



2024/10/21

產業類別 其他

東方風能 (7786 TT)

大風起兮雲飛揚

本次報告：新股推薦

投資評價與建議

台灣離岸風電進入快速建置期，而東方風能為國內規模最大海事船舶營運商，受惠於離岸風電與各領域海事船隻需求旺盛，樂觀看待中長期獲利成長動能。以國內同業國際海洋評價，P/E 均值為 20-30 倍，建議評價可參考同業 P/E 均值中上緣。

營運現況與分析

國內第一大海事工程船舶：東方風能於 2019 年由宏華營造出資成立，東方專注於離岸海事工程，目前東方共有 14 艘各式船隻(含建造中 2 艘)，其中 5 艘人員運輸船、4 艘拖船、1 艘重件駁船、1 艘大型工程支援船與 1 艘高階佈纜船，目前主要業務包括離岸工程建置、水文調查、海上運輸、各式海纜建置工程、風場運維與其他等。主要同業包含:台船環海、寶崙、大三商、嘉時航運等。主要客戶包括知名國際離岸風電建設廠商、能源開發商、中華電信等。

中長期將維持市場領先地位：在離岸風電建置加速下，且全球對於專業船舶的需求持續增加，這些專業船舶可用於各類型海上工程，包含探勘、建設以及後續運維。由於東方風能所持有大型船舶操作專業性強且建造成本高，因此進入門檻高。

另一方面，台灣有關船舶運輸的政策設定，優先考慮使用國籍船舶，只有在本國船隻不足的情況下才可考慮使用外籍船舶。同時東方風能持續專注長期經營與團隊擴張，積極跨足離岸風電與台灣以外市場，目前已跨出離岸風電產業成功得標承攬國內中華電光纖海纜建置項目統包，同時與韓國 LS 集團旗下 LSMS 簽訂韓國船舶共同投資營運 MOU 協議。

東方風能為亞洲極少數具備多樣化船舶管理能力之廠商，相對於同業以中小型船舶或單一種類船舶為主，東方風能擁有完整施工船隊，包含各類運輸船、海洋探勘船、工程支援船、海纜施工船及海纜維修船等船型，另有兩艘大型多功能住宿船舶可以提供客戶風場長期運維服務。

離岸風電建置加速，船舶需求暢旺：東方風能 2023 年營收 49.34 億元(+87.37%YoY)，毛利率 29%，營益率 26.16%，稅後淨利 9.89 億元(+106.27%YoY)，EPS 6.96 元。短期由於台灣中大型海事船舶供不應求，預估租賃價格有望維持高檔，2025 年及 2026 年為中華電光纖海纜主要認列期，帶動 2025 年及 2026 年營收再進一步跳升。東方風能 2Q24 年營收為 31.7 億元(+56.46% YoY)，由於東方建設者及東方海威每五年需上架歲修，折舊費用增加，使得毛利率小幅下降至 25.78%，稅後淨利 5.27 億元(+22.35% YoY)，稅後 EPS 3.52 元。

公司簡介

東方風能成立於 2019 年，為宏華營造之子公司，前身為宏華營造風電部(2015 年成立)，專注於離岸風力項目的工程建設輔助和營運維護。

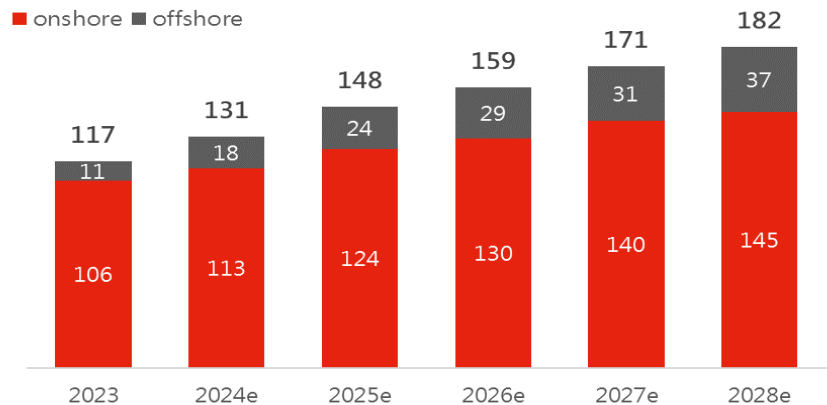
產業概況與公司營運

台灣風力發電近況

根據全球風能協會(Global Wind Energy Council, GWEC)所發布報告顯示，截至 2023 年底，全球離岸風電裝機量已達 75.2 GW，新增 10.8 GW(+24%YoY)，GWEC 預估 2024-2028 年陸域風電安裝量 CAGR+6.6%，平均每年安裝 130GW；預估 2024-2028 年離岸風電安裝量 CAGR+28%，將再額外新增 138 GW，平均每年安裝 27.6GW。以地區別觀察，歐洲地區將新增 42GW；亞洲地區部分，中國增加 72 GW，台灣增加 6.9 GW，南韓增加 3.1 GW，日本增加 1.7 GW。

