

2024 年 7 月 23 日

研究員：吳建弘 A51102@cim.capital.com.tw

前日收盤價 50.40 元
目標價
3 個月 55.00 元
12 個月 55.00 元

大同(2371 TT)

Trading Buy

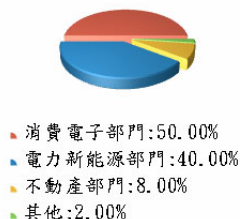
近期報告日期、評等及前日股價

07/08/2024 Buy 57.40
04/15/2024 Buy 60.50
03/28/2024 到價
03/01/2024 Buy 60.00
02/29/2024 到價

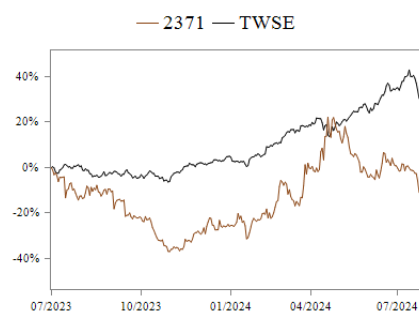
公司基本資訊

目前股本(百萬元) 23,395
市值(億元) 1,179
目前每股淨值(元) 22.96
外資持股比(%) 10.13
投信持股比(%) 0.18
董監持股比(%) 5.07
融資餘額(張) 80,724
現金股息配發率(%) 0.00

產品組合



股價相對大盤走勢



核電議題可能影響重電長期需求。

投資建議：雖大同重電與電子代工事業群營運逐漸升溫，但考量若美國未來重啟核電可能影響大同美國重電市場的長期營運，故調整大同 Trading Buy 的投資評等。

美國大選對美國重電市場與大同的可能影響：美國總統候選人-川普當前鼓勵開發化石燃料，以及美國共和黨綱領委員會批准2024年黨綱草案，承諾讓美國成為迄今為止世界上最主要的能源生產國等，但考量黨綱草案其中一條的「結束通貨膨脹，讓美國人重新負擔得起生活成本」，預期重啟核電可能成為美國未來的能源議題之一，加上核電投資總規模與重電設備成本占比分別僅14.3%、52.1%，若美國未來重啟核電可能影響美國重電市場與大同的長期營運動能。

3Q24重電續強、電子代工事業群營運回溫、資產活化入帳，獲利大幅成長：3Q24國內外重電部門受惠淨零轉型需求營運續強；加上電子代工事業群受惠傳統電子旺季，營運逐漸回溫；業外部分，大同先前宣布處分台北市大安區懷生段土地及建物有望入帳，綜合以上，大同3Q24受惠國內外變壓器營運續強、電子代工事業群營運擺脫谷底、資產活化帶來的業外獲利貢獻，預估3Q24營收140.42億元，QoQ+16.91%，稅後純益69.02億元，QoQ+809.50%，EPS2.95元。

2025年海內外需求成長，營運體質明顯改善：2025年研究部考量近期變壓器價格較2023年上漲2.99%，貢獻2025年大同營運，加上大同在美國阿肯色州變壓器市場布局，以及其他事業群持續有新建案入帳、新事業獲利貢獻，預估2025年營收704.86億元，YoY+28.96%，稅後純益54.81億元，YoY-43.56%，EPS2.34元。

(百萬元)	2023	2024F	2025F	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24F	3Q24F	4Q24F	1Q25F	2Q25F
營業收入淨額	50,351	54,657	70,486	13,240	11,448	14,541	10,820	12,011	14,042	17,784	14,889	15,602
營業毛利淨額	8,071	11,297	13,724	2,560	2,191	1,292	2,085	2,635	3,001	3,577	2,861	3,036
營業利益	1,248	4,030	6,036	850	381	-533	423	911	1,062	1,633	1,060	1,226
稅後純益	2,627	9,711	5,481	582	553	1,038	642	759	6,902	1,408	1,038	1,161
稅後EPS(元)	1.12	4.15	2.34	0.25	0.24	0.44	0.27	0.32	2.95	0.60	0.44	0.50
毛利率(%)	16.03%	20.67%	19.47%	19.34%	19.14%	8.88%	19.27%	21.94%	21.37%	20.11%	19.22%	19.46%
營業利益率(%)	2.48%	7.37%	8.56%	6.42%	3.32%	-3.67%	3.91%	7.59%	7.57%	9.18%	7.12%	7.86%
稅後純益率(%)	5.22%	17.77%	7.78%	4.39%	4.83%	7.14%	5.94%	6.32%	49.15%	7.92%	6.97%	7.44%
營業收入YoY/QoQ(%)	45.78%	8.55%	28.96%	19.04%	-13.54%	27.02%	-25.59%	11.00%	16.91%	26.65%	-16.28%	4.79%
稅後純益YoY/QoQ(%)	-71.96%	269.71%	-43.56%	28.16%	-4.93%	87.69%	-38.12%	18.15%	809.50%	-79.61%	-26.26%	11.83%

