.3%
董監持股比率	75.8%
調整後每股淨值 (2024F)	NT\$34.78
負債比	22.5%
ESG評級 (Sustainalytics)	高 (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	848,049	712,576	690,741	691,670
營業利益	5,420	15,405	10,316	12,953
稅後純益	14,422	21,889	13,997	14,302
EPS (元)	1.51	2.30	1.47	1.50
EPS YoY (%)	-70.9	52.2	-36.1	2.2
本益比 (倍)	34.2	22.5	35.1	34.4
股價淨值比 (倍)	1.6	1.5	1.5	1.5
ROE (%)	4.2	6.6	4.2	4.2
現金殖利率 (%)	2.1%	3.9%	2.3%	2.3%
現金股利 (元)	1.10	2.00	1.18	1.20

蔡爵丞

Jason.JC.Tsai@Yuantan.com

蔡宗穎

Leo.TY.Tsai@yuantan.com

元大觀點

- 煉油價差雖於 3Q24 回升，但獲利貢獻度不如預期，3Q24/2024/2025 年獲利各下修 45.6%/29.5%/31.5%分別至 0.31 元/1.47 元/1.50 元。
- 台塑化一年碳費支出約 55.52 億元，影響稅前 EPS 約 0.58 元。碳費開徵遞延至 2026 年，將影響 2025 年獲利，並削弱中長期獲利。
- 煉油與烯烴產能擴充競爭激烈，碳費開徵削弱獲利，建議持有，目標價 52.5 元，以 1.5 倍本淨比及 2025 年預估每股淨值 35.10 元推得。

2Q24 煉油價差萎縮，預期 2H24 旺季消費，煉油價差回升

2Q24 煉油價差由 12 美元萎縮至 5.5-6 美元，導致台塑化 2Q24 獲利疲軟。而 3Q24 用油旺季，煉油價差回升至 9.5 美元。展望 4Q24 煉油廠歲修密集，供給減少，煉油價差可望維持 3Q24 水準。至於烯烴產品供需過剩，處於虧損，展望欠佳。

2024/2025 年獲利各下修 29.5%/31.5%至 1.47 元/1.50 元

煉油價差雖於 3Q24 回升，但獲利貢獻度不如預期，3Q24 營收下修 4.2%至 1740.29 億元，季增 2.0%，年減 9.7%，稅後 EPS 下修 45.6%至 0.31 元，季增 6.6%，年減 83.0%。預估 2024 年營收下修 2.6%至 6907.41 億元，年減 3.1%，營益率下修 0.9ppt 至 1.5%，稅後 EPS 下修 29.5%至 1.47 元，年減 36.1%，年底淨值 34.78 元。預估 2025 年營收下修 2.8%至 6916.7 億元，年增 0.1%，營益率下修 0.9ppt 至 1.9%，稅後 EPS 下修 31.5%至 1.50 元，年增 2.2%，年底淨值 35.10 元。

碳費開徵及全球產能擴充利空干擾，長期趨勢保守，建議持有

煉油價差不如預期，獲利貢獻下修，而成品油及烯烴產品面臨全球產能擴充的競爭壓力沉重，獲利改善空間受限，復甦力道偏弱，預估 2024 年及 2025 年稅後 EPS 各僅 1.47 元及 1.50 元，遠低於 2021 年之前幾年獲利在 4 元以上的水準。台塑化一年碳費支出推估約 55.52 億元，影響稅前 EPS 約 0.58 元，環境部公告遞延至 2026 年開徵碳費，影響 2025 年獲利，將削弱中長期獲利表現。目前本淨比 1.47 倍，跌破公司過去 3 年本淨比 2.0 倍-3.3 倍區間，評價雖低，但碳費利空及產能擴充的競爭恐壓抑評價，投資建議為持有-超越同業，目標價由 71 元調降至 52.5 元，基於 1.5 倍本淨比(由 2.0 倍調降至 1.5 倍)及 2025 年預估每股淨值 35.10 元推得。

營運分析

煉油價差萎縮，2Q24 稅後 EPS 僅 0.29 元，季減 45.6%，不如預期

台塑化 2Q24 獲利欠佳，不如預期。2Q24 營收 1706.16 億元(原估 1771.89 億元)，季減 0.3%，年增 7.0%，低於預期 3.7%，其中煉油事業營收季減 3.1%，年增 4.2%，乃煉油廠定檢歲修，產量減少，且外銷油品受船期影響遞延出貨所致，至於烯烴事業營收季增 9.2%，年減 12%，表現較 1Q24 回溫，裂解廠利用率提升 4.5ppt 至 57.3%，產銷量增加，烯烴產品價格也上漲所帶動。不過營益率滑落 1.2ppt 至 0.7% (原估 2.2%)，營業利益降至 11.69 億元(原估 39.09 億元)，季減 63.6%，低於預期 70.1%，不過仍優於 2Q23 同期虧損 64.67 億元，業外匯兌利益貢獻 7.1 億元，稅後 EPS 為 0.29 元(原估 0.49 元)，季減 45.6%，較 2Q23 之-0.12 元改善，但低於元大預期 42.0%。2Q24 營益率滑落，乃係原油耗用成本較 1Q24 墊高，但油品銷售價格漲幅落後，煉油價差萎縮幅度超出預期，加上油價下跌產生存貨評價損失，抵銷烯烴事業虧損減少的貢獻，整體獲利欠佳。

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	159,397	171,197	170,616	-0.3%	7.0%	177,189	181,806	-3.7%	-6.2%
營業毛利	-3,621	6,066	4,036	-33.5%	--	6,910	6,363	-41.6%	-36.6%
營業利益	-6,467	3,208	1,169	-63.6%	--	3,909	3,413	-70.1%	-65.8%
稅前利益	-1,920	6,107	3,261	-46.6%	--	5,893	5,671	-44.7%	-42.5%
稅後淨利	-1,158	5,026	2,732	-45.6%	--	4,714	3,989	-42.0%	-31.5%
調整後 EPS (元)	-0.12	0.53	0.29	-45.6%	--	0.49	0.42	-42.0%	-31.5%
重要比率 (%)				百分點	百分點			百分點	百分點
營業毛利率	-2.3%	3.5%	2.4%	-1.2	4.6	3.9%	3.5%	-1.5	-1.1
營業利益率	-4.1%	1.9%	0.7%	-1.2	4.8	2.2%	1.9%	-1.5	-1.2
稅後純益率	-0.7%	2.9%	1.6%	-1.3	2.3	2.7%	2.2%	-1.1	-0.6

資料來源：公司資料、元大投顧預估、Bloomberg

3Q24 稅後 EPS 下修 45.6%至 0.31 元

展望 3Q24，台塑化 7 月營收 602.36 億元，月增 6.8%，年增 12.7%，其中煉油營收月增 9.4%，外銷油品由 6 月遞延至 7 月出貨提振所致，油品價格亦有回升。烯烴營收月減 1.3%，銷售量減少抵銷烯烴價格反彈的貢獻。中國經濟復甦遲緩，下游買氣疲弱，需求欠佳，加上新產能投放，市場回補庫存的備貨意願低迷，烯烴事業營運平淡，3Q24 為傳統汽油消費旺季，加上氣候炎熱，柴油發電需求穩健，維繫煉油事業營運，預期 3Q24 成品油價格及利差將可較 2Q24 改善，惟近期油價偏弱，削弱營收動能，預估 3Q24 營收下修 4.2%至 1740.29 億元(原估 1816.19 億元)，季增 2.0%，年減 9.7%，惟成品油市場競爭激烈，煉油利差改善幅度受壓抑，營益率改善 0.9ppt 至 1.6% (原估 2.9%)，營業利益下修 47.4%至 27.32 億元(原估 51.94 億元)，季增 133.8%，年減 84.9%，稅後 EPS 下修 45.6%至 0.31 元(原估 0.56 元)，季增 6.6%，年減 83.0%。3Q24 營益率下修，係考量煉油利差改善幅度受壓抑，烯烴事業延續虧損，加上油價下跌導致需認列原油存貨評價損失的干擾。

4Q24 及 2024 年稅後 EPS 各下修 30%及 29.5% · 分別至 0.35 元及 1.47 元

展望 4Q24，由於 9 月至 10 月煉油廠歲修較為密集，油品供給量減少，有助於支撐成品油價格，加上年底柴油的取暖需求可望轉強，抵銷汽油需求放緩的干擾，至於烯烴事業營運預期將維持平淡水準，預估 4Q24 營收 1748.99 億元(原估 1788.94 億元)，季增 0.5%，年減 0.6%，下修幅度約 2.2%，營益率預估改善 0.2ppt 至 1.8% (原估 2.5%)，營業利益 32.08 億元(原估 45.19 億元)，季增 17.4%，優於 4Q23 之虧損 4.67 億元，下修幅度 29.0%，稅後 EPS 下修 30%至 0.35 元(原估 0.50 元)，季增 14.3%，年增 128.8%。4Q24 營益率下修反映煉油利差改善幅度受壓抑，烯烴事業延續虧損，不過可較 3Q24 改善，乃考量油價已處低檔，4Q24 將不會有原油存貨評價損失的干擾。預估 2024 年營收 6907.41 億元(原估 7088.99 億元)，年減 3.1%，下修幅度 2.6%，營益率滑落 0.7ppt 至 1.5% (原估 2.4%)，營業利益下修 38.7%至 103.16 億元(原估 168.31 億元)，年減 33.0%，稅後 EPS 下修 29.5%至 1.47 元(原估 2.08 元)，年減 36.1%，年底淨值 34.78 元。

