

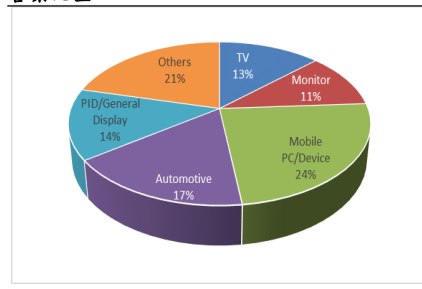
天下 CSR 評選企業 臺灣 ESG 永續指數成分股

潛在漲幅	-13.7%
前日收盤價	17.70 元
目標價	15.27 元
前次目標價	16.07 元
前次評等	中立

公司基本資訊

目前股本(百萬元)	76,994
市值(億元)	1,363
目前每股淨值(元)	25.69
外資持股比(%)	25.72
董監持股比(%)	7.09

營業比重



個股與大盤走勢(%)



竺貽根 Ken.chu@ctbcsis.com

(百萬元)	2019	2020	2021	2022F	2023F	2024F
營業收入淨額	268,792	270,955	370,685	246,793	230,163	265,924
營業毛利淨額	456	22,765	90,768	1,568	-4,333	18,278
營業利益	-20,468	2,083	63,076	-23,970	-30,026	-7,995
稅後純益	-19,185	3,376	61,331	-20,855	-29,420	-7,585
稅後 EPS(元)	-1.99	0.35	6.37	-2.71	-3.82	-0.99
營業收入 YoY(%)	-12.63%	0.80%	36.81%	-33.42%	-6.74%	15.54%
稅後純益 YoY(%)	--	--	1,716.49%	--	--	--
本益比	-5.00	38.72	3.58	-5.54	-4.63	-17.97
本淨比	0.55	0.73	0.96	0.62	0.71	0.70
股息(元)	0.00	0.30	1.00	1.00	0.30	0.30
殖利率(%)	0.00%	2.15%	4.33%	6.67%	1.69%	1.69%
ROE(%)	-10.11%	1.88%	29.59%	-9.97%	-16.59%	-4.48%

註：稅後 EPS 以股本 769.94 億元計算

面板及零組件

友達 (2409 TT)

維持評等

中立

靜待庫存回到健康水位，下半年消費性應用有望回升

- 消費性面板市況仍未明顯回升，非消費性業務重要性漸增
- 公司預期 3Q23 傳統產品可望回復季節性循環，1H24 回歸常態
- 維持「中立」評等，調整目標價至 15.27 元

消費性面板市況仍未明顯回升，非面板業務及車用業務重要性漸增。4Q22 營收 526.48 億元(QoQ+5.9%，YoY-43.4%)，主要受惠非面板營收及台幣貶值。4Q22 出貨面積 432.2 萬平方米，QoQ+12%，受惠急單及客戶促銷。整體 ASP 為 \$311，QoQ-14%。4Q22 受惠急單，產能利用率約 65%。毛利率-8.7%，受惠非面板營收，較上季-14.6%佳。營業淨損 109.1 億元(營益率-20.7%)，歸屬母公司業主淨損 102.1 億元，每股淨損 1.33 元，低於市場預期(1.12 元)及投顧預期(1.20 元)。2022 年營收 2467.93 億元(YoY-33.4%)，每股虧損 2.39 元(2021EPS 為 6.44 元)。

公司預期 1Q23 為營運谷底，3Q23 消費性產品可望回復季節性循環。展望 1Q23，公司預期出貨面積減少中個位數百分比，ASP 預計提高低中個位數百分比。展望 2023 全年，公司認為目前 TV 庫存已經回到健康水位，PC/NB 庫存改善中但仍然偏高，消費性市場有望在 3Q23 回到季節性循環。公司認為汽車業 2021~2022 缺料導致成長受壓抑，今年缺料改善，看好車用業務。2023 年資本支出預計 350 億元。友達 2022 年配發 1.0 元 (已於 3Q22 完成配發)股利並減資 2.0 元，2023 年還是會配發股利，但金額或配發方法應結合需求和營運需要，視情況調整。

