

2024 年 3 月 1 日

研究員：吳建弘 A51102@cim.capital.com.tw

前日收盤價 51.90 元

目標價

3 個月 60.00 元

12 個月 60.00 元

近期報告日期、評等及前日股價

02/29/2024 到價

01/23/2024 Buy 41.90

公司基本資訊

目前股本(百萬元) 23,395

市值(億元) 1,214

目前每股淨值(元) 23.00

外資持股比(%) 12.41

投信持股比(%) 0.85

董監持股比(%) 5.07

融資餘額(張) 106,806

現金股息配發率(F)(%) 0.00

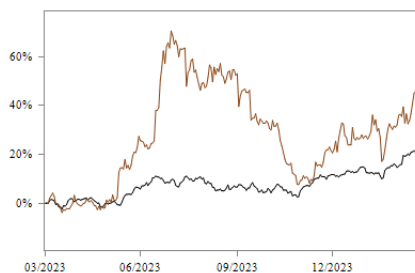
產品組合



- 重電事業部:17.90%
- 馬達事業部:16.30%
- 家電品牌事業部&家電製造事業部:16.09%
- 其他:49.71%

股價相對大盤走勢

— 2371 — TWSE



大同(2371 TT)

Buy

世界大同第二步，變壓器跨足美國。

投資建議：營運上，考量大同 2024 年逐步迎來變壓器銷往至美國、國內變壓器市占率提升、海外 EPC 布局商機等多項利多；評價上，考量大同屬於因公司治理問題結束後的轉型股，以本淨比做為評價方法，調整大同評等至 Buy，目標價 60 元(2.31 X 1Q25 BVPS)。

1Q24 新標案逐漸施工，淡季不淡：受惠先前在手訂單的取得，預期從 1Q24 開始，部分中大型儲能案場將開始進入工程高峰，加上 1Q24 開始電線電纜產能已經開出，投入於 161kv 以上的電線電纜主流市場，提升 25-35%電線電纜產能，帶動大同營運淡季不淡，預估 1Q24 營收 123.22 億元，QoQ-16.82%，稅後純益 7.99 億元，QoQ-38.05%，EPS0.34 元。

2Q24 變壓器逐步銷往美國，營運升溫：2Q24 開始，變壓器新產能增加 25-35%，加上變壓器產品於 2Q24 逐步跨入美國變壓器市場，管理階層認為大同將追隨國內同業出貨全系列變壓器(含 500kv)，改善產品組合；訂單部分，持續洽談海外 EPC 發電案場，總規模約 2GW，有望提升未來在手訂單水準，綜合以上，預期 2Q24 大同將逐步出口變壓器與 EPC 案場能量至海外，帶動大同重電事業持續成長，預估 2Q24 營收 132.14 億元，QoQ+7.24%，稅後純益 11.18 億元，QoQ+39.98%，EPS0.48 元。

2024 年逐步取得國內外訂單，提升在手訂單量體：受惠總額台電強韌電網預算持續上升，預計 2024 年計畫預算 YoY+46.32%，帶動產業向上；如今海外變壓器需求強勁，研究部認為大同有機會增加國內市占率，並隨著 2Q24 變壓器產能擴張，正式將變壓器出口至美國；最後，隨著大同過去海外太陽能、儲能案場布局，2024 年逐步迎來海外 EPC 工程需求成長。綜合以上，大同 2024 年主要迎來變壓器產能擴張，迎來美國變壓器出口商機與國內變壓器市占率提升，與海外 EPC 工程需求初現等多項利多，預估 2024 年營收 567.97 億元，YoY+12.20%，稅後純益 41.34 億元，YoY+43.62%，EPS1.77 元。