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。1Q24 產品占比，電力 26%、新能源 12%、消費電子 10%、不動產 4%、系統整合 15%、電子代工 33%。

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 33 家，較 2020 年最高峰的 44 家，減少 25.0%，逐漸活化資產，改善資產品質，帶動長期費用率下滑。

2024 年 7 月 23 日

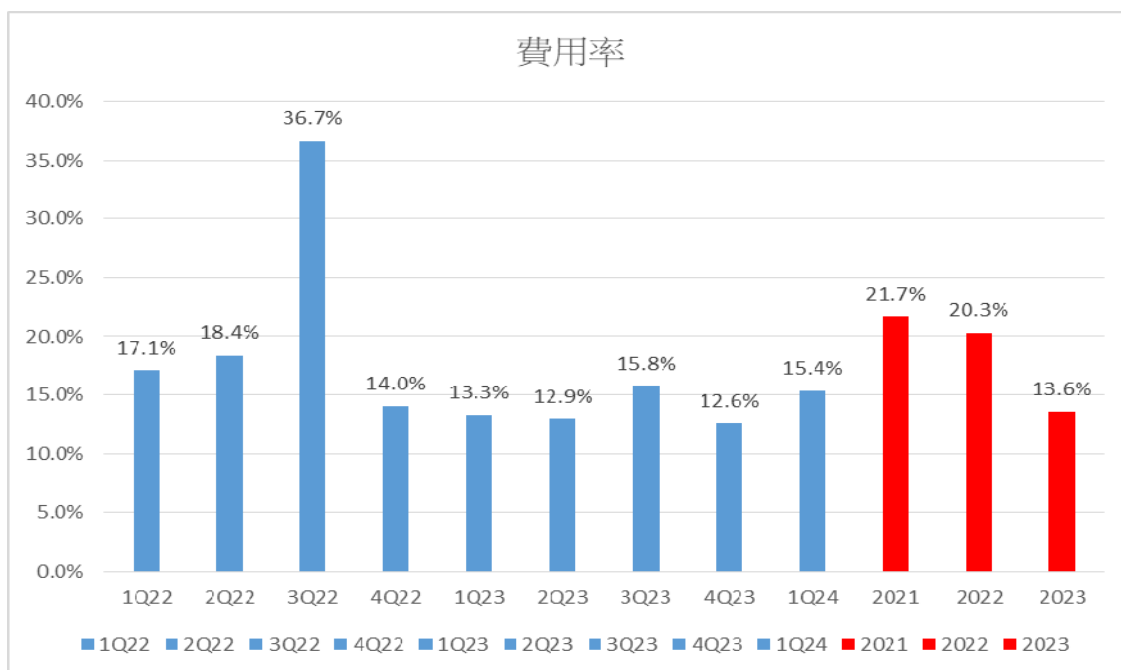
圖二、大同子公司數量



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

圖三、大同費用率



資料來源：Cmoney；群益投顧彙整

1Q24 重電需求強勁，惟電子代工事業群時逢新舊產品轉換：

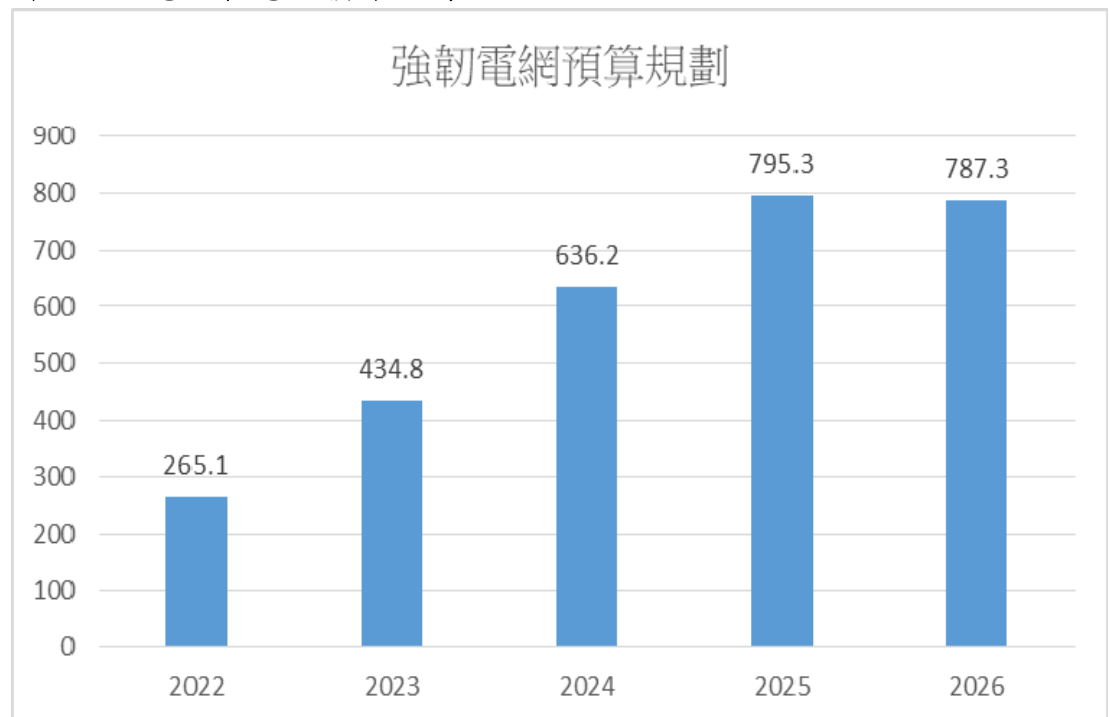
在手訂單195億元，1Q24雖受惠重電需求強勁、產能吃緊、營運淡季不淡，但電子代工事業群時逢新舊產品轉換，營運略為修整，1Q24稅後純益6.42億元，稅後純益QoQ-38.12%，EPS0.27元。

2024 年 7 月 23 日

2Q24完成美國變壓器認證、業外土地出售，獲利大幅成長：

