

國立屏東商業技術學院

企業管理系

學生專題論文

長榮航空股份有限公司

指導老師：洪 振 虔

學 生：高紹玲 張俞艾 羅相吟 林昕宜

中華民國 102 年 12 月

目錄

| | |
|-------------------------------|-----------|
| 壹、 緒論 | 1 |
| (一) 研究背景..... | 1 |
| (二) 研究動機與目的..... | 1 |
| (三) 研究範圍..... | 1 |
| (四) 研究架構..... | 2 |
| 貳、 國內外政治、法規與事件分析 | 2 |
| (一) 桃園航空城開發..... | 2 |
| (二) 開放天空協議..... | 4 |
| 參、 總體經濟分析 | 5 |
| (一) 所得..... | 5 |
| (二) 利率..... | 7 |
| (三) 匯率..... | 9 |
| (四) 物價..... | 10 |
| (五) 油價..... | 12 |
| (六) 景氣循環..... | 13 |
| (七) 綜合評論..... | 15 |
| 肆、 產業分析 | 16 |
| (一) 產業循環週期..... | 16 |
| (二) 產業結構分析..... | 16 |
| (三) 產業事件分析..... | 22 |
| (四) 綜合評論..... | 24 |
| 伍、 公司分析 | 25 |
| (一) 公司基本資料..... | 25 |
| (二) 公司治理..... | 26 |
| (三) 財務分析..... | 31 |
| (四) 股利政策..... | 40 |
| (五) 土地持有情形..... | 41 |
| (六) 公司事件分析..... | 42 |
| (七) 籌碼分析..... | 45 |
| (八) 綜合評論..... | 50 |
| 陸、 評價分析 | 51 |
| 柒、 結論 | 60 |
| 捌、 資料來源 | 62 |

壹、緒論

(一) 研究背景

目前對於全球的航空業而言，是最具挑戰性的時候，由於國際能源高價位波動，主因為中東地緣政治動亂，包括敘利亞內戰、伊朗軍事演習、北海油田短缺，使未來國際油價走勢仍存不確定性，以及全球總體經濟的跌宕，電子產品體積縮小、對航空貨運艙位需求降低的趨勢，明顯對航空業者的貨運業績構成沉重壓力，以及廉價航空公司的競爭威脅，使所有的航空公司面臨嚴苛的挑戰。

因此，為了擺脫這些沉重的壓力，各家航空公司以增添最新飛航設備、執行汰舊換新的機隊計畫、加入航空聯盟及加強聯營合作，並藉由持續開發具潛力新航點，擴大服務網絡的方式來創造公司的營收，避免虧損的發生。

(二) 研究動機與目的

長榮航空是台灣第一間私人的國際航空公司，董事長張榮發始終強調：「我一直期許長榮航空，飛航安全是最重要的事，比賺錢更重要」長榮航空因為這個信念，獲獎無數，如連續多年被德國「國際航空」雜誌，評為全球十大安全航空公司，去年也再度被美國著名旅遊雜誌 Travel & Leisure 票選「全球十大最佳航空公司」，不僅在安全上獲得好評，連同服務也受到相當的肯定。

本專題是採取個案研究的方式，希望將其策略面與財務面做一結合，嘗試以企業評價的角度，先從企業內外部因素分析，預估企業的未來收益以及資金成本率，對長榮航空公司的營運概況有所了解，再藉由評價的關鍵價值因子，來評估長榮航空公司的企業價值，推斷未來是否有潛力，未來希望能更進一步的對長榮航空公司價值創造提出策略。

(三) 研究範圍

本論文採用個案研究方法，以台灣第一間私人的國際航空公司——長榮航空為例，研究範圍首先了解該公司組織架構、經營模式及策略方向，透過國內外政治、法規與事件分析、總體經濟分析、產業分析、公司分析，分析其現在價值、未來創造價值。

(四) 研究架構

研究架構大致分為五部分：首先對國內外政治、法規與事件分析及總體經濟環境大致描述，次對航空產業概況進行分析，再將長榮航空公司做公司分析，再對公司分析與企業評價做一結合，最後再提出本文之結論。茲將本文研究內容分為下列各章。

第壹章：緒論，說明本文研究背景、研究動機與目的、研究範圍、研究架構。

第貳章：國內外政治、法規與事件分析，分別介紹桃園航空城開發及開放天空協議。

第參章：總體經濟分析，介紹「所得」、「利率」、「匯率」、「物價」、「油價」、「景氣循環」，最後分析總體經濟環境未來發展趨勢。

第肆章：產業分析，從「產業循環週期」、「產業結構」、「產業事件分析」去對航空產業進行分析，再進而分析產業未來趨勢。

第伍章：公司分析，先介紹基本資料及組織架構，以了解公司組織規模及狀況，再藉由財務分析與同產業競爭對手中華航空互相比較，而得知目前公司績效的好壞，進而分析出公司未來發展趨勢。

第陸章：企業評價分析，針對長榮航空公司 2008-2012 年度的財務報表進行評價，從近幾年的財務報表了解長榮航空的獲利性、風險性及未來的成長性，透過現金流量折現法將長榮航空分為三階段評價出企業合理的價值。

第柒章：結論，就本文研究內容提出結論。

貳、國內外政治、法規與事件分析

(一) 桃園航空城開發

1. 簡介

台灣正處在物流運籌浪潮的「核心熱區」當中，身為台灣國家門戶的桃園國際機場，擁有距亞太重要城市平均航程最短的先天優勢，區位優於韓國仁川機場，並與荷蘭史基浦機場同屬運籌樞紐機場。

「桃園航空城計畫」是馬總統愛台 12 項建設之旗艦計畫，歷經縣府與

中央政府多年推動，行政院前於 100 年 4 月 11 日核定「臺灣桃園國際機場園區綱要計畫」。再經縣府向中央政府積極爭取，終取得擴大開發規模共識，將以桃園國機場及機場捷運線各車站為核心擴大發展，提升台灣國際競爭力。

2. 發展目標

- (1). 土地使用發展劃分為「機場園區」〈包含機場專用區及自由貿易區〉、「航空服務生活地區」、「經貿展覽園區」、「機場相容產業區」、「濱海遊憩地區」、「農產加值產銷地區」及「生活機能地區」等八大功能分區。
- (2). 建設桃園國際機場：
 - I. 新增第三航廈，使桃園機場年客運容量提升至 6,000 萬人次。
 - II. 增設可獨立起降之第三跑道。
 - III. 擴大自由貿易港區，由 45 公頃擴大至 175 公頃。
- (3). 發展機場捷運線：機場捷運線預計於 104 年底通車，需解決區內 A11、A15 及 A16 站無都市計畫問題，並支撐捷運運量。
- (4). 帶動產業群聚發展：於機場周邊劃設產業發展區，吸引相關產業群聚，發展為國家級產業區。
- (5). 紓解大台北發展壓力：大台北發展已飽和，需提供大台北發展腹地，擴大發展效益。
- (6). 促進雙港整合發展：促進桃園國際機場(空港)及台北港(海港)整合發展，提升國家整體競爭力。

3. 預期整體效益

桃園航空城計畫正式啟動，相關產業將受惠，包括華航、長榮航等航空公司，中櫃、中菲行等貨櫃物流業，以及坐擁大土地資產的榮運、遠雄港等。

以 2030 年為目標年，開發完成後預估可創造新台幣約 2.3 兆元經濟效益、840 億稅及創造 26 萬個工作機會。啟動之後，將發展桃園機場為東亞樞紐機場，預估 2030 年國際客運量達 6000 萬人次、貨運量達 450 噸以上、起降架次 50 萬次架次，最直接受惠的是華航及長榮航。

(二) 開放天空協議

開放天空是世界趨勢，因航班及航點不再受限，加上有第五航權，可促使航線經營更自由化，有助航空產業競爭及發展。所謂「第五航權」，就是指我方航機在往來航點的途中或在抵達後，可運載另一方與第三國之間的客貨。

根據民航局紀錄，台灣第一個簽定開放天空協議的國家是美國，與新加坡雖然也已簽訂開放天空協議，但要到二〇一八年才會落實，而與美國、新加坡與紐西蘭簽定的協議，都是全面開放天空，並享有第五航權的延遠權。

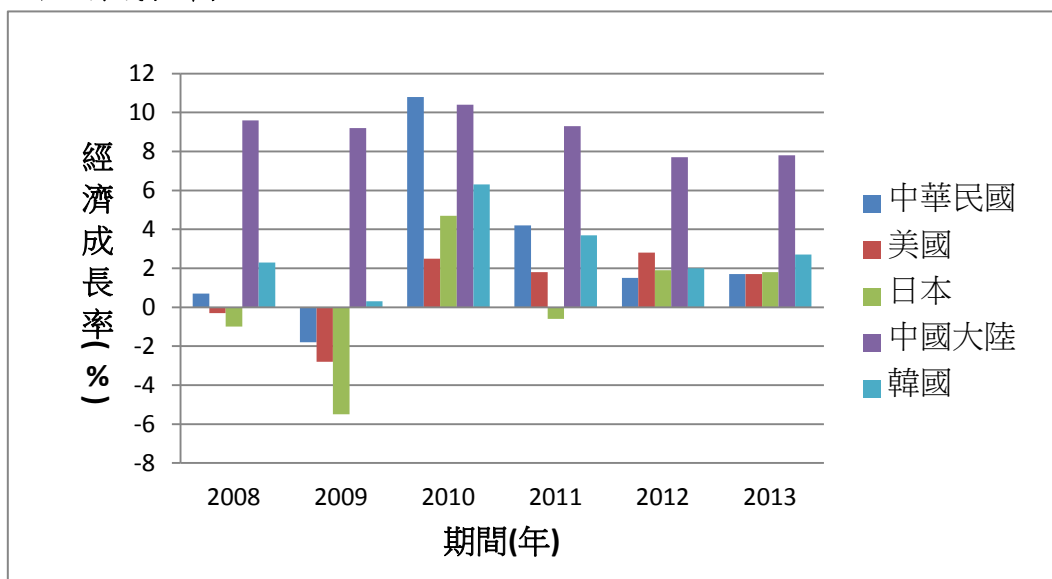
不過，日本與台灣的開放天空協議中，則是排除使用東京第五航權，而馬來西亞、泰國與台灣的開放天空，第五航權只限亞洲的航點，南韓對台灣只開放首爾以外航點不限航班，但無法使用第五航權。而今年 7 月 10 台紐經濟合作協定正式簽署，其中，空運部分也走向開放天空。

參、總體經濟分析

(一) 所得

中經院預估台灣今年 GDP 成長率為 1.72%、明年 3.03%，兩者皆低於主計處預估。由於內需動能不足，進出口減緩成長，台灣目前陷入經濟成長低迷的新常態。今年的 CPI 值預估 0.85%，幾乎陷入通縮，預估明年成長率為 1.32%。

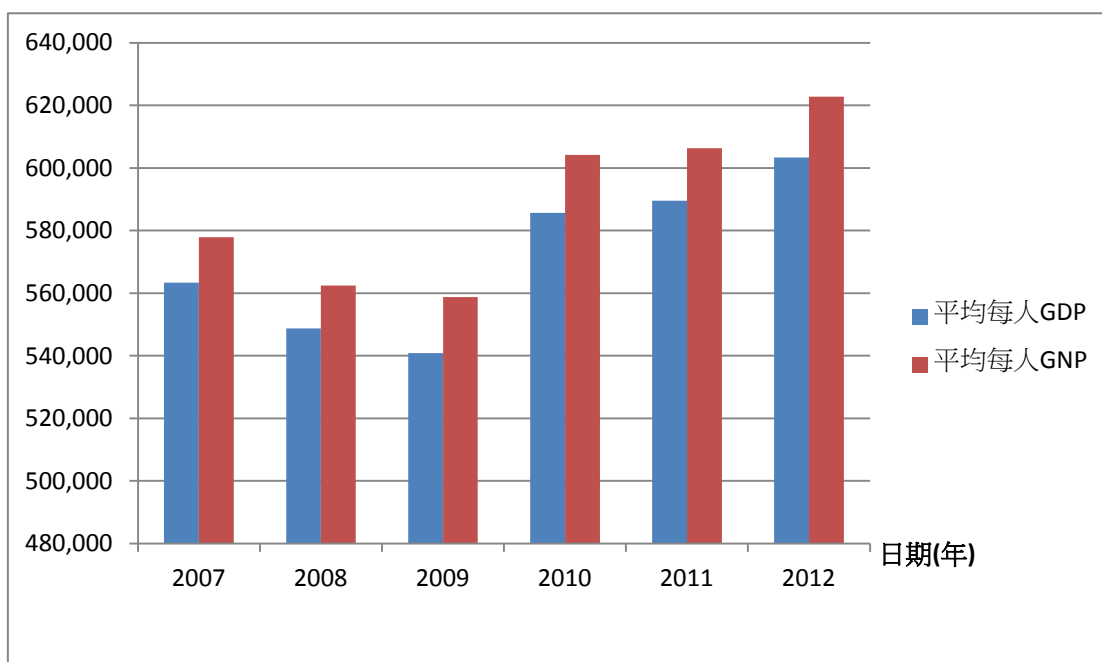
(各國經濟成長率)



分析：

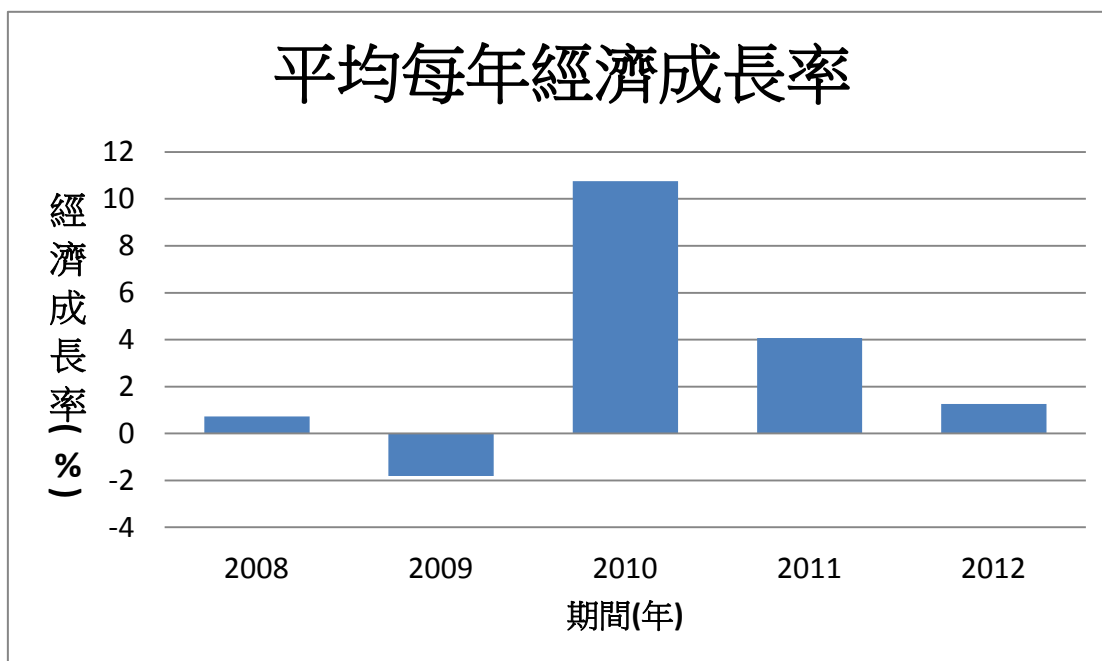
1. 2008 年蔓延至全球的金融海嘯，不僅影響了全球經濟，深刻影響了各國對於全球化以及經濟發展趨勢和產業發展策略的看法，在金融海嘯的高峰期，全球主要經濟體中，唯一能持續有可觀經濟成長的，就只有中國大陸。
2. 2011 年臺灣經濟受到許多國際因素的影響，先是有原物料價格攀高與臺幣升值壓力，所幸在中國大陸等新興經濟體成長強勁之帶動下，以及兩岸 ECFA 的簽訂，國內經濟延續 2010 年的亮眼成績，繼續維持相對穩健之成長，惟下半年後，歐債危機又起，且嚴峻程度更甚以往，使得全球經濟動盪不安。
3. 2011 年美國經濟同樣尚未回穩，各國政府為對抗通貨膨脹，故採行緊縮性政策，全球景氣明顯趨緩，而臺灣以出口為主，外需的減緩影響臺灣經濟成長。

(所得-GDP 比較)



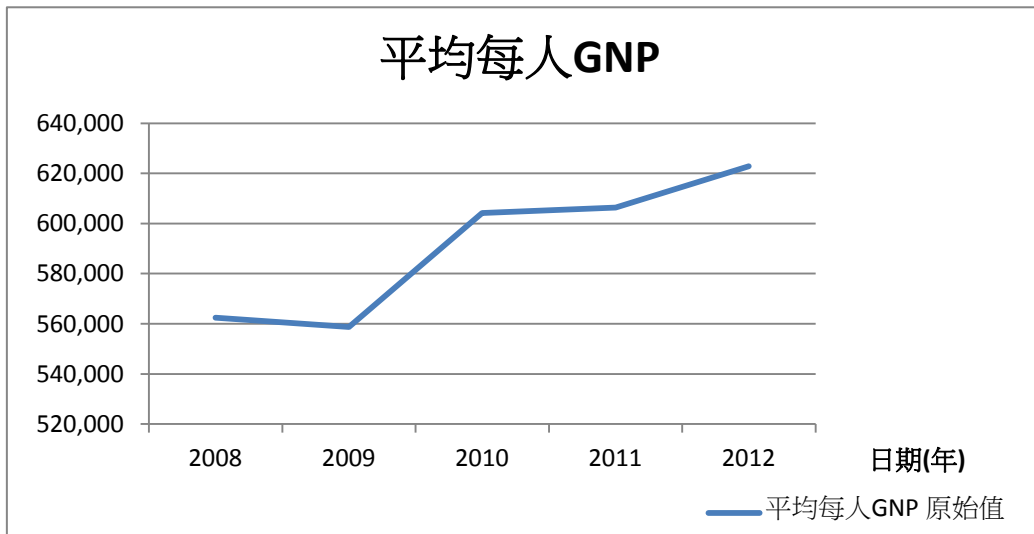
分析：外銷訂單及出口值創新高，淡季不淡，因為景氣回升後，投資意願變高。

(平均每年經濟成長率)



分析：2011 年經濟成長 4.07%，而 2012 年經濟成長率初步統計為 1.26%

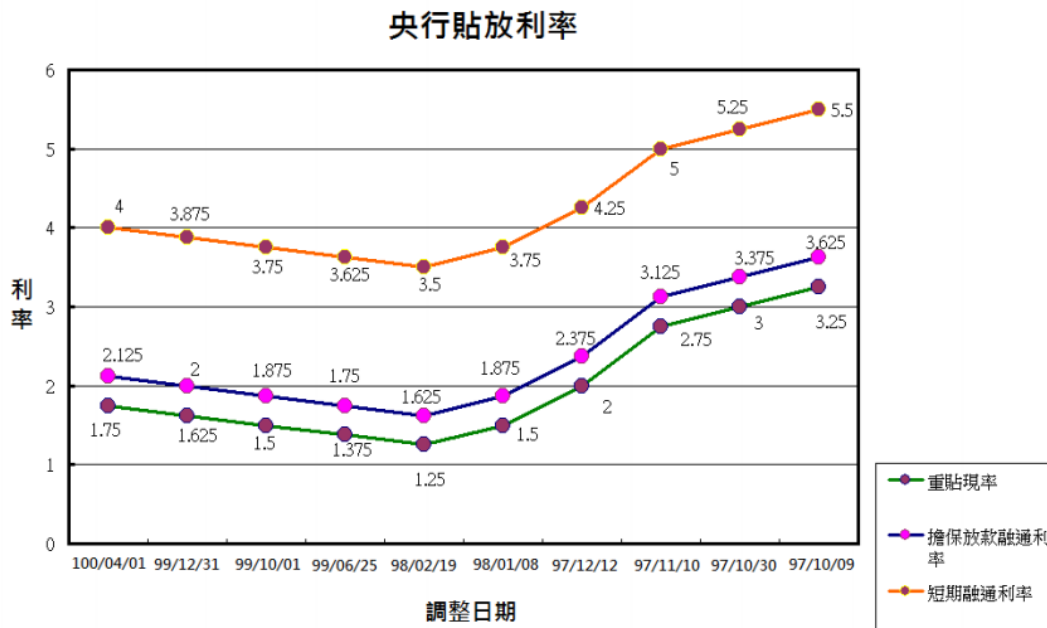
(平均每人 GNP)



