

2024 年 6 月 24 日

研究員：薛雅月 rita.hsueh@capital.com.tw

前日收盤價 47.15 元

目標價

3 個月 57 元

12 個月 57 元

中航(2612 TT)

Buy

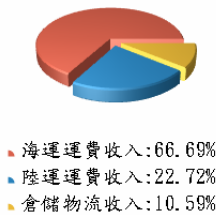
近期報告日期、評等及前日股價

02/14/2024	Buy	43.50
10/20/2023	Neutral	43.35
09/20/2023	到價	
09/08/2023	Buy	40.00

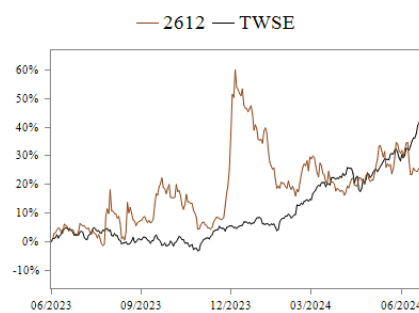
公司基本資訊

目前股本(百萬元)	1,975
市值(億元)	93
目前每股淨值(元)	61.03
外資持股比(%)	2.85
投信持股比(%)	0.00
董監持股比(%)	27.35
融資餘額(張)	2,603
現金股息配發率(%)	60.24

產品組合



股價相對大盤走勢



新船下水及船舶換約有利營運表現，投資建議維持 Buy。

投資建議：考量散裝產業結構逐趨健康將支撐運價中長期走勢，公司新船下水加上船舶換約有利營運表現，目前評價處於區間中下緣等因素，維持中航投資建議為 Buy，目標價 57 元。

市場新增運力受限將支撐中長期運價走勢：1Q24 BDI 指數走勢淡季不淡，2Q24 以來海岬型現貨運價持續處在航商成本線之上波動；展望 2H24，進入需求旺季下，預期運價水準有望較 1H24 進一步提升。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，未來老船拆解壓力大增。整體而言，在市場新增運力受限之下，中長期運價走勢有望獲得支撐。

新船下水加上新約租金調漲機率高，2H24 營運有望增溫：中航 2023 年稅後獲利 3.28 億元，YoY-57.14%，稅後 EPS 1.66 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。1Q24 公司有一艘船舶合約到期後轉現貨營運，另業外認列匯兌收益下，單季稅後獲利 1.28 億元，稅後 EPS 0.65 元；2Q24 無船舶換約，有 2 艘新船下水，分別為 5 年及 2 年合約，新約租金皆有 2.4 萬美元/日以上、處於獲利狀態，預估 2Q24 獲利 1.06 億元，稅後 EPS 0.54 元。2H24 公司預計有 8 艘船舶面臨換約，由於目前船舶舊約租金已普遍低於現貨租金，換約後租金調漲機率將大幅提升，加上新船下水挹注獲利，預估 3Q24 稅後獲利 1.28 億元、稅後 EPS 0.65 元，預估 4Q24 稅後獲利 1.75 億元、稅後 EPS 0.89 元。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，加上新船加入對營運亦呈正向貢獻，群益預估中航 2024 年稅後獲利 5.37 億元，YoY+63.69%，稅後 EPS 2.72 元，2H24 營運將高於 1H24。

(百萬元)	2023	2024F	2025F	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24F	3Q24F	4Q24F	1Q25F
營業收入淨額	4,015	4,775	5,449	929	981	1,045	1,060	1,016	1,132	1,281	1,346	1,340
營業毛利淨額	857	1,150	1,522	219	202	193	243	230	258	299	363	362
營業利益	374	595	890	99	84	70	121	110	126	151	208	207
稅後純益	328	537	730	173	51	65	40	128	106	128	175	169
稅後 EPS(元)	1.66	2.72	3.69	0.88	0.26	0.33	0.20	0.65	0.54	0.65	0.89	0.85
毛利率(%)	21.35%	24.08%	27.94%	23.54%	20.58%	18.50%	22.98%	22.60%	22.81%	23.35%	26.96%	27.01%
營業利益率(%)	9.32%	12.45%	16.34%	10.61%	8.55%	6.73%	11.46%	10.84%	11.11%	11.75%	15.46%	15.41%
稅後純益率(%)	8.18%	11.25%	13.39%	18.66%	5.17%	6.19%	3.73%	12.61%	9.37%	9.99%	13.02%	12.59%
營業收入 YoY/QoQ(%)	-8.96%	18.94%	14.10%	-11.70%	5.56%	6.50%	1.44%	-4.16%	11.46%	13.20%	5.05%	-0.43%
稅後純益 YoY/QoQ(%)	-57.14%	63.69%	35.76%	-15.37%	-70.78%	27.68%	-38.90%	224.04%	-17.18%	20.66%	36.91%	-3.69%

