

2024 年 2 月 23 日

研究員：吳建弘 A51102@cim.capital.com.tw

前日收盤價 133.50 元

目標價

3 個月 154.00 元

12 個月 154.00 元

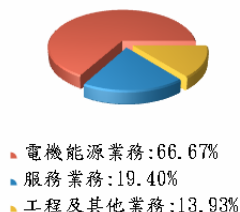
近期報告日期、評等及前日股價

11/27/2023 Trading Buy 117.00

公司基本資訊

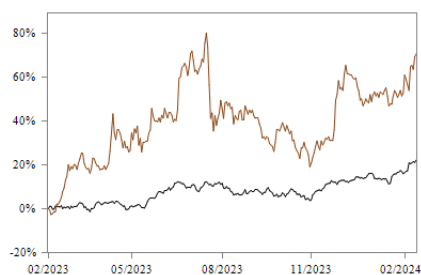
目前股本(百萬元)	5,031
市值(億元)	672
目前每股淨值(元)	29.34
外資持股比(%)	11.20
投信持股比(%)	0.37
董監持股比(%)	10.58
融資餘額(張)	35,851
現金股息配發率(F)(%)	103.55

產品組合



股價相對大盤走勢

— 1513 — TWSE



中興電(1513 TT)

Buy

國內 GIS 開關龍頭，受惠強韌電網政策。

投資建議：考量(1)中興電國內 GIS 的高市佔率與受惠台電強韌電網等計畫，營運成長動能無虞，(2)雲豹甲車事件雖過，但評價仍受雲豹甲車事件影響，當前 PER 約落在 14.75X，處於過往 8-35X 的區間下緣，給予中興電 Buy 的投資建議，目標價 154 元 (18.8 X 2024F EPS)。

1Q24 產能逐步增加，營運淡季不淡：中興電在國內 GIS 產品的高市佔率與訂單規模，預期 1Q24 嘉義新廠逐步投產，營運淡季不淡，全年可提升 15-20%產能，預估 1Q24 營收 59.14 億元，QoQ+1.15%，EPS 2.02 元，稅後純益 10.16 億元，QoQ+24.64%。

2024 年台電資本支出持續上升，營運能見度上看 2026 年後：受惠強韌電網計畫、淨零轉型 12 項關鍵戰略行動計畫等多項能源政策，預期台電的強韌電網計畫預算、總資本支出，預算規模持續在 2024、2025 年上升，帶動中興電營運能見度看到 2026 年以後，也預期中興電將於 2024 年新取得約 300 億元的訂單，推升在手訂單規模，預計 2024 年營收 243.27 億元，YoY+9.86%，EPS 8.20 元，稅後純益 41.27 億元，YoY+156.45%。

氫能源佈局：隨著各國將氫能源納入淨零碳排目標，中興電也進行海內外氫能源投資佈局，例如：在台灣，與中油等國內業者發展氫能源動力系統、燃料電池充電樁；以及美國、沙烏地阿拉伯、印度多國的氫能源投資佈局等，預計隨著氫能源技術逐漸成熟，長期將接棒重電產品，成為中興電新的營運動能。

雲豹甲車訴訟後續：2Q23 雖受雲豹甲車訴訟影響，中興電 2Q23 認列虧損-1.24 元，但研究部考量行政罰法的「一行為不二罰」，以及 2018 年中興電已接獲採購法第 101 條的國防部停權一年，研究部認為，雲豹甲車事件已經結束，後續不會造成營運影響。

