

研究員：吳建弘 A51102@cim.capital.com.tw

前日收盤價 342.00 元

目標價

3 個月 433.00 元

12 個月 433.00 元

## 近期報告日期、評等及前日股價

06/11/2024 到價

05/23/2024 Trading Buy 294.50

## 公司基本資訊

目前股本(百萬元) 2,568

市值(億元) 878

目前每股淨值(元) 45.76

外資持股比(%) 15.10

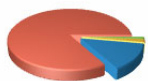
投信持股比(%) 9.07

董監持股比(%) 16.78

融資餘額(張) 25,736

現金股息配發率(%) 67.26

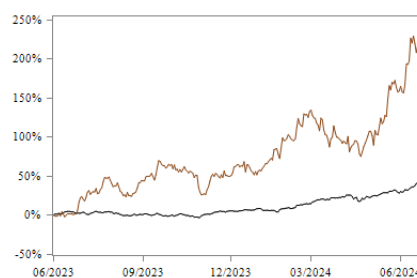
## 產品組合



- 風電鋼構: 83.43%
- 高樓鋼構: 13.87%
- 廠房鋼構: 1.63%
- 其他: 1.07%

## 股價相對大盤走勢

— 9958 — TWSE



## 世紀鋼(9958 TT)

Buy

### 世紀帝國的繁榮。

**投資建議：**營運上，考量世紀鋼受惠離岸風電國產化趨勢，營運持續成長，加上新廠房建置，有利未來學習曲線攀升，評價上，考量世紀鋼中長期訂單無虞，長期擁有較高獲利增速，故調整世紀鋼的投資建議至 Buy，目標價 433 元(33PER X 2025F EPS)。

**1Q24 受惠部分工程與業外入帳，毛利率大幅成長：**1Q24 受惠部分工程毛利率較高，以及業外的外幣兌換利益，帶動世紀鋼 1Q24 營收 31.49 億元，QoQ -36.72%，毛利率 37.76%，季增 13.56%，稅後純益 6.51 億元，QoQ +42.64%，EPS 2.53 元。

**2Q24 既有風電案場訂單穩定，營運高檔：**隨著台電二期與海龍風場共 588.5MW 裝置容量、52 支 jacket 的穩定交貨，並且研究部考量台電二期將於 3Q24、海龍風場將於 1Q25 完成交貨，帶動世紀鋼營運維持高檔，預估世紀鋼 2Q24 營收 30.46 億元，QoQ -3.27%，稅後純益 6.81 億元，QoQ +4.63%，EPS 2.65 元。

**2024 年既有風電案場穩定出貨，學習曲線上升，獲利大幅成長：**2024 年世紀鋼主要受惠合計 588.5MW 裝置容量的台電二期與海龍風場 jacket 交貨，學習曲線好轉，並隨著 4Q24 離岸風電 3-1 期逐步開工，有利後續營運表現，預估 2024 年營收 133.95 億元，YoY -7.72%，稅後純益 23.03 億元，YoY +120.07%，EPS 8.97 元。

**離岸風電 3-1 與 3-2 期進展，帶動 2025 年營運持續成長：**基於總裝置容量 2,335MW 的離岸風電 3-1 期將於 2026 年起陸續併網，加上世紀鋼與子公司-世紀風電承作 3-1 風妙風場 500MW，共 20 座套管式水下基礎(jacket)訂單，研究部預期相關訂單將於 4Q24 起開始執行，加上 2025 年台北港五期與擎天塔的擴廠規劃，有利學習曲線的持續攀升，預估 2025 年營收 173.86 億元，YoY +29.80%，稅後純益 33.67 億元，YoY +46.19%，EPS 13.11 元。此外，研究部預期，隨著離岸風電邁向 3-2 期，水下基礎的分數增加，以及台北港五期等新產能開出，有利世紀鋼的未來接單與 2025 年起的獲利成長。

