

森崴能源 (6806 TT) Shinfox Energy

東北季風使海事工程進度受阻

持有-超越同業 (維持評等)

目標價 (12 個月) : NT\$140.0

收盤價 (2024/12/06) : NT\$126.0
隱含漲幅 : 11.1%

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 | 持有-超越同業 |
| 目標價 (NT\$) | 140.0 | 140.0 |
| 2024年營收 (NT\$/十億) | 17.4 | 15.0 |
| 2024年EPS | 3.2 | 2.7 |

交易資料表

| | |
|------------------------|---------------|
| 市值 | NT\$28,310百萬元 |
| 外資持股比率 | 4.3% |
| 董監持股比率 | 46.5% |
| 調整後每股淨值 (2024F) | NT\$55.18 |
| 負債比 | 70.5% |
| 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 | 2023A | 2024F | 2025F | 2026F |
|-------------|--------|--------|--------|--------|
| 營業收入 | 11,250 | 17,408 | 26,106 | 16,150 |
| 營業利益 | 789 | 1,176 | 2,449 | 2,432 |
| 稅後純益 | 636 | 713 | 1,599 | 1,593 |
| EPS (元) | 2.94 | 3.18 | 5.83 | 5.81 |
| EPS YoY (%) | 140.0 | 8.1 | 83.4 | -0.4 |
| 本益比 (倍) | 42.8 | 39.6 | 21.6 | 21.7 |
| 股價淨值比 (倍) | 2.4 | 2.3 | 1.9 | 1.8 |
| ROE (%) | 5.5 | 5.8 | 8.6 | 8.2 |
| 現金殖利率 (%) | 1.1% | 1.1% | 2.1% | 2.1% |
| 現金股利 (元) | 1.44 | 1.43 | 2.63 | 2.62 |

陳澤心

Amber.Chen53@yuanta.com

陳穆萱

Moo.Chen@Yuanta.com

元大觀點

- 本中心上調 4Q24 營收 12.3%，下調 1Q25 營收 9.2%，主因風機到港時點快於本中心預期 1 個季度，4Q24 大幅認列風機營收。
- 2026-27 年獲利將以寶崴船舶租賃為主要，本中心預估森崴船舶租賃獲利貢獻達 65%，2028-29 年則預期施作 3-2 期得標 700MW 案場。
- 短期東北季風使 4Q24-1Q25 海上施工進度具不確定性，維持「持有-超越同業」評等，目標價 140 元 (2025F EPS 5.83 元 X 24 倍)。

11 月因東北季風影響，巨人號仍未能出海施作

「巨人號」吊臂受損部分已於 10 月底修復完畢，然而 11 月因東北季風氣候影響，巨人號仍未能出海施作，全案 31 座基樁目前僅 7 座於 3Q24 施作完畢。公司表示，仍將持續嘗試出海施作，而 4Q24 工程進度尚包含 1) 陸上/海上變電站製造及安裝；2) 部分風機到港認列營收；3) 世紀鋼水下基礎結構 (Jacket) 交付認列。本中心原預估台電風電二期專案 2024/2025 年將分別認列 24%/42%(129 億元/226 億元)，考量風機到港快於本中心預期 1 個季度，因此將 2024/2025 年認列比重預估調整至 29%/37%(156 億元/199 億元)。

船舶利息費用高於預期，下調 4Q24 預估 EPS 6.7%至 1.34 元

本中心上調 4Q24 營收 12.3%至 74.9 億元，主因風機到港時點快於本中心預期 1 個季度，大幅認列風機營收；預估 4Q24 毛利率季減 7.9 個百分點至 9.8%，主因天氣因素導致巨人號無法出海施作，台電二期專案毛利較高的海事工程營收未能認列；下調稅後淨利 6.7%至 3.0 億元，主因船舶融資利息費用高於預期，預估 4Q24 EPS 1.34 元。下調 1Q25 預估 EPS 4.6%至 0.77 元，主因風機提前本中心預期 1 個季度認列營收。

短期海上施工仍具不確定性，維持「持有-超越同業」評等

此次上調 2024/2025 年 EPS 20.4%/17.1%，主要係反映海事工程認列毛利率優於預期，分別上調毛利率 1.5 個/3.6 個百分點。森崴能源目前股價位於 2024/2025 年預估 EPS 的 40 倍/22 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 1) 短期東北季風使海上施工進度具不確定性；2) 籌措 3-2 風場及船舶購買資金需求預期將使 2025 年股本膨脹 22%；3) 船舶融資利息費用高於預期，因此維持「持有-超越同業」評等，目標價 140 元係根據 2025 EPS 5.83 元、目標本益比 24 倍推得。

11 月因東北季風影響，巨人號仍未能出海施作

森崴台電二期專案目前進入水下基礎安裝海事工程，雖「巨人號」吊臂受損部分已於 10 月底修復完畢，然而 11 月因東北季風氣候影響，巨人號仍未能出海施作，全案 31 座基樁 (Pinpile) 目前僅 7 座於 3Q24 施作完畢。公司表示，仍將持續嘗試出海施作，而 4Q24 工程進度尚包含 1)陸上/海上變電站製造及安裝；2)部分風機到港認列營收；3)世紀鋼水下基礎結構 (Jacket)交付認列，目前已完成 25 座，剩餘 6 座待交付。本中心原預估台電風電二期專案 2024/2025 年將分別認列 24%/42%(129 億元/226 億元)，考量風機到港認列時點快於本中心預期 1 個季度，因此將台電二期專案 2024/2025 年認列比重預估調整至 29%/37%(156 億元/199 億元)。

