

# 6477.TT 安集

## 資優生稍遇亂流

### 公司簡介

安集成立於 2007 年，目前資本額為 11.8 億元，為太陽能模組及電廠經營業者。2022 年模組產能為 250MW，持有電廠容量 86MW。

### 投資評等/目標價

買進

59

【前次投資建議】買進，62

【大盤指數/股價】16936 / 50

### 近一年個股及大盤報酬率



### 公司基本資料

流通在外股數(百萬股)	121
市值(百萬元)	6,061
3M 平均日成交量(百萬元)	208
外資持股率(%)	1.64
投信持股率(%)	1.29
董監持股率(%)	15.98

### 重點財報解析

百萬元	FY22	FY23F	FY24
營業收入	3,269	3,560	3,827
營業利益	361	491	527
母公司本期淨利	229	349	382
EPS(元)	1.93	2.88	3.15
每股現金股利(元)	0.80	1.15	1.26
每股淨值(元)	28.71	30.91	33.03
本益比(x)	25.91	17.34	15.86
本淨比(x)	1.74	1.62	1.51
殖利率(%)	1.60	2.31	2.52

### 環境、社會與治理(ESG)



### 重點摘要

#### ➤ 2050 年淨零碳排政策，帶動國內需求穩健

台灣 2050 年淨零主軸在潔淨能源，預計在再生能源及氫能投資 2,100 億元，將綠能發電比重自 2022 年 15%，拉高至 2025 年 20%、2050 年 60%~70%。其中太陽能累計安裝量由原先 2025 年 20GW，延伸至 2050 年 40~80GW，長期國內市場需求穩健。

#### ➤ 結束低毛利訂單惡夢，獲利回歸正軌

安集 2021 年~2022 年毛利率受到上游原料多晶矽價格暴漲，秉持對客戶承諾，並未調漲價格以反應成本，致使低毛利訂單延續至 3Q22 才出貨完畢，因此平均毛利率自 21%~23% 下降至 2021 年/2022 年的 18.2%/14.5%。隨毛利較差的訂單出貨完畢，可見 4Q22~1Q23 毛利率已恢復到正常水準，帶動 2023 年/2024 年 EPS 創歷史新高。

#### ➤ 大客戶拉貨延後 1~2 個月，下修 2023 模組出貨量

預期安集 2023 年模組出貨量與 2022 年持平，但由前次 230MW 下修至 210MW，主要受到大客戶原預期於 07~08/2023 開始拉貨，然近期抗議事件頻傳，致使政府審理速度趨緩，預期遞延至 08~09/2023 出貨，以及 2024 年總統大選影響各地政府對太陽能支持力度。毛利率方面將有望維持高檔，主因低毛利訂單已全數於 3Q22 出貨完畢，同時自有案廠預計於 3Q23 掛表 28MW 至 116MW，帶動高毛利的售電收入增加。

由於下修全年太陽能模組出貨量，將 2023 年營收由 38.3 億元下修至 35.6 億元，YoY+8.9%，EPS 由 2.99 元下修至 2.88 元，YoY+52.7%。2024 年隨著原物料價格漸趨穩定，以及選舉干擾因素去除，投研部預估安集太陽能模組出貨量將穩定成長，預估 2024 年營收 38.3 億元，YoY+7.5%，EPS 3.15 元，YoY+9.4%。

#### ➤ 資優生稍遇亂流，買進目標價由 62 元下調至 59 元

評價方面，安集近五年 PE 區間落於 8x~25x，目前 PE 16x，投研部持續看好國內太陽能建置需求穩定成長，惟短期受到大客戶拉貨遞延及政經因素干擾，而下修全年出貨量及下修 2023 年 EPS，並改以 2024 年評價，將買進目標價由 62 元下調至 59 元(2024F PE 18x)。

**個案毛利及產品組合皆佳，1Q23 毛利率創近六季高**

安集 1Q23 營收 5 億元，QoQ-40.9%，YoY-34.6%，營收呈現低檔因 1H23 為傳統淡季，1Q23 太陽能模組出貨 27MW，毛利率 23.5%，QoQ+2.3ppts，YoY+15.2ppts，主因 1Q23 為模組淡季，產品組合優化，且 1Q23 模組出貨個案毛利較佳，EPS 0.48 元，QoQ-30.7%，YoY+170.3%。

