

4Q23 財報檢視 - 新能源產業

連接器產業 2H24 動能回升，重電業者訂單持續滿載

報告內文個股資訊

產業	公司	代碼	評等	目標價
AM	東陽	1319 TT	買進	124.0
	信邦	3023 TT	買進	334.0
連接器	貿聯-KY	3665 TT	買進	283.0
	胡連	6279 TT	買進	196.0
航太與軍工	漢翔	2634 TT	買進	69.0
	駐龍	4572 TT	買進	215.0
重電	東元	1504 TT	買進	61.0
	中興電	1513 TT	買進	200.0

何宗祐

bill0066@yuanta.com

陳澤心

Amber.Chen53@yuanta.com

洪晨翎

CherylHung@yuanta.com

陳旻暉

Jerry.MW.Chen@Yuanta.com

元大觀點

- 受客戶調整庫存干擾，信邦 4Q23 營收季減 10%/年減 8%；東陽 4Q23 受惠進入產業旺季，營收季增 23%/年增 6.5%。
- 強韌電網效益持續發酵，中興電 4Q23 營收季增 6%/年增 22%；受製造業景氣疲軟影響，東元 4Q23 營收季/年減 5%。
- 航太供應鏈回穩、國防需求維持高檔，漢翔 4Q23 營收季減 3.4%/年增 7.6%、駐龍 4Q23 營收季減 5.4%/年增 20.68%。

連接器產業 2H24 動能回升，AM 產業需求無虞

胡連 4Q23 營收季增 19.7%/年增 12.7%，1Q24 營收季減 16.3%/年增 17.3%，成長動能以非中地區為主，2Q24 中國處復甦階段，估營收季減 4.6%/年增 14.9%；貿聯 4Q23 營收季減 7%/年減 10%，因客戶庫存調整。除主要事業外，HPC/電器/工業皆落底，1Q24 營收季增 1.4%/年減 2.7%，2Q24 營收季增 3.8%/年減 0.9%；信邦 4Q23 因客戶調整庫存，營收季減 10%/年減 8%，隨太陽能與半導體設備成長，估 1Q24 營收季增 8%/年減 5.8%，2Q24 營收季增 7.3%/年減 1.9%；東陽 4Q23 受惠產業旺季，營收季增 23%/年增 6.5%，年節因素及整體中國車市觀望氣氛致 OEM 表現不如預期，1Q24 營收季減 6%/年增 10%，預期 AM 維持高檔至 5M24，估 2Q24 營收季增 2%/年增 13%。

強韌電網效益持續發酵，製造業景氣於 2H24 復甦

中興電高壓 GIS 受惠強韌電網計畫，4Q23 營收季增 6%/年增 22%。接單狀況優於預期，管理層上修 2024 年接單目標至 350 億元，預估 1Q24 營收將季、年增 4%，稼動率持續滿載，預估 2Q24 營收季持平/年增 20%；受製造業景氣疲軟影響，東元 4Q23 營收季、年減 5%，然預估 1Q24 為 2024 年營運低點，營收季增 1%/年減 2%，因 1-2 月小馬達及歐洲市場接單狀況已持平/優於去年同期，營運將逐季走升，預估 2Q24 營收季增 8%/年增 5%。

航太供應鏈重回疫情前水準，國防需求仍維持高檔

漢翔 4Q23 毛利率優於預期，因民用高價原物料及國防高毛利合約外的價款挹注，預期 1H24 國防維修業務高檔、高教機交機持續下，1Q24 營收季增 2.4%/年減 0.7%，2Q24 營收季增 1.7%/年增 5.3%；千附精密 4Q23 受光電業務稼動率下滑，營收獲利不如預期，因半導體業務復甦及零組件新訂單開始交貨，估 1Q24 營收季增 5.4%/年增 10.0%、2Q24 營收季增 12.2%/年增 7.8%。駐龍 4Q23 毛利率創新高，因高毛利表面處理廠營收規模提高帶動毛利率攀升，隨 Spirit 供應鏈問題快速修復中，帶動交機量與營收持續攀升，估 1Q24 營收季增 15.0%/年增 23.3%、2Q24 營收季增 15.7%/年增 24.6%。

