

2024 年 4 月 1 日

研究員：吳建弘 A51102@cim.capital.com.tw

前日收盤價 55.20 元

目標價

3 個月 56.00 元

12 個月 56.00 元

大汽電(8931 TT)

Neutral

近期報告日期、評等及前日股價

02/29/2024	Buy	67.00
02/27/2024	到價	
02/16/2024	Buy	49.20

公司基本資訊

目前股本(百萬元)	1,223
市值(億元)	68
目前每股淨值(元)	17.75
外資持股比(%)	0.16
投信持股比(%)	0.14
董監持股比(%)	70.36
融資餘額(張)	2,405
現金股息配發率(%)	90.52

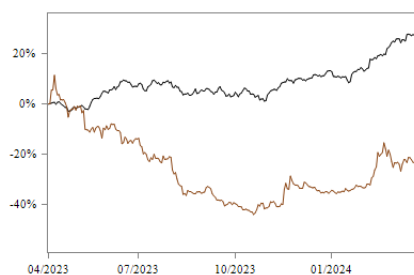
產品組合



■ 銷售收入:81.34%
■ 勞務收入:18.66%

股價相對大盤走勢

— 8931 — TWSE



電價調漲幅度符合預期。

投資建議：考量 04/01/2024 電價調漲符合研究部預期，調整大汽電的投資評等至 Neutral。

04/01/2024電價調漲與立法院電價凍漲近況：

台電依電業法第49條於04/01/2024起調漲平均電價11%，惟基於立法院職權行使法第60條，經濟部提報台電電價調漲內容於立法院會議時，部分立委考量能源配比政策，立委提案電價凍漲，但又有其他立委不同意，目前現在提案進入1個月的協商冷凍期。研究部預期能源配比政策目前仍在立法院攻防，造成整體能源政策的不確定性增加，使得原本研究部預期的2024年電力供需情形可能調整。

1Q24政府可能透過增資、電價調整，實現台電全年損平目標：

隨著台電2023年自結虧損1,985億元，台電將於04/01/2024調漲電價11%，符合研究部預期，電價上漲也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，惟大汽電1H24時逢歲修，預估1Q24營收6.02億元，QoQ-1.31%，毛利率因歲修影響，季減8.55%，下滑至13.15%，稅後純益0.33億元，QoQ-37.11%，EPS 0.27元；預估2Q24營收7.44億元，QoQ+23.65%，毛利率受惠歲修逐漸結束，季增5.11%，上升至18.26%，稅後純益0.78億元，QoQ+132.25%，EPS 0.64元。

2024年台電虧損改善、國內半導體業復甦，帶動國內用電量上升：

2024年隨著台電虧損改善，加上2Q24國內半導體產業開始復甦，有利全年大汽電售電量提升，預估2024年營收30.96億元，YoY+13.94%，稅後純益3.55億元，YoY+25.24%，EPS 2.90元。

(百萬元)	2023	2024F	2025F	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	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	537	619	663	231	164	83	157	132	79	136	231	173
營業利益	369	451	492	179	128	45	113	83	43	99	185	124
稅後純益	283	355	388	140	96	40	94	53	33	78	146	98
稅後 EPS(元)	2.32	2.90	3.17	1.14	0.78	0.33	0.77	0.44	0.27	0.64	1.19	0.80
毛利率(%)	19.76%	20.00%	19.75%	24.95%	20.71%	12.57%	24.06%	21.70%	13.15%	18.26%	26.10%	20.00%
營業利益率(%)	13.57%	14.56%	14.64%	19.32%	16.18%	6.75%	17.29%	13.56%	7.22%	13.27%	20.83%	14.36%
稅後純益率(%)	10.43%	11.46%	11.54%	15.08%	12.07%	6.07%	14.42%	8.73%	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(%)	-23.02%	25.24%	9.26%	-17.20%	-31.60%	-58.11%	135.29%	-43.52%	-37.11%	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；稅後 EPS 以股本 12.23 億元計算。

