

2610.TT 華航

客運攀升+油價下跌

2023 年獲利有望翻倍式增長

公司簡介

中華航空成立於 1959 年,主要提供國際線航空客、貨運輸服務,目前客、貨運機隊合計共 87 架,在全球航點遍佈 28 個國家 136 個城市,為天合聯盟的會員之一。華航 2022 年營收比重:客運 17%、貨運 77%、其它 6%。

投資評等/目標價

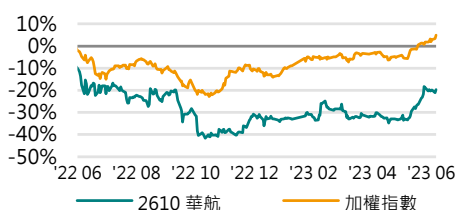
買進

28

【前次投資建議】買進, 25

【大盤指數/股價】17217 / 22.75

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)	6,014
市值(百萬元)	136,808
3M 平均日成交值(百萬元)	1,053
外資持股率(%)	11.91
投信持股率(%)	0.18
董監持股率(%)	39.70

重點財報解析

百萬元	FY22	FY23F	FY24F
營業收入	150,722	181,166	177,911
營業利益	2,585	14,440	8,428
母公司本期淨利	2,860	10,439	5,225
稀釋後 EPS(元)	0.47	1.74	0.87
每股現金股利(元)	0.46	0.87	0.43
每股淨值(元)	1.17	12.78	13.38
本益比(x)	39.96	10.95	21.87
本淨比(x)	16.27	1.49	1.47
殖利率(%)	2.42	4.57	2.29

環境、社會與治理(ESG)



重點摘要

➤油價下跌+哩程到期收入, 2Q23 毛利率預估攀至 20.1%

新加坡 FOB 航空燃油價格自 03/2023 以來已跌破 100 USD/BBL 整數關卡,投研部推算華航 2Q23 燃油成本占比可望降至 32% (1Q23 為 36%、4Q22 為 40%),有效縮減營業成本壓力。收入方面,看好產業復甦力道明確,預估華航 2Q23 客運收入 282.52 億元, QoQ+15.4%、YoY+1175.9%。另 06/2023 華航會員哩程積點將到期,投研部推估這有望挹注至其他收入約 10 億元,我們上調整體 2Q23 營收預估至 468.71 億元, QoQ+9.8%、YoY+27.2%, 毛利率 20.1%, QoQ+7.92ppts、YoY+12.78ppts, 稀釋後 EPS 0.71 元, QoQ+225.6%、YoY+912%。

➤貨運止穩+客運放量, 預估 2023 年稀釋後 EPS 1.74 元

隨終端庫存去化於 2Q23 至 3Q23 告一段落,加以運力尚未全面回復,投研部推論 2H23 貨運將逐步止穩;客運方面,據桃園機場統計,2023 年 1~4 月出入境人數相比 2019 年同期仍差距 42.7%,顯示仍有成長空間,因此預估整體 2023 年營收 1811.66 億元, YoY+20.2%,另由於我們航空燃油價格預估上從較為保守 100~110 USD/BBL 調整至 95~105 USD/BBL,因此上調稅後淨利至 104.39 億元, YoY+265.1%,稀釋後 EPS 1.74 元。

