

台灣: 策略

2008 年 4 月 2 日

## 元大首選：

- ▶ 重申買進台泥(1101 TT)、東鋼(2006TT)及豐興(2015TT)，係因油價與水電費上漲對其較無影響或影響有限。
- ▶ 由於國內運輸及汽車產業將遭受最大衝擊，我們建議投資人避開大榮(2608TT)、和泰(2207 TT)及裕隆(2201TT)。

## 資訊更新：

- ▶ 台灣政府 3 月 24 日決定在新總統於 5 月 20 日宣誓就職前，油價將維持凍漲。

## 產業觀點：

- ▶ 油價解凍對今年 CPI 及消費影響有限。
- ▶ 能源政策的調整為新政府重要課題。
- ▶ 電價上漲對國內水泥與條鋼產業影響有限。

楊文觀

+886 2 2546 7305

ReneeYang@yuanta.com

元大研究中心

+886 2 2546 2176

elisa.huang@yuanta.com

張宜立

+886 2 2547 1512

kevin.chang@yuanta.com

林頤倫

+886 2 2546 1848

sharon.lin@yuanta.com

## 兩害取其輕-評析油價凍漲機制

**兩害相權取其輕 – 油價解凍影響：**台灣政府 3 月 24 日決定在新總統於 5 月 20 日宣誓就職前，油價將維持凍漲。針對近日吵的沸沸揚揚的油價解凍的問題，我們認為恢復浮動油價只是時間早晚的問題，我們推估最快調整的時間點將落在六月份。對總經方面的影響，我們認為(1) 對 CPI 的影響有限 (2) 薪資所得成長彌補可支配所得減少對於消費的影響(3)能源政策的調整為新政府重要的課題。

**國內運輸產業將遭受最大衝擊：**我們預期，國內運輸業者如大榮 (2608 TT) 等若無法順利轉嫁成本，將在短期內受到最大衝擊。此外，我們認為國內汽車市場將長期受到油價上漲衝擊，對和泰(2207 TT)和裕隆 (2201TT) 產生不利影響。由於航空與海運業的油價不受台灣政府管控，油價之解凍將不會對國際運輸公司有所影響。

**電價上漲對國內水泥與鋼鐵產業影響有限：**雖然電價佔水泥與鋼鐵廠商總製造成本的 5 - 10%，但我們認為台泥 (1101TT) 因本身擁有電廠相較於亞泥 (1102TT)，較能抵銷電價上漲之影響。東鋼 (2006TT) 與豐興(2015TT)則由於台灣條鋼市場供給緊縮，我們預期應可順利轉嫁成本予下游。

**台塑化可望成為受惠廠商：**油價與電價一旦解凍，台塑化 (6505 TT) 應可成為主要受惠廠商。台塑化已公佈汽油每公升調漲 2.8 元、柴油每公升調漲 3.1 元，以緩和其國內油品市場的虧損。此外，由於台塑化電力營收每年達 220 億元，電價每提升 10%，將貢獻台塑化年營收 20 億元。

## 兩害取其輕-評析油價凍漲機制

油價解除凍漲，對 CPI 的影響有限。

國內油價自 2007 年 11 月 2 日凍漲，而從 2007 年初至凍漲前，WTI 月均價由 54.17 美元/桶上漲至 94.74 美元/桶，漲幅高達 75%，反應在 CPI 指數組成項目中，油料費的漲幅為 17.6%，由於油料費占 CPI 指數的權數僅 2.3%，故對於物價的影響相對有限，這期間 CPI 指數雖然上漲 4.8%，主要是反映受水災影響蔬果價格飆漲。

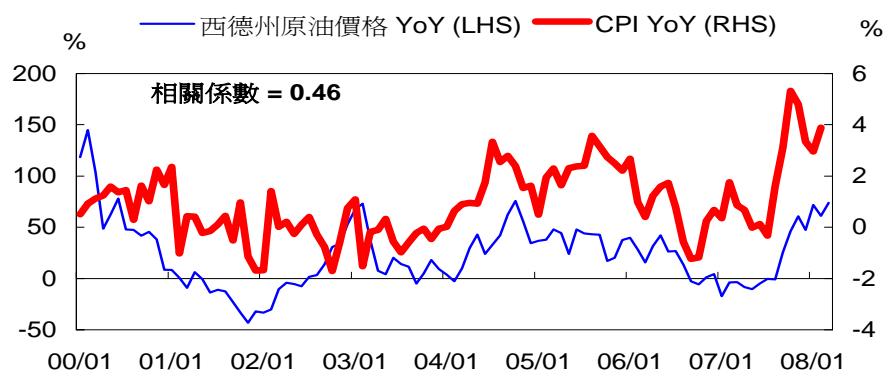
因此，雖然自凍漲以來 WTI 月均價再由 94.74 美元/桶上漲至 105.47 美元/桶，漲幅 11%，但我們認為(1)各機構 3 月預測全年平均油價介於 74-95 美元；(2)蔬果價格回落；(3)下半年基期墊高，有助舒緩物價上漲壓力。國內物價與原油價格或是國內零售價格的相關係數均低於 0.5，因此，預期在油價解除凍漲下，全年物價仍可控制在 2.3%。

