

2024 年 3 月 26 日

研究員：薛雅月 [rita.hsueh@capital.com.tw](mailto:rita.hsueh@capital.com.tw)

前日收盤價 45.60 元

目標價

3 個月 48 元

12 個月 48 元

## 陽明(2609 TT)

Neutral

### 近期報告日期、評等及前日股價

12/21/2023	到價	
12/18/2023	買進	44.25
12/05/2023	中立	45.15
09/21/2023	中立	46.30
07/20/2023	中立	46.80

### 公司基本資訊

目前股本(百萬元)	34,921
市值(億元)	1,592
目前每股淨值(元)	79.32
外資持股比(%)	13.25
投信持股比(%)	0.05
董監持股比(%)	32.23
融資餘額(張)	56,645
現金股息配發率(F)(%)	36.57

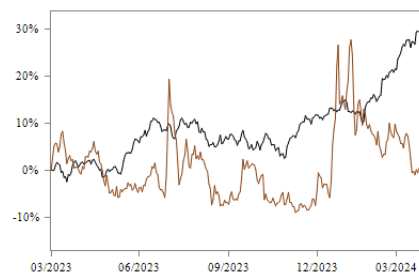
### 產品組合



■ 營業收入:100.00%

### 股價相對大盤走勢

— 2609 — TWSE



產業結構不利營運及配息穩定度，維持 Neutral。

**投資建議：**考量產業供給大於需求的趨勢之下，將影響陽明獲利及配息的穩定度，投資建議維持 Neutral。

**農曆年後需求復甦緩慢，近期運價自高檔持續回落：**紅海危機事件導致航商由通行蘇伊士運河改繞道至非洲好望角，因航行天數增加導致須投入較多船舶，進而推升運價自 2023 年底開始上漲。農曆年後需求復甦緩慢，近期運價自高檔持續回落，而 2Q24 進入美洲線合約價談判時點，隨美洲線運價水準較 1H23 墊高許多，將有利 2024 年美洲線合約價較 2023 年呈現調漲。展望後市，紅海危機事件的持續性以及貨櫃市場新船大量下水仍是運價走勢的最大變數；2024 年貨櫃市場運力增速逾 9%，隨年後新船陸續下水，亦將逐漸緩解紅海危機事件導致的供給吃緊狀態。若航商繞道好望角成為常態，儘管尚未能扭轉產業供過於求的結構，然在市場供給過剩缺口縮小之下，航商的獲利及評價仍有望獲得提升，反之則運價將再度回落至損平點附近震盪。

**2023 年稅後 EPS 1.37 元：**4Q23 進入傳統需求淡季，價量俱跌導致營收呈現季減，在燃油價格上漲壓力之下，本業虧損持續擴大，另業外仍有利息收入之下，陽明單季稅後虧損 11.19 億元，稅後 EPS-0.37 元。綜上所述，陽明 2023 年稅後獲利 47.74 億元，YoY-97.36%，稅後 EPS 1.37 元，1Q23 為 2023 年季獲利高峰。

**預估 2024 年稅後 EPS 4.09 元：**儘管 1Q24 為傳統需求淡季，運量難見增長，然紅海事件危機未除，航程繞道有望支撐遠洋線運價維持在損平點之上，推升營收呈現季增；預估陽明 1Q24 稅後獲利 76.99 億元，營運由虧轉盈，稅後 EPS 2.2 元。展望 2024 年，若航商繞道好望角成為常態，儘管尚未能扭轉產業供過於求的結構，然在市場供給過剩缺口縮小之下，航商的獲利仍有望獲得提升，預估陽明 2024 年稅後獲利 142.77 億元，YoY+199.05%，稅後 EPS 4.09 元。此外，陽明承租的 14,000TEU 貨輪於 03/16/2024 在土耳其艾維亞普港進港靠泊時碰撞碼頭橋式機，公司表示該船舶營運操作由船東負責，因鄰近有替代港口，故後續航班並未因此受到影響。

