

## 華城 (1519 TT) Fortune Electric

川普關稅有利變壓器價格走升，惟目前評價合理

持有-超越同業 (調降評等)

目標價 (12 個月)：NT\$685.0

收盤價 (2025/03/10)：NT\$606.0  
隱含漲幅：13.0%

## 營收組成 (2024)

變壓器 72%、配電盤及器材 11%、工程收入 6%、其他 (包含售電及儲能) 10%。

## 本次報告更新重點

項目	本次	前次
評等	持有-超越同業	買進
目標價 (NT\$)	685	850
2025年營收 (NT\$/十億)	25.3	26.0
2025年EPS	19.6	23.9

## 交易資料表

市值	NT\$174,040百萬元
外資持股比率	19.0%
董監持股比率	18.6%
調整後每股淨值 (2025F)	NT\$41.43
負債比	62.8%
ESG評級 (Sustainalytics)	-- (曝險程度共5級)

## 簡明損益表 (NT\$百萬元)

年初至12月	2023A	2024A	2025F	2026F
營業收入	13,900	20,203	25,295	31,849
營業利益	2,854	4,891	6,910	9,057
稅後純益	2,577	4,286	5,622	7,331
EPS (元)	8.98	14.93	19.58	25.53
EPS YoY (%)	179.3	66.3	31.1	30.4
本益比 (倍)	67.5	40.6	31.0	23.7
股價淨值比 (倍)	26.3	19.7	14.6	11.1
ROE (%)	49.3	48.4	47.3	46.8
現金殖利率 (%)	1.0%	1.5%	2.1%	2.8%
現金股利 (元)	6.00	9.00	12.44	16.67

陳澤心

Amber.Chen53@yuanta.com

洪晨翎

CherylHung@yuanta.com

## 元大觀點

◆ 4Q24 EPS 高於預期 3.8%主要為業外收入貢獻。估 1Q25/2025 EPS 3.25 元/19.58 元，下修 22%/18%，主要下調毛利率及上調費用率。

◆ 川普關稅政策實施將降低華城墨西哥、中國同業競爭，並使鋼材、銅價上漲成本反應至終端售價，估美國變壓器價格有望提升 5~10%。

◆ 美國電力公司未來五年資本支出提升 19%，華城 2025-2026 年每年擴產 30-40%使營運持續攀升，惟目前評價合理評等，下調至持有。

## 4Q24 EPS 5.45 元，優於預期 3.8%，主要為業外貢獻

華城 4Q24 營收以產品別拆分，變壓器比重季減 8 個百分點至 68%，使毛利率季減 1.9 個百分點至 36.4%；營業費用高於預期，使營業利益低於本中心預期 10.4%；業外收入受惠美金升值達 2 億元，EPS 5.45 元，高於預期 3.8%。預估 1Q25 營收年增 40.1%至 42.6 億元；下調毛利率預估 2.2 ppts 至 38.7%，主因預估華城 2025 年新增產能將以配電變壓器為主，產品組合對毛利率貢獻不如預期；下調營業利益 20.3%，EPS 3.25 元，年增 56%。

## 美國電力公司資本支出提升 19%，川普關稅推升變壓器價格

美國總統川普於 2025 年 2 月成立「國家能源主導委員會」，加速石油與天然氣的生產確保 AI 產業的電力供應，觀察美國主要電力公司 2024-2029 年資本支出規劃，七家公司未來五年資本支出總額達 2,926 億美元，平均較去年上調 19%。此外，美國的變壓器主要進口國包含中國 13%、墨西哥 21% 和加拿大 5%，本中心預估若課徵 20-25%關稅政策實施，將有利於華城美國市場價格競爭。變壓器成本鋼及銅合計占比超過 50%，若川普政府對進口鋼材和鋁材徵收 25%關稅，並擴大課徵範圍至銅，預估有望進一步反應至終端售價，使美國變壓器價格提升 5~10%。

## 華城調降至持有-超越同業評等，目標價下調至 685 元

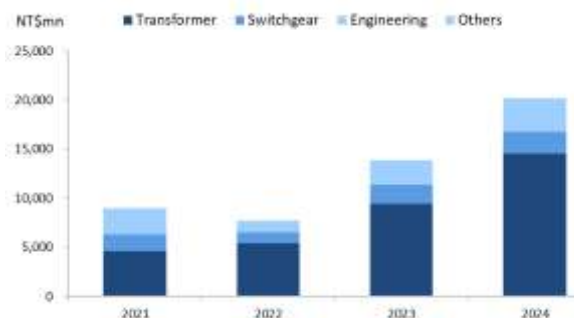
本中心預估華城 2025/2026 年 EPS 為 19.58 元/25.53 元，2025 年較先前下修 17.9%，主要係 1)較低毛利配電變壓器產品比重預期提升，下調毛利率預估；2)上調加班生產及擴廠等營業費用率預估。考量 1)川普關稅政策有望使變壓器價格走升，並降低中國、加拿大及墨西哥同業競爭力；2) 美國電力公司未來五年資本支出平均較去年上調 19%，華城 2025-2026 年每年擴產 30-40%使營運持續攀升，惟目前評價合理，調降至持有-超越同業評等，目標價下調至 685 元，係根據 2025 年 EPS 19.58 元、目標本益比 35 倍推得(較前次的 36 倍下調 1 倍)。

## 營運分析

### 4Q24 EPS 5.45 元，優於元大/市場預期 3.8%/3.4%，主要為業外貢獻

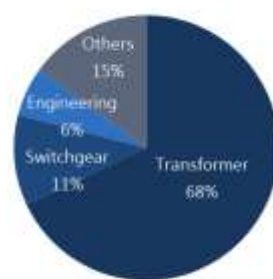
華城 4Q24 營收季增 33.7%至 71.6 億元，以產品別拆分，變壓器營收比重季減 8 個百分點至 68%，主因年底工程占比提高，使毛利率季減 1.9 個百分點/年增 4.6 個百分點至 36.4%，略低於本中心預期之 36.8%，因營業費用高於預期，使營業利益低於本中心預期 10.4%；業外收入受惠美金升值利益達 2 億元，稅後淨利 15.7 億元，EPS 為 5.45 元，年增 40.3%，高於元大/高於市場預期 3.8%/3.4%。

圖 1：2024 華城變壓器營收占比達 72%



資料來源：公司資料、元大投顧

圖 2：4Q24 華城變壓器營收占比 68%



資料來源：公司資料、元大投顧

圖 3：2024 年第 4 季財報回顧

(百萬元)	4Q23A	3Q24A	4Q24A	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	5,612	5,357	7,163	33.7%	27.6%	6,951	6,818	3.0%	5.1%
營業毛利	1,787	2,053	2,609	27.1%	46.0%	2,556	2,501	2.1%	4.3%
營業利益	1,263	1,416	1,704	20.3%	34.9%	1,901	1804	-10.4%	-5.6%
稅前利益	1,310	1,548	1,900	22.7%	45.0%	1,941	1,914	-2.1%	-0.7%
稅後淨利	1,115	1,230	1,565	27.3%	40.3%	1,508	1513	3.8%	3.4%
調整後 EPS (元)	3.88	4.28	5.45	27.2%	40.3%	5.25	5.27	3.8%	3.4%
重要比率 (%)				百分點	百分點			百分點	百分點
營業毛利率	31.8%	38.3%	36.4%	-1.9	4.6	36.8%	36.7%	-0.4	-0.3
營業利益率	22.5%	26.4%	23.8%	-2.7	1.3	27.3%	18.8%	-3.6	5.0
稅後純益率	19.9%	23.0%	21.8%	-1.1	2.0	21.7%	14.3%	0.1	7.5

