

## 持有・調升

收盤價 February 15 (NT\$)	19.50
12 個月目標價 (NT\$)	18.70
前次目標價 (NT\$)	15.30
調升 (%)	22.2
下跌空間 (%)	4.1

## 焦點內容

華航元月客運營收受惠長假效應而大幅優於預期，我們上調 2023 年營收及獲利預估，但 1Q23 將是 2023 年獲利高峰。

## 交易資料表

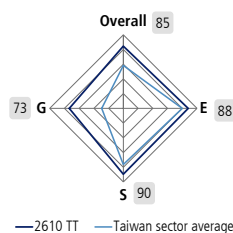
市值：(NT\$/US\$mn)	117.3 / 3,885
流通在外股數 (百萬股)：	6,014
外資持有股數 (百萬股)：	670
3M 平均成交量 (百萬股)：	33.89
52 週股價 (低 \ 高) (NT\$)：	16.55 - 31.70

股價表現	3M	6M	12M
絕對表現 (%)	10.2	-11	-29
相對表現 (%)	4.1	-11.1	-15

## 每股盈餘

NT\$	1Q	2Q	3Q	4Q
2021	(0.19)A	(0.06)A	0.51A	1.39A
2022	0.52A	0.07A	0.02A	0.16F
2023	0.61F	0.45F	0.16F	0.12F

## ESG 分數評等



資料來源：Refinitiv、凱基

## 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)



## 1Q23 為 2023 年獲利高峰

### 重要訊息

華航元月客運營收受惠長假效應而大幅優於預期，我們上調 2023 年營收及獲利預估，但 1Q23 將是 2023 年獲利高峰。

### 評論及分析

**上修 2023 年客運營收將回到疫前營收 104%：**我們上調華航 2023 年客運營收 20%至 1,161 億元，且客運營收將回到 2019 年的 104%，主要原因為：1、在面對旅遊需求大增，華航快速增加航班因應，帶動 RPK 快速回升，我們上調 2023 年 RPK 達 12.8%。2、在航空公司維持高票價的情況下，我們上調 2023 年客運收益率至 2.9(2019 年為 2.3)。貨運營收則年減 53%至 552 億元，主因隨著客機航班增加，使客機腹艙貨運供給增加，雖 2023 年貨運營收呈現逐季下降，但仍高於疫情前 26%。

**1Q23 獲利為 2023 年最好季節：**華航元月受惠春節長假效應，在票價大漲使客運單位收益達 3.4 下(大幅優於 2019 年元月的 2.3)，使 2023 年元月客運營收接近 2019 年元月營收 82 億元為 77.5 億元。在客運營收優於預期下，我們上修 1Q23 合併營收 18.5%至 445 億元，年增 19.5%，雖客運相關成本也增加，但在營收增長優於成本上升的情況下，我們上調 1Q23 獲利由虧轉盈至 36.9 億元，上修後 EPS 為 0.61 元。

**2023 年獲利將呈現逐季下降：**在華航 2023 年客運營收優於預期下，我們上調 2023 合併營收 9.5%至 1,802 億元，年增 19.6%，且在營收增長優於成本費用上升的情況下，我們上調 2023 獲利至 80.1 億元，年增 76%，上修後 EPS 為 1.34 元。華航 2023 年面對客運營收逐季回升，但貨運營收則逐季下降及成本升高，使獲利呈現逐季下降趨勢。

### 投資建議

華航 1Q23 營收及獲利將大幅優於預期，但 2023 年獲利仍將呈現逐季下降。我們將華航投資評等上調至「持有」，一年目標價上調至 18.7 元（以 2023 年每股淨值，及 PB 由 1.2 倍上調至 1.4 倍）。

### 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-22F	Dec-23F	Dec-24F
營業收入 (NT\$百萬)	115,251	138,841	150,724	180,237	174,259
營業毛利 (NT\$百萬)	10,219	23,354	13,670	24,120	19,991
營業利益 (NT\$百萬)	2,184	14,968	5,815	12,974	5,689
稅後淨利 (NT\$百萬)	140	9,380	4,595	8,088	2,126
每股盈餘 (NT\$)	0.03	1.67	0.76	1.34	0.35
每股現金股利 (NT\$)	-	0.84	0.38	0.67	0.18
每股盈餘成長率 (%)	0.0	6365.0	(54.3)	76.0	(73.7)
本益比 (x)	754.8	11.7	25.5	14.5	55.2
股價淨值比 (x)	1.8	1.6	1.5	1.5	1.4
EV/EBITDA (x)	6.0	3.8	5.0	3.8	4.2
淨負債比率 (%)	160.9	83.8	80.2	60.8	49.7
殖利率 (%)	0.0	4.3	2.0	3.4	0.9
股東權益報酬率 (%)	0.2	14.3	6.1	10.3	2.6