(百萬元)	2023	2024F	2025F	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24F	2Q24F	3Q24F	4Q24F
營業收入淨額	140,624	157,316	136,949	59,935	36,953	35,046	35,901	32,723	43,564	39,459	39,278	35,015
營業毛利淨額	6,241	21,294	3,436	22,125	3,417	3,550	611	-1,337	10,178	5,430	4,884	803
營業利益	-1,666	12,371	-4,097	19,429	1,470	1,572	-1,357	-3,351	7,695	3,220	2,684	-1,228
稅後純益	4,774	14,277	-1,736	14,734	3,401	-130	2,806	-1,303	7,699	4,018	3,003	-444
稅後 EPS(元)	1.37	4.09	-0.50	4.22	0.97	-0.04	0.80	-0.37	2.20	1.15	0.86	-0.13
毛利率(%)	4.44%	13.54%	2.51%	36.91%	9.25%	10.13%	1.70%	-4.09%	23.36%	13.76%	12.43%	2.29%
營業利益率(%)	-1.18%	7.86%	-2.99%	32.42%	3.98%	4.49%	-3.78%	-10.24%	17.66%	8.16%	6.83%	-3.51%
稅後純益率(%)	3.39%	9.08%	-1.27%	24.58%	9.20%	-0.37%	7.82%	-3.98%	17.67%	10.18%	7.65%	-1.27%
營業收入 YoY/QoQ(%)	-62.59%	11.87%	-12.95%	-39.95%	-38.34%	-5.16%	2.44%	-8.85%	33.13%	-9.42%	-0.46%	-10.85%
稅後純益 YoY/QoQ(%)	-97.36%	199.05%	N.A	-70.38%	-76.91%	N.A	N.A	N.A	N.A	-47.81%	-25.26%	N.A

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 349.21 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

永續經營責任小組轄下之公司治理及誠信經營小組負責 TCFD 之推動與深化，並由環境永續小組持續評估風險減緩之因應做法。透過分享氣候變遷議題勢及介紹氣候相關風險與機會的評估方法，提升同仁對全球風險趨勢與氣候變遷的認知，並據以辨認各部門營運流程中，在不同氣候變遷情境設定下所衍生的風險與機會。

#### (二)企業溫室氣體排放量減量之預算與計畫

董事會審議本公司氣候變遷有關的風險與機會，並將其納入年度預算、業務計畫、重大資本支出之議案討論內，透過相關資本支出，減緩及調適氣候相關風險對企業營運的衝擊、並把握氣候相關機會可能帶來的營運利益，致力提供具備氣候適應性的服務，以增加企業附加價值。訂造新型環保節能船舶取代老舊耗能船舶：採用低碳燃料的新型船舶，降低公司船隊整體燃料消耗及碳排放量，2022 年 4 月董事會通過陽明海運董事會通過 LNG 動力雙燃料貨櫃船布建計畫。

#### (三)企業產品或服務帶給客戶或消費者之減碳效果

2022 年導入 ISO14064-1 並通過第三方(DNV)驗證，本公司體認提供航運服務過程中，因消耗能資源、產生溫室氣體排放，將致環境負荷增加，再面對目前國際溫室氣體減量趨勢，除遵照國際環保公約外，為扮演環境保護之積極角色，以「溫室氣體盤查管理」掌握自身排放情形為基礎，並透過持續推動高效率能資源使用與節約能源等減量工作，期降低溫室氣體排放，達到符合國內外法令要求，與友善環境之永續發展目標。深知航運業在全球節能減碳扮演重要角色，本公司積極推動環境永續並從自身做起，本公司辦公室及船隊已於 2004 年取得 ISO 14001 環境管理系統認證，並持續維持有效性。船舶管理上面要求新造船舶能源消耗表現、現成船設備加改裝以達到提升能源消耗效率，並定期舉行燃油耗量檢討會議，若發現船舶油耗異常，立即進行原因調查及改善。並透過氣象導航系統資訊，計算最適建議航路，達到節省能源耗用並提升航運安全之效果，近三年燃油耗量持續減少，營運船舶二氧化碳排放強度(2021 年)較基準年(2008 年)減少 57.38%。

