

## 森崴能源 (6806 TT) Shinfox Energy

離岸風電 3-2 期潛在訂單量達千億

買進 (初次報告)

目標價 (12 個月) : NT\$195.0

收盤價 (2024/07/09) : NT\$167.5

隱含漲幅 : 16.4%

## 營收組成 (2023)

工程 91%、售電 7%、服務 2%。

## 本次報告更新重點

項目	本次	前次
評等	買進	--
目標價 (NT\$)	195.0	--
2024年營收 (NT\$/十億)	18.4	--
2024年EPS	4.4	--

## 交易資料表

市值	NT\$37,020百萬元
外資持股比率	4.4%
董監持股比率	47.2%
調整後每股淨值 (2024F)	NT\$54.57
負債比	59.7%
ESG評級 (Sustainalytics)	高 (曝險程度共5級)

## 簡明損益表 (NT\$百萬元)

年初至12月	2022A	2023A	2024F	2025F
營業收入	4,301	11,250	18,364	26,088
營業利益	252	789	1,043	1,759
稅後純益	225	636	954	1,529
EPS (元)	1.23	2.94	4.40	7.05
EPS YoY (%)	-61.2	140.0	49.4	60.3
本益比 (倍)	136.7	57.0	38.1	23.8
股價淨值比 (倍)	3.5	3.3	3.1	2.8
ROE (%)	2.9	5.5	8.1	11.8
現金殖利率 (%)	0.3%	0.9%	1.2%	1.9%
現金股利 (元)	0.50	1.50	1.98	3.17

陳澤心

Amber.Chen53@yuanta.com

陳穆萱

Moo.Chen@Yuanta.com

## 元大觀點

- ◆ 隨台電二期風電專案進入 1) 世紀鋼水下基礎結構交付；2) 海事工程認列期間，預估森崴 2Q24/3Q24 EPS 季增 104.5%/37.9%。
- ◆ 子公司富威電力累積綠電轉供量達 2.9 億度電，既有簽約金額已達百億，預估森崴售電業務 2024/2025 年營收年增 78%/72%。
- ◆ 營收自 2Q24 進入認列高峰，參考 2021 年營運高峰時本益比約 25-30 倍，給予森崴買進評等，目標價 195 元(28x 2025 EPS 7.05 元)。

## 台電二期專案自 7 月進入海事工程階段，將迎營收認列高峰

台電二期風電案場契約容量達 294.5MW，扣除五年維運合約為 538 億元，為全台首座由全本土團隊承攬的離岸風電案場，三大成本為水下基礎、海事工程以及風機，合計佔比高達 70-80%，隨子公司寶崴旗下重吊船已於 2024 年 6 月抵台，專案正式進入實質海事工程施工階段，森崴將於 3Q24 全力趕工水下基礎安裝，並於 2Q25 展開風機安裝工程，預計 2024/2025 年將分別完成 30%/36%工程。本中心預估森崴 2024/2025 年工程營收分別達 164 億/228 億元，年增 60%/38%，佔營收比重達 89.5%/87.3%。

## 長線朝向國際市場布局，2026 年後擁國內與海外雙動能

森崴 2024-2025 年營運將以台電二期風電為主，同時朝向海外市場開發，2023 年 10 月與日本電力公司、越南再生能源共同投資越南再生能源電廠，第一期規模逾 200MW，預計 2024 年 10 月開始投入，未來更將搶佔菲律賓、泰國、越南、馬來西亞等海外統包商機。國內市場部分，森崴已投標離岸風電 3-2 期，以國產化排名來看，預估可取得案場規模達 600MW，金額上看千億，為台電二期專案的 2 倍，可望成為 2026-2030 年核心業務，森崴 2026 年後擁國內外雙成長動能，因此本中心看好長線獲利能力持續看增。

## 長期看好再生能源與綠電題材，給予森崴能源買進評等

本中心長期看好森崴國內離岸風電統包工程的龍頭地位，有望藉由 1) 台電二期統包工程經驗；2) 海事工程團隊優勢，持續於離岸風電 2026-2035 年第三階段取得大型案件。目前股價交易於 38/24 倍 2024/2025 年預估每股盈餘，考量台電二期專案進入營收認列高峰期間，且全球碳中和及 RE100 趨勢將持續推升綠電需求。因此參考 2021 年營運高峰時本益比約 25-30 倍，根據 2025 年 EPS 7.05 元、目標本益比 28 倍，推得目標價 195 元，給予買進評等。

## 營運分析

### 森崴能源為我國離岸風電統包工程龍頭

森崴能源成立於 2007 年，為正崴集團子公司，其營運以工程承攬為核心，並延伸服務與售電業務，提供完整再生能源工程與維運解決方案，包含太陽能、離岸風電、陸域風電、水力發電、儲能等再生能源電廠建置與維運，同時發展液化天然氣(LNG)進口、綠電交易平台等業務，為國內全方位專業能源服務領導廠商。2023 年營運比重以工程業務 91%最高，售電 7%次之，服務收入則佔 2%。

森崴能源專注於離岸風電建置，2024-2025 年主要營運動能為台電離岸風電二期計畫工程，該案件透過旗下子公司富崴能源承攬，工程規模達 538 億元，契約容量 294.5 MW，為全台首座由全本土團隊承攬的離岸風電案場。本中心長期看好森崴國內離岸風電統包工程的龍頭地位，有望藉由 1) 台電二期統包工程經驗；2) 海事工程團隊優勢，持續於離岸風電 2026-2035 年第三階段區塊開發取得大型工程案件。

圖 1：森崴能源事業亮點及營收成長率預估

	2023 營收佔比	主要產品及應用	成長動能	毛利率	2024F 營收 YoY	2025F 營收 YoY
工程	91%	再生能源案場開發及工程	離岸風電台電二期專案計畫	8-12%	60%	38%
售電	7%	電力平台與自有案場售電	RE100，綠電供不應求狀況持續擴大	10%	78%	72%
服務	2%	儲能與維運收入	市場調頻輔助穩定再生能源供電	30-40%	198%	74%

資料來源：公司資料、元大投顧預估

圖 2：森崴能源發展里程碑

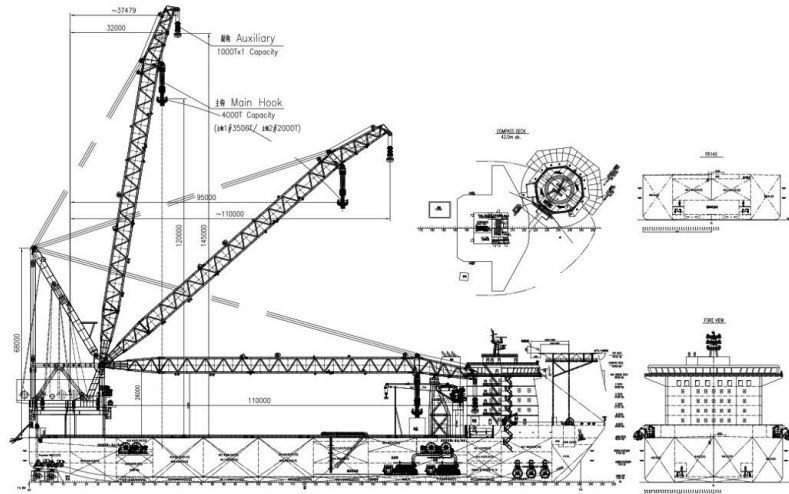


資料來源：公司資料、元大投顧

## 森崙 2022 年成立寶崙海事工程 SFE，為首支主攻離岸風電海事工程的船隊

國際海事工程船面臨供不應求，緊缺狀況預計將持續至 2030 年後，森崙能源為完善離岸風電團隊，2022 年在新加坡成立寶崙海事工程公司 SFE，成為目前台灣唯一從風場、施工、設備到船隻提供一條龍服務的公司。旗下巨人號(Hercules)重吊船已於 2024 年 6 月 21 日抵台，預計 7 月將展開台電二期離岸風電海上工程施作，執行水下基樁 Pin Pile 及套管式水下基礎 Jacket 安裝等工程。

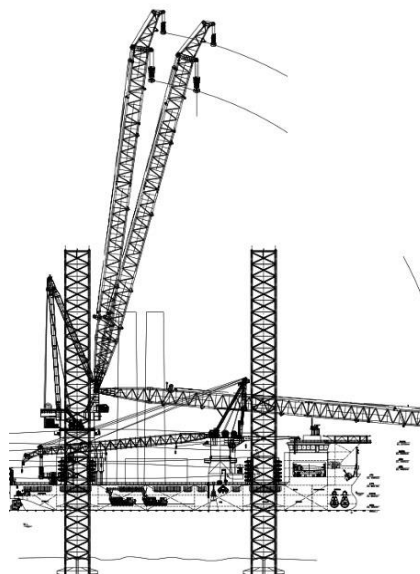
圖 3：寶崙海事重吊船示意圖



資料來源：公司資料、元大投顧

另外，海事風機安裝船則預計 2024 年 8 月建造完畢，未來將協助台電二期專案 2025 年 4 月的風機安裝作業。寶崙海事為目前本土唯一具備完整離岸風電施工船隻的廠商，2024-2025 年重心為台電二期專案海事工程，預計未來將持續承接國內離岸風電 3-2、3-3 主要風場的海事工程專案，並在離岸風電區塊開發追求國產化的趨勢當中可望繼續扮演重要角色。此外，寶崙更可於工程閒置期間，將船隻出租給國內外廠商使用，目前單日租金行情高達 50 萬美元，已相較 2021 年倍增，且毛利率達 40%，預計可提供額外營運動能。

圖 4：寶崙海事風機安裝船示意圖



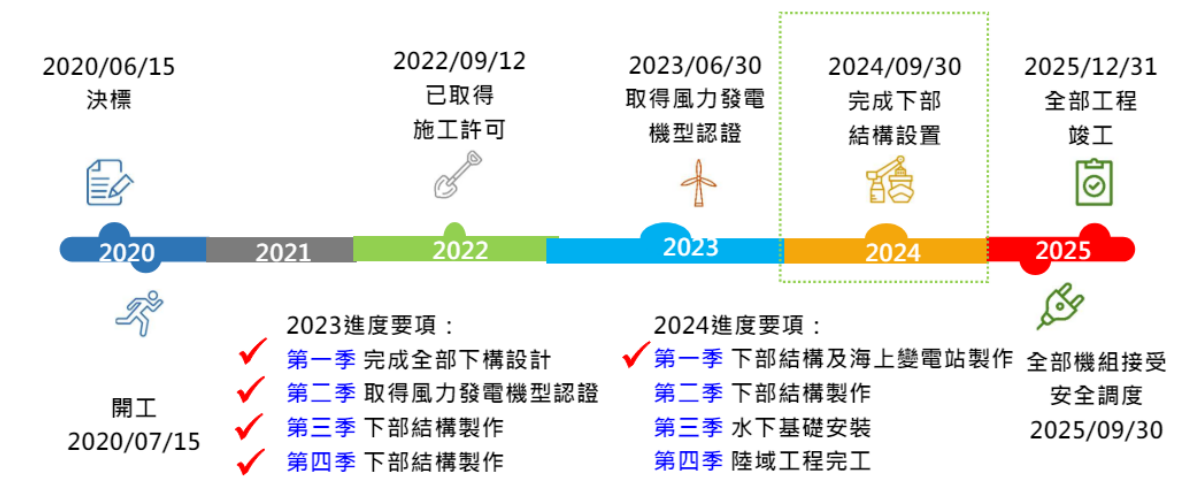
資料來源：公司資料、元大投顧

## 案場工程開發及建置

### ➤ 焦點工程 1：台電 538 億 294.5MW 離岸風電二期計畫

台電二期風電案場契約容量達 294.5MW，由子公司富崙能源於 2020 年 6 月 15 日得標，為首座由本土企業獨家承攬的離岸風電案場，工程期間為 2022-2026 年，專案於 2022 年 9 月取得施工許可，訂單總額達 628 億，扣除五年維運合約為 538 億元，三大成本為水下基礎、海事工程以及風機，合計佔比高達 70-80%，全案採用丹麥大廠 Vestas 風機共計 31 支 9.5 MW 風機，2023 年 6 月取得風力發電機型認證。