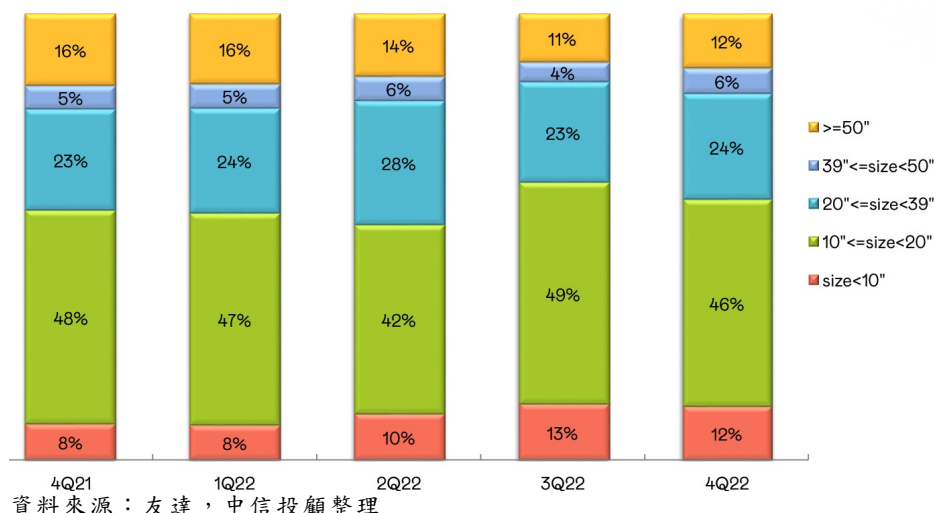
投顧預期產業需求 1H24 有望回歸常態。根據我們訪談供應鏈，業者共識需求面及供給面皆見谷底。我們預期所有主要尺寸產品報價均會在 1Q23 見到谷底(見圖九及圖十)，2Q23 隨全球經濟止跌回穩，面板報價有機會見到低個位數百分比回升但出貨量無明顯回升。估計 2H23 平均售價與出貨量都可見有感回復，1H24 平均售價與出貨量較去年同期增加，並回到疫情前水準。

維持「中立」評等，目標價 15.27 元。我們中性看待 LCD 之長期趨勢，並將 2023 年每股虧損自 2.75 元下修至 3.82 元。管理階層承諾 2023 年將繼續配發現金股利，我們預期 2023 年現金股利金額趨近友達長期每股股利水準。我們維持「中立」評等，但考量現金殖利率及非消費型面板業務漸成氣候，調整目標價自 16.07 元至 15.27 元(2023F 每股淨值之 0.7 倍)，潛在下跌空間 13.7%。

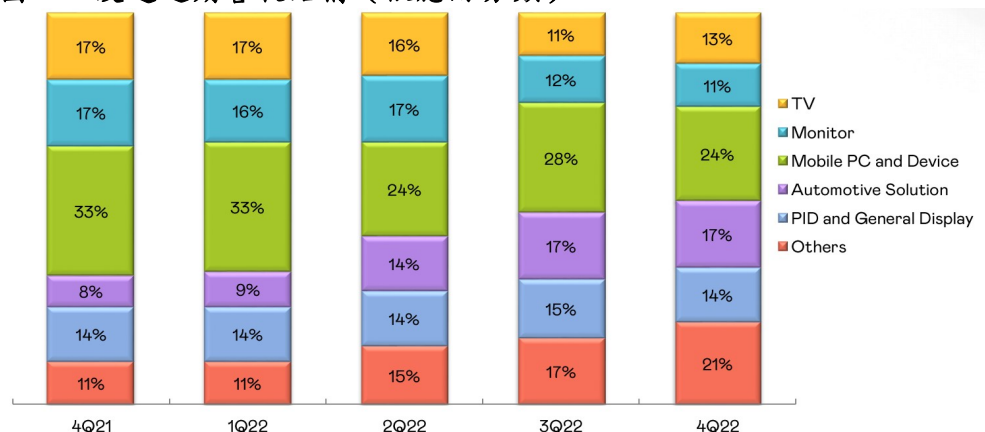
消費性面板市況仍未明顯回升，非面板業務支撐營收及獲利：2022 年第 4 季 526.48 億元(QoQ+5.9%，YoY-43.4%)，季增主要受惠能源(太陽能模組出貨及工程營收)及台幣貶值。顯示器市況仍未明顯回升。4Q22 出貨面積 432.2 萬平方米，QoQ 增加 12%，因為急單及客戶促銷導致出貨面積有增加。但整體 ASP 為\$311(美元)，減少 14%。4Q22 受惠急單，產能利用率約 65%，較 3Q22 的五成多有所回升。毛利率-8.7%，較上季-14.6%明顯改善，主因也是受惠能源相關營收。4Q22 新台幣兌美元貶值約 4%，相對日圓則貶值約 0.4%，對毛利正向約 1.4%。2021 年第 4 季毛利率 18.9%。營業費用 63.2 億元，季減 2.0%；折舊及攤銷費用 77 億元。營業淨損 109.1 億元(營業率-20.7%)，歸屬母公司業主淨損 102.1 億元，每股淨損 1.33 元，低於市場預期之 1.12 元及投顧預期之 1.20 元。4Q22 期末存貨約 302.6 億元，QoQ+1.5%，但因出貨增加，期末存貨週轉天數 QoQ 下降 6 天至 48 天。4Q22 資本支出約 80 億元。2022 年全年營收 2467.93 億元(YoY-33.4%)，毛利 15.68 億元(毛利率 0.6%，2021 年為 24.5%)。D&A 315 億元，營業淨損 239.70 億元(2021 年為營業淨利 630.76 億元)，全年每股虧損 2.39 元(2021 年每股獲利 6.44 元)。2022 全年出貨 1917 萬平方米(年減 25.4%；2021 年出貨 2571.2 萬平方米)。資本支出約 360 億元。