#### (四)提升能源使用效率

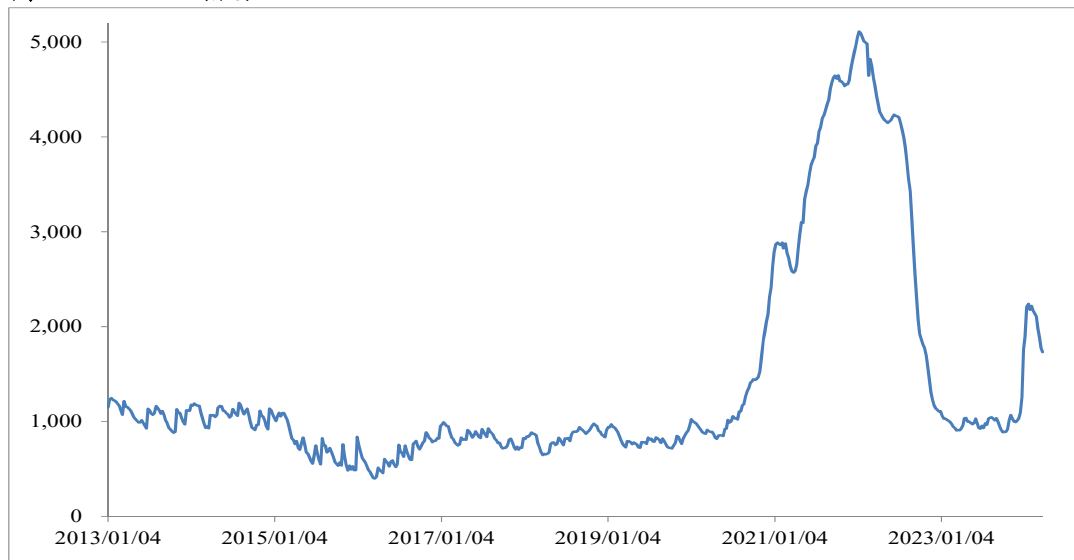
船舶管理上面要求新造船舶能源消耗表現、現成船設備加改裝以達到提升能源消耗效率，並定期舉行燃油耗量檢討會議，若發現船舶油耗異常，立即進行原因調查及改善。並透過氣象導航系統資訊，計算最適建議航路，達到節省能源耗用並提升航運安全之效果。本公司為及早因應「現成船能源效率指數(Energy Efficiency Existing Ship Index, EEXI)」以及「碳強度指標(Carbon Intensity Indicator, CII)」等兩項新規定，已開始著手進行準備。透過計算「現成船能源效率指數(Energy Efficiency Existing Ship Index, EEXI)」以及「碳強度指標(Carbon Intensity Indicator, CII)」，將表現不佳的船舶制訂對應改正計畫，並納入船舶能效管理計畫。

## 農曆年後需求復甦緩慢，近期運價自高檔持續回落：

紅海危機事件導致航商由通行蘇伊士運河改繞道至非洲好望角，因航行天數增加導致須投入較多船舶，進而推升運價自 2023 年底開始上漲。農曆年後需求復甦緩慢，近期運價自高檔持續回落，而 2Q24 進入美洲線合約價談判時點，隨美洲線運價水準較 1H23 墊高許多，將有利 2024 年美洲線合約價較 2023 年呈現調漲。

展望後市，紅海危機事件的持續性以及貨櫃市場新船大量下水仍是運價走勢的最大變數；2024 年貨櫃市場運力增速逾 9%，隨年後新船陸續下水，亦將逐漸緩解紅海危機事件導致的供給吃緊狀態。若航商繞道好望角成為常態，儘管尚未能扭轉產業供過於求的結構，然在市場供給過剩缺口縮小之下，航商的獲利及評價仍有望獲得提升，反之則運價將再度回落至損平點附近震盪。

## 圖一、SCFI 指數



資料來源：群益投顧彙整

## 2024 年無新船下水規劃：

截至 03/2024 為止，公司船隊規模達 94 艘，其中自有船舶為 56 艘，租入船舶為 38 艘，總運能為 70.7 萬 TEU，2024 年沒有新船下水規劃。

營收比重方面，2023 年美國線比重約 35%、歐洲線比重約 35%、亞洲遠洋線比重約 18%、亞洲近洋線比重約 12%。

## 陽明 2023 年稅後 EPS 1.37 元，1Q23 為季獲利高峰：

陽明 2022 年稅後獲利 1805.92 億元，YoY+9.27%，稅後 EPS 51.71 元。

1Q23 為傳統需求淡季，運價難有表現空間，加上運量減少之下，航商營運壓力進一步加大，陽明 1Q23 毛利率由 4Q22 的 36.91% 下滑至 9.25%，在業外利息收入貢獻下，陽明單季稅後獲利 34.01 億元，稅後 EPS 0.97 元。

2Q23 以來遠洋線運價持續於損平邊緣震盪，即便 05/2023 開始進入傳統需求旺季，然運價仍欲振乏力；由於運價反應至營收具有遞延效應，儘管 2Q23 陽明運量 QoQ+13%，然運價下跌導致單季營收 QoQ-5.16%。獲利方面，2Q23 燃油

