

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

前日收盤價	62.40 元
目標價	
3 個月	65 元
12 個月	65 元

## 近期報告日期、評等及前日股價

10/27/2022	中立	61.90
08/31/2022	中立	78.90
04/28/2022	中立	121.00
11/30/2021	區間操作	112.50
07/23/2021	中立	142.00

## 公司基本資訊

目前股本(百萬元)	34,921
市值(億元)	2,179
目前每股淨值(元)	94.82
外資持股比(%)	16.50
投信持股比(%)	0.11
董監持股比(%)	32.23
融資餘額(張)	88,844
現金股息配發率(F)(%)	19.29

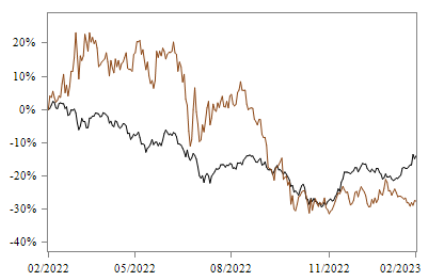
## 產品組合



■ 營業收入:100.00%

## 股價相對大盤走勢

— 2609 — TWSE



## 陽明(2609 TT)

中立

產業供需惡化，2023 年獲利將大幅衰退，維持中立。

**投資建議：**考量產業供需結構惡化之下，營運展望偏向保守，維持中立投資建議。

**春節過後市場將面臨需求空窗期，短期內運價走勢將維持弱勢震盪：**隨節前旺季結束，SCFI 指數連續下跌三周，目前航線獲利仍以美東線最佳，歐洲線於損平邊緣波動，美西線則已處於虧損狀態。農曆春節前向來為貨櫃海運出貨小旺季，然在消費力道偏弱、塞港解除之後，此次節前旺季的運價反彈力道相較於往年略顯薄弱。春節過後市場將面臨需求空窗期，短期內運價走勢將維持弱勢震盪；2023 年貨櫃海運市場負面衝擊因素將逐漸由需求面轉為供給面，中長期現貨運價走勢仍具有壓力。

**2023 年獲利將大幅衰退：**陽明 1Q22 受惠於農曆年前漲價效應，加上燃油價格處於相對低檔，陽明單季稅後獲利 605.77 億元，稅後 EPS 17.35 元。2Q22 運量回升，營收 QoQ+2.57%，惟燃油成本墊高的情況下，毛利率由 1Q22 的 70.58% 下滑至 66.22%，單季稅後獲利 555.33 億元，QoQ-8.33%，稅後 EPS 15.9 元。公司合約客戶比重較高者以美洲線為主，佔比約 50%，由於 2021 年美洲線合約價偏低，故 05/2022 開始適用的新合約價格大幅調漲；惟隨 3Q22 旺季不旺、現貨運價大幅走跌，逐漸抵銷合約漲價效益，陽明單季稅後獲利 497.48 億元，QoQ-10.42%，稅後 EPS 14.25 元。4Q22 進入需求淡季，加上塞港情況大幅紓緩之下，現貨運價大幅走低，加上長約價格將隨現貨運價的下跌而向下調整，價量俱跌之下，預估單季稅後獲利 151.88 億元，QoQ-69.47%，稅後 EPS 4.35 元。整體而言，預估陽明 2022 年稅後獲利 1810.47 億元，YoY+9.55%，稅後 EPS 51.84 元。展望後市，1Q23 為傳統需求淡季，運價難有表現空間，加上運量減少之下，航商營運壓力較大，預估陽明單季稅後獲利 1.95 億元，稅後 EPS 0.06 元；2Q23~3Q23 進入傳統需求旺季，惟隨市場新增運力逐漸增長，運價上漲空間恐將受限，預估陽明 2023 年稅後獲利 71.92 億元，YoY-96.03%，稅後 EPS 2.06 元。

