



# 中興電

(1513.TW/1513 TT)

## 增加持股 · 重啟評等

收盤價 August 23 (NT\$)	175.5
12 個月目標價 (NT\$)	220.0
前次目標價 (NT\$)	N/A
維持 / 調升 / 調降 (%)	N/A
上漲空間 (%)	25.4

## 焦點內容

1. 台電強韌電網計畫推升變電產品需求，作為台電標案比重最高之廠商，將明顯受惠。
2. 跨足統包工程，並取得包含電廠改建及離岸風電相關工程標案，加上打入美國重電市場，預估 2024-25 年電機能源業務分別年增 22% 及 24%。
3. 公司擴張產能並優化產品組合，預估 2023-25 年 EPS CAGR 達 76%。

## 交易資料表

市值：(NT\$bn/US\$mn)	88.30 / 2,709
流通在外股數 (百萬股)：	503
外資持有股數 (百萬股)：	83.14
3M 平均成交量 (百萬股)：	20.04
52 週股價 (低 \ 高) (NT\$)：	93.20 - 235.5

股價表現	3M	6M	12M
絕對表現 (%)	8.3	22.7	59.5
相對表現 (%)	5.8	5.4	25.8

## 每股盈餘

NT\$	1Q	2Q	3Q	4Q
2023	1.56A	(1.42)A	1.51A	1.62A
2024	1.93A	1.82A	2.04F	2.52F
2025	2.59F	2.31F	2.47F	2.70F

## 股價圖



資料來源：TEJ

## 凱基投顧

台灣研究部  
886.2.2181.8888

重要免責聲明，詳見最終頁

## 台電強韌電網計畫帶動 GIS 需求顯著成長

### 重要訊息

凱基重啟對中興電評等，看好其在台灣 GIS 龍頭地位，將受惠強韌電網計畫挹注營收，加上公司近期打入美國市場，樂觀看待中長期營收展望。

### 評論及分析

台灣強韌電網計畫，佔 GIS 比重達 80% 之中興電為主要受惠者。受強韌電網計畫帶動，預期 2024-25 年台電在變電設備標案金額將分別年增 22%、26%。中興電做為國內 GIS 高壓設備龍頭，2023 年占台電 GIS 標案比重達到 80%，且為台灣唯一可生產 345kV 超高壓 GIS 廠商，我們認為隨台電資本支出持續提升，中興電將為主要受惠者。

統包工程及美國重電市場將為公司另一動能。中興電統包工程案已取得包含大潭、台中等電廠改建相關統包工程，離岸風電 3-1 期亦有取得工程標案，預計 2024 年共可取得 350 億元訂單。另公司於 7 月通過美國 UL 認證，有望藉此打入美國 GCB 市場。目前公司重電產品訂單能見度達 2026 年，故積極擴產，預計 2024 年產能提升 15-20%。據此，我們預期中興電在電機能源營收將於 2024-25 年分別年增 22% 以及 24%。

產能提升加上產品組合優化，2023-25 年 EPS CAGR 達 76%。公司 1H24 營收年增 14% 至 123 億元，主因台電強韌電網計畫帶動重電設備及相關工程標案成長。隨公司積極擴產，我們預期 2024-25 年營收皆將年增 18%。另受惠 345kV GIS 產品占比提升，加上台電採用 GIL 產品優化產品組合，惟台電佔公司 2023 年營收 51%，而其漲價空間較為有限，預估 2024-25 年毛利率將分別年增 0.3、0.8 個百分點至 29.3% 以及 30.1%，EPS 則年增 154% 及 22% 至 8.25 元以及 10.06 元。

### 投資建議

我們重啟中興電評等為「增加持股」，12 個月目標價 220 元，係基於 2025 年 EPS 預估 10.06 元的 22 倍，位於 2024 年平均水準 15-25 倍的上緣。主因我們認為中興電近期通過 UL 認證，加上公司於氬能領域逐漸取得實績，使其享有較過往更高評價。

### 投資風險

總經因素致政府標案進度遞延。

### 主要財務數據及估值

	Dec-22A	Dec-23A	Dec-24F	Dec-25F	Dec-26F
營業收入 (NT\$百萬)	18,547	22,145	26,133	30,870	34,721
營業毛利 (NT\$百萬)	4,744	6,419	7,661	9,286	10,605
營業利益 (NT\$百萬)	2,851	4,386	5,242	6,355	7,283
稅後淨利 (NT\$百萬)	2,434	1,586	4,149	5,062	5,846
每股盈餘 (NT\$)	5.21	3.25	8.25	10.06	11.62
每股現金股利 (NT\$)	3.31	3.60	5.50	6.50	7.50
每股盈餘成長率 (%)	24.4	(37.7)	154.0	22.0	15.5
本益比 (x)	33.7	54.1	21.3	17.4	15.1
股價淨值比 (x)	6.4	5.6	5.2	4.7	4.2
EV/EBITDA (x)	14.1	10.0	8.0	6.9	6.0
淨負債比率 (%)	78.9	52.3	34.1	16.7	Net cash
殖利率 (%)	1.9	2.1	3.1	3.7	4.3
股東權益報酬率 (%)	19.9	11.0	25.2	28.1	29.3

資料來源：公司資料，凱基

### 台電強韌電網計畫，占 GIS 比重達 80% 之中興電將成為主要受惠者

中興電營收主要來自內銷，佔 2023 年整體營收達 92%。台電為容納更多電力需求及再生能源，於 2022 年推出強韌電網計畫，規劃 10 年內投入 5,645 億元打造分散式電網。我們根據目前支出規劃推估，台電資本支出高峰將落於 2025 年，金額高達 2,746 億元。

