

長榮 (2603 TT) Evergreen Marine

1Q24 獲利大增，且 5 月貨載需求轉強，運價回升，2024 年重啟成長

買進 (維持評等)

目標價 (12 個月)：NT\$200.0

收盤價 (2024/04/18)：NT\$168.0
隱含漲幅：19.0%

營收組成 (2023)

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	買進
目標價 (NT\$)	200.0	200.0
2024年營收 (NT\$/十億)	335.8	343.1
2024年EPS	22.3	22.9

交易資料表

市值	NT\$361,230百萬元
外資持股比率	21.1%
董監持股比率	7.5%
調整後每股淨值 (2023F)	NT\$219.55
負債比	35.7%
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	2023A	2024F	2025F
營業收入	627,284	276,715	335,828	320,683
營業利益	374,808	34,750	67,032	48,500
稅後純益	334,201	35,337	48,049	36,228
EPS (元)	157.91	16.61	22.35	16.85
EPS YoY (%)	249.5	-89.5	34.5	-24.6
本益比 (倍)	1.1	10.1	7.5	10.0
股價淨值比 (倍)	0.6	0.8	0.8	0.8
ROE (%)	73.7	8.5	11.4	8.4
現金殖利率 (%)	41.7%	6.0%	8.0%	6.0%
現金股利 (元)	70.00	10.00	13.41	10.11

蔡爵丞

Jason.JC.Tsai@Yuanta.com

蔡宗穎

Leo.TY.Tsai@yuanta.com

元大觀點

◆ 2024 年運價季節性修正幅度已達滿足點，運價將落底回穩。

◆ 預估長榮 1Q24 及 2024 年稅後 EPS 各下修 5.5%/2.2%至 7.84 元及 22.35 元，不過可年增 230.8%及 34.5%，成長強勁，扭轉衰退格局。

◆ 紅海危機消化過剩運力，長榮減碳成效顯著，競爭力強，建議買進，目標價 200 元(以 2024 年底淨值 219.55 元給予 0.9 倍 PBR 推得)。

運價季節性修正已近尾聲，預期可落底回穩

長榮為全球第七大航商，市占率 5.7%，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 4.2%至 6.7%不等，紅海危機爆發，推估影響全球運力 7.5%至 10%，消化過剩運力，改善 2024 年全球運力結構。也推動 SCFI 指數一度大漲 125.5%至 2024 年初高點 2239.61 點，農曆年後淡季效應造成 SCFI 指數下跌 21.5%至 1757.04 點，已達過往淡季平均跌幅，且貨載旺季將至，預期修正近尾聲，可落底回穩。

1Q24 及 2024 年稅後 EPS 各提升至 7.84 元及 22.35 元

長榮 1Q24 營收 886.31 億元，低於預期 3.3%，惟季增 27.2%，年增 32.6%，紅海危機推升運價大漲，且運量年增 37.5%帶動，稅後 EPS 下修約 5.5%至 7.84 元，但季增 406.5%，年增 230.8%。2Q24 營收下修 2.2%至 788.81 億元，季減 11.0%，年增 17.1%，上修毛利率 1.0ppt 至 28.0%反映運價修正幅度低於預期，稅後 EPS 上修 0.9%至 5.93 元，季減 24.4%，年增 147.7%。2024 年營收下修 2.1%至 3358.28 億元，年增 21.4%，稅後 EPS 雖下修 2.2%至 22.35 元，但年增 34.5%。

紅海危機消化過剩運力，看好長榮獲利重啟成長

對長榮維持買進的投資建議，目標價 200 元。考量：1) 估長榮 1Q24 稅後 EPS 年增 230.8%，獲利成長強勁；2) 淡季運價季節性修正已近尾聲，預估 2Q24 稅後 EPS 年增 147.7%，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 達 22.35 元，年增 34.5%，年底淨值提升至 219.55 元，扭轉獲利衰退的格局；4) 長榮所屬的海洋聯盟延長合約至 2032 年，營運穩定度高，且長榮致力於投資節能環保船，減碳成效顯著，競爭力強等理由，建議買進，目標價設定在 200 元，以 2024 年底淨值 219.55 元給予 0.9 倍 PBR 推得。

營運分析

4Q23 及 2023 年稅後 EPS 各為 1.56 元及 16.61 元，低於預期

4Q23 為海運出貨淡季，長榮 4Q23 營收 696.91 億元，季減 4.3%，年減 37.2%，毛利率下滑 4.3ppt 至 12.8% (原估 17.5%)，費用控管佳，營益率僅滑落 5.2ppt 至 6.8% (原估 5.9%)，營業利益 47.21 億元(原估 41.32 億元)，季減 46.1%，年減 85.6%，優於預期約 14.3%，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，且稅率高於預期，4Q23 稅後 EPS 回落至 1.56 元(原估 1.79 元，以股本 211.64 億元計算)，季減 85.0%，年減 89.0%，低於預期 12.8%。2023 年營收 2,767.21 億元，年減 55.9%，毛利率滑落 45.5ppt 至 18.0% (原估 19.2%)，營益率滑落 47.2ppt 至 12.6% (原估 12.4%)，營業利益降至 347.5 億元(原估 341.62 億元)，年減 90.7%，稅後 EPS 降至 16.61 元(原估 16.93 元，以股本 211.64 億元計算)，年減 89.5%，年底淨值 206.79 元(原估 207.85 元)。

圖 1：2023 年第 4 季財報回顧

(百萬元)	4Q22A	3Q23A	4Q23A	季增率	年增率	4Q23F		預估差異	
						元大預估	市場預估	元大	市場
營業收入	111,027	72,812	69,691	-4.3%	-37.2%	69,697	69,696	0.0%	0.0%
營業毛利	45,531	12,409	8,904	-28.2%	-80.4%	12,197	10,153	-27.0%	-12.3%
營業利益	32,826	8,760	4,721	-46.1%	-85.6%	4,132	4,627	14.3%	2.0%
稅前利益	38,470	25,196	6,533	-74.1%	-83.0%	5,954	7,049	9.7%	-7.3%
稅後淨利	29,850	21,909	3,293	-85.0%	-89.0%	3,796	4,985	-13.2%	-33.9%
調整後 EPS (元)	7.78	10.35	1.56	-85.0%	-79.9%	1.79	2.09	-12.8%	-25.3%
重要比率 (%)				百分點	百分點	百分點			
營業毛利率	41.0%	17.0%	12.8%	-4.3	-28.2	17.5%	14.6%	-4.7	-1.8
營業利益率	29.6%	12.0%	6.8%	-5.2	-22.8	5.9%	6.6%	0.8	0.1
稅後純益率	26.9%	30.1%	4.7%	-25.4	-22.2	5.4%	7.2%	-0.7	-2.4

資料來源：公司資料、元大投顧預估、Bloomberg

1Q24 稅後 EPS 雖下修 5.5%至 7.84 元，但年增 230.8%，表現依舊強勁

長榮 1Q24 營收 886.31 億元(原估 916.52 億元)，雖低於預期 3.3%，不過季增 27.2%，年增 32.6%，乃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，推升平均運價較 4Q23 大漲 32.3%至 1027.3 美元，年減約 0.4%，而貨櫃運量達 253 萬 TEU，僅季減 0.4%，年增 37.5%，貨載運量表現強勁。獲利方面，受惠運價較 4Q23 顯著提升，預估毛利率可改善 19.2ppt 至 32% (原估 32.5%)，營益率改善 20.6ppt 至 27.4%，營業利益 242.38 億元(原估 254.01 億元)，季增 413.4%，年增 117.6%，下修幅度約 4.6%，稅後 EPS 下修約 5.5%至 7.84 元(原估 8.29 元，以最新股本 213.87 億元計算)，季增 406.5%，年增 230.8%，獲利大幅改善。1Q24 毛利率下修，乃考量 1Q24 運價漲幅略低於預期，乃長榮的長約客戶佔比較高，現貨價大漲的效益不明顯，而貨櫃運量成長較大，衍伸出的港埠費用較多所致。

