

# 中碳(1723)

**HOLD**

□台灣 50 □中型 100 □MSCI

## 元富投顧研究部

研究員 鄭羽涵 Michelle Cheng  
yuhancheng@masterlink.com.tw

## 評等

日期: 2024/09/23  
目前收盤價 (NT\$): 101  
目標價 (NT\$): 110  
52 週最高最低(NT\$): 94.6-124.5  
加權指數: 22159.42

## 公司基本資料

股本 (NT\$/mn): 2369  
市值 (NT\$/mn): 24,280  
市值 (US\$/mn): 809  
20 日平均成交量(仟股): 542  
PBR ('24): 17.50  
PBR ('24): 3.13  
外資持股比例: 8.55  
TCRI 3

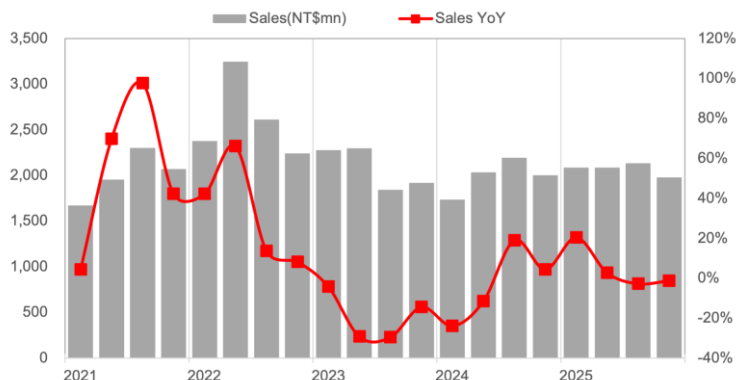
股價表現	1-m	3-m	6-m
絕對報酬率(%)	4.5	-7.2	-17.7
加權指數報酬率(%)	-1.2	-5.3	12.0

2024 Key Changes	Current	Previous
評等	HOLD	HOLD
目標價 (NT\$)	110	120
營業收入 (NT\$/mn)	7,945	8,415
毛利率 (%)	24.7	26.0
營益率 (%)	17.5	19.6
EPS (NT\$)	5.75	6.63
BVPS(NT\$)	37.10	42.01

## 評價合理，靜待碳材料規模綻放

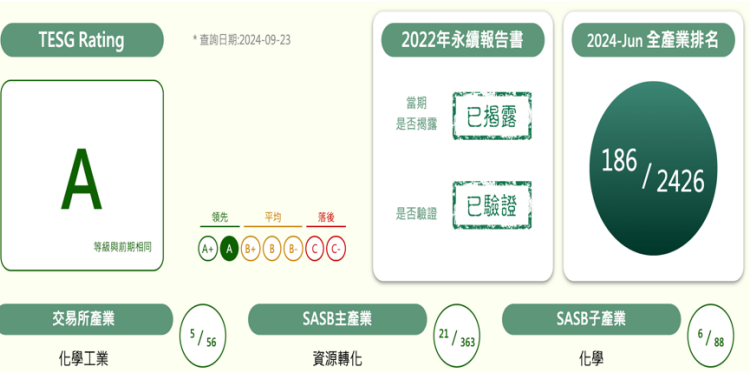
- **2Q24 軟瀝青出船受影響而遞延，稅後 EPS 為 1.49 元**：2Q24 營收 20.89 億元，QoQ+17.4%，YoY-11.5%，係因 6 月份一船軟瀝青到港時點受到船期影響，遞延至 7 月；獲利方面，毛利率 24.9%，季增 1.2 個百分點，年減 4.6 個百分點，係因油價較上季攀高，稅後淨利 3.45 億元，QoQ+24.4%，YoY-28.3%，稅後 EPS 為 1.49 元。
- **3Q24 軟瀝青出船較多抵銷油價下行影響，預估稅後 EPS 為 1.56 元**：展望 3Q24，本季油價走跌，將影響苯、雜酚油等產品報價，然因本季認列三船軟瀝青營收，較上季多兩船，預估營收 21.88 億元，QoQ+7.8%，YoY+19%；獲利方面，本季油價雖下行，然因軟瀝青出船較多，故認為獲利可獲得支撐，預估毛利率 24.9%，持穩上季，稅後淨利 3.69 億元，QoQ+6.9%，YoY+9.4%，稅後 EPS 為 1.56 元。
- **維持中立評等**：預估 2024-2025 年稅後 EPS 為 5.75 元、6.01 元；股利政策，假設配發率 70%，則以 9/20 日收盤價計算殖利率接近 4%，屬於歷年殖利率區間中上緣；不過評價方面，過往平均本益比約 18 倍，目前股價處 2025 年預估 EPS 的 17 倍，評價已近合理，維持中立評等，目標價 110 元(18x2025EPS)。

