

## 持有・維持

收盤價 March 20 (NT\$)	162.0
12 個月目標價 (NT\$)	158.0
前次目標價 (NT\$)	154.0
調升 (%)	2.6
下跌空間 (%)	2.5

## 焦點內容

1Q23 以來，SCFI 美西線、美東線、歐洲線、亞洲線運價指數皆已跌破成本線。建議投資人靜待 2022-24 年下降循環落底後再檢視該股。

## 交易資料表

市值：(NT\$bn/US\$m)	342.911,190
流通在外股數 (百萬股)：	2,116
外資持有股數 (百萬股)：	636
3M 平均成交量 (百萬股)：	20.61
52 週股價 (低 \ 高) (NT\$)：	79.70 - 172.5

股價表現	3M	6M	12M
絕對表現 (%)	2.2	-6.1	14.9
相對表現 (%)	-6.6	-12.1	26.6

## 每股盈餘

NT\$	1Q	2Q	3Q	4Q
2021	7.04A	7.98A	15.15A	15.39A
2022	19.16A	19.33A	37.25A	7.78F
2023	4.68F	2.03F	1.46F	(1.65)F

## 股價圖



資料來源：TEJ

## 凱基投顧

許家源  
886.2.2181.8707  
tom.hsu@kgi.com

黃柏瑞  
886.2.2181.8706  
Barry.Huang@kgi.com

重要免責聲明，詳見最終頁

# 長榮

(2603.TW/2603 TT)

## 需求不振，競爭加劇

### 重要訊息

1Q23 以來，SCFI 美西線、美東線、歐洲線運價指數分別累計下跌 19%、18%、32%，亞洲線則上漲 1%，皆已跌破成本線。

### 評論及分析

**需求不振，競爭加劇。**1Q23 以來，美國製造商及批發商延續激烈的去庫存，反映於港口進口貨櫃量季減 7%、年減 19%，我們持續預估此波主動去庫存將延續至 2Q23。繼 4Q22 的美西線、歐洲線、亞洲線後，至 3 月中旬，美東線的現貨價已跌破航商成本線，促使美國線船隻運能季減 13%、主要來自非聯盟航商。

**承載率承壓。**長榮 4Q22 EPS 達 7.78 元(以減資後股本計為 14.01 元)，低於我們預估的 23.51 元。我們推算長榮 4Q22 運價季減 28%、運量季減 11%。我們預估長榮 2023-24 年 EPS 將達 6.51 元、-1.27 元，並將自 4Q23 起陷入虧損，與前次預估大致相同。我們預估長榮 2023 年運能年增 7%，高於需求年增的 2%，拖累承載率下滑。

### 投資建議

長榮宣告現金股利 70 元，配發率 44%，約當現金殖利率 41%，水準為貨櫃三雄之首，反映長榮具營運成本優勢，加上運能擴張幅度適中，支撐其資產負債表最為強勁。我們調整長榮目標價至 158 元，相當於 2023 年預估每股淨值 197 元的 0.8 倍(自 221 元的 0.7 倍)，接近以往下降循環谷底的 0.7 倍，目標價並相當於 4Q22 每股淨現金 167 元的 1.0 倍，維持「持有」評等。建議投資人靜待 2022-24 年下降循環落底後再檢視該股。

### 投資風險

貨運需求弱於預期。

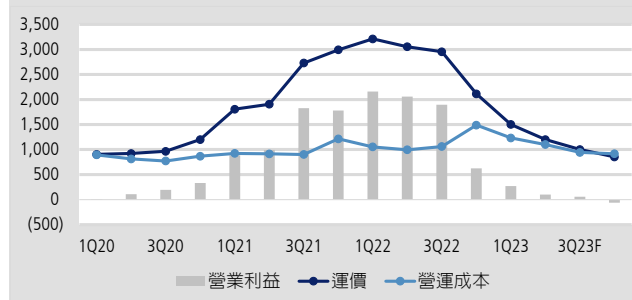
### 主要財務數據及估值

	Dec-20A	Dec-21A	Dec-22F	Dec-23F	Dec-24F
營業收入 (NT\$百萬)	207,078	489,407	627,284	252,340	210,800
營業毛利 (NT\$百萬)	45,487	301,995	398,442	32,340	9,800
營業利益 (NT\$百萬)	34,560	284,386	373,071	17,340	(2,200)
稅後淨利 (NT\$百萬)	24,365	239,015	334,193	13,782	(2,697)
每股盈餘 (NT\$)	5.06	45.57	87.07	6.51	(1.27)
每股現金股利 (NT\$)	2.49	18.00	38.60	2.60	2.00
每股盈餘成長率 (%)	20310.6	800.3	91.0	(92.5)	(119.6)
本益比 (x)	32.0	3.6	1.9	24.9	N.A.
股價淨值比 (x)	8.4	2.6	1.1	0.8	0.8
EV/EBITDA (x)	10.8	2.5	0.6	2.1	3.4
淨負債比率 (%)	66.9	Net cash	Net cash	Net cash	Net cash
殖利率 (%)	1.5	11.1	23.8	1.6	1.2
股東權益報酬率 (%)	29.7	113.5	76.0	2.8	(0.7)