➤營運上修, 且後續客運成長空間巨大, 上調目標價至 28 元

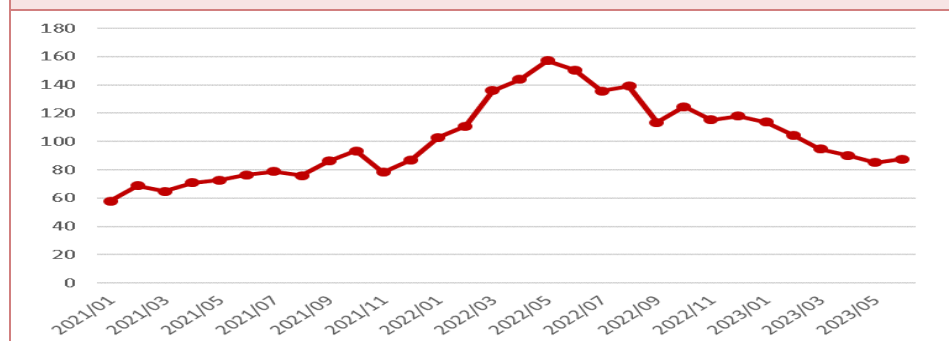
評價方面,基於客運成長空間巨大,加上電子訂單預期修正告一段落後,3Q23 有望開始見到貨運需求回穩,且燃油價格已明顯回落,綜合以上,投研部上調華航 2023 年營收獲利至 1.74 元;同時,觀察華航於近 15 年有 3 次較為明顯的營運轉折,分別為 2009~2010 年、2016~2017 年、2020~2021 年,當時 PB 約落在 0.6x~2.4x 之間,由於營運已開始回穩且 2Q23 隱含翻倍式獲利成長,且也將步入第三季客運營運旺季,因此即便 2024 年存有營運年減風險,投研部認為基於在 2Q23 獲利有望大幅優於市場預期之際,評價將先行反應 2023 年獲利大幅上調利多,我們預期華航 PBR 有望朝復甦期歷史中上緣的 2.1X 進行評價,上調目標價至 28 元(2024F BPS * 2.1X),並維持華航「買進」投資建議。

油價下跌+哩程到期收入，國票預期 2Q23 毛利攀至 20.1%

新加坡 FOB 航空燃油價格自 03/2023 以來已跌破 100USD/BBL 整數關卡，並往 90 USD/BBL 上下靠攏，由於航空公司認列成本與現行油價大概相差 2 個禮拜至 1 個月，因此投研部以 03~05/2023 平均新加坡 FOB 航空燃油價格約 95 USD/BBL 推算，華航 2Q23 燃油成本占比可望降至 32% (1Q23 為 36%、4Q22 為 40%)，有效縮減營業成本壓力。

圖 1：新加坡 FOB 航空燃油價格走勢

單位：USD/BBL

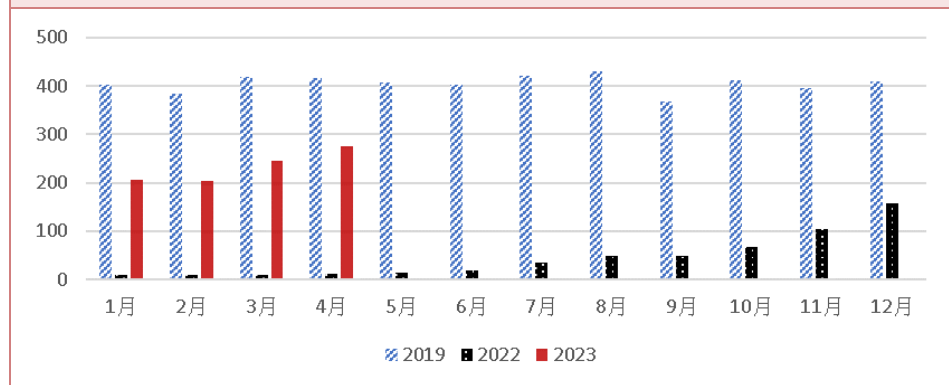


資料來源：CMoney、國票投顧整理

收入方面，客運看好：1)報復性旅遊熱潮持續，據桃園機場統計，2023 年 1~4 月出入境人數年增 2205.9%；2)公司積極擴增運力，2Q23 整體客運航班次相較 1Q23 成長 25%，而 ASK(可售座位公里)則成長 14%，與疫情前比較約恢復至 7 成左右；3)票價受到需求強勁帶動，加以新飛機供給受限、機場人力不足、航線未全面復原、整體營運成本上升，皆推升票價相較疫前高出 3~5 成，投研部預估此趨勢將延續至年底甚至 1H24，並推算華航 2Q23 客運收入 282.52 億元，QoQ+15.4%、YoY+1175.9%。

