

台泥 (1101 TT) Taiwan Cement

多元事業並進，對中國水泥市場依賴大幅下降

買進 (調升評等)

目標價 (12 個月) : NT\$36.0

收盤價 (2025/04/18) : NT\$29.0

隱含漲幅 : 24.1%

營收組成 (2024)

歐非水泥 35%/中國水泥 22%/電力及綠能事業 20%/台灣水泥 19%/其他 4%。

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\$)	36	35
2025年營收 (NT\$/十億)	168.8	164.1
2025年EPS	1.6	1.6

交易資料表

市值	NT\$224,400百萬元
外資持股比率	17.1%
董監持股比率	7.7%
調整後每股淨值 (2025F)	NT\$32.88
負債比	48.1%
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	2024A	2025F	2026F
營業收入	109,314	154,607	168,836	179,592
營業利益	10,030	17,127	22,220	23,434
稅後純益	7,998	11,259	12,086	13,161
EPS (元)	1.06	1.45	1.60	1.75
EPS YoY (%)	38.6	40.8	7.3	8.9
本益比 (倍)	27.4	20.0	18.0	16.6
股價淨值比 (倍)	1.0	0.9	0.9	0.9
ROE (%)	4.1	4.0	3.9	4.1
現金殖利率 (%)	3.5%	3.5%	4.2%	4.2%
現金股利 (元)	1.00	1.00	1.20	1.20

陳映慈

Lucy.YT.Chen@yuanta.com

蔡宗穎

Leo.TY.Tsai@yuanta.com

元大觀點

◆ 1Q25 和平電力檢修使營收季減 29%；2Q25 進入水泥及電力旺季估營收季增 20%，噸毛利受惠低成本及價格回升改善。

◆ 中國水泥事業佔比逐年降低，且受益多元綠能布局及擴展海外低碳水泥版圖，估 2025 年營收成長年增 9.2%。

◆ 多元事業並進貢獻獲利，亦將受惠烏克蘭重建需求激勵，評價給予 1.1 倍 2025 年每股淨值 32.99 元，目標價 36 元，調升評等至買進。

電廠檢修完畢且進入水泥旺季，估 2Q25 營收季增 20%

台泥 1Q25 營收 349.7 億元(季減 29%/年增 37%)，達成預期 90%，季減主因和平電力機組檢修及水泥淡季，年增受惠歐非水泥貢獻營收 141 億元(vs 1Q24 44 億元)；下修 1Q25 營業利益 21.6%至 37.2 億元(季減 30%/年增 210%)，估 EPS 0.28 元(季減 46%/年增 8%)。2Q25 進入發電及水泥旺季，加上中國水泥價格指數自年節後低點反彈中高個位數、煤價年初至今下跌約 20%，挹注噸毛利表現，2Q25 營收季增 19.8%至 418.9 億元、營業利益 54.2 億元(季增 46%/年增 25%)，EPS 0.40 元(季增 45%/年增 62%)。

擴展綠能布局及低碳水泥版圖，2024 年中國營收佔比降至 22%

展望 2025 年，預估營收年增 9.2%至 1,688 億元、營業利益年增 29.7%至 222 億元，估 EPS 年增 7.3%至 1.60 元，基於 1)預期歐非水泥事業營收年增 15-20%至 630-660 億元；2)綠能事業隨稼動率上升帶動虧損收斂，其中儲能事業 NHOA 持續於歐洲建置案場及充電樁、電池事業三元小港廠高鎳電池良率已接近 9 成，旗下電芯品牌 Molicel 已打入國際 BBU 電芯供應鏈，預計 2Q25 單月可達百萬顆以上交貨，亦取得 5 億美元電動飛機訂單；3)中國水泥供給側自律停產帶動價格反彈、動力煤價格低檔，台泥中國水泥事業 4Q24 已轉虧為盈，有望持續貢獻獲利。

多元事業並進，對中國水泥市場依賴下降，調升評等至買進

台泥中國水泥營收佔比已自 2021 年 60%下滑至 2024 年 22%，受惠 1)綠色事業之營收規模擴大，儲能/電池/再生能源事業營收年增 77%/12%/32%，2)歐非水泥事業體併表帶動公司獲利成長，使台泥對亞洲水泥事業依賴度顯著下降，且台泥於土耳其有三座水泥廠鄰近黑海，有望受惠烏克蘭重建需求，評價給予 1.1 倍目標淨比、2025 年預估每股淨值 32.88 元(前次為 1.1 倍 2024 年每股淨值)，給予目標價 36 元，調升評等至買進。

營運分析

4Q24 出售土地認列業外利益，EPS 0.52 元，優於預期 26%

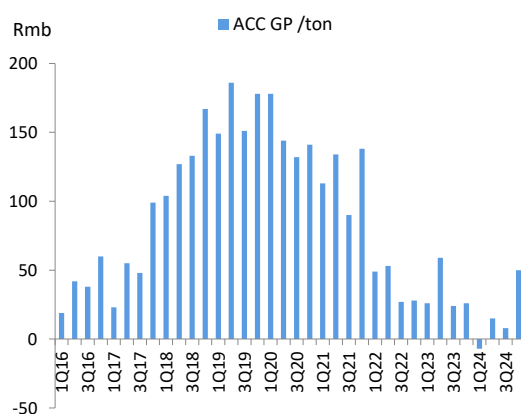
台泥 4Q24 營收 490.2 億元(季增 19.3%/年增 72.9%)，歐非水泥事業貢獻營收 192 億元，佔 39%，扣除歐非水泥營收為 298 億元(年增 5%)，傳統水泥及電廠事業營收成長；營業利益 53.3 億元(季減 15.0%/年增 55.3%)，季減主因電力及能源部門獲利 13.5 億元(季減 35%/年減 35%)，其中和平電廠進入發電淡季且電價下滑，電廠營業利益率由 3Q24 47%下滑至 4Q24 33%，獲利 15 億元(季減 27%/年減 34%)，其餘大部分綠能事業仍陷虧損；水泥部門獲利 38 億元(季減 5%/年增 115%)，中國水泥事業因價格上漲轉虧為盈、台灣水泥事業持穩、惟歐非水泥事業僅貢獻淨利 10 億元，因子公司 CPH 認列員工酬勞成本 16.9 億元，使費用率 12.4%，大於歷史 8-10%區間，使營業利益低於我們預期 12%；業外利益 21.8 億元，優於預期，主因出售竹東舊廠 6,509 坪土地予忠泰建設，出售總價近 33 億元、處分利益約 26 億元，使稅後淨利 39.0 億元(季增 24.0%/年增 116.2%)，優於我們/市場預期 26%/6%，EPS 0.52 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	28,348	41,075	49,018	19.3%	72.9%	42,406	42,777	15.6%	14.6%
營業毛利	6,305	9,969	11,416	14.5%	81.1%	9,538	9,432	19.7%	21.0%
營業利益	3,434	6,270	5,331	-15.0%	55.3%	6,079	5,351	-12.3%	-0.4%
稅前利益	3,817	6,507	7,512	15.4%	96.8%	6,489	6,773	15.8%	10.9%
稅後淨利	1,802	3,141	3,895	24.0%	116.2%	3,078	3,664	26.6%	6.3%
調整後 EPS (元)	0.24	0.42	0.52	24.0%	116.2%	0.41	0.38	26.6%	6.3%
重要比率 (%)				百分點	百分點			百分點	百分點
營業毛利率	22.2%	24.3%	23.3%	-1.0	1.1	22.5%	22.1%	0.8	1.2
營業利益率	12.1%	15.3%	10.9%	-4.4	-1.2	14.3%	12.5%	-3.5	-1.6
稅後純益率	6.4%	7.7%	8.0%	0.3	1.6	7.3%	8.6%	0.7	-0.6