預估 2025 年稅後 EPS 下修 31.5%至 1.50 元

展望 2025 年，全球經濟復甦，需求好轉，可支撐油價表現，預期成品油及烯烴產品需求及價格亦可整理，利差持穩，本業獲利有機會較 2024 年改善，不過整體改善速度偏慢，預估 2025 年營收 6916.7 億元(原估 7118.72 億元)，年增 0.1%，下修幅度 2.8%，營益率改善 0.4ppt 至 1.9% (原估 2.8%)，營業利益下修 34.7%至 129.53 億元(原估 198.38 億元)，年增 25.6%，稅後 EPS 下修 31.5%至 1.50 元(原估 2.19 元)，年增 2.2%，年底淨值 35.10 元。

圖 2：2024 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	192,658	170,616	174,029	2.0%	-9.7%	181,619	173,621	-4.2%	0.2%
營業毛利	21,180	4,036	5,569	38.0%	-73.7%	8,173	5,209	-31.9%	6.9%
營業利益	18,055	1,169	2,732	133.8%	-84.9%	5,194	2,624	-47.4%	4.1%
稅前利益	21,103	3,261	3,639	11.6%	-82.8%	6,688	4,594	-45.6%	-20.8%
稅後淨利	17,156	2,732	2,912	6.6%	-83.0%	5,351	3,998	-45.6%	-27.2%
調整後 EPS (元)	1.80	0.29	0.31	6.6%	-83.0%	0.56	0.43	-45.6%	-27.2%
重要比率 (%)				百分點	百分點	百分點			
營業毛利率	11.0%	2.4%	3.2%	0.8	-7.8	4.5%	3.0%	-1.3	0.2
營業利益率	9.4%	0.7%	1.6%	0.9	-7.8	2.9%	1.5%	-1.3	0.1
稅後純益率	8.9%	1.6%	1.7%	0.1	-7.2	3.0%	2.3%	-1.3	-0.6

資料來源：公司資料、元大投顧預估、Bloomberg

圖 3：2024 年第 4 季財測與預估比較

(百萬元)	4Q23A	3Q24F	4Q24F	季增率	年增率	4Q24F		預估差異	
						元大預估	市場預估	元大	市場
營業收入	175,878	174,029	174,899	0.5%	-0.6%	178,894	186,181	-2.2%	-6.1%
營業毛利	2,381	5,569	6,121	9.9%	157.0%	7,514	5,027	-18.5%	21.8%
營業利益	-467	2,732	3,208	17.4%	-	4,519	2,243	-29.0%	43.0%
稅前利益	150	3,639	4,159	14.3%	2668.0%	5,940	3,272	-30.0%	27.1%
稅後淨利	1,455	2,912	3,327	14.3%	128.8%	4,752	2,717	-30.0%	22.5%
調整後 EPS (元)	0.15	0.31	0.35	14.3%	128.8%	0.50	0.29	-30.0%	22.5%
重要比率 (%)				百分點	百分點			百分點	百分點
營業毛利率	1.4%	3.2%	3.5%	0.3	2.1	4.2%	2.7%	-0.7	0.8
營業利益率	-0.3%	1.6%	1.8%	0.2	2.1	2.5%	1.2%	-0.7	0.6
稅後純益率	0.8%	1.7%	1.9%	0.2	1.1	2.7%	1.5%	-0.8	0.4

資料來源：公司資料、元大投顧預估、Bloomberg

碳費開徵延至 2026 年，將削弱台塑化長期獲利表現

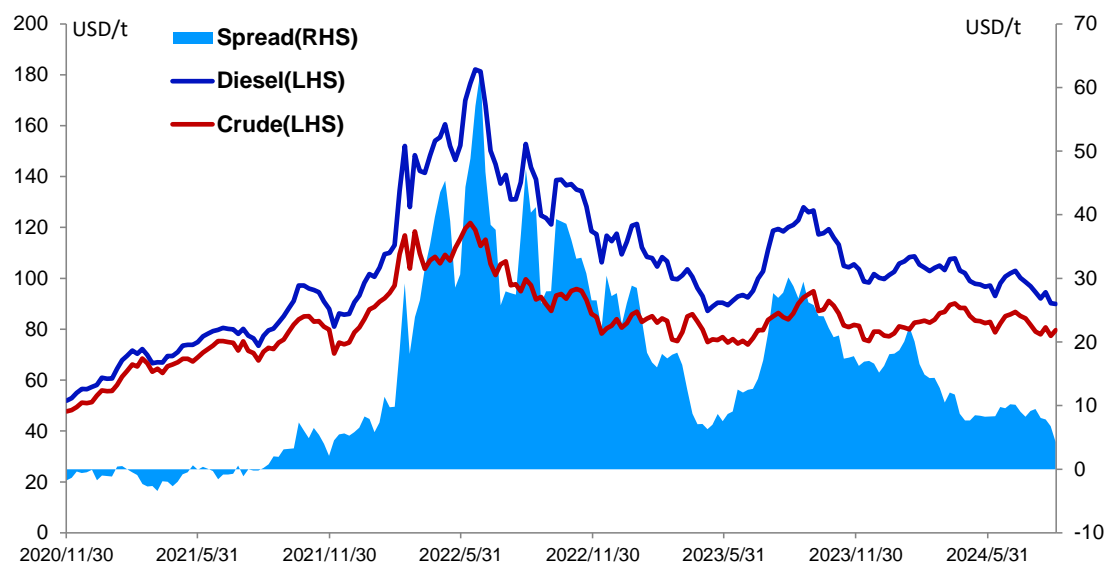
政府原先將於 2024 年啟動碳費開徵，依照 2024 年的碳排量開徵碳費，於 2025 年繳納。依照台塑化一年溫室氣體排放量約 2,660.2 萬噸，日前環境部釋出每噸碳費 10 美元(約 320 元台幣)作為計價標準，試算台塑化一年營業成本將增加約 85.13 億元，不過若拆分台塑化旗下事業，煉油及石化事業碳排量約 1,131.6 萬噸，公用事業碳排量約 1,528.6 萬噸，而公用事業碳排量則會與台塑、南亞及台化依據用電量劃分碳排量分攤比率，則台塑化一年營業成本將增加 55.52 億元，影響稅前 EPS 約 0.58 元，進而削弱獲利表現，須留意此利空的影響。環境部日前公告碳費相關三項子法，預期將延至 2024 年 10 月完成審議，2025 年 5 月採試申報，2026 年才會真正開徵碳費。台塑化 2024 年將不用負擔碳費支出，2025 年獲利才會受到碳費開徵影響，後續仍需持續觀察。

2Q24 煉油價差萎縮，2H24 旺季消費及歲修密集，煉油價差可望改善

煉油事業營運方面，2024 年來，OPEC+ 延長減產，以阿衝突及烏克蘭攻擊俄羅斯煉油廠等供給面利多因素，與中國經濟復甦欠佳，原油需求疲軟的利空因素，多空拉扯，油價於 1H24 呈現先漲後跌格局，1Q24 上漲 16.1%，2Q24 則下跌 2%。煉油價差則於 1Q24 改善，2024 年 1 月價差回升到 11.5 美元，2 月續增至 14.5 美元，3 月回落至 12 美元。2Q24 油價修正，拖累 4 月煉油價差萎縮至 7.5 美元，5 月及 6 月則維持在 5.5-6 美元區間。3Q24 以阿衝突加劇，加上利比亞政局不穩，等利多因素，與需求減緩擔憂及 OPEC+ 將增產的利空因素拉扯，油價於 3Q24 先漲後跌，下跌 13.7%QTD，走勢疲弱。不過 3Q24 為汽油消費旺季，搭配柴油發電需求逐步增強，支撐汽油及柴油價差，7 月煉油價差回升至 7 美元，8 月續增至 9.5 美元，加上沙烏地阿拉伯逐步調降 OSP(官方銷售價格)，台塑化 3Q24 煉油業務獲利改善。展望 4Q24，由於 9 月至 10 月煉油廠歲修較為密集，油品供給量減少，有助於支撐成品油價格，加上年底柴油的取暖需求可望轉強，抵銷汽油需求放緩的干擾，預計 4Q24 煉油價差有機會維持在 3Q24 水準。

