

2024 年 4 月 15 日

研究員：吳建弘 A51102@cim.capital.com.tw

前日收盤價 60.50 元

目標價

3 個月 73.00 元

12 個月 73.00 元

大同(2371 TT)

Buy

近期報告日期、評等及前日股價

03/28/2024	到價	
03/01/2024	Buy	60.00
02/29/2024	到價	
01/23/2024	Buy	41.90

公司基本資訊

目前股本(百萬元)	23,395
市值(億元)	1,415
目前每股淨值(元)	23.37
外資持股比(%)	12.11
投信持股比(%)	0.24
董監持股比(%)	5.07
融資餘額(張)	91,598
現金股息配發率(%)	0.00

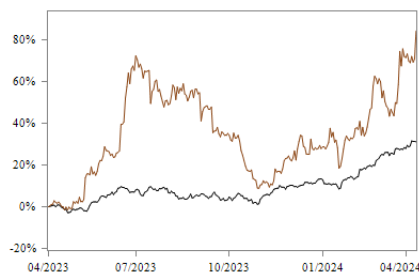
產品組合



- 重電事業部:17.90%
- 馬達事業部:16.30%
- 家電品牌事業部&家電製造事業部:16.09%
- 其他:49.71%

股價相對大盤走勢

— 2371 — TWSE



世界大同第三步，資產活化。

投資建議：營運上，考量大同 2Q24 即將完成美國 UL 認證、出口變壓器至美國等多項利多，體質明顯改善；業外部分，考量懷生段土地出售仍屬一次性業外收入。評價上，以綜合評價法，本業部分以本益比評價，業外收入考量一次性，僅進行相加，調整評等至 Buy，目標價 73 元(35PER X 3Q24-2Q25EPS + 2.48 元)。

2Q24完成美國變壓器認證、業外土地出售，獲利大幅成長：2Q24

開始，變壓器新產能增加25-35%，加上變壓器產品即將完成美國 UL 認證，未來將出貨500kv全系列變壓器，逐步跨入美國市場；訂單部分，持續洽談海外EPC發電案場，有望提升未來在手訂單水準；業外部分，大同於03/26/2024宣布處分台北市大安區懷生段土地，預計稅後EPS貢獻約2.48元，綜合以上，預期2Q24大同將完成美國認證，並逐步出口變壓器與EPC案場能量至海外，加上業外部分可能會有土地處分利益，預估2Q24營收119.73億元，QoQ+10.65%，稅後純益68.90億元，QoQ+854.37%，EPS2.94元。

3Q24美國變壓器訂單接洽，營運轉骨：3Q24研究部預期大同在

完成美國UL變壓器認證後，開始接洽美國變壓器訂單，逐步實踐美國變壓器里程碑，預估3Q24營收140.42億元，QoQ+17.28%，稅後純益10.92億元，QoQ-84.15%，EPS0.47元。

2024年海內外需求成長，營運體質明顯改善：2024年大同受惠強

韌電網預算上升，帶動產業向上，並有機會搶占國內市占率；隨著2Q24變壓器完成美國UL認證，預期未來大同將正式出口變壓器至美國，也有海外EPC工程接洽；業外部分，當前已公告懷生段土地建物出售，貢獻業外利益。預估2024年營收546.19億元，YoY+8.48%，稅後純益101.11億元，YoY+284.93%，EPS4.32元。

