

森崴能源 (6806.TW/6806 TT)

乘風破浪

增加持股 · 維持

收盤價 August 20 (NT\$)	141.5
12 個月目標價 (NT\$)	161.0
前次目標價 (NT\$)	161.0
維持 (%)	0.0
上漲空間 (%)	13.8

焦點內容

- 儘管水下基礎安裝時程遞延，森崴能源仍目標台電離岸二期風場工程於 2025 年底完工。
- 近期獲配 700MW 離岸風電競標容量，預期 2025 年後營運展望穩健。
- 預估 2024-26 年 EPS CAGR 60%。

交易資料表

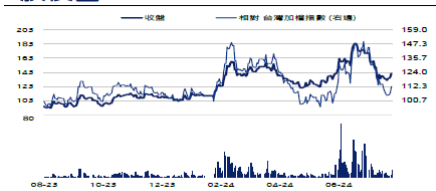
市值：(NT\$/US\$mn)	31.79 / 975
流通在外股數 (百萬股)：	224.6
外資持有股數 (百萬股)：	8.11
3M 平均成交量 (百萬股)：	9.63
52 週股價 (低 \ 高) (NT\$)：	92.20 -184.0

股價表現	3M	6M	12M
絕對表現 (%)	16	14.1	47.7
相對表現 (%)	10.6	-5.5	10.8

每股盈餘

NT\$	1Q	2Q	3Q	4Q
2023	0.26A	0.35A	0.56A	1.78A
2024	0.46A	0.64A	0.76F	1.67F
2025	1.47F	1.20F	1.25F	3.14F

股價圖



資料來源：TEJ

重要訊息

2Q24 EPS 0.64 元低於凱基預期，係因：(1) 台電離岸二期風場工期遞延使營收落後；與 (2) 重吊船 SFE Hercules (巨人號) 融資費用高於預期。

評論及分析

台電離岸二期風場更新。水下基礎安裝時程已確定展延兩季，公司現預計在 1Q25 完成安裝全數共 31 座水下基礎，並重申風場將於 2025 年底完工併網之目標。管理層表示海事工程之學習曲線較預期長，現目標將每組基樁 (PP) 安裝天數由 7 天縮短至 3 天。凱基現預期 2024-25 年台電離岸二期風場營收貢獻分別為 156 億元、215 億元，3Q-4Q24 將逐季成長。

獲配離岸風電 3-2 期 700 MW 競標容量。又德風場位於彰化外海，目標於 2029 年完工併網。因風場開發資本支出將遠超 1,000 億元，研判森崴能源將尋求投資方，並採 EPC 模式進行以優化營運槓桿。具備完整離岸風電施工船隊的子公司 SFE (星) 仍可爭取 2026-27 年台灣與東北亞市場之水下基礎及風機安裝訂單，再加上九崴燃氣電廠將遷址興建 (工期 2026-28 年)，我們認為公司 2025 年後之營運展望穩健。

下修 2024 年 EPS 預估至 3.52 元，但預期 2024-26 年 CAGR 將達 60%。管理層表示巨人號規劃將改以新台幣融資 (目前為美元計價)，預計 1Q25 可完成，因此 2025 年即便加入風機安裝船 SFE Developer (拓進者號)，利息負擔仍將減輕。考量台電離岸二期風場工期遞延，並調高營業費用與利息支出之預估，我們下修 2024-25 年 EPS 至 3.52 元、7.07 元，分別年增 20%、101%；針對彰品陸域風場 (54.6MW) 與南部 100MW 太陽能案場之工程進度假設皆未變動。展望 2026 年，儘管營收衰退難避免，但因海事工程毛利率高，我們預估 EPS 仍有望年增 27%。

