

中興電 (1513 TT) Chung-Hsin

缺工問題使工程進度落後，2H24-2025 年台電設備拉貨速度放緩

買進 (維持評等)

目標價 (12 個月)：NT\$205.0

收盤價 (2024/09/27)：NT\$176.0

隱含漲幅：16.5%

營收組成 (2023)

綠能 70%、服務 19%、工程及其他 11%

本次報告更新重點

項目	本次	前次
評等	買進	買進
目標價 (NT\$)	205.0	230.0
2024年營收 (NT\$/十億)	25.7	26.0
2024年EPS	7.8	8.1

交易資料表

市值	NT\$88,550百萬元
外資持股比率	17.8%
董監持股比率	10.6%
調整後每股淨值 (2024F)	NT\$35.26
負債比	62.5%
ESG評級 (Sustainalytics)	高 (曝險程度共5級)

簡明損益表 (NT\$百萬元)

年初至12月	2022A	2023A	2024F	2025F
營業收入	18,547	22,145	25,708	28,757
營業利益	2,851	4,387	4,822	5,397
稅後純益	2,434	1,586	3,856	4,426
EPS (元)	5.21	3.21	7.80	8.96
EPS YoY (%)	24.4	-38.4	143.2	14.8
本益比 (倍)	33.8	54.9	22.6	19.7
股價淨值比 (倍)	6.4	5.6	5.0	4.9
ROE (%)	19.7	10.8	22.4	25.0
現金殖利率 (%)	1.9%	2.1%	2.9%	3.3%
現金股利 (元)	3.31	3.60	5.07	5.82

陳澤心

Amber.Chen53@yuanta.com

陳穆萱

Moo.Chen@Yuanta.com

元大觀點

- ◆ 儘管總統下令「電網強韌計畫」提早 4 年完成關鍵工程，然而因缺工問題使土建進度落後，預估 2H24-2025 年中興電設備出貨比重下降。
- ◆ 日本客戶 GIS 設備需求強勁，預估中國廠 2024 年營收將年增 130%，而中國廠仍有 40 億元的產值可供應客戶需求，為未來重要成長動能。
- ◆ 台電設備拉貨具不確定性，將造成 2H24-2025 產品組合不利，然而長線看好中興電 2026 年後氬能以及重電內外銷動能，維持買進。

未來成長動能將聚焦工程、嘟嘟房，以及中國廠區的海外業務

管理層於 9/27 法說會表示，中興電在手訂單達 400 億元，10-11 月預計再取得風電變電站工程訂單，金額 50 億元。目前稼動率 120%，目標 2025/26 年再各新增 15-20%產能。海外市場部分，受惠日本客戶 GIS 設備需求強勁，預估中國廠區 2024 年營收將年增 130%，而中國廠仍可擴增 40 億元的產值供應日本客戶需求，為未來重要成長動能之一；嘟嘟房業務展望達 20%之營收年增；太陽能售電目前亦由政府躉購轉往企業售電，亦將提升獲利能力。

缺工問題使土建進度落後，預估 2025 年設備拉貨速度放緩

儘管總統 8/8 下令「電網強韌計畫」提早 4 年完成關鍵工程，然而觀察 2H24-2025 年台電出貨狀況，因缺工問題使土建進度落後，管理層預估 2025 年重電設備拉貨速度放緩，工程成長性將大於設備，預期 2026 年設備營收比重始得提升。本中心認為缺工問題將對中興電 2H24-2025 年產品組合較為不利，因此下調中興電 2024/2025 年毛利率 1 個百分點至 28%，為管理層毛利率展望的 28%-30%下緣水準。亦因設備出貨速度低於預期，下調 3Q24/4Q24 EPS 7.8%/7.2%至 1.87 元/2.19 元。

台電設備拉貨仍具不確定性，下調目標價至 205 元，維持買進

此次下修 2024/2025 年 EPS 4.1%/6.0%至 7.80 元/8.96 元，係反映 1)台電拉貨速度低於預期；2)低毛利工程占比高於預期，下調毛利率 0.5ppt/1.3ppt 至 28%。本中心長期看好中興電 1)外銷市場效益逐步顯現；2)台電預算預計於 2025 年再創高峰，中興電於 345kV GIS 產品具不可取代性，且氬能事業提供想像空間。然而考量短期台電拉貨速度仍有遞延之不確定性，下調目標價至 205 元(23x 2025F EPS 8.96 元)，維持「買進」評等。

營運分析

未來成長動能將聚焦工程、嘟嘟房，以及中國廠區的海外業務

管理層於 9/27 法說會表示，8 月共簽約 163 億元訂單，目前中興電在手訂單推升至 400 億元(政府工程占比 70%)，10-11 月預計將取得離岸風電變電站工程訂單，金額約 50 億元。目前稼動率達 120%，因此目標 2025/2026 年再各新增 15-20%產能，透過增加技術人力、2,000 坪廠房倉庫投資、AI 報價系統以及自動化焊接等方式增加產出。

海外市場部分，受惠日本客戶 GIS 設備需求強勁，預估中國廠區 2024 年營收將年增 130%(2023 年營收約 6 億元)，而中國廠仍可擴增 40 億元的產值供應日本客戶需求，為未來重要成長動能之一；嘟嘟房業務展望達 20%之營收年增；發電機、空調等業務展望 10%之營收成長；太陽能售電目前亦由政府躉購轉往企業售電，亦將提升獲利能力；氫能部分，目前仍持續與印度客戶洽談動力單元，然而預估氫能實際營收發酵時間為 2026 年後。

缺工問題使土建進度落後，預估 2025 年重電設備拉貨速度持續放緩

儘管賴清德總統 8/8 下令台電「電網強韌計畫」提早 4 年完成關鍵工程，然而觀察 2H24-2025 年台電出貨狀況，因缺工問題使土建進度落後，管理層預估 2025 年重電設備拉貨速度放緩，工程成長性將大於設備，預期 2026 年設備營收比重始得提升。本中心認為缺工問題將對中興電 2H24-2025 年產品組合較為不利，因此下調中興電 2024/2025 年毛利率 1 個百分點至 28%，為管理層毛利率展望的 28%-30%下緣水準。

設備出貨速度低於預期，下調 3Q24 EPS 7.8%至 1.87 元

鑒於台電設備拉貨速度低於預期，本中心微幅下調 3Q24 預估營收 1.9%至 65.7 億元，季增 7.1%、年增 18.9%；下調毛利率 1.0ppt 至 28.5%，季增 2.5ppt、年減 2.0ppt，主因預估工程占比高於原先預期；下調營業利益 8.0%至 11.4 億元，季增 1.5%、年增 45.1%；下調稅後淨利 7.8%至 9.2 億元，EPS 1.87 元，季增 2.9%/年增 25.6%。

