

2024 年 9 月 26 日

研究員：吳建弘 A51102@cim.capital.com.tw

前日收盤價	648.00 元
目標價	
3 個月	825.00 元
12 個月	825.00 元

華城(1519 TT)

Buy

近期報告日期、評等及前日股價

01/30/2024	到價	
12/15/2023	Buy	355.0

公司基本資訊

目前股本(百萬元)	2,872
市值(億元)	1,861
目前每股淨值(元)	20.82
外資持股比(%)	20.25
投信持股比(%)	2.42
董監持股比(%)	18.58
融資餘額(張)	4,649
現金股息配發率(%)	60.79

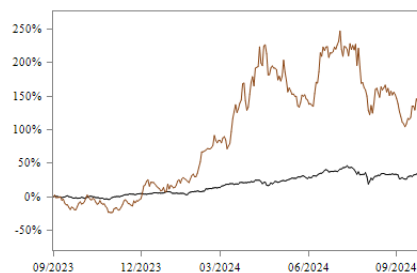
產品組合



- 變壓器:74.82%
- 純包工程:13.79%
- 配電盤:6.50%
- 其他:4.89%

股價相對大盤走勢

— 1519 — TWSE



電價擬上漲、重電營運績強。

投資建議：華城受惠美國與台灣等地的淨零轉型趨勢，加上華城仍是全台唯一生產 500kv 變壓器的廠商，國內產業具有一定地位，以及短期的台電擬定調漲電價的題材激勵，評價上，則已 PEG 作為評價模型，給予 39.9X PER，故調整華城至 Buy 的投資建議，目標價 825 元(39.9PER X 2025F EPS)。

2Q24受惠全球淨零碳排需求，獲利亮眼：2Q24受惠美國兩大基礎政策合計十年1.6兆美元的預算執行，海外報價維持高檔，合約負債已來到44.4億元，2Q24營收46.46億元，QoQ+52.95%，稅後純益8.94億元，QoQ+49.57%，EPS 3.11元。

3Q24海外變壓器需求延續，營運穩健成長：預期3Q24持續受惠美國變壓器供不應求趨勢，帶動01-07/2024台灣銷往變壓器至美國的金額已達1.52億美元，來到2023全年的1.68億美元高檔水準，並且考量華城在國內的變壓器外銷領先地位，以及2H24多為工程旺季，預期3Q24營運穩健成長，預估3Q24營收58.25億元，QoQ+25.39%，稅後純益12.53億元，QoQ+40.09%，EPS 4.36元。

2025年受惠美國電力公司資本支出持續創高、報價高檔，華城營運績強：2025年美國電力公用事業資本支出持續創高至2027億美元，YoY+8.74%，加上美國變壓器價格近期仍緩步上升，預期將帶動華城2025年營運持續成長，預估2025年營收271.38億元，YoY+33.14%，稅後純益59.36億元，YoY+40.83%，EPS20.67元。

09/2024台電擬定調漲電價，有利華城短期題材激勵效果：考量09/2024台電擬定調漲產業用電，有利台電延續現金流，進行強韌電網計畫，加上華城在過去歷史8次的台電電價上漲事件中，在電價上漲後的60天內漲幅較為明顯，平均漲幅為12.5%，具備題材激勵效果。

(百萬元)	2023	2024F	2025F	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24F	4Q24F	1Q25F	2Q25F
營業收入淨額	13,900	20,383	27,138	3,103	3,644	5,612	3,038	4,646	5,825	6,875	4,561	6,061
營業毛利淨額	4,334	7,373	10,007	917	1,198	1,787	1,042	1,681	2,154	2,496	1,649	2,229
營業利益	2,854	5,002	7,092	592	777	1,263	621	1,150	1,550	1,681	1,025	1,498
稅後純益	2,577	4,215	5,936	544	713	1,115	598	894	1,253	1,470	828	1,263
稅後 EPS(元)	8.97	14.68	20.67	1.89	2.48	3.88	2.08	3.11	4.36	5.12	2.88	4.40
毛利率(%)	31.18%	36.17%	36.87%	29.55%	32.88%	31.85%	34.30%	36.19%	36.97%	36.31%	36.15%	36.78%
營業利益率(%)	20.53%	24.54%	26.13%	19.06%	21.31%	22.51%	20.45%	24.75%	26.61%	24.45%	22.48%	24.72%
稅後純益率(%)	18.54%	20.68%	21.87%	17.52%	19.56%	19.87%	19.68%	19.25%	21.51%	21.38%	18.16%	20.84%
營業收入 YoY/QoQ(%)	79.33%	46.65%	33.14%	101.40%	17.46%	53.99%	-45.87%	52.95%	25.39%	18.01%	-33.66%	32.90%
稅後純益 YoY/QoQ(%)	207.46%	63.54%	40.83%	164.37%	31.12%	56.36%	-46.37%	49.57%	40.09%	17.33%	-43.65%	52.48%

