

航太 (航太軍工不分家) 產業簡報

擺脫空難 及 疫情，苦盡甘來

國防自主 及 台美軍工合作，推升航太展望

但 請避開無人機題材 (後續，不確定性高)

航太(製造業)：生產飛機； 航空(服務業)：以飛機載運客貨； 兩者截然不同

報告人：林奕頌

日期：2023.04.11

宏遠投顧母公司宏遠證券為
證券櫃檯買賣中心掛牌交易公司(代碼6015)

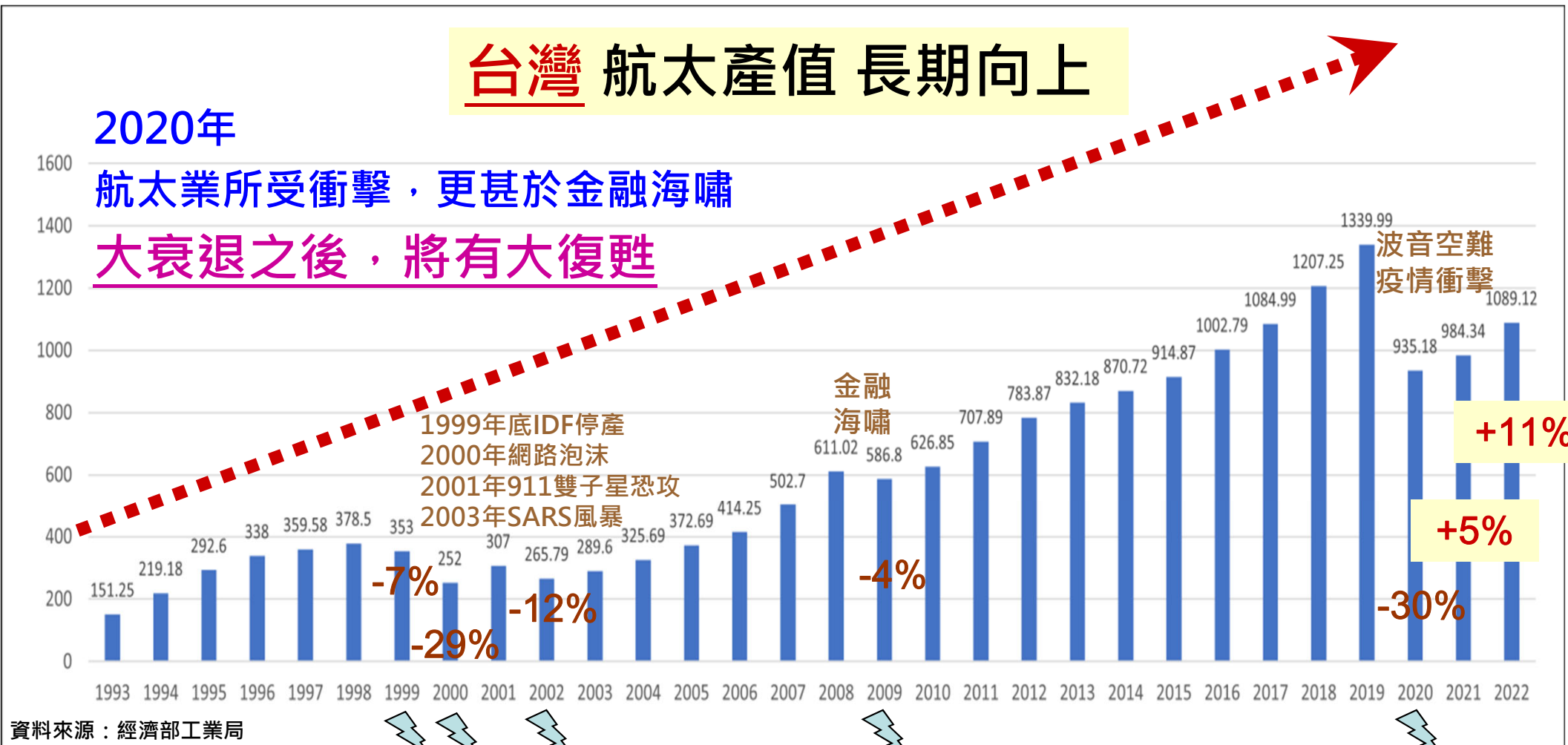
航太產業長期上升(1)

台灣 航太產值 長期向上

2020年

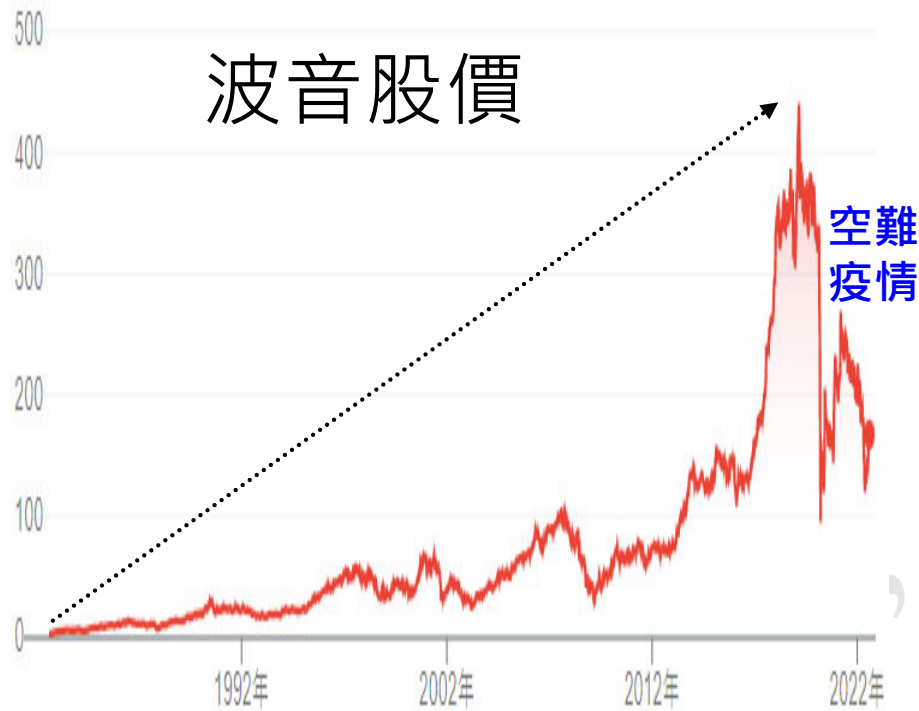
航太業所受衝擊，更甚於金融海嘯

大衰退之後，將有大復甦



從歷史經驗可知，正常情況下 (疫情前)，航太產業長期成長。

航太產業長期上升(2)



2019年 波音737MAX空難 及 2020年 新冠疫情 前，
波音及空巴股價長期上漲，反映航太產業長期成長趨勢。

僅供參考，不得轉傳

航太產業長期上升(3)

Gross Domestic Product 2019-2041 CAGR	2.6%
Passenger Traffic 2019-2041 CAGR	3.6%
Freight Traffic 2019-2041 CAGR	3.2%
Beginning 2020 fleet in service (Pre-Covid)	22,880
2041 fleet in service	46,930

全球GDP
成長率

全球航空客運
成長率

全球航空貨運
成長率

全球商用機
數目

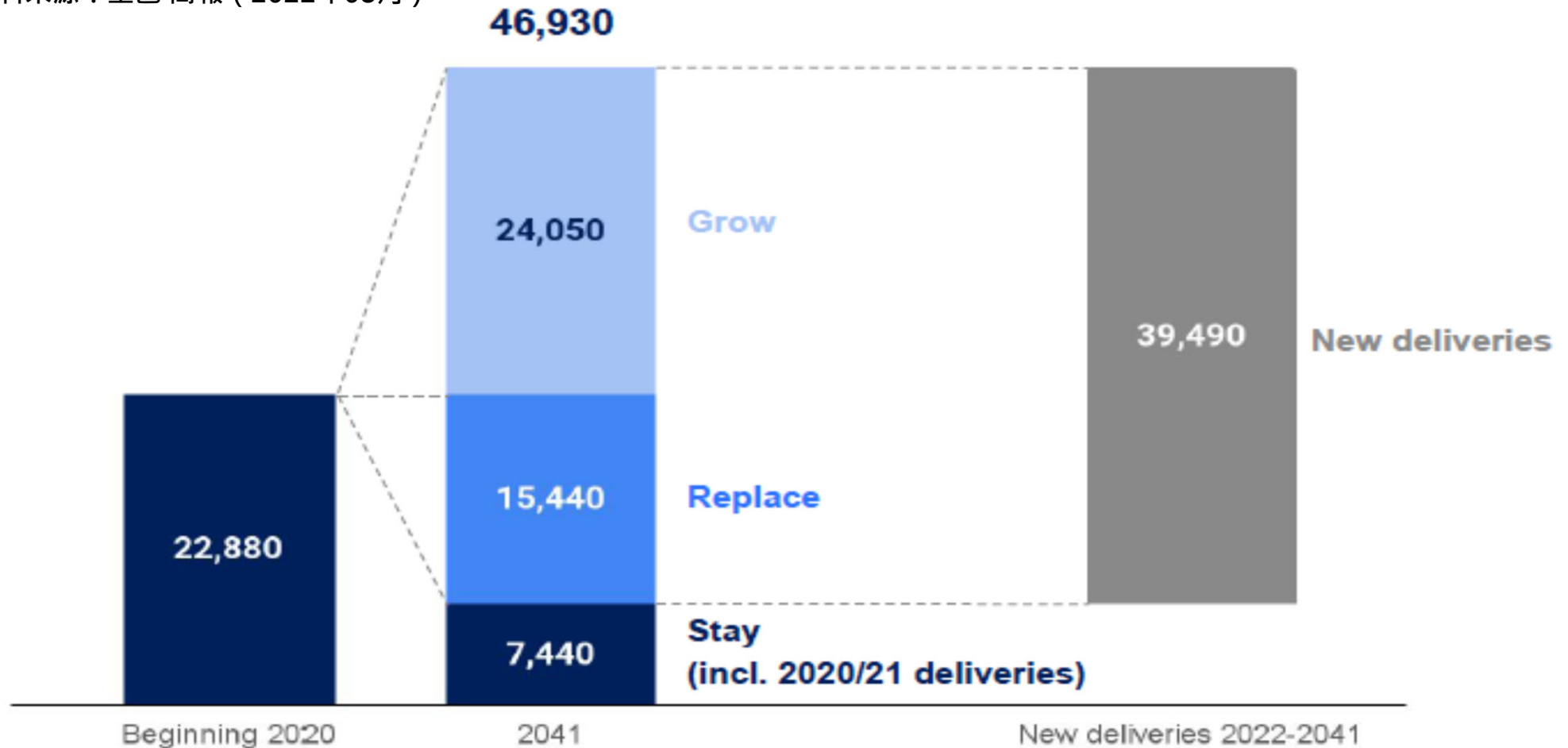
資料來源：空巴簡報 (2022年08月)

