

長榮 (2603 TT) Evergreen Marine

紅海危機難解，消化過剩運力，2024 年獲利重啟成長

買進 (初次報告)

目標價 (12 個月)：NT\$200.0

收盤價 (2024/03/06)：NT\$171.5
隱含漲幅：16.6%

營收組成 (2022)

美洲線 43%、歐洲線 32%、亞洲線 13%、其他 12%。

本次報告更新重點

項目	本次	前次
評等	買進	--
目標價 (NT\$)	200.0	--
2023年營收 (NT\$/十億)	276.7	--
2023年EPS	16.9	--

交易資料表

市值	NT\$366,790百萬元
外資持股比率	31.8%
董監持股比率	7.6%
調整後每股淨值 (2024F)	NT\$220.16
負債比	37.8%
ESG評級 (Sustainalytics)	中 (曝險程度共5級)

簡明損益表 (NT\$百萬元)

年初至12月	2022A	2023F	2024F	2025F
營業收入	627,284	276,721	343,091	322,245
營業利益	374,808	34,162	67,600	48,637
稅後純益	334,201	35,839	48,880	36,434
EPS (元)	157.91	16.93	22.85	17.04
EPS YoY (%)	249.5	-89.3	35.0	-25.5
本益比 (倍)	1.1	10.1	7.5	10.1
股價淨值比 (倍)	0.7	0.8	0.8	0.8
ROE (%)	73.7	8.6	11.5	8.4
現金殖利率 (%)	40.8%	4.9%	6.7%	5.0%
現金股利 (元)	70.00	8.47	11.43	8.52

蔡爵丞

Jason.JC.Tsai@Yuanta.com

洪晨翎

CherylHung@yuanta.com

元大觀點

- 長榮 2024 年總運力 164.52 萬 TEU，全球市佔率 5.7%，為全球第七大航運商，航線以美洲線及歐洲線為主。
- 紅海危機爆發，歐洲線運價波段大漲 338.9%至 3,103 美元，長榮獲利改善，預估 1Q24 及 2024 年稅後 EPS 各提升至 8.29 元及 22.85 元。
- 紅海危機難解，消化過剩運力，建議買進，目標價 200 元(以 2024 年底淨值 220.16 元給予 0.9 倍 PBR 推得)。

長榮為全球第七大航商，航線以美洲線及歐洲線為主

長榮 2024 年初運力約 164.52 萬 TEU，市占率 5.7%，為全球第七大航運商，航線以美洲線佔比 43%及歐洲線 32%為主。研調機構預估 2024 年全球運力供過於求約 2.9%至 6.8%不等，紅海危機爆發後，推估影響全球運力 7.5%至 10%，消化過剩運力，有機會改善 2024 年全球運力結構。

預估 1Q24 及 2024 年稅後 EPS 各提升至 8.29 元及 22.85 元

長榮 4Q23 淡季營運動能疲弱，預估 4Q23 稅後 EPS 回落至 1.79 元(以股本 211.64 億元計算)，季減 82.7%，年減 87.3%，2023 年稅後 EPS 降至 16.93 元，年減 89.3%，獲利疲軟。展望 1Q24，紅海危機爆發激勵運價飆漲，長榮 1Q24 營收及獲利顯著提升，預估 1Q24 營收提升至 916.52 億元，季增 31.5%，年增 37.1%，營業利益增至 254.01 億元，季增 514.7%，年增 128.1%，稅後 EPS 提升至 8.29 元，季增 362.5%，年增 248.1%，預估長榮 2024 年營收 3,430.91 億元，年增 24.0%，營業利益增至 676 億元，年增 97.9%，稅後 EPS 提升至 22.85 元，年增 35%。

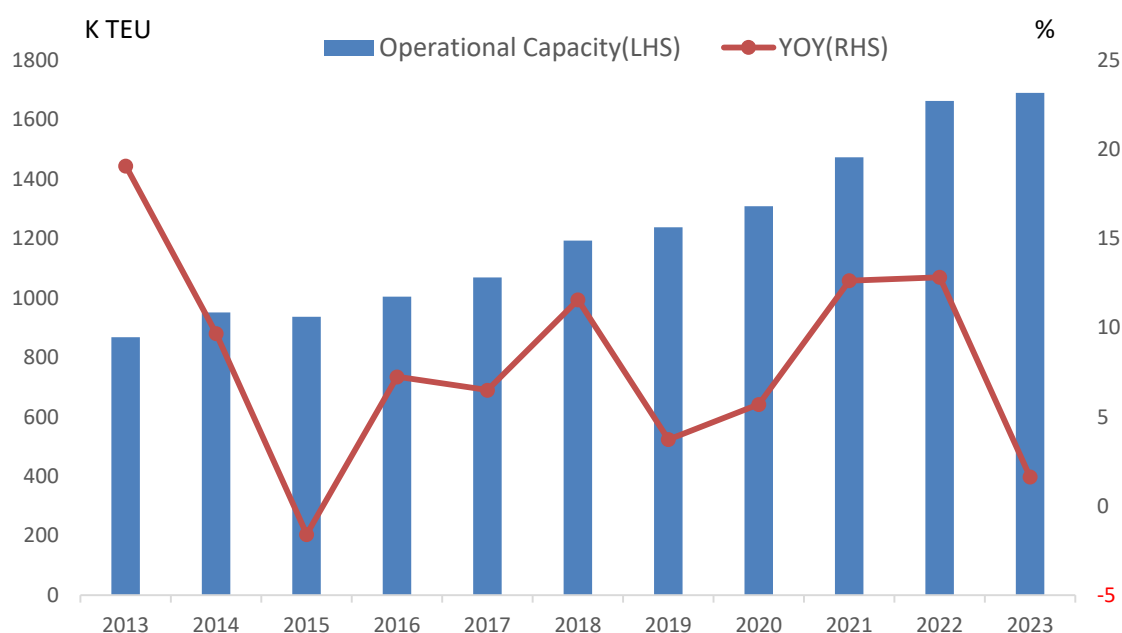
紅海危機難解，消化過剩運力，看好長榮獲利重啟成長

對長榮投資建議為買進，目標價設定為 200 元，乃考量:1)紅海危機爆發，貨櫃商繞道好望角，運力吃緊，運價飆漲，提振長榮 1Q24 營運，預估 1Q24 營收年增 37.1%，稅後 EPS 提升至 8.29 元，季增 362.5%，年增 248.1%，獲利改善。2)近期運價季節性修正，預期運價水準仍將遠高於 2023 年同期水準，預估 2Q24 營收年增 19.7%，稅後 EPS 為 5.87 元，年增 144.2%，獲利動能依舊亮麗。3)紅海危機難解，推估影響全球運力約 7.5%至 10%，消化過剩運力，維繫運價表現，預估長榮 2024 年稅後 EPS 提升至 22.85 元，年增 35.0%，扭轉獲利衰退的格局等理由，建議買進，目標價設定在 200 元，以 2024 年底淨值 220.16 元給予 0.9 倍 PBR 推得。

長榮為全球第七大航運商

長榮(2603)成立於 1968 年，為台灣最大的貨櫃輪船公司，目前旗下船隊共有 213 艘，包括 2023 年新交船 4 艘，運力為 3.5 萬 TEU，以及汰舊拆解 6 艘舊船，運力為 2.2 萬 TEU。合計長榮目前總運力達到 169.0 萬 TEU，2023 年運力新增約 1%YoY，全球運力市佔率約 6.1%，為全球第六大航運商。而 2024 年初最新資料，長榮進行拆船汰換舊船，運力略降至 164.52 萬 TEU，全球運力市占率降至 5.7%，也降為全球第七大航運商。至於台灣同業陽明市佔率 2.5%，萬海市佔率 1.7%，德翔市佔率 0.4%。另外長榮參與持股的碼頭共有 16 座，2023 年新增埃及 Abu Qir 及鹿特丹 Euromax 兩座碼頭，各自持股 25%及 20%，另外也自 2023/5/1 開始持有高雄第七櫃中心。

圖 1：長榮運力及 YoY 趨勢圖



資料來源：公司資料、元大投顧

長榮 2024 年持續有新船投入，運力可增加 22.6 萬 TEU

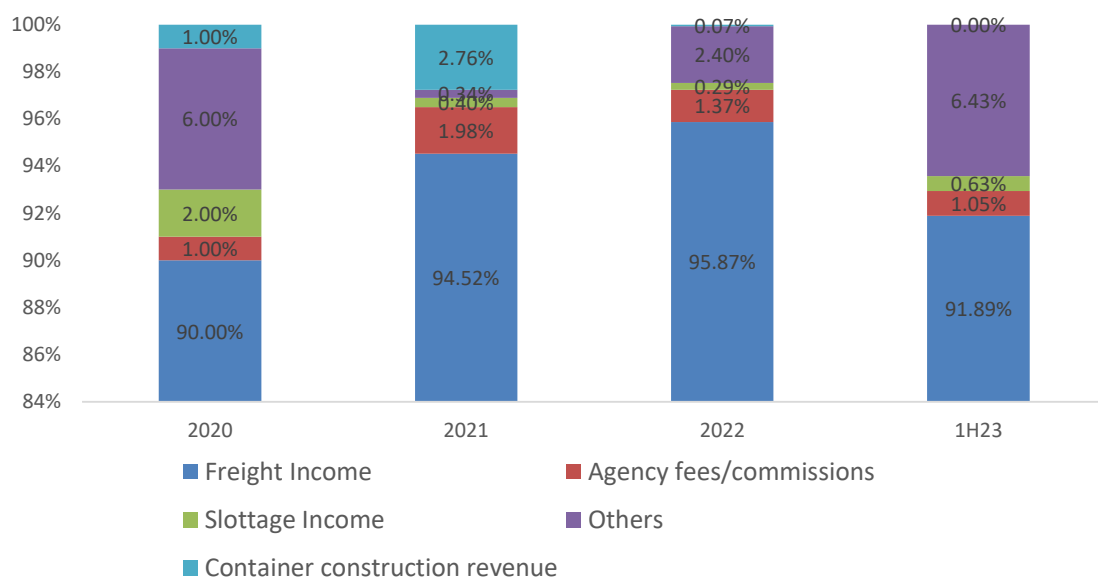
長榮旗下 213 艘船中，自有船 126 艘，租賃船 87 艘，租賃船中有 90%為長租船。而新造船的資本支出規劃，目前已預定 60 艘新船，其中包含 24 艘甲醇雙能源船，惟此船型無法淨零碳排，僅是過渡船型，造船廠還在研發氨氣或氫氣船，預計未來幾年有機會開發出來進入海運市場。至於未來幾年新交船時程，預計 2024 年將有 23 艘新船投入，2025 年 20 艘，2026 年及 2027 年各 8 艘新船，大量交船的時間點落在 2024 年，預計運力可增加 22.6 萬 TEU，2025 年運力再增加 15 萬 TEU。

