

亞泥 (1102 TT) Asia Cement

供給收縮支撐價格回升，惟需求仍顯疲弱

持有-超越同業 (維持評等)

目標價 (12 個月) : NT\$47.0

收盤價 (2025/03/28) : NT\$47.0

隱含漲幅 : 0%

營收組成 (4Q24)

台灣 26%/中國 47%/電廠 14%/不鏽鋼 8%/其他 5%。

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\$)	47	45
2025年營收 (NT\$/十億)	77.3	78.8
2025年EPS	3.3	3.0

交易資料表

市值	NT\$166,690百萬元
外資持股比率	21.4%
董監持股比率	27.5%
調整後每股淨值 (2025F)	NT\$51.91
負債比	38.3%
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	80,183	76,297	77,284	77,772
營業利益	7,460	7,964	8,851	8,523
稅後純益	10,883	12,890	10,971	10,727
EPS (元)	3.28	3.86	3.28	3.21
EPS YoY (%)	-9.5	18.4	-14.9	-2.2
本益比 (倍)	14.3	12.2	14.3	14.6
股價淨值比 (倍)	1.0	0.9	0.9	0.9
ROE (%)	5.9	6.5	5.3	5.1
現金殖利率 (%)	4.5%	4.7%	4.5%	4.5%
現金股利 (元)	2.10	2.20	2.10	2.10

陳映慈

Lucy.YT.Chen@yuanta.com

蔡宗穎

Leo.TY.Tsai@yuanta.com

元大觀點

◆ 4Q24 噸毛利擴張至 50 人民幣、回沖壞帳，EPS 優於預期 31%；1Q/2Q25 出貨量年減高個位數，但噸毛利受惠低成本及價格回升改善。

◆ 自律減產更為嚴謹，支撐價格上漲並帶動噸毛利回升，惟缺乏強制機制，又 2025 年中國水泥需求下滑 5-8%，價格展望具不確定性。

◆ 上修獲利以反映供給緊縮帶動價格上漲，但需求疲弱維持持有評等。

1Q/2Q25 出貨量年減高個位數，但噸毛利年對年改善

亞泥 4Q24 營業利益 32 億元(季增 66%/年增 118%)，優於預期 28%，受惠中國水泥噸毛利擴張至 50 人民幣(vs 3Q24 8 人民幣)，且回沖約 4 億元壞帳，EPS 1.14 元，優於元大預期 31%。預期 1Q25 將中國水泥出貨量年減 8%至 400 萬噸、又嘉惠電力進入四年一次大修使發電量下滑，下修營收 2.9%至 167 億元(季減 20%/年增 2%)，不過強勁的供給緊縮帶動價格年增高個位數，估 1Q25 噸毛利介於 30-40 人民幣，上修毛利率 0.9 個百分點至 14.6%，估營業利益 17.0 億元(季減 47%/年增 66%)、EPS 0.57 元；2Q25 估出貨量持續年減高個位數，但噸毛利因旺季擴張，估 EPS 季增 67%至 0.96 元。

供給側收縮推動價格顯著上漲；2025 年需求年減 5-8%

2024 年中國水泥需求/亞泥出貨量皆年減 10%，目前中國政策以穩經濟為主缺乏大規模實體投資，難以對水泥需求形成強勁動能，預期 2025 年中國水泥需求年減 5-8%、亞泥出貨量年減中高個位數。不過中國水泥價格年增約 10%，主要來自強勁的自律停產，亞泥主營地區 1Q25 停產幅度達 40-70%，對比需求下滑高個位數更為強勁，因此下修 2025 年營收 1.9%以反映需求不如原先預期，但上修毛利率 1.1 個百分點至 15.7%，反映供給側推升價格及動力煤均價下滑，帶動噸毛利上升，同步上修 2025 年營業利益 9.7%至 88.5 億元(年增 11.1%)，估 2025 年 EPS 3.28 元，年減 14.9%主因 2024 年有一次性之金融資產評價及不動產利益達 26 億元。

出貨量下滑、價格展望具不確定性，維持持有評等

儘管近期中國水泥市場受惠行業共識減產帶動價格止跌回升，但考量減產行為多為自律性質、缺乏強制機制，我們對於供給側緊縮的執行穩定性持中性態度，同時需求端持續受到房地產景氣低迷影響，短期內尚難見到明顯回升動能，價格的支撐仍存在不確定性，因此對亞泥看法維持中性，評價維持 0.9 倍目標本淨比、2025 年預估每股淨值 51.91 元，推得目標價 47 元。

營運分析

4Q24 噸毛利擴張至 50 人民幣，EPS 優於預期 31%

亞泥營收 208.6 億元(季增 5%/年增 5%)，中國水泥營收季增 22%/年增 4%，出貨量季增 11%/年持平於 610 萬噸、均價季增 19%/年增 8%至 203 人民幣；營業利益 32.0 億元(季增 66%/年增 118%)，其中 1)亞泥中國獲利 13.3 億元(季轉盈/年增 235%)，受惠價格上漲及動力煤價持平，噸毛利擴張至 50 人民幣/噸(vs 3Q24/4Q23 8/26 人民幣/噸)，使毛利率優於預期、2)亞泥台灣獲利 10.1 億元(季增 12%/年增 12%)，國內水泥價量持穩、3)嘉惠電力獲利 6.3 億元(季減 21%/年增 111%)，雖進入淡季，但 2024 年 6 月起與台電簽訂增購合約使二期發電上限提高 20 個百分點、4)其他部門(包括運輸、租賃、投資等)獲利 2.1 億元(年轉盈)，投資部門獲利了結部分持股使獲利改善，且營業費用率僅 2.4%，低於過往 4-5%區間，主因亞泥中國回沖約 4 億元台幣壞帳，使本業優於我們/市場預期 28%/34%。

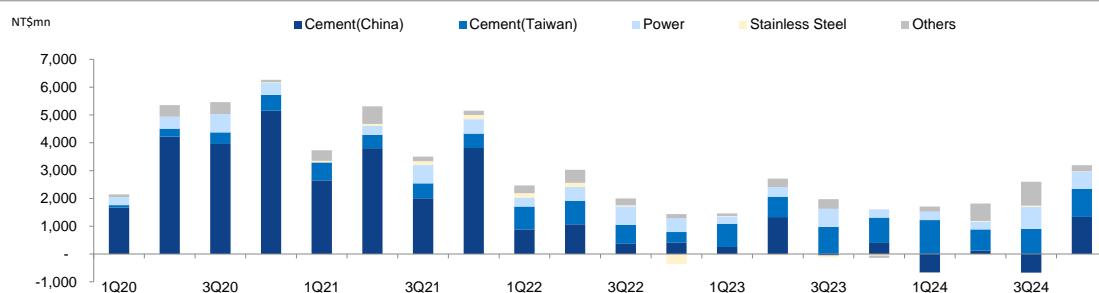
業外收益 19.1 億元，優於 3Q24/3Q23 之 6.1 億/4.8 億元，優於預期，主因認列金融資產評價利益 2 億元、匯兌利益 3 億元，權益法投資獲利 9.4 億元(季減 10%/年增 371%)，符合預期，大幅年增主因山水水泥由虧轉盈至獲利 0.2 億元，其餘遠東新獲利 5.1 億元(年減 5%)，化纖紡織收益穩定、裕民航運獲利 3.7 億元(年增 6%)，搶運潮支持運價；稅後淨利 38.0 億元(季增 100.5%/年增 186.8%)，優於我們/市場預期 31%/39%，EPS 1.14 元。