預估 2Q24 及 2024 年稅後 EPS 各為 5.93 元及 22.35 元

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，運價水準仍將高於 2023 年同期水準，預估 2Q24 營收 788.81 億元(原估 806.54 億元)，季減 11.0%，年增 17.1%，下修幅度約 2.2%，其中預估平均運價僅季減 5%至 976 美元，貨載運量降至 230 萬 TEU，季減約 9%，毛利率滑落 4.0ppt 至 28.0% (原估 27.0%)，營益率滑落 4.5ppt 至 22.9% (原估 21.8%)，營業利益降至 180.36 億元(原估 175.45 億元)，季減 25.6%，年增 78.0%，上修約 2.8%，稅後 EPS 為 5.93 元(原估 5.87 元)，季減 24.4%，年增 147.7%，上修約 0.9%。2Q24 毛利率略為上修，乃考量近期美西線長約談判，貨主對於簽訂長約有所遲疑，合約量比重降低，而目前美西現貨運價仍處高檔，有利 2Q24 平均運價季減幅度較原先預估為低，維繫獲利表現。

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，預估長榮 2024 年營收 3358.28 億元(原估 3,430.91 億元)，年增 21.4%，下修幅度約 2.1%，毛利率改善 8.2ppt 至 26.2% (原估 26.1%)，營益率改善 7.4ppt 至 20% (原估 19.7%)，營業利益增至 670.32 億元(原估 676.0 億元)，年增 92.9%，稅後 EPS 提升至 22.35 元(原估 22.85 元)，年增 34.5%，下修幅度約 2.2%，年底淨值提升至 219.55 元(原估 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 年稀釋後稅後 EPS 為 22.20 元，年底淨值調整為 217.21 元。

圖 2：2024 年第 1 季財測與預估比較

(百萬元)	1Q23A	4Q23A	1Q24F	季增率	年增率	1Q24F		預估差異	
						元大預估	市場預估	元大	市場
營業收入	66,827	69,691	88,631	27.2%	32.6%	91,652	92,817	-3.3%	-4.5%
營業毛利	14,801	8,904	28,362	218.5%	91.6%	29,787	28,444	-4.8%	-0.3%
營業利益	11,137	4,721	24,238	413.4%	117.6%	25,401	23,924	-4.6%	1.3%
稅前利益	16,229	6,533	26,450	304.9%	63.0%	27,826	26,314	-4.9%	0.5%
稅後淨利	5,043	3,293	16,862	412.0%	234.4%	17,739	20,989	-4.9%	-19.7%
調整後 EPS (元)	2.38	1.55	7.84	406.5%	230.8%	8.29	9.84	-5.5%	-20.3%
重要比率 (%)				百分點	百分點			百分點	百分點
營業毛利率	22.1%	12.8%	32.0%	19.2	9.9	32.5%	30.6%	-0.5	1.4
營業利益率	16.7%	6.8%	27.4%	20.6	10.7	27.7%	25.8%	-0.4	1.6
稅後純益率	7.5%	4.7%	19.0%	14.3	11.5	19.4%	22.6%	-0.3	-3.6

資料來源：公司資料、元大投顧預估、Bloomberg

圖 3：2024 年第 2 季財測與預估比較

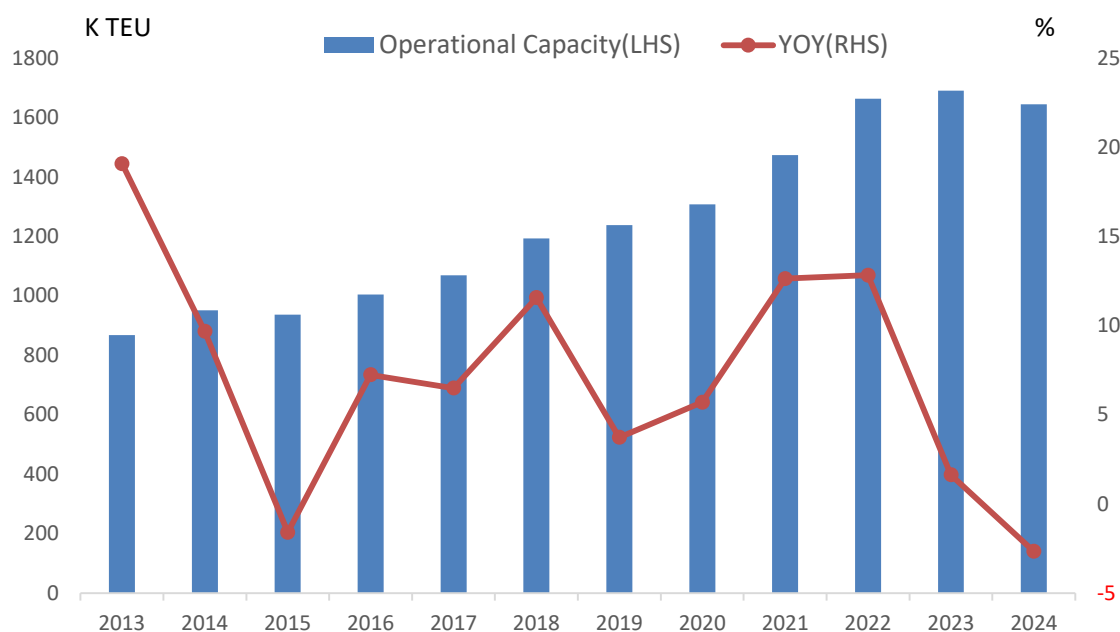
(百萬元)	2Q23A	1Q24F	2Q24F	季增率	年增率	2Q24F		預估差異	
						元大預估	市場預估	元大	市場
營業收入	67,385	88,631	78,881	-11.0%	17.1%	80,654	84,751	-2.2%	-6.9%
營業毛利	13,795	28,362	22,087	-22.1%	60.1%	21,777	16,315	1.4%	35.4%
營業利益	10,132	24,238	18,036	-25.6%	78.0%	17,545	11,983	2.8%	50.5%
稅前利益	16,214	26,450	20,001	-24.4%	23.4%	19,709	13,911	1.5%	43.8%
稅後淨利	5,092	16,862	12,751	-24.4%	150.4%	12,565	10,551	1.5%	20.9%
調整後 EPS (元)	2.41	7.84	5.93	-24.4%	147.7%	5.87	4.94	0.9%	20.0%
重要比率 (%)				百分點	百分點	百分點			
營業毛利率	20.5%	32.0%	28.0%	-4.0	7.5	27.0%	19.3%	1.0	8.8
營業利益率	15.0%	27.3%	22.9%	-4.5	7.8	21.8%	14.1%	1.1	8.7
稅後純益率	7.6%	19.0%	16.2%	-2.9	8.6	15.6%	12.4%	0.6	3.7

資料來源：公司資料、元大投顧預估、Bloomberg

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，全球運力市佔率降至 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 4：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