長榮的資本支出多用於船舶、機械設備及貨櫃的採購，2023 年資本支出約 20 多億美元，其中將採購可以追蹤足跡的智能貨櫃，以及運輸裝卸過程是否遭開啟或撞擊的偵測設備，與溫度控制設備等。另外長榮持續會進行策略性投資計畫，取得關鍵碼頭的股權，縮短在港時間，提升營運效率，減少燃油消耗及碳排放，除投資埃及 Abu Qir 及鹿特丹 Euromax 兩座碼頭外，也持續對碼頭進行現代化設備投資。

長榮營收集集中在美洲線及歐洲線

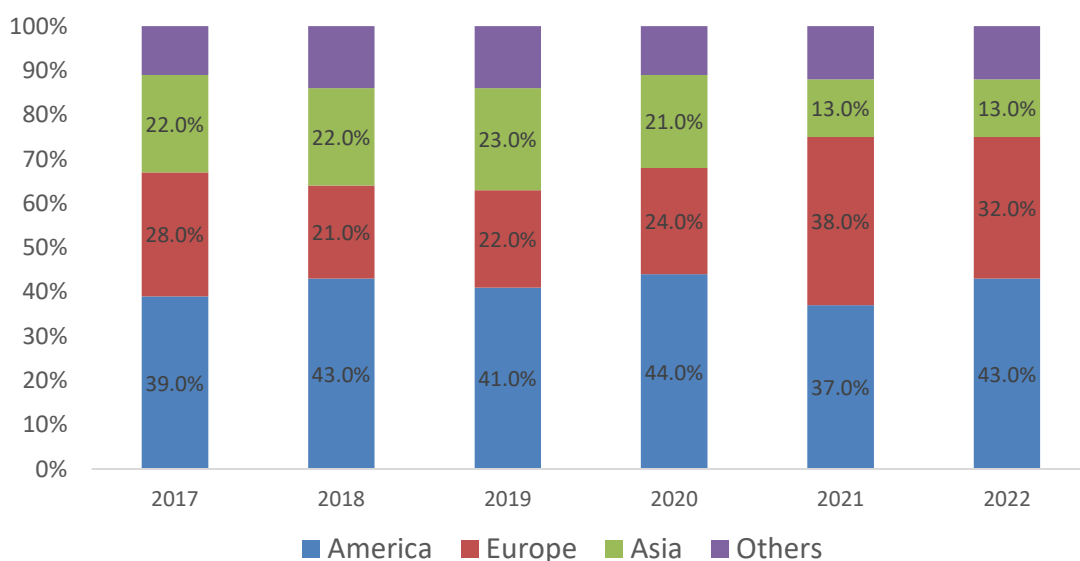
營收結構方面，貨運收入佔比達 91.89%，為主要營收來源，另外還有船艙租收入佔比 0.63%，代理費及傭金收入佔比 1.05%，以及其他約 6.43%。而貨運收入中，各航線營收貢獻上，美洲線佔比 43%，比重最高，其次為歐洲線 32%，亞洲線 13%，其他航線 12%。至於營業成本拆解上，以港埠費用佔比 36% 最高，內陸運輸及轉船運費 14%，船艙租成本 4%，燃油成本 19%，以及其他 27%。

圖 2：長榮營收結構分布圖



資料來源：公司資料、元大投顧

圖 3：長榮各航線營收分布圖



資料來源：公司資料、元大投顧

長榮隸屬於海洋聯盟

長榮與法國達飛(CMA CGM)·中遠海運(COSCO)及香港東方海外(OOCL)等海運公司共同組成海洋聯盟(OCEAN Alliance)·於 2017 年 4 月生效。2023 年共合作航線 40 條·包括 9 條太平洋美西南航線·4 條泛太平洋美西北航線·8 條美東航線·7 條亞洲至歐洲航線·4 條亞洲至地中海航線·4 條亞洲至中東航線·2 條亞洲至紅海航線·及 2 條泛大西洋航線·總共配置船舶 353 艘·總合作運力接近 462 萬 TEU。

預估 4Q23 及 2023 年稅後 EPS 各為 1.79 元及 16.93 元

4Q23 為海運出貨淡季·長榮 4Q23 營收 696.97 億元·季減 4.3%·年減 37.1%·由於油價弱勢·且 12 月運價上漲效益逐漸浮現·推估毛利率改善 0.5ppt 至 17.5%·不過往年長榮年底提列費用較多·推測包括獎金費用集中認列·預估營益率滑落 6.1ppt 至 5.9%·營業利益降至 41.32 億元·季減 52.8%·年減 87.4%·業外部分·長榮於 3Q23 認列 49.64 億元廉價購買利益·62.67 億元處分投資淨收益等·4Q23 少了這部分貢獻·推估 4Q23 稅後 EPS 回落至 1.79 元(以股本 211.64 億元計算)·季減 82.7%·年減 87.3%。2023 年營收 2,767.21 億元·年減 55.9%·毛利率滑落 44.3ppt 至 19.2%·營益率滑落 47.4ppt 至 12.4%·營業利益降至 341.62 億元·年減 90.9%·稅後 EPS 降至 16.93 元(以股本 211.64 億元計算)·年減 89.3%·年底淨值 207.85 元。

圖 4：2023 年第 4 季財測與預估比較

(百萬元)	4Q22A	3Q23A	4Q23F	季增率	年增率	4Q23F	預估差異
						市場預估	市場
營業收入	111,027	72,812	69,697	-4.3%	-37.2%	67,967	2.5%
營業毛利	45,531	12,409	12,197	-1.7%	-73.2%	9,502	28.4%
營業利益	32,826	8,760	4,132	-52.8%	-87.4%	4,627	-10.7%
稅前利益	38,470	25,196	5,954	-76.4%	-84.5%	7,268	-18.1%
稅後淨利	29,850	21,909	3,796	-82.7%	-87.3%	5,183	-26.8%
調整後 EPS (元)	7.78	10.35	1.79	-82.7%	-87.3%	2.44	-26.8%
重要比率 (%)				百分點	百分點		百分點
營業毛利率	41.0%	17.0%	17.5%	0.5	-23.5	14.0%	3.5
營業利益率	29.6%	12.0%	5.9%	-6.1	-23.7	6.8%	-0.9
稅後純益率	26.9%	30.1%	6.4%	-23.7	-20.5	7.6%	-1.2

資料來源：公司資料、Bloomberg、元大投顧預估

預估 1Q24 及 2024 年稅後 EPS 各提升至 8.29 元及 22.85 元

展望 1Q24·由於紅海攻擊事件造成歐洲線運力減少·加上中國農曆年前密集出貨旺季·推升海運價格大漲·長榮 1 月營收提升至 283.52 億元·月增 20.0%·年增 8.0%·營運動能回升·預估長榮 1Q24 營收提升至 916.52 億元·季增 31.5%·年增 37.1%·運價大漲激勵下·毛利率改善 15.0 ppt 至 32.5%·營益率改善 21.8ppt 至 27.7%·營業利益增至 254.01 億元·季增 514.7%·年增 128.1%·稅後 EPS 提升至 8.29 元(以最新股本 213.87 億元計算)·季增 367.5%·年增 248.1%·獲利大幅改善。

儘管 2Q24 進入貨載淡季，不過貨櫃航商透過縮艙減班策略，控制運價修正幅度，運價水準仍將遠高於 2023 年同期水準，預估 2Q24 營收 806.54 億元，季減 12.0%，年增 19.7%，毛利率滑落 5.5ppt 至 27.0%，營益率滑落 5.9ppt 至 21.8%，營業利益降至 175.45 億元，季減 30.9%，年增 73.2%，稅後 EPS 為 5.87 元，季減 29.2%，年增 144.2%，展望 2024 年，紅海危機造成貨櫃航商繞道好望角恐延續整年，可望消化過剩運力，維繫運價表現，推估長榮 2024 年營收 3,430.91 億元，年增 24.0%，毛利率改善 6.9ppt 至 26.1%，營益率改善 7.3ppt 至 19.7%，營業利益增至 676.0 億元，年增 97.9%，稅後 EPS 提升至 22.85 元，年增 35.0%，年底淨值提升至 220.16 元。若以 CB 完全轉換後，股本將由 213.87 億元增至 216.44 億元，則 2024 年稅後 EPS 將調整為 22.58 元，年底淨值調整為 217.55 元。