Exhibit 1: 營收與營收 YoY



Sources: Company, Masterlink

Exhibit 2: TEGS 企業永續指標



Sources: TEJ, Masterlink

本刊登之報告為元富投顧於特定日期之分析，已力求陳述內容之可靠性，純屬研究性質，僅作參考，使用者應明瞭內容之時效性，審慎考量投資風險，並就投資結果自行負責。報告著作權屬元富投顧所有，禁止任何形式之抄襲、引用或轉載。

元富證券投資顧問股份有限公司 台北市敦化南路二段 97 號 19 樓 (02)2325-3299 (112)金管投顧新字第 020 號

Page 1 of 6

中碳為國內唯一煤化學工廠，亦為國內首家石墨化工廠

中碳成立於 1989 年，主營煤焦油蒸餾產品、輕油系列產品、焦炭系列產品及精碳材料產品之生產及銷售，為國內唯一一家煤化學工廠，亦為國內首家專業石墨化工廠。生產基地方面，煤化學生產工廠位於高雄市小港區臨海工業區，至於碳材料生產工廠則位於屏東縣枋寮鄉屏南工業區，煤化工上游原料為高爐煉鋼廠煉焦製程副產品，國內的中鋼、中龍可以提供給中碳穩定的煤化工上游原料；新增產能方面，2022/5/5 日開始擴建二期石墨化工廠工程案，新增石墨化產能 4,000 噸(新增後產能合計 6,000 噸)，已於 2Q24 建置完畢，3Q24 試車後將開始量產，另外，2023/9/27 日設置屏南廠研發中心，預計於 2025 年底完工。產品方面，煤化學產品分為煤焦油系列(雜酚油、軟瀝青、精萘)和輕油系列(苯、甲苯)，至於碳材料則分為介相碳微球(生球)、介相石墨碳微球(熟球)、精製瀝青，2023 年產品營收佔比：雜酚油 22%、軟瀝青 19%、精萘 5%、苯 21%、甲苯 3%、碳材料 9%、其他 21%。

Exhibit 3: 部門營收

Sales(NT\$m)	2023	%	YoY	2024(F)	%	YoY	2025(F)	%	YoY
煤焦油系列	3,818	46%	-19%	3,871	49%	1%	3,814	46%	-1%
精萘	416	5%	-20%	399	5%	-4%	377	5%	-5%
軟瀝青	1,598	19%	-5%	1,619	20%	1%	1,689	20%	4%
雜酚油	1,804	22%	-28%	1,850	23%	3%	1,748	21%	-6%
輕油系列	1,996	24%	-27%	2,697	34%	35%	2,423	29%	-10%
苯	1,747	21%	-27%	2,408	30%	38%	2,158	26%	-10%
甲苯	250	3%	-20%	289	4%	16%	265	3%	-8%
碳材料	760	9%	4%	820	10%	8%	1,511	18%	84%
其他	1,744	21%	-24%	519	7%	-70%	519	6%	0%
合計	8,318	100%	-20%	7,907	100%	-5%	8,267	100%	5%