分析：平均 GNP 表示一國每一國民的平均所得水準，上表呈現上升趨勢，表示國民的生產力愈高，所享受的福利水準愈高。

(二) 利率

(央行貼放利率)



分析：

央行升息，外界認為是以控制通膨為考量，但央行表示，最近北非及中東局勢不穩，國際商品價格攀高可能導致通膨升溫，加上日本震災衝擊原材料及關鍵零組件產業鏈等不確定因素增加，央行擔心將影響全球景氣復甦力道，因此僅升息半碼，為去年6月以來4度升息。央行昨升息後，重貼現率來到1.75%。

(國際利率)

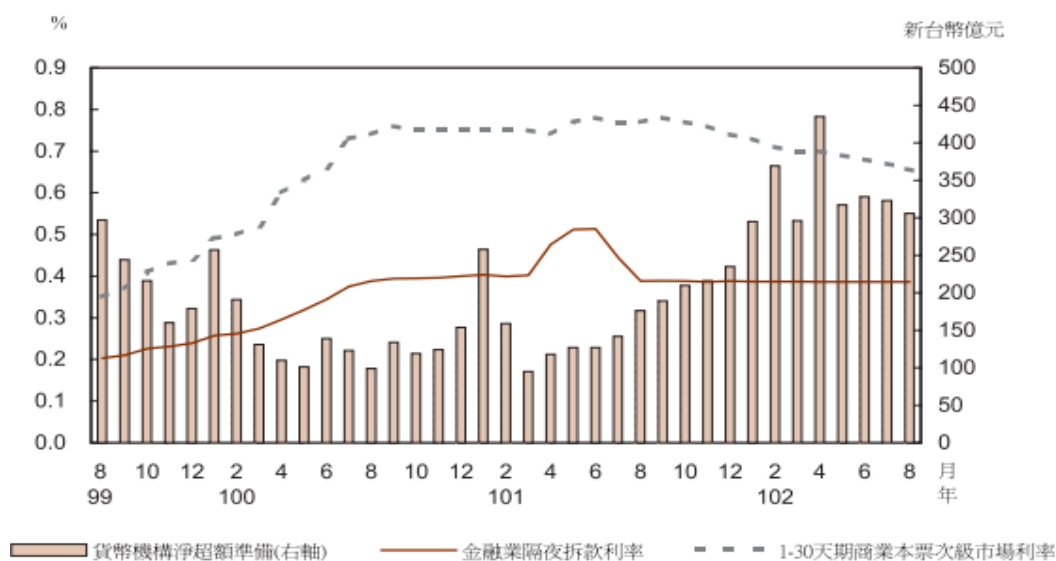


表1.1 貨幣市場利率

近期主要先進國家及中國大陸等經濟體逐漸回穩，同時帶動國內出口溫和成長，惟民間消費保守、投資審慎，國內景氣復甦仍緩，。以下分別就10年4月至8月之資金情勢、利率走勢及票券流通餘額加以分析：

一、資金情勢

本季貨幣機構日平均淨超額準備平均為360億元，較上季平均之320億元為高，市場資金大致呈現寬鬆情勢。就各月資金情勢觀察，4月因國庫券償還、統籌分配款及政務支出撥款增加等寬鬆因素影響，日平均淨超額準備上升至435億元；5、6月受公債發行及所得稅款陸續繳庫等緊縮因素影響，日平均淨超額準備下降為317億元及328億元；7、8月因財政部發行公債及國庫券、國庫向銀行借款，以及本行定存單到期續發等緊縮因素影響，致日平均淨超額準備回降為323億元及306億元。

二、利率走勢

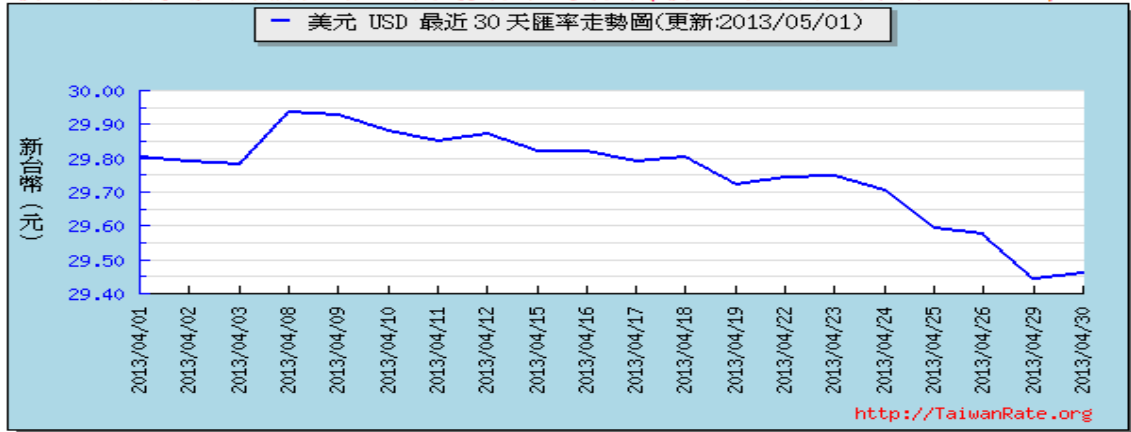
在國際經濟前景不明，國內經濟緩步復甦，以及通膨壓力仍輕的情況下，本行自100年7月1日升息後，迄今未再調息，政策利率維持不變，本年8月底重貼現率及擔保放款融通利率分別為1.875%及2.25%。

(三) 匯率

近期新台幣匯率震盪走升；由於亞洲鄰近國家貨幣多呈升值走勢，包括人民幣、韓圓與日圓等，加上台股回穩與外資匯入，帶動新台幣匯率隨之走升。展望近期走勢，除月底出口商拋匯因素，有利新台幣走升外，由於近期國際美元相對弱勢，亞洲國家貨幣多呈升值走勢，尤其是人民幣續強等因素，使得近期內新台幣匯率持續走升的可能性高；不過，央行考量出口競爭力而進場穩定匯率的因素，恐將抑制新台幣升幅。

(2013/4/01-2013/4/30 美元匯率走勢圖)

最近1個月美元對新台幣匯率走勢圖趨勢圖 (最近1個月台幣升值1.15%)



(四) 物價

從主計處所公布的數據看來，我國的整體物價呈現上漲的現象。

I. 總需求擴張特別是投資需求的較快增長將會推高物價總水平

各地方政府將紛紛提出下一階段地方經濟增長戰略和實施方案。按照以往的經驗，這個階段各地區的實際經濟增長率將普遍偏高，特別是投資增速會加快。雖然中央經濟工作會議提出應關注經濟增長質量，要努力擴大消費需求，但是從短期來看，投資特別是大型基礎設施建設項目投資依然是拉動經濟增長的主要動力。

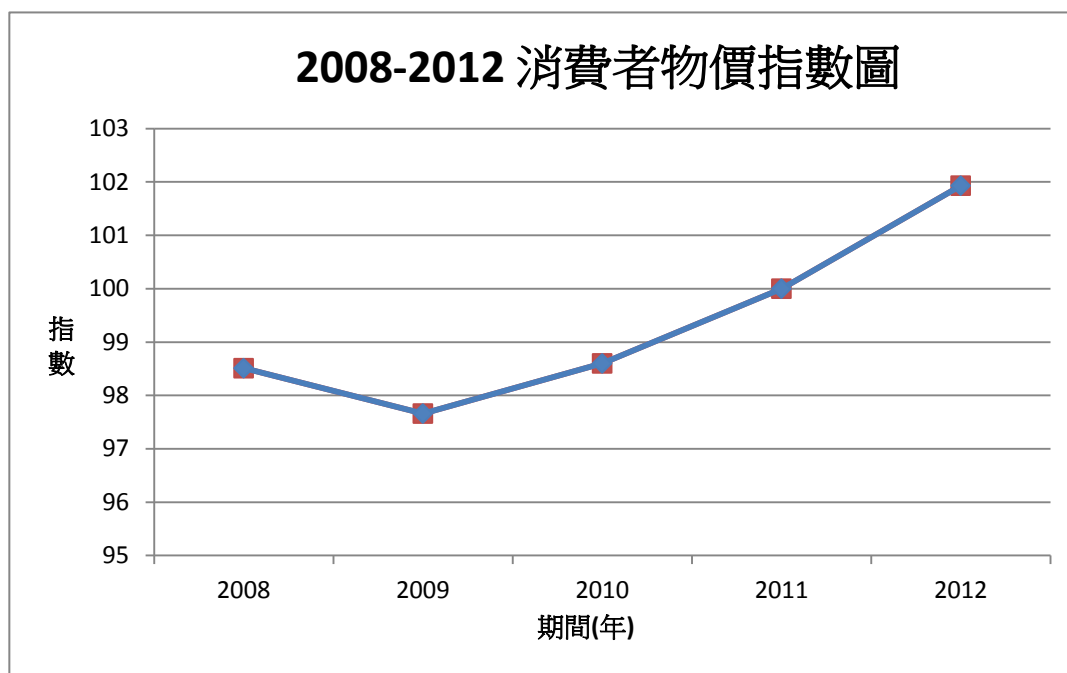
II. 農產品供給充足，但生產成本變化直接影響物價總水平

當前我國各類產品的供求結構基本平衡，加之糧食連年豐收，短期內基本不會出現供給短缺導致的價格上漲。但是，近年來導致物價上漲的因素不僅僅集中在豬肉、蔬菜等傳統因素上，各類商品價格出現了交替上漲和普遍上漲的趨勢，這就不能簡單用“結構性上漲”來解釋，而是應該更加關注物價變動的一般趨勢，深刻洞察流通中貨幣量對國民經濟運行和價格變動的整體影響，尤其應重視潛在經濟增速明顯下降條件下貨幣擴張的價格效應。從生產成本角度來看，勞動工資改革方案有望出台，利用價格手段促進農民增收也具有合理性，這將成為長期的影響因素。

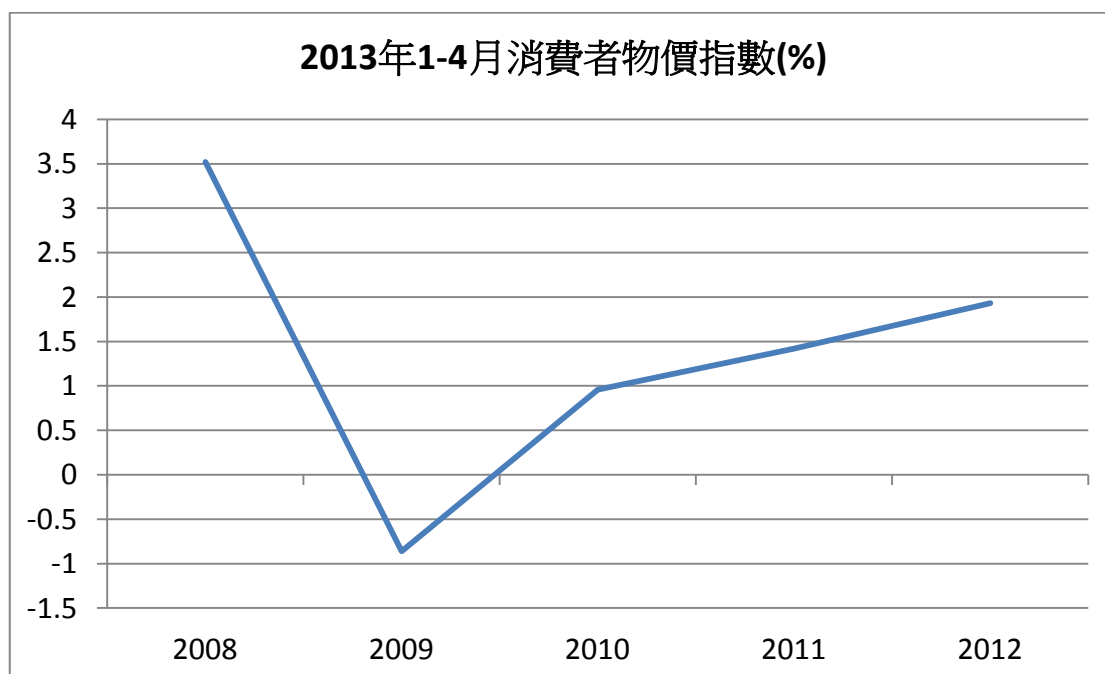
III. 國際糧食、能源市場價格變化將可能推高國內物價水平

隨著我國石油、天然氣等能源資源進口比重的增大以及部分飼料糧進口量的增加，國際市場價格正在逐漸成為影響國內價格的重要因素。從輸入性因素來看，國際能源價格的影響是間接的。因為國內與國際市場沒有形成完全的聯動，並且國際資源能源市場價格形成機制更為複雜，隨著國內經濟結構的調整、深化資源能源價格改革以及商品期貨等市場體系的完善，應對和緩解國際大宗商品價格波動的手段將會增加。但是，國際糧食市場特別是大豆、玉米等飼料糧價格的上漲，將直接推高國內食品特別是豬肉等重要商品的價格，這需要引起重視。

(2008-2012 消費者物價指數圖)



(2013 年 1-4 月消費者物價指數圖)



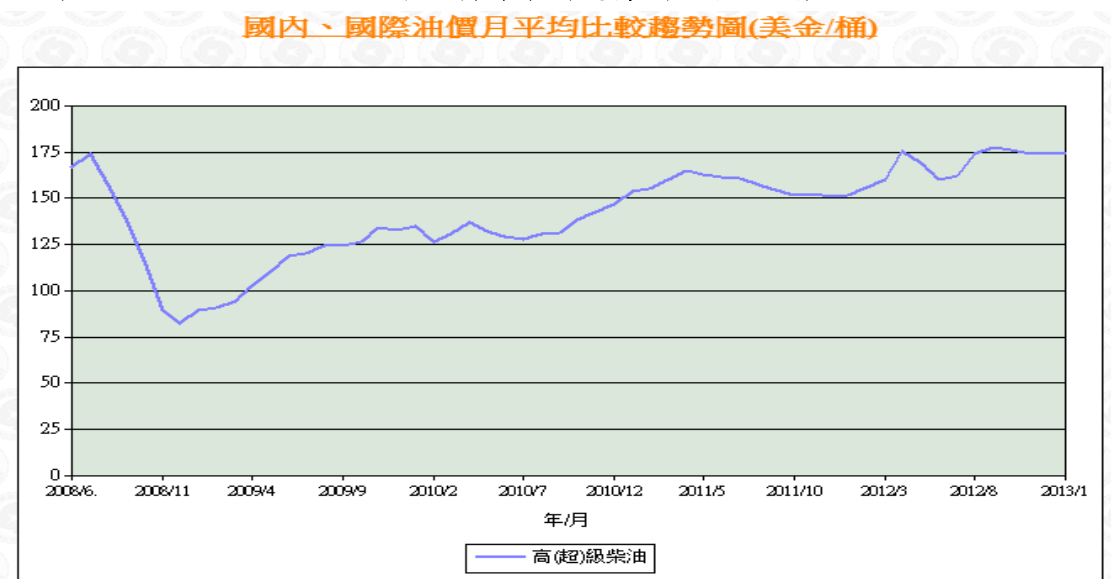
(五) 油價

國際油價上漲的原因，主要的石油生產國表示擔憂目前的高油價會阻礙全球經濟的復甦，卻另一面卻在削減產能景氣循環，價格受到「最壞情況假設」的推動，市場正是在恐懼因素的推動下忽視基本面根本無力支持目前油價的現實。而在我國的原油進口中，對於中東地區的原油的依賴性也較強，因而一旦中東地區局勢進一步緊張化的話，將會帶來國際油價的大幅上漲以及國內煉油企業的成本上升。

(2008-2013 超(高)級柴油週均價比較趨勢圖)



(2008/06-2013/01 國內外油價月平均趨勢圖-美金/桶)



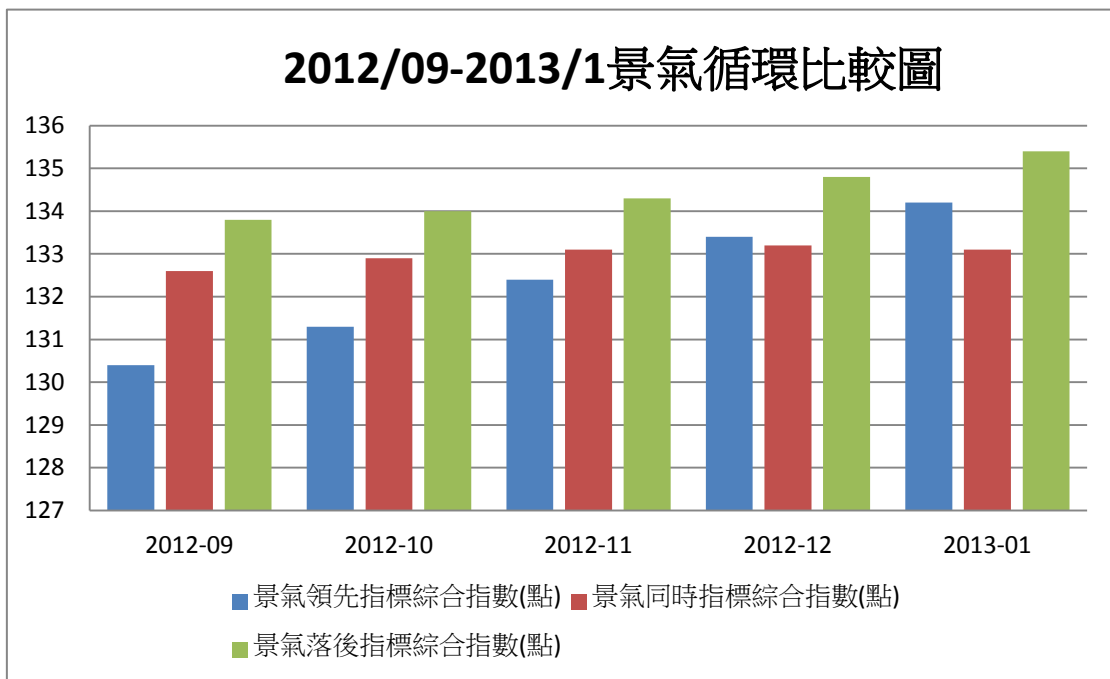
原油價格資料來源：2006年底以前 [鉅亨網](#)，2007年起 [petronet](#)

(六) 景氣循環

台灣與國際經濟連動密切，國際表現不佳深深影響我國進出口。台經院 29 日發布 10 月製造業景氣概況，分數下跌，燈號續呈黃藍燈，已經是 4 月以來第 7 顆黃藍燈，本月變燈較多產業是民生產業中，受食安問題影響較多的「食品」及「飲料」業。台經院認為上半年歐美景氣不佳，下半年換成亞洲，都影響出口表現，除了電子零組件及礦產品成長，其他產業都呈衰退。

食安問題在經濟部統計數據並無太多下滑，真正影響製造業的還是國際景氣，使得各類產業成長均不理想。此外，製造業產業表現，本月呈現低迷的「藍燈」產業比例達 4 成，顯示下半年因亞洲地區成長走緩影響更甚歐美。台經院認為 2013 年台灣經濟有些「停滯」，不好也不壞，年底歐美採購旺季也即將結束，當前景氣狀況會持續到年底。

(2012/09-2013/1 景氣循環比較圖)