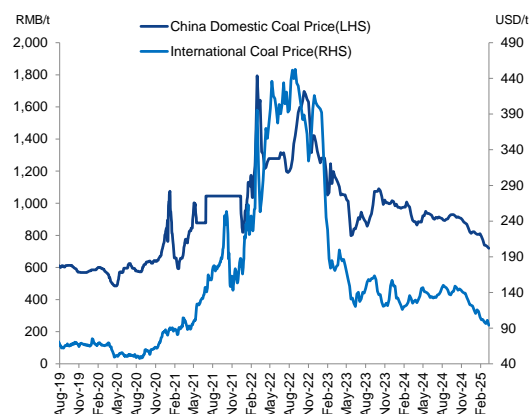
資料來源：公司資料、元大投顧預估、Bloomberg

圖 2：同業亞泥中國噸毛利



資料來源：亞泥法說會、元大投顧

圖 3：動力煤價格下跌



資料來源：Wind、元大投顧

1Q25 和平電力檢修營收季減 29%，2Q25 進入水泥及電力旺季估營收季增 20%

台泥 1Q25 營收 349.7 億元(季減 28.7%/年增 36.9%)，達成我們/市場 1Q25 營收預期 90%/93%，季減並低於預期主因和平電力兩套機組分別於 2 月檢修及大修，同時進入水泥淡季、年增主要來自歐非水泥事業貢獻營收 141 億元(vs 1Q24 貢獻 44 億元)，以及強勁的供給緊縮帶動中國水泥價格年增高個位數；電廠大修使營收及獲利皆不如預期，下修 1Q25 營業利益 21.6%至 37.2 億元(季減 30.3%/年增 209.6%)、稅前利益 17.3%至 42.2 億元(季減 43.8%/年增 25.9%)，季減幅度大主因 4Q24 認列一次性土地收入，估 EPS 0.28 元(季減 45.9%/年增 7.8%)。

2Q25 進入發電及水泥出貨旺季，同時觀察中國水泥價格指數自年節後低點反彈中高個位數、國際動力煤價年初至今下跌約 20%，亦將挹注噸毛利表現，估 2Q25 營收季增 19.8%至 418.9 億元、營業利益 54.2 億元(季增 45.8%/年增 25.3%)，年增主因和平電力 2Q24 因東部地震而停運，估稅後淨利 30.5 億元(季增 44.6%/年增 61.9%)，EPS 0.40 元。

圖 4：2025 年第 1 季財測與預估比較

(百萬元)	1Q24A	4Q24A	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	25,545	49,018	34,972	-28.7%	36.9%	38,988	37,465	-10.3%	-6.7%
營業毛利	3,887	11,416	6,882	-39.7%	77.0%	7,838	7,179	-12.2%	-4.1%
營業利益	1,200	5,331	3,716	-30.3%	209.6%	4,738	2,901	-21.6%	28.1%
稅前利益	3,351	7,512	4,218	-43.8%	25.9%	5,103	5,044	-17.3%	-16.4%
稅後淨利	1,956	3,895	2,108	-45.9%	7.8%	2,364	2,745	-10.8%	-23.2%
調整後 EPS (元)	0.26	0.52	0.28	-45.9%	7.8%	0.31	0.26	-9.7%	7.7%
重要比率 (%)				百分點	百分點			百分點	百分點
營業毛利率	15.2%	23.3%	19.7%	-3.6	4.5	20.1%	19.2%	-0.4	0.5
營業利益率	4.7%	10.9%	10.6%	-0.3	5.9	12.2%	7.7%	-1.5	2.9
稅後純益率	7.7%	8.0%	6.0%	-1.9	-1.6	6.1%	7.3%	0	-1.3

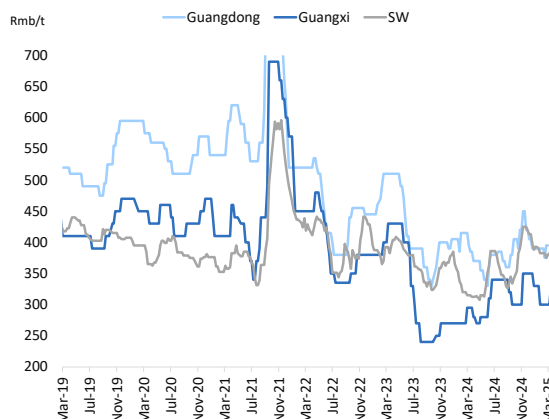
資料來源：公司資料、元大投顧預估、Bloomberg

圖 5：2025 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	38,969	34,972	41,883	19.8%	7.5%	41,922	41,998	-0.1%	-0.3%
營業毛利	7,456	6,882	9,077	31.9%	21.7%	8,783	9,157	3.3%	-0.9%
營業利益	4,325	3,716	5,419	45.8%	25.3%	5,571	5,448	-2.7%	-0.5%
稅前利益	5,463	4,218	6,439	52.7%	17.9%	6,454	6,551	-0.2%	-1.7%
稅後淨利	2,267	2,108	3,049	44.6%	34.5%	3,082	3,385	-1.1%	-9.9%
調整後 EPS (元)	0.25	0.28	0.40	44.6%	61.9%	0.41	0.40	-1.1%	-0.5%
重要比率 (%)				百分點	百分點			百分點	百分點
營業毛利率	19.1%	19.7%	21.7%	2.0	2.5	21.0%	21.8%	0.7	-0.1
營業利益率	11.1%	10.6%	12.9%	2.3	1.8	13.3%	13.0%	-0.4	0.0
稅後純益率	5.8%	6.0%	7.3%	1.3	1.5	7.4%	8.1%	-0.1	-0.8

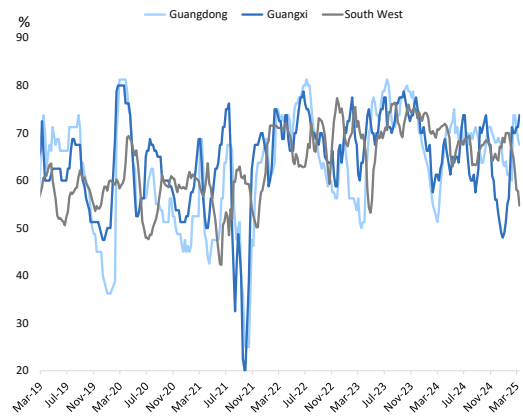
資料來源：公司資料、元大投顧預估、Bloomberg

圖 6：台泥主營地區水泥價格



資料來源：Wind、公司資料、元大投顧

圖 7：台泥主營地區庫容比



資料來源：Wind、公司資料、元大投顧

烏克蘭重建將大幅推升水泥需求，台泥土耳其有三座水泥廠鄰近黑海有望受惠

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，而台泥於土耳其擁有 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，於土耳其市佔率第一約 16%，同時台泥土耳其有 3 座水泥廠鄰近黑海南岸，並配有碼頭，將有望受惠烏克蘭重建所帶動之水泥需求。

中國供給側收縮支撐價格上漲、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%，我們預期台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，台泥中國水泥事業已於 4Q24 轉虧為盈，1Q25 大多數地區停產幅度>50%，使水泥價格年增高個位數，並支撐噸毛利年對年改善，有助於台泥中國事業獲利表現。

