

## 長榮航 (2618 TT) Eva Airways

油價下跌、毛利率上修，股利發放可期

買進 (維持評等)

目標價 (12 個月)：NT\$46.0

收盤價 (2024/10/29)：NT\$37.5  
隱含漲幅：22.7%

## 營收組成 (1-9M24)

客運 67%、貨運 23%、其他 10%。

## 本次報告更新重點

項目	本次	前次
評等	買進	買進
目標價 (NT\$)	46.0	39.0
2024年營收 (NT\$/十億)	221.0	223.9
2024年EPS	4.9	3.7

## 交易資料表

市值	NT\$202,520百萬元
外資持股比率	24.3%
董監持股比率	14.6%
調整後每股淨值 (2024F)	NT\$21.32
負債比	66.2%
ESG評級 (Sustainalytics)	低 (曝險程度共5級)

## 簡明損益表 (NT\$百萬元)

年初至12月	2022A	2023A	2024F	2025F
營業收入	138,069	200,357	221,033	229,382
營業利益	9,798	29,566	35,082	29,531
稅後純益	7,091	21,594	26,529	21,562
EPS (元)	1.34	4.01	4.91	3.99
EPS YoY (%)	2.3	198.9	22.6	-18.7
本益比 (倍)	28.0	9.4	7.6	9.4
股價淨值比 (倍)	2.3	1.9	1.8	1.6
ROE (%)	8.3	21.7	23.2	17.1
現金殖利率 (%)	2.1%	4.8%	5.9%	5.3%
現金股利 (元)	0.80	1.80	2.20	2.00

陳韻筑

Eileen.YZ.Chen@yuanta.com

余鈴華

liz.yu@yuanta.com

## 元大觀點

◆ 3Q24 營收 571.6 億(年增 7.3%)，美西線需求降低使票價跌；然油價低於原預期 16.7%，且處分舊機利益貢獻，3Q24 獲利上修 35.8%。

◆ 4Q 為貨運旺季、貨運價格維持高檔，油價下跌，支撐 4Q24-2025 年毛利率，4Q24/2025 年獲利各上修 39.4%/25.3%。

◆ 本淨比評價自 1.65 倍上修至 1.9 倍，主要 1) 油價下跌，預期將支撐 2025 年毛利率，2) 2024/25 年獲利皆上修，有利股利發放。

## 燃油成本下跌、處分舊機利益貢獻，3Q24 獲利上修 35.8%

3Q24 營收年增 7.3%至 571.6 億，略低於預期 2.4%，主要是載客率下滑至 82.5% (原預期為 84%)，9M24 美西長程需求減弱及供給增加，使票價跌幅約兩成；近期 3Q24 航空用油 (sin jet) 價格 91.66 USD/BBL (年減 18.6%)，低於本中心預期 16.7%，3Q24 毛利率上修 2.3 ppt 至 23.6%，因公司機隊調整，折舊、攤銷及租金費用將低於預期，研究中心上調營業利益 22.2%至 101 億元 (年增 28.3%)，再加上處分舊機利益 7.3 億元認列業外，預估稅後淨利上修 35.8%至 80.8 億元 (年增 35.7%)，EPS 1.5 元。

## 國際組織預估油價下跌，上修 4Q24/2025 年獲利 39.4%/25.3%

4Q 為貨運旺季/客運小旺季，預期 4Q24 營收年增 4.7%至 565.8 億元，近期油價下跌，且煉油利差低於過往，EIA 預估布蘭特油價將季減 7.3%，且貨運價格支撐在高檔，預期毛利率上修 3.5 ppt 至 20.9%，營業利益年增 7.8%至 82.6 億元，預估 4Q24 獲利將年增 14.4%至 59.5 億元，EPS 1.1 元。展望 2025 年，波音、空巴遞延新機交機，使航空公司航點復飛不易，惟近期美西航點競爭加劇、票價下跌，2025 年營收下修 4.3%，然而近期 EIA 預估 2025 年布蘭特原油將較 2024 年下降 4.1%，2025 年稅後淨利上修 25.3%至 215.6 億元，EPS 3.99 元。

## 油價下跌有利航空毛利率、殖利率可觀，上修本淨比至 1.9 倍

研究中心此次上修本淨比評價自 1.65 倍至歷史上緣 1.9 倍，主要考量 1) 近期油價跌，EIA 下修 2025 年油價預估，有望支撐長榮航毛利率，2) 因公司 2024 年獲利有望超越 2023 年，本中心預估 2024/25 年現金股利 2.2/2 元，約當殖利率約 5.9%/5.3% (以 10/29 收盤價)，屬高現金殖利率概念股，支撐高評價。研究中心上修預估長榮航 2025 年每股淨值 1.2%至 24.15 元，目標價自 39 元上修至 46 元，投資建議維持買進。

## 營運分析

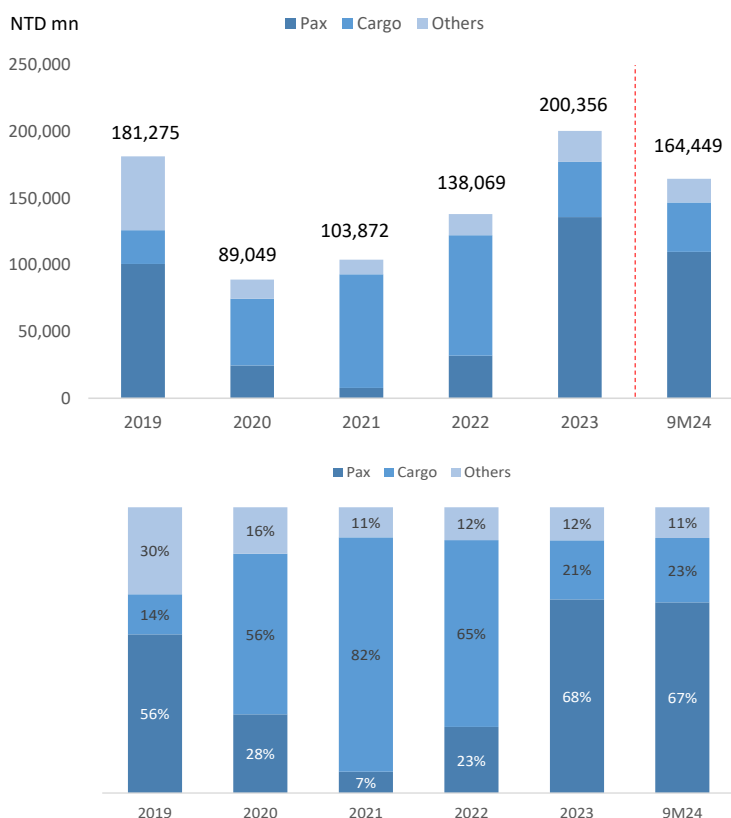
### 載客率下滑使 3Q24 營收低於預期 2.4%，貨運運價高推升單位收益年增逾三成

3Q24 營收 571.6 億元 (年增 7.3%，季增 3.2%)，略低於研究中心預期 2.4%，主要是載客率下滑至 82.5%、低於本中心原預期之 84%，其中 3Q24 客運/貨運營收佔比分別是 64%/25%，客運營收 368.1 億元，年減 2.5%，季增 1.2%，因 2023 年剛開放、供給恢復慢，使暑假旺季票價高、營收基期高，且 9M24 美西長程需求減弱及供給增加，使洛杉磯及舊金山平均載客率僅 70%，大幅低於 1H24 之 88%，使票價跌幅約兩成，長榮航航班數持續增加，使付費旅客公里 (RPK) 及可提供載客公里 (ASK) 分別年增 0.4%/3%；貨運營收 141.1 億元，年增 45.5%，季增 9.9%，主因 2024 年全球經濟轉佳，以及 6M24 起貨運運價上漲，使 3Q24 貨運單位收益季增 4.5%/年增 34.7%。

### 燃油成本下跌，處分舊機利益貢獻，3Q24 稅後淨利上修 35.8%

近期油價走弱，3Q24 航空用油 (sin jet) 價格 91.66 USD/BBL，年減 18.6%，低於研究中心預期 16.7%，因用油佔長榮航成本比逾 30%，3Q24 毛利率上修 2.3 ppt 至 23.6%，因公司機隊調整，至 9M24 機隊架數為 84 架 (季減 2 架)，折舊、攤銷及租金費用將低於預期，研究中心上調營業利益 22.2%至 101 億元 (年增 28.3%、季增 0.3%)，再加上出售三架 A330-200 型客機，處分利益 7.3 億元認列業外，預估稅後淨利上修 35.8%至年增 35.7%至 80.8 億元，EPS 1.5 元。

