

## 降低持股・維持

收盤價 June 13 (NT\$)	22.75
12 個月目標價 (NT\$)	17.80
前次目標價 (NT\$)	18.70
調升 (%)	17.10
下跌空間 (%)	21.8

## 焦點內容

華航因客價票價上漲，使 2Q23 客運營收優於預期，以目前客運高票價能見度達 3Q23，我們上調 2023 年合併營收及獲利預估，上修後 EPS 為 1.61 元。但 2024 年在貨運營收下降及客運變動成本持續提高下，EPS 將降至 0.43 元。

## 交易資料表

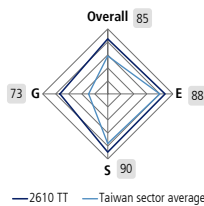
市值：(NT\$bn/US\$m)	136.8 / 4,449
流通在外股數 (百萬股)：	6,014
外資持有股數 (百萬股)：	730
3M 平均成交量 (百萬股)：	37.64
52 週股價 (低\高) (NT\$)：	16.55 -25.30

股價表現	3M	6M	12M
絕對表現 (%)	14	19.1	-10.8
相對表現 (%)	3.4	0.6	-17.9

## 每股盈餘

NT\$	1Q	2Q	3Q	4Q
2022	0.52A	0.07A	0.02A	(0.13)A
2023	0.22A	0.35F	0.63F	0.41F
2024	0.21F	0.06F	0.25F	(0.09)F

## ESG 分數評等



資料來源：Refinitiv、凱基

## Asiamoney 票選活動

投票時間 6/1-7/28 請將您珍貴的一票投給凱基！

請即投票

## 凱基投顧

曾繁仁  
886 2 2181 8734  
victort@kgi.com  
許芝瑄  
886 2 2181 8016  
Serena.Hsu@kgi.com  
重要免責聲明，詳見最終頁

# 華航

(2610.TW/2610 TT)



## 高票價帶動獲利成長不易維持至 2024

### 重要訊息

華航 2023 因客價票價上漲，帶動獲利大幅成長，但在 2024 客運高票價難以維持下，獲利將明顯下降。

### 評論及分析

**客運營收回升速度低於同業：**華航客運營運區域以短程為主(包括東北亞、東南亞及兩岸航線)，約占營收比重達 65-70%。截至 2023 年 4 月，華航歐美航班數已回到 2019 年同期的 80%以上，但東北亞不到 60%、兩岸則不到 40%。因此預估華航 2Q23 的 RPK 僅回到 2Q19 的 80%，遠低於長榮航(2618.TW,NT36.2,持有)的 104%。但受到東北亞地勤缺工、國際航空公司來台載客數仍低，在航班數供不應求下，使客運票價得以維持高檔。我們預估華航 2023 年 RPK 回到 2019 年的 82%及單位收益較 2019 年上漲 24%，2023 年客運營收將較 2019 年成長 0.9%至 1,124 億元。

**油價下跌有助成本下降：**華航客運變動成本主要為燃油成本、人事、營業推廣及旅客服務成本。雖燃油外的客運變動成本仍在上升中，但我們觀察到 2Q23 油價下跌，我們預估 2Q23-4Q23 航空燃油維持在每桶 90 元美金，燃油成本占總成本比重將由 2022 年的 40%降至 2023 年的 35%。

**雖 2023 年獲利大幅成長，但 2024 年獲利明顯下降：**預計華航 2023 年客運營收及貨運營收分別較疫情前 2019 年成長 24%及 29%，我們上修 2023 年合併營收 3%至 1,816 億元，年增 20.5%。而油價下跌使成本上升壓力下降，我們上調 2023 年獲利至 96.6 億元，上修後 EPS 為 1.61 元。但 2024 年在貨運營收下降及客運變動成本持續提高下，獲利將降至 25.5 億元，EPS 降至 0.43 元。

### 投資建議

雖華航 2023 年受惠客、貨運價格較 2019 年上漲，帶動獲利成長，我們將一年目標價上調至 17.8 元(以 2024 年 PB 的 1.3 倍)。但預計高票價無法維持至 2024 年，2024 年獲利明顯下降，維持投資評等為「降低持股」。

### 投資風險

客運票價上漲優於預期。

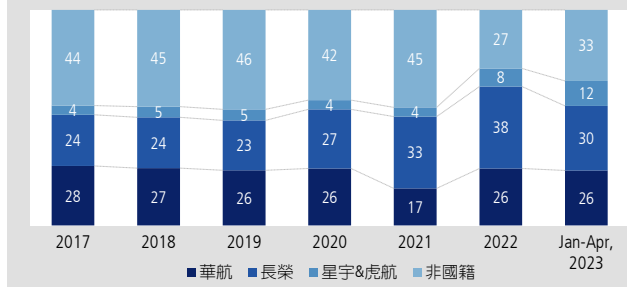
### 主要財務數據及估值

	Dec-20A	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23F	Dec-24F
營業收入 (NT\$百萬)	115,251	138,841	150,722	181,631	181,820
營業毛利 (NT\$百萬)	10,219	23,354	11,370	27,189	19,209
營業利益 (NT\$百萬)	2,184	14,968	2,585	13,617	4,908
稅後淨利 (NT\$百萬)	140	9,380	2,860	9,657	2,554
每股盈餘 (NT\$)	0.03	1.67	0.48	1.61	0.43
每股現金股利 (NT\$)	-	0.84	0.46	0.81	0.21
每股盈餘成長率 (%)	0.0	6365.0	(71.5)	237.7	(73.5)
本益比 (x)	880.6	13.6	47.7	14.1	53.4
股價淨值比 (x)	2.1	1.8	2.0	1.8	1.8
EV/EBITDA (x)	6.5	4.2	5.7	4.1	4.8
淨負債比率 (%)	160.9	83.8	74.8	61.7	55.0
殖利率 (%)	0.0	3.7	2.0	3.5	0.9
股東權益報酬率 (%)	0.2	14.3	4.0	13.3	3.4