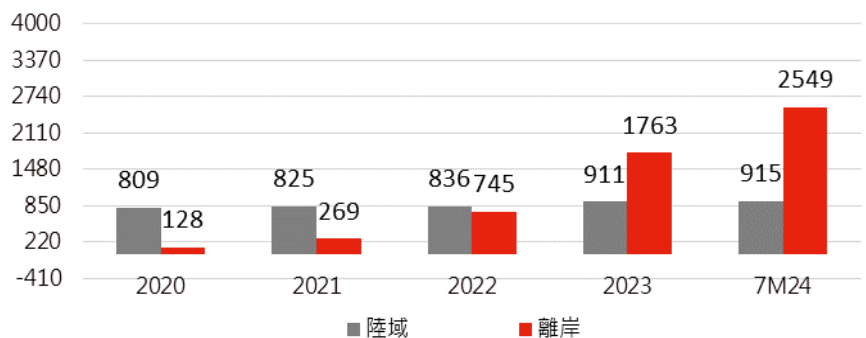
根據經濟部資料顯示，截至 2023 年台灣地區安裝 283 座風力機，完成 1.76 GW 風場建置。展望 2024 年，目標達成風力機組安裝 314~374 座，累計裝置容量達 2.56~3.04GW，而依照經濟部能源署最新資料顯示，截至 7M24 安裝容量累積達 2.55 GW。

圖一：全球風機 2023~2028 每年新增安裝量(MW)



資料來源：GWEC；永豐投顧研究處整理；Oct. 2024

圖二：台灣風機累積安裝量(MW)



資料來源：經濟部能源局；永豐投顧研究處整理；Oct. 2024

台灣離岸風力發電的發展可分為三個階段 – 示範、潛力、開發

第一階段：示範獎勵階段 — 主要目的是透過政府提供的補助來引導和鼓勵投資者參與離岸風力發電項目。2020 年完成兩座示範風場，包含海洋示範案 128MW、台電示範案 109.2MW，總裝機容量達到 237.2MW。

第二階段：潛力場址開發階段 — 第二階段為「先遴選，後競價」，政府主導建立

產業基礎並遴選出 3.8GW 的潛力場址，遴選風場共 10 案 7 家廠商，大部分設置在近洋區域，這一階段的離岸風場多採用運維補給船 CTV (Crew Transfer Vessels，用於當天來回的短途運輸和及測量作業)，以提高靈活性和效率。此外，競價獲得的 1.7GW 項目因遠離岸線，傾向使用大型的運維作業船 SOV (Service Operation Vessels)，目前潛力場址持續施工中，目標 2025 年達到 5.5GW 的離岸風力裝置量，目前進度些微落後。觀察近期資訊，沃旭之大彰化東南(605MW)、大彰化西南第一階段(295MW)於今年 4 月底完工併聯，哥本哈根基金(CIP)之彰芳暨西島(600MW)於今年完工，目前進行電網併聯作業中。

第三階段：區域開發階段 — 由政府主導分為三期開發，其中 3-1 期從 2026 年至 2031 年間釋出 9GW，每年約 1.5GW。2023 年 8 月有五家開發商簽約，總計獲得 2.3GW 的開發權，3-2 期選商結果於 2024 年 7 月公布，共五家開發商得標，共獲配 2.7GW 開發容量，原定目標在 2028 至 2029 年併網，3-3 期則計畫在 2032 至 2035 年間釋出 6GW。

第三階段區段開發 2026 - 2035 年總量 15 GW： 第三階段區域開發從 2026 年至 2031 年間釋出 9GW，每年約 1.5GW，台灣的離岸風力發電項目展現出強烈的政府推動和階段性發展策略，逐步建立和擴大國內的可再生能源基礎設施，以應對能源轉型和減少碳排放的長遠目標。惟目前因風場開發建置成本大漲，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，因而 3-1 期併網年度由 2026-2027 年延後至 2027-2028 年。

