

## 降低持股・維持

收盤價 March 20 (NT\$)	69.60
12 個月目標價 (NT\$)	50.00
前次目標價 (NT\$)	53.00
調降 (%)	5.7
下跌空間 (%)	28.2

## 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

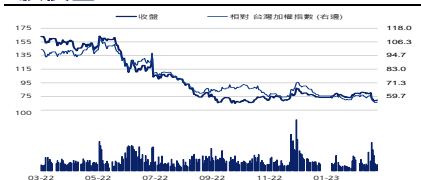
市值：(NT\$/US\$mn)	195.3 / 6,374
流通在外股數 (百萬股)：	2,806
外資持有股數 (百萬股)：	1,191
3M 平均成交量 (百萬股)：	13.67
52 週股價 (低 \ 高) (NT\$)：	64.90 - 163.5

股價表現	3M	6M	12M
絕對表現 (%)	-9.3	-7.3	-57.3
相對表現 (%)	-18.1	-13.3	-45.6

## 每股盈餘

NT\$	1Q	2Q	3Q	4Q
2021	6.62A	8.56A	14.57A	13.98A
2022	16.64A	10.74A	7.97A	(0.01)F
2023	0.33F	(1.03)F	(1.50)F	(2.03)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

# 萬海

(2615.TW/2615 TT)

## 節節敗退

### 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。

**在美國線節節敗退，而持續押注。**萬海 4Q22 EPS 達-0.01 元，低於我們預估的 2.48 元。我們推算萬海 4Q22 運價季減 28%、運量季減 15%，。我們預估萬海 2023-24 年 EPS 將達-4.22 元、-4.12 元，自 2Q23 起陷入營業虧損，與前次預估大致相同。萬海的美國線過度運能投放已自 11 月的 2.0 萬 TEU 縮減至 3 月的 1.4 萬 TEU，市佔率自 3.4%縮減至 2.7%，藉下殺報價以求維持承載率。我們預估萬海為擴張美國線運輸網路，2023 年運能將年增 36%，超越需求年增的 2%，拖累承載率進一步下滑。

### 投資建議

萬海宣告現金股利 5 元，配發率 15%，約當現金殖利率 6%，水準為貨櫃三雄之末，反映萬海預計 2023-24 年資本支出約當每股 17 元、8 元，而 2023-24 年面臨虧損壓力，故必須保留現金。反映現金流捉襟見肘，我們調整萬海目標價至 50 元，相當於 2023 年預估每股淨值 71 元的 0.7 倍(自 67 元的 0.8 倍)，低於以往下降循環谷底的 0.9 倍，目標價並相當於 4Q22 每股淨現金 41 元的 1.3 倍，維持「降低持股」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。

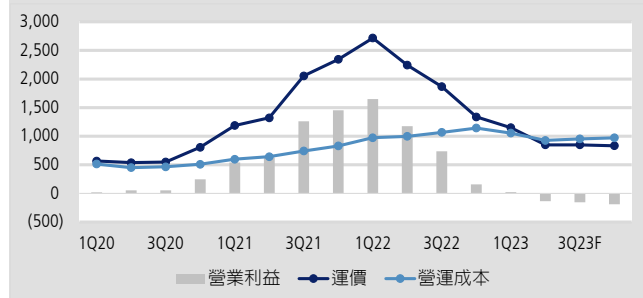
### 主要財務數據及估值

	Dec-20A	Dec-21A	Dec-22F	Dec-23F	Dec-24F
營業收入 (NT\$百萬)	81,880	228,005	258,953	125,550	133,920
營業毛利 (NT\$百萬)	17,581	134,653	126,430	(9,450)	(9,080)
營業利益 (NT\$百萬)	12,782	127,673	117,923	(17,450)	(16,080)
稅後淨利 (NT\$百萬)	11,317	103,343	93,072	(11,851)	(11,559)
每股盈餘 (NT\$)	5.10	42.35	33.17	(4.22)	(4.12)
每股現金股利 (NT\$)	1.00	10.50	5.00	1.00	1.00
每股盈餘成長率 (%)	216.7	730.2	(21.7)	(112.7)	(2.5)
本益比 (x)	13.6	1.6	2.1	N.A.	N.A.
股價淨值比 (x)	3.5	1.2	0.9	1.0	1.1
EV/EBITDA (x)	7.6	0.7	0.5	7.0	6.2
淨負債比率 (%)	45.5	Net cash	Net cash	Net cash	Net cash
殖利率 (%)	1.4	15.1	7.2	1.4	1.4
股東權益報酬率 (%)	28.3	109.8	50.3	(5.6)	(6.0)

