

造船

2208 台船

2009/03/11

獲利因鋼板價格下跌與台幣貶值而提高

投資建議：買進
三個月目標價：27 元

- **評等依據：**以 09 年底每股淨值 19.3 元、及 PBR 1.4X 評價
- **重點摘要：**

收盤價	20.2 元
加權指數	4759.96
一年股價(高/低)	24.6/15
每股淨值(元)	17.39
發行股本(億元)	66.61
市值(億元)	134.55
股價/淨值(倍)	1.16
30 日 β 貝他係數	0.48693
主要營收 比重	船舶建造(91%)
	船舶維修(8%)
	機器設備建造(1%)

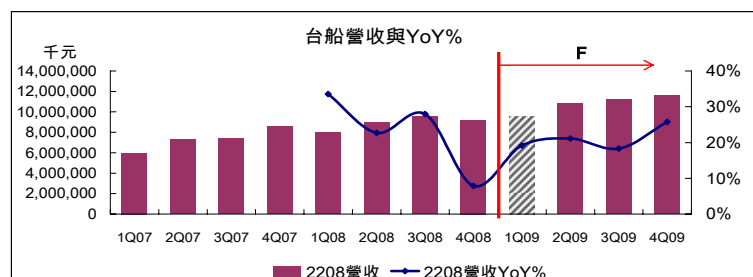
- ◆ 研究員對台船評等由中立調升為買進，原因有二：(1) 台船 09 年之毛利率，因中鋼調降 2Q09 年厚鋼板報價而提高。厚鋼板佔台船總成本 20%，以 2Q09 年中鋼降價後之價格估算，台船 09 年平均每噸厚鋼板成本 26,148 元，較研究員之原預估低了 3,010 元；研究員將 09 年台船的毛利率由原先預估的 13.0% 上調至 14.7%。(2) 預估 09 年台幣匯率將較 08 年大貶 9.3%，提高台船美元營收之匯兌收益。
- ◆ 台船主要營運項目包括船舶建造、船舶維修與機械製造，分別佔公司 08 年營收 90.9%、7.7% 與 1.4%。展望 09 年，造船流程改善與台幣貶值，是台船營收成長之動能。台船近年改善船塢造船之流程，提高造船速度，由於台船營收採完工比率法認列，研究員預估造船速度提升，可帶動台船 09 年美元計價之營收成長 11%。此外，台船美元兌換成台幣之營收，亦因 09 年台幣大貶而提高 9.3%。研究員預估台船 09 年營收 432.8 億元 (YoY+21.4%)。
- ◆ 造船之厚鋼板佔台船總成本 20%，中鋼將 2Q09 年厚鋼板報價調降至每噸 25,254 元 (QoQ-14.2%)，報價跌幅高於研究員原預估；假設 3Q09 與 4Q09 年皆採用該報價，台船 09 年每噸厚鋼板成本，較研究員之原預估低了 3,010 元，總成本則減少 7.2 億元。研究員將台船 09 年之毛利率預估值由原先的 13% 上調至 14.7%。
- ◆ 研究員預估台船 09 年營收 432.8 億元 (YoY+21.4%)，稅前淨利 52.2 億元 (YoY+381.2%)，EPS 5.87 元；獲利巨幅成長，是因台船 08 年打銷退休金費用損失 EPS 6.8 元、基期較低所致。台船目前景氣定位為好轉，對照國際同業 PBR 平均值約 1.7X，研究員對台船之投資建議為買進，目標價 27.0 元 (以 09 年每股淨值 19.3 元、及 PBR 1.4 X 評價)。
- ◆ 營收與成長率變化趨勢圖 (斜線柱狀處為 1Q09 年)

