

研究員：薛雅月 rita.hsueh@capital.com.tw

前日收盤價	28.90 元
目標價	
3 個月	36.00 元
12 個月	36.00 元

長榮航(2618 TT)

買進

近期報告日期、評等及前日股價

11/24/2022	區間操作	26.50
08/26/2022	中立	32.40
06/27/2022	區間操作	30.30
02/22/2022	買進	32.40
02/18/2022	到價	

公司基本資訊

目前股本(百萬元)	53,603
市值(億元)	1,549
目前每股淨值(元)	15.71
外資持股比(%)	31.24
投信持股比(%)	0.69
董監持股比(%)	28.69
融資餘額(張)	74,558
現金股息配發率(F)(%)	0.00

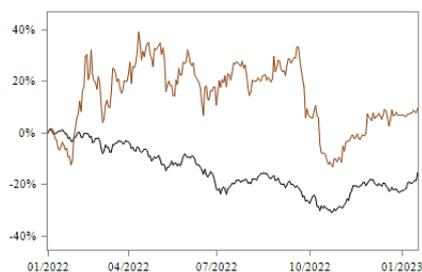
產品組合



客運收入:55.21%
貨運收入:34.88%
其他:9.91%

股價相對大盤走勢

— 2618 — TWSE



2023年獲利維持正增長趨勢，評價偏低，上調至買進。

投資建議：考量長榮航歷史獲利時期的 PBR 區間約落在 1X~2.8X，以目前 PBR 約 1.5X，處於歷史區間中下緣，將長榮航投資建議上調至買進，目標價 36 元。

疫情過後全球航空客運量有望逐年回升：客運市場方面，根據 IATA 統計，全球航空客運量自 2020 年落底後維持逐年成長，11/2022 全球客運量已恢復至 2019 年的 75.3%。就各區域而言，亞洲區的國際客運量恢復速度較為緩慢，惟隨亞洲國家陸續放寬邊境管制，2H22 以來國際航線客運量回升速度已有加快。

客運量表現優於預期，上修 4Q22 獲利預估，2023 年獲利有望維持正增長：長榮航 1Q22 稅後獲利 33.49 億元，QoQ-53.33%，稅後 EPS 0.62 元；其中客運及貨運較 4Q21 小幅增長，客運單價 QoQ-5.8%、貨運單價 QoQ-15.9%，以及燃油價格攀升為獲利較 4Q21 呈現衰退的主因。2Q22 客運量較 1Q22 大幅增加，QoQ+129.4%，客運單價 QoQ-23%，貨運價量則皆小幅增長 2~3%，故 2Q22 營收 QoQ+10.77%，然因燃油成本大幅墊高，毛利率由 1Q22 的 21.58% 下滑至 14.24%，單季稅後獲利 18.03 億元，QoQ-46.18%，稅後 EPS 0.34 元。3Q22 客運受惠於邊境管制政策的鬆綁，客運量 QoQ+461%，帶動 3Q22 季營收 QoQ+5.6%；惟營業成本同步提升之下，毛利率下滑至 11.02%，3Q22 稅後獲利 12.37 億元，QoQ-31.39%，稅後 EPS 0.23 元。10~12/2022 累計營收為 394.4 億元，較 3Q22 增長 12.03%，主要受惠客運營收 QoQ+83.5%，抵銷貨運營收 QoQ-21.1% 的衝擊所致；其中客運單價 QoQ-10.2%，然客運量顯著回升，QoQ+95.4%，為推升客運營收的主要動能來源。因客運量表現優於預期，且油價略有回跌，群益上修 4Q22 稅後獲利至 44.54 億元，QoQ+260%，稅後 EPS 0.83 元。整體而言，群益預估長榮航 2022 年稅後獲利 108.43 億元，稅後 EPS 2.02 元。展望 2023 年，預期整體獲利結構仍將延續客運增長、貨運衰退的趨勢，受惠於疫情趨緩後旅客出國意願有望大幅提升，群益預估長榮航 2023 年稅後獲利 167.14 億元，YoY+54.14%，稅後 EPS 3.12 元。

