

台灣產業專題

軍工產業

國「X」國造長期效應持續發酵

傳統產業組

研究員 王宏晉

2023年4月19日

資料內容僅供參考，本公司恕不負任何法律責任，亦不做任何保證
兆豐國際證券投資顧問股份有限公司獨立經營管理 台北市忠孝東路二段95號10樓
本公司經證期局核准之營業執照字號：110年金管投顧新字第033號

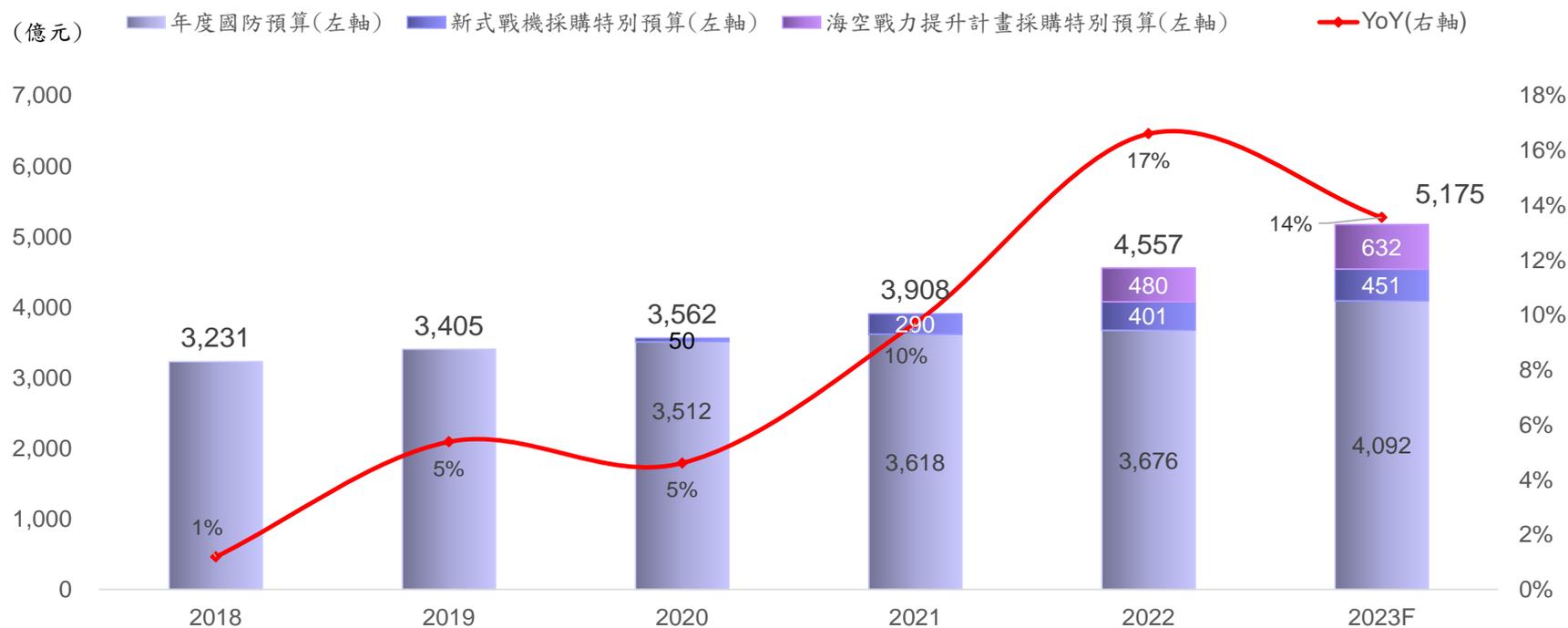
大綱

- 台灣軍工產業概況
- 相關台廠介紹及展望
- 結論及重點個股



國防預算逐年提升，軍工產業連帶受惠

- 台灣國防預算逐年提升，2023年國防部主管機關法定預算4,092億元，YoY+11.32%。加計2019年立法院通過總計2,472億元之「新式戰機採購」特別預算案，2021年通過2,370億元之「海空戰力提升計畫採購」特別預算案，整體規模達5,175億元。