投資建議

我們維持「增加持股」評等及 12 個月目標價 161 元，係基於 25 倍 2025 年完全稀釋後 EPS 預估。

投資風險

政治風險、SFE 投資回收年限延長。

主要財務數據及估值

	Dec-22A	Dec-23A	Dec-24F	Dec-25F	Dec-26F
營業收入 (NT\$百萬)	4,301	11,250	18,856	27,367	19,797
營業毛利 (NT\$百萬)	548	1,168	1,809	2,754	3,705
營業利益 (NT\$百萬)	252	789	1,163	2,315	3,333
稅後淨利 (NT\$百萬)	225	636	775	1,561	1,989
每股盈餘 (NT\$)	1.14	2.94	3.52	7.07	9.01
每股現金股利 (NT\$)	0.50	1.44	1.50	3.50	4.50
每股盈餘成長率 (%)	(69.7)	157.2	19.7	100.5	27.5
本益比 (x)	123.6	48.1	40.2	20.0	15.7
股價淨值比 (x)	3.0	2.7	2.6	2.4	2.2
EV/EBITDA (x)	77.5	43.3	30.1	19.0	13.8
淨負債比率 (%)	45.3	83.2	115.7	131.1	109.5
殖利率 (%)	0.4	1.0	1.1	2.5	3.2
股東權益報酬率 (%)	2.8	5.9	6.8	12.6	14.7

資料來源：公司資料，凱基

圖 1：2Q24 財報及 3Q24 財測修正暨市場預估

百萬元	2Q24							3Q24F						
	實際數	凱基預估	差異 (%)	QoQ (%)	YoY (%)	市場共識	差異 (%)	修正後	修正前	調幅 (%)	QoQ (%)	YoY (%)	市場共識	差異 (%)
營收	4,249	5,196	(18.2)	82.3	123.7	4,241	0.2	5,029	7,167	(29.8)	18.3	86.7	6,183	(18.7)
毛利	425	536	(20.7)	97.5	104.2	400	6.3	488	715	(31.7)	14.9	72.0	610	(19.9)
營業利益	236	411	(42.6)	295.8	101.8	225	5.0	297	579	(48.7)	25.8	58.3	351	(15.3)
稅後淨利	140	324	(56.6)	41.6	85.5	182	(22.9)	168	454	(63.0)	19.7	38.7	309	(45.5)
每股盈餘 (元)	0.64	1.50	(57.6)	39.2	81.6	0.83	(23.7)	0.76	2.10	(63.6)	20.2	36.4	1.42	(46.0)
毛利率 (%)	10.0	10.3	(0.3) ppts	0.8 ppts	(1.0) ppts	9.4	0.6 ppts	9.7	10.0	(0.3) ppts	(0.3) ppts	(0.8) ppts	9.9	(0.2) ppts
營業率 (%)	5.6	7.9	(2.4) ppts	3.0 ppts	(0.6) ppts	5.3	0.3 ppts	5.9	8.1	(2.2) ppts	0.4 ppts	(1.1) ppts	5.7	0.2 ppts
淨利率 (%)	3.3	6.2	(2.9) ppts	(0.9) ppts	(0.7) ppts	4.3	(1.0) ppts	3.3	6.3	(3.0) ppts	0.0 ppts	(1.2) ppts	5.0	(1.6) ppts