(百萬元)	2023	2024F	2025F	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24F	3Q24F	4Q24F	1Q25F
營業收入淨額	14,516	13,395	17,386	2,675	3,219	3,645	4,976	3,149	3,046	3,227	3,972	3,712
營業毛利淨額	2,468	3,996	5,336	165	430	669	1,204	1,189	1,027	820	960	1,113
營業利益	1,956	3,320	4,550	73	302	542	1,038	1,060	860	639	760	928
稅後純益	1,047	2,303	3,367	48	231	312	456	651	681	432	540	692
稅後 EPS(元)	4.08	8.97	13.11	0.19	0.90	1.21	1.78	2.53	2.65	1.68	2.10	2.69
毛利率(%)	17.00%	29.83%	30.69%	6.17%	13.36%	18.36%	24.20%	37.76%	33.72%	25.41%	24.17%	29.98%
營業利益率(%)	13.48%	24.79%	26.17%	2.73%	9.39%	14.88%	20.86%	33.67%	28.25%	19.80%	19.14%	25.01%
稅後純益率(%)	7.21%	17.20%	19.37%	1.79%	7.17%	8.55%	9.17%	20.67%	22.35%	13.38%	13.59%	18.64%
營業收入 YoY/QoQ(%)	57.40%	-7.72%	29.80%	-9.15%	20.32%	13.25%	36.51%	-36.72%	-3.27%	5.96%	23.08%	-6.56%
稅後純益 YoY/QoQ(%)	183.28%	120.07%	46.19%	N.A	383.05%	35.05%	46.34%	42.64%	4.63%	-36.59%	25.03%	28.17%

