

台灣高鐵(2633.TW/2633 TT)

營收創新高

未評等

收盤價 September 20 (NT\$)	30.15
12 個月目標價 (NT\$)	N/A
前次目標價 (NT\$)	N/A
維持 / 調升 / 調降 (%)	N/A
上漲 / 下跌空間 (%)	N/A

焦點內容

高鐵 2023 年前 8 月營收達 328 億元，除較 2022 年前 8 月大幅成長 48.7% 外，也較疫情前高峰 2019 年前 8 月成長 4.1%。

交易資料表

市值：(NT\$bn/US\$mn)	169.7 / 5,309
流通在外股數 (百萬股)：	5,628
外資持有股數 (百萬股)：	601
3M 平均成交量 (百萬股)：	2.85
52 週股價 (低 \ 高) (NT\$)：	27.35 – 33.30

股價表現	3M	6M	12M
絕對表現 (%)	-7	2.2	4.1
相對表現 (%)	-3.2	-5	-9.5

每股盈餘

NT\$	1Q	2Q	3Q	4Q
2021	0.24	0.09	0.15	0.16
2022	0.10	0.05	0.23	0.29
2023	0.38	0.29	N.A.	N.A.

股價圖



資料來源：TEJ

重要訊息

高鐵 2023 年前 8 月營收達 328 億元，除較 2022 年前 8 月大幅成長 48.7% 外，也較疫情前高峰 2019 年前 8 月成長 4.1%。

評論及分析

2023 年營收已超過疫情前： 高鐵 2023 年前 8 月營收達 328 億元，除較 2022 年前 8 月大幅成長 48.7% 外，也較疫情前 2019 年前 8 月成長 4.1%。營收大幅成長主要仍在疫後搭車需求爆發，而觀察高鐵重要營運指標來看，1H23 的日均旅客數達 17-18 萬人、發車班次每季達 1.37 萬次及搭載率達 69-70%，均已超過疫情前 2019 年同期數字。雖往年 9 月及 11 月為營運淡季，但在 9、10 月有中秋及國慶連假，及 12 月為傳統旺月，9-12 月單月營收將可維持 40-42 億元，市場預估 2023 年營收可年增近 38% 至 493 億元。

2024 年營收仍可維持 3-5% 成長： 雖高鐵營收於 2023 年創新高，但預期 2024 年營收仍可維持 3-5%，主要原因：1、搭高鐵客群以商務、返鄉、旅遊及通勤為主，在 2024 年景氣較 2023 年回升，將增加商務及返鄉意願，而高鐵也持續增加刺激旅遊的多元方案，均有助 2024 年日均旅客數成長 3-5%。2、雖高鐵新訂的 12 組車箱，最快要至 2026 年底才交第一組。但高鐵在 2024-2026 年期間仍可透過尖峰增加自由座車箱、非常態性增班、季節性增班、長期增班、延後及提高發車等，配合增加三班制維修團隊，可達到每年增加 3-5% 的運能。

規模經濟帶動營業利益持續成長： 高鐵 1H23 營收及稅後盈餘為 245 億元及 37.5 億元，年別年增 56% 及 349%，EPS 達 0.67 元。預期在 2H23 營收成長動能仍在，2023 年合併營收可年增 32-33%，且在規模經濟顯現使營業利益率可提高至 43-44%，雖 2H23 平準基金提列高於 1H23，但 2023 年稅後盈餘仍可達 83-84 億元，EPS 可達 1.2-1.3 元。

投資建議

高鐵 2023 年營運已回到疫情前高峰，2024 年營收仍可維持 3-5% 的成長率。目前股價交易在 2023 的 EPS 23-25 倍(歷史區間 14-35x)。

