

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

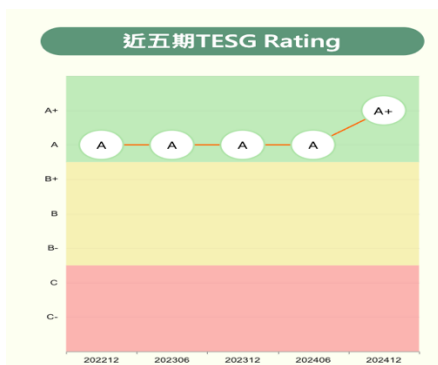
日期: 2025/3/5
目前收盤價 (NT\$): 98.8
目標價 (NT\$): 110
52 週最高最低(NT\$): 87.9-124.5
加權指數: 22596.88

公司基本資料

股本 (NT\$/mn): 2,369
市值 (NT\$/mn): 23,410
市值 (US\$/mn): 780
20 日平均成交量(仟股): 205
PER (2025): 16
PBR (2025): 2.85
外資持股比率: 8.05
TCRI: 3

股價表現	1-m	3-m	6-m
絕對報酬率(%)	7.9	1.8	3.4
加權指數報酬率	-0.9	-2.8	7.1

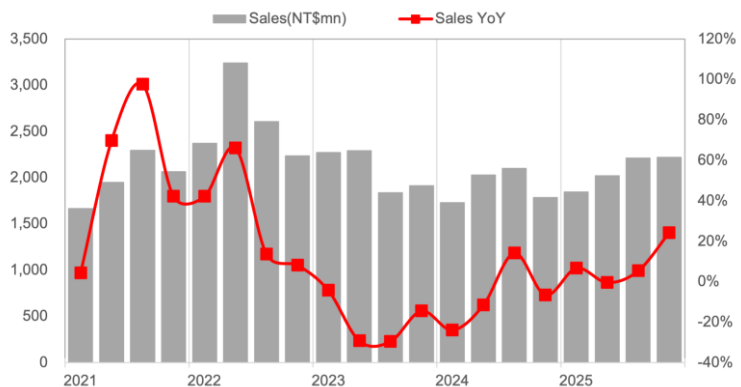
2025 Key Changes	Current	Previous
評等	HOLD	HOLD
目標價 (NT\$)	110	110
營業收入 (NT\$/mn)	8305	8,267
毛利率 (%)	25.4	24.9
營益率 (%)	18.5	18.0
EPS (NT\$)	6.18	6.02
BVPS(NT\$)	36.09	37.10



具殖利率題材，中長期精碳材料展望多元正向

- **4Q24 營運受煤焦油、輕油產品價格下滑、碳材料不景氣衝擊，單季稅後 EPS 為 1.03 元：**4Q24 營收 17.89 億元，QOQ-15%·YOY-7%，營收雙減係因煤焦油、輕油等產品價格下滑，且碳材料營運跌至谷底；獲利方面，毛利率 21.7%，4Q24 輕油產品佔比較上季提升，又煤焦油產品毛利率較上季下滑；本業獲利 2.48 億元，QOQ-31%·YOY-21%，單季稅後 EPS 為 1.03 元。
- **1Q25 軟瀝青價格回漲、碳材料營運谷底回升，預估單季稅後 EPS 為 1.29 元：**展望 1Q25，近期軟瀝青價格回升，至於碳材料客戶提貨較 4Q24 轉強，預估 1Q25 碳材料出貨 400 噸以上，元富推估 1Q25 營收 18.45 億元，QOQ+3%·YOY+7%；獲利方面，毛利率受惠軟瀝青價格回升，預估 1Q25 毛利率 25.5%，本業獲利 3.36 億元，QOQ+35%·YOY+21%，推估單季稅後 EPS 為 1.29 元。
- **維持中立評等：**中碳公告 2024 年稅後 EPS 為 5.20 元，公司預計配發 4.5 元現金股利，殖利率 4.55%，具下檔保護；評價方面，預估 2025 年稅後 EPS 為 6.18 元，公司過往平均本益比約 17-18 倍，目前評價已近合理，維持中立，目標價 110 元。

