

2024 年 12 月 12 日

研究員：賴季宏 david.lai@capital.com.tw

前日收盤價	181.00 元
目標價	
3 個月	200.00 元
12 個月	200.00 元

可寧衛(8422 TT)

Trading Buy

近期報告日期、評等及前日股價

07/03/2024	Buy	181.00
08/18/2023	Buy	181.00
04/26/2022	Neutral	199.00

公司基本資訊

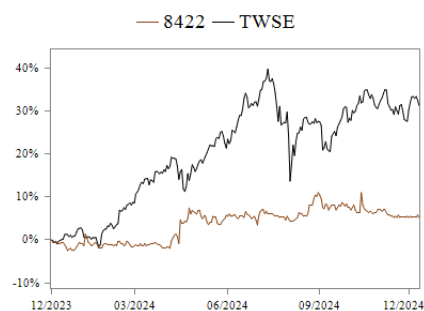
目前股本(百萬元)	1,102
市值(億元)	200
目前每股淨值(元)	55.30
外資持股比(%)	12.02
投信持股比(%)	0.83
董監持股比(%)	10.66
融資餘額(張)	221
現金股息配發率(%)	109.65

產品組合



- ▲ 開挖收入:37.75%
- ▲ 掩埋收入:33.98%
- ▲ 紙業收入:11.06%
- ▲ 其他:17.21%

股價相對大盤走勢



營運穩健，預期維持配息水準。

投資建議：預估可寧衛 2024 年營收 50.77 億元，YoY+19.03%，稅後 EPS 9.94 元。2025 年營收 51.21 億元，YoY+0.86%，稅後 EPS 10.70 元。

考量 1)可寧衛業務包括太陽能發電、廢棄物焚化、掩埋等業務，在綠能環保減碳業務方面的佈局已逐漸成型。2)新接獲高雄市政府土壤整治專案，自 3Q24 開始認列，加上原有的高雄煉油廠整治專案，可維持 3Q24~2Q25 的營運動能。(3)預期可寧衛維持穩定的配息節奏，2025 年配息金額可望與過往相當。公司長期營運維持穩健，故給予可寧衛的投資建議為 Trading Buy，目標價 200 元(2025 年 PER 19X)。

可寧衛取得高雄市政府土壤整治專案，標案金額 24 億元：可寧衛新取得高雄市政府的土壤整治標案，總金額約 24 億元，自 3Q24 開始認列營收。此專案為有害廢棄物汙染土壤整治，預期大多土壤需要離場進行處理，無法就地回填，此專案的技術難度較高，相較於之前的高煉廠專案將可擁有更高的毛利率。

大創綠能彌陀廠一期已完工發電，第二期目標 2026 年開始營運：可寧衛 100%持股的大創綠能主要經營漁電共生業務，大創的第一期案場已經完工，發電規模為 70MW，估計 2024 年可貢獻可寧衛營收超過 3 億元。後續仍有第二期工程，發電量與第一期相同。目標 2026 年開始營運貢獻獲利，將推動可寧衛在綠能發電業務的獲利增加。

取得高雄煉油廠土壤整治標案，可寧衛直接得標金額 27.7 億元，2024~25 年為認列期間：新一期的高雄煉油廠新招標案件已經決標公告，可寧衛取得北二區的標案，總得標金額約 30.7 億元，其中 27.7 億元由可寧衛直接得標，3 億元由傑美工程顧問得標，估計專案將貢獻可寧衛 2024 至 2025 年的營收。另外中台資源也獲得北一區的整治標案，得標金額為 10.2 億元，可增加業外獲利貢獻。