投資風險

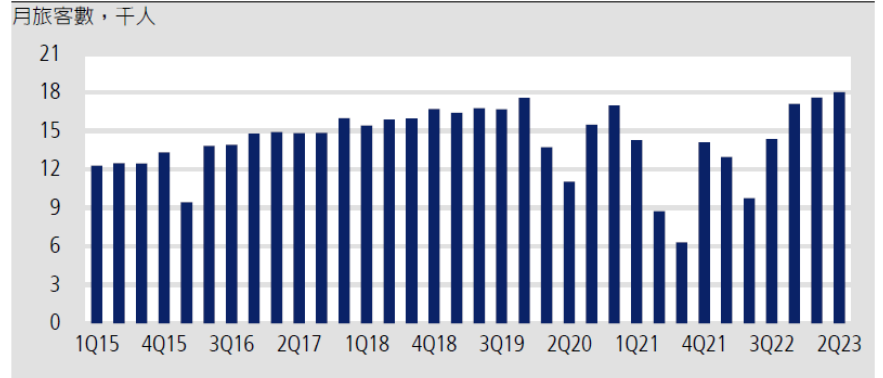
旅客成長不如預期。

主要財務數據及估值

	Dec-18A	Dec-19A	Dec-20A	Dec-21A	Dec-22A
營業收入 (NT\$百萬)	45,415	47,507	39,137	30,228	37,133
營業毛利 (NT\$百萬)	20,334	21,745	13,042	4,526	11,243
營業利益 (NT\$百萬)	19,145	20,512	11,807	3,318	9,920
稅後淨利 (NT\$百萬)	10,696	8,007	5,843	3,611	3,769
每股盈餘 (NT\$)	1.90	1.42	1.04	0.64	0.67
每股現金股利 (NT\$)	1.12	1.21	1.05	0.76	0.67
每股盈餘成長率 (%)	100.3	(25.1)	(27.0)	(38.2)	4.4
本益比 (x)	15.9	21.2	29.0	47.0	45.0
股價淨值比 (x)	2.4	2.4	2.4	2.5	2.5
EV/EBITDA (x)	15.5	14.5	19.6	28.3	20.2
淨負債比率 (%)	492.5	467.6	484.1	482.5	454.9
殖利率 (%)	3.7	4.0	3.5	2.5	2.2
股東權益報酬率 (%)	16.2	11.4	8.3	5.2	5.6