資料來源：公司資料、凱基

**圖 1: 出境旅客數，國際航班占比低於疫情前**

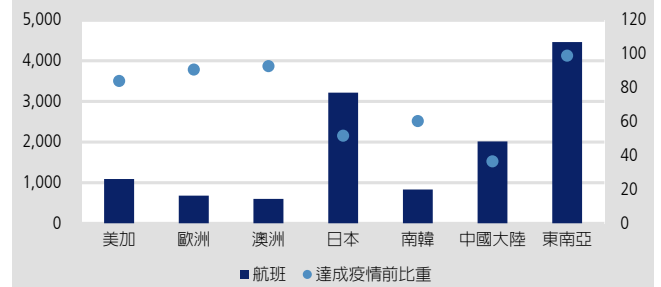
國籍、國際航空出境人數占比，百分比



資料來源：民航局

**圖 2: 華航 2023 年前四月東北亞及兩岸航班仍未回到疫情前**

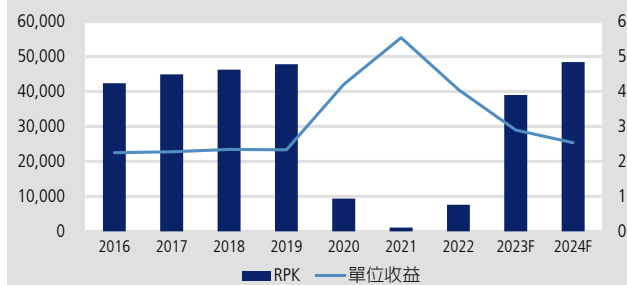
各地區航班數，架次(左軸)；達成疫情前比重，百分比(右軸)



資料來源：民航局

**圖 3: 華航 2023 年客運單位收益較疫情前上漲**

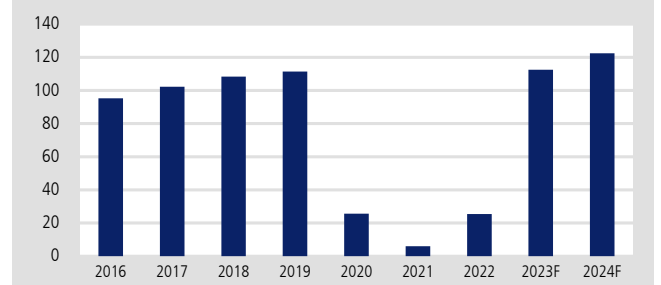
客運 PRK，百萬公里(左軸)；客運單位收益，客運營收/PRK(右軸)



資料來源：凱基

**圖 4: 華航 2023 年客運營收較 2019 年成長 0.9%**

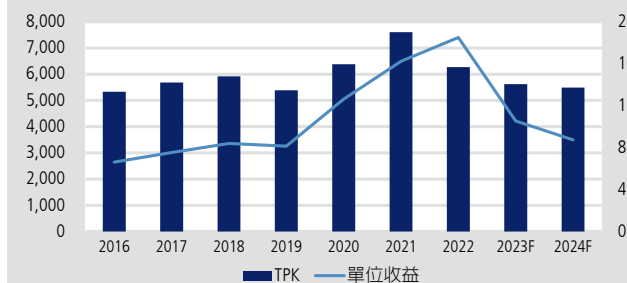
客運營收，十億元



資料來源：凱基

**圖 5: 華航 2Q23TPK 落底**

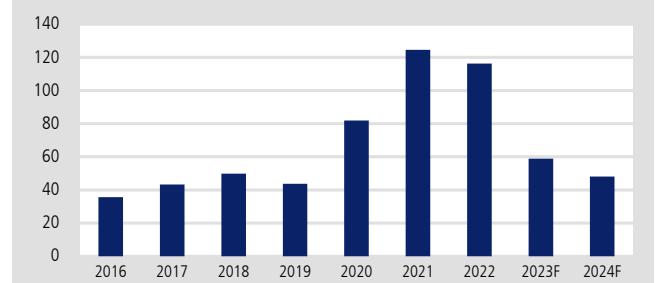
貨運 TPK，百萬噸公里(左軸)；貨運單位收益，貨運營收/TPK(右軸)



資料來源：凱基

**圖 6: 華航貨運營收仍較疫情前成長**

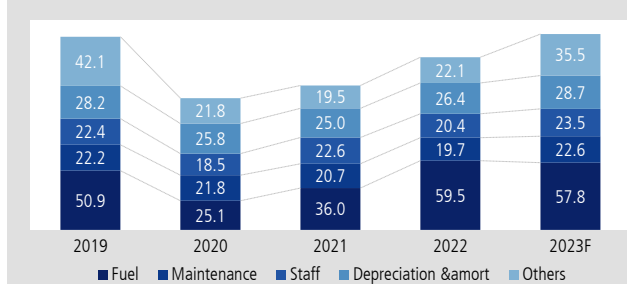
貨運營收，十億元



資料來源：凱基

**圖 7: 2Q23 油價下跌，使總成本上升壓力下降**

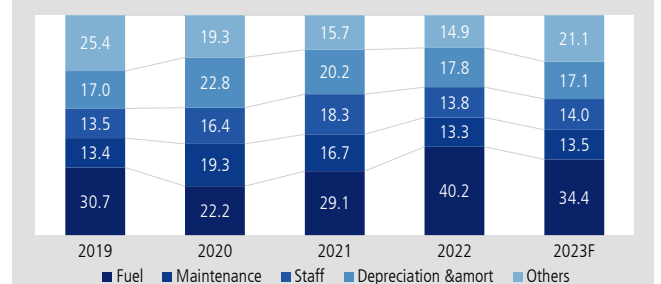
各項成本費用，十億元



資料來源：凱基

**圖 8: 燃油成本占總成本比重下降**

成本費用結構比重，百分比



資料來源：凱基

圖 9: 2Q23 及 3Q23 財務預估

百萬元	2Q23F					3Q23F				
	修正後	修正前	調幅 (%)	QoQ (%)	YoY (%)	修正後	修正前	調幅 (%)	QoQ (%)	YoY (%)
營收	44,156	43,422	1.7	3.4	19.8	47,594	44,951	5.9	7.8	26.3
毛利	6,627	4,058	63.3	27.5	145.6	8,676	4,199	106.6	30.9	416.4
營業利益	3,089	1,451	112.9	69.2	221.8	5,195	1,084	379.1	68.2	-
稅後淨利	2,095	659	218.0	60.4	398.6	3,788	315	1100.8	80.8	2,907.3
每股盈餘 (元)	0.35	0.11	218.0	60.8	398.6	0.63	0.05	1100.8	80.8	2,907.3
毛利率 (%)	15.0	9.3	5.7 ppts	2.8 ppts	7.7 ppts	18.2	9.3	8.9 ppts	3.2 ppts	13.8 ppts
營業利益率 (%)	7.0	3.3	3.7 ppts	2.7 ppts	4.4 ppts	10.9	2.4	8.5 ppts	3.9 ppts	11.8 ppts
淨利率 (%)	4.7	1.5	3.2 ppts	1.7 ppts	3.6 ppts	8.0	0.7	7.3 ppts	3.2 ppts	7.6 ppts

