

# 2Q24重電產業展望

--電價上漲四重奏，用電 重電 發電 節電

吳建弘

03/11/2024

群益投顧

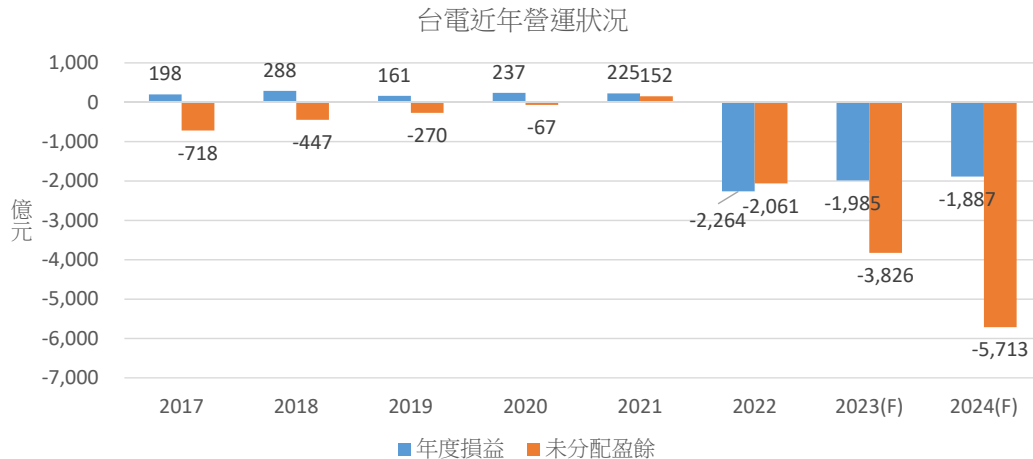


## 簡報大綱

- 電價上漲的起源-台電累積虧損3,826億元。
- 03/2024電價調漲幅度情境分析。
- 台電虧損的原因，近年化石燃料成本的大幅上漲。
- 因應新能源政策與景氣復甦的2025年電力供給、需求與發電成本。
- 受惠電價上漲四大題材-用電、重電、發電、省電。
- 台灣相關廠商。

# 台電2023年累積虧損3,826億元

- 受2022年燃料成本上漲，2023年總發電成本較2021年成長78.20%，一度電成本上升到3.59元的影響，台電2022、2023年分別虧損2,264、1,985億元，2023年底累積虧損已達3,826億元，創近年新高水準，並且持續受成本上漲影響，2024年若不漲價，台電將續虧1,887億元，預期03/2024的台電電價審議會可能透過增資與電價上漲改善台電虧損問題。



資料來源：台電；公開資訊觀測站；群益投顧彙整

群益投顧

3

Capital Care 群益關心您  
台北・香港・上海

## 03/2024電價調漲幅度情境分析

- 預估台電2024年虧損1,886.9億元，加上2024年辦理增資與電價調漲後損益兩平的目標，以及2023年超徵稅收3,860億元，研究部預期03/2023電價調漲可能以電價調漲10%、增資1,360億元作為實現台電2024年損益平衡的措施(台電股東臨時會通過1,001億元的私募增資計畫)。

假設03/2024電價上漲	台電2024年損益(億元)
0%	-1,886.9
5%	-1,493.1
<b>10%</b>	<b>-1,099.2</b>
15%	-705.4
20%	-311.5
25%	82.4

超徵稅收應用(億元)	2022年	2023年(F)
總額	4,500	3,860
地方稅收	700	600
加強韌性經濟方案	1,000	1,000
普發現金	1,400	0
預留	400	400
勞健保財務補貼	500	500
台電財務補貼	500	1,360