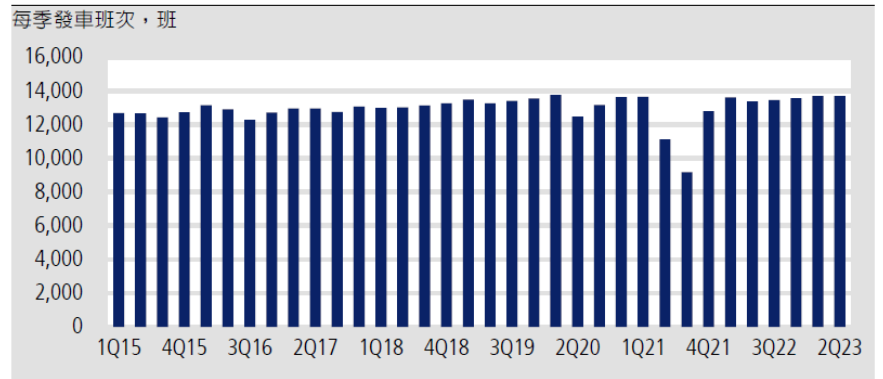
資料來源：公司資料，凱基

圖 1: 2023 年日均旅客數已超過 2019 年高峰數



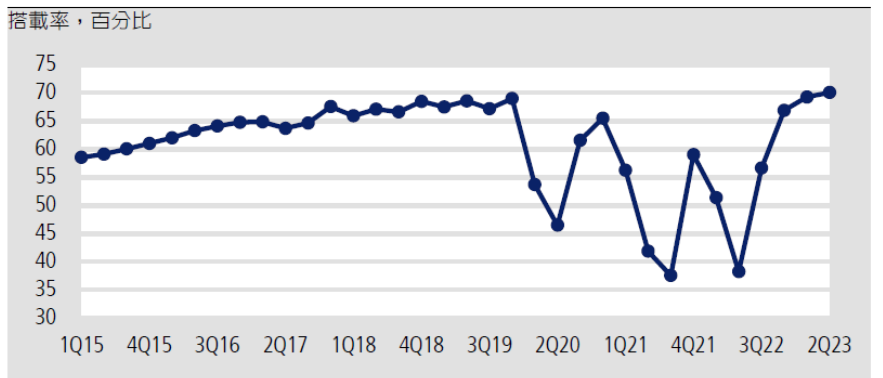
資料來源：高鐵

圖 2: 2023 年發車班次已超過疫情前



資料來源：高鐵

圖 3: 2023 年高鐵搭載率已超過疫情前



資料來源：高鐵

圖 4: 高鐵財務數字

NT\$mn	2019		2022		1H23	
	實際數	YoY (%)	實際數	YoY (%)	實際數	YoY (%)
營收	47,507	4.6	37,133	22.8	24,457	56.2
毛利	21,745	6.9	11,243	148.4	10,985	257.1
營業利益	20,512	7.1	9,920	199.0	10,226	313.7
稅後淨利	8,007	(25.1)	3,769	4.4	3,754	349.1
每股盈餘(NT\$)	1.42	(25.3)	0.67	4.7	0.67	346.7
毛利率 (%)	45.8	1.0 ppts	30.3	15.3 ppts	44.9	25.3 ppts
營業利益率 (%)	43.2	1.0 ppts	26.7	15.7 ppts	41.8	26.0 ppts
稅後淨利率 (%)	16.9	(6.7)ppts	10.2	(1.8)ppts	15.3	10.0 ppts

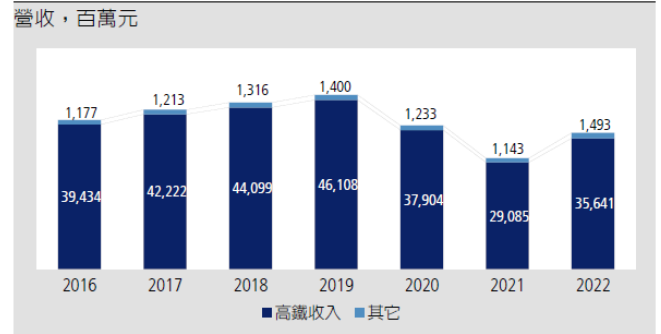
資料來源：Bloomberg, 凱基整理

圖 5: 公司概況

台灣高鐵成立於 1998 年，實收資本額為 560.5 億，營運特許權至 2068 年；2007 年 1 月起通車營運，主要業務為台灣西部幹線高速鐵路運輸，目前連結南港、台北、板橋、桃園、新竹、苗栗、台中、彰化、雲林、嘉義、台南、左營等 12 個站，串聯台灣西部走廊主要城市。2015 年實施財務解決方案後，2017、2018 年皆提前清償聯貸借款，財務結構持續改善。2022 年客運營收占比為 96%，其他業務(租金、販售收入)占比為 4%。