圖 2：桃園機場出入境旅客統計

單位：萬人



資料來源：桃園機場、國票投顧整理

另值得一提的是 06/2023 華航會員哩程積點將到期，由於哩程期限為搭機日或異業合作實際消費日起 36 個月有效，而疫情期間公司則將時程進行展延，換言之，06/2023 將認列累積 3 年之未兌換哩程點數，投研部推估這有望挹注至其他收入約 10 億元。因此我們將整體 2Q23 營收預估從 440.77 億元上調至 468.71 億元，QoQ+9.8%、YoY+27.2%，獲利方面則考量哩程未兌換收入放大營收規模及油價跌價降低成本壓力，故將毛利率調整至 20.1%，QoQ+7.92ppts、YoY+12.78ppts，稅後淨利從 27.62 億元上調至 42.52 億元，QoQ+225.6%、YoY+912%，稀釋後 EPS0.71 元。

表 1：2Q23 營收獲利調整表

	最新預估 2Q23F (百萬元)	前次預估 2Q23F (百萬元)	差異 (%)
營業收入	46,871	44,077	6.34
營業毛利	9,421	7,271	29.56
稅後淨利	4,252	2,762	53.96
稀釋後EPS(元)	0.71	0.46	--
重要比率(%)			(ppts)
營業毛利率	20.10	16.50	3.60
營業利益率	12.12	8.65	3.47
稅後淨利率	9.07	6.27	2.80

資料來源：國票投顧

貨運止穩+客運放量，預估 2023 年稀釋後 EPS 1.74 元

雖貨運於 1H23 飽受終端庫存調節之苦，整體需求量相較 2022 年大幅衰退，加上供給增加，華航貨運單位收益相較 2022 年高點出現回落，不過隨終端庫存去化於 2Q23 至 3Q23 告一段落，台灣整體進出口預估將於 4Q23 重啟復甦，加上即便運價於 1H23 大幅年減，卻仍較 2019 年同期高出 3 成，同時，客機載客率有望朝 75%~80% 以上靠攏，恐擠壓客機腹艙載貨空間，進而影響運力，投研部預估 2023 年整體貨運單位收益有望高出 2019 年 20%~30%，並預期貨量於 2H23 維持 470~490 百萬貨運噸公里/月以上水準，相較 1H23 的 423~488 百萬貨運噸公里/月回溫，預估全年貨運收入 544.48 億元，YoY+53.2%，不過相較 2019 年仍增加約 25.4%。

客運方面，據桃園機場統計，2023 年 1~4 月出入境人數雖年增 2205.9%，但人數相比 2019 年同期仍差距 42.7%，顯示仍有成長空間；搭配航線部計畫年底可回復至疫情前 8 成水準(目前約為 7 成)，以及需求熱絡，票價較疫前高出 3~5 成下，投研部預估 2023 年客運收入 1134.09 億元，YoY+353.7%；綜合以上，2023 年整體營收預估為 1811.66 億元，YoY+20.2%，另由於我們在航空燃油價格預估上從較為保守的 100~110 USD/BBL 調整至 95~105 USD/BBL，因此上調稅後淨利至 104.39 億元，YoY+265.1%，稀釋後 EPS 1.74 元。

表 2：全年營收獲利預估調整表

	最新預估		前次預估		差異	
	FY23F (百萬元)	FY24F (百萬元)	FY23F (百萬元)	FY24F (百萬元)	FY23F (%)	FY24F (%)
營業收入	181,166	177,911	176,122	--	1.83	--
營業毛利	29,375	23,016	25,990	--	27.63	--
稅後淨利	10,439	5,225	8,475	--	99.81	--
稀釋後EPS(元)	1.74	0.87	1.41	--	--	--
重要比率(%)					(ppts)	(ppts)
營業毛利率	16.21	12.94	14.76	--	1.45	--
營業利益率	7.97	4.74	6.75	--	1.22	--
稅後淨利率	5.76	2.94	4.81	--	0.95	--