(百萬元)	2021	2022F	2023F	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22F	1Q23F	2Q23F	3Q23F	4Q23F
營業收入淨額	333,687	371,957	153,677	102,681	106,704	109,448	99,813	55,992	35,856	40,062	41,202	36,558
營業毛利淨額	213,131	229,322	15,483	72,548	75,315	72,473	60,257	21,277	1,726	5,392	6,351	2,013
營業利益	203,385	220,699	10,374	69,426	72,305	70,949	58,015	19,429	579	4,070	4,992	734
稅後純益	165,269	181,047	7,192	55,391	60,577	55,533	49,748	15,188	195	2,959	3,719	319
稅後 EPS(元)	47.33	51.84	2.06	15.86	17.35	15.90	14.25	4.35	0.06	0.85	1.06	0.09
毛利率(%)	63.87%	61.65%	10.07%	70.65%	70.58%	66.22%	60.37%	38.00%	4.81%	13.46%	15.42%	5.51%
營業利益率(%)	60.95%	59.33%	6.75%	67.61%	67.76%	64.82%	58.12%	34.70%	1.61%	10.16%	12.12%	2.01%
稅後純益率(%)	49.53%	48.67%	4.68%	53.94%	56.77%	50.74%	49.84%	27.13%	0.54%	7.39%	9.03%	0.87%
營業收入 YoY/QoQ(%)	120.58%	11.47%	-58.68%	7.57%	3.92%	2.57%	-8.80%	-43.90%	-35.96%	11.73%	2.84%	-11.27%
稅後純益 YoY/QoQ(%)	1,279.88%	9.55%	-96.03%	8.98%	9.36%	-8.33%	-10.42%	-69.47%	-98.72%	1,420.86%	25.65%	-91.42%

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 349.21 億元計算。

2023 年 2 月 2 日

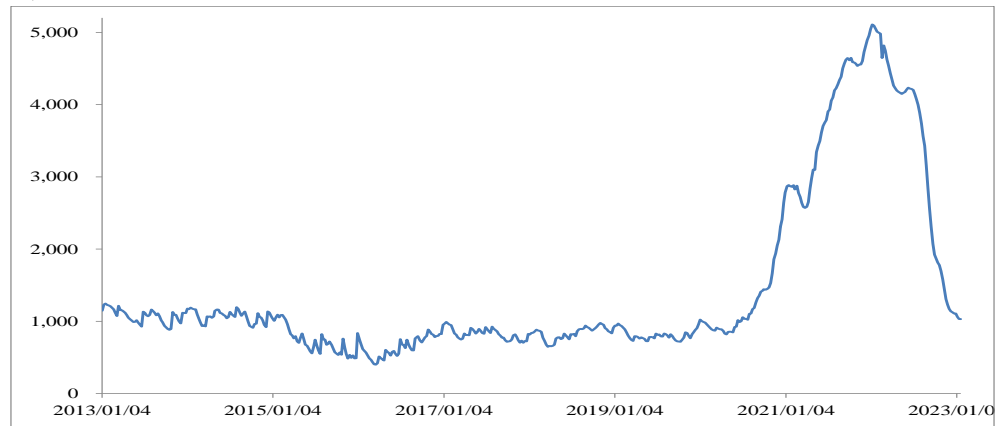
## 公司 ESG 政策：

- (一)企業對於因應氣候變遷或溫室氣體管理之策略:永續經營責任小組轄下之公司治理及誠信經營小組負責 TCFD 之推動與深化，並由環境永續小組持續評估風險減緩之因應做法。透過分享氣候變遷議題勢及介紹氣候相關風險與機會的評估方法，提升同仁對全球風險趨勢與氣候變遷的認知，並據以辨認各部門營運流程中，在不同氣候變遷情境設定下所衍生的風險與機會。
- (二)企業溫室氣體排放量減量目標: 碳排放強度 2025 年相較 2020 年再降 20%，2022 年碳排強度不高於 2021 年，目標值為 41.6 g/TEU\*km。(2021 年船隊碳排強度結果為 42.35 g/TEU\*km)
- (三)企業溫室氣體排放量減量之預算與計畫: 董事會審議本公司氣候變遷有關的風險與機會，並將其納入年度預算、業務計畫、重大資本支出之議案討論內，透過相關資本支出，減緩及調適氣候相關風險對企業營運的衝擊、並把握氣候相關機會可能帶來的營運利益，致力提供具備氣候適應性的服務，以增加企業附加價值。訂造新型環保節能船舶取代老舊耗能船舶: 採用低碳燃料的新型船舶，降低公司船隊整體燃料消耗及碳排放量，04/2022 董事會通過陽明海運董事會通過 LNG 動力雙燃料貨櫃船布建計畫。
- (四)企業產品或服務帶給客戶或消費者之減碳效果: 2022 年導入 ISO14064-1 並通過第三方(DNV)驗證，本公司體認提供航運服務過程中，因消耗能資源、產生溫室氣體排放，將致環境負荷增加，再面對目前國際溫室氣體減量趨勢，除遵照國際環保公約外，為扮演環境保護之積極角色，以「溫室氣體盤查管理」掌握自身排放情形為基礎，並透過持續推動高效率能資源使用與節約能源等減量工作，期降低溫室氣體排放，達到符合國內外法令要求，與友善環境之永續發展目標。深知航運業在全球節能減碳扮演重要角色，本公司積極推動環境永續並從自身做起，本公司辦公室及船隊已於 2004 年取得 ISO 14001 環境管理系統認證，並持續維持有效性。船舶管理上面要求新造船舶能源消耗表現、現成船設備加改裝以達到提升能源消耗效率，並定期舉行燃油耗量檢討會議，若發現船舶油耗異常，立即進行原因調查及改善。並透過氣象導航系統資訊，計算最適建議航路，達到節省能源耗用並提升航運安全之效果，近三年燃油耗量持續減少，營運船舶二氧化碳排放強度(2021 年)較基準年(2008 年)減少 57.38%。

