

研究員：吳建弘 A51102@cim.capital.com.tw

前日收盤價	518.00 元
目標價	
3 個月	570.00 元
12 個月	570.00 元

華城(1519 TT)

Trading Buy

近期報告日期、評等及前日股價

12/11/2024	Trading Buy	563.00
09/25/2024	Buy	648.00
01/30/2024	到價	
12/15/2023	Buy	355.00

公司基本資訊

目前股本(百萬元)	2,872
市值(億元)	1,488
目前每股淨值(元)	25.09
外資持股比(%)	19.06
投信持股比(%)	0.80
董監持股比(%)	18.58
融資餘額(張)	5,199
現金股息配發率(%)	60.79

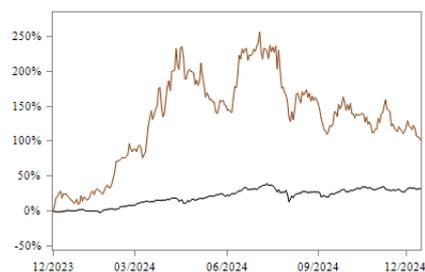
產品組合



- 變壓器:68.46%
- 純包工程:8.90%
- 配電器材:6.90%
- 其他:15.74%

股價相對大盤走勢

— 1519 — TWSE



2025 全年產能增速 30% 以上，重電需求高檔震盪。

投資建議：華城受惠美國與台灣等地的淨零轉型趨勢，預期 2024 年產能增速達 30-40%、2025 年產能持續成長 30% 以上，長期變壓器需求穩健，維持華城 Trading Buy 的投資建議。

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，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，3Q24 營運穩健成長，3Q24 營收 53.57 億元，QoQ+15.30%，稅後純益 12.30 億元，QoQ+37.50%，EPS 4.28 元。

4Q24 雖短期客戶交期差異影響，仍為工程旺季：華城 11/2024 營收 16.86 億元、MoM-14.37%、YoY-0.36%，管理階層認為主要是運輸交期遞延影響，隨著 2H24 工程旺季到來，後續 12/2024 營運將回歸正常，預估 4Q24 營收 65.41 億元，QoQ+22.10%，稅後純益 13.06 億元，QoQ+6.17%，EPS 4.55 元。

2024 年雖交期偶有落差，但營運持續創高，全年產能擴張 30-40%：2024 年雖客戶交期偶有落差，但整體營運持續創高，全年保持 30-40% 產能增速，2024 年營收 195.81 億元，YoY+40.87%，稅後純益 40.27 億元，YoY+56.27%，EPS 14.02 元。

2025 年受惠美國電力公司資本支出持續創高，全年產能再度擴張 30% 以上：2025 年受惠美國電力公用事業資本支出持續創高至 2027 億美元，YoY+8.74%，加上在手訂單的持續增加，管理階層預期 2025 年產能增速達 30% 以上，帶動營運持續成長，預估 2025 年營收 254.87 億元，YoY+30.16%，稅後純益 52.85 億元，YoY+31.23%，EPS 18.40 元。

(百萬元)	2024F	2025F	2026F	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24F	1Q25F	2Q25F	3Q25F
營業收入淨額	19,581	25,487	33,126	3,644	5,612	3,038	4,646	5,357	6,541	4,202	5,711	6,342
營業毛利淨額	7,190	9,418	12,277	1,198	1,787	1,042	1,681	2,053	2,414	1,524	2,104	2,365
營業利益	4,746	6,278	8,745	777	1,263	621	1,150	1,416	1,559	870	1,337	1,634
稅後純益	4,027	5,285	7,259	713	1,115	598	894	1,230	1,306	704	1,134	1,372
稅後 EPS(元)	14.02	18.40	25.27	2.48	3.88	2.08	3.11	4.28	4.55	2.45	3.95	4.78
毛利率(%)	36.72%	36.95%	37.06%	32.88%	31.85%	34.30%	36.19%	38.32%	36.91%	36.28%	36.84%	37.30%
營業利益率(%)	24.24%	24.63%	26.40%	21.31%	22.51%	20.45%	24.75%	26.44%	23.83%	20.71%	23.41%	25.77%
稅後純益率(%)	20.57%	20.74%	21.91%	19.56%	19.87%	19.68%	19.25%	22.96%	19.96%	16.76%	19.86%	21.64%
營業收入 YoY/QoQ(%)	40.87%	30.16%	29.97%	17.46%	53.99%	-45.87%	52.95%	15.30%	22.10%	-35.76%	35.92%	11.05%
稅後純益 YoY/QoQ(%)	56.27%	31.23%	37.34%	31.12%	56.36%	-46.37%	49.57%	37.50%	6.17%	-46.05%	61.00%	21.00%