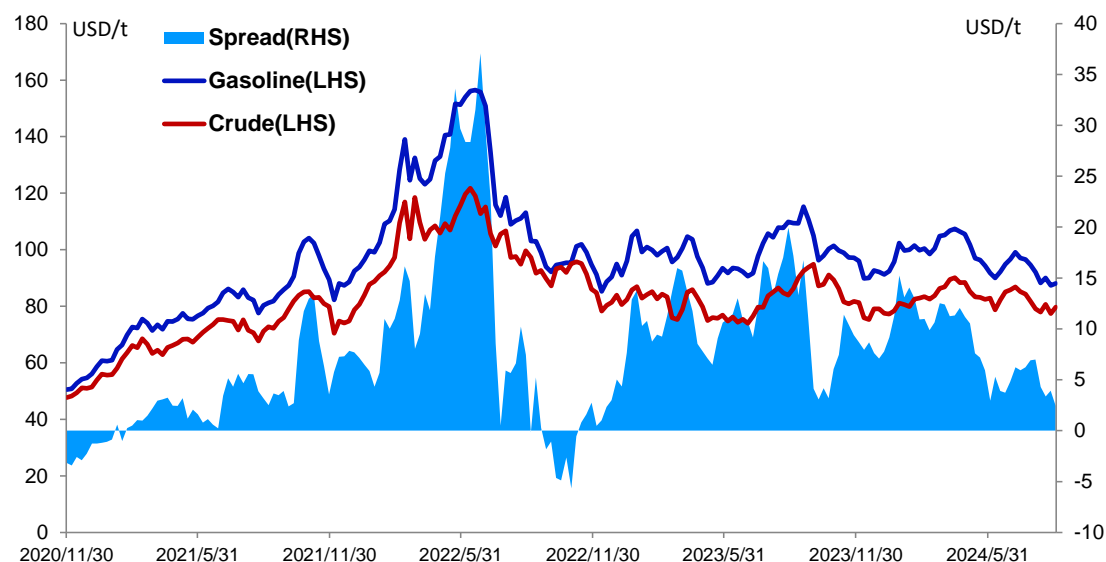
中長期而言，近幾年中國、中東及非洲持續有新建煉油廠陸續投產，汽油及柴油產能擴張，需求端，節能減排環保趨勢的潮流下，電動車銷售量增加，傳統燃油車銷售衰退，造成汽油及柴油需求成長受阻，供需格局偏向寬鬆，汽油及柴油價格及利差表現空間將受限。

圖 4：柴油及原油現貨價格及利差趨勢圖(美元/桶)



資料來源：Wind、元大投顧預估

圖 5：汽油及原油現貨價格及利差趨勢圖(美元/桶)

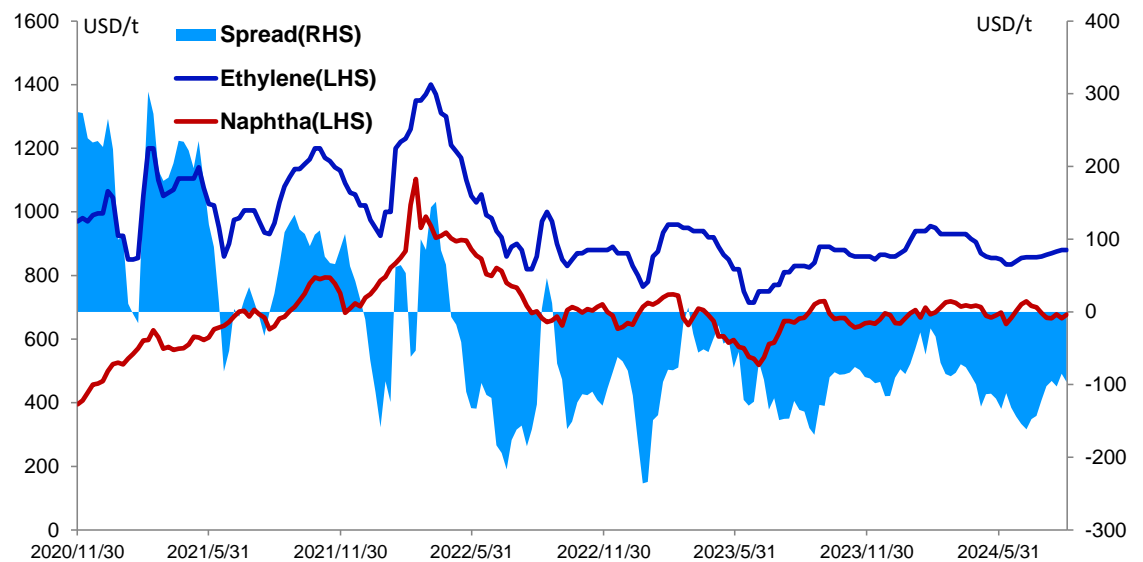


資料來源：Wind、元大投顧預估

烯烴新產能投放衝擊，烯烴價格及利差受壓，表現欠佳

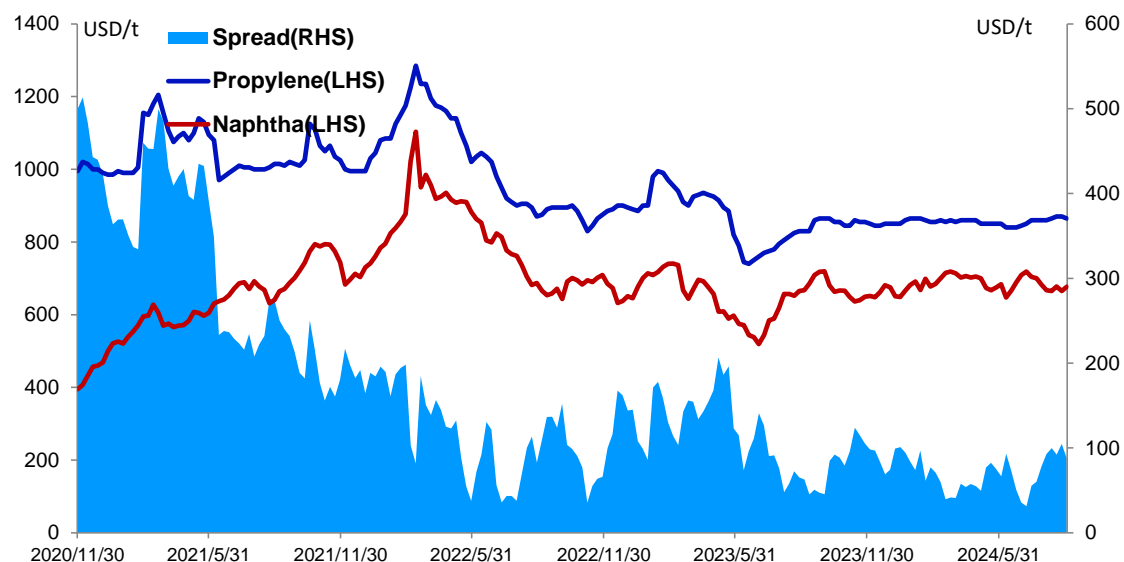
近幾年包括美國、中國及中東，持續有輕油裂解廠、乙烷裂解廠及 MTO、CTO 等新廠投產，全球烯烴產能擴張趨勢持續，供給呈現跳躍式增加，但需求端，中國房地產景氣疲弱，疫後消費型態由商品類消費轉為服務型消費，均造成石化品需求低迷，成長較弱，烯烴產品呈現供需寬鬆格局，拖累烯烴價格處於弱勢。2024 年以來，中國需求未見起色，不過巴拿馬運河限航及紅海危機造成船運航期大亂，遠洋烯烴貨源減少，且中國 MTO 裝置相繼停車檢修，供給下滑，搭配油價上漲的成本推動，1Q24 乙烯上漲 7.5%，丙烯上漲 1.2%，丁二烯勁揚 56.3%，表現最強，乃丁二烯為裂解廠副產品，裂解廠稼動率偏低，丁二烯產量減少顯著所致。2Q24 中國需求延續疲弱，但產能恢復，供給寬鬆，乙烯下跌 9.1%，丙烯小跌 2.3%，不過 BD 上漲 6.7%。3Q24 以來，亞洲裂解廠歲修較為多，亦有廠商降低開工率，烯烴產量減少，以因應需求疲軟，支撐烯烴價格，乙烯小漲 4.1%QTD，丙烯上漲 3.0%QTD，BD 則回跌 8.1%QTD。展望未來，由於烯烴產品報價處於長期低檔區，裂解廠也透過降低開工率減產以維持價格，因此下跌空間有限，歐美通膨及升息的干擾淡化，庫存調整告一段落，需求有機會落底回溫，烯烴產品價格築底回穩，烯烴事業虧損收斂，可偏正面期待，惟全球烯烴產能大幅擴張的環境仍在，預期烯烴產品價格及利差改善空間仍將受到壓抑。

圖 6：乙烯及石油腦現貨價格及利差趨勢圖(美元/噸)