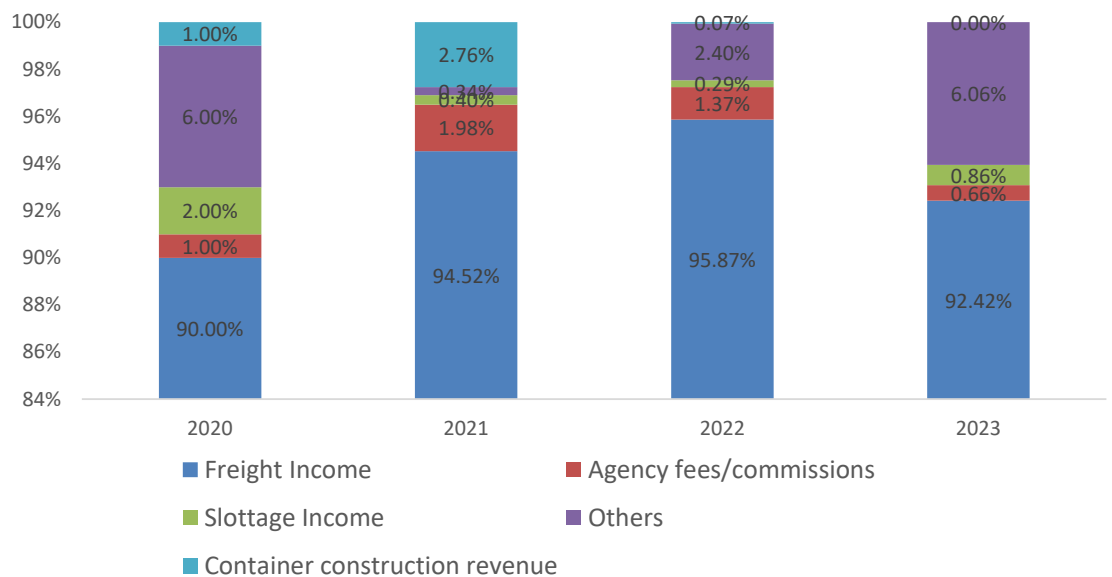
長榮旗下 213 艘船中，自有船 126 艘，租賃船 87 艘，租賃船中有 90% 為長租船。而新造船的資本支出規劃，目前已預定 60 艘新船，其中包含 24 艘甲醇雙能源船，惟此船型無法淨零碳排，僅是過渡船型，造船廠還在研發氨氣或氫氣船，預計未來幾年有機會開發出來進入海運市場。至於未來幾年新交船時程，預計 2024 年將有 23 艘新船投入，2025 年 20 艘，2026 年及 2027 年各 8 艘新船，大量交船的時間點落在 2024 年，預計運力可增加 22.6 萬 TEU，2025 年運力再增加 15 萬 TEU。

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

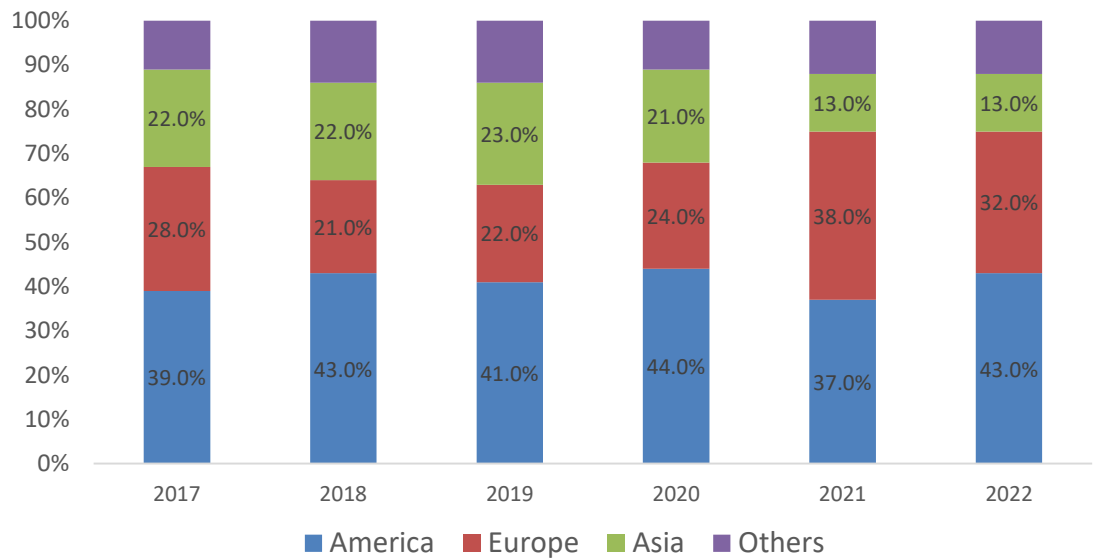
營收結構方面，貨運收入佔比達 92.42%，為主要營收來源，另外還有船艙租收入佔比 0.86%，代理費及傭金收入佔比 0.66%，以及其他約 6.06%。而貨運收入中，各航線營收貢獻上，美洲線佔比 43%，比重最高，其次為歐洲線 32%，亞洲線 13%，其他航線 12%。至於營業成本拆解上，以港埠費用佔比 34% 最高，內陸運輸及轉船運費 13%，船艙租成本 4%，燃油成本 22%，以及其他 27%。

圖 5：長榮營收結構分布圖



資料來源：公司資料、元大投顧

圖 6：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 條泛太平洋美西南航線，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。而海洋聯盟成功延長合約至 2032 年，選擇權則是到 2037 年，顯示長榮與夥伴合作良好，客戶反應佳；現在物流鏈常會有事件造成不穩、聯盟分分合合，認為長榮所屬的海洋聯盟是現今不確定時代下的穩定因素。

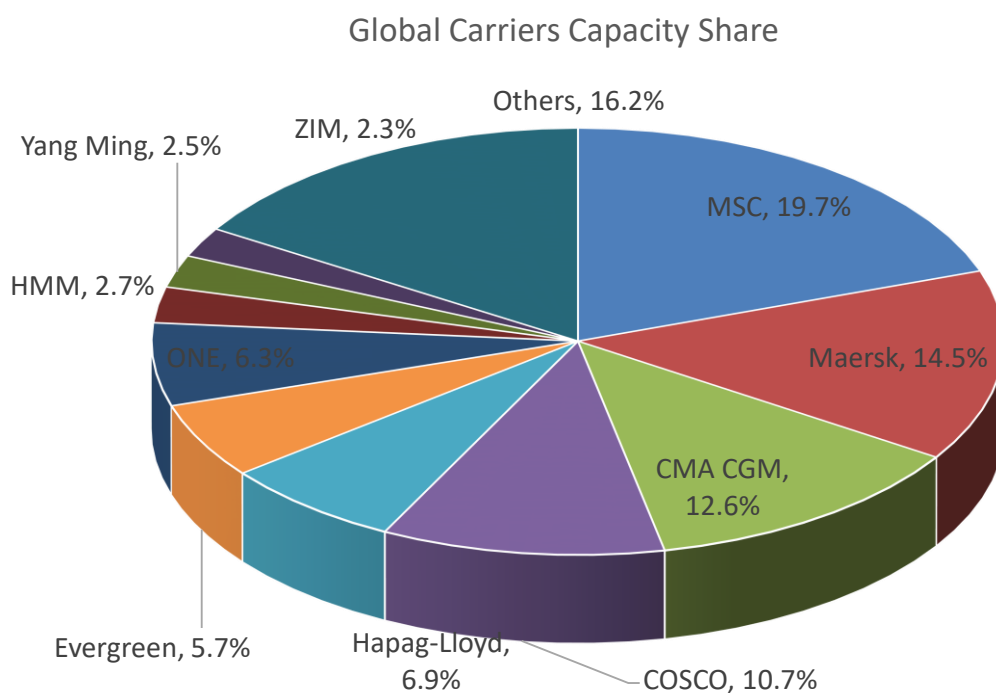
長榮致力於減碳努力，提振競爭力

長榮重視綠能環保的減碳趨勢，擘劃長期減碳路徑，每 TEU 每公里排碳自 2008 年 100.45 克到 2023 年 31.7 克，目標 2050 淨零碳排，主要乃因長榮以最大、最環保、最經濟的船型來提供服務，自 2025 年起 24 條 16K E 型雙燃料船將陸續交船，新造船舶皆為使用甲醇的新能源船，若使用綠色甲醇碳排僅有傳統燃油 2%，剩餘碳可使用碳捕捉器，目前可以捕捉 40%以上碳，未來有望隨技術進步提升效率，落實長期減碳規劃。而長榮於 2023 年取得 ISO 14064/GHG protocol 溫室氣體盤查雙認證，較金管會要求的時間提前 3 年；長榮也取得 ISO 14067 碳足跡盤查認證，通過此認證，可提高大客戶簽訂長約的意願。我們認為長榮積極投資節能環保，進一步提升競爭力，趨勢正向。