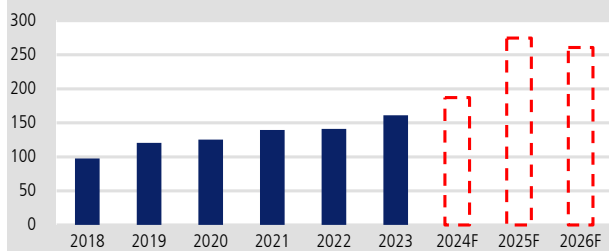
台電資本支出與重電業者對台電銷貨收入亦步亦趨，我們認為隨台電資本支出持續提升，將明顯挹注台灣主要重電業者內銷營收。2023 年台電在變電設備標案金額年增 84% 至 538 億元，我們預期 2024-25 年台電在變電設備標案金額將分別年增 22%、26% 至 655 億元、824 億元。

中興電為國內 GIS 設備龍頭，市佔率高達 80%，且為台灣唯一可生產 345kV 超高壓 GIS 廠商。2023 年台電變電設備採購標案中，中興電得標金額年增 124% 達到 171 億元，佔比 34% 位居第一，隨未來強韌電網計畫推動重電設備需求，而 GIS 設備為電網更新之關鍵設備，我們認為佔比最大之中興電將成為主要受惠者。

此外，台電近期亦開始採用 GIL（氣體絕緣傳輸線路）產品，透過利用添加六氟化硫（SF6）或其混和氣體作為絕緣介質，將導電部分密封在金屬管道內，相比過往傳統傳輸線，具有佔地面積更小、穩定性更高，且維護成本較低等優點，且因為密封結構，可避免鼠咬等外在環境因素影響。該產品因為技術較為困難，毛利率較傳統線纜高，隨台電逐漸使用該種傳輸線路，將進一步帶動公司重電產品營收及毛利率。

圖 1：台電資本支出將於 2025-26 年達到高峰

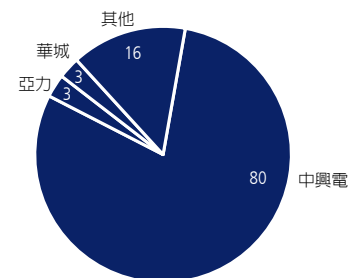
台電資本支出，十億元



資料來源：台電、凱基預估

圖 2：中興電為 GIS 龍頭廠商，將成為主要受惠者

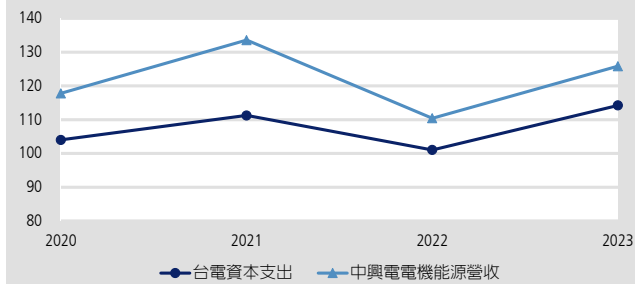
台電 GIS 標案比重，百分比



資料來源：政府採購網、凱基

圖 3：台電資本支出與中興電電機能源業務成長性高度正相關

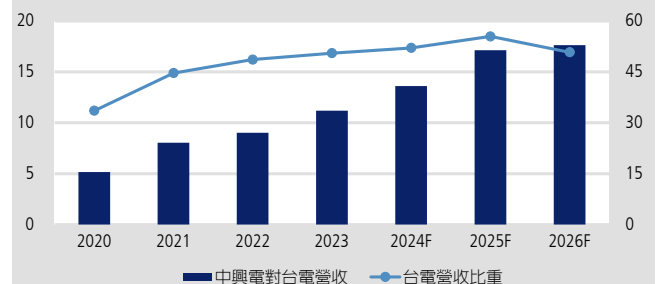
台電資本支出及中興電電機能源營收年增率，百分比



資料來源：台電、凱基預估

圖 4：隨台電資本支出升高，將帶動中興電對台電營收成長

中興電對台電營收，十億元(左軸)；台電營收比重，百分比(右軸)



資料來源：公司資料、凱基預估

### 統包工程及離岸風電為公司營收成長另一推手

離岸風電併網亦將挹注公司未來營收成長。離岸風電變電站主機多為國外進口，在發電後需要經由海上升壓站升至 230kV 並輸送至陸域變電所，再進一步降壓至 161kV(或升至 345kV，視案場大小而定)，才能與台電併網。而國外業者電壓規格多與台電不同，故在基於成本考量，加上台電要求廠商須要有 24 小時緊急維修能力條件下，高壓 GIS 龍頭廠商中興電將成為最主要受害者，預期隨離岸風電併網，將帶動中興電在 GIS 產品營收。

除重電設備外，中興電跨足統包工程，2023 年取得相關案件包含「離岸風力發電加強電力網第一期計畫大潭發電廠梅湖線新設 161kV 電抗器、GIS、電纜及附屬設備工程」、「大潭電廠增建燃氣複循環機組發電計畫大潭及林口電廠增設 161kV 開關場統包工程」等，亦取得離岸風電 3-1 期統包工程訂單等，並表示要爭取離島 36 部風力機組汰換標案，一部機組約可貢獻 2 億元營收。上述工程案多為工程帶設備，透過統包工程進一步銷售自身重電設備產品，我們認為未來中興電將有望隨台電釋出更多電廠改建及電網更新計畫，加上再生能源業者以及 3-1、3-2 期案場於未來 3-5 年間陸續建置，取得更多相關統包工程標案，挹注自身重電產品營收成長。