資料來源：公司資料、凱基

圖 1: 4Q22 及 1Q23 財務預估

百萬元	4Q22F					1Q23F					市場共識	差異(%)
	修正後	修正前	調幅 (%)	QoQ (%)	YoY (%)	修正後	修正前	調幅 (%)	QoQ (%)	YoY (%)		
營收	38,941	37,202	4.7	3.3	(17.4)	44,510	37,569	18.5	14.3	19.5	41,204	8.0
毛利	3,793	2,064	83.7	125.7	(71.5)	7,394	1,850	299.7	95.0	34.5	2,761	167.8
營業利益	1,566	(162)	-	-	(84.7)	5,151	(394)	-	228.9	42.0	(570)	-
稅後淨利	976	(702)	-	675.0	(87.5)	3,690	(884)	-	277.9	20.1	-543	-
每股盈餘(元)	0.16	(0.12)	-	675.0	(88.3)	0.61	(0.15)	-	277.9	19.1	(0.09)	-
毛利率(%)	9.7	5.5	4.2 ppts	5.3 ppts	(18.4)ppts	16.6	4.9	11.7 ppts	6.9 ppts	1.8 ppts	6.7	9.9 ppts
營業利益率(%)	4.0	(0.4)	4.5 ppts	4.9 ppts	(17.7)ppts	11.6	(1.0)	12.6 ppts	7.6 ppts	1.8 ppts	(1.4)	13.0 ppts
淨利率(%)	2.5	(1.9)	4.4 ppts	2.2 ppts	(14.1)ppts	8.3	(2.4)	10.6 ppts	5.8 ppts	0.0 ppts	(1.3)	9.6 ppts

資料來源：凱基

圖 2: 2022 及 2023 財務預估

百萬元	2022F				2023F				市場共識	差異(%)
	修正後	修正前	調幅 (%)	YoY (%)	修正後	修正前	調幅 (%)	YoY (%)		
營收	150,724	148,985	1.2	8.6	180,237	164,596	9.5	19.6	186,369	(3.3)
毛利	13,670	11,941	14.5	(41.5)	24,120	15,656	54.1	76.4	20,966	15.0
營業利益	5,815	4,087	42.3	(61.1)	12,974	4,510	187.7	123.1	6,471	100.5
稅後淨利	4,595	2,916	57.6	(51.0)	8,088	1,512	434.9	76.0	5,039	60.5
每股盈餘(元)	0.76	0.48	57.6	(54.3)	1.34	0.25	434.9	76.0	0.53	60.5
毛利率(%)	9.1	8.0	1.1 ppts	(7.8)ppts	13.4	9.5	3.9 ppts	4.3 ppts	10.8	2.5 ppts
營利率(%)	3.9	2.7	1.1 ppts	(6.9)ppts	7.2	2.7	4.5 ppts	3.3 ppts	3.5	3.7 ppts
淨利率(%)	3.0	2.0	1.1 ppts	(3.7)ppts	4.5	0.9	3.6 ppts	1.4 ppts	2.7	1.8 ppts

資料來源：凱基

圖 3: 上修 2023 年客運營收預估

單位：百萬元	2019	2023F			2024F	
	實際數	修正後	修正前	調幅 (%)	預估數	年增率 (%)
RTK(百萬人公里)	47,781	40,608	35,990	12.8	49,513	21.9
單位收益(客運營收/RPK)	2.3	2.9	2.7	6.5	2.4	(17.4)
客運營收	111,413	116,080	96,674	20.1	118,156	1.8

資料來源：凱基

圖 4: 下修 2023 貨運營收預估

單位：百萬元	2019	2023F			2024F	
	實際數	修正後	修正前	調幅 (%)	預估數	年增率 (%)
FTK(百萬噸公里)	5,385	5,654	5,748	(1.6)	5,492	(2.9)
單位收益(貨運營收/RPK)	8.1	9.8	10.2	(3.4)	8.5	(13.1)
貨運營收	43,793	55,156	58,272	(5.3)	46,903	(15.0)

