

## 亞泥 (1102 TT) Asia Cement

供給緊縮使價格上漲，但需求未落底使獲利改善空間有限

持有-超越同業 (維持評等)

目標價 (12 個月)：NT\$45.0

收盤價 (2024/11/14)：NT\$45.6  
隱含漲幅：-1.3%

## 營收組成 (3Q24)

台灣 29%/中國 33%/電廠 26%/不鏽鋼 7%/其他 6%。

## 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\$)	45.0	44.0
2024年營收 (NT\$/十億)	76.2	75.0
2024年EPS	3.6	3.8

## 交易資料表

市值	NT\$161,720百萬元
外資持股比例	19.2%
董監持股比例	27.5%
調整後每股淨值 (2024F)	NT\$48.18
負債比	39.0%
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	76,233	78,808
營業利益	8,571	7,460	7,272	8,067
稅後純益	12,016	10,883	11,874	9,994
EPS (元)	3.63	3.28	3.59	2.99
EPS YoY (%)	-22.8	-9.4	9.5	-15.8
本益比 (倍)	12.6	13.9	12.8	15.2
股價淨值比 (倍)	1.0	1.0	1.0	0.9
ROE (%)	6.9	5.9	6.1	5.1
現金殖利率 (%)	5.0%	4.6%	5.0%	4.6%
現金股利 (元)	2.30	2.10	2.30	2.10

陳映慈

Lucy.YT.Chen@yuanta.com

蔡宗穎

Leo.TY.Tsai@yuanta.com

## 元大觀點

◆ 3Q24 中國水泥出貨量/價年減 6%/14%，噸毛利僅 8 人民幣，部門虧損 6.7 億元；EPS 0.57 元，低於預期 28%，主因金融資產評價損失。

◆ 中國水泥廠停產力度加強，帶動價格強漲至超越去年同期水準，預期 4Q24 噸毛利擴張至 50 人民幣，EPS 0.87 元(季增 54%/年增 118%)。

◆ 需求尚未落底使獲利改善空間有限，維持持有評等。

## 3Q24 中國水泥虧損擴大、業外不如預期，EPS 低於預期 28%

營業利益 19.3 億元(季增 6%/年增 3%)，優於預期 6%，主因其他部門因出售持股獲利 8.6 億元(年增 146%)，大幅優於預期、亞泥中國虧損 6.7 億元(年虧損擴大)，出貨量/價年減 7%/14%，噸毛利下滑至 8 人民幣/噸；亞泥台灣獲利 9.0 億元(年增 7%)、嘉惠電力獲利 7.8 億元(年增 23%)，發電量與台電簽訂增購合約年增 30%；權益法投資 15 億元，其中裕民受惠運價及運量成長獲利 6 億元；EPS 0.57 元(季減 55%/年減 31%)，低於預期 28%，主因業外金融資產評價損失 11.8 億元。

## 錯峰生產見成效，4Q24 噸毛利將為全年最高

預期 4Q24 中國水泥出貨量年減 5%至 570-590 萬噸，但因旺季季增 5%；中國水泥價格因減產力道加大明顯上漲，主營地區江西/湖北/四川水泥價格 4Q24 至今分別上漲 16%/13%/26%，預期 4Q24 營收 208 億元(季增 4%/年增 4%)；動力煤均價自 2Q24 以來維持於 900 人民幣/噸，上修 4Q24 中國水泥噸毛利預估至 50 人民幣，為 2024 年最高；預估 4Q24 營業利益季增 30%至 25 億元，EPS 0.87 元(季增 54%/年增 118%)。

## 中國停產力度加強帶動水泥價格強漲，惟需求尚未落底

中國水泥價格上漲來自企業虧損後強力停產，亞泥主營地區 9-11 月停產幅度達 30-50%，使價格反彈至超越 2023 年同期水準，帶動噸毛利明顯擴張，不過中國房地產需求仍處下降週期，且基礎建設投資放緩，1-9M24 中國水泥需求年減 11%、亞泥出貨量年減 14%，目前的救市政策僅加速產業落底，需求復甦需仰賴更強勁的增量刺激政策，預期中國水泥部門 2024/25 年虧損 2.4 億/獲利 15 億元；而國內打房政策頻出，管理層保守看待 2025 年台灣水泥市場；不過嘉惠電力發電上限提高，上修 1H25 電廠營收 10%。整體而言，上修 2024/25 年本業獲利 5%/5%，估 EPS 3.59/2.99 元，評價給予 0.9 倍 2025 年每股淨值，因中國房市展望保守，獲利改善空間有限，維持持有。

## 營運分析

### 3Q24 中國水泥事業虧損擴大、業外不如預期，EPS 低於預期 28%

亞泥 3Q24 營收 199.5 億元(季增 5.1%/年增 0.3%)，中國水泥營收年減 9%，中國水泥出貨量季減 2%/年減 6%至 550 萬噸、均價季減 7%/年減 14%至 203 人民幣，不過不鏽鋼/其他部門營收年增 53%/20%，補足水泥本業營收下滑；營業利益 19.3 億元(季增 6.3%/年增 3.4%)，其中 1)亞泥中國虧損 6.7 億元(季轉虧/年虧損擴大)，噸毛利下滑至 8 人民幣/噸(vs 2Q24/3Q23 15/24 人民幣/噸)，落於本中心預期下緣、2)亞泥台灣獲利 9.0 億元(季增 19%/年增 7%)，國內水泥價量持穩，2Q24 因地震基期較低、3)嘉惠電力獲利 7.8 億元(季增 188%/年增 23%)，發電量與台電簽訂增購合約年增 30%，且天然氣成本下滑、4)不鏽鋼獲利 0.4 億元(季增 38%/年轉盈)，出貨價量隨外銷需求改善回溫、5)其他部門(包括運輸、租賃、投資等)獲利 8.6 億元(季增 37%/年增 146%)，主要為投資部門獲利了結部分持股。整體而言，儘管中國水泥事業獲利不如預期，不過投資部門獲利大幅優於預期，使本業優於我們/市場預期 6%/9%。

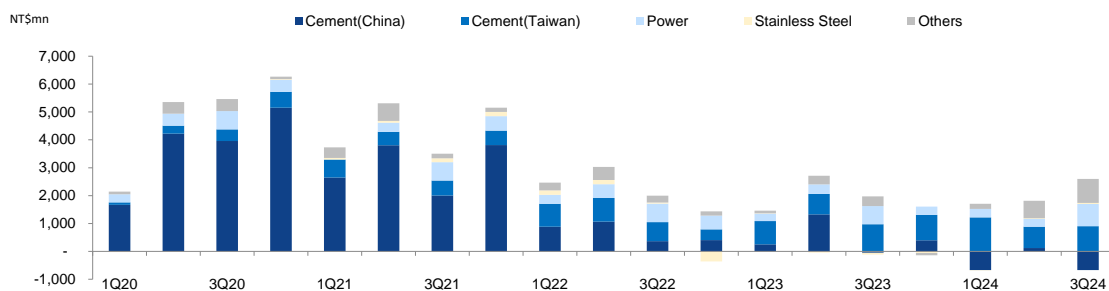
業外收益 6.3 億元，遠不如 2Q24/3Q23 之 32 億/14 億元，權益法投資獲利 14.5 億元(季減 10%/年增 63%)，符合預期，其中遠東新獲利 3.8 億元(年增 33%)、裕民航運獲利 6.1 億元(年增 104%)，受惠運價及運量成長、山水水泥獲利 2.8 億元(年轉盈)，北方水泥價格於 3Q 提前上漲；惟認列金融資產評價損失 11.8 億元，使稅後淨利 18.96 億元(季減 55.3%/年減 29.9%)，低於我們/市場預期 28%/28%，EPS 0.57 元。