Sources: Company - Masterlink

2Q24 軟瀝青出船受影響而遞延，稅後 EPS 為 1.49 元

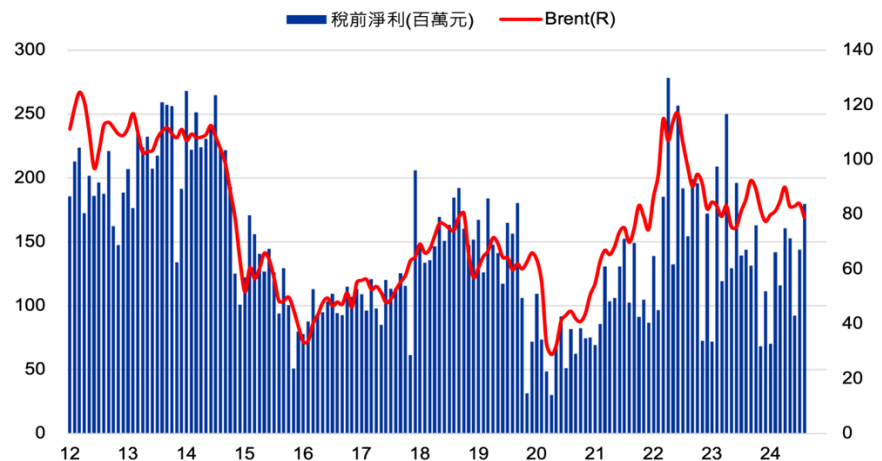
2Q24 營收 20.89 億元，QoQ+17.4%，YoY-11.5%，營收低於預期係因 6 月份一船軟瀝青到港時點受到船期影響，遞延至 7 月；獲利方面，毛利率 24.9%，季增 1.2 個百分點，年減 4.6 個百分點，係因油價較上季攀高，費用控制得宜下，營益率 17.6%，季增 1.5 個百分點，年減 5.7 個百分點，稅前淨利 4.06 億元，歸屬母公司稅後淨利 3.45 億元，QoQ+24.4%，YoY-28.3%，稅後 EPS 為 1.49 元。

3Q24 軟瀝青出船較多抵銷油價下行影響，預估稅後 EPS 為 1.56 元

中碳公告 8 月份營收 8.77 億元，MoM+23%，YoY+32%，產品營收佔比方面，輕油 21.9%、煤焦油 65.2%、碳材料 7.8%、焦炭 4.4%，8 月份煤焦油營收佔比較上月增加(7 月份煤焦油營收佔比 57%)，係因 8 月份軟瀝青共出貨兩船，其中一船為 7 月底遇上颱風而遞延；獲利方面，毛利率 27%，而產品分項毛利率：輕油 11.8%、煤焦油 34.4%、碳材料 20%、焦炭 8.9%。

展望 3Q24，本季油價走跌，將影響苯、雜酚油等產品報價，然因本季認列三船軟瀝青營收，較上季多兩船，預估營收 21.88 億元，QoQ+7.8%，YoY+19%；獲利方面，中碳獲利與油價走勢高度相關，本季油價雖下行，然因軟瀝青出船較多，故認為獲利可獲得支撐，預估毛利率 24.9%，持穩上季，年增 0.5 個百分點，費用控管得宜下，營益率 17.8%，季增 0.2 個百分點，年增 1.8 個百分點，稅前淨利 4.52 億元，歸屬母公司稅後淨利 3.69 億元，QoQ+6.9%，YoY+9.4%，稅後 EPS 為 1.56 元。

