

2023年  
投資展望  
傳統產業趨勢



# 2023年投資展望 - 傳統產業趨勢

- 淨零碳排、再生能源建置目標明確 → 綠能政策引導相關產業持續壯大
  - 太陽能 → 國內加速太陽能電廠建置，供應鏈廠商可受惠
  - 風力發電 → 離岸風電國產化十年以上長線商機不變、中國風電回溫相關個股具轉機題材
  - 重電 → 電網韌性建設、變電站
  - 儲能 → 電池、BMS、PCS
- 生技為2023年明星產業：CDMO、再生醫療、新藥、學名藥、醫材
- 傳統價值型產業選股方向與策略
  - 景氣循環等待回升契機：塑化、水泥、鋼鐵、航運(貨櫃、散裝)、航太軍工、工具機
  - 疫情解封概念股：旅遊、餐飲、超商
  - 其他：金融、營建、紡織、車用零組件、自行車、食品、高球、製鞋、環保、紙業

# 淨零碳排政策，持續推動台灣再生能源建置

2050年國內電力配置目標

種類	比重(%)	內容
再生能源	60-70	1. <b>太陽光電裝置量 40-80 GW</b> ：到2025年累計裝置量為20 GW，2026-2030年每年新增裝置量為2 GW。 2. <b>離岸風力裝置量 40-55 GW</b> ：到2025年累計5.6 GW，2026-2035年每年新增裝置量為1.5 GW。
火力+碳捕抓	20-27	不再興建燃煤電廠，並且透過碳捕抓技術來降低排碳量。
氫氣	9-12	將成立氫能推動小組，和日本、澳洲合作以加大去碳化的能源發展。
抽蓄水力	1	--

- 全球前幾大的發電國家：中國、美國、印度和俄羅斯等國，火力發電的比重都超過6成，以煤炭和天然氣為主要的供應來源；俄烏戰爭讓能源成本上升，加上減碳是未來的趨勢，將帶動太陽能和風力發電等再生能源的安裝潮。
  - 全球大趨勢：中國能源局提出太陽能和風力發電至2030年1,200 GW的目標。美國能源部預計2035年時，全美太陽能發電占電力來源比重將由目前的3%提升至40%。
  - 國內目標：若要達到政府規劃2025年使用再生能源的目標，將要加快國內太陽能電廠和離岸風電的建置速度，每年的太陽能新增裝置量要超過3 GW以上，離岸風電的三期開發案也要加速進行。
  - 企業需求：國內企業有減碳、提高綠電使用比率的時程規劃，將會加速國內再生能源新增裝置量的成長，從目前國內太陽能廠商的模組產能來看，未來幾年可維持穩定的獲利。

# 用電成本增加與減碳趨勢將增加綠電需求

政策	內容	影響
用電大戶	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ 《再生能源發展條例》明訂未來用電大戶須設置或購買一定比率的綠電，以與台電簽定契約容量5,000瓩為門檻，須建置10%、500瓩的綠電，並規劃五年緩衝期(2021-2025年)。</li> <li>■ 用電大戶有四種方式可選擇：「裝置再生能源」、「安裝儲能設備」、購買憑證或電力和繳納代金。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ 總計約有300多家企業受影響，主要為石化、塑化、鋼鐵、半導體、面板、電子資訊等產業，平均用電成本約增加6%-8%。</li> <li>■ 若以成本來考量，建置太陽能電廠為最佳選項；而台電的AFC調頻標案將增加企業裝置儲能設備的意願。</li> </ul>
碳費	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ 在氣候變遷因應法草案當中，針對碳排超量的企業，罰則以新台幣每公噸1,500元為上限。</li> <li>■ 國內共有287家碳排大戶，共約2.27億噸約占全國碳排放量八成，涵蓋鋼鐵、水泥、石化、半導體及電力業等，電力業的碳排占比約為55%、比重最高。</li> <li>■ 環保署表示，碳費將「先大後小」分階段徵收，預計在2023年公告碳費徵收標準、2024年開始收取碳費。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ 除台電、中鋼、中油之外，台塑、南亞、長春石化、台積電、友達等大廠都上榜。</li> <li>■ 依經濟部預計的碳費收取標準為每噸100-200元新台幣，對企業的影響約增加用電成本的2%-4%；若以環團希望的碳費1,500元/噸來計算，約增加用電成本的3成。</li> </ul>

- 國內電力供應方式以火力為主(比重約80%)，而燃煤的單位排碳量又是最高，政府訂定用電大戶條款與開徵碳費，希望能降低國內碳排放量，加上企業的用電成本增加，也會提升建置再生能源的意願。
- 國際RE-100的成員如APPLE、Google、微軟...等大型企業，將會持續對其供應鏈的相關廠商提出增加使用綠電、降低碳排放的要求，對國內以出口為導向的企業影響力大。

## 國內加速太陽能電廠建置，供應鏈廠商可受惠

「太陽能」裝置種類		面積(公頃)	裝置量(MW)	備註
屋頂型	學校	272	272	國內屋頂型裝置量已趨飽和，未來成長空間有限
	公有房舍	88	88	
	<b>農業</b>	<b>2,100</b>	<b>2,100</b>	
	工業區	北部40%、中南部50%	1,000	
地面型	<b>漁電共生</b>	<b>1,000</b>	<b>4,000</b>	<b>漁電共生為國內政府2022年到2023年主要推動的項目</b>
	綠能營區(軍)	185	185	
	港口及停車場	243處	--	--
	汙染土地	928	--	--

截至2022年7月，國內太陽能裝置量為8.95 GW，2022-2023年預計新裝置目標為6.0 GW，2024-2025年還需新增5 GW，業者希望政府能新增太陽能專區(廢耕地、地層下陷區...等)來建置。

	項目	負責工作內容	相關廠商
興建電廠 與營運	電廠規劃	整合土地、饋線、發包	中租-KY(5871)、 <b>雲豹(6869)</b> 、聯合再生(3576)、茂迪(6244)、元晶(6443)、安集(6477)、泓德、辰亞、天泰、寶晶...
	電廠原料	電池、模組廠商	元晶(6443)、聯合再生(3576)、茂迪(6244)、安集(6477)、新晶投(3713)、友達(2409)
		逆變器	台達電(2308)、盈正(3628)
		系統鋼架	亞力(1514)、中興電(1513)
	電廠施工	EPC廠商	森崴能源(6806)、 <b>開陽投控(6839)</b> 、國碩(2406)、 <b>進能服(6692)</b> 、
營運與維修	模組清洗與系統監控	<b>聚恆(4582)</b> 、永鑫...	
發電收益	售電給台電	與台電簽訂20年躉售合約，如中租(5871)、碩禾(3691)、安集(6477)、 <b>雲豹(6869)</b> 等	

# 離岸風電國產化十年以上長線商機不變

## 第三階段區塊開發時程重點摘要

**2026-2035年總量 15GW (1.5GW/年)**

**先履約能力審查，後價格評比**

2026-2031年  
釋出9GW

2032-2035年  
釋出6GW

分年分期辦理

第一期 併網年度 2026-27年 分配3GW 選商時間 2022年Q4	第二期 併網年度 2028-29年 分配3GW 選商時間 2023年Q2	第三期 併網年度 2030-31年 分配3GW 選商時間 2024年Q2
---	---	---

視第一階段選商結果、國際技術發展等，另行規劃

- 2022年第四季起離岸風電將進入第三階段區塊開發，預計至2024年第二季將陸續釋出9GW容量。
- 根據相關規範，開發商需向經濟部取得「場址備查」及「通過環評初審」才有參與容量分配選商的資格。
- 履約能力審查項目包含技術能力(60%)、財務能力(40%)及產業關連性(國產化項目須達申設容量60%，另加分項需達10分)，三項皆達標者獲得競價入場券。
- 在我國政府推動風電政策方向不變下，未來10年國產化相關供應鏈商機仍可期待。

## 離岸風電國產化相關供應鏈

項目	國內廠商
水下基礎	9958世紀鋼、興達海基
基樁	9958世紀鋼、2208台船、台朔重工、俊鼎
塔架	金豐機械/CS Wind
扣件	8349恒耀
輪轂鑄件、機艙底座鑄件	1589永冠-KY
電纜線	1605華新
葉片	6793天力
碳纖維	1301台塑
葉片樹脂	3708上緯投控
電纜線	1605華新
連接線束	3023信邦
機艙罩、鼻錐罩	先進複材
不斷電系統	科凱風能
配電盤	1503士電、1519華城、1513中興電
功率轉換系統	科凱風能(KK Wind)
變壓器	1503士電、1513中興電
開關設備	1504東元、1519華城、1513中興電
變漿系統	4584君帆
浮吊船	2208台船

資料來源：經濟部能源局，WindTaiwan，華南投顧整理

## 六家開發商爭取首期3GW容量

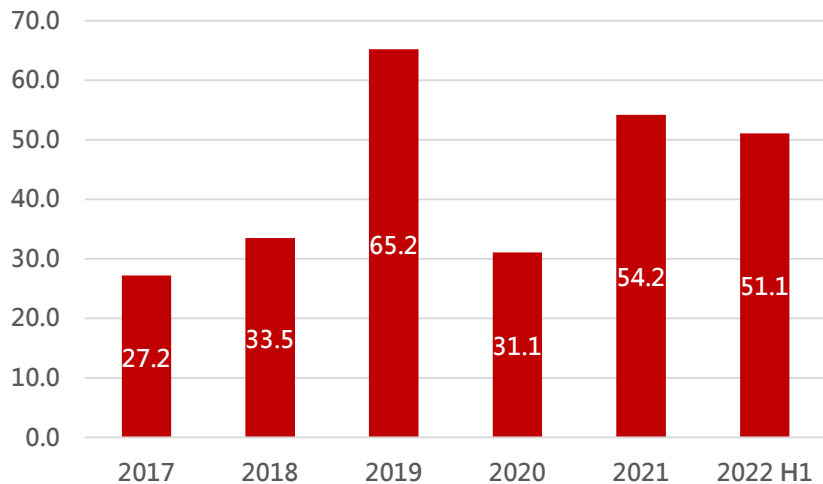
開發商	風場	環評狀態	裝置容量(MW)	附註說明(或相關供應鏈)
CIP	颯佑	環評初審	600	世紀鋼、華城、東元、士電、天力等
天豐新能源SBR	達天	環評大會	700	原達德(wpd)離岸風電部門被全球基礎建設基金(GIP)收購，台塑重工、俊鼎、華城、中興電等
	又德	環評大會	700	
	海峽	已通過環評	300	
風睿能源SRE	海碩	環評初審	1,536	原上緯新能源改名，與永冠、雲豹、天力等共組離岸風電國家隊
	海盛	環評初審	1,104	
北陸能源	北能	環評初審	1,204	台船、世紀鋼、東元等
	加能	環評初審	602	
台灣環風(台亞)	環洋	環評初審	440	與法國電力再生能源公司合作
Corio	海鼎2	已通過環評	732	原合作伙伴JERA退出本次選商，但表示不退出台灣離岸風電市場
	海鼎3	已通過環評	720	

資料來源：WindTaiwan、各媒體、華南投顧整理

- 經濟部於2022/9/30完成離岸風電區塊開發第一期選商收件作業，共有6組開發團隊，11個風場親送申請案，分別來自本土、美洲、歐洲等業者。
- 但值得注意的是參與二階段風場建設的沃旭與日商JERA相繼宣布退出本次選商，理由包括當前競標規則所設限制，加上高通膨和利率走高，使未來開發成本與不確定性增加，故退出本次選商，但表示並不會就此退出台灣離岸風電市場。
- 離岸風電持續建設政策方向不變下，國產化題材仍值得關注，除傳統風電概念股世紀鋼、上緯投控及永冠外，國內其他業者如天力、信邦或森崴能源等未來表現亦值得持續追蹤與觀察。

# 中國風電2023年可望回溫，相關個股具轉機題材

2017-2022H1中國風電逐年公開招標容量



■ 公開招標容量

資料來源：金風科技、新華社，華南投顧整理

中國十四五規劃大型清潔能源基地佈局示意圖



## ■ 中國十四五規劃年均新增裝機50GW以上，長期成長態勢不變

- 2020年10月份，全球400多家風電企業共同發表「風電北京宣言」：在十四五規劃中，中國風電保證年均新增裝機50GW以上。2025年後年均新增裝機容量應不低於60GW，到2030年總裝置量至少達到800GW，到2060年至少達到3,000GW。中國風電長期穩健成長態勢不變。

## ■ 2022年新增招標容量大增，可望帶動2023年需求回溫

- 中國風電龍頭大廠金風：2022年上半年中國風電公開招標容量已超過50GW，已接近2021全年水準，目前市場普遍預期2022全年招標容量有望來到90~100GW左右，在招標重新提速下，將對於2023年以後的風電大規模裝機需求有較強支撐，支撐行業景氣回溫力道延續。

## ■ 現階段以中國市場為主的國內業者如上緯投控及永冠等2023年營運可望帶來轉機題材



## 風電產業重點觀察個股

代號	公司	年度	營收(F)(億)	毛利率(F)(%)	EPS(F)(元)	2023 P/B	2023 P/B區間	目標價
9958	世紀鋼	2022	90.4	10.1	2.69	2.76	2.2-3.0	92.5
		2023	120.2	15.7	4.21			
1589	永冠-KY	2022	92.2	14.8	-2.94	0.69	0.6-0.8	62.3
		2023	97.7	15.5	0.24			
3708	上緯投控	2022	102.9	14.3	8.89	1.44	1.2-1.6	111.5
		2023	108.1	14.3	12.54			

