

長榮 (2603 TT) Evergreen Marine

運價可望於 9 月中下旬回升，2024 年獲利大躍進

買進 (維持評等)

目標價 (12 個月)：NT\$250.0

收盤價 (2024/08/16)：NT\$186.0
隱含漲幅：34.4%

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\$)	250.0	240.0
2024年營收 (NT\$/十億)	463.2	350.4
2024年EPS	55.4	22.7

交易資料表

市值	NT\$400,460百萬元
外資持股比率	20.3%
董監持股比率	7.5%
調整後每股淨值 (2024F)	NT\$252.94
負債比	36.9%
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	463,248	484,535
營業利益	374,808	34,750	149,187	169,132
稅後純益	334,201	35,337	119,369	122,430
EPS (元)	157.91	16.61	55.44	56.86
EPS YoY (%)	249.5	-89.5	233.8	2.6
本益比 (倍)	1.2	11.2	3.4	3.3
股價淨值比 (倍)	0.7	0.9	0.7	0.7
ROE (%)	73.7	7.6	23.2	21.0
現金殖利率 (%)	37.6%	5.4%	11.9%	12.2%
現金股利 (元)	70.00	9.97	22.18	22.75

蔡爵丞

Jason.JC.Tsai@Yuanta.com

蔡宗穎

Leo.TY.Tsai@yuanta.com

元大觀點

- ◆ 運價大漲貢獻，且長榮營業成本控管佳，2Q24 稅後 EPS 為 13.68 元，年增 478.5%，優於元大預期 161.3%。
- ◆ 3Q24 及 2024 年獲利上修 215.2%/143.8%至 20.06 元/55.44 元，年增 97.2%及 233.8%，成長強勁，預估 2025 年獲利續增至 56.86 元。
- ◆ 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 250 元(以 2024 年底淨值 249.92 元給予 1 倍 PBR 推得)。

2Q24 稅後 EPS 為 13.68 元，年增 478.5%，優於元大預期 161.3%

運價 5 月及 6 月大漲，長榮 2Q24 營收躍升至 1063.29 億元，年增 57.8%，毛利率改善 12.4ppt 至 33.8%，營業利益 326.78 億元，年增 222.5%，稅後 EPS 提升至 13.68 元(以最新股本 215.3 億元計算，原估 5.24 元)，年增 478.5%，優於預期 161.3%。2Q24 毛利率躍升，反映運價大漲，而港口轉運及貨櫃裝卸的港埠費用等相關成本低檔水準，整體獲利大幅提升。

3Q24 及 2024 年獲利上修 215.2%/143.8%至 20.06 元/55.44 元

7 月運價修正，惟運價上漲的遞延效應，預估 3Q24 營收上修 57.1%至 1462.02 億元，年增 100.8%，毛利率續增 11.2ppt 至 45%，稅後 EPS 上修 215.2%至 20.06 元，年增 97.2%。預估 2024 年營收上修 32.2%至 4632.48 億元，毛利率改善 14.6ppt 至 36.6%，稅後 EPS 上修 143.8%至 55.44 元，年增 233.8%。紅海危機難解將延續至 2025 年，消化過剩運力，維繫運價高檔，預估 2025 年營收上修 49.8%至 4845.35 億元，年增 4.6%，毛利率改善 3.7ppt 至 40.3%，稅後 EPS 上修 230.0%至 56.86 元，年增 2.6%。

運價可望於 9 月中下旬回升，2024 年獲利大躍進

對長榮維持買進的投資建議，目標價 250 元。考量：1) 預估長榮 3Q24 稅後 EPS 年增 97.2%，獲利成長強勁；2) 運價雖處修正期，推估運價有機會於 9 月中至 9 月底落底回穩，搭配年底貨載需求轉強，有利運價於 4Q24 回升；3) 紅海危機影響全球運力約 7.5%至 10%，有助於消化 2024 年至 2025 年過剩運力，預估長榮 2024 年/2025 年稅後 EPS 提升 233.8%/2.6%至 55.44 元/56.86 元，獲利亮麗；4) 長榮所屬海洋聯盟延長合約至 2032 年，營運穩定度高，且長榮投資節能環保船，減碳成效顯著，競爭力強等理由，建議買進，目標價 250 元，以 2024 年底淨值 249.92 元給予 1 倍 PBR 推得。

營運分析

2Q24 毛利率大增，稅後 EPS 躍升至 13.68 元，年增 478.5%，優於預期 161.3%

長榮公布 2Q24 財報，獲利表現強勁。受惠運價於 5 月及 6 月大漲所帶動，2Q24 營收躍升至 1063.29 億元，季增 20%，年增 57.8%，成本控管佳，營業成本維持在 704.41 億元，僅季增 1.1%，年增 31.5%，推動毛利率改善 12.4ppt 至 33.8%，營業利益增至 326.78 億元，季增 108.8%，年增 222.5%，業外收益包括利息收入約 25 億元，權益法收入約 11.9 億元之貢獻，稅後 EPS 提升至 13.68 元(以最新股本 215.3 億元計算，原估 5.24 元)，季增 69.5%，年增 478.5%，優於預期 161.3%。2Q24 毛利率躍升，反映運價於 5 月 6 月大漲，但港口轉運及貨櫃裝卸的港埠費用等相關成本維持在 1Q24 的相對穩定水準，整體獲利大幅提升。

圖 1：2024 年第 2 季財報回顧

(百萬元)	2Q23A	1Q24A	2Q24A	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	88,639	106,329	20.0%	57.8%	88,195	98,362	20.6%	8.1%
營業毛利	13,795	18,949	35,882	89.4%	160.1%	18,874	32,516	90.1%	10.4%
營業利益	10,132	15,654	32,678	108.8%	222.5%	15,315	23,386	113.4%	39.7%
稅前利益	16,214	21,047	35,916	70.6%	121.5%	17,111	27,557	109.9%	30.3%
稅後淨利	5,092	17,382	29,459	69.5%	478.5%	11,272	20,514	161.3%	43.6%
調整後 EPS (元)	2.39*	8.14	13.68	69.5%	478.5%	5.24	9.54	161.3%	43.6%
重要比率 (%)				百分點	百分點	百分點			
營業毛利率	20.5%	21.4%	33.8%	12.4	13.3	21.4%	33.1%	12.3	0.7
營業利益率	15.0%	17.7%	30.7%	13.1	15.7	17.4%	23.8%	13.4	7.0
稅後純益率	7.6%	19.6%	27.7%	8.1	20.1	12.8%	20.9%	14.9	6.8

資料來源：公司資料、元大投顧預估、Bloomberg (*去年 EPS 以調整後股本計算)

預估 3Q24 上修 215.2%至 20.06 元，年增 97.2%，獲利攀峰

展望 3Q24，長榮 7 月營收躍升至 543.97 億元，月增 28.7%，年增 132.2%，運價大漲的遞延效應提振營收表現。儘管 7 月運價開始修正，不過受惠 6 月運價維持高檔，且運量預期也維持穩定，預估 8 月營收仍可延續相對高檔。預估 3Q24 營收續增至 1462.02 億元(原估 930.46 億元)，季增 37.5%，年增 100.8%，上修幅度達 57.1%，乃 5 月及 6 月運價飆漲超出預期的貢獻，預估毛利率續增 11.3ppt 至 45%(原估 24%)，營益率提升 10.6ppt 至 41.3%，營業利益續增至 604.14 億元(原估 186.61 億元)，季增 84.9%，年增 589.6%，上修幅度達 220.3%，稅後 EPS 提升至 20.06 元(以最新股本 215.3 億元計算，原估 6.37 元)，季增 46.6%，年增 97.2%，上修幅度達 215.2%，獲利攀峰。