資料來源：台電；群益投顧彙整

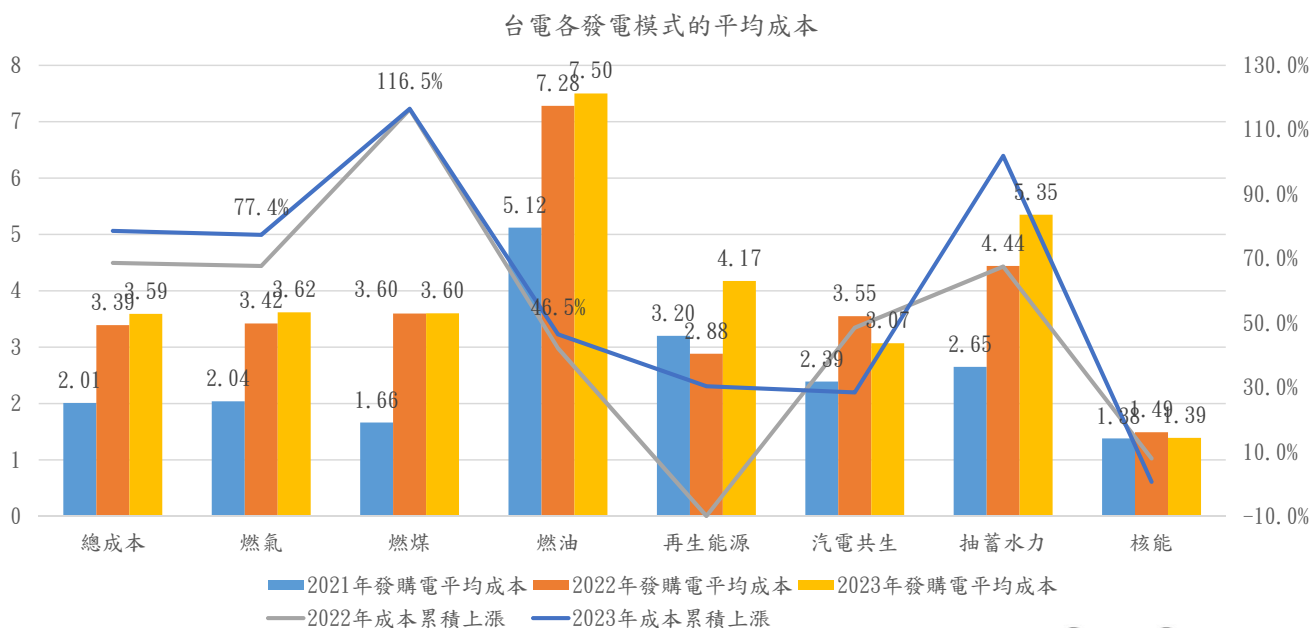
群益投顧

4

Capital Care 群益關心您  
台北・香港・上海

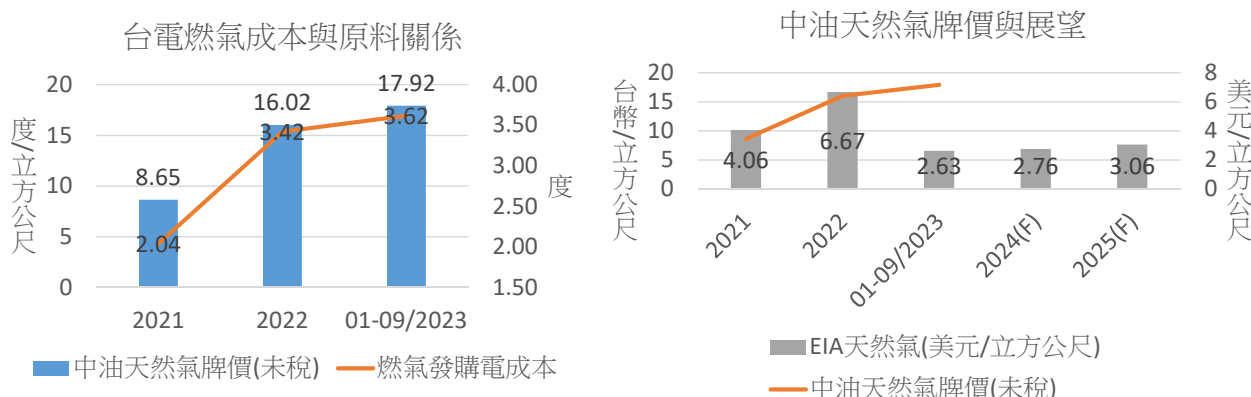
## 台電虧損的主因-發電成本上漲

- 以台電佔比79.4%的火力發電為例，燃氣、燃煤、燃油發電成本較2021年分別上漲46.5-116.5%不等，是近年台電虧損的主因。



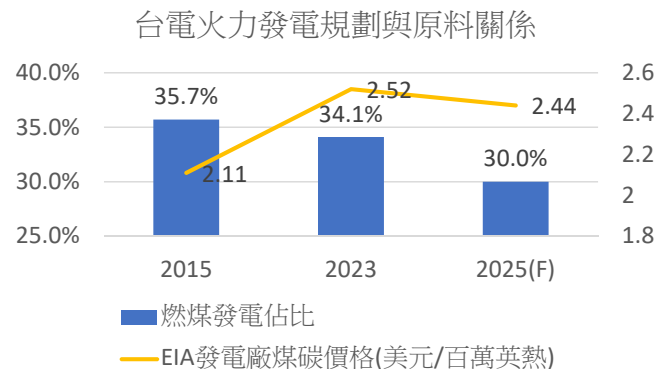
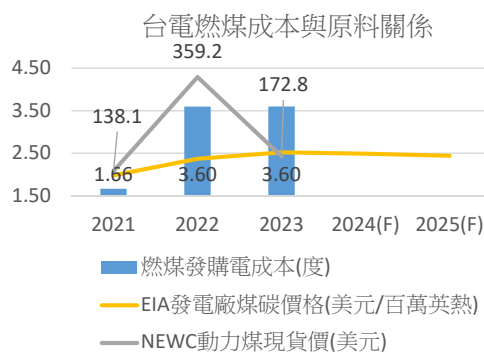
## 燃氣發電成本與展望

- 佔44.1%發購電量的燃氣機組，主要依據中油的天然氣發電用戶牌價進行採購，故01-09/2023中油天然氣上漲至17.92元，較2021年成長107.2%，帶動2023年燃氣發電成本較2021年上漲77.4%，上漲至3.62元。
- 展望未來，縱使當前國際天然氣價格下跌，不過台電當前仍未完全反應成本，加上EIA預估2024、2025年國際天然氣價格分別上漲4.9%、10.9%，預期後續天然氣下跌有限。



## 燃煤發電成本與展望

- 佔34.1%發購電量的燃煤機組，雖有長約保障，但長約也明定”第二年應參酌亞太地區具代表性的長約年度價格，並逐年洽議”，使得2023年國際煤碳價格上漲至172.8美元，較2021年成長25.1%，帶動2023年燃煤發電成本上漲至3.60元，較2021年成長77.4%。
- 配合國家「氣主煤從」能源政策，長期燃氣比例增至總發電量的50%，燃煤降至30%，縱使EIA預估2024、2025年國際價格分別下跌1.2%、2.0%，隨著發電佔比下滑，預期煤價對未來電價影響有限。



資料來源：台電；中油；EIA；WIND；群益投顧彙整

群益投顧

7

Capital Care 群益關心您  
台北・香港・上海

## 核能發電成本與展望

- 佔7.0%發電量的核電，雖然當前發電成本僅有1.39元/度，屬於成本最低、價格穩定的發電機組，但為了因應政府2025非核家園政策，目前已停止鈾料採購，並逐步除役核一等多廠。
- 展望未來，基於非核家園政策，未來仍有核三的兩台機組進行除役，使得2025台灣將邁向0核電。

	裝置容量(MW)	除役時程	當前情況	後續影響
核一	1,272MW	2019年	部分設備已拆除	重啟難度極高
核二	兩台機組共1,970MW	03/2023	完成修法+安全審查流程	最快2026年後重啟
核三	兩台機組共1,902MW	07/2024、05/2025 各機組陸續除役	於機組除役前完成修法	2023年兩台機組共貢獻171億度、7%佔比發電
核四	2,700MW		2021年公投後封存	公投重啟+多項流程，最快2031年後重啟

資料來源：台電；中油；EIA；WIND；群益投顧彙整

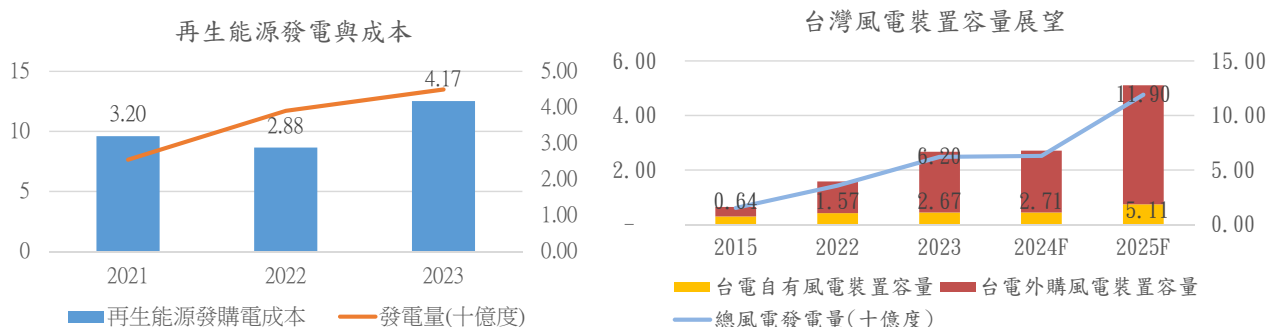
群益投顧

8

Capital Care 群益關心您  
台北・香港・上海

## 再生能源發電成本與展望

- 佔9.9%發電量的再生能源發電，因為建置成本提升，帶動2023年再生能源發電成本上漲至4.17元，較2021年成長30.3%。
- 展望未來，參考近年離岸風電躉購電價為4.51元，加上台電二期、海龍風場、CIP及沃旭大彰化第二階段等中大型風場於2025年併網，2025年風電裝置容量將達5.11GW，全年可貢獻119.0億度發電量，隨著再生能源逐步成為發電主軸，發電成本也將墊高。

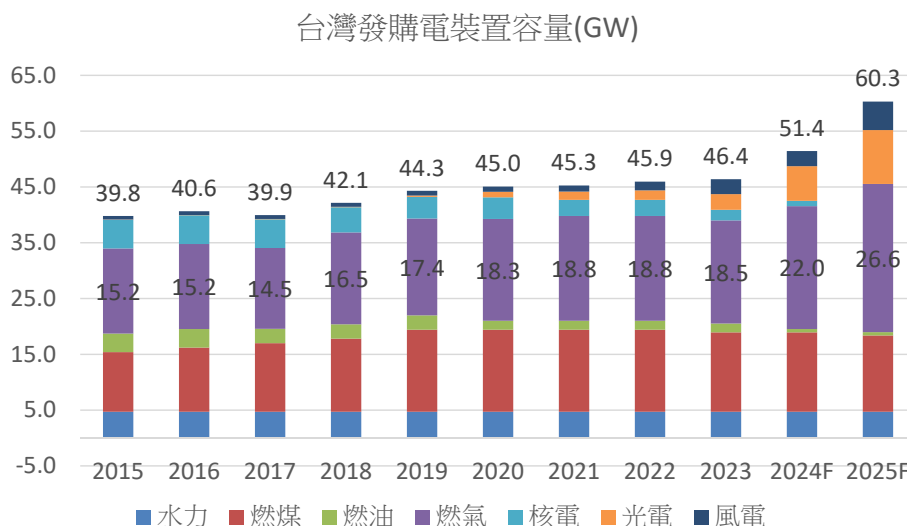


資料來源：台電；國發會；經濟部；綠能科技產業推動中心；海龍離岸風電；森崙能源；群益投顧彙整

Capital Care 群益關心您  
台北・香港・上海

## 台灣2025年電力供給展望

- 考量政府氣主煤從、非核家園、淨零轉型等多項政策，預期2023-2025年台電發電機組的淨新裝置容量為14.1GW，另有民營電廠的森霸二期1.0GW、中佳燃氣電廠0.61GW陸續於2024、2025年併網，帶動民間燃氣機組裝置容量上升，於2025年達60.3GW。