圖 5：2020-2025 年森崙能源台電二期離岸風電專案進度



資料來源：公司資料、元大投顧

### 台電離岸風電二期計畫已正式進入實質海事工程施工階段

台電二期風場 2024 年進度要項為 3Q24 完成下部結構設置，水下基礎結構由世紀鋼製作，原預計 1H24 完成全數交付、3Q24 開始水下基礎安裝，世紀鋼 2024 年 5 月與 6 月實際分別交付 3 座、2 座下部結構，截至 6 月底累計交付 16 座，進度稍微落後，然而世紀鋼目前月產能達 4 座，公司仍有信心可於 9 月底前將所有下部結構交付完畢。由於東北季風影響將影響 4Q24-1Q25 出海安全，隨巨人號已於 2024 年 6 月 21 日抵台，森崙將於 3Q24 全力趕工水下基礎安裝，目標 2024 年底施作完畢，並於 2Q25 展開風機安裝工程。若世紀鋼不幸遞延交付，亦或是工程進度落後，森崙能源將滾動式調整，若風向許可，不排除於 4Q24-1Q25 進行水下基礎安裝工程。

以目前案件進度來看，台電二期風電營收 2022 年認列 5%、2023 年累計認列 24%，優於原先 15-20%預期，主因部分海事工程設備款認列，預計 2024/2025 年將分別完成 30%/36%工程，2026 年僅認列 10%尾款，佔 2024/2025 年離岸二期將認列 161/194 億元營收。

➤ **焦點工程 2：彰品 54.6MW 陸域風電**

森崙彰品風力發電電廠為合資案場，約持有 50%，全案預計採用 4.2MW 陸域風機，13 組風力發電機組，預計開發總裝置容量 54.6MW，以陸域風場 EPC 1 MW 工程營收 5,000-6,000 萬元估算，全案總規模預估約達 30 億元。全案施工期間約長達 18 個月，分兩期 5 支風機、8 支風機，預計 2024 年可開始 5 支風機建置，估將認列 10% 工程收入，剩餘 8 支仍在協商土地問題，營收貢獻時間點落在 2025-2026 年，未來併網後將可帶來預計年發電量 12,731 萬度的效益。

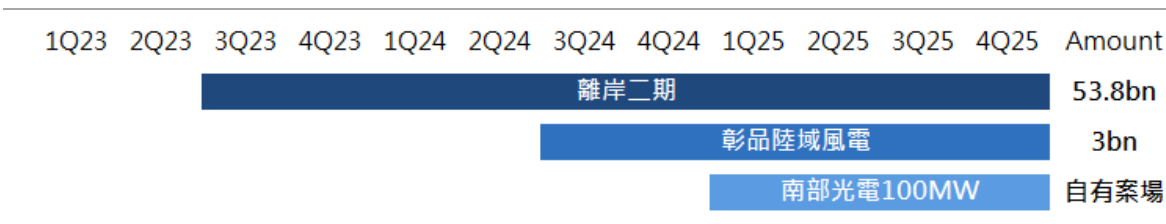
➤ **焦點工程 3：南部 100MW 太陽能**

為自有案場，分兩期 34MW (合資)、66MW (自有) 建置，預計開發總裝置容量 100MW，目前 34MW 待取得縣府同意函，預計 3Q24 取得籌設許可、2025 年開工，66MW 施工時間則待定。整體併網時間預計落在 2026 年後，將可帶來預計年發電量 12,500 萬度的效益。

➤ **焦點工程 4：九崙電力南科燃氣電廠**

九崙台南天然氣電廠 1,200MW，施工期間待定，訂單金額 620 億(一期 210 億)。目前因抗爭、選址問題暫停進度，仍待解決土地問題。

圖 6：2025 年底前森崙大型工程案營收主要認列時間預估



資料來源：公司資料、元大投顧預估

綜合以上所述，本中心預估森崙能源 2024/2025 年工程營收分別達 164 億/228 億元，年增 60%/38%，佔營收比重達 89.5%/87.3%。

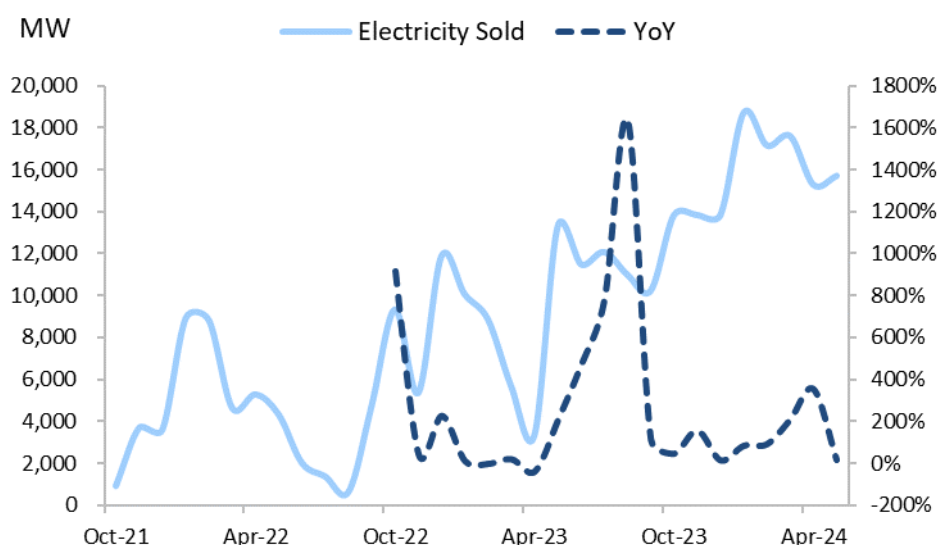
## 售電與服務

➤ **綠電交易**

除提供工程以及維運服務外，森崙亦可協助工程客戶在案場完工併網後，透過子公司富威電力的交易平台媒合再生能源案場與工商業客戶進行綠電交易。富威電力自 2020 年 5 月正式開始電能轉供，已整合裝置容量包含太陽光電 103.7 MW 以及陸域風電 28.8 MW，代表客戶包含日月光、鴻海、緯創、台達電、等業者，既有簽約金額已達百億，累積綠電轉供量達 2.9 億度電，一度電金額可達 5 元以上。富威電力預計於 2024 年底掛牌上市，配合正崙集團及台商全球布局的綠電需求，將版圖瞄準越南、印度、美洲等海外市場。



圖 7：富威電力自 2020 年 6 月起已累積售電 2.9 億度



資料來源：公司資料、元大投顧預估

### ➤ 儲能服務

森崴土城 7 MW/8.8MWh dReg0.25 自有案場，自 2022 年 8 月便已投入台電交易平台，持續提供電力系統動態調頻備轉服務。森崴宜蘭蘇東 50 MW/172.5 MWh E-dReg 專案，於 2023 年 12 月底建置完成，已通過測試並於 2024 年 4 月 3 日上線電力交易平台，開始貢獻營收，以 1 MW 年收入 1,000 萬計算，每年可帶來 5 億元營收。

圖 8：儲能輔助服務營收計算

案場	容量	種類	營收/MW	預計年收入
土城	7 MW	dReg	-	-
蘇澳港	50 MW	E-dReg	10mn NTD	475mn

資料來源：公司資料、元大投顧預估

### 長線朝向國際海事工程市場布局，2026 年後擁國內與海外雙動能

森崴能源 2024-2025 年營運將以台電二期海事工程施作為主，同時朝向海外市場開發，2023 年 10 月與日本 CHUGOKU 電力公司、越南再生能源開發商 BBPH 簽署合約，共同投資越南再生能源電廠，森崴能源持股 35%，第一期規模逾 200MW，預計 2024 年 10 月可以開始投入，未來更將搶佔菲律賓、泰國、越南、馬來西亞等海外統包商機。國內市場部分，森崴能源已投標離岸風電 3-2 期，2024/7/9 召開決標會議，預估森崴可取得案場規模達 600MW 以上，金額上看千億，為台電二期的 2 倍，可望成為 2026-2030 年核心業務，森崴能源 2026 年後擁國內與海外雙成長動能，因此本中心看好長線獲利能力持續看增。

2Q24 進入台電二期風電專案大量認列期間，預估 EPS 季增 104.5%

隨台電二期專案進入 1) 世紀鋼水下基礎結構交付；2) 海事工程認列期間，預估 2Q24 營收季增 80.8%/年增 122%至 42.2 億元。毛利率年減 1.3ppt 至 9.6%，主因台電二期專案毛利率低於集團平均，預估為 8-12%的區間下緣；營業利益率則隨營收規模放大，季增 3.2ppt 至 5.7%；稅後淨利 2 億元，季增 104.5%/年增 165.3%，EPS 0.93 元。

圖 9：2024 年第 2 季財測與預估比較

(百萬元)	2Q23A	1Q24A	2Q24F	季增率	年增率	2Q24F	預估差異
						市場預估	市場
營業收入	1,899	2,331	4,216	80.8%	122.0%	4,110	2.6%
營業毛利	208	215	406	88.7%	95.1%	409	-0.6%
營業利益	117	60	241	304.3%	106.2%	280	-13.8%
稅前利益	108	112	255	127.2%	136.5%	276	-7.6%
稅後淨利	76	99	202	104.5%	165.3%	221	-8.4%
調整後 EPS (元)	0.35	0.46	0.93	104.5%	165.3%	1.02	-8.4%
重要比率 (%)				百分點	百分點	百分點	
營業毛利率	11.0%	9.2%	9.6%	0.4	-1.3	9.9%	-0.3
營業利益率	6.2%	2.6%	5.7%	3.2	-0.4	6.8%	-1.1
稅後純益率	4.0%	4.2%	4.8%	0.6	0.8	5.4%	-0.6

資料來源：公司資料、Bloomberg、元大投顧預估

預估 3Q24 工程將部分遞延至 4Q24-1Q25，然而仍估 EPS 季增 37.9%

因台電二期風電專案 1) 寶崙巨人號(Hercules)重吊船由 4 月遞延至 6 月抵台；2) 世紀鋼水下基礎交付進度落後，3Q24 工程將部分遞延至 4Q24-1Q25，預估 3Q24 營收 51.8 億元，季增 23.0%/年增 92.4%，低於市場原預估 25.2%；預估毛利率年減 0.8ppt 至 9.7%，營業利益率則隨營收規模不斷提升，季增 0.7ppt 至 6.4%；稅後淨利 2.8 億元，季增 37.9%/年增 129.7%，EPS 1.29 元。

