

2024 年 7 月 12 日

研究員：薛雅月 rita.hsueh@capital.com.tw

前日收盤價 77.30 元

目標價

3 個月 80 元

12 個月 80 元

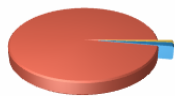
近期報告日期、評等及前日股價

06/07/2024	Buy	97.70
05/28/2024	Buy	82.10
05/24/2024	Buy	71.10
04/28/2023	Neutral	63.70
10/27/2022	Neutral	69.20

公司基本資訊

目前股本(百萬元)	28,061
市值(億元)	2,169
目前每股淨值(元)	77.60
外資持股比(%)	40.32
投信持股比(%)	0.15
董監持股比(%)	2.79
融資餘額(張)	25,597
現金股息配發率(%)	-

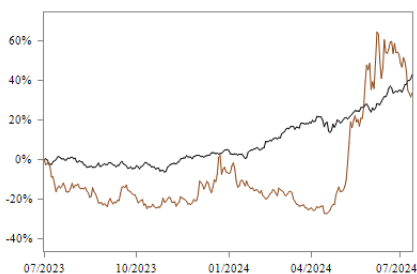
產品組合



- 船舶運送業: 97.36%
- 船舶及貨櫃買賣業務: 1.77%
- 港口貨櫃集散站經營業務: 0.87%

股價相對大盤走勢

— 2615 — TWSE



萬海(2615 TT)

Neutral

美洲線運價存在觸頂疑慮，投資建議調降至 Neutral。

投資建議：美洲線運價存在觸頂疑慮，投資建議調降至 Neutral。

3Q24 運價觸頂後將處於高檔震盪格局：SCFI 指數自 05/2024 開始大幅反彈，主因需求旺季提前展開，又適逢紅海事件導致航商繞道消耗市場過剩運力所致。此外，由於遠洋線市場處於缺艙狀態，在艙位調度困難度提高之下，漲價效應有望逐漸擴散至近洋線運價。隨運價來到高檔，短期內運價難以複製前期、出現大幅調漲的情況。近期傳出遠洋線運價出現鬆動訊息，主因在於部分近洋線船舶轉至遠洋線營運所致，在此運力移轉之下，後續可能出現遠洋線及近洋線運價此消彼長的情況。整體而言，目前紅海危機未除、航商採行繞道的情況持續進行，3Q24 運價觸頂後將處於高檔震盪格局。

公司交船規劃：公司自有船舶及自有貨櫃比重分別為 94% 及 85%。2023 年新船下水為 23 艘(約 16 萬 TEU)，2024 預計交付新船總計 12 艘(約 7.7 萬 TEU，包含 8 艘 3,000TEU 及 4 艘 13,000TEU 船舶)，2025 年則預計交 3 艘(約 3.9 萬 TEU，34 艘 13,100TEU 船舶)。營收比重方面:1Q24 美國線比重約 26%，亞洲線比重約 36%，中東印度線為 23%，而南美線的比重則為 15%。

1Q~3Q24 獲利逐季走高，預估 2024 年稅後 EPS 15.04 元：萬海 1Q24 營收 QoQ+9.84%，儘管 1Q24 為傳統需求淡季，然紅海事件導致船舶須繞道，進而支撐遠洋線運價水準處於獲利狀態，另業外認列匯兌收益之下，萬海 1Q24 稅後獲利 46.23 億元，單季營運由虧轉盈，稅後 EPS 1.65 元。受惠於需求旺季提前展開，市場運價自 2Q24 中上旬開始回升，運價平均水準將高於 1Q24，預估萬海 2Q24 稅後獲利 100.79 億元，稅後 EPS 3.59 元。展望 3Q24，由於 2Q24 下旬以後的運價調漲有望反映在 3Q24 營運，預期價量有望進一步提高，預估 3Q24 稅後獲利 195.63 億元，稅後 EPS 6.97 元。展望 2024 年，受惠於紅海危機加快市場去化過剩運力，貨櫃市場結構將由供過於求趨於供給平衡，航商的獲利預期有望獲得提升，預估萬海 2024 年稅後獲利 421.98 億元，營運由虧轉盈，稅後 EPS 15.04 元。