航太產業 未來20年長期成長。

航太產業長期上升(4)

Number of aircraft

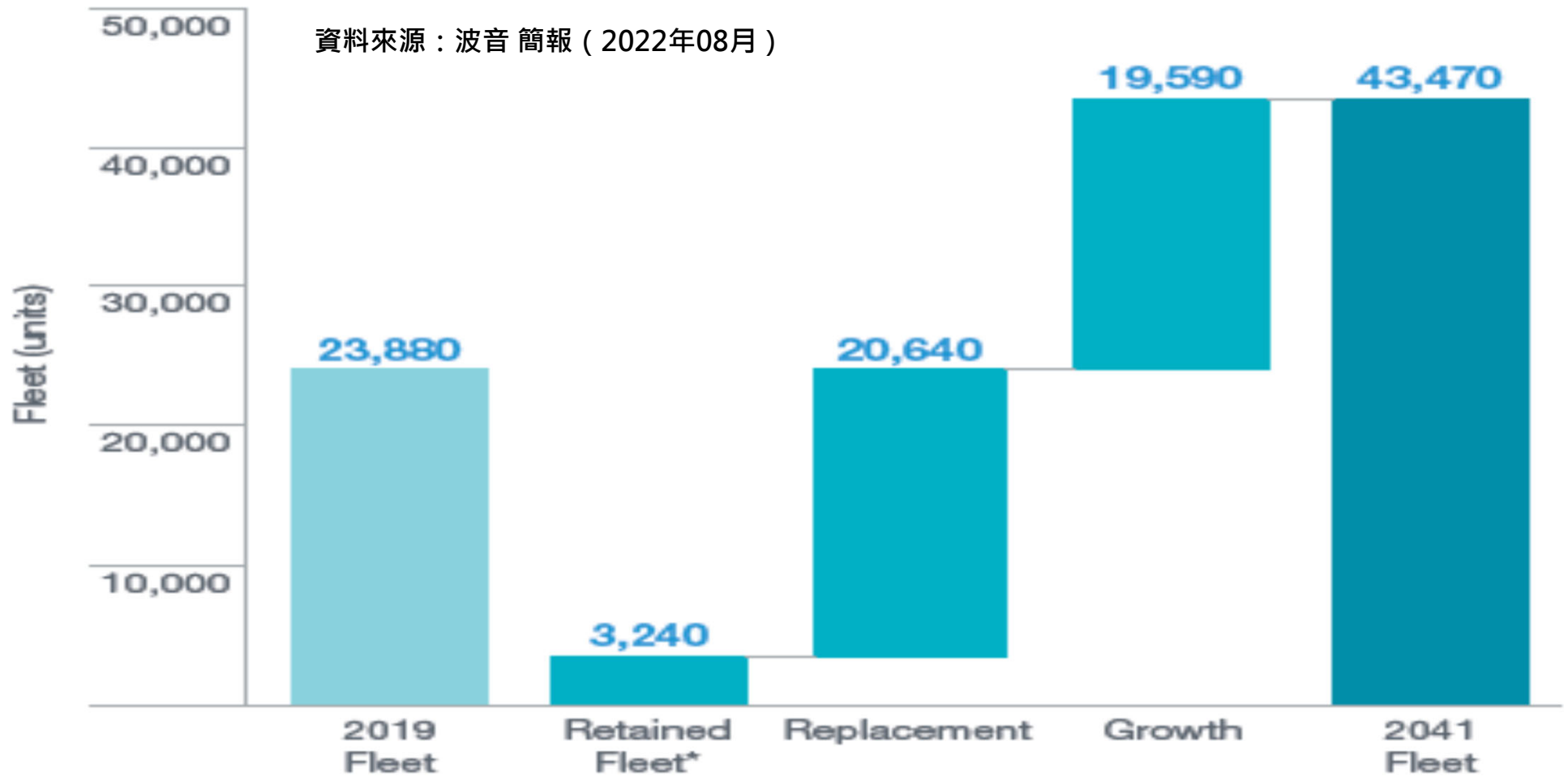
資料來源：空巴簡報（2022年08月）



僅供參考，不得轉傳

空巴預計未來20年，全球購置39,490架商用機（新增24,050架 + 汰換15,440架）

航太產業長期上升(5)



*Retained fleet includes 2020-21 deliveries

波音預計未來20年，全球購置40,230架商用機 (新增19,590架 + 汰換20,640架)

僅供參考，不得轉傳

打破上升循環1：波音737 MAX 空難

(1) 2018年10月 印尼獅子航空 波音737 MAX 8 空難

(2) 2019年03月 衣索比亞航空 波音737 MAX 8 空難

2019年，374架已交付的波音737 MAX客機均被 **停飛**；

新生產的737 MAX系列客機亦 **停止交付** 客戶。

2019年12月，波音 **執行長被解僱**。

2020年01月，波音公司

暫停生產 737 MAX。



打破上升循環1：波音737 MAX 空難

在2019年03月波音737 MAX 8 空難 發生前

波音及空巴掌握全球95%的商用機市場

波音是全球第1大飛機製造商，737 MAX 是波音主要訂單

2019年02月底，波音737 MAX 訂單 4,636 架 (相當於50家華航的飛機數量)

附註：波音737 屬於 單走道 窄體客機。

交不出去的 波音737
塞滿 機棚、跑道
只好放到 停車場



打破上升循環1：波音737 MAX 空難

波音股價 2019年 逆勢重挫：

2019年03月01日波音股價440.62元；道瓊指數26,026.32

2019年12月27日波音股價330.14元；道瓊指數28,645.26

波音 - 25%；道瓊指數 + 10%；空巴 + 17%。



僅供參考，不得轉傳

打破上升循環2：全球新冠疫情

2020年，全球新冠疫情大爆發：

航空客運因邊境封鎖而蕭條，新機需求大降（航空公司財務艱困，亦是原因）

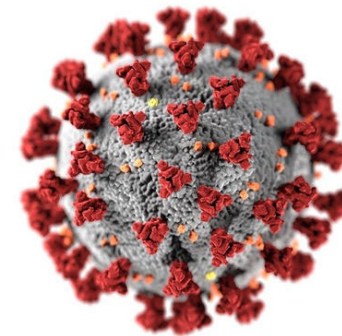
2018年，波音及空巴 合計交機 1,606架 商用飛機

2019年，波音及空巴 合計交機 1,243架，下滑23%(空難)

2020年，波音及空巴 合計交機 723架，下滑42%(疫情)

全球飛機大量停飛，相關的維修及零件汰換亦降低，

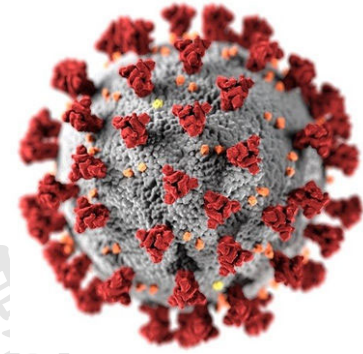
進一步衝擊 航太零組件供應鏈。



打破上升循環2：全球新冠疫情

波音及空巴股價 2020年 重挫：

2019年12月27日波音股價330.14元 ; 2020年底214.06元
2019年12月27日空巴股價133.28元 ; 2020年底 89.78元
2019年12月27日道瓊指數28,645.26 ; 2020年底30,606.48



波音 - 35% ; 空巴 - 33% ; 道瓊指數 + 7%



僅供參考，不得轉傳

打破上升循環3：波音787客機 暫停交付

2021年05月，因 結構缺陷 及 水平尾翼 等問題，基於安全考量，美國航空管理局(FAA)下令波音，暫停交付 787夢幻型客機。

波音目前 (2023年02月底) 尚有 515架 波音787客機 訂單。

附註：波音787 屬於 雙走道 廣體客機。



重回上升循環(1)

波音737 MAX 重回天空



2020年04月20日，波音重新開始 737MAX的生產工作。

2020年11月18日

美國聯邦航空總署宣布 波音737MAX復飛。

2021年01月27日

歐洲飛航安全局批准 波音737 MAX復飛。

2021年12月02日

中國民航局發布波音 737 MAX適航許可(尚未復飛)。

卡在 美中對峙 及 C919爭議

中國C919



重回上升循環(2)

全球邊境解封

IATA 預估 (2022年12月報告) 全球航空客運量，相較 疫情前 2019年：

各國境內航空客運：2023年達2019年的95%；2024年達107%。

全球跨國航空客運：2023年達2019年的80%；2025年達104%。

附註：(1) 境內 客運：2022年 ~ 2025年，82%、95%、107%、117%。

(2) 跨國 客運：2022年 ~ 2025年，66%、80%、92%、104%。

以 境內客運 為主的航空公司會比較賺錢；以 跨國客運 為主的航空公司疑慮較大。

原本 極度強調清零 的 中國，2023年1月8日 開放邊境。

重回上升循環(2)

中國遲至 2023年01月08日 才重開邊境

但 無妨 空巴訂單 提前 爆發 (由於美中衝突，中國傾向購買空巴客機)

2022年07月01日

中國 拋出372億美元 的 292架 空巴飛機訂單

2022年11月04日，中國航空器材與空巴，簽140架飛機訂
單，總價值170億美元。

重回上升循環(3)

