



# 萬海 評價報告

評價公司：萬海 2615

組員：洪岑昀 林欣蒂 廖怡華 周珈萱 黃沛瑄

指導教授：顏子瑜

評價日期：2022 / 05 / 19

# 目錄

一、應聲明事項 .....	3
二、評價各項資料說明 .....	3
三、萬海、陽明、長榮三間公司介紹 .....	5
萬海航運股份有限公司 .....	5
陽明海運股份有限公司 .....	8
長榮海運股份有限公司 .....	13
航運市場需求與銷售競爭 .....	16
四、產業分析 .....	17
SWOT .....	17
五力分析 .....	18
五、財務分析 .....	21
(一) 財務結構 .....	27
(二) 償債能力 .....	29
(三) 經營能力 .....	32
(四) 獲利能力 .....	37
六、會計分析 .....	42
七、價值分析 .....	43
(一) 評價方法選擇 .....	43
(二) 萬海價值計算 .....	44
A.市場比較法 .....	44
B.自由現金流量 (FCFF) 折現法: .....	46
八、敏感度與情境分析 .....	52
(一) 情境分析 .....	52
(二) 敏感度分析 .....	55
九、評價結果 .....	57

## 一、應聲明事項

1. 評價人員已秉持嚴謹公正之態度及獨立客觀之精神，遵循相關法令及評價準則公報，並盡專業上應有之注意。
2. 評價人員及其所隸屬之評價機構與評價標的、委任案件委任人或相關當事人間無涉有除該案件酬金以外之現在或預期之重大財務或非財務利益。
3. 本評價報告中之分析意見及結論，係基於報告書中所假設及限制條件下成立；此等分析意見及結論是屬個人中立之專業評論。
4. 評價報告不僅限特定人使用。
5. 評價報告交付後，評價人員不承擔依評價報告日後所獲得之資訊，更新評價報告或價值結論之責任。
6. 因不當使用本報告造成之後果與評價機構及評價人員無關。故本報告僅基於本次評價目的參考之用，本中心不負任何法律及商業責任。

## 二、評價各項資料說明

1. 評價標的及基準日：  
評價標的：萬海航運股份有限公司。  
評價基準日：2021 年 12 月 31 日。
2. 評價報告目的：  
公開市場上股票投資之參考。
3. 價值標準：  
本次評價以公平市價為價值標準。
4. 價值前提：  
本次評價以帳面價值與繼續經營價值為價值前提。
5. 資料蒐集範圍：  
採用 2016 年至 2021 年之歷史資料。
6. 資料來源：

- a. 萬海航運：<https://tw.wanhai.com/views/Main.xhtml>
- b. 陽明航運：<https://www.yangming.com/index.aspx?localver=>
- c. 長榮航運：<https://www.evergreen-marine.com/tw/>
- d. TEJ 資料庫
- e. 公開資訊觀測站
- f. 財報狗
- g. yahoo!奇摩股
- h. MoneyDJ 理財網：<https://money.udn.com/money/story/12040/5471376>
- i. 其他：  
<https://rich01.com/what-is-pb-ratio/>  
<https://min.news/zh-tw/economy/762d67a61a7e8fa7a09589789074bf9b.html>  
<https://blog.fugle.tw/3-ways-to-calculate-value-of-stock-share/>

7. 假設及限制條件：

本評價報告及其結論，僅供本次評價目的使用，該結論不得移作其他目的使用。本報告僅於有效期限內，並用於本次評價目的時才有效，且有效期限內未發生對評價結論產生重大影響的事項。

## 三、萬海、陽明、長榮三間公司介紹

### 萬海航運股份有限公司



#### (一) 公司簡介

##### 1.沿革與背景

- 創立時間：萬海（2615.TW）創立於 1965 年 2 月。
- 初期以經營東南亞、台灣、日本間之原木運輸為主。
- 1976 年購置貨櫃輪，開始提供台灣至日本之貨櫃運輸服務，現已成為遠東地區航次最密集，服務網路最完整之海運公司，並成為國內第三大航商，穩居近洋航線領先地位。
- 截至 2021 年 6 月，公司在全球航商運力排名第 10。（根據 Alphaliner 統計）

##### 2.營業項目與產品結構

- 公司經營事業：船舶運送、船務代理、船舶及貨櫃買賣、港口貨櫃集散站經營、船舶及貨櫃出租業務。
- 2020 年船舶運送占營收比重達 94%，船舶及貨櫃出租占 4%、船務代理占 1%。

#### (二) 產品與競爭條件

##### 1.產品與技術簡介

- 主要為經營日本、韓國、台灣、中國、香港、泰國、印尼、菲律賓、新加坡、馬來西亞、越南、緬甸、柬埔寨、印度、巴基斯坦、斯里蘭卡、孟加拉、中東地區、埃及、美國、墨西哥、瓜地馬拉、哥倫比亞、厄瓜多爾、秘魯及智利等國家地區之全貨櫃運輸航線服務。
- 另從事船務代理業務，為挪威汽車船 HOEGH 航運公司在台灣進出口貨物之總代理。

## 2.重要原物料及相關供應商

- 船隻製造主要向台船下單，其他還包括燃油、人事、港口費、貨物裝卸費等，其中船用燃油占成本 21%。

## 3.產能狀況與生產能力

- 截至 2021 年 12 月，公司擁有 146 艘營運船舶，其中自有船舶比重約 60%，運力約為 42.7 萬 TEU。
- 碼頭方面，擁有高雄 63 號碼頭、台中 31 號碼頭、日本大井 5 號碼頭、與 EMC & YML 共同經營台北港、與 SNP & MOL & Hanjin Transportation 共同經營越南蓋梅碼頭。2018 年與 SNP、MOL、ITOCHU 共同經營越南海防碼頭。2019 年購入越南峴港碼頭股份 20%。
- 2021 年 1 月，新訂造 12 艘 3,013 箱（20 呎櫃）貨櫃船。
- 新造船交船進度，2022 年交船 12 艘，新增 52,630TEU；2023 年交船 20 艘，新增 162,298TEU；2024 年交船 9 艘，新增 37,640TEU。
- 2021 年 6 月，公司買進 12 艘 3,055 TEU 的貨櫃輪，將於 2023 年 7 月底起陸續交船。
- 2022 年 3 月，新訂一艘 5,527TEU 全貨櫃輪，將於第三季交船。

## （三）市場需求與銷售競爭

### 1.銷售狀況

- 公司貨櫃船定期航線服務範圍，包括東北亞、中國大陸、香港、東南亞、印度、巴基斯坦、中東、非洲、黑海、歐洲、美洲等地區。航線區域以近海線經營為主，2021 上半年營收比重分別為亞洲航線佔 40%、中東與印度佔 20%、美國佔 28%、與南美佔 12%。
  - 2015 年 8 月，公司退出歐洲線市場，專營亞洲區間航線、美國線與南美線。
  - 2014 年 8 月，新增第一條不老灣直航航線（馬來西亞-印尼），該航線將由一艘實裝 1,200 TEU 的全貨櫃輪負責定期週班巡航服務。

- 2014 年 12 月底，公司與美國總統輪船公司（APL）合作開闢經廈門、馬來西亞的 KCS（Kaohsiung-China-South East Asia Service）亞洲航線，主要航行台灣、華南與東南亞地區。此航線以強化大陸-東協及東協區間之航運服務，共配置三艘 3,000TEU（20 呎貨櫃）船，其中萬海投船一艘、APL 二艘。
- 2015 年 5 月起，與中遠集運及川崎汽船（K-LINE）共同以六艘 9,000-10,000TEU 船舶經營華南至美西南的固定航班，華中北的部份則與川崎汽船（K-LINE）及太平船務（PIL）共同經營固定航班（CALCO-D），並透過艙位互換模式取得 CALCO-B 及 CEN 艙位。
- 客戶方面，包括奇美、台塑集團、IKEA、HONDA、TOSHIBA、Samsung 與 Panasonic 等知名企業。
- 2018 年 3 月，新增一華南-越南航線（簡稱 CV3）並與中國遠洋聯營。
- 2021 年 4 月，新開闢香港 / 越南 / 西印 航線（簡稱 CI8），布局西印市場運送。
- 2021 年 6 月，公司開拓亞洲到美東航線，航線將配置 10 艘 2,800TEU~4,000TEU 船型船舶擔任定期巡航服務。

## 2.國內外競爭廠商

- 主要競爭者包括長榮、陽明、MOL、NYK 日本、馬士基航運（Maersk）、地中海航運（MSC）、達飛輪船（CMA-CGM）、東方海外國際、中國遠洋（COSCO）、Hapag-Lloyd、現代商船（HMM）等知名航商。

## （四）財務相關

### 1.轉投資

- 2014 年 11 月，公司計劃與上海港務公司合資設立萬航旅業（上海）有限公司，經營網購與物流業務，且萬航旅業規劃的營業項目還包含包裝多項商品網上零售、進出口及相關配套服務。

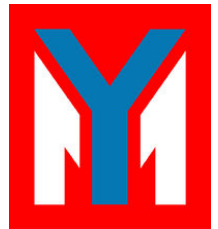
- 2015 年 8 月，公司與智利 Ultramar 集團旗下的 Transtotal Agencia Maritima S.A. 合資成立新公司，為萬海秘魯公司（WAN HAI LINES PERU S.A.C.），負責公司在秘魯的運送服務。

## 2. 策略聯盟

- 2021 年 8 月，公司與招商局港口（華南）營運中心簽訂戰略合作協議，招商局港口深圳西部港區是為於華南地區的關鍵合作夥伴之一。
- 股票現況：萬海航運股份有限公司（2615.TW）至 2022 / 05 / 19 截止，開盤 143.50，最高 146.00，最低 140.50，收 146.00，量 14,718 張。

# 陽明海運股份有限公司

## （一）公司簡介



### 1. 沿革與背景

- 公司成立於 1972 年 12 月，前身原為招商局，係屬國營事業，1996 年 2 月民營化，現已具備內陸運輸、碼頭裝卸、投資、國際物流的海運集團。
- 公司發展成為全球知名提供貨櫃運輸服務業者，在全球排名前十大、國內第 2 大貨櫃航商，並透過與日本、韓國等知名船公司聯營合作，擴張綿密的服務範圍。
- 另外，公司所屬的 CKYH 聯盟締結合作協議，於 2012 年 Q2 正式上路，屆時亞—歐線航商版圖將成為 MAERSK、MSC+CMA CGM、長榮+CKYH、以及 G6（Gang of Six）的四強鼎立架構。
- 2016 年 5 月，公司與德國赫伯羅特（Hapag-Lloyd 等同業簽備忘錄（MOU），並與其他航運公司成立新海運聯盟「THE Alliance」，成員包括赫伯羅德（Hapag-Lloyd）、日本 Ocean Network Express（ONE）與現代商船（HMM）。THE Alliance 於 2017 年 4 月正式運作，為第三大聯盟，佔全球運能約 20%，僅次於 2M 與 Ocean Alliance。



- 根據 Alphaliner 統計，截至 2021 年 7 月，公司在全球航商運力排名第 9 名。

## 2.營業項目與產品結構

- 公司營業項目包括貨櫃航運、散裝航運、碼頭事業、物流事業，2021 上半年航運收入約佔 93%、艙租約佔 1%、傭船收入約佔 1%。
- 貨櫃航運方面，主要從事遠洋及近洋貨櫃運輸。

## (二) 產品與競爭條件

### 1.重要原物料及相關供應商

- 公司主要成本為船隻，主要向台船下單，其他還包括燃油、人事、港口費、貨物裝卸費等，燃油方面，燃油價格變動對公司影響很大。按成本比重：3VC（集貨船／內陸／裝卸）佔比 35%、港埠及運河費成本約佔 10%、船艙租成本約佔 16%、燃油成本佔 13%。

### 2.產能狀況與生產能力

- 至 2022 年 3 月，擁有船舶 92 艘，其中自有船舶 50 艘，租賃船舶 42 艘，運能合計 66.6 萬 TEU（20 呎標準貨櫃），占全球貨櫃市場的 2.6%。
- 2018 年 8 月，與台船簽訂 10 艘 2,800TEU 級全貨櫃輪新船建造合約，預計於 2020 年第二季至 2021 年第二季陸續竣工並交船。
- 2021 年，共有 15 艘新船交船，包括 4 艘 2,800 箱船舶與 11 艘 1.1 萬箱船舶。
- 2022 年，共有 5 艘 1.1 萬箱船舶新船交船。

### (三) 市場需求與銷售競爭

#### 1.銷售狀況

- 全貨櫃輪經營航線包括亞洲／北美東岸、亞洲／北美西岸、亞洲／中南美西岸、亞洲／南美東岸、亞洲／西北歐、亞洲／地中海、亞洲／紅海、亞洲／印度次大陸、亞洲／中東、亞洲／澳洲、北美東岸／西北歐、北美東岸／地中海、印度次大陸／西北歐及地中海、歐洲、亞洲區間等定期航線；並代營運操作 2 艘台灣電力公司專業運煤船。
- 2021 上半年，各航線營收佔比為美國線 33%、歐洲線 42%及亞洲近洋線 9%、亞洲遠洋（中東、南美、紅海、澳洲與南亞等）16%，其中，歐亞航線比重為航運商中最高者。
- 2019 年 10 月，新增東印度往返西北歐快線（IEX 航線），提供印度東部與南部往返地中海與西北歐的快速航線。
- 2021 年第二季起，與 THE Alliance 聯營夥伴共同運營 30 條涵蓋所有東西向航路之航線服務（包含二組鐘擺航線），航線服務範圍覆蓋超過 76 個亞洲、南亞、西北歐、地中海、北美及中東紅海地區港口。
- 2022 年 3 月起，新增大陸往返澳洲快線航運。

#### 2.國內外競爭廠商

- 國內主要競爭者為長榮、萬海，國外競爭者包括 MOL、NYK 日本、馬士基航運（Maersk）、達飛輪船（CMA-CGM）、東方海外國際、中國遠洋（COSCO）、Hapag-Lloyd、現代商船（HMM）等知名航商。

## （四）財務相關

### 1.轉投資公司

- 其他事業方面，散裝事業由子公司光明海運（2639）經營，採長租策略，主要客戶為台電、日本川崎等大客戶。港口事業，主要投資高明貨櫃碼頭。物流事業則投資好好國際物流（股）公司，主要經營海空運貨物承攬、倉儲配送等。
- 子公司-光明海運成立於 1990 年，主要經營以巴拿馬極限型船為主的散裝事業，擁有 18 艘船，提供全球主要鋼廠、電廠及穀物商等有關的原物料運輸服務。
- 子公司-高明貨櫃碼頭公司成立於 2007 年，於 9 月與高雄港務局簽訂「高雄港洲際貨櫃中心第一期計畫興建及營運契約」（以下簡稱六櫃），負責六櫃未來 50 年之興建與營運。第一期工程的 2 座碼頭已於 2011 年 1 月正式開港營運，而第二期的 2 座碼頭將於 2014 年 9 月開放營運。2012 年，美國最大貨櫃集團 RORTS AMERICA 取得陽明釋出的高明貨櫃碼頭 10% 股權。2013 年 11 月，公司釋出 12.5% 股份給日本郵船及其子公司 Nippon Container Terminals Co., LTD.，處份利益 2,693.6 萬美元。
- 2012 年 12 月，中遠集團、招商局與中國海運共同出資 40.5 億元，參股高明貨櫃，三家各自持股 10%。此外中遠及中海船隻未來將優先彎靠高港第六貨櫃中心。
- 子公司-好好國際物流（股）公司成立於 1999 年 11 月，在高雄港自由貿易港區內布局，搶進台灣自由貿易港區的加值業務。除了在台灣基隆及高雄港區設有國際物流中心，在中國大陸上海、深圳、廈門、青島及香港設立辦公室，並與長江航運在重慶合資成立『長明國際物流』，且積極於全球各主要港口與當地代理行簽約，以建立物流據點。2015 年 10 月，已完成收購 ECU LINE 保加利亞公司，將更名為 YES Logistics Bulgaria EOOD。另外也新成立 My Captain 電商平台。

- 子公司-駿明公司成立於 1998 年，主要經營陸上貨櫃運輸，提供集團陽明海運高雄、基隆與台中港口之船邊、碼頭間移櫃及南北轉運櫃及戶對戶運櫃服務。
- 西班牙子公司，於 2016 年 6 月成立 Yang Ming (Spain), S.L. (陽明西班牙有限公司)，提供西班牙地區之航線服務，並連結全球航線佈局以擴大運送服務。