圖 1：2024 年第 3 季財測與預估比較

(百萬元)	3Q23A	2Q24A	3Q24F	季增率	年增率	3Q24F		預估差異	
						元大預估	市場預估	元大	市場
營業收入	5,527	6,134	6,570	7.1%	18.9%	6,700	6,590	-1.9%	-0.3%
營業毛利	1,684	1,592	1,874	17.7%	11.3%	1,977	1,954	-5.2%	-4.1%
營業利益	783	1,119	1,136	1.5%	45.1%	1,234	1,297	-8.0%	-12.4%
稅前利益	878	1,078	1,156	7.2%	31.6%	1,254	1,303	-7.8%	-11.3%
稅後淨利	736	897	923	2.9%	25.4%	1,001	1,045	-7.8%	-11.7%
調整後 EPS (元)	1.49	1.82	1.87	2.9%	25.6%	2.03	2.12	-7.8%	-11.7%
重要比率 (%)				百分點	百分點			百分點	百分點
營業毛利率	30.5%	26.0%	28.5%	2.5	-2.0	29.5%	29.7%	-1.0	-1.1
營業利益率	14.2%	18.2%	17.3%	-0.9	3.1	18.4%	19.7%	-1.1	-2.4
稅後純益率	13.3%	14.6%	14.0%	-0.6	0.7	14.9%	15.9%	-0.9	-1.8

資料來源：公司資料、元大投顧預估、Bloomberg

進入傳統工程旺季，預估 4Q24 EPS 季增 17.3%至 2.19 元

隨進入年底傳統工程旺季，預估工程營收將提高，而考量重電設備拉貨速度尚未看到提升，本中心下調 4Q24 預估營收 2.0%至 68.7 億元，季增 4.5%、年增 17.4%；下調毛利率 0.8ppt 至 28.0%，季減 0.5ppt、年增 4.6ppt，主因預估工程占比高於原先預期；下調營業利益 7.4%至 13.4 億元，季增 18.2%、年增 37.3%；下調稅後淨利 7.2%至 10.8 億元，EPS 2.19 元，季增 17.3%/年增 36.9%。

圖 2：2024 年第 4 季財測與預估比較

(百萬元)	4Q23A	3Q24A	4Q24F	季增率	年增率	4Q24F		預估差異	
						元大預估	市場預估	元大	市場
營業收入	5,847	6,570	6,865	4.5%	17.4%	7,005	7,061	-2.0%	-2.8%
營業毛利	1,366	1,874	1,920	2.5%	40.6%	2,018	2,152	-4.8%	-10.8%
營業利益	978	1,136	1,342	18.2%	37.3%	1,449	1,499	-7.4%	-10.4%
稅前利益	973	1,156	1,373	18.8%	41.1%	1,480	1,510	-7.2%	-9.1%
稅後淨利	791	923	1,083	17.3%	36.9%	1,167	1207	-7.2%	-10.3%
調整後 EPS (元)	1.60	1.87	2.19	17.3%	36.9%	2.36	2.44	-7.2%	-10.3%
重要比率 (%)				百分點	百分點			百分點	百分點
營業毛利率	23.4%	28.5%	28.0%	-0.5	4.6	28.8%	30.5%	-0.8	-2.5
營業利益率	16.7%	17.3%	19.6%	2.3	2.8	20.7%	21.2%	-1.1	-1.7
稅後純益率	13.5%	14.0%	15.8%	1.7	2.2	16.7%	17.1%	-0.9	-1.3

資料來源：公司資料、元大投顧預估、Bloomberg

總統下令「電網強韌計畫」提早 4 年完成關鍵工程，預估 2026 年建置進度加速

台電於 2022 年 9 月正式公布「強化電網韌性建設計畫」，規劃 10 年內投入 5,645 億元，打造分散式電網，以階段性短、中、長期目標落實規劃。國家氣候變遷對策委員會首次會議於 8/8 舉行，賴清德總統於該會議指出電力充足為能源轉型之重要課題，並要求台電原訂 10 年完成的「強化電網韌性計畫」，提早 4 年於 2028 年優先完成關鍵的區域工程，本中心預估將推升 2026-2028 年強韌電網計畫加速建置，國內重電業者華城、士電、亞力、中興電等將受惠，其中又以內銷佔比最高、國內 GIS 開關具獨佔地位的中興電受惠程度最大。

圖 3：台電強韌電網計畫短中長期發展目標

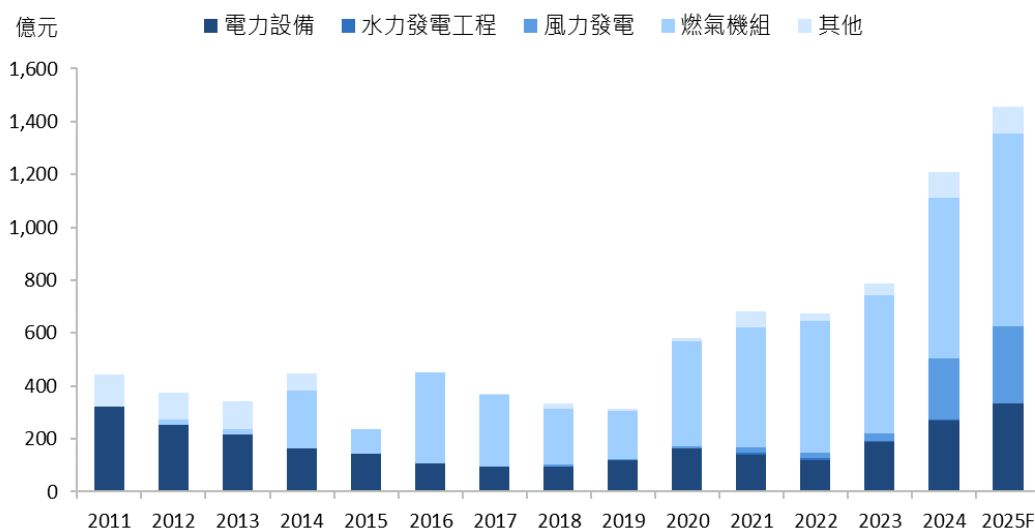
短期(2022-2024)	中期(2022-2027)	長期(2022-2032)
871 億元	1,700 億元	3,074 億元
加速辦理執行中之韌性工程 並強化系統保護及防衛能力	持續推動電網分散 及強固工程	完成三大樞紐節點分散工程 及相關長程計畫
● 完成 15 條傳輸電線路 (3.5GW)，直供 5 個園區 ● 變電所新改建(屋內化) 15 所 ● 完成線路擴充及更新工程 521 回線公里	● 完成 6 條傳輸線路(1.6GW)， 直供 2 個園區 ● 變電所新改建(屋內化) 13 所 ● 完成節點分群 3 所	● 完成 12 條傳輸電線路 (7.4GW)，直供 5 個園區 ● 變電所新改建(屋內化) 20 所 ● 完成龍潭、中寮及龍崎三大樞 紐節點分散風險工程

資料來源：台電、元大投顧

台電 2024-2027 年預算預估將較過去 4 年平均提升 5 成

「台電 114 年院核預算書」資料顯示，2025 年共編列 626 億元預算於淨零轉型計畫，其中風電/光電獲配 300 億元、電力系統與儲能獲配 325 億元預算。惠譽信評更預計台電的資本支出在 2024 年至 2027 年期間每年將達到 2,220 億元至 2,760 億元，較過去四年的平均資本支出 1,600 億元大幅增加，大幅增加主因天然氣和離岸風力發電廠的建設以及強化電網韌性。本中心統整 2011-2025 年台電預算金額，預估隨 1) 強韌電網計畫帶動重電設備商機；2) 離岸風電建置；3) 燃氣機組增設等貢獻，台電預算將於 2025 年再創新高，並於 2027-2030 年間延續動能。

