

2025 年 2 月 14 日

研究員：薛雅月 rita.hsueh@capital.com.tw

前日收盤價 42.65 元

目標價

3 個月 50 元

12 個月 50 元

中航(2612 TT)

Buy

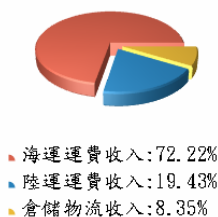
近期報告日期、評等及前日股價

12/12/2024	Trading Buy	41.95
06/24/2024	Buy	47.15
02/14/2024	Buy	43.50
10/20/2023	Neutral	43.35
09/20/2023	到價	

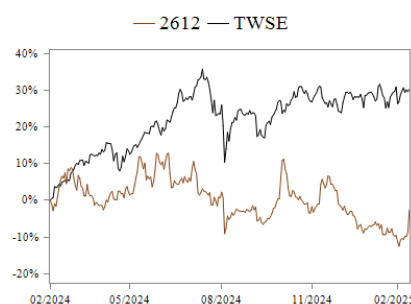
公司基本資訊

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(%)	1.88
投信持股比(%)	0.00
董監持股比(%)	27.65
融資餘額(張)	1,432
現金股息配發率(F)(%)	51.51

產品組合



股價相對大盤走勢



1Q25 有望為 BDI 指數低點，投資建議調升至 Buy。

投資建議：考量 1Q25 有望為 BDI 指數低點，公司目前 PBR 約 0.65X，處於歷史低檔，將中航投資調升至 Buy，目標價 50 元。

海岬型船舶現貨租金後續再跌空間有限：春節期間因停產停工導致貿易活動持續放緩，致使 BDI 指數走跌；其中海岬型船舶現貨租金約 6,000 美元/日左右，已低於航商現金成本水準，預期後續運價再跌空間有限。依照歷史經驗，BDI 指數通常在第一季為全年谷底，春節過後鋼鐵下游尚面臨一段需求空窗期，待下游復工後，庫存回補需求有望支撐 BDI 指數回升，1Q25 有望為 2025 年 BDI 指數低點。根據國際研究機構預估，2025 年散裝市場運力增速將較 2024 年略為下滑，其中海岬型船舶運力增速將由 2024 年的 1.8% 降至 1.3%，而其餘中小型船舶運力增速則與 2024 年相當；此外，觀察新船訂單佔運力比重的數據，同樣也是海岬型船舶的新船訂單比重較低。故在各類型船舶中，海岬型船舶的運價走勢仍將相對看好。

預估 2024 年稅後 EPS 4.46 元：中航 1Q24~3Q24 稅後獲利 4.29 億元，稅後 EPS 2.17 元。4Q24 公司約有 3 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，故換約後租金多數仍高於舊約租金，此外，公司有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)，將於 4Q24 認列，預估單季稅後獲利 4.53 億元、稅後 EPS 2.29 元。預估中航 2024 年稅後獲利 8.82 億元，YoY+168.57%，稅後 EPS 4.46 元。公司近年來配息率約 50%~60%，由於 2026~2027 陸續有交船計畫，若以配息率 50%、02/13/2025 收盤價計算，則現金殖利率約 5.2%。

預估 2025 年稅後 EPS 3.24 元：展望 2025 年，由於海岬型船舶市場新增運能持續減少，有利支撐運價走勢，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 6.41 億元，YoY-27.36%，稅後 EPS 3.24 元。(公司在手船舶有一艘預計出售，惟出售時點未定，暫不納入獲利預估)。

