

台塑 (1301 TT) Formosa Plastics

新產能競爭持續，2024 年及 2025 年獲利不振，展望保守

持有-超越同業 (維持評等)

目標價 (12 個月)：NT\$38.0

收盤價 (2024/12/30)：NT\$35.5
隱含漲幅：7.0%

營收組成 (3Q24)

PVC 34.1%/PE + EVA 18.9%/PP 16.2%/Others 30.8%。

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\$)	38.0	46.5
2024年營收 (NT\$/十億)	200.5	200.7
2024年EPS	-0.2	0.7

交易資料表

市值	NT\$225,980百萬元
外資持股比率	28.2%
董監持股比率	14.5%
調整後每股淨值 (2024F)	NT\$53.35
負債比	39.6%
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	2023A	2024F	2025F	2026F
營業收入	199,139	200,454	199,361	204,262
營業利益	-4,029	-3,412	-638	594
稅後純益	7,338	-1,388	3,071	4,316
EPS (元)	1.15	-0.22	0.48	0.68
EPS YoY (%)	-79.7	--	--	40.5
本益比 (倍)	30.8	--	73.6	52.4
股價淨值比 (倍)	0.7	0.7	0.7	0.7
ROE (%)	2.1	-0.4	0.9	1.3
現金殖利率 (%)	2.8%	1.2%	1.2%	1.6%
現金股利 (元)	1.00	0.40	0.41	0.58

蔡爵丞

Jason.JC.Tsai@Yuantas.com

蔡宗穎

Leo.TY.Tsai@yuanta.com

元大觀點

- 市況平淡，產品報價低檔，4Q24 稅後 EPS 下修 89.4%至 0.02 元，2024 年稅後 EPS 下修至-0.22 元，盈轉虧。
- 農曆年假且中國市場低迷，能見度不高，1Q25 稅後 EPS 下修 89.5%至 0.02 元，2025 年稅後 EPS 下修 45.8%至 0.48 元。
- 考量中國新產能投放，競爭激烈，復甦偏弱，亦有碳費課徵利空，建議持有，目標價 38 元(0.7 PBR X 2025 年底淨值 54.02 元)。

4Q24 獲利下修 89.4%至 0.02 元，2024 年獲利下修至-0.22 元

市況平淡，預估台塑 4Q24 營收下修 0.7%至 507.45 億元，季增 0.5%，年增 6.3%，營益率下修 1.7ppt 至-1.2%，營業虧損 6.29 億元，業外轉投資台塑化獲利貢獻彌補，台塑稅後 EPS 下修 89.4%至 0.02 元。4Q24 營益率下修乃係報價低檔，利差欠佳所致。預估 2024 年營收下修 0.1%至 2004.54 億，年增 0.7%，營益率下修 1.2ppt 至-1.7%，營業虧損 34.12 億元，業外轉投資台塑化獲利貢獻萎縮(2024 年油價下跌致原油存貨跌價損失擴大)，稅後 EPS 下修至-0.22 元，遠不如 2023 年之 1.15 元。

1Q25/2025 年獲利各下修 89.5%/45.8%至 0.02 元/0.48 元

1Q25 農曆年假且市場低迷，預估 1Q25 營收下修 3.7%至 482.07 億元，季減 5.0%，年增 0.2%，營益率下修 1.8ppt 至-1.1%，營業虧損 5.39 億元，稅後 EPS 下修 89.5%至 0.02 元，年減 47.0%。供需過剩，市場競爭壓力大，預估 2025 年營收下修 3.0%至 1993.61 億元，年減 0.5%，營益率下修 1.0ppt 至-0.3%，營業虧損 6.38 億元，稅後 EPS 下修 45.8%至 0.48 元。

中國新產能競爭持續及碳費開徵利空，投資建議為持有

對台塑(1301)投資建議為持有，乃考量中國 PVC 年產能約 2800 萬噸，但需求僅 1900 萬噸，供過於求，競爭持續，PE 及 PP 面臨中國同業產能擴充的競爭，獲利改善受限，預估 2024 年及 2025 年稅後 EPS 各下修至-0.22 元及 0.48 元，遠低於 2021 年之前幾年獲利均在 3-4 元以上的水準。另台塑面臨碳費衝擊，估營業成本增加 23.83 億元，影響稅前 EPS 約 0.37 元，台塑將提自主減量計畫，碳費有望降至 2 億元以內，惟仍有不確定性，且碳費費率將持續調漲，仍將削弱獲利表現。目前本淨比約為 0.68 倍，評價合理，投資建議為持有-超越同業，PBR 自 0.85 下修至 0.7，目標價由 46.5 元下調至 38 元(評價基礎為 0.7 PBR X 2025 年底淨值 54.02 元)。

營運分析

4Q24 稅後 EPS 下修 89.4%至 0.02 元，2024 年稅後 EPS 下修至-0.22 元，盈轉虧

台塑 2024 年 11 月營收 181.47 億元，月增 15.3%，年增 10.6%，動能增強，乃配合液鹼客戶船期安排遞延至 11 月交貨，PVC 也遞延至 11 月出貨，銷售量增加。而寧波 PDH 廠原料丙烯供應充足，PP 產銷量增加，中國家電舊換新政策刺激 ABS 需求，帶動 AN 出貨表現，均提振 11 月營收。而中國刺激政策提振需求的效益不明顯，整體市況仍屬平淡，產品報價低迷，預估 4Q24 營收下修 0.7%至 507.45 億元(原估 510.97 億元)，季增 0.5%，年增 6.3%，營益率改善 1.8ppt 至-1.2% (原估 0.5%)，下修幅度達 1.7ppt，營業虧損 6.29 億元(原估營業利益 2.35 億元)，較 3Q24 虧損 15.07 億元，及 4Q23 虧損 17.48 億元，有所收斂，業外轉投資台塑化獲利貢獻彌補，稅後 EPS 下修 89.4%至 0.02 元(原估 0.18 元)，較 3Q24 之-0.49 元改善，也較 4Q23 之-0.46 元改善。4Q24 營益率下修，乃係市場需求低迷，報價延續低檔，利差欠佳所致。

預估 2024 年營收下修 0.1%至 2004.54 億元(原估 2006.57 億元)，年增 0.7%，營益率下修 1.2ppt 至-1.7% (原估-0.5%)，營業虧損 34.12 億元(原估虧損 9.98 億元)，較 2023 年虧損 40.29 億元小幅收斂，業外轉投資台塑化獲利貢獻萎縮(2024 年油價下跌導致原油存貨跌價損失擴大)，稅後 EPS 下修至-0.22 元(原估 0.66 元)，遠不如 2023 年之 1.15 元，年底淨值 53.35 元(原估 54.23 元)。

圖 1：2024 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	47,743	50,492	50,745	0.5%	6.3%	51,097	51,913	-0.7%	-2.2%
營業毛利	1,767	2,491	2,943	18.1%	66.6%	3,832	1,848	-23.2%	59.2%
營業利益	-1,748	-1,507	-629	--	--	235	-1,616	-	-
稅前利益	-3,380	-3,245	148	--	--	1,395	647	-89.4%	-77.1%
稅後淨利	-2,901	-3,092	119	--	--	1,116	-1,707	-89.4%	-
調整後 EPS (元)	-0.46	-0.49	0.02	--	--	0.18	0.08	-89.4%	-75.9%
重要比率 (%)				百分點	百分點			百分點	百分點
營業毛利率	3.7%	4.9%	5.8%	0.9	2.1	7.5%	3.6%	-1.7	2.2
營業利益率	-3.7%	-3.0%	-1.2%	1.8	2.4	0.5%	-3.1%	-1.7	1.9
稅後純益率	-6.1%	-6.1%	0.2%	6.4	6.3	2.2%	-3.3%	-2.0	3.5

資料來源：公司資料、元大投顧預估、Bloomberg

1Q25 稅後 EPS 下修 89.5%至 0.02 元，2025 年稅後 EPS 下修 45.8%至 0.48 元

展望 1Q25，由於有農曆年假，工作天數較少之干擾，且中國市場需求延續低迷，能見度不高，加上油價弱勢，台塑旗下產品線價格也相對偏弱，預估 1Q25 營收下修 3.7%至 482.07 億元(原估 500.75 億元)，季減 5.0%，年增 0.2%，營益率下修 1.8ppt 至-1.1% (原估 0.7%)，營業虧損 5.39 億元(原估營業利益 3.42 億元)，業外轉投資台塑化獲利貢獻彌補，稅後 EPS 下修 89.5%至 0.02 元(原估 0.17 元)，季持平，年減 47.0%。

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，而中國新產能投放，供過於求格局持續，競爭壓力仍大，削弱台塑營收及獲利表現，展望偏向保守，預估 2025 年營收下修 3.0%至 1993.61 億元(原估 2055.76 億元)，年減 0.5%，營益率下修 1.0ppt 至-0.3% (原估 0.7%)，營業虧損 6.38 億元(原估營業利益 13.79 億元)，不過業外轉投資台塑化獲利貢獻彌補，稅後 EPS 下修 45.8%至 0.48 元(原估 0.89 元)，較 2024 年之-0.22 元改善，年底淨值 54.02 元(原估 54.56 元)。