(百萬元)	2023	2024F	2025F	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24F	2Q24F	3Q24F	4Q24F
營業收入淨額	50,351	54,619	67,286	12,831	11,122	13,240	11,448	14,541	10,820	11,973	14,042	17,784
營業毛利淨額	8,071	11,582	13,068	1,695	2,027	2,560	2,191	1,292	2,381	2,624	3,001	3,577
營業利益	1,248	4,260	5,380	-86	550	850	381	-533	665	900	1,062	1,633
稅後純益	2,627	10,111	4,956	298	454	582	553	1,038	722	6,890	1,092	1,408
稅後 EPS(元)	1.12	4.32	2.12	0.13	0.19	0.25	0.24	0.44	0.31	2.94	0.47	0.60
毛利率(%)	16.03%	21.21%	19.42%	13.21%	18.23%	19.34%	19.14%	8.88%	22.00%	21.92%	21.37%	20.11%
營業利益率(%)	2.48%	7.80%	8.00%	-0.67%	4.94%	6.42%	3.32%	-3.67%	6.14%	7.52%	7.57%	9.18%
稅後純益率(%)	5.22%	18.51%	7.37%	2.32%	4.08%	4.39%	4.83%	7.14%	6.67%	57.54%	7.78%	7.92%
營業收入 YoY/QoQ(%)	45.78%	8.48%	23.19%	77.65%	-13.31%	19.04%	-13.54%	27.02%	-25.59%	10.65%	17.28%	26.65%
稅後純益 YoY/QoQ(%)	-71.96%	284.93%	-50.98%	-96.33%	47.15%	28.16%	-4.93%	87.69%	-30.45%	854.37%	-84.15%	28.93%

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 233.95 億元計算。

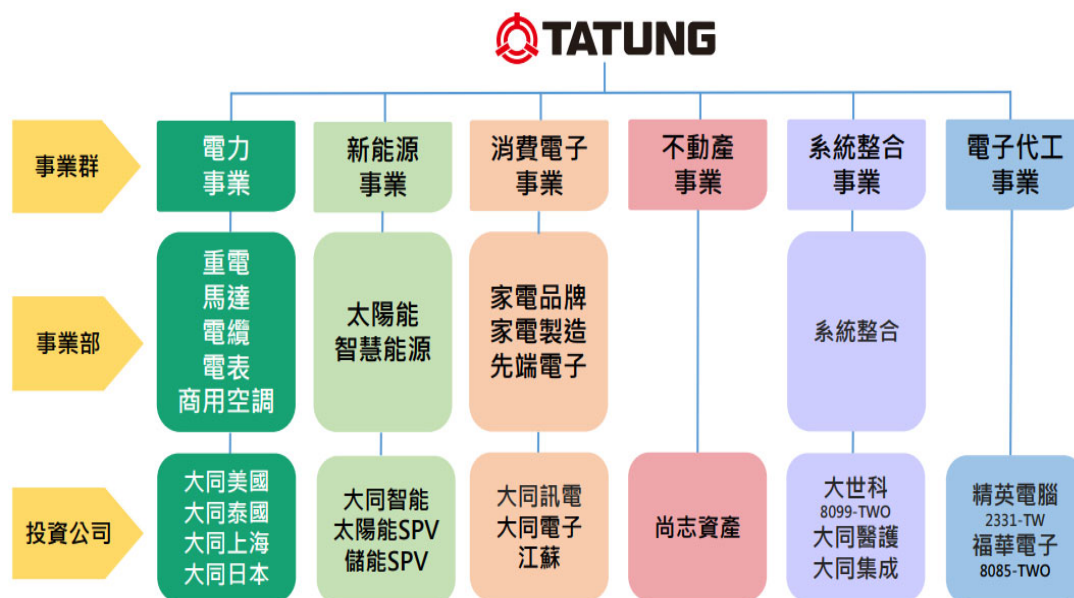
大同 ESG：

大同近年致力於能源轉型事業，力求透過公司產品製造能力成為國家及企業的淨零碳排重要推手，並參考 GRI 準則發布 2023 年永續報告書，制定 2050 年淨零碳排路徑，2022 年已經減少 153.7 百萬度電力、760.73 公噸溫室氣體排放量、累積建置 268.5MWp 太陽能發電系統等多項等多項永續策略，當前也已經獲得商業周刊『碳競爭力一百強調查』電機機械類第一名、TCSA 台灣企業永續獎永續報告類-傳統製造業第一類金獎與第九屆公司治理評鑑前 6%~20% 級距等多個獎項，未來持續以創能、儲能、節能為長期，為社會及大同的夥伴創造最大的利益。