強力買進 > 30% ;
買進 15-30% ;
中立 -20% ~ 15% ;
觀望 < -20%

研究員:張立群

01970251@jsun.com

黃郁婷

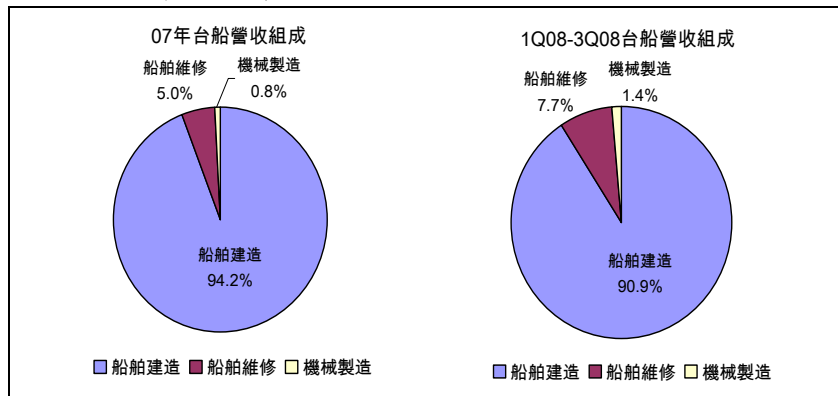
01970317@jsun.com


- 台船在手訂單 40 億美元，估計產能滿載至 2012 上半年，營收能見度高

訪談重點：

台船主要營運項目包括船舶建造、船舶維修與機械製造，分別佔公司 08 年前三季之營收 90.9%、7.7%與 1.4%。台船的造船與船舶維修廠區有高雄與基隆兩廠，高雄廠以生產 4,000TEU 以上的船舶為主，年產能 10 艘，每年維修船舶 80 艘次；基隆廠以生產 3,000TEU 以下的船舶為主，年產能 6 艘，每年維修船舶 50 艘次。台船目前在手訂單包括 58 艘貨櫃船與 30 艘飛彈快艇，合計金額約 40 億美元。以目前產能推估，該 88 艘的船舶訂單將使台船產能滿載至 2012 年上半年，貢獻台船未來三年每年營收至少 350 億元。

圖一、台船營收結構



資料來源：台船，日盛研究處整理

- 台船 2 月營收大增，主因是認列 1 月遞延之工程進度與台幣貶值

台船造船與維修之營收認列，採完工比率法，2 月營收 40.1 億元(MoM+41.8%，YoY+93.2%)，較上月大幅增加，主因是 1 月因農曆年假，台船約有 15%的工程進度遞延到 2 月執行，且 2 月台船原排定之工程進度亦如期完成，就完工數量而言，2 月約是 1 月的 135%；此外，2 月台幣較 1 月貶值了 4%，進一步提高台船美元計價之營收。而 2 月營收較去年同期大幅成長，則是因 08 年之農曆年假在 2 月、基期較低所致。

- 研究員預估造船流程改善與台幣貶值，帶動台船 09 年營收成長 2 成

造船流程改善與台幣貶值，是台船 09 年營收成長之動能。過去台船由於船塢設計較不良，導致船殼與配管線常需同時進行，近年台船進行船塢造船流程之整合，待船殼完成度較高之後才進行配線，提高造船之效率，由於台船營收採完工比率法認列，造船速度提高代表可更快認列營收，研究員預估 09 年造船速度可較 08 年進一步提升；然而，因 09 年海運市場不景氣，台船造船速度過快將構成船東現金流量之壓力，故台船將不會以目前之最高效率造船，研究員預估台船 09 年美元計價之營收成長 11%，較 07 年的 47%與 08

年的 22% 趨緩。匯率方面，日盛預估 09 年台幣平均匯率 34.4，較 08 年的 31.5 貶值了 9.3%，亦提高台船之匯兌收益。研究員預估台船 09 年營收 432.8 億元(YoY+21.4%)。

表一、台船 09 年營收推估

	08年營收 (億元)	造船流程改善提升 美元計價之營收	09年平均台 幣貶值幅度	預估09年營 收YoY	09年營收(億元)
台船	356.5	11.0%	9.3%	21.4%	432.8

資料來源：台船，日盛研究處整理

- 因厚鋼板價格調降，研究員將台船 09 年毛利率由原預估之 13.0% 上調至 14.7%

造船之厚鋼板佔台船總成本 20%，中鋼將 2Q09 年厚鋼板之報價調降至每噸 25,254 元 (QoQ-14.2%)，報價跌幅高於研究員原預估；假設 3Q09 與 4Q09 年皆採用該報價，台船 09 年每噸厚鋼板成本，較研究員之原預估低了 3,010 元，總成本則減少 7.2 億元。研究員將台船 09 年之毛利率預估值由原先的 13.0% 上調至 14.7%。

表二、中鋼調降後鋼板價格節省台船成本

單位：千元/噸	原預估09年 後鋼板均價	年後鋼板均 價	新預估與原 預估價差	鋼板用量 (噸)	預估減少(千 元)
厚鋼板價格下 跌節省成本	29.2	26.2	3.0	240,000	720470

資料來源：台船、中鋼，日盛研究處整理

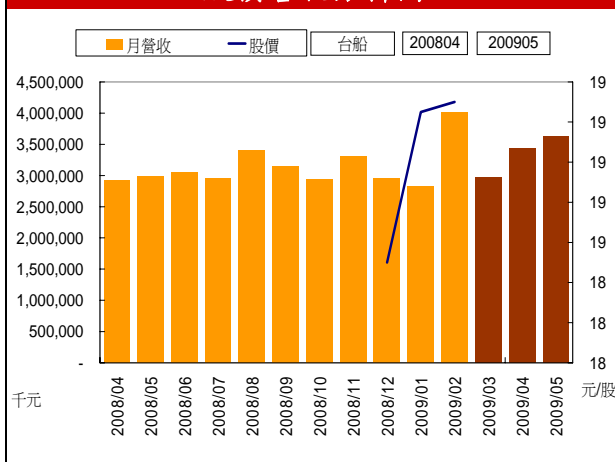
- 台船近 3 個月無新接訂單，而長榮 2012 年之百艘大造船計畫，台船接單可能性低

