

2024 年 7 月 30 日

研究員：吳建弘 A51102@cim.capital.com.tw

前日收盤價 55.00 元

目標價

3 個月 61.00 元

12 個月 61.00 元

近期報告日期、評等及前日股價

07/11/2024 Buy 55.50

公司基本資訊

目前股本(百萬元)	7,368
市值(億元)	405
目前每股淨值(元)	19.99
外資持股比(%)	8.43
投信持股比(%)	0.84
董監持股比(%)	5.00
融資餘額(張)	37,648
現金股息配發率(%)	30.69

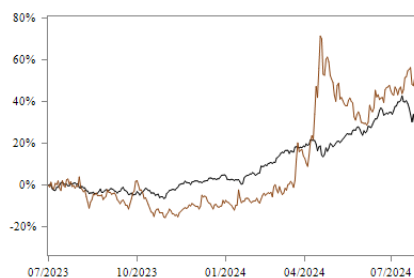
產品組合



- 交通聚乙稀電力電纜: 47.63%
- 漆包線: 17.77%
- 塑膠電線電纜: 16.78%
- 其他: 17.82%

股價相對大盤走勢

— 1609 — TWSE



大亞(1609 TT)

Trading Buy

核電議題可能影響電線電纜長期需求。

投資建議：雖然 2024 年強韌電網預算創高，帶動國內電線電纜景氣續好，但考量若美國未來重啟核電可能連帶影響各國的長期能源配比，與大亞國內電線電纜市場的長期營運，故調整大亞至 Trading Buy 的投資建議。

美國大選對美國重電市場與大亞的可能影響：美國總統候選人-川普當前鼓勵開發化石燃料，美國共和黨綱領委員會批准 2024 年黨綱草案，承諾讓美國成為世界上最主要的能源生產國等，也考量黨綱草案「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能源議題之一，並且相較於再生能源，核電投資總規模與重電設備成本占比分別 14.3%、52.1%，若美國未來重啟核電可能影響美國重電市場，甚至連帶影響各國的長期能源配比，與大亞國內電線電纜市場長期營運。

電線電纜部門受惠 2024 年台電資本支出持續上升，營運續強：受惠 5,645 億元強韌電網計畫等多項能源政策，預期 2024 年強韌電網計畫預算 YoY+46.32%，於 2025 年創高。綜合以上，大亞受惠國內電線電纜產品競爭地位，加上強韌電網需求，預期大亞 2024 年稼動率維持高檔，惟大亞 1Q23 處分保瑞(6472 TT)、穎崴(6515 TT)認列 12.44 億元業外收益，使得大亞 2024 年獲利基期較低。預估大亞 2024 年營收 290.35 億元、YoY+9.83%、稅後純益 12.35 億元、YoY-55.28%、EPS 1.68 元。

太陽能事業 2025 年起陸續併網，貢獻大亞綠電交易收入成長：1H24 大亞綠電交易憑證張數已有 24260 張，達 2023 全年交易張數的 93.2%，加上大亞在 2025-2026 年期間共有 225MW 光電、100MW 儲能併網，以及 1H24 起因為製造業 RE100 的綠電需求，綠電交易市場出現供不應求，預期綠電需求有望成為大亞長期的營運成長動能之一。預估大亞 2025 年營收 327.02 億元、YoY+12.63%、稅後純益 15.26 億元、YoY+23.53%、EPS 2.07 元。

