

水的專家，解決水的問題

兆聯實業(6944)

一、結論：

1. 潛在催化劑：

- (1) **短期：**因應 2024 年半導體復甦，未來台積電新廠以及 PCB 東南亞建廠南移，需要水資源回收處理或再生水的需求；2024 年將從興櫃轉上市。
- (2) **中期：**受惠台灣政策，高科技公司需要建設再生水廠，若未達到政府目標將增加稅費。明年台積電台中新廠、台積電亞利桑那場的發包皆由兆聯營運，預計將會帶來工程款項收入。
- (3) **長期：**台灣長期皆有水資源不夠的問題，降雨主要依靠水庫來儲存，對於耗水量極大的半導體業，常有水資源不夠的問題。以目前政府政策與推動方向，高科技業皆需要水循環與水資源回收的項目，經濟部估計至 2031 年需要達到 80% 的工業用水回收，長期來看是穩定成長的趨勢。

2. 公司主要業務分為兩大項目：工程收入與銷售服務類，分別占比約 78% 與 22%；未來預估毛利長期將維持在 15% 與 30%。目前低毛利的工程款已陸續認列完畢。營收因半導體廠房持續開出的需求將持續成長，公司預估營收 CAGR 約為 15% 穩定持續成長。
3. 目前為台灣同業中唯一專注半導體水回收的公司，公司服務包含超純水、廢水回收再利用與工程維運，目前為台積電廢水回收台廠唯一供應商。

二、公司簡介：

成立於 2004 年，提供客戶全方位水資源綠色解決方案。產品線分為四大類，包括超純水及廢水處理回收系統統包工程、水系統耗材與化學品銷售、膜類與離子交換樹脂再生循環再利用，以及水系統維運服務。公司自 2007 年至 2023 年，成功完成 30 個超大型半導體廠的 PDS(製程排水系統)/WWT(廢水處理系統)/Reclaim(回收水系統) 的設計、建造、測試和運營。主要客戶是台積電、ASML、華邦、美光、精材、采鈺、ABF 載板業欣興、景碩，以及面板業友達、群創等。

三、產品與營運現況

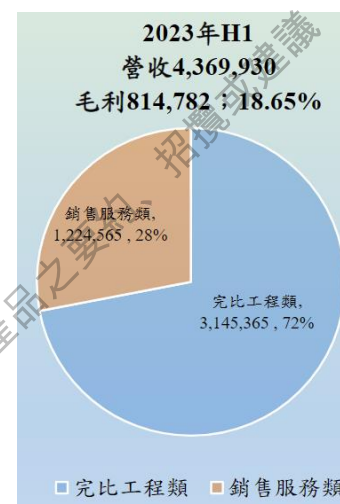
公司提出關於水循環資源的解決方案如下：(1)自來水廠取得水源 (2)依客戶製程需求，前製程產出超純水(日商奧璐珈惱 ORGANO*品質更為優良) (3)場內回收系統，自行回收再利用 (4)無法再利用時為「工業廢水」(5)取出化學廢液 (6)廢液分解出金屬(委外，如光洋科)。目前台積電的廢水處理回收與維運皆由兆聯設計維運，主要針對半導體的廢水排放回收、耗材維修與更換，尤其是 RO 膜或其他耗材皆需要定期保養。

半導體廢水回收以及維運在工程設計時即需要進行工業廢水的分流，以達到廢液回收的需求，目前公司在廢液回收的領域處領先地位，故台積電長年來皆與兆聯實業合作，兆聯協助處理相關廢液工程與後續的維運工程。

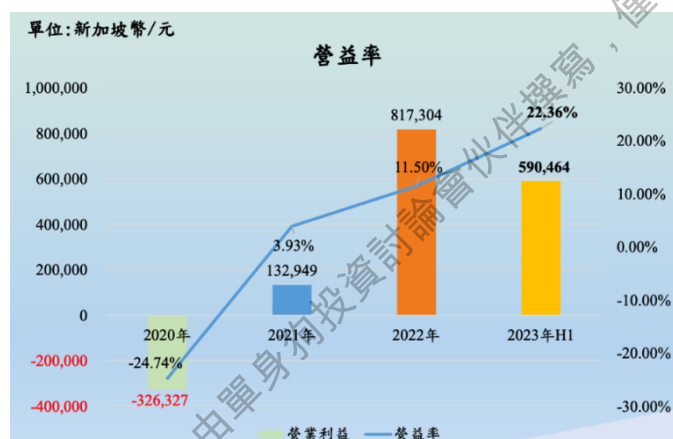
以公司 2022 年報中所提及的主要產品營業比重共分為兩類 — (1)建廠工程收入：包括純水系統、廢水處理與回收系統、海水淡化工程類；(2)銷售服務類：系統運營服務、客製化耗材、樹脂再生、RO 膜清洗等。營業收入占比如下表(左)，工程收入大多變化不大，目前 2023 年 H1 的工程收入約占 72%、銷售服務類占 28%，總毛利率達 18.65%，如下圖(右)。

