

公司名稱	投資評等	結論及投資建議
9958 TT 世紀鋼	買進  目標價 82	世紀鋼的投資評等為買進，目標價82元，潛在漲幅16.98%，主要理由如下： (1) 第一階段遴選與競標的容量與費率已大致底定，市場份額穩定； (2) 考量公投後台灣能源轉型勢在必行，預期世紀離岸風電具5~10年長線動能。

研究員 林子楡

Satinlin@jsun.com

重點摘要

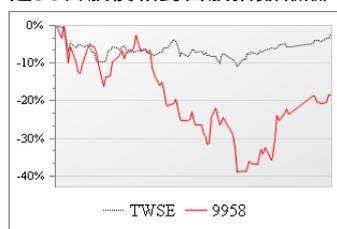
近期投資評等

02/21/2019	買進
06/22/2018	持有/中立

公司基本資料

收盤價(元)(02/20/2019)	70.10
股本(百萬元)	2,084
總市值(億元)	146.1
每股淨值(元)	16.84
外資持股比(%)	1.58
投信持股比(%)	0.08
近 20 日均量(張)	6,455
融資餘額(02/20/2019)	18,822

近90日股價相對台股指數報酬



資料來源：CMoney

- ◆ **世紀離岸風電發展概況：**股東結構部分，世紀鋼持股62.5%，為第一大股東，第二大股東維持新光鋼，持股8%，5%~10%為特定人，預計2020年IPO，目前股權至IPO前不會再變動。世紀離岸風電於台北港共有三個碼頭，分別為東碼頭、南碼頭(第一期)、南碼頭(第二期)。東碼頭09/2018開始生產，南碼頭第一期維持於3Q19量產；然南碼頭第二期，完工時間則較先前預估延後，預計2Q20開始生產，產能以Jacket計算一期約為35~40座，目前廠內產能設計可支援至8~10MW離岸風機基座，符合未來五年離岸風機設計。
- ◆ **至2024年約潛在1.7GW遴選容量貢獻營收：**根據目前公開訊息，預估一支水下基礎(TP+Jacket/monopile+pile)約需要3億元，平均每個MW貢獻營收約3600多萬，目前僅有WPD採用Monopile，預計接單水準為350MW，約83~87套，其他皆採用Jacket，目前預計承接開發商有CIP、沃旭、NPI，容量配給額約1.35GW，CIP(容量配額600MW)皆由世紀鋼承接，NPI(300MW)併網時程較晚，因此預計今年底確定價格與接單容量，而沃旭(核配容量900MW、競標容量920MW)，前900MW需於2021年併網，後920MW競標容量則於2025年併網完成即可，因此目前預計世紀鋼與中鋼構平分900MW容量訂單，預計約56套海下基礎，以目前兩家供應商產能而言，仍有完工壓力，因此預計2021年為認列高峰，由於報價以成本加乘法計算，營收與獲利認列則以完工比例認列法，預計2020與2021~2023年分別貢獻世紀鋼8.16元與平均9.83元/年，且競標容量雖無國產化需求，然若考量運送距離與在地廠商生產效率等因素未來在地化程度較高，因此若以10MW風機計算競標容量若，台灣供應商平分尚有80套接單量，而2025~2030年區塊開發尚有4.5GW容量可核定量，因此預計世紀風電尚有5~10年營收動能。

單位:百萬元	2018F	2019F	2Q18	3Q18	4Q18F	1Q19F	2Q19F	3Q19F
營業收入淨額	1,655	1,945	405	427	410	366	421	400
營業毛利	244	288	55	66	61	48	50	35
營業利益	97	115	31	19	21	18	7	11
稅後純益	50	81	10	13	14	13	5	10
稅後 EPS(元)	0.24	0.39	0.05	0.06	0.07	0.06	0.02	0.05
毛利率(%)	14.76	14.81	13.67	15.43	14.89	13.2	11.79	8.77
營業利益率(%)	5.84	5.9	7.56	4.56	5.01	5.03	1.58	2.66
稅後純益率(%)	2.99	4.15	2.41	3.04	3.37	3.63	1.21	2.42
營業收入 YoY/QoQ(%)	-19.29	17.52	-1.85	5.43	-4.09	-10.78	15.24	-5
營業利益 YoY/QoQ(%)	320.39	18.77	17.8	-36.37	5.27	-10.43	-63.69	59.36
稅後純益 YoY/QoQ(%)	-16.02	62.89	-24.79	33.24	6.37	-4.07	-61.46	89.16