圖 4：台電預算將於 2025 年再創新高

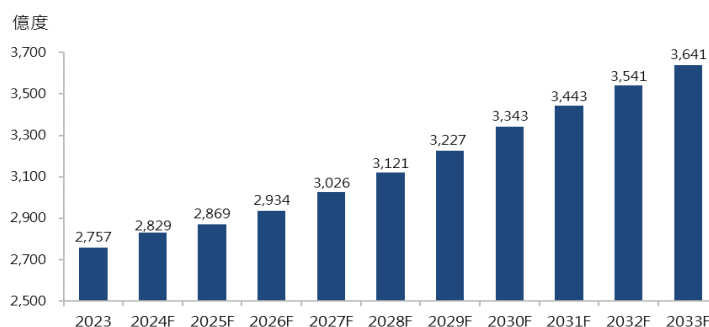


資料來源：台電、元大投顧

經濟部將 2024-2033 年全國電力需求預估 CAGR 由 2%上修至 2.8%

經濟部於 7 月公布「112 年度全國電力資源供需報告」，考量未來 AI 科技潮帶動的半導體產業擴廠、電動車推動政策等因素，預估 2024~2028 年電力需求年均成長率約為 2.5%，較前次的 2%上修。其中，AI 科技的用電需求預估至 2028 年較 2023 年成長約 8 倍，其後在穩定應用趨勢下，預估 2024~2033 年電力需求年均成長率約為 2.8%。

圖 5：經濟部 2024-2033 年全國用電量預估



資料來源：經濟部、元大投顧

氣體絕緣開關(Gas Insulated Switchgear, GIS)為電網升級之關鍵設備

氣體絕緣開關(Gas Insulated Switchgear, GIS)為電網升級之關鍵設備，佔變電所設備成本 35%，GIS 設備將匯流排、斷路器、接地開關等裝置密封於充滿六氟化硫(SF6)氣體的金屬外殼內，利用六氟化硫相較於一般空氣優異的絕緣性能，大幅縮小電力設備之間所需的絕緣距離，可達成開關設備及變電所的超小型化，因此成為室內化變電所與升壓站的關鍵設備。而高壓的 345kV GIS 設備技術門檻高，中興電為台灣唯一國產化評鑑合格廠商，預期未來十年中興電將直接受惠此趨勢。過去中興電電力事業群毛利率約落在 20~25%，本中心預估 345 kV 的毛利率大約落在 32-35%之間，遠高於重電產業平均 20%的毛利率，新產品高壓母線管道(GIL)亦為高毛利，GIL 訂單能見度看到 2024 年。隨著 345kV GIS、GIL 出貨量的增加，將提升中興電獲利水準。隨著太陽能、離岸風電等分散式電廠擴充，161kV GIS 需求將同步大增。

GIS 進入障礙高，且多走向在地化發展

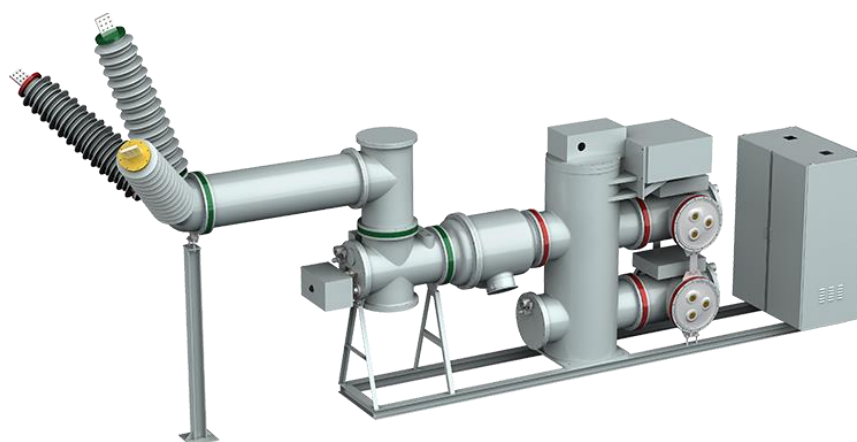
雖然重電產業為成熟產業，但 GIS 設備的生產需要有非常完善的測試設備，注重大量資本投資，進入門檻高。與此同時，各國輸電的電壓規格有所不同，難以橫跨全球取得龐大市佔與規模經濟的成本優勢，使得目前 GIS 設備多走向在地化發展。台電在採購標案當中亦有將國產化程度納入評分項目之一，在一定程度上保護了本土廠商。故即便依據法規，2023 年起將開放台電採購國外 345kV 的 GIS 產品，但在成本以及維護效率上仍是當地廠商最具優勢，因此看好本土市佔率不會因此下滑。

圖 6：採用 GIS 設備之變電所較傳統變電所體積大幅縮小，以利建置於都市

電壓(kV)	氣體絕緣式(m³)	傳統式(m³)	縮小率(%)
6	0.33	4.2	8.0
22	0.96	9.8	9.8
66	136	1,360	10
161	331	8,075	4.1
345	-	-	1.4

資料來源：全華圖書《發變電工程》

圖 7：GIS 開關示意圖



資料來源：正泰集團

氫燃料電池以年複合成長率 30%快速成長

根據 QYResearch，2021 年至 2028 年氫燃料電池市場規模將以 CAGR 30%的速度成長至 184 億美元，截至 2022 年 10 月底為止，全球已有 139 個國家宣示 2050 年達到溫室氣體淨零排放，以氫氣為燃料的電池具備零污染、轉換效率高、低噪音等特點，使其成為各國高度期待與投資的能源。而在工研院所公布「台灣 2050 氫應用發展技術藍圖」中，除在發電方面運用氫能外，在交通載具上，更預估 2050 年新掛牌道路用車全電動化，全年達 40 萬輛，其中有 25%將以氫燃料發電。

甲醇氫能燃料電池即產即用，具備成本、安全、運輸優勢

在台灣生產氫氣有三種主要方法，分別為水電解、天然氣及甲醇，以天然氣或水電解產氫，需大量用電且需佔地廣闊的場址產氫，產氫以後再加壓以高壓儲存及運輸，較有成本及安全疑慮。如由甲醇產氫，則可以在地生產，氫氣即產即用，避免了氫氣儲存中的高壓危險、運輸中的效率低下及使用成本高等問題，透過燃料電池或柴油發電機即可發電，成為極佳的分散式供電系統。

圖 8：甲醇產氫具備生產成本優勢

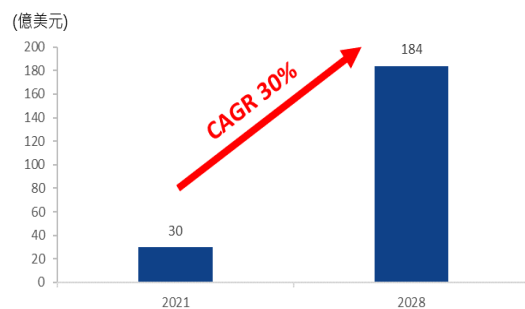
	甲醇	天然氣	水電解
每度生產成本(美元/kg)	0.04~0.05	0.05~0.07	0.08~0.12
每度生產成本(台幣/kg)	1.2~1.5	1.5~2	2.5~3.5
碳排放量(kg CO2/kg H2)	9.5	12	0

