

## 台塑 (1301 TT) Formosa Plastics

烏俄和談，PVC 需求增溫，市場競爭壓力減輕，2025 年重啟成長

買進 (調升評等)

目標價 (12 個月)：NT\$48.0

收盤價 (2025/03/21)：NT\$39.1

隱含漲幅：22.8%

## 營收組成 (4Q24)

PVC 36.2%/PE + EVA 19.1%/PP 16.9%/Others 27.8%。

## 本次報告更新重點

項目	本次	前次
評等	買進	持有-超越同業
目標價 (NT\$)	48	38
2025年營收 (NT\$/十億)	201.1	199.4
2025年EPS	0.5	0.5

## 交易資料表

市值	NT\$248,580百萬元
外資持股比率	27.3%
董監持股比率	14.5%
調整後每股淨值 (2025F)	NT\$45.39
負債比	41.8%
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	200,040	201,131	213,304
營業利益	-4,206	-4,162	-358	1,851
稅後純益	7,338	-1,232	3,141	5,450
EPS (元)	1.15	-0.19	0.49	0.86
EPS YoY (%)	-79.7	--	--	73.5
本益比 (倍)	33.9	--	79.1	45.6
股價淨值比 (倍)	0.7	0.9	0.9	0.9
ROE (%)	2.1	-0.4	1.1	1.9
現金殖利率 (%)	2.6%	1.0%	1.1%	2.0%
現金股利 (元)	1.00	0.40	0.44	0.77

蔡爵丞

Jason.JC.Tsai@Yuantia.com

蔡宗穎

Leo.TY.Tsai@yuanta.com

## 元大觀點

- 市況平淡，產品報價低檔，台塑 1Q25/2Q25 稅後 EPS 下修至-0.04 元/0.09 元，營運仍處調整期。
- 烏俄和談具提振 PVC 需求及中國石化廠商流失競爭力之利多，2H25 效益顯現，台塑 2025/2026 年稅後 EPS 可回升至 0.49 元/0.86 元。
- 考量 PVC 需求增溫，市場競爭壓力減緩，台塑獲利落底回升，調升評等至買進，目標價 48 元(1.1 PBR X 2025 年底淨值 45.39 元)。

## 烏俄和談具提振 PVC 需求及中國石化廠商流失競爭力之利多

烏俄戰後重建帶動烏克蘭 PVC 需求成長估計可重演中國 2000 年至 2008 年增長經驗，年均複合成長率上看 10%-12%，PVC 年需求可望由戰前 25-30 萬噸提升至 50-55 萬噸，再逐年提升至 2030 年 60-70 萬噸規模，改善全球 PVC 供需結構。烏俄戰後，俄羅斯原油以 20-30%折扣價銷售，中國石化廠商具低原油成本優勢，進行削價競爭，導致台塑陷入虧損，而中國石化廠商仍可維持獲利。預期和談後，中國廠商將流失低價原油優勢，台塑將受惠。

## 1Q25/2Q25 稅後 EPS 下修至-0.04 元/0.09 元，惟 2H25 好轉

預估台塑 1Q25 營業虧損收斂至 8.28 億元，業外台塑化獲利貢獻彌補，但少了匯兌利益挹注，預估稅後 EPS 下修至-0.04 元(原估 0.02 元)，盈轉虧。預估 2Q25 虧損持續收斂至 2.28 億元，稅後 EPS 下修 13.6%至 0.09 元。受市況低迷拖累，台塑 1H25 營運仍屬低迷。惟預期 2H25 營運將可好轉。

## PVC 需求增溫，市場競爭壓力減輕，看好台塑獲利落底回升

對台塑(1301)投資建議由持有-超越同業調升至買進，乃考量：1) 烏俄和談停戰，預期歐美將陸續解除對俄羅斯之制裁，俄羅斯無須再以折扣價格銷給中國煉化廠商，中國煉化廠商成本較低的優勢將流失，台塑面臨來自中國廠商價格競爭壓力減輕，2) 烏克蘭重建可望提振 PVC 需求，改善 PVC 供需結構，PVC 價格及利差將可回升，台塑營運受惠。預期相關效益將於 2H25 顯現，3Q25 稅後 EPS 上修 14.6%至 0.28 元，季增 210.8%，遠優於 3Q24 之-0.49 元。2H25 獲利上修抵銷 1H25 下修，2025 年稅後 EPS 上修 2.3%至 0.49 元，2026 年稅後 EPS 上修 26.3%至 0.86 元，年增 73.5%，獲利將可擺脫 2024 年低迷，重啟成長軌道。以 2025 年底預估淨值 45.39 元計算，目前本淨比約為 0.86 倍，評價偏低，調升評等至買進，目標價由 38 元上調至 48 元(評價基礎為 1.1 PBR X 2025 年底淨值 45.39 元)。

## 營運分析

### 業外匯兌利益彌補本業虧損，4Q24 稅後 EPS 為 0.04 元，2024 年稅後 EPS 為-0.19 元

台塑 4Q24 本業延續虧損，不如預期。4Q24 營收 503.31 億元(原估 507.45 億元)，季減 0.3%，年增 5.4%，乃同業新增產能投放，旗下產品價格下跌，抵銷 PVC、EVA 及 PP 銷售量增加之貢獻所致。營益率僅改善 0.3ppt 至-2.7%(原估-1.2%)，營業虧損 13.79 億元(原估虧損 6.29 億元)，較 3Q24 虧損 15.07 億元，及 4Q23 虧損 17.48 億元，略為收斂，仍不如預期，業外有匯兌利益貢獻，及轉投資台塑化獲利貢獻彌補，稅後 EPS 為 0.04 元(原估 0.02 元)，較 3Q24 之-0.49 元改善，也較 4Q23 之-0.46 元改善。4Q24 營益率欠佳，乃係市場需求低迷，報價延續弱勢，利差欠佳所致。

2024 年營收 2000.4 億元(原估 2004.54 億元)，年增 0.5%，營益率-2.1%(原估-1.7%)，營業虧損 41.62 億元(原估虧損 34.12 億元)，較 2023 年虧損 40.29 億元小幅擴大，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 為-0.19 元(原估-0.22 元)，遠不如 2023 年之 1.15 元，年底淨值 45.4 元(原估 53.35 元)。2024 年陷入虧損，不過台塑仍決議動用帳上未分配盈餘，配發現金股利 0.5 元，殖利率約 1.3%。

圖 1：2024 年第 4 季財報回顧

(百萬元)	4Q23A	3Q24A	4Q24A	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	50,331	-0.3%	5.4%	50,745	50,646	-0.8%	-0.6%
營業毛利	1,767	2,491	2,086	-16.3%	18.1%	2,943	2,190	-29.1%	-4.8%
營業利益	-1,925	-1,507	-1,379	--	--	-629	-1,310	--	--
稅前利益	-3,380	-3,245	-873	--	--	148	-1,500	--	--
稅後淨利	-2,901	-3,092	275	--	--	119	-565	131.1%	--
調整後 EPS (元)	-0.46	-0.49	0.04	--	--	0.02	-0.10	131.1%	--
重要比率 (%)				百分點	百分點				
營業毛利率	3.7%	4.9%	4.1%	-0.8	0.4	5.8%	4.3%	-1.7	-0.2
營業利益率	-4.0%	-3.0%	-2.7%	0.2	1.3	-1.2%	-2.6%	--	-0.2
稅後純益率	-6.1%	-6.1%	0.6%	6.7	6.6	0.2%	-1.1%	0.3	1.7

資料來源：公司資料、元大投顧預估、Bloomberg

### 本業虧損可望收斂，惟少了業外獲利挹注，1Q25 稅後 EPS 下修至-0.04 元

進入 1Q25，台塑 2 月營收 161.3 億元，月增 15.4%，年增 24.7%，中國農曆春節過後，中國下游加工廠陸續復工，回補庫存，且台塑部分工廠已於 1 月完成歲修，2 月開工率回升，加上步入需求旺季，客戶購料意願提高。累積 2025 年前 2 個月營收 301.1 億元，年減 1.1%。3 月工作天數增加，預估營收可持續回溫，維持 1Q25 營收 482.07 億元之預估，季減 4.2%，年增 0.2%，預估營益率下修 0.6ppt 至-1.7%(原估-1.1%)，但較 4Q24 改善 1.0ppt，乃台塑進行營運調整，關閉部分獲利欠佳的產線，營業虧損收斂至 8.28 億元(原估虧損 5.39 億元)，也較 1Q24 虧損 14.45 億元收斂，業外有台塑化獲利貢獻 5.68 億元(原估 6.94 億元)彌補，但少了匯兌利益挹注，預估稅後 EPS 下修至 -0.04 元(原估 0.02 元)，盈轉虧。