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。01-11/2024 產品占比，變壓器 73.10%、配電盤 7.39%、工程統包 7.03%、配電器材 3.29%、售電收入 0.08%。其他 9.11%。01-11/2024 年外銷佔比 45%、其他 55%。

圖一、華城生產據點規劃



資料來源：華城

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，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，3Q24 營運穩健成長，3Q24 營收 53.57 億元，QoQ+15.30%，稅後純益 12.30 億元，QoQ+37.50%，EPS 4.28 元。

2024 年 12 月 17 日

4Q24雖短期客戶交期差異影響，仍為工程旺季：

華城 11/2024 營收 16.86 億元、MoM-14.37%、YoY-0.36%，管理階層認為主要是客戶運輸遞延影響，隨著 2H24 工程旺季到來，後續 12/2024 營運將回歸正常，預估 4Q24 營收 65.41 億元，QoQ+22.10%，稅後純益 13.06 億元，QoQ+6.17%，EPS 4.55 元。

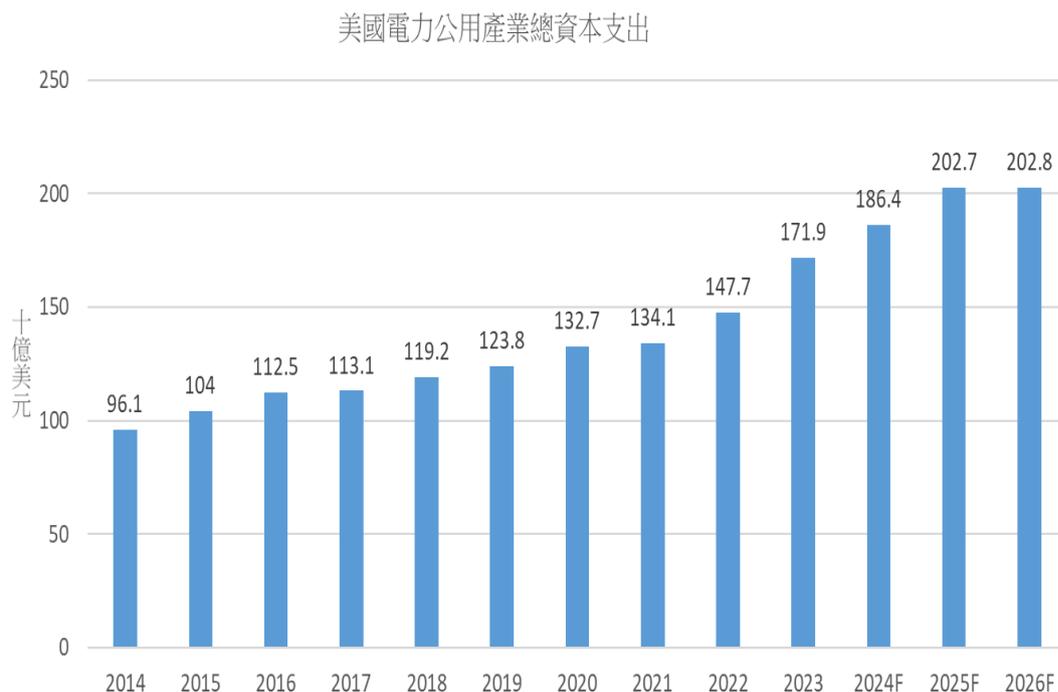
2024年雖交期偶有落差，但營運持續創高，全年產能擴張30-40%：

2024 年雖客戶交期偶有落差，但整體營運持續創高，全年保持 30-40% 產能增速，2024 年營收 195.81 億元，YoY+40.87%，稅後純益 40.27 億元，YoY+56.27%，EPS14.02 元。

2025年受惠美國電力公司資本支出持續創高，全年產能再度擴張30%以上：

2025 年受惠美國電力公用事業資本支出持續創高至 2027 億美元，YoY+8.74%，加上在手訂單的持續增加，管理階層預期 2025 年產能增速達 30% 以上，帶動營運持續成長，預估 2025 年營收 254.87 億元，YoY+30.16%，稅後純益 52.85 億元，YoY+31.23%，EPS18.40 元。