(百萬元)	2023F	2024F	2025F	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23F	1Q24F	2Q24F	3Q24F	4Q24F
營業收入淨額	22,145	24,327	26,269	4,799	5,841	4,930	5,527	5,847	5,914	5,889	6,082	6,443
營業毛利淨額	6,689	7,404	8,102	1,070	1,579	1,789	1,684	1,636	1,784	1,788	1,859	1,973
營業利益	4,376	4,943	5,519	848	1,026	1,600	783	968	1,222	1,226	1,251	1,244
稅後純益	1,609	4,127	4,588	751	744	-686	736	815	1,016	1,017	1,049	1,046
稅後 EPS(元)	3.20	8.20	9.12	1.49	1.48	-1.36	1.46	1.62	2.02	2.02	2.09	2.08
毛利率(%)	30.21%	30.43%	30.84%	22.29%	27.04%	36.30%	30.47%	27.99%	30.17%	30.36%	30.56%	30.62%
營業利益率(%)	19.76%	20.32%	21.01%	17.67%	17.57%	32.45%	14.16%	16.55%	20.66%	20.82%	20.57%	19.31%
稅後純益率(%)	7.27%	16.96%	17.46%	15.65%	12.75%	-13.91%	13.31%	13.94%	17.17%	17.26%	17.25%	16.23%
營業收入 YoY/QoQ(%)	19.40%	9.86%	7.98%	3.57%	21.72%	-15.60%	12.11%	5.78%	1.15%	-0.42%	3.28%	5.93%
稅後純益 YoY/QoQ(%)	-33.89%	156.45%	11.16%	36.99%	-0.89%	N.A	N.A	10.76%	24.64%	0.11%	3.21%	-0.36%

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 50.31 億元計算。

2024 年 2 月 23 日

中興電 ESG：

中興電追求企業永續經營並提升資訊透明度，發行 2022 年永續報告書。以行動實踐誠信治理、綠色永續、建構幸福職場、社會關懷等永續經營願景，報告書撰寫架構係依據全球永續性報告協會（Global Reporting Initiative, 下稱 GRI）發布之永續性報導準則 2021 年版（GRISTandards 2021, GRI 準則 2021 年）撰寫，同時符合「上市 / 櫃公司編製與申報 永續報告書作業辦法」之要求，並於本報告書附錄提供 GRI 準則內容索引供利害關係人參照。並自 2022 年發行永續報告書以來，經營團隊持續向董事會報告 ESG 永續發展的執行進度與成果，強化董事會對公司推行 ESG 參與程度。並規劃於 2024 年度於董事會轄下設置永續發展委員會，協助董事會持續推動企業環境、社會與公司治理等面向之實踐，以達永續經營之目的。

公司簡介：

中興電成立於1962年，主要從事電力設備銷售、電力工程、空調機械設備工程、停車場管理服務、精密機械設備工程等。並以重電產品中的高壓氣體絕緣開關(GIS)產品為營運重點，此外，公司也積極發展綠能產業，例如：氫能源、太陽能案場、嘟嘟房充電樁等。

在手訂單約340億元，並隨台電強韌電網計畫執行，持續上升：

隨著超過5,645億元預算的台電強韌電網計畫逐步落實，加上中興電超過85%以上的國內GIS開關市占率，目前已經取得約340億元的在手訂單，並於2024年預計在台電將釋出約600億元的重電設備預算下，中興電預計再取得約300億元的訂單量，其中包括傳統重電設備、離岸風電3-1與3-2期的相關變電站產品、光電EPC與儲能變電站等業務，預期在手訂單將持續上升。

圖一、中興電擬定新增訂單項目

2024預計爭取案件

- 台電發電廠開關廠新建統包工程(含設備)
通*161、大*161、大*345 約160億元。
- 3-1期離岸風力變電站統包工程(含設備) 約85億元。
- 儲能場新建工程(含設備) 約80億元。
- 台電配電變電所屋內化工程(含設備) 約20億元。
- 3-1.2期離岸風力上岸之線路及變電站設備
- 太陽光電案場統包EPC工程
- 再生能源投資業者之昇壓站及線路工程
- 民間投資儲能場之昇壓站與線路工程