資料來源：公司資料，凱基

圖 1: 運價將逐季遞減

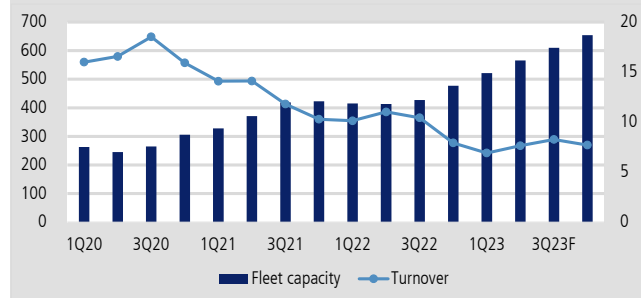
萬海平均單位運價、成本及營業利益，US\$/TEU



資料來源：公司資料；凱基

圖 2: 運能增加，惟周轉率低迷，營運量僅可小幅成長

萬海船隻承載運能，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	39,519	44,565	(11.3)	(38.1)	(44.1)	41,975	31,365	35,935	(12.7)	(20.6)	(61.0)	34,767
毛利	5,727	10,997	(47.9)	(79.0)	(87.4)	12,102	2,615	2,955	(11.5)	(54.3)	(94.9)	5,776
營業利益	4,641	8,417	(44.9)	(81.5)	(89.4)	9,825	615	705	(12.8)	(86.7)	(98.7)	3,735
稅前淨利	4,758	9,156	(48.0)	(83.1)	(89.2)	10,973	1,165	980	18.9	(75.5)	(97.7)	4,334
稅後淨利	(40)	6,962	-	-	-	8,677	930	779	19.3	-	(97.7)	3,442
每股盈餘 (元)	(0.01)	2.48	-	-	-	3.09	0.33	0.28	19.3	-	(97.7)	1.23
毛利率 (%)	14.5	24.7	(10.2)ppts	(28.3)ppts	(50.1)ppts	28.8	8.3	8.2	0.1 ppts	(6.2)ppts	(55.8)ppts	16.6
營益率 (%)	11.7	18.9	(7.1)ppts	(27.6)ppts	(50.3)ppts	23.4	2.0	2.0	(0.0)ppts	(9.8)ppts	(58.7)ppts	10.7
淨利率 (%)	(0.1)	15.6	(15.7)ppts	(35.1)ppts	(48.4)ppts	20.7	3.0	2.2	0.8 ppts	3.1 ppts	(47.5)ppts	9.9

