



2024/6/25

產業類別	太陽能
投資建議	買進 
收盤價	目標價
NT\$ 143.00	NT\$ 164.00

本次報告：法說會

交易資料

潛在報酬率 (%)	14.69
52 週還原收盤價區間 (NT\$)	91.71-158.50
市值 (NT\$百萬元)	31590
市值 (US\$百萬美元)	975
流通在外股數 (百萬股)	221.00
董監持股 (%)	47.26
外資持股 (%)	2.41
投信持股 (%)	0.22
融資使用率 (%)	19.69

財務資料

	2023
股東權益 (NT\$百萬元)	11,158
ROA (%)	2.68
ROE (%)	5.92
淨負債比率 (%)	57.94

公司簡介

森崴能源於 2007 年成立，2021 年 11 月掛牌上市，主要從事全方位專業能源統包工程服務，包括開發、興建、運維、節能、儲能等，業務區分為三大類，工程業務、售電及服務三大領域。

主要客戶：
主要競爭對手：

衛昀泰 yuntai.wei@sinopac.com

森崴能源 (6806 TT)

綠能工程領導廠商

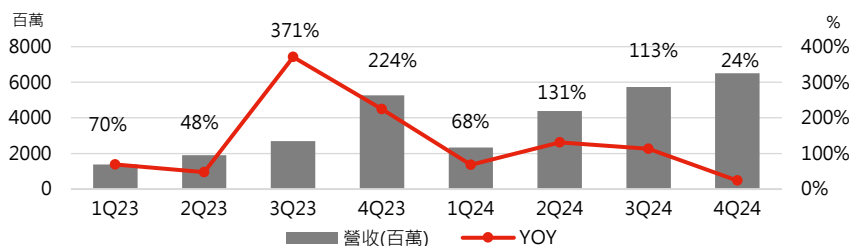
永豐觀點

台電工程款認列高峰來臨，進入營收大量認列期。

投資評價與建議

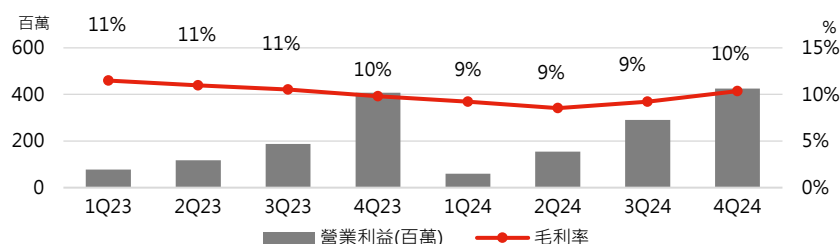
建議買進：2H24 開始大量認列台電二期統包工程營收，售電收入在綠電需求成長下，添增另一成長動能，預估 2024 年 EPS 4.11 元，預估 2025 年 EPS 6.83 元，過往 PER 約在 15-30 倍，目前股價交易於 2024 年 EPS 35 倍，2025 年 EPS 21 倍，投資建議買進，目標價 164 元(24 X 2025 EPS)。

近八季營收及 YoY 趨勢圖



資料來源：CMoney；永豐投顧研究處整理，Jun.y 2024

近八季營業利益及毛利率趨勢圖



資料來源：CMoney；永豐投顧研究處整理，Jun. 2024

營運現況與分析

公司簡介：森崙能源於 2007 年成立，2021 年 11 月掛牌上市，主要從事全方位專業能源統包工程服務，包括開發、興建、運維、節能、儲能等，業務區分為三大類，工程業務、售電及服務三大領域。(1) 工程業務：機電工程；機房建置；太陽能、風力及水力電廠工程。(2) 售電業務：富威電力於綠電交易平台收入、自有案場售電收入。(3) 服務收入：全方位節能服務，提供客戶能源優化管理建議；機房及電廠維運；太陽能、風力及水力案場設計與開發，子公司大事紀整理如下。