大汽電 ESG：

大汽電自 1991 年政府修訂汽電共生系統歸廣辦法後，於 1993 年正式成立，透過整合工業蒸氣與發電系統，達到能源效率提升、穩定電力系統、降低台電負擔等目的，後續透過資源整合、建立循環經濟，將永續經營的策略與公司營運結合，打造策略性 ESG，大汽電目前已經依循 GRI 永續性報告準則 2021 年版與上櫃公司編製與申報永續報告書作業辦法編製 2022 年 ESG 報告書，透過 191.1KW 的太陽能系統建置、建置 13.5MW 的新世代循環式流體化床鍋爐蒸汽發電機組，與提升汽電共生機組的 SRF、TDF 使用量，2022 年溫室氣體排放密度已經下滑 26.2%，也降低 52% 的煤炭使用量，未來會持續淘汰燃煤機組，提升天然氣與 SRF 使用量，達到企業永續經營目標。

公司簡介：

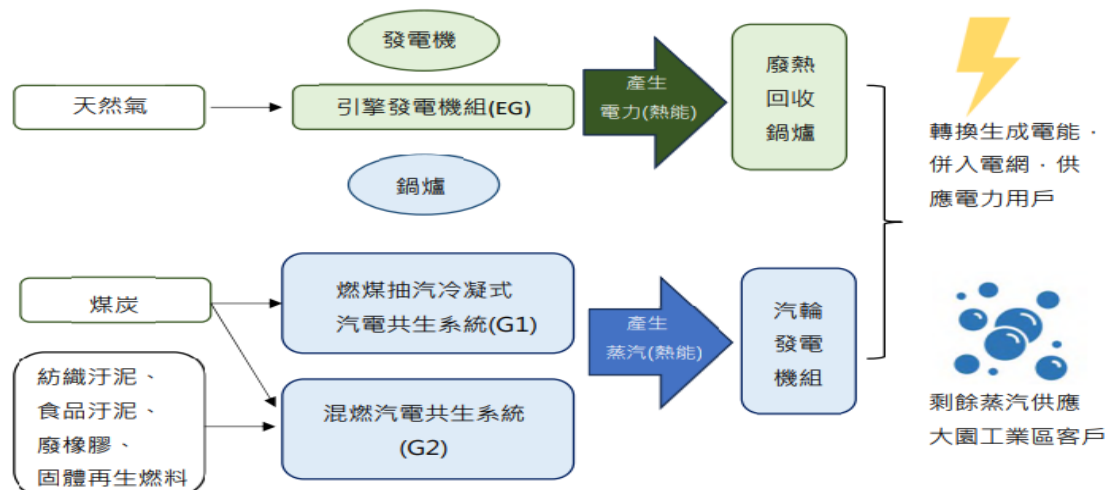
大汽電成立於 1993 年，主要配合政府政策推廣汽電共生，透過汽電共生發展，提升能源使用效率並紓解國內供電壓力，主要經營項目為汽電共生廠營運、廢棄物清除與焚化爐管理等業務。1Q23-3Q23 營收占比，電力 55%、蒸汽 31%、廢棄物處理 8%、代運轉 6%。其中售電牌價主要依據經濟部頒布的公用售電業收購一般合格汽電共生系統餘電購電費率，使得大汽電的電力銷售狀況與台灣用電關係有正向關係。

產品介紹：

汽電共生系統 (Cogeneration, combined heat and power, CHP) 是指利用煤炭、燃油、天然氣或廢棄物等單一燃料系統或混燃再生燃料系統，經過燃燒後產生蒸汽熱能與電能，實現同時產生熱能及電能的高效能源系統。並透過二階段的能源利用，讓汽電共生系統的能源使用效率遠高於單純發電或單純產生蒸汽的設備，加上能透過多元再生燃料混燒技術讓廢棄物資源化，實現循環經濟。