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士地中海航運 (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 7：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%最高，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 8.0%YoY，但需求僅成長 3.8%YoY，供過於求約 4.2%，Drewry 預估 2024 年全球運力成長 8.0%，需求成長 2.5%，供過於求約 5.5%。至於 Alphaliner 預估 2024 年運力成長 9.7%，需求成長 3.0%，供過於求 6.7%。不過 2025 年新增運力供給將趨緩，需求則穩健成長，整體供過於求幅度有機會收斂。

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、瑞土地中海航運、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。另外由於運輸船期拉長，船舶自歐洲及美國返回亞洲的時間拉長，也將造成亞洲地區，特別是中國將面臨缺櫃問題，不利後續船舶裝卸業務的運作，影響貨櫃航商運力調度及貨櫃周轉率，將是刺激運價回升的潛在偏多因素。

圖 8：全球 2024 年運力供給與需求成長預估

Institute	YOY	2021	2022	2023	2024F	2025F
Alphaliner	Supply	4.50%	4.10%	8.20%	9.70%	5.20%
	Demand	6.70%	0.10%	0.30%	3.00%	2.50%
Clarksons	Supply	3.70%	4.00%	8.00%	8.00%	4.60%
	Demand	6.80%	-5.10%	0.30%	3.80%	3.10%
Drewry	Supply	4.50%	4.20%	8.10%	8.00%	5.20%
	Demand	7.10%	0.50%	0.70%	2.50%	3.00%

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

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 9：SCFI 運價指數走勢圖

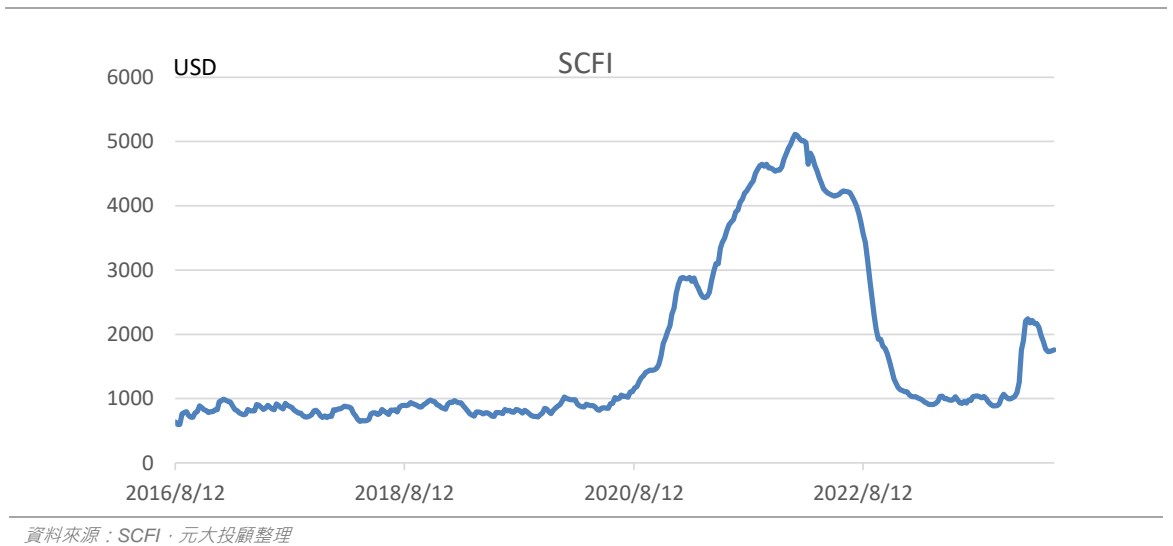


圖 10：歐洲線運價走勢圖

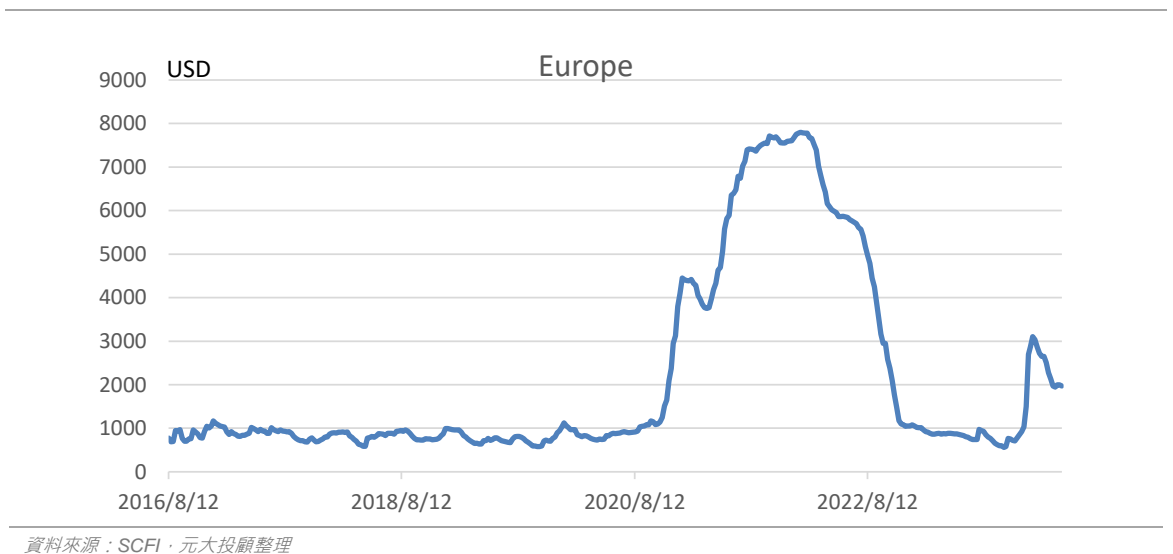
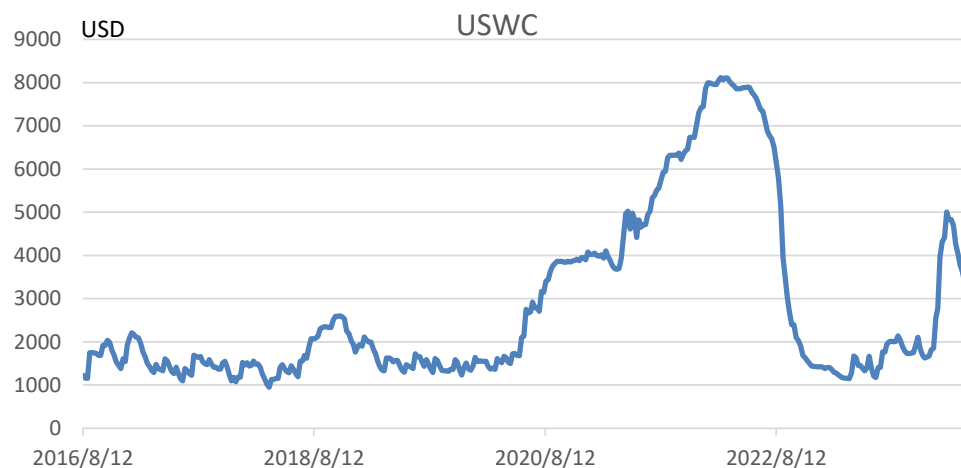