預估 4Q24 及 2024 年稅後 EPS 各上修 348.0%及 143.8%分別至 13.62 元及 55.44 元

2024 年 5 月以來的運價飆漲於 2024/7/5 見高點後反轉回跌，依照過往經驗第三季運價修正約 8.8 週，修正幅度約 19.9%，推估 9 月中至 9 月底間 SCFI 運價有機會於 2950-3050 點區間落底回穩，搭配過往年底貨載需求會轉強，且中東局勢緊繃，航商恐長期繞航好望角，消化過剩運力，有利運價於 4Q24 回升。惟 4Q24 載貨量將低於 3Q24，且運價遞延效應仍會造成 9 月至 4Q24 營收滑落，動能減緩，預估 4Q24 營收降至 1220.79 億元(原估 804.85 億元)，季減 16.5%，年增 75.2%，上修 51.7%，毛利率回落 5.0ppt 至 40%，營益率滑落 8.2ppt 至 33.1%，營業利益降至 404.42 億元(原估 82.77 億元)，季減 33.1%，年增 756.7%，上修幅度達 388.6%，稅後 EPS 降至 13.62 元(以最新股本 215.3 億元計算，原估 3.04 元)，季減 32.1%，年增 790.5%，上修幅度達 348.0%。預估 2024 年營收 4632.48 億元(原估 3053.65 億元)，年增 67.4%，上修幅度 32.2%，毛利率改善 14.6ppt 至 36.6%(原估 22.0%)，營益率改善 15.6ppt 至 32.2%，營業利益增至 1491.87 億元(原估 581.07 億元)，年增 329.3%，上修幅度達 156.7%，稅後 EPS 提升至 55.44 元(以最新股本 215.3 億元計算，原估 22.74 元)，年增 233.8%，上修幅度達 143.8%，年底淨值提升至 249.92 元(原估 217.43 元)。

預估 2025 年稅後 EPS 上修 230.0%至 56.86 元

展望 2025 年，以哈戰爭恐難以在短期內結束，預期紅海危機造成貨櫃航商繞道好望角的影響仍將延續至 2025 年，可消化過剩運力，維繫運價延續 2024 年的高檔水準，預估長榮 2025 年營收 4845.35 億元(原估 3235.71 億元)，年增 4.6%，上修幅度達 49.7%，毛利率改善 3.7ppt 至 40.3%，營益率改善 2.7ppt 至 34.9%，營業利益增至 1691.32 億元(原估 493.47 億元)，年增 13.4%，上修幅度達 242.7%，稅後 EPS 提升至 56.86 元(以最新股本 215.3 億元計算，原估 17.23 元)，年增 2.6%，上修幅度達 230.0%，年底淨值提升至 284.87 元。

若以 CB 完全轉換後，股本將由 215.3 億元增至 216.44 億元，則 2024 年稀釋後稅後 EPS 為 55.15 元，年底淨值調整為 248.60 元。2025 年稀釋後稅後 EPS 為 56.56 元，年底淨值調整為 283.37 元。

圖 2：2024 年第 3 季財測與預估比較

(百萬元)	3Q23A	2Q24A	3Q24F	季增率	年增率	3Q24F		預估差異	
						元大預估	市場預估	元大	市場
營業收入	72,812	106,329	146,202	37.5%	100.8%	93,046	112,998	57.1%	29.4%
營業毛利	12,409	35,882	65,791	83.4%	430.2%	22,331	39,982	194.6%	64.6%
營業利益	8,760	32,678	60,414	84.9%	589.6%	18,861	23,215	220.3%	160.2%
稅前利益	25,196	35,916	64,067	78.4%	154.3%	20,804	23,777	208.0%	169.4%
稅後淨利	21,909	29,459	43,197	46.6%	97.2%	13,705	29,034	215.2%	48.8%
調整後 EPS (元)	10.30*	13.70	20.06	46.6%	97.2%	6.37	13.50	215.2%	48.8%
重要比率 (%)				百分點	百分點			百分點	百分點
營業毛利率	17.0%	33.7%	45.0%	11.3	28.0	24.0%	35.4%	21.0	9.6
營業利益率	12.0%	30.7%	41.3%	10.6	29.3	20.3%	20.5%	21.1	20.8
稅後純益率	30.1%	27.7%	29.5%	1.8	-0.5	14.7%	25.7%	14.8	3.9

資料來源：公司資料、元大投顧預估、Bloomberg (*去年 EPS 以調整後股本計算)

圖 3：2024 年第 4 季財測與預估比較

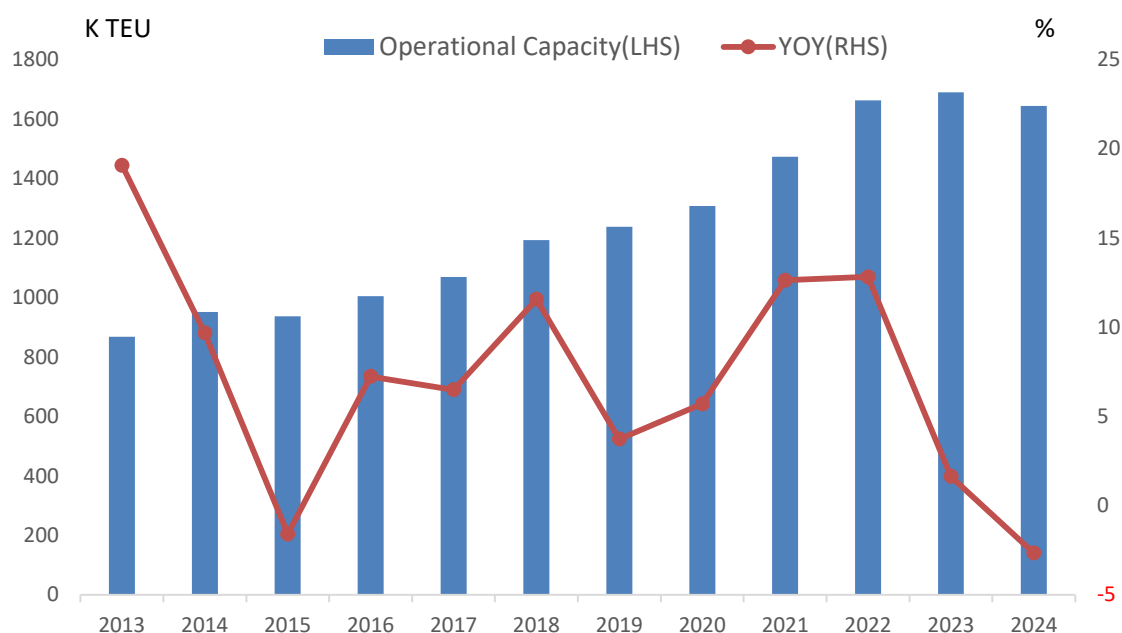
(百萬元)	4Q23A	3Q24F	4Q24F	季增率	年增率	4Q24F		預估差異	
						元大預估	市場預估	元大	市場
營業收入	69,691	146,202	122,079	-16.5%	75.2%	80,485	86,076	51.7%	41.8%
營業毛利	8,904	65,791	48,831	-25.8%	448.4%	16,902	20,925	188.9%	133.4%
營業利益	4,721	60,414	40,442	-33.1%	756.7%	8,277	14,253	388.6%	183.7%
稅前利益	6,533	64,067	43,501	-32.1%	565.9%	9,923	14,547	338.4%	199.0%
稅後淨利	3,293	43,197	29,330	-32.1%	790.5%	6,537	11,211	348.0%	161.6%
調整後 EPS (元)	1.55*	20.06	13.62	-32.1%	790.5%	3.04	5.21	348.0%	161.6%
重要比率 (%)				百分點	百分點			百分點	百分點
營業毛利率	12.8%	45.0%	40.0%	-5.0	27.2	21.0%	24.3%	19.0	15.7
營業利益率	6.8%	41.3%	33.1%	-8.2	26.4	10.3%	16.6%	22.8	16.6
稅後純益率	4.7%	29.5%	24.0%	-5.5	19.3	8.1%	13.0%	15.9	11.0

資料來源：公司資料、元大投顧預估、Bloomberg (*去年 EPS 以調整後股本計算)