公司簡介：

大同成立於 1918 年，為全球綜合性大廠，目前旗下主要分為 10 大事業體，包括但不限於重電、智慧電表、智慧能源、電纜、家電製造等事業群，近年透過產品轉型，逐步成為台灣智慧節能管理與再生能源系統的領導廠商，過往曾用自有技術建置台灣第一套工業用高壓智慧電網高壓與民生用低壓智慧電表基礎建設，已然成為台灣智慧電網、微電網與智慧電表的領導先鋒。台灣基礎建設中所採用的智慧電表，不論是工業用或家用，多數皆由大同公司開發設計與製造完成。1Q23-3Q23 產品占比，電力新能源 24%、新能源 4%、消費電子 10%、不動產 2%、系統整合 14%、電子代工 44%。

圖一、大同事業部門

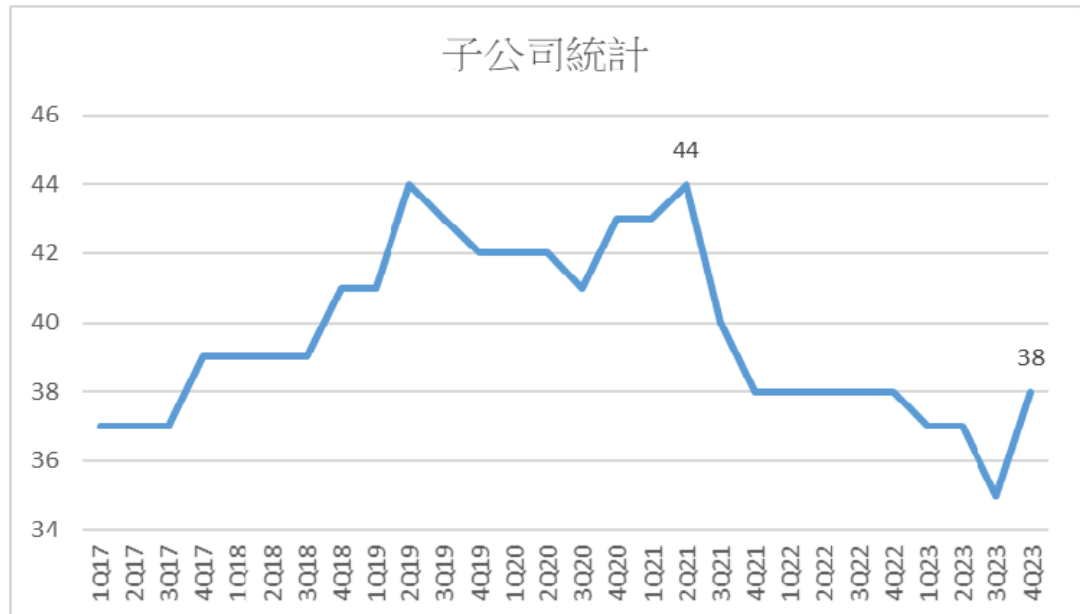


資料來源：大同

公司治理：

雖然過往曾有經營階層於股東會刪除部分股東表決權的行為，違反公司治理精神與相關法規，但在新任經營階層任職後，考量經營階層逐漸穩定，並且開始去蕪存菁、致力發展能源事業，當前大同子公司數量已下降至 38 家，較 2020 年最高峰的 46 家，減少 13.6%，逐漸活化資產，改善資產品質。

