

森崴能源 (6806 TT) Shinfox Energy

東北季風使 4Q24-1Q25 海上施工進度具不確定性

持有-超越同業 (調降評等)

目標價 (12 個月) : NT\$140.0

收盤價 (2024/10/14) : NT\$125.0
隱含漲幅 : 12.0%

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	持有-超越同業	買進
目標價 (NT\$)	140.0	175.0
2024年營收 (NT\$/十億)	15.0	18.3
2024年EPS	2.7	3.5

交易資料表

市值	NT\$28,090百萬元
外資持股比率	3.3%
董監持股比率	46.5%
調整後每股淨值 (2024F)	NT\$51.88
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	15,038	28,917
營業利益	252	789	757	1,780
稅後純益	225	636	592	1,365
EPS (元)	1.23	2.94	2.69	6.18
EPS YoY (%)	-61.2	140.0	-8.7	130.1
本益比 (倍)	102.0	42.5	46.5	20.2
股價淨值比 (倍)	2.6	2.4	2.4	2.2
ROE (%)	2.9	5.5	5.2	10.9
現金殖利率 (%)	0.4%	1.2%	1.0%	2.2%
現金股利 (元)	0.50	1.44	1.21	2.78

陳澤心

Amber.Chen53@yuanta.com

陳穆萱

Moo.Chen@Yuanta.com

元大觀點

森崴能源 3Q24 營收低於本中心原預期 33.4%，主因 9 月中旬劇烈天候狀況，導致施工船吊臂受損，預計 10 月底方能復工。

台電二期工程進度因船隻受損遞延，下調 3Q24/4Q24 EPS 至 0.53/1.07 元，預估基樁施作將遞延一個季度至 2Q25-3Q25 完成。

考量短期東北季風使 4Q24-1Q25 海上施工進度具不確定性，因此下調目標價至 140 元，調降評等至「持有-超越同業」。

台電二期海事工程因重吊船維修遞延，預計 10 月下旬出海復工

森崴能源因 9 月中旬劇烈天候狀況，導致施工船「巨人號」船隻吊臂受損，需修復並重新驗證方能於 10 月底出海復工，原預估台電風電二期專案 2024/2025 年將分別認列 29%/37% (156 億元/199 億元)，考量台電二期進度遞延，且短期天氣狀況仍將造成船隻施工進度的不確定性，因此將台電二期專案 2024/2025 年認列比重預估調整至 24%/42% (129 億元/226 億元)，預估森崴 31 座基樁施作將遞延一個季度至 2Q25-3Q25 完成。

海事工程進度遞延，下調預估 3Q24/4Q24 EPS 至 0.53/1.07 元

森崴能源 3Q24 營收低於本中心/市場預估 33.4%/34.6%，主因 9 月中旬巨人號船隻受損，使海事工程進度遞延認列，因此下調 3Q24 EPS 45.0%至 0.53 元。展望 4Q24，重吊船預計於 10 月底復工，台電二期海事工程營收於 11 月開始認列，因營收認列較先前預期少一個月份，故下調 4Q24 營收 23.3%至 51.2 億元，季增 53.1%/年減 2.9%；下調稅後淨利 26.7%至 2.36 億元，季增 102.3%/年減 38.6%，預估 EPS 1.07 元，後續主要留意 1) 水下基礎建設學習曲線；2) 船隻於東北季風下的施工進度。

短期施工仍具不確定性，調降評等至「持有-超越同業」

此次下調 2024 年營收 17.7%、EPS 23.5%，上調 2025 年營收 6.7%、EPS 0.8%，係反映台電風電二期施工進度遞延至 2025 年。森崴能源目前股價位於 2024/2025 年預估 EPS 的 46 倍/20 倍本益比，本中心雖看好森崴能源國內離岸風電統包工程龍頭地位，然而考量短期東北季風將影響 4Q24-1Q25 出海安全，短期施工進度仍具備不確定性，因此根據 2025 年 EPS 6.18 元、目標本益比 22 倍，下調目標價至 140 元，調降評等至「持有-超越同業」。

