



華城

(1519.TW/1519 TT)

增加持股 · 重啓評等

收盤價 August 23 (NT\$)	691
12 個月目標價 (NT\$)	875
前次目標價 (NT\$)	N/A
維持 / 調升 / 調降 (%)	N/A
上漲空間 (%)	26.6

焦點內容

1. 美國電網汰換帶動華城 2024-25 年變壓器外銷營收年增 79%、61%。
2. 強韌電網計畫推動，挹注 2024-25 年華城變壓器內銷年增 28% 及 26%。
3. 變壓器價量齊揚，預估 2023-25 年 EPS CAGR 將達到 59%。

交易資料表

市值：(NT\$bn/US\$mn)	198.4 / 6,089
流通在外股數 (百萬股)：	287.2
外資持有股數 (百萬股)：	58.37
3M 平均成交量 (百萬股)：	5.02
52 週股價 (低 \ 高) (NT\$)：	224.0 -1,015

股價表現	3M	6M	12M
絕對表現 (%)	1.2	23.4	149.9
相對表現 (%)	-1.3	6.1	116.2

每股盈餘

NT\$	1Q	2Q	3Q	4Q
2023	0.72A	1.89A	2.48A	3.88A
2024	2.08A	3.11A	4.34F	4.97F
2025	4.43F	5.89F	6.81F	7.84F

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

挾帶交期及技術優勢，成為全球電網更新計畫主要受惠者

重要訊息

凱基重啓對華城評等，在技術及交期優勢下，為美國電網升級最大受惠者。

評論及分析

電網升級趨勢，輔以美國政策支持，華城外銷營收大躍增。美國政府推出 IJA 以及 IRA 法案，我們推估若要滿足 2050 年淨零碳排需求，美國 2023-30 年變壓器進口需求 CAGR 將達到 10%。而因美國國內變壓器供給不足致交期不斷延長，我們預期對於海外進口大型電力變壓器(LPT)需求高峰將持續至 2027 年。華城作為台灣唯一可生產 500kV LPT 廠商，且交期僅 1.0-2.0 年，遠低於國外交期，在出貨量以及 ASP 齊揚下，我們預期華城變壓器外銷營收將於 2024-25 年分別年增 79%、61%。

台灣亦出台政策支持電網升級，挹注公司內銷營收。台灣政府推出強韌電網計畫，計畫投入 5,645 億元打造分散式電網。我們推估台電資本支出高峰將持續至 2025 年，並認為隨台電資本支出增加，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，在台電標案比重大致穩定假設下，我們預期華城 2024-25 年變壓器內銷營收將年增 28%、26%至 59.1 億元、74.1 億元。

變壓器價量齊揚帶動毛利率走升，2023-25 年 EPS CAGR 達 59%。華城 1H24 營收年增 65%至 76.8 億元，隨美國及台灣對於變壓器需求更加迫切，預估 2024-25 年營收將年增 40%以及 38%至 194 億元以及 267 億元。此外，變壓器外銷毛利率已達內銷的一倍以上，帶動公司 1H24 毛利率年增 6.4 個百分點至 35.4%。預估產品組合優化將帶動華城 2024-25 年毛利率分別年增 5.8、4.5 個百分點至 37.0%以及 41.5%，EPS 則分別為 14.50 元、24.98 元，年增 47%、72%。

投資建議

我們重啓華城評等為「增加持股」，12 個月目標價 875 元，係基於 2025 年 EPS 預估 24.98 元的 35 倍。我們認為華城挾帶技術及交期優勢，在變壓器持續供不應求背景下，得以享有較高評價。

投資風險

總經因素致美國電網更新進度延後。

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)	7,751	13,900	19,395	26,729	28,883
營業毛利 (NT\$百萬)	1,588	4,334	7,173	11,090	12,360
營業利益 (NT\$百萬)	429	2,854	5,175	8,830	9,990
稅後淨利 (NT\$百萬)	838	2,577	4,164	7,173	8,107
每股盈餘 (NT\$)	3.21	9.87	14.50	24.98	28.23
每股現金股利 (NT\$)	2.50	6.00	11.00	16.50	19.80
每股盈餘成長率 (%)	189.2	207.5	46.9	72.2	13.0
本益比 (x)	215.2	70.0	47.7	27.7	24.5
股價淨值比 (x)	43.5	29.9	24.6	17.7	13.7
EV/EBITDA (x)	300.0	57.2	34.5	20.6	18.0
淨負債比率 (%)	50.7	Net cash	Net cash	Net cash	Net cash
殖利率 (%)	0.4	0.9	1.6	2.4	2.9
股東權益報酬率 (%)	22.0	50.7	62.4	82.0	69.6