資料來源：凱基預估

圖 10: 上修 2023 及 2024 年財務預估

百萬元	2023F				2024F			
	修正後	修正前	調幅 (%)	YoY (%)	修正後	修正前	調幅 (%)	YoY (%)
營收	181,631	176,386	3.0	20.5	181,820	180,476	0.7	0.1
毛利	27,189	14,737	84.5	139.1	19,209	16,630	15.5	(29.3)
營業利益	13,617	3,591	279.2	426.8	4,908	2,328	110.8	(64.0)
稅後淨利	9,657	689	1,302.4	237.7	2,554	-479	-	(73.5)
每股盈餘 (元)	1.61	0.11	1,302.4	237.7	0.43	(0.08)	-	(73.5)
毛利率 (%)	15.0	8.4	6.6 ppts	7.4 ppts	10.6	9.2	1.4 ppts	(4.4)ppts
營利率 (%)	7.5	2.0	5.5 ppts	5.8 ppts	2.7	1.3	1.4 ppts	(4.8)ppts
淨利率 (%)	5.3	0.4	4.9 ppts	3.4 ppts	1.4	(0.3)	1.7 ppts	(3.9)ppts

資料來源：凱基預估

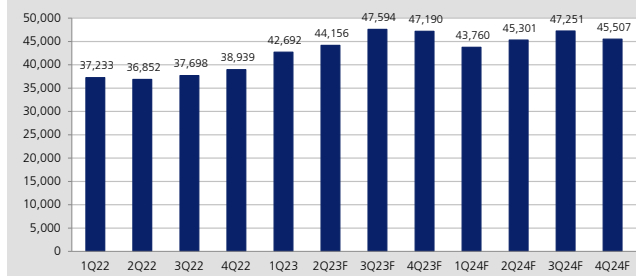
圖 11: 公司概況

中華航空成立於 1959 年，為台灣最大的客貨運空運業者，目前客貨運機隊合計共有 91 架，在全球航點遍佈 28 個國家與 136 個城市，為天合聯盟的會員之一。華航 2022 年營收比重：客運比重 17%、貨運比重 77%、其它比重 6%。