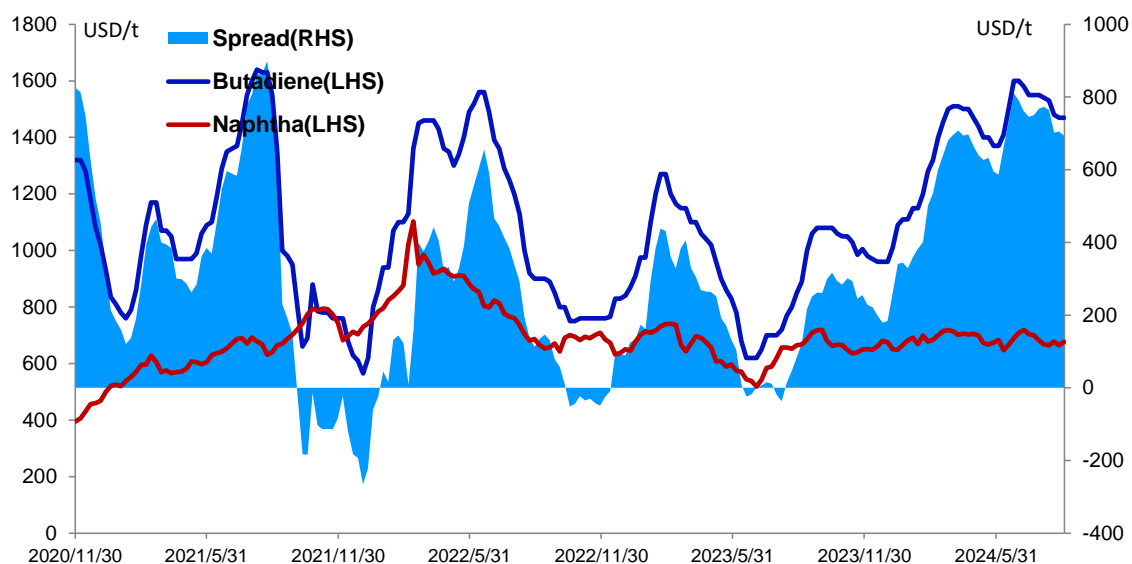
資料來源：Platts、元大投顧預估

圖 7：丙烯及石油腦現貨價格及利差趨勢圖(美元/噸)



資料來源：Platts、元大投顧預估

圖 8：丁二烯及石油腦現貨價格及利差趨勢圖(美元/噸)

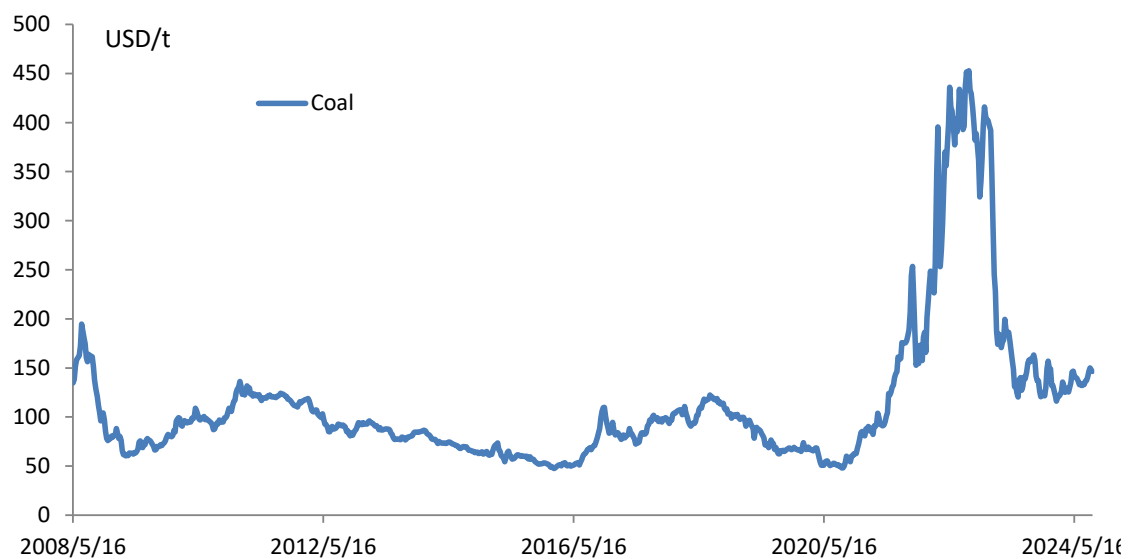


資料來源：Platts、元大投顧預估

夏季電價調漲，公用事業部門 2Q24 獲利回升，上修 2024 年獲利貢獻

台塑化的公用事業部門，自用發電總裝置容量為 275 萬瓩，其中汽電共生裝置為 215 萬瓩，所生產的電力、蒸汽全數供應麥寮廠區使用。2022 年烏俄戰爭爆發，原油、天然氣及煤炭等能源成本大漲，而電價漲幅落後，導致公用事業部門陷入虧損，2022 年大虧 116.58 億元。2023 年以來煤炭價格修正，公用事業獲利改善，2023 年獲利達 90.43 億元。不過公用事業獲利高峰落在 3Q23 的 29.38 億元，受惠夏季電價調漲，4Q23 獲利大幅回落至 11.46 億元，反映歲修干擾，加上電價調降回至原本正常水準所致。1Q24 獲利略為改善至 13.27 億元，乃台塑化電價維持正常水準，沒有超額利潤，而受惠夏季電價調漲的貢獻，且煤炭價格維持低檔整理，成本降低，2Q24 獲利提升至 25.5 億元(原估 15 億元)，預期 3Q24 公用事業獲利可續增至 28 億元(原估 18 億元)，預估公用事業 2024 年獲利貢獻將可達 80-85 億元(原估 52-55 億元)之間。

圖 9：澳洲動力煤現貨價格趨勢圖(美元/噸)



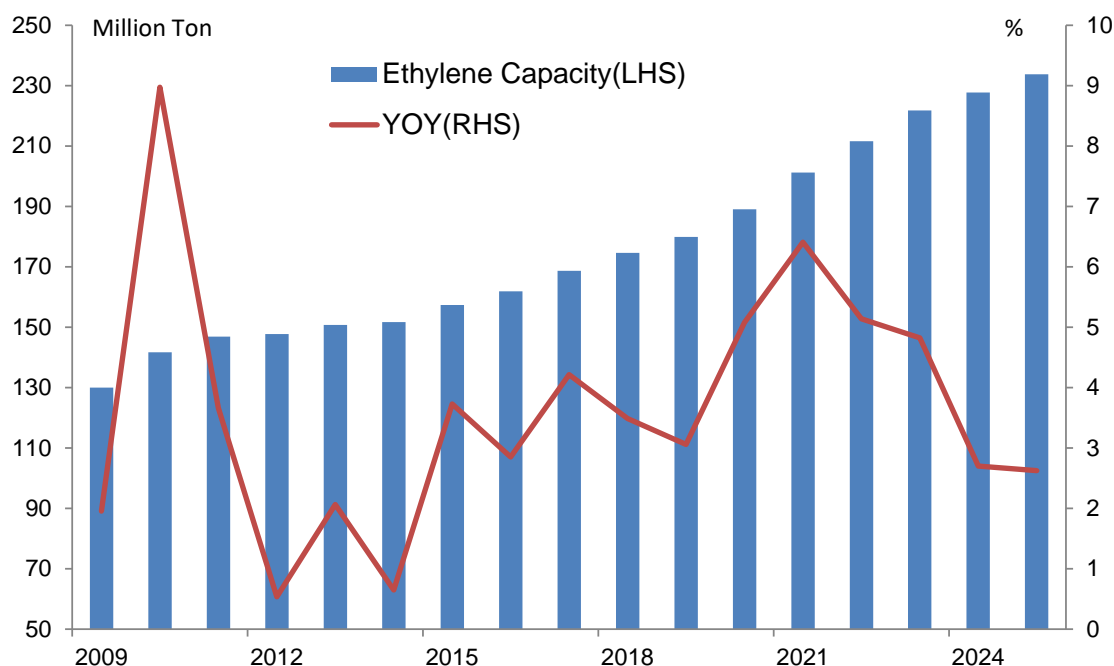
資料來源：Wind、元大投顧預估

產業概況

中東、中國及美國新產能投放，全球乙烯產能逐年擴張

過去 10 年全球乙烯產能逐年提升，新增產能集中在中東、中國及美國，而西歐、日本及南韓的產能擴張處於停滯狀態，僅部分韓國及泰國廠商進行去瓶頸的產能小幅提升。中東地區具備豐富乙烷天然資源，以乙烷入料的乙烯裂解新增產能為主，沙烏地阿拉伯及伊朗擴張較積極。中國的乙烯產能擴張包括煤製烯烴產能、三桶油(中石化、中石油及中海油)以石油腦入料的乙烯產能相繼投放，美國則以頁岩氣入料的乙烯產能於 2017 年大量投放，帶動全球平均每一年新增超過 500 萬噸乙烯產能。

圖 10：全球乙烯產能擴張趨勢圖 (百萬噸)