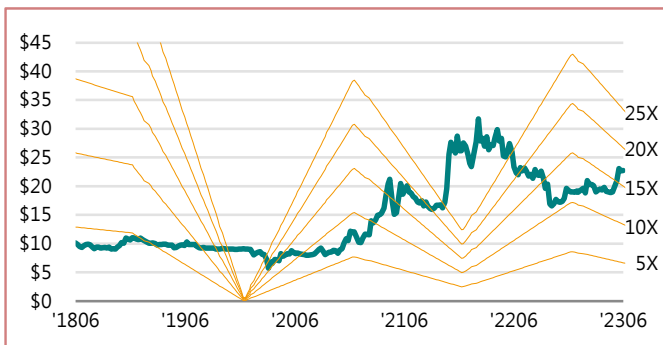
資料來源：國票投顧

展望 2024 年，國票持續樂觀看待旅遊熱潮延續，不過考量供給面逐步回到正常區間，投研部認為票價甜蜜點也將隨之回落，加上目前客機運力規劃上並無大幅調整，貨運方面也恐因供給增加，即便需求重啟復甦，單位收益恐往 2019 年同期靠攏，燃油價格則保守預估將落於 100~110 USD/BBL，因此保守預估 2024 年營收 1779.11 億元，YoY-1.8%，稅後淨利 52.25 億元，YoY-50%，稀釋後 EPS 0.87 元，仍較 2022 年的 0.47 元近翻倍成長。

營運上修，且後續客運成長空間巨大，上調目標價至 28 元

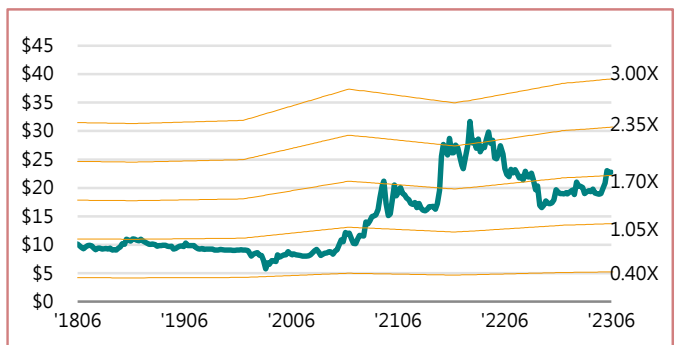
評價方面，基於客運成長空間巨大，加上電子訂單修正預期告一段落後，3Q23 有望開始見到貨運需求回穩，且燃油價格已明顯回落，綜合以上，投研部上調華航 2023 年 EPS 至 1.74 元；同時，觀察華航於近 15 年有 3 次較為明顯的營運轉折，分別為 2009~2010 年、2016~2017 年、2020~2021 年，當時 PB 約落在 0.6x~2.4x 之間，由於營運已開始回穩且 2Q23 隱含翻倍式獲利成長機會，且也將步入第三季客運營運旺季，因此即便 2024 年存有營運年減風險，投研部認為基於在 2Q23 獲利有望大幅優於市場預期之際，評價將先行反應 2023 年獲利大幅上調利多，我們預期華航 PBR 有望朝復甦期歷史中上緣的 2.1X 進行評價，上調目標價至 28 元 (2024F BPS * 2.1X)，並維持華航「買進」投資建議。

華航未來 12 個月 P/E 區間



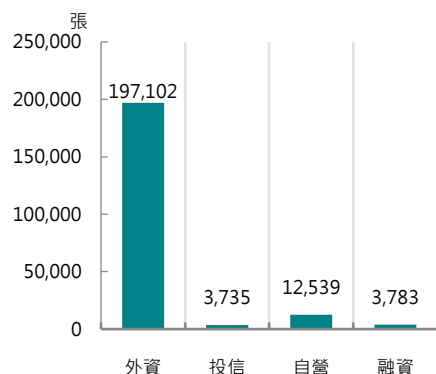
資料來源：國票投顧

華航未來 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%
航發會	31.05
行政院國發會	8.64
新制勞退基金	0.97
大通先進星光	0.62
中信局受託	0.60
摩根大通挪威中央	0.49
萬海航運(股)	0.46
摩根梵市場股	0.41
林鴻聯	0.31
摩根大通政府退休	0.31

資料來源：TEJ

董監事持股

持股人	身分別	持股率%
航發會代表人：謝世謙	董事長	31.05
航發會代表人：高星漢	董事/總經理	31.05
航發會代表人：陳致遠	董事	31.05
航發會代表人：丁廣銘	董事	31.05
航發會代表人：陳漢銘	董事	31.05
航發會代表人：危永業	董事	31.05
航發會代表人：陳茂仁	董事	31.05
航發會代表人：趙剛	董事	31.05
行政院國發會代表人：王時忠	董事	8.64
行政院國發會代表人：張惠娟	董事	8.64