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

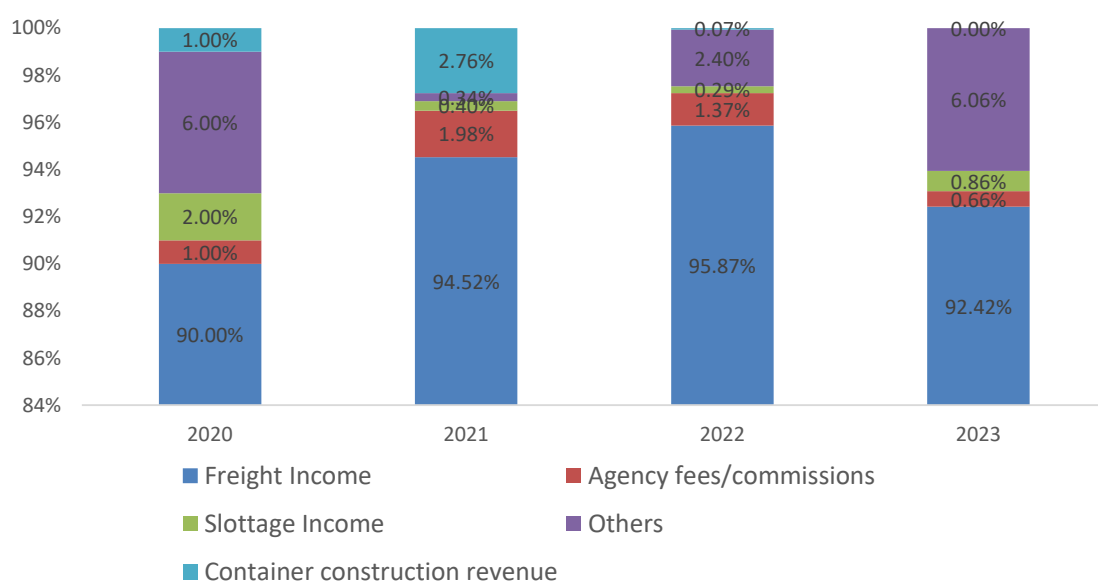
長榮旗下 213 艘船中，自有船 126 艘，租賃船 87 艘，租賃船中有 90% 為長租船。而新造船的資本支出規劃，目前已預定 60 艘新船，其中包含 24 艘甲醇雙能源船，惟此船型無法淨零碳排，僅是過渡船型，造船廠還在研發氨氣或氫氣船，預計未來幾年有機會開發出來進入海運市場。至於未來幾年新交船時程，預計 2024 年將有 23 艘新船投入，2025 年 20 艘，2026 年及 2027 年各 8 艘新船，大量交船的時間點落在 2024 年，預計運力可增加 22.6 萬 TEU (增加 13%)，2025 年運力再增加 15 萬 TEU (增加 8%)。

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

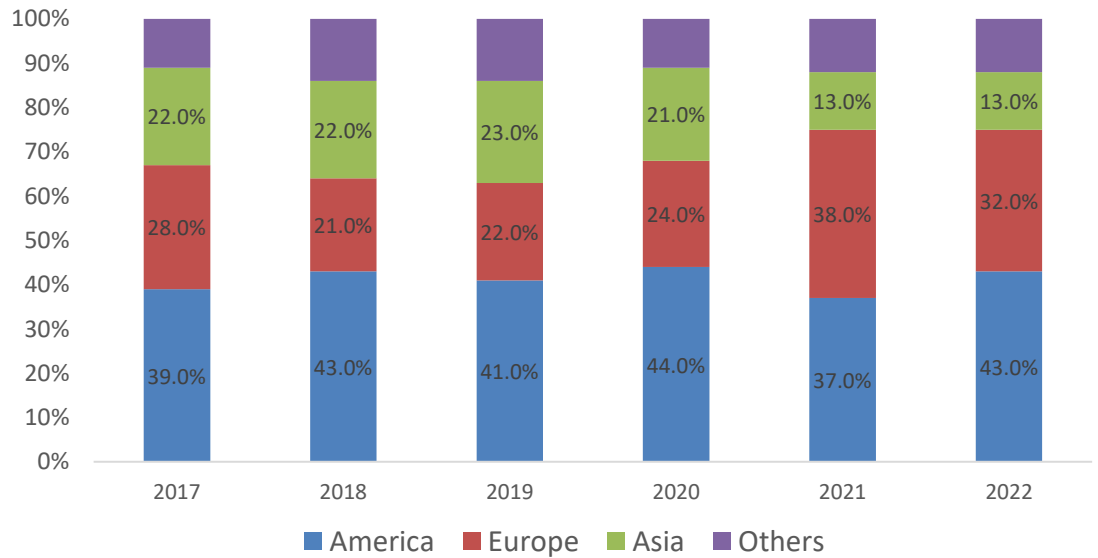
營收結構方面，貨運收入佔比達 92.42%，為主要營收來源，另外還有船艙租收入佔比 0.86%，代理費及傭金收入佔比 0.66%，以及其他約 6.06%。而貨運收入中，各航線營收貢獻上，美洲線佔比 43%，比重最高，其次為歐洲線 32%，亞洲線 13%，其他航線 12%。至於營業成本拆解上，以港埠費用佔比 34% 最高，內陸運輸及轉船運費 13%，船艙租成本 4%，燃油成本 22%，以及其他 27%。

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

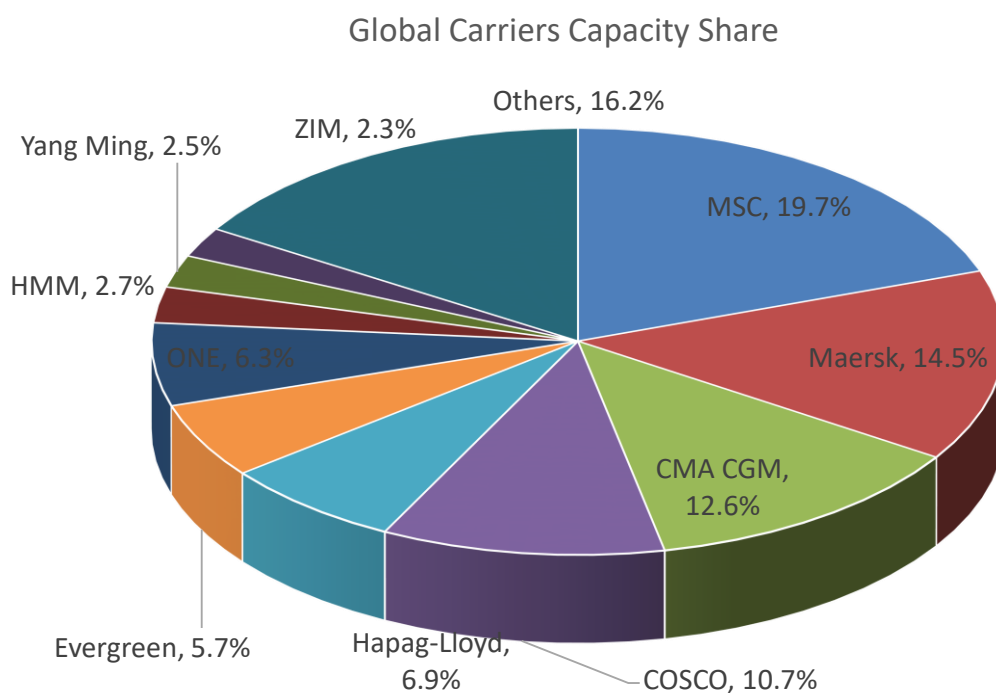
長榮致力於減碳努力，提振競爭力

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 克降到 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。

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。

紅海危機可紓解 2024 年至 2025 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，但需求成長 5.5%YoY，供過於求約 2.5%，Drewry 預估 2024 年全球運力成長 9.9%，需求成長 3.9%，供過於求約 6.0%。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%。至於 2025 年供需格局看法，Clarksons 預估 2025 年全球運力成長降至 4.6%YoY，需求成長 0.8%YoY，供過於求約 3.8%，而 Drewry 預估 2025 年全球運力成長降至 4.4%，需求成長 2.3%，供過於求約 2.1%。至於 Alphaliner 預估 2025 年運力成長 5.1%，需求成長 2.5%，供過於求 2.6%，新增運力供給將趨緩，需求仍維持溫和成長，整體供過於求幅度有機會收斂。

