

# 中鼎(9933)

BUY

□台灣 50 □中型 100 □MSCI

## 元富投顧研究部

研究員 葉主揚 Paul, Yeh

paul.yeh@masterlink.com.tw

## 評等

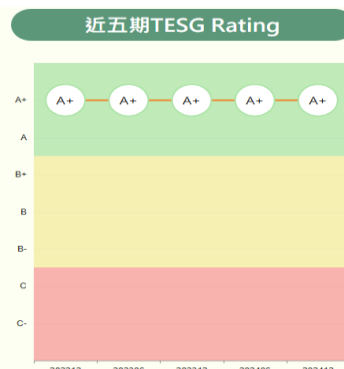
日期:	2025/03/11
目前收盤價 (NT\$):	42.6
目標價 (NT\$):	51
52 週最高最低(NT\$):	38.6-54.6
加權指數:	22459.15

## 公司基本資料

股本 (NT\$/mn):	8,117
市值 (NT\$/mn):	34,540
市值 (US\$/mn):	1,151
20 日平均成交量(仟股):	2,650
PER (2025):	12.03
PBR (2025):	1.52
外資持股比率:	14.67
TCRI	3

股價表現	1-m	3-m	6-m
絕對報酬率(%)	4.8	5.3	-13.2
加權指數報酬率	-3.4	-2.9	6.6

2025 Key Changes	Current	Previous
評等	BUY	BUY
目標價 (NT\$)	51	51
營業收入 (NT\$/mn)	128,422	128,422
毛利率 (%)	6.0	5.5
營益率 (%)	4.1	3.8
EPS (NT\$)	3.54	3.56
BVPS(NT\$)	28.1	27.8



## 新簽約訂單金額穩健成長，2025 年展望正向

- **4Q24 獲利表現低於預期，稅後單季 EPS 為 0.6 元**：4Q24 營收為 315 億元，QoQ+11.2%，YoY+5.4%；獲利面，毛利率 6%，優於預期，係因公司個案毛利率為滾動式，且客戶追加工程的款項也是依個案進度去做認列，稅後歸屬母公司淨利為 3.8 億元，稅後單季 EPS 為 0.6 元，低於預期，係因受海外關係企業所得稅利益和匯率波動影響。
- **新簽約金額穩定成長，預估獲利表現有望逐季轉佳**：中鼎過去毛利較低的工程標案已於 2023 年結案(剩餘部分為營收占比較小的案件)，2024 年開始會以認列 2020 年後毛利較高的工程標案為主，加上與中油及台電物調方面的修約協商皆已接近完成，因此我們認為 2024 年中鼎的毛利率有望維持在 5%以上，呈現逐季成長的格局；新簽約金額部分，截至六月為止，中鼎新簽約金額已達 782 億元，標案來源主要是與沙烏地阿拉伯 SASREF 乙烯裂解專案前端設計及海事工程的專業廠商宏華營造共同得標新竹海水淡化廠興建及操作維護案。中東市場則因國際油價仍在歷史平均水準之上，除石化生產商啟動既有煉油石化工廠的整改計畫，帶動潛在商機外，也有擴張高值化天然氣和石化產品的新商機；中鼎表示中東主要承接工程案件之地點位於波斯灣區域，以巴衝突對營運尚無影響，後續也會密切關注國際最新情勢。
- **維持買進理由**：展望後市，中鼎近年配合政府能源轉型，綠色技術、低碳與環保工程已成為公司各項業務中佔比增加最快速的一環。整體而言，目前工程認列進度順利，且我們認為以中鼎在建工程金額及潛在商機來看，公司中長期營運成長動能無虞。惟 4Q24 毛利率不如預期，故我們調整 2025 年稅後 EPS 至 3.54 元(原估 3.56 元)。考量目前中鼎在建工程金額已達 3,330 億元，足以因應未來三年成長，且在綠能、低碳及環境等領域的相關布局已初顯成效，加上毛利率回升有望帶動獲利表現改善，故維持買進評等，目標價 51 元(14X2025PER)。