圖三：台灣風場開發政策



資料來源：經濟部能源局；永豐投顧研究處整理；永豐投顧研究處整理，Oct. 2024

圖四：第三階段區域開發



資料來源：經濟部能源局；永豐投顧研究處整理；Oct. 2024

第三階段區域開發本土廠商尤其受惠

根據經濟部公告之離岸風力發電區塊開發產業關聯政策執行方案，3-1 期關鍵發展項目之落實數量應達申設容量 60%，其餘 40%採加分機制，船舶相關歸類於海事工程服務項下，投標廠商應確保優先使用本地船舶與本地工程顧問公司。

3-2 期部分，八個風場競爭總裝置容量 3GW，開標結果為五座風場共獲配 2.7GW 開發容量，競標總分為 120 分(製造業 100 分、服務業 20 分)，經審查核定分數須達 70 分以上，由開發商自選項目與在地化比例，本土化比例越高，其中施工船舶佔服務滿分 8 分。開發商為求獲配較高的容量，預期均將極大化在地比例，本土供應鏈廠商持續受益。

船舶在離岸風電建設中扮演重要角色

離岸風電工程中，船舶扮演重要角色，自前期探勘、整地、運送、安裝、海纜鋪設、運維，均需要不同功能的船隻配合。以下概略介紹各船型種類及應用：

探勘類：海底地形探勘船(Geophysical survey vessel) 與海床鑽探調查船(Submarine drilling survey vessel)，此類船舶係在透過地球物理調查，瞭解海床情形與地質條件，以協助風場開發商 決定適當之基樁深度與型式。

安裝類：起重船(Floating Crane)用於安裝水下基礎。佈纜船(Cable Laying Vessel)用於鋪設海纜。自升式起重平台船(Jack Up Installation Vessel)用於安裝風機塔架、機艙與葉片等組件。

運輸類：重載船(Heavy Transportation Vessel),駁船(Barge)與人員運輸船(Crew Transfer Vessel)，運送水下基礎、塔架、葉片等組件，與運載施工或修護人員。

支援類：拖船(Tug)與警戒船(Guard Vessel)，此類船舶扮演輔助角色，有時裝載風力機組件的駁船可能不具備推進能力，拖船即為駁船的主要動力來源。

表一：船舶種類及功能

功能	船舶種類
探勘階段	海洋勘查船、小型海床鑽探自升平台船、海床鑽探調查船、鑽探船、挖泥船、觀測船
施工階段	挖泥船、海底岩石安裝船、小型吊裝船
運輸	駁船 (搭配拖船)、自升式起重平台船、人員運輸船、服務操作船
施工	自升式起重平台船、浮式起重船、拋石船、起重船
佈纜	陣列電纜(array cable)佈纜船、輸出電纜(export cable)佈纜船
支援	拖船、佈錨船、補給船、潛水支援船、人員住宿船、警戒船、海洋生物觀測船

資料來源：綠能科技產業推動中心；永豐投顧研究處整理，Oct. 2024

東方風能為國內海事船舶租賃領頭羊

東方風能由宏華營造投資成立於 2019 年，專注於離岸風力項目的工程建設和營運維護，擁有完善船隊安全管理系統，經過各大型開發商與統包商稽核認可。公司擁有多樣化之船隊，總船隊造價超過 120 億元。東方風能也是一家具有多國籍、多文化背景的公司，雖然為台灣本土廠商，但已建立國際化營運團隊，具備與國際船商互別苗頭之國際競爭力。

東方風能提供多種服務項目，包含(1)船舶支援：鯨豚觀測、警戒船舶、測量、水下爆裂物偵測、起佈錨、氣泡帷幕；(2)工程施工：水平導向鑽掘(HDD)、電纜鋪設、地質探勘、風電碼頭建設等；(3)風場運輸：水下基礎運輸、人員運輸。

圖五：東方風能船機種類



資料來源：東方風能；永豐投顧研究處整理，Oct. 2024

表二：東方風能營收類別

營收(百萬元)	2021	2022	2023
船舶租賃收入	252	2,141	3,683
客戶合約收入	775	493	1,251
合計	1,027	2,634	4,934
營收比重			
船舶租賃收入	25%	81%	75%
客戶合約收入	75%	19%	25%