連接器產業 - 1H24 皆處復甦階段，待 2H24 動能回升

據中汽協數據顯示，4Q23 中國乘用車銷量 898 萬輛，季增 15%，年增 21.5%，帶動胡連 4Q23 營收季增 19.7%，年增 12.7%，且美國鏟雪車庫存調整結束，整體沖壓稼動率維持高檔，帶動 4Q23 獲利季增 16.9%，年增 47.4%。以目前中國車市銷售狀況而言，中國車企啟動新一輪降價，且消費力道已於過年前釋放，目前消費者觀望氣氛濃厚，因此胡連營收成長動能以美國鏟雪車線束回補庫存、歐洲機車線束等非中地區所貢獻，胡連 1Q24 營收 18.9 億元，季減 16.3%，年增 17.3%，達成率 99.3%，符合預期；預估 1Q24 毛利率 33.2%，營業利益 3.2 億元，季減 7.7%，年增 30.5%，稅後獲利 2.7 億元，稀釋後 EPS 2.44 元；估 2Q24 中國區仍處復甦階段，營收季減 4.6%，年增 14.9%。

貿聯方面，貿聯 4Q23 營收 122.0 億元，季減 7%/年減 10%，不如市場預期，主因電腦周邊設備、電器、車用客戶庫存調整而下滑；毛利率方面，除因營收規模下滑外，受斯洛伐克廠房關廠及部分打消庫存影響，4Q23 毛利率 24.5%，季減 2.2ppts/年減 1.7ppts，低於市場預期 1.7ppts；稅後獲利 5.1 億元，稀釋後 EPS 2.64 元。貿聯 1Q24 營收 123.6 億元，季增 1.4%/年減 2.7%，達成率 99.6%，符合預期，主因各主要事業體除車用、工業自動化外，HPC/電器/工業用皆大致落底；估毛利率 25.8%，季增 1.2 個 ppts，年增 0.3 個 ppts；稅後獲利 7.1 億元，季增 40.8%，年增 13.8%，稀釋後 EPS 3.71 元。同時，估 2Q24 營收呈微幅復甦，營收季增 3.8%，年減 0.9%。

信邦方面，4Q23 需求較 3Q23 放緩，部分客戶進入庫存調整，因此信邦 4Q23 營收 73.6 億元，季減 10%，年減 8%，毛利率 25%，季減 0.7ppts，年增 0.4ppts，營業利益 7.4 億元，季減 26%，年減 7%，稅後獲利 6 億元，季減 31.7%，年持平。展望後續，信邦 1Q24 營收 80.2 億元，季增 8%，年減 5.8%，達成率 99.5%，符合本中心預期，以太陽能客戶已去化庫存至低水位，且因 AI 帶動高階半導體設備需求提升，因此以太陽能與半導體設備成長較明顯；估 1Q24 毛利率 25.8%，季增 0.8ppts，年減 0.3ppts，營業利益 10.3 億元，季增 40%/年減 8.7%，稅後獲利 8.4 億元，季增 39.4%/年減 6.4%，稀釋後 EPS 3.44 元。估 2Q24 營收將隨半導體設備持續出貨，且太陽能 1H24 訂單大致抵定，預估 2Q24 營收季增 7.3%，年減 1.9%。

AM 產業 - AM 需求無虞，中長期維持正向

東陽 4Q23 受惠進入產業旺季，AM 稼動率維持高檔，且 OEM 受惠長安新能源汽車銷售增長，帶動 AM/OEM 毛利率分別為 40.5%/15%，均維持高檔，並帶動 4Q23 稅後獲利 7.97 億元，季減 18.2%，年增 131.6%，EPS 1.35 元。展望後續，東陽 1Q24 營收 61.7 億元，季減 6%，年增 10%，達成率 91%，不如本中心預期，主因受年節因素及整體中國車市觀望氣氛濃厚致 OEM 表現不如預期，而 AM 方面，紅海戰爭因素略微影響客戶取得貨櫃能力，不過 1Q24 北美仍有暴風雪影響，因此 AM 需求旺盛。獲利方面，受惠台幣貶值，有利於 AM 毛利率及業外匯兌表現，本中心預估 1Q24 稅後獲利 12.5 億元，季增 56%，年增 154%，EPS 2.11 元。2Q24 方面，因 AM 產品仍維持出貨，預期 AM 將維持高檔至 5M24，因此預估 2Q24 營收季增 2%，年增 13%。