資料來源：公司資料，凱基

傳輸效率及容量需求刺激美國推出政策升級電網，華城外銷營收大幅成長

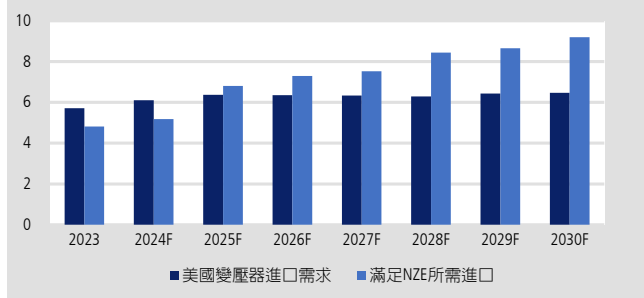
華城外銷佔 2023 年營收 36%，並以銷往美國佔比 70% 為最大宗。而受惠全球電力需求大幅增加，以及再生能源採用率提升，為減少傳輸耗能並增加可傳輸電力，美國政府推出 IIJA 以及 IRA 法案，預期在電網部分將投入 125 億美元以及 165 億美元資金進行升級。我們推估在現有政策及技術假設下，2023-30 年美國針對電網投資金額將達到 6,742 億美元，平均每年可提供 63 億美元變壓器進口需求予台廠爭取。若要滿足 2050 年淨零碳排需求，對於電網投資金額將進一步提升，2023-30 年變壓器進口需求 CAGR 將達到 10%。

除需求量大幅增加外，美國變壓器交期亦因美國國內供給不足以支應而不斷拉長，其中 LPT 交期最長可達 210 周。但華城在電力變壓器交期僅 1.5-2.0 年，配電變壓器則落於 0.5-1.0 年水準，遠低於國外交期。此外，美國變壓器價格也因為供不應求以及原物料價格上漲而水漲船高，美國 PPI 指數中，特殊變壓器指數已達到 420 的高峰，若以台灣外銷至美國變壓器觀察，不論在配電變壓器或是電力變壓器，每公噸價格皆較 2020 年成長 80% 以上。

華城為台灣唯一能供應 500kV 超大型電力變壓器廠商，亦具有交期更短的優勢，我們認為在美國對於海外變壓器更為仰賴的情況，加上美國持續針對韓國、中國變壓器進口課徵高額關稅，將有利華城訂單需求。隨變壓器價格不斷上漲，華城外銷至海外變壓器毛利率已達內銷毛利的一倍以上，在出貨量以及 ASP 齊揚下，我們預期華城變壓器外銷比重將提升至 50% 以上，挹注變壓器外銷營收於 2024-25 年分別年增 79%、61%。