資料來源：凱基

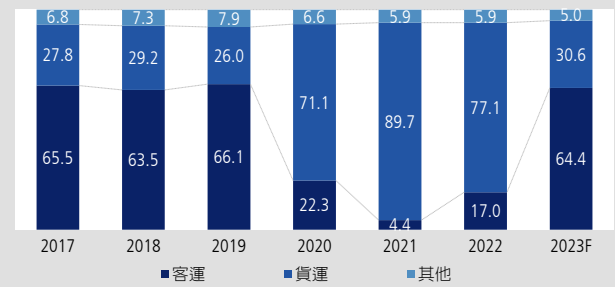
**圖 5: 公司概況**

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 6: 2023 年貨運營收比重持續下降**

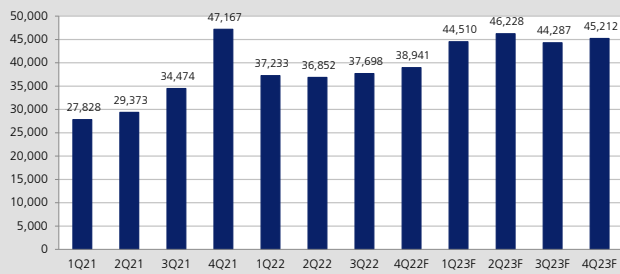
營收比重，百分比



資料來源：凱基

**圖 7: 季營業收入**

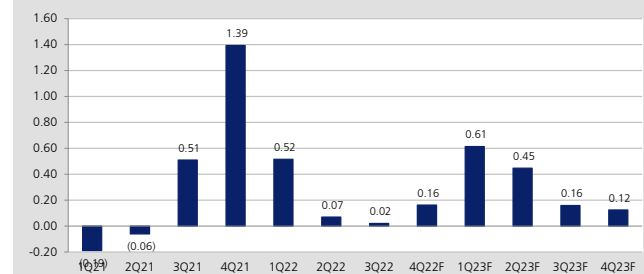
季營業收入，百萬元



資料來源：凱基

**圖 8: 每股盈利**

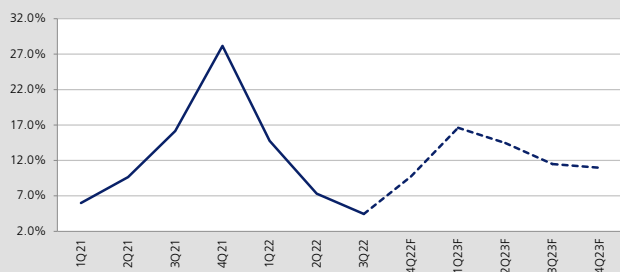
每股盈利，元



資料來源：凱基

**圖 9: 毛利率**

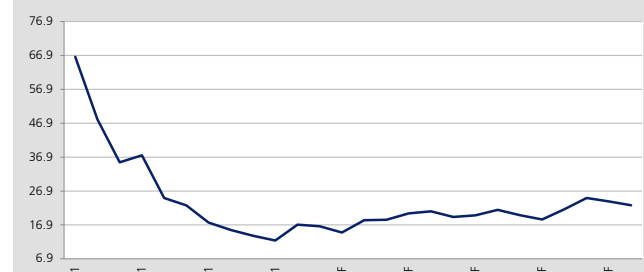
毛利率，百分比



資料來源：凱基

**圖 10: 本益比**

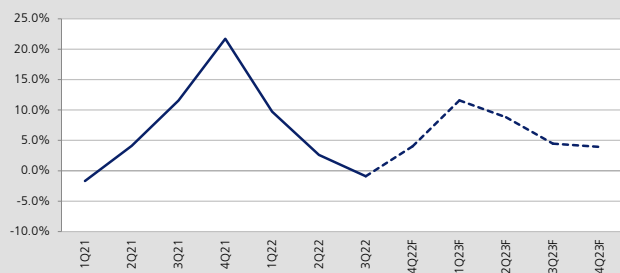
本益比，倍



資料來源：凱基

**圖 11: 營業利潤率**

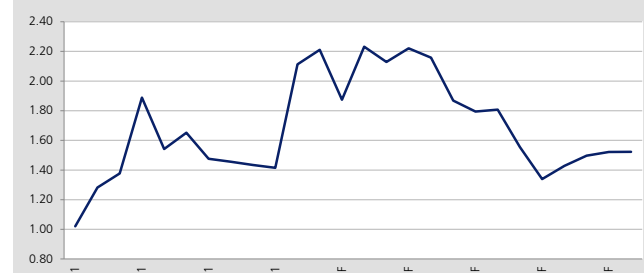
營業利潤率，百分比



資料來源：凱基

