

BUY

世紀鋼(9958)

□台灣 50 □中型 100 □MSCI

元富投顧研究部

研究員 柯亮宇 Charles Ko  
charlesko@masterlink.com.tw

評等

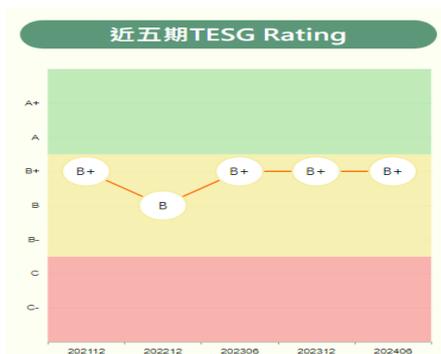
日期:	2024/6/4
目前收盤價 (NT\$):	293.5
目標價 (NT\$):	400.0
52 週最高最低(NT\$):	108.5-302
加權指數:	21536.76

公司基本資料

股本 (NT\$/mn):	2,568
市值 (NT\$/mn):	75,370
市值 (US\$/mn):	2,512
20 日平均成交量(仟股):	12,547
PER (2024):	21.74
PBR (2024):	5.45
外資持股比率:	15.01
TCRI	5

股價表現	1-m	3-m	6-m
絕對報酬率(%)	27.6	12.9	75.8
加權指數報酬率	5.9	13.7	23.5

2024 Key Changes	Current	Previous
評等	BUY	BUY
目標價 (NT\$)	400	320
營業收入 (NT\$/mn)	15,565	17,180
毛利率 (%)	39.33	26.5
營益率 (%)	35.76	23.24
EPS (NT\$)	13.50	10.10
BVPS(NT\$)	53.9	50.6



3-1 期訂單陸續開花結果

- CIP 的 3-1 風妙風場正式與世紀鋼集團簽訂水下基礎供貨合約，共取得 99 支水下基樁(PP) ，以及 20 座套管式水下基礎 (Jacket) ，推估案量金額約 140 億元。在 3-1 期首個風場簽約後，可去除市場對離岸風電水下基礎接單的疑慮，未來將陸續有風場簽約的訊息。
- 3-1 期得標開發商共五家，其中四家將與公司簽約。推估公司可取得案量 400-500 億元以上，於 2025-2028 年貢獻營收，推升營運動能。
- 2024 年除了台電案，提前於 1Q24 將開始認列海龍案，加上剛簽約的 3-1 期風妙案挹注，推估 2024 年風電可貢獻營收 145-155 億元。在第一季毛利率優於預期下，全年毛利率上修至 39.33%，EPS 調升至 13.5 元。2025 年受惠 3-1 期的訂單，以及施作 JACLET 新產能開出，推估風電營收將可貢獻 200 億元，EPS 18.52 元。
- 維持買進建議：世紀鋼生產 JACKE 步入軌道，毛利率逐季提升，由於公司具有深水碼頭優勢與學習曲線提升未來價格將更具競爭力。目前在 3-1 期首個風場簽約後，可去除市場對離岸風電水下基礎接單的疑慮，預計 3-1 與 3-2 可取得千億元訂單，推升營運持續成長。接下來公司將與開發商布局海外市場，想像空間大。看好中長線風電產業未來營運潛力，維持買進評等，目標價 400 元。

Exhibit 1: 營收及營收 YOY

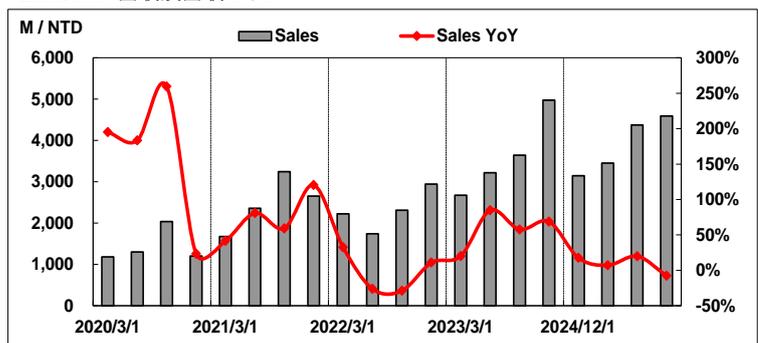


Exhibit 2: ESG 評分



推估世紀鋼集團取得 CIP 百億元訂單

預期 3-1 期公司可取得案量 400-500 億元以上

What's New?