(百萬元)	2024F	2025F	2026F	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24F	1Q25F	2Q25F	3Q25F	4Q25F
營業收入淨額	4,641	5,083	5,206	1,060	1,016	1,128	1,221	1,277	1,242	1,253	1,277	1,310
營業毛利淨額	1,201	1,385	1,516	243	230	270	313	389	319	333	350	383
營業利益	732	886	1,018	121	110	155	199	267	196	210	225	255
稅後純益	882	641	753	40	128	183	117	453	138	150	163	189
稅後 EPS(元)	4.46	3.24	3.81	0.20	0.65	0.93	0.59	2.29	0.70	0.76	0.83	0.96
毛利率(%)	25.88%	27.25%	29.12%	22.98%	22.60%	23.94%	25.63%	30.45%	25.66%	26.55%	27.41%	29.27%
營業利益率(%)	15.76%	17.42%	19.55%	11.46%	10.84%	13.76%	16.29%	20.95%	15.76%	16.75%	17.61%	19.47%
稅後純益率(%)	19.00%	12.60%	14.46%	3.73%	12.61%	16.26%	9.61%	35.49%	11.14%	12.00%	12.77%	14.41%
營業收入 YoY/QoQ(%)	15.59%	9.52%	2.43%	1.44%	-4.16%	11.02%	8.30%	4.53%	-2.69%	0.91%	1.87%	2.62%
稅後純益 YoY/QoQ(%)	168.57%	-27.36%	17.55%	-38.90%	224.04%	43.14%	-36.00%	286.06%	-69.47%	8.73%	8.44%	15.75%

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

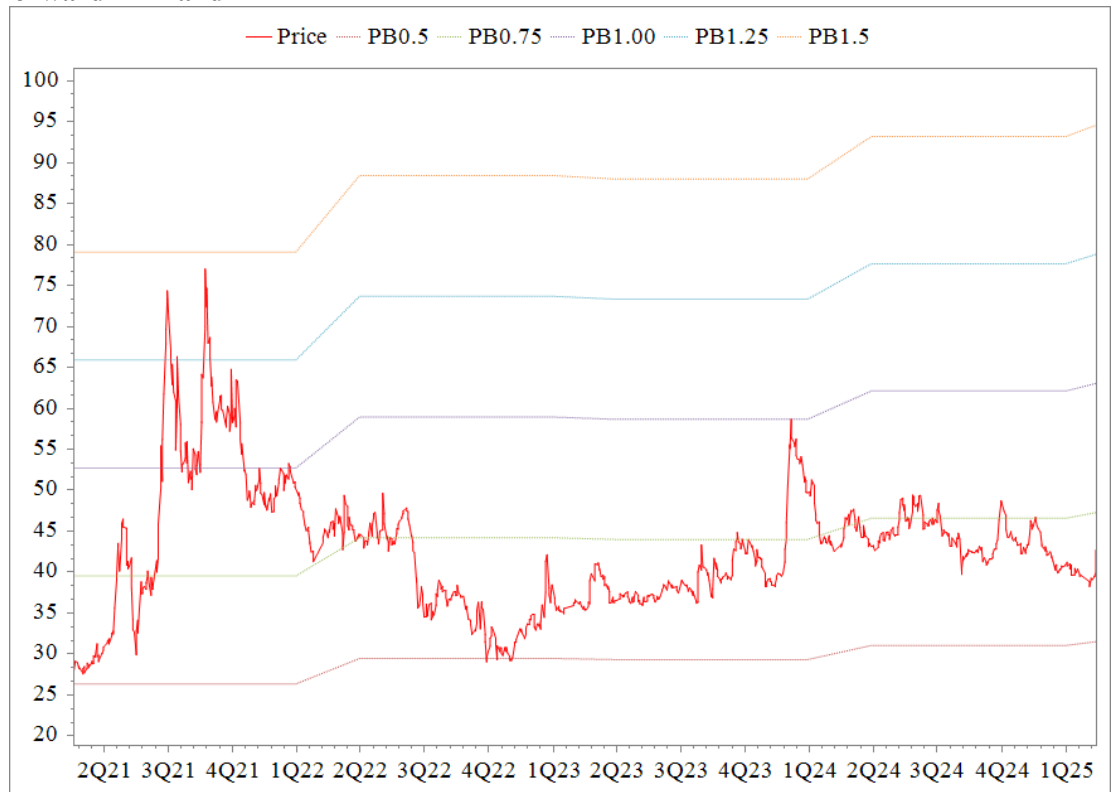
1.持續監測船隊碳排放數據(IMO DCS, EU/UK MRV)。 2.確保船舶機械運轉最佳化、定期保養柴油主機與發電機、更換能耗關鍵性備品、控制耗油率。 3.加裝螺槳導流帽以提昇螺槳推進效率、塢修期間水面下船殼清理並噴塗自動光滑性防污漆減少船 體航行阻力，以節省油耗量。 4.僱用外部專業氣導公司提供最佳航路。 5.引進智能船舶監控系統，掌握船舶能耗與效率 6.逐年採購低碳曳引車以降低碳排放、推廣節能駕駛行為(Eco Driving)、使用節能設備減少能源 消耗、開發電動曳引車。 7.落實垃圾分類，資源回收再生。