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	258,953	264,000	(1.9)	13.6	261,410	(0.9)	125,550	133,920	(6.3)	(51.5)	222,373	(43.5)
毛利	126,430	131,700	(4.0)	(6.1)	138,709	(8.9)	(9,450)	(10,080)	-	(107.5)	59,411	-
營業利益	117,923	121,700	(3.1)	(7.6)	123,109	(4.2)	(17,450)	(19,080)	-	(114.8)	5,504	-
稅前獲利	123,979	128,377	(3.4)	(4.0)	130,194	(4.8)	(14,930)	(17,660)	-	(112.0)	8,248	-
稅後淨利	93,072	100,074	(7.0)	(9.9)	101,790	(8.6)	(11,851)	(14,011)	-	(112.7)	58,148	-
每股盈餘 (元)	33.17	35.66	(7.0)	(9.9)	36.27	(8.6)	(4.22)	(4.99)	-	(112.7)	2.34	-
毛利率 (%)	48.8	49.9	(1.1)ppts	(10.2)ppts	53.1	(4.2)ppts	(7.5)	(7.5)	0.0 ppts	(56.4)ppts	26.7	(34.2)ppts
營益率 (%)	45.5	46.1	(0.6)ppts	(10.5)ppts	47.1	(1.6)ppts	(13.9)	(14.2)	0.3 ppts	(59.4)ppts	2.5	(16.4)ppts
淨利率 (%)	35.9	37.9	(2.0)ppts	(9.4)ppts	38.9	(3.0)ppts	(9.4)	(10.5)	1.0 ppts	(45.4)ppts	26.1	(35.6)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	63,859	57,351	60,770	66,779	72,951	81,880	228,005	258,953	125,550	133,920
運量(千TEU)	3,523	3,633	3,853	4,260	4,440	4,510	4,790	4,250	4,500	4,800
船舶承載運能	213	224	228	252	260	270	385	433	588	691
年度周轉次數(次)	16.6	16.2	16.9	16.9	17.1	16.7	12.4	9.8	7.7	7.0
<b>運價(US\$/TEU)</b>	<b>570</b>	<b>490</b>	<b>520</b>	<b>520</b>	<b>533</b>	<b>617</b>	<b>1,709</b>	<b>2,039</b>	<b>900</b>	<b>900</b>
營運成本	55,846	51,591	53,654	61,776	65,721	64,299	93,353	132,523	135,000	143,000
<b>單位成本(US\$/TEU)</b>	<b>498</b>	<b>441</b>	<b>459</b>	<b>481</b>	<b>480</b>	<b>484</b>	<b>700</b>	<b>1,044</b>	<b>968</b>	<b>961</b>
折舊	4,452	4,139	4,090	4,124	5,283	5,769	13,785	21,300	25,000	28,000
單位折舊(US\$/TEU)	40	35	35	32	39	43	103	168	179	188
變動成本	51,394	47,451	49,564	57,652	60,438	58,530	79,568	111,223	110,000	115,000
單位變動成本(US\$/TEU)	459	405	424	449	441	441	596	876	789	773
營業費用	3,995	3,887	3,974	4,013	4,379	4,800	6,979	8,507	8,000	7,000
單位營業費用(US\$/TEU)	36	33	34	31	32	36	52	67	57	47
營業利益	4,019	1,874	3,142	989	2,851	12,782	127,673	117,923	(17,450)	(16,080)
<b>單位營業利益(US\$/TEU)</b>	<b>36</b>	<b>16</b>	<b>27</b>	<b>8</b>	<b>21</b>	<b>96</b>	<b>957</b>	<b>929</b>	<b>(125)</b>	<b>(108)</b>
營業利益率(%)	13	10	12	7	10	21	59	49	(8)	(7)
營業外損益	1,643	(374)	(23)	788	1,704	1,468	1,521	6,056	2,520	1,520
稅前淨利	5,662	1,500	3,119	1,777	4,555	14,250	129,195	123,979	(14,930)	(14,560)
所得稅	1,731	350	560	640	967	2,893	25,778	30,850	(3,135)	(3,058)
稅後淨利	3,943	1,142	2,542	1,118	3,574	11,317	103,343	93,072	(11,851)	(11,559)
<b>單位稅後淨利(US\$/TEU)</b>	<b>35</b>	<b>10</b>	<b>22</b>	<b>9</b>	<b>26</b>	<b>85</b>	<b>774</b>	<b>733</b>	<b>(85)</b>	<b>(78)</b>
流通在外股數(百萬股)	2,218	2,218	2,218	2,218	2,218	2,218	2,440	2,806	2,806	2,806
<b>EPS(元)</b>	<b>1.78</b>	<b>0.51</b>	<b>1.15</b>	<b>0.50</b>	<b>1.61</b>	<b>5.10</b>	<b>42.35</b>	<b>33.17</b>	<b>-4.22</b>	<b>-4.12</b>
淨值	35,733	34,108	33,967	34,584	36,104	43,902	144,275	225,603	199,721	185,355
<b>BVPS(元)</b>	<b>16.1</b>	<b>15.4</b>	<b>15.3</b>	<b>15.6</b>	<b>16.3</b>	<b>19.8</b>	<b>59.1</b>	<b>80.4</b>	<b>71.2</b>	<b>66.1</b>
ROE(%)	11	3	7	3	10	26	72	41	(6)	(6)

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	80,503	75,126	63,806	39,519	31,365	28,458	33,201	32,526
運量(千TEU)	1,052	1,139	1,114	945	900	1,080	1,260	1,260
船舶承載運能	415	413	427	477	521	566	610	654
年度周轉次數(次)	10.1	11.0	10.4	7.9	6.9	7.6	8.3	7.7
<b>運價(US\$/TEU)</b>	<b>2,718</b>	<b>2,244</b>	<b>1,867</b>	<b>1,337</b>	<b>1,150</b>	<b>850</b>	<b>850</b>	<b>833</b>
營運成本	28,852	33,387	36,493	33,791	28,750	31,000	37,250	38,000
<b>單位成本(US\$/TEU)</b>	<b>974</b>	<b>997</b>	<b>1,068</b>	<b>1,143</b>	<b>1,054</b>	<b>926</b>	<b>954</b>	<b>973</b>
單位折舊	158	155	165	197	211	179	160	179
單位變動成本	817	843	903	947	843	747	794	794
單位營業費用	94	73	64	37	73	60	51	51
營業利益	48,857	39,308	25,118	4,641	615	(4,542)	(6,049)	(7,474)
<b>單位營業利益(US\$/TEU)</b>	<b>1,650</b>	<b>1,174</b>	<b>735</b>	<b>157</b>	<b>23</b>	<b>(136)</b>	<b>(155)</b>	<b>(191)</b>
營業利益率(%)	61	52	39	12	2	(16)	(18)	(23)
營業外損益	1,597	1,271	3,070	118	550	550	870	550
所得稅	9,826	10,407	5,816	4,802	221	(1,118)	(984)	(1,255)
稅後淨利	40,612	30,142	22,358	(40)	930	(2,888)	(4,209)	(5,683)
流通在外股數(百萬股)	2,440	2,806	2,806	2,806	2,806	2,806	2,806	2,806
<b>EPS(元)</b>	<b>16.64</b>	<b>10.74</b>	<b>7.97</b>	<b>-0.01</b>	<b>0.33</b>	<b>-1.03</b>	<b>-1.50</b>	<b>-2.03</b>
淨值	189,416	199,309	233,775	225,603	226,533	209,613	205,404	199,721
<b>BVPS(元)</b>	<b>77.6</b>	<b>71.0</b>	<b>83.3</b>	<b>80.4</b>	<b>80.7</b>	<b>74.7</b>	<b>73.2</b>	<b>71.2</b>