圖 1：森崴台電二期 538 億專案營收認列比重及毛利率預估

| 台電專案 營收佔比 | 主要產品及應用 | 毛利率 | 認列進度 |
|--------------|----------------------------|--------|-------------------------------------|
| 風機 20-30% | 31 座 Vestas 9.5MW 離岸風力發電機組 | 8-12% | 10 月部分風機到港，估年底可全部到港認列 |
| 海事工程 20-30% | 重吊船、風機安裝船出海費用 | 18-25% | 7-9 月初海安裝 7 座 Pinpile，10-11 月氣候因素暫停 |
| 水下基礎 20-30% | Pinpile、Jacket | 8-12% | Jacket 世紀鋼已完成 25 座，剩下 6 座待交付 |
| 其他 20-30% | 海纜、變電站工程費用 | 8-12% | 變電站施工中，海纜為 2025 年施工項目 |

資料來源：公司資料、元大投顧

*註：海事工程因發包給子公司寶崴 SFE，合併認列使毛利率高於專案平均的 8~12%。

圖 2：2020-2025 年森崴能源台電二期離岸風電專案進程計畫



資料來源：公司資料、元大投顧

台電二期風電專案預估於 2025 年完工，2026-2027 年獲利將以船舶租賃為主要

預估隨寶崴(SFE)風機安裝船-拓進者號 2025 年 3 月抵台後，將開始進行風機安裝作業，2025 年工程進度尚包括基樁(Pinpile)及水下基礎(Jacket)驗收安裝工程、變電站及海纜工程等，估森崴台電二期專案 2024/2025/2026 年將分別認列 29%/37%/10%，貢獻營收 156 億元/199 億元/54 億元。展望未來，台電二期專案於 2025 年完工後，2026-2027 年獲利將以寶崴船舶租賃為主要，公司表示目前已在洽談日韓以及 3-1 期海事工程機會，本中心預估森崴船舶租賃營收占比達 40%，獲利貢獻達 65%，因此後續主要留意離岸風電船舶租金價格，估森崴 2024/2025/2026 年 EPS 分別為 3.18 元/5.83 元/5.81 元。2028-2029 年則預期施作 3-2 期得標的彰化外海離岸風電 700MW 案場工程，目前已於 11/11 簽署行政契約，預估 2029 年完工，併網後年發電量將達約 30 億度電。

船舶融資利息費用高於預期，下調 4Q24 預估 EPS 6.7%至 1.34 元

本中心上調 4Q24 營收 12.3%至 74.9 億元，季增 124.0%/年增 42.1%，主因風機到港認列時點快於本中心預期 1 個季度；預估 4Q24 毛利率季減 7.9 個百分點/年持平至 9.8%，主因天氣因素導致巨人號無法出海施作，台電二期專案毛利較高的海事工程營收未能認列；上調營業利益 14.9%至 4.5 億元，季增 4.8%/年增 10.4%，主因部分風機到港大幅認列營收；下調稅後淨利 6.7%至 3.0 億元，季增 73.7%/年減 21.7%，主因船舶融資利息費用高於預期，預估 4Q24 EPS 1.34 元。

圖 3：2024 年第 4 季財測與預估比較

| (百萬元) | 4Q23A | 3Q24A | 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 | 7,485 | 124.0% | 42.1% | 6,668 | 6,671 | 12.3% | 12.2% |
| 營業毛利 | 516 | 590 | 730 | 23.8% | 41.5% | 632 | 639 | 15.6% | 14.3% |
| 營業利益 | 408 | 430 | 450 | 4.8% | 10.4% | 392 | 423 | 14.9% | 6.4% |
| 稅前利益 | 434 | 232 | 361 | 56.0% | -16.8% | 366 | 435 | -1.3% | -16.9% |
| 稅後淨利 | 384 | 173 | 301 | 73.7% | -21.7% | 322 | 317 | -6.7% | -5.1% |
| 調整後 EPS (元) | 1.78 | 0.77 | 1.34 | 73.7% | -24.5% | 1.44 | 1.41 | -6.7% | -5.1% |
| 重要比率 (%) | | | | 百分點 | 百分點 | | | 百分點 | 百分點 |
| 營業毛利率 | 9.8% | 17.6% | 9.8% | -7.9 | 0.0 | 9.5% | 9.6% | 0.3 | 0.2 |
| 營業利益率 | 7.7% | 12.9% | 6.0% | -6.8 | -1.7 | 5.9% | 6.3% | 0.1 | -0.3 |
| 稅後純益率 | 7.3% | 5.2% | 4.0% | -1.2 | -3.3 | 4.8% | 4.7% | -0.8 | -0.7 |