資料來源：Bloomberg、元大投顧

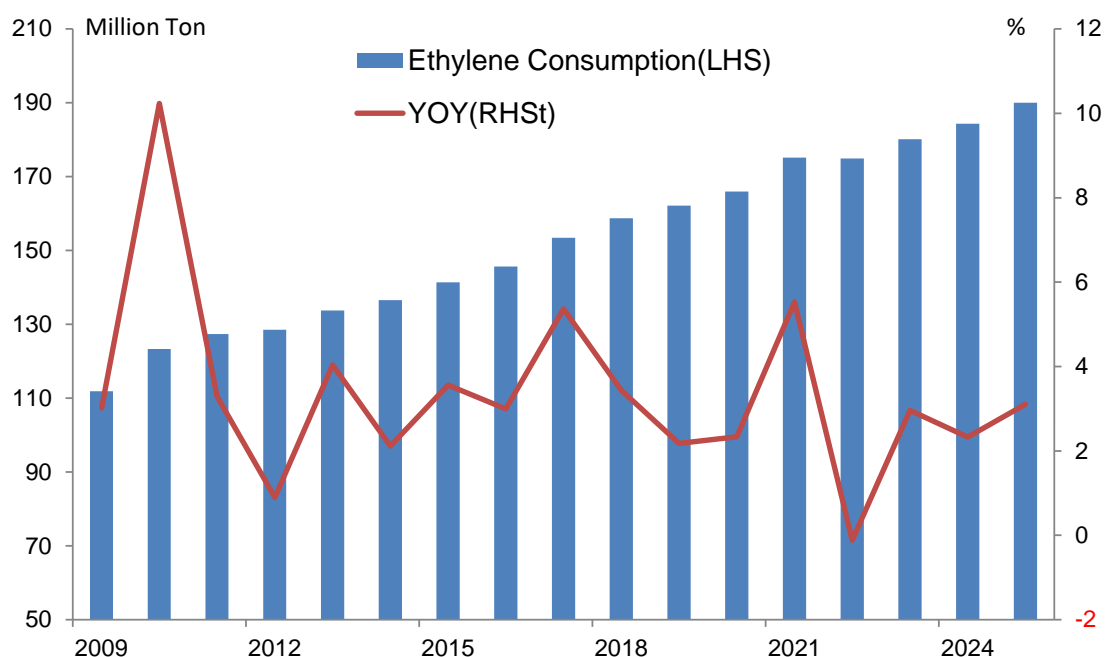
中國煉化一體產能於 2020 年至 2023 年為投放高峰

近幾年中國煉化一體的民營石化企業的石油腦入料乙烯產能進入投產高峰，包括恆力石化、浙江石化、盛虹連雲港、古雷石化、鎮海煉化，以及中石油揭陽廣東石化等企業，搭配北美的乙烷裂解的產能陸續開出，每一年新增產能達 1,000 萬噸以上，2023 年全球乙烯產能提升至 2.22 億噸，年增 4.8%，其中中國乙烯產能提升至 4,675 萬噸，超過美國 4,330 萬噸，為全球最大乙烯生產國。全球乙烯產能分布，亞洲佔比提升至 42% (其中中國佔比約 21.4%)，北美佔比 23% (其中美國佔比約 19.9%)，中東 16%，歐洲佔比降至 12%，拉美 3%，俄羅斯 3%，非洲 1%。

中國、中東及俄羅斯仍有乙烯產能投資計畫，乙烯供需寬鬆

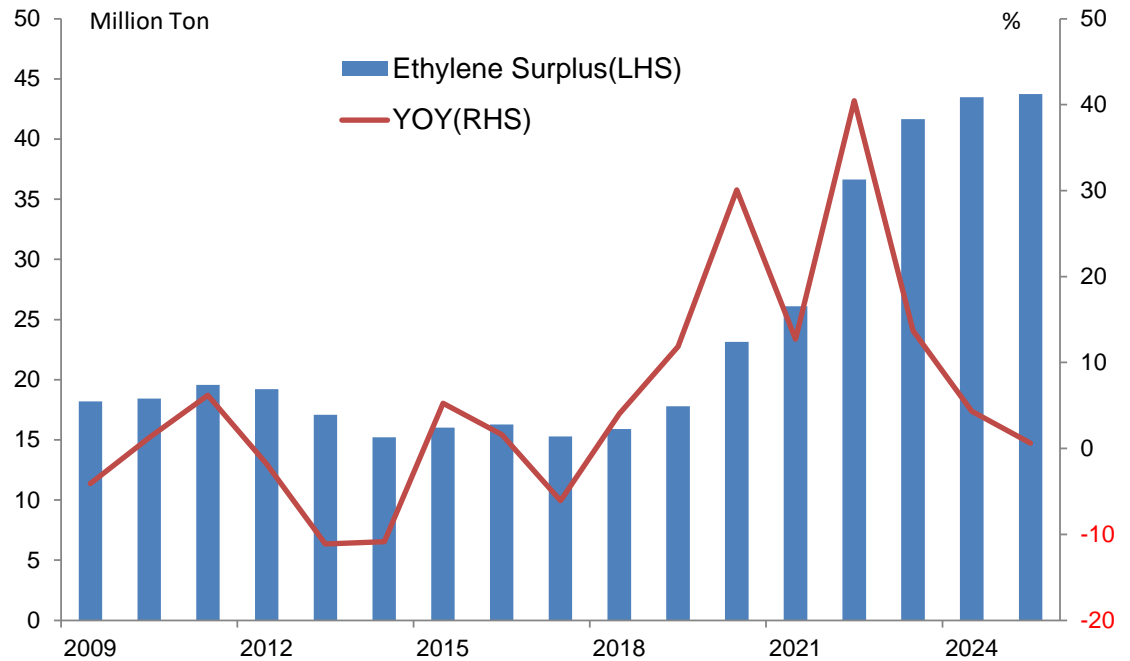
展望未來，中國乙烯產能因煉化一體化、煤制烯烴、乙烷裂解等裝置的投資計畫持續推進，2026 年前規劃投產的乙烯產能超過 2,000 萬噸，預計 2026 年中國乙烯產能將提升至 7,000 萬噸。北美地區在 2026 年前較沒有乙烯產能擴張計畫，產能增速較緩，只剩下中東地區及俄羅斯仍有建設大型乙烯裂解裝置的計畫，預估 2026 年全球乙烯產能有機會上看 2.5 億噸。另一方面，觀察過去幾年全球乙烯消費趨勢呈現穩定擴增的格局，2023 年乙烯消費量提升至 1.80 億噸，年增 3.0%，溫和成長態勢，不過仍低於乙烯產能擴張的幅度。以過去 5 年平均乙烯新增消費量約 450 萬噸，低於過去 5 年平均乙烯產能擴張的 945 萬噸，乙烯供需格局寬鬆，是造成近幾年乙烯價格積弱不振的主因。

圖 11：全球乙烯消費成長趨勢圖 (百萬噸)



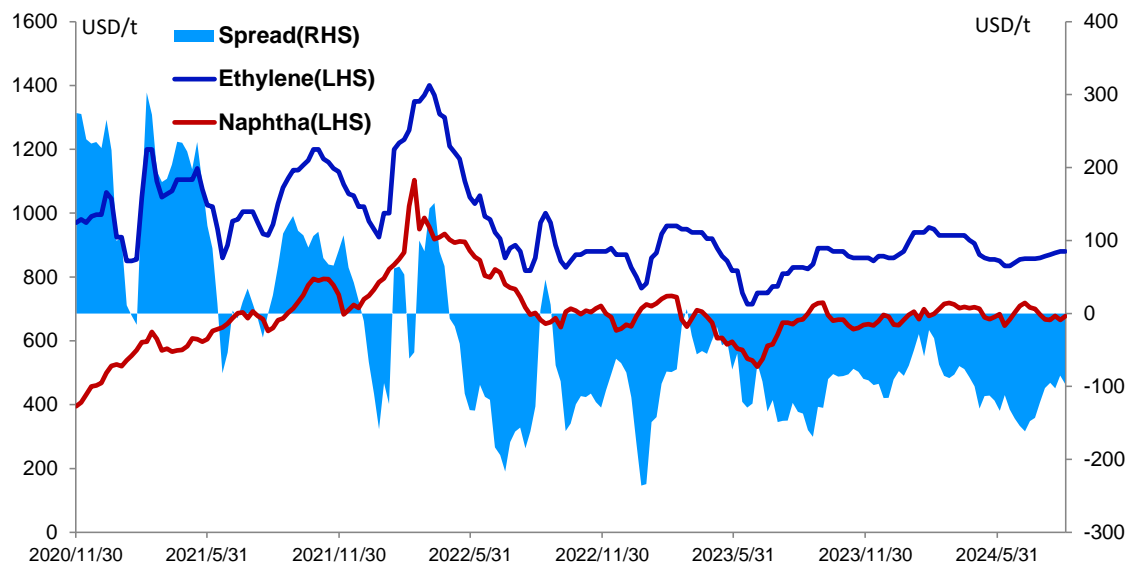
資料來源：Bloomberg、元大投顧

圖 12：全球乙烯產能過剩量趨勢圖 (百萬噸)



