



## 個股報告

# 台塑(1301)

中國需求不如預期

投資評等

目標價

區間操作

\$92

前次投資建議 2022.7.8：  
「區間操作」，目標價：\$92

報告日期：2023.02.20

研究員：徐培勛

### 摘要及調整原因

- 中國需求不如預期，2023 年報價回升力道疲弱，維持「區間操作」投資評等。
- 目前評價合理，給予 6 個月目標價 92 元(1.65X23(F)PBR)，潛在上漲空間 2%。

#### 基本資料

2023/2/17 收盤價：	90.10
普通股股本(百萬股)	6,366
市值(NT\$ 百萬)	573,550
董監持股比例	14.93%

#### 近期股價表現

	個股表現	相對大盤
一週	1.12%	1.82%
一月	1.69%	-1.90%
一季	3.09%	-3.20%

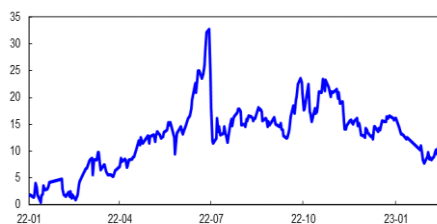
#### 法人持股

	持股比例
外資	33.88%
投信	1.18%
自營商	1.01%

#### 融資券餘額

(張數)	餘 額
融資餘額	2,200
融券餘額	159

相對大盤股價表現(%)



#### 結論與建議

- 1 月開始印度、東南亞 PVC 需求回升，加上農曆年後中國回補庫存，銷售量/報價將逐月提升，PE、PP 因庫存偏低報價回升，23Q1 各產品報價 PVC/ EVA/ HDPE/LLDPE/PP/AN QoQ+14%/-15%/+6%/+6%/+8%/-2%，然在手原料成本依然偏高，且 23Q1 漲價幅度不足，預估 23Q1 營業淨損 9 億元，業外有權益法獲利挹注，稅後 EPS 0.5 元，較上季由虧轉盈。
- 目前中國新屋銷售/新屋開工依然低迷，銀行放貸意願偏低，貸款買房人數減少，因房屋佔 PVC 應用的 50%，雖公共建設需求提升，然房地產需求疲弱，且中國電石法開工率回升，預期 4 月中國報價將停滯；印度佔 PVC 總銷售的 20%，目前需求無虞，然 6 月開始進入印度雨季需求轉跌。EVA 鞋材需求回升、太陽能受惠晶矽報價下跌，利差有所回升；其他產品需求皆不佳。
- 目前能見度至 23H1，中國需求尚未有顯著復甦，歐美受升息影響家庭可支配所得的下降，新產能持續開出，預期塑化報價依然回升力道疲弱，預估 2023 年稅後淨利 193 億元(YoY-47%)，稅後 EPS 3 元，BVPS 55.8 元。2022 年稅後 EPS 5.69 元，依過往配息率 70%計算，預計配發 4 元現金，殖利率 4.5%，目前評價為 1.6X23(F)PBR，位於歷史 PBR 1.2~2.1X 區間中緣，維持「區間操作」投資評等，6 個月目標價 92 元(1.65X23(F)PBR)，潛在上漲空間 2%。

評等分級：買進（預期未來六個月股價漲幅超過+30%）；逢低買進（預期未來六個月股價漲幅介於+15%與+30%之間）；區間操作（預期未來六個月股價漲跌幅介於-15%與+15%之間）；逢高賣出（預期未來六個月股價跌幅介於-15%與-30%之間）；賣出（預期未來六個月股價跌幅超過-30%）。

本刊所刊載之內容僅做為參考，惟已力求正確與完整，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需求與風險，本公司恕不負擔任何法律責任。任何轉載或引用本報告內容必須經本公司同意。



## 個股報告

### 簡要財務預估資訊

會計年度	營收		營業利益		稅後純益		每股盈餘		每股現金股利(元)	ROE (%)	PER (X)	PBR (X)
	(億元)	YoY(%)	(億元)	YoY(%)	(億元)	YoY(%)	(元)	YoY(%)				
2021	2,736.0	47.2	601.6	251.9	713.6	256.1	11.21	256.1	2.4	19.4	9.3	1.6
2022(F)	2,516.5	-8.0	268.0	-55.5	362.3	-49.2	5.69	-49.2	8.2	9.0	15.8	1.4
2023(F)	1,903.1	-24.4	35.1	-86.9	192.7	-46.8	3.03	-46.8	4.0	4.8	29.8	1.4

