

陽明

(2609 TT, NT\$78.8)

重點摘要

1. 美東碼頭勞資談判目前還沒進展，這兩周是耶誕+過年假期，預期不會重回談判桌，1/15 是否會發生罷工的不確定相當大。
2. 11-12 月運量非常好，歐洲線、北美線、近洋線狀況都很好，但公司不確定這些貨量是來自中國年節前出貨潮、避川普上任關稅搶運潮或是避 1/15 美東可能罷工的搶運潮。
3. 2024 年運價基期高，對 2025 年簽長約有幫助。但目前已經談定的長約數少，比較確定的時間要等到明年 3-4 月美線長約整個底定後才較為明朗，歐洲線長約價格則未評論。

結論

在中國農曆節前、避川普上任關稅戰、避美東 1/15 可能發生的罷工等多因素考量下，11 月起貨櫃運輸量大增，淡季不淡。展望 2025 年，紅海危機目前仍未見曙光，公司預期高機率仍須繞行好望角，另外，根據研調機構 Drewry、Alphaliner、Clarksons 預測，由於新船投入減少，2025 年供需缺口將較 2024 年縮小。目前陽明股價 78.8 元約交易於 2025 年市場共識每股淨值之 0.77 倍，本淨比位於過去兩年歷史區間上緣。

產業現況

- IMF、OECD、World bank 對 2024 年維持穩健經濟成長，展望 2025 年，雖然部分區域具有不確定性與關稅影響，但還是朝向復甦邁進。
- IMF、OECD、World bank 對 2024-25 年經濟成長分別預估為 3.2 /3.2%、3.3/3.3%、2.6/2.7%。
- 美國、歐元區、中國，2025 年預估經濟成長分別為 2.2 (前次預測 1.9)、1.2 (1.5)、4.5 (4.5)。
- CLI 2023 年年底至 2024 年年初，已經在 100 分以上的水準，通常 100 分以上代表經濟增長的趨勢。
- 採購經理人指數：歐元區(11 月較不如預期)、美國、中國(11 月呈現連續三個月的上揚，經濟有望從谷底復甦)。
- 2024 年美國主要貨櫃港口吞吐量較 2023 年明顯增加，尤其 11-12 月較去年同期大幅成長。根據美國零售聯合會預測，主要成長力道來自於 1) 美國川普在 2025 年 1 月 20 日上任後關稅不確定性有提前出貨潮；2) 1/15 碼頭罷工展延合約到期前，客戶會希望提前出貨。
- Drewry、Alphaliner、Clarksons 針對 2025 年供給與需求的 gap 會進一步收斂，繞行好望角的狀況會延續至 1H25。

凱基投顧

賴偉中
886 2 2181 8710
Tommy.lai@kgi.com

重要免責聲明，詳見最終頁

- 油價預期：維持在美金 69-95 元/桶波動。

營運概況

- 1Q-3Q24 各航線運費收入占比：America 38%、Asia II 15%、Asia I 9%、Europe 38%。
- 1Q-3Q24 各航線營運量比較：America 999 (佔 28%)、Europe 1,049 (30%)、Asia II 505 (14%) Asia 996 (28%)，整體營運量相較去年增加 2.5%達到 85T TEU。
- America +143T TEU 主要航線裝載率上升。
- Asia -82T TEU 主因紅海線暫時性停航。
- 陽明 71 萬 TEU；運力佔全球 2.3%。
- 截至 12/1，公司船舶資源狀況。
- 船舶 98 艘 (去年 94 艘)。
- 自有船 61 艘 (去年 55 艘)；自有船佔比從去年的 61%增加至 62%。
- 總運力較去年的 707,089 增加 1%至 717,219 TEU。
- 貨櫃量 115 萬 TEU、自有櫃佔 40%，相較去年年底 110 萬 TEU，自有櫃佔 39%。

財務資訊

- 1Q-3Q24 事業群營收比重：貨櫃航運 94.1%、好好物流 4.1%、散裝光明事業 1.7%、碼頭 0.1%。
- 1Q-3Q24 營業成本。
- 船艙租成本 20%(去年同期 20%)、燃油成本 17%(17%)、空調及棧儲費 12%(11%)、其他 10%(11%)、港埠及運河費 4%(6%)、3VC-集貨船/內陸/裝卸 37%(35%)；與去年整體佔比相當。
- 目前公司運費對應上海航交指數，與市場趨近一致，整體營運量相較去年同期增加。