**案廠集中於下半年 2Q23 營運仍淡**

2023 年多數訂單集中於 2H23，故 1H23 會是 2023 年相對淡季，預估 2Q23 太陽能模組出貨量 QoQ+10%至 30MW，毛利率因 1Q23 出貨的案場毛利較佳，2Q23 則會稍微回落，預估 2Q23 營收 5.7 億元，QoQ+13.5%，YoY-11%，毛利率 22.2%，QoQ-1.3ppts，YoY+10.4ppts，EPS 0.53 元，QoQ+11.9%，YoY+141.5%。

表 1：獲利調整

	調整後		調整前		差異	
	1Q23 (百萬元)	2Q23F (百萬元)	1Q23 (百萬元)	2Q23F (百萬元)	1Q23 (%)	2Q23F (%)
營業收入	498	565	498	605	0.0	(6.6)
營業毛利	117	125	87	114	34.5	9.6
營業利益	87	94	68	90	27.9	4.4
稅後淨利	58	65	47	65	23.4	0.0
EPS (元)	0.48	0.53	0.40	0.55	20.0	(3.6)
<b>重要比率(%)</b>					<b>(ppts)</b>	<b>(ppts)</b>
毛利率	23.47	22.18	17.52	18.77	6.0	3.4
營業利益率	17.54	16.67	13.71	14.81	3.8	1.9
稅後淨利率	11.61	11.45	9.52	10.68	2.1	0.8

資料來源：國票投顧預估、整理

➤ **結束低毛利訂單惡夢 獲利回歸正軌**

安集 2021 年~2022 年毛利率受到上游原料多晶硅價格暴漲，秉持對客戶承諾，並未調漲價格以反應成本，致使低毛利訂單延續至 3Q22 才出貨完畢，因此平均毛利率自 21%~23% 下降至 2021 年/2022 年的 18.2%/14.5%。隨毛利較差的訂單出貨完畢，可見 4Q22~1Q23 毛利率已恢復到正常水準，帶動 2023 年/2024 年 EPS 創歷史新高。

**大客戶拉貨延後 1~2 個月，下修 2023 模組出貨量**

預期安集 2023 年模組出貨量與 2022 年持平，但由前次 230MW 下修至 210MW，主要受到大客戶原預期於 07~08/2023 開始拉貨，然近期抗議事件頻傳，致使政府審理速度趨緩，預期遞延至 08~09/2023 出貨，以及 2024 年總統大選影響各地政府對太陽能支持力道。毛利率方面將有望維持高檔，主因低毛利訂單已全數於 3Q22 出貨完畢，同時自有案廠預計於 3Q23 掛表 28MW 至 116MW，帶動高毛利的售電收入增加。

產能方面將於 2H23 升級至 M10 規格，屆時年產能從 250 MW 提升至 300MW。轉投資嘉一能源 40MW AFC 儲能案場(安集持股 25%)已於 05/2023 併網參與 AFC 服務。

由於下修全年太陽能模組出貨量，將 2023 年營收由 38.3 億元下修至 35.6 億元，YoY+8.9%，EPS 由 2.99 元下修至 2.88 元，YoY+52.7%。2024 年隨著原物料價格漸趨穩定，以及選舉干擾因素去除，投研部預估安集太陽能模組出貨量將穩定成長，預估 2024 年營收 38.3 億元，YoY+7.5%，EPS 3.15 元，YoY+9.4%。

