



2024/10/25

產業類別 綠能環保

本次報告：興櫃掛牌

佳運 (7783 TT)

台灣特殊重件搬運翹楚，中長期維持市場領先地位

永豐觀點

隨產業發展趨勢正向，公司豐富經驗及整合能力，可望發揮競爭優勢持續推升營運成長，建議持續關注其營運發展，給予長期買進評等。

投資評價與建議

研究處給予佳運買進投資建議：由於佳運在風電行業的重機械搬運與吊裝統包工程具獨占地位，評價上應可參考國內風電同業評價(P/E 均值為 15-25 倍)，另考量(1) 台灣離岸風電加速建置，未來風場吊裝需求暢旺；(2) 佳運為國內重件搬運吊裝工程服務龍頭，具備高技術整合實力，中長期訂單無虞，研究處建議佳運評價可參考風電同業 P/E 均值中上緣。

營運現況與分析

台灣風力發電近況

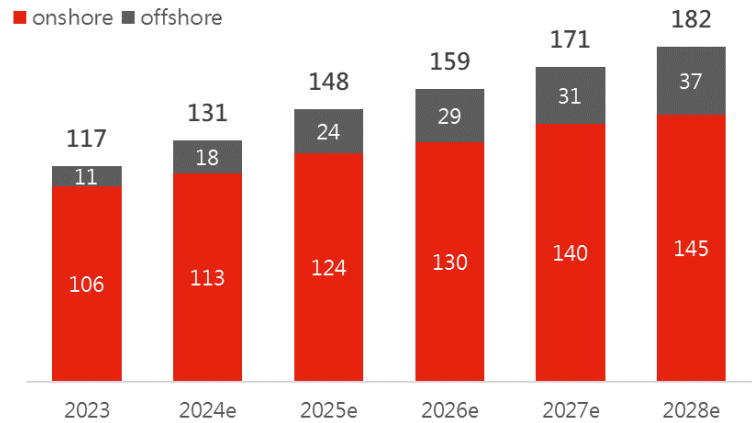
根據全球風能協會(Global Wind Energy Council, GWEC)所發布報告顯示，截至 2023 年底，全球離岸風電裝機量已達 75.2 GW，新增 10.8 GW(+24%YoY)。GWEC 預估 2024-2028 年陸域風電安裝量+6.6% CAGR，平均每年安裝 130GW；預估 2024-2028 年離岸風電安裝量+28% CAGR，將再額外新增 138 GW，平均每年安裝 27.6GW。以地區別觀察，歐洲地區將新增 42GW；亞洲地區部分，中國增加 72 GW，台灣增加 6.9 GW，南韓增加 3.1 GW，日本增加 1.7 GW。

根據經濟部資料顯示，截至 2023 年台灣地區安裝 283 座離岸風力機，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 離岸風電安裝容量累積達 2.55 GW。

公司簡介

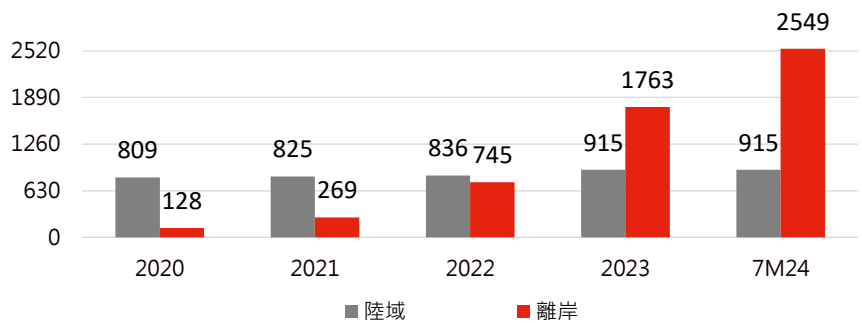
佳運成立於 2013 年，2019 年起與國際大廠猛獁象合作，專注於風力項目的風機葉片、塔節運輸；水下基礎、基樁工廠內及岸邊搬運服務。另承作非風電工程包括火力電廠建置、晶圓大廠設備搬運等。

圖一：全球 2023-2028 每年新增風機安裝量(MW)



資料來源：GWEC；永豐投顧研究處整理；Oct. 2024

圖二：台灣風機累計安裝量(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 230MW。

第二階段：潛力場址開發階段 — 政府主導建立產業基礎並遴選出 3.8GW 的潛力場址，大部分設置在近洋區域。目標到 2025 年達到 5.5GW 的離岸風力裝置量。