圖 10：2024 年第 3 季財測與預估比較

(百萬元)	3Q23A	2Q24F	3Q24F	季增率	年增率	3Q24F	預估差異
						市場預估	市場
營業收入	2,694	4,216	5,184	23.0%	92.4%	6,928	-25.2%
營業毛利	284	406	503	23.9%	77.4%	644	-21.8%
營業利益	188	241	333	38.2%	77.6%	473	-29.5%
稅前利益	157	255	343	34.4%	118.5%	474	-27.4%
稅後淨利	121	203	279	37.9%	129.7%	379	-26.4%
調整後 EPS (元)	0.56	0.93	1.29	37.9%	129.7%	1.75	-26.4%
重要比率 (%)				百分點	百分點	百分點	
營業毛利率	10.5%	9.6%	9.7%	0.1	-0.8	9.3%	0.4
營業利益率	7.0%	5.7%	6.4%	0.7	-0.5	6.8%	-0.4
稅後純益率	4.5%	4.8%	5.4%	0.6	0.9	5.5%	-0.1

資料來源：公司資料、Bloomberg、元大投顧預估

## 同業比較分析

### 國內能源服務同業營收以工程為主，長線擴大提供多元能源解決方案

風電與光電為政府再生能源發展重心，並規劃於 2025 年建置儲能設備 1,500MW。目前國內能源服務同業營收組成仍多以再生能源工程為主，比重達 90%，並擴大提供多元能源解決方案，未來隨案場開發量體不斷累積，高毛利電力交易與維運等服務有望提升。森崴能源以離岸風電為核心，營收約 80-90%來自風場工程，國內同業雲豹能源、泓德能源則分別以儲能以及太陽能為主，營收採完工比例法認列。國內離岸風電規模龐大，案場容量可達 300-1,000MW，1MW 建置成本高達 1.5-2 億元，遠高於太陽能/儲能工程 1MW 的 0.4-0.6 億元，單一案場金額動輒 500 億元以上，隨政府 2026~2035 離岸風電第三階段區塊開發將陸續釋出 15GW 容量，潛在工程商機達兆元，森崴可望藉由離岸風電第二階段的經驗與優勢持續受惠。

圖 11：2023 年國內能源服務同業營收佔比

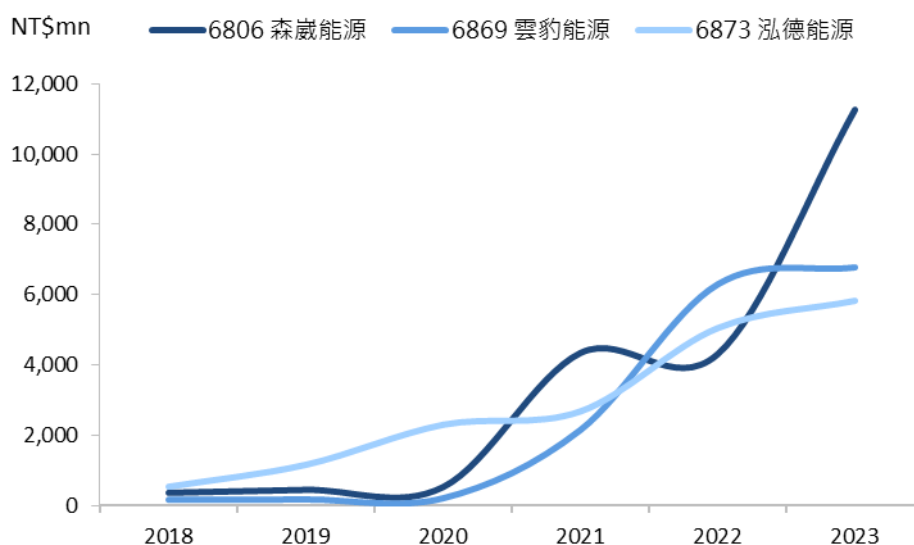
公司	森崴能源 (6806 TT)		雲豹能源 (6869 TT)		泓德能源 (6873 TT)	
營收組成	工程 - 離岸風電	91%	工程 - 儲能	62%	工程 - 太陽能	60%
	售電	7%	工程 - 太陽能	20%	工程及服務 - 儲能	37%
	服務	2%	工程 - 水處理	6%	其他 - 售電/充電樁	3%
			電力交易	5%		
			維運	3%		

資料來源：公司資料、元大投顧

### 台電二期離岸風電案場自 2023 年大量認列營收，森崴營收規模大幅超越同業

森崴能源離岸風電台電二期 538 億專案施工期間為 2022-2026 年，隨工程 2022 年認列 5%、2023 年認列 19%，帶動森崴能源 2023 年營收突破百億元水準。觀察同業 2023 年狀況，由於 1) 總統大選期間為避免居民陳情抗議，2H23 年太陽能施工許可函遞延發放；2) 2023 年 5 月儲能併網申請超標 8 倍，呈現供過於求，雲豹能源與泓德能源建置進度普遍落後，森崴能源 2023 年營收規模大幅超越同業。展望 2024-2025 年，二期專案進入認列高峰，合計將貢獻約 350 億元，預估森崴能源營收規模仍將持續領先同業。

圖 12：森崴能源 2023 年營收規模大幅超越同業



資料來源：公司資料、元大投顧預估



## 台灣政府規劃於 2050 年達淨零排放，風電為能源轉型發展重心

我國政策目標於 2025 年時，再生能源發電量佔比達 20%，長期目標 2050 年再生能源發電佔比超過 60%。風電為再生能源發展重心之一，依據我國經濟部綠能產業規劃，離岸風電主要分為三個階段開發，分別為「先示範、次潛力、後區塊」，目標於 2025 年累計裝置 5.6GW，2026-2030 每年增加 1.5GW，預計 2030 年離岸風電裝置量達 13.1 GW，2050 年達 40-55 GW，離岸風電將朝浮動式、大型化機組發展逐步落實。

- **第一階段「示範獎勵」237.2MW**：2012 年公布《示範獎勵辦法》，海洋風場 128MW 於 2019 年商轉，為臺灣首座正式營運的離岸風力發電場；台電一期 109.2MW 於 2021 年商轉。
- **第二階段「潛力場址」5.5GW**：2018 年完成「遴選」與「競價」作業，分別選出 10 個風場共 3,836MW，以及 4 個風場共 1,664MW 的併網容量，規劃於 2025 年底前完工。
- **第三階段「區塊開發」15GW**：分為三期，每一期分配 3GW，第一期目標併網年度為 2026-2027 年；第二期併網年度為 2028-2029 年；第三期併網年度為 2030-2031 年，預計 2026~2035 年釋出共 15GW。

圖 13：離岸風電第一&二階段風場進度

分配機制	風場	位置	開發商/大股東	容量(MW)	表定併網時間	進度
第一階段-示範獎勵 2019-2022年	海洋	苗栗	風睿能源、沃旭、Macquarie、JERA	128.0	2,019	已於2019年12月併網
	台電一期	彰化	台電	109.2	2020	已於2021年8月全數併網
	海能	苗栗	風睿能源、Macquarie、JERA	376.0	2,020	已於2023年3月全數併網
	允能	雲林	天豐新能源、双日電力、EGCO、Total Energies	640.0	2021	大部分風機已完工且併網，目標在2024年完成80座風機的安裝作業
	麗威	桃園	天豐新能源	350.0	2,021	已遭撤銷籌設計可
	大彰化東南	彰化	沃旭、CDPQ、國泰永續私募股權基金	605.2	2021	已於2024年4月全數併網
	大彰化西南一期	彰化	沃旭	294.8	2,021	已於2024年4月全數併網
第二階段-潛力場址 2021-2025年	彰芳-西島	彰化	CIP、GPSC、台灣人壽、全球人壽	600.0	2024	於2022年11月首次送電；2024年5月已全數完工
	台電二期	彰化	台電	294.5	2,024	目前正進行海域工程，預計2025年底併網
	中能	彰化	中鋼、CIP	300.0	2024	預計在2024年底完工
	海龍	彰化	北陸能源、Gentari、玉山能源、三井物產	294(2A)	2,024	海龍2A已確定延至2025年併網，
				224(2B) / 504(B)	2,025	海龍2B及海龍3則預計延至2026年併網；競標案場所發電力已與一投資級企業簽訂CPPA
	大彰化西南/西北二期	彰化	沃旭	337.1 / 582.9	2025	與台積電簽訂CPPA，並達成最終投資決定，預計2025年底完工
	海峽一期	彰化	天豐新能源、力麗	300	2,025	海峽一期於2022年8月遞補遭廢止許可之麗威案，預計2025年底完工併網

資料來源：GWEC、元大投顧

國際原物料大漲、施工船緊缺，離岸風電 3-1 期併網展延 1 年

離岸風電第一階段「示範獎勵」2 座風場已於 2021 年 8 月全數併網；第二階段「潛力場址」5.5GW 持續建置中，目標於 2024-2025 年陸續完工併網。國內離岸風電目前邁入第三階段「區塊開發」，第三階段分為三期，3-1 期共獲配 5 座風場，總容量為 2.3GW，其完工併網期程原預定於 2026 至 2027 年，然而考量近期因全球因通膨、升息高利率，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，觀察大型船舶日租價格已相較 2021 年成長 2 倍以上，風場投報率 IRR 下滑，開發商與購電企業 CPPA 價格談判陷入膠著，經濟部確定通案展延一年，其完工併網時程將延至 2027 至 2028 年，期望以「時間換取空間」。展望未來，第三階段「區塊開發」後續觀察重點為 1) 與企業購售電合約 CPPA 簽約狀況；2) 案場投報率 IRR；3) 籌資進度；4) 國產化供應鏈成本與價格。

圖 14：離岸風電 3-1 期風場進度

分配機制	風場	位置	開發商/大股東	容量(MW)	表定併網時間	進度
第三階段-區塊開發 2026-2035年	海峽二期	彰化	天豐新能源、力麗	300	2027	已簽署行政契約確定開發
	海鼎二	彰化	Corio、Total Energies	600	2,027	已簽署行政契約確定開發
	溫妙	台中	CIP	500.0	2027	已簽署行政契約確定開發， 為3-1期首個完成水下基礎最終合約的風場， 更是唯一不需要展延，仍維持承諾2027年如期併網
	加能	彰化	北陸能源	500.0	2,028	已宣布放棄開發
	海盛	苗栗	風睿能源、雲豹能源、 天力離岸、永冠	495.0	2028	已簽署行政契約確定開發
	環洋	彰化	台亞、法國電力	440.0	2,028	已簽署行政契約確定開發
	達天	彰化	天豐新能源	165.0	2028	已宣布放棄開發

資料來源：GWEC、元大投顧

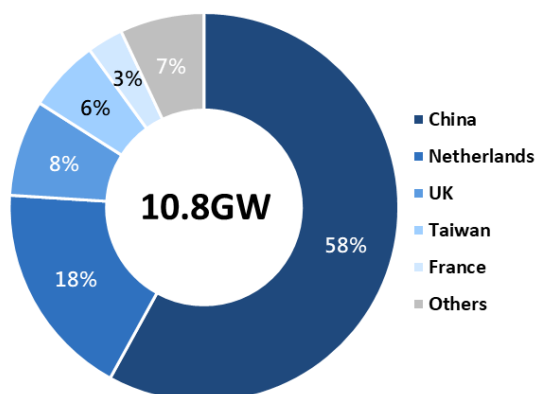
離岸風電 3-2 期單一風場規模上看 1GW，森崴拿下第一順位

第三階段「區塊開發」3-2 期於 2024 年 4 月截止送件，投標廠商包含科理歐、德能、哥本哈根基礎建設基金 CIP、風睿能源 SRE、森崴集團以及沃旭能源共六家開發商，併入 3-1 期未分配的容量後，最終總容量約 3.6GW，按選商機制來看，第一順位可分配 900MW、第 2 順位 700MW，其他名次 3 個案場各為 500MW，並若檢附 2 家以上集團簽訂的購電合作意向書(LOI)，即可爭取增加 100MW 彈性開發容量。3-2 期原定 2024 年 6 月底前公布選商結果，遞延至今日公布結果，在比對國產化等分數後排序結果，森崴集團又德、風睿(SRE)海廣、沃旭的大彰化東北分居前三名，第四至第六名分別為 CIP 溫妙、科里歐(Corio)海鼎一，及德能的德帥，併網時間估將隨 3-1 期遞延一年至 2028 年後。

