

研究員：薛雅月 rita.hsueh@capital.com.tw

前日收盤價	20.50 元
目標價	
3 個月	21.50 元
12 個月	21.50 元

華航(2610 TT)

Neutral

近期報告日期、評等及前日股價

06/15/2024	到價	
06/13/2023	區間操作	22.75
10/31/2022	中立	17.20
06/22/2022	中立	27.45
02/16/2022	買進	27.45

公司基本資訊

目前股本(百萬元)	60,514
市值(億元)	1,241
目前每股淨值(元)	12.33
外資持股比(%)	9.90
投信持股比(%)	0.08
董監持股比(%)	39.45
融資餘額(張)	101,742
現金股息配發率(F)(%)	49.58

產品組合



- 客運收入:60.86%
- 貨運收入:32.01%
- 其他收入:7.13%

股價相對大盤走勢



評價已屬合理，維持 Neutral 投資建議。

投資建議：考量中長期客貨運單價將逐漸回歸正常，目前評價約 2024 年 PBR 1.5X，亦屬合理，故維持華航 Neutral 投資建議。

華航機隊規劃持續汰舊換新：華航中長期規劃引進 24 架 787 以改善長程線經營效率，現行則是延租 737-800 維持區域線班表穩定；貨機方面將持續汰舊換新，2024 年將引入 3 架 777 以取代目前的 747，有望降低油耗成本。燃油成本方面，假設一年用油桶數為 1500 萬桶的情況下，在不考慮燃油附加費之下，燃油價格每上漲 10 美元，對於公司全年 EPS 影響約為 0.78 元。

預估 2024 年稅後 EPS 1.09 元：3Q23 進入暑期客運旺季，華航客運量 QoQ+8.6%，惟客運價 QoQ-6.8%，導致客運營收 QoQ+0.9%，僅小幅增長；貨運方面，由於運能減少，貨運量 QoQ-1.3%，貨運價格則 QoQ-2.4%。由於營收增長有限、燃油成本墊高，華航 3Q23 毛利率由 2Q23 的 16.97% 下滑至 12.57%，單季稅後獲利 22.97 億元，QoQ-30.27%，稅後 EPS 0.38 元，營運旺季不旺。4Q23 客運價量較 3Q23 旺季回落，客運量 QoQ-2.9%、客運價 QoQ-4.1%，客運營收 QoQ-6.9%；貨運進入傳統旺季，營運呈現價增量跌，預估華航單季稅後獲利 15.92 億元，QoQ-30.7%，稅後 EPS 0.26 元。整體而言，預估華航 2023 年稅後獲利 84.89 億元，YoY+196.89%，稅後 EPS 1.4 元。隨全球客機陸續復飛，機腹運力增加後，貨運單價將逐漸回歸正常，客運量仍有望維持高檔，客運單價將分別於春節及暑期旺季見高點；預估華航 1Q24 稅後獲利 24.42 億元，稅後 EPS 0.4 元。預估華航 2024 年稅後獲利 66.2 億元，YoY-22.02%，稅後 EPS 1.09 元。此外，交通部長表示開放旅遊團赴大陸有望於 03/01/2024 恢復，兩岸空運亦可視需求申請飛航。群益認為兩岸航線在疫情前僅一線城市航點獲利率較佳，故政策開放後航線載客率的變化將視兩岸航班供需動態調整而定；故評估此政策對於股價的題材性效益將大於實質獲利貢獻的程度。

