

研究員：薛雅月 rita.hsueh@capital.com.tw

前日收盤價 43.50 元

目標價

3 個月 57 元

12 個月 57 元

中航(2612 TT)

Buy

近期報告日期、評等及前日股價

10/20/2023	Neutral	43.35
09/20/2023	到價	
09/08/2023	Buy	40.00

公司基本資訊

目前股本(百萬元)	1,975
市值(億元)	86
目前每股淨值(元)	61.15
外資持股比(%)	2.84
投信持股比(%)	0.91
董監持股比(%)	27.35
融資餘額(張)	2,641
現金股息配發率(F)(%)	126.54

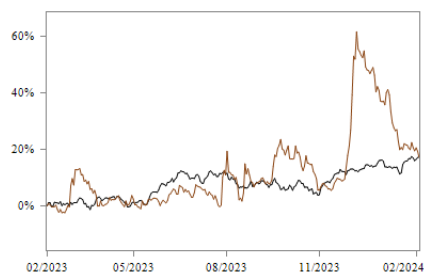
產品組合



■ 海運運費收入: 64.46%
■ 陸運運費收入: 24.40%
■ 倉儲物流收入: 11.14%

股價相對大盤走勢

— 2612 — TWSE



產業結構轉佳有利船舶換約表現，投資建議上調至 Buy。

投資建議：考量 BDI 指數淡季不淡，散裝產業結構逐趨健康有利支撐運價中長期走勢，加上目前評價處於區間中下緣，故上調中航投資建議至 Buy，目標價 57 元。

春節期間 BDI 指數淡季不淡：觀察 2011~2023 年期間 BDI 指數各季度表現可知，近 13 年來 BDI 指數的 1Q 均值僅有兩次非全年四個季度低點。然而，今(2024)年春節期間巴西降雨較少，加上散裝市場近年來新船運力增速逐年放緩、供給結構趨於健康，為運價指數帶來支撐，封關期間(02/05/2024~02/13/2024)BDI 指數逆勢上漲 10.4%，BDI 指數走勢淡季不淡。中長期而言，由於散裝市場新船訂單持續處於歷史低檔，船舶運力供給增速將低位運行；另環保法規趨嚴加上船齡逐年增長，未來拆船量有望回升。整體而言，市場拆船量、新船下水量一增一減之下，散裝市場淨增運力將呈下滑，有望支撐中長期運價走勢。

預估 2024 年稅後 EPS 2.23 元，營運前低後高：中航目前旗下共 12 艘海岬型船舶，2024 年預計仍有 2 艘新船交船計畫。3Q23 中國冠軍輪加入營運，租金同樣為 2 萬美元/日以上並高於日營運成本，另光輝、鴻運及和諧於 3Q23 進行換約，其中光輝及和諧新約價格與舊約租金相當，而鴻運新約價格則是較舊約下滑；中航 3Q23 稅後獲利 0.65 億元，QoQ+27.68%，稅後 EPS 0.33 元。4Q23 有 3 艘船舶面臨換約，由於舊約租金較低，加上海岬型船舶現貨租金上漲，故新約租金皆較舊約為高，預估中航 4Q23 稅後獲利 0.7 億元，QoQ+8.43%，稅後 EPS 0.36 元。預估中航 2023 年稅後獲利 3.59 億元，YoY-53.14%，稅後 EPS 1.82 元，獲利衰退主因在於 2023 年部分船舶高價合約到期後降租，營運因而承壓。

展望 2024 年，由於散裝市場新增運能持續減少，產業結構有望逐年改善，有利公司船舶換約表現，加上公司預計有 2 艘新船將於 1H24 下水，新船加入對營運亦呈正向貢獻；預估中航 2024 年稅後獲利 4.41 億元，YoY+22.91%，稅後 EPS 2.23 元，營運將呈前低後高。