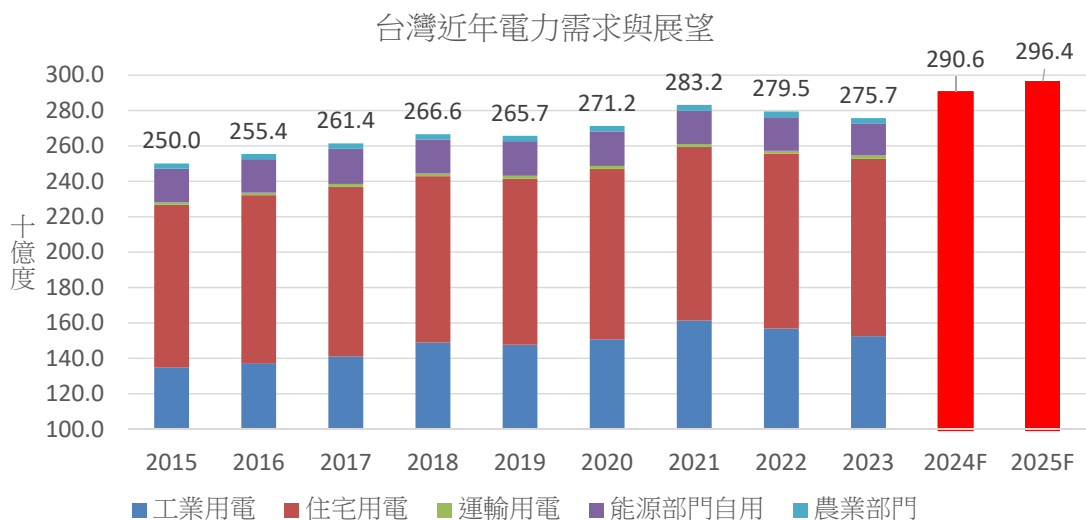


資料來源：台電；國發會；森崙能源；海龍離岸風電；台汽電；大汽電；群益投顧彙整

Capital Care 群益關心您  
台北・香港・上海

## 台灣電力需求展望

- 隨著2024年景氣逐漸復甦成長，預估2024年電力需求達2,906億度，創近年新高水準。



資料來源：IEK；經濟部能源局；群益投顧彙整

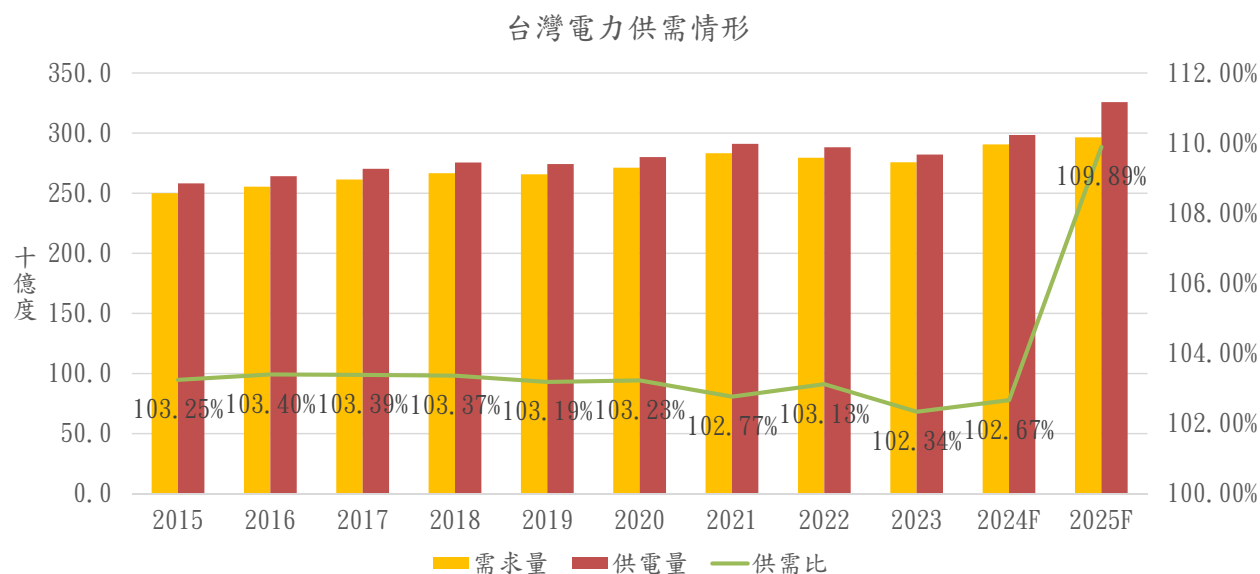
群益投顧

11

Capital Care 群益關心您  
台北・香港・上海

## 台灣電力供需展望

- 預期台灣2024年電力供需比預估102.67%，為近年低檔水準，雖有電力供給壓力，但仍在可控範圍。



資料來源：IEK；台電；國發會；森崙能源；綠能專案推動辦公室；海龍離岸風電；群益投顧彙整

群益投顧

12

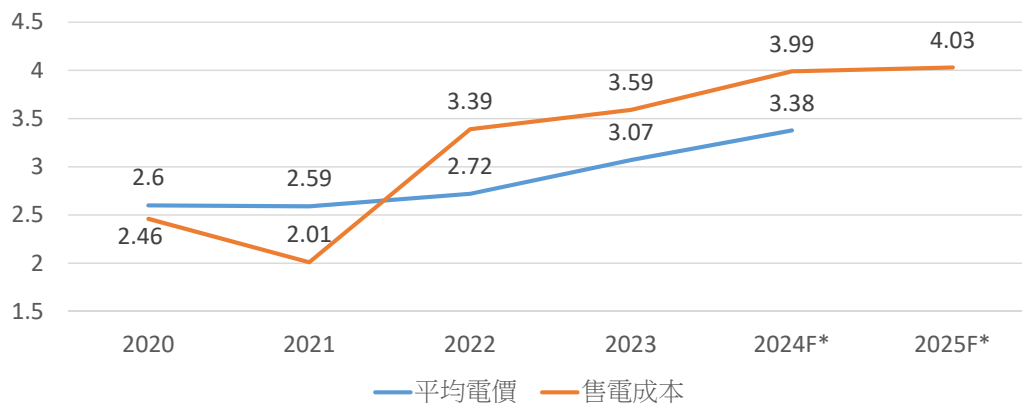
Capital Care 群益關心您  
台北・香港・上海



## 台灣電力成本展望

- 2022-2023年，台電受到各化石燃料成本累積上漲46.5-116.5%不等，是近年台電虧損的主因。
- 2024-2025年，考量再生能源逐步併網與台電預算書，預期未來兩年電價成本分別上漲至3.99元、4.03元，成本逐年成長。

