

森崴能源 (6806 TT) Shinfox Energy

台電二期專案進度遞延，然而學習曲線持續攀升

買進 (維持評等)

目標價 (12 個月) : NT\$175.0

收盤價 (2024/08/09) : NT\$138.0
隱含漲幅 : 26.8%

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	買進
目標價 (NT\$)	175.0	195.0
2024年營收 (NT\$/十億)	18.3	18.4
2024年EPS	3.5	4.4

交易資料表

市值	NT\$31,010百萬元
外資持股比例	4.8%
董監持股比例	46.5%
調整後每股淨值 (2024F)	NT\$53.65
負債比	65.8%
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	18,269	27,109
營業利益	252	789	976	1,768
稅後純益	225	636	773	1,354
EPS (元)	1.23	2.94	3.53	6.17
EPS YoY (%)	-61.2	140.0	19.9	74.9
本益比 (倍)	112.6	46.9	39.1	22.4
股價淨值比 (倍)	2.9	2.7	2.6	2.4
ROE (%)	2.9	5.5	6.6	10.7
現金殖利率 (%)	0.4%	1.0%	1.2%	2.0%
現金股利 (元)	0.50	1.44	1.59	2.78

陳澤心

Amber.Chen53@yuanta.com

陳穆萱

Moo.Chen@Yuanta.com

元大觀點

◆ 2Q24 本業獲利大致符合預期，然而 EPS 低於預期 30.8%，主因船舶融資金額增加，使業外支出大幅提升，下調 3Q24 EPS 24.2%。

◆ 台電二期因颱風遭遇遞延，目前已完成 2 支基樁施作，公司表示學習曲持續攀升，並目標 4Q24-1Q25 年完成 31 支進度。

◆ 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，維持森崴買進評等，目標價 175 元 (28x 2025 EPS 6.17 元)。

2Q24 EPS 低於預期 31%，主因業外船舶融資金額大幅提升

隨台電風電二期專案進入 1)世紀鋼水下基礎結構交付；2)海事工程認列期間，森崴能源 2Q24 營收季增 82%至 42.5 億元，儘管毛利率季增 0.8ppt 至 10%，高於本中心/市場預估的 9.6%/9.4%，然營業費用高於本中心原先預期 14.5%，使營業利益 2.4 億元，季增 295.8%，低於元大預期 2%。業外方面，利息費用達 1.3 億元，主因船舶融資金額增加，使業外支出大幅提升至 0.7 億元。稅後淨利 1 億元，年增 41.4%，EPS 0.64 元，低於元大預期 31%。

3Q24 工程將部分遞延，然而仍估 EPS 季增 51.1%

管理層表示，近期工程進度因遭遇颱風使時程遞延，目前已完成第二支基樁施作，並目標 4Q24-1Q25 年完成 31 支基樁施作。業外部分，因船舶融資金額於 2Q24 開始提列，使業外支出大幅提升，預計將持續影響至 4Q24-1H25。考量台電風電二期進度遞延，3Q24 工程將部分遞延至 4Q24-1Q25，因此下調 3Q24 營收 3.2%至 50.2 億元，季增 18.1%；下調營業利益 13.3%至 2.9 億元，主因營業費用高於原先預期；下調稅後淨利 24.2%至 2.1 億元，季增 51.1%，主因船舶融資金額大幅提升，預估 EPS 0.96 元。

營收將進入認列高峰，長線潛在訂單量達千億，維持買進評等

此次下調 2024/2025 年 EPS 19.0%/11.5%，係反映 1) 台電風電二期施工进度遞延；2) 業外船舶融資費用高於預期，下調 2024 年營收 0.5%，上調 2025 年營收 3.9%，並調高業外支出費用。森崴能源目前股價位於 2024/2025 年預估 EPS 的 43 倍/23 倍本益比，考量台電風電/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 6.17 元、目標本益比 28 倍，推得目標價 175 元，維持買進評等。

營運分析

2Q24 EPS 低於預期 31%，主因業外船舶融資金額大幅提升

隨台電風電二期專案進入 1) 世紀鋼水下基礎結構交付；2) 海事工程認列期間，森崴能源 2Q24 營收季增 82.3%至 42.5 億元，儘管毛利率季增 0.8 百分點至 10.0%，高於本中心/市場預估的 9.6%/9.4%，然而營業費用高於本中心原先預期 14.5%，使營業利益 2.4 億元，季增 295.8%，年增 101.8%，低於元大預期 2.1%。業外方面，利息費用達 1.3 億元，主因船舶融資金額增加，使業外支出大幅提升至 0.7 億元。稅後淨利 1.4 億元，年增 41.4%，EPS 0.64 元，低於元大預期 30.8%。