(百萬元)	2021	2022F	2023F	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22F
營業收入淨額	103,872	138,069	163,422	21,124	19,679	24,163	25,814	34,217	30,090	33,331	35,205	39,442
營業毛利淨額	19,325	24,362	35,942	2,630	499	2,969	4,318	11,539	6,492	4,747	3,880	9,242
營業利益	10,358	14,411	24,503	746	-1,762	801	2,310	9,009	4,205	2,466	1,258	6,482
稅後純益	6,608	10,843	16,714	281	-2,197	144	1,484	7,178	3,350	1,803	1,237	4,454
稅後 EPS(元)	1.23	2.02	3.12	0.05	-0.41	0.03	0.28	1.34	0.62	0.34	0.23	0.83
毛利率(%)	18.60%	17.65%	21.99%	12.45%	2.54%	12.29%	16.73%	33.72%	21.58%	14.24%	11.02%	23.43%
營業利益率(%)	9.97%	10.44%	14.99%	3.53%	-8.95%	3.32%	8.95%	26.33%	13.97%	7.40%	3.57%	16.43%
稅後純益率(%)	6.36%	7.85%	10.23%	1.33%	-11.17%	0.60%	5.75%	20.98%	11.13%	5.41%	3.51%	11.29%
營業收入 YoY/QoQ(%)	16.65%	32.92%	18.36%	14.78%	-6.84%	22.79%	6.83%	32.55%	-12.06%	10.77%	5.62%	12.03%
稅後純益 YoY/QoQ(%)	N.A	64.08%	54.14%	N.A	N.A	N.A	930.03%	383.85%	-53.34%	-46.18%	-31.39%	260.16%

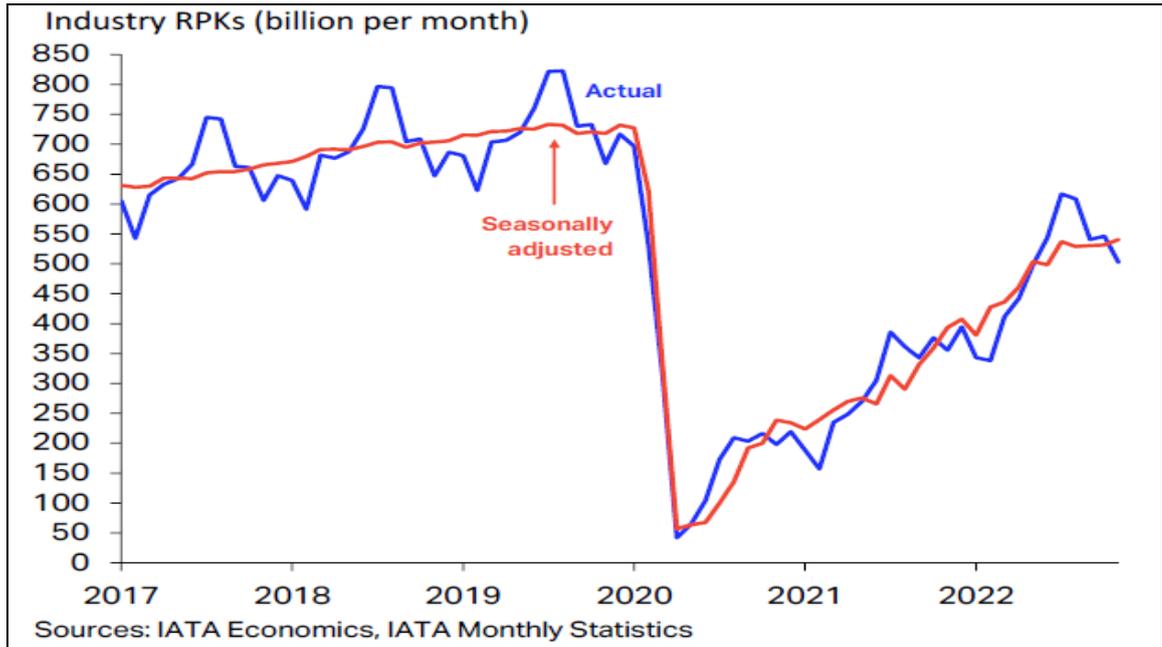
註：稅後純益係指本期淨利歸屬於母公司業主；稅後 EPS 以股本 536.03 億元計算。