(百萬元)	2023	2024F	2025F	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24F	3Q24F	4Q24F	1Q25F	2Q25F
營業收入淨額	26,436	29,035	32,702	6,262	6,635	7,248	6,699	7,105	7,394	7,836	7,249	8,004
營業毛利淨額	3,475	3,561	4,368	766	847	1,112	846	844	865	1,006	945	1,046
營業利益	1,538	1,883	2,186	328	405	532	465	451	468	500	450	534
稅後純益	2,762	1,235	1,526	477	197	297	245	326	317	348	305	368
稅後 EPS(元)	3.75	1.68	2.07	0.65	0.27	0.40	0.33	0.44	0.43	0.47	0.41	0.50
毛利率(%)	13.15%	12.27%	13.36%	12.26%	12.75%	15.34%	12.63%	11.88%	11.70%	12.84%	13.03%	13.07%
營業利益率(%)	5.82%	6.49%	6.69%	5.23%	6.10%	7.34%	6.95%	6.34%	6.32%	6.38%	6.21%	6.67%
稅後純益率(%)	10.45%	4.25%	4.67%	7.62%	2.97%	4.10%	3.66%	4.58%	4.28%	4.44%	4.21%	4.60%
營業收入 YoY/QoQ(%)	-1.17%	9.83%	12.63%	-0.47%	5.95%	9.24%	-7.58%	6.07%	4.07%	5.98%	-7.49%	10.42%
稅後純益 YoY/QoQ(%)	228.24%	-55.28%	23.53%	-73.38%	-58.73%	50.83%	-17.48%	32.90%	-2.68%	9.81%	-12.36%	20.85%

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 73.68 億元計算。

大亞 ESG：

大亞依循全球報告倡議組織 GRI 準則（GRI Sustainability Reporting Standards, GRI Standards）2021 年版、氣候相關財務揭露(TCFD)、SASB(Electrical & Electronic Equipment Industry Sector)等規範編撰 2022 年永續報告書、並且獲得 2022 年 TCSA 永續報告書銅獎。大亞先後進行碳盤查、TCFD 氣候相關財務揭露，制定減碳藍圖目標，2022 年大亞的溫室氣體排放量較 2021 基準年減少 9.5%、排放強度減少 7.1%、集團用電量減少 9.2%、自來水取水量減少 3.94%，大亞也規劃每年範疇一&範疇二每年排放量減少 5%為目標，預計在 2030 年達到減量 40%，並在 2050 年完成淨零碳排。大亞也秉持企業永續核心理念，探索新商機提升集團韌性與競爭力，開始跨足智慧電網領域，打造提供能源解決方案。

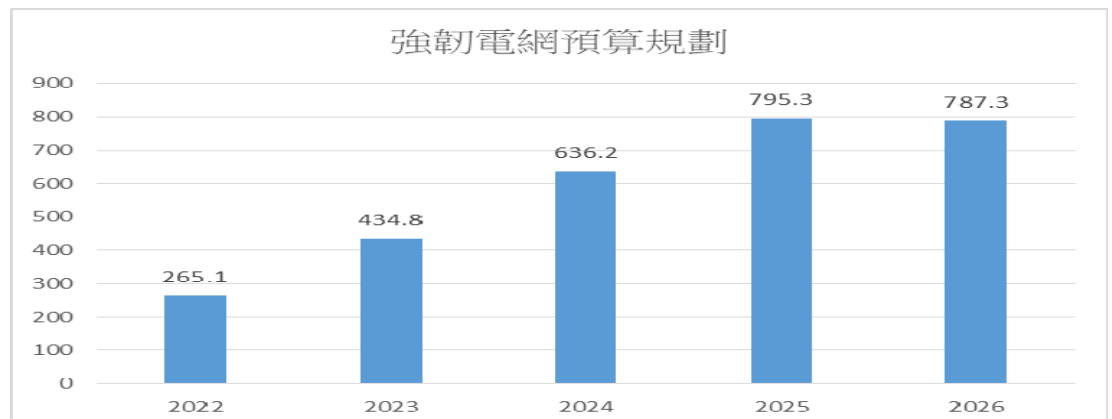
公司簡介：

大亞成立於1955年，前身為「大亞實業社」，後續於1967年更名為大亞電線電纜股份有限公司，主要生產高壓橡膠電線電纜、漆包線等產品，大亞持續精進產品研發能力，自2008年成為國內第一家通過台電輸電線用345kv電纜的投標資格商，並於2014年成立大亞綠能跨足太陽能產業，1Q24產品占比，電線電纜部門94.69%、太陽能電廠部門5.31%。