圖 1：2024 年第 2 季財報回顧

(百萬元)	2Q23A	1Q24A	2Q24A	季增率	年增率	2Q24F		預估差異	
						元大預估	市場預估	元大	市場
營業收入	1,899	2,331	4,249	82.3%	123.7%	4,216	4,241	0.8%	0.2%
營業毛利	208	215	425	97.5%	104.2%	406	400	4.6%	6.3%
營業利益	117	60	236	295.8%	101.8%	241	225	-2.1%	5.0%
稅前利益	108	112	164	46.4%	52.4%	255	226	-35.6%	-27.3%
稅後淨利	76	99	140	41.4%	84.2%	202	182	-30.8%	-23.1%
調整後 EPS (元)	0.35	0.45	0.64	41.4%	81.6%	0.92	0.83	-30.8%	-23.1%
重要比率 (%)				百分點	百分點				
營業毛利率	11.0%	9.2%	10.0%	0.8	-1.0	9.6%	9.4%	0.4	0.6
營業利益率	6.2%	2.6%	5.6%	3.0	-0.6	5.7%	5.3%	-0.2	0.3
稅後純益率	4.0%	4.2%	3.3%	-1.0	-0.7	4.8%	4.3%	-1.5	-1.0

資料來源：公司資料、元大投顧預估、Bloomberg

預估 3Q24 工程將部分遞延至 4Q24-1Q25，然而仍估 EPS 季增 51.1%

管理層表示，子公司寶崴海事工程旗下重吊船巨人號(Hercules) 6/21 抵台，並於 7 月展開台電風電二期離岸風電海上工程施作，3Q24 全力趕工水下基礎安裝。近期工程進度因遭遇颱風使時程遞延，目前已完成第二支基樁施作，學習曲線已由一支基樁 7 天降低至 5 天，公司期望未來能將學習曲線降低至 3 天，並目標 4Q24-1Q25 年完成 31 支基樁施作。業外部分，因船舶融資金額於 2Q24 開始提列，使業外支出大幅提升，預計將持續影響至 4Q24-1H25。後續主要留意 1)基樁施作學習曲線；2)船舶融資金額影響。

本中心原預估台電風電二期專案 2024/2025 年將分別認列 30%/36%(161 億元/194 億元)，考量台電二期進度遞延，3Q24 工程將部分遞延至 4Q24-1Q25，預估台電二期專案 2024/2025 年認列比重將調整至 29%/37%(156 億元/199 億元)，故下調 3Q24 營收 3.2%至 50.2 億元，季增 18.1%/年增 86.3%；毛利率維持 9.7%，年減 0.3ppt；下調營業利益 13.3%至 2.9 億元，季增 22.4%/年增 53.9%，主因營業費用高於原先預期；下調稅後淨利 24.2%至 1.7 億元，季增 51.1%/年增 74.8%，主因船舶融資金額大幅提升，預估 EPS 0.96 元。

圖 2：2024 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	
						元大預估	市場預估	元大	市場
營業收入	2,694	4,249	5,020	18.1%	86.3%	5,184	6,224	-3.2%	-19.3%
營業毛利	284	425	489	15.0%	72.3%	503	614	-2.9%	-20.3%
營業利益	188	236	289	22.4%	53.9%	333	365	-13.3%	-20.9%
稅前利益	157	164	252	53.3%	60.5%	343	400	-26.5%	-37.0%
稅後淨利	121	140	212	51.1%	74.8%	279	326	-24.2%	-35.0%
調整後 EPS (元)	0.56	0.64	0.96	51.1%	72.3%	1.27	1.48	-24.2%	-35.0%
重要比率 (%)				百分點	百分點	百分點			
營業毛利率	10.5%	10.0%	9.7%	-0.3	-0.8	9.7%	9.9%	0.0	-0.1
營業利益率	7.0%	5.6%	5.8%	0.2	-1.2	6.4%	5.9%	-0.7	-0.1
稅後純益率	4.5%	3.3%	4.2%	0.9	-0.3	5.4%	5.2%	-1.2	-1.0

資料來源：公司資料、元大投顧預估、Bloomberg

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 年營運將以台電風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，公布森崴可取得案場規模達 700MW，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。

圖 3：森崴能源事業亮點及營收成長率預估

	2023	主要產品及應用	成長動能	毛利率	2024F	2025F
	營收佔比				營收 YoY	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%	59%	46%
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

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 4：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 5：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

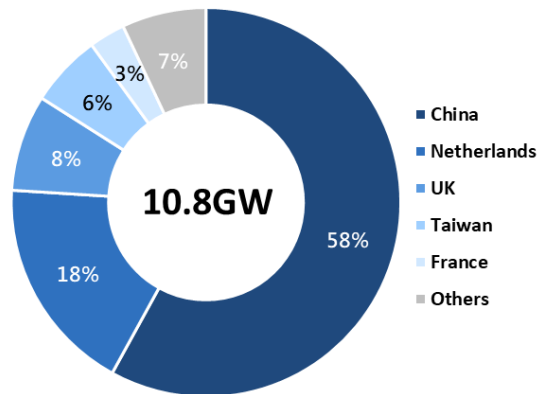
離岸風電 3-2 期單一風場規模上看 1GW，森崴拿下第一順位

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 期末分配的容量後，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 6：2023 年全球風電新增裝置容量地區分布