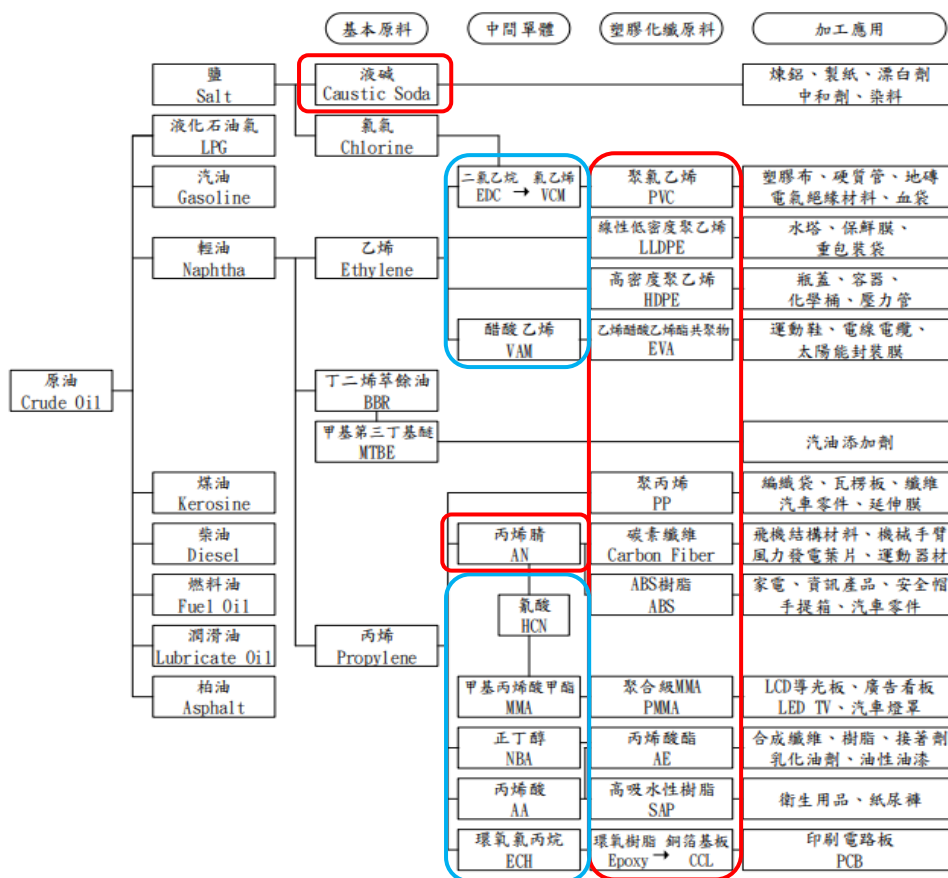
資料來源：CMoney；兆豐國際預估

### 營運分析

#### 全球最大 PVC 粉廠之一

台塑成立於 1954 年，為全球最大 PVC 粉廠之一，年產能 178.5 萬噸。2021 年主要產品營收占比：聚氯乙烯 PVC 粉+液碱(燒鹼、氫氧化鈉)Caustic Soda 29%、乙烯醋酸乙烯酯共聚物 EVA 8%、高密度聚乙烯 HDPE 6%、線性低密度聚乙烯 LLDPE 7%、聚丙烯 PP 14%、丙烯腈 AN 6%、丙烯酸酯 AE 10%，2022~2023 年產能擴充計畫：丙烯 Propylene 60 萬噸、EVA 2.8 萬噸、PP 1 萬噸、PVC 10 萬噸。內外銷比：台灣 30%、海外 70%。

圖一、台塑產品供應鏈(藍色主要為自用、紅色為外賣)



資料來源：台塑、兆豐國際彙整

評等分級：買進（預期未來六個月股價漲幅超過+30%）；逢低買進（預期未來六個月股價漲幅介於+15%與+30%之間）；區間操作（預期未來六個月股價漲跌幅介於-15%與+15%之間）；逢高賣出（預期未來六個月股價跌幅介於-15%與-30%之間）；賣出（預期未來六個月股價跌幅超過-30%）。

本刊所刊載之內容僅做為參考，惟已力求正確與完整，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需求與風險，本公司恕不負擔任何法律責任。任何轉載或引用本報告內容必須經本公司同意。



## 個股報告

### 23Q1 傳統回補庫存旺季，獲利較上季由虧轉盈

1 月開始印度、東南亞 PVC 需求回升，加上農曆年後中國回補庫存，銷售量/報價將逐月提升，PE、PP 因庫存偏低報價回升，23Q1 各產品報價 PVC/EVA/HDPE/LLDPE/PP/AN QoQ+14%/-15%/+6%/+6%/+8%/-2%，然在手原料成本依然偏高，且 23Q1 漲價幅度不足，預估 23Q1 營業淨損 9 億元，業外有權益法獲利挹注，稅後 EPS 0.5 元，較上季由虧轉盈。

### 23Q2 上游開工率提升，報價將有所回落

目前中國新屋銷售/新屋開工依然低迷，銀行放貸意願偏低，貸款買房人數減少，因房屋佔 PVC 應用的 50%，雖公共建設需求提升，然房地產需求疲弱，且中國電石法開工率回升(2 月中國電石法開工率 73%、乙烯法開工率 82%。依就供過於求)，預期 4 月中國報價將停滯；印度佔 PVC 總銷售的 20%，目前需求無虞，然 6 月開始進入印度雨季需求轉跌。EVA 鞋材需求回升、太陽能受惠晶矽報價下跌，利差有所回升。液鹼應用是煉鋁、造紙、紡織目前需求疲弱；PE 美國有新產能開出，報價將有所滑落；PP 寧波廠因丙烷價格偏高暫不會開工。