**圖 12: 股價淨值比**

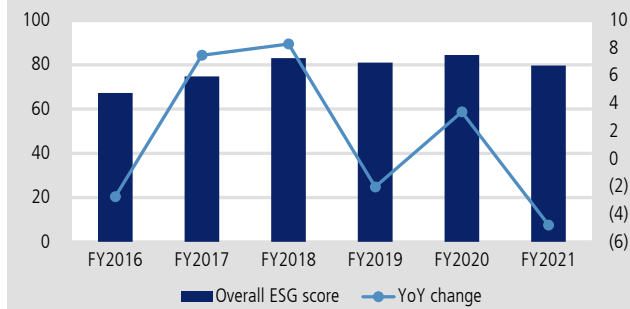
股價淨值比，倍



資料來源：凱基

**圖 13：ESG 整體分數**

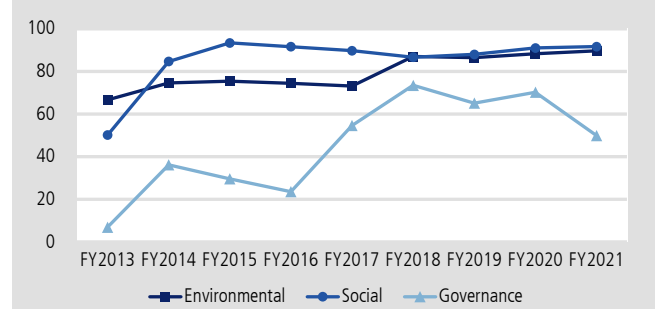
ESG 整體分數 (左軸)：年增幅度，百分點 (右軸)



資料來源：Refinitiv、凱基、公司資料

**圖 14：ESG 各項分數**

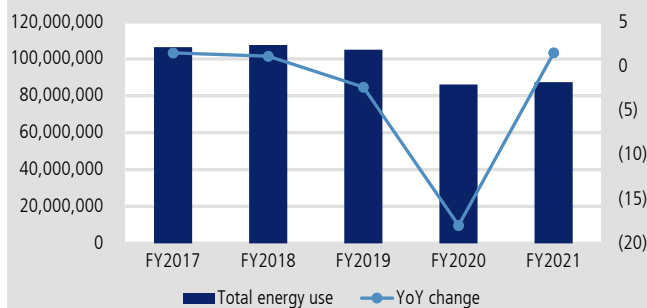
ESG 各項分數



資料來源：Refinitiv、凱基、公司資料

**圖 15：能源消耗**

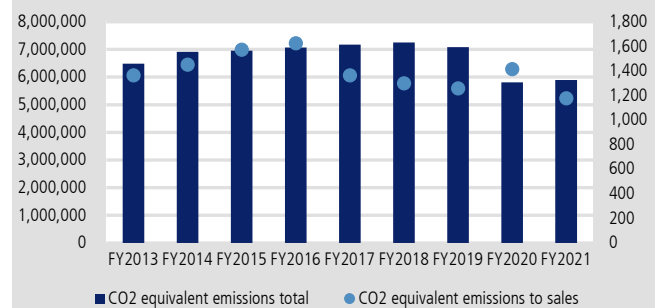
能源消耗，十億焦耳 (左軸)：年增率，百分比 (右軸)



資料來源：Refinitiv、凱基、公司資料

**圖 16：碳排放量**

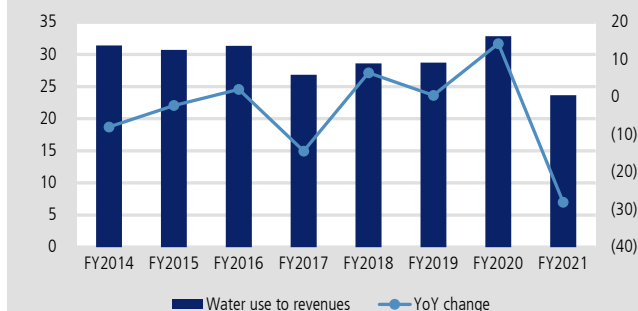
約當二氧化碳排放量，噸 (左軸)：單位營收碳排放量，噸/百萬美元 (右軸)



資料來源：Refinitiv、凱基、公司資料

**圖 17：耗水量**

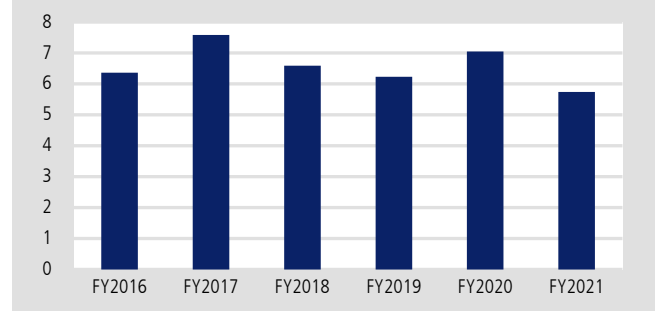
單位營收耗水量，立方公尺/百萬美元 (左軸)：年增率，百分比 (右軸)