(百萬元)	2023F	2024F	2025F	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23F	1Q24F	2Q24F	3Q24F	4Q24F
營業收入淨額	184,824	193,661	190,956	38,939	42,692	47,193	47,682	47,257	48,914	47,792	48,932	48,022
營業毛利淨額	24,946	24,167	20,848	1,493	5,198	8,006	5,994	5,747	7,201	5,403	5,906	5,658
營業利益	11,276	9,740	6,186	-1,664	1,826	4,767	2,481	2,202	3,386	2,058	2,480	1,816
稅後純益	8,490	6,620	4,766	-759	1,306	3,294	2,297	1,592	2,443	1,372	1,612	1,193
稅後 EPS(元)	1.40	1.09	0.79	-0.13	0.22	0.54	0.38	0.26	0.40	0.23	0.27	0.20
毛利率(%)	13.50%	12.48%	10.92%	3.83%	12.18%	16.97%	12.57%	12.16%	14.72%	11.31%	12.07%	11.78%
營業利益率(%)	6.10%	5.03%	3.24%	-4.27%	4.28%	10.10%	5.20%	4.66%	6.92%	4.31%	5.07%	3.78%
稅後純益率(%)	4.59%	3.42%	2.50%	-1.95%	3.06%	6.98%	4.82%	3.37%	4.99%	2.87%	3.29%	2.48%
營業收入 YoY/QoQ(%)	22.63%	4.78%	-1.40%	3.29%	9.64%	10.54%	1.03%	-0.89%	3.51%	-2.29%	2.38%	-1.86%
稅後純益 YoY/QoQ(%)	196.89%	-22.02%	-28.00%	N.A	N.A	152.28%	-30.27%	-30.70%	53.43%	-43.83%	17.51%	-26.02%

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 605.14 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

華航視環保節能為己任，積極推動符合國際標準之環境及能源管理系統，擬定並推動各項策略與行動方案，以防範未然與共存共榮之態度，帶領整體產業及價值鏈提升永續價值，包括：1. 健全環境暨能源管理運作：·定期盤點法規要求及新增之對外承諾，並評估符合度。·配合國際標準改版，升級企業環境管理系統運作 (ISO 14001:2015)、能源管理系統運作 (ISO 50001:2018)、溫室氣體盤查作業 (ISO 14064-1:2018)。·每年針對不同業務屬性 (空中服務、飛行操作、貨運服務及辦公活動) 訂定環保節能目標及推動方案。·定期(每季)藉由「環境管理委員會議」，掌握國內外環保規範進展，規劃因應作法，並追蹤檢討各項環保能源績效。·一般用品採購優先考量具環保標章商品，定期提報公司綠色採購品項、數量與金額。·持續參與 DJS、FTSE、CDP 等國際重要評比。2. 深化碳管理作業：·積極促進營運活動於 139 年達「淨零碳排放」。

(二) 企業溫室氣體排放量減量目標

為響應國際減碳趨勢及回應利害關係人期望，華航於 110 年 10 月 12 日由總經理核定調整公司 長程減碳目標，並於 10 月 26 日優先台灣同業宣示本公司營運活動將於 139 年(2050)達到「淨零碳排放」目標：(1)飛航減碳目標：·114 年(2025)航空用油效率平均每年提升 1.5%及落實 CORSIA CNG 2020 零碳成長作業；·139 年(2050)達到淨零碳排放；(2)地面減碳目標：·114 年(2025)較 98 年(2009)基準年減量 44%；·119 年(2030)較 98 年(2009)基準年減量 50%；·139 年(2050)達成淨零碳排放。(3)集團公司設定節能目標：·109 年起要求集團公司訂定年度能資源管理目標與行動計畫，並定期檢視績效，如未達標應提出改善措施。·110 年持續深化集團公司環境管理及內外部溝通作業，並鼓勵設置環境永續專頁，揭露該公司環境政策、年度作業目標及績效。