圖 1：2024 年第 3 季財報回顧

(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	19,953	5.1%	0.3%	19,600	19,958	1.8%	0.0%
營業毛利	2,809	2,854	2,809	-1.6%	0.0%	2,742	2,631	2.4%	6.8%
營業利益	1,865	1,815	1,929	6.3%	3.4%	1,827	1,778	5.6%	8.5%
稅前利益	3,279	5,013	2,554	-49.1%	-22.1%	3,451	3,306	-26.0%	-22.7%
稅後淨利	2,706	4,244	1,896	-55.3%	-29.9%	2,623	2,615	-27.7%	-27.5%
調整後 EPS (元)	0.82	1.27	0.57	-55.3%	-30.5%	0.79	0.75	-27.7%	-27.5%
重要比率 (%)				百分點	百分點	百分點			
營業毛利率	14.1%	15.0%	14.1%	-1.0	0.0	14.0%	13.2%	0.1	0.9
營業利益率	9.4%	9.6%	9.7%	0.1	0.3	9.3%	8.9%	0.3	0.8
稅後純益率	13.6%	22.4%	9.5%	-12.8	-4.1	13.4%	13.1%	-3.9	-3.6

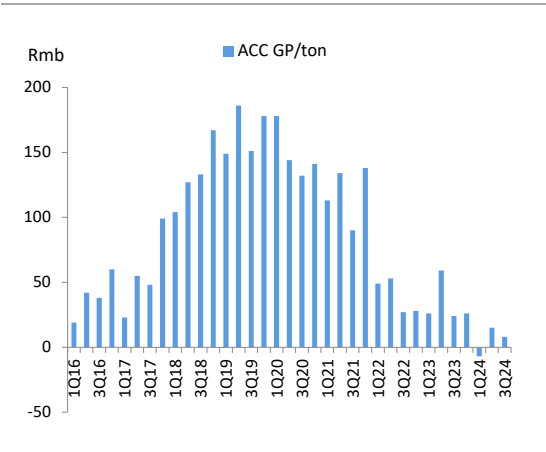
資料來源：公司資料、元大投顧預估、Bloomberg

圖 2：亞泥營業利益分佈



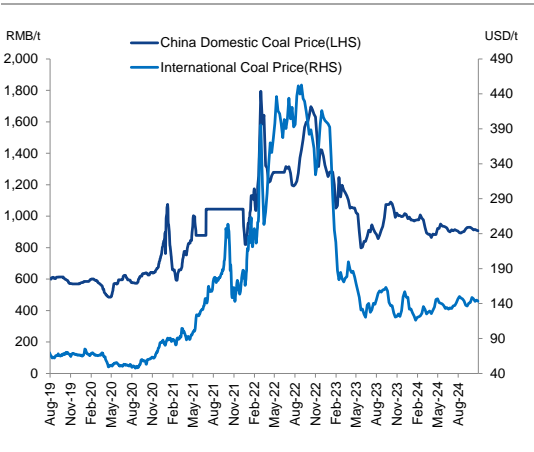
資料來源：TEJ、元大投顧

圖 3：亞泥噸毛利因價格下滑縮窄



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

錯峰生產見成效，4Q24 噸毛利將為全年最高

亞泥 10 月營收受惠價格上漲月增 1%至 65.7 億元，不過中國水泥需求未見好轉，預期 4Q24 中國水泥出貨量年減 5%至 570-590 萬噸，但因旺季季增 5%；中國水泥價格因供給側減產力道加大明顯上漲，主營地區江西/湖北/四川水泥價格 4Q24 至今分別上漲 16%/13%/26%，預期 4Q24 營收 208 億元(季增 4.2%/年增 4.3%)；動力煤均價自 2Q24 以來維持於 900 人民幣/噸，上修 4Q24 中國水泥噸毛利預估至 50 人民幣(vs 3Q24/4Q23 8/26 人民幣)，為 2024 年最高，因此上修 4Q24 營業利益 9.4%至 25.1 億元(季增 29.9%/年增 70.7%)，年增主因中國水泥、電力、不鏽鋼事業皆較 4Q23 改善；上修稅後淨利 6.0%至 29.1 億元(季增 53.5%/年增 119.6%)，EPS 0.87 元。

圖 5：2024 年第 4 季財測與預估比較

(百萬元)	4Q23A	3Q24A	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	19,944	19,953	20,796	4.2%	4.3%	19,899	20,794	4.5%	0.0%
營業毛利	2,297	2,809	3,418	21.7%	48.8%	3,136	3,064	9.0%	11.6%
營業利益	1,467	1,929	2,505	29.9%	70.7%	2,289	2,224	9.4%	12.6%
稅前利益	1,948	2,254	3,830	69.9%	96.6%	3,612	3,303	6.0%	16.0%
稅後淨利	1,326	1,896	2,911	53.5%	119.6%	2,745	2,480	6.0%	17.4%
調整後 EPS (元)	0.40	0.57	0.87	53.5%	117.8%	0.83	0.72	5.0%	21.3%
重要比率 (%)				百分點	百分點	百分點			
營業毛利率	11.5%	14.1%	16.4%	2.4	4.9	15.8%	14.7%	0.7	1.7
營業利益率	7.4%	9.7%	12.1%	2.4	4.7	11.5%	10.7%	0.5	1.4
稅後純益率	6.7%	9.5%	14.0%	4.5	7.4	13.8%	11.9%	0.2	2.1

資料來源：公司資料、元大投顧預估、Bloomberg

圖 6：亞泥主營地區 9-11M24 停產天數

地區	天數
四川	40
江西	38
湖北	30

資料來源：亞泥法說會、元大投顧

## 中國停產力度加強帶動水泥價格上漲，惟需求尚未落底

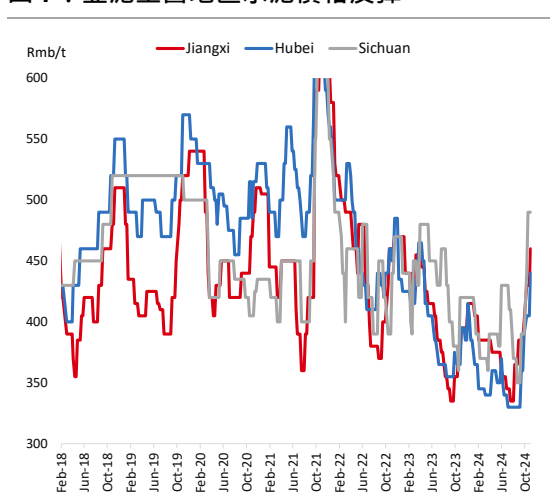
由於中國房地產需求仍處下降週期，且基礎建設投資放緩，使水泥需求明顯下滑，1-9M24 中國水泥需求年減 11.3%，亞泥中國出貨量年減 14%，儘管中國政府陸續提出降準降息、發行 10 兆人民幣國債以化解地方債務，以及刺激房地產等救市政策，然整體仍偏向加速需求落底，管理層表示需要更強勁的增量刺激政策尚能帶動需求復甦，預期 2024/25 年中國水泥需求年減 11%/2%。