## 截至 2023 年底我國離岸風電設置量突破 2GW，約佔全球總設置量的 3%

根據全球風能協會 GWEC 統計，2023 年全球離岸風電共新增 10.8GW，地區佔比依序分別為中國 58%、荷蘭 18%、英國 8%、台灣 6%、法國 3%，2023 年臺灣離岸風電共新增 0.69GW，全球排名第四。經濟部指出，台灣截至 2023 年底完成累計安裝 283 座風力機，累計設置量已達 2.25GW，達成政府原定 2.03 至 2.43GW 設置量的目標，本中心換算臺灣約佔全球總設置量的 3%。展望 2024 年，經濟部預計達成 314 至 374 座風力機組安裝，目標累計裝置容量達 2.56 至 3.04GW。

圖 15：2023 年全球風電新增裝置容量地區分布

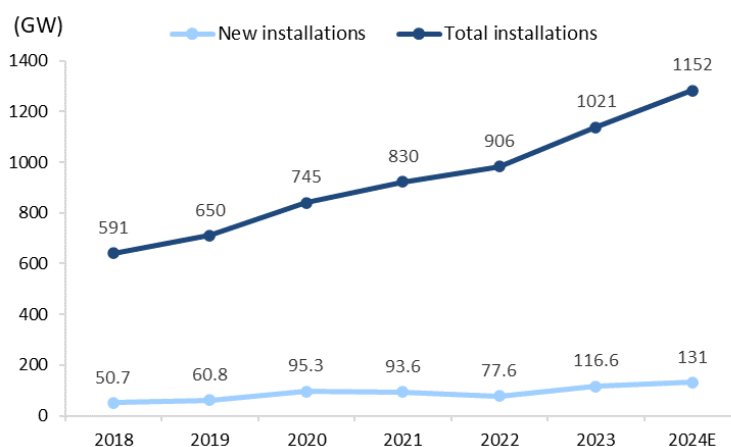


資料來源：GWEC、元大投顧

## 2023 年全球新增風電裝置量達 116.6GW，較 2022 年大幅增加 50%

2023 年全球新增風電裝置量達 116.6GW，年增 50%，為歷年新高，帶動全球累計裝置容量達 1,021GW，年增 13%。2023 年陸上風電首次單年突破 100GW 新增裝置量，總計 105.8GW；離岸風電部分，總裝置容量為 10.8 GW，為歷史第二佳紀錄。2023 年新增風電裝置容量前五名國家分別為：中國、美國、巴西、德國以及印度，其中中國新增裝置容量為 75GW，佔全球總量近 65%，展望未來，機構預估 2024 年全球風電新增容量達 131GW，持續創下新高。

圖 16：2018-2024E 全球風電累計/新增裝置容量

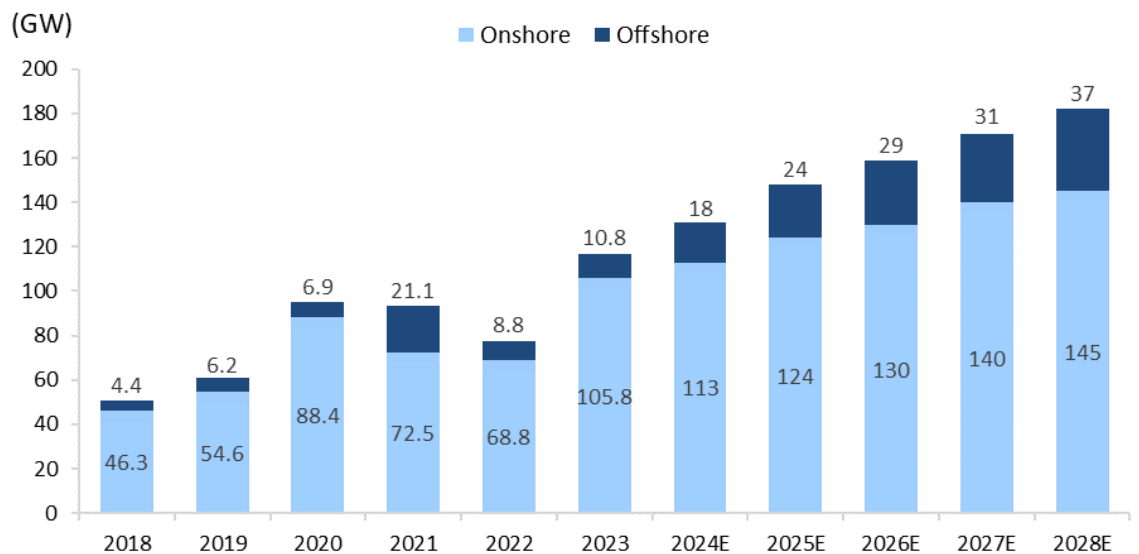


資料來源：GWEC、元大投顧

## 預估 2023-2028 年全球新增離岸風電裝置量 CAGR 達 30%

GWEC 預估 2028 年全球新增風電裝置量將達 182GW，2023-2028 年 CAGR 達 9.4%，其中離岸風電全球新增風電裝置量將達 37GW，CAGR 高達 30%。未來成長動能包括 1) 俄羅斯入侵烏克蘭後，歐洲加速再生能源發展，以實現能源安全；2) 美國降低通膨法案(IRA)有助於 2023 -2032 年清潔能源發展，更有助於本土供應鏈的創建；3) 清潔能源已成為中國經濟成長的主力，在推出「30-60 目標」後，中國政府制定了 2060 年非再生能源佔總能源 80%以上的目標；4) 在經歷了動盪的 2023 年之後，各國政府和開發商仍然堅持開發離岸風電的浮動式離岸風電技術、Power-to-X (是一種電力轉換、能量儲存以及剩餘再生能源的再轉換途徑)等解決方案將進一步解鎖離岸風電在支援全球能源轉型方面的潛力；5) 東南亞、中亞、北非等新興市場將有所成長。

圖 17：2018-2028E 年全球風電新增裝置容量

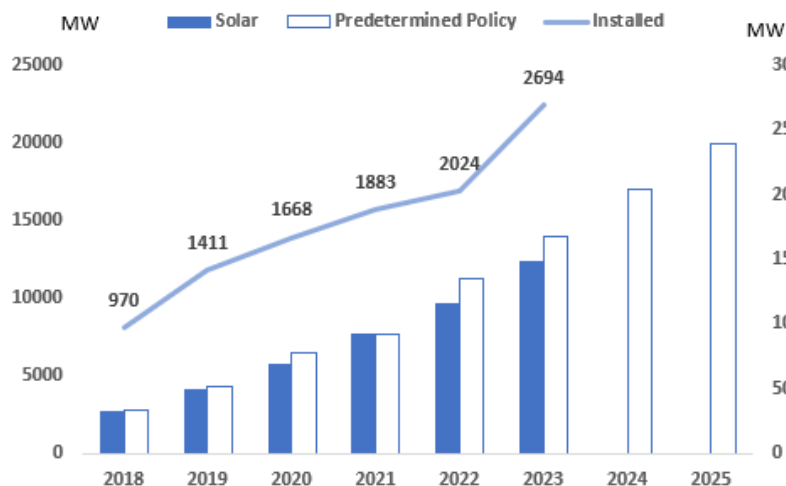


資料來源：GWEC、元大投顧

## 2023 年太陽能建置因選舉導致進度落後，預期 2H24 重返步調

我國「2050 年淨零排放路徑」中，太陽光電 2025 年目標建置 20GW；2026~2030 年則以每年新增 2GW 為目標，2030 年後至 2050 年太陽光電目標設置裝置量達到 40~80 GW。截止 2023 年，台灣太陽光電累積裝置容量僅 12.4GW，設置進度落後，距離 2025 年 20GW 建置目標仍有將近 8GW 缺口。

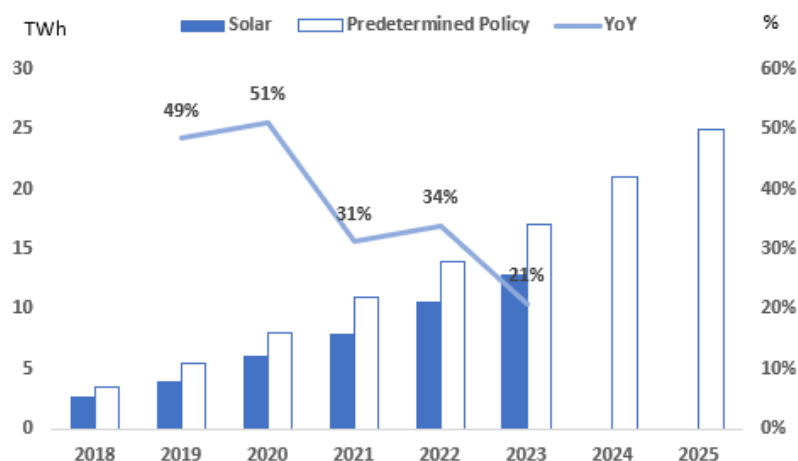
圖 18：全台太陽光電安裝量逐年增加，2023 年累計裝置容量達 12.4GW



資料來源：台電、元大投顧

過去數年台灣再生能源建置進度雖略微落後政府政策目標，2023 年更是受到總統大選因素影響，為避免居民陳情抗議，許多大型太陽能案廠進度延後，然而 2023 年建置量仍達 2.7GW，為歷年新高，台電數據更顯示太陽能發電量長年維持 20%以上增速。長期而言，核二除役後電力缺口加大，綠能產業向上趨勢不變，預計 2H24 之後重返加速建置步調。

圖 19：儘管略微落後政策目標，太陽能發電量長年維持 20%以上增速

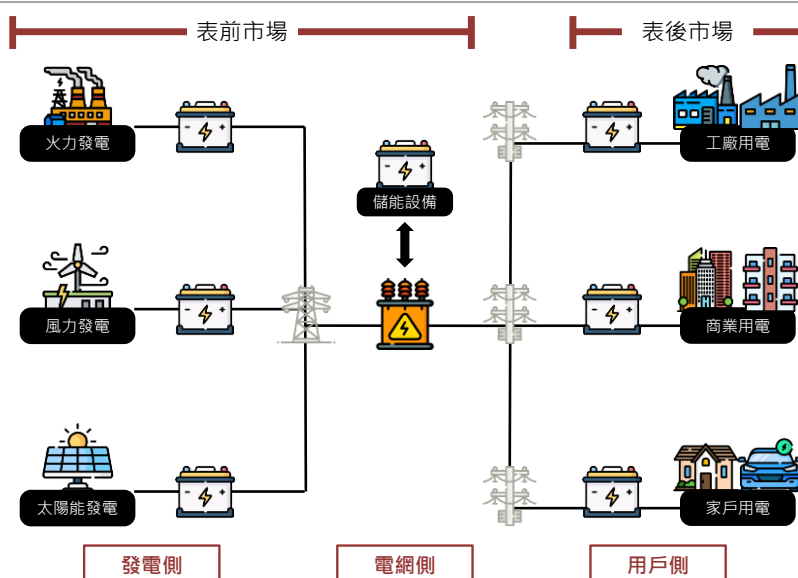


資料來源：台電、元大投顧

## 儲能輔助服務

儲能系統可分為表前市場與表後市場，表前市場包含電網側、發電側；表後市場則以用戶側為主。前者範圍包含電力輔助服務(電力交易平台)、風光電站配套；後者則包含工商業用電大戶條款、RE100、充電樁、UPS、自發自用等需求。2030 年前台灣仍以表前市場為大宗，主要動能來自台電以及經濟部所推行的風光案場配套。

