

## 台化 (1326 TT) FCFC

中國需求疲軟，新產能投放衝擊持續，2024 年及 2025 年獲利衰退

持有-超越同業 (維持評等)

目標價 (12 個月)：NT\$40.0

收盤價 (2024/09/05)：NT\$38.7

隱含漲幅：3.4%

## 營收組成 (1H24)

石化 59%/塑膠 23%/紡織 6%/其他 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\$)	40.0	52.0
2024年營收 (NT\$/十億)	361.7	372.6
2024年EPS	1.0	1.0

## 交易資料表

市值	NT\$226,830百萬元
外資持股比率	33.1%
董監持股比率	5.7%
調整後每股淨值 (2024F)	NT\$57.58
負債比	35.6%
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	379,897	332,620	361,655	368,199
營業利益	-5,286	-3,050	2,297	1,305
稅後純益	7,360	8,549	5,583	3,467
EPS (元)	1.26	1.46	0.95	0.59
EPS YoY (%)	-80.8	16.2	-34.7	-37.9
本益比 (倍)	30.8	26.5	40.6	65.4
股價淨值比 (倍)	0.7	0.7	0.7	0.7
ROE (%)	2.3	2.0	1.6	1.0
現金殖利率 (%)	2.5%	3.2%	2.1%	1.3%
現金股利 (元)	0.95	1.25	0.81	0.50

## 蔡爵丞

Jason.JC.Tsai@Yuanta.com

## 蔡宗穎

Leo.TY.Tsai@yuanta.com

## 元大觀點

- 3Q24 旺季不旺，且轉投資台塑化獲利下修，台化 3Q24 稅後 EPS 下修 26.1%至 0.26 元，季減 15.9%，年減 79.4%，獲利疲軟。
- 2H24 市況欠佳，市場競爭壓力持續，營運展望保守，2024/2025 年獲利各下修 5.9%/26.1%分別至 0.95 元/0.59 元。
- 中國新產能投放持續及碳費開徵等利空，維持持有，目標價 40 元，基於 0.7 倍本淨比、2025 年底淨值 57.37 元推得。

## 3Q24 旺季不旺，稅後 EPS 下修 26.1%至 0.26 元

受惠產品利差改善，台化 2Q24 稅後 EPS 為 0.31 元，優於元大預期 36.8%。3Q24 市況欠佳，報價跌多漲少，苯/PX 利差分別自 297/253 美元收斂至 270/220 美元，旺季不旺，3Q24 營收下修 8.1%至 897.22 億元，季減 7%，營業利益下修 11.7%至 3.1 億元，季減 80%，轉投資台塑化獲利貢獻下修，稅後 EPS 下修 26.1%至 0.26 元，季減 15.9%，年減 79.4%，獲利疲軟。

## 2024/2025 年獲利各下修 5.9%/26.1%分別至 0.95 元/0.59 元

2H24 營運下修，預估 2024 營收下修 2.9%至 3616.55 億元，年增 8.7%，營業利益上修 83%至 22.97 億元，惟轉投資台塑化獲利貢獻下修，稅後 EPS 下修 5.9%至 0.95 元，年減 34.7%。2024 年營業利益上修，係反映 2Q24 本業獲利改善貢獻。2025 年中國芳香烴及下游塑膠新產能投放，供過於求持續，預估 2025 年營收下修 2.9%至 3681.99 億元，年增 1.8%，營業利益下修 7.3%至 13.05 億元，年減 43.2%，轉投資台塑化獲利貢獻減少，稅後 EPS 下修 26.1%至 0.59 元，年減 37.9%，年底淨值 57.37 元。另估算一年碳費支出影響台化稅前 EPS 約 0.47 元，將削弱中長期獲利表現。

## 新產能競爭激烈、碳費開徵及 ECFA 關稅減讓取消，建議持有

中國石化產能擴張趨勢不變，2024/2025 年包括 PX 各新增 60 萬/200 萬噸，PTA 各新增 450 萬/870 萬噸，SM 各新增 215 萬/60 萬噸，ABS 產能各新增 270 萬/240 萬噸，PP 各新增 1000 萬/920 萬噸，供需延續寬鬆，台化面臨中國同業產能擴充的競爭壓力，獲利受壓，預估 2024 年及 2025 年稅後 EPS 分別降至 0.95 元及 0.59 元，遠低於 2021 年之前幾年獲利均在 3-4 元以上的水準，碳費利空及中國產能擴充的競爭壓力壓抑評價，投資建議維持持有-超越同業，目標價由 52 元下調至 40 元(評價基礎由 0.9 PBR 下調至 0.7 PBR X 2025 年底淨值 57.37 元)。

## 營運分析

### 2Q24 本業獲利改善，稅後 EPS 提升至 0.31 元，優於元大預期 36.8%

台化 2Q24 營收 964.75 億元，季增 14.9%，年增 28.3%，旗下產品 OX、SM、PTA、PS、ABS、PP 市況改善，銷售增加；酚酮產線檢修完畢，產銷恢復正常，PIA 供需偏緊搶佔市場，擴大銷售，以及寧波 PTA-6 廠投產，產銷量提升所貢獻。營益率提升 1.8ppt 至 1.6% (原估 0.5%)，營業利益增至 15.5 億元(原估 4.29 億元)，虧轉盈，優於 2Q23 之虧損 31.53 億元，優於預期 261.1%，抵銷業外轉投資台塑化獲利貢獻減少至 6.6 億元(原估 11.38 億元)之干擾，稅後 EPS 為 0.31 元(原估 0.23 元)，季增 19.8%，年增 8.0%，優於元大預期 36.8%。2Q24 營益率回升，反映工作天數恢復，開工率提高，及產品利差好轉所貢獻。

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	75,169	83,942	96,475	14.9%	28.3%	95,274	90,817	1.3%	6.2%
營業毛利	383	3,629	5,647	55.6%	1373.9%	4,668	4,657	21.0%	21.3%
營業利益	-3,153	-149	1,550	--	--	429	689	261.1%	125.0%
稅前利益	1,592	1,577	2,156	36.7%	35.4%	1,909	2,657	13.0%	-18.8%
稅後淨利	1,697	1,531	1,833	19.8%	8.0%	1,340	1,761	36.8%	4.1%
調整後 EPS (元)	0.29	0.28	0.31	19.8%	8.0%	0.23	0.30	36.8%	4.1%
重要比率 (%)				百分點	百分點	百分點			
營業毛利率	0.5%	4.3%	5.9%	1.5	5.3	4.9%	5.1%	1.0	0.7
營業利益率	-4.2%	-0.2%	1.6%	1.8	5.8	0.5%	0.8%	1.2	0.8
稅後純益率	2.3%	1.8%	1.9%	0.1	-0.4	1.4%	1.9%	0.5	0.0

資料來源：公司資料、元大投顧預估、Bloomberg

### 旺季不旺，3Q24 稅後 EPS 下修 26.1%至 0.26 元

展望 3Q24，台化 7 月營收降至 300.19 億元，月減 4.1%，年增 12.2%，動能減緩，乃因 ARO-2 廠定檢及 SM-3 廠設備檢修，產銷量減少，PS、PP 受遠洋海運費高漲影響，客戶下單保守。另寧波 PTA 停車消缺，且下游客戶異常停車減少提貨，導致營收回落。由於中國經濟復甦緩慢，需求疲軟，加以海運費高漲，墊高成本，客戶下單意願低迷，不利台化拓展海外市場，近期各產品線報價普遍修正，3Q24 營運呈現旺季不旺格局，預估 3Q24 營收 897.22 億元(原估 976.56 億元)，季減 7%，年增 3.3%，下修幅度 8.1%，營益率回落 1.2ppt 至 0.4% (原估 0.4%)，營業利益降至 3.1 億元(原估 3.51 億元)，季減 80%，年減 85%，下修幅度 11.7%，業外部分，雖有股利收入認列，但轉投資台塑化獲利貢獻下修至 7.03 億元(原估 12.92 億元)，稅後 EPS 下修至 0.26 元(原估 0.36 元)，季減 15.9%，年減 79.4%，下修幅度 26.1%。

