

持有・維持

收盤價 March 17 (NT\$)	42.65
12 個月目標價 (NT\$)	46.00
前次目標價 (NT\$)	41.00
調升 (%)	12.2
上漲空間 (%)	7.9

焦點內容

4Q22 財報大幅落後，主因利潤率下滑。雖然我們看好 2023 年本業獲利前景轉佳，但認為當前評價合理，建議靜待中國房市復甦之進一步跡象出現。凱基維持「持有」評等並根據 1 倍股價淨值比將目標價調整至 46 元。

交易資料表

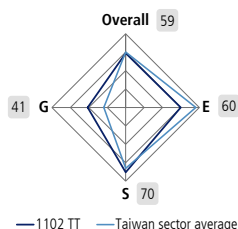
市值：(NT\$bn/US\$m)	151.2 / 4,946
流通在外股數 (百萬股)：	3,546
外資持有股數 (百萬股)：	653
3M 平均成交量 (百萬股)：	4.52
52 週股價 (低 \ 高) (NT\$)：	37.10 - 48.60

股價表現	3M	6M	12M
絕對表現 (%)	1.8	-3.5	-11.2
相對表現 (%)	-4.6	-9.6	0.2

每股盈餘

NT\$	1Q	2Q	3Q	4Q
2021	1.02A	1.44A	1.04A	1.25A
2022	0.76A	1.35A	1.33A	0.18A
2023	0.38F	0.87F	0.93F	1.15F

ESG 分數評等



資料來源：Refinitiv；凱基

凱基投顧

莊政翰
886.2.2181.8719
angus.chuang@kgi.com

高政修
886.2.2181.8735
allen.gao@kgi.com

重要免責聲明，詳見最終頁

亞泥

(1102.TW/1102 TT)

中國房市初露復甦跡象

重要訊息

我們參加亞泥 4Q22 線上法說會。管理層表示中國水泥出貨量和報價自農曆春節以來已穩健復甦，並看好今年在產業結構改善且成本壓力舒緩下台灣和中國兩地水泥事業將好轉。

評論及分析

4Q22 獲利大幅落後。4Q22 獲利大跌至五年半低點 6.09 億元，折合每股盈餘僅 0.18 元，遠不及市場預估 0.85 元和凱基預估 1.13 元，主因煤炭價格上漲且需求疲乏重挫亞泥台灣和中國水泥本業，拉低毛利率年減 14.2、季減 5.4 個百分點至僅 7.8%，對比凱基預估 16.2%。遠東新 (1402 TT, NT\$31.0, 持有) 和山水水泥(中)意外認列虧損令權益法投資收入欠佳，亦是獲利不如預期之原因。公司通過配發現金股利 2.3 元，隱含配息率 70%，低於五年平均值 82%。

水泥價格復甦。公司表示江西省和湖北省水泥價格自農曆春節以來已上漲兩輪，出貨量亦高於去年水準。若中國房市進一步改善，公司預估 4-5 月仍有進一步漲價空間。繼去年年減 20-30% 後，今年前兩個月中國新開工面積和房屋銷售跌幅收斂，房價指數則微幅月增。儘管煤炭成本可能維持於每噸人民幣 1,200-1,300 元 (對比 4Q22 的每噸人民幣 1,307 元)，然隨著價格前景改善且亞泥主要營運區域錯峰停窯天數增加，公司預計今年中國獲利能力將提升。我們預估中國水泥噸毛利將於 2H23 重返年增軌道。

靜待需求持續復甦之進一步跡象出現。我們認為農曆春節以來的水泥價格反彈為季節性上揚，待中國房市復甦之進一步跡象出現後，對個股看法才會轉趨正向。凱基下修 2023 年獲利預估 13%，反映 4Q22 財報及調整後利潤率假設，並預期中國 1H23 水泥價格將維持年減格局。儘管我們預期亞泥今年營業利益將重返年增趨勢，但因缺乏業外收益我們仍估 2023 年獲利會衰退 8% 至每股 3.33 元。

投資建議

亞泥目前股價約當 13 倍本益比和 0.9 倍股價淨值比，基於獲利成長前景平淡，我們認為當前評價合理。凱基維持「持有」評等並根據 1 倍股價淨值比將目標價調整為 46 元。

投資風險

中國水泥需求復甦較快與煤炭成本下滑。

主要財務數據及估值

	Dec-20A	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23F	Dec-24F
營業收入 (NT\$百萬)	79,939	89,655	90,341	93,036	96,310
營業毛利 (NT\$百萬)	23,329	21,181	11,755	13,716	16,573
營業利益 (NT\$百萬)	19,670	17,686	8,571	10,371	13,087
稅後淨利 (NT\$百萬)	14,710	15,068	12,016	11,025	13,795
每股盈餘 (NT\$)	4.70	4.70	3.63	3.33	4.17
每股現金股利 (NT\$)	3.55	3.40	2.30	2.11	2.64
每股盈餘成長率 (%)	(15.5)	(0.0)	(22.8)	(8.2)	25.1
本益比 (x)	9.1	9.1	11.7	12.8	10.2
股價淨值比 (x)	1.0	1.0	0.9	0.9	0.9
EV/EBITDA (x)	4.1	4.6	7.7	6.8	5.4
淨負債比率 (%)	43.0	40.6	37.7	36.6	34.0
殖利率 (%)	8.3	8.0	5.4	4.9	6.2
股東權益報酬率 (%)	10.0	9.9	7.6	6.8	8.3