表一：發展里程碑

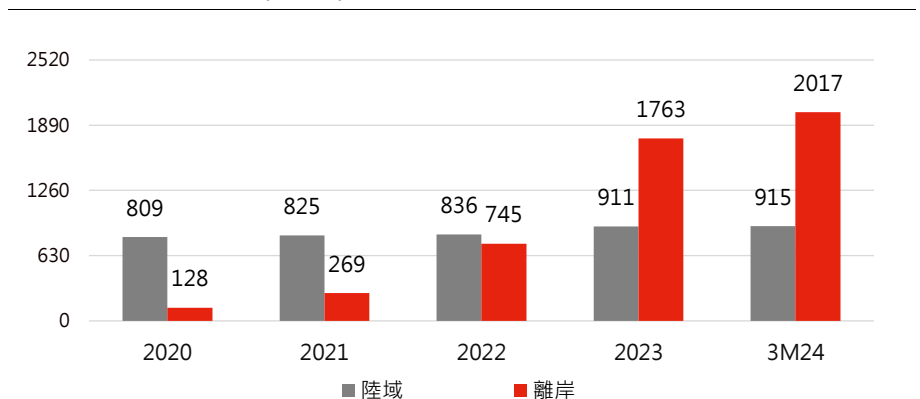
時間	公司	項目
2013.2	富崙能源	太陽光電系統開發建置及運維，開始遍佈全台
2019.8	欣鑫天然氣	台灣第一家取得液化天然氣(LNG)進口執照的民間企業
2019.12	富威電力	台灣首批取得綠電售電執照之民間企業
2020.6	富崙能源	取得台電離岸風電二期 628 億(含稅)統包工程計畫
2021.1	浚喆	負責水庫清淤業務
2021.11	九崙電力	打造民營燃氣電廠，提供南科園區低碳電力
2022.3	元杉森林	植樹造林申請碳權認證，進行碳交易
2022.12	寶崙海事工程	從事海事工程相關業務

資料來源：森崙能源；永豐投顧研究處整理，Jun. 2024

台灣風電安裝進入快速成長階段：根據全球風能協會(Global Wind Energy Council, GWEC)報告，截至 2023 年底，全球離岸風電裝機量已達 75.2 GW，新增 10.8 GW(+24%YoY)，預估 2024-2028 年將再額外新增 138 GW，平均每年安裝 27.6GW。以地區別觀察，中國增加 72 GW，台灣增加 6.9 GW，南韓增加 3.1 GW，日本增加 1.7 GW。

台灣地區部分，經濟部資料顯示，2023 年台灣離岸風電已完成 1.76GW 風場建置，3M24 累積達 2.02GW。展望 2024 年，目標風力機組安裝 314~374 座，累計裝置容量達 2.56~3.04GW。

圖一：台灣風機安裝量(MGW)



資料來源：經濟部能源局；永豐投顧研究處整理；Jun. 2024

第三階段區段開發 2026-2035 年總量 15GW：第三階段區域開發從 2026 年至 2031 年間釋出 9GW，每年約 1.5GW，台灣的離岸風力發電項目展現出強烈的政府推動和階段性發展策略，旨在逐步建立和擴大國內的可再生能源基礎設施，以應

對能源轉型和減少碳排放的長遠目標。惟目前因風場開發建置成本大漲，導致國際離岸風電建置成本大幅上升、主要大型關鍵施工船舶供不應求，3-1 期併網年度由 2026-2027 年延後至 2027-2028 年，3-2 期選商結果將在 2024 年 6 月底公布。

圖二：第三階段區域開發



資料來源：經濟部能源局；永豐投顧研究處整理；Jun. 2024

4Q23 台電工程案認列比重高於預期：2023 年工程業務 91%(包含台電工程 85%、其他工程 6%)，售電收入 7%(包含富威電力 5.5%、自有案場 1.5%)，服務收入 2%。
4Q23 台電離岸風電進行下部結構製作，營收認列高於預期，2023 年全年度台電二期認列 18~19%；售電業部分，台南七股、台南鹽水禾迅一號太陽能案場，於 2023 年 5 月開始貢獻營收，帶動售電交易營收年增 114%。2023 年營收 112.50 億元(+161.5% YoY)，毛利率 10.38%，營益率 7.02%，稅後淨利 6.36 億(+182.6% YoY)，EPS 2.94 元。

富威台電二期統包工程今年開始認列大量營收：台電離二期統包工程整體未稅金額 599 億，扣除維運 60 億元，公司認列 539 億元，由 2022 年開始認列營收，2022~2023 年認列 23%，研究處推估 2024 年認列 30%，2025 年認列約 37%，2026 年認列保留驗收款 10%。