2Q24 國內受惠 2024 年強韌電網預算需求創高、以及電線電纜、變壓器等新產能如期開出，帶動大同重電部門營運持續轉強；國外營運自變壓器完成 UL 認證後，陸續接洽新客戶、新訂單，例如：大同當前透過既有的子公司、經銷通路、國際品牌合作等模式打入美國加州、德州市場，預期 4Q24 出貨第一批變壓器訂單，後續大同與阿肯色州當地前州長接洽訂單及在美生產規劃，有望帶動未來在手訂單量體增加，綜合以上，大同受惠全球重電景氣升溫，帶動 2Q24 國內外變壓器部門營運續強，預估 2Q24 營收 120.11 億元，QoQ+11.00%，稅後純益 7.59 億元，QoQ+18.15%，EPS0.32 元。

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

3Q24重電續強、電子代工事業群營運回溫、資產活化入帳，獲利大幅成長：

3Q24 國內外重電部門受惠淨零轉型需求營運與在手訂單量體持續增加；加上電子代工事業群受惠傳統電子旺季，擺脫客戶庫存去化谷底，營運逐漸回溫；業外部分，大同先前宣布處分台北市大安區懷生段土地及建物，並認列處分利益 72.63 億元，稅後 EPS 貢獻約 2.48 元，綜合以上，大同 3Q24 受惠國內外變壓器營運續強、電子代工事業群營運擺脫谷底、資產活化帶來的業外獲利貢獻，預估 3Q24 營收 140.42 億元，QoQ+16.91%，稅後純益 69.02 億元，QoQ+809.50%，EPS2.95 元。

2024年海內外重電需求成長，營運體質明顯改善：

2024 年大同國內外變壓器需求強勁、電子代工事業群 2H24 營運擺脫谷底、持續進行資產活化，預估 2024 年營收 546.57 億元，YoY+8.55%，稅後純益 97.11 億元，YoY+269.71%，EPS4.15 元。