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	19,944	19,953	20,860	4.5%	4.6%	20,796	20,855	0.3%	0.0%
營業毛利	2,297	2,809	3,688	31.3%	60.6%	3,418	3,254	7.9%	13.3%
營業利益	1,467	1,929	3,197	65.8%	117.9%	2,505	2,384	27.6%	34.1%
稅前利益	1,948	2,254	5,106	126.5%	162.1%	3,830	3,572	33.3%	42.9%
稅後淨利	1,326	1,896	3,802	100.5%	186.8%	2,911	2,735	30.6%	39.0%
調整後 EPS (元)	0.40	0.57	1.14	100.5%	184.5%	0.87	0.78	30.8%	39.0%
重要比率 (%)				百分點	百分點			百分點	百分點
營業毛利率	11.5%	14.1%	17.7%	3.6	6.2	16.4%	15.6%	1.3	2.1
營業利益率	7.4%	9.7%	15.3%	5.7	8.0	12.1%	11.4%	3.3	3.9
稅後純益率	6.7%	9.5%	18.2%	8.7	11.6	14.0%	13.1%	4.2	5.1

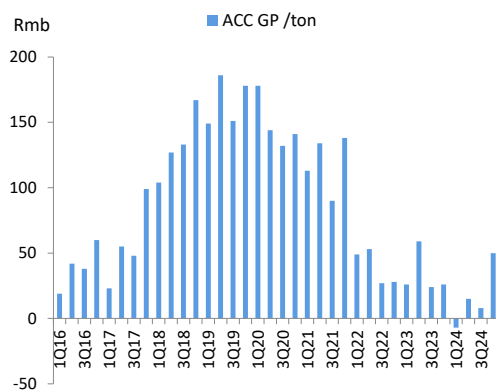
資料來源：公司資料、元大投顧預估、Bloomberg

圖 2：亞泥營業利益分佈



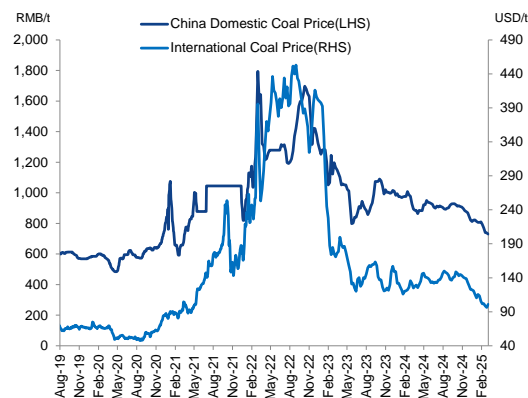
資料來源：TEJ、元大投顧

圖 3：亞泥噸毛利因價格上漲擴張



資料來源：亞泥法說會、元大投顧

圖 4：動力煤價格維持低檔



資料來源：Wind、元大投顧

1Q25 出貨量年減高個位數，但噸毛利年對年改善

亞泥 1-2 月營收年減 0.3%至 100.6 億元，達成我們前次/市場預期 58%/56%，略低於預期，管理層預期 1Q25 中國水泥出貨量將年減 7-8%至 400 萬噸、又嘉惠電力進入四年一次大修使發電量下滑，下修營收 2.9%至 167.4 億元(季減 19.7%/年增 1.5%)；儘管主營地區價格因淡季均價下滑 3-8%，不過強勁的供給緊縮帶動價格年增高個位數，估 1Q25 噸毛利介於 30-40 人民幣(vs 1Q24/4Q24 - 7/50 人民幣)，上修毛利率 0.9 個百分點至 14.6%，同步上修營業利益 4.9%至 17.0 億元(季減 46.7%/年增 66.4%)，季減幅度大主因進入發電及水泥淡季、上修稅後淨利 3.2%至 19.2 億元(季減 49.6%/年減 34.9%)，年減主因 1Q24 認列金融資產評價利益 19 億元，估 EPS 0.57 元。

展望 2Q25，預期出貨量仍年減高個位數，噸毛利因旺季而擴張，下修 2Q25 營收 1.5%至 192.1 億元(季增 14.7%/年增 1.2%)、上修毛利率 1.1 個百分點至 15.8%，估營業利益 21.9 億元(季增 28.8%/年增 20.9%)、稅後淨利 32.1 億元(季增 67.4%/年減 24.3%)，年減主因 2Q24 業外收益因金融資產評價及權益法投資收益達 32 億元，估 2Q25 EPS 0.96 元。

圖 5：2025 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	16,500	20,860	16,744	-19.7%	1.5%	17,251	17,900	-2.9%	-6.5%
營業毛利	1,757	3,688	2,436	-33.9%	38.6%	2,356	2,370	3.4%	2.8%
營業利益	1,024	3,197	1,703	-46.7%	66.4%	1,623	1,533	4.9%	11.1%
稅前利益	3,631	5,106	2,523	-50.6%	-30.5%	2,445	2,822	3.2%	-10.6%
稅後淨利	2,948	3,802	1,918	-49.6%	-34.9%	1,858	2,218	3.2%	-13.5%
調整後 EPS (元)	0.88	1.14	0.57	-49.6%	-35.0%	0.56	0.64	2.5%	-13.5%
重要比率 (%)						百分點		百分點	
營業毛利率	10.7%	17.7%	14.6%	-3.1	3.9	13.7%	13.2%	0.9	1.3
營業利益率	6.2%	15.3%	10.2%	-5.2	4.0	9.4%	8.6%	0.8	1.6
稅後純益率	17.9%	18.2%	11.5%	-6.8	-6.4	10.8%	12.4%	0.7	-0.9

資料來源：公司資料、元大投顧預估、Bloomberg

圖 6：2025 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	18,985	16,744	19,210	14.7%	1.2%	19,506	20,061	-1.5%	-4.2%
營業毛利	2,854	2,436	3,025	24.2%	6.0%	2,864	2,791	5.6%	8.4%
營業利益	1,815	1,703	2,194	28.8%	20.9%	2,033	1,924	7.9%	14.0%
稅前利益	5,013	2,523	4,225	67.5%	-15.7%	3,908	4,105	8.1%	2.9%
稅後淨利	4,244	1,918	3,211	67.4%	-24.3%	2,970	3,197	8.1%	0.4%
調整後 EPS (元)	1.27	0.57	0.96	67.4%	-24.3%	0.89	0.92	7.9%	0.4%
重要比率 (%)				百分點	百分點			百分點	百分點
營業毛利率	15.0%	14.1%	15.8%	1.6	0.7	14.7%	13.9%	1.1	1.8
營業利益率	9.6%	9.8%	11.4%	1.7	1.9	10.4%	9.6%	1.0	1.8
稅後純益率	22.4%	11.0%	16.7%	5.8	-5.6	15.2%	15.9%	1.5	0.8

資料來源：公司資料、元大投顧預估、Bloomberg

供給側收縮支撐價格上漲並帶動噸毛利回升，惟需求仍顯疲弱

由於中國房地產需求仍處下降週期，且基礎建設投資放緩，使水泥需求明顯下滑，2024 年中國水泥需求年減 10%，亞泥中國出貨量年減 10%，儘管兩會釋出包括提高赤字率、增發地方專項債、化解地方債務等政策，對基建與房市有一定支撐，但整體政策方向仍以穩經濟為主，缺乏大規模實體投資，難以對水泥需求形成強勁動能，預期 2025 年中國水泥需求年減 5-8%，我們預期亞泥中國出貨量跟隨行業降幅，將年減中高個位數。不過觀察中國水泥價格年增約 10%，主要來自強勁的自律停產，自 4Q24 起大多數地區停產天數明顯增加，使價格自低點反彈，並支撐噸毛利大幅回升，亞泥主營地區四川/江西/湖北 1Q25 分別停產 60/50/40 天，停產幅度達 40-70%(圖 7)，對比需求下滑高個位數更為強勁，因此我們下修 2025 年營收 1.9%至 772.8 億元，以反映需求不如原先預期，但上修毛利率 1.1 個百分點至 15.7%，反映供給側推升價格及動力煤均價下滑，帶動噸毛利上升，同步上修 2025 年營業利益 9.7%至 88.5 億元(年增 11.1%)、稅前淨利 9.8%至 144.4 億元(年減 9.8%)，年減主因 2024 年業外收益達 80 億元，其中一次性之金融資產評價利益/匯兌收益/不動產利益分別為 18.5 億/5.7 億/7.3 億元，佔 2025 年 EPS 3.28 元。