資料來源：TEJ

2610 華航 永續發展概況

CMoney ESG Rating

更新評鑑年季：2023Q2

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
8	8	7	https://mops.twse.com.tw/server-java/FileDownload?step=98&filePath=/home/html/nas/p/104641021851Name=1300031-2610-110.pdf

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	是	https://calec.china-airlines.com/csr/download/pages/climate_related.pdf

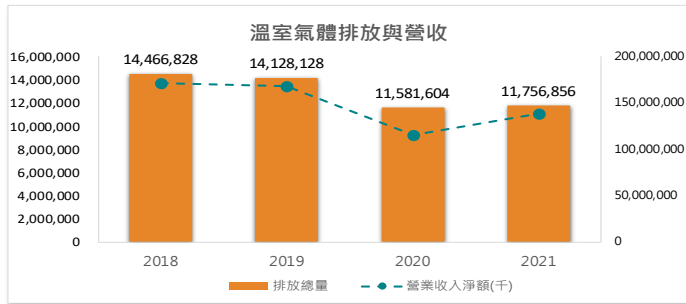
資料來源：CMoney

說明：評等1-10分，10分最高



環境保護 Environment

溫室氣體



摘要 2021年溫室氣體排放量增加1.51%，營收增加20.47%

溫室氣體盤查數據			
年度	排放總量(公噸)	範疇一	範疇二
2021	11,756,856	5,878,428	16,697
2020	11,581,604	5,790,802	17,572
2019	14,128,128	7,064,064	18,169
2018	14,466,828	7,233,414	19,949

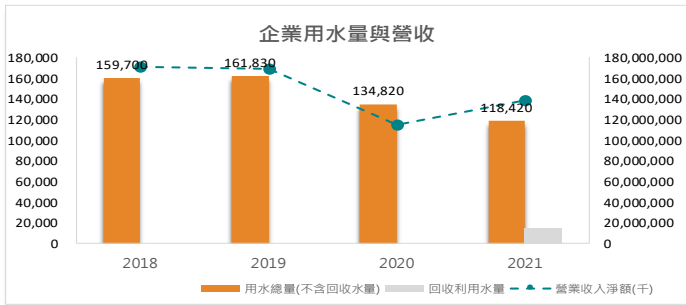
*排放總量(公噸)：範疇一+範疇二溫室氣體排放數據

*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12.16%，營收增加20.47%

企業用水量盤查數據			
年度	用水總量(公噸)	回收水量(公噸)	排水量(公噸)
2021	118,420	14,230	51,780
2020	134,820	-	-
2019	161,830	-	-
2018	159,700	-	-

*用水總量：依取水來源統計之總使用水量

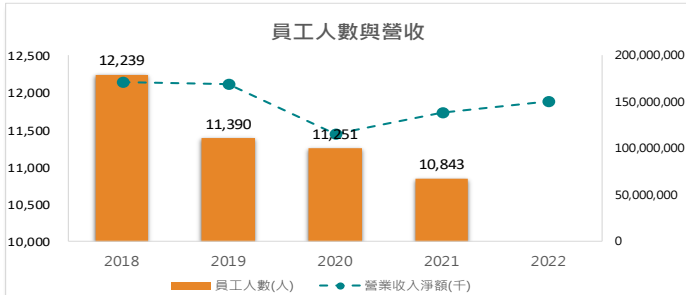
*回收水量：將已用水和廢水透過循環處理成可再利用的水資源(包含製成回收水)

*排水量：排放的污水總量

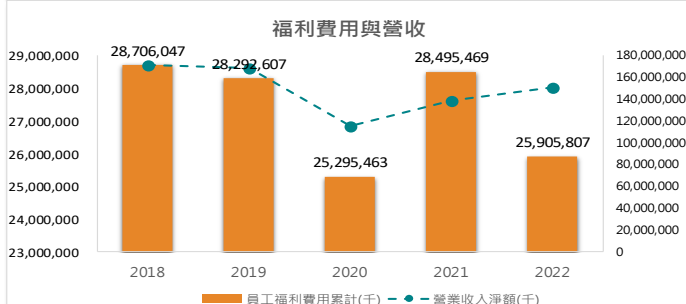
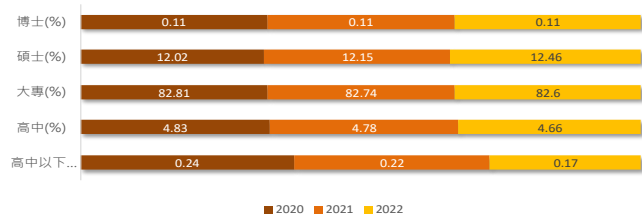
資料來源：CMoney、企業揭露資訊