資料來源：凱基

圖 13: 季營業收入

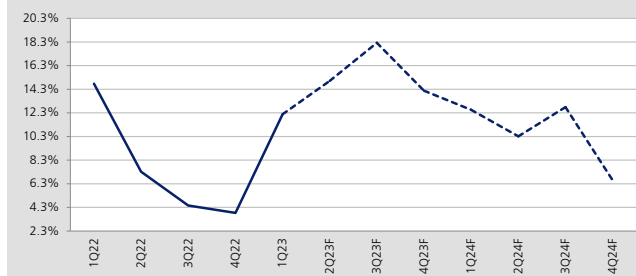
季營業收入，百萬元



資料來源：凱基

圖 15: 毛利率

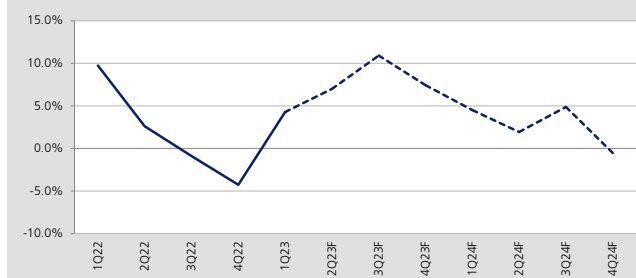
毛利率，百分比



資料來源：凱基

圖 17: 營業利潤率

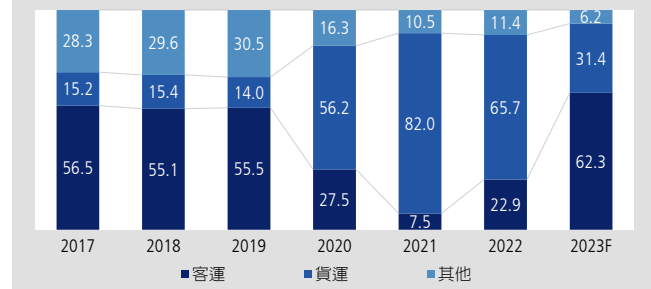
營業利潤率，百分比



資料來源：凱基

圖 12: 2023 年貨運營收比重持續下降

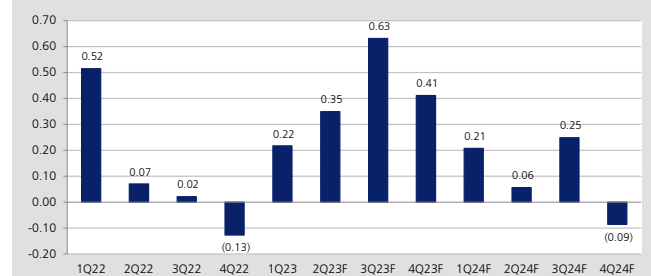
營收比重，百分比



資料來源：凱基

圖 14 每股盈利

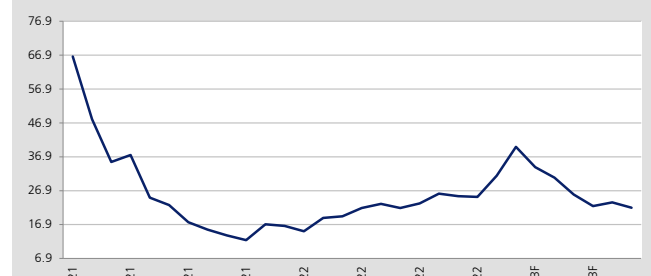
每股盈利，元



資料來源：凱基

圖 16: 本益比

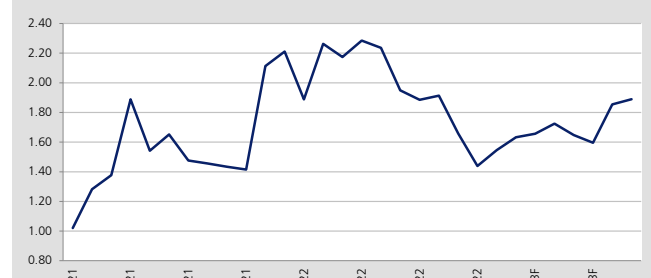
本益比，倍



資料來源：凱基

圖 18: 股價淨值比

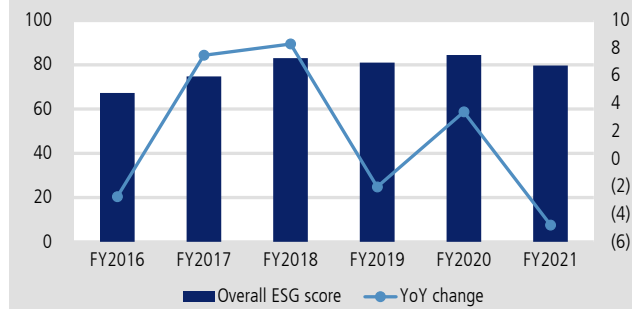
股價淨值比，倍



資料來源：凱基

**圖 19：ESG 整體分數**

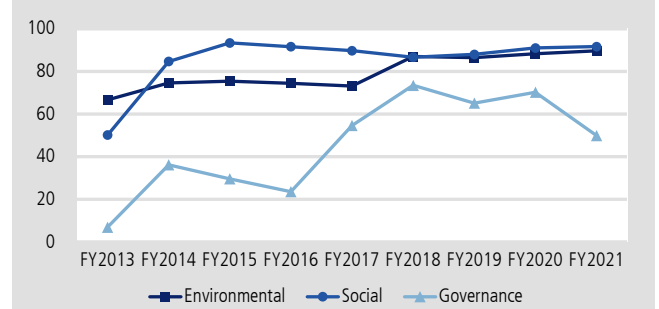
ESG 整體分數 (左軸)：年增幅度，百分點 (右軸)



資料來源：Refinitiv、凱基、公司資料

**圖 20：ESG 各項分數**

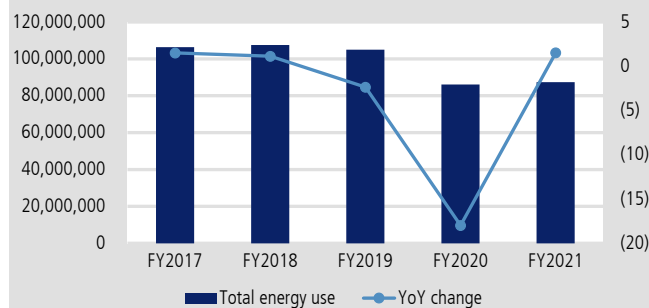
ESG 各項分數



資料來源：Refinitiv、凱基、公司資料

**圖 21：能源消耗**

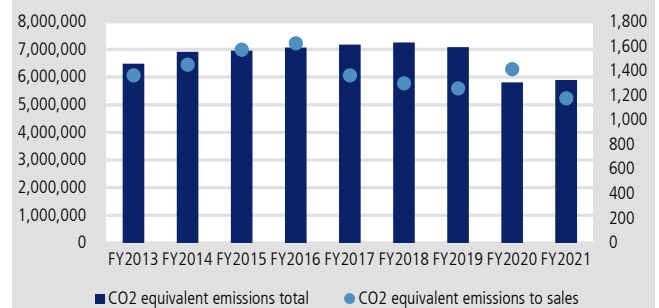
能源消耗，十億焦耳 (左軸)：年增率，百分比 (右軸)



資料來源：Refinitiv、凱基、公司資料

**圖 22：碳排量**

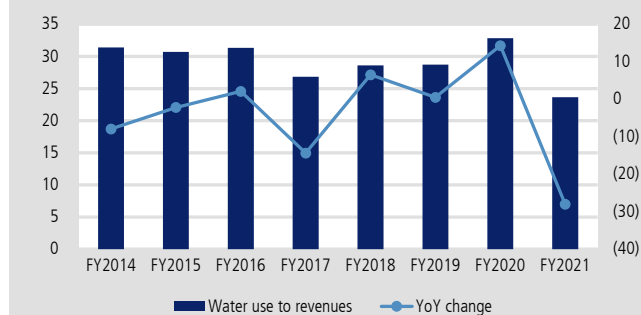
約當二氧化碳排放量，噸 (左軸)：單位營收碳排量，噸/百萬美元 (右軸)



資料來源：Refinitiv、凱基、公司資料

**圖 23：耗水量**

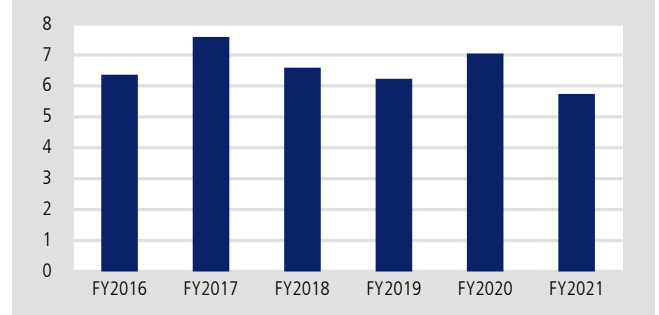
單位營收耗水量，立方公尺/百萬美元 (左軸)：年增率，百分比 (右軸)