目前能見度至 23H1，中國需求尚未有顯著復甦，歐美受升息影響家庭可支配所的下落，新產能持續開出，預期塑化報價依然回升力道疲弱，預估 2023 年稅後淨利 193 億元(YoY-47%)，稅後 EPS 3 元，BVPS 55.8 元。2022 年稅後 EPS 5.69 元，依過往配息率 70%計算，預計配發 4 元現金，殖利率 4.5%，目前評價為 1.6X23(F)PBR，位於歷史 PBR 1.2~2.1X 區間中緣，維持「區間操作」投資評等，6 個月目標價 92 元(1.65X23(F)PBR)，潛在上漲空間 2%。

評等分級：買進（預期未來六個月股價漲幅超過+30%）；逢低買進（預期未來六個月股價漲幅介於+15%與+30%之間）；區間操作（預期未來六個月股價漲跌幅介於-15%與+15%之間）；逢高賣出（預期未來六個月股價跌幅介於-15%與-30%之間）；賣出（預期未來六個月股價跌幅超過-30%）。

本刊所刊載之內容僅做為參考，惟已力求正確與完整，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需求與風險，本公司恕不負擔任何法律責任。任何轉載或引用本報告內容必須經本公司同意。



## 個股報告

表一、台塑主要產品利差

產品	銷售值(千元)	營收佔比	下游應用
聚氯乙稀PVC粉	80,584,781	29%	塑膠布、硬質管、地磚、電氣絕緣材料、血袋
液碱Caustic Soda			煉鋁、製紙、漂白劑、中和劑、染料
乙烯醋酸乙稀酯共聚物EVA	22,264,625	8%	運動鞋、電線電纜、太陽能封裝膜
高密度聚乙稀HDPE	16,320,936	6%	瓶蓋、容器、化學桶、壓力管
線性低密度聚乙稀LLDPE	19,180,665	7%	水塔、保鮮膜、重包裝袋
聚丙烯PP	36,955,845	14%	編織袋、瓦楞板、纖維、汽車零件、延伸膜
丙烯腈AN	16,182,862	6%	飛機結構材料、機械手臂、風力發電葉片、運動器材
其他	82,108,587	30%	
總和	273,598,301	100%	

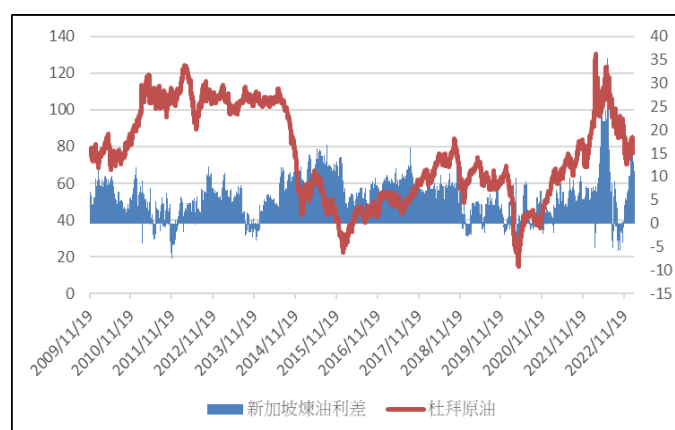
報價	22Q3	22Q4	23Q1	22Q4QoQ	23Q1QoQ
聚氯乙稀PVC	875	778	890	-11%	14%
乙烯醋酸乙稀酯共聚物EVA	3,072	2,582	2,184	-16%	-15%
高密度聚乙稀HDPE	970	940	995	-3%	6%
線性低密度聚乙稀LLDPE	947	947	1,000	0%	6%
聚丙烯PP	935	883	953	-6%	8%
丙烯腈AN	1,537	1,550	1,525	1%	-2%

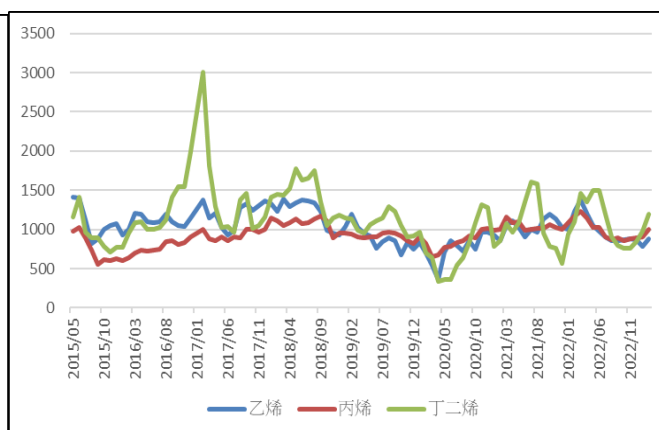
利差	22Q3	22Q4	23Q1	22Q4QoQ	23Q1QoQ
聚氯乙稀PVC	47	50	41	6%	-19%
乙烯醋酸乙稀酯共聚物EVA	1,866	1,373	1,022	-26%	-26%
高密度聚乙稀HDPE	- 61	- 95	8	-	負轉正
線性低密度聚乙稀LLDPE	- 49	- 53	48	-	負轉正
聚丙烯PP	- 100	- 140	- 143	-	維持負數
丙烯腈AN	460	486	383	6%	-21%