4Q22 電視面板急單使相關營收跌幅收斂，非面板業務及車用業務重要性漸增。TV 的 ASP 持穩且客戶需求回溫，占比提高(見圖一)，同時反映在 39 吋以上產品營收佔比均較上季增加(見圖二)。美國 TV 市場尚稱正向，連續數月正成長，旺季成長率甚至將近 9%。中國雖受封控影響而沒有旺季效應，但尺寸增加，以上都有助降低 TV 庫存。MOBILE/PC 佔營收比重主要因為 NB 客戶對低價產品需求而 ASP 下跌，同時反映在 10~20 吋產品營收佔比均較上季減少。2021 年塞港導致庫存最高的是 IT，因此 overbooking 較 TV 嚴重。第四季通路和品牌均積極促銷，但第四季仍持續衰退，NB 甚至年減 40%，因此通路和品牌都保守謹慎。OTHERS 提高到 21%，主要是太陽能模組出貨和工程營收認列增加。20~39 吋占比提高，主係車用新產品放量。友達持續調整業務結構已初見成效，非面板業務佔營收比重自 2020 年之 8%提升到 4Q22 之 21%，且自 2020 至 2022 年營收每年均逐年成長(見圖三)；其中智慧製造服務營收已達數億台幣(2022 年)水準，水處理(宇沛)服務超過四十億元，太陽能營收已達 209 億元，利潤率在 6~9%。車用顯示器領域著重長期供應穩定度，價格競爭度低於消費性電子產品，因此友達在車用領域仍有舉足輕重地位，根據 HIS 統計，友達車用中控台顯示器市占率在 2020 年以 21%排名全球第一。友達車用業務佔營收比重自 2020 年之 8%提升到 4Q22 之 17%，同樣逐年成長(見圖四)，不受景氣循環影響。此兩項新興業務成為穩定友達營收及毛利率的中流砥柱。

圖一：友達近期營收結構（依尺寸分類）



圖二：友達近期營收結構（依應用分類）



Mobile PC and Device: 包含筆記型電腦、平板電腦及手機。

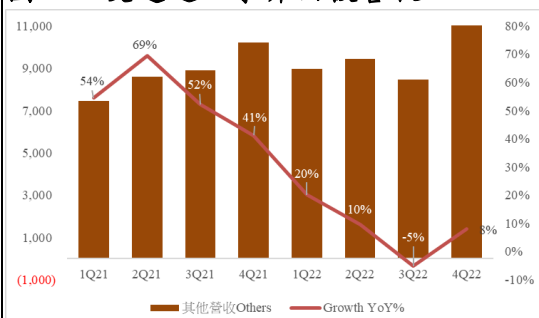
PID and General Display: 包含公用訊息顯示器、工業電腦、自動櫃員機、銷售時點情報系統、大型遊戲機台、醫療設備等產品。

Others: 包含系統設計製造服務、新事業、能源事業等。

資料來源：友達，中信投顧整理

AUO

圖三：友達近八季非面板營收



資料來源：友達，中信投顧整理

圖四：友達近八季車用營收



資料來源：友達，中信投顧整理

公司預期 1Q23 為營運谷底，3Q23 起消費性產品可望回復正常季節性循環。展望 1Q23，公司預期出貨面積減少中個位數百分比，平均售價(USD)預計提高低中個位數百分比，產能利用率依市場狀況動態調整。展望 2023 全年，公司認為目前 TV 庫存已經回到健康水位，PC/NB 庫存雖有改善但仍然偏高，需要時間消化，消費性市場有望在 3Q23 回到季節性循環。公司認為醫療應用跟工業控制領域都穩健成長，車用因為汽車業 2021~2022 有缺料缺晶片導致成長受壓抑，但今年缺料改善了，所以汽車出貨量會成長，看好車用繼續隨終端而成長。2023 年 D&A 預計 340 億元，2023 年全年資本支出預計 350 億元。台中后里廠要無限期延後，沒有復工時間表，公司將優先利用有限產能做更多加值，往準系統和整合性系統發展。友達 2022 年配發 1.0 元（已於 3Q22 完成配發）股利並減資 2.0 元，2022 年衰退程度超出管理階層預期，雖財務狀況健康，在手現金也能支應營運所需，2023 年還是會配發股利，但金額或配發方法應結合需求和營運需要，視情況調整。

雙軸轉型穩步推進，Mini LED 為其中“go premium”關鍵佈局。友達全力推動公司轉型，其中五大方向(1)智慧座艙 - 跟高通合作 FIDM，將其他感測器和技術都整合在面板解決方案，未來跟車廠合作開發整個系統，在 CES 得到很大迴響。(2)顯示器發展次世代技術，其中 LED 虛擬攝影棚，由友達轉投資公司用 ALED 技術，電影拍外景已經可以在虛擬攝影棚完成，甚至後製轉為前製，大量降低拍攝成本且突破外景環境限制，相關應用展示於基隆舊火車站元宇宙實境體驗館。(3)Micro LED 主攻車用、透明顯示器及可撓式顯示器。汽車品牌力推智慧座艙為差異化重點，且