資料來源：Refinitiv、凱基、公司資料

**圖 24：員工流動率**

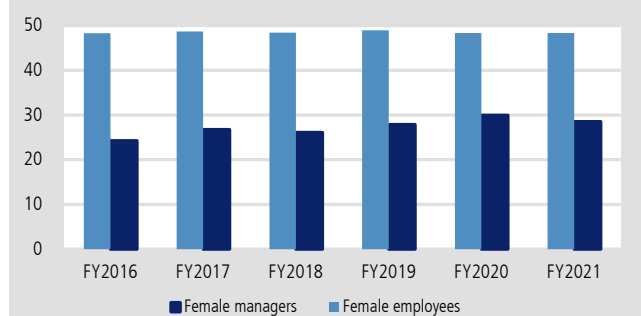
員工流動率，百分比



資料來源：Refinitiv、凱基、公司資料

**圖 25：性別多樣性**

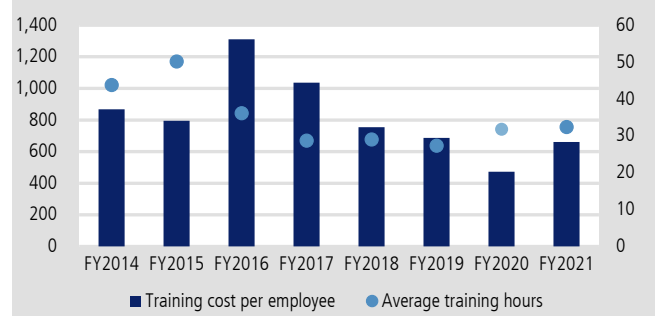
女性主管與員工比例，百分比



資料來源：Refinitiv、凱基、公司資料

**圖 26：員工訓練**

員工人均訓練成本，美元 (左軸)：人均年訓練時數，小時 (右軸)



資料來源：Refinitiv、凱基、公司資料

## ESG 圖表定義

項目	定義	說明
能源使用	直接與間接能源消耗總量(十億焦耳) - 公司運營範圍內消耗之能源總量 - 能源使用總量 = 直接能源消耗總量 + 間接能源消耗量 - 總能源使用量包括購買的能源、生產的能源 - 就公用事業而言，輸電/電網損耗為其業務活動之一部分，被視為總能源消耗，數據不包括為滿足能源使用而生產的電力（公用事業為出售而生產） - 就公用事業而言，用於能源生產的煤、天然氣或核能等原料不屬於「總能源使用」項下	
購買之再生能源	Primary 再生能源購買總量(十億焦耳) - 公司各種來源之能源消耗量與購買的能源中屬於自然界可再生者（太陽能、風能、水能、生物質能、地熱能）之量 - 如無證據顯示再生能源由公司生產，則所報告的能源數據視為購買的再生能源	
再生能源使用率	再生能源占總能源消耗量之比例	
CO2 約當排放量	直接 CO2 與 CO2 約當排放量(公噸) - 公司擁有或控制的來源的直接排放量（範圍 1 排放量） - 相關氣體：二氧化碳 (CO2)、甲烷 (CH4)、一氧化二氮 (N2O)、氫氟碳化物 (HFCs)、全氟化合物 (PFCs)、六氟化硫 (SF6)、三氟化氮 (NF3)	
CO2 約當排放量營收比	直接 CO2 與 CO2 約當排放量（公噸）銷售（百萬元）比 - 公司擁有或控制的來源的直接排放量（範圍 1 排放量） - 相關氣體：二氧化碳 (CO2)、甲烷 (CH4)、一氧化二氮 (N2O)、氫氟碳化物 (HFCs)、全氟化合物 (PFCs)、六氟化硫 (SF6)、三氟化氮 (NF3)	
廢棄物總量	廢棄物總量(公噸) - 總廢棄物 = 無害廢棄物 + 有害廢棄物 - 僅考慮固體廢棄物，但如液體廢棄物以公噸為單位呈報，則會將其加入求得包含液體廢棄物之總量 - 對於採礦、石油與天然氣等行業，tailings、廢石、煤、飛灰等廢棄物亦考慮在內	
廢棄物回收率	公司呈報的廢棄物回收率 - 廢棄物回收率 = 廢棄物回收量/總廢棄物*100 - 廢棄物轉化為能源或經由廢棄物焚燒產生能源視為廢棄物回收 - 經由堆肥回收的廢棄物視為回收之廢棄物	
總取水量	總取水量(立方公尺) - 由呈報組織直接或經水公司等中介機構從任何水源抽取的總水量 - 水井、城鎮/公用事業/市政用水、河水、地表水等不同之水源均予以考慮	
環保支出	環保支出總金額 - 所有用於環境保護，或防止、減少、控制環境因素、影響、危害的投資與支出，亦包括處置、處理、衛生、清理支出	
員工流動率	員工流動率 - 包括任何原因（自願或非自願）離開公司的員工，如辭職、退休、自然離職/死亡、醫療失能、冗員、裁員、重組、解僱、裁減或定期合約到期 - 員工流動率 = (離開之員工/平均員工人數) * 100 - 平均員工人數 = (本年末員工人數 + 去年末員工人數) / 2 - 本財年末員工數 = 上個財年末員工數 + 新員工數 - 離開之員工數	
女性經理	女性經理百分比 - 女性經理占公司經理的百分比 - 如有不同階層之百分比，如最高階、高階、中階、初階，則會考慮中階女性經理之百分比 - 女性經理百分比 = 女性經理人數/經理總數*100	
女性員工	女性員工百分比 - 女性員工占公司員工總數的百分比 - 女性員工百分比 = 女性人數/員工總數*100	
教育訓練總時數	所有員工教育訓練總時數 - 僅考慮員工教育訓練時數 - 包括一般員工所有類型的教育訓練（如健康與安全、環境、急難事件救援、技能與職業發展） - 如果數據以天為單位，則乘以 8，係假設 1 天 = 8 小時工作	
每位員工教育訓練時數	平均每年每位員工總教育訓練時數	

