

〔投資研究報告〕

2026/5/13

GE Vernova 的產能定價溢價

目錄

- 一、能源硬資產平台：從 GE 拆分後的重估起點
- 二、Power 與 Electrification：稀缺產能轉化為價格
- 三、現金流與資本成本：backlog 轉化仍需折價
- 四、ESG、核能與 Wind：長端倍數的三個邊界
- 五、投資檢驗表：價格、交付、材料與現金流

稀缺產能、實質利差與現金流品質的再檢驗

2026/5/13 新光投顧

GE Vernova 不是典型的人工智慧硬體公司。它由通用電氣在 2024 年完成能源業務拆分後獨立上市，業務橫跨發電、風電與電氣化三大部門；其中發電部門涵蓋燃氣、核能、水力與蒸汽技術，電氣化部門涵蓋電網設備、電力轉換、儲能、電網軟體與輸配電解決方案。這家公司與晶片、伺服器、雲端軟體沒有直接業務重疊，卻位於人工智慧資料中心擴張最底層的能源基建鏈。

將 GE Vernova 單一歸類為「人工智慧用電受惠股」，未能精確涵蓋其重型工業資產本質。人工智慧資料中心推高用電需求，是估值重評的外部催化；燃氣渦輪、變壓器、開關設備與電網工程的供給稀缺，才是財務模型上更關鍵的變數。這類設備具備長交期、嚴認證、重工程、低替代性與高服務收入延伸特徵。當客戶從比價採購轉向提前鎖定產能，設備商的收入久期、報價能力與營運資金結構都會發生變化。

2026 年第一季財報已經呈現這個轉折。公司第一季訂單達 183 億美元，年增 71%；總 backlog 達 1,630 億美元；第一季電氣化部門支援資料中心的設備訂單達 24 億美元，已超過 2025 年全年；燃氣渦輪設備 backlog 與 slot reservation 合計達 100GW，公司預期 2026 年底至少達 110GW。財報數據顯示，其燃氣渦輪與電氣化設備產能，已轉換為具備定價能力的稀缺資產。

目錄

- 一、 能源硬資產平台：從 GE 拆分後的重估起點
- 二、 Power 與 Electrification：稀缺產能轉化為價格
- 三、 現金流與資本成本：backlog 轉化仍需折價
- 四、 ESG、核能與 Wind：長端倍數的三個邊界
- 五、 投資檢驗表：價格、交付、材料與現金流

一、 能源硬資產平台：從 GE 拆分後的重估起點

GE Vernova 承接的是通用電氣的能源技術資產，它的收入來源是燃氣渦輪、電網設備、變壓器、風機、服務合約與大型工程交付。此類業務的估值重點，

落在 backlog 品質、交付排程、設備價格、材料成本、營運資金與服務收入附著率。

三個部門的估值含義不同。Power 提供發電端能力，燃氣渦輪在資料中心電力需求上升後成為市場焦點；Electrification 提供電網端能力，變壓器、開關設備、高壓直流、電力轉換與電網軟體，決定電力能否穩定送到資料中心與工業客戶；Wind 仍處於修復期，短期虧損、關稅、離岸風電合約與交付成本，會抵銷部分 Power 與 Electrification 的改善。

估值模型應聚焦於供給側約束。人工智慧用電需求已提供外部景氣支撐，後續估值核心在供給端：燃氣渦輪 slot 能否延伸到更遠年份；新接單價格能否高於通膨；電氣化 backlog 是否具備可轉嫁成本條款；Prolec GE 是否改善變壓器交期與 margin；Wind 虧損是否收斂；自由現金流是否穿越預付款高峰後仍具持續性。交付排程與營運資金流向，是現階段的估值核心。

二、Power 與 Electrification：稀缺產能轉化為價格

燃氣渦輪過去常被放在發電設備週期中評價。當電力需求強、天然氣發電投資增加，訂單上升；當政策轉向或電力需求放緩，訂單降溫。當前背景不同。人工智慧資料中心、再工業化、再生能源間歇性與電網備援需求，同時提高可調度電源的價值。燃氣機組雖然面臨碳排爭議，但具備穩定輸出、調度彈性與相對較快建置的特性，在 2026 至 2028 年的電力缺口中仍具現實意義。

slot reservation 顯示客戶提前鎖定交付排程。GE Vernova 第一季簽下 21GW 新燃氣設備協議，其中 19GW 為 slot reservation agreements、2GW 為正式訂單；同時將 6GW 既有 slot reservation 轉為訂單，並出貨 4GW 設備。燃氣設備 backlog 從 40GW 增至 44GW，slot reservation 從 43GW 增至 56GW，合計達 100GW。公司預期 2026 年底至少達 110GW。這類預約制度使 Power 部門收入能見度拉長，也使產能位置本身具有商業價值。

