

公司名稱	投資評等	結論及投資建議
2637 TT 慧洋-KY	持有 目標價 33	慧洋的投資評等由中立調升至持有，目標價由30調升至33元，潛在漲幅11.5%，主因如下： (1) 新船下水以及換約日租金提升，01~05/2018獲利明顯改善； (2) 產業狀況好轉，預估2018年獲利大幅成長，惟目前評價合理。

研究員 詹其璋

LouisChan@jsun.com

重點摘要

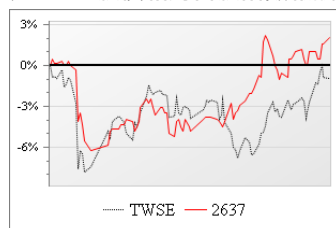
近期投資評等

06/12/2018	持有/中立
12/13/2017	持有/中立
11/13/2017	持有/中立

公司基本資料

收盤價(元)(06/11/2018)	29.60
股本(百萬元)	6,167
總市值(億元)	182.5
每股淨值(元)	42.17
外資持股比(%)	6.57
投信持股比(%)	0.00
近 20 日均量(張)	433
融資餘額(06/11/2018)	5,961

近 90 日股價相對台股指數報酬



資料來源：CMoney

- ◆ **新船下水以及換約日租金上揚，1Q18獲利重回成長：**1Q18中小型散裝船日租金上揚，Panamax~Handyside日租金平均上揚28%~38%，而慧洋第一季有20艘船換約，3艘新船下水，帶動營收與毛利率成長，營收29.6億元，YoY+13.4%，毛利率上升10.2ppts至24.91%，雖匯率變動使業外認列匯損1.1億元，稅後純益仍有2.16億元，YoY+407%，稅後EPS 0.35元。
- ◆ **04~05/2018自結稅前獲利2.8億元，YoY由虧轉盈：**慧洋公告04~05/2018營收21.1億元，YoY+21.9%，自結稅前盈餘達2.8億元，YoY由虧轉盈，主要係因04~05/2018 Panamax以下船型日租金維持雙位數成長，而慧洋預計2Q18有17艘船換約(4~5月已換約11艘船)及1艘新船下水，換約後日租金可望隨市場運價上揚而提升，帶動營運維持成長，預估2Q18營收31.1億元，YoY+18.6%，毛利率26.54%，且業外預計將有匯兌利益，預估稅後純益4.1億元，YoY虧轉盈，稅後EPS 0.67元。
- ◆ **市場供需持續好轉，預期2018年獲利大幅回升，惟評價合理，給予持有評等：**慧洋2018年預計將有50艘船換約，7艘新船下水，隨環保公約實施日期逐漸接近，預計2018年新船下水量增加減少，雖拆船量亦因多數老舊船舶已拆除完畢而減少，但整體供給成長態勢趨緩；需求部分，美國掀起的貿易戰對市場衝擊甚微，且如果中國增加自美國進口之農產品，反而對公司營運有利，預期2018年散裝需求呈現低個位數成長，Panamax以下日租金不易大幅下跌，整體換約日租金較2017年提升，帶動獲利成長，上修2018年稅後純益至14.5億元，YoY+246%，稅後EPS 2.35元，公司公告配發現金股利1元，現金殖利率3.6%，目前評價約2018年PBR 0.71倍，以近五年PBR區間來看，評價已於區間中上緣，尚屬合理，給予2018年PBR 0.8倍評價，投資評等調升至持有。

