

陽明(2609)

Downgrade to HOLD

□台灣 50 ■中型 100 ■MSCI

元富投顧研究部

研究員 楊智翔 Shawn Yang
shawnyang@masterlink.com.tw

評等

日期:	2024/9/27
目前收盤價 (NT\$):	70.9
目標價 (NT\$):	75
52 週最高最低(NT\$):	41.3-83.7
加權指數:	22761.6

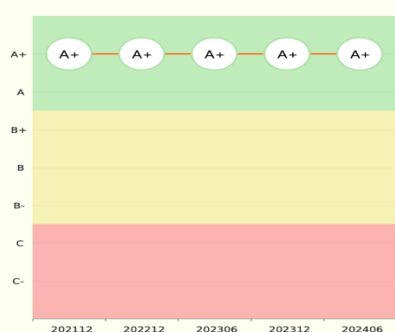
公司基本資料

股本 (NT\$/mn):	34,921
市值 (NT\$/mn):	245,840
市值 (US\$/mn):	8,195
20 日平均成交量(仟股):	34,043
PER (2024):	3.82
PBR (2024):	0.72
外資持股比例:	18.67
TCRI	5

股價表現	1-m	3-m	6-m
絕對報酬率(%)	10.7	-8.0	54.4
加權指數報酬率	2.7	-0.5	12.7

2024 Key Changes	Current	Previous
評等	HOLD	BUY
目標價 (NT\$)	75	110
營業收入 (NT\$/mn)	253,521	222,804
毛利率 (%)	32.1	26.5
營益率 (%)	27.9	22.2
EPS (NT\$)	18.44	14.16
BVPS(NT\$)	97.31	93.48

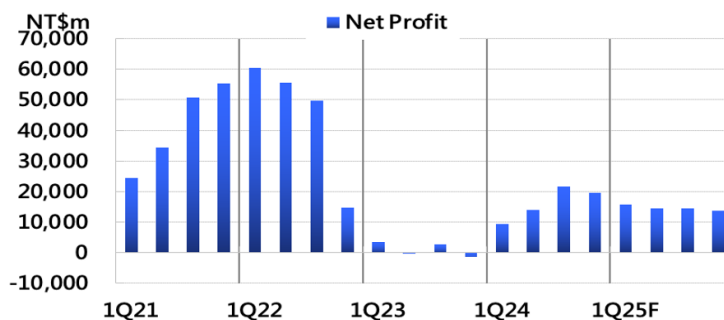
近五期TESG Rating



中長期市況供需持續惡化

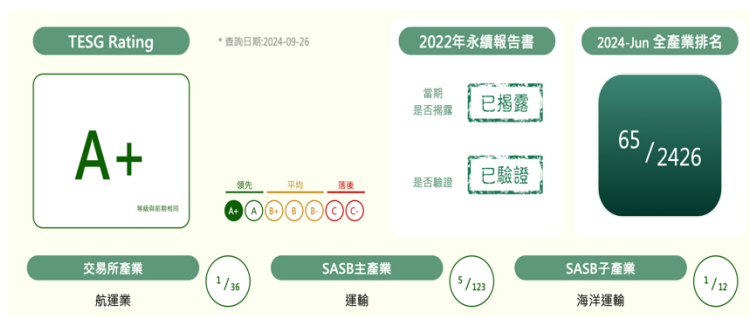
- **3Q24 貨量旺季不旺，美東罷工牽動運價走勢，調整稅後 EPS 至 6.16 元：**因應美東罷工可能，船公司運力投放自大西洋線移轉至支線，歐洲線運力大幅下滑，惟報價同步走跌，意味整體旺季需求轉趨疲弱，然報價受惠遞延營收挹注，營運維持高檔，故調整營收至 795 億元(原 649 億元)，QoQ+51.3%，YoY+121.6%。獲利部分，因營業規模增長，加計原油均價較 2Q24 下滑，調整稅後 EPS 至 6.16 元(原 5 元)。
- **2H24 美東搶運狀況落空，新增運力持續投放，調整全年稅後 EPS 至 18.44 元：**Alphaliner 預估貨櫃供給 YoY+10.5%，需求 YoY+3%，供需差+7.5%，全球累積 1-7 月新增運力達 190 萬 TEU，預計全年投放達 300 萬 TEU。展望後市，9 月下旬市場無搶貨狀況；報價部分，推估 9 月下旬至十月初運價微幅反彈，惟中長期報價下行，調整營收至 2535 億元，YoY+80.3%。獲利部分，毛利率持穩高檔，費用控管得宜下，調整稅後 EPS 至 18.44 元(原 16.37 元)。
- **中長期市況供需持續惡化，評等買進轉中立，調整目標價 75 元：**評價部分，短期美東罷工事件能激勵運價表現，惟較難成為中長期改變供需市況情形，且因需求減弱與市場新船運力持續投放，市況後續恐轉趨惡化，故評等由買進轉中立，調整目標價至 75 元(0.7x 2025 BVPS)。