(百萬元)	2023	2024F	2025F	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24F	3Q24F	4Q24F	1Q25F	2Q25F
營業收入淨額	100,220	155,859	121,679	24,470	25,048	25,144	27,618	38,168	53,001	37,072	30,815	30,658
營業毛利淨額	-1,506	56,257	19,635	-575	394	479	3,437	13,624	27,165	12,031	6,067	5,322
營業利益	-6,303	48,267	13,242	-1,716	-114	-1,273	2,229	11,716	24,515	9,806	4,218	3,790
稅後純益	-5,796	42,199	11,594	-2,340	2,539	-3,877	4,623	10,079	19,563	7,933	3,598	3,267
稅後 EPS(元)	-2.07	15.04	4.13	-0.83	0.90	-1.38	1.65	3.59	6.97	2.83	1.28	1.16
毛利率(%)	-1.50%	36.09%	16.14%	-2.35%	1.57%	1.90%	12.45%	35.70%	51.25%	32.45%	19.69%	17.36%
營業利益率(%)	-6.29%	30.97%	10.88%	-7.01%	-0.46%	-5.06%	8.07%	30.70%	46.25%	26.45%	13.69%	12.36%
稅後純益率(%)	-5.78%	27.07%	9.53%	-9.56%	10.14%	-15.42%	16.74%	26.41%	36.91%	21.40%	11.68%	10.66%
營業收入 YoY/QoQ(%)	-61.30%	55.52%	-21.93%	-4.26%	2.36%	0.39%	9.84%	38.20%	38.86%	-30.05%	-16.88%	-0.51%
稅後純益 YoY/QoQ(%)	N.A	N.A	-72.52%	N.A	N.A	N.A	N.A	118.03%	94.09%	-59.45%	-54.64%	-9.20%

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 280.61 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

1.萬海秉持對環境保護的承諾，除符合 IMO 國際公約規範之下，進行船隊減排，減少空汙，並且落實設備保養及改善，確保機器良好運作，以達達到環保之要求，愛護地球，永續經營。 2.萬海積極參與國際環保平台，透過實際行動來推行節能減碳的環保策略：(1)2015 年參與 Clean Cargo Working Group (CCWG)組織，加強與同業分享環保知識、資訊、技術的交流，以推動節能減碳為目的。自 2017 年起依據 CCWG 新規範，萬海提供 CCWG 的船隊相關航行、油耗數據須由驗證單位檢驗，萬海船隊已連續五年(2016~2021 年度)排放數據均通過第三方驗證單位 DNV 之驗證，此將可主動吸引同為其會員的貨主、承攬業選擇使用符合其環保政策之航商。(2)持續參與世界航運協會(World Shipping Council,WSC)，針對各項航運事務及環境保護議題，進行討論。萬海為該協會會員，副董事長為該協會之理事會成員。(3)2019 年加入零排放聯盟(Getting to ZeroCoalition)，萬海持續推動並實現國際航運減少碳排放為宗旨，致力達成該聯盟目標。

(二)企業溫室氣體排放量減量目標

依照 IMO 規定，以 2008 年為基準降低碳排率，以 2021 年為止減少 30% 碳排放率，並預計於 2030 年可以達到 50%減排率目標，優於 IMO 要求；未來將持續進行船隊汰舊換新計畫，並配以新型節能主機及各式最新節能設備，以達節能減碳、環境保護目標。

(三)企業溫室氣體排放量減量之預算與計畫

1.預算：保護地球本為每一個企業之責任，本公司將以提升船舶性能，降低船隊油耗，使用低硫燃油，以降低溫室氣體排放，視該成本為必要性支出。 2.船舶能源效率管理計畫(Ship Energy Efficiency Management Plan (SEEMP)：依國際海事組織(IMO)之船舶能源效率管理計畫(Ship Energy Efficiency ManagementPlan, SEEMP)規範訂定有效的能源效率管理制度，並根據能源效率設計指標(EnergyEfficient Design Index, EEDI)作為新船能源效率的標準，並據實揭露能源效率營運指標(Energy Efficient Operational Index, EEOI)。 3.萬海另依 IMO 法規要求制定 SEEMP PART II，加入「燃油消耗數據收集計畫」(DataCollection Plan, DCP)，藉由執行燃油消耗數據的監測，管理和報告船舶於海上航行時所產生的二氧化碳排放，並依法規製作年度排放報告，經第三方查核認證後提交給國際海事組織。