圖 1：受惠客運復甦，長榮航空 1-9M24 客運佔比近 7 成



資料來源：公司資料、元大投顧

圖 2：2024 年第 3 季財測與預估比較

(百萬元)	3Q23A	2Q24A	3Q24F	季增率	年增率	3Q24F		預估差異	
						元大預估	市場預估	元大	市場
營業收入	53,263	55,374	57,160	3.2%	7.3%	58,569	58,100	-2.4%	-1.6%
營業毛利	11,665	13,610	13,489	-0.9%	15.6%	12,471	14,205	8.2%	-5.0%
營業利益	7,870	10,068	10,100	0.3%	28.3%	8,266	10,203	22.2%	-1.0%
稅前利益	8,051	10,250	10,603	3.4%	31.7%	8,010	9,790	32.4%	8.3%
稅後淨利	5,958	7,788	8,082	3.8%	35.7%	5,953	7,677	35.8%	5.3%
調整後 EPS (元)	1.10	1.44	1.50	3.8%	35.7%	1.10	1.42	35.8%	5.3%
重要比率 (%)				百分點	百分點			百分點	百分點
營業毛利率	21.9%	24.6%	23.6%	-1.0	1.7	21.3%	24.4%	2.3	-0.9
營業利益率	14.8%	18.2%	17.7%	-0.5	2.9	14.1%	17.6%	3.6	0.1
稅後純益率	11.2%	14.1%	14.1%	0.8	3.7	10.9%	13.2%	4.0	0.9

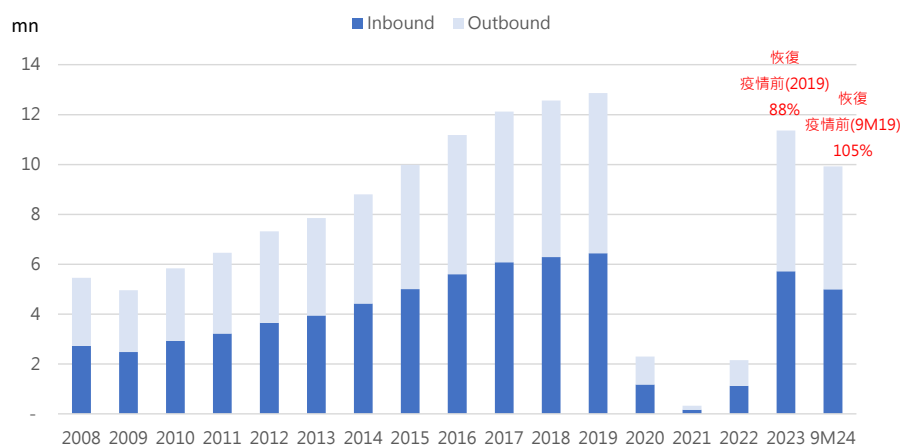
資料來源：公司資料、元大投顧預估、Bloomberg

## 4Q24 貨運旺季，客運有望維持優於疫情前水準

長榮航空主要提供航空客運及貨運服務，飛航航點遍及亞、澳、歐、美四大洲，並與立榮航空合作飛航中國大陸各主要城市。長榮航截至 9M24 共有客貨機共 84 架，其中 75 架為客機；9 架為 777F 貨機。9M24 長榮航台灣航空客運/貨運市佔率達 25%/31%，分別為台灣第一/二大業者。旗下子公司長榮航太，主營飛機維修及航太製造業務，長榮航持股為 55.05%，因長榮航太於 1Q23 辦理現金增資上市，長榮航持股下降，其餘權益法轉投資包括長榮航勤(地勤業務)持股 56.33%、長榮空廚 49.8%等。

長榮航累計前三季載客數恢復至疫情前 105%、優於整體市場之 89%，客運航班數僅恢復至疫情前水準 94%，平均載客率達 84%、優於疫情前同期；展望 2025 年，國人出入境旅遊人次有望優於疫情前水準，以 2024 年累計前三季長榮航飛行架次已優於至疫情前 102%，載客數更優於疫情前 4.6%(優於整體市場)，顯示公司市占率提升(25.1% vs 1M-9M19 21.2%)，惟疫後高票價已緩和，近期票價微幅回落，然需求持續成長之下，再加上通膨使航空成本上升，有望支撐票價仍優於疫情前，預期 2025 年公司客運營收有望維持正成長。

圖 3：1-9M24 長榮航載客人次優於疫情前 5%



資料來源：民航局、元大投顧

展望 4Q24，4Q 為貨運旺季，客運則是繼暑假後的小旺季，預期整體營收年增 4.7%至 565.8 億元，近期油價下跌，且煉油利差低於過往，根據 EIA 近期預估布蘭特油價將季減 7.3%，且貨運價格支撐在高檔，預期毛利率上修 3.5 個百分點至 20.9%，營業利益年增 7.8%至 82.6 億元，預估 4Q24 獲利將年增 14.4%至 59.5 億元，EPS 1.1 元。

圖 4：2024 年第 4 季財測與預估比較

(百萬元)	4Q23A	3Q24F	4Q24F	季增率	年增率	4Q24F		預估差異	
						元大預估	市場預估	元大	市場
營業收入	54,058	57,160	56,584	-1.0%	4.7%	58,047	55,420	-2.5%	2.1%
營業毛利	11,096	13,489	11,837	-12.2%	6.7%	10,091	11,468	17.3%	3.2%
營業利益	7,661	10,100	8,258	-18.2%	7.8%	6,256	7,616	32.0%	8.4%
稅前利益	6,881	10,603	7,933	-25.2%	15.3%	5,898	7,113	34.5%	11.5%
稅後淨利	5,198	8,082	5,946	-26.4%	14.4%	4,264	5,461	39.4%	8.9%
調整後 EPS (元)	0.96	1.50	1.10	-26.4%	14.4%	0.79	1.01	39.4%	8.9%
重要比率 (%)				百分點	百分點			百分點	百分點
營業毛利率	20.5%	23.6%	20.9%	-2.7	0.4	17.4%	20.7%	3.5	0.2
營業利益率	14.2%	17.7%	14.6%	-3.1	0.4	10.8%	13.7%	3.8	0.9
稅後純益率	9.6%	14.1%	10.5%	-3.6	0.9	7.3%	9.9%	3.2	0.7

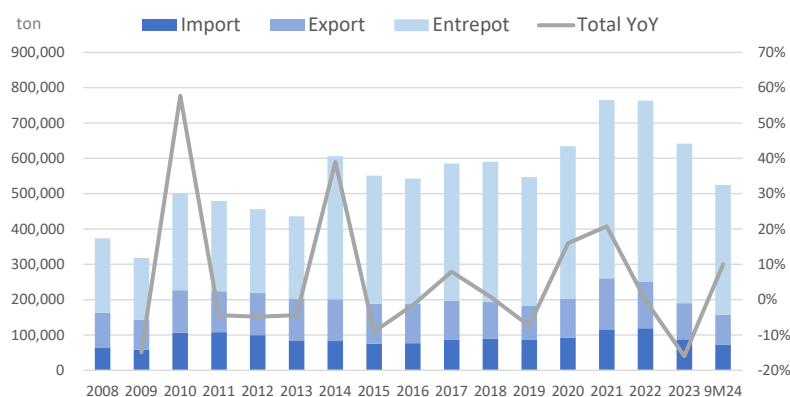
資料來源：公司資料、元大投顧預估、Bloomberg

貨運運價維持高檔，2025 年貨運營收有望年增高個位數

疫情前貨運營收佔長榮航營收比約 20%，台灣市佔率 30%、排市場第二，自 2021 年起，因貨櫃航運塞港問題嚴峻，使許多貨物改為空運出貨，需求帶動 2021-22 年飛機貨運運價上升，亦因疫情因素使得客運需求低迷，推升 2021-22 年長榮航貨運營收佔比達 70-90%；2023 年國境開放後，貨運營收佔比回落至 22%，另外一個使貨運營收下降的原因為 2023 年全球經濟狀況不佳，各產業皆在去化庫存，使長榮航 2023 年貨運營收年減 54.2%至 413.8 億元。

2024 年隨著經濟復甦，受惠 1) 3M24 美國 PMI 自去年底回升至 50，預期 2024 年轉口及出口貨物將微幅年增，2) 進口有望年成長，係根據 IMF 預估台灣 2024 年經濟成長率至 3.7% (優於 2023 年 1.3%)，國際航班陸續復飛，累計前三季長榮航貨運市佔率 30.8%，優於疫情前市佔率 24.2%，持續搶攻貨運市場，長榮航 1Q24 新加入 777F 貨機第九架，預估運量將年增 9.6%，因 6M24 起電商及電子業出貨旺，空運運價飆升，使價格飆升至 230-270 元/KG，3Q24 貨運收入年增 45.5%，4Q24 為空運貨運旺季，有望推升長榮航 4Q24 貨運營收年增 23.3%，因部分電子業商品出貨遞延，1Q25 貨運運價有望淡季不淡，且全球製造業產地轉移至東南亞，有望推升長榮航貨運表現，預期 2025 年貨運營收年增 7.8%。

圖 5：長榮航貨運運量



資料來源：民航局、元大投顧

### 機隊持續汰舊換新，可提升收益率及節省燃油成本

長榮航近年大多跟波音訂購飛機，因近期波音交機持續遞延，公司 2023 年底公告將向空中巴士訂購 18 架 A350-1000 廣體客機及 15 架 A321NEO 客機，預期 A350-1000 將在 2026-2030 年陸續交機，取代原先長程飛機 777-300ER，目前機型長途航班無法滿載，A321NEO 則有望在 2029-2032 年陸續交機，新訂購飛機有三大優勢 1) 座位數增加，其中高單價商務艙增幅最大，有助於提升收益率 (yield)，2) 新客機燃油效率較現有客機提升 15%，節省用油可降低成本，3) 目前 777-300ER 受限於機型較舊，燃油效率較差，需要限載，而新購機型 A350 則可在同航班達到滿載，提升航班效率。然而大量購機之資金需求，未來將會考量銀行融資及資本市場籌資計畫。