(百萬元)	2023F	2024F	2025F	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23F	1Q24F	2Q24F	3Q24F	4Q24F
營業收入淨額	4,008	4,754	5,336	1,052	929	981	1,045	1,053	1,066	1,143	1,252	1,292
營業毛利淨額	818	1,075	1,516	295	219	202	193	204	202	245	294	335
營業利益	332	536	928	184	99	84	70	80	75	113	155	194
稅後純益	359	441	762	205	173	51	65	70	63	93	127	159
稅後 EPS(元)	1.82	2.23	3.86	1.04	0.88	0.26	0.33	0.36	0.32	0.47	0.64	0.80
毛利率(%)	20.40%	22.62%	28.41%	27.98%	23.54%	20.58%	18.50%	19.35%	18.99%	21.40%	23.46%	25.88%
營業利益率(%)	8.29%	11.28%	17.39%	17.46%	10.61%	8.55%	6.73%	7.55%	6.99%	9.90%	12.36%	14.98%
稅後純益率(%)	8.95%	9.28%	14.27%	19.47%	18.66%	5.17%	6.19%	6.66%	5.86%	8.12%	10.17%	12.27%
營業收入 YoY/QoQ(%)	-9.11%	18.60%	12.24%	-7.86%	-11.70%	5.56%	6.50%	0.82%	1.23%	7.24%	9.45%	3.27%
稅後純益 YoY/QoQ(%)	-53.14%	22.91%	72.60%	7.06%	-15.37%	-70.78%	27.68%	8.43%	-10.89%	48.50%	37.06%	24.69%

註：稅後純益係指本期淨利歸屬於母公司業主；稅後 EPS 以股本 19.75 億元計算。

公司 ESG 政策：

(一)企業對於因應氣候變遷或溫室氣體管理之策略

中國航運持續從管理措施與硬體設備著手，監測能源效率及減少排放。在海運船舶的管理措施方面，平日即嚴格追蹤及管制能源使用，並強化機件保養，以確保能發揮應有 效率。此外，亦運用氣象導航服務優化航路，節省燃油耗用；而在硬體方面，則積極著手於現成船上 安裝各型節能設備以提升效能。除此之外，公司並積極進行船隊汰舊換新，藉由最新型的高效能機械 與船型設計，大幅度地提升能源效率以減少溫室氣體的排放。不僅如此，本公司近期正著手引進智能 船舶監控系統，藉由持續且有效的監控，掌握船舶能耗與效率，俾儘早採取有效的解決方案。在場區及辦公室方面，除照明等設備更換為節能設備外，也積極鼓勵員工隨手關閉未使用電源、夏季 時控制冷氣最低溫、廢紙回收、垃圾分類、降低廢棄物量及儘可能使用電子文件取代書面資料。

(二)企業溫室氣體排放量減量目標

本公司船隊之減排目標依國際海事組織(IMO)要求逐年減量。以 2019 年排放量為參考基準，制定目標 如下： 1.2023 年至 2026 年：船舶碳強度指標(CII)相較於 2019 年水準每年減量 2%； 2.長期目標則依 IMO 最新要求制訂。

(三)企業溫室氣體排放量減量之預算與計畫

1.持續監測船隊碳排放數據(IMO DCS, EU/UK MRV)。 2.確保船舶機械運轉最佳化、定期保養柴油主機與發電機、更換能耗關鍵性備品、控制耗油率。 3.加裝螺槳導流帽以提昇螺槳推進效率、塢修期間水面下船殼清理並噴塗自動光滑性防污漆減少船 體航行阻力，以節省油耗量。 4.僱用外部專業氣導公司提供最佳航路。 5.引進智能船舶監控系統，掌握船舶能耗與效率 6.逐年採購低碳曳引車以降低碳排放、推廣節能駕駛行為(Eco Driving)、使用節能設備減少能源 消耗、開發電動曳引車。 7.落實垃圾分類，資源回收再生。

(四)企業產品或服務帶給客戶或消費者之減碳效果

在海運方面，本公司藉由在各項軟硬體的努力與投入，將有效提升所有船舶的能源效率，直接對節能 減碳作出有力的貢獻，自然也間接降低了所有客戶在其供應鏈上的碳排放量。預計每年將可減少約 15,000 噸的碳排放量。在貨櫃運輸方面，近年持續購置六期曳引車及電動曳引車，2022 年較 2021 年油耗節省約 10%。在倉儲方面，則透過汰舊換新作業機具、使用節能設備、廠內照明設備改用 LED 節能燈具及事業廢棄 物回收再利用等方式有效降低碳排放量。

中航現有船隊共 12 艘，以海岬型船舶為主：

中航目前旗下共 12 艘海岬型船舶(表一)，其中中華興業輪為 03/2023 下水，中華冠軍輪為 06/2023 下水；2024 年預計仍有 2 艘新船交船計畫。