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 28.72 億元計算。

華城 ESG：

華城除依循全球報告倡議組織 GRI 準則、氣候相關財務揭露(TCFD)、聯合國永續發展目標等規範編撰 2023 年永續報告書。並於 2024 年修訂組織章程，下設永續長、主任委員等執行小組，執行永續發展事務，並透過設備建置，於 2023 年節電 23.8 萬度、減少碳排 117.88 噸，並獲得國家永續發展獎、工業精銳獎、CSR 企業公民獎、台灣精品獎多項殊榮。

公司簡介：

華城成立於1969年，自成立以來，逐步與日本戶上電機、日立公司、高越製作所，合作開發161kv以上的變壓器與69kv以上的SF6空斷開關等產品，在累積多年海內外生產345kv變壓器的成績後，於2013年與日商日立製造所(Hitachi)合作生產500kv超高變壓器，進軍國際市場，當前已經成為國內唯一、東南亞最大500kv電壓的世界級重電變壓器廠商。01/2023-11/2023產品占比，變壓器71.39%、配電盤12.63%、工程統包5.91%、配電器材3.36%、售電收入0.17%。2023年外銷佔比36%、其他64%。

圖一、華城生產據點規劃



資料來源：華城

2Q24受惠全球淨零碳排需求，獲利亮眼：

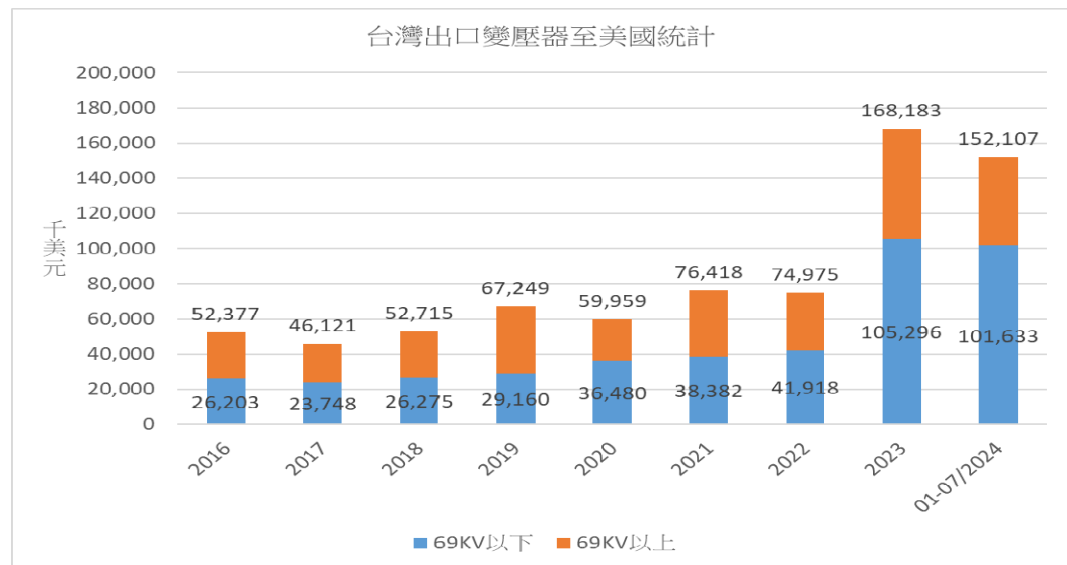
2Q24受惠美國兩大基礎政策合計十年1.6兆美元的預算執行，海外報價維持高檔，合約負債已來到44.4億元，2Q24營收46.46億元，QoQ+52.95%，稅後純益8.94億元，QoQ+49.57%，EPS 3.11元。