圖 5：2024 年第 1 季財測與預估比較

(百萬元)	1Q23A	4Q23F	1Q24F	季增率	年增率	1Q24F	預估差異
						市場預估	市場
營業收入	66,827	69,697	91,652	31.5%	37.1%	81,515	12.4%
營業毛利	14,801	12,197	29,787	144.2%	101.2%	18,205	63.6%
營業利益	11,137	4,132	25,401	514.7%	128.1%	20,052	26.7%
稅前利益	16,229	5,954	27,826	367.3%	71.5%	15,628	78.1%
稅後淨利	5,043	3,796	17,739	367.5%	251.8%	14,039	26.4%
調整後 EPS (元)	2.38	1.79	8.29	367.5%	248.1%	6.60	26.4%
重要比率 (%)				百分點	百分點		百分點
營業毛利率	22.1%	17.5%	32.5%	15.0	10.4	22.3%	10.2
營業利益率	16.7%	5.9%	27.7%	21.8	11.0	24.6%	3.1
稅後純益率	7.5%	5.4%	19.4%	14.0	11.9	17.2%	2.2

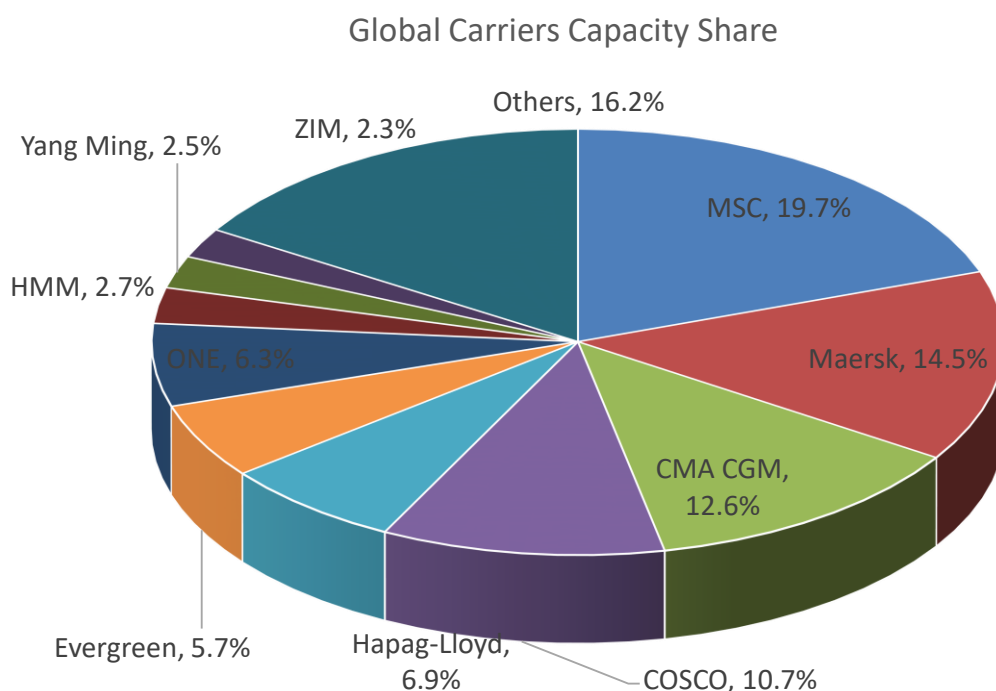
資料來源：公司資料、Bloomberg、元大投顧預估

產業概況

全球前五大海運公司市佔率 64.4%，市場集中度高

根據研調機構 Alphaliner 統計，2024 年 2 月全球在營的貨櫃船舶共計 6,816 艘，總運力達 2,884.7 萬 TEU，折合載重達 3.43 億噸，運力成長約 4.0%YoY。至於 2023 年 9 月全球在營的貨櫃船舶共計 6,696 艘，總運力達 2,774.5 萬 TEU，折合載重量達 3.31 億噸，運力成長約 6.7%YoY。近 2 全球貨櫃航商購買新船，擴充運力的趨勢仍延續。其中前五大貨櫃船運公司分別是瑞土地中海航運(MSC)，運力 567.24 萬 TEU，市佔率 19.7%，丹麥馬士基航運(APM-Maersk)，運力 417.86 萬 TEU，市佔率 14.5%，法國達飛(CMA CGM Group)，運力 363.52 萬 TEU，市佔率 12.6%，中國中遠海運(COSCO Group)為第四大，運力 309.49 萬 TEU，市佔率 10.7%，第五大則為德國赫伯羅特(Hapag-Lloyd)，運力 199.62 萬 TEU，市佔率 6.9%。而日本海洋聯網船務(Ocean Network Express，ONE)擴張運力積極，運力提升至 181.27 萬 TUE，市佔率 6.3%，超越長榮，成為第六大貨櫃航運商。長榮則降至第七大貨櫃船運公司，目前運力 164.52 萬 TEU，市佔率 5.7%。而全球前五大海運公司的市佔率達 64.4%，前 10 大海運公司市佔率 83.83%，市場集中度高。

圖 6：全球主要航商運力比重分布



資料來源：公司資料、元大投顧

全球目前有三大海運聯盟

另外全球貨櫃船運公司為了降低運輸成本及提高服務品質兩大目標，也相繼組成航運聯盟，可增加掛靠港，拓展物流服務範，通過艙位互換協議，碼頭共用等形式進行聯合經營。航運聯盟優點有兩點：(1)降低成本，如規模經濟及減少資本成本等，(2)增強競爭力，包括增加開船頻率，擴大服務範圍，重新分配過剩資源，減少行業壁壘，降低運價波動及降低市場競爭等。目前全球主要有三大海運聯盟，以 2M 聯盟(成員包括地中海航運及馬士基航運)市佔率達 34.2%，而 OCEAN Alliance 聯盟(成員包括長榮、法國達飛、中遠海運及香港東方海外等)市佔率約 38%，THE Alliance 聯盟(成員包括赫伯羅特、日本海洋聯網船務 ONE、韓國現代商船 HMM 及陽明海運等)市佔率約 25%。不過赫伯羅特於 2024/1/17 宣布將於 2025 年 2 月與馬士基航運攜手打造新的長期合作協議 Gemini

Cooperation(雙子星聯盟)·退出 THE Alliance·而 2M 聯盟也恐因馬士基退出而解散·全球海運聯盟的市佔率將重新洗牌·而長榮所屬的 OCEAN Alliance 於 2024/2/27 宣布聯盟合作期原定於 2027 年結束·將簽約再延長 5 年合作期間至 2032/3/31·並視情況再延長 5 年至 2037 年。OCEAN Alliance 的航商延長合作期間·可望穩固長期客戶·擴大市佔率·有利長榮中長期營運表現。

紅海攻擊事件衝擊歐洲線運力，有助於紓解 2024 年運力供給過剩之結構

依據三大研調機構預估 2024 年全球海運市場供需狀況，整體結論為供過於求，其中 Clarksons 預估 2024 年全球運力成長 8.3%YoY，但需求僅成長 3.8%YoY，供過於求約 3.0%，Drewry 預估 2024 年全球運力成長 6.8%，需求成長 3.9%，供過於求約 2.9%。至於 Alphaliner 預估 2024 年運力成長 9.8%，需求成長 3.0%，供過於求 6.8%。

圖 7：全球 2024 年運力供給與需求成長預估

Institute	YOY	2020	2021	2022	2023	2024F
Alphaliner	Supply	2.90%	4.50%	4.10%	8.20%	9.80%
	Demand	-0.70%	6.70%	0.10%	1.40%	3.00%
Clarksons	Supply	2.90%	3.70%	4.00%	7.80%	8.30%
	Demand	-1.20%	6.80%	-5.10%	1.20%	3.80%
Drewry	Supply	3.00%	4.50%	4.20%	7.70%	6.80%
	Demand	-1.20%	7.10%	0.50%	-0.20%	3.90%

資料來源：Alphaliner、Clarksons、Drewry，元大投顧整理

不過 2023 年 12 月中開始，葉門叛軍組織青年運動(Houthis，又稱胡塞組織)宣稱支持巴勒斯坦人民，指控以色列入侵引起中東地區戰火，在紅海沿岸發動攻擊行經紅海的貨櫃商船，直至以色列停止侵略巴勒斯坦。紅海位於非洲東北部與阿拉伯半島之間，西北經蘇伊士運河與地中海連結，南方則是透過曼德海峽與亞丁灣相連，扼守亞、非、歐的交通要道，是世界上最繁忙、最重要的水道之一。受到胡塞組織攻擊之下，亞洲到歐洲的海運航線被迫中斷，德國赫伯羅特、丹麥馬士基、瑞士地中海航運、法國達飛等全球海運巨頭，陸續宣布停止在紅海航行，選擇繞道南非好望角，長榮、陽明及萬海也跟進。亞洲到歐洲航線經過紅海及蘇伊士運河的航程約 30 天，若繞道好望角，則航程則需增加 10 天至 40 天，整體亞洲到歐洲線運力恐減少約 1/4 至 1/3。若紅海航線中斷達 1 年之久，以歐洲線佔全球航線運力約 30%推算，影響全球運力約 7.5%至 10%，有機會扭轉 2024 年全球運力結構，由原本的供過於求轉為供需平衡甚至供不應求之格局，造成全球海運市場重新洗牌，後續仍須持續追蹤中東及紅海局勢。