2023 年 12 月中葉門叛軍組織青年運動(Houthi，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，全球海運巨頭選擇繞道南非好望角。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 10 天至 40 天，整體亞洲到歐洲線運力推估減少約 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%，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，全球海運市場重新洗牌。另外運輸船期拉長，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，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

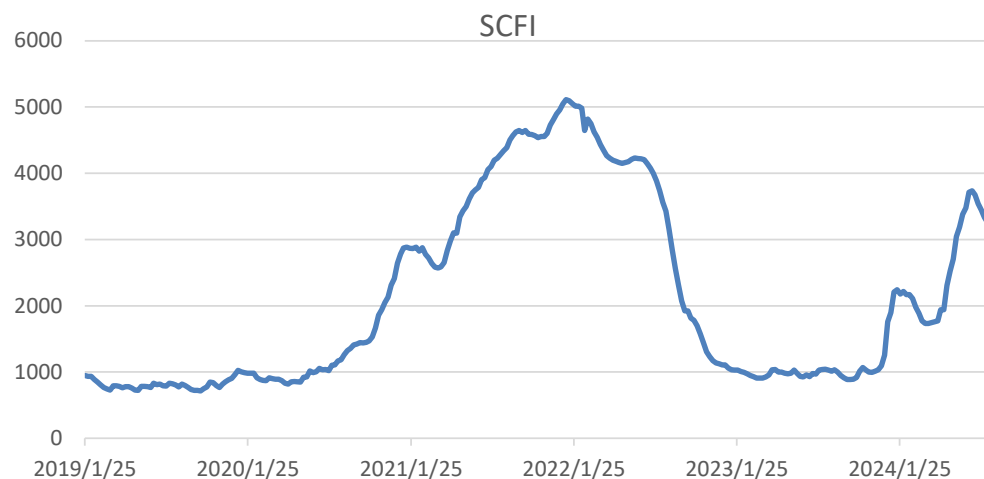
Institute	YOY	2020	2021	2022	2023	2024F	2025F
Alphaliner	Supply	2.90%	4.50%	4.10%	8.10%	9.80%	5.10%
	Demand	-0.70%	6.70%	0.10%	-0.30%	3.00%	2.50%
Clarksons	Supply	2.90%	3.70%	4.00%	8.00%	8.00%	4.60%
	Demand	-1.20%	6.80%	-5.10%	1.60%	5.50%	0.80%
Drewry	Supply	3.00%	4.50%	4.20%	8.10%	9.90%	4.40%
	Demand	-1.20%	7.10%	0.50%	0.70%	3.90%	2.30%

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

紅海航線中斷，運價於 2023 年底 2024 年初啟動第一波上漲

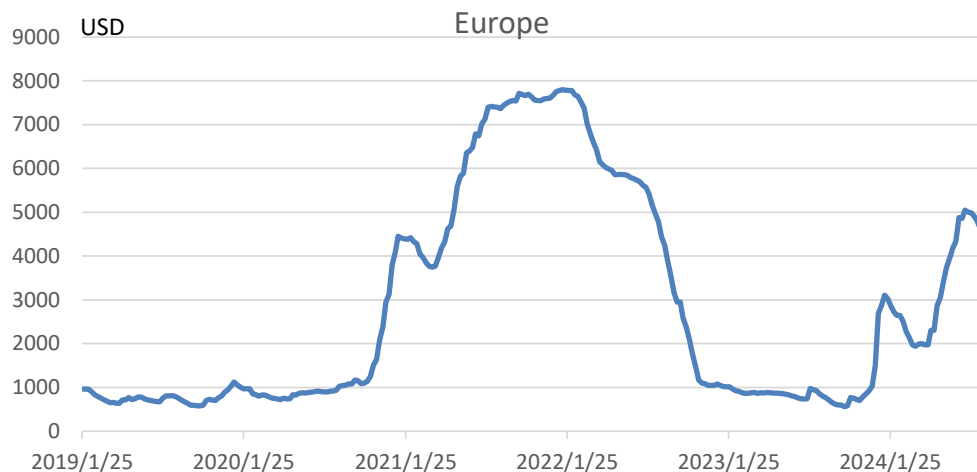
受到胡塞組織攻擊紅海貨櫃船的事件激勵，加上時值 2024 年中國農曆年前，為全球貨物密集出貨的小旺季，推動全球海運運價於 2023 年 12 月開始大漲，SCFI 運價指數一路飆漲至 2024/1/19 當週的最高點 2,239.61 點，連 8 週上揚，波段大漲 125.5%，而歐洲線則於 2024/1/12 當週見高點 3,103 美元，波段大漲 338.9%，地中海線則於 2024/1/19 見高點 4,067 美元，波段大漲 254.6%。另外歐洲線運力吃緊之際，航商調度船舶支援歐洲線，運力排擠效應也造成美西線及美東線運價跟進補漲，一路上漲至 2024/2/2 才見高點，美西線波段大漲 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