CIP 的 3-1 風妙風場完成行政契約申請與簽署後，正式與世紀鋼集團簽訂水下基礎供貨合約，共取得 99 支水下基樁(PP)，以及 20 座套管式水下基礎 (Jacket)，推估案量金額約 140 億元。其中，世紀樺欣承攬 99 支水下基樁(PP)與，世紀風電承攬 20 座套管式水下基礎 (Jacket)。以風妙風場整案共計 33 座 Jacket 與 99 支 PP 試算，該案水下基礎國產化比率約 60-65%。在 3-1 期首個風場簽約後，可去除市場對離岸風電水下基礎接單的疑慮，而除了風妙風場，未來將陸續有風場簽約的訊息。

根據目前風場設計，未來單支的發電容量將來到 14MW 以上，因此水下基礎噸數變重下，需有一定水深的碼頭，公司在此優勢下，得標開發商共五家，其中四家將與公司簽約。推估公司將可取得 2.3GW 的 60%以上訂單，貢獻案量 400-500 億元以上，於 2025-2028 年貢獻營收，推升營運動能。

Exhibit 3：世紀鋼集團 3-1 期首先取得風妙風場案量

分類	開發商	發電容量 (MW)	分項	合約組數	製造分期	製造工期 估(起)	製造工期 估(迄)
第三階段 區段開發 3-1	風妙風場 (CIP)	500	JACKET	20	已簽約	Sep-24	Mar-27
			PIN PILE	99	已簽約	Sep-24	Mar-27
	蔚藍海 (EDFR與台亞)	440	JACKET	14	待簽約	Jun-25	May-27
			PIN PILE	128	待簽約	Jun-25	May-27
	海鼎二風場(科理歐 永續能源及道達爾 能源)	600	JACKET	19	待簽約	Dec-25	Jul-27
			PIN PILE	129	待簽約	Dec-25	Jul-27
	海盛(風睿)	495	JACKET	27	遞延	May-26	Mar-28
			PIN PILE	42	遞延	May-26	Mar-28
	海峽(天豐)	300	JACKET	21	待簽約	Jan-26	Sep-28
			PIN PILE	84	待簽約	Jan-26	Sep-28

Source：公司、Masterlink

公司目前接單為：

CIP：2023 年 6 月全部完成 CIP 訂單，共 69 支 PP 與 62 座 JACKET，案量 165 億元。

台電離岸二期風場水下基礎工程訂單：合約包括 31 座 Jacket 與 124 支 PP，總金額 124 億元，於 1Q23 開始出貨，並將於 3Q24 完成出貨。

海龍：總計 21 座三腳套管式水下基礎構件訂單，推估約百億元，已於 1Q24 開始施做，將挹注 2024~2025 年業績。

3-1 風妙風場將於 3Q24 開始動工

公司剛取得 CIP 的 3-1 風妙風場，共取得 99 支水下基樁(PP)，以及 20 座套管式水下基礎 (Jacket)，案量推估 140 億元，將於 3Q24 開始動工。