## 2.策略聯盟

- 2015 年 11 月，公司與中華航空簽署合作意向書，共同發展物流轉運與電子商務，雙方最大股東皆為交通部。並且於 12 月雙方再與中華郵政簽署合作同意書，將海空貨運、郵運、倉儲及物流配送等業務建立合作關係，拓展電子商務市場。
- 2016 年 3 月，公司與泰國宏海箱運集團 (RCL) 簽署合作意向書，雙方合作內容包括在航線聯合投船、航線計畫換艙等，公司規劃以泰國做為東南亞的營運中心。
- 2017 年 10 月，與德翔海運共同派船經營台灣-印尼航線，航行高雄-香港-蛇口-雅加達-三寶瓏-泗水-高雄。
- 2017 年 11 月，與台灣港務公司、印尼當地業者籌組合資公司，在印尼泗水投資興建及營運貨櫃堆場等物流業務，預期 2018 年上半年啟動營運。
- 2021 年 1 月，公司與法國 NAXCO 集團共同成立陽明法國子公司，主要深耕歐洲市場。
- 股票現況：陽明海運股份有限公司 (2609.TW) 至 2022 / 05 / 19 截止，開 114.50 高 115.50，低 112.00，收 115.00，量 56,340 張。

# 長榮海運股份有限公司



## (一) 公司簡介

### 1.沿革與背景

- 長榮海運成立於 1968 年 9 月，是國內一家貨櫃航運服務業者。
- 以遠洋航線為主，服務網路遍及全球五大洲，主要以遠洋航線為主，其運能為國內第一大、世界前十大的貨櫃航商。
- 2011 年 12 月，公司在歐亞與 CKYH 聯盟，CKYH 聯盟成員 C 是中國遠洋，K 是日本川崎汽船、Y 是陽明，H 是韓進海運，加入長榮後，該聯盟市占率提升達 26%，超越 G6，成為歐洲線第二大，僅次 P3。
- 2016 年 4 月，公司退出 CKYHE 聯盟並與法國達飛（CMA CGM）、中國遠洋（COSCO）及東方海外貨櫃航運（OOCL）等四家海運業者，共組「大洋聯盟」（OCEAN Alliance），於 2017 年開始營運，合組後的大洋聯盟在全球貨櫃市占率約三成，僅次於龍頭馬士基航運與地中海航運合組的「2M」。
- 根據 Alphaliner 統計，截至 2022 年 2 月，公司在全球航商運力排名第 6 名。

### 2.營業項目與產品結構

- 公司經營定期貨櫃航線，以及碼頭裝卸、內陸運輸等物流配套服務。貨櫃類型分為乾貨貨櫃、冷凍貨櫃；特殊貨櫃三大類。
- 2021 年各業務營收比，貨運收入佔 95%，其他如造櫃收入、船艙租收入、櫃場作業及其他佔 5%。
- 發展至今，服務區域已遍及亞洲、歐洲、美洲、澳洲、中東、非洲及地中海等地區。
- 另外，公司也在全球經營四座貨櫃碼頭，分別是台灣的台中港 32、34 號貨櫃碼頭，高雄港第四、五貨櫃中心，巴拿馬的箇朗貨櫃碼頭及義大利的塔連多貨櫃碼頭。

## (二) 產品與競爭條件

### 1.重要原物料及相關供應商

- 公司主要成本為船隻、燃油、人事、港口費、貨物裝卸費等。其中港埠費用佔比 35%、轉運成本約佔 12%、船艙租成本約佔 6%、燃油成本佔 17%。

### 2.產能狀況與生產能力

- 2020 年限硫令開始生效，截至 2020 年底，已有 84 艘安裝脫硫設備，安裝脫硫設備船舶比例超過 6 成。
- 迄 2022 年 3 月，公司擁有船隊共計 201 艘，包含自有船舶與租入船舶，總運能達 151 萬 TEU。未來將陸續交付 61 艘船，合計 58.3 萬 TEU。
- 2022 年，新船下水狀況：第 1 季運量有 5.66 萬 TEU、第 2 季 7.88 萬 TEU、第 3 季 5.3 萬 TEU、第 4 季 0.5 萬 TEU。

## (三) 市場需求與銷售競爭

### 1.銷售狀況

- 公司所經營的遠、近洋全貨櫃定期航線分別為：亞洲—北美航線 / 亞洲—加勒比海地區；亞洲—歐洲航線 / 亞洲—地中海；歐洲—美國東岸大西洋；亞洲—澳洲 / 亞洲—模里西斯、南非、南美；亞洲區域航線 / 亞洲—中東、紅海 / 亞洲—印度次大陸地區。除了主要航線外，亦開闢了區域性接駁船的服務網，如加勒比海及印度次大陸等地區。
- 2020 年按地區別營收比重：美洲線約 41%、歐洲線約 17%、亞洲線約 42%。
- 排名方面，2020 年公司運能在全球排名第 7 名，前四名分別為馬士基（MAERSK）、地中海航運（MSC）、中遠（COSCO）與達飛航運（CMA CGM）。
- 2014 年 12 月，與正利航業共同投船，開闢中國-菲律賓航線（簡稱 CPH），共配置 2 艘 1,000 TEU（20 呎標準貨櫃）貨櫃船，雙方各投入 1 艘，此航線靠港依序為上海-寧波-廈門-蛇口-馬尼拉（南港）-上海。

- 2015 年 3 月，新開闢台灣-蛇口-麻六甲海峽（簡稱 TSS）及台灣-香港（簡稱 THK）等兩條東南亞航線。
- 2015 年 5 月，公司與杜拜區域型航商 Simatech 共同投船，聯營南印度至波斯灣航線（CCG）之新航線。並另外新開闢越南-新加坡-馬來西亞航線（VSM），以及中國-泗水快捷航線（CSX），闢東協新航線。
- 2016 年 6 月，取得墨西哥灣區的三港口直航據點，包括休士頓、莫比爾及邁阿密等美國南部新港口據點，並採換艙方式與同業合作經營。
- 2017 年起，與法國達飛（CMA CGM）、中遠海運（COSCO）及香港東方海外（OOCL）成立「OCEAN Alliance」，合作包含 12 條美西航線（美西南 9 航線，美西北 3 航線）、7 條美東航線，共計 19 條航線。

## 2.國內外競爭廠商

- 國內主要競爭者為陽明、萬海，國外競爭者包括 MOL、NYK 日本、馬士基航運（Maersk）、達飛輪船（CMA-CGM）、地中海航運（MSC）、東方海外國際、中國遠洋（COSCO）、Hapag-Lloyd、現代商船（HMM）等。

## （四）財務相關

### 1.轉投資公司

- 公司轉投資公司包括長榮航空、長榮運輸、長榮國際、長榮物流、長榮開發、長榮航勤、長榮空廚、
- 股票現況：長榮海運股份有限公司（2603.TW）至 2022 / 05 / 19 截止，開盤 134.00，最高 136.50，最低 130.00，收 136.00，量 132,772 張。

## 航運市場需求與銷售競爭

### 關於產業結構與供需

➤ 船舶大型化趨勢：

根據 Alphaliner 機構統計，截至 2020 年底，7,500TEU~9,999TEU 級的大型船舶占總運能的 18%，10,000TEU 級以上的大型船舶占總運能的 37%。按新造船訂單來看，10,000TEU 級以上船舶占 86%，整體 10,000TEU 級之船舶為主流。

➤ 船齡年輕化趨勢：

迄 2021 年 1 月，船齡 20 年以上船舶僅占貨櫃船總艙位數的 7%，15 年以上的船舶則占 13%。

➤ 航商規模大型化及集中化：

根據 Alphaliner 統計，2020 年全球貨櫃總運能約有 2,389 萬 TEU，年成長 2.6%，其中前五大航商占有運能的 65%，前十大航商則占 84%，前二十大航商則占 91%。

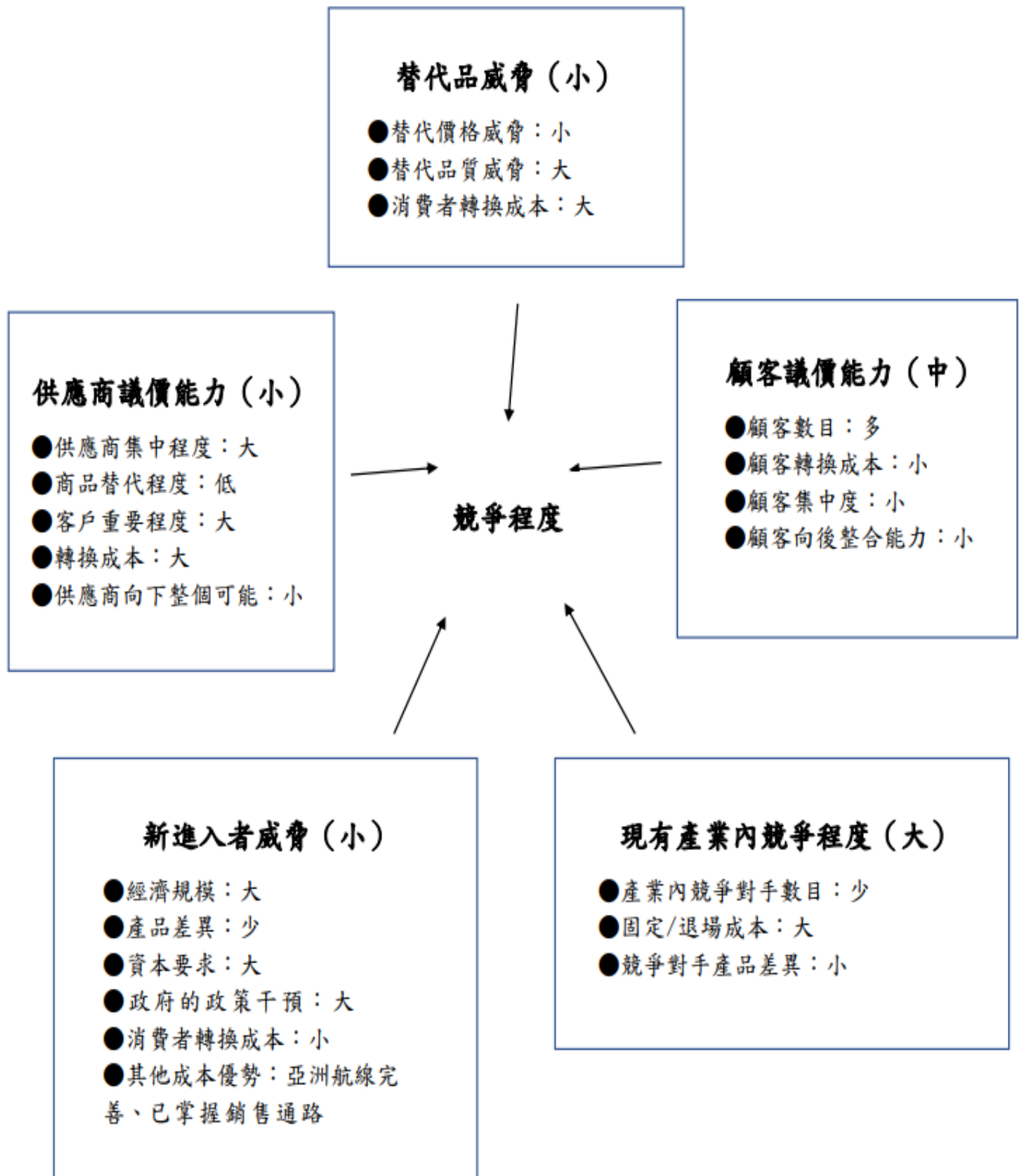


## 四、產業分析

### SWOT

<p><b>內部優勢 (S)</b></p> <ol style="list-style-type: none"> <li>1. 新船舶達到更高環保水準，符合國際趨勢及客戶對綠色航運的期待。</li> <li>2. 旗下非同產業企業高達百家，如：士林紙業（臺證所：1903）、泰安產物保險、八仙樂園、晶元光電（臺證所：2448）、新加坡聯合科技。</li> <li>3. 八度榮獲印度-遠東區間年度最佳航商、AFLAS 2016 最佳環保航商獎，名聲優良。</li> <li>4. 萬海自身持有台積電股份（比例約 0.003%），同時也積極購買有價證券。</li> </ol>	<p><b>內部劣勢 (W)</b></p> <ol style="list-style-type: none"> <li>1. 市場規模較小，需要力求突破（對手長榮海運已在亞洲及歐美洲建立航線且穩定發展）。</li> <li>2. 資本額較其他兩巨頭（長榮、陽明）少。</li> <li>3. 可營運船隻相對長榮較少 40%左右，但與陽明海運相差不大，產能相對較低。</li> <li>4. 每股盈餘在 2021 年墊底兩巨頭，但仍遠高於國內其他航運企業。</li> <li>5. 塞港未解，運價仍高，2023 年開始新海洋環保法規上路，全球要實施二氧化碳減排，大部分舊船都須降速才能達到新環保法規的排碳規定，為了維持運力，須投入更多的船舶。</li> <li>6. 船舶大型化，但全球許多剛口基礎設施老舊不足，港口作業速度難以顯著改善。</li> </ol>
<p><b>外部機會 (O)</b></p> <ol style="list-style-type: none"> <li>1. 創新造船方式大幅降低船隻碳排放</li> <li>2. 區域全面經濟夥伴協定（RCEP）於今年 1 月 1 日開始生效，東南亞航運需求可望提升。</li> <li>3. 萬海新增運力，運能期望提高。</li> </ol>	<p><b>外部威脅 (T)</b></p> <ol style="list-style-type: none"> <li>1. 因應疫情影響，國際貨船出租價格上漲，連帶提升國際航運運費。</li> <li>2. 美西碼頭工人換約談判，2022 年若出意外可能導致航運成本大幅上升。</li> <li>3. 陽明海運為國內首例使用創新造船方法造船的企業，萬海需加緊腳步穩固自身環保的企業形象。</li> <li>4. 近年全球運能持續增加，海運業運能供過於求。</li> <li>5. 2023 新環保法規上路，船舶汰換速度不足。</li> </ol>

## 五力分析



在現有產業內競爭程度上，目前國內三大航運業者為長榮、陽明、萬海，三家業者，在產品差異化上沒有明顯的差別。

- (1) 從營收比重上來看，航運收入大約都佔了 94、95%、第二大為船艙租收入，比重為 1%。
- (2) 在產能狀況方面，至 2021 年底，萬海擁有 146 艘營運船舶，其中自有船舶比重約 60%，運力約為 42.7 萬 TEU；長榮擁有船隊共計 201 艘，包含自有船舶與租入船舶，總運能達 151 萬 TEU；陽明擁有船舶 92 艘，自有船舶比重約 54%，運能合計 66.6 萬 TEU。

項目 / 公司	萬海	長榮	陽明
營運船舶	146 艘	201 艘	92 艘
TEU (運力)	42.7 萬	151 萬	66.6 萬

- (3) 航線差異方面，萬海營收比重分別為亞洲航線 40%、中東與印度 20%、美國 28%、與南美 12%，明顯看的出萬海於亞洲航線上較發展；長榮營收比重為美洲線 41%、歐洲線約 17%、亞洲線約 42%，多營收在亞洲和美洲航線上；陽明營收佔比為美國線 33%、歐洲線 42%及亞洲近洋線 9%、亞洲遠洋（中東、南美、紅海、澳洲與南亞等）16%，偏好在美國與歐洲航線上。雖然三家業者在航線收入比重上各有不同，但因為他們近年來也都積極擴展版圖，和競爭對手的產品差異上也不大，因此現有產業內競爭程度大。

在潛在進入者威脅方面，因為海運業需要的投資龐大且回收時間長，在建造船隻、維修和燃油成本上都是很大的支出，因此進入產業需要大量的資金，也使得退出障礙高。另外，因為航運屬於特許行業，受到政府的高度管制，新的海運業者加入機率低，潛在競爭者少，潛在進入者威脅小。

替代品方面，消費者可以選擇空運作為其他的運送方案，因此空運屬於替代品的威脅。但空運與海運的產品導向不同，空運的特色通常為高附加價值產品、運輸時間快及價格高昂；相較於空運，海運為貨物量大、運輸價格便宜、運輸時間長。因為空運與海運的客戶目標明確、兩者特性不同，因此消費者的轉換意願小，替代品威脅不大。

在供應商議價能力上，萬海的船隻主要向台灣國際造船股份公司下單，因為本國的大型船廠極少，建造貨櫃輪、散裝貨輪、巡防艦等大型船舶只有台灣國際船廠公司負責，其餘則多為中型、小型或是遊艇廠，因此供應商只有少數幾家的狀況下，供應商集中程度極大、萬海也無法選擇其他商品作為替代，供應商向下整個可能也不大，因此供應商的議價能力小。