圖 20：表前市場與表後市場

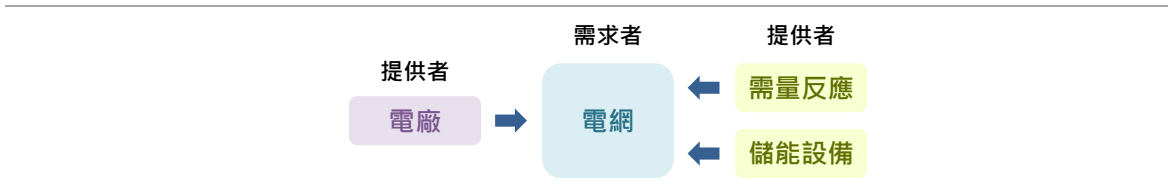


資料來源：InfoLink、元大投顧

儲能輔助服務之定義為確保電能供應穩定、滿足電壓與頻率要求所需要的一系列服務。主要用於電力系統的穩定，需求者為整體電網，傳統上的提供者為電廠，隨著再生能源的發展，發電量的變動提高，必須增加用戶端的需量反應以及儲能設備作為新興提供者。



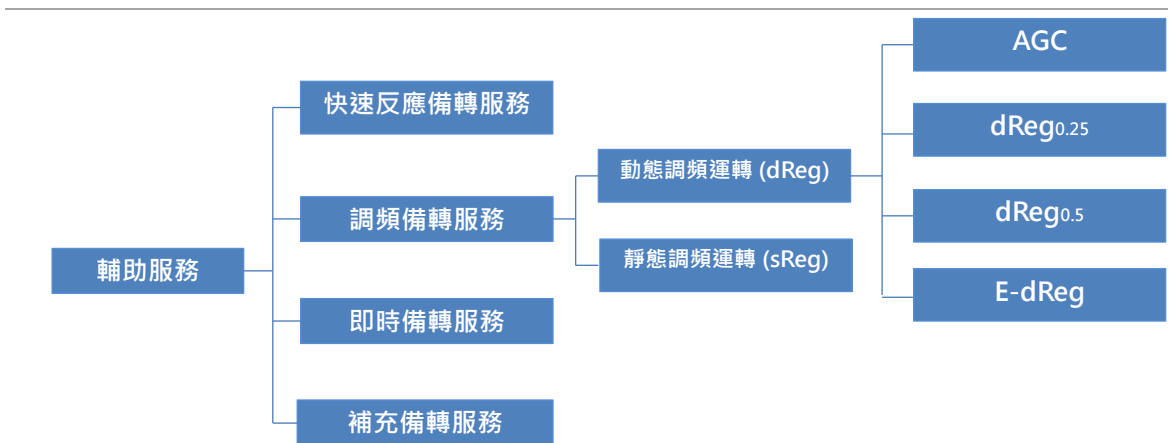
圖 21：輔助服務供需結構



資料來源：台電-輔助服務概論

調頻備轉服務(Regulation Reserve)包含靜態調頻備轉(Static Regulation Reserve · sReg)、動態調頻備轉(Dynamic Regulation Reserve · dReg)。dReg 儲能系統則可追隨頻率進行上下雙邊調頻，依據電網高於或低於 60Hz 的程度進行充放電。dReg 之後綴數字代表其系統調頻區間，分為 dReg0.25 與 dReg0.5，代表調頻區間為 60Hz 正負 0.25/0.5Hz。此外，台電推出增強型動態調頻備轉(Enhancement Dynamic Regulation Reserve · E-dReg)，將功率型電池與能量型電池組合後形成複合型電池儲能。

圖 22：輔助服務分類



資料來源：InfoLink、元大投顧

## 能源自主、多元為我國能源政策之重要方針，預期儲能建置需求量將逐年調升

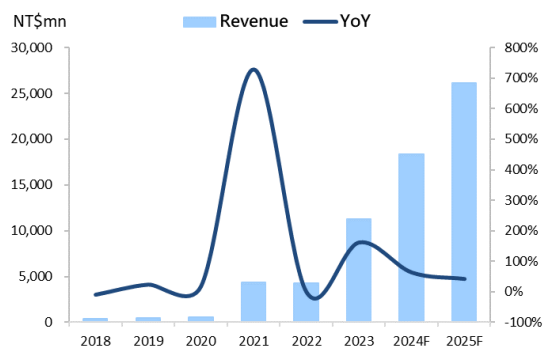
具備自主、多元化的再生能源，為我國能源發展主軸。配合再生能源設置規模持續擴大，白天有太陽光電可維持供電充裕，考量再生能源的間歇性，且於夜間太陽光電無法發電的情況，必須搭配儲能設施或抽蓄水力，以維持系統穩定，但抽蓄水力有枯水期影響之問題。依過去用電統計資料，日間電力系統尖峰時段約 6 小時，夜間尖峰時段約 3 小時，在政府全力擴大再生能源設置下，白天有太陽光電挹注，供電狀況可維持充裕，然而日落後太陽光電減少之發電量將使電力系統供電壓力轉移至夜尖峰時段，因此未來規劃課題須著重於夜尖峰用電評估及電力供給規劃。燃氣機組亦能快速響應以因應夜間尖峰問題，但在考量未來新設置燃氣機組之排程規劃不確定性變數仍多，包括環評進度、興建工程關鍵進度及地方支持等，且易受國際化石燃料價格波動、地緣政治等問題影響發電成本與供電穩定性。因此能源自主、多元及傳統機組限制等綜合考量下，經濟部能源署規劃電網儲能以削峰填谷為主要應用，2030 年 3GW 裝置量為目標，依再生能源滲透率逐年檢討需求量。

## 財務分析

### 工程佔比逐年提升下，毛利率維持穩定趨勢

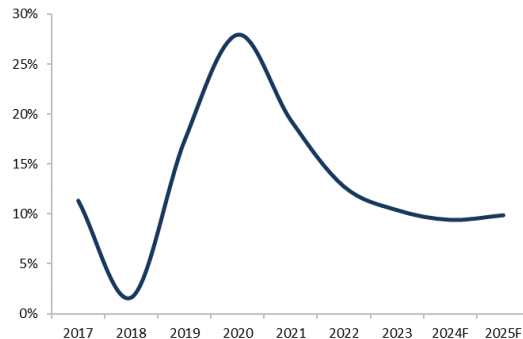
森崴營收自 2018 年的 3.5 億元以 CAGR 99.2%成長到 2023 年 112.5 億元，並預估後續將以 CAGR 52.3%成長至 2025 年的 260.9 億元。毛利率自 2019 年至 2023 年均維持在 10%-19%的區間，惟 2018 年毛利率低至 2%，及 2020 年毛利率飆升至 27.9%，毛利率在 2018-2020 年逐年急遽上升，主因 2018 年承攬之工程案之部分包商施工品質未符合預期導致追加工程，使當年度毛利率降低，森崴 2019 年底透過換股取得富崴能源 100%股權，因富崴能源售電毛利率高於一般工程業務，故 2019 年至 2020 年毛利率隨太陽能電廠陸續完工，售電收入較 2018 年度成長，營業毛利隨之成長，而自 2H20 起隨著新承攬之大型工程投入程度增加，工程收入佔比逐年提升，故毛利率隨之逐年降低，毛利率變化趨勢至 2023 年度趨緩。展望未來，預估 2024/2025 年毛利率為 9.5%/9.9%，年減 0.8ppt/年增 0.4ppt，毛利率維持穩定趨勢。

圖 23：2018-2023 年營收 CAGR 為 99.2%



資料來源：公司資料、元大投顧預估

圖 24：毛利率走勢圖

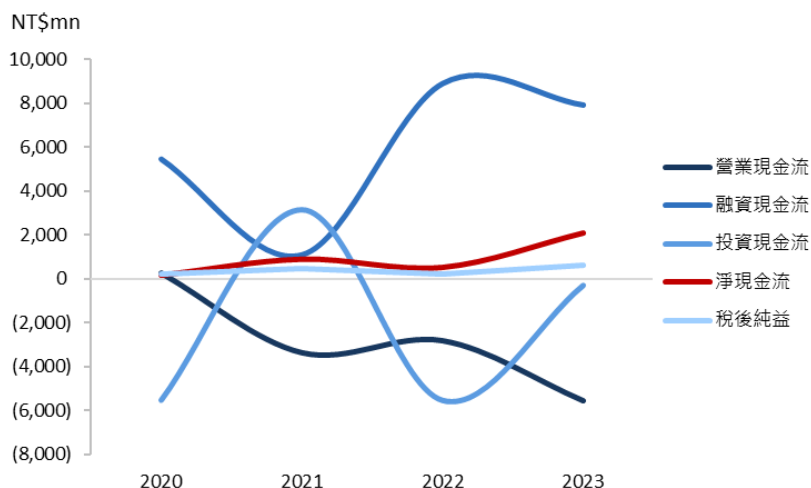


資料來源：公司資料、元大投顧預估

### 待森崴依照專案進度逐步認列營收後，融資狀況將有所改善

森崴之淨現金流入主要來自於融資現金流，融資現金流高峰主要落在 2022 年，推估主因為成立寶崴海事工程 SFE。展望後市，預估 2024 年將進入借款高峰，惟本中心認為此借款主要用於台電離岸二期工程，後續公司將依照專案進度逐步認列營收，融資狀況亦將逐步改善。

圖 25：森崴過去之淨現金流入主要來自於融資現金流

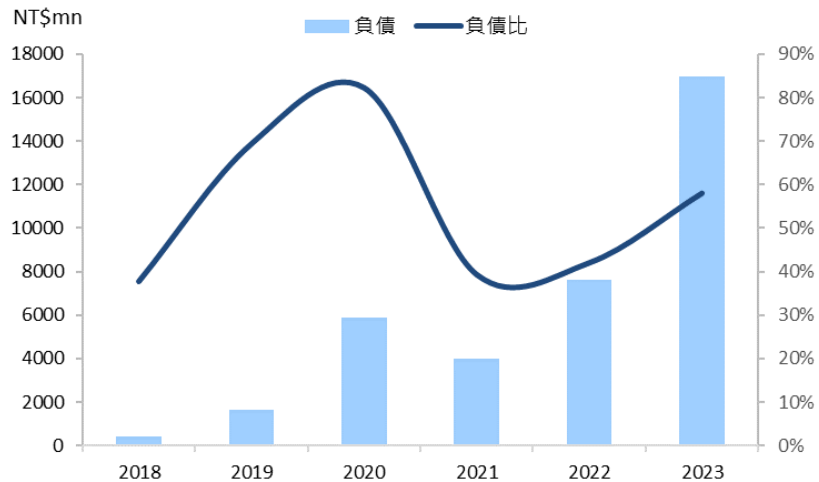


資料來源：公司資料、元大投顧整理

## 隨台電離岸二期工程開始施作，資金需求增加使負債比逐年提升

森崴負債比率自 2018 年的 37% 成長至 2020 年 82%，又於 2021 年降至 39%，並於 2023 年回升至 58%，主因 2021 年隨著離岸工程承攬資金需求逐年提升，於 2021 年辦理現金增資以因應工程資金周轉，負債比大幅降低，2022 年隨著台電離岸二期工程開始施作，因資金需求逐年提升而使融資金額增加，故負債比逐年提升。預估自 2024 年公司依照專案進度逐步認列營收後，負債比可望回歸正常水位。