(三) 企業溫室氣體排放量減量之預算與計畫

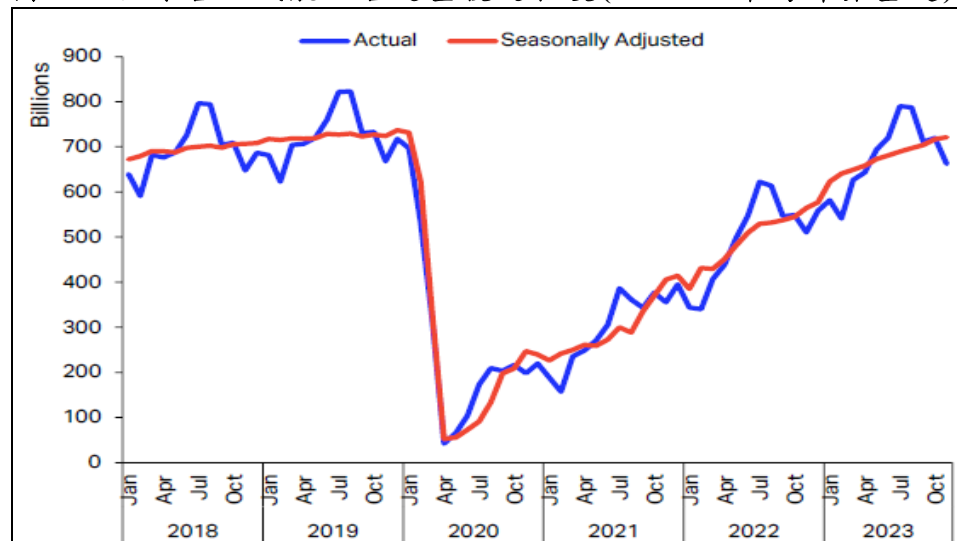
·華航繼 106 年完成 ISO 14001:2015 標準改版作業，將「生命週期思維」、「利害關係人議合」、「風險/機會」等考量面整合至企業環境管理系統作業程序及管理審查作業中，108 年進一步展開 ISO 50001:2018 轉版作業，強化能源使用之鑑別與作業管制，全面重新檢視及優化能源績效指標，提升能源管理實質影響。109 年因應 ISO14064-1:2018 年版本的公告與實施，以及考量預期使用者之要求與趨勢，本公司主動引用 ISO14064-1:2018 年版本，作為溫室氣體盤查準則。·華航 110 年完成 71 項環保節能措施，原減碳目標為 48,762 噸，在飛航燃油節油效益顯著、多項節紙電子化與節水措施推展下，實際減碳量為 58,464 噸，達成率 120%。111 年依循永續發展目標架構(SDGs)，訂定 69 項環保節能措施，減碳目標為 38,625 噸。·華航每年投入資源，採購環保設備並推展綠色維運專案，110 年除既有機隊更新作業外，共計投入 NT\$27,992,000，同時執行 NT\$6,455,000 綠色採購。111 年度將持續落實相關作業，規劃環保支出約 NT\$18,000,000，另規劃執行之綠色採購預算約 NT\$20,000,000。

全球航空客運量已恢復至疫情前水準：

根據 IATA 統計，全球航空客運量自 2020 年落底後維持逐年成長，11/2023 全球客運量已恢復至 2019 年的水準(圖一)。

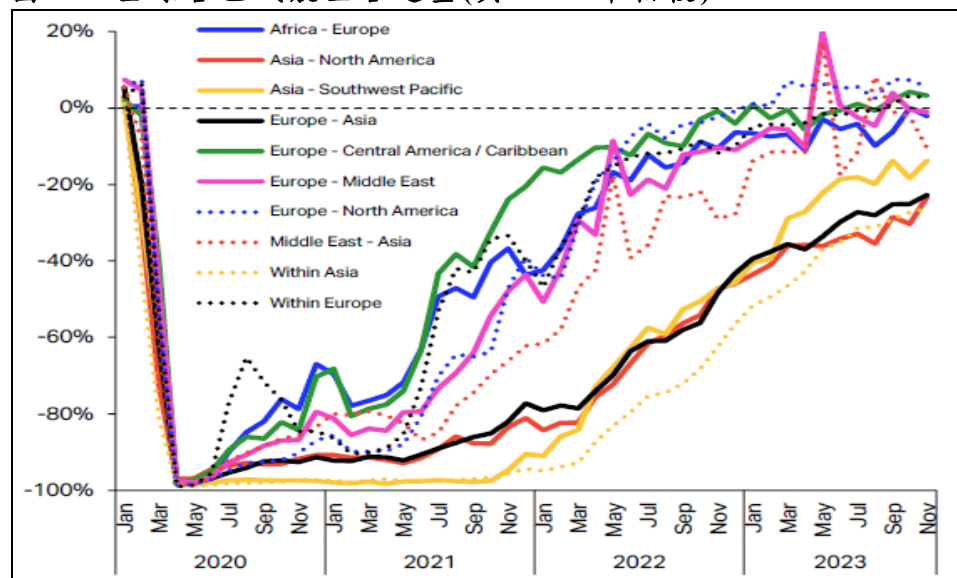
各地區方面，歐洲、北美及中南美洲客運量已與疫情前接近或略高，而亞洲區的國際客運量恢復速度較為緩慢，因在於邊境管制開放較慢，目前距離疫情前仍有二至三成的增長空間。