資料來源：公司資料，凱基

圖 1：4Q22 財報與 1Q23 獲利預估調整及市場共識比較

百萬元	4Q22							1Q23F						
	實際數	凱基預估	差異(%)	QoQ (%)	YoY (%)	市場共識	差異(%)	修正後	修正前	調幅(%)	QoQ (%)	YoY (%)	市場共識	差異(%)
營收	23,465	24,502	(4.2)	11.0	(15.7)	24,198	(3.0)	19,538	19,539	(0.0)	(16.7)	(0.7)	19,090	2.3
毛利	1,838	3,967	(53.7)	(34.1)	(70.1)	3,688	(50.2)	2,236	2,850	(21.5)	21.7	(24.8)	2,769	(19.2)
營業利益	1,075	3,085	(65.2)	(46.3)	(79.1)	2,275	(52.8)	1,572	2,186	(28.1)	46.3	(36.2)	2,126	(26.1)
稅前淨利	1,038	5,051	(79.5)	(79.7)	(81.3)	4,328	(76.0)	1,651	2,452	(32.7)	59.2	(51.9)	2,851	(42.1)
稅後淨利	609	3,754	(83.8)	(86.2)	(84.8)	2,798	(78.2)	1,258	1,785	(29.5)	106.6	(50.3)	2,068	(39.1)
每股盈餘(元)	0.18	1.13	(83.8)	(86.2)	(84.8)	0.85	(78.2)	0.38	0.54	(29.5)	106.6	(50.3)	0.62	(39.1)
毛利率(%)	7.8	16.2	(8.4) ppts	(5.4) ppts	(14.2) ppts	15.2	(7.4) ppts	11.4	14.6	(3.1) ppts	3.6 ppts	(3.7) ppts	14.5	(3.1) ppts
營業利益率(%)	4.6	12.6	(8.0) ppts	(4.9) ppts	(13.9) ppts	9.4	(4.8) ppts	8.0	11.2	(3.1) ppts	3.5 ppts	(4.5) ppts	11.1	(3.1) ppts
淨利率(%)	2.6	15.3	(12.7) ppts	(18.3) ppts	(11.8) ppts	11.6	(9.0) ppts	6.4	9.1	(2.7) ppts	3.8 ppts	(6.4) ppts	10.8	(4.4) ppts

資料來源：Bloomberg；凱基預估

圖 2：2022 年財報與 2023-24 年獲利預估調整及市場共識比較

百萬元	2022							2023F							2024F						
	實際數	凱基預估	差異(%)	YoY (%)	市場共識	差異(%)	修正後	修正前	調幅(%)	YoY (%)	市場共識	差異(%)	修正後	修正前	調幅(%)	YoY (%)	市場共識	差異(%)	修正後	修正前	調幅(%)
營收	90,341	89,814	0.6	0.8	89,967	0.4	93,036	92,802	0.3	3.0	91,165	2.1	96,310	94,368	2.1	3.5	90,816	6.0	96,310	94,368	2.1
毛利	11,755	13,811	(14.9)	(44.5)	13,544	(13.2)	13,716	15,413	(11.0)	16.7	15,407	(11.0)	16,573	16,719	(0.9)	20.8	16,438	0.8	16,573	16,719	(0.9)
營業利益	8,571	10,581	(19.0)	(51.5)	9,906	(13.5)	10,371	11,777	(11.9)	21.0	11,802	(12.1)	13,087	13,028	0.5	26.2	12,280	6.6	13,087	13,028	0.5
稅前淨利	15,197	19,161	(20.7)	(30.7)	18,207	(16.5)	14,472	17,302	(16.4)	(4.8)	17,264	(16.2)	17,978	18,882	(4.8)	24.2	18,465	(2.6)	17,978	18,882	(4.8)
稅後淨利	12,016	15,111	(20.5)	(20.3)	13,895	(13.5)	11,025	12,661	(12.9)	(8.2)	13,178	(16.3)	13,795	13,807	(0.1)	25.1	13,800	(0.0)	13,795	13,807	(0.1)
每股盈餘(元)	3.63	4.56	(20.5)	(20.3)	4.20	(13.5)	3.33	3.82	(12.9)	(8.2)	3.98	(16.3)	4.17	4.17	(0.1)	25.1	4.17	(0.0)	4.17	4.17	(0.1)
毛利率(%)	13.0	15.4	(2.4)ppts	(10.6)ppts	15.1	(2.0)ppts	14.7	16.6	(1.9)ppts	1.7 ppts	16.9	(2.2)ppts	17.2	17.7	(0.5)ppts	2.5 ppts	18.1	(0.9)ppts	17.2	17.7	(0.5)ppts
營業利益率(%)	9.5	11.8	(2.3)ppts	(10.2)ppts	11.0	(1.5)ppts	11.1	12.7	(1.5)ppts	1.7 ppts	12.9	(1.8)ppts	13.6	13.8	(0.2)ppts	2.4 ppts	13.5	0.1 ppts	13.6	13.8	(0.2)ppts
淨利率(%)	13.3	16.8	(3.5)ppts	(3.5)ppts	15.4	(2.1)ppts	11.9	13.6	(1.8)ppts	(1.5)ppts	14.5	(2.6)ppts	14.3	14.6	(0.3)ppts	2.5 ppts	15.2	(0.9)ppts	14.3	14.6	(0.3)ppts

資料來源：Bloomberg；凱基預估

圖 3：中國煤炭價格可能維持目前高位

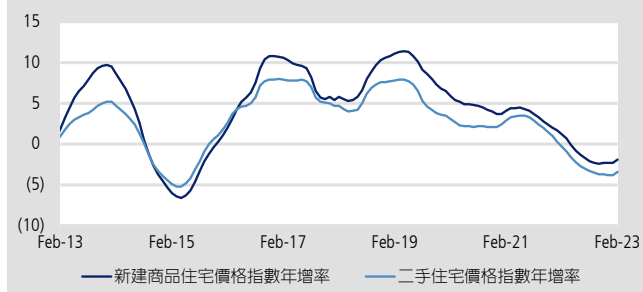
中國煤炭價格，人民幣元/噸



資料來源：Wind；凱基

圖 4：中國房價指數微幅月增

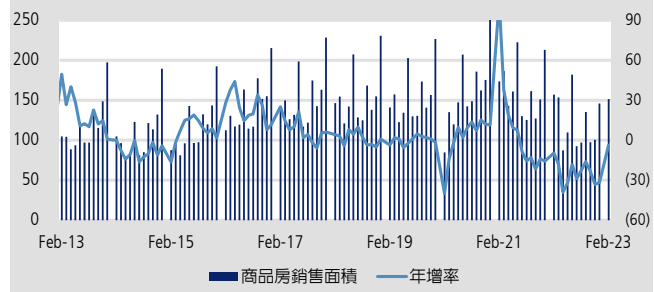
新建商品房與二手房房價指數年增率，百分比



資料來源：Wind；凱基

圖 5：中國商品房銷售改善

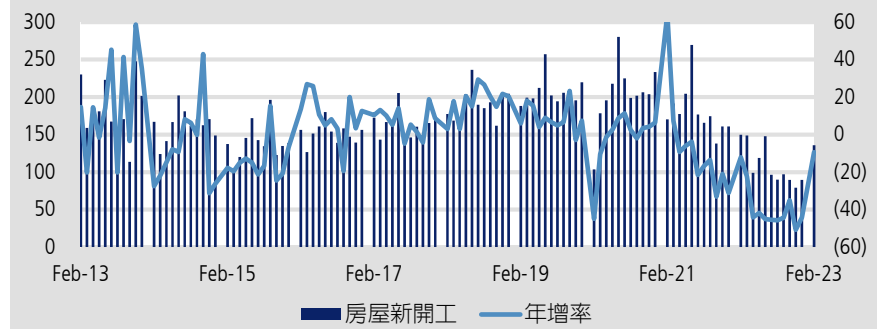
商品房銷售總樓板面積，百萬平方公尺(左軸)；年增率，百分比(右軸)



