

中興電 (1513 TT) Chung-Hsin

撥雲見日，好戲正要開始

買進 (維持評等)

目標價 (12 個月) : NT\$200.0

收盤價 (2024/02/23) : NT\$143.0

隱含漲幅 : 39.9%

營收組成 (2022)

綠能 62%、服務 22%、工程及其他 16%

本次報告更新重點

| 項目 | 本次 | 前次 |
|-------------------|-------|-------|
| 評等 | 買進 | 買進 |
| 目標價 (NT\$) | 200.0 | 145.0 |
| 2023年營收 (NT\$/十億) | 22.1 | 22.4 |
| 2023年EPS | 3.4 | 3.5 |

交易資料表

| | |
|------------------------|---------------|
| 市值 | NT\$71,940百萬元 |
| 外資持股比率 | 13.1% |
| 董監持股比率 | 10.6% |
| 調整後每股淨值 (2023F) | NT\$27.83 |
| 負債比 | 66.5% |
| ESG評級 (Sustainalytics) | 高 (曝險程度共5級) |

簡明損益表 (NT\$百萬元)

| 年初至12月 | 2022A | 2023F | 2024F | 2025F |
|-------------|--------|--------|--------|--------|
| 營業收入 | 18,547 | 22,145 | 25,082 | 28,118 |
| 營業利益 | 2,851 | 4,508 | 5,077 | 5,677 |
| 稅後純益 | 2,434 | 1,671 | 4,082 | 4,575 |
| EPS (元) | 5.21 | 3.43 | 8.39 | 9.40 |
| EPS YoY (%) | 24.4 | -34.1 | 144.4 | 12.1 |
| 本益比 (倍) | 27.4 | 41.7 | 17.1 | 15.2 |
| 股價淨值比 (倍) | 5.2 | 5.9 | 5.1 | 5.0 |
| ROE (%) | 19.7 | 14.1 | 30.1 | 32.6 |
| 現金殖利率 (%) | 2.3% | 1.6% | 3.8% | 4.3% |
| 現金股利 (元) | 3.31 | 2.23 | 5.45 | 6.11 |

陳澤心

Amber.Chen53@yuanta.com

陳穆萱

Moo.Chen@Yuanta.com

元大觀點

考量接單與擴產狀況優於預期，本中心上修中興電 2024/2025 年電力事業群展望，預估年增率達 20%/15%。

GIS 重電設備供不應求狀況持續擴大，訂單能見度已達 2026 年。

評價尚未反映公司之成長預期，評價極具吸引力，重申買進評等。

重電接單狀況優於預期，在手訂單預估達 439 億元

中興電 1 月再取得 96 億元訂單，合計在手訂單推升至 439 億元，新取得訂單包括台電發電廠開關新建統包工程 47 億元，以及 GIS/GCB/GIL 等設備，另外尚有海盛 3-1 期離岸風力變電站統包工程 48 億元待簽約。受惠強韌電網計畫，重電設備供不應求狀況持續擴大，目前 GIS 開關設備交期已拉長至 18 個月，1Q24 後預期交期將拉長至 2 年，中興電訂單能見度已達 2026 年。

1 月新廠投產後，稼動率仍將高達 138%

中興電嘉義第 9 廠已於 1 月投產，重電產值由 100 億元上升至 115-120 億元，然而因接單狀況優於預期，預估 1Q24 稼動率仍高達 138%，因此中興電預計增建 1,700 坪廠房倉庫，並以輪班制來緩解訂單需求，考量接單狀況優於預期且擴產使產能提升，本中心上修中興電 2024/2025 年電力事業群 8%/10%至 118/136 億元，年增率達 20%/15%。

4Q23 營收低於本中心預期，主因產品遞延至 1Q24 出貨

4Q23 營收 58.5 億元，低於本中心與市場預期 4.2%/1.2%，主因台電土建進度落後，使中興電部分 GIS 設備遞延至 1Q24 出貨。營益率因營收規模不如預期，本中心微幅下修 0.2 ppts 至 18.8%，EPS 由 1.9 元下修至 1.8 元。1Q24 則因擴產與接單狀況優於預期，預估 EPS 年增 35.4%。

評價極具吸引力，重申中興電買進評等

此次上修 2024/2025 年 EPS 5%/9%，係反映 1) 重電設備接單狀況優於預期；2) 產能擴充優於預期；3) 看好儲能/台電開關/離岸風電統包工程訂單商機。中興電股價目前位於 2025 年預估 EPS 的 15.2 倍本益比，遠低於國內同業平均的 21.3 倍，我們認為目前評價尚未反映公司之成長預期，評價極具吸引力。本中心認為市場信心已逐步回穩，中興電於 345kV GIS 產品具不可取代性，上修目標本益比自 18 倍至 21 倍，上調目標價至 200 元 (21x 2025F EPS 9.4 元)，重申「買進」評等，預估評價將逐步朝向國內同業平均的 21.3 倍靠攏。

中興電聚焦綠能，搭上全球 2050 淨零趨勢順風車

中興電成立於 1956 年，主要業務為電力設備、電力工程統包及能源管理等，於 2008 年開始投入綠能事業，綠能營收(重電設備、太陽光電、儲能、氫能、微電網)占比由 2022 年的 62% 提升至 2023 年 1-10 月的 70%。業務包括六大事業群：電力事業群、系統整合事業群、新能源事業群，CNC 事業群、嘟嘟房事業群、大陸事業群，為台灣最大的電力設備供應商，重電高壓 GIS 產品市占率達 85%，統包工程及風電計畫等領域市占率亦超過 30%。此外，中興電於 2008 年投入氫能領域，掌握「甲醇重組製氫技術」，旗下嘟嘟房及太陽能案場等事業，每年均創造穩定獲利。

本中心於 2024 年 2 月 19 日的[重電產業報告](#)提及，台電強韌電網計畫 40% 的預算用於輸配電線路採購，並認為高壓 GIS 開關產品龍頭 - 中興電為該計畫最大受惠者。公司目前合計在手訂單達 439 億元，本中心對於中興電長期看法正面，主因 1) 台電強韌電網計畫推動氣體絕緣開關(GIS)需求，中興電獨佔地位直接受惠，產業榮景持續至 2030 年。2) 氫能預計於 2026 年達爆發期，接棒電力事業推升 2027 年創另一事業高峰，六大氫能產品萌芽茁壯。3) 長線而言，全球碳中和及 2050 淨零碳排放政策利多下，減排趨勢有望持續墊高公司評價，中興電氫能、重電雙引擎驅動，中長期成長道路明確。此外，中興電持續以自由品牌 iCharging 擴張電動車充電事業版圖，目標於未來三年在全台建置 200 個快充站點，隨電動車滲透率提升，充電站規模效益值得期待。整體而言，預估中興電 2023/2024/2025 年 EPS 分別為 3.43 元/8.38 元/9.4 元。

圖 1：中興電事業亮點及營收成長率預估

| | 2023F 營收佔比 | 主要產品及應用 | 成長動能 | 毛利率 | 2023F 營收 YoY | 2024F 營收 YoY | 2025F 營收 YoY |
|-----|---------------|------------------------|----------------------|------|-----------------|-----------------|-----------------|
| 電力 | 45% | 重電設備、案場工程 | 台電強韌電網計畫、2050 淨零碳排 | 高 | 23% | 20% | 15% |
| 氫能 | 0% | 氫能燃料電池、車輛/動力系統、加氫站、微電網 | 2050 淨零碳排，氫能低碳能源占比提高 | 尚未成熟 | 尚未量產 | 2Q24 量產 | 正成長 |
| 嘟嘟房 | 13% | 快充站、停車/維運服務 | 電動車滲透率擴大，快充站聚合營運 | 低 | 27% | 7% | 10% |
| 太陽能 | 8% | 太陽能案場售電 | 核能除役，綠能缺口加大 | 高 | 6% | 持平 | 持平 |
| 其他 | 34% | 都更、系統整合、精密加工 | - | - | 6% | 6% | 5% |

資料來源：公司資料、元大投顧預估

圖 2：中興電電力事業佔營收達近 5 成

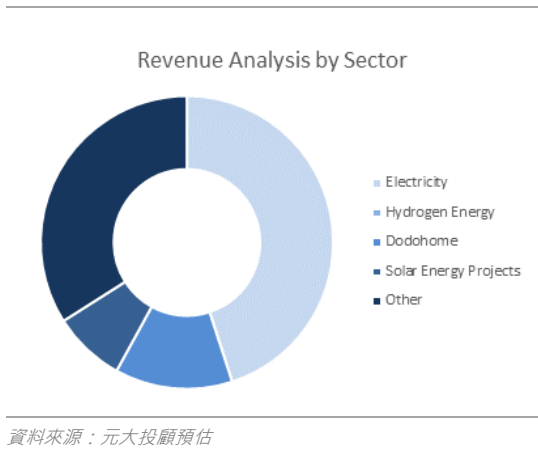
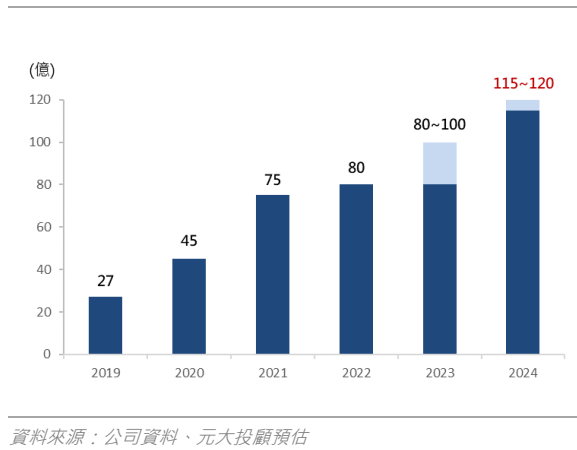