Exhibit 1: 稅後淨利



Sources : Masterlink

Exhibit 2: TESG 企業永續指標



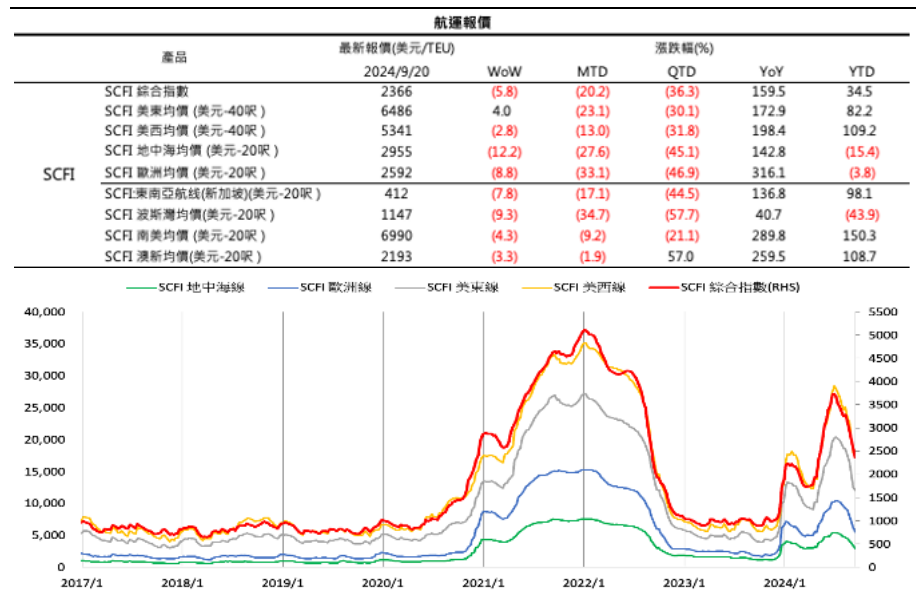
Sources : Masterlink

陽明海運為全球第九大航商，總運力約 70.6 萬 TEU

陽明海運為全球第十大航商，總運力約 70.6 萬 TEU

陽明海運為全球第十大航商，船隊規模 94 艘，總運力約 70.6 萬 TEU，佔目前全球總運能之 2.3%。自 2017 年 4 月始，陽明與日本 ONE(MOL 船商三井、K Line 川崎汽船、NYK Line 日本郵船三家合併)與 Hapag-Lloyd(赫伯羅特)合組 "THE Alliance" 海運聯盟，然 The Alliance 聯盟因將於 2025 年 2 月進行改組成 "Premier Alliance"，少掉 Hapag-Lloyd(赫伯羅特)聯營，預計歐洲線將與 MSC 搭配航網，維持過往航網配置水準。2023 年各航線市佔：跨大西洋 30%、跨太平洋 28%、歐洲線 24%。2Q24 各航線營收分布：美洲線 28%、歐洲線 29%、亞洲近洋線 28%、亞洲其他區域 15%。

