

烏俄重建商機

烏俄停戰漸露曙光，重建需求龐大

報告內文個股資訊

產業	公司	代碼	評等	目標價
鋼鐵	中鋼	2002 TT	買進	28.0
	中鴻	2014 TT	買進	25.0
散裝	允強	2034 TT	未評等	--
	新興	2605 TT	未評等	--
	裕民	2606 TT	未評等	--
	慧洋	2637 TT	未評等	--
塑化	台塑	1301 TT	持有	38.0
	華夏	1305 TT	持有	20.0

陳映慈

Lucy.YT.Chen@yuanta.com

蔡爵丞

Jason.JC.Tsai@Yuanta.com

蔡宗穎

Leo.TY.Tsai@yuanta.com

元大觀點

- ◆ 川普積極推動烏俄戰爭走向和談，推估重建金額近 **6,000 億美元**，推升散裝航運、鐵礦、鋼鐵、水泥等需求。
- ◆ 重建對國內鋼廠出貨量貢獻有限，但可作為漲價之契機，鋼市氛圍轉佳；鐵煤等原物料需求大增將帶動 **BDI** 指數走高，散裝族群最為受惠。
- ◆ **PVC** 供需結構有望好轉；水泥受地域性限制僅周圍廠商受惠。

烏俄戰爭走向和談，戰後重建需求龐大

美國總統川普 2/12 表示已先後與俄國總統普丁、烏克蘭總統澤倫斯基通話，將推動停戰談判，令市場燃起烏俄停戰之曙光，並預期將帶來龐大的重建商機，推升散裝航運、鐵礦砂、鋼鐵、水泥等需求。世界銀行於 2024/2 推估未來十年烏克蘭重建將耗資 **4,860 億美元**，隨戰事拉長逾一年，我們認為整體重建金額將接近 **6,000 億美元**。傳產類股為主要受惠族群，建議可關注烏克蘭重建商機概念股，包括鋼鐵、散裝航運、塑化股 **PVC** 族群等。

鐵礦砂及煤炭運送需求提升，散裝族群最為受惠

烏俄停戰將大幅推動原物料需求，包括重建帶動之鋼材/鐵/煤/水泥、烏克蘭穀物出口、俄羅斯原先遭經濟制裁之木材/煤/穀物/肥料等亦可恢復出口，皆推升散裝船貨載需求，觀察海運遠期契約價格呈現走高格局，反映未來需求大增之預期。國內相關散裝船商，以海岬型為主力的裕民(2606)運送鐵礦砂/煤炭等原料，將是主要受惠股、新興(2605)有海岬型 7 艘亦將受惠、慧洋(2637)以巴拿馬型、超極限型船型等中小船為主，自備吊桿輕便型散裝船，具備停靠烏克蘭受損港口的優勢，亦可搶食商機。

停戰提振鋼市信心，國內鋼廠評價走出谷底

我們推估未來十年烏克蘭重建用鋼需求達 **2,000 萬噸**，將就近由歐洲鋼廠供應，不過歐洲為鋼鐵淨進口國，自亞洲進口佔比 **62%**，外銷歐洲佔比較高之鋼廠如允強(2034)22%、中鴻(2014)14%、中鋼(2002)11%等有望受惠；停戰亦提供鋼廠漲價契機，近期歐美鋼價反彈中個位數、中鋼 3 月盤價以平高盤開出，鋼市氛圍自谷底翻揚，國內鋼廠經歷升息、通膨、戰爭等因素評價皆在谷底，我們認為停戰對市場情緒提振有所挹注，有望推升鋼鐵類股評價。

PVC 需求好轉、水泥因地域性限制僅周遭廠商受惠

重建亦將提振歐洲 **PVC** 需求，並擴大自亞洲及美洲之進口 **PVC**，帶動供需結構好轉，預期台塑(1301)及華夏(1305)有望受惠；水泥供需具地域性限制僅周圍廠商受惠，國內僅台泥(1101)於土耳其設有水泥廠，可直接受惠。

