

2024 年 7 月 2 日

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

前日收盤價 56.50 元  
目標價  
3 個月 68 元  
12 個月 68 元

## 裕民(2606 TT)

Buy

近期報告日期、評等及前日股價

2H24 進入需求旺季，營運有望進一步走高，投資建議為 Buy。

**投資建議：**考量散裝產業結構逐趨健康將支撐運價中長期走勢，2H24 進入需求旺季、加上新船交付，有利營運進一步走高，給予裕民投資建議為 Buy，目標價 68 元。

### 公司基本資訊

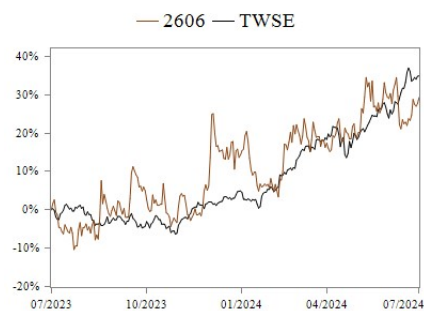
目前股本(百萬元) 8,451  
市值(億元) 478  
目前每股淨值(元) 44.66  
外資持股比(%) 10.78  
投信持股比(%) 1.87  
董監持股比(%) 40.63  
融資餘額(張) 8,337  
現金股息配發率(%) 74.07

### 產品組合



■ 運費收入:100.00%

### 股價相對大盤走勢



**市場新增運力受限將支撐中長期運價走勢：**1Q24 BDI 指數走勢淡季不淡，2Q24 以來海岬型現貨運價持續處在航商成本線之上波動；展望 2H24，進入需求旺季下，預期運價水準有望較 1H24 進一步提升。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，未來老船拆解壓力大增。整體而言，在市場新增運力受限之下，中長期運價走勢有望獲得支撐。

**2H24 進入需求旺季、加上新船交付，有利營運進一步走高：**裕民目前船隊共 68 艘，自有船舶為 46 艘；海岬型及巴拿馬型船舶占比各約三成，船舶現貨比重則約六成左右。2024 年預計交船 4 艘，其中 04/2024 已下水 1 艘，另外 3 艘將於 3Q24 交付，2025 年則預計交付 1 艘新船；公司中長期船隊目標為 100 艘船舶、載重噸數超過 1,000 萬噸。獲利方面，1Q24 處於需求淡季，運價低於 4Q23，故營收及毛利率皆較 4Q23 下滑，惟業外認列金融資產評價利益，單季稅後獲利 9.88 億元，QoQ+12.03%，稅後 EPS 1.17 元。2Q24 公司有 1 艘新船下水，推升本業獲利增長，在業外無大筆一次性收益假設下，預估 2Q24 稅後獲利 8.83 億元，稅後 EPS 1.05 元。2H24 進入傳統需求旺季，加上公司有 3 艘新船交付，營運有望進一步走高，3Q24 在股利收入貢獻下，預估稅後獲利 13.09 億元、稅後 EPS 1.55 元，預估 4Q24 稅後獲利 12.09 億元、稅後 EPS 1.43 元。綜上所述，受惠於散裝市場新增運能有限，有望推升海岬型船舶運價逐步走高，另新船加入亦對營運呈正向貢獻，群益預估裕民 2024 年稅後獲利 43.89 億元，YoY+60.27%，稅後 EPS 5.19 元。2025 年產業結構仍佳，預估裕民稅後獲利 48.6 億元，YoY+10.71%，稅後 EPS 5.75 元。