Exhibit 1: TEGS 企業永續指標



Source : TEJ

中鼎為國內統包工程龍頭，營運涵蓋海內外

中鼎為國內統包工程龍頭，營運涵蓋海內外

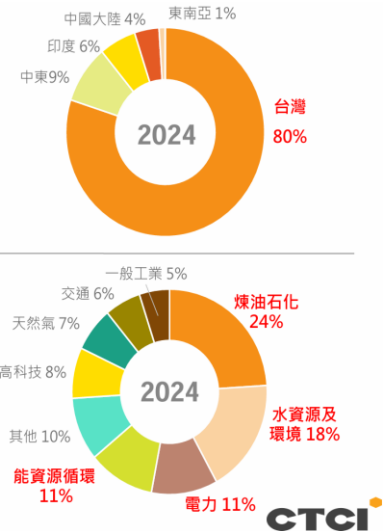
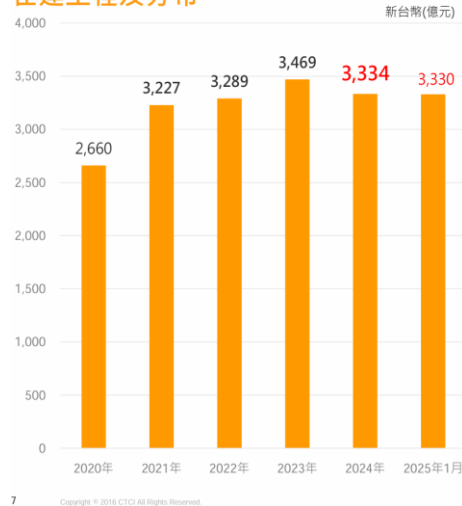
中鼎工程成立於 1979 年，前身為「中技社」由中華開發及中央投資公司共同設立而成，為台灣最大的設計、採購、建造一條龍的綜合性統包工程，也是亞洲地區最大統包工程公司之一，目前已有能力承包十億美金以上的大型標案。中鼎 4Q24 營運地區銷售比重分布為台灣 53%、美國 9%、中國大陸 10%、東南亞及印度 18%、中東 10%；4Q24 營收比重分布為煉油石化 36%、高科技 28%、電力 19%、能資源循環 6%、天然氣 5%、交通 1%、環境及其他 5%。

4Q24 獲利表現低於預期，稅後單季 EPS 為 0.6 元

中鼎 4Q24 營收為 315 億元，QoQ+11.2%，YoY+5.4%；獲利面，毛利率 6%，優於預期，係因公司個案毛利率為滾動式，且客戶追加工程的款項也是依個案進度去做認列，稅後歸屬母公司淨利為 3.8 億元，稅後單季 EPS 為 0.6 元，低於預期，係因受海外關係企業所得稅利益和匯率波動影響。

Exhibit 2：中鼎營運表現

在建工程及分布



Source：中鼎、Masterlink

新簽約金額穩定成長，預估獲利表現有望逐步轉佳

中鼎過去毛利較低的工程標案已於 2023 年結案(剩餘部分為營收占比較小的案件)，2024 年開始會以認列 2020 年後毛利較高的工程標案為主，加上與中油及台電物調方面的修約協商皆已接近完成，因此我們認為 2025 年中鼎的毛利率將維持在 6% 左右，有望呈逐季成長的格局；新簽約金額部分，中鼎 2024 年新簽約金額達 1,256 億元，標案來源主要是與沙烏地阿拉伯 SASREF 乙烯裂解專案前端設計及海事工程的專業廠商宏華營造共同得標新竹海水淡化廠興建及操作維護案。中東市場則因國際油價仍在歷史平均水準之上，除石化生產商啟動既有煉油石化工廠的整改計畫，帶動潛在商機外，也有擴張高值天然氣和石化產品的新商機。

在手訂單充足，綠色技術、能源、環保工程及高科技市場業務持續拓增有望帶動中鼎 2025 年營運表現再創新高

展望 2025 年：中鼎近年配合政府能源轉型，在綠色技術、低碳與環保工程等項目上都有佈局，相關在建工程已成為公司各項業務中佔比增加最快速的一環，自 2015 年以來案量成長達 379%，目前佔總在建工程比重已接近 60%，其中包括台灣中油高雄洲際碼頭液氫接收站、彰濱低碳循環再利用暨處置中心等案件；能源方面，國內 2025-2027 年天然氣相關潛在商機超過 3,600 億元，而中鼎目前為國內唯一有能力執行天然氣氣化設施與儲槽統包的工程公司，其國內市佔率已達 70%，且相關的大型工程標案幾乎也都是由中鼎承包；在水資源及循環經濟方面，近年來受惠於缺水及環境保護意識抬頭的影響，市場潛在商機也有約 1,500 億元；高科技市場方面，因 AI 產業蓬勃發展持續推動市場成長力道，國際大廠積極發展亞太地區相關基礎設施，包含 Microsoft 與 Google 持續強化雲端服務，故公司對於 2025 年市場狀況持樂觀態度。整體而言，我們認為以中鼎在建工程金額及海內外市場潛在商機來看，公司長期營運成長動能無虞，預估中鼎 2025 年營收 1,284 億元，YoY+7.1%，惟獲利方面，由於 4Q24 毛利率不如預期，故調整 2025 年稅後 EPS 至 3.54 元(原估 3.56 元)。