- **世紀鋼：學習曲線穩定提升，新案加入帶動毛利率改善**
  - 風電套管式水下基礎組裝速度持續提升，目前產能接近單月3座，公司預估2023年營收目標區間為120~140億元之間。毛利率由於新案加入，故公司預期有機會較2022年出現改善。預估2023上半年區間在15~20%之間，下半年有機會在上半年基礎下再提升3~5%。
- **永冠-KY：2023年中國業務可望回溫，台中新廠開出搶攻國產化商機，營運具轉機性**
  - 2022年上半年中國風電公開招標容量已超過50GW，已接近2021全年水準，在招標重新提速下，將對於2023年以後的風電大規模裝機需求有較強支撐，並帶動鑄件等風機組件相關需求，2023年公司亦看好中國風電相關需求表現。
  - 台中新廠將於2022年底進行試產，2023年產出目標2.5萬噸，2024年5萬噸，中長期來看，除了國產化商機外，台中廠作為西門子與Vestas等風機業者供應鏈之一環，可望憑藉關稅優勢及客戶分散供應鏈等契機，搶攻全球風電市場。
- **上緯投控：本業成本壓力可望舒緩，海能風場里程碑收益挹注**
  - 主要原物料環氧樹脂(EPOXY)價格修正走弱，公司毛利率可望回穩。公司預估2022年下半年合併毛利率有機會相對上半年的13.9%再微幅上升，2023年或有機會挑戰回到過去的18~20%的水準。
  - 海能風電最後一期里程碑收款預計2023年Q3之前可以收回。先前公司給予市場預估金額約為3,500萬美金左右。

# 國內重電及電線電纜業者積極跨入綠能產業

公司	太陽能	風電	電動車	儲能及其他
1504 東元	於自有廠區建太陽能電廠，在台灣就有桃園、屏東等6座電廠，已完成約7.1MW，總取單規模達11.4MW，並規劃推向海外工廠	1.彰芳、西島與海龍風場陸上變電站統包工程， <b>離岸風電的陸上變電站市佔達35%</b> 2.規劃與國際廠商技術合作， <b>搶攻海上變電站設備商機</b>	1. <b>T-Power動力系統</b> 出貨累計出貨已逾百套，待華德動能新廠落成，訂單可望續增 2. 與國內指標性貨卡車廠及集團旗下宅配通合作，開發 <b>國內首輛3.49噸以下電動物流車</b> ，目前進行整車測試，計畫2023年量產	1.取得台電龍潭超高壓變電所儲能設備系統標案，訂單金額24.84億元 2.為華新子公司Borrego在海外所建置的太陽能案場提供Bess儲能系統，拓展美國市場商機
1513 中興電	太陽能電廠興建及維運： 1.台南七股案 <b>216MW已併聯</b> ，每年電費 <b>收入約13~14億元</b> 2.花蓮案及洄瀾東電案四期共775MW開發中	<b>提供陸上變電站氣體絕緣開關設備(GIS)</b> ，已得標風場：海洋、海能、大彰化、台電一二期	以新品牌 <b>iCharging提供電動車充電服務</b> 1.取得清水等四個國道休息站電動車充電站八年營運權 2.與永固等連鎖停車業者合作，預計到2023年全台建置200個電動車充電樁	1.氫能業務預估2022年營收貢獻約6億元，23年持續看好 2.在華亞園區 <b>建置氫能生產基地</b> ，預計 <b>2023第一季開始營運</b> ，著眼分散式加氫站、燃油車除碳機、氫能備援電力、低功率氫能車等產品應用
1519 華城	1.台南七股案供電設備與機電工程 2.心忠電業-學甲太陽能電廠特高壓系統	1.海洋及海能風場 <b>陸上變電站統包工程</b> 2.台電一期 <b>風機模組內變壓器</b>	目前國內布建有EVALUE DC 20座充電樁、AC 220支充電樁，站點遍及84個據點，設備連線總功率達5,765kW，為 <b>全台最大第三方充電營運商</b>	儲能系統建置及管理： 1.新竹生醫園區案 2.台電東林變電所案
1605 華新	轉投資美國Borrego公司，主攻太陽能發電及儲能系統的系統設計、建設及案場維護服務領域	1.供應丹麥Vestas風機塔內用電線電纜，用於彰芳二期和西島、中能風場 2.於 <b>高雄建置海纜廠</b> ，預計2026年投產， <b>搶攻2027年後國產化商機</b>	於印尼持續 <b>擴大冰鎳廠及發電廠投資</b> ，跨入 <b>電池用硫酸鎳</b> 市場。完成後華新整體鎳金屬產能預計至約8.4萬噸，可供應電動車與儲能設備等製造廠商所需	

## 重電及電線電纜產業重點觀察個股

代號	公司	年度	營收(F)(億)	毛利率(F)(%)	EPS(F)(元)	2023 P/E	2023 P/E區間	目標價
1513	中興電	2022	189.3	26.3	4.86	11.5	9-13	65.2
		2023	198.7	25.2	5.01			
1605	華新	2022	1,829.0	10.2	5.88	1.32(PB)	1.1-1.5 (PB)	51.8
		2023	1,972.8	12.3	4.48			

### ■ 產業展望：

- 台電公告總計將投資5,645億元、以十年時間分階段完成的「電網韌性建設計畫」，將在電網分散、強固防衛等層面增設與汰換電力電網系統，其中蘊含的配電、輸電、乃至綠電儲能、併網與新增變壓站等工程，將為國內重電及電線電纜業者帶來未來系統工程統包、電力設備採購等長期穩定商機。

### ■ 中興電：本業營運穩定，題材性豐富

- 公司表示2022年獲核三廠建置太陽光電及風力發電機組標案37億元，以及台電強韌電網計畫160多億元，目前在手訂單230億元，2022~2025年每年業績展望相對樂觀。
- 氫能業務內部預估2022年營收貢獻6億元。公司已在中國青島投資設廠，生產貨櫃型分散式加氫站，另外氫燃料電池也打入青島地鐵系統，作為緊急備援用電使用。2023年華亞園區新廠投入後，營收貢獻可望進一步提升。

### ■ 華新：搶占全台電動車充電設備和服務網絡

- 看好電動車與儲能商機，於印尼持續擴大冰鎳廠及發電廠投資，以進一步擴增產品種類，跨入電池用硫酸鎳市場。完成後華新整體鎳金屬產能預計至約8.4萬噸。兩座新廠分別會在2023年第一季和2024年第一季量產。
- 2023年初將完成併購歐洲不銹鋼棒線材廠商Cogne，有助於在通路、認證、產能和設備上都產生綜效，Cogne在全球有21個銷售據點，在正式併購後更有利於公司全球市場的佈局，對於高端產品比重推升有很大幫助。
- 2022年因分拆出售Borrego案場開發部門產生一次性收益墊高基期，展望2023年本業仍具成長題材性。

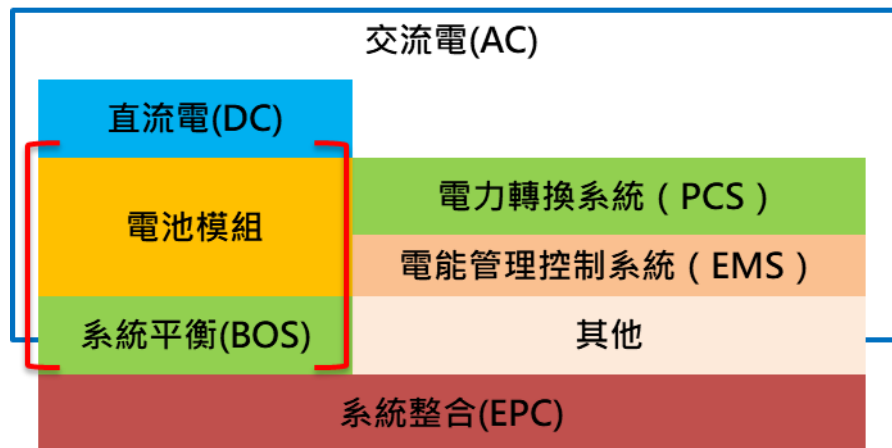
# 綠能、電動車產業帶動儲能需求增加

## 儲能系統的應用

應用領域	綠能	電動車	電力網路	用電大戶	離尖峰用電
型態	風力電廠、 太陽能電廠	電池與興建充電 樁、站等	台電儲能標案、 AFC標案	設置儲能系統	電費價差
內容	搭配儲能系統可儲存 多的電力	鋰電池需求市場 因電動車成長而 快速增加	設立備用容量市 場，維持供電穩 定	須設置或購買一 定比率的綠電或 裝置儲能系統	每月4,000度以 上的住宅，尖峰 3.07元/度；離 峰1.37元/度
題材	中國自2021年10月 起，再生能源裝置需 搭配儲能系統	歐盟未來將禁止 燃油車的銷售， 並計畫興建全歐 盟的公共充電站	台電透過電力交 易平台，導入輔 助服務交易，讓 民間電力資源投 入電網	2025年前，必須 建置10%的綠電 或儲能設備	透過用電的離尖 峰價差，來獲取 利潤

- 綠能：因為太陽能和風力為間歇性發電，當不可替代性比例接近30%之後，對電網的調度與穩定性考驗加劇，導致容易發生大規模停電、造成經濟損失。
- 電動車：國內政府規劃2040年後新售的車款不再有燃油車，而是電動車或氫能車，但不會採取「禁售」手段，而是透過補貼讓外部成本內部化；交通部將攜手各單位推動充電樁置，在轉運站、服務區、旅館、路邊停車場等場所安裝充電樁，完善配套措施，將帶動國內充電站、儲能設備的需求量快速成長。
- 電力網路：台電打造「電力共享經濟」，透過電力交易平台，導入輔助服務交易，讓民間電力資源投入電網，於2021年10月15日正式啟用，目標在2025年達到1,000MW的參與量。
- 由於電力、工業與運輸為國內主要的碳排放來源，依照國內的淨零碳排規劃來看，相關政策對再生能源、電動車與儲能等產業受惠程度較高。

## 儲能系統以電池模組的成本比重較高



產品	成本比重(%)
電池模組	50-60
PCS、EMS	10-15
其他	5-10
EPC	15-25

產品	種類	公司
電池材料	電池芯	台達電(2308)、有量(5233)、能元科技、興能高、昇陽電池
	模組	台達電(2308)、順達(3211)、加百裕(3323)、系統電(5309)、新普(6121)、長園科(8038)、台塑生醫、AES-KY(6781)、新盛力(4931)
輔助管理系統	電池管理系統廠 ( BMS )	台達電(2308)、新普(6121)、加佰裕(3323)、群力電能、系統電(5309)、聯合再生(3576)
	電力轉換系統廠 ( PCS )	台達電(2308)、康舒(6282)、亞力(1514)、盈正(3628)、達方(8163)、全漢(3015)
	電能管理控制系統廠 ( EMS )	台達電(2308)、大同(2371)、中興電(1513)、光寶(2301)、華城(1519)、友達(2409)、健格
系統整合與開發	系統整合	台達電(2308)、大同(2371)、中興電(1513)、創揚、開元佳能、立達儲能、協同能源
	項目開發	台達電(2308)、大同(2371)、中興電(1513)、華城(1519)、聯合再生(3576)、台普威、東元電機(1504)、台泥綠能、大亞(1609)、士電(1503)、中華系統整合、台塑生醫、森崴(6806)

## 再生能源相關重點個股

代號	公司	年度	營收(F)(億)	毛利率(F)(%)	EPS(F)(元)	2023 P/E	2023 P/E區間	目標價
6443	元晶	2022	86.5	9.9	0.6	22.1	19-26	39.5
		2023	97.2	14.8	1.52			
1513	中興電	2022	189.3	26.3	4.86	11.5	9-13	65.2
		2023	198.7	25.2	5.01			
6806	森崑能源	2022	39.7	13.2	1.06	29.9	28-34	70.0
		2023	58.8	15.8	2.06			

- **產業趨勢**：經濟部禁止中國模組進入國內，以目前台灣的太陽能模組供應量來看，供給較為吃緊。加上台電將投資5,645億元、以十年時間分階段完成的「電網韌性建設計畫」，將會有配電、輸電、綠電儲能、併網與新增變壓站等工程合約釋出。
- **元晶**：國內模組擴產最為積極、也是模組產能最大的廠商
  - 公司先前簽訂的模組虧損訂單於2022年8月出貨完畢，2022年第四季與2023年的毛利率可望提升，除了模組產品外，公司出貨電池片到美國的模組廠商，已開始放量，可帶動營收和獲利的成長。
- **中興電**：本業訂單展望穩定，題材面豐富
  - 公司2022年獲得核三廠建置太陽光電及風力發電機組標案37億元，及台電強韌電網計畫160多億元，目前在手訂單230億元，2022-2025年每年業績展望相對樂觀。
- **森崑能源**：公司布局國內再生能源與綠電相關產業
  - 公司在台南七股太陽光電案場持續依完工比例法認列營收入帳外，風電案場的貢獻自2023年第四季開始認列，2024年、2025年為營收認列高峰。

# 政策推動CDMO、再生醫療產業發展

## 新版條例可能受惠個股

CDMO (化學藥、 生物藥)	台康(6589)、永昕(4726)、 中裕(4147)、保瑞(6472)、 北極星-KY(6550)
新劑型新藥 (505b2)	保瑞(6472)、逸達(6576)、 漢達(6620)
再生醫療 (生物製劑)	三顧(3224)、長聖(6712)、 博晟(6733)

## 再生醫療二法相關摘要

再生醫療施行管 理條例(原特管法)	特管法升級版，為「醫療法」 之特別法，管理醫院進行再生 醫療的行為，涵蓋自體細胞醫 療，主管機關為衛福部旗下醫 事司
再生醫療製劑管 理條例	為「藥事法」之特別法，管理 藥劑和產品製劑許可證，包含 自體細胞與異體細胞醫療，主 管機關為衛服部食藥署。

- 新版「生技醫藥產業發展條例」於 2022/01/01~2031/12/31實施
  - 新增CDMO(委託開發與代工)為重點扶植項目，現有適用項目包括生物製劑、核酸藥物、細胞治療、高階醫材、策略性創新藥品等等。
  - 年度投資 1,000 萬元以上，10 億元以下全新機械、設備或系統，可選當年度抵減營所稅額 5%，或分三年抵減3%，研發投抵當年最高15%或3年10%。
- 再生醫療專法立法將完成，推動產業加速發展
  - 再生醫療兩法包含「再生醫療管理條例」、「再生醫療製劑條例」，雙軌實行管理技術和產品。
  - 現行「特管辦法」將簡化申請程序，針對再生醫療業者，安全性的要求提高到GMP規範。
  - 准許醫療機構以特許方式，實行再生醫療技術，包括自體細胞、異體細胞、細胞衍生物等；透過有條件核准(conditional approval)制度，縮短再生醫療產品上市時間。