台電電價與成本展望

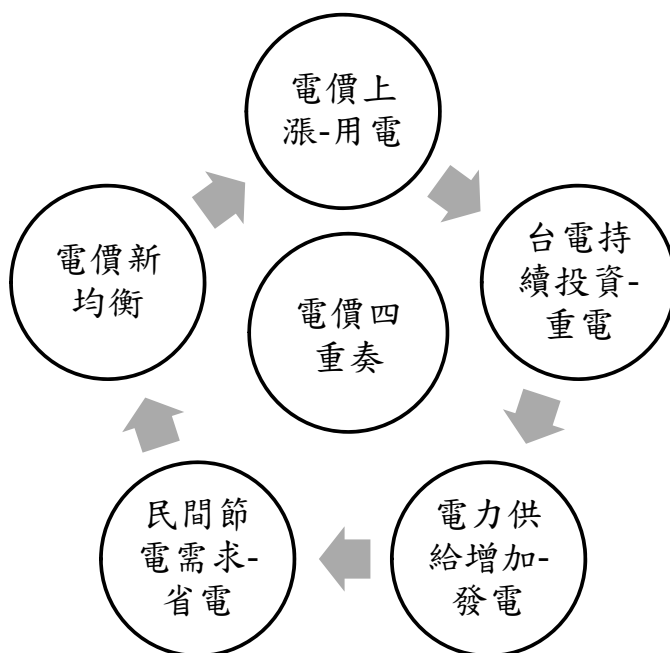


\*2024年平均電價、2025年售電成本為群益投顧自行預估

資料來源：台電；國發會；森崴能源；綠能專案推動辦公室；群益投顧彙整

Capital Care 群益關心您  
台北 · 香港 · 上海

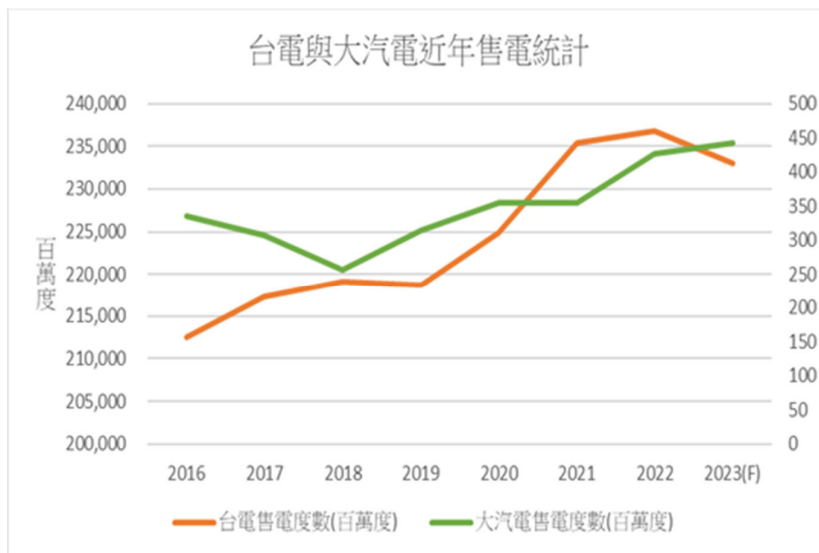
## 電價四重奏



Capital Care 群益關心您  
台北 · 香港 · 上海

## 直接受惠電價上漲-用電

- 因汽電共生的售電牌價是來自經濟部頒布的公用售電業收購餘電購電費率，使得國內民營發電廠商的電力銷售價格與發電量狀況與台灣用電情形有正向關係。



資料來源：台電；大汽電；群益投顧彙整

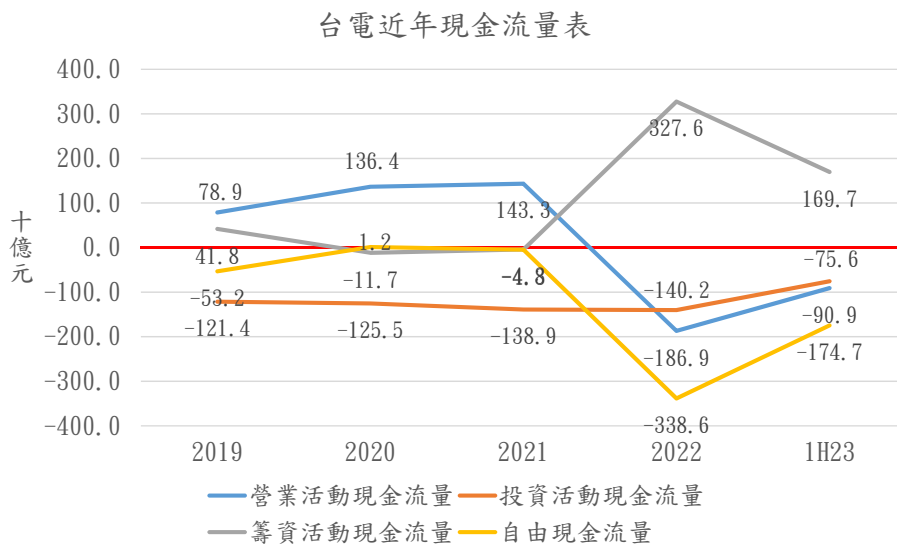
群益投顧

15

Capital Care 群益關心您  
台北・香港・上海

## 台電投資延續-重電

- 台電近年因為虧損問題造成1H23自由現金流量為-1,747億元，預期03/2024台電完成增資與電價上漲後，台電將有足夠現金流維持既有電網投資，帶動重電需求延續。



資料來源：Cmoney; 群益投顧彙整

群益投顧

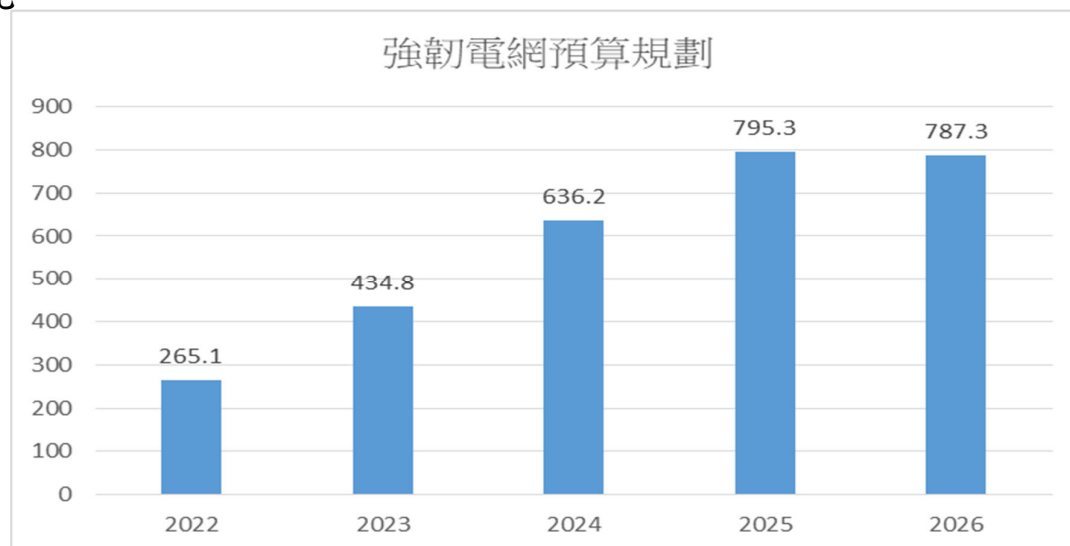
16

Capital Care 群益關心您  
台北・香港・上海



## 台電投資延續-強韌電網計畫

- 為了維持電力供應穩定，台電編列強韌電網計畫，並明定十年內汰換1,005億元的老舊重電設備，此外隨著預算的執行，預期2024、2025年皆會持續創高，YoY成長分別為46.32%、25.01%，2025年預算將達795.3億元。



資料來源：中興電；群益投顧彙整

群益投顧

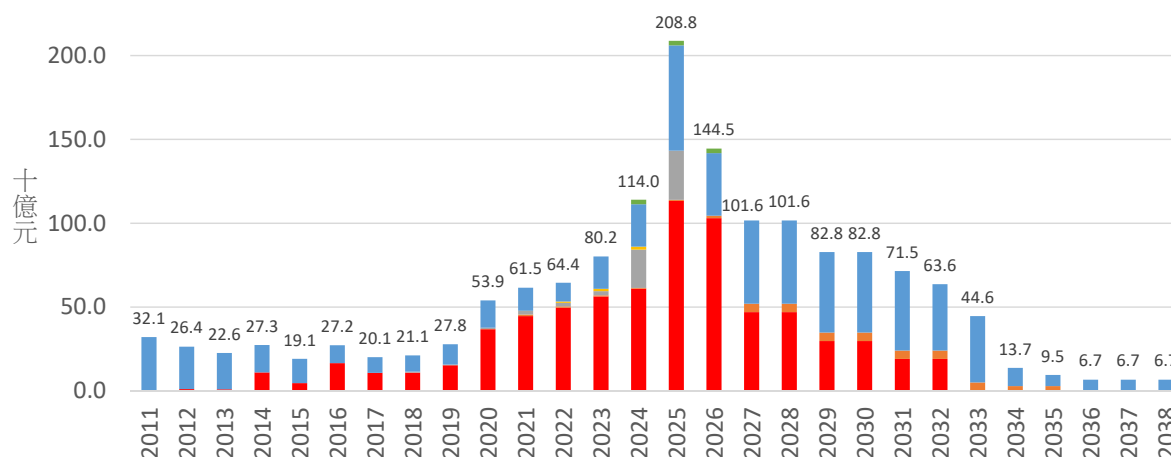
17

Capital Care 群益關心您  
台北・香港・上海

## 台電投資延續-其餘專案投資

- 除了強韌電網計畫之外，台電也有規劃其他投資計畫，例如：2,369億元的第七輪變電計畫等，帶動2025年台電總資本支出創10年新高的2,088億元。

台電新能源專案資本支出(未含化石燃料等)