不過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。

受益多元綠能布局及擴展海外低碳水泥版圖，2024 年中國營收佔比降至 22%

2024 年台泥營收年增 41%至 1,546 億元，佔比為歐非水泥 35%/中國水泥 22%/電力及綠能事業 20%/台灣水泥 19%/其他 4%，於 2024/3 完成併購的歐非水泥貢獻營收 549 億元、綠色事業之營收規模擴大，儲能及充電樁/電池/再生能源事業營收年增 77%/12%/32%，整體而言，受益於多元綠能布局及積極擴展海外低碳水泥版圖，中國水泥營收已自 2021 年之 60%逐步下滑至 2023/24 年之 37%/22%，對亞洲水泥事業依賴度顯著下降。

多元事業並進，估 2025 年 EPS 年增 10.3%

展望 2025 年，預估營收年增 9.2%至 1,688 億元、營業利益年增 29.7%至 222 億元，估 EPS 年增 7.3%至 1.60 元，基於 1)歐洲水泥協會預測歐洲的水泥和熟料進口量將不斷增加，2023-2030 年 CAGR 達 10.6%，同時 CBAM 將於 2026 年上路有利於台泥低碳水泥發展，後續亦有望受惠烏克蘭重建需求，預期歐非水泥事業營收將年增 15-20%至 630-660 億元；2)綠能事業部分，儘管目前僅再生能源事業獲利，但我們認為其綠能事業市場龐大，稼動率上升將帶動虧損幅度收斂，其中儲能事業 NHOA 旗下歐洲充電團隊 Atlante 已取得 9,000 萬歐元補助，預計將建設 5,402 座充電站(目前完成約 1,200 座)，目前歐洲快充樁佔比僅 15%低於全球平均 33%，且歐洲電動車滲透率不斷提高，台泥於歐洲充電樁業務市場潛力旁龐大、電池事業部分，台泥積極打入高階電池市場，目前三元能源年產能 1.8GWh 之高鎳電池良率已接近 9 成，旗下電芯品牌 Molicel 已打入國際 BBU 電芯供應鏈，管理層預計 2Q25 單月可達百萬顆以上交貨，亦取得日本 Soracle 公司的 5 億美元電動飛機訂單；3) 儘管預期中國水泥需求年減 5-8%，但供給側自律停產力道強勁帶動價格落底反彈，台泥中國水泥事業已於 4Q24 轉虧為盈，1Q25 大多數地區停產幅度>50%，使水泥價格年增高個位數，並支撐噸毛利年對年改善，有助於台泥中國事業獲利表現。

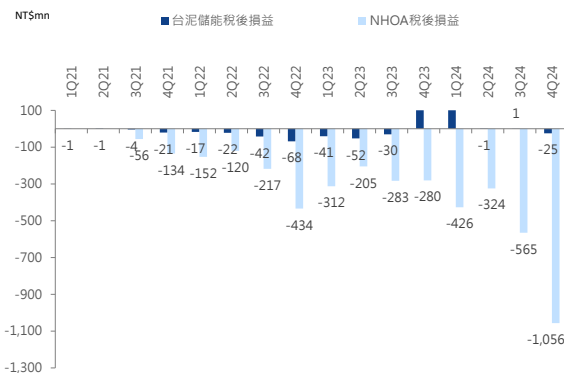
整體而言，我們正向看待公司轉型綠色事業的努力，且新事業體併表將帶動公司獲利成長，多元布局令公司對亞洲水泥事業依賴度下降，且中國水泥市場供給側緊縮的狀況下，可維繫獲利表現，為台泥獲利提供額外挹注。

圖 8：台泥電力及能源部門損益

單位：億元 / 台幣	電力事業			儲能事業		
公司名稱	和平電力	台泥綠能	台泥循環能源	台泥儲能	NHOA	小計
營業項目	火力發電	再生能源發電	電池、發電機械	儲能設備	再生能源及儲能建置	--
帳面金額 (4Q24)	191	140	195	21	115	895
帳面金額佔淨值比	6.20%	4.56%	6.32%	0.68%	3.74%	29.07%
持股比例	59.5%	100.0%	78.1%	100.0%	100.0%	--
被投資公司損益						
2024 年	26.9	4.6	(23.1)	1.1	(20.8)	(11.4)
2023 年	40.3	1.7	(15.6)	(0.6)	(10.8)	15.0
2022 年	(8.9)	1.0	4.2	(1.5)	(9.2)	(14.4)
2021 年	8.9	(0.7)	(3.2)	(0.3)	(1.9)	2.8
2020 年	43.2	(0.2)	(0.5)	-	-	42.6

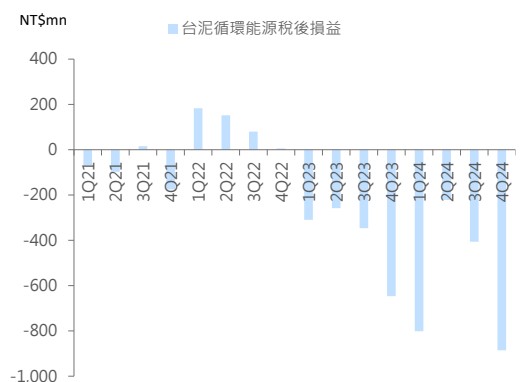
資料來源：公司資料、元大投顧

圖 9：台泥儲能和 NHOA 稅後損益



資料來源：公司資料、元大投顧

圖 10：台泥循環能源稅後損益



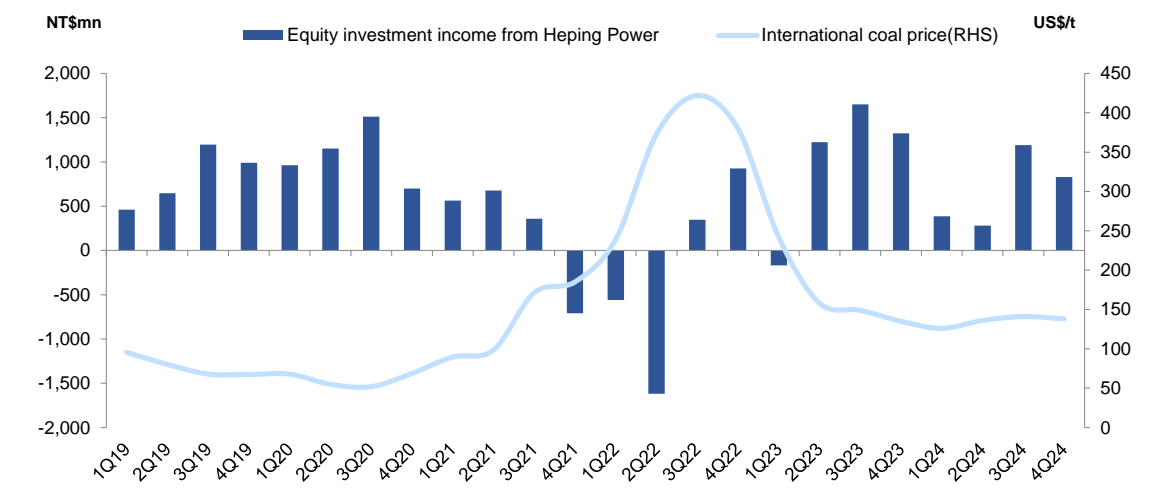
資料來源：公司資料、元大投顧

圖 11：台泥電池廠區分佈簡介

公司	能元科技		三元能源
廠區	台南廠 (4Q23 已重整)	加拿大廠	小港廠
年產能	1.5 GWh	2.8 GWh	1.8 GWh
投產時間	2020 年	已暫停	3Q23
類別	家電用鋰電池/高鎳三元電池	低碳三元鋰電池	高鎳三元電池