(四)企業產品或服務帶給客戶或消費者之減碳效果

因應陸續生效的國際環保法規及全球對於節能減碳議題的重視，萬海持續致力於推動船舶節能，並減少船舶二氧化碳排放率，2020 年減碳績效如下： 1.萬海船隊 2021 年 CO2 排放率 76.66(CO2 克/TEU-公里)較 2008 年下降約 30%，未來本公司仍將透過各種營運管理與節能減碳措施、船速控制、航路優化、船舶保養管理、適當調整航行時前後吃水等措施，朝逐年降低 CO2 排放的理想目標邁進。 2.萬海遵循國際海事組織(IMO)於 2013 年初開始生效及執行的 SEEMP 船舶能源效率管理計畫，透過系統將船舶每航次結束後，自動計算出該航次能源效率營運指數(EEOI：每裝載一噸的貨重航行一海哩，所產生的二氧化碳公克數 CO2 g/MT*Nm)，船長可依此數據做為下

2024 年 7 月 12 日

航次自我評鑑的參考指數，岸端也可進行同步監管，達到減少二氧化碳排放量的目標。3.萬海為達永續經營及環境保護的經營理念與政策，以及持續發展綠色航運，透過船舶塗裝高效能外板油漆，減少船舶外板海洋生物生長、降低阻力，以達到減少燃油消耗以及降低溫室氣體汙染排放的目標。4.2021 年萬海分別與日本聯合造船公司簽訂 12 艘 3,055TEU 及 12 艘 3,013TEU 及韓國三星重工業訂造 4 艘 13,100Teu 及韓國現代重工 5 艘 13,200Teu 新船建造合約，此系列船舶採用新型主機，搭配高效率車葉、節能球艙及船艙導流板，有效達到節能減碳目標，符合環保規範。此外，此系列船舶為萬海航運自有船隊當中，獲得「智能船舶」(Smart Ship Notation) 認證的船舶，透過智能船舶系統建置，將船舶航行中的設備數據傳輸至萬海船舶動態即時監控系統，並藉由數據蒐集及分析，建置各設備管理及油耗之模型，提供事故察覺與預防機制、相關零件耗損、能源油耗等，提升資源管理及經濟效能。新船預計於 2022 年至 2024 年間陸續交船，將逐步取代萬海航運現有舊船，以持續提升及優化船舶安全管理，提供安全的貨櫃運輸與營運工作環境，提升作業效率品質，為客戶打造安全、安心的貨櫃運輸服務。5.海上水資源使用與排放：船舶水資源管理依據國際海事組織 (IMO)、防止船舶汙染國際公約 (MARPOL) 及營運據點主管機關之環境保護法規制定水資源管理，船舶一經下水啟用後，所有設備即無法關閉，必須持續運作；即使靠泊在港，仍以急速方式維持設備正常運作，故需提供穩定水源，做為船舶設備冷卻水及船員生活用水使用。萬海船隊皆安裝造水機，可提取海水蒸餾做為船上生活用水，減少使用岸上自來水；岸上供給依據相關規定申請。船上總取水量：*2021 年船用取水量為 138,806 百萬公升 *2020 年船用取水量為 164,335 百萬公升 6.船隊廢棄物 萬海已建立一套完善的船隊垃圾管理計畫，針對垃圾分類處理流程：收集、分類、儲存、棄置及記錄有詳細規定，尤其強調焚化爐操作與垃圾焚化後之灰爐處理的注意事項，避免操作不當造成環境汙染及危害健康。