\*其他為智慧電網相關

資料來源：台電；群益投顧彙整

群益投顧

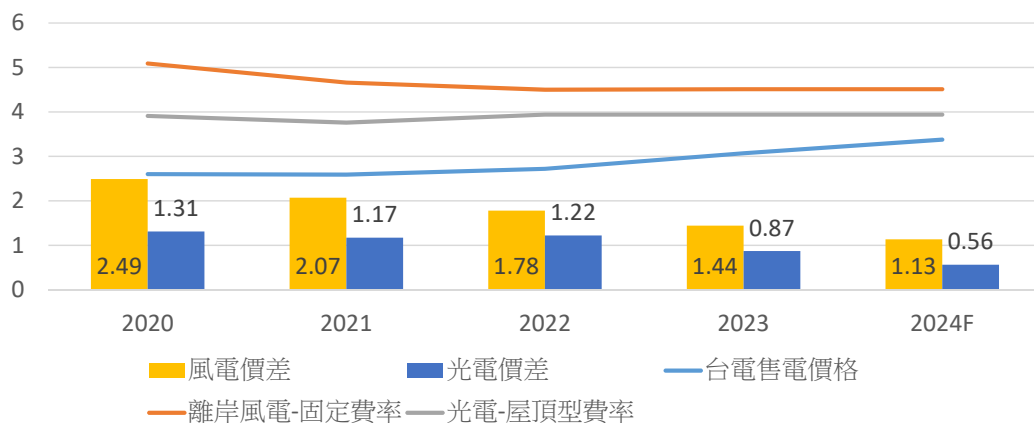
18

Capital Care 群益關心您  
台北・香港・上海

## 新能源投資計畫-發電

- 目前經濟部正計畫進行離岸風電3-1、3-2期的投資計畫，預期裝置容量共3.6GW的3-2期將於03/11-04/10/2024開放選商申請，並於05/2024公告結果。隨著台電平均電價逐漸上漲，與再生能源的價格逐年下降，2023年風電價差僅剩1.44元、光電價差僅剩0.87元，受惠再生能源與電價價差收斂，帶動再生能源建置需求延續。

台電電價與再生能源躉購費率關係



資料來源：經濟部；台電；群益投顧彙整

群益投顧

19

Capital Care 群益關心您  
台北・香港・上海

## 電價上漲後、節電需求現-節電

- 隨著國民生活品質提升，加上疫情期間居家工作人口增加，使得住宅用電需求增加，再者住宅部門約有40%用電來自空調需求，受惠未來電價上漲，預期2024年空調產業需求可望持續成長。

計畫名稱	政策方向	期間
商業服務業節能設備補助	10億元	02/01-12/31/2024
住宅家電汰舊換新節能補助	購買一級能源效率家電，補助 3000 元/台	02/01-12/31/2024
貨物稅退還補助	節能家電退稅2000元/台	~06/14/2025

資料來源：群益投顧彙整

群益投顧

20

Capital Care 群益關心您  
台北・香港・上海

## 變壓器-非晶質變壓器

- 因為非晶質變壓器跟傳統變壓器相比存在製程差異(低厚度、少製程、低磁性)，所以比起傳統變壓器，具有更節能、生產難度較高的特點。

	非晶質變壓器	傳統變壓器
材料差異	非晶質履帶	方向性矽鋼片為例
材料厚度(mm)	0.025	0.3
磁性鐵損(KW)	0.9	3.2
退火工法	磁場退火	一般退火
製程數量	1次加熱、3道工法	6次加熱、15道工法

資料來源：大同，華城，群益投顧彙整

群益投顧

21

Capital Care 群益關心您  
台北・香港・上海

## SCADA-資料採集與監測系統

- 建置即時監控電力系統，進行電力調度、及時應對緊急事件與負載預測，並進行遠端操控維護，降低人力、故障時間與提高經濟效益。
- 強韌電網計畫提列16.9億元「防衛工程」預算，透過更新保護電驛硬體、建置即時監測分析機制等，提升電網管理效能，強化電廠與電網間的防護與即時性。



資料來源：台電，IEA，群益投顧彙整

群益投顧

22

Capital Care 群益關心您  
台北・香港・上海

## E-HOUSE-預裝式電器間

- 整合馬達、變頻器、開關控制盤與智能監控系統，提供客製化、模組化，滿足案場空間布局的變電站解決方案。
- 預裝式設計，可減少預現場安裝工作，縮短通電時間。
- 用於太陽能電廠、電網、充電站、傳統能源(石油、天然氣、礦場)等領域。



資料來源：東元，ABB，群益投顧彙整

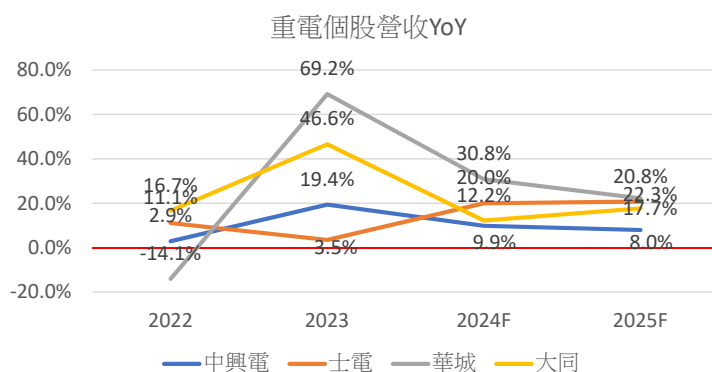
群益投顧

23

Capital Care 群益關心您  
台北・香港・上海

## 台灣重電個股近年營收增速

- 中興電2022年產能已經滿載，2023年為主要產能擴張期間，2024年產能僅提升15-20%，並降低稼動率。
- 華城2023年率先透過海外市場，2023年營收與稼動率成長，隨著2024年海外變壓器需求持續強勁與產能擴張，預估華城2024年營收增速達30.8%。
- 但國內中高壓變壓器過去以士電、華城、大同為三強代表，受惠海外需求強勁，預期士電、大同有機會增加國內市佔率，預估2024年營收增速，士電20.0%、大同12.2%。



	2024新增產能	2024營收增速預估
中興電	15-20%	9.9%
華城	30-40%	30.8%
士電	25-30%	20.0%
大同	25-35%	12.2%