# CDMO產業處於高速成長階段

全球前8大生物藥CDMO	產能(萬升)	三年規劃產能(萬升)	CAGR(%)
Roche	90.9	90.9	0%
Boehringer Ingelheim	37.5	37.5	0%
Samsung Biologics	36	62	20%
Lonza	33	46.6	12%
Biogen	31.6	31.6	0%
Celltrion	19	26	11%
Wuxi Bio	15.2	43	41%
Fujifilm	14.1	43	45%

台灣生物藥CDMO「重點個股」	哺乳細胞產能(萬升)	三年規劃產能(萬升)	CAGR(%)
台康(6589)	1.35	3.0	30%
永昕(4726)	0.8	2.0	36%
中裕(4147)	0.8	0.8	0%
泰福-KY(6541)	0.2	0.2	0%
保瑞-KY(6472)	0.1	0.2	26%
北極星-KY(6550)	0	-	-

- CDMO為委託開發與代工服務，長期成長趨勢已成
  - 生技CDMO從產品臨床試驗到商業化階段，提供代工服務涉及產品包括小分子藥物(化學藥)、大分子藥物(胜肽、蛋白質、單株抗體等)及再生醫療(細胞、基因、幹細胞療法)。
  - Frost&Sullivan預估，全球CDMO市場於2023年達519億美元，CAGR為14.1%；全球大分子藥物CDMO市場，預期2025年產值達253億美元，CAGR為13.4%；大分子藥物CDMO市場成長率高於小分子藥物。
- 主要動能來自品牌藥專利陸續到期，以及大分子藥物高額研發成本
  - 2022-2027年，全球每年超過120款品牌藥物，將在主要市場失去專利保護。其中，美國大分子藥物將在2026-2028年達到專利過期高峰，小分子藥物則是2024-2027年達到專利過期高峰。
- 國際CDMO產業發展迅速，台灣亦有著墨布局
  - 全球前8大生物藥CDMO，其中積極擴增產能的公司為Samsung Biologics、Lonza、Celltrion、Wuxi Bio、Fujifilm，合計未來三年產能CAGR+23%。
  - 產業成長與政策推動條件齊備，台灣大分子CDMO公司，產能積極擴增者如台康、永昕、保瑞-KY等。



# CDMO、再生醫療產業長期趨勢成長

代號	公司	年度	營收(F)(億)	毛利率(F)(%)	EPS(F)(元)	2023 P/E	2023 P/E區間	目標價
6589	台康生技	2022	18.2	47.9%	0.79	63.0	60-100	150
		2023	25.3	48.5%	2.11			
4726	永昕	2022	7.2	-0.9%	-1.18	-	-	40
		2023	8.6	-0.8%	-1.15			
6472	保瑞	2022	100.3	32.7%	22.58	16.0	10-20	495
		2023	152.0	31.3%	32.56			
6712	長聖	2022	6.2	64.9%	1.73	47.2	40-60	260
		2023	7.5	67.7%	4.31			

## ■ 台康生：CDMO、生物相似藥開發已有成果

- CDMO委託開發及生產服務系統已建立完成，包含細胞株開發、製程開發與放大、分析方法開發與確效，產品鑑定、臨床試驗用GMP生產與安定性試驗，以及CMC化學製造管制。
- 生物相似藥開發方面，EG12014全球床試驗完成，分析結果達到生物相等性標準，2023年有望取得美國藥證。

## ■ 永昕：引入國際夥伴，大分子CDMO成長可期

- 日本JCR以每股32.5元持有股份20.48%成為最大股東。JCR為日本著名生物藥開發公司，產品包括重組賀爾蒙、EPO、酵素療法生物藥罕病藥物，2021年營收達114億台幣。
- 2020年興建GMP二廠現已完工，投資30億元興建第三廠。哺乳細胞6000L產線22Q3開始接單，充填產線預計24Q1開始接單；二廠預計2025年產能達1.2萬升；細胞治療GMP先導工預計2024年開始運作。
- 客戶兩項產品處於臨床三期，韓國SCD之Eylea生物相似藥，預計2022年底送件日本，2023年底取證。日本客戶產品將進入製程確效階段，預計2024年取證上市。

## ■ 保瑞：CDMO業務大幅成長，併購帶動市值攀高

- 國際大藥廠投資新藥研發，資金逐年上升，委外製造比重也是逐年上升。保瑞專注於改良劑型、傳輸方式之新藥技術，併購美國Impax旗下益邦製藥、GSK加拿大廠、伊甸生醫(大分子藥物)、安成藥業(505b2新藥，美國已上市銷售)，維持成長可期。

## ■ 長聖：台灣首家已獲利之細胞治療新藥開發領域公司

- 特管法實施後首家受惠公司，後續可能里程碑包括海外國際授權，以及轉投資評價利益。
- DC-CIK治療「實體癌第四期」計劃獲衛福部核准，與中國附醫合作申請自體免疫細胞Gamma Delta-T(GDT)治療八種實體癌，第四期計畫獲衛福部通過。GDT和DC-CIK兩項業務核准，有望帶動業績成長。

# 新藥產業已進入收割期

代號	公司	年度	營收(F)(億)	毛利率(F)(%)	EPS(F)(元)	2023 P/E	2023 P/E區間	目標價
1760	寶齡富錦	2022	29.0	51.9%	5.68	12.7	10-20	200
		2023	37.0	52.6%	12.86			
6446	藥華藥	2022	28.9	68.4%	-5.82	65.0	60-100	600
		2023	86.0	80.1%	6.18			
4743	合一	2022	10.7	79.4%	2.20	-	-	300
		2023	0.7	44.9%	-1.68			
4162	智擎	2022	6.6	93.9%	2.11	18.9	15-25	160
		2023	19.3	95.0%	7.12			

## ■ 寶齡富錦：腎病新藥Nephoxil®獲利提升

- 新藥拿百磷22Q4起不需再支付權利金，毛利率由50%提高到100%。預計22H2向美國FDA申請原料藥證，23Q3可望取證。
- 中國市場合作夥伴「山東威高」已於2022/2完成phase3樞紐性臨床，23Q3取得中國藥證，上市銷售後寶齡可取得中國銷售淨利4成以上。

## ■ 藥華藥：新藥百思瑞明BESREMi®銷售成長

- 2021/11/12正式取得美國藥證，藥華藥擁有美國市場全部權利，歐洲市場僅貢獻原料藥收入。Besremi®為美國FDA首個核准一線PV治療藥物，US FDA仿單無限制使用條件，Jakafi®(Incyte)為二線PV治療藥物。
- BESREMi在美國藥價訂每針6,988美元，每年療程需26劑，總療程費用每年約18.17萬美元，歐洲約每年7.3-9.8萬美元；根據Jakafi各項適應症用藥人數成長曲線，推測2023年將轉虧為盈。

## ■ 合一：糖尿病足潰瘍新藥ON101，陸續取得上市許可證

- 糖尿病足潰瘍新藥ON101已取得台灣上市許可，美國市場「傷口外用乳膏Bonvadis」，已通過美國FDA 510(k)醫材實質等同性(Substantial equivalent)認定並取得上市許可證，23Q1將透過授權夥伴正式銷售。
- ON101大陸市場部份，依照大陸官方CDE要求補件，後續等待終審。

## ■ 智擎：新藥安能得權利金將於23H2認列，胰臟癌一線用藥也將申請新藥證

- 胰臟癌新藥安能得(ONIVYDE)，台灣、歐洲、亞洲地區穩定出貨，胰臟癌一線用藥全球三期臨床解盲，銷售權利金貢獻應在2024年。
- 英國Sentinel Oncology簽署全球獨家授權合約，以1.405億美元(新台幣44.8億元)，授權引進細胞損傷調控酵素抑制劑PEP07，目標方向為液體腫瘤治療藥物，23H1將公布一期臨床試驗結果。

## 利基型學名藥、原料藥海外銷售大增

代號	公司	年度	營收(F)(億)	毛利率(F)(%)	EPS(F)(元)	2023 P/E	2023 P/E區間	目標價
1795	美時	2022	144.5	53.6	11.89	15.4	14-19	260
		2023	165.0	55.3	15.14			
1777	生泰	2022	9.0	37.0	6.25	12.4	11-21	90
		2023	11.4	39.8	6.27			
1762	中化生	2022	21.1	50.0	6.50	7.9	8-14	66
		2023	25.3	50.2	7.51			

- **美時：血癌學名藥已於美國上市銷售，癌症藥為主要成長動能**
  - 血癌學名藥Lenalidomid美國9/5開始銷售，22Q3首波出貨(約一年分)，2023年起每年出貨1-2次，扣除Alvogen US分潤，稅前淨利率達8成，帶動2023年大幅成長。
  - Rydapt(原廠Novartis)實際市場規模約5億美元，美時已取得得Rydapt學名藥(Midostaurin軟膠囊) Tentative approv，預計2024年上市銷售。
- **生泰：浴火重生再起步，2023年將大幅成長**
  - 生泰擁有7座廠房，火災影響4個廠(CDEF廠)，已於2021年現增6億元以及自有資金陸續重建，預計23Q1~Q3將陸續恢復生產，日本相關訂單已於2022/3月完成轉移審核並於22Q2出貨回補客戶庫存。
  - 生達合成部門將併入生泰，包括相關賦形劑及動物用藥原料藥，也預計2023/2月恢復生產並完成FDA查核。
- **中化生：發酵產能擴增，利基型原料藥出貨大增**
  - 三大產品魚油原料藥 EPAE、抗癌原料 EVE、與抗真菌免疫抑制劑 Tacrolimus，產品供不應求之下，產能將擴充至300噸，預期2023年將貢獻較大營收。
  - 預計購入樹林廠鄰近土地約3.57億元，新產品產線擴充，資源共享與查廠具潛在便利性，有利中長期成長。

## 醫療器材產業長期趨勢成長

產業	概念股	產品示意圖	產業狀況
眼科相關	大學光(3218) 奈米醫材(6612) 亨泰光(6747)		<ul style="list-style-type: none"> <li>全球人口老化趨勢已然成形，平均壽命延長再加上3C產品透率提高，生活習慣改變之下，眼科疾病盛行率也逐步上升。眼科矯正微手術技術演進提高，smile屈光手術、角膜塑型片、白內障手術等成為趨勢。</li> </ul>
隱形眼鏡	晶碩(6491) 視陽(6782) 精華光(1565)		<ul style="list-style-type: none"> <li>疫情過後需求逐步提升，隱形眼鏡整體銷售總額/總量逐年上升，價格呈下滑趨勢。消費性市場以亞洲為主成長性較高，歐美為醫療器材需醫師處方簽。台灣廠商代工業務，具備高度客製化以及性價比優勢，逐漸擴展國際市場。</li> </ul>
醫療檢測	泰博(4736) ABC-KY(6598)		<ul style="list-style-type: none"> <li>精準醫療趨勢帶動產業發展，成長性高於傳統檢測，遠距離醫療商機逐漸浮現。傳統檢測如體溫/血糖/血壓，台廠以代工為主，規模放大與降低成本為獲利模式。</li> </ul>
高階醫材 醫療耗材	達亞(6762) 杏昌(1788) 邦特(4107) 太醫(4126)		<ul style="list-style-type: none"> <li>世紀疫情影響逐漸淡化，需求恢復與供應鏈重整正在進行，醫療需求並未減少，醫療院所流量提高之下，醫療器材產業將隨之恢復成長。</li> </ul>

# 眼科醫材與視力矯正

代號	公司	年度	營收(F)(億)	毛利率(F)(%)	EPS(F)(元)	2023 P/E	2023 P/E區間	目標價
3218	大學光	2022	34.5	61.6	10.26	20.3	15-25	300
		2023	42.0	62.4	13.63			
6782	視陽	2022	27.3	44.0	9.23	30.3	25-35	300
		2023	33.3	43.5	11.23			
6491	晶碩	2022	63.4	53.8	22.02	13.5	18-25	400
		2023	74.0	54.4	26.89			

## ■ 大學光：維持穩定增長殖利率高

- 台灣最大眼科眼鏡連鎖經營集團，營收來自台灣77%、中國23%。台灣市場現有742家診所，大學光僅27個據點，滲透率仍有提高空間，2023年預計擴大2個現有店面，並新增4家新店面。
- 中國市場受疫情、政策干擾，遞延的手術需求暢旺，目前策略以既有店面翻新為主，預期營收穩步向上。

## ■ 視陽：全球第五大矽水膠隱形眼鏡，馬來西亞一、二廠新產能擴增迅速

- 視陽目前為亞洲第一、全球第五的矽水膠隱形眼鏡製造廠，主打矽水膠專業優勢，佔營收比重7成，並擁有Visco自有品牌，門檻高於普通代工廠。馬來西亞檳城1廠目前月產能3,000萬片，22Q4提升至滿載3,300萬片，2廠22Q3完成無塵室建置，23Q2開出月產能500萬片並持續擴充，未來兩座廠合計最大月產能可達7,200萬片。

## ■ 晶碩：產能大幅增加，中國市場恢復成長

- 營運模式分為自有品牌80%、代工20%，營收主要來自中國50%、日本30%、台灣11%、歐美6%、其他3%。大溪廠一期產能2023~2024年開出，預計22Q4設備進駐23Q1量產，最快2023年底達到4,600萬片月產能，YOY+58%。
- 矽水膠產品已取得歐洲、日本月拋認證，2021年市占率僅3%不到，預計2022年達5%，2023年可達7%，2023年底取得歐洲、日本日拋產品證之後，占比將可再次提高，帶動毛利率上揚。

## 醫療耗材疫後需求回溫

代號	公司	年度	營收(F)(億)	毛利率(F)(%)	EPS(F)(元)	2023 P/E	2023 P/E區間	目標價
1788	杏昌	2022	47.2	23.2	9.08	15.76	14-17	160
		2023	40.8	26.0	9.03			
4126	太醫	2022	21.0	23.1	3.89	14.3	12-17	72
		2023	22.9	23.4	4.90			
4107	邦特	2022	20.0	44.0	7.23	14.9	12-18	125
		2023	21.4	44.5	7.76			

### ■ 杏昌：慢性病市場長期穩定獲利

- 營收主要來自醫療產品代理進口商，血液透析市場方面，疫情期間維持平穩增長，並透過持續申請新產品，擴展自費市場，唾液快篩方面，本土疫情22Q2爆發過後營收迅速下滑，但對獲利影響相當小。
- 疫情逐漸淡化影響，患者回流醫院，帶動需求回升。