資料來源：公司資料，凱基

圖 1: 運價將逐季遞減

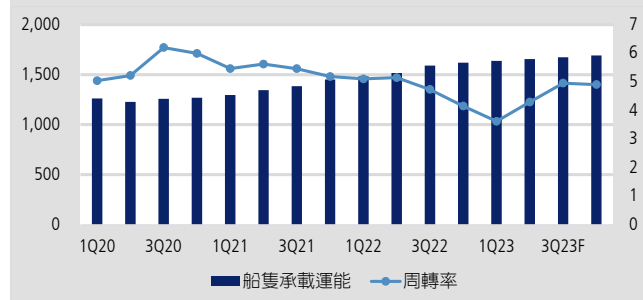
長榮平均單位運價、成本及營業利益, US\$/TEU



資料來源：公司資料；凱基

圖 2: 運能增加，惟周轉率低迷，營運量僅可大致持平

長榮船隻承載運能，千 TEU(左軸)；周轉率，次/年(右軸)



資料來源：Alphaliner；公司資料；凱基

圖 3: 4Q22 財報結果 &amp; 1Q23 財務預估暨市場共識比較

百萬元	4Q22						1Q23F					
	財報結果	凱基預估	差異 (%)	QoQ (%)	YoY (%)	市場共識	修正後	修正前	調幅 (%)	QoQ (%)	YoY (%)	市場共識
營收	111,027	129,268	(14.1)	(34.9)	(28.8)	117,354	67,276	74,152	(9.3)	(39.4)	(60.6)	85,252
毛利	45,537	70,112	(35.1)	(59.7)	(55.2)	58,198	15,076	16,712	(9.8)	(66.9)	(87.2)	27,450
營業利益	32,826	60,043	(45.3)	(69.8)	(64.5)	48,077	12,076	13,712	(11.9)	(63.2)	(89.4)	19,969
稅前淨利	38,470	61,848	(37.8)	(67.3)	(59.5)	51,759	12,526	14,162	(11.6)	(67.4)	(89.3)	21,955
稅後淨利	29,850	49,757	(40.0)	(70.4)	(63.0)	43,173	9,898	11,321	(12.6)	(66.8)	(90.2)	17,719
每股盈餘 (元)	7.78	23.51	(40.0)	(70.4)	(63.0)	20.75	4.68	5.35	(12.6)	(66.8)	(90.2)	10.19
毛利率 (%)	41.0	54.2	(13.2)ppts	(25.4)ppts	(24.1)ppts	49.6	22.4	22.5	(0.1)ppts	(18.6)ppts	(46.7)ppts	32.2
營益率 (%)	29.6	46.4	(16.9)ppts	(34.3)ppts	(29.8)ppts	41.0	17.9	18.5	(0.5)ppts	(11.6)ppts	(48.9)ppts	23.4
淨利率 (%)	26.9	38.5	(11.6)ppts	(32.2)ppts	(24.9)ppts	36.8	14.7	15.3	(0.6)ppts	(12.2)ppts	(44.6)ppts	20.8

資料來源：凱基

圖 4: 2022 年財報結果 &amp; 2023 年財務預估暨市場共識比較

百萬元	2022						2023F					
	財報結果	凱基預估	差異 (%)	YoY (%)	市場共識	差異 (%)	修正後	修正前	調幅 (%)	YoY (%)	市場共識	差異 (%)
營收	627,284	645,525	(2.8)	28.2	624,291	0.5	252,340	272,800	(7.5)	(59.8)	305,660	(17.4)
毛利	398,442	423,025	(5.8)	31.9	403,248	(1.2)	32,340	36,800	(12.1)	(91.9)	94,975	(65.9)
營業利益	373,071	402,025	(7.2)	31.2	382,228	(2.4)	17,340	22,800	(23.9)	(95.4)	62,889	(72.4)
稅前獲利	397,687	422,802	(5.9)	38.2	403,275	(1.4)	18,140	23,600	(23.1)	(95.4)	62,305	(70.9)
稅後淨利	334,193	355,838	(6.1)	39.8	348,842	(4.2)	13,782	18,532	(25.6)	(95.9)	27,887	(50.6)
每股盈餘 (元)	87.07	168.13	(6.1)	39.8	162.85	(4.2)	6.51	8.76	(25.6)	(95.9)	22.01	(50.6)
毛利率 (%)	63.5	65.5	(2.0)ppts	1.8 ppts	64.6	(1.1)ppts	12.8	13.5	(0.7)ppts	(50.7)ppts	31.1	(18.3)ppts
營益率 (%)	59.5	62.3	(2.8)ppts	1.4 ppts	61.2	(1.8)ppts	6.9	8.4	(1.5)ppts	(52.6)ppts	20.6	(13.7)ppts
淨利率 (%)	53.3	55.1	(1.8)ppts	4.4 ppts	55.9	(2.6)ppts	5.5	6.8	(1.3)ppts	(47.8)ppts	9.1	(3.7)ppts