2024 年 3 月 26 日

價格較 1Q23 為低，故毛利率較 1Q23 小幅提升，然因認列未分配盈餘所得稅，陽明 2Q23 稅後虧損 1.3 億元，稅後 EPS-0.04 元。

3Q23 為傳統需求旺季，然因需求復甦力道仍緩慢，供需結構的惡化抑制了旺季價量的回升幅度，本業營運由盈轉虧；惟在業外挹注以及所得稅費用大幅減少之下，陽明單季稅後獲利 28.06 億元，稅後 EPS 0.8 元。

4Q23 進入傳統需求淡季，價量俱跌導致營收呈現季減，在燃油價格上漲壓力之下，本業虧損持續擴大，另業外仍有利息收入之下，陽明單季稅後虧損 11.19 億元，稅後 EPS-0.37 元。

綜上所述，陽明 2023 年稅後獲利 47.74 億元，YoY-97.36%，稅後 EPS 1.37 元，1Q23 為 2023 年季獲利高峰。

### 預估 2024 年稅後 EPS 4.09 元：

儘管 1Q24 為傳統需求淡季，運量難見增長，然紅海事件危機未除，航程繞道有望支撐遠洋線運價維持在損平點之上，推升營收呈現季增；預估陽明 1Q24 稅後獲利 76.99 億元，營運由虧轉盈，稅後 EPS 2.2 元。

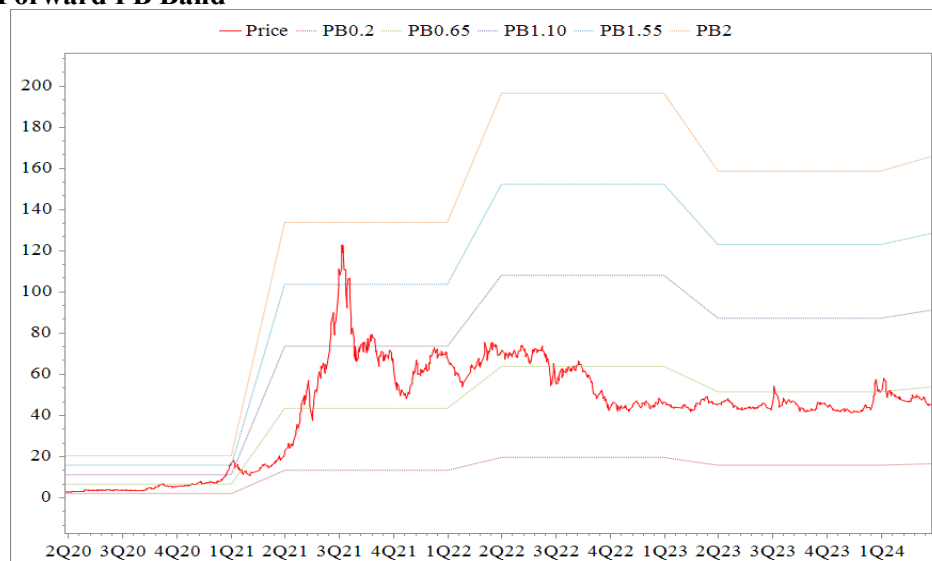
展望 2024 年，若航商繞道好望角成為常態，儘管尚未能扭轉產業供過於求的結構，然在市場供給過剩缺口縮小之下，航商的獲利仍有望獲得提升，預估陽明 2024 年稅後獲利 142.77 億元，YoY+199.05%，稅後 EPS 4.09 元。

此外，陽明承租的 14,000TEU 貨輪於 03/16/2024 在土耳其艾維亞普港進港靠泊時碰撞碼頭橋式機，公司表示該船舶營運操作由船東負責，因鄰近有替代港口，故後續航班並未因此受到影響。