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。

Forward PB Band



資料來源：CMoney，群益預估彙整

2024 年 6 月 24 日

資產負債表

(百萬元)	2021	2022	2023	2024F	2025F
資產總計	19,078	20,451	23,414	21,704	21,507
流動資產	4,409	4,974	5,279	5,574	8,397
現金及約當現金	3,057	4,066	3,947	4,356	6,424
應收帳款與票據	346	295	275	458	378
存貨	17	22	60	-12	64
採權益法之投資	588	636	658	50	-864
不動產、廠房設備	12,261	13,875	15,963	15,963	15,963
負債總計	8,650	8,799	11,764	9,972	9,559
流動負債	3,221	3,290	4,284	4,321	6,459
應付帳款及票據	240	172	175	282	213
非流動負債	5,429	5,509	7,481	5,544	3,062
權益總計	10,428	11,652	11,649	11,732	11,948
普通股股本	1,975	1,975	1,975	1,975	1,975
保留盈餘	9,317	9,567	9,464	9,546	9,762
母公司業主權益	10,411	11,642	11,584	11,667	11,883
負債及權益總計	19,078	20,451	23,414	21,704	21,507

現金流量表

(百萬元)	2021	2022	2023	2024F	2025F
營業活動現金	1,135	1,824	1,273	1,933	3,438
稅前純益	1,113	841	433	616	858
折舊及攤銷	889	983	1,175	1,165	1,197
營運資金變動	25	-22	-15	-4	-65
其他營運現金	-892	22	-319	156	1,448
投資活動現金	-271	-594	-3,984	1,120	1,826
資本支出淨額	-1,058	-1,341	-3,153	-273	-274
長期投資變動	949	621	-721	-5	-5
其他投資現金	-161	126	-109	1,398	2,105
籌資活動現金	-1,585	-669	2,589	-2,643	-3,197
長借/公司債變動	-2,490	-531	1,890	-1,936	-2,482
現金增資	0	0	0	0	0
發放現金股利	-316	-529	-431	-454	-513
其他籌資現金	1,221	391	1,129	-252	-202
淨現金流量	-757	813	-120	410	2,067
期初現金	3,814	3,254	4,066	3,947	4,356
期末現金	3,057	4,066	3,947	4,356	6,424

資料來源：CMoney、群益

損益表

(百萬元)	2021	2022	2023	2024F	2025F
營業收入淨額	3,554	4,410	4,015	4,775	5,449
營業成本	2,779	3,025	3,158	3,625	3,926
營業毛利淨額	774	1,385	857	1,150	1,522
營業費用	420	456	483	555	632
營業利益	354	929	374	595	890
EBITDA	2,091	1,928	1,824	1,536	1,928
業外收入及支出	759	-136	-93	21	-32
稅前純益	1,113	841	433	616	858
所得稅	82	83	109	79	129
稅後純益	1,041	766	328	537	730
稅後 EPS(元)	5.27	3.88	1.66	2.72	3.69
完全稀釋 EPS**	5.27	3.88	1.66	2.72	3.69

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	2023	2024F	2025F
-------	------	------	------	-------	-------

成長力分析(%)

營業收入淨額	13.45%	24.09%	-8.96%	18.94%	14.10%
營業毛利淨額	41.43%	78.89%	-38.11%	34.13%	32.38%
營業利益	123.29%	162.50%	-59.72%	58.88%	49.74%
稅後純益	216.26%	-26.38%	-57.14%	63.69%	35.76%