圖 2：2025 年第 1 季財測與預估比較

(百萬元)	1Q24A	4Q24F	1Q25F	季增率	年增率	1Q25F		預估差異	
						元大預估	市場預估	元大	市場
營業收入	48,108	50,745	48,207	-5.0%	0.2%	50,075	55,862	-3.7%	-13.7%
營業毛利	1,833	2,943	2,796	-5.0%	52.5%	3,806	6,832	-26.5%	-59.1%
營業利益	-1,445	-629	-539	-	-	342	3,167	-	-
稅前利益	361	148	146	-1.4%	-59.5%	1,386	6,466	-89.5%	-97.7%
稅後淨利	221	119	117	-1.7%	-47.0%	1,109	5,367	-89.5%	-97.8%
調整後 EPS (元)	0.03	0.02	0.02	-1.7%	-47.0%	0.17	0.84	-89.5%	-97.6%
重要比率 (%)				百分點	百分點				
營業毛利率	3.8%	5.8%	5.8%	0.0	2.0	7.6%	12.2%	-1.8	-6.4
營業利益率	-3.0%	-1.2%	-1.1%	0.1	1.9	0.7%	5.7%	-1.8	-6.8
稅後純益率	0.5%	0.2%	0.2%	0.0	-0.2	2.2%	9.6%	-2.0	-9.4

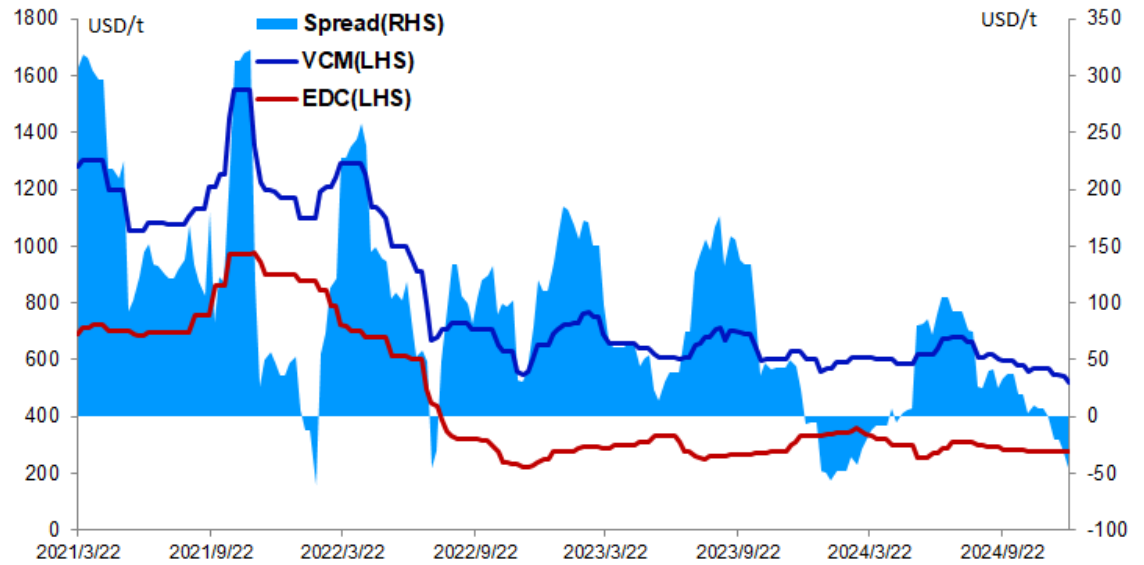
資料來源：公司資料、元大投顧預估、Bloomberg

台塑旗下產品營運低迷，印度 BIS 認證實施遞延及課徵反傾銷稅，壓抑台塑出貨

台塑旗下各產品線營收表現均屬低迷。分述如下：

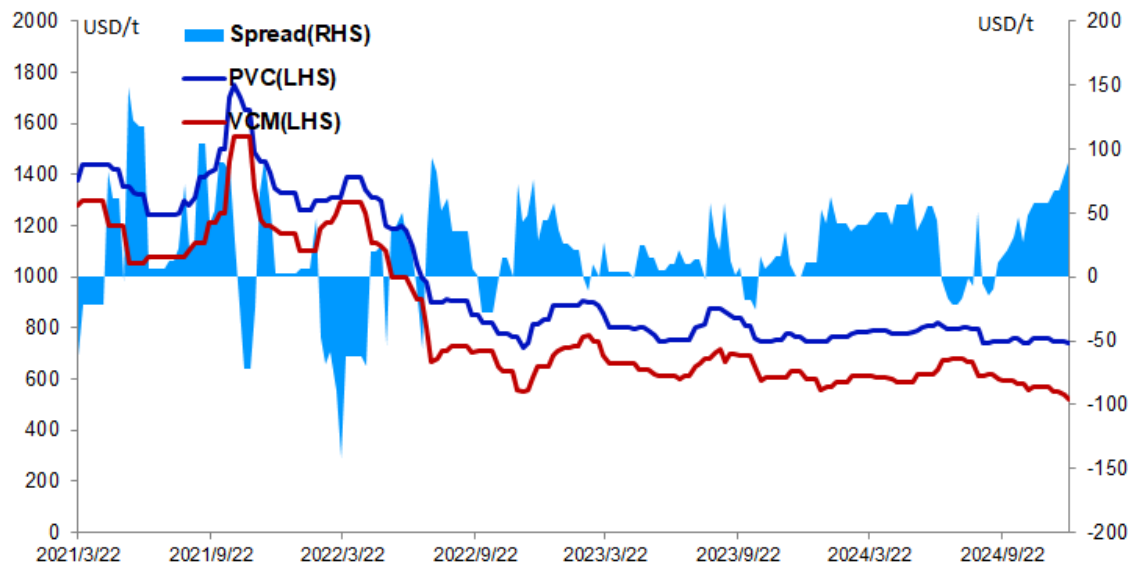
(1) PVC 產品，整體而言，中國 PVC 年產能約 2800 萬噸，但需求僅 1900 萬噸，供過於求大環境並未改變，競爭環境持續。至於印度市場方面，印度針對 PVC 進口實施 BIS 認證，未取得 BIS 認證的 PVC 將禁止進口到印度，由於中國 PVC 廠商尚未取得 BIS 認證，中國出口 PVC 到印度受阻。惟印度政府將正式實施日期由原定 2024/8/24 遞延至 2024/12/24 執行，但為了保護印度本土 PVC 廠商，印度政府於 10 月底宣布，對原產於台灣、中國、美國、日本、南韓、印尼及泰國等地的 PVC 徵收反傾銷稅，其中以中國及美國稅率最高，中國的稅率介於每噸 82 至 167 美元，美國稅率每噸 104 至 339 美元，韓國為 0 至 161 美元，印尼 61 至 200 美元，泰國 53 至 184 美元，台灣廠商稅率則是介於 25 至 163 美元。而台塑的反傾銷稅率則為 74 美元，稅率處於中間水準。另外印度政府也宣布 PVC 進口實施 BIS 認證二度遞延至 2025/6/24。印度對外國 PVC 課徵反傾銷稅，墊高台塑外銷 PVC 至印度之成本，而 BIS 認證遞延，中國廠商 1H25 仍可出口到印度市場，削弱已取得 BIS 認證的台塑擴大爭取印度 PVC 市佔率的機會，預期 2H25 台塑才有機會擴大印度 PVC 銷售量。

圖 3：VCM 及 EDC 現貨價格及利差趨勢圖 (美元/噸)



資料來源：Platts、元大投顧預估

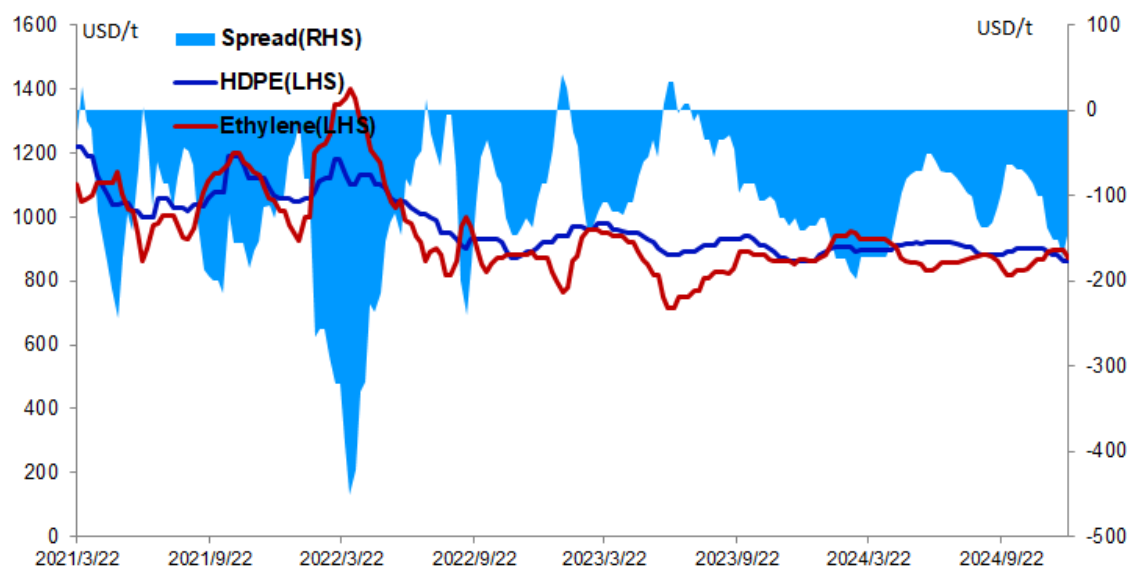
圖 4：PVC 及 VCM 現貨價格及利差趨勢圖 (美元/噸)



