

散裝航運

2605 新興

2009/07/01

投資建議：中立
預估第三季 BDI 向下修正

- 評等依據：以 2Q10 年每股淨值 25.5 元及 PBR 1.5X 評價
- 重點摘要：

收盤價	37.4 元
加權指數	6578.97
一年股價(高/低)	48.5/16.5
每股淨值(元)	24.32
發行股本(億元)	56.83
市值(億元)	212.54
股價/淨值(倍)	1.54
外資持股	35.84%
投信持股	7.74%
成交量(億元)	2.01
30 日 β 貝他係數	1.38135
主要營收 比重	合約船(96.4%) 現貨船(3.6%)
主要客戶	台電、中國遠洋、 日本大型航商

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
◆ 近期處分兩艘現貨船，可提高毛利率與儲備購買油輪之現金

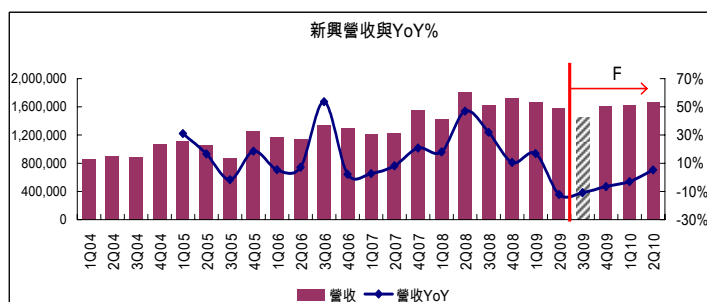
新興 4 月底與 5 月底分別決議處分海岬型現貨船「天山輪」與「泰山輪」，該兩艘船將營運至 2009 年 7 月。研究員認為新興處分現貨船，可減少低毛利率現貨船的數量，以避免整體毛利率下滑過快；且處分該船之收入亦可用來支應未來購買油輪之需求。新興之處分之收入 7.04 億元將在 3Q09 年入帳；扣除該處分的兩艘現貨船在下半年獲利(預估 0.91 億元)後，可提升新興 2009 年稅前淨利 6.13 億元，稅前 EPS1.08 元。

◆ 預估新興 2009 年營收衰退 3.4%，毛利率 56.8%，較 2008 年下滑 4.8 個百分點

新興 2008 年底與 2009 年底加入的兩艘合約新船租金，其貢獻度不及現貨船租金下跌、及兩艘現貨船處分所造成的下半年租金減損，預估新興 2009 年營收衰退 3.4%；展望 2010 年，新興 2009 年底與 2010 年初加入的兩艘合約新船之租金，可彌補兩艘現貨船處分之租金下滑，預估新興 2010 年營收成長 3.7%；但新船之高折舊提高新興之成本，預估新興 2009 年毛利率 55.8%，較 2008 年減少 4.8 個百分點，2010 年毛利率更進一步下滑至 51.6%。

◆ 研究員對新興投資建議維持中立

研究員預估新興 2009 年合併營收 63.2 億元(YoY-4.1%)，稅前淨利 38.2 億元(YoY+8.8%)，EPS 5.49 元；預估 2010 年合併營收 65.5 億元(YoY+3.7%)，稅前淨利 30.1 億元(YoY-21.2%)，EPS 4.08 元。新興 3Q09 年景氣定位在好轉，但研究員對新興投資建議維持中立，主因是研究員預估 3Q09 年 BDI 將可能大幅修正，不利於新興股價的表現，建議第三季季底，待 BDI 修正告一段落之後再進場佈局新興。

◆ 營收與成長率變化趨勢圖(斜線柱狀處為 3Q09 年)


訪談重點：

- 新興租給 Armada 的兩艘船舶，其中泰山輪索回以現貨船營運至 7 月，7 月以後出售，而華山輪預估將正常收到合約租金
- 新興處分兩艘現貨船，目的在提高毛利率與儲備購買油輪之現金；扣除該兩艘船下半年獲利後，處分利益貢獻新興 2009 年稅前 EPS 1.08 元
- 新加入之合約船增加之租金不如現貨船租金的下滑，以及出售現貨船租金收入的減少，導致新興 2009 年營收略微衰退