資料來源：Wind；凱基

圖 6：中國新開工面積自低谷反彈

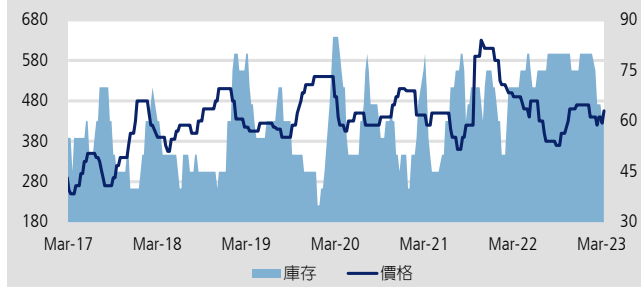
中國房屋新開工面積，百萬平方公尺（左軸）；年增率，百分比（右軸）



資料來源：Wind；凱基

圖 7：江西水泥價格與庫存

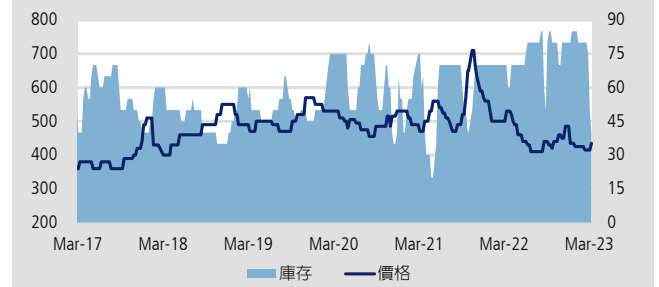
水泥價格，人民幣/噸（左軸）；庫存，百分比（右軸）



資料來源：數字水泥網

圖 8：湖北水泥價格與庫存

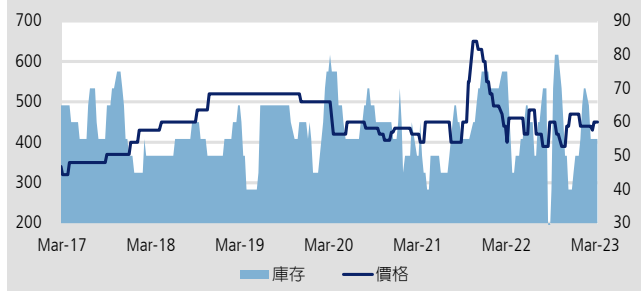
水泥價格，人民幣/噸（左軸）；庫存，百分比（右軸）



資料來源：數字水泥網

圖 9：成都水泥價格與庫存

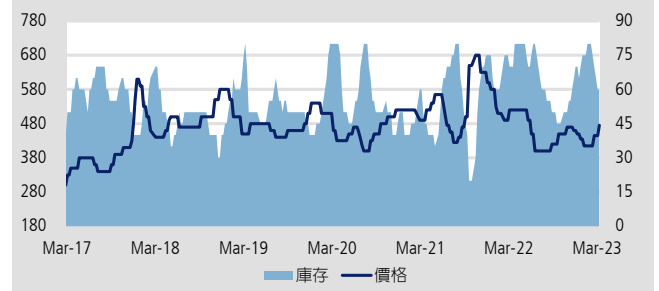
水泥價格，人民幣/噸（左軸）；庫存，百分比（右軸）



資料來源：數字水泥網

圖 10：江蘇水泥價格與庫存

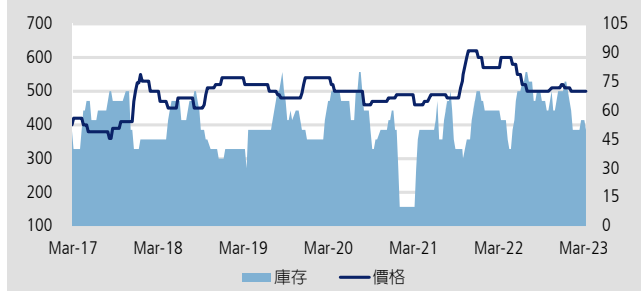
水泥價格，人民幣/噸（左軸）；庫存，百分比（右軸）



資料來源：數字水泥網

圖 11：山東水泥價格與庫存

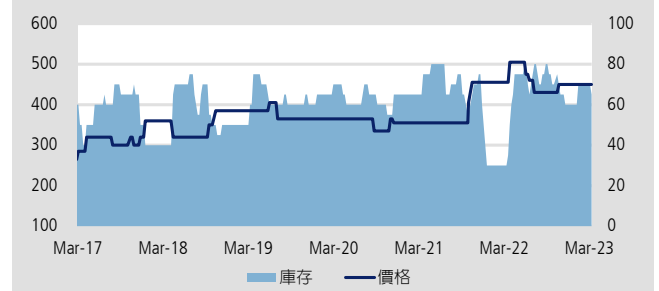
水泥價格，人民幣/噸（左軸）；庫存，百分比（右軸）



資料來源：數字水泥網

圖 12：山西水泥價格與庫存

水泥價格，人民幣/噸（左軸）；庫存，百分比（右軸）



資料來源：數字水泥網

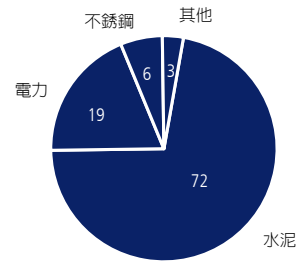
圖 13: 公司概況

亞泥成立於 1957 年，為遠東集團成員，在台灣是第二大的水泥廠，僅次於台泥（1101 TT, NT\$36.4, 持有）。水泥業務佔其營收最大為 72%，不銹鋼及電力分別佔 6% 及 19%。