資料來源:CMoney·JS 預估 註：以最新股本回溯 EPS

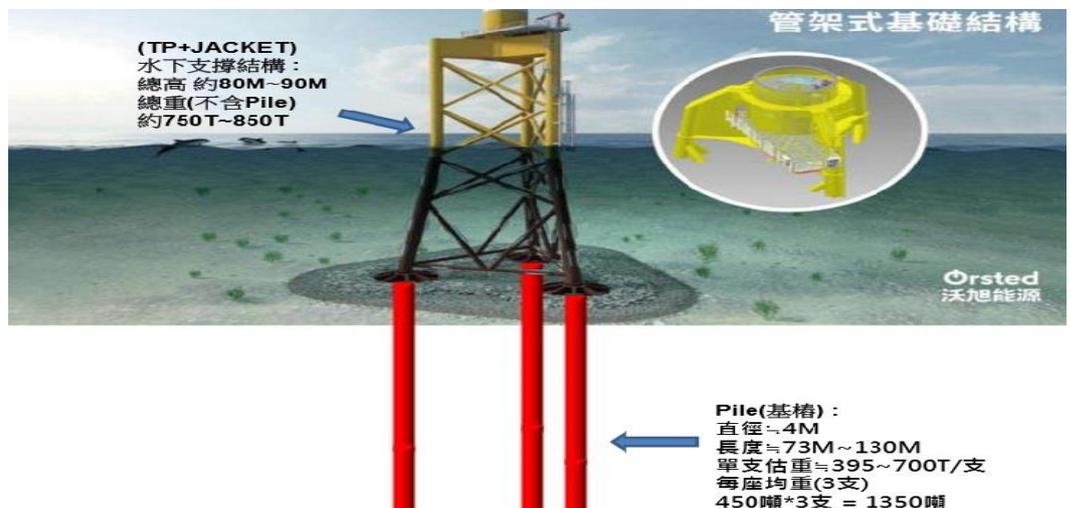
◆ 公司介紹：

世紀鋼成立於1987年，為台灣鋼結構大型事業製造廠之一，年產量為鋼構10萬噸，總部設於桃園市觀音區，廠區方面，分別有桃園廠，占地約51,576坪，主要做鋼板切割，樑柱組立鋼柱，鋼橋製作，噴砂油漆，離岸風力發電海底基礎一次構件生產基地；雲林廠，基地約13,310坪，主要製作橋樑及其他鋼構產品；緬甸廠，主要配合緬甸地區發展建廠。世紀鋼於2014年與福海風力發電公司簽署離岸風機組製造合約，跨入離岸風電市場，公司並於05/2017成立世紀離岸風電設備股份有限公司，租有台北港廠，基地48,642坪，主要營運項目即為承作離岸風電水下基礎(MP、TP、Jacket)，世紀離岸風電於台北港共有三個碼頭，分別為東碼頭、南碼頭(第一期)、南碼頭(第二期)。東碼頭09/2018開始生產，南碼頭第一期維持於3Q19量產；然南碼頭第二期，完工時間則較先前預估延後，預計2Q20開始生產，產能以Jacket計算一期約為35~40座，目前廠內產能設計可支援至8~10MW離岸風機基座，符合未來五年離岸趨勢。股東結構部分，世紀鋼持股62.5%，為第一大股東，第二大股東維持新光鋼，持股8%，5%~10%為特定人，預計2020年IPO，目前股權至IPO前不會再變動。

◆ 離岸風電主要承接商為世紀鋼與中鋼構：

離岸風電水下基礎方面，因重量較重與在地化考量，預估將主要由世紀鋼與中鋼構承接，水下基礎發展程序為通過認證->技轉->生產。因離岸風電鋼構須符合電焊等認證要求，故世紀鋼2017年起即請德商進行輔導，世紀鋼目前已經達到歐規標準並通過認證，下一步即將進行TP與Jacket的技轉，此部分將由世紀離岸風電旗下再成立一家子公司並與Bladt(全球最大Jacket製造商)簽有技轉合約，其中由世紀離岸風電持股65%，Bladt持股35%，關於技轉費用，則由世紀離岸風電給予對方某程度的保障獲利來抵減。

