

## 2637.TT 慧洋-KY

營運有望於近期落底，建議區間偏多操作

## 公司簡介

慧洋-KY(以下簡稱慧洋)為台灣最具規模的散裝船隊船東之一，以巴拿馬型、輕便型等中小型船為主。截至 2022 年 11 月，慧洋旗下擁有 140 艘船舶。船隊約 7 成簽訂期租合約、3 成為自營現貨船。

## 投資評等/區間價位

## 重點摘要

區間操作 55~70

【大盤指數/股價】15618 / 62.1

## 近一年個股及大盤報酬率



## 公司基本資料

流通在外股數(百萬股)	746
市值(百萬元)	46,352
3M 平均日成交值(百萬元)	556
外資持股率(%)	11.01
投信持股率(%)	7.75
董監持股率(%)	27.68

## 環境、社會與治理(ESG)



## 慧洋為專業散裝業者，營運以中小型船為主

慧洋成立於 1999 年，主要從事中小型散裝船營運，船型包括輕便型至海岬型各種噸位之散裝輪，並以中小型船舶為主。截至 2022 年 11 月，慧洋旗下擁有 140 艘船舶(自有 133 艘、代管 7 艘)，海岬型 3 艘，巴拿馬型 30 艘，超級極限型 28 艘，輕便型 36 艘，small handy 32 艘，其他 4 艘；船齡平均 7 年；2023 年尚未交船 7 艘，皆符合最新的環保法規 (NOx, CO2, EEDI)。

## 短期受 BDI 指數走跌影響，1 月自結 0.04 元

受到大環境需求疲弱影響，BDI 指數自 2022 年底開始走跌，2022/12 至 2023/1 跌幅已達 96.8%，而慧洋目前有 5 成以上船舶為指數連結型租約，導致 4Q22 自結獲利出現明顯下滑，單季營收 51.67 億元，QoQ-18.4%、YoY-16.5%，自結 EPS 為 1.48 元；2022 年營收 248.34 億元，YoY+29.5%，自結 EPS 14.2 元，YoY+28.5%。而在需求持續低迷，加上 2023 年農曆年節較早，壓抑 1 月營收來到 13.33 億元，MoM-11.1%、YoY-31.0%，單月自結 EPS 0.04 元，MoM-69.2%、YoY-96.6%。

## 散裝供需結構相對健康，營運有望於 2Q23 回溫

雖近期散裝產業仍受到終端拉貨動能不佳影響，短期 BDI 指數偏弱，不過隨中國已正式解封，線下活動及下游產線有望在達到群體免疫後，經濟活動逐步回溫，間接帶動相關原物料進口需求，投研部預期整體產業有望於 2Q23 起回溫。

與此同時，觀察散裝供需結構，據研調機構 Clarksons 預估，2023 年乾散貨需求的 Ton-mile(延噸海裡，為載貨噸數與起訖港裡程數之乘積)年增 2.2%，供給則年增 0.55%，且就產業新造船訂單來看，2021、2022 年乾散貨訂單數分別為 658 艘(YoY+86.4%)、286 艘(YoY-56.5%)，相較於貨櫃船 2021 年、2022 年訂單年增率 344.7%、-41.7%來得健康；同時，就散裝各船型在手訂單及 20 年以上船齡之船舶比率來看，目前各船型在手訂單以輕便型的 3.6%最低，老舊船隻比率亦最高，達 13.2%，而慧洋船型以輕便型為主，有助其整體租金獲得支撐。