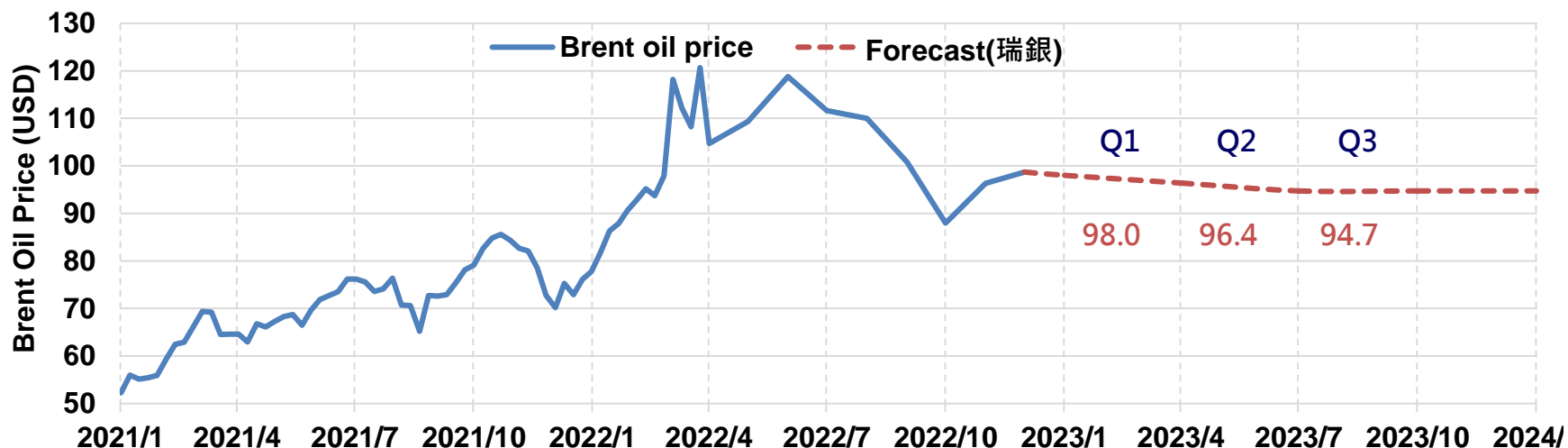
### ■ 太醫：維持穩定增長殖利率高

- 太醫獲得DNV挪威總部核發歐盟CE MDR證書，為全台灣、全亞洲首家、全球第二家取得DNV歐盟CE MDR證書醫療器材製造商。新的醫療器材法MDR強化臨床評估、品質管理系統、上市後監管以及上市後臨床追蹤。
- 受船期影響遞延出貨逐漸恢復，且疫情過去後訂單逐漸回流，預期稼動率將推升。

### ■ 邦特：產業鏈重整進軍美國

- 美國行政命令《先進生物技術與生物製造創新》，重視美國製造、技術創新與生物數據安全，亞洲等地設廠，或是「有控制權」之合作代工機率提高。
- 邦特2022年主流產品已經換證成功，長期成長將提升。宜蘭新廠投資15億元，預估24H2商業化量產，將代工海外客戶高附加價值產品，年產值可達35億元，將有爆發成長機會。

## 2023年布蘭特原油平均價格每桶95美元水準



### ■ 三大能源機構預估2023年原油需求增加

- OPEC、IEA、EIA分別預估2023年全球石油需求年增量為+234 / +170 / +148萬桶，八成來自新興市場。
- OPEC預計2022/11月起至2023/12月，每日減產200萬桶，生產配額調降至4,185.6萬桶，前五大產油國合計承擔約八成減產量，沙烏地阿拉伯-52.6萬桶、俄羅斯-52.6萬桶、伊拉克-22萬桶、阿拉伯聯合大公國-16萬桶、科威特-13.5萬桶。
- 原油供需偏緊主要影響來自：原油開採資本支出不足、歐洲禁運俄羅斯石油期限逼近、中國經濟政策、OPEC調降生產配額等因素。

### ■ 2023年原油供需偏緊，預估布蘭特原油2023年均價維持每桶95美元

- 路透預估2022年布蘭特原油平均價格落在每桶101.1美元，2023年平均價格達95.74美元。美國西德州原油，預估2022年均價每桶96.23美元，2023年均價每桶90.39美元。
- 瑞銀預估布蘭特原油價格，23Q1平均油價為每桶98.0美元，23Q2每桶96.4美元，23Q3每桶94.7美元。

## 台塑集團將隨景氣需求回升受惠

代號	公司	年度	營收(F)(億)	毛利率(F)(%)	EPS(F)(元)	2023 P/B	2023 P/B區間	目標價
6505	台塑化	2022	8,199	8.4	3.89	2.5	1.8-3.0	90
		2023	7,186	8.5	3.45			
1301	台塑	2022	2,650	26.2	8.71	1.5	1.1-1.8	95
		2023	2,500	26.5	6.15			
1326	台化	2022	3,852	4.5	2.36	1.3	1.0-1.6	80
		2023	3,699	6.9	2.54			
1303	南亞	2022	3,593	14.7	4.51	1.6	1.1-1.8	80
		2023	3,743	13.3	4.20			

- 台塑集團將受惠於全球景氣復甦，23H2恢復年成長，優先度為：台塑、南亞、台塑化、台化。
- 台塑：PVC谷底已至，2023年將回溫
  - PVC、乙炔報價同步下滑，但中國政策影響終將趨緩；HDPE/LLDPE、燒鹼，LME鋁價等報價尚未止穩，EVA太陽能需求強勁，傳產方面仍在衰退；PP全球產能過剩，需等待時間去化。
  - 預期23H1仍在整理階段，23H2需求提升之帶動利差逐季擴大。
- 南亞：電子材料需求終將回升
  - 電子材料方面，CCL、銅箔、玻纖布同步降載，去化庫存結束後靜待回升；化工方面EG、BPA、DOTP已抵成本線，台灣、美國EG皆虧損，預期去化庫存須至23H1；聚酯方面，通膨壓抑消費力道服飾需求趨緩，暖冬也有不利影響。
- 台塑化：煉油廠面臨毛利下滑，但評價已達低點
  - 煉油方面，原油供給偏緊狀況持續，多數機構預估布蘭特原油未來數季均價維持三位數，煉油利差可能逐季收窄。
  - 乙、丙、丁二烯方面報價加速下跌，中國2022年乙炔產能大幅開出，預期2023年仍維持供過於求。
- 台化：產業調整去化新增產能
  - 苯、PX、PTA、PS、ABS皆有新增產能，PTA新增產能最多，PX將隨下游PTA產能開出而利差好轉。
  - 22Q3本業呈現虧損，預期Q4優於Q3，但營收逐月下滑；23Q1仍在去產能階段，23Q2將隨產業旺季而回升。



## 下游塑化與特用化學品

代號	公司	年度	營收(F)(億)	毛利率(F)(%)	EPS(F)(元)	2023 P/E	2023 P/E區間	目標價
1308	亞聚	2022	91.9	34.8	2.53	1.2 (P/B)	0.7-1.6 (P/B)	32
		2023	76.1	35.1	1.92			
4768	晶呈科技	2022	10.1	40.2	7.27	26.3	15-30	240
		2023	15.7	40.8	7.89			
4770	上品	2022	62.9	43.2	21.29	12.6	10-20	380
		2023	72.6	43.7	24.61			
1342	八貫	2022	25.3	26.0	7.06	10.9	13-21	100
		2023	27.7	27.8	8.06			

### ■ 亞聚：太陽能裝機量提升，EVA需求成長

- 2022年全球太陽能裝機量195~240GW，中國2022年安裝目標75-95GW，22H1裝置量30.88GW，2023年拉貨動能應轉強。2022年中國乙烯新產能大幅開出，乙烯、醋酸乙烯VAM下滑，有助EVA利差表現；22H2中國EVA新投產包括天利高新20萬噸、神華10萬噸、古雷石化30萬噸。(增加有限)

### ■ 晶呈科：工業氣體需求爆發式成長

- 特殊氣體產品包括C4F8、C4F6、F2/N2約占營收9成，其中來自國內半導體晶圓大廠營收比約7成，外銷客戶為日韓晶圓大廠。俄烏戰爭影響之下，特殊氣體供貨品項增加及市占率提升，出貨鋼瓶數持續提高，竹南一廠增建產線去瓶頸，規劃竹南二廠興建，預計2023年中完工。

### ■ 上品：半導體資本支出增長，氟素材料與設備需求階梯式成長

- 上品主供應半導體與石化業氟素材料與設備，半導體占比8成，訂單能見度達23H1，2022年彰濱三廠產能較2021年成長20~25%；大陸嘉興廠擴產2022年11月完成，23Q1開出，產能再增20%。

### ■ 八貫：TPU 產品具垂直整合競爭優勢

- 以熱塑性聚氨脂(TPU)機能性皮布，配合專業塗布貼合技術進行二、三次加工，產品主要應用於醫療、休閒戶外、救生及工業應用。宜蘭兩個廠區已經滿載，擴建二期新廠22Q3完工，第三台淋膜機預計23H2 開始量產。

# 中國水泥產業獲利減少，台泥加快能源轉型

代號	公司	年度	營收(F)(億)	毛利率(F)(%)	EPS(F)(元)	2023 P/E	2023 P/E區間	目標價
1101	台泥	2022	1,034	17.0	2.32	12.6	11-14	38.1
		2023	965	20.6	2.72			

## ■ 產業趨勢：

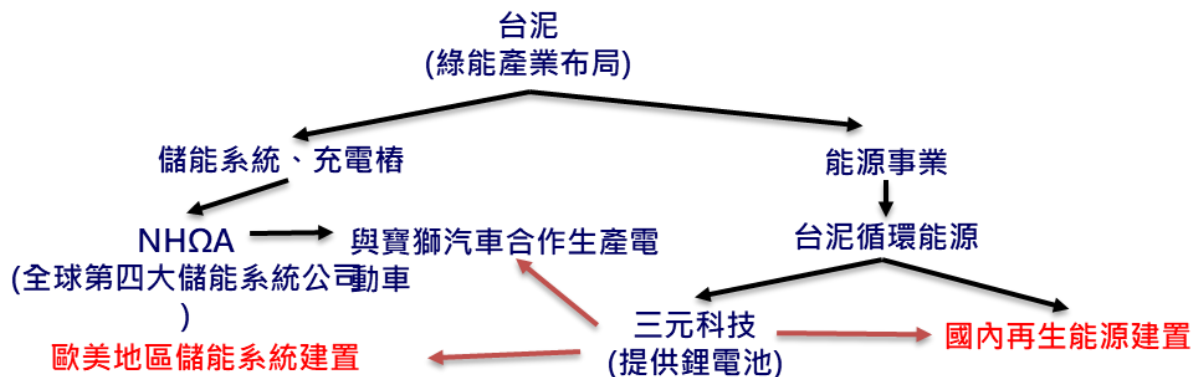
1.中國預計在2060年達到碳中和的目標，未來政策將持續減少污染與耗能。2.房地產市場轉弱，降低水泥的需求量，雖然落後產能會陸續淘汰，對大廠有利，但產業獲利將會呈現衰退。3.國內廠商台泥、亞泥併購中國水泥廠商的難度高，產能規模難大幅提升，雖然在當地市場具競爭力，但獲利成長空間有限。

## ■ 台泥：

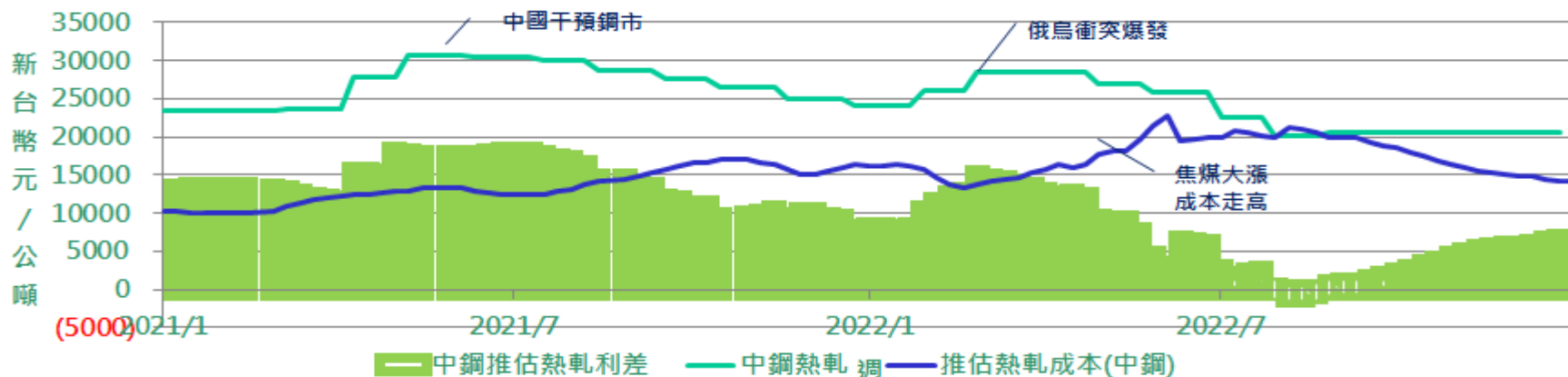
1.董事長張安平表示，台泥轉型減碳邁向科技成長產業，2.從高配息的高殖利率股=>以資源循環利用的循環經濟概念股=>成為科技成長股。

■ 子公司能元科技位於高雄小港的超級電池廠將於2023年上半年完工試產，隨著電池產能的擴大，預計2024年營業額能達數倍的成長。

■ 與英國Vertical Aerospace、美國Archer Aviation等航空公司簽約，將使用能元科技位新廠生產的21700鎳三元高鎳電池。



# 亞洲板鋼價格回穩，利差短期內止穩



- 俄烏戰爭爆發後，受到全球需求減緩的影響，2022年3月以來，鐵礦砂、焦煤價格接連下跌，熱軋煉鋼成本自Q3以來開始下跌，而10月起熱軋鋼捲報價已止穩，有利利差回溫。