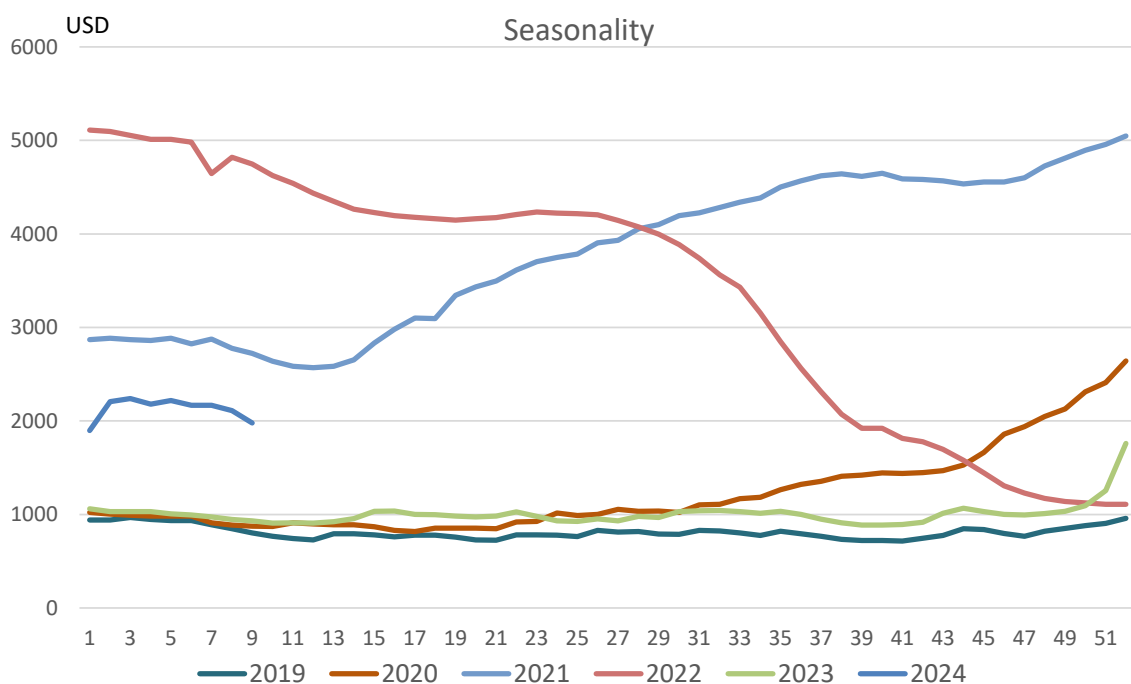
圖 11：美西線運價走勢圖



資料來源：SCFI，元大投顧整理

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，SCFI 指數於 2024/3/29 當週小跌 0.1%至波段低點 1730.98 點，自年初高點修正幅度達 22.7%，歐洲線則反彈 2.6%至 1994 美元，終止連 10 週下跌，地中海線更反彈 4.23%至 3009 美元，終止連 9 週下跌，至於當週美西線仍挫低 5.9%至 3407 美元，美東線下跌 8.2%至 4447 美元，同為連 8 週下跌。而 2024/4/12 當週 SCFI 運價指數上漲 0.67%至 1757.04 點，連 2 週反彈，走勢回穩，惟歐洲線回落 1.3%至 1971 美元，地中海線小跌 0.1%至 3010 美元，終止連 2 週反彈，美西線則下跌 3.1%至 3205 美元，美東線下挫 4.1%至 4179 美元，走勢延續弱勢，主要乃南美航線勁揚 17.7%至 3627 美元，以及波斯灣航線大漲 8%至 2051 美元，帶動 SCFI 運價指數反彈。以年初高點至今的運價表現，SCFI 下跌約 21.5%，歐洲線下跌 36.5%，地中海線下跌 26%，美西線下挫 36.0%，美東線挫低 37.2%。

圖 12：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 13：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	2024年	Average
SCFI	-26.8	-25.2	-20.0	-10.4	-18.8	-14.6	-21.5	-19.6
Europe	-36.2	-35.9	-35.5	-15.8	-26.5	-27.3	-36.5	-30.5
USWC	-39.1	-38.8	-16.8	-8.5	-9.6	-18.8	-36.0	-24.0
USEC	-32.0	-26.6	-9.5	-6.1	-18.2	-29.3	-37.2	-22.7

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 19.6%，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 20.5% 最大，美西線跌幅約 24.0%，美東線跌幅約 22.7%。依據農曆年後季節性特徵，2024 年年初以來的運價修正，初步都已經達到過去幾年的平均跌幅，預期已經達到修正的滿足點，而 5 月貨載需求逐步轉強，可望維繫運價走勢，伺機反彈回升，預估運價指數將於 1700-1800 點築底整理，歐洲、美西及美東航線運價也可望隨之回穩。

若歐洲線可於 1900-2000 美元築底整理，對比 2023 年同期運價仍將上漲超過 110%YOY，而美西線可於 3100-3200 美元築底整理，美東線於 4000-4100 美元築底整理，對比 2023 年同期運價，仍將各上漲 100%及 70%YOY，漲幅依舊可觀。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，近期淡季后，自高點回跌 36%至 3205 美元。為了提高美洲線長約議價實力，貨櫃航商也有動機採取縮艙減班的策略以維持運價，增添近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

看好長榮獲利重啟成長，維持買進建議，目標價 200 元

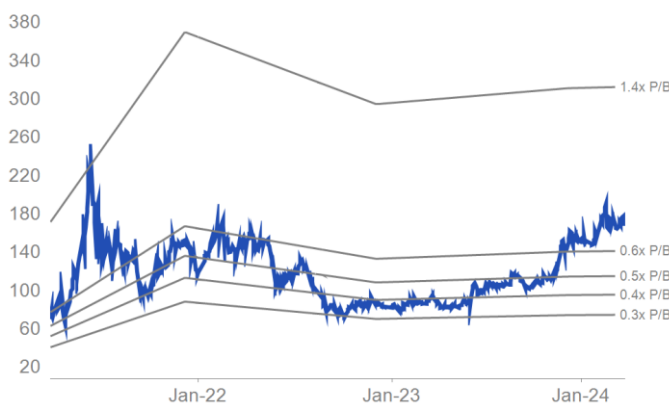
對長榮維持買進的投資建議，目標價 200 元。考量：1) 長榮 1Q24 營收 886.31 億元，雖低於預期 3.3%，不過季增 27.2%，年增 32.6%，乃紅海危機推升運價的效益顯現，且長榮貨櫃運量 253 萬 TEU，年增 37.5%，預估稅後 EPS 雖下修約 5.5%至 7.84 元，但季增 406.5%，年增 230.8%，獲利成長強勁；2) 貨載淡季造成運價季節性修正已近尾聲，貨櫃航商透過縮班減艙，控制運價修正幅度，預期運價水準仍將遠高於 2023 年同期水準，預估 2Q24 營收下修約 2.2%，788.81 億元，季減 11.0%，年增 17.1%，不過平均運價跌幅低於預期，上修毛利率 1.0ppt 至 28.0%，稅後 EPS 上修 0.9%至 5.93 元，季減 24.4%，年增 147.7%，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 年營收下修 2.1%至 3358.28 億元，年增 21.4%，毛利率改善 8.2ppt 至 26.2%，稅後 EPS 雖下修 2.2%至 22.35 元，但年增 34.5%，年底淨值提升至 219.55 元(原估 220.16 元)，扭轉獲利衰退的格局；4) 長榮所屬的海洋聯盟延長合約至 2032 年，營運穩定度高，且長榮致力於投資節能環保船，減碳成效顯著，競爭力強等理由，建議買進，目標價設定在 200 元，以 2024 年底淨值 219.55 元給予 0.9 倍 PBR 推得。

圖 14：2024 和 2025 年財務預估調整

(百萬元)	2024 估		2025 估		預估差異	
	調整後	調整前	調整後	調整前	2024	2025
營業收入	335,828	343,091	320,683	322,245	-2.1%	-0.5%
營業毛利	88,033	89,646	69,714	70,052	-1.8%	-0.5%
營業利益	67,032	67,600	48,500	48,637	-0.8%	-0.3%
稅前利益	75,370	76,674	56,828	57,152	-1.7%	-0.6%
稅後淨利	48,049	48,880	36,228	36,434	-1.7%	-0.6%
調整後 EPS (元)	22.35	22.85	16.85	17.04	-2.2%	-1.1%
重要比率 (%)					百分點	百分點
營業毛利率	26.2%	26.1%	21.7%	21.7%	0.1	0
營業利益率	20.0%	19.7%	15.1%	15.1%	0.3	0
稅後純益率	16.8%	16.8%	13.3%	13.3%	0.1	0

