

# 2618.TT 長榮航

## 燃油價格回落 帶動 1Q23 獲利優於預期

### 公司簡介

長榮航空於 1989 年由長榮集團成立，主要為提供航空客運及貨運服務；於 2013 年加入星空聯盟(Star Alliance)。2022 年營收比重：客運 23%、貨運 65%、其他 12%。

#### 投資評等/目標價

買進

35

【前次投資建議】買進，35

【大盤指數/股價】15515 / 27.65

#### 近一年個股及大盤報酬率



#### 公司基本資料

流通在外股數(百萬股)	5,363
市值(百萬元)	148,284
3M 平均日成交量(百萬元)	1,029
外資持股率(%)	26.18
投信持股率(%)	0.21
董監持股率(%)	28.67

#### 重點財報解析

百萬元	FY21	FY22	FY23F
營業收入	103,872	138,069	190,119
營業利益	10,358	9,798	30,830
母公司本期淨利	6,608	7,091	21,587
EPS(元)	1.24	1.32	4.05
每股現金股利(元)	0.59	0.80	2.02
每股淨值(元)	16.05	16.48	19.67
本益比(x)	22.32	20.80	6.83
本淨比(x)	1.72	1.68	1.41
殖利率(%)	2.13	2.89	7.32

#### 環境、社會與治理(ESG)



#### 重點摘要

##### 受惠燃油價格下滑，1Q23 獲利優於預期

雖 1Q23 在終端需求疲弱，加上海運價格已回到疫情前水平，空運貨運需求進一步下滑，所幸在春節、連假刺激下，客流量大幅回溫，全台航空公司載客人數年增 484.8%，帶動長榮航單季營收 444.26 億元，QoQ+12.6%、YoY+47.6%；獲利方面，在航空燃油價格持續回落，帶動 1Q23 毛利率來到 20.76%，QoQ+9.12ppts、YoY-0.82ppts，營業利益 62.73 億元，QoQ+235.7%、YoY+49.2%，稅後淨利 47.52 億元，QoQ+540.4%、YoY+34.3%，EPS0.84 元，稀釋後 EPS0.83 元，優於我們與市場預期。

##### 2Q23 有望延續燃油價格回落紅利，推估毛利維持高水平

觀察 4~5 月新加坡 FOB 航空燃油價格更進一步回落至 90.18~90.51 美元/桶(降幅約 13%)，因此投研部推論 2Q23 成本項有望延續燃油價格下滑帶動獲利空間紅利，並預估單季燃油成本占比約 30%。整體 2Q23 營收預估 435.60 億元，QoQ-1.9%、YoY+30.7%，獲利方面，雖燃油價格回落將有效帶動毛利表現，但投研部考量 1Q23 人力成本攀升幅度高於預期，因此較為保守預估毛利率為 18.41% QoQ-2.35ppts、YoY+4.17ppts，稅後淨利 31.38 億元，QoQ-30.2%、YoY+74.1%，EPS 0.59 元。

##### 評價已反應利空，並看好客運成長空間巨大，目標價 35 元

評價方面，投研部看好客運成長仍具有潛力，且長榮航布局含金量較高的歐洲航線，有助於持續推升營收獲利，同時貨運有望於 2H23 在電子產業訂單回溫下，需求持穩，且燃油價格已明顯回落，綜合以上，在 2023 年仍有雙位數營收獲利成長，同時處於產業復甦期中，投研部維持長榮航「買進」投資建議，而觀察近 15 年長榮航有 3 次較為明顯的營運轉折，分別為 2009~2010、2016~2017 年、2020~2021 年，在成長復甦時，PB 約落在 0.7x~2.4x 之間，考量市場擔憂通膨影響貨運需求及搭機延續力道，令航空業展望較為悲觀，進而使得短線評價難以攀升，因此即便投研部持續看好長榮航基本面展望，仍選擇以復甦期歷史中緣坐評價，目標價 35 元(2023F BPS \* 1.8X)。