(2012-2013 年景氣對策信號)

| | 101年 (2012) | | | | | | | | | | 102年 (2013) | | | | | | | | |
|------------|-------------|------------|-----|----|----|----|----|----|----|----|----------------------|------------|----|----|-----------------|----|-------------------|----|-------------------|
| | 10月 | 11月 | 12月 | 1月 | 2月 | 3月 | 4月 | 5月 | 6月 | | 新景氣對策信號 2013年7月啟用 | | 7月 | 8月 | 9月 | | 10月 | | |
| 綜合判斷 | 燈號 | ●●●●●●●●●● | | | | | | | | | | | | ●● | | ●● | | ●● | |
| | 分數 | 19 | 21 | 22 | 19 | 20 | 18 | 17 | 19 | 23 | | | 20 | 20 | 20 _r | | 20 | | |
| 貨幣總計數M1B | | ●●●●●●●●●● | | | | | | | | | | 貨幣總計數M1B | | ●● | ●● | ●● | 8.0 | ●● | 8.6 |
| 直接及間接金融 | | ●●●●●●●●●● | | | | | | | | | | —— | | —— | | —— | | —— | |
| 股價指數 | | ●●●●●●●●●● | | | | | | | | | | 股價指數 | | ●● | ●● | ●● | 7.7 | ●● | 12.5 |
| 工業生產指數 | | ●●●●●●●●●● | | | | | | | | | | 工業生產指數 | | ●● | ●● | ●● | -0.2 _r | ●● | 0.2 |
| 非農業部門就業人數 | | ●●●●●●●●●● | | | | | | | | | | 非農業部門就業人數 | | ●● | ●● | ●● | 1.0 | ●● | 1.0 |
| 海關出口值 | | ●●●●●●●●●● | | | | | | | | | | 海關出口值 | | ●● | ●● | ●● | -6.0 | ●● | -0.2 |
| 機械及電機設備進口值 | | ●●●●●●●●●● | | | | | | | | | | 機械及電機設備進口值 | | ●● | ●● | ●● | 8.6 | ●● | 3.1 |
| 製造業銷售值 | | ●●●●●●●●●● | | | | | | | | | | 製造業銷售量指數 | | ●● | ●● | ●● | -3.9 _r | ●● | -1.6 _p |
| 商業營業額指數 | | ●●●●●●●●●● | | | | | | | | | | 商業營業額 | | ●● | ●● | ●● | 0.0 _r | ●● | 1.1 |
| —— | | —— | | | | | | | | | | 製造業營業氣候測驗點 | | ●● | ●● | ●● | 98.0 _r | ●● | 95.9 |

綜合判斷說明：● 紅燈 (45-38)，● 黃紅燈 (37-32)，● 綠燈 (31-23)，● 黃藍燈 (22-17)，● 藍燈 (16-9)。

註：1. 各構成項目除製造業營業氣候測驗點為點 (2006=100) 外，其餘均為年變動率；除股價指數外均經季節調整。

2. p 為推估值；r 為修正值。

3. 新景氣對策信號構成項目暫依舊版順序排列，俟表列月份皆為新版資料 (2014年8月發布時) 再重新調整指標順序。

註：經建會經研處 102 年 10 月份景氣概況新聞稿，102 年 11 月 27 日。

*燈號說明：

藍燈 (分數為 1-16 分)：景氣趨冷應加速了，其相對應的經濟成長率為 4.5% 以下

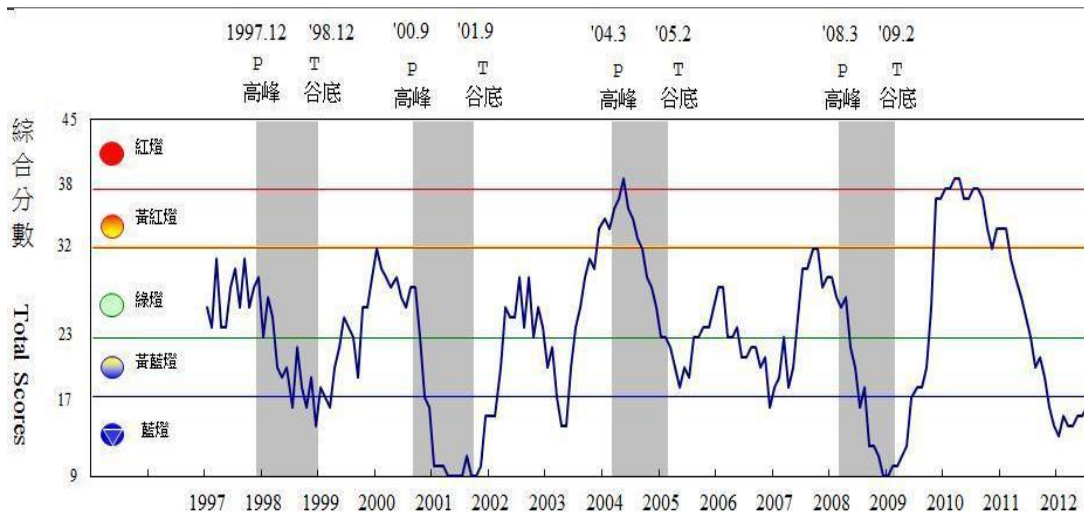
黃藍燈 (分數為 17-22 分)：景氣快要趨冷應注意，其相對應的經濟成長率為 4.5-6%

綠燈 (分數為 23-31 分)：景氣穩定、安全，其相對應的經濟成長率為 6-8%

黃紅燈 (分數為 32-37 分)：景氣快要趨於過熱，應其相對應的經濟成長率為 8-9.5%

紅燈 (分數為 38-45 分) 景氣過熱，應剎車，其相對應的經濟成長率為 9.5% 以上

(1997-2012 年景氣綜合分數)



(七) 綜合評論

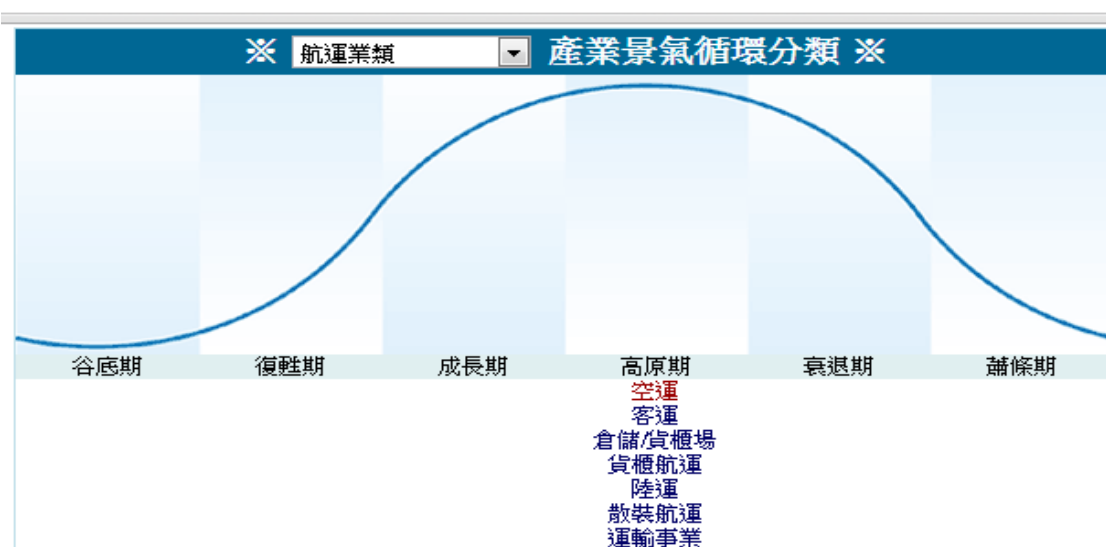
2013 年全球經濟成長率呈現逐季好轉趨勢，但仍較 2012 年為降低。2014 年全球經濟將明顯增溫，國際主要機構預測全球經濟成長介於 3.3%至 3.6% 之間。惟美國債務危機及 QE 動向、歐盟復甦態勢，及中國大陸調結構等因素，仍將是影響全球經濟表現的風險因素。

在國內經濟方面，受到外需疲弱及內需成長力道不足影響，主計總處下修 2013 年經濟成長率至 1.74%。展望 2014 年，隨著國際景氣增溫，將可帶動國內出口成長，民間投資動能可望續保，而民間消費仍有待提升，主計總處預測台灣全年經濟成長率為 2.59%。

鑒於當前國內景氣復甦力道仍然不足，出口拓展與民間消費信心之提振至為重要。政府除持續推動「經濟動能推升方案」、「提振景氣措施」外，亦將加速與其他國家簽定貿易協定，並積極協調展開「自由經濟示範區」，以活絡國內景氣，驅動台灣經濟成長動能。

肆、產業分析

(一) 產業循環週期



(二) 產業結構分析

1. 產業現況與發展

101 年航空業雖經歷歐債危機、油價衝擊、貨量下滑等逆境，然而客運量受惠於兩岸增班而有所成長。展望 102 年全球經濟緩慢成長，但亞太及大陸地區的發展較其他地區為佳，尤其是美國航線在免簽之後需求強勁，大陸航線則配合需求致力航班加密，因此，航空業未來前景樂觀。

| 主要國籍航空公司概況 | | | |
|------------|--|----------------------------------|-------------------------------|
| 國籍航空公司 | 機隊概況 | 營收比重 | 飛行航點 |
| 中華 | 共 68 架飛機，包括 49 各各型客機、19 架 747-400F 型全貨機 | 客運 55%、貨運 41%、其他 4% | 歐、美、亞、澳四大洲達 29 個國家及 98 個航點 |
| 長榮 | 共 56 架飛機，包括客機 29 架、貨機 15 架、波音客貨機 8 架 | 客運 54%、貨運 40%、其他 6% | 歐、美、亞、澳四大洲逾五十個城市 |
| 立榮 | 共 20 架，包括 MD-90 11 架、DH8-300 型 8 架、DH8-200 型 1 架 | 國際線 5.77%、國內線 60.17%、兩岸航線 34.06% | 國內線 16 條、國際定期航線 2 條、兩岸航線 15 條 |

| 主要國籍航空公司概況 | | | |
|------------|--|---------------------------------------|-------------------------------------|
| 國籍航空公司 | 機隊概況 | 營收比重 | 飛行航點 |
| 復興 | 共 16 架飛機，包括空中巴士 A320 型機 2 架、A321 型機 5 架、ATR 型機(雙螺旋槳發動機之區間客機)9 架。 | 國際線 68.46%、國內線 25.56%、其他 5.98% (2011) | 國內 8 條定期航線、國際 12 條定期航線及兩岸定期航線、不定期包機 |

甲、國籍國內線空運業者客運經營概況

| | 客運量占市場比重 | | | | | |
|--------------|----------|--------|--------|--------|-------|--------|
| | 華信 | 遠東 | 復興 | 立榮 | 德安 | 總比重 |
| 2007 年 | 12.14 | 24.75 | 25.90 | 35.55 | 1.66 | 100.00 |
| 2008 年 | 16.43 | 7.31 | 31.45 | 42.71 | 2.10 | 100.00 |
| 2009 年 | 17.80 | 0.00 | 29.39 | 50.15 | 2.67 | 100.00 |
| 2010 年 | 19.18 | 0.00 | 29.27 | 48.88 | 2.67 | 100.00 |
| 2011 年 1~9 月 | 17.98 | 3.43 | 27.56 | 48.46 | 2.58 | 100.00 |
| | 客運量年增率 | | | | | |
| | 華信 | 遠東 | 復興 | 立榮 | 德安 | 總客運量 |
| 2007 年 | -30.79 | -36.72 | -21.02 | -21.10 | 0.31 | -26.55 |
| 2008 年 | 5.11 | -77.08 | -5.69 | -6.68 | -1.95 | -22.34 |
| 2009 年 | 0.73 | - | -13.11 | 9.17 | 17.95 | -7.02 |
| 2010 年 | 13.90 | - | 5.28 | 3.04 | 5.74 | 5.70 |
| 2011 年 1~9 月 | 0.53 | - | 1.72 | 5.13 | 1.60 | 6.83 |
| | 載客率 | | | | | |
| | 華信 | 遠東 | 復興 | 立榮 | 德安 | 總載客率 |
| 2007 年 | 57.47 | 57.33 | 60.00 | 64.60 | 73.14 | 60.43 |
| 2008 年 | 64.53 | 54.81 | 68.80 | 70.37 | 75.03 | 67.21 |
| 2009 年 | 67.19 | - | 70.94 | 67.56 | 77.36 | 68.53 |
| 2010 年 | 73.12 | - | 73.88 | 70.88 | 78.59 | 72.44 |
| 2011 年 1~9 月 | 70.72 | 60.67 | 73.95 | 71.16 | 81.90 | 71.18 |

註：1. 遠東航空自民國 2008 年 5 月 13 日起停飛，於 2011 年 4 月 18 日復航。

2. 中華航空自民國 2011 年 5 月份起，客貨運量資料不含濕租予華信航空。

資料來源：民航局、台經院產經資料庫整理，2011 年 11 月，2012 年 3 月公布。

乙、 國籍國內線空運業者貨運經營概況

| 貨運量占市場比重 | | | | | | |
|-----------|--------|--------|-------|-------|-------|--------|
| | 華信 | 遠東 | 復興 | 立榮 | 德安 | 總比重 |
| 2007年 | 13.20 | 16.72 | 22.95 | 45.34 | 1.78 | 100.00 |
| 2008年 | 17.26 | 5.85 | 26.18 | 48.92 | 1.78 | 100.00 |
| 2009年 | 17.70 | 0.00 | 25.32 | 55.03 | 1.95 | 100.00 |
| 2010年 | 19.26 | 0.00 | 25.17 | 53.59 | 1.98 | 100.00 |
| 2011年1~9月 | 17.48 | 1.51 | 25.57 | 53.37 | 2.07 | 100.00 |
| 貨運量年增率 | | | | | | |
| | 華信 | 遠東 | 復興 | 立榮 | 德安 | 總貨運量 |
| 2007年 | -13.14 | -16.46 | -5.76 | 10.23 | 7.36 | -2.31 |
| 2008年 | 24.58 | -66.65 | 8.70 | 2.80 | -4.72 | -4.72 |
| 2009年 | 4.91 | - | -1.03 | 15.11 | 12.26 | 2.33 |
| 2010年 | 8.61 | - | -0.76 | -2.80 | 1.10 | -0.19 |
| 2011年1~9月 | -10.37 | - | 1.56 | -0.88 | 3.80 | -0.51 |
| 載貨率 | | | | | | |
| | 華信 | 遠東 | 復興 | 立榮 | 德安 | 總載貨率 |
| 2007年 | 30.38 | 7.50 | 16.27 | 12.50 | 49.16 | 13.53 |
| 2008年 | 35.74 | 11.28 | 31.02 | 16.20 | 49.76 | 20.26 |
| 2009年 | 35.60 | - | 43.02 | 15.47 | 48.05 | 21.11 |
| 2010年 | 36.79 | - | 52.54 | 15.76 | 46.24 | 23.19 |
| 2011年1~9月 | 25.59 | 32.34 | 46.31 | 13.08 | 48.13 | 18.88 |

註：遠東航空自民國2008年5月13日起停飛，於2011年4月18日復航。

資料來源：民航局、台經院產經資料庫整理，2011年11月，2012年3月公布。

丙、 國籍國際線空運業者客運經營概況

| | 客運量比重 | | | | | | |
|-----------|--------|--------|-------|--------|--------|--------|--------|
| | 中華 | 華信 | 長榮 | 遠東 | 復興 | 立榮 | 總比重 |
| 2007年 | 53.43 | 3.32 | 33.47 | 4.37 | 3.81 | 1.60 | 100.00 |
| 2008年 | 54.71 | 4.46 | 33.67 | 1.26 | 4.28 | 1.62 | 100.00 |
| 2009年 | 54.67 | 4.84 | 33.87 | 0.00 | 5.07 | 1.54 | 100.00 |
| 2010年 | 54.97 | 5.24 | 31.24 | 0.00 | 6.23 | 2.32 | 100.00 |
| 2011年1~9月 | 53.70 | 5.82 | 31.89 | 0.03 | 5.91 | 2.64 | 100.00 |
| | 客運量年增率 | | | | | | |
| | 中華 | 華信 | 長榮 | 遠東 | 復興 | 立榮 | 總客運量 |
| 2007年 | 1.33 | -16.35 | 0.13 | -25.91 | -16.95 | -15.47 | -7.13 |
| 2008年 | -4.67 | 25.16 | -6.35 | -73.13 | 4.39 | -5.51 | -6.90 |
| 2009年 | 3.32 | 12.22 | 4.01 | - | 22.65 | -1.80 | 3.39 |
| 2010年 | 16.54 | 25.42 | 6.89 | - | 42.30 | 74.89 | 15.91 |
| 2011年1~9月 | -1.94 | 16.11 | 0.80 | - | -4.46 | 18.11 | 0.17 |
| | 載客率 | | | | | | |
| | 中華 | 華信 | 長榮 | 遠東 | 復興 | 立榮 | 總載客率 |
| 2007年 | 77.54 | 67.58 | 81.34 | 68.33 | 68.87 | 67.54 | 78.40 |
| 2008年 | 76.80 | 73.48 | 79.54 | 63.19 | 68.82 | 68.81 | 77.54 |
| 2009年 | 75.77 | 72.95 | 77.41 | - | 74.40 | 74.25 | 76.35 |
| 2010年 | 80.97 | 79.26 | 79.74 | - | 80.67 | 75.73 | 80.39 |
| 2011年1~9月 | 79.73 | 76.07 | 78.94 | 57.52 | 74.87 | 73.98 | 79.14 |