圖 26：自 2022 年起，台電離岸二期工程之資金需求使負債比提升

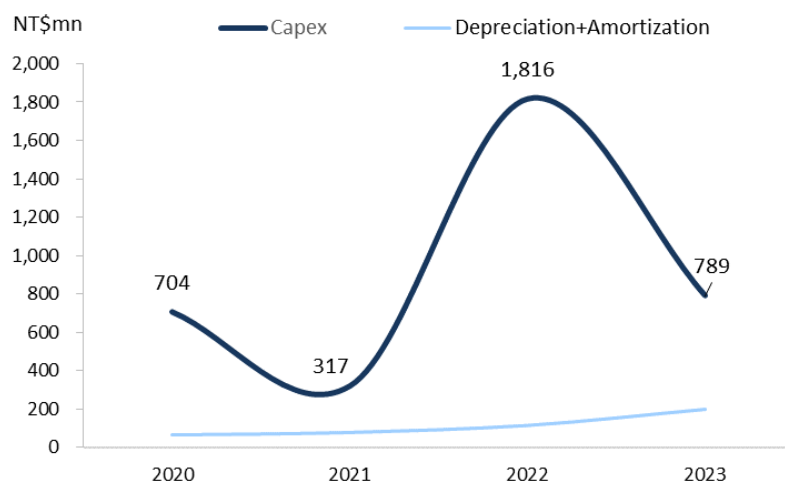


資料來源：公司資料、元大投顧整理

## 離岸風電 3-2 期案場規模達 600MW 以上，預估 2024 年資本支出成長 179%

森崴的資本支出因子公司富威電力於 2022 年底至 2023 年底於宜蘭興建 50MW 儲能案場，故於 2022 年呈急遽上升趨勢。展望未來，預估 2024/2025 年資本支出 YoY+178.7%/-9.1%，主因森崴目前投標之離岸風電 3-2 期，案場規模為台電二期之 2 倍，達 600MW 以上。

圖 27：資本支出示意圖



資料來源：公司資料、元大投顧整理

## 獲利調整與股票評價

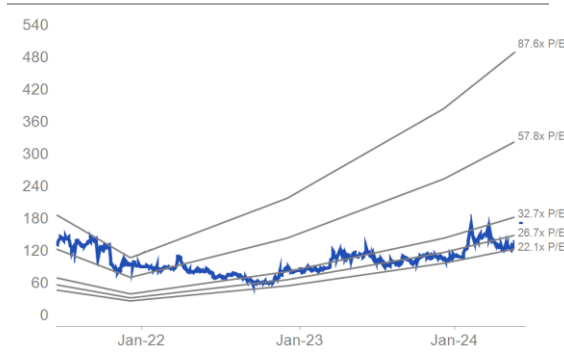
### 台電二期風電專案進入營收認列高峰，給予買進評等

本中心預估森崙能源 2024/2025 年工程營收分別達 164 億/228 億元，年增 60%/38%，佔營收比重達 89.5%/87.3%。預估推升 2024/2025 年整體營收至 184 億/261 億，年增 63%/42%；毛利率 9.5%/9.9%，年減 0.9ppt/年增 0.4ppt，主因台電二期專案毛利率低於集團平均，預估為 8-12% 的區間下緣；2024/2025 年 EPS 4.40 元/7.05 元，年增 49%/60%。

目前股價交易於 38/24 倍 2024/2025 年預估每股盈餘，考量 1) 台電二期專案進入海事工程期間，為營收認列高峰；2) 森崙為國內離岸風電統包工程的龍頭，看好於離岸風電 2026-2035 年第三階段區塊開發取得大型工程案件；3) 全球碳中和以及 RE100 趨勢將持續推升綠電需求。因此參考 2021 年營運高峰時本益比約 25-30 倍，根據 2025 年 EPS 7.05 元、目標本益比 28 倍，推得目標價 195 元，給予買進評等。

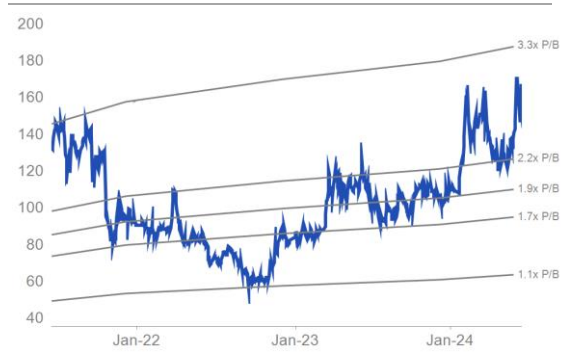
投資風險：1) 離岸風電工程進度遞延；2) 上游原物料成本維持高檔；3) 政策變化因素。

圖 28：12 個月預期本益比區間圖



資料來源：公司資料、元大投顧

圖 29：12 個月預期股價淨值比區間圖



資料來源：公司資料、元大投顧、CMoney

### 仍須留意國內再生能源與電網發展實際執行進度

我國雖推動 2050 年淨零轉型計畫，目標再生能源發電佔比要達到 60%至 70%，然而再生能源可能因 1) 選址不易；2) 地方居民陳情抗議；3) 政策因素；4) 無法取得融資而使進度有所遞延。台電強韌電網計畫方面，觀察過往台電輸配電計畫，七輸變電計畫則遭遇經濟、抗爭等內外因素影響而展延工期，並微幅下調預算總額，因此本中心雖看好淨零轉型長期趨勢，相關台廠將受惠，仍建議投資人需留意計畫發展實際執行進度。

圖 30：同業評價比較表

公司	代碼	評等	股價	市值 (百萬美元)	調整後每股盈餘			本益比(倍)			調整後每股盈餘成長率(%)		
					2023	2024	2025	2023	2024	2025	2023	2024	2025
森崴能源	6806 TT	買進	167.5	1,121	--	4.40	7.05	--	38.1	23.8	--	--	60.3
國內													
雲豹能源	6869 TT	未評等	255.0	469	8.8	10.0	11.5	29.1	25.6	22.2	117.7	13.5	15.6
泓德能源	6873 TT	買進	234.0	690	8.4	14.0	18.7	28.0	16.7	12.5	2.2	67.8	33.4
國內平均					8.6	12.0	15.1	28.5	21.2	17.3	60.0	40.6	24.5

資料來源：公司資料、元大投顧、Reuters；每股盈餘數字以當地貨幣為單位；股價依首頁收盤價日期為準。

圖 31：同業評價比較表 (續)

公司	代碼	評等	股價	市值 (百萬美元)	股東權益報酬率(%)			每股淨值			股價淨值比(倍)		
					2023	2024	2025	2023	2024	2025	2023	2024	2025
森崴能源	6806 TT	買進	167.5	1,121	5.5	8.1	11.8	51.61	54.57	59.73	3.3	3.1	2.8
國內													
雲豹能源	6869 TT	未評等	255.0	469	21.8	27.8	28.6	33.6	37.8	42.8	7.6	6.8	6.0
泓德能源	6873 TT	買進	234.0	690	18.4	31.2	33.2	56.7	44.5	56.4	4.1	5.3	4.2
國內平均					20.1	29.5	30.9	45.1	41.1	49.6	5.9	6.0	5.1

資料來源：公司資料、元大投顧、Reuters；每股淨值數字以當地貨幣為單位；股價依首頁收盤價日期為準。



圖 32：季度及年度簡明損益表 (合併)

(NT\$百萬元)	1Q2024A	2Q2024F	3Q2024F	4Q2024F	1Q2025F	2Q2025F	3Q2025F	4Q2025F	FY2024F	FY2025F
營業收入	2,331	4,216	5,184	6,633	4,463	5,887	7,175	8,563	18,364	26,088
銷貨成本	(2,116)	(3,810)	(4,681)	(6,005)	(4,012)	(5,307)	(6,460)	(7,735)	(16,611)	(23,514)
營業毛利	215	406	503	628	451	580	715	829	1,753	2,574
營業費用	(156)	(165)	(170)	(220)	(165)	(180)	(210)	(260)	(711)	(815)
營業利益	60	241	333	408	286	400	505	569	1,043	1,759
業外利益	53	14	10	22	0	6	28	57	97	93
稅前純益	112	255	343	430	286	406	533	626	1,140	1,852
所得稅費用	(28)	(56)	(69)	(72)	(67)	(86)	(105)	(97)	(224)	(355)
少數股東權益	(15)	(3)	(5)	(15)	(8)	(8)	(8)	(8)	(38)	(32)
歸屬母公司稅後純益	99	202	279	373	227	328	436	537	954	1,529
調整後每股盈餘(NT\$)	0.46	0.93	1.29	1.72	1.05	1.51	2.01	2.48	4.40	7.05
調整後加權平均股數(百萬股)	217	217	217	217	217	217	217	217	217	217
重要比率										
營業毛利率	9.2%	9.6%	9.7%	9.5%	10.1%	9.9%	10.0%	9.7%	9.6%	9.9%
營業利益率	2.6%	5.7%	6.4%	6.2%	6.4%	6.8%	7.0%	6.6%	5.7%	6.7%
稅前純益率	4.8%	6.1%	6.6%	6.5%	6.4%	6.9%	7.4%	7.3%	6.2%	7.1%
稅後純益率	4.3%	4.8%	5.4%	5.6%	5.1%	5.6%	6.1%	6.3%	5.2%	5.9%
有效所得稅率	24.6%	22.0%	20.1%	16.7%	23.4%	21.2%	19.7%	15.5%	19.6%	19.2%
季增率(%)										
營業收入	-55.7%	80.8%	23.0%	28.0%	-32.7%	31.9%	21.9%	19.3%		
營業利益	-85.4%	304.3%	38.2%	22.5%	-29.9%	39.9%	26.3%	12.7%		
稅後純益	-74.2%	104.5%	37.9%	33.7%	-39.1%	44.5%	32.9%	23.2%		
調整後每股盈餘	-74.3%	104.5%	37.9%	33.8%	-39.1%	44.3%	33.1%	23.1%		
年增率(%)										
營業收入	67.9%	122.0%	92.4%	25.9%	91.4%	39.6%	38.4%	29.1%	63.2%	42.1%
營業利益	-22.3%	106.2%	77.6%	0.2%	379.3%	66.0%	51.7%	39.5%	32.1%	68.6%
稅後純益	79.7%	165.3%	129.7%	-3.0%	129.0%	62.4%	56.3%	44.0%	46.9%	63.4%
調整後每股盈餘	79.3%	165.3%	129.7%	-3.2%	129.6%	62.0%	56.4%	44.0%	49.4%	60.3%

資料來源：公司資料、元大投顧、CMoney；標“A”為歷史數據；調整後每股盈餘為根據調整後加權平均股數計算。

森崙能源為我國離岸風電統包工程龍頭

森崙能源為正崙集團子公司，其營運以工程承攬為核心，並延伸服務與售電業務，提供完整再生能源工程與維運解決方案，包含太陽能、離岸風電、陸域風電、水力發電、儲能等再生能源電廠建置與維運，同時發展液化天然氣(LNG)進口、綠電交易平台等業務。2023 年營運比重以工程業務 91%最高，售電 7%次之，服務收入則佔 2%。

