

1101 台泥 (Taiwan Cement)

報告日期：2023 / 03 / 02

研究員：林奕頌(Yichi Lin)

壹、投資建議

投資評等：買進

目標價位：46.10 元

1.50 X 2023 年底每股淨值

參考價位：37.80 元

1.23 X 2023 年底每股淨值

2023 / 03 / 01 收盤

中國大型水泥廠：中建材、海螺、冀東、華新、華潤 股價
從 2022 年 10 月 31 日的谷底
上揚至 2023 年 03 月 01 日
累積漲幅介於 +20% ~ +59%。

隱示，整體中國水泥產業可能已
經脫離谷底，浮現轉機。

一、公告 4Q 單季稅後 EPS + 0.35 元，優於預期

台泥公告 4Q / 2022 單季營業利益 + 23.35 億元，稅後淨利 + 24.87 億元，優於宏遠預估的 - 4.47 億元 及 + 6.56 億元。
台泥單季稅後 EPS，2Q / 2022 ~ 4Q / 2022，分別為 + 0.03 元、+ 0.21 元、+ 0.35 元，持續回升，脫離谷底。

二、水泥事業獲利，脫離谷底，4Q 水泥部門獲利明顯高於 3Q

中國房地產爛尾樓風波難以落幕，但在官方干預下，事態已受到控制；加上，煤價下滑及水泥 4Q 旺季效應；台泥水泥事業部門損益，4Q / 2022 單季 + 15.73 億元，已經明顯優於 3Q / 2022 單季的 + 0.91 億元。以 YoY 比較，跌幅亦縮小：
4Q / 2022 單季水泥部門損益 + 15.73 億元，YoY - 75%；
3Q / 2022 單季水泥部門損益 + 0.91 億元，YoY - 97%。

三、電力部門連 2 季獲利；煤價重挫，2023 年電力部門獲利跳升

受制國際煤價大漲，台泥電力部門獲利 4Q / 2021 ~ 2Q / 2022 連虧三季；3Q 及 4Q / 2022 已經轉虧為盈，連續 2 季獲利。

四、國際煤價重挫，2023 年 和平電廠 轉虧為盈

台泥轉投資和平電廠，採燃煤發電，獲利跟國際煤價反向變動。和平電廠 2020 年對台泥獲利貢獻 43.24 億元；國際煤價走升，2021 年獲利貢獻降至 8.88 億元，YoY - 79%；2022 年則是 - 8.86 億元，YoY 轉盈為虧。而 2023 年國際煤價已經重挫 52%，和平電廠迎來轉機（參閱圖 1）。和平電廠的電價是以「前一年度」煤價計算；因此，2023 年售電價格，以「2022 年」較高煤價計算，實際成本卻以 2023 年較低煤價計算，電價跟發電成本的落差會大幅擴張，促使獲利跳升。

五、2023 年超級電池工廠試產，2024 年全產，有利於推升獲利

台泥投資 120 億元高雄小港超級電池工廠，生產高階鎳三元電池，將於 2023 年 1H 試車投產，預計 2024 年全產能生產。

能元科技 獲利：2020 年 - 2.59 億元；2021 年 - 3.21 億元；但 2022 年 + 4.18 億元，轉虧為盈。

六、建議：水泥及電力已脫離谷底；煤價挫，推升 2023 年；買進

台泥財報顯示，水泥及電力部門已經脫離谷底；而 2023 年國際煤價已重挫 52%，將同時推升 2023 年水泥及電力部門獲利。宏遠針對台泥 2023 年底預估每股淨值 30.75 元，給予 1.5 倍 P / B，目標價 46.1 元，維持「買進」。