資料來源：Alphaliner；公司資料：凱基

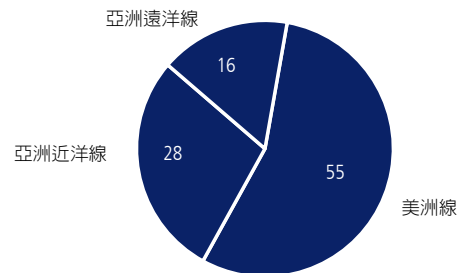
圖 7: 公司概況

萬海成立於 1965 年，為全球第十一大貨櫃航運業者，經營亞洲線及美洲線，分別佔 2021 年營收 45%、55%。

資料來源：凱基

圖 8: 美洲線及亞洲線佔營收大宗

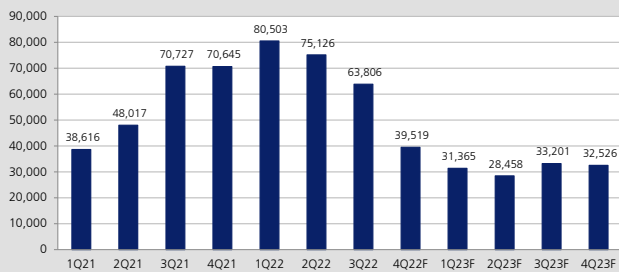
2021 年各航線營收比重，百分比



資料來源：凱基

圖 9: 季營業收入

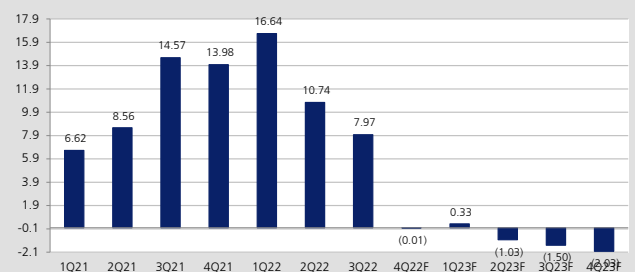
季營業收入，百萬元



資料來源：凱基

圖 10: 每股盈利

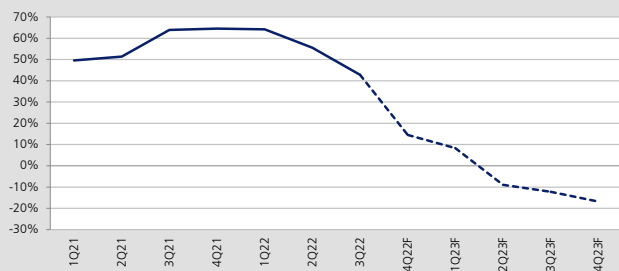
每股盈利，元



資料來源：凱基

圖 11: 毛利率

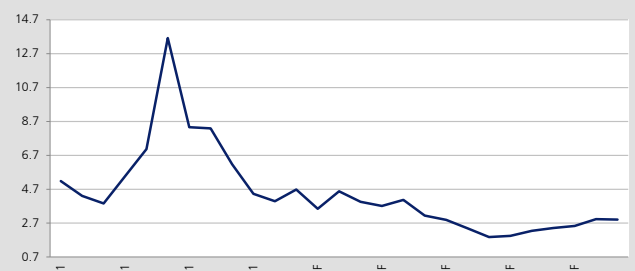
毛利率，百分比



資料來源：凱基

圖 12: 本益比

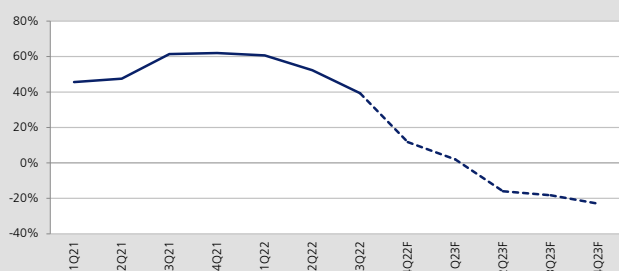
本益比，倍



資料來源：凱基

圖 13: 營業利潤率

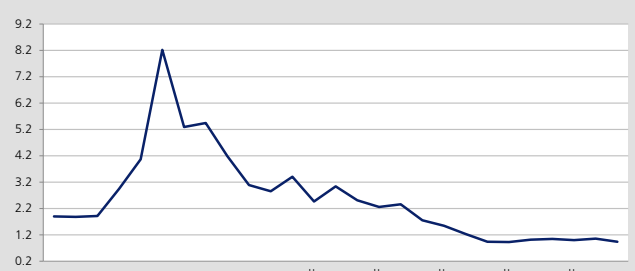
營業利潤率，百分比



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	80,503	75,126	63,806	39,519	31,365	28,458	33,201	32,526	258,953	125,550	133,920
營業成本	(28,852)	(33,387)	(36,493)	(33,791)	(28,750)	(31,000)	(37,250)	(38,000)	(132,523)	(135,000)	(143,000)
營業毛利	51,651	41,739	27,313	5,727	2,615	(2,542)	(4,049)	(5,474)	126,430	(9,450)	(9,080)
營業費用	(2,794)	(2,431)	(2,195)	(1,087)	(2,000)	(2,000)	(2,000)	(2,000)	(8,507)	(8,000)	(7,000)
營業利益	48,857	39,308	25,118	4,641	615	(4,542)	(6,049)	(7,474)	117,923	(17,450)	(16,080)
折舊	(4,668)	(5,179)	(5,644)	(5,810)	(7,754)	(7,754)	(7,754)	(7,754)	(21,300)	(31,016)	(31,016)
攤提	(14)	(14)	(12)	(12)	(13)	(13)	(13)	(13)	(52)	(52)	(52)
EBITDA	53,538	44,501	30,774	10,462	8,382	3,225	1,718	293	139,275	13,618	14,988
利息收入	59	263	729	1,299	750	750	750	750	2,350	3,000	1,500
投資利益淨額	51	358	251	62	50	50	370	50	723	520	520
其他營業外收入	0	0	0	4,474	125	125	125	125	4,475	500	500
總營業外收入	111	622	980	5,835	925	925	1,245	925	7,548	4,020	2,520
利息費用	(232)	(285)	(424)	(552)	(375)	(375)	(375)	(375)	(1,492)	(1,500)	(1,000)
投資損失	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
其他營業外費用	1,717	934	2,514	(5,165)	-	-	-	-	-	-	-
總營業外費用	1,486	649	2,090	(5,717)	(375)	(375)	(375)	(375)	(1,492)	(1,500)	(1,000)