資料來源：公司資料、元大投顧預估、Bloomberg

風機提前 1 個季度認列營收，下調 1Q25 預估 EPS 4.6%至 0.77 元

由於風機已於 4Q24 到港認列，進度快於本中心預期 1 個季度，故下調 1Q25 營收 9.2%至 44.7 億元，季減 40.3%/年增 91.5%；考量公司為因應天氣不利因素，目前正進行出海準備計畫，1Q25 仍有望出海進行 Pinpile 或 Jacket 海事工程，上調毛利率 2 個百分點至 12.0%；上調營業利益 14.9%至 3.5 億元，季減 22.9%/年增 481.8%；下調稅後淨利 4.6%至 2.1 億元，季減 29.9%/年增 112.9%，主因船舶融資利息費用高於預期，預估 EPS 0.77 元。

圖 4：2025 年第 1 季財測與預估比較

| (百萬元) | 1Q24A | 4Q24F | 1Q25F | 季增率 | 年增率 | 1Q25F | | 預估差異 | |
|-------------|-------|-------|-------|--------|--------|-------|-------|-------|--------|
| | | | | | | 元大預估 | 市場預估 | 元大 | 市場 |
| 營業收入 | 2,331 | 7,485 | 4,465 | -40.3% | 91.5% | 4,916 | 6,540 | -9.2% | -31.7% |
| 營業毛利 | 215 | 730 | 535 | -26.7% | 148.6% | 490 | 640 | 9.2% | -16.4% |
| 營業利益 | 60 | 450 | 347 | -22.9% | 481.8% | 302 | 434 | 14.9% | -20.1% |
| 稅前利益 | 112 | 361 | 258 | -28.5% | 130.0% | 271 | 406 | -4.7% | -36.3% |
| 稅後淨利 | 99 | 301 | 211 | -29.9% | 112.9% | 221 | 336 | -4.6% | -37.3% |
| 調整後 EPS (元) | 0.44 | 1.34 | 0.77 | -42.7% | 74.0% | 0.81 | 1.23 | -4.6% | -37.3% |
| 重要比率 (%) | | | | 百分點 | 百分點 | | | 百分點 | 百分點 |
| 營業毛利率 | 9.2% | 9.8% | 12.0% | 2.2 | 2.8 | 10.0% | 9.8% | 2.0 | 2.2 |
| 營業利益率 | 2.6% | 6.0% | 7.8% | 1.8 | 5.2 | 6.1% | 6.6% | 1.6 | 1.1 |
| 稅後純益率 | 4.2% | 4.0% | 4.7% | 0.7 | 0.5 | 4.5% | 5.1% | 0.2 | -0.4 |

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 5：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 6：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

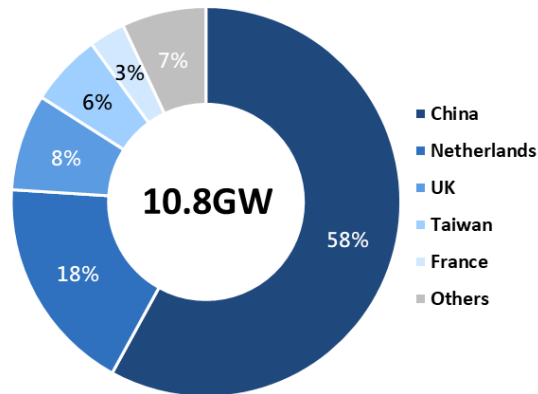
離岸風電 3-2 期單一風場規模上看 1GW，森崴拿下第一順位

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 7：2023 年全球風電新增裝置容量地區分布

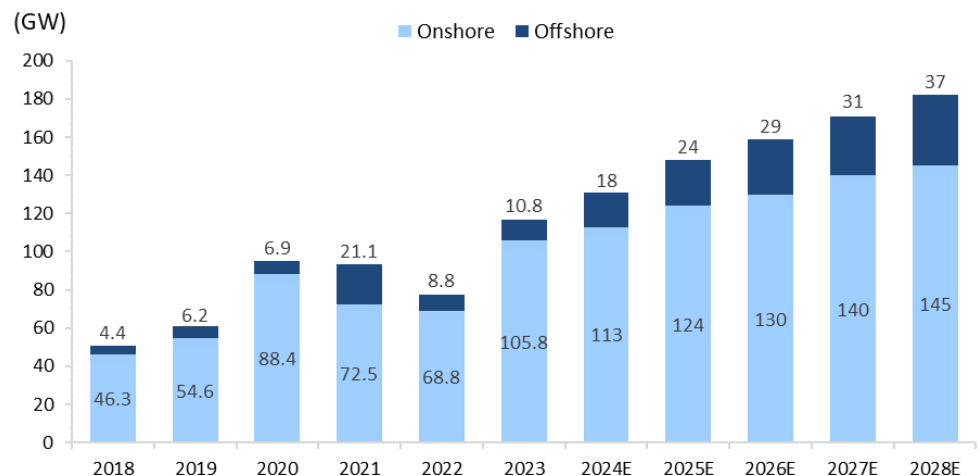


資料來源：GWEC、元大投顧

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

短期海上施工仍具不確定性，維持「持有-超越同業」評等

此次上調 2024/2025 年 EPS 20.4%/17.1%，主要係反映海事工程認列毛利率優於預期，分別上調毛利率 1.5 個/3.6 個百分點，原估海事工程毛利率為 8-12%，上調海事工程毛利率至 18-25%。上調 2024 年營收 15.8%，下調 2025 年營收 9.7%，主因風機到港認列進度比本中心預期提前 1 個季度至 4Q24。