表一、中航船隊資訊

船名	船型	載重噸(萬噸)
中華和平	海岬型船舶	17.4
中華富進	海岬型船舶	17.4
中華榮耀	海岬型船舶	17.7
中華光輝	海岬型船舶	20.3
中華鴻運	海岬型船舶	20.3
中華先鋒	海岬型船舶	20.6
中華偉運	海岬型船舶	20.6
中華和諧	海岬型船舶	17.9
中華偉業	海岬型船舶	20.8
中華名望	海岬型船舶	18
中華興業	海岬型船舶	21
中華冠軍	海岬型船舶	21

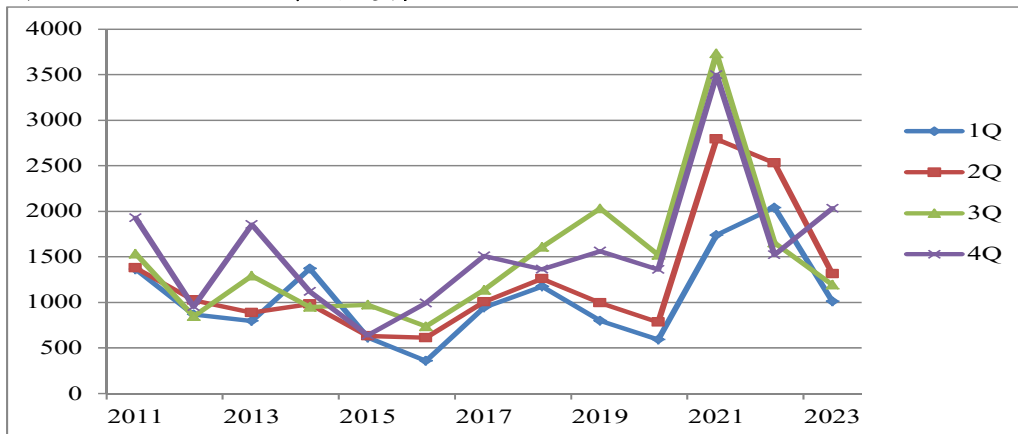
資料來源：群益投顧彙整

春節期間 BDI 指數淡季不淡：

農曆春節因下游停產停工導致貿易活動呈現放緩，加上適逢巴西降雨季節停止出貨，通常為 BDI 指數走跌壓力最大的期間；觀察 2011~2023 年期間 BDI 指數各季度表現(圖一)可知，近 13 年來 BDI 指數的 1Q 均值僅有兩次非全年四個季度低點。然而，今(2024)年春節期間巴西降雨較少，加上散裝市場近年來新船運力增速逐年放緩、供給結構趨於健康，為運價指數帶來支撐，封關期間(02/05/2024~02/13/2024)BDI 指數逆勢上漲 10.4%，BDI 指數走勢淡季不淡。

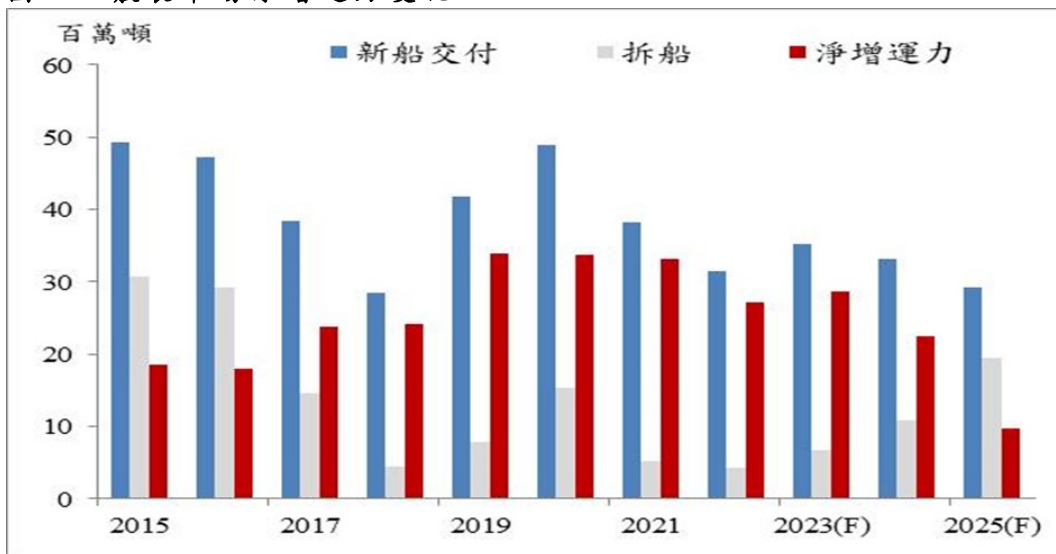
中長期而言，由於散裝市場新船訂單持續處於歷史低檔，船舶運力供給增速將低位運行；另環保法規趨嚴加上船齡逐年增長，未來拆船量有望回升。整體而言，市場拆船量、新船下水量一增一減之下，散裝市場淨增運力將呈下滑(圖二)，有望支撐中長期運價走勢。