Forward PB Band



資料來源：CMoney，群益預估彙整

2024 年 7 月 12 日

資產負債表

(百萬元)	2021	2022	2023	2024F	2025F
資產總計	257,681	365,103	332,576	398,325	415,911
流動資產	132,698	194,889	139,969	202,578	171,817
現金及約當現金	103,002	171,752	119,640	176,282	148,430
應收帳款與票據	7,430	4,880	3,606	3,909	1,958
存貨	3,856	5,031	4,082	1,976	4,230
採權益法之投資	1,249	1,453	1,400	1,513	2,069
不動產、廠房設備	82,635	114,914	153,974	153,974	186,974
負債總計	113,108	139,132	126,212	153,954	168,345
流動負債	48,061	48,366	34,667	61,387	57,272
應付帳款及票據	11,379	12,269	9,463	9,639	9,931
非流動負債	65,048	90,766	91,545	92,391	110,604
權益總計	144,572	225,971	206,364	244,371	247,566
普通股股本	24,401	28,061	28,061	28,061	28,061
保留盈餘	122,589	186,524	166,625	204,632	207,827
母公司業主權益	144,275	225,603	205,998	243,987	247,163
負債及權益總計	257,681	365,103	332,576	398,325	415,911

損益表

(百萬元)	2021	2022	2023	2024F	2025F
營業收入淨額	228,005	258,953	100,220	155,859	121,679
營業成本	93,353	132,523	101,726	99,602	102,044
營業毛利淨額	134,653	126,430	-1,506	56,257	19,635
營業費用	6,979	8,612	6,593	8,248	6,392
營業利益	127,914	117,923	-6,303	48,267	13,242
EBITDA	143,684	144,473	11,536	73,267	38,242
業外收入及支出	1,281	3,706	-2,184	6,692	1,840
稅前純益	129,195	123,979	-2,495	54,958	15,082
所得稅	25,778	30,850	3,289	12,742	3,469
稅後純益	103,343	93,072	-5,796	42,199	11,594
稅後 EPS(元)	36.83	33.17	-2.07	15.04	4.13
完全稀釋 EPS**	36.83	33.17	-2.07	15.04	4.13

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 280.61【最新股本】億元計算

註 3：完全稀釋 EPS 以股本 280.61 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	178.46%	13.57%	-61.30%	55.52%	-21.93%
營業毛利淨額	665.88%	-6.11%	N.A	N.A	-65.10%
營業利益	900.76%	-7.81%	N.A	N.A	-72.56%
稅後純益	813.17%	-9.94%	N.A	N.A	-72.52%

獲利能力分析(%)

毛利率	59.06%	48.82%	-1.50%	36.09%	16.14%
EBITDA(%)	63.02%	55.79%	11.51%	47.01%	31.43%
營益率	56.10%	45.54%	-6.29%	30.97%	10.88%
稅後純益率	45.32%	35.94%	-5.78%	27.07%	9.53%
總資產報酬率	40.11%	25.49%	-1.74%	10.59%	2.79%
股東權益報酬率	71.48%	41.19%	-2.81%	17.27%	4.68%

償債能力檢視

負債比率(%)	43.89%	38.11%	37.95%	38.65%	40.48%
負債/淨值比(%)	78.24%	61.57%	61.16%	63.00%	68.00%
流動比率(%)	276.10%	402.94%	403.75%	330.00%	300.00%

