

2024 年 2 月 22 日

研究員：薛雅月 rita.hsueh@capital.com.tw

前日收盤價	27.50 元
目標價	
3 個月	31 元
12 個月	31 元

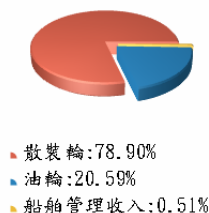
近期報告日期、評等及前日股價

02/21/2024	到價	
02/14/2024	Buy	22.65
11/20/2023	Neutral	22.65
09/20/2023	到價	
09/05/2023	Buy	20.30

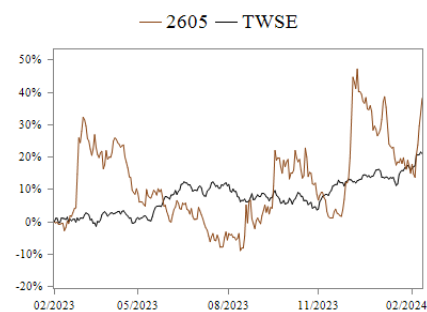
公司基本資訊

目前股本(百萬元)	5,854
市值(億元)	161
目前每股淨值(元)	28.73
外資持股比(%)	35.72
投信持股比(%)	0.50
董監持股比(%)	4.85
融資餘額(張)	11,493
現金股息配發率(F)(%)	47.84

產品組合



股價相對大盤走勢



新興(2605 TT)

Buy

產業供需結構有利公司營運表現，投資建議維持 Buy。

投資建議：考量 2024~2025 年散裝及油輪供需結構趨於正面發展，有利公司營運表現，維持新興投資建議為 Buy，目標價上調至 31 元。

新興船隊以海岬型船舶為主：新興目前旗下共 15 艘船舶，包括 1 艘超大型礦砂輪、3 艘 Kamsarmax 型、7 艘海岬型散裝船舶以及 3 艘巨型油輪；公司已購入一艘 Kamsarmax 二手船舶，並於 09/2023 下水。目前現有船隊中，寶隆輪、橫山輪、舟山輪及明和輪為合約船，其中寶隆輪及橫山輪於 1Q24 換約，舟山輪及明和輪則預計於 4Q24 換約。

BDI 指數淡季不淡，後續運價走高機率大於走跌機率：今(2024)年春節期間巴西降雨較少，加上散裝市場近年來新船運力增速逐年放緩、供給結構趨於健康，為運價指數帶來支撐，近期海岬型船舶現貨運價維持在 2 萬美元/日震盪，對航商而言已處於成本線之上，相較於往年第一季運價通常下修至 1 萬美元/日的情況而言，BDI 指數走勢淡季不淡。觀察 2011~2023 年期間 BDI 指數各季度表現可知，近 13 年來 BDI 指數的 1Q 均值僅有兩次非全年四個季度低點，顯示後續運價走勢走高機率大於走跌機率。

預估 2024 年獲利 YoY+65.11%：4Q23 進入油輪需求旺季，加上海岬型船舶現貨運價上漲、以及巴拿馬運河乾旱支撐 Kamsarmax 船舶運價水準等情況下，預估新興 4Q23 稅後獲利 1.58 億元，QoQ+52.19%，稅後 EPS 0.27 元。綜上所述，預估新興 2023 年稅後獲利 4.89 億元，YoY+148.23%，稅後 EPS 0.84 元。1Q24 將有 2 艘船舶(寶隆輪及橫山輪)進行換約，由於舊約租金較低，新約租金調漲機率較大，另明和輪於 01/2024 簽訂合約，租金與目前現貨水準相當；油輪方面，公司近期油輪租金約 4~5 萬美元/日，對營運維持正向貢獻。預估新興 1Q24 稅後獲利 2.09 億元，稅後 EPS 0.36 元。展望 2024 年，由於散裝及油輪市場供需結構維持在相對健康狀態，有利公司獲利維持正成長；預估新興 2024 年稅後獲利 8.08 億元，YoY+65.11%，稅後 EPS 1.38 元。