資料來源：公司資料、元大投顧

圖 12：和平電廠營業利益與國際煤價



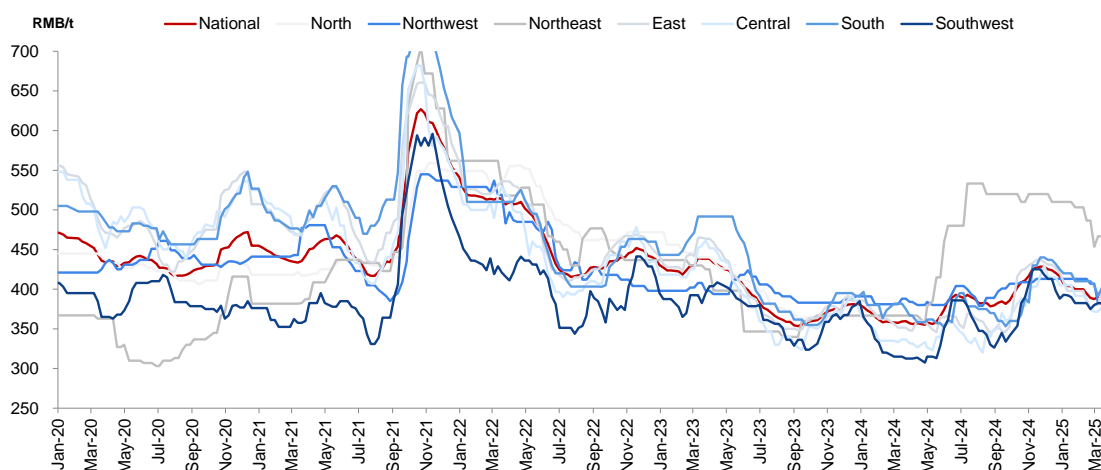
資料來源：公司資料、Wind、元大投顧

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 年開始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。

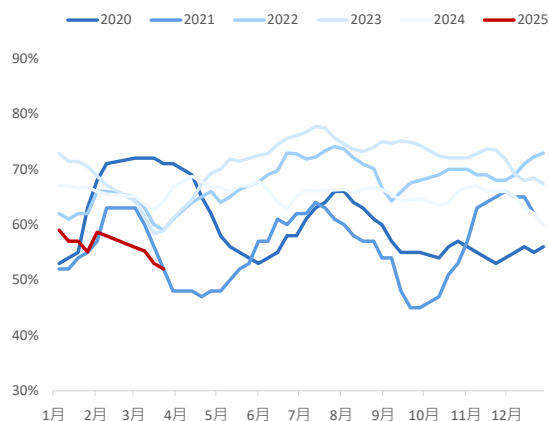
展望 2025 年，3 月初召開之兩會符合市場期待，釋出包括提高赤字率、增發地方專項債、化解地方債務等政策，對基建與房市有一定支撐，但整體政策方向仍以穩經濟為主，缺乏大規模實體投資，難以對水泥需求形成強勁動能，而中國房企債務規模龐大、房市低迷狀況已持續一段時間，僅靠財政刺激政策難以扭轉房市低迷的現象，水泥需求量仍承壓，後續須觀察錯峰生產力度是否足夠維繫現有水泥報價、同時政府是否祭出增量刺激政策以明顯提振需求，2025 年中國水泥價量仍具有不確定性，預期 2025 年中國水泥需求年減 5-8%。

圖 13：水泥價格於 9M24 反彈後回落



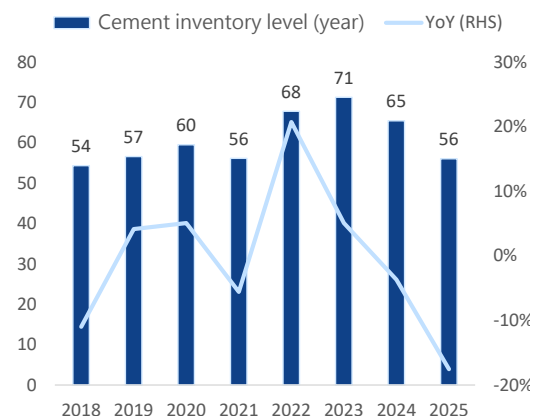
資料來源：Wind、公司資料、元大投顧

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

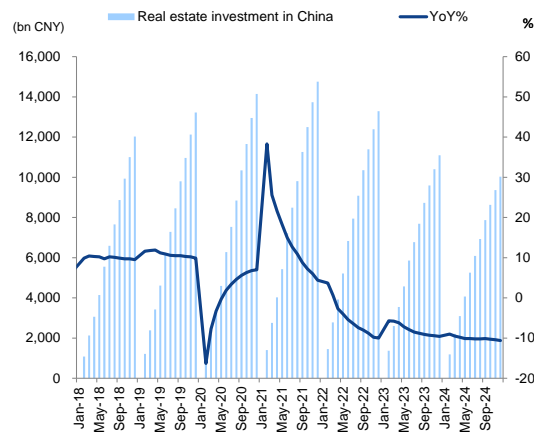


資料來源：Wind、公司資料、元大投顧

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%



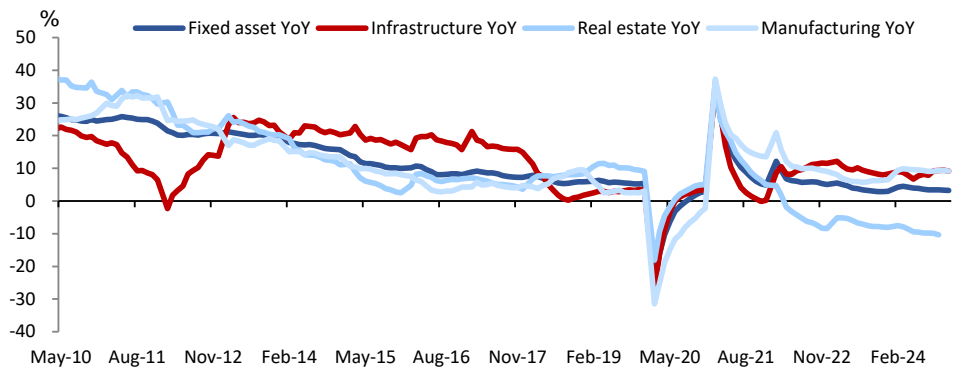
資料來源：Wind、元大投顧

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多超過產能，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

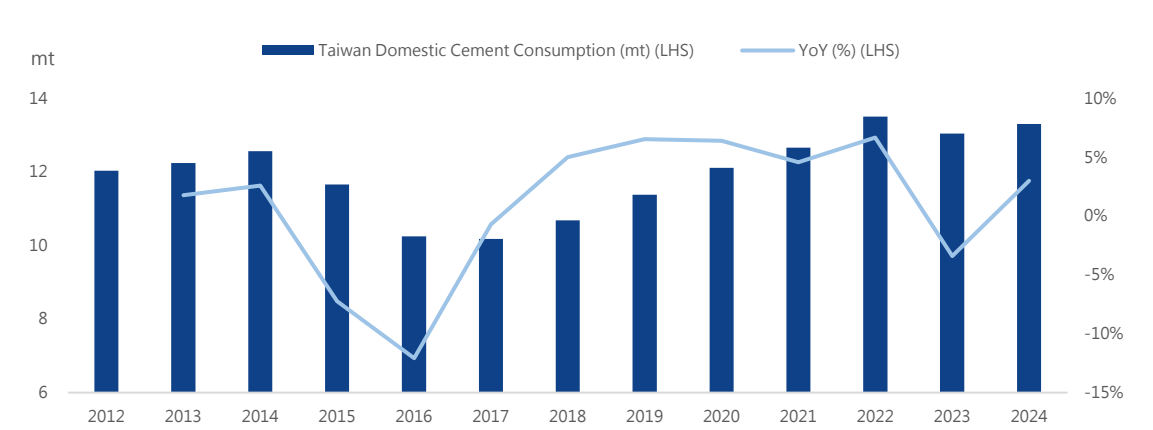
推動方向	推動情形
超產須重報環評	◆中央重申：實際生產超過設計產能10%，需重新申報環評 ◆四川開始盤點超產情況
查處過去置換產線	◆查處10多件案例，要求批小建大、未減量置換產線補齊產能 ◆影響包括海螺、中建材等企業，陸續購買指標補充產能
置換難度繼續提升	2024/11置換新規： ◆限制能效未達基準值的產線作為指標 ◆限制過剩嚴重的地區跨省置換 ◆取消以窯境推算產能，須按實際產能申報，改善批小建大
碳交易	◆生態環境部預告，2024年底將水泥業納入全國碳交易 ◆配額尚未發布，但節能減排將為企業中長期競爭力

