

研究員：吳建弘 A51102@cim.capital.com.tw

前日收盤價 173.00 元

目標價

3 個月 201.00 元

12 個月 201.00 元

## 中興電(1513 TT)

Buy

### 近期報告日期、評等及前日股價

02/26/2024	到價	
02/23/2024	Buy	133.50
12/05/2023	到價	
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)	870
目前每股淨值(元)	31.31
外資持股比(%)	14.19
投信持股比(%)	0.40
董監持股比(%)	10.58
融資餘額(張)	31,531
現金股息配發率(%)	110.77

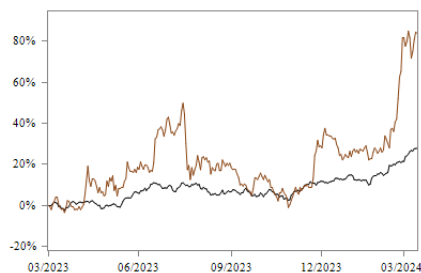
### 產品組合



- 電機能源業務:66.67%
- 服務業務:19.40%
- 工程及其他業務:13.93%

### 股價相對大盤走勢

— 1513 — TWSE



## 2024 年台電預算創高，中興電營運持續走揚。

**投資建議：**考量(1)中興電受惠強韌電網計畫，1Q24 新產能已經開出、並維持高檔稼動率，(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 21.5X，處於過往 8-35X 的平均水準，並未反映中興電營運滿載的情形，給予中興電目標價 201 元(22.6PER X 3Q24-2Q25F EPS)，Buy 的投資建議。

**在手訂單約 410 億元，隨台電強韌電網計畫執行，持續上升：**隨著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，在手訂單已經攀升到 410 億元，可洽談訂單規模也同步上升至 350 億元，兩者皆持續成長。

**1Q24 產能已經投產，營運淡季不淡：**1Q24 受惠嘉義新廠投產，全年可提升 15-20%產能，並持續受限於產能吃緊，目前管理階層對於稼動率的想法已上修至”持續加班”。帶動中興電營運淡季不淡，預估 1Q24 營收 58.01 億元，QoQ-0.79%，EPS 1.84 元，稅後純益 9.24 億元，QoQ+16.77%

**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，預期 2024 年稼動率維持高檔，營運逐季增溫，預計 2024 年營收 252.42 億元，YoY+13.99%，EPS 8.20 元，稅後純益 41.28 億元，YoY+160.31%。

**雲豹甲車訴訟後續：**雲豹甲車事件已於 2018 年中興電接獲國防部停權一年通知。研究部考量行政罰法的”一行為不二罰”情形，預期此次雲豹甲車事件已經結束，後續並不會造成營運影響。

(百萬元)	2023	2024F	2025F	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24F	2Q24F	3Q24F	4Q24F
營業收入淨額	22,145	25,242	28,590	4,799	5,841	4,930	5,527	5,847	5,801	6,062	6,507	6,872
營業毛利淨額	6,419	7,350	8,669	1,070	1,579	1,789	1,684	1,366	1,657	1,754	1,896	2,043
營業利益	4,386	4,944	6,022	848	1,026	1,600	783	978	1,107	1,204	1,302	1,330
稅後純益	1,586	4,128	4,990	751	744	-686	736	791	924	999	1,090	1,114
稅後 EPS(元)	3.15	8.20	9.92	1.49	1.48	-1.36	1.46	1.57	1.84	1.99	2.17	2.21
毛利率(%)	28.99%	29.12%	30.32%	22.29%	27.04%	36.30%	30.47%	23.36%	28.56%	28.93%	29.14%	29.72%
營業利益率(%)	19.81%	19.58%	21.06%	17.67%	17.57%	32.45%	14.16%	16.73%	19.09%	19.87%	20.01%	19.35%
稅後純益率(%)	7.16%	16.35%	17.46%	15.65%	12.75%	-13.91%	13.31%	13.53%	15.93%	16.49%	16.75%	16.22%
營業收入 YoY/QoQ(%)	19.40%	13.99%	13.26%	3.57%	21.72%	-15.60%	12.11%	5.78%	-0.79%	4.51%	7.34%	5.61%
稅後純益 YoY/QoQ(%)	-34.86%	160.31%	20.90%	36.99%	-0.89%	N.A	N.A	7.55%	16.77%	8.17%	9.07%	2.23%

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 3 月 15 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。2023年產品占比，綠能70%、服務19%、工程11%。