鋼鐵-停戰將推升國際鋼價，市場信心增溫

烏俄戰爭走向和談，戰後重建需求龐大

烏俄戰爭自 2022 年開打即將滿三年，美國總統川普上任後積極呼籲烏俄停戰，並於 2/12 表示已先後與俄國總統普丁、烏克蘭總統澤倫斯基通話，將推動停戰談判，令市場燃起烏俄停戰之曙光，並預期將帶來龐大的重建商機，有望推升散裝航運、鐵礦砂、鋼鐵、水泥等需求。烏俄戰爭耗時三年，死傷、房屋毀損數皆遠大於 2000 年後之具規模之地震和戰事(圖 1)，世界銀行於 2023/3 推估未來十年烏克蘭重建將耗資 4,110 億美元、於 2024/2 上修重建金額至 4,860 億美元，隨戰事拉長逾一年，我們認為整體重建金額將接近 6,000 億美元，戰後重建需求龐大。

圖 1：2000 年後重大災害及戰爭整理

事件	時間	死亡及失蹤人數	重建金額	損毀房屋數	用鋼需求
伊拉克巴姆大地震	2003年	約3.4萬人	約10-15億美元	約5萬間	
四川汶川大地震	2008年	約9萬人	約1,500億美元	約2,400萬間	合計>3,000萬噸
海地大地震	2010年	約15-20萬人	約110億美元	約30萬間	
日本東北311大地震	2011年	約2萬人	約4,000億美元	約130萬棟	三年約500萬噸
伊拉克內戰(ISIS)	2014-2017年	超過9萬人、 約600萬人流離失所	約882億美元	-	
烏俄戰爭	2022-2024年	推估傷亡人數：約100-200萬人 流離失所：超過1,000萬人	約4860億美元*	超過200萬棟	推估約2,000萬噸

資料來源：元大投顧整理

烏俄停戰提振鋼市信心，國內鋼廠評價走出谷底

俄羅斯/烏克蘭 2021 年鋼鐵消費量為 4,390/480 萬噸，合計約佔世界需求 2.6%，2022 年受戰事影響分別年減 5%/54%，世界銀行推估烏俄重建資金將主要用於房屋(17%)、交通運輸(15%)、商業和工業(14%)、農業(12%)、能源(10%)等用鋼需求強勁之產業，我們推估未來十年重建用鋼需求將達 2,000 萬噸，儘管對比全球近 19 億噸鋼鐵需求甚小，但短期對於需求和價格拉抬仍有助益，亦有助於長期鋼市氛圍轉佳。

我們認為國內鋼廠將受惠於

- 1) 直接的需求增加：戰後重建所需之鋼材將由具地緣優勢之歐洲鋼廠供應，歐洲為鋼鐵淨進口國，一年鋼鐵出口量約 1630 萬噸，進口量為 2600 萬噸，淨進口量 970 萬噸，其中自亞洲進口量約 1607 萬噸，佔比 61.8%，因此儘管台灣並非烏克蘭鋼材的主要供應國，仍有望受惠歐洲需求拉抬，台灣 1-9M24 合計出口 548 萬噸鋼材，其中歐洲地區合計佔比 27.2%(圖 8)，國內外銷歐洲佔比較高之鋼廠(圖 2)，如中鴻(2014-TT)、允強(2034-TT)等，國內龍頭鋼廠中鋼外銷歐洲佔比為 11%，其中不鏽鋼廠允強土耳其擁有 3 個廠區，包括已於 2022 年投產之裁剪廠、構造管廠，以及於 1Q25 試投產之不鏽鋼配管廠，更有望直接受惠重建需求。
- 2) 間接的價格提升和氛圍轉熱：我們認為國內鋼廠將更為受惠烏俄停戰提振市場氛圍後所帶來的漲價效應，2024 年中/美/歐平均鋼價年減 11%/15%/12%，隨烏俄戰事走向終結、川普上任後政策明朗化，鋼市氛圍自谷底翻揚，對國際鋼價有刺激效果，觀察近期歐美鋼價走強反彈中個位數、國內中鋼 3 月盤價以平高盤開出，並為今年首次調漲盤價，隨 2Q 進入傳統旺季，我們認為後續中鋼盤價有望延續漲勢，且中國兩會將於 3 月登場，有望推出強勁的刺激政策、後續亦有重建需求可期，對國際鋼市具正面幫助，鋼價獲得支撐。

