

BUY

世紀鋼(9958)

□台灣 50 ■中型 100 □MSCI

元富投顧研究部

研究員 柯亮宇 Charles Ko  
charlesko@masterlink.com.tw

評等

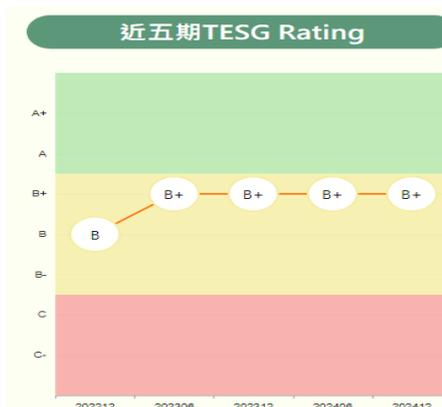
日期:	2024/12/23
目前收盤價 (NT\$):	173.5
目標價 (NT\$):	260
52 週最高最低(NT\$):	168-365
加權指數:	22932.25

公司基本資料

股本 (NT\$/mn):	2,569
市值 (NT\$/mn):	44,830
市值 (US\$/mn):	1,494
20 日平均成交量(仟股):	3,376
PER (2024):	19.83
PBR (2024):	2.84
外資持股比率:	11.08
TCRI	5

股價表現	1-m	3-m	6-m
絕對報酬率(%)	-3.9	-25.6	-48.9
加權指數報酬率	0.4	4.0	-1.2

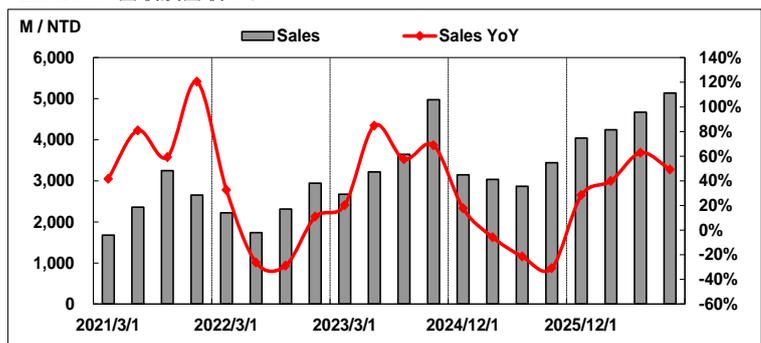
2024 Key Changes	Current	Previous
評等	BUY	BUY
目標價 (NT\$)	260	250
營業收入 (NT\$/mn)	12,491	12,978
毛利率 (%)	34.58	34.58
營益率 (%)	30.77	30.79
EPS (NT\$)	8.80	9.2
BVPS(NT\$)	61.5	61.9



風廠融資即將到位，供應鏈撥雲見日

- 3-1 與 3-2 期風場國產化政策不變，國產化疑慮解除，先前 WTO 提告問題也解決，紛擾告一段落。目前政府將國家融資保證成數由原本 60% 提升至 80%，也將設立泛官股購電平台，有效解決風場融資取得問題，資金活水挹注下，將重啟水下基礎供應鏈成長。
- 目前風抄案融資將於 2025 年年初到位，公司已開始購料生產，營收 12 月開始加溫，1Q25 營收明顯擴大，將於 1Q26 完成交付。接下來，海盛、蔚藍海兩案預計融資將分別於明年 6 月、9 月到位，挹注 2026-2027 年業績。
- 由於 3-1 與 3-2 國產化需求案量達千億元，公司除了積極取得國產化 60% 份額，也將透過通海內外供應鏈整合與外商競爭非國產化部分，擴大營運規模，目前取得訂單看至 2029 年。產品 PP 生產成本已可與國際同業競爭，JACKET 將透過供應鏈整合與擴大產能規模優化生產成本 10-20%。
- 維持買進建議：政府透過提升融資保證成數與設立 CPPA 售電平台，有效改善風場取得融資問題。目前國產化疑慮解除，加上風廠融資將到位，將加速水下基礎建置。不確定因素解除，公司未來幾年業績明顯成長，維持買進建議，目標價 260 元。

Exhibit 1: 營收及營收 YOY



Sources: Masterlink

Exhibit 2: ESG 評分



Sources: Masterlink

What's New?