(百萬元)	2024F	2025F	2026F	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24F	1Q25F	2Q25F	3Q25F
營業收入淨額	5,077	5,121	5,261	679	1,057	1,280	1,450	1,142	1,205	1,187	1,311	1,308
營業毛利淨額	1,935	2,006	1,984	333	421	418	515	524	479	483	515	507
營業利益	1,343	1,432	1,410	198	277	283	364	370	326	345	369	361
稅後純益	1,096	1,179	1,203	149	224	247	274	283	291	284	300	285
稅後 EPS(元)	9.94	10.70	10.92	1.35	2.03	2.24	2.48	2.57	2.64	2.57	2.72	2.58
毛利率(%)	38.11%	39.17%	37.72%	49.10%	39.82%	32.63%	35.48%	45.83%	39.77%	40.68%	39.31%	38.81%
營業利益率(%)	26.45%	27.96%	26.81%	29.20%	26.23%	22.12%	25.12%	32.37%	27.03%	29.11%	28.16%	27.64%
稅後純益率(%)	21.58%	23.02%	22.87%	21.92%	21.15%	19.31%	18.88%	24.82%	24.17%	23.90%	22.85%	21.77%
營業收入 YoY/QoQ(%)	19.03%	0.86%	2.74%	-45.41%	55.66%	21.14%	13.27%	-21.22%	5.46%	-1.49%	10.46%	-0.25%
稅後純益 YoY/QoQ(%)	10.22%	7.59%	2.07%	-51.74%	50.24%	10.58%	10.74%	3.56%	2.74%	-2.61%	5.61%	-4.98%

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 11.02 億元計算。

2024 年 12 月 12 日

可寧衛的 ESG(Environmental Social Governance)：

可寧衛成立永續發展部及董事會下設功能性委員會，由永續長帶領團隊致力於達成永續指標並定期與董事會報告。可寧衛 2021 年獲得台灣企業永續報告白金獎，2022 年榮獲台灣企業永續報告金獎，並入選微軟永續報告書指標案例。可寧衛及旗下的大寧、吉衛皆取得產品碳標籤。

公司簡介：

可寧衛為台灣主要的廢棄物處理廠之一，營運內容包括一般事業廢棄物及有害事業廢棄物的清運、處理、掩埋等服務，具有一站式服務能力，也是國內掩埋及處理產能最大的廢棄物處理廠。目前旗下轉投資事業中，岡聯負責廢棄物清運，大寧為一般事業廢棄物掩埋場，吉衛為有害事業廢棄物處理後之掩埋場。

可寧衛取得高雄市政府土壤整治專案，標案金額 24 億元：

可寧衛新取得高雄市政府的土壤整治標案，總金額約 24 億元，自 3Q24 開始認列營收。此專案為有害廢棄物汙染土壤整治，預期大多土壤需要離場進行處理，無法就地回填，此專案的技術難度較高，相較於之前的高煉廠專案將可擁有更高的毛利率。

取得高雄煉油廠土壤整治標案，可寧衛直接得標金額 27.7 億元，2024~25 年為認列期間：

新一期的高雄煉油廠新招標案件已經決標公告，可寧衛取得北二區的標案，總得標金額約 30.7 億元，其中 27.7 億元由可寧衛直接得標，3 億元由傑美工程顧問得標，估計專案將貢獻可寧衛 2024 至 2025 年的營收。另外中台資源也獲得北一區的整治標案，得標金額為 10.2 億元，可增加業外獲利貢獻。

中台資源營運可望穩定成長：

轉投資的中台資源主要經營廢光源及廢印刷電路板的回收再利用，處理後回收的汞純度可達 99.99% 的極高純度，是台灣少數擁有汞回收業務許可執照的業者。由於熱處理業務的價格波動較大，公司初期以維持穩定營運為主，仍不會衝刺稼動率，但預期廢光源回收業務的切入者較少，未來仍有成長的空間。

大創綠能彌陀廠一期已完工發電，第二期目標 2026 年開始營運：

可寧衛 100% 持股的大創綠能主要經營漁電共生業務，在彌陀的第一期案場已經完工，發電規模為 70MW，估計 2024 年可貢獻可寧衛營收超過 3 億元。後續仍有第二期工程，發電量與第一期相同。目標 2024 年底以前可以取得施工許可開始動工，2026 年開始營運貢獻獲利，將推動可寧衛在綠能發電業務的獲利增加。

台灣市場進入穩定期，產業進入門檻可讓可寧衛維持一定獲利能力：

可寧衛主要的營收來源為台灣國內的有害及一般事業廢棄物處理。台灣的一般事業廢棄物產出量雖然大，但再利用率普遍都有 85% 左右，且處理較簡便價格較低，對環保業者的貢獻有限。