疫情過後全球航空客運量有望逐年回升：

客運市場方面，根據 IATA 統計，全球航空客運量自 2020 年落底後維持逐年成長，11/2022 全球客運量已恢復至 2019 年的 75.3% (圖一)。

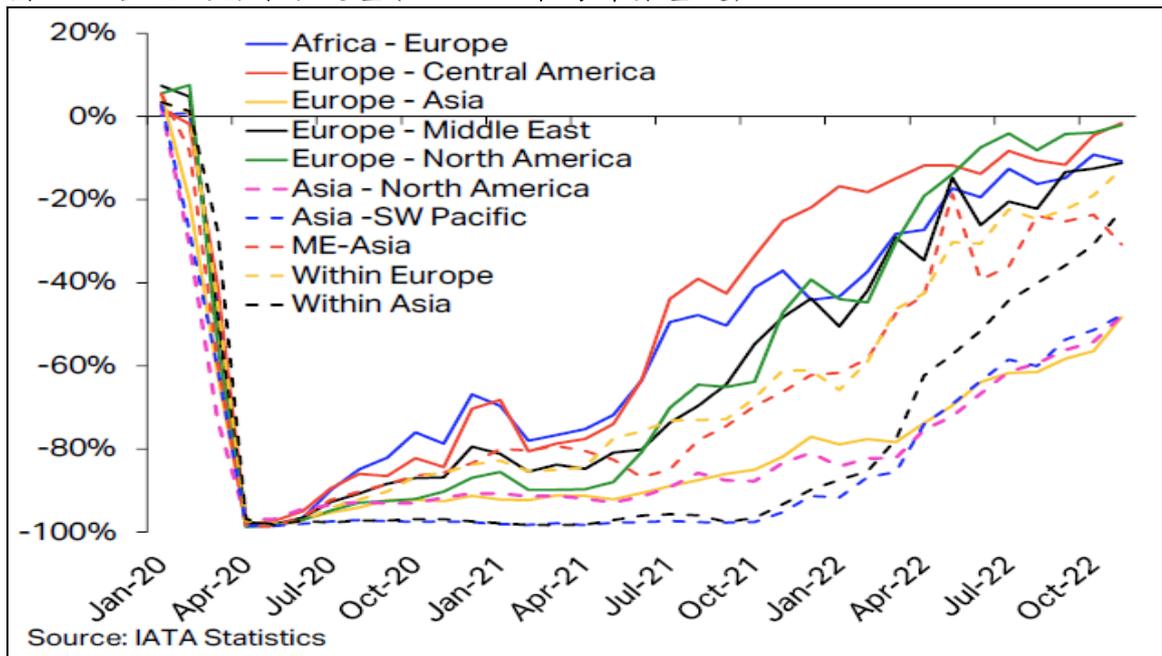
就各區域而言，亞洲區的國際客運量恢復速度較為緩慢，惟隨亞洲國家陸續放寬邊境管制，2H22 以來國際航線客運量回升速度已有加快(圖二)。

圖一、全球航空客運量持續復甦



資料來源：IATA，群益投顧彙整

圖二、各區域國際客運量(以 2019 年為計算基礎)

