

研究員：吳建弘 A51102@cim.capital.com.tw

前日收盤價 176.00 元

目標價

3 個月 201.00 元

12 個月 201.00 元

## 中興電(1513 TT)

Trading Buy

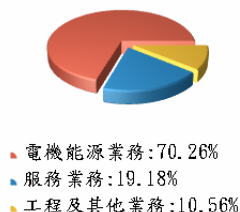
### 近期報告日期、評等及前日股價

04/12/2024	到價	
04/01/2024	Trading Buy	179.50
03/15/2024	Buy	173.00
02/26/2024	到價	
02/23/2024	Buy	133.50

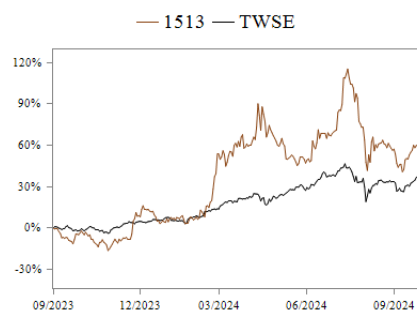
### 公司基本資訊

目前股本(百萬元)	5,031
市值(億元)	886
目前每股淨值(元)	35.59
外資持股比(%)	17.75
投信持股比(%)	0.91
董監持股比(%)	10.58
融資餘額(張)	18,173
現金股息配發率(%)	110.77

### 產品組合



### 股價相對大盤走勢



2024 年台電預算創高，中興電營運持續走揚。

**投資建議：**考量(1)中興電受惠強韌電網計畫，產能逐年擴張並延續到 2026 年，(2)海外日本、美國需求開始貢獻 2025 年營運，故給予中興電 Trading Buy 的投資建議。

**在手訂單約 400 億元，隨台電強韌電網計畫執行，持續上升：**在手訂單已經來到 400 億元的量體(較 03/2024 下滑 2.44%)，並預期 10/2024 將簽約總值約 50 億元的風電工程。

**近年產能擴增計畫：**01/16/2024 嘉義廠投產，並新建倉庫，帶動 2024 年產能提升 20%；2025 年持續進行人員招募，並持續擴建嘉義廠與倉儲地投資，預期 2Q25 投產，產能增加 20-30%；2026 年以自動焊接與 AI 報價系統提升效率，預期提升產能 15-20%。

**工程旺季帶動強韌電網需求，加上建案銷售，2H24 中興電營運維持高檔：**3Q24 雖當前儲能案廠略有停滯，但持續預期中興電受惠既定預算執行，加上研究部考量 2H24 迎來傳統旺季，營運持續升溫，以及建案-敦南寓所於 3Q24 銷售 1 戶，帶動 2H24 營運維持高檔，預估 3Q24 稅後純益 10.89 億元，QoQ+21.41%，EPS 2.16 元；預估 4Q24 稅後純益 10.75 億元，QoQ-1.31%，EPS 2.14 元。

**日、美海外重電市場耕耘有成，加上既有國內需求，推升 2025 年營運動能：**預期中興電 2025 年持續開拓海外重電市場，1) 先前與國內廠商執行的合作出口重電設備至美國計畫，目前進入備料階段；2) 已經進入日本市場，並與當地廠商合作，中興電未來將透過中國產能生產 GIS 產品，且毛利率高於國內。綜合以上，研究部預期 2025 年中興電的重電海外市場開始貢獻營運，加上國內既有強韌電網預算及新增產能，再度推升中興電 2025 年營運成長，預計 2025 年營收 288.98 億元，YoY+12.28%，EPS 9.43 元，稅後純益 47.45 億元，YoY+18.20%。