資料來源：Platts、元大投顧預估

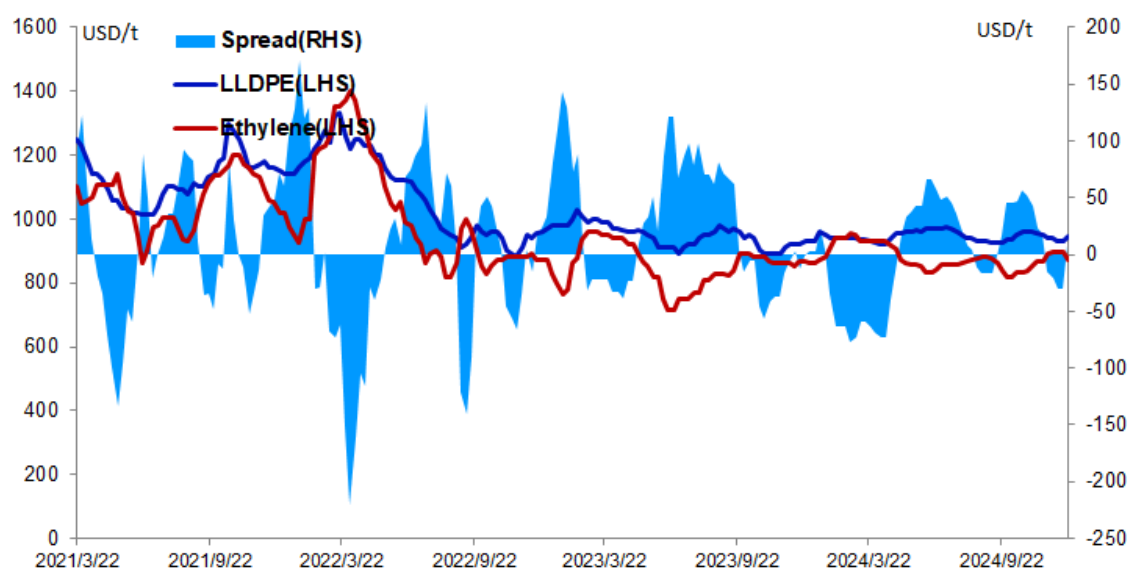
(2) PE 產品線，近幾年中國及美國持續有 PE 新產能投放，而中國需求欠佳，歐美受通膨及升息影響，需求也顯得疲弱，整體供給增加速度超過需求，供需結構不佳，目前 HDPE 及 LLDPE 價格弱勢，利差為負，處於虧損狀態。PP 市況，由於中國及美國仍有相當大量 PDH 丙烷脫氫再生產 PP 的新產能開出，供給大增，產能過剩，需求成長受限，供需同樣不佳。

圖 5：HDPE 及乙烯現貨價格及利差趨勢圖 (美元/噸)



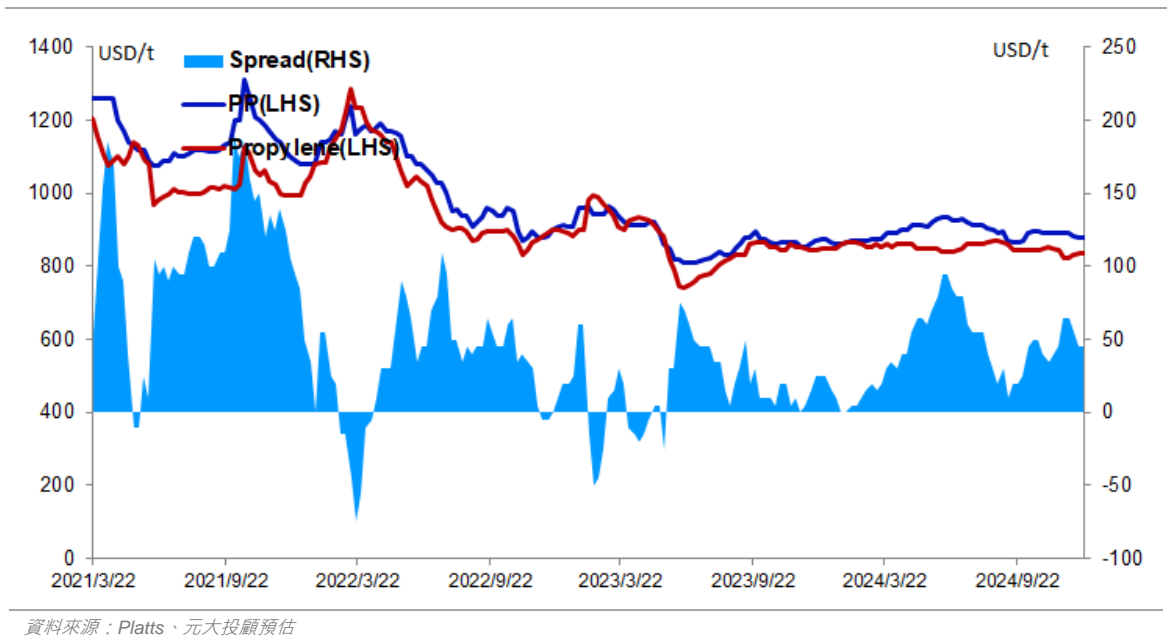
資料來源：Platts、元大投顧預估

圖 6：LLDPE 及乙烯現貨價格及利差趨勢圖 (美元/噸)



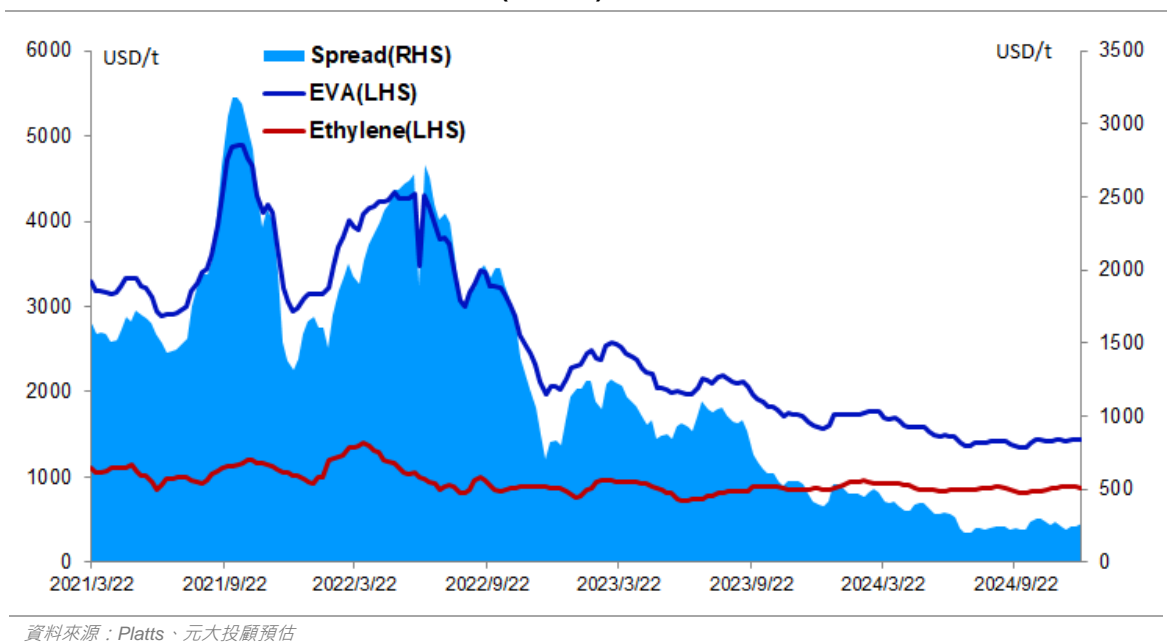
資料來源：Platts、元大投顧預估

圖 7：PP 及丙烯現貨價格及利差趨勢圖 (美元/噸)



(3) EVA 市況方面，前 2 年太陽能安裝需求成長，提振太陽能級 EVA 需求，EVA 價格及利差表現較亮麗，惟 2024 年以來，中國寧夏寶豐 EVA 新產能開出，導致 EVA 價格下跌，EVA 利差也萎縮。另一方面，美國針對中國太陽能產品進口關稅，稅率由 25%調高至 50%，並取消雙面太陽能關稅豁免，美國也針對馬來西亞、柬埔寨、泰國及越南等東南亞生產的太陽能產品的進口免稅優惠也於 2024/6/6 到期後不再展延，並要求溯源管理，造成中國太陽能廠商出口陷入嚴峻挑戰，也削弱對太陽能級 EVA 需求，預期 EVA 價格仍將延續弱勢。