圖一、汽電共生營運模式

大圖汽電汽電共生系統



資料來源：大汽電

既有產能與歲修影響：

大汽電共有5組發電機機組，產能分別為，3組天然氣機組、1組燃煤機組、1組SRF機組(G2)，並且因應公司減碳政策，2024年規劃SRF的G2機組取代G1燃煤機組，長期也會採購新的燃氣機組，持續響應減碳需求。並且基於各發電機組皆會面臨定期歲修與檢修，造成大汽電短期毛利率下滑。

表一、大汽電 2022 年歲修情況

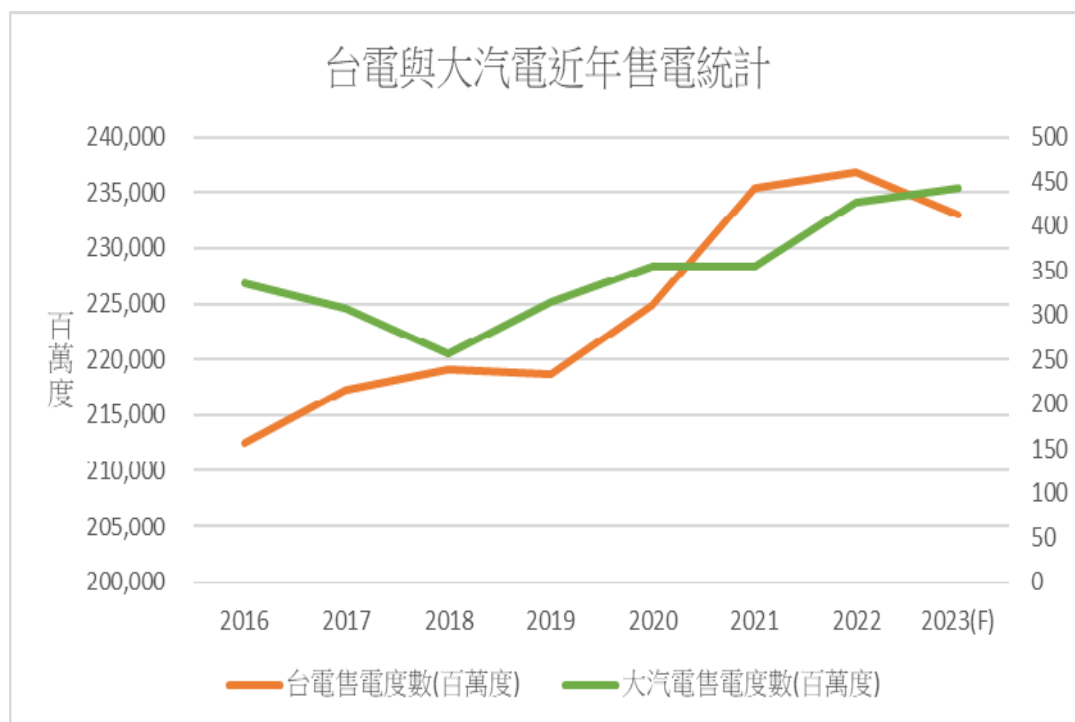
	運轉可靠度	歲修與改造工程細項
天然氣機組	90.84%	10天
燃煤機組	99.74%	06/2022啟用
SRF機組(G2)	99.04%	34天

資料來源：大汽電，群益投顧彙整

2023年受國內用電需求降低與政策調整影響，營運修整：

2023年營運主要受國內用電需求降低，加上2022年台電修正汽電共生電能措施的基期影響，2023年營收27.17億元，YoY-5.03%，預估稅後純益2.83億元，YoY-23.02%，EPS 2.32元。