2024 年 9 月 26 日

3Q24海外變壓器需求延續，營運穩健成長：

預期3Q24持續受惠美國變壓器供不應求趨勢，帶動01-07/2024台灣銷往變壓器至美國的金額已達1.52億美元，來到2023全年的1.68億美元高檔水準，並且考量華城在國內的變壓器外銷領先地位，以及2H24多為工程旺季，預期3Q24營運穩健成長，預估3Q24營收58.25億元，QoQ+25.39%，稅後純益12.53億元，QoQ+40.09%，EPS 4.36元。

圖二、台灣出口變壓器至美國統計

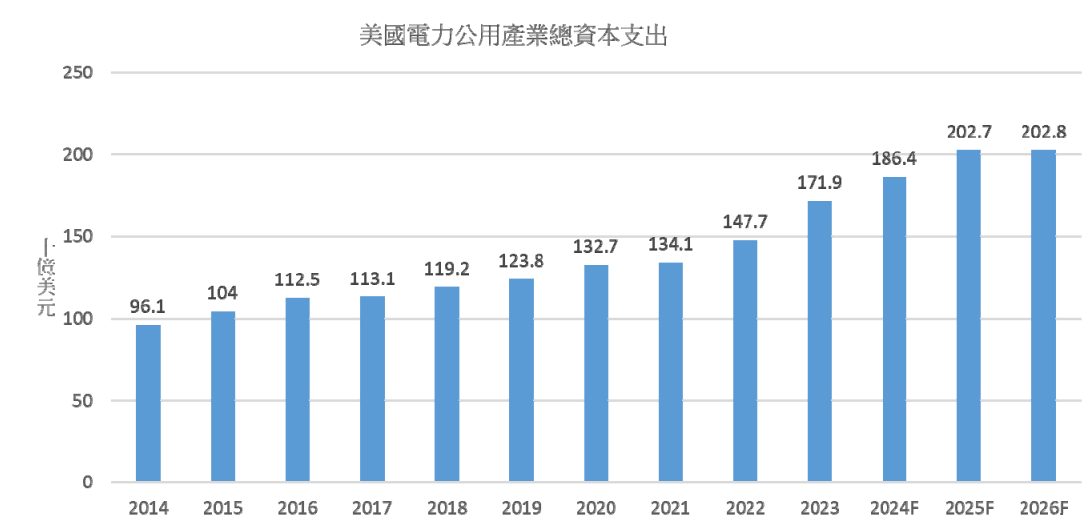


資料來源：關務署，群益投顧彙整

2025年受惠美國電力公司資本支出持續創高、報價高檔，華城營運續強：

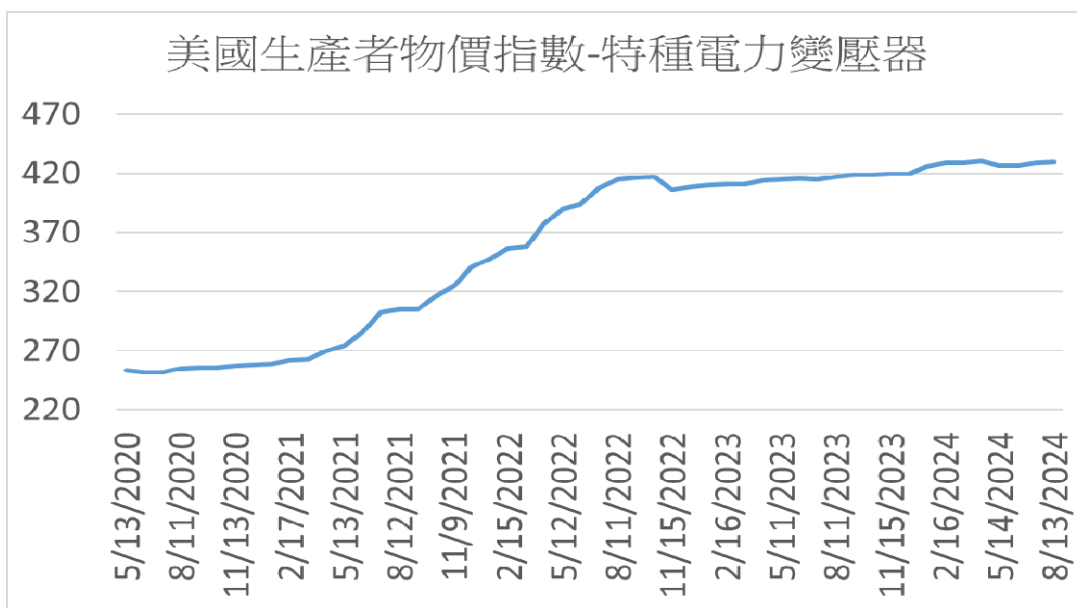