(百萬元)	2023F	2024F	2025F	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23F	1Q24F	2Q24F	3Q24F	4Q24F
營業收入淨額	4,254	4,643	4,836	1,355	1,007	1,024	1,067	1,156	1,182	1,102	1,138	1,221
營業毛利淨額	754	1,092	1,515	339	98	297	140	220	281	224	252	335
營業利益	479	792	1,222	284	33	233	65	149	202	152	178	260
稅後純益	489	808	1,190	242	125	102	104	158	209	160	185	253
稅後 EPS(元)	0.84	1.38	2.03	0.41	0.21	0.17	0.18	0.27	0.36	0.27	0.32	0.43
毛利率(%)	17.73%	23.52%	31.33%	25.02%	9.75%	28.96%	13.08%	19.03%	23.80%	20.29%	22.13%	27.46%
營業利益率(%)	11.27%	17.05%	25.26%	20.95%	3.24%	22.72%	6.06%	12.93%	17.10%	13.79%	15.63%	21.26%
稅後純益率(%)	11.51%	17.40%	24.61%	17.86%	12.47%	9.96%	9.73%	13.67%	17.71%	14.53%	16.28%	20.74%
營業收入 YoY/QoQ(%)	0.26%	9.15%	4.15%	41.27%	-25.69%	1.72%	4.26%	8.29%	2.29%	-6.80%	3.23%	7.35%
稅後純益 YoY/QoQ(%)	148.23%	65.11%	47.26%	N.A	-48.12%	-18.71%	1.80%	52.19%	32.51%	-23.53%	15.63%	36.78%

註：稅後純益係指本期淨利歸屬於母公司業主；稅後 EPS 以股本 58.54 億元計算。

公司 ESG 政策：

(一)企業對於因應氣候變遷或溫室氣體管理之策略

新興航運持續推動低碳策略，鼓勵同仁響應節能減碳措施，積極替換高耗能設備，持續精進低碳行動方案措施，達到降低能耗與減少溫室氣體排放之目標。 1.營業據點響應低碳活動 2.船隊響應低碳活動 3.置換低耗能/節能設備、新設備或油料 4.持續改善機制。

(二)企業溫室氣體排放量減量目標

本公司總部及船隊之溫室氣體排放量減量目標分列如下：目標 2022~2025(短期) 2026~2030(中期) 2031~2050(長期) 總部(基準年 2021) 排放量減少 40% 排放量減少 90% 淨零碳排 船隊(基準年 2008) 排放量減少 9% 排放量減少 40% 排放量減少 70%。

(三)企業溫室氣體排放量減量之預算與計畫

1、辦公室與船隊陸續規劃進行溫室氣體盤查與查證。 2、規劃購買綠電；無法減少的溫室氣體，規劃購買碳權。 3、因應策略，IOM 船隊碳排放量，申報及管控要求，對於營運成本將提升，同時船隊逐步優化與增添船舶減碳設備、更換再生油料，甚或購買新船舶，以降低溫室氣體排放，管控營運成本。 4、天氣公司，合作與分享風險預警、情報監測與溝通工作。 5、評估合約、保險，及強化補償機制。 6、未來嘗試納入氣候科學與長期預測，提升氣候事件的適應能力。

(四)企業產品或服務帶給客戶或消費者之減碳效果

我們將透過高標準的船舶維護作業，以負責任的態度，適當地運用節能科技或其他科技與最佳實務，於持續提供我們的客戶安全與及時的遠洋運輸服務的過程中，兼顧防止海洋污染與降低溫室氣體排放的社會使命。同時，我們將會透過購置新船或現成二手船，提升船隊的運作效率，期能永續地為我們的利害關係人創造最佳利益。

新興船隊以海岬型船舶為主：

新興目前旗下共 15 艘船舶(表一)，包括 1 艘超大型礦砂輪、3 艘 Kamsarmax 型、7 艘海岬型散裝船舶以及 3 艘巨型油輪；公司已購入一艘 Kamsarmax 船舶，並於 09/2023 下水。此外，目前現有船隊中，寶隆輪、橫山輪、舟山輪及明和輪為合約船，其中寶隆輪及橫山輪於 1Q24 換約，舟山輪及明和輪則預計於 4Q24 換約。