資料來源: 行政院主計處；兆豐國際整理

政府推動國機國造、國艦國造，長線需求挹注

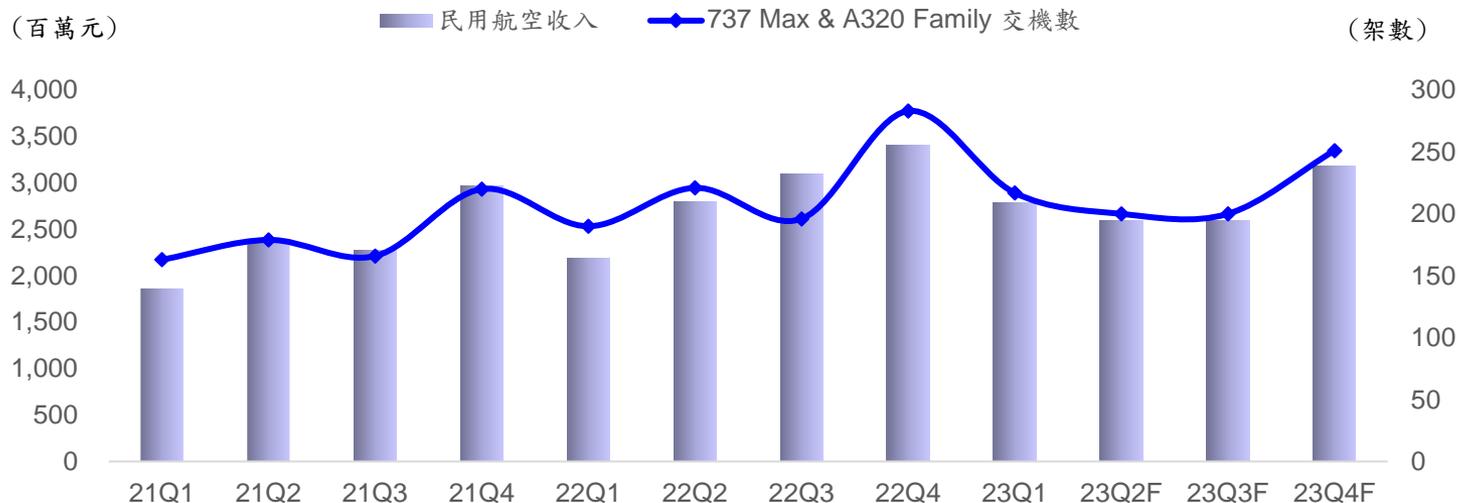
- 國機國造：預計2026年前打造共計66架勇鷹高教機(T-BE5A)，研發預算686億元，將汰換老舊戰鬥機(F-5E/F)及教練機(AT-3)，由漢翔(2634)負責接單生產製造。
- 國艦國造：2016年海軍制定12項規劃，經費總額約4,700億元，預計2040年建造完畢。主要由龍德造船(6753)，台船(2208)負責製造。

國造潛艦(海昌計畫)	原型艦(台船)：預計2025年11月交艦；後續艦7艘(未定)
沱江級巡邏艦(迅海計畫)	原型艦(龍德)：2014年交艦；後續艦兩批(龍德)：合計11艘已完工3艘
新型救難艦(安海計畫)	原型艦(台船)：預計2023年8月交；後續5艘(未定)
新型兩棲船塢運輸艦(鴻運計畫)	原型艦(台船)：2022年交艦；後續3~5艘(未定)
快速佈雷艇(永捷計畫)	原型艦含後續艦3艘(龍德)：2021年交艦；第二批後續艦(未定)
新型海洋測量艦	2艘(規劃中)
多功能快速人員運輸艦(迅能計畫)	11艘(規劃中)
兩棲直升機船塢運輸艦(震平計畫)	1艘(規劃中)
新一代飛彈巡防艦(震海計畫)	確定由較小型的「輕型巡防艦」取代，預計2023年動工首艘，共計12艘
新式港勤拖船	4~8艘(規劃中)
新一代主戰艦	7~9艘(規劃中)
陸戰隊特戰裝備	規劃中

資料來源：國防部；兆豐國際整理

漢翔(2634)

- 「新式高教機案」截至2022年已交機9架，預計2023年交機17架、2024年交機6架、2026年總計66架全數交機。「鳳展專案」預計今年升級39架F-16A/B，完成共計139架戰機升級計畫。
- 民用收入需觀察波音、空巴交機數，若維持現況，2023年將交機737 Max 444架 (YoY+18%)、A320 Family 424架 (YoY-17%)，民用收入維持2022年水準。



