

投資評等 **中立**

目標價位 **45 元**

亞泥(1102)

產業復甦帶動本業好轉，但業外拖累公司成長腳步

公司治理評鑑排序：

1 **2** 3 4 5 6 7

個股基本資料：

| 個股摘要 | | 1102 亞泥 | |
|----------|---------|---------|-----------|
| 收盤價 | 43.0 | 傳產-水泥 | |
| 近一年低點 | 37.1 | 成立日期 | 1957/3/21 |
| 近一年高點 | 48.6 | 股息(元) | 2.30 |
| 日成交量(張) | 2,894 | 殖利率(%) | 5.35 |
| 20日均量(張) | 5,483 | 負債比率(%) | 43.18 |
| 日週轉率(%) | 0.08 | 董監持股(%) | 27.37 |
| 資本額(億) | 354.6 | 外資持股(%) | 18.32 |
| 總市值(億) | 1,524.7 | 投信持股(%) | 0.20 |
| 成交值(百萬) | 124.5 | 自營持股(%) | 4.90 |

| 財務數據(百萬元) | | | | | | 1102 |
|-----------|--------|--------|--------|--------|--------|------|
| 項目/季度 | 1Q22 | 2Q22 | 3Q22 | 4Q22 | 2022 | |
| 營業收入 | 19,681 | 24,488 | 21,925 | 24,247 | 90,341 | |
| 營業毛利 | 2,976 | 4,078 | 2,790 | 1,838 | 11,755 | |
| 營業利益 | 2,464 | 3,031 | 2,001 | 1,075 | 8,571 | |
| 稅後淨利 | 2,533 | 4,458 | 4,416 | 609 | 12,016 | |
| EPS(元) | 0.76 | 1.35 | 1.33 | 0.19 | 3.63 | |
| 毛利率(%) | 15.1 | 16.7 | 12.7 | 7.6 | 13.0 | |
| 營益率(%) | 12.5 | 12.4 | 9.1 | 4.4 | 9.5 | |
| 淨利率(%) | 12.9 | 18.2 | 20.1 | 2.5 | 13.3 | |
| 項目/季度 | 1Q23E | 2Q23E | 3Q23E | 4Q23E | 2023E | |
| 營業收入 | 18,911 | 23,777 | 22,355 | 24,191 | 89,233 | |
| 營業毛利 | 2,218 | 3,784 | 3,077 | 3,716 | 12,795 | |
| 營業利益 | 1,611 | 2,954 | 2,239 | 2,823 | 9,627 | |
| 稅後淨利 | 1,990 | 3,400 | 2,739 | 3,232 | 11,361 | |
| EPS(元) | 0.56 | 0.96 | 0.77 | 0.91 | 3.20 | |
| 毛利率(%) | 11.7 | 15.9 | 13.8 | 15.4 | 14.3 | |
| 營益率(%) | 8.5 | 12.4 | 10.0 | 11.7 | 10.8 | |
| 淨利率(%) | 10.5 | 14.3 | 12.3 | 13.4 | 12.7 | |



資料來源：Cmoney

曾義甯

紡織、營建、水泥產業

S1090011@tss-c.com.tw

股價評價基礎

中國走向復甦有望帶動亞泥本業好轉，但基於復甦速度不確定性，以及業外貢獻下滑，下修亞泥 2023 年營收及獲利預期。預估 2023 年營收 892.3 億元(-1.2%YoY)，EPS 3.20 元(-5.5%YoY)。儘管中國走向復甦，亞泥本業表現有望好轉，但考量業外拖累公司成長腳步，且股價反應基本面，給予**中立**評等，目標價 45 元(1.0x 2023 BVPS，歷史區間 0.9-1.2x)。

公司基本資料

亞泥股本 354.6 億，主要從事水泥及熟料之產銷，為遠東集團旗下公司。2022 年營收比重為水泥部門 71%(台灣 25%、中國 47%)、電力部門 19%、不鏽鋼部門 6%、運輸 2%、其他。主要銷售區域為中國 59%、台灣 38%及其他 3%。主要轉投資事業包括遠東新(1402)、裕民航運(2606)、山東山水水泥。