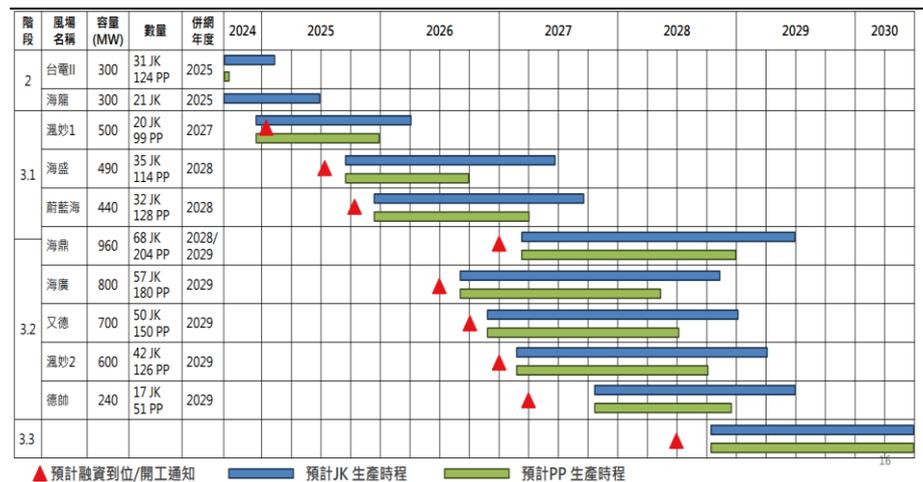
政府將國家融資保證成數由原本 60% 提升至 80%

3-1 與 3-2 期風場國產化政策不變·國產化疑慮解除·3-2 與政府行政契約於 11/11 全數簽約，先前 WTO 提告問題也解決，紛擾告一段落。由於風場融資金額龐大與繁瑣，加上先前並無先例可循，投資端有風險疑慮，使得融資取得受限。目前政府將國家融資保證成數由原本 60% 提升至 80%，此外，政府也將設立泛官股購電平台，保證購售電契約(CPPA)信用風險，當買方信用評等未達國際標準，可透過政府購電在平台出售給需要綠電的中小企業。CPPA 決定購電價格後，風場計算收入及成本銀行才會融資。在有效解決風場融資取得問題後，資金活水挹注下，將重啟水下基礎供應鏈成長。

風妙案融資將於 2025 年 1 月 1 日到位

目前風妙案融資將於 2025 年年初到到，公司已開始購料生產，營收 12 月開始加溫，1Q25 營收明顯擴大，將於 1Q26 完成交付。接下來，海盛、蔚藍海兩案預計融資將分別於明年 6 月、9 月 1 日到位，挹注 2026-2027 年業績。

Exhibit 3：世紀鋼集團 3-1 與 3-2 期目前時程規劃



Source：公司、Masterlink

目前離岸風電進入第三段區域開發，將分兩階段執行，期間 2026-2035 年總量 15GW。第一階段釋出容量 9GW，將分三期完成，每期 3GW。

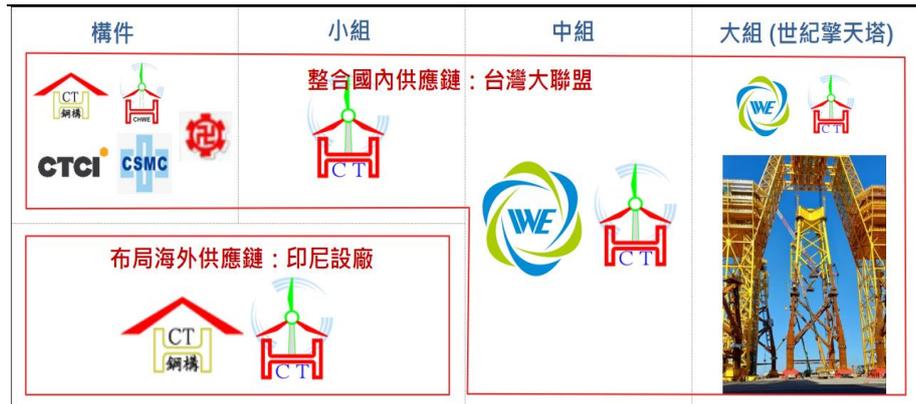
推估 3-1 風妙風場將貢獻營收 120-140 億元

3-1 期得標開發商共五家，其中，CIP 的 3-1 風妙風場於 2024 年 6 月正式與世紀鋼集團簽訂水下基礎供貨合約，公司共取得 99 支水下基樁(PP)，以及 20 座套管式水下基礎 (Jacket)，推估案量金額約 120~140 億元。目前與海鼎、海盛、蔚藍海皆在洽談中，推估 2025 年上半年將各有一個案子簽約，預期貢獻案量 400-500 億元。