單位:百萬元	2017	2018F	4Q17	1Q18	2Q18F	3Q18F	4Q18F	1Q19F
營業收入淨額	11,039	12,496	2,984	2,957	3,106	3,200	3,233	3,160
營業毛利	2,036	3,273	719	737	824	856	856	790
營業利益	1,876	3,110	680	697	786	814	814	749
稅後純益	418	1,449	330	216	412	457	364	336
稅後 EPS(元)	0.68	2.35	0.53	0.35	0.67	0.74	0.59	0.55
毛利率(%)	18.45	26.19	24.11	24.91	26.54	26.75	26.47	24.99
營業利益率(%)	17	24.89	22.79	23.57	25.29	25.44	25.17	23.69
稅後純益率(%)	3.79	11.6	11.06	7.31	13.25	14.28	11.27	10.65
營業收入 YoY/QoQ(%)	3.37	13.21	5.51	-0.88	5.04	3.03	1.01	-2.25
營業利益 YoY/QoQ(%)	17.17	65.78	31.65	2.48	12.71	3.64	-0.07	-8
稅後純益 YoY/QoQ(%)	-70.15	246.74	75.27	-34.52	90.49	11.07	-20.28	-7.68

資料來源:CMoney·JS 預估 註:以最新股本回溯 EPS

◆ 公司簡介：

慧洋為台灣知名散裝商船東之一，船隊以中小型散裝船為主，目前擁有3艘Capesize、25艘panamax、19艘Supramax、38艘Handy、38艘Small Handy、其他船種5艘，共128艘，另規劃15艘新船分別於2018年下水7艘、2019年下水4艘、2020年下水6艘、2021年1艘，新造船中以Supramax以及Handyside為主。

表一、慧洋現有船隊整理

	Capesize	Panamax	Supramax	Handy	Small Handy	LPG	其他	合計
現有船數 (含代管)	3	25	19	38	38	0	5	128

資料來源：慧洋法說簡報(2018/04/03)、日盛投顧彙整

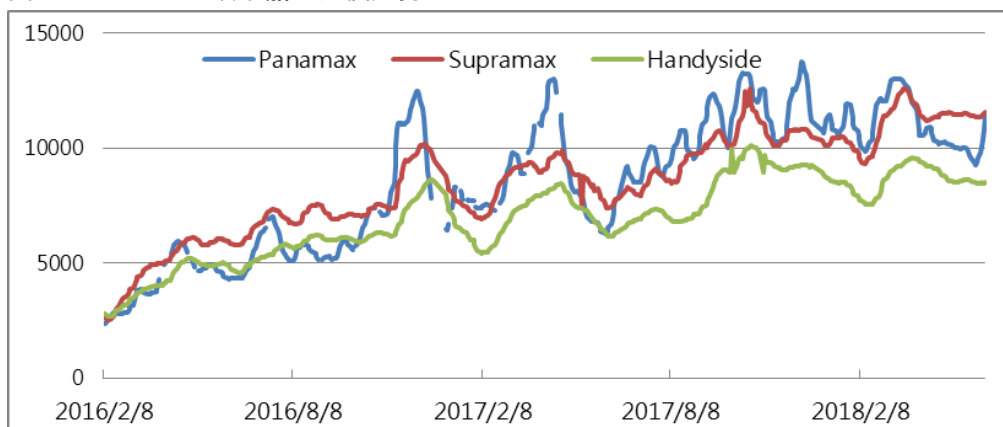
◆ 新船下水以及換約日租金上揚，1Q18獲利重回成長

1Q18中小型散裝船日租金上揚，Panamax~Handyside日租金平均上揚28%~38%，而慧洋第一季有20艘船換約，3艘新船下水，帶動營收與毛利率成長，營收29.6億元，YoY+13.4%，毛利率上升10.2ppts至24.91%，雖匯率變動使業外認列匯損1.1億元，稅後純益仍有2.16億元，YoY+407%，稅後EPS 0.35元。

◆ 04~05/2018自結稅前獲利2.8億元，YoY由虧轉盈

慧洋公告04~05/2018營收21.1億元，YoY+21.9%，自結稅前盈餘達2.8億元，YoY由虧轉盈，主要係因04~05/2018 Panamax以下船型日租金維持雙位數成長，而慧洋預計2Q18有17艘船換約(4~5月已換約11艘船)及1艘新船下水，換約後日租金可望隨市場運價上揚而提升，帶動營運維持成長，預估2Q18營收31.1億元，YoY+18.6%，毛利率26.54%，且業外預計將有匯兌利益，預估稅後純益4.1億元，YoY虧轉盈，稅後EPS 0.67元。