資料來源：Refinitiv：凱基

## 損益表

	季度								年度		
	Mar-23A	Jun-23F	Sep-23F	Dec-23F	Mar-24F	Jun-24F	Sep-24F	Dec-24F	Dec-22A	Dec-23F	Dec-24F
<b>損益表 (NT\$百萬)</b>											
營業收入	42,692	44,156	47,594	47,190	43,760	45,301	47,251	45,507	150,722	181,631	181,820
營業成本	(37,494)	(37,529)	(38,917)	(40,503)	(38,265)	(40,631)	(41,210)	(42,504)	(139,352)	(154,442)	(162,611)
營業毛利	5,198	6,627	8,676	6,687	5,495	4,670	6,041	3,003	11,370	27,189	19,209
營業費用	(3,373)	(3,538)	(3,481)	(3,181)	(3,521)	(3,798)	(3,738)	(3,244)	(8,785)	(13,572)	(14,302)
營業利益	1,826	3,089	5,195	3,507	1,974	872	2,303	(241)	2,585	13,617	4,908
折舊	(7,773)	(7,650)	(7,650)	(7,527)	(8,022)	(8,022)	(8,022)	(8,022)	(30,104)	(30,600)	(32,088)
攤提	(55)	(60)	(60)	(65)	(60)	(60)	(60)	(60)	(223)	(241)	(241)
EBITDA	9,654	10,800	12,905	11,099	10,056	8,954	10,386	7,841	32,912	44,458	37,237
利息收入	359	360	365	365	370	370	370	370	640	1,449	1,480
投資利益淨額	70	98	95	105	73	103	102	109	13	368	387
其他營業外收入	143	70	85	70	60	75	90	75	936	368	300
總營業外收入	573	528	545	540	503	548	562	554	1,589	2,186	2,167
利息費用	(701)	(705)	(705)	(705)	(710)	(710)	(710)	(710)	(2,541)	(2,816)	(2,840)
投資損失	-	-	-	-	-	-	-	-	(75)	-	-
其他營業外費用	31	(100)	(100)	(100)	(80)	(80)	(80)	(80)	1,103	(269)	(320)
總營業外費用	(670)	(805)	(805)	(805)	(790)	(790)	(790)	(790)	(1,513)	(3,085)	(3,160)
稅前純益	1,729	2,812	4,935	3,242	1,687	630	2,075	(477)	2,661	12,718	3,915
所得稅費用[利益]	(332)	(562)	(987)	(648)	(337)	(126)	(415)	95	(415)	(2,530)	(783)
少數股東損益	(91)	(155)	(160)	(125)	(107)	(167)	(171)	(133)	614	(531)	(577)
非常項目前稅後純益	1,306	2,095	3,788	2,469	1,243	337	1,489	(515)	2,860	9,657	2,554
非常項目	(0)	-	-	0	-	-	-	-	-	-	-
稅後淨利	1,306	2,095	3,788	2,469	1,243	337	1,489	(515)	2,860	9,657	2,554
每股盈餘 (NT\$)	0.22	0.35	0.63	0.41	0.21	0.06	0.25	(0.09)	0.48	1.61	0.43
<b>獲利率 (%)</b>											
營業毛利率	12.2	15.0	18.2	14.2	12.6	10.3	12.8	6.6	7.5	15.0	10.6
營業利益率	4.3	7.0	10.9	7.4	4.5	1.9	4.9	(0.5)	1.7	7.5	2.7
EBITDA Margin	22.6	24.5	27.1	23.5	23.0	19.8	22.0	17.2	21.8	24.5	20.5
稅前純益率	4.0	6.4	10.4	6.9	3.9	1.4	4.4	(1.0)	1.8	7.0	2.2
稅後純益率	3.1	4.7	8.0	5.2	2.8	0.7	3.2	(1.1)	1.9	5.3	1.4
<b>季成長率 (%)</b>											
營業收入	9.6	3.4	7.8	(0.8)	(7.3)	3.5	4.3	(3.7)			
營業毛利	248.2	27.5	30.9	(22.9)	(17.8)	(15.0)	29.4	(50.3)			
營業收益增長		69.2	68.2	(32.5)	(43.7)	(55.8)	164.2	(110.5)			
EBITDA	58.0	11.9	19.5	(14.0)	(9.4)	(11.0)	16.0	(24.5)			
稅前純益		62.7	75.5	(34.3)	(48.0)	(62.7)	229.6	(123.0)			
稅後純益		60.4	80.8	(34.8)	(49.7)	(72.9)	342.3	(134.5)			
<b>年成長率 (%)</b>											
營業收入	14.7	19.8	26.3	21.2	2.5	2.6	(0.7)	(3.6)	8.6	20.5	0.1
營業毛利	(5.5)	145.6	416.4	347.9	5.7	(29.5)	(30.4)	(55.1)	(51.3)	139.1	(29.3)
營業收益	(49.6)	221.8			8.1	(71.8)	(55.7)	(106.9)	(82.7)	426.8	(64.0)
EBITDA	(12.5)	27.9	76.1	81.7	4.2	(17.1)	(19.5)	(29.4)	(26.7)	35.1	(16.2)
稅前純益	(51.3)	557.5			(2.4)	(77.6)	(57.9)	(114.7)	(76.1)	378.0	(69.2)
稅後純益	(57.5)	398.6	2907.3		(4.8)	(83.9)	(60.7)	(120.8)	(69.5)	237.7	(73.5)

資料來源：公司資料，凱基

## 資產負債表

NT\$百萬	Dec-20A	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23F	Dec-24F
<b>資產總額</b>	<b>284,194</b>	<b>294,721</b>	<b>294,412</b>	<b>297,352</b>	<b>292,665</b>
<b>流動資產</b>	<b>61,872</b>	<b>85,850</b>	<b>69,822</b>	<b>78,768</b>	<b>82,384</b>
現金及短期投資	41,566	62,017	45,350	49,662	51,836
存貨	-	-	-	-	-
應收帳款及票據	9,699	13,476	11,131	14,431	14,406
其他流動資產	10,607	10,356	13,341	14,675	16,142
<b>非流動資產</b>	<b>222,322</b>	<b>208,871</b>	<b>224,590</b>	<b>218,584</b>	<b>210,281</b>
長期投資	4,521	3,768	3,854	4,194	4,548
固定資產	141,482	129,632	128,207	114,607	96,519
什項資產	76,319	75,471	92,528	99,783	109,215
<b>負債總額</b>	<b>223,483</b>	<b>217,516</b>	<b>221,959</b>	<b>219,539</b>	<b>211,721</b>
<b>流動負債</b>	<b>62,650</b>	<b>53,239</b>	<b>71,255</b>	<b>69,595</b>	<b>69,512</b>
應付帳款及票據	1,483	1,246	1,676	1,857	1,950
短期借款	37,238	13,781	16,411	9,019	9,829
什項負債	23,929	38,212	53,169	58,719	57,733
<b>長期負債</b>	<b>160,833</b>	<b>164,277</b>	<b>150,704</b>	<b>149,944</b>	<b>142,209</b>
長期借款	87,588	96,194	72,759	78,250	76,140
其他負債及準備	59,965	55,325	62,505	56,255	50,629
<b>股東權益總額</b>	<b>60,712</b>	<b>77,205</b>	<b>72,453</b>	<b>77,813</b>	<b>80,944</b>
普通股股本	54,210	59,412	60,135	60,135	60,135
保留盈餘	(351)	9,254	6,384	11,213	13,767
少數股東權益	3,152	3,161	2,453	2,984	3,561
優先股股東資金	-	-	-	-	-