資料來源：台塑、兆豐國際彙整

圖二、美國升息、通膨趨緩油價緩步下降



圖三、乙丙丁稀受下游求提升，報價反彈



資料來源：Platts、兆豐國際彙整、單位：美元/噸

評等分級：買進（預期未來六個月股價漲幅超過+30%）；逢低買進（預期未來六個月股價漲幅介於+15%與+30%之間）；區間操作（預期未來六個月股價漲跌幅介於-15%與+15%之間）；逢高賣出（預期未來六個月股價跌幅介於-15%與-30%之間）；賣出（預期未來六個月股價跌幅超過-30%）。

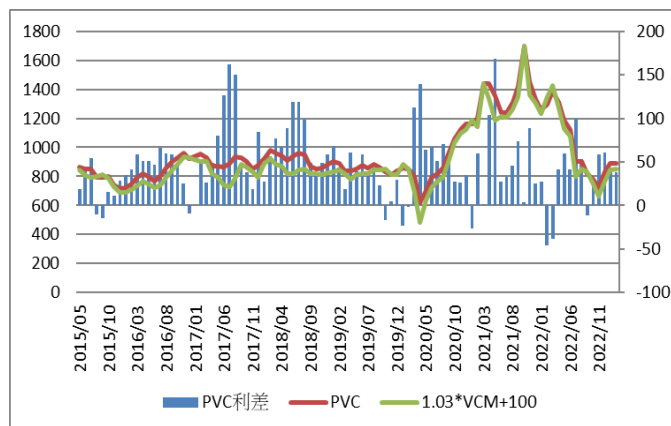
本刊所刊載之內容僅做為參考，惟已力求正確與完整，但因時間及市場客觀因素改變所造成產業、市場或個股之相關條件改變，投資人需自行考量投資之需求與風險，本公司恕不負擔任何法律責任。任何轉載或引用本報告內容必須經本公司同意。