資料來源：公司資料、元大投顧預估

圖 15：12 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 16：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(%)		
					2023	2024	2025	2023	2024	2025	2023	2024	2025
長榮	2603 TT	買進	168.0	11,288	16.61	22.35	16.85	10.1	7.5	10.0	(89.5)	34.5	(24.6)
國際同業													
Maersk	MAERSKB DC	未評等	9450.0	23,454	1532.5	(315.5)	(85.7)	6.2	--	--	(86.2)	--	--
COSCO	1919 HK	未評等	8.6	22,068	1.6	1.1	1.0	5.3	8.2	8.6	(79.0)	(35.3)	(4.8)
Hapag Lloyd	HLAG GR	未評等	145.8	25,337	16.7	4.0	(1.7)	8.7	36.8	--	(82.8)	(76.3)	--
Kawasaki Kisen Kaisha	9107 JP	未評等	2049.0	11,188	857.0	510.8	231.4	2.4	4.0	8.9	12.0	(40.4)	(54.7)
Mitsui O.S.K. Lines	9104 JP	未評等	4538.0	12,050	2204.0	610.2	537.5	2.1	7.4	8.4	11.9	(72.3)	(11.9)
Nippon Yusen KK	9101 JP	未評等	4092.0	15,726	1993.7	465.7	464.3	2.1	8.8	8.8	0.1	(76.6)	(0.3)
國際同業平均					1100.9	212.7	191.1	4.5	13.1	8.7	(37.3)	(60.2)	(17.9)
國內同業													
陽明海運	2609 TT	未評等	43.8	5,309	1.4	0.7	(0.4)	32.0	64.4	--	(97.4)	(50.2)	--
萬海航運	2615 TT	未評等	42.9	4,302	(2.1)	(0.2)	0	--	--	1072.5	(106.2)	--	--
國內同業平均					(0.4)	0.3	(0.2)	32.0	64.4	1072.5	(101.8)	(50.2)	--

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 17：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)		
					2023	2024	2025	2023	2024	2025	2023	2024	2025
長榮	2603 TT	買進	168.0	11,288	8.5	11.4	8.4	206.79	219.55	223.09	0.8	0.8	0.8
國際同業													
Maersk	MAERSKB DC	未評等	9450.0	23,454	6.5	(0.3)	0	21663.7	21804.9	21143.6	0.4	0.4	0.5
COSCO	1919 HK	未評等	8.6	22,068	11.9	7.6	6.1	13.4	14.4	14.7	0.7	0.6	0.6
Hapag Lloyd	HLAG GR	未評等	145.8	25,337	12.7	3.7	1.3	106.3	108.8	91.7	1.4	1.3	1.6
Kawasaki Kisen Kaisha	9107 JP	未評等	2049.0	11,188	57.9	8.0	7.8	1868.9	6345.2	2148.6	1.1	0.3	1.0
Mitsui O.S.K. Lines	9104 JP	未評等	4538.0	12,050	51.3	10.4	9.0	5332.2	5701.1	6046.8	0.9	0.8	0.8
Nippon Yusen KK	9101 JP	未評等	4092.0	15,726	48.3	8.4	8.7	4880.6	5200.6	5571.6	0.8	0.8	0.7
國際同業平均					31.4	6.3	5.5	5644.2	6529.2	5836.2	0.9	0.7	0.8
國內同業													
陽明海運	2609 TT	未評等	43.8	5,309	1.5	0.3	(0.5)	79.3	80.2	83.0	0.6	0.6	0.5
萬海航運	2615 TT	未評等	42.9	4,302	(2.7)	(2.7)	0.1	73.4	72.3	73.3	0.6	0.6	0.6
國內同業平均					(0.6)	(1.2)	(0.2)	76.4	76.3	78.2	0.6	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 18：季度及年度簡明損益表 (合併)

(NT\$百萬元)	1Q2023A	2Q2023A	3Q2023A	4Q2023A	1Q2024F	2Q2024F	3Q2024F	4Q2024F	FY2023A	FY2024F
營業收入	66,827	67,385	72,812	69,691	88,631	78,881	89,530	78,787	276,715	335,828
銷貨成本	(52,025)	(53,589)	(60,403)	(60,788)	(60,269)	(56,794)	(68,491)	(62,241)	(226,785)	(247,795)
營業毛利	14,801	13,795	12,409	8,904	28,362	22,087	21,040	16,545	49,930	88,033
營業費用	(3,938)	(4,033)	(4,080)	(4,764)	(4,653)	(4,536)	(4,879)	(9,060)	(16,814)	(23,129)
營業利益	11,137	10,132	8,760	4,721	24,238	18,036	16,730	8,028	34,750	67,032
業外利益	5,091	6,083	16,436	1,812	2,212	1,965	2,210	1,950	29,422	8,338
稅前純益	16,229	16,214	25,196	6,533	26,450	20,001	18,940	9,978	64,172	75,370
所得稅費用	(9,895)	(9,754)	(2,141)	(2,407)	(6,613)	(5,000)	(4,735)	(2,495)	(24,196)	(18,843)
少數股東權益	1,291	1,369	1,146	833	0	0	0	0	4,639	8,479
歸屬母公司稅後純益	5,043	5,092	21,909	3,293	16,862	12,751	12,074	6,361	35,337	48,049
調整後每股盈餘(NT\$)	2.37	2.39	10.30	1.56	7.84	5.93	5.62	2.96	16.61	22.35
調整後加權平均股數(百萬股)	2,150	2,150	2,150	2,150	2,150	2,150	2,150	2,150	2,127	2,150
重要比率										
營業毛利率	22.2%	20.5%	17.0%	12.8%	32.0%	28.0%	23.5%	21.0%	18.0%	26.2%
營業利益率	16.7%	15.0%	12.0%	6.8%	27.4%	22.9%	18.7%	10.2%	12.6%	20.0%
稅前純益率	24.3%	24.1%	34.6%	9.4%	29.8%	25.4%	21.2%	12.7%	23.2%	22.4%
稅後純益率	7.6%	7.6%	30.1%	4.7%	19.0%	16.2%	13.5%	8.1%	14.5%	16.8%
有效所得稅率	61.0%	60.2%	8.5%	36.8%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%	37.7%	25.0%
季增率(%)										
營業收入	-39.8%	0.8%	8.1%	-4.3%	27.2%	-11.0%	13.5%	-12.0%		
營業利益	-66.1%	-9.0%	-13.5%	-46.1%	413.4%	-25.6%	-7.2%	-52.0%		
稅後純益	-83.1%	1.0%	330.2%	-85.0%	412.0%	-24.4%	-5.3%	-47.3%		
調整後每股盈餘	-83.2%	1.0%	330.2%	-85.0%	406.5%	-24.4%	-5.3%	-47.3%		
年增率(%)										
營業收入	-60.9%	-61.5%	-57.3%	-37.2%	32.6%	17.1%	23.0%	13.1%	-55.9%	21.4%
營業利益	-90.3%	-91.4%	-92.0%	-85.6%	117.6%	78.0%	91.0%	70.1%	-90.7%	92.9%
稅後純益	-95.0%	-95.0%	-78.2%	-89.0%	234.4%	150.4%	-44.9%	93.1%	-88.5%	41.4%
調整後每股盈餘	-95.1%	-95.0%	-78.4%	-79.9%	230.8%	147.7%	-45.5%	91.1%	-89.5%	34.5%

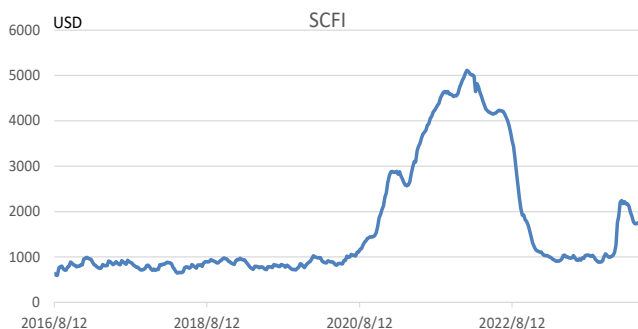
資料來源：公司資料、元大投顧、CMoney；標“A”為歷史數據；調整後每股盈餘為根據調整後加權平均股數計算。

