

1519.TT 華城

外銷比重成長帶動毛利提升

公司簡介

華城電機股份有限公司成立於 1969 年，為國內重電機設備大廠，主要生產配電及電力變壓器、開關設備、配電盤、相關配電器材及工程承包。

投資評等/目標價

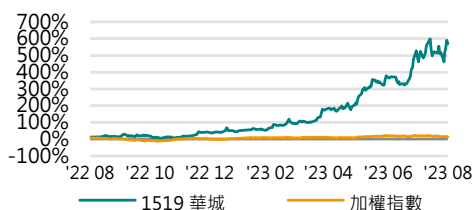
買進

300

【前次投資建議】區間操作，195~255

【大盤指數/股價】16381 / 229

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)	261
市值(百萬元)	59,782
3M 平均日成交值(百萬元)	2,270
外資持股率(%)	12.64
投信持股率(%)	7.24
董監持股率(%)	19.04

重點財報解析

百萬元	FY22	FY23F	FY24F
營業收入	7,751	11,987	14,438
營業利益	429	2,434	3,529
母公司本期淨利	838	2,203	3,132
EPS(元)	3.21	8.44	12.00
每股現金股利(元)	2.50	6.33	9.00
每股淨值(元)	15.87	21.78	27.45
本益比(x)	71.34	27.13	19.08
本淨比(x)	14.43	10.51	8.34
殖利率(%)	1.09	2.76	3.93

環境、社會與治理(ESG)



重點摘要

➤ 2Q23 EPS 2.08 元，YoY+133.7%，QoQ+164.4%，優於預期

2Q23 營收 31.03 億元，YoY+51.7%，QoQ+101.4%，符合投研部預期，獲利則達到 EPS 2.08 元，YoY+133.7%，QoQ+164.4%，優於投研部預期，主因生產優化以及外銷比重提升帶動毛利率成長，2Q23 毛利率已達 29.6%。展望 2H23，投研部預估，隨著外銷比重提高，毛利率有望逐季提升，費用則因產程優化，人力及設備無須同比增加，有望維持低檔，因此我們認為獲利將有望逐季成長。預估 2023 營收 119.87 億元，YoY+54.7%，毛利率 30.7%，EPS 8.44 元，YoY+162.8%。

➤ 高毛利外銷訂單能見度高，ASP 提升將挹注營收及獲利動能

受大環境因素影響，2H22 已有部分國際同業出現人力及原物料短缺情形，然而，供需失衡下基礎建設所需訂單仍然持續增加，投研部認為，產能緊俏供不應求下，客戶將以加價方式搶產能，華城接單價格將明顯優於往年，而依照接單生產及出貨時程推測，產品漲價所帶動營收及獲利成長的部分，將於 2024 年開始陸續反映，而在費用方面，參考疫情前出口費用(包裝+內陸運輸+海運+進口關稅+當地內陸運輸)約占 8%~12%，疫情期間受海運運價大漲影響，占比最高超過 20%，2023 年運價已回到正常下，加上產品 ASP 提升，出口費用有望回落至疫情前水準，營收、毛利及淨利將持續成長，因此投研部預估，2024 年營收將進一步成長至 144.38 億元，YoY+20.4%，毛利率則將進一步提升至 34.1%，EPS 12 元，YoY+42.2%。

➤ 正向看待華城營運成長動能，調升至買進評等，目標價 300 元

投研部正向看待華城 2023~2024 年營運成長動能，主因：1)受惠台電強韌電網計畫，再生能源、變壓器及配電盤等銷售成長可期；2)國家淨零碳排放政策將帶動電動車充電事業快速成長；3)外銷在手訂單有 2~3 年能見度，ASP 有望逐年提升；4)運價及匯率等不利因素消失以及產品組合持續優化帶動毛利率提升及費用率下降，獲利成長可期。評價方面，考量營運表現成長速度優於市場預期且不利因素消失，多項事業均進入快速成長期，因此以 2024 年預估 EPS 12 元並以歷史本益比中上緣的 25X 進行評價，目標價 300 元(2024F EPS * 25X)，調升評等至買進。

