

航運產業

貨櫃報價：SCFI 指數 MTD-7%，四大航線續跌

散裝報價：BDI 指數 MTD-55.4%，傳統淡季受疫情干擾

航空報價：BAI 指數 MTD-14.9%，傳統淡季，供需惡化

維持貨櫃、散裝和航空產業個股評等

貨櫃航運市場：SCFI 指數 MTD-7%，四大航線續跌

上海出口集裝箱運價指數 (SCFI) 1月20日為 1,030 點，MTD-7%，四大航線續跌。

- 三大航線力部分：截至 1/27 日，跨大西洋線 16.8 萬 TEU，MTD -0.51%；跨太平洋線 54.2 萬 TEU，MTD -0.55%；歐亞線 42.6 萬 TEU，MTD +2.87%；其他區域線 2533 萬 TEU，MTD +0.04%，歐亞線運力於月初換約後逐步回升，惟運價仍出現較大跌幅，恐因供過於求出現削價競爭狀況。
  - 美國多式聯運(內陸運輸)：截至 1/21 日為 23.6 萬車，WoW-2%，YoY-6.7%，累積年度 YoY-8.4%，運量處同期新低。
  - 12 月全球主要港口吞吐量：中國上海港吞吐量為 410 萬 TEU，MoM+0%，YoY+3%，係因為傳統歐美出貨旺季；惟美西兩大港口吞吐量合計為 127.2 萬 TEU，MoM+4%，YoY-17%，續創同期新低，進口空箱比率 3.86% (疫前均值為 2.6%)，續創同期新高，整體實質需求仍相對疲弱。
  - 近期主要事件：2M 聯盟宣布將於 2025 年終止協議，係因全球前兩大航商 MSC 與 Maersk 疫後策略佈局分化，MSC 持續增加船舶佈局，Maersk 則擴增海陸空物流運輸領域，2M 聯盟運力佔全球約 30%，對短期市況影響不大，惟聯盟終止協議，中長期兩大航商為維持貨載量價格戰可能性升溫。
- 展望後市，因多數航線已處虧損營運，主支線運價處谷底震盪，需求復甦為農曆年後關注焦點，惟市況不佳且歐洲線換約影響大型航商 1Q23 營運，航商恐進行價格戰搶食市佔，並以港務、吊櫃等理貨費用彌補營運虧損，加計中長期 2023-24 年運力高個位數投放，市況供需不佳，故元富維持對貨櫃產業中立建議。

Equity / Taiwan

2023/01/30

楊智翔 Shawn Yang

Non-Tech Research Analyst

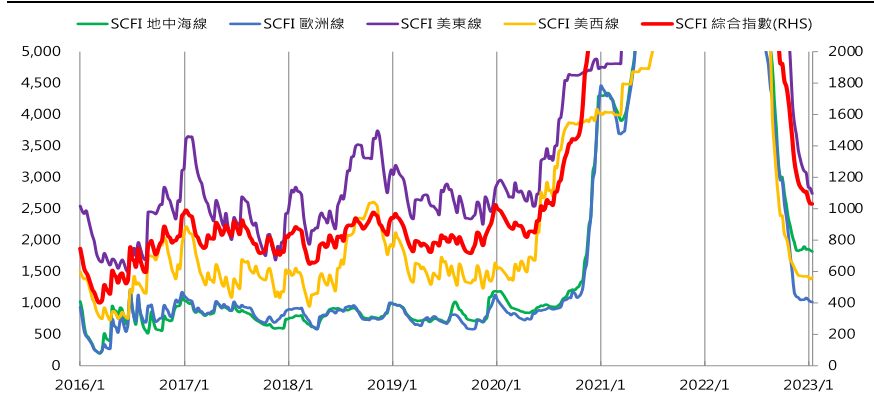
shawnyang@masterlink.com.tw

SCFI 指數 MTD-7%，四大航線續跌。三大航線運力部分，大西洋與太平洋運力谷底震盪，歐亞線運力於月初換約後逐步回升，惟運價仍出現較大跌幅，恐因供過於求出現削價競爭狀況。展望後市，因多數航線已處虧損營運，需求復甦為農曆年後關注焦點，惟市況不佳且歐洲線換約影響大型航商 1Q23 營運，航商恐進行價格戰搶食市佔，並以港務、吊櫃等理貨費用彌補營運虧損，加計中長期 2023-24 年運力高個位數投放，供需持續惡化