電線電纜部門受惠2024年台電資本支出持續上升，營運續強：

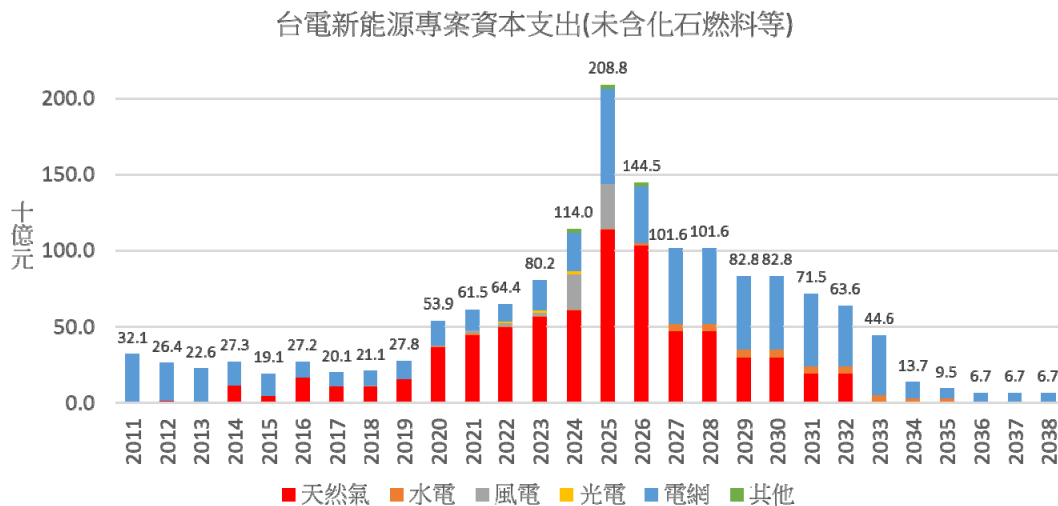
受惠5,645億元強韌電網計畫等多項能源政策，預期2024年強韌電網計畫預算將上升至636.2億元，YoY+46.32%，並於2025年創高；2024年台電總資本支出將上升至1,140億元，YoY+42.14%，於2025年創高。並且研究部考量強韌電網預算除了重電設備出貨外，也會帶動電線電纜需求成長。綜合以上，大亞受惠國內電線電纜產品競爭地位，加上強韌電網需求，預期大亞2024年稼動率維持高檔，惟大亞1Q23處分保瑞(6472 TT)、穎崴(6515 TT)認列12.44億元業外收益，使得大亞2024年獲利基期較低。預估大亞2024年營收290.35億元、YoY+9.83%、稅後純益12.35億元、YoY-55.28%、EPS 1.68元。

圖一、台電強韌電網預算規劃



資料來源：中興電，群益投顧彙整

圖二、台電新能源專案資本支出



*其他為智慧電網相關

資料來源：台電，群益投顧彙整

AI電力需求使得強韌電網預算加速執行：

因跳電事故頻傳，經濟部著手盤點跳電緊迫地區，希望加速過往 10 年強韌電網的預算執行，規劃跳電緊迫地區的電網預算在 4 年內執行完畢，因應未來 AI 電力帶來的用電需求。而台電已明確強韌電網的十年總值至少新台幣 1,005 億元的設備汰換中，相較其餘重電產品，以地線、電纜的預算執行進度較慢，2022-2024 年僅執行 13-29%，故研究部預期未來強韌電網的預算加速執行版本，可能以地線、電纜的預算為主，帶動大亞未來電線電纜營運持續轉強。