圖 33：森崙能源重要沿革表

時間	事件
2007	森崙能源成立，從事工程服務及設備維修業務
2013	投資富崙能源，從事太陽光電開發建置及維運
2019	欣鑫天然氣取得經濟部天然氣進口事業核准函
	富威電力取得售電業執照
2020	子公司富崙能源標下台電離岸風電二期計畫及前五年維運合約
2021	森崙能源掛牌上市
2022	投資成立新加坡寶崙海事工程公司
2023	富威電力興櫃掛牌

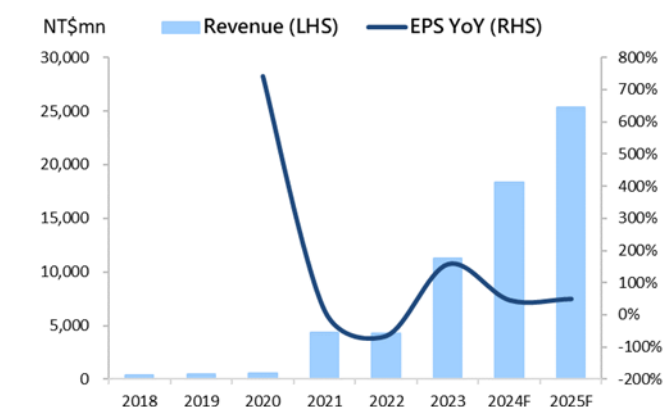
資料來源：公司資料、元大投顧

圖 34：森崙能源股東結構

前 10 大股東(2024/3/23)	持股人姓名	持股數	持股比例%
1	勁永國際(股)公司	102,951,145	46.62
2	富崙國際投資(股)公司	18,673,000	8.46
3	秦嘉鴻	3,735,079	1.69
4	匯豐（台灣）商業銀行股份有限公司受託保管美林國際公司投資專戶	3,648,407	1.65
5	花旗（台灣）商業銀行受託保管瑞銀歐洲 S E 投資專戶	2,135,645	0.97
6	匯豐（台灣）商業銀行股份有限公司受託保管三菱 UFJ 摩根士丹利證券公司	1,620,000	0.73
7	美商摩根大通銀行台北分行受託保管 J P 摩根證券有限公司投資專戶	1,526,350	0.69
8	胡惠森	1,436,446	0.65
9	富聯國際投資股份有限公司	1,105,500	0.50
10	黃偉祥	990,867	0.45

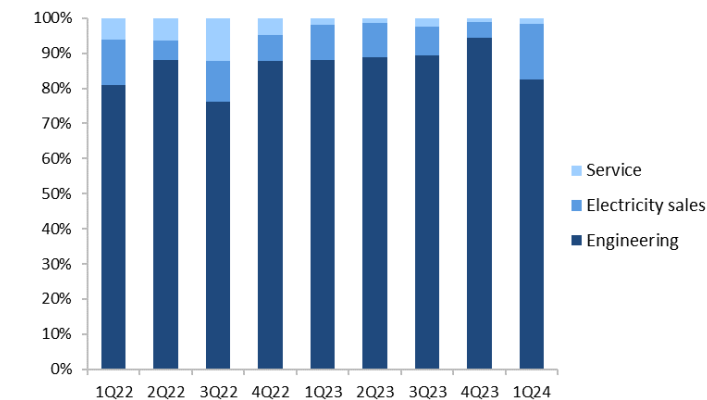
資料來源：公司資料、元大投顧

圖 35：營收與 EPS 成長趨勢圖



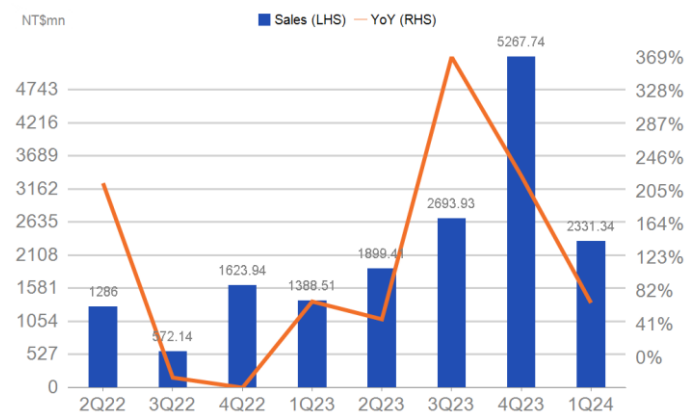
資料來源：公司資料、元大投顧預估

圖 36：營收組成



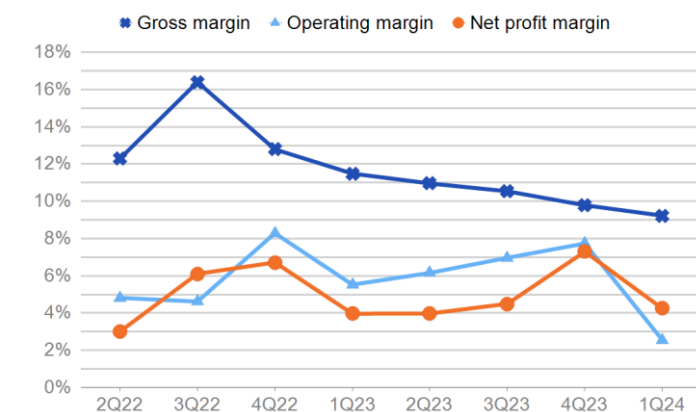
資料來源：公司資料

圖 37：營收趨勢



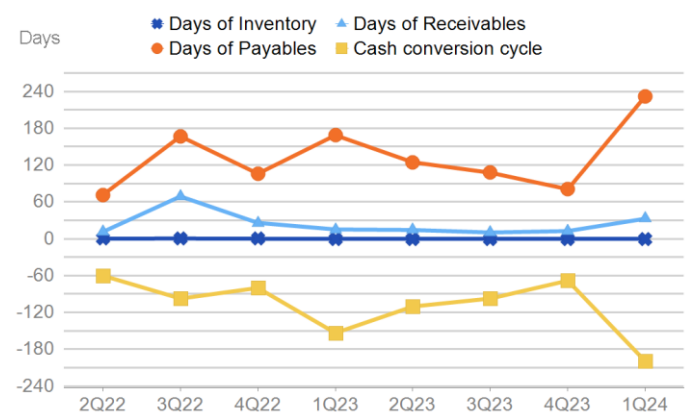
資料來源：CMoney、公司資料

圖 38：毛利率、營益率、淨利率



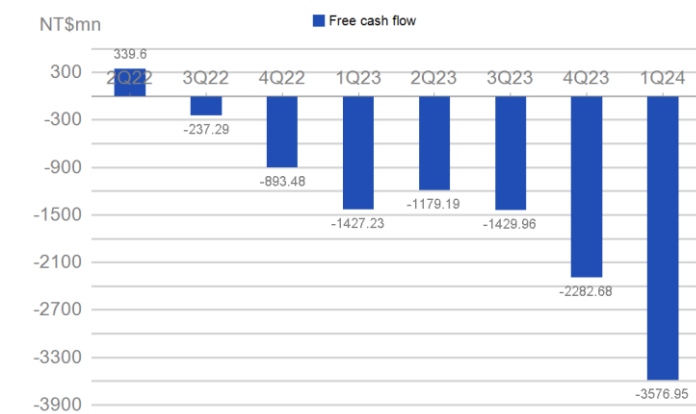
資料來源：CMoney、公司資料

圖 39：經營能力



資料來源：CMoney、公司資料

圖 40：自由現金流量



資料來源：CMoney、公司資料

# ESG 分析

- 分別藉由「在 ESG 議題上的曝險」和「個別公司在 ESG 議題上的執行力」兩個面向來衡量公司於 ESG 上的表現。
- ▶ **ESG 總分：**森崙整體的 ESG 風險評級屬於高風險，於 Sustainalytics 資料庫所覆蓋的公司中排行在落後的位置，然於非住宅建築業的公司中排名略為領先同業。
  - ▶ **在 ESG 議題上的曝險：**森崙的整體曝險較高，略優於非住宅建築業的平均水準。公司較需要改善的 ESG 議題包含營運方面的貪腐、公司產品對環境或社會之影響、及人力資源等。
  - ▶ **個別公司在 ESG 議題上的執行力：**森崙的資訊揭露力度很大，顯示對投資者和公眾高度負責。森崙有一些舉措來管理與重大 ESG 議題相關的風險，但這些舉措不足以管理其所有風險，儘管如此，森崙並未捲入任何與 ESG 相關的重大爭議。

圖 41：ESG 分析

分項	評分/評級	
ESG 總分	31.8	
在 ESG 議題上的曝險 (A)	55.9	
個別公司在 ESG 議題上的執行力 (B)	46.2	
風險評級	高	★
同業排行(1~100，1 為最佳)	77	

資料來源：Sustainalytics (2024/7/10)

註 1：ESG 總分=A-(A\*可控風險因子\*B/100)

註 1-1：可控風險因子介於 0-1 之間，越大為越佳。

註 2：ESG 總分風險評級：

極低 (0-10)	低 (10-20)	中 (20-30)	高 (30-40)	極高 (40+)
-----------	-----------	-----------	-----------	----------

註 3：曝險分數評級：

低 (0-35)	中 (35-55)	高 (55+)
----------	-----------	---------

註 4：執行力分數評級：

弱 (0-25)	中 (25-50)	強 (50-100)
----------	-----------	------------

資產負債表

年初至 12 月 (NT\$ 百萬元)	2021A	2022A	2023A	2024F	2025F
現金與短期投資	1,283	1,832	3,912	2,663	2,624
存貨	1	1	0	9	4
應收帳款及票據	128	200	1,134	1,181	1,249
其他流動資產	7,381	11,287	17,808	17,806	17,803
流動資產	8,792	13,320	22,855	21,659	21,681
採用權益法之投資	177	1,268	108	1,108	2,108
固定資產	936	1,202	5,102	7,102	8,803
無形資產	8	247	249	177	101
其他非流動資產	253	2,181	974	1,004	1,034
非流動資產	1,374	4,898	6,433	9,391	12,046
資產總額	10,167	18,217	29,288	31,050	33,727
應付帳款及票據	1,506	516	1,809	922	1,011
短期借款	200	3,563	6,446	6,446	6,446
什項負債	1,806	2,012	3,852	3,852	3,852
流動負債	3,512	6,091	12,106	11,219	11,308
長期借款	312	1,343	1,734	3,734	5,234
其他負債及準備	162	207	3,128	3,128	3,128
長期負債	474	1,550	4,862	6,862	8,362
負債總額	3,987	7,641	16,969	18,082	19,671
股本	1,465	2,162	2,162	2,162	2,162
資本公積	3,911	7,850	8,198	8,198	8,198
保留盈餘	527	359	886	1,552	2,652
什項權益	(17)	(17)	(87)	(67)	(47)
歸屬母公司之權益	5,885	10,354	11,158	11,844	12,964
非控制權益	295	223	1,161	1,124	1,092
股東權益總額	6,180	10,577	12,319	12,968	14,056

