

研究員：吳建弘 A51102@cim.capital.com.tw

前日收盤價 527.00 元  
目標價  
3 個月 610.00 元  
12 個月 610.00 元

## 華城(1519 TT)

Buy

### 近期報告日期、評等及前日股價

03/21/2025 到價  
03/20/2025 Buy 567.00  
12/17/2024 Trading Buy 518.00  
12/11/2024 Trading Buy 563.00  
09/25/2024 Buy 648.00

### 公司基本資訊

目前股本(百萬元) 2,872  
市值(億元) 1,514  
目前每股淨值(元) 30.23  
外資持股比(%) 17.91  
投信持股比(%) 0.82  
董監持股比(%) 18.56  
融資餘額(張) 5,420  
現金股息配發率(%) 60.28

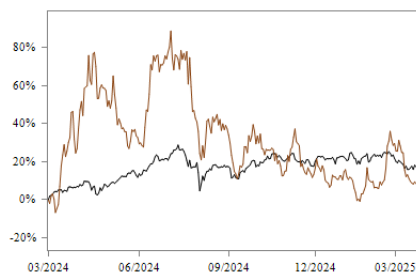
### 產品組合



■ 變壓器:73.21%  
■ 配電盤:16.79%  
■ 統包工程:5.37%  
■ 其他:4.63%

### 股價相對大盤走勢

— 1519 — TWSE



### 電價擬上漲、重電營運續強。

**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，以及短期台電擬定調漲電價的題材激勵，故調整華城至 Buy 的投資建議，目標價 610 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%，海外變壓器價格受惠重電景氣延續維持高檔，4Q24合約負債也受惠重電市場景氣向上而上升至50.017億元，YoY+75.16%，預期華城2025年營運受惠重電景氣持續成長，預估2025年營收262.89億元，YoY+30.13%，稅後純益56.13億元，YoY+30.95%，EPS19.54元。

### 03/2025台電可能調漲電價，有利華城短期題材激勵效果：

考量03/28/2025台電規劃召開電價審議委員會，目前外界推演三劇本，包含漲足6%、壓低漲幅至6%以下、待撥補明朗後再決定等，參考華城在過去歷史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)	2024	2025F	2026F	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25F	2Q25F	3Q25F	4Q25F
營業收入淨額	20,203	26,289	34,443	5,612	3,038	4,646	5,357	7,163	4,282	5,823	6,592	9,592
營業毛利淨額	7,385	9,828	12,929	1,787	1,042	1,681	2,053	2,609	1,565	2,161	2,493	3,608
營業利益	4,891	6,688	9,397	1,263	621	1,150	1,416	1,704	911	1,394	1,762	2,620
稅後純益	4,286	5,613	7,780	1,115	598	894	1,230	1,564	737	1,180	1,474	2,221
稅後 EPS(元)	14.92	19.54	27.09	3.88	2.08	3.11	4.28	5.45	2.57	4.11	5.13	7.73
毛利率(%)	36.55%	37.38%	37.54%	31.85%	34.30%	36.19%	38.32%	36.42%	36.55%	37.11%	37.82%	37.61%
營業利益率(%)	24.21%	25.44%	27.28%	22.51%	20.45%	24.75%	26.44%	23.79%	21.28%	23.94%	26.73%	27.32%
稅後純益率(%)	21.22%	21.35%	22.59%	19.87%	19.68%	19.25%	22.96%	21.84%	17.21%	20.26%	22.37%	23.16%
營業收入 YoY/QoQ(%)	45.35%	30.13%	31.02%	53.99%	-45.87%	52.95%	15.30%	33.71%	-40.22%	35.99%	13.21%	45.50%
稅後純益 YoY/QoQ(%)	66.30%	30.95%	38.62%	56.36%	-46.37%	49.57%	37.50%	27.20%	-52.88%	60.07%	24.97%	50.66%