資料來源：漢翔；波音；空巴；兆豐國際整理

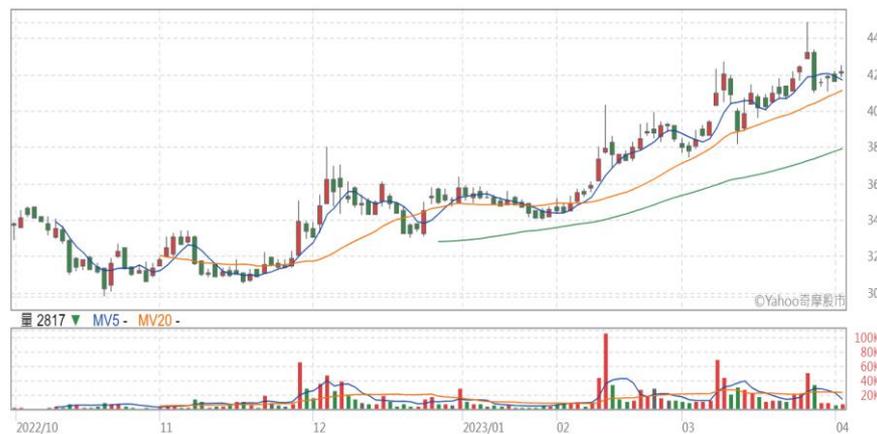


漢翔(2634)

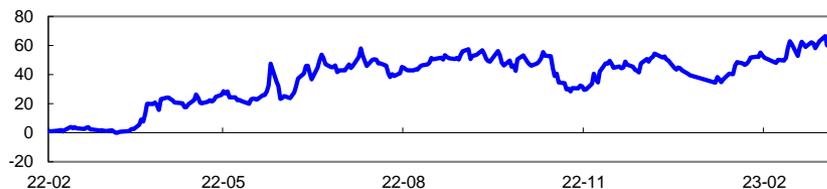
投資評等：區間操作
目標價：53.6元

推薦重點

- 23Q1 營收99.4億元，YoY+73.2%，主因受高教機建造進度維持，以及台電通霄創能廠完工百分比認列挹注營收。
- 展望2023年，國防收入部分除了高教機挹注營收，鳳展專案F16A/B戰機升級計畫也預計在今年完成剩餘的39架，2017以來已累積139架。民用收入部分隨空巴、波音交機展望復甦而成長，預計波音、空巴維持第一季交機數，漢翔民用將維持2022年水準。科服收入有中油、台電兩創能廠營收穩定挹注，另有三座儲能廠一年約貢獻1億元營收。預估2023年營收355億元，YoY+17.5%，稅後EPS 2.33元，BVPS 18.06元。
- 4/18收盤價為24 X23(F)PER，超出歷史區間14~23X，雖今年為交機高峰期及商用客機復甦期，2023年營收展望佳，唯評價偏高，給予「區間操作」投資評等，目標價53.6元(23 X23(F)PER)。



相對大盤股價表現(%)



	營收		稅後純益		每股盈餘		每股現金股利(元)	ROE (%)	PER (X)	PBR (X)
	(億元)	YoY (%)	(億元)	YoY (%)	(元)	YoY (%)				
2021	237.3	12.8	5.6	41.0	0.59	41.0	0.2	4.0	49.5	1.9
2022	302.4	27.4	16.3	191.6	1.73	191.6	0.4	10.8	20.7	2.1
2023(F)	355.4	17.5	21.9	34.7	2.33	34.7	1.1	13.1	24.0	3.0



龍德造船(6753)

- 主力產品為巡邏艇，該類船依功能不同需要客製化設計，要求高度專業化製程、研發技術，尤其要求速度快、操作輕巧。外銷海外：新加坡、香港、英國政府均為其客戶。

外銷實績
新加坡



19公尺快速消防艇

香港消防處



核生化防護消防及救難船

- 國際離岸巡邏艇市場研報預估2028年巡邏艇市場市值達217.6億元，CAGR達6.21%，因應世界趨勢，龍德已身研發優勢將有利於立足未來擴大的巡邏艇市場。

單位：百萬美元

By Type	2022	2028	CAGR (2022-2028)
Basic Patrol Vessel	10213.53	14319.57	5.79%
Warfighting Patrol Vessel	4945.90	7441.08	7.04%
Total	15159.43	21760.66	6.21%