(百萬元)	2023	2024F	2025F	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24F	4Q24F	1Q25F	2Q25F
營業收入淨額	22,145	25,737	28,898	4,930	5,527	5,847	6,139	6,134	6,594	6,870	6,536	6,443
營業毛利淨額	6,419	7,303	8,223	1,789	1,684	1,366	1,812	1,592	1,934	1,965	1,826	1,821
營業利益	4,386	4,958	5,715	1,600	783	978	1,225	1,119	1,349	1,264	1,254	1,248
稅後純益	1,586	4,014	4,745	-686	736	791	953	897	1,089	1,075	1,041	1,034
稅後 EPS(元)	3.15	7.98	9.43	-1.36	1.46	1.57	1.89	1.78	2.16	2.14	2.07	2.06
毛利率(%)	28.99%	28.38%	28.46%	36.30%	30.47%	23.36%	29.52%	25.95%	29.32%	28.61%	27.95%	28.26%
營業利益率(%)	19.81%	19.26%	19.78%	32.45%	14.16%	16.73%	19.96%	18.24%	20.46%	18.41%	19.18%	19.36%
稅後純益率(%)	7.16%	15.60%	16.42%	-13.91%	13.31%	13.53%	15.53%	14.62%	16.52%	15.64%	15.93%	16.05%
營業收入 YoY/QoQ(%)	19.40%	16.22%	12.28%	-15.60%	12.11%	5.78%	4.99%	-0.08%	7.50%	4.19%	-4.87%	-1.42%
稅後純益 YoY/QoQ(%)	-34.86%	153.16%	18.20%	N.A	N.A	7.55%	20.48%	-5.89%	21.41%	-1.31%	-3.14%	-0.67%

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 50.31 億元計算。

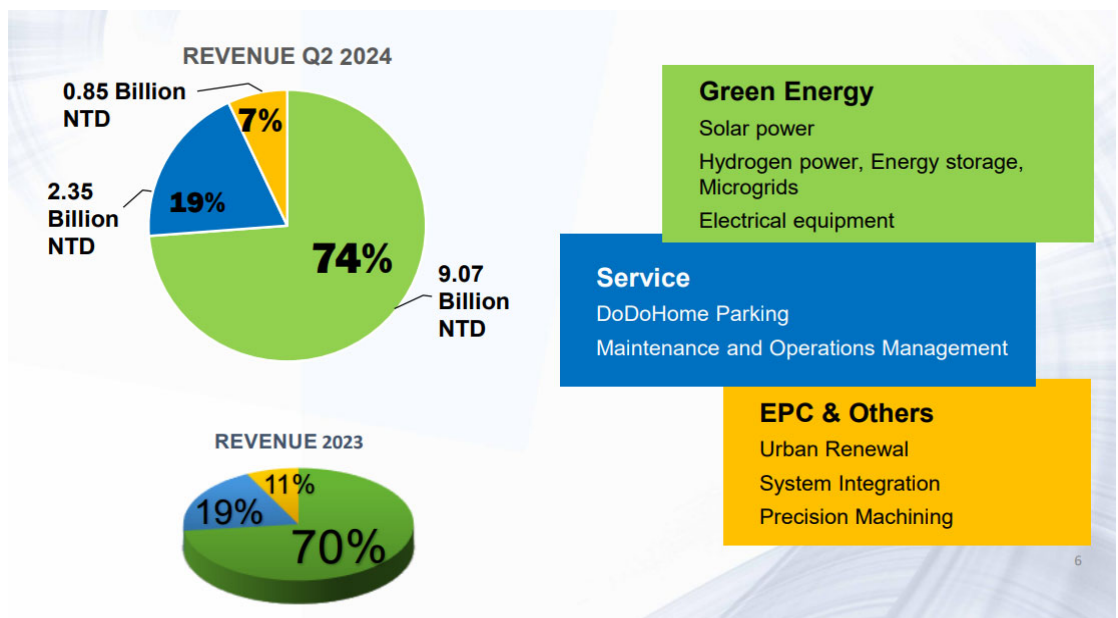
## 中興電 ESG：

中興電追求企業永續經營並提升資訊透明度，發行 2023 年永續報告書。以行動實踐誠信治理、綠色永續、建構幸福職場、社會關懷等永續經營願景，報告書撰寫架構係依據全球永續性報告協會（Global Reporting Initiative, 下稱 GRI）發布之永續性報導準則 2021 年版（GRISTandards 2021, GRI 準則 2021 年）撰寫，同時符合「上市 / 櫃公司編製與申報永續報告書作業辦法」之要求。中興電持續達成永續績效，2023 年每百萬元單位營業額所產生的總溫室氣體排放當量較 2022 年減少 17.90%，並且持續改善現有製造流程，減少汙水產生，2023 年汙水排放量較 2022 年減少 10.65%。並自 2022 年發行永續報告書以來，經營團隊持續向董事會報告 ESG 永續發展的執行進度與成果，強化董事會對公司推行 ESG 參與程度。並規劃於 2025 年度於董事會轄下設置永續發展委員會，協助董事會持續推動企業環境、社會與公司治理等面向之實踐，以達永續經營之目的。