### 受惠燃油價格下滑，1Q23 獲利優於預期

雖 1Q23 終端需求疲弱，加上海運價格已回到疫情前水平，導致航空貨運需求進一步下滑，所幸在春節、連假刺激下，客流量大幅回溫，累計 1Q23 全台航空公司載客人數年增 484.8%，帶動長榮航單季營收 444.26 億元，QoQ+12.6%、YoY+47.6%，其中貨運收入 104.51 億元，QoQ-38.7%、YoY-59.0%，空運收入 277.50 億元，QoQ+57.1%、YoY+1,739.6%，其它收入 62.25 億元，QoQ+31.7%、YoY+103.1%。

獲利方面，1Q23 新加坡 FOB 航空燃油價格平均落於 104 美元/桶，相較上季下降 12.5%，有效縮減營業成本壓力，當季燃油成本約佔成本 34%，對比 3Q22、4Q22 的 37%、36% 出現下滑，也帶動 1Q23 毛利率來到 20.76%，QoQ+9.12ppts、YoY-0.82ppts，營業利益 62.73 億元，QoQ+235.7%、YoY+49.2%，稅後淨利 47.52 億元，QoQ+540.4%、YoY+34.3%，EPS 0.84 元，稀釋後 EPS 0.83 元，優於我們與市場預期。

### 2Q23 有望延續燃油價格回落紅利，推估毛利維持高水平

觀察 4~5 月新加坡 FOB 航空燃油價格已進一步回落至 90.18~90.51 美元/桶(降幅約 13%)，投研部因此推論 2Q23 成本項有望持續受惠燃油價格下滑，並預估單季燃油成本占比將下滑至 30%。

收入方面，因整體狀況變動不大，客運依舊處於旅遊復甦潮，同時，隨疫情流感化，各國持續鬆綁入境疫情的管制措施，如日本自 5/8 起境外旅客均無須提交 72 小時內 PCR 陰性證明或 3 劑疫苗接種證明、美國也宣布 5/11 起入境美國免疫苗證明，這將有助於推升民眾出遊意願，而據桃園機場每日、每月客運量推估，我們預估 2Q23 出入境遊客有望季增 13%~15%，且即便因競爭而保守看待客運單位收益或將停滯或小幅衰退，我們認為仍可帶動長榮航 2Q23 客運收入季增 13.4% 至 310.72 億元；貨運部分，受到短期終端未有明顯好轉跡象，在貨量低迷的狀況下，投研部推估單季貨運收入將季減 17.3% 至 84.49 億元。

整體 2Q23 營收預估 435.60 億元，QoQ-1.9%、YoY+30.7%，獲利方面，雖燃油價格回落將有效帶動毛利表現，但投研部考量 1Q23 人力成本攀升幅度高於預期，因此較為保守預估毛利率為 18.41%，QoQ-2.35ppts、YoY+4.17ppts，稅後淨利 31.38 億元，QoQ-30.2%、YoY+74.1%，EPS 0.59 元。

圖 1：新加坡燃油價格走勢

單位：美元/桶



資料來源：CMoney、國票投顧整理

享受旅遊復甦推升，2023 年獲利有望創高

展望 2023 年，客運的復甦依舊扮演 2023 年營運成長動能，除客流量回升外，長榮航亦規劃拓增航班及航點，除恢復廣州及杭州航班、增加東南亞及東北亞航班外，也聚焦歐美航線的增班，包括西雅圖、休士頓、溫哥華、紐約、芝加哥、多倫多等自 5/15 起均為每日 1 班，巴黎、倫敦、維也納、阿姆斯特丹、慕尼黑等航點，5/15 起每週將達 32 班，使長榮航成為國內飛往歐洲航點及班次最多的航空公司。投研部預期 2023 年運力將恢復至疫前 8-9 成水準；另觀察 2023 年全台 1~3 月航空載客人數，距離 2019 年同期仍有近 33.6% 空間，飛機票價格也較疫情前高出 3~5 成，投研部預估 2023 年長榮航客運收入有望達 3 倍的年增幅表現。