圖一、全球各區域航空客運量復甦程度(以 2019 年為計算基礎)



資料來源：IATA，群益投顧彙整

圖二、全球各區域航空客運量(與 2019 年相較)



資料來源：IATA，群益投顧彙整

華航機隊規劃持續汰舊換新：

客機方面，中長期規劃引進 24 架 787 以改善長程線經營效率，現行則是延租 737-800 維持區域線班表穩定；貨機方面將持續汰舊換新，2024 年將引入 3 架 777 以取代目前的 747，有望降低油耗成本。

燃油價格對於公司獲利影響數分析：

假設一年用油桶數為 1500 萬桶的情況下，在不考慮燃油附加費之下，燃油價格每上漲 10 美元，對於公司全年 EPS 影響約為 0.78 元。

表一、燃油價格變動對於華航獲利影響數分析

油價變動金額(美元/桶)	1	2	4	6	8	10
燃油成本變動金額(千元台幣)	577,845	945,000	1,890,000	2,835,000	3,780,000	4,725,000
對華航EPS影響數	0.10	0.16	0.31	0.47	0.62	0.78

資料來源：群益投顧預估彙整

3Q23 旺季不旺，4Q23 獲利將呈季減，預估 2023 年稅後 EPS 1.4 元：

華航 1Q23 稅後獲利 13.06 億元，稅後 EPS 0.22 元。其中客運量持續回升、QoQ+78.5%，客運價格同步提升、QoQ+1.8%；貨運量則持續衰退、QoQ-11.5%，貨運價格跌幅擴大、QoQ-24.3%。

2Q23 稅後獲利 32.94 億元，稅後 EPS 0.54 元。單季客運量持續增長，QoQ+21.4%，客運單價 QoQ+2.7%，推升客運季營收 QoQ+25.4%；貨運量亦較 1Q23 回溫、QoQ+3.5%，貨運價格則維持跌勢，QoQ-16.4%。

3Q23 進入暑期客運旺季，華航客運量 QoQ+8.6%，惟客運價 QoQ-6.8%，導致客運營收 QoQ+0.9%，僅小幅增長；貨運方面，由於運能減少，貨運量 QoQ-1.3%，貨運價格則 QoQ-2.4%。由於營收增長有限、燃油成本墊高，華航 3Q23 毛利率由 2Q23 的 16.97% 下滑至 12.57%，單季稅後獲利 22.97 億元，QoQ-30.27%，稅後 EPS 0.38 元，營運旺季不旺。

4Q23 客運價量較 3Q23 旺季回落，客運量 QoQ-2.9%、客運價 QoQ-4.1%，客運營收 QoQ-6.9%；貨運進入傳統旺季，營運呈現價增量跌，預估華航單季稅後獲利 15.92 億元，QoQ-30.7%，稅後 EPS 0.26 元。

整體而言，預估華航 2023 年稅後獲利 84.89 億元，YoY+196.89%，稅後 EPS 1.4 元。

預估 2024 年稅後 EPS 1.09 元：

隨全球客機陸續復飛，機腹運力增加後，貨運單價將逐漸回歸正常，客運量仍有望維持高檔，客運單價將分別於春節及暑期旺季見高點；預估華航 1Q24 稅後獲利 24.42 億元，稅後 EPS 0.4 元。預估華航 2024 年稅後獲利 66.2 億元，YoY-22.02%，稅後 EPS 1.09 元。

此外，交通部長表示開放旅遊團赴大陸有望於 01/03/2024 恢復，兩岸空運亦可視需求申請飛航。群益認為後續政策開放進度的快慢仍取決於兩岸關係的互動，而兩岸人流限制完全開放之後，將有利航空公司兩岸往返人次的回溫，惟兩岸航線在疫情前僅一線城市航點獲利率較佳，故政策開放後航線載客率的變化將視兩岸航班供需動態調整而定；故評估此政策對於股價的題材性效益將大於實質獲利貢獻的程度。