新興共 17 艘船舶，其營運以合約船為主，受散裝航運運費波動的影響低。新興客戶 Armada 於 2009 年初雖提出重整聲請，但目前仍正常營運，新興兩艘海岬型船舶「華山輪」與「泰山輪」以合約的方式承租給 Armada，Armada 再分別轉租給日航商 NYK 與澳洲礦商 BHP，NYK 目前仍正常支付 Armada 租金，故新興的華山輪未來將以合約價正常收租；泰山輪則因 BHP 則於 3 月底停止租約，Armada 無力支付新興租金，故新興將該船索回以現貨船營運至 7 月，7 月後新興處分泰山輪，處分收入 4.33 億元。

新興 2009 年 4 月底與 5 月底分別決議處分船齡 15 年的海岬型現貨船「天山輪」，以及向客戶 Armada 索回以現貨船營運的海岬型「泰山輪」，該兩艘船將營運至 2009 年 7 月。新興處分現貨船，原因是公司認為散裝航運運費目前僅是反彈，真正景氣復甦要等到 2010 年底，此期間現貨船之運費與毛利率將遠不如合約船，故藉由賣現貨船來避免整體毛利率下滑過快；此外，新興看好油輪業的長期展望，透過賣船增加公司現金水位，以支應未來購買油輪之需求。新興處分天山輪與泰山輪合計收入 7.04 億元(泰山輪 4.33 億元，天山輪 2.71 億元)，將在 3Q09 年入帳；扣除該兩艘現貨船在下半年的獲利(預估 0.91 億元)之後，整體將提升新興 2009 年稅前淨利 6.13 億元，稅前 EPS 1.08 元。

研究員預估新興 2009 年之合併營收將略微衰退，原因是 2008 年 11 月與 2009 年 9 月加入營運的兩艘合約新船新增的租金收入(分別是「佐興輪」與「玉山輪」，合計增加 6.8 億元)，無法完全抵銷現貨船天山輪上半年之租金下跌(估計 5.1 億元)，以及天山輪、泰山輪下半年出售對營收之減損(估計 4.3 億元)，研究員預估新興 2009 年合併營收 63.2 億元(YoY-4.1%)；展望 2010 年，新興 2009 年 9 月加入的玉山輪，以及 2010 年 2 月加入營運的一艘海岬型合約新船(合計租金增加 11.1 億元)，將可彌補現貨船天山輪與泰山輪出售對營收的減損(估計 8.5 億元)，研究員預估新興 2010 年合併營收 65.5 億元(YoY+3.7%)。

表一、新興船舶營運狀況

	4Q08	1Q09	2Q09	3Q09	4Q09	1Q10	2Q10	4Q08 艘數%	4Q09 艘數%
BDI	1,093	1,560	2,676	1,950	2,083	1,950	2,500	--	--
現貨船艘數	1	1	2	0	0	0	0	5.9%	0.0%
合約船艘數	16	16	15	15	16	17	17	94.1%	100.0%
船舶總艘數	17	17	17	15	16	17	17	--	--

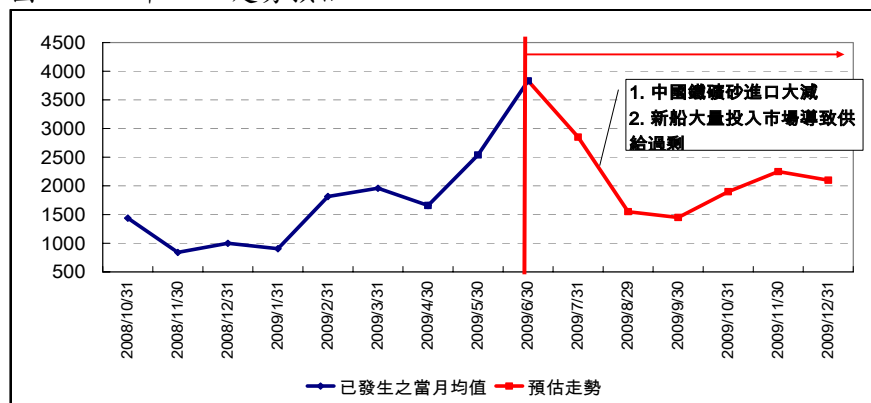
資料來源：新興，日盛研究處整理

- 處分現貨船雖可提升新興之毛利率，但高成本之新船加營運，仍導致新興 2009 年與 2010 年毛利率下滑
- 研究員預估新興 2009 年 EPS 5.49 元，2010 年 EPS 4.08 元，預估新興股價 3Q09 年向下修正風險大，投資建議維持中立