營運分析

台電二期海事工程因重吊船維修遞延，預計 10 月下旬出海復工

森崙能源 3Q24 營收 33.42 億元，低於本中心原預期的 50.2 億元，主因 9 月中旬劇烈天候狀況，導致施工船「巨人號」船隻吊鉤搖晃、撞擊吊臂，吊臂受損，本中心預估船隻維修後，10 月底方能出海復工，且因東北季風恐影響施工進度，森崙 31 座基樁施作將遞延一個季度至 2Q25-3Q25 完成。目前森崙約完成 7 座基樁施作，原預估台電風電二期專案 2024/2025 年將分別認列 29%/37% (156 億元/199 億元)，考量台電二期進度遞延，且短期天氣狀況仍將造成船隻施工進度的不確定性，因此將台電二期專案 2024/2025 年認列比重預估調整至 24%/42% (129 億元/226 億元)。

圖 1：2020-2025 年森崙能源台電二期離岸風電專案進度計畫



資料來源：公司資料、元大投顧

海事工程進度遞延，下調 3Q24 預估 EPS 45.0%至 0.53 元

森崙能源 3Q24 營收季減 21.4%至 33.42 億元，低於本中心/市場預估 33.4%/34.6%，主因 9 月中旬巨人號船隻受損，使海事工程進度遞延認列。預估 3Q24 毛利率季持平 10.0%；下調營業利益 40.2%至 1.73 億元，季減 26.9%/年減 8.0%，主因 9 月水下基礎施工進度暫停，使營業規模大幅下降；下調稅後淨利 45.0%至 1.17 億元，季減 16.7%/年減 3.6%，預估 EPS 0.53 元。

圖 2：2024 年第 3 季財報回顧

(百萬元)	3Q23A	2Q24A	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	3,342	-21.4%	24.1%	5,020	5,109	-33.4%	-34.6%
營業毛利	284	425	333	-21.7%	17.2%	489	496	-32.0%	-32.9%
營業利益	188	236	173	-26.9%	-8.0%	289	292	-40.2%	-40.9%
稅前利益	157	164	136	-17.1%	-13.2%	252	297	-46.0%	-54.2%
稅後淨利	121	140	117	-16.7%	-3.6%	212	240	-45.0%	-51.4%
調整後 EPS (元)	0.56	0.63	0.53	-16.7%	-5.6%	0.96	1.09	-45.0%	-51.4%
重要比率 (%)				百分點	百分點	百分點			
營業毛利率	10.5%	10.0%	10.0%	0.0	-0.6	9.7%	9.7%	0.2	0.3
營業利益率	7.0%	5.6%	5.2%	-0.4	-1.8	5.8%	5.7%	-0.6	-0.5
稅後純益率	4.5%	3.3%	3.5%	0.2	-1.0	4.2%	4.7%	-0.7	-1.2

資料來源：公司資料、元大投顧預估、Bloomberg

東北季風將帶來出海不確定性，下調 4Q24 預估 EPS 26.7%至 1.07 元

展望 4Q24，重吊船預計於 10 月底復工，台電二期海事工程營收於 11 月開始認列，因營收認列較先前預期少一個月份，故下調 4Q24 營收 23.3%至 51.2 億元，季增 53.1%/年減 2.9%；毛利率部分，因台電二期工程毛利大致鎖定於 8-10%區間，預估毛利率 9.6%，年減 0.2ppt；下調營業利益 26.4%至 2.89 億元，季增 67.1%/年減 29.3%；下調稅後淨利 26.7%至 2.36 億元，季增 102.3%/年減 38.6%，預估 EPS 1.07 元，後續主要留意 1) 水下基礎建設學習曲線；2) 船隻於東北季風下的施工進度。

圖 3：2024 年第 4 季財測與預估比較

(百萬元)	4Q23A	3Q24F	4Q24F	季增率	年增率	4Q24F		預估差異	
						元大預估	市場預估	元大	市場
營業收入	5,268	3,342	5,115	53.1%	-2.9%	6,668	6,224	-23.3%	-17.8%
營業毛利	516	333	491	47.4%	-4.9%	632	614	-22.4%	-20.1%
營業利益	408	173	289	67.1%	-29.3%	392	365	-26.4%	-21.0%
稅前利益	434	136	263	93.2%	-39.4%	366	400	-28.1%	-34.2%
稅後淨利	384	117	236	102.3%	-38.6%	322	326	-26.7%	-27.5%
調整後 EPS (元)	1.78	0.53	1.07	102.3%	-39.9%	1.46	1.47	-26.7%	-27.5%
重要比率 (%)				百分點	百分點				
營業毛利率	9.8%	10.0%	9.6%	-0.4	-0.2	9.5%	9.9%	0.1	-0.3
營業利益率	7.7%	5.2%	5.6%	0.5	-2.1	5.9%	5.9%	-0.2	-0.2
稅後純益率	7.3%	3.5%	4.6%	1.1	-2.7	4.8%	5.2%	-0.2	-0.6