資料來源：Bloomberg；凱基預估

圖 2：2024-25 年財測修正暨市場預估

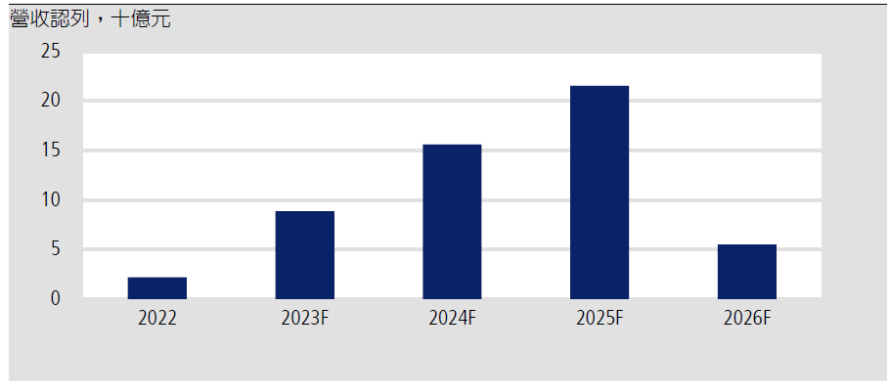
百萬元	2024F						2025F					
	修正後	修正前	調幅 (%)	YoY (%)	市場共識	差異 (%)	修正後	修正前	調幅 (%)	YoY (%)	市場共識	差異 (%)
營收	18,856	22,706	(17.0)	67.6	21,237	(11.2)	27,367	24,484	11.8	45.1	26,999	1.4
毛利	1,809	2,300	(21.3)	54.9	2,100	(13.8)	2,754	2,981	(7.6)	52.2	2,893	(4.8)
營業利益	1,163	1,873	(37.9)	47.4	1,306	(10.9)	2,315	2,552	(9.3)	99.0	2,071	11.8
稅後淨利	775	1,483	(47.7)	21.8	1,109	(30.1)	1,561	1,937	(19.5)	101.4	1,688	(7.6)
每股盈餘 (元)	3.52	6.86	(48.6)	19.7	5.43	(35.1)	7.07	8.96	(21.2)	100.5	7.81	(9.5)
毛利率 (%)	9.6	10.1	(0.5) ppts	(0.8) ppts	9.9	(0.3) ppts	10.1	12.2	(2.1) ppts	0.5 ppts	10.7	(0.7) ppts
營業率 (%)	6.2	8.2	(2.1) ppts	(0.8) ppts	6.1	0.0 ppts	8.5	10.4	(2.0) ppts	2.3 ppts	7.7	0.8 ppts
淨利率 (%)	4.1	6.5	(2.4) ppts	(1.5) ppts	5.2	(1.1) ppts	5.7	7.9	(2.2) ppts	1.6 ppts	6.3	(0.5) ppts

資料來源：Bloomberg；凱基預估

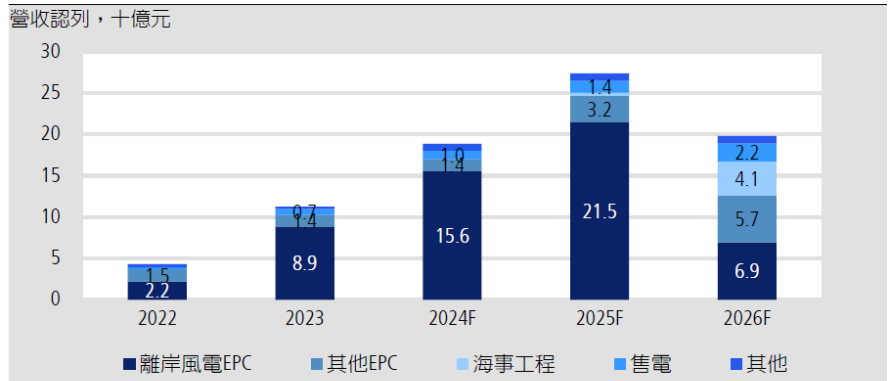
圖 3：離岸二期風場建置時程



資料來源：公司資料、凱基

圖 4：凱基預估台電離岸二期 EPC 工程之營收認列


資料來源：公司資料；凱基

圖 5：2026 年海事工程營收將顯著提升


資料來源：公司資料；凱基

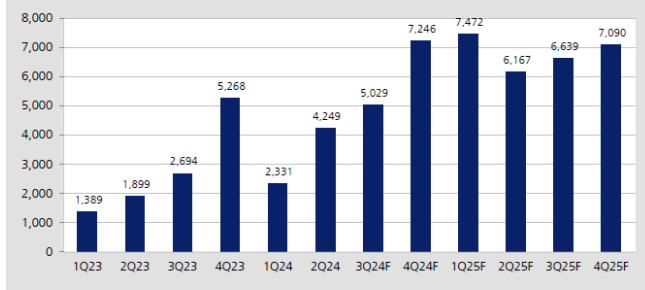
圖 6: 公司概況

森崴能源成立於 2007 年，總部位於新北土城，成立早期從事核能及大型火力發電廠工程，2013 年正式踏入再生能源領域，目前主業為太陽能、風電及儲能等再生能源案場開發與 EPC 工程，另外亦跨足天然氣與碳權業務，為未來台灣能源轉型及淨零碳排之願景布局。森崴能源為國內首家獲離岸風電 EPC 大型工程之業者，2020 年得標 300MW 台電二期離岸風場 EPC 工程統包及後續運維服務，總價高達 629 億元。