圖一、BDI 指數四季度走勢



資料來源：群益投顧彙整

圖二、散裝市場淨增運力變化



資料來源：群益投顧彙整

預估 2023 年稅後 EPS 1.82 元：

1Q23 因需求淡季導致海岬型運價回落，中航在手船舶約有 3 艘進行換約，換約後租金下滑導致營收呈現季減，另業外認列金融資產評價利益，中航 1Q23 稅後獲利 1.73 億元，稅後 EPS 0.88 元。

2Q23 中華興業輪交船，此艘海岬型船舶合約為三年，租金約 2 萬美元/日以上、高於日營運成本。因前季合約降價效應全面反映，加上所得稅費用增加，2Q23 稅後獲利 0.51 億元，QoQ-70.78%，稅後 EPS 0.26 元。

3Q23 中國冠軍輪加入營運，租金同樣為 2 萬美元/日以上並高於日營運成本；船舶合約方面，光輝、鴻運及和諧於 3Q23 進行換約，其中光輝及和諧新約價格與舊約租金相當，而鴻運新約價格則是較舊約下滑；中航 3Q23 稅後獲利 0.65 億元，QoQ+27.68%，稅後 EPS 0.33 元。

4Q23 有 3 艘船舶面臨換約，由於舊約租金較低，加上海岬型船舶現貨租金上漲，故新約租金皆較舊約為高，預估中航 4Q23 稅後獲利 0.7 億元，QoQ+8.43%，稅後 EPS 0.36 元。

綜上所述，預估中航 2023 年稅後獲利 3.59 億元，YoY-53.14%，稅後 EPS 1.82 元，獲利衰退主因在於 2023 年部分船舶高價合約到期後降租，營運因而承壓。

2024 年仍有新船下水，營運將呈前低後高：

展望 2024 年，由於散裝市場新增運能持續減少，產業結構有望逐年改善，有利公司船舶換約表現，加上公司預計有 2 艘新船將於 1H24 下水，新船加入對營運亦呈正向貢獻；預估中航 2024 年稅後獲利 4.41 億元，YoY+22.91%，稅後 EPS 2.23 元，營運將呈前低後高。

投資建議：

投資建議方面，考量 BDI 指數淡季不淡，散裝產業結構逐趨健康有利支撐運價中長期走勢，故上調中航投資建議至 Buy，目標價 57 元。

Forward PB Band



資料來源：CMoney，群益預估彙整

2024 年 2 月 14 日

資產負債表

(百萬元)	2021	2022	2023F	2024F	2025F
資產總計	19,078	20,451	21,494	21,824	21,681
流動資產	4,409	4,974	4,923	5,881	7,800
現金及約當現金	3,057	3,989	3,697	4,567	5,966
應收帳款與票據	346	295	320	409	410
存貨	17	22	21	29	22
採權益法之投資	588	636	1,069	820	2
不動產、廠房設備	12,261	13,875	13,875	13,875	13,875
負債總計	8,650	8,799	9,684	10,027	9,636
流動負債	3,221	3,290	3,907	4,559	6,000
應付帳款及票據	240	172	230	234	248
非流動負債	5,429	5,509	5,719	5,407	3,560
權益總計	10,428	11,652	11,810	11,797	12,045
普通股股本	1,975	1,975	1,975	1,975	1,975
保留盈餘	9,317	9,567	9,725	9,712	9,960
母公司業主權益	10,411	11,642	11,803	11,790	12,038
負債及權益總計	19,078	20,451	21,494	21,824	21,681