4Q24/2024 年稅後 EPS 各下修 30.6%/5.9%分別至 0.12 元/0.95 元

展望 4Q24，中國仍可能推出刺激政策，維繫需求，且近期海運費下跌，加上各產品價格修正，有利海外客戶下單意願轉強，有機會刺激買氣回籠，4Q24 營運可較 3Q24 改善，但整體市況仍低於原先預期，預估 4Q24 營收 915.16 億元(原估 957.03 億元)，季增 2%，年增 4.5%，下修幅度 4.4%，營益率改善 0.3ppt 至 0.6% (原估 0.7%)，營業利益 5.86 億元(原估 6.23 億元)，季增 89.0%，年增 71.4%，下修幅度 6.1%，業外少了股利收入，且台塑化獲利貢獻下修至 8.04 億元(原估 11.48 億元)，稅後 EPS 降至 0.12 元(原估 0.17 元)，季減 56.1%，年增 472.2%，下修幅度 30.6%。預估 2024 營收 3616.55 億元(原估 3725.74 億元)，年增 8.7%，下修幅度 2.9%，營益率改善 1.5ppt 至 0.6% (原估 0.3%)，營業利益提升至 22.97 億元(原估 12.55 億元)，虧轉盈，上修幅度達 83%，不過業外轉投資台塑化獲利貢獻下修至 33.8 億元(原估 47.92 億元)，稅後 EPS 下修 5.9%至 0.95 元(原估 1.01 元)，年減 34.7%，年底淨值 57.58 元。2024 年營業利益上修，係反映 2Q24 台化本業獲利改善，優於預期之貢獻，惟 2H24 本業營運疲軟，獲利下修。

2025 年稅後 EPS 下修 26.1%至 0.59 元，年減 37.9%

展望 2025 年，全球景氣溫和復甦支撐需求，惟中國復甦遲緩，需求動能平淡，而中國芳香烴及下游塑膠新產能投放，供過於求格局持續，削弱台化營收及獲利表現，展望偏向保守。預估 2025 年營收 3681.99 億元(原估 3792.07 億元)，年增 1.8%，下修幅度 2.9%，營益率滑落 0.2ppt 至 0.4% (原估 0.4%)，營業利益下修 7.3%至 13.05 億元(原估 14.08 億元)，年減 43.2%，業外轉投資台塑化獲利貢獻下修至 34.54 億元(原估 50.41 億元)，稅後 EPS 下修 26.1%至 0.59 元(原估 0.80 元)，年減 37.9%，年底淨值 57.37 元。

另外政府預定於 2024 年開徵碳費，依據台化 ESG 報告書揭露，初步以 2021 年碳排放量 866.33 萬噸，以及每噸碳費 320 元台幣(約 10 美元)計算，估計台化一年碳費將達 27.72 億元，影響台化稅前 EPS 約 0.47 元，將是削弱中長期獲利表現的負面因素。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。

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	86,824	96,475	89,722	-7.0%	3.3%	97,656	94,358	-8.1%	-4.9%
營業毛利	5,849	5,647	4,217	-25.3%	-27.9%	4,590	4,570	-8.1%	-7.7%
營業利益	2,066	1,550	310	-80.0%	-85.0%	351	498	-11.7%	-37.8%
稅前利益	7,415	2,156	2,196	1.8%	-70.4%	2,973	2,917	-26.1%	-24.7%
稅後淨利	7,501	1,833	1,542	-15.9%	-79.4%	2,087	2,625	-26.1%	-41.3%
調整後 EPS (元)	1.28	0.31	0.26	-15.9%	-79.4%	0.36	0.45	-26.1%	-41.8%
重要比率 (%)				百分點	百分點	百分點			
營業毛利率	6.7%	5.9%	4.7%	-1.2	-2.0	4.7%	4.8%	0.0	-0.1
營業利益率	2.4%	1.6%	0.4%	-1.2	-2.0	0.4%	0.5%	0.0	-0.2
稅後純益率	8.6%	1.9%	1.9%	0	-6.7	2.1%	2.8%	-0.4	-1.1

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	87,598	89,722	91,516	2.0%	4.5%	95,703	95,140	-4.4%	-3.8%
營業毛利	3,785	4,217	4,484	6.3%	18.5%	4,689	5,100	-4.4%	-12.1%
營業利益	342	310	586	89.0%	71.4%	623	1,201	-6.1%	-51.2%
稅前利益	-487	2,196	964	-56.1%	-	1,389	1,718	-30.6%	-43.9%
稅後淨利	118	1,542	677	-56.1%	472.2%	975	1,521	-30.6%	-55.5%
調整後 EPS (元)	0.02	0.26	0.12	-56.1%	472.2%	0.17	0.27	-30.6%	-55.4%
重要比率 (%)				百分點	百分點			百分點	百分點
營業毛利率	4.3%	4.7%	4.9%	0.2	0.6	4.9%	5.4%	0.0	-0.5
營業利益率	0.4%	0.4%	0.6%	0.3	0.3	0.7%	1.3%	0.0	-0.6
稅後純益率	0.1%	1.9%	0.8%	-1.0	0.6	1.0%	1.6%	-0.3	-0.9

資料來源：公司資料、元大投顧預估、Bloomberg

2Q24 油價回落後反彈，跌幅收斂，台化旗下產品漲跌互見，利差改善

2Q24 以來，中東局勢緊繃，一度推升油價創年內新高，布蘭特原油一度上漲至 92.18 美元高點後震盪回落，一度下跌 11.4%。不過以阿衝突難以停歇，仍有干擾原油生產的風險，激勵油價反彈，2Q24 累積跌幅收斂至 2.9%。至於台化各產品線 2Q24 報價表現漲多於跌，以苯價小跌 1.8%，及 SM 小跌 1.9%較落後，其餘包括 PX 上漲 1.2%，ABS 上漲 3.6%，PS 上漲 0.4%，PP 上漲 3.9%，PTA 上漲 2.9%，苯酚上漲 3.9%，表現相對穩健。各產品平均利差表現，以苯利差擴大至 297 美元較佳，PX 則為 253 美元，貢獻較穩定的獲利，PP 利差也改善至 63 美元，相對較佳，而 SM 利差改善至-90 美元，虧損收斂，ABS 及 PS 利差則各為-51 美元及-10 美元，虧損也收斂，至於 PTA 利差-33 美元變動不大，苯酚利差降至-147 美元，虧損擴大，表現較不理想。

3Q24 旺季不旺，台化旗下產品跌多漲少，利差普遍轉弱

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。另外 3Q24 亞洲裂解廠歲修較為多，廠商也降低開工率，烯烴產量減少，支撐烯烴價格，原料端乙烯小漲 4.1%，丙烯上漲 3.0%表現較佳，惟由於中國經濟復甦緩慢，需求疲軟，市況低迷，且海運費高漲，墊高成本，海外市場客戶下單意願低迷，拖累台化各產品線報價跌多漲少，以 PX 下跌 10.5%QTD 最弱，PTA 下挫 9.8%QTD，PP 下跌 3.2%QTD，PS 下跌 3.1%QTD，不過苯價小漲 3.3%QTD，SM 小漲 1.6%QTD，ABS 小漲 1.4%QTD，苯酚上漲 6.5%QTD 相對較強。各產品利差表現，苯利差收斂至 270 美元，PX 利差收斂至 220 美元，PP 利差降至 60 美元，獲利貢獻滑落，至於 PTA 利差改善至 -30 美元，苯酚利差改善至-89 美元，ABS 利差改善至-18 美元，PS 利差改善至-1 美元，虧損收斂，SM 利差惡化至-97 美元，虧損略為擴大。由於貢獻獲利較大的苯及 PX 利差萎縮，削弱台化獲利表現，3Q24 營運呈現旺季不旺。

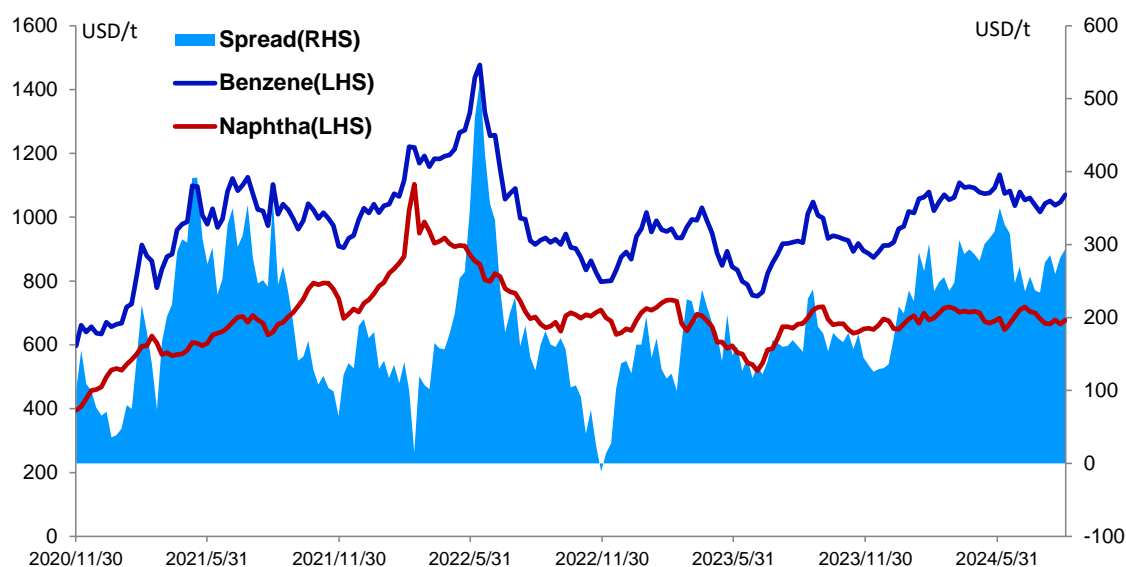
展望 4Q24，中國仍可能推出刺激政策，維繫需求，且近期海運費下跌，加上各產品價格修正，有利海外客戶下單意願轉強，有機會刺激買氣回籠，4Q24 市況有機會較 3Q24 回溫。惟中國新產能投放的干擾仍在，預期台化旗下產品線利差中長期展望仍無法太樂觀。