圖 1：產業新舊船概況

Type \ Year	Order % (Number of Vessels)					20+yrs(%) (Number of Vessels)				
	2018	2019	2020	2021	2022	2018	2019	2020	2021	2022
Cape (110,000+)	10.0	10.1	6.9	8.0	6.8	1.6	0.4	1.6	2.1	2.7
Panamax (67-110,000)	11.9	9.3	5.7	7.8	8.0	7.5	9.3	10.2	12.8	13.9
Supramax (40-67,000)	6.6	6.1	5.0	7.4	9.1	8.0	8.4	8.5	10.1	11.3
Handy (25-40,000)	5.7	4.8	3.6	2.8	3.6	10.4	11.3	11.5	12.3	13.2
Total	8.3	7.2	5.1	6.5	7.2	7.6	8.2	8.7	10.1	11.2

資料來源：慧洋法說會資訊

### 2023 年計畫交付 7 艘船舶，並集中於下半年

2022 年利空因素包括：1)全球通膨與緊縮貨幣政策、2)中國封城，均已逐步淡化，加上 2023 年公司將於 2H23 集中交付 7 艘新船，投研部預期在供需結構健康，及中國產銷回復正常下，將帶動終端運輸需求回溫，加計環保法規影響下，慧洋樂觀看待 2023 年仍有 5%~6%的換約漲幅；綜合以上，投研部預估 2023 年營收 202.74 億元·YoY-18.4%·毛利率 32.22%·YoY-15.05ppt，稅後淨利 53.37 億元·YoY-46.7%，EPS 7.15 元。

### 環保法規將於 2023 年上線，有助於限縮中長期供給放大

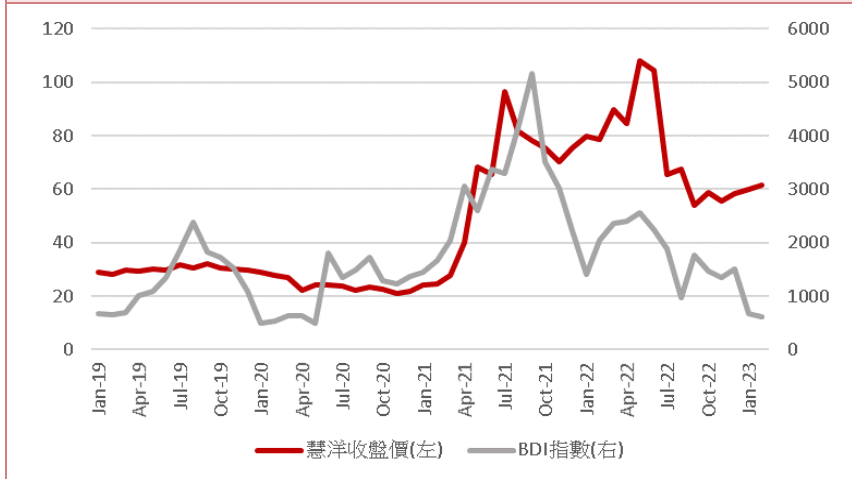
2023 年包括 EEDI (Energy Efficiency Design Index，船舶能效設計指數，為針對新船規範)、EEXI(Energy Efficiency Existing ship Index，現有船舶能效指數，針對既有船隻規範)已開始上路，目前業者大多以加裝發動機功率限制(EPL)系統來降低船舶最高限速、使用低摩擦係數油漆、裝設風帆、空氣潤滑系統等手段因應，另一環保指標 CII (Carbon Intensity Indicator，碳強度指數)同樣已開始實施，由於 CII 規定 2019 至 2022 年碳排放每年需減少 1%、2023 至 2026 年每年減少 2%，等於 2023 年開始船隻起使碳排放就需減少 5%、2026 年更需減至 11%，短期各船隻多以降速來因應，但長線仍將讓市場開始淘汰不符合利益之老舊船隻。總體而言，不管業者是以降速或淘汰舊船手段因應，均將降低散裝供給，只是因環保法規目前未有明確罰則，投研部認為此影響的發酵時間點將偏向中長期。