資料來源：東方風能；永豐投顧研究處整理；Oct. 2024

現有船舶 12 艘，兩艘大型船隊 2026 年加入，擴增服務量能

目前東方有船隊 12 艘，人員運輸船(Crew Transfer Vessel, CTV) 5 艘，拖船 3 艘，重件駁船 1 艘、探勘船 (Survey Vessel) 1 艘、大型工程支援船-東方建設者 (Construction Support Vessel, CSV) 1 艘、海底電纜鋪設船/大型工程支援船-東方海威(Cable Laying Vessel (CLV) / Construction Support Vessel(CSV)) 1 艘。船舶合約分為建置期和運維期，風場開發商會在離岸風場開始建設前與東方風能簽定合約，有一年期短約，也有 2-5 年長約，依照業主需求簽訂，目前東方風能現有船舶多以短約為主。目前公司計畫擴充兩艘大型風場運維住宿船 (Service Operation Vessel, SOV)，預估 2026 年後加入營運，主要用於風場前期建置及商轉中維運作業並鎖定長期合約。

船舶配置完整，提供業主多元服務

相對於其他同業以中小型船舶為主，東方風能擁有完整船隊，可執行風場內所有支援工作項目，其中兩艘大型船舶為台灣獨有，可以提供客戶風場建置相關服務，東方建設者為台灣少數能提供工程支援及住宿之大型船舶型。另一艘大型船-東方海威，船身總長達 130 公尺，由公司於 2021 年 12 月購入，自行設計改裝之海底電纜鋪設船，配有頂級 DP3 動態定位系統及 250 噸補償式吊車，完全改裝後可裝載五千噸左右的電纜，鋪設總長超過一百公里，可搭配有 3000 米深海工作級水下無人載具。另外公司亦提供船舶管理服務，在公司既有船隻滿租下，會協助業主尋找並接洽其他船商並協助管理，提升公司服務附加價值，受惠於公司船隊配置完整，可提高業主船隻高度使用彈性，使得船舶租賃合約需求接連不斷。東方風能 2023 年 49.34 億元(+87.37%YoY)，毛利率 29%，營益率 26.16%，稅後淨利 9.89 億元(+106.27%YoY)，EPS 6.96 元，受惠於允能、彰芳西島等相關風場船舶租賃需求暢旺，加上近年全球船隻供不應求，使租賃價格水漲船高，帶動營收大幅提升。

表三：東方風能船型總表

船種	工作範圍	英文名稱	船長(m)	吃水	甲板面積(m2)	總噸位	搭載人數
宏隼1號	測量/人員運輸 /運維	Crew Transportation Vessel, CTV	26.8	2.3m	90	241.89	12
宏隼2號			26.8	2.3m	90	241.89	
宏隼3號			26.3	2.4m	100	168.11	
宏隼5號			26.8	2.3m	90	241.89	
宏隼6號			26.8	2.3m	90	241.89	
東方6號	拖駁運輸/警戒 /鯨豚觀測/施 工支援	Anchor Handling Tug Vessel, AHT	43	4.3m	18m*8.9m	816	24
東方7號			43	4.3m	18m*8.9m	816	24
東方8號			50	4.8m	260	1,179	28
東方探勘者	風場地質探勘	Survey Vessel	60	5.1m	360	1,759	40
東方巴法洛	基樁/塔架運輸	CARGO BARGE	96.56	4.72m	2762	5,007	-
東方建設者	海纜/探測/風 機施工船/住宿 船	Construction Support Vessel, CSV	115.4	7.1m	1300m2	7,883	102
東方海威	海纜鋪設/海纜 維修/海纜填埋	Construction Support Vessel, CSV	130	7.6m	1700m2	11,803	130

資料來源：東方風能，Oct. 2024

現階段以風電市場為主，長期目標為成為海事工程全球服務商

展望未來，隨著台灣離岸風電市場相關廠商學習曲線提升，供應鏈漸趨成熟，加上國外開發商對於台灣風場狀況更為熟悉，預估未來幾年台灣離岸風場將加速建置，東方風能可望直接受惠，目前船隻未來 2~3 年訂單皆無虞。另外公司於 2023 年接獲中華電信台澎金馬四號光纖海纜建置標案，得標金額約 25.7 億元，為本土首海事工程業者以統包方式取得大型的海纜建置項目，東方風能除了在風電市場耕耘外，在離岸風電以外的產業，東方風能皆已具備跨足其他領域的條件。