元富預估長榮(2603) 22/23 年稅後 EPS 130.43 元/25.27 元，維持中立評等，目標價 140 元(0.4x2023PBR)；預估陽明(2609) 22/23 年稅後 EPS 54.96 元/3.67 元，維持中立評等，目標價 60 元(0.5x2023PBR)；預估萬海(2615) 22/23 年稅後 EPS 36.52 元/3.33 元，維持中立評等，目標價 70 元(0.8x2023PBR)。

Exhibit 1. SCFI 報價走勢

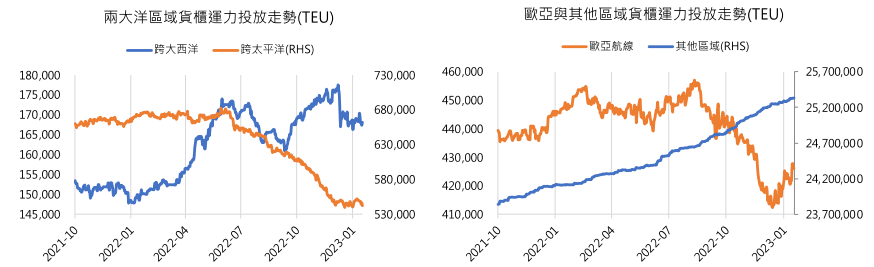
產品	航運報價					
	最新報價(美元/TEU)			漲跌幅(%)		
	2023/1/20	WoW	MTD	QTD	YoY	YTD
SCFI 綜合指數	1030	(0.2)	(7.0)	(7.0)	(79.6)	(7.0)
SCFI 美東均價 (美元-40呎)	2738	(3.1)	(10.7)	(10.7)	(75.8)	(10.7)
SCFI 美西均價 (美元-40呎)	1403	1.8	(1.4)	(1.4)	(82.4)	(1.4)
SCFI 地中海均價 (美元-20呎)	1816	(1.1)	(1.8)	(1.8)	(75.9)	(1.8)
SCFI 歐洲均價 (美元-20呎)	1014	(0.6)	(5.9)	(5.9)	(87.0)	(5.9)



Sources : 上海行交所、MasterLink

■ Exhibit 2. 各航線運力投放趨勢

區域	TEU		漲跌幅(%)		
	2023/1/27	WoW	MTD	QTD	YTD
全球	26,468,513	0.03	0.35	0.35	0.35
跨大西洋	168,133	(0.08)	(0.51)	(0.51)	(0.51)
跨太平洋	542,370	(1.37)	(0.55)	(0.46)	(0.55)
歐亞航線	426,170	1.26	2.87	2.89	2.87
其他區域	25,331,840	0.04	0.34	0.33	0.34