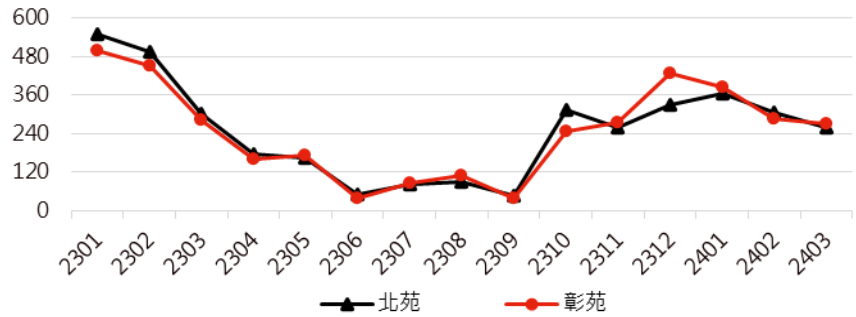
彰品陸域風電部分，2023 年 4 月取得 EPC 統包工程及 20 年維運合約，總裝置容量 54.6MW，研究處推估工程金額約 25~30 億，目前 13 座正申請施工許可，目前已取得 10 座容許使用同意回函及 4 座施工許可，預計年發電量達 12,731 萬度。

南部光電用地開發案，預估開發裝置容量 100MW，目前待取得縣府同意函，預計 2024 年第三季取得籌設許可，2025 年有望開始進行建置作業。

售電業務受惠於綠電交易蓬勃發展：綠電售電為旗下富威主要業務，觀察國家再生能源憑證中心交易憑證資料，目前共有五座主要案場提供綠能售電。風電為兩座陸域風電案場，北苑及彰苑；太陽能案場則有三座，星歲七股、禾迅一號台南鹽水、權聖。觀察統計月報資料，風力發電高峰期主要在秋冬兩季，太陽能在夏季日照時數較高下，發電度數較多。截至 2024 年 6 月，公司總裝置量已達 181,700 KW，2023 年 5 月開始，星歲七股及禾迅一號台南鹽水加入綠電售電交易，今年星歲七股及禾迅一號完整貢獻營收，預估 2024 年售電業務營收年增約 80%。

圖三：陸域風機淨發電度數

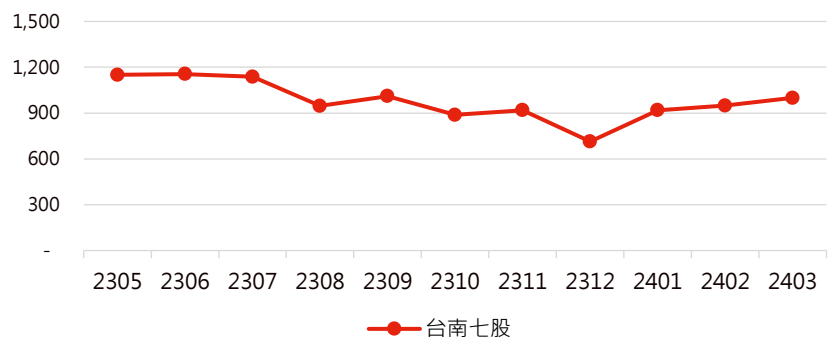
單位：萬度



資料來源：森崴能源；永豐投顧研究處整理；Jun. 2024

圖四：台南七股太陽能淨發電度數

單位：萬度



資料來源：森崴能源；永豐投顧研究處整理；Jun. 2024

表二：已轉供裝置容量

單位：KW

已轉供裝置 容量	202208	202303	202306	202312	202403	202406
據點數	101	130	303	300+	300+	300+
太陽光電	155	74,175	158,192	103,655	150,875	158,300
陸域風電	28,800	28,800	28,800	28,800	28,800	28,800
總裝置量	28,955	102,975	186,992	132,455	179,675	187,100

