

初次評等

買進(Buy)

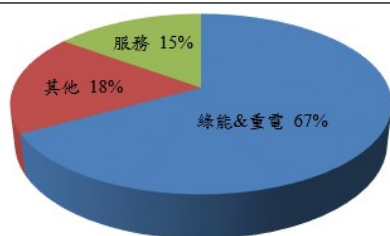
中興電 (1513 TT)

潛在漲幅	20.8%
前日收盤價	98.50 元
目標價	119.00 元
前次目標價	無
前次評等	無

公司基本資訊

目前股本(百萬元)	4,905
市值(億元)	476
目前每股淨值(元)	25.91
外資持股比(%)	18.57
董監持股比(%)	9.89

營業比重



個股與大盤走勢(%)



陳澤心 (Amber Chen)
amber.chen@ctbcis.com

擁重電、太陽能、氫能、快充站題材，多點綻放收割

- 強韌電網計畫推動 GIS 需求，估 2023 年重電事業營收年增 30%
- 太陽能花蓮案場 2025 年併網後，每年將穩定貢獻 13 億營收
- 2023 年華亞園區正式量產，2H23 拆分氫能業務貢獻 IPO 題材

中興電電力事業在手訂單高達 272 億元：台電推出強韌電網計畫，規劃 10 年內投入 5,645 億元打造分散式電網，其主要變電設備為 345kV GIS，中興電市占率高達 85% 成最大受惠者。此外，隨著太陽能、風電等分散式電廠擴充，GIS 需求將同步大增。截至目前，中興電共拿下台電及民間案場 GIS 訂單 182 億元，在手訂單攀升至 272 億元，面對需求增長，中興電 2023 年預計新增 2 座工廠至 8 座，投顧預計，中興電電力事業群 2023 年及 2024 年營收達 111/127 億元，年增 30% 及 14%，產業榮景持續至 2030 年，且 4 月份台電提高電價後，有望墊高相關重電族群：東元(1504)、華城(1519)、大同(2371)評價。

氫能業務為長期成長動能：國發會「2050 年淨零排放路徑」中，氫能預計占 9% 至 12% 電力供給，成長幅度達 10 倍以上。中興電掌握的「甲醇重組製氫技術」為市場主流，2022 年加碼投資華亞園區的 4,000 坪廠房，1Q23 開始營運，主力產品氫燃料電池已出貨給 8 大國際通訊業者。展望未來，中興電正開發推出三輪/四輪低功率氫燃料電池汽機車，2024 年進入量產階段，並以印度市場為主，2023 年底將設計完成二輪氫能機車，朝外銷東南亞市場發展。此外，中興電也成功取得中國青島地鐵備援電力設備訂單，投顧認為，2023 年隨華亞園區正式量產，預估氫能營收 6 億元。

長期看好重電與能源題材，首次評等為買進：長線而言，受惠 2050 淨零碳排路徑，氫能、重電、光電三大支撐下，至 2030 年成長道路明確。中興電藉嘟嘟房品牌優勢，以 iCharging 搶占快充市場，未來逐步拓展為充電樁營運商，此外，太陽能花蓮案場併網後，每年將穩定貢獻 13 億元營收。整體而言，預估中興電 2023/2024 年 EPS 分別為 5.97 及 6.85 元，目前股價交易約在本益比 17 倍，位於近年本益比 6 至 18 倍區間之上緣，考量中興電於 345kV GIS 市場具獨占優勢，未來 10 年接單無虞，產業榮景前所未見，且氫能業務預計 2Q23 分割成立子公司，將再度貢獻話題性並刺激評價，投顧首次評等給予買進，目標價 119 元(2023 年 EPS X20 倍)，投資建議逢拉回偏多買進操作。