圖 3：中興電電力事業年產值預估



4Q23 營收低於本中心預期，主因重電設備產品遞延至 1Q24 出貨

4Q23 營收 58.5 億元，低於本中心與市場預期 4.2%/1.2%，主因台電土建進度落後，使中興電部分 GIS 設備遞延至 1Q24 出貨。毛利率部分則維持先前預估的 28.2%，本中心認為在台電強韌電網計畫下，高毛利 GIS 設備出貨占比提高，將使毛利率維持高檔水準；營益率則因營收規模不如預期，微幅下修 0.2ppts 至 18.8%，綜合以上，下修中興電 4Q23 稅後淨利 5.3%至 8.8 億元，季增 19.0%，年增 16.7%，EPS1.8 元。

圖 4：2023 年第 4 季財測與預估比較

| (百萬元) | 4Q22A | 3Q23A | 4Q23F | 季增率 | 年增率 | 4Q23F | | 預估差異 | |
|-------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| | | | | | | 元大預估 | 市場預估 | 元大 | 市場 |
| 營業收入 | 4,799 | 5,527 | 5,847 | 5.8% | 21.8% | 6,102 | 5,920 | -4.2% | -1.2% |
| 營業毛利 | 1,070 | 1,684 | 1,650 | -2.0% | 54.2% | 1,722 | 1,707 | -4.2% | -3.4% |
| 營業利益 | 848 | 783 | 1,100 | 40.6% | 29.7% | 1,163 | 1,086 | -5.4% | 1.2% |
| 稅前利益 | 930 | 878 | 1,128 | 28.4% | 21.3% | 1,191 | 1,086 | -5.3% | 3.9% |
| 稅後淨利 | 751 | 736 | 876 | 19.1% | 16.6% | 925 | 862 | -5.3% | 1.6% |
| 調整後 EPS (元) | 1.61 | 1.51 | 1.80 | 19.0% | 12.0% | 1.90 | 1.77 | -5.2% | 1.6% |
| 重要比率 (%) | | | | 百分點 | 百分點 | | | 百分點 | 百分點 |
| 營業毛利率 | 22.3% | 30.5% | 28.2% | -2.3 | 5.9 | 28.2% | 28.8% | 0 | -0.6 |
| 營業利益率 | 17.7% | 14.2% | 18.8% | 4.7 | 1.1 | 19.1% | 18.3% | -0.2 | 0.5 |
| 稅後純益率 | 15.7% | 13.3% | 15.0% | 1.7 | -0.7 | 15.2% | 14.6% | -0.2 | 0.4 |

資料來源：公司資料、元大投顧預估、Bloomberg

1Q24 擴產與接單狀況優於預期，預估 EPS 年增 35.4%

展望 1Q24，受惠訂單遞延效益，在手訂單持續滿載，中興電產能利用率已達 138%，且嘉義第九廠已於 1 月投產，重電產值由 100 億元上升至 115-120 億元，優於原先 110-115 億元之預期，微幅上修 1Q24 營收 0.2%至 61 億元，季增 3.5%/年增 3.6%；因高毛利重電設備出貨占比提高，預估毛利率年增 3.2ppts 至 30.2%，營業利益率年增 3.2ppts 至 20.8%，上修營業利益 3.0%至 12.6 億元，季增 14.5%；上修 EPS 2.9%至 2.07 元，季增 15.0%/年增 35.4%。

圖 5：2024 年第 1 季財測與預估比較

| (百萬元) | 1Q23A | 4Q23A | 1Q24F | 季增率 | 年增率 | 1Q24F | | 預估差異 | |
|-------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|------|-------|
| | | | | | | 元大預估 | 市場預估 | 元大 | 市場 |
| 營業收入 | 5,841 | 5,847 | 6,050 | 3.5% | 3.6% | 6,038 | 6,088 | 0.2% | -0.6% |
| 營業毛利 | 1,579 | 1,650 | 1,828 | 10.8% | 15.8% | 1,826 | 1,830 | 0.1% | -0.1% |
| 營業利益 | 1026 | 1,100 | 1258 | 14.5% | 22.6% | 1222 | 1246 | 3.0% | 1.0% |
| 稅前利益 | 962 | 1,128 | 1283 | 13.7% | 33.3% | 1246 | 1202 | 2.9% | 6.7% |
| 稅後淨利 | 744 | 876 | 1008 | 15.0% | 35.4% | 979 | 954 | 2.9% | 5.7% |
| 調整後 EPS (元) | 1.53 | 1.80 | 2.07 | 15.0% | 35.4% | 2.01 | 1.96 | 2.9% | 5.7% |
| 重要比率 (%) | | | | 百分點 | 百分點 | | | 百分點 | 百分點 |
| 營業毛利率 | 27.0% | 28.2% | 30.2% | 2.0 | 3.2 | 30.2% | 30.1% | 0.0 | 0.2 |
| 營業利益率 | 17.6% | 18.8% | 20.8% | 2.0 | 3.2 | 20.2% | 20.5% | 0.6 | 0.3 |
| 稅後純益率 | 12.7% | 15.0% | 16.7% | 1.7 | 3.9 | 16.2% | 19.7% | 0.4 | -3.1 |

資料來源：公司資料、元大投顧預估、Bloomberg

電力事業：接單狀況優於預期，在手訂單已推升至 439 億元

截至 2023 年底，中興電在手訂單共 343 億，並於 2024 年 1 月再取得 96 億元訂單，合計在手訂單預估已推升至 439 億元。1 月取得的訂單包括台電發電廠開關新建統包工程 47 億元(認列高峰為 2025 年)，以及 GIS/GCB/GIL 等設備，另外尚有海盛 Formosa 4 3-1 期離岸風力變電站統包工程 48 億元待簽約，本中心看好中興電離岸風電變電站統包工程商機，我國政府預期 2026-2035 九年期間每年新增 1.5GW 的離岸風電，共 15GW，以 1GW 變電站產值 50 億計算，市場潛力達 540 億。

展望 2024 年，整體市場案量約 600 億，台電與民間案場比重約 6：4，中興電預計爭取一半案量 300 億，並在未來 6-7 年消化完畢。爭取案件包含台電發電廠開關新建統包工程約 160 億、3-1 期離岸風力變電站統包工程約 85 億元、儲能場新建工程約 80 億元、台電配電變電所屋內化工程約 20 億元，以上工程皆含設備。

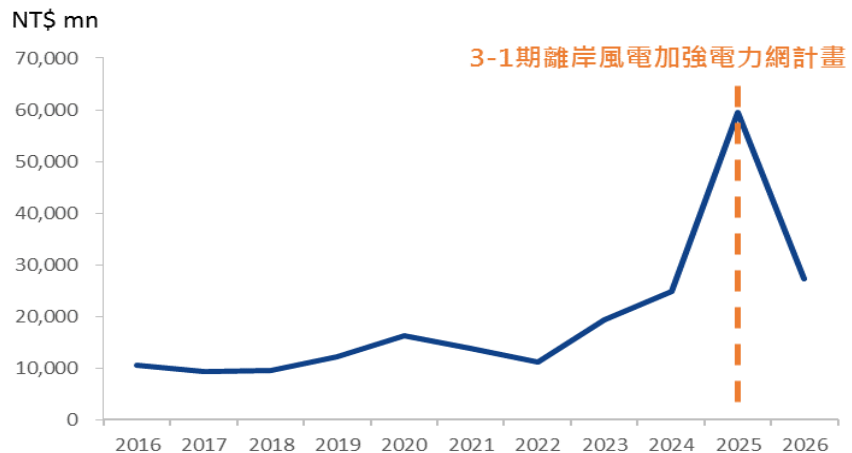
中興電目前接單狀況優於預期，受惠台電強韌電網計畫，重電設備供不應求，目前 GIS 開關設備交期已拉長至 18 個月，1Q24 後預期交期將拉長至 2 年，產能利用率達 138%，面對需求增長，中興電嘉義第 9 廠已於 1 月投產，產值已提升至 115-120 億元，預計於 2Q24 完成增建 1,700 坪廠房倉庫，並以輪班制來緩解訂單需求，考量接單狀況優於預期且擴產使產能提升，本中心上修中興電電力事業群預估，2024/2025 年營收由 109/118 億元上修 8%/10%至 118/136 億元，年增 20%/15%。

圖 6：中興電合約負債隨著 2018 年後我國再生能源擴大投資而攀高



資料來源：公司資料、元大投顧

圖 7：台電強韌電網計畫預算於 2025 年達高峰



資料來源：台電、元大投顧

氫能事業：預計於 2026 年達爆發期，接棒重電產業推升 2027 年創另一事業高峰

中興電於 2008 年投入氫能領域，掌握「甲醇重組製氫技術」，擁有超過 400 項專利，中興電的 BOL 營運模式可協助客戶於當地建立產線，並透過技術授權及銷售關鍵零組件以回收利益。中興電氫能產品仍在測試改良階段，樣品展示供客戶洽談，因此目前生產成本、毛利率波動幅度皆大，量產時間因測試設備晶片短缺，預計延後至 4Q24，短期中興電氫能業務主要集中在燃料電池與產氫發展，持續出貨燃料電池舊有庫存，並進行加氫站(貨櫃)性能測試。中興電 2020 年氫能源營收約 7,000 萬元；2021 年成長至 1.6 億元；2022 年出貨中國青島 13 套加氫貨櫃以及部分 BPS 燃料電池訂單，營收約 2.2 億元；2023 年因疫情導致測試設備晶片短缺等問題，量產進度落後，本中心預估營收未達 1 億元，預計 2024 年隨著華亞園區的正式投產，將使營收看到成長，2026 年隨我國氫能產業鏈逐漸建置成熟，正式迎接氫能產業爆發期，將接棒重電產業成為主要成長動能，推升中興電 2027 年營運達另一獲利高峰。