營運近況重點摘要

亞泥 2022 年營收 903.4 億元，EPS 3.63 元

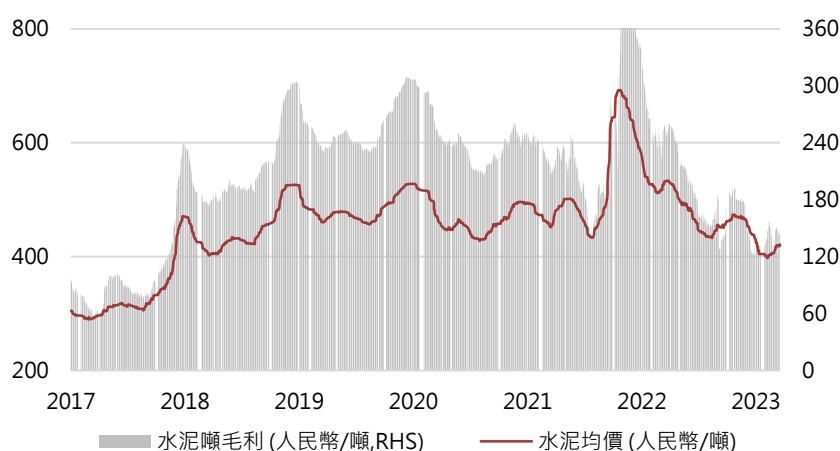
亞泥 2022 年營收 903.4 億元(+0.01%YoY)，毛利率 13.0%，營業利益 85.7 億元(-51.5%YoY)，稅後淨利 120.2 億元(-20.3%YoY)，EPS 為 3.63 元(-22.8%YoY)。4Q22 營收 242.5 億元(+10.6%QoQ, -12.9%YoY)，毛利率 7.6%，EPS 為 0.19 元(-85.7%QoQ, -84.2%YoY)。本業部分，2022 年受中國反覆封城及房市不振影響，水泥價格低落，加上高價原料侵蝕獲利，亞泥中國水泥事業衰退近兩成。台灣水泥事業部分，房市需求穩健且水泥報價調漲，事業維持穩定貢獻；但在低價煤碳庫存用畢下，2H22 利潤率不如 1H22。電力事業部分，天然氣價格上漲帶動公司售電價格相應提高，嘉惠電廠二期於 Sep-21 商轉，低基期下事業營收大幅躍增；天然氣上漲同樣導致成本上升，因此獲利小幅下滑。不鏽鋼事業部分，全球需求出現疲軟，加上進料成本較高，4Q22 認列庫存跌價損失，出現單季虧損。此外亞泥轉投資事業遠東新、裕民及山水水泥貢獻隨全球需求下滑而衰退，加上 2H22 台幣升值不利匯兌收益，故亞泥 2H22 整體表現不如 1H22。

2023 年台灣水泥事業穩建，中國水泥市場走向復甦

台灣事業部分，預期供需維持穩健，亞泥台灣事業營收無較大變化；利潤部分，2023 年以來國際煤價大幅走跌，水泥利潤有望較 2H22 回升。中國事業部分，中國經濟在防疫政策退場後快速復甦，政府積極推動基礎建設，加上春節後中國復工，水泥庫存有效去化，1Q23 水泥報價止跌回升。展望後市，

預期 2Q23 在開工天數較多、進入傳統開工旺季、政策利多等因素帶動，水泥報價持續走升，但實際漲幅仍須觀察終端市場狀況。由於目前中國處在初復甦階段，尚未見大幅回溫，且整體房市仍偏弱，加上近年基建政策多以新基建(高科技類)而非水泥受惠之傳統基建為主，故全年需求狀況尚不明朗，2021 年中國水泥需求約 23.6 億噸，2022 年約 21.2 億噸(-10.8%YoY)，預期 2023 年整體需求量介於 2021~2022 年之間。利潤部分，中國動力煤價較難出現大幅滑落，主因包括供給測改革、環保政策持續，加上疫後經濟復甦帶動用電需求增加，預期 2023 年煤價維持平穩高價。在煤價平穩下，水泥利潤有望隨水泥報價上漲而同步好轉。