資料來源：Bloomberg、元大投顧

圖 13：乙烯價格及利差趨勢圖 (美元/噸)



資料來源：Platts、元大投顧

乙烯供需寬鬆格局將延續至 2025-2026 年，乙烯價格將受抑制

由於未來幾年全球持續有新增乙烯產能將投產，在需求增長幅度低於產能擴張幅度下，預期乙烯供需寬鬆格局恐延續至 2025 年至 2026 年，乙烯價格將持續受抑制。乙烯下游的衍生物包括 EVA、EG、SM 及 PVC 等產品線，來自乙烯的成本壓力減輕，不過近幾年乙烯衍生物產能也都是同步擴張，需觀察相對應的需求是否可同步成長，若供需結構相對健康，受惠乙烯產能擴張的成本優勢將可顯現。

獲利調整與股票評價

市場競爭劇烈，中長期趨勢保守看待，投資建議維持持有

由於 2Q24 煉油價差萎縮，不如預期，2H24 煉油事業獲利貢獻下修，預估 2024 年營收 6907.41 億元，年減 3.1%，下修幅度 2.6%，營益率滑落 0.7ppt 至 1.5%，營業利益下修 38.7%至 103.16 億元，年減 33.0%，稅後 EPS 下修 29.5%至 1.47 元，年減 36.1%，年底淨值 34.78 元。展望 2025 年，全球經濟復甦，需求好轉，可支撐油價表現，預期成品油及烯烴產品需求及價格亦可整理，利差持穩，本業獲利有機會較 2024 年改善，不過整體改善速度偏慢，預估 2025 年營收 6916.7 億元，年增 0.1%，下修幅度 2.8%，營益率改善 0.4ppt 至 1.9%，營業利益下修 34.7%至 129.53 億元，年增 25.6%，稅後 EPS 下修 31.5%至 1.50 元，年增 2.2%，年底淨值 35.10 元。營業利益及稅後 EPS 下修，係反映成品油市場競爭激烈，煉油價差低於預期，削弱台塑化獲利表現。

中長期而言，汽油、柴油等成品油以及烯烴產品面臨全球產能擴充的競爭壓力，獲利改善空間受限，復甦力道偏弱，預估 2024 年及 2025 年稅後 EPS 各僅 1.47 元及 1.50 元，遠低於 2021 年之前幾年獲利在 4 元以上的水準。台塑化一年碳費支出推估約 55.52 億元，影響稅前 EPS 約 0.58 元，環境部公告 2026 年才會真正開徵碳費，台塑化 2024 年將不用負擔碳費支出，2025 年獲利才會受到碳費開徵影響，惟仍將削弱中長期獲利表現。

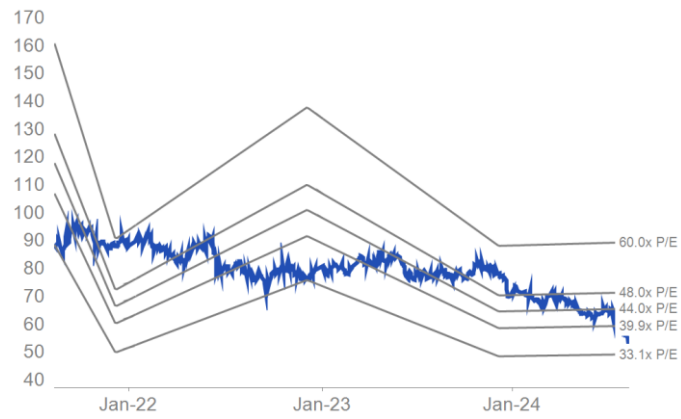
目前本淨比 1.47 倍，已跌破公司過去 3 年本淨比 2.0 倍-3.3 倍區間，評價雖低，但碳費利空及產能擴充的競爭壓力恐壓抑評價，投資建議為持有-超越同業，目標價由 71 元調降至 52.5 元，基於 1.5 倍本淨比(由 2.0 倍調降至 1.5 倍)及 2025 年預估每股淨值 35.10 元推得。

圖 14：2024 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	690,741	708,899	691,670	711,872	-2.6%	-2.8%
營業毛利	21,793	28,663	24,394	31,697	-24.0%	-23.0%
營業利益	10,316	16,831	12,953	19,838	-38.7%	-34.7%
稅前利益	17,167	24,629	17,878	26,094	-30.3%	-31.5%
稅後淨利	13,997	19,843	14,302	20,875	-29.5%	-31.5%
調整後 EPS (元)	1.47	2.08	1.50	2.19	-29.5%	-31.5%
重要比率 (%)					百分點	百分點
營業毛利率	3.2%	4.0%	3.5%	4.5%	-0.9	-0.9
營業利益率	1.5%	2.4%	1.9%	2.8%	-0.9	-0.9
稅後純益率	2.0%	2.8%	2.1%	2.9%	-0.8	-0.9

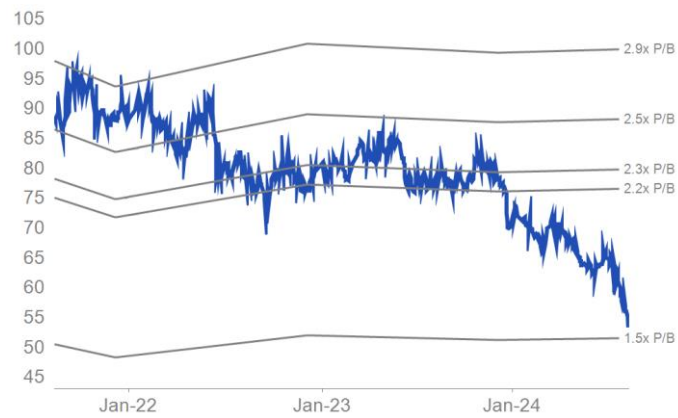
資料來源：公司資料、元大投顧預估

圖 15：12 個月預期本益比區間圖



資料來源：公司資料、元大投顧

圖 16：12 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 17：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
台塑化	6505 TT	持有-超越同業	51.6	15,360	2.30	1.47	1.50	22.5	35.1	34.4	52.2	(36.1)	2.2
國際同業													
榮盛石化	002493 SZ	未評等	8.7	12,300	0.1	0.4	0.6	73.3	23.9	14.3	(64.2)	206.5	67.1
中石化	600028 SS	未評等	6.6	106,051	0.5	0.6	0.6	13.1	11.8	11.3	(9.1)	11.2	3.7
恒力石化	600346 SS	未評等	13.3	13,177	1.0	1.3	1.6	13.6	10.2	8.6	197.8	33.8	18.9
樂天化學	011170 KS	未評等	80200.0	2,561	(1199.0)	(5493.1)	9282.4	--	--	8.6	(169.9)	--	--
LG 化學	051910 KS	未評等	324000.0	18,289	17218.3	14504.1	34776.9	18.8	22.3	9.3	(24.9)	(15.8)	139.8
國際同業平均								29.7	17.0	10.4	(14.0)	58.9	57.4
國內同業													
台塑	1301 TT	持有-超越同業	47.0	9,322	1.2	0.8	1.2	40.8	58.0	40.9	(79.7)	(29.7)	42.0
南亞	1303 TT	未評等	40.5	10,008	0.8	1.4	2.5	50.9	28.7	16.5	(80.4)	77.6	73.5
台聚	1304 TT	持有-超越同業	13.7	507	(0.2)	(0.8)	(0.5)	--	--	--	(113.3)	--	--
華夏	1305 TT	持有-超越同業	15.9	288	0.9	(0.1)	0.2	17.3	--	93.5	(244.0)	--	--
國喬	1312 TT	未評等	12.4	442	(1.6)	--	--	--	--	--	191.0	--	--
國內同業平均					0.2	0.3	0.8	36.3	43.3	50.3	(65.3)	23.9	57.7

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 18：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
台塑化	6505 TT	持有-超越同業	51.6	15,360	6.6	4.2	4.2	35.31	34.78	35.10	1.5	1.5	1.5
國際同業													
榮盛石化	002493 SZ	未評等	8.7	12,300	2.5	8.0	11.5	4.5	4.6	5.0	1.9	1.9	1.8
中石化	600028 SS	未評等	6.6	106,051	7.6	8.1	8.2	6.7	6.9	7.1	1.0	1.0	0.9
恒力石化	600346 SS	未評等	13.3	13,177	11.9	14.3	15.3	8.5	9.3	9.8	1.6	1.4	1.4
樂天化學	011170 KS	未評等	80200.0	2,561	(0.3)	(1.1)	2.1	372390.9	363454.1	350889.1	0.2	0.2	0.2
LG 化學	051910 KS	未評等	324000.0	18,289	5.8	3.0	7.1	411275.2	444966.8	476470.9	0.8	0.7	0.7
國際同業平均					5.5	6.5	8.8				1.1	1.0	1.0
國內同業													
台塑	1301 TT	持有-超越同業	47.0	9,322	2.1	1.5	2.1	54.6	54.4	54.8	0.9	0.9	0.9
南亞	1303 TT	未評等	40.5	10,008	1.7	3.4	5.1	45.4	47.8	50.5	0.9	0.9	0.8
台聚	1304 TT	持有-超越同業	13.7	507	(3.9)	(4.4)	(2.5)	19.6	18.4	17.9	0.7	0.7	0.8
華夏	1305 TT	持有-超越同業	15.9	288	3.9	(0.5)	1.0	16.5	16.1	16.2	1.0	1.0	1.0
國喬	1312 TT	未評等	12.4	442	(4.4)	--	--	36.4	--	--	0.3	--	--
國內同業平均					(0.1)	0	1.4	34.5	34.2	34.9	0.8	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 19：季度及年度簡明損益表 (合併)