資料來源：DOE、NREL、IRENA

淨零趨勢下，預期 2026-2030 年全球氫能技術發展應用將爆發性成長

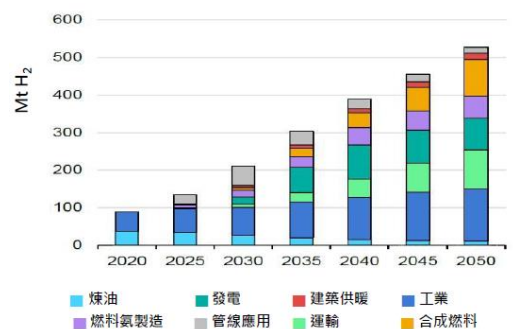
因應 2050 年淨零排放趨勢，IEA 指出全球氫氣需求量 2050 年將成長 5 倍至 5.3 億噸/年，佔整體能源組合的 13%，潛在市場達近 5,000 億美元。我國國發會發布的「2050 淨零排放路徑」中，氫將佔電力供給由 9%提升至 12%，目前臺灣氫氣用量大約在 30 至 40 萬噸，2050 年我國氫氣需求量將達 435 萬噸，成長幅度為 10 倍以上，市場機會超過 1,000 億。2023-2025 年為氫能產業關鍵的三年，如何建置完整產業鏈及降低成本為觀察重點，預期隨產氫、儲運、加氫站生態系逐漸成熟，2026-2030 年全球氫能技術發展應用將爆發性成長。目前我國再生能源建置進度落後，政府優先以風電與光電為主要發展，中興電短期內氫能主要朝向國外發展，合作對象包括中國、美國、印度、沙烏地阿拉伯、日本等。PEMFC-甲醇氫能與燃料電池(低碳氫)發電成本加上每度電的硬體約 7-15 元/KWh，中興電成本約 11 元/KWh，相較 PEMFC-綠氫成本 27.39 元/KWh 更具吸引力，未來國際對於 ESG、公司節能減碳要求下，此產品的市場可望蓬勃發展。

圖 9：氫燃料電池以年複合成長率 30%成長



資料來源：QYResearch、元大投顧預估

圖 10：氫氣三大應用為工業、運輸、發電



資料來源：IEA

獲利調整與股票評價

台電設備拉貨仍具不確定性，下調目標價至 205 元，維持買進評等

此次下修 2024/2025 年 EPS 4.1%/6.0%至 7.80 元/8.96 元，係反映 1)台電拉貨速度低於預期；2)低毛利工程占比高於預期，下調毛利率 0.5ppt/1.3ppt 至 28.0%。

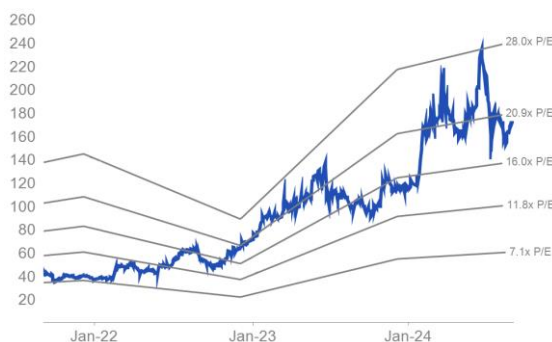
本中心長期看好中興電 1)外銷市場效益逐步顯現；2)台電預算預計於 2025 年再創高峰，中興電於 345kV GIS 產品具不可取代性，且氫能事業提供想像空間。然而考量短期台電拉貨速度仍有遞延之不確定性，下調目標價至 205 元(23x 2025F EPS 8.96 元)，維持「買進」評等。

圖 11：2024 和 2025 年財務預估調整

(百萬元)	2024 估		2025 估		預估差異	
	調整後	調整前	調整後	調整前	2024	2025
營業收入	25,708	25,978	28,757	29,273	-1.0%	-1.8%
營業毛利	7,198	7,399	8,055	8,571	-2.7%	-6.0%
營業利益	4,822	5,027	5,397	5,775	-4.1%	-6.6%
稅前利益	4,805	5,010	5,533	5,911	-4.1%	-6.4%
稅後淨利	3,855	4,018	4,426	4,707	-4.1%	-6.0%
調整後 EPS (元)	7.80	8.13	8.96	9.53	-4.1%	-6.0%
重要比率 (%)					百分點	百分點
營業毛利率	28.0%	28.5%	28.0%	29.3%	-0.5	-1.3
營業利益率	18.8%	19.4%	18.8%	19.7%	-0.6	-1.0
稅後純益率	15.0%	15.5%	15.4%	16.1%	-0.5	-0.7

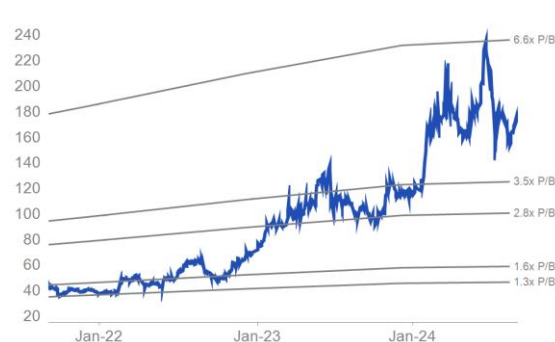
資料來源：公司資料、元大投顧預估

圖 12：12 個月預期本益比區間圖



資料來源：公司資料、元大投顧

圖 13：12 個月預期股價淨值比區間圖



資料來源：公司資料、元大投顧、CMoney

圖 14：同業評價比較表

公司	代碼	評等	股價	市值 (百萬美元)	調整後每股盈餘			本益比(倍)			調整後每股盈餘成長率(%)		
					2023	2024	2025	2023	2024	2025	2023	2024	2025
中興電	1513 TT	買進	176.0	2,767	3.21	7.80	8.96	54.9	22.6	19.7	(38.4)	143.2	14.8
國外													
Siemens	SIE GR	未評等	182.9	163,492	10.0	10.5	11.3	18.2	17.4	16.2	114.5	4.8	7.5
ABB	ABBN SW	未評等	49.4	109,290	1.7	1.9	2.0	28.9	26.4	24.3	39.5	9.4	8.8
國外平均					5.9	6.2	6.7	23.6	21.9	20.2	77.0	7.1	8.1
國內													
士林電機	1503 TT	未評等	227.5	3,743	4.5	7.0	10.0	50.4	32.4	22.9	16.9	55.7	41.7
東元	1504 TT	買進	49.7	3,354	2.8	2.7	3.1	18.0	18.5	15.9	68.6	(2.7)	16.4
亞力	1514 TT	持有-超越同業	125.5	1,060	3.1	3.7	4.3	40.7	34.4	29.1	47.8	18.5	18.1
華城	1519 TT	買進	660.0	5,986	9.9	14.9	24.1	66.8	44.2	27.3	238.3	51.1	61.8
國內平均					5.1	7.1	10.4	44.0	32.4	23.8	92.9	30.6	34.5

資料來源：公司資料、元大投顧、Reuters；每股盈餘數字以當地貨幣為單位；股價依首頁收盤價日期為準。

圖 15：同業評價比較表 (續)