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

## 2024 年受惠淨零轉型需求，營運持續創高：

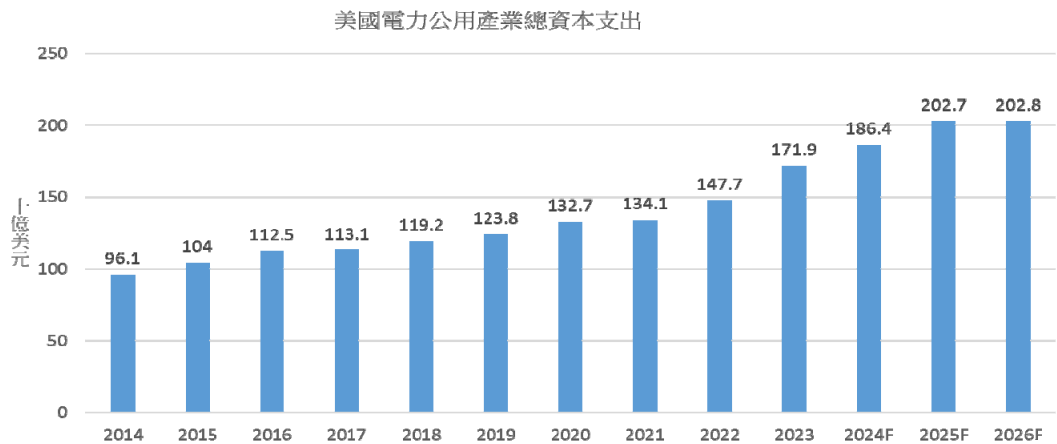
2024 年受惠淨零轉型需求，整體營運持續創高，全年保持 30-40%產能增速，2024 年營收 202.03 億元，YoY+45.35%，稅後純益 42.86 億元，YoY+66.30%，EPS14.92 元。

## 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%，海外變壓器價格受惠重電景氣延續維持高檔，4Q24合約負債也受惠重電市場景氣向上而上升至50.017億元，YoY+75.16%，預期華城2025年營運受惠重電景氣持續成長，預估2025年營收262.89億元，YoY+30.13%，稅後純益56.13億元，YoY+30.95%，EPS19.54元。