單位：新台幣仟元；%

年度 產品類別	110 年度		111 年度	
	營業收入淨額	比重 (%)	營業收入淨額	比重 (%)
工程收入	5,844,202	76.20	7,836,965	78.11
服務收入	1,825,714	23.80	2,196,038	21.89
合計	7,669,916	100	10,033,003	100

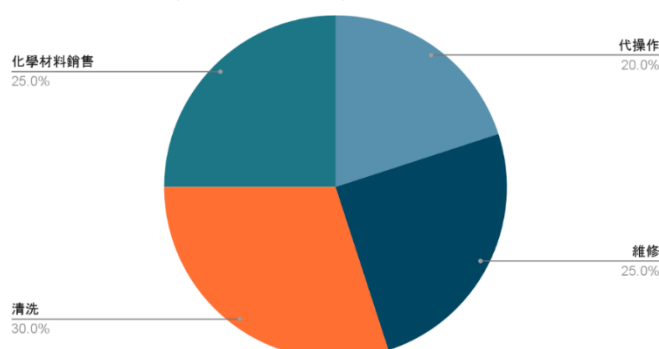


以公司 2023 年 H1 公告的財務報表，工程收入毛利約 13%、服務類營收毛利約 25-30%，服務類營收各類的毛利率如下表—清洗類的營收毛利最高(各類毛利差異不大)，但目前僅台灣部分的清洗類營收達到市場規模。



新加坡分公司營益率

服務類營收占比(毛利率差異不大)

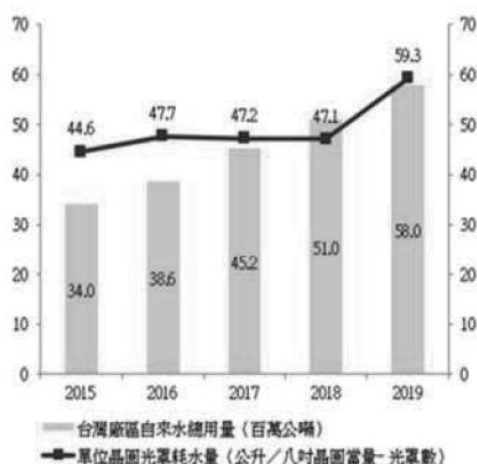


服務類營收占比

兆聯為了因應許多企業至東南亞設廠，自 2018 年起至新加坡設辦事處，主要為了服務在東南亞設廠的各廠商。在經歷幾年的虧損後，2023 年 H1 開始虧轉盈，營收來到 1.5 億台幣，營收占比目前仍不高(不到 2%)，但公司預估在 2024 以後會逐年快速成長。

四、成長動能與競爭優勢

- 111 年全台灣的水費收入中，工業用水占約 26%，民生用水(六、七百萬戶家庭)約 60%。而目前政府規劃工業用水的回收率將從 2017 年的 71%將提升至 2031 年的 80%。
- 半導體廠的製程提升，客戶用水量與回收量將逐漸提升。近三四年半導體高科技廠新服務廠房量體增加，先進製程對水資源化學材料用量增加；先進廠對耗材/化學材料用量，是舊廠的 1.3~1.5 倍(如圖)。



- 系統工程中，當建廠完成後，將視工程綁定的效果決定將由誰來處理後續的維運服務，硬體保固期間 100%會由指定原實施工廠服務。維運服務比例如下—
 - (1)超純水系統在工程保固期間過後約有 80%會指定原工程單位作維運服務。
 - (2)其次是廢水回收系統，有約 70%以上會綁定服務。
 但若由兆聯發包蓋廠，將有越來越多的系統維運由兆聯服務，將提升服務類項目的營收。
- 目前為同業中唯一專注半導體水回收技術處理的公司，並配合開發技術高配合台積電至成廢水。能回收處理硫酸、硫酸銅、硫酸鈷、氫氟酸與矽廢液。兆聯除硫酸銨外皆能回收達放流標準或變為再生產品。下圖為公司 111 年與 112 年研發出來的開發產品新技術。

年度	分類	開發成功之效益	開發產品之技術說明
111	新技術	高效率濾材處理含氟界面活性劑	高效率處理含氟界面活性劑之耗材
		放流水甲醛還原	含甲醛的放流水添加還原劑進行還原，避免放流水質超標。
		含氟界面活性劑(PFAS)去除	具有“永生化學品”之稱的 PFAS，經由吸附材高效率移除後，以達到放流標準。
112	產品新技術	高效率除氟藥劑	含氟廢水透過除氟藥劑取代原先氯化鈣藥劑，降低放流的氟離子