2023/2/9

新能源車滲透率快速提高，友達產品用在新能源車的比重已達 50-60%，展望未來，ALED 和 FIDM 專案持續進入量產，兩三年以後可貢獻車用營收 50% 成長。(4) 智慧醫療，在 3d 影像，結合很多夥伴展示解決方案。(5) 非面板業務如智慧製造服務、水處理、太陽能發電，在零碳排方面也有很多服務。其他營收期望兩三年內能佔營收 20% 以上。Mini LED 會持續在 LED 背光與 LCD 結合來達到超高影像品質，應用最多的是電視，成為所有高階電視的標準背光技術，在電腦方面例如電競跟高階 creator 等有相同功效。友達 ALED 產品，將擴張到工控、車用、醫療等，醫療有 design-in，希望呈現更精準的顏色和影像。Mini LED 最適合車用顯示，因車用顯示場景中，耗電節能綠色是重點。在本季 Mini LED 持續與客戶 design-in，惟車用顯示器自 design in 到放量通常需要兩到三年，所以預計 2025 年有較大放量。公司看好 Mini LED 在車用領域前景。

圖：友達 Mini LED 應用 – 車用顯示器 FIDM Plus 一體化顯示方案

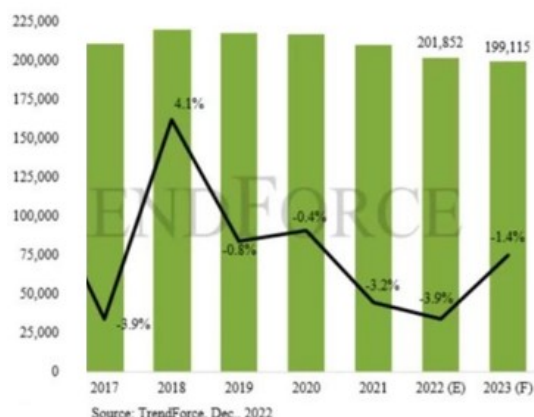


資料來源：友達，中信投顧整理

預計 2023 年 LCD 面板出貨量隨主要應用之電視，顯示器及筆電出貨持續衰退。Trendforce 統計 2022 年全球電視出貨 2.02 億台，年減 3.9%，創下近十年電視出貨量新低。但因 2022 年大尺寸面板價格以及航運費用降幅超過五成，推升電視平均尺寸成長 1.4 吋，達 56 吋。估計 2023 年電視面板供應仍寬鬆，價格大漲可能性低，有效降低品牌的成本壓力，但全球電視出貨在高通膨的壓力下成長不易，Trendforce 預期 2023 年全球電視出貨量將再次衰退 1.4%，達 1.99 億台(見圖五)。LCD 電視面板市場成熟且供應量較大，遭受經濟的衝擊較為嚴重，預估 LCD 電視面板 2023 年出貨量將較去年衰退 3.1%，達 2.56 億片(見圖六)。Trendforce 統計 2022 年液晶監視器出貨量 1.35 億台，年減 7%。考量疫情帶動的需求紅利退場及全球政經局勢不確定，Trendforce 預估 2023 年液晶監視器出貨量降為 1.27 億台，年減 5.8%(見圖七)，恢復至疫情前的年出貨量水位。監視器面板出貨量從 2021 年第 4 季後一路下滑，預估 2023 年第一季為出貨谷底，待整體供應鏈庫存回到健康水位後，品牌購買力道慢慢回溫，監視器面板出貨量有望逐季爬升，預估 2023 年全年出貨量年減幅度會收斂至 5.8%，達 1.49 億片(見圖八)。TrendForce 統計 2022 年全球筆記型電腦出貨量僅約 1.86 億台，年減 24.5%；預計終端庫存去化將持續延長至 2023 年第二季，進一步影響通路下單保守謹慎。2023 年全球仍籠罩在政經情勢不明的壓抑下，預估全球筆記型電腦出貨量僅 1.71 億台，年減 7.8%。筆電面板出貨將持續低迷，預估 2022 全年出貨 2.14 億片，較去年衰退 26.1%。展望 2023 年第 1 季，儘管為傳統需求淡季，但隨著品牌的面板庫存恢復健康水位，預估筆電面板出貨量將季增 3.5%，達 4,320 萬片，但投顧預期 2023 年筆電面板出貨量仍將較去年衰退，2024 年可望恢復成長。