### 投資建議：

投資建議方面，考量產業供給大於需求的趨勢之下，將影響陽明獲利及配息的穩定度，投資建議維持 Neutral。

### Forward PB Band



資料來源：CMoney，群益預估彙整



2024 年 3 月 26 日

## 資產負債表

(百萬元)	2021	2022	2023	2024F	2025F
<b>資產總計</b>	384,416	508,149	392,611	421,260	426,706
流動資產	226,557	338,579	218,701	280,716	166,100
現金及約當現金	57,449	149,428	69,922	110,492	60,003
應收帳款與票據	22,060	10,642	6,376	7,848	4,534
存貨	3,409	4,504	4,535	1,428	4,425
採權益法之投資	11,082	8,743	8,797	5,551	17,231
不動產、廠房設備	73,895	75,778	83,482	83,482	83,482
<b>負債總計</b>	<b>150,093</b>	<b>164,363</b>	<b>114,909</b>	<b>130,736</b>	<b>138,391</b>
流動負債	73,237	75,930	52,647	73,873	42,373
應付帳款與票據	19,518	15,954	14,812	16,492	14,235
非流動負債	76,856	88,433	62,262	55,183	96,596
<b>權益總計</b>	234,323	343,786	277,701	290,524	288,315
普通股股本	<b>34,921</b>	<b>34,921</b>	<b>34,921</b>	<b>34,921</b>	<b>34,921</b>
保留盈餘	169,071	280,077	214,990	227,813	225,603
母公司業主權益	233,691	342,960	276,978	289,508	287,074
<b>負債及權益總計</b>	<b>384,416</b>	<b>508,149</b>	<b>392,611</b>	<b>421,260</b>	<b>426,706</b>

## 損益表

(百萬元)	2021	2022	2023	2024F	2025F
<b>營業收入淨額</b>	333,687	375,900	140,624	157,316	136,949
營業成本	120,556	145,730	134,383	136,022	133,513
<b>營業毛利淨額</b>	213,131	230,170	6,241	21,294	3,436
營業費用	9,976	11,376	8,110	8,923	7,532
<b>營業利益</b>	203,385	220,698	-1,666	12,371	-4,097
<b>EBITDA</b>	222,152	252,064	22,082	29,371	12,903
業外收入及支出	-1,316	8,890	-1,734	5,840	2,208
稅前純益	202,377	233,621	11,296	18,211	-1,889
所得稅	36,775	52,605	6,219	3,642	-378
稅後純益	165,269	180,592	4,774	14,277	-1,736
稅後 EPS(元)	47.33	51.71	1.37	4.09	-0.50
完全稀釋 EPS**	47.33	51.71	1.37	4.09	-0.50

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 349.21【最新股本】億元計算

註 3：完全稀釋 EPS 以股本 349.21 億元計算

## 比率分析

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

## 成長力分析(%)

營業收入淨額	120.58%	12.65%	-62.59%	11.87%	-12.95%
營業毛利淨額	717.09%	7.99%	-97.29%	241.23%	-83.87%
營業利益	945.13%	8.51%	N.A	N.A	N.A
稅後純益	1279.88%	9.27%	-97.36%	199.05%	N.A

## 獲利能力分析(%)

毛利率	63.87%	61.23%	4.44%	13.54%	2.51%
EBITDA(%)	66.57%	67.06%	15.70%	18.67%	9.42%
營益率	60.95%	58.71%	-1.18%	7.86%	-2.99%
稅後純益率	49.53%	48.04%	3.39%	9.08%	-1.27%
總資產報酬率	42.99%	35.54%	1.22%	3.39%	-0.41%
股東權益報酬率	70.53%	52.53%	1.72%	4.91%	-0.60%

## 償債能力檢視

負債比率(%)	39.04%	32.35%	29.27%	31.03%	32.43%
負債/淨值比(%)	64.05%	47.81%	41.38%	45.00%	48.00%
流動比率(%)	309.35%	445.91%	415.41%	380.00%	392.00%

## 其他比率分析

存貨天數	8.48	9.91	12.28	8.00	8.00
應收帳款天數	18.18	15.88	22.09	16.50	16.50

## 現金流量表

(百萬元)	2021	2022	2023	2024F	2025F
<b>營業活動現金</b>	209,857	210,067	3,379	41,367	137,595
稅前純益	202,377	233,621	11,296	18,211	-1,889
折舊及攤銷	17,511	20,078	20,528	23,375	106,856
營運資金變動	-8,704	6,759	3,094	3,315	-1,941
其他營運現金	-1,326	-50,390	-31,539	-3,534	34,568
<b>投資活動現金</b>	-141,108	-32,579	16,725	27,348	-111,152
資本支出淨額	-7,150	-8,396	-14,625	-2,800	-2,800
長期投資變動	-133,927	5,282	18,700	29	29
其他投資現金	-31	-29,466	12,650	30,119	-108,381
<b>籌資活動現金</b>	-34,731	-86,954	-99,261	-28,145	-76,931
長借/公司債變動	-41,351	-6,273	-2,498	-7,078	41,412
現金增資	29,120	0	0	0	0
發放現金股利	0	-69,842	-69,842	-1,746	-698
其他籌資現金	-22,500	-10,838	-26,920	-19,320	-117,645
<b>淨現金流量</b>	32,930	91,979	-79,506	40,570	-50,488
<b>期初現金</b>	24,519	57,449	149,428	69,922	110,492
<b>期末現金</b>	57,449	149,428	69,922	110,492	60,003