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	50,331	48,207	-4.2%	0.2%	48,207	51,234	0.0%	-5.9%
營業毛利	1,833	2,086	2,507	20.2%	36.8%	2,796	2,488	-10.3%	0.8%
營業利益	-1,445	-1,379	-828	--	--	-539	-862	--	--
稅前利益	361	-873	-302	--	--	146	-1,230	--	--
稅後淨利	221	275	-242	--	--	117	-1,101	--	--
調整後 EPS (元)	0.03	0.04	-0.04	--	--	0.02	-0.18	--	--
重要比率 (%)				百分點	百分點			百分點	百分點
營業毛利率	3.8%	4.1%	5.2%	1.1	1.4	5.8%	4.9%	-0.6	0.3
營業利益率	-3.0%	-2.7%	-1.7%	1.0	1.3	-1.1%	-1.7%	-0.6	0.0
稅後純益率	0.5%	0.6%	-0.5%	-1.1	-1.0	0.2%	-2.1%	-0.7	1.6

資料來源：公司資料、元大投顧預估、Bloomberg

## 2Q25 獲利可望改善，惟稅後 EPS 仍下修 13.6%至 0.09 元

展望 2Q25，中國刺激政策提振需求的效益不明顯，中國市場延續低迷，能見度偏低，不過步入亞洲石化廠密集歲修期及塑料傳統需求旺季，維繫塑化產品價格，且 2Q25 開工率回升，產銷量增加，維持 2Q25 營收 501.36 億元之預估，季增 4.0%，年減 1.9%，維持營益率-0.5%之預估，維持營業虧損收斂至 2.28 億元之預估，業外台塑化獲利貢獻略微下修至 10.13 億元(原估 10.93 億元)，稅後 EPS 下修 13.6%至 0.09 元(原估 0.10 元)。2Q25 營益率改善 1.2ppt 至-0.5%，乃反映台塑化產線營運調整之效益持續，且開工率回升之效益。

圖 3：2025 年第 2 季財測與預估比較

(百萬元)	2Q24A	1Q25F	2Q25F	季增率	年增率	2Q25F		預估差異	
						元大預估	市場預估	元大	市場
營業收入	51,109	48,207	50,136	4.0%	-1.9%	50,136	53,546	0.0%	-6.4%
營業毛利	3,738	2,507	3,259	30.0%	-12.8%	3,259	3,136	0.0%	3.9%
營業利益	170	-828	-228	--	--	-228	-175	--	--
稅前利益	1,343	-302	714	--	-46.8%	827	743	-13.6%	-3.9%
稅後淨利	1,365	-242	571	--	-58.2%	661	612	-13.6%	-6.8%
調整後 EPS (元)	0.21	-0.04	0.09	--	-58.2%	0.10	0.10	-13.6%	-6.8%
重要比率 (%)				百分點	百分點			百分點	百分點
營業毛利率	7.3%	5.2%	6.5%	1.3	-0.8	6.5%	5.9%	0.0	0.6
營業利益率	0.3%	-1.7%	-0.5%	1.2	-0.8	-0.5%	-0.3%	0.0	-0.1
稅後純益率	2.7%	-0.5%	1.1%	1.6	-1.5	1.3%	1.1%	-0.2	0.0

資料來源：公司資料、元大投顧預估、Bloomberg

## 烏俄停戰利多效應於 2H25 顯現，3Q25 稅後 EPS 上修 14.6%至 0.28 元

展望 2H25，烏俄和談停戰，預期歐美將陸續解除對俄羅斯之制裁，俄羅斯無須再以折扣價格銷給中國煉化廠商，中國煉化廠商成本較低的優勢將流失，台塑面臨來自中國廠商價格競爭壓力減輕，另外烏克蘭重建，可望提振 PVC 需求，改善 PVC 供需結構，PVC 價格及利差回升，有利本業獲利持續改善，烏俄停戰利多的相關效益將於 2H25 陸續顯現，預估 3Q25 營收提升至 503.86 億元(原估 498.85 億元)，季增 0.5%，年減 0.2%，上修 1.0%，營益率改善 1.0ppt 至 0.5%(原估 0%)，營業利益上修至 2.69 億元(原估 0.17 億元)，本業虧轉盈，也優於 3Q24 之虧損 15.07 億元，業外台塑化獲利貢獻約 11.43 億元(原估 11.13 億元)，稅後 EPS 提升至 0.28 元(原估 0.24 元)，季增 210.8%，優於 3Q24 之-0.49 元，上修 14.6%。

圖 4：2025 年第 3 季財測與預估比較

(百萬元)	3Q24A	2Q25F	3Q25F	季增率	年增率	3Q25F		預估差異	
						元大預估	市場預估	元大	市場
營業收入	50,492	50,136	50,386	0.5%	-0.2%	49,885	51,765	1.0%	-2.7%
營業毛利	2,491	3,259	3,779	16.0%	51.7%	3,492	3,280	8.2%	15.2%
營業利益	-1,507	-228	269	--	--	17	-130	1482.4%	--
稅前利益	-3,245	714	2,220	210.9%	--	1,937	1,661	14.6%	33.7%
稅後淨利	-3,092	571	1,776	211.0%	--	1,550	1,454	14.6%	22.1%
調整後 EPS (元)	-0.49	0.09	0.28	210.8%	--	0.24	0.23	14.6%	22.1%
重要比率 (%)				百分點	百分點			百分點	百分點
營業毛利率	4.9%	6.5%	7.5%	1.0	2.6	7.0%	6.3%	0.5	1.2
營業利益率	-3.0%	-0.5%	0.5%	1.0	3.5	0.0%	-0.3%	0.5	0.8
稅後純益率	-6.1%	1.1%	3.5%	2.4	9.6	3.1%	2.8%	0.4	0.7

資料來源：公司資料、元大投顧預估、Bloomberg

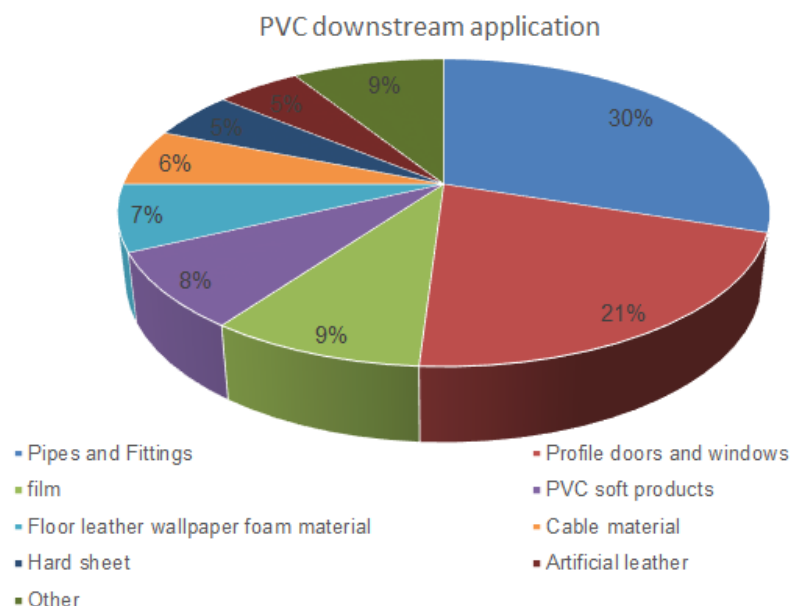
## 2H25 獲利上修抵銷 1H25 下修，2025 年稅後 EPS 上修 2.3%至 0.49 元