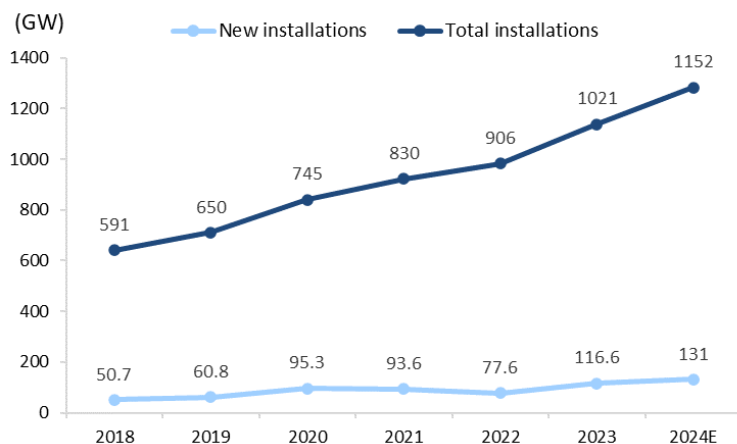


資料來源：GWEC、元大投顧

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 7：2018-2024E 全球風電累計/新增裝置容量

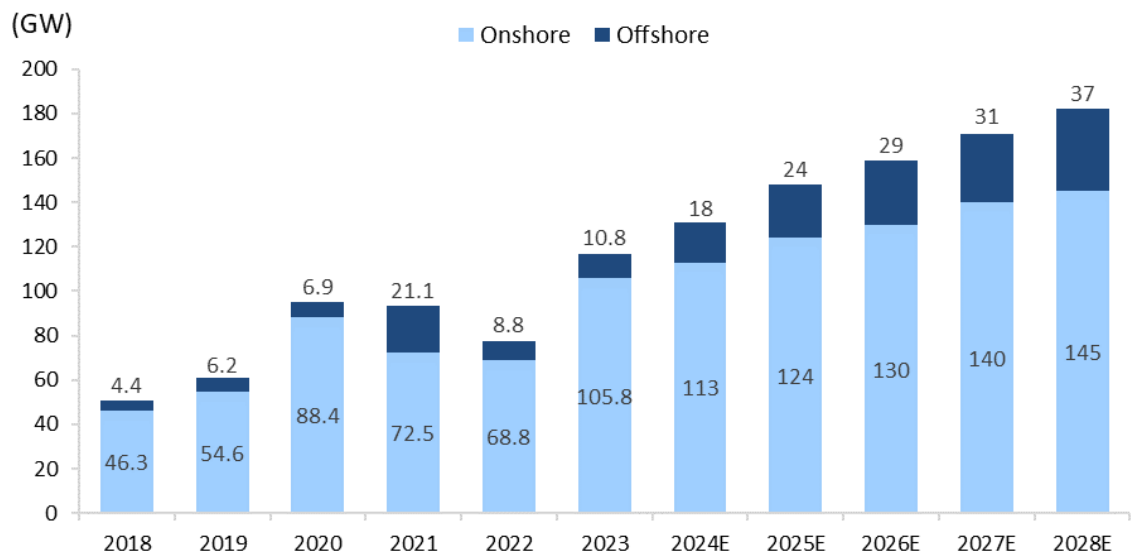


資料來源：GWEC、元大投顧

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 8：2018-2028E 年全球風電新增裝置容量

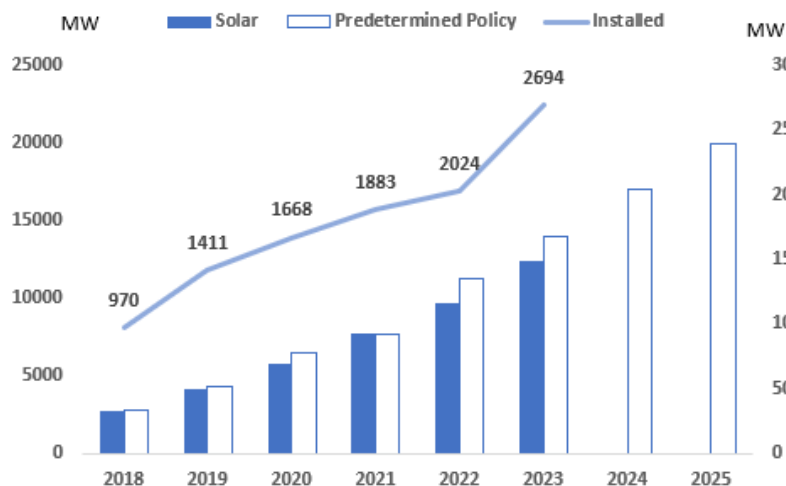


資料來源：GWEC、元大投顧

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。

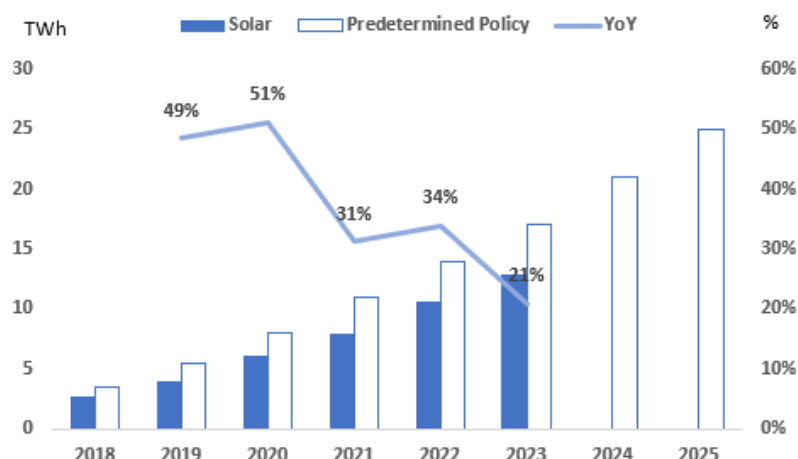
圖 9：全台太陽光電安裝量逐年增加，2023 年累計裝置容量達 12.4GW