資料來源：凱基

圖 5: 年度營運情況

(百萬元)	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023F	2024F
營收	133,814	124,468	150,583	169,237	190,589	207,078	489,407	627,284	252,340	210,800
運量(千TEU)						7,040	7,430	7,400	7,400	8,000
船舶承載運能	952	956	1,031	1,124	1,262	1,254	1,369	1,552	1,664	1,894
年度周轉次數(次)						5.6	5.4	4.8	4.4	4.2
<b>運價(US\$/TEU)</b>						<b>1,000</b>	<b>2,365</b>	<b>2,837</b>	<b>1,100</b>	<b>850</b>
營運成本	137,582	132,310	145,750	168,316	185,968	172,412	204,484	252,483	235,000	213,000
<b>單位成本(US\$/TEU)</b>						<b>832</b>	<b>988</b>	<b>1,142</b>	<b>1,024</b>	<b>859</b>
折舊	8,193	8,106	7,692	8,804	20,450	20,760	22,324	27,437	30,000	31,000
單位折舊(US\$/TEU)						100	108	124	131	125
變動成本	124,001	119,850	132,002	152,968	155,622	140,831	165,088	201,404	190,000	170,000
單位變動成本(US\$/TEU)						680	798	911	828	685
營業費用	5,387	4,354	6,057	6,545	9,897	10,821	17,072	23,642	15,000	12,000
單位營業費用(US\$/TEU)						52	82	107	65	48
營業利益	(3,847)	(7,848)	4,817	926	4,658	34,668	284,862	374,808	17,340	(2,200)
<b>單位營業利益(US\$/TEU)</b>						<b>167</b>	<b>1,376</b>	<b>1,695</b>	<b>76</b>	<b>(9)</b>
營業利益率(%)	(3)	(6)	3	1	2	17	58	60	7	(1)
營業外損益	(835)	(961)	2,630	269	(3,879)	(2,828)	3,372	24,616	800	(900)
權益法投資損益	988	2,484	2,484	754	667	451	5,727	9,035	1,000	500
長榮航	338	325	354	348	340	275	397	1,053	1,000	1,000
淨利息收支	(756)	(968)	(944)	(1,317)	(4,927)	(4,195)	(2,850)	3,124	(300)	(1,500)
稅前淨利	(4,682)	(8,809)	7,448	1,195	779	31,840	288,235	399,424	18,140	(3,100)
所得稅	57	(244)	786	1,117	1,002	3,073	25,125	53,252	2,358	(403)
少數股權	(331)	(1,957)	(344)	(215)	(336)	4,402	24,095	11,972	2,000	0
稅後淨利	(4,408)	(6,608)	7,005	294	113	24,365	239,015	334,201	13,782	(2,697)
<b>單位稅後淨利(US\$/TEU)</b>						<b>118</b>	<b>1,155</b>	<b>1,512</b>	<b>60</b>	<b>(11)</b>
流通在外股數(百萬股)	3,512	3,512	3,549	4,241	4,537	4,813	5,245	3,838	2,116	2,116
<b>EPS(元)</b>	<b>-1.26</b>	<b>-1.88</b>	<b>1.97</b>	<b>0.07</b>	<b>0.02</b>	<b>5.06</b>	<b>45.57</b>	<b>87.07</b>	<b>6.51</b>	<b>-1.27</b>
淨值	58,001	50,987	63,399	66,844	70,046	94,282	326,785	552,214	417,849	409,649
<b>BVPS(元)</b>	<b>16.5</b>	<b>14.5</b>	<b>17.9</b>	<b>15.8</b>	<b>15.4</b>	<b>19.6</b>	<b>62.3</b>	<b>143.9</b>	<b>197.4</b>	<b>193.6</b>
ROE(%)	(8)	(13)	11	0	0	26	73	61	3	(1)