不過觀察中國水泥均價於 9 月中旬起上漲約 15%，主要來自企業虧損後加強停產天數，亞泥主營地區四川/江西/湖北 9-11 月分別停產 40/38/30 天，停產幅度達 30-50%，對比需求下滑 10%更為強勁，因此帶動價格強力反彈至超越去年同期水準，亦推動庫容比下滑至少 10%；展望後續，此次漲價行情帶動中國水泥噸毛利大幅擴張，不過由於水泥需求仍處下降周期，中國水泥部門獲利改善空間有限，預期亞泥中國水泥部門 2024/25 年虧損 2.4 億元/獲利 15 億元，對比 2020/21 年獲利超過 100 億元大幅衰退。

## 打房政策頻出，謹慎看待 2025 年台灣水泥市場

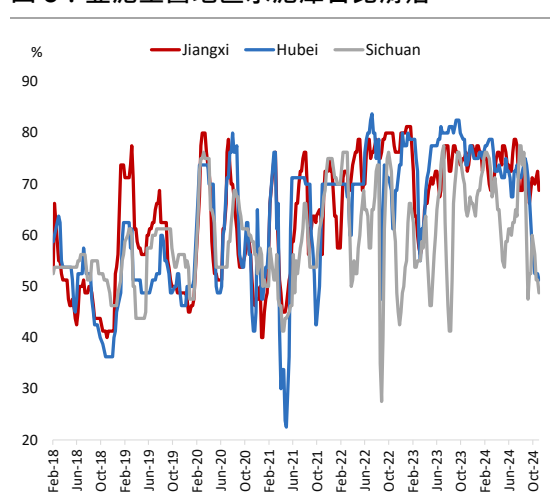
台灣水泥市場受惠舊有建案進行、政府公共工程推動，1-3Q24 需求年增 2%，不過央行打房政策使房地產交易熱度於 9 月起下降，中小型建商開案可能受到房市資金趨緊影響，管理層對於 2025 年台灣水泥市場展望保守看待，不過價格在破費開徵下具支撐而持穩。預期台灣水泥部門 2024/25 年獲利 40 億/33-38 億元(vs 2023 年 34.4 億元)。

圖 7：亞泥主營地區水泥價格反彈



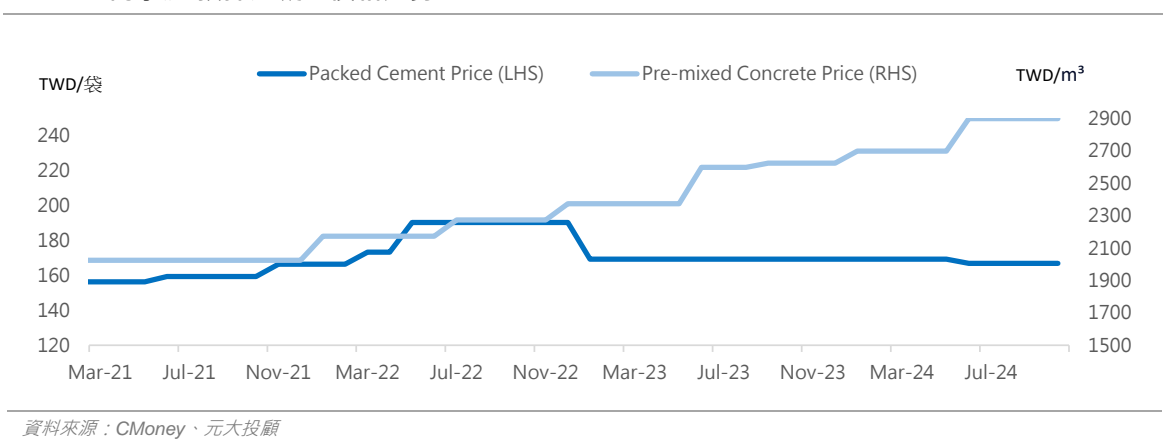
資料來源：Wind、公司資料、元大投顧

圖 8：亞泥主營地區水泥庫容比滑落



資料來源：Wind、公司資料、元大投顧

圖 9：國內水泥/預拌混凝土價格走勢



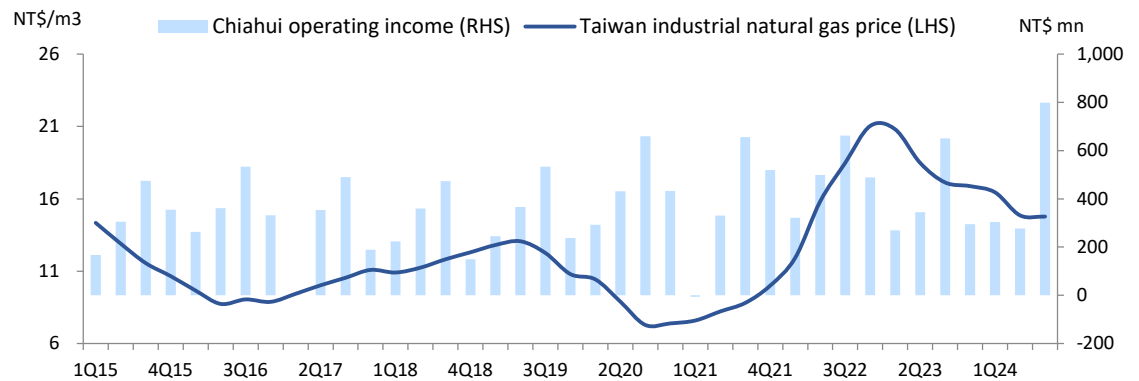
資料來源：CMoney、元大投顧

## 嘉惠電力簽訂新合約使營收獲利增加；不鏽鋼市況轉佳，已連續兩季度獲利

1-3Q24 嘉惠電力合計獲利 13.8 億元(年增 9%)，其中嘉惠一期持續受惠天然氣價下跌，中油天然氣價格 1-3Q24 均價年減 18%、嘉惠二期於 6 月與台電簽增購合約，將容量因數自 40%調升至 60%，3Q24 發電量年增 30%，上修 2024 年嘉惠電廠獲利至 19 億元(原預期 17-18 億元)，相對 2023 年 15.6 億元增加；並上修 1H25 嘉惠電廠營收 10%，預期獲利 22 億元。