公司簡介

長榮為台灣最大全球第七大貨櫃航商

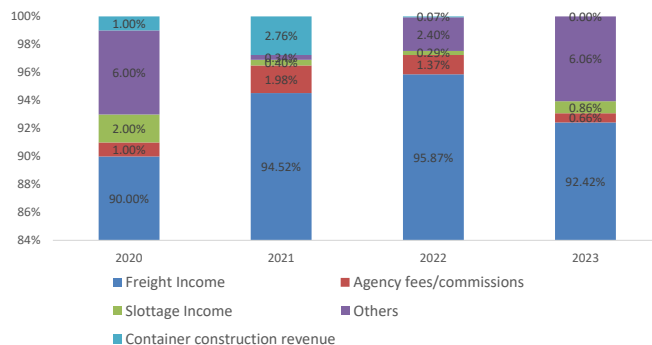
長榮(2603)成立於 1968 年，為台灣最大的貨櫃輪船公司，目前旗下船隊共有 213 艘，包括 2023 年新交船 4 艘，運力為 3.5 萬 TEU，以及汰舊拆解 6 艘舊船，運力為 2.2 萬 TEU。合計長榮 2023 年總運力達到 169.0 萬 TEU，運力新增約 1%YOY，全球運力市佔率約 6.1%。2024 年初最新資料，長榮運力略降至 164.52 萬 TEU，全球運力市佔率降至 5.7%，為全球第七大貨櫃航商。

圖 19：SCFI 運價指數



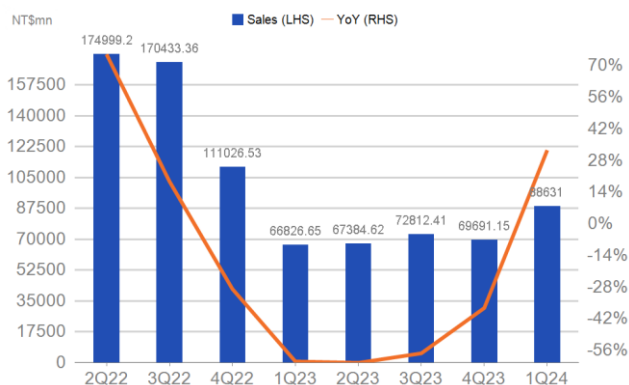
資料來源：公司資料、元大投顧預估

圖 20：營收組成



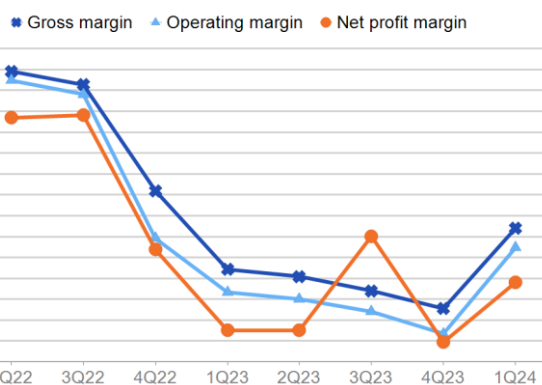
資料來源：公司資料

圖 21：營收趨勢



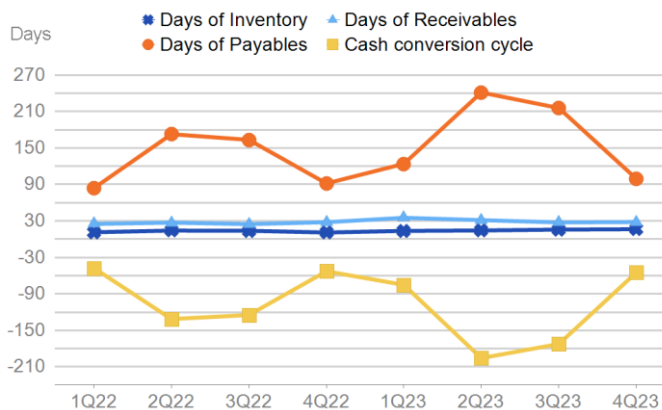
資料來源：CMoney、公司資料

圖 22：毛利率、營益率、淨利率



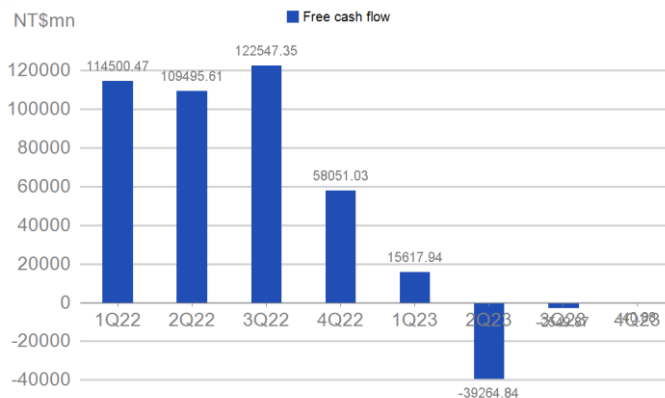
資料來源：CMoney、公司資料

圖 23：經營能力



資料來源：CMoney、公司資料

圖 24：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 風險評級屬於中度風險，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 25：ESG 分析

分項	評分/評級
ESG 總分	23.1
在 ESG 議題上的曝險 (A)	40.7
個別公司在 ESG 議題上的執行力 (B)	48.3
風險評級	中 
同業排行(1~100，1 為最佳)	37

資料來源：Sustainalytics (2024/4/18)

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	2023A	2024F	2025F
現金與短期投資	107,792	392,346	170,230	174,675	178,585
存貨	5,838	7,705	10,117	11,221	10,948
應收帳款及票據	41,538	25,801	20,700	22,212	21,971
其他流動資產	127,947	58,083	37,094	38,620	39,444
流動資產	283,115	483,935	238,140	246,728	250,948
採用權益法之投資	36,419	43,648	40,656	42,656	44,656
固定資產	153,903	211,065	260,244	268,663	269,374
無形資產	1,271	1,341	0	0	0
其他非流動資產	136,319	147,523	192,790	201,497	202,030
非流動資產	327,911	403,577	493,690	512,816	516,061
資產總額	611,026	887,512	731,831	759,544	767,009
應付帳款及票據	30,375	46,228	35,642	38,008	37,422
短期借款	0	0	0	0	0
什項負債	78,718	118,652	76,108	76,108	76,108
流動負債	109,093	164,879	111,750	114,117	113,530
長期借款	39,638	33,374	31,666	30,225	30,465
其他負債及準備	104,973	106,709	117,620	117,540	117,691
長期負債	144,612	140,083	149,286	147,765	148,156
負債總額	253,705	304,962	261,036	261,881	261,686
股本	52,908	21,164	21,273	21,273	21,273
資本公積	15,762	15,968	17,093	17,093	17,093
保留盈餘	259,260	498,727	385,923	412,699	420,406
什項權益	(1,146)	16,355	15,610	15,983	15,797
歸屬母公司之權益	326,785	552,214	470,795	497,663	505,323
非控制權益	30,537	30,336	30,896	30,616	30,756
股東權益總額	357,322	582,550	470,795	497,663	505,323