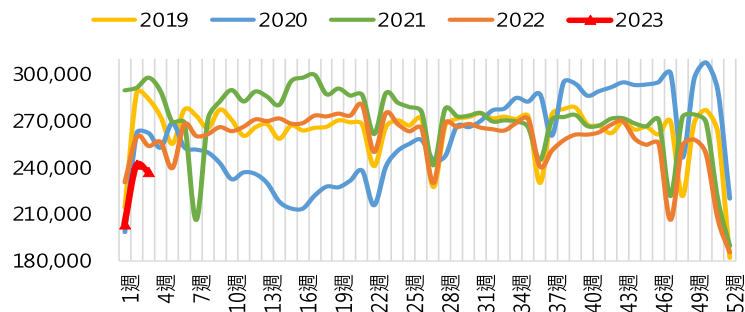


Sources : Alphaliner、MasterLink

■ Exhibit 3. 美國多式聯運車載量

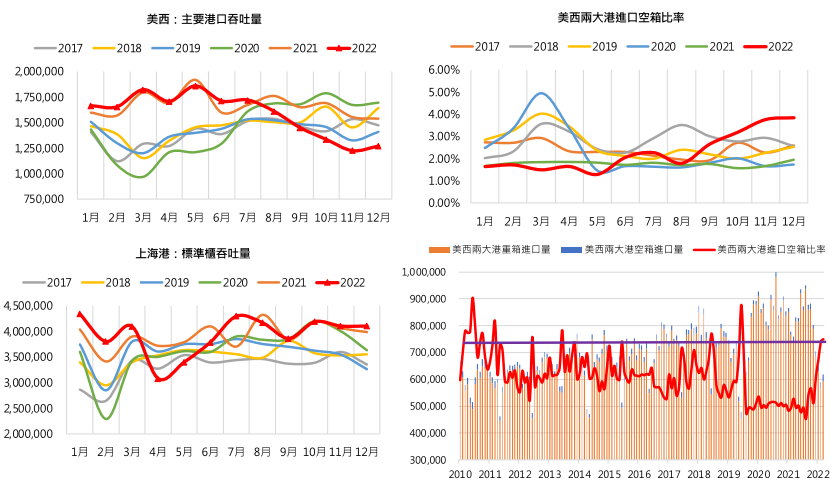
品項	最新車載量	漲跌幅(%)		年度累計車	年度累計車
	2023/1/21	WoW	YoY	載量	載量YoY
鐵路運輸運車載量(車)	230,545	(5.6)	3.2	687,678	0.0
化學	31,038	(2.4)	(8.8)	90,187	(11.9)
煤炭	68,675	(1.1)	3.6	202,009	6.8
農產(排除穀物和食物)	16,979	(0.6)	7.3	49,491	4.0
林業製品	9,065	(1.9)	(8.1)	26,883	(8.9)
穀物	22,015	(21.4)	(5.3)	72,112	3.7
金屬礦物	19,583	(15.6)	(2.6)	63,094	2.1
汽車與零組件	13,166	(9.6)	21.4	39,480	16.2
非金屬礦物	31,264	2.9	23.3	88,034	12.4
石油和石油產品	10,586	(3.0)	10.2	31,618	11.8
其他	8,174	(14.7)	(0.2)	24,770	(6.6)
多式聯運貨櫃車載量(車)	236,940	(2.0)	(6.7)	682,296	(8.4)
總運輸車載量(車)	467,485	(3.8)	(2.1)	1,369,974	(3.0)

多式聯運車載量



Sources : AAR、MasterLink

Exhibit 4. 12月美西主要港口與上海港吞吐量同期水準



Sources : POLA、POLB、Wind、MasterLink

**散裝航運市場：BDI 指數 MTD-55.4%，係因進入傳統淡季且需求受疫情干擾**

散裝航運市場，波羅的海乾貨船綜合指數 ( BDI ) 1 月 27 日為 676 點，

MTD-55.4%，係因進入傳統淡季且中國需求受疫情干擾。各大宗品項部分：

- 鐵礦砂市場：截至第 3 週，澳洲與巴西鐵礦砂發貨量合計為 1969 萬噸(澳洲 1617 萬噸/巴西 352 萬噸，累計發貨量澳洲與巴西 YoY 為-2.2%與 +12.7%)，WoW-6.1%，YoY-5%，累積 YTD-1%，巴西發貨量增長，惟澳洲受缺工影響發貨量放緩，整體中國需求復甦仍待觀察。
- 穀物市場：中國公告 12 月穀物進口量，黃小玉進口量合計達 1250 萬噸，MoM+37.4%、YoY+12%，累計年度 YoY-9.6%，其中大豆進口量 YoY+19%；玉米進口量 YoY-35%；小麥進口量 YoY+15%，整體進口量於年底復甦，惟中國 2023 年大豆與玉米預估產量續創新高，對海外穀物進口需求影響仍待觀察，主要影響中小型船舶市況。
- 油運市場：截至 1/27 日俄國原油海運出口量達每日 297 萬桶，WoW-21.6%，YoY+1.4%，原油限價對俄國原油出口影響有限，係因當前烏拉爾原油價格低於限價每桶 60 美元水準，雖近期 VLCC 運價因農曆年節需求放緩回落，然整體保持高檔，2/5 日歐美將實施俄國成品油油運制裁，對油運後續市場影響待觀察。

