

2024 年 9 月 10 日

研究員：莊禮誠 dan.chuang@cim.capital.com.tw

| | |
|-------|----------|
| 前日收盤價 | 346.00 元 |
| 目標價 | |
| 3 個月 | 400.00 元 |
| 12 個月 | 400.00 元 |

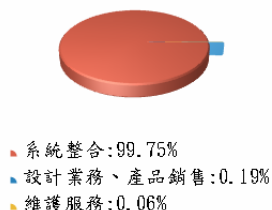
近期報告日期、評等及前日股價

| | | |
|------------|-------------|--------|
| 12/12/2023 | 已到目標價 | |
| 06/15/2023 | Trading Buy | 234.50 |

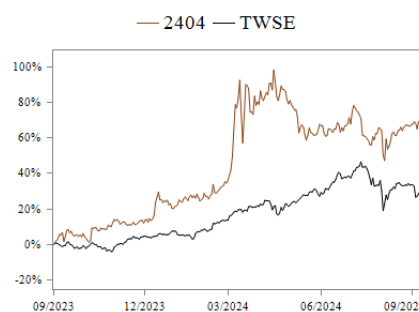
公司基本資訊

| | |
|------------|-------|
| 目前股本(百萬元) | 1,906 |
| 市值(億元) | 660 |
| 目前每股淨值(元) | 55.54 |
| 外資持股比(%) | 22.51 |
| 投信持股比(%) | 23.14 |
| 董監持股比(%) | 9.50 |
| 融資餘額(張) | 1,063 |
| 現金股息配發率(%) | 84.61 |

產品組合



股價相對大盤走勢



漢唐(2404 TT)

Buy

現金殖利率逾 6%，2Q24 毛利率已回升，2025 年營運正向。

投資建議：漢唐在手金額維持高檔，獲利穩定，2024 年現金殖利率逾 6%，同時 2Q24 毛利率已呈現季增，2025 年營運展望正向，投資建議調升為 Buy。

漢唐在手訂單逾 645 億元：漢唐客戶包含台系晶圓代工廠、美系記憶體廠、台系面板廠...等。漢唐於 08/2024 法說會時表示，累計已簽約未認列的在手訂單金額達 645.64 億元，維持近年高檔。

漢唐 2025 年營收展望正向：由於漢唐 2023 年營收基期較高，但法人預估漢唐 2024 年營收較 2022 年成長，2025 年展望也正向，成長動能包含台系晶圓代工廠的建廠需求。

漢唐毛利率有望逐漸轉佳：漢唐表示，台灣客戶美國廠一期的部分，漢唐已認列完大部分，之後二期的獲利率有望較一期好。4Q23~1Q24 可能是毛利率的谷底，2Q24 毛利率已呈現季增。

群益預估 2024/2025 年 EPS 為 24.71/24.14 元：群益預估 2024 全年營收 516.67 億元，YoY-25.00%；稅後純益 47.09 億元，YoY+1.16%；稅後 EPS 24.71 元。群益預估 2025 全年營收 568.34 億元，YoY+10.00%；稅後純益 46.02 億元，YoY-2.28%；稅後 EPS 24.14 元。

漢唐現金殖利率超過 6%：漢唐 2024 年配發現金股利 21 元/股，現金殖利率超過 6%，盈餘配發率 84%。

| (百萬元) | 2023 | 2024F | 2025F | 2Q23 | 3Q23 | 4Q23 | 1Q24 | 2Q24 | 3Q24F | 4Q24F | 1Q25F | 2Q25F |
|-----------------|--------|---------|--------|--------|--------|---------|---------|--------|---------|--------|---------|--------|
| 營業收入淨額 | 68,890 | 51,667 | 56,834 | 17,620 | 17,546 | 18,152 | 12,254 | 11,371 | 12,647 | 15,395 | 13,117 | 13,667 |
| 營業毛利淨額 | 7,531 | 6,759 | 7,470 | 1,966 | 1,783 | 1,972 | 1,533 | 1,526 | 1,700 | 2,000 | 1,700 | 1,800 |
| 營業利益 | 6,062 | 5,448 | 6,101 | 1,562 | 1,384 | 1,641 | 1,190 | 1,208 | 1,400 | 1,650 | 1,358 | 1,457 |
| 稅後純益 | 4,655 | 4,709 | 4,602 | 1,237 | 1,307 | 984 | 1,274 | 1,193 | 1,029 | 1,213 | 1,032 | 1,096 |
| 稅後 EPS(元) | 24.42 | 24.71 | 24.14 | 6.49 | 6.86 | 5.16 | 6.68 | 6.26 | 5.40 | 6.37 | 5.41 | 5.75 |
| 毛利率(%) | 10.93% | 13.08% | 13.14% | 11.16% | 10.16% | 10.86% | 12.51% | 13.42% | 13.44% | 12.99% | 12.96% | 13.17% |
| 營業利益率(%) | 8.80% | 10.54% | 10.73% | 8.86% | 7.89% | 9.04% | 9.71% | 10.62% | 11.07% | 10.72% | 10.35% | 10.66% |
| 稅後純益率(%) | 6.76% | 9.11% | 8.10% | 7.02% | 7.45% | 5.42% | 10.39% | 10.49% | 8.14% | 7.88% | 7.87% | 8.02% |
| 營業收入 YoY/QoQ(%) | 42.92% | -25.00% | 10.00% | 13.16% | -0.42% | 3.45% | -32.49% | -7.20% | 11.22% | 21.74% | -14.80% | 4.19% |
| 稅後純益 YoY/QoQ(%) | 16.40% | 1.16% | -2.28% | 9.79% | 5.62% | -24.74% | 29.49% | -6.36% | -13.69% | 17.87% | -14.95% | 6.18% |