若紅海航線長期中斷，2024 年運價水準將高於 2023 年，有利貨櫃航商獲利

受到胡塞組織攻擊紅海貨櫃船的事件激勵，加上時值 2024 年中國農曆年前，為全球貨物密集出貨的小旺季，推動全球海運運價於 2023 年 12 月開始大漲，觀察 SCFI 運價指數，波段低點落在 2023/11/24 當週的 993.21 點，2023/12/1 當週 SCFI 運價上漲 1.77%至 1,010.81 點，終止連 3 週跌勢，其中以歐洲線運價續漲 9.24%至 851 美元，繼前一週大漲 10.18%後，連 2 週上揚，而地中海運價於 2023/12/1 當週也大漲 6.60%至 1260 美元，美東線上漲 5.61%至 2446 美元，而美西線也上漲 1.17%至 1646 美元，終止連 3 週滑落。隨後幾週，由於紅海局勢惡化，貨櫃航商相繼繞道好望角，引發歐洲線運力吃緊的擔憂，在歐洲線運力大漲的帶動下，SCFI 運價指數一路飆漲至 2024/1/19 當週的最高點 2,239.61 點，連 8 週上揚，波段大漲 125.5%，而歐洲線則於 2024/1/12 當週見高點 3,103 美元，波段大漲 338.9%，地中海線則於 2024/1/19 見高點 4,067 美元，波段大漲 254.6%。另外歐洲線運力吃緊之際，航商調度船舶支援歐洲線，運力排擠效應也造成美西線及

美東線運價跟進補漲，一路上漲至 2024/2/2 才見高點，美西線波段大漲 207.6%至 5,005 美元，美東線波段大漲 187.2%至 6,652 美元。

圖 8：SCFI 運價指數走勢圖

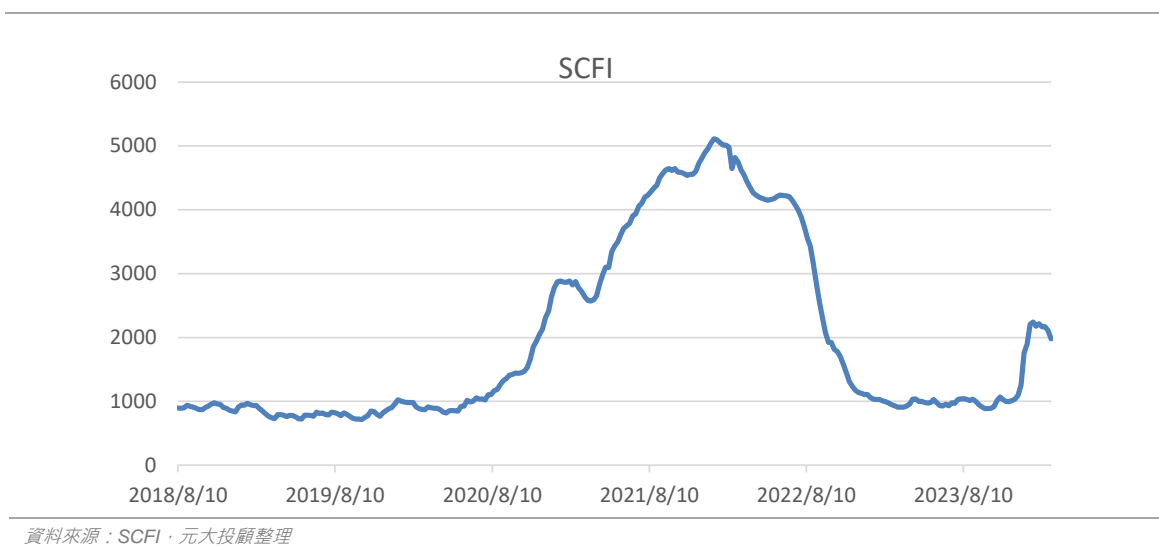


圖 9：歐洲線運價走勢圖

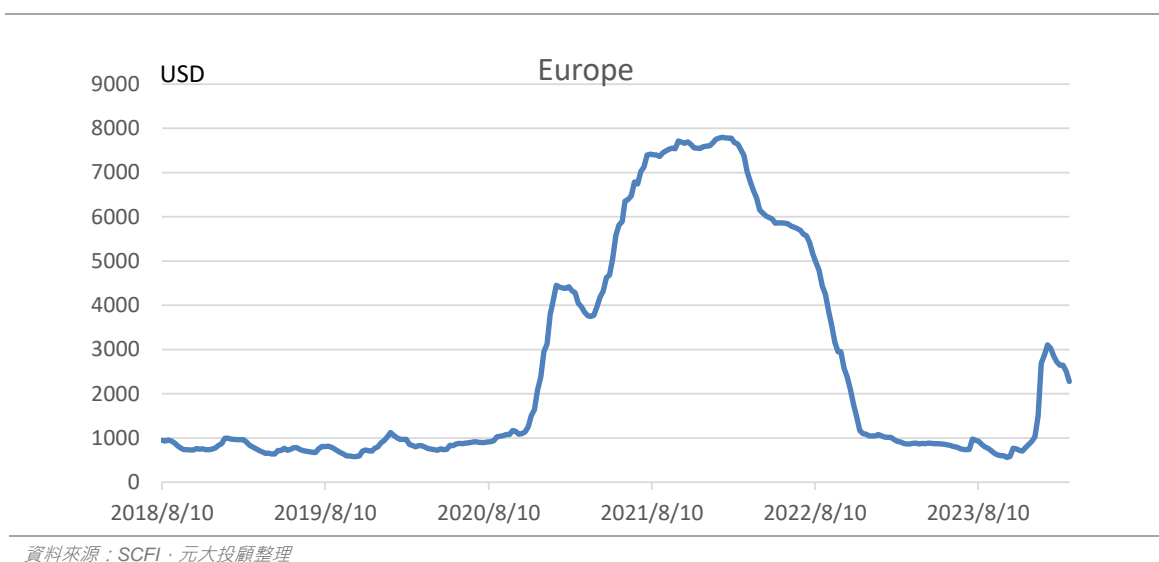
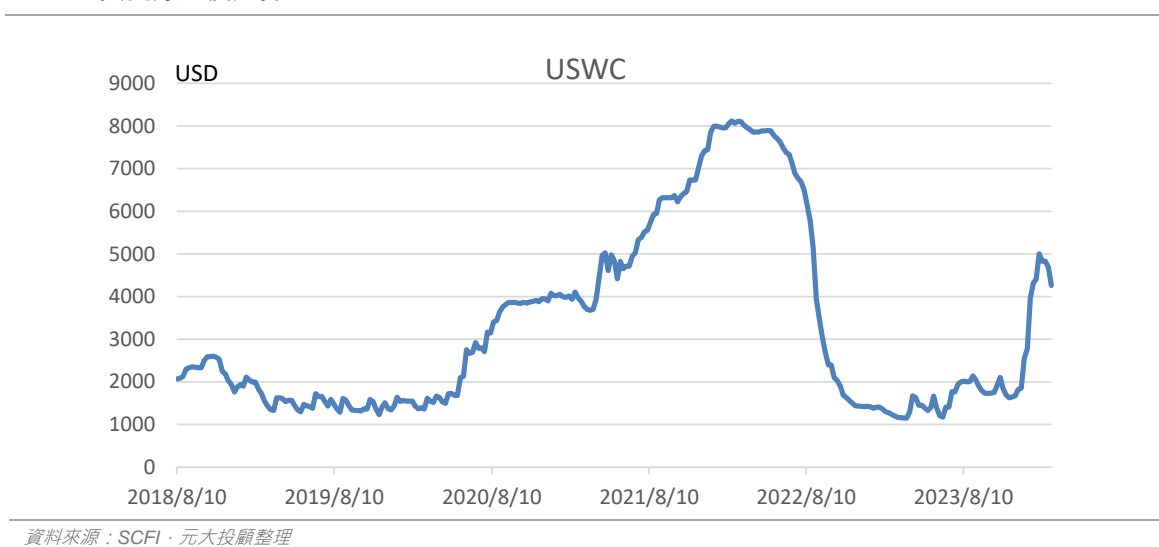
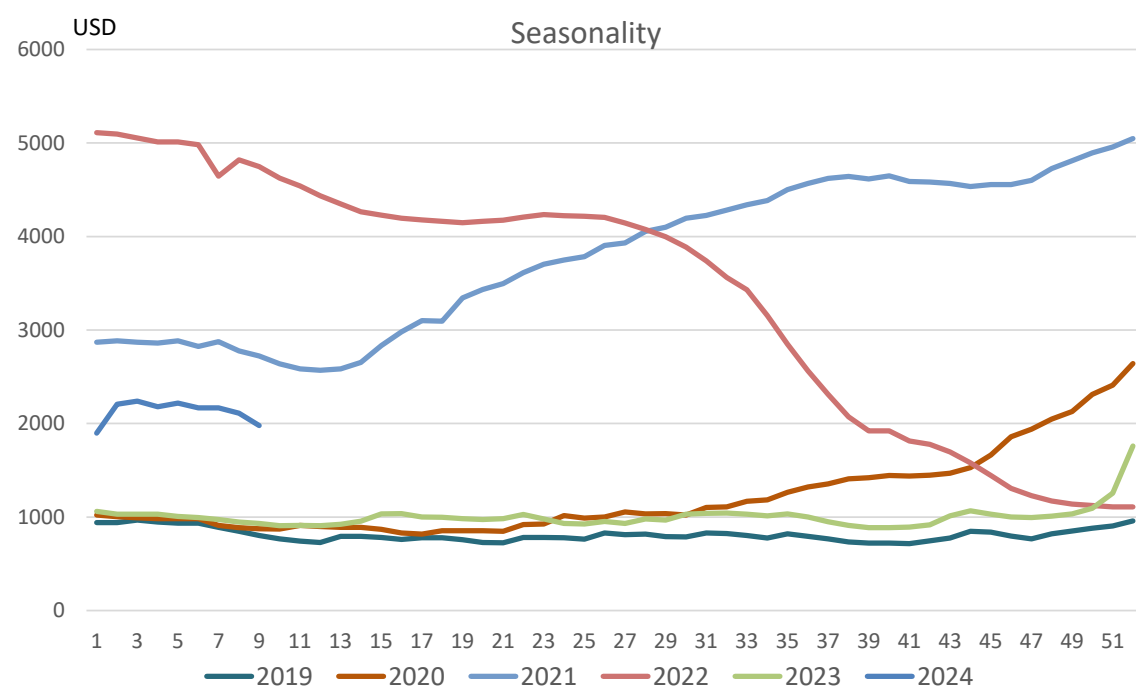