資料來源：公司資料、元大投顧預估、Bloomberg

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

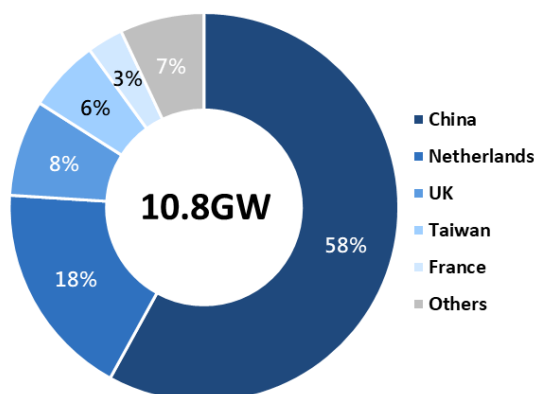
離岸風電 3-2 期單一風場規模上看 1GW，森崴拿下第一順位

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

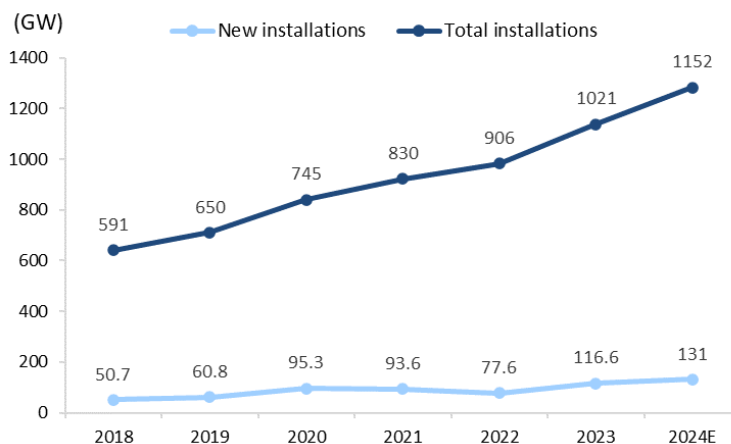


資料來源：GWEC、元大投顧

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

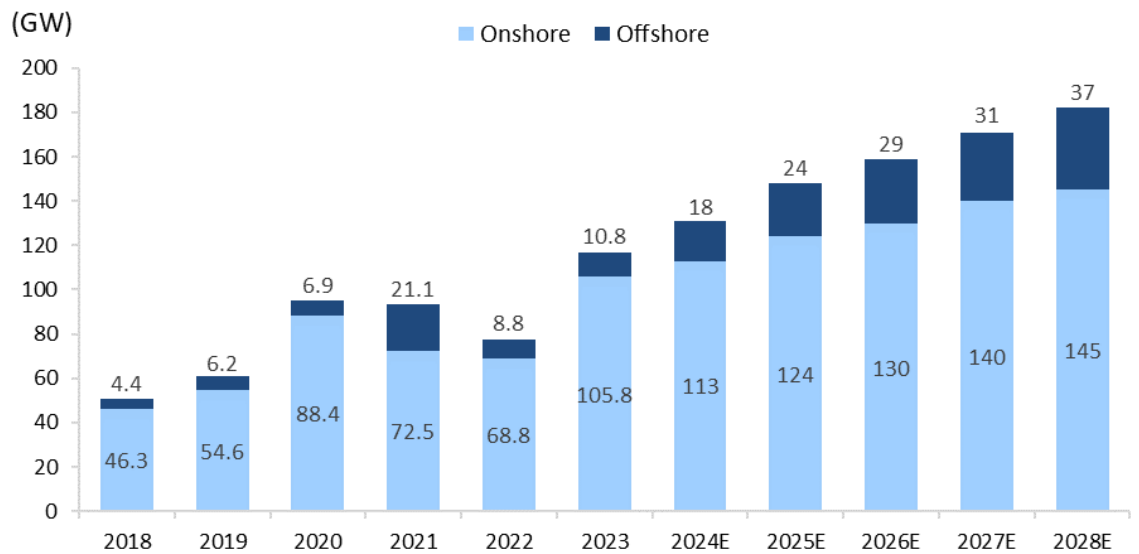


資料來源：GWEC、元大投顧

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

獲利調整與股票評價

短期施工仍具不確定性，調降評等至「持有-超越同業」

此次下調 2024 年營收 17.7%、EPS 23.5%，上調 2025 年營收 6.7%、EPS 0.8%，係反映台電風電二期施工进度遞延。

森崴能源目前股價位於 2024/2025 年預估 EPS 的 46 倍/20 倍本益比，本中心雖看好森崴能源國內離岸風電統包工程龍頭地位，然而考量短期東北季風使海上施工进度具不確定性，因此根據 2025 年 EPS 6.18 元、目標本益比 22 倍，推得目標價 140 元，調降評等至「持有-超越同業」。