2024 年 7 月 23 日

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	搶進 AI 商機，2H24 營運優於 1H24
福華電子	-33.292	海外綠能與 2025 年印尼碳稅需求等
大同資產 (原尚志資產)	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

美國阿肯色州重電市場概況：

大同當前先從既有通路打入美國的加州、德州重電市場，後續將拓展新市場-美國阿肯色州(2022 年阿肯色州電力市場規模為 30.8%的台灣電力裝置容量、24.5%的發電度數量體)，並且隨著阿肯色州當地正進行能源轉型，加上大同持續接洽當地訂單與設廠規劃，管理階層預期阿肯色州重電需求有望成為大同 2025 年重電事業群的成長動能之一。

表二、大同主要布局的美國市場電力規模與台灣比較

2022 年	阿肯色州	加州	德州	台灣
總裝置容量(MW)	16,572	91,053	159,406	53,736
發電度數(百萬度)	61,440	540,598	216,312	250,749

資料來源：Eia，台電，群益投顧彙整

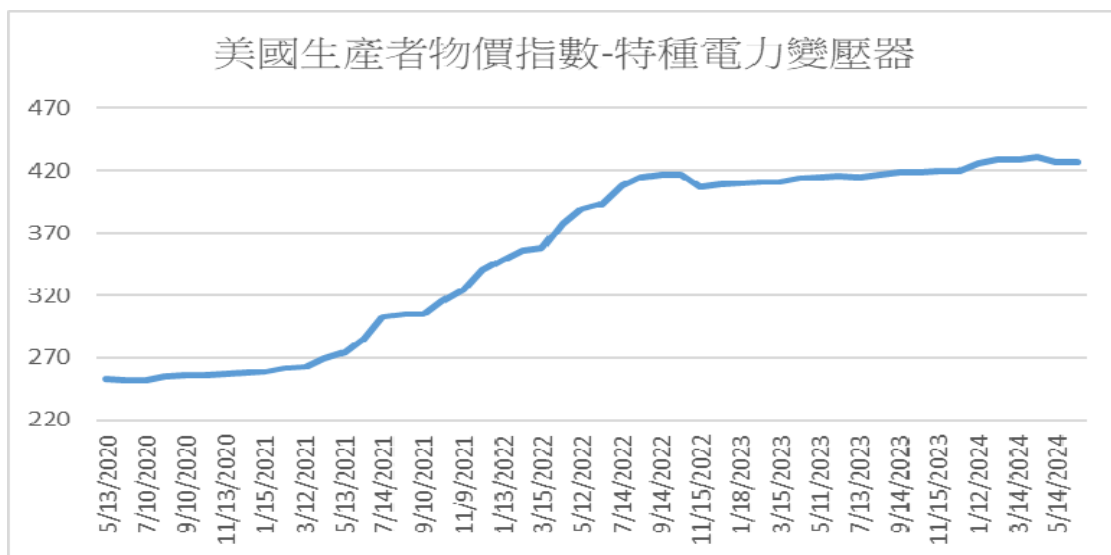
子公司-大同資產的資產活化後續進展：

大同資產(原尚志資產)除了 3Q24 大安區土地出售之外，2025 年持續進行資產活化，後續預期以建案模式進行土地開發，當前已規劃兩筆合計總銷 460 億元的新建案，包括總銷金額 160 億元的大同三期、總銷金額 300 億元的中和捷運聯開案，將在 4Q25 起交屋，另有雙連都更案於 4Q24 公開銷售，以上建案將在未來貢獻大同獲利增長。

2025年海內外需求成長，營運體質明顯改善：

2025 年研究部考量近期變壓器價格較 2023 年上漲 2.99%，加上變壓器產品報價交期約為 1 年以上，預期近期上漲的變壓器價格將貢獻在 2025 年大同營運，加上大同在美國阿肯色州變壓器市場布局，以及其他事業群(例如：大同資產等)持續有新建案入帳、新事業的獲利貢獻，預估 2025 年營收 704.86 億元，YoY+28.96%，稅後純益 54.81 億元，YoY+43.56%，EPS2.34 元。