資料來源：群益投顧彙整

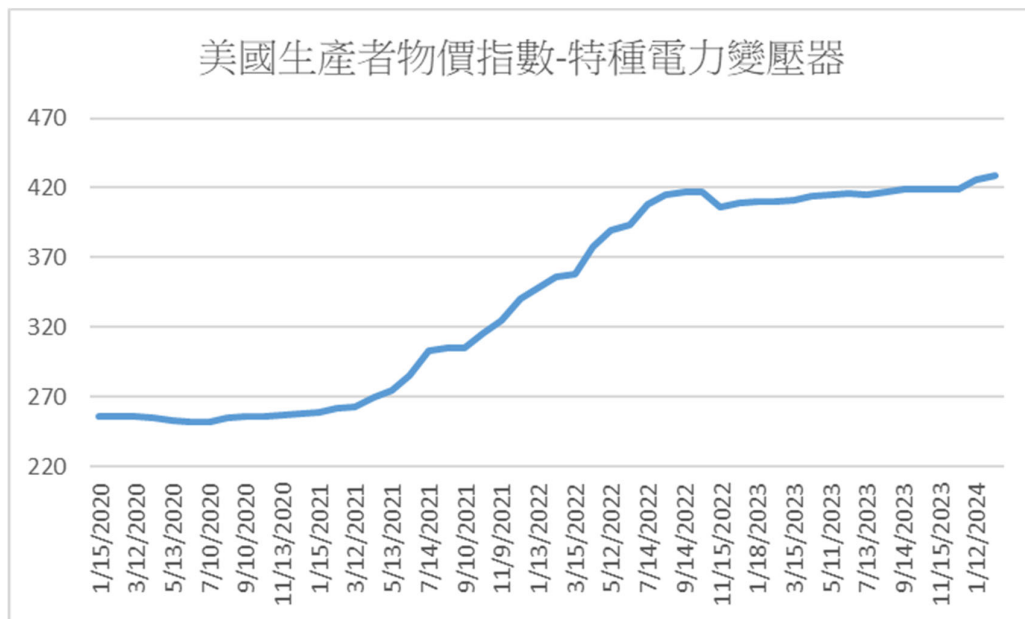
群益投顧

24

Capital Care 群益關心您  
台北・香港・上海

## 美國變壓器價格概況

- 受惠國際市場變壓器供不應求，當前美國市場的變壓器價格持續上揚，帶動有出口變壓器至美國的國內廠商，營運續強。



資料來源：BloomBerg；群益投顧彙整

群益投顧

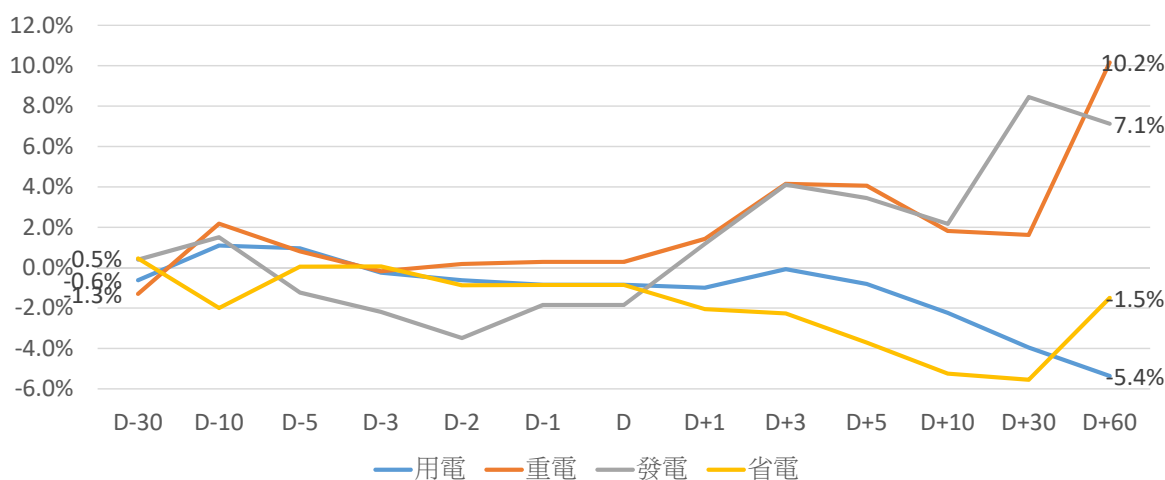
25

Capital Care 群益關心您  
台北・香港・上海

## 電價上漲對四大題材的股價影響

- 過去電價上漲題材中，以重電的中興電、士電、華城；發電的森崙能源漲幅較為明顯，在電價宣布上漲後，重電題材上漲10.2%；發電題材上漲7.1%。

歷史8次電價上漲對四大題材的短期股價影響



\*題材成分股組成，用電：大汽電、台汽電；重電：中興電、士電、華城；發電：森崙能源；省電：東元。

資料來源：群益投顧彙整

群益投顧

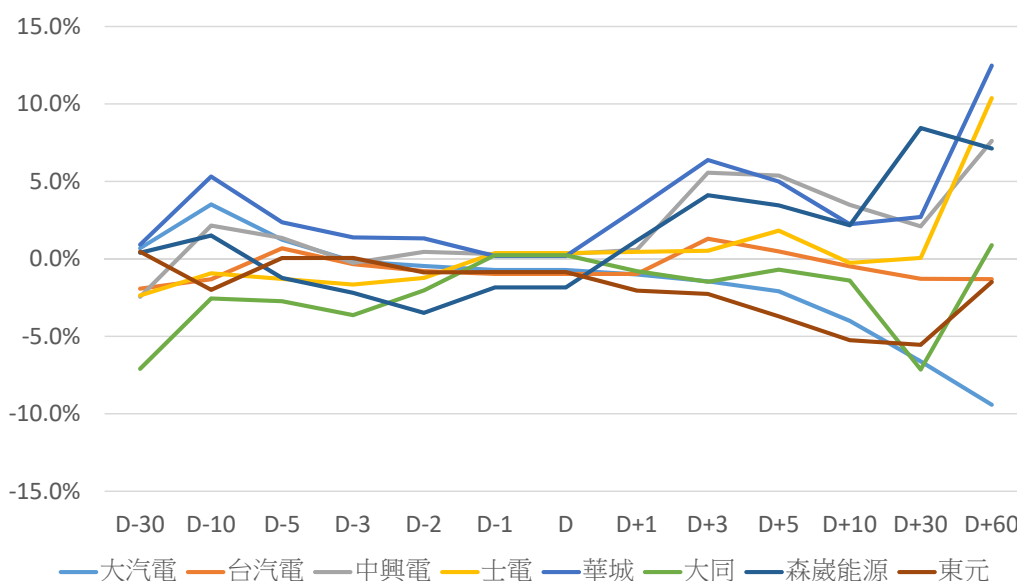
26

Capital Care 群益關心您  
台北・香港・上海



## 短期-電價上漲對個股的股價影響

歷史8次電價上漲對題材個股的短期股價影響



資料來源：群益投顧彙整

群益投顧

27

Capital Care 群益關心您  
台北・香港・上海

## 台灣綠能个股簡介

		主要題材	國內		海外	
			發電 (綠電案場)	輸配電 (重電)	發電 (綠電案場)	輸配電 (重電)
重電	中興電	GIS龍頭，國內市佔80%以上； 強韌電網計畫	16%	62%		美國佈局中
	華城	500kv變壓器出口美國	28%	36%		36%
	士電	變壓器產能提前投產、國內市 佔率提升	30%	33%		美國、亞洲佈局中
	大同	國內變壓器產能與市佔率提升	54%			2024出口美國
	亞力	民間節能需求、台電強韌電網	30%	70%		
用電	大汽電	台灣用電需求		100%		
發電	上緯投 控	佈局高毛利率非中國地區銷售	13%		77%	
	森崙能 源	離岸風電-台電二期工程	100%		亞洲佈局中	
省電	東元	海外E-SKID建置與國內綠電衍 生的STACOM需求	22%	7%		46%

資料來源：群益投顧彙整

群益投顧

28

Capital Care 群益關心您  
台北・香港・上海

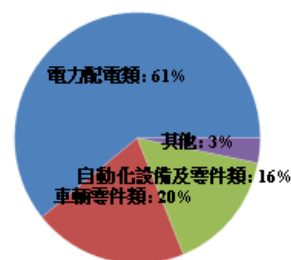


- 台電2023年累積虧損已達3,826億元，2024年繼續虧損，累積虧損將攀高到5,713億元，研究部預期2024年台電可能以電價調漲10%、增資1,360億元，實現2024年台電訂定的損益平衡目標。
- 政策與景氣趨動下，預期2025年台灣電力供給、需求持續成長，加上再生能源逐步併網，發電成本持續墊高，而電力的供需缺口預計在2024年出現高峰。
- 受惠電價上漲的四大題材，(1)用電、電價上漲直接帶動民營電廠的價格提升；(2)重電、電價上漲後，台電能延續投資計畫，帶動強韌電網底下的重電廠商；(3)發電、新能源政策下，實現未來再生能源發電的新能源廠商；(4)省電、用電成本增加後，衍生出的民間廠商節電需求。
- 重點個股：華城(1519 TT)、中興電(1513 TT)、士電(1503 TT)、大同(2371 TT)、亞力(1514 TT)、大汽電(8931 TT)、森崴能源(6806 TT)、上緯投控(3708 TT)、東元(1504 TT)。

## 士電(1503 TT)： Buy 目標價214.0元

- 2024年台電強韌電網計畫延續，營運能見度至少上看2025年後。
- 受惠海外變壓器需求強勁，預期士電有機會持續增加國內市占率，2023年的市占率已經上升至31%，較2020年的15%明顯上升16%。
- 01/2024產能小變壓器廠提前開出，並以加班因應變壓器需求，2Q25大變壓器產能開出。

產品組合



單位：百萬元	2023F	2024F	2025F	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23F	1Q24F	2Q24F	3Q24F	4Q24F
營業收入淨額	31,828	38,184	46,245	7,976	8,972	7,677	7,700	7,478	10,001	9,306	9,078	9,800
營業毛利淨額	5,594	7,573	9,594	1,171	1,713	1,241	1,373	1,268	1,956	1,815	1,829	1,973
營業利益	2,481	4,351	6,051	324	994	457	606	424	1,267	1,022	1,001	1,062
稅後純益	2,484	3,695	4,986	267	793	595	669	427	1,084	870	865	876
稅後EPS(元)	4.77	7.09	9.57	0.51	1.52	1.14	1.28	0.82	2.08	1.67	1.66	1.68
毛利率(%)	17.58%	19.83%	20.75%	14.69%	19.09%	16.16%	17.83%	16.96%	19.56%	19.50%	20.15%	20.13%
營業利益率(%)	7.79%	11.40%	13.08%	4.06%	11.08%	5.95%	7.87%	5.67%	12.67%	10.98%	11.03%	10.83%
稅後純益率(%)	7.81%	9.68%	10.78%	3.34%	8.84%	7.75%	8.69%	5.70%	10.84%	9.35%	9.52%	8.94%
營業收入YoY/QoQ(%)	3.48%	19.97%	21.11%	7.34%	12.50%	-14.44%	0.30%	-2.88%	33.73%	-6.95%	-2.45%	7.95%
稅後純益YoY/QoQ(%)	23.61%	48.73%	34.95%	-52.87%	197.58%	-24.94%	12.45%	-36.28%	154.20%	-19.77%	-0.61%	1.33%