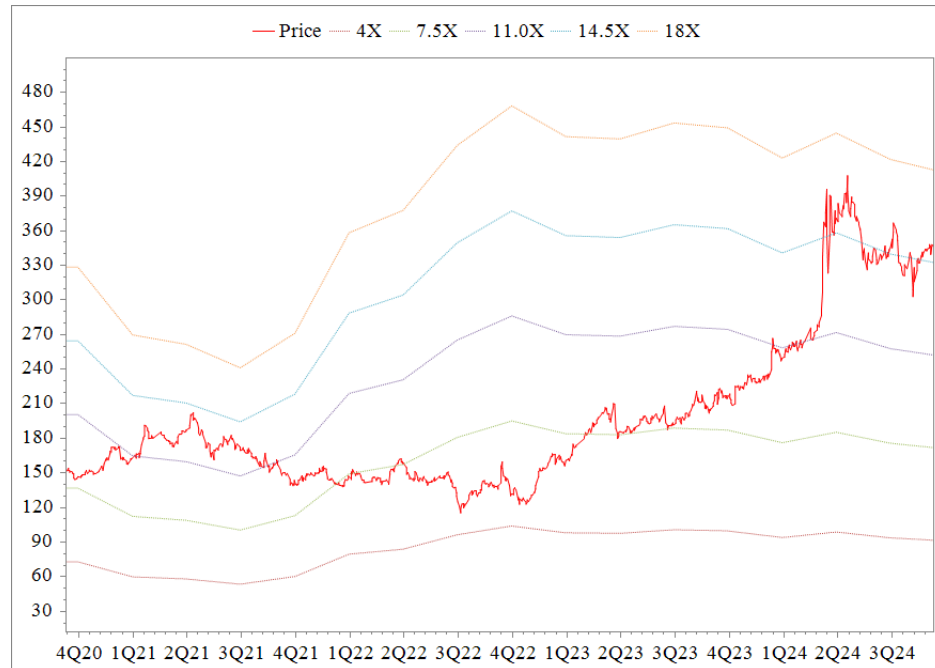
註：稅後純益係指本期淨利歸屬於母公司業主；稅後 EPS 以股本 19.06 億元計算。