其他比率分析

存貨天數	11.23	12.24	16.35	11.10	11.10
應收帳款天數	8.86	8.68	15.45	8.80	8.80

現金流量表

(百萬元)	2021	2022	2023	2024F	2025F
營業活動現金	132,607	135,130	-4,443	92,649	34,444
稅前純益	129,195	123,979	-2,495	54,958	15,082
折舊及攤銷	13,841	21,352	18,165	16,937	20,567
營運資金變動	-2,765	2,266	-584	1,977	-10
其他營運現金	-7,665	-12,467	-19,530	18,776	-1,196
投資活動現金	-42,187	-46,400	-34,419	-36,386	-48,151
資本支出淨額	-34,005	-48,967	-39,871	-33,000	-33,000
長期投資變動	-227	-65	-787	-360	-360
其他投資現金	-7,956	2,633	6,239	-3,026	-14,791
籌資活動現金	-1,766	-28,828	-12,626	380	-14,144
長借/公司債變動	8,160	10,942	11,117	845	18,213
現金增資	0	0	0	0	0
發放現金股利	-2,218	-25,621	-14,031	-4,209	-8,418
其他籌資現金	-7,708	-14,148	-9,713	3,743	-23,939
淨現金流量	87,236	68,750	-52,113	56,643	-27,852
期初現金	15,766	103,002	171,752	119,640	176,282
期末現金	103,002	171,752	119,640	176,282	148,430

資料來源：CMoney、群益

2024 年 7 月 12 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	25,558	24,470	25,048	25,144	27,618	38,168	53,001	37,072	30,815	30,658	31,095	29,110
營業成本	27,361	25,046	24,654	24,665	24,181	24,544	25,836	25,042	24,748	25,336	26,220	25,740
營業毛利淨額	-1,803	-575	394	479	3,437	13,624	27,165	12,031	6,067	5,322	4,875	3,370
營業費用	1,597	1,448	1,442	2,106	1,465	1,908	2,650	2,224	1,849	1,533	1,555	1,456
營業利益	-3,199	-1,716	-114	-1,273	2,229	11,716	24,515	9,806	4,218	3,790	3,320	1,915
業外收入及支出	747	3,700	3,386	-4,025	3,912	1,380	900	500	460	460	460	460
稅前純益	-2,452	1,984	3,272	-5,299	6,141	13,096	25,415	10,306	4,678	4,250	3,780	2,375
所得稅	-339	4,322	726	-1,420	1,514	3,012	5,846	2,370	1,076	977	869	546
稅後純益	-2,118	-2,340	2,539	-3,877	4,623	10,079	19,563	7,933	3,598	3,267	2,904	1,825
最新股本	28,061	28,061	28,061	28,061	28,061	28,061	28,061	28,061	28,061	28,061	28,061	28,061
稅後EPS(元)	-0.75	-0.83	0.90	-1.38	1.65	3.59	6.97	2.83	1.28	1.16	1.03	0.65
獲利能力(%)												
毛利率(%)	-7.06%	-2.35%	1.57%	1.90%	12.45%	35.70%	51.25%	32.45%	19.69%	17.36%	15.68%	11.58%
營業利益率(%)	-12.52%	-7.01%	-0.46%	-5.06%	8.07%	30.70%	46.25%	26.45%	13.69%	12.36%	10.68%	6.58%
稅後純益率(%)	-8.29%	-9.56%	10.14%	-15.42%	16.74%	26.41%	36.91%	21.40%	11.68%	10.66%	9.34%	6.27%
QoQ(%)												
營業收入淨額	-35.33%	-4.26%	2.36%	0.39%	9.84%	38.20%	38.86%	-30.05%	-16.88%	-0.51%	1.42%	-6.38%
營業利益	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	425.55%	109.25%	-60.00%	-56.98%	-10.17%	-12.39%	-42.33%
稅前純益	N.A	N.A	64.92%	N.A	N.A	113.26%	94.07%	-59.45%	-54.61%	-9.17%	-11.05%	-37.18%
稅後純益	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	118.03%	94.09%	-59.45%	-54.64%	-9.20%	-11.10%	-37.16%
YoY(%)												
營業收入淨額	-68.25%	-67.43%	-60.74%	-36.37%	8.06%	55.98%	111.60%	47.44%	11.58%	-19.67%	-41.33%	-21.48%
營業利益	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	89.23%	-67.65%	-86.46%	-80.48%
稅前純益	N.A	-95.11%	-88.39%	N.A	N.A	560.06%	676.76%	N.A	-23.81%	-67.55%	-85.13%	-76.96%
稅後純益	N.A	N.A	-88.64%	N.A	N.A	N.A	670.53%	N.A	-22.17%	-67.59%	-85.15%	-76.99%

註1：稅後EPS以股本280.61億元計算

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。