註：1. 遠東航空自民國 2008 年 5 月 13 日起停飛，於 2011 年 4 月 18 日復航。

2. 中華航空自民國 2011 年 5 月份起，客貨運量資料不含濕租予華信航空。

資料來源：民航局、台經院產經資料庫整理，2011 年 11 月。，2012 年 3 月公布。

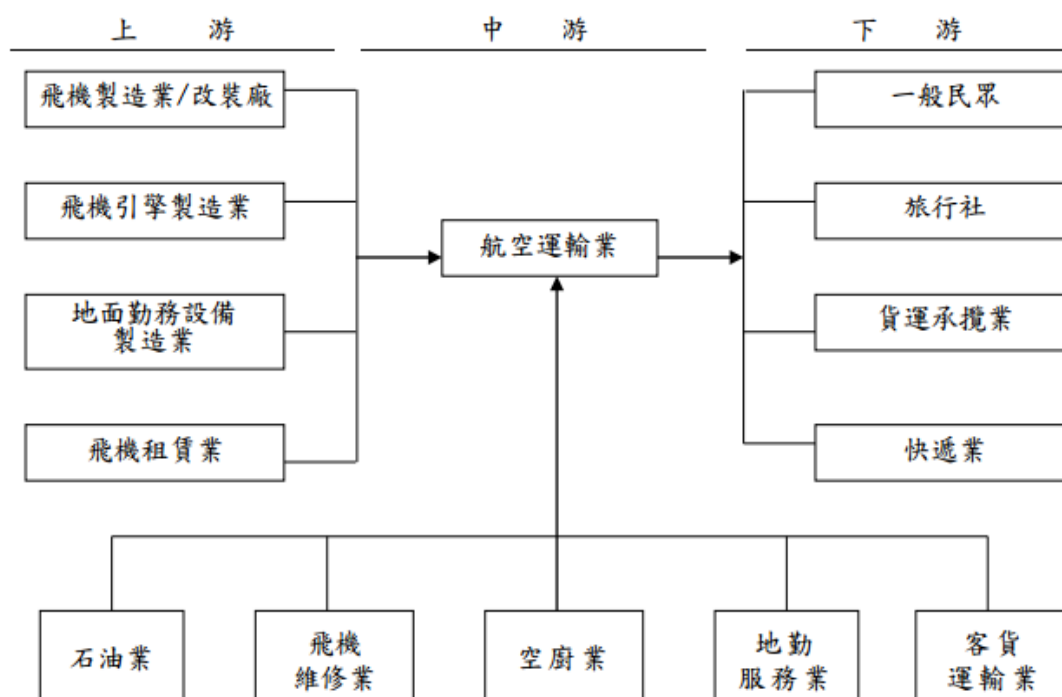
丁、 國籍國際線空運業者貨運經營概況

| 貨運量比重 | | | | | | | |
|-----------|--------|--------|--------|--------|-------|--------|--------|
| | 中華 | 華信 | 長榮 | 遠東 | 復興 | 立榮 | 總比重 |
| 2007年 | 50.29 | 0.40 | 46.75 | 1.22 | 1.01 | 0.33 | 100.00 |
| 2008年 | 53.45 | 0.51 | 44.34 | 0.33 | 1.08 | 0.29 | 100.00 |
| 2009年 | 53.41 | 0.62 | 44.39 | - | 1.13 | 0.46 | 100.00 |
| 2010年 | 51.80 | 0.57 | 45.52 | - | 1.14 | 0.98 | 100.00 |
| 2011年1~9月 | 49.30 | 1.30 | 46.77 | - | 1.13 | 1.51 | 100.00 |
| 貨運量年增率 | | | | | | | |
| | 中華 | 華信 | 長榮 | 遠東 | 復興 | 立榮 | 總貨運量 |
| 2007年 | -1.03 | 11.84 | -5.29 | -1.35 | -8.73 | 52.99 | -3.00 |
| 2008年 | -2.76 | 18.20 | -13.24 | -75.07 | -2.23 | -21.10 | -8.51 |
| 2009年 | -10.48 | 8.00 | -10.32 | - | -6.44 | 43.60 | -10.42 |
| 2010年 | 31.66 | 24.64 | 39.22 | - | 37.37 | 191.64 | 35.76 |
| 2011年1~9月 | -12.11 | 118.47 | -4.91 | - | -5.83 | 57.96 | -7.42 |
| 載貨率 | | | | | | | |
| | 中華 | 華信 | 長榮 | 遠東 | 復興 | 立榮 | 總載貨率 |
| 2007年 | 68.87 | 23.90 | 75.87 | 51.49 | 60.22 | 19.83 | 71.37 |
| 2008年 | 67.96 | 26.13 | 76.08 | 37.76 | 54.50 | 23.81 | 71.15 |
| 2009年 | 69.26 | - | 79.77 | - | 39.34 | 49.38 | 73.29 |
| 2010年 | 71.54 | - | 83.74 | - | 41.14 | 63.51 | 76.35 |
| 2011年1~9月 | 70.31 | 32.91 | 81.90 | - | 20.93 | 54.89 | 75.13 |

註：遠東航空自民國2008年5月13日起停飛，於2011年4月18日復航。

資料來源：民航局、台經院產經資料庫整理，2011年11月，2012年3月公布。

2. 產業上、中、下游之關聯性



3. SWOT 分析圖

| 優勢 S | 劣勢 W |
|---|---|
| <ol style="list-style-type: none"> 1. 航線遍佈美/歐/亞/大洋洲，各國主要城市皆有直飛 2. 無重大飛安事故 3. 歷史悠久具有品牌優勢 4. 周邊相關產業皆有關係企業支援 | <ol style="list-style-type: none"> 1. 許多航空逐漸推出低價的競爭手法 2. 直航後競爭者變多 |
| 機會 O | 威脅 T |
| <ol style="list-style-type: none"> 1. 加入國際性 航空聯盟 2. 兩岸直航帶來的商機 3. 政府所給予的特許航權 4. 配合「開放天空」政策擴張航線 5. 開放陸客來台後能提供更多的航班選擇 | <ol style="list-style-type: none"> 1. 油價不斷高漲使得利潤逐漸減少 2. 經濟不景氣時客戶會選擇搭乘低價航空 |

(三) 產業事件分析

(一) 兩岸直航航線擴增

華航與長榮航宣佈自 102 年 5 月開始啟動兩岸直航的增班規劃，兩大航空業者共將開闢 8 條新航線，除將部份既有旅遊包機轉為定期航班，同時將分別新增烏魯木齊、麗江、威海、呼和浩特、海拉爾等新航點，國內航空雙雄在中國的航網佈局更形完善，也讓臺海兩岸的交通旅運服務變得更加通達便利。

華航是目前在兩岸直航市場佔有率最高的航空業者，兩岸航網佈局遍及中國東北、華北、華中、華南、海南等 6 大航區，為了持續擴增航網佈局，華航宣告自 6 月 25、26 日起新增烏魯木齊與麗江新航點，讓航網延伸至中國西北地區。另一方面，華航還將在 7 月新增桃園－威海航點，預期將可利用威海與青島的地緣優勢，提供不同點進出的班次服務，同時紓解青島航線客座數供不應求的問題。在 6-7 月新航點開闢完成之後，華航飛航兩岸的定期航班將達 28 個航點，每周飛航往返達 118 班次。相較於華航延伸新航點，長榮航方面也不甘示弱，率先在 5 月 1 日增加高雄－濟南新航線，同時將長榮與旗下立榮的台中－長沙包機自 5 月 4 日起改為定期航班；同時長榮航還將在 6 月 3 日、4 日分別開闢桃園－呼和浩特、桃園－海拉爾航線，8 月初則規劃進一步開闢桃園－西寧航線。

長榮航的呼和浩特、海拉爾、西寧航線均將使用空中巴士 A321-200 執飛，配置 8 席商務艙、176 席經濟艙座位。同時，長榮航指出，考量到台灣中部及南部地區的兩岸航班需求，長榮航也已在 5 月初規劃開啟台中－廣州的包機服務，6 月 3 日開始飛航高雄－張家界包機；長榮航說明，藉由包機形式營運可在航線開闢初期降低定期航班的營運負擔，同時還可逐步培養客層，未來也不排除將包機轉為定期航線營運。長榮與立榮航空於上述航線陸續開航後，飛航兩岸的定期航班將達 29 個航點、44 條航線，每週飛航之班次為 113 班。

(二) 亞洲航空業，搶著入股廉航

在 2010 年之前，廉價航空公司每年的增長速度將在 30% 左右，並逐漸把傳統的大型航空公司擠出曾給它們帶來豐厚壟斷利潤的短途市場。目前，亞洲廉價航空的市場份額不足 10%，到 2010 年，亞洲廉價航空將達到 20% 的份額。

亞洲最近頻頻出現航空公司的投資交易，有的是對同業增加持股，也有富商入股的投資，值得注意的是最近交易是基於兩大動機：一是想分享廉價航空公司的成長，二是拓展新的市場。

這兩年低成本的航空公司大幅成長，尤其在東南亞，沒搭過飛機的人還很多。據航班資料服務商 OAG 統計，廉價航空業者逐年蠶食傳統航空公司的占有率，去年占亞洲客運比率已達 25%，前年還只有 19%，而在 2006 年僅 9%。

摩根士丹利亞太運輸業主管派克接受訪問時指出：「低成本航空公司這幾年來市占率大幅成長，為因應市場變化，有的全服務航空公司就和低成本航空公司結盟，有的入股投資。」

全日空航空公司的集團公司 ANA 控股不僅自己成立廉價航空公司樂桃航空 (Peach)，也和馬來西亞亞航 (AirAsia) 合資成立廉價航空公司。其他廉航，像是十年前由澳洲航空公司成立的捷星 (Jetstar)，也和日本航空和中國東方航空在內的多家傳統航空公司結盟，拓展在亞太地區的營運。

6 月初，澳門賭場大亨何鴻燊表示將出資 6,600 萬美元，取得捷星香港三分之一股份，這是澳航旗下另一家子公司。投資銀行指出，除跨足廉價航空事業之外，打進亞洲欣欣向榮的觀光市場，也是航空業者熱中入股同業的一大誘因。

廉價航空公司如此迅猛的興起與發展，導致了航空旅行從豪華、奢侈型為主向大眾、經濟型為主的轉變，緣於多方面的原因，經濟形勢與社會觀念的變化是其重要的根源。廉價航空運輸成本的降低主要是依靠兩個手段：一個是通過提高飛機利用率（高密度座位及飛行時間）降低單位成本；另一個是通過降低維護成本（單一機型及很低的人機比等）來控制其整體運營費用。

(四) 綜合評論

我國航空業前景，除了全球客貨運量持續改善構成有利支撐外，隨著亞洲黃金三角—中國、日本、南韓直航效益延續、政府對中國自遊行限制持續放寬，以及 2012 年 9 月美國核准我方為第 37 個免簽證國家等利多題材陸續發酵，2013 年我國國際線客貨運量皆預估較 2012 年為佳。

國內線部分，客運走勢尤其關鍵，受惠於離島旅遊意願將有所提升，加上航商持續提高熱門航點班次量，以彌補座位不足問題，2013 年我國國內線客運量可望持續擴張，相對地，貨運因市場小，走勢僅預估呈持平。

另外一方面，儘管 2013 年終端客貨運量皆預估增長，但若展望航商獲利前景，走勢則不能過於樂觀，主要是因原油價格尚維持在百元以上的高檔，加上終端需求雖持續擴張，然隨著貨運收益率下滑，2013 年我國空運業者獲利狀況仍預估十分疲弱，走勢僅較 2012 年好轉。

由國際航協(IATA)歷年資料分析得知，當全球經濟成長率不及 2%時，航空業就會出現虧損，而歐元區因債務危機未明朗化，2013 年全球經濟難有大幅改善契機，然因美國近來穩健復甦，同時中國及部分新興國家成長力度又可望較 2012 年為佳，故 2013 年全球空運業前景仍相對樂觀。

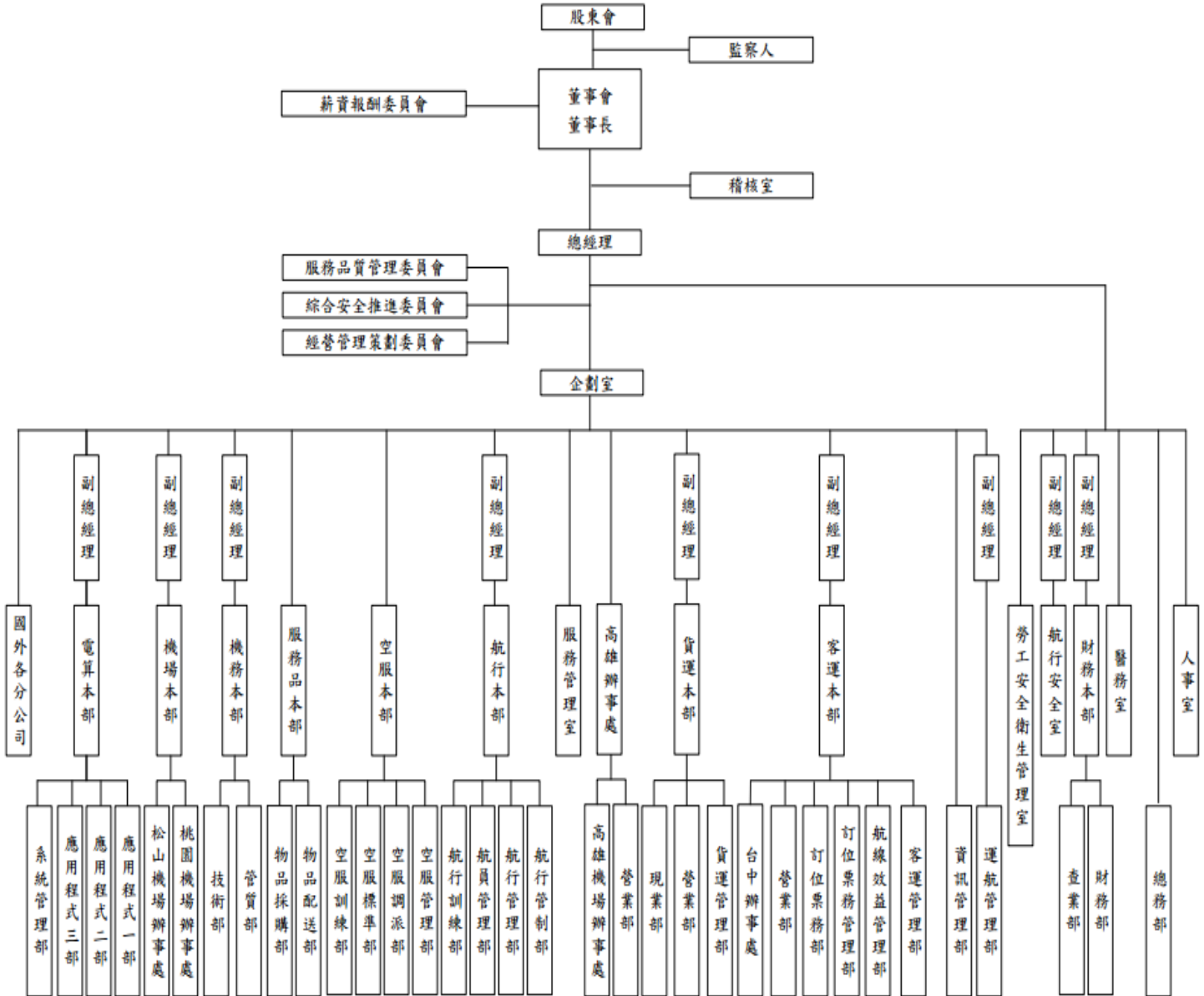
伍、公司分析

(一) 公司基本資料

| | |
|--------|---------------------|
| 公司名稱 | 長榮航空股份有限公司 |
| 主要經營業務 | 國際航線之定期及不定期航空客貨運輸業務 |
| 股票屬性 | 傳統產業股 |
| 股票代號 | 2618 |
| 產業類別 | 航運業 |
| 上市日期 | 90/09/17 |
| 公司成立日期 | 78/04/07 |
| 董事長 | 張國煒 |
| 總經理 | 鄭傳義 |
| 電話 | 02-2500-1668 |
| 地址 | 桃園縣蘆竹鄉新南路一段 376 號 |

(二) 公司治理

1. 經營團隊分析



2. 董監事及大股東持股比例

2618 長榮航空股份有限公司

董事、監察人、經理人及大股東持股餘額彙總表

資料年月:10204

| 職稱 | 姓名 | 選任時持股 | 目前持股 | 配偶、未成年子女 及利用他人名義持有部份 | | |
|-----------|-----------------|-------------|-------------|-------------------------|------|-------|
| | | | | 內部人關係人 目前持股合計 | 設質股數 | 設質比例 |
| 董事長本人 | 財團法人張榮發慈善基金會 | 116,000 | 127,600 | 0 | 0 | 0.00% |
| 董事長之法人代表人 | 張國煒 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0.00% |
| 董事本人 | 財團法人張榮發慈善基金會 | 0 | 127,600 | 0 | 0 | 0.00% |
| 董事之法人代表人 | 張榮發 | 0 | 98,360,200 | 11,354,504 | 0 | 0.00% |
| 董事本人 | 長榮海運股份有限公司 | 572,257,481 | 629,483,229 | 0 | 0 | 0.00% |
| 董事之法人代表人 | 林省三 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0.00% |
| 董事本人 | 財團法人張榮發慈善基金會 | 0 | 127,600 | 0 | 0 | 0.00% |
| 董事之法人代表人 | 柯麗卿 | 0 | 90,593 | 0 | 0 | 0.00% |
| 董事本人 | 長榮海運股份有限公司 | 0 | 629,483,229 | 0 | 0 | 0.00% |
| 董事之法人代表人 | 鄭光遠 | 0 | 99,200 | 0 | 0 | 0.00% |
| 董事本人 | 第一商業銀行受託保管華光投資公 | 148,148,114 | 162,962,925 | 0 | 0 | 0.00% |
| 董事之法人代表人 | 張明哲 | 0 | 24,880 | 19,742 | 0 | 0.00% |
| 董事本人 | 長榮海運股份有限公司 | 0 | 629,483,229 | 0 | 0 | 0.00% |

| 職稱 | 姓名 | 選任時持股 | 目前持股 | 配偶、未成年子女 及利用他人名義持有部份 | | |
|-----------|----------------|-------------|-------------|-------------------------|------|-------|
| | | | | 內部人關係人 目前持股合計 | 設質股數 | 設質比例 |
| 董事之法人代表人 | 戴錦銓 | 0 | 11,825 | 0 | 0 | 0.00% |
| 監察人本人 | 長榮國際股份 有限公司 | 426,926,600 | 469,648,357 | 0 | 0 | 0.00% |
| 監察人之法人代表人 | 林榮華 | 0 | 1,689,827 | 148,616 | 0 | 0.00% |
| 監察人本人 | 長榮國際股份 有限公司 | 0 | 469,648,357 | 0 | 0 | 0.00% |
| 監察人之法人代表人 | 吳光輝 | 0 | 33,183 | 0 | 0 | 0.00% |
| 監察人本人 | 長榮國際股份 有限公司 | 0 | 469,648,357 | 0 | 0 | 0.00% |
| 監察人之法人代表人 | 陳成邦 | 0 | 5,036 | 4,999 | 0 | 0.00% |
| 總經理本人 | 鄭傳義 | 0 | 158 | 0 | 0 | 0.00% |
| 大股東本人 | 長榮國際股份 有限公司 | 0 | 469,648,357 | 0 | 0 | 0.00% |
| 大股東本人 | 長榮海運股份 有限公司 | 0 | 629,483,229 | 0 | 0 | 0.00% |
| 財務部門主管本人 | 蔡大煒 | 0 | 588 | 651 | 0 | 0.00% |
| 會計部門主管本人 | 江靜蘭 | 0 | 8,834 | 0 | 0 | 0.00% |

3. 獨立董監事設置情形

| 職稱 | 姓名(或 代表人姓名) | 實際出(列) 席次數(B) | 委託出席次 數 | 實際出(列) 席%(B/A) | 所代表法人 姓名 |
|---------------|----------------|------------------|------------|-------------------|-------------------------|
| 董事長之法人 代表人 | 張國煒 | 3 | 0 | 21.43 | 財團法人張榮 發慈善基金會 |
| 董事之法人 代表人 | 張榮發 | 0 | 14 | 0 | 財團法人張榮 發慈善基金會 |
| 董事之法人 代表人 | 林省三 | 12 | 2 | 85.71 | 長榮海運股份 有限公司 |
| 董事之法人 代表人 | 柯麗卿 | 6 | 0 | 42.86 | 財團法人張榮 發慈善基金會 |
| 董事之法人 代表人 | 鄭光遠 | 13 | 1 | 92.86 | 長榮海運股份 有限公司 |
| 董事之法人 代表人 | 張明哲 | 3 | 0 | 21.43 | 第一商業銀行 受託保管華光 投資公 |
| 董事之法人 代表人 | 戴錦銓 | 13 | 1 | 92.86 | 長榮海運股份 有限公司 |
| 監察人之法 人代表人 | 林榮華 | 6 | 0 | 42.86 | 長榮國際股份 有限公司 |
| 監察人之法 人代表人 | 吳光輝 | 14 | 0 | 100 | 長榮國際股份 有限公司 |
| 監察人之法 人代表人 | 陳成邦 | 14 | 0 | 100 | 長榮國際股份 有限公司 |