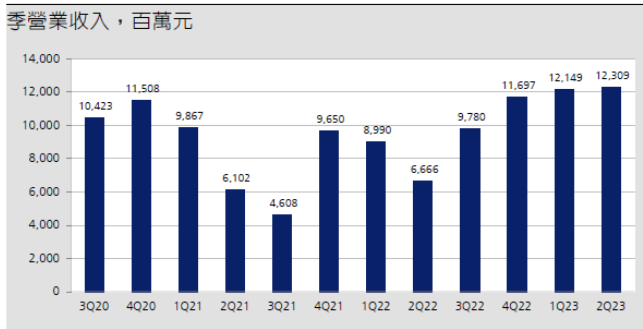
資料來源：台灣高鐵、凱基整理

圖 6: 高鐵客運營收占比達 96% 以上



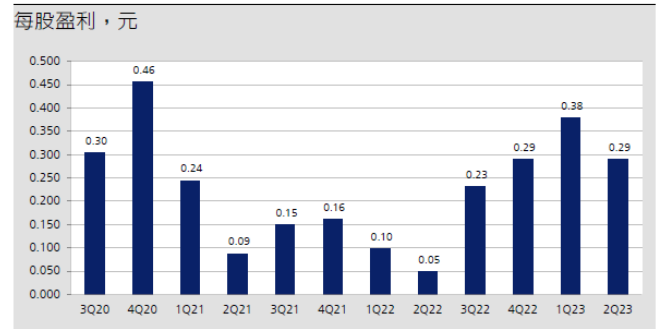
資料來源：台灣高鐵、凱基整理

圖 7: 季營業收入



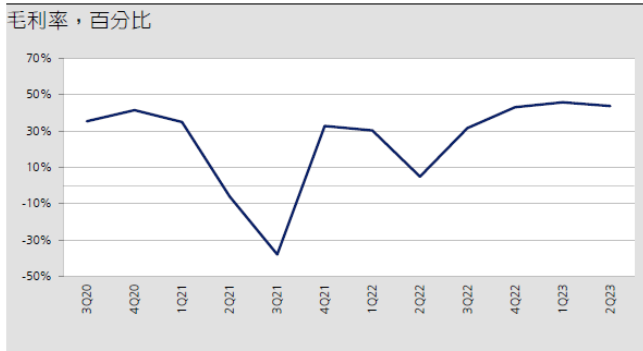
資料來源：凱基

圖 8: 每股盈利



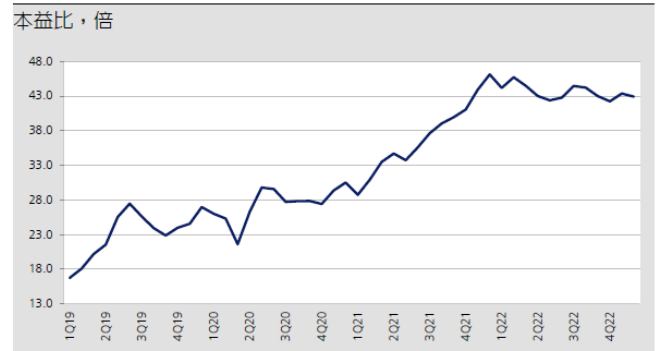
資料來源：凱基

圖 9: 毛利率



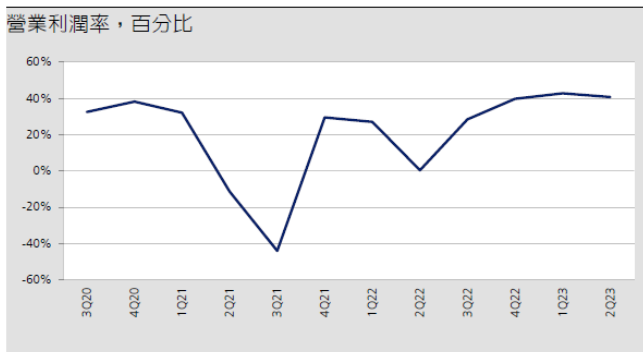
資料來源：凱基

圖 10: 本益比



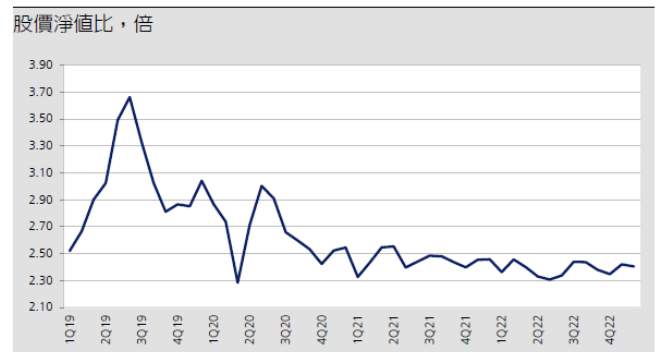
資料來源：凱基

圖 11: 營業利潤率



資料來源：凱基

圖 12: 股價淨值比



資料來源：凱基

損益表

損益表 (NT\$百萬)	季度								年度		
	Sep-21A	Dec-21A	Mar-22A	Jun-22A	Sep-22A	Dec-22A	Mar-23A	Jun-23A	Dec-20A	Dec-21A	Dec-22A
營業收入	4,608	9,650	8,990	6,666	9,780	11,697	12,149	12,309	39,137	30,228	37,133
營業成本	(6,353)	(6,480)	(6,250)	(6,330)	(6,674)	(6,637)	(6,568)	(6,904)	(26,095)	(25,702)	(25,890)
營業毛利	(1,745)	3,170	2,740	336	3,107	5,061	5,581	5,405	13,042	4,526	11,243
營業費用	(279)	(314)	(302)	(302)	(318)	(401)	(375)	(385)	(1,235)	(1,208)	(1,323)
營業利益	(2,024)	2,856	2,438	33	2,789	4,660	5,206	5,020	11,807	3,318	9,920
折舊	(54)	(55)	(56)	(55)	(56)	(57)	(57)	(57)	(212)	(219)	(223)
攤提	(3,509)	(3,521)	(3,294)	(3,362)	(3,375)	(3,382)	(3,310)	(3,347)	(13,963)	(14,040)	(13,413)
EBITDA	1,540	6,432	5,788	3,450	6,219	8,099	8,573	8,424	25,982	17,577	23,556
利息收入	26	39	37	42	45	80	103	97	135	95	205
投資利益淨額	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
其他營業外收入	21	89	-	4	9	7	-	9	262	120	20
總營業外收入	47	128	37	46	54	87	103	106	397	215	225
利息費用	(1,457)	(1,457)	(1,427)	(1,530)	(1,593)	(1,682)	(1,667)	(1,706)	(5,919)	(5,757)	(6,232)
投資損失	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
其他營業外費用	4,417	(407)	(347)	1,616	110	(1,026)	(1,007)	(1,439)	(865)	6,490	352
