

造船

2208 台船

2009/06/18

造船速度大幅放緩，未來獲利將明顯下滑

投資建議：中立

- 評等依據：以 1Q10 年每股淨值 21.1 元及 PBR1.5X 評價
- 重點摘要：

收盤價	33.2 元
加權指數	6144.53
一年股價(高/低)	41.8/15
每股淨值(元)	17.39
發行股本(億元)	66.61
市值(億元)	221.15
股價/淨值(倍)	1.91
外資持股	4.95%
投信持股	0.00%
成交量(億元)	2.22
30 日 β 貝他係數	1.1183
主要營收比重	船舶建造(89%) 船舶維修(8%) 機器設備建造(3%)
主要客戶	陽明(--)、萬海(--)、日商丸紅(--)、Peter Doehle(--)、國防部(8.69%)

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

- ◆ **預估台船與客戶協議遞延交船的金額將達在手訂單金額的 63%**

台船雖有 1,450 億元的手訂單，但其中多數的訂單皆會出現遞延交船的情況：台船之客戶萬海與 Peter Doehle，和台船達成延遲交船協議，台船目前確定遞延交船之數量共 24 艘；此外，研究員預估台船與陽明 7 月亦將達成延遲交船的協議，屆時遞延交船的數量將達 38 艘，佔總訂單數量 88 艘的 43%，其金額更達訂單總金額的 63%。

- ◆ **遞延交船將導致台船放緩造船速度，研究員下修台船 2009 年之營收與獲利預估**

2Q09 年台船開始建造戶 Peter Doehle 的 12 艘貨櫃船，但由於該 12 艘貨櫃船將遞延交船，故此批船舶完成時點，預估將從 2Q10 年延後至 3Q10 年，研究員將台船 2009 年營收預估值由 349.8 億元下修至 321.3 億元(YoY-9.9%)，下修幅度 8.1%，稅前淨利由 52.6 億元下修至 47.5 億元(YoY+385.2%)，下修幅度 9.7%，EPS 則從 5.93 元下修至 5.36 元。

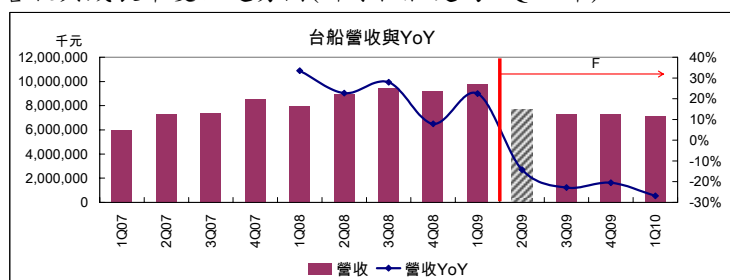
- ◆ **台船現金不足，預估未來財務結構將惡化**

造船業者之營收與獲利的認列採完工比率法，只要造船活動仍進行，就有營收與獲利的認列；但實際上造船業者 50% 的現金入帳，是在交船的時點，而造船期間皆為現金流出。台船 1Q09 年在手現金僅 16 億元，僅足以支撐 2 個多月的造船活動；故台船目前正準備向銀行聯貸 60~95 億元，預估近期台船的負債比率將達 75.0% 以上，財務結構將明顯惡化。

- ◆ **研究員對台船之投資建議維持中立**

研究員預估台船 2009 年營收 321.3 億元(YoY-9.9%)，稅前淨利 47.5 億元(YoY+385.2%)，EPS 5.36 元。台船現金不足將導致財務結構惡化；且相較於國際造船大廠，台船目前 PBR 1.57X，並未偏低。以營收成長率為指標，台船目前景氣定位在衰退，研究員投資建議維持中立。

- ◆ **營收與成長率變化趨勢圖(斜線柱狀處為 2Q09 年)**



➤ 台船客戶 Zim 之抽單損失可透過中油與台電之新訂單彌補，台船目前在手訂單合計 1,450 億元，貢獻 EPS 23.68 元

➤ 預估台船將有 38 艘貨櫃船與客戶達成遞延交船之協議，佔訂單總數量的 43%，佔訂單總金額的 63%

➤ 台船目前興建中的 12 艘貨櫃船已與客戶達成遞延交船協議，預估台船將放緩造船速度，故研究員下修台船 2009 年營收 8.1%，獲利 9.6%

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 2008 年營收 89%、7.7% 與 3.3%。台船之造船訂單以貨櫃船為主；為來亦將承造散裝船與其他特殊用途船舶(例如油品船)。台船客戶以色列航商 Zim 於 3 月底向台船取消 6 艘貨櫃船訂單，但該訂單之減損可透過 6 月底將與中油之 2 艘油品船與台電之 4 艘巴拿馬極限型散裝船來彌補，台船目前在手訂單包括 58 艘貨櫃船與國防部的 30 艘飛彈快艇，研究員推估台船在手訂單貢獻營收 1,450 億元(其中貨櫃船、散裝船與油品船合計佔 1,324 億元，飛彈快艇 126 億元)，貢獻 EPS 23.68 元。

