2018 年 12 月 18 日

公司名稱	投資評等	結論及投資建議
2610 TT	買進	華航的投資評等維持買進，目標價13.2元，潛在漲幅20%，主要理由如下：
華航	目標價	(1) 2018年航空貨運需求維持強勁，惟油價上漲壓抑毛利率與獲利表現；
	13.2	(2) 2019年油價展望下調，客貨運溫和成長，獲利可望回升，目前評價偏低。

研究員 詹其璋
LouisChan@jsun.com

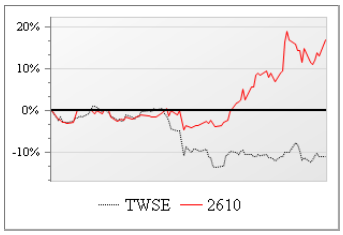
近期投資評等

12/18/2018	買進
04/26/2018	買進
10/31/2017	持有/中立

公司基本資料

收盤價(元)(12/17/2018)	11.00
股本(百萬元)	54,710
總市值(億元)	601.8
每股淨值(元)	10.5
外資持股比(%)	18.26
投信持股比(%)	0.22
近 20 日均量(張)	18,854
融資餘額(12/17/2018)	19,711

近 90 日股價相對台股指數報酬



資料來源：CMoney

重點摘要

- **1Q~3Q18獲利受油價影響，本業獲利衰退：**累計至3Q18，華航合併營收1,262億元，YoY+10.2%，其中營收佔比客運56.7%、貨運27.7%、其他15.6%。貨運需求維持強勁，FTK YoY+3.7%，單位營收YoY+12.1%，帶動貨運營收YoY+16.3%，客運部分，RPK YoY+4.3%，單位營收持平，營收YoY+4.8%，但因燃油成本YoY+32.6%，毛利率下滑至10.35%，YoY-3.52ppts，營業利益YoY-49.5%，然去年同期打消資產減損36億元，獲利比較基期低，稅後獲利11.7億元，YoY+23.3%，稅後ESP 0.21元。
- **4Q18貨運需求續強，毛利率可望因燃油成本下滑而小幅回升：**10~11/2018營收292.5億元，YoY+6.5%，主要係因4Q18為貨運旺季，FTK較去年同期成長，以及單位收益YoY仍維持雙位數成長，使貨運營收YoY+14.8%，而客運則因暑假過後需求轉趨平緩，營收YoY+1.1%，預期4Q18營收442.9億元，YoY+6.5%，而11/2018燃油價格大幅下滑，有助於毛利率回升，預期毛利率13.34%，稅後純益14億元，YoY+11.4%，稅後EPS 0.26元。
- **2019年營運展望樂觀：**累計至3Q18，燃油成本YoY+32.6%，佔成本比重由去年同期的28%提升至33%，11/2018油價反轉後，目前航空燃油每桶價格大約73美元左右，YoY-8%，近期EIA短期油價預測下調2019年原油價格，預期2019年平均油價將低於2018年，如油價水準下滑，將有利於航空公司毛利率回升，此外，IATA預估2019年客貨運需求分別成長6%與3.7%，而華航A350-900已全數交機完畢，並規劃透過航線與機隊調整加強短程航線，有助於明年營運成長。
- **目前評價偏低，維持買進評等：**預估2019年稅後獲利66億元，YoY+156.6%，稅後EPS 1.21元，目前評價約2019年PBR 0.92倍，位於過往區間下緣，考量明年獲利成長性，改以2019年PBR 1.1倍評價，投資評等維持買進。

單位:百萬元	2018F	2019F	2Q18	3Q18	4Q18F	1Q19F	2Q19F	3Q19F
營業收入淨額	170,502	170,312	41,276	45,197	44,294	40,322	41,916	44,154
營業毛利	18,974	23,680	3,959	5,310	5,911	4,231	6,104	6,885
營業利益	5,593	10,180	777	1,895	2,500	880	2,860	3,384
稅後純益	2,668	6,601	63	1,081	1,398	527	1,905	2,297
稅後 EPS(元)	0.49	1.21	0.01	0.20	0.26	0.10	0.35	0.42
毛利率(%)	11.13	13.9	9.59	11.75	13.34	10.49	14.56	15.59
營業利益率(%)	3.28	5.98	1.88	4.19	5.64	2.18	6.82	7.66
稅後純益率(%)	1.56	3.88	0.15	2.39	3.16	1.31	4.55	5.2
營業收入 YoY/QoQ(%)	9.21	-0.11	3.88	9.5	-2	-8.97	3.95	5.34
營業利益 YoY/QoQ(%)	-36.63	82	83.61	143.85	31.91	-64.8	225	18.33
稅後純益 YoY/QoQ(%)	20.82	147.45	107.51	1,603.14	29.42	-62.33	261.67	20.58