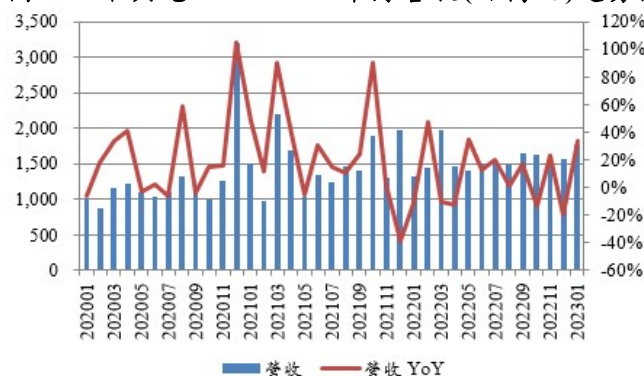
風險因子：雲豹甲車案件影響評價、氫能及重電訂單貢獻不如預期。

(百萬元)	2019	2020	2021	2022F	2023F	2024F
營業收入淨額	12,378	15,391	18,025	18,552	22,257	26,030
營業毛利淨額	2,066	3,286	4,299	4,986	6,120	7,201
營業利益	655	1,721	2,678	2,740	3,644	4,219
稅後純益	635	1,527	1,957	2,318	2,926	3,361
稅後 EPS(元)	1.51	3.21	4.11	4.87	5.97	6.85
營業收入 YoY(%)	1.16%	24.34%	17.11%	2.92%	19.97%	16.95%
稅後純益 YoY(%)	16.60%	140.42%	28.14%	18.48%	26.25%	14.86%
本益比	13.85	13.52	10.25	13.81	16.51	14.37
本淨比	1.19	2.17	1.80	2.54	3.43	3.12
股息(元)	1.20	2.20	2.80	3.20	4.10	4.70
殖利率(%)	5.57%	4.53%	6.52%	4.76%	4.16%	4.77%
ROE(%)	8.51%	16.76%	17.77%	19.33%	21.93%	22.73%

註：稅後 EPS 以股本 49.05 億元計算

中興電 1 月營收創同期新高，投顧看好中興電三大利多：中興電 2023 年 1 月營收 17.76 億元(詳圖一)，創下同期新高，MoM+12.85%，YoY+33.80%。公司表示，目前在手訂單約 272 億元，長期接單無虞，1 月營收主要來自於設備、電力工程增加。投顧看好中興電未來發展是因：1) 台電強韌電網計畫推動氣體絕緣開關(GIS)需求，中興電獨佔地位直接受惠，產業榮景持續至 2030 年。2) 掌握甲醇重組製氫技術，2023 年五月投產華亞園區，預估中興電 2021 至 2023 年氫能相關營收為 1.6、2.71 及 6 億元。3) 長線而言，政府 2050 淨零碳排路徑明確，能源龍頭中興電將迎接快速成長期，中興電在氫能、重電、太陽能光電三大支撐下，中長期成長道路明確。此外，中興電持續以自由品牌 iCharging 擴張電動車充電事業版圖，目標於未來三年在全台建置 200 個快充充電站點。整體而言，預估中興電 2023/2024 年 EPS 分別為 5.97 及 6.85 元。

圖一、中興電 2020-2023 年月營收(百萬元)趨勢圖



資料來源：CMoney，中信投顧預估

台電強韌電網計畫推動氣體絕緣開關(GIS)需求：過去台電供電大型集中化，透過三條 345kV 的主幹線串連融通南北地區，形成北中南區三大樞紐的集中電網架構，使得突發事故一旦發生，受影響的範圍和衝擊力道大。因應 303 事造成全國性停電，台電於 2022 年 9 月正式公布「強化電網韌性建設計畫」(詳圖二)，規劃 10 年內投入 5,645 億元，打造分散式電網，並搭配再生能源儲能發展，達到 2050 淨零轉型目標。強化電網韌性計畫的三大工程，分散工程預算高達 4,379 億元，預計 2032 年前全台將新增 28 座變電所，以及 24 座屋內化改建變電所，合計共 52 座。其中，2 年內新建變電所為七股、將軍、高樹、福和、義和變電所，力求杜絕大規模停電事故再度發生。此外，台電預計最快 4 月將調整電價，有利於刺激相關重電族群評價。