華城電機為國內重電設備主力廠商，在電力輸、配、送扮演重要角色

華城電機股份有限公司成立於 1969 年，為國內重電機設備大廠，主要生產配電及電力變壓器、開關設備、配電盤、相關配電器材及工程承包。在電力輸、配、送系統中，除發電機和電纜沒有生產外，其餘電力設備皆有客製化的製造服務。營收占比方面，以變電器、配電盤銷售以及工程委託為主，其中變電器占比超過 7 成；1H23 銷售區域占比約為：台灣約 60%、外銷 40%，外銷比重持續成長中，預計 2023 年比重將達 50%；電力變壓器在國內市占率約 35%。生產基地包括中壢廠做配電變壓器、觀音二廠做電力變壓器、觀音三廠做開關與開關櫃、台中廠做超大型電力變壓器，投研部認為，華城在重電設備領域耕耘超過 50 年，擁有足夠經驗，營運穩健。

新事業體儲能及電動車充電事業成長可期

配合國家淨零碳排放政策及台電強韌電網計畫之再生能源相關需求，華城投入儲能相關業務，如受委託建置的新竹生醫儲能案場，華城於其中負責提供重電設備相關零組件、工程規劃及其他儲能相關的設備及服務，並陸續與其他客戶洽談案場訂單中；在電動車事業方面，為配合政府推動 2040 年電動車銷售占比要達 100% 的政策，子公司華城電能投入充電相關服務，主要營收來源為充電樁到府規劃及安裝、受託建置充電站、站點消費及充電費收入。華城電能在全台超充站之市佔率已超過 5 成；華城本身則擁有自有快充站 29 座、合作快充站 31 座、慢充樁 280 支，並持續成長中。投研部認為，隨著電動車發展與銷售進入黃金成長期，市場對電動車充電站與充電樁之需求將跟隨電動車出貨量一同迎來高速成長，雖充電事業營收占比仍低(2022 年約占 1%~2%)，投研部仍看好充電相關業務將成為華城未來重要營收成長動能。

2Q23 EPS 2.08 元，YoY+133.7%，QoQ+164.4%，優於預期

2Q23 營收 31.03 億元，YoY+51.7%，QoQ+101.4%，符合投研部預期，獲利則達到 EPS 2.08 元，YoY+133.7%，QoQ+164.4%，優於投研部預期，主因生產優化以及外銷比重提升帶動毛利率成長，2Q23 毛利率已達 29.6%。展望 2H23，投研部預估，外銷訂單出貨將逐季成長，且隨著外銷比重提高，毛利率有望逐季提升，費用則因產程優化，人力及設備不會與營收同比增加，有望維持低檔，因此我們認為獲利將有望逐季成長。綜合以上，國票預估華城 2023 年營收 119.87 億元，YoY+54.7%，毛利率 30.70%，EPS 8.44 元，YoY+162.8%。

高毛利外銷訂單能見度高，ASP 提升將挹注營收及獲利動能

受大環境因素影響，2H22 已有部分國際同業出現人力及原物料短缺情形，然即使在供需失衡下基礎建設所需訂單仍然持續增加，投研部認為，美國基礎建設推動下，有許多老舊電廠超高壓變電器需汰舊換新，訂單需求能見度高，依華城目前在手訂單量及訂單成長速度推算，外銷訂單能見度應至少有 2~3 年，且在產能供不應求下，客戶將以加價方式搶產能，帶動華城接單價格將明顯優於往年，而在費用方面，參考疫情前出口費用(包裝+內陸運輸+海運+進口關稅+當地內陸運輸)約占 8%~12%，疫情期間受海運運價大漲影響，占比最高超過 20%，而 2023 年運價則已回規正常，加上產品 ASP 提升，出口費用率有望回落至疫情前水準，依照接單生產及出貨時程推測，產品漲價所帶動營收及毛利成長的部分，將於 2024 年開始陸續反映，營收、毛利及淨利將持續成長，因此投研部預估，2024 年將受惠外銷比重及 ASP 雙增優勢，2024 年營收將進一步成長至 144.38 億元，YoY+20.4%，毛利率則將進一步提升至 34.1%，EPS 12.0 元，YoY+42.2%。