圖一、水下基礎結構



資料來源：世紀鋼

◆ 至2024年約潛在1.7GW遴選容量貢獻營收：

根據目前公開訊息，預估一支水下基礎(TP+Jacket/monopile+pile)約需要3億元，平均每個MW貢獻營收約3600多萬，目前僅有WPD採用Monopile，預計接單水準為350MW，約83~87套，其他皆採用Jacket，目前預計承接開發商有CIP、沃旭、NPI，容量配給額約1.35GW，CIP(容量配額600MW)皆由世紀鋼承接，NPI(300MW)併網時程較晚，因此預計今年底確定價格與接單容量，而沃旭(核配容量900MW、競標容量920MW)，前900MW需於2021年併網，後920MW競標容量則於2025年併網完成即可，因此目前預計世紀鋼與中鋼構平分900MW容量訂單，預計約56套海上基礎，以目前兩家供應商產能而言，仍有完工壓力，因此預計2021年為認列高峰，由於報價以成本加乘法計算，營收與獲利認列則以完工比例認列法，預計2020、2021~2023年分別貢獻世紀鋼8.16元與9.43元，且競標容量雖無國產化需求，然若考量運送距離與在地廠商生產效率等因素未來在地化程度較高，因此若以10MW風機計算競標容量若，台灣供應商平分尚有80套接單量，而2025~2030年區塊開發尚有4.5GW容量可核定量，因此預計世紀風電尚有5~10年營收動能。

表一、離岸風電遴選結果

序位	申請案	開發商	申請容量 (MW)	核配容量	併聯年度	併接點位	備註	累計容量 (MW)
1	麗威	WPD(1)	363	350	110	塘尾D/S	依申請點位及完工併聯年度(僅勾選110年)，當年度台電塘尾D/S僅提供併網容量為350MW。爰核配350MW。	350
2	大彰化東南	沃旭(2)	605.2	605.2	110	彰一(甲)	依申請點位及完工併聯年度核配。	955.2
3	允能	WPD(1)	348	348	110	台西D/S	依申請點位及完工併聯年度核配。	1303.2
4	大彰化西南	沃旭(2)	631.9	294.8	110	彰一(甲)	核配294.8MW後，達第2序位開發商900MW容量上限。	1598
5	彰芳	CIP(3)	552	100	110	彰一(甲)	核配100MW後，台電提供彰化110年1GW全數分配完畢。	2150
				452	112	彰一(乙)	1. 本案同意分割，不足分配之452MW，分割至次一可提供容量年度(112年)併網。 2. 核配452MW後，彰化112年併網容量僅剩48MW，依要點規定，小於100MW不再辦理112年容量分配。	
6	中能	中鋼(4)	480	300	113	彰一(乙)	核配300MW後，達第4序位開發商300MW容量上限。	2450
7	西島	CIP(3)	400	48	113	彰一(乙)	核配48MW後，達第3序位開發商600MW容量上限。	2498
8	大彰化東北	沃旭(2)	560.7	0	-	-	已達第2序位開發商900MW容量上限不分配。	2498
9	台電	台電(5)	720	300	113	彰一(乙)	核配300MW後，達第5序位開發商300MW容量上限。	2798
10	海龍二號	NPI(6)	532	300	113	彰一(乙)	核配300MW後，達第6序位開發商300MW容量上限。	3098