稅前純益	50,453	40,579	28,189	4,758	1,165	(3,992)	(5,179)	(6,924)	123,979	(14,930)	(14,560)
所得稅費用[利益]	(9,826)	(10,407)	(5,816)	(4,802)	(221)	1,118	984	1,255	(30,850)	3,135	3,058
少數股東損益	(15)	(30)	(15)	3	(14)	(14)	(14)	(14)	(57)	(57)	(57)
非常項目稅後純益	40,612	30,142	22,358	(40)	930	(2,888)	(4,209)	(5,683)	93,072	(11,851)	(11,559)
非常項目	0	0	0	(0)	-	-	-	-	-	-	-
稅後淨利	40,612	30,142	22,358	(40)	930	(2,888)	(4,209)	(5,683)	93,072	(11,851)	(11,559)
每股盈餘 (NT\$)	16.64	10.74	7.97	(0.01)	0.33	(1.03)	(1.50)	(2.03)	33.17	(4.22)	(4.12)
獲利率 (%)											
營業毛利率	64.2	55.6	42.8	14.5	8.3	(8.9)	(12.2)	(16.8)	48.8	(7.5)	(6.8)
營業利益率	60.7	52.3	39.4	11.7	2.0	(16.0)	(18.2)	(23.0)	45.5	(13.9)	(12.0)
EBITDA Margin	66.5	59.2	48.2	26.5	26.7	11.3	5.2	0.9	53.8	10.8	11.2
稅前純益率	62.7	54.0	44.2	12.0	3.7	(14.0)	(15.6)	(21.3)	47.9	(11.9)	(10.9)
稅後純益率	50.4	40.1	35.0	(0.1)	3.0	(10.1)	(12.7)	(17.5)	35.9	(9.4)	(8.6)
季成長率 (%)											
營業收入	14.0	(6.7)	(15.1)	(38.1)	(20.6)	(9.3)	16.7	(2.0)			
營業毛利	13.2	(19.2)	(34.6)	(79.0)	(54.3)	(197.2)	59.3	35.2			
營業收益增長	11.5	(19.5)	(36.1)	(81.5)	(86.7)	(838.3)	33.2	23.6			
EBITDA	11.4	(16.9)	(30.8)	(66.0)	(19.9)	(61.5)	(46.7)	(83.0)			
稅前純益	14.0	(19.6)	(30.5)	(83.1)	(75.5)	(442.6)	29.7	33.7			
稅後純益	19.1	(25.8)	(25.8)	(100.2)		(410.7)	45.7	35.0			
年成長率 (%)											
營業收入	108.5	56.5	(9.8)	(44.1)	(61.0)	(62.1)	(48.0)	(17.7)	13.6	(51.5)	6.7
營業毛利	169.8	69.1	(39.6)	(87.4)	(94.9)	(106.1)	(114.8)	(195.6)	(6.1)	(107.5)	(3.9)
營業收益	177.6	72.1	(42.2)	(89.4)	(98.7)	(111.6)	(124.1)	(261.1)	(7.6)	(114.8)	(7.9)
EBITDA	170.2	69.4	(35.0)	(78.2)	(84.3)	(92.8)	(94.4)	(97.2)	(1.6)	(90.2)	10.1
稅前純益	177.5	74.2	(35.1)	(89.2)	(97.7)	(109.8)	(118.4)	(245.5)	(4.0)	(112.0)	(2.5)
稅後純益	176.4	58.7	(37.1)	(100.1)	(97.7)	(109.6)	(118.8)	14121.1	(9.9)	(112.7)	(2.5)