資料來源：公司資料、元大投顧預估、Bloomberg

## 川普「美國製造」政策推升電力需求，美國電力公司未來五年資本支出提升 19%

美國總統川普於 2025 年 2 月簽署行政命令，成立「國家能源主導委員會」，加速國內石油與天然氣的生產與出口，確保 AI 產業的電力供應。川普表示：「AI 工廠的電力需求至少是目前的兩倍」，而美國能源部預測，2023-2028 年美國資料中心的電力需求 CAGR 為 13-27%。此外，美國政府推動「美國製造」政策，使得製造業回流，也進一步增加電網升級的需求。

觀察美國主要電力公司 2024-2029 年資本支出規劃，美國電力公司 AEP 未來五年資本支出較去年上調 26%至 540 億美元，亦在考慮再增加 100 億美元，以應對中西部與南部地區數據中心需求的激增；美國維吉尼亞州主要供應商 Dominion Energy 表示，AI 與加密貨幣產業使數據中心建設持續加快腳步，未來五年資本支出金額達 501 億美元，較去年上調 16%。七家公司未來五年資本支出總額達 2,926 億美元，平均較去年上調 19%，主要投資項目為輸電、配電設施，變壓器與氣體絕緣開關 GIS 等電力設備將成為關鍵，目前歐洲一線大廠交期長達 4-5 年，華城交期約 2-3 年具短交期優勢，2025-2026 年訂單已簽約完畢，現正洽談 2027-2028 年訂單，並與 3-5 家客戶簽訂長約以確保 2027-2030 年業績穩健成長。

圖 4：美國電力能源公司~2029 年資本支出規劃

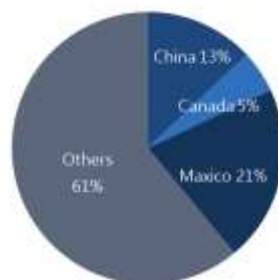
公司名稱	近期資本支出規劃	去年計劃	較去年上調%	投資項目
American Electric Power 美國最大電網公司	五年(~2029年)540億美元	(至2028年)430億美元	26%	配電設施25%、輸電設施22%
Exelon 美國最大核電公司	四年(~2028年)380億美元	(至2027年)345億美元	10%	配電設施57%、輸電設施33%
Eversource 美國密蘇里州與堪薩斯州	五年(~2029年)175億美元	(至2028年)130億美元	8%	-
Duke Energy 美國最大電力公司之一	五年(~2029年)830億美元	(至2028年)730億美元	14%	發電系統43%、配電設施28% 輸電設施16%
PPL 美國東北及西部發電與輸送	四年(~2028年)200億美元	(至2027年)143億美元	40%	-
Dominion Energy 美國維吉尼亞州主要供應商	五年(~2029年)501億美元	(至2028年)432億美元	16%	維吉尼亞州82% 南卡羅來納州12%
DTE Energy 美國東部發電與輸送	五年(~2029年)300億美元	(至2028年)250億美元	20%	-
SUM	2,926億美元	2,460億美元	19%	-

資料來源：公司資料、元大投顧

## 川普若實施關稅政策將推升變壓器價格持續走升

川普政府開始加徵廣泛且具針對性關稅，對中國課徵 20%關稅，對墨西哥和加拿大則加徵 25%關稅。而美國的變壓器 80%仰賴進口，2024 年變壓器美國進口金額為 292 億美金，主要進口國包含中國 13%、墨西哥 21%和加拿大 5%，且美國進口的高低電壓變壓器設備超過 30%來自中國以及墨西哥，本中心預估關稅政策實施，將有利於華城美國市場價格競爭。此外，變壓器成本鋼及銅合計占比超過 50%，若川普政府對進口鋼材和鋁材徵收 25%關稅，並擴大課徵範圍至銅，預估有望進一步反應至終端售價，使美國變壓器價格提升 5~10%。

圖 5：美國 2024 年變壓器進口國家分布



資料來源：US Census Bureau、元大投顧

美國 FRED 變壓器 PPI 指數仍維持高檔，國際重電大廠在手訂單維持滿載

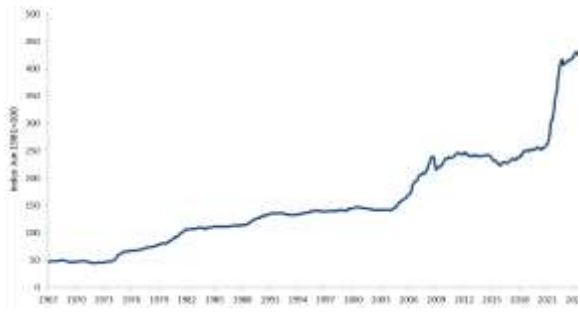
展望未來，觀察美國 FRED 變壓器 PPI 指數仍維持高檔，國際重電大廠在手訂單維持滿載，伊頓 Eaton 北美電力在手訂單年增 29%，預估 2025 年北美電力事業營收年增 10.5-12.5%；西門子能源 1Q25 電網部門在手訂單達 360 億歐元，年增 29%，BB ratio 達 2.06；HD Electric 預估未來川普上任後核能、傳統能源將推升電力需求。中華民國海關資料顯示，4Q24 台灣變壓器出口至美國金額 0.89 億美金，年增 55%，單季持續創下新高。2024 年台灣變壓器出口美國金額達 2.87 億美金，年增 71%，比重由 2023 年的 63%提升至 80%，顯示美國變壓器需求之強勁。

圖 6：4Q24 出口美國變壓器金額年增 55%



資料來源：中華民國海關、元大投顧

圖 7：美國變壓器 PPI 指數仍維持高檔



資料來源：PPI、元大投顧

預估 1Q25 EPS 年增 56% 至 3.25 元

華城 2025 年 1-2 月營收年增 66%至 24.5 億元，預估 1Q25 營收年增 40.1%至 42.6 億元；下調毛利率預估 2.3ppts 至 38.7%，年增 4.4 ppts，主因預估華城 2025 年新增產能將以配電變壓器為主，預估較高毛利之高壓產品比重下降，產品組合對毛利率貢獻不如預期；下調營業利益 20.3%至 11.3 億元，年增 81.9%，主因預估擴產以及員工加班生產使營業費用高於預期；下調稅後淨利 22.1%至 9.3 億元，EPS 3.25 元，年增 56%。

圖 8：2025 年第 1 季財測與預估比較

(百萬元)	1Q24A	4Q24A	1Q25F	季增率	年增率	1Q25F		預估差異	
						元大預估	市場預估	元大	市場
營業收入	3,038	7,163	4,255	-40.6%	40.1%	4,720	4,433	-9.9%	-4.0%
營業毛利	1,042	2,609	1,645	-36.9%	57.9%	1,926	1,689	-14.6%	-2.6%
營業利益	621	1,704	1,130	-33.7%	81.9%	1,417	1,141	-20.3%	-1.0%
稅前利益	749	1,900	1,176	-37.4%	58.7%	1,454	1,191	-19.1%	-1.3%
稅後淨利	598	1,565	933	-40.3%	56.0%	1,197	1001	-22.1%	-6.8%
調整後 EPS (元)	2.08	5.45	3.25	-40.3%	56.0%	4.17	3.49	-22.1%	-6.8%
重要比率 (%)						百分點		百分點	
營業毛利率	34.3%	36.4%	38.7%	2.3	4.4	40.8%	38.1%	-2.2	0.5
營業利益率	20.4%	23.8%	26.6%	2.8	6.2	30.0%	25.7%	-3.5	0.8
稅後純益率	19.7%	21.8%	21.9%	0.1	2.2	25.4%	22.6%	-3.4	-0.7