疫情前便宜機票隨手可得，疫後隨著消費結構改變，雖機票價格高漲，因需求高，使消費者對於機票預算持續提高，且航空公司更觀察到疫後國人更願意搭高價位的艙等，使 2023 年商務艙載客率高達 90%、優於疫情前約 75-80%，平均票價成長逾四成。因此，長榮航持續購入及改艙為三艙等客機，有助於提升單位旅客收益 (yield)，其中原本 787-9 沒有豪經艙(豪華經濟艙) (航點包括慕尼黑、米蘭等)，第五部 787-9 新機將在 2H24 交機，此部就有三艙等，且還有 787 改艙將於 1Q25 交機，可用於目前兩艙等歐洲及西雅圖航班，支撐單位旅客收益。

圖 6：長榮航空機隊數量

機型		飛機架數			
		2021	2022	2023	2024F
客機	B777-300ER	34	34	34	33
	B787-9	4	4	4	7
	B787-10	6	6	11	12
	A330-300	9	9	9	9
	A330-200	3	3	3	-
	A321-200	24	21	19	17
貨機	B777F	8	8	8	9
總計		88	85	88	87

資料來源：公司資料、元大投顧

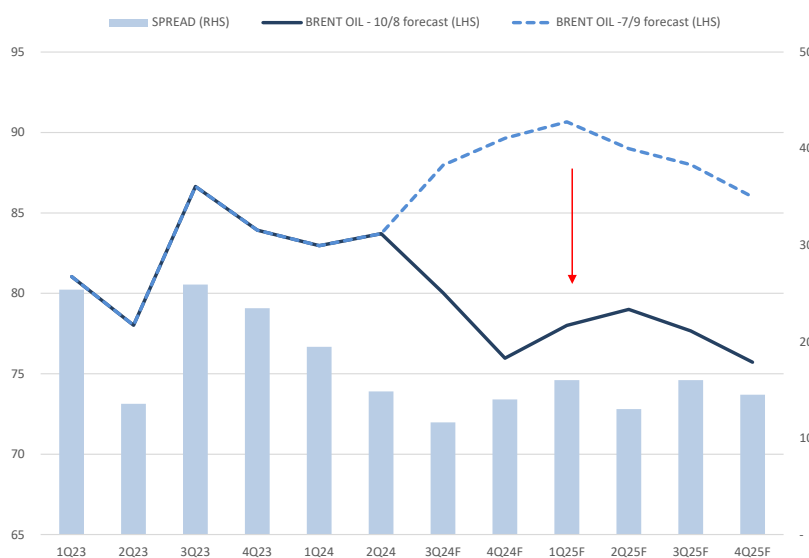
長榮航成本費用比重在疫情後明顯改變，疫情前固定成本(包括折舊、維修及人事成本等)約佔 6 成，折舊費用主要為飛航設備，飛機機身及發動機耐用年限為 18 年，變動成本則主要為燃油成本，佔總成本約 20-25%，疫情過後，因戰爭及中東局勢不穩使油價飆升，2023 年航空燃油成本較 2019 年成長 35.4%，燃油成本佔比上升至 30%，然而近期因以色列對伊朗的空襲避開原油生產設施，緩解國際原油價格緊張情勢，國際油價持續向下走，有利於航空業毛利率提升；而因公司機隊持續換新，維修費用大幅下降，維修費用佔比自 25%下降至 9%，推升公司營利率較疫情前 5%左右改善至 10%以上，再加上疫後運價及載客率維持高檔，航點持續復飛後，長榮航規模效益將擴大，2023 年 EPS 4.01 元、較 2019 年成長 383%。

圖 7：航空燃油成本近期回落至接近疫情前水準



資料來源：WIND、元大投顧

圖 8：原油價格走勢趨緩，預期後市轉弱

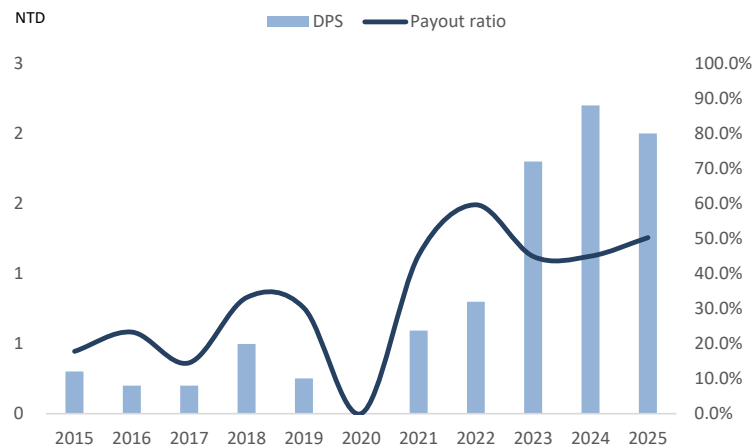


資料來源：EIA、元大投顧

## 股利發放成長，屬高現金殖利率概念股

長榮航 2023 年受惠疫後報復性旅遊，單位收益較疫情前成長 29.5%，使 2023 年 EPS 達 4.01 元，配發現金股利 1.8 元，配發率為 45%，疫情前股利配發率維持 20-30% 左右，疫後因獲利能力上升，股利配發水準有望維持在 40% 以上，同時股東權益報酬率自 2019 年 6.5% 上升至到 2023 年 21.7%，營運績效成長且回饋於股東，本中心預估 2024/25 年現金股利 2.2/2 元，殖利率約 5.9%/5.3%，屬高現金殖利率概念股。

圖 9：長榮航現金股利配發情形



資料來源：公司資料、元大投顧預估

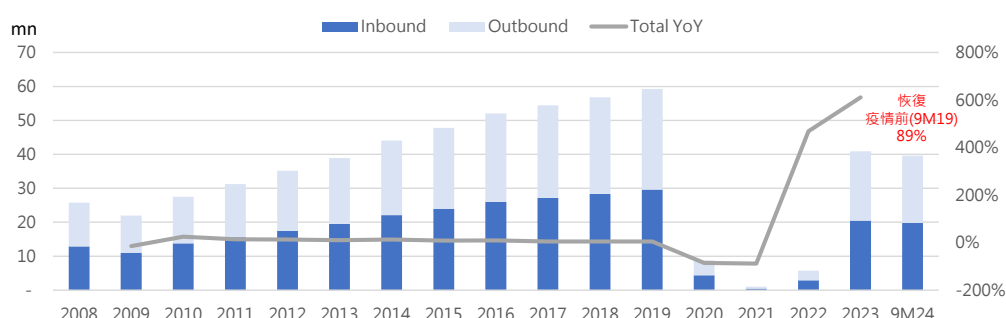


### 疫後客運需求迅速回升，1-9M24 已恢復近疫情前水準

國人瘋出國，疫情前台灣國際及兩岸出入境旅客人次在 2019 年達高峰 5,928 萬人次，然在 COVID-19 疫情下各國施行出入境管制、邊境封鎖，使得疫情期間客運量大幅滑落，2021 年出入境旅客僅剩 101 萬人次(年減 88%)。

10M22 起台灣解除邊境管制，疫情期間禁足在台灣三年的國人，在疫後湧現出國熱潮，帶動 2022 年出入境旅客人數迅速回升至 575 萬人(年增 468%)，2023 年出境旅遊熱潮延續，報復性旅遊帶動台灣出入境旅遊人次恢復至疫情前 2019 年 69%；1-9M24 出入境人數達 3,960 萬人、已恢復至疫情前同期(1-9M19)之 89%，IATA 預估客運營收 2024 年有望年增 15.2%，以近 20 年長期趨勢來看，客運需求每年成長 3.8%，研究中心預期 2024/25 年台灣出入境人次有望優於 2019 年 3-5%/8-10%。

圖 10：1-9M24 出入境人流已快速回升近疫情前水準



資料來源：民航局、元大投顧

### 客運運能回升有限，然載客率已完全恢復

2011 年在我國簽訂開放天空協定後，廉價航空加入台灣市場競爭，帶動台灣航空運能逐年增加，2019 年國際及兩岸航空客運班次約 30.6 萬班、可載客座位數達 7,328 萬個，受 COVID-19 疫情影響，國際及兩岸航空客運班次在 2021 年僅剩 2.1 萬班、座位數僅剩 600 萬個；10M22 邊境解封下帶動 2022 年班次快速回升達 4.5 萬班(年增 111%)，在報復性出國旅遊潮的帶動下，2023 年持續回升至 12.8 萬班、座位數回升至 3,273 萬個，年增幅分別高達 188%、163%，客運運能恢復到疫情前水準(2019 年)的 42%、45%，運能回升有限主要是疫情期間航空公司調整機隊及部分業者退出市場。因客運需求強勁，多家航空公司航線陸續復航，1-9M24 可載座位數已回升至疫情前 91%。