圖二、台電與大汽電近年售電統計



資料來源：台電，大汽電，群益投顧彙整

2024 年 4 月 1 日

1Q24政府可能透過增資、電價調整，實現台電全年損平目標：

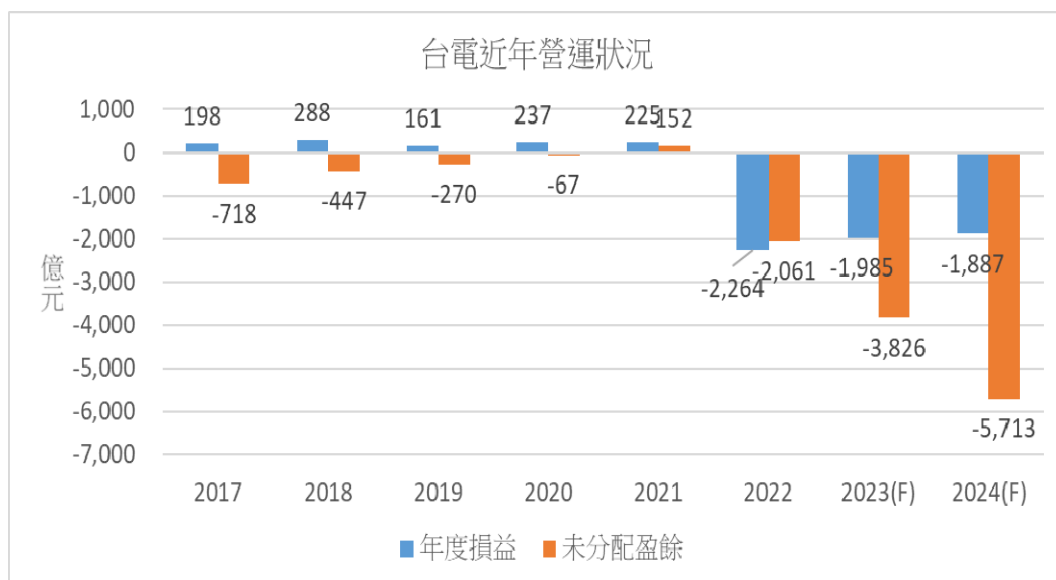
隨著台電2023年自結虧損1,985億元，台電將於04/01/2024調漲電價11%，符合研究部預期，電價上漲也有助於經濟部頒布的汽電共生購電費率上漲，大汽電營運直接受惠，惟大汽電1H24時逢歲修，預估1Q24營收6.02億元，QoQ-1.31%，毛利率因歲修影響，季減8.55%，下滑至13.15%，稅後純益0.33億元，QoQ-37.11%，EPS 0.27元；預估2Q24營收7.44億元，QoQ+23.65%，毛利率受惠歲修逐漸結束，季增5.11%，上升至18.26%，稅後純益0.78億元，QoQ+132.25%，EPS 0.64元。

表二、03/2024 電價調漲幅度與台電損益情境分析

假設03/2024電價上漲	台電2024年損益(億元)
0%	-1,886.9
10%	-1,099.2
11%	-1,020.5
12%	-941.7
13%	-862.9
14%	-784.1
15%	-705.4

資料來源：台電；群益投顧彙整

圖三、台電近年營運狀況



資料來源：台電，群益投顧彙整

2024年台電虧損改善、國內半導體業復甦，帶動國內用電量上升：

2024年隨著台電虧損改善，加上2Q24國內半導體產業開始復甦，有利全年大汽電售電量提升，預估2024年營收30.96億元，YoY+13.94%，稅後純益3.55億元，YoY+25.24%，EPS 2.90元。

04/01/2024 電價調漲與立法院電價凍漲近況：

台電依電業法第 49 條於 04/01/2024 起調漲平均電價 11%，惟基於立法院職權行使法第 60 條，經濟部提報台電電價調漲內容於立法院會議時，部分立委考量能源配比政策，立委提案電價凍漲，但又有其他立委不同意，目前現在提案進入 1 個月的協商冷凍期。研究部預期能源配比政策目前仍在立法院攻防，造成整體能源政策的不確定性增加，使得原本研究部預期的 2024 年電力供需情形可能調整。

表三、電業法第 49 條

	法條內容
第 49 條之 1	公用售電業之電價與輸配電業各種收費費率之計算公式，由中央主管機關定之。
第 49 條之 2	公用售電業及輸配電業應依前項計算公式，擬訂電價及各種收費費率，報經中央主管機關核定後公告之；修正時亦同。
第 49 條之 3	中央主管機關訂定第一項電價及各種收費費率之計算公式前，應舉辦公開說明會；修正時亦同。
第 49 條之 4	中央主管機關為辦理電價、收費費率及其他相關事項之審議及核定，得邀集政府機關、學者專家及相關民間團體召開審議會。