(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。

2025 年 2 月 14 日

Forward PB Band



資料來源：CMoney，群益預估彙整

2025 年 2 月 14 日

資產負債表

(百萬元)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
資產總計	20,451	23,414	23,307	22,908	24,207
流動資產	4,974	5,279	5,771	6,477	6,872
現金及約當現金	4,066	3,947	4,510	4,957	5,312
應收帳款與票據	295	275	389	332	401
存貨	22	60	12	51	7
採權益法之投資	636	658	398	18	259
不動產、廠房設備	13,875	15,963	16,219	16,369	16,477
負債總計	8,799	11,764	10,975	10,390	11,331
流動負債	3,290	4,284	4,439	4,870	4,840
應付帳款及票據	172	175	208	199	203
非流動負債	5,509	7,481	6,503	5,496	6,463
權益總計	11,652	11,649	12,332	12,518	12,876
普通股股本	1,975	1,975	1,975	1,975	1,975
保留盈餘	9,567	9,464	10,146	10,332	10,690
母公司業主權益	11,642	11,584	12,268	12,455	12,813
負債及權益總計	20,451	23,414	23,307	22,908	24,207

損益表

(百萬元)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
營業收入淨額	4,410	4,015	4,641	5,083	5,206
營業成本	3,025	3,158	3,440	3,698	3,690
營業毛利淨額	1,385	857	1,201	1,385	1,516
營業費用	456	483	470	499	498
營業利益	929	374	732	886	1,018
EBITDA	1,928	1,824	1,732	1,886	2,018
業外收入及支出	-136	-93	280	-132	-132
稅前純益	841	433	1,011	754	886
所得稅	83	109	131	113	133
稅後純益	766	328	882	641	753
稅後 EPS(元)	3.88	1.66	4.46	3.24	3.81
完全稀釋 EPS**	3.88	1.66	4.46	3.24	3.81

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%	15.59%	9.52%	2.43%
營業毛利淨額	78.89%	-38.11%	40.11%	15.29%	9.47%
營業利益	162.50%	-59.72%	95.47%	21.05%	14.93%
稅後純益	-26.38%	-57.14%	168.57%	-27.36%	17.55%

獲利能力分析(%)

毛利率	31.41%	21.35%	25.88%	27.25%	29.12%
EBITDA(%)	43.73%	45.42%	37.31%	37.10%	38.76%
營益率	21.07%	9.32%	15.76%	17.42%	19.55%
稅後純益率	17.37%	8.18%	19.00%	12.60%	14.46%
總資產報酬率	3.75%	1.40%	3.78%	2.80%	3.11%
股東權益報酬率	6.57%	2.82%	7.15%	5.12%	5.85%

償債能力檢視

負債比率(%)	43.03%	50.25%	47.09%	45.36%	46.81%
負債/淨值比(%)	75.52%	100.99%	89.00%	83.00%	88.00%
流動比率(%)	151.17%	123.23%	130.00%	133.00%	142.00%