圖 8：中興電氫能六大產品萌芽



資料來源：公司資料、元大投顧

氫能產品體系包括甲醇重組製氫產氫機組、氫能燃料電池、氫能電堆與動力單元、氫能物流車輛、加氫站、以及智能微電網等六大產品組合，將以國外市場為主要發展，產品進程如下：

- 氫能電堆/燃料電池：與工研院合開發，全球首創燃料電池自動組裝線，良率達 99%。掌握膜電極(MEA)、雙極板等燃料電池關鍵零組件技術。未來氫能商業模式為協助國外客戶於當地設置產線，關鍵零組件由台灣出口，賺取授權費用，不實際投入參與產線投資，商業模式穩健。
- 甲醇重組型氫能備援系統(BPS)：為基地台不斷電解決方案，可提供高達 5kW 直流電力，現正往 10kW 研發生產。透過泵浦將甲醇加壓至重組器裂解成氫氣後，再由電堆(燃料電池)轉換成電力，發 1 度電約消耗 1.1 升的甲醇。現已陸續出貨至日本、美國、非洲、印尼等市場，客戶包含 T Mobile 在內的 8 大國際行動通訊業者，預計量產階段時間落在 2025 年後。
- 甲醇重組型產氫貨櫃：為移動式加氫站，20 呎貨櫃裡有 12 台重組器設備，可提供 100kg/天之產氫量，2024 年預計提升至 200kg/天。2022 年出貨 13 套設備至中國青島，ASP 約 2,500 萬/套，仍在進行低溫測試維修，預期未來研發成本單價可持續下降，帶動產品出貨量放大。
- 智慧微電網系統：可併接公用電力網絡，搭配儲能提供電力調度、削峰填谷，客製化滿足客戶不同用電需求。更可結合 V2G 儲能停車場解決方案，增加商辦大樓使用綠能彈性，同步解決企業破盤查範疇三目標，目前於台北市興隆國宅與東吉嶼皆有導入實績。

嘟嘟房/維運事業：持續朝建置百座快充站目標邁進

中興電旗下嘟嘟房全國共有 358 個停車場、4.5 萬個停車位，嘟嘟房 2023 年分拆另設寶盛國際，未來視情況 IPO，子公司旗下 iParking 平台具 45 萬會員，提供用戶線上支付停車費選項，藉此提升用戶黏著度。中興電利用旗下嘟嘟房停車事業優勢，2021 年推出自有品牌 iCharging 快充站，於同年 2 月取得「高速公路服務區停車場設置充電樁營運服務」第一期 8+4 年經營權，共計 4 個服務區，包括湖口南北站、清水、東山。2022 年底取得第二期案共計 6 個充電站，包括關西、蘇澳、泰安南北站、仁德南北站服務區，每站配置 350kW 540A 高速充電樁。截至 2023 年，總計取得交通部高工局一至三期(B 案)，共 16 處服務區充電站經營權、自設 18 站，共 34 站 167 個充電車格，建置 16MW 充電網路，未來將擴充至 40 MW 滿足電動車成長需求。

中興電已與特斯拉、BMW、VOLVO 等國際大廠簽署充電合約，預估隨未來電動車滲透率擴大，將帶動充電站營運顯著成長。新站點導入 EMS 能源管理系統，並搭配大容量儲能系統(BESS)與氫能備援電力系統，國道關西、仁德南北、蘇澳、泰安南北皆建置有公司 10KW 燃料電池發電系統，以潔淨能源取代市電，待建置完成將會是政府氫能發電目標落實的重要指標。充電樁事業營收具有低基期優勢及潛力，預估未來中興電將與更多業者合作，除了現有停車場事業外，也逐步拓展為充電樁營運商。公司規劃 2024 年底完成建置 100 個快充站點，3 年內目標建置 200 個快充站點。整體而言，受惠疫情解封效益，停管業務營收 2021 年及 18 億元、2022 年 22 億元，獲利顯著且快速成長。本中心預估嘟嘟房及充電樁 (CPO) 加成效益下，中興電嘟嘟房事業群 2023/2024/2025 年營收達 28/30/33 億元，年增 27%/7%/10%。

圖 12：中興電取得一至三期高速公路服務區充電樁標案

| 項目 | 建置之服務區 | 充電樁數量 | 中興電建置進度 |
|------|-----------------------|--------|--------------|
| 第一階段 | 湖口(南北站)、清水、東山、西螺(北站) | 共 28 格 | 已建置完成 |
| 第二階段 | 關西、蘇澳、泰山(南北站)、仁德(南北站) | 共 46 格 | 3Q23 建置完成 |
| 第三階段 | B 案：石碇、西螺、古坑、新營 | 共 40 格 | 目標 1Q24 建置完成 |

資料來源：高公局、公司資料、元大投顧

圖 13：中興電 iCharging 積極搶占充電樁市場



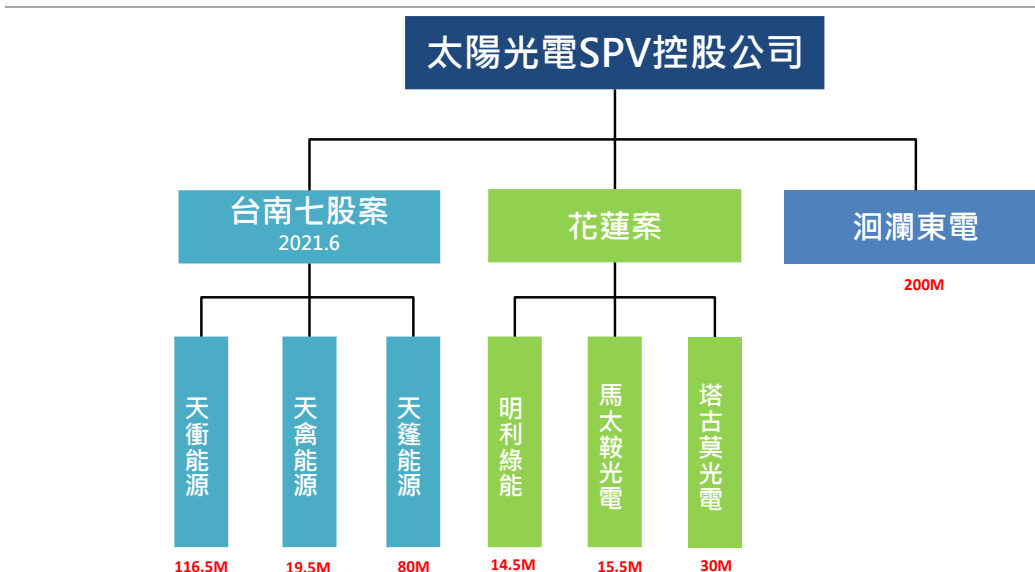
資料來源：公司資料、元大投顧

太陽能事業：花蓮案場暫停所有支出

目前太陽能市場短期遭遇逆風，中興電花蓮案場仍未取得地方政府同意函，僅台南七股案場貢獻售電收入，本中心預估太陽能每年可貢獻 16 億元營收，EPS 約 1 元，發展進程如下：

- 台南案場：2019 年拿下台糖台南七股約 200 公頃的土地，興建 216MW 發電案場，於 2021 年併網供電，為全台最大地面型案場。七股 216M 光電廠 111 年平均日照為 4.153h/天，日增 0.216h，年收入淨增 8,000 萬元，112 年 1-10 月平均日照為 4.200h/天，預期營收表現優於 111 年。七股案場透過售電每年約創造 16 億營收，並自 2022 年初始發電日起 20 年維護保養，貢獻 EPS 約可達 1 元。
- 花蓮案場：分階段開發，一期鳳林案場 60MW，目前尚未取得地方政府同意函，但正尋求以農業形式建置；二期洄瀾東電案場 200MW 暫時停止所有支出。

圖 14：中興電太陽能案場 2023 年初原發展計畫



資料來源：公司資料、元大投顧

產業概況

台電強韌電網計畫帶動重電產業榮景持續至 2030 年

過去台電供電大型集中化，透過三條 345kV 的主幹線串連融通南北地區，形成北中南區三大樞紐的集中電網架構，使得突發事故一旦發生，受影響的範圍和衝擊力道大。台電於 2022 年 9 月正式公布「強化電網韌性建設計畫」，規劃 10 年內投入 5,645 億元，打造分散式電網，並搭配再生能源儲能發展，達到 2050 淨零轉型目標。強化電網韌性計畫的三大工程，分散工程預算高達 4,379 億元，預計 2032 年前全台將新增 28 座變電所，以及 24 座屋內化改建變電所，合計共 52 座。其中，2 年內新建變電所為七股、將軍、高樹、福和、義和變電所，力求杜絕大規模停電事故再度發生。

圖 15：台電強化電網韌性計畫 10 年預算 5,645 億



氣體絕緣開關(Gas Insulated Switchgear, GIS)為電網升級之關鍵設備

氣體絕緣開關(Gas Insulated Switchgear, GIS)為電網升級之關鍵設備，占變電所設備成本 35%，GIS 設備將匯流排、斷路器、接地開關等裝置密封於充滿六氟化硫(SF₆)氣體的金屬外殼內，利用六氟化硫相較於一般空氣優異的絕緣性能，大幅縮小電力設備之間所需的絕緣距離，可達成開關設備及變電所的超小型化，因此成為室內化變電所與升壓站的關鍵設備。而高壓的 345kV GIS 設備技術門檻高，中興電為台灣唯一國產化評鑑合格廠商，預期未來十年中興電將直接受惠此趨勢。過去中興電電力事業群毛利率約落在 20~25%，本中心預估 345 kV 的毛利率大約落在 32-35%之間，遠高於重電產業平均 20%的毛利率，新產品高壓母線管道(GIL) 亦為高毛利，GIL 訂單能見度看到 2024 年。隨著 345kV GIS、GIL 出貨量的增加，將提升中興電獲利水準。隨著太陽能、離岸風電等分散式電廠擴充，161kV GIS 需求將同步大增。