展望 2025 年，台塑 1Q25 獲利下修，不過隨著烏俄和談停戰，中國石化廠商原油成本較低的優勢流失，市場競爭壓力減輕，加上 PVC 需求提升的效益浮現，2H25 獲利上修，帶動台塑 2025 年營收及獲利亦有上修空間。預估 2025 年營收上修 0.9%至 2011.31 億元(原估 1993.61 億元)，年增 0.5%，營益率上修 0.1ppt 至-0.2%(原估-0.3%)，營業虧損收斂至 3.58 億元(原估虧損 6.38 億元)，業外台塑化獲利貢獻約 36.65 億元(原估 37.85 億元，下修約 3.2%)，稅後 EPS 上修 2.3%至 0.49 元(原估 0.48 元)，年底淨值 45.39 元。展望 2026 年，烏克蘭重建持續提振 PVC 需求，有利台塑營運表現，加上來自中國石化廠競爭壓力減輕，預估 2026 年營收上修 4.4%至 2133.04 億元(原估 2042.62 億元)，年增 6.1%，營益率上修 0.6ppt 至 0.9%(原估 0.3%)，營業利益上修 211.6%至 18.51 億元(原估 5.94 億元)，業外台塑化獲利貢獻 41.01 億元(原估 39.32 億元，上修 4.3%)，稅後 EPS 上修 26.3%至 0.86 元(原估 0.68 元)，年增 73.5%，年底淨值續增至 45.80 元。

## PVC 下游應用與房地產及基礎建設連動，烏克蘭重建可提振 PVC 需求

PVC 下游多應用於管材、門窗、電線電纜、地板及防水材料等領域，與房地產及基礎建設之需求高度連動。烏俄戰爭爆發後，烏克蘭的基礎建設(道路、供水及電力等)、住宅及商辦大樓等受損嚴重，估計損失金額超過 4000 億美元。預期烏克蘭戰後重建將大幅提振 PVC 需求，包括 1) 住宅及商辦大樓重建，對於 PVC 門窗、管道及地板產品的需求增加。2) 基礎建設重建，包括電網、供水污水處理系統重建，會帶動 PVC 管材、線纜的需求增加。因此烏克蘭重建商機對於塑膠產品線的 PVC 帶動效果將最為顯著。

圖 5：PVC 下游應用分布



資料來源：元大投顧整理

### 預期烏克蘭重建之 PVC 需求增長可複製中國 2000-2008 年快速增長經驗

以中國迎接 2008 年北京奧運，2001 年獲得主辦權開始大規模推動基礎建設，包括興建運動場館，公路地鐵的交通建設、興建住宅等，2000 年中國 PVC 需求量約 600 萬噸，2008 年增長至 1100 萬噸，年均複合成長率約 7.9%。

烏克蘭在烏俄戰爭爆發前，亦即 2021 年之前每年的 PVC 需求規模約 25-30 萬噸，至於重建帶動 PVC 需求量的成長推演，估計將經歷類似中國 2000 年至 2008 年的快速增長經驗，且增速有機會超過，年均複合成長率上看 10%-12%，乃考量：1) 烏克蘭戰前 PVC 需求基期甚低，一年僅 25-30 萬噸規模。2) 烏克蘭於 2022 年至 2024 年經歷 3 年空窗，少了 75-90 萬噸的原本常規需求量，加上房屋建築及基礎設施毀損更為嚴重，需要快速復原。3) 烏克蘭重建將可獲得歐盟、美國及國際金融機構的資金支持，有望加速推進。一旦烏俄戰爭結束，烏克蘭重建啟動，對於 PVC 需求有機會提升至一年 50-55 萬噸，再逐年提升至 2030 年 60-70 萬噸的用量規模。

### 受惠烏克蘭重建商機，全球 PVC 貿易流向改變，亞洲供需結構將可改善

至於 PVC 供給面，歐洲 PVC 年產能約 850 萬噸，初步可優先支應烏克蘭重建需求，惟歐洲廠商面臨能源成本較高，環保法規趨嚴等生產面因素限制，生產 PVC 的成本較高，競爭力較低。而北美 PVC 年產能約 1000 萬噸，具備頁岩氣入料，原料成本較低的生產優勢，有機會搶食烏克蘭重建 PVC 需求增長的商機。至於亞洲 PVC 供應，以中國年產能 2400 萬噸規模最大，其次為印度年產能 180 萬噸，由於印度 PVC 內需增長強勁，為 PVC 淨進口國，因此亞洲具備 PVC 出口能力的以中國為主。儘管亞洲國家較難直接受惠烏克蘭重建提振 PVC 需求的商機，不過烏克蘭重建需求將造成全球 PVC 貿易流向改變，北美 PVC 銷往歐洲及烏克蘭，北美 PVC 銷往亞洲的出口量減少，亞洲 PVC 供需結構將可改善，仍有利提振亞洲 PVC 價格及利差表現。

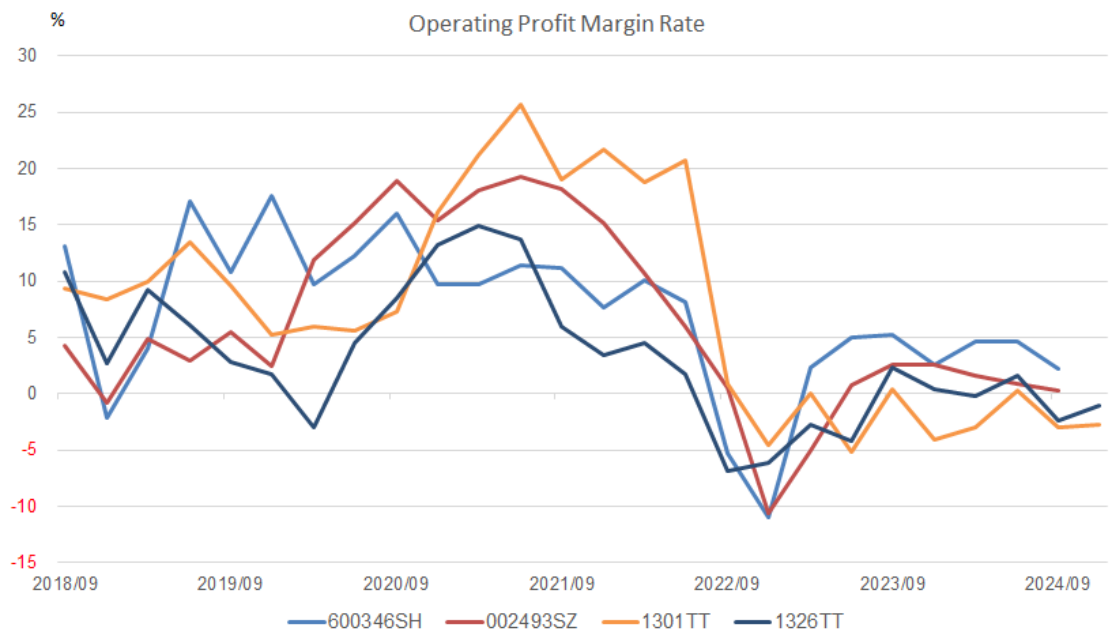


## 歐美可望解除制裁俄羅斯，中國低價原油成本優勢流失，競爭減緩，台塑營運受惠

另一方面，烏俄戰爭爆發時，歐洲及美國擴大制裁俄羅斯，除凍結俄羅斯外匯儲備及資產，與剔除俄羅斯銀行出 SWIFT 系統等金融制裁之外，也包括能源及貿易制裁，如美國及歐盟禁止進口俄羅斯原油及天然氣，美國制裁俄羅斯國營石油公司 Rosneft 及天然氣公司 Gazprom 等。遭西方國家封鎖，俄羅斯調整能源出口策略，轉向中國及印度擴大原油及天然氣出口，其中原油以低於國際市價 20-30% 的折扣價格為誘因進行外銷。因此中國及印度煉油及石化廠商原油取得成本相對低廉的競爭優勢，