森崙能源目前股價位於 2024/2025 年預估 EPS 的 40 倍/22 倍本益比，本中心雖看好森崙能源國內離岸風電統包工程龍頭地位，然而考量 1) 短期東北季風使海上施工進度具不確定性；2) 3-2 風場及船舶購買資金需求預期將使 2025 年股本膨脹 22%；3) 船舶融資利息費用高於預期，因此維持「持有-超越同業」評等，目標價 140 元係根據 2025 EPS 5.83 元、目標本益比 24 倍推得。

須留意國內再生能源與電網發展實際執行進度

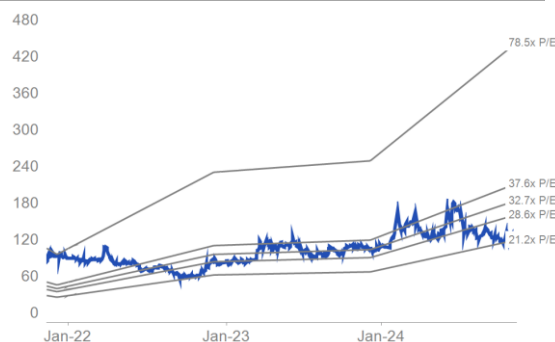
我國雖推動 2050 年淨零轉型計畫，目標再生能源發電佔比要達到 60%至 70%，然而再生能源可能因 1) 選址不易；2) 地方居民陳情抗議；3) 政策因素；4) 無法取得融資而使進度有所遞延。台電強韌電網計畫方面，觀察過往台電輸配電計畫，七輸變電計畫則遭遇經濟、抗爭等內外因素影響而展延工期，並微幅下調預算總額，因此本中心雖看好淨零轉型長期趨勢，相關台廠將受惠，仍建議投資人需留意計畫發展實際執行進度。

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 | 17,408 | 15,038 | 26,106 | 28,917 | 15.8% | -9.7% |
| 營業毛利 | 1,960 | 1,464 | 3,458 | 2,789 | 33.9% | 24.0% |
| 營業利益 | 1,176 | 757 | 2,449 | 1,780 | 55.4% | 37.6% |
| 稅前利益 | 870 | 676 | 1,972 | 1,658 | 28.7% | 18.9% |
| 稅後淨利 | 713 | 592 | 1,599 | 1,365 | 20.4% | 17.1% |
| 調整後 EPS (元) | 3.18 | 2.64 | 5.83 | 4.98 | 20.4% | 17.1% |
| 重要比率 (%) | | | | | 百分點 | 百分點 |
| 營業毛利率 | 11.3% | 9.7% | 13.2% | 9.6% | 1.5 | 3.6 |
| 營業利益率 | 6.8% | 5.0% | 9.4% | 6.2% | 1.7 | 3.2 |
| 稅後純益率 | 4.1% | 3.9% | 6.1% | 4.7% | 0.2 | 1.4 |

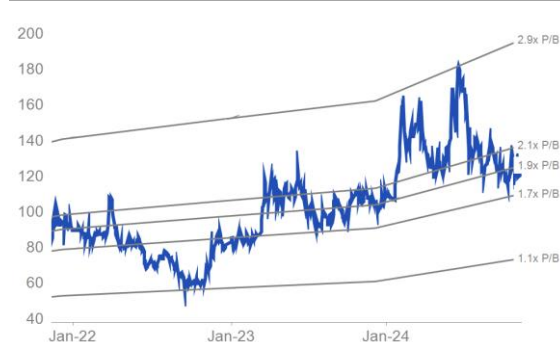
資料來源：公司資料、元大投顧預估

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 | 126.0 | 884 | 2.94 | 3.18 | 5.83 | 42.8 | 39.6 | 21.6 | 140.0 | 8.1 | 83.4 |
| 國內 | | | | | | | | | | | | | |
| 雲豹能源 | 6869 TT | 未評等 | 179.0 | 763 | 8.8 | 6.6 | 12.2 | 20.4 | 27.3 | 14.7 | 117.7 | (25.3) | 86.1 |
| 泓德能源 | 6873 TT | 買進 | 227.0 | 823 | 8.2 | 10.4 | 16.8 | 27.8 | 21.8 | 13.5 | 2.2 | 27.6 | 61.4 |
| 國內平均 | | | | | 8.5 | 8.5 | 14.5 | 24.1 | 24.6 | 14.1 | 60.0 | 1.2 | 73.7 |

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 | 126.0 | 884 | 5.5 | 5.8 | 8.6 | 51.61 | 55.18 | 67.76 | 2.4 | 2.3 | 1.9 |
| 國內 | | | | | | | | | | | | | |
| 雲豹能源 | 6869 TT | 未評等 | 179.0 | 763 | 21.8 | 7.2 | 25.4 | 33.6 | 42.9 | 39.0 | 5.3 | 4.2 | 4.6 |
| 泓德能源 | 6873 TT | 買進 | 227.0 | 823 | 18.4 | 15.4 | 21.9 | 55.3 | 66.6 | 78.0 | 4.1 | 3.4 | 2.9 |
| 國內平均 | | | | | 20.1 | 11.3 | 23.7 | 44.5 | 54.7 | 58.5 | 4.7 | 3.8 | 3.8 |