營運展望

- 4Q24 市場運力供給受地緣政治影響，加上農曆年前貨櫃支撐，農曆年前市場仍正向發展。全球地緣政治緊張局勢，美國未來的關稅政策可能造成貿易壁壘，為全球經濟成長集貨櫃需求帶來不確定性，因此市場中長期仍需觀察。

Q&A

- 2025 年運價走勢展望

市場供給大於需求，不過地緣政治與紅海繞行情況維持，加上明年一月罷工因素干擾。另外整個供應鏈的干擾持續，運價比較難預測走向。目前 4Q 比往年 4Q 維持的好，因此明年審慎樂觀。

- 目前各航線裝載率與去年相比為何？

歐美線與去年相當，4Q24 近洋線比去年還好。

- 美國線是否有搶運需求 / 美國關稅政策目前對整體是否有搶運狀況？

12 月之後需求比預期來得好，但影響的因素不確定是不是關稅，可能還有農曆年前比較早的效應，加上明年美東 1/15 可能罷工，所以搶貨效應目前沒有觀察特別明顯。
- 如果俄烏停戰，戰後商機對陽明有什麼益處？

俄烏與紅海比較不一樣，紅海造成供給影響；俄烏則是這兩個市場目前停擺。如果停戰市場恢復，有重建商機，影響貨櫃與散裝，陽明已準備好航線佈局與加入重建市場，對整個貨源來說有一定幫助。
- 對紅海恢復通行的看法？若紅海危機緩解，運力增加幅度為何？

無法預測何時緩解。如果緩解後，供給量會恢復到市場，所有航商與聯盟如何去把這些多餘運力派到哪些航線或航線重組，可能要看各航商策略，公司難以預估。
- 2025 年長約預期簽約狀況是否樂觀；歐美線長約比例如何；歐洲線長約價格區間？

2025 年長約價格會比 2024 年好，因為 2024 年運價基期高，對 2025 年簽長約有幫助，但目前已經談定的長約數少，比較確定的時間要等到明年 3-4 月美線長約整個底定後才較為明朗。
- 交船計畫
預計在 2H26 開始五艘 15,600 LNG 船進行交付。
- 船隊採購規劃
針對老舊船舶的汰舊換新與航線需求，目前著手研擬布建 8,000-15,000TUE 船進行研擬計畫。
- 產業拆船率
2024 年因為繞行好望角因素，拆船率是歷史新低，約莫 0.3% 左右水準，不到 40 萬 TEU。
- Premier 聯盟
陽明所屬的 Premier Alliance 聯盟與 MSC 在西北歐航線、地中海航線進行換艙服務。
- 2025 年運力供需看法
相較 2024 年供需缺口會進一步收斂，2024 年缺口接近 8%，預計 2025 年供給需求 GAP 會控制在 4%，但是預期繞行好望角營運模式將持續下去，會進一步將過多運能消化掉。
- 勞資關係－美東碼頭工人明年再度罷工機率多高？碼頭自動化問題是否有解決方法？勞資合約討論發展，是否可以分享公司認為可能的發展與因應措施？

不論是勞方 ILA，資方 USMS 自動化問題雙方尚未達成共識，目前是聖誕假期，預期在這周或 1 月初雙方都還沒有辦法回到談判桌，目前來看還需要進一步觀察，不確定性相當高。

■ 2025 年相關港口裝卸成本上漲可能？

CPI 通膨指數與勞工薪資指數，目前來看都是往上攀升的趨勢，2025 年航口裝卸成本會較 2024 年攀升。

■ 1Q-3Q24 油耗量與去年同期相比為何？

相較 2023 年增加 4% 左右，主因整體歐洲線繞行好望角所致。

■ 明年股利配發想法？

等到明年董事會通過，會以重訊方式公告。

■ 美東罷工，因為總統挺 ILA（反對自動化），不知道資方有甚麼因應措施？資方這邊會有什麼策略或因應手法來應對？

自動化議題從今年九月底開始到目前，就存在滿大的歧見，短期內雙方難以達到共識，未來會增加航商在美國各港口營運上的成本，這樣的趨勢對美國消費者是否有利，可能進一步轉嫁到美國身上，公司希望勞方 ILA 與資方 USMS 能夠在短期內達到可以接受的水準，但目前正值聖誕假期，時間壓迫性越來越大，短期內在聯盟所屬航商，進行相對應變措施，將不便性降到最低。