2024 年 12 月 12 日

台灣有害事業廢棄物產出已進入穩定期成長有限，未來處理業者需寄望於更高汙染性的廢棄物增加，或是政府加大環保檢查力度，較有機會推高業績。但因為廢棄物掩埋及處理場地及執照在台灣取得不易，形成產業進入門檻，預期可寧衛在台灣市場可維持一定的獲利能力。

投資建議：

預估可寧衛 2024 年營收 50.77 億元，YoY+19.03%，稅後 EPS 9.94 元。2025 年營收 51.21 億元，YoY+0.86%，稅後 EPS 10.70 元。

考量 1)可寧衛業務包括太陽能發電、廢棄物焚化、掩埋等業務，在綠能環保減碳業務方面的佈局已逐漸成型。2)新接獲高雄市政府土壤整治專案，自 3Q24 開始認列，加上原有的高雄煉油廠整治專案，可維持 3Q24~2Q25 的營運動能。(3)預期可寧衛維持穩定的配息節奏，2025 年配息金額可望與過往相當。公司長期營運維持穩健，故給予可寧衛的投資建議為 Trading Buy，目標價 200 元(2025 年 PER 19X)。

Forward PE Band



資料來源：CMoney，群益預估彙整

2024 年 12 月 12 日

資產負債表

(百萬元)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
資產總計	12,570	15,306	15,209	14,638	15,508
流動資產	4,916	3,526	3,996	3,591	4,204
現金及約當現金	3,389	1,476	2,303	1,804	2,275
應收帳款與票據	517	559	1,250	574	1,299
存貨	56	62	144	60	155
採權益法之投資	1,104	1,221	906	815	957
不動產、廠房設備	5,936	9,575	9,575	9,575	9,575
負債總計	5,969	8,501	8,358	7,701	8,459
流動負債	1,569	2,762	1,427	1,282	1,501
應付帳款及票據	65	76	97	74	105
非流動負債	4,399	5,738	6,910	6,420	6,928
權益總計	6,601	6,805	6,851	6,938	7,049
普通股股本	1,089	1,092	1,102	1,102	1,102
保留盈餘	3,246	3,695	3,741	3,828	3,939
母公司業主權益	6,287	6,255	6,313	6,400	6,511
負債及權益總計	12,570	15,306	15,209	14,638	15,508

損益表

(百萬元)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
營業收入淨額	5,244	4,265	5,077	5,121	5,261
營業成本	3,037	2,456	3,142	3,115	3,277
營業毛利淨額	2,207	1,809	1,935	2,006	1,984
營業費用	537	549	592	574	574
營業利益	1,670	1,261	1,343	1,432	1,410
EBITDA	1,920	1,483	1,543	1,588	1,603
業外收入及支出	27	-26	39	79	132
稅前純益	1,702	1,269	1,382	1,511	1,543
所得稅	363	289	299	332	339
稅後純益	1,343	994	1,096	1,179	1,203
稅後 EPS(元)	12.19	9.02	9.94	10.70	10.92
完全稀釋 EPS**	12.19	9.02	9.94	10.70	10.92

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 11.02【最新股本】億元計算

註 3：完全稀釋 EPS 以股本 11.02 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	73.48%	-18.66%	19.03%	0.86%	2.74%
營業毛利淨額	15.06%	-18.03%	6.93%	3.67%	-1.07%
營業利益	15.48%	-24.51%	6.50%	6.64%	-1.50%
稅後純益	16.46%	-25.99%	10.22%	7.59%	2.07%

獲利能力分析(%)

毛利率	42.09%	42.42%	38.11%	39.17%	37.72%
EBITDA(%)	36.61%	34.77%	30.39%	31.01%	30.47%
營益率	31.85%	29.56%	26.45%	27.96%	26.81%
稅後純益率	25.61%	23.30%	21.58%	23.02%	22.87%
總資產報酬率	10.68%	6.49%	7.20%	8.05%	7.76%
股東權益報酬率	20.35%	14.61%	15.99%	16.99%	17.07%

償債能力檢視

負債比率(%)	47.49%	55.54%	54.95%	52.61%	54.55%
負債/淨值比(%)	90.42%	124.92%	122.00%	111.00%	120.00%
流動比率(%)	313.26%	127.64%	280.00%	280.00%	280.00%