須留意國內再生能源與電網發展實際執行進度

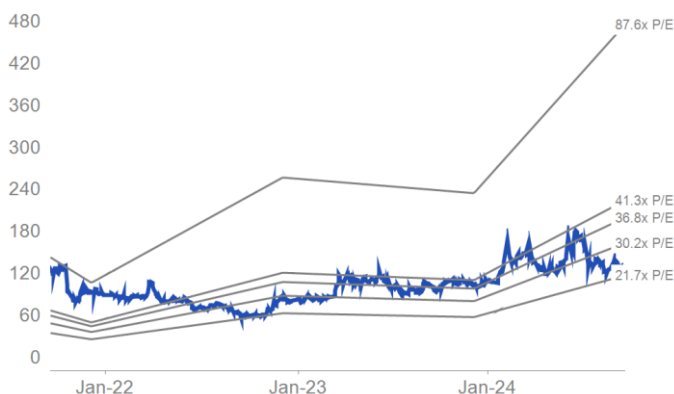
我國雖推動 2050 年淨零轉型計畫，目標再生能源發電佔比要達到 60%至 70%，然而再生能源可能因 1) 選址不易；2) 地方居民陳情抗議；3) 政策因素；4) 無法取得融資而使進度有所遞延。台電強韌電網計畫方面，觀察過往台電輸配電計畫，七輸變電計畫則遭遇經濟、抗爭等內外因素影響而展延工期，並微幅下調預算總額，因此本中心雖看好淨零轉型長期趨勢，相關台廠將受惠，仍建議投資人需留意計畫發展實際執行進度。

圖 9：2024 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	15,038	18,269	28,917	27,109	-17.7%	6.7%
營業毛利	1,464	1,761	2,789	2,664	-16.9%	4.7%
營業利益	757	976	1,780	1,768	-22.4%	0.7%
稅前利益	676	894	1,658	1,645	-24.4%	0.8%
稅後淨利	592	773	1,365	1,354	-23.5%	0.8%
調整後 EPS (元)	2.69	3.51	6.18	6.13	-23.5%	0.8%
重要比率 (%)					百分點	百分點
營業毛利率	9.7%	9.6%	9.6%	9.8%	0.1	-0.2
營業利益率	5.0%	5.3%	6.2%	6.5%	-0.3	-0.3
稅後純益率	3.9%	4.2%	4.7%	5.0%	-0.3	-0.3