資料來源：Alphaliner；公司資料：凱基

圖 6: 季度營運情況

(百萬元)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23F	2Q23F	3Q23F	4Q23F
營收	170,825	174,999	170,433	111,027	67,276	66,067	64,232	54,765
運量(千TEU)	1,890	1,950	1,880	1,680	1,480	1,776	2,072	2,072
船舶承載運能	1,482	1,516	1,590	1,620	1,638	1,656	1,673	1,691
年度周轉次數(次)	5.1	5.1	4.7	4.1	3.6	4.3	5.0	4.9
<b>運價(US\$/TEU)</b>	<b>3,211</b>	<b>3,053</b>	<b>2,954</b>	<b>2,113</b>	<b>1,500</b>	<b>1,200</b>	<b>1,000</b>	<b>853</b>
營運成本	56,022	57,069	61,184	78,201	55,200	60,500	60,500	58,800
<b>單位成本(US\$/TEU)</b>	<b>1,053</b>	<b>996</b>	<b>1,061</b>	<b>1,488</b>	<b>1,231</b>	<b>1,099</b>	<b>942</b>	<b>915</b>
單位折舊	118	118	122	140	161	136	117	121
單位變動成本	874	811	872	1,106	1,003	908	778	701
單位營業費用	60	67	67	242	67	54	47	93
營業利益	114,802	117,930	109,250	32,826	12,076	5,567	3,732	(4,035)
<b>單位營業利益(US\$/TEU)</b>	<b>2,158</b>	<b>2,058</b>	<b>1,894</b>	<b>625</b>	<b>269</b>	<b>101</b>	<b>58</b>	<b>(63)</b>
營業利益率(%)	67	67	64	30	18	8	6	(7)
營業外損益	2,574	7,395	9,003	5,644	450	250	50	50
所得稅	11,225	19,812	15,234	6,981	1,628	931	492	(693)
稅後淨利	101,360	102,293	100,698	29,850	9,898	4,286	3,090	(3,493)
流通在外股數(百萬股)	5,291	5,291	4,419	3,838	2,116	2,116	2,116	2,116
<b>EPS(元)</b>	<b>19.16</b>	<b>19.33</b>	<b>37.25</b>	<b>7.78</b>	<b>4.68</b>	<b>2.03</b>	<b>1.46</b>	<b>-1.65</b>
淨值	436,726	451,315	539,405	552,214	562,112	418,251	421,341	417,849
<b>BVPS(元)</b>	<b>82.5</b>	<b>85.3</b>	<b>122.1</b>	<b>143.9</b>	<b>265.6</b>	<b>197.6</b>	<b>199.1</b>	<b>197.4</b>

資料來源：Alphaliner；公司資料：凱基

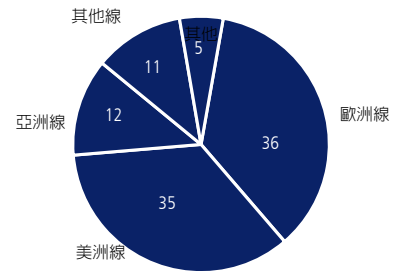
**圖 7: 公司概况**

長榮成立於 1968 年，為全球第九大貨櫃航運業者，經營美洲線、歐洲線及亞洲線等航線，分別佔 2021 年營收 35%、36%、12%，並經營碼頭裝卸、貨物承攬業務。長榮藉轉投資長榮航(2618 TT, NT\$26.2, 持有) 15.11%股權經營航空運及貨運業務。

