

2024 年 9 月 6 日

研究員：吳建弘 A51102@cim.capital.com.tw

前日收盤價 61.10 元

目標價

3 個月 -- 元

12 個月 -- 元

國統(8936 TT)

Neutral

近期報告日期、評等及前日股價

01/24/2024 到價

01/22/2024 Trading Buy 44.80

公司基本資訊

目前股本(百萬元) 2,481

市值(億元) 152

目前每股淨值(元) 22.71

外資持股比(%) 12.35

投信持股比(%) 0.57

董監持股比(%) 5.97

融資餘額(張) 16,792

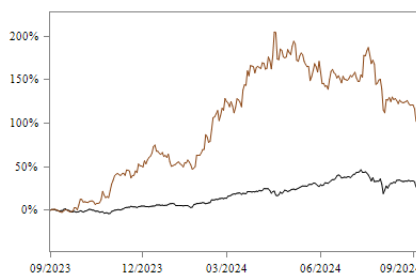
現金股息配發率(%) 52.08

產品組合



股價相對大盤走勢

— 8936 — TWSE



工程緩步增溫。

投資建議：雖國統在手工程逐漸施工，但考量大盤本益比修正，故調整國統的投資建議至 Neutral。

3Q24 新專案逐漸施工，營運再度成長：預期多項聯通管、水處理等大型工程逐漸邁向施工階段，帶動國統 3Q24 營運持續增溫，預估 3Q24 營收 14.35 億元，QoQ+11.95%，稅後純益 2.55 億元，QoQ+28.11%，EPS1.03 元。

2025 年受惠海淡廠標案取得，工程帶動國統營運持續走揚：2025 年國統持續深化水資源工程佈局，2Q25 標案總值 209.65 億元的台南海淡廠統包工程一期開始動工，帶動國統 2025 年起工程占比逐步增加，並且受惠水資源工程大型化趨勢與國統的營運地位，研究部預期有機會增加國統在未來水資源工程的投標機率，實踐長期國內水資源一站式服務廠商的營運方向，研究部預期國統 2025 年工程占比逐步增加，預估 2025 年營收 65.44 億元，YoY+14.08%，稅後純益 11.23 億元，YoY+19.13%，EPS4.52 元。

或有負債分析：因疫情調整營運策略，目前國統僅剩兩起訴訟(其中雇傭關係民事訴訟於 11/30/2023 判決勝訴)，總值 3.99 億元，雖然 2Q23 國統考量訴訟進度與帳款可回收性提列 1.06 億元業外損失(EPS 換算 0.43 元)，造成國統 2Q23 EPS 僅有 0.35 元，稅後淨利 QoQ-49.99%，當前兩項訴訟持續進行，且無法確定結果，仍有可能會對國統未來獲利造成短期影響。

(百萬元)	2023	2024F	2025F	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24F	4Q24F	1Q25F	2Q25F
營業收入淨額	4,132	5,736	6,544	928	1,104	1,337	1,146	1,471	1,435	1,684	1,229	1,560
營業毛利淨額	1,569	1,533	1,759	340	461	477	307	352	403	470	335	422
營業利益	1,331	1,265	1,480	290	376	424	245	288	338	394	270	358
稅後純益	714	942	1,123	86	246	211	175	213	255	298	199	273
稅後 EPS(元)	2.88	3.80	4.52	0.35	0.99	0.85	0.71	0.86	1.03	1.20	0.80	1.10
毛利率(%)	37.97%	26.72%	26.88%	36.67%	41.74%	35.64%	26.80%	23.94%	28.08%	27.94%	27.30%	27.05%
營業利益率(%)	32.20%	22.04%	22.62%	31.22%	34.07%	31.74%	21.36%	19.60%	23.53%	23.38%	21.97%	22.96%
稅後純益率(%)	17.28%	16.43%	17.15%	9.26%	22.25%	15.76%	15.28%	14.50%	17.80%	17.72%	16.20%	17.49%
營業收入 YoY/QoQ(%)	8.98%	38.82%	14.08%	21.45%	18.97%	21.15%	-14.28%	28.39%	-2.49%	17.37%	-27.03%	26.93%
稅後純益 YoY/QoQ(%)	14.19%	32.00%	19.13%	-49.99%	185.86%	-14.18%	-16.88%	21.83%	19.70%	16.86%	-33.29%	37.01%