截至 7 月公司在手訂單達 403 億元，預計 2024 年全年將可取得 350 億元新訂單，包含台電 161kV 及 345kV 統包工程含設備 160 億元、3-1 期離岸風電變電站統包工程 50 億元、儲能案場新建工程(含設備)80 億元，以及台電配電變電所工程(含設備)20 億元訂單，並預計今年在重電事業可認列營收逾 100 億元。另公司業務同時包含太陽能光電案場，目前以七股 216MW 太陽能案場為主。以 2023 年日照時間達到 4.2 小時/天推估，未來每年將可穩定貢獻 15-16 億元營收。

### 通過美國 UL 認證，搶攻美國電網汰換商機

為改善電網傳輸效率並提升容量，美國政府在 IJA 以及 IRA 法案中，規劃對於電網投入 125 億美元以及 165 億美元資金進行汰換升級。我們推估在現有政策及技術下，2023-30 年美國針對電網投資金額將達 6,742 億美元。

中興電攜手國內變壓器大廠，鎖定美國德州 15 家電力公司，透過出貨變壓器搶食美國電網汰換商機。公司於 2024 年 7 月成功通過美國 UL 認證，目前取得 1,900 萬美元小型配電變壓器訂單，未來目標透過「變壓器帶

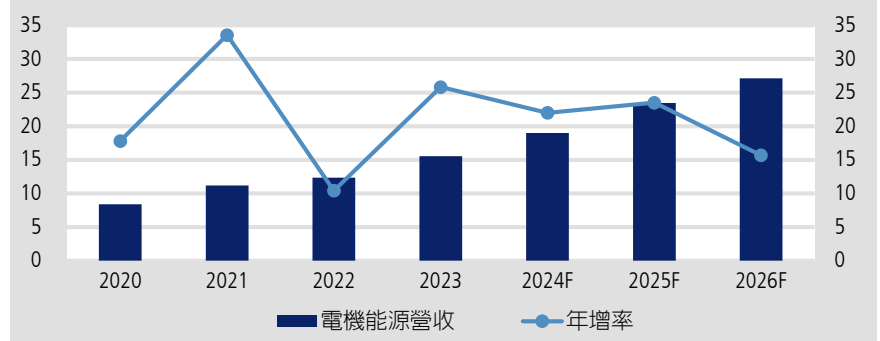
GCB」策略，將自身 345kV GCB 產品打入美國市場。惟目前因內銷需求強勁致產能滿載，產品交期已達 18 個月，故預計 2H25 才會逐步貢獻營收。

#### 為滿足強勁需求，公司積極擴產

目前公司重電事業訂單能見度已達 2026 年，且隨未來台電訂單隨資本支出增加、成功打入美國電網汰換新所帶來之市場，加上離岸風電等再生能源案場建置量增加，對於重電相關產品需求將進一步提升。目前公司產能已經滿載，且以人員加班制進一步擴張產能，惟仍無法滿足需求，故公司於 1Q24 投產第九座重電廠，加上於林口興建 1,700 坪倉庫，預計 4Q24 投產，將可望增加 15-20% 產能。此外，公司今年規劃約 1-2 億元之小額資本支出進行產能擴張，包含 4Q24 於嘉義新增 3,000 坪倉庫及 40 位技術人員，預計 2025 年產能將進一步擴張。在前述動能帶動，我們預期公司在電機能源營收將於 2024-25 年分別年增 22% 以及 24%。

圖 5：台電強韌電網及統包工程標案挹注中興電營收成長

中興電電機能源營收，十億元(左軸)；年增率，百分比(右軸)



資料來源：公司資料、凱基預估

#### 公司深耕氢能領域多年並具有技術優勢，有望成為長期成長動能

根據 IEA 公布之 2050 年淨零碳排路徑統計，2022 年全球氢能使用量為 9,500 萬公噸，但仍僅占全球電力消耗 1%，且多為使用在煉油產業以及工業領域，意即目前氢能使用並非用於降低碳排。若要達成 2050 年淨零碳排目標，推估 2030 年氢能需求須達到 1.50 億公噸，並於 2035 年達到 2.15 億公噸，2022-35 年 CAGR 達 6%，並逐步拓展至包含交通、發電等領域，未來成長潛力巨大。

中興電掌握「甲醇重組技術」，透過 64% 甲醇與水混和後，將其加熱產生氫氣，並經由動力模組產生電能。由於使用安全性更高之甲醇，且可即產即用，僅需透過由外部添加甲醇發電，相比其他產氫發電方式，更能避免大規模高壓儲存及運輸所帶來之危險及高成本。

目前公司在氢能產品主要包含：

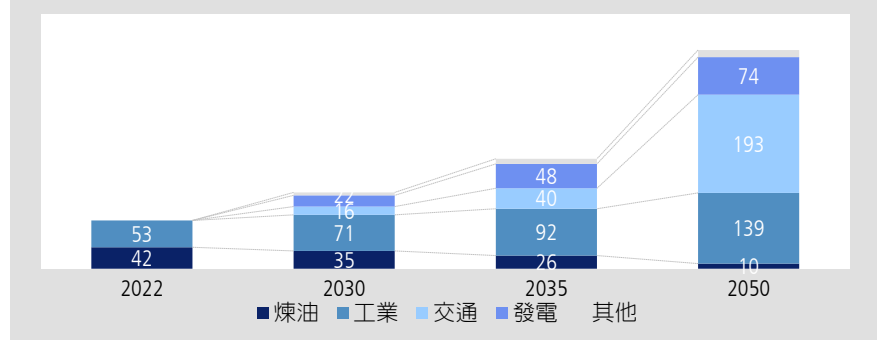
- (1) 甲醇重組產氫槽：貨槽大小 20 呎，內含 12 台重組氫設備之移動加氫站，避免大量高壓氫氣儲存，適合用於人口密集區，且即產即用，氫氣產能可達 100 公斤/日。目前已銷售至中國 13 套產氫槽，目標 2024 年將產能提升至 200 公斤/日。