資料來源：凱基

**圖 8: 美洲線及歐洲線佔營收大宗**

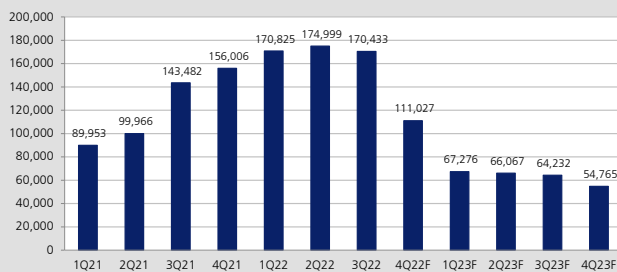
2021 年各航線營收比重，百分比



資料來源：凱基

**圖 9: 季營業收入**

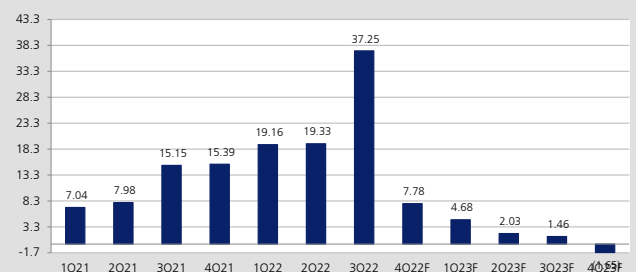
季營業收入，百萬元



資料來源：凱基

**圖 10: 每股盈利**

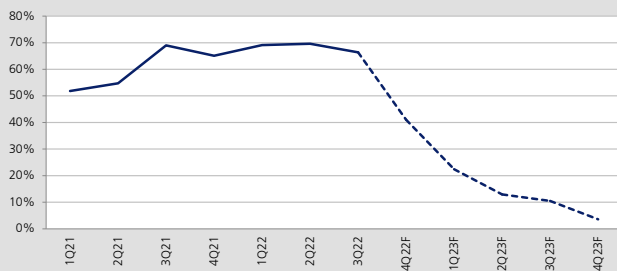
每股盈利，元



資料來源：凱基

**圖 11: 毛利率**

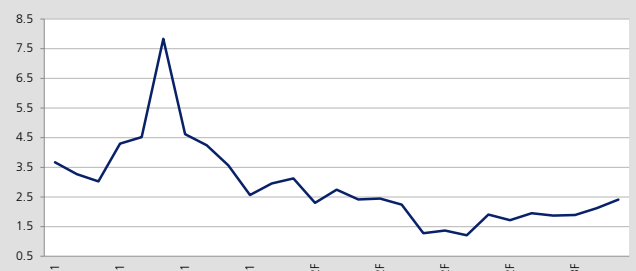
毛利率，百分比



資料來源：凱基

**圖 12: 本益比**

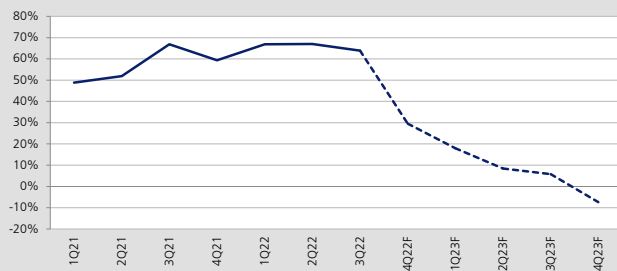
本益比，倍



資料來源：凱基

**圖 13: 營業利潤率**

營業利潤率，百分比



資料來源：凱基

**圖 14: 股價淨值比**

股價淨值比，倍



資料來源：凱基

## 損益表

	季度								年度		
	Mar-22A	Jun-22A	Sep-22A	Dec-22F	Mar-23F	Jun-23F	Sep-23F	Dec-23F	Dec-22F	Dec-23F	Dec-24F
損益表 (NT\$百萬)											
營業收入	170,825	174,999	170,433	111,027	67,276	66,067	64,232	54,765	627,284	252,340	210,800
營業成本	(52,798)	(53,233)	(57,315)	(65,490)	(52,200)	(57,500)	(57,500)	(52,800)	(228,841)	(220,000)	(201,000)
營業毛利	118,027	121,766	113,118	45,537	15,076	8,567	6,732	1,965	398,442	32,340	9,800
營業費用	(3,798)	(4,553)	(4,310)	(12,711)	(3,000)	(3,000)	(3,000)	(6,000)	(25,372)	(15,000)	(12,000)
營業利益	114,221	117,218	108,814	32,826	12,076	5,567	3,732	(4,035)	373,071	17,340	(2,200)
折舊	(6,290)	(6,757)	(7,017)	(7,373)	(7,000)	(7,000)	(7,000)	(7,000)	(27,437)	(28,000)	(28,000)
攤提	(69)	(80)	(83)	(89)	(80)	(80)	(80)	(80)	(321)	(321)	(321)
EBITDA	120,580	124,054	115,914	40,288	19,156	12,648	10,812	3,045	400,829	45,661	26,121
利息收入	243	709	1,993	3,435	625	625	625	625	6,380	2,500	1,000
投資利益淨額	2,753	3,929	2,451	55	525	325	125	125	9,188	1,100	600
其他營業外收入	100	102	80	12,022	-	-	-	-	12,303	-	-
總營業外收入	3,096	4,740	4,524	15,512	1,150	950	750	750	27,872	3,600	1,600
利息費用	(753)	(746)	(836)	(920)	(700)	(700)	(700)	(700)	(3,255)	(2,800)	(2,500)
投資損失	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
其他營業外費用	231	3,401	5,315	(8,947)	-	-	-	-	-	-	-
總營業外費用	(522)	2,655	4,479	(9,867)	(700)	(700)	(700)	(700)	(3,255)	(2,800)	(2,500)
稅前純益	116,794	124,613	117,817	38,470	12,526	5,817	3,782	(3,985)	397,687	18,140	(3,100)
所得稅費用[利益]	(11,225)	(19,812)	(15,234)	(6,981)	(1,628)	(931)	(492)	693	(53,252)	(2,358)	403
少數股東損益	(4,792)	(3,220)	(2,321)	(1,640)	(1,000)	(600)	(200)	(200)	(11,972)	(2,000)	-
非常項目稅後純益	100,778	101,581	100,262	29,850	9,898	4,286	3,090	(3,493)	332,463	13,782	(2,697)
非常項目	582	712	436	-	-	-	-	-	1,730	-	-
稅後淨利	101,360	102,293	100,698	29,850	9,898	4,286	3,090	(3,493)	334,193	13,782	(2,697)
每股盈餘 (NT\$)	19.16	19.33	37.25	7.78	4.68	2.03	1.46	(1.65)	87.07	6.51	(1.27)
獲利率 (%)											
營業毛利率	69.1	69.6	66.4	41.0	22.4	13.0	10.5	3.6	63.5	12.8	4.6
營業利益率	66.9	67.0	63.8	29.6	17.9	8.4	5.8	(7.4)	59.5	6.9	(1.0)
EBITDA Margin	70.6	70.9	68.0	36.3	28.5	19.1	16.8	5.6	63.9	18.1	12.4
稅前純益率	68.4	71.2	69.1	34.6	18.6	8.8	5.9	(7.3)	63.4	7.2	(1.5)
稅後純益率	59.3	58.5	59.1	26.9	14.7	6.5	4.8	(6.4)	53.3	5.5	(1.3)
季成長率 (%)											
營業收入	9.5	2.4	(2.6)	(34.9)	(39.4)	(1.8)	(2.8)	(14.7)			
營業毛利	16.2	3.2	(7.1)	(59.7)	(66.9)	(43.2)	(21.4)	(70.8)			
營業收益增長	23.4	2.6	(7.2)	(69.8)	(63.2)	(53.9)	(33.0)	(208.1)			
EBITDA	22.3	2.9	(6.6)	(65.2)	(52.5)	(34.0)	(14.5)	(71.8)			
稅前純益	23.1	6.7	(5.5)	(67.3)	(67.4)	(53.6)	(35.0)	(205.4)			
稅後純益	25.5	0.9	(1.6)	(70.4)	(66.8)	(56.7)	(27.9)	(213.0)			
年成長率 (%)											
營業收入	89.9	75.1	18.8	(28.8)	(60.6)	(62.2)	(62.3)	(50.7)	28.2	(59.8)	(16.5)
營業毛利	153.1	122.4	14.3	(55.2)	(87.2)	(93.0)	(94.0)	(95.7)	32.0	(91.9)	(69.7)
營業收益	160.1	125.9	13.3	(64.5)	(89.4)	(95.3)	(96.6)	(112.3)	31.2	(95.4)	(112.7)
EBITDA	145.2	115.9	13.9	(59.2)	(84.1)	(89.8)	(90.7)	(92.4)	30.6	(88.6)	(42.8)
稅前純益	164.0	137.5	22.5	(59.5)	(89.3)	(95.3)	(96.8)	(110.4)	38.2	(95.4)	(117.1)
稅後純益	180.9	143.2	25.7	(63.0)	(90.2)	(95.8)	(96.9)	(111.7)	39.8	(95.9)	(119.6)