表一、強韌電網各設備汰舊預算執行年度規劃

	更換總值 (億元)	2022-2024 年 (執行比率)	2024-2026 年 (執行比率)	2026-2032 年 (執行比率)
地線	199.5	25.0(13%)	42.0(21%)	132.5(66%)
鐵塔	124.5	45.0(36%)	35.0(28%)	44.5(36%)
電纜	181.0	53.0(29%)	28.0(15%)	100.0(55%)
變壓器	200.0	80.0(40%)	43.0(22%)	77.0(39%)
斷路器	300.0	96.5(32%)	52.0(17%)	151.5(51%)
總值(億元)	1,005.0	299.5(30%)	200.0(20%)	505.5(50%)

資料來源：台電，群益投顧彙整

太陽能事業2025年起陸續併網，貢獻大亞綠電交易收入成長：

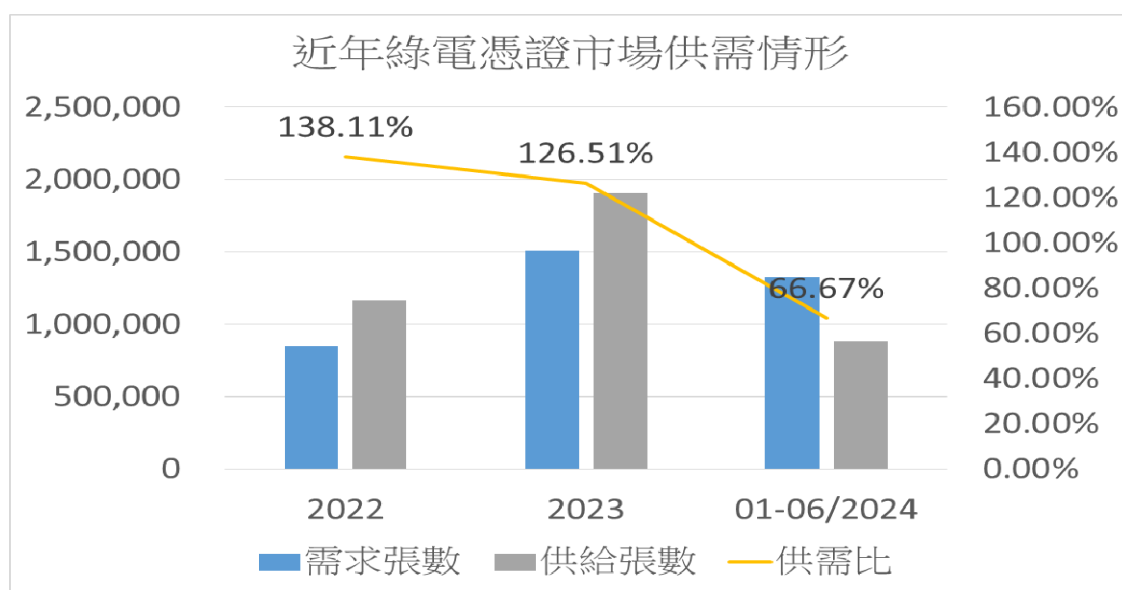
大亞控股子公司-大亞綠能 85%，其旗下共有 212MW 的太陽能案場、13MW 的 AFC 儲能系統，隨著大亞綠能的光電案場併網，大亞綠能旗下 100% 控股子公司-博曜電力開始進行綠電交易，1H24 大亞孫公司-博曜電力的綠電交易憑證張數已有 24260 張，達 2023 全年交易張數的 93.2%。

2024 年 7 月 30 日

加上，大亞預期在 2025-2026 年期間共有 225MW 光電、100MW 儲能併網，包括志光 35MW 光電案場(2025 年併網)、台中自建 100MW 儲能(2025 年)、雲林漁電共生光電案場 185MW(2026 年併網)，帶動未來太陽能業務提升。