表 2：安集各季預估出貨量

單位：MW

	1Q23	2Q23F	3Q23F	4Q23F	2023F
調整後	27	30	60	93	210
調整前	30	35	87	88	240

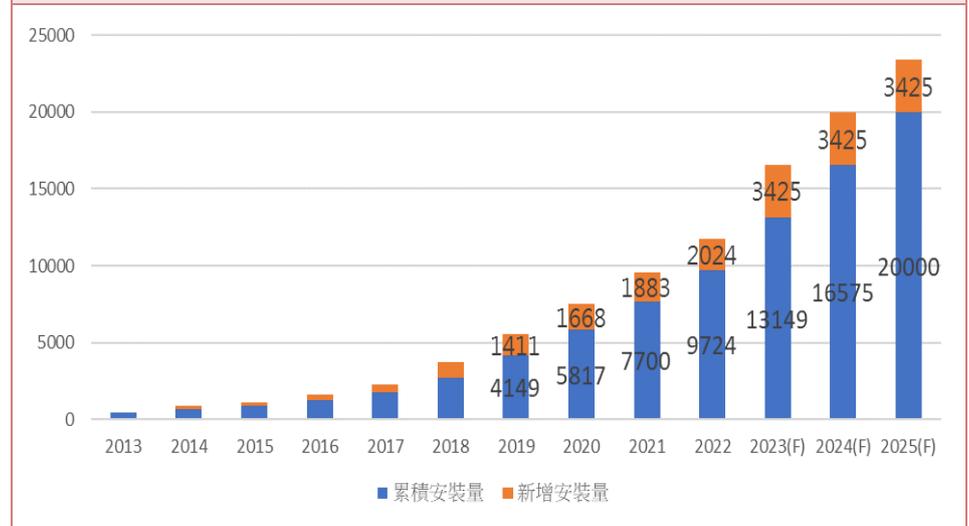
資料來源：經濟部能源局、國票投顧預估

### 2050 年淨零碳排拉高太陽能裝置容量至 40~80GW 國內市場需求穩健

台灣 2025 年太陽能裝置容量目標為 20GW，意味 2022~2025 年平均新增量約 3.1GW，然因原物料價格居高不下、土地抗爭及漁電共生前置作業期間較長等因素，2022 年新增量僅 2GW，低於預期。使 2023~2025 年平均新增量得加速至 3.4GW 方能達成 2025 年政策目標。2050 年淨零主軸在潔淨能源，預計在再生能源及氫能投資 2100 億元，將綠能發電比重自 2022 年 15%，拉高至 2025 年 20%、2050 年 60%~70%。其中太陽能累計安裝量由原先 2025 年 20GW，延伸至 2050 年 40~80GW，長期國內市場需求穩健。

圖 1：台灣太陽能新增/累積裝置容量

單位：MW



資料來源：經濟部能源局、國票投顧預估

### 客戶遞延拉貨及政經因素干擾，下修 2023 年出貨量，目標價下調至 59 元

評價方面，安集近五年 PE 區間落於 8x~25x，目前 PE 16x，投研部持續看好國內太陽能建置需求穩定成長，惟短期受到大客戶拉貨遞延及政經因素干擾，而下修全年出貨量及下修 2023 年 EPS，並改以 2024 年評價，將買進目標價由 62 元下調至 59 元(2024F PE 18x)。

表 3：獲利調整

	調整後		調整前		差異	
	FY23F (百萬元)	FY24F (百萬元)	FY23F (百萬元)	FY24F (百萬元)	FY23F (%)	FY24F (%)
營業收入	3,560	3,827	3,831	3,827	(7.1)	0.0
營業毛利	620	662	602	662	3.0	0.0
營業利益	491	527	477	527	2.9	0.0
稅後淨利	350	382	354	382	(1.1)	0.0
EPS (元)	2.88	3.15	2.99	3.15	(3.7)	0.0
重要比率(%)					(ppts)	(ppts)
毛利率	17.41	17.30	15.70	17.30	1.7	0.0
營業利益率	13.79	13.76	12.46	13.76	1.3	0.0
稅後淨利率	9.81	9.99	9.24	12.48	0.6	(2.5)

資料來源：國票投顧預估

安集未來 12 個月 P/E 區間



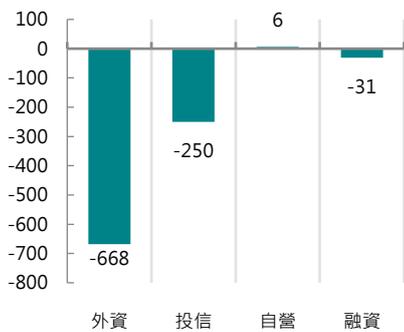
資料來源：國票投顧

安集未來 12 個月 P/B 區間



資料來源：國票投顧

近二十日籌碼變化



資料來源：TEJ

十大股東結構

持股人姓名	持股率%
欽揚科技(股)	13.76
尚元(股)	5.97
王麗華	3.49
江泰投資(股)	1.99
呂秉樺	1.65
鄭雅蘋	1.64
曾瑞明	1.49
陳金碧	1.29
楊清文	1.26
林方麗香	1.24