透過供應鏈整合與擴大產能規模優化 JACKET 生產成本 10-20%

由於 3-1 與 3-2 國產化需求案量達千億元，公司除了積極取得國產化 60%份額，也將透過通海內外供應鏈整合與外商競爭非國產化部分，擴大營運規模，目前取得訂單看至 2029 年。產品 PP 生產成本已可與國際同業競爭，JACKET 將透過供應鏈整合與擴大產能規模優化生產成本 10-20%。

Exhibit 4：世紀鋼將整合國內供應鏈



Sources：公司·Masterlink

目標規劃每年可生產 100 套 JACKET

產能方面：公司第一座擎天塔於 2024 年 11 月啟用，每月可組裝 4 座 JACKET，預期第二座擎天塔於 2025 年 6 月完工，屆時每月兩座擎天塔將可組裝 8 座 JACKET，加上先前產線，最多每月將可組裝 10 座 JACKET，目標規劃每年可生產 100 套 JACKET。在產能規模擴大下，公司除了集團世紀鋼與樺欣供應，也將鄭和國內相關供應鏈並布局海外供應鏈於印尼設廠。

預期 2024 年 EPS 8.8 元

公司自 2021 年進入風電認列高峰，2023 年風電營收貢獻達百億元水準，2024 年認列台電案與海龍案，雖然在部分進度遞延影響使得風電營收貢獻較去年減少，但仍貢獻百億元營收。由於海龍案後的接單價格與毛利率皆高於台電案，因此產品結構明顯提升。在台電與風妙案進度遞延下，預期 2024 年營收 124.91 億元，YoY -13.9%，不過毛利率與獲利較去年大幅成長，推估 EPS 8.8 元(原估 9.2 元)。

Exhibit 5：風電進度營收認列估算

單位：億元	2023	2024F	2025F	2026F	2027F
CIP	69				
台電	52	56			
NPI	9	47	42		
風妙		6	119	0	
海盛			11	133	53
蔚藍海			1	109	75
海鼎					68
海廣				27	174
又德				10	145
風妙2					10
總計	131	109	173	278	525

Sources：公司·Masterlink

預期 2025 年 EPS 14.35 元，2026 年 EPS 20.72 元

推估 3-1 期訂單將與風場陸續簽約並下訂單，2025 年主要受惠海龍案、風妙案，海盛與蔚藍海有機會於 4Q25 貢獻部分營收。預期 2025 年營收 180.95 億元，EPS 14.35 元(原估 13.58 元)。

推估風廠認列高峰落在 2027-2028 年

目前政府透過提升融資保證成數改善風場取得融資問題，有利加速水下基礎建置進度，挹注公司未來幾年業績，若進度順利 2026 與 2027 年營收將有 50% 以上

**塔架最快 2025 年底通過認證，2026 年開始生產**

成長率，預期 2026 年 EPS 20.72 元。

風電事業方面，除了水下基礎，世紀樺欣(世紀鋼、樺晟與台欣合資)與 Welcon 簽署合作協議，將針對風機塔架製造進行合作，除了目前供應 Jacket 次構件與 PP(Pin Pile)外，未來將供應國內風機塔架需求與歐洲風機塔架的底座。目前塔架 7 月開始送認證，推估 2Q25 可試生產，2025 年底通過認證。

