

研究員：賴季宏 david.lai@capital.com.tw

前日收盤價 51.50 元

目標價

3 個月

12 個月

裕山 (7715 TT)

(僅供內部參考)

近期報告日期、評等及前日股價

國內優秀的土壤整治及廢棄物處理業者。

公司基本資訊

上櫃後股本(百萬元)	330
市值(億元)	
目前每股淨值(元)	25.3
外資持股比(%)	0.00
投信持股比(%)	0.00
董監持股比(%)	-
融資餘額(張)	0
現金股息配發率(%)	

產品組合

投資建議：裕山為台灣優秀的土壤整治業者之一，預期裕山 2024 年在環境工程業務成長的帶動下，營收將成長至 16.49 億元，YoY+12.79%，以掛牌後股本計算的稅後 EPS 為 4.04 元。2025 年營收預估為 17.81 億元，YoY+8.01%，稅後 EPS 4.64 元。考量近二年為高雄煉油廠營收認列高峰，營收可望維持高檔。廢棄物處理業務在雲林 MBT 整改結束後，2025 年廢棄物處理業務可望回升。

12/25/2024~12/27/2024 為裕山初次上櫃競拍期間，公開競拍底價為 33 元，承銷價格為 39.6 元。參考台灣營運內容相近同業的評價並考量裕山的獲利能力，建議競拍價格區間為 34~40 元(2025 年 PBR 1.3~1.6X)。

取得高雄煉油廠專案帶動土壤整治營收成長，後續仍將洽談其他整治專案，若成功取得可望延續營運動能：裕山取得高雄煉油廠三區乙案及旗津 168 營區等專案，推動環境工程土壤整治營收成長，1Q24~3Q24 環境工程的營收 11.84 億元，較去年同期成長約一倍。裕山取得的環境工程合約金額約 38.3 億元，扣除已認列金額後，目前剩餘的合約金額約 17 億元。裕山評估目前仍在洽談中的合約金額約有 15~16 億元，包括中油大林蒸餾工廠、唐榮廠房等案，若洽談成功未來可望延續營運動能。

股價相對大盤走勢

經營雲林生活廢棄物處理業務，短期因設備整改而使營收下滑，廢棄物處理業務長期穩定：裕山的廢棄物處理業務，主要是處理雲林縣環保局的生活垃圾廢棄物，以過往資料來看，每年的營收約一億元左右。1Q24~3Q24 廢棄物處理的營收 4660 萬元，YoY-36.8%，廢棄物處理的營收下滑主要因為雲林的 MBT 設備進行整改，整改期間無法貢獻營收所導致，未來隨著整改結束，負面影響將逐漸消除。

(百萬元)	2023	2024F	2025F	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24F	1Q25F	2Q25F	3Q25F
營業收入淨額	1,462	1,649	1,781	450	384	399	416	443	455	440
營業毛利淨額	255	348	393	88	82	87	91	99	100	96
營業利益	135	187	212	51	43	44	48	59	55	46
稅後純益	96	133	153	38	32	30	33	43	40	32
稅後 EPS(元)	2.90	4.04	4.64	1.15	0.97	0.91	1.00	1.31	1.20	0.96
毛利率(%)	17.44%	21.08%	22.05%	19.55%	21.33%	21.70%	21.92%	22.36%	21.94%	21.87%
營業利益率(%)	9.21%	11.32%	11.92%	11.38%	11.14%	11.10%	11.63%	13.29%	12.04%	10.48%
稅後純益率(%)	6.54%	8.08%	8.59%	8.45%	8.37%	7.52%	7.97%	9.72%	8.71%	7.16%
營業收入 YoY/QoQ(%)	-	12.79%	8.01%	-	-14.66%	4.01%	4.08%	6.62%	2.72%	10.20%
稅後純益 YoY/QoQ(%)	-	39.51%	14.82%	-	-15.55%	-6.50%	10.24%	30.16%	-8.04%	-20.47%