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 10：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

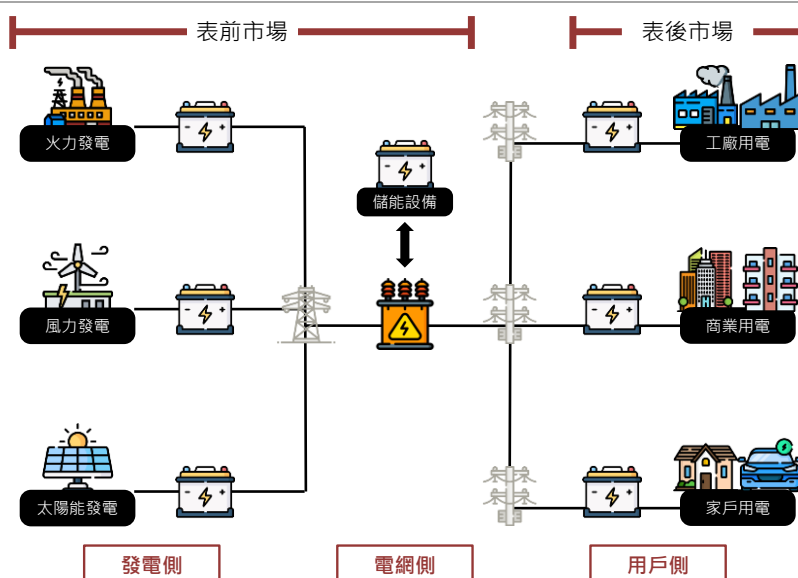


資料來源：台電、元大投顧

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。

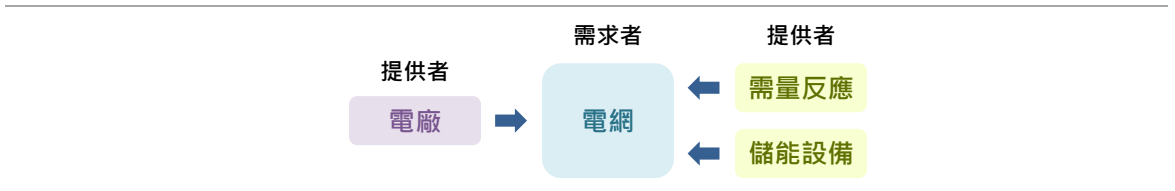
圖 11：表前市場與表後市場



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。

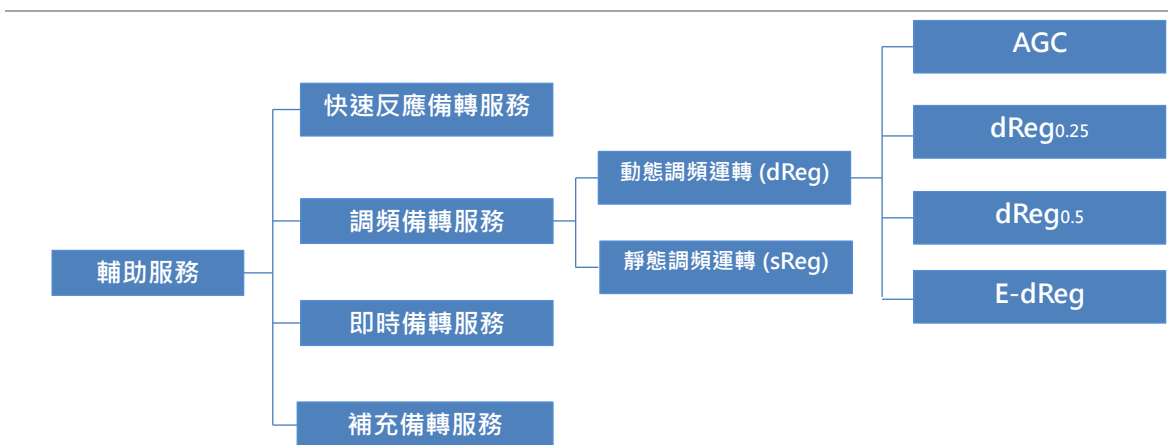
圖 12：輔助服務供需結構



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 13：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。