圖二、大同子公司數量



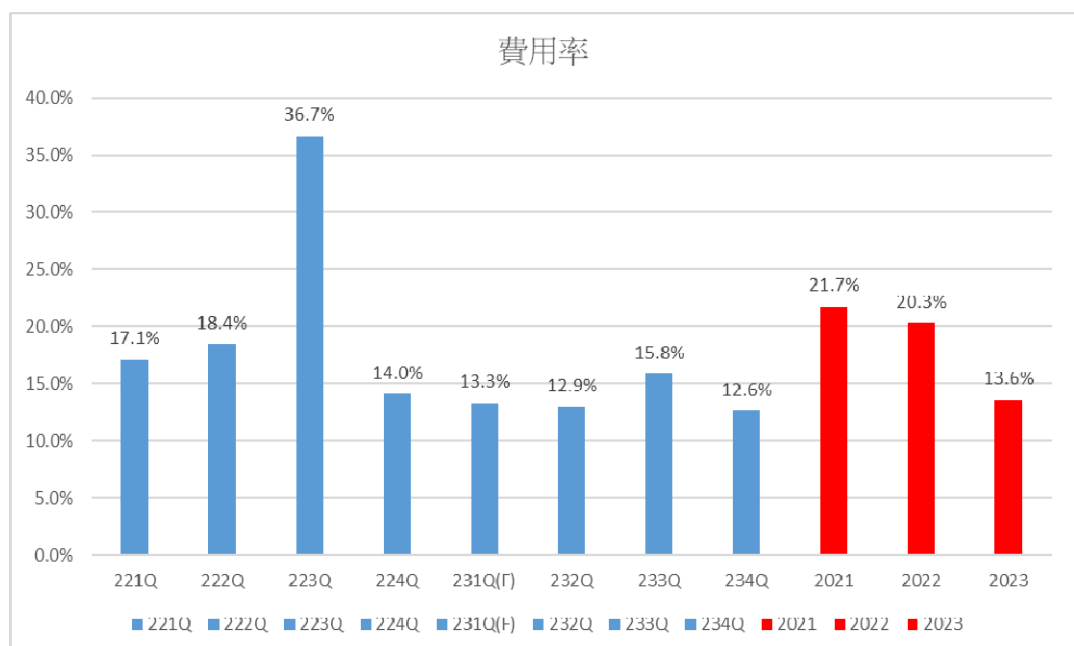
樣本中的投資公司名稱至少含有”本公司”。

資料來源：Cmoney；群益投顧彙整

4Q23 受惠工程旺季，費用率降低，獲利成長：

在手訂單200億元，受惠4Q23工程旺季、子公司包袱減輕與大同莊園的銷售，4Q23營收QoQ+27.02%、4Q23營收145.41億元，稅後純益10.38億元，稅後純益QoQ+87.69%，EPS0.44元。

圖三、大同費用率



資料來源：Cmoney；群益投顧彙整

1Q24新標案逐漸施工，新能源事業營運淡季不淡：

受惠在手訂單 200 億元的持續貢獻，1Q24 開始，部分中大型儲能案場將開始進入工程高峰，加上 1Q24 開始電線電纜產能已經開出，持續投入於 161kv 以上的電線電纜主流市場，提升 25-35%電線電纜產能，帶動大同營運淡季不淡，費用部分受惠子公司包袱減輕，預期費用率長期降低，1Q24 營收 108.20 億元，QoQ-25.59%，預估稅後純益 7.22 億元，QoQ-30.45%，EPS0.31 元。

2Q24完成美國變壓器認證、業外土地出售，獲利大幅成長：

2Q24 開始，變壓器新產能增加 25-35%，加上變壓器產品即將於 2Q24 完成美國 UL 認證，並持續接洽美國訂單，管理階層認為大同將追隨國內同業出貨全系列變壓器(含 500kv)，改善產品組合，在未來逐步跨入美國變壓器市場；訂單部分，持續洽談海外 EPC 發電案場，總規模約 2GW，有望提升未來在手訂單水準；業外部分，大同持續進行去蕪存菁，於 03/26/2024 宣布處分台北市大安區懷生段的土地及建物，預計大同認列處分利益 72.63 億元，稅後 EPS 貢獻約 2.48 元，綜合以上，預期 2Q24 大同將完成美國認證，並逐步出口變壓器與 EPC 案場能量至海外，加上業外部分可能會有土地處分利益，預估 2Q24 營收 119.73 億元，QoQ+10.65%，稅後純益 68.90 億元，QoQ+854.37%，EPS2.94 元。