(百萬元)	2023	2024F	2025F	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24F	3Q24F	4Q24F	1Q25F	2Q25F
營業收入淨額	14,375	16,392	17,550	3,648	3,901	3,970	3,845	3,918	4,232	4,397	4,049	4,381
營業毛利淨額	3,382	4,999	5,688	926	810	1,178	1,052	1,109	1,383	1,455	1,107	1,420
營業利益	2,708	4,285	4,898	780	653	968	887	944	1,193	1,261	925	1,223
稅後純益	2,739	4,390	4,860	598	764	882	988	884	1,309	1,209	870	1,169
稅後 EPS(元)	3.24	5.19	5.75	0.71	0.90	1.04	1.17	1.05	1.55	1.43	1.03	1.38
毛利率(%)	23.53%	30.50%	32.41%	25.40%	20.76%	29.67%	27.37%	28.31%	32.68%	33.08%	27.34%	32.42%
營業利益率(%)	18.84%	26.14%	27.91%	21.39%	16.75%	24.38%	23.06%	24.11%	28.18%	28.68%	22.84%	27.92%
稅後純益率(%)	19.05%	26.78%	27.69%	16.39%	19.59%	22.22%	25.70%	22.55%	30.93%	27.50%	21.48%	26.69%
營業收入 YoY/QoQ(%)	1.45%	14.02%	7.07%	27.68%	6.93%	1.76%	-3.13%	1.88%	8.02%	3.90%	-7.92%	8.20%
稅後純益 YoY/QoQ(%)	-37.81%	60.27%	10.71%	20.96%	27.80%	15.40%	12.03%	-10.59%	48.16%	-7.65%	-28.06%	34.44%

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 84.51 億元計算。

## 公司 ESG 政策：

裕民由高階主管每年定期辨識氣候相關風險與機會，裕民 2023 年辨識出之氣候重大風險與機會如下：

### #轉型風險

1. 碳強度指標(CII)規定
2. 國際海事組織 2030/2040/2050 淨零查核點
3. 投資發展低碳船舶

#### -業務

裕民現有船舶須遵守 CII 規定，CII 評等 E 或連續三年為 D 之船舶須提交改善計畫。為因應 IMO 設定航運產業淨零排放，裕民需藉由發展低碳船舶等方式逐步減少溫室氣體排放量至淨零碳排放。

#### -策略

裕民透過汰舊換新船舶、進行船舶維護及保養、營運操控等方式減少不必要的排放。而為邁向淨零，裕民發布淨零路徑圖，同時持續掌握低碳/零碳船舶研發、低碳燃料供應情形。

#### -財務

裕民每年花費 22.81 萬美元進行船舶維護保養、預計花費 39 萬美元(已攤提費用計算)安裝轉子帆。另一方面，裕民已有 4 艘較傳統重油船貴 30%之液化天然氣雙燃料散裝船投入營運，並於 2023 年投入超過 8 萬美元訓練船員操作新型化天然氣雙燃料船。

### #實體風險：

1. 船舶等待強風結束，增加燃油消耗成本
2. 乾旱運河水位不足，造成塞船耗油或延期交貨
3. 港口因氣候變遷造成的水相關風險，導致港口無法正常運作

#### -業務

氣候變遷預期將增加極端天氣事件，可能導致海上強風、運河水位因乾旱造成塞船、港口因氣候變遷造成水災害事件等情形，進而影響船舶航行、導致船期延誤、船隻維修成本增加等狀況，增加營運成本。

#### -策略

1. 強化運用自有之安全管理系統(FSM)並納入日常管理，以確保各船採用最佳航行路徑，減少惡劣海象對船舶效能的影響及採購相關船舶系統，針對不良天候與各地港口情況提前獲得資訊
2. 船隻保險(船體險、船殼險及其它保險)

#### -財務

2024 年 7 月 2 日

裕民每年投入超過 76.21 萬美元購買相關船舶系統，掌握即時海象與船舶航行情形，同時投入約 619 萬美元保險費用。

## #氣候相關機會

1. 以低碳能源，拓展轉型運輸業務
2. 使用新型燃料降低碳排放，減少碳費支出與罰金

### -業務

裕民積極布局低碳轉型，搶先同業拓展低碳業務，如建造低碳雙燃料船舶，預計可於散裝航運市場取得競爭優勢，同時創造良好企業形象，吸引正向投（融）資機會，並在減少溫室氣體排放的同時減少碳費支出與罰金。