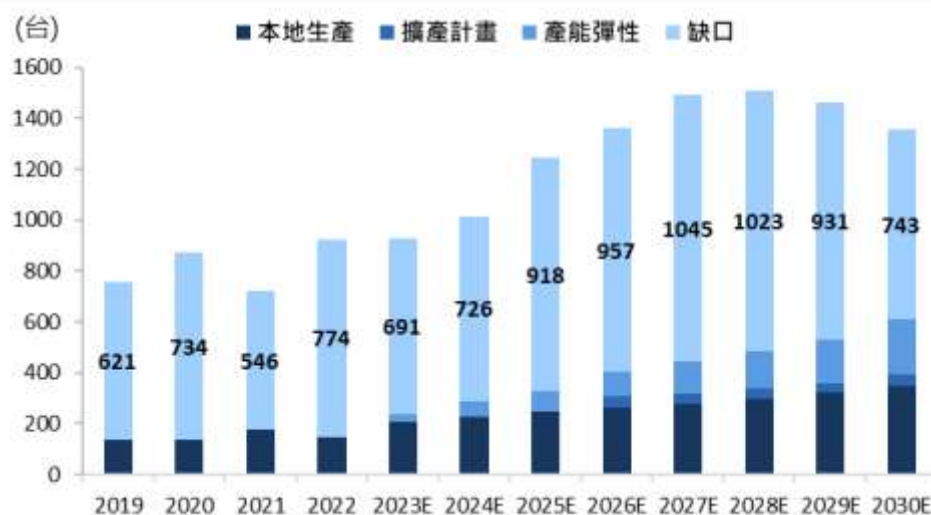
資料來源：公司資料、元大投顧預估、Bloomberg

## 產業概況

### 國際大廠投產時間集中於 2025-2026 年，預估變壓器供不應求狀況持續至 2027 年

美國變壓器市場約 82%仰賴進口，以 Schneider、Siemens、ABB 等為主，剩餘的 18%為本土供應商。根據供應鏈調查，美國變壓器受到 1)勞動力不足-隨著未來電網投資需求增加，勞動力將需增長至少 50%；2)變壓器廠擴產周期長達 2-3 年，使得需求激增然而供給彈性受限，美國變壓器交期已從 1-2 年拉長至 3-4 年不等，故即便各大廠皆宣布擴大大型變壓器產能，然而預計投產時間多半集中於 2025-2026 年，本中心預估仍不足以填補缺口，供不應求狀況將加劇至 2027 年。

圖 9：2019-2030 年美國大型變壓器產能及缺口預估



資料來源：BENF、元大投顧

圖 10：國際大廠擴廠預計投產時間多半集中於 2025-2026 年

公司	主要電力相關產品	產能項目	投資金額 (萬美元)	預計增加產能	擴產地點	預計投產時間
華城 (1519 TT)	變壓器、配電盤	擴大變壓器產能	-	預計產能擴大30-40%	-	2024年投產
Schneider Electric (法)	斷路器、開關	擴大變壓器、配電器產能	14,000	-	Tennessee, U.S.	2025年量產
Siemens (德)	變壓器、開關、發電機	擴大變壓器產能	15,000	初始 24 units, 最高產能 57 units	North Carolina, U.S.	2026上半年
Eaton (美)	變壓器、配電設備	擴大變壓器產能	10,000	三相變壓器產能提高一倍	Texas, U.S.	2023年10月動工
Quanta Services (美)	電力基建解決方案	收購 Pennsylvania Transformer Technology (PTT)	30,000	PTT 年營收約為1億美金	Pennsylvania, U.S.	2023年11月宣布收購
Prysmian (美)	陸地/海底電纜	擴大電纜產能	12,900	525kV 擠壓海底電纜/400kV交流電纜產能翻倍	Pikkala plant, Finland	-
ABB (瑞)	變壓器、開關、斷路器、電纜	-	-	-	-	-
Hitachi (日)	變壓器、電容器	擴大、更新變壓器產能	3,200	-	Bad Honnef, Germany	2026年

資料來源：公司資料、元大投顧



## 美國電網主要由電力公司組成獨立電網，且仰賴更高壓的重電設備

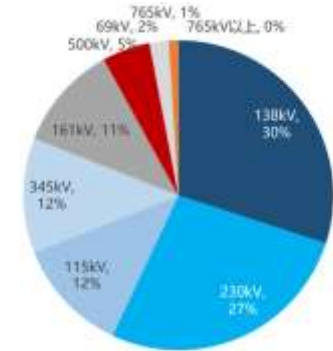
美國電網主要由私立和公營電力公司組成獨立電網，形成東部、西部和德州電網，三大區塊售電量佔比分別為 73%、19%、8%，由於美國因地域廣闊，需仰賴較高壓之變壓設備以減少電力輸送途中之能源消耗，2022 年電壓 161kV 以上的變壓器合計達到 56% 佔比，美國最高電壓高達 765kV，台灣最高僅達 345 kV。

圖 11：美國電網分為三大區域



資料來源：North American Electric Reliability、元大投顧

圖 12：2022 年美國變壓器電壓分布



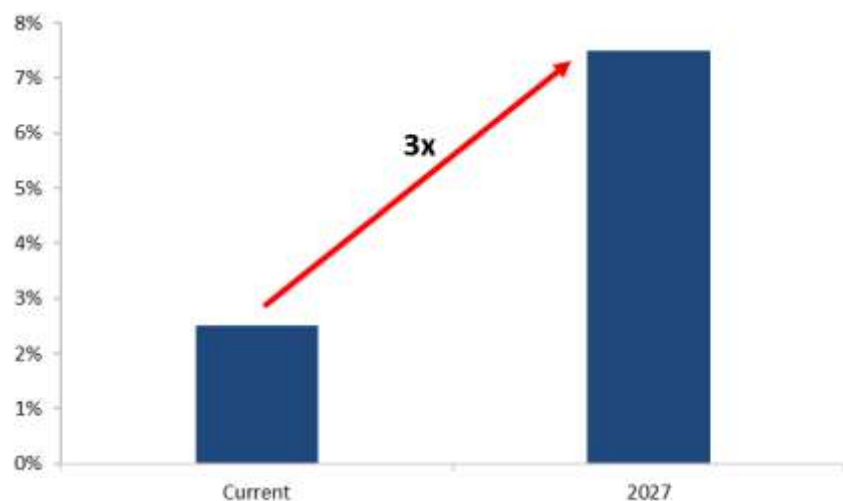
資料來源：Statista、元大投顧

## 四大趨勢驅動美國電網投資金額向上 - AI 資料中心/能源轉型/汰舊換新/製造業回流

全球電網基礎設施支出多年來保持相對穩定，每年約在 3,000 億美元左右水準，支出多半集中在已開發國家和中國。隨著 1) AI 資料中心建置 2) 能源轉型 3) 電網汰舊換新 4) 製造業回流四大趨勢下，IEA 預估全球電網投資在經歷了十多年的停滯之後，到 2030 年需要增加近一倍至每年超過 6,000 億美元，本中心推估全球電網投資金額 2023-2030 年 CAGR 達 10.4%。