獲利調整與股票評價

營收將進入認列高峰，長線潛在訂單量達千億，維持買進評等

此次下調 2024/2025 年 EPS 19.0%/11.5%，係反映 1) 台電風電二期施工進度遞延；2) 業外船舶融資費用高於預期，下調 2024 年營收 0.5%，上調 2025 年營收 3.9%，並調高業外支出費用。

森崙能源目前股價位於 2024/2025 年預估 EPS 的 43 倍/23 倍本益比，考量 1) 台電風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 EPS 6.17 元、目標本益比 28 倍，推得目標價 175 元，維持買進評等。

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。

仍須留意國內再生能源與電網發展實際執行進度

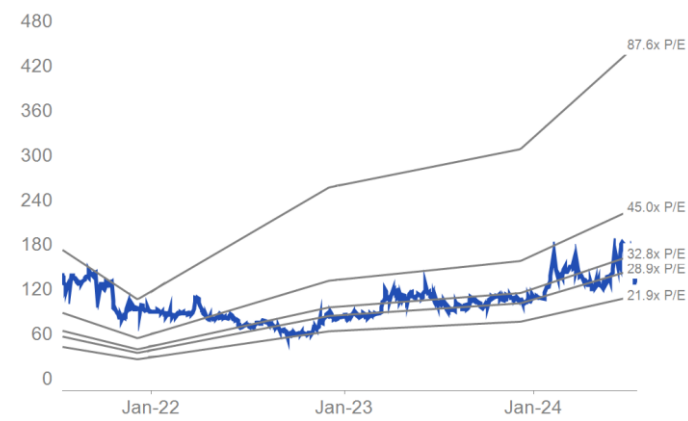
我國雖推動 2050 年淨零轉型計畫，目標再生能源發電佔比要達到 60%至 70%，然而再生能源可能因 1) 選址不易；2) 地方居民陳情抗議；3) 政策因素；4) 無法取得融資而使進度有所遞延。台電強韌電網計畫方面，觀察過往台電輸配電計畫，七輸變電計畫則遭遇經濟、抗爭等內外因素影響而展延工期，並微幅下調預算總額，因此本中心雖看好淨零轉型長期趨勢，相關台廠將受惠，仍建議投資人需留意計畫發展實際執行進度。

圖 14：2024 和 2025 年財務預估調整

(百萬元)	2024 估		2025 估		預估差異	
	調整後	調整前	調整後	調整前	2024	2025
營業收入	18,269	18,364	27,109	26,088	-0.5%	3.9%
營業毛利	1,761	1,753	2,664	2,574	0.4%	3.5%
營業利益	976	1,043	1,768	1,759	-6.4%	0.5%
稅前利益	894	1,140	1,645	1,852	-21.6%	-11.1%
稅後淨利	773	954	1,354	1,529	-19.0%	-11.5%
調整後 EPS (元)	3.53	4.36	6.17	6.97	-19.0%	-11.5%
重要比率 (%)					百分點	百分點
營業毛利率	9.6%	29.8%	9.8%	31.0%	-20.1	-21.2
營業利益率	5.3%	16.4%	6.5%	18.7%	-11.0	-12.2
稅後純益率	4.2%	14.0%	5.0%	15.9%	-9.8	-10.9

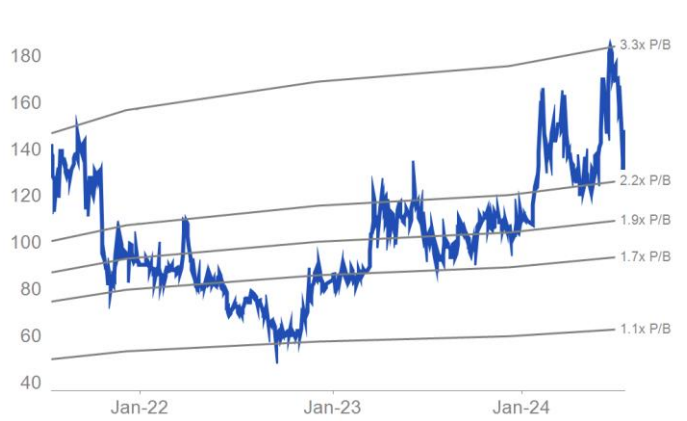
資料來源：公司資料、元大投顧預估

圖 15：12 個月預期本益比區間圖



資料來源：公司資料、元大投顧

圖 16：12 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

圖 17：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
森崙能源	6806 TT	買進	138.0	969	2.94	3.53	6.17	46.9	39.1	22.4	140.0	19.9	74.9
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 18：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
森崙能源	6806 TT	買進	138.0	969	5.5	6.6	10.7	51.61	53.65	58.30	2.7	2.6	2.4
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 19：季度及年度簡明損益表 (合併)