### 雖短期市場仍悲觀，惟營運已近谷底，建議區間偏多操作

評價方面，投研部預估慧洋 2023 年營運將受到大環境短期需求下滑及 2022 年高基期影響獲利水準將大幅降低，不過考量慧洋營運即便處於產業下行區間，獲利仍可處於歷史高點，同時考量：1)中國解封，有望推升終端需求回溫；2)中小型船 2023 年供需結構優於大型船舶；同時觀察慧洋股價與 BDI 指數的歷史走勢，發現公司股價均會先行於指數 1~2 個月反應，預期產業將於 2Q23 開始復甦下，有望牽動市場對於慧洋之期待，故以歷史中緣 PB 進行評價，區間價位落於 55~70 元(2023F BVPS \* 0.9x~1.1x)，並建議區間偏多操作。

圖 2：慧洋收盤價&BDI 指數走勢

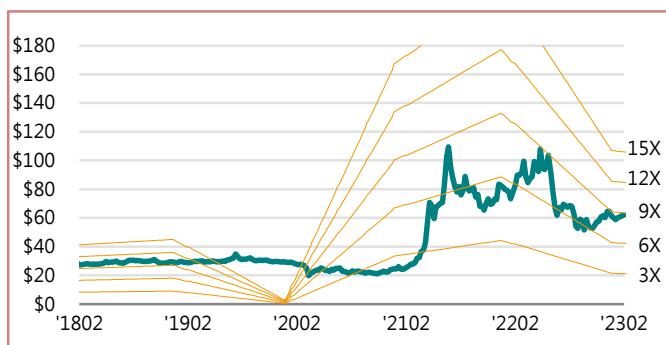
單位：元/點



資料來源：CMoney、國票投顧整理

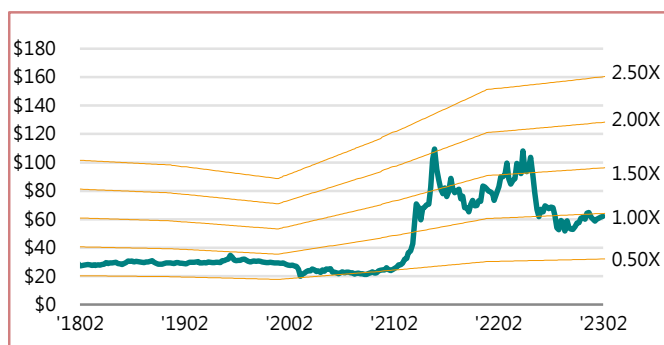
註：收盤價為當月底收盤價

### 慧洋-KY 未來 12 個月 P/E 區間



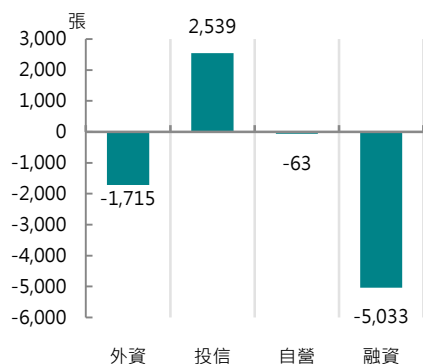
資料來源：國票投顧

### 慧洋-KY 未來 12 個月 P/B 區間



資料來源：國票投顧

### 近二十日籌碼變化



資料來源：TEJ

### 十大股東結構

持股人姓名	持股率%
藍俊昇	27.17
百世多麗股份有限陳煌銘	7.03
麒麟船務代理有限公司劉瀚陽	5.12
慧文投資有限公司藍美洲	4.38
富邦特 30ETF	2.48
匯豐託管三菱	2.00
松英交通有限公司高欽龍	1.76
花旗瑞銀歐洲	1.15
摩根梵市場股	0.98
大通摩根證券	0.93

資料來源：TEJ

### 董監事持股

持股人	身分別	持股率%
藍俊昇	董事長/總經理	27.17
福井正幸	董事	0.22
金洲投資(有)陳明上	董事	0.2
趙子隆	董事/副總經理	0.08
林則君	獨立董事	0
邱永和	獨立董事	0
馬國柱	獨立董事	0
陳清怡	獨立董事	0
劉彩卿	獨立董事	0
陳明上	法人代表(董事)	0.06