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 | 3Q2024A | 4Q2024F | 1Q2025F | 2Q2025F | 3Q2025F | 4Q2025F | FY2024F | FY2025F |
|----------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|----------|----------|
| 營業收入 | 2,331 | 4,249 | 3,342 | 7,485 | 4,465 | 5,918 | 7,164 | 8,559 | 17,408 | 26,106 |
| 銷貨成本 | (2,116) | (3,824) | (2,752) | (6,755) | (3,930) | (4,960) | (6,012) | (7,745) | (15,447) | (22,648) |
| 營業毛利 | 215 | 425 | 590 | 730 | 535 | 958 | 1,151 | 814 | 1,960 | 3,458 |
| 營業費用 | (156) | (189) | (160) | (280) | (188) | (248) | (272) | (301) | (785) | (1,009) |
| 營業利益 | 60 | 236 | 430 | 450 | 347 | 710 | 879 | 513 | 1,176 | 2,449 |
| 業外利益 | 53 | (72) | (198) | (89) | (89) | (129) | (130) | (129) | (306) | (477) |
| 稅前純益 | 112 | 164 | 232 | 361 | 258 | 581 | 749 | 384 | 870 | 1,972 |
| 所得稅費用 | (28) | (65) | (50) | (58) | (56) | (118) | (169) | (63) | (200) | (405) |
| 少數股東權益 | (15) | (41) | 8 | 3 | (8) | (8) | (8) | (8) | (44) | (32) |
| 歸屬母公司稅後純益 | 99 | 140 | 173 | 301 | 211 | 471 | 588 | 329 | 713 | 1,599 |
| 調整後每股盈餘(NT\$) | 0.44 | 0.62 | 0.77 | 1.34 | 0.77 | 1.72 | 2.15 | 1.20 | 3.18 | 5.83 |
| 調整後加權平均股數(百萬股) | 224 | 224 | 224 | 224 | 274 | 274 | 274 | 274 | 224 | 274 |
| 重要比率 | | | | | | | | | | |
| 營業毛利率 | 9.2% | 10.0% | 17.6% | 9.8% | 12.0% | 16.2% | 16.1% | 9.5% | 11.3% | 13.3% |
| 營業利益率 | 2.6% | 5.6% | 12.9% | 6.0% | 7.8% | 12.0% | 12.3% | 6.0% | 6.8% | 9.4% |
| 稅前純益率 | 4.8% | 3.9% | 6.9% | 4.8% | 5.8% | 9.8% | 10.5% | 4.5% | 5.0% | 7.6% |
| 稅後純益率 | 4.3% | 3.3% | 5.2% | 4.0% | 4.7% | 8.0% | 8.2% | 3.8% | 4.1% | 6.1% |
| 有效所得稅率 | 24.6% | 39.4% | 21.6% | 16.1% | 21.7% | 20.3% | 22.6% | 16.4% | 23.0% | 20.5% |
| 季增率(%) | | | | | | | | | | |
| 營業收入 | -55.7% | 82.3% | -21.4% | 124.0% | -40.3% | 32.5% | 21.1% | 19.5% | | |
| 營業利益 | -85.4% | 295.8% | 82.0% | 4.8% | -22.9% | 104.6% | 23.8% | -41.6% | | |
| 稅後純益 | -74.2% | 41.6% | 23.6% | 73.7% | -29.9% | 123.2% | 24.8% | -44.0% | | |
| 調整後每股盈餘 | -75.1% | 41.4% | 23.6% | 73.7% | -42.7% | 123.6% | 24.8% | -44.1% | | |
| 年增率(%) | | | | | | | | | | |
| 營業收入 | 67.9% | 123.7% | 24.0% | 42.1% | 91.5% | 39.3% | 114.4% | 14.3% | 54.7% | 50.0% |
| 營業利益 | -22.3% | 101.8% | 128.9% | 10.4% | 481.8% | 200.7% | 104.5% | 14.0% | 49.0% | 108.2% |
| 稅後純益 | 79.7% | 85.5% | 43.2% | -21.7% | 112.9% | 235.6% | 239.0% | 9.3% | 7.3% | 134.2% |
| 調整後每股盈餘 | 73.7% | 77.7% | 38.0% | -24.5% | 74.0% | 175.1% | 177.9% | -10.6% | 8.1% | 83.4% |