1H24 起因為製造業 RE100 的綠電需求，綠電交易市場出現供不應求，1H24 綠電交易市場供需比僅有 66.67%，當前大亞的綠電交易平台已有一定獲利水準，2025 年綠電案場持續併網，預期綠電需求有望成為大亞長期的營運成長動能之一。預估大亞 2025 年營收 327.02 億元、YoY+12.63%、稅後純益 15.26 億元、YoY+23.53%、EPS 2.07 元。

圖三、近年綠電憑證市場供需情形



資料來源：國家再生能源憑證中心，群益投顧彙整

美國大選對美國重電市場與大亞的可能影響：

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，相較於再生能源，核電投資總規模與重電設備成本占比分別僅有 14.3%、52.1%，若美國未來重啟核電可能影響美國重電市場，並連帶影響各國的長期能源配比，與大亞國內電線電纜市場的長期營運。

2024 年 7 月 30 日

表二、台灣核能與離岸風電成本組成比較

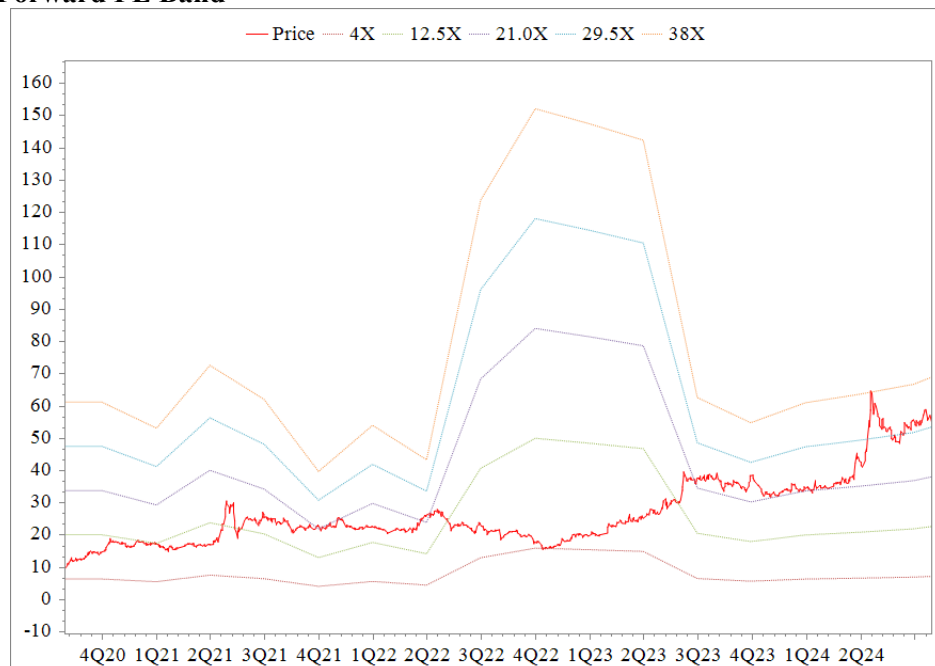
核能發電 (核四為例)	占比	離岸風力發電 (台電二期為例)	占比
核能蒸氣供應系統	5.0%	風機與塔架	27.9%
氣輪發電機組	2.5%	陸上變電室與海上變電站	4.8%
電廠其他設備	18.9%	電纜	10.7%
直接及間接施工成本(含設計、服務、保險等)	30.2%	基樁&水下基礎等	25.4%
初始核心燃料款(含利息)	3.8%	其他土建、機電工程配合成本	31.2%
捐助地方基金	1.0%		
其他(漲價準備金、施工期間利息)	38.8%		
投資金額(億元)	1,697.3	投資金額(億元)	575.5

資料來源：台電，環境部，群益投顧彙整

投資建議：

雖然 2024 年強韌電網預算創高，帶動國內電線電纜景氣續好，但考量若美國未來重啟核電可能連帶影響各國的長期能源配比，與大亞國內電線電纜市場的長期營運，故調整大亞至 Trading Buy 的投資建議。