## 在手訂單約410億元，隨台電強韌電網計畫執行，持續上升：

隨著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，在手訂單已經攀升到410億元的量體(較11/2023成長19.88%)，展望2024年，受惠台灣離島電廠執行強韌電網計畫，可洽談訂單規模也同步上升至350億元，較11/2023成長16.67%。

表一、中興電訂單概況

億元	03/2024	11/2023
在手訂單規模	410	342
可洽談訂單規模	350	300
可洽談訂單內容	離島發電機組、台電新建發電廠、離岸風力變電站、儲能、光電等	台電新建發電廠、離岸風力變電站、儲能、光電等

資料來源：中興電；群益投顧彙整

## 4Q23營運步入旺季：

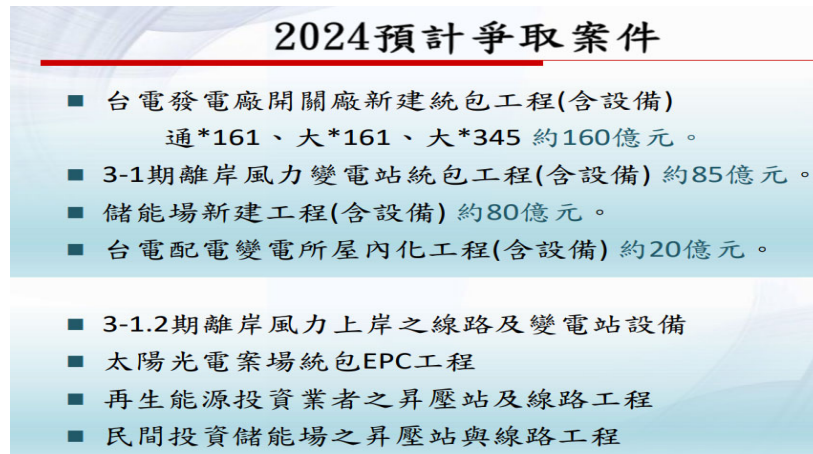
4Q23受惠產業旺季效應，4Q23營收58.47億元，QoQ+5.78%，EPS 1.57元，稅後純益7.91億元，QoQ+7.55%。

## 1Q24產能已經投產，營運淡季不淡：

1Q24受惠嘉義新廠投產，全年可提升15-20%產能，並持續受限於產能吃緊，目前管理階層對於稼動率的想法已上修至”持續加班”。帶動中興電營運淡季不淡，預估1Q24營收58.01億元，QoQ-0.79%，EPS 1.84元，稅後純益9.24億元，QoQ+16.77%。