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>108,598</b>	<b>257,681</b>	<b>365,103</b>	<b>329,279</b>	<b>304,971</b>
<b>流動資產</b>	<b>31,337</b>	<b>132,698</b>	<b>194,889</b>	<b>160,253</b>	<b>152,133</b>
現金及短期投資	20,611	109,327	178,217	143,720	135,741
存貨	1,531	7,836	7,014	7,014	7,014
應收帳款及票據	3,642	7,430	6,348	6,348	6,348
其他流動資產	5,553	8,106	3,311	3,171	3,031
<b>非流動資產</b>	<b>77,261</b>	<b>124,983</b>	<b>170,214</b>	<b>169,026</b>	<b>152,839</b>
長期投資	9,438	10,040	10,113	9,993	9,873
固定資產	54,167	82,635	114,914	113,898	97,882
什項資產	13,657	32,309	45,187	45,135	45,084
<b>負債總額</b>	<b>64,425</b>	<b>113,108</b>	<b>139,132</b>	<b>129,133</b>	<b>119,134</b>
<b>流動負債</b>	<b>24,749</b>	<b>48,061</b>	<b>48,366</b>	<b>48,367</b>	<b>48,368</b>
應付帳款及票據	8,387	11,379	12,357	12,357	12,357
短期借款	7,495	8,055	6,492	6,492	6,492
什項負債	8,867	28,627	29,518	29,519	29,520
<b>長期負債</b>	<b>39,676</b>	<b>65,048</b>	<b>90,766</b>	<b>80,766</b>	<b>70,766</b>
長期借款	28,385	35,296	49,758	39,758	29,758
其他負債及準備	8,436	23,428	41,008	41,008	41,008
<b>股東權益總額</b>	<b>44,172</b>	<b>144,572</b>	<b>225,971</b>	<b>200,146</b>	<b>185,837</b>
普通股股本	22,183	24,401	24,401	24,401	24,401
保留盈餘	14,942	110,995	190,036	175,379	161,013
少數股東權益	270	297	368	425	482
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	12.2%	178.5%	13.6%	(51.5%)	6.7%
營業收益增長	348.3%	898.9%	(7.6%)	(114.8%)	(7.9%)
EBITDA	127.3%	660.1%	(1.6%)	(90.2%)	10.1%
稅後純益	216.7%	813.2%	(9.9%)	(112.7%)	(2.5%)
每股盈餘成長率	216.7%	730.2%	(21.7%)	(112.7%)	(2.5%)
<b>獲利能力分析</b>					
營業毛利率	21.5%	59.1%	48.8%	(7.5%)	(6.8%)
營業利益率	15.6%	56.0%	45.5%	(13.9%)	(12.0%)
EBITDA Margin	22.7%	62.1%	53.8%	10.8%	11.2%
稅後純益率	13.8%	45.3%	35.9%	(9.4%)	(8.6%)
平均資產報酬率	11.5%	56.4%	29.9%	(3.4%)	(3.6%)
股東權益報酬率	28.3%	109.8%	50.3%	(5.6%)	(6.0%)
<b>穩定 \ 償債能力分析</b>					
毛負債比率 (%)	81.2%	30.0%	24.9%	23.1%	19.5%
淨負債比率	45.5%	Net cash	Net cash	Net cash	Net cash
利息保障倍數 (x)	28.0	178.0	84.1	(9.0)	(13.6)
利息及短期債保障倍數 (x)	0.6	0.9	0.9	1.9	1.9
Cash Flow Int. Coverage (x)	33.3	181.7	90.6	13.0	19.8
Cash Flow/Int. & ST Debt (x)	2.2	15.1	16.9	2.4	2.6
流動比率 (x)	1.3	2.8	4.0	3.3	3.1
速動比率 (x)	1.2	2.6	3.9	3.2	3.0
淨負債 (NT\$百萬)	20,115	(59,650)	(115,502)	(91,006)	(93,026)
<b>每股資料分析</b>					
每股盈餘 (NT\$)	5.10	42.35	33.17	(4.22)	(4.12)
每股現金盈餘 (NT\$)	7.92	54.34	48.15	6.96	7.06
每股淨值 (NT\$)	19.79	59.13	80.40	71.17	66.05
調整後每股淨值 (NT\$)	19.79	59.13	80.40	71.17	66.05
每股營收 (NT\$)	36.91	93.44	92.28	44.74	47.72
EBITDA/Share (NT\$)	8.39	57.99	49.63	4.85	5.34
每股現金股利 (NT\$)	1.00	10.50	5.00	1.00	1.00
<b>資產運用狀況</b>					
資產周轉率 (x)	0.83	1.24	0.83	0.36	0.42
應收帳款周轉天數	16.3	11.9	8.9	18.5	17.3
存貨周轉天數	8.7	30.6	19.3	19.0	18.0
應付帳款周轉天數	47.7	44.5	34.0	33.4	31.6
現金轉換周轉天數	(22.7)	(2.0)	(5.8)	4.0	3.7