資料來源：凱基

圖 14: 水泥佔營收大宗

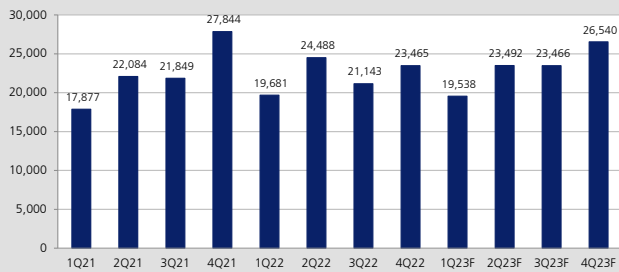
營收比重，百分比



資料來源：凱基

圖 15: 季營業收入

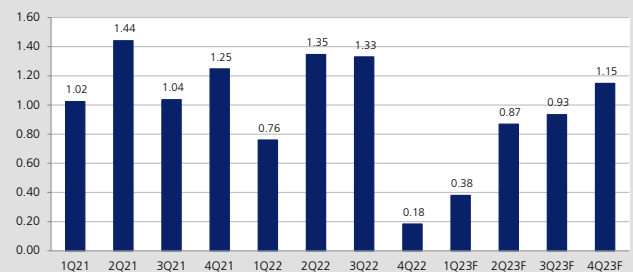
季營業收入，百萬元



資料來源：凱基

圖 16: 每股盈利

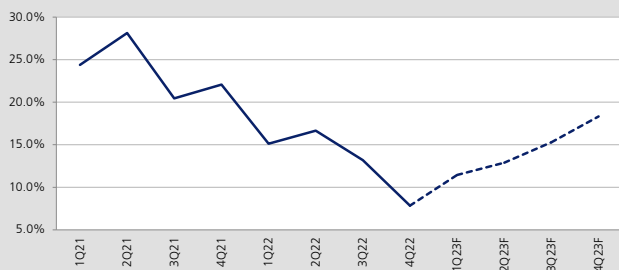
每股盈利，元



資料來源：凱基

圖 17: 毛利率

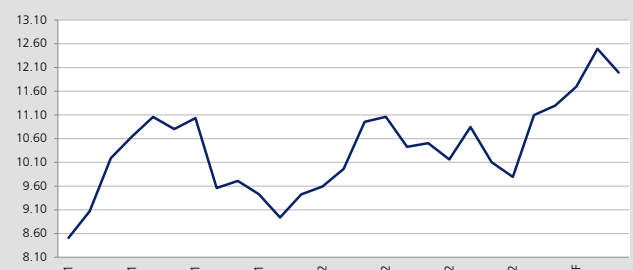
毛利率，百分比



資料來源：凱基

圖 18: 本益比

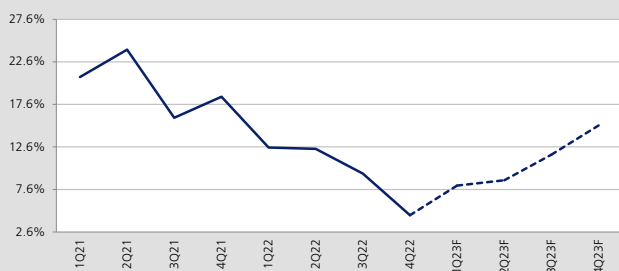
本益比，倍



資料來源：凱基

圖 19: 營業利潤率

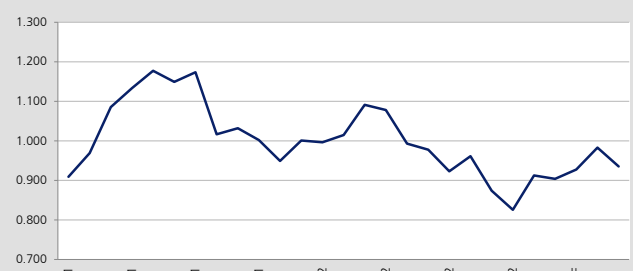
營業利潤率，百分比



資料來源：凱基

圖 20: 股價淨值比

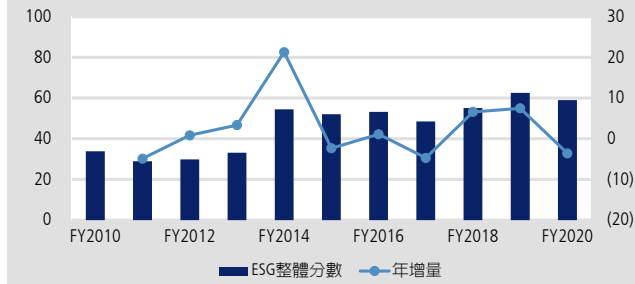
股價淨值比，倍



資料來源：凱基

圖 21: ESG 整體分數

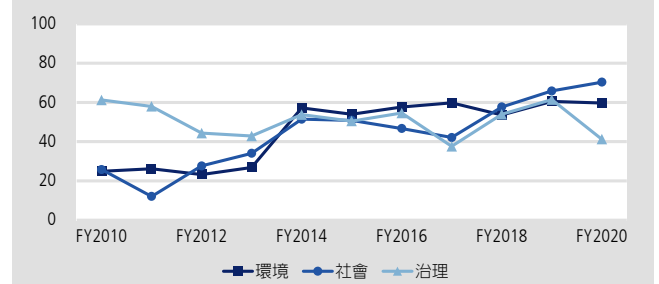
ESG 整體分數，分 (左軸)；年增量，分 (右軸)



資料來源：Refinitiv；凱基：公司資料

圖 22: ESG 各項分數

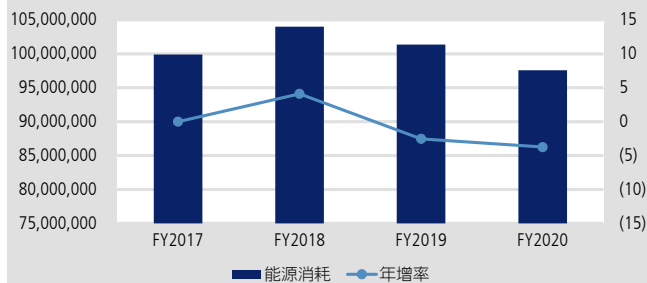
ESG 分數，分



資料來源：Refinitiv；凱基：公司資料

圖 23: 能源消耗

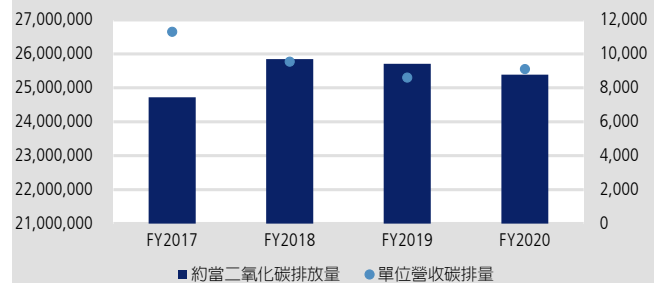
能源消耗，十億焦耳 (左軸)；年增率，百分比 (右軸)