表一、新興現有船隊資訊

船名	船型	交船年份
舟山輪	Capesize	2005
寶山輪	Capesize	2006
衡山輪	Capesize	2007
青山輪	Capesize	2004
玉山輪	Capesize	2009
明和輪	Capesize	2010
泰山輪	Capesize	2002
天山輪	VLOC	2018
美生輪	VLCC	2011
高登輪	VLCC	2011
海福輪	VLCC	2017
合盛輪	Kamsarmax	2014
寶隆輪	Kamsarmax	2014
蕾貝卡輪	Kamsarmax	2012
聖娜輪	Kamsarmax	2018

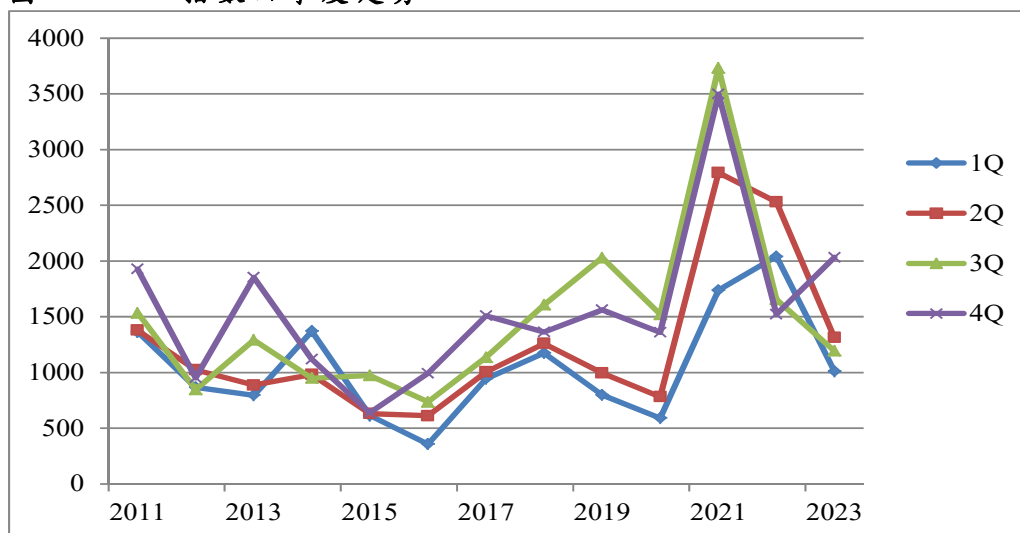
資料來源：新興，群益投顧彙整

1Q24 BDI 指數淡季不淡，後續運價走高機率大於走跌機率：

今(2024)年春節期間巴西降雨較少，加上散裝市場近年來新船運力增速逐年放緩、供給結構趨於健康，為運價指數帶來支撐；近期海岬型船舶現貨運價維持在 2 萬美元/日震盪，對航商而言已處於成本線之上，相較於往年第一季運價水準通常下修至 1 萬美元/日以下的情況而言，1Q24 BDI 指數走勢淡季不淡。

此外，觀察 2011~2023 年期間 BDI 指數各季度表現可知(圖一)，近 13 年來 BDI 指數的 1Q 均值僅有兩次非全年四個季度低點，顯示後續運價走勢走高機率大於走跌機率。