總營業外費用	2,960	(1,864)	(1,774)	86	(1,484)	(2,708)	(2,674)	(3,145)	(6,784)	732	(5,879)
稅前純益	983	1,120	702	166	1,359	2,039	2,635	1,981	5,419	4,266	4,266
所得稅費用[利益]	(145)	(215)	(144)	112	(51)	(413)	(509)	(353)	424	(655)	(496)
少數股東損益	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
非常項目稅後純益	838	905	558	278	1,308	1,626	2,127	1,627	5,843	3,611	3,769
非常項目	(0)	(0)	(0)	0	0	(0)	0	0	-	(0)	(0)
稅後淨利	838	905	558	278	1,308	1,626	2,127	1,627	5,843	3,611	3,769
每股盈餘 (NT\$)	0.15	0.16	0.10	0.05	0.23	0.29	0.38	0.29	1.04	0.64	0.67
獲利率 (%)											
營業毛利率	(37.9)	32.9	30.5	5.0	31.8	43.3	45.9	43.9	33.3	15.0	30.3
營業利益率	(43.9)	29.6	27.1	0.5	28.5	39.8	42.9	40.8	30.2	11.0	26.7
EBITDA Margin	33.4	66.6	64.4	51.8	63.6	69.2	70.6	68.4	66.4	58.1	63.4
稅前純益率	21.3	11.6	7.8	2.5	13.9	17.4	21.7	16.1	13.8	14.1	11.5
稅後純益率	18.2	9.4	6.2	4.2	13.4	13.9	17.5	13.2	14.9	11.9	10.2
季成長率 (%)											
營業收入	(24.5)	109.4	(6.8)	(25.9)	46.7	19.6	3.9	1.3			
營業毛利	387.1		(13.6)	(87.7)	825.3	62.9	10.3	(3.2)			
營業收益增長	194.2		(14.6)	(98.6)	8241.5	67.1	11.7	(3.6)			
EBITDA	(46.5)	317.8	(10.0)	(40.4)	80.3	30.2	5.8	(1.7)			
稅前純益	(1.6)	13.9	(37.4)	(76.4)	719.2	50.0	29.3	(24.8)			
稅後純益	69.9	8.0	(38.4)	(50.2)	370.7	24.3	30.8	(23.5)			
年成長率 (%)											
營業收入	(55.8)	(16.1)	(8.9)	9.2	112.2	21.2	35.1	84.7	(17.6)	(22.8)	22.8
營業毛利	(147.2)	(33.7)	(20.8)			59.6	103.7	1509.8	(40.0)	(65.3)	148.4
營業收益	(159.6)	(35.2)	(23.2)			63.1	113.5	14914.6	(42.4)	(71.9)	199.0
EBITDA	(77.8)	(19.2)	(14.0)	19.9	304.0	25.9	48.1	144.2	(24.7)	(32.4)	34.0
稅前純益	(38.9)	(54.0)	(39.7)	(83.4)	38.2	82.0	275.6	1093.7	(30.3)	(21.3)	0.0
稅後純益	(51.0)	(64.7)	(59.4)	(43.7)	56.1	79.5	281.1	485.7	(27.0)	(38.2)	4.4