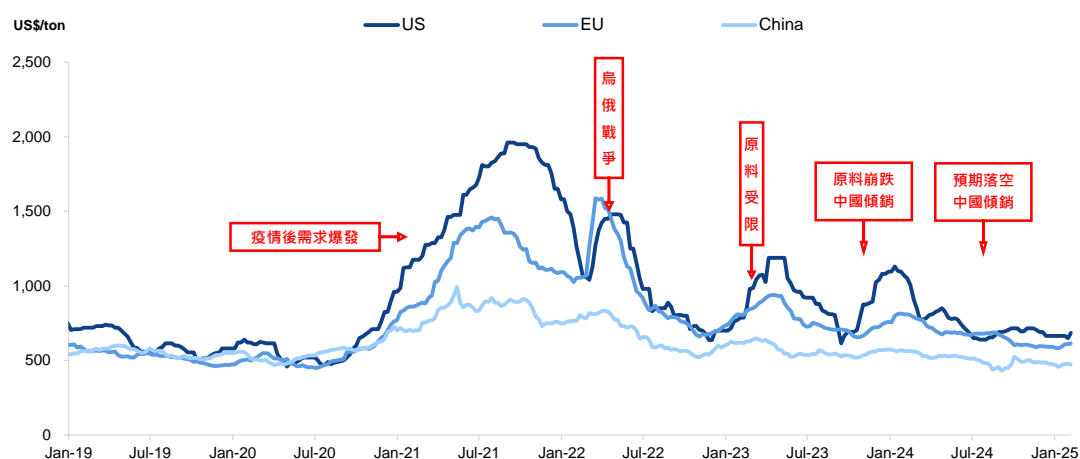
整體而言，儘管烏俄停戰對於國內鋼廠出貨量貢獻有限，但仍可作為鋼廠漲價之契機，同時國內鋼廠評價經歷 2024 年升息、通膨、戰爭等因素評價皆在歷史三年谷底，我們認為烏俄停戰對於市場情緒提振有所挹注，有望推升鋼鐵類股評價。

圖 2：國內鋼廠外銷統整

公司	股票代碼	外銷佔比	銷歐佔比	主要產品
中鋼	2002 TT	44%	11%	冷熱軋、高值化鋼品等上游產品
中鴻	2014 TT	35%	14%	熱軋鋼板
燁輝	2023 TT	74%	9%	鋅鍍面鋼材
威致	2028 TT	4%	-	鋼筋、棒鋼等
盛餘	2029 TT	25%	-	鍍鋅鋼板
允強	2034 TT	78%	22%	不鏽鋼鋼管/鋼板

資料來源：元大投顧整理

圖 3：國際鋼價走勢

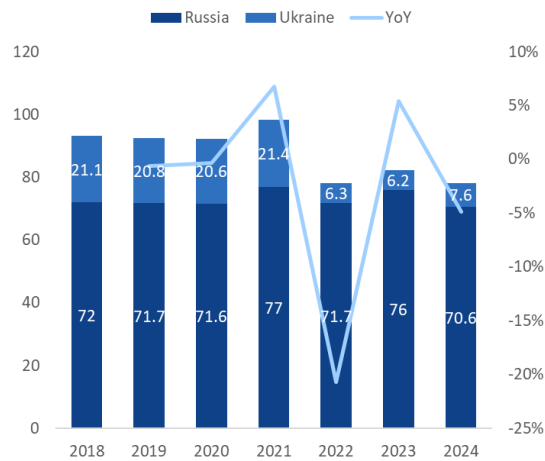


資料來源：Bloomberg、元大投顧整理

俄羅斯鋼鐵供給已逐步回升至戰前水準、烏克蘭鋼廠毀損嚴重短期難復原

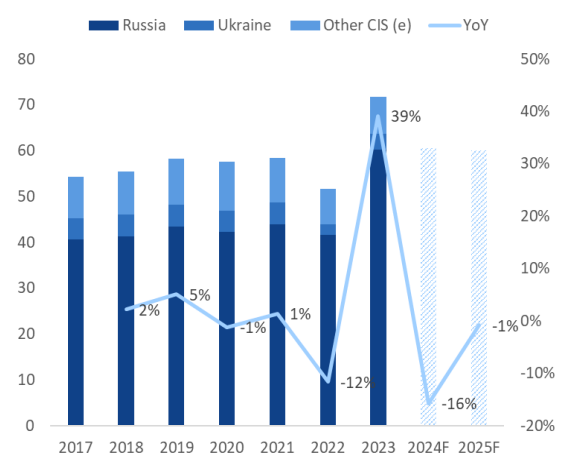
俄羅斯為鋼鐵供給第五大國，2021 年俄羅斯/烏克蘭鋼鐵產量為 7,170 萬/2,080 萬噸，合計佔世界粗鋼產量約 5%，在戰爭影響下，2022 年產量分別年減 6.9%/70.6%，不過觀察 2023 年俄羅斯粗鋼產量達到 7,580 萬噸，回升至戰前水準，推測遭戰爭破壞之鋼廠不多，烏克蘭則將近 40%產能毀壞，2024 年產量仍相較戰前下滑 65%。展望 2025 年，俄羅斯粗鋼供給已逐步回升至戰前水準，烏克蘭鋼廠毀損嚴重但產能較少，港口修復亦需時間，因此我們認為烏俄停戰後不至造成供給大增之情形，短期重建需求的增加須由歐洲等鄰近國家進口補足。