圖 10：美西線運價走勢圖



不過隨著中國農曆年假開始，工廠陸續停工，貨載需求減少，開始進入傳統淡季，SCFI 運價指數及各航線運價也陸續修正，2024/3/1 當週，SCFI 運價下跌 6.2%至 1,979.12 點，跌勢擴大，各航線運價也全面走跌，歐洲線挫低 9.2%至 2,277 美元，自年初高點下挫約 26.6%。地中海線當週下挫 5.0%至 3,292 美元，自年初高點下跌約 19.1%，美西線當週下挫 9.2%至 4,262 美元，自年初高點下跌約 14.8%，美東線當週下跌約 6.2%至 5,747 美元，自年初高點下跌 13.6%。而整體 SCFI 運價自年初高點下跌約 11.6%。

圖 11：近 6 年各年度 SCFI 運價指數走勢圖



資料來源：SCFI，元大投顧整理

圖 12：近 6 年各年度年初淡季運價修正幅度統計

Year	2018年	2019年	2020年	2021年	2022年	2023年	Average
SCFI	-26.82	-25.22	-20.00	-10.44	-18.82	-14.57	-19.31
Europe	-36.24	-35.94	-35.50	-15.80	-26.50	-27.33	-29.55
USWC	-39.11	-38.79	-16.81	-8.55	-9.65	-18.81	-21.95
USEC	-32.01	-26.64	-9.47	-6.12	-18.16	-29.35	-20.29

資料來源：Alphaliner、Clarksons、Drewry，元大投顧整理

根據過往季節性特徵，中國農曆年期間，工廠休假停工，貨運出貨淡，造成運價出現季節性回調。隨著中國工廠農曆年後開始復工，準備生產歐美地區下半年消費旺季的訂單，貨載需求會在每年 5 月開始轉強，支撐運價逐步回升。因此淡季期間，運價修正至每年 3 月至 4 月間落底機率高，5 月開始回升反彈。統計過去 6 個年度運價走勢，SCFI 於淡季期間，與年初高點相較，運價低點的平均跌幅落在 19.31%，以 2018 年及 2019 年修正幅度較大，2021 年及 2023 年修正幅度較小。至於各航線，歐洲線於淡季修正幅度達 29.55%最大，美西線跌幅約 21.95%，美東線跌幅約 20.39%。依據農曆年後季節性特徵，初步以 20%的跌幅預估，推估 2024 年上半年淡季，SCFI 運價指數有機會於 1,790 點附近落底，對比 2023 年同期低點約 923.78 點，仍可上漲約 93.8%YoY，以 30%跌幅預估歐洲線運價有機會跌至 2,170 美元附近落底，對比 2023 年同期低點 863 美元，仍可上漲 151.4%YoY，以 22%跌幅推估美西線及美東線有機會分別跌至 3,900 美元及 5,180 美元附近落底，

對比 2023 年同期美西線低點 1,148 美元，美東線低點 2,010 美元，則各自上漲 239.7%及 157.7%%YoY。因此，若紅海航線持續中斷，我們認為 2024 年平均運價有機會高於 2023 年，提振海運業者獲利表現，扭轉 2022 年至 2023 年獲利下行的格局。

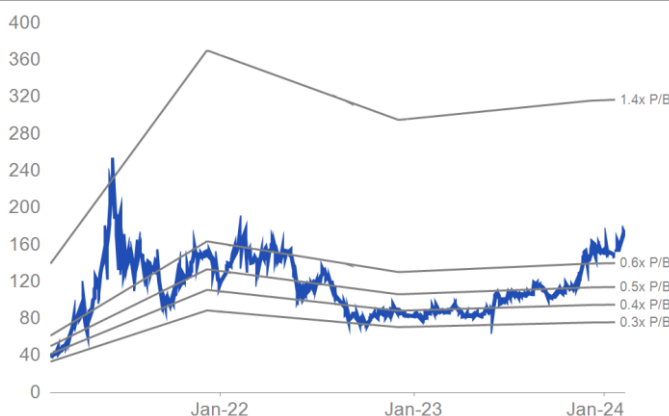
另一方面，美洲線長約每年 5 月開始換約，近期進入美洲線新年度長約價換約談判期，2023 年市況欠佳，美西線長約價超大型客戶每 FEU 僅 1,200 美元，中大型客戶每 FEU 約 1,350-1,500 美元，美東線運價則較美西線運價在往上加 1,000-2,000 美元。而 2023 年底至 2024 年初紅海危機爆發，推升運價大漲，美西線運價一度波段大漲 207.6%至 5,005 美元，近期淡季則回跌 14.8%至 4,262 美元。為了提高美洲線長約議價實力，近期貨櫃航商也有動機採取縮艙減班的策略以維持運價，增添進期合約價的談判籌碼，預估這波運價淡季修正後，平均運價水準高於 2023 年同期的機率再往上提升。

獲利調整與股票評價

建議買進長榮，目標價 200 元

對長榮投資建議為買進，目標價設定為 200 元。長榮 4Q23 淡季營運动能疲弱，預估 4Q23 稅後 EPS 回落至 1.79 元(以股本 211.64 億元計算)，季減 82.7%，年減 87.3%，2023 年稅後 EPS 降至 16.93 元，年減 89.3%，獲利疲軟欠佳。不過考量:1)紅海危機爆發，貨櫃商繞道好望角，運力吃緊，激勵歐洲線運價波段大漲 338.9%至 3,103 美元高點，SCFI 運價也波段大漲 125.5%，運價飆漲將貢獻長榮 1Q24 營收及獲利大幅提升，預估長榮 1Q24 營收提升至 916.52 億元，季增 31.5%，年增 37.2%，營益率改善 21.8ppt 至 27.7%，營業利益增至 254.01 億元，季增 362.5%，年增 128.1%，稅後 EPS 提升至 8.29 元(以最新股本 213.87 億元計算)，季增 362.5%，年增 248.1%，獲利表現亮麗。2)近期進入貨載淡季，運價呈現季節性修正，貨櫃航商透過縮班減艙，控制運價修正幅度，預期運價水準仍將遠高於 2023 年同期水準，預估 2Q24 營收 806.54 億元，季減 12.0%，年增 19.7%，營業利益 175.45 億元，季減 30.9%，年增 73.2%，稅後 EPS 為 5.87 元，季減 29.2%，年增 144.2%，獲利動能依舊亮麗。3)紅海危機難解，推估影響全球運力約 7.5%至 10%，消化過剩運力，維繫運價表現，預估長榮 2024 年營收 3,430.91 億元，年增 24.0%，營益率改善 7.3ppt 至 19.7%，營業利益增至 676.0 億元，年增 97.9%，稅後 EPS 提升至 22.85 元，年增 35.0%，年底淨值提升至 220.16 元，扭轉獲利衰退的格局等理由，建議買進，目標價設定在 200 元，以 2024 年底淨值 220.16 元給予 0.9 倍 P/B 推得。

圖 13：12 個月預期股價淨值比區間圖



資料來源：公司資料、元大投顧、CMoney

圖 14：同業評價比較表

公司	代碼	評等	股價	市值 (百萬美元)	調整後每股盈餘			本益比(倍)			調整後每股盈餘成長率 (%)		
					2022	2023	2024	2022	2023	2024	2022	2023	2024
長榮	2603 TT	買進	171.5	11,462	157.91	16.93	22.85	1.1	10.1	7.5	249.5	(89.3)	35.0
國際同業													
AP Moeller - Maersk A/S	MAERSKB DC	未評等	9,352.0	23,454	10,902	1,434	(316)	0.9	6.5	NA	77.2	(86.8)	-
COSCO Shipping Holdings Co Ltd	1919 HK	未評等	8.5	22,068	7.87	1.71	1.05	1.1	4.9	8.0	14.7	(78.3)	(38.2)
Hapag Lloyd AG	HLAG GR	未評等	133.5	25,337	96.13	16.46	3.96	1.4	8.1	33.7	86.2	(82.9)	(76.0)
Kawasaki Kisen Kaisha Ltd	9107 JP	未評等	7,046.0	11,188	1,963	2,648	511	3.6	2.7	13.8	687.8	34.9	(80.7)
Mitsui O.S.K. Lines Ltd	9104 JP	未評等	4,993.0	12,050	1,775	2,114	610	2.8	2.4	8.2	864.5	19.1	(71.1)
國際同業平均								2.0	4.5	14.7	428.7	(31.3)	(68.4)
國內同業													
陽明	2609 TT	未評等	48.0	5,309	52.68	1.70	0.68	0.9	28.3	70.6	8.1	(96.8)	(59.9)
萬海	2615 TT	未評等	48.4	4,302	35.42	(0.87)	(0.15)	1.4	-	-	(3.8)	-	-
國內同業平均								1.1	28.3	70.6	2.1	(96.8)	(59.9)