社會責任 Social Responsibility

員工人數



員工學歷分佈



公司治理 Corporate Governance

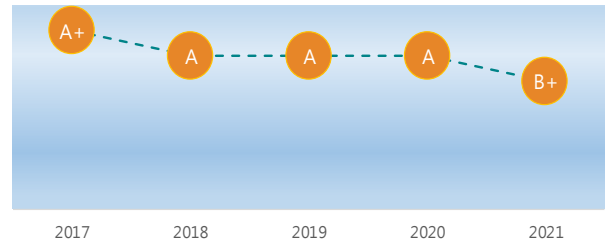
公司治理評鑑

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	21%至35%	B+	0.2	0.33	0.23	0.24
2021	6%至20%	A	0.2	0.33	0.26	0.21
2020	6%至20%	A	0.19	0.34	0.26	0.21
2019	6%至20%	A	0.2	0.35	0.24	0.21
2018	前5%	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」

交易所公司治理評鑑



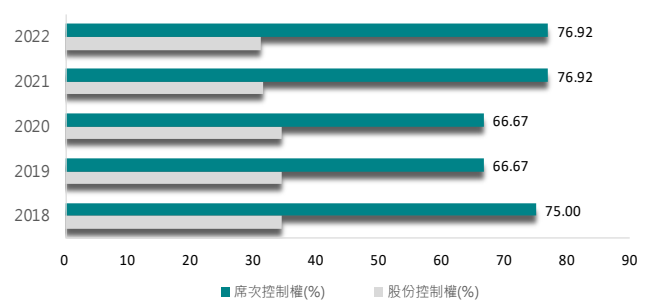
企業功能委員會

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

股權控制情形



企業裁罰資訊

2022/8/1

違反法條：
空氣污染防治法第40條第3項

違反內容：
柴油車未取得有效期限之優級或同等級以上自主管理標章，進入本市空氣品質維護區。

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	1Q23	2Q23F	3Q23F	4Q23F	1Q24F	2Q24F	3Q24F	4Q24F	FY22	FY23F	FY24F
營業收入	42,692	46,871	46,125	45,478	42,738	43,770	47,124	44,279	150,722	181,166	177,911
營業毛利	5,198	9,421	7,926	6,830	4,491	5,298	7,862	5,365	11,370	29,375	23,016
營業費用	3,373	3,741	3,811	4,011	3,045	3,684	4,054	3,805	8,785	14,936	14,588
營業利益	1,826	5,680	4,115	2,819	1,446	1,614	3,808	1,560	2,585	14,440	8,428
稅前淨利	1,729	5,400	3,867	2,679	932	1,336	3,615	1,337	2,661	13,674	7,220
本期淨利(NI)	1,396	4,376	3,088	2,125	745	1,083	2,876	1,059	2,245	10,986	5,763
淨利歸屬於_母公司業主	1,306	4,252	2,916	1,965	646	959	2,724	899	2,860	10,439	5,225
淨利歸屬於_非控制利益	91	124	172	160	102	124	152	160	-614	547	538
稀釋後每股盈餘_本期淨利	0.22	0.71	0.48	0.33	0.11	0.16	0.45	0.15	0.47	1.74	0.87
QoQ(%)											
營收淨額	9.6	9.8	-1.6	-1.4	-6.0	2.4	7.7	-6.0			
銷貨毛利	248.2	81.2	-15.9	-13.8	-34.2	18.0	48.4	-31.8			
營業利益	虧轉盈	211.1	-27.5	-31.5	-48.7	11.6	136.0	-59.0			
稅後純益_母公司淨利	虧轉盈	225.6	-31.4	-32.6	-67.1	48.5	184.1	-67.0			
YoY(%)											
營收淨額	14.7	27.2	22.4	16.8	0.1	-6.6	2.2	-2.6	8.6	20.2	-1.8
銷貨毛利	-5.5	249.2	371.8	357.5	-13.6	-43.8	-0.8	-21.4	-51.3	158.4	-21.6
營業利益	-49.6	491.5	-1,320.3	-269.4	-20.8	-71.6	-7.5	-44.7	-82.7	458.7	-41.6
稅後純益_母公司淨利	-57.5	912.0	2,214.7	-358.9	-50.5	-77.5	-6.6	-54.2	-69.5	265.1	-50.0
各項比率											
營業毛利率	12.18	20.10	17.18	15.02	10.51	12.10	16.68	12.12	7.54	16.21	12.94
營業利益率	4.28	12.12	8.92	6.20	3.38	3.69	8.08	3.52	1.71	7.97	4.74
稅前淨利率	4.05	11.52	8.38	5.89	2.18	3.05	7.67	3.02	1.77	7.55	4.06
稅後淨利率	3.06	9.07	6.32	4.32	1.51	2.19	5.78	2.03	1.90	5.76	2.94