圖 4：烏俄鋼鐵產量



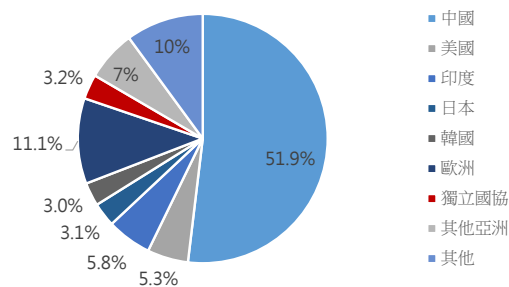
資料來源：WSA、元大投顧

圖 5：烏俄鋼鐵需求



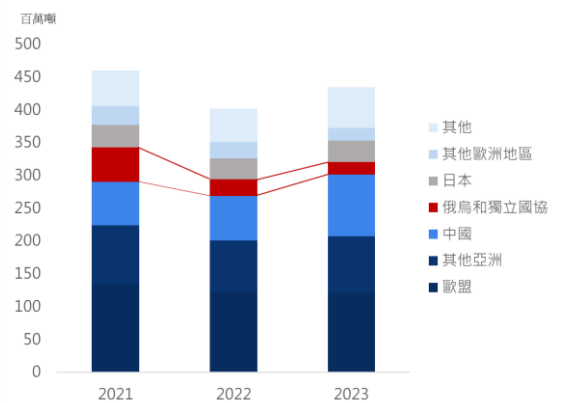
資料來源：WSA、元大投顧

圖 6：2021 年烏俄戰爭前全球鋼鐵表消費



資料來源：WSA、元大投顧

圖 7：烏俄鋼鐵出口



資料來源：WSA、元大投顧

圖 8：1-9M24 台灣出口鋼材統整，歐洲地區合計占比 27.2%

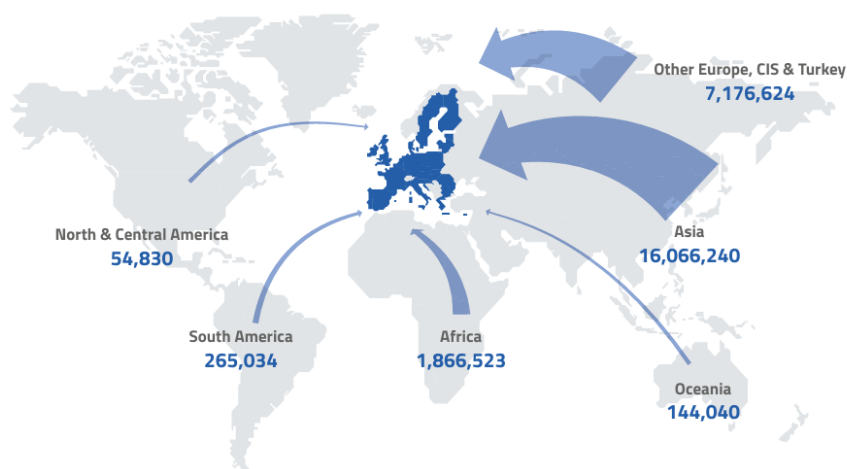
出口對象國	重量(千噸)	重量占比	出口額(百萬元)	出口額占比
日本	646.5	11.8%	14,060.3	10.6%
美國	537.3	9.8%	18,416.3	13.9%
比利時	510.8	9.3%	11,481.7	8.7%
越南	467.8	8.5%	9,371.4	7.1%
馬來西亞	456.4	8.3%	9,554.6	7.2%
西班牙	425.5	7.8%	9,574.0	7.2%
義大利	344.1	6.3%	7,835.0	5.9%
中國大陸	226.2	4.1%	5,974.2	4.5%
泰國	208.5	3.8%	5,970.0	4.5%
葡萄牙	206.2	3.8%	4,516.2	3.4%
孟加拉	168.6	3.1%	3,191.4	2.4%
加拿大	149.7	2.7%	4,213.7	3.2%
澳大利亞	145.7	2.7%	3,935.3	3.0%
土耳其	117.3	2.1%	2,155.4	1.6%
墨西哥	103.1	1.9%	3,988.9	3.0%
其他	762.9	13.9%	18,492.8	13.9%
合計	5476.7	100.0%	132,731.1	100.0%