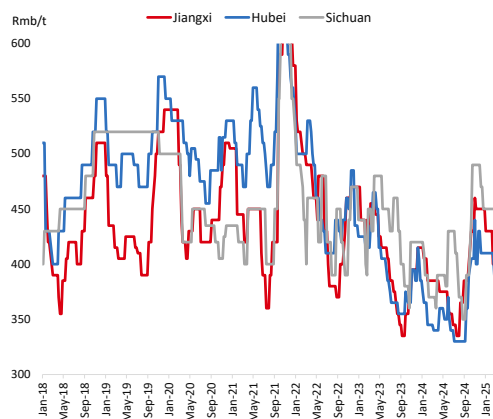
儘管近期中國水泥市場受惠於行業共識減產帶動價格止跌回升、噸毛利明顯改善，但我們對於中國水泥供給側緊縮是否能維持中性態度，主因減產行為以行業共識為基礎，缺乏政府強制性手段，歷史上曾出現因自律破裂導致價格反轉的情況，因此供給端改善對價格的支撐仍存在不確定性，同時因缺乏實質性需求支撐，價格持穩風險偏高。

圖 7：亞泥主營地區停產天數增加

	1Q24	4Q24	1Q25	停產幅度
四川	50	40	60	67%
江西	40	38	50	56%
湖北	15	30	40	44%

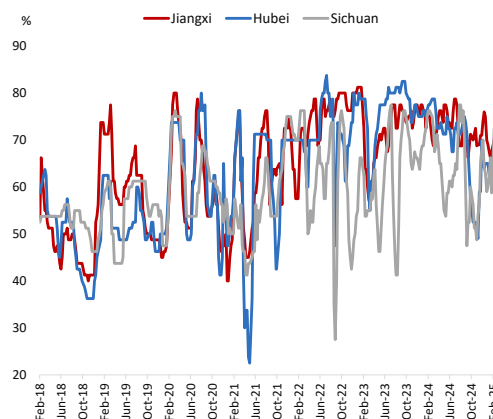
資料來源：亞泥法說會、元大投顧

圖 8：亞泥主營地區水泥價格反彈



資料來源：Wind、公司資料、元大投顧

圖 9：亞泥主營地區水泥庫容比滑落

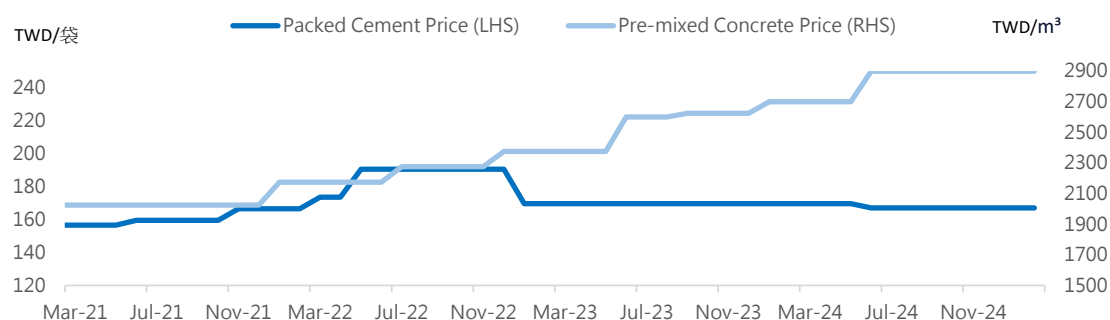


資料來源：Wind、公司資料、元大投顧

打房政策頻出，2025 年台灣水泥市場需求放緩、價格持穩

台灣水泥市場受惠舊有建案進行、政府公共工程推動，2024 年需求年增 3%、台灣水泥部門獲利 39 億元(vs 2023 年 34.4 億元)；不過央行於 9M24 祭出第七波信用管制後，房地產交易熱度顯著下降，部分建商將原定於 2024 年底前推出之案件延後開出，1-2M25 六都房屋移轉棟數年減 25%，管理層預期 2025 年台灣水泥市場需求放緩、價格持穩，預期台灣水泥部門 2025 年獲利 33-38 億元。

圖 10：國內水泥/預拌混凝土價格走勢



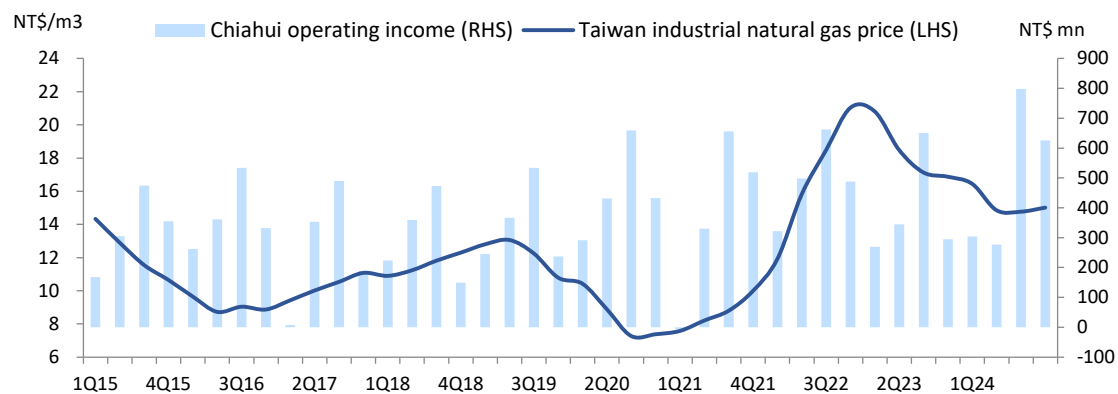
資料來源：CMoney、元大投顧

2025 年嘉惠電力及不鏽鋼事業展望穩健

2024 嘉惠電力合計獲利 20.1 億元(年增 28%)，其中嘉惠一期持續受惠天然氣價下跌，中油天然氣價格 2024 均價年減 17%、嘉惠二期於 6 月與台電簽增購合約，將容量因數自 40%調升至 60%，使發電量增加；展望 2025 年，管理層預期獲利持平至小幅衰退，主因嘉惠一期於 1Q25 有四年一度為期一個月的大修，又天然氣價年初至今上漲 8%，將影響毛利表現。

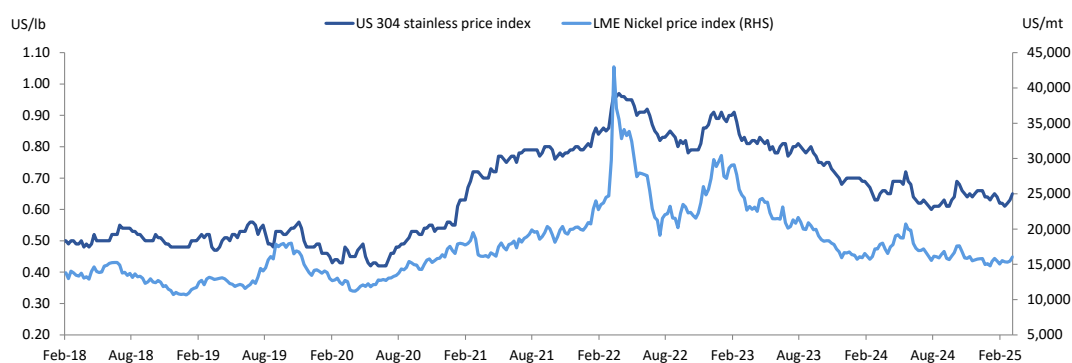
不鏽鋼事業 2024 年獲利 0.6 億元，2023 年虧損 1.4 億元明顯改善，受惠 2Q24 起客戶需求回溫、報價上漲，開始轉虧為盈，預期 2025 年價量平穩，獲利 1.3 億元。