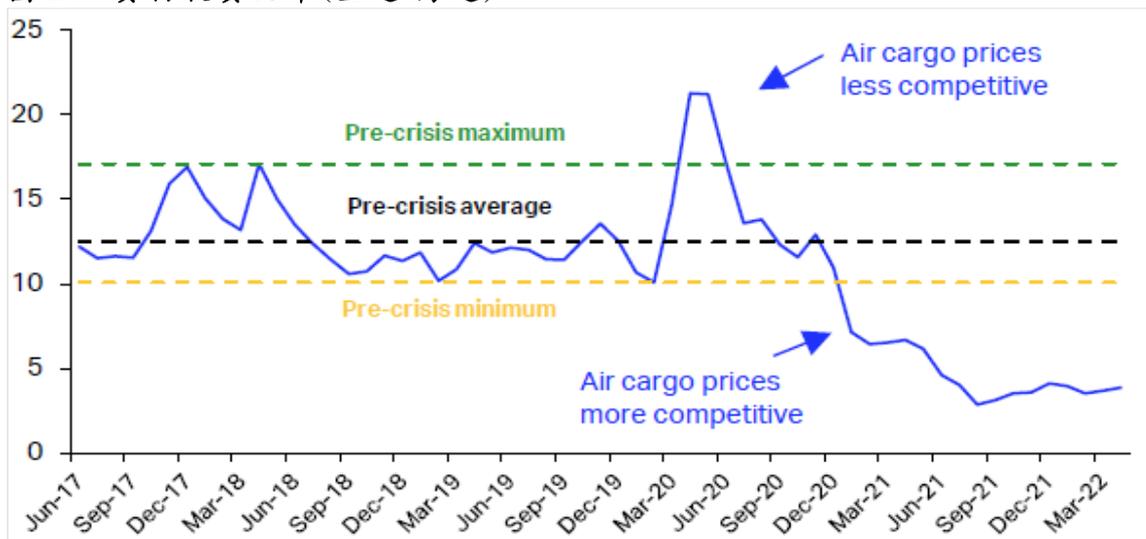


資料來源：IATA，群益投顧彙整

疫情過後貨運獲利貢獻將呈下滑：

貨運方面，受惠於貨運供需吃緊，2020~2021 年航空貨運價格呈現大幅攀升；惟隨全球製造業活動放緩，加上貨櫃海運價格自高點回落，航空運價與海運運價的比價效應恐逐漸縮減，預期疫情過後貨運對於航空公司的獲利貢獻將呈下滑。

圖三、貨物收費比率(空運/海運)



資料來源：IATA，群益投顧彙整

燃油價格對於公司獲利影響數分析：

隨國際油價漲多跌少，將對航空公司的營運造成不小的影響。長榮航 1Q~3Q22 成本結構中，燃油成本佔 35%，用人成本 19%，折舊及攤銷 24%，維修成本 9%，場站費用 6%，其他則為 7%。長榮航 2021 年用油桶數為 1025 萬桶，若以 1100 萬桶計算，則在不考慮燃油附加費的情況下，燃油價格每變動 10 美元，對於公司全年 EPS 影響約為 0.61 元。

表一、燃油價格變動對於長榮航獲利影響數分析

航空燃油增加金額(美元/桶)	2	4	6	8	10
燃油成本變動金額(千元台幣)	649,000	1,298,000	1,947,000	2,596,000	3,245,000
對長榮航EPS影響數	-0.12	-0.24	-0.36	-0.48	-0.61

資料來源：群益投顧預估彙整

上修 4Q22 獲利預估，2023 年獲利有望維持正增長：

長榮航 1Q22 稅後獲利 33.49 億元，QoQ-53.33%，稅後 EPS 0.632 元；其中客運及貨運較 4Q21 小幅增長，客運單價 QoQ-5.8%、貨運單價 QoQ-15.9%，以及燃油價格攀升為獲利較 4Q21 呈現衰退的主因。

2Q22 客運量較 1Q22 大幅增加，QoQ+129.4%，客運單價 QoQ-23%，貨運價量則皆小幅增長 2~3%，故 2Q22 營收 QoQ+10.77%，然因燃油成本大幅墊高，毛利率由 1Q22 的 21.58% 下滑至 14.24%，單季稅後獲利 18.03 億元，QoQ-46.18%，稅後 EPS 0.34 元。

3Q22 貨運營收貢獻開始下滑，主因貨運價量 QoQ 分別衰退 6.6% 及 15.5%，客運

2023 年 1 月 31 日

受惠於邊境管制政策的鬆綁，客運量 QoQ+461%，帶動 3Q22 季營收 QoQ+5.6%；惟營業成本同步提升之下，毛利率下滑至 11.02%，3Q22 稅後獲利 12.37 億元，QoQ-31.39%，稅後 EPS 0.23 元。

10~12/2022 累計營收為 394.4 億元，較 3Q22 增長 12.03%，主要受惠客運營收 QoQ+83.5%，抵銷貨運營收 QoQ-21.1% 的衝擊所致；其中客運單價 QoQ-10.2%，然客運量顯著回升，QoQ+95.4%，為推升客運營收的主要動能來源。因客運量表現優於預期，且油價略有回跌，群益上修 4Q22 稅後獲利至 44.54 億元，QoQ+260%，稅後 EPS 0.83 元。

整體而言，2022 年客運量前低後高，貨運價格前高後低之下，群益預估長榮航 2022 年稅後獲利 108.43 億元，稅後 EPS 2.02 元。

展望 2023 年，預期整體獲利結構仍將延續客運增長、貨運衰退的趨勢，受惠於疫情趨緩後旅客出國意願有望大幅提升，群益預估長榮航 2023 年稅後獲利 167.14 億元，YoY+54.14%，稅後 EPS 3.12 元。