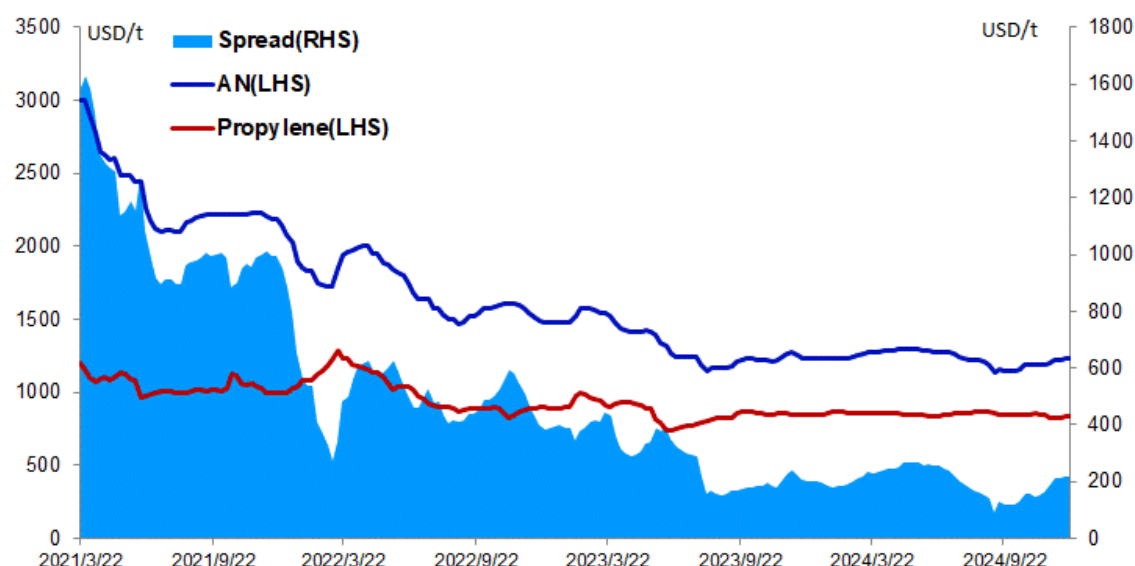
圖 8：EVA 及乙烯現貨價格及利差趨勢圖 (美元/噸)



(4) AE 下游需求主要跟房地產連動，中國房市景氣疲軟，加上中國新生兒減少，人口紅利消失，未來中國房市景氣要回升，難度較高，將抑制 AE 需求增長空間。不過台塑的 AE 產品已經通過印度 BIS 認證，因此銷往印度市場出貨量增加，有利稼動率提升，預期虧損有機會逐步收斂。

(5) AN 市況，下游應用以 ABS、壓克力棉及橡膠輪胎等，汽車銷售動能較為平淡，輪胎及橡膠需求動能平穩，歐美成衣市場回補庫存尚不明顯，壓克力棉需求平淡，而房地產景氣低迷拖累家電需求不振，AN 需求面展望仍保守，而中國持續有 AN 新產能投放，供需格局不佳。不過台塑的 AN 產品已取得印度 BIS 認證，預期未來可銷往印度市場，降低中國市場干擾。

圖 9：AN 及丙烯現貨價格及利差趨勢圖 (美元/噸)



資料來源：Platts、元大投顧預估

受惠原料漲勢落後，4Q24 台塑旗下產品利差略為改善

中國官方於 2024 年 9 月下旬推出貨幣寬鬆及房市振興措施，一度提振報價，引發市場對於中國經濟及市場復甦的期待，塑化產品報價一度於 9 月下旬至 10 月上旬約 3 週的時間出現一段波段漲勢，其中原料端乙烯上漲 3.7%，丙烯持平，而台塑旗下產品 PVC 上漲 2.0%，VCM 持平，AN 持平，PP 上漲 2.9%，LLDPE 上漲 1.1%，HDPE 上漲 1.1%，EVA 上漲 7.5% 較強。市場初步回補庫存買盤所致，惟中國市場需求並未如預期復甦，導致整體買氣缺乏延續性，加上中國新產能投放的干擾持續，4Q24 多數產品報價漲勢受到壓抑，原料部分乙烯上漲 6.1% QTD，丙烯下跌 1.2% QTD，而 PVC 下跌 1.3% QTD，VCM 挫低 12.6% QTD，HDPE 下跌 3.4% QTD 較弱，不過 AN 上漲 7.4% QTD，PP 上漲 1.2% QTD，LLDPE 上漲 1.1% QTD，EVA 上漲 7.2% QTD，尚且維持 10 月初的報價水準。至於 4Q24 各產品平均利差略見改善，係原料乙烯漲幅相對落後，丙烯更是小跌，成本降低所致，其中 PVC 及 VCM 利差小增至 56 美元，AN 利差小增至 168 美元，PP 利差增至 47 美元，而 EVA 利差改善至 259 美元，LLDPE 利差改善至 19 美元，獲利略為好轉，至於 HDPE 利差降至 -107 美元，延續虧損狀態。

展望 1Q25，由於有農曆年假，工作天數較少之干擾，加上中國需求能見度不高，市況低迷，而原料端油價弱勢，也會強化市場觀望心態，買氣縮手，預期 1Q25 各產品報價將處於弱勢整理格局，營運轉淡。展望後市，中國仍可能推出刺激政策，刺激買氣回籠，維繫需求，惟中國新產能投放的干擾仍在，預期台塑旗下產品線利差中長期展望仍無法太樂觀。

圖 10：1Q23 - 4Q24 各產品利差彙整表

Products	Average Spreads (USD/Ton)							
	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24
PVC+VCM	168	56	157	56	5	85	54	56
EVA	1142	960	979	547	469	370	229	259
AN	400	336	209	199	201	254	163	168
PP	10	14	33	12	13	63	38	47
HDPE	-65	-60	-28	-113	-161	-104	-101	-107
LLDPE	42	25	71	-22	-40	7	13	19

資料來源：Platts、元大投顧

碳費開徵延至 2025 年，將削弱台塑長期獲利表現

環境部於 2024/10/7 召開的第六次碳費審議委員會敲定碳費費率為每噸 300 元，以 2024 年排放量為徵收標準，並於 2025 年起開始徵收，第一波鎖定年碳排量超過 2.5 萬噸的排碳大戶，企業須對超過 2.5 萬噸之碳排繳納碳費，此外碳費費率預計將逐步調漲，至 2030 年將漲至每噸 1200-1800 元。

碳費徵收對象如果因轉換低碳燃料、採行負排放技術、提升能源效率、使用再生能源或製程改善等溫室氣體減量措施，能有效減少溫室氣體排放量並達中央主管機關指定目標者，得提出自主減量計畫向中央主管機關申請核定優惠費率，政府推動 A、B 兩種優惠費率方案：1) A 方案(行業別指定削減率)：以 2021 年為基準年，鋼鐵業/水泥業/其他行業之碳排在 2030 年前較基準年減少 25.2%/22.3%/42%，即可適用 50 元/噸之碳費費率；2) B 方案(技術標準指定削減率)：企業在固定燃燒排放源、製程排放及使用電力間接排放等達到削減率目標，即可適用 100 元/噸之碳費費率，以水泥及鋼鐵兩大高碳洩漏風險行業來說，在「一貫煉鋼鋼胚生產」及「水泥熟料生產」製程排放部份削減率須分別達 13%/7%。

在實施碳定價管制時，高碳洩漏風險行業(如鋼鐵、水泥等)有可能將產能轉移至管制較寬鬆或尚未訂定管制的國家，反而造成總體碳排量較碳定價管制前更高之風險，因此政府針對高碳洩漏風險行業訂定了調整係數，若上述企業提出自主減量計畫並獲政府核可，除適用優惠碳費費率外尚可適用調整係數，目前第一期為 0.2，等同企業僅需支付原所需繳納碳費之 20%。