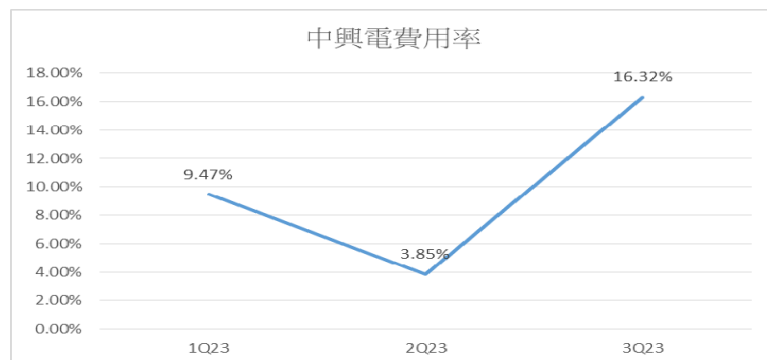
資料來源：中興電

2024 年 2 月 23 日

4Q23 一次性費用認列結束，營運步入旺季：

4Q23 受惠產業進入旺季，以及一次性費用認列結束 4Q23 營收 58.47 億元，QoQ+5.78%，預估 EPS 1.62 元，稅後純益 8.15 億元，QoQ+10.76%。

圖二、中興電費用率



資料來源：Cmoney，群益投顧彙整

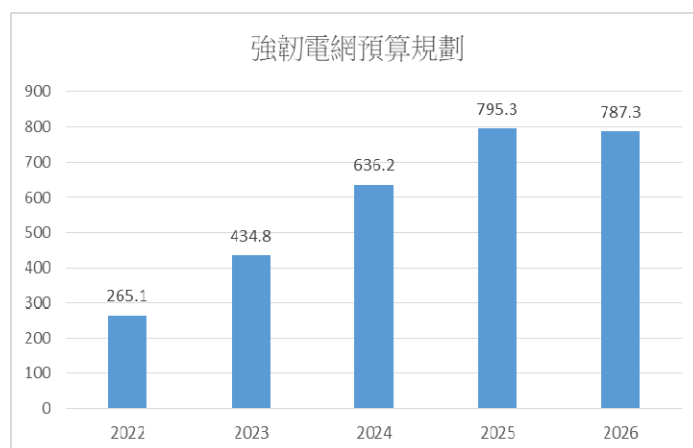
1Q24 產能逐步增加，營運淡季不淡：

考量中興電在國內 GIS 產品的高市佔率與在手訂單規模，預期 1Q24 開始，嘉義新廠將逐步投產，營運淡季不淡，全年可提升 15-20% 產能，預估 1Q24 營收 59.14 億元，QoQ+1.15%，EPS 2.02 元，稅後純益 10.16 億元，QoQ+24.64%。