投資建議上，考量目前中鼎在建工程金額已達 3,330 億元，足以因應未來三年成長，且在綠能、低碳及環境等領域的相關布局已初顯成效，加上 2025 年毛利率有望回升將帶動獲利表現改善，故評等維持買進，目標價 51 元 (14X2025PER)。

Exhibit 3：預估 2025 年將配發現金股利 2 元，殖利率 4.7%

9933 中鼎	2021	2022	2023	2024	2025F
EPS(t-1)	1.00	2.15	3.07	2.39	2.43
配發率	200.0%	105.1%	61.9%	86.2%	82.3%
現金股利	2.00	2.26	1.90	2.06	2.00
殖利率	5.3%	5.0%	4.5%	4.3%	4.7%

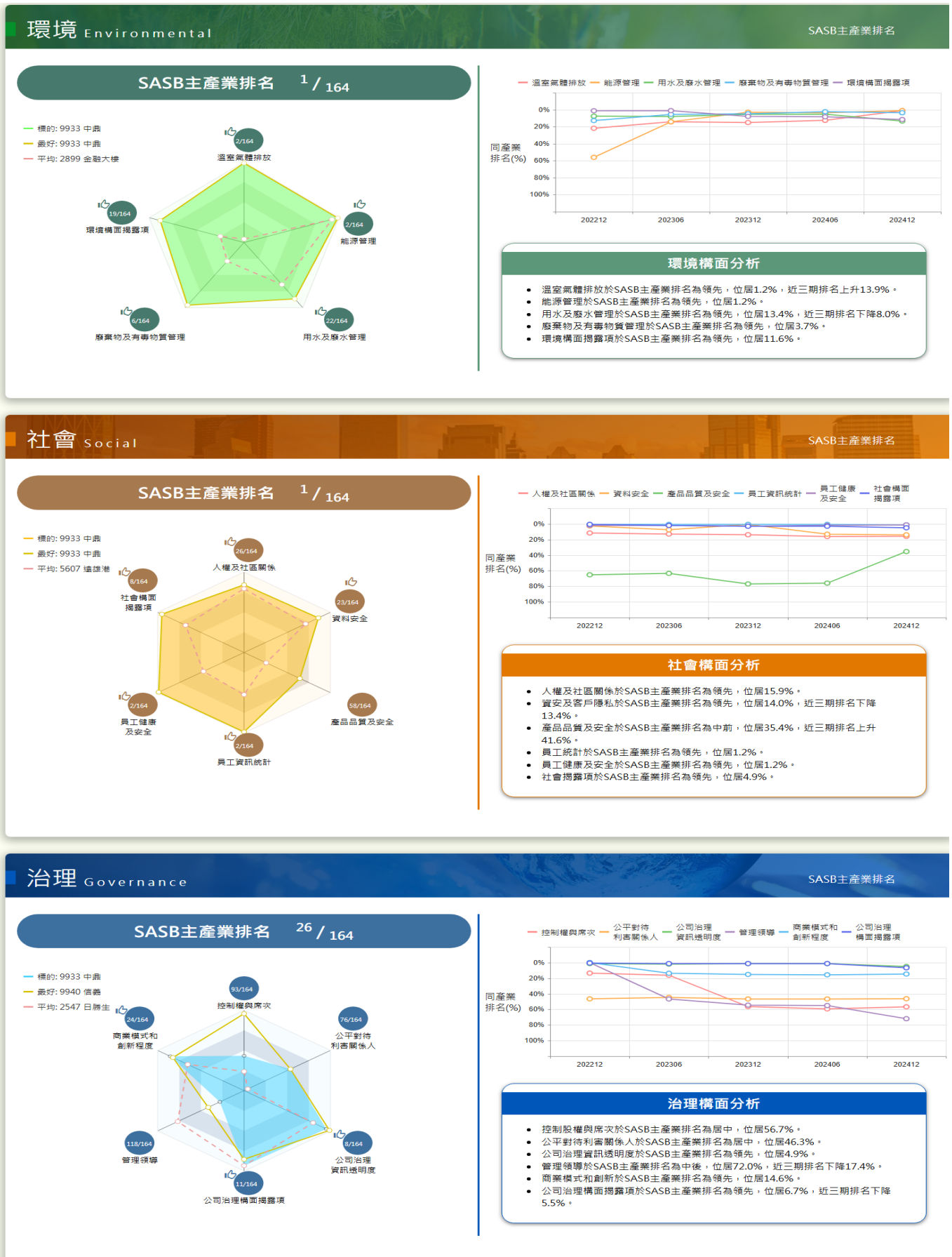
註:殖利率以除息前股價計算；預估2025年以3/10收盤價42.6元計算

Sources : Masterlink

## 風險提示

(1)工程施工進度不如預期；(2)追加工程款項協商進度不如預期

TESG 企業永續指標





Comprehensive income statement					NT\$m
Year-end Dec. 31	FY22	FY23	FY24	FY25F	
	IFRS	IFRS	IFRS	IFRS	
Net sales	95,101	103,527	119,925	128,422	
COGS	89,720	98,170	113,327	120,690	
Gross profit	5,380	5,357	6,598	7,732	
Operating expense	1,835	2,078	2,267	2,488	
<b>Operating profit</b>	<b>3,545</b>	<b>3,279</b>	<b>4,331</b>	<b>5,244</b>	
Total non-operate. Inc.	422	223	49	-6	
Pre-tax profit	3,967	3,502	4,380	5,237	
Total Net profit	3,270	2,855	2,934	3,753	
Minority	891	964	993	940	
<b>Net Profit</b>	<b>2,379</b>	<b>1,891</b>	<b>1,942</b>	<b>2,813</b>	
<b>EPS (NT\$)</b>	<b>3.07</b>	<b>2.38</b>	<b>2.43</b>	<b>3.54</b>	
Y/Y %	FY22	FY23	FY24	FY25F	
Sales	34.8	8.9	15.8	7.1	
Gross profit	34.4	(0.4)	23.2	17.2	
Operating profit	63.0	(7.5)	32.1	21.1	
Pre-tax profit	30.8	(11.7)	25.1	19.6	
Net profit	44.9	(20.5)	2.7	44.8	
EPS	42.8	(22.4)	2.7	44.8	