(百萬元)	2023F	2024F	2025F	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23F	1Q24F	2Q24F	3Q24F	4Q24F
營業收入淨額	50,624	56,797	66,840	12,831	11,122	13,240	11,448	14,814	12,322	13,214	13,612	17,650
營業毛利淨額	9,698	11,374	13,006	1,695	2,027	2,560	2,191	2,919	2,477	2,673	2,749	3,476
營業利益	2,883	4,052	5,318	-86	550	850	381	1,102	761	949	810	1,532
稅後純益	2,878	4,134	4,906	308	454	582	553	1,290	799	1,118	890	1,327
稅後 EPS(元)	1.23	1.77	2.10	0.13	0.19	0.25	0.24	0.55	0.34	0.48	0.38	0.57
毛利率(%)	19.16%	20.03%	19.46%	13.21%	18.23%	19.34%	19.14%	19.70%	20.10%	20.23%	20.19%	19.69%
營業利益率(%)	5.69%	7.13%	7.96%	-0.67%	4.94%	6.42%	3.32%	7.44%	6.17%	7.18%	5.95%	8.68%
稅後純益率(%)	5.69%	7.28%	7.34%	2.40%	4.08%	4.39%	4.83%	8.71%	6.48%	8.46%	6.54%	7.52%
營業收入 YoY/QoQ(%)	46.57%	12.20%	17.68%	77.65%	-13.31%	19.04%	-13.54%	29.40%	-16.82%	7.24%	3.01%	29.67%
稅後純益 YoY/QoQ(%)	-69.31%	43.62%	18.69%	-96.19%	47.15%	28.16%	-4.93%	133.20%	-38.05%	39.98%	-20.41%	49.04%

註：稅後純益係指本期淨利歸屬於母公司業主；稅後 EPS 以股本 233.95 億元計算。

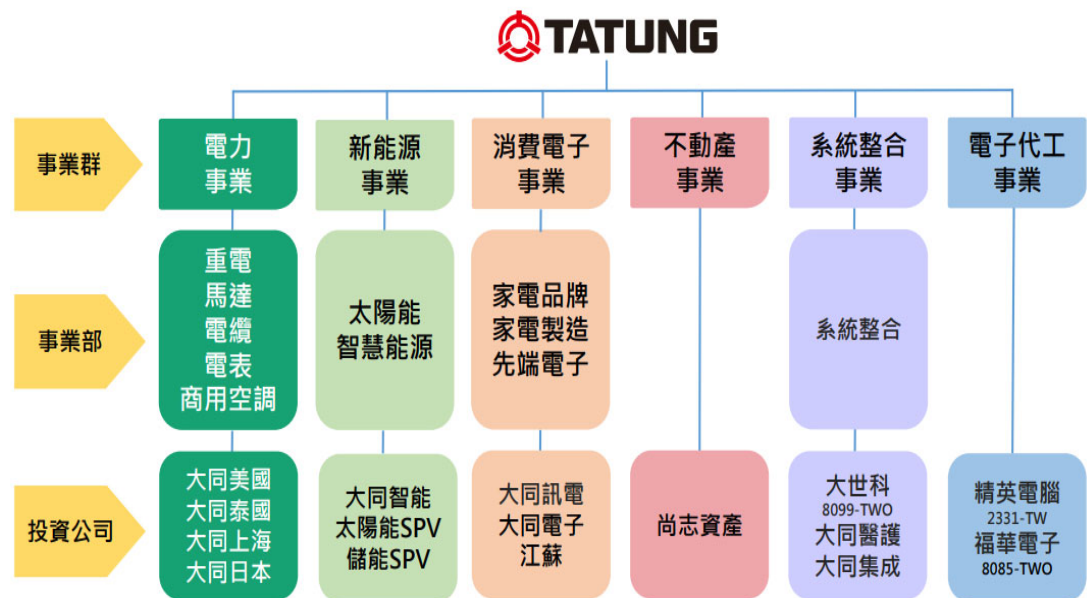
大同 ESG：

大同近年致力於能源轉型事業，力求透過公司產品製造能力成為國家及企業的淨零碳排重要推手，並參考 GRI 準則發布 2023 年永續報告書，制定 2050 年淨零碳排路徑，2022 年已經減少 153.7 百萬度電力、760.73 公噸溫室氣體排放量、累積建置 268.5MWp 太陽能發電系統等多項等多項永續策略，當前也已經獲得商業周刊『碳競爭力一百強調查』電機機械類第一名、TCSA 台灣企業永續獎永續報告類-傳統製造業第一類金獎與第九屆公司治理評鑑前 6%~20% 級距等多個獎項，未來持續以創能、儲能、節能為長期，為社會及大同的夥伴創造最大的利益。