資料來源：公司資料，凱基

資產負債表

NT\$百萬	Dec-18A	Dec-19A	Dec-20A	Dec-21A	Dec-22A
資產總額	433,057	443,060	427,567	427,907	400,540
流動資產	22,797	42,710	38,621	49,974	32,137
現金及短期投資	7,275	16,602	15,870	21,619	16,559
存貨	2,029	2,056	2,069	2,346	2,426
應收帳款及票據	506	333	218	666	414
其他流動資產	12,987	23,719	20,464	25,343	12,738
非流動資產	410,261	400,349	388,946	377,933	368,403
長期投資	-	-	-	-	-
固定資產	98	125	110	109	129
什項資產	410,162	400,224	388,836	377,824	368,275
負債總額	363,644	371,982	357,480	360,129	333,250
流動負債	13,814	13,279	7,067	30,026	28,950
應付帳款及票據	274	256	275	533	404
短期借款	8,866	842	599	23,048	22,393
什項負債	4,674	12,180	6,193	6,445	6,153
長期負債	349,830	358,703	350,413	330,103	304,300
長期借款	339,930	347,804	339,340	325,570	300,246
其他負債及準備	9,900	10,452	10,551	4,139	3,815
股東權益總額	69,413	71,077	70,087	67,778	67,290
普通股股本	56,283	56,283	56,283	56,283	56,283
保留盈餘	11,557	12,152	10,360	7,470	6,622
少數股東權益	-	-	-	-	-
優先股股東資金	-	-	-	-	-