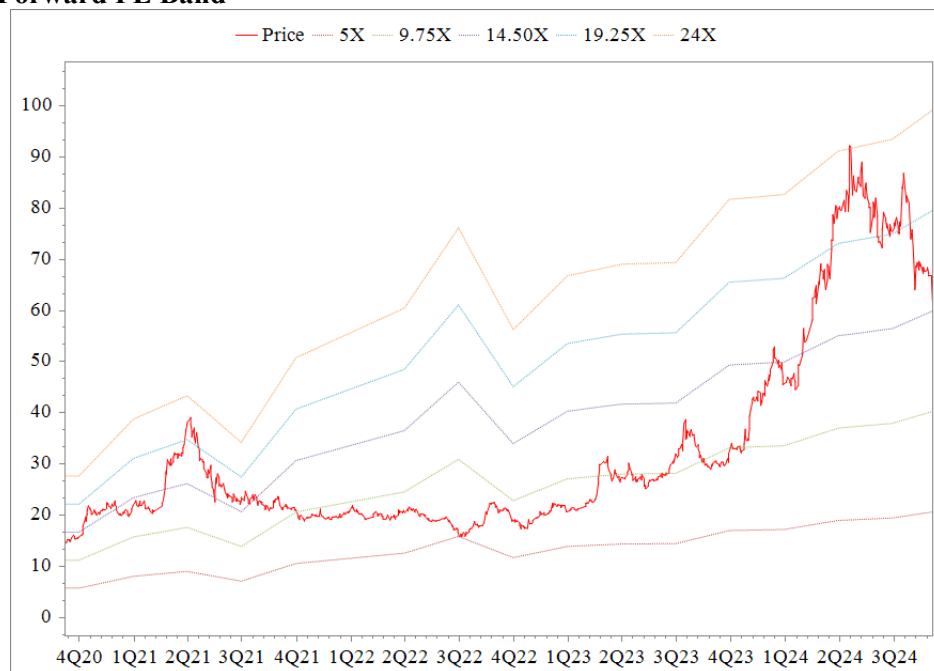
註：稅後純益係指本期淨利歸屬於母公司業主；稅後 EPS 以股本 24.81 億元計算。

2024 年 9 月 6 日

國統 ESG：

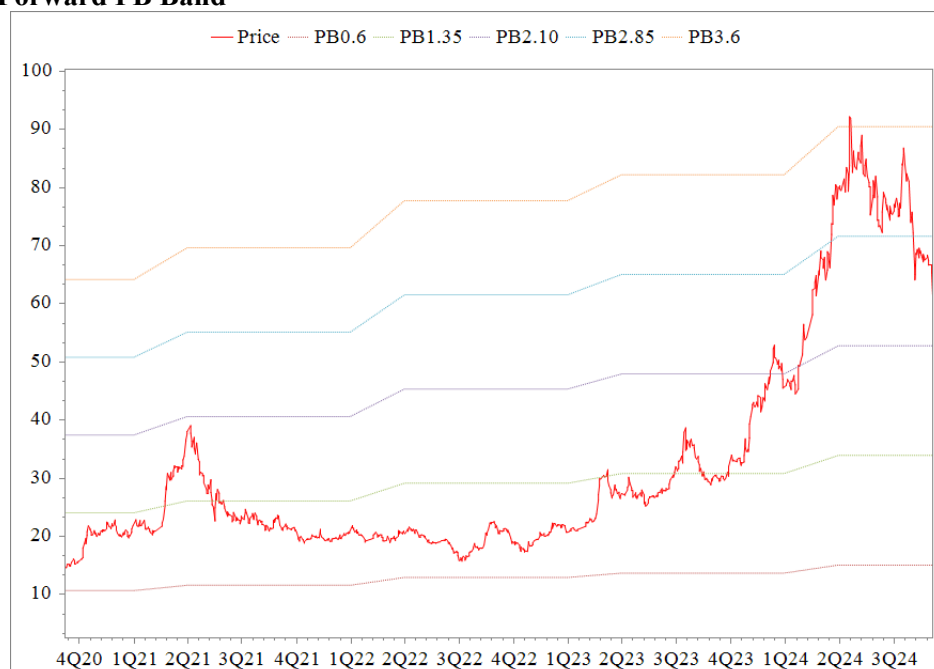
國統在未達強制性揭露標準前，於 2022 年自願性發行，自 2023 年因資本額 20 億元以上之企業須強制發行永續報告書，故將持續以每年發行一次之頻率持續發行。並因應百年大旱，2021 年台灣自來水公司緊急辦理台中建築工地地下水井處理工程，國統公司取得勤美之森、老佛爺、惠田上書房等 3 項建案之處理工程，於期限內趕工完成且順利出水，解決台中地區用水需求。