圖 1：2007 年至今 CPI 指數變化

	權數	CPI 指數		
		2008 年 2 月	07/1-07/11	07/11-08/02
總指數		104.26	4.8%	-4.4%
1、食物類	25.1%	107.32	11.9%	-13.4%
2、衣著類	4.7%	99.15	11.0%	-13.1%
3、居住類	30.8%	102.80	0.7%	3.1%
房租	21.1%	100.69	0.2%	2.8%
水電燃氣	3.7%	102.11	1.4%	-6.4%
4、交通類	12.6%	104.49	4.3%	-2.7%
油料費	2.3%	114.61	17.6%	-26.5%
5、醫藥保健類	3.7%	105.51	5.0%	-12.7%
6、教養娛樂類	16.1%	102.76	0.5%	3.3%
7、雜項類	6.9%	102.76	0.8%	-7.5%

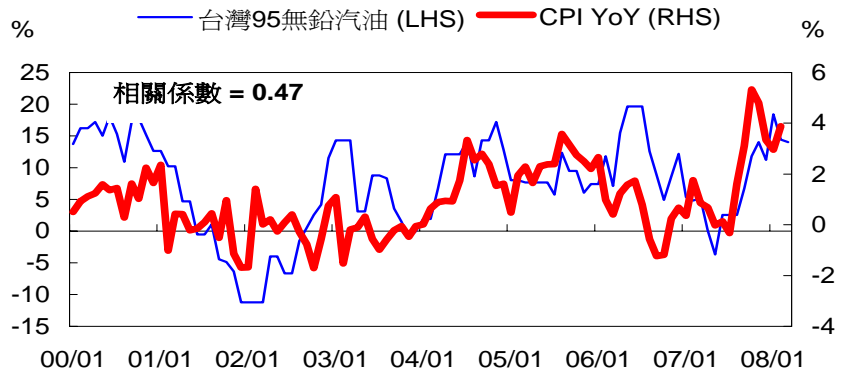
資料來源：主計處，元大研究中心

圖 2：台灣物價與國際原油價格的相關性



資料來源：Bloomberg, 元大研究中心

圖 3：台灣物價與國內油價的相關性



資料來源：中油，元大研究中心

### 薪資所得成長彌補可支配所得減少對於消費的影響

雖然預估今年 CPI 上漲 2.3% 相較去年 CPI 之 1.8% 增加，使得可支配所得將因而減少，但是我們認為今年 CPI 上漲幅度與 2005 年相當，相較 05 年薪資幾乎持平，全年民間消費仍有 2.99%。而自 2006 年以來薪資所得即呈現正成長，對消費具支撐力道，並且解除凍漲的無鉛汽油及柴油，主要為運輸業之油料費用，因此油價上漲，一般消費者將減少開車轉而搭乘大眾運輸系統，故若公共運輸費率沒有出現顯著的調漲，則對於一般大眾的生活影響有限。

### 能源政策的調整為新政府重要的課題

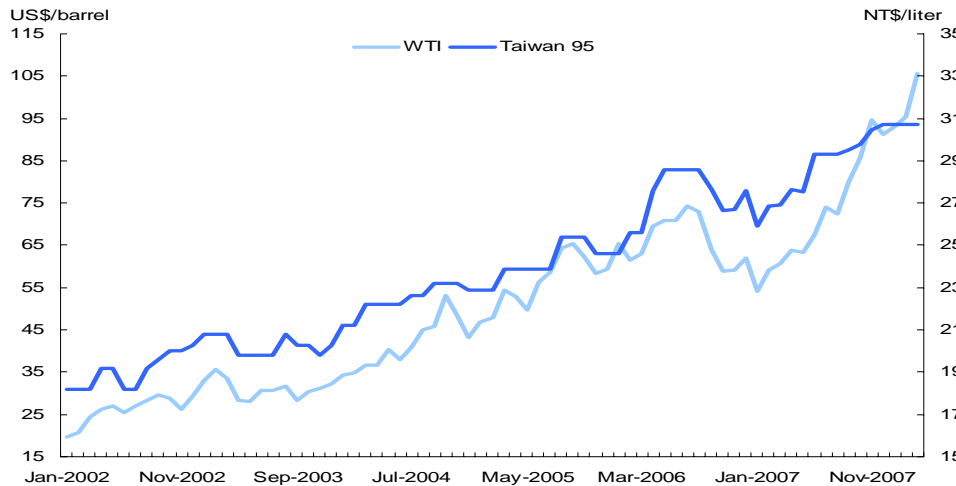
我國能源一年總供給為 1 億 3887 萬公秉油當量(138.87 Million KLOE)，其中核能發電占 8.3%、水電 0.4%、石油 50.6%、煤 32.4%、天然氣 8.3%。大致上我國 98% 以上的能源仰賴進口。在所有能源消費中，工業部門的消費量最大，占總消費量的 50.6%，其次，分別為運輸部門 13.7%、服務業 12.4%、住宅部門 11.4% 與能源部門 9%。近年我國工業部門尚能支撐，未明顯受高油價影響的主因在於政府壓抑電價。因此，若我國能源價格全面反映國際之進口成本，則工業部門受到的衝擊最大。在高油價的趨勢下，政府無力長期補貼而必須將高漲的成本反映於價格，屆時工業部門將蒙受重大衝擊。因此，政府應明確訂定能源價格不再補貼的時程，讓廠商儘早進行節能設備的更替。