資料來源：TEJ

董監事持股

持股人	身分別	持股率%
楊清文	董事	1.26
黃國棟	董事長	0.9
莊佳嫻	董事	0
陳玲慧	獨立董事	0
黃孝信	獨立董事	0
鄭淳仁	獨立董事	0
沅暮光電(股)鄭博文	董事	0.02
和昌精密股份有限梁明清	董事	0.05
梁明清	法人代表(董事)	0
欽揚科技(股) 蘇宗欽	董事	13.76

資料來源：TEJ

6477 安集 永續發展概況

CMoney ESG Rating

落後					平均					領先									
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10

E(環境保護)	S(社會責任)	G(公司治理)	永續報告書連結
7	3	6	<a href="https://mops.twse.com.tw/server-java/FileDownload?step=9&amp;filePath=/home/html/nas/p/reted/4100/%file%name%100%a11_6477_110.pdf">https://mops.twse.com.tw/server-java/FileDownload?step=9&amp;filePath=/home/html/nas/p/reted/4100/%file%name%100%a11_6477_110.pdf</a>

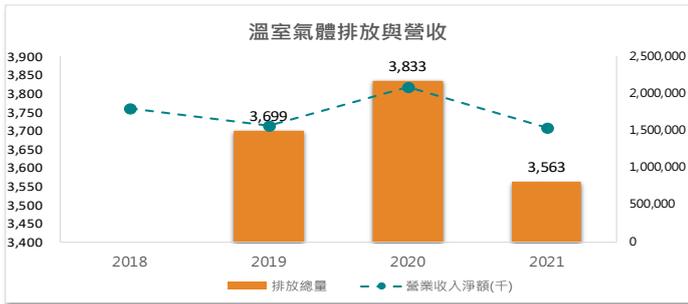
產業類別	產業樣本數	ESG評等產業排名	TCFD報告書簽署	TCFD報告書連結
電子-光電	117	19	否	

資料來源：CMoney  
說明：評等1-10分，10分最高



環境保護 Environment

溫室氣體



摘要	2021年溫室氣體排放量減少7.04% · 營收減少26.01%		
溫室氣體盤查數據			
年度	排放總量(公噸)	範疇一	範疇二
2021	3,563	70	3,494
2020	3,833	71	3,762
2019	3,699	57	3,642
2018	未揭露	-	-

\*排放總量(公噸)：範疇一+範疇二溫室氣體排放數據  
\*範疇一：組織擁有或控制的營運據點的溫室氣體排放  
\*範疇二：組織所購買或取得之電力，用之於供熱、製冷或蒸汽而產生的溫室氣體排放

資料來源：CMoney、企業揭露資訊

水資源



摘要	2021年企業用水量減少24.91% · 營收減少26.01%		
企業用水量盤查數據			
年度	用水總量(公噸)	回收水量(公噸)	排水量(公噸)
2021	18,717	-	14,973
2020	24,926	-	20,388
2019	19,354	-	15,298
2018	未揭露	-	-

\*用水總量：依取水來源統計之總使用水量  
\*回收水量：將已用水和廢水透過循環處理成可再利用的水資源(包含製成回收水)  
\*排水量：排放的污水總量

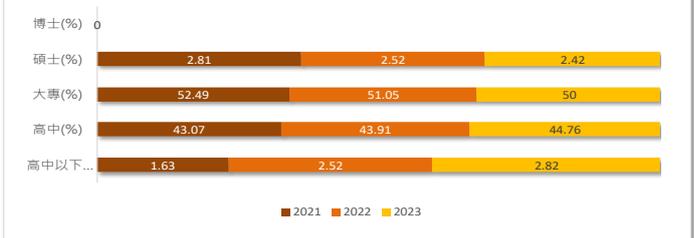
資料來源：CMoney、企業揭露資訊

社會責任 Social Responsibility

員工人數



員工學歷分佈



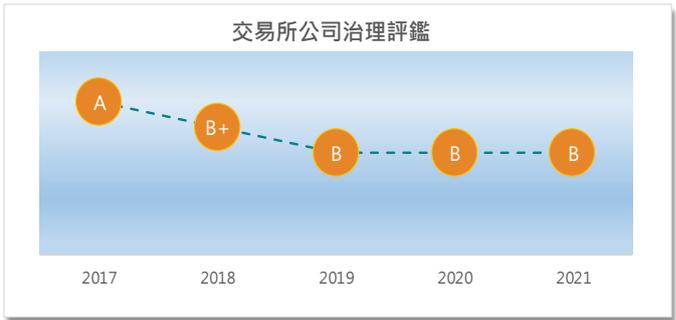
公司治理 Corporate Governance

公司治理評鑑

評鑑年度	評鑑結果	等級	加權項目比重			
			維護股東權益及 平等對待股東	強化董事會結構 與運作	資訊 透明度	落實 企業社會責任
2022	36%至50%	B	0.2	0.33	0.23	0.24
2021	36%至50%	B	0.2	0.33	0.26	0.21
2020	36%至50%	B	0.19	0.34	0.26	0.21
2019	21%至35%	B+	0.2	0.35	0.24	0.21
2018	6%至20%	A	0.2	0.35	0.24	0.21