## 主要財務比率

	Dec-20A	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23F	Dec-24F
<b>年成長率</b>					
營業收入	(31.6%)	20.5%	8.6%	20.5%	0.1%
營業收益增長	(18.1%)	585.2%	(82.7%)	426.8%	(64.0%)
EBITDA	(5.4%)	33.8%	(26.7%)	35.1%	(16.2%)
稅後純益		6599.9%	(69.5%)	237.7%	(73.5%)
每股盈餘成長率		6365.0%	(71.5%)	237.7%	(73.5%)
<b>獲利能力分析</b>					
營業毛利率	8.9%	16.8%	7.5%	15.0%	10.6%
營業利益率	1.9%	10.8%	1.7%	7.5%	2.7%
EBITDA Margin	29.1%	32.4%	21.8%	24.5%	20.5%
稅後純益率	0.1%	6.8%	1.9%	5.3%	1.4%
平均資產報酬率	0.0%	3.2%	1.0%	3.3%	0.9%
股東權益報酬率	0.2%	14.3%	4.0%	13.3%	3.4%
<b>穩定 \ 償債能力分析</b>					
毛負債比率 (%)	205.6%	142.4%	123.1%	112.2%	106.2%
淨負債比率	160.9%	83.8%	74.8%	61.7%	55.0%
利息保障倍數 (x)	0.8	5.6	2.0	5.5	2.4
利息及短期償保障倍數 (x)	(0.1)	0.4	0.0	0.5	0.1
Cash Flow Int. Coverage (x)	3.2	20.7	18.4	13.9	13.0
Cash Flow/Int. & ST Debt (x)	0.2	3.1	2.5	3.3	2.9
流動比率 (x)	1.0	1.6	1.0	1.1	1.2
速動比率 (x)	1.0	1.6	1.0	1.1	1.2
淨負債 (NT\$百萬)	97,701	64,706	54,189	47,977	44,503
<b>每股資料分析</b>					
每股盈餘 (NT\$)	0.03	1.67	0.48	1.61	0.43
每股現金盈餘 (NT\$)	1.79	8.88	7.81	6.54	6.17
每股淨值 (NT\$)	10.62	12.46	11.64	12.44	12.87
調整後每股淨值 (NT\$)	10.62	13.19	11.67	12.48	12.90
每股營收 (NT\$)	21.27	24.72	25.14	30.29	30.32
EBITDA/Share (NT\$)	6.19	8.00	5.49	7.41	6.21
每股現金股利 (NT\$)	-	0.84	0.46	0.81	0.21
<b>資產運用狀況</b>					
資產周轉率 (x)	0.40	0.48	0.51	0.61	0.62
應收帳款周轉天數	30.8	35.4	27.0	29.0	29.0
存貨周轉天數	-	-	-	-	-
應付帳款周轉天數	5.2	3.9	4.4	4.4	4.4
現金轉換周轉天數	25.6	31.5	22.6	24.6	24.6

資料來源：公司資料，凱基

## 損益表

NT\$百萬	Dec-20A	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23F	Dec-24F
<b>營業收入</b>	<b>115,251</b>	<b>138,841</b>	<b>150,722</b>	<b>181,631</b>	<b>181,820</b>
營業成本	(105,031)	(115,487)	(139,352)	(154,442)	(162,611)
<b>營業毛利</b>	<b>10,219</b>	<b>23,354</b>	<b>11,370</b>	<b>27,189</b>	<b>19,209</b>
營業費用	(8,035)	(8,386)	(8,785)	(13,572)	(14,302)
<b>營業利益</b>	<b>2,184</b>	<b>14,968</b>	<b>2,585</b>	<b>13,617</b>	<b>4,908</b>
<b>總營業外收入</b>	<b>687</b>	<b>939</b>	<b>1,589</b>	<b>2,186</b>	<b>2,167</b>
利息收入	283	156	640	1,449	1,480
投資利益淨額	23	12	13	368	387
其他營業外收入	381	770	936	368	300
<b>總營業外費用</b>	<b>(3,525)</b>	<b>(4,780)</b>	<b>(1,513)</b>	<b>(3,085)</b>	<b>(3,160)</b>
利息費用	(3,058)	(2,407)	(2,541)	(2,816)	(2,840)
投資損失	(201)	(401)	(75)	-	-
其他營業外費用	(266)	(1,971)	1,103	(269)	(320)
<b>稅前純益</b>	<b>(654)</b>	<b>11,127</b>	<b>2,661</b>	<b>12,718</b>	<b>3,915</b>
所得稅費用[利益]	374	(2,170)	(415)	(2,530)	(783)
少數股東損益	420	423	614	(531)	(577)
非常項目	-	0	0	-	-
<b>稅後淨利</b>	<b>140</b>	<b>9,380</b>	<b>2,860</b>	<b>9,657</b>	<b>2,554</b>
<b>EBITDA</b>	<b>33,559</b>	<b>44,918</b>	<b>32,912</b>	<b>44,458</b>	<b>37,237</b>
每股盈餘 (NT\$)	0.03	1.67	0.48	1.61	0.43