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

現金流量表

(百萬元)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
營業活動現金	1,824	1,273	2,422	2,153	2,018
稅前純益	841	433	1,011	754	886
折舊及攤銷	983	1,175	1,184	1,228	1,203
營運資金變動	-22	-15	-33	9	-21
其他營運現金	22	-319	260	163	-49
投資活動現金	-594	-3,984	-2,609	-630	-1,759
資本支出淨額	-1,341	-3,153	-3,200	-1,500	-1,200
長期投資變動	621	-721	-5	-5	-5
其他投資現金	126	-109	596	875	-554
籌資活動現金	-669	2,589	751	-1,076	96
長借/公司債變動	-531	1,890	-977	-1,007	967
現金增資	0	0	0	0	0
發放現金股利	-529	-431	-197	-454	-395
其他籌資現金	391	1,129	1,926	386	-476
淨現金流量	813	-120	564	447	355
期初現金	3,254	4,066	3,947	4,510	4,957
期末現金	4,066	3,947	4,510	4,957	5,312

資料來源：CMoney、群益

2025 年 2 月 14 日

季度損益表

(百萬元)	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24F	1Q25F	2Q25F	3Q25F	4Q25F	1Q26F	2Q26F
營業收入淨額	1,045	1,060	1,016	1,128	1,221	1,277	1,242	1,253	1,277	1,310	1,260	1,295
營業成本	852	816	786	858	908	888	923	921	927	927	934	914
營業毛利淨額	193	243	230	270	313	389	319	333	350	383	326	380
營業費用	123	122	119	115	114	121	123	123	125	128	124	124
營業利益	70	121	110	155	199	267	196	210	225	255	202	256
業外收入及支出	14	-52	24	43	-73	285	-33	-33	-33	-33	-33	-33
稅前純益	84	69	134	198	126	552	163	177	192	222	169	223
所得稅	19	31	7	15	9	99	24	27	29	33	25	33
稅後純益	65	40	128	183	117	453	138	150	163	189	144	190
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)	0.33	0.20	0.65	0.93	0.59	2.29	0.70	0.76	0.83	0.96	0.73	0.96

獲利能力(%)

毛利率(%)	18.50%	22.98%	22.60%	23.94%	25.63%	30.45%	25.66%	26.55%	27.41%	29.27%	25.86%	29.37%
營業利益率(%)	6.73%	11.46%	10.84%	13.76%	16.29%	20.95%	15.76%	16.75%	17.61%	19.47%	16.06%	19.77%
稅後純益率(%)	6.19%	3.73%	12.61%	16.26%	9.61%	35.49%	11.14%	12.00%	12.77%	14.41%	11.43%	14.64%

QoQ(%)

營業收入淨額	6.50%	1.44%	-4.16%	11.02%	8.30%	4.53%	-2.69%	0.91%	1.87%	2.62%	-3.81%	2.72%
營業利益	-16.10%	72.69%	-9.39%	40.97%	28.23%	34.43%	-26.82%	7.26%	7.11%	13.43%	-20.62%	26.44%
稅前純益	-12.97%	-17.17%	93.56%	47.34%	-36.18%	337.08%	-70.55%	8.73%	8.44%	15.75%	-23.68%	31.59%
稅後純益	27.68%	-38.90%	224.04%	43.14%	-36.00%	286.06%	-69.47%	8.73%	8.44%	15.75%	-23.68%	31.59%

YoY(%)

營業收入淨額	-8.53%	0.69%	9.28%	14.94%	16.89%	20.45%	22.30%	11.16%	4.56%	2.65%	1.47%	3.30%
營業利益	-71.12%	-33.89%	11.58%	85.06%	182.86%	120.18%	77.83%	35.31%	13.02%	-4.63%	3.46%	21.96%
稅前純益	-59.24%	-68.91%	-26.51%	105.57%	50.73%	695.43%	21.05%	-10.67%	51.80%	-59.80%	4.16%	26.05%
稅後純益	-66.20%	-80.71%	-26.14%	261.85%	81.36%	1045.92%	7.98%	-17.98%	38.98%	-58.33%	4.16%	26.05%

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。