其他比率分析

存貨天數	7.88	8.82	12.00	12.00	12.00
應收帳款天數	38.19	46.05	65.00	65.00	65.00

現金流量表

(百萬元)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
營業活動現金	1,289	473	882	1,752	2,099
稅前純益	1,702	1,269	1,382	1,511	1,543
折舊及攤銷	189	168	479	479	479
營運資金變動	43	-36	-752	737	-788
其他營運現金	-645	-927	-227	-975	866
投資活動現金	-2,340	-3,782	-302	-481	-669
資本支出淨額	-2,342	-3,745	-500	-500	-500
長期投資變動	-25	-96	-55	-55	-55
其他投資現金	27	59	253	74	-114
籌資活動現金	3,021	1,397	247	-1,769	-958
長借/公司債變動	3,984	1,360	1,171	-490	507
現金增資	0	0	0	0	0
發放現金股利	-1,089	-1,089	-1,037	-1,092	-1,092
其他籌資現金	126	1,126	112	-187	-374
淨現金流量	1,971	-1,912	826	-499	471
期初現金	1,418	3,389	1,476	2,303	1,804
期末現金	3,389	1,476	2,303	1,804	2,275

資料來源：CMoney、群益

2024 年 12 月 12 日

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	1,243	679	1,057	1,280	1,450	1,142	1,205	1,187	1,311	1,308	1,316	1,221
營業成本	732	346	636	862	936	619	726	704	796	800	816	754
營業毛利淨額	512	333	421	418	515	524	479	483	515	507	500	467
營業費用	127	135	144	134	150	154	154	137	146	146	145	137
營業利益	385	198	277	283	364	370	326	345	369	361	356	330
業外收入及支出	21	-15	5	30	-12	-18	38	18	15	4	43	32
稅前純益	406	183	282	314	352	352	364	364	384	365	399	362
所得稅	103	46	53	63	86	77	73	80	84	80	88	80
稅後純益	308	149	224	247	274	283	291	284	300	285	311	282
最新股本	1,102	1,102	1,102	1,102	1,102	1,102	1,102	1,102	1,102	1,102	1,102	1,102
稅後EPS(元)	2.80	1.35	2.03	2.24	2.48	2.57	2.64	2.57	2.72	2.58	2.82	2.56

獲利能力(%)

毛利率(%)	41.15%	49.10%	39.82%	32.63%	35.48%	45.83%	39.77%	40.68%	39.31%	38.81%	38.03%	38.28%
營業利益率(%)	30.93%	29.20%	26.23%	22.12%	25.12%	32.37%	27.03%	29.11%	28.16%	27.64%	27.05%	27.04%
稅後純益率(%)	24.79%	21.92%	21.15%	19.31%	18.88%	24.82%	24.17%	23.90%	22.85%	21.77%	23.63%	23.14%

QoQ(%)

營業收入淨額	-3.33%	-45.41%	55.66%	21.14%	13.27%	-21.22%	5.46%	-1.49%	10.46%	-0.25%	0.65%	-7.23%
營業利益	-4.01%	-48.47%	39.85%	2.17%	28.62%	1.49%	-11.94%	6.12%	6.83%	-2.10%	-1.50%	-7.26%
稅前純益	1.91%	-54.98%	54.16%	11.32%	12.38%	-0.20%	3.49%	-0.12%	5.61%	-4.98%	9.29%	-9.18%
稅後純益	-1.65%	-51.74%	50.24%	10.58%	10.74%	3.56%	2.74%	-2.61%	5.61%	-4.98%	9.29%	-9.18%

YoY(%)

營業收入淨額	-1.93%	-51.64%	-27.18%	-0.48%	16.61%	68.27%	14.00%	-7.30%	-9.60%	14.46%	9.24%	2.88%
營業利益	-15.49%	-52.90%	-39.97%	-29.32%	-5.30%	86.52%	17.45%	21.99%	1.33%	-2.26%	9.32%	-4.46%
稅前純益	-11.30%	-57.33%	-41.83%	-21.27%	-13.19%	92.48%	29.21%	15.94%	8.96%	3.73%	9.54%	-0.40%
稅後純益	-14.06%	-55.81%	-41.99%	-21.14%	-11.21%	90.53%	30.28%	14.74%	9.43%	0.40%	6.80%	-0.40%

註1：稅後EPS以股本11.02億元計算

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。