短期由於全球中大型海事船舶供不應求，預估租賃價格有望維持高檔，2025 與 2026 年為中華電光纖海纜建置期主要認列期間，帶動 2025 與 2026 年營收再進一步跳升。東方風能 2Q24 年營收為 31.7 億元(+56.46%YoY)，由於東方建設者及東方海威每五年需上架歲修，折舊費用增加，使得毛利率小幅下降至 25.78%，稅後淨利 5.27 億元(+22.35%YoY)，稅後 EPS 3.52 元。

東方風能為本土行業領先者，給予較高評價

國內同業國際海洋評價 P/E 均值為 20-30 倍。考量(1)台灣離岸風電加速建置，未來風場維運需求暢旺；(2) 東方風能為國內船舶租賃龍頭，船舶種類多元，獲利成長可期；(3)長期發展上已成功跨足離岸風電以外領域，強化公司長期競爭力，降低單一產業依賴風險，研究處建議評價可參考同業 P/E 均值中上緣。

表四：同業評價參考

同業	股價	EPS		P/E		過去一年 P/E	
		2024F	2025F	2024F	2025F	低點	高點
國際海洋	108.5	5	-	21.7	-	16.1	28.2
Subsea7	16.18	0.795	1.556	20.4	10.4	15.8	24.7
世紀鋼	230.5	10.2	14.8	22.6	15.6	18.9	32.3
上緯投控	114	3.345	4.16	34.1	27.4	25	46

資料來源：Bloomberg；永豐投顧研究處整理，Oct. 2024（註：Subsea7 為美金）

表五：損益表

單位：百萬元	2021	2022	2023	1H24
營業收入	1,027	2,634	4,934	3,169
%變動率		156.35	87.37	56.46
營業毛利	229	802	1,431	817
毛利率 (%)	22.24	30.45	29.00	25.78
營業淨利	203	747	1,291	659
營益率 (%)	19.77	28.38	26.16	20.79
稅前淨利	202	600	1,258	706
稅後純益	162	479	989	527
稅後純益率 (%)	15.72	18.20	20.04	16.63
股本	712	1,405	1,499	1,499
稅後 EPS(元)	22.61	4.41	6.96	3.52

資料來源：永豐投顧研究處整理，Oct. 2024

台北	永豐證券投資顧問股份有限公司 台北市忠孝西路一段 80 號 14 樓 電話：(886-2) 2361-0868	永豐金證券股份有限公司 台北市重慶南路一段 2 號 17 樓 電話：(886-2) 2311-4345
香港	永豐金證券(亞洲)有限公司 香港銅鑼灣新寧道 1 號 7 樓 電話：(852) 2586-8288	
上海	永豐金證券(亞洲)有限公司上海代表處 中國上海市浦東新區世紀大道 1528 號陸家嘴基金大廈 1903A-2 室 電話：(86-21) 6228-8220	

責任聲明

本報告所載內容已力求公正客觀性，並有合理環境假設基礎，相關內容僅供閱讀者參考，讀者仍應自行思考及研判各項投資風險，本公司不負擔投資人投資損益責任，並留意本集團(永豐金控)下轄之永豐金證券股份有限公司擔任東方風能主辦承銷券商角色。

本報告內容僅供參考，客戶應審慎考量本身之需求與投資風險，本公司恕不負任何法律責任，亦不作任何保證。本報告中之內容或有取材於本公司認可之來源，但並不保證其真實性或完整性；報告中所有資訊或預估，變更時本公司將不作預告，若資料內容有未盡完善之處，恕不負責。此外，非經本公司同意，不得將本報告加以複製或轉載。

110 年金管投顧新字第 024 號

SinoPac 投資評等

B：Buy 買進：未來 12 個月該股票表現將優於大盤

N：Neutral 中立：未來 12 個月該股票表現將與大盤一致

S：Sell 賣出：未來 12 個月該股票表現將落後大盤

Analyst Certification :

For each company mentioned in this research report, the respective analyst(s) who cover the company certifies (certify) that all of the views expressed in this research report accurately reflect his (their) personal views about any and all of the subject issuer(s) or securities. The analyst(s) also certifies (certify) that no part of her (their) compensation was, is, or will be directly or indirectly related to the specific recommendation(s) or view(s) in this report.