圖一、Panamax 以下船型運價走勢

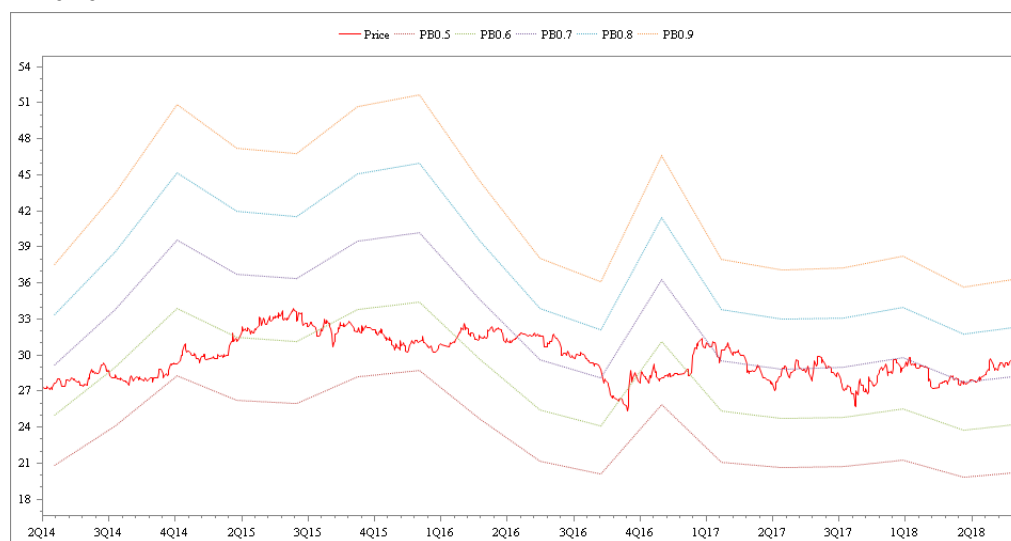


資料來源：CMoney、日盛投顧彙整

◆ 市場供需持續好轉，預期2018年獲利大幅回升，惟評價合理，給予持有評等

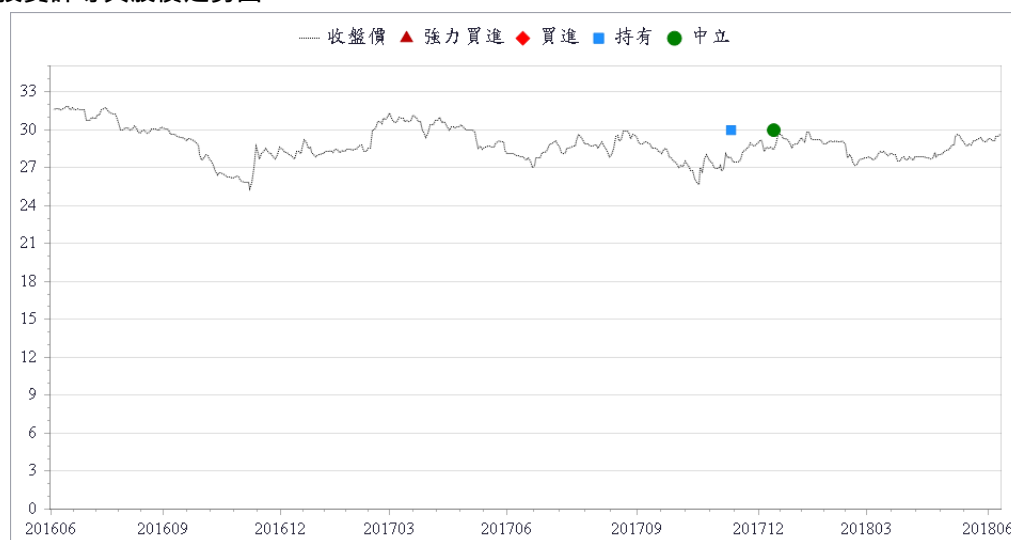
慧洋2018年預計將有50艘船換約，7艘新船下水，隨環保公約實施日期逐漸接近，預計2018年新船下水量增加減少，雖拆船量亦因多數老舊船舶已拆除完畢而減少，但整體供給成長態勢趨緩；需求部分，美國掀起的貿易戰對市場衝擊甚微，且如果中國增加自美國進口之農產品，反而對公司營運有利，預期2018年散裝需求呈現低個位數成長，Panamax以下日租金不易大幅下跌，整體換約日租金較2017年提升，帶動獲利成長，上修2018年稅後純益至14.5億元，YoY+246%，稅後EPS 2.35元，公司公告配發現金股利1元，現金殖利率3.6%，目前評價約2018年PBR 0.71倍，以近五年PBR區間來看，評價已於區間中上緣，尚屬合理，給予2018年PBR 0.8倍評價，投資評等調升至持有。