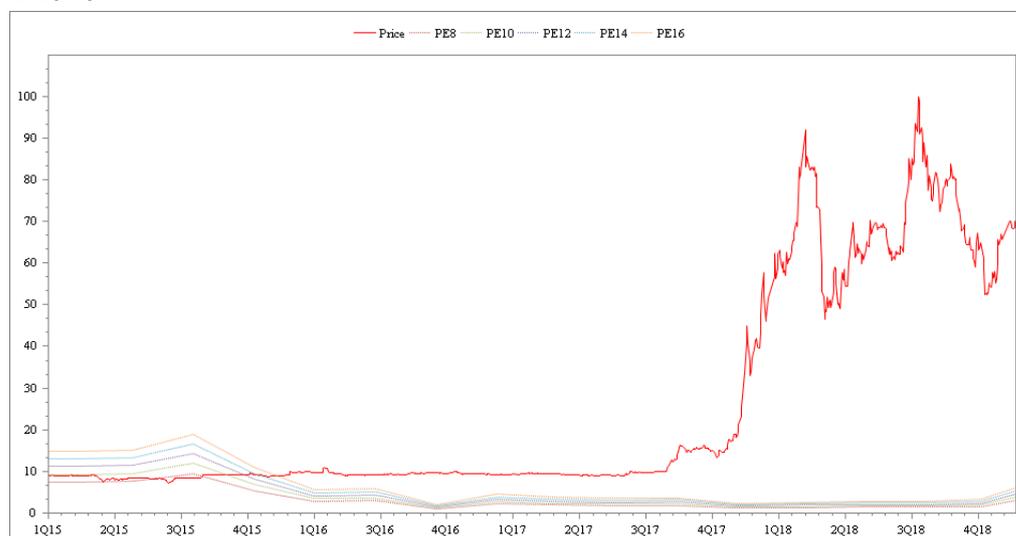
資料來源：世紀鋼

表二、離岸風電獲利概算

	產能	2019	2020	2021	2022	2023
世紀離岸風電	Jacket 產能	10	60	80	80	80
	營收貢獻	3,000	18,000	24,000	24,000	24,000
	毛利	840	5,040	6,720	6,720	6,720
	營業利益	540	3,240	4,320	4,320	4,320
	稅後淨利	432	2,592	3,456	3,456	3,456
對世紀鋼貢獻	稅後淨利貢獻	270	1,620	2,160	2,160	2,160
	EPS貢獻	1.23	7.37	9.83	9.83	9.83

註：完工認列法，預期2019年獲利貢獻約有8成認列在2020年，2021~2023則以產能計算年貢獻額。

PE Band



資料來源：CMoney · JS 預估彙整

PB Band



資料來源：CMoney · JS 預估彙整

**投資評等與股價走勢圖**



**近期投資評等**

推薦日期	投資評等	目標價
20190221	買進	82.0
20180622	持有	73.0
20140619	中立	14.0

資料來源：CMoney · JS 預估彙整

**損益表**

單位：百萬元	2017	2018F	2019F	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18F	1Q19F	2Q19F	3Q19F
營業收入淨額	2,050	1,655	1,945	439	498	413	405	427	410	366	421	400
營業毛利	132	244	288	-14	58	62	55	66	61	48	50	35
營業費用	109	148	173	38	28	36	25	46	40	30	43	24
營業利益	23	97	115	-52	30	26	31	19	21	18	7	11
營業外收支	24	-37	-30	68	-16	-18	-3	-9	-7	-8	-6	-4
稅前純益	47	60	85	16	14	8	27	11	13	11	1	7
稅後純益	59	50	81	25	18	13	10	13	14	13	5	10
最新股本	2,056	2,056	2,056	2,056	2,056	2,056	2,056	2,056	2,056	2,056	2,056	2,056
稅後 EPS(元)	0.29	0.24	0.39	0.12	0.09	0.06	0.05	0.06	0.07	0.06	0.02	0.05
<b>經營效率(%)</b>												
毛利率	6.42	14.76	14.81	-3.16	11.67	15.01	13.67	15.43	14.89	13.2	11.79	8.77
營業利益率	1.12	5.84	5.9	-11.8	6.11	6.3	7.56	4.56	5.01	5.03	1.58	2.66
稅前純益率	2.3	3.6	4.38	3.58	2.85	2.04	6.77	2.49	3.18	2.92	0.16	1.67
稅後純益率	2.88	2.99	4.15	5.67	3.67	3.14	2.41	3.04	3.37	3.63	1.21	2.42
<b>YoY(%)</b>												
營收	-10.15	-19.29	17.52	-0.69	-11.68	-17.86	-33.66	-2.78	-17.65	-11.46	3.96	-6.32
營業利益	-85.7	320.39	18.77	--	-8.35	-2.69	72.61	--	-32.44	-29.32	-78.21	-45.43
稅前純益	-56.29	26.38	43.05	--	-60.71	-40.41	789.04	-32.39	-7.92	26.96	-97.54	-37.05
稅後純益	-19.36	-16.02	62.89	--	1.18	4.54	187.78	-47.86	-24.35	2.25	-47.61	-25.62
<b>QoQ(%)</b>												
營收	--	--	--	-28.06	13.23	-17.03	-1.85	5.43	-4.09	-10.78	15.24	-5
營業利益	--	--	--	--	--	-14.38	17.8	-36.37	5.27	-10.43	-63.69	59.36
稅前純益	--	--	--	409.53	-9.92	-40.56	225.85	-61.25	22.68	-18.04	-93.67	889.64
稅後純益	--	--	--	635.47	-26.69	-29.03	-24.79	33.24	6.37	-4.07	-61.46	89.16