SinoPac Research Stock Rating System :

Buy : We think the stock will outperform the broader market over the next 12 months.

Neutral : We think the stock will perform in line with the broader market over the next 12 months.

Sell : We think the stock will underperform the market over the next 12 months.

Global Disclaimer :**Important Disclosures for U.S. Persons**

This research report was prepared by SinoPac Securities Corporation (SinoPac), a company authorized to engage in securities activities in Taiwan. SinoPac is not a registered broker-dealer in the United States and, therefore, is not subject to U.S. rules regarding the preparation of research reports and the independence of research analysts. This research report is provided for distribution to "major U.S. institutional investors" in reliance on the exemption from registration provided by Rule 15a-6 of the U.S. Securities Exchange Act of 1934, as amended (the "Exchange Act").

Any U.S. recipient of this research report wishing to effect any transaction to buy or sell securities or related financial instruments based on the information provided in this research report should do so only through Auerbach Grayson & Company, 20 Wall West 55th Street, New York, NY 10019, a registered broker dealer in the United States. Under no circumstances should any recipient of this research report effect any transaction to buy or sell securities or related financial instruments through SinoPac. Auerbach Grayson & Company accepts responsibility for the contents of this research report, subject to the terms set out below, to the extent that it is delivered to a U.S. person other than a major U.S. institutional investor.

The analyst whose name appears in this research report is not registered or qualified as a research analyst with the Financial Industry Regulatory Authority ("FINRA") and may not be an associated person of Auerbach Grayson & Company and, therefore, may not be subject to applicable restrictions under FINRA Rules on communications with a subject company, public appearances and trading securities held by a research analyst account.

Ownership and Material Conflicts of Interest

Auerbach Grayson & Company or its affiliates does not 'beneficially own,' as determined in accordance with Section 13(d) of the Exchange Act, 1% or more of any of the equity securities mentioned in the report. Auerbach Grayson & Company, its affiliates and/or their respective officers, directors or employees may have interests, or long or short positions, and may at any time make purchases or sales as a principal or agent of the securities referred to herein. Auerbach Grayson & Company is not aware of any material conflict of interest as of the date of this publication.

Compensation and Investment Banking Activities

Auerbach Grayson & Company or any affiliate has not managed or co-managed a public offering of securities for the subject company in the past 12 months, nor received compensation for investment banking services from the subject company in the past 12 months, neither does it or any affiliate expect to receive, or intends to seek compensation for investment banking services from the subject company in the next 3 months.

Additional Disclosures

This research report is for distribution only under such circumstances as may be permitted by applicable law. This research report has no regard to the specific investment objectives, financial situation or particular needs of any specific recipient, even if sent only to a single recipient. This research report is not guaranteed to be a complete statement or summary of any securities, markets, reports or developments referred to in this research report. Neither SinoPac nor any of its directors, officers, employees or agents shall have any liability, however arising, for any error, inaccuracy or incompleteness of fact or opinion in this research report or lack of care in this research report's preparation or publication, or any losses or damages which may arise from the use of this research report.

SinoPac may rely on information barriers, such as "Chinese Walls" to control the flow of information within the areas, units, divisions, groups, or affiliates of SinoPac.

Investing in any non-U.S. securities or related financial instruments (including ADRs) discussed in this research report may present certain risks. The securities of non-U.S. issuers may not be registered with, or be subject to the regulations of, the U.S. Securities and Exchange Commission. Information on such non-U.S. securities or related financial instruments may be limited. Foreign companies may not be subject to audit and reporting standards and regulatory requirements comparable to those in effect within the United States.

The value of any investment or income from any securities or related financial instruments discussed in this research report denominated in a currency other than U.S. dollars is subject to exchange rate fluctuations that may have a positive or adverse effect on the value of or income from such securities or related financial instruments.

Past performance is not necessarily a guide to future performance and no representation or warranty, express or implied, is made by SinoPac with respect to future performance. Income from investments may fluctuate. The price or value of the investments to which this research report relates, either directly or indirectly, may fall or rise against the interest of investors. Any recommendation or opinion contained in this research report may become outdated as a consequence of changes in the environment in which the issuer of the securities under analysis operates, in addition to changes in the estimates and forecasts, assumptions and valuation methodology used herein.

No part of the content of this research report may be copied, forwarded or duplicated in any form or by any means without the prior consent of SinoPac and SinoPac accepts no liability whatsoever for the actions of third parties in this respect.