圖一、BDI 指數四季度走勢

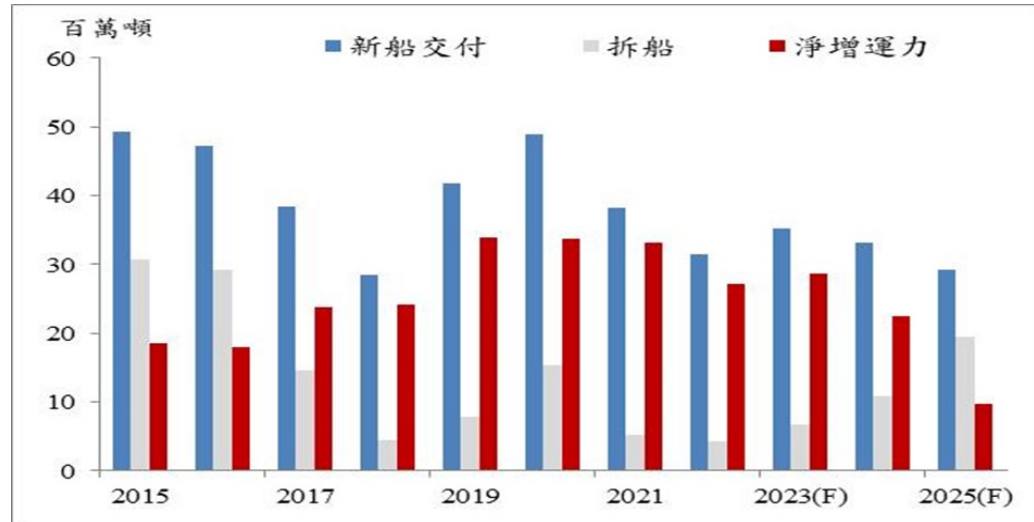


資料來源：群益投顧彙整

散裝市場 2024~2025 年市場淨增運能持續下滑：

中長期而言，由於散裝市場新船訂單持續處於歷史低檔，船舶運力供給增速將低位運行；另環保法規趨嚴加上船齡逐年增長，未來拆船量有望回升。整體而言，市場拆船量、新船下水量一增一減之下，散裝市場淨增運力將呈下滑(圖二)，有望支撐中長期運價走勢。

圖二、散裝市場淨增運力變化



資料來源：群益投顧彙整

VLCC 市場新增運力有限，供需結構有利運價走勢：

油輪方面，俄烏戰爭導致俄羅斯原油出口轉向亞洲、以及歐洲轉向美國及中東進口等變化皆導致原油運輸里程拉長，進而推升 2022~2023 年油輪運價上漲。2024 年市場新增運力有限，預期油輪供需結構有望進一步好轉。公司 1Q24 加入 pooling 的油輪日租金水準約 4~5 萬美元，已處於獲利狀態，2Q~3Q24 為需求淡季、4Q24 再度進入需求旺季，在油輪市場供給結構相對健康的情況下，預期 2024 年油輪租金水準皆可落在 4 萬美元/日以上。

預估 2023 年稅後 EPS 0.84 元：

1Q23 因需求淡季導致海岬型運價回落，然油輪租金維持在 4.5~5.5 萬美元/日的高檔水準，加上業外認列黃山輪出售利益，新興 1Q23 稅後獲利 1.25 億元，稅後 EPS 0.21 元。

2Q23 海岬型船舶現貨運價先漲後跌，加上公司有部分船舶由現貨改為合約、合約價格高於營運成本之下，散裝部門虧損幅度較 1Q23 縮減；油輪方面，因租金持續處於 5 萬美元/日以上，對公司仍是正向貢獻。此外，因業外認列匯兌損失及船舶減損、以及所得稅費用較高等因素影響，新興 2Q23 稅後獲利 1.02 億元，QoQ-18.7%，稅後 EPS 0.17 元。

3Q23 海岬型船舶現貨租金先跌後漲，而巴拿馬運河塞港則有利支撐 Kamsarmax 船舶運價，另油輪部門仍維持獲利狀態，惟美生輪因安裝脫硫器減少 70 日營運貢獻，新興 3Q23 稅後獲利 1.04 億元，QoQ+1.8%，稅後 EPS 0.18 元。

4Q23 進入油輪需求旺季，加上海岬型船舶現貨運價上漲、以及巴拿馬運河

2024 年 2 月 22 日

乾旱支撐 Kamsarmax 船舶運價水準等情況下，預估新興 4Q23 稅後獲利 1.58 億元，QoQ+52.19%，稅後 EPS 0.27 元。

綜上所述，預估新興 2023 年稅後獲利 4.89 億元，YoY+148.23%，稅後 EPS 0.84 元。

散裝及油輪市場結構持續轉佳，2024 年獲利維持正增長：

1Q24 將有 2 艘船舶(寶隆輪及橫山輪)進行換約，由於舊約租金較低，新約租金調漲機率較大，另明和輪於 01/2024 簽訂合約，租金與目前現貨水準相當；油輪方面，公司近期油輪租金約 4~5 萬美元/日，對營運維持正向貢獻。預估新興 1Q24 稅後獲利 2.09 億元，稅後 EPS 0.36 元。

