

研究員：薛雅月 rita.hsueh@capital.com.tw

前日收盤價 42.50 元

目標價

3 個月 47 元

12 個月 47 元

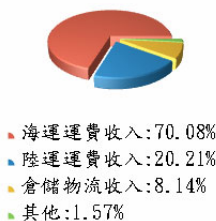
近期報告日期、評等及前日股價

06/24/2024	Buy	47.15
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

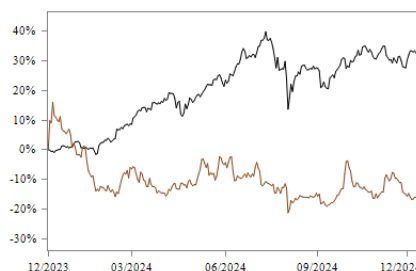
目前股本(百萬元)	1,975
市值(億元)	84
目前每股淨值(元)	64.05
外資持股比(%)	2.20
投信持股比(%)	0.00
董監持股比(%)	27.35
融資餘額(張)	1,569
現金股息配發率(%)	60.24

產品組合



股價相對大盤走勢

— 2612 — TWSE



中航(2612 TT)

Trading Buy

海岬型船舶運價走勢旺季不旺，投資建議調降至 Trading Buy。

投資建議：考量 4Q24 海岬型船舶運價走勢旺季不旺，將中航投資建議調降至 Trading Buy，目標價 47 元。

4Q24 海岬型船舶運價走勢旺季不旺：1Q24 BDI 指數走勢淡季不淡，2Q24 海岬型現貨運價持續處在航商成本線之上波動；2H24 進入需求旺季，惟中國需求未見起色，鐵礦砂價格走疲致使礦商拉貨意願不佳，海岬型船舶運價走勢呈現旺季不旺。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。

預估 2025 年稅後 EPS 3.48 元：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，在新船貢獻及業外收益挹注下，2Q24 稅後獲利 1.83 億元，QoQ+43.14%，稅後 EPS 0.93 元。3Q24 公司船舶換約呈正向貢獻，毛利率較 2Q24 走高，惟業外認列匯兌損失，稅後獲利 1.17 億元，QoQ-36%，稅後 EPS 0.59 元。4Q24 公司仍有 3~4 艘船舶換約，儘管 4Q24 以來海岬型船舶現貨運價走勢旺季不旺，然船舶舊約租金多數偏低，故預期換約後租金仍有望高於舊約租金，此外，公司於 3Q24 處分一艘海岬型船舶，處分利益約 1,980 萬美元(約新台幣 4.1 億元)，有望於 4Q24 認列，預估單季稅後獲利 4.61 億元、稅後 EPS 2.34 元。預估中航 2024 年稅後獲利 8.9 億元，YoY+171.09%，稅後 EPS 4.51 元。展望 2025 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，預期本業獲利將維持正增長，惟業外相較於 2024 年少了售船利益，預估 2025 年稅後獲利 6.88 億元，YoY-22.73%，稅後 EPS 3.48 元。

(百萬元)	2024F	2025F	2026F	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24F	1Q25F	2Q25F	3Q25F
營業收入淨額	4,628	5,173	5,377	1,045	1,060	1,016	1,128	1,221	1,264	1,257	1,269	1,301
營業毛利淨額	1,181	1,484	1,668	193	243	230	270	313	369	338	350	376
營業利益	709	941	1,114	70	121	110	155	199	245	206	216	239
稅後純益	890	688	835	65	40	128	183	117	461	147	156	175
稅後 EPS(元)	4.51	3.48	4.23	0.33	0.20	0.65	0.93	0.59	2.34	0.74	0.79	0.89
毛利率(%)	25.52%	28.69%	31.03%	18.50%	22.98%	22.60%	23.94%	25.63%	29.16%	26.89%	27.56%	28.87%
營業利益率(%)	15.32%	18.19%	20.73%	6.73%	11.46%	10.84%	13.76%	16.29%	19.36%	16.39%	17.06%	18.37%
稅後純益率(%)	19.23%	13.30%	15.53%	6.19%	3.73%	12.61%	16.26%	9.61%	36.50%	11.70%	12.29%	13.46%
營業收入 YoY/QoQ(%)	15.27%	11.77%	3.94%	6.50%	1.44%	-4.16%	11.02%	8.30%	3.49%	-0.53%	0.92%	2.53%
稅後純益 YoY/QoQ(%)	171.09%	-22.73%	21.41%	27.68%	-38.90%	224.04%	43.14%	-36.00%	293.11%	-68.11%	5.97%	12.30%