3Q24美國變壓器訂單接洽，營運轉骨：

3Q24 研究部參考國內同業經歷，預期大同在完成美國 UL 變壓器認證後，將開始接洽美國變壓器訂單，逐步實踐美國變壓器里程碑，預估 3Q24 營收 140.42 億元，QoQ+17.28%，稅後純益 10.92 億元，QoQ-84.15%，EPS0.47 元。

2024年海內外需求成長，營運體質明顯改善：

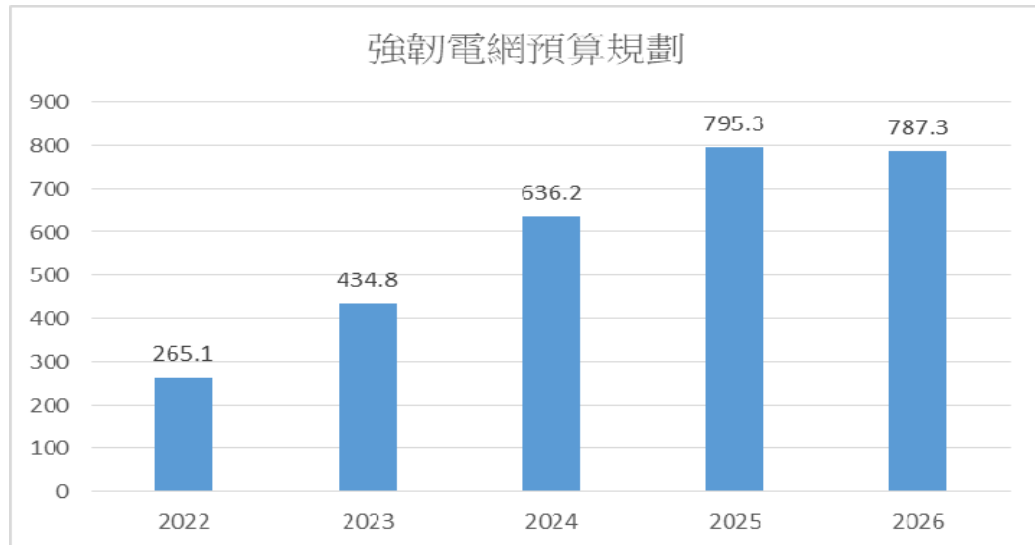
2024年大同受惠總額5,645億元的台電強韌電網預算持續上升，預計2024年計畫預算上升至636.2億元，較2023年YoY+46.32%，帶動產業向上，並且有機會搶占國內市占率；隨著2Q24變壓器完成美國UL認證，以及產能擴張，預期未來大同將正式出口變壓器至美國；大同受惠過去海外太陽能、儲能案場的布局，預期2024年大同逐步迎來海外EPC工程需求成長；業外部分，大同持續去蕪存菁，當前已公告懷生段土地建物出售，貢獻業外利益。綜合以上，大同2024年受惠變壓器產能擴張，迎來美國變壓器出口商機與國內變壓器市占率提升等多項本業利多，業外持續有活化資產表現，預估2024年營收546.19億元，YoY+8.48%，稅後純益101.11億元，YoY+284.93%，EPS4.32元。

表一、大同子公司占獲利影響與2024年展望

子公司	2023 年認列損益(百萬元)	2024 年展望
精英電腦	139.695	AI PC 逐漸耕耘，需求緩步成長
福華電子	-33.292	海外綠能與 2025 年印尼碳稅需求等
尚志資產	1961.250	子公司包袱減輕，資產逐步活化
合計	2067.653	

資料來源：Cmoney，群益投顧彙整

圖四、台電強韌電網預算規劃



資料來源：中興電，群益投顧彙整

投資建議：

營運上，考量大同 2Q24 即將完成美國 UL 認證、出口變壓器至美國等多項利多，體質已明顯改善；業外部分，考量懷生段土地出售仍屬一次性業外收入。評價上，以綜合評價法，本業部分以本益比評價，業外收入考量一次性，僅進行相加，調整評等至 Buy，目標價 73 元(35PER X 3Q24-2Q25EPS + 2.48)。