資料來源：凱基

圖 8: 季營業收入

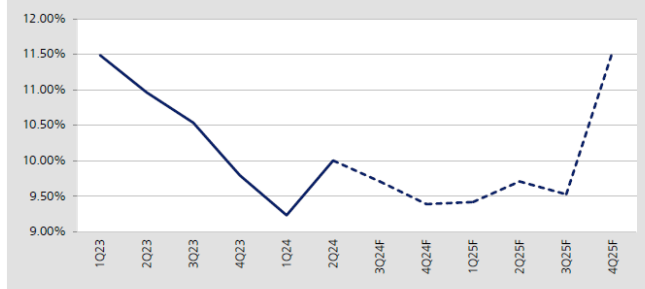
季營業收入，百萬元



資料來源：凱基

圖 10: 毛利率

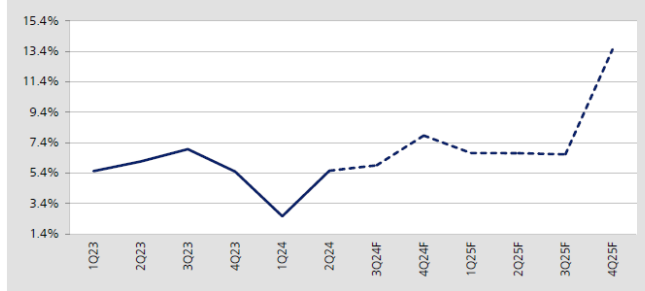
毛利率，百分比



資料來源：凱基

圖 12: 營業利潤率

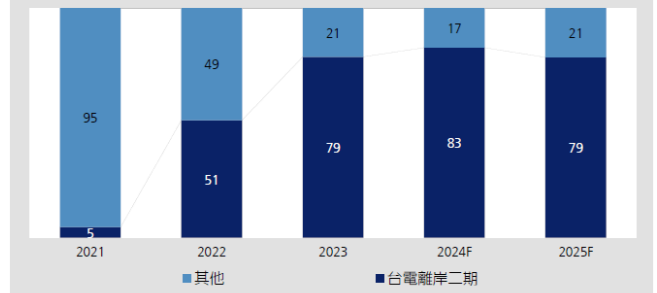
營業利潤率，百分比



資料來源：凱基

圖 7: 台電離岸二期為 2022-25 年營運重心

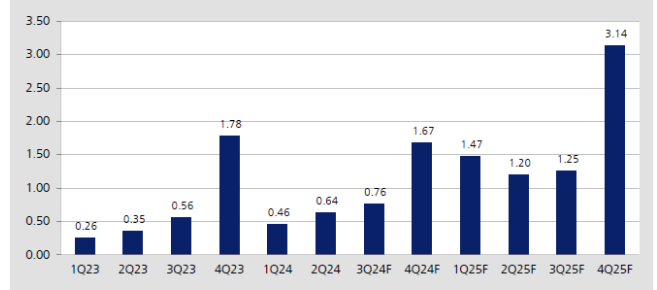
營收占比，百分比



資料來源：凱基

圖 9: 每股盈利

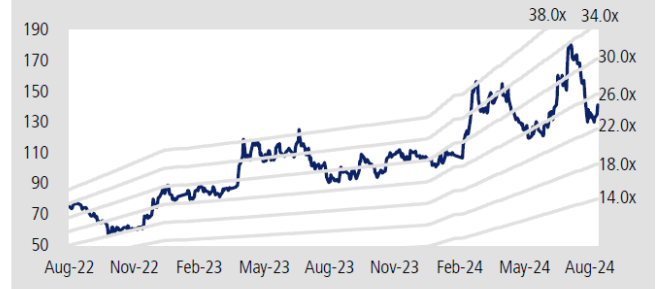
每股盈利，元



資料來源：凱基

圖 11: 未來一年預估本益比區間

股價，元 (左軸)；本益比，倍 (右軸)