圖 1：美國變壓器進口需求持續擴大

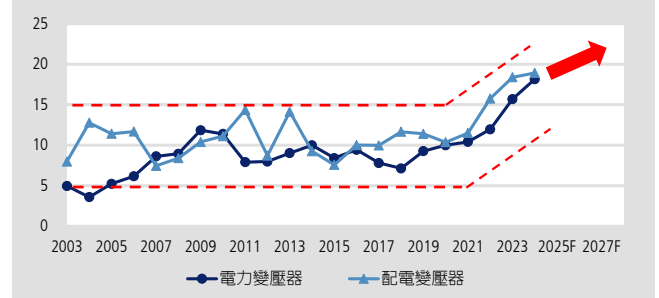
美國變壓器進口需求，十億美元



資料來源：BNEF、凱基預估

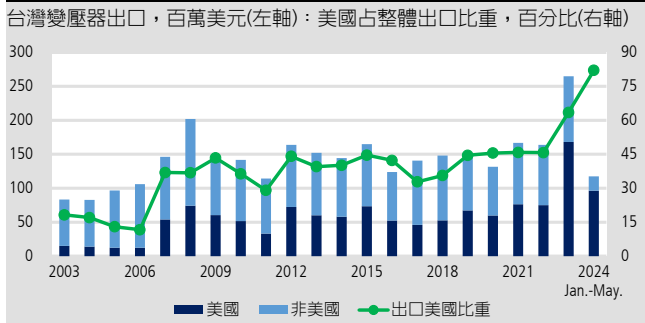
圖 2：外銷美國變壓器價格已達歷史高點，並預期持續走升

台灣出口至美國變壓器單價，千美元/噸



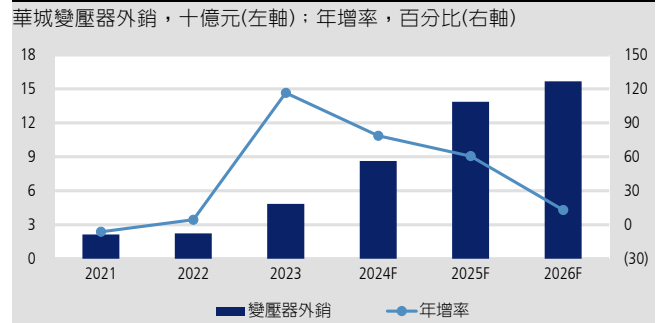
資料來源：中華民國海關、凱基

圖 3：2023 年台灣變壓器出口美國比重逾 60%



資料來源：中華民國海關、凱基

圖 4：預估 2024-26 年華城變壓器外銷 CAGR 將達 35%



資料來源：公司資料、凱基預估

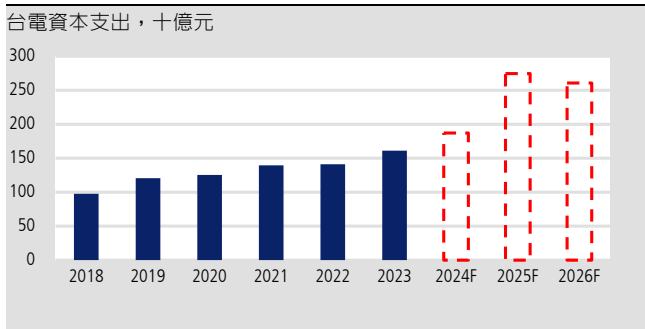
台電強韌電網計畫，華城預估將明顯受惠

華城內銷營收佔 2023 年 64%，業務除變壓器、配電盤、配電器材外，同時包含工程統包以及售電收入。台電為容納更多電力需求及再生能源，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售收入亦步亦趨，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對台電銷售收入。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。

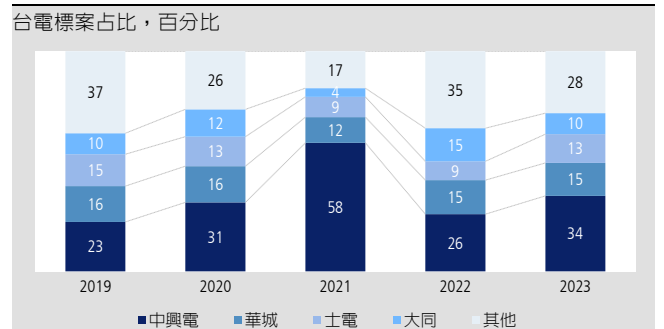
2023 年台電變電設備採購標案中，電力變壓器及配電變壓器占比分別為 15%以及 36%，華城在上述兩者占比分別為 39%以及 16%，我們認為華城將持續受惠台電強韌電網計畫對變壓器需求成長，並認為其在台電標案比重將逐漸提升，帶動 2024-25 年華城變壓器內銷營收年增 28%、26%至 59.1 億元、74.1 億元。

圖 5：台電資本支出將於 2025-26 年達到高峰



資料來源：台電、凱基預估

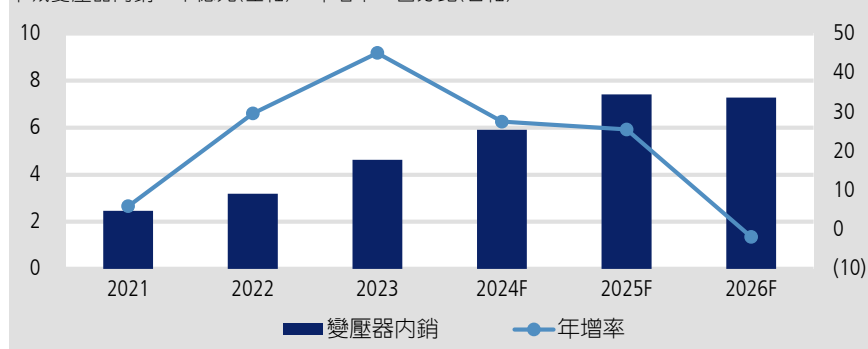
圖 6：華城每年佔台電標案比重約略 15%，將明顯受惠



資料來源：政府採購網、凱基

圖 7：台電強韌電網計畫帶動華城變壓器內銷營收成長

華城變壓器內銷，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

為滿足強勁變壓器需求，華城積極進行產能擴張

目前華城主要變壓器廠房包含：(1)中壢廠主要生產配電變壓器；(2)觀音二廠主要則以 161kV 至 345kV 級電力變壓器生產為主；(3)觀音三廠主要以配電盤；台電開關及綠能設備為主；(4)台中廠為國內唯一可生產 500kV 級變壓器廠，且原有 4 公頃廠房產能已滿載。