**維持買進**

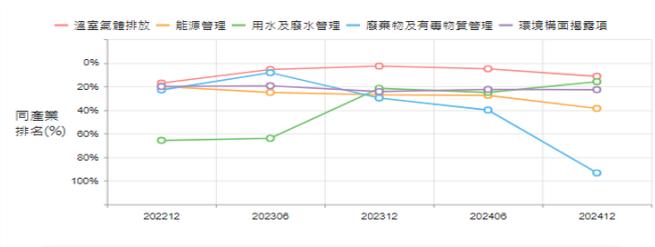
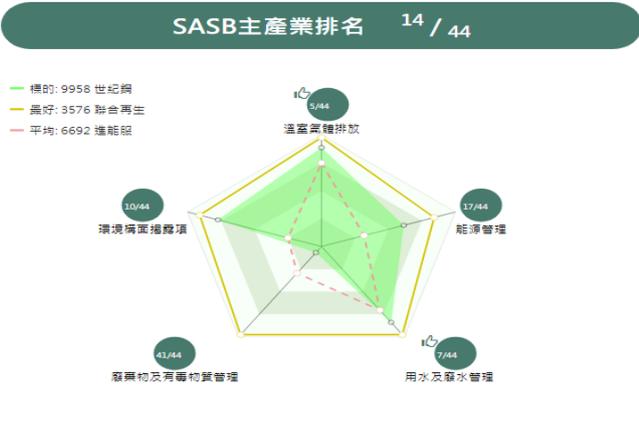
政府透過提升融資保證成數與設立 CPPA 售電平台，有效改善風場取得融資問題。目前國產化疑慮解除，加上風廠融資將到位，將加速水下基礎建置。不確定因素解除，公司未來幾年業績明顯成長，維持買進建議，目標價 260 元。

**風險提示**

(1)風電事業工程進度；(2)接單狀況

TESG 企業永續指標

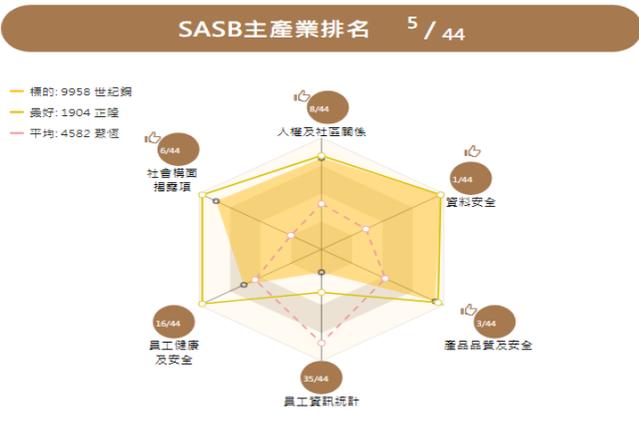
環境 Environmental SASB主產業排名



**環境構面分析**

- 溫室氣體排放於SASB主產業排名為領先，位居11.4%，近三期排名下降8.7%。
- 能源管理於SASB主產業排名為中前，位居38.6%，近三期排名下降11.6%。
- 用水及廢水管理於SASB主產業排名為領先，位居15.9%，近三期排名上升5.7%。
- 廢棄物及有毒物質管理於SASB主產業排名為落後，位居93.2%，近三期排名下降63.5%。
- 環境構面揭露項於SASB主產業排名為中前，位居22.7%。

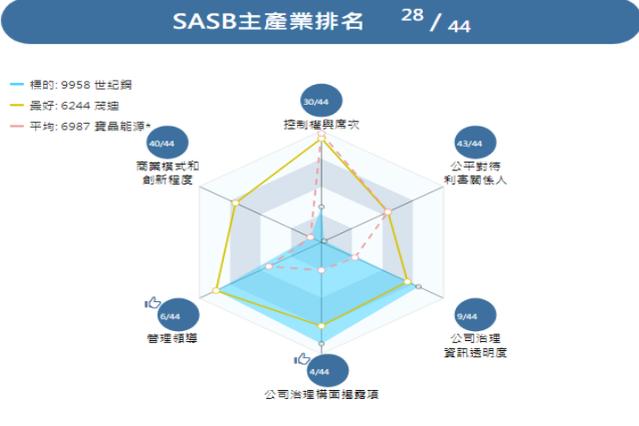
社會 Social SASB主產業排名



**社會構面分析**

- 人權及社區關係於SASB主產業排名為領先，位居18.2%。
- 資安及客戶隱私於SASB主產業排名為領先，位居2.3%，近三期排名上升57.2%。
- 產品品質及安全於SASB主產業排名為領先，位居6.8%。
- 員工統計於SASB主產業排名為中後，位居79.5%，近三期排名上升9.6%。
- 員工健康及安全於SASB主產業排名為中前，位居36.4%，近三期排名上升6.9%。
- 社會揭露項於SASB主產業排名為領先，位居13.6%，近三期排名上升8.0%。