2022年08月恢復 波音787 夢幻客機 的交付

美國聯邦航空總署FAA批准恢復交付 787 夢幻客機

波音 2022年08月10 日 交付

自 2021 年 05 月以來首架 787 客機給美國航空。

目前 (2023年02月底) 波音尚有 515 架 787 客機 訂單 等待交付。

僅供參考，不得轉傳

波音及空巴交機數 持續回升

波音及空巴的交機數變化：

2018年，合計交機 1,606架 商用飛機。

2019年，合計交機 1,243架，下滑23%。

2020年，合計交機 723架，下滑42%。

2021年，合計交機 951架，成長32%。

2022年，合計交機 1,141架，成長20%。



擺脫空難及疫情

附註1：2022年，波音交機 480架，空巴交機 661架。

附註2：LEAP引擎供應不足 及 零組件供應鏈尚未完全恢復，壓低2022年交機數的成長速度。

附註3：全球解封，客機大量重回天空，進廠維修及零組件需求大增，壓縮新機的生產速度。

引擎不足 等 供應鏈問題， 卡住 交機數

2022年8月25日新聞標題：

引擎供應不足 波音擬動用庫存維持 737 MAX 交付

內容：

737 MAX在2020年12月重新啟動交付後，仍有庫存，約一半預定交付給中國客戶；但中國管理機構仍未重新認可 737 MAX 飛行（卡在 美中對峙 及 C919爭議）。

波音因新引擎供應不足，打算從已完成組裝的737 MAX 庫存（原本要交給中國客戶），拆下LEAP引擎，用於其他客戶的新機組裝。

LEAP引擎 2023年 交付數量 大幅成長

CFM公司 商用飛機主流 LEAP引擎 交付數量：

2018年，交付 1,118 具 LEAP 引擎。

2019年，交付 1,736 具，成長55%。

2020年，交付 815 具，下滑53%。

2021年，交付 952 具，成長17%。

2022年，交付 1,136 具，成長19%。

2022年 波音 及 空巴 交機 1,141架，成長 20%。

2022年 LEAP 引擎 交付 1,136具，成長 19%；兩者密切相關

2023年，估計交付 1,700 具，成長50%。



附註：漢翔 2023年 04月 公開在媒體表示在 發動機 方面，已經接下很大的訂單。

波音 及 空巴 待交訂單量 龐大

截至2023年02月底

波音 待交機訂單數量 4,559 架。

空巴 待交機訂單數量 7,297 架。

2022年，波音交機 480 架；空巴交機 661 架。

目前訂單總數 11,856 架 ($4,559 + 7,297 = 11,856$)，

相當於2022年交機數 1,141 架的 10.4 倍。

航太產業 訂單能見度很高。

僅供參考，不得轉傳

主力機型 大幅成長 ； 航太供應鏈 利多

空巴 主力機型 A320 (含A321) (佔空巴訂單83%=6,046 / 7,297) ；
2022年 平均 每月 交機 40 架 (2022年合計 479架)
2024年 預計 每月 生產 65 架
未來 兩年 成長 63% 。

波音 主力機型 737 MAX (佔波音訂單79%=3,611 / 4,559) ；
2022年 平均 每月 交機 32 架 (2022年合計386架)
2025 ~ 2026年 預計 每月 生產 65架
未來 三~四年 成長 103% 。

附註：空巴及波音的 預計產能數字 常常調整。

中國 C919客機 尚不足為慮

C919客機：

由中國商用飛機公司研製，屬於168 ~ 190人座級窄體客機，專為短程到中程的航線設計。

預計2027年 C919客機 年產能 拉升至 每年 150架。

附註：目前 實際產能 僅是 個位數。

相較 波音及空巴 2022年 合計 交機 1,141架；

150架產能 僅佔 13%；更何況

C919 關鍵零組件 幾乎 都來自於 非中國 航太供應鏈。

僅供參考，不得轉傳

中國 C919客機 尚 無法 商業飛行

C919 驗證飛行 失敗

2023年2月1日，開始長達100小時驗證飛行的C919，

2日上午從上海虹橋機場飛到北京大興機場後，

左側引擎反推失效，後續 驗證飛行 都被取消，

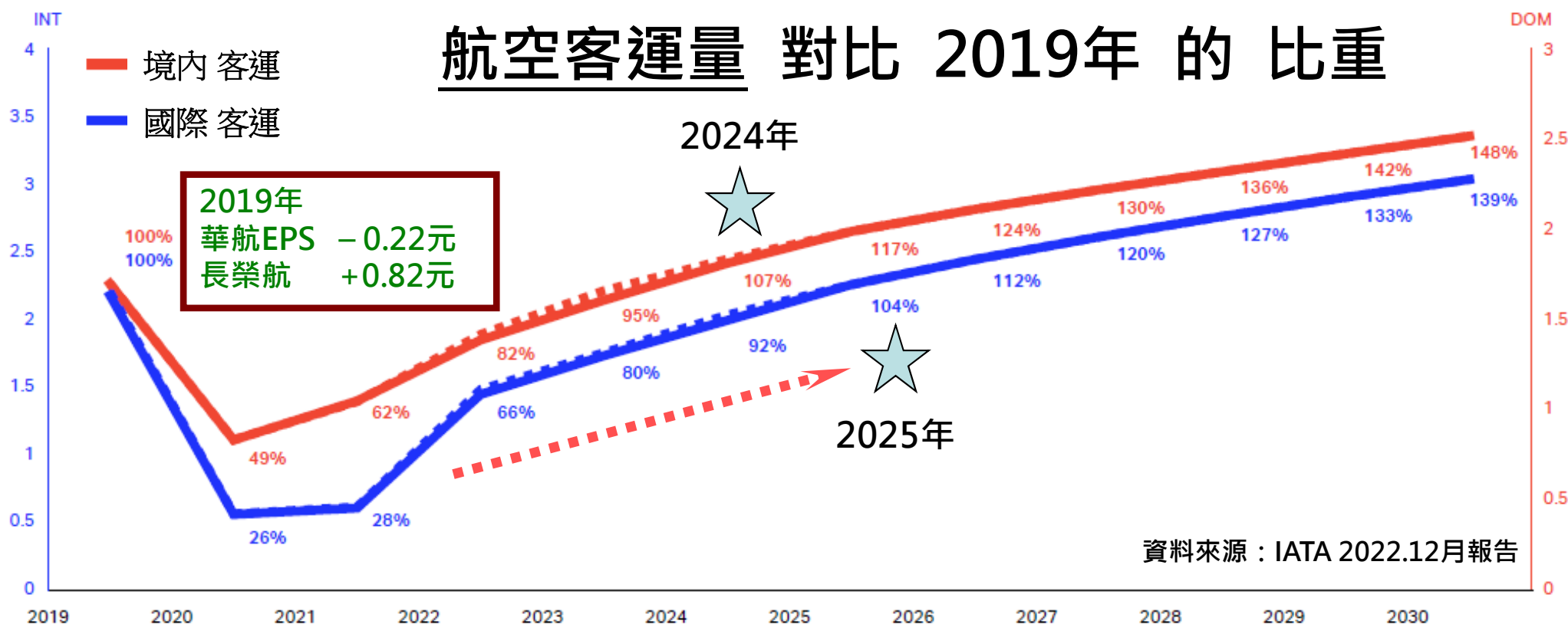
然而 東方航空 做為該架飛機 目前為止 唯一購買方，

卻對此事隻字不提；

商業化首航 能否成行，埋下隱憂。

僅供參考，不得轉傳

解封後，維修及零件汰換 需求上升



不管航空公司賺不賺錢，只要 飛機有飛
基於飛安，就是需要 維修保養 跟 零件汰換
長期獲利商機，在 航太，不是在航空

解封受惠者是 航太 不是 航空

全球解封，帶動 航太業 及 航空業 的復甦，但因產業特性
航太業 成為主要受惠者，航空業 則受惠有限：

航太業 特性：全球商用機市場，由波音及空巴掌握95%市場；相關航太供應鏈，考量飛安因素，價格競爭壓力小於其他產業，每個航太零組件僅約有 1~3 家供應商，航太市場具備 寡占 性質。