為滿足更多需求，公司持續進行產能擴增，預估 2024 年資本支出將由過往平均的 2-3,000 萬元提升至 10 億元以進行廠房擴建，包含：(1)台中港增租 1 公頃土地設廠，將可以增加 1 條變壓器產線，預計 2025 年完工；(2)斥資 8.8 億元興建觀音三廠，以填補小型配電變壓器產能，並同時生產中小型、中大型變壓器，預計 1Q25 完工，2Q25 投產。

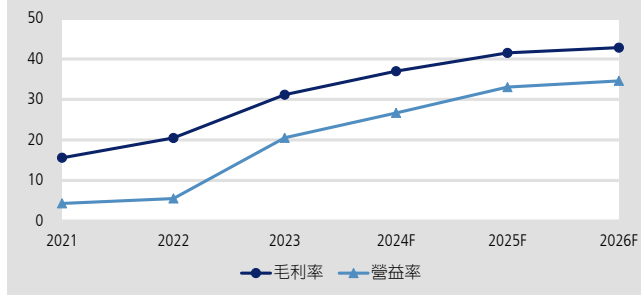
價量齊揚，華城獲利展望樂觀

華城 1H24 營收年增 65%至 76.8 億元，主要動能來自台電強韌電網計畫、美國電網汰舊換新的強勁需求。我們預期隨美國對於海外變壓器需求更加迫切，華城外銷佔比將於 2026 年以前由目前的 36%提升至 50%以上，加上台電對於變壓器需求高峰將持續至 2025 年，且訂單能見度長達 2-3 年，我們預估華城 2024-25 年營收將分別年增 40%以及 38%至 194 億元以及 267 億元。

此外，由於美國變壓器單價不斷提升，變壓器外銷毛利率已達內銷的一倍以上，進一步帶動公司 1H24 毛利率年增 6.4 個百分點至 35.4%。據了解，公司內銷變壓器毛利率在 20%以上水準，我們基於展望 2024 年變壓器外銷比重將提升至 50%以上的假設下，預估產品組合優化將帶動華城 2024-25 年毛利率分別年增 5.8、4.5 個百分點至 37.0%以及 41.5%，EPS 分別年增 47%以及 72%至 14.50 元、24.98 元。

圖 8：變壓器價量齊揚，公司毛利率持續走升

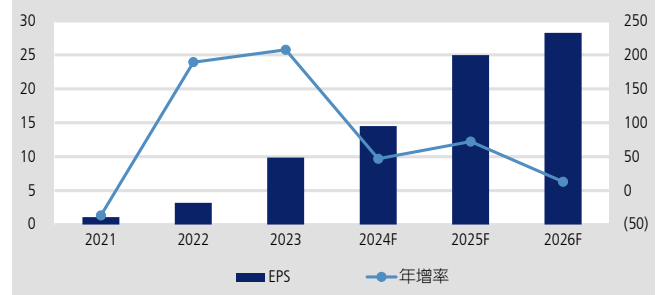
華城毛利率及營益率，百分比



資料來源：台電、凱基預估

圖 9：預估公司 2024-26 年 EPS CAGR 達 40%

EPS，元(左軸)：年增率，百分比(右軸)



資料來源：政府採購網、凱基

圖 10：2024-25 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	19,395	39.5	19,543	(0.8)	26,729	37.8	25,339	5.5
毛利	7,173	65.5	7,308	(1.9)	11,090	54.6	10,308	7.6
營業利益	5,175	81.4	5,274	(1.9)	8,830	70.6	7,858	12.4
稅後淨利	4,164	61.6	4,472	(6.9)	7,173	72.2	6,626	8.3
每股盈餘 (元)	14.50	46.9	16.17	(10.3)	24.98	72.2	23.92	4.4
毛利率 (%)	37.0	5.8 ppts	37.4	(0.4) ppts	41.5	4.5 ppts	40.7	0.8 ppts
營利率 (%)	26.7	6.2 ppts	27.0	(0.3) ppts	33.0	6.4 ppts	31.0	2.0 ppts
淨利率 (%)	21.5	2.9 ppts	22.9	(1.4) ppts	26.8	5.4 ppts	26.1	0.7 ppts