台船近三個月無新接訂單，而長榮 09 年初宣佈將在 2012 年建造 100 艘貨櫃船，研究員認為台船接單的可能性不大。長榮在不景氣時宣佈造船計畫，研究員認為其用意在於讓造船業者以低價搶單，長榮的目標價為每 TEU 造價 1 萬美元，僅目前市價之七成；而台船以船舶設計能力與客製化的造船服務為營運主軸，低價並非台船的訴求，加上台船已有穩定的客戶群，故研究員認為台船投入長榮百艘大造船計畫殺價競爭的可能性低。

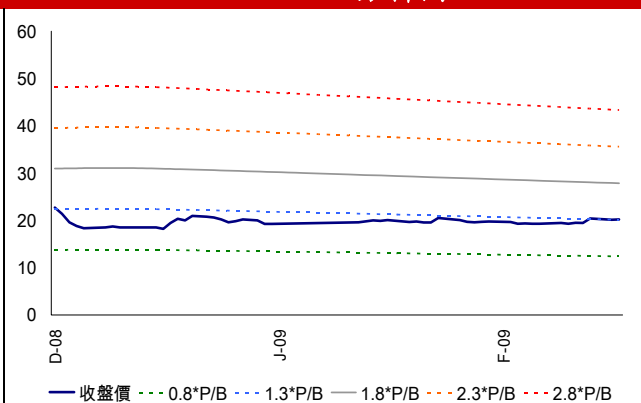
- 研究員預估台船 09 年 EPS 5.87 元，目前景氣定位為好轉，投資建議為買進，目標價 27.0 元

台船 08 年營收 356.5 億元(YoY+22.4%)，研究員預估稅前淨利 10.8 億元(YoY-55.5%)，EPS 1.22 元，營收成長，獲利卻大幅衰退，原因是台船 08 年共打銷 45.1 億元的退休金費用，若不考慮該退休金費用，預估台船 08 年 EPS 為 8.0 元。研究員預估台船 09 年營收 432.8 億元(YoY+21.4%)，稅前淨利 52.2 億元(YoY+381.2%)，EPS 5.87 元，台船目前景氣定位為好轉，對照目前國際同業之 PBR 平均值約 1.7X，研究員對台船之投資建議為買進，目標價 27.0 元(以 09 年底每股淨值 19.3 元、及 PBR 1.4 X 評價)。

股價營收分析圖



P/B BAND 分析圖



公司獲利分析

	2006	2007	0809	2008E	2009F
營業收入(百萬元)	19,799	29,132	9,496	35,650	43,277
營業毛利(百萬元)	1,435	4,874	1,982	5,864	6,347
營業利益(百萬元)	1,044	4,528	1,879	5,472	5,919
稅前純益(百萬元)	1,465	2,434	1,996	1,084	5,216
稅後純益(百萬元)	1,554	1,841	1,506	813	3,912
營收成長率%	2.6%	47.1%	NA	22.4%	21.4%
毛利率%	7.2%	16.7%	20.9%	16.5%	14.7%
營益率%	5.3%	15.5%	19.8%	15.4%	13.7%
稅後純益成長率%	77.8%	18.5%	NA	-55.8%	381.2%
每股盈餘(元)	1.40	2.76	2.26	1.22	5.87
本淨比(X)	NA	NA	NA	1.20	1.05
當期末股本(百萬元)	11,139	6,661	6,661	6,661	6,661
股票股利(元/股)	0	0	NA	NA	NA
現金股利(元/股)	0	0	NA	NA	NA

註：歷史每股盈餘以目前最新股本回溯計算

籌碼分佈			漲跌幅比較			
持股人	持股張數	持股率	指數/個股	5日	本月以來	今年以來
外資持股張數(20090311)	2,991 張	0.44%	加權指數	4.81%	4.45%	3.68%
投信持股張數(20090311)	5,701 張	0.86%	OTC 指數	4.14%	4.47%	10.1%
董監事持股率(20090311)	323,693 張	48.59%	細類指數	--%	--%	--%
融資餘額(20090311)	0 張	0.00%	個股	3.59%	4.66%	9.19%

註：細類指數為(造船)細類指數