註：稅後純益係指本期淨利歸屬於母公司業主；EPS預估值以股本52.10億元計算。

資料來源：群益投顧彙整

- 2024年台電強韌電網計畫延續，加上海外案場耕耘有成，營運能見度上看2025年。
- 受惠海外變壓器需求強勁，預期大同有機會持續增加國內市占率，2023年的市占率已經上升至40%，較2020年的28%明顯上升12%。
- 1H24電線電纜、變壓器產能逐漸擴張25-35%
- 預估2024年逐步出口變壓器至美國。

產品組合



單位：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；EPS預估值以股本233.95億元計算。

資料來源：群益投顧彙整

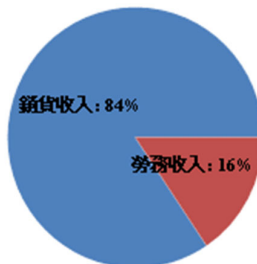
群益投顧

31

Capital Care 群益關心您  
台北 · 香港 · 上海

- 預期2024年台電將增資千億元以上，可能調漲電價10%，才能實現台電2024年損益兩平目標。
- 倘若未來政府宣布電價上漲，則有助於經濟部頒布的汽電共生購電費率上漲，大汽電營運直接受惠。

產品組合



單位：百萬元	2023F	2024F	2025F	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23F	1Q24F	2Q24F	3Q24F	4Q24F
營業收入淨額	2,717	3,096	3,359	928	793	660	654	610	602	744	886	864
營業毛利淨額	527	619	663	231	164	83	157	122	79	136	231	173
營業利益	362	451	492	179	128	45	113	76	43	99	185	124
稅後純益	290	355	388	140	96	40	94	59	33	78	146	98
稅後EPS(元)	2.37	2.90	3.17	1.14	0.78	0.33	0.77	0.49	0.27	0.64	1.19	0.80
毛利率(%)	19.40%	20.00%	19.75%	24.95%	20.71%	12.57%	24.06%	20.08%	13.15%	18.26%	26.10%	20.00%
營業利益率(%)	13.33%	14.56%	14.64%	19.32%	16.18%	6.75%	17.29%	12.51%	7.22%	13.27%	20.83%	14.36%
稅後純益率(%)	10.66%	11.46%	11.54%	15.08%	12.07%	6.07%	14.42%	9.75%	5.56%	10.45%	16.48%	11.29%
營業收入YoY/QoQ(%)	-5.03%	13.94%	8.50%	3.05%	-14.52%	-16.73%	-0.98%	-6.72%	-1.31%	23.65%	19.01%	-2.48%
稅後純益YoY/QoQ(%)	-21.34%	22.56%	9.26%	-17.20%	-31.60%	-58.11%	135.29%	-36.96%	-43.66%	132.25%	87.67%	-33.17%

註：稅後純益係指本期淨利歸屬於母公司業主；EPS預估值以股本12.23億元計算。

資料來源：群益投顧彙整

群益投顧

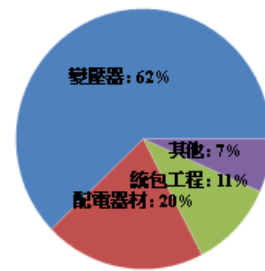
32

Capital Care 群益關心您  
台北 · 香港 · 上海

## 重點股：華城(1519 TT)

- 既有國內唯一500kv變壓器生產與出口能力，直接受惠美國兩大基礎政策，讓華城訂單能見度達2026年。
- 華城2024年將加大資本支出，透過加班、產線優化、購買機台等，產能上升30-40%，帶動2024年營運再次成長。

產品組合



單位：百萬元	2023F	2024F	2025F	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23F	1Q24F	2Q24F	3Q24F	4Q24F
營業收入淨額	13,110	17,153	20,969	2,665	1,541	3,103	3,644	4,823	3,024	3,826	4,320	5,984
營業毛利淨額	4,076	5,899	7,481	445	432	917	1,198	1,529	1,025	1,307	1,516	2,051
營業利益	2,550	3,955	5,440	85	222	592	777	960	610	819	1,073	1,453
稅後純益	2,269	3,426	4,614	478	206	544	713	807	496	720	923	1,287
稅後EPS(元)	8.69	13.12	17.67	1.83	0.79	2.08	2.73	3.09	1.90	2.76	3.54	4.93
毛利率(%)	31.09%	34.39%	35.68%	16.70%	28.03%	29.55%	32.88%	31.71%	33.92%	34.16%	35.09%	34.27%
營業利益率(%)	19.45%	23.05%	25.94%	3.20%	14.42%	19.06%	21.31%	19.90%	20.16%	21.41%	24.84%	24.28%
稅後純益率(%)	17.31%	19.97%	22.01%	17.92%	13.35%	17.52%	19.56%	16.73%	16.40%	18.81%	21.37%	21.51%
營業收入YoY/QoQ(%)	69.15%	30.84%	22.25%	62.06%	-42.20%	101.40%	17.46%	32.33%	-37.30%	26.53%	12.91%	38.54%
稅後純益YoY/QoQ(%)	170.73%	50.97%	34.68%	252.61%	-56.93%	164.37%	31.12%	13.18%	-38.55%	45.14%	28.28%	39.42%

註：稅後純益係指本期淨利歸屬於母公司業主；EPS預估值以股本26.11億元計算。

資料來源：群益投顧彙整

群益投顧

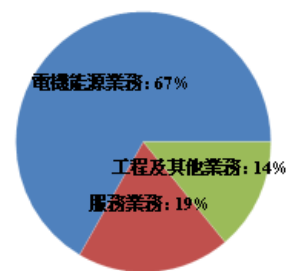
33

Capital Care 群益關心您  
台北・香港・上海

## 重點股：中興電(1513 TT)

- 2Q23雖受雲豹甲車影響，認列虧損-1.24元，但考量一行為不二罰，2018年已接獲採購法第101條停權一年，後續不會造成營運影響。
- 2024年台電強韌電網計畫延續，營運能見度上看2026年後。
- 1H24產能上升15-20%，但會降低整體稼動率

產品組合



單位：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；EPS預估值以股本50.31億元計算。

資料來源：群益投顧彙整

群益投顧

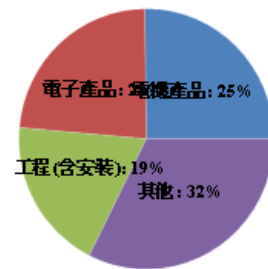
34

Capital Care 群益關心您  
台北・香港・上海

## 重點股：亞力(1514 TT)

- 亞力產品強項電力監控系統(SCADA)，為智慧電網的一部分，強韌電網有相關預算。
- 在手訂單100億元，因半導體海外擴廠訂單集中於4Q23大量出貨，後續將仰賴其他半導體廠商與台電訂單貢獻2024年成長動能。
- 變壓器新產能2H23開出，最大可貢獻10億元產值/年。

產品組合



單位: 百萬元	2023F	2024F	2025F	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23F	1Q24F	2Q24F	3Q24F	4Q24F
營業收入淨額	9,414	9,539	9,829	2,455	1,858	2,273	1,982	3,301	2,292	2,517	2,171	2,558
營業毛利淨額	1,638	1,756	1,804	399	317	371	355	595	400	439	413	504
營業利益	844	937	969	134	165	190	161	328	220	244	216	258
稅後純益	733	784	810	106	143	161	160	270	179	207	184	214
稅後EPS(元)	2.88	3.08	3.18	0.42	0.56	0.63	0.63	1.06	0.70	0.81	0.72	0.84
毛利率(%)	17.40%	18.41%	18.36%	16.23%	17.09%	16.34%	17.88%	18.02%	17.44%	17.43%	19.02%	19.71%
營業利益率(%)	8.97%	9.82%	9.86%	5.45%	8.88%	8.36%	8.14%	9.93%	9.59%	9.68%	9.94%	10.07%
稅後純益率(%)	7.79%	8.22%	8.24%	4.31%	7.68%	7.07%	8.07%	8.18%	7.81%	8.23%	8.47%	8.36%
營業收入YoY/QoQ(%)	22.11%	1.33%	3.04%	37.36%	-24.35%	22.37%	-12.79%	66.50%	-30.56%	9.83%	-13.74%	17.82%
稅後純益YoY/QoQ(%)	44.07%	6.95%	3.26%	-16.19%	34.77%	12.64%	-0.43%	68.73%	-33.64%	15.61%	-11.13%	16.24%