資料來源：Bloomberg，凱基預估

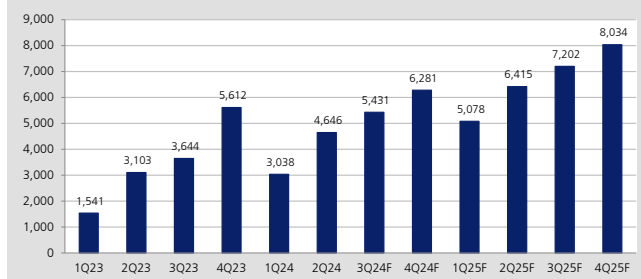
圖 11: 公司概況

華城成立於 1969 年，為重電產業設備廠商，主要生產製造配電及電力變壓器、開關設備、配電盤、相關配電器材及工程承包。公司產品線廣，在電力系統中，除了發電機和電纜沒有生產外，其餘電力相關產品皆有客製化的製造服務。公司致力於大型變壓器市場，電力變壓器佔國內產值 45%，佔我國外銷金額 90%以上；配電變壓器佔國內產值 22%，佔我國外銷金額 70%以上。

資料來源：凱基

圖 13: 季營業收入

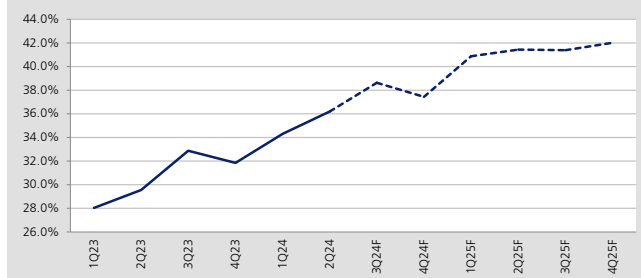
季營業收入，百萬元



資料來源：凱基

圖 15: 毛利率

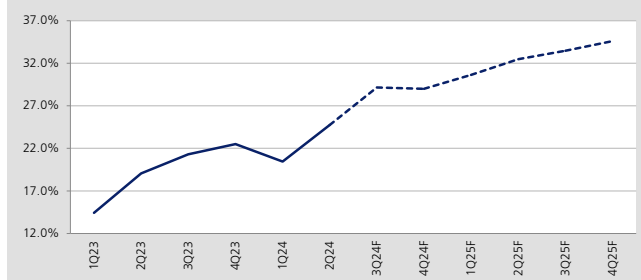
毛利率，百分比



資料來源：凱基

圖 17: 營業利潤率

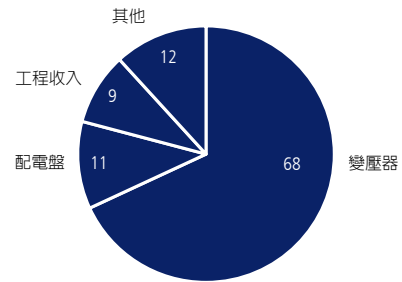
營業利潤率，百分比



資料來源：凱基

圖 12: 變壓器佔華城營收大宗

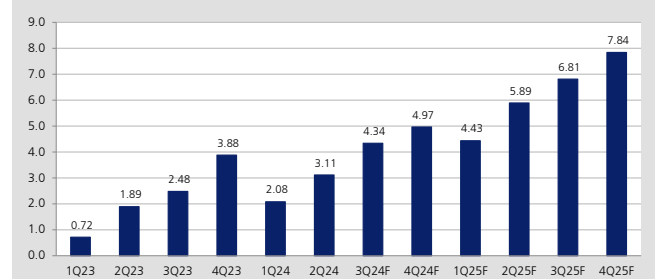
2023 年產品營收比重，百分比



資料來源：公司資料、凱基

圖 14: 每股盈利

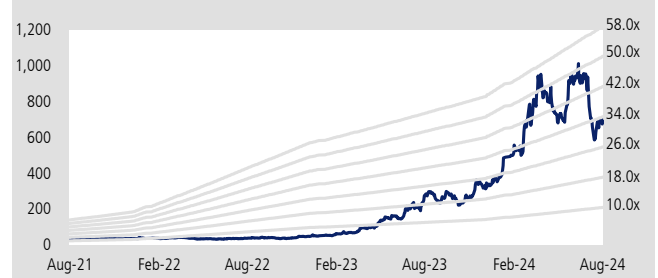
每股盈利，元



資料來源：凱基

圖 16: 本益比

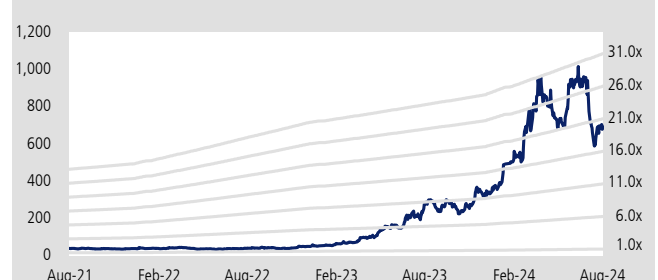
本益比，倍



資料來源：凱基

圖 18: 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	3,038	4,646	5,431	6,281	5,078	6,415	7,202	8,034	19,395	26,729	28,883
營業成本	(1,996)	(2,965)	(3,333)	(3,930)	(3,003)	(3,757)	(4,221)	(4,658)	(12,223)	(15,638)	(16,522)
營業毛利	1,042	1,681	2,098	2,351	2,076	2,658	2,981	3,375	7,173	11,090	12,360
營業費用	(421)	(532)	(515)	(530)	(520)	(575)	(570)	(595)	(1,998)	(2,260)	(2,370)
營業利益	621	1,150	1,583	1,821	1,556	2,083	2,411	2,780	5,175	8,830	9,990
折舊	(44)	(47)	(82)	(156)	(92)	(92)	(92)	(92)	(330)	(369)	(382)
攤提	(7)	(7)	(7)	(6)	(7)	(7)	(7)	(7)	(28)	(28)	(28)
EBITDA	672	1,204	1,672	1,984	1,655	2,182	2,510	2,879	5,533	9,227	10,400
利息收入	14	19	11	10	12	11	11	10	54	44	44
投資利益淨額	0	(0)	-	-	-	-	-	-	0	-	-
其他營業外收入	42	49	36	36	36	36	36	36	163	142	142
總營業外收入	56	68	47	46	48	47	47	46	216	186	186
利息費用	(5)	(11)	(8)	(8)	(6)	(6)	(5)	(5)	(32)	(22)	(16)
投資損失	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