資料來源：CMoney · JS 預估 註：以最新股本回溯 EPS

**資產負債表**

單位：百萬元	2016	2017	3Q18
流動資產	3,825	3,810	5,307
現金及約當現金	466	922	2,673
公允價值衡量金融資產	--	0	0
備供出售金融資產	--	--	--
以成本衡量之金融資產	--	--	--
存貨	984	989	956
非流動資產	2,585	2,889	3,973
公允價值衡量金融資產	--	0	13
不動產、廠房及設備	2,191	2,516	3,169
無形資產	--	--	--
<b>資產總計</b>	<b>6,411</b>	<b>6,699</b>	<b>9,280</b>
流動負債	1,697	1,045	1,453
短期借款	216	220	87
非流動負債	2,151	2,892	3,906
<b>負債總計</b>	<b>3,847</b>	<b>3,937</b>	<b>5,359</b>
股本	1,856	1,856	2,056
普通股股本	1,856	1,856	2,056
資本公積	69	71	1,118
保留盈餘	456	457	437
庫藏股票	0	--	--
<b>股東權益</b>	<b>2,563</b>	<b>2,761</b>	<b>3,922</b>
每股淨值(元)	12.58	12.47	17.08
流動比率(%)	225.47	364.42	365.31
速動比率(%)	167.48	269.84	299.53
應收帳款週轉率(%)	0.98	1.02	0.81
負債比率(%)	60.01	58.78	57.74
稅後股東權益報酬率(%)	3.12	2.54	0.45

資料來源：CMoney · JS 預估

**現金流量表**

單位：百萬元	2016	2017	3Q18
繼續營業單位稅前損益	108	47	46
折舊及攤提費用	55	58	46
利息費用	66	62	48
股利收入	--	--	--
權益法認列關聯企業損益	0	0	0
處分不動產、廠房及設備	0	-84	0
處分權益法之投資損益	--	--	--
未實現外幣兌換損益	-10	8	0
應收帳款增減	-50	-182	-17
存貨增減	-111	-7	33
應付帳款增減	24	-301	191
<b>營業活動現金流量</b>	<b>191</b>	<b>266</b>	<b>357</b>
公允價值衡量金融資產增減	0	0	--
攤銷成本衡量金融資產增減	0	0	--
權益法長期股權投資增減	0	-6	--
取得不動產、廠房及設備	-210	-541	-662
處分不動產、廠房及設備	8	290	0
<b>投資活動現金流量</b>	<b>-252</b>	<b>-279</b>	<b>-774</b>
短期借款增減	-24	2	-132
長期借款增減	82	246	153
公司債發行	--	--	1,000
公司債償還	--	--	--
現金增資	--	--	1,208
發放現金股利	-74	-56	-56
庫藏股票增減	0	0	--
<b>籌資活動現金流量</b>	<b>78</b>	<b>489</b>	<b>2,175</b>
<b>淨現金流量</b>	<b>14</b>	<b>456</b>	<b>1,752</b>

資料來源：CMoney · JS 預估

2019年2月21日

## 免責聲明

本研究報告僅供本公司特定客戶參考。  
客戶進行投資決策時，應審慎考量本身之需求、投資風險及風險承受度，並就投資結果自行負責，本公司不作任何獲利保證，亦不就投資損害負任何法律責任。  
本研究報告內容取材自本公司認可之來源，但不保證其完整性及精確性；該報告所載財務資料、預估及意見，係本公司於特定日期就現有資訊所做之專業判斷，嗣後變更時，本公司將不做預告或更新；本研究報告內容僅供參考，有未盡完善之處，本公司恕不負責。  
非經本公司同意，不得將本研究報告內容複製、轉載或以其他方式提供予其他第三人。

## 投資評等說明

評等	定義
強力買進	六個月內潛在報酬率 40%以上
買進	六個月內潛在報酬率 15%以上~未達 40%
持有	六個月內潛在報酬率 7%以上~未達 15%
中立	六個月內潛在報酬率未達 7% 近期股價將呈持平走勢 無法由基本面給予合理評等
買進轉中立	建議降低持股