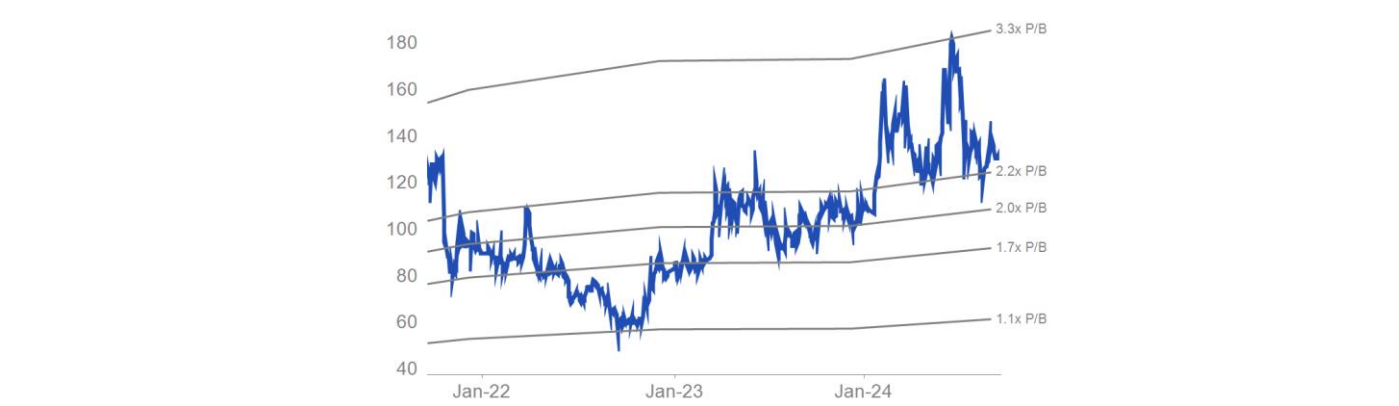
資料來源：公司資料、元大投顧預估

圖 10：12 個月預期本益比區間圖



資料來源：公司資料、元大投顧

圖 11：12 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 12：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	持有-超越 同業	125.0	877	2.94	2.69	6.18	42.5	46.5	20.2	140.0	(8.7)	130.1
國內同業													
雲豹能源	6869 TT	未評等	218.0	875	8.8	10.0	11.5	24.9	21.9	19.0	117.7	13.5	15.6
泓德能源	6873 TT	買進	241.0	799	8.2	12.2	15.7	29.5	19.8	15.3	2.2	48.9	29.3
國內同業平均					8.5	11.1	13.6	27.2	20.9	17.2	60.0	31.2	22.4

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 13：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	持有-超越 同業	125.0	877	5.5	5.2	10.9	51.61	51.88	56.85	2.4	2.4	2.2
國內同業													
雲豹能源	6869 TT	未評等	218.0	875	21.8	27.8	28.6	33.6	37.8	42.8	6.5	5.8	5.1
泓德能源	6873 TT	買進	241.0	799	18.4	17.8	22.8	55.3	81.0	78.1	4.4	3.0	3.1
國內同業平均					20.1	22.8	25.7	44.5	59.4	60.4	5.4	4.4	4.1

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 14：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	3,342	5,115	4,916	6,537	7,967	9,497	15,038	28,917
銷貨成本	(2,116)	(3,824)	(3,009)	(4,624)	(4,426)	(5,912)	(7,203)	(8,587)	(13,574)	(26,127)
營業毛利	215	425	333	491	490	625	764	910	1,464	2,789
營業費用	(156)	(189)	(160)	(202)	(188)	(248)	(272)	(301)	(707)	(1,009)
營業利益	60	236	173	289	302	377	492	609	757	1,780
業外利益	53	(72)	(37)	(26)	(31)	(31)	(36)	(23)	(81)	(122)
稅前純益	112	164	136	263	271	346	456	586	676	1,658
所得稅費用	(28)	(65)	(25)	(42)	(58)	(70)	(101)	(96)	(159)	(325)
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	117	236	221	284	363	498	592	1,365
調整後每股盈餘(NT\$)	0.46	0.63	0.53	1.07	1.00	1.28	1.65	2.25	2.69	6.18
調整後加權平均股數(百萬股)	221	221	221	221	221	221	221	221	221	221
重要比率										
營業毛利率	9.2%	10.0%	10.0%	9.6%	10.0%	9.6%	9.6%	9.6%	9.7%	9.6%
營業利益率	2.6%	5.6%	5.2%	5.6%	6.2%	5.8%	6.2%	6.4%	5.0%	6.2%
稅前純益率	4.8%	3.9%	4.1%	5.1%	5.5%	5.3%	5.7%	6.2%	4.5%	5.7%
稅後純益率	4.3%	3.3%	3.5%	4.6%	4.5%	4.3%	4.6%	5.2%	3.9%	4.7%
有效所得稅率	24.6%	39.4%	18.4%	16.0%	21.4%	20.2%	22.1%	16.4%	23.5%	19.6%
季增率(%)										
營業收入	-55.7%	82.3%	-21.4%	53.1%	-3.9%	33.0%	21.9%	19.2%		
營業利益	-85.4%	295.8%	-26.9%	67.1%	4.5%	24.8%	30.5%	23.8%		
稅後純益	-74.2%	39.0%	-16.7%	102.3%	-6.4%	28.5%	27.8%	37.2%		
調整後每股盈餘	-74.3%	39.0%	-16.7%	102.3%	-6.5%	28.5%	28.2%	36.9%		
年增率(%)										
營業收入	67.9%	123.7%	24.1%	-2.9%	110.9%	53.8%	138.4%	85.7%	33.7%	92.3%
營業利益	-22.3%	101.8%	-8.0%	-29.3%	406.1%	59.6%	184.4%	110.7%	-4.1%	135.1%
稅後純益	79.7%	85.5%	-3.6%	-38.6%	123.0%	102.4%	210.3%	111.0%	-17.1%	157.8%
調整後每股盈餘	79.3%	80.3%	-5.6%	-39.9%	119.0%	102.6%	211.6%	110.9%	-8.7%	130.1%