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 6 日

資產負債表

(百萬元)	2021	2022	2023	2024F	2025F
資產總計	13,285	11,256	11,831	12,662	13,565
流動資產	6,440	4,541	5,434	5,370	4,999
現金及約當現金	696	966	1,195	1,163	1,091
應收帳款與票據	807	472	530	668	738
存貨	1,092	277	306	409	407
採權益法之投資	3	--	--	0	0
不動產、廠房設備	1,399	368	423	450	467
負債總計	6,542	4,256	4,448	4,674	4,901
流動負債	4,532	1,683	1,923	2,143	1,780
應付帳款及票據	958	507	743	977	979
非流動負債	2,010	2,573	2,525	2,296	2,885
權益總計	6,743	7,000	7,383	7,988	8,664
普通股股本	2,481	2,481	2,481	2,481	2,481
保留盈餘	1,100	1,615	2,071	2,677	3,353
母公司業主權益	4,801	5,360	5,667	6,237	6,913
負債及權益總計	13,285	11,256	11,831	12,662	13,565

損益表

(百萬元)	2021	2022	2023	2024F	2025F
營業收入淨額	4,621	3,792	4,132	5,736	6,544
營業成本	3,553	2,687	2,563	4,204	4,785
營業毛利淨額	1,068	1,105	1,569	1,533	1,759
營業費用	473	305	238	268	278
營業利益	596	800	1,331	1,265	1,480
EBITDA	771	1,005	1,239	1,234	1,458
業外收入及支出	-105	31	-227	-37	-77
稅前純益	491	831	1,104	1,228	1,403
所得稅	164	209	290	251	281
稅後純益	448	625	714	942	1,123
稅後 EPS(元)	1.81	2.52	2.88	3.80	4.52
完全稀釋 EPS**	1.81	2.52	2.88	3.80	4.52

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 24.81【最新股本】億元計算

註 3：完全稀釋 EPS 以股本 24.81 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	24.61%	-17.95%	8.98%	38.82%	14.08%
營業毛利淨額	26.95%	3.40%	42.00%	-2.30%	14.75%
營業利益	62.43%	34.30%	66.28%	-4.97%	17.08%
稅後純益	258.49%	39.43%	14.19%	32.00%	19.13%

獲利能力分析(%)

毛利率	23.12%	29.14%	37.97%	26.72%	26.88%
EBITDA(%)	16.70%	26.49%	29.98%	21.51%	22.28%
營益率	12.89%	21.10%	32.20%	22.04%	22.62%
稅後純益率	9.70%	16.49%	17.28%	16.43%	17.15%
總資產報酬率	3.38%	5.55%	6.03%	7.44%	8.28%
股東權益報酬率	6.65%	8.93%	9.67%	11.80%	12.96%

償債能力檢視

負債比率(%)	49.24%	37.81%	37.60%	36.91%	36.13%
負債/淨值比(%)	97.02%	60.80%	60.25%	58.51%	56.57%
流動比率(%)	142.11%	269.76%	282.65%	250.53%	280.88%