貳、公司概況

一、公司簡介

中國水泥熟料產能
排名第 7

台灣水泥，以產銷水泥為主業，產能偏重於中國地區。

台灣產能 10.4 百萬噸，中國產能 65.3 百萬噸。

依據中國水泥協會，發布 2022 年中國水泥「熟料」產能排名資料：台泥在中國水泥市場排名第 7。

電池、儲能、綠電 事業
目前貢獻有限
但將
醞釀出 長期轉機

【台泥集團 電池、儲能、綠電 事業】

台泥打造「電池；儲能；綠能」一條龍的產業鏈；
依據台泥 新聞稿 及 法說資料：

(1)電池事業：

預計 2024 年，台泥集團電池年產能可達 2.16 億顆（相當於 3.3 GWh）。

宏遠認為，屆時，電池產量 再乘上 當時 的 鎳三元電池價格，即可算出對台泥集團的營收貢獻；預期電池事業將在 2024 年成為台泥集團的重要營收來源。

(2)儲能事業：

台泥全球儲能建置容量：

2022 年底： 394 MWh。

2023 年底： 1,198 MWh。

2024 年底： 2,358 MWh。

(3)綠電事業：

台泥綠能計畫包括：風電、光電、地熱及海洋溫差等；

預計 2025 年總建置量 600 MWh。

二、營運概況及展望

1.煤價創 2022 年 1 月 6 日以來的新低，2023 年和平電廠 轉虧為盈

煤價重挫
2023 年 和平電廠 轉虧為盈

台泥轉投資的和平電廠，電價是以「前一年度」煤價，做為計算基礎；因此，煤價由長期跌勢，轉為漲勢時，會出現今年度的售電價格，以「前一年度」較低煤價計算；實際成本卻以今年度較高煤價計算的情形；電價跟發電成本之間的獲利空間會大幅縮水，甚至造成虧損（參閱圖 1）。

當國際煤價走跌，例如：2019 年及 2020 年，和平電廠對台泥的獲利貢獻，連續走升，從 2018 年的 + 14.23 億元，一路走升至 2020 年的 + 43.24 億元。

當國際煤價走升，例如：2021 年 及 2022 年，和平電廠對台泥的獲利貢獻，從 2020 年的 + 43.24 億元，跌至 2021 年的 + 8.88 億元，甚至，[2022 年](#)已經轉為 [虧損 8.86 億元](#)。

圖 1：和平電廠對台泥獲利貢獻 與 國際煤價變動 呈現 反向變動



資料來源：台泥財報；財經 M 平方；宏遠

目前全球各地都傳出酷寒天氣的災情，按常理來說，取暖需求應該會大幅推升國際煤價；但實際上，2023 年，國際煤價出現一波重挫走勢，跌勢主要是從 2023 年 01 月下旬啟動（參閱圖 1）：

2022 年 12 月 30 日 國際煤價：[404.15 美元 / 噸](#)。
 2023 年 02 月 28 日 國際煤價：[192.85 美元 / 噸](#)。
 累積跌幅 [52%](#)。

國際煤價走弱，2023 年和平電廠的電價收入，將以 2022 年 的高煤價 作為計算基礎；但 2023 年和平電廠的實際營運成本，則以 2023 年較低的煤價現貨計算；如此，和平電廠將從 2022 年的虧損中，迅速轉為 2023 年的明顯獲利，將成為台泥 2023 年獲利改善的最大契機。

2. 中國水泥廠股價脫離谷底，暗示，產業最壞時刻可能已經結束

先前，中國爆發爛尾樓風波，又遇上煤價大漲，造成中國水泥產業獲利嚴重衰退。

目前，在中國解封，同時，官方出手干預爛尾樓風暴，嚴控事態的擴大，加上，國際煤價在 2023 年已重挫 52%，中國水泥產業出現轉機，中國大型上市水泥廠股價都出現彈升，從前波低點 2022 年 10 月 31 日，同步上揚：