2024 年台電資本支出持續上升，營運能見度上看 2026 年後：

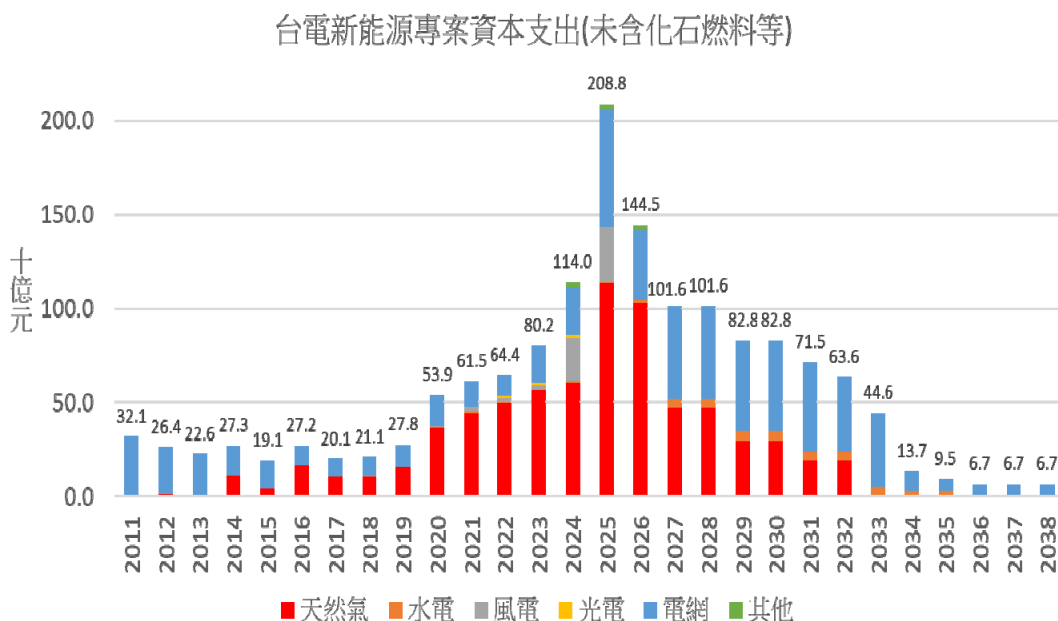
受惠 5,645 億元的強韌電網計畫、8,837 億元的淨零轉型 12 項關鍵戰略行動計畫等多項能源政策，預期 2024 年強韌電網計畫預算將上升至 636.2 億元，YoY+46.32%，並於 2025 年創高；2024 年台電總資本支出將上升至 1,140 億元，YoY+42.14%，並於 2025 年創高。綜合以上，台電的強韌電網計畫預算、總資本支出，預算規模持續在 2024、2025 年上升，帶動重電產業成長、中興電營運能見度看到 2026 年以後，也預期中興電將於 2024 年新取得約 300 億元的訂單，推升在手訂單規模，預計 2024 年營收 243.27 億元，YoY+9.86%，EPS 8.20 元，稅後純益 41.27 億元，YoY+156.45%。

圖三、台電強韌電網預算規劃



資料來源：中興電，群益投顧彙整

圖四、台電新能源專案資本支出



*其他為智慧電網相關

資料來源：台電，群益投顧彙整

氫能源佈局：