資料來源：TEJ

2637 慧洋-KY 永續發展概況

CMoney ESG Rating

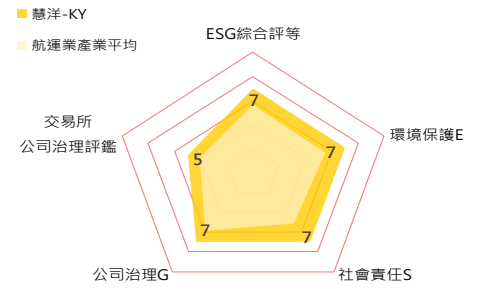
落後			平均				領先		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10

E(環境保護)	S(社會責任)	G(公司治理)	永續報告書連結
7	7	7	<a href="http://www.wisdomlines.com.tw/wisdom/php/corporate_social_responsibility.php">http://www.wisdomlines.com.tw/wisdom/php/corporate_social_responsibility.php</a>

產業類別	產業樣本數	ESG評等產業排名	TCFD報告書簽署	TCFD報告書連結
航運業	28	4	是	<a href="https://www.fvusow.com.tw/download/itemlist/category/201.html">https://www.fvusow.com.tw/download/itemlist/category/201.html</a>

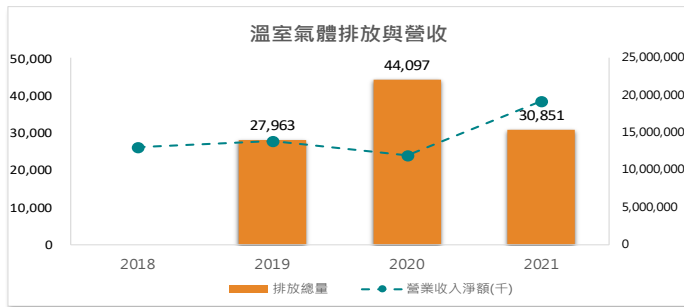
資料來源：CMoney

說明：評等1-10分，10分最高



環境保護 Environment

溫室氣體



摘要 2021年溫室氣體排放量減少30.04%，營收增加60.56%

溫室氣體盤查數據			
年度	排放總量(公噸)	範疇一	範疇二
2021	30,851	30,733	117
2020	44,097	43,974	123
2019	27,963	27,843	121
2018	未揭露	-	-

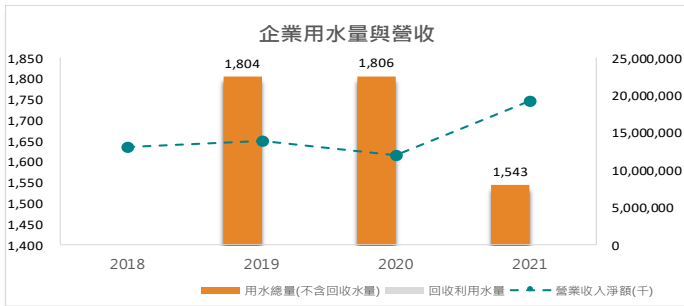
\*排放總量(公噸)：範疇一+範疇二溫室氣體排放數據

\*範疇一：組織擁有或控制的營運據點的溫室氣體排放

\*範疇二：組織所購買或取得之電力，用之於供熱、製冷或蒸汽而產生的溫室氣體排放

資料來源：CMoney、企業揭露資訊

水資源



摘要 2021年企業用水量減少14.56%，營收增加60.56%

企業用水量盤查數據			
年度	用水總量(公噸)	回收水量(公噸)	排水量(公噸)
2021	1,543	-	-
2020	1,806	-	-
2019	1,804	-	-
2018	未揭露	-	-