4. 關係企業

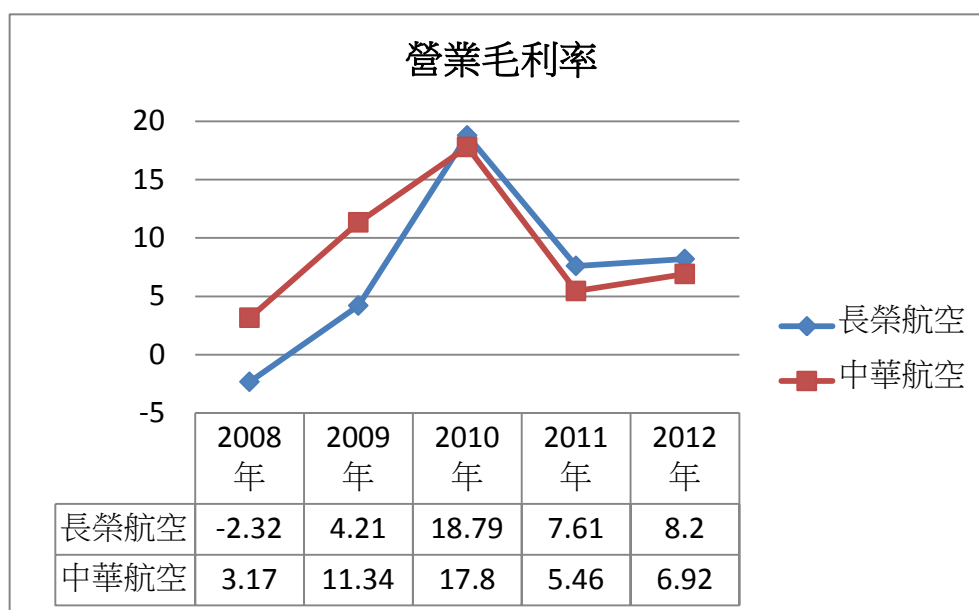
關係企業組織圖

| 長榮航空股份有限公司 | | |
|--|--------------------|---------|
| 長榮航勤股份有限公司 | 持有股份：21,396,466 股 | 56.33% |
| 長榮航太科技股份有限公司 | 持有股份：382,365,523 股 | 80.00% |
| 長榮空運倉儲股份有限公司 | 持有股份：72,000,000 股 | 60.00% |
| 長榮空廚股份有限公司 | 持有股份：49,800,000 股 | 49.80% |
| 翔利投資股份有限公司 | 持有股份：2,680,000 股 | 100.00% |
| Sky Castle Investment Ltd. | 持有股份：5,500,000 股 | 100.00% |
| Evergreen Airways Service (Macau) Ltd. | 持有股份：未發行股票 | 99.00% |
| Green Siam Air Services Co., Ltd. | 持有股份：98,000 股 | 49.00% |
| RTW Air Services(S) Pte Ltd. | 持有股份：735,000 股 | 49.00% |
| Concord Pacific Limited | 持有股份：74,136,858 股 | 100.00% |
| PT Perdana Andalan Air Service | 持有股份：40,800 股 | 51.00% |
| Sino Gain Limited | 持有股份：25,000 股 | 100.00% |

(三) 財務分析

I. 獲利能力

1. 營業毛利率

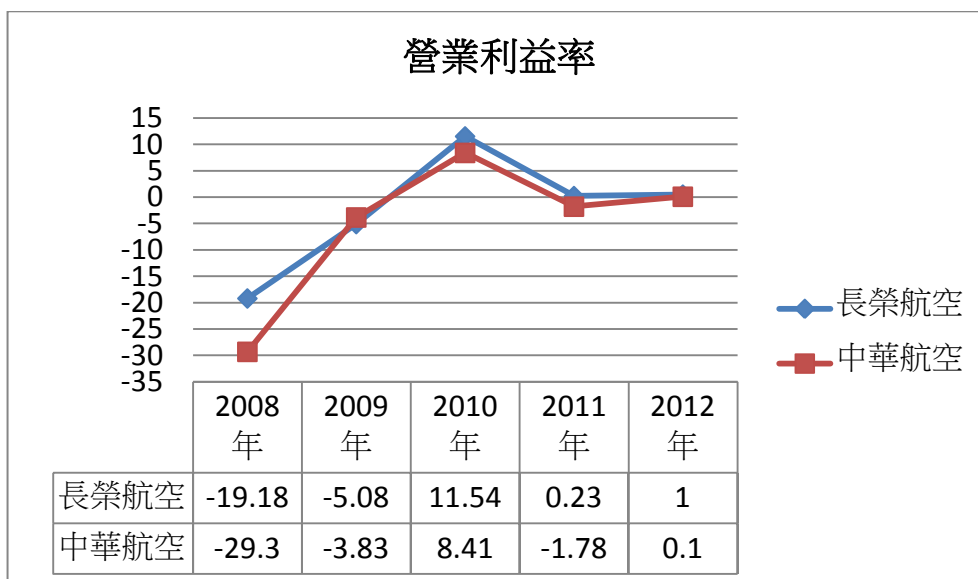


資料來源：鉅亨網

分析：

2008年航空業因全球金融海嘯及油價迭創新高的影響，營運面臨嚴苛的挑戰，以至於長榮航空2008~2009營業毛利率都低於中華航空2009年度受惠於全球經濟成長復甦，航空運輸需求強勁，帶動票價攀升，另隨著兩岸航班及航點大幅增加，加上國際油價相對穩定，整體表現較佳，雖2010年旅遊市場受日本311大地震及核災影響下滑，但整體表現還是比中華航空佳。

2. 營業利益率

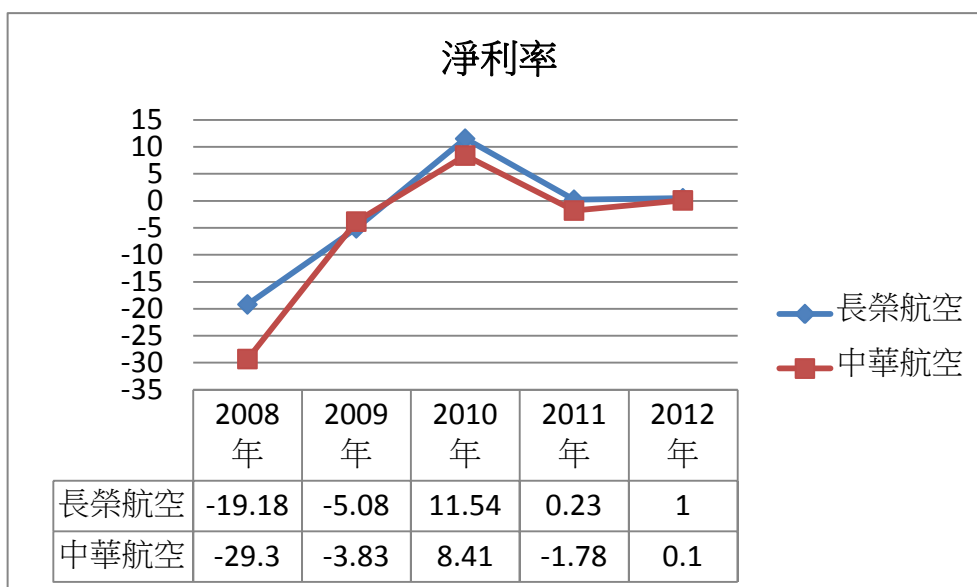


資料來源：鉅亨網

分析：

營業利益率為反映一家公司本業獲利能力的指標，由於長榮航空在 2009 年響應政府大陸直航政策開放，積極進行大陸航線的開拓與佈建。所以整體營業利益率都高於中華航空。

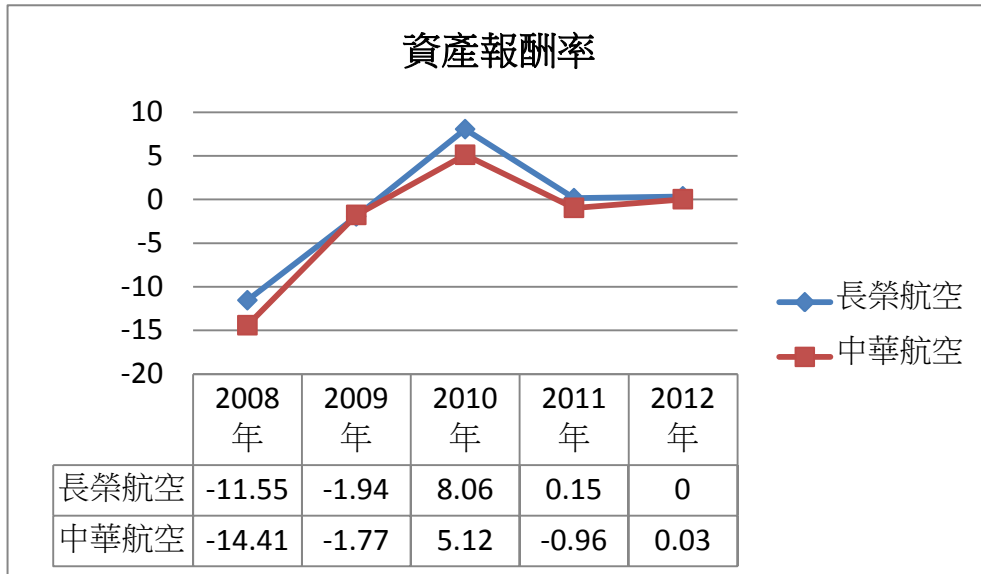
3. 淨利率



資料來源：鉅亨網

分析：淨利率和營業利益率算概念相同，長榮航空的業外損益不多，主要獲利幾乎全來自本業。

4. 資產報酬率

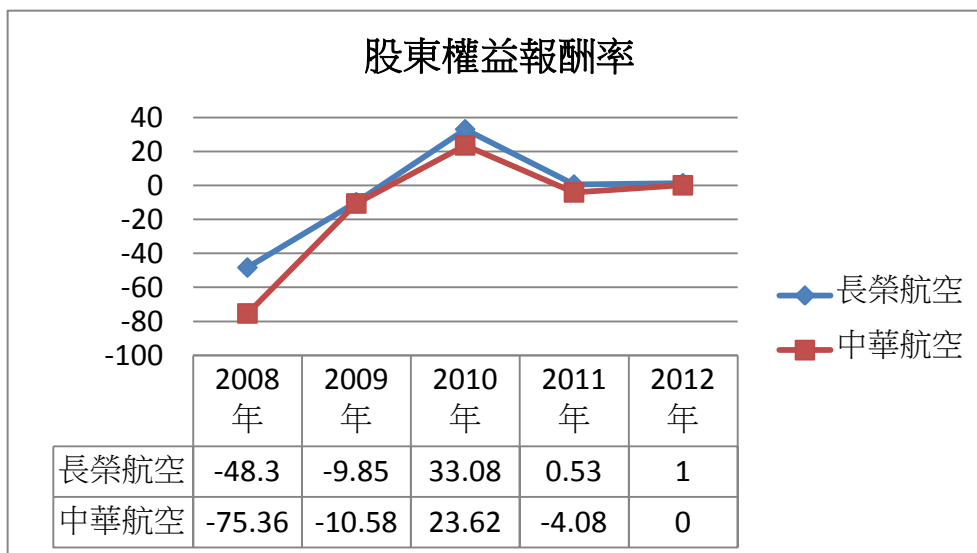


資料來源：鉅亨網

分析：

資產報酬率較能反應企業投資報酬率真正情況，亦可作為衡量企業舉債經營是否有利，就經營績效衡量觀點而言，比率越高越佳。以整體來說長榮航空資產報酬率高於中華航空。

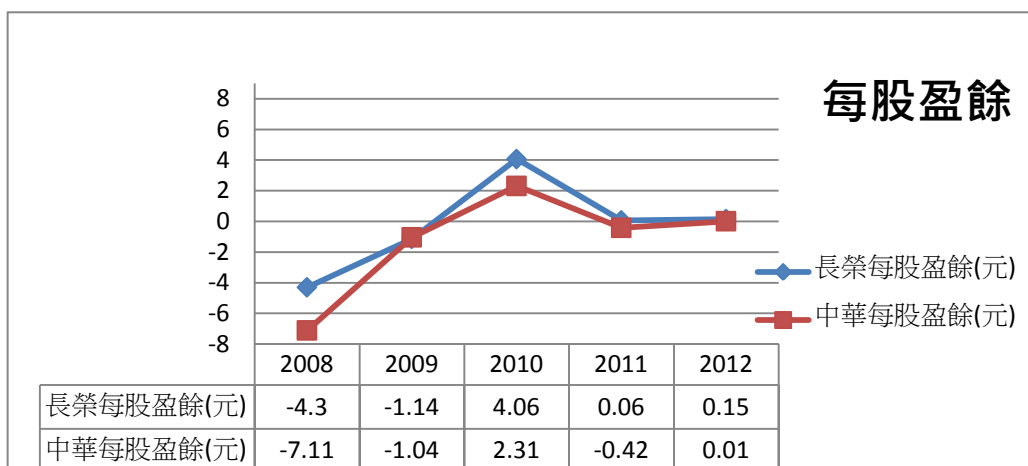
5. 股東權益報酬率



資料來源：鉅亨網

分析：股東權益報酬率係由於企業保留盈餘所獲得，因此亦顯示一個企業如不仰賴對外舉債也能促使其企業成長的能力。整體來說長榮航資產報酬率高於華航。

6. 每股盈餘

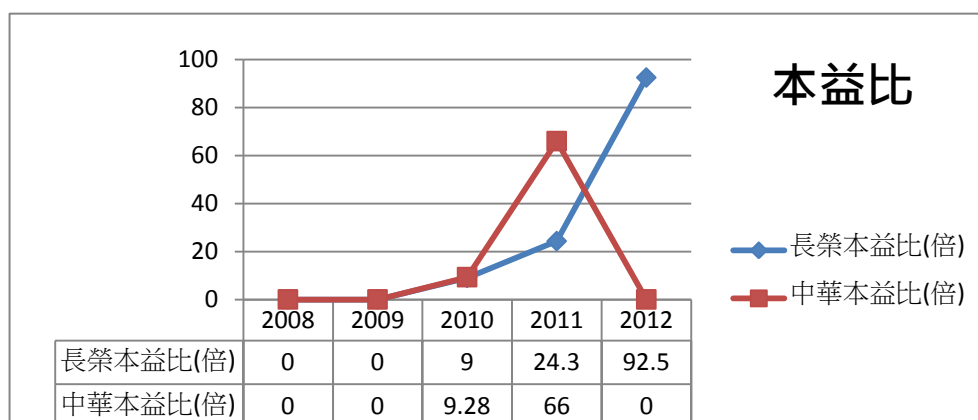


資料來源：鉅亨網

分析：

2008年與2009年每股盈餘為負的原因主要是受到全球金融海嘯，導致全球經濟衰退，衝擊商務及旅遊市場，機票價格競爭激烈，還有油價迭創新高的影響，各航空公司營運風險增加，使稅後盈餘為負的，進而影響到每股盈餘，但長榮從2010年開始每股盈餘都較中華還要好，代表每單位資本額的獲利能力較高。

7. 本益比



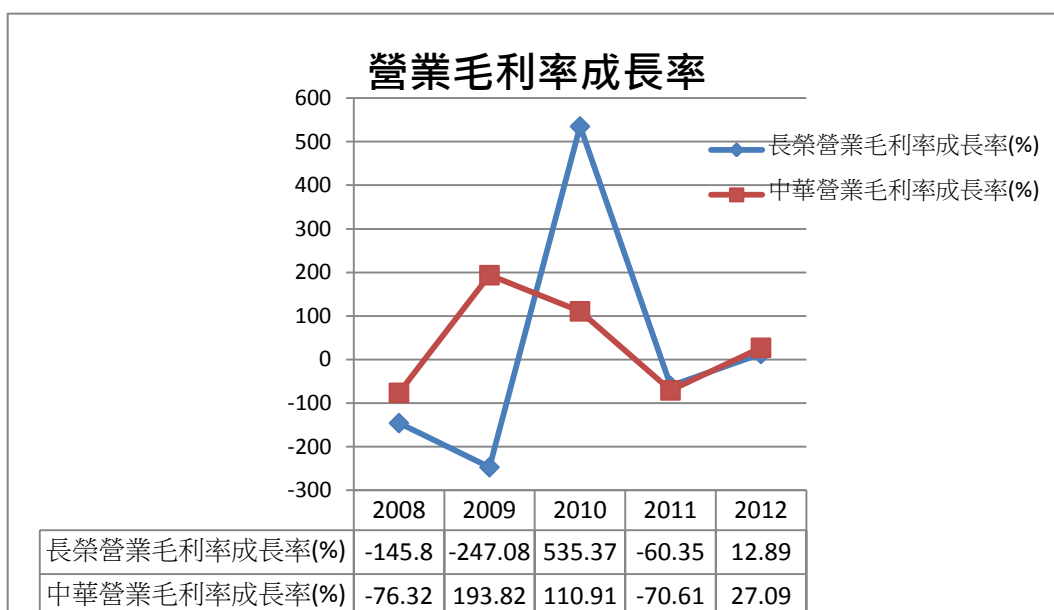
資料來源：鉅亨網

分析：

就投資者而言，比率越小越好，因為投資者為獲得相同的報酬，所需投資的金額較小，所以若是以近期來看，2012年中華的本益比較低，投資者會比較想要投資。就公司而言，比率越高越好，表示公司未來成長潛力會越來越旺，同樣以近期來看，2012年長榮本益比高於中華，表示長榮未來獲利前景較樂觀。