- (2) 甲醇氫能發電機：透過自身甲醇重組技術產氫，並送至電堆內發電。目前每度電須消耗 1.1 公升甲醇水，可產出之電池功率達 5kW 以上，並逐漸往 10kW、100kW 研發。主要提供予日本龍頭電信業者在內之基地台發電機使用。
- (3) 氫能車動力系統：透過於車輛內裝設氫罐提供動力。主要應用包含使用低壓氫罐之車輛，據了解，安裝 4 個氫罐約可行駛 120 公里，故主要用於市區內交通。目前已送至印度 Maharashtra 示範運行，預期 3Q24 起每季可出貨 300 輛氫能三輪車。另公司以高壓氫生產電動巴士之動力系統，透過將高壓氫罐安裝於車頂，大幅減少電動巴士電池所需之大重量以及空間問題。

我們認為公司深耕氫能領域多年，且已有多樣產品實績，有望成為公司除重電產品外另一成長動能。惟由於目前原料成本(包含白金等貴金屬)較為昂貴，致產氫發電成本仍高，氫能發電成本達 13-14 元/kWh，遠高於太陽能光電的 5-6 元/kWh，以及風電的 2-3 元/kWh。故在各國以政策推動氫能發展同時，仍需觀察中興電在降低成本及技術上之突破。

圖 6：全球氫能需求將於 2022-35 年 CAGR 達 6%

全球氫能需求，百萬噸



資料來源：IEA、凱基

#### 多元營收成長動能，公司中長期展望樂觀

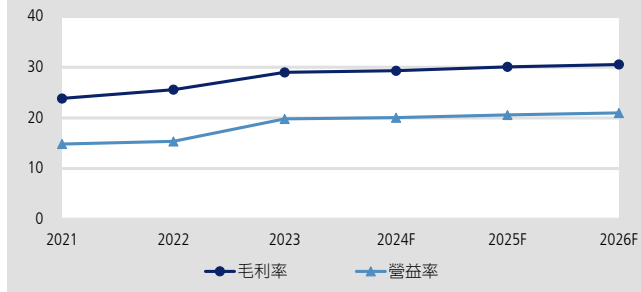
公司 1H24 營收年增 14%至 123 億元，主要動能來自台電強韌電網計畫所帶動之變電產品，以及各電廠及再生能源業者之統包工程。我們認為隨台電資本支出持續增加，而中興電作為台灣唯一可生產 345kV 超高壓 GIS 設備廠商，且在台電標案中比重長年位居首位，將明顯受惠。此外，公司近期通過美國 UL 認證，將搶食美國電網汰舊換新之商機，並藉此將自身高壓 GCB 產品打入美國市場，挹注公司營收成長動能。

在前述需求大幅提升下，公司積極提升產能，新廠將於 2024 陸續完工，提升產能 15-20%。據此，我們預期公司 2024-25 年營收將皆將年增 18%至 261 億元以及 309 億元。毛利率則受惠 345kV GIS 產品占比提升，加上台電開始採用毛利較高之 GIL(氣體絕緣傳輸線路)產品，優化公司產品組合。惟公司主要營收來自台電，佔公司 2023 年營收達 51%，而台電標案相較民間業者漲價較為不易，故在電機能源業務相關毛利率較為穩定，我們預估

2024-25 年毛利率將分別年增 0.3、0.8 個百分點至 29.3%以及 30.1%，EPS 則年增 154%及 22%至 8.25 元以及 10.06 元。

圖 7：產品組合優化挹注毛利率成長

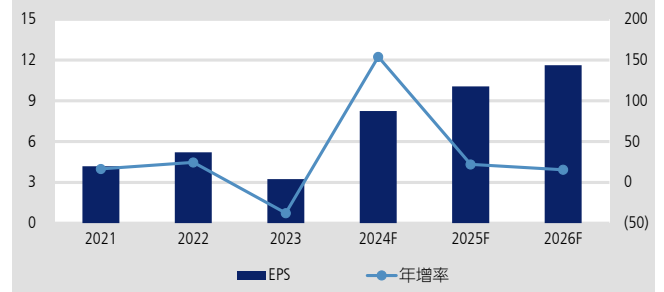
毛利率及營益率，百分比



資料來源：公司資料、凱基預估

圖 8：預估中興電 2024-26 年 EPS CAGR 達 19%

EPS，元(左軸)；年增率，百分比(右軸)



資料來源：公司資料、凱基預估

圖 9：2024-25 年財測暨市場共識比較

百萬元	2024F				2025F			
	凱基預估	YoY (%)	市場共識	差異(%)	凱基預估	YoY (%)	市場共識	差異(%)
營收	26,133	18.0	26,240	(0.4)	30,870	18.1	30,356	1.7
毛利	7,661	19.3	7,736	(1.0)	9,286	21.2	9,073	2.3
營業利益	5,242	19.5	5,249	(0.1)	6,355	21.2	6,297	0.9
稅後淨利	4,149	161.6	4,192	(1.0)	5,062	22.0	5,051	0.2
每股盈餘 (元)	8.25	154.0	8.35	(1.2)	10.06	22.0	10.06	(0.0)
毛利率 (%)	29.3	0.3 pts	29.5	(0.2) pts	30.1	0.8 pts	29.9	0.2 pts
營利率 (%)	20.1	0.3 pts	20.0	0.1 pts	20.6	0.5 pts	20.7	(0.2) pts
淨利率 (%)	15.9	8.7 pts	16.0	(0.1) pts	16.4	0.5 pts	16.6	(0.2) pts