資料來源：中鴻法說會、元大投顧整理

散裝航運-鐵煤需求帶動運輸需求大增

若依據烏克蘭經濟重建需要 2000 萬噸鋼鐵需求，推算需要耗用約 3200 萬噸鐵礦砂，及 1200 萬噸煤炭，皆需依賴散裝船來運輸。以全球鋼鐵產量分布，全球一年鋼鐵產量約 18.92 億噸，歐洲年產量約 2.01 億噸，佔全球比重約 10.6%，其中土耳其/德國年產量 4,040 萬/3,920 噸萬噸，佔全球比重 2.1%/2.1%、亞洲產量約 13.81 億噸，佔全球比重約 73%，其中國年產量 10.19 億噸，佔全球比重 53.9%最大，印度年產量 1.1 億噸，佔全球比約 5.8%。而烏俄戰後，烏克蘭鋼鐵產能受損，無法支應重建所需，需依賴國際鋼鐵產能支應。而如前述提及，歐洲為鋼鐵淨進口地區，歐洲鋼鐵產能無法滿足烏克蘭重建所需之鋼鐵，需要依賴海外鋼鐵廠供應，特別是亞洲鋼廠，將衍生出鐵礦砂、煤炭及鋼材的散裝船運輸需求。

圖 9：歐洲鋼鐵進口來源分布圖



資料來源：EUROFER、元大投顧整理

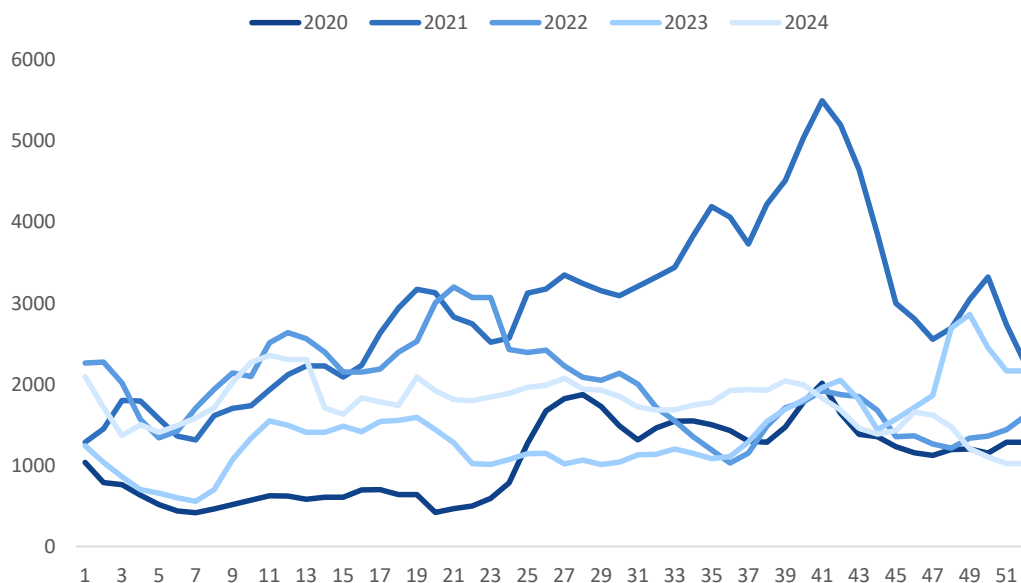
鐵礦砂及煤炭運送需求提升，散裝族群營運將受惠

全球鐵礦砂一年貿易量約 15.93 億噸，主要出口國為澳洲佔比 56%，巴西 23%，其次為加拿大 4%，南非 3%。主要進口國為中國佔比 76%，歐盟 7%，日本 7%，南韓 4%，台灣 1%。因此鐵礦砂貿易流向以澳洲到中國及亞洲，及巴西到亞洲及歐洲等航線為主。在烏克蘭重建需求帶動下，歐洲鋼廠將有機會就近供應，鐵礦砂自巴西運輸到歐洲的需求轉強，而亞洲鋼廠亦有機會搶食烏克蘭重建商機，亦將增加鐵礦砂的需求，而亞洲鋼廠(中國及印度)運送鋼材到歐洲的貨載需求也會增加，將提振散裝船運送需求。