圖 4：1Q23-3Q24 各產品利差彙整表

Products	Average Spreads (USD/Ton)						
	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24TD
Benzene	151	176	168	156	232	297	270
PX	228	316	333	258	243	253	220
PTA	-28	-2	-35	-35	-36	-33	-30
SM	-71	-102	-88	-102	-124	-90	-97
Phenol	-52	-91	-40	-4	-122	-147	-89
ABS	-85	-19	18	-38	-88	-51	-18
PS	11	39	-7	22	-25	-10	-1
PP	10	14	33	12	13	63	60

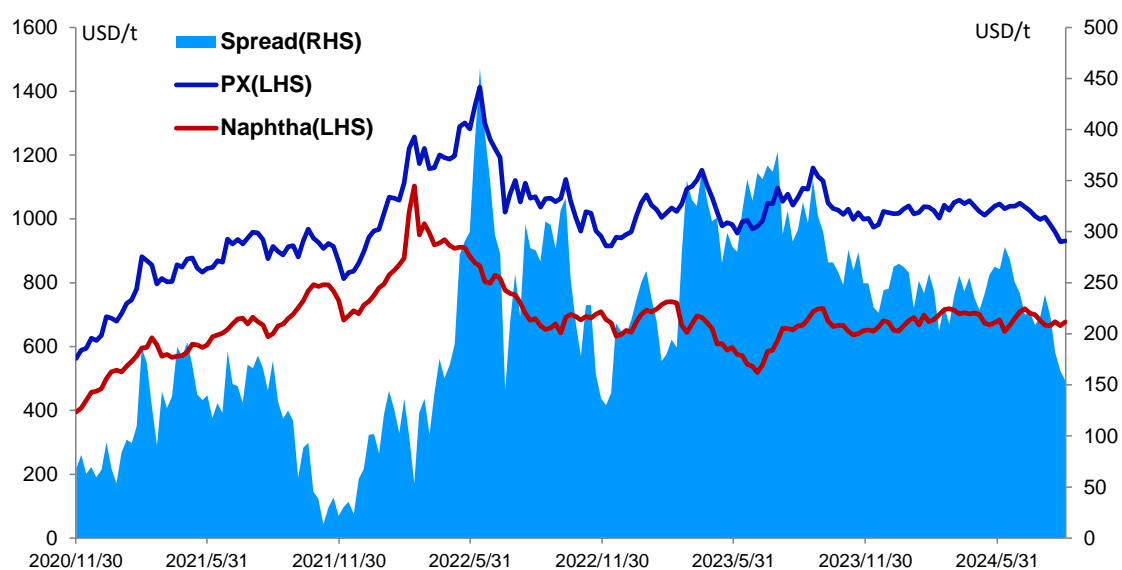
資料來源：Platts、元大投顧

圖 5：苯價格及利差趨勢圖



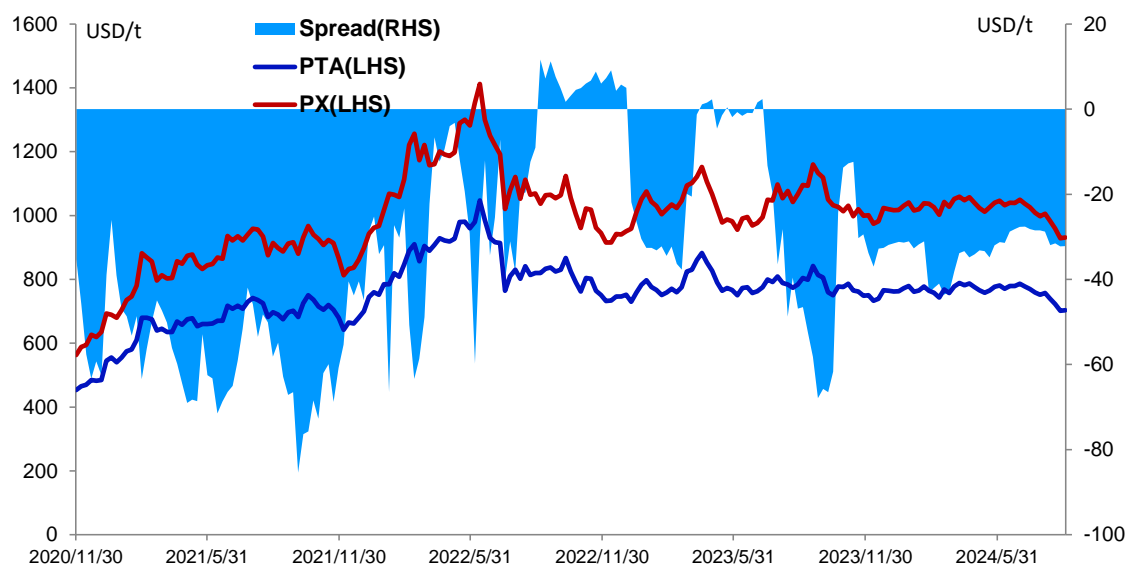
資料來源：Platts、元大投顧

圖 6：PX 價格及利差趨勢圖



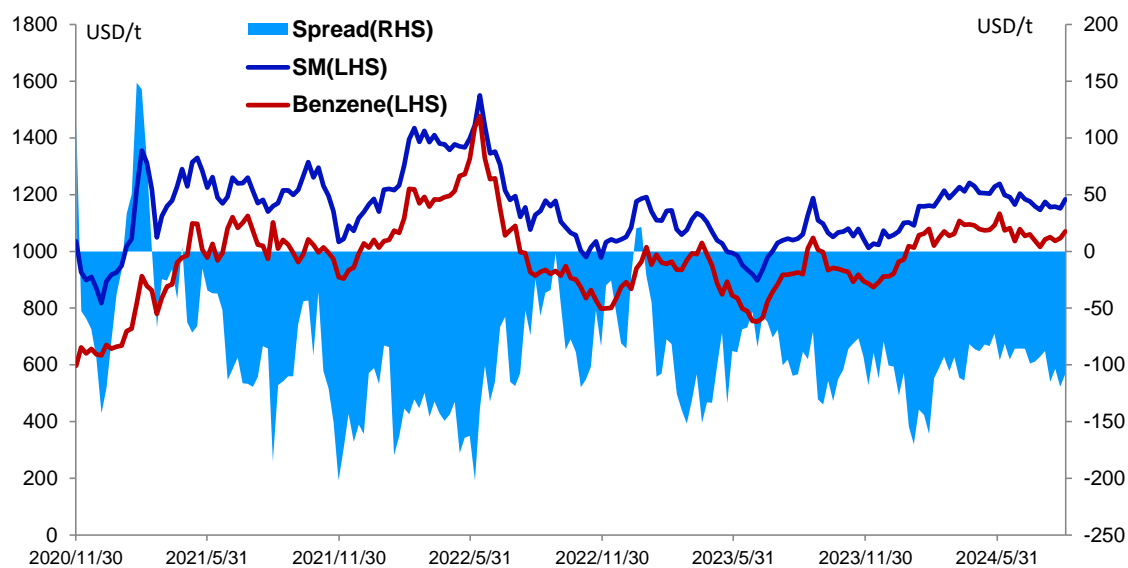
資料來源：Platts、元大投顧

圖 7：PTA 價格及利差趨勢圖



資料來源：Platts、元大投顧