資料來源：Refinitiv、凱基、公司資料

**圖 18：員工流動率**

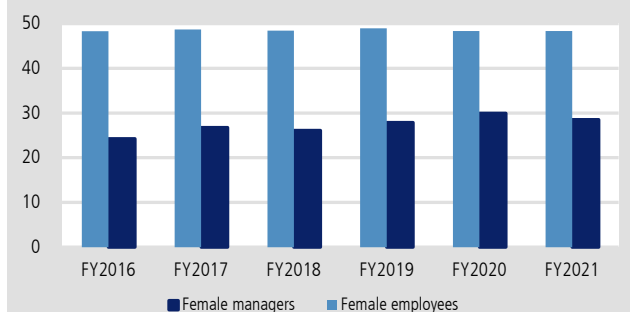
員工流動率，百分比



資料來源：Refinitiv、凱基、公司資料

**圖 19：性別多樣性**

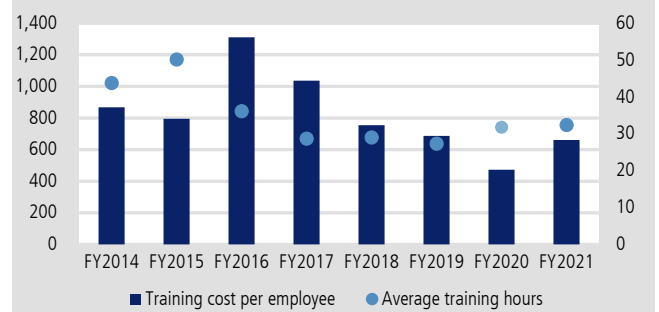
女性主管與員工比例，百分比



資料來源：Refinitiv、凱基、公司資料

**圖 20：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-22A	Jun-22A	Sep-22A	Dec-22F	Mar-23F	Jun-23F	Sep-23F	Dec-23F	Dec-22F	Dec-23F	Dec-24F
損益表 (NT\$百萬)											
營業收入	37,233	36,852	37,698	38,941	44,510	46,228	44,287	45,212	150,724	180,237	174,259
營業成本	(31,734)	(34,154)	(36,018)	(35,148)	(37,115)	(39,549)	(39,199)	(40,254)	(137,055)	(156,117)	(154,268)
營業毛利	5,499	2,698	1,680	3,793	7,394	6,680	5,088	4,957	13,670	24,120	19,991
營業費用	(1,873)	(1,738)	(2,017)	(2,226)	(2,244)	(2,607)	(3,115)	(3,181)	(7,855)	(11,146)	(14,302)
營業利益	3,626	960	(337)	1,566	5,151	4,073	1,973	1,777	5,815	12,974	5,689
折舊	(7,351)	(7,426)	(7,609)	(7,309)	(7,719)	(7,719)	(7,719)	(7,719)	(29,694)	(30,876)	(32,220)
攤提	(57)	(55)	(56)	(66)	(58)	(58)	(58)	(58)	(234)	(234)	(234)
EBITDA	11,033	8,441	7,327	8,941	12,928	11,850	9,750	9,554	35,743	44,083	38,143
利息收入	36	103	168	60	65	65	65	65	367	260	280
投資利益淨額	51	1	24	(75)	-	-	-	-	1	-	-
其他營業外收入	243	151	472	150	250	120	120	120	1,015	610	650
總營業外收入	330	254	664	135	315	185	185	185	1,383	870	930
利息費用	(566)	(646)	(635)	(640)	(645)	(645)	(645)	(645)	(2,487)	(2,580)	(2,600)
投資損失	(51)	(33)	-	(44)	(40)	(40)	(40)	(40)	(128)	(160)	(120)
其他營業外費用	213	(108)	171	(82)	(150)	(150)	(150)	(150)	194	(600)	(520)
總營業外費用	(403)	(787)	(465)	(765)	(835)	(835)	(835)	(835)	(2,420)	(3,340)	(3,240)
稅前純益	3,552	428	(138)	936	4,631	3,423	1,323	1,127	4,778	10,504	3,379
所得稅費用[利益]	(742)	(85)	127	0	(926)	(685)	(265)	(225)	(700)	(2,101)	(676)
少數股東損益	262	78	137	40	(15)	(50)	(100)	(150)	517	(315)	(577)
非常項目稅後純益	3,072	420	126	976	3,690	2,688	958	752	4,595	8,088	2,126
非常項目	(0)	0	0	0	-	-	-	-	-	-	-
稅後淨利	3,072	420	126	976	3,690	2,688	958	752	4,595	8,088	2,126
每股盈餘 (NT\$)	0.52	0.07	0.02	0.16	0.61	0.45	0.16	0.12	0.76	1.34	0.35
獲利率 (%)											
營業毛利率	14.8	7.3	4.5	9.7	16.6	14.4	11.5	11.0	9.1	13.4	11.5
營業利益率	9.7	2.6	(0.9)	4.0	11.6	8.8	4.5	3.9	3.9	7.2	3.3
EBITDA Margin	29.6	22.9	19.4	23.0	29.0	25.6	22.0	21.1	23.7	24.5	21.9