貨運方面，受到短期終端需求低迷影響，長榮航正計畫於 1Q23 底，將過去客改貨機型全數改回，以支援客運需求並降低貨運運力，讓載貨率能維持 7 成水準，但以單位收益來說，即便長榮航 2023 年 4 月貨運單位收益仍高於 2019 年同期近 3 成，投研部認為在客運運力回復之際，客機機腹空間釋出，恐使貨運單位收益逐步回到 2019 年水準，我們保守預估 2023 年長榮航貨運收入將年減 62.3%。

綜合以上，投研部預估長榮航 2023 年營收 1,901.19 億元，YoY+37.7%，獲利方面，我們預估 2023 年燃油價格約 100 USD/BBL 上下，相較於 2Q22、3Q22 高點 140~160 USD/BBL 回落，促使全年毛利率來到 23.01%，YoY+8.73ppts，稅後淨利 215.87 億元，YoY+204.4%，EPS 4.05 元。

表 1：營收獲利預估調整表

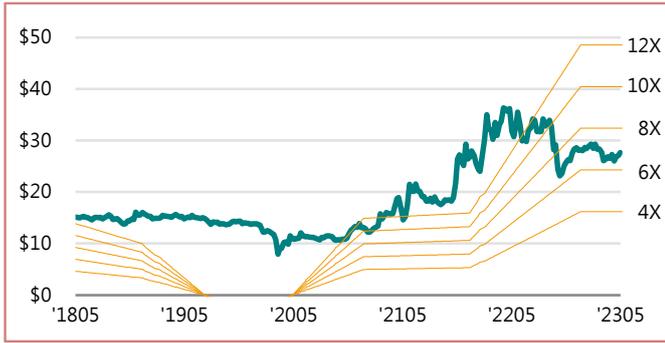
	最新預估		前次預估		差異	
	FY22 (百萬元)	FY23F (百萬元)	FY22 (百萬元)	FY23F (百萬元)	FY22 (%)	FY23F (%)
營業收入	138,069	190,119	141,615	205,871	-2.50	-7.65
營業毛利	19,712	43,743	23,251	46,931	-15.22	-6.79
稅後淨利	7,091	21,587	10,967	22,800	-35.34	-5.32
稀釋後EPS(元)	1.32	4.05	1.92	4.15	--	--
重要比率(%)					(ppts)	(ppts)
營業毛利率	14.28	23.01	16.42	22.80	-2.14	0.21
營業利益率	7.10	16.22	9.40	15.48	-2.30	0.74
稅後淨利率	5.14	11.35	7.22	10.75	-2.08	0.60

資料來源：國票投顧

評價已反應利空，並看好客運成長空間巨大，目標價 35 元

投研部看好客運成長仍具有潛力，且長榮航持續布局含金量較高的歐洲航線，有助於推升營收獲利，同時貨運有望於 2H23 電子產業訂單回溫下，需求持穩，成本則有望隨燃油價格明顯回落而持續改善。評價方面，觀察近 15 年長榮航有 3 次較為明顯的營運轉折，分別為 2009-2010、2016-2017 年、2020-2021 年，當時 PB 約落在 0.7x-2.4x 之間，考量市場仍擔憂通膨將影響貨運需求及搭機延續力道，令航空業展望較為悲觀，進而使得短線評價難以攀升，因此即便投研部持續看好長榮航基本面展望，仍選擇以復甦期歷史中緣的 1.8X 進行評價，目標價 35 元(2023F BPS \* 1.8X)，並維持長榮航「買進」投資建議。

長榮航未來 12 個月 P/E 區間



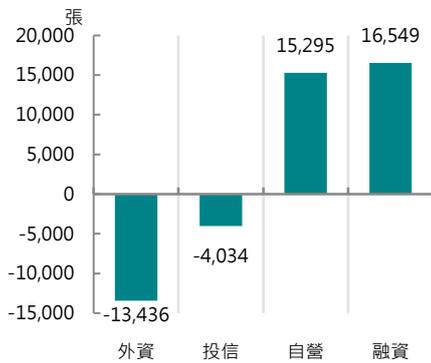
資料來源：國票投顧

長榮航未來 12 個月 P/B 區間



資料來源：國票投顧

近二十日籌碼變化



資料來源：TEJ

十大股東結構

持股人姓名	持股率%
長榮海運(股)	14.48
長榮國際(股)	13.28
BVI 華光投資(股)	8.96
長榮鋼鐵(股)	3.82
張榮發	2.46
新制勞退基金	1.80
張國政	1.72
匯豐託管三菱	1.43
國泰人壽保險(股)黃調貴	1.14
長榮國際儲運(股)戴錦銓	0.91