II. 成長力分析

1. 營業毛利率成長率

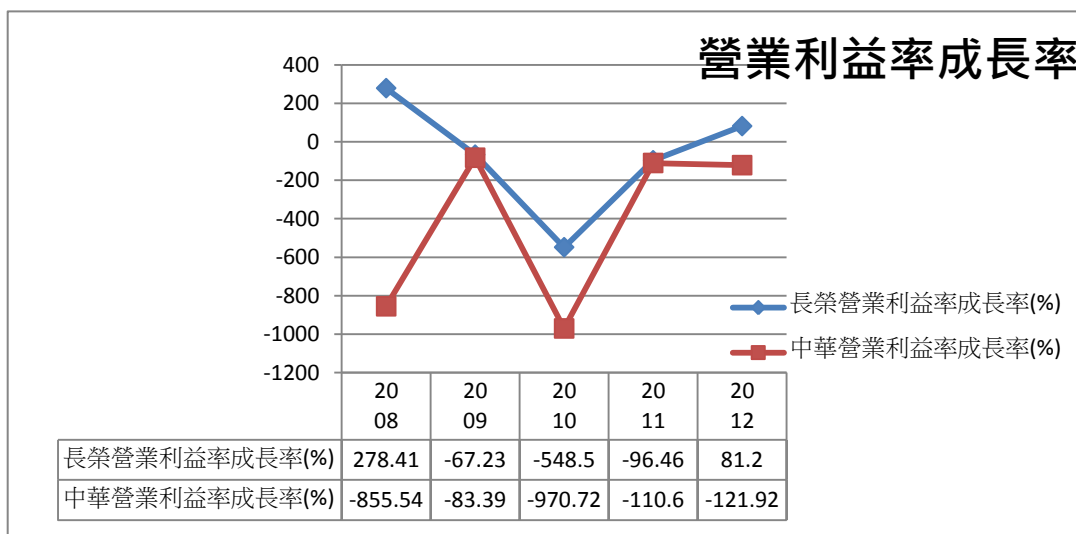


資料來源：鉅亨網

分析：

雖然兩家公司的成長率都有呈現負的狀況，但是長榮的營業毛利率成長率起伏大於中華，代表中華的穩定性高於長榮。

2. 營業利益率成長率

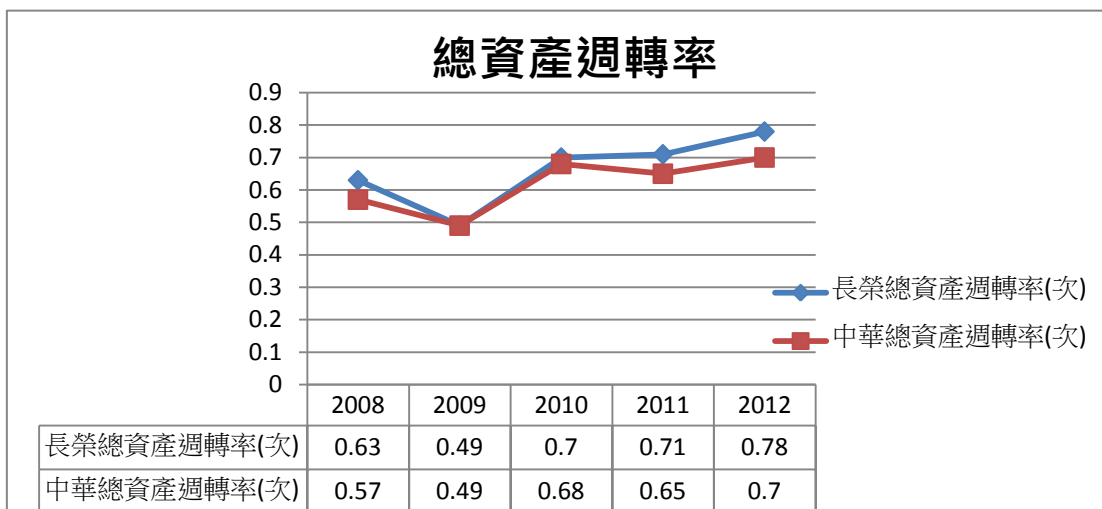


資料來源：鉅亨網

分析：整體來說，中華的成長率起伏高於長榮，顯示長榮的穩定性較好。

III. 資產(經營)管理能力

1. 總資產週轉率

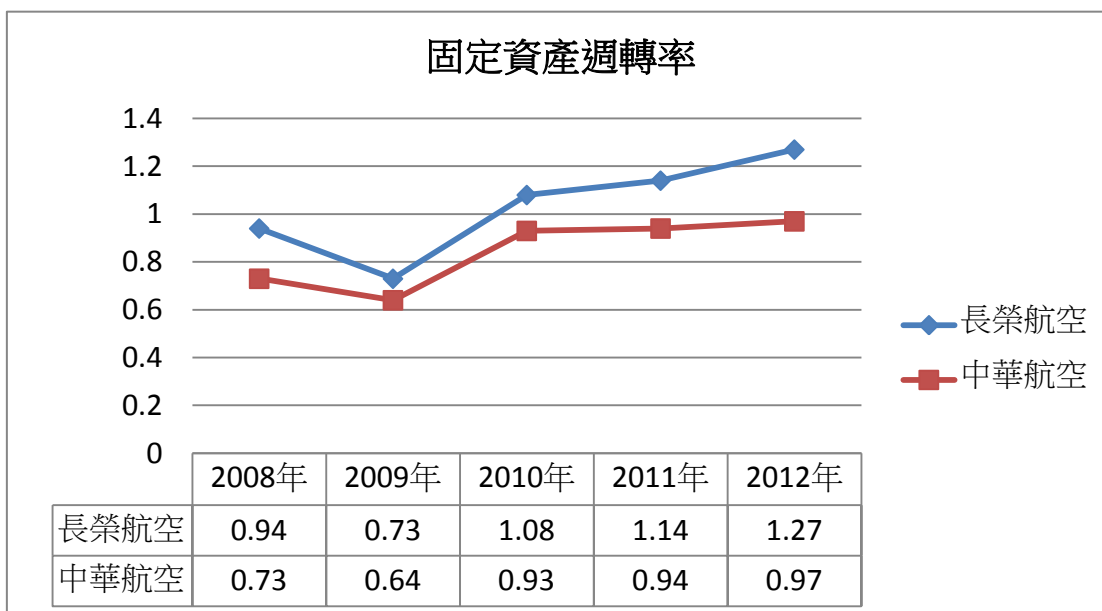


資料來源：公開資訊觀測站

分析：

總資產週轉率越高越好，代表運用資產創造收入的效率高，從圖表可看出長榮的總資產週轉率都比中華還要好，控制資產的能力較佳。

2. 固定資產週轉率



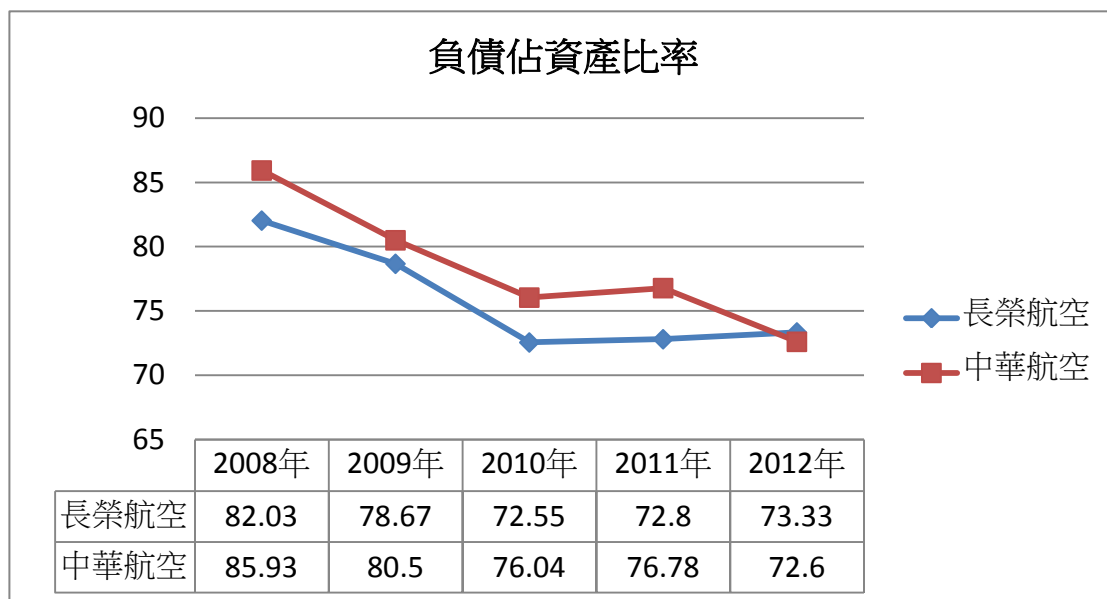
資料來源：鉅亨網

分析：

長榮航空的固定資產周轉率比中華航空還要來得高，表示長榮航空的固定資產利用效率比中華航空高，利用固定資產效果較好。

IV. 財務結構

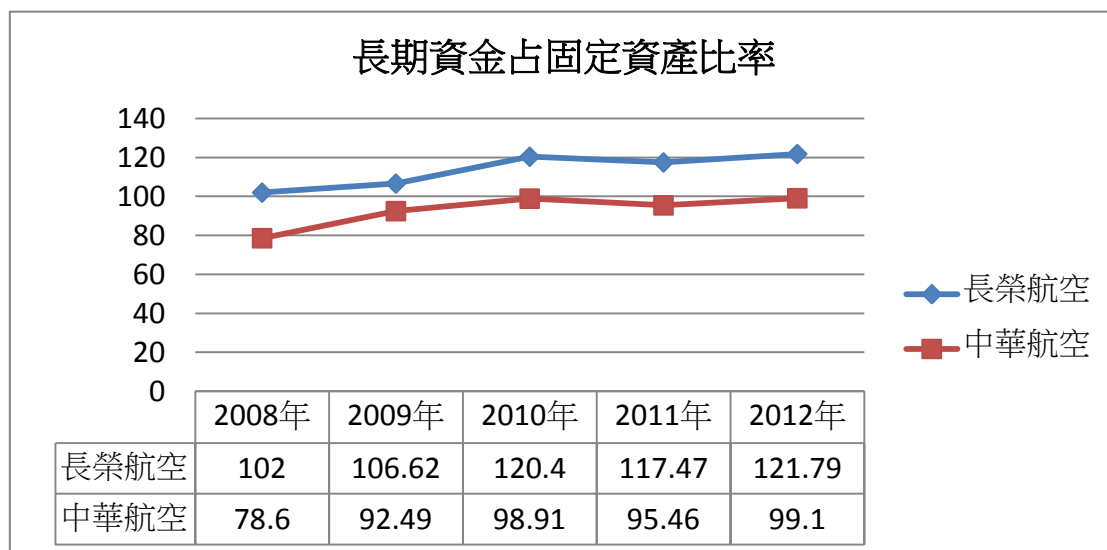
1. 負債佔資產比率



資料來源：鉅亨網

分析：長榮航空的負債比率比中華航空少，表示償債責任較輕且對債權人的保障程度較高，公司結構健全。

2. 長期資金占固定資產比率

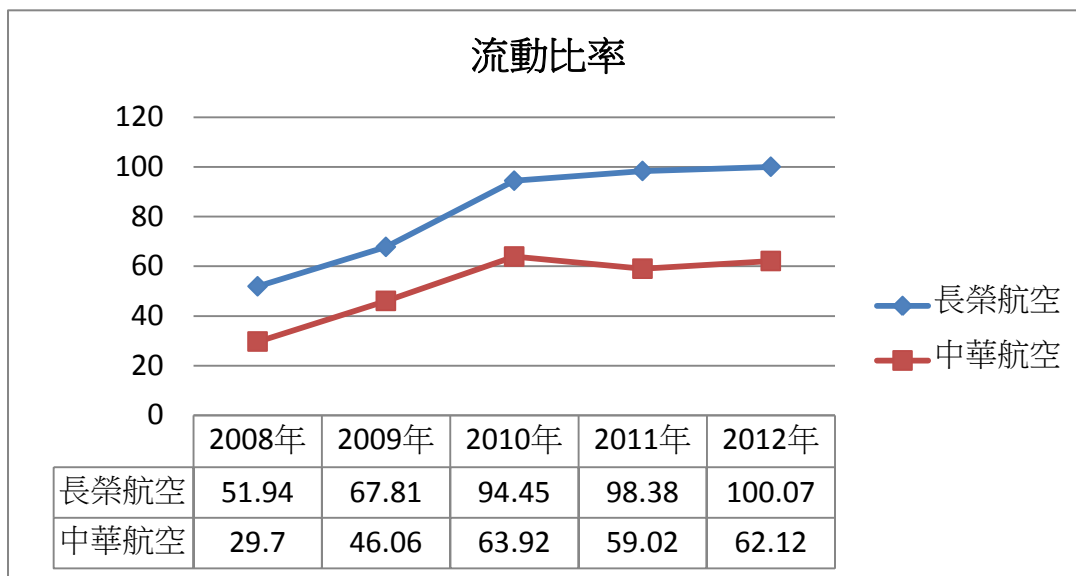


資料來源：鉅亨網

分析：長榮航空和中華航空相比，長期資金佔固定資產比率較高，顯示長榮航空在此方面公司結構健全。

V. 償債結構

1. 流動比率

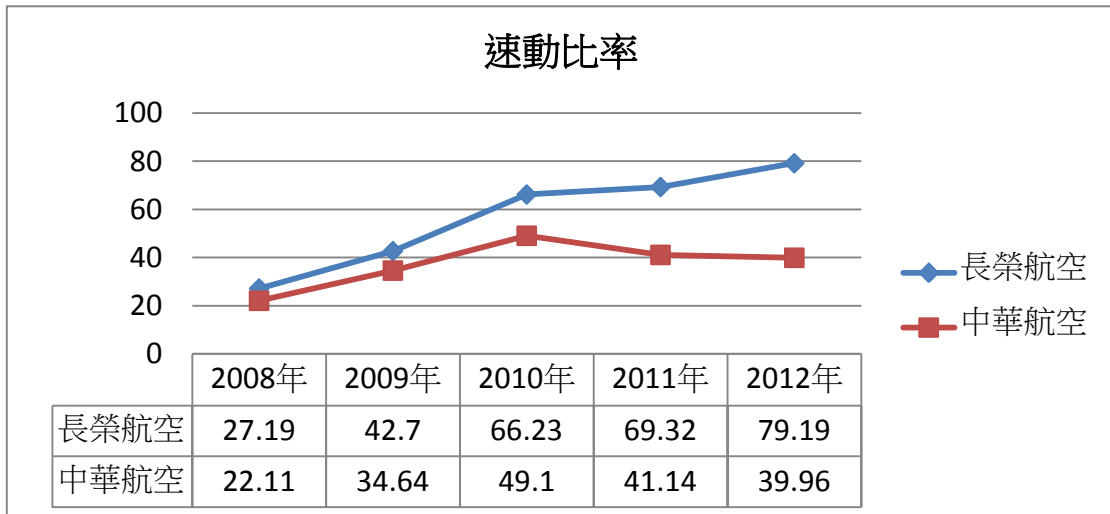


資料來源：鉅亨網

分析：

長榮航空的流動比率是高於中華航空，因此顯示長榮航空短期償債能力是高於中華航空償債能力的。雖說長榮航空的比率都比中華航空的好，但不代表這就是比較好的跡象。如果長榮航空的比率跟各產業想比的平均流動比率高出很多的話，則代表長榮航空或許在流動資產上放置了太多資金，形成了過多不必要的投資。但在此，長榮航空的流動比率是整個高過中華航空的，因此在短期償債能力上是屬於好的償債比率。

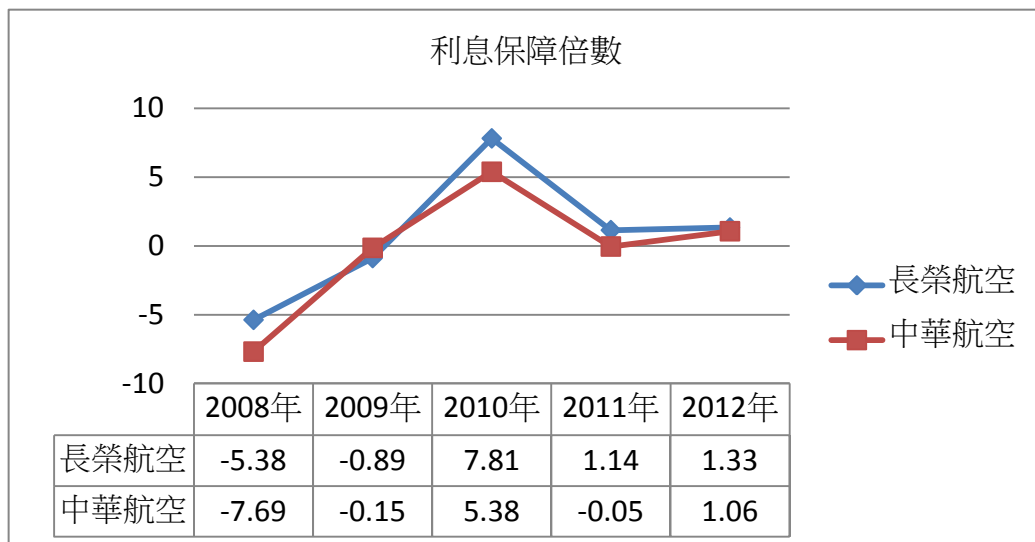
2. 速動比率



資料來源：鉅亨網

分析：長榮航空的數據是呈現每年逐年上升的情況，可是華航的速動比率卻在2010年有呈現下降的趨勢，而速動比率是較流動比率衡量的能力較好的，但因為速動比率是要減去存貨，而此二者間實際上都沒有存貨，所以情況應該是跟流動比率差不多的。結果顯示短期償債能力較佳的是長榮航空

3. 利息保障倍數

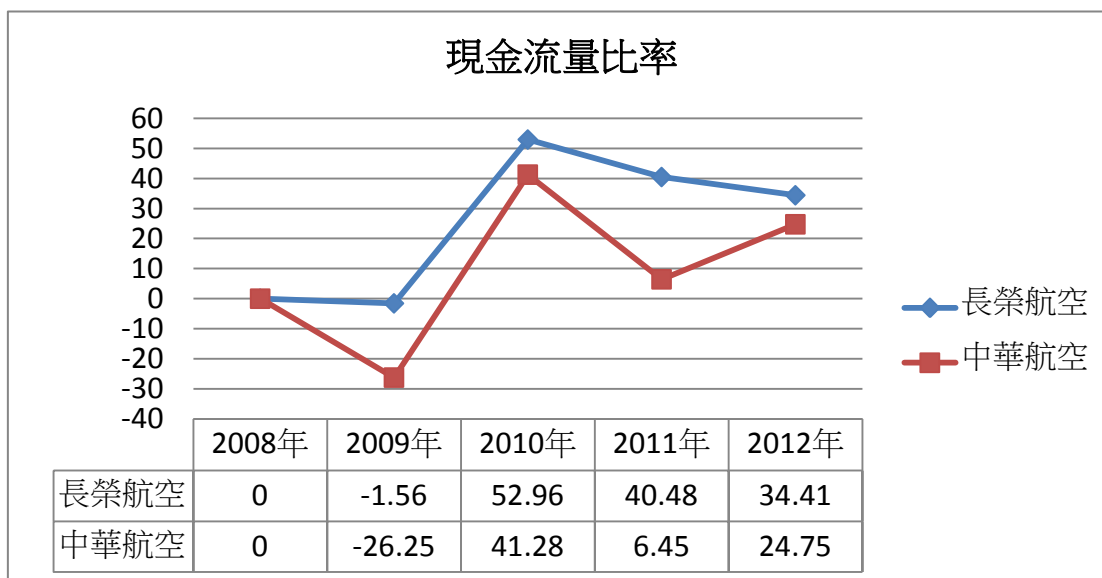


資料來源：鉅亨網

分析：已經呈負數，代表應該付息能力好，但有很高的利息保障倍數，付息能力未必真的好，因為有可能是收入還未轉換成現金。受到利息保障倍數的影響，所以跟現金流量比率才有可能逐年偏低。

VI. 現金流量

1. 現金流量比率



資料來源：鉅亨網

分析：以圖示呈現出長榮航空每年度的營業活動現在償還流動負債的能力都比中華航空來得高。

VII. 財務分析綜合評論

(四) 股利政策

| 長榮航空 | | | | | | |
|------|---------|---------|------|---------|---------|--------|
| 年度 | 現金股利 | 盈餘配股 | 公積配股 | 股票股利 | 合計 | 員工配股率% |
| 101 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 100 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 99 | 1 | 1 | 0 | 1 | 2 | 0 |
| 98 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 97 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 96 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 95 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 94 | 0.19354 | 0 | 0 | 0 | 0.19354 | 0 |
| 93 | 0.4904 | 0.09808 | 0 | 0.09808 | 0.58848 | 0 |

| | | | | | | |
|----|---|---------|---|---------|---------|---|
| | | | | | 8 | |
| 92 | 0 | 0.38205 | 0 | 0.38205 | 0.38205 | 0 |

| 中華航空 | | | | | | |
|------|---------|---------|--------|---------|---------|--------|
| 年度 | 現金股利 | 盈餘配股 | 公積配股 | 股票股利 | 合計 | 員工配股率% |
| 101 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 100 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 99 | 0.4 | 0 | 0 | 0 | 0.4 | 0 |
| 98 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 97 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 96 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 95 | 0.11938 | 0.29844 | 0 | 0.29844 | 0.41782 | 0.15 |
| 94 | 0 | 0.2468 | 0.2468 | 0.4936 | 0.4936 | 0.14 |
| 93 | 0.20105 | 1.00524 | 0 | 1.00524 | 1.20629 | 0.46 |
| 92 | 0.1 | 0.5 | 0 | 0.5 | 0.6 | 0.3 |

(五) 土地持有情形

| 長榮航(2618)土地資產 | | | | | |
|---------------|----------|-------|---------------|------|---------------|
| 單位:仟元 | | | | | |
| 標地 | 取得時間 | 面積(坪) | 取得成本 | 重估增值 | 帳面價值 |
| 房屋-航空 | 80/02/01 | N/A | 1,190,596,598 | N/A | 691,617,585 |
| 房屋-訓練 | 81/11/01 | N/A | 1,579,736,590 | N/A | 1,413,018,054 |
| 長安土地 | 85/03/01 | N/A | 575,678,695 | N/A | 575,678,695 |
| 南崁土地 | 78/07/01 | N/A | 999,910,522 | N/A | 999,910,522 |