台船雖有大額的在手訂單，但其中多數的訂單皆會出現遞延交船的情況；台船之客戶萬海與 Peter Doehle，和台船達成延遲交船協議，台船目前確定遞延交船之數量共 24 艘；此外，研究員預估台船與陽明 7 月亦將達成延遲交船的協議，屆時遞延交船的數量將達 38 艘，佔總訂單數量 88 艘的 43%，其金額更達訂單總金額的 63%。台船高雄港船塢 2Q09 年起的造船排程為 Peter Doehle 的 12 艘貨櫃船，由於該 12 艘船已與台船達成遞延交船協議，且台船在新接訂單困難下，勢必放緩造船之速度，以避免船塢檔期的閒置。

表一、台船訂單遞延之數量與金額

	目前 在手訂單	遞延交船 數量	遞延之船舶於09年 開始建造數量	正常交船之 船舶數量	備註
貨櫃船(艘)	52	38	12	14	1. 目前在手訂單已扣除Zim取消之6艘貨櫃船
油品船(艘)	2	0		2	
散裝船(艘)	4	0		4	2. 油品船和散裝船，將於六月底分別與中油和台電簽訂造船合約
飛彈快艇(艘)	30	0		30	
合計(艘)	88	38	12	50	
估計總金額 (億元)	1450	919	306	531	

資料來源：台船、公開資訊觀測站，日盛研究處整理

遞延交船雖不影響台船目前 1,450 億元的在手訂單總金額，但台船之營收以完工比率法認列，遞延交船將導致台船放緩造船速度、營收與獲利認列的速度下降，故研究員再度下修台船 2009 年之營收與獲利。2Q09 年台船開始建造戶 Peter Doehle 的 12 艘貨櫃船，但由於該 12 艘貨櫃船將遞延交船，故此批船舶完成時點，預估將從 2Q10 年延後至 3Q10 年，研究員將台船 2009 年營收預估值由 349.8 億元下修至 321.3 億元(YoY-9.9%)，下修幅度 8.1%。毛利率方面，台船 2009

- 台船目前現金不足，將與銀行聯貸 60~95 億元，並導致財務結構惡化

年全年皆適用中鋼 2Q09 年調降厚鋼板盤價，但由於 2008 年前三季台船的厚鋼板具有成本轉嫁條款，該價格仍低於 2009 年中鋼調降後價格的 17%，故台船 2009 年之預估毛利率 15.2%，仍較 2008 年下滑 0.9 個百分點；業外部份，台船之客戶 Zim 於 4 月初向台船取消 6 艘貨櫃船之訂單，扣除台船對 Zim 沒收的 10% 船舶訂金後，預估台船還可獲賠 7.1 億元(稅後 EPS 0.8 元)，但預估該筆賠償金之入帳時點將落在 2010 年，無法貢獻台船 2009 年之獲利。研究員預估台船 2009 年稅前淨利 47.5 億元(YoY+385.2%)，較前次的預估值 52.6 億元下修 9.6%，EPS 則從 5.93 元下修至 5.36 元；

研究員認為未來 4 年台船將維持高獲利，但台船目前現金水位偏低，不足以支應造船期間之現金流出，預估將導致台船財務結構的惡化。造船業者之營收與獲利的認列採完工比率法，只要造船活動仍進行，就有營收與獲利的入帳；但實際上造船業者 50% 的現金入帳，是在交船的時點，而造船期間皆為現金流出。台船 1Q09 年在手現金僅 16 億元，僅足以支撐 2 個多月的造船活動；台船為融通未來 1 年的營運，目前正準備向銀行聯貸 60~95 億元，預估近期台船的負債比率將從 1Q09 年的 64.9% 提升至 75.0% 以上，財務結構將明顯惡化。