Exhibit 3: SCFI 報價走勢



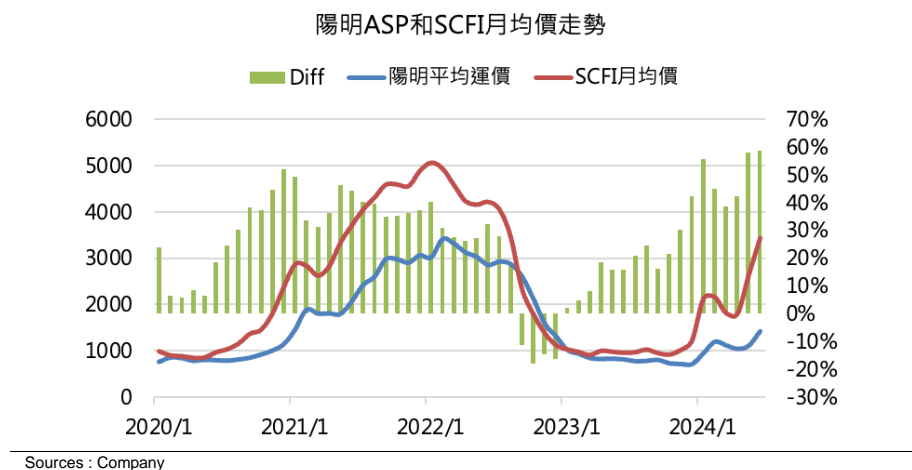
Sources : SCFI、Masterlink

2Q24 貨量持穩，報價受惠紅海因素上行，稅後 EPS 3.98 元

2Q24 貨量持穩，報價受惠紅海因素上行，稅後 EPS 3.98 元

陽明營收達 525 億元，QoQ+20.1%，YoY+50.1%，係因受惠紅海繞行致使短期市場供不應求影響，運量 123 萬 TEU，QoQ+11%，YoY+3%，係因歐洲航線受紅海繞行影響且部分航線繞行，致使裝載量微幅下滑，然北美線裝載率提升補足。獲利部分，因營業規模擴大且燃油報價下行，毛利率 31.59%，優於預期之 26.68%，係因營運價量齊揚；營益率 26.87%，優於預期之 22.29%，業外部份受惠利息收入挹注，稅後 EPS 3.98 元，優於預期之 3.27 元。

Exhibit 4:陽明 ASP 與 SCFI 運價走勢

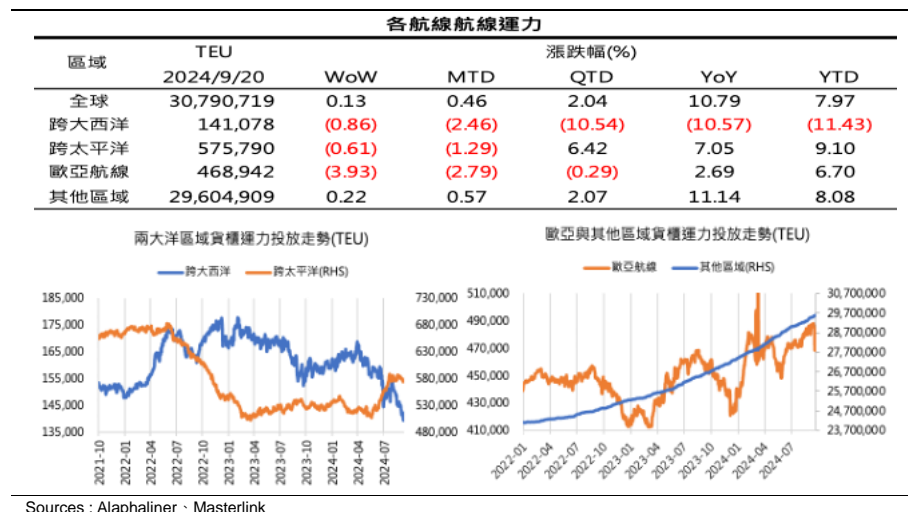


3Q24 貨量旺季不旺，美東罷工牽動運價走勢，調整稅後 EPS 至 6.16 元

3Q24 貨量旺季不旺，供需轉趨平衡，美東罷工牽動運價走勢，調整稅後 EPS 至 6.16 元

陽明累計 7-8 月營收達 512 億元，營收達成率 79%，優於預期，係因雖 8 月上海出口集裝箱運價指數 (SCFI) MTD-10.2%，然受惠 6-7 月份營收遞延挹注。報價與運力部分，截至 9/20 日 SCFI 為 2,366 點，WoW-5.8%；三大航線力部分：跨大西洋線 14 萬 TEU，WoW-1.12%；跨太平洋線 57.6 萬 TEU，WoW-0.5%；歐亞線 47 萬 TEU，WoW-3.7%；其他區域線 2,957 萬 TEU，WoW+0.12%，近期因應美東罷工可能，船公司運力投放自大西洋線移轉至支線，歐洲線運力大幅下滑，惟報價同步走跌，意味整體旺季需求轉趨疲弱，然船公司報價受惠遞延營收挹注，營運維持高檔，故調整營收至 795 億元(原 649 億元)，QoQ+51.3%，YoY+121.6%。獲利部分，因營業規模增長，加計原油均價較 2Q24 下滑，營業成本顯著受惠，不考慮一次性業外損益下，調整稅後 EPS 至 6.16 元(原 5 元)。