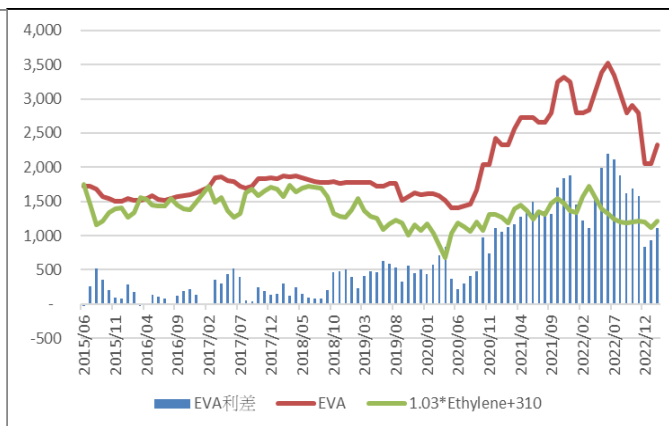


## 個股報告

圖四、聚氯乙稀 PVC 利差

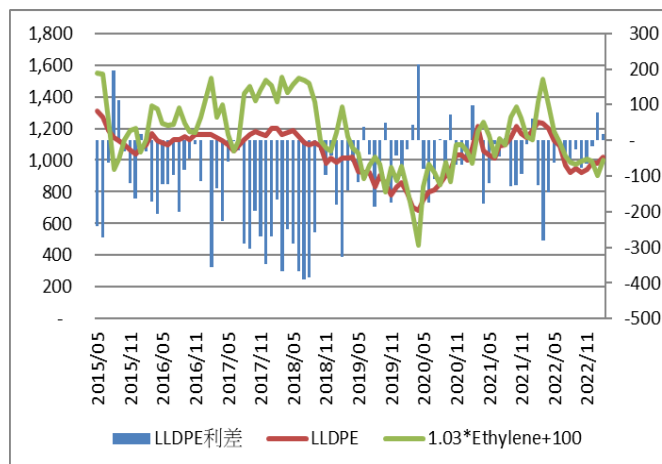


圖五、乙烯醋酸乙烯酯共聚物 EVA 利差

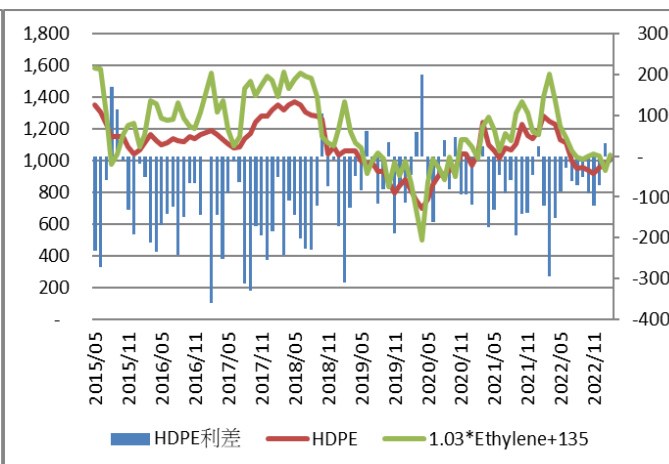


資料來源：Platts、兆豐國際彙整、單位：美元/噸

圖六、線性低密度聚乙稀 LLDPE 利差

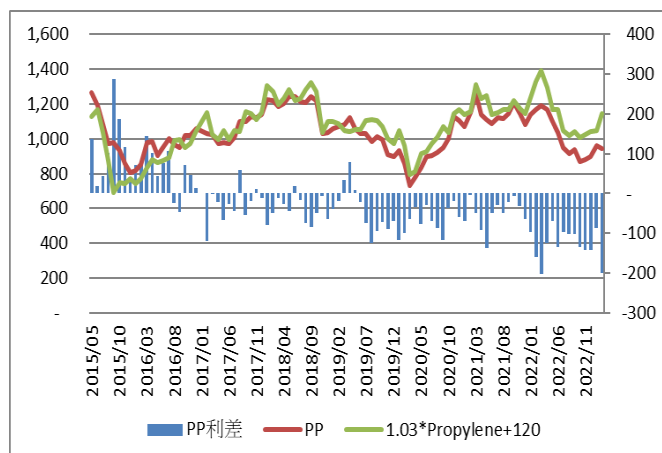


圖七、高密度聚乙稀 HDPE 利差

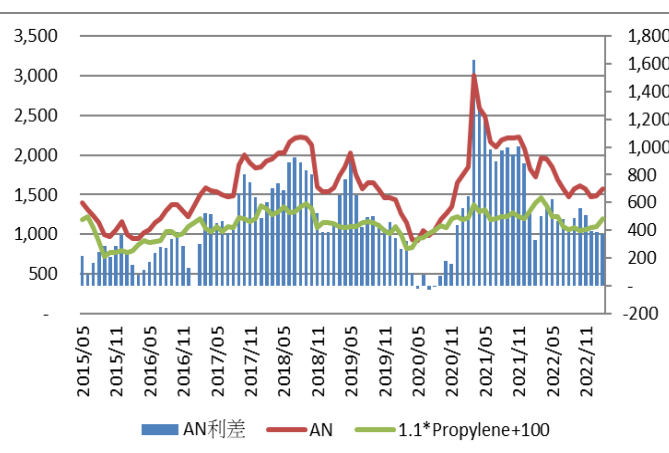


資料來源：Platts、兆豐國際彙整、單位：美元/噸

圖八、丙烯報價偏高，聚丙烯 PP 利差低迷



圖九、丙烯報價偏高，丙烯腈 AN 利差低迷



資料來源：Platts、兆豐國際彙整、單位：美元/噸

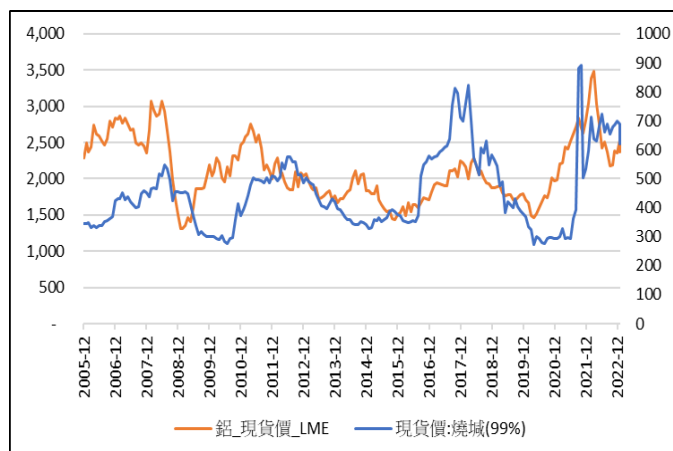
評等分級：買進（預期未來六個月股價漲幅超過+30%）；逢低買進（預期未來六個月股價漲幅介於+15%與+30%之間）；區間操作（預期未來六個月股價漲跌幅介於-15%與+15%之間）；逢高賣出（預期未來六個月股價跌幅介於-15%與-30%之間）；賣出（預期未來六個月股價跌幅超過-30%）。

本刊所刊載之內容僅做為參考，惟已力求正確與完整，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需求與風險，本公司恕不負擔任何法律責任。任何轉載或引用本報告內容必須經本公司同意。