資料來源：公司資料、元大投顧、Reuters；每股盈餘數字以當地貨幣為單位；股價依首頁收盤價日期為準。

圖 15：同業評價比較表 (續)

公司	代碼	評等	股價	市值 (百萬美元)	股東權益報酬率(%)			每股淨值			股價淨值比(倍)		
					2022	2023	2024	2022	2023	2024	2022	2023	2024
長榮	2603 TT	買進	171.5	11,462	73.7	8.6	11.5	260.92	207.85	220.16	0.7	0.8	0.8
國際同業													
AP Moeller - Maersk A/S	MAERSKB DC	未評等	9,352.0	23,454	52.3	6.3	(0.3)	23,983	22,036	21,805	0.4	0.4	0.4
COSCO Shipping Holdings Co Ltd	1919 HK	未評等	8.5	22,068	64.0	11.7	7.6	15.6	13.7	14.3	0.5	0.6	0.6
Hapag Lloyd AG	HLAG GR	未評等	133.5	25,337	80.7	11.8	3.7	130.3	113.8	108.8	1.0	1.2	1.2
Kawasaki Kisen Kaisha Ltd	9107 JP	未評等	7,046.0	11,188	124.75	52.50	8.02	2,628	5,574	6,345	2.7	1.3	1.1
Mitsui O.S.K. Lines Ltd	9104 JP	未評等	4,993.0	12,050	76.35	48.37	10.38	3,179	5,313	5,701	1.6	0.9	0.9
國際同業平均					82.4	30.6	6.3				1.3	0.9	0.9
國內同業													
陽明	2609 TT	未評等	48.0	5,309	108.8	1.7	0.3	99.5	80.0	80.2	0.5	0.6	0.6
萬海	2615 TT	未評等	48.4	4,302	109.8	(1.2)	(2.7)	85.6	75.3	72.3	0.6	0.6	0.7
國內同業平均					109.3	0.3	(1.2)				0.5	0.6	0.6

資料來源：公司資料、元大投顧、Reuters；每股淨值數字以當地貨幣為單位；股價依首頁收盤價日期為準。

圖 16：季度及年度簡明損益表 (合併)

(NT\$百萬元)	1Q2023A	2Q2023A	3Q2023A	4Q2023F	1Q2024F	2Q2024F	3Q2024F	4Q2024F	FY2023F	FY2024F
營業收入	66,827	67,385	72,812	69,697	91,652	80,654	88,719	82,065	276,721	343,091
銷貨成本	(52,025)	(53,589)	(60,403)	(57,500)	(61,865)	(58,877)	(67,870)	(64,832)	(223,503)	(253,444)
營業毛利	14,801	13,795	12,409	12,197	29,787	21,777	20,849	17,234	53,218	89,646
營業費用	(3,938)	(4,033)	(4,080)	(8,364)	(4,812)	(4,638)	(4,835)	(9,438)	(20,414)	(23,722)
營業利益	11,137	10,132	8,760	4,132	25,401	17,545	16,468	8,186	34,162	67,600
業外利益	5,091	6,083	16,436	1,822	2,425	2,164	2,325	2,161	29,431	9,074
稅前純益	16,229	16,214	25,196	5,954	27,826	19,709	18,793	10,347	63,593	76,674
所得稅費用	(9,895)	(9,754)	(2,141)	(1,489)	(6,956)	(4,927)	(4,698)	(2,587)	(23,278)	(19,169)
少數股東權益	1,291	1,369	1,146	0	0	0	0	0	4,476	8,626
歸屬母公司稅後純益	5,043	5,092	21,909	3,796	17,739	12,565	11,981	6,596	35,839	48,880
調整後每股盈餘(NT\$)	2.38	2.41	10.35	1.79	8.29	5.87	5.60	3.08	16.93	22.85
調整後加權平均股數(百萬股)	2,116	2,116	2,116	2,116	2,139	2,139	2,139	2,139	2,116	2,139
重要比率										
營業毛利率	22.2%	20.5%	17.0%	17.5%	32.5%	27.0%	23.5%	21.0%	19.2%	26.1%
營業利益率	16.7%	15.0%	12.0%	5.9%	27.7%	21.8%	18.6%	10.0%	12.4%	19.7%
稅前純益率	24.3%	24.1%	34.6%	8.5%	30.4%	24.4%	21.2%	12.6%	23.0%	22.4%
稅後純益率	7.6%	7.6%	30.1%	6.4%	22.8%	18.3%	15.9%	9.5%	14.6%	16.8%
有效所得稅率	61.0%	60.2%	8.5%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%	36.6%	25.0%
季增率(%)										
營業收入	-39.8%	0.8%	8.1%	-4.3%	31.5%	-12.0%	10.0%	-7.5%		
營業利益	-66.1%	-9.0%	-13.5%	-52.8%	514.7%	-30.9%	-6.1%	-50.3%		
稅後純益	-83.1%	1.0%	330.2%	-82.7%	367.5%	-29.2%	-4.6%	-44.9%		
調整後每股盈餘	-83.1%	1.0%	330.2%	-82.7%	362.5%	-29.2%	-4.6%	-44.9%		
年增率(%)										
營業收入	-60.9%	-61.5%	-57.3%	-37.2%	37.1%	19.7%	21.8%	17.7%	-55.9%	24.0%
營業利益	-90.3%	-91.4%	-92.0%	-87.4%	128.1%	73.2%	88.0%	98.1%	-90.9%	97.9%
稅後純益	-95.0%	-95.0%	-78.2%	-87.3%	251.8%	146.7%	-45.9%	72.0%	-89.3%	42.6%
調整後每股盈餘	-95.0%	-95.0%	-78.2%	-87.3%	248.1%	144.2%	-45.9%	72.0%	-89.3%	35.0%

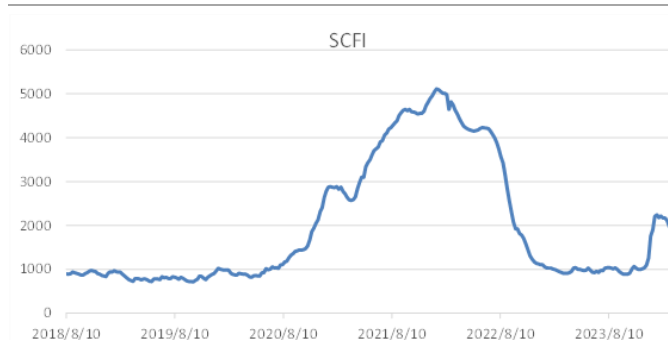
資料來源：公司資料、元大投顧、CMoney；標“A”為歷史數據；調整後每股盈餘為根據調整後加權平均股數計算。

公司簡介

長榮為台灣最大全球第七大貨櫃航商

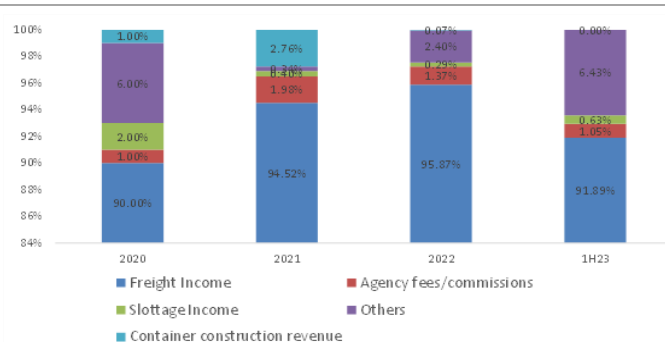
長榮(2603)成立於 1968 年，為台灣最大的貨櫃輪船公司，目前旗下船隊共有 213 艘，包括 2023 年新交船 4 艘，運力為 3.5 萬 TEU，以及汰舊拆解 6 艘舊船，運力為 2.2 萬 TEU。合計長榮 2023 年總運力達到 169.0 萬 TEU，運力新增約 1%YOY，全球運力市佔率約 6.1%。2024 年初最新資料，長榮運力略降至 164.52 萬 TEU，全球運力市佔率降至 5.7%，為全球第七大貨櫃航商。