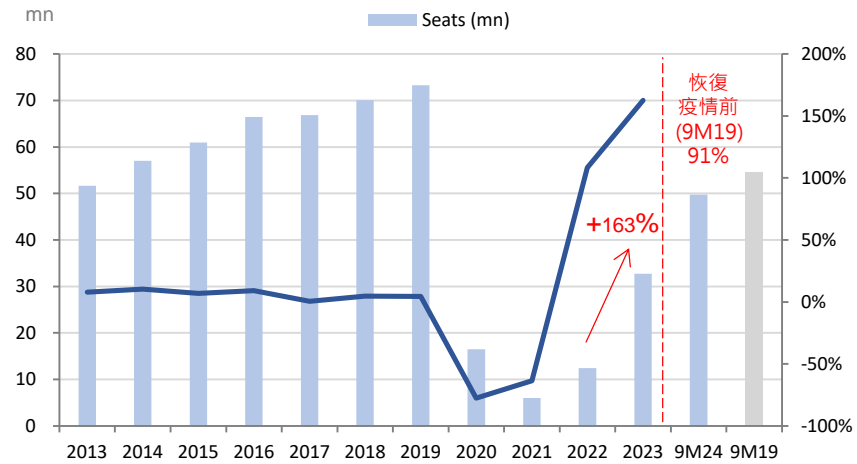
載客率方面，過往多維持在 70-80%，疫情間因邊境管制、旅遊需求銳減，航空業者縮減航班，但載客率仍大幅下滑，2021 年最低達 16.9%，然在邊境解封後，大量的旅遊需求湧現，但航班運能有限，使航班載客率在 2023 年迅速回復至 77%，已回到疫情前水準，1-9M24 載客率更升至 80%，預期 2H24-2025 年載客率可維持在 80-85%。

### 國籍航空市佔率較疫情前高，顯示國際航班尚未完全恢復

目前在台營運的航空公司家數達 86 家，其中我國國籍主要航空業者有華航、長榮航、虎航、星宇航等，1-9M24 客運市佔率分別為 21%、25%、5%、7%。過往因廉航加入市場競爭，使國籍航空市佔率逐年下降，2012 年國籍航空市佔率約 59.1%，2019 年已降至 53.9%，疫情期間各國邊境封鎖下，全球航班數縮減，使市佔率跳升，2023 年國籍航空市佔率約 63.6%，1-9M24 國籍航空市佔率約 60.3%，顯示疫後各國國際航班營運尚在恢復中。

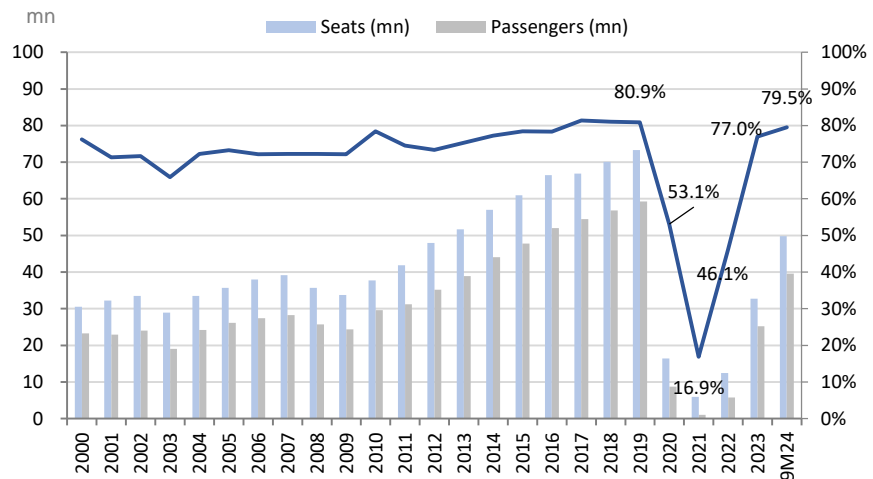


圖 11：1-9M24 客運運能回升，可載座位數達疫情前水準 9 成



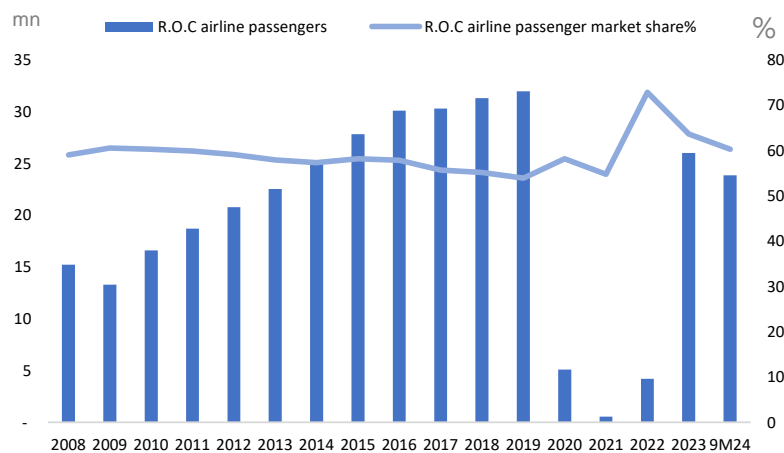
資料來源：民航局、元大投顧

圖 12：1-9M24 客運航班載客率回升至 80%



資料來源：民航局、元大投顧

圖 13：1-9M24 國籍航空市佔率 60.3%



資料來源：民航局、元大投顧

### 飛機製造廠商訂單量雙位數成長，顯示航空業呈復甦態勢

波音(Boeing) 2023 年交付 396 架飛機(年增 10%)，空中巴士(Airbus)則交付 735 架(年增 8.9%)，再度拿下 2023 年全球最大飛機製造商寶座，交機量持續提升，顯示疫情後全球航空業報復性復甦，2023 年波音市佔率約為 42%(2019 年為 50%)，主要是 737 MAX 系列飛機事件重創波音營運。

波音近期出現飛機製造品質問題，使產量受限；自從阿拉斯加航空艙門空中脫落事件後(2024/01/05)，美國聯邦航空管理局加大對波音的監管，每月最多只能生產 38 架飛機，使波音累計前三季的交機量衰退 22%，而競爭對手空中巴士雖受到零件短缺問題，累計前三季交機量仍有微幅年增 1.8%，但低於本中心原預期 7.3%，研究中心分別下修波音及空巴 2025 年預估交機量 7.1%/2.3%，預期 2025 年飛機供給仍難恢復。

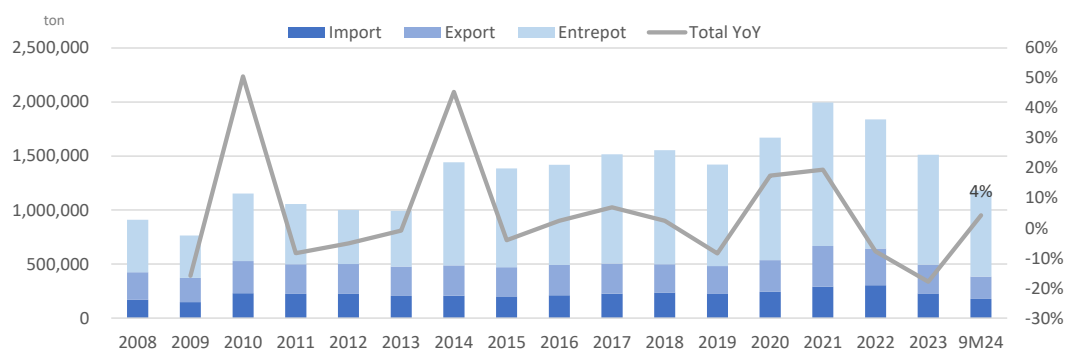
### 貨運市場隨著經濟復甦，回歸成長軌道

2009-2019 年台灣航空貨運市場運量 CAGR 僅 3%，出口/進口/轉口分別佔 30%/30%/40%，其中轉口及出口運量與美國 PMI 走勢呈正向，轉口貨承載中國及東南亞轉口至北美貨品，進口則根據國內需求成長，故與台灣 GDP 正相關。

2020 年疫情爆發後，因台灣疫情相對穩定，轉口貨年增 18%，惟國際航班大幅減少 9 成，供需失衡下國航貨運運價年增 50-70%，台灣航空貨運運量年增 5.3%，2021 年起更因貨櫃航運塞港問題嚴峻，使許多貨物改為空運出貨，需求帶動 2021 年飛機貨運運價上升，亦因疫情因素使得客運需求低迷，2021 年台灣航空貨運運量年增 20.5%；2023 年台灣總貨運量年減 16.4%至 216.3 萬噸，主因為 2023 年全球經濟狀況不佳，各產業皆在去化庫存，使市場貨運需求較低。

2024 年隨著經濟復甦，受惠 1) 3M24 美國 PMI 自去年底回升至 50，預期 2024 年轉口及出口貨物將微幅年增，2) 進口有望年成長，係根據 IMF 預估台灣 2024 年經濟成長率至 3.1%(優於 2023 年 1.31%)，3) 中國跨境電商貨量增加，空運包機需求穩定，4) 兩大國籍航空皆取得冷鏈運輸行業最高標準 CEIV Pharma 認證，有利國航貨運業務成長，推升 2024 年貨運營運，1-9M24 貨運出口已轉正成長 4%。