Exhibit 1: 營收與營收 YoY



Sources: 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，亦為國內首家專業石墨化工廠

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、中龍可提供中碳穩定煤化工上游原料；產能方面，二期石墨化工廠已開始量產，石墨化產能增加 4,000 噸(增加後產能共 6,000 噸)，屏南廠研發中心按計劃進行中，預計於 2025 年底完工，新資本支出案：先進碳材料預計新增 500 噸(目前年產能 90 噸)、等方性石墨預計新增 240 噸(目前產能 60 噸)，兩者皆規劃 1Q27 完工試車。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，2024 年產品營收佔比：雜酚油 31%、軟瀝青 17%、精萘 5%、苯 26%、甲苯 3%、碳材料 10%、其他 9%。

Exhibit 3: 中碳產品營收

Sales(NT\$m)	2023	%	YoY	2024	%	YoY	2025(F)	%	YoY
煤焦油系列	4,159	50%	-12%	4,034	53%	-3%	4,378	53%	9%
精萘	416	5%	-20%	394	5%	-5%	455	5%	15%
軟瀝青	1,664	20%	-1%	1,275	17%	-23%	1,807	22%	42%
雜酚油	2,079	25%	-17%	2,362	31%	14%	2,116	25%	-10%
輕油系列	2,124	26%	-22%	2,192	29%	3%	1,885	23%	-14%
苯	1,811	22%	-25%	1,973	26%	9%	1,679	20%	-15%
甲苯	314	4%	0%	219	3%	-30%	206	2%	-6%
碳材料	915	11%	25%	767	10%	-16%	1,092	13%	42%
其他	1,120	13%	-51%	654	9%	-42%	950	11%	45%
合計	8,318	100%	-20%	7,647	100%	-8%	8,305	100%	9%

Sources: Company, Masterlink

4Q24 營運受煤焦油、輕油產品價格下滑、碳材料不景氣衝擊，單季稅後 EPS 為 1.03 元

中碳公告財報，4Q24 營收 17.89 億元，QOQ-15%·YOY-7%，產品營收佔比：輕油 29.7%、煤焦油 54.7%、碳材料 8.5%、焦炭 7.1%，營收雙減係因煤焦油、輕油等產品價格下滑(4Q24 軟瀝青價格雖反彈，然未回到 1H24 水準)，且碳材料營運跌至谷底，4Q24 碳材料僅出貨 194 噸，係因全球鋰電池市場不景氣；獲利方面，毛利率 21.7%，產品分項毛利率：輕油 13.1%、煤焦油 26%、碳材料 16%、焦炭 9.3%，4Q24 輕油產品佔比較上季提升，又煤焦油產品毛利率較上季下滑；本業獲利 2.48 億元，QOQ-31%·YOY-21%，稅前淨利 2.96 億元，4Q24 因進行所得稅調整導致稅率較高，歸屬母公司稅後淨利 2.39 億元，QOQ-31%·YOY-18%，單季稅後 EPS 為 1.03 元。合計 2024 年本業獲利 12.41 億元，YOY-18%，全年稅後 EPS 為 5.20 元，獲利衰退係受軟瀝青價格下跌，與碳材料—負極材料受中國產能外溢衝擊影響，碳材料價格低迷，去年中碳負極材料產品亦遭印度客戶砍單影響營運。

Exhibit 4: 中碳 4Q24 財報與元富預估差異表

1723 中碳							
NT\$m	3Q24	4Q24(A)	4Q24(F)	與預期相比	QOQ	YOY	累計YOY
Net sales	2,100	1,789	1,789	0%	-14.84	-6.55	-8.06
Margin %	24.59%	21.67%	24.89%				
Operating Profit	359	248	318	-22%	-30.74	-20.59	-18.31
Operating Margin %	17.08%	13.89%	17.77%				
Total non-ope inc.	60	48	53				
Pre-tax profit	418	296	371	-20%	-29.25	-13.67	-16.45
Net profit	344	239	312	-23%	-30.67	-17.77	-15.99
EPS	1.48	1.03	1.32				