1. **AI 資料中心建置**：在 AI、加密貨幣挖礦、電氣化的快速發展下，我們認為美國用電量將不斷提升，波士頓諮詢集團（BCG）資料指出，Google、微軟、Amazon 等大廠的資料中心建置數量正持續擴張，目前資料中心佔美國總用電 2.5%，預估到 2030 年佔比將提高至 7.5%。

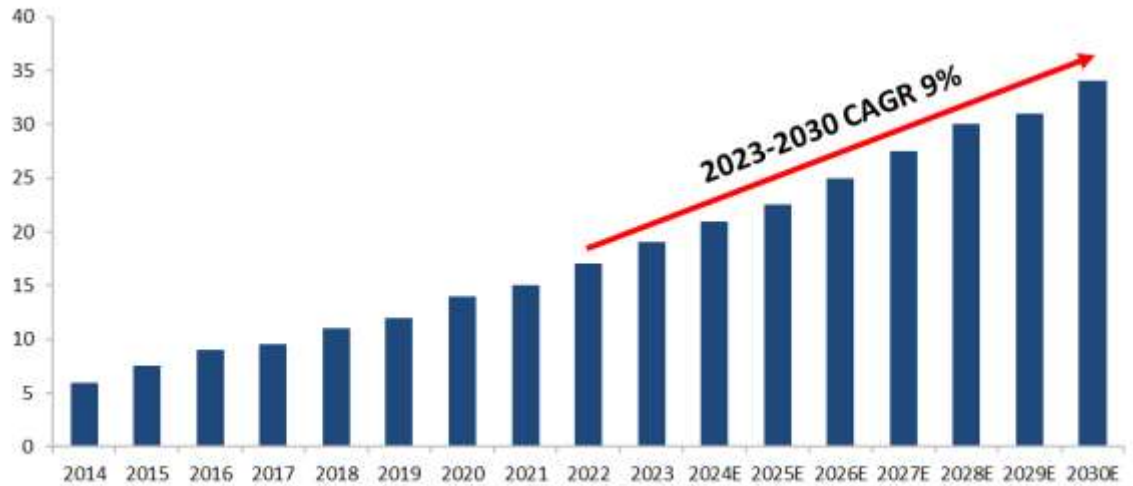
圖 13：2027 年資料中心佔美國總用量預估(%)



資料來源：McKinsey & Co estimates、元大投顧

美國電力需求快速成長，再生能源巨擘 NextEra Energy 執行長 John Ketchum 表示：「電力需求多年來相對平穩，但現在，未來五年預計要多出 81%。」研調機構數據進一步顯示，預估至 2030 年資料中心電力消耗 CAGR 達 9%，相較 2022 年電力需求將倍增，設置傳統伺服器的標準機櫃耗電量約 4kW，但設置一組 AI 伺服器機櫃的能源需求達 80 kW，耗電量達 20 倍。本中心認為，未來的 AI 不會是缺晶片而是缺電，因此電網建設的供需缺口中，變壓器是最重要戰略物資。

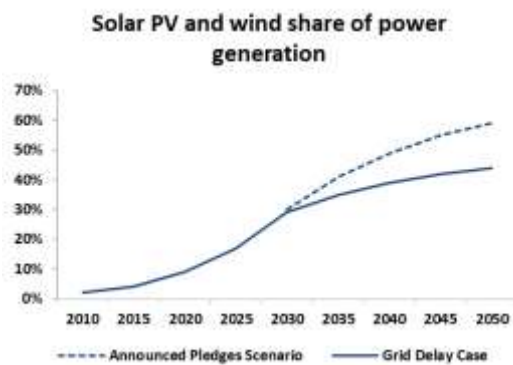
圖 14：2014-2030E 資料中心電力消耗預估(GW)



資料來源：McKinsey & Co estimates、元大投顧

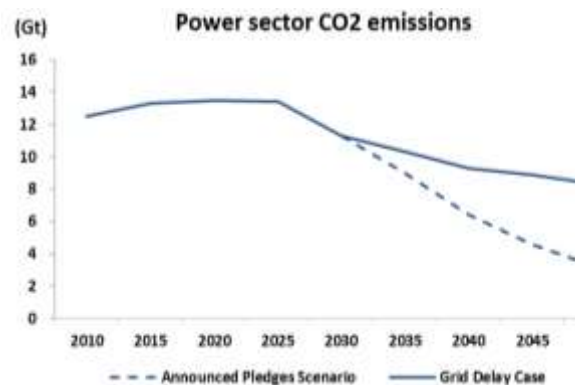
2. **能源轉型：**隨再生能源目標佔比的增加，電網需更具韌性以適應電力供需的變化，也需同時加速對電網和系統靈活性的投資，以確保再生能源順利併網。若以 IEA 估計的電網建設延遲假設情境預估，至 2050 年全球太陽光電與風電佔比將由 59%下滑至 44%，並大幅增加全球二氧化碳排放量，從而減緩能源轉型，使 1.5°C 目標難以實現。升級與擴張電網將有助於提升電網可靠度與韌性、提升新能源成本效率，並幫助在極端天氣下保證照明用電。本中心認為，重電產業勢必將追隨再生能源發展目標前進。IEA 預估目前全球至少有 3,000GW 的再生能源等待併網，意味 2040 年須增加或翻新總計 2 倍的電網。

圖 15：若電網遞延對再生能源發電佔比影響



資料來源：IEA、元大投顧

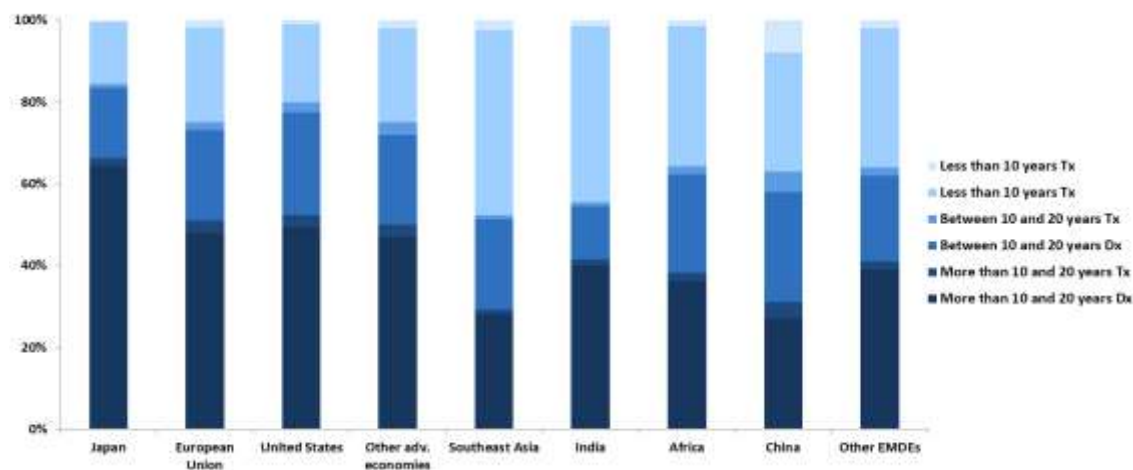
圖 16：若電網遞延對二氧化碳排放量影響



資料來源：IEA、元大投顧

3. **電網汰舊換新**：電網設備使用年限平均約 20-40 年不等，而已發國家因建設發展較早，上一輪大規模電網建設發生在 1950-1970 年代，IEA 研究指出，截至 2021 年超過 50% 的電網設備使用已超過 20 年，美國能源局統計資料更進一步顯示，美國現行的輸配電網路與變壓器有 75% 使用已超過 25 年，設備汰舊換新需求強烈。