圖 14：國際及兩岸航空貨運量有望回歸成長軌道



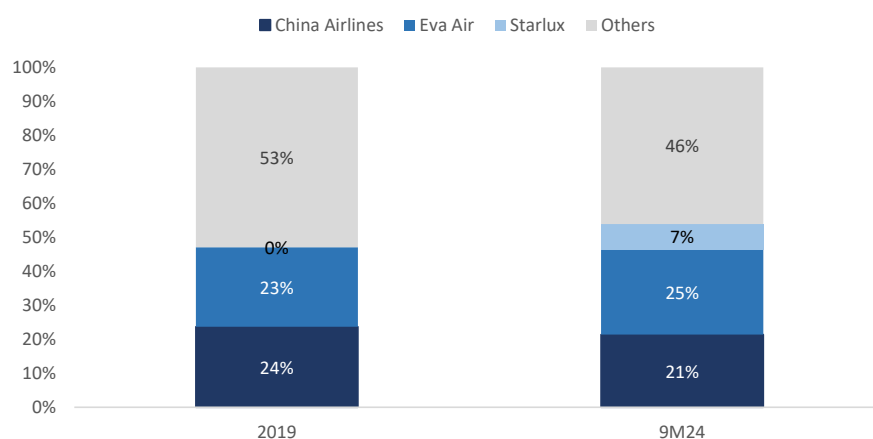
資料來源：民航局、元大投顧

## 疫後長榮航客運市佔率逆襲成為第一，貨運市佔率持續提升

華航及長榮航為台灣兩大國籍航空，疫情前(2019 年)華航客運市佔率 24%，位居台灣第一，然而受到疫情影響，再加上公司機隊汰舊換新，客機部分疫情前有 70 架，2024 年客機僅有 66 架，再加上星宇航空疫後加入，搶攻日本、東南亞及美西航點，使華航 1-9M24 客運市佔率直落至 21%；長榮航則因疫情前客機 79 架、目前仍有 75 架，持續升級機隊，使客運市佔率在疫後超越華航達 25%，成為國籍航空客運市佔第一；後起之秀星宇航空隨著機隊持續擴張，1-9M24 客運市佔率亦達 7%。

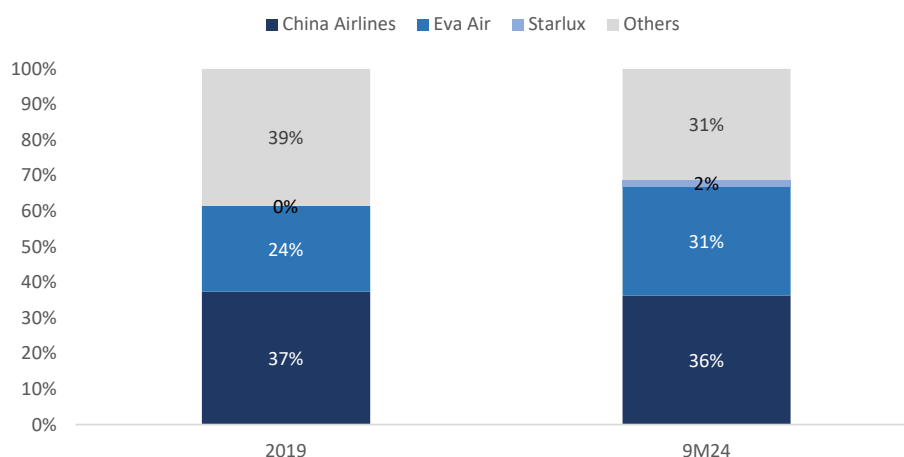
在貨運市佔方面，華航疫情前後皆位市場第一，1-9M24 市佔率 36%，且在疫情期間持續增加 777F 貨機，運能持續提升，長榮航亦在疫情期間積極引進 777F，目前 777F 共有 9 架(較疫情前增加 4 架)，使貨運運能持續提升，貨運市佔率亦較疫情前提升 7 個百分點至 31%，貨運市佔率顯著提升，星宇航空機隊主要是以客機為主，僅用客機機腹載貨，貨運市佔率僅有 2%。

圖 15：國籍航空客運市佔率



資料來源：民航局、元大投顧整理

圖 16：國籍航空貨運市佔率



資料來源：民航局、元大投顧整理

## 獲利調整與股票評價

展望 2024/25 年，通膨推升航空成本漲，波音、空巴遞延新機交機，使多家航空公司航點復飛不易，再加上市場需求強，預期票價難回到疫情前水準，惟近期美西航點(洛杉磯、舊金山)競爭加劇，使 9M24 美西票價 YTD 跌約 20%，預期 2025 年美西航點票價仍會下跌高個位數，因長榮航北美航線佔營收比重逾 40%，預期長榮航 2024/25 年營收下修 1.3%/4.3%；然而近期油價下跌，EIA 最新油價(10M24)下修預估 2025 年布蘭特原油將較 2024 年下降 4.1% (vs. 9M24 預估成長 1.6%)，油價走弱有助於支撐航空業毛利率，2024/25 年長榮航毛利率分別上修 2.6 ppt/1.8 ppt 至 22.3%/19.5%，疫後營業費用控管得宜，2024/25 年營業利益上修 24.6%/18.9%，稅後淨利上修 33.1%/25.3%至 265.3 億元/215.6 億元，EPS 4.91 元/3.99 元。

長榮航股價目前交易於 2024/25 年預估每股淨值 1.8/1.6 倍本淨比評價，歷史區間本淨比 1.1-2 倍，研究中心將本淨比評價自 1.65 倍上修至歷史上緣 1.9 倍，主要考量 1) 近期油價跌，EIA 下修 2025 年油價預估，有望支撐長榮航毛利率，2) 因公司 2024 年獲利有望超越 2023 年，本中心預估 2024/25 年現金股利 2.2/2 元，約當殖利率約 5.9%/5.3% (以 10/29 收盤價)，屬高現金殖利率概念股，支撐高評價。長榮航疫後搶佔市場，客運市佔率第一，具市場領先地位，因 2024/25 年獲利上修 33.1%/25.3%，2025 年預估每股淨值上修 1.2%至 24.15 元，目標價自 39 元上修至 46 元，投資建議維持買進。

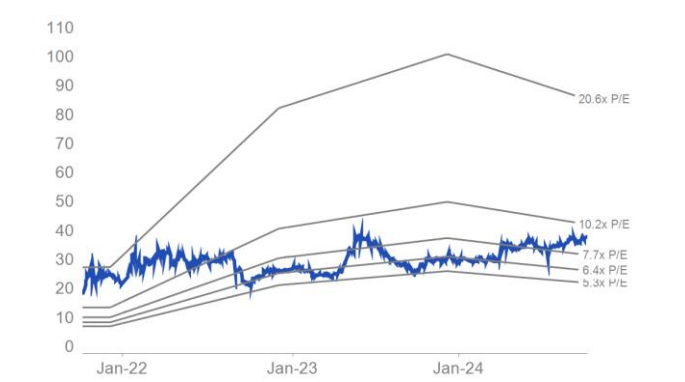
投資風險：1) 政治因素遞延兩岸開放；2) 中東局勢不穩定，使油價再飆升。

圖 17：2024 和 2025 年財務預估調整

(百萬元)	2024 估		2025 估		預估差異	
	調整後	調整前	調整後	調整前	2024	2025
營業收入	221,033	223,906	229,382	239,707	-1.3%	-4.3%
營業毛利	49,347	44,136	44,764	42,390	11.8%	5.6%
營業利益	35,082	28,157	29,531	24,847	24.6%	18.9%
稅前利益	35,266	27,204	28,638	23,787	29.6%	20.4%
稅後淨利	26,529	19,928	21,562	17,212	33.1%	25.3%
調整後 EPS (元)	4.91	3.69	3.99	3.19	33.1%	25.3%
重要比率 (%)					百分點	百分點
營業毛利率	22.3%	19.7%	19.5%	17.7%	2.6	1.8
營業利益率	15.9%	12.6%	12.9%	10.4%	3.3	2.5
稅後純益率	12.8%	9.7%	10.0%	7.9%	3.1	2.1