展望 2024 年，由於散裝及油輪市場供需結構維持在相對健康狀態，有利公司獲利維持正成長；預估新興 2024 年稅後獲利 8.08 億元，YoY+65.11%，稅後 EPS 1.38 元。

投資建議：

投資建議方面，考量 2024~2025 年散裝及油輪供需結構趨於正面發展，有利公司營運表現，維持新興投資建議為 Buy，目標價上調至 31 元。

Forward PB Band



資料來源：CMoney，群益預估彙整

2024 年 2 月 22 日

資產負債表

(百萬元)	2021	2022	2023F	2024F	2025F
資產總計	21,535	21,666	21,267	21,830	22,892
流動資產	6,576	5,511	6,472	7,598	7,056
現金及約當現金	5,423	3,794	4,936	5,536	5,252
應收帳款與票據	280	639	61	728	93
存貨	209	156	208	160	183
採權益法之投資	--	--	0	0	0
不動產、廠房設備	13,390	14,568	14,575	14,580	14,587
負債總計	5,668	4,197	3,544	3,485	3,655
流動負債	2,496	2,276	2,578	3,089	2,756
應付帳款及票據	0	0	0	0	0
非流動負債	3,172	1,921	966	397	899
權益總計	15,867	17,469	17,722	18,345	19,237
普通股股本	5,854	5,854	5,854	5,854	5,854
保留盈餘	11,012	10,627	10,879	11,502	12,394
母公司業主權益	14,425	15,825	16,022	16,596	17,434
負債及權益總計	21,535	21,666	21,267	21,830	22,892

損益表

(百萬元)	2021	2022	2023F	2024F	2025F
營業收入淨額	4,297	4,243	4,254	4,643	4,836
營業成本	3,005	3,543	3,499	3,551	3,321
營業毛利淨額	1,293	699	754	1,092	1,515
營業費用	220	219	275	301	293
營業利益	1,064	480	479	792	1,222
EBITDA	2,045	1,519	1,779	2,092	2,522
業外收入及支出	-341	-180	118	160	160
稅前純益	785	300	597	952	1,382
所得稅	12	-32	52	95	138
稅後純益	704	197	489	808	1,190
稅後 EPS(元)	1.20	0.34	0.84	1.38	2.03
完全稀釋 EPS**	1.20	0.34	0.84	1.38	2.03

註 1：稅後純益係指本期淨利歸屬於母公司業主。

註 2：稅後 EPS 以股本 58.54【最新股本】億元計算

註 3：完全稀釋 EPS 以股本 58.54 億元計算

比率分析

(百萬元)	2021	2022	2023F	2024F	2025F
-------	------	------	-------	-------	-------

成長力分析(%)

營業收入淨額	9.37%	-1.28%	0.26%	9.15%	4.15%
營業毛利淨額	34.38%	-45.90%	7.86%	44.76%	38.72%
營業利益	37.15%	-54.87%	-0.19%	65.11%	54.35%
稅後純益	398.38%	-72.00%	148.23%	65.11%	47.26%

獲利能力分析(%)

毛利率	30.08%	16.49%	17.73%	23.52%	31.33%
EBITDA(%)	47.59%	35.79%	41.83%	45.05%	52.14%
營益率	24.77%	11.32%	11.27%	17.05%	25.26%
稅後純益率	16.39%	4.65%	11.51%	17.40%	24.61%
總資產報酬率	3.27%	0.91%	2.30%	3.70%	5.20%
股東權益報酬率	4.44%	1.13%	2.76%	4.40%	6.19%

償債能力檢視

負債比率(%)	26.32%	19.37%	16.67%	15.97%	15.97%
負債/淨值比(%)	35.72%	24.02%	20.00%	19.00%	19.00%
流動比率(%)	263.43%	242.17%	251.00%	246.00%	256.00%