Forward PE Band



資料來源：CMoney，群益預估彙整

2024 年 7 月 30 日

資產負債表

(百萬元)	2021	2022	2023	2024F	2025F
資產總計	34,317	39,326	46,481	48,415	50,671
流動資產	16,177	16,980	19,272	22,206	22,900
現金及約當現金	4,999	4,345	5,608	6,097	6,462
應收帳款與票據	4,400	3,969	3,736	3,939	4,051
存貨	4,660	5,806	5,908	6,015	6,124
採權益法之投資	1,020	1,125	1,227	1,089	1,214
不動產、廠房設備	9,991	12,604	15,314	15,644	15,994
負債總計	22,793	26,902	29,984	31,482	32,597
流動負債	11,435	12,526	13,394	14,310	14,729
應付帳款及票據	720	811	703	814	911
非流動負債	11,358	14,376	16,590	17,061	17,661
權益總計	11,523	12,423	16,497	16,933	18,073
普通股股本	6,459	6,846	7,368	7,737	7,737
保留盈餘	2,361	2,611	4,979	5,047	6,187
母公司業主權益	9,811	10,521	14,279	14,630	15,770
負債及權益總計	34,317	39,326	46,481	48,415	50,671

現金流量表

(百萬元)	2021	2022	2023	2024F	2025F
營業活動現金	-1,275	-295	2,787	1,145	3,053
稅前純益	2,000	1,215	3,580	1,642	1,907
折舊及攤銷	615	645	966	1,033	1,056
營運資金變動	-2,241	-624	24	-199	-125
其他營運現金	-1,648	-1,530	-1,783	-1,330	215
投資活動現金	-3,128	-3,945	-3,515	-2,408	-4,886
資本支出淨額	-2,518	-3,269	-3,347	-3,300	-3,500
長期投資變動	-612	-234	-317	-300	-300
其他投資現金	2	-442	149	1,192	-1,086
籌資活動現金	6,523	3,486	2,022	1,751	2,198
長借/公司債變動	3,411	3,605	1,675	471	599
現金增資	630	0	0	0	0
發放現金股利	-206	-224	-339	-884	-386
其他籌資現金	2,688	105	686	2,164	1,985
淨現金流量	2,093	-654	1,263	489	366
期初現金	2,907	4,999	4,345	5,608	6,097
期末現金	4,999	4,345	5,608	6,097	6,462

資料來源：CMoney、群益

損益表

(百萬元)	2021	2022	2023	2024F	2025F
營業收入淨額	27,458	26,749	26,436	29,035	32,702
營業成本	24,656	24,572	22,961	25,473	28,334
營業毛利淨額	2,801	2,175	3,475	3,561	4,368
營業費用	1,294	1,329	1,937	1,678	2,182
營業利益	1,507	846	1,538	1,883	2,186
EBITDA	2,892	2,308	5,142	2,650	2,966
業外收入及支出	505	358	1,979	-241	-279
稅前純益	2,000	1,215	3,580	1,642	1,907
所得稅	346	150	450	322	381
稅後純益	1,409	841	2,762	1,235	1,526
稅後 EPS(元)	1.91	1.14	3.75	1.68	2.07
完全稀釋 EPS**	1.82	1.09	3.57	1.60	1.97

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 73.68【最新股本】億元計算

註 3：完全稀釋 EPS 以股本 77.367 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	50.04%	-2.58%	-1.17%	9.83%	12.63%
營業毛利淨額	74.97%	-22.35%	59.78%	2.48%	22.65%
營業利益	251.93%	-43.86%	81.80%	22.41%	16.10%
稅後純益	65.73%	-40.27%	228.24%	-55.28%	23.53%
獲利能力分析(%)					
毛利率	10.20%	8.13%	13.15%	12.27%	13.36%
EBITDA(%)	10.53%	8.63%	19.45%	9.13%	9.07%
營益率	5.49%	3.16%	5.82%	6.49%	6.69%
稅後純益率	5.13%	3.15%	10.45%	4.25%	4.67%
總資產報酬率	4.11%	2.14%	5.94%	2.55%	3.01%
股東權益報酬率	12.23%	6.77%	16.74%	7.29%	8.44%