資料來源：凱基

圖 13: 未來一年預估股價淨值比區間

股價，元 (左軸)；股價淨值比，倍 (右軸)



資料來源：凱基

損益表

	季度								年度		
	Mar-24A	Jun-24A	Sep-24F	Dec-24F	Mar-25F	Jun-25F	Sep-25F	Dec-25F	Dec-24F	Dec-25F	Dec-26F
損益表 (NT\$百萬)											
營業收入	2,331	4,249	5,029	7,246	7,472	6,167	6,639	7,090	18,856	27,367	19,797
營業成本	(2,116)	(3,824)	(4,541)	(6,566)	(6,768)	(5,569)	(6,006)	(6,271)	(17,047)	(24,614)	(16,092)
營業毛利	215	425	488	680	704	599	632	819	1,809	2,754	3,705
營業費用	(156)	(189)	(191)	(110)	(202)	(185)	(193)	141	(646)	(438)	(372)
營業利益	60	236	297	570	502	414	440	960	1,163	2,315	3,333
折舊	(38)	(102)	(104)	(106)	(173)	(175)	(177)	(179)	(348)	(702)	(734)
攤提	(14)	(15)	(15)	(15)	(15)	(15)	(15)	(15)	(59)	(60)	(60)
EBITDA	111	352	416	691	690	603	632	1,153	1,570	3,078	4,127
利息收入	19	29	21	22	15	10	20	21	90	66	121
投資利益淨額	-	-	2	1	-	2	3	2	3	7	14
其他營業外收入	10	2	-	-	-	-	-	-	12	-	0
總營業外收入	29	31	23	23	15	12	22	23	105	72	135
利息費用	(31)	(131)	(130)	(130)	(108)	(97)	(106)	(106)	(422)	(417)	(503)
投資損失	(3)	(14)	-	-	-	-	-	-	(16)	-	-
其他營業外費用	58	42	-	-	-	-	-	-	100	-	-
總營業外費用	24	(102)	(130)	(130)	(108)	(97)	(106)	(106)	(339)	(417)	(503)
稅前純益	112	164	190	463	409	329	357	876	930	1,971	2,965
所得稅費用[利益]	(28)	(65)	(44)	(107)	(90)	(66)	(71)	(175)	(243)	(402)	(652)
少數股東損益	15	41	22	11	6	3	(9)	(8)	88	(8)	(323)
非常項目前稅後純益	99	140	168	367	325	266	277	693	775	1,561	1,989
非常項目	(0)	0	-	-	-	-	-	-	-	-	-
稅後淨利	99	140	168	367	325	266	277	693	775	1,561	1,989
每股盈餘 (NT\$)	0.46	0.64	0.76	1.67	1.47	1.20	1.25	3.14	3.52	7.07	9.01
獲利率 (%)											
營業毛利率	9.2	10.0	9.7	9.4	9.4	9.7	9.5	11.5	9.6	10.1	18.7
營業利益率	2.6	5.6	5.9	7.9	6.7	6.7	6.6	13.5	6.2	8.5	16.8
EBITDA Margin	4.8	8.3	8.3	9.5	9.2	9.8	9.5	16.3	8.3	11.2	20.8
稅前純益率	4.8	3.9	3.8	6.4	5.5	5.3	5.4	12.4	4.9	7.2	15.0
稅後純益率	4.3	3.3	3.3	5.1	4.4	4.3	4.2	9.8	4.1	5.7	10.0
季成長率 (%)											
營業收入	(55.7)	82.3	18.3	44.1	3.1	(17.5)	7.6	6.8			
營業毛利	(58.3)	97.5	14.9	39.4	3.4	(14.9)	5.6	29.5			
營業收益增長	(79.4)	295.8	25.8	91.9	(12.0)	(17.6)	6.3	118.1			
EBITDA	(68.1)	216.3	18.0	66.2	(0.2)	(12.5)	4.7	82.6			
稅前純益	(64.5)	46.4	15.5	144.2	(11.7)	(19.6)	8.4	145.9			
稅後純益	(74.2)	41.6	19.7	118.7	(11.4)	(18.4)	4.1	150.4			
年成長率 (%)											
營業收入	67.9	123.7	86.7	37.6	220.5	45.1	32.0	(2.2)	67.6	45.1	(27.7)
營業毛利	34.9	104.2	72.0	31.9	226.9	40.8	29.5	20.3	54.9	52.2	34.5
營業收益	(22.3)	101.8	58.3	96.8	741.3	75.2	48.1	68.3	47.4	99.0	43.9
EBITDA	(9.0)	118.7	77.1	97.9	519.1	71.2	51.9	66.9	59.3	96.0	34.1
稅前純益	53.2	52.4	20.9	46.6	264.3	100.1	87.9	89.2	20.4	112.0	50.5
稅後純益	79.7	85.5	38.7	(4.4)	228.3	89.3	64.7	88.5	21.8	101.4	27.5