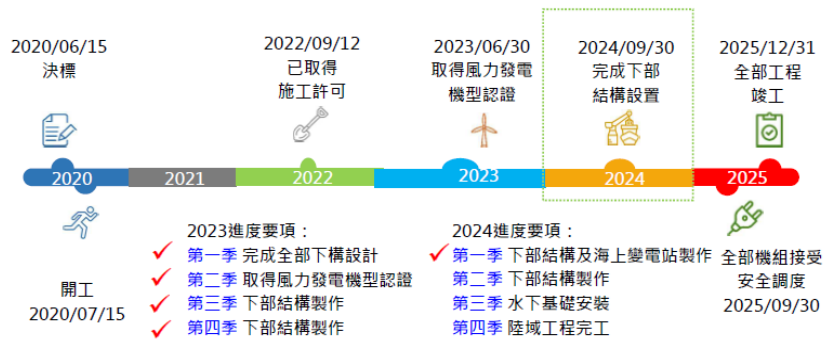
資料來源：森崴能源；永豐投顧研究處整理；Jun. 2024

1Q24 毛利率低於預期：1Q24 營收 23.31 億元(-55.7%QoQ，+67.9%YoY)，營收季減係因農曆年節工作天數較少。毛利率 9.23%，營益率 2.56%，費用率較高主因為專案擴大以及投標離岸風電 3-2 期，聘用員工數增加，業外匯兌利益 4900 萬，稅後淨利 0.99 億元(+74.2%QoQ，+79.7%YoY)，稅後 EPS 0.46 元。

2Q24 宜蘭蘇東蘇東 50MW 開始貢獻：宜蘭蘇東 50MW 案廠已(E-drag)於 2023 年 12 月底建置完成，2024 年 4 月開始貢獻服務收入營收。2024 年 6 月 21 日寶崴海事工程支重吊船 Hercules 號抵達台中港，將開始進行台電二期施作安裝，預估 2Q24 營收 43.86 億元(+88.1%QoQ，+130.9%YoY)，毛利率 8.54%、營益率 3.52%，稅後淨利 1.54 億(+4.9%QoQ，+195.8%YoY)，預估 2Q24 EPS 0.71 元。

圖五：台電二期計畫進度

■ 重要里程碑及進度要項



資料來源：森崙能源；永豐投顧研究處整理；Jun. 2024

財務預估：台電二期目前基樁(Pin Pile)124 支已全數完工，待 6 月底工程船抵達台中港後，便能開始進行安裝作業，預估水下基座(Jacket)將於 9 月全數完工，3Q24、3Q24 為今年台電案大量營收認列期，預估 2024 年台電二期有望認列工程金額 30~35%，另有彰品風力發電及台南 100MW 太陽能手案場，未來在進入維運期後，亦有望貢獻售電收入，研究處預估 2024 年營收 189.70 億元(+68.6%YoY)，毛利率 9.46%，營益率 4.68%，稅後淨利 8.88 億(+39.5%YoY)，稅後 EPS 4.11 元(完全稀釋 EPS 4.02 元)。預估 2025 年營收 273.98 億元(+44.4%YoY)，毛利率 10.97%，營益率 5.39%，稅後淨利 14.76 億(+66.3%YoY)，稅後 EPS 6.83 元(完全稀釋 EPS 6.68 元)。

附表一：當年度損益表

單位：百萬元	24Q1	24Q2F	24Q3F	24Q4F	2024F
營業收入	2,331	4,386	5,738	6,515	18,970
營業毛利	215	374	530	675	1,795
營業利益	60	154	290	425	930
稅前淨利	112	191	279	414	997
稅後純益	99	154	240	395	888
稅後 EPS (元)	0.46	0.71	1.11	1.83	4.11
營收 QoQ 成長率	-55.74	88.16	30.83	13.54	--
營收 YoY 成長率	67.90	130.96	113.07	23.69	68.64
毛利率	9.23	8.53	9.24	10.36	9.46
營益率	2.56	3.51	5.05	6.52	4.90
稅後純益率	3.63	3.51	4.18	6.06	4.68

資料來源：CMoney；永豐投顧研究處整理，Jun. 2024

附表二：五個年度損益表

單位：百萬元	2020	2021	2022	2023	2024F
營業收入	524	4,334	4,301	11,250	18,970
%變動率	18.05	727.91	-0.77	161.55	68.62
營業毛利	146	840	548	1,168	1,795
毛利率 (%)	27.94	19.38	12.74	10.38	9.46
營業淨利	11	609	252	789	930
稅前淨利	264	573	309	772	997
%變動率	632.71	116.87	-46.01	149.81	29.15
稅後純益	245	456	225	636	888
%變動率	278.47	86.21	-50.60	182.57	39.62
稅後 EPS * (元)	2.86	3.25	1.14	2.94	4.11
市調 EPS * (元)	--	1.81	0.81	2.59	6.99
PER (x)	50.00	44.00	125.44	48.64	34.79
PBR (x)	11.40	3.56	2.99	2.77	2.64
每股淨值 * (元)	12.54	40.17	47.89	51.61	54.2
每股股利 (元)	1.00	1.00	0.50	1.50	--
殖利率 (%)	0	1.04	0.59	1.41	--