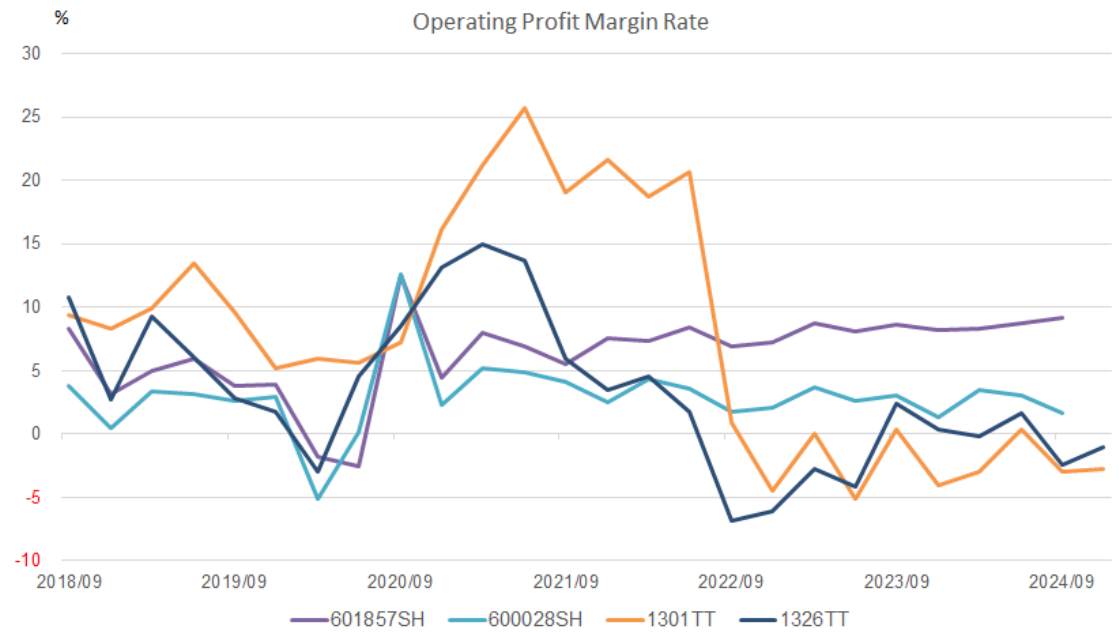
觀察台灣石化廠商及中國石化業者的獲利趨勢即可看出端倪。烏俄戰爭的 2021 年之前期間，台塑(1301TT)及台化(1326TT)營益率走勢上揚，4Q20 至 2Q22 期間，台塑營益率多維持在 15% 以上，台化營益率區間相對較低，維持在 3-13% 區間，對比同期間中國民營企業恆力石化(600346SH)營益率區間 9-12%，榮盛石化(002493SZ)營益率區間 10-20% 區間，以及中國國營企業中國石油(601857SH)營益率區間 4-9%，中國石化(600028SH)營益率區間 2-5% 區間，台塑獲利能力表現突出，台化則與中國廠商相去不遠，反映疫後復甦帶動的市場成長及獲利提升。1H22 期間的烏俄戰爭爆發初期，油價大漲，一度推動塑化產品價格走高，石化廠商尚可維持不錯的獲利表現。不過烏俄戰爭爆發後遺症，通膨升溫，排擠消費，加上前兩年重複下單，存貨堆積，導致 2H22 開始進入庫存調整周期，需求減少。塑化產品價格盤跌走低，欲振乏力，石化廠商獲利能力顯著下降，台塑及台化甚至陷入虧損。中國民營的恆力石化及榮盛石化於 2H22 至 1Q23 也陷入虧損。但 2Q23 之後，台塑及台化多維持在虧損到損平附近，不過中國國營的中國石油及中國石化獲利雖降，但卻沒有虧損，民營的恆力石化及榮盛石化也由虧轉盈，整體中國石化廠商獲利表現優於台塑及台化，背後原因包括中國石化廠商具備經濟規模優勢之外，更重要的是中國石化廠商享有俄羅斯低價原油成本優勢，持續削價競爭所致。

圖 6：中國民營石化廠恆力石化及榮盛石化 vs 台塑及台化營益率趨勢圖



資料來源：Wind，元大投顧整理

圖 7：中國國營石化廠中國石油及中國石化 vs 台塑及台化營益率趨勢圖



資料來源：Wind，元大投顧整理

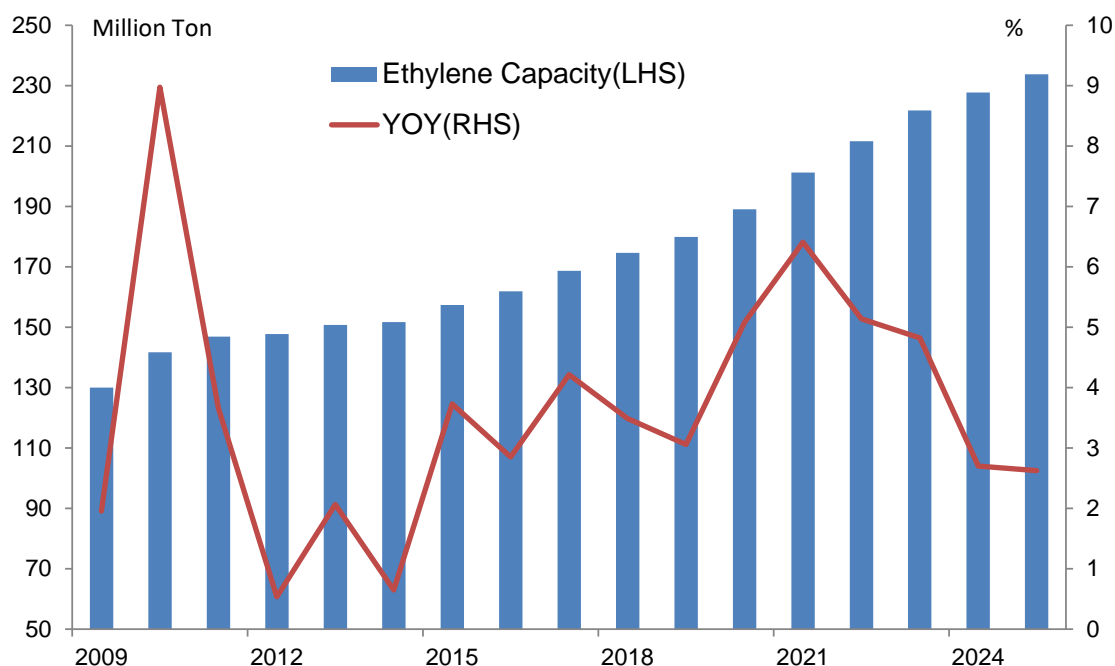
一旦烏俄戰爭結束，預期美國及俄羅斯將陸續解除對俄羅斯的金融與能源貿易制裁，俄羅斯無須以低於市價 20-30%外銷原油，中國及印度石化廠商的較低原料成本優勢流失，台灣石化廠商面臨的競爭壓力減輕，預期 2024 年將是近幾年的獲利低點，2025 年獲利逐步回穩可期，走出營運谷底。

## 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 8：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

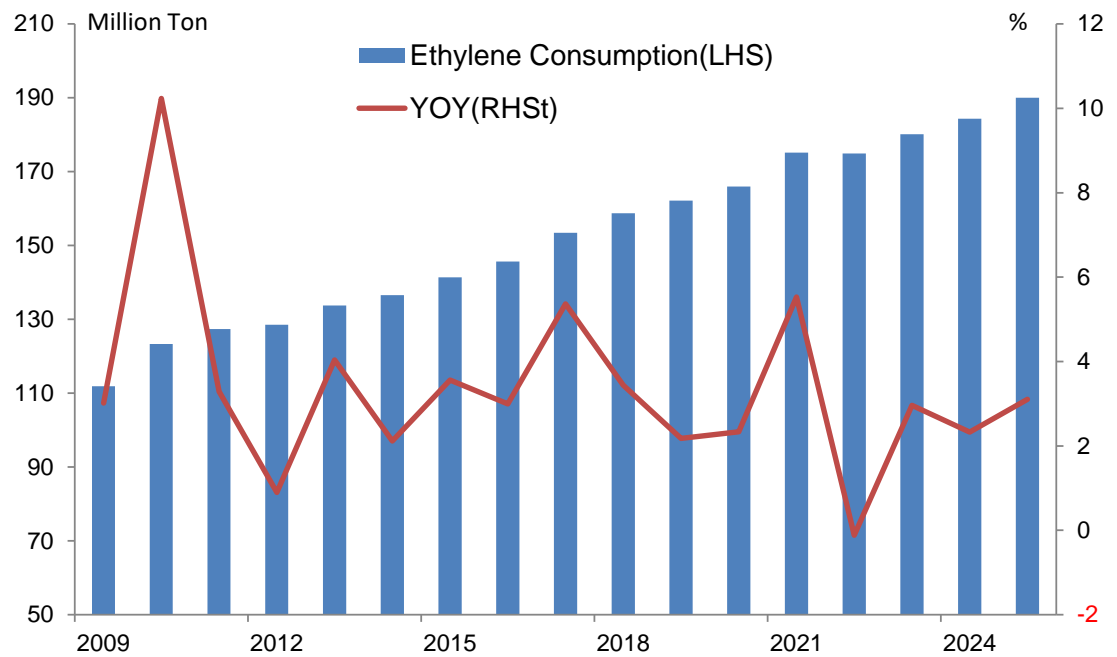
近幾年中國煉化一體的民營石化企業的石油腦入料乙烯產能進入投產高峰，包括恆力石化、浙江石化、盛虹連雲港、古雷石化、鎮海煉化，以及中石油揭陽廣東石化等企業，搭配北美的乙烷裂解的產能陸續開出，每一年新增產能達 1,000 萬噸以上，2023 年全球乙烯產能提升至 2.22 億噸，年增 4.8%，其中中國乙烯產能提升至 4,675 萬噸，超過美國 4,330 萬噸，為全球最大乙烯生產國。全球乙烯產能分布，亞洲佔比提升至 42% (其中中國佔比約 21.4%)，北美佔比 23% (其中美國佔比約 19.9%)，中東 16%，歐洲佔比降至 12%，拉美 3%，俄羅斯 3%，非洲 1%。