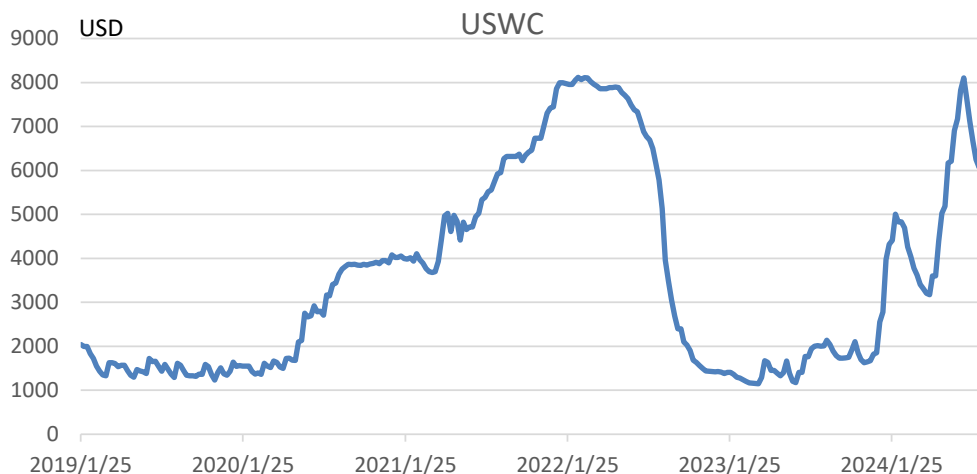
資料來源：SCFI・元大投顧整理

圖 10：歐洲線運價走勢圖



資料來源：SCFI・元大投顧整理

圖 11：美西線運價走勢圖

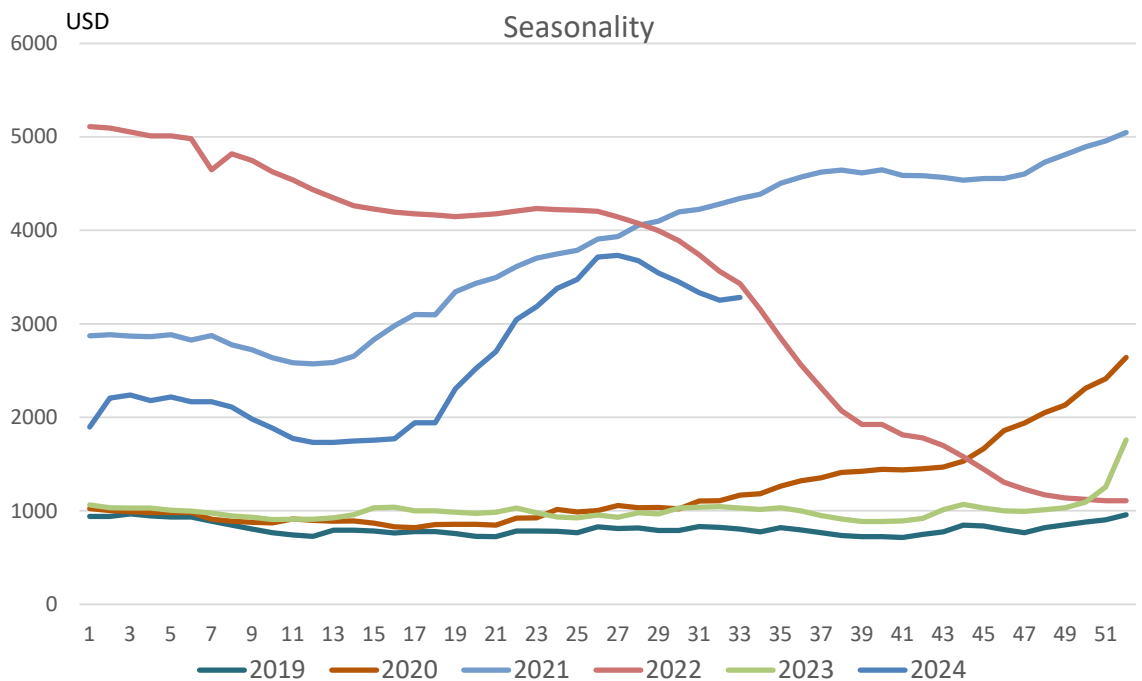


資料來源：SCFI・元大投顧整理

2024 年 2 月至 4 月運價進入淡季修正期

隨著中國農曆年假開始，工廠停工，貨載需求減少，進入傳統淡季，SCFI 運價指數及各航線運價自 2024 年 1 月底 2 月初陸續修正，直到 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%，歐洲線於當週則反彈 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。至於美西線及美東線則再延遲 3 週時間至 2024/4/19 當週各跌至 3175 美元及 4071 美元才見落底。自年初高點計算，SCFI 指數最大跌幅為 22.7%，歐洲線及地中海線運價最大跌幅各為 37.4%及 29.0%，美西線及美東線最大修正幅度達 44.6%及 40.9%。

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

2024 年 5 月至 6 月運價進入第二波大漲階段

而 2024/4/26 當週 SCFI 運價指數勁揚 9.7%至 1940.63 點，連 4 週上漲，以歐洲線大漲 16.7%最強，美西線上漲 13.5%，美東線上漲 14.5%，地中海線上漲 6.1%，也掀起運價於 5 月至 6 月一波飆漲行情，直至 2024/7/5 當週的波段高點 3733.8 點，連 14 週上漲，波段漲幅達 115.7%，至於各航線表現，以美西線大漲 192%至 8103 美元最強勢，距離疫情期間的高點 8117 美元，僅差 0.2%，而美東線上漲 153%至 9945 美元，距離疫情期間高點約 20.4%，歐洲線上漲 151.2%至 5051 美元，距離疫情期間高點約 60.5%，地中海線上漲 88.2%至 5432 美元，距離疫情期間高點 38.7%。整體而言，這波運價飆漲，以美西線最為強勢，美東線及歐洲線次之，地中海線漲幅相對落後。

這一波運價上漲的速度及幅度超過 2020-2021 年疫情期間以及 2024 年初的漲幅表現，飆漲行情的原因，包括先前淡季運價修正階段，貨載需求疲弱，航商於 4 月啟動縮班減艙調整，而先前繞道好望角，船期拉長，加以歐洲塞港，貨櫃回流亞洲的時間拉長，造成亞洲開始面臨缺櫃問題，運力供給轉趨緊俏，需求面，歐美經濟復甦，客戶回補庫存的貨載需求轉強，且繞道好望角，船期拉長也使得歐美零售商建立安全庫存的意願提升，另外美國及歐盟相繼對中國商品加徵關稅，零售商規避關稅的提前出貨潮隨之爆發等諸多因素疊加，進一步推升貨載需求，運力供需逆轉。

2024 年 7 月運價見高點，再次陷入修正期

不過這波運價飆漲於 2024/7/5 見高點後反轉回跌，8/9 當週 SCFI 運價下跌 2.4%至 3253.89 點，其中以地中海線下跌 5.3%至 4733 美元最弱，美西線跌 2.8%至 6068 美元，美東線跌 2.8%至 9083 美元，歐洲線跌 2.5%至 4786 美元。而 SCFI 運價則是連 5 週滑落，波段跌幅達 12.9%，其中以美西線波段下跌 25.1%最弱，地中海線下跌 12.9%，美東線下跌 8.7%，歐洲線下跌 5.3%，表現相對平穩。7 月以來運價修正，係反映 4 月底 5 月初運價起漲時從亞洲出航到歐洲或美國的貨櫃船陸續回航亞洲，各航商預定的新船也陸續下水開始運作，運力供給增加，特別是先前美西線運價大漲 192%，吸引多家航商優先投入新船搶佔美西線的貨載市場，另一方面，傳統第三季旺季貨載亦有提早出貨的跡象，提前透支需求，加上先前運價過高，部分貨主不願追高搶出貨，態度轉向觀望，7 月及 8 月需求不如原先預期樂觀，造成運價回跌修正。

至於 2024/8/16 當週 SCFI 運價意外反彈，上漲 0.8%至 3281.36 點，終止近期連 5 週滑落格局，其中美西線大漲 8.5%至 6581 美元，美東線上漲 2.4%至 9297 美元，表現較佳，不過歐洲線續跌 3.7%至 4610 美元，地中海線下跌 1.9%至 4645 美元，延續跌勢。美西線及美東線運價反彈，乃加拿大鐵路工人宣稱將罷工，美東碼頭工人薪資合約談判也將至，亦有採取罷工動作以尋求調漲薪資的談判手段，搭配部分航商宣稱採取調控艙位模式，調漲美西線及美東線運價等因素所致。惟近期美西線新船下水的新增運力多，整體貨載需求偏淡，將對美西線運價造成壓抑，後續仍有走跌壓力，需持續觀察。

過往經驗顯示，運價有機會於 9 月中至 9 月底落底回升

根據過往經驗，往年第三季運價高點都是落在 8 月上旬至中旬，隨著貨載需求轉淡，運價也進入修正階段，統計過去 2010 年以來的資料，剔除 2015 年、2016 年、2018 年、2020 年及 2021 年等第三季運價未見明顯修正的年度，其餘第三季運價見高點修正的年度，平均運價修正幅度約 19.9%，平均修正期間約 8.8 週。若以各主要航線運價於第三季修正幅度，以歐洲線平均下跌 35.6%跌幅最重，修正期間約 8.1 週，美西線平均下跌 25.2%，修正期間 9.2 週最久。而美東線平均下跌 19.6%，修正期間約 7.5 週。

圖 13：過往各年度第三季 SCFI 運價修正幅度統計(單位:%及週)

Year	2010年	2011年	2012年	2013年	2014年	2017年	2019年	2022年	2023年	Average
SCFI	-13.0	-8.5	-12.3	-19.4	-21.7	-22.6	-13.0	-53.6	-15.0	-19.9
correction duration	10	5	12	8	8	9	8	12	7	8.8

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

圖 14：過往各年度第三季主要航線運價修正幅度統計(單位:%及週)

Routes	SCFI	Europe	USWC	USEC
Average correction percentage	-19.9	-35.6	-25.2	-19.6
Average correction duration	8.8	8.1	9.2	7.5

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

依照上述的過往經驗，第三季運價修正約 8.8 週，修正幅度約 19.9%，推估 9 月中至 9 月底間運價有機會於 2950-3050 點區間落底回穩，搭配過往年底貨載需求會轉強，消化這段期間新船下水的新增運力，供需可望回復平衡的健康格局，且美東碼頭工人薪資合約將於 9 月下旬到期，屆時勞資雙方談判變數大的預期心理更加濃厚，加上中東局勢緊繃，航商恐長期繞航好望角，消化過剩運力，有利運價於 4Q24 回升。展望 2025 年，以哈戰爭恐難以在短期內結束，預期紅海危機造成貨櫃航商繞道好望角的影響仍將延續至 2025 年，可消化過剩運力，維繫運價延續 2024 年的高檔水準。另一方面，儘管近期運價處於修正期，不過對比 2023 年同期，運價仍是大漲超過 2 倍，2024 年平均運價將顯著高於 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。