損益表

(百萬元)	2021	2022	2023F	2024F	2025F
營業收入淨額	3,554	4,410	4,008	4,754	5,336
營業成本	2,779	3,025	3,191	3,679	3,820
營業毛利淨額	774	1,385	818	1,075	1,516
營業費用	420	456	485	539	588
營業利益	354	929	332	536	928
EBITDA	2,091	1,928	1,332	1,536	1,928
業外收入及支出	759	-88	113	-17	-32
稅前純益	1,113	841	446	519	896
所得稅	82	83	90	78	134
稅後純益	1,041	766	359	441	762
稅後 EPS(元)	5.27	3.88	1.82	2.23	3.86
完全稀釋 EPS**	5.27	3.88	1.82	2.23	3.86

註 1：稅後純益係指本期淨利歸屬於母公司業主。

註 2：稅後 EPS 以股本 19.75【最新股本】億元計算

註 3：完全稀釋 EPS 以股本 19.75 億元計算

比率分析

(百萬元)	2021	2022	2023F	2024F	2025F
-------	------	------	-------	-------	-------

成長力分析(%)

營業收入淨額	13.45%	24.09%	-9.11%	18.60%	12.24%
營業毛利淨額	41.43%	78.89%	-40.97%	31.50%	40.98%
營業利益	123.29%	162.50%	-64.23%	61.30%	73.10%
稅後純益	216.26%	-26.38%	-53.14%	22.91%	72.60%

獲利能力分析(%)

毛利率	21.79%	31.41%	20.40%	22.62%	28.41%
EBITDA(%)	58.84%	43.73%	33.24%	32.31%	36.13%
營益率	9.96%	21.07%	8.29%	11.28%	17.39%
稅後純益率	29.28%	17.37%	8.95%	9.28%	14.27%
總資產報酬率	5.45%	3.75%	1.67%	2.02%	3.51%
股東權益報酬率	9.98%	6.57%	3.04%	3.74%	6.32%

償債能力檢視

負債比率(%)	45.34%	43.03%	45.05%	45.95%	44.44%
負債/淨值比(%)	82.95%	75.52%	82.00%	85.00%	80.00%
流動比率(%)	136.85%	151.17%	126.00%	129.00%	130.00%

其他比率分析

存貨天數	2.14	2.34	2.44	2.44	2.44
應收帳款天數	33.06	26.51	28.00	28.00	28.00

現金流量表

(百萬元)	2021	2022	2023F	2024F	2025F
營業活動現金	1,135	1,943	43,253	2,096	2,858
稅前純益	1,113	841	446	519	896
折舊及攤銷	889	983	42,431	1,013	1,041
營運資金變動	25	-22	34	-93	20
其他營運現金	-892	141	342	657	902
投資活動現金	-271	-594	-937	100	965
資本支出淨額	-1,058	-1,341	-272	-273	-274
長期投資變動	949	621	-5	-5	-5
其他投資現金	-161	126	-660	378	1,244
籌資活動現金	-1,585	-669	-42,608	-1,326	-2,423
長借/公司債變動	-2,490	-531	210	-312	-1,846
現金增資	0	0	0	0	0
發放現金股利	-316	-529	-197	-454	-513
其他籌資現金	1,221	391	-42,620	-560	-63
淨現金流量	-757	932	-292	870	1,399
期初現金	3,814	3,057	3,989	3,697	4,567
期末現金	3,057	3,989	3,697	4,567	5,966

資料來源：CMoney、群益

2024 年 2 月 14 日

季度損益表

(百萬元)	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23F	1Q24F	2Q24F	3Q24F	4Q24F	1Q25F	2Q25F
營業收入淨額	1,142	1,052	929	981	1,045	1,053	1,066	1,143	1,252	1,292	1,310	1,317
營業成本	781	758	711	779	852	850	864	899	958	958	952	952
營業毛利淨額	361	295	219	202	193	204	202	245	294	335	358	365
營業費用	118	111	120	118	123	124	128	132	139	141	148	145
營業利益	244	184	99	84	70	80	75	113	155	194	210	220
業外收入及支出	-38	40	84	13	14	3	-1	-4	-5	-7	-8	-8
稅前純益	206	223	183	96	84	83	74	109	150	187	202	212
所得稅	16	21	11	47	19	12	11	16	22	28	30	32
稅後純益	191	205	173	51	65	70	63	93	127	159	172	180
最新股本	1,975	1,975	1,975	1,975	1,975	1,975	1,975	1,975	1,975	1,975	1,975	1,975
稅後EPS(元)	0.97	1.04	0.88	0.26	0.33	0.36	0.32	0.47	0.64	0.80	0.87	0.91