Exhibit 4：世紀鋼目前離岸風電接單

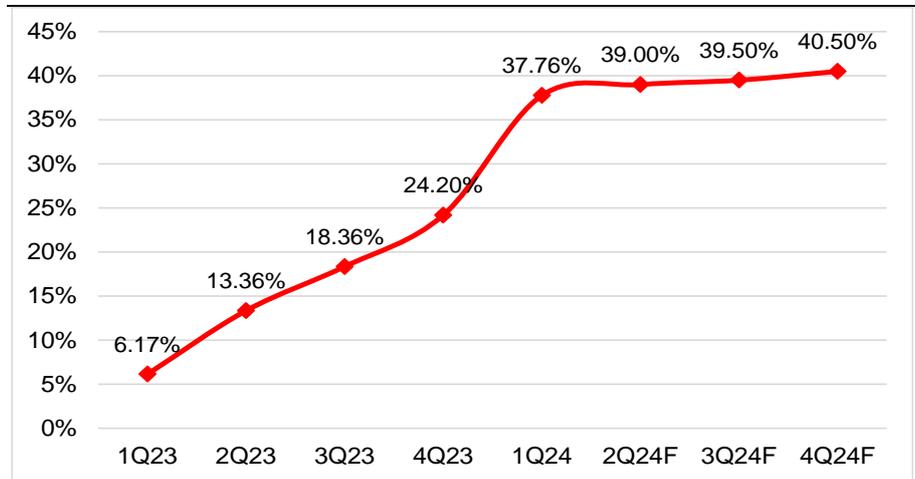
分類	開發商	發電容量 (MW)	分項	合約金額	合約組數	製造分期	製造組數	製造工期估(起)	製造工期估(迄)
已定案	沃旭	900	PIN PILE	***	81	完成	81	Aug-19	Nov-20
			JACKET	165億元	62	第二期	46	Jan-21	已完工
	CIP	600	PIN PILE	***	69	製造中	69	Jan-21	已完工
			JACKET	124億元	31	製造中	31	Mar-23	Jul-24
	台電 (富崙)	300	PIN PILE		124		124	Sep-22	Jul-24
	NPI	300	JACKET	估100億元	21	製造中	21	May-23	Mar-25
簽約中	第三區域開發第一期	預期取得 1-2GW	推估合約金額約400-500億元					預估 4Q24	預估 2028年

Sources：公司 · Masterlink

## 1Q24 毛利率大幅優於預期

世紀鋼 1Q24 財報，毛利率 37.8% 大幅優於元富與市場預期，主要為除了台電富崙 31 座套筒式基樁學習曲線提升，海龍 21 座套筒式基樁的前置作業提前於第一季陸續施作，由於海龍案毛利較高，拉升毛利率，隨著海龍施作比重提升，推估 2Q24 毛利率將再提升至 39%，單季 EPS 3 元。

Exhibit 5：毛利率明顯跳升



Sources：公司 · Masterlink

## 預期 2024 年 EPS 13.5 元， 2025 年 EPS 18.52 元

公司進入風電認列高峰，2023 年認列 110-120 億元。2024 年除了台電案，提前於 1Q24 將開始認列海龍案，加上剛簽約的 3-1 期風妙案挹注，推估 2024 年風電可貢獻營收 145-155 億元。由於海龍價格與毛利率高於台電案，開始認列下可明顯提升產品結構，在第一季毛利率優於預期下，全年毛利率上修至 39.33%，EPS 調升至 13.5 元。2025 年受惠 3-1 期的訂單，以及施作 JACLET 新產能開出，推估風電營收將可貢獻 200 億元，EPS 18.52 元。

目前 JACKET 產能每月 4 座，2025 年每月 6 座。公司因應未來訂單需求，規劃 JACKET 產能由目前每月 4 座至 2025 年來到每月 6 座。由於生產 JACKET 學習曲線提升，加上具有碼頭與國產化的優勢，中長線具競爭力且為國外開發商首選。

Exhibit 6：風電進度認列估算

單位：億元	2022	2023	2024F	2025F
沃旭				
CIP	59	69		
台電	16	52	56	
NPI		9	66	24
其他			26	176
總計	74	131	147	200

Sources：公司、Masterlink

3-2 期共有 6 個案子投標，儘管國產化放寬，但在開發商欲取得較多風場案量下，需取得較高分數，推升水下基礎國產比例拉高至 70-75%。推估可取得案量將較 3-1 增加 50%以上，且在水下基礎產能有限下價格仍有調漲空間。

Exhibit 7：3-2 期客戶洽談訂單

分類	開發商	發電容量 (MW)	分項	合約組數	製造分期	製造工期 估(起)	製造工期 估(迄)
第三階段 區段開發 3-2	風妙風場 (CIP)	1000	JACKET	59	待簽約	Sep-26	Aug-29
			PIN PILE	120-198	待簽約	Sep-26	Aug-29
	海鼎一三風場 (科理歐永續能源及道達爾能源)	1000	PIN PILE (海鼎一)	108	待簽約	May-26	Aug-29
			PIN PILE (海鼎三)	153	待簽約	May-26	Aug-29
	又德(森崴)	600	JACKET	48	待簽約	Mar-26	Sep-29
			PIN PILE	144	待簽約	Mar-26	Sep-29
	海廣F6 (風睿)	1140	JACKET	36	待簽約	May-26	Sep-29
			PIN PILE	159	待簽約	May-26	Sep-29
	海興F7 (風睿)	770	JACKET	36	待簽約	May-26	Sep-29
			PIN PILE	153	待簽約	May-26	Sep-29
	美森 (德能)	240	JACKET	12	待簽約	Jan-27	Nov-28
			PIN PILE	48	待簽約	Jan-27	Nov-28
			MP	12	待簽約	Jan-27	Nov-28
	鍾梅 (德能)	600	JACKET	40	待簽約	Nov-26	Jul-29
PIN PILE			160	待簽約	Nov-26	Jul-29	
大彰化東北 (沃旭)	1000	JACKET (沉箱式)	55	待簽約	Jan-26	Jul-29	