中國建材（中國水泥熟料產能 第 1 大）：

2022 年 10 月 31 日 4.56 元，2023 年 03 月 01 日 7.25 元，
上漲 59%。

海螺水泥（中國水泥熟料產能 第 2 大）：

2022 年 10 月 31 日 24.28 元，2023 年 03 月 01 日 31.24 元，
上漲 29%。

冀東水泥（中國水泥熟料產能 第 3 大）：

2022 年 10 月 31 日 7.59 元，2023 年 03 月 01 日 9.13 元，
上漲 20%。

華新水泥（中國水泥熟料產能 第 5 大）：

2022 年 10 月 31 日 6.78 元，2023 年 03 月 01 日 9.06 元，
上漲 34%。

華潤水泥（中國水泥熟料產能 第 6 大）：

2022 年 10 月 31 日 2.84 元，2023 年 03 月 01 日 4.40 元，
上漲 55%。

中國大型水泥廠，股價從 2022 年 10 月 31 日的谷底，同步上揚，截至 2023 年 03 月 01 日，累積漲幅介於 +20% ~ +59%。顯示，整體中國水泥產業可能已經脫離谷底，浮現轉機。

叁、業績及獲利預估

(1) 1月下旬，國際煤價出現重挫走勢

(2) 爛尾樓風暴未再擴大

成為 台泥 2023 年獲利轉機

一. 估台泥 2023 年稅後 EPS 1.69 元，YoY + 124%

中國爛尾樓風暴，可能必須耗時數年，才能清理乾淨；但中國官方在 20 大後，強力干預房地產，目前爛尾樓風暴已經不再擴大；中國水泥產業進入打底階段（不會明顯回升，但至少水泥需求及價格不會再度大幅破底）。