正向看待華城營運成長動能，調升至買進評等，目標價 300 元

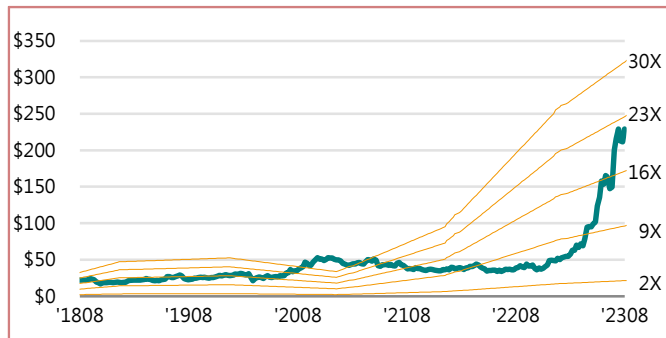
投研部正向看待華城 2023~2024 年營運成長動能，主因：1)受惠台電強韌電網計畫，再生能源、變壓器及配電盤等銷售成長可期；2)國家淨零碳排政策將帶動電動車充電事業快速成長；3)外銷超高壓變壓器在手訂單有 2~3 年能見度，ASP 有望逐年提升；4)運價及匯率等不利因素消失以及產品組合持續優化帶動毛利率提升及費用率下降，獲利成長可期。評價方面，考量營運表現成長速度優於市場預期且不利因素消失，多項事業均進入快速成長期，因此以 2024 年預估 EPS 12 元並以歷史本益比中上緣的 25X 進行評價，目標價 300 元(2024F EPS * 25X)，調升評等至買進。

表 1：財務分析差異表

	最新預估		前次預估		差異	
	FY23F	FY24F	FY23F	FY24F	FY23F	FY24F
	(百萬元)	(百萬元)	(百萬元)	(百萬元)	(YoY%)	(YoY%)
營業收入	11,987	14,438	11,041		8.57%	
營業毛利	3,681	4,923	2,864		28.53%	
營業利益	2,434	3,529	1,344		81.10%	
稅後淨利	2,203	3,121	1,174		87.65%	
稅後 EPS (元)	8.44	12.00	4.50			
Margin (%)						
營業毛利率	30.70%	34.10%	25.94%			
營業利益率	20.31%	24.44%	12.17%			
稅後淨利率	18.38%	21.70%	10.64%			

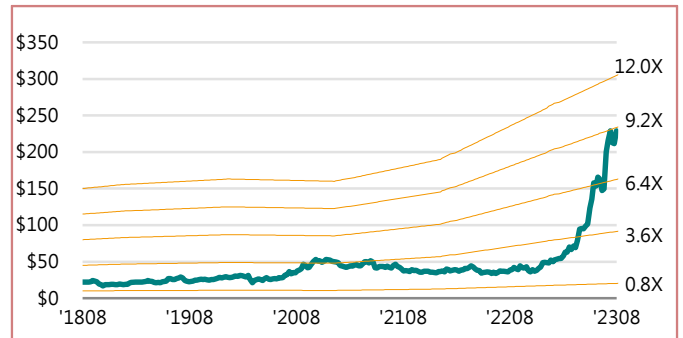
資料來源：國票投顧

華城未來 12 個月 P/E 區間



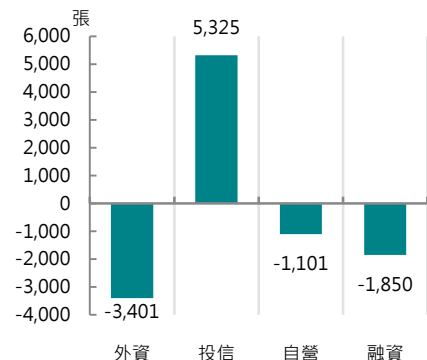
資料來源：國票投顧

華城未來 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%
華承投資(股)	9.22
許守雄	8.66
許邦福	6.93
陳延芬	4.81
群盛發(股)	4.41
許美鳳	3.87
黃秀卿	3.45
許忠明	3.25
官耀(木丹)	3.14
許逸綸	2.45

資料來源：TEJ

董監事持股

持股人	身分別	持股率%
許守雄	副董事長	8.66
許邦福	董事長	6.93
許逸德	董事/總經理	1.51
許逸晟	董事/其他	1.24
許逸群	董事	0.41
翁仁培	董事	0.29
胡聯國	獨立董事	0
葉雲卿	獨立董事	0
雷惠民	獨立董事	0
廖致翔	獨立董事	0

資料來源：TEJ

1519 華城 永續發展概況

CMoney ESG Rating

更新評鑑年季：2023Q3

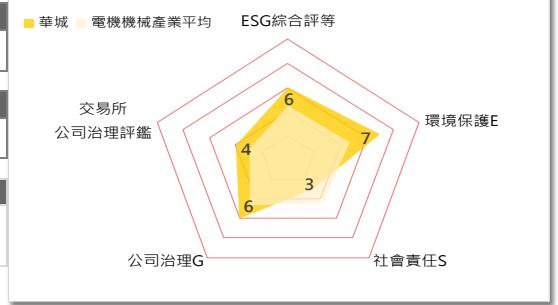
落後			平均				領先		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10