隨著各國將氫能源納入淨零碳排的目標之一(例如：台灣擬定規劃2050年氫能源發電佔比達9-12%)，中興電也進行海內外的佈局，例如：(1)在台灣，與中油、國內知名客運業者等發展氫能源動力系統、燃料電池充電樁、(2)在美國，與Hylect Holding / Black Pearl Investments進行合作，發展氫能源動力系統、(3)在沙烏地阿拉伯，透過技術授權等方式，進行化石燃料煉氫、(4)在印度，進行氫能三輪車投資等。預計在氫能源技術逐漸成熟下，長期將接棒重電產品，成為中興電新的營運動能。

雲豹甲車訴訟後續：

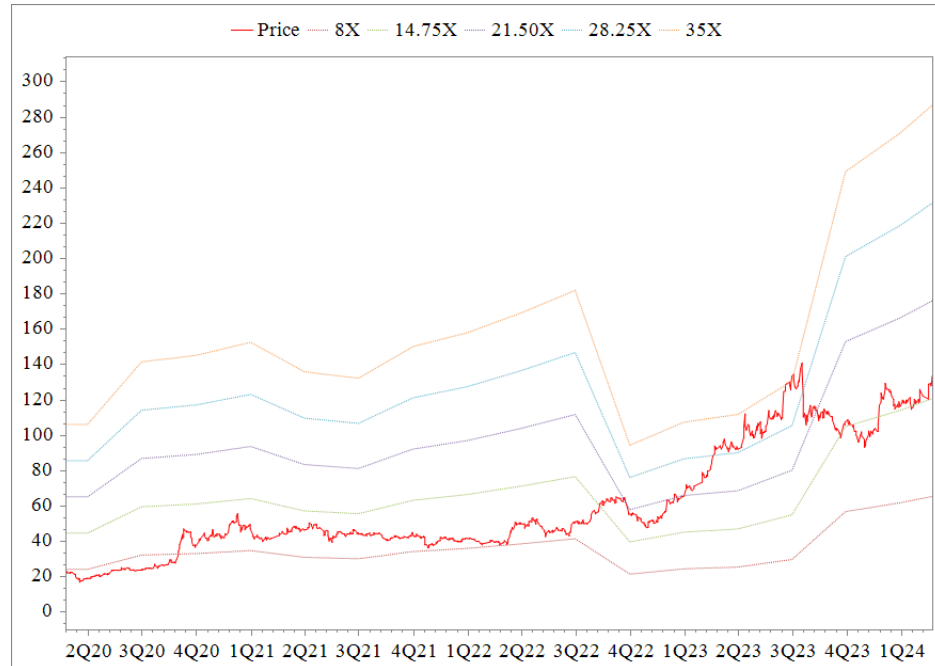
先前2Q23受雲豹甲車事件影響，台中高分院二審裁定近21億元犯罪所得沒入，造成中興電2Q23認列虧損，EPS為-1.24元，此次雲豹甲車事件起源於2012年國防部軍備局採購中心標案，並於2018年中興電已接獲基於採購法第101條第1項第12款的國防部停權一年通知。研究部認為，考量行政罰法第26條第1項的”一行為不二罰”情形，預期中興電在認列2Q23虧損後，此次雲豹甲車事件已經結束，後續並不會造成營運影響。