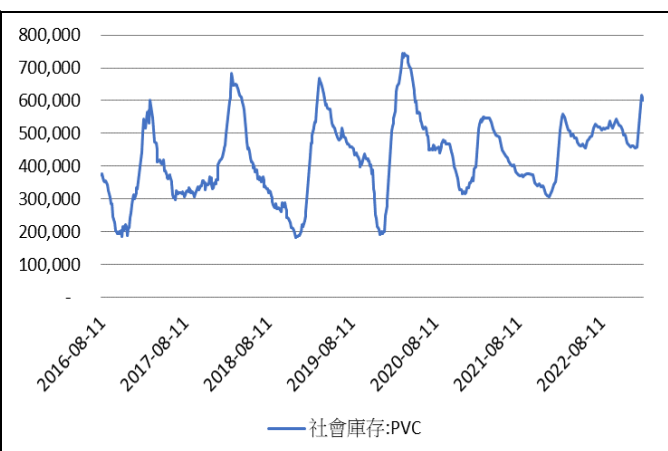


## 個股報告

圖九、LME 鋁價領先燒鹼，燒鹼價格將反彈

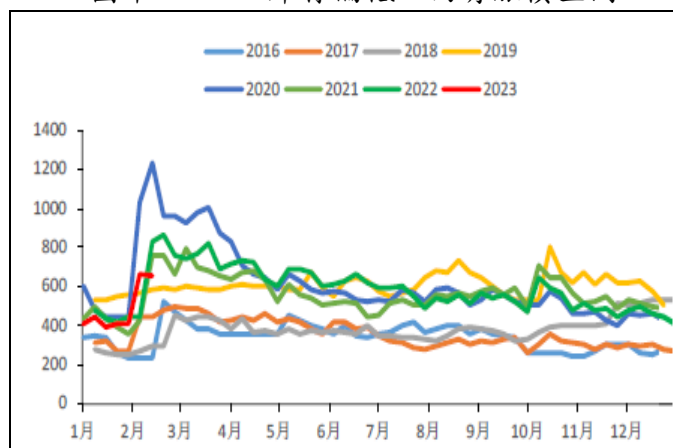


圖十、PVC 庫存增加，預期漲價將於 23Q2 停滯

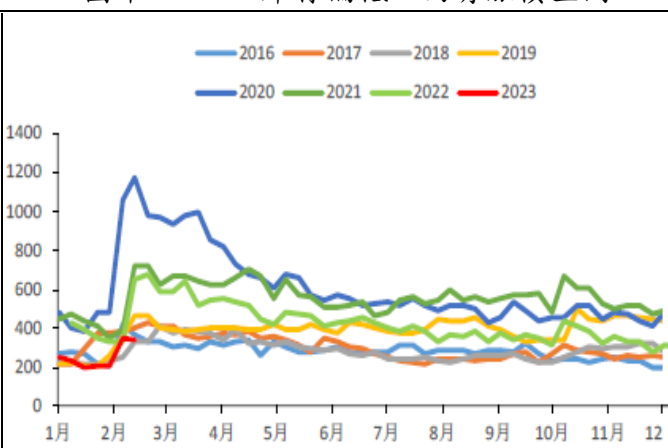


資料來源：Wind、Cmoney、兆豐國際彙整、單位：美元/噸

圖十一、PE 庫存偏低，尚有漲價空間



圖十二、PP 庫存偏低，尚有漲價空間



資料來源：Wind、Cmoney、兆豐國際彙整、單位：美元/噸

圖十三、中國新屋銷售處於低檔



圖十四、中國新屋開工處於低檔



資料來源：財經 M 平方、兆豐國際彙整

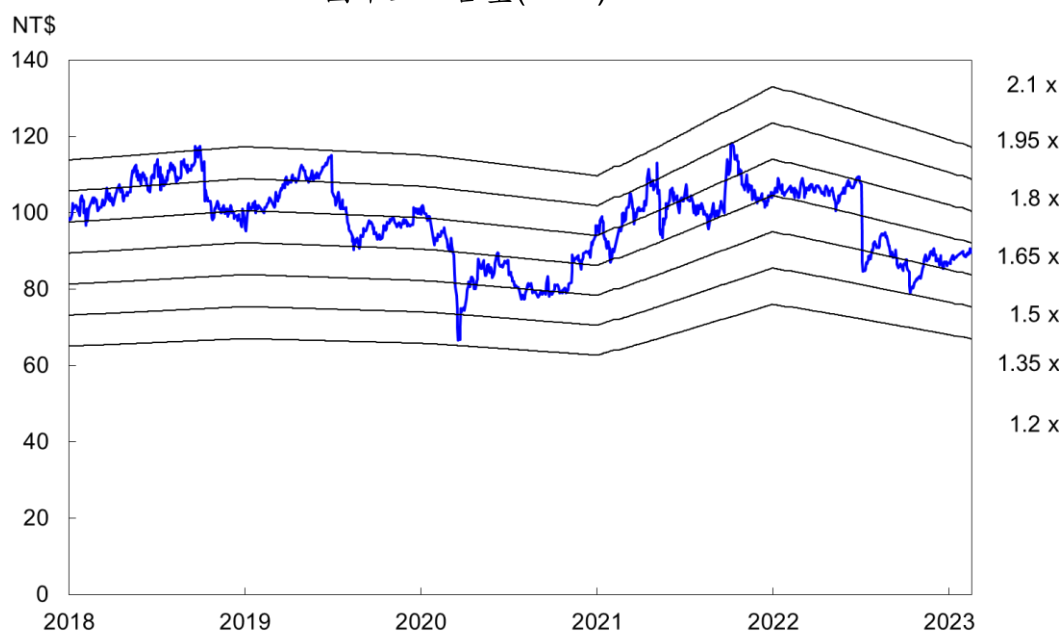
評等分級：買進（預期未來六個月股價漲幅超過+30%）；逢低買進（預期未來六個月股價漲幅介於+15%與+30%之間）；區間操作（預期未來六個月股價漲跌幅介於-15%與+15%之間）；逢高賣出（預期未來六個月股價跌幅介於-15%與-30%之間）；賣出（預期未來六個月股價跌幅超過-30%）。

本刊所刊載之內容僅做為參考，惟已力求正確與完整，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需求與風險，本公司恕不負擔任何法律責任。任何轉載或引用本報告內容必須經本公司同意。