資料來源：CMoney、交易所

[註]等級轉換：前5%：「A+」；6%至20%：「A」；21%至35%：「B+」；36%至50%：「B」；51%至65%：「C+」；66%至80%：「C」；81%至100%：「D」

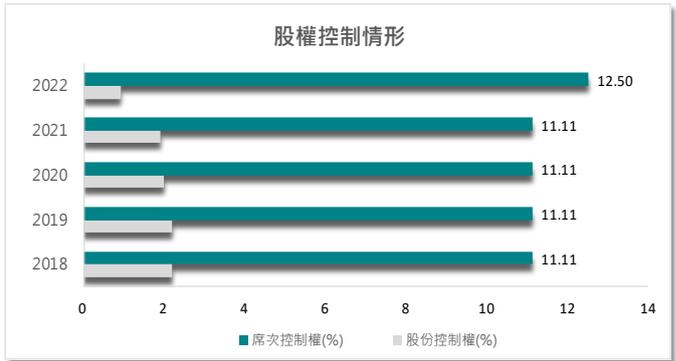


企業功能委員會

功能委員會	
審計委員會(非強制設置)	★ 審計委員會(強制設置)
提名委員會	資訊安全委員會
公司治理委員會	永續發展委員會
薪資報酬委員會	★ 誠信經營委員會
風險管理委員會	策略委員會

資料來源：CMoney、企業揭露資訊

股權控制



企業裁罰資訊

2023/3/23	違反法條： 勞工職業災害保險及保護法第12條	違反內容： 未為所屬勞工辦理投保、退保手續。
2022/10/20	違反法條： 空氣污染防治法第16條第2項、空氣污染防治法(修訂年度91年)第74條第1項、空氣污染防治費收費辦法第5條	違反內容： 從事「安集科技股份有限公司監獄(車棚)拆除新建工程」(管制編號：G111GA2016 -1)·未依空氣污染防治法第16條第2項所定辦法(空氣污染防治費收費辦法第5條第1項)規定於111年7月4日(開工日)前1日完成繳納營建工程空氣污染防治費，遲至111年9月15日始完成繳費，逾期達74日超過30日以上。

資料來源：CMoney蒐集MOPs重訊、環保署、金管會、勞動部裁罰資訊

附註說明

溫室氣體與水資源企業資訊來源為永續報告書及公開資訊觀測站。  
企業資料於每年6/30及9/30申報截止，CMoney蒐集整理數據於每年8月及10月更新最新資料。  
依循GRI國際準則，企業揭露溫室氣體與水資源等資料應揭露至少3至5年，因此最新年度永續報告書應有3至5年數據，表格數據以最新年度公告數據呈現。  
舉例：去年A公司公告2020、2019年溫室氣體資料，今年只公告2021年資料，視為今年沒有公告2020、2019歷史資料，於表格中只會呈現2021年資料。