資料來源：Refinitiv；凱基：公司資料

圖 24: 碳排放量

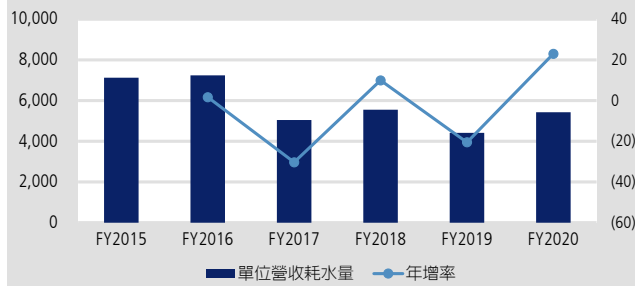
約當二氧化碳排放量，噸 (左軸)；單位營收碳排放量，噸/百萬美元 (右軸)



資料來源：Refinitiv；凱基：公司資料

圖 25: 耗水量

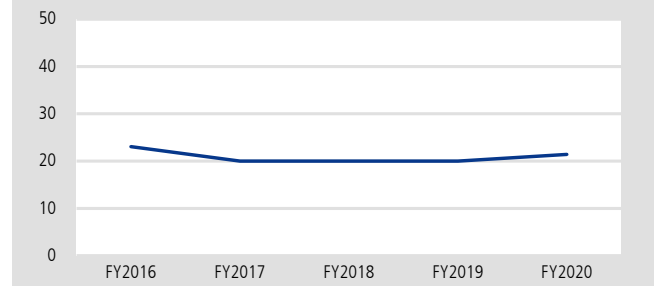
單位營收耗水量，立方公尺/百萬美元 (左軸)；年增率，百分比 (右軸)



資料來源：Refinitiv；凱基：公司資料

圖 26: 獨立董事

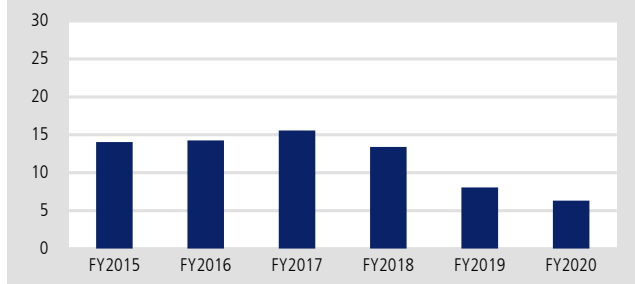
獨立董事比重，百分比



資料來源：Refinitiv；凱基：公司資料

圖 27: 員工流動率

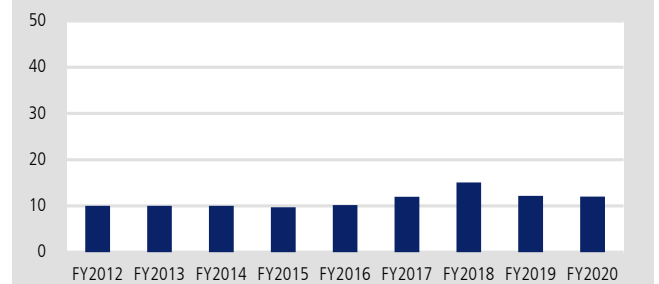
員工流動率，百分比



資料來源：Refinitiv；凱基：公司資料

圖 28: 性別多樣性

女性女性員工比例，百分比



資料來源：Refinitiv；凱基：公司資料

ESG 圖表定義

項目	定義	說明
能源消耗	直接與間接能源消耗總量(十億焦耳) - 公司運營範圍內消耗之能源總量 - 能源使用總量 = 直接能源消耗總量 + 間接能源消耗量 - 總能源使用量包括購買的能源、生產的能源 - 就公用事業而言，輸電/電網損耗為其業務活動之一部分，被視為總能源消耗，數據不包括為滿足能源使用而生產的電力（公用事業為出售而生產） - 就公用事業而言，用於能源生產的煤、天然氣或核能等原料不屬於「總能源使用」項下	
購買之再生能源	再生能源購買總量(十億焦耳) - 公司各種來源之能源消耗量與購買的能源中屬於自然界可再生者（太陽能、風能、水能、生物質能、地熱能）之量 - 如無證據顯示再生能源由公司生產，則所報告的能源數據視為購買的再生能源	
再生能源使用率	再生能源占總能源消耗量之比例	
約當二氧化碳排放量	直接 CO2 與 CO2 約當排放量(公噸) - 公司擁有或控制的來源的直接排放量（範圍 1 排放量） - 相關氣體：二氧化碳 (CO2)、甲烷 (CH4)、一氧化二氮 (N2O)、氫氟碳化物 (HFCs)、全氟化合物 (PFCs)、六氟化硫 (SF6)、三氟化氮 (NF3)	
單位營收碳排放量	直接 CO2 與 CO2 約當排放量（公噸）銷售（百萬元）比 - 公司擁有或控制的來源的直接排放量（範圍 1 排放量） - 相關氣體：二氧化碳 (CO2)、甲烷 (CH4)、一氧化二氮 (N2O)、氫氟碳化物 (HFCs)、全氟化合物 (PFCs)、六氟化硫 (SF6)、三氟化氮 (NF3)	
廢棄物總量	廢棄物總量(公噸) - 總廢棄物 = 無害廢棄物 + 有害廢棄物 - 僅考慮固體廢棄物，但如液體廢棄物以公噸為單位呈報，則會將其加入求得包含液體廢棄物之總量 - 對於採礦、石油與天然氣等行業，tailings、廢石、煤、飛灰等廢棄物亦考慮在內	
廢棄物回收比例	公司呈報的廢棄物回收比例 - 廢棄物回收比例 = 廢棄物回收量/總廢棄物*100 - 廢棄物轉化為能源或經由廢棄物焚燒產生能源視為廢棄物回收 - 經由堆肥回收的廢棄物視為回收之廢棄物	
耗水量	耗水量(立方公尺) - 由呈報組織直接或經水公司等中介機構從任何水源抽取的總水量 - 水井、城鎮/公用事業/市政用水、河水、地表水等不同之水源均予以考慮	
環保支出	環保支出總金額 - 所有用於環境保護，或防止、減少、控制環境因素、影響、危害的投資與支出，亦包括處置、處理、衛生、清理支出	
員工流動率	員工流動率 - 包括任何原因（自願或非自願）離開公司的員工，如辭職、退休、自然離職/死亡、醫療失能、冗員、裁員、重組、解僱、裁減或定期合約到期 - 員工流動率 = (離開之員工/平均員工人數) *100 - 平均員工人數 = (本年末員工人數 + 去年末員工人數) /2 - 本財年末員工數 = 上個財年末員工數 + 新員工數 - 離開之員工數	
女性主管	女性主管百分比 - 女性主管占公司主管的百分比 - 如有不同階層之百分比，如最高階、高階、中階、初階，則會考慮中階女性主管之百分比 - 女性主管百分比 = 女性主管人數/主管總數*100	
女性員工	女性員工百分比 - 女性員工占公司員工總數的百分比 - 女性員工百分比 = 女性人數/員工總數*100	
教育訓練總時數	所有員工教育訓練總時數 - 僅考慮員工教育訓練時數 - 包括一般員工所有類型的教育訓練（如健康與安全、環境、急難事件救援、技能與職業發展） - 如果數據以天為單位，則乘以 8，係假設 1 天 = 8 小時工作	
每位員工教育訓練時數	平均每年每位員工總教育訓練時數	