(NT\$百萬元)	1Q2024A	2Q2024A	3Q2024F	4Q2024F	1Q2025F	2Q2025F	3Q2025F	4Q2025F	FY2024F	FY2025F
營業收入	2,331	4,249	5,020	6,668	4,916	6,042	7,364	8,787	18,269	27,109
銷貨成本	(2,116)	(3,824)	(4,531)	(6,036)	(4,426)	(5,449)	(6,633)	(7,938)	(16,508)	(24,445)
營業毛利	215	425	489	632	490	594	732	848	1,761	2,664
營業費用	(156)	(189)	(200)	(240)	(188)	(198)	(240)	(270)	(785)	(896)
營業利益	60	236	289	392	302	396	492	578	976	1,768
業外利益	53	(72)	(37)	(26)	(31)	(32)	(36)	(23)	(82)	(123)
稅前純益	112	164	252	366	271	364	456	555	894	1,645
所得稅費用	(28)	(65)	(45)	(59)	(58)	(74)	(101)	(91)	(196)	(324)
少數股東權益	(15)	(41)	(5)	(15)	(8)	(8)	(8)	(8)	(75)	(32)
歸屬母公司稅後純益	99	140	212	322	221	298	363	472	773	1,354
調整後每股盈餘(NT\$)	0.46	0.64	0.96	1.47	1.01	1.36	1.66	2.15	3.53	6.17
調整後加權平均股數(百萬股)	219	219	219	219	219	219	219	219	217	217
重要比率										
營業毛利率	9.2%	10.0%	9.7%	9.5%	10.0%	9.8%	9.9%	9.7%	9.6%	9.8%
營業利益率	2.6%	5.6%	5.8%	5.9%	6.2%	6.6%	6.7%	6.6%	5.3%	6.5%
稅前純益率	4.8%	3.9%	5.0%	5.5%	5.5%	6.0%	6.2%	6.3%	4.9%	6.1%
稅後純益率	4.3%	3.3%	4.2%	4.8%	4.5%	4.9%	4.9%	5.4%	4.2%	5.0%
有效所得稅率	24.6%	39.6%	17.9%	16.1%	21.4%	20.3%	22.1%	16.4%	21.9%	19.7%
季增率(%)										
營業收入	-55.7%	82.3%	18.1%	32.8%	-26.3%	22.9%	21.9%	19.3%		
營業利益	-85.4%	295.8%	22.4%	35.6%	-23.0%	31.1%	24.2%	17.5%		
稅後純益	-74.2%	41.4%	51.1%	51.9%	-31.4%	34.8%	21.8%	30.0%		
調整後每股盈餘	-74.2%	41.4%	51.1%	51.9%	-31.4%	34.8%	21.8%	30.0%		
年增率(%)										
營業收入	67.9%	123.7%	86.3%	26.6%	110.9%	42.2%	46.7%	31.8%	62.4%	48.4%
營業利益	-22.3%	101.8%	53.9%	-3.9%	406.1%	67.8%	70.2%	47.4%	23.6%	81.1%
稅後純益	79.7%	84.2%	74.8%	-16.2%	123.0%	112.9%	71.2%	46.6%	11.9%	89.4%
調整後每股盈餘	79.3%	81.6%	72.3%	-17.2%	120.6%	112.9%	71.7%	46.3%	19.9%	74.9%

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。

森崴能源為我國離岸風電統包工程龍頭

森崴能源為正崴集團子公司，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。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 20：森崴能源重要沿革表

時間	事件
2007	森崴能源成立，從事工程服務及設備維修業務
2013	投資富崴能源，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	子公司富崴能源標下台電離岸風電二期計畫及前五年維運合約
2021	森崴能源挂牌上市
2022	投資成立新加坡寶崴海事工程公司
2023	富威電力興櫃掛牌

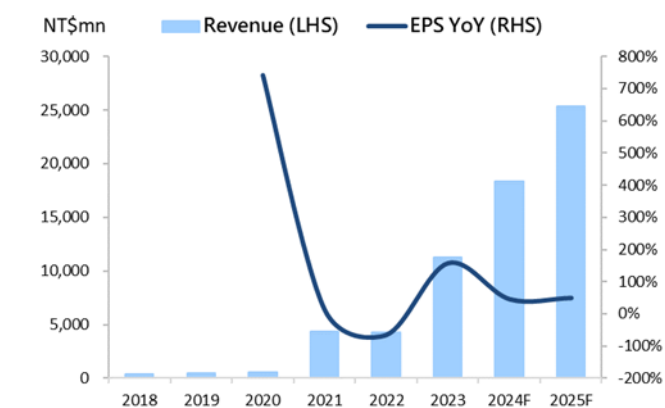
資料來源：公司資料、元大投顧

圖 21：森崴能源股東結構

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	富崴國際投資(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