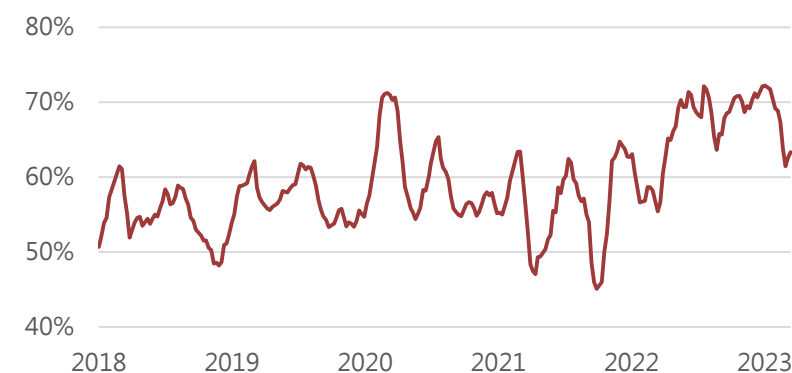
圖一、水泥均價及噸毛利走勢



*水泥均價包括廣東、廣西、貴州、四川、江蘇、重慶、雲南五地

資料來源：WIND；台新投顧整理

圖二、水泥庫容比(%)



資料來源：WIND；台新投顧整理及預估

亞泥其他事業現波動，業外仍承壓

其他事業部分，排除掉庫存跌價損失，不鏽鋼事業落於損益兩平區間，2023 年營運仍有望回正。電力事業部分，近期天然氣價格走跌，預期 2023 年亞泥售電收入下滑，但成本壓力放緩，獲利有望反方向回升。業外部分，在全球通膨及升息壓力下，預期轉投資事業遠東新、裕民 2023 年表現平淡，拖累亞泥復甦腳步。

預期亞泥 2023 年本業好轉但盈餘衰退

綜合以上，2023 年中國水泥產業復甦，加上電廠獲利回升，亞泥本業表現有望較 2022 年好轉，但在轉投資事業表現承壓拖累亞泥成長腳步下，預期 2023 年盈餘反較 2022 年衰退。