圖五、美國生產者物價指數-特種電力變壓器



資料來源：BloomBerg；群益投顧彙整

美國大選對美國重電市場與大同的可能影響：

美國總統候選人-川普當前鼓勵開發化石燃料，以及美國共和黨綱領委員會批准 2024 年黨綱草案，也承諾讓美國成為迄今為止世界上最主要的能源生產國等，但考量黨綱草案其中一條的「結束通貨膨脹，讓美國人重新負擔得起生活成本」，預期重啟核電可能成為美國未來的能源議題之一，加上核電投資總規模與重電設備成本占比分別僅 14.3%、52.1%，若美國未來重啟核電可能影響美國重電市場與大同的長期營運動能。

表三、台灣核能與離岸風電成本組成比較

核能發電 (核四為例)	占比	離岸風力發電 (台電二期為例)	占比
核能蒸氣供應系統	5.0%	風機與塔架	27.9%
氣輪發電機組	2.5%	陸上變電室與海上變電站	4.8%
電廠其他設備	18.9%	電纜	10.7%
直接及間接施工成本(含設計、服務、保險等)	30.2%	基樁&水下基礎等	25.4%
初始核心燃料款(含利息)	3.8%	其他土建、機電工程配合成本	31.2%
捐助地方基金	1.0%		
其他(漲價準備金、施工期間利息)	38.8%		
投資金額(億元)	1,697.3	投資金額(億元)	575.5

資料來源：台電，環境部，群益投顧彙整

投資建議：

雖大同重電與電子代工事業群營運逐漸升溫，但考量若美國未來重啟核電可能影響大同美國重電市場的長期營運，故調整大同 Trading Buy 的投資評等。

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 7 月 23 日

資產負債表

(百萬元)	2021	2022	2023	2024F	2025F
資產總計	111,466	133,616	137,278	149,254	151,303
流動資產	35,132	56,541	57,717	51,894	74,686
現金及約當現金	8,296	14,176	14,291	12,929	18,547
應收帳款與票據	4,090	7,494	5,255	8,171	7,753
存貨	13,688	19,929	19,410	24,544	27,086
採權益法之投資	5,448	1,784	1,799	2,421	1,623
不動產、廠房設備	32,803	28,660	31,168	32,218	32,938
負債總計	86,047	68,750	71,620	73,926	73,408
流動負債	48,572	27,704	30,598	34,442	31,007
應付帳款及票據	19,172	8,668	7,821	8,133	10,709
非流動負債	37,475	41,045	41,022	39,172	39,514
權益總計	25,419	64,866	65,658	75,327	77,895
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	34,054	36,621
母公司業主權益	38,189	51,202	54,663	64,373	66,941
負債及權益總計	111,466	133,616	137,278	149,254	151,303

現金流量表

(百萬元)	2021	2022	2023	2024F	2025F
營業活動現金	2,737	653	3,876	23,068	-10,958
稅前純益	2,653	7,209	2,174	12,024	6,852
折舊及攤銷	2,231	2,086	2,400	2,739	2,800
營運資金變動	-405	-20,149	1,910	-7,737	451
其他營運現金	-1,742	11,508	-2,608	16,042	-21,061
投資活動現金	155	-436	-2,504	-22,426	13,465
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	-16,126	20,665
籌資活動現金	-2,565	5,597	-1,048	-2,058	3,111
長借/公司債變動	-3,319	5,910	666	-1,849	341
現金增資	0	0	0	0	0
發放現金股利	0	0	0	0	-2,914
其他籌資現金	753	-312	-1,714	-208	5,683
淨現金流量	21	5,876	169	-1,416	5,618
期初現金	8,279	8,300	14,176	14,345	12,929
期末現金	8,300	14,176	14,345	12,929	18,547

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	54,657	70,486
營業成本	22,372	27,247	42,280	43,360	56,761
營業毛利淨額	7,233	7,292	8,071	11,297	13,724
營業費用	6,433	7,018	6,831	7,270	7,688
營業利益	804	297	1,248	4,030	6,036
EBITDA	7,327	10,929	4,974	14,843	8,851
業外收入及支出	2,072	9,279	460	7,995	815
稅前純益	2,653	7,209	2,174	12,024	6,852
所得稅	84	10	-646	2,355	1,370
稅後純益	3,672	9,367	2,627	9,711	5,481
稅後 EPS(元)	1.57	4.00	1.12	4.15	2.34
完全稀釋 EPS**	1.57	4.00	1.12	4.15	2.34