## 公司簡介：

中興電成立於1962年，主要從事電力設備銷售、電力工程、空調機械設備工程、停車場管理服務、精密機械設備工程等。並以重電產品中的高壓氣體絕緣開關(GIS)產品為營運重點，此外，公司也積極發展綠能產業，例如：氫能源、太陽能案場、嘟嘟房充電樁等。2Q24產品占比，綠能74%、服務19%、工程7%。

圖一、中興電近期產品占比



資料來源：中興電

## 在手訂單約400億元，隨台電強韌電網計畫執行，持續上升：

隨著5,645億元預算的台電強韌電網計畫逐步落實，加上中興電超過85%以上的國內GIS開關市占率，在手訂單已經來到400億元的量體(較03/2024下滑2.44%)，並預期10/2024將簽約總值約50億元的風電工程，屆時在手訂單將恢復上升趨勢。

## 近年產能擴增計畫：

01/16/2024嘉義廠投產，並新建倉庫，帶動2024年產能提升20%；2025年持續進行人員招募，並持續擴建嘉義廠與倉儲地投資，預期2Q25投產，產能增加20-30%；2026年以自動焊接與AI報價系統提升效率，預期提升產能15-20%。

## 2Q24強韌電網預算與嘟嘟房推升營運穩健：

2Q24受惠5645億元強韌電網預算執行；01-08/2024嘟嘟房停車營收YoY+16.5%，開始迎來規模經濟，帶動1H24服務產品營益率上升至11%，成長3.0%；加上1Q24嘉義新廠增加20%產能，帶動中興電2Q24營運穩健，2Q24營收61.34億元，QoQ-0.08%，稅後純益8.97億元，QoQ-5.89%，EPS 1.78元。

圖二、中興電歷年部門別營收比重與營益率變化

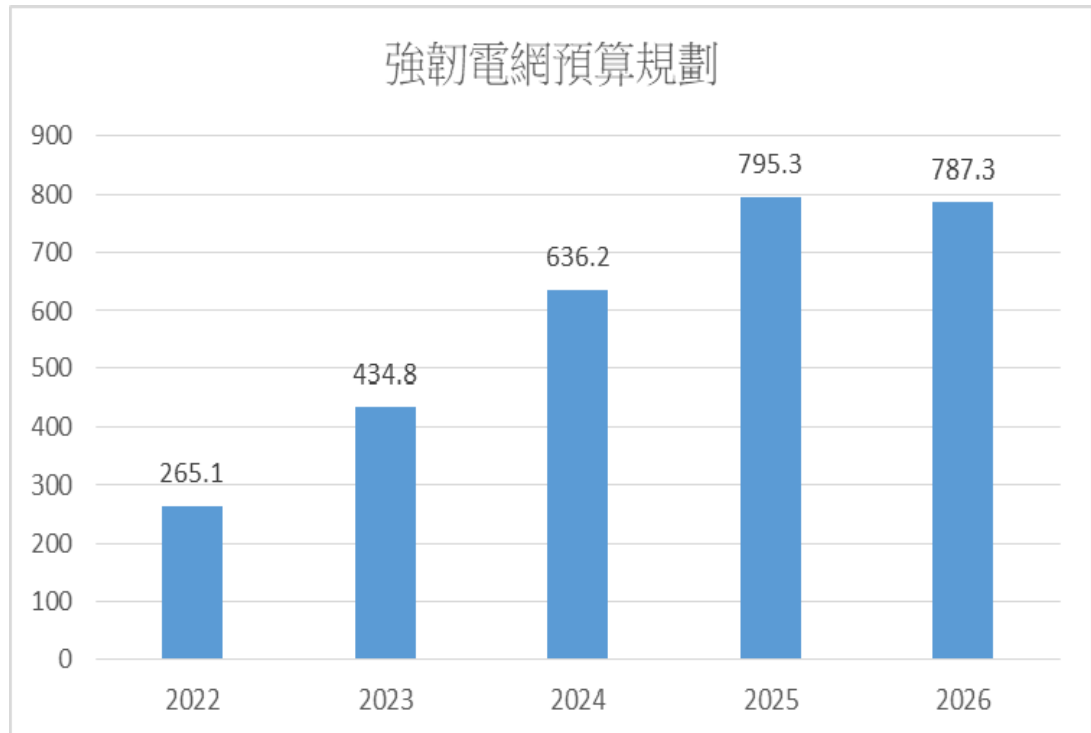
歷年部門別營收比重與營利率變化						
項目	年度/部門別	109年	110年	111年	112年	113年6月止
合併營收	電機能源業務	54%	62%	67%	70%	74%
	服務業務	21%	17%	19%	19%	19%
	工程及其他業務	24%	21%	14%	11%	7%
合併營收合計		100%	100%	100%	100%	100%
部門損益利潤率	電機能源業務	12%	20%	20%	24%	22%
	服務業務	6%	3%	3%	8%	11%
	工程及其他業務	14%	10%	9%	13%	11%
		11%	15%	15%	20%	19%