Exhibit 4 每月稅前淨利與油價走勢

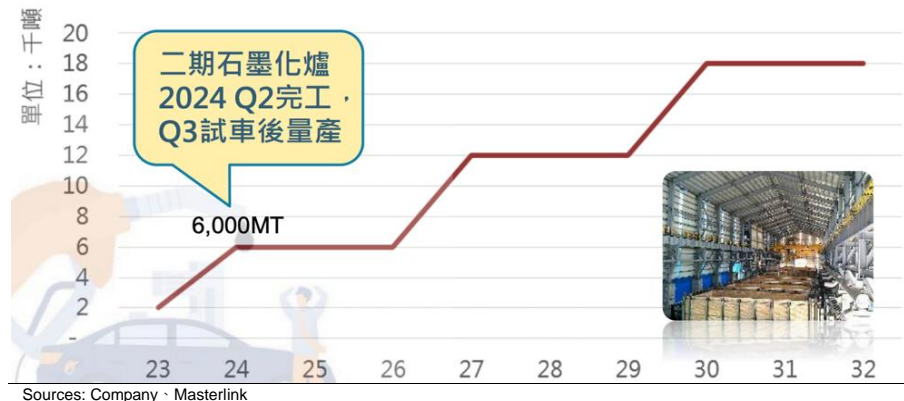


Sources: Company、Masterlink

**2024 年碳材料成長下修，審慎預期 2025 年出貨成長性優於 2024 年**

展望中長期後市，由於煤化學拓展不易，故中碳近年積極佈局碳材料，主力發展的碳材料主要有三大產品：負極材料、先進碳材料、等方性石墨開發，公司長期石墨化產能規劃擴建至 18,000 噸。然 2024 年中碳碳材料遭遇逆風，係因 6 月份碳材料客戶被其客戶抽單，導致中碳出貨受到影響，故今年碳材料成長性將下修，不過 3Q24 二期 4,000 噸石墨化工廠試車完畢後即啟動量產，一期+二期石墨化合計產能將達 6,000 噸，審慎樂觀預期 2025 年碳材料出貨成長將優於 2024 年。軟瀝青出船方面，2024 年目前已出貨六船，剩餘兩船將分別於 10 月、11 月出貨，2025 年則規劃出九船，較今年多出一船，預計將於 1 月、3 月、4 月、6 月、7 月、8 月、9 月、10 月、12 月出船，每月出貨一船(12 月份將於月初出船，故應不會遞延至 2026 年)。綜上所述，預估 2024 年營收 79.45 億元，YoY-4.5%，毛利率 24.7%，年減 0.5 個百分點，營益率 17.5%，年減 0.8 個百分點，稅前淨利 16.09 億元，歸屬母公司稅後淨利 13.48 億元，YoY-6.1%，稅後 EPS 為 5.75 元；預估 2025 年營收 82.67 億元，YoY+4.1%，毛利率 24.9%，年增 0.2 個百分點，營益率 18%，年增 0.5 個百分點，稅前淨利 17.14 億元，歸屬母公司稅後淨利 14.25 億元 YoY+5.7%，稅後 EPS 為 6.01 元。

Exhibit 5: 中碳石墨化產能擴建規劃



Sources: Company、Masterlink

維持中立評等

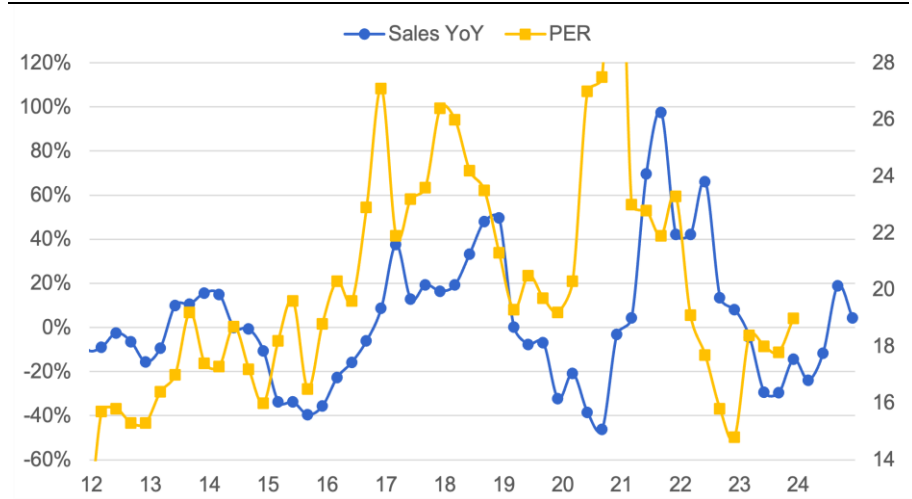
預估 2024-2025 年稅後 EPS 為 5.75 元、6.01 元；股利政策，假設配發率 70%，則以 9/20 日收盤價計算殖利率接近 4%，屬於歷年殖利率區間中上緣；然評價方面，過往平均本益比約 18 倍，目前股價處 2025 年預估 EPS 的 17 倍，評價已近合理，故維持中立評等，目標價 110 元(18x2025EPS)。