投資建議：

投資建議方面，考量中長期客貨運單價將逐漸回歸正常，目前評價約 2024

2024 年 1 月 26 日

年 PBR 1.5X，亦屬合理，故維持華航 Neutral 投資建議。

Forward PB Band



資料來源：CMoney，群益預估彙整

2024 年 1 月 26 日

資產負債表

(百萬元)	2021	2022	2023F	2024F	2025F
資產總計	294,721	294,412	313,514	328,364	342,400
流動資產	85,850	69,822	119,740	93,074	106,880
現金及約當現金	45,270	34,980	61,727	47,483	54,848
應收帳款與票據	13,476	11,131	9,731	12,129	9,425
存貨	8,815	10,775	13,754	12,251	13,848
採權益法之投資	1,555	1,453	988	1,614	1,618
不動產、廠房設備	129,632	128,207	128,207	128,207	128,207
負債總計	217,516	221,959	234,742	246,682	257,857
流動負債	53,239	71,255	130,153	105,765	121,455
應付帳款及票據	1,246	1,676	3,405	1,981	3,425
非流動負債	164,277	150,704	102,859	140,611	134,653
權益總計	77,205	72,453	78,772	81,683	84,543
普通股股本	59,412	60,135	60,135	60,135	60,135
保留盈餘	9,254	7,310	13,629	16,539	19,399
母公司業主權益	74,044	70,000	75,723	78,133	80,494
負債及權益總計	294,721	294,412	313,514	328,364	342,400

現金流量表

(百萬元)	2021	2022	2023F	2024F	2025F
營業活動現金	49,885	46,849	77,370	28,602	47,207
稅前純益	11,127	2,661	11,130	8,900	5,266
折舊及攤銷	29,950	30,327	30,513	31,667	32,693
營運資金變動	-4,040	813	152	-2,319	2,550
其他營運現金	12,849	13,048	35,574	-9,646	6,698
投資活動現金	-16,665	-20,181	3,431	-69,811	-25,146
資本支出淨額	-14,131	-26,921	-27,000	-29,000	-25,000
長期投資變動	-6,122	6,650	80	80	80
其他投資現金	3,588	90	30,351	-40,891	-226
籌資活動現金	-15,267	-36,685	-54,055	26,964	-14,696
長借/公司債變動	71	-18,584	-47,844	37,751	-5,957
現金增資	0	0	0	0	0
發放現金股利	0	-4,998	-2,766	-4,209	-2,405
其他籌資現金	-15,338	-13,103	-3,444	-6,577	-6,333
淨現金流量	18,144	-10,289	26,747	-14,245	7,365
期初現金	27,126	45,270	34,980	61,727	47,483
期末現金	45,270	34,980	61,727	47,483	54,848

資料來源：CMoney、群益

損益表

(百萬元)	2021	2022	2023F	2024F	2025F
營業收入淨額	138,841	150,722	184,824	193,661	190,956
營業成本	115,487	139,352	159,878	169,493	170,107
營業毛利淨額	23,354	11,370	24,946	24,167	20,848
營業費用	8,386	8,785	13,670	14,428	14,662
營業利益	14,968	2,585	11,276	9,740	6,186
EBITDA	43,327	34,889	31,276	29,027	29,027
業外收入及支出	-3,998	76	-146	-840	-920
稅前純益	11,127	2,661	11,130	8,900	5,266
所得稅	2,170	415	2,045	1,780	0
稅後純益	9,380	2,860	8,490	6,620	4,766
稅後 EPS(元)	1.55	0.47	1.40	1.09	0.79
完全稀釋 EPS**	1.55	0.47	1.40	1.09	0.79

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 605.14【最新股本】億元計算

註 3：完全稀釋 EPS 以股本 605.14 億元計算

比率分析

(百萬元)	2021	2022	2023F	2024F	2025F
-------	------	------	-------	-------	-------

成長力分析(%)

營業收入淨額	20.47%	8.56%	22.63%	4.78%	-1.40%
營業毛利淨額	128.54%	-51.31%	119.39%	-3.12%	-13.73%
營業利益	585.22%	-82.73%	336.26%	-13.63%	-36.49%
稅後純益	6599.93%	-69.51%	196.89%	-22.02%	-28.00%

獲利能力分析(%)

毛利率	16.82%	7.54%	13.50%	12.48%	10.92%
EBITDA(%)	31.21%	23.15%	16.92%	14.99%	15.20%
營益率	10.78%	1.71%	6.10%	5.03%	3.24%
稅後純益率	6.76%	1.90%	4.59%	3.42%	2.50%
總資產報酬率	3.18%	0.97%	2.71%	2.02%	1.39%
股東權益報酬率	12.15%	3.95%	10.78%	8.10%	5.64%