**台塑化可望受惠於油電價的解凍：**台灣政府 3 月 24 日決定在新總統於 5 月 20 日上任前，將維持油價凍漲機制。台灣中油為國營事業，將維持其目前的油價。而台塑化(6505 TT)則公佈分別調升每公升汽油及柴油 2.8 元及 3.1 元，以減少其國內油品市場的虧損。台灣市場營收佔台塑化總油品營收的 14%。自去年十一月起，該公司營收單月虧損約 10-12 億元，產生 10%之負毛利率。此外，台塑化電力營收每年達 220 億元。電價每提升 10%，將貢獻台塑化年營收 20 億元。一旦電價及油價解凍，台塑化可望成為主要受惠業者。

**國內運輸產業將遭受最大衝擊：**我們預期，國內運輸業者如大榮 (2608 TT)等若無法順利轉嫁成本，將在短期內受到最大衝擊。此外，我們認為國內汽車市場將長期受到油價上漲衝擊，對和泰(2207 TT)和裕隆 (2201TT) 產生不利影響。由於航空與海運業的油價不受台灣政府管控，油價之解凍將不會對國際運輸公司有所影響。

**電價上漲對國內水泥與鋼鐵產業影響有限：**雖然電價佔水泥與鋼鐵廠商總製造成本的 5 - 10%，但我們認為台泥 (1101TT)因本身擁有電廠相較於亞泥 (1102TT)，較能抵銷電價上漲之影響。東鋼 (2006TT) 與豐興(2015TT)則由於台灣條鋼市場供給緊縮，我們預期應可順利轉嫁成本予下游。

圖 4：油價變動趨勢



資料來源：元大研究中心

圖 5：對各業者影響一覽表

公司	代碼	評等	目標價 (元)	股價(元)	每股盈	本益比	股價淨	殖利率	註
					餘(元)	(倍)	值比(倍)		
					2008 估	2008 估	2008 估	2008 估	
<b>受惠公司或所受衝擊較小之公司</b>									
台塑化	6505	未評等	N.A.	88	6.9	12.7	3.2	7%	台塑化公佈單次價格調升，汽油價每公升調漲 2.8 元，以縮減 10-12 億元的單月虧損。此外，電價每提升 10%，將貢獻台塑化年營收 20 億元。
台泥	1101	買進	61	58	2.5	23.4	2.0	3%	其自有電廠將有助於減緩電費上漲的影響。
東鋼	2006	買進	61	56	6.3	9.0	1.8	7%	由於台灣條鋼市場供給緊縮，公司應可轉嫁成本。
豐興	2015	買進	64	71	6.5	10.9	1.7	6%	由於台灣條鋼市場供給緊縮，公司應可轉嫁成本。
<b>應避開之個股</b>									
大榮	2608	N.A.	N.A.	18	N.A.	N.A.	1.4	N.A.	水電費佔總成本的 38%。
裕隆	2201	持有	46	46	2.5	18.2	1.0	2%	油價飆升將對汽車市場需求產生負面影響。
和泰	2207	賣出	61	91	6.1	14.8	2.4	4%	油價飆升將對汽車市場需求產生負面影響。
亞泥	1102	買進	56	53	3.3	15.9	1.7	3%	水電費佔總成本的 10%。

資料來源：元大研究中心預估

**我們採取兩階段之投資建議：**

**長期評等乃依據十二個月內之預期股價表現：**

超過+15%：買進 / -15%與+15% 之間：持有 / 超過-15%：賣出

**短期評等乃依據一個月內之預期股價表現：**

超過+10%：買進 / -10%與+10% 之間：持有 / 超過-10%：賣出

© 2008 年 元大研究中心版權所有

本報告之內容取材於本公司（元大投顧）認可之資料來源，但並不保證其完整性或正確性。報告內容僅供參考，且並不提供或嘗試遊說買賣股票之投資決策。報告中所有的意見及預估，皆基於本公司於特定日期所做的判斷，若有變更時本公司將不做預告。