## 2023 年貨櫃海運市場負面衝擊因素將逐漸由需求面轉為供給面，中長期現貨運價走勢仍具有壓力：

隨節前旺季結束，SCFI 指數連續下跌三周，目前航線獲利仍以美東線最佳，歐洲線於損平邊緣波動，美西線則已處於虧損狀態。農曆春節前向來為貨櫃海運出貨小旺季，然在消費力道偏弱、塞港解除之後，此次節前旺季的運價反彈力道相較於往年略顯薄弱。春節過後市場將面臨需求空窗期，短期內運價走勢將維持弱勢震盪；2023 年貨櫃海運市場負面衝擊因素將逐漸由需求面轉為供給面，中長期現貨運價走勢仍具有壓力。

圖一、SCFI 指數

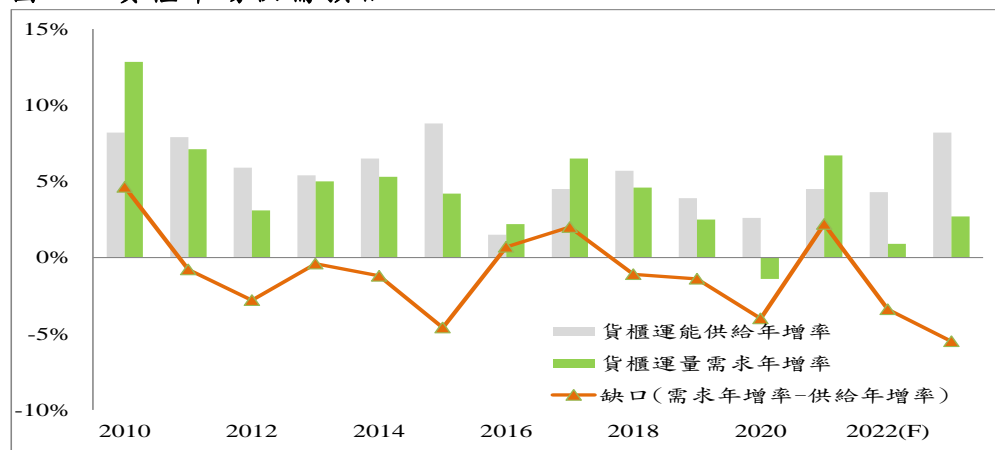


資料來源：群益投顧彙整

## 2023 年新船下水將增加市場供給過剩壓力：

產業結構方面，2022 年市場需求 YoY+0.9%，運力供給 YoY+4.4%，產業由供不應求轉為供過於求；2023 年市場需求 YoY+2.7%，運力供給 YoY+7.8%，供給過剩缺口將進一步擴大。此外，2021~2022 年因運價維持高檔，航商拆船意願不高，隨國際環保法規逐趨嚴格，2023 年市場拆船量有望增加，惟在航商營運仍有獲利、且環保規定仍有因應措施的情況下，環保法規對於拆船量的影響程度尚不足以扭轉市場供給過剩的結構。

圖二、貨櫃市場供需預估



資料來源：群益投顧彙整

## 公司概況：

陽明 14 艘 11,000TEU 艘新造長約船已於 2022 年全數交付完畢，2022 年底自有船舶達 51 艘，租入船舶為 44 艘，總運能為 71.7 萬 TEU。