圖二:台電 10 年強化電網韌性計畫



資料來源：台電，中信投顧整理

2023/03/08

中興電為 345kV GIS 市場龍頭，成強韌電網計畫最大受惠者：台電強化電網韌性計畫主要變電設備為 345kV GIS(詳圖三)，占變電所設備成本 35%，而 345kV GIS 設備技術門檻高，中興電為台灣唯一國產化評鑑合格廠商，市占率達 85%，預期未來十年中興電將直接受惠此趨勢。過去中興電電力事業群毛利率約落在 20~25%，推估 345kV GIS 達 30~35%，投顧認為 345kV GIS 出貨量的增加，將提升中興電獲利水準，此外，台電推動的分散電網工程中包括「綠能分散供電」，隨著太陽能、風電等分散式電廠擴充，GIS 需求將同步大增。截至目前，中興電共拿下台電及民間案場 GIS 訂單 182 億元，電力事業群在手訂單從 2022 年底的 250 億元攀升至 272 億元，面對需求增長，中興電 2023 年預計新增 2 座工廠至 8 座，產能擴充 30%且利用率滿載下，投顧預計中興電電力事業群 2023 年及 2024 年營收達 111/127 億元，年增 30%及 14%。

圖三、中興電 345 kV 液壓型氣體絕緣開關(GIS)



資料來源：公司，中信投顧整理

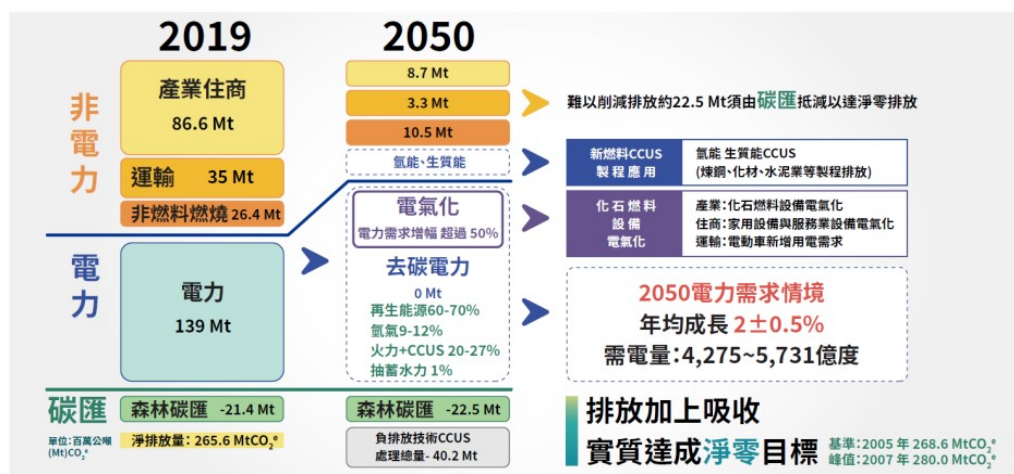
氫能業務為長期成長動能：2022 年 10 月底為止，全球已有 139 個國家宣示 2050 年，達到溫室氣體淨零排放，其中由於氫燃燒後的產物為水，為未來淨零趨勢的關鍵拼圖。國發會 2022 年 3 月提出「2050 年淨零排放路徑」中(詳圖四)，氫能預計占 9%至 12%電力供給，目前臺灣氫氣用量大約在 30 至 40 萬噸，2050 年臺灣氫氣需求量將達 435 萬噸，成長幅度為 10 倍以上。

中興電於 2008 年投入氫能領域，收購國際氫能巨頭美國 H2PT、加拿大 Ballard 旗下部門，並與美國 Plug Power 簽訂合作備忘錄，中興電掌握的「甲醇重組製氫技術」為市場主流，其碳捕捉技術達藍氫等級(一般為灰氫高碳排)。氫能產品體系包括甲醇重組製氫產氫機組、氫能燃料電池、氫能電堆與動力單元、氫能物流車輛、加氫站、以及智能微電網等六大產品組合(詳圖五)。面對需求高漲，2022 年中興電加碼投資華亞園區的 4,000 坪廠房，建置設備支出約 3 億元，規劃兩條產線分別為甲醇重組器、氫燃料電池產品，可用於電信基地台、數據中心、醫院等緊急備援電力使用，現已銷售給包括美國 T-Mobile 在內的 8 大國際行動通訊業者。中興電 2022 年氫能相關營收約 2.71 億元，獲利僅損益兩平，2023 年隨華亞園區 5 月開始投產(原計畫為 3 月)，預估營收可提升至 6 億。包括美國及阿拉伯客戶等，皆期待取得中興電技術授權與產線 turnkey，目前已技轉給中國青島陽氫集團，同時與印度第二大車廠(Tata Motors)合作開發二輪/三輪低功率商務車。

