

2025 年 4 月 7 日

研究員：吳建弘 A51102@cim.capital.com.tw

前日收盤價 53.60 元  
目標價  
3 個月 59.00 元  
12 個月 59.00 元

## 國統(8936 TT)

Trading Buy

### 近期報告日期、評等及前日股價

03/19/2025 Buy 55.90  
09/06/2024 Neutral 61.10  
07/05/2024 Buy 77.40  
01/24/2024 到價  
01/22/2024 Trading Buy 44.80

### 公司基本資訊

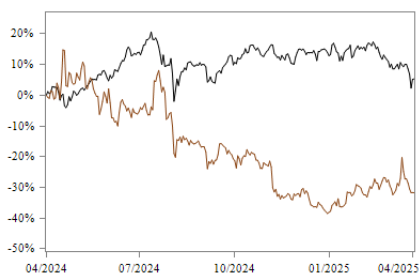
目前股本(百萬元) 2,481  
市值(億元) 133  
目前每股淨值(元) 25.37  
外資持股比(%) 6.84  
投信持股比(%) 0.49  
董監持股比(%) 5.97  
融資餘額(張) 15,281  
現金股息配發率(%) 59.35

### 產品組合



### 股價相對大盤走勢

— 8936 — TWSE



水漲船高的國內水資源政策最佳受惠者。

**投資建議：**國統雖然在國內水資源產業具備產業領導地位，中長期營運能無虞，但考量大盤本益比修正，調整國統的投資建議為 Trading Buy。

**2025 年在手專案持續推進、去年極端氣候影響結束，營運持續走揚：**2025 年隨著國統 2024 年已取得的標案，例如：台南海淡廠等，逐步進入工程初期，加上 2024 年受到極端氣候影響的專案工程恢復正常，預期將再度推升國統 2025 年營運水準，預估 2025 年營收 69.56 億元，YoY+32.61%，稅後純益 10.58 億元，YoY+26.36%，EPS4.26 元。

**2026 年政府持續投入預算、規劃更多水資源計畫，再度推升國統在手訂單：**隨著政府為了因應氣候變遷、淨零碳排等水資源需求，加上水利署的中長期跨年度計畫主要集中於 2026 年後，預估水利署跨年期計畫 2026 年後預算規模達 668.13 億元、較 2023 年前成長 92.39%，有利政府在 2026 年時持續規畫更多新建的海淡廠、再生水廠等中大型科技造水計畫，協助台灣枯水期產水需求，推升國統在手訂單量體，加上國統既有專案持續進行貢獻營運，預估 2026 年營收 83.47 億元，YoY+19.99%，稅後純益 12.53 億元，YoY+18.40%，EPS5.05 元。

(百萬元)	2024	2025F	2026F	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25F	2Q25F	3Q25F	4Q25F	1Q26F
營業收入淨額	5,246	6,956	8,347	1,146	1,471	1,194	1,434	1,278	1,647	1,771	2,260	1,715
營業毛利淨額	1,344	1,651	1,965	307	352	295	390	310	394	419	529	405
營業利益	1,097	1,373	1,673	245	288	242	322	244	330	350	448	336
稅後純益	837	1,058	1,253	175	213	180	269	200	250	265	342	252
稅後 EPS(元)	3.37	4.26	5.05	0.71	0.86	0.73	1.08	0.81	1.01	1.07	1.38	1.02
毛利率(%)	25.62%	23.74%	23.54%	26.80%	23.94%	24.70%	27.19%	24.23%	23.93%	23.64%	23.41%	23.62%
營業利益率(%)	20.92%	19.74%	20.04%	21.36%	19.60%	20.30%	22.45%	19.10%	20.05%	19.77%	19.84%	19.61%
稅後純益率(%)	15.96%	15.21%	15.01%	15.28%	14.50%	15.07%	18.75%	15.63%	15.21%	14.99%	15.14%	14.71%
營業收入 YoY/QoQ(%)	26.94%	32.61%	19.99%	-14.28%	28.39%	-18.84%	20.05%	-10.84%	28.82%	7.58%	27.55%	-24.10%
稅後純益 YoY/QoQ(%)	17.28%	26.36%	18.40%	-16.88%	21.83%	-15.67%	49.39%	-25.68%	25.38%	5.99%	28.90%	-26.30%

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 24.81 億元計算。

## 國統 ESG：

國統在未達強制性揭露標準前，於 2022 年首度自願性發行，自 2023 年因資本額 20 億元以上之企業須強制發行永續報告書，故將持續以每年發行一次之頻率持續發行。並因應百年大旱，2021 年台灣自來水公司緊急辦理台中建築工地地下水井處理工程，國統公司取得勤美之森、老佛爺、惠田上書房等 3 項建案之處理工程，於期限內趕工完成且順利出水，解決台中地區用水需求。