主要財務比率

	Dec-18A	Dec-19A	Dec-20A	Dec-21A	Dec-22A
年成長率					
營業收入	4.6%	4.6%	(17.6%)	(22.8%)	22.8%
營業收益增長	7.8%	7.1%	(42.4%)	(71.9%)	199.0%
EBITDA	4.0%	4.8%	(24.7%)	(32.4%)	34.0%
稅後純益	100.3%	(25.1%)	(27.0%)	(38.2%)	4.4%
每股盈餘成長率	100.3%	(25.1%)	(27.0%)	(38.2%)	4.4%
獲利能力分析					
營業毛利率	44.8%	45.8%	33.3%	15.0%	30.3%
營業利益率	42.2%	43.2%	30.2%	11.0%	26.7%
EBITDA Margin	72.5%	72.6%	66.4%	58.1%	63.4%
稅後純益率	23.6%	16.9%	14.9%	11.9%	10.2%
平均資產報酬率	2.5%	1.8%	1.3%	0.8%	0.9%
股東權益報酬率	16.2%	11.4%	8.3%	5.2%	5.6%
穩定 \ 償債能力分析					
毛負債比率 (%)	502.5%	490.5%	485.0%	514.4%	479.5%
淨負債比率	492.5%	467.6%	484.1%	482.5%	454.9%
利息保障倍數 (x)	2.1	2.2	1.9	1.7	1.7
利息及短期債保障倍數 (x)	0.0	0.2	(0.1)	(0.1)	(0.1)
Cash Flow Int. Coverage (x)	4.0	4.4	(0.3)	4.7	1.6
Cash Flow/Int. & ST Debt (x)	1.7	3.9	(0.2)	0.9	0.3
流動比率 (x)	1.7	3.2	5.5	1.7	1.1
速動比率 (x)	1.5	3.1	5.2	1.6	1.0
淨負債 (NT\$百萬)	341,848	332,375	339,287	326,998	306,080
每股資料分析					
每股盈餘 (NT\$)	1.90	1.42	1.04	0.64	0.67
每股現金盈餘 (NT\$)	4.66	5.07	(0.27)	4.78	1.75
每股淨值 (NT\$)	12.33	12.63	12.45	12.04	11.96
調整後每股淨值 (NT\$)	12.33	12.63	12.45	12.04	11.96
每股營收 (NT\$)	8.07	8.44	6.95	5.37	6.60
EBITDA/Share (NT\$)	5.85	6.13	4.62	3.12	4.19
每股現金股利 (NT\$)	1.12	1.21	1.05	0.76	0.67
資產運用狀況					
資產周轉率 (x)	0.10	0.11	0.09	0.07	0.09
應收帳款周轉天數	4.1	2.6	2.0	8.0	4.1
存貨周轉天數	29.5	29.1	29.0	33.3	34.2
應付帳款周轉天數	4.0	3.6	3.9	7.6	5.7
現金轉換周轉天數	29.6	28.1	27.2	33.8	32.6

資料來源：公司資料，凱基

損益表

NT\$百萬	Dec-18A	Dec-19A	Dec-20A	Dec-21A	Dec-22A
營業收入	45,415	47,507	39,137	30,228	37,133
營業成本	(25,081)	(25,763)	(26,095)	(25,702)	(25,890)
營業毛利	20,334	21,745	13,042	4,526	11,243
營業費用	(1,189)	(1,233)	(1,235)	(1,208)	(1,323)
營業利益	19,145	20,512	11,807	3,318	9,920
總營業外收入	134	179	397	215	225
利息收入	107	163	135	95	205
投資利益淨額	-	-	-	-	-
其他營業外收入	27	16	262	120	20
總營業外費用	(11,967)	(12,916)	(6,784)	732	(5,879)
利息費用	(6,618)	(6,455)	(5,919)	(5,757)	(6,232)
投資損失	-	-	-	-	-
其他營業外費用	(5,348)	(6,461)	(865)	6,490	352
稅前純益	7,312	7,775	5,419	4,266	4,266
所得稅費用[利益]	3,385	232	424	(655)	(496)
少數股東損益	-	-	-	-	-
非常項目	-	0	(0)	(0)	(0)
稅後淨利	10,696	8,007	5,843	3,611	3,769
EBITDA	32,921	34,513	25,982	17,577	23,556
每股盈餘 (NT\$)	1.90	1.42	1.04	0.64	0.67