資料來源:CMoney，JS 預估 註：以最新股本回溯 EPS

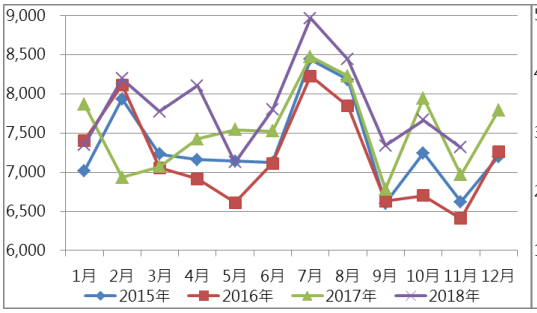
◆ **公司簡介：**

華航為台灣知名國際航空業者之一，旗下客/貨機分別擁有70架及18架，共88架，其中52架自有，36架租賃，2017年華航在台灣航空客運市佔率約28%，排名第一，貨運部分，2017年載貨延噸公里(FRTK)全球排名第10名，亦為國籍航空公司龍頭。

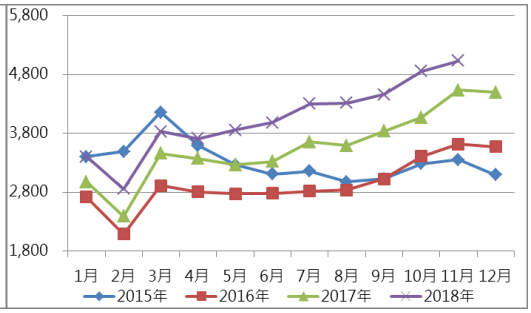
◆ **1Q~3Q18獲利受油價影響，本業獲利衰退：**

累計至3Q18，華航合併營收1,262億元，YoY+10.2%，其中營收佔比客運56.7%、貨運27.7%、其他15.6%。貨運需求維持強勁，FTK YoY+3.7%，單位收益YoY+12.1%，帶動貨運營收YoY+16.3%，客運部分，RPK YoY+4.3%，單位收益持平，營收YoY+4.8%，但因燃油成本YoY+32.6%，毛利率下滑至10.35%，YoY-3.52ppts，營業利益YoY-49.5%，然去年同期打消資產減損36億元，獲利比較基期較低，稅後獲利11.7億元，YoY+23.3%，稅後ESP 0.21元。

圖一、近三年客運營收走勢(單位：百萬元)

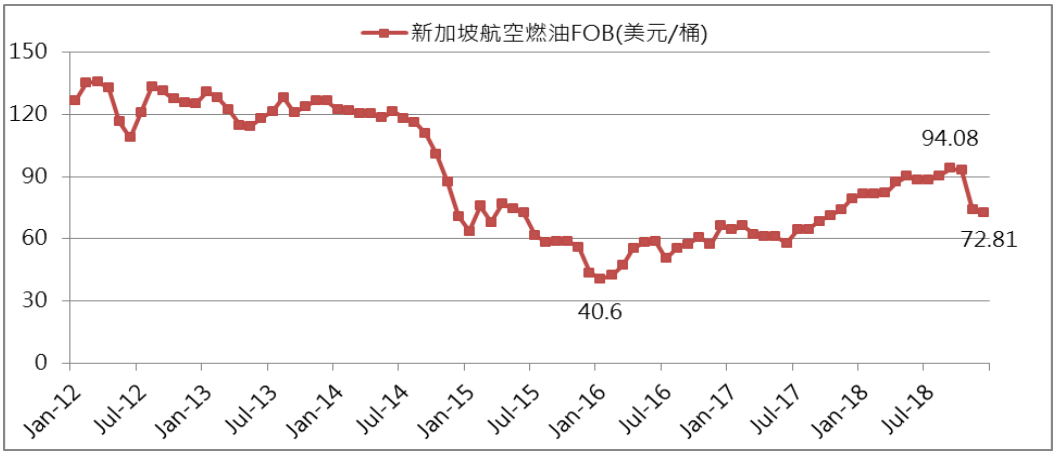


圖二、近三年貨運營收走勢(單位：百萬元)