投資建議：

考量(1)中興電國內 GIS 的高市佔率與受惠台電強韌電網等計畫，營運成長動能無虞，(2)雲豹甲車事件雖過，但評價仍受雲豹甲車事件影響，當前 PER 落在 14.75X，處於過往 8-35X 的區間下緣，給予中興電 Buy 的投資建議，目標價 154 元(18.8 X 2024F EPS)。

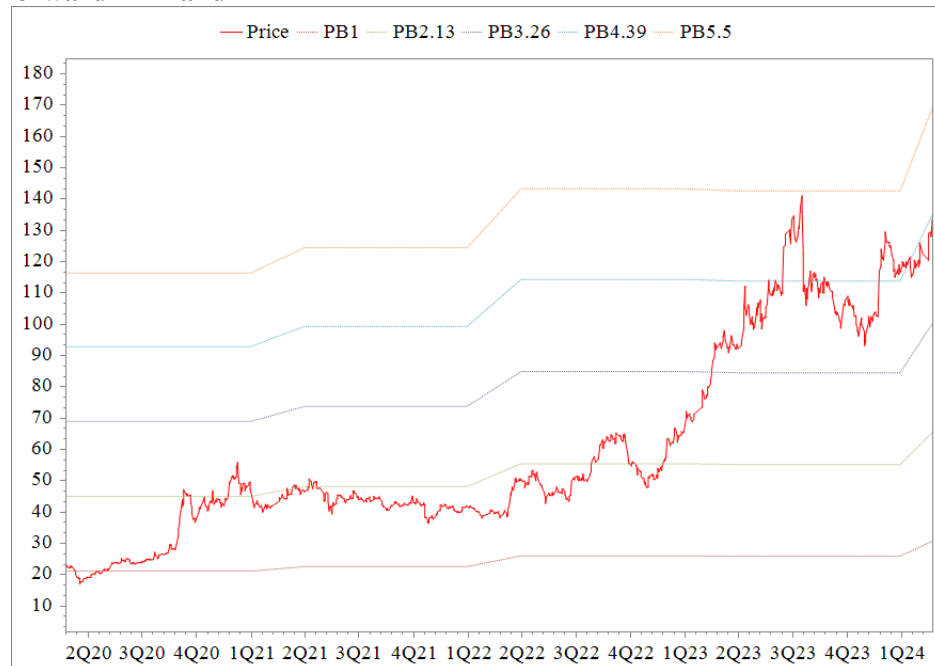
2024 年 2 月 23 日

Forward PE Band



資料來源：CMoney，群益預估彙整

Forward PB Band



資料來源：CMoney，群益預估彙整

2024 年 2 月 23 日

資產負債表

(百萬元)	2021	2022	2023F	2024F	2025F
資產總計	34,260	41,652	41,855	44,631	47,040
流動資產	15,306	18,339	19,554	20,992	21,722
現金及約當現金	2,344	2,744	2,957	3,158	3,276
應收帳款與票據	1,571	2,413	2,259	2,735	2,591
存貨	5,750	6,613	8,265	7,260	7,970
採權益法之投資	1,327	2,009	1,718	1,948	2,254
不動產、廠房設備	12,537	14,331	14,621	14,931	15,241
負債總計	22,620	28,287	28,545	28,861	29,289
流動負債	9,499	13,627	15,041	16,148	14,980
應付帳款及票據	2,262	3,885	2,311	2,788	2,687
非流動負債	13,121	14,660	15,078	13,810	15,507
權益總計	11,640	13,366	13,310	15,771	17,751
普通股股本	4,761	4,761	4,761	4,761	4,761
保留盈餘	4,928	5,872	5,817	8,278	10,258
母公司業主權益	11,387	13,104	13,046	15,507	17,487
負債及權益總計	34,260	41,652	41,855	44,631	47,040

損益表

(百萬元)	2021	2022	2023F	2024F	2025F
營業收入淨額	18,027	18,547	22,145	24,327	26,269
營業成本	13,730	13,802	15,455	16,924	18,167
營業毛利淨額	4,297	4,744	6,689	7,404	8,102
營業費用	1,620	1,893	2,313	2,461	2,584
營業利益	2,677	2,851	4,376	4,943	5,519
EBITDA	4,614	5,906	5,077	7,926	8,554
業外收入及支出	-198	241	-1,934	216	216
稅前純益	2,479	3,092	2,442	5,159	5,735
所得稅	508	626	831	1,032	1,147
稅後純益	1,956	2,434	1,609	4,127	4,588
稅後 EPS(元)	3.89	4.84	3.20	8.20	9.12
完全稀釋 EPS**	3.89	4.84	3.20	8.20	9.12

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 50.31 【最新股本】億元計算

註 3：完全稀釋 EPS 以股本 50.31 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	17.13%	2.88%	19.40%	9.86%	7.98%
營業毛利淨額	30.80%	10.40%	40.99%	10.68%	9.44%
營業利益	55.56%	6.50%	53.49%	12.95%	11.65%
稅後純益	28.07%	24.44%	-33.89%	156.45%	11.16%

獲利能力分析(%)

毛利率	23.84%	25.58%	30.21%	30.43%	30.84%
EBITDA(%)	25.59%	31.85%	22.93%	32.58%	32.56%
營益率	14.85%	15.37%	19.76%	20.32%	21.01%
稅後純益率	10.85%	13.12%	7.27%	16.96%	17.46%
總資產報酬率	5.71%	5.84%	3.84%	9.25%	9.75%
股東權益報酬率	16.80%	18.21%	12.09%	26.17%	25.84%

償債能力檢視

負債比率(%)	66.02%	67.91%	68.20%	64.66%	62.26%
負債/淨值比(%)	194.32%	211.64%	214.46%	183.00%	165.00%
流動比率(%)	161.14%	134.59%	130.00%	130.00%	145.00%