資訊來源： Bloomberg	EPS										股價漲幅(%)		
	2021	2022(F)		Q1	Q2	Q3(F)	Q4(F)	2023(F)		2024(F)		2021 累計	2022 累計
		EPS	YoY					EPS	YoY	EPS	YoY		
安賽樂 (USD)	13.3	(10.6)	(-20%)	4.2	4.2	(1.4)	(0.9)	(4.2)	(-57%)	(5.1)	(21%)	35%	-31%
寶鋼 (RMD)	1.0	(0.87)	(-13%)	0.17	0.18	(0.21)	(0.21)	(0.90)	(6%)	(1.03)	(14%)	19%	-25%
浦項 (KRW)	75.7k	(60.4k)	(-20%)	22.6k	21.0k	(10.6k)	(9.1k)	(52.1k)	(-15%)	(53.6k)	(3%)	1%	-9%
諾可 (USD)	23.1	(29.1)	(26%)	7.6	9.6	(6.6)	(5.2)	(12.6)	(-58%)	(9.9)	(-21%)	115%	9%
中鋼 (NTD)	4.0	(2.1)	(-48%)	0.7	0.64	(0.25)	(0.47)	(1.5)	(-32%)	(2.03)	(35%)	71%	-22%

- 2023年受到中下游持續消化庫存，量縮、利差壓抑的影響，全球鋼廠預估2023年EPS約為2022年4-6成水準，反映板鋼業景氣仍待時間醞釀，暫時不易看到大幅反轉。其中，歐美鋼廠2022H1受到俄烏衝突影響，基期較高，故2023年衰退幅度較亞洲廠大。
- 目前市場對2024年景氣偏樂觀，預估將有低個位數至3成的成長性，反映待2023年庫存消化後，在各國基建拉動下，鋼市可能回暖。

# 市場尚須時間去化庫存，2023Q2可能出現轉機

代號	公司	年度	營收(F)(億)	毛利率(F)(%)	EPS(F)(元)	2023 P/B	2023 P/B區間	目標價
2002	中鋼	2022	4,777.0	10.6	1.79	1.31	1.1-1.4	29
		2023	4,585.9	10.1	1.47			
2027	大成鋼	2022	26.6	17.4	6.57	1.32	1.1-1.4	41
		2023	20.1	12.6	4.12			
8349	恒耀	2022	117.5	18.6	4.19	10.1 (PE)	9-12 (PE)	66
		2023	130.1	20.5	5.57			

## ■ 觀察三項指標，留意全球政經局勢變化

(1) **鐵礦砂報價**：若鐵礦砂後續價格止穩反彈，將有機會推動鋼材價格反轉，可視為市況出現反轉的跡象。

(2) **亞洲熱軋價格 (寶鋼、越鋼)**：若越南鋼價價格向上，並向國際鋼價靠攏，則可視為鋼市供需轉緊的訊號；若寶鋼盤價開出漲盤，有機會將帶領亞洲鋼價止跌反轉。

(3) **中國清零政策**：注意中國何時釋出解除清零政策訊號，以及歐美頻繁升息後需求回溫，兩者將影響全球鋼市需求。

## ■ 中鋼：提高精緻鋼品，改善產品毛利

➢ 原物料價格走勢仍略顯疲弱，盤價調價不易，隱含短時間內利差未能大幅拉開。2023Q4成本進入相對低價庫存，靜待轉機。公司持續調高精緻鋼品比重有助於提高競爭力，改善毛利率表現。

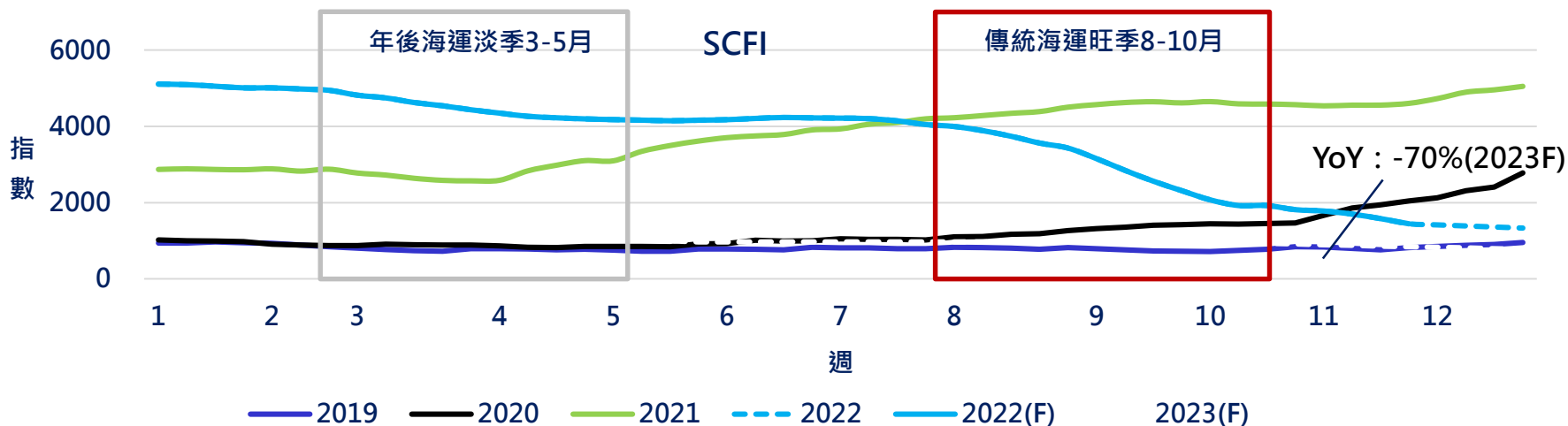
## ■ 大成鋼：美國基建加持，鎳價與盤價持穩

➢ 受反傾銷與關稅影響，美國鋼價依然相對較高，但須注意經濟下行風險，在美國基建資金挹注，保持一定需求動能。

## ■ 恒耀：供應鏈改善與電動車潮流拉動需求

➢ 全球汽車供應鏈有機會較2022年改善，產量有望提升；公司為電動車大廠扣件供應商，符合產業發展趨勢。

# 貨櫃航運供給過剩短期難解，運價將持續逐季修正



- 2023年貨櫃航運價格將呈現逐季回檔的趨勢，不過在2月農曆年前小高峰，以及8至10月海運旺季，預期運價將受到支撐。另外，5月國內航商換約與美國港口工人合約談判是未來持續觀察的重點，換約價格與合約談判順利落幕將影響航運公司獲利展望與運價趨勢。

資訊來源： Bloomberg	EPS										股價漲幅(%)		
	2021	2022(F)		Q1	Q2	Q3	Q4(F)	2023(F)		2024(F)		2021 累計	2022 累計
		EPS	YoY					EPS	YoY	EPS	YoY		
馬士基 (DDK)	941	(1.6k)	(70%)	363	464	(441)	(329)	(448)	(-72%)	(212)	(-52%)	72%	-32%
中遠海控 (RMB)	5.6	(7.0)	(25%)	1.7	2.3			(3.0)	(-57%)	(1.8)	(-40%)	99%	-38%
現代海運 (KRW)	14.1k	(17.9k)	(26%)	6.4k	5.9k	(1.8k)	(1.5k)	(6.5k)	(-63%)	(5.2k)	(-20%)	93%	-28%
長榮 (TWD)	45.5	(156*)	(-*)	19.1	18.6	(17.2)	(12.4)	(38.8*)	(-75%)	(20.9)	(-46%)	280%	3%*

- 2023年受到運價持續逐季修正影響，預估全球貨櫃航運航商2023年EPS將衰退6-7成，反映貨櫃航運景氣持續趨緩。
- 由於2024年新船下水數量維持高位（預估2023年新船下水數量245萬TEU（245萬/2612萬=9.3%），2024年274萬TEU），縱使全球景氣可能於2023Q2脫離低谷，於2024重拾成長動能，供需失衡的狀況可能持續，預估2024年EPS將持續衰退，市場看法保守。

## 船舶減速吸收部份運力，新船下水數量依舊難消化

代號	公司	年度	營收(F)(億)	毛利率(F)(%)	EPS(F)(元)	2023 淨值	2023 P/B	2023 P/B區間	目標價
2603	長榮	2022	6,413.6	63.3	158.4	233	0.59	0.5-0.7	163
		2023	2,525.1	29.3	21.8				
2609	陽明	2022	3,701.5	64.4	53.0	87	0.74	0.5-0.7	62
		2023	1,454.2	16.4	7.41				
2615	萬海	2022	2,585.0	58.1	40.5	80	0.95	0.6-0.85	68
		2023	975.3	31.6	8.24				

資訊來源：Alphaliner、BIMCO	2023	
	供給	需求
機構預估	8.2%	2.7%
塞港緩和	7-8%	
船舶減排降速	-10%	
合計	5.7%	2.7%

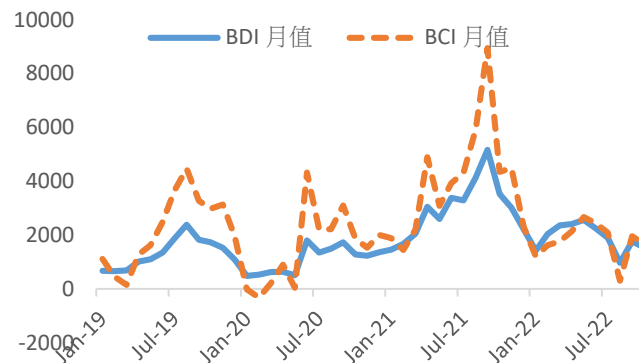
- 供給需求變數：若貨櫃海運市況快速惡化，可能加速20年以上中高齡舊船退出市場，機構預估供給將可能下修。
- 市場不確定性：
  - 中國清零政策：中國若於2023年解除清零政策，將有助於中國消費力道，加速全球經濟復甦，市場需求將回溫。
  - 地緣政治：俄烏戰爭若於2023年告終，烏克蘭重建需求將出籠，且食品能源重新出口將有助於平抑物價，消費力道提升，市場需求增加。
- 優先順位：長榮安裝脫硫塔141艘，佔71%，待新船交付後比例將達80%，在高油價的時代，有助於節省燃油開支，且近年24萬TEU大船陸續加入船隊，歐洲長程線營運效能優於同業。

# 散裝航運2022年基期高，2023年預期降溫

代號	公司	年度	營收(F)(億)	毛利率(F)(%)	EPS(F)(元)	2023 P/E	2023 P/E區間	目標價
2606	裕民	2022	145.7	37.3	6	7.7	6.4-9.5	46
		2023	135.5	33.1	5.4			
2637	慧洋-KY	2022	248.6	46.1	15	4.8	4.3-7	69
		2023	211.7	43.3	12			

## ■ 散裝航運產業：運力供給節制力抗需求波動

- 2023年因基期高，不確定性大增。但是運力供給因新船訂單仍維持低檔、新環保法規抑制船噸運力增長，產業展望預期雖降溫但不致過於激烈。除息前行情值得期待。
- 散裝船新船訂單占全球散裝船船隊的7%，老舊船舶數量超過10%，長線散裝船淨供給量可能見負成長；運價則可望有撐。
- 受到全球通膨及大陸經濟恢復速度不如預期等影響，整體散裝市場需求量下滑。大陸是散裝貨最大進口國，包辦7成鐵礦砂、2成煤炭與穀物進口，防疫封控能否放鬆、製造業復甦、攸關散裝景氣。



## ■ 裕民：BCI現貨價為公司的顯性指標

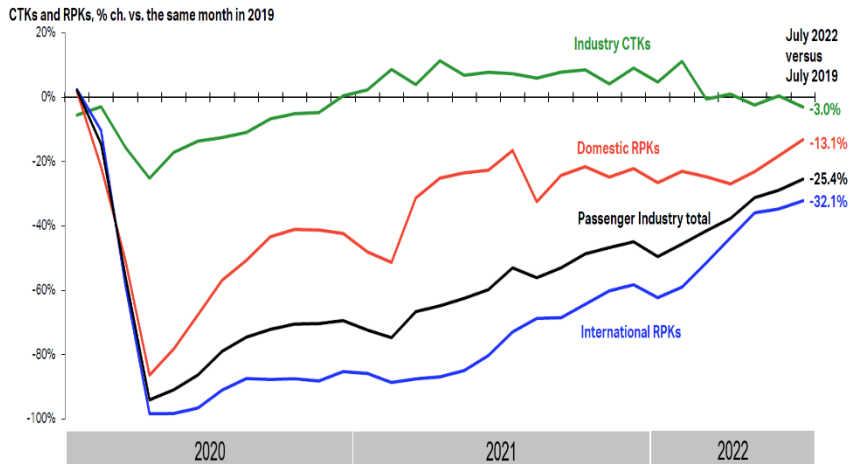
- 大陸動態清零造成鋼鐵業、製造業庫存大幅上升，間接影響鐵礦砂進口量與期貨價格走勢。2022年前八月大陸粗鋼產量約6.96億噸、年減5.7%，鋼材出口量年減3.9%，大陸鋼材綜合價格指數CSPI年減14.5%。
- BCI指數因中國需求不振偏弱，裕民以現貨為主，當現貨價走高助益極大，但同時也代表波動較大。

## ■ 慧洋-KY：以中小型船為營運核心

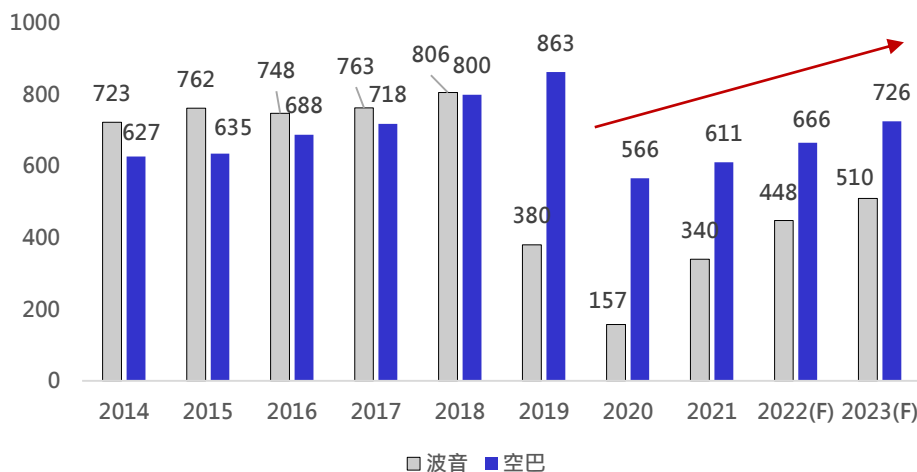
- 公司相當靈活的船隊營運，或出租或拆售。目前有超過60艘的指數連結型船舶，租金採預收方式，市況變化帶來的影響有遞延效果。
- 在船隊佈局集團船舶營運數量為141艘，平均船齡7年，2023、2024年將陸續交付7及4艘船舶，且均為最新型NOx第三期節能船舶，公司維持一貫穩定造船與汰換舊船政策，使船舶運力在最佳狀態。