公司簡介：

大同成立於 1918 年，為全球綜合性大廠，目前旗下主要分為 10 大事業體，包括但不限於重電、智慧電表、智慧能源、電纜、家電製造等事業群，近年透過產品轉型，逐步成為台灣智慧節能管理與再生能源系統的領導廠商，過往曾用自有技術建置台灣第一套工業用高壓智慧電網高壓與民生用低壓智慧電表基礎建設，已然成為台灣智慧電網、微電網與智慧電表的領導先鋒。台灣基礎建設中所採用的智慧電表，不論是工業用或家用，多數皆由大同公司開發設計與製造完成。1Q23-3Q23 產品占比，電力新能源 24%、新能源 4%、消費電子 10%、不動產 2%、系統整合 14%、電子代工 44%。

圖一、大同事業部門

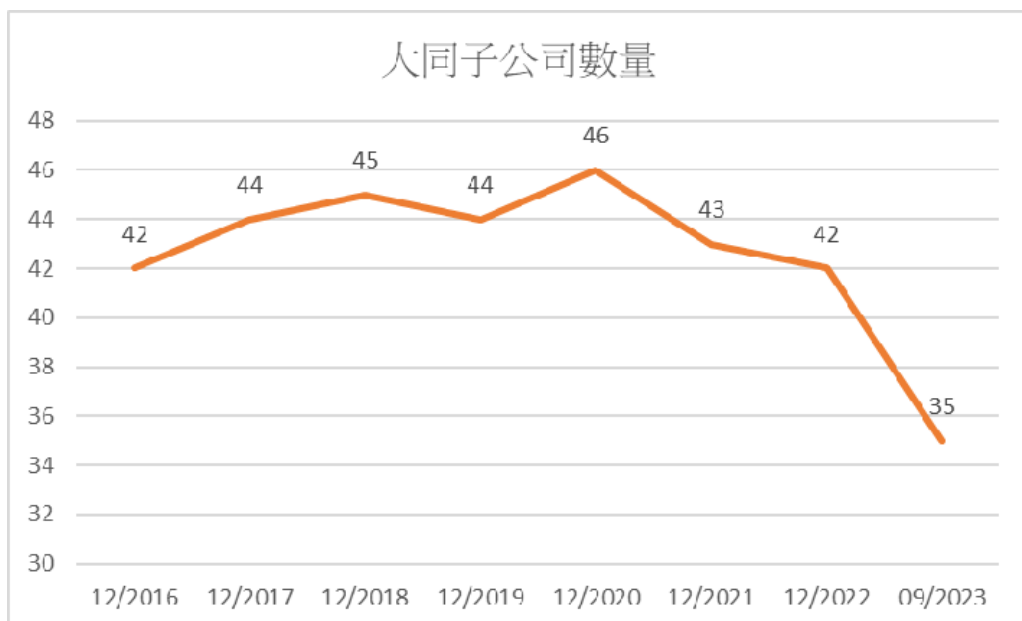


資料來源：大同

公司治理：

雖然過往曾有經營階層於股東會刪除部分股東表決權的行為，違反公司治理精神與相關法規，但在新任經營階層任職後，考量經營階層逐漸穩定，並且開始去蕪存菁、致力發展能源事業，當前大同子公司數量已下降至 35 家，較 2020 年最高峰的 46 家，減少 23.91%，逐漸活化資產，改善資產品質。