## 公司簡介：

國統成立於 1978 年，專責設計、製造、裝配球墨鑄鐵管、鋼管製品等大口徑輸配水管線，基於國內法規限制球墨鑄鐵管進口，加上球墨鑄鐵管具備抗腐蝕、高延展、密封性佳等特性，使得球墨鑄鐵管成為水利工程的主要產品之一，國統近年也積極轉型，成為國內具備球墨鑄鐵管生產技術，以及具備水庫工程能力的少數廠商。其次，國統也跨足海水淡化業務，自 2004 年整合上下游技術後，開始在澎湖、金門等多地設置民營的海水淡化廠，從事海水淡化工程與維運。綜合以上，國統具備管材生產技術、多項水源的工程實績、海淡維運等經驗，預期長期將成為國內水資源一站式服務的廠商。1Q24 產品營收占比，公共工程 72%、管件 13%、其他 15%。

## 圖一、國統水資源工程產品細項



資料來源：國統

## 或有負債分析：

因疫情調整營運策略，目前國統僅剩兩起訴訟(其中雇傭關係民事訴訟於 11/30/2023 判決勝訴)，總值 3.99 億元，雖然 2Q23 國統考量訴訟進度與帳款可回收性提列 1.06 億元業外損失(EPS 換算 0.43 元)，造成國統 2Q23 EPS 僅有 0.35 元，稅後淨利 QoQ-49.99%，當前兩項訴訟持續進行，且無法確定結果，仍有可能會對國統未來獲利造成短期影響。

2025 年 4 月 7 日

表一、國統或有負債分析

新台幣	原因	價值 (億元)	負債準備(億元)	提列情形	後續可能提列	未提列之潛在EPS影響數
馬公第二海淡	疫情+設計更改工程逾期	1.16	0.3	26%	02/18/2025 台中地方法院上訴	0.35
廈門孫公司	孫公司拒還證照與人民幣 0.65 億元債權	2.83	1.10 (0.25 億元人民幣)	39%	02/06/2025 起廈門地方法院受理強制執行	0.70

資料來源：國統，群益投顧彙整

## 2024 年受惠 230 億元在手訂單貢獻營運持續成長：

2024 年雖然國統受惠 230 億元的在手訂單貢獻營運持續成長，但仍有部分專案受極端氣候影響，使得 2024 年營收 52.46 億元，YoY+26.94%，稅後純益 8.37 億元，YoY+17.28%，EPS3.37 元。

## 圖二、國統在手訂單細節

截止日期：113/3/31

目前在建工程及管材銷售	承攬金額(未稅)	已認列金額	未認列收入金額
曾文南化聯通管統包工程A2標	2,706,667	2,623,125	83,542
台中市福田水資源回收中心放流水回收再利用統包工程	1,015,139	481,127	534,012
大安大甲聯通管工程-大甲溪輸水管第3標統包工程	1,292,143	272,061	1,020,082
石門水庫至新竹聯通管-道路埋設段工程	2,523,714	108,028	2,415,686
荖濃溪(裡嶺)伏流水統包工程	1,000,000	99,432	900,568
鯉魚潭場第二送水管工程-管(二)	1,013,333	234,277	779,056
豐原大道環狀埋設幹管工程-管(一)	265,747	113,596	152,151
豐原大道環狀埋設幹管工程-管(四)	336,762	3,436	333,326
豐原大道環狀埋設幹管工程-管(五)	683,200	11,116	672,084
浮洲加壓站至板新場管線工程(二)	196,418	176,737	19,681
東港溪至鳳山水庫新園段導水管工程(四)	182,047	62,238	119,809
東港溪至鳳山水庫新園段導水管工程(二)	246,095	4,651	241,444
臺南市柳營區污水下水道系統(西新營分區)分支管網及用戶接管工程第一標	304,222	77,260	226,962
曾文淨水場擴建工程第二期工程	499,022	336,732	162,290
南科高雄第二(橋頭)園區污水處理廠一期新建工程	3,060,000	178,719	2,881,281
曾文溪感潮河段水資源利用模廠建置計畫	42,857	40,648	2,209
管材銷售-(客戶端)	3,517,418	1,629,916	1,887,502
總計	19,722,544	6,472,780	12,431,685

加台南海淡後合計約為230億

資料來源：國統

2025 年 4 月 7 日

## 2025 年在手專案持續推進、去年極端氣候影響結束，營運持續走揚：

2025 年隨著國統 2024 年已取得的標案，例如：台南海淡廠等，逐步進入工程初期，加上 2024 年受到極端氣候影響的專案工程恢復正常，預期將再度推升國統 2025 年營運水準，預估 2025 年營收 69.56 億元，YoY+32.61%，稅後純益 10.58 億元，YoY+26.36%，EPS4.26 元。