# 疫後解封帶動2023年航太產業景氣好轉態勢不變

### 全球航空客貨運量與疫情前(2019)水準逐月比較



### 波音與空巴2014~2023逐年交機量走勢(含預估)



### 國內航太供應鏈重點個股2022年營運表現概況

股票代號	股票名稱	2022前10月		2022前三季			2023(F)
		營收(億元)	營收YoY(%)	EPS(元)	本業獲利成長率	稅後獲利成長率	EPS(元)
2634	漢翔	240.3	31.3	1.46	1084%	269%	1.63
4572	駐龍	5.3	55.8	4.51	213%	318%	5.61
3004	豐達科	17.2	51.7	1.54	虧轉盈	虧轉盈	4.90
5284	jpp-KY	14.4	27.9	3.84	54%	42%	5.98
4541	晟田	11.4	31.8	1.49	虧轉盈	虧轉盈	1.26
8222	寶一	3.8	32.8	0.39	虧損縮小	虧轉盈	0.39

- 根據IATA資料，在全球逐步走向放鬆邊境管制下，國際間客運強勁需求推動客運量持續回升，且隨中國疫情管控力度放緩，帶動全球國內線客運量近幾個月回升力道重新轉強。
- 根據Forecast International 預估，2022年波音和空巴將分別交付448架和666架商用飛機。YoY分別為32%與9%，回升趨勢不變，且波音737獲准復飛後，回升力道更可期待。
- 國內航太供應鏈相關個股逐步走出波音停飛及新冠疫情連番衝擊，營運YoY動能在2022年呈現明顯改善，正向態勢可望延續至2023年。

資料來源：IATA Economics、晟田、CMoney、dsm.forecastinternational.com、華南投顧整理



## 航太產業重點觀察個股

代號	公司	年度	營收(F)(億)	毛利率(F)(%)	EPS(F)(元)	2023 P/B	2023 P/B區間	目標價
2634	漢翔	2022	296.7	9.1	1.83	1.94	1.7-2.3	40.2
		2023	326.4	9.6	1.63			
4572	駐龍	2022	6.4	45.0	5.76	2.45	2.1-2.9	143
		2023	7.7	45.4	5.61			

### ■ 產業展望：

- 在解封趨勢不變下，民用航空需求回溫態勢延續，波音空巴訂單能見度高；國防業務方面，高教機進入營收高貢獻時間段，此外後續國防部將進行初教機國造計畫，研發能量及商機依舊可期。

### ■ 漢翔：民航業務好轉，高教機進入量產，基本面回升趨勢不變

- 2023年公司預期將延續疫情後需求明顯復甦的趨勢，民用業務的成長力道預估跟2022年相仿，國防業務還是持續成長，只是YoY幅度會放緩一些，科技服務因為同樣受惠台電及中油兩個案子認列期關係，預期比重會從3%更往上提升。
- 高教機進度方面，目前仍依計畫於2022年交機8架，2023年17架、2024年、2025年各18架，2026年3架，但公司強調因為產能需預先規劃安排的關係，從2022年開始一直到2025年都會是營收貢獻相對明顯的時間段，不一定與交機數之相對高低做完全對應。

### ■ 駐龍：長期回升態勢不變，可望帶動毛利率重回45%以上水準

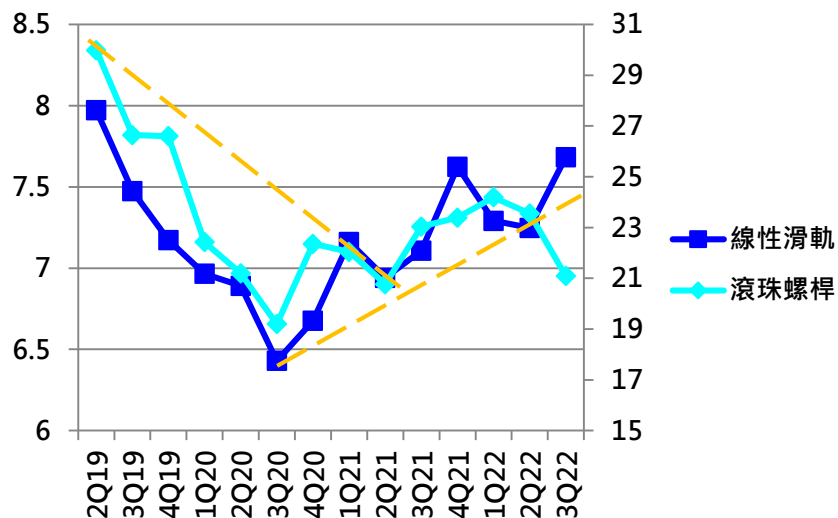
- 駐龍高教機2022年新增大格框零件出貨，全年高教機營收貢獻可望提升90%YoY，且因其毛利率優於公司整體平均，加上表面處理廠稼動率提高，帶動毛利率改善；737MAX佔駐龍營收比重超過50%，一階供應商Spirit給駐龍的訂單從2021年三月到目前都沒有更動下修狀況，隨波音生產計劃持續提升，訂單量可望持續回溫。
- 公司預期未來在營收規模回升到一定程度，特別是國外訂單慢慢回籠，帶動表面處理產線的產能利用率提升，可望帶動毛利率重回到45%以上水準。

# 電動車的興起，將不利於工具機產業發展

代號	公司	年度	營收(F)(億)	毛利率(F)(%)	EPS(F)(元)	2023 P/E	2023 P/E區間	目標價
2049	上銀	2022	305.3	37.3	13.94	15.6	14-20	237
		2023	268.7	36.8	11.63			
1590	亞德客-KY	2022	261.6	45.5	30.45	30.4	28-33	950
		2023	251.1	45.1	28.42			

- 美國升息帶動一波亞幣競貶，面對日圓、韓元對美元貶值幅度遠大於新台幣，以及大陸實施清零管制，將不利於台灣機械出口，加上關稅問題，因為台灣沒有跟其他國家簽自由貿易協定，無法避免動輒5%~10%的關稅，面對日韓競爭，壓力大。
- 原本汽車領域占工具機大約40%的市場，但隨者電動車的滲透率提升，將少了傳統在燃油車上採工具機加工的齒輪、變速箱、引擎等機械零組件的需求，進而影響整體工具機市場，長期來看，預期將不利於工具機產業發展。

日本線性滑軌(左軸)、滾珠螺桿(右軸)ASP(單位：千日圓)



## ■ 上銀：產品報價止穩回升

- 在線性滑軌行業中，全球排名前三的公司分THK(6481.JP)、上銀(2049.TW)和NSK(6471.JP)；共占了75.8%的市場份額。線性滑軌ASP已在4Q20止穩回升，上銀產品以線性滑軌為大宗，預期未來仍有調漲空間，帶動獲利持續回升。

## ■ 亞德客-KY：直銷比重提升，有利於未來獲利表現

- 公司YT3Q22直銷比重占70.6%，經銷比重占29.4%，相較2021年同期，直銷比重提升4.6%，在產品組合優化下，預期將有利於公司未來獲利向上。
- 公司於2Q19已正式銷售微型線軌，大型線性滑軌產品也在2022年量產。

# 旅遊業於2023年營收成長確立；獲利仍受考驗

代號	公司	年度	營收(F)(億)	毛利率(F)(%)	EPS(F)(元)	2023 P/E	2023 P/E區間	目標價
5706	鳳凰	2022	1.8	25.2	-0.3	3.2/PB	18-26	65
		2023	9.0	12.2	-0.2			
2707	晶華	2022	56.2	32.9	7.4	23.5	13-26	205
		2023	59.6	32.2	7.8			
2731	雄獅	2022	28.6	16.4	-8.2	6.0/PB	25-35	98
		2023	42.8	14.4	-5.2			
2748	雲品	2022	20.0	30.0	1.8	21	16-23	52
		2023	21.6	29.6	2.3			

## ■ 產業：疫情改善受惠

- 隨著邊境解封，交通部疫後機場營運發展策略，及觀光產業的新常態旅遊三箭「新服務」、「新產品」、「新戰略」，拉抬產業盼早日回復正常營運。
- 國際航空運輸協會 ( IATA ) 預估約2024年回復達2019年疫前航空運量水準。

## ■ 鳳凰：衝刺歐元貶值商機

- 疫情期間鳳凰衝刺國旅，開發專人專車小團體旅遊及深度部落旅遊、推廣主題旅遊、離島花東地區團體行程、高鐵假期產品等。
- 疫後由於機位供不應求，團體機位及團費預期至2023年3、4月才會漸趨正常化。後續透過直向/橫向整合，嚴選供應商、掌握機位船位貨源供給。

## ■ 晶華：飯店績效龍頭

- 晶華行銷靈活，旗下晶華、晶英，以及捷絲旅推動入住優惠專案，搶攻防疫住房商機。
- 美食外賣/外送平台亦推陳出新，分眾滿足不同族群宅食需求，母親節套餐、粽子，以不同包裝組合搶攻自食、送禮，力拚動能不斷。

## 餐飲業上半年將受惠低基期效用

代號	公司	年度	營收(F)(億)	毛利率(F)(%)	EPS(F)(元)	2023 P/E	2023 P/E區間	目標價
2727	八方雲集	2022	69.1	36.9	9.85	16.8	15-19	198
		2023	73.9	36.4	10.46			
2732	美食-KY	2022	190.7	58.7	3.50	18.1	16-21	113
		2023	198.6	59.1	5.43			

### ■ 小結：低基期效果，疫後復甦

- 2022H1受到疫情影響，國內外市場復甦緩慢，且國內市場Q2受挫，國內外市場在全球疫情趨穩的情境下持續回溫。
- 預期2023年除中國市場外，國內外將脫離疫情的陰霾，2023H1將有低基期效果加持，單店營收具成長性，加上展店速度有望加速，營收與獲利表現都具有潛力。

### ■ 八方雲集：多品牌持續展店，拓展美國市場

- 2022年持續拓點展店，受惠展店效益加持，單月營收幾乎皆維持雙位數成長。梁社漢排骨2022年底將展店至200店，新品牌芳珍蔬食目前有7家門市，預計2022年將開出10家，同時啟動加盟，並朝20店目標邁進。
- 美國展店表現優於預期，2023年將插旗北加州，包括設置北加州中央工廠、開出北加州第一家八方雲集門市，並將啟動其他州的區域加盟授權。

### ■ 六角：國內外市場持續回溫

- 美國85度C買氣7~9月同店營收成長均優於歷年平均，來客數亦維持正成長，對整體合併營收貢獻達近3成。
- 展望2023年，北京馬拉松已宣佈2022年底恢復舉辦，整體防疫政策趨向開放，可望帶動實體餐飲消費回升，且在疫情期間營收較同業穩定，門市汰弱留強。美國市場方面，目前僅布局5州、門市不到70家，隨著年底恢復加速展店。

## 便利商店巨頭整合行銷突圍

代號	公司	年度	營收(F)(億)	毛利率(F)(%)	EPS(F)(元)	2023 P/E	2023 P/E區間	目標價
2912	統一超	2022	2,863.7	33.5	10	24.7	23-28	278
		2023	2,906.7	33.4	10.7			
5903	全家	2022	903.5	35.3	7.06	21.9	18-22	192
		2023	921.6	35.2	8.51			

### ■ 便利店產業：通路業的整合考驗與競爭

- 零售業同質性高，加上電商無遠弗屆的涵蓋品項威脅，迫使不同通路均轉向複合店型試驗，開出新型態門店，加上 on line off line 體驗，目標都鎖定「一站購足」式消費，產業內外同質性高，競爭激烈。
- 超市龍頭合作外櫃打造一站購足的複合式店型。量販龍頭則開設新型態的社區店；而電商龍頭則設立旗艦體驗店。來自不同產業但全部鎖定內需零售，競爭空前激烈。

### ■ 統一超：集團全通路銷售的核心主體

- 轉投資菲律賓7-ELEVEN近年受疫情拖累，令集團獲利失色。疫情改善後恢復成長，挹注營運，2023年值得期待。
- 統一集團新型店優質生活館，是7-ELEVEN近年來10多種複合式店型之後的嘗試。匯聚康是美、星巴克、聖德科斯等，引進統一集團關係企業結盟，以及超大新型店發展值得關注。
- 政府推出振興國旅等措施，對聚焦內需的統一集團助益極大。

### ■ 全家：缺乏大型集團奧援，多方尋求突破

- 以靈活、創新方式，善用全家APP累積超過1,500萬龐大會員基礎，成為全家推廣最重要的後盾。
- 推出的「好享券」提供跨通路隨買寄取票券服務，集結咖啡、火鍋、餐飲、樂園等眾多連鎖品牌的電子票券，標榜一站購足、跨通路兌換、先買後贈等三大特點，提供消費者全新的數位消費體驗。
- 效法Netflix 推出「家庭訂閱共享」。

# 金融股2022年獲利大幅下滑，2023年尋求谷底反彈

金控主體	股票代號	股票名稱	11/29收盤價	2022/1~10月累積稅後盈餘(億元)	2022/1~10月累積稅後盈餘YoY(%)	2022/1~10月自結EPS(元)	2021稅後EPS(元)	股價淨值比	最近一期財報公告每股淨值(元)
壽險	2881	富邦金	59.60	783.0	-42.4	5.59	12.49	1.51	39.5
	2882	國泰金	43.45	570.9	-55.4	4.03	10.34	2.17	20.1
	2888	新光金	8.85	113.3	-49.3	0.71	1.67	0.79	11.2
銀行	2880	華南金	22.35	149.6	-2.2	1.10	1.30	1.72	13.0
	2886	兆豐金	31.50	159.1	-25.7	1.14	1.89	1.50	21.0
	2892	第一金	26.20	177.8	0.5	1.34	1.52	1.59	16.4
	5880	合庫金	26.50	168.6	-7.2	1.17	1.51	1.84	14.4
	2891	中信金	22.85	336.7	-33.3	1.68	2.73	1.39	16.5
	2884	玉山金	24.50	127.9	-25.7	0.90	1.54	1.89	13.0
	2887	台新金	15.00	120.2	-35.2	0.88	1.63	1.01	14.8
	2890	永豐金	17.75	135.9	-0.9	1.19	1.44	1.37	13.0
證券	2883	開發金	13.20	205.5	-52.8	1.12	2.34	1.45	9.1
	2885	元大金	22.50	207.3	-31.6	1.66	2.87	1.13	19.9
票券	2889	國票金	11.45	12.4	-62.4	0.39	1.30	1.10	10.4