PB Band



資料來源：CMoney · JS 預估彙整

投資評等與股價走勢圖



近期投資評等

推薦日期	投資評等	目標價
20180612	持有	33.0
20171213	中立	30.0
20171113	持有	30.0

資料來源：CMoney · JS 預估彙整

損益表

單位：百萬元	2016	2017	2018F	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18F	3Q18F	4Q18F	1Q19F
營業收入淨額	10,679	11,039	12,496	2,608	2,619	2,828	2,984	2,957	3,106	3,200	3,233	3,160
營業毛利	1,755	2,036	3,273	384	380	553	719	737	824	856	856	790
營業費用	153	160	162	48	37	36	39	40	39	42	42	41
營業利益	1,601	1,876	3,110	336	343	517	680	697	786	814	814	749
營業外收支	-204	-1,457	-1,656	-293	-485	-328	-351	-481	-373	-356	-447	-410
稅前純益	1,397	419	1,454	43	-142	189	329	216	413	458	366	338
稅後純益	1,400	418	1,449	43	-143	188	330	216	412	457	364	336
最新股本	6,167	6,167	6,167	6,167	6,167	6,167	6,167	6,167	6,167	6,167	6,167	6,167
稅後 EPS(元)	2.27	0.68	2.35	0.07	-0.23	0.31	0.53	0.35	0.67	0.74	0.59	0.55
經營效率(%)												
毛利率	16.43	18.45	26.19	14.71	14.52	19.55	24.11	24.91	26.54	26.75	26.47	24.99
營業利益率	14.99	17	24.89	12.89	13.11	18.27	22.79	23.57	25.29	25.44	25.17	23.69
稅前純益率	13.08	3.8	11.63	1.64	-5.42	6.68	11.04	7.31	13.29	14.33	11.33	10.7
稅後純益率	13.11	3.79	11.6	1.63	-5.45	6.66	11.06	7.31	13.25	14.28	11.27	10.65
YoY(%)												
營收	-3.02	3.37	13.21	-5.15	0.12	8.54	10.18	13.37	18.61	13.18	8.35	6.86
營業利益	-34.35	17.17	65.78	-32.65	-7.06	51.44	73.65	107.36	128.81	57.6	19.63	7.4
稅前純益	-37.9	-70.01	246.96	-94.96	--	855.27	-37.93	405	--	142.67	11.26	56.44
稅後純益	-37.64	-70.15	246.74	-94.98	--	808.4	-37.82	407.77	--	142.82	10.44	55.7
QoQ(%)												
營收				-3.67	0.4	7.97	5.51	-0.88	5.04	3.03	1.01	-2.25
營業利益				-14.18	2.14	50.47	31.65	2.48	12.71	3.64	-0.07	-8
稅前純益				-91.93	--	--	74.32	-34.38	91.01	11.07	-20.08	-7.73
稅後純益				-91.98	--	--	75.27	-34.52	90.49	11.07	-20.28	-7.68