2024 年 3 月 15 日

圖一、中興電擬定新增訂單項目

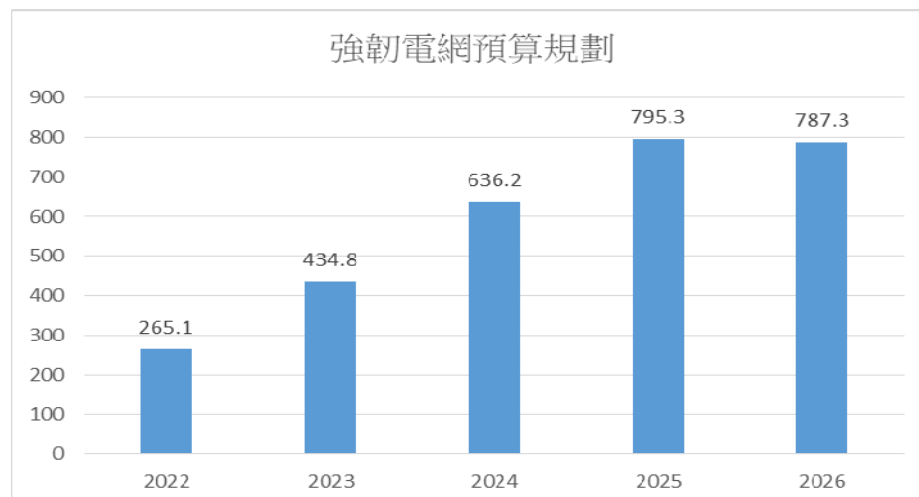


資料來源：中興電

#### 2024年台電資本支出持續上升，營運能見度上看2026年後：

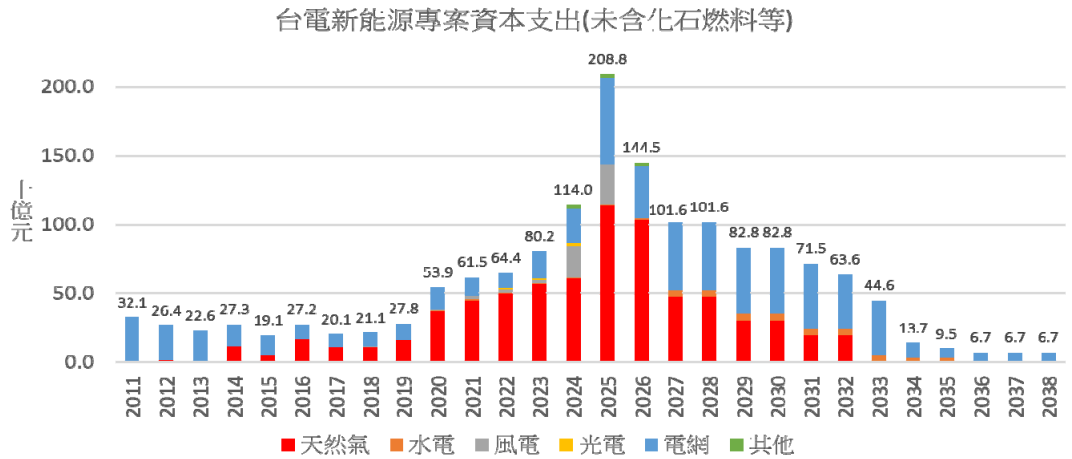
受惠5,645億元的強韌電網計畫等多項能源政策，預期2024年強韌電網計畫預算將上升至636.2億元，YoY+46.32%，並於2025年創高；2024年台電總資本支出將上升至1,140億元，YoY+42.14%，並於2025年創高。綜合以上，台電預算規模持續在2024、2025年上升，帶動重電產業成長，中興電營運能見度看到2026年以後，預期2024年稼動率維持高檔，營運逐季增溫，預計2024年營收252.42億元，YoY+13.99%，EPS 8.20元，稅後純益41.28億元，YoY+160.31%。

圖二、台電強韌電網預算規劃



資料來源：中興電，群益投顧彙整

圖三、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

### 重電設備出口商機：

透過中興電與國內廠商已經進行1年以上合作出口重電設備至美國的計畫執行，預期2Q24完成認證並洽談訂單，訂單規模約0.2億美元、交期18個月、並採取4批制，初期以合作廠商的變壓器出口為主，需至2025年才有機會取得美國GIS相關產品的訂單。

### 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。中興電未來將以投資台灣的氫能示範點，作為輻射海外市場的第一步，長期將接棒重電產品，成為新營運動能。

### 雲豹甲車訴訟後續：

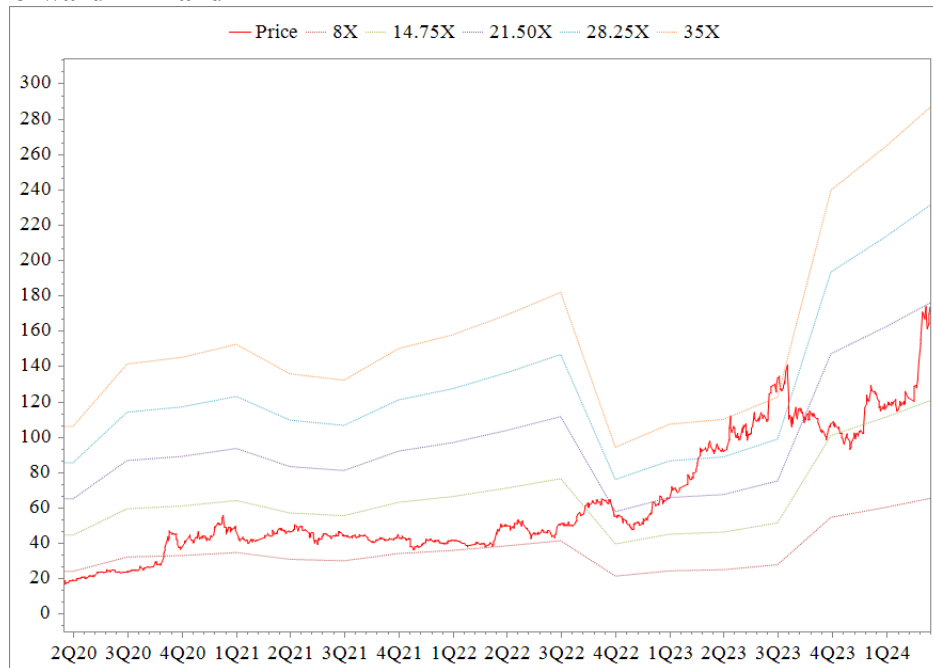
先前2Q23受雲豹甲車事件影響，台中高分院二審裁定近21億元犯罪所得沒入，造成中興電2Q23認列虧損，EPS為-1.24元，此次雲豹甲車事件起源於2012年國防部軍備局採購中心標案，並於2018年中興電已接獲基於採購法第101條第1項第12款的國防部停權一年通知。研究部認為，考量行政罰法第26條第1項的”一行為不二罰”情形，預期中興電在認列2Q23虧損後，此次雲豹甲車事件已經結束，後續並不會造成營運影響。