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	未發布或未申報交易所

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
電機機械	95	16	否	

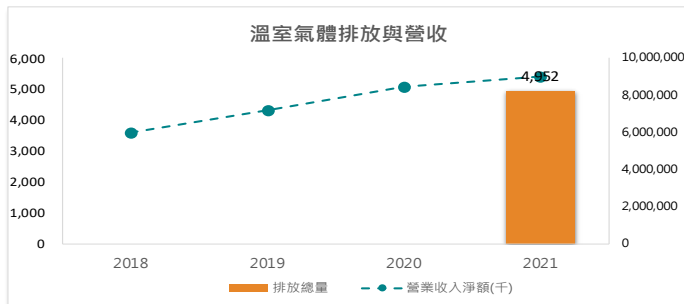
資料來源：CMoney

說明：評等1-10分，10分最高



環境保護 Environment

溫室氣體



摘要	公司未揭露溫室氣體盤查數據		
溫室氣體盤查數據			
年度	排放總量(公噸)	範疇一	範疇二
2021	4,952	375	4,577
2020	未揭露	-	-
2019	未揭露	-	-
2018	未揭露	-	-

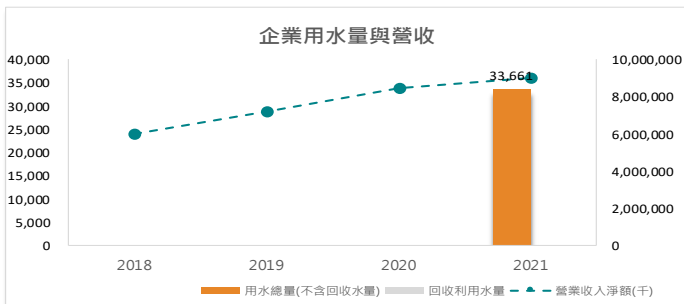
*排放總量(公噸)：範疇一+範疇二溫室氣體排放數據

*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	公司未揭露溫室氣體盤查數據		
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	33,661	-	-
2020	未揭露	-	-
2019	未揭露	-	-
2018	未揭露	-	-

*用水總量：依取水來源統計之總使用水量

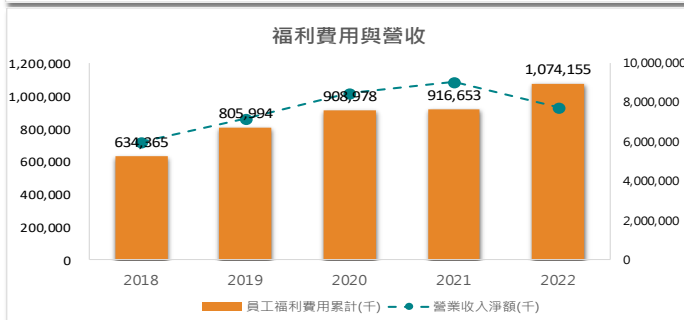
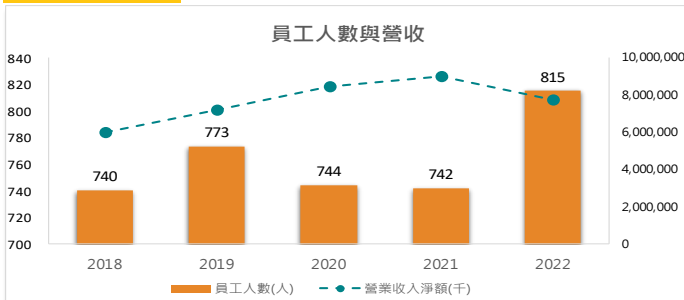
*回收水量：將已用水和廢水透過循環處理成可再利用的水資源(包含製成回收水)