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 20：2024 年台灣水泥需求年增 3%



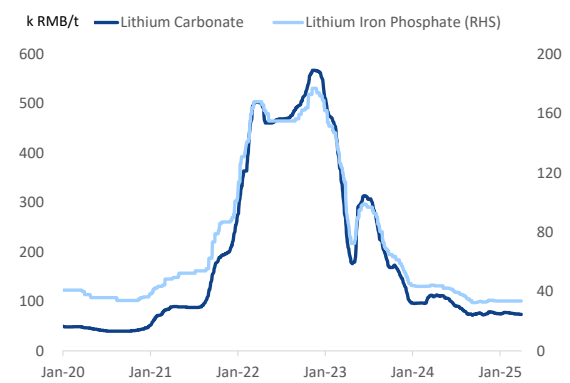
資料來源：台灣區水泥工業同業公會、元大投顧

鋰電池產能過剩趨勢明確，高鎳三元鋰材料為未來發展方向

鋰電池材料包含正極材料、負極材料、隔離膜與電解液，成本結構中以正極材料占比 30% 最高。正極材料可分為磷酸鐵鋰(LFP)、三元鋰(NCM/NCA)、錳酸鋰(LMO)以及鈷酸鋰(LCO)四種類型，又以前兩項為市場主流，兩者市佔達七成以上。由於目前高端電動車對電池能量密度要求須達到 300 Wh/kg，再加上稀有金屬鈷價格不斷上漲，故含鎳量 80% 以上的高鎳三元鋰材料不僅能降低成本，更能提升 17% 能量密度至 300 Wh/kg，因此成為未來重要發展方向；磷酸鐵鋰電池雖電池能量密度較低，但安全性較佳且貴金屬使用少成本較低，主要應用於儲能與低續航車款，為陸系電池廠積極推廣之材料。

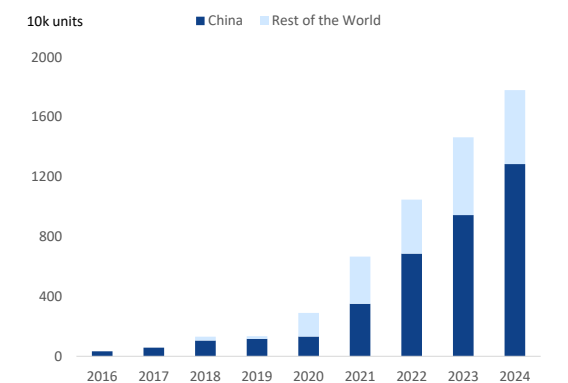
正極材料碳酸鋰和磷酸鐵鋰報價自 2022 年底見高後開始大幅下跌，雖 2023-2024 年中國電動車市場銷量持續成長，但由於鋰電池供給過剩，部分材料製造商開始低價拋售，使消費市場價格持續下探，而中國電動車市場在經歷新勢力爆發、多家國內車企進入市場後，現處於行業競爭激烈、汰弱留強階段，在車企利潤率受到挑戰下勢必將壓縮上游材料價格，2025 年正極材料持續面臨供給過剩及終端客戶壓抑價格問題，報價持續承壓。

圖 21：碳酸鋰/氫氧化鋰價格大幅下跌



資料來源：Wind、元大投顧

圖 22：電動車銷量增速放緩



資料來源：工研院、元大投顧

收購 NHOA 拓展儲能充電樁事業，投資初期虧損仍大

儘管歐洲政府大力祭出補助政策，如 Atlante 近兩年已取得 7,300 萬歐元的補助，但 NHOA 虧損仍逐季增加，NHOA 2024 年累計虧損 23.7 億元，主因南歐國家目前電動車滲透率低於歐洲平均的 30%，造成充電樁利用率低，且歐洲充電事業也處投資初期。儘管如此，我們持續看好台泥在歐洲充電設備的佈局，基於 1) 目前歐洲充電樁建置以功率小於 22kW 的交流慢充樁為主，2023 年快充樁占比僅 15%，對比 2022 年全球快充樁占比 33% 仍有一段差距，Atlante 藉由收購葡萄牙最大快充站 KLC 來拓展南歐快充市場；2) 雖南歐國家車樁比等於或優於歐盟平均，在看似充電樁數量充足的背後隱含南歐國家在電動車滲透率及相關基礎建設不足之事實，因此在歐洲電動車滲透率不斷提高的趨勢下，南歐各國加大充電樁建設勢在必行，也為台泥歐洲充電樁業務帶來商機。

獲利調整與股票評價

多元事業並進，對中國水泥市場依賴下降，調升評等至買進

上修 2025 年營收 2.9%至 1,688 億元(年增 9.2%)、營業利益 2.6%至 222.2 億元(年增 29.7%)、稅前淨利 3.7%至 252.8 億元(年增 10.7%)，估 2025 年 EPS 1.60 元(年增 7.3%)，主因 1)高毛利之歐非水泥營收貢獻優於預期、2)儲能及電池事業營收年增幅優於預期、3)中國水泥噸毛利因供給側改革推升價格及煤炭成本下滑而提升。

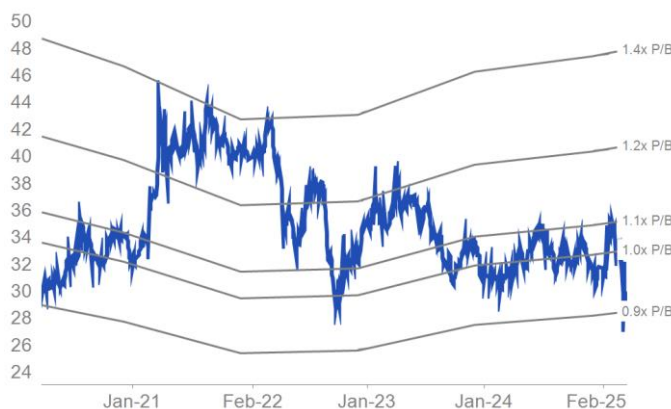
台泥受益於多元綠能布局及積極擴展海外低碳水泥版圖，中國水泥營收佔比已自 2021 年 60%下滑至 2024 年 22%，且儲能及充電樁/電池/再生能源事業營收不斷擴大，新事業體併表將帶動公司獲利成長，使台泥對亞洲水泥事業依賴度顯著下降，我們正向看待公司轉型，且台泥於土耳其有三座水泥廠鄰近黑海，有望受惠烏克蘭重建需求，因此對台泥看法轉趨正向，評價給予 1.1 倍目標本淨比、2025 年預估每股淨值 32.88 元(前次為 1.1 倍 2024 年每股淨值)，給予目標價 36 元，調升評等至買進。