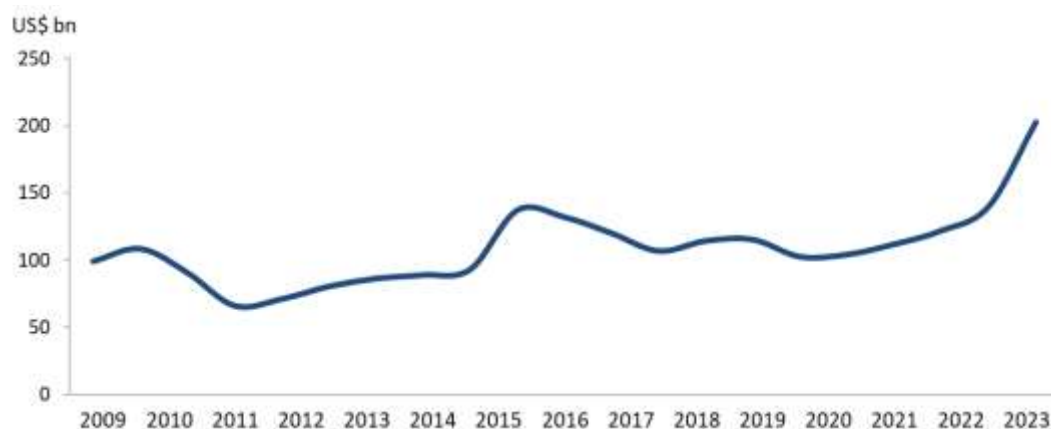
圖 17：2021 年各國電網設備已使用年限



資料來源：IEA、元大投顧

4. **製造業回流**：2013-2023 年美國工業部門的電力消耗 CAGR 僅 0.4%，主因製造業工廠數量持續減少，然而在美國政府的法案的刺激和幫助下，美國工廠建設正快速發展。數據顯示，2023 年美國製造業工廠建設金額年增 60% 至約 2,000 億美元，相較 2016-2021 年平均實際支出成長 2 倍，我們預估隨未來美國新設工廠開始投入生產，工業電力需求將成長。

圖 18：美國製造業工廠建設金額 2023 年成長 60% 座標軸



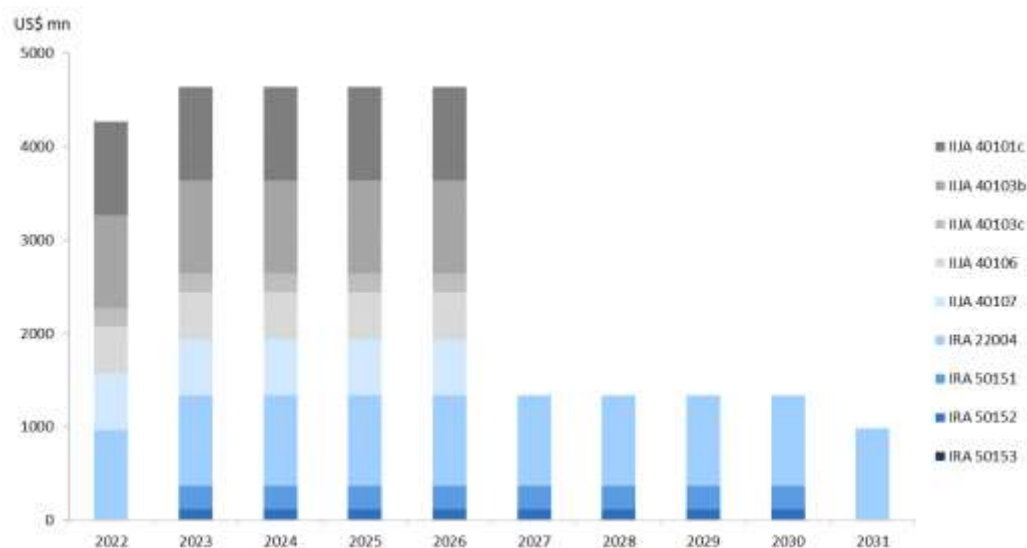
資料來源：US Census、元大投顧



## 美國政府提供史上最大規模電網投資，總額超過 400 億美元

美國於 2021 年簽署了《基礎設施投資和就業法案》（IIJA），並於 2022 年簽署了《降低通膨法案》（IRA），總支出達 4,500 億美元，美國電網部份各獲得 165/125 億美元資金，重點用於農村電網的開發、地下電纜、建設促進各州間和多地區的輸電、微電網項目等。2022 年美國能源部提出“Building a Better Grid Initiative”計畫，為電網韌性創新合作夥伴計畫（GRIP）/輸變電系統促進計畫（TFP）分別撥款 105/25 億美元，為美國歷史上單一聯邦直接投資的最大輸配電金額項目，本中心預估 2023-2026 年間為美國 IIJA 與 IRA 法案每年約貢獻 60 億美元補助金額，美國的大規模投資將使電網汰舊、擴建計畫落地實現。

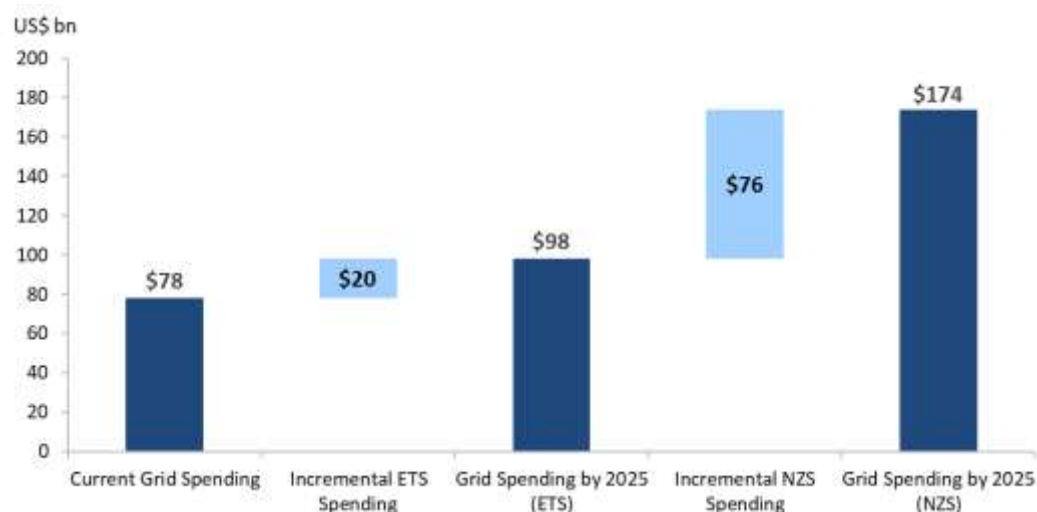
圖 19：美國 IIJA 與 IRA 法案的電網政府基金年度分配情況



資料來源：BNEF、元大投顧

美國現階段每年約投資 780 億美元於電網建設，然而在 BloombergNEF 提出的能源轉型假設情境中，預估每年投資金額至 2050 年將成長 25%至 980 億美元；而在淨零排放的樂觀情境中，每年投資金額至 2050 年更將成長 123%至 1,740 億美元。全球淨零情境假設情境中，**2022-2030 年美國電網投資 CAGR 達 9.3%**，歐洲達 7.5%，亞太達 15.9%，其他地區則預估為 16.6%。在美國 IIJA 和 IRA 兩法案共 4,500 億美元預算推動下，Grand View Research 數據進一步顯示，**2023 美國電力變壓器市場規模約為 53 億美元，2023-2028 年的 CAGR 達 7.5%**。