2024 年 9 月 10 日

ESG：

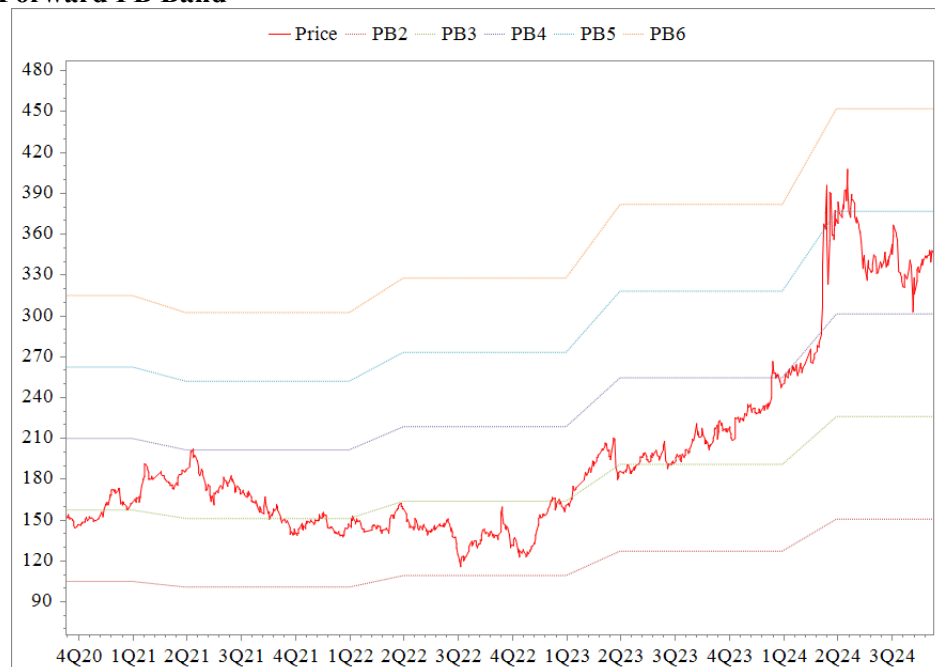
永續環境是漢唐經營理念之綠色承諾，因應全球環保節能的需求，我們透過工程設計、系統整合提升工程效率，減少工程過程中能耗。漢唐集成響應政府綠色採購辦法，我們從原物料取得、工程施作、運輸配送、完工至客戶使用階段，優先要求廠商提供低污染、可回收、再利用之環保產品，以達到廢棄物減量之目標。漢唐集成根著台灣，從初創之施工安裝小公司成長為專業工程集成公司，有賴於各地政通人和，因此，漢唐集成本著感恩的心回饋在地，不斷捐助弱勢及支持培育英才，期望肩擔起企業之「社會責任」，讓台灣變得更美好。漢唐股東會由全體股東組成，對公司重大事項進行決策，定期聽取董事會報告，為公司最高決策機關；董事會為最高治理機關，董事會成員皆恪盡善良管理人之注意義務，擘劃公司的經營政策與檢視財務績效，並確保公司營運遵守各種法令；為完善公司治理運作、強化公司競爭力，董事會設置審計委員會與薪資報酬委員會來健全董事會運作；董事會之下亦設有獨立之稽核室，定期執行稽核業務並向審計委員會與董事會呈報稽核結果。

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 9 月 10 日

資產負債表

| (百萬元) | 2021 | 2022 | 2023 | 2024F | 2025F |
|----------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| 資產總計 | 23,750 | 33,473 | 46,464 | 43,501 | 54,227 |
| 流動資產 | 18,963 | 29,016 | 42,413 | 8,997 | 47,837 |
| 現金及約當現金 | 6,923 | 11,223 | 9,386 | 2,596 | 11,149 |
| 應收帳款與票據 | 2,898 | 8,395 | 7,211 | 4,880 | 8,511 |
| 存貨 | 58 | 52 | 24 | 99 | 37 |
| 採權益法之投資 | 875 | 839 | 806 | 9,958 | 1,509 |
| 不動產、廠房設備 | 1,328 | 1,406 | 1,369 | 1,369 | 1,369 |
| 負債總計 | 13,983 | 22,862 | 34,036 | 28,755 | 38,734 |
| 流動負債 | 13,204 | 21,899 | 33,072 | 6,765 | 36,798 |
| 應付帳款及票據 | 4,721 | 6,270 | 8,337 | 3,499 | 9,484 |
| 非流動負債 | 779 | 964 | 964 | 26,828 | 789 |
| 權益總計 | 9,766 | 10,610 | 12,429 | 14,746 | 15,494 |
| 普通股股本 | 1,906 | 1,906 | 1,906 | 1,906 | 1,906 |
| 保留盈餘 | 6,426 | 7,991 | 9,835 | 12,152 | 12,900 |
| 母公司業主權益 | 9,607 | 10,414 | 12,129 | 14,360 | 14,960 |
| 負債及權益總計 | 23,750 | 33,473 | 46,464 | 43,501 | 54,227 |