資料來源：CMoney、華航、日盛投顧彙整

圖三、航空燃油走勢



資料來源：CMoney、日盛投顧彙整

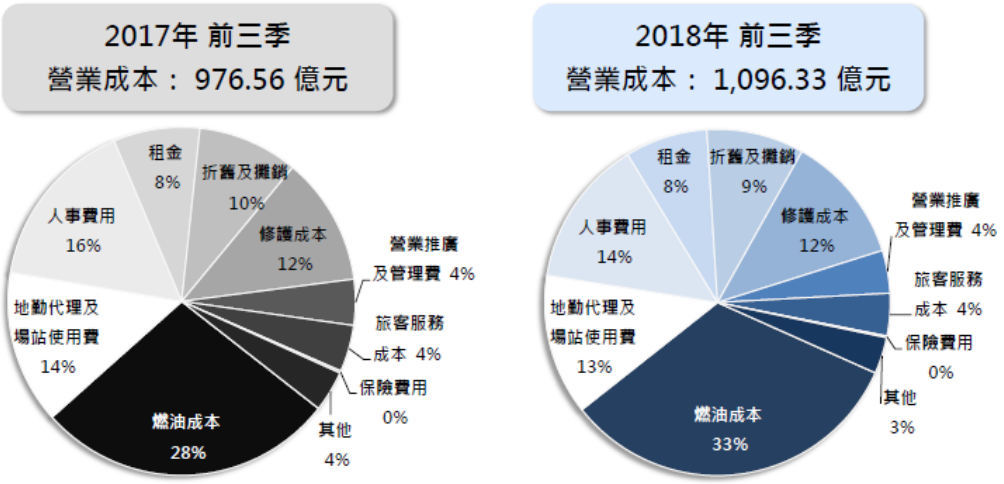
◆ **4Q18貨運需求續強，毛利率可望因燃油成本下滑而小幅回升：**

10~11/2018營收292.5億元，YoY+6.5%，主要係因4Q18為貨運旺季，FTK較去年同期成長，以及單位收益YoY仍維持雙位數成長，使貨運營收YoY+14.8%，而客運則因暑假過後需求轉趨平緩，營收YoY+1.1%，預期4Q18營收442.9億元，YoY+6.5%，而11/2018燃油價格大幅下滑，有助於毛利率回升，預期毛利率13.34%，稅後純益14億元，YoY+11.4%，稅後EPS 0.26元。

◆ **2019年營運展望樂觀：**

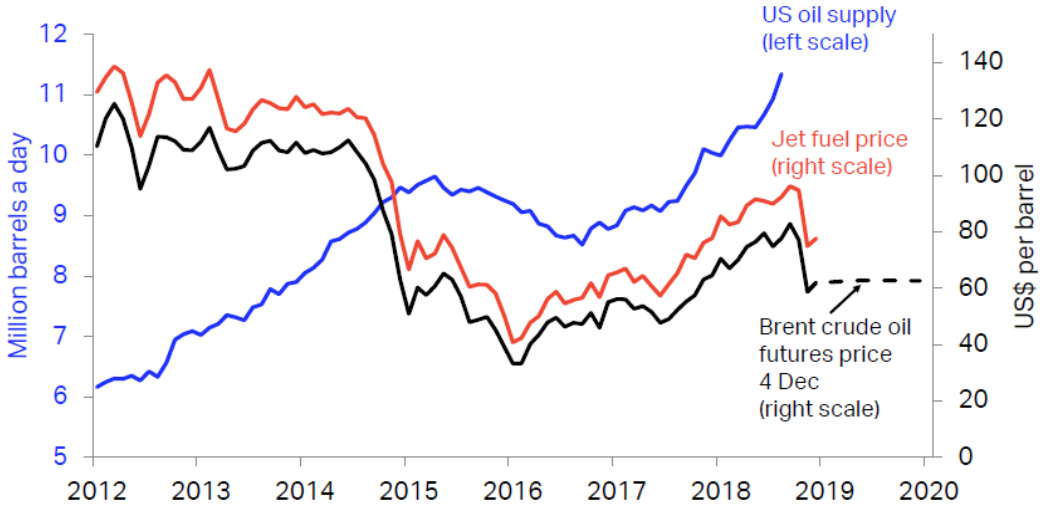
累計至3Q18，燃油成本YoY+32.6%，佔成本比重由去年同期的28%提升至33%，11/2018油價反轉後，目前航空燃油每桶價格大約73美元左右，YoY-8%，近期EIA短期油價預測下調2019年原油價格，下調布蘭特原油價格均價至61美元/桶，較11月之預測下調15.2%，預期2019年平均油價將低於2018年，如油價水準下滑，將有利於航空公司毛利率回升，此外，IATA預估2019年客貨運需求分別成長6%與3.7%，而華航A350-900已全數交機完畢，並規劃透過航線與機隊調整加強短程航線，有助於明年營運成長。