GIS 進入障礙高，且多走向在地化發展

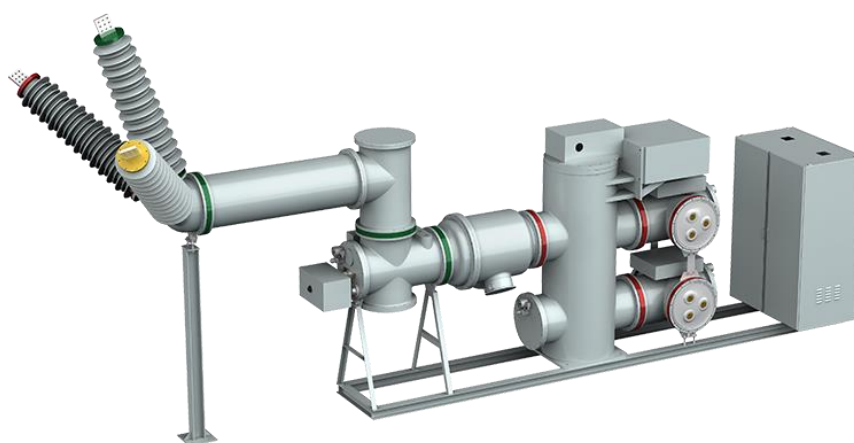
雖然重電產業為成熟產業，但 GIS 設備的生產需要有非常完善的測試設備，注重大量資本投資，進入門檻高。與此同時，各國輸電的電壓規格有所不同，難以橫跨全球取得龐大市占與規模經濟的成本優勢，使得目前 GIS 設備多走向在地化發展。台電在採購標案當中亦有將國產化程度納入評分項目之一，在一定程度上保護了本土廠商。故即便依據法規，2023 年起將開放台電採購國外 345 kV 的 GIS 產品，但在成本以及維護效率上仍是當地廠商最具優勢，因此看好本土市占率不會因此下滑。

圖 16：採用 GIS 設備之變電所較傳統變電所體積大幅縮小，以利建置於都市

| 電壓(kV) | 氣體絕緣式(m³) | 傳統式(m³) | 縮小率(%) |
|--------|-----------|---------|--------|
| 6 | 0.33 | 4.2 | 8.0 |
| 22 | 0.96 | 9.8 | 9.8 |
| 66 | 136 | 1,360 | 10 |
| 161 | 331 | 8,075 | 4.1 |
| 345 | - | - | 1.4 |

資料來源：全華圖書《發變電工程》

圖 17：GIS 開關示意圖



資料來源：正泰集團

氫燃料電池以年複合成長率 30%快速成長

根據 QYResearch，2021 年至 2028 年氫燃料電池市場規模將以 CAGR 30%的速度成長至 184 億美元，截至 2022 年 10 月底為止，全球已有 139 個國家宣示 2050 年達到溫室氣體淨零排放，以氫氣為燃料的電池具備零污染、轉換效率高、低噪音等特點，使其成為各國高度期待與投資的能源。而在工研院所公布「台灣 2050 氫應用發展技術藍圖」中，除在發電方面運用氫能外，在交通載具上，更預估 2050 年新掛牌道路用車全電動化，全年達 40 萬輛，其中有 25%將以氫燃料發電。

甲醇氫能燃料電池即產即用，具備成本、安全、運輸優勢

在台灣生產氫氣有三種主要方法，分別為水電解、天然氣及甲醇，以天然氣或水電解產氫，需大量用電且需占地廣闊的場址產氫，產氫以後再加壓以高壓儲存及運輸，較有成本及安全疑慮。如由甲醇產氫，則可以在地生產，氫氣即產即用，避免了氫氣儲存中的高壓危險、運輸中的效率低下及使用成本高等問題，透過燃料電池或柴油發電機即可發電，成為極佳的分散式供電系統。

圖 18：甲醇產氫具備生產成本優勢

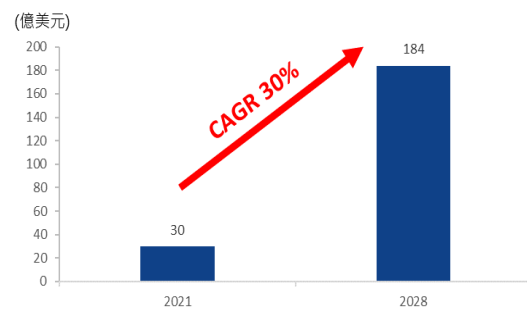
| | 甲醇 | 天然氣 | 水電解 |
|--------------------|-----------|-----------|-----------|
| 每度生產成本(美元/kg) | 0.04~0.05 | 0.05~0.07 | 0.08~0.12 |
| 每度生產成本(台幣/kg) | 1.2~1.5 | 1.5~2 | 2.5~3.5 |
| 碳排放量(kg CO2/kg H2) | 9.5 | 12 | 0 |

資料來源：DOE, NREL, IRENA

淨零趨勢下，預期 2026-2030 年全球氫能技術發展應用將爆發性成長

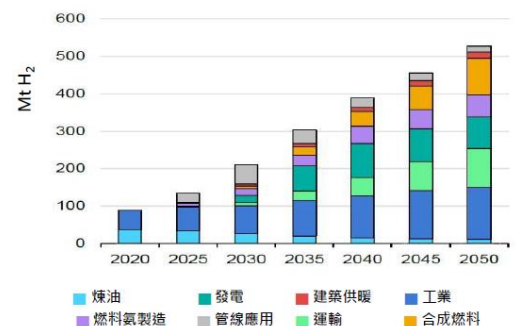
因應 2050 年淨零排放趨勢，IEA 指出全球氫氣需求量 2050 年將成長 5 倍至 5.3 億噸/年，占整體能源組合的 13%，潛在市場達近 5,000 億美元。我國國發會發布的「2050 淨零排放路徑」中，氫將佔電力供給由 9% 提升至 12%，目前臺灣氫氣用量大約在 30 至 40 萬噸，2050 年我國氫氣需求量將達 435 萬噸，成長幅度為 10 倍以上，市場機會超過 1,000 億。2023-2025 年為氫能產業關鍵的三年，如何建置完整產業鏈及降低成本為觀察重點，預期隨產氫、儲運、加氫站生態系逐漸成熟，2026-2030 年全球氫能技術發展應用將爆發性成長。目前我國再生能源建置進度落後，政府優先以風電與光電為主要發展，中興電短期內氫能主要朝向國外發展，合作對象包括中國、美國、印度、沙烏地阿拉伯、日本等。PEMFC-甲醇氫能與燃料電池(低碳氫)發電成本加上每度電的硬體約 7-15 元/KWh，中興電成本約 11 元/KWh，相較 PEMFC-綠氫成本 27.39 元/KWh 更具吸引力，未來國際對於 ESG、公司節能減碳要求下，此產品的市場可望蓬勃發展。

圖 19：氫燃料電池以年複合成長率 30% 成長



資料來源：QYResearch、元大投顧預估

圖 20：氫氣三大應用為工業、運輸、發電

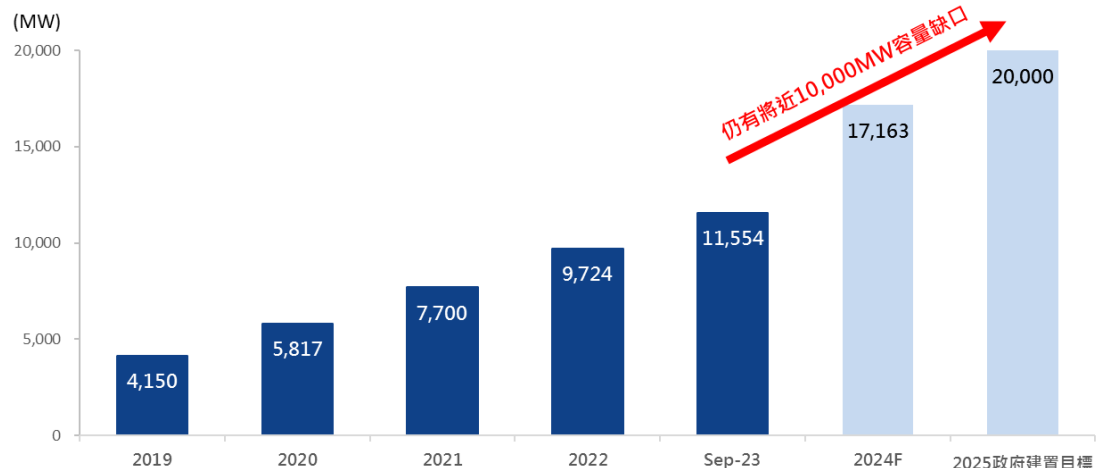


資料來源：IEA

太陽能設置進度落後，預期 2Q24 重返步調

我國「2050 年淨零排放路徑」中，2050 年再生能源發電占比目標為 60% 至 70%，其中，太陽光電 2025 年目標建置 20GW；2026~2030 年則以每年新增 2 GW 為目標，2030 年後至 2050 年太陽光電目標設置裝置量達到 40~80 GW。2022 年全台火力發電占比仍高達 81%，再生能源占比僅 8.6%，截止 2023 年 9 月，太陽能累積裝置容量僅 11.5GW，設置進度落後，距離 2025 年 20GW 建置目標仍有將近 10GW 缺口。長期而言，核二除役後電力缺口加大，綠能產業向上趨勢不變，近期受總統大選因素影響，許多大型太陽能案廠進度延後，預計 2Q24 之後重返加速建置步調。