資料來源：TEJ

董監事持股

持股人	身分別	持股率%
吳宗寶	獨立董事	0
許順雄	獨立董事	0
簡又新	獨立董事	0
吳景明	法人代表(董事)	0
林寶水	法人代表(董事長)	0.01
長榮海運(股)林寶水	董事長	14.48
長榮海運(股)陳憲弘	董事	14.48
長榮國際(股)吳景明	董事	13.28
長榮國際(股)張明煜	董事	13.28
長榮國際儲運(股)戴錦銓	董事	0.91

資料來源：TEJ

2618 長榮航 永續發展概況

CMoney ESG Rating

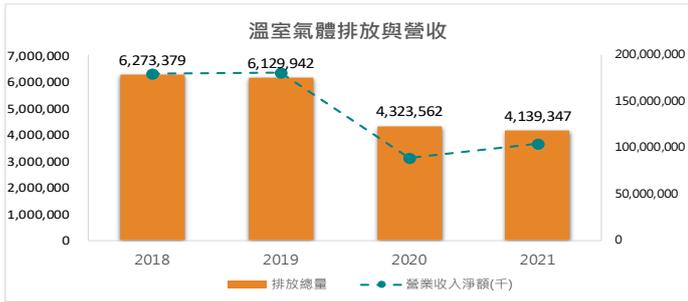
落後			平均				領先		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
E(環境保護)		S(社會責任)		G(公司治理)		永續報告書連結			
9		4		7		<a href="https://mops.twse.com.tw/server-java/FileDownload?step=98&amp;filePath=/home/html/nas/p...">https://mops.twse.com.tw/server-java/FileDownload?step=98&amp;filePath=/home/html/nas/p...</a>			
產業類別	產業樣本數	ESG評等產業排名	TCFD報告書簽署	TCFD報告書連結					
航運業	30	1	否						

資料來源：CMoney  
說明：評等1-10分，10分最高



環境保護 Environment

溫室氣體



**摘要** 2021年溫室氣體排放量減少4.26%·營收增加16.65%

年度	排放總量(公噸)	範疇一	範疇二
2021	4,139,347	4,127,119	12,228
2020	4,323,562	4,310,983	12,579
2019	6,129,942	6,116,402	13,540
2018	6,273,379	6,260,047	13,332

\*排放總量(公噸)：範疇一+範疇二溫室氣體排放數據  
\*範疇一：組織擁有或控制的營運據點的溫室氣體排放  
\*範疇二：組織所購買或取得之電力，用之於供熱、製冷或蒸汽而產生的溫室氣體排放

資料來源：CMoney、企業揭露資訊

水資源



**摘要** 2021年企業用水量減少17.06%·營收增加16.65%

年度	用水總量(公噸)	回收水量(公噸)	排水量(公噸)
2021	130,432	4,165	134,597
2020	157,270	4,010	161,280
2019	159,498	3,532	163,030
2018	147,331	2,253	149,584