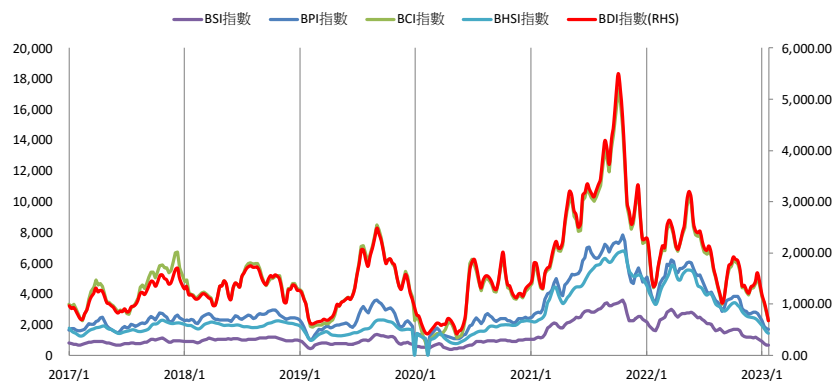
**BDI 指數 MTD-55.4%，係因係因進入傳統淡季且中國需求受疫情干擾，海岬型運價顯著放緩。產業面市況，原油(VLCC) > 鐵礦石(海岬型) > 煤炭(巴拿馬型) > 穀物與小綜散貨(中小型)。展望後市，散裝產業進入傳統淡季，關注中國農曆年後需求復甦與 2/5 日歐美成品油禁運制裁影響**

展望後市，時序處散裝傳統淡季，南半球受雨季影響與北半球冬季休耕時節，當前整體經濟動能放緩，各船型需求相對疲弱，中國解封是否提振乾散貨需求仍待觀察，然油運市場受惠歐美制裁俄油影響，延段海里數顯著增長，元富維持對散裝產業相關個股建議。

元富預估慧洋-KY(2637) 22/23 年稅後 EPS 14.02 元/6.88 元，維持中立評等，目標價 63 元(0.9x2023PBR)；預估裕民(2606) 22/23 年稅後 EPS 5.76 元/6.97 元，維持中立評等，目標價 45 元(1x2023PBR)；預估新興(2605) 22/23 年稅後 EPS 0.11 元/0.54 元，評等買進，目標價 22 元(0.9x2023PBR)。