Forward PE Band



資料來源：CMoney，群益預估彙整

2024 年 4 月 15 日

資產負債表

(百萬元)	2021	2022	2023	2024F	2025F
資產總計	111,466	133,616	137,278	154,869	159,484
流動資產	35,132	56,541	57,717	53,404	67,429
現金及約當現金	8,296	14,176	14,291	13,241	16,621
應收帳款與票據	4,090	7,494	5,255	6,439	8,762
存貨	13,688	19,908	19,410	20,892	28,423
採權益法之投資	5,448	1,784	1,799	2,584	2,211
不動產、廠房設備	32,803	28,660	31,168	31,307	32,027
負債總計	86,047	68,750	71,620	76,707	77,377
流動負債	48,572	27,704	30,598	25,966	32,435
應付帳款及票據	19,172	8,668	7,821	7,474	10,524
非流動負債	37,475	41,045	41,022	51,936	43,086
權益總計	25,419	64,866	65,658	78,161	82,106
普通股股本	23,395	23,395	23,395	23,395	23,395
保留盈餘	12,830	21,811	24,384	35,106	39,051
母公司業主權益	38,189	51,202	54,663	64,191	68,136
負債及權益總計	111,466	133,616	137,278	154,869	159,484

現金流量表

(百萬元)	2021	2022	2023	2024F	2025F
營業活動現金	2,737	653	3,876	15,014	4,742
稅前純益	2,653	7,209	2,174	12,639	6,195
折舊及攤銷	2,231	2,086	2,400	2,661	2,722
營運資金變動	-405	-20,128	1,889	1,493	-6,804
其他營運現金	-1,742	11,487	-2,587	-1,778	2,628
投資活動現金	155	-436	-2,504	-25,887	2,557
資本支出淨額	-1,523	-3,829	-2,350	-2,100	-2,400
長期投資變動	-278	3,343	-649	-4,200	-4,800
其他投資現金	1,956	50	495	-19,587	9,757
籌資活動現金	-2,565	5,597	-1,048	10,354	-3,919
長借/公司債變動	-3,319	5,910	666	11,930	-8,849
現金增資	0	0	0	0	0
發放現金股利	0	0	0	0	-1,011
其他籌資現金	753	-312	-1,714	-1,576	5,942
淨現金流量	21	5,876	169	-519	3,381
期初現金	8,279	8,300	14,176	13,760	13,241
期末現金	8,300	14,176	14,345	13,241	16,621

資料來源：CMoney、群益

損益表

(百萬元)	2021	2022	2023	2024F	2025F
營業收入淨額	29,605	34,539	50,351	54,619	67,286
營業成本	22,372	27,247	42,280	43,037	54,218
營業毛利淨額	7,233	7,292	8,071	11,582	13,068
營業費用	6,433	7,018	6,831	7,322	7,688
營業利益	804	297	1,248	4,260	5,380
EBITDA	7,327	10,929	4,974	15,243	8,851
業外收入及支出	2,072	9,279	460	8,379	815
稅前純益	2,653	7,209	2,174	12,639	6,195
所得稅	84	10	-646	2,528	1,239
稅後純益	3,672	9,367	2,627	10,111	4,956
稅後 EPS(元)	1.57	4.00	1.12	4.32	2.12
完全稀釋 EPS**	1.57	4.00	1.12	4.32	2.12

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 233.95【最新股本】億元計算

註 3：完全稀釋 EPS 以股本 233.95 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	-6.44%	16.67%	45.78%	8.48%	23.19%
營業毛利淨額	14.29%	0.81%	10.69%	43.50%	12.83%
營業利益	N.A	-63.01%	319.39%	241.47%	26.30%
稅後純益	N.A	155.08%	-71.96%	284.93%	-50.98%

獲利能力分析(%)

毛利率	24.43%	21.11%	16.03%	21.21%	19.42%
EBITDA(%)	24.75%	31.64%	9.88%	27.91%	13.15%
營益率	2.72%	0.86%	2.48%	7.80%	8.00%
稅後純益率	12.40%	27.12%	5.22%	18.51%	7.37%
總資產報酬率	3.29%	7.01%	1.91%	6.53%	3.11%
股東權益報酬率	14.45%	14.44%	4.00%	12.94%	6.04%