註：稅後純益係指本期淨利歸屬於母公司業主；稅後 EPS 以股本 25.68 億元計算。

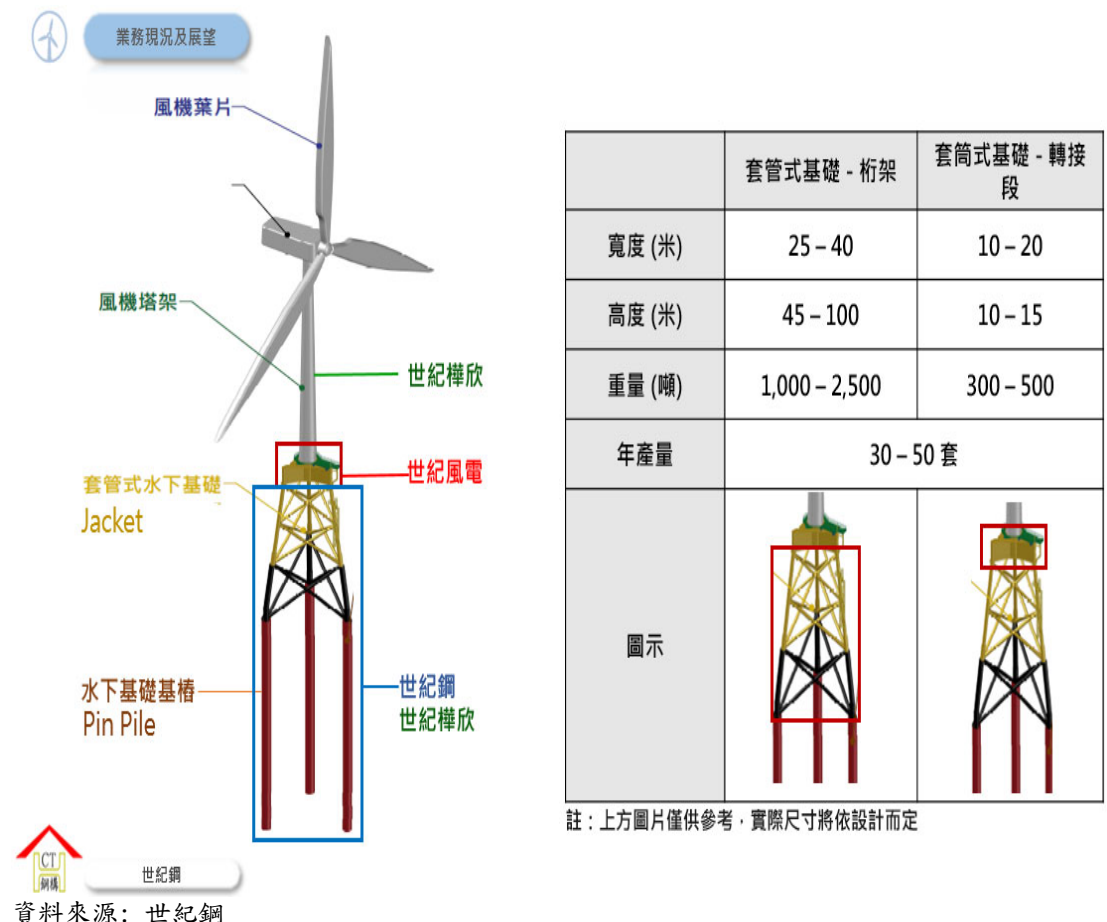
## 世紀鋼 ESG：

世紀鋼依循全球報告倡議組織 GRI 準則 (GRI Sustainability Reporting Standards, GRI Standards) 2021 年版、台灣證券交易所之上市公司編製與申報永續報告書作業辦法及聯合國永續發展目標 (Sustainable Development Goals, SDGs)、社會企業責任指引 (ISO 26000) 等規範編撰 2022 年永續報告書。透過建置 ISO 50001 能源管理系統等，排定能源使用設備的改善順序，編寫能源改善計畫，並訂定隔年的能源管理目標，當前世紀鋼已於各廠區設置太陽能發電系統，產生零碳的再生能源，未來世紀鋼也將開始更新老舊的焊機，以降低電力浪費，長期將透過「取之於社會，用之於社會」的社會理念，推動永續發展的經營理念。

## 公司簡介：

世紀鋼成立於 1987 年，為國內第一家上市的鋼結構大型製造廠，主要從事鋼骨結構工程，而在「再生能源-離岸風力發電項目」上，世紀鋼響應台灣政府的再生能源政策，於 07/2015 與「台灣國際造船 (CSBC)」合作安裝台灣首座海氣象塔，參與規劃製造項目，成為國內唯一具有風電水下基礎設施生產本土經驗之廠商，透過集團公司的團隊合作，世紀鋼致力於生產水下基礎等相關產品。1Q-3Q23 產品營收佔比，風力事業工程 89%、傳統鋼構工程 11%。

圖一、世紀鋼的產品規劃與產能



## 1Q24 受惠部分工程與業外入帳，毛利率大幅成長：

1Q24 受惠部分工程毛利率較高，以及業外的外幣兌換利益，帶動世紀鋼 1Q24 營收 31.49 億元，QoQ -36.72%，毛利率 37.76%，季增 13.56%，稅後純益 6.51 億元，QoQ +42.64%，EPS 2.53 元。

## 2Q24 既有風電案場訂單穩定，營運高檔：

隨著台電二期與海龍風場共 588.5MW 裝置容量、52 支 jacket 的穩定交貨，並且研究部考量台電二期將於 3Q24、海龍風場將於 1Q25 完成交貨，帶動世紀鋼營運維持高檔，預估世紀鋼 2Q24 營收 30.46 億元，QoQ-3.27%，稅後純益 6.81 億元，QoQ+4.63%，EPS 2.65 元。

## 2024 年既有風電案場穩定出貨，學習曲線上升，獲利大幅成長：

展望 2024 年，主要受惠合計 588.5MW 裝置容量的台電二期與海龍風場 jacket 交貨，學習曲線好轉，並且隨著 4Q24 起，離岸風電 3-1 期逐步開工，有利後續的營運表現，預估 2024 年營收 133.95 億元，YoY-7.72%，稅後純益 23.03 億元，YoY+120.07%，EPS 8.97 元。

## 離岸風電 3-1 與 3-2 期進展，帶動 2025 年營運持續成長：

基於總裝置容量 2,335MW 的離岸風電 3-1 期將於 2026 年起陸續併網，加上世紀鋼與子公司-世紀風電承作 3-1 風妙風場 500MW，共 20 座套管式水下基礎(jacket)訂單，研究部預期相關訂單將於 4Q24 起開始執行，加上 2025 年台北港五期與擎天塔的擴廠規劃，有利學習曲線的持續攀升，預估 2025 年營收 173.86 億元，YoY+29.80%，稅後純益 33.67 億元，YoY+46.19%，EPS 13.11 元。此外，研究部預期，隨著離岸風電邁向 3-2 期，水下基礎的分數增加，以及台北港五期等新產能開出，有利世紀鋼的未來接單與 2025 年起的獲利成長。