海運產業的購買者議價能力主要決定於海運產能的供需狀況，國內海運業者認為，今年海運市場受戰爭、疫情封城等不同事件波及，俄烏戰爭雖導致不同市場供給需求發生變化，但貨量出籠時間只是延後，不會消失，其中亞洲市場朝穩健方向發展，歐美長線隨新冠疫情解封及新合約生效後，預期今年貨櫃輪價量齊揚。因此在海運產業供不應求的景氣下，購買者的議價能力降低。另外，因為國內的海運業者不多，集中在長榮、陽明及萬海三家上，萬海於近洋航線上佔有領先地位，消費者在產品的替代選擇上較少。除非是大企業的訂單規模較大、佔有相當大的銷售總數能有較高的議價力外，一般的購買者議價能力不高。

## 五、財務分析

萬海航運股份有限公司							
資產負債表							
民國一〇五年至一一〇年十二月三十一日 單位：新台幣千元							
	105.12.31	106.12.31	107.12.31	108.12.31	109.12.31	110.12.31	
<b>資產</b>	<b>金額</b>	<b>金額</b>	<b>金額</b>	<b>金額</b>	<b>金額</b>	<b>金額</b>	
<b>流動資產：</b>							
1100 現金及約當現金	\$ 14,072,884	12,850,798	7,834,162	10,326,321	8,553,009	40,113,588	
1110 透過損益按公允價值衡量之金融資產－流動			2,345,430	4,125,184	4,844,840	6,261,076	
1125 備供出售金融資產－流動	3,984,324	4,242,631					
1137 按攤銷後成本衡量之金融資產－流動						63,717	
1150 應收票據淨額	23,586	23,207	26,618	39,456	49,698	69,697	
1170 應收帳款淨額	1,438,307	1,940,208	1,203,494	674,229	1,316,196	1,991,562	
1140 合約資產－流動			751,084	733,689	1,530,849	7,835,522	
1200 其他應收款	809,736	792,150	1,043,354	815,080	5,542,057	8,870,244	
1330 存貨	935,007	980,350	990,095	1,406,894	1,160,891	800,139	
1475 代理店往來	1,624,191	1,551,315	2,136,118	2,144,272	3,073,816	4,703,644	
1479 其他流動資產－其他	946,147	850,519	734,238	443,825	438,754	626,921	
	23,834,182	23,231,178	17,064,593	20,708,950	26,510,110	71,336,110	
<b>非流動資產：</b>							
1510 透過損益按公允價值衡量之金融資產－非流動			1,127,838				
1517 透過其他綜合損益按公允價值衡量之金融資產－非流動			3,036,010	3,182,812	3,827,784	4,292,271	
1523 備供出售金融資產－非流動	177,204	177,746					
1543 以成本衡量之金融資產－非流動	708,967	708,967					
1546 無活絡市場之債務工具投資－非流動	1,288,800	1,187,200					
1550 採用權益法之投資	26,902,602	25,905,948	29,568,822	31,711,924	36,937,983	109,900,767	
1600 不動產、廠房及設備	9,642,608	12,944,060	14,683,088	17,953,542	20,976,137	33,657,439	
1755 使用權資產				85,001,414	74,302,608	120,322,046	
1760 投資性不動產淨額				1,419,389	3,472,681	3,482,654	
1780 無形資產	27,009	52,139	94,240	76,285	80,514	74,245	
1900 其他非流動資產	403,631	325,421	1,082,271	944,367	809,177	2,593,570	
	39,150,821	41,301,481	49,592,269	140,289,733	140,406,884	274,322,992	
<b>資產總計</b>	<b>\$ 62,985,003</b>	<b>64,532,659</b>	<b>66,656,862</b>	<b>160,998,683</b>	<b>166,916,994</b>	<b>345,659,102</b>	
	<b>105.12.31</b>	<b>106.12.31</b>	<b>107.12.31</b>	<b>108.12.31</b>	<b>109.12.31</b>	<b>110.12.31</b>	
<b>負債及權益</b>	<b>金額</b>	<b>金額</b>	<b>金額</b>	<b>金額</b>	<b>金額</b>	<b>金額</b>	
<b>流動負債：</b>							
2100 短期借款	\$-	-	-	-	-	-	
2126 避險之金融負債－流動				534,197	818,459	985,592	
2170 應付帳款	5,005,030	5,126,811	5,930,506	6,447,879	7,605,831	14,262,175	
2200 其他應付款	498,020	2,026,626	1,605,176	1,341,339	1,439,458	3,466,154	
2230 本期所得稅負債	50,860	141,542	40,006	-	1,087,909	10,257,551	
2280 租賃負債－流動				7,527,026	6,972,488	13,757,890	
2320 一年或一營業週期內到期長期負債	3,990,325	7,099,279	48	2,563,977	6,547,118	6,478,817	
2350 代理店往來	1,493,568	707,972	708,829	1,079,343	1,259,893	1,387,425	
2300 其他流動負債	158,752	307,453	625,815	201,874	178,708	203,182	
	11,196,555	15,409,683	15,462,430	19,695,635	25,909,864	50,798,786	
<b>非流動負債：</b>							
2511 避險之金融負債－非流動				2,026,200	2,855,649	2,576,487	
2530 應付公司債	9,300,000	6,900,000	5,900,000	13,900,000	12,600,000	9,000,000	
2540 長期借款	6,863,120	6,606,328	8,194,780	10,495,861	12,256,982	15,043,038	
2570 遞延所得稅負債	933,111	1,088,928	1,995,393	2,709,262	4,130,138	19,032,573	
2580 租賃負債－非流動				75,619,329	64,825,024	104,536,417	
2640 淨確定福利負債	581,716	559,525	516,979	442,660	416,815	379,071	
2645 存入保證金	2,551	1,235	2,828	5,554	20,113	17,704	
	17,680,498	15,156,016	16,609,980	105,198,866	97,104,721	150,585,290	
<b>負債總計</b>	<b>28,877,053</b>	<b>30,565,699</b>	<b>32,072,410</b>	<b>124,894,501</b>	<b>123,014,585</b>	<b>201,384,076</b>	
<b>權益：</b>							
3100 股本	22,182,975	22,182,975	22,182,975	22,182,975	22,182,975	24,401,273	
3200 資本公積	1,261,681	1,261,681	1,261,681	1,271,775	1,271,775	1,271,775	
保留盈餘：							
3310 法定盈餘公積	6,389,335	6,503,503	6,757,693	6,869,483	7,225,691	8,354,970	
3320 特別盈餘公積	1,053,282		1,127,482	810,700	1,519,682	3,239,603	
3350 未分配盈餘	2,635,957	5,146,283	4,065,321	6,488,930	14,941,889	110,994,900	
	10,078,574	11,649,786	11,950,496	14,169,113	23,687,262	122,589,473	
<b>其他權益：</b>							
3411 國外營運機構財務報表換算之兌換差額	572,600	( 1,480,258)	( 604,711)	( 1,352,809)	( 3,465,395)	( 4,617,000)	
3420 透過其他綜合損益按公允價值衡量之金融資產未實現損益			( 205,989)	( 200,376)	75,448	445,677	
3425 備供出售金融資產未實現損益	12,120	352,776					
3450 避險工具之損益				33,504	150,344	183,828	
	584,720	( 1,127,482)	( 810,700)	( 1,519,681)	( 3,239,603)	( 3,987,495)	
<b>權益總計</b>	<b>34,107,950</b>	<b>33,966,960</b>	<b>34,584,452</b>	<b>36,104,182</b>	<b>43,902,409</b>	<b>144,275,026</b>	
<b>負債及權益總計</b>	<b>\$ 62,985,003</b>	<b>64,532,659</b>	<b>66,656,862</b>	<b>160,998,683</b>	<b>166,916,994</b>	<b>345,659,102</b>	

# 萬海航運企業價值評價報告

萬海航運股份有限公司

綜合損益表

民國一〇五年至一一〇年一月一日到十二月三十一日 單位：新台幣千元

		105年度	106年度	107年度	108年度	109年度	110年度
		金額	金額	金額	金額	金額	金額
4000	營業收入	\$ 50,070,845	50,300,722	53,934,045	59,102,119	61,915,516	116,005,228
5000	營業成本	45,322,233	45,846,586	53,588,321	55,724,042	52,728,111	57,216,967
	營業毛利	4,748,612	4,454,136	345,724	3,378,077	9,187,405	58,788,261
6200	營業費用					2,653,366	4,073,299
6450	預期信用減損損失						1,325
6000	營業費用合計	1,929,322	2,108,020	1,956,923	2,230,329	2,653,366	4,074,624
	營業淨利	2,819,290	2,346,116	( 1,611,199)	1,147,748	6,534,039	54,713,637
	營業外收入及支出						
7100	利息收入					73,000	53,261
7010	其他收入	466,806	363,335	347,462	308,054	284,984	284,012
7020	其他利益及損失	( 312,759)	11,542	875,984	1,877,565	1,527,174	1,518,633
7050	財務成本	( 315,297)	( 326,530)	( 356,717)	( 1,771,749)	( 1,601,126)	( 1,995,956)
7060	採用權益法認列之關聯企業及合資損益之份額	( 1,200,655)	638,756	2,414,860	2,879,313	7,256,367	74,112,292
	營業外收入及支出合計	( 1,361,905)	687,103	3,281,589	3,293,183	7,540,399	73,972,242
	稅前淨利（繼續營業部門）	1,457,385	3,033,219	1,670,390	4,440,931	14,074,438	128,685,879
7950	減：所得稅費用	315,705	491,330	552,484	867,228	2,757,457	25,342,971
	本期淨利（淨損）	1,141,680	2,541,889	1,117,906	3,573,703	11,316,981	103,342,908
8300	其他綜合損益：						
8310	不重分類至損益之項目						
8311	確定福利計畫之再衡量數	( 87,646)	( 53,991)	( 19,381)	( 38,697)	( 38,268)	( 31,109)
8316	透過其他綜合損益按公允價值衡量之權益工具投資未實現評價損益			( 46,035)	10,060	98,056	301,470
8330	採用權益法認列之子公司、關聯企業及合資之其他綜合損益之份額-不重分類至損益之項目	( 32,605)	( 38,545)				
8331	子公司、關聯企業及合資之確定福利計畫在衡量數			34,559	19,339	6,420	20,786
8336	子公司、關聯企業及合資之透過其他綜合損益按公允價值衡量之權益工具投資未實現評價損益				( 4,447)	177,768	68,759
8349	與不重分類之項目相關之所得稅	-	9,178	5,392	7,739	7,654	6,222
	不重分類至損益之項目合計	( 120,251)	( 83,358)	( 25,465)	( 6,006)	251,630	366,128
8360	後續可能重分類至損益之項目						
8361	國外營運機構財務報表換算之兌換差額	( 221,743)	( 2,057,990)	876,341	( 743,226)	( 2,124,502)	( 1,151,992)
8362	備供出售金融資產未實現評價損益	235,565	340,626				
8368	避險工具之損益				33,504	116,840	33,484
8380	採用權益法認列之子公司、關聯企業及合資之其他綜合損益之份額-可能重分類至損益之項目	( 635)	30				
8399	與可能重分類之項目相關之所得稅	2,161	5,132	( 794)	5,222	11,916	387
	後續可能重分類至損益之項目合計	15,348	( 1,712,202)	875,547	( 704,500)	( 1,995,746)	( 1,118,121)
8300	本期其他綜合損益（稅後淨額）	( 104,903)	( 1,795,560)	850,082	( 710,506)	( 1,744,116)	( 751,993)
8500	本期綜合損益總額	\$ 1,036,777	746,329	1,967,988	2,863,197	9,572,865	102,590,915
9750	基本每股盈餘（單位：新台幣元）	\$ 0.51	\$ 1.15	\$ 0.50	\$ 1.61	\$ 4.64	\$ 42.35
9850	稀釋每股盈餘（單位：新台幣元）	\$ 0.51	\$ 1.14	\$ 0.50	\$ 1.61	\$ 4.63	\$ 42.27

# 萬海航運企業價值評價報告

萬海航運股份有限公司

現金流量表

民國一〇五年至一一〇年一月一日到十二月三十一日 單位：新台幣千元

	105年度	106年度	107年度	108年度	109年度	110年度
<b>營業活動之現金流量：</b>						
本期稅前淨利	\$ 1,457,385	3,033,219	1,670,390	4,440,931	14,074,438	128,685,879
<b>調整項目：</b>						
收益費損項目						
折舊費用	909,846	1,009,685	1,302,119	7,971,701	8,134,102	12,232,409
攤銷費用	24,332	22,204	45,755	54,093	67,247	55,731
呆帳費用提列數						1,325
透過損益按公允價值衡量金融資產之利益			(64,405)	(365,273)	(783,642)	(1,274,831)
利息費用	315,297	326,530	356,717	1,771,749	1,601,126	1,995,956
利息收入	(296,522)	(178,652)	(154,448)	(107,727)	(73,000)	(53,261)
股利收入	(170,284)	(184,683)	(193,014)	(200,327)	(284,984)	(282,715)
採用權益法認列之子公司、關聯企業及合資損益之份額	1,200,655	(638,756)	(2,414,860)	(2,879,313)	(7,256,367)	(74,112,292)
處分及報廢不動產、廠房及設備利益	(298,587)	(222,304)	(513,937)	(1,014,281)	(139,379)	(43,567)
處分備供出售金融資產-流動利益	(8,884)	(52,817)				
金融資產減損損失	56,065					
未實現外幣兌換損失	(225,076)	(335,417)	223,091	(157,077)	(403,295)	82,967
租約修改利益					(196,596)	(385,782)
其他項目	-	85	585	1,078	5,093	(154,861)
收益費損項目合計	1,506,842	(254,125)	(1,412,397)	5,074,623	670,305	(61,938,921)
與營業活動相關之資產／負債變動數：						
與營業活動相關之資產之淨變動：						
合約資產			(113,755)	17,395	(797,160)	(6,304,673)
應收票據	2,258	379	(3,411)	(12,838)	(10,242)	(19,999)
應收帳款(含關係人)	65,011	(501,901)	99,385	529,265	(641,967)	(676,691)
其他應收款	7,124,476	19,984	(127,006)	136,877	(112,564)	(544,798)
存貨	(528,841)	(45,343)	(9,745)	(416,799)	246,003	360,752
代理店往來-借方	(112,122)	72,876	(584,803)	(8,154)	(929,544)	(1,629,828)
其他流動資產	62,736	95,628	116,281	290,413	5,071	(188,167)
強制透過損益按公允價值衡量之金融資產			(115,617)	(313,980)	8,039	(141,405)
與營業活動相關之資產之淨變動合計	6,613,518	(358,377)	(738,671)	222,179	(2,232,364)	(9,144,809)
與營業活動相關之負債之淨變動：						
應付帳款(含關係人)	564,799	121,781	803,695	517,373	1,157,952	6,656,344
其他應付款項	(101,716)	421,964	(169,762)	123,733	414,224	1,051,601
代理店往來-貸方	700,910	(785,596)	857	370,514	180,550	127,532
其他流動負債	(108,642)	148,701	317,703	(426,514)	(22,705)	21,880
淨確定福利負債	(99,888)	(76,182)	(61,927)	(113,016)	(64,113)	(68,853)
與營業活動相關之負債之淨變動合計	955,463	(169,332)	890,566	472,090	1,665,908	7,788,504
與營業活動相關之資產及負債之淨變動合計	7,568,981	(527,709)	151,895	694,269	(566,456)	(1,356,305)
調整項目合計	9,075,823	(781,834)	(1,260,502)	5,768,892	103,849	(63,295,226)
營運產生之現金流入	10,533,208	2,251,385	409,888	10,209,823	14,178,287	65,390,653
支付之所得稅	(848,448)	(240,332)	(239,479)	(107,188)	(116,407)	(1,085,566)
<b>營業活動之淨現金流入</b>	9,684,760	2,011,053	170,409	10,102,635	14,061,880	64,305,087
	105年度	106年度	107年度	108年度	109年度	110年度
<b>投資活動之現金流量：</b>						
取得透過其他綜合損益按公允價值衡量之金融資產	\$-	-	(262,840)	(136,742)	(546,916)	(163,017)
取得按攤銷後成本衡量之金融資產						(63,717)
取得備供出售金融資產	(383,386)	(94,801)				
處分備供出售金融資產價款	43,724	229,395				
取得採用權益法之投資	(9,596,160)	(472,356)	(395,315)			
取得不動產、廠房及設備	(2,424,303)	(3,101,119)	(3,337,194)	(5,170,405)	(5,022,920)	(14,338,740)
處分不動產、廠房及設備	428,850	243,117	572,002	1,215,291	194,288	97,189
其他應收款-關係人					(4,636,500)	(2,784,560)
取得無形資產	(10,699)	(28,981)	(58,636)	(31,007)	(21,757)	(48,882)
取得投資性不動產				(1,423,384)	(2,068,722)	(35,687)
其他非流動資產	(108,538)	(68,416)	(398,355)	(267,829)	(230,904)	(2,035,846)
收取之利息	304,430	177,021	159,689	114,819	77,968	52,161
收取之股利	179,854	215,025	254,678	272,445	371,999	368,323
<b>投資活動之淨現金流出</b>	(11,566,228)	(2,901,115)	(3,465,971)	(5,426,812)	(11,883,464)	(18,952,776)
<b>籌資活動之現金流量：</b>						
發行公司債	3,000,000	2,100,000	-	8,000,000	2,500,000	-
償還公司債	(3,000,000)	(2,900,000)	(4,500,000)	(1,000,000)	-	(3,800,000)
舉借長期借款	3,687,300	2,724,950	11,530,300	8,913,800	9,650,640	7,887,815
償還長期借款	(2,400,465)	(1,037,775)	(7,250,438)	(9,416,039)	(7,250,083)	(5,053,769)
存入保證金	(32,499)	(1,316)	(450)	4,627	14,098	185
發放現金股利	(2,661,957)	(887,319)	(1,109,149)	(1,343,467)	(1,774,638)	(2,218,298)
租賃本金償還				(5,604,094)	(5,468,600)	(8,591,167)
支付之利息	(319,775)	(330,564)	(391,337)	(1,738,491)	(1,623,145)	(2,016,498)
<b>籌資活動之淨現金流出</b>	(1,727,396)	(332,024)	(1,721,074)	(2,183,664)	(3,951,728)	(13,791,732)
<b>本期現金及約當現金(減少)增加數</b>	(3,608,864)	(1,222,086)	(5,016,636)	2,492,159	(1,773,312)	31,560,579
<b>期初現金及約當現金餘額</b>	17,681,748	14,072,884	12,850,798	7,834,162	10,326,321	8,553,009
<b>期末現金及約當現金餘額</b>	\$ 14,072,884	12,850,798	7,834,162	10,326,321	8,553,009	40,113,588