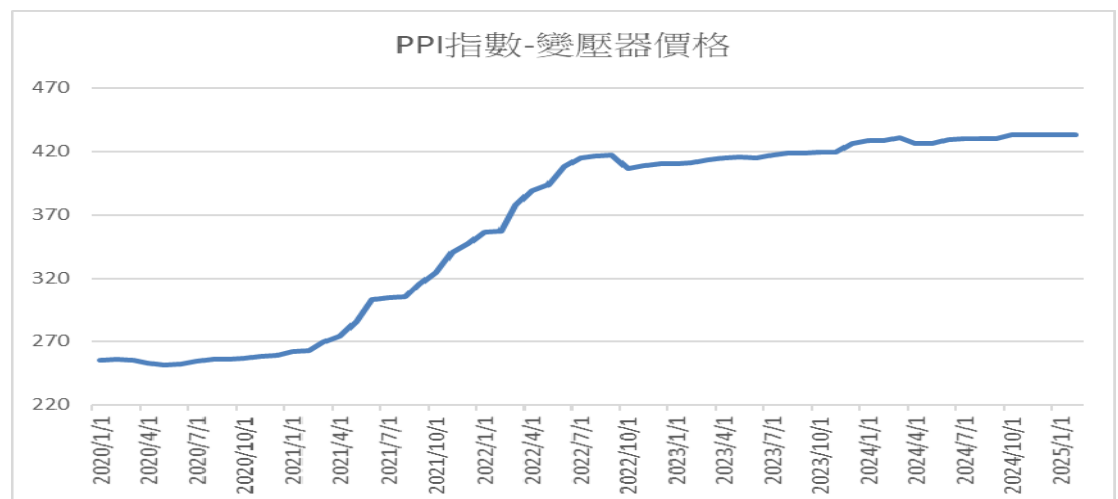
2025 年 3 月 24 日

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

圖三、美國 PPI 變壓器價格



資料來源：Bloomberg，群益投顧彙整

圖四、華城合約負債



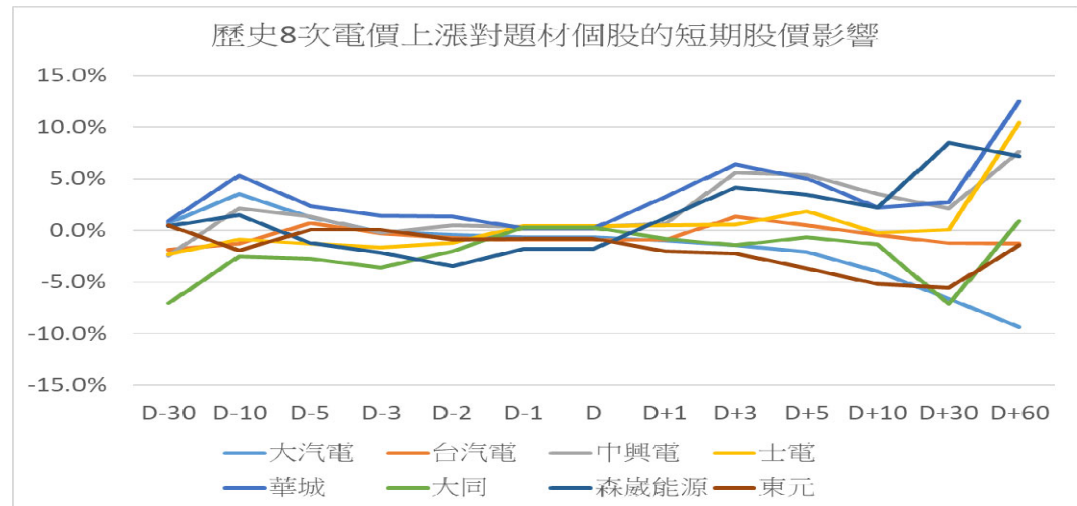
資料來源：Cmoney，群益投顧彙整

2025 年 3 月 24 日

## 03/2025台電可能調漲電價，有利華城短期題材激勵效果：

考量03/28/2025台電規劃召開電價審議委員會，目前外界推演三劇本，包含漲足6%、壓低漲幅至6%以下、待撥補明朗後再決定等，參考華城在過去歷史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

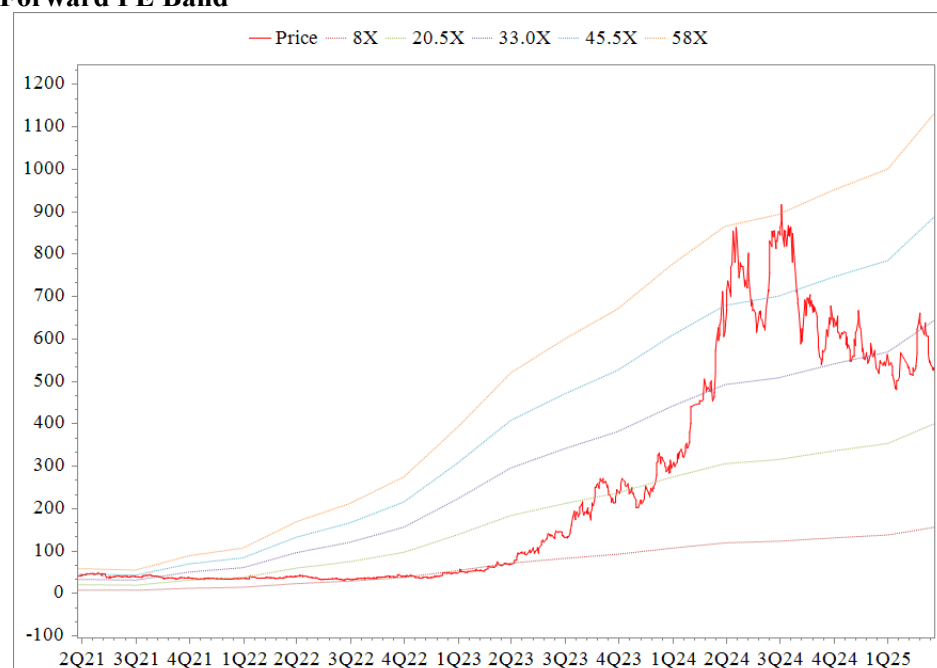


資料來源：群益投顧彙整

## 投資建議：

華城受惠美國與台灣等地的淨零轉型趨勢，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，故調整華城至Buy的投資建議，目標價610元。