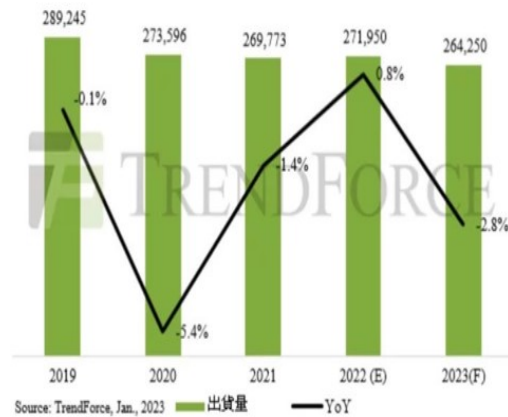
2023/2/9

圖五：全球電視出貨量及預估



資料來源：Trendforce，中信投顧整理

圖六：全球電視面板出貨量及預估



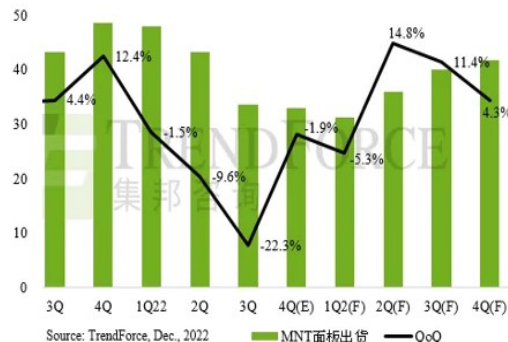
資料來源：Trendforce，中信投顧整理

圖七：全球監視器出貨量及預估



資料來源：Trendforce，中信投顧整理

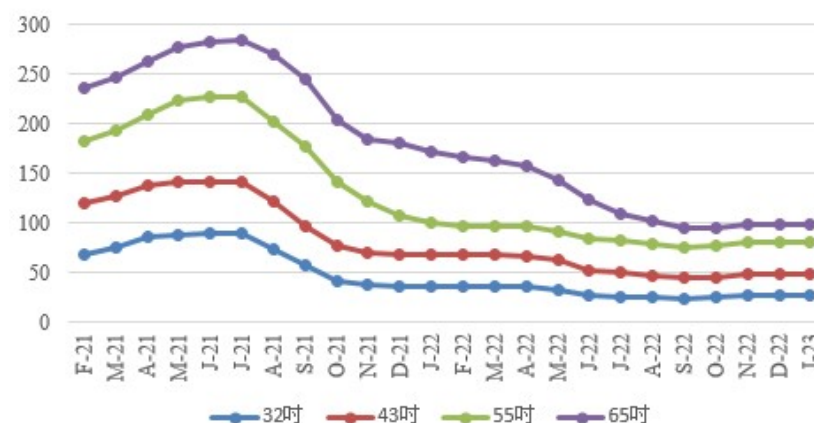
圖八：全球監視器面板出貨量及預估



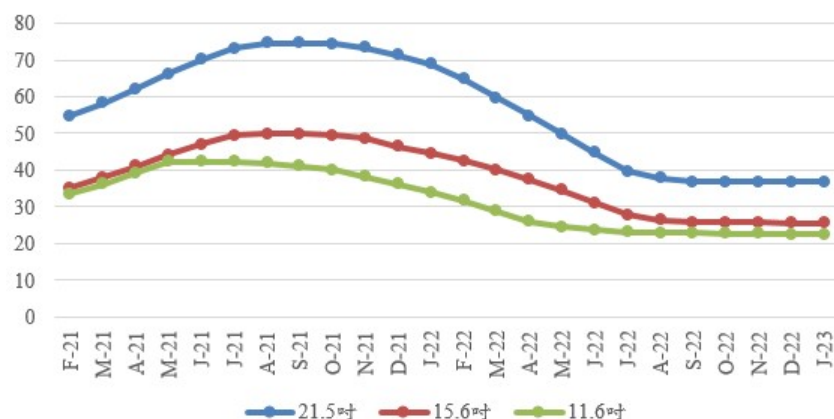
資料來源：Trendforce，中信投顧整理

3Q23 起有機會有感復甦，1H24 有望回歸常態。根據我們訪談供應鏈，業者共識需求面及供給面皆見谷底。在面板業者以嚴格紀律控管產能的環境下，我們預期所有主要尺寸產品報價均會在 1Q23 見到谷底(見圖九及圖十)，大部分報價已見谷底者 1Q23 不續跌；2Q23 隨全球經濟止跌回穩，面板報價有機會見到低個位數百分比回升但出貨量無明顯回升。目前不預期有需求面大幅改善或供給面大幅縮減之情事，因此估計 2H23 平均售價與出貨量都可見有感回復，1H24 平均售價與出貨量較去年同期增加並回到疫情前水準。

圖九：近 24 個月主要尺寸電視面板價格



圖十：近 24 個月主要尺寸 IT 面板價格



單位：美元

資料來源：Bloomberg

公司簡介

友達光電股份有限公司原為成立於 1996 年之達基科技，2001 年與聯電集團旗下聯友光電合併，改名為友達光電，為台灣第一家 TFT-LCD 面板廠。2006 年合併廣達集團旗下廣輝電子，成為與韓國三星電子、LG Display 與奇美電並列於全球薄膜電晶體液晶平面顯示器(TFT-LCD)領導廠商。根據市調機構 Omdia 於 2021 年統計，友達於全球大尺寸面板出貨面積市占率 10%，排名全球第五(前四名分別為京東方 25.3%、華星光電 15%、南韓 LG Display 14.9%、群創 10.6%)。友達產品包括面板各主要應用領域如 NB、Monitor、TV 等。友達主要電視面板客戶包括 Samsung Display(韓國)、海信(中國)、冠捷(中國)、長虹(中國)、TCL(中國)、SONY(日本)等。友達光電以顯示器技術為核心，憑藉面板研發、製造經驗為基礎，提供涵蓋各式應用的顯示器產品及軟硬體整合的智慧解決方案，同時延伸核心優勢跨足五大場域(智慧零售、智慧醫療、智慧育樂、智慧交通及智慧製造)及太陽能等領域，提供這些場域優質的產品與服務。2021 年顯示器部門營收佔合併營收約 96.7%。