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 15：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	森崴能源掛牌上市
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

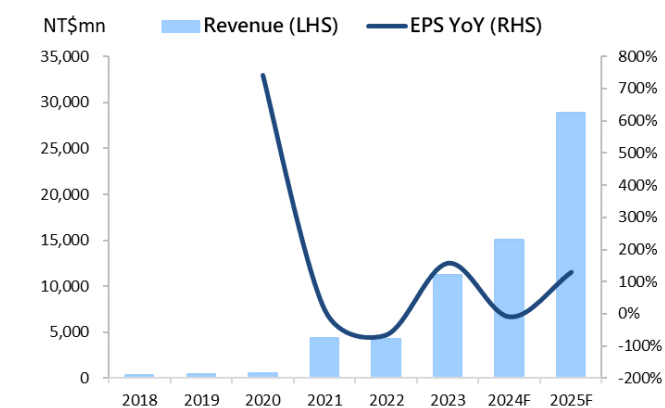
資料來源：公司資料、元大投顧

圖 16：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

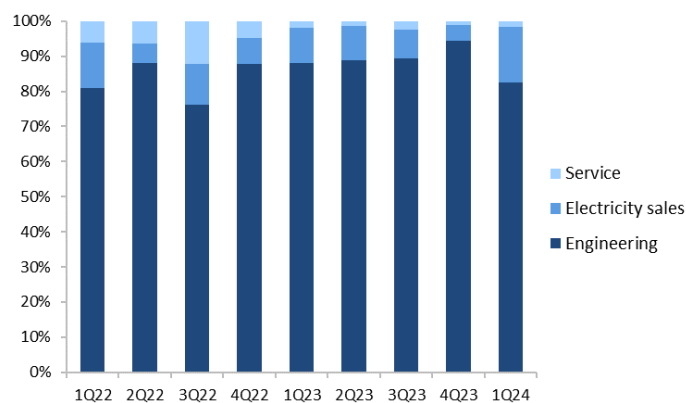
資料來源：公司資料、元大投顧

圖 17：營收與 EPS 成長趨勢圖



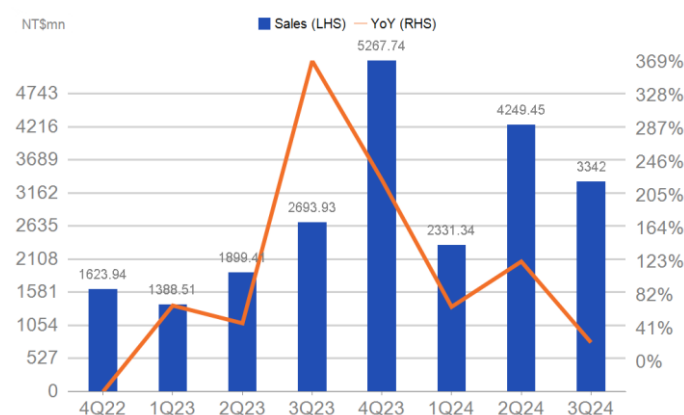
資料來源：公司資料、元大投顧預估

圖 18：營收組成



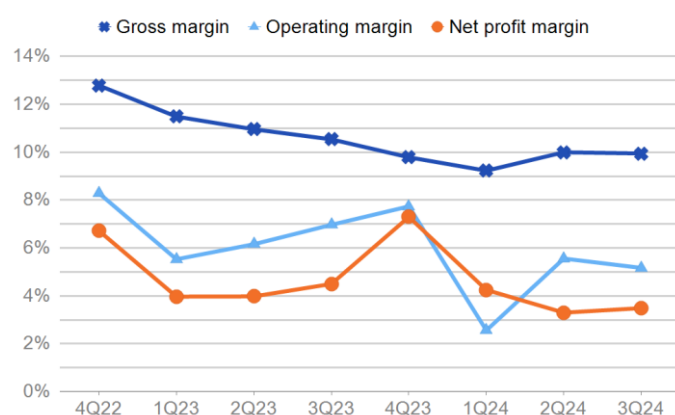
資料來源：公司資料

圖 19：營收趨勢



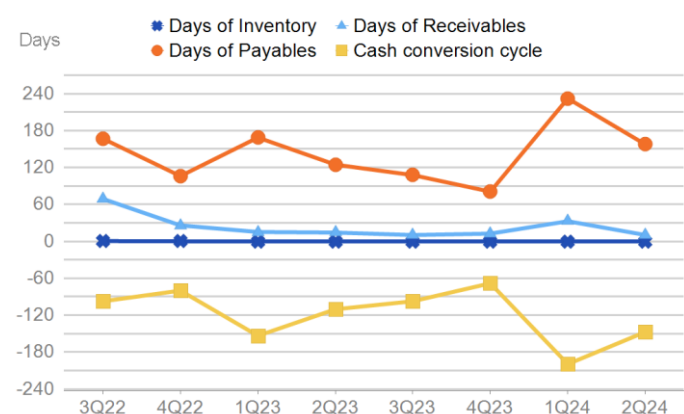
資料來源：CMoney、公司資料

圖 20：毛利率、營益率、淨利率



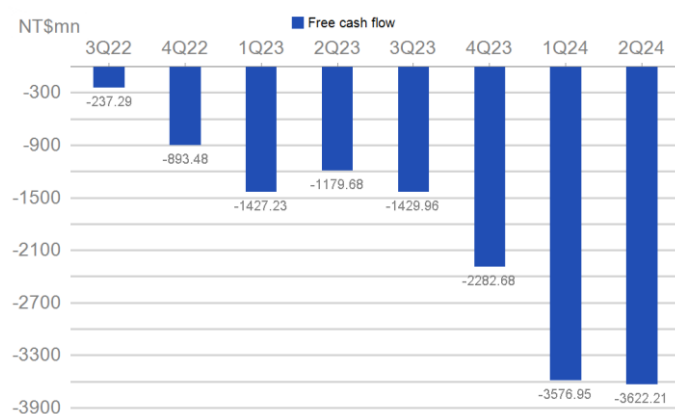
資料來源：CMoney、公司資料

圖 21：經營能力



資料來源：CMoney、公司資料

圖 22：自由現金流量



資料來源：CMoney、公司資料

- 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 23：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 (2024/10/14)

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	4,077	5,424
存貨	1	1	0	7	7
應收帳款及票據	128	200	1,132	1,256	2,230
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	23,148	25,469
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	32,539	37,515
應付帳款及票據	1,506	516	1,809	1,836	2,745
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	12,133	13,043
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	19,996	23,905