投資建議：

投資建議方面，考量長榮航歷史獲利時期的 PBR 區間約落在 1X~2.8X，以目前 PBR 約 1.5X，處於歷史區間中下緣，將長榮航投資建議上調至買進，目標價 36 元。

Forward PB Band



資料來源：CMoney，群益預估彙整

2023年1月31日

資產負債表

(百萬元)	2019	2020	2021	2022F	2023F
資產總計	356,252	329,567	325,314	345,158	383,568
流動資產	77,200	55,933	65,182	99,185	120,174
現金及約當現金	51,535	40,869	48,256	72,988	88,645
應收帳款與票據	18,716	6,679	10,077	12,620	14,692
存貨	3,352	3,255	3,248	5,475	4,305
採權益法之投資	2,055	2,146	2,210	1,956	2,268
不動產、廠房設備	138,647	133,221	136,414	136,414	136,414
負債總計	278,110	252,908	232,607	240,881	261,800
流動負債	82,442	45,433	46,638	65,685	78,545
應付帳款及票據	9,726	3,014	4,855	6,360	5,515
非流動負債	195,668	207,475	185,969	173,690	182,595
權益總計	78,142	76,660	92,707	104,277	121,768
普通股股本	48,536	48,536	51,385	51,385	51,385
保留盈餘	12,117	7,827	14,504	26,074	43,564
母公司業主權益	71,252	70,797	85,657	96,500	113,214
負債及權益總計	356,252	329,567	325,314	345,158	383,568

現金流量表

(百萬元)	2019	2020	2021	2022F	2023F
營業活動現金	37,154	5,371	34,975	52,858	55,309
稅前純益	6,058	-4,319	7,802	14,434	21,863
折舊及攤銷	27,115	27,788	28,425	28,647	25,919
營運資金變動	-1,713	5,421	-1,549	-3,264	-1,748
其他營運現金	5,694	-23,519	297	13,041	9,276
投資活動現金	-22,093	-12,264	-11,788	-5,166	-36,183
資本支出淨額	-20,797	-11,844	-12,803	-19,001	-19,002
長期投資變動	-2,252	-1,824	661	-71	-71
其他投資現金	957	1,404	354	13,906	-17,110
籌資活動現金	-11,798	-3,759	-15,797	-22,960	-3,469
長借/公司債變動	4,230	15,110	-3,988	-12,279	8,905
現金增資	3,719	0	0	0	0
發放現金股利	-2,344	-1,213	0	0	0
其他籌資現金	-17,403	-17,656	-11,809	-10,681	-12,375
淨現金流量	3,256	-10,665	7,387	24,732	15,657
期初現金	48,279	51,535	40,869	48,256	72,988
期末現金	51,535	40,869	48,256	72,988	88,645

資料來源：CMoney、群益

損益表

(百萬元)	2019	2020	2021	2022F	2023F
營業收入淨額	181,275	89,049	103,872	138,069	163,422
營業成本	158,448	80,492	84,548	113,706	127,480
營業毛利淨額	22,827	8,557	19,325	24,362	35,942
營業費用	13,384	9,384	8,967	9,952	11,440
營業利益	9,443	-827	10,358	14,411	24,503
EBITDA	37,732	28,212	40,070	36,411	46,503
業外收入及支出	-3,384	-3,777	-2,555	23	-2,640
稅前純益	6,058	-4,319	7,802	14,434	21,863
所得稅	1,206	-1,042	1,122	2,864	4,373
稅後純益	3,982	-3,362	6,608	10,843	16,714
稅後EPS(元)	0.74	-0.63	1.23	2.02	3.12
完全稀釋EPS**	0.74	-0.63	1.23	2.02	3.12