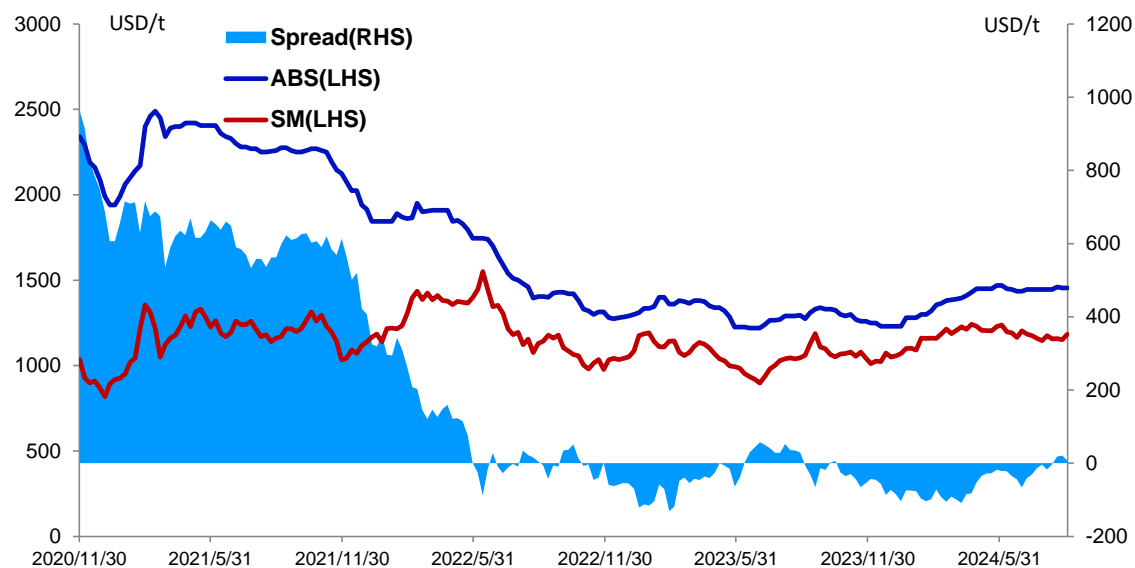
圖 8：SM 價格及利差趨勢圖



資料來源：Platts、元大投顧

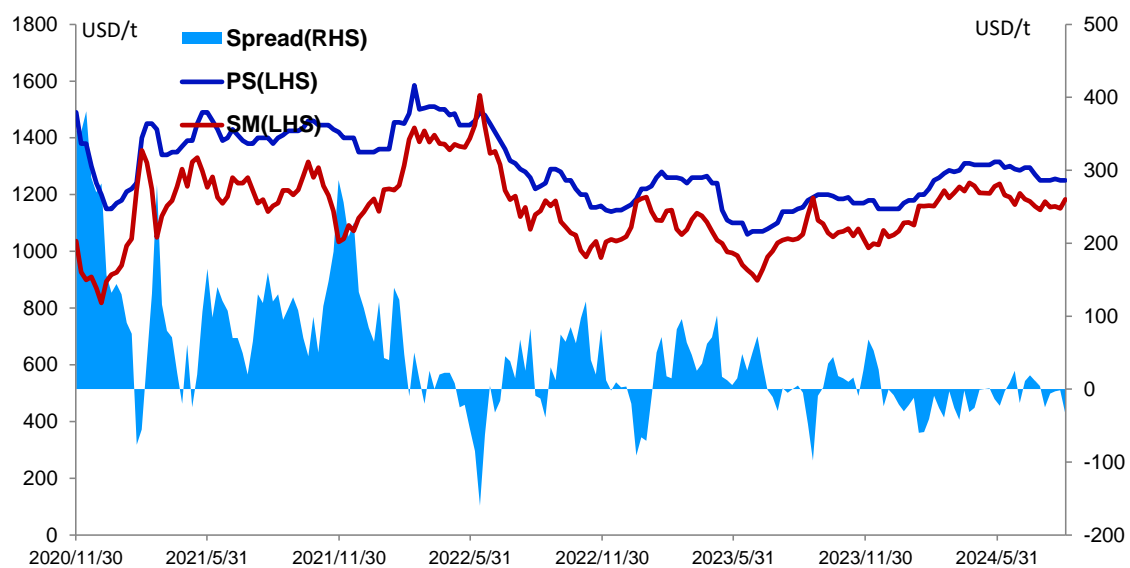


圖 9：ABS 價格及利差趨勢圖



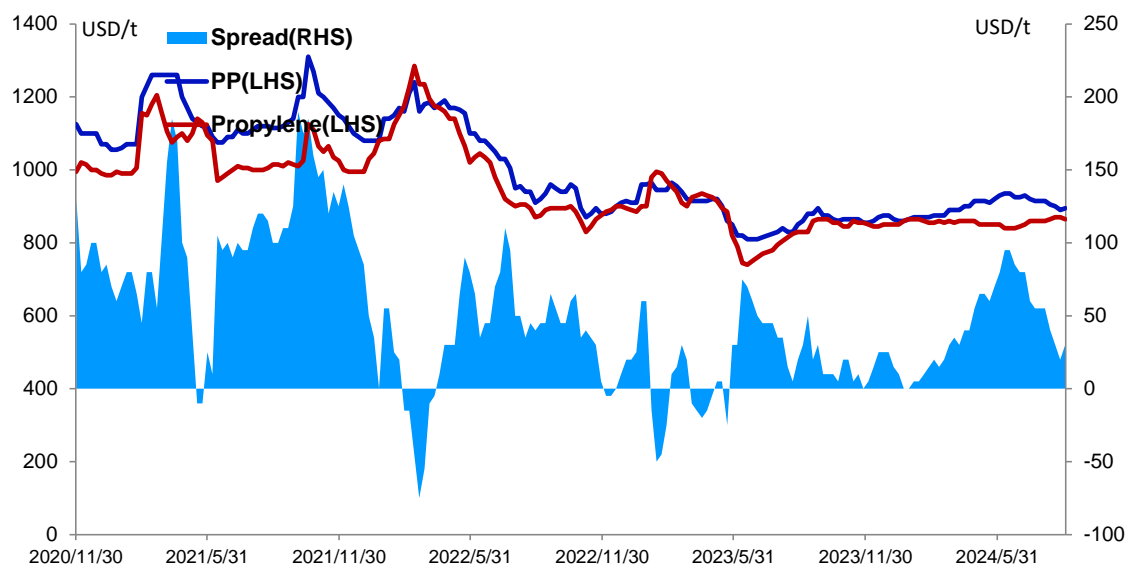
資料來源：Platts、元大投顧

圖 10：PS 價格及利差趨勢圖



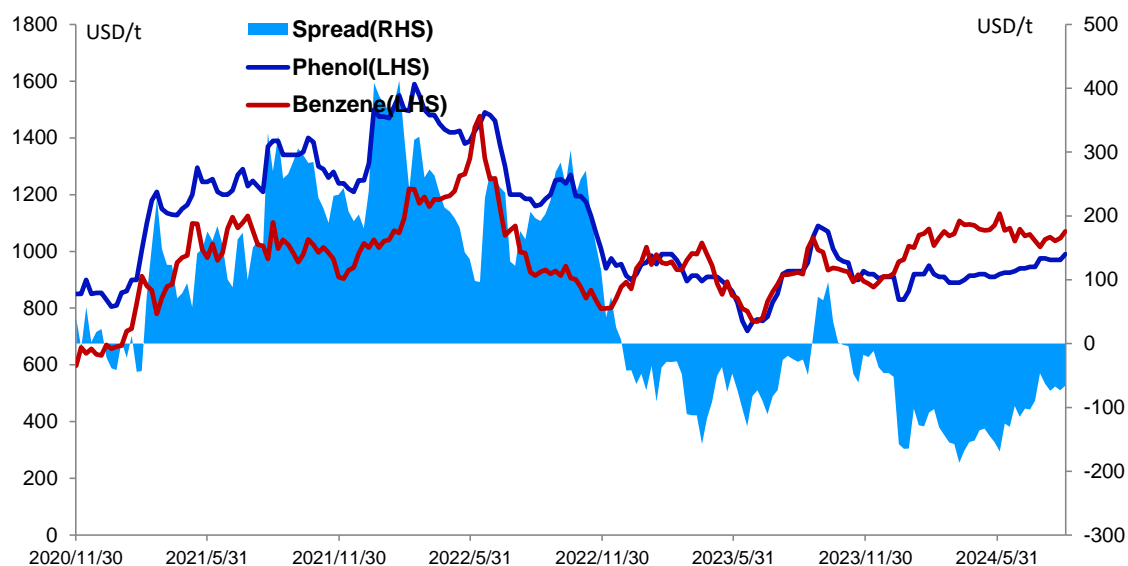
資料來源：Platts、元大投顧

圖 11：PP 價格及利差趨勢圖



資料來源：Platts、元大投顧

圖 12：苯酚價格及利差趨勢圖



資料來源：Platts、元大投顧

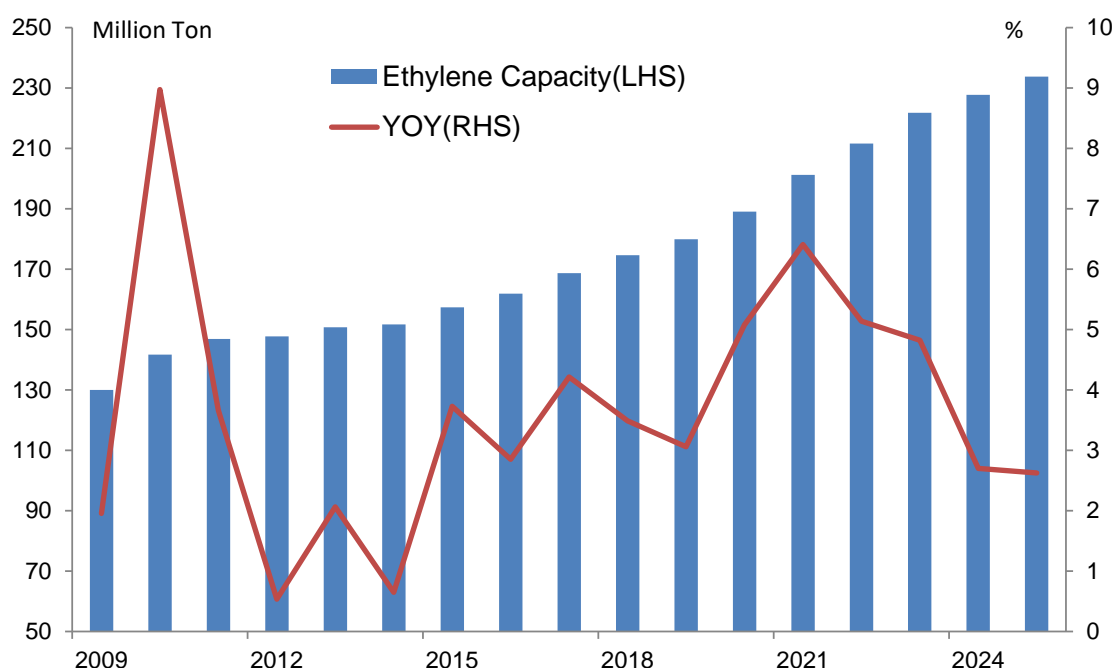


## 產業概況

### 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 13：全球乙烯產能擴張趨勢圖 (百萬噸)



資料來源：Bloomberg、元大投顧

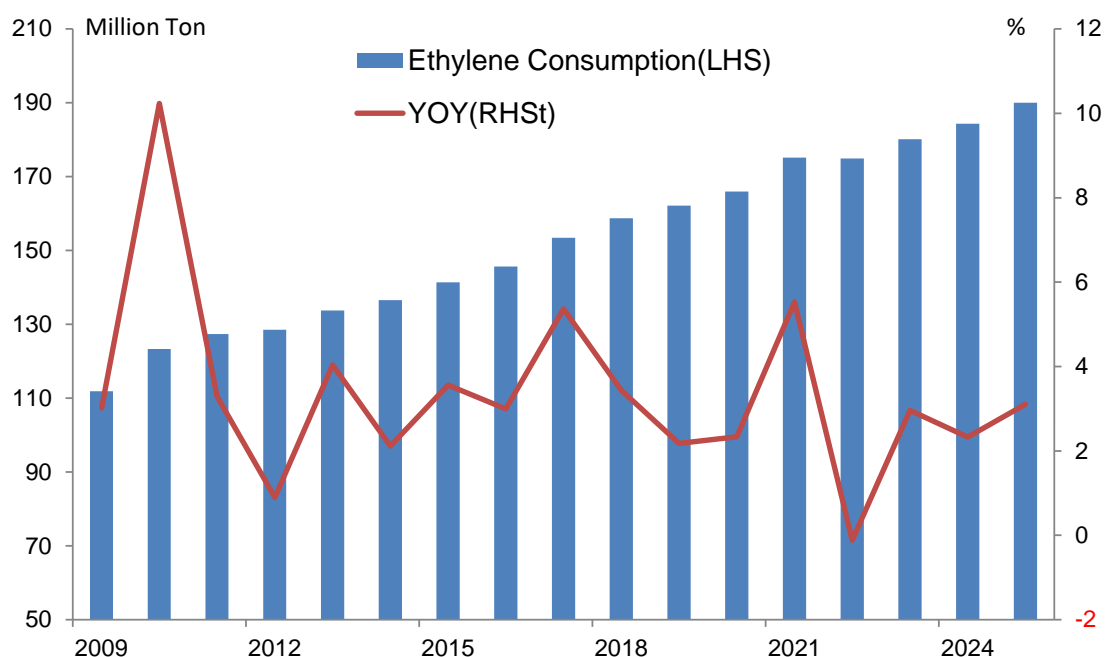
### 中國煉化一體產能於 2020 年至 2023 年為投放高峰

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