Sources：公司、Masterlink

### 開始布局風機塔架製造

風電事業方面，除了水下基礎，世紀樺欣(世紀鋼、樺晟與台欣合資)與 Welcon 簽署合作協議，將針對風機塔架製造進行合作，除了目前供應 Jacket 次構件與 PP(Pin Pile)外，未來將供應國內風機塔架需求與歐洲風機塔架的底座。

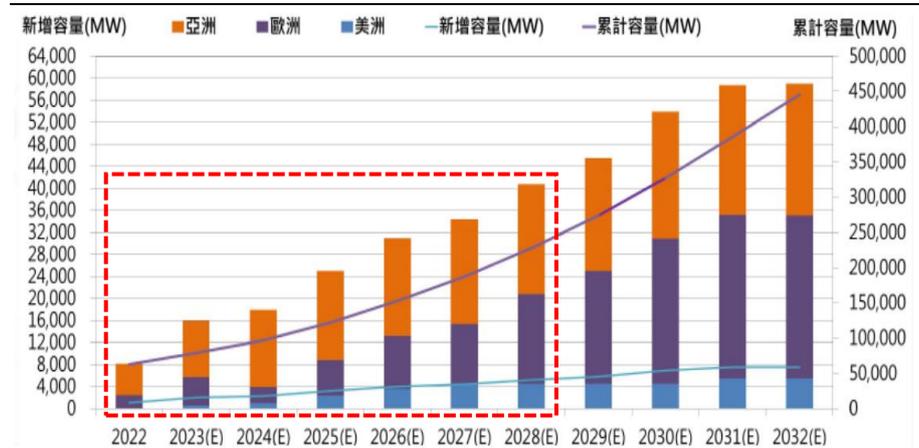
海外廠推估最快 4Q26 完工，2027 年開始量產

世紀鋼集團在水下基礎有成下將與 CIP 合作進軍國際市場，2Q23 透過 CIP 與澳洲 QUBE 集團簽署合作意向書，規劃未來合資於印尼設廠，生產水下基礎，供應澳洲或其他周遭地區風場，推估最快 4Q26 完工，2027 年開始量產。

布局海外市場想像空間大

未來幾年亞洲離岸風電新增容量高於其他地區，CIP 於亞洲地區取得菲律賓 2GW 離岸風電案量，與越南天然氣公司 PVN 簽署發展再生能源與離岸風電 MOU。澳洲地區也取得超過 4.4GW 案量，其中包含澳洲最大的離岸風場「南方之星」。在公司與 CIP 密切合作下，印尼廠的量產，將有機會取得周遭國家的離岸風電水下基礎訂單，營運成長具想像空間。

Exhibit 8：未來幾年亞洲離岸風電新增容量高於其他地區



Sources：公司，Masterlink

依據巴黎協定多數國家訂定在 2050 年達到淨零排放，先前聯合國氣候峰會 COP28，也決議 2030 年再生能源裝置量比 2020 年增加 3 倍，顯示再生能源為控制升溫的重要解方之一。

因應此趨勢，全球已有超過 400 家企業加入 RE100 倡議，台灣目前有 31 家企業加入，如：台積電、台達電、世界先進與環球晶等。加入 RE100 的會員，必須承諾於 2050 年前有階段性地達成 100% 使用再生能源之目標。企業透過生產過程減碳與使用採用再生能源用電，除了有利未來供應鏈將優先採用，也有助於 ESG 分數提升。