圖 20：美國每年電網投資金額預估



資料來源：BNEF、元大投顧

## 獲利調整與股票評價

### 華城調降至持有-超越同業評等，目標價下調至 685 元

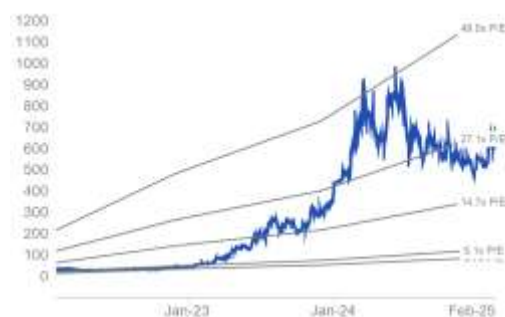
本中心預估華城 2025/2026 年 EPS 為 19.58 元/25.53 元，2025 年較先前下修 17.9%，主要係 1) 2025 年較低毛利率的配電變壓器產品比重預期提升，下調毛利率成長預估；2) 上調費用率預估。公司目前股價位於 2025/2026 年預估 EPS 的 31/24 倍本益比，考量 1) 川普關稅政策有望使變壓器價格走升，並降低中國、加拿大及墨西哥同業競爭力；2) 美國電力公司未來五年資本支出平均較去年上調 19%，美國資料中心建置持續推升變壓器需求，華城 2025-2026 年每年擴產 30-40% 使營運持續攀升，惟目前評價合理，調降至持有-超越同業評等，目標價下調至 685 元，係根據 2025 年 EPS 19.58 元、目標本益比 35 倍推得(較前次的 36 倍下調 1 倍)。

圖 21：2025 和 2026 年財務預估調整

(百萬元)	2025 估		2026 估		預估差異	
	調整後	調整前	調整後	調整前	2025	2026
營業收入	25,295	26,035	31,849	--	-2.8%	--
營業毛利	9,825	10,616	12,657	--	-7.5%	--
營業利益	6,910	8,176	9,057	--	-15.5%	--
稅前利益	7,089	8,335	9,245	--	-14.9%	--
稅後淨利	5,622	6,848	7,331	--	-17.9%	--
調整後 EPS (元)	19.58	23.85	25.53	--	-17.9%	--
重要比率 (%)					百分點	百分點
營業毛利率	38.8%	40.8%	39.7%	--	-1.9	--
營業利益率	27.3%	31.4%	28.4%	--	-4.1	--
稅後純益率	22.2%	26.3%	23.0%	--	-4.1	--

資料來源：公司資料、元大投顧預估

圖 22：12 個月預期本益比區間圖



資料來源：公司資料、元大投顧

圖 23：12 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 24：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
華城	1519 TT	持有-超越 同業	606.0	5,273	8.98	14.93	19.58	67.5	40.6	31.0	179.3	66.3	31.1
國外													
Siemens	SIE GR	未評等	229	203,035	10.04	10.54	11.63	22.8	21.7	19.7	114.9	5.0	10.3
ABB	ABBN SW	未評等	49	104,148	1.71	1.98	2.15	28.4	24.5	22.6	39.5	15.6	8.7
Schneider Electric	SU FP	未評等	222	139,607	7.15	7.98	9.43	31.1	27.8	23.6	14.8	11.6	18.2
Eaton	ETN US	未評等	285	111,712	8.06	10.78	11.99	35.3	26.4	23.8	30.6	33.7	11.2
Quanta Services	PWR US	未評等	246	36,460	5.13	8.66	10.22	48.0	28.4	24.1	49.8	68.9	18.1
Prysmian	PRY IM	未評等	53	17,378	1.94	3.15	3.76	27.4	16.9	14.1	1.4	62.5	19.4
Hitachi	6501 JT	未評等	3,703	114,578	136.91	122.81	140.96	27.0	30.2	26.3	13.4	(10.3)	14.8
Hyundai	267260 KS	未評等	342,000	8,508	7,200	14,982	19,172	47.5	22.8	17.8	59.5	108.1	28.0
國外平均								25.6	23.1	21.1	77.18	10.33	9.5
國內													
士林電機	1503 TT	未評等	177.5	2,817	4.51	6.38	8.63	39.4	27.8	20.6	16.9	41.5	35.3
中興電	1513 TT	買進	145.5	2,230	3.25	7.33	8.56	44.8	19.8	17.0	(37.6)	125.5	16.8
東元	1504 TT	買進	54.7	3,564	2.76	2.78	3.12	19.8	19.7	17.5	68.6	0.6	12.2
亞力	1514 TT	持有-超越 同業	108.5	884	3.12	3.13	3.60	34.8	34.7	30.1	52.7	0.3	15.0
大同	2317 TT	未評等	44.8	3,193	1.13	5.45	2.54	39.5	8.2	17.6	(71.8)	381.1	(53.4)
國內平均								34.6	22.4	18.4	16.0	55.9	21.4

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 25：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
華城	1519 TT	持有-超越 同業	606.0	5,273	49.3	48.4	47.3	23.08	30.84	41.43	26.3	19.7	14.6
國外													
Siemens	SIE GR	未評等	229	203,035	16.44	16.87	16.49	60	63	71	3.80	3.65	3.24
ABB	ABBN SW	未評等	49	104,148	28.6	29.5	29.5	6	7	8	7.98	6.76	6.45
Schneider Electric	SU FP	未評等	222	139,607	15.7	16.4	17.7	47	49	55	4.70	4.52	4.02
Eaton	ETN US	未評等	285	111,712	20.3	21.2	23.3	48	50	52	5.97	5.71	5.44
Quanta Services	PWR US	未評等	246	36,460	18.3	15.7	15.9	43	50	54	5.70	4.93	4.56
Prysmian	PRY IM	未評等	53	17,378	14.4	21.8	21.8	14	16	19	3.84	3.29	2.81
Hitachi	6501 JT	未評等	3,703	114,578	14.0	11.2	11.2	1,043	1,129	1,290	3.55	3.28	2.87
Hyundai	267260 KS	未評等	342,000	8,508	27.7	41.8	39.2	29,121	42,628	56,829	11.74	8.02	6.02
國外平均					19.4	21.8	21.9				5.91	5.02	4.43
國內													
士林電機	1503 TT	未評等	177.5	2,817	8.0	-	-	62.2	76.4	81.3	2.9	2.3	2.2
中興電	1513 TT	買進	145.5	2,230	10.8	20.6	25.2	31.3	37.8	34.0	4.6	3.8	4.3
東元	1504 TT	買進	54.7	3,564	7.3	7.1	7.8	37.5	38.9	40.0	1.5	1.4	1.4
亞力	1514 TT	持有-超越 同業	108.5	884	17.7	16.4	17.4	18.3	18.9	20.8	5.9	5.8	5.2
大同	2317 TT	未評等	44.8	3,193	4.3	16.3	7.8	23.6	-	-	1.90	-	-
國內平均					9.4	20.6	25.2				3.7	3.1	3.2