圖二、美國電力公用產業總資本支出

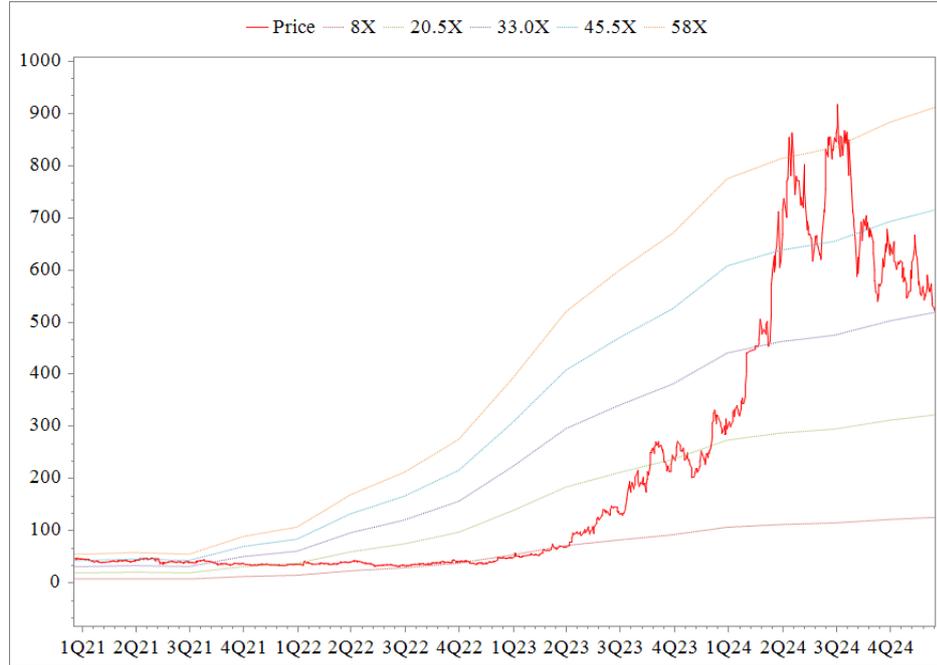


資料來源：EEI，群益投顧彙整

投資建議：

華城受惠美國與台灣等地的淨零轉型趨勢，預期 2024 年產能增速達 30-40%、2025 年產能持續成長 30% 以上，長期變壓器需求穩健，維持華城 Trading Buy 的投資建議。

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12月17日

資產負債表

(百萬元)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
資產總計	11,700	15,247	22,053	25,353	30,708
流動資產	9,118	12,567	19,522	21,776	27,162
現金及約當現金	596	1,737	2,100	2,604	3,094
應收帳款與票據	2,142	2,469	3,536	4,293	5,427
存貨	4,205	5,441	8,197	8,150	10,236
採權益法之投資	2	2	1	5	5
不動產、廠房設備	1,977	2,081	2,139	2,181	2,227
負債總計	7,435	9,114	13,471	13,927	15,526
流動負債	6,411	8,777	11,609	11,974	11,849
應付帳款及票據	2,150	3,343	3,728	3,767	5,441
非流動負債	1,025	337	1,477	1,528	1,579
權益總計	4,265	6,133	8,582	11,427	15,182
普通股股本	2,611	2,611	2,872	2,872	2,872
保留盈餘	1,506	3,418	5,606	8,451	12,206
母公司業主權益	4,144	6,026	8,487	11,331	15,087
負債及權益總計	11,700	15,247	22,053	25,353	30,708

現金流量表

(百萬元)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
營業活動現金	838	4,281	1,643	5,461	4,294
稅前純益	950	3,072	5,171	6,607	9,073
折舊及攤銷	150	172	233	238	243
營運資金變動	-1,219	-370	-3,439	-670	-1,546
其他營運現金	957	1,407	-323	-713	-3,476
投資活動現金	-401	-184	-173	-1,471	-433
資本支出淨額	-137	-146	-390	-420	-460
長期投資變動	-217	11	10	-50	-50
其他投資現金	-48	-49	207	-1,001	77
籌資活動現金	28	-2,946	-1,107	-3,485	-3,371
長借/公司債變動	310	-1,262	1,139	51	51
現金增資	0	0	0	0	0
發放現金股利	-261	-653	-1,566	-2,441	-3,503
其他籌資現金	-21	-1,031	-681	-1,096	81
淨現金流量	427	1,142	363	504	490
期初現金	169	596	1,737	2,100	2,604
期末現金	596	1,737	2,100	2,604	3,094

資料來源：CMoney、群益

損益表

(百萬元)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
營業收入淨額	7,751	13,900	19,581	25,487	33,126
營業成本	6,163	9,566	12,391	16,069	20,848
營業毛利淨額	1,588	4,334	7,190	9,418	12,277
營業費用	1,158	1,480	2,444	3,140	3,532
營業利益	429	2,854	4,746	6,278	8,745
EBITDA	1,138	3,267	5,392	6,849	9,337
業外收入及支出	512	192	425	328	328
稅前純益	950	3,072	5,171	6,607	9,073
所得稅	127	510	1,155	1,321	1,815
稅後純益	838	2,577	4,027	5,285	7,259
稅後EPS(元)	2.92	8.97	14.02	18.40	25.27
完全稀釋EPS**	2.92	8.97	14.02	18.40	25.27