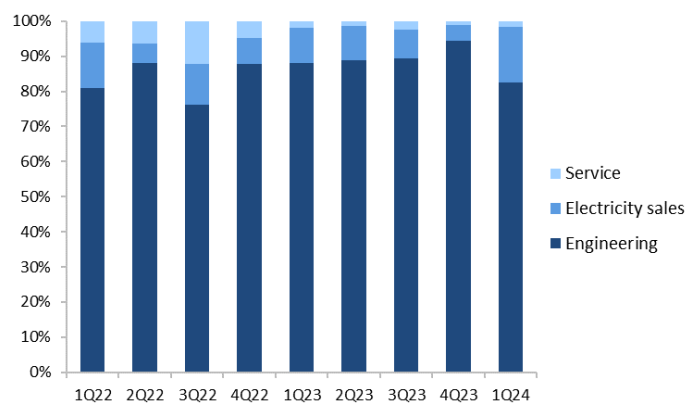
資料來源：公司資料、元大投顧

圖 22：營收與 EPS 成長趨勢圖



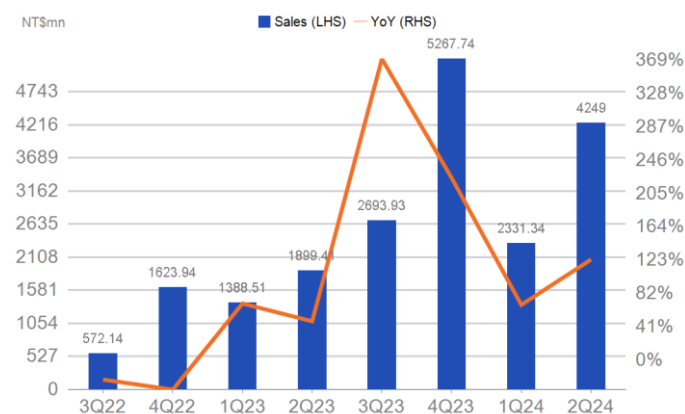
資料來源：公司資料、元大投顧預估

圖 23：營收組成



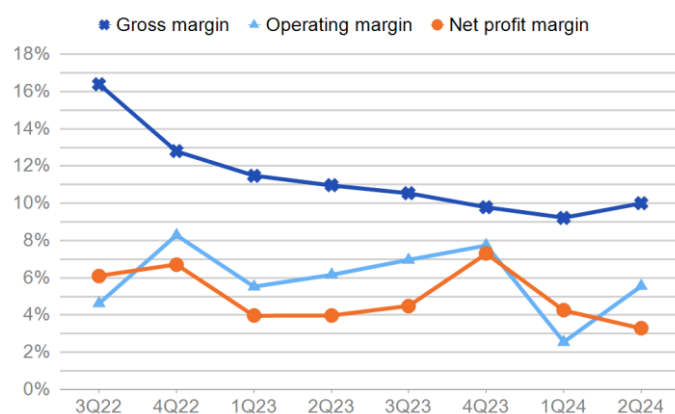
資料來源：公司資料

圖 24：營收趨勢



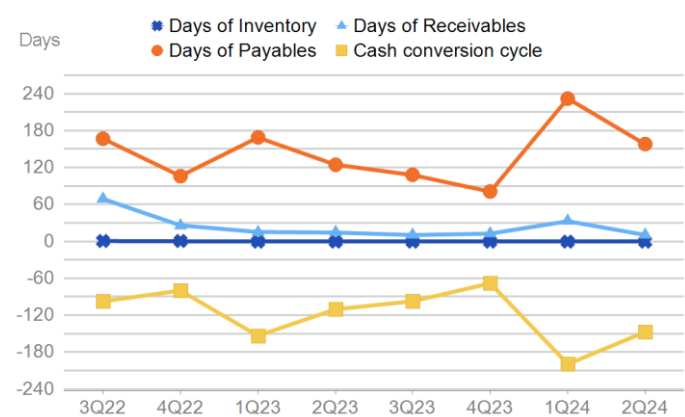
資料來源：CMoney、公司資料

圖 25：毛利率、營益率、淨利率



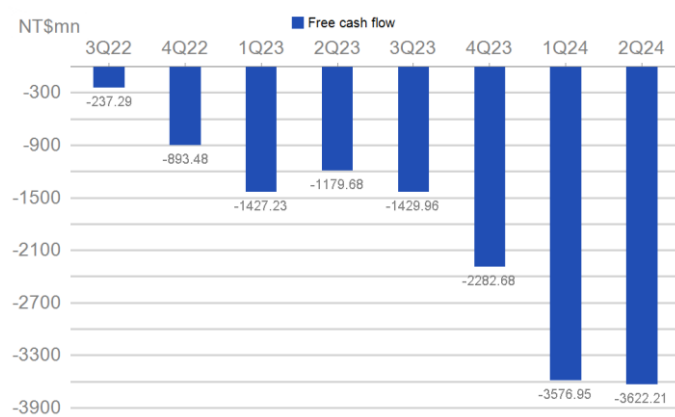
資料來源：CMoney、公司資料

圖 26：經營能力



資料來源：CMoney、公司資料

圖 27：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 28：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 (2024/8/10)

