

## 重電產業

### 美國變壓器將持續供不應求

#### 焦點內容

1. 美國維持對韓國變壓器之反傾銷。
2. 美國變壓器將持續供不應求。
3. 美國市場將帶動台廠變壓器營收成長。

#### 重要訊息

美國商務部於 1 月 3 日宣布對進口自韓國的電力變壓器之第二次反傾銷落日複查結果，將延續自 2012 年以來之反傾銷措施。我們認為美國變壓器將持續供不應求，帶動台廠變壓器營收成長。

#### 評論及分析

**美國維持對韓國變壓器之反傾銷措施。**在第二次落日複查後，美國商務部決議將維持自 2012 年以來對韓國變壓器廠之反傾銷措施，即分別對 HD Hyundai Electric(韓)及 Hyosung Heavy Industries(韓)課徵 14.95%及 29.04%之反傾銷稅。為因應反傾銷，Hynudai 及 Hyosung 分別於 2011 年及 2019 年，透過在美國本土建立新廠及收購既有廠房，以滿足客戶訂單。我們認為韓廠將維持原有策略，以美國當地產能供應美國市場、並以韓國產能供應其他如歐洲及中東市場。

**美國變壓器將持續供不應求。**我們在 12 月 27 日的《美國電網建設自 1Q25 起加速》報告中提及，至 2035 年，美國本土之輸電容量需擴增 114%，其中變壓器總進口需求預估將為 800-1,000 億美元。在變壓器供不應求下，目前國際大廠之變壓器交貨時間已拉長至兩年以上，而台灣廠商可於一年半內交貨，提高美國電力公司向台廠洽單意願。我們認為在美國維持對韓國變壓器之反傾銷下，美國變壓器供不應求情勢將大致不變，且台廠相對於韓廠在變壓器出口將具有競爭優勢。

**美國市場將帶動台廠變壓器營收成長。**截至 2023 年 11 月，美國變壓器進口金額已達 2022 全年之 136%，而 2023 全年台灣變壓器外銷美國金額為年增 124%。我們認為美國市場將持續帶動台廠變壓器營收成長，並預估 2023-25 年士電(1503 TT, NT\$115.0, 增加持股)及華城(1519 TT, NT\$371.0, 增加持股)的美國營收年複合成長率將達 89%、47%，美國營收將分別貢獻士電及華城 2025 年營收之 5%、41%。

#### 投資建議

我們認為士電及華城有能力取得美國變壓器訂單，預估 2025 年獲利年增率分別為 27%、34%。我們維持士電及華城「增加持股」評等及 163 元、500 元之目標價，分別根據 2024 年預估 EPS 6.52 元的 25 倍及 14.25 元的 35 倍。

#### 投資風險

美國基礎建設投資進度不如預期。

#### 個股評價

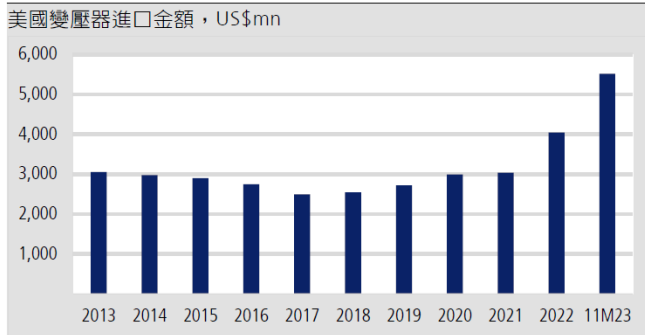
股票代碼	公司	相關產品 營收比重(%)	市值 (US\$mn)	股價 (NT\$)	評等	目標價 (NT\$)	漲幅/ (跌幅)(%)	EPS (NT\$)			
								2022	2023F	2024F	2025F
1503 TT	士電	重電設備(52)	1,911	115.0	增加持股	163	42	3.86	4.60	6.52	8.29
1519 TT	華城	重電設備(84)	3,090	371.0	增加持股	500	35	3.21	8.40	14.25	19.13