*排水量：排放的汙水總量

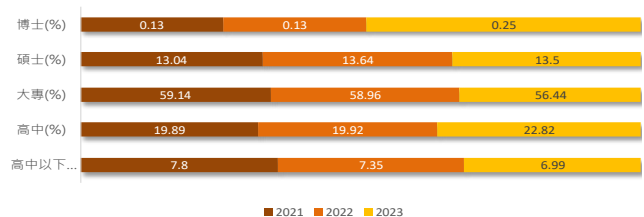
資料來源：CMoney、企業揭露資訊

社會責任 Social Responsibility

員工人數



員工學歷分佈



公司治理 Corporate Governance

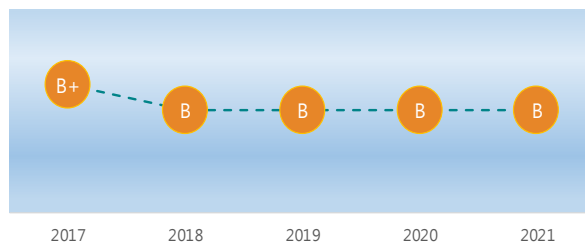
公司治理評鑑

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	36%至50%	B	0.2	0.35	0.24	0.21
2018	21%至35%	B+	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」

交易所公司治理評鑑



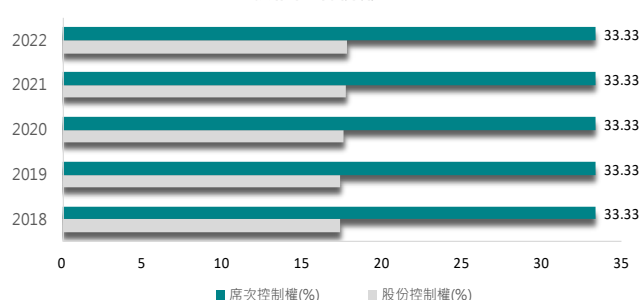
企業功能委員會

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

股權控制情形



企業裁罰資訊

今年以來沒有裁罰資訊

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	2Q23	3Q23F	4Q23F	1Q24F	2Q24F	3Q24F	4Q24F	FY22	FY23F	FY24F
營業收入	1,541	3,103	3,456	3,888	2,634	3,777	3,863	4,164	7,751	11,987	14,438
營業毛利	432	917	1,082	1,250	866	1,269	1,316	1,471	1,588	3,681	4,923
營業費用	210	325	342	369	266	363	366	399	1,158	1,246	1,394
營業利益	222	592	740	881	600	907	950	1,072	429	2,434	3,529
稅前淨利	239	646	803	949	636	968	1,029	1,187	950	2,637	3,820
本期淨利(NI)	203	539	666	787	522	794	844	973	822	2,196	3,132
淨利歸屬於_母公司業主	206	544	666	787	522	794	844	973	838	2,203	3,132
淨利歸屬於_非控制利益	-3	-4	0	0	0	0	0	0	(16)	(7)	0
每股盈餘_本期淨利	0.79	2.08	2.55	3.02	2.00	3.04	3.23	3.73	3.21	8.44	12.00
QoQ(%)											
營收淨額	(42.20)	101.40	11.39	12.50	(32.25)	43.39	2.28	7.79			
銷貨毛利	(2.98)	112.31	18.04	15.52	(30.69)	46.53	3.65	11.81			
營業利益	160.26	166.22	25.09	19.02	(31.83)	51.07	4.76	12.82			
稅後純益_母公司淨利	(56.93)	164.37	22.56	18.15	(33.73)	52.11	6.32	15.34			
YoY(%)											
營收淨額	10.40	51.72	110.12	45.86	70.98	21.73	11.78	7.10	(14.07)	54.66	20.44
銷貨毛利	87.51	88.63	153.82	180.87	100.64	38.48	21.59	17.69	12.84	131.83	33.75
營業利益	虧轉盈	133.61	476.76	931.50	170.17	53.31	28.40	21.71	17.37	467.13	44.97
稅後純益_母公司淨利	虧轉盈	133.69	392.06	64.87	153.68	45.96	26.62	23.61	189.17	162.84	42.18
各項比率											
營業毛利率	28.03	29.55	31.31	32.15	32.89	33.61	34.06	35.33	20.48	30.70	34.10
營業利益率	14.42	19.06	21.41	22.65	22.79	24.01	24.59	25.74	5.54	20.31	24.44
稅前淨利率	15.51	20.83	23.23	24.40	24.16	25.63	26.64	28.50	12.25	22.00	26.46
稅後淨利率	13.35	17.52	19.28	20.25	19.81	21.01	21.84	23.37	10.82	18.38	21.70