若依散裝船類型需求預估推演，由於烏克蘭鋼鐵廠產能受損，歐洲鋼廠就近供應，而亞洲鋼廠亦有機會搶食烏克蘭重建商機，預期鐵礦砂運到歐洲及亞洲的海岬型(Capesize)散裝船貨載需求可望增加。另一方面，烏克蘭港口設備也毀損，烏克蘭的鋼材進口需求將大於鐵礦砂進口需求，自備吊桿的輕便型(Handysize)及輕便極限型(Supramax)船舶將是進出烏克蘭港口最適合的船型。同時，烏克蘭是歐洲小麥的糧倉，停戰後，烏克蘭的穀物運送需求會增加，而俄羅斯原本遭到經濟制裁，造成木材、煤、穀物、肥料等出口受阻，停戰後亦可恢復出口，將支撐散裝船貨載需求表現。

以散裝航運的運力需求將隨烏俄停戰而顯著提升，2024 年散裝運送運力需求年增 1.2%，2025 年應該有機會上修增長到 3%以上。另一方面，隨著國際環保法規日趨嚴格、高碳排而不具燃油效率的舊船淘汰壓力大，加上貨櫃造船訂單排擠散裝造船訂單，散裝船交期達 2 年之久，受船舶運力吃緊影響，預估 2025 年至 2026 年散裝船運力供給年增速低於 2%，供需結構趨於健康，有利散裝運價止跌回升。