資料來源：Bloomberg；凱基

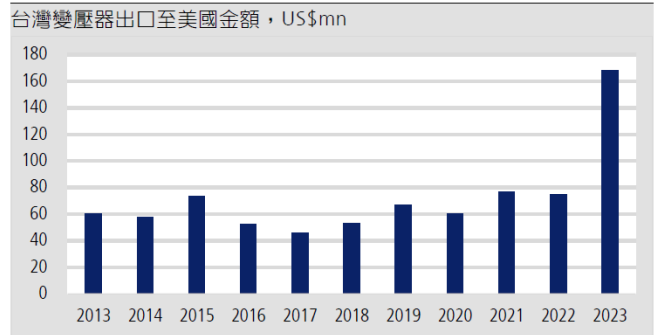
**圖 1：美國商務部對進口自韓國的電力變壓器之反傾銷調查時程表**

日期	調查內容與結果
2011.08.03	發起反傾銷調查
2012.07.11	反傾銷調查結果
2012.08.31	正式徵收反傾銷稅 – Hyundai (14.95%), Hyosung (29.04%), 其他韓廠 (22%)
2017.07.03	第一次反傾銷落日複查
2017.11.07	第一次反傾銷落日複查結果 – 維持
2023.09.01	第二次反傾銷落日複查
2024.01.03	第二次反傾銷落日複查結果 – 維持

資料來源：美國商務部；凱基

**圖 2：美國變壓器進口金額已達 2022 年之 136%**


資料來源：US Census Bureau；凱基

**圖 3：2023 年台灣外銷至美國變壓器金額年增 124%**


資料來源：中華民國海關；凱基

上述凱基分析員為證監會持牌人，隸屬凱基證券亞洲有限公司從事相關受規管活動，其及／或其有聯繫者並無擁有上述有關建議股份，發行人及／或新上市申請人之財務權益。

**免責聲明** 於本報告內所載的所有資料，並不擬提供予置身或居住於任何法律上限制凱基證券亞洲有限公司（「凱基」）或其關聯成員派發此等資料之司法管轄區的人士或實體使用。此等資料不構成向任何司法管轄區的任何人士或實體作出的任何投資意見、或發售的要約、或認購或投資任何證券或其他投資產品或服務的邀請、招攬或建議，亦不構成於任何司法管轄區用作任何上述之目的之資料派發。請特別留意，本報告所載的資料，不得在美國、或向美國人士（即美國居民或按照美國或其任何州、屬土或領土之法律成立的合夥企業或公司）或為美國人士之利益，而用作派發資料、發售或邀請認購任何證券。於本報告內的所有資料只作一般資料及參考用途，而沒有考慮到任何投資者的特定目的、財務狀況或需要。該等資料不擬提供作法律、財務、稅務或其他專業意見，因此不應將該等資料賴以作為投資專業意見。

部份凱基股票研究報告及盈利預測可透過 [www.kgi.com.hk](http://www.kgi.com.hk) 取閱。詳情請聯絡凱基客戶服務代表。本報告的資料及意見乃源於凱基的內部研究活動。本報告內的資料及意見，凱基不會就其公正性、準確性、完整性及正確性作出任何申述或保證。本報告所載的資料及意見如有任何更改，凱基並不另行通知。凱基概不就因任何使用本報告或其內容而產生的任何損失承擔任何責任。本報告亦不存有招攬或邀約購買或出售證券及／或參與任何投資活動的意圖。本報告只供備閱，並不能在未經凱基書面同意下，擅自以任何方式轉發、複印或發佈全部或部份內容。凱基集團成員公司或其聯屬人可提供服務予本文所提及之任何公司及該等公司之聯屬人。凱基集團成員公司、其聯屬人及其董事、高級人員及僱員可不時就本報告所涉及的任何證券持有倉。