資料來源：Cmoney，華南投顧整理

- 2022年受金融市場震盪股債雙跌，加上國內防疫險理賠問題，國內金控族群自結獲利幾呈全面衰退，短期受制於俄烏問題未解、美國聯準會升息方向不變及歐美國家經濟衰退陰影籠罩下，金融市場預期仍不平靜，業者獲利仍受考驗。
- 壽險業者第四季透過重新調整帳列科目後，後續淨值波動受外在市場利率變化可望減小，唯損益波動也相應減小，前兩年高獲利水準恐難以在短期內重現。

# 金融產業重點觀察個股

代號	公司	年度	淨收益 (F)(億)	利息淨收益 (F)(%)	EPS(F)(元)	2023 P/B	2023 P/B區間	目標價
2881	富邦金	2022	3,583.8	46.7	7.51	1.57	1.2-1.7	62.6
		2023	2,977.7	60.1	8.54			
2886	兆豐金	2022	535.8	70.9	1.21	1.37	1.2-1.6	34
		2023	573.4	72.7	1.62			
2891	中信金	2022	1,920.8	64.5	2.36	1.13	1.1-1.3	24
		2023	1,978.2	67.9	2.87			

## ■ 產業展望：

➢ 放眼2023年，市場普遍預期FED升息將在上半年告一段落，債券殖利率走勢可望出現反轉，加上股票市場經歷大幅度修正，投資價值浮現，搭配防疫保單於第二季後陸續到期，金融業獲利可望谷底回升。

## ■ 族群選股主軸：績優龍頭股 + 外資偏好操作 + 2022年受升息及防疫險雙重打擊，2023年可望回歸正常

### ■ 富邦金：金控龍頭地位穩固

➢ 儘管產險端2022年前九月虧損已達170億元，但累計獲利及金融資產未實現餘額表現仍舊相對優於壽險同業，龍頭地位依舊穩固。

### ■ 兆豐金：傳統績優股

➢ 2022年獲利表現不佳在銀行端主因美國Fed及國內央行升息影響，僅債券評價損失即達50億元以上；另產險端受防疫險影響，2022年前九月虧損達56.4億元。

### ■ 中信金：外資偏好操作

➢ 2022年前九月產險端損失達95億元，另台壽保受市場大幅波動影響，股債部位評價利益2021年同期也大幅減少30億元左右。

# 國內房市成交量減少，建案銷售個案表現差異大

代號	公司	年度	營收(F)(億)	毛利率(F)(%)	EPS(F)(元)	2023 P/E	2022 P/E區間	目標價
2548	華固	2022	144.0	35.7	11.26	8.5	7-10	101
		2023	119.8	35.2	10.14			
5522	遠雄	2022	242.3	35.8	6.63	9.8	9-12	64.2
		2023	212.9	34.9	5.35			

## ■ 產業趨勢：

1. 受惠2020年、2021年國內房市交易熱絡，帶動預售屋銷售比重高的建商可維持高獲利到2024年。2. 受到升息的影響，房市成交量減少，預估2022年減少10%到31萬棟，2023年恐持續量縮。3. 以區域別來看，2023年的台中房市交易熱度會優於其他地區。

## ■ 華固：新建案去化速度穩定，到2024年每年可維持一個股本的獲利

- 公司推案以大台北地區的中高價位產品為主，鎖定客戶族群為中高階企業主管與換屋族，加上建案品質具有一定水準，所以公司的建案銷售狀況多表現良好。
- 公司2022年下半年的新推案—『華固一莊』(新北泰山)、『華固上文林』(北士科)銷售狀況穩定，加上原先的預售屋推案多已完銷，預計公司到2024年的稅後EPS都可超過10元。

## ■ 遠雄：公司在台中港新市鎮特區造鎮成功

- 遠雄建設在台中港新市鎮特區購入的土地超過2.1萬坪，隨著台積電中科擴廠效應，與離岸風電產業發展，公司「遠雄之星」造鎮系列推案已到第九期。
- 公司2022年有7筆建案完工、總銷金額約158億；2023年完工建案總銷預計為114億，讓公司的獲利能維持一定的水準。



## 紡織產業重點觀察個股

代號	公司	年度	營收(F)(億)	毛利率(F)(%)	EPS(F)(元)	2023 P/E	2023 P/E區間	目標價
1476	儒鴻	2022	402.3	27.5	25.80	17.9	16-20	502
		2023	432.4	27.4	25.10			
4438	廣越	2022	201.7	15.9	13.44	9.3	8-11	142.5
		2023	221.8	15.3	12.95			

### ■ 產業展望：

- 2022年受到美國聯準會縮表、俄烏衝突等事件影響金融市場動盪，高通膨壓力下影響民眾財富效應及支出分配，進而影響終端銷售，也使得產業未來景氣出現雜音，廠商庫存調整與訂單下修狀況初步估計將延續至2023年上半年；中長期在美中貿易戰及疫情等因素持續催化供應鏈重整及分散佈局趨勢，在客戶集中下單及短單增加趨勢影響下，依舊看好財務體質佳、具營運規模和快速反應能力的大廠勝出。

### ■ 儒鴻：大者恆大，營運可望先蹲後跳

- 公司短期受客戶庫存調整影響，到2023年第1季訂單狀況仍需觀察，公司預估2023年上半年與22年同期持平，
- 由於目前市場對於高端產品的需求仍優於中低端產品，儒鴻本身掌握高端布料研發、生產等技術，加上擁有染整、織布至成衣之垂直整合供應鏈，公司競爭力仍強，看好營運可順利安度低谷並靜待景氣回溫，股價回檔仍可留意。

### ■ 廣越：切入Lululemon供應鏈，訂單量持續成長

- 管理層表示2023年接單持續正向，NIKE、adidas、VF 持穩，Montbell、UA等成長20~30%YoY，Patagonia 成長10%YoY，新增客戶Lululemon則預計2023年下半年逐步放量，2023年公司整體可望維持雙位數成長表現。
- 約旦廠由於具備出口美國及歐盟免關稅優勢、人員生產效率佳及稅賦減免優勢，加上品牌客戶受21年越南疫情嚴重影響生產，著重將生產基地分散，公司指出Nike跟Adidas都有擴大下單到約旦的動作，持續看好約旦潛力。

## 聚焦於受惠中國車市回溫、電動車成長趨勢題材之個股

股票代號	股票名稱	主營業務	市值(億元)	股價(元)	今年以來股價漲幅(%)	2022前十月		2022年前三季			2021 EPS(元)	2022 EPS(元)(F)	2023 EPS(元)(F)	2023 PE	明年現金股利(元)(F)	現金殖利率(F)	個股股價連結概念(主要市場、重要客戶等)
						營收(億元)	YoY (%)	累計EPS(元)	本業獲利成長率(%)	稅後獲利成長率(%)							
4557	永新-KY	煞車系統	44	105.00	47.8	25.6	77.6	10.14	178%	263%	4.94	12.76	10.51	10.0	11.40	10.9%	北美AM市場
1319	東陽	塑膠/鈹金件	287	48.45	49.2	177.6	18.3	3.06	195%	259%	1.16	3.86	3.10	15.6	1.90	3.9%	北美AM市場、一汽集團(OEM)
2228	劍麟	安全氣囊零件	61	80.80	18.1	36.5	19.5	4.67	186%	72%	3.15	6.55	5.88	13.7	4.20	5.2%	ZF
2233	宇隆	引擎零組件	58	96.70	-2.0	28.5	3.5	8.59	-20%	20%	9.00	9.82	8.48	11.4	5.80	6.0%	Bosch、Fox、Denso
3162	精確	電池盒	58	44.50	-3.3	18.1	70.7	(1.45)	-406%	-551%	0.74	(1.86)	0.64	69.5	0.00	0.0%	中國市場、敏實集團
4551	智伸科	引擎及煞車零組件	182	158.00	-10.0	77.4	5.5	9.61	2%	19%	10.44	11.96	11.30	14.0	5.70	3.6%	BorgWarner、Tesla、Bosch等
1536	和大	OEM傳動件	211	75.30	-15.8	61.1	10.1	1.93	-24%	65%	1.22	2.57	2.59	29.1	1.90	2.5%	BorgWarner、Tesla
1338	廣華-KY	內飾件	38	45.00	-16.7	62.8	9.3	1.95	40%	-27%	4.05	2.84	3.26	13.8	1.70	3.8%	東風日產、東風本田、廣汽豐田
9951	皇田	汽車窗簾	46	61.00	-18.6	38.4	-3.5	3.68	-43%	-12%	5.33	5.14	4.86	12.6	3.00	4.9%	美國車市
2239	英利-KY	OEM車身	71	60.00	-25.1	181.2	12.7	(0.75)	-123%	-124%	5.64	0.68	3.30	18.2	0.30	0.5%	一汽大眾、北京奔馳、沃爾沃

資料來源：CMoney、華南投顧整理，股價漲幅計算至2022/11/16

- 2023年傳統汽車零組件產業選股建議上，持續關注可受惠於中國車市回升以及電動車成長趨勢之個股，包括出貨量增、推出新產品、輕量化、營運具轉機性及獲利穩定之績優個股，股價回檔仍可留意。至於2022年受惠台幣走貶業外匯兌獲利大增之個股，需留意2023年獲利衰退之風險。

## 傳統汽車零組件重點觀察個股

代號	公司	年度	營收(F)(億)	毛利率(F)(%)	EPS(F)(元)	2023 P/E	2023 P/E區間	目標價
2228	劍麟	2022	45.8	25.9	6.55	13.7	11-15	88.3
		2023	47.2	25.8	5.88			
2233	宇隆	2022	33.2	32.5	9.82	11.4	9-12	101.5
		2023	36.5	32.0	8.48			
2239	英利-KY	2022	229.9	11.2	0.68	0.65(PB)	0.6-0.75(PB)	69.3
		2023	264.0	12.8	3.30			

### ■ 劍麟：營運逐步揮別谷底

- 電動車用散熱IGBT零部件產線已建置完成並持續進行試樣與驗證程序，預估在2022年第四季起小批量生產，2023年進入量產階段，初期儘管營收及獲利貢獻有限，但中長期成長潛力仍可持續追蹤。另外波蘭廠從2020年下半年投產，儘管近兩年受到運輸不順、晶片短缺及俄烏戰爭等影響呈現虧損，但整體而言訂單量持續成長中。

### ■ 宇隆：產品線分散降低汽車產業波動影響；台中新廠2023年投入

- 2022年自行車相關動能仍強，新客戶DT SWISS加入，2022年供應3~5個料號，2023年進一步提升到10~15個料號，加上現有客戶Fox下單量持續成長，公司預期自行車相關產品占營收比重未來將提升到25~30%。加上產品毛利率可達35-40%，故對中長期整體毛利率提升亦有幫助。
- 台中新廠進度方面，預定2023年上半年完工並量產，管理層表示目前舊廠月營收貢獻約0.5~0.6億元，新廠可達三倍水準，將扮演2023~2025年主要成長動能，初期優先供應自行車類產品及行星式減速器，後續進一步拓展到醫療產品。

### ■ 英利-KY：2023年營運可望揮別封控及原物料高漲干擾恢復正常，具轉機題材

- 2023年公司預期營收可望逐季向上，全年成長幅度約10~20%YoY。2023年資本支出預計接近22億元，20%YoY，規劃用於奧迪PPE平台先期零件及模具開發、鋁合金成型工藝與產能以及既有美系電動車客戶及Volvo新產線及後續車型。

## 自行車產業重點觀察個股

代號	公司	年度	營收(F)(億)	毛利率(F)(%)	EPS(F)(元)	2023 P/E	2023 P/E區間	目標價
9914	美利達	2022	358.2	17.0	14.49	10.6	10-13	222
		2023	368.7	16.2	17.08			
4536	拓凱	2022	108.6	33.9	23.96	9.1	8-10	186
		2023	119.5	33.4	18.58			

### ■ 產業展望：

➤ 短期而言由於歐洲市場受烏俄戰爭等因素影響，通膨壓力高漲排擠非必要性支出，入門款車型市場庫存偏高仍待去化，加上供應鏈關鍵零組件缺料問題遲遲未能有效舒緩，故市場對未來業者營收及獲利後勢疑慮升高，唯透過訪談產業內公司所得訊息，中高階車型到E-Bike仍維持一定成長趨勢不變，建議股價跌深可留意低接機會，但台幣匯率走勢仍為2023年關注重點。

### ■ 美利達：預期受庫存調節影響相對輕微，2023年轉投資表現可望回穩

➤ E-Bike佔集團營收比重已達51%，因此公司認為市場把中低階庫存過高問題過度放大並不準確，2022年轉投資SBC獲利受影響主要來自於費用提升跟強勢美元造成歐洲區銷售產生匯損影響。展望2023年，美元升值壓力可望趨緩，搭配台灣廠出貨順暢度持續改善，可望帶動集團營收及SBC獲利表現同步回溫。

### ■ 拓凱：2023年營運展望正向

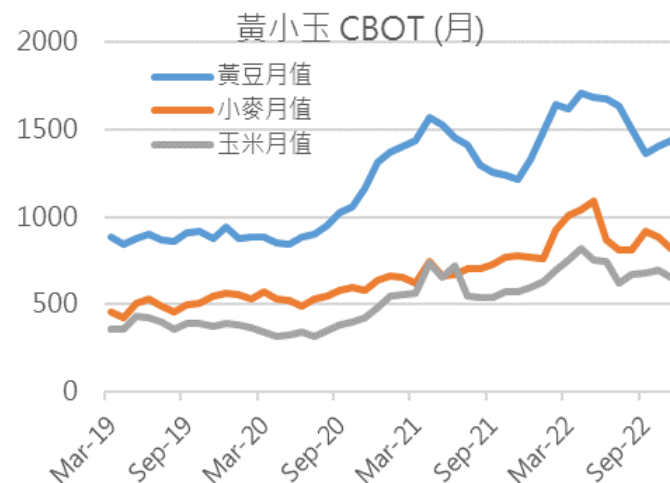
➤ 自行車相關佔公司營收比重約40-45%，公司指出儘管中低階自行車終端需求放緩明顯，但高階車種及E-bike受影響低，公司目前4Q22接單仍滿載，2023年將積極爭取日系自行車客戶訂單，以彌補潛在歐系客戶訂單下滑風險。公司對2023年各產品線營運展望持正向看法。