面對中國業者依靠政府補貼大肆增加產能，友達提出「Go premium」，發展 8K 無邊框電視面板、電競顯示器面板、LTPS 筆電面板等產品客製化產品需求，以及「Go vertical」，從以往只出面板半成品(open cell)，延伸價值到軟體加解決方案，以顯示技術為核心，結合 AIoT 搶攻不同場域與產業的數位化商機。友達以投資、併購和合資等策略結盟方式建構生態圈，並攜手供應鏈上下游策略夥伴凌華(6166)、鑫創電子(6680)、佳世達(2352)等等，積極布局智慧零售、智慧醫療、智慧交通、智慧育樂、智慧製造等五大智慧應用場域經營，積極朝向有能力提供客戶從硬體、軟體、到系統整合的解決方案供應商轉型。針對非傳統面板應用領域，友達期待 2023 年營收能占整體業績 15-20%。

友達在 2021 年初分割成立子公司達擎光電，主要鎖定工商應用顯示器解決方案市場，提供高畫質、多樣化尺寸外觀及整合觸控功能的高值化產品。目前友達持有達擎股權比重仍是 100%。達擎去年營收規模來到 400 億元，公司預期今年兩位數幅度成長。業務涵蓋教育、企業、零售、餐廳、交通、娛樂及博物館等各式場域，應用裝置包括數位看板、商用顯示器、電子佈告欄、電視牆、電子白板等等。

友達經由轉投資富采的 Mini LED 上游晶粒提供 Mini LED 筆電面板給予多家品牌筆電廠商。另外 Mini LED TV 也成為友達滲透的市場。在三星積極降價 Mini LED TV 之際，投顧預測，友達將進一步滲透三星供應鏈。友達投資 Micro LED 面板關鍵晶片解決方案廠商鐸創 9.5%。其他共同股東包括持有 23% 的三星、持有 12% 的富采，

2023/2/9

都看到友達已進入三星 Micro LED 供應鏈的先前布局。加上友達規劃未來千億資本支出蓋新廠，並鎖定高階面板產品。投顧預測友達將積極走向 Mini LED 與 Micro LED 市場，進一步提供友達未來的成長動力。

2022 年友達董事會通過「三年股東報酬計畫」，決議現金減資 20%，2022 年度每股配發現金股利 1 元，未來三年配發股東報酬總額不少於 557.7 億元，其中今年配發 288.2 億元。減資後股票已於 10/7 恢復交易。

車用及非面板業務在景氣疲弱中支撐營運，給予「中立」評等，目標價 15.27 元。我們預期終端消費性電子市場衰退於 1Q23 見到谷底，惟 LCD 長期面臨中國大陸業者價格競爭及 OLED 技術競爭，Micro LED 技術尚未大量產出，預期友達在電視面板與 IT 面板等傳統業務雖可望於 1H24 回歸常態，但中性看待友達面板本業之長期趨勢。惟友達車用及非面板業務已見規模，共占友達 4Q22 營收之 38%，且商業模式及利潤率相對穩定，成為業務之支柱。考量 4Q22 面板平均售價及出貨量，我們將 1Q23 及 2Q23 之每股虧損 1.08/0.90 元下修至淨損 1.48/1.20 元，並將 2023 年每股虧損自 2.75 元下修至 3.82 元。管理階層承諾 2023 年將繼續配發現金股利，惟 LCD 價格下滑程度較公司預期嚴重，如公司仍欲照計畫配發股利，恐有籌資之必要，且在現今高利率環境下負擔財務成本，因此我們預期 2023 年現金股利金額趨近友達長期每股股利水準。我們維持「中立」評等，將目標價自 16.07 元調整至 15.27 元(相當於 2023 年預測每股淨值之 0.7 倍)，潛在下跌空間 13.7%。

表一：財測調整數差異分析

損益表 (單位：百萬元)	1Q23		2Q23		預估差異	
	調整前	調整後	調整前	調整後	1Q23	2Q23
營業收入	53,611	50,958	56,292	53,638	-5%	-5%
營業毛利	(2,644)	(5,133)	(1,088)	(3,013)	94%	177%
營業利益	(8,949)	(11,477)	(7,425)	(9,389)	28%	26%
稅前純益	(8,295)	(11,377)	(6,944)	(9,245)	37%	33%
稅後淨利	(8,295)	(11,377)	(6,944)	(9,245)	37%	33%
EPS(元)	(1.08)	(1.48)	(0.90)	(1.20)	37%	33%
財務比率(%/百分點)						
毛利率	-4.9%	-10.1%	-1.9%	-5.6%	-5.1 ppts	-3.7 ppts
營益率	-16.7%	-22.5%	-13.2%	-17.5%	-5.8 ppts	-4.3 ppts
稅後純益率	-15.5%	-22.3%	-12.3%	-17.2%	-6.9 ppts	-4.9 ppts