圖四、華航營業成本佔比



資料來源：華航法說簡報

圖五、EIA短期油價預測



資料來源：EIA短期油價預測(2018/12)

表一、EIA短期油價預測

Price Summary	2016	2017	2018	2019
WTI Crude Oil[a] (dollars per barrel)	43.33	50.79	*65.18*	*54.19*
Brent Crude Oil (dollars per barrel)	43.74	54.15	*71.40*	*61.00*

資料來源：EIA短期油價預測(2018/12)

◆ **目前評價偏低，維持買進評等：**

預估2019年稅後獲利66億元，YoY+156.6%，稅後EPS 1.21元，目前評價約2019年PBR 0.92倍，位於過往區間下緣，考量明年獲利成長性，改以2019年PBR 1.1倍評價，投資評等維持買進。

PB Band

資料來源：CMoney，JS 預估彙整

投資評等與股價走勢圖

近期投資評等

推薦日期	投資評等	目標價
20181218	買進	13.2
20180426	買進	12.5
20171031	持有	13.7

資料來源：CMoney，JS 預估彙整

損益表

單位：百萬元	2017	2018F	2019F	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18F	1Q19F	2Q19F	3Q19F
營業收入淨額	156,122	170,502	170,312	40,543	41,626	39,735	41,276	45,197	44,294	40,322	41,916	44,154
營業毛利	21,972	18,974	23,680	7,068	6,082	3,797	3,959	5,310	5,911	4,231	6,104	6,885
營業費用	13,146	13,381	13,500	3,366	3,391	3,373	3,182	3,415	3,411	3,351	3,244	3,501
營業利益	8,826	5,593	10,180	3,702	2,691	423	777	1,895	2,500	880	2,860	3,384
營業外收支	-5,302	-1,352	-853	-32	-1,164	-257	-411	-235	-546	-134	-110	-153
稅前純益	3,524	4,241	9,326	3,670	1,526	167	366	1,660	1,954	746	2,749	3,231
稅後純益	2,208	2,668	6,601	2,952	1,256	31	63	1,081	1,398	527	1,905	2,297
最新股本	54,710	54,710	54,710	54,710	54,710	54,710	54,710	54,710	54,710	54,710	54,710	54,710
稅後 EPS(元)	0.40	0.49	1.21	0.54	0.23	0.01	0.01	0.20	0.26	0.10	0.35	0.42
經營效率(%)												
毛利率	14.07	11.13	13.9	17.43	14.61	9.55	9.59	11.75	13.34	10.49	14.56	15.59
營業利益率	5.65	3.28	5.98	9.13	6.46	1.07	1.88	4.19	5.64	2.18	6.82	7.66
稅前純益率	2.26	2.49	5.48	9.05	3.67	0.42	0.89	3.67	4.41	1.85	6.56	7.32
稅後純益率	1.41	1.56	3.88	7.28	3.02	0.08	0.15	2.39	3.16	1.31	4.55	5.2
YoY(%)												
營收	10.66	9.21	-0.11	10.92	16.62	11	8.17	11.48	6.41	1.48	1.55	-2.31
營業利益	93.36	-36.63	82	159.69	1,730.88	--	-72.27	-48.81	-7.09	107.86	267.95	78.55
稅前純益	87.46	20.34	119.92	258.89	--	--	-80.15	-54.78	28.04	347.14	650.92	94.69
稅後純益	286.34	20.82	147.45	474.93	--	--	-96.4	-63.4	11.37	1,623.2	2,903.36	112.63
QoQ(%)												
營收	--	--	--	6.25	2.67	-4.54	3.88	9.5	-2	-8.97	3.95	5.34
營業利益	--	--	--	32.09	-27.32	-84.27	83.61	143.85	31.91	-64.8	225	18.33
稅前純益	--	--	--	98.99	-58.41	-89.07	119.55	353.3	17.75	-61.85	268.72	17.52
稅後純益	--	--	--	67.58	-57.46	-97.57	107.51	1,603.14	29.42	-62.33	261.67	20.58