各航線營收方面，陽明 1Q~3Q22 歐洲線占比 43%、美洲線占比 34%、中東南美線占比 15%，亞洲近洋線占比 8%。

營運成本方面，公司 1Q~3Q22 集貨、內陸及裝卸成本占比 33%，船艙租成本占比 21%，燃油成本佔比 18%，其他項目占比 28%。

2023 年 2 月 2 日

## 預估 2022 年稅後 EPS 51.84 元：

陽明 1Q22 受惠於農曆年前漲價效應，加上燃油價格處於相對低檔，陽明單季稅後獲利 605.77 億元，稅後 EPS 17.35 元

2Q22 運量回升，營收 QoQ+2.57%，惟燃油成本墊高的情況下，毛利率由 1Q22 的 70.58% 下滑至 66.22%，單季稅後獲利 555.33 億元，QoQ-8.33%，稅後 EPS 15.9 元。

公司合約客戶比重較高者以美洲線為主，佔比約 50%，由於 2021 年美洲線合約價偏低，故 05/2022 開始適用的新合約價格大幅調漲；惟隨 3Q22 旺季不旺、現貨運價大幅走跌，逐漸抵銷合約漲價效益，陽明單季稅後獲利 497.48 億元，QoQ-10.42%，稅後 EPS 14.25 元。

4Q22 進入需求淡季，加上塞港情況大幅紓緩之下，現貨運價大幅走低，加上長約價格將隨現貨運價的下跌而向下調整，價量俱跌之下，預估單季稅後獲利 151.88 億元，QoQ-69.47%，稅後 EPS 4.35 元。

整體而言，預估陽明 2022 年稅後獲利 1810.47 億元，YoY+9.55%，稅後 EPS 51.84 元。

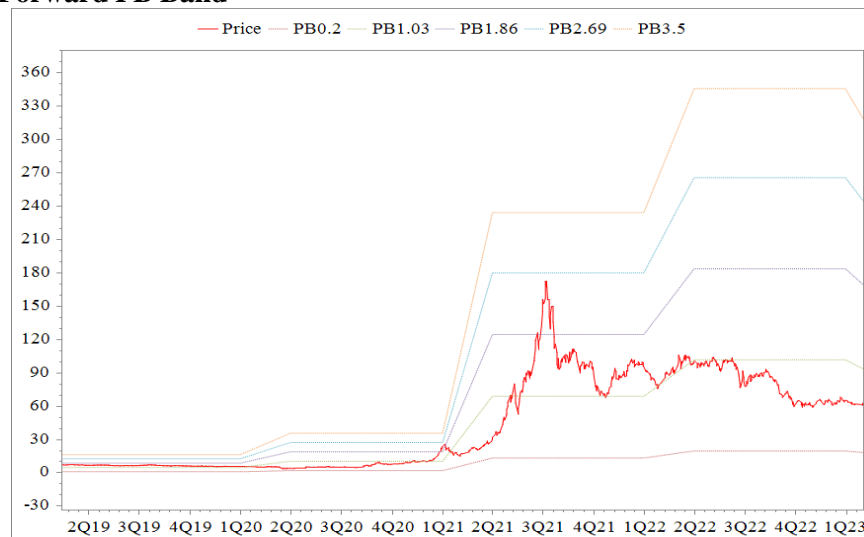
## 2023 年獲利將大幅衰退：

展望後市，1Q23 為傳統需求淡季，運價難有表現空間，加上運量減少之下，航商營運壓力較大，預估陽明單季稅後獲利 1.95 億元，稅後 EPS 0.06 元；2Q23~3Q23 進入傳統需求旺季，惟隨市場新增運力逐漸增長，運價上漲空間恐將受限，預估陽明 2023 年稅後獲利 71.92 億元，YoY-96.03%，稅後 EPS 2.06 元。