圖二、大同子公司數量

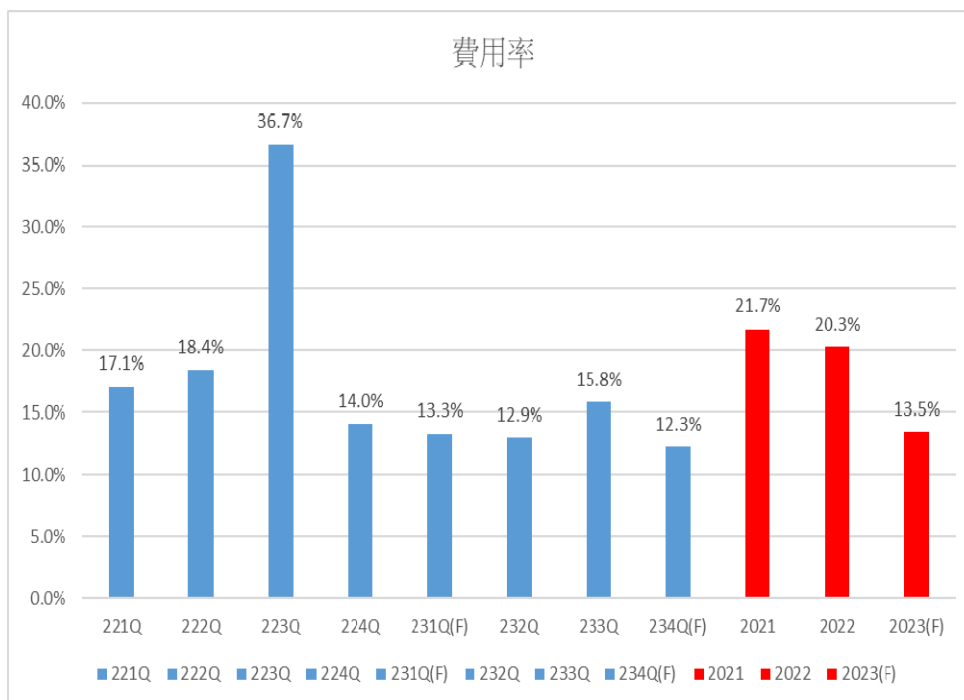


資料來源：Cmoney；群益投顧彙整

4Q23 受惠工程旺季，費用率降低，獲利成長：

在手訂單200億元，受惠4Q23工程旺季、子公司包袱減輕與大同莊園的銷售，4Q23營收QoQ+29.40%、4Q23營收148.14億元，預估稅後純益12.90億元，稅後純益QoQ+133.20%，EPS0.55元。

圖三、大同費用率



資料來源：Cmoney；群益投顧彙整

1Q24新標案逐漸施工，淡季不淡：

受惠先前在手訂單的取得，預期從 1Q24 開始，部分中大型儲能案場將開始進入工程高峰，加上 1Q24 開始電線電纜產能已經開出，持續投入於 161kv 以上的電線電纜主流市場，提升 25-35%電線電纜產能，帶動大同營運淡季不淡，預估 1Q24 營收 123.22 億元，QoQ-16.82%，稅後純益 7.99 億元，QoQ-38.05%，EPS0.34 元。