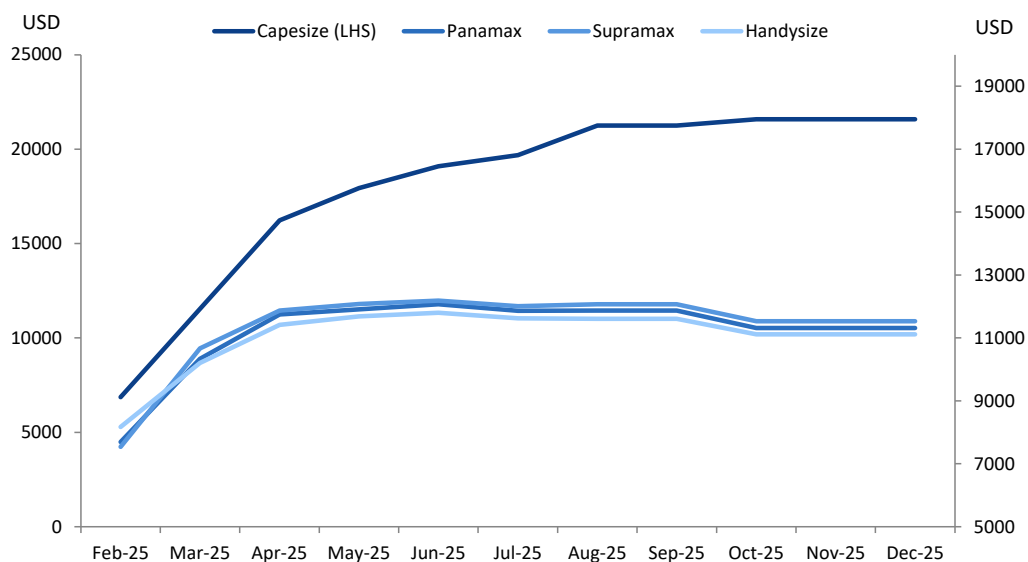
圖 10：BDI 指數各年年內週均價走勢圖



資料來源：Wind、元大投顧整理

觀察過去 BDI 走勢，可觀察運價走勢仍呈現淡旺季的季節性，每年第一季都是最淡的一季度，運價也相對較弱勢，呈現修正低檔整理格局，而第二季逐步進入貨載旺季，運價逐步提升至第三季，至於第四季整體貨載需求又會再轉弱，拖累運價回落。BDI 指數於 1Q25 也難逃淡季修正的干擾，2025 年第 1 週均價下跌至 1016.4 點，較 2024 年第 52 週均價下跌 0.7%。較 2024 年均價挫低 48.5%。運價一路跌至 2025 年第 5 週均價 736.6 點波段低點，近兩週再逐步回升至第 7 週 791.6 點，1Q25 運價弱勢仍是反映中國農曆年假期間，鐵礦砂及煤炭需求降溫所致。不過中國農曆年後，中國鋼廠恢復開工，鐵礦砂及煤炭需求回溫，也提振運價近 2 週回升。展望後市，由於烏俄停戰後重建商機可期，觀察近期新加坡交易所的散裝船日租金遠期契約期貨走勢，各種散裝船型不同到期月的日租金期貨價格都呈現走高格局，最新(2025/2/13)海岬型日租金由 2025 年 2 月期貨價 6864 美元，3 月期貨價提升至 11543 美元，漲幅達 68.2%，4 月期貨價續漲至 16229 美元，漲幅 40.6%。至於巴拿馬型、超極限型以及輕便型日租金期貨走勢相近，以巴拿馬型日租金而言，2025 年 2 月日租金期貨價 7689 美元，3 月期貨價上漲至 10339 美元，漲幅達 34.5%，4 月期貨價續漲至 11746 美元，漲幅 13.6%，同樣呈現走高趨勢。而海岬型日租金漲幅超過巴拿馬型、超極限型及輕便型，即是反映鐵礦砂及煤炭運送需求大增的預期。

圖 11：BDI 指數各年年內週均價走勢圖



資料來源：SGX、元大投顧整理

相關散裝船商，以海岬型為主力的裕民(2606)，運送鐵礦砂、煤炭等原料，將是主要受惠股，而新興(2605)則有海岬型 7 艘，亦將受惠。至於慧洋(2637)以巴拿馬型、超極限型船型等中小船為主，雖然並非運送鐵礦砂及煤炭主力船型，但慧洋的自備吊桿輕便型散裝船，具備停靠烏克蘭受損港口的優勢，亦可搶食商機。

塑化及水泥-PVC 需求好轉、水泥受地域性限制受惠較小

烏克蘭重建將帶動 PVC 需求，塑化廠商台塑及華夏營運也有機會受惠

另一方面，烏克蘭重建之投資領域包括基礎建設及房地產興建，一般而言基礎建設以道路、橋樑與軌道交通等，將支撐 PVC 管材及 PVC 型材需求，而房地產建設則提振 PVC 建材需求。因此除需要大量的鋼材之外，在相關給水、配水及排水系統，與電力系統重建，都需要輸送管線的建置，提振塑化產品 PVC 之需求。

歐洲一年 PVC 產量約 590 萬噸，而歐洲一年 PVC 需求量約 470 萬噸，歐洲 PVC 下游應用，用於窗戶、地板、屋頂等建材領域約 70%，其餘應用則包括管材、型材等領域。烏克蘭戰後重建，將提振歐洲 PVC 需求，並擴大自亞洲及美洲進口 PVC，帶動 PVC 供需結構好轉。台灣相關 PVC 廠商，預期台塑(1301)及華夏(1305)有機會受惠烏克蘭重建帶動 PVC 供需好轉的商機。

水泥供需具地域性限制，僅周圍國家水泥廠受惠

烏克蘭重建需求亦將大幅帶動水泥需求，惟水泥具地域性限制，供給以周邊市場為主，因此僅烏俄附近之水泥廠較能受惠。2023 年烏克蘭水泥消費量年增 17%至 540 萬噸，但仍相較 2021 年戰前的 1,060 萬噸下降 49%，根據美國國際開發署資料顯示，烏克蘭在重建的前三年需要 1,500-1,600 萬噸的水泥，相較其國內原有產能高出 200-300 萬噸，若考量戰爭時期造成工廠的損毀，整體外溢的需求量將更為可觀，因此我們認為周邊國家的水泥廠將填補未來重建時的水泥需求進而受惠。

烏克蘭於戰前主要自俄羅斯、白俄羅斯、土耳其及部分東歐國家進口水泥，而國內水泥大廠台泥(1101-TT)，於土耳其擁有 7 座水泥廠、67 座混凝土廠、50 個發貨站，合計熟料產能 1,260 萬公噸，水泥產能 2,250 萬公噸，於土耳其市佔率約 19%，將有望受惠烏克蘭重建所帶動之水泥需求。