RE100 再生能源發電來源為並未包含核能，在企業綠電需求勢下，推估相關政策仍將延續

台灣能源高度依賴進口，面對全球減能減碳趨勢，政府規劃至 2025 年再生能源發電比例將來到 20%。其中，風力發電目標為 2025 年達成 4.2GW 的裝置容量，分為陸域風電 1.2GW 與離岸風電 3GW。目前 RE100 的再生能源發電來源為：風力、太陽能、地熱、永續生質能與水力等，目前並未將核能(屬於潔淨能源)列為其中。因此在企業需求以及趨勢下，推估相關政策仍將延續。

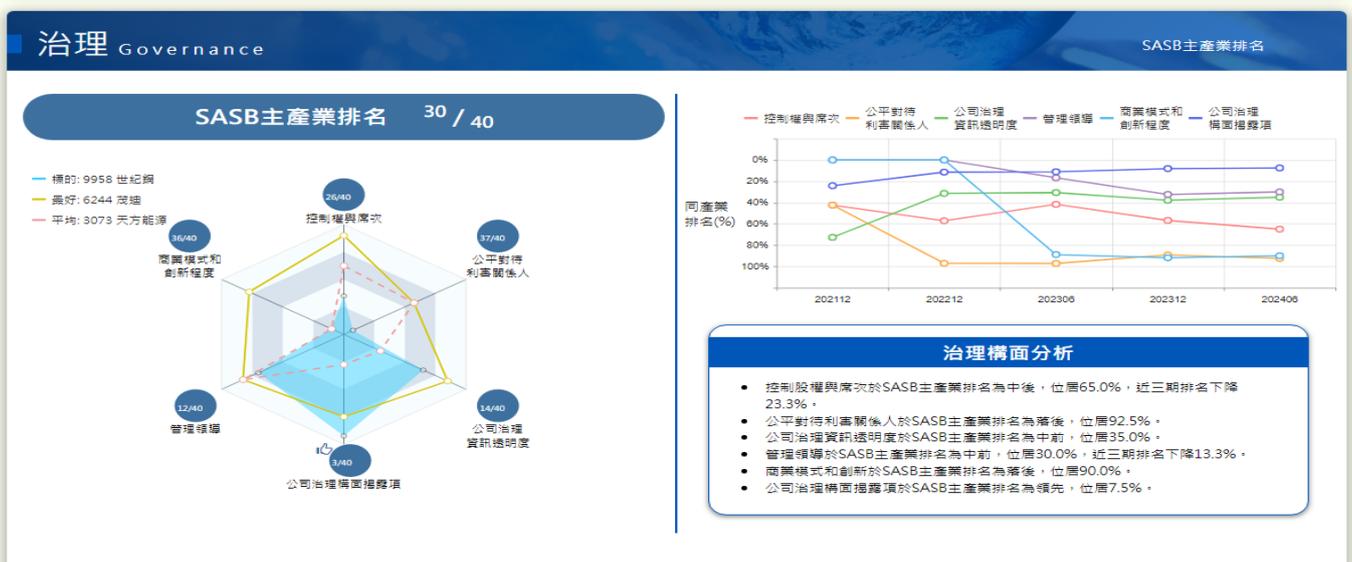
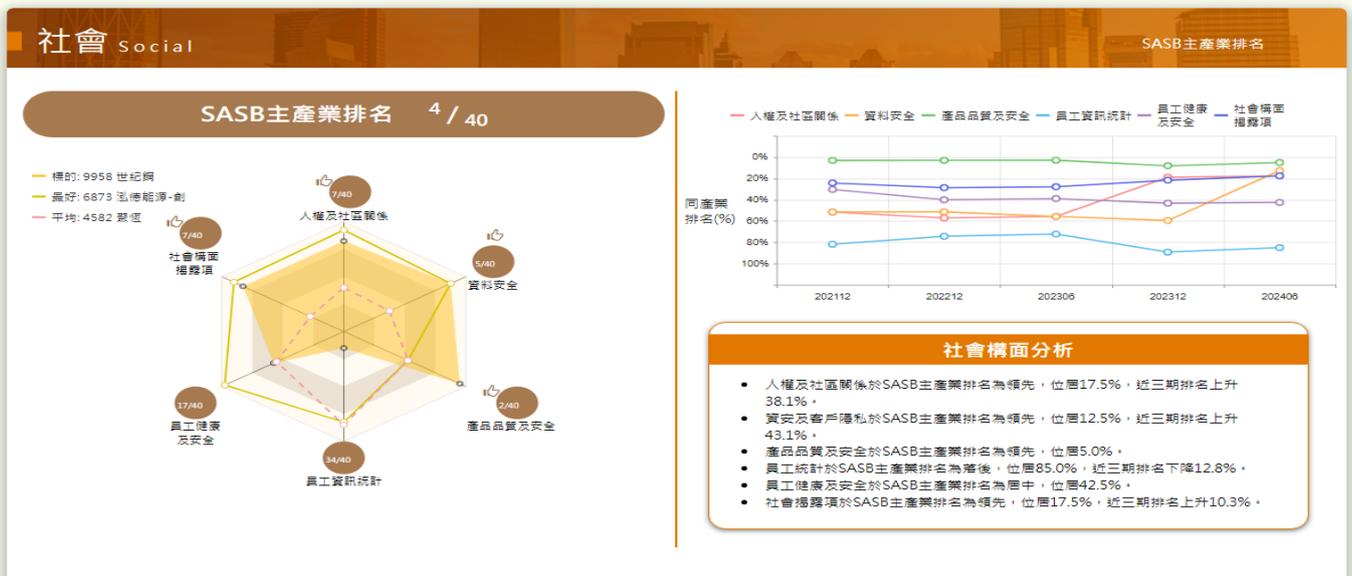
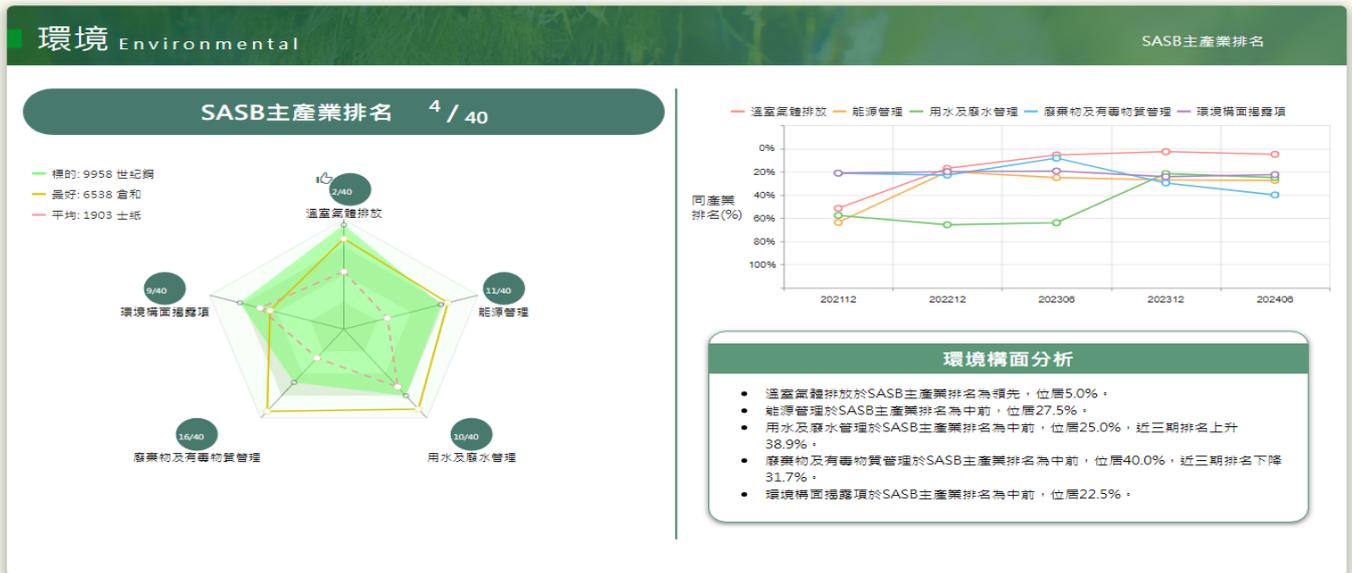
**維持買進**