圖 11：嘉惠電廠營業利益與中油天然氣價格



資料來源：中油、TEJ、元大投顧

圖 12：鎳價與不鏽鋼價格走勢



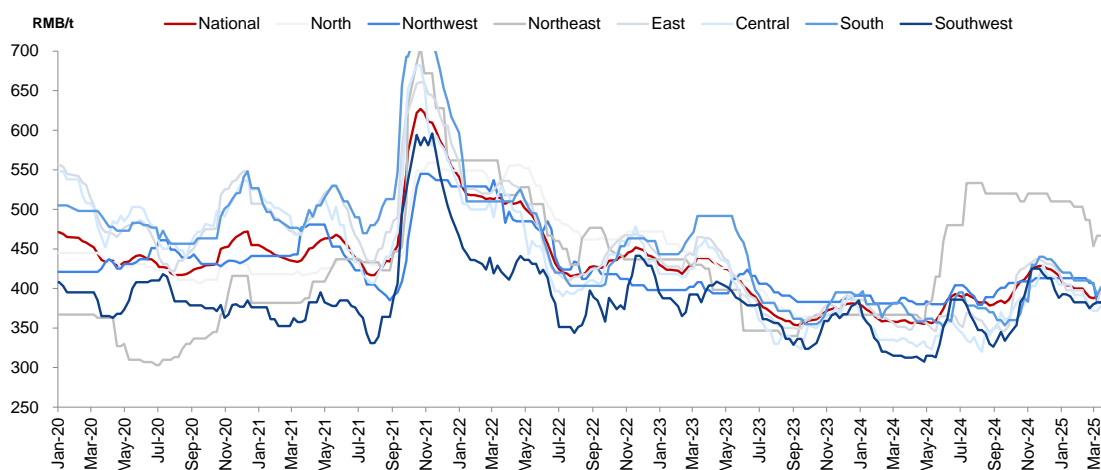
資料來源：Bloomberg、元大投顧

中國房地產疲弱使價格自 2021 年向下，4Q24 起因減產強勁使價格止穩回升

2021 年中旬由於中國能耗雙控以及限電措施大幅壓縮水泥供給，中國水泥均價大漲至 627 元/噸，隨後在總體經濟放緩、防疫政策、房地產需求轉弱等雜音影響下，供需情形惡化，2022/2023 年中國水泥需求下滑 10%/3%，創下十年來最低點，儘管企業積極錯峰停窯，仍難抵銷需求銳減的負面影響，2022 年至今水泥價格呈現下跌格局，2022/2023 年庫容比平均水位回升至 68%/71%，2022 年/2023 年均價下跌 4%/15%至 464/394 元/噸。2024 年在中國經濟復甦不如預期、房市未見起色狀況下，水泥需求年減 10%、價格持續下行，不過在 9/24 中國各部會出台重磅財政政策刺激市場氣氛，配合政府祭出水泥行業新規、各大企業領導加強錯峰力道，水泥價格於 9M24 開始上漲並已突破 2023 年同期價格。

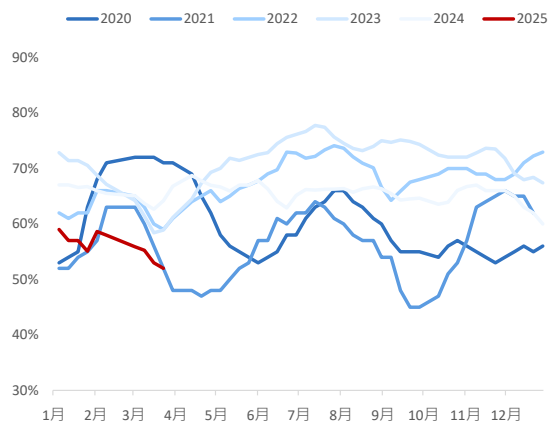
展望 2025 年，3 月初召開之兩會符合市場期待，釋出包括提高赤字率、增發地方專項債、化解地方債務等政策，對基建與房市有一定支撐，但整體政策方向仍以穩經濟為主，缺乏大規模實體投資，難以對水泥需求形成強勁動能，而中國房企債務規模龐大、房市低迷狀況已持續一段時間，僅靠財政刺激政策難以扭轉房市低迷的現象，水泥需求量仍承壓，後續須觀察錯峰生產力度是否足夠維繫現有水泥報價、同時政府是否祭出增量刺激政策以明顯提振需求，2025 年中國水泥價量仍具有不確定性，預期 2025 年中國水泥需求年減 5-8%。

圖 13：水泥價格於 9M24 反彈後回落



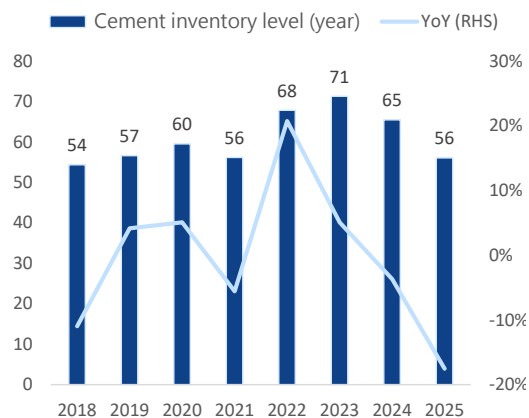
資料來源：Wind、公司資料、元大投顧

圖 14：中國水泥庫容比下滑



資料來源：Wind、公司資料、元大投顧

圖 15：中國水泥平均庫容比因供給側改革回落



資料來源：Wind、公司資料、元大投顧

需求側 –中國房市短疲軟，2024/25(F)年中國水泥需求下滑 10%/5-8%

中國 2022 年中旬起爆發爛尾樓事件和房企債務問題，儘管中國政府為提振房地產市場需求並穩定市場預期，陸續放寬舊有房市政策並積極救市，如認房不認貸、降低購買首套住房貸款利率、延長金融 16 條適用期限等，2024/9/24 起中國人行、財政部、發改委、人大會議等部會陸續出台重磅救市政策，包含同步降準降息、批准 10 兆人民幣國債以化解地方隱性債務、降低房貸頭期款比例、一線城市放寬限購限貸等刺激政策，2025/3 兩會釋出包括提高赤字率、增發地方專項債、化解地方債務等政策，但整體政策方向仍以穩經濟為主，缺乏大規模實體投資，難以對水泥形成強勁拉動動能，2024 年中國新屋開工年減 23%、房地產投資額年減 11%，2023/24 年中國水泥需求下滑 4%/10%，並預期 2025 年中國水泥需求年減 5-8%。

圖 16：中國 2024 年房地產投資年減 11%



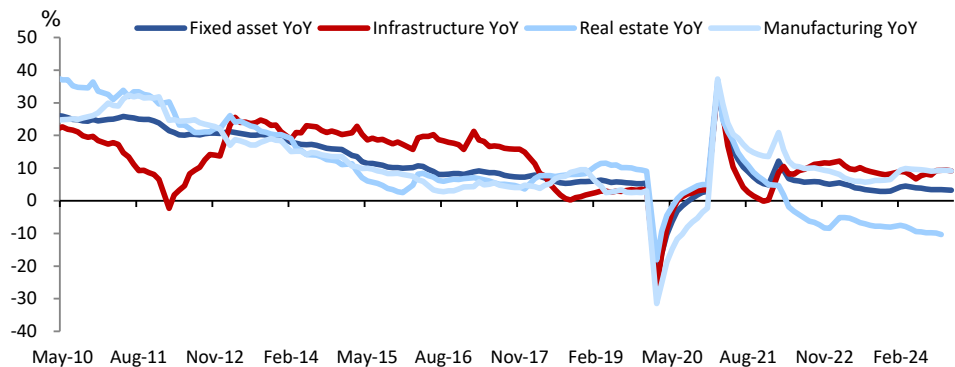
資料來源：Wind、元大投顧

圖 17：中國 2024 年新屋開工面積年減 23%



資料來源：Wind、元大投顧

圖 18：中國 2024 年基礎建設投資完成額年增 9%



資料來源：Wind、元大投顧

供給側 – 錯鋒力度提升、執行度高，政策補上過去漏洞，供給控制力度持續加強

中國中央及地方政府為解決水泥嚴重供給過剩狀況，過去一年出台較新的供給側控制政策包含：1) 超產重報環評：過去中國水泥企業產量大都超過產能，目前中央政府及四川政府開始抓超產，若產量超過產能 10%需重新申報環評；2)查處過去置換產線：要求批小建大(建置產能大於批准產能之產線)、未減量置換產線補齊產能，海螺水泥、中建材等大型國企也被要求購買指標以補充產能；3) 置換難度提升：中央政府於 11M24 推出新規，限制能效未達標產線作為指標、限制嚴重過剩地區跨省置換、需按照實際產能申報等規定，補足過去規定漏洞；4)碳交易，雖目前還未發布配額，不過生態環境部已預告 2024 年底水泥產業將納入全國碳交易，有助減產。