資料來源：公司資料，凱基

## 資產負債表

NT\$百萬	Dec-20A	Dec-21A	Dec-22F	Dec-23F	Dec-24F
<b>資產總額</b>	<b>334,221</b>	<b>611,026</b>	<b>887,512</b>	<b>745,147</b>	<b>726,947</b>
<b>流動資產</b>	<b>85,838</b>	<b>283,115</b>	<b>483,935</b>	<b>348,991</b>	<b>343,713</b>
現金及短期投資	52,489	225,619	441,370	307,125	302,197
存貨	385	597	9,454	9,454	9,454
應收帳款及票據	21,919	41,538	25,801	25,801	25,801
其他流動資產	11,045	15,362	7,311	6,611	6,261
<b>非流動資產</b>	<b>248,383</b>	<b>327,911</b>	<b>403,577</b>	<b>396,155</b>	<b>383,234</b>
長期投資	37,098	44,701	54,011	54,911	55,311
固定資產	118,643	153,903	211,065	203,065	190,065
什項資產	92,642	129,308	138,501	138,180	137,858
<b>負債總額</b>	<b>232,727</b>	<b>253,705</b>	<b>304,962</b>	<b>294,962</b>	<b>284,962</b>
<b>流動負債</b>	<b>72,491</b>	<b>109,093</b>	<b>164,879</b>	<b>164,879</b>	<b>164,879</b>
應付帳款及票據	20,567	30,375	46,228	46,228	46,228
短期借款	22,211	13,156	-	-	-
什項負債	29,713	65,561	118,652	118,652	118,652
<b>長期負債</b>	<b>160,236</b>	<b>144,612</b>	<b>140,083</b>	<b>130,083</b>	<b>120,083</b>
長期借款	89,820	46,411	38,180	28,180	18,180
其他負債及準備	16,585	27,000	101,903	101,903	101,903
<b>股東權益總額</b>	<b>101,494</b>	<b>357,322</b>	<b>582,550</b>	<b>450,185</b>	<b>441,985</b>
普通股股本	48,980	52,908	52,908	52,908	52,908
保留盈餘	27,734	250,556	436,601	444,881	437,951
少數股東權益	7,213	30,537	30,336	32,336	32,336
優先股股東資金	-	-	-	-	-