\*用水總量：依取水來源統計之總使用水量

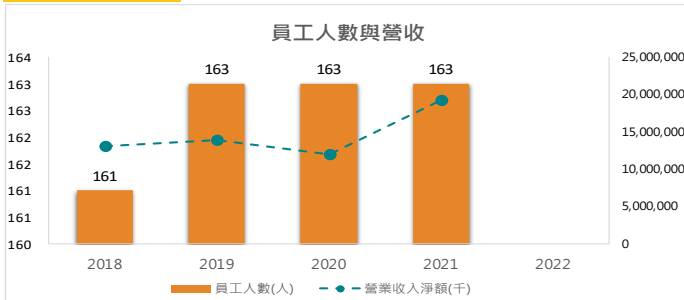
\*回收水量：將已用水和廢水透過循環處理成可再利用的水資源(包含製成回收水)

\*排水量：排放的污水總量

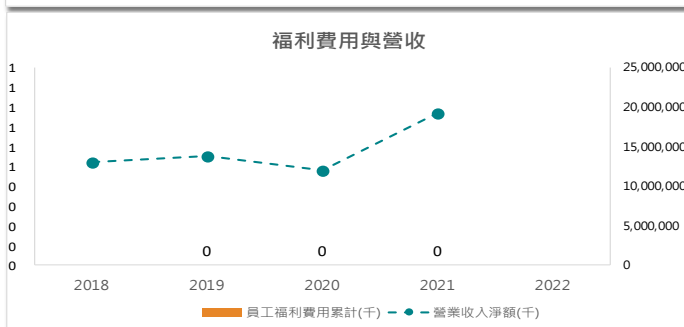
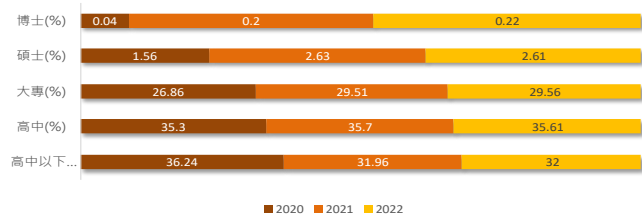
資料來源：CMoney、企業揭露資訊

社會責任 Social Responsibility

員工人數



員工學歷分佈



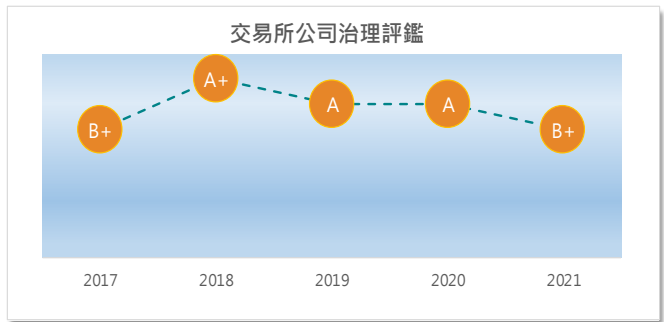
公司治理 Corporate Governance

公司治理評鑑

評鑑年度	評鑑結果	等級	加權項目比重			
			維護股東權益及 平等對待股東	強化董事會結構 與運作	資訊 透明度	落實 企業社會責任
2021	21%至35%	B+	0.2	0.33	0.26	0.21
2020	6%至20%	A	0.19	0.34	0.26	0.21
2019	6%至20%	A	0.2	0.35	0.24	0.21
2018	前5%	A+	0.2	0.35	0.24	0.21
2017	21%至35%	B+	0.28	0.32	0.22	0.18

資料來源：CMoney、交易所

[註]等級轉換：前5%：「A+」；6%至20%：「A」；21%至35%：「B+」；36%至50%：「B」；51%至65%：「C+」；66%至80%：「C」；81%至100%：「D」