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>81,880</b>	<b>228,005</b>	<b>258,953</b>	<b>125,550</b>	<b>133,920</b>
營業成本	(64,299)	(93,353)	(132,523)	(135,000)	(143,000)
<b>營業毛利</b>	<b>17,581</b>	<b>134,653</b>	<b>126,430</b>	<b>(9,450)</b>	<b>(9,080)</b>
營業費用	(4,800)	(6,979)	(8,507)	(8,000)	(7,000)
<b>營業利益</b>	<b>12,782</b>	<b>127,673</b>	<b>117,923</b>	<b>(17,450)</b>	<b>(16,080)</b>
<b>總營業外收入</b>	<b>596</b>	<b>600</b>	<b>7,548</b>	<b>4,020</b>	<b>2,520</b>
利息收入	72	82	2,350	3,000	1,500
投資利益淨額	524	516	723	520	520
其他營業外收入	-	1	4,475	500	500
<b>總營業外費用</b>	<b>873</b>	<b>922</b>	<b>(1,492)</b>	<b>(1,500)</b>	<b>(1,000)</b>
利息費用	(527)	(730)	(1,492)	(1,500)	(1,000)
投資損失	-	-	-	-	-
其他營業外費用	1,400	1,652	-	-	-
<b>稅前純益</b>	<b>14,250</b>	<b>129,195</b>	<b>123,979</b>	<b>(14,930)</b>	<b>(14,560)</b>
所得稅費用[利益]	(2,893)	(25,778)	(30,850)	3,135	3,058
少數股東損益	(41)	(74)	(57)	(57)	(57)
非常項目	-	0	-	-	-
<b>稅後淨利</b>	<b>11,317</b>	<b>103,343</b>	<b>93,072</b>	<b>(11,851)</b>	<b>(11,559)</b>
<b>EBITDA</b>	<b>18,618</b>	<b>141,515</b>	<b>139,275</b>	<b>13,618</b>	<b>14,988</b>
每股盈餘 (NT\$)	5.10	42.35	33.17	(4.22)	(4.12)