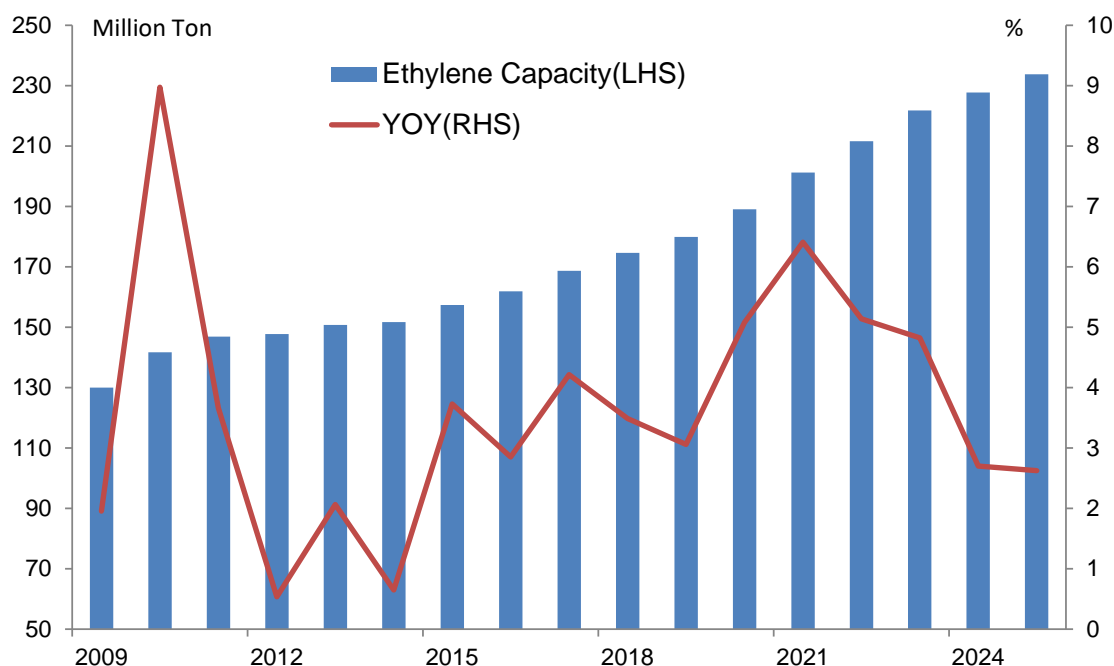
台塑一年碳排放量約 794.3 萬噸，依據每噸碳費 300 元台幣計算，估計台塑一年碳費將達 23.83 億元，影響台塑稅前 EPS 約 0.37 元，將是削弱中長期獲利表現的負面因素。不過台塑將會提出自主減量計畫以及高碳洩漏風險行業認定，以申請核定優惠費率及適用調整係數，若順利通過核可，評估 2025 年碳費支出將有機會降至 2 億元以內，較原先預估 23.83 億元大幅縮減，惟後續仍須經環境部審核通過，仍有不確定性，因此我們對於 2025 年及 2026 年尚未將碳費支出估列進去。且碳費費率長期將會持續調漲，仍將削弱台塑中長期獲利表現。

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 11：全球乙烯產能擴張趨勢圖 (百萬噸)



資料來源：Bloomberg、元大投顧

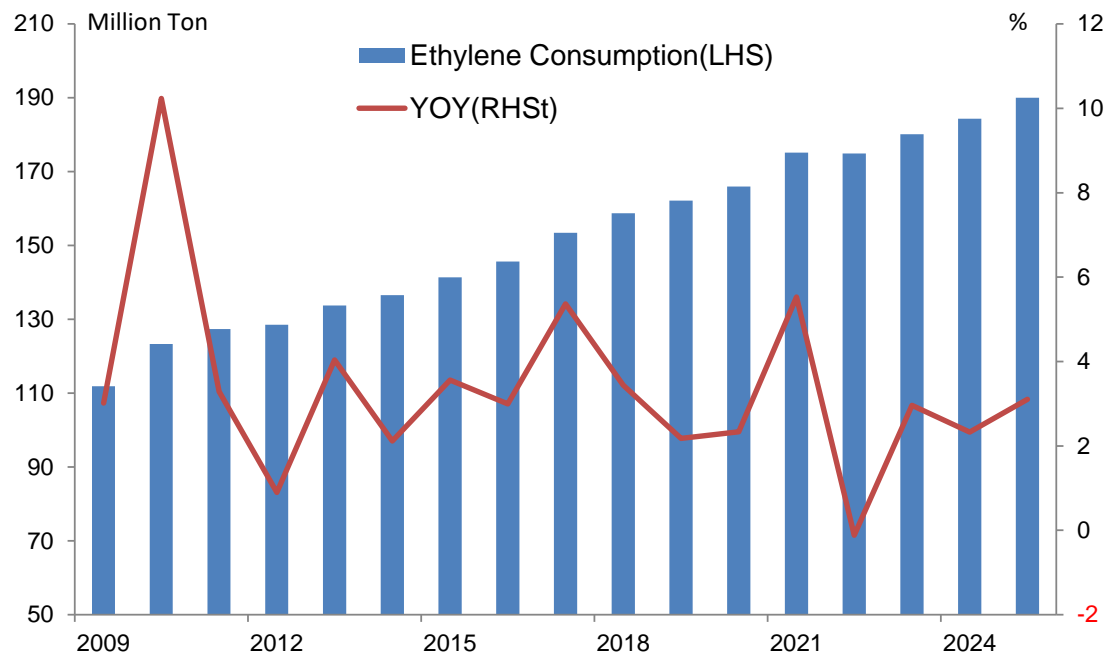
中國煉化一體產能於 2020 年至 2023 年為投放高峰

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

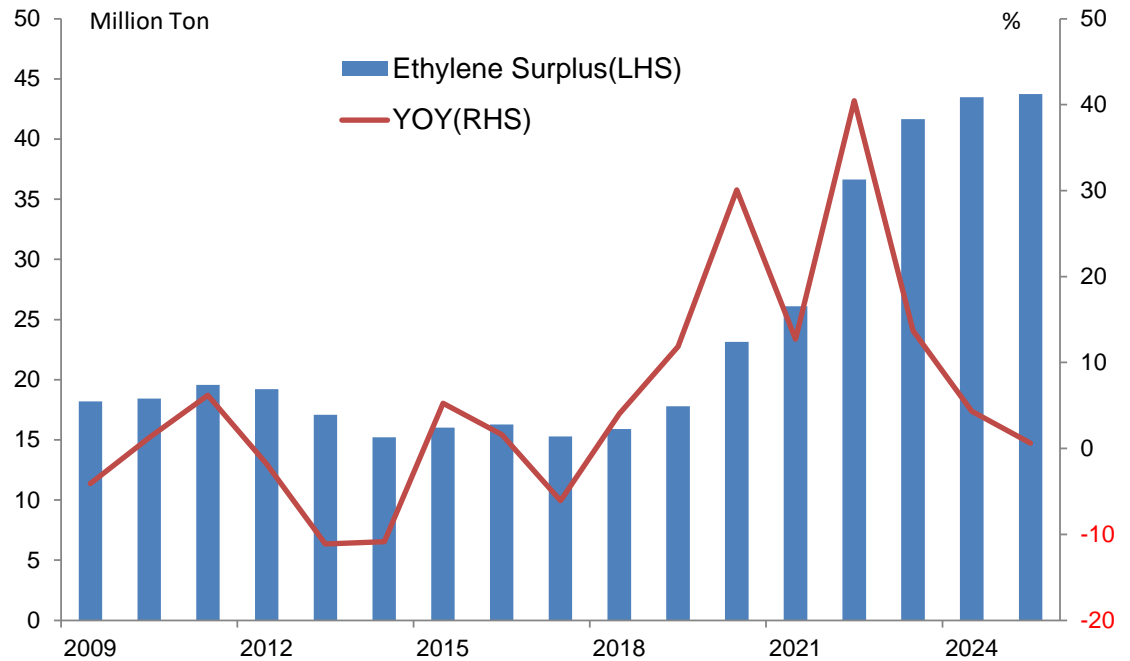
展望未來，中國乙烯產能因煉化一體化、煤制烯烴、乙烷裂解等裝置的投資計畫持續推進，2026 年前規劃投產的乙烯產能超過 2,000 萬噸，預計 2026 年中國乙烯產能將提升至 7,000 萬噸。北美地區在 2026 年前較沒有乙烯產能擴張計畫，產能增速較緩，只剩下中東地區及俄羅斯仍有建設大型乙烯裂解裝置的計畫，預估 2026 年全球乙烯產能有機會上看 2.5 億噸。另一方面，觀察過去幾年全球乙烯消費趨勢呈現穩定擴增的格局，2023 年乙烯消費量提升至 1.80 億噸，年增 3.0%，溫和成長態勢，不過仍低於乙烯產能擴張的幅度。以過去 5 年平均乙烯新增消費量約 450 萬噸，低於過去 5 年平均乙烯產能擴張的 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 12：全球乙烯消費成長趨勢圖 (百萬噸)



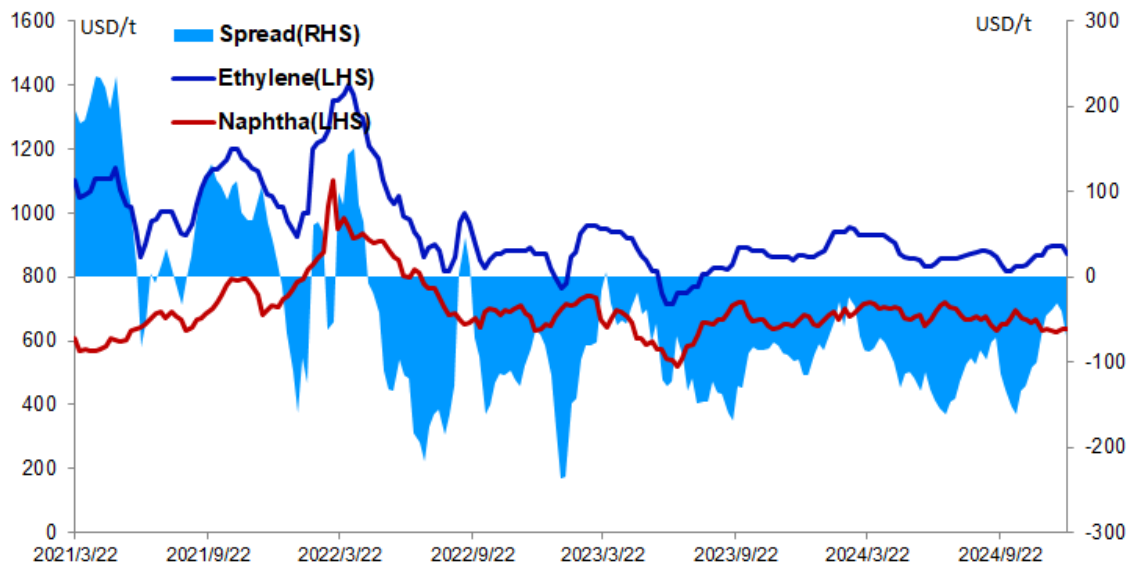
資料來源：Bloomberg、元大投顧

圖 13：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 14：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