## 主要財務比率

	Dec-20A	Dec-21A	Dec-22F	Dec-23F	Dec-24F
<b>年成長率</b>					
營業收入	8.7%	136.3%	28.2%	(59.8%)	(16.5%)
營業收益增長	784.7%	722.9%	31.2%	(95.4%)	(112.7%)
EBITDA	125.5%	451.9%	30.6%	(88.6%)	(42.8%)
稅後純益	21554.1%	881.0%	39.8%	(95.9%)	(119.6%)
每股盈餘成長率	20310.6%	800.3%	91.0%	(92.5%)	(119.6%)
<b>獲利能力分析</b>					
營業毛利率	22.0%	61.7%	63.5%	12.8%	4.6%
營業利益率	16.7%	58.1%	59.5%	6.9%	(1.0%)
EBITDA Margin	26.9%	62.7%	63.9%	18.1%	12.4%
稅後純益率	11.8%	48.8%	53.3%	5.5%	(1.3%)
平均資產報酬率	7.6%	50.6%	44.6%	1.7%	(0.4%)
股東權益報酬率	29.7%	113.5%	76.0%	2.8%	(0.7%)
<b>穩定 \ 償債能力分析</b>					
毛負債比率 (%)	110.4%	16.7%	6.6%	6.3%	4.1%
淨負債比率	66.9%	Net cash	Net cash	Net cash	Net cash
利息保障倍數 (x)	8.0	89.9	123.2	7.5	(0.2)
利息及短期債保障倍數 (x)	0.5	0.9	1.0	0.8	1.8
Cash Flow Int. Coverage (x)	11.4	93.0	129.8	15.7	10.2
Cash Flow/Int. & ST Debt (x)	1.9	18.4	129.8	15.7	10.2
流動比率 (x)	1.2	2.6	2.9	2.1	2.1
速動比率 (x)	1.2	2.6	2.9	2.1	2.0
淨負債 (NT\$百萬)	67,934	(48,225)	(353,681)	(229,436)	(234,508)
<b>每股資料分析</b>					
每股盈餘 (NT\$)	5.06	45.57	87.07	6.51	(1.27)
每股現金盈餘 (NT\$)	10.77	57.40	110.06	20.74	12.08
每股淨值 (NT\$)	19.25	61.76	143.87	197.43	193.56
調整後每股淨值 (NT\$)	19.59	62.31	143.87	197.43	193.56
每股營收 (NT\$)	43.02	93.32	163.43	119.23	99.60
EBITDA/Share (NT\$)	11.56	58.54	104.43	21.58	12.34
每股現金股利 (NT\$)	2.49	18.00	38.60	2.60	2.00
<b>資產運用狀況</b>					
資產周轉率 (x)	0.65	1.04	0.84	0.31	0.29
應收帳款周轉天數	38.7	31.0	15.0	37.3	44.8
存貨周轉天數	0.9	1.2	15.1	15.7	17.2
應付帳款周轉天數	46.6	59.2	73.7	76.7	84.2
現金轉換周轉天數	(7.0)	(27.0)	(43.6)	(23.7)	(22.2)

資料來源：公司資料，凱基

## 損益表

NT\$百萬	Dec-20A	Dec-21A	Dec-22F	Dec-23F	Dec-24F
<b>營業收入</b>	<b>207,078</b>	<b>489,407</b>	<b>627,284</b>	<b>252,340</b>	<b>210,800</b>
營業成本	(161,591)	(187,412)	(228,841)	(220,000)	(201,000)
<b>營業毛利</b>	<b>45,487</b>	<b>301,995</b>	<b>398,442</b>	<b>32,340</b>	<b>9,800</b>
營業費用	(10,929)	(17,549)	(25,372)	(15,000)	(12,000)
<b>營業利益</b>	<b>34,560</b>	<b>284,386</b>	<b>373,071</b>	<b>17,340</b>	<b>(2,200)</b>
<b>總營業外收入</b>	<b>1,358</b>	<b>6,606</b>	<b>27,872</b>	<b>3,600</b>	<b>1,600</b>
利息收入	342	387	6,380	2,500	1,000
投資利益淨額	552	5,833	9,188	1,100	600
其他營業外收入	464	386	12,303	-	-
<b>總營業外費用</b>	<b>(4,186)</b>	<b>(3,233)</b>	<b>(3,255)</b>	<b>(2,800)</b>	<b>(2,500)</b>
利息費用	(4,537)	(3,237)	(3,255)	(2,800)	(2,500)
投資損失	-	-	-	-	-
其他營業外費用	351	4	-	-	-
<b>稅前純益</b>	<b>31,732</b>	<b>287,758</b>	<b>397,687</b>	<b>18,140</b>	<b>(3,100)</b>
所得稅費用[利益]	(3,073)	(25,125)	(53,252)	(2,358)	403
少數股東損益	(4,402)	(24,095)	(11,972)	(2,000)	-
非常項目	108	477	1,730	-	-
<b>稅後淨利</b>	<b>24,365</b>	<b>239,015</b>	<b>334,193</b>	<b>13,782</b>	<b>(2,697)</b>
<b>EBITDA</b>	<b>55,625</b>	<b>306,997</b>	<b>400,829</b>	<b>45,661</b>	<b>26,121</b>
每股盈餘 (NT\$)	5.06	45.57	87.07	6.51	(1.27)