稅前純益率	9.5	1.2	(0.4)	2.4	10.4	7.4	3.0	2.5	3.2	5.8	1.9
稅後純益率	8.3	1.1	0.3	2.5	8.3	5.8	2.2	1.7	3.0	4.5	1.2
季成長率 (%)											
營業收入	(21.1)	(1.0)	2.3	3.3	14.3	3.9	(4.2)	2.1			
營業毛利	(58.6)	(50.9)	(37.7)	125.7	95.0	(9.7)	(23.8)	(2.6)			
營業收益增長	(64.6)	(73.5)	(135.1)		228.9	(20.9)	(51.6)	(9.9)			
EBITDA	(37.0)	(23.5)	(13.2)	22.0	44.6	(8.3)	(17.7)	(2.0)			
稅前純益	(64.0)	(88.0)	(132.3)		394.6	(26.1)	(61.3)	(14.8)			
稅後純益	(60.7)	(86.3)	(70.0)	675.0	277.9	(27.1)	(64.3)	(21.6)			
年成長率 (%)											
營業收入	33.8	25.5	9.4	(17.4)	19.5	25.4	17.5	16.1	8.6	19.6	(3.3)
營業毛利	229.7	(4.8)	(69.8)	(71.5)	34.5	147.6	202.8	30.7	(41.5)	76.4	(17.1)
營業收益		(20.4)	(108.5)	(84.7)	42.0	324.2		13.5	(61.1)	123.1	(56.1)
EBITDA	47.8	(4.3)	(34.1)	(48.9)	17.2	40.4	33.1	6.9	(20.4)	23.3	(13.5)
稅前純益			(104.4)	(90.5)	30.4	700.3		20.4	(57.1)	119.8	(67.8)
稅後純益			(95.7)	(87.5)	20.1	539.8	660.9	(23.0)	(51.0)	76.0	(73.7)

資料來源：公司資料，凱基

**資產負債表**

NT\$百萬	Dec-20A	Dec-21A	Dec-22F	Dec-23F	Dec-24F
<b>資產總額</b>	<b>284,194</b>	<b>294,721</b>	<b>285,404</b>	<b>287,819</b>	<b>283,249</b>
<b>流動資產</b>	<b>61,872</b>	<b>85,850</b>	<b>85,340</b>	<b>100,147</b>	<b>107,879</b>
現金及短期投資	41,566	62,017	61,973	73,296	80,287
存貨	-	-	-	-	-
應收帳款及票據	9,699	13,476	11,975	14,320	13,807
其他流動資產	10,607	10,356	11,392	12,531	13,784
<b>非流動資產</b>	<b>222,322</b>	<b>208,871</b>	<b>200,064</b>	<b>187,672</b>	<b>175,370</b>
長期投資	4,521	3,768	3,640	3,479	3,359
固定資產	141,482	129,632	116,938	100,062	81,842
什項資產	76,319	75,471	79,486	84,131	90,170
<b>負債總額</b>	<b>223,483</b>	<b>217,516</b>	<b>206,418</b>	<b>204,475</b>	<b>198,265</b>
<b>流動負債</b>	<b>62,650</b>	<b>53,239</b>	<b>50,509</b>	<b>54,760</b>	<b>54,117</b>
應付帳款及票據	1,483	1,246	1,479	1,685	1,660
短期借款	37,238	13,781	12,470	12,563	12,497
什項負債	23,929	38,212	36,560	40,513	39,960
<b>長期負債</b>	<b>160,833</b>	<b>164,277</b>	<b>155,909</b>	<b>149,714</b>	<b>144,148</b>
長期借款	87,588	96,194	96,125	94,633	93,299
其他負債及準備	59,965	55,325	47,026	42,323	38,091
<b>股東權益總額</b>	<b>60,712</b>	<b>77,205</b>	<b>78,986</b>	<b>83,344</b>	<b>84,985</b>
普通股股本	54,210	59,412	60,135	60,135	60,135
保留盈餘	(351)	9,254	11,551	15,595	16,658
少數股東權益	3,152	3,161	2,645	2,960	3,537
優先股股東資金	-	-	-	-	-