現金流量表

| (百萬元) | 2021 | 2022 | 2023 | 2024F | 2025F |
|---------------|--------|--------|--------|---------|---------|
| 營業活動現金 | 2,094 | 6,617 | 4,391 | 6,611 | 5,942 |
| 稅前純益 | 3,555 | 5,428 | 6,479 | 6,185 | 6,101 |
| 折舊及攤銷 | 71 | 110 | 138 | 107 | 96 |
| 營運資金變動 | 1,837 | -3,942 | 3,279 | -2,581 | 2,417 |
| 其他營運現金 | -3,370 | 5,021 | -5,506 | 2,900 | -2,671 |
| 投資活動現金 | -366 | 670 | -6,424 | -21,395 | 19,569 |
| 資本支出淨額 | -463 | -99 | -5 | -95 | -95 |
| 長期投資變動 | 19 | 183 | 54 | 0 | 0 |
| 其他投資現金 | 79 | 585 | -6,473 | -21,300 | 19,664 |
| 籌資活動現金 | -3,287 | -3,168 | 256 | 7,994 | -16,958 |
| 長借/公司債變動 | 0 | 0 | 0 | 25,863 | -26,038 |
| 現金增資 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 發放現金股利 | -3,240 | -2,462 | -2,814 | -2,478 | -4,002 |
| 其他籌資現金 | -47 | -706 | 3,070 | -15,392 | 13,083 |
| 淨現金流量 | -1,579 | 4,300 | -1,838 | -6,790 | 8,553 |
| 期初現金 | 8,502 | 6,923 | 11,223 | 9,386 | 2,596 |
| 期末現金 | 6,923 | 11,223 | 9,386 | 2,596 | 11,149 |

資料來源：CMoney、群益

損益表

| (百萬元) | 2021 | 2022 | 2023 | 2024F | 2025F |
|---------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 營業收入淨額 | 25,606 | 48,200 | 68,890 | 51,667 | 56,834 |
| 營業成本 | 21,520 | 41,482 | 61,358 | 44,909 | 49,364 |
| 營業毛利淨額 | 4,087 | 6,719 | 7,531 | 6,759 | 7,470 |
| 營業費用 | 947 | 1,288 | 1,470 | 1,310 | 1,370 |
| 營業利益 | 3,140 | 5,430 | 6,062 | 5,448 | 6,101 |
| EBITDA | 3,542 | 5,401 | 6,419 | 5,430 | 5,500 |
| 業外收入及支出 | 319 | -166 | 31 | 737 | 0 |
| 稅前純益 | 3,555 | 5,428 | 6,479 | 6,185 | 6,101 |
| 所得稅 | 735 | 1,326 | 1,632 | 1,391 | 1,351 |
| 稅後純益 | 2,769 | 3,999 | 4,655 | 4,709 | 4,602 |
| 稅後 EPS(元) | 14.53 | 20.98 | 24.42 | 24.71 | 24.14 |
| 完全稀釋 EPS** | 14.53 | 20.98 | 24.42 | 24.71 | 24.14 |

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 19.06【最新股本】億元計算。

註 3：完全稀釋 EPS 以股本 19.06 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 | -28.55% | 88.24% | 42.92% | -25.00% | 10.00% |
| 營業毛利淨額 | -28.10% | 64.41% | 12.09% | -10.26% | 10.53% |
| 營業利益 | -32.05% | 72.96% | 11.62% | -10.12% | 11.97% |
| 稅後純益 | -31.33% | 44.41% | 16.40% | 1.16% | -2.28% |

獲利能力分析(%)

| | | | | | |
|-----------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 毛利率 | 15.96% | 13.94% | 10.93% | 13.08% | 13.14% |
| EBITDA(%) | 13.83% | 11.20% | 9.32% | 10.51% | 9.68% |
| 營益率 | 12.26% | 11.27% | 8.80% | 10.54% | 10.73% |
| 稅後純益率 | 10.82% | 8.30% | 6.76% | 9.11% | 8.10% |
| 總資產報酬率 | 11.66% | 11.95% | 10.02% | 10.83% | 8.49% |
| 股東權益報酬率 | 28.36% | 37.69% | 37.46% | 31.94% | 29.70% |

償債能力檢視

| | | | | | |
|-----------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 負債比率(%) | 58.88% | 68.30% | 73.25% | 66.10% | 71.43% |
| 負債/淨值比(%) | 143.18% | 215.47% | 273.85% | 195.00% | 250.00% |
| 流動比率(%) | 143.61% | 132.50% | 128.24% | 133.00% | 130.00% |

其他比率分析

| | | | | | |
|--------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 存貨天數 | 0.93 | 0.49 | 0.23 | 0.50 | 0.50 |
| 應收帳款天數 | 71.58 | 42.76 | 41.34 | 42.71 | 43.00 |