資料來源：全國法規資料庫，群益投顧彙整

表四、立法院職權行使法第 60 條

	法條內容
第 60 條之 1	各機關依其法定職權或基於法律授權訂定之命令送達立法院後，應提報立法院會議。
第 60 條之 2	出席委員對於前項命令，認為有違反、變更或牴觸法律者，或應以法律規定事項而以命令定之者，如有十五人以上連署或附議，即交付有關委員會審查。

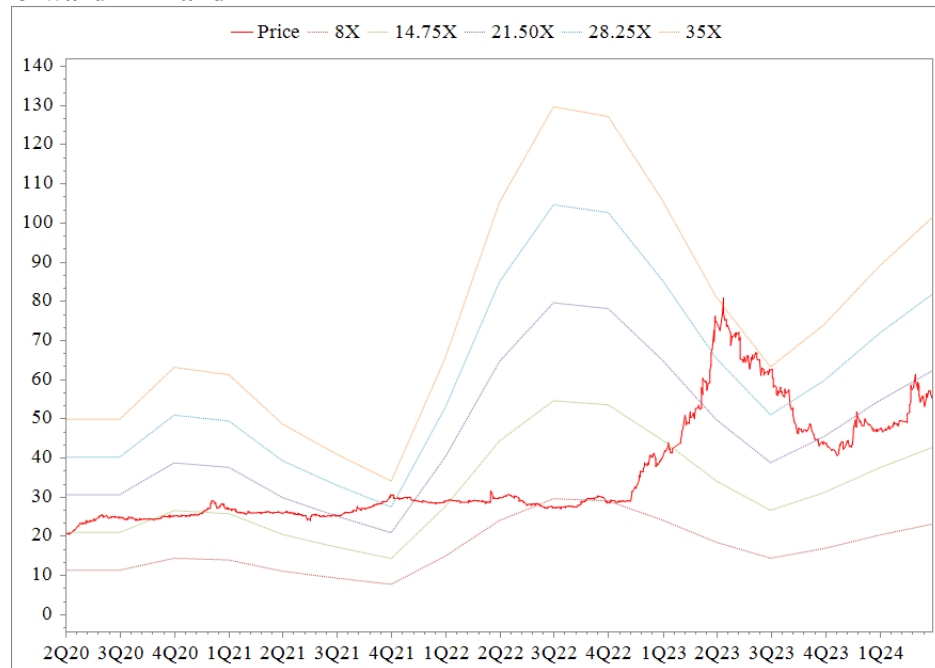
資料來源：全國法規資料庫，群益投顧彙整

投資建議：

考量 04/01/2024 電價調漲符合研究部預期，調整大汽電的投資評等至 Neutral。

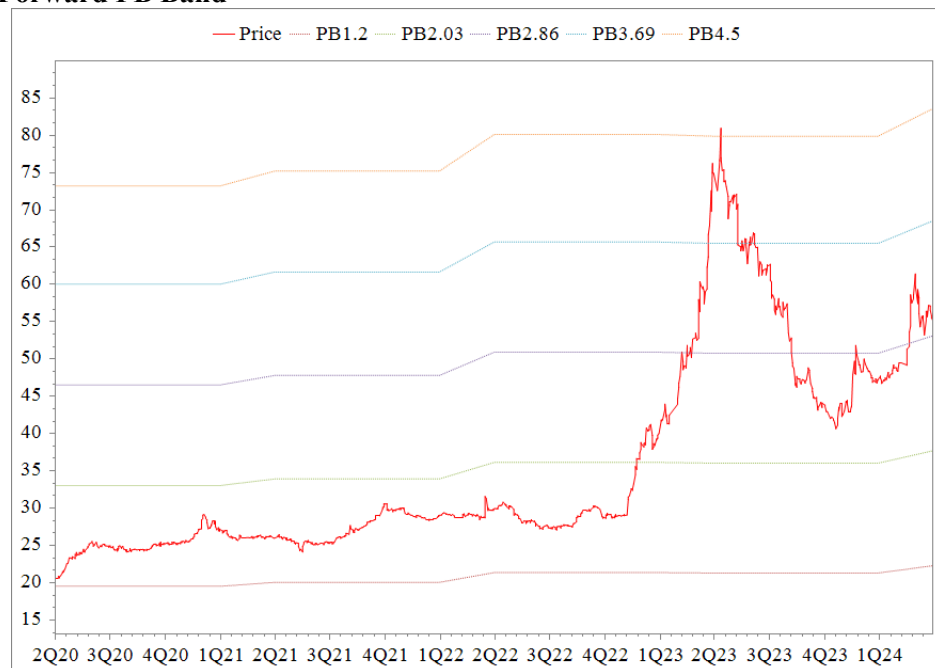
2024 年 4 月 1 日

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 4 月 1 日

資產負債表

(百萬元)	2021	2022	2023	2024F	2025F
資產總計	4,416	4,455	4,569	4,519	4,590
流動資產	1,148	1,108	837	1,423	1,495
現金及約當現金	520	349	313	501	550
應收帳款與票據	206	352	259	357	365
存貨	324	286	175	366	375
採權益法之投資	--	--	--	0	0
不動產、廠房設備	2,788	3,012	2,867	2,987	2,970
負債總計	2,372	2,278	2,397	2,248	2,236
流動負債	388	774	995	1,053	1,356
應付帳款及票據	57	52	49	57	58
非流動負債	1,984	1,504	1,402	1,190	875
權益總計	2,044	2,177	2,171	2,271	2,354
普通股股本	1,223	1,223	1,223	1,223	1,223
保留盈餘	733	924	901	1,018	1,101
母公司業主權益	2,044	2,177	2,171	2,271	2,353
負債及權益總計	4,416	4,455	4,569	4,519	4,590

損益表

(百萬元)	2021	2022	2023	2024F	2025F
營業收入淨額	1,998	2,861	2,717	3,096	3,359