資料來源：龍德造船；Global Offshore Patrol Vessels Market Research Report 2022

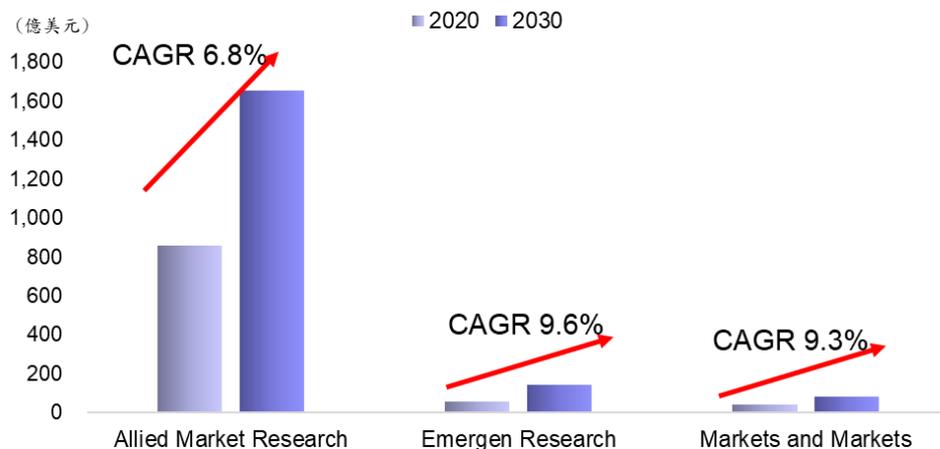


龍德造船(6753)

- 預計2023年交付海軍高效能艦艇第一批(預算314億元)剩餘五艘，並繼續承造其第二批(預算378億元)五艘後續艦。
- 公務船已深耕十餘年，外銷海外客戶，擁豐富巡邏船造修經驗，穩定挹注營收。
- 無人船商機龐大，雖各家研調機構預估市場規模數字有所不同，但平均CAGR仍達到8.6%的高成長水準。

海軍高效能艦艇時程表

艦艇名稱	時程
沱江艦(原型艦)	2014年交艦
海軍高效能艦艇第一批(共六艘)	2021年7月交首艘； 預計2023年年底交付剩餘五艘
海軍高效能艦艇第二批(共五艘)	預計2026年年底全數交艦



資料來源：兆豐國際整理

龍德造船(6753)

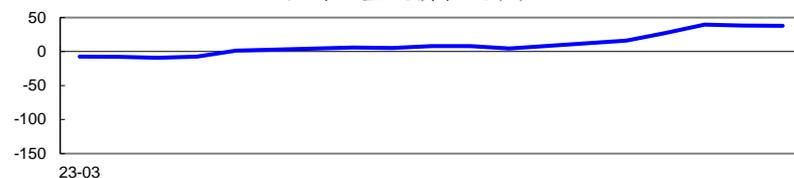
投資評等：區間操作
目標價：148元

推薦重點

- 預估2023年全年營收60.6億元，YoY+58.2%，稅後EPS 5.11元，係考量2022年底交船之三艘海軍高效能艦艇將認列今年營收，以及2021年7.65億元得標的「慧龍專案」多用途水下載具研發計畫，預計在23Q3下水進行各項測試，均可貢獻2023年營收。
- 4/18收盤價為26.1X 23(F)PER，考量龍德1) 本身研發能力出色且具海外造修市場競爭力，2) 擁造艦經驗有利爭取未來國艦訂單，3) 在手訂單金額有利未來營收成長動能，一併參考軍工概念股本益比：漢翔(2634)/全訊(5222)今年平均至最高本益比為15~18X/24~33X、中信造船2022年平均至最高本益比為36~40X，上調目標價至148元(29X 23(F)PER)，唯目前評價偏高，給予龍德造船「區間操作」投資評等，潛在上漲空間11%，建議待股價拉回再作布局。



相對大盤股價表現(%)



	營收		稅後純益		每股盈餘		每股現金股利(元)	ROE (%)	PER (X)	PBR (X)
	(億元)	YoY (%)	(億元)	YoY (%)	(元)	YoY (%)				
2021	22.4	16.0	2.1	48.9	2.67	48.9	0.6	13.5	0.0	0.0
2022	38.3	70.7	2.9	34.4	2.93	9.7	0.3	16.0	0.0	0.0
2023(F)	60.6	58.2	5.0	77.5	5.11	74.5	1.0	23.1	26.1	4.7



台灣鈦合金軍工管材獨家供應商：精剛(1584)