資料來源：Refinitiv：凱基

損益表

	季度								年度		
	Mar-22A	Jun-22A	Sep-22A	Dec-22A	Mar-23F	Jun-23F	Sep-23F	Dec-23F	Dec-22A	Dec-23F	Dec-24F
損益表 (NT\$百萬)											
營業收入	19,681	24,488	21,143	23,465	19,538	23,492	23,466	26,540	90,341	93,036	96,310
營業成本	(16,705)	(20,409)	(18,354)	(21,627)	(17,302)	(20,465)	(19,877)	(21,676)	(78,585)	(79,320)	(79,738)
營業毛利	2,976	4,078	2,790	1,838	2,236	3,027	3,589	4,864	11,755	13,716	16,573
營業費用	(512)	(1,047)	(789)	(764)	(664)	(987)	(845)	(849)	(3,184)	(3,345)	(3,486)
營業利益	2,464	3,031	2,001	1,075	1,572	2,040	2,744	4,014	8,571	10,371	13,087
折舊	(1,133)	(1,144)	(1,104)	(1,097)	(1,070)	(1,074)	(1,070)	(1,066)	(4,478)	(4,280)	(4,559)
攤提	(74)	(73)	(73)	(71)	(71)	(72)	(71)	(71)	(291)	(286)	(286)
EBITDA	3,671	4,248	3,178	2,243	2,713	3,186	3,885	5,151	13,341	14,936	17,931
利息收入	177	179	258	333	250	198	200	352	946	1,000	1,019
投資利益淨額	721	2,316	1,767	(135)	155	1,953	1,583	1,041	4,311	4,733	5,503
其他營業外收入	69	310	147	49	166	180	182	188	932	716	737
總營業外收入	966	2,804	2,172	246	571	2,331	1,965	1,580	6,189	6,449	7,259
利息費用	(225)	(250)	(366)	(453)	(262)	(282)	(332)	(451)	(1,295)	(1,327)	(1,327)
投資損失	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
其他營業外費用	228	35	1,299	170	(230)	(256)	(242)	(293)	1,732	(1,021)	(1,041)
總營業外費用	3	(215)	933	(283)	(492)	(538)	(574)	(744)	437	(2,348)	(2,368)
稅前純益	3,434	5,620	5,106	1,038	1,651	3,834	4,136	4,851	15,197	14,472	17,978
所得稅費用[利益]	(717)	(892)	(591)	(400)	(305)	(766)	(842)	(837)	(2,600)	(2,750)	(3,416)
少數股東損益	(183)	(269)	(99)	(29)	(88)	(192)	(204)	(213)	(581)	(697)	(767)
非常項目稅後純益	2,533	4,458	4,416	609	1,258	2,876	3,090	3,801	12,016	11,025	13,795
非常項目	(0)	(0)	(0)	(0)	-	-	-	-	-	-	-
稅後淨利	2,533	4,458	4,416	609	1,258	2,876	3,090	3,801	12,016	11,025	13,795
每股盈餘 (NT\$)	0.76	1.35	1.33	0.18	0.38	0.87	0.93	1.15	3.63	3.33	4.17
獲利率 (%)											
營業毛利率	15.1	16.7	13.2	7.8	11.4	12.9	15.3	18.3	13.0	14.7	17.2
營業利益率	12.5	12.4	9.5	4.6	8.0	8.7	11.7	15.1	9.5	11.1	13.6
EBITDA Margin	18.7	17.3	15.0	9.6	13.9	13.6	16.6	19.4	14.8	16.1	18.6
稅前純益率	17.4	22.9	24.1	4.4	8.5	16.3	17.6	18.3	16.8	15.6	18.7
稅後純益率	12.9	18.2	20.9	2.6	6.4	12.2	13.2	14.3	13.3	11.9	14.3
季成長率 (%)											
營業收入	(29.3)	24.4	(13.7)	11.0	(16.7)	20.2	(0.1)	13.1			
營業毛利	(51.6)	37.0	(31.6)	(34.1)	21.7	35.3	18.6	35.5			
營業收益增長	(52.2)	23.0	(34.0)	(46.3)	46.3	29.8	34.5	46.3			
EBITDA	(42.8)	15.7	(25.2)	(29.4)	21.0	17.4	21.9	32.6			
稅前純益	(38.2)	63.6	(9.1)	(79.7)	59.2	132.1	7.9	17.3			
稅後純益	(36.6)	76.0	(1.0)	(86.2)	106.6	128.5	7.4	23.0			
年成長率 (%)											
營業收入	10.1	10.9	(3.2)	(15.7)	(0.7)	(4.1)	11.0	13.1	0.8	3.0	3.5
營業毛利	(31.7)	(34.3)	(37.6)	(70.1)	(24.8)	(25.8)	28.6	164.6	(44.5)	16.7	20.8
營業收益	(33.8)	(42.9)	(42.9)	(79.1)	(36.2)	(32.7)	37.1	273.6	(51.5)	21.0	26.2
EBITDA	(25.9)	(34.9)	(32.7)	(65.0)	(26.1)	(25.0)	22.3	129.6	(41.0)	12.0	20.1
稅前純益	(27.6)	(17.4)	5.6	(81.3)	(51.9)	(31.8)	(19.0)	367.5	(30.7)	(4.8)	24.2
稅後純益	(20.8)	(1.3)	31.6	(84.8)	(50.3)	(35.5)	(30.0)	524.1	(20.3)	(8.2)	25.1