推薦個股包含 1319 東陽、3023 信邦、3665 貿聯-KY、6279 胡連。

重電產業

強韌電網計畫效益持續發酵，重電業者訂單持續滿載

台電強韌電網計畫帶來 10 年 5,645 億元的龐大商機，2023 年台電總資本支出達 853 億元，預估 2024 年台電總資本支出更高達 1,309 億元，年增 53%。中興電高壓 GIS 開關設備獨佔地位直接受惠，4Q23 季增 6%、年增 22%，中興電 2024 年 2 月再取得 99 億元訂單，合計在手訂單已推升至 410 億元。考量接單狀況持續優於預期，管理層上修 2024 年接單目標至 350 億元，預估 1Q24 營收將季、年增 4%，目前稼動率持續滿載至 120%，預估 2Q24 營收季持平、年增 20%，推薦高壓 GIS 開關龍頭 **1513 中興電**。

亞力專注於低壓的重電設備市場，在手訂單已達百億元，4Q23 營收季增 70%、年增 37%，4Q23 EPS 大幅優於本中心及市場預期 13%/24%，主因高毛利外銷佔比提高，1Q24 則因進入傳統出貨淡季，且 2023 年一次性聯電新加坡廠訂單已提前拉貨，預估 1Q24 季減 45%、年減 0%；展望 2Q24，亞力楊梅變壓器新廠已於 3 月投產，預估 2Q24 營收季增 35%、年增 11%。本中心預計 2H24 亞力總產能將提升 16%至 70 億元，並維持滿載。

製造業景氣預計於 2H24 復甦，接單狀況已看到改善

受製造業景氣疲軟影響，東元機電系統業務於台灣及歐洲地區營收下滑，4Q23 營收季、年減 5%，然而預估 1Q24 為 2024 年全年營運低點，營收季增 1%、年減 2%，主因 1-2 月小馬達及歐洲市場接單狀況已持平/優於去年同期，營運將逐季走升，預估 2Q24 營收季增 8%、年增 5%。東元目前在手訂單達 250 億元，潛在訂單尚包括台電與離岸風電統包工程設備訂單，商機上看 300 億元，預計 2024-2026 年成長動能無虞，推薦營運谷底復甦的 **1504 東元**。

長線看好重電產業外銷市場商機

隨著 1) AI 資料中心建置；2) 能源轉型；3) 電網汰舊換新；4) 製造業回流四大趨勢下，本中心推估全球電網投資金額 2023-2030 年 CAGR 達 10.4%，因此看好重電台廠外銷商機。目前進度部分，華城為台灣唯一外銷 500kV 級大型變壓器的廠商，2023 年外銷美國變壓器占比預估達 30%，預期 2024 將成長至 40%以上，為美國市場變壓器供不應求趨勢下的最大受惠者。大同成功協助中東客戶技轉變壓器 400-500kV 技術，預計 4 月底取得北美變壓器 UL 實驗室認證，目標 2024 年外銷美國配電變壓器，2025 年切入電力級變壓器市場。亞力已取得美國電力公司少量智慧開關訂單，預期若合作順利未來有機會進一步放量。中興電與國內廠商合作，取得美國電力公司小型變壓器訂單，預期 2H25 出貨，若合作順利將有機會再進一步出貨 345 kV GCB/GIL，藉此打入美國外銷市場。