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。

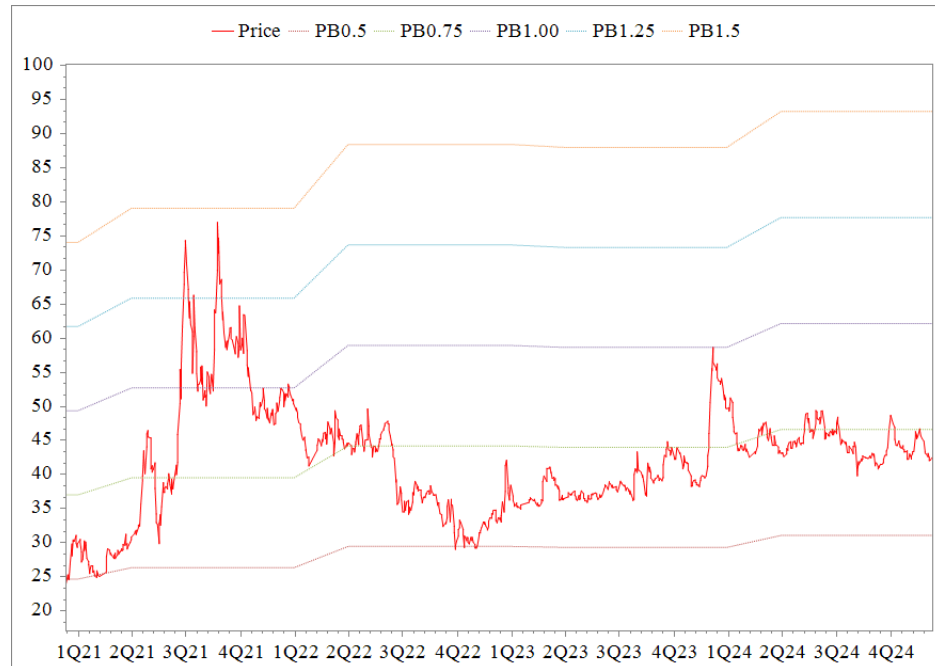
(三)企業溫室氣體排放量減量之預算與計畫

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 12 月 12 日

資產負債表

(百萬元)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
資產總計	20,451	23,414	23,076	22,974	24,429
流動資產	4,974	5,279	5,873	6,156	6,495
現金及約當現金	4,066	3,947	4,590	4,713	5,022
應收帳款與票據	295	275	387	347	410
存貨	22	60	12	51	8
採權益法之投資	636	658	297	147	409
不動產、廠房設備	13,875	15,963	16,219	16,329	16,581
負債總計	8,799	11,764	10,736	10,420	11,435
流動負債	3,290	4,284	4,553	4,494	4,479
應付帳款及票據	172	175	209	198	207
非流動負債	5,509	7,481	6,149	5,903	6,924
權益總計	11,652	11,649	12,340	12,554	12,994
普通股股本	1,975	1,975	1,975	1,975	1,975
保留盈餘	9,567	9,464	10,154	10,368	10,808
母公司業主權益	11,642	11,584	12,277	12,490	12,930
負債及權益總計	20,451	23,414	23,076	22,974	24,429

現金流量表

(百萬元)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
營業活動現金	1,824	1,273	2,504	1,814	2,150
稅前純益	841	433	1,002	809	982
折舊及攤銷	983	1,175	1,184	1,225	1,210
營運資金變動	-22	-15	-30	-10	-11
其他營運現金	22	-319	349	-210	-32
投資活動現金	-594	-3,984	-2,377	-760	-3,408
資本支出淨額	-1,341	-3,153	-3,200	-1,100	-2,800
長期投資變動	621	-721	-5	-5	-5
其他投資現金	126	-109	828	345	-603
籌資活動現金	-669	2,589	516	-932	1,568
長借/公司債變動	-531	1,890	-1,331	-245	1,020
現金增資	0	0	0	0	0
發放現金股利	-529	-431	-197	-474	-395
其他籌資現金	391	1,129	2,045	-212	943
淨現金流量	813	-120	644	122	310
期初現金	3,254	4,066	3,947	4,590	4,713
期末現金	4,066	3,947	4,590	4,713	5,022

資料來源：CMoney、群益

損益表

(百萬元)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
營業收入淨額	4,410	4,015	4,628	5,173	5,377
營業成本	3,025	3,158	3,447	3,689	3,709
營業毛利淨額	1,385	857	1,181	1,484	1,668
營業費用	456	483	472	543	554
營業利益	929	374	709	941	1,114
EBITDA	1,928	1,824	1,709	1,941	2,114
業外收入及支出	-136	-93	293	-132	-132
稅前純益	841	433	1,002	809	982
所得稅	83	109	113	121	147
稅後純益	766	328	890	688	835
稅後 EPS(元)	3.88	1.66	4.51	3.48	4.23
完全稀釋 EPS**	3.88	1.66	4.51	3.48	4.23