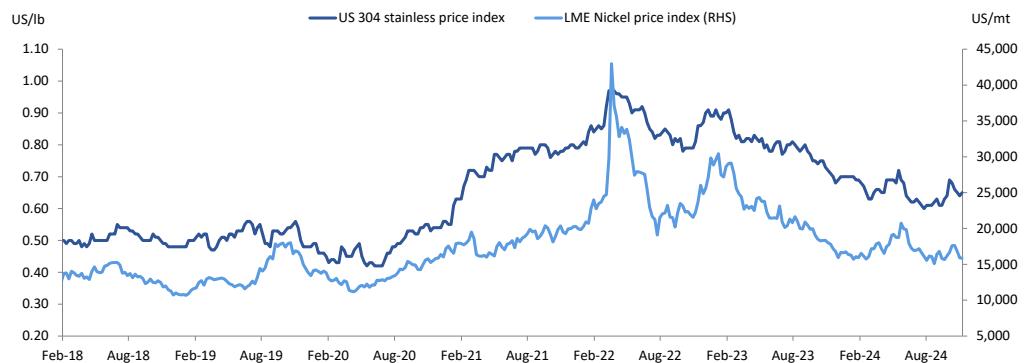
不鏽鋼事業自 2Q24 起客戶需求明顯改善、出貨量回溫、報價上漲，開始轉虧為盈，預期 2024 亞泥不鏽鋼部門獲利 0.6/1.3 億元(vs 2023 年虧損 1.4 億元)。

圖 10：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 11：鎳價與不鏽鋼價格走勢



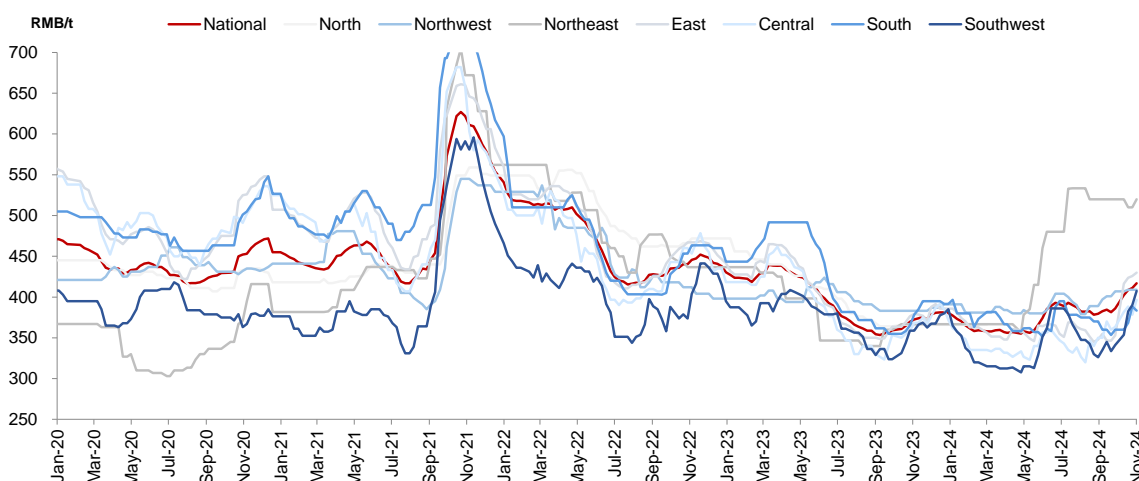
資料來源：Bloomberg、元大投顧

### 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。2024 年在中國經濟復甦不如預期、房市未見起色狀況下，水泥價格持續下行，不過在 9/24 中國各部會出台重磅財政政策刺激市場氣氛，配合政府祭出水泥行業新規、各大企業領導加強錯峰力道，水泥價格於 9M24 開始上漲並已突破 2023 年同期價格。

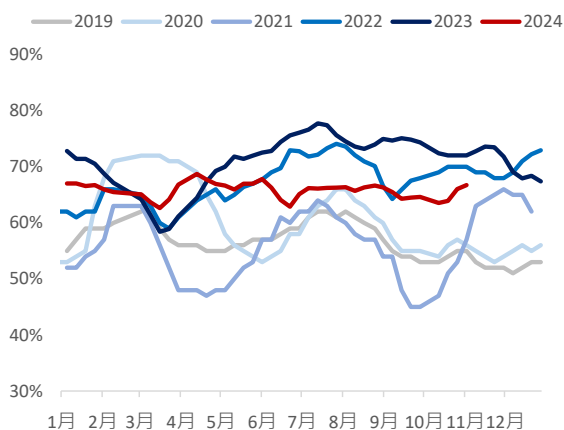
展望 2025 年，雖中國政府祭出多項財政政策以刺激經濟、挽救房地產頹勢，不過政策目的趨向托底經濟、改善剛需為主，而中國房企債務規模龐大、房市低迷狀況已持續一段時間，僅靠財政刺激政策難以扭轉房市低迷的現象，水泥需求量仍承壓，後續須觀察錯峰生產力度是否足夠維繫現有水泥報價、同時政府是否祭出增量刺激政策以明顯提振需求，2025 年中國水泥價量仍具有不確定性，預期 2025 年中國水泥需求年減 2%。

圖 12：水泥價格於 9 月起反彈



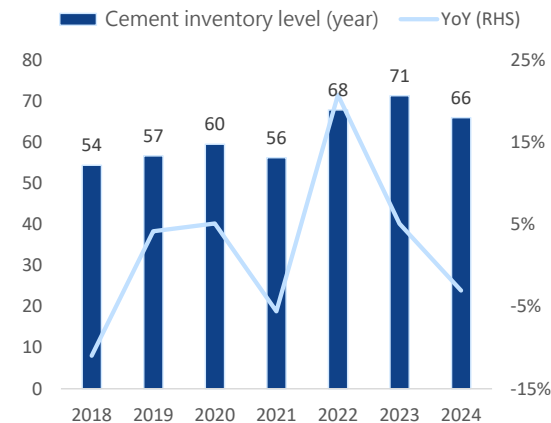
資料來源：Wind、公司資料、元大投顧

圖 13：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 14：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 2024/25 年中國水泥需求下滑 11%/2%

中國 2022 年中旬起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，但房地產泡沫化的問題仍需要時間調整方能重回成長；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%。

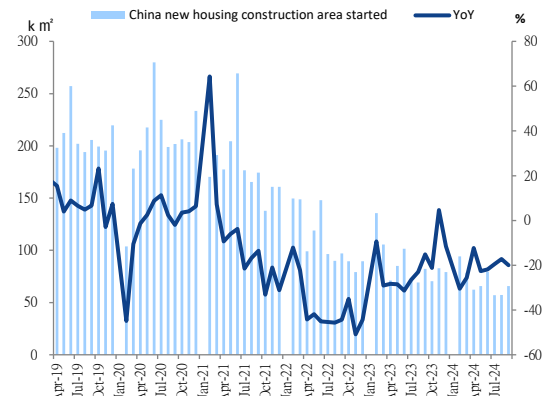
展望 2024/25 年，9/24 起中國人行、財政部、發改委、人大會議等部會陸續出台重磅救市政策，包含同步降準降息、批准 10 兆人民幣國債以化解地方隱性債務、降低房貸頭期款比例、一線城市放寬限購限貸等刺激政策，政策整體釋放正面信息，但目的較趨向托底經濟、改善剛需，且尚須等待資金到位及政策力度發酵，需求短期內難見顯著復甦，觀察先行指標 1-9M24 中國新屋開工年減 22%、房地產投資額年減 10%，預期 2024/25 年中國水泥需求年減 11%/2%。