圖 17：SCFI 運價指數



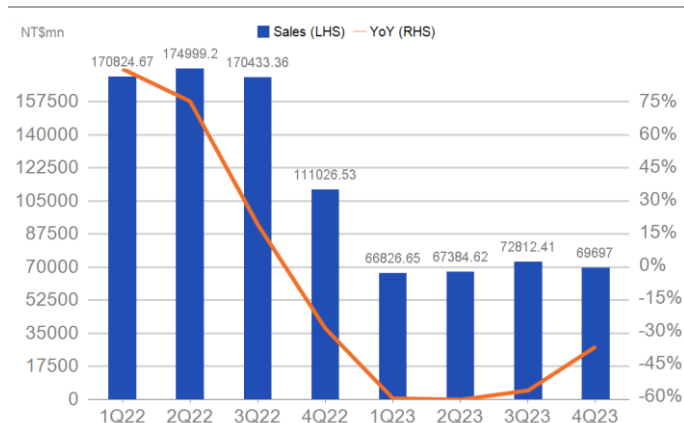
資料來源：公司資料、元大投顧預估

圖 18：營收組成



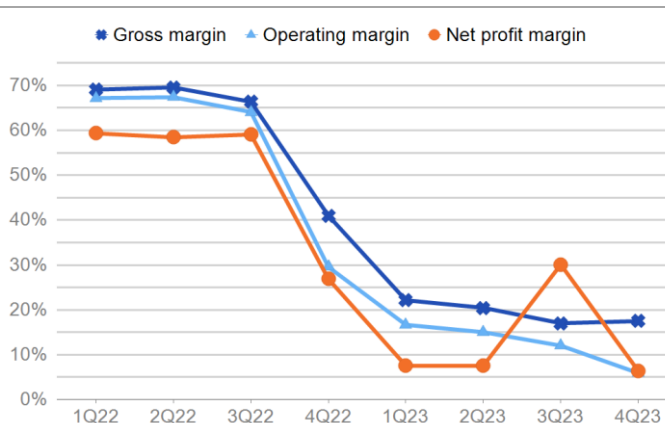
資料來源：公司資料

圖 19：營收趨勢



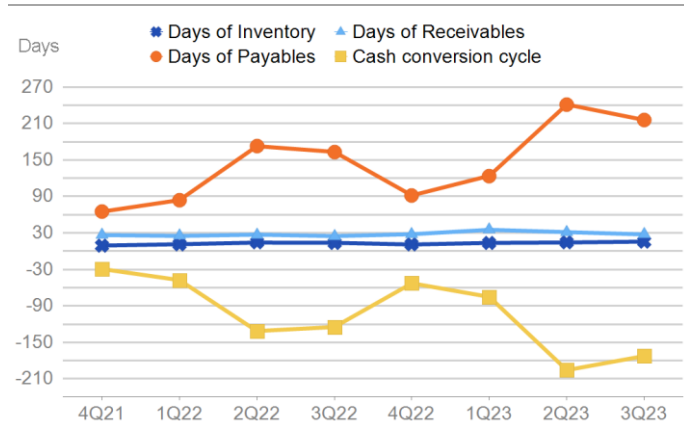
資料來源：CMoney、公司資料

圖 20：毛利率、營益率、淨利率



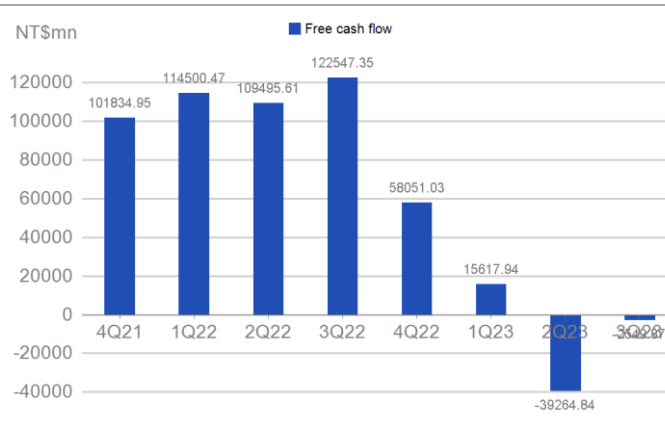
資料來源：CMoney、公司資料

圖 21：經營能力



資料來源：CMoney、公司資料

圖 22：自由現金流量




資料來源：CMoney、公司資料

ESG 分析

- 分別藉由「在 ESG 議題上的曝險」和「個別公司在 ESG 議題上的執行力」兩個面向來衡量公司於 ESG 上的表現。
- ▶ **ESG 總分：**長榮整體的 ESG 風險評級屬於中風險，於 Sustainalytics 資料庫所覆蓋的公司中排名亦排行於略微落後的位置
 - ▶ **在 ESG 議題上的曝險：**長榮的整體曝險屬於中等水準，略等於貨櫃行業的平均水準。公司較需要改善的 ESG 議題包含碳——自身運營、排放、廢水和廢物以及商業道德等。
 - ▶ **個別公司在 ESG 議題上的執行力：**長榮擁有強大的 ESG 執行力，並任命了一個管理委員會來監督 ESG 問題。此外，它還制定了強有力的環境問題政策。儘管如此，該公司還是捲入租用的船隻堵塞蘇伊士運河有關的爭議。

圖 23：ESG 分析

分項	評分/評級
ESG 總分	21.5
在 ESG 議題上的曝險 (A)	36.1
個別公司在 ESG 議題上的執行力 (B)	46.1
風險評級	中 
同業排行(1~100，1 為最佳)	30

資料來源：Sustainalytics (2024/3/6)

註 1：ESG 總分=A-(A*可控風險因子*B/100)

註 1-1：可控風險因子介於 0-1 之間，越大為越佳。

註 2：ESG 總分風險評級：

極低 (0-10)	低 (10-20)	中 (20-30)	高 (30-40)	極高 (40+)
-----------	-----------	-----------	-----------	----------

註 3：曝險分數評級：

低 (0-35)	中 (35-55)	高 (55+)
----------	-----------	---------

註 4：執行力分數評級：

弱 (0-25)	中 (25-50)	強 (50-100)
----------	-----------	------------

資產負債表

年初至 12 月 (NT\$ 百萬元)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
現金與短期投資	107,792	391,861	281,214	307,114	285,630
存貨	5,838	7,705	7,195	8,293	8,239
應收帳款及票據	41,538	25,801	23,394	24,258	24,079
其他流動資產	127,947	58,568	40,125	44,602	44,309
流動資產	283,115	483,935	351,927	384,267	362,258
採用權益法之投資	36,419	43,648	60,378	76,347	92,325
固定資產	153,903	211,065	152,197	154,391	153,066
無形資產	1,271	1,341	1,405	1,480	1,545
其他非流動資產	136,319	147,523	110,688	120,082	128,898
非流動資產	327,911	403,577	324,668	352,299	375,835
資產總額	611,026	887,512	676,595	736,566	738,092
應付帳款及票據	30,375	46,228	35,723	37,494	37,183
短期借款	0	0	0	0	0
什項負債	78,718	118,652	98,685	108,668	103,676
流動負債	109,093	164,879	134,408	146,162	140,860
長期借款	39,638	33,374	22,138	27,447	25,780
其他負債及準備	104,973	106,709	49,810	61,756	58,004
長期負債	144,612	140,083	71,947	89,204	83,784
負債總額	253,705	304,962	206,355	235,366	224,643
股本	52,908	21,164	21,164	21,164	21,164
資本公積	15,762	15,968	15,968	15,968	15,968
保留盈餘	259,260	498,727	386,417	417,377	429,626
什項權益	(1,146)	16,355	16,355	16,355	16,355
歸屬母公司之權益	326,785	552,214	470,240	501,200	513,449
非控制權益	30,537	30,336	30,336	30,336	30,336
股東權益總額	357,322	582,550	470,240	501,200	513,449

資料來源：公司資料、元大投顧

現金流量表

年初至 12 月 (NT\$ 百萬元)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
本期純益	263,110	346,173	40,315	57,506	42,864
折舊及攤提	22,611	27,759	31,833	39,002	36,549
本期營運資金變動	(11,542)	34,842	(7,587)	(191)	(78)
其他營業資產 及負債變動	26,879	13,655	54,125	(915)	4,151
營運活動之現金流量	301,058	422,430	114,210	86,775	77,056
資本支出	(14,944)	(17,835)	(27,036)	(41,196)	(35,225)
本期長期投資變動	6,499	7,230	(16,044)	(16,044)	(16,044)
其他資產變動	(157,710)	36,881	79,144	(915)	4,151
投資活動之現金流量	(166,156)	26,276	36,064	(56,524)	(48,829)
股本變動	3,928	(31,744)	0	0	0
本期負債變動	(44,402)	(24,797)	(98,607)	29,010	(10,722)
現金增減資	0	(31,746)	0	0	0
支付現金股利	(13,156)	(95,239)	(148,149)	(17,920)	(24,185)
其他調整數	(15,778)	15,131	54,125	(915)	4,151
融資活動之現金流量	(69,408)	(168,395)	(260,920)	(4,351)	(49,711)
匯率影響數	(1,799)	3,758	0	0	0
本期產生現金流量	63,696	284,068	(110,647)	25,900	(21,484)
自由現金流量	286,114	404,594	141,246	45,579	41,832

資料來源：公司資料、元大投顧

損益表

年初至 12 月 (NT\$ 百萬元)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
營業收入	489,407	627,284	276,721	343,091	322,245
銷貨成本	(187,412)	(228,841)	(223,503)	(253,444)	(252,193)
營業毛利	301,995	398,442	53,218	89,646	70,052
營業費用	(17,311)	(24,765)	(20,414)	(23,722)	(22,990)
推銷費用	(3,708)	(5,292)	(4,380)	(5,680)	(6,003)
研究費用	0	0	0	0	0
管理費用	(13,605)	(19,471)	(16,028)	(18,042)	(16,988)
其他費用	2	(2)	(6)	0	0
營業利益	284,862	374,808	34,162	67,600	48,637
利息收入	387	6,380	13,630	10,293	9,667
利息費用	(3,335)	(3,273)	(4,995)	(6,862)	(6,445)
利息收入淨額	(2,948)	3,107	8,635	3,431	3,222
投資利益(損失)淨額	5,727	9,035	6,292	5,146	4,834
匯兌損益	307	12,402	14,504	0	0
其他業外收入(支出)淨額	286	73	0	497	459
稅前純益	288,235	399,424	63,593	76,674	57,152
所得稅費用	(25,125)	(53,252)	(23,278)	(19,169)	(14,288)
少數股權淨利	24,095	11,972	4,476	8,626	6,430
歸屬母公司之稅後純益	239,015	334,201	35,839	48,880	36,434
稅前息前折舊攤銷前淨利	314,083	430,439	104,061	119,107	96,923
調整後每股盈餘 (NT\$)	45.18	157.91	16.93	22.85	17.04