資料來源：公司資料，凱基

資產負債表

NT\$百萬	Dec-22A	Dec-23A	Dec-24F	Dec-25F	Dec-26F
資產總額	18,217	29,288	38,366	47,210	51,454
流動資產	13,320	22,855	26,231	27,050	31,275
現金及短期投資	4,451	6,037	5,589	6,392	10,166
存貨	1	0	7	5	7
應收帳款及票據	200	1,134	1,124	1,142	1,591
其他流動資產	8,667	15,684	19,511	19,511	19,511
非流動資產	4,898	6,433	12,135	20,159	20,179
長期投資	1,643	498	658	665	679
固定資產	1,202	5,102	10,394	18,472	18,537
什項資產	2,052	833	1,083	1,023	963
負債總額	7,641	16,969	25,548	31,174	33,879
流動負債	6,091	12,106	17,298	15,924	16,628
應付帳款及票據	516	1,809	3,144	1,770	2,474
短期借款	5,282	9,576	10,433	10,433	10,433
什項負債	293	722	3,721	3,721	3,721
長期負債	1,550	4,862	8,250	15,250	17,250
長期借款	1,343	4,586	7,972	14,972	16,972
其他負債及準備	67	70	69	69	69
股東權益總額	10,576	12,319	12,818	16,035	17,575
普通股本	2,162	2,162	2,209	2,209	2,209
保留盈餘	276	780	1,097	2,218	3,216
少數股東權益	223	1,161	1,088	3,076	3,399
優先股股東資金	-	-	-	-	-