■ 請問碳稅提撥對公司營運的影響？

歐盟有課徵碳稅，金額相當有限且有轉嫁給客戶，對公司營運並無明顯影響。

■ 4Q 傳統淡季各航商會增加空班，請問同業有增加航班數的部分嗎？還是在做間接性調整？

今年有紅海繞行因素，整體來說各聯盟都有空班狀況。今年第四季沒有看到市場有因應淡季做大幅度空班，過年前整個裝載率與訂艙狀況都很好，沒有看到因應淡季空班狀況。

■ 川普增加關稅的影響，是否可能導致三角貿易？對公司影響為何？

今年有一陣子墨西哥貨量有增長；目前來說有觀察到許多廠商往東南亞移動，造成貨量的挪移會持續產生。三角貿易要看未來美國關稅對墨西哥或其他轉口地方有無進一步政策。

■ 近洋線運相當好，能否談談觀察到為何突然這麼熱絡？

4Q24 比 3Q24 好，年底本來就是狀況會恢復。今年以來整個市場船期較為混亂，亞洲塞港狀況有在發生，但程度不一，影響到近洋線的艙會供給與服務的穩定，造成市況比去年與目前到過年前處於高檔狀態。

■ 請問巴拿馬運河近期公告徵收附加費的因素？

2023-24 年維持長時間乾旱，造成過河艘數受到限制，一方面是反映希望能夠恢復到往年收費水準；2) 2025 年開始巴拿馬運河對過路費遊戲規則有改變，間接增加航商通過成本。

- 陽明的聯盟很早就公布第 1 季繼續繞行紅海，請問第 2 季是否繼續繞行會何時公布？

基本上 2025 年繞行好望角機率維持相當大，最後決定不繞一定會提前公布。

- 如果俄烏停戰，烏克蘭重建議題是否因為烏克蘭港口條件限制，使得陽明海運享受到的好處沒有像散裝航運受到的好處多？

散裝航運與貨櫃航運運送的物資有差，陽明海運享受到的好處有限，這樣的評論可能需要待觀察。

凱基證券集團據點

中國	上海	上海市靜安區南京西路 1601 號越洋國際廣場 1507 室 郵政編號：200040
台灣	台北	104 台北市明水路 700 號 電話 886.2.2181.8888 · 傳真 886.2.8501.1691
香港		香港灣仔港灣道十八號中環廣場四十一樓 電話 852.2878.6888 · 傳真 852.2878.6800
泰國	曼谷	8th - 11th floors, Asia Centre Building 173 South Sathorn Road, Bangkok 10120, Thailand 電話 66.2658.8888 · 傳真 66.2658.8014
新加坡		珊頓大道 4 號#13-01 新交所第二大廈 郵政編號：068807 電話 65.6202.1188 · 傳真 65.6534.4826
印尼		Sona Topas Tower Fl.11 Jl. Jend. Sudirman kav.26 Jakarta Selatan 12920 Indonesia 電話 62 21 250 6337

股價說明

等級	定義
增加持股 (OP)	對個股持正面看法，預期個股未來十二個月的表現超越凱基證券集團所追蹤的相關市場的總報酬。
持有 (N)	對個股持中性看法，預期個 23 股未來十二個月的表現符合凱基證券集團所追蹤的相關市場的總報酬。
降低持股 (U)	對個股持負面看法，預期個股未來十二個月的表現低於凱基證券集團所追蹤的相關市場的總報酬。
未評等 (NR)	凱基證券未對該個股加以評等。
受法規限制 未評等 (R)	受凱基證券集團內部政策和/或相關法令限制使凱基證券集團無法進行某些形式的資訊交流，其中包括提供評等給投資人參考。
*總報酬 = (十二個月目標價-現價)/現價	

免責聲明

凱基證券投資顧問股份有限公司（以下簡稱本公司）為凱基金控集團之成員。本報告之內容皆來自本公司認可之資料來源，但不保證其完整性及精確性。報告內容所提及之各項業務、財務等相關檔案資料及所有的意見及預估皆基於本公司於特定日期所做之判斷，故有其時效性限制，邇後若有變更時，本公司將不做預告或更新。本報告內容僅供參考，並不提供或遊說客戶為買賣股票之投資依據。投資人應審慎考量本身之投資風險，並就投資結果自行負責。本公司及所屬集團成員，暨其主管或員工皆有可能持有報告中所提及的證券。本公司及所屬集團成員並可能經常提供投資銀行或其他服務給報告中提及之公司或向其爭取相關業務。本報告之著作權為本公司所有，非經本公司同意，本報告全文或部份內容，不得以任何形式或方式引用、轉載或轉寄。