## 綜合損益表

百萬元	1Q23	2Q23F	3Q23F	4Q23F	1Q24F	2Q24F	3Q24F	4Q24F	FY22	FY23F	FY24F
營業收入	498	565	1,015	1,481	605	704	1,273	1,244	3,269	3,560	3,827
營業毛利	117	125	168	209	114	137	211	201	475	620	662
營業費用	30	31	33	35	31	31	37	36	114	129	135
營業利益	87	94	135	174	83	106	174	164	361	491	527
稅前淨利	74	81	122	162	70	93	161	153	287	438	478
本期淨利(NI)	58	65	98	129	56	75	129	122	228	350	382
淨利歸屬於 母公司業主	58	65	98	129	56	75	129	122	229	349	382
淨利歸屬於 非控制權益	0	0	0	0	0	0	0	0	(1)	0	0
每股盈餘_本期淨利	0.48	0.53	0.80	1.07	0.46	0.62	1.07	1.01	1.93	2.88	3.15
QoQ(%)											
營收淨額	-40.85	13.47	79.53	45.92	-59.13	16.34	80.80	-2.31			
銷貨毛利	-34.44	7.23	34.19	24.33	-45.70	20.43	54.07	-4.77			
營業利益	-40.99	7.79	43.33	29.00	-52.55	27.92	64.26	-5.31			
稅後純益_母公司淨利	-30.72	11.86	50.65	32.51	-56.59	33.12	72.94	-5.44			
YoY(%)											
營收淨額	-34.59	-10.98	-1.34	75.81	21.48	24.56	25.44	-16.02	7.50	8.92	7.50
銷貨毛利	85.21	67.39	6.20	17.28	-2.85	9.10	25.27	-4.04	6.80	30.52	6.80
營業利益	136.21	92.76	6.29	17.61	-5.44	12.21	28.60	-5.60	7.25	35.95	7.25
稅後純益_母公司淨利	170.29	141.53	0.42	54.71	-3.05	15.37	32.44	-5.49	3.81	52.65	9.37
各項比率											
營業毛利率	23.47	22.18	16.58	14.12	18.77	19.43	16.55	16.14	14.53	17.41	17.30
營業利益率	17.54	16.67	13.31	11.76	13.66	15.02	13.64	13.22	11.05	13.79	13.76
稅前淨利率	14.78	14.31	12.01	10.91	11.59	13.26	12.68	12.28	8.77	12.31	12.48
稅後淨利率	11.61	11.45	9.61	8.73	9.27	10.61	10.14	9.82	7.00	9.81	9.99

資料來源：TEJ、國票投顧

## 財務狀況表

百萬元	FY22F	FY23F	FY24F
現金及約當現金	1,152	1,263	1,421
流動金融資產	0	0	0
應收款項	874	770	760
存貨	566	610	541
其他流動資產	219	167	188
流動資產	2,822	2,810	2,917
非流動金融資產	320	320	320
採用權益法之投資	209	221	209
不動產、廠房與設備	2,579	3,087	3,656
投資性不動產	1	0	0
其他非流動資產	2,139	2,354	2,295
資產總計	8,240	8,570	9,186
短期借款	543	543	543
流動金融負債	0	0	0
應付款項	658	702	796
其他流動負債	392	427	409
流動負債	1,654	1,672	1,748
非流動金融負債	0	0	0
應付公司債	1,124	1,124	1,124
長期借款	1,783	2,012	2,252
其他非流動負債	138	202	259
負債總計	4,933	5,010	5,383
股本	1,212	1,212	1,212
資本公積	1,345	1,345	1,345
保留盈餘	811	1,063	1,306
其他權益	(79)	(79)	(79)
庫藏股	0	0	0
非控制權益	19	19	19
股東權益	3,307	3,560	3,802