公司	代碼	評等	股價	市值 (百萬美元)	股東權益報酬率(%)			每股淨值			股價淨值比(倍)		
					2023	2024	2025	2023	2024	2025	2023	2024	2025
中興電	1513 TT	買進	176.0	2,767	10.8	22.4	25.0	31.31	35.26	36.20	5.6	5.0	4.9
國外													
Siemens	SIE GR	未評等	182.9	163,492	16.4	16.9	16.8	60.4	62.6	67.3	3.0	2.9	2.7
ABB	ABBN SW	未評等	49.4	109,290	28.6	29.4	28.1	6.1	6.8	7.8	8.1	7.2	6.3
國外平均					22.5	23.2	22.5	33.2	34.7	37.6	5.6	5.1	4.5
國內													
士林電機	1503 TT	未評等	227.5	3,743	8.0	11.0	15.0	62.2	70.6	74.8	3.7	3.2	3.0
東元	1504 TT	買進	49.7	3,354	7.3	6.9	7.8	38.0	38.8	40.0	1.3	1.3	1.2
亞力	1514 TT	持有-超越同業	125.5	1,060	17.7	18.0	19.0	18.3	21.0	23.5	6.8	6.0	5.3
華城	1519 TT	買進	660.0	5,986	49.3	50.9	58.4	23.1	28.9	41.3	28.6	22.9	16.0
國內平均					20.6	21.7	25.0	35.4	39.8	44.9	10.1	8.3	6.4

資料來源：公司資料、元大投顧、Reuters；每股淨值數字以當地貨幣為單位；股價依首頁收盤價日期為準。

圖 16：季度及年度簡明損益表 (合併)

(NT\$百萬元)	1Q2024A	2Q2024A	3Q2024F	4Q2024F	1Q2025F	2Q2025F	3Q2025F	4Q2025F	FY2024F	FY2025F
營業收入	6,139	6,134	6,570	6,865	6,574	6,858	7,561	7,764	25,708	28,757
銷貨成本	(4,326)	(4,542)	(4,696)	(4,945)	(4,727)	(4,940)	(5,445)	(5,590)	(18,509)	(20,702)
營業毛利	1,812	1,592	1,874	1,920	1,847	1,918	2,116	2,174	7,198	8,055
營業費用	(587)	(473)	(738)	(578)	(610)	(578)	(860)	(610)	(2,376)	(2,658)
營業利益	1,225	1,119	1,136	1,342	1,237	1,340	1,256	1,564	4,822	5,397
業外利益	(27)	(41)	20	31	34	37	31	34	(17)	136
稅前純益	1,198	1,078	1,156	1,373	1,271	1,377	1,287	1,598	4,805	5,533
所得稅費用	(244)	(180)	(231)	(288)	(265)	(274)	(261)	(299)	(944)	(1,099)
少數股東權益	0	1	2	2	2	2	2	2	5	7
歸屬母公司稅後純益	953	897	923	1,083	1,004	1,101	1,024	1,297	3,856	4,426
調整後每股盈餘(NT\$)	1.93	1.82	1.87	2.19	2.03	2.23	2.07	2.62	7.80	8.96
調整後加權平均股數(百萬股)	494	494	494	494	494	494	494	494	489	489
重要比率										
營業毛利率	29.5%	26.0%	28.5%	28.0%	28.1%	28.0%	28.0%	28.0%	28.0%	28.0%
營業利益率	20.0%	18.2%	17.3%	19.6%	18.8%	19.5%	16.6%	20.1%	18.8%	18.8%
稅前純益率	19.5%	17.6%	17.6%	20.0%	19.3%	20.1%	17.0%	20.6%	18.7%	19.2%
稅後純益率	15.5%	14.6%	14.0%	15.8%	15.3%	16.1%	13.6%	16.7%	15.0%	15.4%
有效所得稅率	20.4%	16.7%	20.0%	21.0%	20.8%	19.9%	20.3%	18.7%	19.6%	19.9%
季增率(%)										
營業收入	5.0%	-0.1%	7.1%	4.5%	-4.2%	4.3%	10.3%	2.7%		
營業利益	25.3%	-8.6%	1.5%	18.2%	-7.8%	8.3%	-6.3%	24.5%		
稅後純益	20.5%	-5.9%	2.9%	17.3%	-7.3%	9.7%	-7.0%	26.7%		
調整後每股盈餘	20.5%	-5.9%	2.9%	17.3%	-7.3%	9.7%	-7.0%	26.6%		
年增率(%)										
營業收入	5.1%	24.4%	18.9%	17.4%	7.1%	11.8%	15.1%	13.1%	16.1%	11.9%
營業利益	19.4%	-30.0%	45.1%	37.3%	1.0%	19.7%	10.6%	16.5%	9.9%	11.9%
稅後純益	28.0%	--	25.4%	36.9%	5.3%	22.7%	10.9%	19.8%	143.5%	14.8%
調整後每股盈餘	28.1%	--	25.6%	36.9%	5.4%	22.8%	11.0%	19.8%	143.2%	14.8%

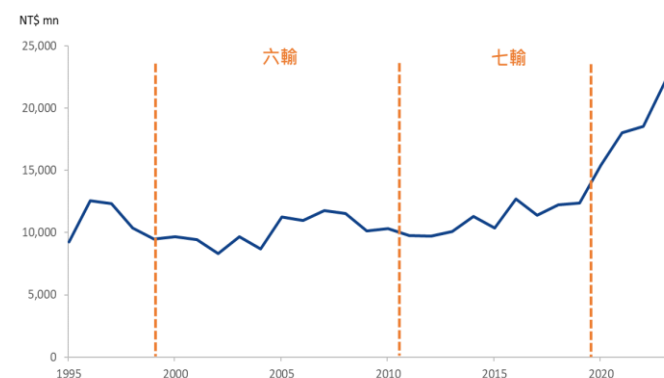
資料來源：公司資料、元大投顧、CMoney；標"A"為歷史數據；調整後每股盈餘為根據調整後加權平均股數計算。

公司簡介

中興電為國內 GIS 領導廠商，穩居事業龍頭

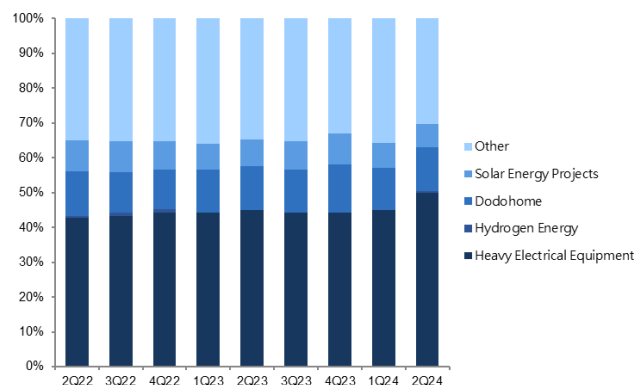
中興電成立於 1956 年，主要業務為電力設備、電力工程統包及能源管理等，2008 年始投入綠能事業，為台灣最大的電力設備供應商。中興電高壓氣體絕緣開關(GIS)技術來自於日立重工，並取得義大利 CESI 測試中心認證，其中 345KV 及 161KV 的高壓氣體絕緣開關(GIS)市佔率達 85%。中興電產品以內銷為主，佔比 87.2%，主要客戶為台電、公共設施事業及各大工廠；公司未來將聚焦於 GIS 重電設備、微電網等製造以及氫能燃料電池三大業務。