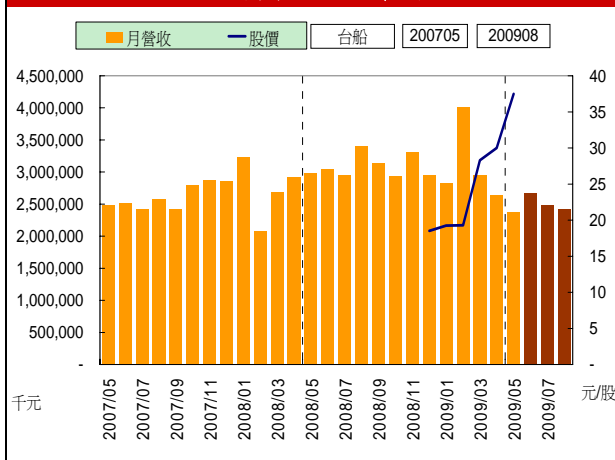
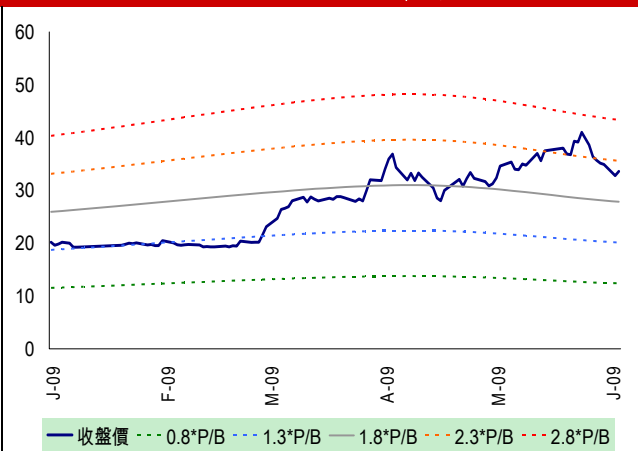
表二、台船單艘船舶建造期間之營收成本與現金流量之認列方式

單位：億元	簽約	第一期	第二期	第三期	第四期	交船	合計
營收	0	5.5	5.5	5.5	5.5	0	22
成本	0	4.6	4.6	4.6	4.6	0.0	18.5
毛利	0	0.9	0.9	0.9	0.9	0.0	3.5
現金流入	2.2	2.2	2.2	2.2	2.2	11	22
現金流出	0	4.6	4.6	4.6	4.6	0.0	18.5
現金淨流入	2.2	-2.4	-2.4	-2.4	-2.4	11	3.5

資料來源：台船，日盛研究處推估

- 相較於國際大廠，台船目前 PBR 評價並未低估。台船目前景氣定位在衰退，投資建議維持中立

研究員預估台船 2009 年營收 321.3 億元(YoY-9.9%)，稅前淨利 47.5 億元(YoY+385.2%)，EPS 5.36 元。台船現金不足將導致財務結構惡化；且相較於國際造船大廠，現代重工 PBR 2.06X，而大宇造船 PBR 1.84X，台船目前 PBR 1.57X，由於台船之營運規模遠不及國際大廠，研究員認為其 PBR 評價並未偏低。以營收成長率為指標，台船目前景氣定位在衰退，研究員對台船投資建議維持中立。

股價營收分析圖

P/B BAND 分析圖

公司獲利分析

	2006	2007	2008	0903	2009F
營業收入(百萬元)	19,799	29,132	35,653	9,806	32,134
營業毛利(百萬元)	1,435	4,874	5,646	1,581	4,888
營業利益(百萬元)	1,044	4,528	5,169	1,491	4,772
稅前純益(百萬元)	1,465	2,434	979	1,660	4,784
稅後純益(百萬元)	1,554	1,841	846	1,660	3,568
營收成長率%	2.6%	47.1%	22.4%	22.5%	-9.9%
毛利率%	7.2%	16.7%	15.8%	16.1%	15.2%
營益率%	5.3%	15.5%	14.7%	15.2%	13.9%
稅後純益成長率%	77.8%	18.5%	-54.0%	N/A	321.8%
每股盈餘(元)	1.40	2.76	1.27	1.88	5.36
本淨比(X)	5.07	2.44	2.24	2.00	1.57
當期末股本(百萬元)	11,139	6,661	25,622	25,622	25,625
股票股利(元/股)	0	0	0.10	NA	NA
現金股利(元/股)	0	0	1.00	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(20090618)	33,017 張	4.95%	加權指數	-6.44%	-10.83%	33.83%
投信持股張數(20090618)	0 張	0%	OTC 指數	-6.96%	-15.09%	47.12%
董監事持股率(200905)	322,080 張	48.35%	細類指數	--%	--%	--%
融資餘額 ()	張	%	個股	-5.55%	-11.47%	79.46%

註：細類指數為(造船)細類指數