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)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
成長力分析(%)					
營業收入淨額	24.09%	-8.96%	15.27%	11.77%	3.94%
營業毛利淨額	78.89%	-38.11%	37.75%	25.67%	12.39%
營業利益	162.50%	-59.72%	89.39%	32.77%	18.41%
稅後純益	-26.38%	-57.14%	171.09%	-22.73%	21.41%
獲利能力分析(%)					
毛利率	31.41%	21.35%	25.52%	28.69%	31.03%
EBITDA(%)	43.73%	45.42%	36.92%	37.53%	39.32%
營益率	21.07%	9.32%	15.32%	18.19%	20.73%
稅後純益率	17.37%	8.18%	19.23%	13.30%	15.53%
總資產報酬率	3.75%	1.40%	3.86%	2.99%	3.42%
股東權益報酬率	6.57%	2.82%	7.21%	5.48%	6.43%

償債能力檢視

負債比率(%)	43.03%	50.25%	46.52%	45.36%	46.81%
負債/淨值比(%)	75.52%	100.99%	87.00%	83.00%	88.00%
流動比率(%)	151.17%	123.23%	129.00%	137.00%	145.00%

其他比率分析

存貨天數	2.34	4.75	3.80	3.10	2.90
應收帳款天數	26.51	25.88	26.10	25.90	25.70

2024 年 12 月 12 日

季度損益表

(百萬元)	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24F	1Q25F	2Q25F	3Q25F	4Q25F	1Q26F
營業收入淨額	981	1,045	1,060	1,016	1,128	1,221	1,264	1,257	1,269	1,301	1,346	1,311
營業成本	779	852	816	786	858	908	895	919	919	925	925	939
營業毛利淨額	202	193	243	230	270	313	369	338	350	376	421	372
營業費用	118	123	122	119	115	114	124	132	133	137	141	135
營業利益	84	70	121	110	155	199	245	206	216	239	280	237
業外收入及支出	13	14	-52	24	43	-73	298	-33	-33	-33	-33	-33
稅前純益	96	84	69	134	198	126	543	173	183	206	247	204
所得稅	47	19	31	7	15	9	81	26	28	31	37	31
稅後純益	51	65	40	128	183	117	461	147	156	175	210	174
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)	0.26	0.33	0.20	0.65	0.93	0.59	2.34	0.74	0.79	0.89	1.06	0.88

獲利能力(%)

毛利率(%)	20.58%	18.50%	22.98%	22.60%	23.94%	25.63%	29.16%	26.89%	27.56%	28.87%	31.27%	28.40%
營業利益率(%)	8.55%	6.73%	11.46%	10.84%	13.76%	16.29%	19.36%	16.39%	17.06%	18.37%	20.77%	18.10%
稅後純益率(%)	5.17%	6.19%	3.73%	12.61%	16.26%	9.61%	36.50%	11.70%	12.29%	13.46%	15.57%	13.24%

QoQ(%)

營業收入淨額	5.56%	6.50%	1.44%	-4.16%	11.02%	8.30%	3.49%	-0.53%	0.92%	2.53%	3.49%	-2.58%
營業利益	-15.00%	-16.10%	72.69%	-9.39%	40.97%	28.23%	22.98%	-15.77%	5.02%	10.43%	16.99%	-15.12%
稅前純益	-47.33%	-12.97%	-17.17%	93.56%	47.34%	-36.18%	329.36%	-68.11%	5.97%	12.30%	19.72%	-17.14%
稅後純益	-70.78%	27.68%	-38.90%	224.04%	43.14%	-36.00%	293.11%	-68.11%	5.97%	12.30%	19.72%	-17.14%

YoY(%)

營業收入淨額	-18.83%	-8.53%	0.69%	9.28%	14.94%	16.89%	19.25%	23.77%	12.51%	6.52%	6.52%	4.32%
營業利益	-75.00%	-71.12%	-33.89%	11.58%	85.06%	182.86%	101.44%	87.25%	39.50%	20.13%	14.27%	15.17%
稅前純益	-49.78%	-59.24%	-68.91%	-26.51%	105.57%	50.73%	681.38%	28.76%	-7.39%	62.98%	-54.56%	18.06%
稅後純益	-72.39%	-66.20%	-80.71%	-26.14%	261.85%	81.36%	1066.85%	14.85%	-14.97%	49.22%	-54.56%	18.06%

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。