## 投資建議：

投資建議方面，考量產業供需結構惡化之下，營運展望偏向保守，維持中立投資建議。

## Forward PB Band



資料來源：CMoney，群益預估彙整



2023 年 2 月 2 日

## 資產負債表

(百萬元)	2019	2020	2021	2022F	2023F
<b>資產總計</b>	191,002	194,976	384,416	563,905	512,742
流動資產	35,818	46,261	226,557	266,101	206,751
現金及約當現金	17,177	24,519	57,449	79,949	57,661
應收帳款與票據	10,116	11,186	22,060	16,664	-665
存貨	3,790	2,190	3,409	2,844	3,214
採權益法之投資	7,956	6,972	11,082	29,552	30,633
不動產、廠房設備	72,259	73,663	73,895	73,895	73,895
<b>負債總計</b>	<b>173,920</b>	<b>158,641</b>	<b>150,093</b>	<b>217,951</b>	<b>194,269</b>
流動負債	61,249	59,749	73,237	110,875	93,553
應付帳款及票據	12,756	16,128	19,518	13,308	18,496
非流動負債	112,670	98,892	76,856	113,285	101,738
<b>權益總計</b>	17,082	36,335	234,323	345,954	318,473
普通股股本	26,013	31,677	34,921	34,921	34,921
保留盈餘	-11,463	1,661	169,071	280,702	253,221
母公司業主權益	16,464	35,678	233,691	344,895	317,166
<b>負債及權益總計</b>	<b>191,002</b>	<b>194,976</b>	<b>384,416</b>	<b>563,905</b>	<b>512,742</b>

## 現金流量表

(百萬元)	2019	2020	2021	2022F	2023F
<b>營業活動現金</b>	11,194	35,043	209,575	272,150	120,670
稅前純益	-3,588	16,150	202,377	233,820	9,300
折舊及攤銷	16,871	17,202	17,511	17,735	91,630
營運資金變動	-2,174	3,902	-8,704	-249	22,147
其他營運現金	84	-2,212	-1,609	20,844	-2,408
<b>投資活動現金</b>	-1,481	-6,129	-141,108	-125,648	-11,280
資本支出淨額	-1,632	-7,394	-7,150	-4,202	-4,203
長期投資變動	226	1,319	-133,927	29	29
其他投資現金	-75	-54	-31	-121,475	-7,106
<b>籌資活動現金</b>	-10,454	-21,224	-34,731	-124,001	-131,678
長借/公司債變動	-3,501	-4,341	-41,351	36,428	-11,547
現金增資	0	0	29,120	0	0
發放現金股利	0	0	0	-69,842	-34,921
其他籌資現金	-6,953	-16,882	-22,500	-90,588	-85,209
<b>淨現金流量</b>	-222	7,341	32,930	22,501	-22,288
<b>期初現金</b>	17,400	17,177	24,519	57,449	79,949
<b>期末現金</b>	17,177	24,519	57,449	79,949	57,661

資料來源：CMoney、群益

## 損益表

(百萬元)	2019	2020	2021	2022F	2023F
<b>營業收入淨額</b>	149,181	151,277	333,687	371,957	153,677
營業成本	143,106	125,192	120,556	142,634	138,194
<b>營業毛利淨額</b>	6,075	26,084	213,131	229,322	15,483
營業費用	6,615	6,986	9,976	10,093	5,109
<b>營業利益</b>	-1,015	19,460	203,385	220,699	10,374
<b>EBITDA</b>	17,064	36,779	222,152	237,699	27,374
業外收入及支出	-2,573	-3,444	-1,008	13,121	-1,074
稅前純益	-3,588	16,150	202,377	233,820	9,300
所得稅	410	3,963	36,775	52,346	1,860
稅後純益	-4,310	11,977	165,269	181,047	7,192
稅後 EPS(元)	-1.23	3.43	47.33	51.84	2.06
完全稀釋 EPS**	-1.23	3.43	47.33	51.84	2.06

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 349.21【最新股本】億元計算

註 3：完全稀釋 EPS 以股本 349.21 億元計算

## 比率分析

(百萬元)	2019	2020	2021	2022F	2023F
<b>成長力分析(%)</b>					
營業收入淨額	5.18%	1.40%	120.58%	11.47%	-58.68%
營業毛利淨額	14287.34%	329.39%	717.09%	7.60%	-93.25%
營業利益	N.A	N.A	945.13%	8.51%	-95.30%
稅後純益	N.A	N.A	1279.88%	9.55%	-96.03%
<b>獲利能力分析(%)</b>					
毛利率	4.07%	17.24%	63.87%	61.65%	10.07%
EBITDA(%)	11.44%	24.31%	66.57%	63.90%	17.81%
營益率	-0.68%	12.86%	60.95%	59.33%	6.75%
稅後純益率	-2.89%	7.92%	49.53%	48.67%	4.68%
總資產報酬率	-2.26%	6.14%	42.99%	32.11%	1.40%
股東權益報酬率	-25.23%	32.96%	70.53%	52.33%	2.26%