## 中國、中東及俄羅斯仍有乙烯產能投資計畫，乙烯供需寬鬆

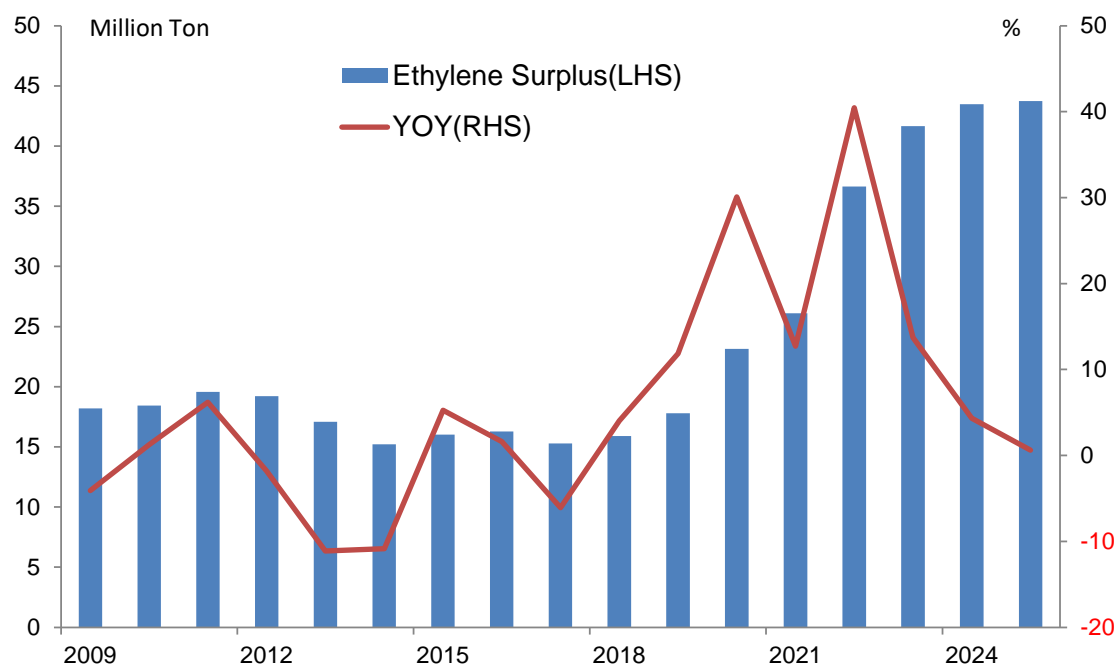
展望未來，中國乙烯產能因煉化一體化、煤制烯烴、乙烷裂解等裝置的投資計畫持續推進，2026 年前規劃投產的乙烯產能超過 2,000 萬噸，預計 2026 年中國乙烯產能將提升至 7,000 萬噸。北美地區在 2026 年前較沒有乙烯產能擴張計畫，產能增速較緩，只剩下中東地區及俄羅斯仍有建設大型乙烯裂解裝置的計畫，預估 2026 年全球乙烯產能有機會上看 2.5 億噸。另一方面，觀察過去幾年全球乙烯消費趨勢呈現穩定擴增的格局，2023 年乙烯消費量提升至 1.80 億噸，年增 3.0%，溫和成長態勢，不過仍低於乙烯產能擴張的幅度。以過去 5 年平均乙烯新增消費量約 450 萬噸，低於過去 5 年平均乙烯產能擴張的 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 9：全球乙烯消費成長趨勢圖 (百萬噸)



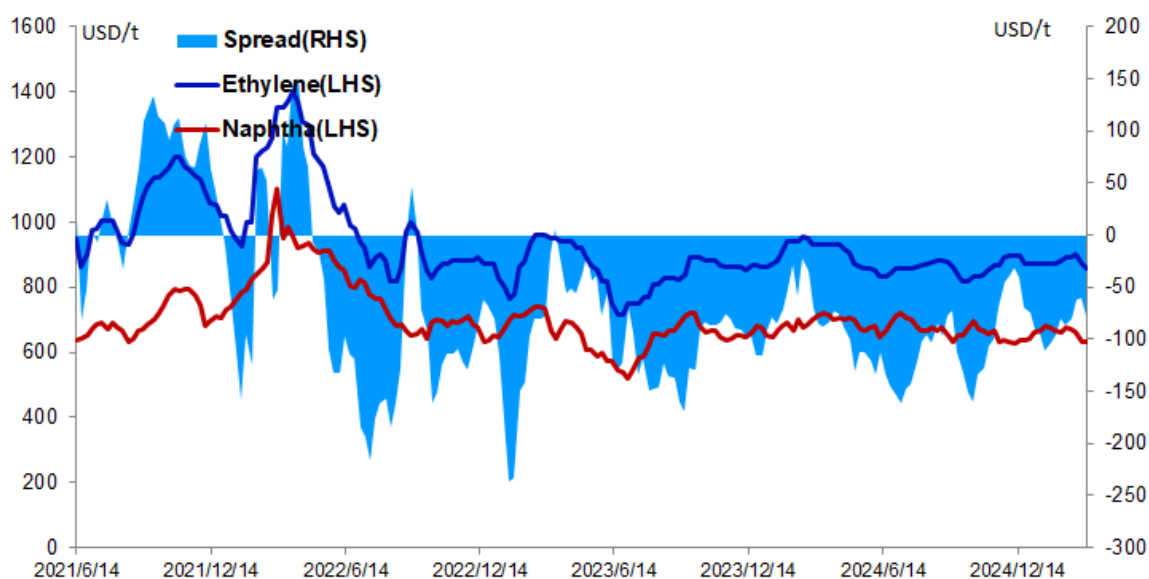
資料來源：Bloomberg、元大投顧

圖 10：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 11：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。

### 擺脫 2024 年低迷，2025 年重啟成長，調升台塑評等至買進，目標價 48 元

市況低迷拖累，台塑 2024 年營收 2000.4 億元，年增 0.5%，營益率-2.1%，營業虧損 41.62 億元，較 2023 年虧損 40.29 億元小幅擴大，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 為-0.19 元，遠不如 2023 年之 1.15 元，年底淨值 45.4 元。2024 年陷入虧損，不過台塑仍決議動用帳上未分配盈餘，配發現金股利 0.5 元，殖利率約 1.3%。

台塑 1H25 營運仍屬低迷，獲利疲軟，惟展望 2H25，烏俄和談停戰，預期歐美解除對俄羅斯之制裁，俄羅斯無須再以折扣價格銷給中國煉化廠商，中國煉化廠商成本較低的優勢將流失，台塑面臨來自中國廠商價格競爭壓力減輕，另外烏克蘭重建，可望提振 PVC 需求，改善 PVC 供需結構，PVC 價格及利差回升，有利台塑本業獲利表現，相關效益將於 2H25 陸續顯現，台塑 2H25 獲利上修，帶動台塑 2025 年獲利亦有上修空間。預估 2025 年營收上修 0.9%至 2011.31 億元，年增 0.5%，營益率上修 0.1ppt 至-0.2%，營業虧損收斂至 3.58 億元(原估虧損 6.38 億元)，業外台塑化獲利貢獻約 36.65 億元(原估 37.85 億元，下修約 3.2%)，稅後 EPS 上修 2.3%至 0.49 元(原估 0.48 元)，年底淨值 45.39 元。展望 2026 年，烏克蘭重建持續提振 PVC 需求，有利台塑營運表現，加上來自中國石化廠競爭壓力減輕，預估 2026 年營收上修 4.4%至 2133.04 億元，年增 6.1%，營益率上修 0.6ppt 至 0.9%，營業利益上修 211.6%至 18.51 億元，業外台塑化獲利貢獻 41.01 億元(原估 39.32 億元，上修 4.3%)，稅後 EPS 上修 26.3%至 0.86 元，年增 73.5%，年底淨值續增至 45.80 元。