其他營業外費用	77	37	(4)	(6)	(6)	(9)	(6)	(6)	104	(28)	(26)
總營業外費用	72	26	(12)	(14)	(12)	(15)	(11)	(11)	72	(50)	(42)
稅前純益	749	1,244	1,617	1,853	1,591	2,114	2,446	2,814	5,463	8,966	10,134
所得稅費用[利益]	(155)	(354)	(372)	(426)	(318)	(423)	(489)	(563)	(1,308)	(1,793)	(2,027)
少數股東損益	4	5	-	-	-	-	-	-	9	-	-
非常項目前稅後純益	598	894	1,245	1,427	1,273	1,691	1,957	2,251	4,164	7,173	8,107
非常項目	(0)	0	-	-	-	-	-	-	-	-	-
稅後淨利	598	894	1,245	1,427	1,273	1,691	1,957	2,251	4,164	7,173	8,107
每股盈餘 (NT\$)	2.08	3.11	4.34	4.97	4.43	5.89	6.81	7.84	14.50	24.98	28.23
獲利率 (%)											
營業毛利率	34.3	36.2	38.6	37.4	40.9	41.4	41.4	42.0	37.0	41.5	42.8
營業利益率	20.4	24.7	29.2	29.0	30.6	32.5	33.5	34.6	26.7	33.0	34.6
EBITDA Margin	22.1	25.9	30.8	31.6	32.6	34.0	34.9	35.8	28.5	34.5	36.0
稅前純益率	24.7	26.8	29.8	29.5	31.3	33.0	34.0	35.0	28.2	33.5	35.1
稅後純益率	19.7	19.2	22.9	22.7	25.1	26.4	27.2	28.0	21.5	26.8	28.1
季成長率 (%)											
營業收入	(45.9)	52.9	16.9	15.7	(19.1)	26.3	12.3	11.5			
營業毛利	(41.7)	61.4	24.8	12.1	(11.7)	28.0	12.1	13.2			
營業收益增長	(50.8)	85.1	37.7	15.1	(14.6)	33.9	15.7	15.3			
EBITDA	(48.7)	79.1	38.9	18.6	(16.6)	31.9	15.0	14.7			
稅前純益	(42.9)	66.0	30.0	14.6	(14.1)	32.9	15.7	15.1			
稅後純益	(46.4)	49.6	39.3	14.6	(10.8)	32.9	15.7	15.1			
年成長率 (%)											
營業收入	97.2	49.7	49.0	11.9	67.2	38.1	32.6	27.9	39.5	37.8	8.1
營業毛利	141.3	83.4	75.1	31.6	99.2	58.1	42.1	43.5	65.5	54.6	11.5
營業收益	179.5	94.4	103.8	44.2	150.5	81.2	52.3	52.6	81.4	70.6	13.1
EBITDA	156.1	89.9	104.0	51.5	146.2	81.2	50.1	45.1	82.8	66.8	12.7
稅前純益	213.6	92.5	84.8	41.3	112.4	70.0	51.2	51.9	77.8	64.1	13.0
稅後純益	190.7	64.5	74.7	28.0	112.9	89.1	57.1	57.8	61.6	72.2	13.0