Sources: Company, Masterlink

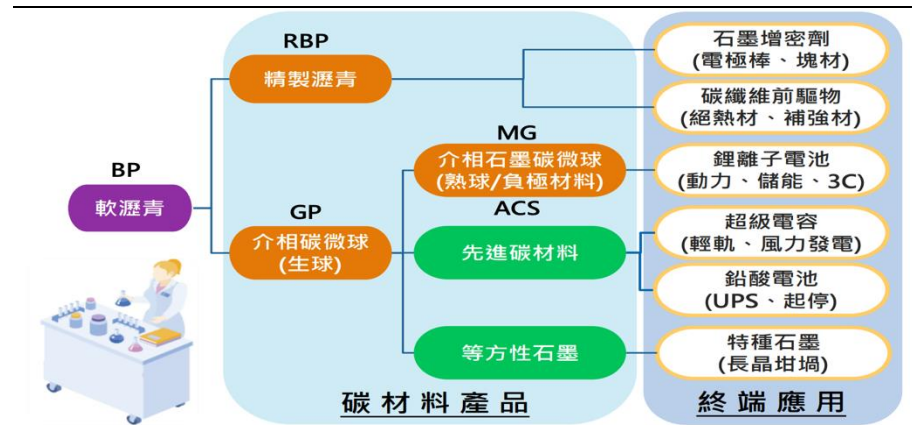
1Q25 軟瀝青價格回漲、碳材料營運谷底回升，預估單季稅後 EPS 為 1.29 元

中長期重點發展負極材料、先進碳材料、等方性石墨等產品

展望 1Q25，近期軟瀝青價格回升，軟瀝青價格受中國需求與鋼鐵業景氣波動，中碳 1-2 月份軟瀝青皆有出船，3 月份將不出船(2025 年大船、小船並用，預計出 7 艘大船+3 艘小船，約當 8.5 艘大船)，至於碳材料客戶提貨較 4Q24 轉強，預估 1Q25 碳材料出貨 400 噸以上(1-2 月份合計出貨近 300 噸)，元富推估 1Q25 營收 18.45 億元，QOQ+3%，YOY+7%；獲利方面，毛利率受惠軟瀝青價格回升，預估 1Q25 毛利率 25.5%，本業獲利 3.36 億元，QOQ+35%，YOY+21%，稅前淨利 3.71 億元，歸屬母公司稅後淨利 3.06 億元，QOQ+28%，YOY+10%，推估單季稅後 EPS 為 1.29 元。

中長期展望方面，中碳近年積極發展精碳材料產品，(1)負極材料：半固態電池客戶有機會於 2Q25 完成試車，並於 3Q25 量產，該客戶產線量能大，將帶動中碳 2H25 負極材料成長；新開發的 UF 系列負極材料兼具快充、壽命長等優點，已通過高階手機廠驗證，2H25 亦有機會出現成長；至於去年砍單的印度客戶將於今年恢復提貨。(2)先進碳材料：主要產品包含超級電容、鋰離子電容器等產品，其中超級電容已過國際大廠驗證，提貨量預計逐步攀升，至於鋰離子電容器將用於 AI 資料中心電力備載系統，已送日本客戶驗證，客戶回饋正面，預估鋰離子電容器貢獻將高於超級電容，由於鋰離子電容器日本客戶目前正在擴廠，中碳為滿足客戶新廠，亦將進行擴產(中碳有與客戶簽訂保證協議)，目前先進碳材料年產能 90 噸，規劃新增產能 500 噸，共二條新線，單條產線 250 噸，預計 1Q27 完成試車投產，先進碳材料產品價格是負極材料的 3-5 倍，毛利率亦較高，故放量後有利毛利率提升。(3)等方性石墨：主要為碳化矽長晶應用，產品包含高純碳粉、高純石墨坩堝等，目前等方性石墨年產能 60 噸，預計新增 240 噸產能，並於 1Q27 完成建置試車。