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 26：季度及年度簡明損益表 (合併)

(NT\$百萬元)	1Q2024A	2Q2024A	3Q2024A	4Q2024A	1Q2025F	2Q2025F	3Q2025F	4Q2025F	FY2024A	FY2025F
營業收入	3,038	4,646	5,357	7,163	4,255	5,885	6,875	8,280	20,203	25,295
銷貨成本	(1,996)	(2,965)	(3,304)	(4,554)	(2,610)	(3,599)	(4,117)	(5,144)	(12,818)	(15,470)
營業毛利	1,042	1,681	2,053	2,609	1,645	2,286	2,758	3,136	7,385	9,825
營業費用	(421)	(532)	(637)	(905)	(515)	(656)	(792)	(952)	(2,494)	(2,914)
營業利益	621	1,150	1,416	1,704	1,130	1,630	1,967	2,183	4,891	6,910
業外利益	128	94	130	196	46	44	43	46	551	179
稅前純益	749	1,244	1,546	1,900	1,176	1,674	2,010	2,229	5,442	7,089
所得稅費用	(155)	(354)	(319)	(339)	(247)	(352)	(422)	(468)	(1,168)	(1,489)
少數股東權益	(4)	(5)	(3)	(4)	(4)	(4)	(6)	(7)	(15)	(21)
歸屬母公司稅後純益	598	894	1,230	1,565	933	1,327	1,594	1,768	4,286	5,622
調整後每股盈餘(NT\$)	2.08	3.11	4.28	5.45	3.25	4.62	5.55	6.16	14.93	19.58
調整後加權平均股數(百萬股)	287	287	287	287	287	287	287	287	287	287
重要比率										
營業毛利率	34.3%	36.2%	38.3%	36.4%	38.7%	38.9%	40.1%	37.9%	36.6%	38.8%
營業利益率	20.5%	24.8%	26.4%	23.8%	26.6%	27.7%	28.6%	26.4%	24.2%	27.3%
稅前純益率	24.7%	26.8%	28.9%	26.5%	27.6%	28.5%	29.2%	26.9%	26.9%	28.0%
稅後純益率	19.7%	19.3%	23.0%	21.8%	21.9%	22.5%	23.2%	21.4%	21.2%	22.2%
有效所得稅率	20.7%	28.5%	20.7%	17.8%	21.0%	21.0%	21.0%	21.0%	21.5%	21.0%
季增率(%)										
營業收入	-45.9%	53.0%	15.3%	33.7%	-40.6%	38.3%	16.8%	20.4%		
營業利益	-50.8%	85.1%	23.2%	20.3%	-33.7%	44.2%	20.7%	11.0%		
稅後純益	-46.4%	49.6%	37.5%	27.3%	-40.4%	42.2%	20.1%	10.9%		
調整後每股盈餘	-51.2%	49.5%	37.6%	27.2%	-40.4%	42.2%	20.2%	10.9%		
年增率(%)										
營業收入	97.2%	49.7%	47.0%	27.6%	40.1%	26.7%	28.3%	15.6%	45.3%	25.2%
營業利益	179.5%	94.3%	82.4%	34.9%	81.9%	41.8%	38.9%	28.1%	71.4%	41.3%
稅後純益	190.7%	64.5%	72.5%	40.3%	56.0%	48.4%	29.6%	13.0%	66.7%	31.1%
調整後每股盈餘	190.7%	64.5%	72.5%	40.3%	56.0%	48.4%	29.6%	13.0%	66.3%	31.1%

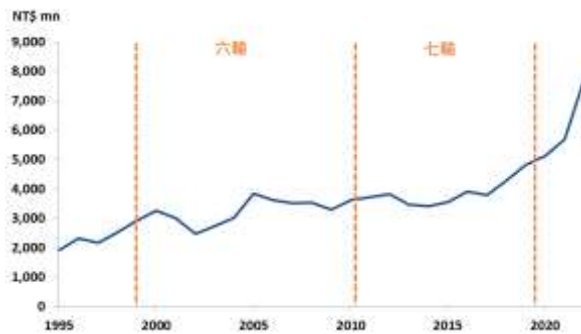
資料來源：公司資料、元大投顧、CMoney；標“A”為歷史數據；調整後每股盈餘為根據調整後加權平均股數計算。

## 公司簡介

### 華城為國內變壓器領導廠商

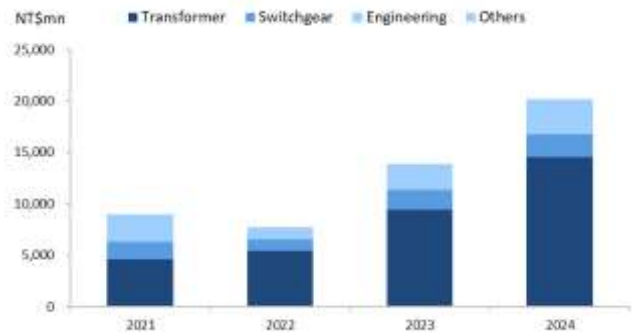
華城成立於 1969 年，2014 年與日立合資日立華城變壓器廠，為台灣唯一能製造 500kV 級變壓器及東南亞最大電壓變壓器的生產廠商。2024 年營收佔比為變壓器 72%、配電盤及器材 11%、工程收入 6%、其他(包含售電及儲能) 10%。公司核心以輸配電端之電力變壓器為主，並向電力系統上下端延伸擴展，投入發電端之再生能源、儲能，用電及售電端之能源管理、電力交易與電動車充電服務等領域。