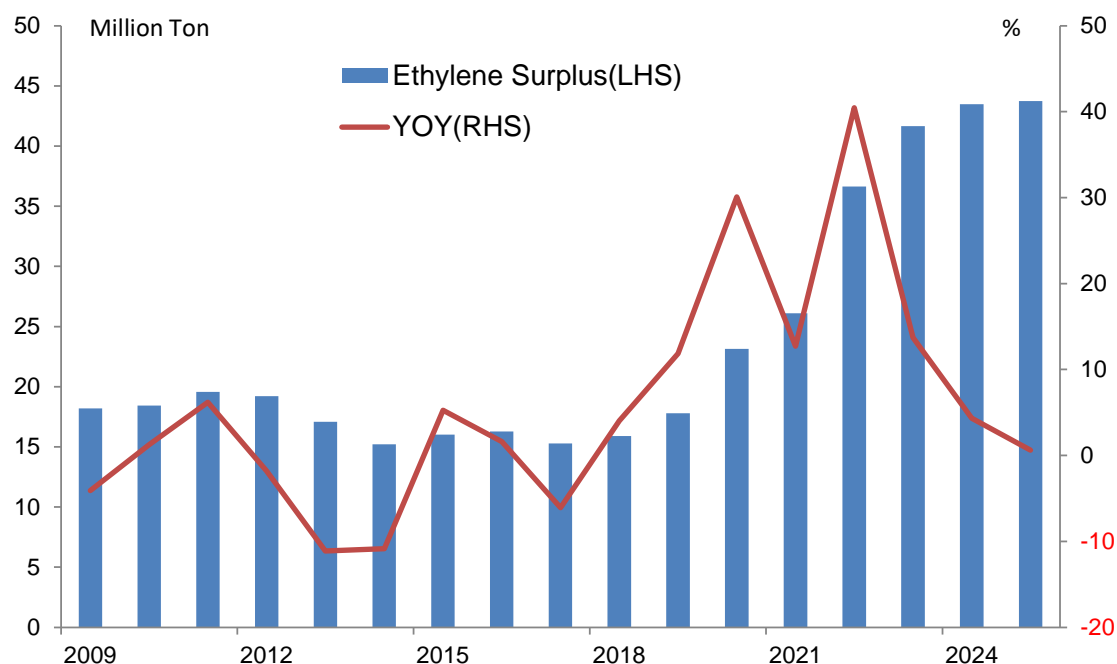
展望未來，中國乙烯產能因煉化一體化、煤制烯烴、乙烷裂解等裝置的投資計畫持續推進，2026 年前規劃投產的乙烯產能超過 2,000 萬噸，預計 2026 年中國乙烯產能將提升至 7,000 萬噸。北美地區在 2026 年前較沒有乙烯產能擴張計畫，產能增速較緩，只剩下中東地區及俄羅斯仍有建設大型乙烯裂解裝置的計畫，預估 2026 年全球乙烯產能有機會上看 2.5 億噸。另一方面，觀察過去幾年全球乙烯消費趨勢呈現穩定擴增的格局，2023 年乙烯消費量提升至 1.80 億噸，年增 3.0%，溫和成長態勢，不過仍低於乙烯產能擴張的幅度。以過去 5 年平均乙烯新增消費量約 450 萬噸，低於過去 5 年平均乙烯產能擴張的 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 14：全球乙烯消費成長趨勢圖 (百萬噸)



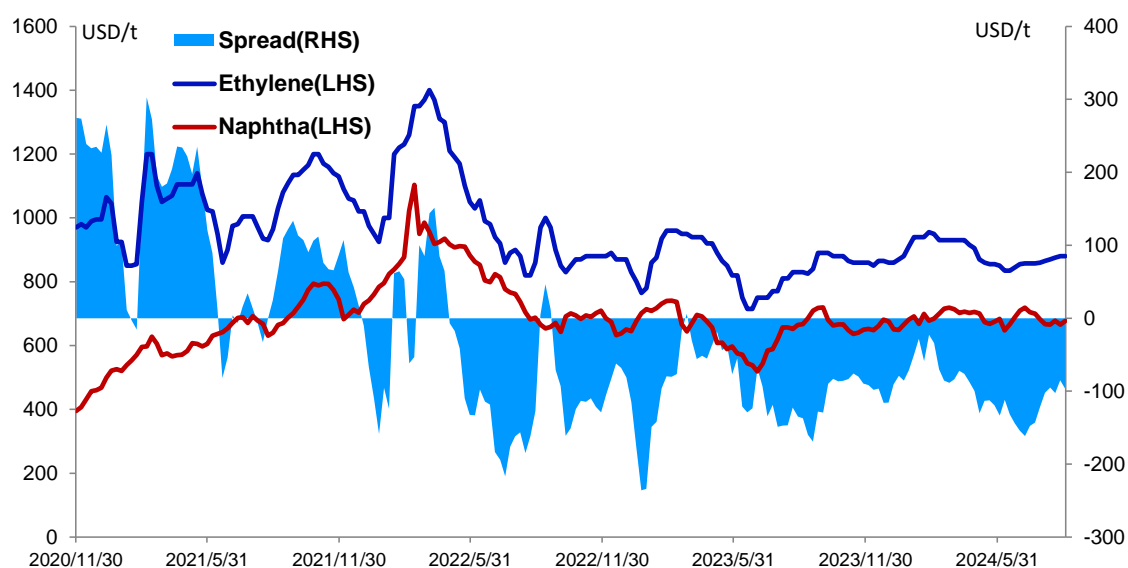
資料來源：Bloomberg、元大投顧

圖 15：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 16：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。