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%	8.55%	28.96%
營業毛利淨額	14.29%	0.81%	10.69%	39.97%	21.49%
營業利益	N.A	-63.01%	319.39%	223.02%	49.79%
稅後純益	N.A	155.08%	-71.96%	269.71%	-43.56%

獲利能力分析(%)

毛利率	24.43%	21.11%	16.03%	20.67%	19.47%
EBITDA(%)	24.75%	31.64%	9.88%	27.16%	12.56%
營益率	2.72%	0.86%	2.48%	7.37%	8.56%
稅後純益率	12.40%	27.12%	5.22%	17.77%	7.78%
總資產報酬率	3.29%	7.01%	1.91%	6.51%	3.62%
股東權益報酬率	14.45%	14.44%	4.00%	12.89%	7.04%

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%	150.67%	240.87%

其他比率分析

存貨天數	222.48	225.16	169.81	185.00	166.00
應收帳款天數	51.83	61.21	46.21	44.83	41.23

2024 年 7 月 23 日

季度損益表

(百萬元)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24F	3Q24F	4Q24F	1Q25F	2Q25F	3Q25F	4Q25F
營業收入淨額	11,122	13,240	11,448	14,541	10,820	12,011	14,042	17,784	14,889	15,602	16,031	23,964
營業成本	9,095	10,680	9,256	13,249	8,736	9,376	11,041	14,207	12,028	12,566	12,876	19,292
營業毛利淨額	2,027	2,560	2,191	1,292	2,085	2,635	3,001	3,577	2,861	3,036	3,155	4,672
營業費用	1,478	1,713	1,812	1,829	1,664	1,724	1,938	1,944	1,802	1,810	2,035	2,041
營業利益	550	850	381	-533	423	911	1,062	1,633	1,060	1,226	1,119	2,631
業外收入及支出	-116	104	409	529	265	37	7,565	127	238	224	302	51
稅前純益	434	955	790	-5	689	949	8,628	1,760	1,297	1,451	1,422	2,681
所得稅	28	146	110	-930	88	190	1,726	352	259	290	284	536
稅後純益	454	582	553	1,038	642	759	6,902	1,408	1,038	1,161	1,137	2,145
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)	0.19	0.25	0.24	0.44	0.27	0.32	2.95	0.60	0.44	0.50	0.49	0.92

獲利能力(%)

毛利率(%)	18.23%	19.34%	19.14%	8.88%	19.27%	21.94%	21.37%	20.11%	19.22%	19.46%	19.68%	19.50%
營業利益率(%)	4.94%	6.42%	3.32%	-3.67%	3.91%	7.59%	7.57%	9.18%	7.12%	7.86%	6.98%	10.98%
稅後純益率(%)	4.08%	4.39%	4.83%	7.14%	5.94%	6.32%	49.15%	7.92%	6.97%	7.44%	7.10%	8.95%

QoQ(%)

營業收入淨額	-13.31%	19.04%	-13.54%	27.02%	-25.59%	11.00%	16.91%	26.65%	-16.28%	4.79%	2.75%	49.49%
營業利益	N.A	54.64%	-55.24%	N.A	N.A	115.22%	16.58%	53.72%	-35.11%	15.76%	-8.73%	135.03%
稅前純益	1256.32%	120.17%	-17.29%	N.A	N.A	37.76%	809.50%	-79.61%	-26.26%	11.83%	-2.00%	88.60%
稅後純益	52.37%	28.16%	-4.93%	87.69%	-38.12%	18.15%	809.50%	-79.61%	-26.26%	11.83%	-2.00%	88.60%

YoY(%)

營業收入淨額	45.14%	94.06%	58.50%	13.33%	-2.71%	-9.28%	22.66%	22.30%	37.60%	29.90%	14.16%	34.75%
營業利益	-37.81%	40.09%	N.A	N.A	-23.01%	7.15%	179.10%	N.A	150.25%	34.60%	5.37%	61.11%
稅前純益	N.A	7881.28%	-89.02%	N.A	58.78%	-0.66%	992.46%	N.A	88.41%	52.95%	-83.52%	52.40%
稅後純益	-13.17%	32.26%	-93.18%	248.44%	41.51%	30.46%	1148.03%	35.61%	61.59%	52.95%	-83.52%	52.40%

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。