償債能力檢視

負債比率(%)	66.42%	68.41%	64.51%	65.03%	64.33%
負債/淨值比(%)	197.80%	216.55%	181.76%	185.92%	180.36%
流動比率(%)	141.47%	135.55%	143.88%	155.18%	155.48%

其他比率分析

存貨天數	57.89	77.74	93.11	85.42	78.19
應收帳款天數	53.21	57.10	53.19	48.24	44.59

2024 年 7 月 30 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	6,292	6,262	6,635	7,248	6,699	7,105	7,394	7,836	7,249	8,004	8,316	9,132
營業成本	5,541	5,496	5,788	6,136	5,853	6,261	6,529	6,830	6,304	6,958	7,244	7,827
營業毛利淨額	750	766	847	1,112	846	844	865	1,006	945	1,046	1,072	1,305
營業費用	476	440	441	580	380	394	398	506	495	512	517	658
營業利益	274	328	405	532	465	451	468	500	450	534	555	647
業外收入及支出	1,730	346	10	-45	-61	-44	-72	-65	-69	-74	-72	-65
稅前純益	2,003	674	415	487	405	407	396	435	381	461	484	582
所得稅	132	122	104	92	74	81	79	87	76	92	97	116
稅後純益	1,792	477	197	297	245	326	317	348	305	368	387	465
最新股本	7,368	7,368	7,368	7,368	7,368	7,368	7,368	7,368	7,368	7,368	7,368	7,368
稅後EPS(元)	2.43	0.65	0.27	0.40	0.33	0.44	0.43	0.47	0.41	0.50	0.53	0.63

獲利能力(%)

毛利率(%)	11.92%	12.26%	12.75%	15.34%	12.63%	11.88%	11.70%	12.84%	13.03%	13.07%	12.90%	14.29%
營業利益率(%)	4.35%	5.23%	6.10%	7.34%	6.95%	6.34%	6.32%	6.38%	6.21%	6.67%	6.68%	7.08%
稅後純益率(%)	28.48%	7.62%	2.97%	4.10%	3.66%	4.58%	4.28%	4.44%	4.21%	4.60%	4.65%	5.10%

QoQ(%)

營業收入淨額	-2.39%	-0.47%	5.95%	9.24%	-7.58%	6.07%	4.07%	5.98%	-7.49%	10.42%	3.90%	9.81%
營業利益	11.25%	19.75%	23.47%	31.45%	-12.54%	-3.19%	3.78%	6.89%	-9.91%	18.64%	3.96%	16.47%
稅前純益	296.68%	-66.36%	-38.40%	17.40%	-16.97%	0.54%	-2.68%	9.81%	-12.36%	20.85%	5.04%	20.27%
稅後純益	352.37%	-73.38%	-58.73%	50.83%	-17.48%	32.90%	-2.68%	9.81%	-12.36%	20.85%	5.04%	20.27%

YoY(%)

營業收入淨額	-6.10%	-10.91%	0.91%	12.44%	6.47%	13.47%	11.45%	8.12%	8.22%	12.65%	12.47%	16.54%
營業利益	-17.89%	56.06%	614.03%	116.22%	70.00%	37.43%	15.51%	-6.07%	-3.25%	18.57%	18.77%	29.42%
稅前純益	470.16%	N.A	15.02%	-3.48%	-79.80%	-39.63%	-4.62%	-10.79%	-5.84%	13.18%	22.16%	33.80%
稅後純益	673.49%	N.A	-31.38%	-25.05%	-86.33%	-31.74%	60.98%	17.20%	24.46%	13.18%	22.16%	33.80%

註1：稅後EPS以股本73.68億元計算

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。