營業成本	1,634	2,259	2,180	2,477	2,695
營業毛利淨額	364	602	537	619	663
營業費用	134	165	168	168	172
營業利益	229	437	369	451	492
EBITDA	435	700	622	688	731
業外收入及支出	-17	4	-18	-7	-7
稅前純益	212	442	353	444	485
所得稅	42	74	69	89	97
稅後純益	170	368	283	355	388
稅後 EPS(元)	1.39	3.01	2.32	2.90	3.17
完全稀釋 EPS**	1.39	3.01	2.32	2.90	3.17

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 12.23【最新股本】億元計算

註 3：完全稀釋 EPS 以股本 12.23 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	8.42%	43.21%	-5.03%	13.94%	8.50%
營業毛利淨額	-5.24%	65.50%	-10.82%	15.29%	7.18%
營業利益	-12.15%	90.49%	-15.64%	22.28%	9.12%
稅後純益	-6.50%	116.04%	-23.02%	25.24%	9.26%

獲利能力分析(%)

毛利率	18.21%	21.04%	19.76%	20.00%	19.75%
EBITDA(%)	21.77%	24.48%	22.91%	22.22%	21.78%
營益率	11.48%	15.27%	13.57%	14.56%	14.64%
稅後純益率	8.53%	12.87%	10.43%	11.46%	11.54%
總資產報酬率	3.86%	8.26%	6.20%	7.85%	8.45%
股東權益報酬率	8.34%	16.91%	13.05%	15.62%	16.47%

償債能力檢視

負債比率(%)	53.71%	51.13%	52.47%	49.74%	48.72%
負債/淨值比(%)	116.05%	104.64%	110.40%	98.97%	95.01%
流動比率(%)	295.64%	143.19%	84.09%	135.14%	110.23%