表一、離岸風電 3-1 期獲選情形

3-1 期獲選申請案	裝置容量(MW)	併網時程
海鼎二	600	2026
風妙	500	2027
海盛	495	2027
台灣環洋	440	2027
海峽	300	2026
總和	2,335	

資料來源：經濟部，世紀鋼，群益投顧彙整

表二、離岸風電 3-1 期產業關聯分數

3-1 關鍵發展項目	產業關聯分數	分數佔比
電力設施	25	25%
水下基礎	4-5	4-5%
風力機零組件	27	27%
船舶製造	27	27%
海事工程/工程設計服務	17	17%
總分	100-101	

資料來源：經濟部，群益投顧彙整

表三、離岸風電 3-2 期產業關聯分數

3-2 關鍵發展項目	產業關聯分數	分數佔比
海纜	14	12%
水下基礎	18	15%
風力機零組件(機艙組裝、葉片、機架等)	64	53%
陸上變電站	4	3%
海事工程/工程設計/運維服務等	20	
總分	120	

資料來源：經濟部，群益投顧彙整

## 投資建議：

營運上，考量世紀鋼受惠離岸風電國產化趨勢，營運持續成長，加上新廠房的逐漸建置，有利未來學習曲線攀升，評價上，考量世紀鋼中長期訂單無虞，長期擁有較高獲利增速，故調整世紀鋼的投資建議至 Buy，目標價 433 元(33PER X 2025F EPS)。

2024 年 6 月 24 日

## Forward PE Band



資料來源：CMoney，群益預估彙整

## Forward PB Band



資料來源：CMoney，群益預估彙整

2024 年 6 月 24 日

## 資產負債表

(百萬元)	2021	2022	2023	2024F	2025F
<b>資產總計</b>	26,868	29,360	35,499	39,811	44,715
流動資產	10,826	11,726	14,366	14,598	15,597
現金及約當現金	1,488	1,313	2,001	1,854	2,076
應收帳款與票據	833	539	1,437	1,392	1,550
存貨	1,958	1,354	1,394	1,304	1,290
採權益法之投資	38	49	5	8	11
不動產、廠房設備	9,401	12,608	16,254	17,615	18,781
<b>負債總計</b>	16,786	19,119	21,822	24,328	27,403
流動負債	7,243	8,642	8,417	8,558	9,096
應付帳款及票據	1,272	2,533	2,485	2,364	2,350
非流動負債	9,544	10,477	13,405	15,892	18,443
<b>權益總計</b>	10,082	10,241	13,677	15,483	17,312
普通股股本	2,313	2,324	2,360	2,564	2,564
保留盈餘	2,136	1,731	2,668	4,473	6,302
母公司業主權益	7,285	6,959	8,869	10,464	12,293
<b>負債及權益總計</b>	26,868	29,360	35,499	39,811	44,715

## 損益表

(百萬元)	2021	2022	2023	2024F	2025F
<b>營業收入淨額</b>	9,935	9,222	14,516	13,395	17,386
營業成本	7,795	8,780	12,047	9,398	12,050
<b>營業毛利淨額</b>	2,140	443	2,468	3,996	5,336
營業費用	392	350	512	676	786
<b>營業利益</b>	1,749	93	1,956	3,320	4,550
<b>EBITDA</b>	2,368	917	2,989	4,463	5,926
業外收入及支出	163	29	-363	-178	-341
稅前純益	1,911	166	1,681	3,142	4,209
所得稅	381	65	342	629	842
稅後純益	1,260	369	1,047	2,303	3,367
稅後 EPS(元)	4.91	1.44	4.08	8.97	13.11
完全稀釋 EPS**	4.91	1.44	4.08	8.98	13.13