圖 17：中興電營收與國家電力建設關係



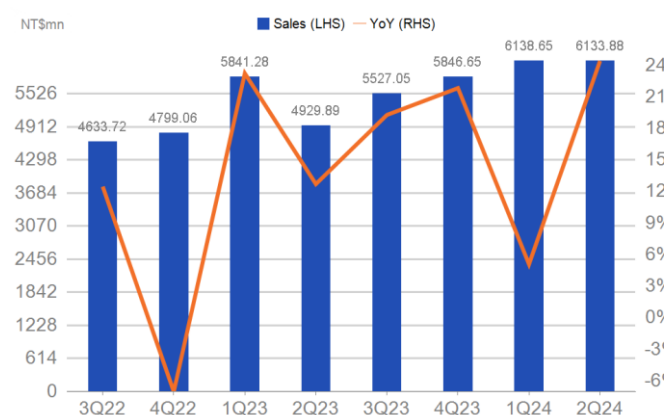
資料來源：公司資料、元大投顧預估

圖 18：營收組成



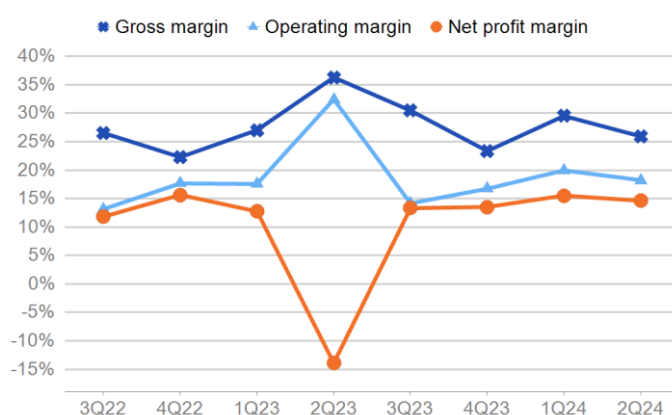
資料來源：公司資料

圖 19：營收趨勢



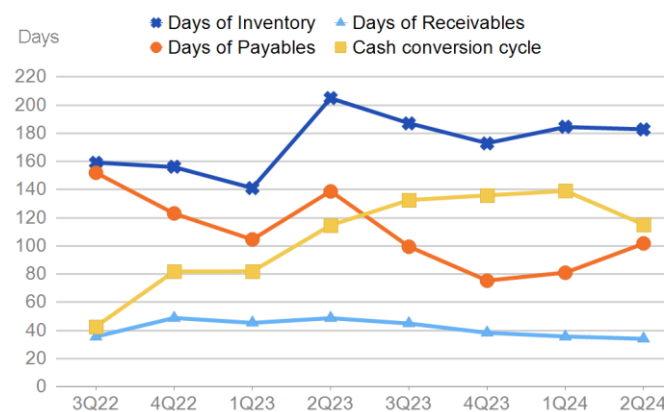
資料來源：CMoney、公司資料

圖 20：毛利率、營益率、淨利率



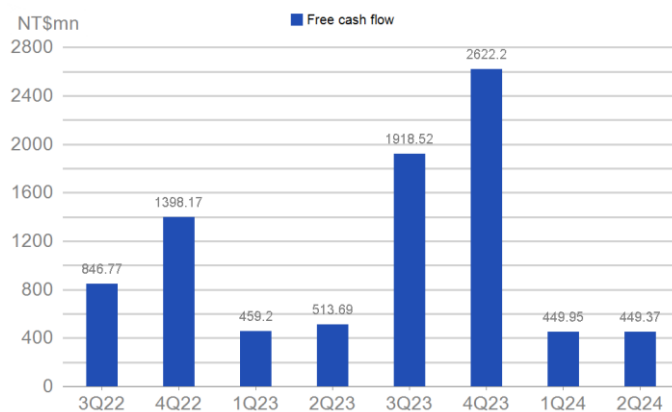
資料來源：CMoney、公司資料

圖 21：經營能力



資料來源：CMoney、公司資料

圖 22：自由現金流量



資料來源：CMoney、公司資料

ESG 分析

- 分別藉由「在 ESG 議題上的曝險」和「個別公司在 ESG 議題上的執行力」兩個面向來衡量公司於 ESG 上的表現。
- ▶ **ESG 總分：** 中興電整體的 ESG 風險評級屬於高風險，於 Sustainalytics 資料庫所覆蓋的公司中排行在落後的位置，於非住宅建築的公司中排名略微落後同業。
 - ▶ **在 ESG 議題上的曝險：** 中興電的整體曝險較高，略高於非住宅建築業的平均水準。公司較需要改善的 ESG 議題包含賄賂和腐敗、產品和服務的 E&S 影響以及人力資本等。
 - ▶ **個別公司在 ESG 議題上的執行力：** 中興電在針對重大 ESG 議題的管理水準和執行力屬中等。公司的揭露程度不佳，表明對投資者及公眾的責任不足。公司有一些舉措來管理與重大 ESG 議題相關的風險，但缺乏關鍵領域的政策和計劃。儘管如此，公司尚未捲入任何與 ESG 相關的重大爭議。

圖 23：ESG 分析

分項	評分/評級
ESG 總分	39.9
在 ESG 議題上的曝險 (A)	58.7
個別公司在 ESG 議題上的執行力 (B)	34.4
風險評級	高 ★
同業排行(1~100，1 為最佳)	92

資料來源：Sustainalytics (2024/9/29)

註 1：ESG 總分=A-(A*可控風險因子*B/100)

註 1-1：可控風險因子介於 0-1 之間，越大為越佳。

註 2：ESG 總分風險評級：

極低 (0-10)	低 (10-20)	中 (20-30)	高 (30-40)	極高 (40+)
-----------	-----------	-----------	-----------	----------

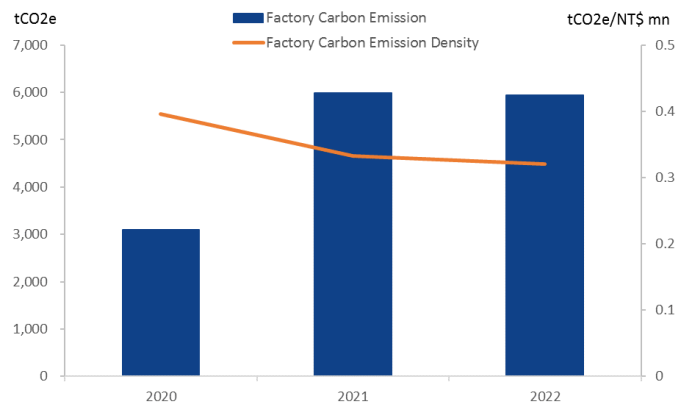
註 3：曝險分數評級：

低 (0-35)	中 (35-55)	高 (55+)
----------	-----------	---------

註 4：執行力分數評級：

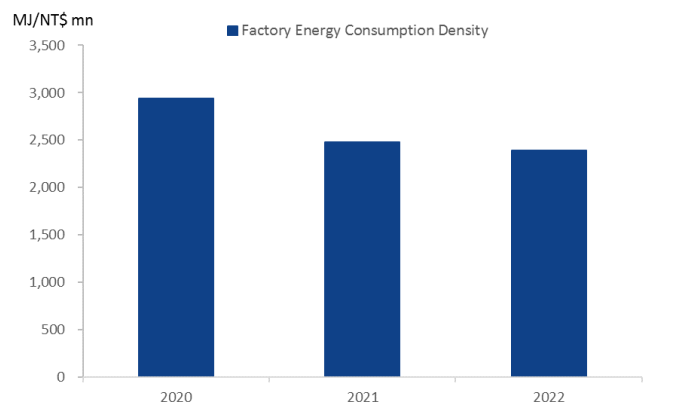
弱 (0-25)	中 (25-50)	強 (50-100)
----------	-----------	------------