資料來源：CMoney · JS 預估 註：以最新股本回溯 EPS

資產負債表

單位：百萬元	2016	2017	1Q18
流動資產	2,811	3,622	3,272
現金及約當現金	1,051	1,216	719
公允價值衡量金融資產	--	0	0
備供出售金融資產	173	31	0
以成本衡量之金融資產	--	--	--
存貨	114	116	149
非流動資產	82,841	81,352	80,999
公允價值衡量金融資產	--	--	--
不動產、廠房及設備	79,464	79,417	79,126
無形資產	--	--	--
資產總計	85,652	84,974	84,271
流動負債	11,294	10,033	10,739
短期借款	817	1,321	1,182
非流動負債	45,492	48,741	49,096
負債總計	56,787	58,774	59,835
股本	5,550	6,167	6,167
普通股股本	5,550	6,167	6,167
資本公積	1,972	1,612	1,612
保留盈餘	11,625	12,043	12,259
庫藏股票	0	0	0
股東權益	28,865	26,200	24,436
每股淨值(元)	51.8	42.48	39.62
流動比率(%)	24.88	36.1	30.47
速動比率(%)	22.29	32.96	27
應收帳款週轉率(%)	55.2	70.51	15.76
負債比率(%)	66.3	69.17	71
稅後股東權益報酬率(%)	4.81	1.52	0.85

資料來源：CMoney · JS 預估

現金流量表

單位：百萬元	2016	2017	1Q18
繼續營業單位稅前損益	1,397	419	216
折舊及攤提費用	3,964	3,958	990
利息費用	1,166	1,331	386
股利收入	--	--	--
權益法認列關聯企業損益	262	29	7
處分不動產、廠房及設備	-27	44	0
處分權益法之投資損益	--	--	--
未實現外幣兌換損益	-11	0	--
應收帳款增減	-72	-27	-23
存貨增減	-28	-15	-36
應付帳款增減	28	71	28
營業活動現金流量	5,450	4,644	1,289
公允價值衡量金融資產增減	0	0	--
攤銷成本衡量金融資產增減	0	0	--
權益法長期股權投資增減	-400	0	--
取得不動產、廠房及設備	-321	-871	-125
處分不動產、廠房及設備	955	132	0
投資活動現金流量	-8,347	-9,978	-2,503
短期借款增減	-23	567	-111
長期借款增減	986	6,070	163
公司債發行	0	1,169	--
公司債償還	0	-2,326	0
現金增資	1,117	741	--
發放現金股利	-1,286	-557	--
庫藏股票增減	0	0	--
籌資活動現金流量	1,892	5,530	821
淨現金流量	-861	165	-497

資料來源：CMoney · JS 預估

2018年6月12日

免責聲明

本研究報告僅供本公司特定客戶參考。
客戶進行投資決策時，應審慎考量本身之需求、投資風險及風險承受度，並就投資結果自行負責，本公司不作任何獲利保證，亦不就投資損害負任何法律責任。
本研究報告內容取材自本公司認可之來源，但不保證其完整性及精確性；該報告所載財務資料、預估及意見，係本公司於特定日期就現有資訊所做之專業判斷，嗣後變更時，本公司將不做預告或更新；本研究報告內容僅供參考，有未盡完善之處，本公司恕不負責。
非經本公司同意，不得將本研究報告內容複製、轉載或以其他方式提供予其他第三人。

投資評等說明

評等	定義
強力買進	六個月內潛在報酬率 40%以上
買進	六個月內潛在報酬率 15%以上~未達 40%
持有	六個月內潛在報酬率 7%以上~未達 15%
中立	六個月內潛在報酬率未達 7% 近期股價將呈持平走勢 無法由基本面給予合理評等
買進轉中立	建議降低持股