Margins %	FY22	FY23	FY24	FY25F	
Gross	5.7	5.2	5.5	6.0	
Operating	3.7	3.2	3.6	4.1	
EBITDA	5.6	5.1	5.5	5.8	
Pre-tax	4.2	3.4	3.7	4.1	
<b>Net</b>	<b>2.5</b>	<b>1.8</b>	<b>1.6</b>	<b>2.2</b>	

Consolidated Balance Sheet					NT\$m
Year-end Dec. 31	FY22	FY23	FY24	FY25F	
	IFRS	IFRS	IFRS	IFRS	
Cash	21,209	27,405	21,117	30,955	
Marketable securities	25,192	27,509	41,091	26,067	
A/R & N/R	3,957	4,933	5,527	4,600	
Inventory	202	209	187	240	
Others	14,882	20,973	7,241	15,866	
Total current asset	65,442	81,029	75,162	77,729	
Long-term invest.	3,745	4,000	4,364	4,300	
Total fixed assets	16,783	14,264	13,936	14,136	
Total other assets	5,228	8,259	28,060	28,565	
<b>Total assets</b>	<b>93,559</b>	<b>110,639</b>	<b>124,776</b>	<b>125,619</b>	
Short-term Borrow	5,496	12,146	11,640	5,501	
A/P & N/P	19,130	21,183	23,568	25,531	
Other current liab.	3,834	10,547	8,158	41,984	
Total current liab.	28,459	43,876	43,366	73,016	
L-T borrows	0	0	0	0	
Other L-T liab.	17,904	12,786	25,652	25,122	
<b>Total liability.</b>	<b>71,727</b>	<b>87,860</b>	<b>100,107</b>	<b>98,138</b>	
Common stocks	7,639	7,940	7,940	7,940	
Reserves	5,058	5,465	6,516	6,516	
Retain earnings	4,614	4,731	5,268	9,478	
<b>Total Equity</b>	<b>21,832</b>	<b>22,779</b>	<b>24,668</b>	<b>27,481</b>	
<b>Total Liab. &amp; Equity</b>	<b>93,559</b>	<b>110,639</b>	<b>124,776</b>	<b>125,619</b>	