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 3-1 其共有五家開發商簽約，總計獲得 2.3GW 的開發權，3-2 期選商結果於 2024 年 7 月公布，五家開發商得標，共獲配 2.7GW 開發容量，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，旨在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，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；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

佳運為國內特殊重件運輸翹楚

佳運成立於 2013 年 12 月，主要提供重機械搬運及吊裝統包工程的整合服務，服務範圍涵蓋陸域風電、離岸風電、電廠工程、科技產業與石化產業等各產業特殊重件的搬運吊裝統包工程。佳運提供多種服務包含(1)風電方案：承攬各式風力機組與水下基礎的風場專案設計與施工；(2)運輸方案：搬運大型工業機械、建築材料、設備、海洋船舶和重大公共建設的關鍵組件；(3)起重與吊裝方案：提供各式特殊設備的起重吊裝工法設計與重件搬移定位作業；(4)專案物流管理方案。客戶主要為台灣陸域及離岸風電開發商、重電業、半導體業等。1H24 營收比重，能源工程服務 69%，其他收入 31%，其中能源工程服務涵蓋離岸風電、陸域風電、火力電廠、與能源類土木相關工程收入；其他收入則包括非能源類別客戶之運輸與吊裝收入，整體來看能源工程服務與其他工程收入的毛利率都在 40-50%，未來計畫增加資本支出購置重要設備，降低外包承租比率，毛利率仍有提升空間。

表一：佳運營收類別

營收(百萬元)	2022	2023	1H24
能源工程服務	956	991	533
其他收入	205	272	241
合計	1,160	1,264	774
營收比重			
能源工程服務	82%	78%	69%
其他收入	18%	22%	31%

資料來源：佳運；永豐投顧研究處整理；Oct. 2024

佳運與國際大廠有多年合作經驗

佳運除了承接風電案件外，亦有承接政府政策之重大公共工程、政府與民間 BOT 之重大工程，擁有各式大型吊掛設備及特殊運輸機具，透過專業團隊統籌規劃，提供大規模及高複雜度的工程案件之整體解決方案，並於 2019 年開始與全球第一大

重件運輸公司猛獁象(Mammoet)合作，透過與猛獁象互相交流，除了學習重件搬運相關經驗外，亦能向猛獁象租借重型設備，提升資產使用效率，公司曾向猛獁象承租全球最大的 4200 噸環式起重機，協助興達海基於興達港進行港內工作站搬運工作；佳運也於 2020 年與台灣港務公司合資成立港務重工(佳運持股 51%為權益法轉投資)，合作離岸風電的港埠搬運工作；目前佳運與猛獁象及港務重工仍維持密切合作關係，持續深耕布局台灣第三階段離岸風電專案。

圖五：佳運風電運輸實績



資料來源：佳運；永豐投顧研究處整理；Oct. 2024

2022 年開始受惠於第二階段風場建置貢獻營收，2026 年開始第三階段

佳運於 2019 年開始切入離岸風電運輸，首先參與海洋示範案場，2020 年受到疫情影響，台灣風場建置進度下降，公司仍不遺餘力，陸續協助允能、大彰化風廠、彰芳西島等風廠建置。2022 年營運受惠於疫情後台灣風場恢復建置，佳運支援各風場開發商進行風力機組及水下基礎、基樁之運輸，包含(1) 彰芳西島-離岸風電水下基礎及基樁運輸，透過自走式模組化運輸車(Self-Propelled Modular Transporter, SPMT)，協助世紀風電將套管式水下基礎在各廠房之間運輸；(2) 天豐允能風場-離岸風電水下單樁基礎運輸裝卸；(3)中能風場-使用多軸式油壓模組板架以及曳引車，協助 Vestas 離岸風電風機葉片運輸。佳運 2022-2023 年受惠離岸風場建置工程營收成長 60%以上，使能源工程占比高達 80%左右，預計 2H25-2026 年開始進入第三階段風場建置潮，可望重啟高速成長動能。