報價上調則顯示實質利差正在形成。管理層在第一季法說指出，2026 年上半年 Power equipment 訂單價格按每千瓦美元基準，預期較 2025 年第四季高 10 至 20 個點；公司也預期第二季簽下 10 至 15GW 合約。報價上調顯示公司正將產能稀缺轉化為實質利差，而非單純由通膨推升名目營收。這項指標對估值

的意義高於 backlog 絕對金額，因為重型設備股的長期股價彈性通常來自價格穿透與 margin 擴張。

電氣化設備則是第二條主線。資料中心需要的不是單純發電量，還包括電力接入、變壓、保護、切換、監控與可靠配送。GE Vernova 第一季電氣化部門訂單達 71 億美元，年增 86% organic；book-to-bill 約 2.5 倍；設備 backlog 升至 386 億美元，年增 166 億美元，其中包含 Prolec GE 貢獻的 50 億美元。資料中心設備訂單單季達 24 億美元，已超過 2025 年全年，反映 AI 用電需求已從發電端延伸至電網端。

材料約束是電氣化 margin 的隱形天花板。GE Vernova 完成 Prolec GE 剩餘股權收購，有助於強化變壓器與電網設備能力；但變壓器瓶頸不只在組裝產線，也在方向性電磁鋼捲、銅、絕緣材料、專業人力與關鍵零組件。Wood Mackenzie 指出，美國 2025 年電力變壓器與配電變壓器預計分別面臨 30% 與 10% 的供給缺口，且美國電力變壓器約 80% 供應仰賴進口，供需失衡正在推升成本與交期。

因此，電氣化 backlog 的品質，取決於材料長約覆蓋率、固定價與可調價合約比例，以及客戶對成本轉嫁的接受度。若方向性電磁鋼與銅價上升速度高於設備報價調整速度，Electrification 的 margin 上修會被稀釋。電網設備的定價權不會完全停留在設備製造商手中，上游特殊鋼、銅與關鍵材料供應商會取得部分利潤分配。

三、現金流與資本成本：backlog 轉化仍需折價

第一季營運現金流 52 億美元、自由現金流 48 億美元，強化了 backlog 轉現金流的投資敘事；但重型設備公司單季自由現金流需要拆解來源。燃氣渦輪、大型變壓器與電網設備交易，通常包含客戶預付款、進度款與產能預約相關現金流。當客戶為未來數年的 slot 或設備交付提前支付訂金，營運現金流會先受惠；這筆現金同時對應未來交付義務。

合約負債具備雙重意義。客戶預付款確認需求強度，也提高未來交付責任。若後續新增訂單放緩，預付款流入下降；同時公司開始為既有 backlog 採購鋼

材、電氣零組件、燃氣渦輪供應鏈與工程資源，營運資金可能轉為消耗。自由現金流將由訂單高峰期的正向營運資金貢獻，轉入製造與交付期的現金消耗。現金流品質需拆成三層檢驗。第一，預付款與合約負債占營運現金流的比例。第二，新增訂單、slot reservation 與預付款是否同步。第三，backlog 轉收入時，營運資金是否從正貢獻轉為負貢獻。48 億美元自由現金流證明客戶願意為稀缺產能提前付費，也證明 backlog 的現金轉化潛力；這項數字仍不宜直接年化。若預付款高峰後仍能維持穩定自由現金流，GE Vernova 的長週期資產定位才具備更高可信度。

公用事業資金成本也會影響設備漲價穿透。GE Vernova 的終端需求雖由資料中心推動，但燃氣渦輪與電網設備的直接買方，很大一部分是受監管公用事業、獨立發電商與電力開發商。這些客戶高度依賴債務融資。Morningstar DBRS 指出，受資料中心需求推動，北美公用事業將提高資本支出，但部署能力取決於監管委員會支持、信用評級與資本市場取得能力。若長端利率維持高檔，公用事業資金成本上升，設備漲價的承受度與投資排程都會受影響。

四、ESG、核能與 Wind：長端倍數的三個邊界

燃氣機組是資料中心近期最具現實性的可調度電力來源之一。相較間歇性再生能源，燃氣機組可提供穩定輸出與尖峰負載支撐。問題在於，資料中心終端需求方多為大型科技公司，仍背負淨零、碳負排放與再生能源承諾。燃氣電廠專案可能需要搭配長期再生能源採購、碳捕捉、低碳燃料、儲能或碳抵換安排，才符合客戶的合規框架。

核能長約正在成為長端競爭選項。Constellation 與 Microsoft 簽署 20 年購電協議，推動 Three Mile Island Unit 1 以 Crane Clean Energy Center 名義重啟，預計增加約 835MW 無碳電力；Amazon Web Services 也與 Talen 的 Susquehanna 核電資產簽署 1,920MW 長期購電安排，支援賓州資料中心用電。這些交易顯示，大型科技公司正在積極鎖定無碳基載電力。