Exhibit 6: 股利政策

1723 中環	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025(F)	2026(F)
EPS(t-1)	5.37	4.44	5.00	6.51	5.57	3.08	4.73	7.33	6.18	5.75	6.01
現金股利(元)	4.50	4.50	4.60	5.30	5.00	2.80	4.00	5.00	4.00	4.02	4.32
現金股利配發率(%)	84%	101%	92%	81%	90%	91%	85%	68%	65%	70%	72%
殖利率(%)	3.78%	3.53%	3.36%	4.33%	4.55%	2.38%	3.79%	4.22%	3.36%	3.93%	4.22%

Sources: Company、Masterlink

Exhibit 7: PER



Sources: Company、Masterlink



TESG 企業永續指標(分項指標)



資料來源：TEJ

本刊登之報告為元富投顧於特定日期之分析，已力求陳述內容之可靠性，純屬研究性質，僅作參考，使用者應明瞭內容之時效性，審慎考量投資風險，並就投資結果自行負責。報告著作權屬元富投顧所有，禁止任何形式之抄襲、引用或轉載。

Comprehensive income statement					NT\$m	Consolidated Balance Sheet					NT\$m
Year-end Dec. 31	FY22	FY23	FY24 F	FY25 F		Year-end Dec. 31	FY22	FY23	FY24 F	FY25 F	
	IFRS	IFRS	IFRS	IFRS			IFRS	IFRS	IFRS	IFRS	
Net sales	10,460	8,318	7,945	8,267		Cash	1,566	1,175	1,487	1,884	
COGS	8,094	6,222	5,985	6,206		Marketable securiti	514	658	760	722	
Gross profit	2,366	2,096	1,960	2,061		A/R & N/R	34	41	39	41	
Operating expense	579	576	567	574		Inventory	1,021	1,127	1,024	1,038	
<b>Operating profit</b>	<b>1,786</b>	<b>1,519</b>	<b>1,393</b>	<b>1,487</b>		Others	711	991	909	925	
Total non-operate.	292	214	216	227		Total current asset	3,845	3,992	4,218	4,609	
Pre-tax profit	2,078	1,733	1,609	1,714		Long-term invest.	2,246	2,201	2,105	2,196	
Total Net profit	1,703	1,436	1,348	1,425		Total fixed assets	3,811	3,896	3,948	3,898	
Minority	0	0	0	0		Total other assets	7,363	7,392	7,672	7,617	
<b>Net Profit</b>	<b>1,703</b>	<b>1,436</b>	<b>1,348</b>	<b>1,425</b>		<b>Total assets</b>	<b>11,208</b>	<b>11,384</b>	<b>11,890</b>	<b>12,225</b>	
<b>EPS (NT\$)</b>	<b>7.33</b>	<b>6.18</b>	<b>5.75</b>	<b>6.01</b>							
Y/Y %	FY22	FY23	FY24 F	FY25 F		Short-term Borrow	552	447	634	544	
Sales	31.0	-20.5	-4.5	4.1		A/P & N/P	34	41	39	41	
Gross profit	46.6	-11.4	-6.5	5.2		Other current liab.	1,174	1,028	1,795	2,085	
Operating profit	49.7	-14.9	-8.3	6.8		Total current liab.	1,759	1,516	2,468	2,670	
Pre-tax profit	58.3	-16.6	-7.2	6.5		L-T borrows	680	950	1,008	934	
Net profit	55.0	-15.7	-6.1	5.7		Other L-T liab.	694	704	735	724	
EPS	55.0	-15.7	-7.0	4.6		<b>Total liability.</b>	<b>3,133</b>	<b>3,170</b>	<b>4,210</b>	<b>4,328</b>	
Margins %	FY22	FY23	FY24 F	FY25 F		Common stocks	2,369	2,369	2,369	2,369	
Gross	22.6	25.2	24.7	24.9		Reserves	903	929	896	903	
Operating	17.1	18.3	17.5	18.0		Retain earnings	4,804	4,917	4,414	4,625	
EBITDA	23.9	32.7	28.8	30.1		<b>Total Equity</b>	<b>8,076</b>	<b>8,214</b>	<b>7,680</b>	<b>7,897</b>	
Pre-tax	19.9	20.8	20.3	20.7		<b>Total Liab. &amp; Equit</b>	<b>11,208</b>	<b>11,384</b>	<b>11,890</b>	<b>12,225</b>	
<b>Net</b>	<b>16.3</b>	<b>17.3</b>	<b>17.0</b>	<b>17.2</b>							