現金流量

NT\$百萬	Dec-18A	Dec-19A	Dec-20A	Dec-21A	Dec-22A
營運活動之現金流量	26,217	28,546	(1,532)	26,876	9,827
本期純益	10,696	8,007	5,843	3,611	3,769
折舊及攤提	13,776	14,001	14,176	14,259	13,636
本期運用資金變動	(235)	106	143	(454)	40
其他營業資產及負債變動	1,979	6,432	(21,693)	9,460	(7,618)
投資活動之現金流量	(4,356)	(12,761)	821	(8,826)	7,467
投資用短期投資出售[新購]	-	-	-	-	-
本期長期投資變動	-	-	-	-	-
資本支出淨額	(26)	(67)	(30)	(36)	(47)
其他資產變動	(4,330)	(12,694)	851	(8,790)	7,514
自由現金流	27,781	21,365	13,055	2,537	8,983
融資活動之現金流量	(22,101)	(6,462)	(14,909)	2,918	(22,349)
短期借款變動	105	(80)	(9)	(40)	(11)
長期借款變動	(18,000)	-	(8,000)	(6,000)	(25,000)
現金增資	-	-	-	-	-
已支付普通股股息	(4,221)	(6,304)	(6,811)	(5,910)	(4,266)
其他融資現金流	15	(79)	(90)	14,868	6,928
匯率影響數	(0)	0	(0)	(0)	(6)
本期產生現金流量	(240)	9,324	(15,620)	20,968	(5,061)

投資回報率

	Dec-18A	Dec-19A	Dec-20A	Dec-21A	Dec-22A
1 - 營業成本/營業收入					
- 銷管費用/營業收入	2.6%	2.6%	3.2%	4.0%	3.6%
= 營業利益率	42.2%	43.2%	30.2%	11.0%	26.7%
1 / (營業運用資金/營業收入)	0.2	0.3	0.4	0.7	0.2
+ 淨固定資產/營業收入	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
+ 什項資產/營業收入	0.0	0.0	0.1	0.1	0.1
= 資本周轉率	3.5	3.0	2.1	1.3	3.3
營業利益率	42.2%	43.2%	30.2%	11.0%	26.7%
x 資本周轉率	3.5	3.0	2.1	1.3	3.3
x (1 - 有效現金稅率)	146.3%	103.0%	107.8%	84.7%	88.4%
= 稅後 ROIC	218.8%	132.8%	68.9%	11.9%	78.1%

資料來源：公司資料，凱基

上述凱基分析員為證監會持牌人，隸屬凱基證券亞洲有限公司從事相關受規管活動，其及／或其有聯繫者並無擁有上述有關建議股份，發行人及／或新上市申請人之財務權益。

免責聲明

於本報告內所載的所有資料，並不擬提供予置身或居住於任何法律上限制凱基證券亞洲有限公司（「凱基」）或其關聯成員派發此等資料之司法管轄區的人士或實體使用。此等資料不構成向任何司法管轄區的任何人士或實體作出的任何投資意見、或發售的要約、或認購或投資任何證券或其他投資產品或服務的邀請、招攬或建議，亦不構成於任何司法管轄區用作任何上述的目的之資料派發。請特別留意，本報告所載的資料，不得在美國、或向美國人士（即美國居民或按照美國或其任何州、屬土或領土之法律成立的合夥企業或公司）或為美國人士之利益，而用作派發資料、發售或邀請認購任何證券。於本報告內的所有資料只作一般資料及參考用途，而沒有考慮到任何投資者的特定目的、財務狀況或需要。該等資料不擬提供作法律、財務、稅務或其他專業意見，因此不應將該等資料賴以作為投資專業意見。

部份凱基股票研究報告及盈利預測可透過 www.kgi.com.hk 取閱。詳情請聯絡凱基客戶服務代表。本報告的資料及意見乃源於凱基的內部研究活動。本報告內的資料及意見，凱基不會就其公正性、準確性、完整性及正確性作出任何申述或保證。本報告所載的資料及意見如有任何更改，凱基並不另行通知。凱基概不就因任何使用本報告或其內容而產生的任何損失承擔任何責任。本報告亦不存有招攬或邀約購買或出售證券及／或參與任何投資活動的意圖。本報告只供備閱，並不能在未經凱基書面同意下，擅自以任何方式轉發、複印或發佈全部或部份內容。凱基集團成員公司或其關聯人可提供服務予本文所提及之任何公司及該等公司之關聯人。凱基集團成員公司、其關聯人及其董事、高級人員及僱員可不時就本報告所涉及的任何證券持有倉。