### -策略

評估市場低碳運輸需求、低碳燃料供應來源與穩定性、掌握低碳燃料價格變動趨勢。

### -財務

裕民投入人力評估低碳燃料供應來源與穩定性及掌握燃料價格變動趨勢、低碳運輸需求，每年投入約 7.2 萬美元人力資源成本。

## Forward PB Band



資料來源：CMoney，群益預估彙整

2024 年 7 月 2 日

## 資產負債表

(百萬元)	2021	2022	2023	2024F	2025F
<b>資產總計</b>	62,279	76,426	80,634	83,979	87,830
流動資產	24,378	26,085	25,427	33,114	35,709
現金及約當現金	13,928	14,559	13,500	18,037	19,237
應收帳款與票據	522	911	853	1,132	982
存貨	669	525	607	579	610
採權益法之投資	3,993	4,637	4,841	2,996	2,255
不動產、廠房設備	27,256	32,380	43,811	43,811	46,811
<b>負債總計</b>	<b>36,420</b>	<b>43,526</b>	<b>46,811</b>	<b>47,828</b>	<b>49,643</b>
流動負債	17,938	16,539	17,676	22,837	22,600
應付帳款與票據	185	243	246	266	265
非流動負債	18,482	26,987	29,135	24,971	27,023
<b>權益總計</b>	<b>25,859</b>	<b>32,901</b>	<b>33,823</b>	<b>36,151</b>	<b>38,187</b>
普通股股本	<b>8,451</b>	<b>8,451</b>	<b>8,451</b>	<b>8,451</b>	<b>8,451</b>
保留盈餘	19,521	21,413	21,615	23,943	25,979
母公司業主權益	25,859	32,705	33,698	36,059	38,130
<b>負債及權益總計</b>	<b>62,279</b>	<b>76,426</b>	<b>80,634</b>	<b>83,979</b>	<b>87,830</b>

## 現金流量表

(百萬元)	2021	2022	2023	2024F	2025F
<b>營業活動現金</b>	5,914	6,279	5,711	9,727	6,752
稅前純益	4,910	4,473	2,652	4,429	4,873
折舊及攤銷	2,260	2,425	3,269	3,286	3,511
營運資金變動	-334	-187	-21	-232	119
其他營運現金	-922	-432	-189	2,244	-1,751
<b>投資活動現金</b>	-3,097	-11,106	-7,520	-4,523	-2,027
資本支出淨額	-2,774	-10,100	-7,558	-7,000	-3,000
長期投資變動	-504	-1,223	-10	-20	-30
其他投資現金	181	217	48	2,497	1,003
<b>籌資活動現金</b>	-1,852	3,956	735	-667	-3,526
長借/公司債變動	2,566	9,992	2,043	-4,163	2,052
現金增資	0	0	0	0	0
發放現金股利	-1,014	-2,535	-2,535	-2,028	-2,789
其他籌資現金	-3,404	-3,501	1,228	5,525	-2,789
<b>淨現金流量</b>	575	631	-1,059	4,537	1,200
<b>期初現金</b>	13,353	13,928	14,559	13,500	18,037
<b>期末現金</b>	13,928	14,559	13,500	18,037	19,237

資料來源：CMoney、群益

## 損益表

(百萬元)	2021	2022	2023	2024F	2025F
<b>營業收入淨額</b>	14,012	14,170	14,375	16,392	17,550
營業成本	9,580	9,102	10,993	11,393	11,862
<b>營業毛利淨額</b>	4,432	5,069	3,382	4,999	5,688
營業費用	616	729	674	714	790
<b>營業利益</b>	3,816	4,339	2,708	4,285	4,898
<b>EBITDA</b>	7,432	7,130	6,607	6,985	7,598
業外收入及支出	1,010	-205	-843	144	-25
稅前純益	4,910	4,473	2,652	4,429	4,873
所得稅	17	67	-17	73	49
稅後純益	4,893	4,404	2,739	4,390	4,860
稅後 EPS(元)	5.79	5.21	3.24	5.19	5.75
完全稀釋 EPS**	5.79	5.21	3.24	5.19	5.75

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 84.51【最新股本】億元計算

註 3：完全稀釋 EPS 以股本 84.51 億元計算

## 比率分析

(百萬元)	2021	2022	2023	2024F	2025F
<b>成長力分析(%)</b>					
營業收入淨額	64.71%	1.13%	1.45%	14.02%	7.07%
營業毛利淨額	373.73%	14.36%	-33.27%	47.80%	13.79%
營業利益	649.22%	13.71%	-37.59%	58.23%	14.32%
稅後純益	456.97%	-9.98%	-37.81%	60.27%	10.71%
<b>獲利能力分析(%)</b>					
毛利率	31.63%	35.77%	23.53%	30.50%	32.41%
EBITDA(%)	53.04%	50.32%	45.96%	42.61%	43.30%
營益率	27.23%	30.62%	18.84%	26.14%	27.91%
稅後純益率	34.92%	31.08%	19.05%	26.78%	27.69%
總資產報酬率	7.86%	5.76%	3.40%	5.23%	5.53%
股東權益報酬率	18.92%	13.39%	8.10%	12.14%	12.73%