展望未來趨勢，中興電已開發設計二輪/三輪/四輪低功率氫燃料電池汽機車，2023 及 2024 年將陸續進入量產階段，主要將以中國、印度和東南亞市場為主，中興電與豐田汽車自 2019 年起洽談合作可能性，未來亦有機會導入氫能汽車供應鏈。此外，中興電 2022 年底與台苯合作發展餘氫發電，預計投入 25 億元，2023 年底前建置全台首座 2MW 餘氫發電廠，2024 年建置 10 座餘氫電廠。

2023/03/08

圖四、國發會 2050 淨零排放規劃



資料來源：國發會，中信投顧整理

圖五、中興電氫能六大產品譜系

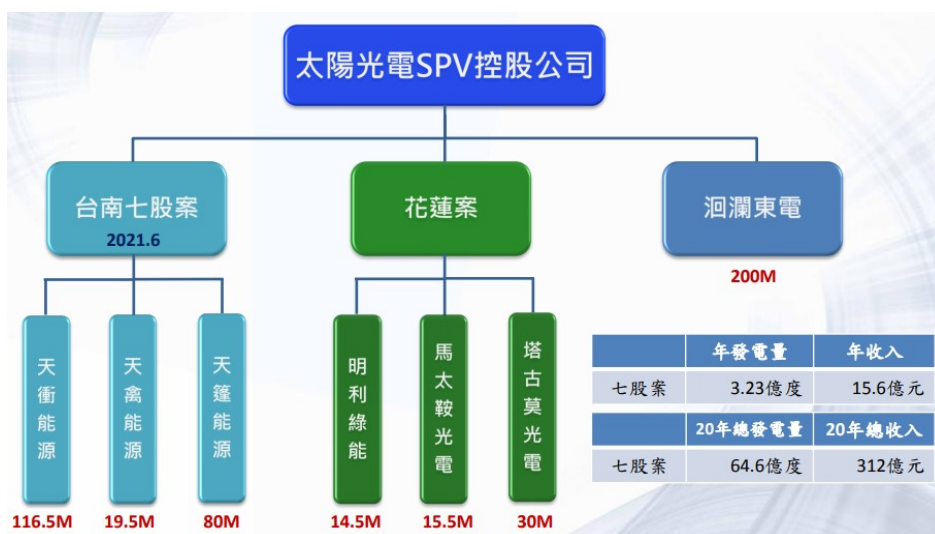


資料來源：公司，中信投顧整理

太陽能售電每年穩定獲利，2025 年花蓮案場併網將再度擴大營收：「2050 年淨零排放路徑」中，2050 年再生能源發電占比目標為 60%至 70%，其中，太陽光電在 2026~2030 年每年以 2 GW 為目標，2030 年後至 2050 年太陽光電目標累計達到 40~80 GW，目前臺灣太陽光電累積裝置容量僅 9.2GW，長期而言，核二除役後電力缺口加大，綠能產業向上趨勢不變。中興電積極佈局太陽能事業，現階段業務發展如下(詳圖六)，長期目標為全台建置 700MW：

- 台南案場：2019 年拿下台糖台南七股約 200 公頃的土地，興建 216MW 發電案場，於 2021 年併網供電，為全台最大地面型案場，七股案場年發 3.23 億度，透過售電每年約創造 15.6 億營收，貢獻 EPS 約可達 0.8-1 元。
- 花蓮案場：分階段開發，一期案場 60MW，預計 2023 年底併網發電；二期洄瀾東電案場 200MW，預計 2025 年併網。花蓮案場若全部完成併網，預估可穩定提供每年約 13 億營收，雖花蓮日照時數較短，然而花蓮政府躉售電費補貼 15%，故營收獲利與七股案場相當。