圖 23：2025 和 2026S 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	154,607	149,641	168,836	164,090	3.3%	2.9%
營業毛利	32,728	30,279	36,901	34,503	8.1%	7.0%
營業利益	17,127	17,662	22,220	21,647	-3.0%	2.6%
稅前利益	22,833	22,357	25,275	24,364	2.1%	3.7%
稅後淨利	11,259	10,552	12,086	11,822	6.7%	2.2%
調整後 EPS (元)	1.45	1.35	1.60	1.57	7.4%	1.9%
重要比率 (%)					百分點	百分點
營業毛利率	21.2%	20.2%	21.9%	21.0%	0.9	0.8
營業利益率	11.1%	11.8%	13.2%	13.2%	-0.7	0.0
稅後純益率	7.3%	7.1%	7.2%	7.2%	0.2	0.0

資料來源：公司資料、元大投顧預估

圖 24：12 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 25：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(%)		
					2024	2025	2026	2024	2025	2026	2024	2025	2026
台泥	1101 TT	買進	29.0	6,800	1.45	1.60	1.75	20.0	18.0	16.6	37.0	10.8	8.9
國際同業													
海螺水泥	0914 HK	未評等	22.1	17,555	--	2.2	2.3	--	10.2	9.6	--	--	6.3
華潤水泥	1313 HK	未評等	1.7	1,520	0	0.2	0.2	52.6	8.7	7.5	(68.3)	505.3	16.0
中建材	3323 HK	未評等	4.0	3,923	0.3	0.5	0.6	13.3	7.6	6.4	(40.2)	75.7	19.0
國際同業平均					0.2	1.0	1.1	33.0	8.8	7.8	(54.3)	290.5	13.8
國內同業													
亞泥	1102 TT	持有-超越同業	44.5	4,877	3.9	3.3	3.2	11.5	13.6	13.9	17.5	(15.0)	(2.4)
國內同業平均					3.9	3.3	3.2	11.5	13.6	13.9	17.5	(15.0)	(2.4)

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 26：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)		
					2024	2025	2026	2024	2025	2026	2024	2025	2026
台泥	1101 TT	買進	29.0	6,800	4.0	3.9	4.1	32.94	32.88	34.06	0.9	0.9	0.9
國際同業													
海螺水泥	0914 HK	未評等	22.1	17,555	4.1	5.4	5.6	--	38.7	39.8	--	0.6	0.6
華潤水泥	1313 HK	未評等	1.7	1,520	0.5	2.9	3.3	6.7	7.4	7.3	0.3	0.2	0.2
中建材	3323 HK	未評等	4.0	3,923	2.3	3.5	4.2	15.1	14.8	15.3	0.3	0.3	0.3
國際同業平均					2.3	3.9	4.4	10.9	20.3	20.8	0.3	0.4	0.3
國內同業													
亞泥	1102 TT	持有-超越同業	44.5	4,877	6.4	5.3	5.1	51.1	51.9	52.7	0.9	0.9	0.8
國內同業平均					6.4	5.3	5.1	51.1	51.9	52.7	0.9	0.9	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 27：季度及年度簡明損益表 (合併)

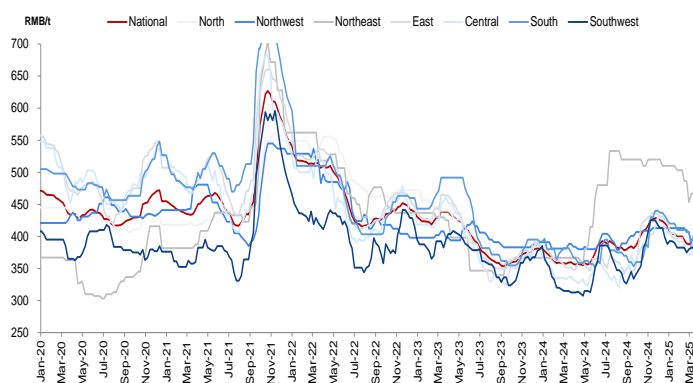
(NT\$百萬元)	1Q2024A	2Q2024A	3Q2024A	4Q2024A	1Q2025F	2Q2025F	3Q2025F	4Q2025F	FY2024A	FY2025F
營業收入	25,545	38,969	41,075	49,018	34,972	41,883	42,189	49,791	154,607	168,836
銷貨成本	(21,657)	(31,513)	(31,106)	(37,602)	(28,090)	(32,806)	(32,208)	(38,831)	(121,878)	(131,935)
營業毛利	3,887	7,456	9,969	11,416	6,882	9,077	9,981	10,960	32,728	36,901
營業費用	(2,687)	(3,130)	(3,699)	(6,085)	(3,166)	(3,658)	(3,645)	(4,212)	(15,601)	(14,681)
營業利益	1,200	4,325	6,270	5,331	3,716	5,419	6,337	6,748	17,127	22,220
業外利益	2,151	1,138	237	2,180	502	1,020	1,303	230	5,706	3,055
稅前純益	3,351	5,463	6,507	7,512	4,218	6,439	7,640	6,978	22,833	25,275
所得稅費用	(1,112)	(1,954)	(1,888)	(2,250)	(1,308)	(2,189)	(2,368)	(2,163)	(7,203)	(8,028)
少數股東權益	284	1,242	1,478	1,366	802	1,201	1,654	1,503	4,370	5,160
歸屬母公司稅後純益	1,956	2,267	3,141	3,895	2,108	3,049	3,617	3,312	11,259	12,086
調整後每股盈餘(NT\$)	0.26	0.25	0.42	0.52	0.28	0.40	0.48	0.44	1.45	1.60
調整後加權平均股數(百萬股)	7,531	7,531	7,531	7,531	7,531	7,531	7,531	7,531	7,531	7,531
重要比率										
營業毛利率	15.2%	19.1%	24.3%	23.3%	19.7%	21.7%	23.7%	22.0%	21.2%	21.9%
營業利益率	4.7%	11.1%	15.3%	10.9%	10.6%	12.9%	15.0%	13.6%	11.1%	13.2%
稅前純益率	13.1%	14.0%	15.8%	15.3%	12.1%	15.4%	18.1%	14.0%	14.8%	15.0%
稅後純益率	7.7%	5.8%	7.7%	8.0%	6.0%	7.3%	8.6%	6.7%	7.3%	7.2%
有效所得稅率	33.2%	35.8%	29.0%	30.0%	31.0%	34.0%	31.0%	31.0%	31.5%	31.8%
季增率(%)										
營業收入	-9.9%	52.5%	5.4%	19.3%	-28.7%	19.8%	0.7%	18.0%		
營業利益	-65.1%	260.4%	45.0%	-15.0%	-30.3%	45.8%	16.9%	6.5%		
稅後純益	8.5%	15.9%	38.6%	24.0%	-45.9%	44.6%	18.6%	-8.4%		
調整後每股盈餘	9.0%	-3.7%	66.8%	24.0%	-45.9%	44.6%	18.6%	-8.4%		
年增率(%)										
營業收入	-2.9%	40.8%	52.1%	72.9%	36.9%	7.5%	2.7%	1.6%	41.4%	9.2%
營業利益	622.7%	28.4%	104.7%	55.3%	209.6%	25.3%	1.1%	26.6%	70.8%	29.7%
稅後純益	39.0%	-36.0%	151.9%	116.2%	7.8%	34.5%	15.1%	-15.0%	40.8%	7.3%
調整後每股盈餘	39.6%	-46.6%	153.1%	117.2%	7.8%	34.5%	15.1%	-15.0%	40.8%	7.3%