**主要財務比率**

	Dec-20A	Dec-21A	Dec-22F	Dec-23F	Dec-24F
<b>年成長率</b>					
營業收入	(31.6%)	20.5%	8.6%	19.6%	(3.3%)
營業收益增長	(18.1%)	585.2%	(61.1%)	123.1%	(56.1%)
EBITDA	(5.4%)	33.8%	(20.4%)	23.3%	(13.5%)
稅後純益		6599.9%	(51.0%)	76.0%	(73.7%)
每股盈餘成長率		6365.0%	(54.3%)	76.0%	(73.7%)
<b>獲利能力分析</b>					
營業毛利率	8.9%	16.8%	9.1%	13.4%	11.5%
營業利益率	1.9%	10.8%	3.9%	7.2%	3.3%
EBITDA Margin	29.1%	32.4%	23.7%	24.5%	21.9%
稅後純益率	0.1%	6.8%	3.0%	4.5%	1.2%
平均資產報酬率	0.0%	3.2%	1.6%	2.8%	0.7%
股東權益報酬率	0.2%	14.3%	6.1%	10.3%	2.6%
<b>穩定 \ 償債能力分析</b>					
毛負債比率 (%)	205.6%	142.4%	137.5%	128.6%	124.5%
淨負債比率	160.9%	83.8%	80.2%	60.8%	49.7%
利息保障倍數 (x)	0.8	5.6	2.9	5.1	2.3
利息及短期債保障倍數 (x)	(0.1)	0.4	0.1	0.3	0.0
Cash Flow Int. Coverage (x)	3.2	20.7	14.6	14.8	14.0
Cash Flow/Int. & ST Debt (x)	0.2	3.1	2.4	2.5	2.4
流動比率 (x)	1.0	1.6	1.7	1.8	2.0
速動比率 (x)	1.0	1.6	1.7	1.8	2.0
淨負債 (NT\$百萬)	97,701	64,706	63,370	50,647	42,256
<b>每股資料分析</b>					
每股盈餘 (NT\$)	0.03	1.67	0.76	1.34	0.35
每股現金盈餘 (NT\$)	1.79	8.88	6.05	6.37	6.05
每股淨值 (NT\$)	10.62	12.46	12.69	13.37	13.54
調整後每股淨值 (NT\$)	10.62	13.19	12.69	13.37	13.54
每股營收 (NT\$)	21.27	24.72	25.06	29.97	28.98
EBITDA/Share (NT\$)	6.19	8.00	5.94	7.33	6.34
每股現金股利 (NT\$)	-	0.84	0.38	0.67	0.18
<b>資產運用狀況</b>					
資產周轉率 (x)	0.40	0.48	0.52	0.63	0.61
應收帳款周轉天數	30.8	35.4	29.0	29.0	29.0
存貨周轉天數	-	-	-	-	-
應付帳款周轉天數	5.2	3.9	3.9	3.9	3.9
現金轉換周轉天數	25.6	31.5	25.1	25.1	25.1