## 2026 年政府持續投入預算、規劃更多水資源計畫，再度推升國統在手訂單：

隨著政府為了因應氣候變遷、淨零碳排等水資源需求，加上水利署的中長期跨年度計畫主要集中於 2026 年後，預估水利署跨年期計畫 2026 年後預算規模達 668.13 億元、較 2023 年前成長 92.39%，有利政府在 2026 年時持續規劃更多新建的海淡廠、再生水廠等中大型科技造水計畫，協助台灣枯水期產水需求，推升國統在手訂單量體，加上國統既有專案持續進行貢獻營運，預估 2026 年營收 83.47 億元，YoY+19.99%，稅後純益 12.53 億元，YoY+18.40%，EPS5.05 元。

表二、水利署跨年度計畫

水利署跨年期計畫						
億元	開源	管理	調度	備援	其他	合計
2023 年前	24.83	6.94	24.79	0.00	290.71	347.27
2024 年	37.58	5.50	18.34	2.53	96.30	160.25
2025 年	67.59	6.17	81.06	14.92	155.72	325.46
2026 年後	223.37	0.00	176.61	90.33	177.82	668.13

資料來源：水利署；群益投顧彙整

圖三、台灣本島海淡廠規劃



資料來源：水利署

## 投資建議：

國統雖然在國內水資源產業具備產業領導地位，中長期營運動能無虞，但考量大盤本益比修正，調整國統的投資建議為 Trading Buy。

## 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



2025 年 4 月 7 日

## 資產負債表

(百萬元)	2022	2023	2024	2025F	2026F
<b>資產總計</b>	11,256	11,831	13,375	14,257	15,957
流動資產	4,541	5,434	5,909	6,456	5,888
現金及約當現金	966	1,195	959	1,226	1,041
應收帳款與票據	472	530	570	693	918
存貨	277	306	330	398	586
採權益法之投資	--	--	--	0	0
不動產、廠房設備	368	423	534	570	624
<b>負債總計</b>	<b>4,256</b>	<b>4,448</b>	<b>5,322</b>	<b>5,643</b>	<b>6,710</b>
流動負債	1,683	1,923	3,096	3,332	4,181
應付帳款及票據	507	743	753	865	1,079
非流動負債	2,573	2,525	2,226	2,199	2,203
<b>權益總計</b>	<b>7,000</b>	<b>7,383</b>	<b>8,052</b>	<b>8,614</b>	<b>9,246</b>
普通股股本	<b>2,481</b>	<b>2,481</b>	<b>2,481</b>	<b>2,481</b>	<b>2,481</b>
保留盈餘	1,615	2,071	2,540	3,102	3,734
母公司業主權益	5,360	5,667	6,294	6,856	7,488
<b>負債及權益總計</b>	<b>11,256</b>	<b>11,831</b>	<b>13,375</b>	<b>14,257</b>	<b>15,957</b>

## 損益表

(百萬元)	2022	2023	2024	2025F	2026F
<b>營業收入淨額</b>	3,792	4,132	5,246	6,956	8,347
營業成本	2,687	2,563	3,901	5,305	6,382
<b>營業毛利淨額</b>	1,105	1,569	1,344	1,651	1,965
營業費用	305	238	247	278	292
<b>營業利益</b>	800	1,331	1,097	1,373	1,673
<b>EBITDA</b>	1,005	1,239	1,274	1,483	1,741
業外收入及支出	31	-227	10	-51	-107
稅前純益	831	1,104	1,130	1,322	1,566
所得稅	209	290	221	264	313
稅後純益	625	714	837	1,058	1,253
稅後 EPS(元)	2.52	2.88	3.37	4.26	5.05
完全稀釋 EPS**	2.52	2.88	3.37	4.26	5.05

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 24.81【最新股本】億元計算

註 3：完全稀釋 EPS 以股本 24.81 億元計算

## 比率分析

(百萬元)	2022	2023	2024	2025F	2026F
-------	------	------	------	-------	-------

## 成長力分析(%)

營業收入淨額	-17.95%	8.98%	26.94%	32.61%	19.99%
營業毛利淨額	3.40%	42.00%	-14.32%	22.86%	19.00%
營業利益	34.30%	66.28%	-17.52%	25.10%	21.84%
稅後純益	39.43%	14.19%	17.28%	26.36%	18.40%

## 獲利能力分析(%)

毛利率	29.14%	37.97%	25.62%	23.74%	23.54%
EBITDA(%)	26.49%	29.98%	24.28%	21.32%	20.86%
營益率	21.10%	32.20%	20.92%	19.74%	20.04%
稅後純益率	16.49%	17.28%	15.96%	15.21%	15.01%
總資產報酬率	5.55%	6.03%	6.26%	7.42%	7.85%
股東權益報酬率	8.93%	9.67%	10.40%	12.28%	13.55%