Comprehensive Quarterly Income Statement					
	1Q25F	2Q25F	3Q25F	4Q25F	
	IFRS	IFRS	IFRS	IFRS	
Net sales	30,055	32,895	32,379	33,093	
Gross profit	1,735	2,006	1,909	2,082	
Operating profit	1,194	1,424	1,351	1,275	
Total non-ope inc.	-35	21	-48	56	
Pre-tax profit	1,158	1,445	1,303	1,331	
Net profit	631	810	636	736	
EPS	0.79	1.02	0.80	0.93	
Y/Y %	1Q25F	2Q25F	3Q25F	4Q25F	
Net sales	2.7	6.7	14.3	5.1	
Gross profit	13.0	22.8	23.2	10.8	
Operating profit	28.5	30.7	14.7	12.4	
Net profit	36.0	33.6	67.6	49.3	
Q/Q %	1Q25F	2Q25F	3Q25F	4Q25F	
Net sales	(4.6)	9.5	(1.6)	2.2	
Gross profit	(7.7)	15.6	(4.9)	9.1	
Operating profit	5.2	19.3	(5.2)	(5.6)	
Net profit	28.0	28.4	(21.5)	15.8	
Margins %	1Q25F	2Q25F	3Q25F	4Q25F	
Gross	5.8	6.1	5.9	6.3	
Operating	4.0	4.3	4.2	3.9	
Net	2.1	2.5	2.0	2.2	

Consolidated Statement of Cash flow					NT\$m
Year-end Dec. 31	FY22	FY23	FY24	FY25F	
	IFRS	IFRS	IFRS	IFRS	
Net income	2,379	1,891	1,942	2,813	
Dep & Amort	1,162	1,225	1,267	1,289	
Investment income	-250	-426	-438	-422	
Changes in W/C	-800	-4,247	15,522	-5,988	
Other adjustment	-2,408	4,679	4,944	4,600	
<b>Cash flow – ope.</b>	<b>82</b>	<b>3,122</b>	<b>23,238</b>	<b>2,291</b>	
Capex	-1,707	-577	-136	-200	
Change in L-T inv.	-330	-120	-22	-100	
Other adjustment	2,460	-1,527	-5,672	-3,845	
<b>Cash flow – inve.</b>	<b>423</b>	<b>-2,224</b>	<b>-5,830</b>	<b>-4,145</b>	
Free cash flow	-1,625	2,545	23,102	2,091	
Inc. (Dec.) debt	907	5,354	2,342	4,538	
Cash dividend	-2,405	-2,267	-1,588	-2,223	
Other adjustment	803	2,370	1,762	413	
<b>Cash flow–Fin.</b>	<b>-695</b>	<b>5,457</b>	<b>2,516</b>	<b>2,728</b>	
<b>Exchange influence</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	
<b>Change in Cash</b>	<b>-190</b>	<b>6,196</b>	<b>453</b>	<b>874</b>	
Ratio Analysis					
Year-end Dec. 31	FY22	FY23	FY24	FY25F	
ROA	2.63	1.85	1.65	2.27	
ROE	11.22	8.48	8.19	11.27	

#### Option exp. in R.O.C. GAAP & IFRS

#### MasterLink Securities – Stock Rating System

**STRONG BUY:** Total return expected to appreciate 50% or more over a 3-month period.

**BUY:** Total return expected to appreciate 15% to 50% over a 3-month period.

**HOLD:** Total return expected to be between 15% to –15% over a 3-month period.

**SELL:** Total return expected to depreciate 15% or more over a 3-month period.

Additional Information Available on Request

©2025 MasterLink Securities. All rights reserved.

This information has been compiled from sources we believe to be reliable, but we do not hold ourselves responsible for its completeness or accuracy. It is not an offer to sell or solicitation of an offer to buy any securities. MasterLink and its affiliates and their officers and employees may or may not have a position in or with respect to the securities mentioned herein. This firm (or one of its affiliates) may from time to time perform investment banking or other services or solicit investment banking or other business from, any company mentioned in this report. All opinions and estimates included in this report constitute our judgment as of this date and are subject to change without notice. MasterLink has produced this report for private circulation to professional and institutional clients only. All information and advice is given in good faith but without any warranty.