Exhibit 5: 中碳精碳材料應用



Sources: Company、Masterlink

維持中立評等

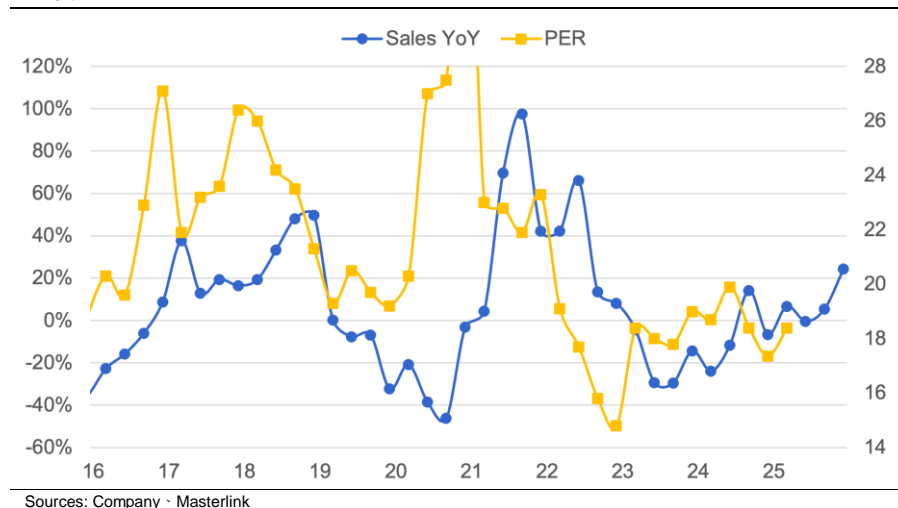
中碳公告 2024 年稅後 EPS 為 5.20 元，公司預計配發 4.5 元現金股利，殖利率 4.55%，具下檔保護；評價方面，預估 2025 年稅後 EPS 為 6.18 元，公司過往平均本益比約 17-18 倍，目前股價位於 2025 年預估 EPS 約 16 倍，評價已近合理，維持中立，目標價 110 元。

Exhibit 6: 股利政策

1723 中碳	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026(F)
EPS(t-1)	5.37	4.44	5.00	6.51	5.57	3.08	4.73	7.33	6.18	5.20	6.18
現金股利(元)	4.50	4.50	4.60	5.30	5.00	2.80	4.00	5.00	4.00	4.50	4.70
現金股利配發率(%)	84%	101%	92%	81%	90%	91%	85%	68%	65%	87%	76%
殖利率(%)	3.78%	3.53%	3.36%	4.33%	4.55%	2.38%	3.79%	4.22%	3.36%	4.55%	4.65%

Sources: Company、Masterlink

Exhibit 7: PER



TESG 企業永續指標(分項指標)