其他比率分析

存貨天數	18.78	18.82	19.00	18.90	18.80
應收帳款天數	19.57	39.53	30.00	31.00	31.00

現金流量表

(百萬元)	2021	2022	2023F	2024F	2025F
營業活動現金	2,227	1,503	2,436	2,248	2,623
稅前純益	785	300	597	952	1,382
折舊及攤銷	1,218	1,277	1,356	1,312	1,316
營運資金變動	-209	-305	526	-619	612
其他營運現金	434	231	-43	603	-687
投資活動現金	-1,321	-1,386	1,318	517	-1,649
資本支出淨額	-28	-1,129	-50	-51	-52
長期投資變動	-1,644	-400	0	0	0
其他投資現金	351	143	1,368	568	-1,597
籌資活動現金	56	-2,515	-2,632	-2,165	-1,258
長借/公司債變動	277	-2,465	-955	-569	501
現金增資	0	0	0	0	0
發放現金股利	-293	-585	-293	-234	-351
其他籌資現金	72	535	-1,384	-1,361	-1,409
淨現金流量	757	-1,609	1,122	600	-284
期初現金	4,666	5,423	3,814	4,936	5,536
期末現金	5,423	3,814	4,936	5,536	5,252

資料來源：CMoney、群益

2024 年 2 月 22 日

季度損益表

(百萬元)	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23F	1Q24F	2Q24F	3Q24F	4Q24F	1Q25F	2Q25F
營業收入淨額	959	1,355	1,007	1,024	1,067	1,156	1,182	1,102	1,138	1,221	1,127	1,181
營業成本	932	1,016	908	727	928	936	901	878	886	886	821	828
營業毛利淨額	27	339	98	297	140	220	281	224	252	335	306	353
營業費用	48	56	66	64	75	71	79	72	74	76	73	71
營業利益	-21	284	33	233	65	149	202	152	178	260	233	282
業外收入及支出	-96	17	79	-42	42	39	40	40	40	40	40	40
稅前純益	-118	301	111	191	107	188	242	192	218	300	273	322
所得稅	-25	13	-7	41	-2	19	24	19	22	30	27	32
稅後純益	-98	242	125	102	104	158	209	160	185	253	237	276
最新股本	5,854	5,854	5,854	5,854	5,854	5,854	5,854	5,854	5,854	5,854	5,854	5,854
稅後EPS(元)	-0.17	0.41	0.21	0.17	0.18	0.27	0.36	0.27	0.32	0.43	0.40	0.47

獲利能力(%)

毛利率(%)	2.80%	25.02%	9.75%	28.96%	13.08%	19.03%	23.80%	20.29%	22.13%	27.46%	27.16%	29.86%
營業利益率(%)	-2.22%	20.95%	3.24%	22.72%	6.06%	12.93%	17.10%	13.79%	15.63%	21.26%	20.66%	23.86%
稅後純益率(%)	-10.19%	17.86%	12.47%	9.96%	9.73%	13.67%	17.71%	14.53%	16.28%	20.74%	21.00%	23.36%

QoQ(%)

營業收入淨額	2.60%	41.27%	-25.69%	1.72%	4.26%	8.29%	2.29%	-6.80%	3.23%	7.35%	-7.71%	4.79%
營業利益	N.A	N.A	-88.52%	613.97%	-72.17%	130.88%	35.30%	-24.88%	17.03%	46.04%	-10.31%	21.00%
稅前純益	N.A	N.A	-62.94%	71.13%	-44.04%	76.67%	28.52%	-20.77%	13.48%	37.59%	-8.94%	17.92%
稅後純益	N.A	N.A	-48.12%	-18.71%	1.80%	52.19%	32.51%	-23.53%	15.63%	36.78%	-6.57%	16.59%

YoY(%)

營業收入淨額	-12.55%	-5.90%	27.81%	9.56%	11.33%	-14.66%	17.47%	7.63%	6.57%	5.64%	-4.68%	7.18%
營業利益	N.A	-43.17%	-20.77%	113.11%	N.A	-47.32%	520.69%	-34.69%	174.60%	73.70%	15.14%	85.47%
稅前純益	N.A	28.37%	905.10%	391.96%	N.A	-37.29%	117.45%	0.68%	104.14%	58.98%	12.64%	67.66%
稅後純益	N.A	-10.36%	N.A	81.64%	N.A	-34.65%	66.90%	56.99%	78.31%	60.25%	12.99%	72.28%

註1：稅後EPS以股本58.54億元計算

註2：自2013年開始，稅後純益係指本期淨利歸屬於母公司業主。

【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。