資料來源：公司資料、凱基

資產負債表

NT\$百萬	Dec-20A	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23F	Dec-24F
資產總額	297,087	317,056	324,243	327,215	334,816
流動資產	87,024	105,956	111,450	111,243	115,318
現金及短期投資	61,605	76,339	86,269	85,563	89,151
存貨	6,596	8,813	8,668	8,749	8,771
應收帳款及票據	16,549	17,725	13,992	14,410	14,876
其他流動資產	2,274	3,079	2,520	2,520	2,520
非流動資產	210,063	211,100	212,793	215,972	219,497
長期投資	132,643	136,145	140,469	145,082	150,429
固定資產	52,820	41,432	39,796	38,362	36,539
什項資產	24,599	33,524	32,529	32,529	32,529
負債總額	127,200	136,783	140,010	138,743	141,144
流動負債	64,028	71,082	70,963	87,685	83,596
應付帳款及票據	9,564	12,502	10,768	10,868	10,896
短期借款	49,238	54,489	57,347	74,258	68,261
什項負債	5,226	4,091	2,848	2,559	4,439
長期負債	63,172	65,701	69,047	51,057	57,548
長期借款	49,745	52,182	55,516	37,526	44,017
其他負債及準備	12,269	12,434	12,229	12,229	12,229
股東權益總額	169,887	180,273	184,233	188,473	193,671
普通股本	33,614	35,456	35,459	35,459	35,459
保留盈餘	27,843	28,739	27,220	30,763	35,195
少數股東權益	22,118	23,346	23,416	24,113	24,880
優先股股東資金	-	-	-	-	-

主要財務比率

	Dec-20A	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23F	Dec-24F
年成長率					
營業收入	(10.5%)	12.2%	0.8%	3.0%	3.5%
營業收益增長	(10.8%)	(10.1%)	(51.5%)	21.0%	26.2%
EBITDA	(12.7%)	(8.1%)	(41.0%)	12.0%	20.1%
稅後純益	(15.7%)	2.4%	(20.3%)	(8.2%)	25.1%
每股盈餘成長率	(15.5%)	(0.0%)	(22.8%)	(8.2%)	25.1%
獲利能力分析					
營業毛利率	29.2%	23.6%	13.0%	14.7%	17.2%
營業利率	24.6%	19.7%	9.5%	11.1%	13.6%
EBITDA Margin	30.8%	25.2%	14.8%	16.1%	18.6%
稅後純益率	18.4%	16.8%	13.3%	11.9%	14.3%
平均資產報酬率	4.9%	4.9%	3.7%	3.4%	4.2%
股東權益報酬率	10.0%	9.9%	7.6%	6.8%	8.3%
穩定 / 償債能力分析					
毛負債比率 (%)	58.3%	59.2%	61.3%	59.3%	58.0%
淨負債比率	43.0%	40.6%	37.7%	36.6%	34.0%
利息保障倍數 (x)	21.7	25.5	12.7	11.9	14.5
利息及短期償保障倍數 (x)	0.3	0.3	0.2	0.1	0.2
Cash Flow Int. Coverage (x)	16.9	9.6	11.8	8.4	9.8
Cash Flow/Int. & ST Debt (x)	0.4	0.2	0.3	0.1	0.2
流動比率 (x)	1.4	1.5	1.6	1.3	1.4
速動比率 (x)	1.3	1.4	1.4	1.2	1.3
淨負債 (NT\$百萬)	73,071	73,221	69,376	69,003	65,910
每股資料分析					
每股盈餘 (NT\$)	4.70	4.70	3.63	3.33	4.17
每股現金盈餘 (NT\$)	6.27	2.68	4.62	3.39	3.94
每股淨值 (NT\$)	43.96	44.26	45.35	46.35	47.60
調整後每股淨值 (NT\$)	47.22	48.95	48.58	49.65	50.99
每股營收 (NT\$)	25.54	27.96	27.29	28.11	29.09
EBITDA/Share (NT\$)	7.87	7.05	4.03	4.51	5.42
每股現金股利 (NT\$)	3.55	3.40	2.30	2.11	2.64
資產運用狀況					
資產周轉率 (x)	0.27	0.29	0.28	0.29	0.29
應收帳款周轉天數	75.8	72.2	56.5	56.5	56.5
存貨周轉天數	42.6	47.0	40.3	40.3	40.3
應付帳款周轉天數	61.8	66.6	50.0	50.0	50.0
現金轉換周轉天數	56.6	52.5	46.8	46.8	46.8

資料來源：公司資料，凱基

損益表

NT\$百萬	Dec-20A	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23F	Dec-24F
營業收入	79,939	89,655	90,341	93,036	96,310
營業成本	(56,610)	(68,474)	(78,585)	(79,320)	(79,738)
營業毛利	23,329	21,181	11,755	13,716	16,573
營業費用	(3,659)	(3,495)	(3,184)	(3,345)	(3,486)
營業利益	19,670	17,686	8,571	10,371	13,087
總營業外收入	6,724	7,801	6,189	6,449	7,259
利息收入	1,085	808	946	1,000	1,019
投資利益淨額	4,974	6,656	4,311	4,733	5,503
其他營業外收入	666	337	932	716	737
總營業外費用	(2,251)	(3,553)	437	(2,348)	(2,368)
利息費用	(1,164)	(894)	(1,295)	(1,327)	(1,327)
投資損失	-	-	-	-	-
其他營業外費用	(1,087)	(2,659)	1,732	(1,021)	(1,041)
稅前純益	24,144	21,934	15,197	14,472	17,978
所得稅費用[利益]	(5,370)	(4,406)	(2,600)	(2,750)	(3,416)
少數股東損益	(4,063)	(2,460)	(581)	(697)	(767)
非常項目	-	(0)	0	-	-
稅後淨利	14,710	15,068	12,016	11,025	13,795
EBITDA	24,618	22,616	13,341	14,936	17,931
每股盈餘 (NT\$)	4.70	4.70	3.63	3.33	4.17