資料來源：Bloomberg，凱基預估

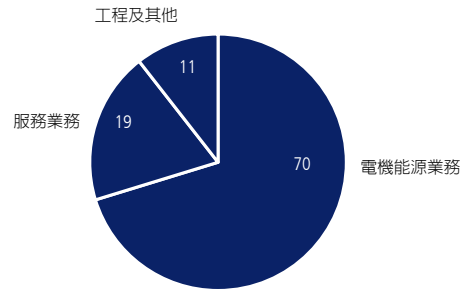
圖 10: 公司概況

中興電成立於 1962 年，主要為電機電工製品及供電設備等製造與銷售，包括電機工程、供電系統及電力監控系統工程施工、風力、水力發電及變電所統包工程等施工。公司為國內高壓氣體絕緣開關(GIS)領導廠商，市佔率超過 7 成，技術來自於日立重工(Hitachi)，並取得義大利 CESI 測試中心認證，項目為 69KV、345KV、161KV，其中 161KV 為主流產品。此外，345KV GIS 產品因技術層次較高，為國內唯一供應商。公司產品以內銷為主，重電產品以直接銷售方式銷售至台電公司、公共設施、工程公司、及各大工廠等。

資料來源：凱基

圖 11: 中興電營收以電機能源業務為主

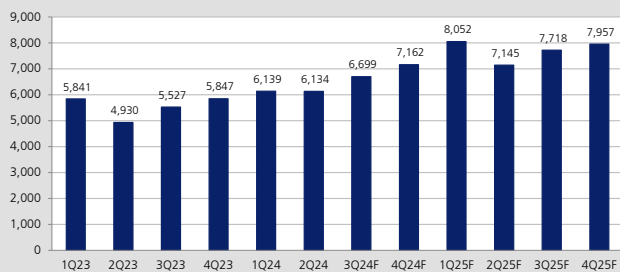
2023 年各業務營收比重，百分比



資料來源：公司資料；凱基

圖 12: 季營業收入

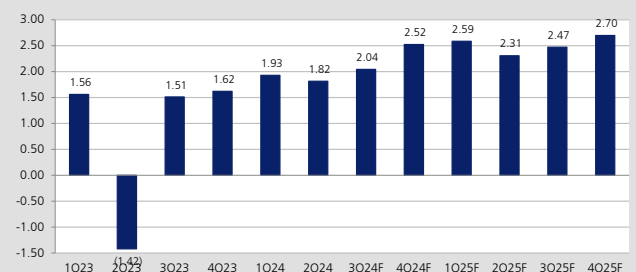
季營業收入，百萬元



資料來源：凱基

圖 13: 每股盈利

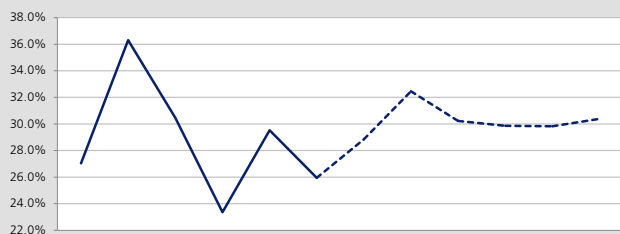
每股盈利，元



資料來源：凱基

圖 14: 毛利率

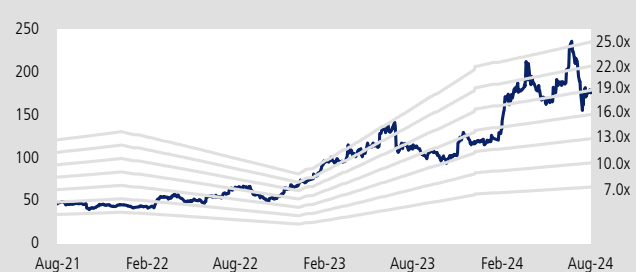
毛利率，百分比



資料來源：凱基

圖 15: 本益比

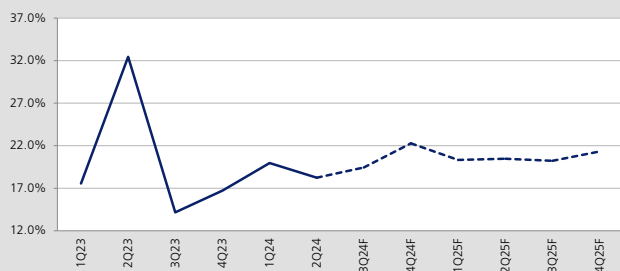
本益比，倍



資料來源：凱基

圖 16: 營業利潤率

營業利潤率，百分比



資料來源：凱基

圖 17: 股價淨值比

股價淨值比，倍



資料來源：凱基



## 損益表

	季度								年度		
	Mar-24A	Jun-24A	Sep-24F	Dec-24F	Mar-25F	Jun-25F	Sep-25F	Dec-25F	Dec-24F	Dec-25F	Dec-26F
損益表 (NT\$百萬)											
營業收入	6,139	6,134	6,699	7,162	8,052	7,145	7,718	7,957	26,133	30,870	34,721
營業成本	(4,326)	(4,542)	(4,767)	(4,837)	(5,618)	(5,011)	(5,416)	(5,539)	(18,473)	(21,584)	(24,116)
營業毛利	1,812	1,592	1,932	2,325	2,433	2,134	2,301	2,418	7,661	9,286	10,605
營業費用	(587)	(473)	(630)	(729)	(797)	(672)	(741)	(722)	(2,418)	(2,931)	(3,322)
營業利益	1,225	1,119	1,302	1,596	1,636	1,462	1,561	1,696	5,242	6,355	7,283
折舊	(726)	(766)	(938)	(1,321)	(1,011)	(1,011)	(1,011)	(1,011)	(3,751)	(4,046)	(4,332)
攤提	(53)	(55)	(54)	(55)	(54)	(54)	(54)	(54)	(218)	(218)	(218)
EBITDA	2,005	1,941	2,294	2,971	2,702	2,528	2,627	2,762	9,211	10,619	11,833
利息收入	9	14	8	8	6	6	6	6	39	24	16
投資利益淨額	5	30	5	5	5	5	5	5	45	20	20
其他營業外收入	19	17	10	10	10	10	10	10	56	40	40
總營業外收入	33	62	23	23	21	21	21	21	140	84	76
利息費用	(54)	(53)	(50)	(45)	(45)	(40)	(40)	(35)	(201)	(160)	(120)
投資損失	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
其他營業外費用	(6)	(50)	(14)	(16)	(16)	(19)	(16)	(16)	(87)	(68)	(66)
總營業外費用	(60)	(103)	(64)	(61)	(61)	(59)	(56)	(51)	(288)	(228)	(186)
稅前純益	1,198	1,078	1,261	1,558	1,596	1,424	1,525	1,666	5,095	6,211	7,173
所得稅費用[利益]	(244)	(180)	(233)	(288)	(295)	(263)	(282)	(308)	(946)	(1,149)	(1,327)
少數股東損益	(0)	(1)	-	-	-	-	-	-	-	-	-
非常項目稅後純益	953	897	1,028	1,270	1,301	1,160	1,243	1,357	4,149	5,062	5,846
非常項目	(0)	0	-	-	-	-	-	-	-	-	-
稅後淨利	953	897	1,028	1,270	1,301	1,160	1,243	1,357	4,149	5,062	5,846