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
資產總額	11,700	15,247	18,753	24,259	28,368
流動資產	9,118	12,567	15,402	21,076	25,366
現金及短期投資	837	1,957	2,332	4,733	8,137
存貨	4,205	5,441	6,934	8,896	9,398
應收帳款及票據	2,142	2,469	3,435	4,747	5,130
其他流動資產	1,934	2,700	2,700	2,700	2,700
非流動資產	2,583	2,680	3,351	3,183	3,002
長期投資	323	309	310	311	311
固定資產	1,977	2,081	2,751	2,582	2,401
什項資產	283	290	290	290	290
負債總額	7,435	9,114	11,336	13,978	15,148
流動負債	6,411	8,777	10,883	13,563	14,720
應付帳款及票據	2,150	3,343	4,260	5,465	5,774
短期借款	2,038	390	273	312	299
什項負債	2,223	5,045	6,350	7,786	8,647
長期負債	1,025	337	453	415	427
長期借款	720	100	217	178	191
其他負債及準備	189	113	113	113	113
股東權益總額	4,265	6,133	7,416	10,282	13,220
普通股股本	2,611	2,611	2,611	2,611	2,611
保留盈餘	995	2,798	4,091	6,956	9,894
少數股東權益	122	106	97	97	97
優先股股東資金	-	-	-	-	-

主要財務比率

	Dec-22A	Dec-23A	Dec-24F	Dec-25F	Dec-26F
年成長率					
營業收入	(14.1%)	79.3%	39.5%	37.8%	8.1%
營業收益增長	9.5%	564.8%	81.4%	70.6%	13.1%
EBITDA	8.9%	422.4%	82.8%	66.8%	12.7%
稅後純益	189.2%	207.5%	61.6%	72.2%	13.0%
每股盈餘成長率	189.2%	207.5%	46.9%	72.2%	13.0%
獲利能力分析					
營業毛利率	20.5%	31.2%	37.0%	41.5%	42.8%
營業利益率	5.5%	20.5%	26.7%	33.0%	34.6%
EBITDA Margin	7.5%	21.8%	28.5%	34.5%	36.0%
稅後純益率	10.8%	18.5%	21.5%	26.8%	28.1%
平均資產報酬率	7.8%	19.1%	24.5%	33.4%	30.8%
股東權益報酬率	22.0%	50.7%	62.4%	82.0%	69.6%
穩定 \ 償債能力分析					
毛負債比率 (%)	64.7%	8.0%	6.6%	4.8%	3.7%
淨負債比率	50.7%	Net cash	Net cash	Net cash	Net cash
利息保障倍數 (x)	21.2	63.3	172.5	408.5	634.4
利息及短期債保障倍數 (x)	0.3	0.9	0.9	1.0	1.0
Cash Flow Int. Coverage (x)	17.9	86.9	93.5	250.0	496.3
Cash Flow/Int. & ST Debt (x)	0.4	9.8	9.8	16.5	25.2
流動比率 (x)	1.4	1.4	1.4	1.6	1.7
速動比率 (x)	0.8	0.8	0.8	0.9	1.1
淨負債 (NT\$百萬)	2,162	(1,248)	(1,624)	(4,024)	(7,428)
每股資料分析					
每股盈餘 (NT\$)	3.21	9.87	14.50	24.98	28.23
每股現金盈餘 (NT\$)	3.21	16.40	10.37	19.16	27.65
每股淨值 (NT\$)	15.87	23.08	28.04	39.01	50.27
調整後每股淨值 (NT\$)	15.87	23.08	25.49	35.46	45.70
每股營收 (NT\$)	29.69	53.24	67.54	93.08	100.58
EBITDA/Share (NT\$)	2.22	11.59	19.27	32.13	36.22
每股現金股利 (NT\$)	2.50	6.00	11.00	16.50	19.80
資產運用狀況					
資產周轉率 (x)	0.72	1.03	1.14	1.24	1.10
應收帳款周轉天數	100.9	64.8	64.8	64.8	64.8
存貨周轉天數	249.0	207.6	207.6	207.6	207.6
應付帳款周轉天數	127.3	127.6	127.6	127.6	127.6
現金轉換周轉天數	222.6	144.9	144.9	144.9	144.9