圖 27：華城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 28：營收組成



資料來源：公司資料

圖 29：營收趨勢



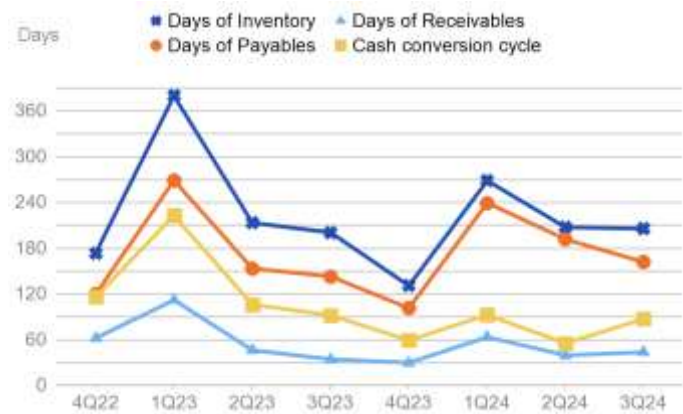
資料來源：CMoney、公司資料

圖 30：毛利率、營益率、淨利率



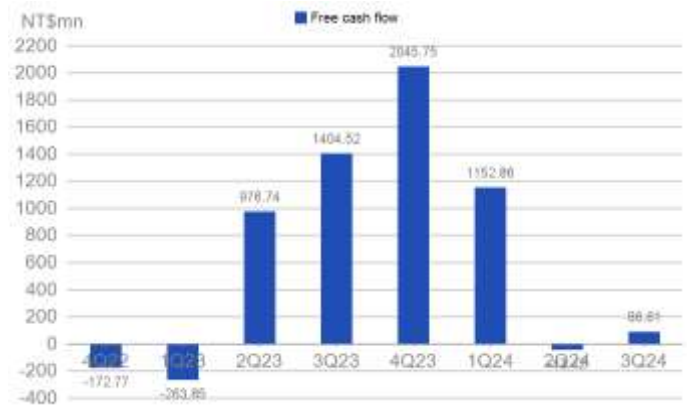
資料來源：CMoney、公司資料

圖 31：經營能力



資料來源：CMoney、公司資料

圖 32：自由現金流量



資料來源：CMoney、公司資料



資產負債表

年初至 12 月 (NT\$ 百萬元)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
現金與短期投資	596	1,737	3,580	6,197	9,448
存貨	4,205	5,441	5,656	6,042	6,367
應收帳款及票據	2,142	2,469	2,734	2,810	2,949
其他流動資產	2,175	2,919	2,919	2,919	2,919
流動資產	9,118	12,567	14,890	17,968	21,683
採用權益法之投資	2	2	2	2	1
固定資產	1,977	2,081	2,704	2,749	2,799
無形資產	57	66	61	54	46
其他非流動資產	547	531	531	531	531
非流動資產	2,583	2,680	3,298	3,336	3,377
資產總額	11,700	15,247	18,188	21,304	25,060
應付帳款及票據	2,150	3,343	3,470	3,566	3,585
短期借款	897	20	20	20	20
什項負債	3,364	5,414	5,414	5,414	5,414
流動負債	6,411	8,777	8,904	9,000	9,020
長期借款	720	100	100	100	100
其他負債及準備	305	237	237	237	237
長期負債	1,025	337	337	337	337
負債總額	7,435	9,114	9,241	9,337	9,356
股本	2,611	2,611	2,872	2,872	2,872
資本公積	87	87	87	87	87
保留盈餘	1,506	3,418	5,981	9,018	12,775
什項權益	(59)	(89)	(84)	(79)	(72)
歸屬母公司之權益	4,144	6,027	8,856	11,898	15,662
非控制權益	122	106	91	70	42
股東權益總額	4,265	6,133	8,947	11,967	15,704

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)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
本期純益	822	2,562	4,271	5,601	7,303
折舊及攤提	150	172	312	712	808
本期營運資金變動	(1,266)	(405)	(353)	(366)	(445)
其他營業資產 及負債變動	1,132	1,952	0	0	0
營運活動之現金流量	838	4,281	4,230	5,947	7,666
資本支出	(111)	(118)	(930)	(750)	(850)
本期長期投資變動	0	0	0	0	1
其他資產變動	(291)	(66)	0	0	0
投資活動之現金流量	(401)	(184)	(930)	(750)	(849)
股本變動	0	0	0	0	0
本期負債變動	115	(2,267)	261	0	0
現金增減資	0	0	0	0	0
支付現金股利	(261)	(653)	(1,723)	(2,585)	(3,574)
其他調整數	175	(26)	5	5	6
融資活動之現金流量	28	(2,946)	(1,457)	(2,580)	(3,568)
匯率影響數	(38)	(10)	0	0	1
本期產生現金流量	427	1,142	1,843	2,617	3,251
自由現金流量	727	4,163	3,300	5,197	6,816

資料來源：公司資料、元大投顧

損益表

年初至 12 月 (NT\$ 百萬元)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
營業收入	7,751	13,900	20,203	25,295	31,849
銷貨成本	(6,163)	(9,566)	(12,818)	(15,470)	(19,192)
營業毛利	1,588	4,334	7,385	9,825	12,657
營業費用	(1,158)	(1,480)	(2,494)	(2,914)	(3,599)
推銷費用	(767)	(801)	(1,436)	(1,650)	(1,999)
研究費用	(148)	(214)	(330)	(392)	(510)
管理費用	(267)	(481)	(727)	(873)	(1,091)
其他費用	24	16	(2)	0	0
營業利益	429	2,854	4,891	6,910	9,057
利息收入	8	27	68	69	69
利息費用	(47)	(49)	(36)	(38)	(39)
利息收入淨額	(39)	(22)	32	31	30
投資利益(損失)淨額	1	(1)	(2)	0	0
匯兌損益	48	27	(61)	0	0
其他業外收入(支出)淨額	510	215	582	148	158
稅前純益	950	3,072	5,437	7,090	9,245
所得稅費用	(127)	(510)	(1,168)	(1,489)	(1,941)
少數股權淨利	(16)	(15)	(15)	(21)	(28)
歸屬母公司之稅後純益	838	2,577	4,286	5,622	7,331
稅前息前折舊攤銷前淨利	1,147	3,294	4,579	6,198	8,249
調整後每股盈餘 (NT\$)	3.21	8.98	14.93	19.58	25.53

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	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
年成長率 (%)					
營業收入	(14.1)	79.3	45.3	25.2	25.9
營業利益	9.5	564.8	71.4	41.3	31.1
稅前息前折舊攤銷前淨利	113.8	187.2	39.0	35.4	33.1
稅後純益	186.0	211.5	66.7	31.1	30.4
調整後每股盈餘	190.3	179.3	66.3	31.1	30.4
獲利能力分析 (%)					
營業毛利率	20.5	31.2	36.6	38.8	39.7
營業利益率	5.5	20.5	24.2	27.3	28.4
稅前息前淨利率	11.7	21.8	24.2	27.3	28.4
稅前息前折舊攤銷前淨利率	14.8	23.7	22.7	24.5	25.9
稅前純益率	12.3	22.1	26.9	28.0	29.0
稅後純益率	10.8	18.5	21.2	22.2	23.0
資產報酬率	7.6	19.0	23.5	26.3	29.1
股東權益報酬率	21.1	49.3	48.4	47.3	46.8
穩定/償債能力分析					
負債權益比 (%)	174.3	148.6	103.3	78.0	59.6
淨負債權益比(%)	23.9	(26.4)	(38.7)	(50.8)	(59.4)
利息保障倍數 (倍)	21.3	63.6	114.7	157.9	200.0
流動比率 (%)	142.2	143.2	167.2	199.6	240.4
速動比率 (%)	71.9	76.0	103.7	132.5	169.8
淨負債 (NT\$百萬元)	1,021	(1,617)	(3,460)	(6,077)	(9,328)
調整後每股淨值 (NT\$)	15.87	23.08	30.84	41.43	54.54
評價指標 (倍)					
本益比	188.6	67.5	40.6	31.0	23.7
股價自由現金流量比	--	--	--	--	--
股價淨值比	38.2	26.3	19.7	14.6	11.1
股價稅前息前折舊攤銷前淨	--	--	--	--	--
股價營收比	--	--	--	--	--

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。

華城 (1519 TT)- 投資建議與目標價三年歷史趨勢



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 = 依據股本變動調整後之目標價。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

© 2025 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

© {2025} 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>.