其他比率分析

存貨天數	102.35	92.98	41.54	31.06	31.15
應收帳款天數	68.87	61.58	44.25	38.13	39.23

現金流量表

(百萬元)	2021	2022	2023	2024F	2025F
營業活動現金	105	354	940	1,605	1,467
稅前純益	491	831	1,104	1,228	1,403
折舊及攤銷	198	121	129	124	128
營運資金變動	-140	698	150	-7	-66
其他營運現金	-443	-1,295	-442	261	1
投資活動現金	-158	-227	-226	-1,724	-2,063
資本支出淨額	-68	-43	-107	-55	-56
長期投資變動	68	-204	-173	-800	-750
其他投資現金	-158	20	53	-869	-1,257
籌資活動現金	278	101	-484	87	525
長借/公司債變動	468	856	-93	-228	589
現金增資	0	0	0	0	0
發放現金股利	-62	-124	-248	-372	-447
其他籌資現金	-127	-631	-143	687	382
淨現金流量	210	270	229	-32	-72
期初現金	486	696	966	1,195	1,163
期末現金	696	966	1,195	1,163	1,091

資料來源：CMoney、群益

2024 年 9 月 6 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	764	928	1,104	1,337	1,146	1,471	1,435	1,684	1,229	1,560	1,652	2,104
營業成本	472	587	643	861	839	1,119	1,032	1,214	893	1,138	1,209	1,545
營業毛利淨額	291	340	461	477	307	352	403	470	335	422	443	559
營業費用	51	51	85	52	62	64	65	77	65	64	69	81
營業利益	241	290	376	424	245	288	338	394	270	358	374	478
業外收入及支出	-10	-108	-1	-108	-1	3	-18	-21	-21	-17	-18	-21
稅前純益	231	182	375	316	244	291	319	373	249	341	356	458
所得稅	48	82	75	86	52	61	64	75	50	68	71	92
稅後純益	172	86	246	211	175	213	255	298	199	273	285	366
最新股本	2,481	2,481	2,481	2,481	2,481	2,481	2,481	2,481	2,481	2,481	2,481	2,481
稅後EPS(元)	0.69	0.35	0.99	0.85	0.71	0.86	1.03	1.20	0.80	1.10	1.15	1.48

獲利能力(%)

毛利率(%)	38.16%	36.67%	41.74%	35.64%	26.80%	23.94%	28.08%	27.94%	27.30%	27.05%	26.80%	26.56%
營業利益率(%)	31.49%	31.22%	34.07%	31.74%	21.36%	19.60%	23.53%	23.38%	21.97%	22.96%	22.65%	22.73%
稅後純益率(%)	22.49%	9.26%	22.25%	15.76%	15.28%	14.50%	17.80%	17.72%	16.20%	17.49%	17.23%	17.40%

QoQ(%)

營業收入淨額	-13.52%	21.45%	18.97%	21.15%	-14.28%	28.39%	-2.49%	17.37%	-27.03%	26.93%	5.92%	27.33%
營業利益	-18.96%	20.41%	29.82%	12.85%	-42.32%	17.85%	17.04%	16.61%	-31.42%	32.62%	4.51%	27.77%
稅前純益	-19.19%	-21.16%	105.65%	-15.59%	-22.81%	19.41%	9.55%	16.86%	-33.29%	37.01%	4.37%	28.57%
稅後純益	-8.25%	-49.99%	185.86%	-14.18%	-16.88%	21.83%	19.70%	16.86%	-33.29%	37.01%	4.37%	28.57%

YoY(%)

營業收入淨額	-20.83%	-8.77%	19.09%	51.38%	50.04%	58.62%	30.00%	25.95%	7.22%	6.00%	15.14%	24.91%
營業利益	1227.00%	16.80%	58.97%	42.96%	1.75%	-0.41%	-10.21%	-7.23%	10.31%	24.14%	10.85%	21.46%
稅前純益	N.A	-50.17%	83.26%	10.60%	5.65%	60.00%	-14.77%	18.00%	1.97%	17.00%	11.47%	22.65%
稅後純益	1706.95%	-70.54%	79.37%	12.56%	1.97%	148.42%	4.02%	41.64%	13.68%	27.84%	11.47%	22.64%

註1：稅後EPS以股本24.81億元計算

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。