資料來源：公司資料，凱基

**損益表**

NT\$百萬	Dec-20A	Dec-21A	Dec-22F	Dec-23F	Dec-24F
<b>營業收入</b>	<b>115,251</b>	<b>138,841</b>	<b>150,724</b>	<b>180,237</b>	<b>174,259</b>
營業成本	(105,031)	(115,487)	(137,055)	(156,117)	(154,268)
<b>營業毛利</b>	<b>10,219</b>	<b>23,354</b>	<b>13,670</b>	<b>24,120</b>	<b>19,991</b>
營業費用	(8,035)	(8,386)	(7,855)	(11,146)	(14,302)
<b>營業利益</b>	<b>2,184</b>	<b>14,968</b>	<b>5,815</b>	<b>12,974</b>	<b>5,689</b>
<b>總營業外收入</b>	<b>687</b>	<b>939</b>	<b>1,383</b>	<b>870</b>	<b>930</b>
利息收入	283	156	367	260	280
投資利益淨額	23	12	1	-	-
其他營業外收入	381	770	1,015	610	650
<b>總營業外費用</b>	<b>(3,525)</b>	<b>(4,780)</b>	<b>(2,420)</b>	<b>(3,340)</b>	<b>(3,240)</b>
利息費用	(3,058)	(2,407)	(2,487)	(2,580)	(2,600)
投資損失	(201)	(401)	(128)	(160)	(120)
其他營業外費用	(266)	(1,971)	194	(600)	(520)
<b>稅前純益</b>	<b>(654)</b>	<b>11,127</b>	<b>4,778</b>	<b>10,504</b>	<b>3,379</b>
所得稅費用 [利益]	374	(2,170)	(700)	(2,101)	(676)
少數股東損益	420	423	517	(315)	(577)
非常項目	-	0	-	-	-
<b>稅後淨利</b>	<b>140</b>	<b>9,380</b>	<b>4,595</b>	<b>8,088</b>	<b>2,126</b>
<b>EBITDA</b>	<b>33,559</b>	<b>44,918</b>	<b>35,743</b>	<b>44,083</b>	<b>38,143</b>
每股盈餘 (NT\$)	0.03	1.67	0.76	1.34	0.35

**現金流量**

NT\$百萬	Dec-20A	Dec-21A	Dec-22F	Dec-23F	Dec-24F
<b>營運活動之現金流量</b>	<b>9,723</b>	<b>49,885</b>	<b>36,399</b>	<b>38,286</b>	<b>36,362</b>
本期純益	140	9,380	4,595	8,088	2,126
折舊及攤提	31,374	29,950	29,928	31,110	32,454
本期運用資金變動	(2,236)	(4,926)	1,748	(1,072)	1,663
其他營業資產及負債變動	(19,554)	15,481	128	160	120
<b>投資活動之現金流量</b>	<b>(25,048)</b>	<b>(16,665)</b>	<b>(21,248)</b>	<b>(18,878)</b>	<b>(20,272)</b>
投資用短期投資出售 [新購]	(12,206)	(2,139)	-	-	-
本期長期投資變動	-	1	0	1	1
資本支出淨額	(12,645)	(14,727)	(17,000)	(14,000)	(14,000)
其他資產變動	(197)	200	(4,248)	(4,879)	(6,272)
<b>自由現金流</b>	<b>17,221</b>	<b>22,125</b>	<b>19,405</b>	<b>26,183</b>	<b>24,434</b>
<b>融資活動之現金流量</b>	<b>13,869</b>	<b>(15,267)</b>	<b>(15,196)</b>	<b>(8,085)</b>	<b>(9,099)</b>
短期借款變動	1,552	-	(150)	100	100
長期借款變動	15,009	71	(1,230)	(1,500)	(1,500)
現金增資	162	471	-	-	-
已支付普通股股息	(375)	(125)	(5,000)	(2,297)	(4,044)
其他融資現金流	(2,486)	(15,685)	(8,816)	(4,388)	(3,655)
<b>匯率影響數</b>	<b>122</b>	<b>191</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>
<b>本期產生現金流量</b>	<b>(1,334)</b>	<b>18,144</b>	<b>(45)</b>	<b>11,323</b>	<b>6,992</b>

**投資回報率**

	Dec-20A	Dec-21A	Dec-22F	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%	5.2%	6.2%	8.2%
<b>= 營業利益率</b>	<b>1.9%</b>	<b>10.8%</b>	<b>3.9%</b>	<b>7.2%</b>	<b>3.3%</b>
1 / (營業運用資金/營業收入	(0.0)	(0.1)	(0.1)	(0.1)	(0.1)
+ 淨固定資產/營業收入	1.2	0.9	0.8	0.6	0.5
+ 什項資產/營業收入	0.1	0.1	0.1	0.1	0.2
<b>= 資本周轉率</b>	<b>0.8</b>	<b>1.1</b>	<b>1.3</b>	<b>1.7</b>	<b>1.9</b>
營業利益率	1.9%	10.8%	3.9%	7.2%	3.3%
x 資本周轉率	0.8	1.1	1.3	1.7	1.9
x (1 - 有效現金稅率)	42.8%	80.5%	85.3%	80.0%	80.0%
<b>= 稅後 ROIC</b>	<b>0.6%</b>	<b>9.6%</b>	<b>4.2%</b>	<b>9.9%</b>	<b>4.8%</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
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
2021-06-10	持有	17.30	18.85
2021-05-06	持有	18.80	18.25
2021-03-18	持有	12.90	14.60

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。