# 萬海航運企業價值評價報告

萬海航運股份有限公司

重編資產負債表

民國一〇五年至一一〇年十二月三十一日 單位：新台幣千元

	105.12.31	106.12.31	107.12.31	108.12.31	109.12.31	110.12.31
<b>營運資產</b>	<b>金額</b>	<b>金額</b>	<b>金額</b>	<b>金額</b>	<b>金額</b>	<b>金額</b>
1100 現金及約當現金	\$ 42,780	48,292	51,134	48,445	54,325	90,539
1150 應收票據淨額	23,586	23,207	26,618	39,456	49,698	69,697
1170 應收帳款淨額	1,438,307	1,940,208	1,203,494	674,229	1,316,196	1,991,562
1140 合約資產－流動			751,084	733,689	1,530,849	7,835,522
1200 其他應收款	809,736	792,150	1,043,354	815,080	5,542,057	8,870,244
1330 存貨	935,007	980,350	990,095	1,406,894	1,160,891	800,139
1475 代理店往來	1,624,191	1,551,315	2,136,118	2,144,272	3,073,816	4,703,644
1479 其他流動資產－其他	946,147	850,519	734,238	443,825	438,754	626,921
1600 不動產、廠房及設備	9,642,608	12,944,060	14,683,088	17,953,542	20,976,137	33,657,439
1780 無形資產	27,009	52,139	94,240	76,285	80,514	74,245
<b>營運資產總計</b>	<b>15,489,371</b>	<b>19,182,240</b>	<b>21,713,463</b>	<b>24,335,717</b>	<b>34,223,237</b>	<b>58,719,952</b>
<b>非營運資產</b>						
1100 現金及約當現金	14,030,104	12,802,506	7,783,028	10,277,876	8,498,684	40,023,049
1110 透過損益按公允價值衡量之金融資產－流動			2,345,430	4,125,184	4,844,840	6,261,076
1125 備供出售金融資產－流動	3,984,324	4,242,631				
1137 按攤銷後成本衡量之金融資產－流動						63,717
1510 透過損益按公允價值衡量之金融資產－非流動			1,127,838			
1517 透過其他綜合損益按公允價值衡量之金融資產－非流動			3,036,010	3,182,812	3,827,784	4,292,271
1523 備供出售金融資產－非流動	177,204	177,746				
1543 以成本衡量之金融資產－非流動	708,967	708,967				
1546 無活絡市場之債務工具投資－非流動	1,288,800	1,187,200				
1550 採用權益法之投資	26,902,602	25,905,948	29,568,822	31,711,924	36,937,983	109,900,767
1760 投資性不動產淨額				1,419,389	3,472,681	3,482,654
1900 其他非流動資產	403,631	325,421	1,082,271	944,367	809,177	2,593,570
<b>非營運資產總計</b>	<b>47,495,632</b>	<b>45,350,419</b>	<b>44,943,399</b>	<b>51,661,552</b>	<b>58,391,149</b>	<b>166,617,104</b>
<b>資產總計</b>	<b>\$ 62,985,003</b>	<b>64,532,659</b>	<b>66,656,862</b>	<b>75,997,269</b>	<b>92,614,386</b>	<b>225,337,056</b>
	105.12.31	106.12.31	107.12.31	108.12.31	109.12.31	110.12.31
<b>不付息</b>	<b>金額</b>	<b>金額</b>	<b>金額</b>	<b>金額</b>	<b>金額</b>	<b>金額</b>
2100 短期借款	\$-	-	-	-	-	-
2170 應付帳款	5,005,030	5,126,811	5,930,506	6,447,879	7,605,831	14,262,175
2200 其他應付款	498,020	2,026,626	1,605,176	1,341,339	1,439,458	3,466,154
2230 本期所得稅負債	50,860	141,542	40,006	-	1,087,909	10,257,551
2350 代理店往來	1,493,568	707,972	708,829	1,079,343	1,259,893	1,387,425
2300 其他流動負債	158,752	307,453	625,815	201,874	178,708	203,182
2570 遞延所得稅負債	933,111	1,088,928	1,995,393	2,709,262	4,130,138	19,032,573
2640 淨確定福利負債	581,716	559,525	516,979	442,660	416,815	379,071
2645 存入保證金	2,551	1,235	2,828	5,554	20,113	17,704
<b>不付息負債總計</b>	<b>8,723,608</b>	<b>9,960,092</b>	<b>11,425,532</b>	<b>12,227,911</b>	<b>16,138,865</b>	<b>49,005,835</b>
<b>付息</b>						
2126 避險之金融負債－流動				534,197	818,459	985,592
2320 一年或一營業週期內到期長期負債	3,990,325	7,099,279	6,552,098	2,563,977	6,547,118	6,478,817
2511 避險之金融負債－非流動				2,026,200	2,855,649	2,576,487
2530 應付公司債	9,300,000	6,900,000	5,900,000	13,900,000	12,600,000	9,000,000
2540 長期借款	6,863,120	6,606,328	8,194,780	10,495,861	12,256,982	15,043,038
<b>付息負債總計</b>	<b>20,153,445</b>	<b>20,605,607</b>	<b>20,646,878</b>	<b>29,520,235</b>	<b>35,078,208</b>	<b>34,083,934</b>
<b>負債總計</b>	<b>28,877,053</b>	<b>30,565,699</b>	<b>32,072,410</b>	<b>41,748,146</b>	<b>51,217,073</b>	<b>83,089,769</b>
<b>權益：</b>						
3100 股本	22,182,975	22,182,975	22,182,975	22,182,975	22,182,975	24,401,273
3200 資本公積	1,261,681	1,261,681	1,261,681	1,271,775	1,271,775	1,271,775
保留盈餘：						
3310 法定盈餘公積	6,389,335	6,503,503	6,757,693	6,869,483	7,225,691	8,354,970
3320 特別盈餘公積	1,053,282	-	1,127,482	810,700	1,519,682	3,239,603
3350 未分配盈餘	2,635,957	5,146,283	4,065,321	6,488,930	14,941,889	110,994,900
	10,078,574	11,649,786	11,950,496	14,169,113	23,687,262	122,589,473
<b>其他權益：</b>						
3411 國外營運機構財務報表換算之兌換差額	572,600	(1,480,258)	(604,711)	(1,352,809)	(3,465,395)	(4,617,000)
3420 透過其他綜合損益按公允價值衡量之金融資產未實現損益			(205,989)	(200,376)	75,448	445,677
3425 備供出售金融資產未實現損益	12,120	352,776				
3450 避險工具之損益				33,504	150,344	183,828
	584,720	(1,127,482)	(810,700)	(1,519,681)	(3,239,603)	(3,987,495)
<b>權益總計</b>	<b>34,107,950</b>	<b>33,966,960</b>	<b>34,584,452</b>	<b>36,104,182</b>	<b>43,902,409</b>	<b>144,275,026</b>
<b>負債及權益總計</b>	<b>\$ 62,985,003</b>	<b>64,532,659</b>	<b>66,656,862</b>	<b>160,998,683</b>	<b>166,916,994</b>	<b>345,659,102</b>



# 萬海航運企業價值評價報告

萬海航運股份有限公司

重編綜合損益表

民國一〇五年至一一〇年一月一日到十二月三十一日 單位：新台幣千元

	營運利益	105年度	106年度	107年度	108年度	109年度	110年度
	<b>營業淨利</b>	\$ 2,819,290	2,346,116	(1,611,199)	1,147,748	6,534,039	54,713,637
7020	其他利益及損失－處分不動產、廠房及設備利益	298,587	222,304	513,937	1,014,281	139,379	43,567
	調整後營業利益	3,117,877	2,568,420	(1,097,262)	2,162,029	6,673,418	54,757,204
7950	<b>減：所得稅費用</b>	315,705	491,330	552,484	867,228	2,757,457	25,342,971
	<b>NOPAT</b>	<b>2,802,172</b>	<b>2,077,090</b>	<b>(1,649,746)</b>	<b>1,294,801</b>	<b>3,915,961</b>	<b>29,414,233</b>
	<b>淨利息費用</b>						
7010	其他收入－利息收入 銀行存款及其他	296,522	178,652	154,448	107,727	73,000	53,261
7050	財務成本	(315,297)	(326,530)	(356,717)	(1,771,749)	(1,601,126)	(1,995,956)
	淨利息費用合計	(18,775)	(147,878)	(202,269)	(1,664,022)	(1,528,126)	(1,942,695)
	<b>非營運利益</b>						
7010	其他收入－利息收入 股利收入	170,284	184,683	193,014	200,327	284,984	284,012
7020	其他利益及損失	(611,346)	(210,762)	362,047	863,284	1,387,795	1,475,066
7060	採用權益法認列之關聯企業及合資損益之份額	(1,200,655)	638,756	2,414,860	2,879,313	7,256,367	74,112,292
8311	確定福利計畫之再衡量數	(87,646)	(53,991)	(19,381)	(38,697)	(38,268)	(31,109)
8316	透過其他綜合損益按公允價值衡量之權益工具投資未實現評價損益			(46,035)	10,060	98,056	301,470
8330	採用權益法認列之子公司、關聯企業及合資之其他綜合損益之份額-不重分類至損益之項目	(32,605)	(38,545)				
8331	子公司、關聯企業及合資之確定福利計畫在衡量數			34,559	19,339	6,420	20,786
8336	子公司、關聯企業及合資之透過其他綜合損益按公允價值衡量之權益工具投資未實現評價損益				(4,447)	177,768	68,759
8349	與不重分類之項目相關之所得稅	-	9,178	5,392	7,739	7,654	6,222
8361	國外營運機構財務報表換算之兌換差額	(221,743)	(2,057,990)	876,341	(743,226)	(2,124,502)	(1,151,992)
8362	備供出售金融資產未實現評價損益	235,565	340,626				
8368	避險工具之損益				33,504	116,840	33,484
8380	採用權益法認列之子公司、關聯企業及合資之其他綜合損益之份額-可能重分類至損益之項目	(635)	30				
8399	與可能重分類之項目相關之所得稅	2,161	5,132	(794)	5,222	11,916	387
	非營運利益合計	(1,746,620)	(1,182,883)	3,820,003	3,232,418	7,185,030	75,119,377
	<b>調整後合併淨利</b>	<b>\$ 1,074,327</b>	<b>1,042,085</b>	<b>2,372,526</b>	<b>6,191,241</b>	<b>12,629,117</b>	<b>106,476,305</b>

萬海航運企業價值評價報告

萬海航運股份有限公司

重編現金流量表

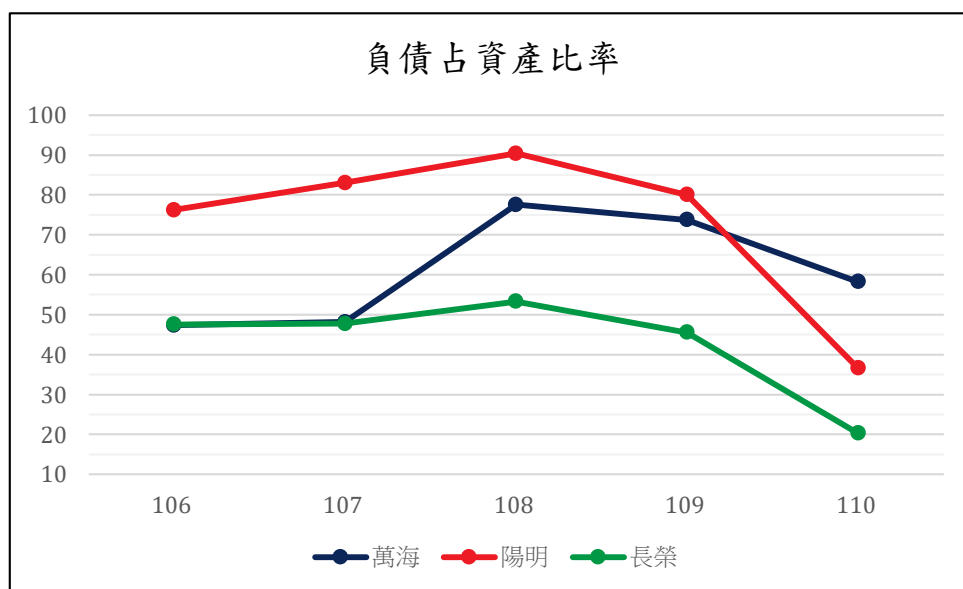
民國一〇五年至一〇一年一月一日到十二月三十一日 單位:新台幣千元

	105年度	106年度	107年度	108年度	109年度	110年度
<b>營業活動之現金流入</b>	\$ 9,684,760	2,011,053	170,409	10,102,635	14,061,880	64,305,087
<b>淨資本支出</b>						
取得不動產、廠房及設備	(2,424,303)	(3,101,119)	(3,337,194)	(5,170,405)	(5,022,920)	(14,338,740)
處分不動產、廠房及設備	428,850	243,117	572,002	1,215,291	194,288	97,189
取得無形資產	(10,699)	(28,981)	(58,636)	(31,007)	(21,757)	(48,882)
存入保證金	(32,499)	(1,316)	(450)	4,627	14,098	185
租賃本金償還				(5,604,094)	(5,468,600)	(8,591,167)
<b>淨資本支出合計</b>	(2,038,651)	(2,888,299)	(2,824,278)	(9,585,588)	(10,304,891)	(22,881,415)
<b>公司之營運自由現金流量(FCFF)</b>	7,646,109	(877,246)	(2,653,869)	517,047	3,756,989	41,423,672
<b>非營運自由現金流量</b>						
取得透過其他綜合損益按公允價值衡量之金融資產			(262,840)	(136,742)	(546,916)	(163,017)
取得備供出售金融資產	(383,386)	(94,801)				
處分備供出售金融資產價款	43,724	229,395				
取得按攤銷後成本衡量之金融資產						(63,717)
取得採用權益法之投資	(9,596,160)	(472,356)	(395,315)			
其他應收款-關係人					(4,636,500)	(2,784,560)
取得投資性不動產				(1,423,384)	(2,068,722)	(35,687)
其他非流動資產	(108,538)	(68,416)	(398,355)	(267,829)	(230,904)	(2,035,846)
收取之利息	304,430	177,021	159,689	114,819	77,968	52,161
收取之股利	179,854	215,025	254,678	272,445	371,999	368,323
<b>非營運自由現金流量合計</b>	(9,560,076)	(14,132)	(642,143)	(1,440,691)	(7,033,075)	(4,662,343)
<b>舉債活動現金流量</b>						
發行公司債	3,000,000	2,100,000	-	8,000,000	2,500,000	-
償還公司債	(3,000,000)	(2,900,000)	(4,500,000)	(1,000,000)	-	(3,800,000)
舉借長期借款	3,687,300	2,724,950	11,530,300	8,913,800	9,650,640	7,887,815
償還長期借款	(2,400,465)	(1,037,775)	(7,250,438)	(9,416,039)	(7,250,083)	(5,053,769)
支付之利息	(319,775)	(330,564)	(391,337)	(1,738,491)	(1,623,145)	(2,016,498)
<b>舉債活動自由現金流量合計</b>	967,060	556,611	(611,475)	4,759,270	3,277,412	(2,982,452)
<b>普通股權益現金流量</b>						
發放現金股利	(2,661,957)	(887,319)	(1,109,149)	(1,343,467)	(1,774,638)	(2,218,298)
<b>股東權益現金流量</b>	(2,661,957)	(887,319)	(1,109,149)	(1,343,467)	(1,774,638)	(2,218,298)
<b>本年度現金增加數</b>	(3,608,864)	(1,222,086)	(5,016,636)	2,492,159	(1,773,312)	31,560,579
<b>公司之營運自由現金流量(FCFF)</b>	7,646,109	(877,246)	(2,653,869)	517,047	3,756,989	41,423,672
<b>舉債活動自由現金流量合計</b>	967,060	556,611	(611,475)	4,759,270	3,277,412	(2,982,452)
<b>股東權益之營運現金流量合計(FCFE)</b>	\$ 8,613,169	(320,635)	(3,265,344)	5,276,317	7,034,401	38,441,220