2025年美國電力公用事業資本支出持續創高至2027億美元，YoY+8.74%，加上美國變壓器價格近期仍緩步上升，預期將帶動華城2025年營運持續成長，預估2025年營收271.38億元，YoY+33.14%，稅後純益59.36億元，YoY+40.83%，EPS20.67元。

圖三、美國電力公用產業總資本支出



資料來源：EEl，群益投顧彙整

圖四、美國PPI指數-特種電力變壓器價格

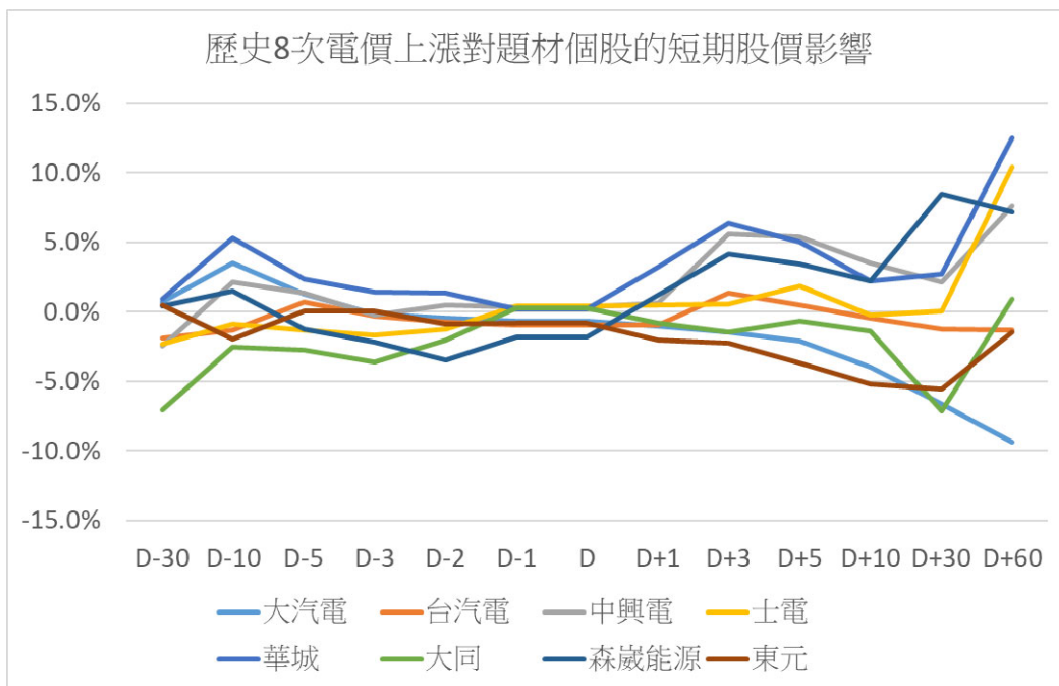


資料來源：Bloomberg，群益投顧彙整

09/2024台電擬定調漲電價，有利華城短期題材激勵效果：

考量09/2024台電擬定調漲產業用電，有利台電延續現金流，進行強韌電網計畫，加上華城在過去歷史8次的台電電價上漲事件中，在電價上漲後的60天內漲幅較為明顯，平均漲幅為12.5%，具備題材激勵效果。