治理 Governance SASB主產業排名



**治理構面分析**

- 控制權與席次於SASB主產業排名為中後，位居68.2%，近三期排名下降11.4%。
- 公平對待利害關係人於SASB主產業排名為落後，位居97.7%，近三期排名下降8.5%。
- 公司治理資訊透明度於SASB主產業排名為中前，位居20.5%，近三期排名上升17.4%。
- 管理領導於SASB主產業排名為領先，位居13.6%，近三期排名上升18.8%。
- 商業模式和創新於SASB主產業排名為落後，位居90.9%。
- 公司治理揭露項於SASB主產業排名為領先，位居9.1%。

資料來源：TEJ

Comprehensive income statement					NT\$m
Year-end Dec. 31	FY22	FY23	FY24F	FY25F	
	IFRS	IFRS	IFRS	IFRS	
Net sales	9,222	14,516	12,491	18,095	
COGS	8,780	12,047	8,171	11,581	
Gross profit	443	2,468	4,320	6,514	
Operating expense	350	512	476	597	
<b>Operating profit</b>	<b>93</b>	<b>1,956</b>	<b>3,844</b>	<b>5,917</b>	
Total non-operate. Inc.	73	-275	-75	4	
Pre-tax profit	166	1,681	3,769	5,921	
Total Net profit	101	1,339	3,007	4,737	
Minority	-269	293	746	1,050	
<b>Net Profit</b>	<b>369</b>	<b>1,047</b>	<b>2,261</b>	<b>3,687</b>	
<b>EPS (NT\$)</b>	<b>1.59</b>	<b>4.44</b>	<b>8.80</b>	<b>14.35</b>	
Y/Y %	FY22	FY23	FY24F	FY25F	
Sales	(7.2)	57.4	(13.9)	44.9	
Gross profit	(79.5)	457.8	75.0	50.8	
Operating profit	(94.7)	2,013.3	96.5	53.9	
Pre-tax profit	(91.3)	915.7	124.2	57.1	
Net profit	(70.7)	183.3	116.0	63.1	
EPS	(70.8)	179.0	98.4	63.1	
Margins %	FY22	FY23	FY24F	FY25F	
Gross	4.8	17.0	34.6	36.0	
Operating	1.0	13.5	30.8	32.7	
EBITDA	1.5	11.9	30.7	33.6	
Pre-tax	1.8	11.6	30.2	32.7	
<b>Net</b>	<b>4.0</b>	<b>7.2</b>	<b>18.1</b>	<b>20.4</b>	

Comprehensive Quarterly Income Statement				
	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24F
	IFRS	IFRS	IFRS	IFRS
Net sales	3,149	3,033	2,867	3,441
Gross profit	1,189	986	957	1,187
Operating profit	1,060	869	841	1,074
Total non-ope inc.	16	-7	-85	1
Pre-tax profit	1,076	862	756	1,075
Net profit	651	563	438	610
EPS	2.53	2.19	1.70	2.37
Y/Y %	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24F
Net sales	17.7	(5.8)	(21.3)	(30.9)
Gross profit	620.9	129.3	43.1	(1.4)
Operating profit	1,349.9	187.3	55.1	3.4
Net profit	1,261.7	143.8	40.4	33.6
Q/Q %	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24F
Net sales	(36.7)	(3.7)	(5.5)	20.0
Gross profit	(1.2)	(17.1)	(2.9)	24.0
Operating profit	2.1	(18.1)	(3.2)	27.6
Net profit	42.6	(13.5)	(22.2)	39.3
Margins %	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24F
Gross	37.8	32.5	33.4	34.5
Operating	33.7	28.6	29.3	31.2
<b>Net</b>	<b>20.7</b>	<b>18.6</b>	<b>15.3</b>	<b>17.7</b>