## (一) 財務結構

### 1. 負債占資產比率

負債占資產比率	106 年	107 年	108 年	109 年	110 年
萬海	47.36	48.12	77.57	73.70	58.26
陽明	76.21	83.02	90.39	80.03	36.58
長榮	47.51	47.74	53.26	45.55	20.28



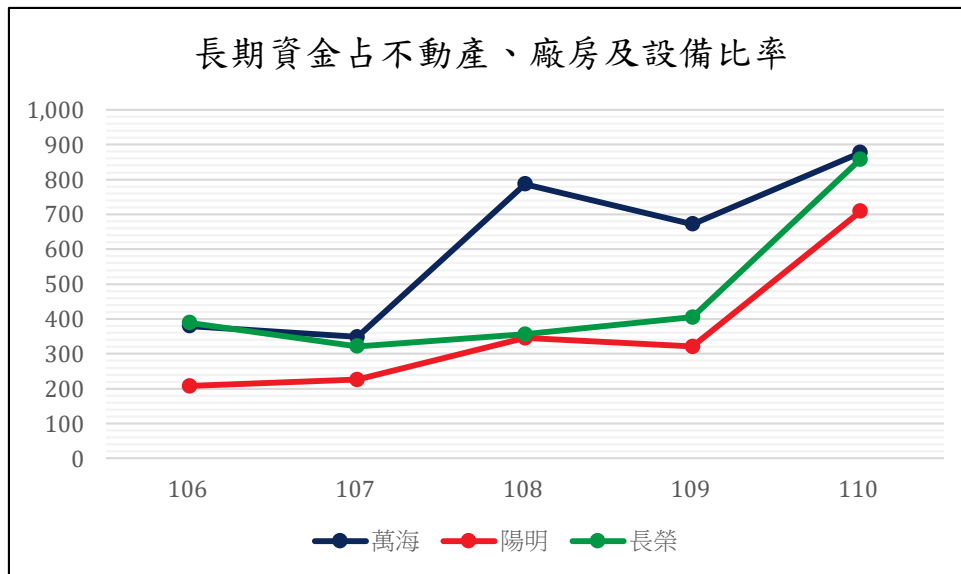
負債占資產比率 = 負債總額 / 資產總額

負債占資產比率代表「每 1 元的資產中，有多少比例的資金是來自於負債」，換言之，負債比率愈高，表示公司以舉債方式所取得的資金愈多，公司承擔按時還本付息的壓力也愈大，一旦發生財務危機，破產的機率自然相對提高。

由上圖可知在 109 年前，比率由高至低皆是陽明、萬海和長榮，但在 110 年時，萬海的負債比率高過陽明，顯示萬海此時的財務危機、破產機率相對陽明和長榮高。

## 2.長期資金占不動產、廠房及設備比率

長期資金占不動產、廠房及設備比率	106 年	107 年	108 年	109 年	110 年
萬海	379.50	348.66	787.05	672.23	876.06
陽明	207.37	226.10	345.04	320.69	708.87
長榮	389.30	321.52	356.35	404.78	857.92



長期資金占不動產、廠房及設備比率=非流動負債總額+股東權益總額 / 不動產、廠房及設備淨額

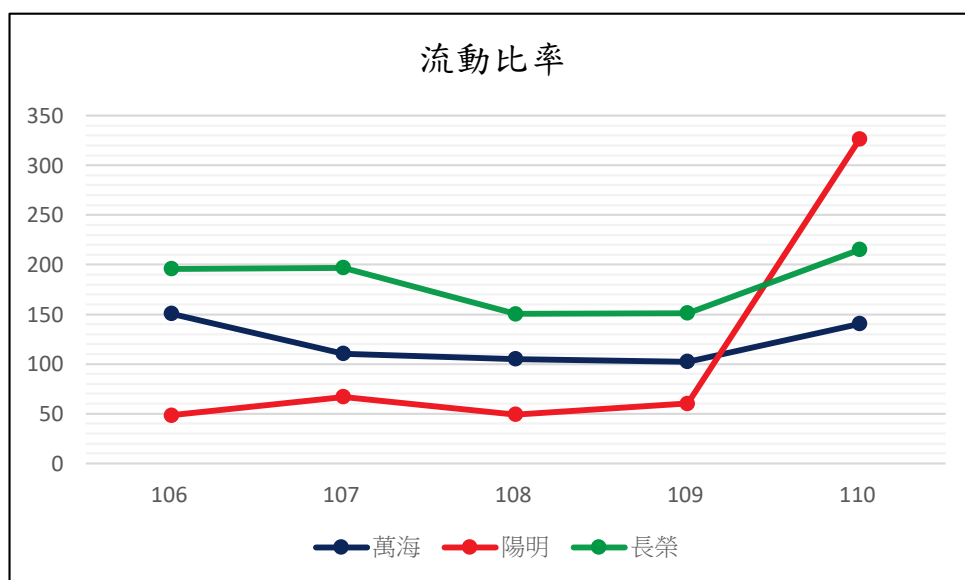
長期資金占不動產、廠房及設備比率是用來評估公司資金是否足以支應購買不動產、廠房及設備之所需，該比率若大於 1，代表公司的長期資金足以支應購買不動產、廠房及設備之所需，即符合「以長支長」的原則，資金配置合宜；該比率小於 1，表示公司的長期資金不足，有挪用部分短期資金用於不動產、廠房及設備上，即產生「以短支長」的現象，將降低公司對於債權人之保障。

由上圖可知三家公司的長期資金對固定資產比率均大於 200，表示三家公司的長期資金足以支應購置固定資產，符合前述「以長支長」的原則，資金配置合宜，且其中以萬海的比率最高。

## (二) 償債能力

### 1. 流動比率

流動比率	106 年	107 年	108 年	109 年	110 年
萬海	150.76	110.36	105.14	102.32	140.43
陽明	48.32	66.83	49.27	60.13	326.30
長榮	195.76	196.97	150.29	151.18	215.16



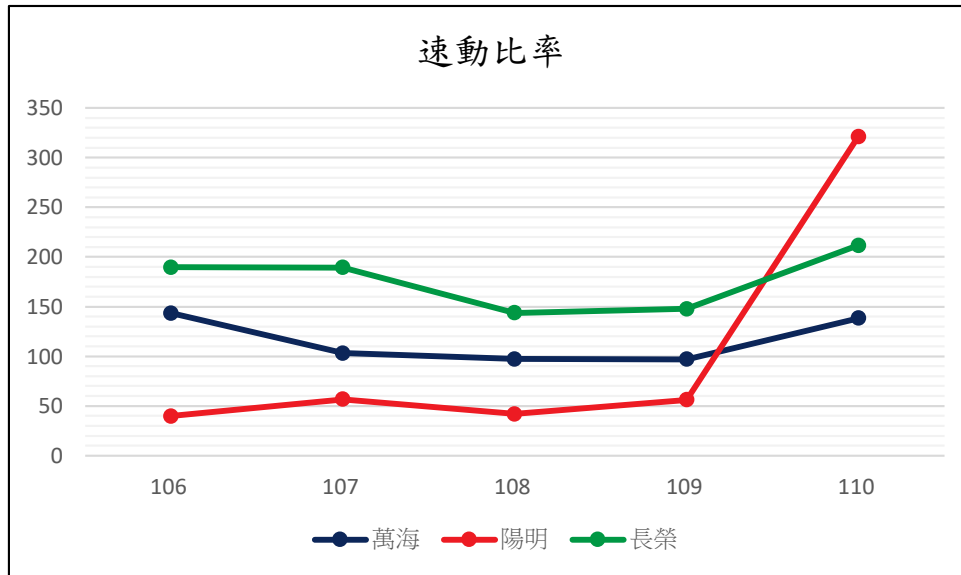
流動比率 = 流動資產 / 流動負債

流動比率的概念與淨營運資金相近，均是用來衡量企業之流動性與短期償債能力，即以流動資產支付流動負債（以短支短）的能力，當流動比率大於 100% 時，代表公司的流動資產超過流動負債，超出部分可視為支應流動資產價值減損的安全邊際，有能力應付現金流入突然大減、中斷或現金流出突然大增等特殊情況，不致發生流動性危機。

從上圖中萬海、陽明、長榮三家公司在 110 年時流動比率皆大增，且流動比率皆大於 100%，可以注意到萬海和長榮五年都有大於 100%，唯獨陽明前四年流動比率都未達 100%，在 110 年時反而迅速上升，位居之首。但我們可以知道的就是三家公司皆有能力應付現金的突然大減、大增或中斷等特殊情況，流動性皆無太大的風險。

## 2. 速動比率

速動比率	106 年	107 年	108 年	109 年	110 年
萬海	143.42	103.06	97.35	96.98	138.30
陽明	39.84	56.76	42.00	56.20	321.22
長榮	189.75	189.35	143.61	147.61	211.72



速動比率=速動資產 / 流動負債

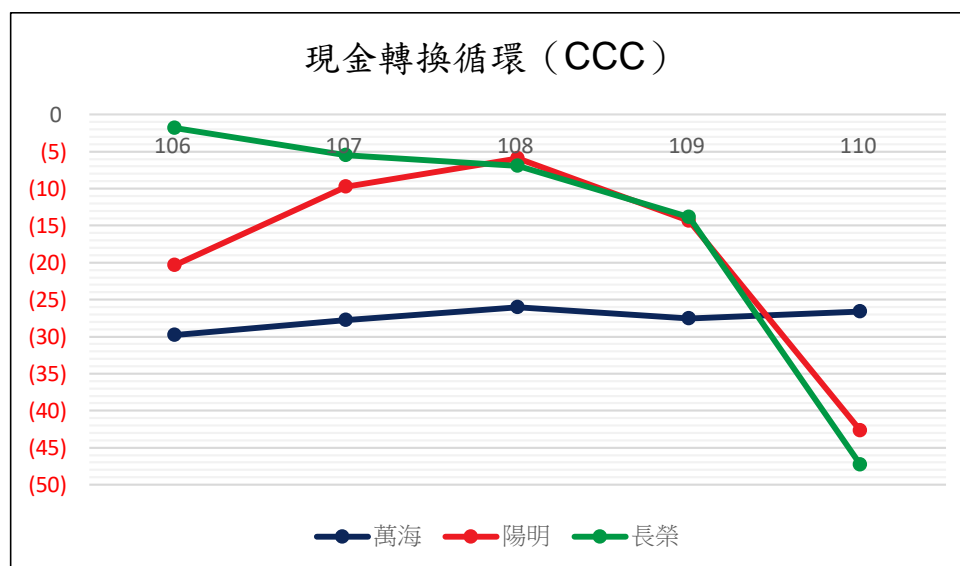
速動資產包括現金及約當現金、分類為流動之金融資產、應收票據、應收帳款等四項，相較於流動比率，速動比率範圍更為狹小，更能衡量一公司流動性之良窳，可信度較高。

由上圖顯示三家公司速動比率在110年時大幅上升，陽明更是從三家之底晉升為最高，而萬海則是一直位居第二直到110年掉到最後，長榮則是以第一掉落第二名。

可發現速動比率數值與流動比率相近，由此可知航運業的流動資產與速動資產之間差異甚小。

## 3. 現金轉換循環=現金循環週期 (CCC)

現金轉換循環 (%)	106 年	107 年	108 年	109 年	110 年
萬海	-29.78	-27.74	-26.02	-27.52	-26.62
陽明	-20.37	-9.75	-5.93	-14.35	-42.71
長榮	-1.82	-5.52	-6.97	-13.85	-47.26



現金循環週期=應收帳款周轉天數+存貨周轉天數-應付帳款周轉天數

現金循環週期也就是公司從付出現金，一直到收回現金所需的平均時間。如果現金循環週期數值為正值，代表銷貨與收款慢、付款快，正值不一定代表不好，但如果為正值且有持續遞增，就要留意金流可能有問題。

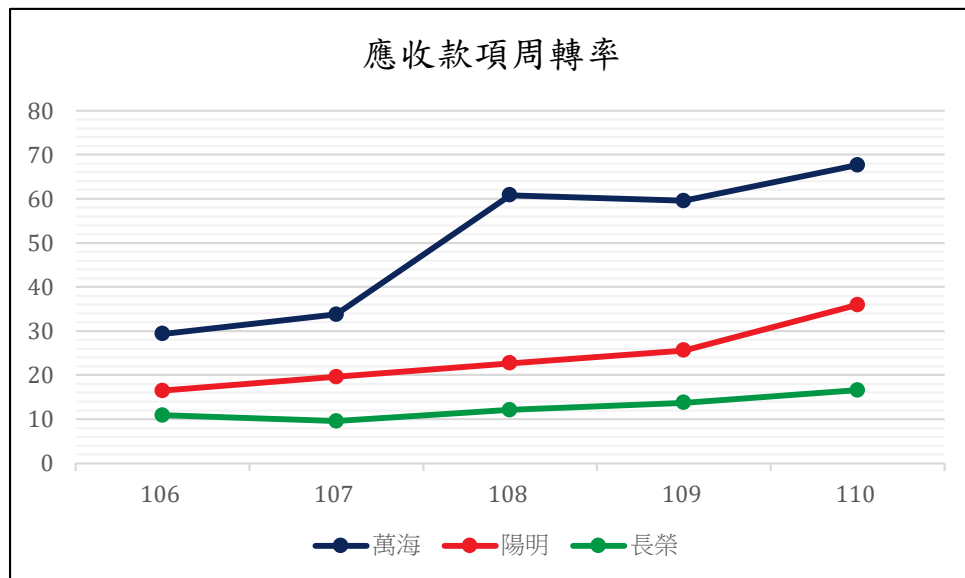
如果為負值，代表公司從支出現金到回收現金的速度愈快，擁有愈大的財務彈性，愈有能力調度資金來應付突發狀況，也減少了現金流入與流出時點無法配合所可能產生的風險，但同樣如果持續遞增，也要注意了解原因。

由上圖可知三家公司的現金循環週期皆是負的，且萬海表現穩定，近五年數值皆在-26、-27上下；長榮變動起伏大，從106年的-2至從110年的-47，持續遞減且遞減快速，需要注意一下原因；陽明則是在108年前走上升趨勢、108年後持續遞減。

### （三）經營能力

#### 1. 應收款項周轉率

應收款項周轉率（次）	106 年	107 年	108 年	109 年	110 年
萬海	29.36	33.77	60.79	59.53	67.66
陽明	16.45	19.62	22.68	25.58	35.96
長榮	10.87	9.55	12.07	13.74	16.58



應收帳款周轉率 = 賒銷收入淨額 / ( 期初應收帳款 + 期末應收帳款 ) ( 1 / 2 )