資料來源：TEJ

本刊載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	FY25 F		Year-end Dec. 31	FY22	FY23	FY24	FY25 F	
	IFRS	IFRS	IFRS	IFRS			IFRS	IFRS	IFRS	IFRS	
Net sales	10,460	8,318	7,647	8,305		Cash	1,566	1,175	1,234	920	
COGS	8,094	6,222	5,827	6,191		Marketable securities	514	658	760	722	
Gross profit	2,366	2,096	1,821	2,114		A/R & N/R	34	41	39	41	
Operating expense	579	576	580	579		Inventory	1,021	1,127	1,024	1,038	
Operating profit	1,786	1,519	1,241	1,535		Others	711	991	909	925	
Total non-operate. inc.	292	214	207	225		Total current asset	3,845	3,992	3,965	3,645	
Pre-tax profit	2,078	1,733	1,448	1,760		Long-term invest.	2,246	2,201	2,105	2,196	
Total Net profit	1,703	1,436	1,206	1,465		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	
Net Profit	1,703	1,436	1,206	1,465		Total assets	11,208	11,384	11,637	11,261	
EPS (NT\$)	7.33	6.18	5.20	6.18							
Y/Y %	FY22	FY23	FY24	FY25 F		Short-term Borrow	552	447	634	544	
Sales	31.0	-20.5	-8.1	8.6		A/P & N/P	34	41	39	41	
Gross profit	46.6	-11.4	-13.1	16.1		Other current liab.	1,174	1,028	1,542	1,120	
Operating profit	49.7	-14.9	-18.3	23.7		Total current liab.	1,759	1,516	2,214	1,706	
Pre-tax profit	58.3	-16.6	-16.4	21.5		L-T borrows	680	950	1,008	934	
Net profit	55.0	-15.7	-16.0	21.5		Other L-T liab.	694	704	735	724	
EPS	55.0	-15.7	-15.9	18.9		Total liability.	3,133	3,170	3,957	3,364	
Margins %	FY22	FY23	FY24	FY25 F		Common stocks	2,369	2,369	2,369	2,369	
Gross	22.6	25.2	23.8	25.4		Reserves	903	929	896	903	
Operating	17.1	18.3	16.2	18.5		Retain earnings	4,804	4,917	4,414	4,625	
EBITDA	23.9	32.7	26.2	21.4		Total Equity	8,076	8,214	7,680	7,897	
Pre-tax	19.9	20.8	18.9	21.2		Total Liab. & Equity	11,208	11,384	11,637	11,261	
Net	16.3	17.3	15.8	17.6							

Comprehensive Quarterly Income Statement					NT\$m	Consolidated Statement of Cash flow					NT\$m
	1Q25F	2Q25F	3Q25F	4Q25F		Year-end Dec. 31	FY22	FY23	FY24	FY25 F	
	IFRS	IFRS	IFRS	IFRS			IFRS	IFRS	IFRS	IFRS	
Net sales	1,845	2,022	2,215	2,223		Net income	1,703	1,436	1,206	1,465	
Gross profit	470	515	563	566		Dep & Amort	451	459	547	0	
Operating profit	336	363	407	430		Investment income	-193	-105	-123	-133	
Total non-op. inc.	35	42	101	47		Changes in W/C	-1	-207	-135	-133	
Pre-tax profit	371	405	508	476		Other adjustment	670	-476	92	102	
Net profit	306	341	416	402		Cash flow – ope.	2,629	1,107	1,587	1,301	
EPS	1.29	1.44	1.76	1.70		Capex	-252	-549	-279	-322	
Y/Y %	1Q25F	2Q25F	3Q25F	4Q25F		Change in L-T inv.	-139	38	-60	-55	
Net sales	6.7	-0.3	5.4	24.3		Other adjustment	321	152	169	195	
Gross profit	14.5	1.7	9.0	46.0		Cash flow – inve.	-70	-359	-170	-182	
Operating profit	21.1	1.8	13.3	72.8		Free cash flow	-420	-104	-404	-280	
Net profit	10.3	-1.2	20.8	68.2		Inc. (Dec.) debt	0	0	0	0	
Q/Q %	1Q25F	2Q25F	3Q25F	4Q25F		Cash dividend	0	0	0	0	
Net sales	3.2	9.6	9.5	0.4		Other adjustment	-1,337	-1,031	-981	-1,191	
Gross profit	21.3	9.5	9.4	0.6		Cash flow-Fin.	-1,757	-1,135	-1,384	-1,470	
Operating profit	35.2	8.0	12.1	5.6		Exchange influence	44	-5	2	6	
Net profit	28.2	11.4	21.9	-3.5		Change in Cash	945	-392	59	-314	
Margins %	1Q25F	2Q25F	3Q25F	4Q25F		Ratio Analysis					
Gross	25.5	25.4	25.4	25.5		Year-end Dec. 31	FY22	FY23	FY24	FY25 F	
Operating	18.2	17.9	18.4	19.3		ROA	14.8	12.7	10.5	12.8	
Net	16.6	16.9	18.8	18.1		ROE	21.1	17.6	15.7	18.8	

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

©2025 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.