除政府祭出一系列新規外，2023 年至今水泥企業獲利大幅滑落、企業陷入虧損，多家領導企業帶頭加強錯峰生產力度，1Q25 亞泥主營地區停產幅度達 40-70%，力道強於需求下滑之高個位數。

圖 19：近一年中國政府控制水泥供給新規

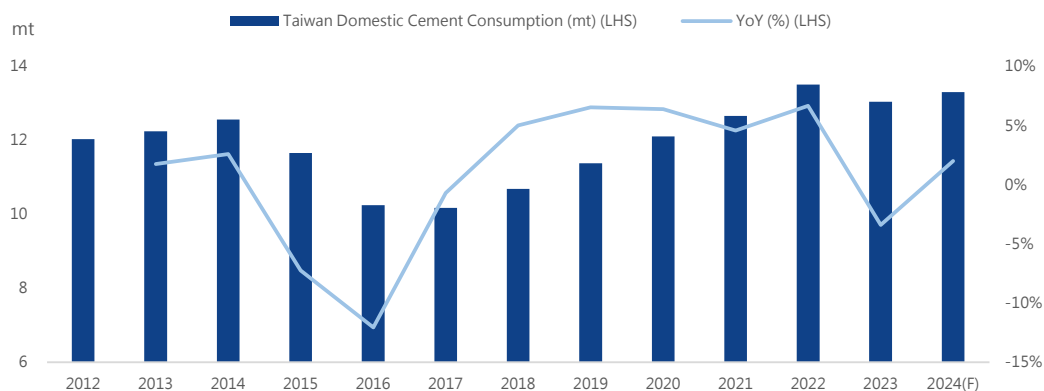
推動方向	推動情形
超產須重報環評	◆中央重申：實際生產超過設計產能10%，需重新申報環評 ◆四川開始盤點超產情況
查處過去置換產線	◆查處10多件案例，要求批小建大、未減量置換產線補齊產能 ◆影響包括海螺、中建材等企業，陸續購買指標補充產能
置換難度繼續提升	2024/11置換新規： ◆限制能效未達基準值的產線作為指標 ◆限制過剩嚴重的地區跨省置換 ◆取消以窯境推算產能，須按實際產能申報，改善批小建大
碳交易	◆生態環境部預告，2024年底將水泥業納入全國碳交易 ◆配額尚未發布，但節能減排將為企業中長期競爭力

資料來源：亞泥法說會、元大投顧

謹慎看待 2025 年台灣水泥需求展望，持續觀察政府打房政策影響性

台灣水泥市場受惠舊有建案進行、政府公共工程推動，2024 年水泥需求量年增 3%，價量皆持穩。展望後續，雖 2024 年國內核發建照樓地板面積年增 6.7%至 3,994 萬平方公尺，然央行於 9/20 開始實施第七波信用管制抑制房市，房地產交易熱度自 9 月起顯著下降，更觀察到部分建商將原定於 2024 年底前推出之案件延後開出，需關注未來建案開案是否趨於保守，以及房市資金趨緊下是否影響中小型建商開案，管理層對於 2025 年台灣水泥市場展望保守看待，不過價格在破費開徵下具支撐而持穩。

圖 20：2023/24 年台灣水泥需求年減 3%/年增 3%



資料來源：台灣區水泥工業同業公會、元大投顧

獲利調整與股票評價

上修獲利以反映供給緊縮帶動價格上漲，但需求疲弱故維持持有評等

因中國房地產需求疲弱，亞泥中國 2024 年出貨價/量年減 14%/10%，使營收年減 5%至 763.0 億元；不過因投資部門獲利了結部分持股獲利年增 181%，及台灣水泥受惠動力煤成本下滑、嘉惠電力發電量上升，使營業利益年增 7%至 79.6 億元，2024 年 EPS 3.86 元；下修 2025 年營收 1.9%至 772.8 億元，以反映需求不如原先預期，但上修毛利率 1.1 個百分點至 15.7%，反映供給側推升價格及動力煤均價下滑，帶動噸毛利上升，同步上修 2025 年營業利益 9.7%至 88.5 億元(年增 11.1%)、稅前淨利 9.8%至 144.4 億元(年減 9.8%)，年減主因 2024 年業外收益達 80 億元，估 2025 年 EPS 3.28 元。

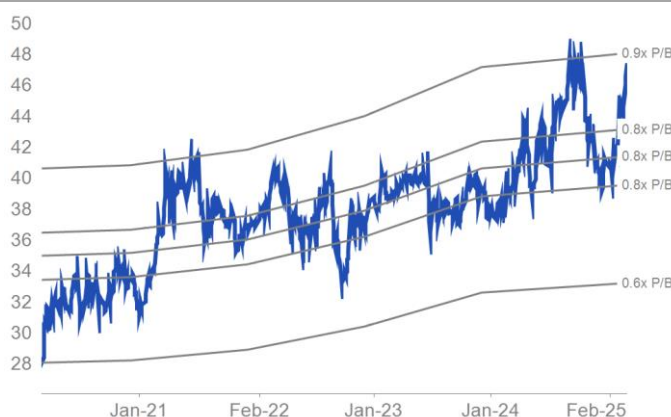
亞泥過去 5 年本淨比多介於 0.8-1.1 倍(平均 1.0 倍)，在中國房市熱絡、水泥需求暢旺時，P/B 普遍位於 1 倍以上，2021 年能耗雙控使水泥報價大漲，P/B 一度大漲至 1.2 倍，儘管近期中國水泥市場受惠於行業共識減產帶動價格止跌回升、噸毛利明顯改善，但考量減產行為多為自律性質、缺乏強制機制，執行穩定性仍具變數，同時需求端持續受到房地產景氣低迷影響，短期內尚難見到明顯回升動能，維持中性看法，評價維持 0.9 倍目標本淨比、2025 年預估每股淨值 51.91 元，推得目標價 47 元，給予持有評等。

圖 21：2024 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	76,297	76,233	77,284	78,808	0.1%	-1.9%
營業毛利	11,107	10,837	12,130	11,468	2.5%	5.8%
營業利益	7,964	7,272	8,851	8,067	9.5%	9.7%
稅前利益	16,005	14,729	14,435	13,150	8.7%	9.8%
稅後淨利	12,890	11,999	10,970	9,994	7.4%	9.8%
調整後 EPS (元)	3.86	3.59	3.28	2.99	7.5%	9.7%
重要比率 (%)					百分點	百分點
營業毛利率	14.6%	14.2%	15.7%	14.6%	0.3	1.1
營業利益率	10.4%	9.5%	11.5%	10.2%	0.9	1.2
稅後純益率	16.9%	15.7%	14.2%	12.7%	1.2	1.5