圖 15：中國 1-9M24 房地產投資年減 10%



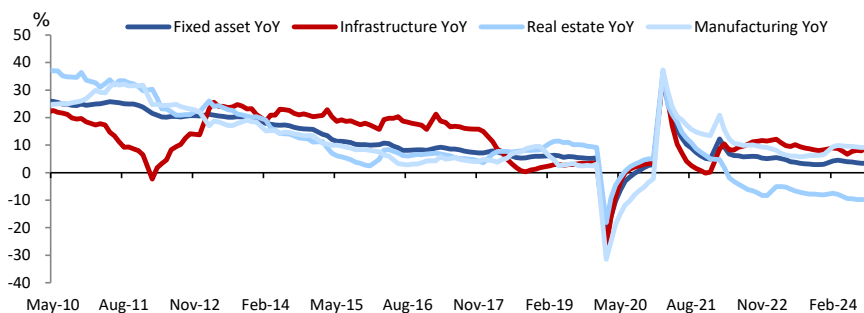
資料來源：Wind、元大投顧

圖 16：中國 1-9M24 新屋開工面積年減 22%



資料來源：Wind、元大投顧

圖 17：中國 1-9M24 基礎建設投資完成額年增 9%



資料來源：Wind、元大投顧

## 供給側 – 錯鋒力度提升、執行度高，政策補上過去漏洞，供給控制力度持續加強

中國中央及地方政府為解決水泥嚴重供給過剩狀況，過去一年出台較新的供給側控制政策包含：1) 超產重報環評：過去中國水泥企業產量大多超過產能，目前中央政府及四川政府開始抓超產，若產量超過產能 10%需重新申報環評；2)查處過去置換產線：要求批小建大(建置產能大於批准產能之產線)、未減量置換產線補齊產能，海螺水泥、中建材等大型國企也被要求購買指標以補充產能；3) 置換難度提升：中央政府於 11M24 推出新規，限制能效未達標產線作為指標、限制嚴重過剩地區跨省置換、需按照實際產能申報等規定，補足過去規定漏洞；4)碳交易，雖目前還未發布配額，不過生態環境部已預告 2024 年底水泥產業將納入全國碳交易，有助減產。

除政府祭出一系列新規外，2023 年至今水泥企業獲利大幅滑落、企業陷入虧損，多家領導企業帶頭加強錯峰生產力度，7-9 月亞泥主營地區生產天數減幅 30-50%，力道強於需求下滑之 11%，帶動價格於 9 月起反彈上漲、庫容比亦開始去化。

圖 18：近一年中國政府控制水泥供給新規

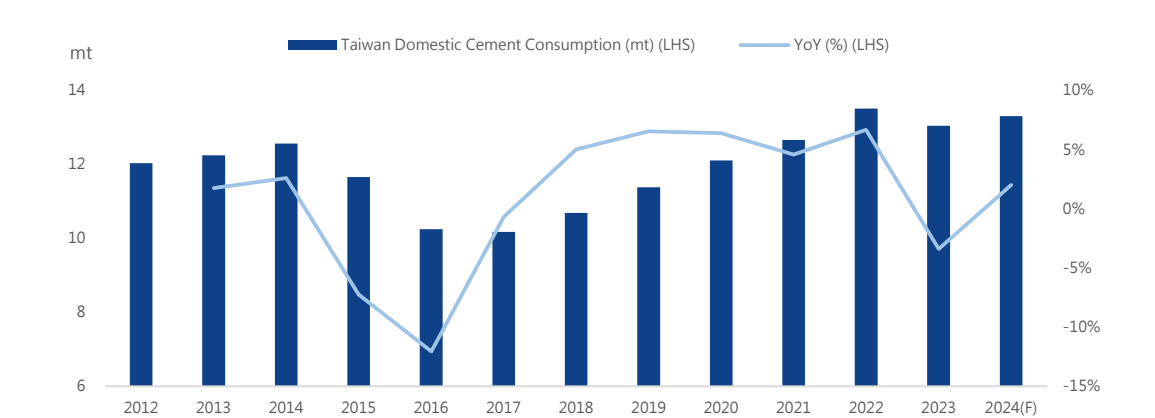
推動方向	推動情形
超產須重報環評	◆中央重申：實際生產超過設計產能10%，需重新申報環評 ◆四川開始盤點超產情況
查處過去置換產線	◆查處10多件案例，要求批小建大、未減量置換產線補齊產能 ◆影響包括海螺、中建材等企業，陸續購買指標補充產能
置換難度繼續提升	2024/11置換新規： ◆限制能效未達基準值的產線作為指標 ◆限制過剩嚴重的地區跨省置換 ◆取消以窯境推算產能，須按實際產能申報，改善批小建大
碳交易	◆生態環境部預告，2024年底將水泥業納入全國碳交易 ◆配額尚未發布，但節能減排將為企業中長期競爭力

資料來源：亞泥法說會、元大投顧

## 謹慎看待 2025 年台灣水泥需求展望，持續觀察政府打房政策影響性

台灣水泥市場受惠舊有建案進行、政府公共工程推動，1-3Q24 水泥需求量年增 2%，價量皆持穩。展望後續，觀察 1-9M24 國內核發建照樓地板面積年增率 4.4%，較 1-8M24 數字有所回落，主因 9M24 單月樓地板面積月減 34.2%/年減 18.9%，觀察其組成後推測主因住宅類大幅衰退至 2024 年內次低(月減 53%)，加上於 2024/6 大幅跳升之商店和農業用建築樓地板面積，其 7-9 月平均值已回到過去 18 個月平均水準，我們認為先前一次性因素已經消失，同時央行於 9/20 開始實施第七波信用管制抑制房市，房地產交易在 9M24 後熱度下降，需關注未來建案開案是否趨於保守，以及房市資金趨緊下是否影響中小型建商開案，管理層對於 2025 年台灣水泥市場展望保守看待，不過價格在破費開徵下具支撐而持穩。

圖 19：2023 年台灣水泥需求年減 3%，估 2024 年下滑 1-2%



資料來源：台灣區水泥工業同業公會、元大投顧

## 獲利調整與股票評價

### 需求尚未落底使獲利改善空間有限，維持持有評等

上修 2024/25 年營業利益 4.6%/5.4%至 7.3 億/8.1 億元，主因 1)水泥廠強力減產，中國水泥價格上漲幅度優於預期，上修 4Q24 中國水泥噸毛利預估至 50 人民幣(原預期 25 人民幣)，並同步上修 2025 年噸毛利展望至每噸 20-50 人民幣，預期亞泥中國水泥部門 2024/25 年虧損 2.4 億元/獲利 15 億元；2)嘉惠電廠發電量因與台電簽訂新合約增加，上修 1H25 嘉惠電廠營收 10%，預期 2024/25 年獲利 19 億/22 億元；惟 3Q24 認列金融資產評價損失，下修 2024 年 EPS 5.3%至 3.59 元、上修 2025 年 EPS 6.1%至 2.99 元。