主要財務比率

	Dec-22A	Dec-23A	Dec-24F	Dec-25F	Dec-26F
年成長率					
營業收入	(0.8%)	161.5%	67.6%	45.1%	(27.7%)
營業收益增長	(58.5%)	212.8%	47.4%	99.0%	43.9%
EBITDA	(46.6%)	169.0%	59.3%	96.0%	34.1%
稅後純益	(50.6%)	182.6%	21.8%	101.4%	27.5%
每股盈餘成長率	(69.7%)	157.2%	19.7%	100.5%	27.5%
獲利能力分析					
營業毛利率	12.7%	10.4%	9.6%	10.1%	18.7%
營業利益率	5.9%	7.0%	6.2%	8.5%	16.8%
EBITDA Margin	8.5%	8.8%	8.3%	11.2%	20.8%
稅後純益率	5.2%	5.7%	4.1%	5.7%	10.0%
平均資產報酬率	1.6%	2.7%	2.3%	3.6%	4.0%
股東權益報酬率	2.8%	5.9%	6.8%	12.6%	14.7%
穩定 / 償債能力分析					
毛負債比率 (%)	62.6%	115.0%	143.6%	158.4%	155.9%
淨負債比率	45.3%	83.2%	115.7%	131.1%	109.5%
利息保障倍數 (x)	12.5	19.6	3.2	5.7	6.9
利息及短期債保障倍數 (x)	0.1	0.1	0.0	0.1	0.2
Cash Flow Int. Coverage (x)	(104.4)	(133.4)	(3.3)	2.2	6.7
Cash Flow/Int. & ST Debt (x)	(0.5)	(0.6)	(0.1)	0.1	0.3
流動比率 (x)	2.2	1.9	1.5	1.7	1.9
速動比率 (x)	2.2	1.9	1.5	1.7	1.9
淨負債 (NT\$百萬)	4,793	10,249	14,826	21,023	19,250
每股資料分析					
每股盈餘 (NT\$)	1.14	2.94	3.52	7.07	9.01
每股現金盈餘 (NT\$)	(14.30)	(25.67)	(6.43)	4.23	15.15
每股淨值 (NT\$)	47.90	51.62	54.27	59.96	65.58
調整後每股淨值 (NT\$)	52.63	51.62	53.34	58.68	64.19
每股營收 (NT\$)	21.87	52.05	85.75	123.92	89.64
EBITDA/Share (NT\$)	1.86	4.56	7.14	13.94	18.69
每股現金股利 (NT\$)	0.50	1.44	1.50	3.50	4.50
資產運用狀況					
資產周轉率 (x)	0.30	0.47	0.56	0.64	0.40
應收帳款周轉天數	17.0	36.8	21.8	15.2	29.3
存貨周轉天數	0.1	0.0	0.1	0.1	0.2
應付帳款周轉天數	50.2	65.5	67.5	26.2	56.1
現金轉換周轉天數	(33.1)	(28.7)	(45.5)	(10.9)	(26.6)

資料來源：公司資料，凱基

損益表

NT\$百萬	Dec-22A	Dec-23A	Dec-24F	Dec-25F	Dec-26F
營業收入	4,301	11,250	18,856	27,367	19,797
營業成本	(3,753)	(10,082)	(17,047)	(24,614)	(16,092)
營業毛利	548	1,168	1,809	2,754	3,705
營業費用	(296)	(378)	(646)	(438)	(372)
營業利益	252	789	1,163	2,315	3,333
總營業外收入	56	68	105	72	135
利息收入	17	38	90	66	121
投資利益淨額	-	-	3	7	14
其他營業外收入	38	30	12	-	0
總營業外費用	1	(85)	(339)	(417)	(503)
利息費用	(27)	(42)	(422)	(417)	(503)
投資損失	(11)	(43)	(16)	-	-
其他營業外費用	39	(0)	100	-	-
稅前純益	309	772	930	1,971	2,965
所得稅費用[利益]	(67)	(149)	(243)	(402)	(652)
少數股東損益	(17)	13	88	(8)	(323)
非常項目	-	0	-	-	-
稅後淨利	225	636	775	1,561	1,989
EBITDA	366	986	1,570	3,078	4,127
每股盈餘 (NT\$)	1.14	2.94	3.52	7.07	9.01

現金流量

NT\$百萬	Dec-22A	Dec-23A	Dec-24F	Dec-25F	Dec-26F
營運活動之現金流量	(2,814)	(5,548)	(1,413)	935	3,346
本期純益	225	636	775	1,561	1,989
折舊及攤提	114	196	407	762	794
本期運用資金變動	(1,078)	61	497	(1,832)	32
其他營業資產及負債變動	(2,075)	(6,442)	(3,093)	443	530
投資活動之現金流量	(5,538)	(277)	(5,617)	(6,800)	(800)
投資用短期投資出售[新購]	(1,283)	676	-	-	-
本期長期投資變動	(1,036)	227	-	-	-
資本支出淨額	(1,816)	(789)	(5,388)	(6,800)	(800)
其他資產變動	(1,403)	(391)	(229)	-	-
自由現金流	(2,590)	36	(3,683)	(6,087)	2,566
融資活動之現金流量	8,900	7,924	6,783	6,669	1,227
短期借款變動	3,363	2,855	3,781	-	-
長期借款變動	1,036	3,591	3,469	7,000	2,000
現金增資	4,400	-	-	-	-
已支付普通股股息	(197)	(108)	(318)	(331)	(773)
其他融資現金流	298	1,586	(149)	(0)	0
匯率影響數	0	(18)	(86)	-	-
本期產生現金流量	548	2,081	(334)	803	3,773