資料來源：公司資料、元大投顧預估

圖 22：12 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 23：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
亞泥	1102 TT	持有-超越 同業	47.0	5,051	3.28	3.86	3.28	14.3	12.2	14.3	(9.5)	17.5	(14.9)
國際同業													
海螺水泥	0914 HK	未評等	18.6	16,797	3.4	3.0	3.4	5.5	6.3	5.5	(56.1)	(13.1)	14.6
華潤水泥	1313 HK	未評等	1.9	1,678	0.3	0.3	0.3	6.7	7.2	5.5	(75.1)	(6.6)	30.3
中建材	3323 HK	未評等	3.5	3,889	1.1	0.7	1.0	3.3	5.1	3.7	(54.9)	(35.4)	37.3
國際同業平均					1.6	1.3	1.6	5.2	6.2	4.9	(62.0)	(18.3)	27.4
國內同業													
環泥	1104 TT	未評等	25.7	540	3.0	2.7	--	8.5	9.4	--	87.6	(9.5)	--
國內同業平均					3.0	2.7	--	8.5	9.4	--	87.6	(9.5)	--

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 24：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
亞泥	1102 TT	持有-超越 同業	47.0	5,051	5.9	6.5	5.3	47.70	51.13	51.91	1.0	0.9	0.9
國際同業													
海螺水泥	0914 HK	未評等	18.6	16,797	8.6	7.8	8.5	39.2	38.8	40.9	0.5	0.5	0.5
華潤水泥	1313 HK	未評等	1.9	1,678	3.7	4.1	5.2	7.1	7.3	7.5	0.3	0.3	0.3
中建材	3323 HK	未評等	3.5	3,889	7.7	4.7	6.5	16.5	14.3	15.1	0.2	0.2	0.2
國際同業平均					6.7	5.5	6.7	20.9	20.1	21.1	0.3	0.3	0.3
國內同業													
環泥	1104 TT	未評等	25.7	540	10.2	--	--	31.1	--	--	0.8	--	--
國內同業平均					10.2	--	--	31.1	--	--	0.8	--	--

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 25：季度及年度簡明損益表 (合併)

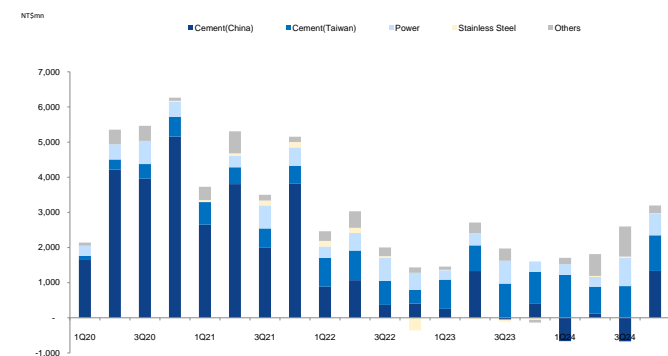
(NT\$百萬元)	1Q2024A	2Q2024A	3Q2024A	4Q2024F	1Q2025F	2Q2025F	3Q2025F	4Q2025F	FY2024F	FY2025F
營業收入	16,500	18,985	19,953	20,860	16,744	19,210	20,830	20,500	76,297	77,284
銷貨成本	(14,743)	(16,131)	(17,145)	(17,172)	(14,308)	(16,185)	(17,634)	(17,028)	(65,190)	(65,154)
營業毛利	1,757	2,854	2,809	3,688	2,436	3,025	3,196	3,473	11,107	12,130
營業費用	(733)	(1,039)	(880)	(491)	(733)	(831)	(880)	(835)	(3,143)	(3,280)
營業利益	1,024	1,815	1,929	3,197	1,703	2,194	2,316	2,637	7,964	8,851
業外利益	2,608	3,199	326	1,909	820	2,031	1,498	1,235	8,041	5,585
稅前純益	3,631	5,014	2,254	5,106	2,523	4,225	3,814	3,872	16,005	14,436
所得稅費用	(816)	(1,104)	(392)	(1,040)	(505)	(845)	(763)	(774)	(3,352)	(2,887)
少數股東權益	(132)	(334)	(34)	264	101	169	153	155	(236)	577
歸屬母公司稅後純益	2,948	4,244	1,896	3,802	1,918	3,211	2,899	2,943	12,890	10,971
調整後每股盈餘(NT\$)	0.88	1.27	0.57	1.14	0.57	0.96	0.87	0.88	3.86	3.28
調整後加權平均股數(百萬股)	3,340	3,340	3,340	3,340	3,340	3,340	3,340	3,340	3,340	3,340
重要比率										
營業毛利率	10.7%	15.0%	14.1%	17.7%	14.6%	15.8%	15.3%	16.9%	13.6%	15.7%
營業利益率	6.2%	9.6%	9.7%	15.3%	10.2%	11.4%	11.1%	12.9%	9.7%	11.5%
稅前純益率	22.0%	26.4%	11.3%	24.5%	15.1%	22.0%	18.3%	18.9%	19.6%	18.7%
稅後純益率	17.9%	22.4%	9.5%	18.2%	11.5%	16.7%	13.9%	14.4%	15.8%	14.2%
有效所得稅率	22.5%	22.0%	17.4%	20.4%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%	20.9%	20.0%
季增率(%)										
營業收入	-17.3%	15.1%	5.1%	4.5%	-19.7%	14.7%	8.4%	-1.6%		
營業利益	-30.2%	77.3%	6.3%	65.8%	-46.7%	28.8%	5.6%	13.9%		
稅後純益	122.4%	44.0%	-55.3%	100.5%	-49.6%	67.4%	-9.7%	1.5%		
調整後每股盈餘	120.6%	43.9%	-55.3%	100.5%	-49.6%	67.4%	-9.7%	1.5%		
年增率(%)										
營業收入	-14.1%	-10.2%	0.3%	4.6%	1.5%	1.2%	4.4%	-1.7%	-4.8%	1.3%
營業利益	-29.9%	-32.0%	3.4%	117.9%	66.4%	20.9%	20.1%	-17.5%	6.8%	11.1%
稅後純益	9.7%	1.9%	-29.9%	186.8%	-34.9%	-24.3%	52.9%	-22.6%	18.4%	-14.9%
調整後每股盈餘	8.8%	1.1%	-30.5%	184.5%	-35.0%	-24.3%	52.9%	-22.6%	18.4%	-14.9%

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

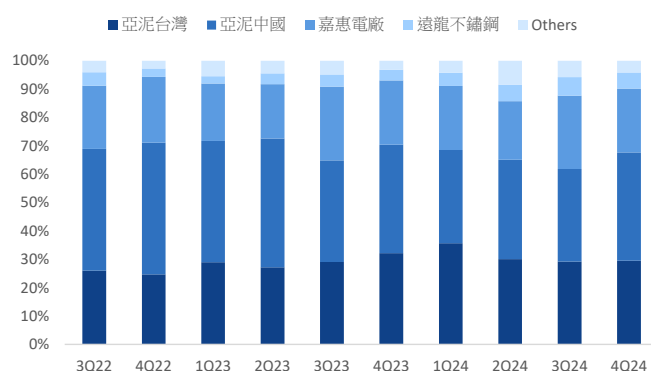
亞洲水泥創立於 1957 年，為國內第二大、中國第十大水泥製造商，台灣與中國年產能分別為 500 萬及 3300 萬公噸，同時擁有天然氣電廠與不鏽鋼廠等子公司。轉投資事業包括山水水泥(持有 17.5%股份)、遠東集團下之遠東新世紀(23.8%)與裕民航運(39.3%)。