圖 21：2019-2025 年台灣太陽光電裝置容量變化及預估



資料來源：經濟部、元大投顧

獲利調整與股票評價

評價極具吸引力，重申買進評等

此次上修 2024/2025 年 EPS 5%/9%，係反映 1) 重電設備接單狀況優於預期；2) 產能擴充優於預期；3) 看好儲能/台電開關/離岸風電統包工程訂單商機，上調營收規模預估。

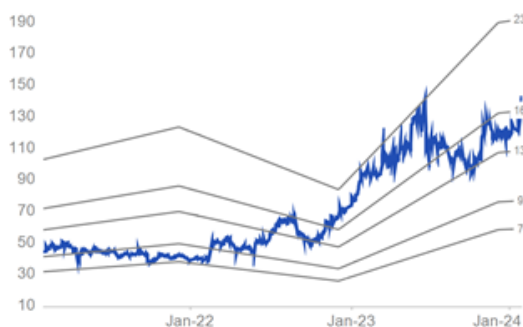
中興電股價目前位於 2025 年預估 EPS 的 15.2 倍本益比，遠低於國內同業平均的 21.3 倍，我們認為目前評價尚未反映公司之成長預期，評價極具吸引力。本中心認為市場信心已逐步回穩，中興電於 345kV GIS 產品具不可取代性，且氫能事業提供想像空間，長期而言，全球綠能、碳中和、電動車等產業成長趨勢明確，將有望持續墊高個股評價，因此上修目標本益比自 18 倍至 21 倍，上調目標價至 200 元 (21x 2025F EPS 9.4 元)，重申「買進」評等，預估評價將逐步朝向國內同業靠攏。

圖 22：2024 和 2025 年財務預估調整

| (百萬元) | 2024 估 | | 2025 估 | | 預估差異 | |
|-------------|--------|--------|--------|--------|------|------|
| | 調整後 | 調整前 | 調整後 | 調整前 | 2024 | 2025 |
| 營業收入 | 25,082 | 24,314 | 28,118 | 26,192 | 3.2% | 7.4% |
| 營業毛利 | 7,555 | 7,297 | 8,451 | 7,836 | 3.5% | 7.8% |
| 營業利益 | 5,077 | 4,849 | 5,677 | 5,211 | 4.7% | 8.9% |
| 稅前利益 | 5,185 | 4,957 | 5,809 | 5,343 | 4.6% | 8.7% |
| 稅後淨利 | 4,078 | 3,899 | 4,573 | 4,206 | 4.6% | 8.7% |
| 調整後 EPS (元) | 8.38 | 8.01 | 9.40 | 8.64 | 4.6% | 8.7% |
| 重要比率 (%) | | | | | 百分點 | 百分點 |
| 營業毛利率 | 30.1% | 30.0% | 30.1% | 29.9% | 0.1 | 0.1 |
| 營業利益率 | 20.2% | 19.9% | 20.2% | 19.9% | 0.3 | 0.3 |
| 稅後純益率 | 16.3% | 16.0% | 16.3% | 16.1% | 0.2 | 0.2 |

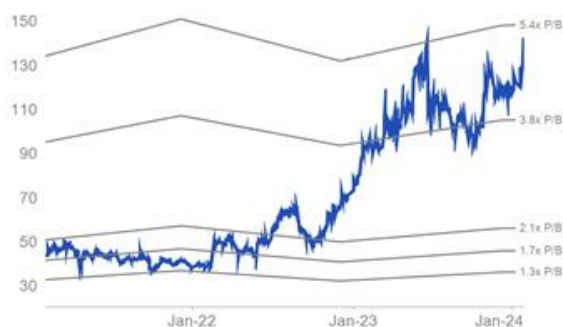
資料來源：公司資料、元大投顧預估

圖 23：12 個月預期本益比區間圖



資料來源：公司資料、元大投顧

圖 24：12 個月預期股價淨值比區間圖



資料來源：公司資料、元大投顧

圖 25：同業評價比較表

| 公司 | 代碼 | 評等 | 股價 | 市值 (百萬美元) | 調整後每股盈餘 | | | 本益比(倍) | | | 調整後每股盈餘成長率 (%) | | |
|---------|---------|---------|-------|--------------|---------|------|------|--------|------|------|-------------------|-------|------|
| | | | | | 2023 | 2024 | 2025 | 2023 | 2024 | 2025 | 2023 | 2024 | 2025 |
| 中興電 | 1513 TT | 買進 | 143.0 | 2,248 | 3.43 | 8.39 | 9.40 | 41.7 | 17.1 | 15.2 | (34.1) | 144.4 | 12.1 |
| 國外 | | | | | | | | | | | | | |
| Siemens | SIE GR | 未評等 | 175.3 | 148,929 | 9.8 | 10.7 | 11.7 | 17.9 | 16.3 | 14.9 | 109.6 | 9.5 | 9.4 |
| ABB | ABBN SW | 未評等 | 40.4 | 86,862 | 1.7 | 2 | 2 | 23.5 | 22.2 | 20.3 | 39.9 | 6.2 | 9.2 |
| 國外平均 | | | | | 5.8 | 6.3 | 6.9 | 20.7 | 19.3 | 17.6 | 74.8 | 7.9 | 9.3 |
| 國內 | | | | | | | | | | | | | |
| 士林電機 | 1503 TT | 未評等 | 174.0 | 2,875 | 4.7 | 6.2 | 8.4 | 37.2 | 27.9 | 20.6 | 21.2 | 33.4 | 35.2 |
| 東元 | 1504 TT | 買進 | 48.0 | 3,252 | 1.6 | 2.8 | 3.0 | 29.3 | 17.0 | 15.9 | (0.0) | 72.1 | 7.1 |
| 亞力 | 1514 TT | 持有-超越同業 | 89.5 | 717 | 2.2 | 3.0 | 3.3 | 40.6 | 29.9 | 27.4 | 5.8 | 35.5 | 9.4 |
| 華城 | 1519 TT | 未評等 | 560.0 | 4,636 | 8.9 | 15.3 | 18.4 | 62.9 | 36.5 | 30.4 | 177.3 | 72.1 | 20.1 |
| 國內平均 | | | | | 4.4 | 6.8 | 8.3 | 35.7 | 24.9 | 21.3 | 9.0 | 47.0 | 17.2 |

資料來源：公司資料、元大投顧、Reuters；每股盈餘數字以當地貨幣為單位；股價依首頁收盤價日期為準。

圖 26：同業評價比較表 (續)

| 公司 | 代碼 | 評等 | 股價 | 市值 (百萬美 元) | 股東權益報酬率(%) | | | 每股淨值 | | | 股價淨值比(倍) | | |
|---------|---------|---------|-------|------------------|------------|-------|-------|-------|-------|-------|----------|------|------|
| | | | | | 2023 | 2024 | 2025 | 2023 | 2024 | 2025 | 2023 | 2024 | 2025 |
| 中興電 | 1513 TT | 買進 | 143.0 | 2,248 | 14.1 | 30.1 | 32.6 | 24.42 | 27.83 | 28.87 | 5.9 | 5.1 | 5.0 |
| 國外 | | | | | | | | | | | | | |
| Siemens | SIE GR | 未評等 | 175.3 | 148,929 | 15.7 | 17.08 | 17.30 | 65 | 64 | 69 | 2.7 | 2.8 | 2.5 |
| ABB | ABBN SW | 未評等 | 40.4 | 86,862 | 28.6 | 27.1 | 26.1 | 6 | 7 | 8 | 6.4 | 5.6 | 4.9 |
| 國外平均 | | | | | 22.2 | 22.1 | 21.7 | 35.9 | 35.4 | 38.7 | 4.5 | 4.2 | 3.7 |
| 國內 | | | | | | | | | | | | | |
| 士林電機 | 1503 TT | 未評等 | 174.0 | 2,875 | 7.4 | 10.0 | 12.4 | 61.9 | 65.8 | 71.1 | 2.8 | 2.6 | 2.4 |
| 東元 | 1504 TT | 買進 | 48.0 | 3,252 | 4.4 | 7.1 | 7.4 | 37.4 | 39.5 | 40.6 | 1.3 | 1.2 | 1.2 |
| 亞力 | 1514 TT | 持有-超越同業 | 89.5 | 717 | 13.6 | 16.8 | 17.0 | 16.0 | 18.1 | 19.9 | 5.6 | 4.9 | 4.5 |
| 華城 | 1519 TT | 未評等 | 560.0 | 4,636 | 41.8 | 49.7 | 51.1 | 25.5 | 35.4 | 39.3 | 21.9 | 15.8 | 14.3 |
| 國內平均 | | | | | 16.8 | 20.9 | 22.0 | 35.2 | 39.7 | 42.7 | 2.0 | 1.9 | 1.8 |