資料來源：CMoney、群益

2024 年 3 月 26 日

## 季度損益表

(百萬元)	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24F	2Q24F	3Q24F	4Q24F	1Q25F	2Q25F
營業收入淨額	99,813	59,935	36,953	35,046	35,901	32,723	43,564	39,459	39,278	35,015	32,374	34,711
營業成本	39,556	37,810	33,537	31,496	35,290	34,060	33,387	34,029	34,395	34,212	32,798	33,346
營業毛利淨額	60,257	22,125	3,417	3,550	611	-1,337	10,178	5,430	4,884	803	-424	1,365
營業費用	2,380	3,131	1,956	2,090	2,027	2,037	2,483	2,210	2,200	2,031	1,781	1,909
營業利益	58,015	19,429	1,470	1,572	-1,357	-3,351	7,695	3,220	2,684	-1,228	-2,205	-544
業外收入及支出	4,753	-528	2,756	4,583	4,643	981	2,002	1,913	1,192	733	741	692
稅前純益	62,768	18,901	4,226	6,155	3,286	-2,370	9,697	5,133	3,876	-495	-1,464	148
所得稅	12,898	4,079	764	6,168	406	-1,119	1,939	1,027	775	-99	-293	30
稅後純益	49,748	14,734	3,401	-130	2,806	-1,303	7,699	4,018	3,003	-444	-1,220	51
最新股本	34,921	34,921	34,921	34,921	34,921	34,921	34,921	34,921	34,921	34,921	34,921	34,921
稅後EPS(元)	14.25	4.22	0.97	-0.04	0.80	-0.37	2.20	1.15	0.86	-0.13	-0.35	0.01

## 獲利能力(%)

毛利率(%)	60.37%	36.91%	9.25%	10.13%	1.70%	-4.09%	23.36%	13.76%	12.43%	2.29%	-1.31%	3.93%
營業利益率(%)	58.12%	32.42%	3.98%	4.49%	-3.78%	-10.24%	17.66%	8.16%	6.83%	-3.51%	-6.81%	-1.57%
稅後純益率(%)	49.84%	24.58%	9.20%	-0.37%	7.82%	-3.98%	17.67%	10.18%	7.65%	-1.27%	-3.77%	0.15%

## QoQ(%)

營業收入淨額	-8.80%	-39.95%	-38.34%	-5.16%	2.44%	-8.85%	33.13%	-9.42%	-0.46%	-10.85%	-7.54%	7.22%
營業利益	-18.23%	-66.51%	-92.43%	6.94%	N.A	N.A	N.A	-58.15%	-16.65%	N.A	N.A	N.A
稅前純益	-16.78%	-69.89%	-77.64%	45.65%	-46.60%	N.A	N.A	-47.06%	-24.49%	N.A	N.A	N.A
稅後純益	-10.42%	-70.38%	-76.91%	N.A	N.A	N.A	N.A	-47.81%	-25.26%	N.A	N.A	N.A

## YoY(%)

營業收入淨額	4.57%	-41.63%	-65.37%	-67.98%	-64.03%	-45.40%	17.89%	12.59%	9.41%	7.00%	-25.69%	-12.03%
營業利益	-7.21%	-72.01%	-97.97%	-97.78%	N.A	N.A	423.51%	104.86%	N.A	N.A	N.A	N.A
稅前純益	0.13%	-72.54%	-94.48%	-91.84%	-94.76%	N.A	129.48%	-16.60%	17.95%	N.A	N.A	-97.12%
稅後純益	-2.12%	-73.40%	-94.38%	N.A	-94.36%	N.A	126.35%	N.A	7.02%	N.A	N.A	-98.72%

註1：稅後EPS以股本349.21億元計算

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。