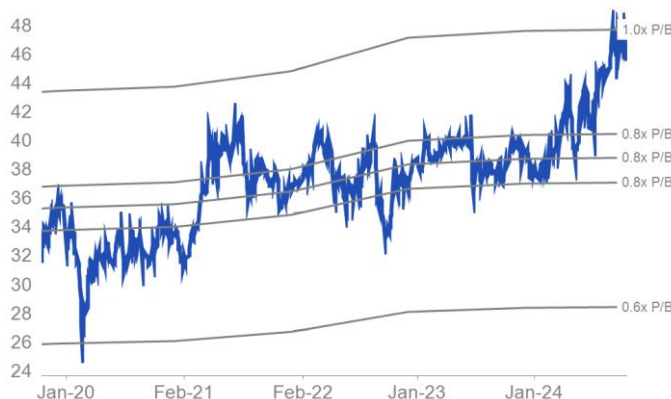
亞泥過去 5 年本淨比多介於 0.8-1.1 倍(平均 1.0 倍)，在中國房市熱絡、水泥需求暢旺時，P/B 普遍位於 1 倍以上，2021 年能耗雙控使水泥報價大漲，P/B 一度大漲至 1.2 倍。亞泥目前股價位於 0.9 倍 2025 年每股淨值 48.3 元，儘管國內水泥獲利持穩，但基於我們悲觀看待中國房市前景使中國水泥需求承壓，評價給予 0.9 倍 2025 年每股淨值(前次為 0.9 倍 2024 年每股淨值)，推得目標價 45 元，給予持有評等，建議等到中國房市問題改善，水泥重返上升循環後再行布局。

圖 20：2024 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	76,233	74,983	78,808	76,838	1.7%	2.6%
營業毛利	10,837	10,488	11,468	10,979	3.3%	4.5%
營業利益	7,272	6,954	8,067	7,653	4.6%	5.4%
稅前利益	14,729	15,707	13,150	12,292	-6.2%	7.0%
稅後淨利	11,999	12,559	9,994	9,342	-4.5%	7.0%
調整後 EPS (元)	3.59	3.79	2.99	2.82	-5.3%	6.1%
重要比率 (%)					百分點	百分點
營業毛利率	14.2%	14.0%	14.6%	14.3%	0.2	0.3
營業利益率	9.5%	9.3%	10.2%	10.0%	0.3	0.3
稅後純益率	15.6%	16.8%	12.7%	12.2%	-1.2	0.5

資料來源：公司資料、元大投顧預估

圖 21：12 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 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(%)		
					2023	2024	2025	2023	2024	2025	2023	2024	2025
亞泥	1102 TT	持有-超越 同業	45.6	4,900	3.63	3.28	3.59	12.6	13.9	12.8	(22.8)	(9.4)	9.5
國際同業													
海螺水泥	0914 HK	未評等	21.1	17,993	2.2	2.0	2.1	9.5	10.5	9.9	(34.5)	(9.6)	6.2
華潤水泥	1313 HK	未評等	1.9	1,705	0.1	0.1	0.2	18.7	13.5	9.0	(61.2)	38.6	50.8
中建材	3323 HK	未評等	3.2	3,469	0.5	0.2	0.4	6.4	17.6	7.9	(53.8)	(64.0)	123.6
國際同業平均					0.9	0.8	0.9	11.5	13.9	8.9	(49.8)	(11.7)	60.2
國內同業													
環泥	1104 TT	未評等	29.0	614	3.1	--	--	9.4	--	--	3.3	--	--
國內同業平均													

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)		
					2023	2024	2025	2023	2024	2025	2023	2024	2025
亞泥	1102 TT	持有-超越 同業	45.6	4,900	6.9	5.9	6.1	45.35	47.70	48.18	1.0	1.0	1.0
國際同業													
海螺水泥	0914 HK	未評等	21.1	17,993	5.8	5.3	5.4	38.5	36.1	36.2	0.5	0.6	0.6
華潤水泥	1313 HK	未評等	1.9	1,705	1.5	2.1	3.2	6.9	7.8	7.3	0.3	0.2	0.3
中建材	3323 HK	未評等	3.2	3,469	3.7	1.5	2.8	16.1	14.1	14.4	0.2	0.2	0.2
國際同業平均					5.8	5.3	5.4	38.5	36.1	36.2	0.5	0.6	0.6
國內同業													
環泥	1104 TT	未評等	29.0	614	10.2	--	--	31.8	--	--	0.9	--	--
國內同業平均													

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)

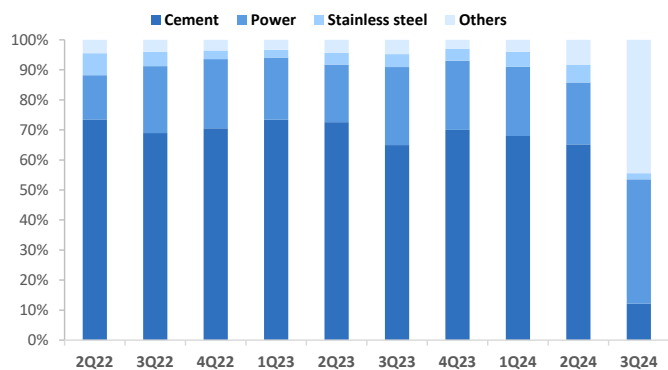
(NT\$百萬元)	1Q2024A	2Q2024A	3Q2024A	4Q2024F	1Q2025F	2Q2025F	3Q2025F	4Q2025F	FY2024F	FY2025F
營業收入	16,500	18,985	19,953	20,796	17,251	19,506	21,076	20,976	76,233	78,808
銷貨成本	(14,743)	(16,131)	(17,145)	(17,378)	(14,895)	(16,642)	(18,118)	(17,686)	(65,397)	(67,340)
營業毛利	1,757	2,854	2,809	3,418	2,356	2,864	2,958	3,290	10,837	11,468
營業費用	(733)	(1,039)	(880)	(912)	(733)	(831)	(924)	(912)	(3,565)	(3,401)
營業利益	1,024	1,815	1,929	2,505	1,623	2,033	2,034	2,377	7,272	8,067
業外利益	2,608	3,199	326	1,325	822	1,875	1,309	1,075	7,457	5,083
稅前純益	3,631	5,014	2,254	3,830	2,445	3,908	3,343	3,452	14,729	13,150
所得稅費用	(816)	(1,104)	(392)	(766)	(489)	(782)	(669)	(690)	(3,078)	(2,630)
少數股東權益	(132)	(334)	(34)	153	98	156	134	138	(348)	526
歸屬母公司稅後純益	2,948	4,244	1,896	2,911	1,858	2,970	2,541	2,624	11,999	9,994
調整後每股盈餘(NT\$)	0.88	1.27	0.57	0.87	0.56	0.89	0.76	0.79	3.59	2.99
調整後加權平均股數(百萬股)	3,340	3,340	3,340	3,340	3,340	3,340	3,340	3,340	3,340	3,340
重要比率										
營業毛利率	10.7%	15.0%	14.1%	16.4%	13.7%	14.7%	14.0%	15.7%	14.2%	14.6%
營業利益率	6.2%	9.6%	9.7%	12.1%	9.4%	10.4%	9.7%	11.3%	9.5%	10.2%
稅前純益率	22.0%	26.4%	11.3%	18.4%	14.2%	20.0%	15.9%	16.5%	19.3%	16.7%
稅後純益率	17.9%	22.4%	9.5%	14.0%	10.8%	15.2%	12.1%	12.5%	15.7%	12.7%
有效所得稅率	22.5%	22.0%	17.4%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%	20.9%	20.0%
季增率(%)										
營業收入	-17.3%	15.1%	5.1%	4.2%	-17.0%	13.1%	8.0%	-0.5%		
營業利益	-30.2%	77.3%	6.3%	29.9%	-35.2%	25.3%	0	16.9%		
稅後純益	122.4%	44.0%	-55.3%	53.5%	-36.2%	59.8%	-14.4%	3.3%		
調整後每股盈餘	120.6%	43.9%	-55.3%	53.5%	-36.2%	59.8%	-14.5%	3.3%		
年增率(%)										
營業收入	-14.1%	-10.2%	0.3%	4.3%	4.6%	2.7%	5.6%	0.9%	-4.9%	3.4%
營業利益	-29.9%	-32.0%	3.4%	70.7%	58.6%	12.0%	5.5%	-5.1%	-2.5%	10.9%
稅後純益	9.7%	1.9%	-29.9%	119.6%	-37.0%	-30.0%	34.0%	-9.9%	5.1%	-9.7%
調整後每股盈餘	8.8%	1.1%	-30.5%	117.8%	-37.0%	-30.0%	34.0%	-9.9%	9.5%	-15.8%