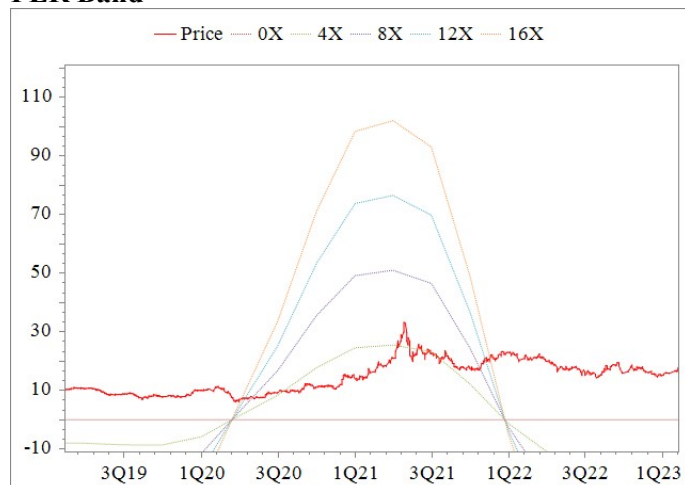
損益表 (單位：百萬元)	FY2023		FY2024		預估差異	
	調整前	調整後	調整前	調整後	FY2023	FY2024
營業收入	238,080	230,163	N/A	265,924	-3%	N/A
營業毛利	1,996	(4,333)	N/A	18,278	-317%	N/A
營業利益	(23,542)	(30,026)	N/A	(7,995)	28%	N/A
稅前純益	(21,195)	(29,420)	N/A	(7,585)	39%	N/A
稅後淨利	(21,195)	(29,420)	N/A	(7,585)	39%	N/A
EPS(元)	(2.75)	(3.82)	N/A	(0.99)	39%	N/A
財務比率(%/百分點)						
毛利率	0.8%	-1.9%	N/A	6.9%	-2.7 ppts	N/A
營益率	-9.9%	-13.0%	N/A	-3.0%	-3.2 ppts	N/A
稅後純益率	-8.9%	-12.8%	N/A	-2.9%	-3.9 ppts	N/A

2023/2/9

(百萬元)	1Q23F	2Q23F	3Q23F	4Q23F	1Q24F	2Q24F	3Q24F	4Q24F
營業收入	50,958	53,638	62,630	62,938	63,119	64,206	70,132	68,468
營業成本	56,090	56,651	61,183	60,571	59,966	60,565	64,199	62,915
營業毛利	-5,133	-3,013	1,447	2,366	3,153	3,640	5,933	5,552
營業費用	6,344	6,376	6,503	6,471	6,487	6,552	6,650	6,583
營業利益	-11,477	-9,389	-5,057	-4,104	-3,334	-2,912	-717	-1,031
營業外收支淨額	100	144	192	171	100	140	110	60
稅前純益	-11,377	-9,245	-4,865	-3,934	-3,234	-2,772	-607	-971
所得稅	0	0	0	0	0	0	0	0
稅後純益	-11,377	-9,245	-4,865	-3,934	-3,234	-2,772	-607	-971
稅後 EPS(元)	-1.48	-1.20	-0.63	-0.51	-0.42	-0.36	-0.08	-0.13
毛利率(%)	-10.07%	-5.62%	2.31%	3.76%	5.00%	5.67%	8.46%	8.11%
營業利益率(%)	-22.52%	-17.50%	-8.07%	-6.52%	-5.28%	-4.54%	-1.02%	-1.51%
稅後純益率(%)	-22.33%	-17.24%	-7.77%	-6.25%	-5.12%	-4.32%	-0.87%	-1.42%
營業收入 QoQ(%)	-3.21%	5.26%	16.76%	0.49%	0.29%	1.72%	9.23%	-2.37%
稅前純益 QoQ(%)	--	--	--	--	--	--	--	--

註：稅後 EPS 以股本 769.94 億元計算

PER Band



資料來源：中信、CMoney

PBR Band



資料來源：CMoney

資產負債表

(百萬元)	2018	2019	2020	2021	3Q22
資產總計	409,832	397,638	407,270	424,811	387,266
流動資產	149,068	143,200	168,318	192,026	138,774
現金及約當現金	69,163	80,450	90,275	79,945	80,613
應收帳款與票據	47,402	32,087	46,795	61,573	19,284
存貨	26,309	23,460	26,753	34,489	29,814
採權益法之投資	6,286	5,999	19,464	25,447	31,874
不動產、廠房設備	221,586	206,735	185,480	171,222	179,351
負債總計	192,553	209,661	213,480	186,845	184,598
流動負債	128,938	90,528	98,338	123,755	102,852
應付帳款及票據	50,460	44,307	47,509	54,574	33,785
非流動負債	63,615	119,133	115,142	63,090	81,746
權益總計	217,279	187,977	193,790	237,966	202,667
普通股股本	96,242	96,242	96,242	96,242	76,994
保留盈餘	46,846	22,904	30,258	80,670	60,227
母公司業主權益	202,863	176,672	182,805	231,787	196,538
負債及權益總計	409,832	397,638	407,270	424,811	387,266