航空業 特性：全球航空客運市場，因 國際天空開放 的關係，國際航空客運市場，基本上，具備 完全競爭 的特質，沒有長期存在超額利潤的可能性。

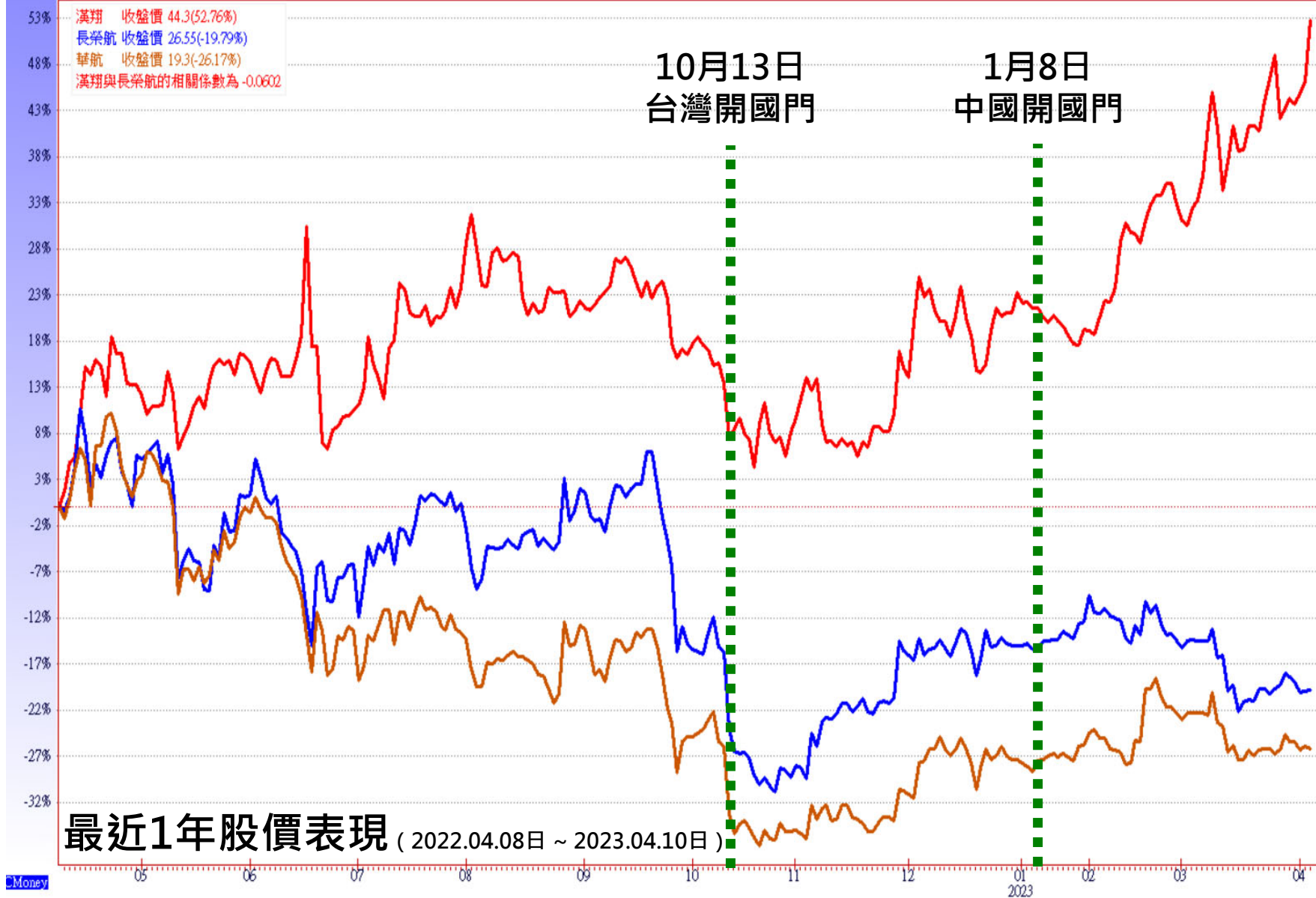
寡佔性質的產業（航太），復甦後，相關公司獲利恢復得很快。

完全競爭的產業（航空），復甦後，公司獲利仍將受制於競爭。

不管航空公司賺不賺錢，只要 飛機有飛，
基於飛安，就需要 維修保養 跟 零件汰換
長期獲利商機，在 航太，不是在航空。

解封受惠者是 航太 不是 航空

2023/04/10



僅供參考，不得轉傳

政府疫情薪資補助，讓台灣供應鏈擴大訂單

波音空難 及 新冠疫情，先後爆發，

航太供應鏈訂單大減，導致全球航太供應鏈 減產 及 裁員

航太 屬於 技術工，一旦，流失

要重新培養，需要很長的時間

台灣航太 供應鏈 得到 政府的 疫情薪資補助

得以 保留員工，不進行裁員

目前 全球航太景氣明顯回升

台灣航太 技術工 及 產能 較充裕，因此，取得更多訂單。

僅供參考，不得轉傳

產業復甦 明顯反映在 營收 上

航太 軍工 概念 族群	航太 種類	營業內容	3月營收；千元	YOY	1~3月營收	YOY
2634 漢翔	軍機 + 商用機	航太95%	4,063,752	71%	9,940,640	72%
3004 豐達科	商用機	航太82%	263,184	79%	696,479	64%
4536 拓凱		航太醫療8%	905,858	14%	2,757,522	26%
4541 晟田		航太45%	106,509	-14%	287,731	-5%
4572 駢龍		航太96%	71,011	40%	191,376	58%
5284 JPP KY 經實精密		航太28%	195,142	43%	560,596	45%
6829 千附精密		航太 10%	127,245	-26%	306,578	-39%
8222 寶一		航太100%	62,198	109%	161,645	66%
2630 亞航		維修	航太100%	尚未公告		
2645 長榮航太	航太100%		尚未公告			
5009 榮剛	航太原物料	航太17%	1,241,106	19%	3,317,519	26%
8033 雷虎	無人機	2024年量產無人機	83,632	-18%	254,605	5%

航太 比重高者 表現較佳

儘量選擇航太營收比重較高的公司：

台灣純粹做航太的公司不多，很多公司都是兼做航太，因此，在選股時，必須儘量選擇航太營收比重高的，如此，才能順利搭上航太產業的順風車。

另外，也要注意這些航太概念股，其他業務是否衰退，是否會嚴重侵蝕到航太事業的成長。

例如：6829千附精密，航太營收比重僅10%，另90%營收來自半導體設備，因此，2023年03月單月營收YoY – 26%，2023年前3個月營收YoY – 39%。

附註：SEMI 國際半導體產業協會，2023年03月22日下修全球晶圓廠設備支出總額，預計2023年下滑 22%。

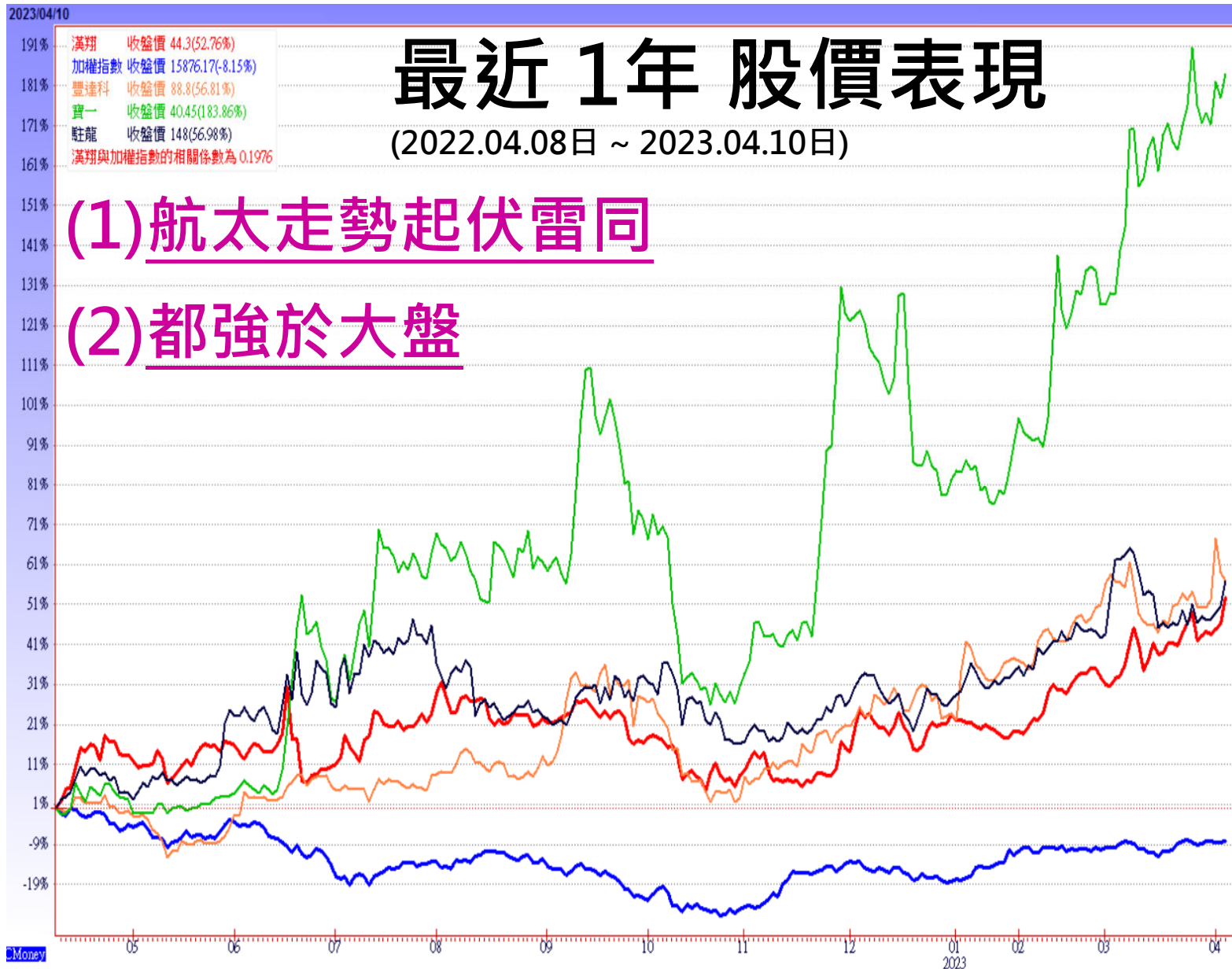
產業復甦 推升 毛利率

觀察 航太比重 較高 個股 毛利率，均出現回升：

個股毛利率	2018年	2019年波音空難	2020年全球疫情	2021年	2022年
2634漢翔	12.91%	13.35%	6.66%	7.46%	9.63%
3004豐達科	30.91%	30.13%	19.13%	11.65%	23.33%
8222寶一	19.11%	19.97%	8.22%	-8.47%	11.52%
4572駐龍	47.52%	47.78%	29.98%	34.83%	44.90%

目前毛利率仍明顯低於 疫情前 ([波音空難 及 全球疫情 之前](#))