償債能力檢視

負債比率(%)	73.80%	75.39%	74.87%	75.12%	75.31%
負債/淨值比(%)	281.74%	306.35%	298.00%	302.00%	305.00%
流動比率(%)	161.25%	97.99%	92.00%	88.00%	88.00%

其他比率分析

存貨天數	27.82	25.66	28.00	28.00	28.00
應收帳款天數	30.46	29.80	20.60	20.60	20.60

2024 年 1 月 26 日

季度損益表

(百萬元)	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23F	1Q24F	2Q24F	3Q24F	4Q24F	1Q25F	2Q25F
營業收入淨額	37,698	38,939	42,692	47,193	47,682	47,257	48,914	47,792	48,932	48,022	47,248	46,511
營業成本	36,018	37,446	37,494	39,187	41,687	41,510	41,713	42,389	43,026	42,365	42,076	42,404
營業毛利淨額	1,680	1,493	5,198	8,006	5,994	5,747	7,201	5,403	5,906	5,658	5,171	4,107
營業費用	2,017	3,157	3,373	3,240	3,513	3,544	3,815	3,345	3,425	3,842	3,544	3,488
營業利益	-337	-1,664	1,826	4,767	2,481	2,202	3,386	2,058	2,480	1,816	1,628	618
業外收入及支出	199	483	-97	-557	658	-150	-210	-210	-210	-210	-230	-230
稅前純益	-138	-1,181	1,729	4,210	3,139	2,052	3,176	1,848	2,270	1,606	1,398	388
所得稅	-127	-285	332	745	598	369	635	370	454	321	0	0
稅後純益	126	-759	1,306	3,294	2,297	1,592	2,443	1,372	1,612	1,193	1,300	282
最新股本	60,514	60,514	60,514	60,514	60,514	60,514	60,514	60,514	60,514	60,514	60,514	60,514
稅後EPS(元)	0.02	-0.13	0.22	0.54	0.38	0.26	0.40	0.23	0.27	0.20	0.21	0.05

獲利能力(%)

毛利率(%)	4.46%	3.83%	12.18%	16.97%	12.57%	12.16%	14.72%	11.31%	12.07%	11.78%	10.95%	8.83%
營業利益率(%)	-0.89%	-4.27%	4.28%	10.10%	5.20%	4.66%	6.92%	4.31%	5.07%	3.78%	3.45%	1.33%
稅後純益率(%)	0.33%	-1.95%	3.06%	6.98%	4.82%	3.37%	4.99%	2.87%	3.29%	2.48%	2.75%	0.61%

QoQ(%)

營業收入淨額	2.29%	3.29%	9.64%	10.54%	1.03%	-0.89%	3.51%	-2.29%	2.38%	-1.86%	-1.61%	-1.56%
營業利益	N.A	N.A	N.A	161.09%	-47.95%	-11.24%	53.73%	-39.23%	20.55%	-26.79%	-10.37%	-62.02%
稅前純益	N.A	N.A	N.A	143.51%	-25.43%	-34.62%	54.74%	-41.82%	22.88%	-29.27%	-12.97%	-72.22%
稅後純益	-70.02%	N.A	N.A	152.28%	-30.27%	-30.70%	53.43%	-43.83%	17.51%	-26.02%	8.97%	-78.28%

YoY(%)

營業收入淨額	9.35%	-17.44%	14.66%	28.06%	26.48%	21.36%	14.58%	1.27%	2.62%	1.62%	-3.41%	-2.68%
營業利益	N.A	N.A	-49.65%	396.46%	N.A	N.A	85.44%	-56.83%	-0.03%	-17.55%	-51.92%	-69.95%
稅前純益	N.A	N.A	-51.33%	884.28%	N.A	N.A	83.69%	-56.11%	-27.68%	-21.75%	-55.99%	-78.99%
稅後純益	-95.68%	N.A	-57.50%	684.04%	1723.88%	N.A	87.05%	-58.35%	-29.82%	-25.08%	-46.79%	-79.43%

註1：稅後EPS以股本605.14億元計算

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。