獲利調整與股票評價

運價可望於 9 月中下旬回升，2024 年獲利大躍進，維持買進建議，目標價 250 元

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，推動 SCFI 運價於 2024 年大漲，提振長榮營收及獲利表現，預估 2024 年營收 4632.48 億元，年增 67.4%，上修幅度 32.2%，毛利率改善 14.6ppt 至 36.6%，營益率改善 15.6ppt 至 32.2%，營業利益增至 1491.87 億元，年增 329.3%，上修幅度達 156.7%，稅後 EPS 提升至 55.44 元(以最新股本 215.3 億元計算，原估 22.74 元)，年增 233.8%，上修幅度達 143.8%，年底淨值提升至 249.92 元(原估 217.43 元)。

展望 2025 年，以哈戰爭恐難以在短期內結束，預期紅海危機造成貨櫃航商繞道好望角的影響仍將延續至 2025 年，可消化過剩運力，維繫運價延續 2024 年的高檔水準，預估長榮 2025 年營收 4845.35 億元，年增 4.6%，上修幅度達 49.8%，毛利率改善 3.7ppt 至 40.3%，營益率改善 2.7ppt 至 34.9%，營業利益增至 1691.32 億元，年增 13.4%，上修幅度達 242.7%，稅後 EPS 提升至 56.86 元(以最新股本 215.3 億元計算，原估 17.23 元)，年增 2.6%，上修幅度達 230.0%，年底淨值提升至 284.87 元。

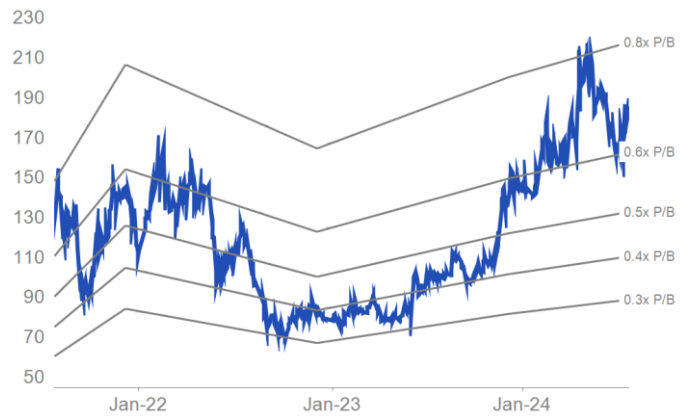
近期運價處於修正期，我們認為運價有機會於 9 月中至 9 月底落底回穩，搭配過往年底貨載需求會轉強，且中東局勢緊繃，航商恐長期繞航好望角，消化過剩運力，有利運價於 4Q24 回升，預估長榮 2024 年稅後 EPS 提升至 55.44 元，年增 233.8%，扭轉獲利衰退的格局，2025 年稅後 EPS 預估可續增至 56.86 元，維持高檔水準；長榮所屬的海洋聯盟延長合約至 2032 年，營運穩定度高，且長榮致力於投資節能環保船，減碳成效顯著，競爭力強等理由，維持買進建議，目標價 250 元，以 2024 年底淨值 249.92 元給予 1 倍 PBR 推得。

圖 15：2024 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	463,248	350,365	484,535	323,571	32.2%	49.7%
營業毛利	169,464	77,061	195,439	70,342	119.9%	177.8%
營業利益	149,187	58,107	169,132	49,347	156.7%	242.7%
稅前利益	164,531	68,886	180,649	56,936	138.8%	217.3%
稅後淨利	119,369	48,896	122,430	37,039	143.8%	230.0%
調整後 EPS (元)	55.44	22.74	56.86	17.23	143.8%	230.0%
重要比率 (%)					百分點	百分點
營業毛利率	36.6%	22.0%	40.3%	21.7%	14.6	18.6
營業利益率	32.2%	16.6%	34.9%	15.3%	15.6	19.7
稅後純益率	28.5%	15.8%	28.0%	13.2%	12.8	14.8

資料來源：公司資料、元大投顧預估

圖 16：12 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 17：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	186.0	12,514	16.61	55.44	56.86	11.2	3.4	3.3	(89.5)	233.8	2.6
國際同業													
Maersk	MAERSKB DC	未評等	10595.0	24,454	1532.5	1715.3	29.7	6.9	6.2	356.9	(86.2)	11.9	(98.3)
COSCO	1919 HK	未評等	10.9	26,710	1.6	2.4	1.3	6.7	4.5	8.7	(79.0)	48.1	(47.9)
Hapag Lloyd	HLAG GR	未評等	150.8	29,078	16.7	8.1	1.1	9.0	18.7	137.3	(82.8)	(51.6)	(86.4)
Kawasaki Kisen Kaisha	9107 JP	未評等	2150.0	9,627	857.0	200.2	290.0	2.5	10.7	7.4	12.0	(76.6)	44.9
Mitsui O.S.K. Lines	9104 JP	未評等	4977.0	12,147	2204.0	617.9	810.6	2.3	8.1	6.1	11.9	(72.0)	31.2
Nippon Yusen KK	9101 JP	未評等	4980.0	15,425	1993.7	451.4	766.2	2.5	11.0	6.5	0.1	(77.4)	69.7
國際同業平均					1100.9	499.2	316.5	5.0	9.9	87.2	(37.3)	(36.3)	(14.5)
國內同業													
陽明海運	2609 TT	未評等	63.8	6,908	1.4	13.1	3.9	46.7	4.9	16.6	(97.4)	859.9	(70.7)
萬海航運	2615 TT	未評等	80.8	6,995	(2.1)	11.4	4.1	--	7.1	19.6	(106.2)	--	(63.8)
國內同業平均					(0.4)	12.3	4.0	46.7	6.0	18.1	(101.8)	859.9	(67.2)

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 18：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	186.0	12,514	7.6	23.2	21.0	206.79	252.94	288.31	0.9	0.7	0.7
國際同業													
Maersk	MAERSKB DC	未評等	10595.0	24,454	6.5	6.8	0.6	21663.7	23029.6	22819.0	0.5	0.5	0.5
COSCO	1919 HK	未評等	10.9	26,710	12.0	16.7	8.0	13.4	15.1	15.2	0.8	0.7	0.7
Hapag Lloyd	HLAG GR	未評等	150.8	29,078	12.7	9.3	1.0	106.3	110.4	102.7	1.4	1.4	1.5
Kawasaki Kisen Kaisha	9107 JP	未評等	2150.0	9,627	57.9	7.3	12.3	1868.9	2068.4	2387.9	1.2	1.0	0.9
Mitsui O.S.K. Lines	9104 JP	未評等	4977.0	12,147	51.3	11.0	11.9	5332.2	5817.1	6849.8	0.9	0.9	0.7
Nippon Yusen KK	9101 JP	未評等	4980.0	15,425	48.3	8.7	13.1	4880.6	5183.4	6357.8	1.0	1.0	0.8
國際同業平均					31.4	10.0	7.8	5644.2	6037.3	6422.1	1.0	0.9	0.8
國內同業													
陽明海運	2609 TT	未評等	63.8	6,908	1.5	10.8	4.3	79.3	88.3	83.0	0.8	0.7	0.8
萬海航運	2615 TT	未評等	80.8	6,995	(2.7)	10.6	4.7	73.4	80.4	73.3	1.1	1.0	1.1
國內同業平均					(0.6)	10.7	4.5	76.4	84.3	78.2	1.0	0.9	0.9

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 19：季度及年度簡明損益表 (合併)