* 以目前股本計算

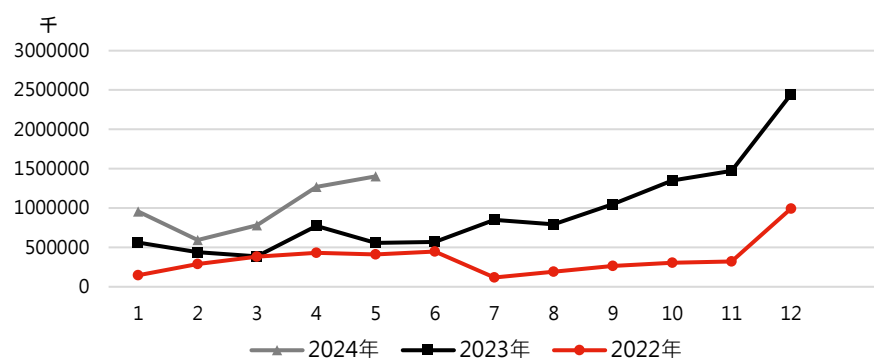
資料來源：CMoney；永豐投顧研究處整理，Jun. 2024

營運基本資料

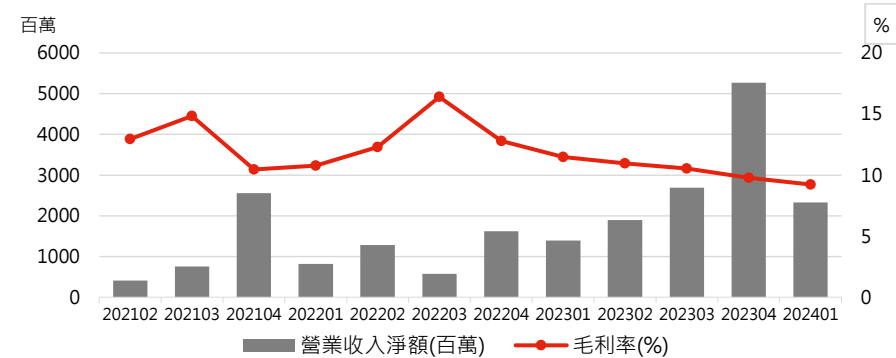
同業比較

代號	公司	投資建議	目前股價	市值(億)	稅後 EPS		PE		PB	
					2023	2024	2023	2024	2023	2024

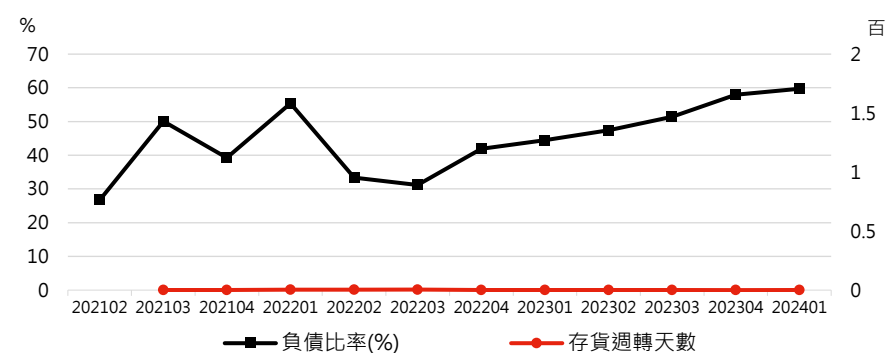
近三年單月營收狀況



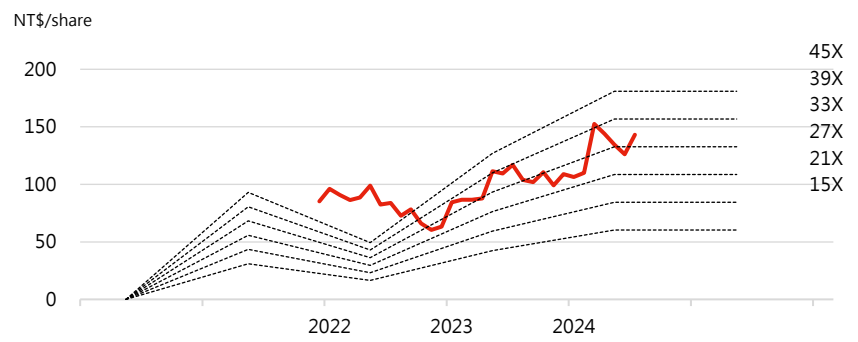
近三年單季營收 VS 毛利率趨勢圖



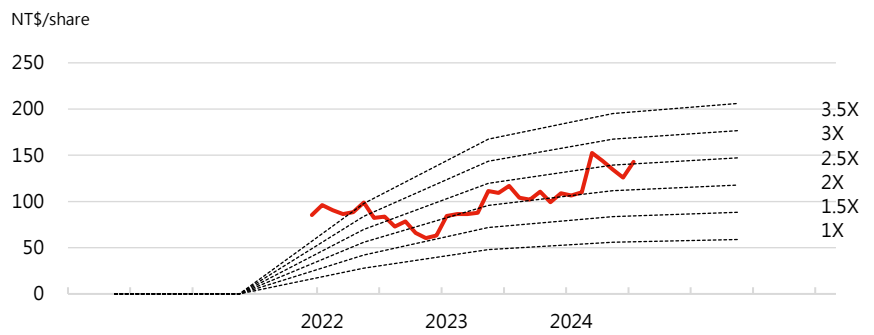
負債比率 VS 存貨周轉天數



歷史 PE 圖



歷史 PB 圖



臺北	永豐證券投資顧問股份有限公司 臺北市忠孝西路一段 80 號 14 樓 電話：(886-2) 2361-0868	永豐金證券股份有限公司 臺北市重慶南路一段 2 號 17 樓 電話：(886-2) 2311-4345
香港	永豐金證券(亞洲)有限公司 香港銅鑼灣新寧道 1 號 7 樓 電話：(852) 2586-8288	
上海	永豐金證券(亞洲)有限公司上海代表處 中國上海市浦東新區世紀大道 1528 號陸家嘴基金大廈 1903A-2 室 電話：(86-21) 6228-8220	
倫敦	永豐金證券(歐洲)有限公司 6 Lloyds Avenue, London EC3N 3AX, UK 電話：(44-20) 7614-9999	

責任聲明

本報告內容僅供參考，客戶應審慎考量本身之需求與投資風險，本公司恕不負任何法律責任，亦不作任何保證。本報告中之內容或有取材於本公司認可之來源，但並不保證其真實性或完整性；報告中所有資訊或預估，變更時本公司將不作預告，若資料內容有未盡完善之處，恕不負責。此外，非經本公司同意，不得將本報告加以複製或轉載。

110 年金管投顧新字第 024 號

SinoPac 投資評等

B：Buy 買進：未來 12 個月該股票表現將優於大盤

N：Neutral 中立：未來 12 個月該股票表現將與大盤一致

S：Sell 賣出：未來 12 個月該股票表現將落後大盤

Analyst Certification:

For each company mentioned in this research report, the respective analyst(s) who cover the company certifies (certify) that all of the views expressed in this research report accurately reflect his (their) personal views about any and all of the subject issuer(s) or securities. The analyst(s) also certifies (certify) that no part of her (their) compensation was, is, or will be directly or indirectly related to the specific recommendation(s) or view(s) in this report.

SinoPac Research Stock Rating System:

Buy: We think the stock will outperform the broader market over the next 12 months.

Neutral: We think the stock will perform in line with the broader market over the next 12 months.

Sell: We think the stock will underperform the market over the next 12 months.

Global Disclaimer:**Important Notice for UK Persons**

This Document may only be issued or passed on to any person in the United Kingdom if that person is of a kind described in Article 19 of the Financial Services and Markets Act 2000 (Financial Promotions) Order 2001 or otherwise pursuant to exemptions to section 21 of the Financial Services and Markets Act 2000. In addition, no person who is an Authorized Person may issue or pass on this document, or otherwise promote SPSE, to any person in the United Kingdom other than by the rules of the Financial Conduct Authority (FCA) applicable to such Authorized Persons. This Document is confidential and is intended solely for the use of its recipient.