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。

公司簡介

森崙能源為我國離岸風電統包工程龍頭

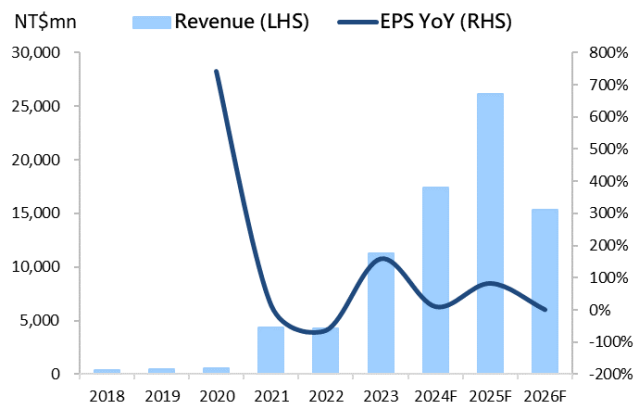
森崙能源為正崙集團子公司，其營運以工程承攬為核心，並延伸服務與售電業務，提供完整再生能源工程與維運解決方案，包含太陽能、離岸風電、陸域風電、水力發電、儲能等再生能源電廠建置與維運，同時發展液化天然氣(LNG)進口、綠電交易平台等業務。2023 年營運比重以工程業務 91%最高，售電 7%次之，服務收入則佔 2%。