損益表

(百萬元)	2020	2021	2022F	2023F	2024F
營業收入淨額	270,955	370,685	246,793	230,163	265,924
營業成本	248,190	279,917	245,225	234,496	247,646
營業毛利淨額	22,765	90,768	1,568	-4,333	18,278
營業費用	20,682	27,692	25,538	25,694	26,273
營業利益	2,083	63,076	-23,970	-30,026	-7,995
EBITDA	40,519	101,712	12,043	1,053	22,204
業外收入及支出	705	3,331	4,464	606	410
稅前純益	2,788	66,407	-19,506	-29,420	-7,585
所得稅	-120	2,948	1,467	0	0
稅後純益	3,376	61,331	-20,855	-29,420	-7,585
稅後 EPS(元)	0.35	6.37	-2.71	-3.82	-0.99

註1：稅後純益係指本期淨利歸屬於母公司業主。

註2：稅後 EPS 以股本 769.94【最新股本】億元計算

現金流量表

(百萬元)	2018	2019	2020	2021	3Q22
營業活動現金	40,201	20,731	25,747	104,721	-4,993
稅前純益	11,216	-19,845	2,788	66,407	-11,401
折舊及攤銷	34,228	36,258	35,398	33,665	7,830
營運資金變動	-4,198	10,802	-14,448	-13,926	6,276
其他營運現金	-1,045	-6,484	2,009	18,576	-7,698
投資活動現金	-34,498	-28,112	-17,708	-30,350	-6,593
資本支出淨額	-28,362	-29,376	-15,477	-15,028	-11,384
長期投資變動	-5,961	1,160	-2,220	-14,698	-4,668
其他投資現金	-174	104	-11	-624	9,459
籌資活動現金	-41,847	20,742	2,704	-83,470	4,823
長借/公司債變動	-24,465	26,501	4,791	-62,930	14,461
現金增資	0	0	0	0	0
發放現金股利	-14,436	-4,812	0	-2,851	0
其他籌資現金	-2,945	-947	-2,087	-17,690	-9,638
淨現金流量	-35,857	11,286	9,825	-10,330	-4,329
期初現金	105,021	69,163	80,450	90,275	84,942
期末現金	69,163	80,450	90,275	79,945	80,613

資料來源：中信、CMoney

比率分析

(百萬元)	2020	2021	2022F	2023F	2024F
成長力分析(%)					
營業收入淨額	0.80%	36.81%	-33.42%	-6.74%	15.54%
營業毛利淨額	4893.02%	298.71%	-98.27%	--	--
營業利益	--	2928.05%	--	--	--
稅後純益	--	2082.65%	--	--	--
獲利能力分析(%)					
毛利率	8.40%	24.49%	0.64%	-1.88%	6.87%
EBITDA(%)	14.95%	27.44%	4.88%	0.46%	8.35%
營益率	0.77%	17.02%	-9.71%	-13.05%	-3.01%
稅後純益率	1.07%	17.12%	-8.45%	-12.78%	-2.85%
ROE(%)	1.88%	29.59%	-9.97%	-17.16%	-4.96%

投資評等說明

個股評等	定義
買進	預期未來三~六個月潛在報酬率> +20%
增加持股	預期未來三~六個月潛在報酬率+10%~ +20%
中立	預期未來三~六個月潛在報酬率-10%~ +10%
降低持股	預期未來三~六個月潛在報酬率-10%~ -20%
賣出	預期未來三~六個月潛在報酬率< -20%

免責聲明

本報告係本公司於特定日期就現有資訊所提出，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，本公司將不做預告或更新；而且本報告並非依特定投資目的或特定對象之財務狀況所完成，因此，本報告之目的並非針對客戶於買賣證券、選擇權、期貨或其他證券相關商品提供詢價或推介服務，亦非進行交易之要約。投資人應自行考量本身之需求、投資風險及承受度，並就投資結果自行負責，本公司不做任何獲利保證，亦不就投資盈虧負擔任何法律責任。非經本公司同意，任何人不得將本報告加以引用或轉載。

中國信託金融控股(股)公司旗下子公司暨關係企業（以下稱“中信金集團”）從事廣泛金融業務，包括但不限於銀行、信託、證券經紀、證券承銷、保險、證券投資信託、自有資金投資等。中信金集團對於本報告所涵蓋之標的公司可能有投資或其他的業務往來關係。中信金集團及其所屬員工，可能會投資本報告所涵蓋之標的公司，或以該等公司為標的的衍生性金融商品，而其交易的方向與本報告中所提及的交易方向可能不一致。中信金集團於法令許可的範圍內，亦有可能以本報告所涵蓋之標的公司作為發行衍生性金融商品之標的。中信金集團轄下的銷售人員、交易員及其他業務人員可能會為他們客戶或自營部門提供口頭或書面的市場看法或交易策略，然該等看法與策略可能與本報告的意見不盡一致。中信金集團之自營、資產管理及其他投資業務所做之投資決策也可能與本報告所做的建議或看法不一致。