每股盈餘 (NT\$)	1.93	1.82	2.04	2.52	2.59	2.31	2.47	2.70	8.25	10.06	11.62
獲利率 (%)											
營業毛利率	29.5	26.0	28.8	32.5	30.2	29.9	29.8	30.4	29.3	30.1	30.5
營業利益率	20.0	18.2	19.4	22.3	20.3	20.5	20.2	21.3	20.1	20.6	21.0
EBITDA Margin	32.7	31.6	34.3	41.5	33.6	35.4	34.0	34.7	35.2	34.4	34.1
稅前純益率	19.5	17.6	18.8	21.7	19.8	19.9	19.8	20.9	19.5	20.1	20.7
稅後純益率	15.5	14.6	15.3	17.7	16.2	16.2	16.1	17.1	15.9	16.4	16.8
季成長率 (%)											
營業收入	5.0	(0.1)	9.2	6.9	12.4	(11.3)	8.0	3.1			
營業毛利	32.7	(12.2)	21.4	20.3	4.7	(12.3)	7.9	5.1			
營業收益增長	25.3	(8.7)	16.4	22.5	2.5	(10.7)	6.7	8.7			
EBITDA	16.8	(3.2)	18.2	29.5	(9.1)	(6.5)	3.9	5.2			
稅前純益	23.1	(10.0)	16.9	23.5	2.5	(10.8)	7.1	9.2			
稅後純益	20.5	(5.9)	14.6	23.5	2.5	(10.8)	7.1	9.2			
年成長率 (%)											
營業收入	5.1	24.4	21.2	22.5	31.2	16.5	15.2	11.1	18.0	18.1	12.5
營業毛利	14.8	(11.0)	14.7	70.2	34.3	34.0	19.1	4.0	19.3	21.2	14.2
營業收益	19.4	(30.0)	66.4	63.2	33.6	30.6	19.8	6.3	19.5	21.2	14.6
EBITDA	16.2	(15.2)	52.4	73.1	34.8	30.3	14.5	(7.0)	27.3	15.3	11.4
稅前純益	24.5		43.5	60.1	33.2	32.0	21.0	6.9	112.6	21.9	15.5
稅後純益	28.0		39.7	60.5	36.5	29.3	21.0	6.9	161.6	22.0	15.5

資料來源：公司資料，凱基



## 資產負債表

NT\$百萬	Dec-22A	Dec-23A	Dec-24F	Dec-25F	Dec-26F
<b>資產總額</b>	<b>41,652</b>	<b>44,171</b>	<b>46,861</b>	<b>48,938</b>	<b>51,513</b>
<b>流動資產</b>	<b>18,339</b>	<b>19,454</b>	<b>23,629</b>	<b>27,773</b>	<b>32,570</b>
現金及短期投資	3,306	3,910	6,234	8,187	11,230
存貨	6,613	8,786	10,292	12,059	13,473
應收帳款及票據	2,413	1,953	2,299	2,723	3,063
其他流動資產	6,008	4,804	4,804	4,804	4,804
<b>非流動資產</b>	<b>23,313</b>	<b>24,717</b>	<b>23,231</b>	<b>21,165</b>	<b>18,942</b>
長期投資	2,755	4,131	4,185	4,210	4,236
固定資產	14,331	14,446	12,906	10,815	8,566
什項資產	6,227	6,140	6,140	6,140	6,140
<b>負債總額</b>	<b>28,287</b>	<b>28,220</b>	<b>29,529</b>	<b>29,814</b>	<b>30,317</b>
<b>流動負債</b>	<b>13,627</b>	<b>15,435</b>	<b>19,504</b>	<b>19,631</b>	<b>20,623</b>
應付帳款及票據	3,885	2,708	3,172	3,717	4,153
短期借款	2,595	1,053	3,701	2,781	2,833
什項負債	7,146	11,674	12,630	13,134	13,637
<b>長期負債</b>	<b>14,660</b>	<b>12,785</b>	<b>10,025</b>	<b>10,183</b>	<b>9,694</b>
長期借款	10,690	9,498	6,738	6,896	6,406
其他負債及準備	853	804	804	804	804
<b>股東權益總額</b>	<b>13,366</b>	<b>15,950</b>	<b>17,332</b>	<b>19,123</b>	<b>21,196</b>
普通股股本	4,761	5,031	5,031	5,031	5,031
保留盈餘	3,466	3,131	4,512	6,304	8,377
少數股東權益	262	196	196	196	196
優先股股東資金	-	-	-	-	-