註 1：稅後純益係指本期淨利歸屬於母公司業主。

註 2：稅後 EPS 以股本 25.684【最新股本】億元計算

註 3：完全稀釋 EPS 以股本 25.64 億元計算

## 比率分析

(百萬元)	2021	2022	2023	2024F	2025F
-------	------	------	------	-------	-------

### 成長力分析(%)

營業收入淨額	73.46%	-7.18%	57.40%	-7.72%	29.80%
營業毛利淨額	46.02%	-79.33%	457.79%	61.90%	33.54%
營業利益	55.39%	-94.71%	2013.26%	69.74%	37.05%
稅後純益	64.26%	-70.67%	183.28%	120.07%	46.19%

### 獲利能力分析(%)

毛利率	21.54%	4.80%	17.00%	29.83%	30.69%
EBITDA(%)	23.84%	9.94%	20.59%	33.32%	34.09%
營益率	17.60%	1.00%	13.48%	24.79%	26.17%
稅後純益率	12.68%	4.01%	7.21%	17.20%	19.37%
總資產報酬率	4.69%	1.26%	2.95%	5.79%	7.53%
股東權益報酬率	12.50%	3.61%	7.65%	14.88%	19.45%

### 償債能力檢視

負債比率(%)	62.48%	65.12%	61.47%	61.11%	61.28%
負債/淨值比(%)	166.51%	186.69%	159.55%	157.13%	158.29%
流動比率(%)	149.48%	135.68%	170.68%	170.58%	171.47%

### 其他比率分析

存貨天數	69.02	68.84	41.61	52.38	39.28
應收帳款天數	32.10	27.14	24.84	38.54	30.88

## 現金流量表

(百萬元)	2021	2022	2023	2024F	2025F
<b>營業活動現金</b>	-757	1,367	-377	4,271	5,533
稅前純益	1,911	166	1,681	3,142	4,209
折舊及攤銷	388	586	1,018	1,367	1,563
營運資金變動	-902	2,160	-986	13	-157
其他營運現金	-2,154	-1,544	-2,091	-250	-82
<b>投資活動現金</b>	-5,243	-2,616	-4,563	-7,806	-8,336
資本支出淨額	-3,693	-3,486	-4,291	-4,600	-5,200
長期投資變動	-1,547	642	-567	-490	-400
其他投資現金	-2	229	295	-2,716	-2,736
<b>籌資活動現金</b>	5,966	1,072	5,628	3,388	3,025
長借/公司債變動	5,127	1,623	3,388	2,486	2,551
現金增資	0	0	0	0	0
發放現金股利	-690	-695	-117	-708	-1,538
其他籌資現金	1,529	144	2,356	1,609	2,012
<b>淨現金流量</b>	-29	-175	688	-147	222
<b>期初現金</b>	1,517	1,488	1,313	2,001	1,854
<b>期末現金</b>	1,488	1,313	2,001	1,854	2,076

資料來源：CMoney、群益



2024 年 6 月 24 日

## 季度損益表

(百萬元)	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24F	3Q24F	4Q24F	1Q25F	2Q25F	3Q25F
營業收入淨額	2,945	2,675	3,219	3,645	4,976	3,149	3,046	3,227	3,972	3,712	4,023	4,743
營業成本	3,180	2,510	2,789	2,976	3,772	1,960	2,019	2,407	3,012	2,599	2,635	3,453
營業毛利淨額	-235	165	430	669	1,204	1,189	1,027	820	960	1,113	1,389	1,290
營業費用	90	92	128	127	166	129	167	181	200	184	183	199
營業利益	-325	73	302	542	1,038	1,060	860	639	760	928	1,205	1,091
業外收入及支出	-153	-78	-48	18	-167	16	-9	-99	-86	-64	-93	-99
稅前純益	-478	-5	254	561	871	1,076	851	540	675	865	1,112	991
所得稅	-101	3	37	127	175	215	170	108	135	173	222	198
稅後純益	-141	48	231	312	456	651	681	432	540	692	890	793
最新股本	2,568	2,568	2,568	2,568	2,568	2,568	2,568	2,568	2,568	2,568	2,568	2,568
稅後EPS(元)	-0.55	0.19	0.90	1.21	1.78	2.53	2.65	1.68	2.10	2.69	3.47	3.09