## Forward PE Band



資料來源：CMoney，群益預估彙整

2025 年 3 月 24 日

## 資產負債表

(百萬元)	2022	2023	2024	2025F	2026F
<b>資產總計</b>	11,700	15,247	21,869	27,380	33,822
流動資產	9,118	12,567	18,138	22,055	28,828
現金及約當現金	596	1,737	2,481	2,630	3,275
應收帳款與票據	2,142	2,469	3,810	4,348	5,758
存貨	4,205	5,441	7,598	9,055	9,919
採權益法之投資	2	2	2	12	10
不動產、廠房設備	1,977	2,081	2,283	2,181	2,227
<b>負債總計</b>	<b>7,435</b>	<b>9,114</b>	<b>13,096</b>	<b>15,418</b>	<b>17,583</b>
流動負債	6,411	8,777	12,448	13,219	13,844
應付帳款及票據	2,150	3,343	4,350	4,105	5,397
非流動負債	1,025	337	647	1,437	1,685
<b>權益總計</b>	<b>4,265</b>	<b>6,133</b>	<b>8,774</b>	<b>11,963</b>	<b>16,240</b>
普通股股本	<b>2,611</b>	<b>2,611</b>	<b>2,872</b>	<b>2,872</b>	<b>2,872</b>
保留盈餘	1,506	3,418	5,890	8,987	13,263
母公司業主權益	4,144	6,026	8,683	11,868	16,144
<b>負債及權益總計</b>	<b>11,700</b>	<b>15,247</b>	<b>21,869</b>	<b>27,380</b>	<b>33,822</b>

## 現金流量表

(百萬元)	2022	2023	2024	2025F	2026F
<b>營業活動現金</b>	838	4,281	3,445	7,163	4,466
稅前純益	950	3,072	5,439	7,016	9,725
折舊及攤銷	150	172	228	238	243
營運資金變動	-1,219	-370	-2,491	-910	-982
其他營運現金	957	1,407	268	820	-4,520
<b>投資活動現金</b>	-401	-184	-644	-3,343	-135
資本支出淨額	-137	-146	-438	-420	-460
長期投資變動	-217	11	-113	-50	-50
其他投資現金	-48	-49	-93	-2,873	375
<b>籌資活動現金</b>	28	-2,946	-2,071	-3,401	-3,686
長借/公司債變動	310	-1,262	-250	93	247
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	-255	-1,053	-430
<b>淨現金流量</b>	427	1,142	743	419	646
<b>期初現金</b>	169	596	1,737	2,210	2,630
<b>期末現金</b>	596	1,737	2,481	2,630	3,275

資料來源：CMoney、群益

## 損益表

(百萬元)	2022	2023	2024	2025F	2026F
<b>營業收入淨額</b>	7,751	13,900	20,203	26,289	34,443
營業成本	6,163	9,566	12,818	16,462	21,514
<b>營業毛利淨額</b>	1,588	4,334	7,385	9,828	12,929
營業費用	1,158	1,480	2,494	3,140	3,532
<b>營業利益</b>	429	2,854	4,891	6,688	9,397
<b>EBITDA</b>	1,138	3,267	5,636	7,258	9,989
業外收入及支出	512	192	479	328	328
稅前純益	950	3,072	5,439	7,016	9,725
所得稅	127	510	1,168	1,403	1,945
稅後純益	838	2,577	4,281	5,613	7,780
稅後 EPS(元)	2.92	8.97	14.92	19.54	27.09
完全稀釋 EPS**	2.92	8.97	14.92	19.54	27.09

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	2024	2025F	2026F
<b>成長力分析(%)</b>					
營業收入淨額	-14.07%	79.33%	45.35%	30.13%	31.02%
營業毛利淨額	12.84%	172.99%	70.39%	33.08%	31.56%
營業利益	9.51%	564.82%	71.38%	36.74%	40.52%
稅後純益	189.17%	207.46%	66.30%	30.95%	38.62%
<b>獲利能力分析(%)</b>					
毛利率	20.48%	31.18%	36.55%	37.38%	37.54%
EBITDA(%)	14.69%	23.50%	27.90%	27.61%	29.00%
營益率	5.54%	20.53%	24.21%	25.44%	27.28%
稅後純益率	10.82%	18.54%	21.22%	21.35%	22.59%
總資產報酬率	7.16%	16.90%	19.60%	20.50%	23.00%
股東權益報酬率	19.65%	42.03%	48.85%	46.92%	47.91%