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	4,322	4,923
存貨	1	1	0	9	5
應收帳款及票據	128	200	1,132	1,169	1,357
其他流動資產	7,381	11,287	17,810	17,808	17,808
流動資產	8,792	13,320	22,855	23,308	24,092
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	32,699	36,138
應付帳款及票據	1,506	516	1,809	1,809	1,271
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	12,107	11,569
長期借款	312	1,343	1,734	4,734	7,734
其他負債及準備	162	207	3,128	3,128	3,128
長期負債	474	1,550	4,862	7,862	10,862
負債總額	3,987	7,641	16,969	19,970	22,431
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	1,372	2,381
什項權益	(17)	(17)	(87)	(87)	(87)
歸屬母公司之權益	5,885	10,354	11,158	11,644	12,653
非控制權益	295	223	1,161	1,086	1,054
股東權益總額	6,180	10,577	12,319	12,730	13,707

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	698	1,322
折舊及攤提	78	114	196	272	375
本期營運資金變動	1,349	(1,033)	43	(43)	(722)
其他營業資產 及負債變動	(5,245)	(2,132)	(6,411)	0	0
營運活動之現金流量	(3,361)	(2,809)	(5,548)	927	975
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	3,000	3,000
現金增減資	4,303	4,400	0	0	0
支付現金股利	(130)	(197)	(108)	(287)	(345)
其他調整數	(4,222)	(666)	82	0	0
融資活動之現金流量	1,095	8,900	7,924	2,713	2,655
匯率影響數	0	0	(18)	0	0
本期產生現金流量	916	548	2,081	410	601
自由現金流量	(3,614)	(3,235)	(6,320)	(1,273)	(1,025)

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	18,269	27,109
銷貨成本	(3,494)	(3,753)	(10,082)	(16,508)	(24,445)
營業毛利	840	548	1,168	1,761	2,664
營業費用	(231)	(296)	(496)	(785)	(896)
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)	(783)	(896)
其他費用	(2)	0	1	(1)	0
營業利益	609	252	789	976	1,768
利息收入	8	17	38	104	114
利息費用	(50)	(27)	(42)	(205)	(330)
利息收入淨額	(41)	(10)	(4)	(101)	(216)
投資利益(損失)淨額	(1)	(11)	(43)	(7)	14
匯兌損益	4	25	(53)	49	0
其他業外收入(支出)淨額	2	53	83	(23)	80
稅前純益	573	309	772	894	1,645
所得稅費用	(116)	(67)	(149)	(196)	(324)
少數股權淨利	1	17	(13)	(75)	(32)
歸屬母公司之稅後純益	456	225	636	773	1,354
稅前息前折舊攤銷前淨利	700	450	1,010	704	1,392
調整後每股盈餘 (NT\$)	3.16	1.23	2.94	3.53	6.17

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	62.4	48.4
營業利益	5378.7	(58.5)	212.8	23.6	81.1
稅前息前折舊攤銷前淨利	90.7	(35.7)	124.4	(30.3)	97.7
稅後純益	86.8	(46.9)	157.1	11.9	89.4
調整後每股盈餘	(8.4)	(61.2)	140.0	19.9	74.9
獲利能力分析 (%)					
營業毛利率	19.4	12.7	10.4	9.6	9.8
營業利益率	14.1	5.9	7.0	5.3	6.5
稅前息前淨利率	12.1	6.6	6.5	5.3	6.5
稅前息前折舊攤銷前淨利率	16.2	10.5	9.0	3.9	5.1
稅前純益率	13.2	7.2	6.9	4.9	6.1
稅後純益率	10.5	5.2	5.7	4.2	5.0
資產報酬率	5.3	1.7	2.6	2.1	3.7
股東權益報酬率	12.2	2.9	5.5	6.6	10.7
穩定/償債能力分析					
負債權益比 (%)	64.5	72.2	137.8	156.9	163.7
淨負債權益比(%)	(12.5)	29.1	34.6	53.9	67.5
利息保障倍數 (倍)	12.5	12.5	19.6	5.4	6.0
流動比率 (%)	250.3	218.7	188.8	192.5	208.3
速動比率 (%)	181.2	138.3	140.1	192.4	208.2
淨負債 (NT\$百萬元)	(771)	3,074	4,268	6,858	9,257
調整後每股淨值 (NT\$)	40.17	47.89	51.61	53.65	58.30
評價指標 (倍)					
本益比	43.7	112.6	46.9	39.1	22.4
股價自由現金流量比	--	--	--	--	--
股價淨值比	3.4	2.9	2.7	2.6	2.4
股價稅前息前折舊攤銷前淨	42.8	66.5	29.6	42.5	21.5
股價營收比	6.9	7.0	2.7	1.6	1.1

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
註：A = 未調整之收盤價；B = 未調整之目標價；C = 依據股票股利與現金股利調整後之目標價。員工分紅稀釋影響未反映於 A、B 或 C。

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>.