償債能力檢視

負債比率(%)	77.20%	51.45%	52.17%	49.53%	48.52%
負債/淨值比(%)	338.51%	105.99%	109.08%	98.14%	94.24%
流動比率(%)	72.33%	204.09%	188.63%	205.67%	207.89%

其他比率分析

存貨天數	222.48	225.02	169.72	170.90	166.00
應收帳款天數	51.83	61.21	46.21	39.07	41.23

2024 年 4 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	7,222	12,831	11,122	13,240	11,448	14,541	10,820	11,973	14,042	17,784	14,889	15,602
營業成本	5,683	11,135	9,095	10,680	9,256	13,249	8,440	9,349	11,041	14,207	12,028	12,566
營業毛利淨額	1,540	1,695	2,027	2,560	2,191	1,292	2,381	2,624	3,001	3,577	2,861	3,036
營業費用	2,648	1,803	1,478	1,713	1,812	1,829	1,716	1,724	1,938	1,944	1,802	1,810
營業利益	-1,108	-86	550	850	381	-533	665	900	1,062	1,633	1,060	1,226
業外收入及支出	8,300	117	-116	104	409	529	238	7,712	302	127	238	224
稅前純益	7,191	32	434	955	790	-5	902	8,612	1,365	1,760	1,297	1,451
所得稅	15	-99	28	146	110	-930	180	1,722	273	352	259	290
稅後純益	8,106	298	454	582	553	1,038	722	6,890	1,092	1,408	1,038	1,161
最新股本	23,395	23,395	23,395	23,395	23,395	23,395	23,395	23,395	23,395	23,395	23,395	23,395
稅後EPS(元)	3.46	0.13	0.19	0.25	0.24	0.44	0.31	2.94	0.47	0.60	0.44	0.50

獲利能力(%)

毛利率(%)	21.32%	13.21%	18.23%	19.34%	19.14%	8.88%	22.00%	21.92%	21.37%	20.11%	19.22%	19.46%
營業利益率(%)	-15.34%	-0.67%	4.94%	6.42%	3.32%	-3.67%	6.14%	7.52%	7.57%	9.18%	7.12%	7.86%
稅後純益率(%)	112.24%	2.32%	4.08%	4.39%	4.83%	7.14%	6.67%	57.54%	7.78%	7.92%	6.97%	7.44%

QoQ(%)

營業收入淨額	5.85%	77.65%	-13.31%	19.04%	-13.54%	27.02%	-25.59%	10.65%	17.28%	26.65%	-16.28%	4.79%
營業利益	N.A	N.A	N.A	54.64%	-55.24%	N.A	N.A	35.47%	18.00%	53.72%	-35.11%	15.76%
稅前純益	60007.94%	-99.56%	591.96%	120.17%	-17.29%	N.A	N.A	854.37%	-84.15%	28.93%	-26.26%	11.83%
稅後純益	1743.03%	-96.33%	47.15%	28.16%	-4.93%	87.69%	-30.45%	854.37%	-84.15%	28.93%	-26.26%	11.83%

YoY(%)

營業收入淨額	-10.44%	69.63%	45.14%	94.06%	58.50%	13.33%	-2.71%	-9.57%	22.66%	22.30%	37.60%	30.31%
營業利益	N.A	N.A	-37.81%	40.09%	N.A	N.A	20.84%	5.86%	179.10%	N.A	59.44%	36.24%
稅前純益	2063.12%	-98.50%	N.A	7881.28%	-89.02%	N.A	108.07%	801.90%	72.81%	N.A	43.78%	-83.15%
稅後純益	995.20%	-87.62%	-13.17%	32.26%	-93.18%	248.44%	59.04%	1084.39%	97.41%	35.61%	43.78%	-83.15%

註1：稅後EPS以股本233.95億元計算

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。