## 個股報告

圖十五、台塑(1301) P/B Band



資料來源：CMoney；兆豐國際預估

評等分級：買進（預期未來六個月股價漲幅超過+30%）；逢低買進（預期未來六個月股價漲幅介於+15%與+30%之間）；區間操作（預期未來六個月股價漲跌幅介於-15%與+15%之間）；逢高賣出（預期未來六個月股價跌幅介於-15%與-30%之間）；賣出（預期未來六個月股價跌幅超過-30%）。

本刊所刊載之內容僅做為參考，惟已力求正確與完整，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需求與風險，本公司恕不負擔任何法律責任。任何轉載或引用本報告內容必須經本公司同意。



## 個股報告

### 財務報表

#### 季度損益表

單位：新台幣百萬元

1301台塑	2021	22Q1	22Q2	22Q3	22Q4(F)	2022(F)	23Q1(F)	23Q2(F)	23Q3(F)	23Q4(F)	2023(F)
營業收入淨額	273,598	71,004	73,924	55,653	51,066	251,647	44,518	47,539	48,497	49,761	190,314
營業成本	197,437	53,461	54,507	51,356	49,521	208,845	42,186	43,905	42,989	44,134	173,214
營業毛利淨額	76,161	17,542	19,418	4,298	1,545	42,802	2,332	3,633	5,508	5,628	17,101
營業費用	15,997	4,212	4,121	3,818	3,852	16,003	3,239	3,335	3,525	3,490	13,588
營業淨利(損)	60,164	13,330	15,297	480	-2,307	26,799	-907	298	1,983	2,138	3,513
營業外收支											
利息收入	236	64	91	101	100	357	100	100	100	100	401
財務成本	790	175	187	288	401	1,051	300	300	300	400	1,300
其他利益及損失	-262	1,009	1,245	1,220	1,200	4,674	1,200	1,200	1,200	1,200	4,800
其他收支淨額	26,609	5,496	8,866	4,592	3,794	22,748	3,700	5,700	3,700	2,700	15,799
營業外收支淨額合計	25,793	6,394	10,015	5,626	4,693	26,727	4,700	6,700	4,700	3,600	19,700
稅前淨利	85,957	19,723	25,311	6,106	2,386	53,527	3,793	6,998	6,683	5,738	23,213
所得稅費用(利益)	14,602	3,149	4,109	345	406	8,010	645	1,190	1,136	975	3,946
稅後淨利-非控制權益	0	0	0	0	9,286	9,286	0	0	0	0	0
稅後淨利-歸屬母公司	71,355	16,574	21,202	5,760	-7,305	36,231	3,148	5,809	5,547	4,762	19,267
普通股股本	63,657	63,657	63,657	63,657	63,657	63,657	63,657	63,657	63,657	63,657	63,657
每股盈餘(元)	11.21	2.60	3.33	0.90	-1.15	5.69	0.49	0.91	0.87	0.75	3.03
<b>季成長分析(QoQ,%)</b>											
營收成長率		-4.6	4.1	-24.7	-8.2		-12.8	6.8	2.0	2.6	
營業毛利成長率		-14.8	10.7	-77.9	-64.1		50.9	55.8	51.6	2.2	
營業利益成長率		-17.2	14.8	-96.9	N.A.		N.A.	N.A.	564.5	7.8	
稅前淨利成長率		-5.2	28.3	-75.9	-60.9		59.0	84.5	-4.5	-14.1	
稅後淨利成長率		-1.6	27.9	-72.8	N.A.		N.A.	84.5	-4.5	-14.1	
<b>年成長分析(YoY,%)</b>											
營收成長率	47.2	17.2	3.2	-16.9	-31.4	-8.0	-37.3	-35.7	-12.9	-2.6	-24.4
營業毛利成長率	162.1	5.9	-12.2	-74.6	-92.5	-43.8	-86.7	-81.3	28.2	264.3	-60.1
營業利益成長率	251.9	3.5	-16.9	-96.2	N.A.	-55.5	N.A.	-98.1	313.4	N.A.	-86.9
稅前淨利成長率	255.7	9.2	3.0	-72.9	-88.5	-37.7	-80.8	-72.4	9.5	140.5	-56.6
稅後淨利成長率	256.1	10.8	4.8	-70.2	N.A.	-49.2	-81.0	-72.6	-3.7	N.A.	-46.8
<b>獲利分析(%)</b>											
營業毛利率	27.8	24.7	26.3	7.7	3.0	17.0	5.2	7.6	11.4	11.3	9.0
營業利益率	22.0	18.8	20.7	0.9	-4.5	10.7	-2.0	0.6	4.1	4.3	1.9
稅前淨利率	31.4	27.8	34.2	11.0	4.7	21.3	8.5	14.7	13.8	11.5	12.2
稅後淨利率	26.1	23.3	28.7	10.4	-14.3	14.4	7.1	12.2	11.4	9.6	10.1
實質所得稅率	17.0	16.0	16.2	5.7	17.0	15.0	17.0	17.0	17.0	17.0	17.0

資料來源：CMoney；兆豐國際預估；註：每股盈餘以期未股本計算

評等分級：買進（預期未來六個月股價漲幅超過+30%）；逢低買進（預期未來六個月股價漲幅介於+15%與+30%之間）；區間操作（預期未來六個月股價漲跌幅介於-15%與+15%之間）；逢高賣出（預期未來六個月股價跌幅介於-15%與-30%之間）；賣出（預期未來六個月股價跌幅超過-30%）。