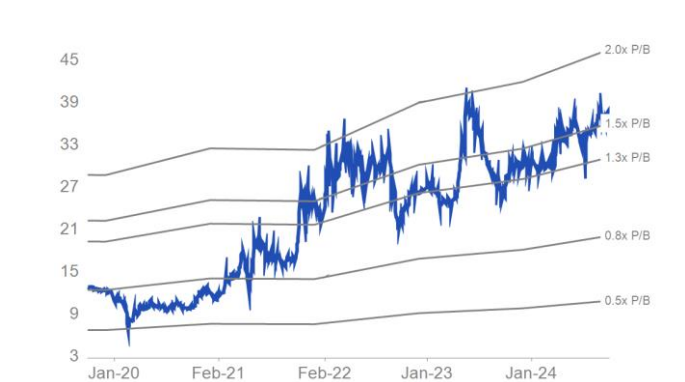
資料來源：公司資料、元大投顧預估

圖 18：12 個月預期本益比區間圖



資料來源：公司資料、元大投顧

圖 19：12 個月預期股價淨值比區間圖



資料來源：公司資料、元大投顧、CMoney

圖 20：同業評價比較表

公司	代碼	評等	股價	市值 (百萬美元)	調整後每股盈餘			本益比(倍)			調整後每股盈餘成長率(%)		
					2023	2024	2025	2023	2024	2025	2023	2024	2025
長榮航	2618 TT	買進	37.5	6,328	4.01	4.91	3.99	9.4	7.6	9.4	198.9	22.6	(18.7)
國外同業													
Cathay Pacific Airways	293 HK	未評等	8.0	6,760	1.2	1.1	1.2	6.6	7.4	7.0	--	(10.3)	5.4
Korean Airlines	003490 KS	未評等	24150.0	6,453	3356.4	3785.7	3672.8	7.2	6.4	6.6	(33.3)	12.8	(3.0)
Dalta Airlines	DAL US	未評等	57.0	37,000	6.1	6.1	7.0	9.3	9.4	8.2	100.6	(0.8)	15.4
United Airlines	UAL US	未評等	77.0	25,300	9.9	10.3	12.2	7.8	7.5	6.3	356.7	3.9	18.5
國外同業平均					843.4	950.8	923.3	7.7	7.7	7.0	141.3	1.4	9.1
國內同業													
中華航空	2610	持有-超越同業	22.6	4,261	1.1	1.9	1.0	20.0	12.0	22.2	135.4	66.4	(45.7)
台灣虎航	6757	未評等	60.5	846	4.3	--	--	14.2	--	--	--	--	--
星宇航空	2646	未評等	28.7	2,266	0.1	1.2	1.5	358.1	24.5	19.1	--	1362.5	28.2
國內同業平均					1.8	1.6	1.3	130.8	18.3	20.7	135.4	714.5	(8.8)

資料來源：公司資料、元大投顧、Reuters；每股盈餘數字以當地貨幣為單位；股價依首頁收盤價日期為準。

圖 21：同業評價比較表 (續)

公司	代碼	評等	股價	市值 (百萬美元)	股東權益報酬率(%)			每股淨值			股價淨值比(倍)		
					2023	2024	2025	2023	2024	2025	2023	2024	2025
長榮航	2618 TT	買進	37.5	6,328	21.7	23.2	17.1	19.81	21.32	24.15	1.9	1.8	1.6
國外同業													
Cathay Pacific Airways	293 HK	未評等	8.0	6,760	12.4	13.3	13.0	9.3	8.7	9.3	0.9	0.9	0.9
Korean Airlines	003490 KS	未評等	24150.0	6,453	11.0	13.7	12.4	25870.4	28736.7	31727.1	0.9	0.8	0.8
Dalta Airlines	DAL US	未評等	57.0	37,000	46.1	30.6	28.5	17.4	22.6	29.5	3.3	2.5	1.9
United Airlines	UAL US	未評等	77.0	25,300	41.1	30.2	27.3	28.4	38.4	49.1	2.7	2.0	1.6
國外同業平均					27.7	22.0	20.3	6481.4	7201.6	7953.8	2.0	1.6	1.3
國內同業													
中華航空	2610	持有-超越同業	22.6	4,261	10.0	15.2	7.9	12.3	13.3	14.6	1.8	1.7	1.6
台灣虎航	6757	未評等	60.5	846	70.9	--	--	9.9	--	--	6.1	--	--
星宇航空	2646	未評等	28.7	2,266	1.8	--	--	5.4	--	--	5.3	--	--
國內同業平均					27.6	15.2	7.9	9.2	13.3	14.6	4.4	1.7	1.6

資料來源：公司資料、元大投顧、Reuters；每股淨值數字以當地貨幣為單位；股價依首頁收盤價日期為準。

圖 22：季度及年度簡明損益表 (合併)

(NT\$百萬元)	1Q2024A	2Q2024A	3Q2024F	4Q2024F	1Q2025F	2Q2025F	3Q2025F	4Q2025F	FY2024F	FY2025F
營業收入	51,915	55,374	57,160	56,584	55,721	55,104	59,547	59,010	221,033	229,382
銷貨成本	(41,504)	(41,764)	43,671	44,747	44,975	44,899	46,669	48,076	(171,687)	(184,618)
營業毛利	10,412	13,610	13,489	11,837	10,746	10,206	12,878	10,935	49,347	44,764
營業費用	(3,757)	(3,541)	3,388	3,578	3,911	3,640	3,784	3,898	(14,265)	(15,233)
營業利益	6,654	10,068	10,100	8,258	6,835	6,565	9,094	7,037	35,082	29,531
業外利益	(174)	181	503	(325)	(200)	(200)	(243)	(249)	184	(893)
稅前純益	6,481	10,250	10,603	7,933	6,635	6,365	8,851	6,788	35,266	28,638
所得稅費用	(1,314)	(2,030)	2,121	1,587	1,327	1,273	1,770	1,358	(7,051)	(5,728)
少數股東權益	454	432	400	400	363	345	320	320	1,686	1,349
歸屬母公司稅後純益	4,712	7,788	8,082	5,946	4,944	4,746	6,760	5,111	26,529	21,562
調整後每股盈餘(NT\$)	0.87	1.44	1.50	1.10	0.92	0.88	1.25	0.95	4.91	3.99
調整後加權平均股數(百萬股)	5,400	5,400	5,400	5,400	5,400	5,400	5,400	5,400	5,400	5,400
重要比率										
營業毛利率	20.1%	24.6%	23.6%	20.9%	19.3%	18.5%	21.6%	18.5%	22.3%	19.5%
營業利益率	12.8%	18.2%	17.7%	14.6%	12.3%	11.9%	15.3%	11.9%	15.9%	12.9%
稅前純益率	12.5%	18.5%	18.6%	14.0%	11.9%	11.6%	14.9%	11.5%	16.0%	12.5%
稅後純益率	9.1%	14.1%	14.1%	10.5%	9.5%	9.2%	11.9%	9.2%	12.8%	10.0%
有效所得稅率	20.3%	19.8%	-20.0%	-20.0%	-20.0%	-20.0%	-20.0%	-20.0%	20.0%	20.0%
季增率(%)										
營業收入	-4.0%	6.7%	3.2%	-1.0%	-1.5%	-1.1%	8.1%	-0.9%		
營業利益	-13.1%	51.3%	0.3%	-18.2%	-17.2%	-4.0%	38.5%	-22.6%		
稅後純益	-9.3%	65.3%	3.8%	-26.4%	-16.9%	-4.0%	42.4%	-24.4%		
調整後每股盈餘	-9.3%	65.3%	3.8%	-26.4%	-16.8%	-4.0%	42.4%	-24.4%		
年增率(%)										
營業收入	16.9%	13.9%	7.3%	4.7%	7.3%	-0.5%	4.2%	4.3%	10.3%	3.8%
營業利益	6.1%	29.7%	28.3%	7.8%	2.7%	-34.8%	-10.0%	-14.8%	18.7%	-15.8%
稅後純益	4.8%	31.1%	35.7%	14.4%	4.9%	-39.1%	-16.4%	-14.0%	22.6%	-18.7%
調整後每股盈餘	3.9%	31.1%	35.7%	14.4%	4.9%	-39.1%	-16.4%	-14.0%	22.6%	-18.7%

資料來源：公司資料、元大投顧、CMoney；標“A”為歷史數據；調整後每股盈餘為根據調整後加權平均股數計算。

## 公司簡介

長榮航空於 1989 年由長榮集團成立，主要提供航空客運及貨運服務，飛航航點遍及亞、澳、歐、美四大洲，並與立榮航空合作飛航中國大陸各主要城市。長榮航截至 2023 年底共有客貨機共 88 架，其中 80 架為客機；8 架為 777F 貨機。1Q24 長榮航台灣航空客運/貨運市佔率達 25%/31%，分別為台灣第一/二大業者。旗下子公司長榮航太，主營飛機維修及航太製造業務，長榮航公告 2023/12/31 持股為 55.05%，因長榮航太於 1Q23 辦理現金增資上市，長榮航持股下降，其餘權益法轉投資包括長榮航勤(地勤業務)持股 56.33%、長榮空廚 49.8%等。

圖 23：權益法投資子公司

投資公司	轉投資子公司	持股百分比
長榮航	長榮航太	55%
長榮航	長榮航勤	56%
長榮航	長榮空廚	50%
長榮航	長榮空運倉儲	61%
長榮航	祥利投資	100%
長榮航	Sky Catsle Investment	100%
長榮航	Evergreen Airways Service	99%
長榮航	PT Perdana Andalan Air Service	51%
長榮航	Eva Flight Training Academy	100%
長榮空廚	長家國際食品	55%

資料來源：公司資料、元大投顧

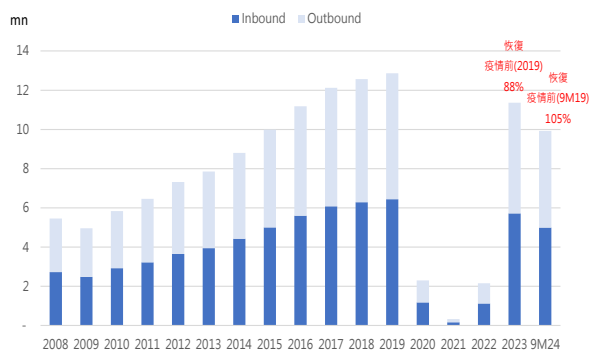
圖 24：長榮航前十大股東

股東	持股比重
長榮國際	9.86%
長榮海運	7.43%
華光投資	4.92%
長榮鋼鐵	3.63%
張榮發(已歿)	2.44%
挪威中央銀行	1.44%
新制勞退基金	1.40%
長榮國際儲運	0.75%
先進總合國際股票指數基金	0.66%
梵加德新興市場股票指數基金	0.56%