圖五、歷史8次電價上漲對相關個股短期股價影響



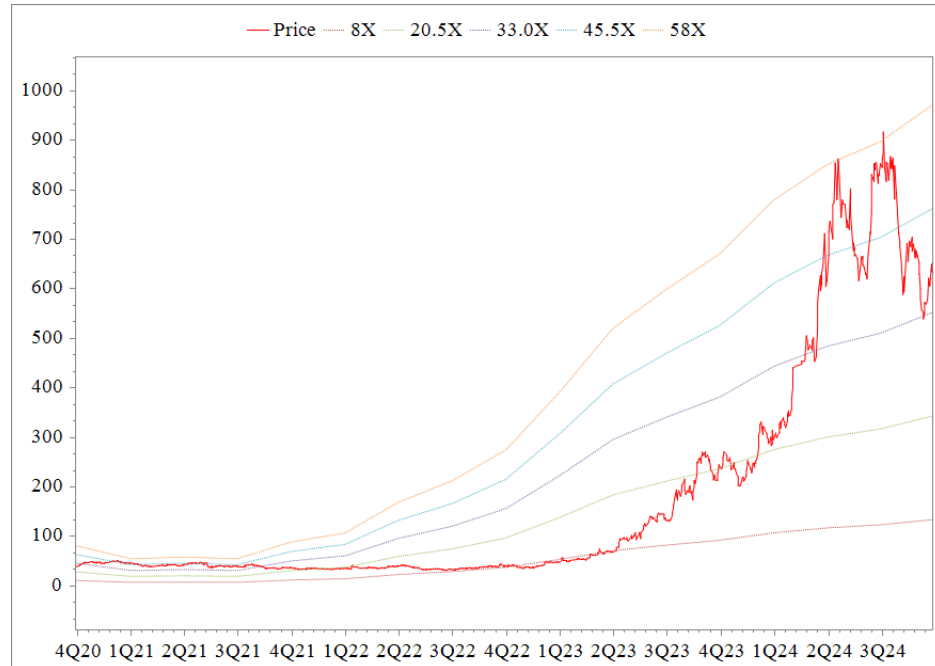
資料來源：Bloomberg，群益投顧彙整

2024 年 9 月 26 日

投資建議：

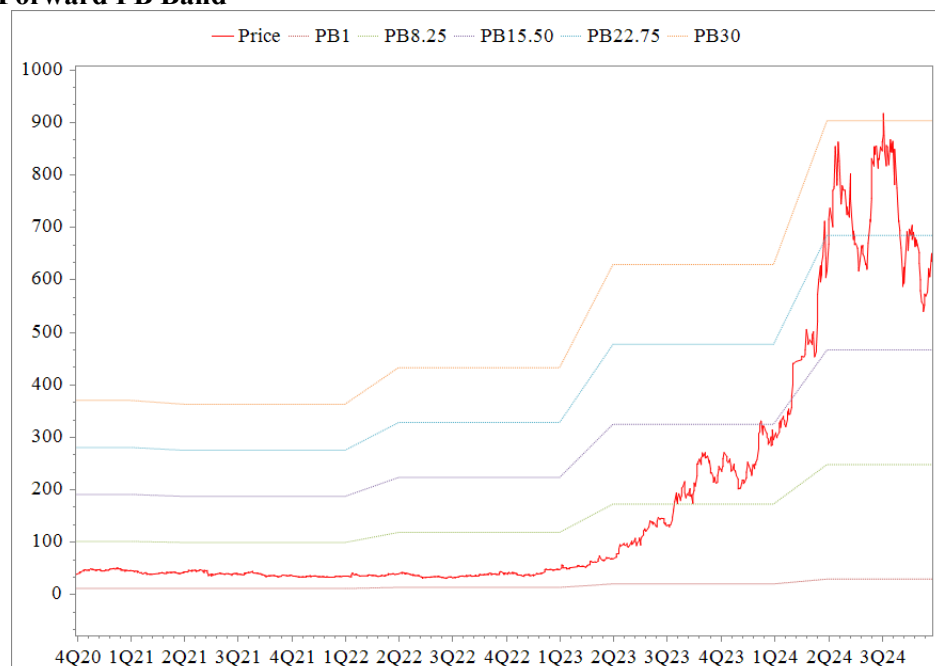
華城受惠美國與台灣等地的淨零轉型趨勢，加上華城仍是全台唯一生產 500kv 變壓器的廠商，國內產業具有一定地位，以及短期台電擬定調漲電價的題材激勵，評價上，則已 PEG 作為評價模型，給予 39.9X PER，故調整華城至 Buy 的投資建議，目標價 825 元(39.9PER X 2025F EPS)。