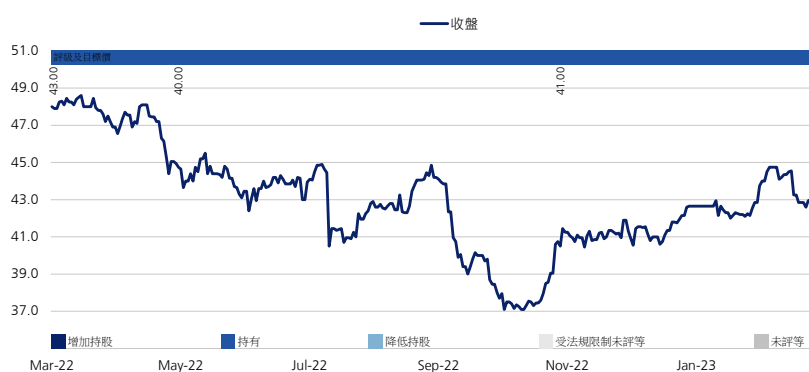
現金流量

NT\$百萬	Dec-20A	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23F	Dec-24F
營運活動之現金流量	19,615	8,597	15,309	11,207	13,051
本期純益	14,710	15,068	12,016	11,025	13,795
折舊及攤提	4,948	4,930	4,769	4,565	4,844
本期運用資金變動	6,349	(29)	3,249	(15)	(461)
其他營業資產及負債變動	(6,392)	(11,373)	(4,726)	(4,369)	(5,128)
投資活動之現金流量	(4,506)	(1,663)	1,055	(3,375)	(3,241)
投資用短期投資出售[新購]	5,243	2,116	4,017	-	-
本期長期投資變動	102	(291)	(196)	(243)	(220)
資本支出淨額	(6,294)	(3,250)	(2,666)	(2,846)	(2,736)
其他資產變動	(3,557)	(238)	(101)	(286)	(286)
自由現金流	19,980	15,466	12,166	9,819	11,962
融資活動之現金流量	(14,010)	966	(7,417)	(8,537)	(6,222)
短期借款變動	(4,390)	4,597	4,565	-	-
長期借款變動	13,054	(4,224)	2,067	(1,078)	494
現金增資	-	-	-	-	-
已支付普通股股息	(10,085)	(11,934)	(12,055)	(8,156)	(7,483)
其他融資現金流	(12,590)	12,527	(1,994)	697	767
匯率影響數	77	(360)	1,089	-	-
本期產生現金流量	1,176	7,539	10,036	(706)	3,587

投資回報率

	Dec-20A	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23F	Dec-24F
1 - 營業成本/營業收入					
- 銷管費用/營業收入	4.6%	3.9%	3.5%	3.6%	3.6%
= 營業利益率	24.6%	19.7%	9.5%	11.1%	13.6%
1 / (營業運用資金/營業收入)	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
+ 淨固定資產/營業收入	0.7	0.5	0.4	0.4	0.4
+ 什項資產/營業收入	0.1	0.2	0.2	0.2	0.2
= 資本周轉率	1.1	1.2	1.3	1.3	1.4
營業利率	24.6%	19.7%	9.5%	11.1%	13.6%
x 資本周轉率	1.1	1.2	1.3	1.3	1.4
x (1 - 有效現金稅率)	77.8%	79.9%	82.9%	81.0%	81.0%
= 稅後 ROIC	20.3%	18.8%	10.0%	11.9%	15.7%

資料來源：公司資料，凱基

亞泥 – 以往評級及目標價


日期	評級	目標價	收盤價
2022-11-15	持有	41.00	40.75
2022-08-15	持有	40.00	42.25
2022-05-16	持有	40.00	44.95
2022-03-31	持有	43.00	48.60
2022-03-10	持有	43.00	46.45
2021-11-15	持有	43.00	45.25
2021-10-06	持有	47.00	45.65
2021-08-13	持有	47.00	45.60
2021-07-05	持有	47.00	51.00
2021-05-14	持有	47.00	49.00

資料來源：TEJ，凱基

凱基證券集團據點

中國	上海	上海市靜安區南京西路 1601 號越洋國際廣場 1507 室 郵政編號：200040
台灣	台北	104 台北市明水路 700 號 電話 886.2.2181.8888·傳真 886.2.8501.1691
香港		香港灣仔港灣道十八號中環廣場四十一樓 電話 852.2878.6888·傳真 852.2878.6800
泰國	曼谷	8th - 11th floors, Asia Centre Building 173 South Sathorn Road, BANGkok 10120, Thailand 電話 66.2658.8888·傳真 66.2658.8014
新加坡		珊頓大道 4 號#13-01 新交所第二大廈 郵政編號：068807 電話 65.6202.1188·傳真 65.6534.4826
印尼		Sona Topas Tower Fl.11 Jl. Jend. Sudirman kav.26 JakartaSelatan 12920 Indonesia 電話 62 21 250 6337

股價說明

等級	定義
增加持股 (OP)	對個股持正面看法，預期個股未來十二個月的表現超越凱基證券集團所追蹤的相關市場的總報酬。
持有 (N)	對個股持中性看法，預期個股未來十二個月的表現符合凱基證券集團所追蹤的相關市場的總報酬。
降低持股 (U)	對個股持負面看法，預期個股未來十二個月的表現低於凱基證券集團所追蹤的相關市場的總報酬。
未評等 (NR)	凱基證券未對該個股加以評等。
受法規限制	受凱基證券集團內部政策和/或相關法令限制使凱基證券集團無法進行某些形式的資訊交流，其中包括提供評等給投資人參考。
未評等 (R)	
*總報酬 = (十二個月目標價-現價)/現價	

免責聲明

凱基證券投資顧問股份有限公司（以下簡稱本公司）為開發金控集團之成員。本報告之內容皆來自本公司認可之資料來源，但不保證其完整性及精確性。報告內容所提及之各項業務、財務等相關檔案資料及所有的意見及預估皆基於本公司於特定日期所做之判斷，故有其時效性限制，適後若有變更時，本公司將不做預告或更新。本報告內容僅供參考，並不提供或遊說客戶為買賣股票之投資依據。投資人應審慎考量本身之投資風險，並就投資結果自行負責。本公司及所屬集團成員，暨其主管或員工皆有可能持有報告中所提及的證券。本公司及所屬集團成員並可能經常提供投資銀行或其他服務給報告中提及之公司或向其爭取相關業務。本報告之著作權為本公司所有，非經本公司同意，本報告全文或部份內容，不得以任何形式或方式引用、轉載或轉寄。