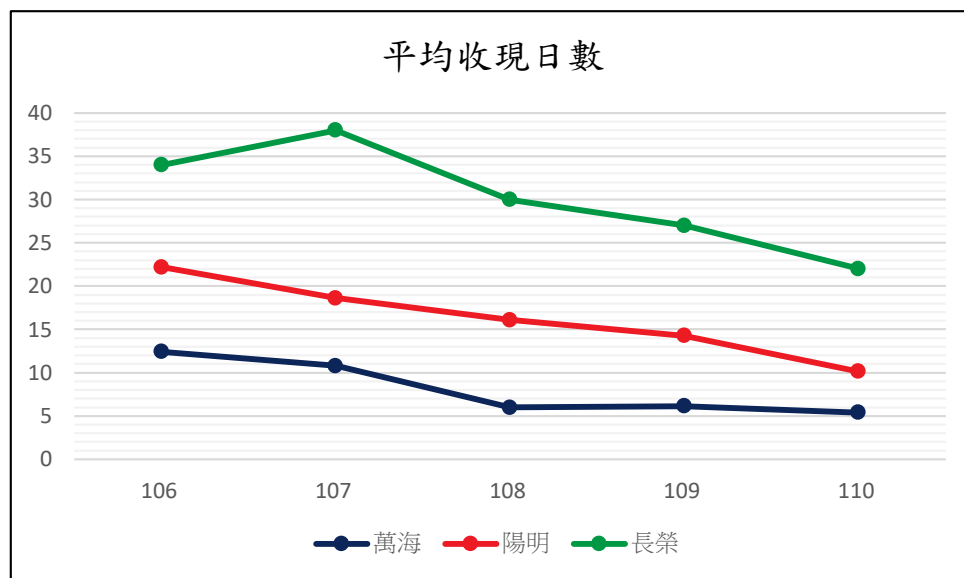
應收帳款周轉率可代表應收帳款轉換為現金的速度，應收帳款周轉率愈高，表示公司在當期會計年度中從賒銷至收現發生的次數愈多，或每一次循環期間愈短，表示應收帳款收現的速度愈快。

由上開算式結果分析萬海應收帳款周轉率比陽明高，而陽明應收帳款周轉率又比長榮高，表示萬海應收帳款收現的速度最快，其次是陽明，且萬海之帳款品質較陽明、長榮好，其發生呆帳之可能性也較兩者低。



## 2. 平均收現日數

平均收現日數	106 年	107 年	108 年	109 年	110 年
萬海	12.43	10.80	6.00	6.13	5.39
陽明	22.19	18.61	16.09	14.27	10.15
長榮	34.00	38.00	30.00	27.00	22.01



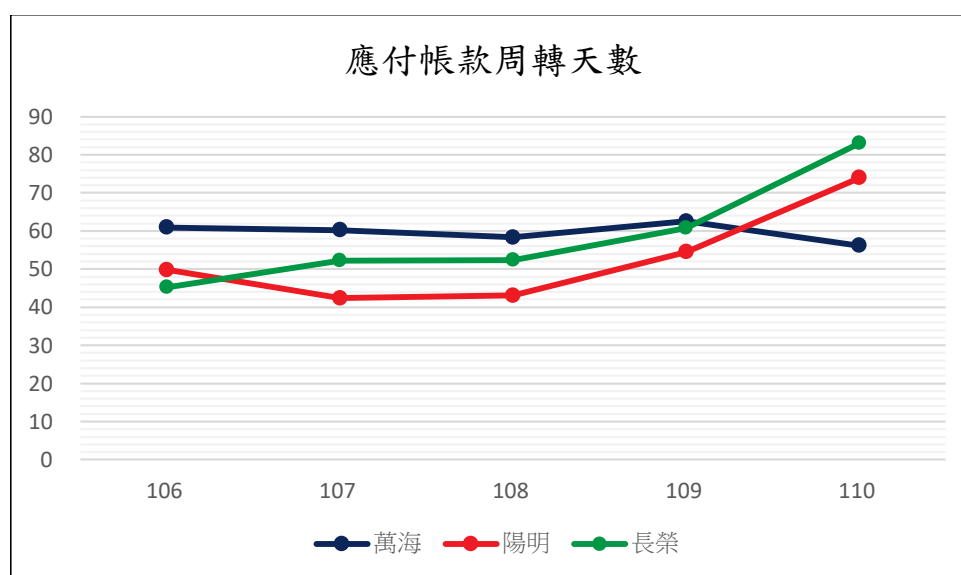
平均收現日數=365 天 / 應收帳款周轉率

平均收現日數是以 1 年 365 天作為計算基礎，將 365 天除上應收帳款周轉率，得出每一筆應收帳款收現平均花費的時間。

因此我們可以看到，110 年中，長榮的應收帳款周轉率較低，故它的應收帳款平均天數需要 22 天；而萬海應收帳款周轉率高，所以它的天數為 5 天。由此可知，無論從應收帳款周轉率或平均收現期間來看，萬海的應收帳款流動性較高，品質也相對較佳。

## 3. 應付帳款周轉天數

應付帳款周轉天數	106 年	107 年	108 年	109 年	110 年
萬海	60.92	60.2	58.31	62.56	56.17
陽明	49.76	42.38	43.04	54.46	73.96
長榮	45.15	52.26	52.41	60.69	83.07



應付帳款周轉天數 =  $365 \text{ 天} \div \text{應付帳款周轉率}$

應付帳款周轉率 =  $\text{銷貨成本} \div \text{平均應付帳款 (單位：次)}$

應付帳款周轉天數，又可以稱為應付帳款付現日數，代表公司支付應付帳款平均所花的天數。

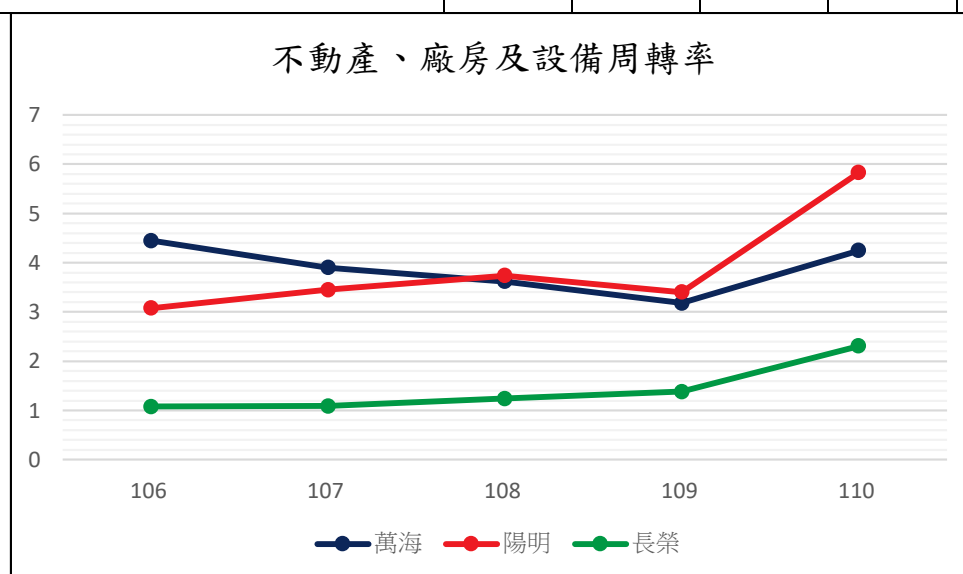
應付帳款周轉天數越高的公司，代表可以用更長的時間來支付欠款，這同時也代表公司保留的可用資金更長，能將資金用於短期投資與周轉，增加營運資本和自由現金流。反之就代表越急於付款，如果是現金流比較緊的公司或產業類型，急於付款可能會讓財務狀況非常緊俏，有可能時常需要動用其他更高成本的融資管道。

但是應付帳款周轉天數過高，對公司來說也不一定絕對是好事，這得要看公司本身議價能力與競爭優勢，如果公司支付債權人的時間過長，就有可能損害與供應商、債權人的信任關係，之後可能不會讓你欠款這麼久，甚至有可能失去一些及時付款的折扣等等，這時就會觀察到周轉率減少、周轉天數增加。

由上圖可以看到萬海的周轉天數在 110 年前都是最長的，代表萬海公司可以用更長的時間來支付欠款，但和其他兩家公司不同的是，陽明和長榮在 107 年後皆穩定成長，110 年時更是漲幅大，但萬海在同一年卻是走下降趨勢。

#### 4. 不動產、廠房及設備周轉率

不動產、廠房及設備周轉率（次）	106 年	107 年	108 年	109 年	110 年
萬海	4.45	3.90	3.62	3.18	4.25
陽明	3.08	3.45	3.74	3.40	5.83
長榮	1.08	1.09	1.24	1.38	2.31



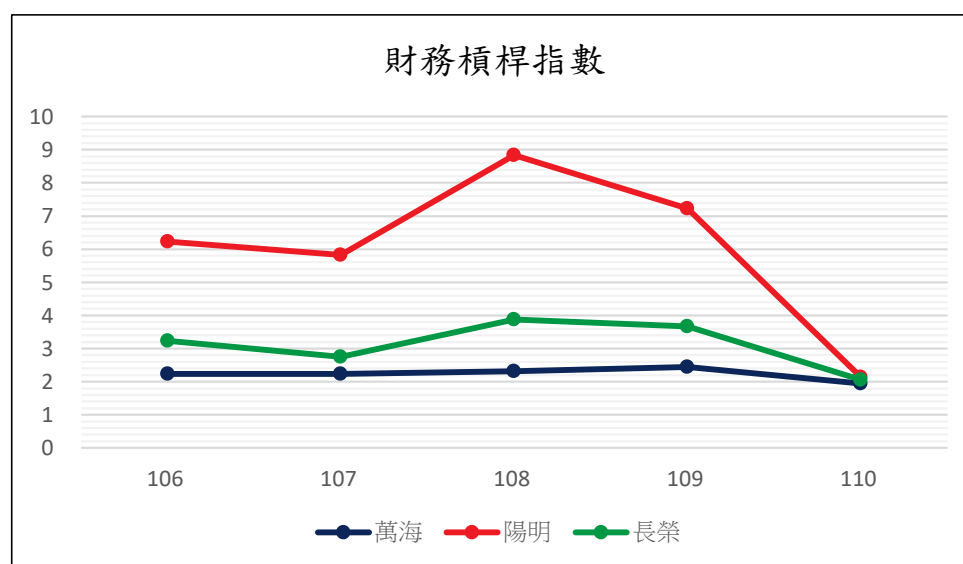
不動產、廠房及設備周轉率=營業收入淨額 / 平均不動產、廠房及設備

不動產、廠房及設備周轉率愈高，代表公司投入每 1 元的不動產、廠房及設備所能創造的營業收入愈多，意味著不動產、廠房及設備的運用效率愈高；同時，較少的固定資產投資也可以減少公司的固定成本，如折舊費用等，亦有助於降低公司的損益兩平點及盈餘波動度，可減輕不景氣帶給企業營運之衝擊。

由上圖可知在 108 年前萬海的固定資產周轉率高於陽明、接著是長榮，故意味萬海固定資產的運用效率較高，但 108 年後陽明超越萬海，而三家公司最近幾年固定資產周轉率均有逐漸上升之趨勢，顯示三家公司的固定資產的運用效率均有逐步增高。

## 5. 財務槓桿指數

財務槓桿指數	106 年	107 年	108 年	109 年	110 年
萬海	2.23	2.23	2.31	2.44	1.94
陽明	6.22	5.83	8.84	7.23	2.14
長榮	3.24	2.75	3.88	3.66	2.06



財務槓桿指數=股東權益報酬率 / 總資產報酬率=權益乘數 (ROE / ROA)

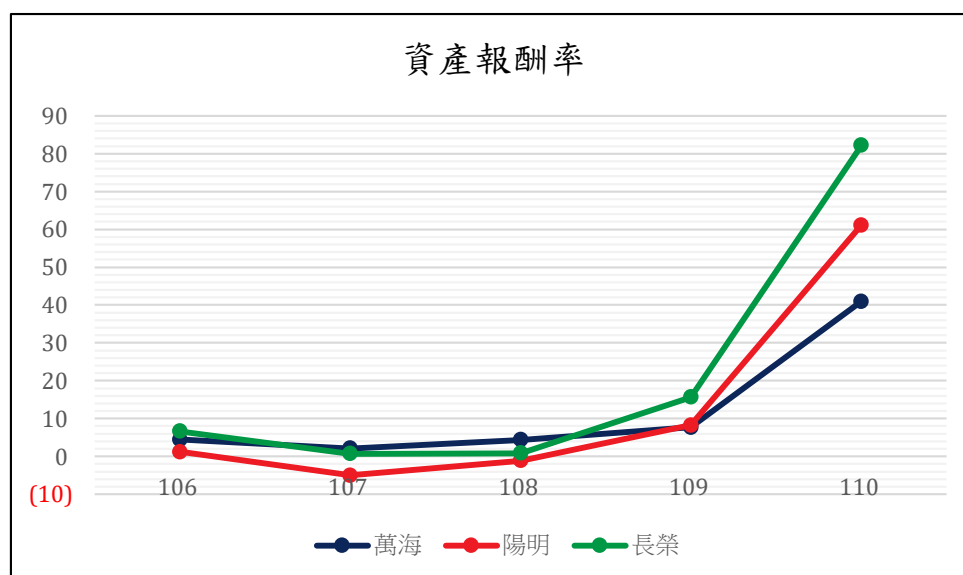
財務槓桿指數是將公司的股東權益報酬率除以總資產報酬率，若財務槓桿指數大於 1，代表股東權益報酬率大於總資產報酬率，隱含舉債公司的總資產報酬率高於稅後負債成本，故運用財務槓桿對於股東將有正面的效果。

由上圖可知萬海、陽明、長榮三家公司的財務槓桿率近五年均大於 1，陽明在 110 年前更是皆大於 5，表示三家公司的總資產報酬率均高於稅後負債成本，故運用財務槓桿可為股東創造更大的財富，但值得注意的是 110 年時它們的指數都走下降的趨勢。

## （四）獲利能力

### 1. 資產報酬率

資產報酬率 (%)	106 年	107 年	108 年	109 年	110 年
萬海	4.41	2.14	4.38	7.68	40.95
陽明	1.17	-5.03	-1.17	8.25	61.08
長榮	6.64	0.67	0.83	15.67	82.19



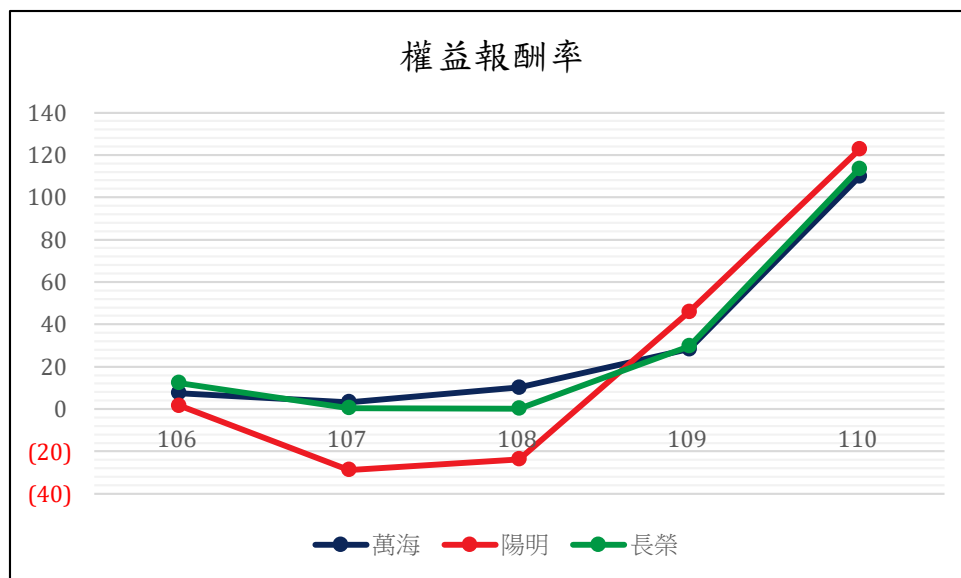
總資產報酬率 =  $\frac{\text{稅後淨利} + \text{利息費用} + (1 - \text{邊際稅率})}{\text{平均資產總額}}$

總資產報酬率代表「全體債權人及股東每投入 1 塊錢所能創造之報酬」或「企業運用每 1 塊錢的資源可以賺得多少利潤」，可衡量公司的營運效率與經營績效，資產報酬率越高，代表公司獲利能力越佳。