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 26 日

資產負債表

(百萬元)	2021	2022	2023	2024F	2025F
資產總計	9,922	11,700	15,247	20,811	24,781
流動資產	7,343	9,118	12,567	16,544	20,777
現金及約當現金	169	596	1,737	1,780	2,511
應收帳款與票據	2,662	2,142	2,469	1,995	3,655
存貨	2,668	4,205	5,441	7,169	6,881
採權益法之投資	2	2	2	8	7
不動產、廠房設備	1,993	1,977	2,081	2,081	2,081
負債總計	6,403	7,435	9,114	12,065	13,085
流動負債	4,897	6,411	8,777	10,139	9,807
應付帳款及票據	2,351	2,150	3,343	3,654	5,274
非流動負債	1,506	1,025	337	1,615	1,347
權益總計	3,520	4,265	6,133	8,745	11,696
普通股股本	2,611	2,611	2,611	2,872	2,872
保留盈餘	903	1,506	3,418	5,769	8,720
母公司業主權益	3,479	4,144	6,026	8,647	11,598
負債及權益總計	9,922	11,700	15,247	20,811	24,781

損益表

(百萬元)	2021	2022	2023	2024F	2025F
營業收入淨額	9,020	7,751	13,900	20,383	27,138
營業成本	7,613	6,163	9,566	13,011	17,131
營業毛利淨額	1,407	1,588	4,334	7,373	10,007
營業費用	1,015	1,158	1,480	2,371	2,915
營業利益	392	429	2,854	5,002	7,092
EBITDA	535	1,138	3,267	4,883	6,471
業外收入及支出	-26	512	192	395	328
稅前純益	366	950	3,072	5,397	7,420
所得稅	78	127	510	1,190	1,484
稅後純益	290	838	2,577	4,215	5,936
稅後 EPS(元)	1.01	2.92	8.97	14.68	20.67
完全稀釋 EPS**	1.01	2.92	8.97	14.68	20.67

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 28.72【最新股本】億元計算

註 3：完全稀釋 EPS 以股本 28.72 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	6.47%	-14.07%	79.33%	46.65%	33.14%
營業毛利淨額	3.90%	12.84%	172.99%	70.11%	35.72%
營業利益	-17.32%	9.51%	564.82%	75.28%	41.79%
稅後純益	-36.64%	189.17%	207.46%	63.54%	40.83%

獲利能力分析(%)

毛利率	15.60%	20.48%	31.18%	36.17%	36.87%
EBITDA(%)	5.93%	14.69%	23.50%	23.95%	23.85%
營益率	4.35%	5.54%	20.53%	24.54%	26.13%
稅後純益率	3.21%	10.82%	18.54%	20.68%	21.87%
總資產報酬率	2.92%	7.16%	16.90%	20.25%	23.95%
股東權益報酬率	8.24%	19.65%	42.03%	48.19%	50.75%

償債能力檢視

負債比率(%)	64.53%	63.55%	59.78%	57.98%	52.80%
負債/淨值比(%)	181.91%	174.32%	148.62%	137.96%	111.88%
流動比率(%)	149.96%	142.23%	143.17%	163.17%	211.85%