圖六、中興電太陽能發展



資料來源：公司，中信投顧整理

積極佈局充電站事業版圖，目標於2024年底建置200座快充站：2022年3月國發會於2050淨零轉型關鍵戰略中，提出2040年新售小客車電動化占比達100%，衍生市場充電樁缺口疑慮。經濟部規劃「公共充電樁建置」計畫，首階段目標2025年前與地方合作，在公有停車場、大賣場、加油站、台鐵高鐵站大量建置公共充電樁，目標總數7,800座。中興電旗下嘟嘟房全國共有340個停車場，每年營收約貢獻20億元，嘟嘟房2023年將分拆另設寶盛國際，未來視情況IPO，子公司旗下iParking平台具42萬會員，提供用戶線上支付停車費選項，藉此提升用戶黏著度，目前擁有超過9,200名電動車會員，約占台灣電動車掛牌數量之35%。中興電利用旗下嘟嘟房停車事業優勢，推出自有品牌iCharging快充站(詳圖七)，2022年共取得國道高速公路10座充電站標案，經營權為8年，第二期快充站標案預計3Q23啟用，同時將爭取三期標案，計畫於2024年底前新增至200個站點。中興電合作廠商包含BMW、VOLVO、永固停車等，新站點導入EMS能源管理系統並搭配儲能，調控充電樁供電。目前充電樁事業營收貢獻不到1億元，具有低基期優勢及潛力，預估未來中興電將與更多業者合作，除了現有停車場事業外，也逐步拓展為充電樁營運商。

圖七、中興電 iCharging 積極搶占充電樁市場



資料來源：公司，中信投顧整理

中興電為國內 GIS 領導廠商，穩居能源事業龍頭：成立於 1956 年，主要業務為電力設備、電力工程統包及能源管理等，於 2008 年開始投入綠能事業，業務包括六大事業群：電力事業群、系統整合事業群、新能源事業群，CNC 事業群、嘟嘟房事業群、大陸事業群，為台灣最大的電力設備供應商，重電產品市占率達 70%，統包工程及風電計畫等領域市占率亦超過 30%，公司未來將聚焦於 GIS 重電設備、微電網等製造業務以及燃料電池三大業務。

中興電高壓氣體絕緣開關(GIS)技術來自於日立重工，並取得義大利 CESI 測試中心認證，其中 345KV 及 161KV 的高壓氣體絕緣開關(GIS)市占率達 85%。中興電產品以內銷為主，占比 87.2%，主要客戶為台電、公共設施事業及各大工廠；2021 年營收比重為：綠能(太陽光電、氫能、儲能、微電網、供電設備)67%、服務(嘟嘟房、維運管理)15%、其他(都更、系統整合、精密加工)18%。

表一、中興電主要同業評價表

公司	代號	市值 (百萬元)	收盤價 (當地貨幣)	EPS(元)		P/E (X)	
				FY22F	FY23F	FY22F	FY23F
中興電	1513 TT	46,918	98.50	4.87	5.97	20.2	16.5
士電	1503 TT	44,335	85.10	-	-	-	-
東元電機	1504 TT	75,072	35.10	1.67	1.95	21.0	18.0
亞力電機	1514 TT	9,901	41.30	2.10	2.30	19.7	18.0
華城電機	1519 TT	17,987	68.90	2.13	2.87	32.4	24.0
大同	2371 TT	80,129	34.25	-	-	-	-
平均						23.3	19.1

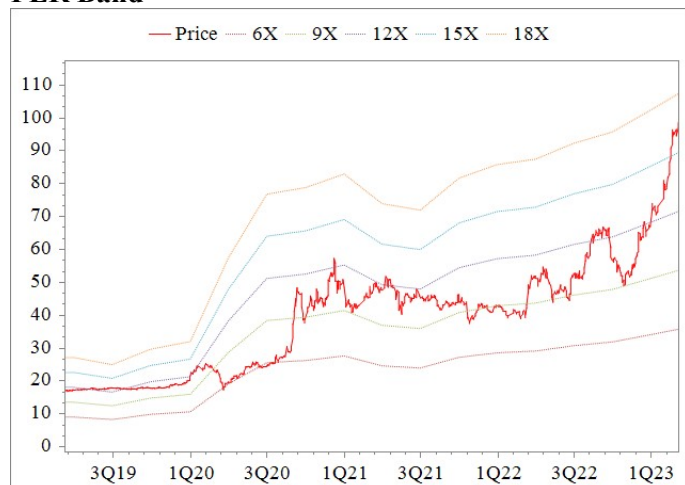
資料來源：Bloomberg，中信投顧整理，同業獲利預估為 Bloomberg 市場共識