由上圖可知在 110 年前三家公司的資產報酬率是相近的，直到 110 年才有明顯的區別，110 年中，長榮的總資產報酬率均大於陽明，而陽明大於萬海，三家公司在 110 年總資產報酬率有大幅成長，代表公司的營運效率與經營績效有大幅的增進。

## 2. 權益報酬率

權益報酬率 (%)	106 年	107 年	108 年	109 年	110 年
萬海	7.47	3.26	10.11	28.29	109.84
陽明	1.53	-28.74	-23.75	45.94	122.71
長榮	12.24	0.45	0.16	29.65	113.52



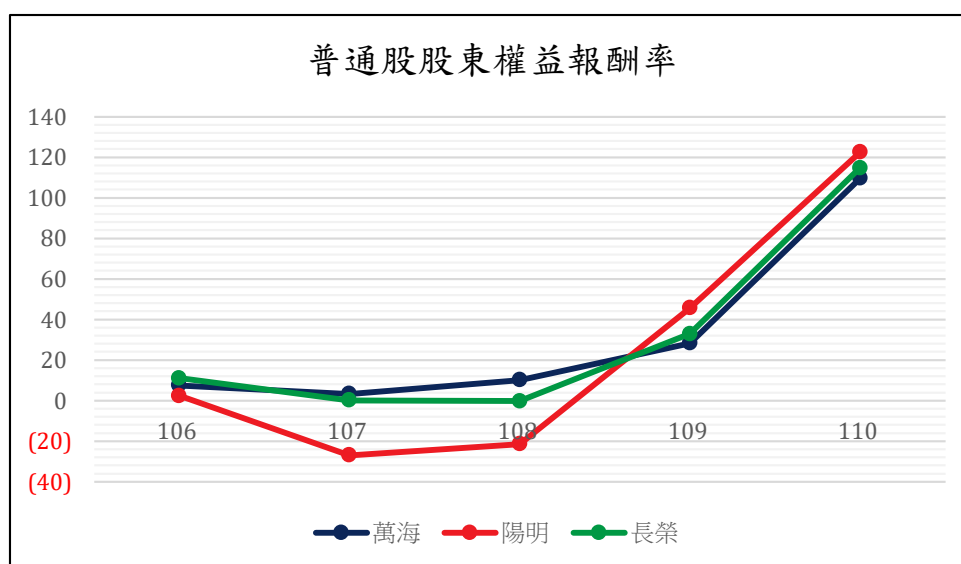
權益報酬率 = 稅後淨利 / 平均股東權益

股東權益報酬率是從權益投資人（含普通股和特別股）的觀點來衡量企業的經營績效，代表普通股及特別股股東每投入 1 元所能獲得之平均報酬率。

萬海近 5 年的股東權益報酬率皆為正，與其他兩家公司比較起來較平穩，報酬率的變動起伏較小，在營收大增的 110 年中，報酬率也超過了 100%；而陽明在 110 年的表現更是位居第一，但值得注意的是它的報酬率起伏大，在 107、108 年中甚至有負的 % 數；長榮則是表現平平，報酬率穩定正數但在 107、108 年中也接近 0，由這五年的表現來看，似乎萬海是值得考慮投資的公司。

## 3. 普通股股東權益報酬率 (ROE)

普通股股東權益報酬率	106 年	107 年	108 年	109 年	110 年
萬海	7.47	3.3	10.08	28.21	109.6
陽明	2.3	-26.95	-21.39	45.63	122.4
長榮	11.07	0.11	-0.31	32.86	114.7



普通股股東權益報酬率 = 稅後淨利-特別股股利 / 平均普通股股東權益

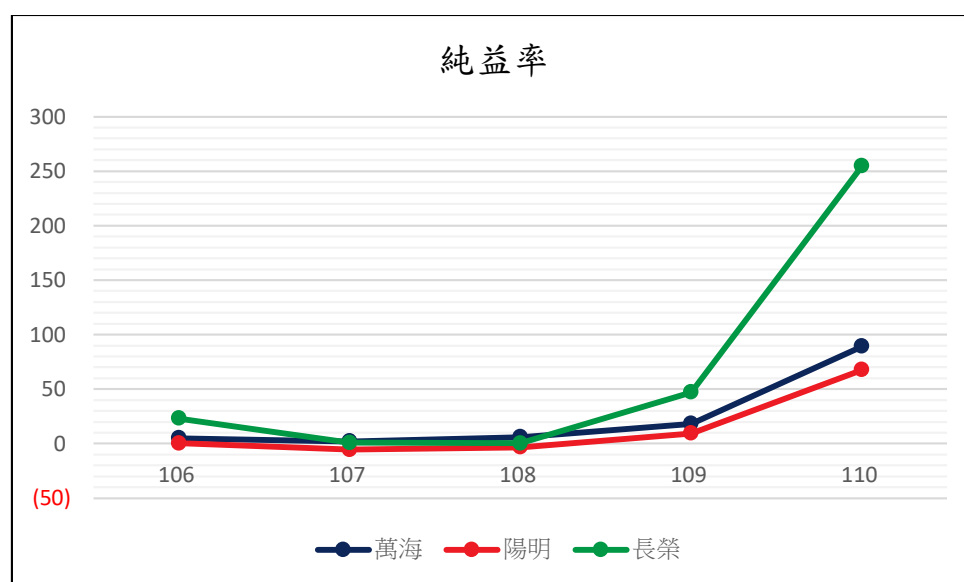
普通股股東權益報酬率與股東權益報酬率的觀念相似，只是普通股股東權益報酬率將焦點放在普通股股東上，代表普通股每投入一元所能獲得之平均報酬率。

由上圖可知萬海的報酬率近五年皆為正的，相較於其他兩家公司穩定；陽明和長榮雖然在110年的報酬率急遽上升，但在前面幾年也向下起伏大，報酬率甚至來到了負數。

三家公司的普通股股東權益報酬率在與權益報酬率比較中可發現，以長榮的兩種不同的權益報酬率相差較多，也就代表長榮特別股股利相較其他二間企業可能較多。

## 4. 純益率

純益率 (%)	106 年	107 年	108 年	109 年	110 年
萬海	5.05	2.07	6.05	18.28	89.08
陽明	0.29	-5.52	-3.33	9.37	67.53
長榮	23.23	0.86	0.25	47.19	254.58



純益率 = 稅後淨利 / 營業收入

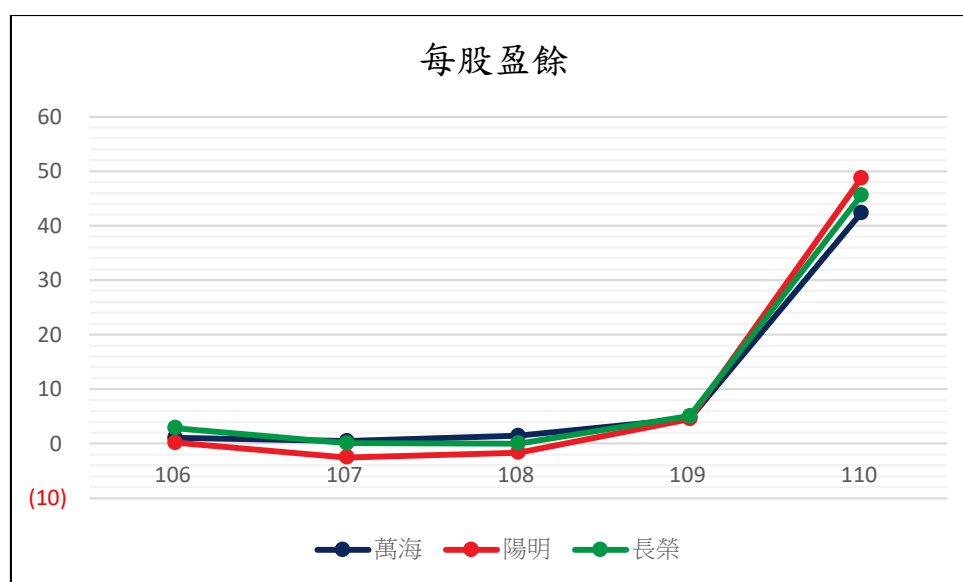
純益率代表與營業收入相比，獲得的淨利比例越高，表示公司的獲利能力越強。

由上圖可知，和股東權益報酬率相似，萬海近 5 年的比率較於其他兩間平穩，不僅為正，且穩定成長；而陽明在 107、108 年為負；長榮則是在 110 年中大幅上漲，純益率增加了 5 倍，但前面的數據也接近於 0%。



## 5. 每股盈餘

每股盈餘（元）	106 年	107 年	108 年	109 年	110 年
萬海	1.04	0.46	1.46	4.64	42.35
陽明	0.17	-2.53	-1.66	4.51	48.73
長榮	2.88	0.07	0.02	5.06	45.57



每股盈餘=稅後淨利 / 流通在外普通股股數

每股盈餘代表公司每股可以賺多少錢，是用來衡量企業獲利能力的指標，EPS 越高代表公司為股東賺錢的能力越好。

由上圖可知在 109 年前三家公司的每股盈餘不佳，近乎於 0，陽明在 107、108 年甚至是負的，直到 109 年三家公司才開始大幅度的增長，在 110 年漲幅也來到了 10 倍。

## 六、會計分析

### 步驟一：界定關鍵會計政策

收入係依據完成程度比例認列（完工比例法）。

### 步驟二：評估會計彈性

就收入認列時點而言，皆已完工比例法認列，完成程度係依據歷史航程經驗判斷，訂定各航線運送天數，於每財務報導日依照已航行天數認列收入。

#### 運費收入

依已航行的距離依比例認列收入及應收帳款。

### 步驟三：評估會計策略

#### 偏離業界常規

公司的會計政策與產業一般狀況無異。

#### 會計變動

公司近期內未曾更改過會計政策或估計。

### 步驟四：評估揭露品質

#### 策略選擇

公司提供適當的揭露，如：營運概況、產品之各種發展趨勢、長、短期業務發展計畫、市場未來之供需狀況與成長性、重要財務比率分析等，得以評估公司的經營策略與經濟結果。

#### 會計選擇

財務報表的附註中已允當說明主要會計政策與假設及其背後的邏輯。

#### 非財務績效資訊

公司已提供額外的資訊，如：公司治理報告、募資情形、財務狀況及財務績效之檢討分析與風險事項，幫助外部人士了解公司的管理情形

## 七、價值分析

### (一) 評價方法選擇

#### 1. 本次評價不選用之評價方法：

依照本次評價標的之行業特性、交易目的並考量股權交易之市場性等條件、本次評價工作不採取下列方式執行：

##### (1) 清算價值法

清算價值法係於公司經營績效不彰、負債金額過高導致企業無法繼續經營，公司所擁有之資產無法以正常市價出售，公司與資產之部分或全部需以極低之價格方有機會出售，該出價值即為清算價值。依萬海公司管理當局之意圖，萬海公司於可預見之未來將繼續用，並未發現可能導致公司無法繼續經營之證據，故清算價值法於本次評價中並不適用。

##### (2) 股利折現法

股利折現法係依據公司每年所發放之股利與其成長率來計算公司未來之價值，但因萬海的股利成長率與營業收入的成長率較無相關，有幾年甚至是有營收但卻沒有發放股利，即其股利之成長與整體公司成長較無相關性，我們認為無法利用股利折現法來計算萬海未來之價值，故於本次評價中並不適用。

#### 2. 本次評價選用之方法：

##### (1) 市場比較法

市場比較法係以類似指標公司的價值來推估評價標的的企業價值，其理論是依據替代法則，兩家類似公司的產品可以相互替代。但因沒有兩間公司是完全相同的，所以會選擇多間公司來進行比較，且通常同產業在同種環境下成長率會大致相同，尤其是航運業，在 2021 年的成長率皆大幅上升，故我們採用市場比較法來進行萬海的價值評估，藉由與多間企業進行比較來分析萬海的價值。

##### (2) 自由現金流量折現法

自由現金流量折現法是利用公司未來會產生的自由現金流量，換算成現在價值的計算方法；而自由現金流量是公司每期的總現金流入，在支付營運和投資所需的現金流出後，可自由付給債權人和股東的現金流量。因此我們認為這個方法對於債權人及股東都是一個較佳的方法，且只要我們能對萬海未來的盈餘、成長性，都有一定程度可以掌握的預期，就能使用現金流量折現法來預估萬海之後的價值。

在我們將參數調整後，以該經過綜效參數調整之現金流量總和為預期之萬海 2022 至 2026 年公司現金流量並將 2026 年以後之公司現金流量資本化，用以計算萬海整體公司之公平價值。

## （二）萬海價值計算

### A. 市場比較法

比較對象：萬海、長榮、陽明

採用方法：本益比 P / E Ratio、P / B Ratio、P / S Ratio

盈餘倍數 P / E Ratio	2021 (110)
萬海	4.47
長榮	2.23
陽明	1.96
帳面價值倍數 P / B Ratio	2021 (110)
萬海	3.36
長榮	2.31
陽明	1.81
營收倍數 P / S Ratio	2021 (110)
萬海	2.13
長榮	1.54
陽明	1.24

用 P / E、P / S、P / B ratio 得到的結果都是萬海最高，陽明及長榮相對來說偏低。

我們也運用這三家公司的資本額比例下去估計權重，三家公司資本額總計是 1150 億，個別資本額，萬海 360 億、長榮 700 億、陽明 450 億，萬海、長榮、陽明的數值加權分別是 24%、46%、30%。

1. 盈餘倍數

萬海的 EPS(每股盈餘 42.35)\*萬海、長榮、陽明的 P / E ratio 加權平均得到：113.64

2. 帳面價值倍數 P / B ratio

萬海的 BV per share(每股帳面價值 59.13)\*萬海、長榮、陽明的 P / B ratio 加權平均得到：142.42

3. 營收倍數 P / S ratio

萬海的 Sales per share (每股營收 48)\*萬海、長榮、陽明的 P / S ratio 加權平均得到：75.64

結論：使用 P / B Ratio 得出的 142.42 最接近目前每股價格 146 元。

## B.自由現金流量（FCFF）折現法：

1. 折現率的考量

本次評價採用加權平均資金成本法（WACC）代表標的公司之折現率，以計算標的公司之資金成本。

計算說明如下：

$WACC = W_d * K_d * (1-t) + W_e * K_e + W_p * K_p$ ，其中：

$W_d$  = 債權籌資比例

$K_d$  = 債權資金成本

$t$  = 公司所得稅率

$W_e$  = 普通股籌資比例

$K_e$  = 普通股權資金成本

$W_p$  = 優先股股權籌資比例

$K_p$  = 優先股股權資金成本

考量本次評價之標的公司無發行特別股，因此以下 WACC 以  $W_d * K_d + W_e * K_e$  計算。

**萬海之 WACC**

(1)  $W_d$  使用 2021 年債權籌資比例之比率計算

(2)  $K_d$  使用長期借款利息區間 1.75%~1.88% 取中間值

(3)  $W_e$  使用 2021 年普通股籌資比例之比率計算

(4)  $K_e$  以 CAPM 計算，參數決定如下表所示：

參數	說明	數值
Rf	台灣政府 10 年期 殖利率 1.4455	0.45%
Rm	台灣加權指數報酬率五年（2017~2021）算術平均	15.24%
Beta ( $\beta$ )	萬海 Beta 值（5 年，每月）	1.37

股權資金成本（Ke）之計算：

ERP（風險溢酬）：15.24%-0.45%= 14.79%

E（R）（期望報酬率）=Ke= 0.45%+（1.37\*14.79%）=20.71%

WACC 計算

參數	說明	數值
Wd	2021 年 債權籌資比例=1-94.85%	5.15%
Kd	2021 年 長期借款利息區間 1.75%~1.88%取中間值	1.82%
We	2021 年 普通股籌資比例= $484,365,251,582 \div (484,365,251,582 + 26,296,340,000) = 0.948505$  萬海 MV = 2,440,127,212（股）*198.5（2021/12/31 萬海收盤價）= 484,365,251,582 萬海長期借款 = 26,296,340,000	94.85%
Ke	CAPM	20.71%

WACC=5.15%\*1.82%\*（1-20%）+94.85%\*20.71%=0.19718419=19.72%=20%

## 2.成長率（g）之考量

成長率預估

### ➤ 優勢

萬海不斷新增運力以增加產能，也簽訂了區域全面經濟夥伴協定（RCEP），積極提升東南亞航運需求。加上近年疫情爆發航運需求增加，可能成為帶起往後的新需求風潮。同時新船舶達到更高環保水準，符合國際趨勢及客戶對綠色航運的期待。