資料來源：公司資料、元大投顧

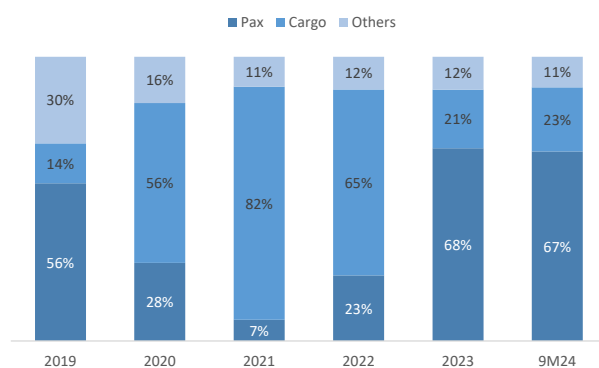


圖 25：長榮航客運量復甦



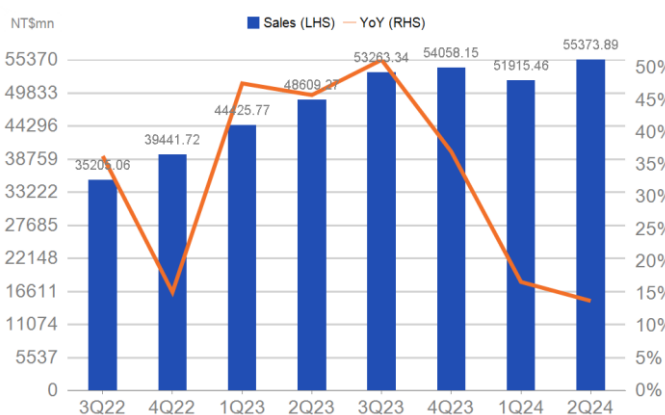
資料來源：公司資料、元大投顧預估

圖 26：營收組成



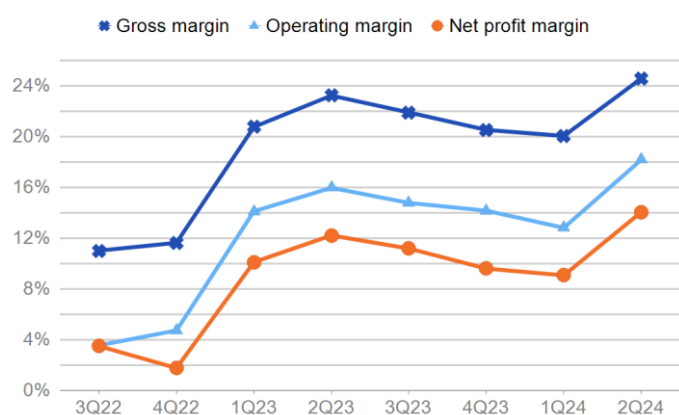
資料來源：公司資料

圖 27：營收趨勢



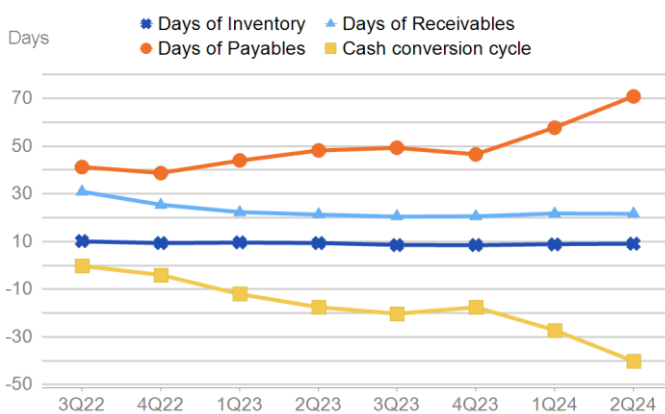
資料來源：CMoney、公司資料

圖 28：毛利率、營益率、淨利率



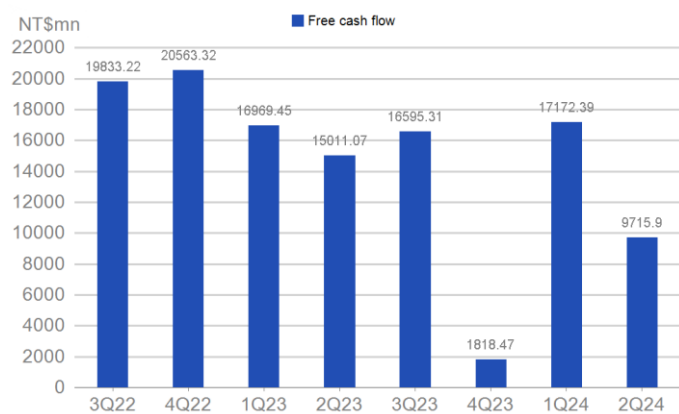
資料來源：CMoney、公司資料

圖 29：經營能力



資料來源：CMoney、公司資料

圖 30：自由現金流量



資料來源：CMoney、公司資料

# ESG 分析

- 分別藉由「在 ESG 議題上的曝險」和「個別公司在 ESG 議題上的執行力」兩個面向來衡量公司於 ESG 上的表現。
- ▶ **ESG 總分：**長榮航整體的 ESG 風險評級屬於低等風險，於 Sustainalytics 資料庫所覆蓋的公司中排行在略為領先的位置，而在航空產業的公司中則是排名領先同業。
  - ▶ **在 ESG 議題上的曝險：**長榮航的整體曝險屬於中等水準，但於航空產業中曝險較高。公司較需要改善的 ESG 議題包含公司品管、人力資源及營運方面的碳排放問題等。
  - ▶ **個別公司在 ESG 議題上的執行力：**長榮航在針對重大 ESG 議題的管理水準和執行力屬佳。公司極度注重飛安議題，並定期提供人員培訓，降低職業災害事件的失能傷害頻率。

圖 31：ESG 分析

分項	評分/評級	
ESG 總分	19.2	
在 ESG 議題上的曝險 (A)	33.3	
個別公司在 ESG 議題上的執行力 (B)	44.7	
風險評級	低	★
同業排行(1~100，1 為最佳)	19	

資料來源：Sustainalytics (2024/10/30)

註 1：ESG 總分=A-(A\*可控風險因子\*B/100)

註 1-1：可控風險因子介於 0-1 之間，越大為越佳。

註 2：ESG 總分風險評級：

極低 (0-10)	低 (10-20)	中 (20-30)	高 (30-40)	極高 (40+)
-----------	-----------	-----------	-----------	----------

註 3：曝險分數評級：

低 (0-35)	中 (35-55)	高 (55+)
----------	-----------	---------

註 4：執行力分數評級：

弱 (0-25)	中 (25-50)	強 (50-100)
----------	-----------	------------

資產負債表

年初至 12 月 (NT\$ 百萬元)	2021A	2022A	2023A	2024F	2025F
現金與短期投資	48,256	67,411	66,805	97,348	118,876
存貨	3,248	3,676	4,096	4,447	4,393
應收帳款及票據	10,077	10,421	11,939	12,556	12,686
其他流動資產	3,602	3,219	3,747	3,942	3,988
流動資產	65,182	84,727	86,586	118,293	139,943
採用權益法之投資	2,210	2,471	2,626	3,392	3,392
固定資產	136,414	123,604	135,812	135,414	136,671
無形資產	1,409	1,205	1,039	941	1,205
其他非流動資產	120,100	107,525	104,119	99,928	102,178
非流動資產	260,132	234,805	243,596	241,222	245,069
資產總額	325,314	319,532	330,182	359,515	385,012
應付帳款及票據	4,855	8,530	10,218	11,365	10,987
短期借款	0	300	220	204	248
什項負債	41,783	68,793	75,840	92,491	98,782
流動負債	46,638	77,623	86,279	104,060	110,017
長期借款	88,751	61,346	40,231	43,737	48,043
其他負債及準備	97,218	84,323	86,653	85,888	84,498
長期負債	185,969	145,669	126,884	129,625	132,541
負債總額	232,607	223,292	213,162	233,685	242,558
股本	51,866	53,602	54,004	54,004	54,004
資本公積	10,679	12,912	13,860	13,860	13,860
保留盈餘	14,504	20,611	37,590	48,988	64,396
什項權益	8,609	811	1,529	(1,723)	(1,856)
歸屬母公司之權益	85,657	87,937	106,984	115,130	130,405
非控制權益	7,050	8,303	10,036	10,700	12,049
股東權益總額	92,707	96,240	117,020	125,830	142,454