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	1,185	2,283
什項權益	(17)	(17)	(87)	(87)	(87)
歸屬母公司之權益	5,885	10,354	11,158	11,457	12,555
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	12,543	13,610

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	517	1,333
折舊及攤提	78	114	196	272	375
本期營運資金變動	1,349	(1,033)	43	(102)	(65)
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)	687	1,644
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)	(292)	(267)
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	2,708	2,733
匯率影響數	0	0	(18)	0	0
本期產生現金流量	916	548	2,081	164	1,347
自由現金流量	(3,614)	(3,235)	(6,320)	(1,513)	(356)

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	15,038	28,917
銷貨成本	(3,494)	(3,753)	(10,082)	(13,574)	(26,127)
營業毛利	840	548	1,168	1,464	2,789
營業費用	(231)	(296)	(496)	(707)	(1,009)
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)	(705)	(1,009)
其他費用	(2)	0	1	(1)	0
營業利益	609	252	789	757	1,780
利息收入	8	17	38	104	114
利息費用	(50)	(27)	(42)	(334)	(330)
利息收入淨額	(41)	(10)	(4)	(230)	(216)
投資利益(損失)淨額	(1)	(11)	(43)	(7)	14
匯兌損益	4	25	(53)	94	0
其他業外收入(支出)淨額	2	53	83	62	80
稅前純益	573	309	772	676	1,658
所得稅費用	(116)	(67)	(149)	(159)	(325)
少數股權淨利	1	17	(13)	(75)	(32)
歸屬母公司之稅後純益	456	225	636	592	1,365
稅前息前折舊攤銷前淨利	700	450	1,010	485	1,405
調整後每股盈餘 (NT\$)	3.16	1.23	2.94	2.69	6.18