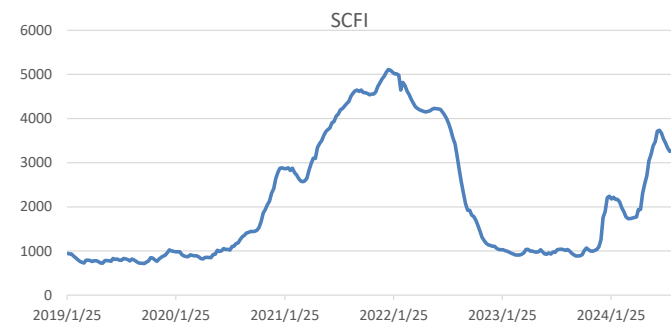
(NT\$百萬元)	1Q2024A	2Q2024A	3Q2024F	4Q2024F	1Q2025F	2Q2025F	3Q2025F	4Q2025F	FY2024F	FY2025F
營業收入	88,639	106,329	146,202	122,079	127,572	118,004	127,444	111,514	463,248	484,535
銷貨成本	(69,689)	(70,446)	(80,411)	(73,247)	(73,992)	(73,163)	(73,918)	(68,023)	(293,783)	(289,096)
營業毛利	18,949	35,882	65,791	48,831	53,580	44,842	53,527	43,490	169,464	195,439
營業費用	(4,096)	(4,134)	(6,506)	(9,400)	(7,016)	(7,080)	(7,328)	(8,921)	(24,137)	(30,346)
營業利益	15,654	32,678	60,414	40,442	47,647	38,752	47,239	35,494	149,187	169,132
業外利益	5,393	3,238	3,653	3,059	2,930	1,938	2,780	3,869	15,344	11,517
稅前純益	21,047	35,916	64,067	43,501	50,577	40,690	50,019	39,363	164,531	180,649
所得稅費用	(2,824)	(5,350)	(14,415)	(9,788)	(12,644)	(10,172)	(12,505)	(9,841)	(32,377)	(45,162)
少數股東權益	841	1,107	0	0	0	0	0	0	12,785	13,056
歸屬母公司稅後純益	17,382	29,459	43,197	29,330	34,655	27,948	33,482	26,345	119,369	122,430
調整後每股盈餘(NT\$)	8.07	13.68	20.06	13.62	16.10	12.98	15.55	12.24	55.44	56.86
調整後加權平均股數(百萬股)	2,153	2,153	2,153	2,153	2,153	2,153	2,153	2,153	2,153	2,153
重要比率										
營業毛利率	21.4%	33.8%	45.0%	40.0%	42.0%	38.0%	42.0%	39.0%	36.6%	40.3%
營業利益率	17.7%	30.7%	41.3%	33.1%	37.4%	32.8%	37.1%	31.8%	32.2%	34.9%
稅前純益率	23.8%	33.8%	43.8%	35.6%	39.7%	34.5%	39.3%	35.3%	35.5%	37.3%
稅後純益率	19.6%	27.7%	29.5%	24.0%	29.7%	25.9%	29.4%	26.5%	28.5%	28.0%
有效所得稅率	13.4%	14.9%	22.5%	22.5%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%	19.7%	25.0%
季增率(%)										
營業收入	27.2%	20.0%	37.5%	-16.5%	4.5%	-7.5%	8.0%	-12.5%		
營業利益	231.6%	108.8%	84.9%	-33.1%	17.8%	-18.7%	21.9%	-24.9%		
稅後純益	427.8%	69.5%	46.6%	-32.1%	18.2%	-19.4%	19.8%	-21.3%		
調整後每股盈餘	421.5%	69.5%	46.6%	-32.1%	18.2%	-19.4%	19.8%	-21.3%		
年增率(%)										
營業收入	32.6%	57.8%	100.8%	75.2%	43.9%	11.0%	-12.8%	-8.7%	67.4%	4.6%
營業利益	40.6%	222.5%	589.6%	756.7%	204.4%	18.6%	-21.8%	-12.2%	329.3%	13.4%
稅後純益	244.7%	478.5%	97.2%	790.5%	99.4%	-5.1%	-22.5%	-10.2%	230.6%	2.5%
調整後每股盈餘	240.6%	478.5%	97.2%	790.5%	99.4%	-5.1%	-22.5%	-10.2%	233.8%	2.6%

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

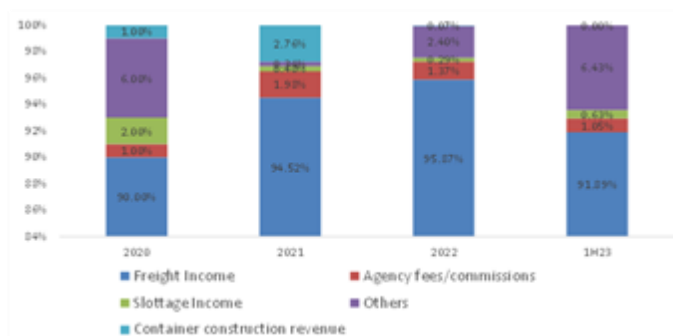
長榮(2603)成立於 1968 年，為台灣最大的貨櫃輪船公司，目前旗下船隊共有 213 艘，包括 2023 年新交船 4 艘，運力為 3.5 萬 TEU，以及汰舊拆解 6 艘舊船，運力為 2.2 萬 TEU。合計長榮 2023 年總運力達到 169.0 萬 TEU，運力新增約 1%YOY，全球運力市佔率約 6.1%。2024 年初最新資料，長榮運力略降至 164.52 萬 TEU，全球運力市占率降至 5.7%，為全球第七大貨櫃航商。

圖 20：SCFI 運價指數



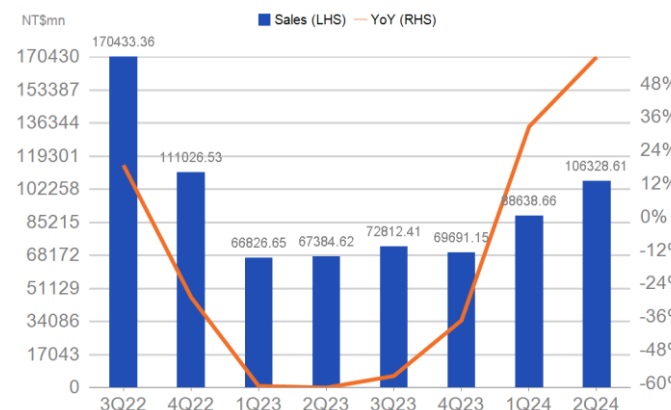
資料來源：公司資料、元大投顧預估

圖 21：營收組成



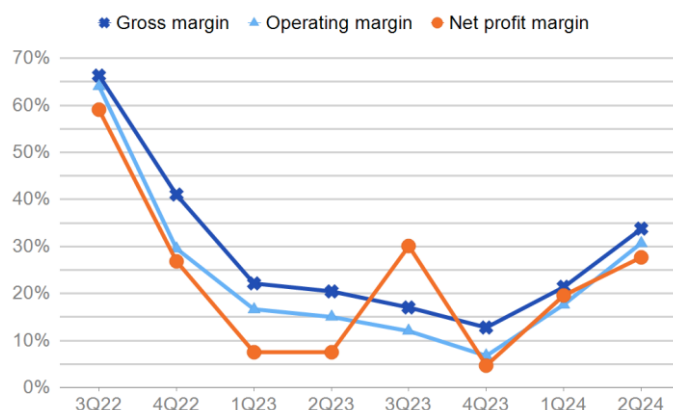
資料來源：公司資料

圖 22：營收趨勢



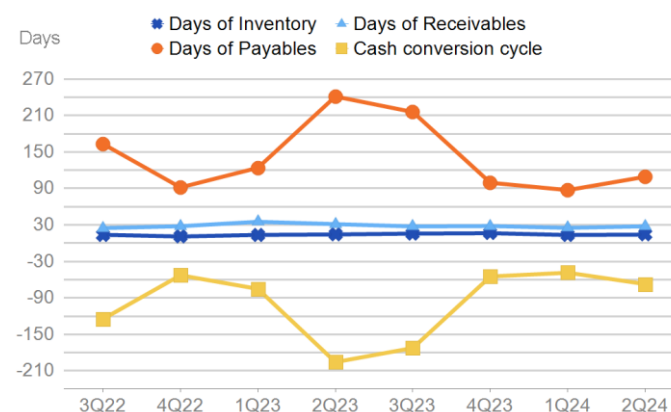
資料來源：CMoney、公司資料

圖 23：毛利率、營益率、淨利率



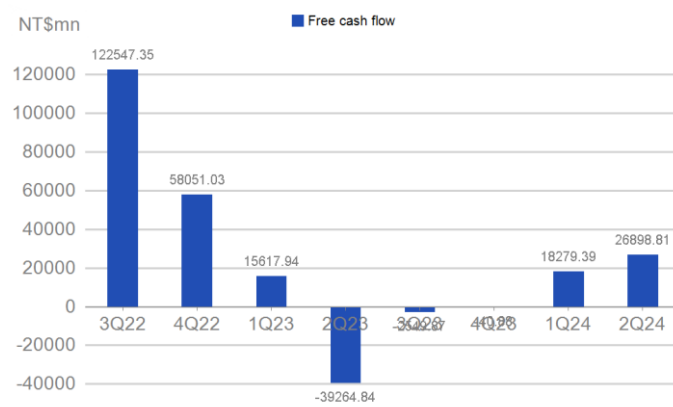
資料來源：CMoney、公司資料

圖 24：經營能力



資料來源：CMoney、公司資料

圖 25：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領先的位置
 - ▶ **在 ESG 議題上的曝險：**長榮的整體曝險屬於中等水準，約等於航運行業的平均水準。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，該公司還是捲入了排放、廢水和廢物相關事件。