## 現金流量

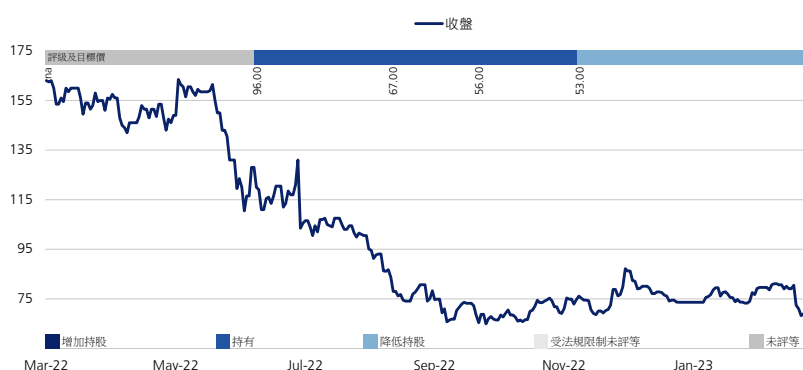
NT\$百萬	Dec-20A	Dec-21A	Dec-22F	Dec-23F	Dec-24F
<b>營運活動之現金流量</b>	<b>17,567</b>	<b>132,607</b>	<b>135,130</b>	<b>19,533</b>	<b>19,825</b>
本期純益	11,317	103,343	93,072	(11,851)	(11,559)
折舊及攤提	5,837	13,841	21,352	31,068	31,068
本期運用資金變動	(1,024)	(2,770)	20,158	11,366	141
其他營業資產及負債變動	1,437	18,192	548	(11,049)	176
<b>投資活動之現金流量</b>	<b>(20,645)</b>	<b>(42,187)</b>	<b>(46,400)</b>	<b>(30,000)</b>	<b>(15,000)</b>
投資用短期投資出售[新購]	(548)	(227)	-	-	-
本期長期投資變動	(0)	-	(0)	(0)	(0)
資本支出淨額	(17,235)	(34,339)	(35,727)	(30,000)	(15,000)
其他資產變動	(2,862)	(7,622)	(10,673)	0	0
<b>自由現金流</b>	<b>(2,303)</b>	<b>78,876</b>	<b>94,312</b>	<b>(1,404)</b>	<b>3,454</b>
<b>融資活動之現金流量</b>	<b>3,726</b>	<b>(1,766)</b>	<b>(28,828)</b>	<b>(24,030)</b>	<b>(12,805)</b>
短期借款變動	(20)	(20)	(30)	-	-
長期借款變動	6,937	8,160	6,437	(10,000)	(10,000)
現金增資	-	-	-	-	-
已支付普通股股息	(1,775)	(2,218)	(25,621)	(14,031)	(2,806)
其他融資現金流	(1,416)	(7,688)	(9,613)	1	1
<b>匯率影響數</b>	<b>(361)</b>	<b>(1,417)</b>			
<b>本期產生現金流量</b>	<b>286</b>	<b>87,236</b>	<b>59,902</b>	<b>(34,497)</b>	<b>(7,980)</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	5.9%	3.1%	3.3%	6.4%	5.2%
<b>= 營業利益率</b>	<b>15.6%</b>	<b>56.0%</b>	<b>45.5%</b>	<b>(13.9%)</b>	<b>(12.0%)</b>
1 / (營業運用資金/營業收入	(0.1)	(0.1)	(0.1)	(0.2)	(0.2)
+ 淨固定資產/營業收入	0.7	0.4	0.4	0.9	0.7
+ 什項資產/營業收入	0.1	0.1	0.1	0.2	0.2
<b>= 資本周轉率</b>	<b>1.5</b>	<b>2.9</b>	<b>2.2</b>	<b>1.1</b>	<b>1.4</b>
營業利益率	15.6%	56.0%	45.5%	(13.9%)	(12.0%)
x 資本周轉率	1.5	2.9	2.2	1.1	1.4
x (1 - 有效現金稅率)	79.7%	80.0%	75.1%	79.0%	79.0%
<b>= 稅後 ROIC</b>	<b>19.0%</b>	<b>127.8%</b>	<b>76.0%</b>	<b>(11.9%)</b>	<b>(12.8%)</b>

資料來源：公司資料，凱基

## 萬海 – 以往評級及目標價



日期	評級	目標價	收盤價
2022-11-30	降低持股	53.0	76.1
2022-10-13	持有	56.0	65.4
2022-09-02	持有	67.0	78.0
2022-06-29	持有	96.0	120.0

資料來源：TEJ、凱基

## 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	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。
未評等 (R)	
*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。