Comprehensive Quarterly Income Statement					NT\$m	Consolidated Statement of Cash flow					NT\$m
	1Q24	2Q24	3Q24F	4Q24F		Year-end Dec. 31	FY22	FY23	FY24 F	FY25 F	
	IFRS	IFRS	IFRS	IFRS			IFRS	IFRS	IFRS	IFRS	
Net sales	1,729	2,029	2,188	1,998		Net income	1,703	1,436	1,348	1,425	
Gross profit	410	506	546	498		Dep & Amort	451	459	657	750	
Operating profit	277	356	389	370		Investment income	-193	-105	-123	-133	
Total non-ope inc.	51	49	63	53		Changes in W/C	-1	-224	-140	-139	
Pre-tax profit	328	406	452	423		Other adjustment	670	-458	99	109	
Net profit	278	345	369	356		<b>Cash flow – ope.</b>	<b>2,629</b>	<b>1,107</b>	<b>1,840</b>	<b>2,012</b>	
EPS	1.20	1.49	1.56	1.50		Capex	-252	-549	-279	-322	
Y/Y %	1Q24	2Q24	3Q24F	4Q24F		Change in L-T inv.	-139	-2	-70	-68	
Net sales	-23.9	-11.5	19.0	4.4		Other adjustment	321	202	181	211	
Gross profit	-20.0	-25.4	21.6	9.1		<b>Cash flow –inve.</b>	<b>-70</b>	<b>-348</b>	<b>-168</b>	<b>-178</b>	
Operating profit	-26.9	-33.1	32.1	18.3		Free cash flow	-420	-104	-404	-280	
Net profit	-14.9	-28.3	9.4	22.5		Inc. (Dec.) debt	0	0	0	0	
Q/Q %	1Q24	2Q24	3Q24F	4Q24F		Cash dividend	0	0	0	0	
Net sales	-9.7	17.4	7.8	-8.7		Other adjustment	-1,337	-1,031	-981	-1,191	
Gross profit	-10.0	23.3	7.8	-8.8		<b>Cash flow-Fin.</b>	<b>-1,757</b>	<b>-1,135</b>	<b>-1,384</b>	<b>-1,470</b>	
Operating profit	-11.3	28.4	9.1	-4.8		Exchange influence	44	-5	2	6	
Net profit	-4.4	24.4	6.9	-3.6		<b>Change in Cash</b>	<b>945</b>	<b>-392</b>	<b>312</b>	<b>397</b>	
Margins %	1Q24	2Q24	3Q24F	4Q24F		<b>Ratio Analysis</b>					
Gross	23.7	24.9	24.9	24.9		<b>Year-end Dec. 31</b>	<b>FY22</b>	<b>FY23</b>	<b>FY24 F</b>	<b>FY25 F</b>	
Operating	16.0	17.6	17.8	18.5		ROA	14.8	12.7	11.6	11.8	
<b>Net</b>	<b>16.1</b>	<b>17.0</b>	<b>16.9</b>	<b>17.8</b>		ROE	21.1	17.6	17.5	18.3	

**Option exp. in R.O.C. GAAP & IFRS**

**MasterLink Securities – Stock Rating System**

**STRONG BUY:** Total return expected to appreciate 50% or more over a 3-month period.

**BUY:** Total return expected to appreciate 15% to 50% over a 3-month period.

**HOLD:** Total return expected to be between 15% to -15% over a 3-month period.

**SELL:** Total return expected to depreciate 15% or more over a 3-month period.

Additional Information Available on Request

©2024 MasterLink Securities. All rights reserved.

This information has been compiled from sources we believe to be reliable, but we do not hold ourselves responsible for its completeness or accuracy. It is not an offer to sell or solicitation of an offer to buy any securities. MasterLink and its affiliates and their officers and employees may or may not have a position in or with respect to the securities mentioned herein. This firm (or one of its affiliates) may from time to time perform investment banking or other services or solicit investment banking or other business from, any company mentioned in this report. All opinions and estimates included in this report constitute our judgment as of this date and are subject to change without notice. MasterLink has produced this report for private circulation to professional and institutional clients only. All information and advice is given in good faith but without any warranty.