## 主要財務比率

	Dec-22A	Dec-23A	Dec-24F	Dec-25F	Dec-26F
<b>年成長率</b>					
營業收入	2.9%	19.4%	18.0%	18.1%	12.5%
營業收益增長	6.5%	53.9%	19.5%	21.2%	14.6%
EBITDA	15.1%	32.8%	27.3%	15.3%	11.4%
稅後純益	24.4%	(34.9%)	161.6%	22.0%	15.5%
每股盈餘成長率	24.4%	(37.7%)	154.0%	22.0%	15.5%
<b>獲利能力分析</b>					
營業毛利率	25.6%	29.0%	29.3%	30.1%	30.5%
營業利益率	15.4%	19.8%	20.1%	20.6%	21.0%
EBITDA Margin	29.4%	32.7%	35.2%	34.4%	34.1%
稅後純益率	13.1%	7.2%	15.9%	16.4%	16.8%
平均資產報酬率	6.4%	3.7%	9.1%	10.6%	11.6%
股東權益報酬率	19.9%	11.0%	25.2%	28.1%	29.3%
<b>穩定 \ 償債能力分析</b>					
毛負債比率 (%)	99.4%	66.1%	60.2%	50.6%	43.6%
淨負債比率	78.9%	52.3%	34.1%	16.7%	Net cash
利息保障倍數 (x)	14.1	10.0	26.3	39.8	60.8
利息及短期債保障倍數 (x)	0.5	0.6	0.6	0.7	0.7
Cash Flow Int. Coverage (x)	23.2	27.0	33.2	47.9	75.5
Cash Flow/Int. & ST Debt (x)	1.9	5.5	1.7	2.6	3.1
流動比率 (x)	1.3	1.3	1.2	1.4	1.6
速動比率 (x)	0.9	0.7	0.7	0.8	0.9
淨負債 (NT\$百萬)	10,542	8,347	5,912	3,197	(284)
<b>每股資料分析</b>					
每股盈餘 (NT\$)	5.21	3.25	8.25	10.06	11.62
每股現金盈餘 (NT\$)	11.71	14.77	13.29	15.22	18.00
每股淨值 (NT\$)	27.52	31.31	34.06	37.62	41.74
調整後每股淨值 (NT\$)	28.05	32.25	34.06	37.62	41.74
每股營收 (NT\$)	39.71	45.33	51.94	61.36	69.01
EBITDA/Share (NT\$)	11.66	14.81	18.31	21.11	23.52
每股現金股利 (NT\$)	3.31	3.60	5.50	6.50	7.50
<b>資產運用狀況</b>					
資產周轉率 (x)	0.49	0.52	0.57	0.64	0.69
應收帳款周轉天數	47.5	32.2	32.2	32.2	32.2
存貨周轉天數	174.9	203.9	203.9	203.9	203.9
應付帳款周轉天數	102.7	62.9	62.9	62.9	62.9
現金轉換周轉天數	119.6	173.3	173.3	173.3	173.3

資料來源：公司資料，凱基

## 損益表

NT\$百萬	Dec-22A	Dec-23A	Dec-24F	Dec-25F	Dec-26F
<b>營業收入</b>	<b>18,547</b>	<b>22,145</b>	<b>26,133</b>	<b>30,870</b>	<b>34,721</b>
營業成本	(13,802)	(15,726)	(18,473)	(21,584)	(24,116)
<b>營業毛利</b>	<b>4,744</b>	<b>6,419</b>	<b>7,661</b>	<b>9,286</b>	<b>10,605</b>
營業費用	(1,893)	(2,032)	(2,418)	(2,931)	(3,322)
<b>營業利益</b>	<b>2,851</b>	<b>4,386</b>	<b>5,242</b>	<b>6,355</b>	<b>7,283</b>
<b>總營業外收入</b>	<b>302</b>	<b>313</b>	<b>140</b>	<b>84</b>	<b>76</b>
利息收入	20	43	39	24	16
投資利益淨額	217	165	45	20	20
其他營業外收入	65	106	56	40	40
<b>總營業外費用</b>	<b>(61)</b>	<b>(2,303)</b>	<b>(288)</b>	<b>(228)</b>	<b>(186)</b>
利息費用	(236)	(268)	(201)	(160)	(120)
投資損失	-	-	-	-	-
其他營業外費用	175	(2,035)	(87)	(68)	(66)
<b>稅前純益</b>	<b>3,092</b>	<b>2,397</b>	<b>5,095</b>	<b>6,211</b>	<b>7,173</b>
所得稅費用[利益]	(626)	(811)	(946)	(1,149)	(1,327)
少數股東損益	(32)	0	-	-	-
非常項目	-	0	-	-	-
<b>稅後淨利</b>	<b>2,434</b>	<b>1,586</b>	<b>4,149</b>	<b>5,062</b>	<b>5,846</b>
<b>EBITDA</b>	<b>5,449</b>	<b>7,236</b>	<b>9,211</b>	<b>10,619</b>	<b>11,833</b>
每股盈餘 (NT\$)	5.21	3.25	8.25	10.06	11.62