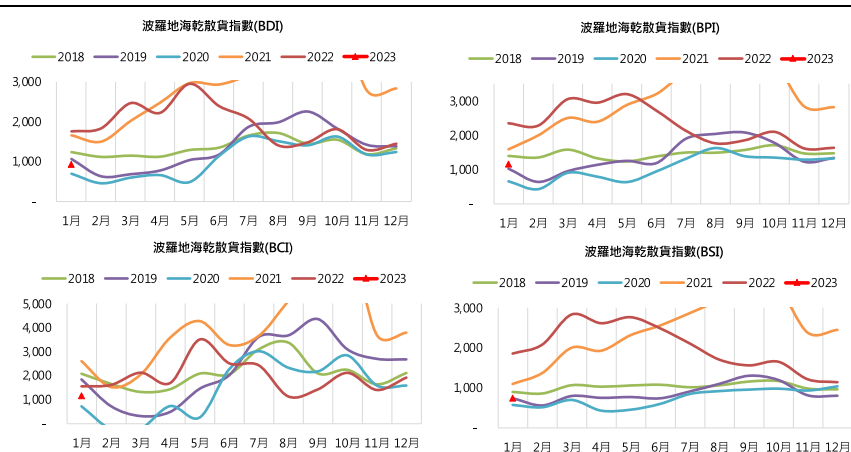
■ Exhibit 5：波羅的海散裝運價指數報價走勢

產品	散裝報價					
	最新報價 2023/1/27	WoW	MTD	QTD	YoY	YTD
BDI指數	676	(11.4)	(55.4)	(55.4)	(51.0)	(55.4)
BPI指數	1054	(0.6)	(31.3)	(31.3)	(42.7)	(31.3)
BCI指數	534	(32.1)	(76.4)	(76.4)	(50.3)	(76.4)
散裝指數	650	(0.3)	(38.8)	(38.8)	(59.3)	(38.8)
BHSI指數	431	(2.3)	(35.0)	(35.0)	(57.4)	(35.0)
BCTI指數	659	(7.8)	(69.1)	(69.1)	19.0	(69.1)
BDTI指數	1323	(6.5)	(29.4)	(29.4)	92.6	(29.4)