對台塑投資建議為持有，目標價由 46.5 元下調至 38 元

台塑 3Q24 虧損擴大，及轉投資台塑化 3Q24 原油存貨跌損拖累，導致台塑 2024 年營收及獲利下修。預估 2024 年營收下修 0.1%至 2004.54 億元(原估 2006.57 億元)，年增 0.7%，營益率下修 1.2ppt 至-1.7% (原估-0.5%)，營業虧損 34.12 億元(原估虧損 9.98 億元)，較 2023 年虧損 40.29 億元小幅收斂，業外轉投資台塑化獲利貢獻萎縮(2024 年油價下跌導致原油存貨跌價損失擴大)，稅後 EPS 下修至-0.22 元(原估 0.66 元)，遠不如 2023 年之 1.15 元，年底淨值 53.35 元(原估 54.23 元)。

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，而中國新產能投放，供過於求格局持續，競爭壓力仍大，削弱台塑營收及獲利表現，展望偏向保守，預估 2025 年營收下修 3.0%至 1993.61 億元(原估 2055.76 億元)，年減 0.5%，營益率下修 1.0ppt 至-0.3% (原估 0.7%)，營業虧損 6.38 億元(原估營業利益 13.79 億元)，不過業外轉投資台塑化獲利貢獻彌補，稅後 EPS 下修 45.8%至 0.48 元(原估 0.89 元)，較 2024 年之-0.22 元改善，年底淨值 54.02 元(原估 54.56 元)。

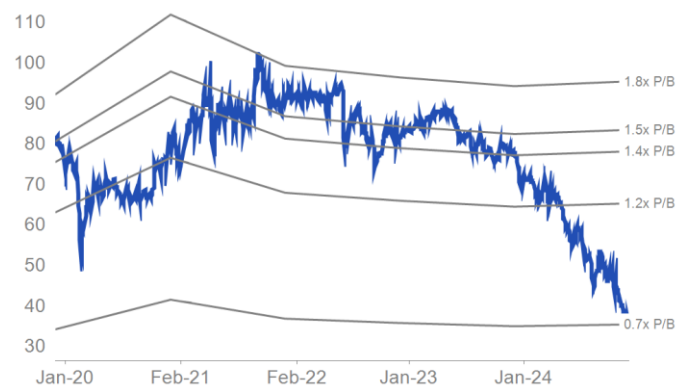
對台塑(1301)投資建議為持有-超越同業，乃考量中國 PVC 年產能約 2800 萬噸，但需求僅 1900 萬噸，供過於求大環境並未改變，競爭環境持續，PE 及 PP 產品線則面臨中國同業產能持續擴充的競爭壓力，獲利改善空間受限，復甦力道偏弱，預估 2024 年及 2025 年稅後 EPS 各下修至-0.22 元及 0.48 元，遠低於 2021 年之前幾年獲利均在 3-4 元以上的水準。另台塑也將面臨政府開徵碳費的衝擊，推估營業成本增加 23.83 億元，影響稅前 EPS 約 0.37 元，台塑將提自主減量計畫，有機會將碳費支出降至 2 億元以內，惟仍待環境部審查通過的不確定性，且碳費費率長期將會持續調漲，仍將削弱獲利表現。目前本淨比約為 0.68 倍，評價合理，投資建議為持有-超越同業，PBR 自 0.85 下修至 0.7 倍，目標價由 46.5 元下調至 38 元(評價基礎為 0.7 PBR X 2025 年底淨值 54.02 元)。

圖 15：2024 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	200,454	200,657	199,361	205,576	-0.1%	-3.0%
營業毛利	11,006	12,953	13,228	15,677	-15.0%	-15.6%
營業利益	-3,412	-998	-638	1,379	-	-
稅前利益	-1,393	4,972	3,839	7,087	-	-45.8%
稅後淨利	-1,388	4,200	3,071	5,670	-	-45.8%
調整後 EPS (元)	-0.22	0.66	0.48	0.89	-	-45.8%
重要比率 (%)					百分點	百分點
營業毛利率	5.5%	6.5%	6.6%	7.6%	-1.0	-1.0
營業利益率	-1.7%	-0.5%	-0.3%	0.7%	-1.2	-1.0
稅後純益率	-0.7%	2.1%	1.5%	2.8%	-2.8	-1.2

資料來源：公司資料、元大投顧預估

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	1301 TT	持有-超越 同業	35.5	6,847	1.15	(0.22)	0.48	30.8	--	73.6	(79.7)	--	--
國際同業													
榮盛石化	002493 SZ	未評等	9.2	12,695	0.1	0.3	0.5	77.7	37.1	19.7	(64.2)	109.3	88.4
中石化	600028 SS	未評等	6.7	102,363	0.5	0.5	0.5	13.2	13.3	12.7	(9.1)	(1.0)	4.9
恒力石化	600346 SS	未評等	15.3	14,738	1.0	1.0	1.3	15.6	15.6	11.9	197.8	0.1	30.7
樂天化學	011170 KS	未評等	60500.0	1,757	(1199.0)	(13586.6)	1895.9	--	--	31.9	--	--	--
LG 化學	051910 KS	未評等	252000.0	12,663	17218.3	5808.4	22340.4	14.6	43.4	11.3	(24.9)	(66.3)	284.6
國際同業平均					3204.2	(1555.3)	4847.7	30.3	27.3	17.5	(14.0)	10.5	102.2
國內同業													
台化	1326 TT	持有-超越 同業	27.6	5,117	1.5	0.1	0	18.9	306.7	920.0	16.2	(93.8)	(66.7)
南亞	1303 TT	未評等	30.1	7,505	0.8	0.7	1.4	37.8	43.0	22.0	(80.4)	(12.0)	95.7
台聚	1304 TT	未評等	11.0	410	(0.2)	(1.3)	(0.9)	--	--	--	(113.3)	--	--
華夏	1305 TT	未評等	12.0	220	0.6	(0.6)	0.1	20.4	--	92.3	(192.4)	--	--
國內同業平均					0.7	(0.3)	0.2	25.7	174.8	344.8	(92.5)	(52.9)	14.5

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	1301 TT	持有-超越 同業	35.5	6,847	2.1	(0.4)	0.9	54.57	53.35	54.02	0.7	0.7	0.7
國際同業													
榮盛石化	002493 SZ	未評等	9.2	12,695	2.5	5.4	9.0	4.5	4.5	4.7	2.0	2.0	2.0
中石化	600028 SS	未評等	6.7	102,363	7.6	7.3	7.4	6.7	6.9	7.1	1.0	1.0	0.9
恒力石化	600346 SS	未評等	15.3	14,738	11.9	11.7	13.9	8.5	9.6	9.6	1.8	1.6	1.6
樂天化學	011170 KS	未評等	60500.0	1,757	(0.3)	(3.9)	0.3	372390.9	350572.3	331863.8	0.2	0.2	0.2
LG 化學	051910 KS	未評等	252000.0	12,663	5.8	1.8	5.3	411275.2	440614.6	462450.2	0.6	0.6	0.5
國際同業平均					5.5	4.5	7.2	156737.2	158241.6	158867.1	1.1	1.1	1.0
國內同業													
台化	1326 TT	持有-超越 同業	27.6	5,117	2.0	0.3	0.1	57.9	56.7	56.7	0.5	0.5	0.5
南亞	1303 TT	未評等	30.1	7,505	1.7	3.6	3.7	45.4	46.6	48.2	0.7	0.7	0.6
台聚	1304 TT	未評等	11.0	410	(0.9)	20.3	33.3	21.7	18.6	18.1	0.5	0.6	0.6
華夏	1305 TT	未評等	12.0	220	3.6	(1.4)	3.9	16.5	15.3	14.9	0.7	0.8	0.8
國內同業平均					1.6	5.7	10.2	35.4	34.3	34.5	0.6	0.6	0.6

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)