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	2023A	2024F	2025F
本期純益	263,110	346,173	39,976	56,528	42,621
折舊及攤提	22,611	27,759	33,864	41,752	40,038
本期營運資金變動	(11,542)	34,842	28,100	(249)	(73)
其他營業資產及負債變動	26,879	13,655	(115,772)	2,354	8,951
營運活動之現金流量	301,058	422,430	(13,833)	91,905	85,144
資本支出	(14,944)	(17,835)	(14,734)	(50,170)	(40,749)
本期長期投資變動	6,499	7,230	(35,843)	(2,000)	(2,000)
其他資產變動	(157,710)	37,367	(115,772)	2,354	8,951
投資活動之現金流量	(166,156)	26,761	(39,756)	(50,655)	(36,126)
股本變動	3,928	(31,744)	109	0	0
本期負債變動	(44,402)	(24,797)	(2,590)	845	(196)
現金增減資	0	(31,746)	0	0	0
支付現金股利	(13,156)	(95,239)	(148,909)	(21,273)	(28,522)
其他調整數	(15,778)	15,131	(115,772)	2,354	8,951
融資活動之現金流量	(69,408)	(168,395)	(168,079)	(36,804)	(45,108)
匯率影響數	(1,799)	3,758	(449)	0	0
本期產生現金流量	63,696	284,554	(222,117)	4,445	3,910
自由現金流量	286,114	404,594	(102,590)	41,735	44,395

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	2023A	2024F	2025F
營業收入	489,407	627,284	276,715	335,828	320,683
銷貨成本	(187,412)	(228,841)	(226,785)	(247,795)	(250,969)
營業毛利	301,995	398,442	49,930	88,033	69,714
營業費用	(17,311)	(24,765)	(16,814)	(23,129)	(23,281)
推銷費用	(3,708)	(5,292)	(3,044)	(5,532)	(6,490)
研究費用	0	0	0	0	0
管理費用	(13,605)	(19,471)	(13,760)	(17,597)	(16,791)
其他費用	2	(2)	(10)	0	0
營業利益	284,862	374,808	34,750	67,032	48,500
利息收入	387	6,380	14,379	10,075	9,994
利息費用	(3,335)	(3,273)	(4,961)	(6,717)	(6,414)
利息收入淨額	(2,948)	3,107	9,418	3,358	3,580
投資利益(損失)淨額	5,727	9,035	5,981	5,037	4,810
匯兌損益	307	12,402	0	0	0
其他業外收入(支出)淨額	286	73	0	0	0
稅前純益	288,235	399,424	64,172	75,370	56,828
所得稅費用	(25,125)	(53,252)	(24,196)	(18,843)	(14,207)
少數股權淨利	24,095	11,972	4,639	8,479	6,393
歸屬母公司之稅後純益	239,015	334,201	35,337	48,049	36,228
稅前息前折舊攤銷前淨利	314,083	430,439	107,455	120,480	100,446
調整後每股盈餘 (NT\$)	45.18	157.91	16.61	22.35	16.85

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	2023A	2024F	2025F
年成長率 (%)					
營業收入	136.3	28.2	(55.9)	21.4	(4.5)
營業利益	721.7	31.6	(90.7)	92.9	(27.6)
稅前息前折舊攤銷前淨利	446.8	37.1	(75.0)	12.1	(16.6)
稅後純益	814.6	31.6	(88.5)	41.4	(24.6)
調整後每股盈餘	297.3	249.5	(89.5)	34.5	(24.6)
獲利能力分析 (%)					
營業毛利率	61.7	63.5	18.0	26.2	21.7
營業利益率	58.2	59.8	12.6	20.0	15.1
稅前息前淨利率	58.2	63.2	26.6	23.4	18.8
稅前息前折舊攤銷前淨利率	64.2	68.6	38.8	35.9	31.3
稅前純益率	58.9	63.7	23.2	22.4	17.7
稅後純益率	48.8	53.3	14.5	16.8	13.3
資產報酬率	55.7	46.2	5.5	7.4	5.6
股東權益報酬率	114.7	73.7	8.5	11.4	8.4
穩定/償債能力分析					
負債權益比 (%)	71.0	52.4	55.5	52.6	51.8
淨負債權益比(%)	(19.1)	(61.6)	(29.4)	(29.0)	(29.3)
利息保障倍數 (倍)	87.4	123.0	(14.8)	(11.7)	(9.4)
流動比率 (%)	259.5	293.5	213.1	216.2	221.0
速動比率 (%)	252.8	287.8	204.1	206.4	211.4
淨負債 (NT\$百萬元)	(68,154)	(358,973)	(138,564)	(144,451)	(148,120)
調整後每股淨值 (NT\$)	61.76	260.92	206.79	219.55	223.09
評價指標 (倍)					
本益比	3.7	1.1	10.1	7.5	10.0
股價自由現金流量比	1.3	0.9	--	8.7	8.1
股價淨值比	2.7	0.6	0.8	0.8	0.8
股價稅前息前折舊攤銷前淨	1.2	0.8	3.4	3.0	3.6
股價營收比	0.7	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。

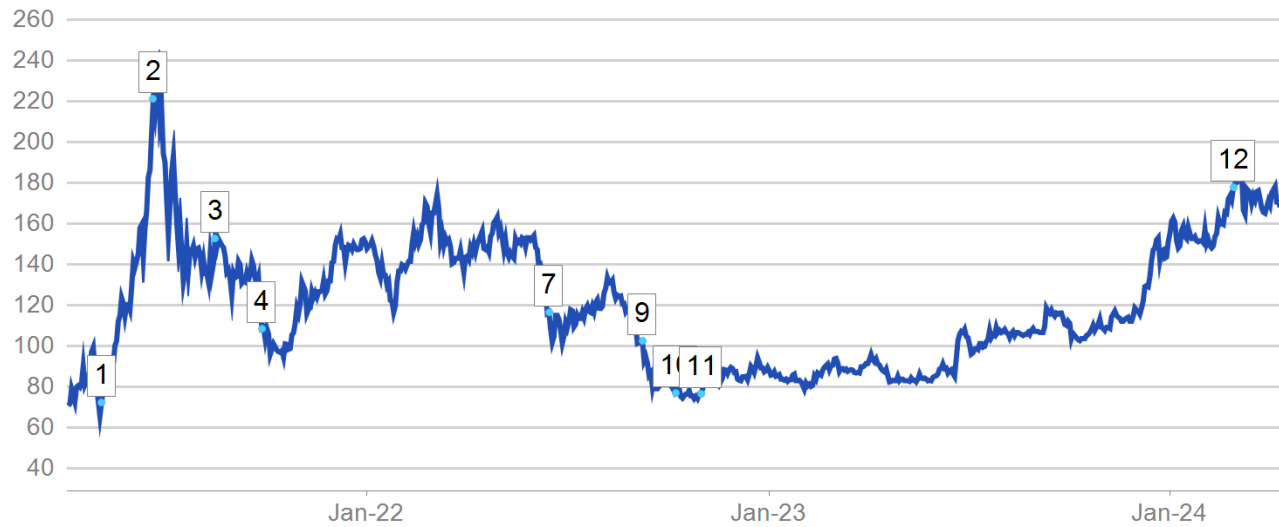
附錄：重要揭露事項

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

— 收盤價



#	日期	收盤價 (A)	目標價 (B)	調整後目標價 (C)	評等	分析師
1	20210518	63.10	97.00	100.67	買進	胡逸如
2	20210701	197.00	270.00	280.21	買進	胡逸如
3	20210823	132.50	280.00	296.41	買進	胡逸如
4	20211004	102.50	200.00	211.72	買進	胡逸如
5	20211107	114.00	210.00	222.31	買進	胡逸如
6	20220508	154.00	180.00	190.55	買進	胡逸如
7	20220621	110.00	109.00	115.39	持有-超越同業	胡逸如
8	20220807	99.20	111.00	140.88	持有-超越同業	胡逸如
9	20220913	80.80	160.00	203.07	持有-落後同業	胡逸如
10	20221017	152.50	147.00	80.61	持有-超越同業	胡逸如
11	20221106	139.00	133.00	72.94	持有-超越同業	胡逸如
12	20240307	171.50	200.00	200.00	買進	蔡爵丞

資料來源：CMoney、元大投顧
註：A = 未調整之收盤價；B = 未調整之目標價；C = 依據股票股利與現金股利調整後之目標價。員工分紅稀釋影響未反映於 A、B 或 C。

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

© {2024} 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>.