資料來源：公司資料、元大投顧

主要財務報表分析

年初至 12 月	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
年成長率 (%)					
營業收入	136.3	28.2	(55.9)	24.0	(6.1)
營業利益	721.7	31.6	(90.9)	97.9	(28.1)
稅前息前折舊攤銷前淨利	446.8	37.1	(75.8)	14.5	(18.6)
稅後純益	814.6	31.6	(88.4)	42.6	(25.5)
調整後每股盈餘	297.3	249.5	(89.3)	35.0	(25.5)
獲利能力分析 (%)					
營業毛利率	61.7	63.5	19.2	26.1	21.7
營業利益率	58.2	59.8	12.4	19.7	15.1
稅前息前淨利率	58.2	63.2	26.1	23.4	18.7
稅前息前折舊攤銷前淨利率	64.2	68.6	37.6	34.7	30.1
稅前純益率	58.9	63.7	23.0	22.4	17.7
稅後純益率	48.8	53.3	14.6	16.8	13.3
資產報酬率	55.7	46.2	6.0	7.8	5.8
股東權益報酬率	114.7	73.7	8.6	11.5	8.4
穩定/償債能力分析					
負債權益比 (%)	71.0	52.4	43.9	47.0	43.8
淨負債權益比(%)	(19.1)	(61.5)	(55.1)	(55.8)	(50.6)
利息保障倍數 (倍)	87.4	123.0	(14.5)	(11.7)	(9.4)
流動比率 (%)	259.5	293.5	261.8	262.9	257.2
速動比率 (%)	252.8	287.8	256.5	257.2	251.3
淨負債 (NT\$百萬元)	(68,154)	(358,487)	(259,076)	(279,667)	(259,851)
調整後每股淨值 (NT\$)	61.76	260.92	207.85	220.16	225.89
評價指標 (倍)					
本益比	3.8	1.1	10.1	7.5	10.1
股價自由現金流量比	1.3	0.9	2.6	8.1	8.8
股價淨值比	2.8	0.7	0.8	0.8	0.8
股價稅前息前折舊攤銷前淨	1.2	0.9	3.5	3.1	3.8
股價營收比	0.8	0.6	1.3	1.1	1.1

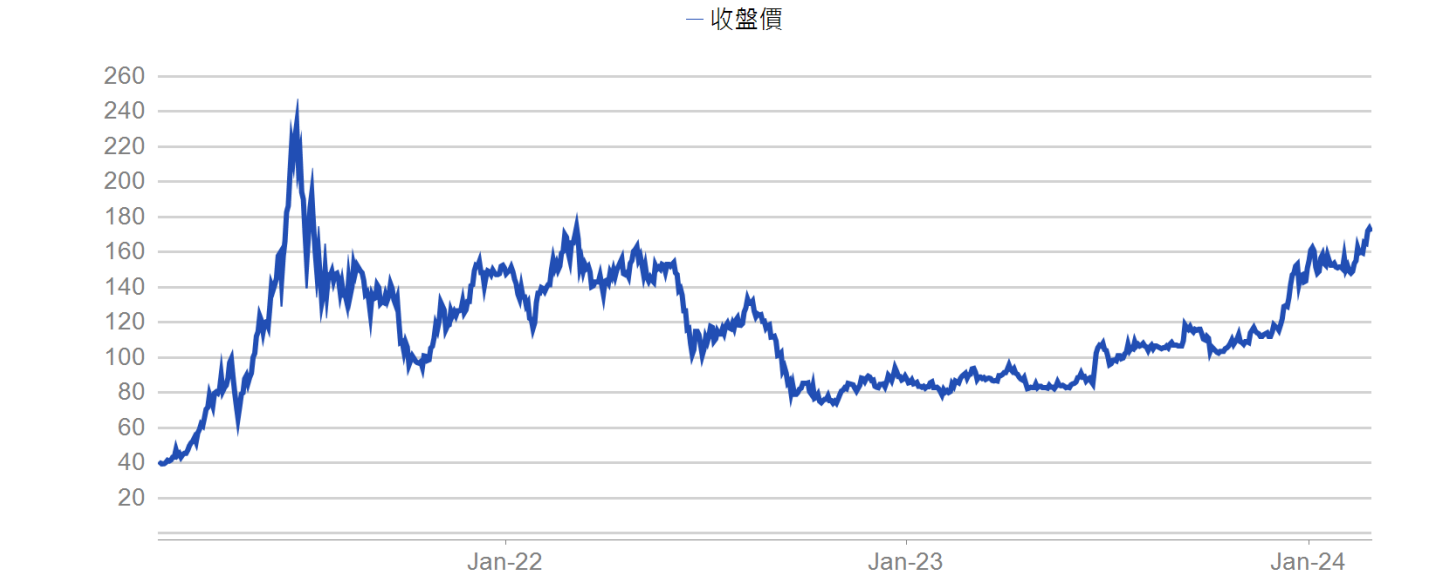
資料來源：公司資料、元大投顧；註：負債為短期債加上長期債。

附錄：重要揭露事項

分析師聲明

主要負責撰寫本研究報告全文或部分內容之分析師，茲針對本報告所載證券或證券發行機構，於此聲明：(1) 文中所述觀點皆準確反映其個人對各證券或證券發行機構之看法；(2) 研究部分分析師於本研究報告中所提出之特定投資建議或觀點，與其過去、現在、未來薪酬的任何部份皆無直接或間接關聯。

長榮 (2603 TT)- 投資建議與目標價三年歷史趨勢



資料來源：CMoney、元大投顧

投資評等說明

買進：根據本中心對該檔個股投資期間絕對或相對報酬率之預測，我們對該股持正面觀點。此一觀點係基於本中心對該股之發展前景、財務表現、利多題材、評價資訊以及風險概況之分析。建議投資人於投資部位中增持該股。

持有-超越同業：本中心認為根據目前股價，該檔個股基本面吸引力高於同業。此一觀點係基於本中心對該股發展前景、財務表現、利多題材、評價資訊以及風險概況之分析。

持有-落後同業：本中心認為根據目前股價，該檔個股基本面吸引力低於同業。此一觀點係基於本中心對該股發展前景、財務表現、利多題材、評價資訊以及風險概況之分析。

賣出：根據本中心對該檔個股投資期間絕對或相對報酬率之預測，我們對該股持負面觀點。此一觀點係基於本中心對該股之發展前景、財務表現、利多題材、評價資訊以及風險概況之分析。建議投資人於投資部位中減持該股。

評估中：本中心之預估、評等、目標價尚在評估中，但仍積極追蹤該個股。

限制評等：為遵循相關法令規章及/或元大之政策，暫不給予評等及目標價。

註：元大給予個股之目標價係依 12 個月投資期間計算。大中華探索系列報告並無正式之 12 個月目標價，其投資建議乃根據分析師報告中之指定期間分析而得。

總聲明

© 2024 元大版權所有。本報告之內容取材自本公司認可之資料來源，但並不保證其完整性或正確性。報告內容並非任何證券之銷售要約或邀購。報告中所有的意見及預估，皆基於本公司於特定日期所做之判斷，如有變更恕不另行通知。

本報告僅提供一般資訊，文中所載資訊或任何意見，並不構成任何買賣證券或其他投資標的之要約或要約之引誘。報告資料之刊發僅供客戶一般傳閱用途，並非意欲提供專屬之投資建議，亦無考慮任何可能收取本報告之人士的個別財務狀況與目標。對於投資本報告所討論或建議之任何證券、投資標的，或文中所討論或建議之投資策略，投資人應就其是否適合本身而諮詢財務顧問的意見。本報告之內容取材自據信為可靠之資料來源，但概不以明示或默示的方式，對資料之準確性、完整性或正確性作出任何陳述或保證。本報告並非（且不應解釋為）在任何司法管轄區內，任何非依法從事證券經紀或交易之人士或公司，為於該管轄區內從事證券經紀或交易之遊說。

元大研究報告於美國僅發送予美國主要投資法人（依據 1934 年《證券交易法》15a-6 號規則及其修正條文與美國證券交易委員會詮釋定義）。美國投資人若欲進行與本報告所載證券相關之交易，皆必須透過依照 1934 年《證券交易法》第 15 條及其修正條文登記註冊之券商為之。元大研究報告在台灣由元大證券投資顧問股份有限公司發佈，在香港則由元大證券(香港)有限公司發佈。元大證券(香港)係獲香港證券及期貨事務監察委員會核准註冊之券商，並

獲許從事受規管活動，包括第 4 類規管活動（就證券提供意見）。非經元大證券(香港)有限公司書面明示同意，本研究報告全文或部份，不得以任何形式或方式轉載、轉寄或揭露。

欲取得任何本報告所載證券詳細資料之台灣人士，應透過下列方式聯絡元大證券投資顧問股份有限公司：

致：聯絡人姓名

元大證券投資顧問股份有限公司

台灣臺北市 106 敦化南路二段

65 號 10 樓、71 號 10 樓

© {2023} Sustainalytics. All Rights Reserved. The information, data, analyses and opinions contained herein: (1) includes the proprietary information of Sustainalytics; (2) may not be copied or redistributed except as specifically authorized; (3) do not constitute investment advice nor an endorsement of any product or project; (4) are provided solely for informational purposes; and (5) are not warranted to be complete, accurate or timely. Sustainalytics is not responsible for any trading decisions, damages or other losses related to it or its use. The use of the data is subject to conditions available at <https://www.sustainalytics.com/legal-disclaimers>.