## 中國持續擴張芳香烴及下游產品產能，供需寬鬆持續

另外中國芳香烴及下游產品新產能投產狀況，2023 年 PX 新產能 1,070 萬噸投產，2023 年底總產能 7210 萬噸，預計 2024 年有 60 萬噸新產能將投產，2025 年還有 200 萬噸新產能投產；2023 年 PTA 新產能 1,500 萬噸投產後總產能提升至 8834 萬噸，預計 2024 年有 450 萬噸新產能將投產，2025 年還有 870 萬噸新產能投產；2023 年 SM 新產能 370 萬噸投產後，總產能達 3037 萬噸，預計 2024 年約 215 萬噸新產能將投產，2025 年預計有 60 萬噸新產能投產，投產規模可望逐步縮小。2023 年苯酚新產能 210 萬噸投產，年底總產能 1089 萬噸，預計 2024 年約 58 萬噸新產能將投產，投產規模縮小，不過 2025 年預計再新增 52.3 萬噸新產能投放。2023 年 ABS 新產能 375 萬噸投產後，總產能增至 1397 萬噸，預計 2024 年持續有 270 萬噸新產能將投產，預計 2025 年有 240 萬噸新產能投放。2023 年 PS 新產能 160 萬噸投產後，總產能 988 萬噸，預計 2024 年持續有 106 萬噸新產能將投產，預計 2025 年還有 45 萬噸新產能投產。2023 年 PC 新產能 70 萬噸投產後，總產能達 566 萬噸，預計 2024 年有 76 萬噸新產能將投產，預計 2025 年新增產能 28 萬噸。2023 年 PP 新產能 925 萬噸投產後，總產能 6430 萬噸，預計 2024 年持續有 1000 萬噸將投產，預計 2025 年將新增 920 萬噸。整體而言，中國新產能持續投放之際，台化旗下產品線持續處於供需寬鬆格局，壓抑營運表現，其中以 PP 產品最辛苦，而苯酚新產能在 2024 年增加較少，展望相對較穩健。

## 獲利調整與股票評價

### 中國市場供需欠佳，新產能競爭持續，預估 2024 年/2025 年獲利衰退，看法保守

台化 2Q24 營運及獲利優於預期，惟 3Q24 以來市況欠佳，旺季不旺，2H24 營運下修，預估 2024 年營收 3616.55 億元，年增 8.7%，下修幅度 2.9%，營益率改善 1.5ppt 至 0.6%，營業利益提升至 22.97 億元，虧轉盈，上修幅度達 83%，不過業外轉投資台塑化獲利貢獻下修至 33.8 億元(原估 47.92 億元)，稅後 EPS 下修 5.9%至 0.95 元，年減 34.7%，年底淨值 57.58 元。2024 年營業利益上修，係反映 2Q24 台化本業獲利改善，優於預期之貢獻，惟 2H24 本業營運疲軟，獲利下修。

展望 2025 年，全球景氣溫和復甦支撐需求，惟中國復甦遲緩，需求動能平淡，而中國芳香烴及下游塑膠新產能投放，供過於求格局持續，削弱台化營收及獲利表現，展望偏向保守。預估 2025 年營收 3681.99 億元，年增 1.8%，下修幅度 2.9%，營益率滑落 0.2ppt 至 0.4%，營業利益下修 7.3%至 13.05 億元，年減 43.2%，業外轉投資台塑化獲利貢獻下修至 34.54 億元(原估 50.41 億元)，稅後 EPS 下修 26.1%至 0.59 元(原估 0.80 元)，年減 37.9%，年底淨值 57.37 元。

原預估台化一年碳費支出 27.72 億元，影響台化稅前 EPS 約 0.47 元，不過環境部公告依據 2025 年碳排放量，於 2026 年開徵碳費。台化 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。

中國石化產能擴張趨勢不變，2024 年及 2025 年新增產能包括，PX 產能將再各新增 60 萬噸及 200 萬噸，PTA 產能各自新增 450 萬噸及 870 萬噸，SM 產能各自新增 215 萬噸及 60 萬噸，ABS 產能各自新增 270 萬噸及 240 萬噸，PS 產能各自新增 106 萬噸及 45 萬噸，PC 產能各自新增 76 萬噸及 28 萬噸，PP 產能各自新增 1000 萬噸及 920 萬噸，供需延續寬鬆，台化旗下產品線面臨中國同業產能擴充的競爭壓力，獲利持續受壓，預估台化 2024 年及 2025 年稅後 EPS 分別降至 0.95 元及 0.59 元，遠低於 2021 年之前幾年獲利均在 3-4 元以上的水準，碳費利空及中國產能擴充的競爭壓力壓抑評價，投資建議維持持有-超越同業，目標價由 52 元下調至 40 元(評價基礎由 0.9 PBR 下調至 0.7 PBR X 2025 年底淨值 57.37 元)。

圖 17：2024 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	361,655	372,574	368,199	379,207	-2.9%	-2.9%
營業毛利	17,977	17,576	17,405	17,925	2.3%	-2.9%
營業利益	2,297	1,255	1,305	1,408	83.0%	-7.3%
稅前利益	6,894	7,849	4,939	6,687	-12.2%	-26.1%
稅後淨利	5,583	5,933	3,467	4,694	-5.9%	-26.1%
調整後 EPS (元)	0.95	1.01	0.59	0.80	-5.9%	-26.1%
重要比率 (%)					百分點	百分點
營業毛利率	5.0%	4.7%	4.7%	4.7%	0.3	0
營業利益率	0.6%	0.3%	0.4%	0.4%	0.3	0
稅後純益率	1.6%	1.7%	1.1%	1.4%	-0.1	-0.3