\*用水總量：依取水來源統計之總使用水量  
\*回收水量：將已用水和廢水透過循環處理成可再利用的水資源(包含製成回收水)  
\*排水量：排放的汙水總量

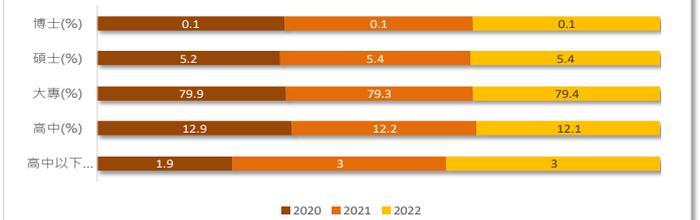
資料來源：CMoney、企業揭露資訊

社會責任 Social Responsibility

員工人數



員工學歷分佈



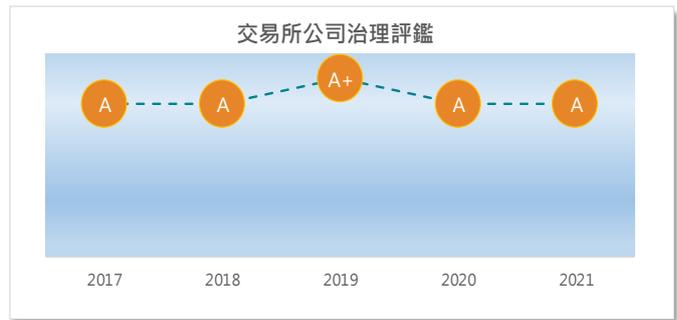
公司治理 Corporate Governance

公司治理評鑑

評鑑年度	評鑑結果	等級	加權項目比重			
			維護股東權益及 平等對待股東	強化董事會結構 與運作	資訊 透明度	落實 企業社會責任
2022	6%至20%	A	0.2	0.33	0.23	0.24
2021	6%至20%	A	0.2	0.33	0.26	0.21
2020	前5%	A+	0.19	0.34	0.26	0.21
2019	6%至20%	A	0.2	0.35	0.24	0.21
2018	6%至20%	A	0.2	0.35	0.24	0.21

資料來源：CMoney、交易所

[註]等級轉換：前5%：「A+」；6%至20%：「A」；21%至35%：「B+」；36%至50%：「B」；51%至65%：「C+」；66%至80%：「C」；81%至100%：「D」

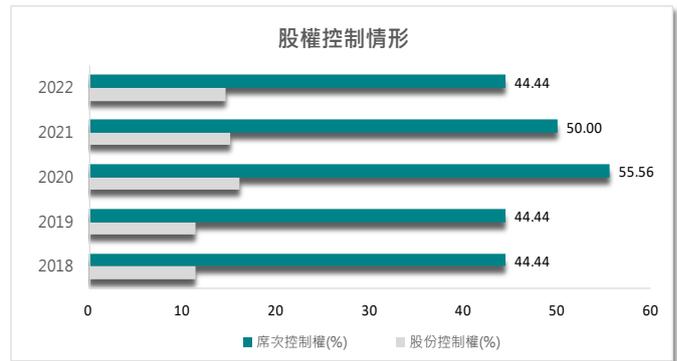


企業功能委員會

功能委員會			
審計委員會(非強制設置)		審計委員會(強制設置)	★
提名委員會		資訊安全委員會	
公司治理委員會		永續發展委員會	★
薪資報酬委員會	★	誠信經營委員會	
風險管理委員會		策略委員會	

資料來源：CMoney、企業揭露資訊

股權控制



企業裁罰資訊

2022/12/29	違反法條： 勞動基準法第38條第2項	違反內容： 特別休假期日未由勞工排定
2022/6/16	違反法條： 勞動基準法第38條第2項	違反內容： 特別休假期日未由勞工排定

資料來源：CMoney蒐集MOPs重訊、環保署、金管會、勞動部裁罰資訊

附註說明

溫室氣體與水資源企業資訊來源為永續報告書及公開資訊觀測站。  
企業資料於每年6/30及9/30申報截止，CMoney蒐集整理數據於每年8月及10月更新最新資料。  
依循GRI國際準則，企業揭露溫室氣體與水資源等資料應揭露至少3至5年，因此最新年度永續報告書應有3至5年數據，表格數據以最新年度公告數據呈現。  
舉例：去年A公司公告2020、2019年溫室氣體資料，今年只公告2021年資料，視為今年沒有公告2020、2019歷史資料，於表格中只會呈現2021年資料。