2024 年 9 月 10 日

季度損益表

| (百萬元) | 1Q23 | 2Q23 | 3Q23 | 4Q23 | 1Q24 | 2Q24 | 3Q24F | 4Q24F | 1Q25F | 2Q25F | 3Q25F | 4Q25F |
|----------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 營業收入淨額 | 15,571 | 17,620 | 17,546 | 18,152 | 12,254 | 11,371 | 12,647 | 15,395 | 13,117 | 13,667 | 14,234 | 15,815 |
| 營業成本 | 13,761 | 15,655 | 15,763 | 16,180 | 10,721 | 9,846 | 10,947 | 13,395 | 11,417 | 11,867 | 12,334 | 13,745 |
| 營業毛利淨額 | 1,810 | 1,966 | 1,783 | 1,972 | 1,533 | 1,526 | 1,700 | 2,000 | 1,700 | 1,800 | 1,900 | 2,070 |
| 營業費用 | 335 | 404 | 399 | 331 | 343 | 318 | 300 | 350 | 342 | 343 | 337 | 347 |
| 營業利益 | 1,475 | 1,562 | 1,384 | 1,641 | 1,190 | 1,208 | 1,400 | 1,650 | 1,358 | 1,457 | 1,563 | 1,723 |
| 業外收入及支出 | 98 | 201 | 376 | -257 | 427 | 310 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 稅前純益 | 1,573 | 1,763 | 1,760 | 1,384 | 1,617 | 1,518 | 1,400 | 1,650 | 1,358 | 1,457 | 1,563 | 1,723 |
| 所得稅 | 437 | 494 | 397 | 304 | 336 | 319 | 335 | 401 | 291 | 324 | 349 | 387 |
| 稅後純益 | 1,127 | 1,237 | 1,307 | 984 | 1,274 | 1,193 | 1,029 | 1,213 | 1,032 | 1,096 | 1,175 | 1,299 |
| 最新股本 | 1,906 | 1,906 | 1,906 | 1,906 | 1,906 | 1,906 | 1,906 | 1,906 | 1,906 | 1,906 | 1,906 | 1,906 |
| 稅後EPS(元) | 5.91 | 6.49 | 6.86 | 5.16 | 6.68 | 6.26 | 5.40 | 6.37 | 5.41 | 5.75 | 6.16 | 6.82 |

獲利能力(%)

| | | | | | | | | | | | | |
|----------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 毛利率(%) | 11.63% | 11.16% | 10.16% | 10.86% | 12.51% | 13.42% | 13.44% | 12.99% | 12.96% | 13.17% | 13.35% | 13.09% |
| 營業利益率(%) | 9.47% | 8.86% | 7.89% | 9.04% | 9.71% | 10.62% | 11.07% | 10.72% | 10.35% | 10.66% | 10.98% | 10.89% |
| 稅後純益率(%) | 7.24% | 7.02% | 7.45% | 5.42% | 10.39% | 10.49% | 8.14% | 7.88% | 7.87% | 8.02% | 8.25% | 8.21% |

QoQ(%)

| | | | | | | | | | | | | |
|--------|---------|--------|---------|---------|---------|--------|---------|--------|---------|-------|-------|--------|
| 營業收入淨額 | -15.31% | 13.16% | -0.42% | 3.45% | -32.49% | -7.20% | 11.22% | 21.74% | -14.80% | 4.19% | 4.14% | 11.11% |
| 營業利益 | -6.63% | 5.90% | -11.40% | 18.57% | -27.45% | 1.46% | 15.91% | 17.86% | -17.72% | 7.34% | 7.24% | 10.25% |
| 稅前純益 | 3.96% | 12.05% | -0.17% | -21.38% | 16.89% | -6.14% | -7.78% | 17.86% | -17.72% | 7.34% | 7.24% | 10.25% |
| 稅後純益 | 12.17% | 9.79% | 5.62% | -24.74% | 29.49% | -6.36% | -13.69% | 17.87% | -14.95% | 6.18% | 7.23% | 10.56% |

YoY(%)

| | | | | | | | | | | | | |
|--------|---------|--------|---------|--------|---------|---------|---------|---------|---------|--------|--------|-------|
| 營業收入淨額 | 168.81% | 76.02% | 25.22% | -1.27% | -21.30% | -35.46% | -27.92% | -15.19% | 7.05% | 20.19% | 12.55% | 2.73% |
| 營業利益 | 114.41% | 25.48% | -27.85% | 3.87% | -19.29% | -22.67% | 1.17% | 0.56% | 14.03% | 20.65% | 11.63% | 4.42% |
| 稅前純益 | 121.50% | 54.41% | -14.68% | -8.57% | 2.80% | -13.88% | -20.44% | 19.25% | -16.06% | -4.01% | 11.63% | 4.42% |
| 稅後純益 | 112.06% | 41.64% | -17.77% | -2.11% | 13.01% | -3.61% | -21.24% | 23.35% | -18.98% | -8.13% | 14.14% | 7.06% |

註1：稅後EPS以股本19.06億元計算。

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。