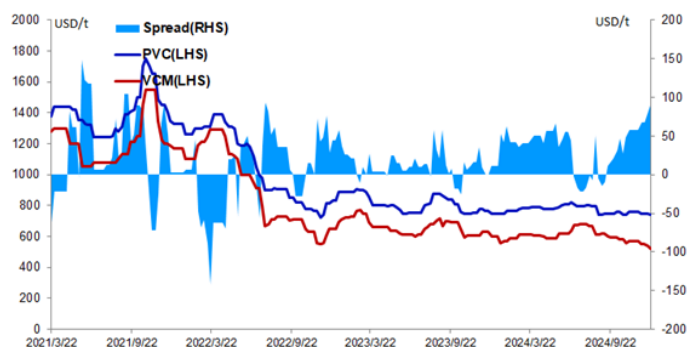
(NT\$百萬元)	1Q2024A	2Q2024A	3Q2024A	4Q2024F	1Q2025F	2Q2025F	3Q2025F	4Q2025F	FY2024F	FY2025F
營業收入	48,108	51,109	50,492	50,745	48,207	50,136	49,885	51,132	200,454	199,361
銷貨成本	(46,275)	(47,371)	(48,001)	47,802	45,411	46,877	46,393	47,451	189,448	186,132
營業毛利	1,833	3,738	2,491	2,943	2,796	3,259	3,492	3,682	11,006	13,228
營業費用	(3,278)	(3,569)	(3,999)	3,572	3,335	3,487	3,475	3,569	14,418	13,866
營業利益	(1,445)	170	(1,507)	(629)	(539)	(228)	17	112	(3,412)	(638)
業外利益	1,806	1,173	(1,738)	777	685	1,055	1,920	817	2,019	4,477
稅前純益	361	1,343	(3,245)	148	146	827	1,937	929	(1,393)	3,839
所得稅費用	(140)	21	152	30	29	165	387	186	(4)	768
少數股東權益	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
歸屬母公司稅後純益	221	1,365	(3,092)	119	117	661	1,550	743	(1,388)	3,071
調整後每股盈餘(NT\$)	0.03	0.21	(0.49)	0.02	0.02	0.10	0.24	0.12	(0.22)	0.48
調整後加權平均股數(百萬股)	6,366	6,366	6,366	6,366	6,366	6,366	6,366	6,366	6,366	6,366
重要比率										
營業毛利率	3.8%	7.3%	4.9%	5.8%	5.8%	6.5%	7.0%	7.2%	5.5%	6.6%
營業利益率	-3.0%	0.3%	-3.0%	-1.2%	-1.1%	-0.5%	0	0.2%	-1.7%	-0.3%
稅前純益率	0.8%	2.6%	-6.4%	0.3%	0.3%	1.7%	3.9%	1.8%	-0.7%	1.9%
稅後純益率	0.5%	2.7%	-6.1%	0.2%	0.2%	1.3%	3.1%	1.5%	-0.7%	1.5%
有效所得稅率	38.8%	-1.6%	--	-20.3%	-19.9%	-20.0%	-20.0%	-20.0%	--	--
季增率(%)										
營業收入	0.8%	6.2%	-1.2%	0.5%	-5.0%	4.0%	-0.5%	2.5%		
營業利益	--	--	--	--	--	--	--	558.8%		
稅後純益	--	517.9%	--	--	-1.7%	465.0%	134.5%	-52.1%		
調整後每股盈餘	--	518.0%	--	--	-1.7%	467.8%	134.3%	-52.0%		
年增率(%)										
營業收入	-7.9%	5.5%	-0.5%	6.3%	0.2%	-1.9%	-1.2%	0.8%	0.7%	-0.5%
營業利益	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--
稅後純益	-90.6%	11.4%	--	--	-47.0%	-51.6%	--	524.4%	--	--
調整後每股盈餘	-90.6%	11.4%	--	--	-47.0%	-51.5%	--	526.4%	--	--

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

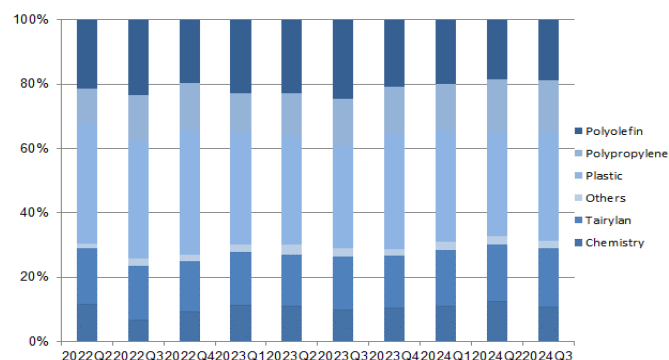
台塑(1301)成立於 1954 年，一開始設立 PVC 廠，並往上游原料電石、VCM、液鹼、聚丙烯腈纖維、聚乙烯及其他石化原料等產品線發展，1980 年成立台塑美國公司(FPC-USA)，1992 年轉投資成立台塑石化公司，1993 年興建第六輕油裂解廠，配合集團石化原料上下一貫生產的垂直整合策略，於麥寮廠設立 PVC、AE、LLDPE、AN 等工廠。2002 年成立台塑工業(寧波)有限公司，於寧波廠設立之 PVC、AE、高吸水性樹脂及 PP 產線，完成台塑在兩岸的生產佈局。主要營業項目為塑膠及纖維原料產銷，其中 VCM 及 PVC 兩項產品年產能為全球第三大廠，至於其他產品線液鹼、丙烯酸、正丁醇、高吸水性樹脂、丙烯腈及環氧氯丙烷產能也是名列世界前茅。

圖 20：PVC 及 VCM 現貨價格及利差趨勢圖 (美元/噸)



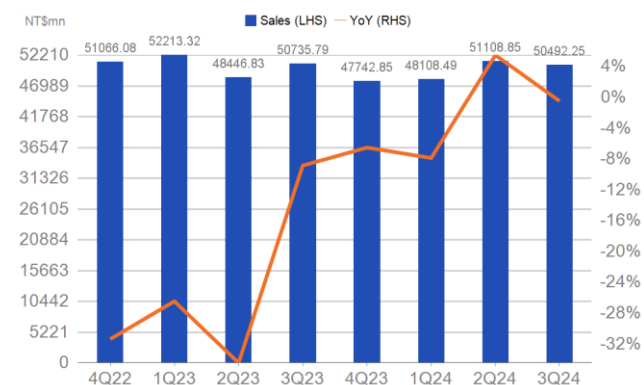
資料來源：公司資料、元大投顧預估

圖 21：營收組成



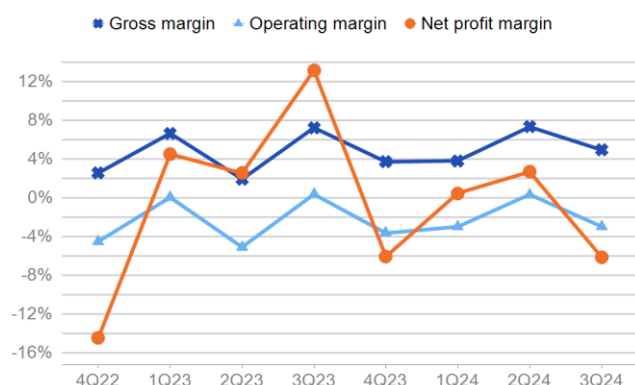
資料來源：公司資料

圖 22：營收趨勢



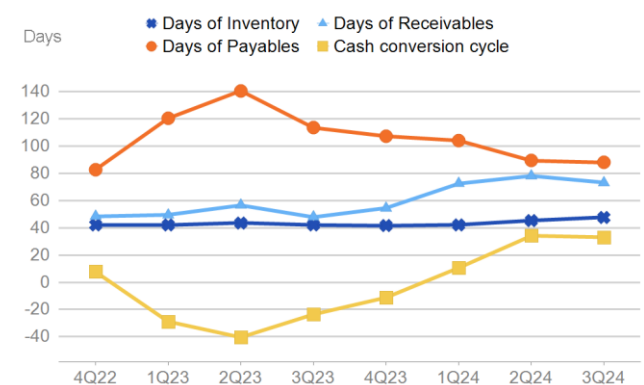
資料來源：CMoney、公司資料

圖 23：毛利率、營益率、淨利率



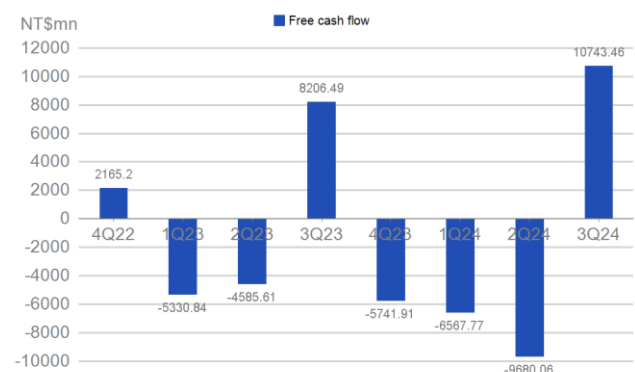
資料來源：CMoney、公司資料

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**：台塑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**：台塑擁有強大的 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 26：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 (2024/12/30)