## 綜合損益表

百萬元	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23F	3Q23F	4Q23F	FY21	FY22	FY23F
營業收入	30,090	33,331	35,205	39,442	44,426	43,560	50,535	51,598	103,872	138,069	190,119
營業毛利	6,492	4,747	3,880	4,592	9,224	8,018	13,428	13,074	19,325	19,712	43,743
營業費用	2,287	2,281	2,622	2,723	2,951	2,894	3,415	3,654	8,967	9,914	12,914
營業利益	4,205	2,466	1,258	1,869	6,273	5,124	10,013	9,420	10,358	9,798	30,830
稅前淨利	4,236	2,496	1,890	846	5,911	4,246	9,279	8,581	7,802	9,469	28,017
本期淨利(NI)	3,417	1,988	1,516	903	4,752	3,375	7,381	6,798	6,680	7,824	22,306
淨利歸屬於_母公司業主	3,350	1,803	1,237	702	4,498	3,138	7,203	6,747	6,608	7,091	21,587
淨利歸屬於_非控制利益	67	185	279	201	254	237	178	51	72	732	719
每股盈餘_本期淨利	0.63	0.34	0.23	0.13	0.84	0.59	1.35	1.26	1.24	1.32	4.05
QoQ(%)											
營收淨額	-12.1	10.8	5.6	12.0	12.6	-1.9	16.0	2.1			
銷貨毛利	-43.7	-26.9	-18.3	18.3	100.9	-13.1	67.5	-2.6			
營業利益	-53.3	-41.4	-49.0	48.5	235.7	-18.3	95.4	-5.9			
稅後純益_母公司淨利	-53.3	-46.2	-31.4	-43.2	540.4	-30.2	129.6	-6.3			
YoY(%)											
營收淨額	52.9	37.9	36.4	15.3	47.6	30.7	43.5	30.8	16.6	32.9	37.7
銷貨毛利	1,201.0	59.9	-10.1	-60.2	42.1	68.9	246.0	184.7	121.9	2.0	121.9
營業利益	-338.7	207.8	-45.5	-79.3	49.2	107.8	695.9	404.1	虧轉盈	-5.4	214.7
稅後純益_母公司淨利	-252.4	1,151.5	-16.6	-90.2	34.3	74.1	482.5	860.7	虧轉盈	7.3	204.4
各項比率											
營業毛利率	21.58	14.24	11.02	11.64	20.76	18.41	26.57	25.34	18.60	14.28	23.01
營業利益率	13.97	7.40	3.57	4.74	14.12	11.76	19.81	18.26	9.97	7.10	16.22
稅前淨利率	14.08	7.49	5.37	2.15	13.31	9.75	18.36	16.63	7.51	6.86	14.74
稅後淨利率	11.13	5.41	3.51	1.78	10.12	7.20	14.25	13.08	6.36	5.14	11.35

資料來源：TEJ、國票投顧

## 財務狀況表

百萬元	FY21	FY22	FY23F
現金及約當現金	48,261	67,417	66,692
流動金融資產	0	0	0
應收款項	15,228	15,432	17,756
存貨	0	1	0
其他流動資產	3,654	4,091	4,504
流動資產	65,182	84,727	88,952
非流動金融資產	6,388	4,371	5,778
採用權益法之投資	2,210	2,471	2,265
不動產、廠房與設備	136,414	123,604	112,141
投資性不動產	95,526	95,527	120,451
其他非流動資產	120,419	123,113	152,415
資產總計	325,314	319,532	354,710
短期借款	0	300	150
流動金融負債	11,665	13,084	14,652
應付款項	12,286	16,383	17,761
其他流動負債	17,245	26,429	43,541
流動負債	46,638	77,623	76,104
非流動金融負債	63,305	57,352	78,354
應付公司債	3,871	719	6,719
長期借款	88,751	61,346	60,221
其他非流動負債	24,754	20,640	19,830
負債總計	232,607	223,292	241,228
股本	51,866	53,602	53,356
資本公積	10,679	12,912	12,912
保留盈餘	14,504	20,611	38,648
其他權益	8,609	811	1,055
庫藏股	0	0	0
非控制權益	7,050	8,303	8,511
股東權益	92,707	96,240	113,482