圖 24：工廠碳排放密度



資料來源：公司資料

圖 25：工廠能源消耗密集度



資料來源：公司資料

資產負債表

年初至 12 月 (NT\$ 百萬元)	2021A	2022A	2023A	2024F	2025F
現金與短期投資	2,344	2,744	2,203	3,667	5,169
存貨	5,750	6,613	8,786	8,760	9,050
應收帳款及票據	1,571	2,413	1,953	1,991	2,106
其他流動資產	5,641	6,570	6,511	7,611	6,411
流動資產	15,306	18,339	19,454	22,029	22,737
採用權益法之投資	1,327	2,009	3,293	3,208	3,123
固定資產	12,537	14,331	14,446	13,222	12,305
無形資產	275	300	319	269	219
其他非流動資產	4,815	6,673	6,659	6,559	7,080
非流動資產	18,954	23,313	24,717	23,258	22,727
資產總額	34,260	41,652	44,171	45,287	45,464
應付帳款及票據	2,262	3,885	2,708	2,769	2,903
短期借款	820	416	535	535	535
什項負債	6,416	9,326	12,192	12,192	12,192
流動負債	9,499	13,627	15,435	15,496	15,630
長期借款	7,318	8,693	7,500	7,080	6,655
其他負債及準備	5,803	5,967	5,285	5,285	5,285
長期負債	13,121	14,660	12,785	12,365	11,940
負債總額	22,620	28,287	28,220	27,861	27,571
股本	4,761	4,763	5,031	5,031	5,031
資本公積	1,477	1,723	2,971	2,971	2,971
保留盈餘	4,928	5,872	5,764	8,570	10,445
什項權益	220	745	1,989	653	(762)
歸屬母公司之權益	11,387	13,104	15,754	17,225	17,685
非控制權益	253	262	196	201	208
股東權益總額	11,640	13,366	15,950	17,426	17,893

資料來源：公司資料、元大投顧

現金流量表

年初至 12 月 (NT\$ 百萬元)	2021A	2022A	2023A	2024F	2025F
本期純益	1,971	2,467	1,585	3,861	4,433
折舊及攤提	2,057	2,598	2,850	2,816	2,817
本期營運資金變動	1,244	(93)	(2,990)	49	(270)
其他營業資產及負債變動	(1,611)	501	5,767	(1,100)	1,200
營運活動之現金流量	3,661	5,471	7,213	5,625	8,180
資本支出	(3,962)	(2,722)	(1,700)	(1,542)	(1,850)
本期長期投資變動	(144)	683	1,284	85	85
其他資產變動	(203)	(1,059)	(2,869)	100	(521)
投資活動之現金流量	(4,309)	(3,098)	(3,285)	(1,357)	(2,286)
股本變動	0	2	268	0	0
本期負債變動	4,165	885	(1,301)	(420)	(425)
現金增減資	0	0	0	0	0
支付現金股利	(1,048)	(1,333)	(1,667)	(1,049)	(2,552)
其他調整數	(1,281)	(1,528)	(1,764)	(1,336)	(1,415)
融資活動之現金流量	1,837	(1,974)	(4,464)	(2,805)	(4,391)
匯率影響數	(6)	0	(5)	0	0
本期產生現金流量	1,183	400	(540)	1,464	1,502
自由現金流量	(301)	2,749	5,514	4,084	6,330

資料來源：公司資料、元大投顧

損益表

年初至 12 月 (NT\$ 百萬元)	2021A	2022A	2023A	2024F	2025F
營業收入	18,027	18,547	22,145	25,708	28,757
銷貨成本	(13,730)	(13,802)	(15,726)	(18,509)	(20,702)
營業毛利	4,297	4,744	6,419	7,198	8,055
營業費用	(1,620)	(1,893)	(2,032)	(2,376)	(2,658)
推銷費用	(450)	(418)	(448)	(727)	(832)
研究費用	(214)	(232)	(334)	(344)	(386)
管理費用	(956)	(1,220)	(1,174)	(1,302)	(1,440)
其他費用	(1)	(23)	(77)	(3)	0
營業利益	2,677	2,851	4,387	4,822	5,397
利息收入	9	20	43	49	51
利息費用	(152)	(237)	(271)	(184)	(201)
利息收入淨額	(142)	(218)	(229)	(135)	(151)
投資利益(損失)淨額	38	185	132	98	130
匯兌損益	(29)	106	(17)	(12)	0
其他業外收入(支出)淨額	(64)	168	(1,876)	32	124
稅前純益	2,479	3,092	2,397	4,805	5,533
所得稅費用	(508)	(626)	(811)	(944)	(1,099)
少數股權淨利	15	32	0	5	7
歸屬母公司之稅後純益	1,956	2,434	1,586	3,856	4,426
稅前息前折舊攤銷前淨利	4,623	5,926	5,514	2,007	2,580
調整後每股盈餘 (NT\$)	4.19	5.21	3.21	7.80	8.96

資料來源：公司資料、元大投顧

主要財務報表分析

年初至 12 月	2021A	2022A	2023A	2024F	2025F
年成長率 (%)					
營業收入	17.1	2.9	19.4	16.1	11.9
營業利益	55.6	6.5	53.8	9.9	11.9
稅前息前折舊攤銷前淨利	28.0	28.2	(6.9)	(63.6)	28.6
稅後純益	27.1	25.1	(35.7)	143.5	14.8
調整後每股盈餘	23.0	24.4	(38.4)	143.2	14.8
獲利能力分析 (%)					
營業毛利率	23.8	25.6	29.0	28.0	28.0
營業利益率	14.9	15.4	19.8	18.8	18.8
稅前息前淨利率	12.9	15.4	9.6	18.8	18.8
稅前息前折舊攤銷前淨利率	25.7	32.0	24.9	7.8	9.0
稅前純益率	13.8	16.7	10.8	18.7	19.2
稅後純益率	10.9	13.1	7.2	15.0	15.4
資產報酬率	6.2	6.5	3.7	8.5	9.8
股東權益報酬率	17.5	19.7	10.8	22.4	25.0
穩定/償債能力分析					
負債權益比 (%)	194.3	211.6	176.9	159.9	154.1
淨負債權益比(%)	49.8	47.6	36.6	22.7	11.3
利息保障倍數 (倍)	17.4	14.0	9.8	27.1	28.5
流動比率 (%)	161.1	134.6	126.0	142.2	145.5
速動比率 (%)	91.9	71.5	61.7	85.6	87.6
淨負債 (NT\$百萬元)	5,794	6,365	5,831	3,948	2,020
調整後每股淨值 (NT\$)	23.92	27.51	31.31	35.26	36.20
評價指標 (倍)					
本益比	42.0	33.8	54.9	22.6	19.7
股價自由現金流量比	--	31.3	15.6	21.1	13.6
股價淨值比	7.4	6.4	5.6	5.0	4.9
股價稅前息前折舊攤銷前淨	18.6	14.5	15.6	42.9	33.4
股價營收比	4.8	4.6	3.9	3.4	3.0