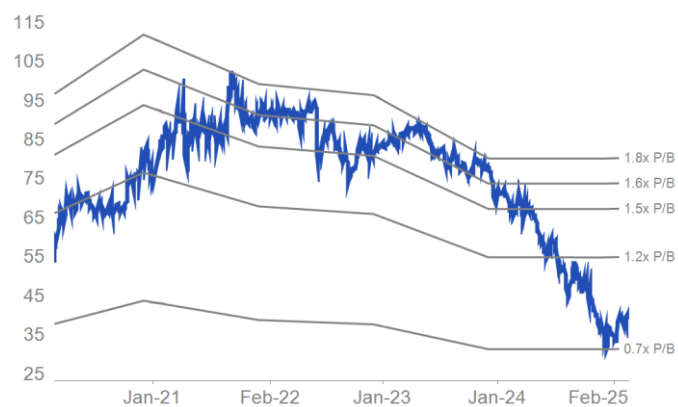
對台塑(1301)投資建議由持有-超越同業調升至買進，乃考量：1) 烏俄和談停戰，預期歐美將陸續解除對俄羅斯之制裁，俄羅斯無須再以折扣價格銷給中國煉化廠商，中國煉化廠商成本較低的優勢將流失，台塑面臨來自中國廠商價格競爭壓力減輕，2) 烏克蘭重建可望提振 PVC 需求，改善 PVC 供需結構，PVC 價格及利差將可回升，台塑營運受惠。預期相關效益將於 2H25 顯現，3Q25 稅後 EPS 上修 14.6%至 0.28 元，季增 210.8%，遠優於 3Q24 之-0.49 元。2H25 獲利上修抵銷 1H25 下修，2025 年稅後 EPS 上修 2.3%至 0.49 元，2026 年稅後 EPS 上修 26.3%至 0.86 元，年增 73.5%，獲利將可擺脫 2024 年低迷，重啟成長軌道。以 2025 年底預估淨值 45.39 元計算，目前本淨比約為 0.86 倍，評價偏低，調升評等至買進，目標價由 38 元上調至 48 元(評價基礎為 1.1 PBR X 2025 年底淨值 45.39 元)。

圖 12：2024 和 2025 年財務預估調整

(百萬元)	2024		2025 估		預估差異	
	實際財報	前次預估	調整後	調整前	2024	2025
營業收入	200,040	200,454	201,131	199,361	-0.2%	0.9%
營業毛利	10,148	11,006	13,632	13,228	-7.8%	3.1%
營業利益	-4,162	-3,412	-358	-638	-	-
稅前利益	-2,414	-1,393	3,926	3,839	-	2.3%
稅後淨利	-1,232	-1,388	3,141	3,071	-	2.3%
調整後 EPS (元)	-0.19	-0.22	0.49	0.48	-	2.3%
重要比率 (%)					百分點	百分點
營業毛利率	5.1%	5.5%	6.8%	6.6%	-0.4	0.1
營業利益率	-2.1%	-1.7%	-0.2%	-0.3%	-0.4	0.1
稅後純益率	-0.6%	-0.7%	1.6%	1.5%	0.1	0.0

資料來源：公司資料、元大投顧預估

圖 13：12 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 14：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	買進	39.1	7,532	1.15	(0.19)	0.49	33.9	--	79.1	(79.7)	--	--
國際同業													
榮盛石化	002493 SZ	未評等	8.6	11,973	0.1	0.1	0.3	72.6	71.4	27.4	(64.2)	1.6	160.4
中石化	600028 SS	未評等	5.8	91,095	0.5	0.5	0.5	11.5	12.6	11.8	(9.1)	(8.4)	6.6
恒力石化	600346 SS	未評等	15.6	15,102	1.0	1.0	1.3	15.9	15.8	12.1	197.8	0.1	30.7
樂天化學	011170 KS	未評等	69300.0	2,022	(1199.0)	(15552.0)	(5837.6)	--	--	--	(169.9)	--	--
LG 化學	051910 KS	未評等	261500.0	13,250	17218.3	5313.1	9549.4	15.2	49.2	27.4	(24.9)	(69.1)	79.7
國際同業平均								28.8	37.3	19.7	(14.0)	(18.9)	69.3
國內同業													
台化	1326 TT	持有-超越同業	28.7	5,087	1.5	1.7	0	19.6	16.8	955.0	16.2	17.2	(98.3)
南亞	1303 TT	未評等	33.0	7,916	0.8	0.4	0.9	41.4	83.3	37.8	(80.4)	(50.3)	120.6
台聚	1304 TT	未評等	11.8	425	(0.2)	(1.8)	(1.4)	--	--	--	(113.3)	--	--
華夏	1305 TT	未評等	13.1	230	0.6	(0.8)	0.1	22.2	--	230.3	(192.4)	--	--
國內同業平均								27.7	50.0	407.7	(92.5)	(16.5)	11.2

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 15：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	買進	39.1	7,532	2.1	(0.4)	1.1	54.57	45.40	45.39	0.7	0.9	0.9
國際同業													
榮盛石化	002493 SZ	未評等	8.6	11,973	2.5	3.3	6.6	4.5	4.4	4.4	1.9	1.9	1.9
中石化	600028 SS	未評等	5.8	91,095	7.6	6.7	7.0	6.7	6.8	7.1	0.9	0.9	0.8
恒力石化	600346 SS	未評等	15.6	15,102	11.9	11.3	13.7	8.5	9.7	9.6	1.8	1.6	1.6
樂天化學	011170 KS	未評等	69300.0	2,022	(0.3)	(4.3)	(1.9)	372390.9	348295.5	324374.4	0.2	0.2	0.2
LG 化學	051910 KS	未評等	261500.0	13,250	5.8	1.5	2.2	411275.2	441771.5	444820.4	0.6	0.6	0.6
國際同業平均					5.5	3.7	5.5				1.1	1.0	1.0
國內同業													
台化	1326 TT	持有-超越同業	28.7	5,087	2.0	0.3	0.1	57.9	46.5	56.7	0.5	0.6	0.5
南亞	1303 TT	未評等	33.0	7,916	1.7	0.6	1.9	45.4	45.7	45.5	0.7	0.7	0.7
台聚	1304 TT	未評等	11.8	425	(0.9)	--	--	21.7	18.1	16.9	0.5	0.7	0.7
華夏	1305 TT	未評等	13.1	230	3.6	(4.4)	2.6	16.5	15.3	14.3	0.8	0.9	0.9
國內同業平均					1.6	(1.1)	1.5				0.6	0.7	0.7

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 16：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	50,331	48,207	50,136	50,386	52,402	200,040	201,131
銷貨成本	(46,275)	(47,371)	(48,001)	48,245	45,701	46,877	46,607	48,314	189,892	187,499
營業毛利	1,833	3,738	2,491	2,086	2,507	3,259	3,779	4,087	10,148	13,632
營業費用	(3,278)	(3,569)	(3,999)	3,465	3,335	3,487	3,510	3,658	14,310	13,990
營業利益	(1,445)	170	(1,507)	(1,379)	(828)	(228)	269	429	(4,162)	(358)
業外利益	1,806	1,173	(1,738)	506	526	942	1,951	865	1,748	4,284
稅前純益	361	1,343	(3,245)	(873)	(302)	714	2,220	1,294	(2,414)	3,926
所得稅費用	(140)	21	152	(1,149)	(60)	143	444	259	(1,182)	785
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)	275	(242)	571	1,776	1,035	(1,232)	3,141
調整後每股盈餘(NT\$)	0.03	0.21	(0.49)	0.04	(0.04)	0.09	0.28	0.16	(0.19)	0.49
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%	4.1%	5.2%	6.5%	7.5%	7.8%	5.1%	6.8%
營業利益率	-3.0%	0.3%	-3.0%	-2.7%	-1.7%	-0.5%	0.5%	0.8%	-2.1%	-0.2%
稅前純益率	0.8%	2.6%	-6.4%	-1.7%	-0.6%	1.4%	4.4%	2.5%	-1.2%	2.0%
稅後純益率	0.5%	2.7%	-6.1%	0.6%	-0.5%	1.1%	3.5%	2.0%	-0.6%	1.6%
有效所得稅率	38.8%	-1.6%	--	--	--	-20.0%	-20.0%	-20.0%	--	--
季增率(%)										
營業收入	0.8%	6.2%	-1.2%	-0.3%	-4.2%	4.0%	0.5%	4.0%		
營業利益	--	--	--	--	--	--	--	59.5%		
稅後純益	--	517.9%	--	--	--	--	211.0%	-41.7%		
調整後每股盈餘	--	517.9%	--	--	--	--	210.8%	-41.7%		
年增率(%)										
營業收入	-7.9%	5.5%	-0.5%	5.4%	0.2%	-1.9%	-0.2%	4.1%	0.5%	0.5%
營業利益	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--
稅後純益	-90.6%	11.4%	--	--	--	-58.2%	--	276.4%	--	--
調整後每股盈餘	-90.6%	11.4%	--	--	--	-58.2%	--	276.2%	--	--