其他比率分析

存貨天數	47.94	49.29	38.54	39.84	50.17
應收帳款天數	38.25	35.60	41.00	36.27	39.23

現金流量表

(百萬元)	2021	2022	2023	2024F	2025F
營業活動現金	217	542	714	284	1,011
稅前純益	212	442	353	444	485
折舊及攤銷	206	233	241	248	247
營運資金變動	-191	-111	201	-356	-17
其他營運現金	-11	-22	-81	-52	297
投資活動現金	-138	-352	-571	-700	-426
資本支出淨額	-378	-274	-510	-790	-350
長期投資變動	230	-94	-65	-60	-60
其他投資現金	9	16	4	150	-16
籌資活動現金	-172	-361	-178	431	-536
長借/公司債變動	0	-273	31	227	-315
現金增資	0	0	0	0	0
發放現金股利	-171	-183	-306	-245	-305
其他籌資現金	-1	95	97	448	84
淨現金流量	-94	-172	-35	15	49
期初現金	614	520	349	486	501
期末現金	520	349	313	501	550

資料來源：CMoney、群益

2024 年 4 月 1 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	900	928	793	660	654	610	602	744	886	864	730	812
營業成本	650	696	629	577	497	478	523	608	655	691	635	664
營業毛利淨額	250	231	164	83	157	132	79	136	231	173	95	148
營業費用	54	52	36	38	44	50	36	37	47	49	36	38
營業利益	196	179	128	45	113	83	43	99	185	124	59	110
業外收入及支出	15	-7	-7	-6	3	-6	-2	-1	-2	-2	-2	-1
稅前純益	211	172	122	39	116	76	42	97	182	122	57	109
所得稅	42	32	26	-1	22	23	8	19	36	24	11	22
稅後純益	169	140	96	40	94	53	33	78	146	98	46	87
最新股本	1,223	1,223	1,223	1,223	1,223	1,223	1,223	1,223	1,223	1,223	1,223	1,223
稅後EPS(元)	1.38	1.14	0.78	0.33	0.77	0.44	0.27	0.64	1.19	0.80	0.37	0.71

獲利能力(%)

毛利率(%)	27.80%	24.95%	20.71%	12.57%	24.06%	21.70%	13.15%	18.26%	26.10%	20.00%	13.04%	18.25%
營業利益率(%)	21.83%	19.32%	16.18%	6.75%	17.29%	13.56%	7.22%	13.27%	20.83%	14.36%	8.05%	13.59%
稅後純益率(%)	18.77%	15.08%	12.07%	6.07%	14.42%	8.73%	5.56%	10.45%	16.48%	11.29%	6.27%	10.72%

QoQ(%)

營業收入淨額	56.45%	3.05%	-14.52%	-16.73%	-0.98%	-6.72%	-1.31%	23.65%	19.01%	-2.48%	-15.43%	11.19%
營業利益	316.95%	-8.76%	-28.41%	-65.29%	153.84%	-26.85%	-47.46%	127.22%	86.87%	-32.76%	-52.57%	87.55%
稅前純益	363.32%	-18.68%	-29.29%	-68.14%	199.54%	-34.20%	-45.15%	132.25%	87.67%	-33.17%	-53.06%	90.13%
稅後純益	246.23%	-17.20%	-31.60%	-58.11%	135.29%	-43.52%	-37.11%	132.25%	87.67%	-33.17%	-53.05%	90.13%

YoY(%)

營業收入淨額	50.99%	93.07%	73.20%	14.76%	-27.37%	-34.25%	-24.09%	12.71%	35.47%	41.63%	21.35%	9.13%
營業利益	215.46%	846.90%	807.62%	-5.47%	-42.45%	-53.86%	-66.14%	121.67%	63.19%	50.00%	35.40%	11.76%
稅前純益	196.58%	856.26%	832.69%	-15.13%	-45.13%	-55.60%	-65.56%	151.08%	57.31%	59.76%	36.74%	11.94%
稅後純益	187.34%	11329.33%	817.59%	-17.86%	-44.18%	-61.93%	-64.99%	94.08%	54.80%	83.18%	36.74%	11.94%

註1：稅後EPS以股本12.23億元計算

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。