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)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
現金與短期投資	17,110	6,147	2,939	9,691	8,661
存貨	22,412	21,440	21,923	21,715	21,964
應收帳款及票據	15,853	14,250	14,259	14,205	14,278
其他流動資產	105,445	117,802	25,458	25,319	25,533
流動資產	160,820	159,638	157,389	161,040	162,354
採用權益法之投資	212,476	222,537	222,446	222,571	222,671
固定資產	107,315	112,452	107,243	106,658	109,280
無形資產	607	563	600	600	600
其他非流動資產	30,036	35,548	35,440	34,746	35,158
非流動資產	350,434	371,100	365,729	364,575	367,709
資產總額	511,254	530,738	523,118	525,616	530,064
應付帳款及票據	11,774	11,631	11,681	11,585	11,675
短期借款	14,900	23,467	23,453	23,325	23,899
什項負債	69,189	68,004	68,596	68,300	68,448
流動負債	95,863	103,102	103,731	103,210	104,022
長期借款	6,437	21,362	31,672	31,100	31,865
其他負債及準備	51,269	58,914	24,055	23,724	24,307
長期負債	57,706	80,277	55,726	54,824	56,172
負債總額	153,570	183,378	183,512	181,758	184,501
股本	63,657	63,657	63,657	63,657	63,657
資本公積	11,797	11,830	11,830	11,830	11,830
保留盈餘	230,270	210,804	203,050	207,302	209,007
什項權益	51,960	61,069	61,069	61,069	61,069
歸屬母公司之權益	357,685	347,360	339,606	343,857	345,563
非控制權益	0	0	0	0	0
股東權益總額	357,685	347,360	339,606	343,857	345,563

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)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
本期純益	36,143	7,338	(1,388)	3,071	4,316
折舊及攤提	8,456	8,068	8,947	8,920	9,147
本期營運資金變動	5,241	2,485	(443)	166	(233)
其他營業資產 及負債變動	6,962	(11,733)	(154)	2,452	(1,546)
營運活動之現金流量	56,802	6,157	6,962	14,609	11,684
資本支出	(14,775)	(13,609)	(3,738)	(3,335)	(3,770)
本期長期投資變動	(6,150)	10,061	(100)	(125)	(100)
其他資產變動	2,604	(23,941)	(154)	2,452	(1,546)
投資活動之現金流量	(18,321)	(27,489)	(3,878)	(7,218)	(12,783)
股本變動	0	0	(6,366)	1,180	(2,611)
本期負債變動	25,615	35,341	133	(1,753)	2,743
現金增減資	0	0	0	0	0
支付現金股利	(52,173)	(26,745)	(11,801)	(12,106)	(12,685)
其他調整數	(3,848)	3,936	(154)	2,452	(1,546)
融資活動之現金流量	(30,405)	12,531	(6,292)	(639)	70
匯率影響數	(4,681)	(2,163)	0	0	0
本期產生現金流量	3,395	(10,963)	(3,208)	6,752	(1,030)
自由現金流量	42,026	(7,452)	3,224	6,274	(86)

資料來源：公司資料、元大投顧

損益表

年初至 12 月 (NT\$ 百萬元)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
營業收入	251,647	199,139	200,454	199,361	204,262
銷貨成本	(209,089)	(189,312)	189,448	186,132	189,449
營業毛利	42,559	9,826	11,006	13,228	14,813
營業費用	(15,760)	(13,855)	14,418	13,866	14,220
推銷費用	(8,528)	(6,621)	7,380	6,875	7,040
研究費用	(1,893)	(1,779)	2,595	1,675	1,641
管理費用	(5,339)	(5,454)	4,189	5,316	5,538
其他費用	1	(1)	0	0	0
營業利益	26,799	(4,029)	(3,412)	(638)	594
利息收入	380	594	400	400	400
利息費用	(1,390)	(2,485)	(3,520)	(3,516)	(3,607)
利息收入淨額	(1,010)	(1,891)	(3,120)	(3,116)	(3,207)
投資利益(損失)淨額	5,761	7,945	2,732	5,612	5,939
匯兌損益	2,437	(18)	0	0	0
其他業外收入(支出)淨額	9,807	4,990	2,407	1,981	2,069
稅前純益	43,794	6,997	(1,393)	3,839	5,395
所得稅費用	(7,652)	341	(4)	768	1,079
少數股權淨利	0	0	0	0	0
歸屬母公司之稅後純益	36,143	7,338	(1,388)	3,071	4,316
稅前息前折舊攤銷前淨利	53,288	17,179	4,035	9,244	10,935
調整後每股盈餘 (NT\$)	5.68	1.15	(0.22)	0.48	0.68

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	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
年成長率 (%)					
營業收入	(8.0)	(20.9)	0.7	(0.5)	2.5
營業利益	(55.5)	--	--	--	--
稅前息前折舊攤銷前淨利	(44.0)	(67.8)	(76.5)	129.1	18.3
稅後純益	(49.3)	(79.7)	--	--	40.5
調整後每股盈餘	(49.3)	(79.7)	--	--	40.5
獲利能力分析 (%)					
營業毛利率	16.9	4.9	5.5	6.6	7.3
營業利益率	10.7	(2.0)	(1.7)	(0.3)	0.3
稅前息前淨利率	16.9	2.3	(2.5)	0.2	0.9
稅前息前折舊攤銷前淨利率	21.2	8.6	2.0	4.6	5.4
稅前純益率	17.4	3.5	(0.7)	1.9	2.6
稅後純益率	14.4	3.7	(0.7)	1.5	2.1
資產報酬率	6.9	1.4	(0.3)	0.6	0.8
股東權益報酬率	9.5	2.1	(0.4)	0.9	1.3
穩定/償債能力分析					
負債權益比 (%)	42.9	52.8	54.0	52.9	53.4
淨負債權益比(%)	1.2	11.1	15.4	13.0	13.6
利息保障倍數 (倍)	32.5	3.8	(1.4)	0.1	0.5
流動比率 (%)	167.8	154.8	151.7	156.0	156.1
速動比率 (%)	144.4	134.0	130.6	135.0	135.0
淨負債 (NT\$百萬元)	4,227	38,682	52,186	44,734	47,102
調整後每股淨值 (NT\$)	56.19	54.57	53.35	54.02	54.28
評價指標 (倍)					
本益比	6.3	30.8	--	73.6	52.4
股價自由現金流量比	4950.5	4950.5	70.1	36.0	-2639.6
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	0.6	0.7	0.7	0.7	0.7
股價營收比	0.9	1.1	1.1	1.1	1.1

資料來源：公司資料、元大投顧；註：負債為短期債加上長期債。

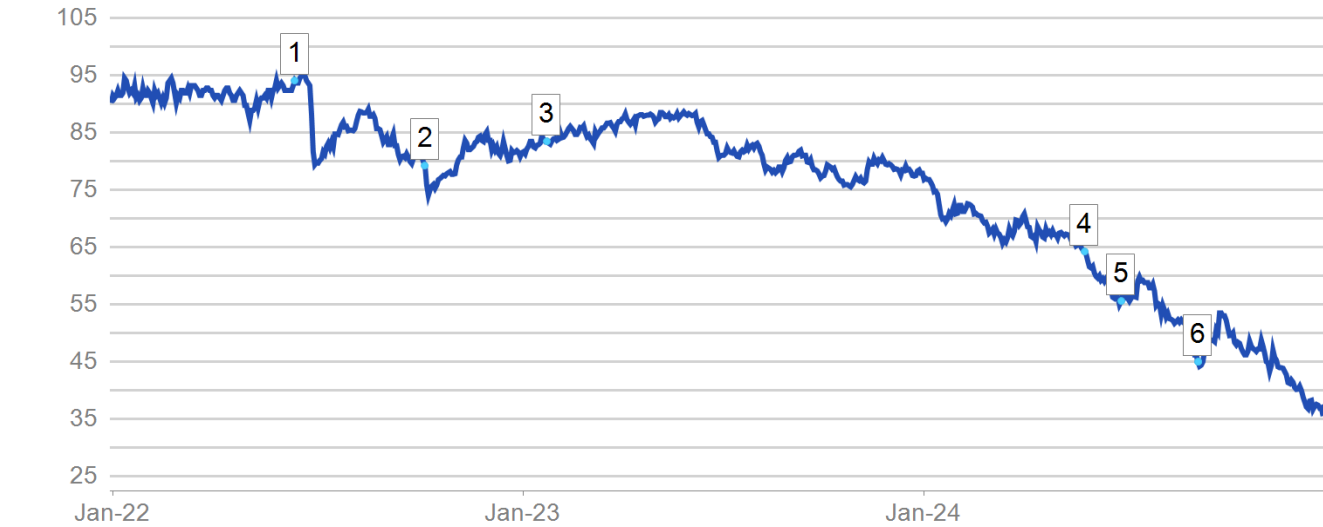
附錄：重要揭露事項

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 (1301 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	20220621	108.50	130.00	112.70	買進	李侃奇
2	20221011	85.10	105.00	98.54	買進	李侃奇
3	20230202	89.00	103.00	96.66	買進	李侃奇
4	20240531	65.60	70.00	68.84	持有-超越同業	蔡爵丞
5	20240703	56.50	60.00	59.00	持有-超越同業	蔡爵丞
6	20240909	46.30	46.50	46.50	持有-超越同業	蔡爵丞

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>.