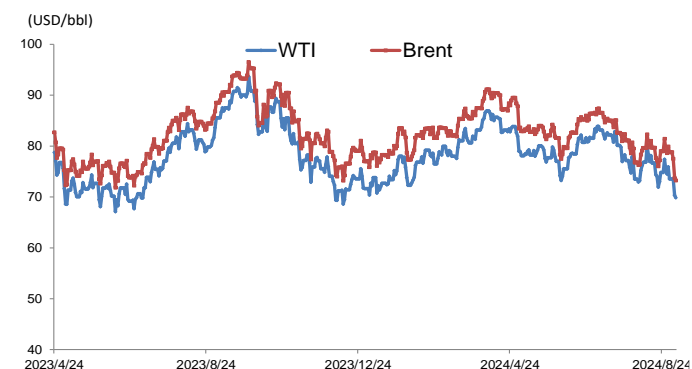
(NT\$百萬元)	1Q2024A	2Q2024A	3Q2024F	4Q2024F	1Q2025F	2Q2025F	3Q2025F	4Q2025F	FY2024F	FY2025F
營業收入	171,197	170,616	174,029	174,899	167,028	176,215	173,131	175,295	690,741	691,670
銷貨成本	(165,131)	(166,580)	168,460	168,777	161,516	170,047	166,552	169,160	668,948	667,276
營業毛利	6,066	4,036	5,569	6,121	5,512	6,168	6,579	6,135	21,793	24,394
營業費用	(2,858)	(2,868)	2,837	2,914	2,764	2,918	2,855	2,904	11,477	11,441
營業利益	3,208	1,169	2,732	3,208	2,748	3,250	3,724	3,231	10,316	12,953
業外利益	2,899	2,092	907	951	1,057	1,720	1,060	1,087	6,851	4,925
稅前純益	6,107	3,261	3,639	4,159	3,805	4,970	4,784	4,318	17,167	17,878
所得稅費用	(1,083)	(538)	728	832	761	994	957	864	3,181	3,576
少數股東權益	(2)	(9)	0	0	0	0	0	0	(12)	0
歸屬母公司稅後純益	5,026	2,732	2,912	3,327	3,044	3,976	3,827	3,455	13,997	14,302
調整後每股盈餘(NT\$)	0.53	0.29	0.31	0.35	0.32	0.42	0.40	0.36	1.47	1.50
調整後加權平均股數(百萬股)	9,526	9,526	9,526	9,526	9,526	9,526	9,526	9,526	9,526	9,526
重要比率										
營業毛利率	3.5%	2.4%	3.2%	3.5%	3.3%	3.5%	3.8%	3.5%	3.2%	3.5%
營業利益率	1.9%	0.7%	1.6%	1.8%	1.7%	1.8%	2.2%	1.8%	1.5%	1.9%
稅前純益率	3.6%	1.9%	2.1%	2.4%	2.3%	2.8%	2.8%	2.5%	2.5%	2.6%
稅後純益率	2.9%	1.6%	1.7%	1.9%	1.8%	2.3%	2.2%	2.0%	2.0%	2.1%
有效所得稅率	17.7%	16.5%	-20.0%	-20.0%	-20.0%	-20.0%	-20.0%	-20.0%	--	--
季增率(%)										
營業收入	-2.7%	-0.3%	2.0%	0.5%	-4.5%	5.5%	-1.8%	1.2%		
營業利益	--	-63.6%	133.8%	17.4%	-14.3%	18.3%	14.6%	-13.2%		
稅後純益	245.6%	-45.6%	6.6%	14.3%	-8.5%	30.6%	-3.7%	-9.7%		
調整後每股盈餘	245.6%	-45.6%	6.6%	14.3%	-8.5%	30.6%	-3.7%	-9.7%		
年增率(%)										
營業收入	-7.3%	7.0%	-9.7%	-0.6%	-2.4%	3.3%	-0.5%	0.2%	-3.1%	0.1%
營業利益	-25.1%	--	-84.9%	--	-14.3%	178.1%	36.3%	0.7%	-33.0%	25.6%
稅後純益	13.3%	--	-83.0%	128.8%	-39.4%	45.5%	31.4%	3.8%	-36.1%	2.3%
調整後每股盈餘	13.3%	--	-83.0%	128.8%	-39.4%	45.5%	31.5%	3.8%	-36.1%	2.2%

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

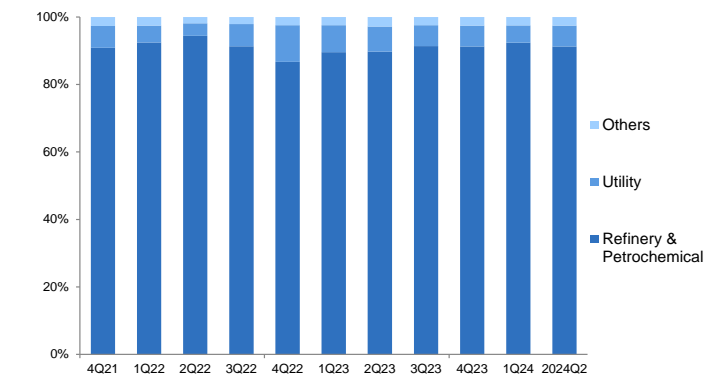
台塑石化股份有限公司(6505.TW)成立於 1992 年，由台塑、南亞、台化等公司共同出資成立，為國內唯一之民營石油煉製業者，且石油製品及石化原料產能規模位居國內第一。另有合格汽電共生系統，供應台塑企業麥寮廠區各工廠所需之蒸汽、電力等各項公用流體。公司主要業務分為油品及煉油、烯烴事業。油品銷售方面，主要以國內市場需求為優先，內銷占 67%，外銷占 33% (馬來西亞 5%、韓國 4%、菲律賓 2%、新加坡 5%、大陸 2%)，汽柴油在國內市占率約 23%。塑化事業方面，乙烯在國內市占率約 70%。主要客戶為台塑、台化、南亞、國喬、台橡、台達化等國內下游石化廠。