資料來自各公司公開明書, 僅供參考, 實際數字以公司發佈為準

資料來源：宏遠證券

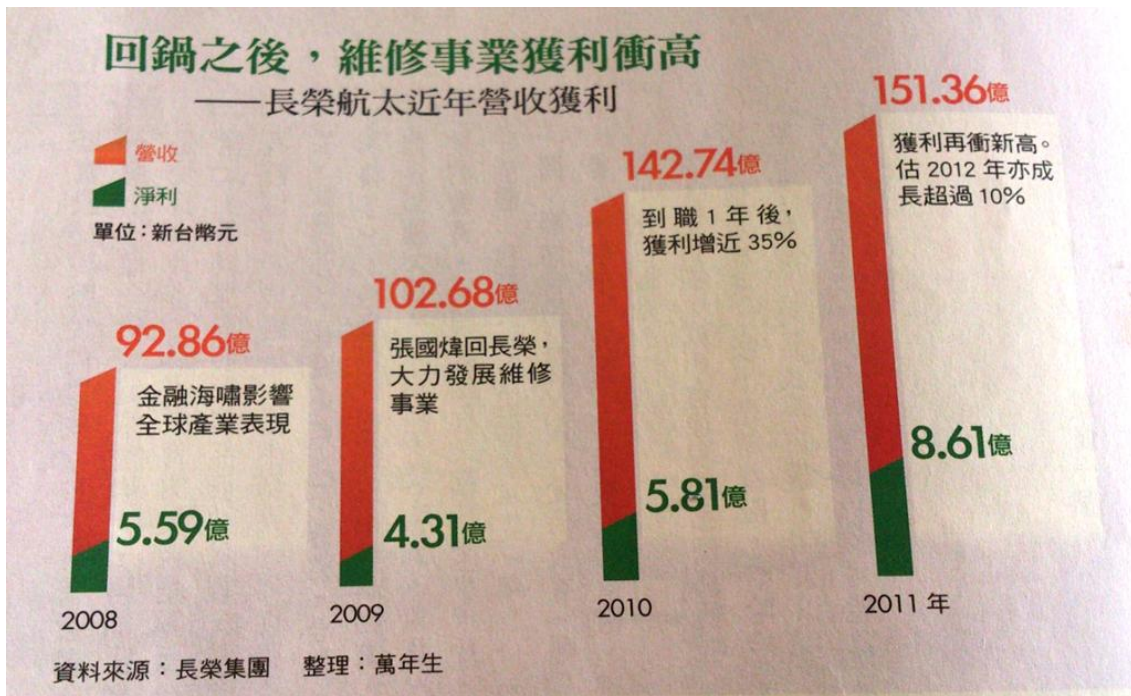
(六) 公司事件分析

(一) 長榮航太維修業務

長榮航太科技股份有限公司，簡稱 EGAT，是一個由長榮航空機務本部改制而成的飛機維修公司，成立於 1998 年 9 月 1 日。在 EGAT 各項相關的業務之中，替美國波音進行特殊用途大型貨機波音 747-400 LCF 的改裝工程，是該公司最著名的工程案。

長榮航空自己飛機的維修只占長榮航太業務 3 成，其餘 7 成都是幫其他航空公司維修；去年成立的長榮航宇精密還替奇異公司製造飛機引擎的零組件。

長榮集團今年海空陸運同步回升，集團副總裁謝志堅指出，集團旗下海運、空運及物流看佳，由於海運秩序轉佳，長榮海運首季表現料將優於去年同期，隨著 4 月起美國線運價喊漲，只要漲價成功、船用燃油價格不再拉高，第 2 季就有表現空間可期，第 3 季的貨櫃海運傳統旺季期間，營運將持續出現向上攻堅機會。



長榮航空爭取在桃園機場擴建維修棚廠受挫，董事長張國煒昨（19）日大力疾呼，航太產業是台灣明星產業，亞太國家包括日本、南韓都在搶這塊大餅，政府發展航空城不應錯失商機。

他強調，長榮航太代表台灣進軍航太業，近來訂單湧入，快速在全球的航太業打出名聲，對於國家跟業者都是雙贏，但是新訂單包括達美航空、UPS 快遞 5 年共 200 架飛機的維修，日本全日空 5 架 747 飛機改裝油箱系統，原本都要交給長榮航太，因沒有棚廠，只好推掉訂單。若擴廠持續沒有下文，不排除將航太的版圖移往海外市場發展。若長榮航將投資移往海外，對台灣航太產業發展將是一大衝擊。

(二) 星空聯盟

長榮航空於 2013 年 6 月 18 日起，加入全球最大的航空聯盟星空聯盟，這是長榮航步入國際化的里程碑，初期保守預估平均載客率將由去年的 8 成，再往上提高 2-3% 水準，由目前飛往 100 多個城市，經由聯盟無限拓展至 195 個國家，達 1,350 個航點。

長榮航空大舉調整機隊陣容，儘管第 2 季受 H7N9、兩韓對峙及台菲廣大興事件等外在因素影響，且一架 777 客機正進行 Hello Kitty 塗裝，載客量減小，第 3 季可望回復去年水準。貨運方面，因 3C 產品朝輕薄短小的趨勢前進，使得空運量下滑。該公司將在 3 年內，將現有 15 架貨機降低至 10 架，但因新增的 777 客機貨艙容量很大，載貨率不會減少。

- 目前與 4 個航空公司有共掛班號的合作關係：

| 服務 | 航空公司 | 所屬聯盟 | 航線 |
|----|--------|------|---|
| 客運 | 聯合航空 | 星空聯盟 | 越太平洋美洲航線 |
| | 全日本空輸 | 星空聯盟 | 桃園－福岡、大阪、東京成田、名古屋、仙台、札幌、小松及松山－東京羽田等日本定期航線 |
| | 中國國際航空 | 星空聯盟 | 桃園－北京、天津、杭州等中國大陸定期航線 |
| | 韓亞航空 | 星空聯盟 | 桃園－仁川，每周 16 班的定期航班 |

資料來源：中央通訊社(102 04 20)

在各航線狀況下，因美國航線今年來載客率已高達 9 成，在新機隊明年加入前，成長幅度就受到限制，但長榮航在服務及飛安品質在國際備受肯定，入盟後，反而會接納更多聯盟夥伴客源，對公司有助益。提供旅客更大的航網服務，航班更彈性，轉機也更方便。航空公司則透過資源共享方式，降低營運成本。

(三) 北美需求旺，長榮航空美國線大增班

明年 6 月開始，長榮航將有多達 7 架的 777-300ER 新機加入機隊，在遠程航班(long haul)的調度上更有彈性。長榮航規劃展開北美線的增加班工作，預定洛杉磯增至每日 3 班次、舊金山增至每日 2 班、紐約航線則增班至每日 1 班，短期增班目標將在 2-3 年內完成。在此同時，歐洲儘管尚未開放天空，長榮航仍考量增班既有的巴黎線，以滿足市場需求。

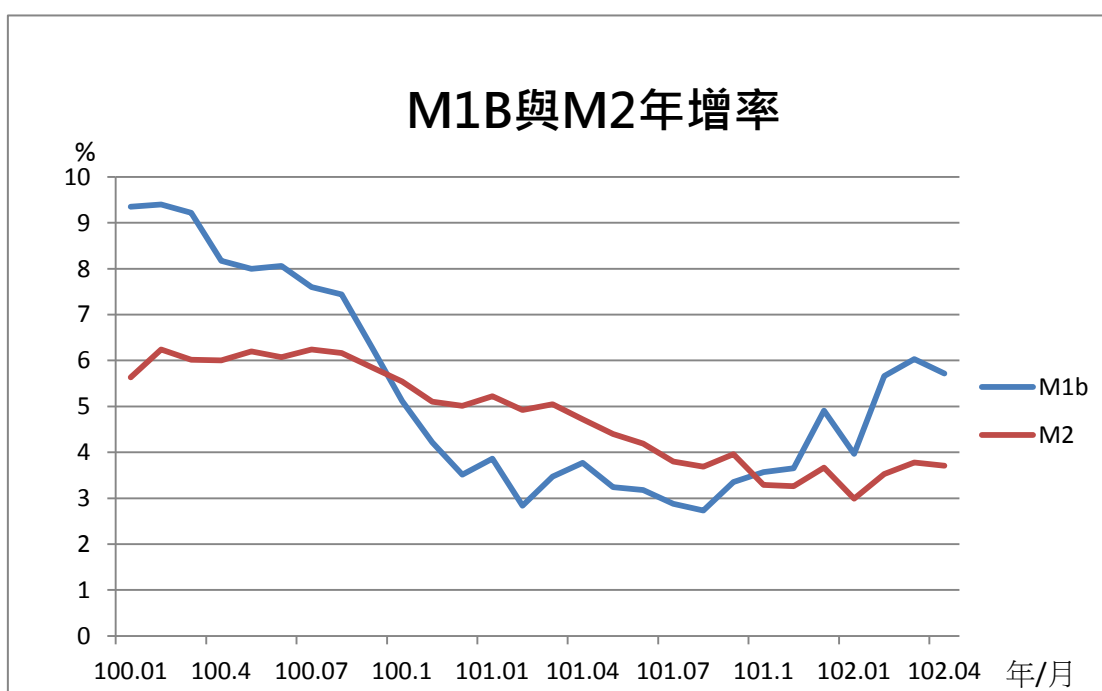
今年前 7 月長榮航平均載貨率為 82.65%，雖較去年全年的 83.44%略低，但仍優於華航前 7 月載貨率 70.8%的表現，更遠較全球同業平均載貨率僅不到 60%來得好。長榮航空對貨量的掌握度不差，然而市場上因貨源不足，航空運價「亂砍亂殺」的狀況十分普遍，因此後市看法仍傾向保守以對。

累計今年前7月，長榮航營收為706.62億元，較去年同期成長1.4%；其中客運累計營收為405.4億元，年增6%，貨運累計營收則為184.55億元，較去年同期下滑6%。今年上半年長榮航營業利益為7.04億元，較去年同期的6342萬元大幅跳增

(七) 籌碼分析

i. 整體股市

(1). M1b 與 M2 的情形



資料來源：中央銀行

今年4月日平均貨幣總計數M1B月增率為-0.31%，與3月相同，M2月增率為-0.02%，則較3月為低；M1B及M2年增率分別降為5.72%及3.71%，但仍續呈M1B高於M2的「黃金交叉線型」，主要是因銀行放款與投資成長減緩，以及銀行將保險安定基金存款轉列至人壽保險公司存款（不包含在貨幣總計數內）所致。累計本年1至4月M1B及M2平均年增率分別為5.34%及3.5%。

央行表示，4月M2日平均餘額達34兆1946億元，月減67億元，顯示資金水位仍處高檔，而M1B日平均餘額也有幣12兆5567億元，雖較3月減少390億元，但股市資金動能無虞。

(2). 融資融券情形

近三月資券餘額變化圖



| 上市資券餘額 | | | | | | |
|-----------|-------|----------|---------|---------|---------|---------|
| 資料日期 | 融 資 | | 融 券 | | 當 沖 | |
| | 增減(億) | 餘額(億) | 增減(張) | 餘額(張) | 增減(張) | 總數(張) |
| 102/05/31 | 10.78 | 1,870.66 | -19,334 | 378,294 | 38,880 | 217,418 |
| 102/05/30 | 11.34 | 1,859.85 | -12,393 | 397,628 | -28,332 | 178,538 |
| 102/05/29 | 6.69 | 1,848.51 | 14,034 | 410,023 | 30,230 | 206,870 |
| 102/05/28 | 3.99 | 1,841.82 | 11,972 | 395,989 | 7,356 | 176,640 |
| 102/05/27 | 8.06 | 1,837.83 | 16,746 | 384,017 | -7,436 | 169,284 |
| 102/05/24 | -0.50 | 1,829.78 | -6,036 | 367,271 | -68,551 | 176,720 |
| 102/05/23 | 13.14 | 1,830.28 | -34,792 | 373,357 | -39,386 | 245,271 |

資料來源：奇摩股市

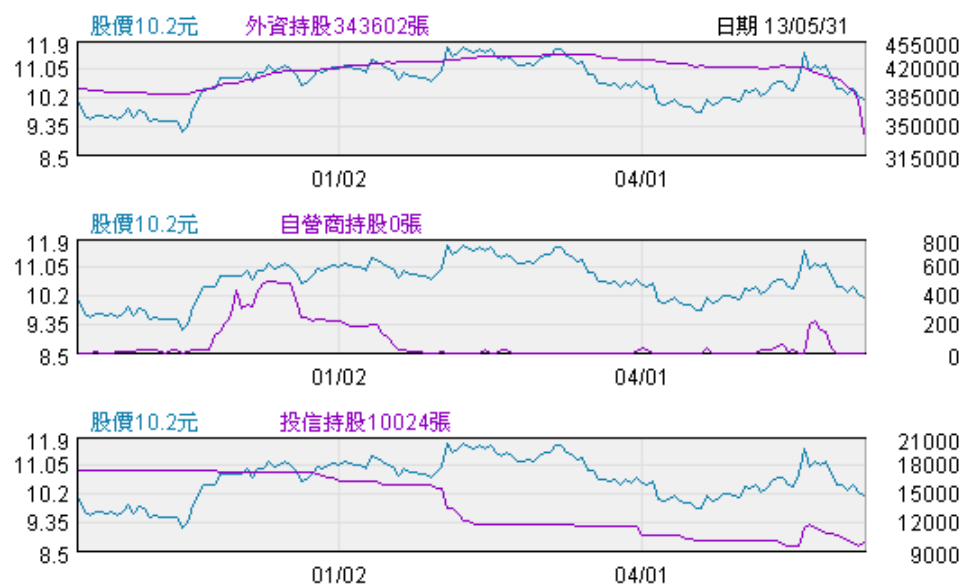
(3). 綜合評論

台股近期三大變數：

1. 外資多空:外資 5 月 23 日以來現貨賣超台股逾 380 億元,後市能否停止賣超是重要觀察。
2. 台股月線連七紅:月線連七紅代表波段漲幅已大,續創高點的難度更大,回檔機會增加。
3. 美國 QE 可能鬆動:若 QE 退場,資金恐將回流歐美,資金方面不利亞股及台股。

ii. 個別公司

(1). 機構投資人持股情形



(2). 外資持股

✦ 外資買賣超

| 日期 | 估計持股(張) | 持股比例(%) | 買賣超(張) |
|------------|---------|---------|---------|
| 2013-05-31 | 343,602 | 14.50 | -42,312 |
| 2013-05-30 | 385,914 | 16.28 | -9,889 |
| 2013-05-29 | 396,883 | 16.75 | -4,796 |
| 2013-05-28 | 401,646 | 16.95 | -4,608 |
| 2013-05-27 | 406,254 | 17.14 | -4,894 |

(3). 自營商持股

✦ 自營商買賣超

| 日期 | 估計持股(張) | 持股比例(%) | 買賣超(張) |
|------------|---------|---------|--------|
| 2013-05-31 | 0 | 0.00 | -33 |
| 2013-05-30 | 0 | 0.00 | -140 |
| 2013-05-29 | 0 | 0.00 | -46 |
| 2013-05-28 | 0 | 0.00 | -45 |
| 2013-05-27 | 0 | 0.00 | 0 |

(4). 自營商持股

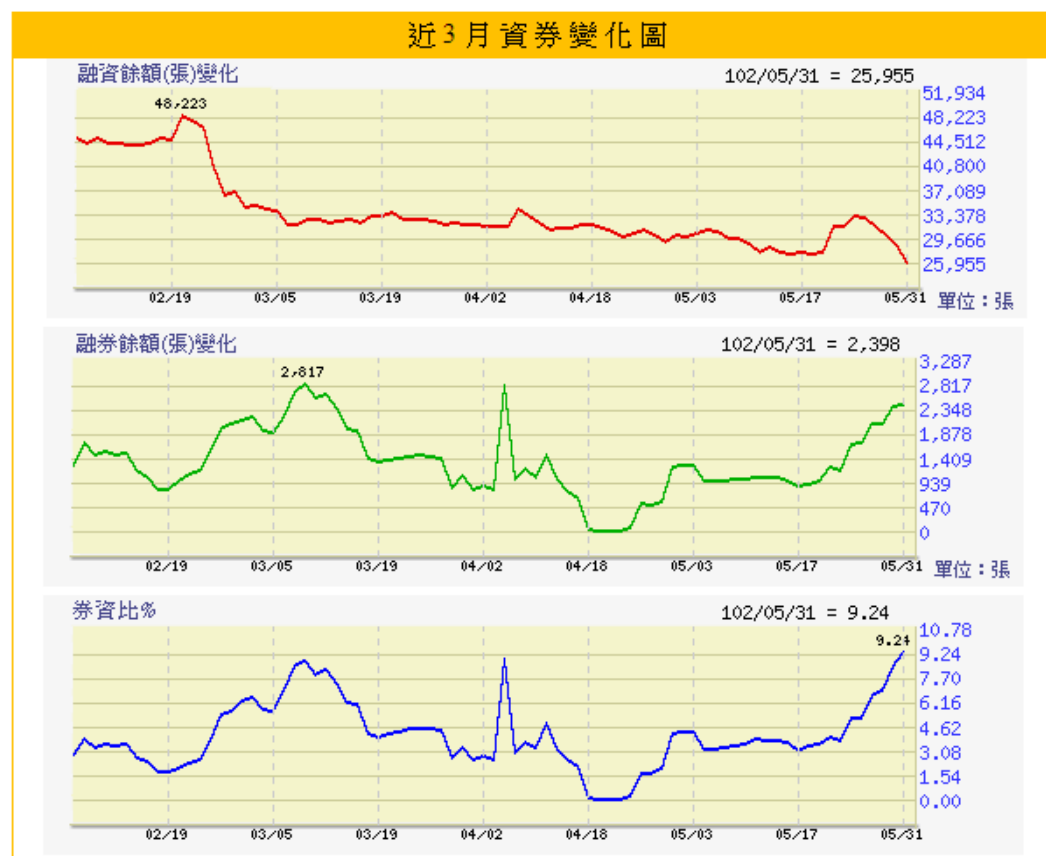
自營商買賣超

| 日期 | 估計持股(張) | 持股比例(%) | 買賣超(張) |
|------------|---------|---------|--------|
| 2013-05-31 | 0 | 0.00 | -33 |
| 2013-05-30 | 0 | 0.00 | -140 |
| 2013-05-29 | 0 | 0.00 | -46 |
| 2013-05-28 | 0 | 0.00 | -45 |
| 2013-05-27 | 0 | 0.00 | 0 |

資料來源：群益金融網

(5). 融資融券情形

| 2618 長榮航 資券變化 | | | | | | 單位:張數 |
|---------------|------|------|------|-------|--------|-------|
| 日期 | 融資買進 | 融資賣出 | 融資現償 | 融資餘額 | 融資限額 | 資券相抵 |
| 102/05/31 | 604 | 3298 | 1 | 25955 | 814736 | 262 |
| | 融券買進 | 融券賣出 | 融券現償 | 融券餘額 | 融券限額 | 券資比% |
| | 124 | 145 | 0 | 2398 | 814736 | 9.24% |



(6). 綜合評論

1. 歐美市場消費力不振，電子業進入淡季，拖累航空貨運表現，長榮航方面，4月營收為95.51億元，月減3.9%、年減3.4%。累計今年前4月營收為386.74億元、年減0.3%，成長力道轉負。
2. Q2 空運市場進入客運旺季，加上油價下跌，禽流感疫情隨著天氣轉熱明顯淡化，效益將更為明顯；航空貨運估計也會好轉些。
3. 下半年預料全球經濟轉佳，電子業將迎來第3季出貨旺季，航空貨運可望扭轉劣勢。

(八) 綜合評論

長榮航空飛航網路遍及歐洲、美洲、亞洲及大洋洲各主要城市，目前也與美國航空、全美航空、全日空航空、韓亞航、澳洲航空、中國國際航空、海南航空、曼谷航空、香港航空、英航(貨)、德航(貨)、國貨航(貨)、聯邦快遞(貨)等共 13 家航空公司聯營，充分運用綿密飛航網路優勢，提供便捷的航班服務，長期致力發展桃園機場成為全球轉運中心。

近來積極配合兩岸定期航班政策，繼續擴展兩岸直航網路，並將配合航約的修訂，爭取營運具潛力的客貨運市場，維持優越的競爭態勢。未來除將持續擴展及加強與其他航空公司的合作外，並以加入航空聯盟的架構下，結合聯盟會員間的飛航網路及互惠的經營環境，降低營運成本以分散風險，並提供旅客更便捷的飛航服務。