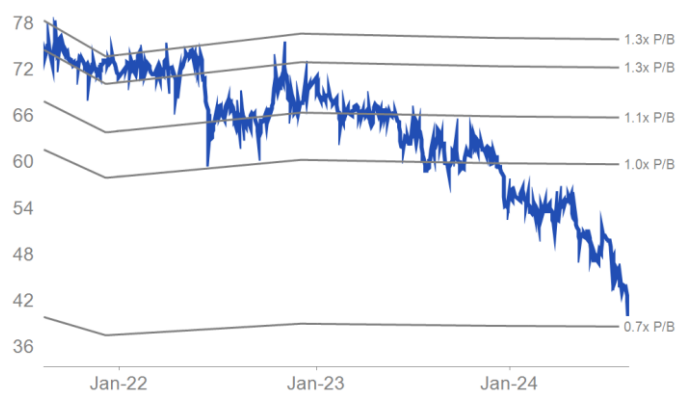
資料來源：公司資料、元大投顧預估

圖 18：12 個月預期本益比區間圖



資料來源：公司資料、元大投顧

圖 19：12 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 20：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
台化	1326 TT	持有-超越同業	38.7	7,088	1.46	0.95	0.59	26.5	40.6	65.4	16.2	(34.7)	(37.9)
國際同業													
榮盛石化	002493 SZ	未評等	8.6	12,300	0.1	0.4	0.6	72.8	23.8	14.2	(64.2)	206.5	67.1
中石化	600028 SS	未評等	6.6	106,054	0.5	0.6	0.6	13.0	11.7	11.3	(9.1)	11.2	3.7
恒力石化	600346 SS	未評等	12.9	13,177	1.0	1.3	1.6	13.2	9.9	8.3	197.8	33.8	18.9
樂天化學	011170 KS	未評等	80500.0	2,561	(1199.0)	(5493.1)	9282.4	--	--	8.7	(169.9)	--	--
LG 化學	051910 KS	未評等	321000.0	18,289	17218.3	14169.5	34318.3	18.6	22.7	9.4	(24.9)	(17.7)	142.2
國際同業平均					3204.2	1735.7	8720.7	29.4	17.0	10.4	(14.0)	58.4	58.0
國內同業													
台塑	1301 TT	持有-超越同業	46.2	9,322	1.2	0.8	1.2	40.1	57.0	40.2	(79.7)	(29.7)	42.0
南亞	1303 TT	未評等	39.4	10,008	0.8	1.4	2.5	49.5	27.9	16.1	(80.4)	77.6	73.5
台聚	1304 TT	持有-超越同業	13.9	507	(0.2)	(0.8)	(0.5)	--	--	--	(113.3)	--	--
華夏	1305 TT	持有-超越同業	15.8	288	0.9	(0.1)	0.2	17.2	--	92.7	(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	35.6	42.4	49.6	(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 21：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
台化	1326 TT	持有-超越同業	38.7	7,088	2.0	1.6	1.0	57.88	57.58	57.37	0.7	0.7	0.7
國際同業													
榮盛石化	002493 SZ	未評等	8.6	12,300	2.5	8.0	11.5	4.5	4.6	5.0	1.9	1.9	1.7
中石化	600028 SS	未評等	6.6	106,054	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	12.9	13,177	11.9	14.3	15.3	8.5	9.3	9.8	1.5	1.4	1.3
樂天化學	011170 KS	未評等	80500.0	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	321000.0	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	156737.2	161688.3	165476.4	1.1	1.0	1.0
國內同業													
台塑	1301 TT	持有-超越同業	46.2	9,322	2.1	1.5	2.1	54.6	54.4	54.8	0.9	0.9	0.8
南亞	1303 TT	未評等	39.4	10,008	1.7	3.4	5.1	45.4	47.8	50.5	0.9	0.8	0.8
台聚	1304 TT	持有-超越同業	13.9	507	(3.9)	(4.4)	(2.5)	19.6	18.4	17.9	0.7	0.8	0.8
華夏	1305 TT	持有-超越同業	15.8	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	0.7	0.9	0.8

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 22：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	83,942	96,475	89,722	91,516	90,601	93,546	90,599	93,453	361,655	368,199
銷貨成本	(80,313)	(90,828)	(85,505)	(87,032)	(86,343)	(89,056)	(86,522)	(88,874)	(343,678)	(350,795)
營業毛利	3,629	5,647	4,217	4,484	4,258	4,490	4,077	4,579	17,977	17,405
營業費用	(3,778)	(4,097)	(3,907)	(3,899)	(3,981)	(4,114)	(3,950)	(4,055)	(15,680)	(16,099)
營業利益	(149)	1,550	310	586	277	377	127	525	2,297	1,305
業外利益	1,726	606	1,886	378	445	852	1,817	520	4,597	3,634
稅前純益	1,577	2,156	2,196	964	722	1,229	1,944	1,045	6,894	4,939
所得稅費用	(96)	(169)	(483)	(212)	(159)	(270)	(428)	(230)	(960)	(1,087)
少數股東權益	(50)	154	0	0	0	0	0	0	351	385
歸屬母公司稅後純益	1,531	1,833	1,542	677	507	862	1,364	734	5,583	3,467
調整後每股盈餘(NT\$)	0.28	0.31	0.26	0.12	0.09	0.15	0.23	0.13	0.95	0.59
調整後加權平均股數(百萬股)	5,861	5,861	5,861	5,861	5,861	5,861	5,861	5,861	5,861	5,861
重要比率										
營業毛利率	4.3%	5.9%	4.7%	4.9%	4.7%	4.8%	4.5%	4.9%	5.0%	4.7%
營業利益率	-0.2%	1.6%	0.4%	0.6%	0.3%	0.4%	0.1%	0.6%	0.6%	0.4%
稅前純益率	1.9%	2.2%	2.5%	1.1%	0.8%	1.3%	2.2%	1.1%	1.9%	1.3%
稅後純益率	1.8%	1.9%	1.9%	0.8%	0.6%	1.0%	1.7%	0.9%	1.6%	1.1%
有效所得稅率	6.1%	7.8%	22.0%	22.0%	22.0%	22.0%	22.0%	22.0%	13.9%	22.0%
季增率(%)										
營業收入	-4.2%	14.9%	-7.0%	2.0%	-1.0%	3.3%	-3.2%	3.2%		
營業利益	--	--	-80.0%	89.0%	-52.7%	36.1%	-66.3%	313.4%		
稅後純益	1194.0%	19.8%	-15.9%	-56.1%	-25.1%	70.0%	58.2%	-46.2%		
調整後每股盈餘	1287.5%	19.8%	-15.9%	-56.1%	-25.1%	70.2%	58.2%	-46.2%		
年增率(%)										
營業收入	1.1%	28.3%	3.3%	4.5%	7.9%	-3.0%	1.0%	2.1%	8.7%	1.8%
營業利益	--	--	-85.0%	71.4%	--	-75.7%	-59.0%	-10.4%	--	-43.2%
稅後純益	--	8.0%	-79.4%	472.2%	-66.9%	-53.0%	-11.5%	8.4%	-23.0%	-35.1%
調整後每股盈餘	--	8.0%	-79.4%	472.2%	-69.1%	-59.1%	-11.5%	8.3%	-34.7%	-37.9%

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

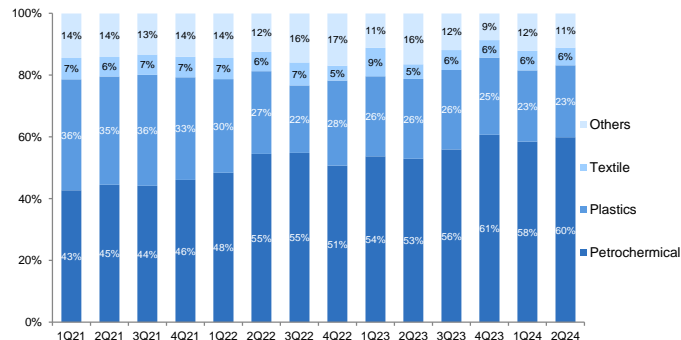
台化成立於 1965 年，初期生產化學纖維產品並往下游發展紡紗、織布及染整加工一貫化工廠，後來跨入石化及塑膠業，相繼興建 PTA、PS 及 ABS 工廠，配合集團石化一貫生產的垂直整合策略，於麥寮廠設立芳香烴及 SM 等工廠，產品涵蓋石化中游原料及塑膠。2000 年石化及塑膠營收過半，轉型為石化及塑膠業。2001 年台化設立大陸寧波廠，投資 ABS、PTA、PS 及苯酚產線。旗下化工產品包括芳香烴的苯、PX、SM、苯酚及 PTA。塑膠部產品包括 ABS、PS、PP 及 PC。各地區營收分布，台灣地區占比 35%，中國大陸地區(含港澳)占比 47.2%，亞洲其他地區 12.3%，美洲地區 3.3%，歐洲地區 0.9%，其他地區 1.3%，整體海外地區合計占比 65%。