資料來源：公司資料、元大投顧、Reuters；每股淨值數字以當地貨幣為單位；股價依首頁收盤價日期為準。

圖 27：季度及年度簡明損益表 (合併)

| (NT\$百萬元) | 1Q2023A | 2Q2023A | 3Q2023A | 4Q2023F | 1Q2024F | 2Q2024F | 3Q2024F | 4Q2024F | FY2023F | FY2024F |
|----------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|----------|----------|
| 營業收入 | 5,841 | 4,930 | 5,527 | 5,847 | 6,050 | 5,934 | 6,353 | 6,745 | 22,145 | 25,082 |
| 銷貨成本 | (4,262) | (3,140) | (3,843) | (4,197) | (4,222) | (4,152) | (4,441) | (4,713) | (15,442) | (17,527) |
| 營業毛利 | 1,579 | 1,789 | 1,684 | 1,650 | 1,828 | 1,782 | 1,912 | 2,032 | 6,703 | 7,555 |
| 營業費用 | (553) | (190) | (902) | (550) | (570) | (539) | (800) | (569) | (2,195) | (2,478) |
| 營業利益 | 1,026 | 1,600 | 783 | 1,100 | 1,258 | 1,243 | 1,112 | 1,463 | 4,508 | 5,077 |
| 業外利益 | (64) | (2,017) | 96 | 28 | 27 | 21 | 31 | 35 | (1,956) | 113 |
| 稅前純益 | 962 | (417) | 878 | 1,128 | 1,285 | 1,264 | 1,143 | 1,498 | 2,552 | 5,190 |
| 所得稅費用 | (216) | (271) | (141) | (248) | (273) | (267) | (233) | (327) | (876) | (1,099) |
| 少數股東權益 | 2 | (2) | 1 | 4 | 3 | 2 | 2 | 2 | 6 | 9 |
| 歸屬母公司稅後純益 | 745 | (686) | 736 | 876 | 1,010 | 995 | 908 | 1,170 | 1,671 | 4,082 |
| 調整後每股盈餘(NT\$) | 1.53 | (1.41) | 1.51 | 1.80 | 2.08 | 2.04 | 1.87 | 2.40 | 3.43 | 8.39 |
| 調整後加權平均股數(百萬股) | 487 | 487 | 487 | 487 | 487 | 487 | 487 | 487 | 487 | 487 |
| 重要比率 | | | | | | | | | | |
| 營業毛利率 | 27.0% | 36.3% | 30.5% | 28.2% | 30.2% | 30.0% | 30.1% | 30.1% | 30.3% | 30.1% |
| 營業利益率 | 17.6% | 32.5% | 14.2% | 18.8% | 20.8% | 20.9% | 17.5% | 21.7% | 20.4% | 20.2% |
| 稅前純益率 | 16.5% | -8.5% | 15.9% | 19.3% | 21.3% | 21.3% | 18.0% | 22.2% | 11.5% | 20.7% |
| 稅後純益率 | 12.8% | -13.9% | 13.3% | 15.0% | 16.7% | 16.8% | 14.3% | 17.3% | 7.5% | 16.3% |
| 有效所得稅率 | 22.4% | -- | 16.1% | 22.0% | 21.2% | 21.1% | 20.4% | 21.8% | 34.3% | 21.2% |
| 季增率(%) | | | | | | | | | | |
| 營業收入 | 21.7% | -15.6% | 12.1% | 5.8% | 3.5% | -1.9% | 7.1% | 6.2% | | |
| 營業利益 | 21.0% | 55.9% | -51.1% | 40.6% | 14.4% | -1.2% | -10.5% | 31.6% | | |
| 稅後純益 | -0.9% | -- | -- | 19.1% | 15.3% | -1.5% | -8.7% | 28.9% | | |
| 調整後每股盈餘 | -4.9% | -- | -- | 19.0% | 15.3% | -1.5% | -8.7% | 28.8% | | |
| 年增率(%) | | | | | | | | | | |
| 營業收入 | 23.2% | 12.7% | 19.3% | 21.8% | 3.6% | 20.4% | 14.9% | 15.4% | 19.4% | 13.3% |
| 營業利益 | 38.1% | 146.1% | 28.3% | 29.7% | 22.6% | -22.3% | 42.1% | 33.0% | 58.1% | 12.6% |
| 稅後純益 | 32.7% | -- | 34.2% | 16.6% | 35.7% | -- | 23.4% | 33.6% | -32.0% | 144.1% |
| 調整後每股盈餘 | 27.3% | -- | 28.9% | 12.0% | 35.7% | -- | 23.4% | 33.5% | -34.1% | 144.4% |

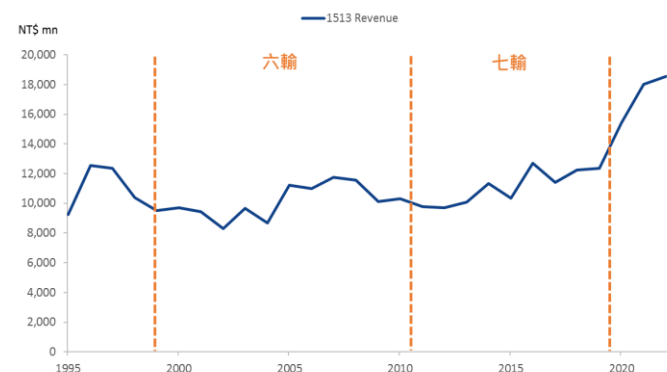
資料來源：公司資料、元大投顧、CMoney；標“A”為歷史數據；調整後每股盈餘為根據調整後加權平均股數計算。

公司簡介

中興電為國內 GIS 領導廠商，穩居事業龍頭

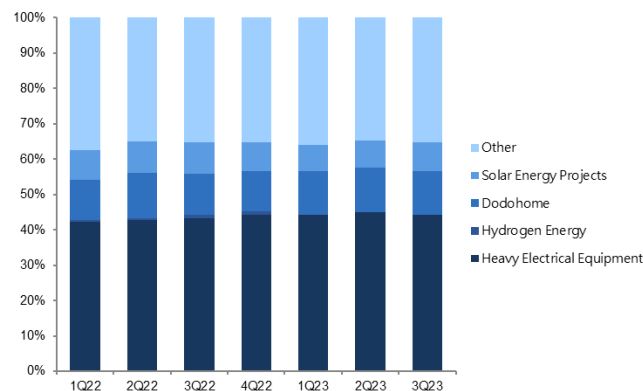
中興電成立於 1956 年，主要業務為電力設備、電力工程統包及能源管理等，2008 年始投入綠能事業，為台灣最大的電力設備供應商。中興電高壓氣體絕緣開關(GIS)技術來自於日立重工，並取得義大利 CESI 測試中心認證，其中 345KV 及 161KV 的高壓氣體絕緣開關(GIS)市占率達 85%。中興電產品以內銷為主，占比 87.2%，主要客戶為台電、公共設施事業及各大工廠；公司未來將聚焦於 GIS 重電設備、微電網等製造以及氫能燃料電池三大業務。