世紀鋼生產 JACKE 步入軌道，毛利率逐季提升，由於公司具有深水碼頭優勢與學習曲線提升未來價格將更具競爭力。目前在 3-1 期首個風場簽約後，可去除市場對離岸風電水下基礎接單的疑慮，預計 3-1 與 3-2 可取得千億元訂單，推升營運持續成長。接下來公司將與開發商布局海外市場，**想像空間大**。看好中長線風電產業未來營運潛力，維持買進評等，目標價 400 元。

**風險提示**

(1)風電事業工程進度；(2)接單狀況

TESG 企業永續指標



資料來源：TEJ

Comprehensive income statement					NT\$m
Year-end Dec. 31	FY21	FY22	FY23	FY24F	
	IFRS	IFRS	IFRS	IFRS	
Net sales	9,935	9,222	14,516	15,565	
COGS	7,777	8,780	12,047	9,443	
Gross profit	2,158	443	2,468	6,122	
Operating expense	392	350	512	555	
<b>Operating profit</b>	<b>1,749</b>	<b>93</b>	<b>1,956</b>	<b>5,567</b>	
Total non-operate. Inc.	163	73	-275	44	
Pre-tax profit	1,911	166	1,681	5,611	
Total Net profit	1,530	101	-884	-937	
Minority	270	-269	293	1,022	
<b>Net Profit</b>	<b>1,260</b>	<b>369</b>	<b>1,047</b>	<b>3,466</b>	
<b>EPS (NT\$)</b>	<b>5.45</b>	<b>1.59</b>	<b>4.44</b>	<b>13.50</b>	
Y/Y %	FY21	FY22	FY23	FY24F	
Sales	73.5	(7.2)	57.4	7.2	
Gross profit	44.5	(79.5)	457.8	148.0	
Operating profit	55.4	(94.7)	2,013.3	184.6	
Pre-tax profit	77.1	(91.3)	915.7	233.7	
Net profit	64.3	(70.7)	183.3	231.2	
EPS	54.9	(70.8)	179.0	204.3	
Margins %	FY21	FY22	FY23	FY24F	
Gross	21.7	4.8	17.0	39.3	
Operating	17.6	1.0	13.5	35.8	
EBITDA	19.4	1.5	11.8	36.8	
Pre-tax	19.2	1.8	11.6	36.0	
<b>Net</b>	<b>12.7</b>	<b>4.0</b>	<b>7.2</b>	<b>22.3</b>	

Comprehensive Quarterly Income Statement					NT\$m
Year-end Dec. 31	1Q24	2Q24F	3Q24F	4Q24F	
	IFRS	IFRS	IFRS	IFRS	
Net sales	3,149	3,451	4,373	4,592	
Gross profit	1,189	1,346	1,727	1,860	
Operating profit	1,060	1,215	1,583	1,708	
Total non-ope inc.	16	26	1	1	
Pre-tax profit	1,076	1,241	1,584	1,709	
Net profit	651	771	977	1,067	
EPS	2.53	3.00	3.81	4.16	
Y/Y %	1Q24	2Q24F	3Q24F	4Q24F	
Net sales	17.7	7.2	20.0	(7.7)	
Gross profit	620.9	212.9	158.2	54.5	
Operating profit	1,349.9	301.9	191.9	64.5	
Net profit	1,261.7	233.9	213.5	134.0	
Q/Q %	1Q24	2Q24F	3Q24F	4Q24F	
Net sales	(36.7)	9.6	26.7	5.0	
Gross profit	(1.2)	13.2	28.4	7.7	
Operating profit	2.1	14.6	30.3	7.9	
Net profit	42.6	18.4	26.8	9.2	
Margins %	1Q24	2Q24F	3Q24F	4Q24F	
Gross	37.8	39.0	39.5	40.5	
Operating	33.7	35.2	36.2	37.2	
<b>Net</b>	<b>20.7</b>	<b>22.3</b>	<b>22.3</b>	<b>23.2</b>	