註：稅後純益係指本期淨利歸屬於母公司業主；稅後 EPS 以上櫃後股本 3.30 億元計算。

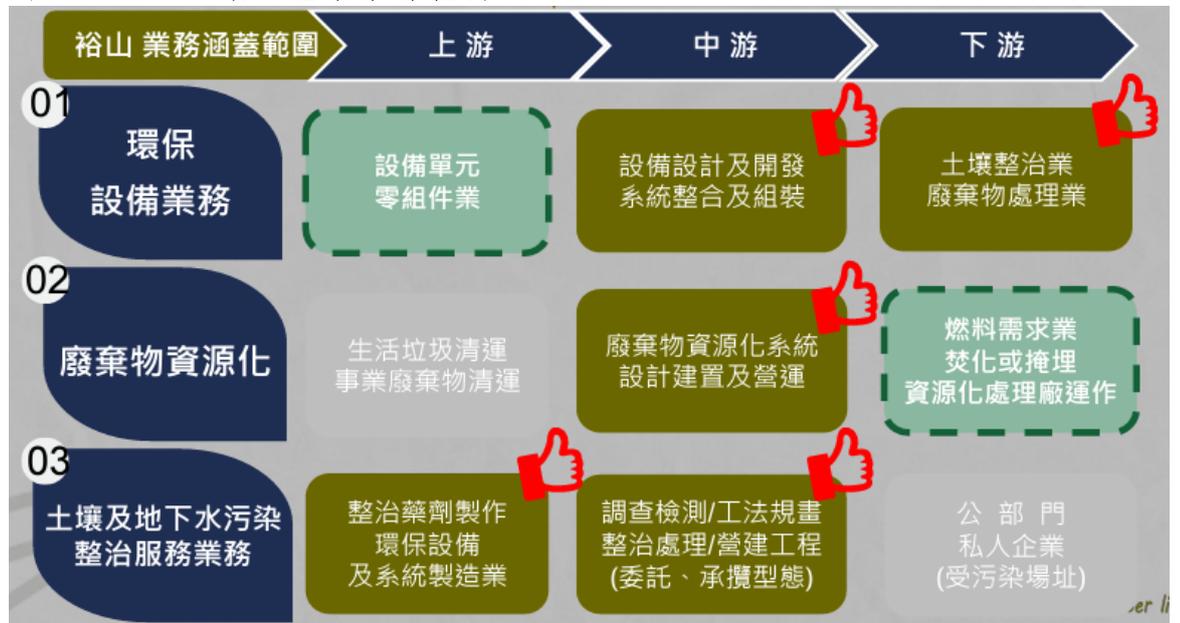
裕山的 ESG：

裕山成立審計委員會及薪資報酬委員會，並強化管理機能設置發言人與代理發言人，對於利害關係人皆保持良好溝通。定期召開勞資會議，維持勞資和諧關係。成立職業安全衛生委員會，加強宣導及落實現場安全管理，已取得 ISO45001 認證。成立永續發展小組，將於 2025 年完成永續報告書編製。

公司簡介：

裕山公司成立於民國 82 年，為屏東地區第一家取得公共工程委員會核發之環境工程技術顧問公司，亦為合格環境保護工程專業營造業，致力發展於土壤及地下水領域，已成功完成多處污染場址之整治。以營收來看，主要營收來源為環境工程，約占 92%，廢棄物處理占比 7%，其他占比 1%。

圖一、裕山於環保產業業務範圍



資料來源：裕山

取得高雄煉油廠專案帶動土壤整治營收成長，後續仍將洽談其他整治專案，若成功取得可望延續營運動能：

裕山取得高雄煉油廠三區乙案及旗津 168 營區等專案，推動環境工程土壤整治營收成長，1Q24~3Q24 環境工程的營收 11.84 億元，較去年同期成長約一倍。裕山取得的环境工程合約金額約 38.3 億元，扣除已認列金額後，目前剩餘的合約金額約 17 億元。裕山評估目前仍在洽談中的合約金額約有 15~16 億元，包括中油大林蒸餾工廠、唐榮廠房等案，若洽談成功未來可望延續營運動能。

2024 年 12 月 25 日

經營雲林生活廢棄物處理業務，短期因設備整改而使營收下滑，廢棄物處理業務長期穩定：

裕山的廢棄物處理業務，主要是處理雲林縣環保局的生活垃圾廢棄物，以過往資料來看，每年的營收約一億元左右。1Q24~3Q24 廢棄物處理的營收 4660 萬元，YoY-36.8%，廢棄物處理的營收下滑主要因為雲林的 MBT 設備進行整改，整改期間無法貢獻營收所導致，未來隨著整改結束，負面影響將逐漸消除。

投資建議：

裕山為台灣優秀的土壤整治業者之一，預期裕山 2024 年在環境工程業務成長的帶動下，營收將成長至 16.49 億元，YoY+12.79%，以掛牌後股本計算的稅後 EPS 為 4.04 元。2025 年營收預估為 17.81 億元，YoY+8.01%，稅後 EPS 4.64 元。考量近二年為高雄煉油廠營收認列高峰，營收可望維持高檔。廢棄物處理業務在雲林 MBT 整改結束後，2025 年廢棄物處理業務可望回升。

12/25/2024~12/27/2024 為裕山初次上櫃競拍期間，公開競拍底價為 33 元，承銷價格為 39.6 元。參考台灣營運內容相近同業的評價並考量裕山的獲利能力，建議競拍價格區間為 34~40 元(2025 年 PBR 1.3~1.6X)。

【投資評等說明】

評等	定義
強力買進(Strong Buy)	首次評等潛在上漲空間 $\geq 35\%$
買進(Buy)	$15\% \leq$ 首次評等潛在上漲空間 $< 35\%$
區間操作(Trading Buy)	$5\% \leq$ 首次評等潛在上漲空間 $< 15\%$
	無法由基本面給予投資評等
中立(Neutral)	預期近期股價將處於盤整 建議降低持股

【投資評等調整機制】

投資評等係「首次」給予特定個股投資評等時，其前一日收盤價相較 3 個月目標價之潛在上漲空間計算而得。個股投資評等分為四個等級，定義如上。爾後的投資評等係依循「首次評等」，直到停止推薦。

「強力買進」、「買進」及「區間操作」均有 upside 目標價。差別僅在於，首次評等時潛在報酬率不同。「中立」則無目標價。

一旦我們給予特定個股「強力買進」、「買進」或「區間操作」之投資評等，就是責任的開始，爾後將透過各式研究報告作定期性、持續性追蹤基本面及股價變化，直到停止推薦。

停止推薦情境：

1. 達目標價。
2. 雖未達原訂目標價，但檢視基本面、訊息面、籌碼面等多方訊息，研判股價上漲空間已然有限，將適時出具降評報告。
3. 推薦後股價不漲反跌，亦將出具降評報告。

【免責聲明】

本研究報告僅提供予特定人之客戶作為參考資料「非經同意不得轉載」。我們並不確保此資訊的完整性與正確性，投資人應了解，報告中有關未來預測之陳述可能不會實現，因而不應被依賴。而且此報告並非根據特定投資目的或依預定對象之財務狀況所撰寫出來的，因此，此研究報告的目的，既非對投資人於買賣證券、選擇權、期貨或其他證券相關之衍生性商品提供詢價服務，亦非作為進行交易的要約。投資人應注意到相關證券之價值及收益，可能會有無預警地上升或下降，產生投資回報金額可能比原始投資來得少的情形。