## 償債能力檢視

負債比率(%)	58.48%	56.95%	58.05%	56.95%	56.52%
負債/淨值比(%)	140.84%	132.30%	138.40%	132.30%	130.00%
流動比率(%)	135.90%	157.72%	143.85%	145.00%	158.00%
<b>其他比率分析</b>					
存貨天數	20.33	23.93	18.79	19.00	18.30
應收帳款天數	12.29	18.45	22.39	22.10	21.98

2024 年 7 月 2 日

## 季度損益表

(百萬元)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24F	3Q24F	4Q24F	1Q25F	2Q25F	3Q25F	4Q25F
營業收入淨額	2,857	3,648	3,901	3,970	3,845	3,918	4,232	4,397	4,049	4,381	4,576	4,544
營業成本	2,389	2,722	3,091	2,792	2,793	2,809	2,849	2,942	2,942	2,960	2,980	2,980
營業毛利淨額	468	926	810	1,178	1,052	1,109	1,383	1,455	1,107	1,420	1,597	1,564
營業費用	162	146	156	210	166	165	190	193	182	197	206	204
營業利益	306	780	653	968	887	944	1,193	1,261	925	1,223	1,391	1,360
業外收入及支出	-31	-36	105	-94	135	-61	119	-49	-52	-52	129	-51
稅前純益	275	745	758	874	1,022	883	1,312	1,212	873	1,171	1,520	1,309
所得稅	-206	156	0	33	39	9	13	12	9	12	15	13
稅後純益	494	598	764	882	988	884	1,309	1,209	870	1,169	1,515	1,306
最新股本	8,451	8,451	8,451	8,451	8,451	8,451	8,451	8,451	8,451	8,451	8,451	8,451
稅後EPS(元)	0.59	0.71	0.90	1.04	1.17	1.05	1.55	1.43	1.03	1.38	1.79	1.54

## 獲利能力(%)

毛利率(%)	16.39%	25.40%	20.76%	29.67%	27.37%	28.31%	32.68%	33.08%	27.34%	32.42%	34.89%	34.43%
營業利益率(%)	10.72%	21.39%	16.75%	24.38%	23.06%	24.11%	28.18%	28.68%	22.84%	27.92%	30.39%	29.93%
稅後純益率(%)	17.31%	16.39%	19.59%	22.22%	25.70%	22.55%	30.93%	27.50%	21.48%	26.69%	33.11%	28.73%

## QoQ(%)

營業收入淨額	-11.25%	27.68%	6.93%	1.76%	-3.13%	1.88%	8.02%	3.90%	-7.92%	8.20%	4.47%	-0.71%
營業利益	-50.53%	154.83%	-16.28%	48.11%	-8.38%	6.50%	26.30%	5.73%	-26.69%	32.29%	13.71%	-2.22%
稅前純益	-44.31%	170.65%	1.83%	15.30%	16.91%	-13.58%	48.53%	-7.59%	-27.99%	34.20%	29.74%	-13.88%
稅後純益	-1.38%	20.96%	27.80%	15.40%	12.03%	-10.59%	48.16%	-7.65%	-28.06%	34.44%	29.60%	-13.84%

## YoY(%)

營業收入淨額	-6.20%	-3.79%	-5.17%	23.31%	34.59%	7.39%	8.49%	10.76%	5.29%	11.82%	8.14%	3.35%
營業利益	-65.12%	-38.59%	-58.41%	56.33%	189.52%	21.00%	82.53%	30.31%	4.27%	29.51%	16.61%	7.83%
稅前純益	-67.66%	-41.81%	-58.99%	76.97%	271.48%	18.62%	73.02%	38.66%	-14.59%	32.64%	15.86%	7.99%
稅後純益	-41.35%	-51.01%	-58.44%	75.93%	99.85%	47.73%	71.27%	37.06%	-11.99%	32.33%	15.76%	8.00%

註1：稅後EPS以股本84.51億元計算

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。