2023/03/08

(百萬元)	1Q23F	2Q23F	3Q23F	4Q23F	1Q24F	2Q24F	3Q24F	4Q24F
營業收入	5,348	5,278	5,637	5,994	6,235	6,214	6,599	6,983
營業成本	3,877	3,830	4,086	4,345	4,513	4,496	4,770	5,049
營業毛利	1,471	1,448	1,551	1,650	1,722	1,717	1,828	1,934
營業費用	594	591	626	665	698	690	805	789
營業利益	877	857	926	984	1,024	1,028	1,023	1,144
營業外收支淨額	21	18	16	22	32	12	12	18
稅前純益	899	877	944	1,008	1,057	1,042	1,036	1,164
所得稅	181	187	191	208	224	213	217	249
稅後純益	709	681	744	792	824	820	811	906
稅後 EPS(元)	1.45	1.39	1.52	1.61	1.68	1.67	1.65	1.85
毛利率(%)	27.50%	27.44%	27.52%	27.52%	27.62%	27.64%	27.71%	27.69%
營業利益率(%)	16.40%	16.24%	16.42%	16.42%	16.42%	16.54%	15.51%	16.39%
稅後純益率(%)	13.26%	12.91%	13.20%	13.21%	13.21%	13.20%	12.29%	12.98%
營業收入 QoQ(%)	11.29%	-1.31%	6.80%	6.35%	4.01%	-0.34%	6.19%	5.82%
稅前純益 QoQ(%)	11.43%	-2.44%	7.57%	6.86%	4.80%	-1.42%	-0.51%	12.35%

註：稅後 EPS 以股本 49.05 億元計算

PER Band



資料來源：中信、CMoney

PBR Band



資料來源：CMoney

2023/03/08

資產負債表

(百萬元)	2018	2019	2020	2021	3Q22
資產總計	16,941	20,222	29,537	34,260	40,614
流動資產	9,930	11,276	13,904	15,306	17,182
現金及約當現金	986	983	1,161	2,344	2,134
應收帳款與票據	1,808	1,632	2,382	1,571	1,741
存貨	4,442	5,646	6,996	5,750	6,317
採權益法之投資	835	912	1,471	1,327	1,703
不動產、廠房設備	4,221	4,462	9,286	12,537	14,529
負債總計	9,325	12,406	18,638	22,620	28,242
流動負債	8,285	7,730	10,165	9,499	11,878
應付帳款及票據	1,097	1,174	3,071	2,256	3,945
非流動負債	1,040	4,676	8,473	13,121	16,364
權益總計	7,616	7,815	10,899	11,640	12,372
普通股股本	4,200	4,200	4,761	4,761	4,761
保留盈餘	2,866	3,051	4,007	4,928	5,096
母公司業主權益	7,362	7,577	10,646	11,387	12,102
負債及權益總計	16,941	20,222	29,537	34,260	40,614

損益表

(百萬元)	2020	2021	2022F	2023F	2024F
營業收入淨額	15,391	18,025	18,552	22,257	26,030
營業成本	12,105	13,726	13,566	16,138	18,828
營業毛利淨額	3,286	4,299	4,986	6,120	7,201
營業費用	1,565	1,620	2,247	2,476	2,982
營業利益	1,721	2,678	2,740	3,644	4,219
EBITDA	3,598	4,611	5,619	6,137	6,728
業外收入及支出	81	-198	233	77	74
稅前純益	1,802	2,480	2,969	3,728	4,299
所得稅	251	508	615	766	902
稅後純益	1,527	1,957	2,318	2,926	3,361
稅後 EPS(元)	3.21	4.11	4.87	5.97	6.85
完全稀釋 EPS**	--	--	--	--	--