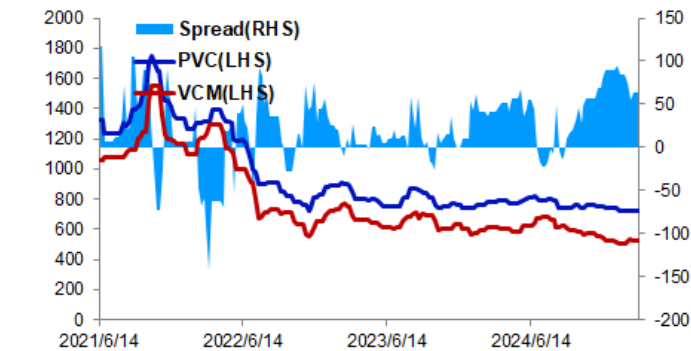
資料來源：公司資料、元大投顧、CMoney；標“A”為歷史數據；調整後每股盈餘為根據調整後加權平均股數計算。



## 公司簡介

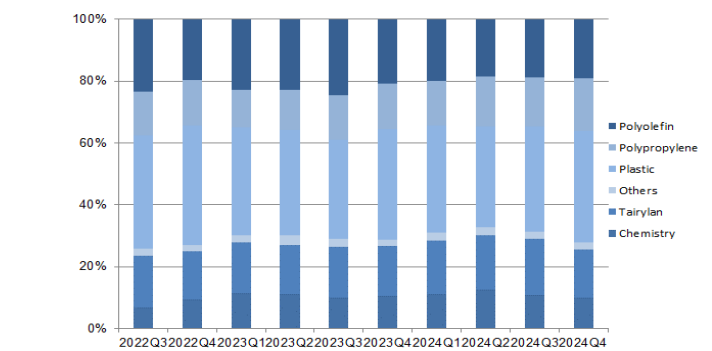
台塑(1301)成立於 1954 年，一開始設立 PVC 廠，並往上游原料電石、VCM、液鹼、聚丙烯腈纖維、聚乙烯及其他石化原料等產品線發展，1980 年成立台塑美國公司(FPC-USA)，1992 年轉投資成立台塑石化公司，1993 年興建第六輕油裂解廠，配合集團石化原料上下一貫生產的垂直整合策略，於麥寮廠設立 PVC、AE、LLDPE、AN 等工廠。2002 年成立台塑工業(寧波)有限公司，於寧波廠設立之 PVC、AE、高吸水性樹脂及 PP 產線，完成台塑在兩岸的生產佈局。主要營業項目為塑膠及纖維原料產銷，其中 VCM 及 PVC 兩項產品年產能為全球第三大廠，至於其他產品線液鹼、丙烯酸、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 17：PVC 及 VCM 現貨價格及利差趨勢圖 (美元/噸)



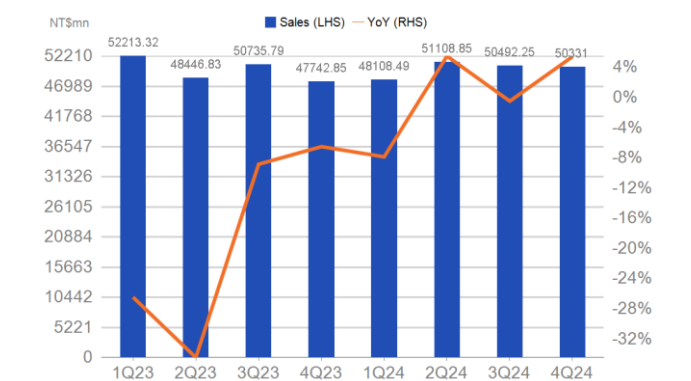
資料來源：公司資料、元大投顧預估

圖 18：營收組成



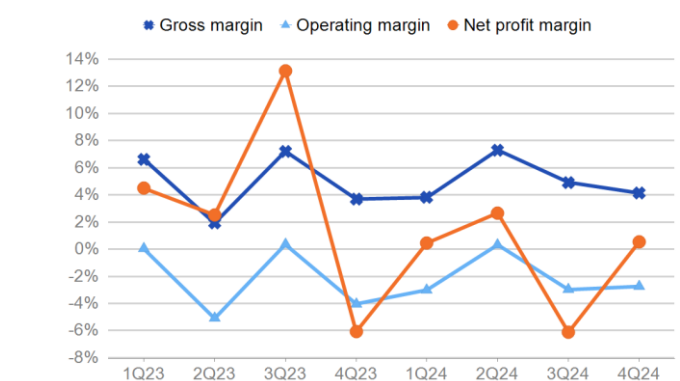
資料來源：公司資料

圖 19：營收趨勢



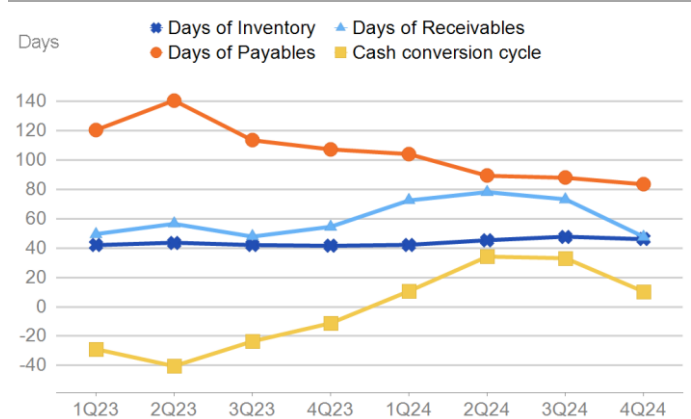
資料來源：CMoney、公司資料

圖 20：毛利率、營益率、淨利率



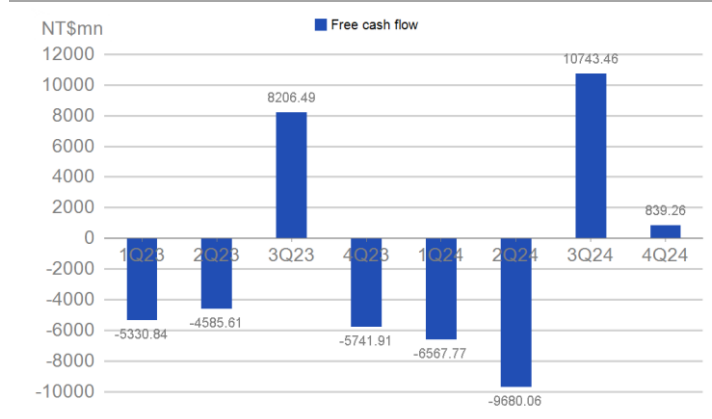
資料來源：CMoney、公司資料

圖 21：經營能力



資料來源：CMoney、公司資料

圖 22：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 23：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 (2025/3/23)