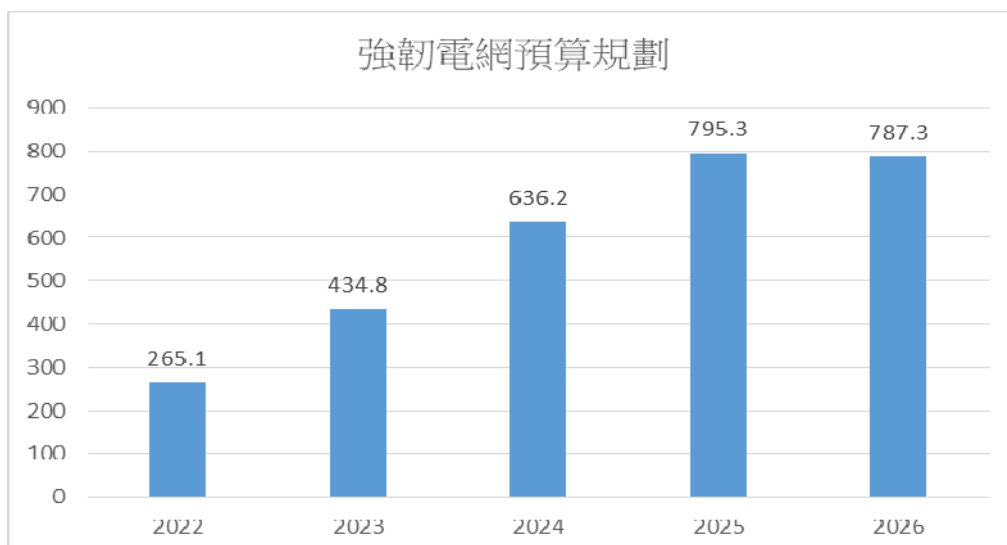
2Q24變壓器逐步銷往美國，營運升溫：

2Q24 開始，變壓器新產能增加 25-35%，加上變壓器產品於 2Q24 逐步跨入美國變壓器市場，管理階層認為大同將追隨國內同業出貨全系列變壓器(含 500kv)，改善產品組合；訂單部分，持續洽談海外 EPC 發電案場，總規模約 2GW，有望提升未來在手訂單水準，綜合以上，預期 2Q24 大同將逐步出口變壓器與 EPC 案場能量至海外，帶動大同重電事業持續成長，預估 2Q24 營收 132.14 億元，QoQ+7.24%，稅後純益 11.18 億元，QoQ+39.98%，EPS0.48 元。

2024年逐步取得國內外訂單，提升在手訂單量體：

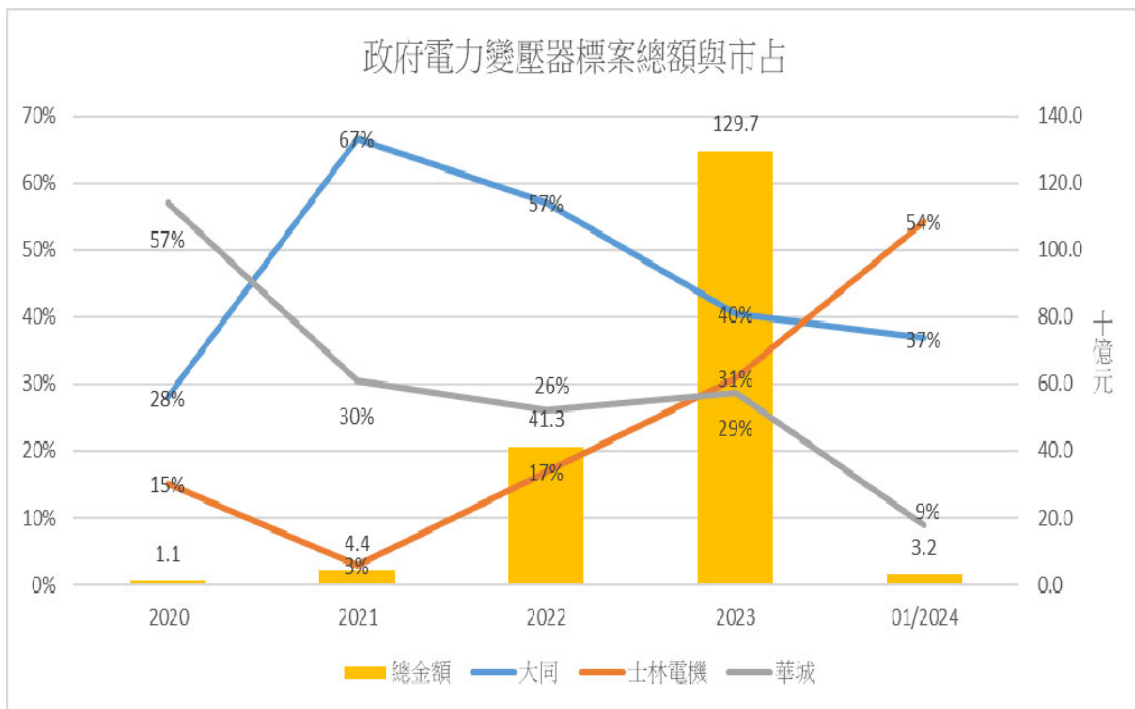
2024年大同主要受惠總額5,645億元的台電強韌電網預算持續上升，預計2024年計畫預算上升至636.2億元，較2023年YoY+46.32%，帶動產業向上；其次，國內變壓器產業樣態過去以大同、士電、華城的三強鼎立為主，如今海外變壓器需求強勁，研究部認為大同有機會持續增加國內市占率，並隨著2Q24變壓器產能擴張，正式將變壓器出口至美國；最後，隨著大同過去海外太陽能、儲能案場的布局，預期2024年大同逐步迎來海外EPC工程需求成長。綜合以上，大同2024年主要迎來變壓器產能擴張，迎來美國變壓器出口商機與國內變壓器市占率提升，與海外EPC工程需求初現等多項利多，預估2024年營收567.97億元，YoY+12.20%，稅後純益41.34億元，YoY+43.62%，EPS1.77元。