獲利能力分析(%)

毛利率	21.79%	31.41%	21.35%	24.08%	27.94%
EBITDA(%)	58.84%	43.73%	45.42%	32.17%	35.38%
營益率	9.96%	21.07%	9.32%	12.45%	16.34%
稅後純益率	29.28%	17.37%	8.18%	11.25%	13.39%
總資產報酬率	5.45%	3.75%	1.40%	2.48%	3.39%
股東權益報酬率	9.98%	6.57%	2.82%	4.58%	6.11%

償債能力檢視

負債比率(%)	45.34%	43.03%	50.25%	45.95%	44.44%
負債/淨值比(%)	82.95%	75.52%	100.99%	85.00%	80.00%
流動比率(%)	136.85%	151.17%	123.23%	129.00%	130.00%

其他比率分析

存貨天數	2.14	2.34	4.75	2.44	2.44
應收帳款天數	33.06	26.51	25.88	28.00	28.00

2024 年 6 月 24 日

季度損益表

(百萬元)	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24F	3Q24F	4Q24F	1Q25F	2Q25F	3Q25F
營業收入淨額	1,052	929	981	1,045	1,060	1,016	1,132	1,281	1,346	1,340	1,346	1,371
營業成本	758	711	779	852	816	786	874	982	983	978	978	985
營業毛利淨額	295	219	202	193	243	230	258	299	363	362	368	386
營業費用	111	120	118	123	122	119	132	149	155	155	156	159
營業利益	184	99	84	70	121	110	126	151	208	207	212	227
業外收入及支出	40	84	13	14	-52	24	-1	0	-2	-8	-8	-8
稅前純益	223	183	96	84	69	134	125	151	206	199	204	219
所得稅	21	11	47	19	31	7	19	23	31	30	31	33
稅後純益	205	173	51	65	40	128	106	128	175	169	173	187
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)	1.04	0.88	0.26	0.33	0.20	0.65	0.54	0.65	0.89	0.85	0.88	0.94

獲利能力(%)

毛利率(%)	27.98%	23.54%	20.58%	18.50%	22.98%	22.60%	22.81%	23.35%	26.96%	27.01%	27.32%	28.18%
營業利益率(%)	17.46%	10.61%	8.55%	6.73%	11.46%	10.84%	11.11%	11.75%	15.46%	15.41%	15.72%	16.58%
稅後純益率(%)	19.47%	18.66%	5.17%	6.19%	3.73%	12.61%	9.37%	9.99%	13.02%	12.59%	12.86%	13.60%

QoQ(%)

營業收入淨額	-7.86%	-11.70%	5.56%	6.50%	1.44%	-4.16%	11.46%	13.20%	5.05%	-0.43%	0.43%	1.87%
營業利益	-24.56%	-46.31%	-15.00%	-16.10%	72.69%	-9.39%	14.31%	19.70%	38.24%	-0.77%	2.45%	7.46%
稅前純益	8.59%	-18.12%	-47.33%	-12.97%	-17.17%	93.56%	-7.16%	20.66%	36.91%	-3.69%	2.55%	7.75%
稅後純益	7.06%	-15.37%	-70.78%	27.68%	-38.90%	224.04%	-17.18%	20.66%	36.91%	-3.69%	2.55%	7.75%

YoY(%)

營業收入淨額	4.30%	-7.68%	-18.83%	-8.53%	0.69%	9.28%	15.39%	22.66%	27.03%	31.97%	18.91%	7.01%
營業利益	4.92%	-40.77%	-75.00%	-71.12%	-33.89%	11.58%	50.06%	114.10%	71.39%	87.69%	68.22%	51.01%
稅前純益	-22.95%	-16.95%	-49.78%	-59.24%	-68.91%	-26.51%	29.54%	79.59%	196.86%	47.71%	63.15%	45.70%
稅後純益	-20.70%	-6.85%	-72.39%	-66.20%	-80.71%	-26.14%	109.35%	97.85%	343.31%	31.76%	63.16%	45.70%

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。