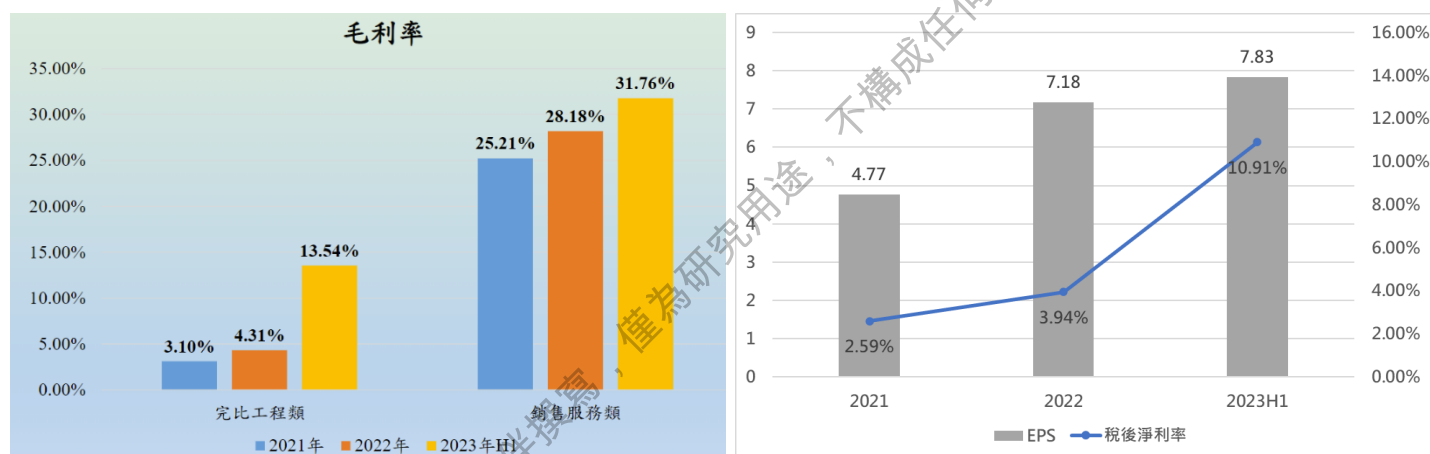
- 2024 開始將受惠台積電美國新廠，是台積電亞利桑那廠的廢水處理與回收系統工程唯一廠商。

五、催化劑

1. 受惠半導體業復甦，以及台積電新廠和 PCB 東南亞建廠南移。
2. 台積電後端廢水資源處理陸續進行節水與廢水分流，廢水分流可讓水資源活化，目前台積電積極進行後端廢水再利用。(例如：硫酸銅給與光洋科進行鈹材回收)
3. 台灣政府工業水回收率長期目標，回收率達標也會減免水費。台積電兩三年省的水費即可抵銷建廠成本。目前台灣的水資源施工維運業者尚無法解決所有台積電的超純水與廢水設備及維運的需求，市場屬供不應求的狀態。
4. 公司已提交上市申請，預計 2024 年將由興櫃轉上市。

六、財務概況

今年的 Q2 及 Q3 會是營收低點，接下來工程訂單陸續開工迎來營收成長。明年也會有新的半導體廠、封測廠等訂單，營收也會受惠於今年的低基期會呈現 YOY 正成長。



近期財務重點整理如下：

1. 目前公告至 2023 年 11 月前的營收約 79 億元，YOY -14.8%。但由於工程收入、銷售服務的毛利皆有顯著提升，故截至今年 2023H1 的 EPS 即達 7.83 元，超越去年全年。
2. 過去的工程毛利大約 4%、服務收入可抓 25-30%，但由於去年工程收入為舊合約，受到通膨影響導致毛利下降；2023 年上半年工程毛利 13.54%、銷售服務 31.76%。
3. 公司為了因應上市需求，截至 2023 年 10 月止負債比下降至 54.51%。

七、估值與目標價

(略)

八、投資風險

1. 目前公司約 7 成營收來自台積電。公司欲將工程毛利維持在 15%，並讓維運服務(毛利 30%) 的營收維持三成，2023 年皆都剛好達標，是否能維持須持續觀察。

單位：新臺幣仟元；%

項目	110 年度				111 年度			
	名稱	金額	占全年度 銷貨淨額 比率(%)	與發行人之關係	名稱	金額	占全年度 銷貨淨額 比率(%)	與發行人之關係
1	T 公司	5,676,288	74.01	無	T 公司	7,055,435	70.32	無
2	其他	1,993,628	25.99	-	其他	2,977,568	29.68	-
	銷貨淨額	7,669,916	100.00	-	銷貨淨額	10,033,003	100.00	-

註 1：因契約約定不得揭露客戶名稱或交易對象為個人且非關係人，得以代號為之。

2. 目前以工程類(規劃、發包)營收為主(約占七成)，故上游原物料價格、匯率波動、利率等都會影響公司的獲利；持續觀察成本是否能夠轉嫁給客戶。
3. 隨著公司海外布局，在外案場營運管理能力是否能夠跟上擴張的速度，以避免過去踩雷的事件發生。EX:客戶武漢弘芯倒閉、承包商落跑等。
4. 興櫃股票，成交量較低，流動性風險。

本文作者：Kengfan

*本文非投資意見，亦不構成任何投資產品之要約、招攬或建議。

*報告內容由單身狗投資討論會夥伴自由投稿、免費分享，內容不代表本站立場。

*歡迎各領域的專家、高手們一起交流。