資料來源：TEJ、國票投顧

財務狀況表

百萬元	FY22	FY23F	FY24F
現金及約當現金	596	2,015	4,239
流動金融資產	0	0	0
應收款項	2,142	6,734	5,554
存貨	4,205	4,020	4,476
其他流動資產	696	600	552
流動資產	9,118	14,552	16,176
非流動金融資產	315	315	315
採用權益法之投資	2	1	1
不動產、廠房與設備	1,977	1,949	1,918
投資性不動產	0	0	0
其他非流動資產	211	189	199
資產總計	11,700	16,949	18,551
短期借款	897	1,260	1,623
流動金融負債	0	0	0
應付款項	3,031	4,869	4,084
其他流動負債	895	503	531
流動負債	6,411	6,632	6,238
非流動金融負債	0	0	0
應付公司債	0	0	0
長期借款	720	1,160	1,600
其他非流動負債	189	3,348	3,425
負債總計	7,435	11,140	11,262
股本	2,611	2,611	2,611
資本公積	87	87	87
保留盈餘	1,506	3,049	4,529
其他權益	(59)	(59)	(59)
庫藏股	0	0	0
非控制權益	122	122	122
股東權益	4,265	5,809	7,289

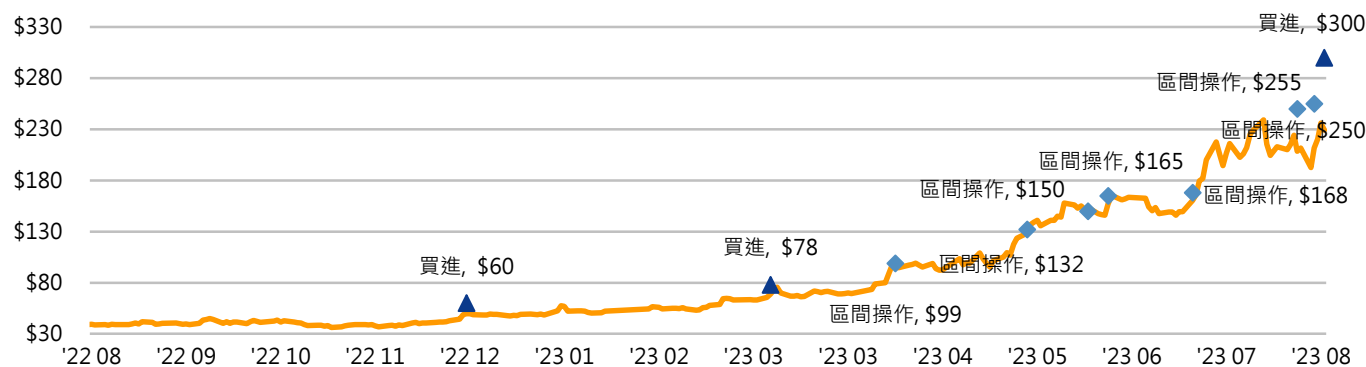
資料來源：TEJ、國票投顧

現金流量表

百萬元	FY22	FY23F	FY24F
本期稅前淨利(淨損)	950	2,637	3,820
折舊攤提	127	140	154
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	(8)	(29)	(6)
收取之股利	0	0	0
營運資金增減	(1,195)	(1,003)	(92)
支付之利息	(46)	(55)	(12)
支付之所得稅	(126)	(441)	(688)
其他	1,114	106	107
來自營運之現金流量	838	1,378	3,306
資本支出	(139)	(112)	(123)
長投增減	0	0	0
短投增減	0	0	0
收取之利息	0	0	0
收取之股利	0	0	0
其他	(262)	(138)	(156)
來自投資之現金流量	(401)	(250)	(279)
自由現金流量	437	1,127	3,026
借款增(減)	315	803	803
股利發放	(261)	(653)	(1,652)
發行公司債	0	0	0
償還公司債	0	0	0
現金增資	0	0	0
其他	(25)	161	68
來自融資之現金流量	28	311	(782)
匯率調整	(38)	(20)	(20)
本期產生之現金流量	427	1,419	2,225
期末現金及約當現金	596	2,015	4,239

資料來源：TEJ、國票投顧

華城歷史投資建議走勢



國票買進個股數

投資評等	個股數
強力買進/買進	73

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"> • 預估未來 3 個月內的絕對報酬高於 20% • 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
區間操作	<ul style="list-style-type: none"> • 預估未來 3 個月內絕對報酬小於 20% • 中大型股及金融股：預估未來 3 個月內的絕對報酬小於 12% • 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
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"> • 該公司未於國票核心持股名單 • 國票可能與該公司進行業務而處於減默期

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。