圖 1：2023 年國內重電同業營運狀況預估

公司	主要核心業務	集團整體規模 (百萬元)	重電設備 營收規模 (百萬元)	重電設備 營收占比(%)	海外整體 銷售佔比 (%)	毛利率
士電 (1503 TT)	變壓器 配電盤	31,807	18,663	59%	35%	18%
東元 (1504 TT)	馬達	59,394	24,352	41%	47%	25%
中興電 (1513 TT)	GIS 開關	22,144	10,408	47%	8%	29%
亞力 (1514 TT)	低壓變壓器 配電盤	9,483	4,742	50%	16%	18%
華城 (1519 TT)	變壓器	13,900	12,635	82%	36%	31%
大同 (2371 TT)	線纜、電表 變壓器	50,351	20,118	40%	42%	16%

資料來源：公司資料、元大投顧

航太與軍工產業

漢翔、駐龍 4Q23 獲利優於預期，千附精密 4Q23 獲利低於預期

航太與軍工產業 4Q23 獲利優於預期，其中漢翔 4Q23 毛利率大幅優於預期，主因民用高價原物料多於 3Q23 反映完畢及國防高毛利 F16 合約外價款挹注；千附精密 4Q23 受光電業務稼動率大幅下滑以及航太產品不良率增加影響，使營收獲利低於預期；駐龍 4Q23 毛利率創新高，主因高毛利表面處理廠營收規模提高帶動毛利率攀升。

航太與軍工產業 1Q24 估營收 QoQ+5-10%，2Q24 營收 QoQ+5-10%

航太與軍工產業 1Q24 和 2Q24 營收預期皆 QoQ+5-10%，其中漢翔 1Q24 營收估達 98.7 億元，季增 2.4%/年減 0.7%，主因 1Q24 兩岸情勢緊張下，國防維修業務維持高檔，同時高教機交機持續且 F16 升級案收尾均使國防營收淡季不淡，2Q24 營收估達 100.4 億元，季增 1.7%/年增 5.3%，因高教機交機高峰持續，民用交機量持續攀升，抵銷 F16 升級案結束對營收衝擊。漢翔因國機國造趨勢明確與兩岸緊張情勢維持高檔，預估國防業務 2024/25 年受惠高教機維持交機高峰期，營收年減 3.3%/11.6%至 210.1/185.7 億元，國防業務毛利率在維修業務佔比提升與高教機學習曲線攀升下，估達 12.0%/13.1%。

千附精密 1Q24 營收估 3.4 億元，季增 5.4%/年增 10.0%，主因半導體業務受惠記憶體需求復甦且歐系客戶檢測設備零組件新訂單於 1Q24 開始交貨，其他業務僅微幅成長，2Q24 營收估 3.78 億元，季增 12.2%/年增 7.8%，因半導體新訂單出貨放量，航太產品需求隨交機量提升成長，光電、國防產品需求則溫和回溫。千附精密原預估 2024 年將有望承製洛馬飛彈新零組件與獲得新客戶雷神的專案，然近期因相關零組件承製協議細節需持續商討且與政府認證延宕，因此新零組件承製估將遞延至 2025 年。同時，1Q24 又因與客戶商討合約更新使出貨略為下滑，需待 2Q24 洛馬新產能開出營收有望攀升。

駐龍 1Q24 營收估 2.36 億元，季增 15.0%/年增 23.3%，主因 Spirit 於 4Q23 交付 737-Max 共 104 架次，為 1Q20 疫情以來新高，顯示其供應鏈問題正快速修復中，且駐龍國內國防相關訂單缺料問題逐漸好轉，2Q24 營收估 2.73 億元，季增 15.7%/年增 24.6%，因主要客戶 Spirit 供應鏈問題持續修復，帶動交機量與營收持續攀升。駐龍隨波音月產能逐季提升以及 Spirit 於疫後將提高零組件外包比例自 2022 年 45%到 2026 年 60%，外包比例提高可從近期 Spirit 於 4Q23 釋出高達 3,000 個新品項零組件觀察，預期 2024/25 年駐龍營收將年增 28.8%/15.9%至 10.7 億/12.4 億元，毛利率部分受惠高毛利表面處理廠房營收規模提升，分別上調 1.3/1.7 個百分點至 49.5%/51.0%。

推薦個股 2634 漢翔、4572 駐龍。

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。

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，為於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>.