資料來源：TEJ、國票投顧

財務狀況表

百萬元	FY22	FY23F	FY24F
現金及約當現金	34,981	45,256	54,134
流動金融資產	4,032	2,205	2,207
應收款項	12,094	14,249	14,076
存貨	8,816	9,201	8,916
其他流動資產	12,372	9,742	9,503
流動資產	69,822	80,653	88,835
非流動金融資產	1,576	1,576	1,576
採用權益法之投資	1,453	1,455	1,684
不動產、廠房與設備	128,207	119,607	166,681
投資性不動產	59,221	58,645	18,009
其他非流動資產	36,468	27,268	16,518
資產總計	294,412	286,698	290,512
短期借款	835	600	365
流動金融負債	9,984	9,548	9,915
應付款項	16,883	17,561	17,625
其他流動負債	23,116	22,054	20,151
流動負債	71,255	74,347	76,171
非流動金融負債	32,190	33,792	33,051
應付公司債	7,650	10,101	13,253
長期借款	65,109	54,256	43,403
其他非流動負債	29,034	34,151	43,151
負債總計	221,959	206,647	209,028
股本	59,412	60,135	60,135
資本公積	1,658	1,658	1,658
保留盈餘	5,526	13,745	14,288
其他權益	-534	2,355	2,848
庫藏股	31	31	31
非控制權益	2,453	3,188	3,584
股東權益	72,453	80,051	81,483

資料來源：TEJ、國票投顧

現金流量表

百萬元	FY22	FY23F	FY24F
本期稅前淨利(淨損)	2,661	13,674	7,220
折舊攤提	30,327	31,285	30,300
採權益法之關聯企業及合資損益之份額	0	0	0
收取之利息	-640	-691	-746
收取之股利	77	25	35
營運資金增減	2,563	-1,863	653
支付之利息	-2,680	-2,485	-2,211
支付之所得稅	-4,623	-2,689	-1,458
其他	19,165	13,454	12,541
來自營運之現金流量	46,849	50,711	46,334
資本支出	-26,962	-22,451	-18,483
長投增減	0	0	0
短投增減	0	0	0
收取之利息	0	0	0
收取之股利	0	0	0
其他	6,781	-1,487	1,054
來自投資之現金流量	-20,181	-23,938	-17,429
自由現金流量	26,667	26,773	28,905
借款增(減)	-17,156	-11,088	-11,088
股利發放	-5,201	-2,766	-5,219
發行公司債	0	0	0
償還公司債	-2,525	-2,451	-3,152
現金增資	0	0	0
其他	-11,803	-153	-412
來自融資之現金流量	-36,685	-16,458	-19,871
匯率調整	-272	-40	-156
本期產生之現金流量	-10,289	10,275	8,878
期末現金及約當現金	34,981	45,256	54,134

資料來源：TEJ、國票投顧

華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	65

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"> • 預估未來 3 個月內的絕對報酬高於 20% • 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
區間操作	<ul style="list-style-type: none"> • 預估未來 3 個月內絕對報酬小於 20% • 中大型股及金融股：預估未來 3 個月內的絕對報酬小於 12% • 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
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"> • 該公司未於國票核心持股名單 • 國票可能與該公司進行業務而處於減默期

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。