圖 12：台泥於歐洲及土耳其皆設有水泥廠



資料來源：公司資料、元大投顧預估

資金流入傳產，關注重建商機概念股

資金撤出電子族群，烏克蘭重建商機概念股有機會順勢接棒

在 Open AI 推出 ChatGPT 服務，引爆全球 AI 投資熱潮，過去兩年台股主流趨勢以 Nvidia 及台積電(2330)為首，到下游 AI 伺服器組裝的 ODM 族群，與相關散熱導軌等 AI 伺服器零組件供應商等，均在 AI 浪潮下股價表現強勢。惟 2025 年農曆年期間，DeepSeek 橫空出世，在高階 AI 伺服器晶片資源取得受限之下，以使用 H800 算力較低晶片，560 萬美金完成開源式模型，遠低於 Open AI 開發成本 1 億美金，彰顯出 DeepSeek 低成本、高效率開發的優勢，引發市場對於未來高階 AI 伺服器需求展望下修之擔憂。另一方面，美國總統川普於上任後，先後提出對加拿大、墨西哥及中國加徵關稅的政策，也規劃對所有貿易國提出對等關稅政策，引發供應鏈生產成本墊高，以及再一次供應鏈重組的擔憂，未來不確定性增加。而台股的護國神山台積電更面臨來自川普施壓到美國設廠，援助 Intel 等政治面的壓力，再進一步拉高不確定性，預期資金將逐步撤出電子族群，而烏俄停戰預期心理轉濃，烏克蘭重建商機龐大，對於原物料需求殷切，相關重建商機概念股可望成為市場資金簇擁的最佳選擇，包括鋼鐵股中鴻(2014)、中鋼(2002)，散裝族群裕民(2606)、新興(2605)及慧洋(2637)，以及塑化股 PVC 族群台塑(1301)及華夏(1305)營運將可受惠。

圖 15：烏俄停戰受惠類股整理

公司名稱	代碼	市值 (百萬元)	EPS (NT\$)		EPS YoY		重點推薦理由
			2024	2025	2024	2025	
中鋼	2002 TT	367,604	0.2	1.0	105%	337%	<ul style="list-style-type: none">戰後重建需求龐大、估資金需求恐超過 6,000 億美元，且多用在房屋及基建等用鋼需求高的領域，推估未來十年鋼鐵需求量將達 2,000 萬噸。中鋼/中鴻歐洲出貨比重約 10% 上下，預估有望受惠需求提升，另外停戰更對鋼市氛圍有提振效果、國際鋼價有望自谷底翻揚，提振國內鋼廠獲利表現。
中鴻	2014 TT	31,582	-0.5	0.9	--	--	
允強	2034TT	13,032	0.3	0.9	--	200%	<ul style="list-style-type: none">允強主營業務為不鏽鋼管材及板材，外銷/銷歐比重高達 78%/22%，於土耳其擁有 3 個廠區，包括已於 2022 年投產之裁剪廠、構造管廠，以及於 1Q25 試投產之不鏽鋼配管廠，有望直接受惠重建需求。烏俄停戰將大幅推動原物料需求，包括重建帶動之鋼材/鐵/煤/水泥、烏克蘭穀物出口、俄羅斯原先遭經濟制裁之木材/煤/穀物/肥料等亦可恢復出口，皆推升散裝船貨載需求，觀察海運遠期契約價格呈現走高格局，反映未來需求大增之預期。
新興	2605TT	15,863	2.6	1.9	237%	-25%	
裕民	2606TT	55,605	5.5	4.9	69%	-10%	<ul style="list-style-type: none">國內相關散裝船商，以海岬型為主力的裕民(2606)運送鐵礦砂/煤炭等原料，將是主要受惠股、新興(2605)有海岬型 7 艘亦將受惠、慧洋(2637)以巴拿馬型、超極限型船型等中小船為主，自備吊桿輕便型散裝船，具備停靠烏克蘭受損港口的優勢，亦可搶食商機。
慧洋	2637TT	52,025	7.8	6.5	77%	-18%	
台塑	1301TT	244,444	0.5	0.7	--	41%	<ul style="list-style-type: none">戰後重建中道路橋樑等基礎建設以及房地產建設需求大增，將帶動 PVC 需求好轉、增加亞洲進口量，有利台灣 PVC 相關廠商。
華夏	1305TT	7,670	-0.1	0.2	--	--	

允強、新興、裕民、慧洋等 EPS 為 BBG 共識
資料來源：元大投顧

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。

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

© 2025 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

© {2025} 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>.