表一、損益表

| 單位：NT\$ mn | 1Q22 | 2Q22 | 3Q22 | 4Q22 | 1Q23E | 2Q23E | 3Q23E | 4Q23E | 2021 | 2022 | 2023E |
|------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 營業收入 | 19,681 | 24,488 | 21,925 | 24,247 | 18,911 | 23,777 | 22,355 | 24,191 | 90,333 | 90,341 | 89,233 |
| 營業毛利 | 2,976 | 4,078 | 2,790 | 1,838 | 2,218 | 3,784 | 3,077 | 3,716 | 21,181 | 11,755 | 12,795 |
| 營業費用 | 512 | 1,047 | 789 | 764 | 607 | 830 | 838 | 893 | 3,495 | 3,184 | 3,168 |
| 營業利益 | 2,464 | 3,031 | 2,001 | 1,075 | 1,611 | 2,954 | 2,239 | 2,823 | 17,686 | 8,571 | 9,627 |
| 業外收支 | 970 | 2,588 | 3,105 | -37 | 963 | 1,470 | 1,315 | 1,376 | 4,248 | 6,626 | 5,125 |
| 稅前淨利 | 3,434 | 5,620 | 5,106 | 1,038 | 2,574 | 4,424 | 3,554 | 4,199 | 21,934 | 15,197 | 14,752 |
| 所得稅 | 717 | 892 | 591 | 400 | 515 | 885 | 711 | 840 | 4,406 | 2,600 | 2,950 |
| 非控制權益-稅後淨利 | 183 | 269 | 99 | 29 | 69 | 140 | 104 | 128 | 2,460 | 581 | 440 |
| 母公司業主-稅後淨利 | 2,533 | 4,458 | 4,416 | 609 | 1,990 | 3,400 | 2,739 | 3,232 | 15,068 | 12,016 | 11,361 |
| 普通股股本 | 35,456 | 35,459 | 35,459 | 35,459 | 35,459 | 35,459 | 35,459 | 35,459 | 35,456 | 35,459 | 35,459 |
| EPS(元) | 0.76 | 1.35 | 1.33 | 0.19 | 0.56 | 0.96 | 0.77 | 0.91 | 4.70 | 3.63 | 3.20 |
| 財務比率(%) | | | | | | | | | | | |
| 毛利率 | 15.1 | 16.7 | 12.7 | 7.6 | 11.7 | 15.9 | 13.8 | 15.4 | 23.5 | 13.0 | 14.3 |
| 費用率 | 2.6 | 4.3 | 3.6 | 3.1 | 3.2 | 3.5 | 3.7 | 3.7 | 3.9 | 3.5 | 3.6 |
| 營益率 | 12.5 | 12.4 | 9.1 | 4.4 | 8.5 | 12.4 | 10.0 | 11.7 | 19.6 | 9.5 | 10.8 |
| 稅後淨利率 | 12.9 | 18.2 | 20.1 | 2.5 | 10.5 | 14.3 | 12.3 | 13.4 | 16.7 | 13.3 | 12.7 |
| QoQ(%) | | | | | | | | | | | |
| 營業收入 | -29.3 | 24.4 | -10.5 | 10.6 | -22.0 | 25.7 | -6.0 | 8.2 | | | |
| 營業利益 | -52.2 | 23.0 | -34.0 | -46.3 | 49.9 | 83.3 | -24.2 | 26.1 | | | |
| 稅前淨利 | -38.2 | 63.6 | -9.1 | -79.7 | 148.1 | 71.8 | -19.7 | 18.2 | | | |
| 稅後淨利 | -36.6 | 76.0 | -1.0 | -86.2 | 226.8 | 70.8 | -19.4 | 18.0 | | | |
| YoY(%) | | | | | | | | | | | |
| 營業收入 | 10.1 | 9.2 | -1.2 | -12.9 | -3.9 | -2.9 | 2.0 | -0.2 | 15.5 | 0.0 | -1.2 |
| 營業利益 | -33.8 | -42.9 | -42.9 | -79.1 | -34.6 | -2.5 | 11.9 | 162.7 | -10.1 | -51.5 | 12.3 |
| 稅前淨利 | -27.6 | -17.4 | 5.6 | -81.3 | -25.0 | -21.3 | -30.4 | 304.7 | -9.2 | -30.7 | -2.9 |
| 稅後淨利 | -20.8 | -1.3 | 31.6 | -84.8 | -21.4 | -23.7 | -38.0 | 430.6 | 2.4 | -20.3 | -5.5 |