## 償債能力檢視

負債比率(%)	37.81%	37.60%	39.79%	39.58%	42.05%
負債/淨值比(%)	60.80%	60.25%	66.10%	65.51%	72.57%
流動比率(%)	269.76%	282.65%	190.83%	193.78%	140.84%

## 其他比率分析

存貨天數	92.98	41.54	29.77	25.06	28.15
應收帳款天數	61.58	44.25	38.26	33.13	35.23

## 現金流量表

(百萬元)	2022	2023	2024	2025F	2026F
<b>營業活動現金</b>	354	940	214	1,434	2,969
稅前純益	831	1,104	1,130	1,322	1,566
折舊及攤銷	121	129	146	157	172
營運資金變動	698	150	-54	-78	-200
其他營運現金	-1,295	-442	-1,008	33	1,432
<b>投資活動現金</b>	-227	-226	-687	-1,279	-3,144
資本支出淨額	-43	-107	-161	-180	-180
長期投資變動	-204	-173	-553	-800	-750
其他投資現金	20	53	28	-299	-2,214
<b>籌資活動現金</b>	101	-484	246	112	-11
長借/公司債變動	856	-93	142	-27	4
現金增資	0	0	0	0	0
發放現金股利	-124	-248	-372	-496	-620
其他籌資現金	-631	-143	476	635	605
<b>淨現金流量</b>	270	229	-236	267	-186
<b>期初現金</b>	696	966	1,195	959	1,226
<b>期末現金</b>	966	1,195	959	1,226	1,041

資料來源：CMoney、群益

2025 年 4 月 7 日

## 季度損益表

(百萬元)	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25F	2Q25F	3Q25F	4Q25F	1Q26F	2Q26F	3Q26F
營業收入淨額	1,337	1,146	1,471	1,194	1,434	1,278	1,647	1,771	2,260	1,715	2,095	2,074
營業成本	861	839	1,119	899	1,044	969	1,253	1,353	1,731	1,310	1,603	1,586
營業毛利淨額	477	307	352	295	390	310	394	419	529	405	493	488
營業費用	52	62	64	53	68	65	64	69	81	69	67	72
營業利益	424	245	288	242	322	244	330	350	448	336	426	416
業外收入及支出	-108	-1	3	6	24	6	-17	-18	-21	-21	-17	-28
稅前純益	316	244	291	249	346	250	313	332	428	315	409	388
所得稅	86	52	61	49	60	50	63	66	86	63	82	78
稅後純益	211	175	213	180	269	200	250	265	342	252	327	311
最新股本	2,481	2,481	2,481	2,481	2,481	2,481	2,481	2,481	2,481	2,481	2,481	2,481
稅後EPS(元)	0.85	0.71	0.86	0.73	1.08	0.81	1.01	1.07	1.38	1.02	1.32	1.25

## 獲利能力(%)

毛利率(%)	35.64%	26.80%	23.94%	24.70%	27.19%	24.23%	23.93%	23.64%	23.41%	23.62%	23.52%	23.52%
營業利益率(%)	31.74%	21.36%	19.60%	20.30%	22.45%	19.10%	20.05%	19.77%	19.84%	19.61%	20.33%	20.05%
稅後純益率(%)	15.76%	15.28%	14.50%	15.07%	18.75%	15.63%	15.21%	14.99%	15.14%	14.71%	15.61%	14.98%

## QoQ(%)

營業收入淨額	21.15%	-14.28%	28.39%	-18.84%	20.05%	-10.84%	28.82%	7.58%	27.55%	-24.10%	22.19%	-1.04%
營業利益	12.85%	-42.32%	17.85%	-15.96%	32.76%	-24.13%	35.22%	6.06%	28.03%	-24.98%	26.63%	-2.38%
稅前純益	-15.59%	-22.81%	19.41%	-14.59%	38.99%	-27.82%	25.38%	5.99%	28.90%	-26.30%	29.69%	-5.03%
稅後純益	-14.18%	-16.88%	21.83%	-15.67%	49.39%	-25.68%	25.38%	5.99%	28.90%	-26.30%	29.69%	-5.03%

## YoY(%)

營業收入淨額	51.38%	50.04%	58.62%	8.21%	7.23%	11.53%	11.91%	48.33%	57.61%	34.16%	27.25%	17.05%
營業利益	42.96%	1.75%	-0.41%	-35.53%	-24.16%	-0.23%	14.47%	44.46%	39.31%	37.75%	29.00%	18.74%
稅前純益	10.60%	5.65%	60.00%	-33.55%	9.42%	2.31%	7.43%	33.32%	23.64%	26.25%	30.59%	17.01%
稅後純益	12.56%	1.97%	148.42%	-26.72%	27.56%	14.06%	17.38%	47.54%	27.31%	26.25%	30.59%	17.01%

註1：稅後EPS以股本24.81億元計算

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。