獲利能力(%)

毛利率(%)	31.61%	27.98%	23.54%	20.58%	18.50%	19.35%	18.99%	21.40%	23.46%	25.88%	27.35%	27.72%
營業利益率(%)	21.32%	17.46%	10.61%	8.55%	6.73%	7.55%	6.99%	9.90%	12.36%	14.98%	16.05%	16.72%
稅後純益率(%)	16.76%	19.47%	18.66%	5.17%	6.19%	6.66%	5.86%	8.12%	10.17%	12.27%	13.13%	13.70%

QoQ(%)

營業收入淨額	-5.50%	-7.86%	-11.70%	5.56%	6.50%	0.82%	1.23%	7.24%	9.45%	3.27%	1.37%	0.51%
營業利益	-27.39%	-24.56%	-46.31%	-15.00%	-16.10%	13.07%	-6.28%	51.87%	36.63%	25.19%	8.62%	4.71%
稅前純益	7.22%	8.59%	-18.12%	-47.33%	-12.97%	-1.58%	-10.90%	48.50%	37.06%	24.69%	8.41%	4.89%
稅後純益	4.28%	7.06%	-15.37%	-70.78%	27.68%	8.43%	-10.89%	48.50%	37.06%	24.69%	8.41%	4.89%

YoY(%)

營業收入淨額	20.94%	4.30%	-7.68%	-18.83%	-8.53%	0.08%	14.74%	16.56%	19.80%	22.70%	22.87%	15.17%
營業利益	69.04%	4.92%	-40.77%	-75.00%	-71.12%	-56.71%	-24.43%	35.03%	119.91%	143.47%	182.18%	94.55%
稅前純益	N.A	-22.95%	-16.95%	-49.78%	-59.24%	-63.05%	-59.80%	13.35%	78.50%	126.14%	175.14%	94.35%
稅後純益	N.A	-20.70%	-6.85%	-72.39%	-66.20%	-65.77%	-63.96%	83.18%	96.64%	126.14%	175.14%	94.35%

註1：稅後EPS以股本19.75億元計算

註2：自2013年開始，稅後純益係指本期淨利歸屬於母公司業主。

【投資評等說明】

評等	定義
強力買進(Strong Buy)	首次評等潛在上漲空間 $\geq 35\%$
買進(Buy)	$15\% \leq$ 首次評等潛在上漲空間 $< 35\%$
區間操作(Trading Buy)	$5\% \leq$ 首次評等潛在上漲空間 $< 15\%$
	無法由基本面給予投資評等
中立(Neutral)	預期近期股價將處於盤整
	建議降低持股

【投資評等調整機制】

投資評等係「首次」給予特定個股投資評等時，其前一日收盤價相較 3 個月目標價之潛在上漲空間計算而得。個股投資評等分為四個等級，定義如上。爾後的投資評等係依循「首次評等」，直到停止推薦。

「強力買進」、「買進」及「區間操作」均有 upside 目標價。差別僅在於，首次評等時潛在報酬率不同。「中立」則無目標價。

一旦我們給予特定個股「強力買進」、「買進」或「區間操作」之投資評等，就是責任的開始，爾後將透過各式研究報告作定期性、持續性追蹤基本面及股價變化，直到停止推薦。

停止推薦情境：

1. 達目標價。
2. 雖未達原訂目標價，但檢視基本面、訊息面、籌碼面等多方訊息，研判股價上漲空間已然有限，將適時出具降評報告。
3. 推薦後股價不漲反跌，亦將出具降評報告。

【免責聲明】

本研究報告僅提供予特定人之客戶作為參考資料「非經同意不得轉載」。我們並不確保此資訊的完整性與正確性，投資人應了解，報告中有關未來預測之陳述可能不會實現，因而不應被依賴。而且此報告並非根據特定投資目的或依預定對象之財務狀況所撰寫出來的，因此，此研究報告的目的，既非對投資人於買賣證券、選擇權、期貨或其他證券相關之衍生性商品提供詢價服務，亦非作為進行交易的要約。投資人應注意到相關證券之價值及收益，可能會有無預警地上升或下降，產生投資回報金額可能比原始投資來得少的情形。