圖 28：中興電營收與國家電力建設關係



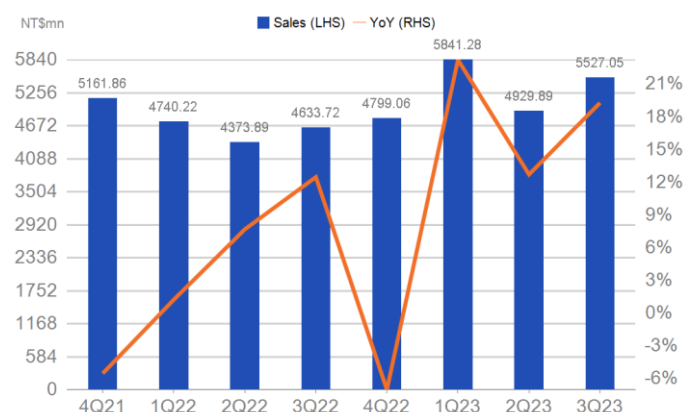
資料來源：公司資料、元大投顧預估

圖 29：營收組成



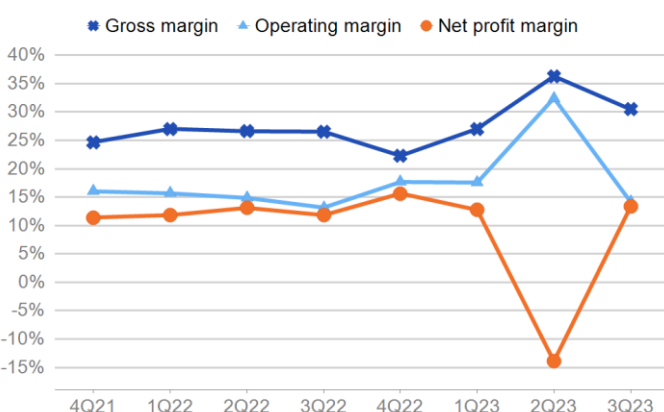
資料來源：公司資料

圖 30：營收趨勢



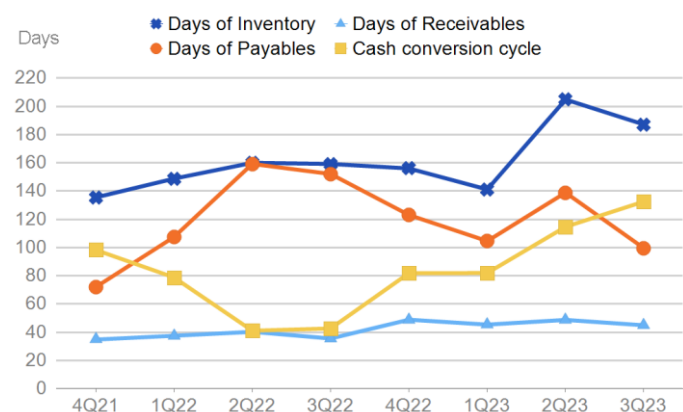
資料來源：CMoney、公司資料

圖 31：毛利率、營益率、淨利率



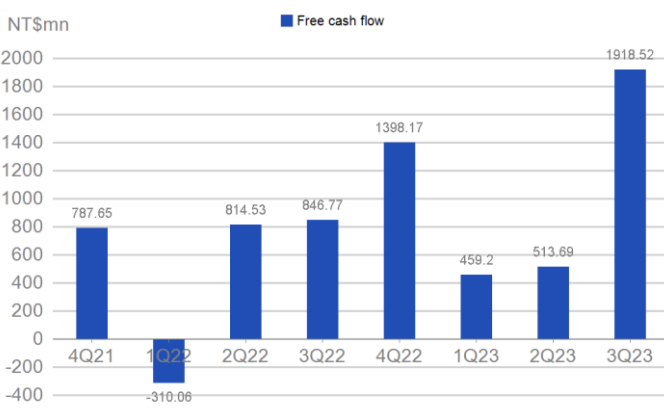
資料來源：CMoney、公司資料

圖 32：經營能力



資料來源：CMoney、公司資料

圖 33：自由現金流量




資料來源：CMoney、公司資料

ESG 分析

- 分別藉由「在 ESG 議題上的曝險」和「個別公司在 ESG 議題上的執行力」兩個面向來衡量公司於 ESG 上的表現。
- ▶ **ESG 總分：** 中興電整體的 ESG 風險評級屬於高風險，於 Sustainalytics 資料庫所覆蓋的公司中排行在落後的位置，於非住宅建築的公司中排名略微落後同業。
 - ▶ **在 ESG 議題上的曝險：** 中興電的整體曝險較高，略高於非住宅建築業的平均水準。公司較需要改善的 ESG 議題包含賄賂和腐敗、產品和服務的 E&S 影響以及人力資本等。
 - ▶ **個別公司在 ESG 議題上的執行力：** 中興電在針對重大 ESG 議題的管理水準和執行力屬中等。公司的揭露程度不佳，表明對投資者及公眾的責任不足。公司有一些舉措來管理與重大 ESG 議題相關的風險，但缺乏關鍵領域的政策和計劃。儘管如此，公司尚未捲入任何與 ESG 相關的重大爭議。

圖 34：ESG 分析

| 分項 | 評分/評級 |
|-----------------------|---|
| ESG 總分 | 39.9 |
| 在 ESG 議題上的曝險 (A) | 58.7 |
| 個別公司在 ESG 議題上的執行力 (B) | 34.4 |
| 風險評級 | 高  |
| 同業排行(1~100，1 為最佳) | 92 |

資料來源：Sustainalytics (2024/2/25)

註 1：ESG 總分=A-(A*可控風險因子*B/100)

註 1-1：可控風險因子介於 0-1 之間，越大為越佳。

註 2：ESG 總分風險評級：

| | | | | |
|-----------|-----------|-----------|-----------|----------|
| 極低 (0-10) | 低 (10-20) | 中 (20-30) | 高 (30-40) | 極高 (40+) |
|-----------|-----------|-----------|-----------|----------|

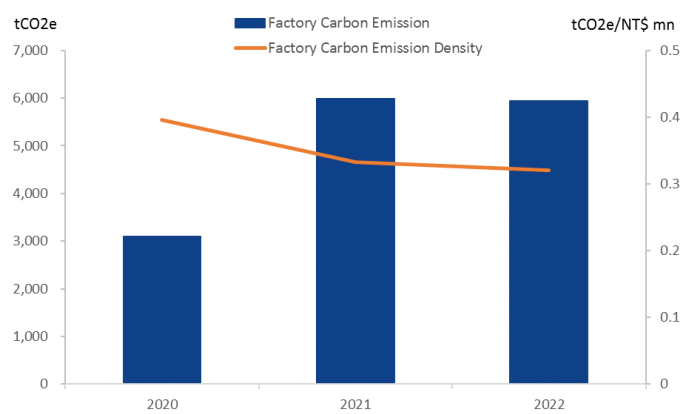
註 3：曝險分數評級：

| | | |
|----------|-----------|---------|
| 低 (0-35) | 中 (35-55) | 高 (55+) |
|----------|-----------|---------|

註 4：執行力分數評級：

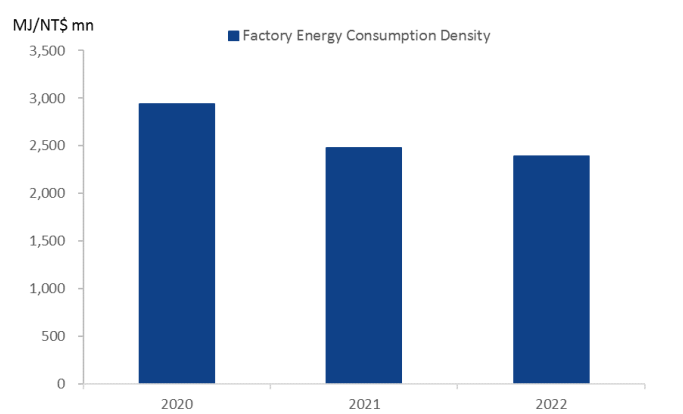
| | | |
|----------|-----------|------------|
| 弱 (0-25) | 中 (25-50) | 強 (50-100) |
|----------|-----------|------------|

圖 35：工廠碳排放密度



資料來源：公司資料

圖 36：工廠能源消耗密集度



資料來源：公司資料

資產負債表

| 年初至 12 月 (NT\$ 百萬元) | 2021A | 2022A | 2023F | 2024F | 2025F |
|------------------------|--------|--------|--------|---------|---------|
| 現金與短期投資 | 2,344 | 2,744 | 3,624 | 6,240 | 8,055 |
| 存貨 | 5,750 | 6,613 | 6,757 | 8,226 | 9,017 |
| 應收帳款及票據 | 1,571 | 2,413 | 2,805 | 3,380 | 3,707 |
| 其他流動資產 | 5,641 | 6,570 | 6,498 | 6,426 | 6,354 |
| 流動資產 | 15,306 | 18,339 | 19,684 | 24,272 | 27,133 |
| 採用權益法之投資 | 1,327 | 2,009 | 1,924 | 1,839 | 1,754 |
| 固定資產 | 12,537 | 14,331 | 12,980 | 11,833 | 11,059 |
| 無形資產 | 275 | 300 | 279 | 259 | 251 |
| 其他非流動資產 | 4,815 | 6,673 | 7,015 | 7,256 | 7,475 |
| 非流動資產 | 18,954 | 23,313 | 22,199 | 21,187 | 20,539 |
| 資產總額 | 34,260 | 41,652 | 41,882 | 45,459 | 47,672 |
| 應付帳款及票據 | 2,262 | 3,885 | 3,900 | 4,648 | 5,051 |
| 短期借款 | 820 | 416 | 416 | 416 | 416 |
| 什項負債 | 6,416 | 9,326 | 9,326 | 9,326 | 9,326 |
| 流動負債 | 9,499 | 13,627 | 13,641 | 14,390 | 14,792 |
| 長期借款 | 7,318 | 8,693 | 10,124 | 11,282 | 12,576 |
| 其他負債及準備 | 5,803 | 5,967 | 5,967 | 5,967 | 5,967 |
| 長期負債 | 13,121 | 14,660 | 16,091 | 17,249 | 18,543 |
| 負債總額 | 22,620 | 28,287 | 29,732 | 31,638 | 33,335 |
| 股本 | 4,761 | 4,763 | 4,763 | 4,763 | 4,763 |
| 資本公積 | 1,477 | 1,723 | 1,723 | 1,723 | 1,723 |
| 保留盈餘 | 4,928 | 5,872 | 5,932 | 8,929 | 10,850 |
| 什項權益 | 220 | 745 | (536) | (1,872) | (3,286) |
| 歸屬母公司之權益 | 11,387 | 13,104 | 11,883 | 13,544 | 14,051 |
| 非控制權益 | 253 | 262 | 267 | 276 | 286 |
| 股東權益總額 | 11,640 | 13,366 | 12,150 | 13,820 | 14,337 |

資料來源：公司資料、元大投顧

現金流量表

| 年初至 12 月 (NT\$ 百萬元) | 2021A | 2022A | 2023F | 2024F | 2025F |
|------------------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 本期純益 | 1,971 | 2,467 | 1,676 | 4,091 | 4,584 |
| 折舊及攤提 | 2,057 | 2,598 | 2,765 | 2,769 | 2,762 |
| 本期營運資金變動 | 1,244 | (93) | (521) | (1,296) | (716) |
| 其他營業資產 及負債變動 | (1,611) | 501 | 72 | 72 | 72 |
| 營運活動之現金流量 | 3,661 | 5,471 | 3,992 | 5,637 | 6,703 |
| 資本支出 | (3,962) | (2,722) | (1,394) | (1,602) | (1,980) |
| 本期長期投資變動 | (144) | 683 | 85 | 85 | 85 |
| 其他資產變動 | (203) | (1,059) | (342) | (241) | (219) |
| 投資活動之現金流量 | (4,309) | (3,098) | (1,652) | (1,758) | (2,114) |
| 股本變動 | 0 | 2 | 0 | 0 | 0 |
| 本期負債變動 | 4,165 | 885 | 1,431 | 1,158 | 1,294 |
| 現金增減資 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 支付現金股利 | (1,048) | (1,333) | (1,611) | (1,086) | (2,654) |
| 其他調整數 | (1,281) | (1,528) | (1,281) | (1,336) | (1,415) |
| 融資活動之現金流量 | 1,837 | (1,974) | (1,461) | (1,264) | (2,774) |
| 匯率影響數 | (6) | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 本期產生現金流量 | 1,183 | 400 | 880 | 2,616 | 1,815 |
| 自由現金流量 | (301) | 2,749 | 2,598 | 4,035 | 4,723 |

