

## 亞泥(1102)

### 建議：維持買進

結論：下半年展望正向，明年重回正成長

2019EPS	2020EPS	8/14收盤價	BVPS	20年PER	目標價	投資建議
5.56	4.20	41.50	43.03	9.9	47	買進

#### 一、亞泥為中國前十大水泥廠，台灣第二大水泥廠商

亞泥為台灣第二大水泥廠商，中國第 10 大水泥廠；主要營運地區為中國與台灣。台灣地區年產能達 500 萬公噸，內銷約 60%-70%，外銷約 20%-30%，出貨至東南亞、非洲與美洲。旗下子公司亞泥中國，年產能達 3300 萬噸；18 年產量約 2900 萬噸，19 年產量約 2870 萬噸。亞泥中國以長江流域的四川、湖北、江西為主要經營據點，藉地理優勢組織完整產、運、銷規劃。除水泥本業外另有嘉惠電力與遠龍不鏽鋼為合併報表，另轉投資 1402 遠東新(持股 23.8%)、2606 裕民(持股 39.3%)、山水水泥(持股 17.46%)等。亞泥 1Q20 營收比重：水泥部門約 77%、電力部門約 10.6%、不鏽鋼部門約 7.7%、其他 4.7%；1Q20 營業利益比重：水泥約 82%、電力約 14%、不鏽鋼及其他約 4%。長期營運方面亞泥規劃擴建嘉惠電力 500MW，預期 1Q20 商轉，為營運增添動能。

#### 二、2Q20 營運好轉，EPS 1.49 元，優於預期

亞泥 2Q20 稅後淨利 46.7 億元，QOQ 527.5%，YOY -26.6%，優於預期。亞泥 2Q20 出貨量 770 萬噸，QOQ 185%，YOY -5%；價格方面 344 元/噸，QOQ -10.7%，YOY -9%，主要因為今年受疫情漲價較晚，又因氣候以及外來水泥影響。煤炭成本方面約為人民幣 569 元/噸，較第一季的 608 元、去年同期 644 元有所下降，然而因出貨量較低，噸毛利 144 元/噸，QOQ -19%，YOY -22.6%。轉投資的山水水泥，因二三季度為傳統旺季，且受疫情的影響小，認列 12 億元(EPS 約 0.38 元)。整體而言雖然水泥量價皆衰退，然煤炭價格下跌幅度明顯，及天然氣價格便宜，電廠營利成長，獲利優於預期。

#### 三、八月去化庫存，九月醞釀漲價

時序進入八月份，目前亞泥主要營運地區除武漢庫存比約七至八成水位略高外，江西四川江蘇庫存約六至七成。第三季為傳統小淡季，七月份仍有受天氣因素影響，然八月上旬需求表現佳，預估 3Q20 出貨量約 740 至 750 萬噸水準，QOQ 小幅衰退，YOY 持平。預期八月下旬

庫存比持續下降，價格於八月底九月初有機會出現上漲；預估 3Q20 均價 QOQ 呈現低個位數下滑；煤炭成本方面亦預期 QOQ 將呈現低個位數下滑。

預估亞泥 3Q20 營收 201.7 億元，QOQ -2.5%，YOY -10%，稅後淨利 36 億元，QOQ -2.5%，YOY -10%，EPS 1.15 元。

#### 四、維持買進理由

展望亞泥 2H20 營運：七月份仍受雨災影響，預期八月恢復正常開始去化庫存，九月需求轉佳，價格開始上漲迎接第四季傳統旺季。4Q19 亞泥出貨量受十月武漢軍運會影響僅 770 萬噸，預期 4Q20 出貨量將達 800 萬噸以上，QOQ 中高個位數，YOY 中個位數；亞泥過往 1Q 出貨量約為 550 萬噸水準，1Q20 受疫情影響僅出 270 萬噸，1Q21 出貨量 YOY 將翻倍。

目前水泥同業仍看好下半年基建項目帶動需求，且中國政府亦對於房市有所放寬，又煤價成本維持低檔，因此下半年仍為正向看法；而電力部分亞泥的嘉惠電廠二期將於 4Q20 完工，1Q21 商轉，為明年增添營運動能。預估亞泥 2020 年營收 782 億元，YOY -12.5%，稅後淨利 131.8 億元，YOY -24.5%，EPS 4.2 元。

雖預期亞泥 2020 年營收獲利衰退，然 2H20 中國政府加大力度投放基建，延續至 2021 年來看，預期亞泥 2021 年出貨量將成長，加上嘉惠電廠二期將於明年商轉貢獻新成長動能，故維持買進評等，目標價 47 元 (1.1X2020PBR)。

Comprehensive income statement							NT\$m
	1Q20	2Q20F	3Q20F	4Q20F	FY18	FY19F	FY20F
	IFRS	IFRS	IFRS	IFRS	IFRS	IFRS	IFRS
Net sales	13,139	20,689	20,172	24,206	82,741	89,348	78,206
Gross profit	2,698	6,677	5,648	7,262	21,156	25,601	22,285
Operating profit	2,022	5,411	4,711	6,137	18,153	22,063	18,281
Total non-op	-453	2,305	1,364	670	2,217	6,330	3,886
Pre-tax profit	1,568	7,716	6,075	6,807	20,370	28,393	22,167
Net profit	744	4,667	3,602	4,168	11,117	17,460	13,181
EPS	0.24	1.49	1.15	1.33	3.31	5.56	4.20
Y/Y %	1Q20	2Q20F	3Q20F	4Q20F	FY18	FY19F	FY20F
Net sales	(32.2)	(15.3)	(10.0)	4.6	27.5	8.0	-12.5
Gross profit	(42.1)	(17.3)	(11.3)	11.8	108.0	21.0	-13.0
Operating profit	(46.5)	(23.7)	(11.6)	4.7	144.1	21.5	-17.1
Net profit	(74.6)	(24.6)	(17.0)	4.2	103.3	57.1	-24.5
Q/Q %	1Q20	2Q20F	3Q20F	4Q20F			
Net sales	(43.2)	57.5	(2.5)	20.0			
Gross profit	(58.5)	147.5	(15.4)	28.6			
Operating profit	(65.5)	167.7	(12.9)	30.3			
Net profit	(81.4)	527.5	(22.8)	15.7			
Margins %	1Q20	2Q20F	3Q20F	4Q20F	FY18	FY19F	FY20F
Gross	20.5	32.3	28.0	30.0	25.6	28.7	28.5
Operating	15.4	26.2	23.4	25.4	21.9	24.7	23.4
Net	8.6	27.6	23.2	21.9	18.0	24.9	21.5