Exhibit 5:各航線運力投放走勢

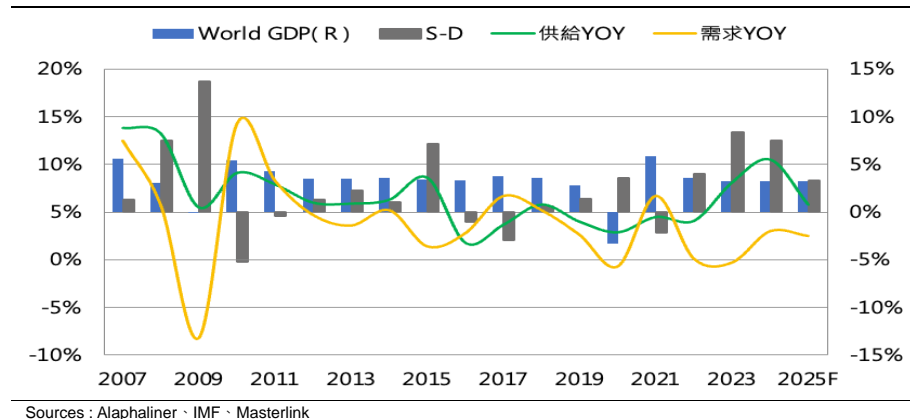


2H24 美東搶運狀況落空，疊加新增運力持續投放，調整稅後 EPS 至 18.44 元

2H24 美東搶運狀況落空，新增運力持續投放，調整稅後 EPS 至 18.44 元

展望 2024 年，Alphaliner 預估貨櫃供給 YoY+10.5%，需求 YoY+3%，供需差 +7.5%，因新增運力大量開出，市況供過於求，惟紅海衝突致使全球貨櫃航商比重近 90%繞行好望角，致使短期市況供需吃緊，惟 2H24 後因新船運力持續投放，全球累積 1-7 月新增運力達 190 萬 TEU，預計全年投放達 300 萬 TEU，市況轉趨供需平衡，近期運價轉趨緩跌格局。針對美東罷工不確定性因素影響航運市場，公司預期若罷工發生，第一週盡量將貨櫃卸港，並透過跳港方式駛離美東；第二週視罷工局勢調整，推估若罷工發生一周影響有限。公司營運部分，預計 2024 年運力達 70.7 萬 TEU，YoY+0%，公司近期持續進行短約船舶置換，並購置長租船為自有船，增加自有運力比重提升至 49%，總結前述，公司全年運力持穩，惟 9 月下旬市場無搶貨狀況，公司推估係因客戶已提前備貨；報價部分，因 8-9 月運價持續下行，推估 9 月下旬至十月初運價微幅反彈，惟中長期格局而言，2H24 呈旺季不旺，預計價格轉趨下行。獲利部分，2H24 燃油報價疲弱，加計長約挹注營業規模帶動，毛利率持穩高檔，費用控管得宜下，調整稅後 EPS 至 18.44 元(原 16.37 元)。展望 2025 年，Alphaliner 預估貨櫃供給 YoY+5.8%，需求 YoY+2.5%，供需差+3.3%。聯盟變化部分，Premier Alliance 將於 2M25 成立，合作效期至 2030 年，新聯盟透過與 MSC 盟外換倉協約，公司評估多數航線數與港口覆蓋率微幅提升，僅美西北與美東航線精簡航線與靠港數。總結前述，因全球新船運力持續投放，紅海繞行影響逐漸放緩，推估全年報價持續下行，然公司營運受惠 1H25 長約報價挹注預估稅後 EPS 16.76 元。