圖 15：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 |

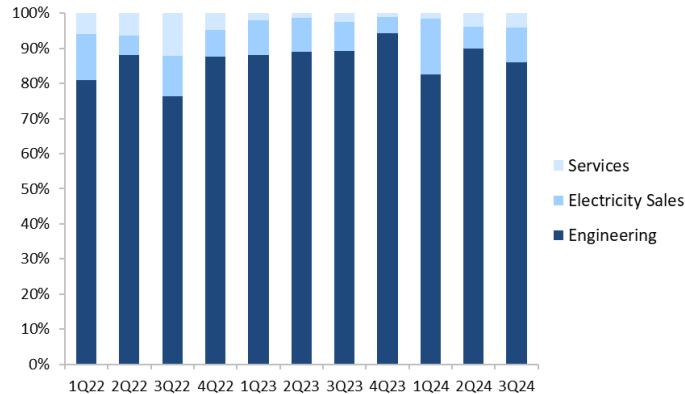
資料來源：公司資料、元大投顧

圖 16：營收與 EPS 成長趨勢圖



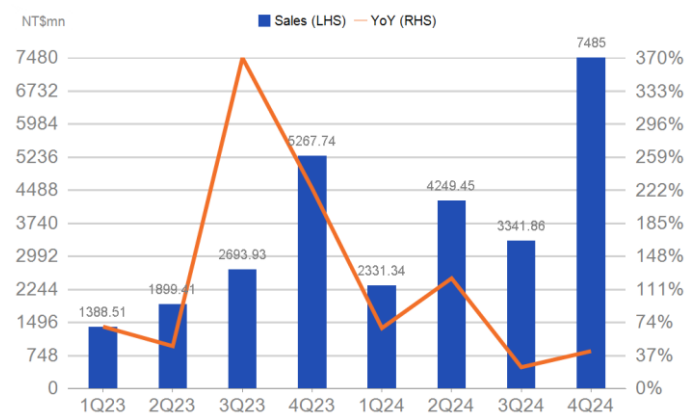
資料來源：公司資料、元大投顧預估

圖 17：營收組成



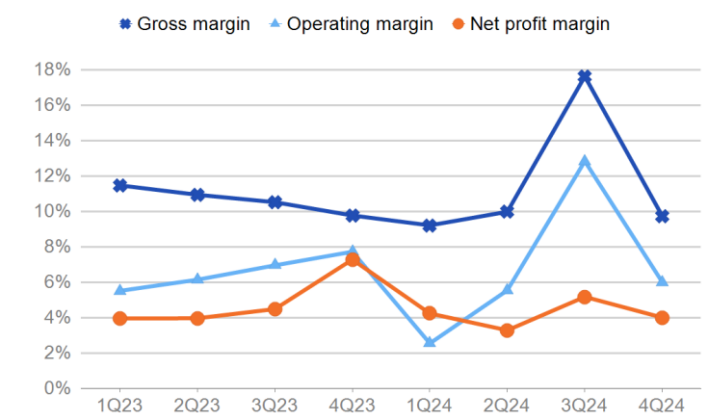
資料來源：公司資料

圖 18：營收趨勢



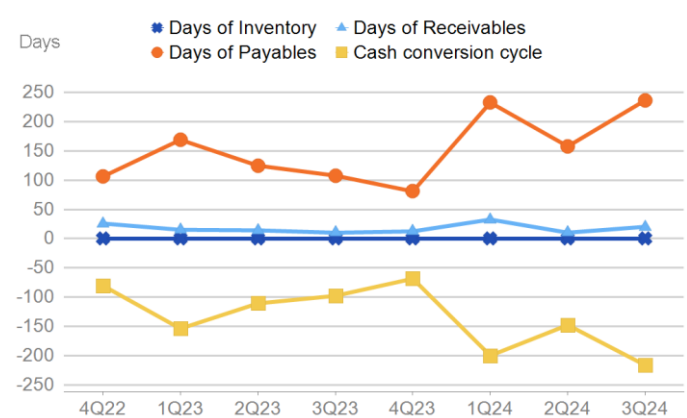
資料來源：CMoney、公司資料

圖 19：毛利率、營益率、淨利率



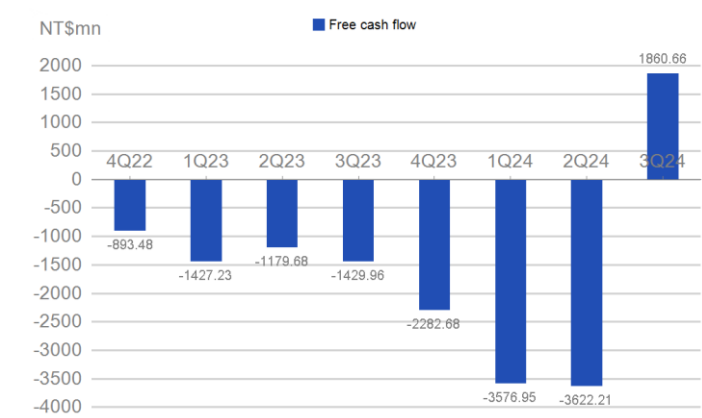
資料來源：CMoney、公司資料

圖 20：經營能力



資料來源：CMoney、公司資料

圖 21：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 22：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 (2024/12/8)

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) | 2022A | 2023A | 2024F | 2025F | 2026F |
|------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 現金與短期投資 | 1,832 | 3,912 | 1,153 | 1,918 | 1,789 |
| 存貨 | 1 | 0 | 8 | 4 | 10 |
| 應收帳款及票據 | 200 | 1,132 | 1,633 | 1,658 | 1,882 |
| 其他流動資產 | 11,287 | 17,810 | 17,808 | 17,808 | 17,807 |
| 流動資產 | 13,320 | 22,855 | 20,602 | 21,389 | 21,489 |
| 採用權益法之投資 | 1,268 | 108 | 1,108 | 2,108 | 3,108 |
| 固定資產 | 1,202 | 5,102 | 11,086 | 17,057 | 17,622 |
| 無形資產 | 247 | 249 | 177 | 101 | 22 |
| 其他非流動資產 | 2,181 | 974 | 1,004 | 1,034 | 1,064 |
| 非流動資產 | 4,898 | 6,433 | 13,375 | 20,300 | 21,815 |
| 資產總額 | 18,217 | 29,288 | 33,977 | 41,688 | 43,304 |
| 應付帳款及票據 | 516 | 1,809 | 2,339 | 2,377 | 2,649 |
| 短期借款 | 3,563 | 6,446 | 6,446 | 6,446 | 6,446 |
| 什項負債 | 2,012 | 3,852 | 3,852 | 3,852 | 3,852 |
| 流動負債 | 6,091 | 12,106 | 12,636 | 12,675 | 12,947 |
| 長期借款 | 1,343 | 1,734 | 4,734 | 6,234 | 6,734 |
| 其他負債及準備 | 207 | 3,128 | 3,128 | 3,128 | 3,128 |
| 長期負債 | 1,550 | 4,862 | 7,862 | 9,362 | 9,862 |
| 負債總額 | 7,641 | 16,969 | 20,499 | 22,037 | 22,809 |
| 股本 | 2,162 | 2,162 | 2,240 | 2,740 | 2,740 |
| 資本公積 | 7,850 | 8,198 | 8,905 | 13,404 | 13,404 |
| 保留盈餘 | 359 | 886 | 1,302 | 2,509 | 3,382 |
| 什項權益 | (17) | (87) | (87) | (87) | (85) |
| 歸屬母公司之權益 | 10,354 | 11,158 | 12,360 | 18,566 | 19,441 |
| 非控制權益 | 223 | 1,161 | 1,117 | 1,085 | 1,053 |
| 股東權益總額 | 10,577 | 12,319 | 13,478 | 19,651 | 20,494 |

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) | 2022A | 2023A | 2024F | 2025F | 2026F |
|------------------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 本期純益 | 243 | 624 | 669 | 1,567 | 1,561 |
| 折舊及攤提 | 114 | 196 | 392 | 705 | 715 |
| 本期營運資金變動 | (1,033) | 43 | 23 | 17 | 42 |
| 其他營業資產及負債變動 | (2,132) | (6,411) | 0 | 0 | 1 |
| 營運活動之現金流量 | (2,809) | (5,548) | 1,084 | 2,289 | 2,318 |
| 資本支出 | (426) | (771) | (6,303) | (6,600) | (1,200) |
| 本期長期投資變動 | 1,091 | (1,160) | (1,000) | (1,000) | (1,000) |
| 其他資產變動 | (6,208) | 1,655 | (30) | (30) | (30) |
| 投資活動之現金流量 | (5,543) | (277) | (7,333) | (7,630) | (2,230) |
| 股本變動 | 697 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 本期負債變動 | 4,666 | 7,950 | 3,000 | 1,500 | 500 |
| 現金增減資 | 4,400 | 0 | 786 | 4,999 | 0 |
| 支付現金股利 | (197) | (108) | (297) | (392) | (719) |
| 其他調整數 | (666) | 82 | 0 | 0 | 1 |
| 融資活動之現金流量 | 8,900 | 7,924 | 3,489 | 6,107 | (218) |
| 匯率影響數 | 0 | (18) | 0 | 0 | 1 |
| 本期產生現金流量 | 548 | 2,081 | (2,760) | 766 | (129) |
| 自由現金流量 | (3,235) | (6,320) | (5,219) | (4,311) | 1,118 |