產業復甦 帶動 股價的 相對強勢 表現



寶一 + 184%

駐龍 + 57%
豐達科 + 57%
漢翔 + 53%

加權指數 - 8%

僅供參考
不得轉傳

航太 選股：軍機 > 商用 > 維修 > 原材料

軍機 生產製造涉及國防機密，為保密，多由跟國防部密切配合的公司取得訂單（例如：漢翔最大股東是政府），類似於 獨門生意。

商用飛機 考量飛安因素，每項零組件頂多1~3家供應商，品質跟安全性是最大考量，價格反倒是其次，屬於 相對寡占 的生意。

維修 使用現成零組件進行汰換及保養，屬於 更多廠商介入的競爭生意。

原材料 經過原廠認證，就可供應，較無差異性。

假設以汽車來比喻：

軍機 像 生產 超跑 ；

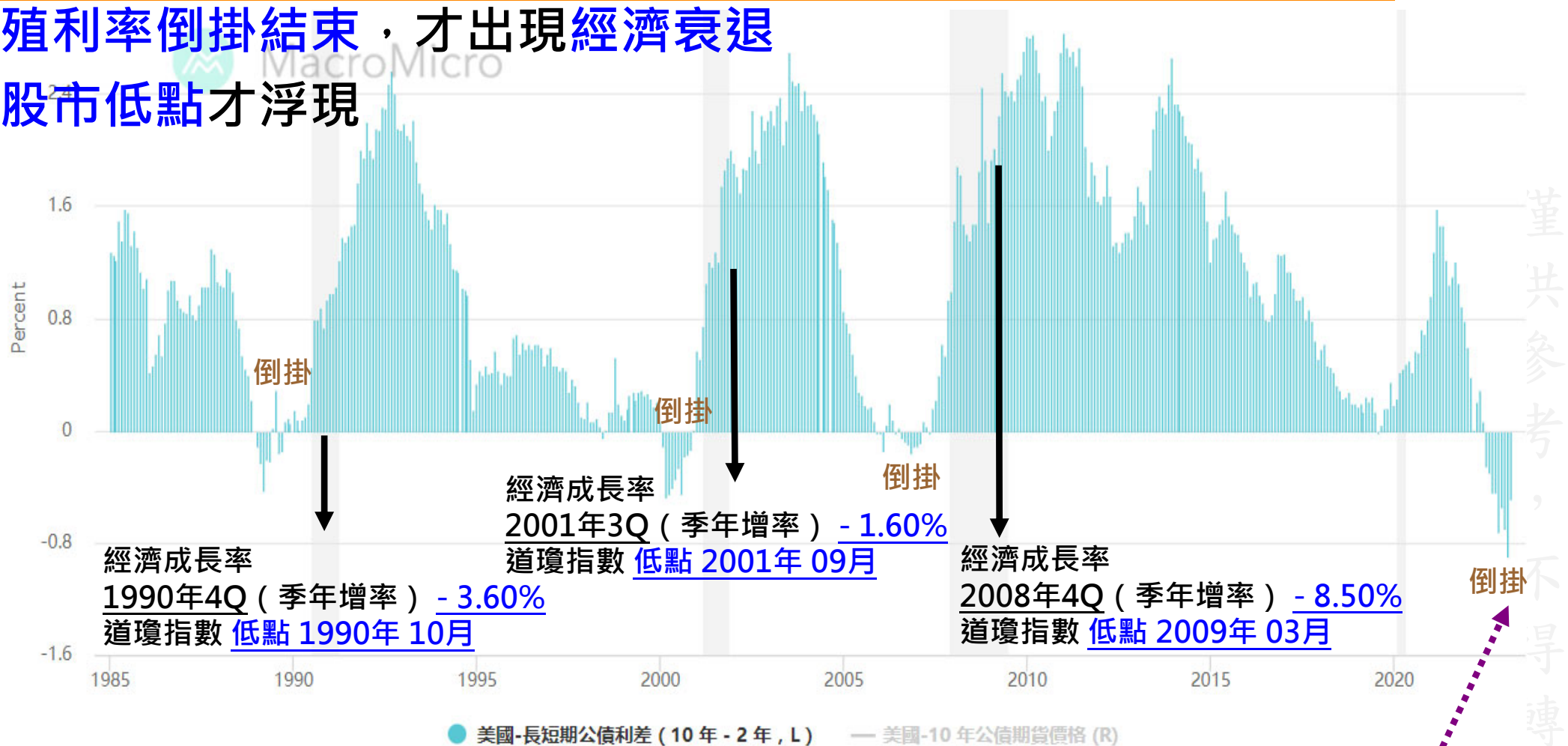
商用機 像 生產 普通汽車 ；

維修 像 路邊修車廠 ；

技術層次 高低 差異 很明顯。

殖利率倒掛，經濟衰退疑慮，可用航太避險

殖利率倒掛結束，才出現經濟衰退
股市低點才浮現



美國殖利率倒掛 (10年期公債利率 低於 2年期公債利率)

倒掛：1989年01月 ~ 1989年09月，共9個月；

倒掛：2000年02月 ~ 2000年10月，共9個月；

倒掛：2006年06月 ~ 2007年02月，共9個月；

倒掛：2022年07月 ~ 目前2023年03月，已9個月，時間會更長，幅度更大。

航太產業 三大特性，有助於抵抗 全球不景氣

航太產業 三大特性：

- (1) 進入門檻高
- (2) 產品生命週期 很長
- (3) 訂單能見度高

僅供參考，不得轉傳

航太特性 1：進入門檻高

航太產業進入門檻高：

航太產品，牽涉「飛安」，（一旦召回，天價賠償），認證嚴謹

航太公司，認證新產品，通常耗時1~3年

從沒有生產航太產品，到可量產航太產品，通常耗費10年以上。

附註：1架商用飛機，總共需要大約600萬個零部件組成。

各家航太供應鏈廠商，可以各自取得不同零件的認證，無須進行嚴重的殺價競爭。

電腦 中途故障，重新開機就可以

汽車 中途故障，路邊等拖吊就可以

飛機 中途故障，高機率會直接前往天堂

飛安

航太特性 2：產品生命週期很長

航太產業 產品生命週期 很長：

認證通過後，航太廠商產品過時的風險很小。

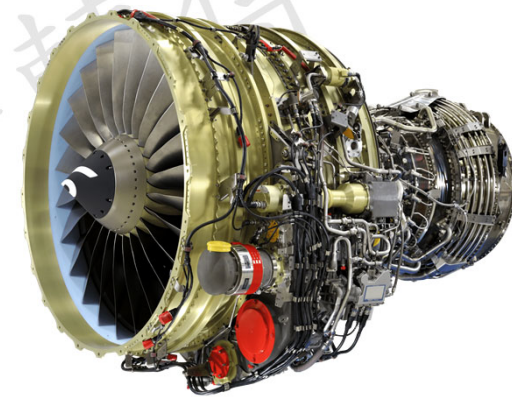
航太產品生命週期長：

以CFM 56發動機（引擎）為例。

1982年量產後，產品生命週期約39年。

航太產品的生產，可長可久；跟電子產品的高汰換，完全不同。

航太機器設備 過了會計攤提年限，實際上，仍在使用。



僅供參考，不得轉傳

航太特性 3：訂單能見度高

航太產品 訂單能見度 很高，較不受正常景氣波動影響：

航空公司 至少 會 提前 3~5年 下訂單，

訂單量很大，以取得較高折扣，交機時間將長達數年。

航太供應鏈 取得認證 後，至少會取得 3 ~ 5年 訂單。

僅供參考，不得轉傳

僅供參考

航太 適合 當作 空頭時期的 避風港

航太產業的三大特性，讓營運較不易受經濟波動影響：

飛機從下訂到交機，時間拉很長；

短期訂單的波動，攤算到數年的交機時間，多空影響都會被稀釋；

因此，航太業景氣，不會立即被全球景氣波動所衝擊；

擔心全球景氣走空的投資人，可將航太業當作避風港。

僅供參考，不得轉傳

全球 航太 軍工 不分家 ; 軍工展望 越來越強

三大轉變，將讓台股的軍工概念

從 題材 變成 長期趨勢

1. 台灣 追求 國防自主

(1) 國機國造

(2) 潛艦國造

(3) 國造飛彈

(4) 軍規 及 商規(民規) 無人機

2. 俄烏戰爭 推升 新冷戰 及 全球軍工補庫存

3. 美中對峙加劇，加速 台美 軍工合作

僅供參考，不得轉傳

台灣推動 國機國造(高教機)

總預算NT\$ 686億元高教機的每年交機進度 (合計66架) :

2021年交機數為 2架 ;

2022年交機數為 8架 ;

2023年交機數為 17架 ;

2024年交機數為 18架 ;

2025年交機數為 18架 ;

2026年交機數為 3架 。

交機高峰



附註：勇鷹號高教機，自製率55%，複合材料比重30%。

台灣推動 國機國造(新戰機) ， 醞釀新商機

空軍向立法院提出「下一代主力戰機報告」，

預計 2025年前，原型機公開亮相。

中科院2019年「自製下一代先進高性能戰機」關鍵技術研發計畫

「織女星計畫」：研發中型的渦輪扇動機；

「天使專案」：研發下一代高性能戰機航電與飛行控制系統；

「彈威專案」：研發高效益空射飛彈關鍵技術。

僅供參考，不得轉傳

台灣推動 國機國造(新戰機) ， 醞釀新商機

2022年10月26日新聞：

退輔會主委馮世寬指出：

漢翔公司早已進行國軍10年 軍機整建計畫；

新一代戰機，已進行風洞試驗，外型、結構都已設計好，

只剩下 發動機 及 可變噴嘴 。

中科院 院長 張忠誠 在立法院答詢時表示：

新一代戰機研發案正進行中，預計在2024年結案。

僅供參考，不得轉傳

第二階段織女星計畫 擬納 2024年 預算

2023年02月26日新聞：

「織女星計畫」為中科院所執行的 軍用發動機 科研案。
在國安高層指示下，
軍方將重新建案 第二階段的「織女星計畫」，
這項研究預計規模高達 近 百億元，
預計 納入2024年度預算，規畫分5年編列後，正式啟動。

僅供參考，不得轉傳

僅供參考

台灣 國防自主 邁大步



2 雄風2E
巡弋飛彈
射程1000km
(示意圖)

3 萬劍
遠攻飛彈
射程240km

4 雄風3
反艦飛彈
射程120-150km



5 天弓3
防空飛彈
射程150km

6 雄風2
反艦飛彈
射程100-120km



更多圖解新聞
資料來源 / CSIS、龔家政
圖 / 軍聞社、國防部、中科院網頁、本報資料照片
聯合報
製表 / 政治組 編輯 / 須冠達 視覺 / 陳莞晴 2022.12.13製表