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	18,200	17,063	16,480
存貨	22,412	21,440	24,212	24,746	24,951
應收帳款及票據	15,853	14,250	14,437	14,727	14,898
其他流動資產	105,445	117,802	8,398	8,447	8,532
流動資產	160,820	159,638	105,865	105,813	108,162
採用權益法之投資	212,476	222,537	233,326	223,451	223,551
固定資產	107,315	112,452	121,422	122,086	127,982
無形資產	607	563	622	622	622
其他非流動資產	30,036	35,548	35,594	35,670	36,016
非流動資產	350,434	371,100	390,965	391,829	398,171
資產總額	511,254	530,738	496,830	497,642	506,333
應付帳款及票據	11,774	11,631	13,326	13,758	13,985
短期借款	14,900	23,467	33,061	33,187	34,555
什項負債	69,189	68,004	70,244	70,244	70,244
流動負債	95,863	103,102	116,631	117,189	118,785
長期借款	6,437	21,362	46,235	46,461	49,060
其他負債及準備	51,269	58,914	22,492	22,527	23,463
長期負債	57,706	80,277	68,727	68,988	72,523
負債總額	153,570	183,378	207,849	208,703	214,772
股本	63,657	63,657	63,657	63,657	63,657
資本公積	11,797	11,830	11,842	11,842	11,842
保留盈餘	230,270	210,804	201,420	201,378	204,001
什項權益	51,960	61,069	12,061	12,061	12,061
歸屬母公司之權益	357,685	347,360	288,981	288,939	291,562
非控制權益	0	0	0	0	0
股東權益總額	357,685	347,360	288,981	288,939	291,562

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	(1,232)	3,141	5,450
折舊及攤提	8,456	8,068	8,996	9,098	9,663
本期營運資金變動	5,241	2,485	(3,838)	(392)	(148)
其他營業資產 及負債變動	6,962	(11,733)	7,535	(451)	(1,785)
營運活動之現金流量	56,802	6,157	11,461	11,396	13,180
資本支出	(14,775)	(13,609)	(16,241)	(9,762)	(15,559)
本期長期投資變動	(6,150)	10,061	(20,178)	(125)	(100)
其他資產變動	2,604	(23,941)	7,535	(451)	(1,785)
投資活動之現金流量	(18,321)	(27,489)	(17,810)	(10,128)	(16,926)
股本變動	0	0	(6,354)	(3,183)	(2,827)
本期負債變動	25,615	35,341	24,015	854	6,069
現金增減資	0	0	0	0	0
支付現金股利	(52,173)	(26,745)	31,829	28,270	49,047
其他調整數	(3,848)	3,936	7,535	(451)	(1,785)
融資活動之現金流量	(30,405)	12,531	17,582	(2,405)	3,164
匯率影響數	(4,681)	(2,163)	0	0	0
本期產生現金流量	3,395	(10,963)	12,053	(1,137)	(583)
自由現金流量	42,026	(7,452)	46	1,634	(2,379)

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	200,040	201,131	213,304
銷貨成本	(209,089)	(189,312)	189,892	187,499	196,604
營業毛利	42,559	9,826	10,148	13,632	16,700
營業費用	(15,760)	(14,032)	14,310	13,990	14,849
推銷費用	(8,528)	(6,621)	7,500	6,936	7,352
研究費用	(1,893)	(1,779)	1,649	1,687	1,714
管理費用	(5,339)	(5,454)	5,016	5,366	5,783
其他費用	1	(178)	0	0	0
營業利益	26,799	(4,206)	(4,162)	(358)	1,851
利息收入	380	594	450	475	490
利息費用	(1,390)	(2,485)	(3,090)	(4,022)	(4,257)
利息收入淨額	(1,010)	(1,891)	(2,640)	(3,547)	(3,767)
投資利益(損失)淨額	5,761	7,945	1,829	5,493	6,392
匯兌損益	2,437	(18)	0	0	0
其他業外收入(支出)淨額	9,807	5,167	2,559	2,338	2,336
稅前純益	43,794	6,997	(2,414)	3,926	6,812
所得稅費用	(7,652)	341	(1,182)	785	1,362
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	(1,232)	3,141	5,450
稅前息前折舊攤銷前淨利	53,288	17,179	3,941	9,477	12,708
調整後每股盈餘 (NT\$)	5.68	1.15	(0.19)	0.49	0.86

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)	0.5	0.5	6.1
營業利益	(55.5)	--	--	--	--
稅前息前折舊攤銷前淨利	(44.0)	(67.8)	(77.1)	140.5	34.1
稅後純益	(49.3)	(79.7)	--	--	73.5
調整後每股盈餘	(49.3)	(79.7)	--	--	73.5
獲利能力分析 (%)					
營業毛利率	16.9	4.9	5.1	6.8	7.8
營業利益率	10.7	(2.1)	(2.1)	(0.2)	0.9
稅前息前淨利率	16.9	2.3	(2.5)	0.2	1.4
稅前息前折舊攤銷前淨利率	21.2	8.6	2.0	4.7	6.0
稅前純益率	17.4	3.5	(1.2)	2.0	3.2
稅後純益率	14.4	3.7	(0.6)	1.6	2.6
資產報酬率	6.9	1.4	(0.3)	0.6	1.1
股東權益報酬率	9.5	2.1	(0.4)	1.1	1.9
穩定/償債能力分析					
負債權益比 (%)	42.9	52.8	71.9	72.2	73.7
淨負債權益比(%)	1.2	11.1	21.1	21.7	23.0
利息保障倍數 (倍)	32.5	3.8	(1.9)	0.1	0.8
流動比率 (%)	167.8	154.8	90.8	90.3	91.1
速動比率 (%)	144.4	134.0	70.0	69.2	70.1
淨負債 (NT\$百萬元)	4,227	38,682	61,096	62,585	67,135
調整後每股淨值 (NT\$)	56.19	54.57	45.40	45.39	45.80
評價指標 (倍)					
本益比	6.9	33.9	--	79.1	45.6
股價自由現金流量比	5.9	--	--	151.0	--
股價淨值比	0.7	0.7	0.9	0.9	0.9
股價稅前息前折舊攤銷前淨	5.8	48.6	--	651.0	82.0
股價營收比	1.0	1.2	1.2	1.2	1.2

資料來源：公司資料、元大投顧；註：負債為短期債加上長期債。

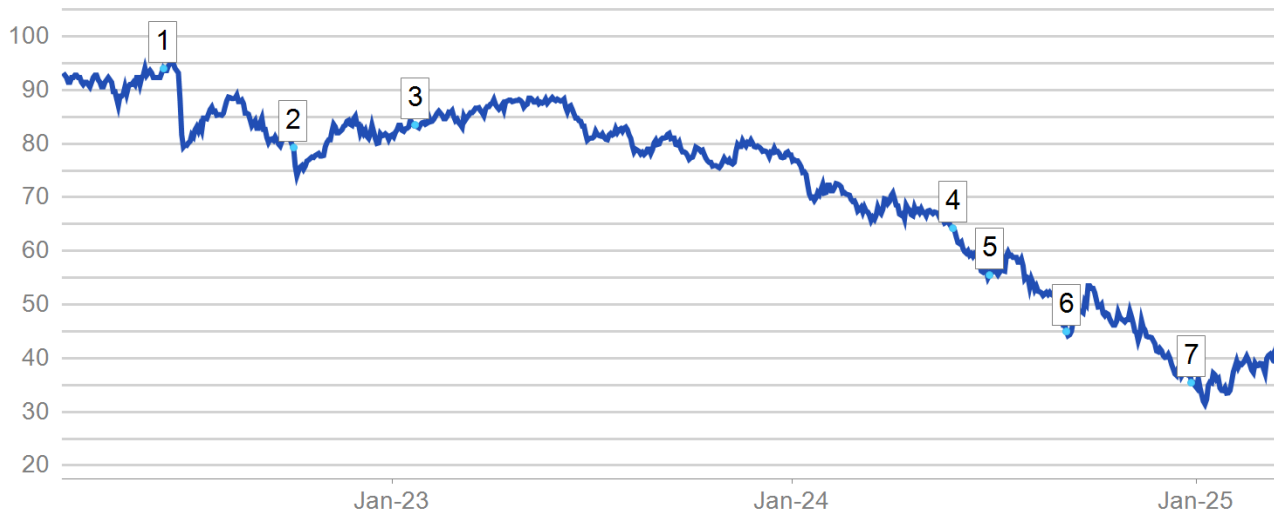
附錄：重要揭露事項

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	130	買進	李侃奇
2	20221011	85.10	105	105	買進	李侃奇
3	20230202	89.00	103	103	買進	李侃奇
4	20240531	65.60	70	70	持有-超越同業	蔡爵丞
5	20240703	56.50	60	60	持有-超越同業	蔡爵丞
6	20240909	46.30	47	47	持有-超越同業	蔡爵丞
7	20241230	35.50	38	38	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 = 依據股本變動調整後之目標價。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

© 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>.