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

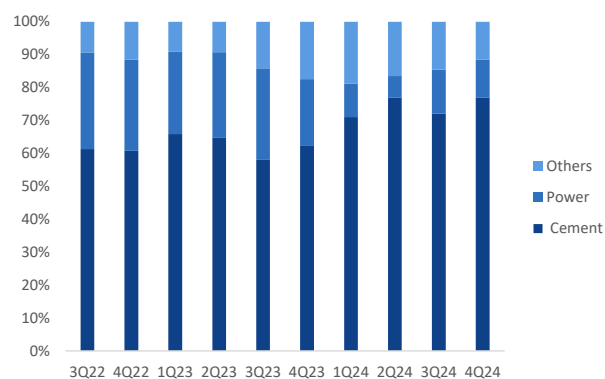
台泥成立於 1946 年，為台灣第一大水泥廠，為銷售水泥及預拌混凝土之廠商，銷售地區包括台灣與中國，由於水泥產業為高碳排產業，為因應淨零碳排轉型趨勢，2021 年開始從水泥製造轉型為綠能公司，透過轉投資子公司擴大佈局電廠、再生能源、儲能、充電樁與電池事業。

圖 28：中國各地區水泥報價自 2022 年初持續向下整理



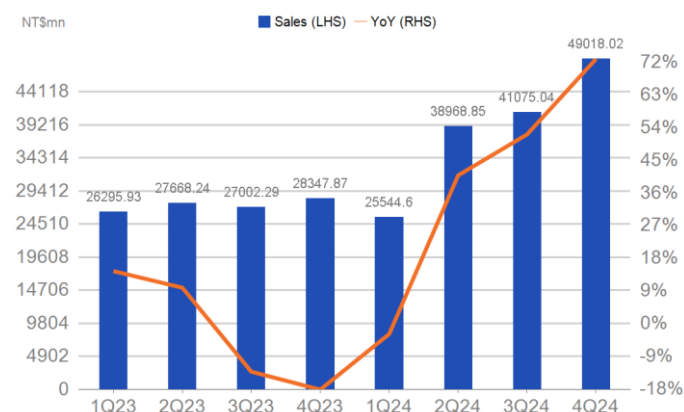
資料來源：公司資料、元大投顧預估

圖 29：營收組成



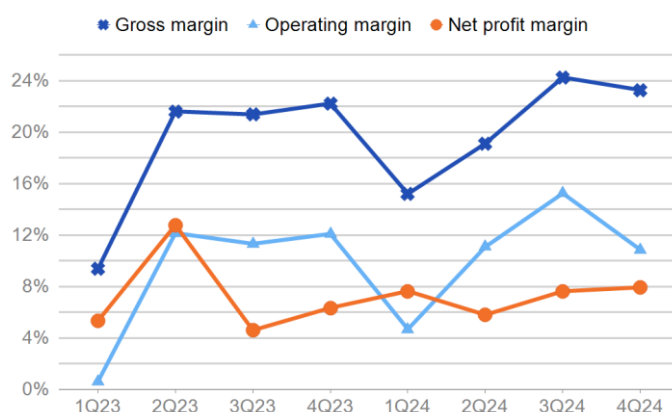
資料來源：公司資料

圖 30：營收趨勢



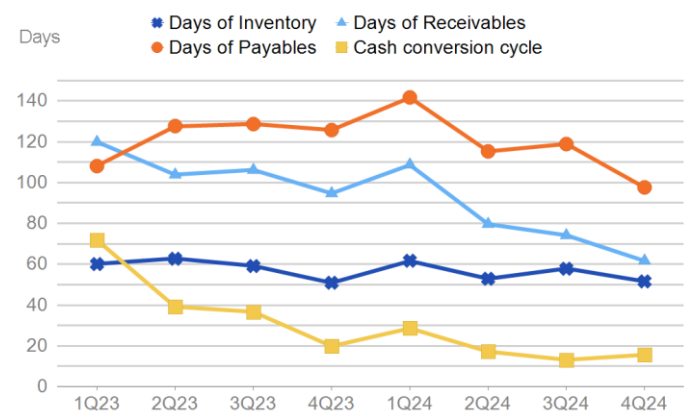
資料來源：CMoney、公司資料

圖 31：毛利率、營益率、淨利率



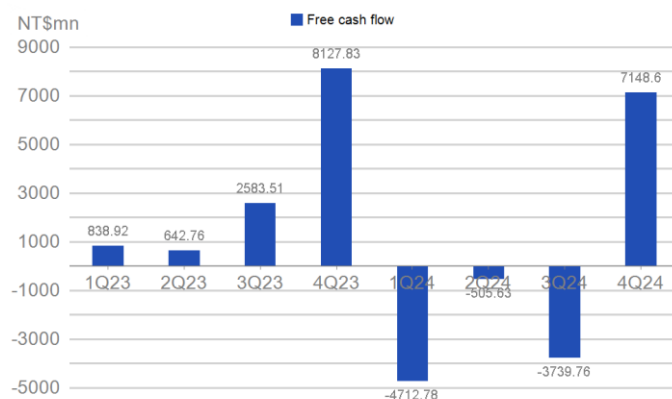
資料來源：CMoney、公司資料

圖 32：經營能力



資料來源：CMoney、公司資料

圖 33：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領先的位置，且在建築材料行業的公司中排名領先同業。
- **在 ESG 議題上的曝險**：台泥的整體曝險屬於中等水準，略優於建築材料行業的平均水準。公司較需要改善的 ESG 議題包含公司在生產中使用原材料的效率(不包括能源和石油產品)、營運方面的碳排、公司產品對環境或社會之影響等。
- **個別公司在 ESG 議題上的執行力**：台泥在針對重大 ESG 議題的管理水準和執行力屬高等。公司遵循優異的 ESG 揭露，其 ESG 相關問題由董事會或經營團隊負責，且環境與供應鏈政策強而有力，整體執行力表現極佳。

圖 34：ESG 分析

分項	評分/評級
ESG 總分	24.7
在 ESG 議題上的曝險 (A)	41.7
個別公司在 ESG 議題上的執行力 (B)	45.7
風險評級	中 ★
同業排行(1~100，1 為最佳)	10

資料來源：Sustainalytics (2025/4/20)

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+)

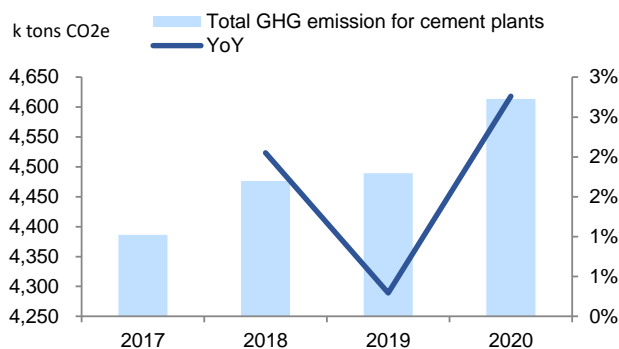
註 3：曝險分數評級：

低 (0-35) 中 (35-55) 高 (55+)

註 4：執行力分數評級：

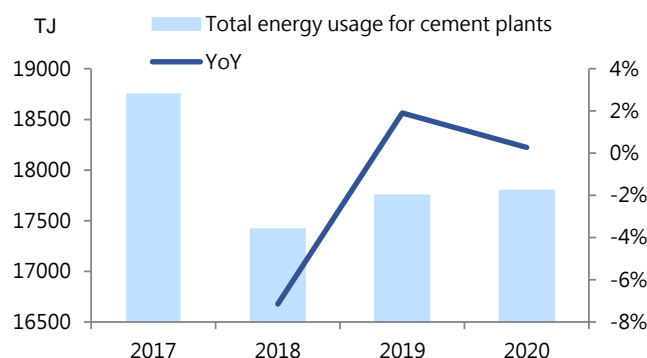
弱 (0-25) 中 (25-50) 強 (50-100)