## 現金流量

NT\$百萬	Dec-20A	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23F	Dec-24F
<b>營運活動之現金流量</b>	<b>9,723</b>	<b>49,885</b>	<b>46,849</b>	<b>39,200</b>	<b>37,023</b>
本期純益	140	9,380	2,860	9,657	2,554
折舊及攤提	31,374	29,950	30,327	30,841	32,329
本期運用資金變動	(2,236)	(4,926)	662	(959)	2,493
其他營業資產及負債變動	(19,554)	15,481	13,000	(340)	(354)
<b>投資活動之現金流量</b>	<b>(25,048)</b>	<b>(16,665)</b>	<b>(20,181)</b>	<b>(24,496)</b>	<b>(23,672)</b>
投資用短期投資出售[新購]	(12,206)	(2,139)	6,177	-	-
本期長期投資變動	-	1	-	0	0
資本支出淨額	(12,645)	(14,727)	(26,962)	(17,000)	(14,000)
其他資產變動	(197)	200	604	(7,496)	(9,673)
<b>自由現金流</b>	<b>17,221</b>	<b>22,125</b>	<b>5,985</b>	<b>23,550</b>	<b>24,507</b>
<b>融資活動之現金流量</b>	<b>13,869</b>	<b>(15,267)</b>	<b>(36,685)</b>	<b>(10,392)</b>	<b>(11,177)</b>
短期借款變動	1,552	-	(1,097)	100	200
長期借款變動	15,009	71	(18,584)	(2,000)	(1,500)
現金增資	162	471	-	-	-
已支付普通股股息	(375)	(125)	(5,201)	(2,772)	(4,829)
其他融資現金流	(2,486)	(15,685)	(11,803)	(5,720)	(5,048)
<b>匯率影響數</b>	<b>122</b>	<b>191</b>	<b>(272)</b>		
<b>本期產生現金流量</b>	<b>(1,334)</b>	<b>18,144</b>	<b>(10,289)</b>	<b>4,312</b>	<b>2,173</b>

## 投資回報率

	Dec-20A	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23F	Dec-24F
1 - 營業成本/營業收入					
- 銷管費用/營業收入	7.0%	6.0%	5.8%	7.5%	7.9%
<b>= 營業利益率</b>	<b>1.9%</b>	<b>10.8%</b>	<b>1.7%</b>	<b>7.5%</b>	<b>2.7%</b>
1 / (營業運用資金/營業收入	(0.0)	(0.1)	(0.2)	(0.2)	(0.2)
+ 淨固定資產/營業收入	1.2	0.9	0.9	0.6	0.5
+ 什項資產/營業收入)	0.1	0.1	0.2	0.2	0.2
<b>= 資本周轉率</b>	<b>0.8</b>	<b>1.1</b>	<b>1.2</b>	<b>1.6</b>	<b>1.7</b>
營業利益率	1.9%	10.8%	1.7%	7.5%	2.7%
x 資本周轉率	0.8	1.1	1.2	1.6	1.7
x (1 - 有效現金稅率)	42.8%	80.5%	84.4%	80.1%	80.0%
<b>= 稅後 ROIC</b>	<b>0.6%</b>	<b>9.6%</b>	<b>1.8%</b>	<b>9.5%</b>	<b>3.6%</b>

資料來源：公司資料，凱基

**華航 – 以往評級及目標價**


日期	評級	目標價	收盤價
2023-04-14	降低持股	15.20	19.80
2023-04-14	降低持股	15.20	19.80
2023-02-15	持有	18.70	19.50
2022-11-09	降低持股	15.30	17.70
2022-10-11	降低持股	15.30	19.50
2022-08-09	持有	20.50	21.85
2022-05-09	持有	26.00	27.90
2022-03-15	持有	29.40	26.30
2022-01-12	持有	29.00	25.25
2021-08-05	持有	17.00	17.10

資料來源：TEJ，凱基

**凱基證券集團據點**

<b>中國</b>	上海	上海市靜安區南京西路 1601 號越洋國際廣場 1507 室 郵政編號：200040
	深圳	深圳市羅湖區寶安南路 2014 號振業大樓 A 座 24D1 郵政編號：518008
<b>台灣</b>	台北	104 台北市明水路 700 號 電話 886.2.2181.8888 · 傳真 886.2.8501.1691
<b>香港</b>		香港灣仔港灣道十八號中環廣場四十一樓 電話 852.2878.6888 · 傳真 852.2878.6800
<b>泰國</b>	曼谷	8th - 11th floors, Asia Centre Building 173 South Sathorn Road, Bangkok 10120, Thailand 電話 66.2658.8888 · 傳真 66.2658.8014
<b>新加坡</b>		珊頓大道 4 號#13-01 新交所第二大廈 郵政編號：068807 電話 65.6202.1188 · 傳真 65.6534.4826

**股價說明**

等級	定義
增加持股 (OP)	對個股持正面看法，預期個股未來十二個月的表現超越凱基證券集團所追蹤的相關市場的總報酬。
持有 (N)	對個股持中性看法，預期個股未來十二個月的表現符合凱基證券集團所追蹤的相關市場的總報酬。
降低持股 (U)	對個股持負面看法，預期個股未來十二個月的表現低於凱基證券集團所追蹤的相關市場的總報酬。
未評等 (NR)	凱基證券未對該個股加以評等。
受法規限制	受凱基證券集團內部政策和/或相關法令限制使凱基證券集團無法進行某些形式的資訊交流，其中包括提供評等給投資人參考。
未評等 (R)	
*總報酬 = (十二個月目標價-現價)/現價	

**免責聲明**

凱基證券投資顧問股份有限公司（以下簡稱本公司）為開發金控集團之成員。本報告之內容皆來自本公司認可之資料來源，但不保證其完整性及精確性。報告內容所提及之各項業務、財務等相關檔案資料及所有的意見及預估皆基於本公司於特定日期所做之判斷，故有其時效性限制，過後若有變更時，本公司將不做預告或更新。本報告內容僅供參考，並不提供或遊說客戶為買賣股票之投資依據。投資人應審慎考量本身之投資風險，並就投資結果自行負責。本公司及所屬集團成員，暨其主管或員工皆有可能持有報告中所提及的證券。本公司及所屬集團成員並可能經常提供投資銀行或其他服務給報告中提及之公司或向其爭取相關業務。本報告之著作權為本公司所有，非經本公司同意，本報告全文或部份內容，不得以任何形式或方式引用、轉載或轉寄。