資料來源：CMoney, 台新投顧預估

表二、股利政策表

| 年度 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 |
|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| EPS(元) | 3.35 | 2.98 | 1.55 | 1.26 | 1.74 | 3.54 | 5.56 | 4.70 | 4.70 | 3.63 |
| 公積配股(元) | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 盈餘配股(元) | 0.20 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 股票股利合計(元) | 0.20 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 公積配息(元) | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 盈餘配息(元) | 1.80 | 2.20 | 1.10 | 0.90 | 1.20 | 2.80 | 3.00 | 3.46 | 3.40 | 2.30 |
| 現金股利合計(元) | 1.80 | 2.20 | 1.10 | 0.90 | 1.20 | 2.80 | 3.00 | 3.46 | 3.40 | 2.30 |
| 股票股利發放率(%) | 6.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 現金股利發放率(%) | 53.7 | 73.8 | 71.0 | 71.4 | 69.0 | 79.1 | 54.0 | 73.7 | 72.3 | 63.4 |
| 股利發放率(%) | 59.7 | 73.8 | 71.0 | 71.4 | 69.0 | 79.1 | 54.0 | 73.7 | 72.3 | 63.4 |
| 現金股利殖利率(%) | 4.1 | 6.3 | 3.6 | 3.3 | 2.6 | 6.0 | 6.5 | 6.7 | 7.6 | 5.4 |
| 股東會日期 | 2014/06/16 | 2015/06/24 | 2016/06/21 | 2017/06/27 | 2018/06/26 | 2019/06/24 | 2020/06/23 | 2021/07/23 | 2022/06/29 | 2023/06/27 |
| 除權日 | 2014/08/28 | | | | | | | | | |
| 除息日 | 2014/08/28 | 2015/09/01 | 2016/08/31 | 2017/08/30 | 2018/08/30 | 2019/07/24 | 2020/07/23 | 2021/08/05 | 2022/07/28 | |
| 領股日期 | 2014/09/25 | | | | | | | | | |
| 領息日期 | 2014/09/25 | 2015/09/25 | 2016/09/29 | 2017/09/27 | 2018/09/28 | 2019/08/16 | 2020/08/18 | 2021/09/06 | 2022/08/26 | |

資料來源：CMoney, 台新投顧預估

投資定義如下

強力買進：預估未來 1 年內目標價格和收盤價格差距+20%以上

買進：預估未來 1 年內目標價格和收盤價格差距在+10%~+20%之間

中立：預估未來 1 年內目標價格和收盤價格差距在正負 10%之間

賣出：預估未來 1 年內目標價格和收盤價格差距-10%以上

證交所及櫃買中心公司治理評鑑級距如下：

| 級距 1 | 級距 2 | 級距 3 | 級距 4 | 級距 5 | 級距 6 | 級距 7 |
|------|--------|---------|---------|---------|---------|----------|
| 前 5% | 6%~20% | 21%~35% | 36%~50% | 51%~65% | 66%~80% | 81%~100% |

說明：

- 一、 公司治理評鑑成績高者顯示其公司治理較符合主管機關要求，適合 1 年以上之長期投資或存股標的，與投資評等(強力買進等)僅 1 年內之投資建議不同。
- 二、 依臺灣證券交易所及證券櫃買中心委託證券暨期貨市場發展基金會辦理的公司治理評鑑，每年將受評公司區分為「上市公司」、「上櫃公司」兩組，由 85 項指標(1.維護股東權益及平等對待股東 17 項，占 20%；2.強化董事會結構與運作 29 項，占 35%；3.提升資訊透明度 21 項，占 24%；4.落實企業社會責任 18 項，占 21%)編製而成，各組依評鑑成績高低分別公布七級距之公司名單，台新投顧係引用 2021(110)年之評鑑結果資料。
- 三、 轉登證基會警語：本評鑑系統使用之評鑑方法受有限制，評鑑工作善盡相當之注意義務以確認各評鑑指標之執行及資訊透明，惟評鑑結果僅顯示該企業之公司治理在本評鑑指標下之運作狀況，不宜過度仰賴，使用者必須自行衡量資訊的價值，主辦單位及執行單位不為使用者之資訊決策及結果負擔任何責任。

免責宣言說明

免責聲明:

台新證券投資顧問股份有限公司 (02)5589-9558 Fax:(02)3707-6769 地址:台北市仁愛路四段 118 號 16 樓 一百零八金管投顧新字第零壹柒號。本報告所載係根據各項市場資訊，加以整理、彙集及研究分析。僅供參考，本公司不保證其正確性及完整性。內容如涉及有價證券或金融商品相關記載或說明，並不構成要約、招攬、宣傳、建議或推薦買賣等任何形式之表示，投資人如參考本報告進行相關投資或交易，應自行承擔所有損益，本公司不負任何法律責任。此外，非經本公司同意，不得將本報告內容之部份或全部加以複製、轉載或散布。