台灣雲峰飛彈 可打到北京



2020年在台中成立
F-16 後勤維修中心

美國唯一在亞洲授權
的後勤維修中心

漢翔等11家台廠，已
有超過百項零組件可
在地維修

國造潛艦小檔案

潛艦排水量 2500噸以上 潛艦型式 柴油潛艦

全長 70公尺 全寬 8公尺

武器裝備

MK-48 Mod6 AT重型魚雷、
潛射型UGM-84魚叉飛彈

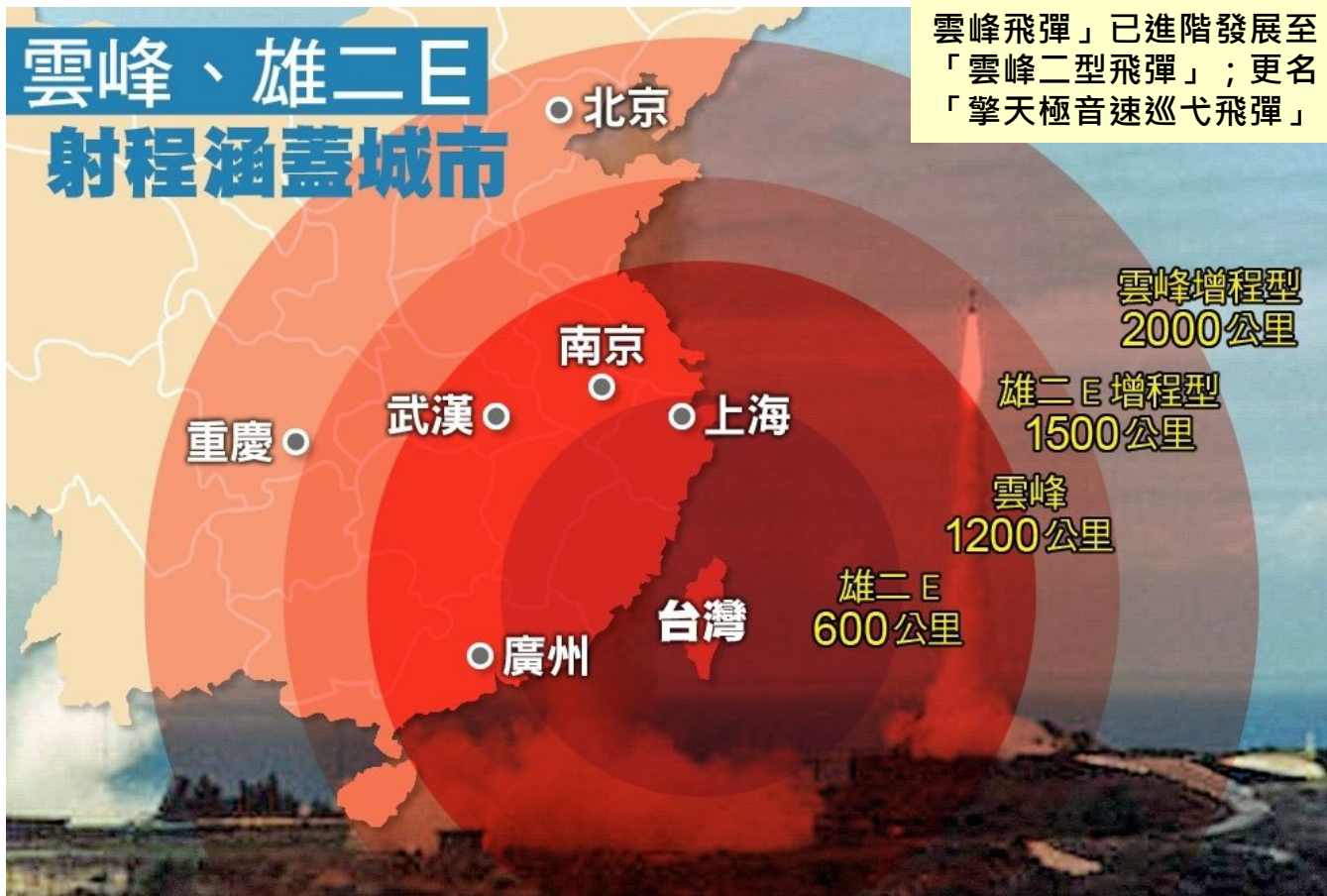
興建過程

2015年底公開招標，由台船
得標建造，預計最快在2024
年建成原型艦製造，2025年
交艦供海軍使用



台灣 國防自主 邁大步

雲峰、雄二E 射程涵蓋城市



國際「飛彈技術管制協定」組織 (Missile Technology

Control Regime MTCR)，由美國主導，目的在規範、管制各國飛彈技術輸出與擴散，台灣不是會員國，被排擠在外。

美國開綠燈放行 ??? 中科院每次測試，美國都有掌握。

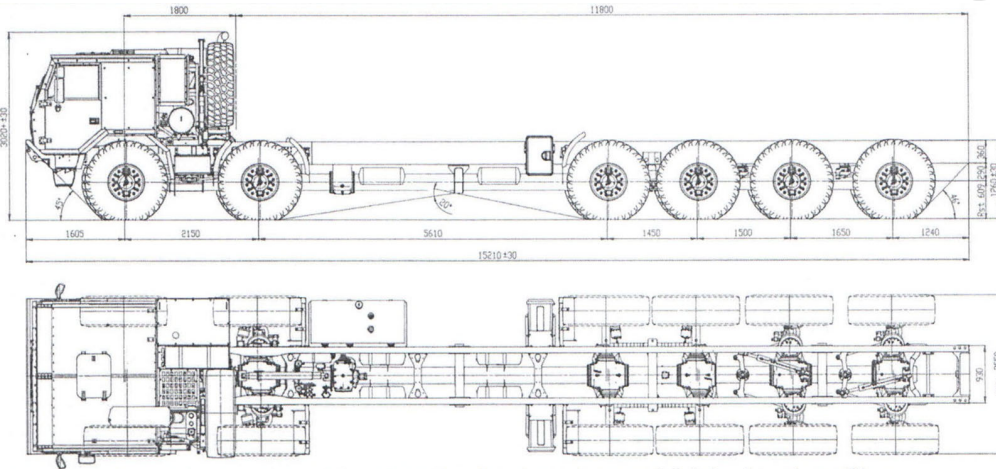
美國只要從衛星偵照上，就可以看到九鵬基地；
美國有低軌道、軍事用的衛星，可以充分觀察台灣武器測試。

台灣 國防自主 邁大步

2023年03月01日 新聞 標題：

軍方採購捷克飛彈車接近定案 專家：供 **雲峰** 等特種飛彈使用

新聞內容：傳出國安高層近期指示，將向捷克購採購約**200至400**
輛大型飛彈車，規畫由空軍特種飛彈旅，包括雲峰等大型飛彈使用
；**預算**規模 初估 上 **百億元**。



雲峰飛彈 彈體較長
中科院目前現有的飛彈車 不適用

台灣 國防自主 的 想像空間

台灣國防產業：以 **國防部**軍備局各兵工廠、陸軍兵工整備發展中心、中山科學研究院、**漢翔航空工業** 和 **台灣國際造船** 為主導，**隨著武器系統開發過程逐漸增加民間企業參與**，在 **2017年** 成立「**台灣國防產業發展協會**」；50家 **會員名單**：

上市櫃公司（含興櫃）合計 19 家：

1513 中興電工機械股份有限公司
1726 永記造漆工業股份有限公司
2002 中國鋼鐵股份有限公司
2106 建大機電股份有限公司
2208 台灣國際造船股份有限公司
2329 華泰電子股份有限公司
2345 智邦科技股份有限公司
2630 亞洲航空股份有限公司
2634 漢翔航空工業股份有限公司
2644 中信造船股份有限公司
3025 星通資訊股份有限公司
3704 合勤科技股份有限公司
4536 拓凱實業股份有限公司
4580 捷流閥業股份有限公司
6166 凌華科技股份有限公司
6753 龍德造船工業股份有限公司
6829 千附精密股份有限公司
8045 達運光電股份有限公司
趨勢科技股份有限公司（日本上市公司）

未上市櫃公司，合計 29 家：

台翔航太工業股份有限公司；安捷飛航訓練中心股份有限公司
奧義智慧科技股份有限公司；宏昇螺旋槳股份有限公司
卓肯雲端科技股份有限公司；協聚德股份有限公司
柯力企業股份有限公司；炬識科技股份有限公司
科力航太股份有限公司；竣為國際貿易有限公司
開拓系統有限公司；銘榮元實業股份有限公司
神港船舶股份有限公司；昱旻企業有限公司
鈺軍國際股份有限公司；果核數位股份有限公司
堃翊工程有限公司；創未來科技股份有限公司
關鍵股份有限公司；億凱科技股份有限公司
維波科技有限公司；奉珊工業股份有限公司
攻衛股份有限公司；均利科技股份有限公司
葵谷科技實業有限公司；銓安智慧科技股份有限公司
瑞利軍工股份有限公司（股票代號 6635；未上市櫃）
經緯航太科技股份有限公司（股票代號 8495；未上市櫃）

國家政府機關，合計 2 家：

財團法人船舶暨海洋產業研發中心
國家中山科學研究院



附註：依據瑞典斯德哥爾摩國際和平研究所SIPRI最新報告，2021年全球軍工100強，首次入選台灣企業：專門從事飛彈和軍事電子的研發機構**中科院**；**2021年軍火銷售額20億美元，全球排名第60**。

俄烏戰爭：全球武器庫存大降；各國自危

(1) 紐約時報：02月俄烏戰爭爆發，截至2022年11月，北約援助烏克蘭400億美元 **武器裝備**；美國軍援烏克蘭215億美元。合計615億美元。
(10個月，**新台幣 1兆9千億元；台灣2023年國防預算5,057億元**)。

(2) 美國提供烏克蘭的軍事援助215億美元武器裝備：

142門M777式155毫米榴彈砲；36門M119式105毫米榴彈砲；38套海馬斯火箭炮；20門120毫米迫擊砲；超過100萬發砲彈；7,000多萬發輕武器彈藥；10.85萬枚反坦克彈藥；1,400枚便攜式防空導彈；15架直升機；46台雷達；1.02萬支輕武器；26艘巡邏艇。

(3) 北約表示：2022年夏天在頓巴斯地區，烏軍 **每天** 發射 **6,000至7,000發砲彈**，
俄軍 **每天** 發射 **40,000至50,000發砲彈**。
美國 **每個月** 只能生產約 **15,000發砲彈**。