圖六：興達海基廠搬運示意圖



資料來源：佳運網站；永豐投顧研究處整理；Oct. 2024

半導體擴廠與電廠建置需求接續營運動能

風電業務以外，佳運提供客戶各項搬運及吊裝，過去承接各項不同產業之大型專案，包括台積電氣體槽搬運與吊裝、華城重電變壓器運輸、龍德造船船艦搬運等，也曾協助政府重大工安事件，如南方澳斷橋吊裝作業等，佳運已成為各產業重件運輸吊裝的首選合作夥伴；近年受惠離岸風電風場需求暢旺、台灣半導體業擴廠建置以及台灣強韌電網建置需求，佳運的營收規模已從 2019 年的 4.2 億元成長 200%至 2023 年的 12.64 億元(+8.90%YoY)，毛利率 44.83%，營益率 29.10%，稅後淨利 3.67 億元(+29.47%YoY)，EPS 9.87 元。1H24 營收 7.73 億元(+37.98%YoY)，毛利率 48%，營利率 34%，稅後淨利 2.49 億元(+87.36%YoY)，EPS 4.50 元(股本 5.5 億元，目前增資後股本 6.24 億元)。2H24 開始離岸風電第二階段作業開始進入尾聲，佳運的設備與人力將開始轉往承接晶圓大廠擴廠與電廠需求等各項非風電專案。

2025 年電廠與陸域風電汰換續接動能，2026 年離岸風電建置潮重返高速成長

展望未來，隨台灣離岸風電廠商學習曲線提升，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，佳運可望直接受惠，目前未來 2~3 年訂單皆無虞。雖然目前 3-1 進度稍微落後，惟未來每年仍有 1.5GW 建置需求，加上供應端仍需要廠內運輸搬運服務。而在陸域風電部分，由於台灣首座陸域風機屆臨退役，明年開始將迎來陸域風機汰換潮，未來 10 年經共計 300 支以上的風機需要進行替換，佳運具備豐富風機施工設計及吊裝工作經驗，有望接獲相關訂單，風電業務長線成長無虞。

非風電部分，隨著台灣未來電力需求持續提升，台電老舊輸電設備將陸續汰換，北北基地區為了確保穩定供電，協和電廠的油改氣計畫加速等，佳運皆有望提供發電機組及變壓器的運輸服務。而在火力發電中，傳統燃煤機組達到使用年限後，定期汰換以提升發電效率的需求也將增加，國營及民營電廠都將有相關運輸及吊掛需求，公司另有進行船艦製造搬運服務，各項非風電業務亦將穩定貢獻公司營收，2025 年非風電業務有望在離岸風力進度缺口適時補上營收。

研究處預估 2024/2025 年營收分別為 13.28 及 15.63 億元(+5.06%YoY，+17.72%YoY)，預期 2024/2025 年毛利率分別為 43.50%及 47.04%，稅後淨利分別為 3.76 及 4.38 億元(+2.5%YoY，+16.49%YoY)，稅後 EPS 分別為 6.02 及 7.02 元(股本 6.24 億計算)。受惠於半導體廠建置需求持續，將挹注吊裝收入維持高檔；風電部分，佳運已開始洽談離岸風電第三階段建置合約，未來兩年能源工程與其他工程的在手專案金額已達 15-20 億元，2026 年隨著第三階段建置潮開始，佳運營運可望重啟高速成長動能。

佳運具領導地位，給予較高評價

由於佳運在風電工程運輸搬運具獨占地位，評價上應優於國內運輸同業並可參考國內風電同業評價(P/E 均值為 15-25 倍)，另考量(1)台灣離岸風電加速建置，未來風場維運需求暢旺；(2) 佳運為國內重件運輸龍頭，具備高技術整合實力，中長期訂單無虞，研究處建議佳運評價可參考風電同業 P/E 均值中上緣。

表二：佳運近年損益表

單位：百萬元	2021	2022	2023	2024F	2025F
營業收入	836	1,160	1,264	1,328	1,563
%變動率	-	38.86	8.90	5.06	17.72
營業毛利	248	491	566	578	735
毛利率 (%)	29.69	42.31	44.83	43.50	47.04
營業淨利	151	322	368	386	540
營益率 (%)	18.05	27.72	29.10	29.09	34.56
稅前淨利	169	363	443	469	544
稅後純益	138	283	367	376	438
純益率 (%)	16.56	24.40	29.01	28.33	28.04
股本	215	355	372	624	624
稅後 EPS(元)	6.43	7.97	9.87	6.02	7.02

資料來源：佳運；永豐投顧研究處整理 · Oct. 2024

*2024 與 2025 年 EPS 以目前股本 6.24 億元計算

臺北	永豐證券投資顧問股份有限公司 臺北市忠孝西路一段 80 號 14 樓 電話：(886-2) 2361-0868	永豐金證券股份有限公司 臺北市重慶南路一段 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佳運主辦承銷券商角色。

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.