Exhibit 6:2024 年供給 YoY+10.5%，需求 YoY+3%，供需差+7.5%，供需惡化



Sources : Alphaliner、IMF、Masterlink

中長期市況供需持續惡化，評等買進轉中立，調整目標價 75 元

中長期市況供需持續惡化，評等買進轉中立，調整目標價 75 元

評價部分，因旺季提前，雖全球運量保持平穩，且短期美東罷工事件能激勵運價表現，惟較難成為中長期改變供需市況情形，加計需求減弱、供應鏈無塞港狀況與市場新船運力持續投放，市況後續恐轉趨惡化，評等買進轉中立，調整目標價至 75 元(0.7x 2025 BVPS)。

TESG 企業永續指標(分項指標)



資料來源：TEJ

本刊登之報告為元富投顧於特定日期之分析，已力求陳述內容之可靠性，純屬研究性質，僅作參考，使用者應明瞭內容之時效性，審慎考量投資風險，並就投資結果自行負責。報告著作權屬元富投顧所有，禁止任何形式之抄襲、引用或轉載。

Comprehensive income statement					NT\$m	Consolidated Balance Sheet					NT\$m
Year-end Dec. 31	FY22	FY23	FY24F	FY25F		Year-end Dec. 31	FY22	FY23	FY24F	FY25F	
	IFRS	IFRS	IFRS	IFRS			IFRS	IFRS	IFRS	IFRS	
Net sales	375,900	140,624	253,521	238,839		Cash	149,428	69,922	99,685	117,987	
COGS	145,730	134,383	172,249	166,234		Marketable securities	170,351	134,134	113,230	139,831	
Gross profit	230,170	6,241	81,272	72,606		A/R & N/R	11,409	6,396	12,773	13,165	
Operating expense	11,454	8,130	10,841	10,623		Inventory	0	0	0	0	
Operating profit	220,698	(1,666)	70,653	61,983		Others	7,391	8,250	5,291	5,748	
Total non-operate. Inc.	12,923	12,962	9,783	8,121		Total current asset	338,579	218,701	230,979	276,731	
Pre-tax profit	233,621	11,296	80,435	70,104		Long-term invest.	8,743	8,797	8,899	9,380	
Total Net profit	181,016	5,078	64,726	58,888		Total fixed assets	75,778	83,482	76,705	77,465	
Minority	424	304	324	350		Total other assets	81,917	75,897	73,990	76,015	
Net Profit	180,592	4,774	64,401	58,537		Total assets	508,149	392,611	472,899	519,306	
EPS (NT\$)	51.71	1.37	18.44	16.76							
Y/Y %	FY22	FY23	FY24F	FY25F		Short-term Borrow	2,430	1,955	1,963	1,935	
Sales	12.7	(62.6)	80.3	(5.8)		A/P & N/P	15,954	14,812	16,603	16,722	
Gross profit	8.0	(97.3)	1,202.3	(10.7)		Other current liab.	57,546	35,880	34,295	26,512	
Operating profit	8.5	(100.8)	(4,341.6)	(12.3)		Total current liab.	75,930	52,647	52,861	45,169	
Pre-tax profit	15.4	(95.2)	612.1	(12.8)		L-T borrows	305	288	11,690	4,338	
Net profit	9.3	(97.4)	1,249.0	(9.1)		Other L-T liab.	84,783	58,966	66,445	69,558	
EPS	6.1	(97.4)	1,249.0	(9.1)		Total liability.	164,363	114,909	130,996	119,065	
Margins %	FY22	FY23	FY24F	FY25F		Common stocks	34,921	34,921	34,921	34,921	
Gross	61.2	4.4	32.1	30.4		Reserves	27,975	27,975	27,975	27,975	
Operating	58.7	(1.2)	27.9	26.0		Retain earnings	280,064	214,082	279,006	337,345	
EBITDA	66.5	14.0	36.2	34.3		Total Equity	343,786	277,701	341,903	400,241	
Pre-tax	62.1	8.0	31.7	29.4		Total Liab. & Equity	508,149	392,611	472,899	519,306	
Net	48.0	3.4	25.4	24.5							