2024 年 3 月 15 日

## 投資建議：

考量(1)中興電受惠強韌電網計畫，1Q24 新產能已經開出、並維持高檔稼動率，(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 21.5X，處於過往 8-35X 的平均水準，並未反映中興電營運滿載的情形，給予中興電目標價 201 元(22.6PER X 3Q24-2Q25F EPS)，Buy 的投資建議。

## Forward PE Band



資料來源：CMoney，群益預估彙整



2024 年 3 月 15 日

## 資產負債表

(百萬元)	2021	2022	2023	2024F	2025F
<b>資產總計</b>	34,260	41,652	44,171	50,110	53,546
流動資產	15,306	18,339	19,454	22,578	26,207
現金及約當現金	2,344	2,744	2,203	2,956	3,217
應收帳款與票據	1,571	2,413	1,953	2,615	2,868
存貨	5,750	6,613	8,786	7,869	8,832
採權益法之投資	1,327	2,009	3,293	4,131	4,005
不動產、廠房設備	12,537	14,331	14,446	14,646	14,846
<b>負債總計</b>	22,620	28,287	28,220	31,793	33,005
流動負債	9,499	13,627	15,435	17,335	17,971
應付帳款及票據	2,262	3,885	2,708	3,875	4,003
非流動負債	13,121	14,660	12,785	13,290	13,739
<b>權益總計</b>	11,640	13,366	15,950	18,317	20,542
普通股股本	4,761	4,761	5,031	5,031	5,031
保留盈餘	4,928	5,872	5,764	8,131	10,356
母公司業主權益	11,387	13,104	15,754	18,121	20,345
<b>負債及權益總計</b>	34,260	41,652	44,171	50,110	53,546

## 現金流量表

(百萬元)	2021	2022	2023	2024F	2025F
<b>營業活動現金</b>	3,661	5,471	7,213	7,573	6,430
稅前純益	2,479	3,092	2,397	5,160	6,238
折舊及攤銷	2,057	2,598	2,850	2,885	2,925
營運資金變動	1,232	-81	-2,891	1,422	-1,088
其他營運現金	-2,107	-137	4,857	-1,894	-1,644
<b>投資活動現金</b>	-4,309	-3,098	-3,285	-3,937	-1,903
資本支出淨額	-3,887	-2,707	-1,694	-2,000	-2,000
長期投資變動	-85	219	-1,231	-160	-170
其他投資現金	-337	-610	-360	-1,777	267
<b>籌資活動現金</b>	1,837	-1,974	-4,464	-2,884	-4,266
長借/公司債變動	4,325	1,190	-1,413	505	449
現金增資	0	0	0	0	0
發放現金股利	-1,047	-1,333	-1,667	-1,761	-2,766
其他籌資現金	-1,441	-1,831	-1,384	-1,629	-1,949
<b>淨現金流量</b>	1,183	400	-540	752	261
<b>期初現金</b>	1,161	2,344	2,744	2,203	2,956
<b>期末現金</b>	2,344	2,744	2,203	2,956	3,217

資料來源：CMoney、群益

## 損益表

(百萬元)	2021	2022	2023	2024F	2025F
<b>營業收入淨額</b>	18,027	18,547	22,145	25,242	28,590
營業成本	13,730	13,802	15,726	17,892	19,921
<b>營業毛利淨額</b>	4,297	4,744	6,419	7,350	8,669
營業費用	1,620	1,893	2,032	2,406	2,647
<b>營業利益</b>	2,677	2,851	4,386	4,944	6,022
<b>EBITDA</b>	4,614	5,906	5,472	8,067	9,202
業外收入及支出	-198	222	3	216	216
稅前純益	2,479	3,092	2,397	5,160	6,238
所得稅	508	626	811	1,032	1,248
稅後純益	1,956	2,434	1,586	4,128	4,990
稅後 EPS(元)	3.89	4.84	3.15	8.20	9.92
完全稀釋 EPS**	3.89	4.84	3.15	8.20	9.92