圖 26：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)	38	

資料來源：Sustainalytics (2024/8/18)

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	213,809	262,797
存貨	5,838	7,705	10,117	12,733	13,768
應收帳款及票據	41,538	25,801	20,700	23,051	24,595
其他流動資產	127,947	58,083	37,094	44,009	48,453
流動資產	283,115	483,935	238,140	293,602	349,613
採用權益法之投資	36,419	43,648	38,322	45,656	50,656
固定資產	153,903	211,065	260,244	287,214	300,411
無形資產	1,271	1,341	1,130	1,130	1,130
其他非流動資產	136,319	147,523	193,995	207,331	216,911
非流動資產	327,911	403,577	493,690	541,331	569,109
資產總額	611,026	887,512	731,831	834,933	918,721
應付帳款及票據	30,375	46,228	35,642	36,988	38,498
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	113,096	114,607
長期借款	39,638	33,374	31,666	37,060	38,763
其他負債及準備	104,973	106,709	117,620	115,812	121,134
長期負債	144,612	140,083	149,286	152,872	159,896
負債總額	253,705	304,962	261,036	265,968	274,503
股本	52,908	21,164	21,273	21,530	21,530
資本公積	15,762	15,968	17,093	17,093	17,093
保留盈餘	259,260	498,727	385,923	483,837	559,090
什項權益	(1,146)	16,355	15,610	15,610	15,610
歸屬母公司之權益	326,785	552,214	439,899	568,965	644,218
非控制權益	30,537	30,336	30,896	30,896	30,896
股東權益總額	357,322	582,550	470,795	568,965	644,218

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	132,154	135,486
折舊及攤提	22,611	27,759	33,864	49,504	52,123
本期營運資金變動	(11,542)	34,842	(12,561)	(3,621)	(1,068)
其他營業資產及負債變動	26,879	13,655	(75,112)	(4,875)	2,345
營運活動之現金流量	301,058	422,430	(13,833)	160,376	175,831
資本支出	(14,944)	(17,835)	(12,405)	(76,473)	(65,321)
本期長期投資變動	6,499	7,230	(5,327)	(5,000)	(5,000)
其他資產變動	(157,710)	37,367	(22,024)	(4,875)	2,345
投資活動之現金流量	(166,156)	26,761	(39,756)	(84,061)	(71,856)
股本變動	3,928	(31,744)	109	257	0
本期負債變動	(44,402)	(24,797)	(2,590)	4,932	8,535
現金增減資	0	(31,746)	0	0	0
支付現金股利	(13,156)	(95,239)	(148,149)	(21,198)	(47,177)
其他調整數	(15,778)	15,131	(17,449)	(4,875)	2,345
融資活動之現金流量	(69,408)	(168,395)	(168,079)	(32,735)	(54,986)
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)	43,579	48,988
自由現金流量	286,114	404,594	(26,238)	83,903	110,510

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	463,248	484,535
銷貨成本	(187,412)	(228,841)	(226,806)	(293,783)	(289,096)
營業毛利	301,995	398,442	49,909	169,464	195,439
營業費用	(17,311)	(24,765)	(16,814)	(24,137)	(30,346)
推銷費用	(3,708)	(5,292)	(3,044)	(5,021)	(7,268)
研究費用	0	0	0	0	0
管理費用	(13,605)	(19,471)	(13,760)	(19,136)	(23,078)
其他費用	2	(2)	(10)	20	0
營業利益	284,862	374,808	34,750	149,187	169,132
利息收入	387	6,380	14,379	8,048	10,454
利息費用	(3,335)	(3,273)	(4,961)	(7,856)	(8,364)
利息收入淨額	(2,948)	3,107	9,418	193	2,090
投資利益(損失)淨額	5,727	9,035	5,981	5,580	6,014
匯兌損益	307	12,402	2,152	0	0
其他業外收入(支出)淨額	286	73	11,870	9,571	3,413
稅前純益	288,235	399,424	64,172	164,531	180,649
所得稅費用	(25,125)	(53,252)	(24,196)	(32,377)	(45,162)
少數股權淨利	24,095	11,972	4,639	12,785	13,056
歸屬母公司之稅後純益	239,015	334,201	35,337	119,369	122,430
稅前息前折舊攤銷前淨利	314,083	430,439	102,985	214,228	234,861
調整後每股盈餘 (NT\$)	45.18	157.91	16.61	55.44	56.86

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)	67.4	4.6
營業利益	721.7	31.6	(90.7)	329.3	13.4
稅前息前折舊攤銷前淨利	446.8	37.1	(76.1)	108.0	9.6
稅後純益	814.6	31.6	(88.4)	230.6	2.5
調整後每股盈餘	297.3	249.5	(89.5)	233.8	2.6
獲利能力分析 (%)					
營業毛利率	61.7	63.5	18.0	36.6	40.3
營業利益率	58.2	59.8	12.6	32.2	34.9
稅前息前淨利率	58.2	63.2	21.4	35.6	37.7
稅前息前折舊攤銷前淨利率	64.2	68.6	37.2	46.2	48.5
稅前純益率	58.9	63.7	23.2	35.5	37.3
稅後純益率	48.8	53.3	12.8	28.5	28.0
資產報酬率	55.7	46.2	4.9	15.8	14.8
股東權益報酬率	114.7	73.7	7.6	23.2	21.0
穩定/償債能力分析					
負債權益比 (%)	71.0	52.4	55.5	46.8	42.6
淨負債權益比(%)	(19.1)	(61.6)	(29.4)	(31.1)	(34.8)
利息保障倍數 (倍)	87.4	123.0	13.9	(21.0)	(21.9)
流動比率 (%)	259.5	293.5	213.1	259.6	305.1
速動比率 (%)	252.8	287.8	202.0	248.3	293.0
淨負債 (NT\$百萬元)	(68,154)	(358,973)	(138,564)	(176,749)	(224,035)
調整後每股淨值 (NT\$)	61.76	260.92	206.79	252.94	288.31
評價指標 (倍)					
本益比	4.1	1.2	11.2	3.4	3.3
股價自由現金流量比	1.4	1.0	--	4.8	3.6
股價淨值比	3.0	0.7	0.9	0.7	0.7
股價稅前息前折舊攤銷前淨	1.3	0.9	3.9	1.9	1.7
股價營收比	0.8	0.6	1.5	0.9	0.8

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	20210823	132.50	280.00	281.64	買進	胡逸如
2	20211004	102.50	200.00	201.17	買進	胡逸如
3	20211107	114.00	210.00	211.23	買進	胡逸如
4	20220508	154.00	180.00	181.06	買進	胡逸如
5	20220621	110.00	109.00	109.64	持有-超越同業	胡逸如
6	20220807	99.20	111.00	133.86	持有-超越同業	胡逸如
7	20220913	80.80	160.00	192.95	持有-落後同業	胡逸如
8	20221017	152.50	147.00	76.60	持有-超越同業	胡逸如
9	20221106	139.00	133.00	69.30	持有-超越同業	胡逸如
10	20240307	171.50	200.00	190.03	買進	蔡爵丞
11	20240419	168.00	200.00	190.03	買進	蔡爵丞
12	20240516	203.50	240.00	228.04	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>.