圖四、台電強韌電網預算規劃



資料來源：中興電，群益投顧彙整

圖五、政府電力變壓器標案總額與市占



資料來源：政府採購網，群益投顧彙整

表一、大同子公司占獲利影響與2024年展望

子公司	1Q-3Q23 累積損益 (百萬元)	稅前累積淨利占比	2024 年展望
精英電腦	109.4	5.0%	AI PC 逐漸耕耘，需求緩步成長
福華電子	-7.6	-0.4%	海外綠能與 2025 年印尼碳稅需求等
尚志資產	-8.2	-0.4%	子公司包袱減輕，資產逐步活化
合計	93.6	4.3%	

資料來源：Cmoney，大同，福華，精英，群益投顧彙整

投資建議：

營運上，考量大同 2024 年逐步迎來變壓器銷往至美國、國內變壓器市占率提升、海外 EPC 布局商機等多項利多；評價上，考量大同屬於因公司治理問題結束後的轉型股，以本淨比做為評價方法，調整大同評等至 Buy，目標價 60 元 (2.31 X 1Q25 BVPS)。

2024 年 3 月 1 日

Forward PB Band



資料來源：CMoney，群益預估彙整

2024 年 3 月 1 日

資產負債表

(百萬元)	2021	2022	2023F	2024F	2025F
資產總計	111,466	133,616	136,209	143,026	148,938
流動資產	35,132	56,541	56,131	57,772	62,260
現金及約當現金	8,296	14,176	13,760	14,324	15,351
應收帳款與票據	4,090	7,494	6,978	6,974	8,126
存貨	13,688	19,929	22,734	23,311	25,655
採權益法之投資	5,448	1,784	1,835	1,987	2,013
不動產、廠房設備	32,803	28,660	30,257	31,307	32,027
負債總計	86,047	68,750	68,159	70,842	72,261
流動負債	48,572	27,704	28,460	28,090	29,948
應付帳款及票據	19,172	8,668	8,362	8,352	9,518
非流動負債	37,475	41,045	40,006	43,068	41,462
權益總計	25,419	64,866	68,050	72,184	76,677
普通股股本	23,395	23,395	23,395	23,395	23,395
保留盈餘	12,830	21,811	24,995	29,129	33,622
母公司業主權益	38,189	51,202	54,080	58,214	62,707
負債及權益總計	111,466	133,616	136,209	143,026	148,938

損益表

(百萬元)	2021	2022	2023F	2024F	2025F
營業收入淨額	29,605	34,539	50,624	56,797	66,840
營業成本	22,372	27,247	40,926	45,424	53,834
營業毛利淨額	7,233	7,292	9,698	11,374	13,006
營業費用	6,433	7,018	6,819	7,322	7,688
營業利益	804	297	2,883	4,052	5,318
EBITDA	7,327	10,960	6,344	7,772	8,789
業外收入及支出	2,072	9,468	907	1,116	815
稅前純益	2,653	7,239	3,790	5,167	6,133
所得稅	84	10	607	1,033	1,227
稅後純益	3,672	9,377	2,878	4,134	4,906
稅後 EPS(元)	1.57	4.01	1.23	1.77	2.10
完全稀釋 EPS**	1.57	4.01	1.23	1.77	2.10

註 1：稅後純益係指本期淨利歸屬於母公司業主。

註 2：稅後 EPS 以股本 233.95【最新股本】億元計算

註 3：完全稀釋 EPS 以股本 233.95 億元計算

比率分析

(百萬元)	2021	2022	2023F	2024F	2025F
-------	------	------	-------	-------	-------

成長力分析(%)