Consolidated Balance Sheet					NT\$m
Year-end Dec. 31	FY22	FY23	FY24F	FY25F	
	IFRS	IFRS	IFRS	IFRS	
Cash	1,313	2,001	3,283	4,277	
Marketable securities	0	0	0	0	
A/R & N/R	6,455	7,904	6,245	9,048	
Inventory	1,354	1,394	1,021	1,448	
Others	727	811	550	650	
<b>Total current asset</b>	<b>9,849</b>	<b>12,109</b>	<b>11,099</b>	<b>15,422</b>	
Long-term invest.	245	248	248	248	
Total fixed assets	12,608	16,254	19,897	23,270	
Total other assets	4,015	3,643	3,911	3,712	
<b>Total assets</b>	<b>29,360</b>	<b>35,499</b>	<b>35,156</b>	<b>42,652</b>	
Short-term Borrow	1,699	2,741	3,784	5,337	
A/P & N/P	2,533	2,485	1,702	2,413	
Other current liab.	3,163	2,611	5,253	8,933	
Total current liab.	7,395	7,838	10,740	16,683	
L-T borrow s	0	0	0	0	
Other L-T liab.	7,865	10,849	8,614	6,617	
<b>Total liability.</b>	<b>19,119</b>	<b>21,822</b>	<b>19,354</b>	<b>23,300</b>	
Common stocks	2,324	2,360	2,569	2,569	
Reserves	1,953	2,904	2,904	2,904	
Retain earnings	1,596	2,581	10,328	13,879	
<b>Total Equity</b>	<b>10,241</b>	<b>13,677</b>	<b>15,802</b>	<b>19,352</b>	
<b>Total Liab. &amp; Equity</b>	<b>29,360</b>	<b>35,499</b>	<b>35,156</b>	<b>42,652</b>	

Consolidated Statement of Cash flow					NT\$m
Year-end Dec. 31	FY22	FY23	FY24F	FY25F	
	IFRS	IFRS	IFRS	IFRS	
Net income	369	1,047	2,261	3,687	
Dep & Amort	567	1,058	91	99	
Investment income	231	232	-5	0	
Changes in W/C	2,180	-986	1,248	-2,518	
Other adjustment	-1,980	-1,728	500	651	
<b>Cash flow – ope.</b>	<b>1,367</b>	<b>-377</b>	<b>4,095</b>	<b>1,919</b>	
Capex	-3,486	-4,291	-3,643	-3,373	
Change in L-T inv.	0	0	0	0	
Other adjustment	871	-272	-697	-753	
<b>Cash flow – inv.</b>	<b>-2,616</b>	<b>-4,563</b>	<b>-4,340</b>	<b>-4,126</b>	
Free cash flow	-2,119	-4,668	452	-1,454	
Inc. (Dec.) debt	1,296	1,303	3,901	3,111	
Cash dividend	-695	-117	-137	-137	
Other adjustment	470	4,441	1,056	222	
<b>Cash flow -Fin.</b>	<b>1,072</b>	<b>5,628</b>	<b>4,820</b>	<b>3,196</b>	
Exchange influence	1	-0	4	5	
<b>Change in Cash</b>	<b>-175</b>	<b>688</b>	<b>4,579</b>	<b>994</b>	

Ratio Analysis				
Year-end Dec. 31	FY22	FY23	FY24F	FY25F
ROA	1.31	3.23	6.40	9.48
ROE	3.64	8.75	15.34	20.98

#### Option exp. in R.O.C. GAAP & IFRS

#### MasterLink Securities – Stock Rating System

**STRONG BUY:** Total return expected to appreciate 50% or more over a 3-month period.

**BUY:** Total return expected to appreciate 15% to 50% over a 3-month period.

**HOLD:** Total return expected to be between 15% to -15% over a 3-month period.

**SELL:** Total return expected to depreciate 15% or more over a 3-month period.

Additional Information Available on Request

©2024 MasterLink Securities. All rights reserved.

This information has been compiled from sources we believe to be reliable, but we do not hold ourselves responsible for its completeness or accuracy. It is not an offer to sell or solicitation of an offer to buy any securities. MasterLink and its affiliates and their officers and employees may or may not have a position in or with respect to the securities mentioned herein. This firm (or one of its affiliates) may from time to time perform investment banking or other services or solicit investment banking or other business from, any company mentioned in this report. All opinions and estimates included in this report constitute our judgment as of this date and are subject to change without notice. MasterLink has produced this report for private circulation to professional and institutional clients only. All information and advice is given in good faith but without any warranty.