其他比率分析

存貨天數	117.39	203.53	184.03	176.88	149.67
應收帳款天數	107.09	113.11	60.54	39.97	38.00

現金流量表

(百萬元)	2021	2022	2023	2024F	2025F
營業活動現金	-438	838	4,281	2,996	3,758
稅前純益	366	950	3,072	5,397	7,420
折舊及攤銷	140	150	172	173	173
營運資金變動	-179	-1,219	-370	-943	248
其他營運現金	-765	957	1,407	-1,630	-4,082
投資活動現金	-477	-401	-184	-1,920	-98
資本支出淨額	-113	-137	-146	-230	-250
長期投資變動	-333	-217	11	-110	-110
其他投資現金	-32	-48	-49	-1,580	262
籌資活動現金	877	28	-2,946	-1,033	-2,929
長借/公司債變動	360	310	-1,262	1,278	-267
現金增資	0	0	0	0	0
發放現金股利	-339	-261	-653	-1,593	-2,986
其他籌資現金	856	-21	-1,031	-718	324
淨現金流量	-46	427	1,142	43	730
期初現金	215	169	596	1,737	1,780
期末現金	169	596	1,737	1,780	2,511

資料來源：CMoney、群益

2024 年 9 月 26 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	1,541	3,103	3,644	5,612	3,038	4,646	5,825	6,875	4,561	6,061	6,723	9,793
營業成本	1,109	2,186	2,446	3,825	1,996	2,965	3,672	4,379	2,912	3,832	4,221	6,167
營業毛利淨額	432	917	1,198	1,787	1,042	1,681	2,154	2,496	1,649	2,229	2,503	3,626
營業費用	210	325	422	524	421	532	604	815	623	731	664	897
營業利益	222	592	777	1,263	621	1,150	1,550	1,681	1,025	1,498	1,839	2,729
業外收入及支出	17	55	99	48	128	94	16	156	10	81	81	156
稅前純益	239	646	875	1,311	749	1,244	1,566	1,837	1,035	1,579	1,920	2,886
所得稅	36	107	165	202	155	354	313	367	207	316	384	577
稅後純益	206	544	713	1,115	598	894	1,253	1,470	828	1,263	1,536	2,308
最新股本	2,872	2,872	2,872	2,872	2,872	2,872	2,872	2,872	2,872	2,872	2,872	2,872
稅後EPS(元)	0.72	1.89	2.48	3.88	2.08	3.11	4.36	5.12	2.88	4.40	5.35	8.04

獲利能力(%)

毛利率(%)	28.03%	29.55%	32.88%	31.85%	34.30%	36.19%	36.97%	36.31%	36.15%	36.78%	37.23%	37.03%
營業利益率(%)	14.42%	19.06%	21.31%	22.51%	20.45%	24.75%	26.61%	24.45%	22.48%	24.72%	27.35%	27.87%
稅後純益率(%)	13.35%	17.52%	19.56%	19.87%	19.68%	19.25%	21.51%	21.38%	18.16%	20.84%	22.85%	23.57%

QoQ(%)

營業收入淨額	-42.20%	101.40%	17.46%	53.99%	-45.87%	52.95%	25.39%	18.01%	-33.66%	32.90%	10.92%	45.65%
營業利益	160.26%	166.22%	31.29%	62.67%	-50.84%	85.11%	34.82%	8.46%	-39.01%	46.14%	22.73%	48.42%
稅前純益	-55.97%	170.53%	35.40%	49.84%	-42.87%	66.05%	25.88%	17.33%	-43.65%	52.48%	21.61%	50.29%
稅後純益	-56.93%	164.37%	31.12%	56.36%	-46.37%	49.57%	40.09%	17.33%	-43.65%	52.48%	21.61%	50.29%

YoY(%)

營業收入淨額	10.40%	51.72%	121.58%	110.54%	97.17%	49.73%	59.84%	22.50%	50.15%	30.47%	15.42%	42.45%
營業利益	N.A	133.61%	505.34%	1379.71%	179.52%	94.35%	99.58%	33.07%	65.08%	30.33%	18.64%	62.35%
稅前純益	N.A	143.01%	469.95%	141.68%	213.56%	92.45%	78.92%	40.10%	38.20%	26.91%	22.61%	57.05%
稅後純益	N.A	133.69%	426.43%	133.45%	190.70%	64.47%	75.71%	31.85%	38.54%	41.23%	22.61%	57.05%

註1：稅後EPS以股本28.72億元計算

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。