營業收入淨額	-6.44%	16.67%	46.57%	12.20%	17.68%
營業毛利淨額	14.29%	0.81%	33.00%	17.28%	14.35%
營業利益	N.A	-63.01%	869.19%	40.54%	31.24%
稅後純益	N.A	155.37%	-69.31%	43.62%	18.69%

獲利能力分析(%)

毛利率	24.43%	21.11%	19.16%	20.03%	19.46%
EBITDA(%)	24.75%	31.73%	12.53%	13.68%	13.15%
營益率	2.72%	0.86%	5.69%	7.13%	7.96%
稅後純益率	12.40%	27.15%	5.69%	7.28%	7.34%
總資產報酬率	3.29%	7.02%	2.11%	2.89%	3.29%
股東權益報酬率	14.45%	14.46%	4.23%	5.73%	6.40%

償債能力檢視

負債比率(%)	77.20%	51.45%	50.04%	49.53%	48.52%
負債/淨值比(%)	338.51%	105.99%	100.16%	98.14%	94.24%
流動比率(%)	72.33%	204.09%	197.23%	205.67%	207.89%

其他比率分析

存貨天數	222.48	225.16	190.25	185.00	166.00
應收帳款天數	51.83	61.21	52.17	44.83	41.23

現金流量表

(百萬元)	2021	2022	2023F	2024F	2025F
營業活動現金	2,737	653	7,112	6,382	7,253
稅前純益	2,653	7,239	3,790	5,167	6,133
折舊及攤銷	2,231	2,086	2,572	2,661	2,722
營運資金變動	-405	-20,149	-2,596	-583	-2,329
其他營運現金	-1,742	11,477	3,345	-863	727
投資活動現金	155	-436	-7,355	-10,273	-7,878
資本支出淨額	-1,523	-3,829	-2,000	-2,100	-2,400
長期投資變動	-278	3,343	-4,000	-4,200	-4,800
其他投資現金	1,956	50	-1,355	-3,973	-678
籌資活動現金	-2,565	5,597	-173	4,456	1,652
長借/公司債變動	-3,319	5,910	-1,039	3,062	-1,606
現金增資	0	0	0	0	0
發放現金股利	0	0	0	0	-413
其他籌資現金	753	-312	866	1,393	3,672
淨現金流量	21	5,876	-417	564	1,027
期初現金	8,279	8,300	14,176	13,760	14,324
期末現金	8,300	14,176	13,760	14,324	15,351