資料來源：TEJ、國票投顧

## 現金流量表

百萬元	FY21	FY22	FY23F
本期稅前淨利(淨損)	7,802	9,469	28,017
折舊攤提	28,425	29,498	28,389
採權益法之關聯企業及合資損益之份額	-81	-206	-166
收取之利息	-157	-901	-901
收取之股利	0	0	0
營運資金增減	1,991	3,470	-3,659
支付之利息	0	0	0
支付之所得稅	-397	-891	-5,711
其他	-2,608	22,713	980
來自營運之現金流量	34,975	63,152	46,949
資本支出	-12,827	-3,605	-16,542
長投增減	-77	76	56
短投增減	239	1,968	311
收取之利息	155	710	541
收取之股利	256	270	384
其他	465	1,538	-446
來自投資之現金流量	-11,788	958	-15,696
自由現金流量	23,187	64,109	31,253
借款增(減)	-4,809	-27,264	-1,275
股利發放	0	-3,163	-4,268
發行公司債	4,995	0	0
償還公司債	-4,253	0	-6,000
現金增資	0	0	0
其他	-11,729	-14,552	-20,445
來自融資之現金流量	-15,797	-44,979	-31,988
匯率調整	-3	25	11
本期產生之現金流量	7,387	19,155	-725
期末現金及約當現金	48,261	67,417	66,692

資料來源：TEJ、國票投顧

長榮航歷史投資建議走勢



國票買進個股數

投資評等	個股數
強力買進/買進	63

評等說明

評等	定義
強力買進	預估未來 3 個月內的絕對報酬高於 20% · 且短期股價動能強勁
買 進	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 預估未來 3 個月內的絕對報酬高於 20%</li> <li>• 中大型股及金融股：預估未來 3 個月內的絕對報酬高於 12%以上</li> </ul>
區間操作	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 預估未來 3 個月內絕對報酬小於 20%</li> <li>• 中大型股及金融股：預估未來 3 個月內的絕對報酬小於 12%</li> <li>• 股價若偏區間價位下緣 · 可偏多操作; 股價若偏區間價位上緣 · 宜保守操作</li> </ul>
觀 望	預估未來 3 個月內的絕對報酬低於 0%
未 評 等	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 該公司未於國票核心持股名單</li> <li>• 國票可能與該公司進行業務而處於減默期</li> </ul>

備註：「續推買進」報告 - 預估未來 3 個月內的絕對報酬高於 10%；中大型股及金融股 · 預估未來 3 個月內的絕對報酬高於 6%以上

研究員聲明

本研究報告之內容 · 係研究人員就其專業能力之善意分析 · 負責之研究人員 ( 或者負責參與的研究人員 ) 確認：本研究報告的內容係反映研究人員對於相關證券的個人看法；研究人員的報酬與本研究報告內容表述的個別建議或觀點無關。

公司總聲明

1. 國票證券投資顧問股份有限公司為國票金融控股公司之集團成員 · 國票金融控股公司所屬子公司暨關係企業 ( 以下簡稱 國票金控集團 ) 從事廣泛金融業務 · 包括但不限於票券、保險、證券經紀、自有資金投資與交易、資產管理及證券投資信託等。國票金控集團對於本報告所涵蓋之標的公司可能有投資或其他業務往來關係。
2. 國票金控集團及其所屬員工 · 可能會投資本報告所涵蓋之標的公司 · 且其交易方向與本報告中所提及交易方向可能不一致。除此之外 · 國票金控集團於法令許可的範圍內 · 亦有可能以本報告所涵蓋之標的公司作為發行衍生性金融商品之標的。國票金控集團轄下的銷售人員、交易員及其他業務人員可能會為其客戶或自營部門提供口頭或書面市場看法或交易策略 · 然而該等看法與策略可能與本報告意見不盡一致。國票金控集團之資產管理、自營及其他投資業務所有之投資決策也可能與本報告所提供之建議或看法不一致。
3. 本報告純屬研究性質 · 僅供集團內部同仁及特定客戶參考 · 不保證其完整性及精確性 · 且不提供或嘗試遊說客戶做為買賣股票之投資依據。報告中所有的意見與預估 · 係取自本公司相信為可靠之資料來源 · 且為特定日期所為之判斷 · 有其時效性 · 爾後若有變更 · 本公司將不做預告或主動更新。投資人於決策時應審慎衡量本身風險 · 並就投資結果自行負責。以上報告內容之著作權屬國票投顧所有 · 非經本公司同意 · 禁止任何形式之抄襲、引用或轉載。