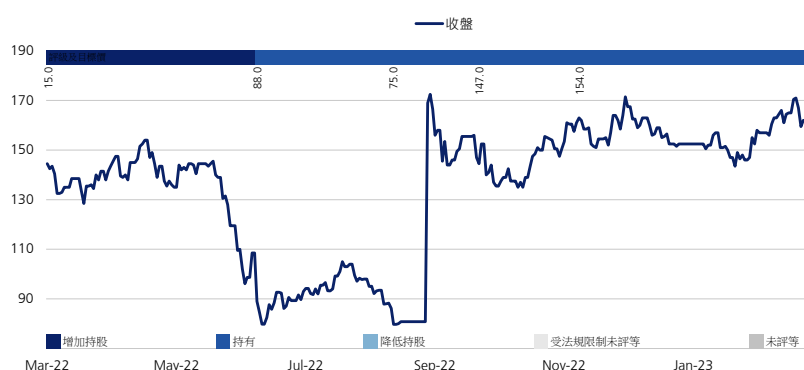
## 現金流量

NT\$百萬	Dec-20A	Dec-21A	Dec-22F	Dec-23F	Dec-24F
<b>營運活動之現金流量</b>	<b>51,858</b>	<b>301,058</b>	<b>422,430</b>	<b>43,903</b>	<b>25,574</b>
本期純益	24,365	239,015	334,193	13,782	(2,697)
折舊及攤提	21,065	22,611	27,759	28,321	28,321
本期運用資金變動	(1,685)	(12,995)	30,965	143,345	1,620
其他營業資產及負債變動	8,113	52,427	29,513	(141,545)	(1,670)
<b>投資活動之現金流量</b>	<b>(32,885)</b>	<b>(166,156)</b>	<b>26,276</b>	<b>(20,000)</b>	<b>(15,000)</b>
投資用短期投資出售[新購]	(5,012)	(111,372)	-	-	-
本期長期投資變動	(158)	-	(79)	(39)	(59)
資本支出淨額	(5,471)	(14,944)	17,835	20,000	15,000
其他資產變動	(22,245)	(39,840)	8,519	(39,961)	(29,941)
<b>自由現金流</b>	<b>44,817</b>	<b>253,940</b>	<b>399,353</b>	<b>206,431</b>	<b>42,706</b>
<b>融資活動之現金流量</b>	<b>(11,092)</b>	<b>(69,408)</b>	<b>(168,395)</b>	<b>(158,147)</b>	<b>(15,503)</b>
短期借款變動	(515)	(0)	(9)	-	-
長期借款變動	1,538	(44,402)	(21,379)	(10,000)	(10,000)
現金增資	-	-	(31,746)	-	-
已支付普通股股息	-	(13,156)	(95,239)	(148,147)	(5,503)
其他融資現金流	(12,115)	(11,849)	(20,022)	-	(0)
<b>匯率影響數</b>	<b>(1,656)</b>	<b>(1,799)</b>			
<b>本期產生現金流量</b>	<b>6,225</b>	<b>63,696</b>	<b>280,310</b>	<b>(134,244)</b>	<b>(4,928)</b>

## 投資回報率

	Dec-20A	Dec-21A	Dec-22F	Dec-23F	Dec-24F
1 - 營業成本/營業收入					
- 銷管費用/營業收入	5.3%	3.6%	4.0%	5.9%	5.7%
<b>= 營業利益率</b>	<b>16.7%</b>	<b>58.1%</b>	<b>59.5%</b>	<b>6.9%</b>	<b>(1.0%)</b>
1 / (營業運用資金/營業收入)	(0.1)	(0.1)	(0.2)	(0.5)	(0.6)
+ 淨固定資產/營業收入	0.6	0.3	0.3	0.8	0.9
+ 什項資產/營業收入	0.1	0.1	0.1	0.1	0.2
<b>= 資本周轉率</b>	<b>1.8</b>	<b>3.5</b>	<b>5.1</b>	<b>2.2</b>	<b>2.1</b>
營業利益率	16.7%	58.1%	59.5%	6.9%	(1.0%)
x 資本周轉率	1.8	3.5	5.1	2.2	2.1
x (1 - 有效現金稅率)	90.3%	91.3%	86.6%	87.0%	87.0%
<b>= 稅後 ROIC</b>	<b>26.9%</b>	<b>183.4%</b>	<b>260.5%</b>	<b>13.1%</b>	<b>(1.9%)</b>

資料來源：公司資料，凱基

**長榮 – 以往評級及目標價**


日期	評級	目標價	收盤價
2022-11-30	持有	154.0	163.0
2022-10-13	持有	147.0	144.5
2022-09-02	持有	75.0	79.7
2022-06-29	持有	88.0	89.0

資料來源：TEJ，凱基

**凱基證券集團據點**

<b>中國</b>	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
<b>台灣</b>	台北	104 台北市明水路 700 號 電話 886.2.2181.8888 · 傳真 886.2.8501.1691
<b>香港</b>		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
<b>泰國</b>	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
<b>新加坡</b>		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
<b>印尼</b>		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）為開發金控集團之成員。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，週後若有變更時，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。