圖 26：各部門營業利益組成



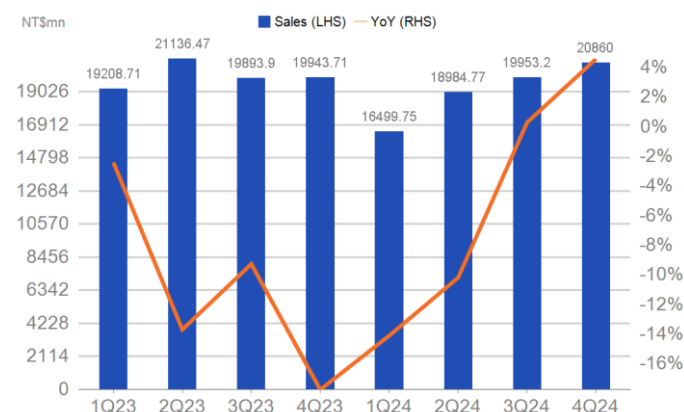
資料來源：公司資料、元大投顧預估

圖 27：營收組成



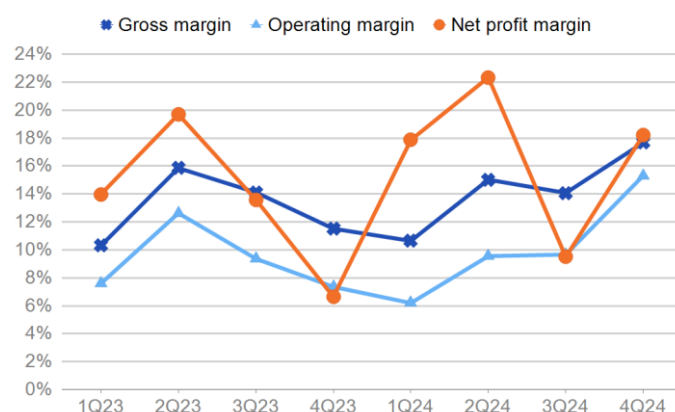
資料來源：公司資料

圖 28：營收趨勢



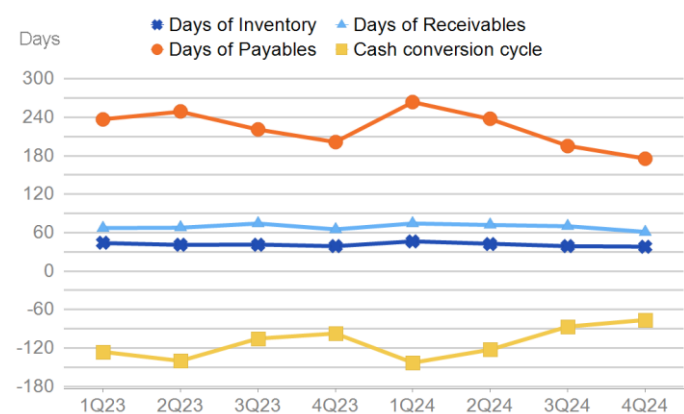
資料來源：CMoney、公司資料

圖 29：毛利率、營益率、淨利率



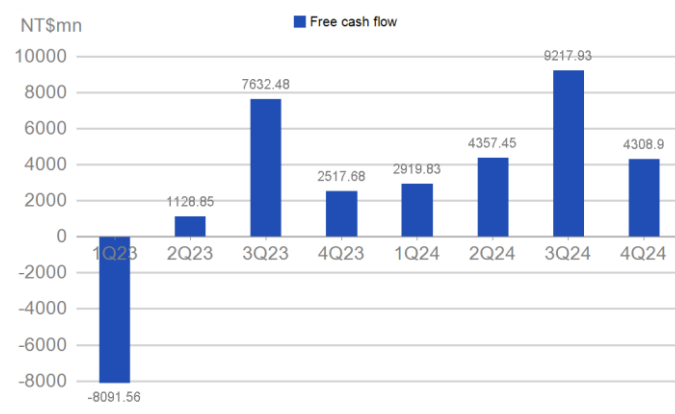
資料來源：CMoney、公司資料

圖 30：經營能力



資料來源：CMoney、公司資料

圖 31：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：**亞泥整體的 ESG 風險評級屬於中等風險，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，但在建築材料行業中的公司中排名領先同業。
- **在 ESG 議題上的曝險：**亞泥的整體曝險屬於高等水準，且與建築材料行業的平均水準相近。公司較需要改善的 ESG 議題包含碳自有營運等。
- **個別公司在 ESG 議題上的執行力：**亞泥在針對重大 ESG 議題的管理水準和執行力屬高等。該公司的溫室氣體減量計畫是充足的。此外，它還揭露了範圍 1 和 2 排放數據，並提供了範圍 3 排放的相關資訊。此外，過去三年碳強度趨勢保持相對穩定

圖 32：ESG 分析

分項	評分/評級
ESG 總分	26.1
在 ESG 議題上的曝險 (A)	48.6
個別公司在 ESG 議題上的執行力 (B)	51.9
風險評級	中 ★
同業排行(1~100，1 為最佳)	10

資料來源：Sustainalytics (2025/3/30)

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+)

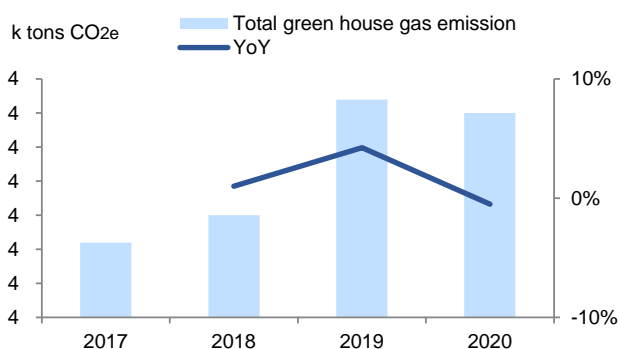
註 3：曝險分數評級：

低 (0-35) 中 (35-55) 高 (55+)

註 4：執行力分數評級：

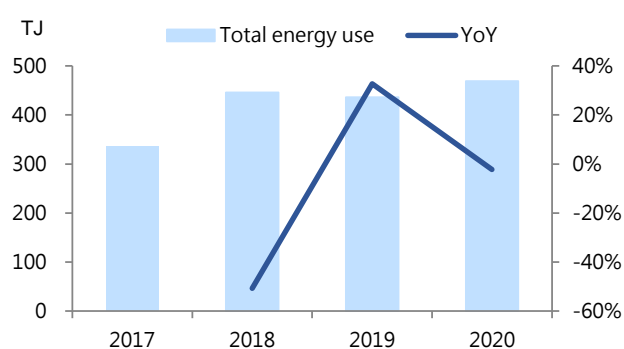
弱 (0-25) 中 (25-50) 強 (50-100)

圖 33：溫室氣體排放



資料來源：公司資料、Reuters

圖 34：節能績效



資料來源：公司資料、Reuters

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	43,486	33,230	13,260	44,785	45,442
存貨	8,668	7,611	7,464	8,144	8,241
應收帳款及票據	13,992	12,899	13,088	11,646	11,293
其他流動資產	45,303	68,602	82,798	51,093	51,821
流動資產	111,450	122,341	116,610	115,668	116,796
採用權益法之投資	91,718	94,087	95,691	96,648	97,614
固定資產	39,796	39,341	40,652	42,224	43,866
無形資產	6,789	6,467	6,572	6,638	6,704
其他非流動資產	74,490	74,490	72,303	73,026	73,756
非流動資產	212,793	214,386	215,217	218,535	221,940
資產總額	324,243	336,727	331,827	334,203	338,736
應付帳款及票據	10,768	10,197	11,136	9,282	9,392
短期借款	28,693	29,017	32,977	30,370	30,674
什項負債	31,502	43,674	35,391	32,578	32,896
流動負債	70,963	82,888	79,505	72,231	72,962
長期借款	10,416	9,567	6,855	8,099	8,180
其他負債及準備	58,631	52,408	40,616	45,853	46,446
長期負債	69,047	61,976	47,471	53,952	54,626
負債總額	140,010	144,863	126,976	126,182	127,588
股本	35,459	35,466	35,466	35,466	35,466
資本公積	6,006	8,574	8,239	8,239	8,239
保留盈餘	115,195	117,910	124,445	127,614	130,894
什項權益	4,157	7,220	13,197	12,779	12,442
歸屬母公司之權益	160,817	169,170	181,347	184,099	187,040
非控制權益	23,416	22,694	23,504	23,922	24,300
股東權益總額	184,233	191,864	204,852	208,021	211,340