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
營業收入	7,751	13,900	19,395	26,729	28,883
營業成本	(6,163)	(9,566)	(12,223)	(15,638)	(16,522)
營業毛利	1,588	4,334	7,173	11,090	12,360
營業費用	(1,158)	(1,480)	(1,998)	(2,260)	(2,370)
營業利益	429	2,854	5,175	8,830	9,990
總營業外收入	47	196	216	186	186
利息收入	8	27	54	44	44
投資利益淨額	1	-	0	-	-
其他營業外收入	38	169	163	142	142
總營業外費用	474	22	72	(50)	(42)
利息費用	(47)	(49)	(32)	(22)	(16)
投資損失	-	(1)	-	-	-
其他營業外費用	521	72	104	(28)	(26)
稅前純益	950	3,072	5,463	8,966	10,134
所得稅費用[利益]	(127)	(510)	(1,308)	(1,793)	(2,027)
少數股東損益	16	15	9	-	-
非常項目	-	(0)	0	-	-
稅後淨利	838	2,577	4,164	7,173	8,107
EBITDA	579	3,026	5,533	9,227	10,400
每股盈餘 (NT\$)	3.21	9.87	14.50	24.98	28.23

現金流量

NT\$百萬	Dec-22A	Dec-23A	Dec-24F	Dec-25F	Dec-26F
營運活動之現金流量	838	4,281	2,979	5,501	7,941
本期純益	838	2,577	4,164	7,173	8,107
折舊及攤提	150	172	357	397	410
本期運用資金變動	(1,284)	(405)	(1,542)	(2,068)	(576)
其他營業資產及負債變動	1,134	1,936	(0)	(0)	0
投資活動之現金流量	(401)	(184)	(1,028)	(229)	(229)
投資用短期投資出售[新購]	(144)	12	-	-	-
本期長期投資變動	-	(1)	(1)	(1)	(1)
資本支出淨額	(139)	(146)	(1,000)	(200)	(200)
其他資產變動	(118)	(49)	(28)	(28)	(28)
自由現金流	(925)	1,973	1,724	5,164	7,597
融資活動之現金流量	28	(2,946)	(1,575)	(2,872)	(4,307)
短期借款變動	5	(876)	-	-	-
長期借款變動	310	(1,262)	-	-	-
現金增資	-	-	-	-	-
已支付普通股股息	(261)	(653)	(1,566)	(2,872)	(4,307)
其他融資現金流	(25)	(155)	(9)	-	-
匯率影響數	(38)	(10)			
本期產生現金流量	427	1,142	376	2,400	3,405

投資回報率

	Dec-22A	Dec-23A	Dec-24F	Dec-25F	Dec-26F
1 - 營業成本/營業收入					
- 銷管費用/營業收入	14.9%	10.7%	10.3%	8.5%	8.2%
= 營業利益率	5.5%	20.5%	26.7%	33.0%	34.6%
1 / (營業運用資金/營業收入	0.5	0.2	0.1	0.1	0.1
+ 淨固定資產/營業收入	0.3	0.1	0.1	0.1	0.1
+ 什項資產/營業收入)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
= 資本周轉率	1.3	3.2	3.7	4.7	5.5
營業利益率	5.5%	20.5%	26.7%	33.0%	34.6%
x 資本周轉率	1.3	3.2	3.7	4.7	5.5
x (1 - 有效現金稅率)	86.6%	83.4%	76.1%	80.0%	80.0%
= 稅後 ROIC	6.3%	54.7%	74.8%	123.4%	152.0%

資料來源：公司資料，凱基

華城 – 以往評級及目標價



日期	評級	目標價	收盤價
2024-03-12	增加持股	850	525
2023-12-27	增加持股	500	317
2023-11-09	持有	244	235
2023-09-21	持有	244	245

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，遲後若有變更時，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。