Comprehensive Quarterly Income Statement					NT\$m	Consolidated Statement of Cash flow					NT\$m
	1Q24	2Q24	3Q24F	4Q24F		Year-end Dec. 31	FY22	FY23	FY24F	FY25F	
	IFRS	IFRS	IFRS	IFRS			IFRS	IFRS	IFRS	IFRS	
Net sales	43,801	52,589	79,554	77,576		Net income	180,592	4,774	64,401	58,537	
Gross profit	10,101	16,615	28,256	26,300		Dep & Amort	16,819	16,819	19,857	19,828	
Operating profit	7,889	14,132	25,690	22,942		Investment income	(1,234)	(687)	(793)	(921)	
Total non-ope inc.	3,738	3,043	1,312	1,689		Changes in W/C	5,655	2,843	316	786	
Pre-tax profit	11,627	17,175	27,002	24,632		Other adjustment	8,235	(20,371)	7,214	9,129	
Net profit	9,379	13,887	21,513	19,622		Cash flow – ope.	210,067	3,379	90,996	87,359	
EPS	2.69	3.98	6.16	5.62		Capex	(8,396)	(14,625)	(9,391)	(9,891)	
Y/Y %	1Q24	2Q24	3Q24F	4Q24F		Change in L-T inv.	6,008	19,455	(26,775)	(33,802)	
Net sales	18.5	50.1	121.6	137.1		Other adjustment	(30,192)	11,895	22,167	28,058	
Gross profit	195.6	368.0	4,526.7	(2,067.1)		Cash flow –inve.	(32,579)	16,725	(13,999)	(15,634)	
Operating profit	436.7	799.1	(1,993.6)	(784.7)		Free cash flow	201,672	(11,246)	81,604	77,469	
Net profit	175.8	(10,754.1)	666.6	(1,605.4)		Inc. (Dec.) debt	(4,574)	(473)	(16,765)	(20,361)	
Q/Q %	1Q24	2Q24	3Q24F	4Q24F		Cash dividend	0	0	(200)	(199)	
Net sales	33.9	20.1	51.3	(2.5)		Other adjustment	(82,379)	(98,787)	(30,786)	(33,382)	
Gross profit	(855.5)	64.5	70.1	(6.9)		Cash flow-Fin.	(86,954)	(99,261)	(47,751)	(53,943)	
Operating profit	(335.4)	79.1	81.8	(10.7)		Exchange influence	519	519	519	519	
Net profit	(819.6)	48.1	54.9	(8.8)		Change in Cash	91,979	(79,506)	29,764	18,302	
Margins %	1Q24	2Q24	3Q24F	4Q24F		Ratio Analysis					
Gross	23.1	31.6	35.5	33.9		Year-end Dec. 31	FY22	FY23	FY24F	FY25F	
Operating	18.0	26.9	32.3	29.6		ROA	40.47	1.06	14.88	11.80	
Net	21.4	26.4	27.0	25.3		ROE	62.48	1.54	20.79	15.78	

Option exp. in R.O.C. GAAP & IFRS

MasterLink Securities – Stock Rating System

STRONG BUY: Total return expected to appreciate 50% or more over a 3-month period.

BUY: Total return expected to appreciate 15% to 50% over a 3-month period.

HOLD: Total return expected to be between 15% to –15% over a 3-month period.

SELL: Total return expected to depreciate 15% or more over a 3-month period.

Additional Information Available on Request

©2024 MasterLink Securities. All rights reserved.

This information has been compiled from sources we believe to be reliable, but we do not hold ourselves responsible for its completeness or accuracy. It is not an offer to sell or solicitation of an offer to buy any securities. MasterLink and its affiliates and their officers and employees may or may not have a position in or with respect to the securities mentioned herein. This firm (or one of its affiliates) may from time to time perform investment banking or other services or solicit investment banking or other business from, any company mentioned in this report. All opinions and estimates included in this report constitute our judgment as of this date and are subject to change without notice. MasterLink has produced this report for private circulation to professional and institutional clients only. All information and advice is given in good faith but without any warranty.

本刊登之報告為元富投顧於特定日期之分析，已力求陳述內容之可靠性，純屬研究性質，僅作參考，使用者應明瞭內容之時效性，審慎考量投資風險，並就投資結果自行負責。報告著作權屬元富投顧所有，禁止任何形式之抄襲、引用或轉載。

元富證券投資顧問股份有限公司 台北市敦化南路二段 97 號 19 樓 (02)2325-3299 (112)金管投顧新字第 020 號

Page 6 of 6