(4) 華盛頓郵報：

美國向韓國軍火製造商購買

10萬發 155毫米榴彈炮砲彈給烏克蘭。



俄烏戰爭1年：僅民主陣營援助超過1千億美元

2023年02月26日新聞：

美國智庫「戰略與國際研究中心」（CSIS）統計：

俄烏戰爭1年來（2022年02月24日爆發），全球援助金額超過
1,094億美元（約3兆3,245億台幣）。

台灣2022年國防預算3,928億元；2023年5,057億元（國機國造+潛艦國造）。

俄烏戰爭 1年

不含俄羅斯陣營及烏克蘭自身

僅民主陣營援助

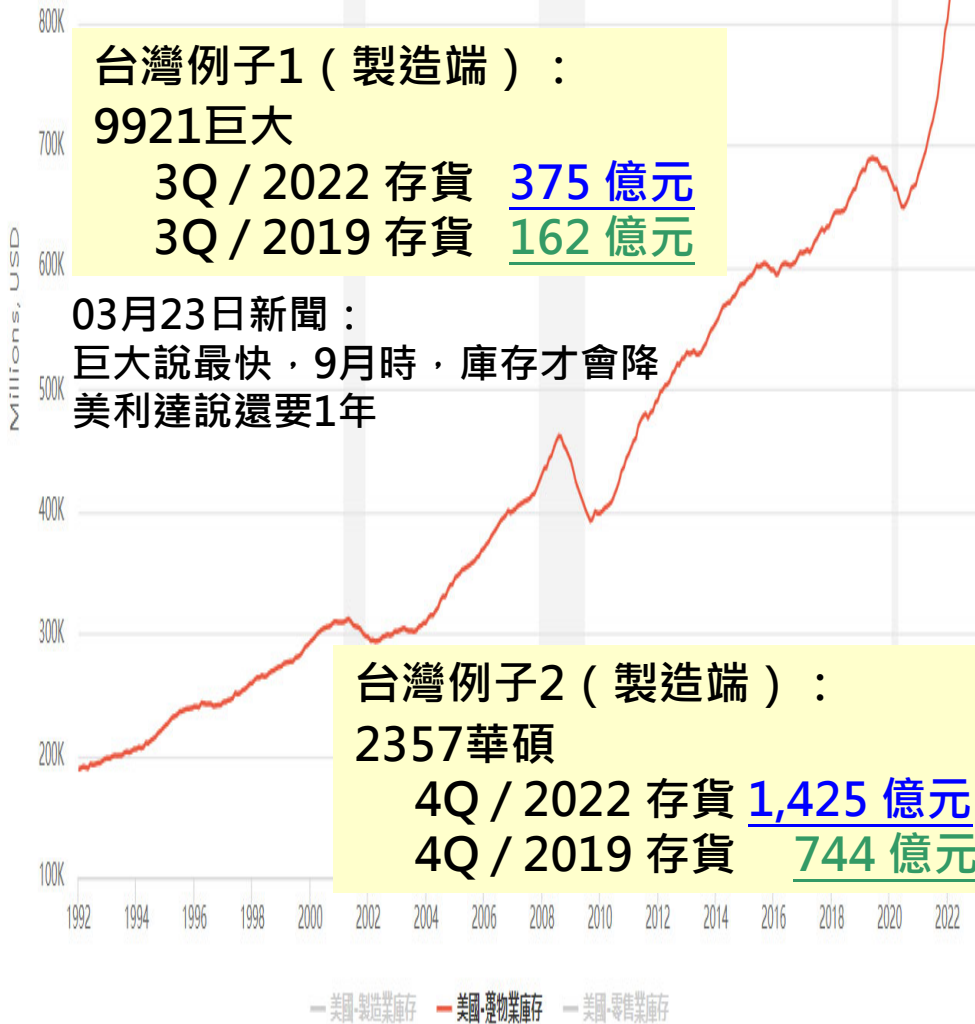
就耗掉 6.6個台灣國防預算。

戰爭打的不僅是兵馬
更是錢糧（武器庫存）



1個世界2樣情 全球經濟去庫存；航太 軍工 補庫存

薑物庫存暴增 威脅全球經濟
相較2019.01月，2023.01月增加37%



航太業 補庫存：

(1)新機訂單多，出貨不及

空難及疫情，連2年，重創航太供應鏈，重建耗時

(2)解封，客機維修及零件汰換需求增加

全球國際航空客運將連年成長，2025年回到2019年水準；維修及零件汰換需求，連年上升



軍工業 補庫存：

(1)俄羅斯 消耗 中國、北韓、伊朗、共產盟邦的武器庫存

(2)烏克蘭 消耗 美國、北約、美國民主盟友的武器庫存 (台灣國防部否認有軍援烏克蘭)

(3)**新冷戰來臨**，各國拉高國防預算備戰

德國軍備缺口到2030年都難補足

2023年04月02日新聞：

德國成為烏克蘭第4大軍援國，僅次於美國、英國和波蘭。

烏俄戰爭爆發後，德國在沉寂了數十年後，著手優化武裝部隊，投入千億歐元進行現代化改造，汰換老舊軍備。

但隨著軍方將彈藥庫存、坦克輸出給烏克蘭，

德國國防部長皮斯托瑞斯4月1日受訪時坦承：

德國的軍備缺口，恐怕直到2030年都無法完全彌合。

全球軍工補庫存

台美 軍事生產 合作，由來已久

台灣與美國，軍工企業合作：

- (1) F-5戰機
 - (2) 龍江級飛彈巡邏艦
 - (3) 派里級巡防艦
 - (4) 勇虎戰車
 - (5) IDF戰機
 - (6) F-35與F-16的「場景可程式化陣列晶片」(FPGA)
 - (7) 相位陣列雷達的氮化鎵GaN晶片
 - (8) 標槍飛彈的250個電腦晶片
- 其他包括：飛彈彈身金屬加工、軍規顯示器、電腦



台美合作 生產武器 帶來 想像空間

(1) 美軍後勤補保不足：

近年疫情，影響生產人力以及供應鏈，造成部分裝備產線停滯；
美國空軍部分零配件得待料達36個月；
海軍因巡弋強度高於冷戰時期，100艘船艦正在等排修。

(2) 美國 對台軍售 大塞車

2017年以來，美國總統已批准超過200億美元的對台軍售案，
截至2022年11月底，美國政府核准的對台軍售案，仍有187億美元尚未交付。

註：台美聯合生產武器，模式可能是由美國國防公司提供技術、在台灣製造武器，或是在美國運用台製零組件製造武器。任何這類動作都須武器製造商向美國國務院及國防部取得共同生產許可。

註：美台商會透露，美台合作生產武器最快將於2024年具體落實計劃

軍工題材的想像空間

(1) 台灣軍購200億美元

2017年以來，美國批准超過200億美元（超過新台幣 6,000億元）對台軍售案。

疫情前，台灣航太產業2019年產值高峰1年新台幣 1,340億元。

(2) 韓國經驗 值得借鑑

2016年韓國軍火出口額 5億美元。

2021年韓國軍火出口額 72億美元。

韓國國防部長2022年10月27日表示：2022年 前9個月

韓國軍工出口額 130億美元，創造10萬個就業機會，

生產誘發效應達 280億美金（約 新台幣8千多億元）。

附註：2021年全世界軍售總額為 5,920億美元。（超過新台幣 18兆元）。

資料來源：瑞典斯德哥爾摩國際和平研究所（SIPRI）。

國防授權法 暗示 台美軍事合作 箭在弦上

2022年12月 國會 通過美國2023年度《國防授權法NDAA》 規定：

- (1) 美國總統可以 直接撥交 美軍 現有武器 給台灣，每年撥交援助額度 10億美元。
- (2) 每年最高20億美元預算，連續5年，總計100億美元預算 購買武器軍援台灣（無償性質 或 提供台灣軍事融資，12年內償還）。目前僅 以色列 有這種用美國納稅人經費進行軍援的特殊待遇。
- (3) 授權美國總統為台灣打造「區域應變軍備庫」，能優先取得美國「超額防衛物資」。（跟 北約 同級待遇；預防台海衝突時，台美武器運補不易）。

宏遠認為：

如果，美國人願意出錢，強化台灣武裝，成為軍備庫；
那合理推論，台美一起生產武器應該是順理成章的。

美國 將打造 台灣 成為 東亞武器庫

國防部長 邱國正 2023年03月06日 答詢

立委 江啟臣 質詢 時

首度透露，台美正在談美軍彈藥存放台灣之事。

江啟臣問邱國正：

美方有沒有可能 將原本置放於 南韓、日本、
菲律賓 的 儲備彈藥，改存放到台灣 ？

邱國正說：「這也正在談當中」。

僅供參考，不得轉傳

俄烏戰爭，提高 全球 美規武器 需求

俄烏戰爭 凸顯 俄羅斯武器，遠不如 美國武器。

2022年俄羅斯軍事裝備展覽會，俄羅斯只賣出去6億美元武器。

附註：2021年全世界軍售總額為 5,920億美元。

2022年 俄羅斯 武器 退訂潮：

(1) 埃及 退貨26架蘇愷蘇35戰機。

(2) 印尼 退貨11架蘇愷35戰機。

埃及和印尼採購法國陣風戰機
取代退貨的蘇愷35戰機。

(3) 菲律賓 退訂16架俄羅斯 米17直升機，採購美國CH-47重型直升機。

(4) 原本俄羅斯武器最大客戶印度，改買美國F-18戰機取代米格29艦載機。



俄羅斯武器喪失市場，美國及西方世界的武器需求上升
增添 台美軍工合作的可能性 及 市場大餅。

全球 第1大 軍火商 美國 洛克希德馬丁 股價

俄烏戰爭、美中對抗(新冷戰)

台海風雲 (週邊國家都在強化軍備)

武器需求有增無減，軍工題材更受矚目

大砲一響，黃金萬兩

附註：股價資料 更新至 2023年03月23日



全球第4大軍火商 美國 諾斯洛普·格魯曼 股價

600 諾斯洛普·格魯曼公司 (Northrop Grumman) , 簡稱
諾格 :

世界第4大軍火商 , 全球最大的雷達製造商。

產品 :

航空母艦載無人駕駛戰鬥機 X-47B試驗機

400 遠程隱形轟炸機B-21突襲者戰略轟炸機

B-2幽靈戰略轟炸機

韋伯太空望遠鏡

固態火箭推進器

200 LGM-35哨兵洲際彈道飛彈。

附註：股價資料 更新至 2023年03月23日

軍工漲勢 可長可久

台灣航太業可搭順風車



僅供參考，不得轉傳

德國 最大軍工股 萊茵金屬 股價創新高

300

萊茵金屬為德國一家戰鬥車輛武器配件及防衛產品製造商，著名產品包括豹2、M1A1、M1A2等裝甲車輛及自走砲的主炮。

250

俄烏戰爭爆發後，武器訂單外溢到全球軍火商

萊茵金屬預測：

200

2023年公司軍工訂單成長30%~40%。

原本疲弱的股價，轉為 爆發上漲

150

100

俄烏戰爭
爆發

50

附註：股價資料 更新至 2023年03月23日

2019年

2020年

2021年

2022年

2023年

僅供參考，不得轉傳

英國 軍工股 貝宜系統 股價創新高

貝宜系統有限公司，通稱英國航太系統公司，是一家總部設在英國倫敦的跨國軍火工業與航空太空設備公司。

1989年 柏林圍牆倒塌，冷戰結束，歐洲裁減軍備

2022年 俄烏戰爭爆發，新冷戰再起

歐洲軍火商，訂單爆發，股價暴衝



附註：股價資料 更新至 2023年03月23日

僅供參考，不得轉傳

台灣的無人機題材 不確定性很高

台股 熱炒 無人機題材 ; 不確定性很高 :

- (1) 僅是商規 (民規) 產品 , 不是軍規 , 技術層次較低
- (2) 多家得標廠商分食
- (3) 每年實際量產預算尚不確定 (政府沒說500億元 , 分幾年投入 ?)
- (4) 後續 , 須跟全球商規無人機大廠爭奪全球市場
- (5) 股價已過度反應 國家隊 一次性 量產商機

選擇 航太 跟 軍工 股票 , 最好 避開 無人機題材 。

僅供參考，不得轉傳

台灣無人機 長期最大疑慮：成品 缺乏競爭力

台灣無人機 成品 競爭力有限

全球 航太及軍工市場，存在眾多技術領先的大公司

台灣 要直接推出 性能更強 且 更便宜 的 最終成品，困難度太高

初期切入市場，應鎖定 零組件供應 及 加工生產

就如同 先前 已經切入 的

商用飛機 零組件供應鏈 及 軍工 零組件供應鏈 模式；

但 台灣無人機業者，在生產完 國家隊訂單 後；

未來，將直接以 商規 無人機 最終成品，直接跟全球無人機大廠競爭，失敗的可能性很高。

軍工題材 關鍵字 軍規 及 國防部

軍規：尖端技術及零組件（軍事規格；專門生產給軍隊使用）

民規：通用技術及零組件（平民規格；普羅大眾用的；商規）

軍事武器：就是殺人武器，要有政府核准（生產及銷售都要政府核准）。

生產軍事武器，基本上，合作對象必定是國防部。

投資人在判讀軍工題材，掌握2關鍵：

(1)產品是軍規，而不是民規。（民規軍用就是民規、商規，不算軍工產品）

(2)合作對象是國防部。

僅供參考，不得轉傳

軍規 跟 軍民通用(民規) 的 差異



中科院 騰雲二型

(研發超過10年)