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	12,597	11,084	12,653	11,549	11,291
折舊及攤提	4,769	4,756	4,585	5,099	5,348
本期營運資金變動	116	3,200	741	(1,286)	364
其他營業資產 及負債變動	(2,174)	(11,770)	6,828	(4,416)	(4,462)
營運活動之現金流量	15,309	7,269	24,807	10,945	12,542
資本支出	(2,666)	(4,082)	(4,003)	(6,377)	(6,696)
本期長期投資變動	3,610	2,369	4,519	2,944	2,975
其他資產變動	111	(11,943)	(19,309)	(568)	(570)
投資活動之現金流量	1,055	(13,656)	(18,793)	(4,000)	(4,291)
股本變動	4	6	0	0	0
本期負債變動	5,835	8,746	(18,369)	1,266	1,281
現金增減資	0	0	0	0	0
支付現金股利	(12,055)	(8,156)	(7,448)	(7,801)	(7,446)
其他調整數	(1,200)	(4,072)	(1,565)	0	0
融資活動之現金流量	(7,417)	(3,476)	(27,381)	(6,535)	(6,165)
匯率影響數	1,089	(394)	1,397	0	0
本期產生現金流量	10,036	(10,257)	(19,970)	410	2,086
自由現金流量	12,642	3,187	5,935	3,400	4,717

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	90,341	80,183	76,297	77,284	77,772
銷貨成本	(78,585)	(69,746)	(65,190)	(65,154)	(65,925)
營業毛利	11,755	10,437	11,107	12,130	11,847
營業費用	(3,184)	(2,977)	(3,143)	(3,280)	(3,324)
推銷費用	0	0	0	0	0
研究費用	0	0	0	0	0
管理費用	(3,324)	(3,272)	(3,226)	(3,280)	(3,324)
其他費用	140	295	82	0	0
營業利益	8,571	7,460	7,964	8,851	8,523
利息收入	946	1,353	1,384	1,351	1,351
利息費用	(1,296)	(1,776)	(1,667)	(1,673)	(1,673)
利息收入淨額	(350)	(423)	(283)	(322)	(322)
投資利益(損失)淨額	4,311	2,493	4,122	4,416	4,462
匯兌損益	604	(29)	(58)	0	0
其他業外收入(支出)淨額	2,060	4,436	4,260	1,491	1,451
稅前純益	15,197	13,936	16,005	14,436	14,114
所得稅費用	(2,600)	(2,852)	(3,352)	(2,887)	(2,823)
少數股權淨利	581	201	(236)	577	565
歸屬母公司之稅後純益	12,016	10,883	12,890	10,971	10,727
稅前息前折舊攤銷前淨利	21,261	20,465	12,549	13,949	13,872
調整後每股盈餘 (NT\$)	3.63	3.28	3.86	3.28	3.21

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	0	(11.2)	(4.8)	1.3	0.6
營業利益	(51.5)	(13.0)	6.8	11.1	(3.7)
稅前息前折舊攤銷前淨利	(23.4)	(3.8)	(38.7)	11.2	(0.6)
稅後純益	(28.1)	(12.0)	18.4	(14.9)	(2.2)
調整後每股盈餘	(22.8)	(9.5)	18.4	(14.9)	(2.2)
獲利能力分析 (%)					
營業毛利率	13.0	13.0	13.6	15.7	15.2
營業利益率	9.5	9.3	9.7	11.5	11.0
稅前息前淨利率	15.4	15.2	9.7	11.5	11.0
稅前息前折舊攤銷前淨利率	23.5	25.5	15.3	18.1	17.8
稅前純益率	16.8	17.4	19.6	18.7	18.2
稅後純益率	13.3	13.6	15.8	14.2	13.8
資產報酬率	3.9	3.4	3.8	3.5	3.4
股東權益報酬率	6.9	5.9	6.5	5.3	5.1
穩定/償債能力分析					
負債權益比 (%)	76.0	75.5	3.3	3.8	3.6
淨負債權益比(%)	(2.4)	2.8	13.0	(3.0)	(3.1)
利息保障倍數 (倍)	12.7	8.9	10.6	9.6	9.4
流動比率 (%)	157.1	147.6	146.7	160.1	160.1
速動比率 (%)	143.4	136.9	137.3	148.9	148.8
淨負債 (NT\$百萬元)	(4,378)	5,355	26,573	(6,316)	(6,588)
調整後每股淨值 (NT\$)	45.35	47.70	51.13	51.91	52.74
評價指標 (倍)					
本益比	13.0	14.3	12.2	14.3	14.6
股價自由現金流量比	12.4	49.3	26.5	46.2	33.3
股價淨值比	1.0	1.0	0.9	0.9	0.9
股價稅前息前折舊攤銷前淨	7.4	7.7	12.5	11.3	11.3
股價營收比	1.7	2.0	2.1	2.0	2.0

資料來源：公司資料、元大投顧；註：負債為短期債加上長期債。

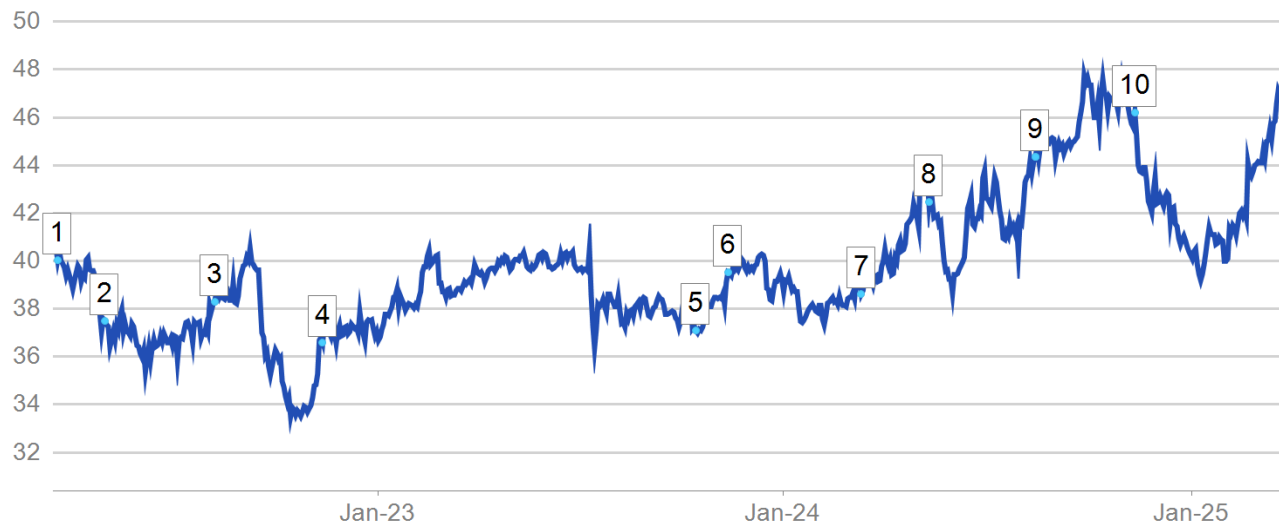
附錄：重要揭露事項

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。

亞泥 (1102 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	20220401	48.60	48	48	持有-超越同業	李侃奇
2	20220516	44.95	45	45	持有-超越同業	李侃奇
3	20220816	42.25	48	48	持有-超越同業	李侃奇
4	20221116	40.75	50	50	買進	李侃奇
5	20231020	39.20	42	42	持有-超越同業	陳映慈
6	20231116	41.50	42	42	持有-超越同業	陳映慈
7	20240319	41.10	43	43	持有-超越同業	陳映慈
8	20240517	45.80	43	43	持有-超越同業	陳映慈
9	20240819	44.20	44	44	持有-超越同業	陳映慈
10	20241115	45.60	45	45	持有-超越同業	陳映慈

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>.