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	2023	2024F	2025F
-------	------	------	------	-------	-------

## 成長力分析(%)

營業收入淨額	17.13%	2.88%	19.40%	13.99%	13.26%
營業毛利淨額	30.80%	10.40%	35.29%	14.50%	17.95%
營業利益	55.56%	6.50%	53.85%	12.70%	21.82%
稅後純益	28.07%	24.44%	-34.86%	160.31%	20.90%

## 獲利能力分析(%)

毛利率	23.84%	25.58%	28.99%	29.12%	30.32%
EBITDA(%)	25.59%	31.85%	24.71%	31.96%	32.19%
營益率	14.85%	15.37%	19.81%	19.58%	21.06%
稅後純益率	10.85%	13.12%	7.16%	16.35%	17.46%
總資產報酬率	5.71%	5.84%	3.59%	8.24%	9.32%
股東權益報酬率	16.80%	18.21%	9.94%	22.53%	24.29%

## 償債能力檢視

負債比率(%)	66.02%	67.91%	63.89%	63.45%	61.64%
負債/淨值比(%)	194.32%	211.64%	176.93%	173.57%	160.67%
流動比率(%)	161.14%	134.59%	126.04%	130.24%	145.83%

## 其他比率分析

存貨天數	169.43	163.47	178.70	169.88	153.00
應收帳款天數	40.02	39.20	35.98	33.03	35.00

2024 年 3 月 15 日

## 季度損益表

(百萬元)	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24F	2Q24F	3Q24F	4Q24F	1Q25F	2Q25F
營業收入淨額	4,634	4,799	5,841	4,930	5,527	5,847	5,801	6,062	6,507	6,872	6,612	6,552
營業成本	3,404	3,729	4,262	3,140	3,843	4,481	4,144	4,308	4,611	4,829	4,641	4,572
營業毛利淨額	1,229	1,070	1,579	1,789	1,684	1,366	1,657	1,754	1,896	2,043	1,971	1,980
營業費用	620	222	553	190	902	388	550	550	594	713	604	605
營業利益	610	848	1,026	1,600	783	978	1,107	1,204	1,302	1,330	1,366	1,375
業外收入及支出	86	82	-64	-2,017	96	-5	48	45	60	63	48	45
稅前純益	696	930	962	-417	878	973	1,155	1,249	1,363	1,393	1,414	1,420
所得稅	139	174	216	271	141	184	231	250	273	279	283	284
稅後純益	548	751	744	-686	736	791	924	999	1,090	1,114	1,131	1,136
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	1.57	1.84	1.99	2.17	2.21	2.25	2.26

## 獲利能力(%)

毛利率(%)	26.53%	22.29%	27.04%	36.30%	30.47%	23.36%	28.56%	28.93%	29.14%	29.72%	29.80%	30.22%
營業利益率(%)	13.16%	17.67%	17.57%	32.45%	14.16%	16.73%	19.09%	19.87%	20.01%	19.35%	20.66%	20.99%
稅後純益率(%)	11.83%	15.65%	12.75%	-13.91%	13.31%	13.53%	15.93%	16.49%	16.75%	16.22%	17.11%	17.34%

## QoQ(%)

營業收入淨額	5.94%	3.57%	21.72%	-15.60%	12.11%	5.78%	-0.79%	4.51%	7.34%	5.61%	-3.78%	-0.91%
營業利益	-6.19%	39.07%	20.99%	55.90%	-51.08%	24.97%	13.23%	8.76%	8.12%	2.13%	2.73%	0.65%
稅前純益	-4.84%	33.72%	3.45%	N.A	N.A	10.75%	18.70%	8.17%	9.07%	2.23%	1.49%	0.44%
稅後純益	-4.40%	36.99%	-0.89%	N.A	N.A	7.55%	16.77%	8.17%	9.07%	2.23%	1.49%	0.44%

## YoY(%)

營業收入淨額	12.47%	-7.03%	23.23%	12.71%	19.28%	21.83%	-0.69%	22.97%	17.73%	17.54%	13.99%	8.08%
營業利益	7.73%	2.59%	38.11%	146.08%	28.32%	15.31%	7.91%	-24.72%	66.38%	35.98%	23.38%	14.18%
稅前純益	26.12%	25.37%	30.81%	N.A	26.29%	4.60%	20.01%	N.A	55.11%	43.17%	22.42%	13.67%
稅後純益	25.69%	27.39%	32.70%	N.A	34.15%	5.32%	24.10%	N.A	48.18%	40.84%	22.42%	13.67%

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。