資料來源：公司資料、元大投顧；註：負債為短期債加上長期債。

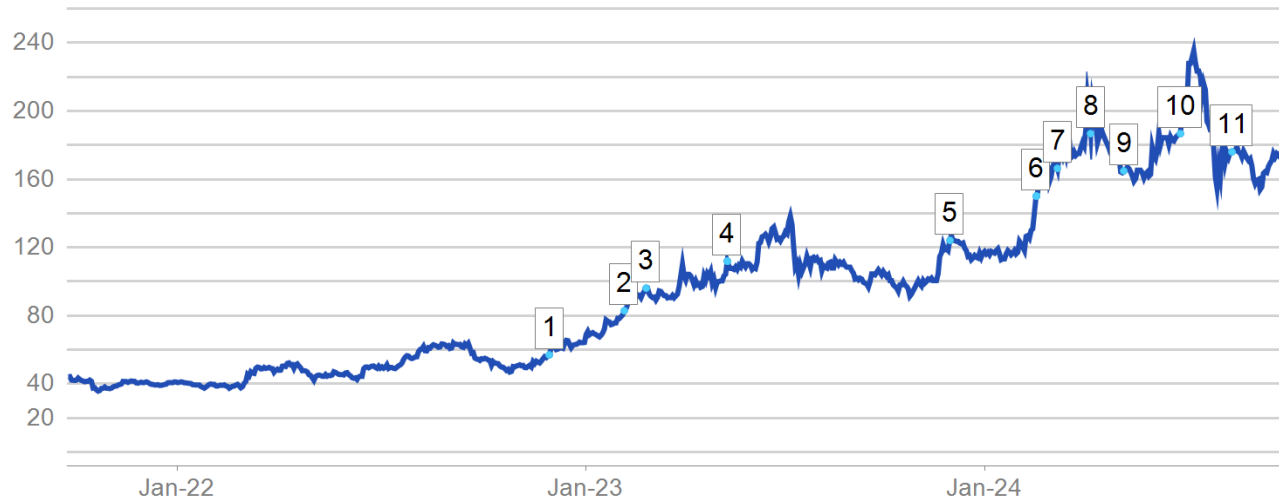
附錄：重要揭露事項

分析師聲明

主要負責撰寫本研究報告全文或部分內容之分析師，茲針對本報告所載證券或證券發行機構，於此聲明：(1) 文中所述觀點皆準確反映其個人對各證券或證券發行機構之看法；(2) 研究部分分析師於本研究報告中所提出之特定投資建議或觀點，與其過去、現在、未來薪酬的任何部份皆無直接或間接關聯。

中興電 (1513 TT)- 投資建議與目標價三年歷史趨勢

— 收盤價



#	日期	收盤價 (A)	目標價 (B)	調整後目標價 (C)	評等	分析師
1	20221201	59.30	90.00	86.09	買進	李侃奇
2	20230215	84.10	115.00	110.01	買進	李侃奇
3	20230308	110.50	115.00	110.01	買進	魏建發
4	20230522	109.00	125.00	119.57	買進	魏建發
5	20231204	120.50	145.00	142.22	買進	陳澤心
6	20240226	143.00	200.00	196.17	買進	陳澤心
7	20240315	173.00	200.00	196.17	買進	陳澤心
8	20240416	190.50	240.00	235.40	買進	陳澤心
9	20240515	168.00	240.00	235.40	買進	陳澤心
10	20240703	186.50	240.00	240.00	買進	陳澤心
11	20240818	176.00	230.00	230.00	買進	陳澤心

資料來源：CMoney、元大投顧
註：A = 未調整之收盤價；B = 未調整之目標價；C = 依據股票股利與現金股利調整後之目標價。員工分紅稀釋影響未反映於 A、B 或 C。

投資評等說明

買進：根據本中心對該檔個股投資期間絕對或相對報酬率之預測，我們對該股持正面觀點。此一觀點係基於本中心對該股之發展前景、財務表現、利多題材、評價資訊以及風險概況之分析。建議投資人於投資部位中增持該股。

持有-超越同業：本中心認為根據目前股價，該檔個股基本面吸引力高於同業。此一觀點係基於本中心對該股發展前景、財務表現、利多題材、評價資訊以及風險概況之分析。

持有-落後同業：本中心認為根據目前股價，該檔個股基本面吸引力低於同業。此一觀點係基於本中心對該股發展前景、財務表現、利多題材、評價資訊以及風險概況之分析。

賣出：根據本中心對該檔個股投資期間絕對或相對報酬率之預測，我們對該股持負面觀點。此一觀點係基於本中心對該股之發展前景、財務表現、利多題材、評價資訊以及風險概況之分析。建議投資人於投資部位中減持該股。

評估中：本中心之預估、評等、目標價尚在評估中，但仍積極追蹤該個股。

限制評等：為遵循相關法令規章及/或元大之政策，暫不給予評等及目標價。

註：元大給予個股之目標價係依 12 個月投資期間計算。大中華探索系列報告並無正式之 12 個月目標價，其投資建議乃根據分析師報告中之指定期間分析而得。

總聲明

© 2024 元大版權所有。本報告之內容取材自本公司認可之資料來源，但並不保證其完整性或正確性。報告內容並非任何證券之銷售要約或邀購。報告中所有的意見及預估，皆基於本公司於特定日期所做之判斷，如有變更恕不另行通知。

本報告僅提供一般資訊，文中所載資訊或任何意見，並不構成任何買賣證券或其他投資標的之要約或要約之引誘。報告資料之刊發僅供客戶一般傳閱用途，並非意欲提供專屬之投資建議，亦無考慮任何可能收取本報告之人士的個別財務狀況與目標。對於投資本報告所討論或建議之任何證券、投資標的，或文中所討論或建議之投資策略，投資人應就其是否適合本身而諮詢財務顧問的意見。本報告之內容取材自據信為可靠之資料來源，但概不以明示或默示的方式，對資料之準確性、完整性或正確性作出任何陳述或保證。本報告並非（且不應解釋為）在任何司法管轄區內，任何非依法從事證券經紀或交易之人士或公司，為該管轄區內從事證券經紀或交易之遊說。

元大研究報告於美國僅發送予美國主要投資法人（依據 1934 年《證券交易法》15a-6 號規則及其修正條文與美國證券交易委員會詮釋定義）。美國投資人若欲進行與本報告所載證券相關之交易，皆必須透過依照 1934 年《證券交易法》第 15 條及其修正條文登記註冊之券商為之。元大研究報告在台灣由元大證券投資顧問股份有限公司發佈，在香港則由元大證券(香港)有限公司發佈。元大證券(香港)係獲香港證券及期貨事務監察委員會核准註冊之券商，並獲許從事受規管活動，包括第 4 類規管活動（就證券提供意見）。非經元大證券(香港)有限公司書面明示同意，本研究報告全文或部份，不得以任何形式或方式轉載、轉寄或揭露。

欲取得任何本報告所載證券詳細資料之台灣人士，應透過下列方式聯絡元大證券投資顧問股份有限公司：

致：聯絡人姓名

元大證券投資顧問股份有限公司

台灣臺北市 106 仁愛路三段 157 號 4 樓

© {2024} Sustainalytics. All Rights Reserved. The information, data, analyses and opinions contained herein: (1) includes the proprietary information of Sustainalytics; (2) may not be copied or redistributed except as specifically authorized; (3) do not constitute investment advice nor an endorsement of any product or project; (4) are provided solely for informational purposes; and (5) are not warranted to be complete, accurate or timely. Sustainalytics is not responsible for any trading decisions, damages or other losses related to it or its use. The use of the data is subject to conditions available at <https://www.sustainalytics.com/legal-disclaimers>.