圖 35：水泥廠溫室氣體排放量



資料來源：公司資料、Reuters

圖 36：水泥廠能源使用量



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	2024A	2025F	2026F
現金與短期投資	88,842	66,367	77,765	87,354	97,353
存貨	16,090	11,494	21,986	16,492	17,601
應收帳款及票據	35,113	23,970	30,093	27,754	29,522
其他流動資產	35,578	51,283	43,538	52,822	62,617
流動資產	175,624	153,113	173,381	184,422	207,093
採用權益法之投資	53,587	58,054	14,228	14,351	14,586
固定資產	114,740	124,116	214,711	219,289	221,623
無形資產	27,935	29,757	65,966	66,626	67,292
其他非流動資產	88,924	104,399	125,128	126,356	127,731
非流動資產	285,185	316,325	420,033	426,622	431,232
資產總額	460,809	469,439	593,414	611,044	638,325
應付帳款及票據	13,691	12,816	19,800	19,881	21,218
短期借款	22,417	20,251	18,386	23,811	25,001
什項負債	39,101	39,514	48,188	51,950	54,933
流動負債	75,209	72,581	86,373	95,642	101,153
長期借款	42,865	36,792	64,168	63,772	66,960
其他負債及準備	104,459	106,165	134,964	138,242	147,283
長期負債	147,324	142,956	199,132	202,014	214,244
負債總額	222,533	215,537	285,505	297,655	315,396
股本	73,562	77,512	77,512	77,512	77,512
資本公積	65,986	74,119	74,790	74,790	74,790
保留盈餘	66,528	70,577	72,772	78,252	87,792
什項權益	11,819	8,725	23,023	17,039	16,381
歸屬母公司之權益	217,895	230,933	248,097	247,594	256,476
非控制權益	20,381	22,968	59,811	65,792	66,450
股東權益總額	238,276	253,901	307,908	313,386	322,926

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	2024A	2025F	2026F
本期純益	4,157	10,005	15,629	17,246	18,498
折舊及攤提	8,528	9,285	16,470	18,676	19,841
本期營運資金變動	(4,534)	6,187	(4,404)	6,046	(465)
其他營業資產及負債變動	(1,958)	11,442	4,099	(934)	(1,188)
營運活動之現金流量	6,192	36,919	31,794	41,035	36,686
資本支出	(23,458)	(24,726)	(33,604)	(21,588)	(20,509)
本期長期投資變動	6,805	4,467	(43,826)	123	235
其他資產變動	52	(25,787)	40,946	(2,866)	(2,989)
投資活動之現金流量	(16,602)	(46,046)	(36,708)	(24,331)	(23,263)
股本變動	10,309	3,950	0	0	0
本期負債變動	(469)	(7,189)	56,053	13,731	14,611
現金增減資	13,394	12,341	0	0	0
支付現金股利	(7,627)	(4,061)	(9,420)	(9,078)	(9,078)
其他調整數	(9,565)	(17,551)	(32,810)	(11,766)	(8,958)
融資活動之現金流量	6,041	(12,511)	13,823	(7,113)	(3,425)
匯率影響數	2,089	(838)	2,489	0	0
本期產生現金流量	(2,279)	(22,476)	11,398	9,590	9,998
自由現金流量	(17,266)	12,193	(11,614)	17,325	13,991

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	2024A	2025F	2026F
營業收入	113,930	109,314	154,607	168,836	179,592
銷貨成本	(103,795)	(88,781)	(121,878)	(131,935)	(140,812)
營業毛利	10,135	20,534	32,728	36,901	38,780
營業費用	(8,973)	(10,504)	(15,601)	(14,681)	(15,346)
推銷費用	(821)	(968)	(1,405)	(2,202)	(2,302)
研究費用	(1,302)	(1,440)	(1,453)	(2,202)	(2,302)
管理費用	(6,850)	(8,096)	(12,743)	(10,276)	(10,742)
其他費用	0	0	0	0	0
營業利益	1,162	10,030	17,127	22,220	23,434
利息收入	2,103	3,403	5,509	6,628	6,628
利息費用	(2,684)	(3,349)	(5,254)	(4,968)	(4,968)
利息收入淨額	(582)	54	255	1,660	1,660
投資利益(損失)淨額	3,920	4,568	621	934	1,188
匯兌損益	202	(847)	(9)	(9)	0
其他業外收入(支出)淨額	1,944	551	4,830	461	526
稅前純益	6,646	14,357	22,833	25,275	26,809
所得稅費用	(2,489)	(4,352)	(7,203)	(8,028)	(8,311)
少數股權淨利	(1,248)	2,007	4,370	5,160	5,337
歸屬母公司之稅後純益	5,405	7,998	11,259	12,086	13,161
稅前息前折舊攤銷前淨利	18,044	27,184	33,597	40,896	43,275
調整後每股盈餘 (NT\$)	0.76	1.06	1.45	1.60	1.75

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	2024A	2025F	2026F
年成長率 (%)					
營業收入	6.4	(4.1)	41.4	9.2	6.4
營業利益	(94.1)	763.1	70.8	29.7	5.5
稅前息前折舊攤銷前淨利	(49.8)	50.7	23.6	21.7	5.8
稅後純益	(80.4)	140.7	56.2	10.3	7.3
調整後每股盈餘	(76.9)	38.6	37.0	10.8	8.9
獲利能力分析 (%)					
營業毛利率	8.9	18.8	21.2	21.9	21.6
營業利益率	1.0	9.2	11.1	13.2	13.1
稅前息前淨利率	3.5	10.1	11.1	13.2	13.1
稅前息前折舊攤銷前淨利率	15.8	24.9	21.7	24.2	24.1
稅前純益率	5.8	13.1	14.8	15.0	14.9
稅後純益率	4.7	7.3	7.3	7.2	7.3
資產報酬率	0.9	2.2	2.9	2.9	3.0
股東權益報酬率	1.8	4.1	4.0	3.9	4.1
穩定/償債能力分析					
負債權益比 (%)	93.4	84.9	28.2	24.9	21.5
淨負債權益比(%)	(9.9)	(3.7)	1.6	0.1	(1.7)
利息保障倍數 (倍)	3.5	5.3	5.4	6.1	6.4
流動比率 (%)	233.5	211.0	200.7	192.8	204.7
速動比率 (%)	206.4	188.4	175.3	175.6	187.3
淨負債 (NT\$百萬元)	(23,561)	(9,324)	4,789	228	(5,391)
調整後每股淨值 (NT\$)	29.62	29.79	32.94	32.88	34.06
評價指標 (倍)					
本益比	38.0	27.4	20.0	18.0	16.6
股價自由現金流量比	--	17.9	--	12.6	15.6
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	12.1	8.0	6.5	5.3	5.0
股價營收比	1.9	2.0	1.4	1.3	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。

台泥 (1101 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	20220606	41.55	50	50	買進	李侃奇
2	20220816	39.30	49	49	買進	李侃奇
3	20221115	34.15	44	44	買進	李侃奇
4	20240327	31.60	35	35	持有-超越同業	陳映慈
5	20240606	32.70	35	35	持有-超越同業	陳映慈
6	20240823	33.10	35	35	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>.