陸、評價分析

一、三階段現金流量折現模式運用

$$V_0 = \sum_{i=3}^1 \frac{FCF_1}{(1+WACC_1)^3} + \sum_{i=10}^4 \frac{FCF_i}{(1+WACC_2)^3} + \frac{1}{(1+WACC_1)^4(1+WACC_2)^6} \\ \times \frac{FCF_{11}}{WACC_1 - g_3}$$

我們使用多階段模式來計算現金流量的現值，根據年報資料顯示長榮航空正處於成長期，於是我們運用三年七年十年來分析，利用各個不同階段的WACC來分別計算各階段的折現因子最後計算出所需的自由現金流量數。

二、參數設定說明

| 項目 | 96年 | 97年 | 98年 | 99年 | 100年 | 101年 |
|---------------|------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| 營業收入淨額 | 93,103,131 | 90,655,666 | 73,279,511 | 104,410,011 | 102,192,051 | 107,110,356 |
| 營業利益 | | -2,447,465 | -17,376,155 | 31,130,500 | -2,217,960 | 4,918,305 |
| 現金及約當現金 | 2,956,763 | 3,228,087 | 4,218,748 | 14,145,427 | 13,666,643 | 19,157,798 |
| 短期投資 | 5,178,890 | 1,559,831 | 4,508,800 | 1,943,977 | 2,480,501 | 2,120,041 |
| 流動資產 | 27,700,085 | 21,412,287 | 25,588,374 | 34,373,857 | 32,841,444 | 35,967,240 |
| 固定資產 | 94,866,512 | 97,874,037 | 102,606,655 | 95,802,438 | 87,529,888 | 80,598,176 |
| 新增固定資產 | | -1.229 | -0.272 | -0.219 | 3.730 | -1.409 |
| 其他資產 | 15,627,263 | 13,766,537 | 10,530,673 | 6,003,202 | 5,424,605 | 6,125,781 |
| 變動其他資產 | | -1,860,726 | -3,235,864 | -4,527,471 | -578,597 | 701,176 |
| 新增其他資產 | | 0.760 | 0.186 | -0.145 | 0.261 | 0.143 |
| 應付商業本票 | 0 | 499,046 | 249,994 | 0 | 0 | 0 |
| 一年內到期 長期負債 | 11,693,312 | 15,801,764 | 19,479,359 | 16,662,085 | 10,705,735 | 10,413,541 |
| 流動負債 | 31,486,357 | 41,227,680 | 37,732,901 | 36,392,207 | 33,383,685 | 35,942,709 |
| 長期負債 | 70,753,169 | 70,866,108 | 78,143,293 | 69,054,677 | 64,952,297 | 61,609,082 |
| 本期稅後淨利 | -1,871,918 | -16,889,684 | -2,844,254 | 12,016,736 | 209,028 | 504,011 |
| 淨營運資金 | -228,613 | -6,502,501 | -412,722 | -1,445,669 | -5,983,650 | -10,839,767 |
| 變動淨營運資金 | | -6,273,888 | 6,089,779 | -1,032,947 | -4,537,981 | -4,856,117 |
| 新增淨營運資金 | | 2.563 | -0.350 | -0.033 | 2.046 | -0.987 |

| 項目 | 96年 | 97年 | 98年 | 99年 | 100年 | 101年 |
|--------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| 股東權益總額 | 44,188,096 | 25,742,138 | 32,027,113 | 40,635,262 | 37,873,275 | 36,553,461 |
| 現金稅率 | | — | — | 0.002 | 0.119 | 0.053 |
| 營業利益率 | -2.44% | -9.49% | -3.85% | 12.11% | 0.44% | 0.76% |
| 銷售成長率 | | -2.63% | -19.17% | 42.48% | -2.12% | 4.81% |

| | |
|---------|--------|
| 總投資率 | 33.62% |
| 平均營業利益率 | 4.44% |
| 平均銷售成長率 | 4.67% |
| 平均現金稅率 | 5.83% |

(1). WACC 之計算

| | 第一階段 | 第二階段 | 第三階段 |
|---------|---------|--------|--------|
| D/A | 73.33% | 73.33% | 73.33% |
| E/A | 26.67% | 26.67% | 26.67% |
| 稅率 | 5.83% | 10% | 12% |
| kd | 6.3% | 6% | 6% |
| β | 0.95922 | 0.87 | 0.76 |
| ks | 8.57% | 8% | 7.5% |
| WACC | 6.64% | 6.09% | 5.87% |

1. D/A：以過去一年度之負債除以資產=100497/137051=73.33

2. E/A：以過去一年度之股東權益除以資產=36553/13701=26.27

3. Kd：表公司債務資金成本率，由政府公司債資金成本率加上信用風險貼水計算。

$$Kd=2.3\%+4\%=6.3\%$$

4. β 值：表示衡量一家公司的系統風險，反映股票投資人不可分散的風險。我們是以 2012 年度的月股價報酬率之平均值計算。

$$Ks=Rf+\beta\times(Rm-Rf)=1.38\times0.95922\times(8.8718-.38)=8.75\%$$

Ks：表示股東權益資金成本

6. Rf：表示無風險利率，以長期公債殖利率之一年平均計算而得。

7. R_m ：表示市場要求報酬率。

8. 加權平均資金成本(WACC)之計算：

$$WACC = \frac{D}{E + D} \times kd \times (1 - t) + \frac{E}{E + D} \times ks$$

9. WACC：

我們計算出來的 WACC 偏低，基於設定的原因，我們調高至一般情況。

10. 銷貨成長率：

長榮航空在過去五年平均銷售成長率為 4.67%，根據年報資料顯示在客運方面，隨著兩岸航班數量增加，以及美國對台實施免簽證，日本航線大幅開放，將帶動旅客增加收益；透過商務艙升級及加入星空聯盟，可擴大客源及航網。長榮航空並持續經營兩岸商旅客源，積極爭取陸客中轉市場，配合政府致力推展桃園機場為全球轉運中心。

在貨運方面，未來將持續擴展全球空運市場布局，積極開發有市場潛力的貨運新航點，藉以強化貨運銷售網路，於是我們預估銷售成長率維持在 4% 左右是可行的。

11. 邊際利潤率：

邊際利潤率在第一階段為 4.44%，這個數據是計算 2010 年到 2012 年的邊際利潤率平均值而得。因 2008 與 2009 年歷經油價上漲、金融海嘯與航空業的激烈競爭。

由於燃油成本的攀升，衝擊航空產業的獲利，長榮透過機隊的汰舊換新以及精實的節油機制，有效降低可控成本的支出；此外運用反映部分成本之燃油附加費機制，以提升航班營運收益；並藉由新一代省油機型的引進、機艙設備升級、簡化營運機隊，提升航班營運收益，降低可控成本的支出，預估邊際利潤率維持在 5% 左右是可行的。

12. 投資率：

長榮航空的投資率為 33.62%，根據年報資料顯示，長榮航空因轉投資的長榮航太科技(股)公司、長榮空廚(股)公司、長榮航勤(股)公司與長榮空運倉儲(股)公司等公司之營運績效良好，且為了維持飛航水準，避免未來機師面臨供不應求的壓力，在美國加州設立飛行訓練學校。

更因看好航空產業目前前景，於是決定將新機隊轉租為買，藉此機會汰舊換新，投資新機來成立新的核心機隊。

長榮航空最近年度的轉投資主要著重於航空相關產業之規劃及投入，且已陸續進行機種的汰舊換新，未來也有持續進行之計畫，於是我們預估投資率維持在 25%左右是可行的。

三、基本設定

| | 第一階段 | | | 第二階段 | | | | | | | 第三階段 |
|------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| | 102年 | 103年 | 104年 | 105年 | 106年 | 107年 | 108年 | 109年 | 110年 | 111年 | 112年 |
| | 1 | 2 | 3 | 4 | 5 | 6 | 7 | 8 | 9 | 10 | 11 |
| 淨銷售額 | 107,110,356 | 112,117,640 | 117,359,010 | 122,053,370 | 126,935,505 | 132,012,925 | 137,293,442 | 142,785,180 | 148,496,587 | 154,436,450 | 160,613,908 |
| 銷售額變動數 | 4,918,305 | 5,007,284 | 5,241,369 | 4,694,360 | 4,882,135 | 5,077,420 | 5,280,517 | 5,491,738 | 5,711,407 | 5,939,863 | 6,177,458 |
| 稅後淨營業利潤 | 4,474,922 | 4,684,119 | 4,903,096 | 5,492,402 | 5,712,098 | 5,940,582 | 6,178,205 | 6,425,333 | 6,682,346 | 6,949,640 | 7,067,012 |
| 新增投入資本 | 1,653,727 | 1,683,645 | 1,762,354 | 1,173,590 | 1,220,534 | 1,269,355 | 1,320,129 | 1,372,934 | 1,427,852 | 1,484,966 | 1,544,365 |
| 自由現金流量 | 2,821,195 | 3,000,474 | 3,140,743 | 4,318,812 | 4,491,564 | 4,671,227 | 4,858,076 | 5,052,399 | 5,254,495 | 5,464,674 | 5,522,647 |
| 折現因子 | 0.9091 | 0.8264 | 0.7513 | 0.6830 | 0.6209 | 0.5645 | 0.5132 | 0.4665 | 0.4241 | 0.3855 | 12.8514 |
| 各期自由現金流量現值 | 2,564,723 | 2,479,730 | 2,359,686 | 2,949,806 | 2,788,908 | 2,636,786 | 2,492,961 | 2,356,981 | 2,228,419 | 2,106,869 | 70,973,989 |

| | 第一階段 | 第二階段 | 第三階段 |
|-----------|--------|------|------|
| 銷售成長率 | 4.67% | 4% | 4% |
| 邊際(營業)利潤率 | 4.44% | 5% | 5% |
| 現金稅率 | 5.83% | 10% | 12% |
| 投資率 | 33.62% | 25% | 25% |
| WACC | 10% | 10% | 7% |

| | | | |
|---------|--------------------|------|------------|
| 公司營運價值 | 本業價值 | 企業價值 | 95,938,858 |
| 現金及約當現金 | 理財價值 | | 19,157,798 |
| 短期投資 | | | 2,120,041 |
| 長期投資 | 業外投資價值 | | 14,359,368 |
| 融資負債價值 | | | 72,022,623 |
| 流通在外股數 | | | 3,258,945 |
| 每股股票價值 | 股東權益價值=企業價值-融資負債價值 | | 18.27 |

四、樂觀情形

| | 第一階段 | | | 第二階段 | | | | | | | 第三階段 |
|------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| | 102年 | 103年 | 104年 | 105年 | 106年 | 107年 | 108年 | 109年 | 110年 | 111年 | 112年 |
| | 1 | 2 | 3 | 4 | 5 | 6 | 7 | 8 | 9 | 10 | 11 |
| 淨銷售額 | 107,110,356 | 112,117,640 | 117,359,010 | 124,400,550 | 131,864,583 | 139,776,458 | 148,163,046 | 157,052,828 | 166,475,998 | 176,464,558 | 183,523,140 |
| 銷售額變動數 | 4,918,305 | 5,007,284 | 5,241,369 | 7,041,541 | 7,464,033 | 7,911,875 | 8,386,587 | 8,889,783 | 9,423,170 | 9,988,560 | 7,058,582 |
| 稅後淨營業利潤 | 4,474,922 | 4,684,119 | 4,903,096 | 7,837,235 | 8,307,469 | 8,805,917 | 9,334,272 | 9,894,328 | 10,487,988 | 11,117,267 | 8,075,018 |
| 新增投入資本 | 1,653,727 | 1,683,645 | 1,762,354 | 1,760,385 | 1,866,008 | 1,977,969 | 2,096,647 | 2,222,446 | 2,355,792 | 2,497,140 | 1,764,646 |
| 自由現金流量 | 2,821,195 | 3,000,474 | 3,140,743 | 6,076,850 | 6,441,460 | 6,827,948 | 7,237,625 | 7,671,882 | 8,132,195 | 8,620,127 | 6,310,373 |
| 折現因子 | 0.9091 | 0.8264 | 0.7513 | 0.6830 | 0.6209 | 0.5645 | 0.5132 | 0.4665 | 0.4241 | 0.3855 | 12.8514 |
| 各期自由現金流量現值 | 2,564,723 | 2,479,730 | 2,359,686 | 4,150,570 | 3,999,640 | 3,854,199 | 3,714,046 | 3,578,990 | 3,448,845 | 3,323,432 | 81,097,394 |

| | 第一階段 | 第二階段 | 第三階段 |
|-----------|--------|------|------|
| 銷售成長率 | 4.67% | 6% | 4% |
| 邊際(營業)利潤率 | 4.44% | 7% | 5% |
| 現金稅率 | 5.83% | 10% | 12% |
| 投資率 | 33.62% | 25% | 25% |
| WACC | 10% | 10% | 7% |

| | | | |
|---------|--------------------|------|-------------|
| 公司營運價值 | 本業價值 | 企業價值 | 114,571,254 |
| 現金及約當現金 | 理財價值 | | 19,157,798 |
| 短期投資 | | | 2,120,041 |
| 長期投資 | 業外投資價值 | | 14,359,368 |
| 融資負債價值 | | | 72,022,623 |
| 流通在外股數 | | | 3,258,945 |
| 每股股票價值 | 股東權益價值=企業價值-融資負債價值 | | 23.99 |

樂觀說明：

隨著國際旅運趨於頻繁，長榮航空除了積極開發具潛力遠航線，並且針對潛力航點持續爭取航權；同時藉由國際間航空公司聯營合作方式，像是運用轉投資立榮航空之機隊，部分航線採聯營合作及加入航空聯盟，以強化競爭力、分攤營運成本，並可突破航權限制，擴展全球航網。

再來，長榮也持續進行機隊汰舊換新，提供優質的客艙設備與服務，以鞏固高收益旅客客源，滿足旅客對航空運輸服務的多元化需求。此外，長榮也充份利用兩岸定期客機及貨機航班貨運艙位，加強兩岸貨物之承攬，以充實整體貨運網路貨量。

根據上述內容，我們相信長榮在未來能夠再創佳績，於是將銷售成長率以及邊際利潤率設定為 6%、7%。

五、悲觀情形

| | 第一階段 | | | 第二階段 | | | | | | | 第三階段 |
|------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| | 102年 | 103年 | 104年 | 105年 | 106年 | 107年 | 108年 | 109年 | 110年 | 111年 | 112年 |
| | 1 | 2 | 3 | 4 | 5 | 6 | 7 | 8 | 9 | 10 | 11 |
| 淨銷售額 | 107,110,356 | 112,117,640 | 117,359,010 | 119,706,190 | 122,100,314 | 124,542,320 | 127,033,166 | 129,573,829 | 132,165,306 | 134,808,612 | 140,200,957 |
| 銷售額變動數 | 4,918,305 | 5,007,284 | 5,241,369 | 2,347,180 | 2,394,124 | 2,442,006 | 2,490,846 | 2,540,663 | 2,591,477 | 2,643,306 | 5,392,344 |
| 稅後淨營業利潤 | 4,474,922 | 4,684,119 | 4,903,096 | 3,232,067 | 3,296,708 | 3,362,643 | 3,429,895 | 3,498,493 | 3,568,463 | 3,639,833 | 6,168,842 |
| 新增投入資本 | 1,653,727 | 1,683,645 | 1,762,354 | 586,795 | 598,531 | 610,502 | 622,712 | 635,166 | 647,869 | 660,827 | 1,348,086 |
| 自由現金流量 | 2,821,195 | 3,000,474 | 3,140,743 | 2,645,272 | 2,698,178 | 2,752,141 | 2,807,184 | 2,863,328 | 2,920,594 | 2,979,006 | 4,820,756 |
| 折現因子 | 0.9091 | 0.8264 | 0.7513 | 0.6830 | 0.6209 | 0.5645 | 0.5132 | 0.4665 | 0.4241 | 0.3855 | 12.8514 |
| 各期自由現金流量現值 | 2,564,723 | 2,479,730 | 2,359,686 | 1,806,756 | 1,675,356 | 1,553,512 | 1,440,529 | 1,335,763 | 1,238,617 | 1,148,536 | 61,953,671 |

| | 第一階段 | 第二階段 | 第三階段 |
|-----------|--------|------|------|
| 銷售成長率 | 4.67% | 2% | 4% |
| 邊際(營業)利潤率 | 4.44% | 3% | 5% |
| 現金稅率 | 5.83% | 10% | 12% |
| 投資率 | 33.62% | 25% | 25% |
| WACC | 10% | 10% | 7% |

| | | | |
|---------|--------------------|------|------------|
| 公司營運價值 | 本業價值 | 企業價值 | 79,556,880 |
| 現金及約當現金 | 理財價值 | | 19,157,798 |
| 短期投資 | | | 2,120,041 |
| 長期投資 | 業外投資價值 | | 14,359,368 |
| 融資負債價值 | | | 72,022,623 |
| 流通在外股數 | | | 3,258,945 |
| 每股股票價值 | 股東權益價值=企業價值-融資負債價值 | | 13.25 |

悲觀說明：

由於燃油價格持續攀升、機場及飛越領空費等上漲，都會使航空營運成本增加，雖然長榮引進低耗油量的全新飛機，可以有效節省燃油成本，但是在總體環境方面，受到國際經濟復甦緩慢、歐美經濟不景氣與歐元區需求疲弱等不利因素影響，國際經濟大環境目前仍存有不確定性，抑制空運需求，航空業仍面臨嚴苛的考驗。於是我們將銷售成長率以及邊際利潤率設定為2%、3%。

柒、結論

一、公司展望

近年來由於國際能源高價位波動，主因為中東地緣政治動亂，包括敘利亞內戰、伊朗軍事演習、北海油田短缺、未來國際油價走勢仍存不確定性，以及全球總體經濟的跌宕，電子產品體積縮小、對航空貨運艙位需求降低的趨勢，則明顯對航空業者的貨運業績構成沉重壓力。長榮航空為了改善此窘境，提出多項規畫

短期計畫：

- (1). 妥善規劃兩岸直航業務
- (2). 成為星空聯盟會員並持續加強聯營合作
- (3). 積極推展新闢航線業務
- (4). 轉口貨源與新興市場之開發
- (5). 靈活彈性調整營運航線

長期計畫：

- (1). 適當調整機隊規模
- (2). 保障飛航安全
- (3). 強化客艙服務
- (4). 結合航空旅遊相關行業

102年，全球經濟緩慢成長，但亞太及大陸地區的發展較其他地區為佳，因此，我們樂觀地看待未來前景，尤其是美國航線在免簽之後需求強勁，大陸航線則配合需求致力航班加密。未來展望，在中國開放經濟政策、中國人民消費能力大幅提升與亞洲新興國家經濟持續成長等因素催化下，以台灣為營運中心，大陸及亞洲新興國家設廠生產之模式，未來還是較具成本優勢。本公司除積極佈局外，同時將運用全球綿密網路進行攬貨，發展台灣為轉運中心。

二、評價說明、價格區間

長榮航空價值區間於 13.25 到 23.99 元，長榮航空目前股價 16.5 元，接近悲觀值 13.25 元，由以上資料所得知，長榮航空未來前景看好，因此我們樂觀看待未來前景，預期朝向樂觀值 23.99。

捌、資料來源

- 長榮航空官網 <http://www.evaair.com/zh-tw/index.html>
- 中華航空官網
<http://www.china-airlines.com/ch/index.html>
- 鉅亨網 <http://www.cnyes.com/>
- 宏遠證券
<http://www.honsec.com.tw/HWweb/Content.Files/Securities.Files/Mainframe/index.aspx>
- 群益金融網 <http://www.capital.com.tw/>
- 台經院產經資料庫 <http://tie.tier.org.tw/>
- TEJ 經濟新報資料庫
- 中央銀行 <http://www.cbc.gov.tw/mpl.html>
- 奇摩股市 <http://tw.stock.yahoo.com/>
- 行政院經濟建設委員會
<http://www.cepd.gov.tw/ml.aspx?sNo=0008704>