## 償債能力檢視

負債比率(%)	63.55%	59.78%	59.88%	56.31%	51.99%
負債/淨值比(%)	174.32%	148.62%	149.26%	128.88%	108.27%
流動比率(%)	142.23%	143.17%	145.71%	166.85%	208.24%
<b>其他比率分析</b>					
存貨天數	203.53	184.03	185.64	184.61	160.95
應收帳款天數	113.11	60.54	56.72	56.63	53.55



2025 年 3 月 24 日

## 季度損益表

(百萬元)	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25F	2Q25F	3Q25F	4Q25F	1Q26F	2Q26F
營業收入淨額	3,644	5,612	3,038	4,646	5,357	7,163	4,282	5,823	6,592	9,592	5,696	7,652
營業成本	2,446	3,825	1,996	2,965	3,304	4,554	2,717	3,662	4,099	5,984	3,580	4,788
營業毛利淨額	1,198	1,787	1,042	1,681	2,053	2,609	1,565	2,161	2,493	3,608	2,116	2,864
營業費用	422	524	421	532	637	905	654	767	731	988	755	886
營業利益	777	1,263	621	1,150	1,416	1,704	911	1,394	1,762	2,620	1,360	1,978
業外收入及支出	99	48	128	94	130	196	10	81	81	156	10	81
稅前純益	875	1,311	749	1,244	1,546	1,900	921	1,475	1,843	2,777	1,370	2,059
所得稅	165	202	155	354	319	339	184	295	369	555	274	412
稅後純益	713	1,115	598	894	1,230	1,564	737	1,180	1,474	2,221	1,096	1,647
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)	2.48	3.88	2.08	3.11	4.28	5.45	2.57	4.11	5.13	7.73	3.82	5.73

## 獲利能力(%)

毛利率(%)	32.88%	31.85%	34.30%	36.19%	38.32%	36.42%	36.55%	37.11%	37.82%	37.61%	37.14%	37.43%
營業利益率(%)	21.31%	22.51%	20.45%	24.75%	26.44%	23.79%	21.28%	23.94%	26.73%	27.32%	23.88%	25.85%
稅後純益率(%)	19.56%	19.87%	19.68%	19.25%	22.96%	21.84%	17.21%	20.26%	22.37%	23.16%	19.25%	21.52%

## QoQ(%)

營業收入淨額	17.46%	53.99%	-45.87%	52.95%	15.30%	33.71%	-40.22%	35.99%	13.21%	45.50%	-40.61%	34.34%
營業利益	31.29%	62.67%	-50.84%	85.11%	23.19%	20.29%	-46.52%	53.02%	26.37%	48.72%	-48.09%	45.44%
稅前純益	35.40%	49.84%	-42.87%	66.05%	24.29%	22.88%	-51.51%	60.07%	24.97%	50.66%	-50.64%	50.23%
稅後純益	31.12%	56.36%	-46.37%	49.57%	37.50%	27.20%	-52.88%	60.07%	24.97%	50.66%	-50.64%	50.23%

## YoY(%)

營業收入淨額	121.58%	110.54%	97.17%	49.73%	46.99%	27.63%	40.97%	25.34%	23.06%	33.92%	33.03%	31.40%
營業利益	505.34%	1379.71%	179.52%	94.35%	82.37%	34.86%	46.71%	21.28%	24.40%	53.81%	49.29%	41.89%
稅前純益	469.95%	141.68%	213.56%	92.45%	76.65%	44.87%	22.97%	18.55%	19.20%	46.14%	48.75%	39.60%
稅後純益	426.43%	133.45%	190.70%	64.47%	72.47%	40.30%	23.27%	31.93%	19.90%	42.01%	48.75%	39.60%

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。