## 償債能力檢視

負債比率(%)	91.06%	81.36%	39.04%	38.65%	37.89%
負債/淨值比(%)	1018.13%	436.61%	64.05%	63.00%	61.00%
流動比率(%)	58.48%	77.43%	309.35%	240.00%	221.00%

## 其他比率分析

存貨天數	10.04	8.72	8.48	8.00	8.00
應收帳款天數	22.72	25.70	18.18	19.00	19.00

2023 年 2 月 2 日

## 季度損益表

(百萬元)	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22F	1Q23F	2Q23F	3Q23F	4Q23F	1Q24F	2Q24F
營業收入淨額	95,452	102,681	106,704	109,448	99,813	55,992	35,856	40,062	41,202	36,558	36,012	38,698
營業成本	30,687	30,133	31,389	36,975	39,556	34,715	34,129	34,670	34,850	34,545	34,104	34,608
營業毛利淨額	64,765	72,548	75,315	72,473	60,257	21,277	1,726	5,392	6,351	2,013	1,909	4,090
營業費用	2,286	3,227	3,064	2,801	2,380	1,848	1,147	1,322	1,360	1,280	1,260	1,354
營業利益	62,522	69,426	72,305	70,949	58,015	19,429	579	4,070	4,992	734	648	2,735
業外收入及支出	164	-593	4,224	4,474	4,753	-330	-262	-278	-252	-282	-280	-280
稅前純益	62,687	68,833	76,530	75,422	62,768	19,099	317	3,792	4,740	452	368	2,455
所得稅	11,792	13,331	15,847	19,781	12,898	3,820	63	758	948	90	74	491
稅後純益	50,826	55,391	60,577	55,533	49,748	15,188	195	2,959	3,719	319	295	1,964
最新股本	34,921	34,921	34,921	34,921	34,921	34,921	34,921	34,921	34,921	34,921	34,921	34,921
稅後EPS(元)	14.55	15.86	17.35	15.90	14.25	4.35	0.06	0.85	1.06	0.09	0.08	0.56
<b>獲利能力(%)</b>												
毛利率(%)	67.85%	70.65%	70.58%	66.22%	60.37%	38.00%	4.81%	13.46%	15.42%	5.51%	5.30%	10.57%
營業利益率(%)	65.50%	67.61%	67.76%	64.82%	58.12%	34.70%	1.61%	10.16%	12.12%	2.01%	1.80%	7.07%
稅後純益率(%)	53.25%	53.94%	56.77%	50.74%	49.84%	27.13%	0.54%	7.39%	9.03%	0.87%	0.82%	5.08%
<b>QoQ(%)</b>												
營業收入淨額	30.27%	7.57%	3.92%	2.57%	-8.80%	-43.90%	-35.96%	11.73%	2.84%	-11.27%	-1.49%	7.46%
營業利益	47.63%	11.04%	4.15%	-1.88%	-18.23%	-66.51%	-97.02%	602.91%	22.66%	-85.31%	-11.61%	321.86%
稅前純益	48.65%	9.80%	11.18%	-1.45%	-16.78%	-69.57%	-98.34%	1096.20%	25.01%	-90.47%	-18.42%	566.51%
稅後純益	47.17%	8.98%	9.36%	-8.33%	-10.42%	-69.47%	-98.72%	1420.86%	25.65%	-91.42%	-7.68%	566.51%
<b>YoY(%)</b>												
營業收入淨額	145.67%	123.08%	71.32%	49.37%	4.57%	-45.47%	-66.40%	-63.40%	-58.72%	-34.71%	0.44%	-3.41%
營業利益	1408.72%	380.16%	148.58%	67.53%	-7.21%	-72.01%	-99.20%	-94.26%	-91.40%	-96.22%	11.99%	-32.79%
稅前純益	1661.35%	430.19%	166.79%	78.85%	0.13%	-72.25%	-99.59%	-94.97%	-92.45%	-97.64%	16.21%	-35.25%
稅後純益	1757.18%	447.00%	147.08%	60.80%	-2.12%	-72.58%	-99.68%	-94.67%	-92.53%	-97.90%	51.45%	-33.63%

註1：稅後EPS以股本349.21億元計算

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。