國際煤價在 2023 年，各地頻頻出現酷寒天氣的同時，竟在 1 月下旬出現重挫的走勢（參閱圖 1）。

未來，一旦，天氣季節性轉暖，取暖的煤炭需求進一步走弱，則煤價跌勢勢必加重；此外，全球長期的減碳趨勢，亦將帶動煤價長期走跌。

煤價的長期下跌：

一方面，可以改善台泥轉投資事業 和平電廠 的獲利；

一方面，可以降低水泥的生產成本，推升水泥的毛利率。

宏遠預估，台泥 2023 年：

營收 1,141.71 億元，YoY + 0%；

預估 中國水泥 營收 YoY - 13%。（佔營收比重較大）。

預估 和平電廠 營收 YoY + 22%。（佔營收比重較小）。

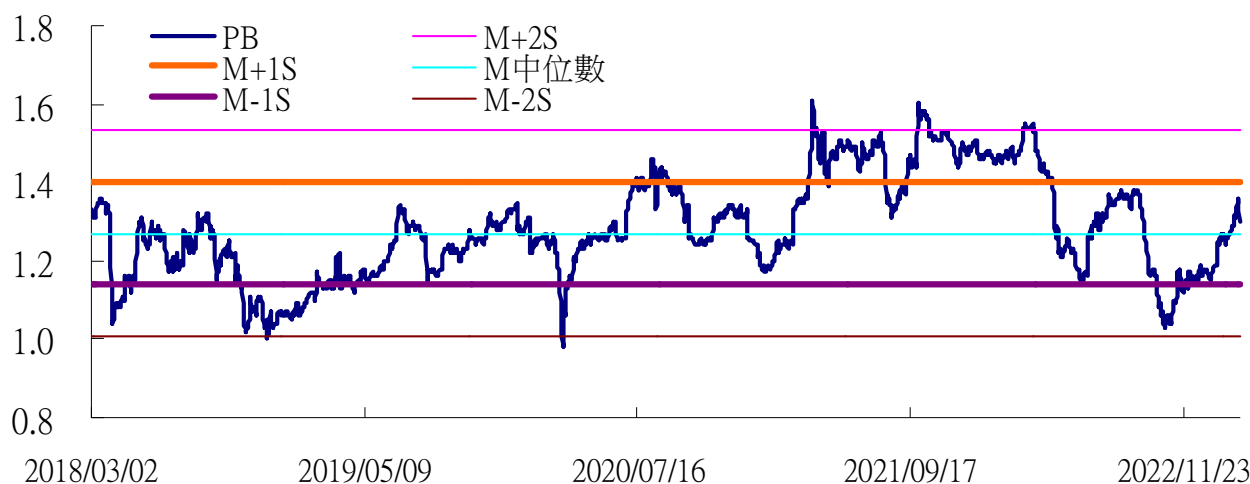
營業利益 + 179.37 億元，YoY + 1,443%；

業外淨收支 + 46.69 億元，YoY - 15%；

稅後淨利 121.22 億元，YoY + 124%；

稅後 EPS 1.69 元（以股本 715.62 億元計算），明顯優於 2022 年財報稅後 EPS + 0.76 元（以股本 715.62 億元計算）。

圖 2：台泥最近 5 年 P/B 表現



資料來源：CMoney；宏遠

肆、財務簡表

單位：百萬元

	2021 (A)	22Q1 (A)	22Q2 (A)	22Q3 (A)	22Q4 (A)	2022 (A)	23Q1 (F)	23Q2 (F)	23Q3 (F)	23Q4 (F)	2023 (F)
營業收入	107,041	22,973	25,178	31,123	34,655	113,930	23,768	26,010	30,114	34,279	114,171
營業毛利	26,650	1,996	110	2,563	4,914	9,584	3,265	5,892	8,153	9,127	26,437
營業費用	6,864	1,789	2,118	1,936	2,579	8,422	1,817	2,145	1,975	2,564	8,501
營業利益	19,786	208	-2,008	628	2,335	1,162	1,448	3,748	6,179	6,562	17,937
營業外淨收入(支出)	6,292	964	1,573	1,476	1,471	5,484	520	1,346	1,198	1,604	4,669
稅前利益	26,078	1,172	435	2,103	3,805	6,646	1,968	5,094	7,377	8,167	22,606
稅後利益	20,256	1,204	204	1,510	2,487	5,405	993	3,078	3,964	4,087	12,122
稅前EPS (元)	4.12	0.16	-0.06	0.29	0.53	0.93	0.27	0.71	1.03	1.14	3.16
稅後EPS (元)	3.20	0.17	0.03	0.21	0.35	0.76	0.14	0.43	0.55	0.57	1.69
股本	63,252	71,562	71,562	71,562	71,562	71,562	71,562	71,562	71,562	71,562	71,562
稅後股東權益報酬率	10.4%	0.6%	0.1%	0.8%	1.2%	2.6%	0.5%	1.5%	1.8%	1.9%	5.5%
每股淨值(元)	30.75	28.62	26.61	26.75	29.05	29.05	29.19	29.62	30.17	30.75	30.75
毛利率	24.9%	8.7%	0.4%	8.2%	14.2%	8.4%	13.7%	22.7%	27.1%	26.6%	23.2%
淨利率	18.5%	0.9%	-8.0%	2.0%	6.7%	1.0%	6.1%	14.4%	20.5%	19.1%	15.7%
稅前利益淨利比較	-26.2%	-82.6%	NA	NA	80.9%	-74.5%	-48.3%	158.9%	44.8%	10.7%	240.1%
稅前淨利率	24.4%	5.1%	-1.7%	6.8%	11.0%	5.8%	8.3%	19.6%	24.5%	23.8%	19.8%
稅後淨利率	18.9%	5.2%	0.8%	4.9%	7.2%	4.7%	4.2%	11.8%	13.2%	11.9%	10.6%

本報告僅供宏遠投顧內部及客戶參考，雖已力求正確與完整，但因時間及市場客觀因素改變所造成產業、市場或個股之相關條件改變，投資人需自行考量投資之實際狀況與風險，本公司恕不負擔任何法律責任及做任何保證。非經本公司同意，不得將本報告加以引用或轉載