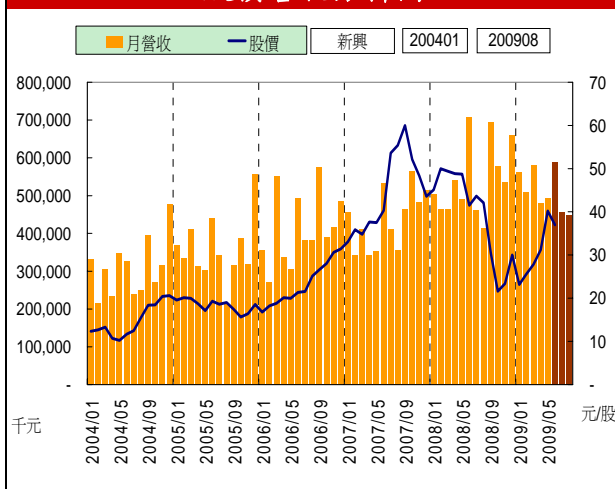
新興 2008 年底至 2010 年初加入之三艘新合約船(佐興輪、玉山輪與 2010 年加入的海岬型新船)的高造價，將大幅提高 2009 年與 2010 年的折舊費用，研究員預估新興 2009 年毛利率 56.8%，較 2008 年下滑 4.8 個百分點，預估 2010 年毛利率將更進一步下滑至 51.6%，預估新興 2009 年營業利益 33.5 億元(YoY-13.6%)，2010 年營業利益 31.0 億元(YoY-7.5%)。業外方面，新興處分天山輪與泰山輪售入將在 3Q09 年入帳，合計貢獻稅前淨利 7.04 億元，稅前 EPS 1.24 元；研究員預估新興 2009 年稅前淨利 38.2 億元(YoY+8.8%)，EPS 5.49 元，2010 年稅前淨利 30.1 億元(YoY-21.2%)，EPS 4.08 元。

研究員預估新興 2009 年合併營收 63.2 億元(YoY-4.1%)，稅前淨利 38.2 億元(YoY+8.8%)，EPS 5.49 元；預估 2010 年合併營收 65.5 億元(YoY+3.7%)，稅前淨利 30.1 億元(YoY-21.2%)，EPS 4.08 元。新興 3Q09 年景氣定位在好轉，但研究員對新興投資建議維持中立，主要原因是研究員預估 3Q09 年 BDI 將大幅修正，不利於新興股價的表現：中國在鐵礦砂庫存足以支撐短期鋼鐵生產無虞下，預估未來 3 個月中國鐵礦砂之進口將大幅減少；此外，3Q09 年散裝航運市場船舶供給大增，估計 2009 年下半年投入市場的運力，將達到目前運力的 10%。在需求不振、且供給大增下，研究員預估 3Q09 年 BDI 的均值為 1,950 點。新興股價和 BDI 相關性強，研究員認為新興股價 3Q09 年下跌風險大，故維持新興中立的投資評等，建議第三季季底，待 BDI 修正告一段落之後再進場佈局。

圖二、09 年 BDI 走勢預估



資料來源：Bloomberg，日盛研究處整理預估

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)	4,912	5,215	6,586	1,670	6,319
營業毛利(百萬元)	2,710	2,895	4,060	961	3,590
營業利益(百萬元)	2,590	2,773	3,877	913	3,351
稅前純益(百萬元)	3,720	3,836	3,509	770	3,816
稅後純益(百萬元)	3,576	3,501	2,984	645	3,121
營收成長率%	2.10%	6.20%	26.0%	16.92%	-4.1%
毛利率%	55.10%	55.50%	61.6%	57.52%	56.8%
營益率%	52.70%	53.10%	58.9%	54.68%	53.0%
稅後純益成長率%	13.60%	-2.10%	8.8%	14.2%	4.6%
每股盈餘(元)	5.68	6.84	5.09	1.14	5.49
本淨比(X)	1.69	1.58	1.66	1.53	1.53
當期末股本(百萬元)	4,837	4,837	5,683	5,683	5,683
股票股利(元/股)	0	1.75	0	N/A	N/A
現金股利(元/股)	5	3.5	2.5	N/A	N/A

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(20090701)	203,698 張	35.84%	加權指數	3.12%	2.28%	43.29%
投信持股張數(20090701)	43,939 張	7.74%	OTC 指數	3.31%	1.99%	57.74%
董監事持股率(200905)	59,652 張	10.5%	細類指數	--%	--%	--%
融資餘額 (20090701)	23,676 張	4.17%	個股	2.89%	1.08%	24.67%

註：細類指數為(散裝航運)細類指數