其他比率分析

存貨天數	169.43	163.47	175.68	167.42	153.00
應收帳款天數	40.02	39.20	38.50	37.46	37.00

現金流量表

(百萬元)	2021	2022	2023F	2024F	2025F
營業活動現金	3,661	5,471	5,517	7,746	6,729
稅前純益	2,479	3,092	2,442	5,159	5,735
折舊及攤銷	2,057	2,598	2,661	2,717	2,774
營運資金變動	1,232	-81	-3,073	1,006	-667
其他營運現金	-2,107	-137	3,486	-1,137	-1,112
投資活動現金	-4,309	-3,098	-2,040	-4,058	-4,333
資本支出淨額	-3,887	-2,707	-2,900	-3,100	-3,100
長期投資變動	-85	99	-150	-160	-170
其他投資現金	-337	-490	1,010	-798	-1,063
籌資活動現金	1,837	-1,974	-3,264	-3,486	-2,279
長借/公司債變動	4,325	1,190	417	-1,267	1,696
現金增資	0	0	0	0	0
發放現金股利	-1,047	-1,333	-1,666	-1,666	-2,607
其他籌資現金	-1,441	-1,831	-2,016	-552	-1,368
淨現金流量	1,183	400	213	201	118
期初現金	1,161	2,344	2,744	2,957	3,158
期末現金	2,344	2,744	2,957	3,158	3,276

資料來源：CMoney、群益

2024 年 2 月 23 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	4,634	4,799	5,841	4,930	5,527	5,847	5,914	5,889	6,082	6,443	6,056	6,026
營業成本	3,404	3,729	4,262	3,140	3,843	4,210	4,130	4,101	4,223	4,470	4,219	4,175
營業毛利淨額	1,229	1,070	1,579	1,789	1,684	1,636	1,784	1,788	1,859	1,973	1,837	1,851
營業費用	620	222	553	190	902	669	562	562	608	729	590	590
營業利益	610	848	1,026	1,600	783	968	1,222	1,226	1,251	1,244	1,247	1,261
業外收入及支出	86	82	-64	-2,017	96	51	48	45	60	63	48	45
稅前純益	696	930	962	-417	878	1,019	1,269	1,271	1,312	1,307	1,294	1,306
所得稅	139	174	216	271	141	204	254	254	262	261	259	261
稅後純益	548	751	744	-686	736	815	1,016	1,017	1,049	1,046	1,036	1,045
最新股本	5,031	5,031	5,031	5,031	5,031	5,031	5,031	5,031	5,031	5,031	5,031	5,031
稅後EPS(元)	1.09	1.49	1.48	-1.36	1.46	1.62	2.02	2.02	2.09	2.08	2.06	2.08

獲利能力(%)

毛利率(%)	26.53%	22.29%	27.04%	36.30%	30.47%	27.99%	30.17%	30.36%	30.56%	30.62%	30.33%	30.72%
營業利益率(%)	13.16%	17.67%	17.57%	32.45%	14.16%	16.55%	20.66%	20.82%	20.57%	19.31%	20.59%	20.93%
稅後純益率(%)	11.83%	15.65%	12.75%	-13.91%	13.31%	13.94%	17.17%	17.26%	17.25%	16.23%	17.10%	17.34%

QoQ(%)

營業收入淨額	5.94%	3.57%	21.72%	-15.60%	12.11%	5.78%	1.15%	-0.42%	3.28%	5.93%	-6.01%	-0.49%
營業利益	-6.19%	39.07%	20.99%	55.90%	-51.08%	23.63%	26.29%	0.33%	2.06%	-0.59%	0.24%	1.14%
稅前純益	-4.84%	33.72%	3.45%	N.A	N.A	15.94%	24.64%	0.11%	3.21%	-0.36%	-0.96%	0.89%
稅後純益	-4.40%	36.99%	-0.89%	N.A	N.A	10.76%	24.64%	0.11%	3.21%	-0.36%	-0.96%	0.89%

YoY(%)

營業收入淨額	12.47%	-7.03%	23.23%	12.71%	19.28%	21.83%	1.24%	19.45%	10.04%	10.20%	2.40%	2.33%
營業利益	7.73%	2.59%	38.11%	146.08%	28.32%	14.08%	19.08%	-23.37%	59.88%	28.56%	2.04%	2.87%
稅前純益	26.12%	25.37%	30.81%	N.A	26.29%	9.50%	31.93%	N.A	49.31%	28.32%	1.96%	2.77%
稅後純益	25.69%	27.39%	32.70%	N.A	34.15%	8.47%	36.41%	N.A	42.64%	28.32%	1.96%	2.77%

註1：稅後EPS以股本50.31億元計算

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。