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

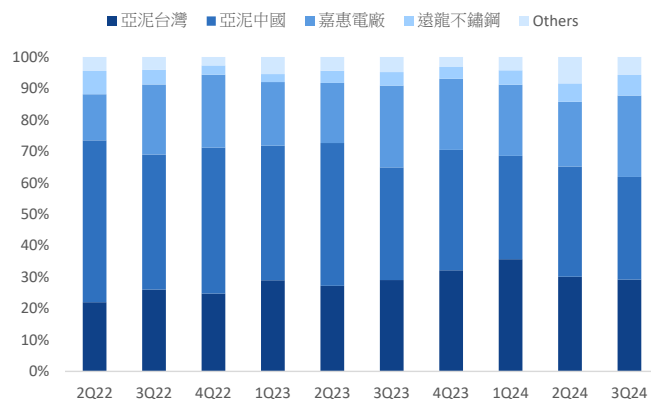
亞洲水泥創立於 1957 年，為國內第二大、中國第十大水泥製造商，台灣與中國年產能分別為 500 萬及 3300 萬公噸，同時擁有天然氣電廠與不鏽鋼廠等子公司。轉投資事業包括山水水泥(持有 17.5%股份)、遠東集團下之遠東新世紀(23.8%)與裕民航運(39.3%)。

圖 25：各部門營業利益組成



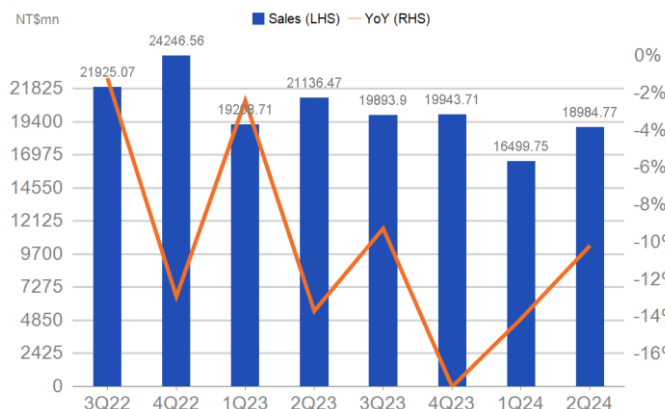
資料來源：公司資料、元大投顧預估

圖 26：營收組成



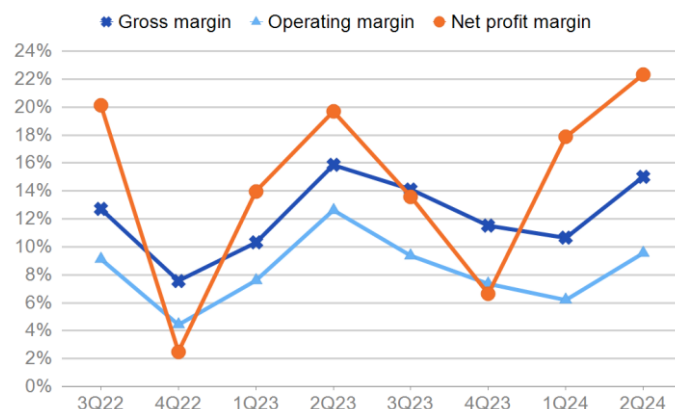
資料來源：公司資料

圖 27：營收趨勢



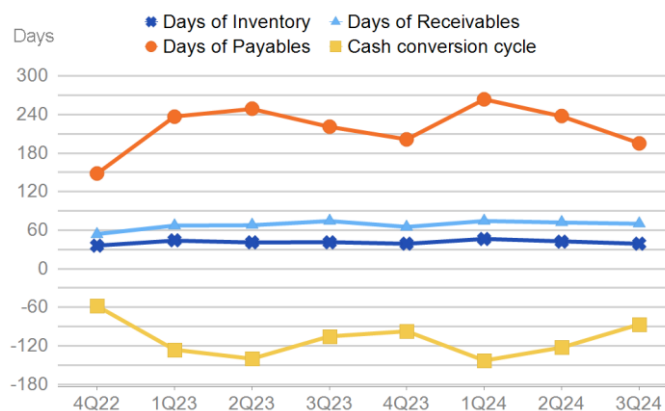
資料來源：CMoney、公司資料

圖 28：毛利率、營益率、淨利率



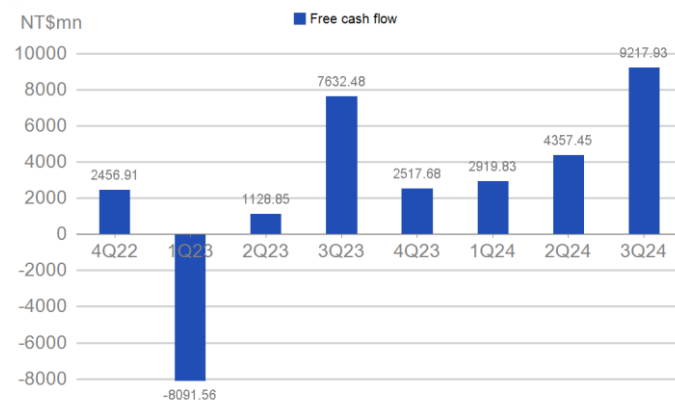
資料來源：CMoney、公司資料

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	★
同業排行(1~100，1 為最佳)	10	

資料來源：Sustainalytics (2024/11/14)