核能重啟與小型模組化反應爐短期不會完全取代燃氣。2026 至 2028 年的新增電力壓力，仍需要燃氣機組、電網設備與變壓器支撐。但若 2028 年後核能長約、核電重啟或小型模組化反應爐進度加快，市場可能把燃氣渦輪 slot reservation 視為過渡性高峰，壓低 Power 部門的終值倍數。GE Vernova 本

身也有核能業務，核能替代對公司並非純負面；估值模型仍需區分近端燃氣 backlog 與長端低碳基載產品組合。

Wind 仍是集團估值折價項。Power 與 Electrification 的表現正在改善，Wind 部門仍需單獨檢驗。第一季 Wind 訂單年增主要受低基期影響；營收年減，主因為陸上風電設備量下降；segment EBITDA loss 擴大，受到陸上風電量下降、關稅影響與離岸風電合約損失拖累。市場願意給 GE Vernova 更高估值，前提是 Wind 不再吞噬 Power 與 Electrification 的改善；若風電合約損失、關稅與陸上風電量下降反覆出現，估值折價仍需保留。

五、投資檢驗表：價格、交付、材料與現金流

GE Vernova 的重評核心在新接單價格能否持續高於通膨。Power equipment 訂單價格較 2025 年第四季高 10 至 20 個點，是目前最具穿透力的 margin 指標。若價格只補償成本，估值上修有限；若價格反映產能稀缺，Power 與 Electrification 的 margin 改善更具持續性。

燃氣渦輪 slot 可賣到哪一年，是第二個觀察點。100GW 合約與 slot reservation 已經建立長週期能見度，2026 年底至少 110GW 是下一個驗證點。若 slot 繼續往 2029、2030 年延伸，代表客戶接受更長交期與更早預約；若 slot 停滯或客戶延後承諾，稀缺性溢價會下降。

電氣化 backlog 品質，是第三個檢驗。資料中心訂單與高 book-to-bill 是強訊號，但需要搭配材料成本、可調價條款、Prolec GE 整合與交期改善觀察。backlog 金額大，仍需要材料可得性與成本轉嫁保護。模型中應對 Electrification 設定材料聯動毛利率折價參數；材料漲幅高於設備報價轉嫁時，segment margin 應下修。

自由現金流品質，是第四個檢驗。合約負債、預付款、營運資金與交付期現金消耗，是自由現金流的關鍵拆解項。第一季自由現金流強勁，但不應直接年化。穩定重評需要看到預付款高峰後的自由現金流延續性。

第五個檢驗是長端替代與弱部門修復。燃氣渦輪需求強，但破承諾、環評、併網、購電安排與高利率環境會影響 backlog 轉化；核能長約與小型模組化反應

爐進度，會影響 Power 部門終值倍數。Wind 若快速收斂虧損，Power 與 Electrification 的改善會更乾淨地流入集團 margin；若風電合約損失、關稅與陸上風電量下降反覆出現，估值折價仍需保留。

GE Vernova 的投資邏輯，建立在稀缺產能穿透成本通膨、法規許可與營運資金消耗的綜合能力。第一季數據已經證明需求與產能稀缺：訂單年增 71%，backlog 達 1,630 億美元，燃氣渦輪設備 backlog 與 slot reservation 達 100GW，2026 年底目標至少 110GW；電氣化部門資料中心設備訂單 24 億美元，已超過 2025 年全年；新接單價格較去年第四季高 10 至 20 個點；2026 年收入、EBITDA margin 與自由現金流指引同步上修。

估值上修的條件比需求敘事更嚴格。自由現金流需要扣除預付款與合約負債帶來的短期放大；電氣化業務的定價權需要扣除方向性電磁鋼、銅與關鍵零組件的上游分利；燃氣渦輪 backlog 需要接受 ESG、環評、併網、公用事業資金成本與核能長約帶來的轉化折價；Wind 虧損也需要持續縮小，才能讓 Power 與 Electrification 的改善完整流入集團 margin。

後續投資判斷的分水嶺，在於 GE Vernova 能否連續完成三段傳導：稀缺產能轉成價格，價格轉成 margin，backlog 轉成高品質自由現金流。若三段傳導順利，GE Vernova 將脫離傳統設備週期股框架，成為具備稀缺產能、價格權與長期能見度的美國工業資產。若新接單價格放緩、slot reservation 停滯、材料成本侵蝕 margin、預付款退潮導致自由現金流反轉，或燃氣專案因 ESG 與利率約束延後，估值將重新回到傳統 capital goods 的折價框架。

[點我加入新光證券官方 Line 帳號](#)，每週第一時間收到新光投顧免費總經、產經報告