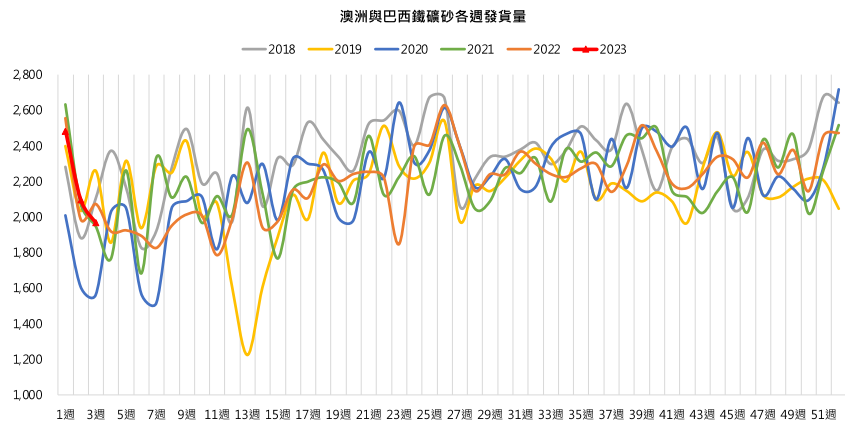
Sources : Baltic Exchange、MasterLink

■ Exhibit 6. 波羅的海散裝運價四大指數同期走勢



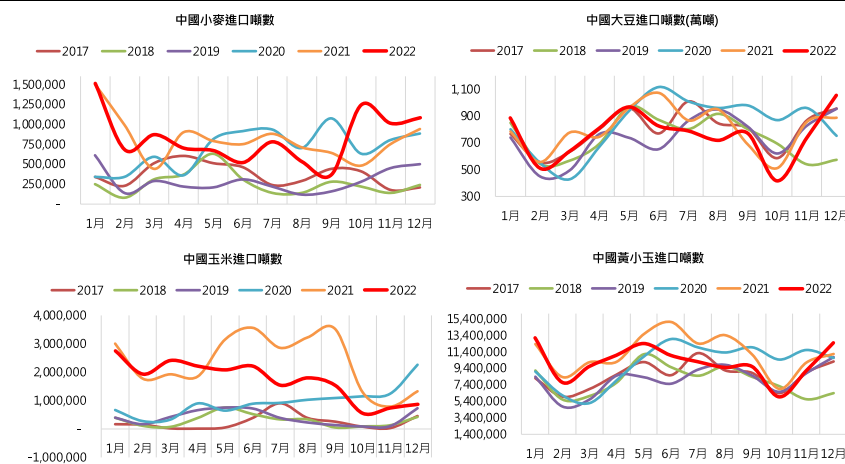
Sources : Baltic Exchange、MasterLink

Exhibit 7：澳洲與巴西鐵礦砂發貨量同期比較



Sources : Wind、MasterLink

Exhibit 8：中國黃小玉 12 月份進口噸數



Sources : Wind、MasterLink

**BAI 指數 MTD-14.9%**，係因航空貨運進入傳統淡季，供需轉趨惡化下，運價後市承壓；客運部分，亞洲全面解封，且恰逢旅遊旺季，國籍航空客運動能顯著復甦有望抵銷貨收下行風險

**航空航運市場：BAI 指數 MTD-14.9%· 進入傳統淡季· 供需轉趨惡化**

航空市場部分，波羅的海空運運價指數(BAI)1月23日為2,604點·MTD-14.9%·係因航空貨運進入傳統淡季，供需轉趨惡化下，運價後市承壓。航空燃油部分，截至1/21日新加坡航空燃油為每桶118.2美元，MTD+1.1%，燃油價格波動趨緩。產業本月狀況：

- 國際部分：IATA11月份客貨運運輸報告，1)客運部分，國際客座率80.9%，整體仍處供不應求，國際 RPK (運能)與國際 ASK(運力)緩步復甦，兩者較2019年同期水準分別為-26.3%與-26.8%水準(10月-27.9%與-28.6%水準)。2)貨運部分，國際裝載率54.2%，歐美線微幅復甦，亞洲線持續放緩，國際CTK(運量)較2019年同期-10.7%(10月為-5.6%)，國際ACTK(運能)較2019年同期-7.9%(10月為-6.9%)，運力隨亞洲區域開放機腹艙運力投放增加，供需持續惡化。
- 國內部分：1)國籍航空12月營收細項部分，貨收旺季不旺，量穩價跌，然價格仍為疫前80-95%水準；客收報復性復甦，維持高雙位數復甦，客載率穩步攀高，且因進入傳統旺季，供需吃緊下，票價高檔止跌回升，長榮航票價為疫前+22%水準，客運運能復甦至疫情前74%水準；華航票價

本刊載之報告為元富投顧於特定日期之分析，已力求陳述內容之可靠性，純屬研究性質，僅作參考，使用者應明瞭內容之時效性，審慎考量投資風險，並就投資結果自行負責。報告著作權屬元富投顧所有，禁止任何形式之抄襲、引用或轉載。

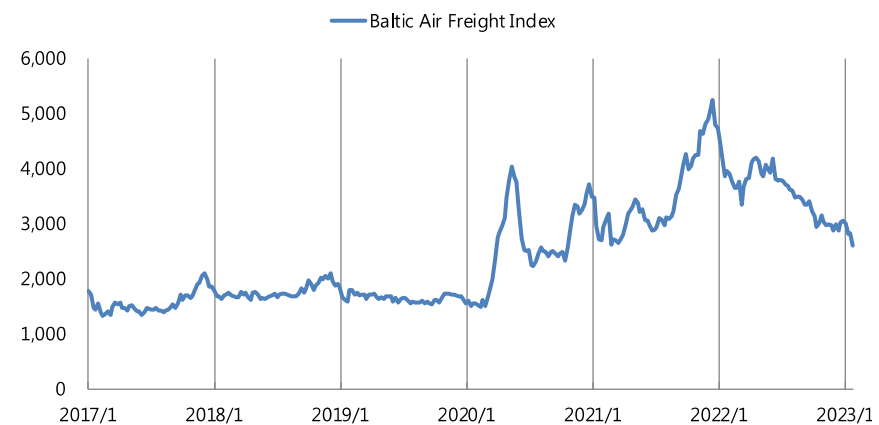
為疫前+35%，客運運能復甦至疫前 62%水準。2) 桃機預估春節疏運期間客運量將達 88 萬人次，春節期間平均每日客運量為 7 萬人次，YoY+2700%，顯著復甦至疫前 6 成水準( 2019 年春節期間平均每日客運量為 12.3 萬人次)，客運有望呈價穩量增格局。