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	33.7	92.3
營業利益	5378.7	(58.5)	212.8	(4.1)	135.1
稅前息前折舊攤銷前淨利	90.7	(35.7)	124.4	(52.0)	189.7
稅後純益	86.8	(46.9)	157.1	(17.1)	157.8
調整後每股盈餘	(8.4)	(61.2)	140.0	(8.7)	130.1
獲利能力分析 (%)					
營業毛利率	19.4	12.7	10.4	9.7	9.7
營業利益率	14.1	5.9	7.0	5.0	6.2
稅前息前淨利率	12.1	6.6	6.5	5.0	6.2
稅前息前折舊攤銷前淨利率	16.2	10.5	9.0	3.2	4.9
稅前純益率	13.2	7.2	6.9	4.5	5.7
稅後純益率	10.5	5.2	5.7	3.9	4.7
資產報酬率	5.3	1.7	2.6	1.6	3.6
股東權益報酬率	12.2	2.9	5.5	5.2	10.9
穩定/償債能力分析					
負債權益比 (%)	64.5	72.2	137.8	159.4	175.7
淨負債權益比(%)	(12.5)	29.1	34.6	56.6	64.3
利息保障倍數 (倍)	12.5	12.5	19.6	3.0	6.0
流動比率 (%)	250.3	218.7	188.8	190.8	195.3
速動比率 (%)	181.2	138.3	140.1	190.7	195.2
淨負債 (NT\$百萬元)	(771)	3,074	4,268	7,104	8,756
調整後每股淨值 (NT\$)	40.17	47.89	51.61	51.88	56.85
評價指標 (倍)					
本益比	39.6	102.0	42.5	46.5	20.2
股價自由現金流量比	--	--	--	--	--
股價淨值比	3.1	2.6	2.4	2.4	2.2
股價稅前息前折舊攤銷前淨	39.5	61.4	27.4	57.0	19.7
股價營收比	6.4	6.4	2.5	1.8	1.0

資料來源：公司資料、元大投顧；註：負債為短期債加上長期債。

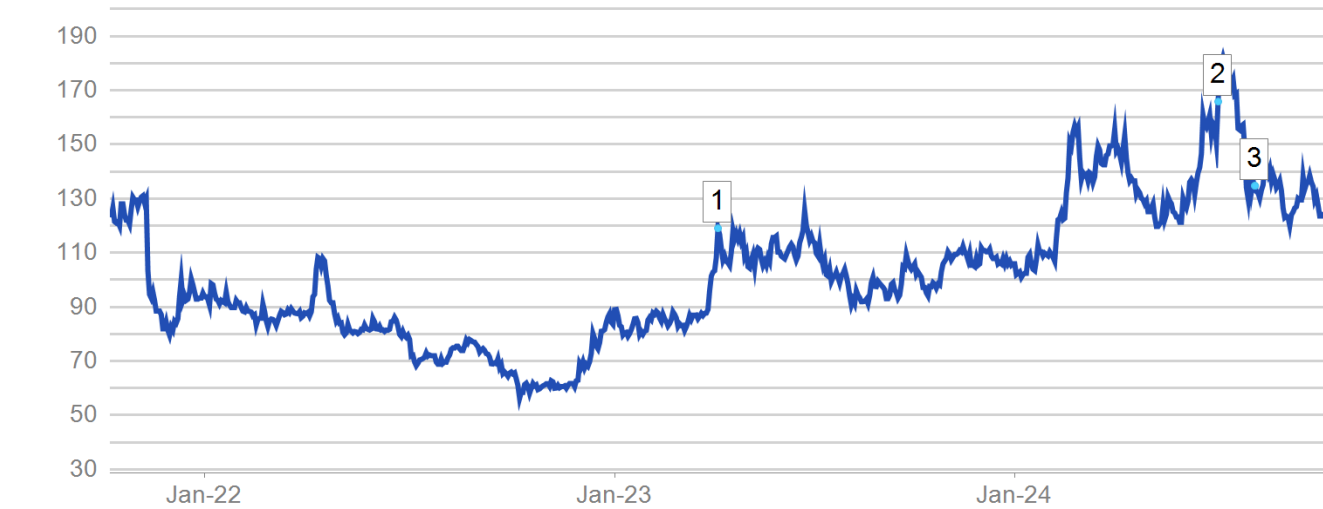
附錄：重要揭露事項

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

— 收盤價



#	日期	收盤價 (A)	目標價 (B)	調整後目標價 (C)	評等	分析師
1	20230418	110.00	210.00	206.67	買進	魏建發
2	20240709	167.50	195.00	192.94	買進	陳澤心
3	20240812	138.00	175.00	173.15	買進	陳澤心

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 仁愛路三段 157 號 4 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>.