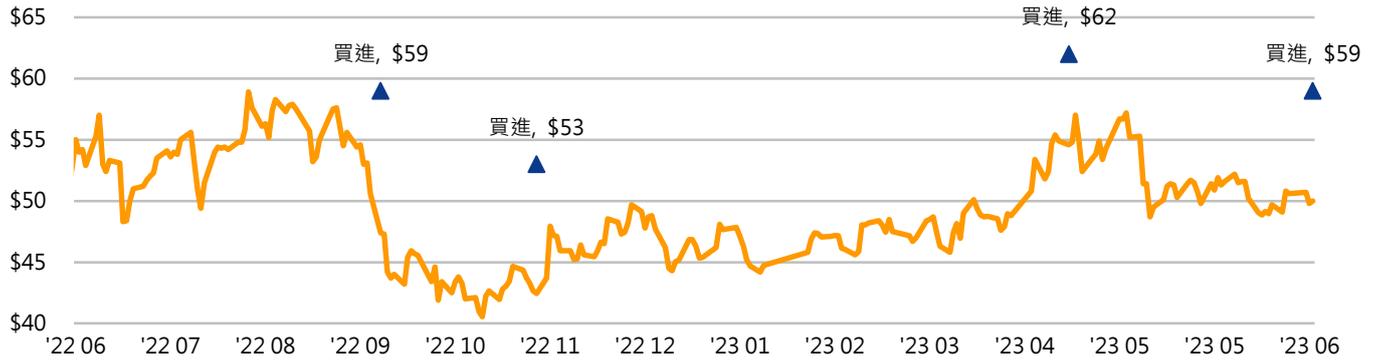
資料來源：TEJ、國票投顧

## 現金流量表

百萬元	FY22F	FY23F	FY24F
本期稅前淨利(淨損)	287	438	478
折舊攤提	114	125	138
採權益法之關聯企業及合資損益之份額	(1)	(1)	(1)
收取之利息	0	0	0
收取之股利	(191)	(4)	(4)
營運資金增減	0	0	0
支付之利息	(227)	116	172
支付之所得稅	(46)	(14)	(13)
其他	(14)	(88)	(96)
來自營運之現金流量	224	106	106
資本支出	146	678	780
長投增減	(863)	(632)	(706)
短投增減	(122)	0	0
收取之利息	16	0	0
收取之股利	0	0	0
其他	4	0	0
來自投資之現金流量	(7)	(50)	(50)
自由現金流量	(972)	(682)	(756)
借款增(減)	(827)	(4)	24
股利發放	287	229	240
發行公司債	(60)	(97)	(140)
償還公司債	1,009	0	0
現金增資	0	0	0
其他	0	0	0
來自融資之現金流量	104	2	53
匯率調整	1,340	134	154
本期產生之現金流量	0	(20)	(20)
期末現金及約當現金	514	110	158

資料來源：TEJ、國票投顧

安集歷史投資建議走勢



國票買進個股數

投資評等	個股數
強力買進/買進	69

評等說明

評等	定義
強力買進	預估未來 3 個月內的絕對報酬高於 20% · 且短期股價動能強勁
買 進	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 預估未來 3 個月內的絕對報酬高於 20%</li> <li>• 中大型股及金融股：預估未來 3 個月內的絕對報酬高於 12%以上</li> </ul>
區間操作	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 預估未來 3 個月內絕對報酬小於 20%</li> <li>• 中大型股及金融股：預估未來 3 個月內的絕對報酬小於 12%</li> <li>• 股價若偏區間價位下緣 · 可偏多操作; 股價若偏區間價位上緣 · 宜保守操作</li> </ul>
觀 望	預估未來 3 個月內的絕對報酬低於 0%
未 評 等	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 該公司未於國票核心持股名單</li> <li>• 國票可能與該公司進行業務而處於緘默期</li> </ul>

備註：「續推買進」報告 - 預估未來 3 個月內的絕對報酬高於 10%；中大型股及金融股 · 預估未來 3 個月內的絕對報酬高於 6%以上

研究員聲明

本研究報告之內容 · 係研究人員就其專業能力之善意分析 · 負責之研究人員 ( 或者負責參與的研究人員 ) 確認：本研究報告的內容係反映研究人員對於相關證券的個人看法；研究人員的報酬與本研究報告內容表述的個別建議或觀點無關。

公司總聲明

1. 國票證券投資顧問股份有限公司為國票金融控股公司之集團成員 · 國票金融控股公司所屬子公司暨關係企業 ( 以下簡稱 國票金控集團 ) 從事廣泛金融業務 · 包括但不限於票券、保險、證券經紀、自有資金投資與交易、資產管理及證券投資信託等。國票金控集團對於本報告所涵蓋之標的公司可能有投資或其他業務往來關係。
2. 國票金控集團及其所屬員工 · 可能會投資本報告所涵蓋之標的公司 · 且其交易方向與本報告中所提及交易方向可能不一致。除此之外 · 國票金控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。國票金控集團轄下的銷售人員、交易員及其他業務人員可能會為其客戶或自營部門提供口頭或書面市場看法或交易策略 · 然而該等看法與策略可能與本報告意見不盡一致。國票金控集團之資產管理、自營及其他投資業務所有之投資決策也可能與本報告所提供之建議或看法不一致。
3. 本報告純屬研究性質 · 僅供集團內部同仁及特定客戶參考 · 不保證其完整性及精確性 · 且不提供或嘗試遊說客戶做為買賣股票之投資依據。報告中所有的意見與預估 · 係取自本公司相信為可靠之資料來源 · 且為特定日期所為之判斷 · 有其時效性 · 爾後若有變更 · 本公司將不做預告或主動更新。投資人於決策時應審慎衡量本身風險 · 並就投資結果自行負責。以上報告內容之著作權屬國票投顧所有 · 非經本公司同意 · 禁止任何形式之抄襲、引用或轉載。