## 獲利能力(%)

毛利率(%)	-7.98%	6.17%	13.36%	18.36%	24.20%	37.76%	33.72%	25.41%	24.17%	29.98%	34.51%	27.19%
營業利益率(%)	-11.05%	2.73%	9.39%	14.88%	20.86%	33.67%	28.25%	19.80%	19.14%	25.01%	29.96%	22.99%
稅後純益率(%)	-4.80%	1.79%	7.17%	8.55%	9.17%	20.67%	22.35%	13.38%	13.59%	18.64%	22.12%	16.72%

## QoQ(%)

營業收入淨額	27.31%	-9.15%	20.32%	13.25%	36.51%	-36.72%	-3.27%	5.96%	23.08%	-6.56%	8.39%	17.88%
營業利益	N.A	N.A	313.42%	79.39%	91.41%	2.14%	-18.86%	-25.74%	19.02%	22.09%	29.83%	-9.52%
稅前純益	N.A	N.A	N.A	120.72%	55.33%	23.56%	-20.91%	-36.59%	25.03%	28.17%	28.62%	-10.89%
稅後純益	N.A	N.A	383.05%	35.05%	46.34%	42.64%	4.63%	-36.59%	25.03%	28.17%	28.62%	-10.89%

## YoY(%)

營業收入淨額	10.97%	20.31%	84.90%	57.61%	68.99%	17.71%	-5.37%	-11.46%	-20.17%	17.87%	32.09%	46.95%
營業利益	N.A	-83.10%	N.A	493.40%	N.A	1349.92%	184.58%	17.80%	-26.75%	-12.44%	40.09%	70.68%
稅前純益	N.A	N.A	N.A	186.86%	N.A	N.A	235.04%	-3.75%	-22.52%	-19.63%	30.70%	83.67%
稅後純益	N.A	-85.93%	1718.39%	96.73%	N.A	1261.74%	194.96%	38.49%	18.33%	6.33%	30.70%	83.67%

註1：稅後EPS以股本25.68億元計算

註2：自2013年開始，稅後純益係指本期淨利歸屬於母公司業主。

## 【投資評等說明】

評等	定義
強力買進(Strong Buy)	首次評等潛在上漲空間 $\geq 35\%$
買進(Buy)	$15\% \leq$ 首次評等潛在上漲空間 $< 35\%$
區間操作(Trading Buy)	$5\% \leq$ 首次評等潛在上漲空間 $< 15\%$
	無法由基本面給予投資評等
中立(Neutral)	預期近期股價將處於盤整
	建議降低持股

## 【投資評等調整機制】

投資評等係「首次」給予特定個股投資評等時，其前一日收盤價相較 3 個月目標價之潛在上漲空間計算而得。個股投資評等分為四個等級，定義如上。爾後的投資評等係依循「首次評等」，直到停止推薦。

「強力買進」、「買進」及「區間操作」均有 upside 目標價。差別僅在於，首次評等時潛在報酬率不同。「中立」則無目標價。

一旦我們給予特定個股「強力買進」、「買進」或「區間操作」之投資評等，就是責任的開始，爾後將透過各式研究報告作定期性、持續性追蹤基本面及股價變化，直到停止推薦。

**停止推薦情境：**

1. 達目標價。
2. 雖未達原訂目標價，但檢視基本面、訊息面、籌碼面等多方訊息，研判股價上漲空間已然有限，將適時出具降評報告。
3. 推薦後股價不漲反跌，亦將出具降評報告。

## 【免責聲明】

本研究報告僅提供予特定人之客戶作為參考資料「非經同意不得轉載」。我們並不確保此資訊的完整性與正確性，投資人應了解，報告中有關未來預測之陳述可能不會實現，因而不應被依賴。而且此報告並非根據特定投資目的或依預定對象之財務狀況所撰寫出來的，因此，此研究報告的目的，既非對投資人於買賣證券、選擇權、期貨或其他證券相關之衍生性商品提供詢價服務，亦非作為進行交易的要約。投資人應注意到相關證券之價值及收益，可能會有無預警地上升或下降，產生投資回報金額可能比原始投資來得少的情形。