資料來源：CMoney、群益

2024 年 3 月 1 日

季度損益表

(百萬元)	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23F	1Q24F	2Q24F	3Q24F	4Q24F	1Q25F	2Q25F
營業收入淨額	7,222	12,831	11,122	13,240	11,448	14,814	12,322	13,214	13,612	17,650	14,783	15,496
營業成本	5,683	11,135	9,095	10,680	9,256	11,895	9,845	10,541	10,863	14,174	11,936	12,474
營業毛利淨額	1,540	1,695	2,027	2,560	2,191	2,919	2,477	2,673	2,749	3,476	2,847	3,021
營業費用	2,648	1,803	1,478	1,713	1,812	1,817	1,716	1,724	1,938	1,944	1,802	1,810
營業利益	-1,108	-86	550	850	381	1,102	761	949	810	1,532	1,045	1,212
業外收入及支出	8,300	148	-116	104	409	510	238	449	302	127	238	224
稅前純益	7,191	63	434	955	790	1,612	999	1,398	1,113	1,658	1,282	1,436
所得稅	15	-99	28	146	110	322	200	280	223	332	256	287
稅後純益	8,106	308	454	582	553	1,290	799	1,118	890	1,327	1,026	1,149
最新股本	23,395	23,395	23,395	23,395	23,395	23,395	23,395	23,395	23,395	23,395	23,395	23,395
稅後EPS(元)	3.46	0.13	0.19	0.25	0.24	0.55	0.34	0.48	0.38	0.57	0.44	0.49
獲利能力(%)												
毛利率(%)	21.32%	13.21%	18.23%	19.34%	19.14%	19.70%	20.10%	20.23%	20.19%	19.69%	19.26%	19.50%
營業利益率(%)	-15.34%	-0.67%	4.94%	6.42%	3.32%	7.44%	6.17%	7.18%	5.95%	8.68%	7.07%	7.82%
稅後純益率(%)	112.24%	2.40%	4.08%	4.39%	4.83%	8.71%	6.48%	8.46%	6.54%	7.52%	6.94%	7.41%
QoQ(%)												
營業收入淨額	5.85%	77.65%	-13.31%	19.04%	-13.54%	29.40%	-16.82%	7.24%	3.01%	29.67%	-16.25%	4.82%
營業利益	N.A	N.A	N.A	54.64%	-55.24%	189.56%	-30.97%	24.75%	-14.64%	89.05%	-31.80%	15.98%
稅前純益	60007.94%	-99.13%	591.96%	120.17%	-17.29%	104.13%	-38.05%	39.98%	-20.41%	49.04%	-22.66%	11.97%
稅後純益	1743.03%	-96.19%	47.15%	28.16%	-4.93%	133.20%	-38.05%	39.98%	-20.41%	49.04%	-22.66%	11.97%
YoY(%)												
營業收入淨額	-10.44%	69.63%	45.14%	94.06%	58.50%	15.45%	10.79%	-0.20%	18.91%	19.15%	19.97%	17.27%
營業利益	N.A	N.A	-37.81%	40.09%	N.A	N.A	38.36%	11.61%	112.86%	38.97%	37.30%	27.65%
稅前純益	2063.12%	-97.06%	N.A	7881.28%	-89.02%	2472.09%	130.28%	46.40%	40.88%	2.86%	28.41%	2.72%
稅後純益	995.20%	-87.18%	-13.17%	32.26%	-93.18%	318.09%	76.02%	92.26%	60.94%	2.86%	28.41%	2.72%

註1：稅後EPS以股本233.95億元計算

註2：自2013年開始，稅後純益係指本期淨利歸屬於母公司業主。

【投資評等說明】

評等	定義
強力買進(Strong Buy)	首次評等潛在上漲空間 $\geq 35\%$
買進(Buy)	$15\% \leq$ 首次評等潛在上漲空間 $< 35\%$
區間操作(Trading Buy)	$5\% \leq$ 首次評等潛在上漲空間 $< 15\%$
	無法由基本面給予投資評等
中立(Neutral)	預期近期股價將處於盤整
	建議降低持股

【投資評等調整機制】

投資評等係「首次」給予特定個股投資評等時，其前一日收盤價相較 3 個月目標價之潛在上漲空間計算而得。個股投資評等分為四個等級，定義如上。爾後的投資評等係依循「首次評等」，直到停止推薦。

「強力買進」、「買進」及「區間操作」均有 upside 目標價。差別僅在於，首次評等時潛在報酬率不同。「中立」則無目標價。

一旦我們給予特定個股「強力買進」、「買進」或「區間操作」之投資評等，就是責任的開始，爾後將透過各式研究報告作定期性、持續性追蹤基本面及股價變化，直到停止推薦。

停止推薦情境：

1. 達目標價。
2. 雖未達原訂目標價，但檢視基本面、訊息面、籌碼面等多方訊息，研判股價上漲空間已然有限，將適時出具降評報告。
3. 推薦後股價不漲反跌，亦將出具降評報告。

【免責聲明】

本研究報告僅提供予特定人之客戶作為參考資料「非經同意不得轉載」。我們並不確保此資訊的完整性與正確性，投資人應了解，報告中有關未來預測之陳述可能不會實現，因而不應被依賴。而且此報告並非根據特定投資目的或依預定對象之財務狀況所撰寫出來的，因此，此研究報告的目的，既非對投資人於買賣證券、選擇權、期貨或其他證券相關之衍生性商品提供詢價服務，亦非作為進行交易的要約。投資人應注意到相關證券之價值及收益，可能會有無預警地上升或下降，產生投資回報金額可能比原始投資來得少的情形。