圖 20：石油價格



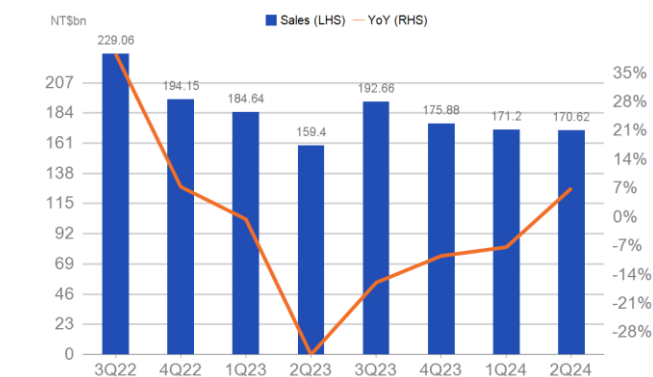
資料來源：公司資料、元大投顧預估

圖 21：營收組成



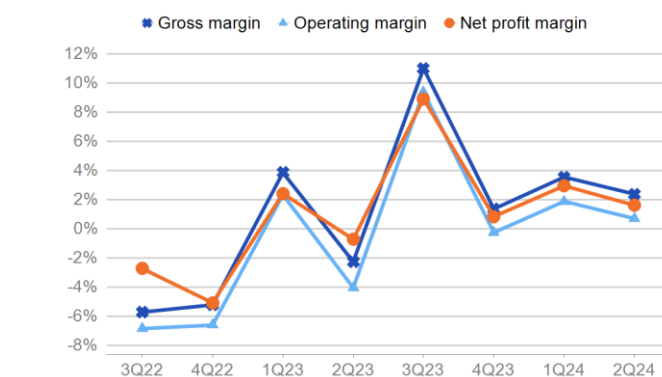
資料來源：公司資料

圖 22：營收趨勢



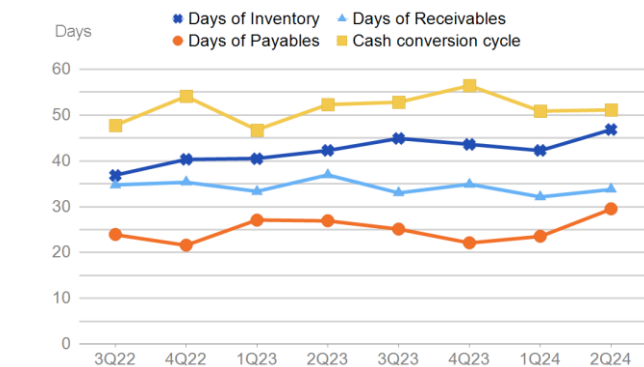
資料來源：CMoney、公司資料

圖 23：毛利率、營益率、淨利率



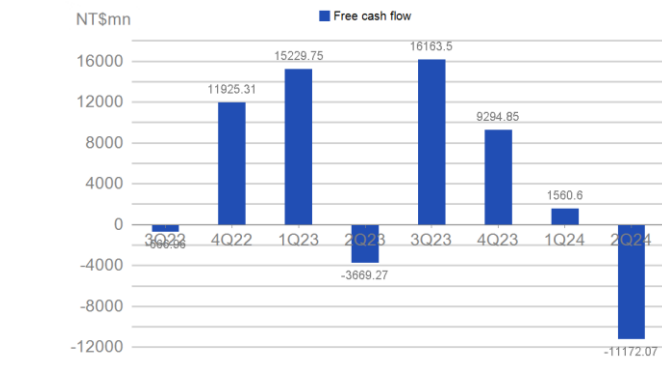
資料來源：CMoney、公司資料

圖 24：經營能力



資料來源：CMoney、公司資料

圖 25：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：**台塑化整體的 ESG 風險評級屬於高風險，於 Sustainalytics 資料庫所覆蓋的公司中排名亦排行於落後的位置，但在石油和天然氣精煉和營銷行業的公司中排名略為領先同業。
 - ▶ **在 ESG 議題上的曝險：**台塑化的整體曝險屬於中等水準，略優於石油和天然氣精煉和營銷行業的平均水準。公司較需要改善的 ESG 議題包含職業健康與安全、碳產品和服務以及排放、汙水和廢物等。
 - ▶ **個別公司在 ESG 議題上的執行力：**台塑化在針對重大 ESG 議題的管理水準和執行力強大。高管薪酬與 ESG 績效目標掛鉤。同樣，環保政策也被認為是強有力的。然而，薪酬政策中沒有明確提及 ESG 目標，公司的舉報計劃也被評估為薄弱。

圖 26：ESG 分析

分項	評分/評級	
ESG 總分	31.8	
在 ESG 議題上的曝險 (A)	49.1	
個別公司在 ESG 議題上的執行力 (B)	41.7	
風險評級	高	★
同業排行(1~100，1 為最佳)	30	

資料來源：Sustainalytics (2024/9/4)

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)
----------	-----------	------------

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	64,472	36,510	37,907	35,839	35,475
存貨	72,713	86,408	76,658	75,714	76,277
應收帳款及票據	50,856	54,972	48,816	47,888	48,177
其他流動資產	101,545	89,313	94,410	92,559	92,684
流動資產	289,586	267,203	257,790	252,000	252,613
採用權益法之投資	29,961	28,679	33,593	50,695	53,242
固定資產	97,933	92,780	87,545	85,652	85,767
無形資產	0	0	0	0	0
其他非流動資產	41,277	33,120	37,234	21,413	21,442
非流動資產	169,172	154,579	158,372	157,760	160,451
資產總額	458,757	421,781	416,162	409,759	413,064
應付帳款及票據	26,675	19,606	17,962	17,343	17,504
短期借款	175	6,582	114	138	138
什項負債	31,072	43,596	26,413	26,413	26,413
流動負債	57,922	69,785	44,490	43,894	44,055
長期借款	0	0	2,000	1,413	1,442
其他負債及準備	39,068	34,712	28,454	28,289	28,300
長期負債	39,068	34,712	30,454	29,702	29,742
負債總額	96,990	104,496	74,943	73,596	73,796
股本	95,260	95,260	95,260	95,260	95,260
資本公積	31,421	31,421	31,422	31,422	31,422
保留盈餘	194,467	173,047	184,550	179,496	182,600
什項權益	36,268	12,761	25,102	25,102	25,102
歸屬母公司之權益	357,414	312,488	336,334	336,164	339,268
非控制權益	4,353	4,797	4,884	4,884	4,884
股東權益總額	361,767	317,285	341,218	336,164	339,268

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	49,364	14,400	21,876	13,986	14,302
折舊及攤提	14,500	16,246	16,163	15,162	17,292
本期營運資金變動	(24,935)	(24,794)	16,373	1,252	(692)
其他營業資產 及負債變動	(3,402)	(15,035)	(9,028)	3,015	1,051
營運活動之現金流量	35,526	(9,183)	45,384	33,427	31,953
資本支出	(10,550)	(7,647)	(8,365)	(13,269)	(17,407)
本期長期投資變動	1,493	(1,282)	4,914	(2,547)	(2,547)
其他資產變動	2,347	5,065	(4,416)	3,015	1,051
投資活動之現金流量	(6,710)	(3,864)	(7,867)	(14,036)	(20,364)
股本變動	0	0	0	0	0
本期負債變動	(97)	22,808	(24,218)	(1,347)	201
現金增減資	0	0	0	0	0
支付現金股利	(5,621)	(36,198)	(10,479)	(19,052)	(11,198)
其他調整數	(1,449)	(1,810)	(1,422)	3,015	1,051
融資活動之現金流量	(7,167)	(15,201)	(36,119)	(21,458)	(11,953)
匯率影響數	(144)	286	(2)	0	0
本期產生現金流量	21,506	(27,962)	1,396	(2,068)	(364)
自由現金流量	24,976	(16,830)	37,019	20,158	14,546

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	620,062	848,049	712,576	690,741	691,670
銷貨成本	(554,282)	(831,833)	(685,554)	668,948	667,276
營業毛利	65,780	16,216	27,023	21,793	24,394
營業費用	(10,602)	(10,795)	(11,618)	11,477	11,441
推銷費用	(5,379)	(5,919)	(6,477)	6,128	6,149
研究費用	(311)	(407)	(405)	395	394
管理費用	(4,740)	(4,431)	(4,800)	4,895	4,898
其他費用	(173)	(39)	65	59	0
營業利益	55,177	5,420	15,405	10,316	12,953
利息收入	344	471	1,060	490	526
利息費用	(376)	(557)	(542)	(205)	(243)
利息收入淨額	(32)	(86)	518	285	283
投資利益(損失)淨額	493	(688)	2,983	2,105	2,767
匯兌損益	1,415	5,153	1,284	0	0
其他業外收入(支出)淨額	3,432	7,169	4,504	4,461	1,875
稅前純益	60,485	16,968	24,694	17,167	17,878
所得稅費用	(11,121)	(2,569)	(2,818)	3,181	3,575
少數股權淨利	(38)	(22)	(13)	(12)	(1)
歸屬母公司之稅後純益	49,401	14,422	21,889	13,997	14,302
稅前息前折舊攤銷前淨利	75,361	33,771	41,399	32,043	34,886
調整後每股盈餘 (NT\$)	5.19	1.51	2.30	1.47	1.50

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	49.3	36.8	(16.0)	(3.1)	0.1
營業利益	1892.8	(90.2)	184.2	(33.0)	25.6
稅前息前折舊攤銷前淨利	225.3	(55.2)	22.6	(22.6)	8.9
稅後純益	569.6	(70.8)	51.9	(36.1)	2.3
調整後每股盈餘	565.4	(70.9)	52.2	(36.1)	2.2
獲利能力分析 (%)					
營業毛利率	10.6	1.9	3.8	3.2	3.5
營業利益率	8.9	0.6	2.2	1.5	1.9
稅前息前淨利率	9.7	1.9	3.4	2.4	2.5
稅前息前折舊攤銷前淨利率	12.2	4.0	5.8	4.6	5.0
稅前純益率	9.8	2.0	3.5	2.5	2.6
稅後純益率	8.0	1.7	3.1	2.0	2.1
資產報酬率	11.8	3.3	5.2	3.4	3.5
股東權益報酬率	14.6	4.2	6.6	4.2	4.2
穩定/償債能力分析					
負債權益比 (%)	26.8	32.9	22.0	21.9	21.8
淨負債權益比(%)	(17.8)	(9.4)	(10.5)	(4.3)	(4.1)
利息保障倍數 (倍)	161.8	31.5	46.6	(59.2)	(62.2)
流動比率 (%)	500.0	382.9	579.4	574.1	573.4
速動比率 (%)	337.2	228.2	355.1	401.6	400.3
淨負債 (NT\$百萬元)	(64,297)	(29,928)	(35,792)	(14,288)	(13,895)
調整後每股淨值 (NT\$)	37.52	32.80	35.31	34.78	35.10
評價指標 (倍)					
本益比	9.9	34.2	22.5	35.1	34.4
股價自由現金流量比	19.7	--	13.3	24.4	33.8
股價淨值比	1.4	1.6	1.5	1.5	1.5
股價稅前息前折舊攤銷前淨	6.5	14.6	11.9	15.3	14.1
股價營收比	0.8	0.6	0.7	0.7	0.7

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。

台塑化 (6505 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>.