圖 23：中國聚酯產業開工率



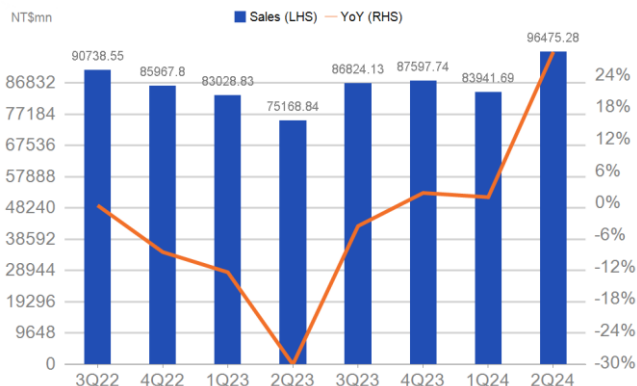
資料來源：公司資料、元大投顧預估

圖 24：營收組成



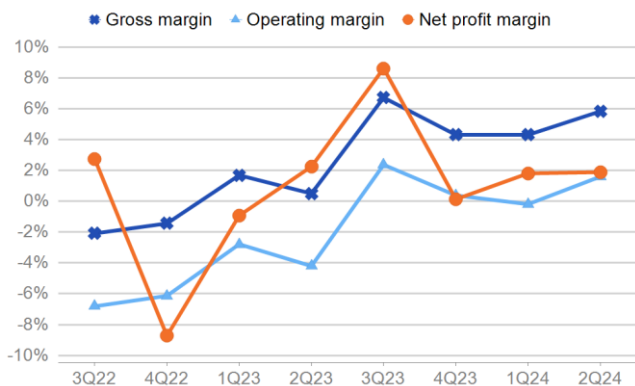
資料來源：公司資料

圖 25：營收趨勢



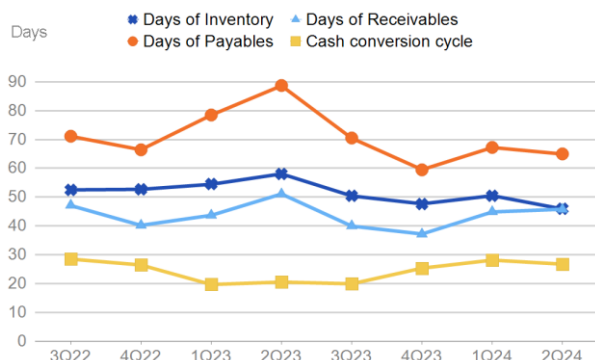
資料來源：CMoney、公司資料

圖 26：毛利率、營益率、淨利率



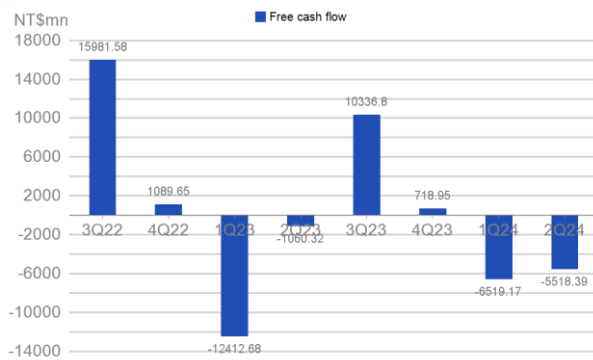
資料來源：CMoney、公司資料

圖 27：經營能力



資料來源：CMoney、公司資料

圖 28：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**：台化整體的 ESG 風險評級屬於中度風險，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。
  - ▶ **在 ESG 議題上的曝險**：台化的整體曝險屬於低等水準，略等於塑化行業的平均水準。公司較需要改善的 ESG 議題包含碳—自身運營、排放、廢水和廢物以及商業道德等。
  - ▶ **個別公司在 ESG 議題上的執行力**：台化擁有強大的 ESG 執行力，並任命了一個管理委員會來監督 ESG 問題。此外，它還制定了強有力的環境問題政策。儘管如此，該公司還是捲入了排放、廢水和廢物相關事件。

圖 29：ESG 分析

分項	評分/評級
ESG 總分	23.1
在 ESG 議題上的曝險 (A)	40.7
個別公司在 ESG 議題上的執行力 (B)	48.3
風險評級	中 
同業排行(1~100，1 為最佳)	37

資料來源：Sustainalytics (2024/9/5)

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	23,062	34,374	23,871	24,917	21,877
存貨	47,200	48,437	44,254	44,530	44,728
應收帳款及票據	37,105	30,060	27,977	28,080	28,173
其他流動資產	139,263	113,214	118,804	116,453	117,087
流動資產	246,631	226,085	214,906	213,979	211,865
採用權益法之投資	129,633	117,661	127,554	129,072	130,597
固定資產	130,898	142,861	148,226	148,279	149,121
無形資產	6	6	346	346	346
其他非流動資產	91,178	68,933	74,838	75,009	75,096
非流動資產	351,714	329,461	350,965	352,705	355,160
資產總額	598,345	555,546	565,870	566,684	567,025
應付帳款及票據	21,662	18,851	15,339	15,592	15,785
短期借款	17,513	35,118	36,267	37,612	37,925
什項負債	45,742	62,982	49,620	49,620	49,620
流動負債	84,917	116,951	101,226	102,824	103,329
長期借款	17,177	18,568	38,852	36,671	37,690
其他負債及準備	52,270	46,663	42,104	45,244	45,339
長期負債	69,447	65,231	80,956	81,915	83,029
負債總額	154,364	182,182	182,182	184,739	186,358
股本	58,612	58,612	58,612	58,612	58,612
資本公積	9,193	9,247	9,272	9,272	9,272
保留盈餘	208,493	188,091	191,228	189,484	188,206
什項權益	114,673	70,178	80,147	80,471	80,471
歸屬母公司之權益	390,971	326,127	339,259	381,945	380,667
非控制權益	53,010	47,237	44,430	44,430	44,430
股東權益總額	443,981	373,364	383,689	381,945	380,667

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	42,707	9,204	7,705	5,934	3,853
折舊及攤提	17,993	18,464	17,464	15,589	16,098
本期營運資金變動	(19,738)	3,534	4,459	(126)	(99)
其他營業資產及負債變動	(2,233)	1,530	(11,264)	1,215	(851)
營運活動之現金流量	38,729	32,732	18,363	22,261	18,615
資本支出	(16,152)	(22,971)	(20,781)	(15,642)	(16,939)
本期長期投資變動	13,604	(11,971)	9,893	(2,000)	(1,525)
其他資產變動	(21,607)	6,224	(17,729)	1,215	(851)
投資活動之現金流量	(24,156)	(28,718)	(28,617)	(16,860)	(18,779)
股本變動	0	0	0	0	0
本期負債變動	9,176	36,267	7,410	2,558	1,619
現金增減資	0	0	0	0	0
支付現金股利	(14,658)	(28,131)	(5,587)	(7,326)	(4,745)
其他調整數	(2,849)	(2,667)	(2,061)	1,215	(851)
融資活動之現金流量	(8,331)	5,469	(238)	(4,357)	(2,875)
匯率影響數	(307)	605	(11)	0	0
本期產生現金流量	5,935	10,088	(10,503)	1,045	(3,039)
自由現金流量	22,577	9,761	(2,417)	6,620	1,675

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	365,812	379,897	332,620	361,655	368,199
銷貨成本	(312,374)	(367,154)	(321,195)	(343,678)	(350,795)
營業毛利	53,438	12,742	11,424	17,977	17,405
營業費用	(19,006)	(18,028)	(14,475)	(15,680)	(16,099)
推銷費用	(12,841)	(12,004)	(8,650)	(9,627)	(9,760)
研究費用	0	0	0	0	0
管理費用	(6,165)	(6,025)	(5,824)	(6,053)	(6,339)
其他費用	0	0	0	0	0
營業利益	34,433	(5,286)	(3,050)	2,297	1,305
利息收入	351	662	925	482	976
利息費用	(1,154)	(2,009)	(3,336)	(3,606)	(3,667)
利息收入淨額	(804)	(1,347)	(2,411)	(3,124)	(2,691)
投資利益(損失)淨額	12,567	2,268	6,921	4,844	4,050
匯兌損益	(268)	2,203	(296)	0	0
其他業外收入(支出)淨額	4,231	11,752	6,223	2,877	2,275
稅前純益	50,160	9,590	7,386	6,894	4,939
所得稅費用	(7,452)	(386)	318	(960)	(1,087)
少數股權淨利	4,348	1,844	(844)	351	385
歸屬母公司之稅後純益	38,359	7,360	8,549	5,583	3,467
稅前息前折舊攤銷前淨利	69,201	29,851	27,869	19,359	18,345
調整後每股盈餘 (NT\$)	6.54	1.26	1.46	0.95	0.59

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	44.4	3.8	(12.4)	8.7	1.8
營業利益	124.7	--	--	--	(43.2)
稅前息前折舊攤銷前淨利	60.6	(56.9)	(6.6)	(30.5)	(5.2)
稅後純益	98.1	(78.4)	(16.3)	(23.0)	(35.1)
調整後每股盈餘	96.3	(80.8)	16.2	(34.7)	(37.9)
獲利能力分析 (%)					
營業毛利率	14.6	3.4	3.4	5.0	4.7
營業利益率	9.4	(1.4)	(0.9)	0.6	0.4
稅前息前淨利率	13.4	2.0	1.2	1.0	0.6
稅前息前折舊攤銷前淨利率	18.9	7.9	8.4	5.4	5.0
稅前純益率	13.7	2.5	2.2	1.9	1.3
稅後純益率	10.5	1.9	2.6	1.6	1.1
資產報酬率	7.6	1.6	1.4	1.1	0.7
股東權益報酬率	10.2	2.3	2.0	1.6	1.0
穩定/償債能力分析					
負債權益比 (%)	34.8	48.8	47.5	48.4	49.0
淨負債權益比(%)	2.6	5.2	13.4	23.4	24.6
利息保障倍數 (倍)	44.5	5.8	3.2	(1.1)	(0.6)
流動比率 (%)	290.4	193.3	212.3	208.1	205.0
速動比率 (%)	234.9	151.9	168.6	164.8	161.8
淨負債 (NT\$百萬元)	11,628	19,312	51,247	89,367	93,737
調整後每股淨值 (NT\$)	66.70	55.64	57.88	57.58	57.37
評價指標 (倍)					
本益比	5.9	30.8	26.5	40.6	65.4
股價自由現金流量比	10.1	23.2	--	34.3	135.4
股價淨值比	0.6	0.7	0.7	0.7	0.7
股價稅前息前折舊攤銷前淨	3.3	7.6	8.1	11.7	12.4
股價營收比	0.6	0.6	0.7	0.6	0.6

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。

台化 (1326 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>.