投資回報率

	Dec-22A	Dec-23A	Dec-24F	Dec-25F	Dec-26F
1 - 營業成本/營業收入					
- 銷管費用/營業收入	6.9%	3.4%	3.4%	1.6%	1.9%
= 營業利益率	5.9%	7.0%	6.2%	8.5%	16.8%
1 / (營業運用資金/營業收入)	1.9	1.3	0.7	0.6	0.8
+ 淨固定資產/營業收入	0.3	0.5	0.6	0.7	0.9
+ 什項資產/營業收入	0.4	0.0	0.0	0.0	0.0
= 資本周轉率	0.4	0.6	0.8	0.8	0.6
營業利益率	5.9%	7.0%	6.2%	8.5%	16.8%
x 資本周轉率	0.4	0.6	0.8	0.8	0.6
x (1 - 有效現金稅率)	78.5%	80.7%	73.9%	79.6%	78.0%
= 稅後 ROIC	1.8%	3.2%	3.5%	5.4%	7.7%

資料來源：公司資料，凱基

森崑能源 – 以往評級及目標價



日期	評級	目標價	收盤價
2024-03-28	增加持股	161.0	144.0
2023-12-15	增加持股	137.0	109.0

資料來源：TEJ，凱基

上述凱基分析員為證監會持牌人，隸屬凱基證券亞洲有限公司從事相關受規管活動，其及 / 或其有聯繫者並無擁有上述有關建議股份，發行人及 / 或新上市申請人之財務權益。

免責聲明 於本報告內所載的所有資料，並不擬提供予置身或居住於任何法律上限制凱基證券亞洲有限公司（「凱基」）或其關聯成員派發此等資料之司法管轄區的人士或實體使用。此等資料不構成向任何司法管轄區的任何人士或實體作出的任何投資意見、或發售的要約、或認購或投資任何證券或其他投資產品或服務的邀請、招攬或建議，亦不構成於任何司法管轄區用作任何上述的目的之資料派發。請特別留意，本報告所載的資料，不得在美國、或向美國人士（即美國居民或按照美國或其任何州、屬土或領土之法律成立的合夥企業或公司）或為美國人士之利益，而用作派發資料、發售或邀請認購任何證券。於本報告內的所有資料只作一般資料及參考用途，而沒有考慮到任何投資者的特定目的、財務狀況或需要。該等資料不擬提供作法律、財務、稅務或其他專業意見，因此不應將該等資料賴以作為投資專業意見。

部份凱基股票研究報告及盈利預測可透過 www.kgi.com.hk 取閱。詳情請聯絡凱基客戶服務代表。本報告的資料及意見乃源於凱基的內部研究活動。本報告內的資料及意見，凱基不會就其公正性、準確性、完整性及正確性作出任何申述或保證。本報告所載的資料及意見如有任何更改，凱基並不另行通知。凱基概不就因任何使用本報告或其內容而產生的任何損失承擔任何責任。本報告亦不存有招攬或邀約購買或出售證券及 / 或參與任何投資活動的意圖。本報告只供備閱，並不能在未經凱基書面同意下，擅自以任何方式轉發、複印或發佈全部或部份內容。凱基集團成員公司或其聯屬人可提供服務予本文所提及之任何公司及該等公司之聯屬人。凱基集團成員公司、其聯屬人及其董事、高級人員及僱員可不時就本報告所涉及的任何證券持有。