註：稅後純益係指本期淨利歸屬於母公司業主；EPS預估值以股本25.43億元計算。

資料來源：群益投顧彙整

群益投顧

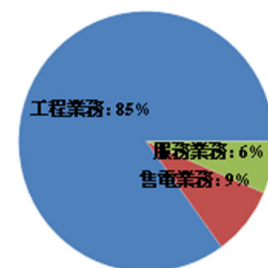
35

Capital Care 群益關心您  
台北 · 香港 · 上海

## 重點股：森崴能源(6806 TT)

- 工程總值538億元的離岸風電下部結構工程2H23開始動工，2023年營收逐季成長，2023年認列工程收入10-15%，而2022年認列不到5%。
- 2025年前整體工程需要完工，研究部預期2024年迎來營收認列高峰，預估認列43%的台電二期工程款，即工程款規模231億元。

產品組合



單位: 百萬元	2023F	2024F	2025F	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23F	1Q24F	2Q24F	3Q24F	4Q24F
營業收入淨額	11,250	26,407	24,568	1,624	1,389	1,899	2,694	5,268	5,612	6,606	7,029	7,159
營業毛利淨額	1,176	2,464	2,350	208	160	208	284	525	506	616	652	691
營業利益	807	2,025	1,891	135	77	117	188	426	401	525	532	567
稅後純益	588	1,609	1,502	109	55	76	121	336	314	417	426	452
稅後EPS(元)	2.72	7.44	6.95	0.50	0.26	0.35	0.56	1.55	1.45	1.93	1.97	2.09
毛利率(%)	10.46%	9.33%	9.56%	12.79%	11.49%	10.96%	10.54%	9.96%	9.01%	9.32%	9.27%	9.65%
營業利益率(%)	7.17%	7.67%	7.70%	8.29%	5.53%	6.16%	6.97%	8.08%	7.15%	7.95%	7.56%	7.92%
稅後純益率(%)	5.22%	6.09%	6.11%	6.72%	3.97%	3.98%	4.50%	6.37%	5.60%	6.31%	6.05%	6.32%
營業收入YoY/QoQ(%)	161.55%	134.73%	-6.96%	183.83%	-14.50%	36.80%	41.83%	95.54%	6.53%	17.72%	6.41%	1.85%
稅後純益YoY/QoQ(%)	160.92%	173.83%	-6.66%	212.05%	-49.48%	37.18%	60.09%	177.14%	-6.39%	32.75%	2.02%	6.25%

註：稅後純益係指本期淨利歸屬於母公司業主；EPS預估值以股本21.62億元計算。

資料來源：群益投顧彙整

群益投顧

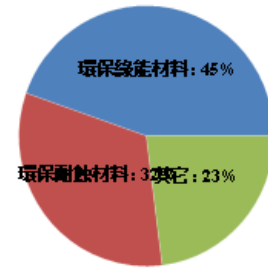
36

Capital Care 群益關心您  
台北 · 香港 · 上海

## 重點股：上緯投控(3708 TT)

- 3Q23營運策略調整，開始布局非中國銷售，加上非中國地區的毛利率是中國地區的2倍以上，產品組合逐漸優化，也認列海能風電第三次里程碑收款5.2億元。
- 2024年土耳其新廠開出，深化環保耐蝕與綠能產品在歐洲市佔率，預期長期非中國產品佔比將達70%。

產品組合



單位：百萬元	2023F	2024F	2025F	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23F	1Q24F	2Q24F	3Q24F	4Q24F
營業收入淨額	7,357	9,109	10,442	2,306	1,698	1,718	1,923	2,017	1,659	2,227	2,373	2,850
營業毛利淨額	1,334	1,641	1,876	468	320	309	343	362	298	401	428	514
營業利益	236	310	396	212	55	33	84	65	54	44	101	111
稅後純益	1,371	338	398	113	19	693	552	107	46	69	123	101
稅後EPS(元)	13.90	3.42	4.04	1.15	0.19	7.02	5.60	1.08	0.46	0.70	1.24	1.02
毛利率(%)	18.13%	18.01%	17.96%	20.30%	18.84%	17.97%	17.85%	17.94%	17.96%	17.99%	18.02%	18.05%
營業利率率(%)	3.21%	3.40%	3.79%	9.17%	3.21%	1.91%	4.36%	3.24%	3.26%	1.97%	4.26%	3.90%
稅後純益率(%)	18.64%	3.71%	3.81%	4.92%	1.12%	40.31%	28.73%	5.30%	2.75%	3.08%	5.16%	3.54%
營業收入YoY/QoQ(%)	-24.71%	23.82%	14.63%	-2.13%	-26.35%	1.17%	11.89%	4.92%	-17.76%	34.25%	6.57%	20.06%
稅後純益YoY/QoQ(%)	51.80%	-75.37%	17.96%	-81.97%	-83.18%	3,530.35%	-20.24%	-80.65%	-57.33%	50.43%	78.55%	-17.64%

註：稅後純益係指本期淨利歸屬於母公司業主；EPS預估值以股本9.86億元計算。

資料來源：群益投顧彙整

Capital Care 群益關心您  
台北・香港・上海

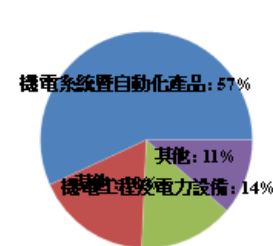
群益投顧

37

## 重點股：東元(1504 TT)

- 受惠北美基礎建設電氣化(E-Skid)、國內綠能建置需求(Stacom等)，在手訂單300億元，隨著北美機電系統長短料情形2Q24舒緩，預期E-skid出貨將持續改善。

產品組合



單位：百萬元	2023F	2024F	2025F	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23F	1Q24F	2Q24F	3Q24F	4Q24F
營業收入淨額	59,691	65,098	74,281	15,058	14,900	15,064	15,065	14,662	15,638	16,403	16,610	16,448
營業毛利淨額	14,923	16,384	18,746	3,461	3,629	3,882	3,708	3,702	3,943	4,106	4,188	4,146
營業利益	6,823	8,160	10,358	1,321	1,697	1,780	1,677	1,668	1,951	1,984	2,134	2,091
稅後純益	5,936	6,315	7,876	1,005	1,635	2,122	981	1,198	1,380	1,652	1,784	1,498
稅後EPS(元)	2.78	2.95	3.68	0.47	0.76	0.99	0.46	0.56	0.65	0.77	0.83	0.70
毛利率(%)	25.00%	25.17%	25.24%	22.97%	24.36%	25.77%	24.63%	25.25%	25.22%	25.03%	25.21%	25.21%
營業利率率(%)	11.43%	12.53%	13.94%	8.78%	11.39%	11.82%	11.13%	11.38%	12.47%	12.09%	12.85%	12.72%
稅後純益率(%)	9.94%	9.70%	10.60%	6.68%	10.97%	14.09%	6.51%	8.17%	8.83%	10.07%	10.74%	9.11%
營業收入YoY/QoQ(%)	2.36%	9.06%	14.11%	1.63%	-1.05%	1.10%	0.01%	-2.68%	6.66%	4.89%	1.27%	-0.98%
稅後純益YoY/QoQ(%)	71.67%	6.39%	24.71%	-7.17%	62.60%	29.79%	-53.76%	22.08%	15.25%	19.65%	8.02%	-16.02%

註：稅後純益係指本期淨利歸屬於母公司業主；EPS預估值以股本213.88億元計算。

資料來源：群益投顧彙整

Capital Care 群益關心您  
台北・香港・上海

群益投顧

38



# 投資評等及免責聲明

## 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 $< 15\%$
中立(Neutral)	無法由基本面給予投資評等 預期近期股價將處於盤整 建議降低持股

## 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。