資料來源：中興電

## 工程旺季帶動強韌電網需求，加上建案銷售，2H24中興電營運維持高檔：

3Q24雖當前儲能案廠略有停滯，但持續預期中興電受惠既定強韌電網預算執行，使得中興電稼動率達120%，並且研究部考量2H24逐步迎來傳統重電旺季，營運持續升溫，加上建案-敦南寓所於3Q24銷售1戶，帶動2H24營運維持高檔，預估3Q24營收65.94億元，QoQ+7.50%，稅後純益10.89億元，QoQ+21.41%，EPS 2.16元；預估4Q24營收68.70億元，QoQ+4.19%，稅後純益10.75億元，QoQ-1.31%，EPS 2.14元。

圖三、台電強韌電網預算規劃



資料來源：中興電，群益投顧彙整

### 2024年強韌電網與多個部門輪流支撐營運需求成長：

中興電2024年主要受惠5,645億元的強韌電網計畫等預算支撐，預期2024年強韌電網計畫預算將上升至636.2億元，YoY+46.32%，加上嘟嘟房營運、毛利率持續成長，以及建案-敦南寓所的銷售。多個部門輪流貢獻中興電各季度營運，推升中興電2024年營運成長，預計2024年營收257.37億元，YoY+16.22%，EPS 7.98元，稅後純益40.14億元，YoY+153.16%。

### 日、美海外重電市場耕耘有成，加上既有國內需求，推升2025年營運動能：

中興電2025年除了受惠既有強韌電網計畫需求與國內2Q25新增產能20-30%外，預期2025年將持續開拓海外重電市場，1)先前與國內廠商執行的合作出口重電設備至美國的計畫，目前進入備料階段；2)已經進入日本市場，並與當地廠商進行合作，中興電未來將透過中國產能生產GIS產品，且毛利率高於國內。綜合以上，研究部預期2025年中興電的重電海外市場開始貢獻營運，加上國內既有強韌電網預算及新增產能，再度推升中興電2025年營運成長，預計2025年營收288.98億元，YoY+12.28%，EPS 9.43元，稅後純益47.45億元，YoY+18.20%。

### 氫能源佈局：

中興電已布局氫能源產業10年以上，產品著重布局於產氫機、加氫站、發電機、氫能源車動力系統等，未來將持續進行產品優化，靜待2026年後需求爆發。



2024 年 9 月 30 日

圖四、中興電氫能源產品

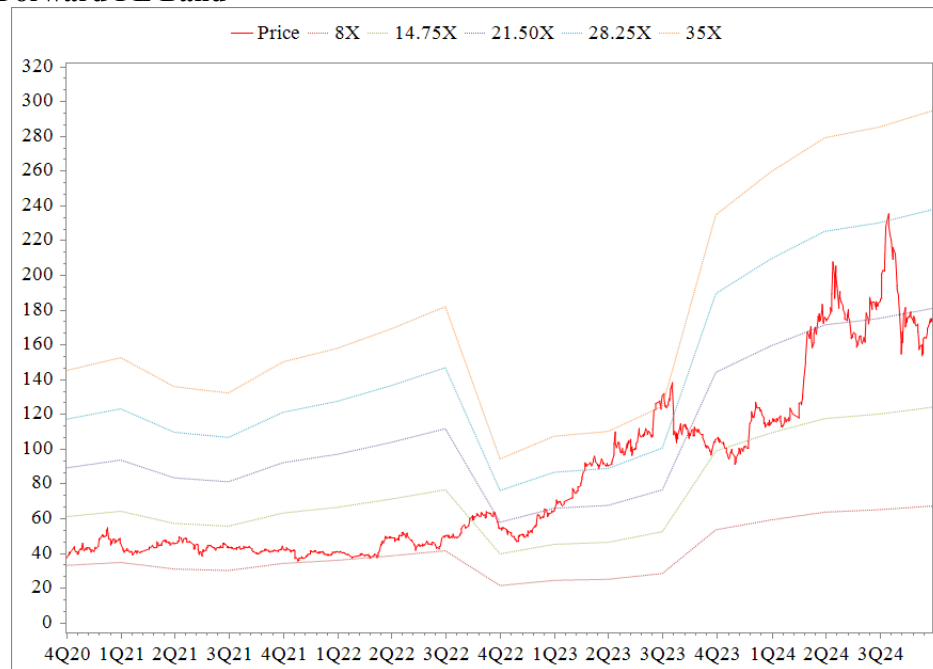


資料來源：中興電

## 投資建議：

考量(1)中興電受惠強韌電網計畫，產能逐年擴張並延續到 2026 年，(2)海外日本、美國需求開始貢獻 2025 年營運，故給予中興電 Trading Buy 的投資建議。