- 精剛(1584)為台灣唯一鈦合金一條龍鍛造廠，主要由國外進口「海綿鈦」、「鈦錠」利用「液壓式四面精鍛機」，製造「鈦合金方扁棒」及「中空棒」，產品組合：鎳合金(鎳基)41%、鈦合金(鈦基)28%、成品14%、代工3%、銅12%、粉末鋼3%。內銷48%(其中50%應用於高爾夫球頭)、外銷52%(其中53%應用於航太)。應用比重：油氣70%、國防20%、航太5%、其他5%(半導體、發電、電動車)。

精剛產品圖

精剛-非鐵合金主要產品

鎳基/鐵基超合金, 鈦合金素材系列	成品/扣件系列
<ul style="list-style-type: none">✓ 純鈦/鈦合金 圓棒 - (Ø3~Ø300mm)✓ 線材與盤元 - (Ø5.5~Ø18mm)<ul style="list-style-type: none">• α-Ti: CP Ti (Gr.1,2,3,4)• α+β-Ti: Ti-64, T-64ELI, Ti-67• β-Ti: 15-3-3-3✓ 鎳基/鐵基超合金<ul style="list-style-type: none">• Wrought alloy: - (Ø3~Ø300mm) 718,625,80A,C276,C263,X750,901,925, 13-8Mo, 316L, M50...• Casting alloy: 713C,713LC✓ 管 / 異形材 / 板 	<ul style="list-style-type: none">✓ 鈦金屬螺絲/ 螺柱/ 螺母 ✓ 軸心/相關加工件 ✓ 生醫植入物-骨釘/骨板 ✓ 其他(靶材) ✓ 齒冠 (CE Mark) ✓ 閃焊環 ✓ 扣件 (阿帕契指定專用工具)  

資料來源：精剛

油氣航太穩定、軍工成長可期

- 油氣(佔營收70%)，4月美國鑽油井數為590座維持高檔。軍工(佔營收20%)，精剛提供雄二、雄三系列飛彈、沱江艦、潛艇、以色列鐵穹飛彈等鈦基管材，營收隨國防支出提升。航太(佔營收5%)持平。目前訂單能見度最好是油氣，軍工營收穩定成長，因航太需3~5年得認證，預期軍工成長性會優於航太。

精剛客戶群



主要客戶與產業應用



資料來源：精剛

精剛(1584)

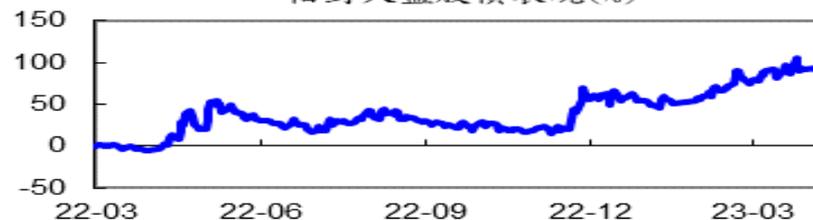
投資評等：區間操作
目標價：40元

推薦重點

- 目前訂單能見度至23Q3，油氣(佔營收70%)能見度最好。軍工(佔營收20%)2023年國防預算逾5,000億元(YoY+14%)，佔GDP比率2.4%，精剛提供雄二、雄三系列飛彈、沱江艦、潛艇、以色列鐵穹飛彈等鈦基管材。航太需3~5年得認證，2023年軍工成長性會優於航太。
- 成本方面，23Q1鎳、海綿鈦報價維持低檔，預期毛利率於23Q2會逐季回升，23Q3恢復正常。目前產能利用率50%(單季營收6億元)，未來產能會逐季開出(至100%單季營收12億元)。
- 預估2023/2024稅後EPS 1.3/2元，目前評價為21.6X 24(F)PER，軍工股同業全訊(5222) PER 20~30X，給予「逢低買進」投資評等，6個月目標價40元(20X 24(F)PER)。



相對大盤股價表現(%)



	營收		稅後純益		每股盈餘		每股現金股利(元)	ROE (%)	PER (X)	PBR (X)
	(億元)	YoY(%)	(億元)	YoY(%)	(元)	YoY(%)				
2022	17.7	59.7	1.4	889.4	0.96	169.7	0.96	116.7	0.2	8.5
2023(F)	27.0	52.3	2.0	45.6	1.3	33.8	1.28	33.7	0.7	9.1
2024(F)	35.3	30.9	3.3	63.4	2.0	58.9	2.04	58.9	0.7	13.1