資料來源：CMoney · JS 預估 註：以最新股本回溯 EPS

資產負債表

單位：百萬元	2016	2017	3Q18
流動資產	47,338	47,412	48,516
現金及約當現金	24,267	22,585	23,228
公允價值衡量金融資產	417	307	217
備供出售金融資產	--	--	--
以成本衡量之金融資產	--	--	--
存貨	8,434	8,732	8,693
非流動資產	177,163	178,488	177,557
公允價值衡量金融資產	--	--	--
不動產、廠房及設備	140,137	153,618	160,485
無形資產	1,137	1,019	1,205
資產總計	224,501	225,900	226,073
流動負債	68,606	60,289	62,514
短期借款	135	120	0
非流動負債	98,028	106,453	103,231
負債總計	166,634	166,742	165,745
股本	54,709	54,710	54,710
普通股股本	54,709	54,710	54,710
資本公積	800	800	1,210
保留盈餘	206	1,664	1,740
庫藏股票	-43	-43	-301
股東權益	57,867	59,158	60,328
每股淨值(元)	10.2	10.43	10.56
流動比率(%)	69	78.64	77.61
速動比率(%)	56.71	64.16	63.7
應收帳款週轉率(%)	15.71	16.75	4.36
負債比率(%)	74.22	73.81	73.31
稅後股東權益報酬率(%)	1	3.91	1.89

資料來源：CMoney · JS 預估

現金流量表

單位：百萬元	2016	2017	3Q18
繼續營業單位稅前損益	1,880	3,524	2,286
折舊及攤提費用	17,693	18,599	14,522
利息費用	--	--	--
股利收入	-59	-10	-8
權益法認列關聯企業損益	-537	-536	-245
處分不動產、廠房及設備	-80	-6	280
處分權益法之投資損益	0	-101	--
未實現外幣兌換損益	-4	-328	311
應收帳款增減	-884	-299	-1,235
存貨增減	-359	-616	-291
應付帳款增減	-281	-464	540
營業活動現金流量	17,636	28,547	19,472
公允價值衡量金融資產增減	0	0	--
攤銷成本衡量金融資產增減	0	0	--
權益法長期股權投資增減	0	378	--
取得不動產、廠房及設備	-2,755	-2,535	-4,129
處分不動產、廠房及設備	519	96	300
投資活動現金流量	-21,022	-25,792	-13,599
短期借款增減	-35	-18	-120
長期借款增減	-260	-6,849	-6,755
公司債發行	9,700	5,850	6,012
公司債償還	-2,400	-2,700	-2,700
現金增資	--	--	--
發放現金股利	--	--	-1,365
庫藏股票增減	0	0	--
籌資活動現金流量	4,208	-4,669	-5,129
淨現金流量	776	-1,682	643

資料來源：CMoney · JS 預估

免責聲明	本研究報告僅供本公司特定客戶參考。 客戶進行投資決策時，應審慎考量本身之需求、投資風險及風險承受度，並就投資結果自行負責，本公司不作任何獲利保證，亦不就投資損害負任何法律責任。 本研究報告內容取材自本公司認可之來源，但不保證其完整性及精確性；該報告所載財務資料、預估及意見，係本公司於特定日期就現有資訊所做之專業判斷，嗣後變更時，本公司將不做預告或更新；本研究報告內容僅供參考，有未盡完善之處，本公司恕不負責。 非經本公司同意，不得將本研究報告內容複製、轉載或以其他方式提供予其他第三人。

投資評等說明

評等	定義
強力買進	六個月內潛在報酬率 40%以上
買進	六個月內潛在報酬率 15%以上~未達 40%
持有	六個月內潛在報酬率 7%以上~未達 15%
中立	六個月內潛在報酬率未達 7% 近期股價將呈持平走勢 無法由基本面給予合理評等
買進轉中立	建議降低持股