展望後市，亞洲疫後邊境解封，迎傳統旅遊旺季，客運有望顯著復甦，故元富維持航空產業相關個股建議。

元富預估華航(2610) 22/23 年稅後 EPS 0.57 元/0.22 元，維持買進建議，目標價 21 元(1.8x2023PBR)；預估長榮航(2618) 22/23 年稅後 EPS1.39 元/1.48 元，維持買進建議，目標價 35 元(1.8x2023PBR)。

■ Exhibit 9.TAC 空運運價走勢

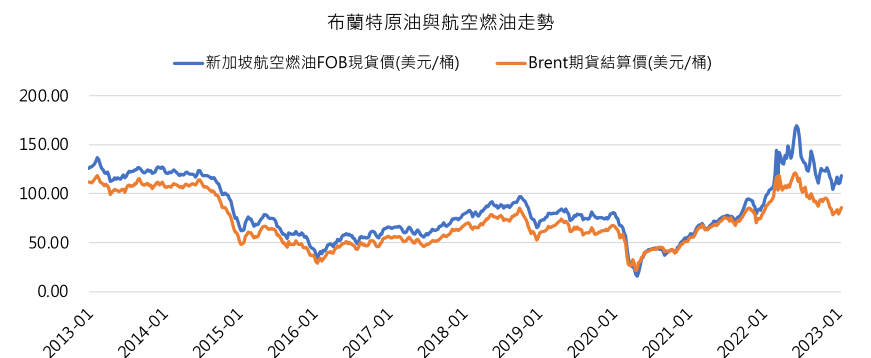
產品	空運報價					
	最新報價 2023/1/23	WoW	MTD	漲跌幅(%) QTD	YoY	YTD
波羅的海-空運運價指數	2604	(7.8)	(14.9)	(14.9)	(34.1)	(14.9)



Sources : Baltic Exchange 、 MasterLink

■ Exhibit 10. 航空燃油與原油報價走勢

產品	燃料油報價					
	最新報價 2023/1/21	WoW	MTD	漲跌幅(%) QTD	YoY	YTD
新加坡高流油180 FOB現貨價(美元/噸)	400.6	6.6	0.9	3.8	(19.9)	0.9
新加坡高流油360 FOB現貨價(美元/噸)	386.2	8.1	2.8	6.2	(20.1)	2.8
新加坡低流0.5% 現貨價(美元/噸)	650.8	9.1	6.6	8.2	(5.0)	6.6
新加坡航空燃油FOB現貨價(美元/桶)	118.2	6.2	1.1	6.7	20.1	1.1
Brent期貨結算價(美元/桶)	85.8	4.2	2.3	5.5	(2.2)	2.3



Sources :Wind 、 MasterLink

■ Exhibit 11. 國籍航空 12 月營收細項

國籍航空客貨運細項						
客貨運細項(mn.)		最新報價			恢復至疫前水準or增減幅度	
		2022/12	MoM	YoY		
華航 (2610)	客運	客運營收	5404	64.4	1452.9	
		客運運力(ASK)	2851	23.3	670.5	62%
		客運運量(RPK)	1837	55.8	2911.5	49%
		客運單位收益	2.94	5.5	(48.4)	35%
		客載率(%)	64.4%			
	貨運	貨運營收	7196	(5.4)	(53.3)	
		貨運運力(FATK)	670	1.2	(23.1)	94%
		貨運運量(FRTK)	499	4.8	(25.6)	102%
		貨運單位收益	14.42	(9.7)	(37.2)	81%
		貨載率(%)	74.5%			
長榮航 (2618)	客運	客運營收	8104	42.7	1338.8	
		客運運力(ASK)	4021	16.4	631.8	74%
		客運運量(RPK)	3165	24.4	2997.7	72%
		客運單位收益	2.56	14.6	(53.6)	22%
		客載率(%)	78.7%			
	貨運	貨運營收	5119	(4.6)	(53.4)	
		貨運運力(FATK)	456	3.7	(3.8)	115%
		貨運運量(FRTK)	354	2.8	(19.0)	115%
		貨運單位收益	14.46	(7.1)	(42.5)	95%
		貨載率(%)	77.6%			

Sources :長榮航、華航、MasterLink