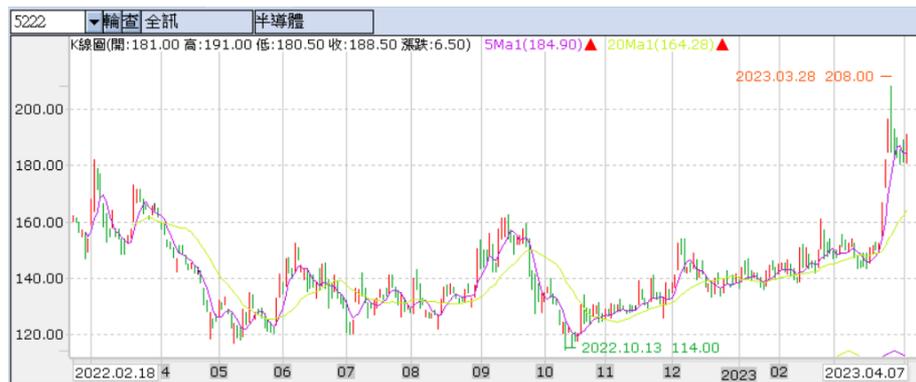


全訊(5222)

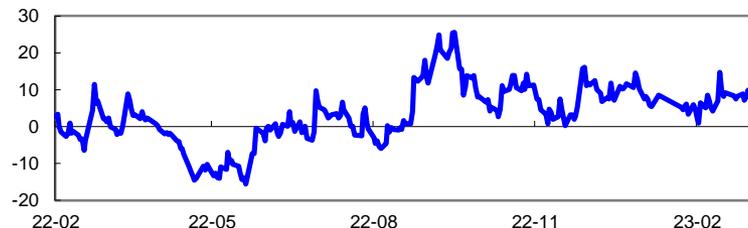
投資評等：買進
目標價：242元

推薦重點

- 23Q1步入傳統淡季，加上年節因素使工作天數下滑，營收年增17.8%至2.22億元，預估23Q1毛利率57.6%，仍受惠22H2產品組合優化維持高檔，EPS 1.30元反應營運規模。
- 2023年動能著眼天劍、雄風、以及雷達訂單陸續量產出貨，預期天劍認列後營收將接近天弓，將稀釋第一款毛利較低之天弓飛彈營收占比，毛利率較天弓高，將進一步優化產品組合；雄風預期於2023年出貨。目前在手訂單約19億元，全訊長線訂單穩定無虞。預估全訊2023年受惠高毛利防禦型飛彈天劍出貨，以及第一標反登陸用雄風飛彈出貨，推升年營收成長，毛利率相應提升至58.5%。2023全年預估營收12.50億，YoY+20.9%，稅後EPS 6.31元。2024年預估營收15.01億，YoY +20.0%，稅後EPS 8.05元。



相對大盤股價表現(%)



	營收		稅後純益		每股盈餘		每股現金	PER	PBR
	(億元)	YOY(%)	(億元)	YOY(%)	(元)	YOY(%)	股利(元)	(X)	(X)
2021	9.2	29.8	2.5	50.3	3.64	-8.6	1.5	58.6	7.3
2022	10.3	12.9	2.5	1.2	3.68	1.2	3.5	37.8	4.7
2023(F)	12.5	20.9	4.3	71.4	6.31	71.4	3.0	30.8	6.0



軍工產業推薦個股

台灣軍工產業相關個股營運成長率與股價評價比較

軍工		22 YoY (精鋼 23(F) YoY)			23(F)YoY (精鋼 24(F) YoY)			23(F) PER (精鋼 24(F) PER)	目標價	歷史PER區 間
		營收	稅後 淨利	EPS (元)	營收	稅後 淨利	EPS (元)			
航太	漢翔 (2634)	27.4	191.6	1.73	26.6	43.8	2.48	23	53.6	12~23X
造船	龍德造船 (6753)	70.7	34.4	2.93	58.2	77.5	5.11	29	148	-
其他	精鋼 (1584)	52.3	45.6	1.3	30.9	63.4	2.0	20	40	20~30X
網通	全訊 (5222)	12.9	1.2	3.68	20.9	71.4	6.31	38	242	30~58X

資料來源：公司；兆豐國際預估



版權聲明

本刊所刊載之內容僅做為參考，惟已力求正確與完整，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，投資人需自行考量投資之需求與風險，本公司恕不負擔任何法律責任。任何轉載或引用本報告內容必須先經本公司同意。

兆豐國際證券投資顧問股份有限公司獨立經營管理

台北市忠孝東路二段95號10樓 (02) 2327-8988

本公司經證期局核准之營業執照字號：110年金管投顧新字第033號