本刊所刊載之內容僅做為參考，惟已力求正確與完整，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需求與風險，本公司恕不負擔任何法律責任。任何轉載或引用本報告內容必須經本公司同意。





## 個股報告

資產負債表

單位：NT\$百萬元	2021	2022(F)	2023(F)
流動資產			
現金及約當現金	13,715	9,940	7,950
存貨	24,526	19,062	17,089
應收帳款及票據	25,604	12,626	16,287
其他流動資產	125,417	95,535	68,378
<b>流動資產合計</b>	<b>189,262</b>	<b>137,162</b>	<b>109,704</b>
非流動資產			
長期投資合計	243,536	272,840	303,193
固定資產	97,343	107,900	118,457
其它非流動資產	13,538	19,006	21,071
<b>非流動資產合計</b>	<b>354,417</b>	<b>399,746</b>	<b>442,721</b>
<b>資產總計</b>	<b>543,679</b>	<b>536,908</b>	<b>552,425</b>
流動負債			
應付帳款及票據	15,971	14,796	10,722
短期借款	4,485	14,450	14,450
其他流動負債	54,086	24,776	18,035
<b>流動負債合計</b>	<b>74,541</b>	<b>54,022</b>	<b>43,207</b>
長期負債			
長期借款	4,188	6,493	6,493
其他非流動負債	61,760	78,225	93,049
<b>長期負債合計</b>	<b>65,947</b>	<b>84,718</b>	<b>99,542</b>
<b>負債總計</b>	<b>140,489</b>	<b>138,739</b>	<b>142,749</b>
權益			
普通股股本	63,657	63,657	63,657
資本公積	11,771	11,794	11,794
保留盈餘	246,259	267,207	278,714
其他項目	81,503	55,511	55,511
<b>權益總計</b>	<b>403,190</b>	<b>398,169</b>	<b>409,676</b>
<b>負債與權益總計</b>	<b>543,679</b>	<b>536,908</b>	<b>552,425</b>

資料來源：CMoney；兆豐國際預估

現金流量表

單位：NT\$百萬元	2021	2022(F)	2023(F)
本期淨利	71,355	36,231	19,267
折舊及攤提	8,344	9,249	10,154
本期營運資金變動	-14,941	19,617	2,386
其他營業活動現金流量	-6,899	-2,259	-4,579
<b>營業活動之淨現金流入(出)</b>	<b>57,859</b>	<b>62,838</b>	<b>27,228</b>
資本支出淨額	-18,197	-18,197	-18,197
本期長期投資變動	-122	29,305	30,352
其他投資活動現金流量	-3,502	1,162	-1,182
<b>投資活動之淨現金流入(出)</b>	<b>-21,821</b>	<b>12,270</b>	<b>10,974</b>
現金增資	0	0	0
本期借款變動	-20,528	18,770	14,824
其他籌資活動現金流量	-15,458	-97,654	-55,016
<b>融資活動之淨現金流入(出)</b>	<b>-35,986</b>	<b>-78,884</b>	<b>-40,192</b>
<b>本期現金與約當現金增加數</b>	<b>-430</b>	<b>-3,776</b>	<b>-1,990</b>
期初現金與約當現金餘額	14,145	13,715	9,940
<b>期末現金與約當現金餘額</b>	<b>13,715</b>	<b>9,940</b>	<b>7,950</b>

資料來源：CMoney；兆豐國際預估

重要財務比率分析

	2021	2022(F)	2023(F)
<b>年成長率(%)</b>			
營業收入	47.2	-8.0	-24.4
營業利益	251.9	-55.5	-86.9
稅後純益	256.1	-49.2	-46.8
<b>獲利能力分析(%)</b>			
營業毛利率	27.8	17.0	9.0
營業利益率	22.0	10.7	1.9
稅後純益率	26.1	14.4	10.1
資產報酬率	14.0	6.7	3.5
股東權益報酬率	19.4	9.0	4.8
<b>償債能力分析</b>			
負債/股東權益(%)	34.8	34.8	34.8
流動比率(X)	2.5	2.5	2.5
<b>每股資料分析</b>			
每股盈餘(NT\$元)	11.2	5.7	3.0
本益比(X)	9.3	15.8	29.8
每股淨值(NT\$元)	63.3	56.8	55.8
股價淨值比(X)	1.6	1.4	1.4
每股現金股利(NT\$元)	2.4	8.2	4.0
現金股利殖利率(%)	2.4	7.6	4.5

資料來源：CMoney；兆豐國際預估

評等分級：買進（預期未來六個月股價漲幅超過+30%）；逢低買進（預期未來六個月股價漲幅介於+15%與+30%之間）；區間操作（預期未來六個月股價漲跌幅介於-15%與+15%之間）；逢高賣出（預期未來六個月股價跌幅介於-15%與-30%之間）；賣出（預期未來六個月股價跌幅超過-30%）。

本刊所刊載之內容僅做為參考，惟已力求正確與完整，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需求與風險，本公司恕不負擔任何法律責任。任何轉載或引用本報告內容必須經本公司同意。