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 49.05【最新股本】億元計算

註 3：完全稀釋 EPS 以股本 47,613.61 億元計算

現金流量表

(百萬元)	2018	2019	2020	2021	3Q22
營業活動現金	1,666	2,586	3,659	0	1,001
稅前純益	789	1,802	2,480	0	696
折舊及攤銷	1,853	1,735	2,053	0	690
營運資金變動	-952	-203	1,232	0	-802
其他營運現金	-24	-747	-2,107	0	417
投資活動現金	-640	-5,803	-4,306	0	-329
資本支出淨額	-405	-5,054	-3,887	0	-154
長期投資變動	0	-540	-85	0	22
其他投資現金	-235	-209	-334	0	-198
籌資活動現金	-1,013	3,399	1,837	0	-1,165
長借/公司債變動	3,505	4,761	4,325	0	118
現金增資	0	0	0	0	0
發放現金股利	-420	-504	-1,047	0	0
其他籌資現金	-4,098	-858	-1,441	0	-1,283
淨現金流量	-3	177	1,183	0	-449
期初現金	986	983	1,161	0	2,583
期末現金	983	1,161	2,344	0	2,134

資料來源：中信、CMoney

比率分析

(百萬元)	2020	2021	2022F	2023F	2024F
成長力分析(%)					
營業收入淨額	24.34%	17.11%	2.92%	19.97%	16.95%
營業毛利淨額	59.07%	30.83%	16.02%	22.73%	17.67%
營業利益	162.63%	55.62%	2.33%	33.00%	15.79%
稅後純益	142.85%	27.16%	18.48%	26.25%	14.86%
獲利能力分析(%)					
毛利率	21.35%	23.85%	26.88%	27.50%	27.67%
EBITDA(%)	23.38%	25.58%	30.29%	27.57%	25.85%
營益率	11.18%	14.86%	14.77%	16.37%	16.21%
稅後純益率	10.08%	10.94%	12.49%	13.15%	12.91%
ROE(%)	16.76%	17.77%	19.33%	21.93%	22.73%

投資評等說明

個股評等	Rating	定義
買進	Buy (B)	預期未來三~六個月潛在報酬率> +20%
增加持股	Overweight (OW)	預期未來三~六個月潛在報酬率+10%~ +20%
中立	Neutral (N)	預期未來三~六個月潛在報酬率-10%~ +10%
降低持股	Underweight (UW)	預期未來三~六個月潛在報酬率-10%~ -20%
賣出	Sell (S)	預期未來三~六個月潛在報酬率< -20%
未評等	Not Rated (NR)	

免責聲明

本報告係本公司於特定日期就現有資訊所提出，雖已力求正確與完整，但因時間及市場客觀因素改變所造成產業、市場或個股之相關條件改變，本公司將不做預告或更新；而且本報告並非依特定投資目的或特定對象之財務狀況所完成，因此，本報告之目的並非針對客戶於買賣證券、選擇權、期貨或其他證券相關商品提供詢價或推介服務，亦非進行交易之要約。本公司出具之短、中、長期策略性報告所做出之投資分析與建議，亦可能會隨市場波動隨時調整，而與個股研究報告之意見未必一致。投資人應自行考量本身之需求、投資風險及承受度，並就投資結果自行負責，本公司不做任何獲利保證，亦不就投資盈虧負擔任何法律責任。非經本公司同意，任何人不得將本報告加以引用或轉載。

中國信託金融控股(股)公司旗下子公司暨關係企業（以下稱“中信金集團”）從事廣泛金融業務，包括但不限於銀行、信託、證券經紀、證券承銷、保險、證券投資信託、自有資金投資等。中信金集團對於本報告所涵蓋之標的公司可能有投資或其他的業務往來關係。中信金集團及其所屬員工，可能會投資本報告所涵蓋之標的公司，或以該等公司為標的的衍生性金融商品，而其交易的方向與本報告中所提及的交易方向可能不一致。中信金集團於法令許可的範圍內，亦有可能以本報告所涵蓋之標的公司作為發行衍生性金融商品之標的。中信金集團轄下的銷售人員、交易員及其他業務人員可能會為他們客戶或自營部門提供口頭或書面的市場看法或交易策略，然該等看法與策略可能與本報告的意見不盡一致。中信金集團之自營、資產管理及其他投資業務所做之投資決策也可能與本報告所做的建議或看法不一致。