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536.03【最新股本】億元計算

註3：完全稀釋EPS以股本535.82億元計算

比率分析

(百萬元)	2019	2020	2021	2022F	2023F
成長力分析(%)					
營業收入淨額	0.76%	-50.88%	16.65%	32.92%	18.36%
營業毛利淨額	3.21%	-62.51%	125.83%	26.07%	47.53%
營業利益	6.23%	N.A	N.A	39.13%	70.03%
稅後純益	-39.23%	N.A	N.A	64.08%	54.14%
獲利能力分析(%)					
毛利率	12.59%	9.61%	18.60%	17.65%	21.99%
EBITDA(%)	20.81%	31.68%	38.58%	26.37%	28.46%
營益率	5.21%	-0.93%	9.97%	10.44%	14.99%
稅後純益率	2.20%	-3.78%	6.36%	7.85%	10.23%
總資產報酬率	1.12%	-1.02%	2.03%	3.14%	4.36%
股東權益報酬率	5.10%	-4.39%	7.13%	10.40%	13.73%
償債能力檢視					
負債比率(%)	78.07%	76.74%	71.50%	69.79%	68.25%
負債/淨值比(%)	355.90%	329.91%	250.90%	231.00%	215.00%
流動比率(%)	93.64%	123.11%	139.76%	151.00%	153.00%
其他比率分析					
存貨天數	9.54	14.98	14.04	14.00	14.00
應收帳款天數	35.04	52.05	29.44	30.00	30.50

2023年1月31日

季度損益表

(百萬元)	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22F	1Q23F	2Q23F
營業收入淨額	18,403	21,124	19,679	24,163	25,814	34,217	30,090	33,331	35,205	39,442	40,755	40,561
營業成本	17,718	18,494	19,180	21,194	21,496	22,677	23,598	28,584	31,325	30,199	31,111	31,948
營業毛利淨額	685	2,630	499	2,969	4,318	11,539	6,492	4,747	3,880	9,242	9,644	8,613
營業費用	1,997	1,884	2,261	2,168	2,008	2,531	2,287	2,281	2,622	2,761	2,853	2,839
營業利益	-1,313	746	-1,762	801	2,310	9,009	4,205	2,466	1,258	6,482	6,791	5,774
業外收入及支出	-927	-902	-648	-984	-435	-487	31	30	632	-670	-660	-660
稅前純益	-2,240	-156	-2,410	-183	1,874	8,521	4,236	2,496	1,890	5,812	6,131	5,114
所得稅	-466	-454	-211	-280	359	1,254	819	508	375	1,162	1,226	1,023
稅後純益	-1,808	281	-2,197	144	1,484	7,178	3,350	1,803	1,237	4,454	4,718	3,913
最新股本	53,603	53,603	53,603	53,603	53,603	53,603	53,603	53,603	53,603	53,603	53,603	53,603
稅後EPS(元)	-0.34	0.05	-0.41	0.03	0.28	1.34	0.62	0.34	0.23	0.83	0.88	0.73
獲利能力(%)												
毛利率(%)	3.72%	12.45%	2.54%	12.29%	16.73%	33.72%	21.58%	14.24%	11.02%	23.43%	23.66%	21.24%
營業利益率(%)	-7.13%	3.53%	-8.95%	3.32%	8.95%	26.33%	13.97%	7.40%	3.57%	16.43%	16.66%	14.24%
稅後純益率(%)	-9.82%	1.33%	-11.17%	0.60%	5.75%	20.98%	11.13%	5.41%	3.51%	11.29%	11.58%	9.65%
QoQ(%)												
營業收入淨額	-4.59%	14.78%	-6.84%	22.79%	6.83%	32.55%	-12.06%	10.77%	5.62%	12.03%	3.33%	-0.48%
營業利益	N.A	N.A	N.A	N.A	188.31%	290.03%	-53.32%	-41.35%	-48.98%	415.19%	4.78%	-14.98%
稅前純益	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	354.59%	-50.29%	-41.09%	-24.25%	207.43%	5.50%	-16.59%
稅後純益	N.A	N.A	N.A	N.A	930.03%	383.85%	-53.34%	-46.18%	-31.39%	260.16%	5.92%	-17.06%
YoY(%)												
營業收入淨額	-59.58%	-55.59%	-34.91%	25.27%	40.27%	61.98%	52.91%	37.94%	36.38%	15.27%	35.44%	21.69%
營業利益	N.A	-65.16%	N.A	334.02%	N.A	1107.86%	N.A	207.84%	-45.53%	-28.05%	61.51%	134.13%
稅前純益	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	0.85%	-31.80%	44.73%	104.91%
稅後純益	N.A	-63.45%	N.A	N.A	N.A	2457.45%	N.A	1151.54%	-16.64%	-37.95%	40.85%	117.08%

註1：稅後EPS以股本536.03億元計算

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 $< 15\%$
中立(Neutral)	無法由基本面給予投資評等 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。