### ➤ 劣勢

相較其他兩個競爭對手長榮與陽明，萬海的資本額較低，同時市場規模也較小。且因陽明與長榮有與其他國航運公司結為同盟，但萬海沒有加入，可能對於往後發展

會有影響。再加上 2023 新環保法規上路，萬海船舶汰換速度不足，需有妥善因應對策。

➤ 預估

我們預計疫情及航運將在一年之內舒緩，我們認為 2022 之後將會從 2021 的高成長率（87%）下降，所以 2022 我們預計成長率會趨緩至 30%，然後在 2023 年之後我們認為萬海的營收成長率將逐漸下降到 2021 前 5 年的萬海平均營收成長率（5%）

年度	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年	2026 年	2027 年
n	1	2	3	4	5	6
g	30%	15%	15%	10%	5%	5%

### 3.估計過程

a. 股東權益折現率（ $K_e$ ）和成長率（ $g$ ）之考量與股利模型相同。

b. 公式：

FCFF = （營業收入 - 營業成本 - 營業費用 - 所得稅費用） + （折舊 + 攤銷） - （淨營運資金增加 + 投資活動現金流）

c. 銷貨收入與營業費用：

年度	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年
銷貨收入	50,070,845	50,300,722	53,934,045	59,102,119	61,915,516	116,005,228
營業費用	1,929,322	2,108,020	1,956,923	2,230,329	2,653,366	4,074,624
營業費用 / 銷貨收入	0.04	0.04	0.04	0.04	0.04	0.04

上表揭示了萬海過去五年的銷貨收入與營業費用，可以發現銷貨收入與營業費用都有成長趨勢，我們進一步算出過去五年營業費用對銷貨收入比，發現此比率皆為 4%，因此使用 4% 來估算未來五年營業費用。



*d. 所得稅費用：*

因所得稅費用係稅前淨利之 20%，但稅前淨利需計算營業外收入，故為求有效計算，我們採用 2021 年的所得稅費用來估算未來五年的所得稅費用。

*e. 折舊與攤銷費用：*

年度	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年
淨固定資產	9,642,608	12,944,060	14,683,088	17,953,542	20,976,137	33,657,439
折舊攤銷	934,178	1,031,889	1,347,874	8,025,794	8,201,349	12,288,140
折舊攤銷 / 淨固定資產	0.10	0.08	0.09	0.45	0.39	0.37

上表揭示了萬海過去五年的淨固定資產與折舊攤銷費用，可以發現淨固定資產與折舊攤銷費用都有成長趨勢，我們進一步算出過去五年折舊攤銷費用對淨固定資產比。因 2019 年開始的比例與 2018 及以往的比例相差甚大，我們以最後三年的平均（0.4）來做估計，再將這個數值乘以各年度預估的淨固定資產來計算每年的折舊攤銷費用。

*f. 淨營運資金增加：*

年度	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年
銷貨收入	50,070,845	50,300,722	53,934,045	59,102,119	61,915,516	116,005,228
淨營運資金	12,643,628	10,678,143	5,808,831	7,513,331	10,093,471	35,434,830
營運資金 / 銷貨收入	0.25	0.21	0.11	0.13	0.16	0.31

上表揭示了萬海過去五年的銷貨收入與淨營運資金，可以發現雖然銷貨收入持續成長，淨營運資金卻是浮動的。我們進一步算出過去五年營運資金對銷貨收入比，再將 2016 至 2021 做平均得出 0.19，以此數據來預估淨營運資金。

## g. 淨資本支出：

年度	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年
營業收入	50,070,845	50,300,722	53,934,045	59,102,119	61,915,516	116,005,228
淨資本支出	-	676,816	236,075	1,833,211	-147,485	9,315,820
淨資本支出 / 營業收入	-	0.01	0.00	0.03	-0.00	0.08

上表揭示了萬海過去五年的營業收入與淨資本支出，可以發現雖然營業收入持續成長，淨資本支出卻是浮動的。我們算出萬海的五年淨資本支出對營業收入比率，可以發現過去五年之比率除了2021年都相對接近，因此扣除掉特別突出的2021年數據，將2017至2020做平均得出0.01，以此數據來預估往後五年的淨資本支出。

**4. 預測與股價**

單位：仟元

預估期別	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年	2026 年	2027 年
營收成長率		30%	15%	15%	10%	5%	5%
營業收入	116,005,228	150,806,796	173,427,816	199,441,988	219,386,187	230,355,496	241,873,271
營業成本	57,216,967	113,105,097	121,399,471	129,637,292	131,631,712	126,695,523	120,936,636
營業毛利	58,788,261	37,701,699	52,028,345	69,804,696	87,754,475	103,659,973	120,936,636
營業費用	4,073,299	4,381,688	4,703,011	5,022,144	5,099,408	4,908,180	4,685,081
營業利益	54,713,637	33,320,011	47,325,333	64,782,552	82,655,067	98,751,793	116,251,554
所得稅費用	25,342,971	25,342,971	25,342,971	25,342,971	25,342,971	25,342,971	25,342,971
NOPAT	29,370,666	7,977,040	21,982,362	39,439,581	57,312,096	73,408,822	90,908,583
加回							
折舊攤銷	12,288,140	12,584,739	12,773,510	12,965,112	13,159,589	13,356,983	13,356,984
減去							
淨營運資金增加	25,341,359	-6,781,539	4,297,994	4,942,693	3,789,398	2,084,169	2,188,377
淨資本支出增加	9,315,820	1,751,928	2,014,717	2,316,925	2,548,618	2,676,048	2,809,851
FCFF	7,001,627	25,591,389	28,443,161	45,145,075	64,133,669	82,005,588	99,267,339
WACC	20%						
終值							661,782,261
現值		21,326,158	19,752,195	26,125,622	30,928,660	32,956,206	33,244,431
企業價值	385,962,813						
流通在外股數	2,440,127						
權益價值 (每股)	158.17						

## 八、敏感度與情境分析

### (一) 情境分析

我們以產業現況以及未來發展趨勢為依據，進行萬海每股價值之情境分析。

在未來六年之估計期間內，最佳情況下，假設萬海超越長榮成為了亞洲航運龍頭且因創新造船方式大幅降低船隻碳排放獲得客戶青睞，帶動 2026 年時的永續成長率較原本高出 2.5%。且同時假設他的成本控管得當，成本佔營收比率在 2022 達到 0.7、2023 年即達到 0.6，並在之後回到與 2021 年相同的 0.5，其他營業費用、折舊攤銷等皆維持原水平，以此基礎估算萬海每股價值。

而反之，在最壞情況下，假設因陽明與長榮現今的結盟在往後幾年對萬海起到排擠效應，加上萬海產能較低，預期萬海的市占率降低，永續成長率較之前低 2.5%。且假設他的成本佔營收比率最後沒辦法成功下降到與 2021 年相同的 0.5，我們估計在 2025 年開始僅會停滯在 0.6，而其他項目皆維持不變，以此為基礎算出萬海每股價值並觀察其變化幅度。

## 1. 最佳情境分析表

單位：仟元

預估期別	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年	2026 年	2027 年
營收成長率		30%	20%	15%	10%	7.5%	7.5%
營業收入	116,005,228	150,806,796	180,968,156	208,113,379	228,924,717	246,094,071	264,551,126
營業成本	57,216,967	105,564,757	108,580,893	124,868,027	137,354,830	135,351,739	132,275,563
營業毛利	58,788,261	45,242,039	72,387,262	83,245,352	91,569,887	110,742,332	132,275,563
營業費用	4,073,299	4,089,575	4,206,420	4,837,383	5,321,121	5,243,522	5,124,351
營業利益	54,713,637	41,152,464	68,180,842	78,407,968	86,248,765	105,498,810	127,151,212
所得稅費用	25,342,971	25,342,971	25,342,971	25,342,971	25,342,971	25,342,971	25,342,971
NOPAT	29,370,666	15,809,493	42,837,871	53,064,997	60,905,794	80,155,839	101,808,241
加回							
折舊攤銷	12,288,140	12,584,739	12,773,510	12,965,112	13,159,589	13,356,983	13,356,984
減去							
淨營運資金增加	25,341,359	-6,781,539	5,730,658	5,157,592	3,954,154	3,262,177	3,506,841
淨資本支出增加	9,315,820	1,751,928	2,102,314	2,417,661	2,659,427	2,858,884	3,073,300
FCFF	7,001,627	33,423,842	47,778,409	58,454,856	67,451,802	87,391,761	108,585,084
WACC	20%						
終值							868,680,673
現值		27,853,202	33,179,450	33,828,042	32,528,840	35,120,789	36,364,925
企業價值	489,794,647						
流通在外股數	2,440,127						
權益價值 (每股)	200.73						

## 2. 最壞情境分析表

單位：仟元

預估期別	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年	2026 年	2027 年
營收成長率		30%	15%	10%	5%	2.5%	2.5%
營業收入	116,005,228	150,806,796	173,427,816	190,770,597	200,309,127	205,316,856	210,449,777
營業成本	57,216,967	113,105,097	121,399,471	124,000,888	120,185,476	123,190,113	126,269,866
營業毛利	58,788,261	37,701,699	52,028,345	66,769,709	80,123,651	82,126,742	84,179,911
營業費用	4,073,299	4,381,688	4,703,011	4,803,790	4,655,981	4,772,381	4,891,690
營業利益	54,713,637	33,320,011	47,325,333	61,965,919	75,467,670	77,354,361	79,288,220
所得稅費用	25,342,971	25,342,971	25,342,971	25,342,971	25,342,971	25,342,971	25,342,971
NOPAT	29,370,666	7,977,040	21,982,362	36,622,948	50,124,699	52,011,390	53,945,249
加回							
折舊攤銷	12,288,140	12,584,739	12,773,510	12,965,112	13,159,589	13,356,983	13,356,984
減去							
淨營運資金增加	25,341,359	-6,781,539	4,297,994	3,295,129	1,812,321	951,468	975,255
淨資本支出增加	9,315,820	1,751,928	2,014,717	2,216,189	2,326,999	2,385,174	2,444,803
FCFF	7,001,627	25,591,389	28,443,161	44,076,742	59,144,968	62,031,731	63,882,175
WACC	20%						
終值							365,041,001
現值		21,326,158	19,752,195	25,507,374	28,522,844	24,929,162	63,882,175
企業價值	330,621,699						
流通在外股數	2,440,127						
權益價值 (每股)	135.49						

由上面兩格表可看出，萬海之每股價值在最佳情境之下來到 200.73 元，而在最壞情境下仍有 135.49 元。與我們的初始預估值 158.17 元之間分別有 26.90%與 14.34%的差距。

## （二）敏感度分析

我們針對評價假設中之主要參數，折現率之合理變動區間判斷為 16%到 24%，及永續成長率合理變動區間為 2.5%到 7.5%進行敏感度分析，計算現金流量折現法價值區間以作為資訊決策者之參考依據。

敏感度分析		折現率								
		16%	17%	18%	19%	20%	21%	22%	23%	24%
成長率	7.5%	282.67	249.32	222.44	200.33	181.85	166.18	152.74	141.10	130.93
	7%	269.48	239.05	214.26	193.71	176.40	161.64	148.92	137.85	128.14
	6.5%	257.65	229.74	206.79	187.61	171.35	157.41	145.34	134.80	125.51
	6%	247.00	221.27	199.93	181.96	166.65	153.46	141.98	131.91	123.02
	5.5%	237.35	213.52	193.60	176.73	162.27	149.75	138.81	129.19	120.66
	5%	228.56	206.40	187.76	171.86	158.17	146.27	135.83	126.61	118.41
	4.5%	200.53	199.85	182.33	167.32	154.33	142.99	133.01	124.16	116.28
	4%	213.15	193.79	177.29	163.08	150.73	139.90	130.34	121.84	114.25
	3.5%	206.36	188.17	172.59	159.10	147.33	136.98	127.81	119.64	112.32
	3%	200.07	182.94	168.19	155.37	144.13	134.21	125.41	117.54	110.47
	2.5%	194.25	178.06	164.07	151.85	141.11	131.60	123.12	115.53	108.70

上表所列為敏感度分析之結果。

於 111 年 5 月 19 日之萬海交易價為新台幣 146 元，由上表可知，要使萬海的預估股價最接近交易基準價的折現率與成長率組合分別為：成長率=5%折現率=21%、成長率=3.5%折現率=20%、成長率=7%折現率=22%、成長率=6.5%折現率=22%。

另外可以知道最接近最佳情況之價格 200.73 的成長率與折現率組合為：成長率=4.5%折現率=16%；最接近最壞情況之價格 135.49 的成長率與折現率組合為：成長率=5%折現率=22%。



## 九、評價結果

自由現金流量法	158.17
自由現金流量法（最佳）	200.73
自由現金流量法（最壞）	135.49
市場比較法 P / E ratio	113.64
市場比較法 P / B ratio	142.42
市場比較法 P / S ratio	75.64
2021 / 12 / 31 股價	198.50
2022 / 05 / 19 股價	146.00

### 1. 自由現金流量法

此法對具有周期性收入（對於收入因商業周期而顯著變化／國內或國際經濟波動相關性較強的行業）的公司來說，通常會不太準確。然此次以自由現金流量法做出來的估價結果為 158.17 元，與現今（2022 / 05 / 19）之股價（146 元）差距並不大。但是現金流量折現法下某些假設，如未來營收成長率、邊際利潤率、資本支出之假設等，在產業快速變化下對未來之預估甚難準確，使未來現金流量及加權平均資金成本無法精確掌握，即便在現階段看似相近現今的股價結果，也可能並非真實價值。因此須以多種方法做判斷，不能僅依靠此法。

### 2. 市場比較法

P / S ratio 是以總市值／營收，是通過當前公司股價和其銷售收入的比值進行公司估值的一種方法，比較適用於評估那些初創型、潛在高增長公司或沒法顯示每年實際淨利潤的周期性公司。因為此類型公司通常尚未進入獲利階段，其盈餘尚未完全轉正，但已有相對穩定的營收能夠作為評估依據。因此在評估那些尚未盈利或盈利較少的公司時，P / S ratio 會比 P / E ratio 這類需要公司有淨盈利指標的替代方案更適合，也經常用於評估虧損公司，原因為營收不會出現負值，不論淨利潤正負均可使用，因此不會出現類似於 P / E ratio 的限制情況。而因為萬海不屬於初創公司，已經有盈利數據可以評斷，故不採用 P / S ratio 評價。

而 P / E ratio 是以股價除以 EPS，但 EPS 多是以近四季，也就是一年的時間去計算。隱含著「你的投入需要多少年才能回本」的意思，假設的前提是「這間公司會維持增長」，這樣使用 P / E ratio 才有意義，因此無法去計算獲利為負值或者接近零、獲利起伏大的企業。

然而，航運股就是典型的**景氣循環股**，缺櫃、運價上升、訂購新船隻緩解供不應求的情形、新船下水、運量供應過剩、運價大跌、船跟海運公司相繼破產的循環每隔幾年一再重複，獲利的落差如此巨大，其實並不適合使用 P / E ratio 評價。

相較之下，P / B ratio 較適合用來評估淨值相對營收穩定的景氣循環股、重資產產業等。受原物料價格影響很大的航運產業，獲利與景氣有很大的關係，盈虧起伏不定，使用 P / B ratio 來評價會相較 P / E ratio 更為合適，也因此 P / B ratio 為最接近現今股價之結果。

### 3.總結

綜前各項分析考量，我們將兩種最接近的方法（FCFF & P / B ratio）平均，得出每股價格約為 150.3 元，較萬海於 111 年 5 月 19 日開始交易基準價新台幣 146 元，每股高出約 4.3 元，其股價應係被低估了一定程度。

可能原因應有以下兩點，分述如下：

(1)前開股價分析所述之對於萬海未來**成本控制能力**預期程度不同。

(2)永續成長的預期：

由上開敏感度分析之結果可知，在 WACC 不變之下，與市價較皆近之永續成長率組合為 3.5%，較我們預期之 5%低。此種長期成長率之預期，可能與未來競爭對手有與國際航運公司合作的關係，使萬海之**未來收益成長率**下降有關。故對於未來萬海的競爭力市場普遍應較為悲觀。

綜合上述所述，我們認為以 111 年 5 月 19 日開始交易基準價新台幣 146 元來看，目前是處於**建議買入的價格**，可以採取先買入少許，待價格下跌後再強勢買入的策略。