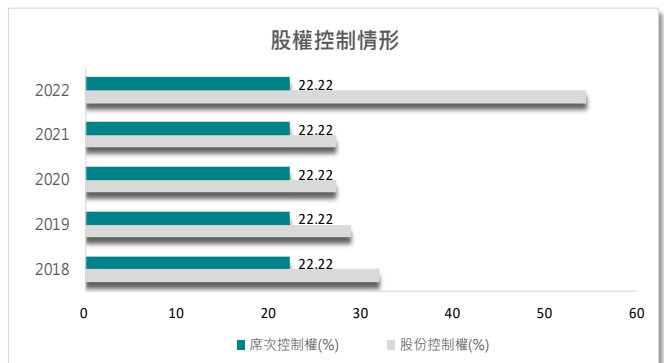


企業功能委員會

功能委員會			
審計委員會(非強制設置)		審計委員會(強制設置)	★
提名委員會	★	資訊安全委員會	
公司治理委員會		永續發展委員會	
薪資報酬委員會	★	誠信經營委員會	
風險管理委員會	★	策略委員會	

資料來源：CMoney、企業揭露資訊

股權控制



企業裁罰資訊

今年以來沒有裁罰資訊

資料來源：CMoney蒐集MOPs重訊、環保署、金管會、勞動部裁罰資訊

附註說明

溫室氣體與水資源企業資訊來源為永續報告書及公開資訊觀測站，企業資料於每年6/30及9/30申報截止，CMoney蒐集整理數據於每年8月及10月更新最新資料。  
依循GRI國際準則，企業揭露溫室氣體與水資源等資料應揭露至少3至5年，因此最新年度永續報告書應有3至5年數據，表格數據以最新年度公告數據呈現。  
舉例：去年A公司公告2020、2019年溫室氣體資料，今年只公告2021年資料，視為今年沒有公告2020、2019歷史資料，於表格中只會呈現2021年資料。

## 綜合損益表

百萬元	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22F	1Q23F	2Q23F	3Q23F	4Q23F	FY21	FY22F	FY23F
營業收入	5,754	7,580	6,329	5,167	4,705	5,021	5,163	5,385	19,169	24,829	20,274
營業毛利	2,825	4,353	2,794	1,768	1,525	1,659	1,716	1,631	8,462	11,737	6,532
營業費用	48	57	65	60	45	52	54	62	194	230	213
營業利益	2,777	4,296	2,729	1,708	1,480	1,607	1,662	1,569	8,268	11,481	6,319
稅前淨利	2,682	4,266	2,555	1,095	1,288	1,357	1,438	1,370	8,261	10,599	5,454
本期淨利(NI)	2,678	4,260	2,550	1,110	1,284	1,354	1,434	1,366	8,245	20,978	5,027
淨利歸屬於_母公司業主	2,678	4,260	2,550	1,110	1,253	1,329	1,410	1,345	8,245	10,598	5,337
淨利歸屬於_非控制利益	0	0	0	0	31	25	24	21	0	0	0
每股盈餘_本期淨利	3.59	5.71	3.42	1.48	1.68	1.78	1.89	1.80	11.05	14.20	7.15
QoQ(%)											
營收淨額	-7.01	31.74	-16.51	-18.36	-8.94	6.72	2.83	4.30	--	--	--
銷貨毛利	-13.81	54.07	-35.81	-36.74	-13.73	8.82	3.42	-4.96	--	--	--
營業利益	-13.29	54.68	-36.47	-37.43	-13.34	8.62	3.41	-5.60	--	--	--
稅後純益_母公司淨利	-14.06	59.11	-40.15	-56.48	12.91	6.11	6.05	-4.58	--	--	--
YoY(%)											
營收淨額	62.63	74.34	24.17	-16.49	-18.22	-33.76	-18.42	4.22	60.56	29.53	-18.35
銷貨毛利	173.00	146.69	17.19	-46.08	-46.03	-61.88	-38.58	-7.72	400.62	38.71	-44.35
營業利益	178.78	148.88	16.50	-46.69	-46.72	-62.58	-39.09	-8.11	438.63	39.29	-45.22
稅後純益_母公司淨利	200.90	172.43	-4.67	-64.39	-53.21	-68.80	-44.71	21.23	7,300.09	28.54	-48.68
各項比率											
營業毛利率	49.11	57.43	44.15	34.21	32.41	33.05	33.24	30.29	44.14	47.27	32.22
營業利益率	48.27	56.68	43.12	33.05	31.45	32.01	32.19	29.14	43.13	46.24	31.17
稅前淨利率	46.61	56.28	40.37	21.20	27.37	27.04	27.86	25.44	43.10	42.69	26.90
稅後淨利率	46.54	56.21	40.29	21.48	26.63	26.48	27.31	24.98	43.01	42.68	26.33