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

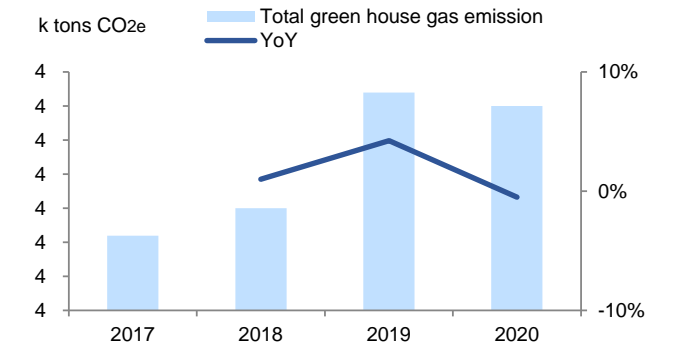
註 3：曝險分數評級：

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

註 4：執行力分數評級：

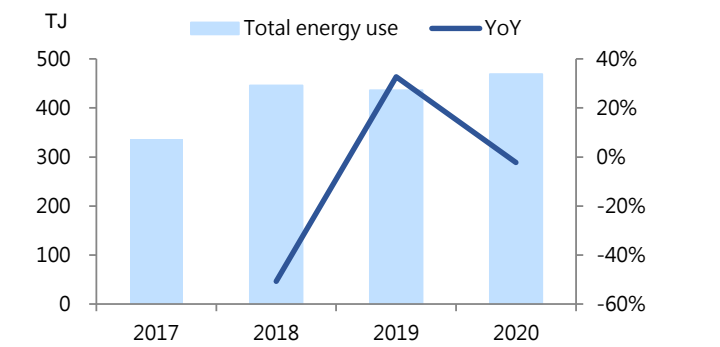
弱 (0-25)	中 (25-50)	強 (50-100)
----------	-----------	------------

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	45,331	41,969
存貨	8,813	8,668	7,611	8,175	8,417
應收帳款及票據	14,427	13,992	12,899	11,487	11,875
其他流動資產	49,264	45,303	68,602	51,568	48,093
流動資產	105,956	111,450	122,341	116,560	110,355
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	340,638	345,271
應付帳款及票據	12,502	10,768	10,197	9,317	9,594
短期借款	23,700	28,693	29,017	31,404	31,718
什項負債	34,880	31,502	43,674	33,646	33,969
流動負債	71,082	70,963	82,888	74,366	75,280
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	144,793	146,537
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	113,689	116,578
什項權益	485	4,157	7,220	13,154	10,657
歸屬母公司之權益	156,927	160,817	169,170	170,882	171,275
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	195,845	198,734

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	11,651	10,520
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	(231)	(512)
其他營業資產及負債變動	(13,558)	(2,174)	(11,770)	(4,195)	(3,972)
營運活動之現金流量	8,597	15,309	7,269	12,136	11,216
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	(3,115)	(3,705)
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)	(10,408)	(12,046)
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)	(8,156)
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)	(6,699)
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)	(4,279)	(7,529)
自由現金流量	5,347	12,642	3,187	1,882	2,063

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	76,233	78,808
銷貨成本	(69,152)	(78,585)	(69,746)	(65,397)	(67,340)
營業毛利	21,181	11,755	10,437	10,837	11,468
營業費用	(3,495)	(3,184)	(2,977)	(3,565)	(3,401)
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)	(3,565)	(3,401)
其他費用	(639)	140	295	0	0
營業利益	17,686	8,571	7,460	7,272	8,067
利息收入	808	946	1,353	1,365	1,278
利息費用	(969)	(1,296)	(1,776)	(1,660)	(1,618)
利息收入淨額	(161)	(350)	(423)	(295)	(340)
投資利益(損失)淨額	6,319	4,311	2,493	4,195	3,972
匯兌損益	(162)	604	(29)	(58)	281
其他業外收入(支出)淨額	(1,748)	2,060	4,436	3,614	1,170
稅前純益	21,934	15,197	13,936	14,729	13,150
所得稅費用	(4,406)	(2,600)	(2,852)	(3,078)	(2,630)
少數股權淨利	2,460	581	201	(223)	526
歸屬母公司之稅後純益	15,068	12,016	10,883	11,874	9,994
稅前息前折舊攤銷前淨利	27,758	21,261	20,465	12,184	13,247
調整後每股盈餘 (NT\$)	4.70	3.63	3.28	3.59	2.99

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)	(4.9)	3.4
營業利益	(10.1)	(51.5)	(13.0)	(2.5)	10.9
稅前息前折舊攤銷前淨利	(8.3)	(23.4)	(3.8)	(40.5)	8.7
稅後純益	(6.6)	(28.1)	(12.0)	5.1	(9.7)
調整後每股盈餘	(0.1)	(22.8)	(9.4)	9.5	(15.8)
獲利能力分析 (%)					
營業毛利率	23.5	13.0	13.0	14.2	14.6
營業利益率	19.6	9.5	9.3	9.5	10.2
稅前息前淨利率	23.2	15.4	15.2	9.5	10.2
稅前息前折舊攤銷前淨利率	30.7	23.5	25.5	16.0	16.8
稅前純益率	24.3	16.8	17.4	19.3	16.7
稅後純益率	16.7	13.3	13.6	15.6	12.7
資產報酬率	5.7	3.9	3.4	3.4	3.1
股東權益報酬率	10.0	6.9	5.9	6.1	5.1
穩定/償債能力分析					
負債權益比 (%)	75.9	76.0	75.5	13.5	17.4
淨負債權益比(%)	(1.5)	(2.4)	2.8	(1.2)	0.7
利息保障倍數 (倍)	23.6	12.7	8.9	9.9	9.1
流動比率 (%)	149.1	157.1	147.6	156.7	146.6
速動比率 (%)	134.0	143.4	136.9	145.8	135.4
淨負債 (NT\$百萬元)	(2,701)	(4,378)	5,355	(2,332)	1,460
調整後每股淨值 (NT\$)	44.26	45.35	47.70	48.18	48.29
評價指標 (倍)					
本益比	9.7	12.6	13.9	12.8	15.2
股價自由現金流量比	28.5	12.1	47.8	80.9	73.8
股價淨值比	1.0	1.0	1.0	1.0	0.9
股價稅前息前折舊攤銷前淨	5.5	7.2	7.4	12.5	11.5
股價營收比	1.7	1.7	1.9	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

— 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	20220401	48.60	48.00	40.05	持有-超越同業	李侃奇
2	20220516	44.95	45.00	37.55	持有-超越同業	李侃奇
3	20220816	42.25	48.00	43.37	持有-超越同業	李侃奇
4	20221116	40.75	50.00	45.18	買進	李侃奇
5	20231020	39.20	42.00	40.00	持有-超越同業	陳映慈
6	20231116	41.50	42.00	40.00	持有-超越同業	陳映慈
7	20240319	41.10	43.00	40.96	持有-超越同業	陳映慈
8	20240517	45.80	43.00	40.96	持有-超越同業	陳映慈
9	20240819	44.20	44.00	44.00	持有-超越同業	陳映慈
10	20240819	44.20	44.00	44.00	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 仁愛路三段 157 號 4 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>.