## 食品業獲利上瘦下肥，2023年有機會改善

項目	代號	股票	EPS			產業特性說明
			2021	2022(F)	2023(F)	
大宗物資	1210	大成	2.2	2.3	2.1	1. 擴大投資馬稠後食品廠而且向下游整合，透過一條龍產出方式面向消費者。 2. 投資植物肉、寵物食品，力拼新藍海。
	1215	卜蜂	5.1	5.8	5.6	1. 投資深度加工產線，擴展綜合食品項目。 2. 擴大雞蛋投資
綜合食品	1216	統一	3.5	3.4	3.7	為綜合食品業控股公司型態，強調全通路行銷以及消費者體驗。
	1231	聯華食	4.2	4.1	4.4	1. 休閒食品大廠，受景氣波動影響較小。 2. 擴大投資觀音廠以提高產能
	1702	南僑	3.6	2.8	3.0	1. 餐飲業務受疫情重擊，拖累南僑油脂獲利。 2. 企望大陸封控調整，以待大陸南僑恢復活力。

### 2023年食品原料預期可望脫離高峰價位區，但回落幅度恐怕有限

- 烏俄戰爭衝擊歐洲糧倉烏克蘭與俄羅斯；雖然拉抬糧食價格但是也削減供給。小麥、玉米受影響大，戰事走向至為關鍵。
- 黃豆、小麥、玉米為食品業主要原料，仰賴進口而且成本易受原物料價格影響。近年來極端氣候頻繁，早已衝擊作物欠收，導致價格波動劇烈。2022年再受戰爭拖累，原物料價格反映彈性低，成本易漲難跌。國內加工廠初期有低價庫存利益，之後則將反映成本進而衝擊毛利走低。
- 綜合加工廠成為食品大廠一致性布局。從雞蛋、養雞、飼料，向下游加工整合一條龍，產出成品面向消費者。
- 加工食品全銷售通路、零售、電商，品牌眾多競爭激烈。雖然廠商自有品牌有較高毛利率，但廣告行銷費用拉低營業利益率。國內傳統節慶旺季，例如中元節與春節是旺季。



## 穩定獲利 配息優選

代號	公司	年度	營收(F)(億)	毛利率(F)(%)	EPS(F)(元)	2023 P/E	2023 P/E區間	目標價
1215	卜蜂	2022	288.2	13.3	5.8	13.9	9-14	79
		2023	291.0	12.8	5.6			
1216	統一	2022	5,244.6	32.3	3.4	18.9	13-19	70
		2023	5,297.1	32.3	3.7			
1231	聯華食	2022	106.0	23.1	4.1	17	12-17	75
		2023	107.6	23.0	4.4			

### ■ 卜蜂：穩定投資，多角化食品原料大廠

- 契養生產到屠宰，一條龍經營，開發雞、豬等加工調味產品，深耕超市、餐飲等通路，目前產能接近滿載，預計將再規劃新增二條生產線。
- 飼料生產約90萬噸，市場佔有率約16%；斗六科學園區新建年產48萬噸AI自動化飼料廠，精實經營。

### ■ 統一：亞洲綜合食品大廠，大型食品控股公司

- 旗下統一超店數逾6,410家，實體通路加上電商擴大滲透OPEN POINT會員，行銷效果擴大促進買氣。
- 海外轉投資小金雞菲律賓小七，統一中控，2023年將受惠於大陸經濟政策推動而成長。
- 統一企業版圖橫跨量販、超市、百貨、超商、電商、宅配、觀光，外送平台等，是橫跨食品及生活消費產業的生活全通路。規劃整合集團內所有物流體系，在全台打造物流園區，提升物流效益，未來發展值得關注。

### ■ 聯華食：亞洲綜合食品大廠，大型食品控股公司

- 聯華食製造生產休閒類零食，元本山、可樂果、卡迪那、寶味味、滿天星及萬歲牌系列等。規劃斥資61億元於觀音工業區興建觀音廠，引進智慧化食品產線、全自動化倉儲及自動運輸設備等，快速有效供應各大通路商。
- 2020年底宣布桃園觀音新廠的興建計畫，投資案持續推進。原投資金額達34億元，工期約二年半，2025年完工投產。

# 疫情帶來高爾夫十年一遇豐年，2023年回復常態

代號	公司	年	營收(F)(億)	毛利率(F)(%)	EPS(F)(元)	2023 P/E	2023 P/E區間	目標價
6670	復盛應用	2022	335.4	24.5	37	7.6	6.1-7.8	215
		2023	300.3	24.3	30			
8938	明安	2022	201.2	18.9	14.2	7.5	6.5-8.5	102
		2023	191.1	18.9	12.7			

## ■ 高爾夫球頭產業

- social distance 帶來十年一遇的大好年，產業雨露均霑全面受惠。新加入者、女性、首購大幅成長，全套裝備購買行為助益產業獲利大幅成長。
- 大田成功爭取PXG訂製型訂單，高單價帶來高毛利。2021率先成長，但也在2022年因高基期而成長溫吞。
- 通膨影響觸及高爾夫玩家，一般而言該產業屬於較富裕階層，預期影響時點較晚也較為輕微。然而無法超越2022年的大年，已成為產業公司共識。

## ■ 復盛應用：期待從疫情走出，恢復成長

- 公司新產能3Q開出，可增加20%產量，2022年營運達雙位數成長。
- 子公司航太零組件鑄造廠嘉華盛科技2021年虧損，預期2022年因航太市場回升，有機會損平，2023年樂觀民盛應用訂單表現超乎合併前預期，因越野車靴業務屬於戶外個人運動，訂單增加。2022年業績上看1.5億/月。

## ■ 明安：碳纖維球頭引領風潮

- 與客戶合作研發20年的開球桿頭Driver，2022年擴大鋪貨。碳纖維取代鈦合金桿頭，毛利率高，助益公司2022年的營收和獲利提升。
- 越南二期新廠投資，高雄和發廠規畫完工Q3投產，打造成為複材產品新創基地，可為營運成長增新動能。公司在手訂單，2022上半年大爆發。然而隨基期快速墊高，2023年變數增高。

## 解封帶來製鞋業爆發，通膨影響轉保守

代號	公司	年	營收 (F)(億)	毛利率 (F)(%)	EPS(F)(元)	2023 P/E	2023 P/E區間	目標價
9802	鈺齊-KY	2022	253.4	23.2	20	8.9	7.5-10.5	175
		2023	256.9	23.0	16.8			
9910	豐泰	2022	956.8	25.3	10.7	18.4	16-21	192
		2023	908.9	23.8	9			

### ■ 製鞋產業：面臨2022年高基期考驗

- 全球經濟增長態勢不變，健康消費意識抬頭，主要運動賽事回歸，可望進一步提振運動消費意願，對於核心用品運動鞋需求穩定增加，產業前景保持樂觀。
- 鞋類代工製造業務，高度仰賴大陸及東南亞地區。業者保持產能配置的最大彈性，分散製造區仍有成效。原物料成本上漲，加上面對強勢品牌商，考驗業者轉嫁能力。

### ■ 鈺齊-KY：多功能鞋、功能型運動休閒鞋龍頭

- 鈺齊銷售地區營收，歐洲、美洲佔9成。目前有超過50個國際知名品牌合作夥伴。多品牌接單對產品組合優化、營運規模以及銷售地區分散產生正向效果。
- 在優化多品牌分散及少量多樣之接單模式下，加上產業供需缺口仍不易在短期內達到均衡，所量產代工之鞋款大多係屬於中高階定位之戶外功能鞋款，有其特定之消費族群與一定之剛性需求。品牌客戶下單及拉貨均屬正向。訂單能見度也維持在高檔水準。

### ■ 豐泰：Nike是最大客戶，佔占豐泰營收8成以上

- 豐泰50%以上產能集中越南，2021年旗下越南廠區7月起陸續被迫暫停營運，嚴重衝擊產能與出貨，疫情緩和改善後豐泰恢復營運，並擴大出貨補足短缺。
- 公司產品開發中心超過千名開發人員、專業工程師及樣品製作人員，積極改善產品附加價值與精緻度，以深化與長期合作客戶的夥伴關係。越南開發中心就近提供越南地區所需鞋型訂單開發業務。印尼廠專注童鞋，並擴建新廠；印度廠規畫承接中高階鞋品能力，並擴建新廠。公司持續投入新生產技術、新產品及自動化研發。



## 環保產業概念股

代號	公司	年度	營收(F)(億)	毛利率(F)(%)	EPS(F)(元)	2023 P/E	2023 P/E區間	目標價
6803	崑鼎	2022	66.2	24.4	14.58	16.1	15-18	275
		2023	68.4	24.2	15.20			
8341	日友	2022	38.4	48.6	8.75	15.2	14-17	155
		2023	41.2	48.9	9.11			
8422	可寧衛	2022	53.1	43.1	11.68	14.3	13-16	190
		2023	43.6	47.8	11.91			

### ■ 半導體產業成長快速帶動環工需求

- 從拉晶、切片、蝕刻等積體電路製程，到下游的晶圓切割、導線電鍍等晶片封裝製程，會產生相當多且複雜的污物處理需求，環保產業2023年仍是正向看待。

### ■ 崑鼎：竹科再生水廠專案開始貢獻營收

- 台積電南科再生水廠 2022/9 月正式通水，合作夥伴中鼎與旗下崑鼎可望大啖水處理商機。另外也持續建置桃園北區水資源回收中心再生水 BTO 案，預計 2025 年完工，屆時將成為北台灣首座再生水廠。

### ■ 日友：兩座新廠營運效益延至2023年展現

- 大陸山西運城及江蘇宿遷兩座新廠，目前僅處於試營運階段，原預期最遲22Q3開始挹注營運的目標落空，挹注營運動能不如預期，待新廠效益在2023年展現。

### ■ 可寧衛：轉投資案數量多，毛利率回升尚需一段時間

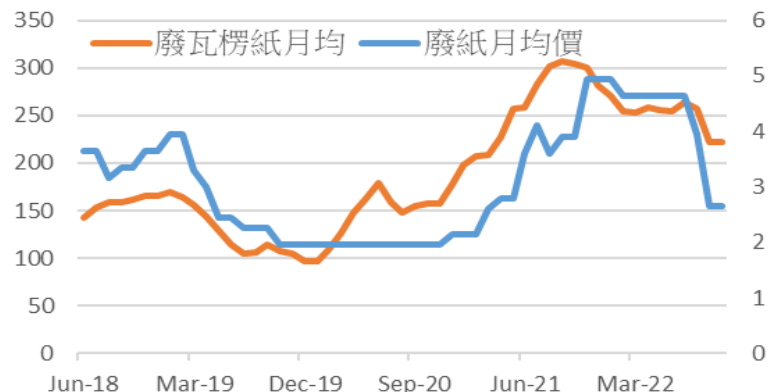
- 高雄煉油廠土壤整治專案有八成營收於2022年認列，轉投資的再生紙業務有稀釋毛利率。未來成長動能在先前布局的轉投資，如SRF發電廠及漁電共生何時開始明顯貢獻。

## 紙業靜待否極泰來

代號	公司	年度	營收(F)(億)	毛利率(F)(%)	EPS(F)(元)	2023 P/E	2023 P/E區間	目標價
1904	正隆	2022	451.9	17.5	2.8	8.3	7.5 - 11	31
		2023	465.5	20.2	3.3			
1909	榮成	2022	540.8	10.3	0.2	16	12-18	18
		2023	561.9	13.2	1.0			

### 產業趨勢：股價修正已深，產業政策展望正向

- 2023年原物料價格可望向下調整；現階段美國廢紙已回落每噸160美元，產業成本轉趨正向，惟需求仍未改善。
- 大陸工2022年紙廠飽受生產成本壓力。煤炭上漲逾兩倍、木片上漲10%、廢紙上漲三成、海運運費等，各大造紙廠產能皆下降，整體供給減少。
- 紙市場2022年第三季旺季不旺，出現罕見旺季停機，原本寄望庫存調整後，隨景氣改善，大陸紙業龍頭調漲多項紙品，然而漲價失敗。其中國內部需求是紙業的首要市場。



### 正隆：重心轉向越南，乘勢而起

- 越南近年整體工紙市場逐步提升，仍有高品質工紙需求缺口未被滿足。正隆增設白漿線設備，投資8.73億元，年產能66,000噸/年，生產回收漿，以滿足原料需求。
- 紙漿原料、煤炭燃料，以及運費同漲，紙廠面臨成本壓力。衛生紙為民生必需，消費者對於衛生紙價格敏感度高，各廠商苦撐，不敢輕舉妄動。

### 榮成：榮成八成營收在大陸，成敗與否影響大

- 2022年漿價因原物料成本，電價、原材、化學原料，居高不下，需求則受制經濟走低而減緩
- 理文、山鷹等大陸規模紙廠，反映需求下滑調降紙價。由於大陸紙廠產能數十倍於榮成，為價格制定者。榮成為第四大紙廠，若景氣上揚，仍有巨大商機。

# 行情永遠在...

絕望中誕生

半信半疑中成長

憧憬中成熟

希望中毀滅



本項研究報告僅提供本公司會員參酌，且純粹屬於研究性質，並不保證報告內容的完整性與精確性，亦完全無意影響客戶買賣股票的任何投資決定。報告中的各項意見與預測，是得自於本公司信任為可靠的來源，受到特定的判斷日期之時效性限制，若嗣後有任何變動，本公司不做預告，也不會主動更新。投資人做任何決策時，必須自行謹慎評估相關風險，並就投資的結果自行負責。本研究報告的著作權為華南投顧所有，嚴禁抄襲、引用、對外傳送或轉載。