## Forward PE Band



資料來源：CMoney，群益預估彙整

2024 年 9 月 30 日

## 資產負債表

(百萬元)	2021	2022	2023	2024F	2025F
<b>資產總計</b>	34,260	41,652	44,171	49,562	50,990
流動資產	15,306	18,339	19,454	16,045	17,369
現金及約當現金	2,344	2,744	2,203	2,100	2,106
應收帳款與票據	1,571	2,413	1,953	2,201	2,214
存貨	5,750	6,613	8,786	10,448	10,009
採權益法之投資	1,327	2,009	3,293	6,050	6,016
不動產、廠房設備	12,537	14,331	14,446	14,646	14,856
<b>負債總計</b>	22,620	28,287	28,220	31,407	30,606
流動負債	9,499	13,627	15,435	17,441	16,457
應付帳款及票據	2,262	3,885	2,708	3,148	3,098
非流動負債	13,121	14,660	12,785	13,527	13,759
<b>權益總計</b>	11,640	13,366	15,950	18,155	20,384
普通股股本	4,761	4,761	5,031	5,031	5,031
保留盈餘	4,928	5,872	5,764	7,968	10,198
母公司業主權益	11,387	13,104	15,754	17,957	20,186
<b>負債及權益總計</b>	34,260	41,652	44,171	49,562	50,990

## 現金流量表

(百萬元)	2021	2022	2023	2024F	2025F
<b>營業活動現金</b>	3,661	5,471	7,213	13,368	6,749
稅前純益	2,479	3,092	2,397	4,981	5,931
折舊及攤銷	2,057	2,598	2,850	3,076	3,120
營運資金變動	1,232	-81	-2,891	-1,470	377
其他營運現金	-2,107	-137	4,857	6,780	-2,679
<b>投資活動現金</b>	-4,309	-3,098	-3,285	-8,342	-2,529
資本支出淨額	-3,887	-2,707	-1,694	-2,000	-2,100
長期投資變動	-85	219	-1,231	-500	-500
其他投資現金	-337	-610	-360	-5,842	71
<b>籌資活動現金</b>	1,837	-1,974	-4,464	-5,128	-4,215
長借/公司債變動	4,325	1,190	-1,413	741	232
現金增資	0	0	0	0	0
發放現金股利	-1,047	-1,333	-1,667	-1,811	-2,516
其他籌資現金	-1,441	-1,831	-1,384	-4,059	-1,932
<b>淨現金流量</b>	1,183	400	-540	-103	5
<b>期初現金</b>	1,161	2,344	2,744	2,203	2,100
<b>期末現金</b>	2,344	2,744	2,203	2,100	2,106

資料來源：CMoney、群益

## 損益表

(百萬元)	2021	2022	2023	2024F	2025F
<b>營業收入淨額</b>	18,027	18,547	22,145	25,737	28,898
營業成本	13,730	13,802	15,726	18,433	20,675
<b>營業毛利淨額</b>	4,297	4,744	6,419	7,303	8,223
營業費用	1,620	1,893	2,032	2,345	2,508
<b>營業利益</b>	2,677	2,851	4,386	4,958	5,715
<b>EBITDA</b>	4,614	5,906	5,472	7,981	8,931
業外收入及支出	-198	222	-2,032	23	216
稅前純益	2,479	3,092	2,397	4,981	5,931
所得稅	508	626	811	966	1,186
稅後純益	1,956	2,434	1,586	4,014	4,745
稅後 EPS(元)	3.89	4.84	3.15	7.98	9.43
完全稀釋 EPS**	3.89	4.84	3.15	7.98	9.43

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 50.31 【最新股本】億元計算

註 3：完全稀釋 EPS 以股本 50.31 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	17.13%	2.88%	19.40%	16.22%	12.28%
營業毛利淨額	30.80%	10.40%	35.29%	13.78%	12.60%
營業利益	55.56%	6.50%	53.85%	13.03%	15.27%
稅後純益	28.07%	24.44%	-34.86%	153.16%	18.20%