Important Disclosures for U.S. Persons

This research report was prepared by SinoPac Securities Corporation (SinoPac), a company authorized to engage in securities activities in Taiwan. SinoPac is not a registered broker-dealer in the United States and, therefore, is not subject to U.S. rules regarding the preparation of research reports and the independence of research analysts. This research report is provided for distribution to "major U.S. institutional investors" in reliance on the exemption from registration provided by Rule 15a-6 of the U.S. Securities Exchange Act of 1934, as amended (the "Exchange Act").

Any U.S. recipient of this research report wishing to effect any transaction to buy or sell securities or related financial instruments based on the information provided in this research report should do so only through Auerbach Grayson & Company, 20 Wall West 55th Street, New York, NY 10019, a registered broker dealer in the United States. Under no circumstances should any recipient of this research report effect any transaction to buy or sell securities or related financial instruments through SinoPac. Auerbach Grayson & Company accepts responsibility for the contents of this research report, subject to the terms set out below, to the extent that it is delivered to a U.S. person other than a major U.S. institutional investor.

The analyst whose name appears in this research report is not registered or qualified as a research analyst with the Financial Industry Regulatory Authority ("FINRA") and may not be an associated person of Auerbach Grayson & Company and, therefore, may not be subject to applicable restrictions under FINRA Rules on communications with a subject company, public appearances and trading securities held by a research analyst account.

Ownership and Material Conflicts of Interest

Auerbach Grayson & Company or its affiliates does not 'beneficially own,' as determined in accordance with Section 13(d) of the Exchange Act, 1% or more of any of the equity securities mentioned in the report. Auerbach Grayson & Company, its affiliates and/or their respective officers, directors or employees may have interests, or long or short positions, and may at any time make purchases or sales as a principal or agent of the securities referred to herein. Auerbach Grayson & Company is not aware of any material conflict of interest as of the date of this publication.

Compensation and Investment Banking Activities

Auerbach Grayson & Company or any affiliate has not managed or co-managed a public offering of securities for the subject company in the past 12 months, nor received compensation for investment banking services from the subject company in the past 12 months, neither does it or any affiliate expect to receive, or intends to seek compensation for investment banking services from the subject company in the next 3 months.

Additional Disclosures

This research report is for distribution only under such circumstances as may be permitted by applicable law. This research report has no regard to the specific investment objectives, financial situation or particular needs of any specific recipient, even if sent only to a single recipient. This research report is not guaranteed to be a complete statement or summary of any securities, markets, reports or developments referred to in this research report. Neither SinoPac nor any of its directors, officers, employees or agents shall have any liability, however arising, for any error, inaccuracy or incompleteness of fact or opinion in this research report or lack of care in this research report's preparation or publication, or any losses or damages which may arise from the use of this research report.

SinoPac may rely on information barriers, such as "Chinese Walls" to control the flow of information within the areas, units, divisions, groups, or affiliates of SinoPac.

Investing in any non-U.S. securities or related financial instruments (including ADRs) discussed in this research report may present certain risks. The securities of non-U.S. issuers may not be registered with, or be subject to the regulations of, the U.S. Securities and Exchange Commission. Information on such non-U.S. securities or related financial instruments may be limited. Foreign companies may not be subject to audit and reporting standards and regulatory requirements comparable to those in effect within the United States.

The value of any investment or income from any securities or related financial instruments discussed in this research report denominated in a currency other than U.S. dollars is subject to exchange rate fluctuations that may have a positive or adverse effect on the value of or income from such securities or related financial instruments.

Past performance is not necessarily a guide to future performance and no representation or warranty, express or implied, is made by SinoPac with respect to future performance. Income from investments may fluctuate. The price or value of the investments to which this research report relates, either directly or indirectly, may fall or rise against the interest of investors. Any recommendation or opinion contained in this research report may become outdated as a consequence of changes in the environment in which the issuer of the securities under analysis operates, in addition to changes in the estimates and forecasts, assumptions and valuation methodology used herein.

No part of the content of this research report may be copied, forwarded or duplicated in any form or by any means without the prior consent of SinoPac and SinoPac accepts no liability whatsoever for the actions of third parties in this respect.

SinoPac Securities (Europe) Limited is regulated by the FCA