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)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
-------	------	------	-------	-------	-------

成長力分析(%)

營業收入淨額	-14.07%	79.33%	40.87%	30.16%	29.97%
營業毛利淨額	12.84%	172.99%	65.90%	30.99%	30.35%
營業利益	9.51%	564.82%	66.31%	32.29%	39.29%
稅後純益	189.17%	207.46%	56.27%	31.23%	37.34%

獲利能力分析(%)

毛利率	20.48%	31.18%	36.72%	36.95%	37.06%
EBITDA(%)	14.69%	23.50%	27.53%	26.87%	28.19%
營業率	5.54%	20.53%	24.24%	24.63%	26.40%
稅後純益率	10.82%	18.54%	20.57%	20.74%	21.91%
總資產報酬率	7.16%	16.90%	18.26%	20.85%	23.64%
股東權益報酬率	19.65%	42.03%	46.93%	46.25%	47.81%

償債能力檢視

負債比率(%)	63.55%	59.78%	61.08%	54.93%	50.56%
負債/淨值比(%)	174.32%	148.62%	156.96%	121.88%	102.27%
流動比率(%)	142.23%	143.17%	168.17%	181.85%	229.24%

其他比率分析

存貨天數	203.53	184.03	200.88	185.67	160.95
應收帳款天數	113.11	60.54	55.97	56.06	53.55

季度損益表

(百萬元)	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24F	1Q25F	2Q25F	3Q25F	4Q25F	1Q26F
營業收入淨額	3,103	3,644	5,612	3,038	4,646	5,357	6,541	4,202	5,711	6,342	9,232	5,481
營業成本	2,186	2,446	3,825	1,996	2,965	3,304	4,127	2,677	3,607	3,976	5,808	3,472
營業毛利淨額	917	1,198	1,787	1,042	1,681	2,053	2,414	1,524	2,104	2,365	3,425	2,009
營業費用	325	422	524	421	532	637	855	654	767	731	988	755
營業利益	592	777	1,263	621	1,150	1,416	1,559	870	1,337	1,634	2,437	1,254
業外收入及支出	55	99	48	128	94	130	73	10	81	81	156	10
稅前純益	646	875	1,311	749	1,244	1,546	1,632	880	1,418	1,715	2,593	1,264
所得稅	107	165	202	155	354	319	326	176	284	343	519	253
稅後純益	544	713	1,115	598	894	1,230	1,306	704	1,134	1,372	2,075	1,011
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)	1.89	2.48	3.88	2.08	3.11	4.28	4.55	2.45	3.95	4.78	7.22	3.52
獲利能力(%)												
毛利率(%)	29.55%	32.88%	31.85%	34.30%	36.19%	38.32%	36.91%	36.28%	36.84%	37.30%	37.09%	36.66%
營業利益率(%)	19.06%	21.31%	22.51%	20.45%	24.75%	26.44%	23.83%	20.71%	23.41%	25.77%	26.40%	22.88%
稅後純益率(%)	17.52%	19.56%	19.87%	19.68%	19.25%	22.96%	19.96%	16.76%	19.86%	21.64%	22.47%	18.45%
QoQ(%)												
營業收入淨額	101.40%	17.46%	53.99%	-45.87%	52.95%	15.30%	22.10%	-35.76%	35.92%	11.05%	45.58%	-40.63%
營業利益	166.22%	31.29%	62.67%	-50.84%	85.11%	23.19%	10.08%	-44.17%	53.63%	22.22%	49.13%	-48.55%
稅前純益	170.53%	35.40%	49.84%	-42.87%	66.05%	24.29%	5.55%	-46.05%	61.00%	21.00%	51.19%	-51.26%
稅後純益	164.37%	31.12%	56.36%	-46.37%	49.57%	37.50%	6.17%	-46.05%	61.00%	21.00%	51.19%	-51.26%
YoY(%)												
營業收入淨額	51.72%	121.58%	110.54%	97.17%	49.73%	46.99%	16.55%	38.33%	22.93%	18.39%	41.15%	30.45%
營業利益	133.61%	505.34%	1379.71%	179.52%	94.35%	82.37%	23.40%	40.13%	16.30%	15.38%	56.32%	44.07%
稅前純益	143.01%	469.95%	141.68%	213.56%	92.45%	76.65%	24.43%	17.52%	13.95%	10.94%	58.91%	43.56%
稅後純益	133.69%	426.43%	133.45%	190.70%	64.47%	72.47%	17.11%	17.81%	26.81%	11.59%	58.91%	43.56%

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。