Consolidated Balance Sheet					NT\$m
Year-end Dec. 31	FY21	FY22	FY23	FY24F	
	IFRS	IFRS	IFRS	IFRS	
Cash	1,488	1,313	1,768	5,955	
Marketable securities	0	0	0	0	
A/R & N/R	6,004	6,455	9,677	7,782	
Inventory	1,958	1,354	2,317	1,816	
Others	508	727	550	550	
Total current asset	9,958	9,849	14,311	16,104	
Long-term invest.	247	245	45	45	
Total fixed assets	9,401	12,608	14,951	17,594	
Total other assets	4,044	4,015	4,077	4,077	
<b>Total assets</b>	<b>26,868</b>	<b>29,360</b>	<b>33,386</b>	<b>37,821</b>	
Short-term Borrow	2,025	1,699	2,542	3,185	
A/P & N/P	1,272	2,533	2,677	2,098	
Other current liab.	2,397	3,163	10,378	12,095	
Total current liab.	5,695	7,395	15,597	17,378	
L-T borrow s	0	0	0	0	
Other L-T liab.	7,090	7,865	6,614	6,614	
<b>Total liability.</b>	<b>16,786</b>	<b>19,119</b>	<b>22,211</b>	<b>23,992</b>	
Common stocks	2,313	2,324	2,360	2,568	
Reserves	1,461	1,953	1,943	1,933	
Retain earnings	2,024	1,596	6,872	9,328	
<b>Total Equity</b>	<b>10,082</b>	<b>10,241</b>	<b>11,175</b>	<b>13,829</b>	
<b>Total Liab. &amp; Equity</b>	<b>26,868</b>	<b>29,360</b>	<b>33,386</b>	<b>37,821</b>	

Consolidated Statement of Cash flow					NT\$m
Year-end Dec. 31	FY21	FY22	FY23	FY24F	
	IFRS	IFRS	IFRS	IFRS	
Net income	1,260	369	1,047	3,466	
Dep & Amort	404	567	83	91	
Investment income	230	231	232	0	
Changes in W/C	-923	2,180	-4,041	1,817	
Other adjustment	-1,728	-1,980	583	-860	
<b>Cash flow - ope.</b>	<b>-757</b>	<b>1,367</b>	<b>-2,096</b>	<b>4,514</b>	
Capex	-3,693	-3,486	-2,343	-2,643	
Change in L-T inv.	221	0	200	0	
Other adjustment	-1,771	871	2,000	-1,297	
<b>Cash flow -inve.</b>	<b>-5,243</b>	<b>-2,616</b>	<b>-143</b>	<b>-3,940</b>	
Free cash flow	-4,450	-2,119	-4,439	1,871	
Inc. (Dec.) debt	6,312	1,296	5,401	4,201	
Cash dividend	-690	-695	-114	-813	
Other adjustment	344	470	700	222	
<b>Cash flow -Fin.</b>	<b>5,966</b>	<b>1,072</b>	<b>5,987</b>	<b>3,610</b>	
Exchange influence	5	1	4	4	
<b>Change in Cash</b>	<b>-29</b>	<b>-175</b>	<b>455</b>	<b>4,188</b>	
Ratio Analysis					
Year-end Dec. 31	FY21	FY22	FY23	FY24F	
ROA	5.70	1.31	3.34	9.74	
ROE	13.20	3.64	9.77	27.73	

#### Option exp. in R.O.C. GAAP & IFRS

#### MasterLink Securities – Stock Rating System

**STRONG BUY:** Total return expected to appreciate 50% or more over a 3-month period.

**BUY:** Total return expected to appreciate 15% to 50% over a 3-month period.

**HOLD:** Total return expected to be between 15% to -15% over a 3-month period.

**SELL:** Total return expected to depreciate 15% or more over a 3-month period.

Additional Information Available on Request

©2024 MasterLink Securities. All rights reserved.

This information has been compiled from sources we believe to be reliable, but we do not hold ourselves responsible for its completeness or accuracy. It is not an offer to sell or solicitation of an offer to buy any securities. MasterLink and its affiliates and their officers and employees may or may not have a position in or with respect to the securities mentioned herein. This firm (or one of its affiliates) may from time to time perform investment banking or other services or solicit investment banking or other business from, any company mentioned in this report. All opinions and estimates included in this report constitute our judgment as of this date and are subject to change without notice. MasterLink has produced this report for private circulation to professional and institutional clients only. All information and advice is given in good faith but without any warranty.

本刊登之報告為元富投顧於特定日期之分析，已力求陳述內容之可靠性，純屬研究性質，僅作參考，使用者應明瞭內容之時效性，審慎考量投資風險，並就投資結果自行負責。報告著作權屬元富投顧所有，禁止任何形式之抄襲、引用或轉載。