資料來源：公司資料、元大投顧

損益表

| 年初至 12 月 (NT\$ 百萬元) | 2021A | 2022A | 2023F | 2024F | 2025F |
|------------------------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 營業收入 | 18,027 | 18,547 | 22,145 | 25,082 | 28,118 |
| 銷貨成本 | (13,730) | (13,802) | (15,442) | (17,527) | (19,667) |
| 營業毛利 | 4,297 | 4,744 | 6,703 | 7,555 | 8,451 |
| 營業費用 | (1,620) | (1,893) | (2,195) | (2,478) | (2,774) |
| 推銷費用 | (450) | (418) | (653) | (547) | (613) |
| 研究費用 | (214) | (232) | (304) | (304) | (340) |
| 管理費用 | (956) | (1,220) | (1,185) | (1,596) | (1,787) |
| 其他費用 | (1) | (23) | (53) | (31) | (34) |
| 營業利益 | 2,677 | 2,851 | 4,508 | 5,077 | 5,677 |
| 利息收入 | 9 | 20 | 35 | 36 | 36 |
| 利息費用 | (152) | (237) | (226) | (217) | (220) |
| 利息收入淨額 | (142) | (218) | (192) | (182) | (184) |
| 投資利益(損失)淨額 | 38 | 185 | 243 | 288 | 306 |
| 匯兌損益 | (29) | 106 | 8 | 0 | 0 |
| 其他業外收入(支出)淨額 | (64) | 168 | (2,016) | 8 | 13 |
| 稅前純益 | 2,479 | 3,092 | 2,552 | 5,190 | 5,811 |
| 所得稅費用 | (508) | (626) | (876) | (1,099) | (1,227) |
| 少數股權淨利 | 15 | 32 | 6 | 9 | 10 |
| 歸屬母公司之稅後純益 | 1,956 | 2,434 | 1,671 | 4,082 | 4,575 |
| 稅前息前折舊攤銷前淨利 | 4,623 | 5,926 | 1,743 | 2,307 | 2,914 |
| 調整後每股盈餘 (NT\$) | 4.19 | 5.21 | 3.43 | 8.39 | 9.40 |

資料來源：公司資料、元大投顧

主要財務報表分析

| 年初至 12 月 | 2021A | 2022A | 2023F | 2024F | 2025F |
|----------------|-------|-------|--------|-------|-------|
| 年成長率 (%) | | | | | |
| 營業收入 | 17.1 | 2.9 | 19.4 | 13.3 | 12.1 |
| 營業利益 | 55.6 | 6.5 | 58.1 | 12.6 | 11.8 |
| 稅前息前折舊攤銷前淨利 | 28.0 | 28.2 | (70.6) | 32.4 | 26.3 |
| 稅後純益 | 27.1 | 25.1 | (32.0) | 144.1 | 12.1 |
| 調整後每股盈餘 | 23.0 | 24.4 | (34.1) | 144.4 | 12.1 |
| 獲利能力分析 (%) | | | | | |
| 營業毛利率 | 23.8 | 25.6 | 30.3 | 30.1 | 30.1 |
| 營業利益率 | 14.9 | 15.4 | 20.4 | 20.2 | 20.2 |
| 稅前息前淨利率 | 12.9 | 15.4 | 20.4 | 20.2 | 20.2 |
| 稅前息前折舊攤銷前淨利率 | 25.7 | 32.0 | 7.9 | 9.2 | 10.4 |
| 稅前純益率 | 13.8 | 16.7 | 11.5 | 20.7 | 20.7 |
| 稅後純益率 | 10.9 | 13.1 | 7.5 | 16.3 | 16.3 |
| 資產報酬率 | 6.2 | 6.5 | 4.0 | 9.0 | 9.6 |
| 股東權益報酬率 | 17.5 | 19.7 | 14.1 | 30.1 | 32.6 |
| 穩定/償債能力分析 | | | | | |
| 負債權益比 (%) | 194.3 | 211.6 | 244.7 | 228.9 | 232.5 |
| 淨負債權益比(%) | 49.8 | 47.6 | 56.9 | 39.5 | 34.4 |
| 利息保障倍數 (倍) | 17.4 | 14.0 | 12.3 | 24.9 | 27.4 |
| 流動比率 (%) | 161.1 | 134.6 | 144.3 | 168.7 | 183.4 |
| 速動比率 (%) | 91.9 | 71.5 | 94.8 | 111.5 | 122.5 |
| 淨負債 (NT\$百萬元) | 5,794 | 6,365 | 6,916 | 5,458 | 4,937 |
| 調整後每股淨值 (NT\$) | 23.92 | 27.51 | 24.42 | 27.83 | 28.87 |
| 評價指標 (倍) | | | | | |
| 本益比 | 34.2 | 27.4 | 41.7 | 17.1 | 15.2 |
| 股價自由現金流量比 | -- | 25.3 | 26.8 | 17.3 | 14.8 |
| 股價淨值比 | 6.0 | 5.2 | 5.9 | 5.1 | 5.0 |
| 股價稅前息前折舊攤銷前淨 | 15.1 | 11.8 | 40.0 | 30.2 | 23.9 |
| 股價營收比 | 3.9 | 3.8 | 3.1 | 2.8 | 2.5 |

資料來源：公司資料、元大投顧；註：負債為短期債加上長期債。

附錄：重要揭露事項

分析師聲明

主要負責撰寫本研究報告全文或部分內容之分析師，茲針對本報告所載證券或證券發行機構，於此聲明：(1) 文中所述觀點皆準確反映其個人對各證券或證券發行機構之看法；(2) 研究部分分析師於本研究報告中所提出之特定投資建議或觀點，與其過去、現在、未來薪酬的任何部份皆無直接或間接關聯。

中興電 (1513 TT)- 投資建議與目標價三年歷史趨勢



資料來源：CMoney、元大投顧
註：A = 未調整之收盤價；B = 未調整之目標價；C = 依據股票股利與現金股利調整後之目標價。員工分紅稀釋影響未反映於 A、B 或 C。

投資評等說明

買進：根據本中心對該檔個股投資期間絕對或相對報酬率之預測，我們對該股持正面觀點。此一觀點係基於本中心對該股之發展前景、財務表現、利多題材、評價資訊以及風險概況之分析。建議投資人於投資部位中增持該股。

持有-超越同業：本中心認為根據目前股價，該檔個股基本面吸引力高於同業。此一觀點係基於本中心對該股發展前景、財務表現、利多題材、評價資訊以及風險概況之分析。

持有-落後同業：本中心認為根據目前股價，該檔個股基本面吸引力低於同業。此一觀點係基於本中心對該股發展前景、財務表現、利多題材、評價資訊以及風險概況之分析。

賣出：根據本中心對該檔個股投資期間絕對或相對報酬率之預測，我們對該股持負面觀點。此一觀點係基於本中心對該股之發展前景、財務表現、利多題材、評價資訊以及風險概況之分析。建議投資人於投資部位中減持該股。

評估中：本中心之預估、評等、目標價尚在評估中，但仍積極追蹤該個股。

限制評等：為遵循相關法令規章及/或元大之政策，暫不給予評等及目標價。

註：元大給予個股之目標價係依 12 個月投資期間計算。大中華探索系列報告並無正式之 12 個月目標價，其投資建議乃根據分析師報告中之指定期間分析而得。

總聲明

© 2024 元大版權所有。本報告之內容取材自本公司認可之資料來源，但並不保證其完整性或正確性。報告內容並非任何證券之銷售要約或邀購。報告中所有的意見及預估，皆基於本公司於特定日期所做之判斷，如有變更恕不另行通知。

本報告僅提供一般資訊，文中所載資訊或任何意見，並不構成任何買賣證券或其他投資標的之要約或要約之引誘。報告資料之刊發僅供客戶一般傳閱用途，並非意欲提供專屬之投資建議，亦無考慮任何可能收取本報告之人士的個別財務狀況與目標。對於投資本報告所討論或建議之任何證券、投資標的，或文中所討論或建議之投資策略，投資人應就其是否適合本身而諮詢財務顧問的意見。本報告之內容取材自據信為可靠之資料來源，但概不以明示或默示的方

式，對資料之準確性、完整性或正確性作出任何陳述或保證。本報告並非（且不應解釋為）在任何司法管轄區內，任何非依法從事證券經紀或交易之人士或公司，為該管轄區內從事證券經紀或交易之遊說。

元大研究報告於美國僅發送予美國主要投資法人（依據 1934 年《證券交易法》15a-6 號規則及其修正條文與美國證券交易委員會詮釋定義）。美國投資人若欲進行與本報告所載證券相關之交易，皆必須透過依照 1934 年《證券交易法》第 15 條及其修正條文登記註冊之券商為之。元大研究報告在台灣由元大證券投資顧問股份有限公司發佈，在香港則由元大證券(香港)有限公司發佈。元大證券(香港)係獲香港證券及期貨事務監察委員會核准註冊之券商，並獲許從事受規管活動，包括第 4 類規管活動（就證券提供意見）。非經元大證券(香港)有限公司書面明示同意，本研究報告全文或部份，不得以任何形式或方式轉載、轉寄或揭露。

欲取得任何本報告所載證券詳細資料之台灣人士，應透過下列方式聯絡元大證券投資顧問股份有限公司：

致：聯絡人姓名

元大證券投資顧問股份有限公司

台灣臺北市 106 敦化南路二段

65 號 10 樓、71 號 10 樓

© {2024} Sustainalytics. All Rights Reserved. The information, data, analyses and opinions contained herein: (1) includes the proprietary information of Sustainalytics; (2) may not be copied or redistributed except as specifically authorized; (3) do not constitute investment advice nor an endorsement of any product or project; (4) are provided solely for informational purposes; and (5) are not warranted to be complete, accurate or timely. Sustainalytics is not responsible for any trading decisions, damages or other losses related to it or its use. The use of the data is subject to conditions available at <https://www.sustainalytics.com/legal-disclaimers>.