資料來源：公司資料、元大投顧

損益表

| 年初至 12 月 (NT\$ 百萬元) | 2022A | 2023A | 2024F | 2025F | 2026F |
|------------------------|---------|----------|----------|----------|----------|
| 營業收入 | 4,301 | 11,250 | 17,408 | 26,106 | 16,150 |
| 銷貨成本 | (3,753) | (10,082) | (15,447) | (22,648) | (13,104) |
| 營業毛利 | 548 | 1,168 | 1,960 | 3,458 | 3,046 |
| 營業費用 | (296) | (496) | (785) | (1,009) | (614) |
| 推銷費用 | 0 | 0 | (2) | 0 | 0 |
| 研究費用 | 0 | (8) | (2) | 0 | 0 |
| 管理費用 | (296) | (489) | (778) | (1,009) | (614) |
| 其他費用 | 0 | 1 | (2) | 0 | 0 |
| 營業利益 | 252 | 789 | 1,176 | 2,449 | 2,432 |
| 利息收入 | 17 | 38 | 89 | 84 | 81 |
| 利息費用 | (27) | (42) | (412) | (600) | (600) |
| 利息收入淨額 | (10) | (4) | (323) | (516) | (519) |
| 投資利益(損失)淨額 | (11) | (43) | (22) | 0 | 0 |
| 匯兌損益 | 25 | (53) | 8 | 0 | 0 |
| 其他業外收入(支出)淨額 | 53 | 83 | 31 | 39 | 38 |
| 稅前純益 | 309 | 772 | 870 | 1,972 | 1,951 |
| 所得稅費用 | (67) | (149) | (200) | (405) | (390) |
| 少數股權淨利 | 17 | (13) | (44) | (32) | (32) |
| 歸屬母公司之稅後純益 | 225 | 636 | 713 | 1,599 | 1,593 |
| 稅前息前折舊攤銷前淨利 | 450 | 1,010 | 784 | 1,744 | 1,717 |
| 調整後每股盈餘 (NT\$) | 1.23 | 2.94 | 3.18 | 5.83 | 5.81 |

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 | 2022A | 2023A | 2024F | 2025F | 2026F |
|----------------|--------|-------|--------|--------|--------|
| 年成長率 (%) | | | | | |
| 營業收入 | (0.8) | 161.6 | 54.7 | 50.0 | (38.1) |
| 營業利益 | (58.5) | 212.8 | 49.0 | 108.2 | (0.7) |
| 稅前息前折舊攤銷前淨利 | (35.7) | 124.4 | (22.4) | 122.5 | (1.6) |
| 稅後純益 | (46.9) | 157.1 | 7.3 | 134.2 | (0.4) |
| 調整後每股盈餘 | (61.2) | 140.0 | 8.1 | 83.4 | (0.4) |
| 獲利能力分析 (%) | | | | | |
| 營業毛利率 | 12.7 | 10.4 | 11.3 | 13.3 | 18.9 |
| 營業利益率 | 5.9 | 7.0 | 6.8 | 9.4 | 15.1 |
| 稅前息前淨利率 | 6.6 | 6.5 | 6.8 | 9.4 | 15.1 |
| 稅前息前折舊攤銷前淨利率 | 10.5 | 9.0 | 4.5 | 6.7 | 10.6 |
| 稅前純益率 | 7.2 | 6.9 | 5.0 | 7.6 | 12.1 |
| 稅後純益率 | 5.2 | 5.7 | 4.1 | 6.1 | 9.9 |
| 資產報酬率 | 1.7 | 2.6 | 2.0 | 3.8 | 3.6 |
| 股東權益報酬率 | 2.9 | 5.5 | 5.8 | 8.6 | 8.2 |
| 穩定/償債能力分析 | | | | | |
| 負債權益比 (%) | 72.2 | 137.8 | 152.1 | 112.1 | 111.3 |
| 淨負債權益比(%) | 29.1 | 34.6 | 74.4 | 54.8 | 55.6 |
| 利息保障倍數 (倍) | 12.5 | 19.6 | 3.1 | 4.3 | 4.3 |
| 流動比率 (%) | 218.7 | 188.8 | 163.0 | 168.8 | 166.0 |
| 速動比率 (%) | 138.3 | 140.1 | 163.0 | 168.7 | 165.9 |
| 淨負債 (NT\$百萬元) | 3,074 | 4,268 | 10,028 | 10,762 | 11,391 |
| 調整後每股淨值 (NT\$) | 47.89 | 51.61 | 55.18 | 67.76 | 70.95 |
| 評價指標 (倍) | | | | | |
| 本益比 | 102.8 | 42.8 | 39.6 | 21.6 | 21.7 |
| 股價自由現金流量比 | -- | -- | -- | -- | 30.9 |
| 股價淨值比 | 2.6 | 2.4 | 2.3 | 1.9 | 1.8 |
| 股價稅前息前折舊攤銷前淨 | 76.7 | 34.2 | 44.0 | 19.8 | 20.1 |
| 股價營收比 | 8.0 | 3.1 | 2.0 | 1.3 | 2.1 |

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>.