## 現金流量

NT\$百萬	Dec-22A	Dec-23A	Dec-24F	Dec-25F	Dec-26F
<b>營運活動之現金流量</b>	<b>5,471</b>	<b>7,213</b>	<b>6,685</b>	<b>7,659</b>	<b>9,058</b>
本期純益	2,434	1,586	4,149	5,062	5,846
折舊及攤提	2,598	2,850	3,969	4,264	4,550
本期運用資金變動	(116)	(2,988)	(1,387)	(1,646)	(1,318)
其他營業資產及負債變動	556	5,765	(45)	(20)	(20)
<b>投資活動之現金流量</b>	<b>(3,098)</b>	<b>(3,285)</b>	<b>(2,438)</b>	<b>(2,177)</b>	<b>(2,308)</b>
投資用短期投資出售[新購]	120	(1,230)	-	-	-
本期長期投資變動	(21)	1	(10)	(4)	(7)
資本支出淨額	(2,722)	(1,700)	(2,211)	(1,955)	(2,083)
其他資產變動	(475)	(356)	(218)	(218)	(218)
<b>自由現金流</b>	<b>1,881</b>	<b>865</b>	<b>4,421</b>	<b>5,624</b>	<b>6,867</b>
<b>融資活動之現金流量</b>	<b>(1,974)</b>	<b>(4,464)</b>	<b>(1,923)</b>	<b>(3,529)</b>	<b>(3,707)</b>
短期借款變動	(282)	112	-	-	-
長期借款變動	1,190	(1,413)	(112)	(762)	(437)
現金增資	-	-	-	-	-
已支付普通股股息	(1,333)	(1,667)	(1,811)	(2,767)	(3,270)
其他融資現金流	(1,549)	(1,496)	0	(0)	0
<b>匯率影響數</b>	<b>0</b>	<b>(5)</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>
<b>本期產生現金流量</b>	<b>400</b>	<b>(540)</b>	<b>2,324</b>	<b>1,953</b>	<b>3,043</b>

## 投資回報率

	Dec-22A	Dec-23A	Dec-24F	Dec-25F	Dec-26F
1 - 營業成本/營業收入	10.2%	9.2%	9.3%	9.5%	9.6%
= 銷管費用/營業收入	15.4%	19.8%	20.1%	20.6%	21.0%
<b>= 營業利益率</b>	<b>15.4%</b>	<b>19.8%</b>	<b>20.1%</b>	<b>20.6%</b>	<b>21.0%</b>
1 / (營業運用資金/營業收入)	0.2	0.1	0.1	0.1	0.1
+ 淨固定資產/營業收入	0.8	0.7	0.5	0.4	0.2
+ 什項資產/營業收入	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>= 資本周轉率</b>	<b>1.0</b>	<b>1.3</b>	<b>1.7</b>	<b>2.1</b>	<b>2.6</b>
營業利益率	15.4%	19.8%	20.1%	20.6%	21.0%
x 資本周轉率	1.0	1.3	1.7	2.1	2.6
x (1 - 有效現金稅率)	79.8%	66.1%	81.4%	81.5%	81.5%
<b>= 稅後 ROIC</b>	<b>11.8%</b>	<b>17.4%</b>	<b>27.4%</b>	<b>35.5%</b>	<b>45.1%</b>

資料來源：公司資料，凱基

## 中興電 – 以往評級及目標價



日期	評級	目標價	收盤價
2024-02-23	增加持股	200.0	143.0
2023-11-09	增加持股	135.0	99.3
2023-09-21	增加持股	133.0	98.7

資料來源：TEJ，凱基

## 凱基證券集團據點

中國	上海	上海市靜安區南京西路 1601 號越洋國際廣場 1507 室 郵政編號：200040
台灣	台北	104 台北市明水路 700 號 電話 886.2.2181.8888 · 傳真 886.2.8501.1691
香港		香港灣仔港灣道十八號中環廣場四十一樓 電話 852.2878.6888 · 傳真 852.2878.6800
泰國	曼谷	8th - 11th floors, Asia Centre Building 173 South Sathorn Road, Bangkok 10120, Thailand 電話 66.2658.8888 · 傳真 66.2658.8014
新加坡		珊頓大道 4 號#13-01 新交所第二大廈 郵政編號：068807 電話 65.6202.1188 · 傳真 65.6534.4826
印尼		Sona Topas Tower Fl.11 Jl. Jend. Sudirman kav.26 Jakarta Selatan 12920 Indonesia 電話 62 21 250 6337

## 股價說明

等級	定義
增加持股 (OP)	對個股持正面看法，預期個股未來十二個月的表現超越凱基證券集團所追蹤的相關市場的總報酬。
持有 (N)	對個股持中性看法，預期個股未來十二個月的表現符合凱基證券集團所追蹤的相關市場的總報酬。
降低持股 (U)	對個股持負面看法，預期個股未來十二個月的表現低於凱基證券集團所追蹤的相關市場的總報酬。
未評等 (NR)	凱基證券未對該個股加以評等。
受法規限制 未評等 (R)	受凱基證券集團內部政策和/或相關法令限制使凱基證券集團無法進行某些形式的資訊交流，其中包括提供評等給投資人參考。
*總報酬 = (十二個月目標價-現價)/現價	

## 免責聲明

凱基證券投資顧問股份有限公司（以下簡稱本公司）為開發金控集團之成員。本報告之內容皆來自本公司認可之資料來源，但不保證其完整性及精確性。報告內容所提及之各項業務、財務等相關檔案資料及所有的意見及預估皆基於本公司於特定日期所做之判斷，故有其時效性限制，邇後若有變更時，本公司將不做預告或更新。本報告內容僅供參考，並不提供或遊說客戶為買賣股票之投資依據。投資人應審慎考量本身之投資風險，並就投資結果自行負責。本公司及所屬集團成員，暨其主管或員工皆有可能持有報告中所提及的證券。本公司及所屬集團成員並可能經常提供投資銀行或其他服務給報告中提及之公司或向其爭取相關業務。本報告之著作權為本公司所有，非經本公司同意，本報告全文或部份內容，不得以任何形式或方式引用、轉載或轉寄。