## 獲利能力分析(%)

毛利率	23.84%	25.58%	28.99%	28.38%	28.46%
EBITDA(%)	25.59%	31.85%	24.71%	31.01%	30.91%
營益率	14.85%	15.37%	19.81%	19.26%	19.78%
稅後純益率	10.85%	13.12%	7.16%	15.60%	16.42%
總資產報酬率	5.71%	5.84%	3.59%	8.10%	9.31%
股東權益報酬率	16.80%	18.21%	9.94%	22.11%	23.28%

## 償債能力檢視

負債比率(%)	66.02%	67.91%	63.89%	63.37%	60.02%
負債/淨值比(%)	194.32%	211.64%	176.93%	173.00%	150.15%
流動比率(%)	161.14%	134.59%	126.04%	92.00%	105.54%

## 其他比率分析

存貨天數	169.43	163.47	178.70	190.42	180.57
應收帳款天數	40.02	39.20	35.98	29.46	27.88

2024 年 9 月 30 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	5,841	4,930	5,527	5,847	6,139	6,134	6,594	6,870	6,536	6,443	7,231	8,688
營業成本	4,262	3,140	3,843	4,481	4,326	4,542	4,660	4,905	4,709	4,623	5,159	6,184
營業毛利淨額	1,579	1,789	1,684	1,366	1,812	1,592	1,934	1,965	1,826	1,821	2,072	2,505
營業費用	553	190	902	388	587	473	584	701	573	573	619	743
營業利益	1,026	1,600	783	978	1,225	1,119	1,349	1,264	1,254	1,248	1,452	1,762
業外收入及支出	-64	-2,017	96	-5	-27	-41	12	79	48	45	60	63
稅前純益	962	-417	878	973	1,198	1,078	1,361	1,344	1,301	1,293	1,513	1,825
所得稅	216	271	141	184	244	180	272	269	260	259	303	365
稅後純益	744	-686	736	791	953	897	1,089	1,075	1,041	1,034	1,210	1,460
最新股本	5,031	5,031	5,031	5,031	5,031	5,031	5,031	5,031	5,031	5,031	5,031	5,031
稅後EPS(元)	1.48	-1.36	1.46	1.57	1.89	1.78	2.16	2.14	2.07	2.06	2.41	2.90

## 獲利能力(%)

毛利率(%)	27.04%	36.30%	30.47%	23.36%	29.52%	25.95%	29.32%	28.61%	27.95%	28.26%	28.65%	28.83%
營業利益率(%)	17.57%	32.45%	14.16%	16.73%	19.96%	18.24%	20.46%	18.41%	19.18%	19.36%	20.08%	20.28%
稅後純益率(%)	12.75%	-13.91%	13.31%	13.53%	15.53%	14.62%	16.52%	15.64%	15.93%	16.05%	16.74%	16.80%

## QoQ(%)

營業收入淨額	21.72%	-15.60%	12.11%	5.78%	4.99%	-0.08%	7.50%	4.19%	-4.87%	-1.42%	12.22%	20.16%
營業利益	20.99%	55.90%	-51.08%	24.97%	25.27%	-8.65%	20.58%	-6.29%	-0.85%	-0.49%	16.40%	21.30%
稅前純益	3.45%	N.A	N.A	10.75%	23.14%	-10.00%	26.26%	-1.31%	-3.14%	-0.67%	17.04%	20.62%
稅後純益	-0.89%	N.A	N.A	7.55%	20.48%	-5.89%	21.41%	-1.31%	-3.14%	-0.67%	17.04%	20.62%

## YoY(%)

營業收入淨額	23.23%	12.71%	19.28%	21.83%	5.09%	24.42%	19.30%	17.51%	6.47%	5.04%	9.66%	26.46%
營業利益	38.11%	146.08%	28.32%	15.31%	19.39%	-30.05%	72.43%	29.30%	2.34%	11.49%	7.62%	39.31%
稅前純益	30.81%	N.A	26.29%	4.60%	24.51%	N.A	54.97%	38.09%	8.61%	19.87%	11.12%	35.81%
稅後純益	32.70%	N.A	34.15%	5.32%	28.04%	N.A	48.05%	35.85%	9.21%	15.27%	11.12%	35.81%

註1：稅後EPS以股本50.31億元計算

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。