資料來源：TEJ、國票投顧

## 國票買進個股數

投資評等	個股數
強力買進/買進	49

## 評等說明

評等	定義
強力買進	預估未來 3 個月內的絕對報酬高於 20%·且短期股價動能強勁
買 進	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 預估未來 3 個月內的絕對報酬高於 20%</li> <li>• 中大型股及金融股: 預估未來 3 個月內的絕對報酬高於 12% 以上</li> </ul>
區間操作	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 預估未來 3 個月內絕對報酬小於 20%</li> <li>• 中大型股及金融股: 預估未來 3 個月內的絕對報酬小於 12%</li> <li>• 股價若偏區間價位下緣·可偏多操作; 股價若偏區間價位上緣·宜保守操作</li> </ul>
觀 望	預估未來 3 個月內的絕對報酬低於 0%
未 評 等	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 該公司未於國票核心持股名單</li> <li>• 國票可能與該公司進行業務而處於減默期</li> </ul>

備註：「續推買進」報告 - 預估未來 3 個月內的絕對報酬高於 10%；中大型股及金融股 - 預估未來 3 個月內的絕對報酬高於 6%以上

## 研究員聲明

本研究報告之內容，係研究人員就其專業能力之善意分析，負責之研究人員（或者負責參與的研究人員）確認：本研究報告的內容係反映研究人員對於相關證券的個人看法；研究人員的報酬與本研究報告內容表述的個別建議或觀點無關。

## 公司總聲明

1. 國票證券投資顧問股份有限公司為國票金控融控股公司之集團成員，國票金融控股公司所屬子公司暨關係企業（以下簡稱 國票金控集團）從事廣泛金融業務，包括但不限於票券、保險、證券經紀、自有資金投資與交易、資產管理及證券投資信託等。國票金控集團對於本報告所涵蓋之標的公司可能有投資或其他業務往來關係。
2. 國票金控集團及其所屬員工，可能會投資本報告所涵蓋之標的公司，且其交易方向與本報告中所提及交易方向可能不一致。除此之外，國票金控集團於法令許可的範圍內，亦有可能以本報告所涵蓋之標的公司作為發行衍生性金融商品之標的。國票金控集團轄下的銷售人員、交易員及其他業務人員可能會為其客戶或自營部門提供口頭或書面市場看法或交易策略，然而該等看法與策略可能與本報告意見不盡一致。國票金控集團之資產管理、自營及其他投資業務所有之投資決策也可能與本報告所提供之建議或看法不一致。
3. 本報告純屬研究性質，僅供集團內部同仁及特定客戶參考，不保證其完整性及精確性，且不提供或嘗試遊說客戶做為買賣股票之投資依據。報告中所有的意見與預估，係取自本公司相信為可靠之資料來源，且為特定日期所為之判斷，有其時效性，爾後若有變更，本公司將不做預告或主動更新。投資人於決策時應審慎衡量本身風險，並就投資結果自行負責。以上報告內容之著作權屬國票投顧所有，非經本公司同意，禁止任何形式之抄襲、引用或轉載。