資料來源：公司資料、元大投顧

現金流量表

年初至 12 月 (NT\$ 百萬元)	2021A	2022A	2023A	2024F	2025F
本期純益	6,680	7,824	23,103	28,215	22,911
折舊及攤提	28,425	29,498	29,557	29,211	32,391
本期營運資金變動	(1,623)	3,321	405	(178)	453
其他營業資產 及負債變動	1,493	22,509	15,140	--	--
營運活動之現金流量	34,975	63,152	68,205	65,575	63,858
資本支出	(9,715)	(562)	(17,811)	(23,401)	(33,398)
本期長期投資變動	64	261	155	0	24
其他資產變動	(2,136)	1,259	(4,179)	1,599	10
投資活動之現金流量	(11,788)	958	(21,834)	(21,802)	(33,365)
股本變動	3,330	1,736	403	0	0
本期負債變動	(4,068)	(27,264)	(26,923)	2,781	2,916
現金增減資	0	0	0	0	0
支付現金股利	0	(3,163)	(4,290)	(9,721)	(11,881)
其他調整數	(15,059)	(16,288)	(16,168)	1,599	10
融資活動之現金流量	(15,797)	(44,979)	(46,979)	(13,248)	(8,965)
匯率影響數	(3)	25	3	18	0
本期產生現金流量	7,387	19,155	(606)	30,543	21,528
自由現金流量	25,259	62,589	50,394	88,976	97,256

資料來源：公司資料、元大投顧

損益表

年初至 12 月 (NT\$ 百萬元)	2021A	2022A	2023A	2024F	2025F
營業收入	103,872	138,069	200,357	221,033	229,382
銷貨成本	(84,548)	(118,357)	(157,080)	(171,687)	(184,618)
營業毛利	19,325	19,712	43,277	49,347	44,764
營業費用	(8,967)	(9,914)	(13,711)	(14,265)	(15,233)
推銷費用	0	0	0	0	0
研究費用	0	0	0	0	0
管理費用	0	0	0	0	0
其他費用	(8,967)	(9,914)	(13,711)	0	0
營業利益	10,358	9,798	29,566	35,082	29,531
利息收入	157	901	2,346	1,191	2,412
利息費用	(4,125)	(3,962)	(3,697)	(935)	(1,890)
利息收入淨額	(3,967)	(3,060)	(1,351)	256	521
投資利益(損失)淨額	81	206	346	0	0
匯兌損益	791	1,668	(251)	(190)	(144)
其他業外收入(支出)淨額	541	858	530	119	(1,270)
稅前純益	7,802	9,469	28,840	35,266	28,638
所得稅費用	(1,122)	(1,645)	(5,737)	(7,051)	(5,728)
少數股權淨利	72	732	1,509	1,686	1,349
歸屬母公司之稅後純益	6,609	7,091	21,594	26,529	21,562
稅前息前折舊攤銷前淨利	40,227	42,762	61,866	64,292	61,922
調整後每股盈餘 (NT\$)	1.31	1.34	4.01	4.91	3.99

資料來源：公司資料、元大投顧

主要財務報表分析

年初至 12 月	2021A	2022A	2023A	2024F	2025F
年成長率 (%)					
營業收入	16.6	32.9	45.1	10.3	3.8
營業利益	--	(5.4)	201.8	18.7	(15.8)
稅前息前折舊攤銷前淨利	41.2	6.3	44.7	3.9	(3.7)
稅後純益	--	17.1	195.3	22.6	(18.7)
調整後每股盈餘	--	2.3	198.9	22.6	(18.7)
獲利能力分析 (%)					
營業毛利率	18.6	14.3	21.6	22.3	19.5
營業利益率	10.0	7.1	14.8	15.9	12.9
稅前息前淨利率	3.5	4.0	12.6	15.9	12.9
稅前息前折舊攤銷前淨利率	38.7	31.0	30.9	29.1	27.0
稅前純益率	7.5	6.9	14.4	16.0	12.5
稅後純益率	6.4	5.1	10.8	12.8	10.0
資產報酬率	2.0	2.4	7.1	8.2	6.2
股東權益報酬率	7.9	8.3	21.7	23.2	17.1
穩定/償債能力分析					
負債權益比 (%)	250.9	232.0	182.2	185.7	170.3
淨負債權益比(%)	43.7	(6.0)	(22.5)	(42.4)	(49.6)
利息保障倍數 (倍)	2.9	3.4	8.8	38.7	16.2
流動比率 (%)	139.8	109.2	100.4	113.7	127.2
速動比率 (%)	132.8	104.4	95.6	109.4	123.2
淨負債 (NT\$百萬元)	40,495	(5,765)	(26,354)	(53,407)	(70,585)
調整後每股淨值 (NT\$)	16.51	16.41	19.81	21.32	24.15
評價指標 (倍)					
本益比	28.6	28.0	9.4	7.6	9.4
股價自由現金流量比	8.0	3.2	4.0	2.3	2.1
股價淨值比	2.3	2.3	1.9	1.8	1.6
股價稅前息前折舊攤銷前淨	5.0	4.7	3.3	3.2	3.3
股價營收比	2.0	1.5	1.0	0.9	0.9

資料來源：公司資料、元大投顧；註：負債為短期債加上長期債。

附錄：重要揭露事項

分析師聲明

主要負責撰寫本研究報告全文或部分內容之分析師，茲針對本報告所載證券或證券發行機構，於此聲明：(1) 文中所述觀點皆準確反映其個人對各證券或證券發行機構之看法；(2) 研究部分分析師於本研究報告中所提出之特定投資建議或觀點，與其過去、現在、未來薪酬的任何部份皆無直接或間接關聯。

長榮航 (2618 TT)- 投資建議與目標價三年歷史趨勢



資料來源：CMoney、元大投顧  
註：A = 未調整之收盤價；B = 未調整之目標價；C = 依據股票股利與現金股利調整後之目標價。員工分紅稀釋影響未反映於 A、B 或 C。

投資評等說明

買進：根據本中心對該檔個股投資期間絕對或相對報酬率之預測，我們對該股持正面觀點。此一觀點係基於本中心對該股之發展前景、財務表現、利多題材、評價資訊以及風險概況之分析。建議投資人於投資部位中增持該股。

持有-超越同業：本中心認為根據目前股價，該檔個股基本面吸引力高於同業。此一觀點係基於本中心對該股發展前景、財務表現、利多題材、評價資訊以及風險概況之分析。

持有-落後同業：本中心認為根據目前股價，該檔個股基本面吸引力低於同業。此一觀點係基於本中心對該股發展前景、財務表現、利多題材、評價資訊以及風險概況之分析。

賣出：根據本中心對該檔個股投資期間絕對或相對報酬率之預測，我們對該股持負面觀點。此一觀點係基於本中心對該股之發展前景、財務表現、利多題材、評價資訊以及風險概況之分析。建議投資人於投資部位中減持該股。

評估中：本中心之預估、評等、目標價尚在評估中，但仍積極追蹤該個股。

限制評等：為遵循相關法令規章及/或元大之政策，暫不給予評等及目標價。

註：元大給予個股之目標價係依 12 個月投資期間計算。大中華探索系列報告並無正式之 12 個月目標價，其投資建議乃根據分析師報告中之指定期間分析而得。

總聲明

© 2024 元大版權所有。本報告之內容取材自本公司認可之資料來源，但並不保證其完整性或正確性。報告內容並非任何證券之銷售要約或邀請。報告中所有的意見及預估，皆基於本公司於特定日期所做之判斷，如有變更恕不另行通知。

本報告僅提供一般資訊，文中所載資訊或任何意見，並不構成任何買賣證券或其他投資標的之要約或要約之引誘。報告資料之刊發僅供客戶一般傳閱用途，並非意欲提供專屬之投資建議，亦無考慮任何可能收取本報告之人士的個別財務狀況與目標。對於投資本報告所討論或建議之任何證券、投資標的，或文中所討論或建議之投資策略，投資人應就其是否適合本身而諮詢財務顧問的意見。本報告之內容取材自據信為可靠之資料來源，但概不以明示或默示的方式，對資料之準確性、完整性或正確性作出任何陳述或保證。本報告並非（且不應解釋為）在任何司法管轄區內，任何非依法從事證券經紀或交易之人士或公司，為該管轄區內從事證券經紀或交易之遊說。

元大研究報告於美國僅發送予美國主要投資法人（依據 1934 年《證券交易法》15a-6 號規則及其修正條文與美國證券交易委員會詮釋定義）。美國投資人若欲進行與本報告所載證券相關之交易，皆必須透過依照 1934 年《證券交易法》第 15 條及其修正條文登記註冊之券商為之。元大研究報告在台灣由元大證券投資顧問股份有限公司發佈，在香港則由元大證券(香港)有限公司發佈。元大證券(香港)係獲香港證券及期貨事務監察委員會核准註冊之券商，並獲許從事受規管活動，包括第 4 類規管活動（就證券提供意見）。非經元大證券(香港)有限公司書面明示同意，本研究報告全文或部份，不得以任何形式或方式轉載、轉寄或揭露。

欲取得任何本報告所載證券詳細資料之台灣人士，應透過下列方式聯絡元大證券投資顧問股份有限公司：

致：聯絡人姓名

元大證券投資顧問股份有限公司

台灣臺北市 106 仁愛路三段 157 號 4 樓

© {2024} Sustainalytics. All Rights Reserved. The information, data, analyses and opinions contained herein: (1) includes the proprietary information of Sustainalytics; (2) may not be copied or redistributed except as specifically authorized; (3) do not constitute investment advice nor an endorsement of any product or project; (4) are provided solely for informational purposes; and (5) are not warranted to be complete, accurate or timely. Sustainalytics is not responsible for any trading decisions, damages or other losses related to it or its use. The use of the data is subject to conditions available at <https://www.sustainalytics.com/legal-disclaimers>.