資料來源：公司資料、元大投顧

現金流量表

年初至 12 月 (NT\$ 百萬元)	2021A	2022A	2023A	2024F	2025F
本期純益	457	243	624	916	1,497
折舊及攤提	78	114	196	272	375
本期營運資金變動	1,349	(1,033)	43	(942)	25
其他營業資產及負債變動	(5,245)	(2,132)	(6,411)	2	3
營運活動之現金流量	(3,361)	(2,809)	(5,548)	248	1,900
資本支出	(253)	(426)	(771)	(2,200)	(2,000)
本期長期投資變動	177	1,091	(1,160)	(1,000)	(1,000)
其他資產變動	3,259	(6,208)	1,655	(30)	(30)
投資活動之現金流量	3,183	(5,543)	(277)	(3,230)	(3,030)
股本變動	465	697	0	0	0
本期負債變動	679	4,666	7,950	2,000	1,500
現金增減資	4,303	4,400	0	0	0
支付現金股利	(130)	(197)	(108)	(287)	(429)
其他調整數	(4,222)	(666)	82	20	20
融資活動之現金流量	1,095	8,900	7,924	1,733	1,091
匯率影響數	0	0	(18)	0	0
本期產生現金流量	916	548	2,081	(1,250)	(39)
自由現金流量	(3,614)	(3,235)	(6,320)	(1,952)	(100)

資料來源：公司資料、元大投顧

損益表

年初至 12 月 (NT\$ 百萬元)	2021A	2022A	2023A	2024F	2025F
營業收入	4,334	4,301	11,250	18,364	26,088
銷貨成本	(3,494)	(3,753)	(10,082)	(16,611)	(23,514)
營業毛利	840	548	1,168	1,753	2,574
營業費用	(231)	(296)	(496)	(711)	(815)
推銷費用	0	0	0	0	0
研究費用	0	0	(8)	0	0
管理費用	(230)	(296)	(489)	(710)	(815)
其他費用	(2)	0	1	0	0
營業利益	609	252	789	1,043	1,759
利息收入	8	17	38	79	80
利息費用	(50)	(27)	(42)	(126)	(91)
利息收入淨額	(41)	(10)	(4)	(47)	(11)
投資利益(損失)淨額	(1)	(11)	(43)	19	26
匯兌損益	4	25	(53)	65	0
其他業外收入(支出)淨額	2	53	83	61	77
稅前純益	573	309	772	1,140	1,852
所得稅費用	(116)	(67)	(149)	(224)	(355)
少數股權淨利	1	17	(13)	(38)	(32)
歸屬母公司之稅後純益	456	225	636	954	1,529
稅前息前折舊攤銷前淨利	700	450	1,010	771	1,384
調整後每股盈餘 (NT\$)	3.16	1.23	2.94	4.40	7.05

資料來源：公司資料、元大投顧

主要財務報表分析

年初至 12 月	2021A	2022A	2023A	2024F	2025F
年成長率 (%)					
營業收入	727.9	(0.8)	161.6	63.2	42.1
營業利益	5378.7	(58.5)	212.8	32.1	68.6
稅前息前折舊攤銷前淨利	90.7	(35.7)	124.4	(23.7)	79.5
稅後純益	86.8	(46.9)	157.1	46.9	63.4
調整後每股盈餘	(8.4)	(61.2)	140.0	49.4	60.3
獲利能力分析 (%)					
營業毛利率	19.4	12.7	10.4	9.6	9.9
營業利益率	14.1	5.9	7.0	5.7	6.7
稅前息前淨利率	12.1	6.6	6.5	5.7	6.7
稅前息前折舊攤銷前淨利率	16.2	10.5	9.0	4.2	5.3
稅前純益率	13.2	7.2	6.9	6.2	7.1
稅後純益率	10.5	5.2	5.7	5.2	5.9
資產報酬率	5.3	1.7	2.6	3.0	4.4
股東權益報酬率	12.2	2.9	5.5	8.1	11.8
穩定/償債能力分析					
負債權益比 (%)	64.5	72.2	137.8	139.4	140.0
淨負債權益比(%)	(12.5)	29.1	34.6	58.0	64.4
利息保障倍數 (倍)	12.5	12.5	19.6	10.0	21.4
流動比率 (%)	250.3	218.7	188.8	193.1	191.7
速動比率 (%)	181.2	138.3	140.1	193.0	191.7
淨負債 (NT\$百萬元)	(771)	3,074	4,268	7,517	9,056
調整後每股淨值 (NT\$)	40.17	47.89	51.61	54.57	59.73
評價指標 (倍)					
本益比	53.0	136.7	57.0	38.1	23.8
股價自由現金流量比	--	--	--	--	--
股價淨值比	4.2	3.5	3.3	3.1	2.8
股價稅前息前折舊攤銷前淨	51.9	80.8	36.0	47.1	26.3
股價營收比	8.4	8.5	3.2	2.0	1.4

資料來源：公司資料、元大投顧；註：負債為短期債加上長期債。

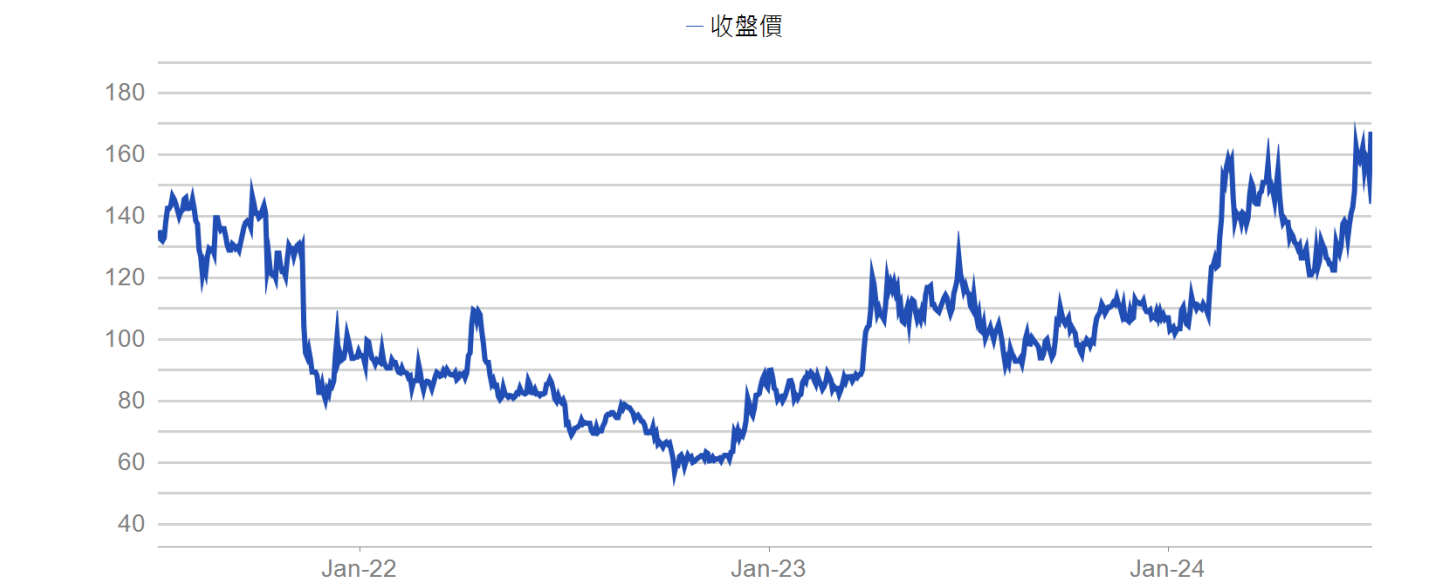


# 附錄：重要揭露事項

## 分析師聲明

主要負責撰寫本研究報告全文或部分內容之分析師，茲針對本報告所載證券或證券發行機構，於此聲明：(1) 文中所述觀點皆準確反映其個人對各證券或證券發行機構之看法；(2) 研究部分分析師於本研究報告中所提出之特定投資建議或觀點，與其過去、現在、未來薪酬的任何部份皆無直接或間接關聯。

## 森崙能源 (6806 TT)- 投資建議與目標價三年歷史趨勢



資料來源：CMoney、元大投顧

## 投資評等說明

買進：根據本中心對該檔個股投資期間絕對或相對報酬率之預測，我們對該股持正面觀點。此一觀點係基於本中心對該股之發展前景、財務表現、利多題材、評價資訊以及風險概況之分析。建議投資人於投資部位中增持該股。

持有-超越同業：本中心認為根據目前股價，該檔個股基本面吸引力高於同業。此一觀點係基於本中心對該股發展前景、財務表現、利多題材、評價資訊以及風險概況之分析。

持有-落後同業：本中心認為根據目前股價，該檔個股基本面吸引力低於同業。此一觀點係基於本中心對該股發展前景、財務表現、利多題材、評價資訊以及風險概況之分析。

賣出：根據本中心對該檔個股投資期間絕對或相對報酬率之預測，我們對該股持負面觀點。此一觀點係基於本中心對該股之發展前景、財務表現、利多題材、評價資訊以及風險概況之分析。建議投資人於投資部位中減持該股。

評估中：本中心之預估、評等、目標價尚在評估中，但仍積極追蹤該個股。

限制評等：為遵循相關法令規章及/或元大之政策，暫不給予評等及目標價。

註：元大給予個股之目標價係依 12 個月投資期間計算。大中華探索系列報告並無正式之 12 個月目標價，其投資建議乃根據分析師報告中之指定期間分析而得。

## 總聲明

© 2024 元大版權所有。本報告之內容取材自本公司認可之資料來源，但並不保證其完整性或正確性。報告內容並非任何證券之銷售要約或邀購。報告中所有的意見及預估，皆基於本公司於特定日期所做之判斷，如有變更恕不另行通知。

本報告僅提供一般資訊，文中所載資訊或任何意見，並不構成任何買賣證券或其他投資標的之要約或要約之引誘。報告資料之刊發僅供客戶一般傳閱用途，並非意欲提供專屬之投資建議，亦無考慮任何可能收取本報告之人士的個別財務狀況與目標。對於投資本報告所討論或建議之任何證券、投資標的，或文中所討論或建議之投資策略，投資人應就其是否適合本身而諮詢財務顧問的意見。本報告之內容取材自據信為可靠之資料來源，但概不以明示或默示的方式，對資料之準確性、完整性或正確性作出任何陳述或保證。本報告並非（且不應解釋為）在任何司法管轄區內，任何非依法從事證券經紀或交易之人士或公司，為於該管轄區內從事證券經紀或交易之遊說。

元大研究報告於美國僅發送予美國主要投資法人（依據 1934 年《證券交易法》15a-6 號規則及其修正條文與美國證券交易委員會詮釋定義）。美國投資人若欲進行與本報告所載證券相關之交易，皆必須透過依照 1934 年《證券交易法》第 15 條及其修正條文登記註冊之券商為之。元大研究報告在台灣由元大證券投資顧問股份有限公司發佈，在香港則由元大證券(香港)有限公司發佈。元大證券(香港)係獲香港證券及期貨事務監察委員會核准註冊之券商，並

獲許從事受規管活動，包括第 4 類規管活動（就證券提供意見）。非經元大證券(香港)有限公司書面明示同意，本研究報告全文或部份，不得以任何形式或方式轉載、轉寄或揭露。

欲取得任何本報告所載證券詳細資料之台灣人士，應透過下列方式聯絡元大證券投資顧問股份有限公司：

致：聯絡人姓名

元大證券投資顧問股份有限公司

台灣臺北市 106 敦化南路二段

65 號 10 樓、71 號 10 樓

© {2024} Sustainalytics. All Rights Reserved. The information, data, analyses and opinions contained herein: (1) includes the proprietary information of Sustainalytics; (2) may not be copied or redistributed except as specifically authorized; (3) do not constitute investment advice nor an endorsement of any product or project; (4) are provided solely for informational purposes; and (5) are not warranted to be complete, accurate or timely. Sustainalytics is not responsible for any trading decisions, damages or other losses related to it or its use. The use of the data is subject to conditions available at <https://www.sustainalytics.com/legal-disclaimers>.