大型 軍事無人機 :

最遠航程 6,000公里

機長8公尺

翼展18公尺

滯空飛行 24小時 以上

4個武器掛架 :

地獄火飛彈 與
萬劍彈。

僅供參考，不得轉傳

軍規 跟 軍民通用(民規) 的 差異



雷虎 T-400

軍民通用無人直升機 (研發中)

作戰半徑200公里

翼展4.2公尺

飛行時間6小時



經緯航太 戰神

軍民通用無人直升機

最高巡航時速108公里

主油箱滿足70分鐘飛行任務

加掛副油箱提升至200分鐘

美國軍規 MQ-9 死神 無人機



翼展20公尺

速度最快每小時480公里

續航力27 ~ 34小時

最大載重1,700公斤

附註：2020年11月3日，川普政府批准以 近6億美元，售台4架MQ-9B「海上衛士」無人機。空軍將於2025年前，接收第一架。

9具武器掛架（左右翼各4具及機腹1具）；武器選掛：

GBU-12 雷射導引炸彈

GBU-38 聯合直接攻擊武器

AIM-92 刺針飛彈

AGM-176 Griffin飛彈

AGM-114 地獄火飛彈

台灣 軍規 無人機 由 中科院 負責

量產
交軍



紅雀II型無人機



銳鳶I型無人機

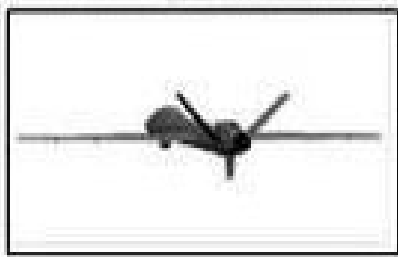


陸軍戰術近程無人機



反輻射攻擊無人機

研發
測試



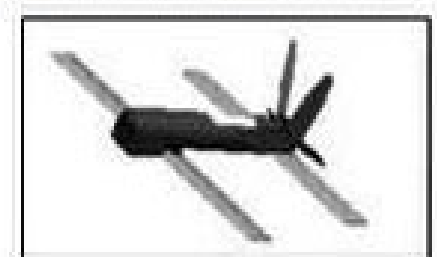
騰雲大型無人機



銳鳶II型無人機



紅雀III型無人機



巡飛彈

中科院

現有 量產、研發中的 軍用無人機種。

軍用 商規(民規) 五款 無人機 標案

五款軍用商規無人機

信報



艦載監偵無人機



陸用監偵無人機



目獲型無人機



監偵型無人機



微型無人機

5款「軍用 商規 無人機」採購標案，由 經濟部 主導。

僅供參考，不得轉傳

軍用 商規 無人機 標案 估計 3千架

	需求量
微型	1,485 架
目獲型	72 架
監偵型	1,552 架
陸用監偵型	128 架
艦載監偵型	16 架

5款「軍用 商規 無人機」

採購標案：

目前 估計 需求量

合計 3,253架。

僅供參考，不得轉傳

軍用商規 無人機 2023年 完成 原型機

軍用商規無人機決標獲選廠商

項目	獲選廠商	原型機得標金額
微型	1. 雷虎科技 2. 經緯航太 3. 中光電智能機器人 每家 347萬元	NTD\$10,421,340
目獲型	尚未決標	尚未決標
監偵型	1. 神通資訊科技 2. 中光電智能機器人	NTD\$20,210,000
陸用監偵型	1. 長榮航太 2. 經緯航太	NTD\$48,700,000
艦載監偵型	1. 富蘭登科技 2. 智飛科技 每家 3,250萬元	NTD\$65,000,000

從
預算金額
就可以看出
技術層次
差異

得標廠商必須在2023年7月底前，提交原型機供國防部進行測試，不得使用任何中國製零組件及供應鏈。

原型機開發預算將由國科會負責支出；必在2023年完成原型機所有測試，2024年國防部正式向廠商簽署採購合約。

軍用商規 無人機 2023年商機 很有限

軍用商規 五款 無人機 原型機 開發：

已決標4款，預算NT\$ 1.44億元。

上市櫃公司 4家入選

8033 雷虎科技

5371 中強光電 (中光電智能機器人 為 中強光電 子公司)

1229 聯華實業 (神通資訊科技 為 聯華實業 子公司)

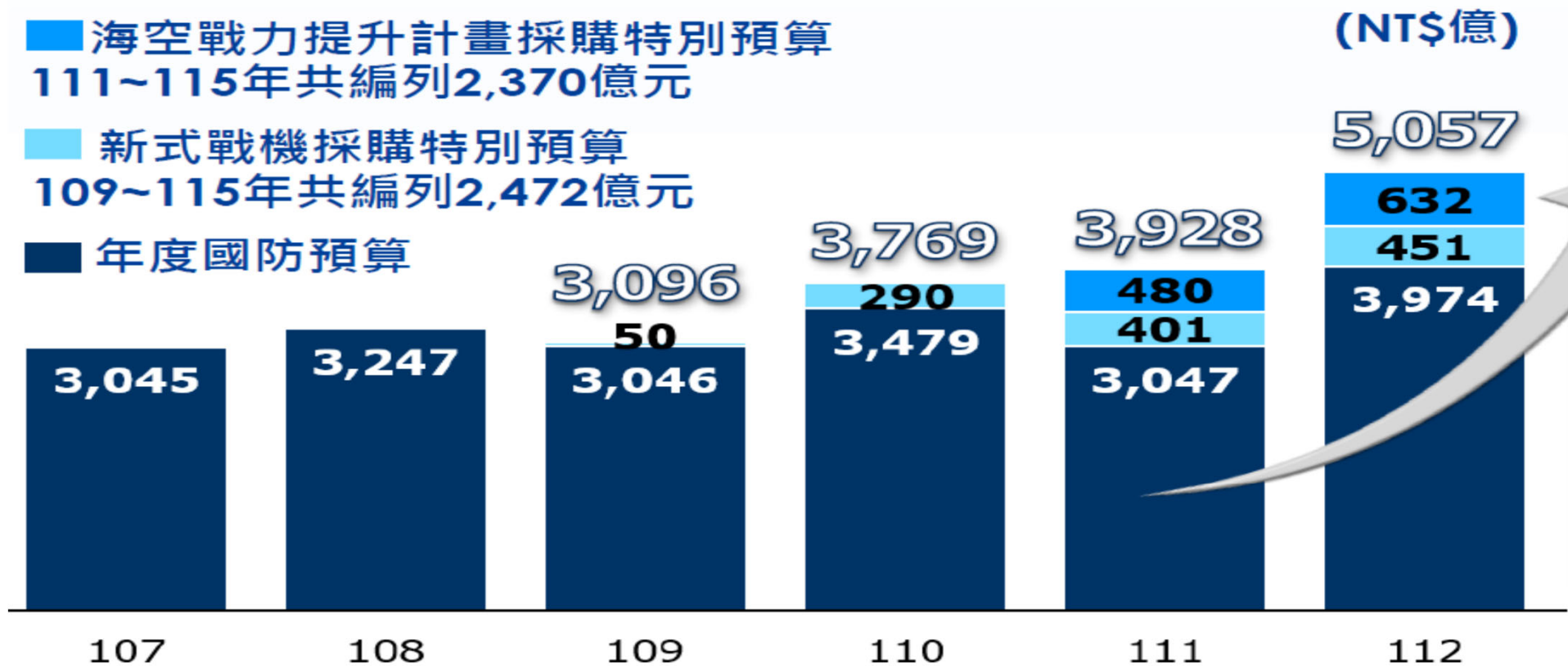
2645 長榮航太

2023年 無人機 原型機 開發，預算及商機 有限

關鍵在於 後續 的 量產商機。

僅供參考，不得轉傳

2024年量產無人機，實際預算不確定



資料來源：行政院主計總處、漢翔公司繪製

軍用商規五款無人機 量產預算號稱3,000架，NT\$ 500億元，但未說明完成年限。 在預算排擠作用下，必須觀察

2024年實際編列預算金額（2023年4Q立院審查預算時可知）。

量產無人機 營利率不會太高

漢翔2022年財報營利率5%，無人機量產不易超過：

(1) 國機國造是獨門生意(漢翔負責量產)；無人機廠商多

國機國造屬於 **軍規**，基於保密，漢翔獨家負責。

無人機量產，屬於 **商規**，各品項至少2家投入；總共7家得標。

(2) 航太技術含量高；無人機技術含量較低

航太產品從無到有，認證要耗費10年以上；

已通過認證，再增加新品項認證，亦需耗費 1~3年；

台灣無人機從2022年09月宣示，歷經投標及開標，預計2023年07月交出原型機，時間不到1年，技術含量能有多高？

頂多就是原型機設計及量產組裝(關鍵零組件都外購，組裝後，交貨給政府)

附註1：8033雷虎2022年營業利益率僅+1.2%。

附註2：無人機關鍵零組件：無人機電池、飛行控制晶片、微處理晶片、攝影鏡頭組裝、影像處理晶片、GPS與WiFi天線等。

量產無人機 效益 粗略計算 (依原型機預算比重計算)

無人機量產 效益 粗略 計算 的 假設：

- (1) 假設 分幾年 確實 編列 NT\$ 500億元 量產預算。
- (2) 依照 生產原型機 預算比重，分配500億元量產預算。
假設 目獲型無人機 以 NT\$ 1,500萬元 決標。
- (3) 各型無人機的得標廠商 均分預算。
- (4) 假設 量產無人機 營業利益率 比照 軍工大廠2634漢翔 2022年營業利益率5.0%。
- (5) 假設 稅率 10% (漢翔2022年稅率20.3%)。

量產無人機 對 稅後EPS 貢獻 不多 (依原型機預算比重計算)

無人機 量產 商機 屬於 一次性 貢獻有限：

(1) 若比照 漢翔 2022年 營利率5%，對各公司 貢獻 稅後 EPS：

雷虎 0.37元； 中光電0.49元； 聯華實業 0.10元； 長榮航太 0.97元

(2) 若以 漢翔2022年營業率的 3倍計算 (15%)，稅後EPS貢獻：

雷虎 1.11元； 中光電1.47元； 聯華實業 0.29元； 長榮航太 2.92元

附註：基於方便計算，假設中光電及聯華實業，100%認列子公司利益

量產無人機 對 稅後EPS 貢獻 不多 (依原型機預算比重計算)

項目	原型機預算	估計量產預算；元	量產預算分配（單一廠商）
微型	10,421,340	3,270,335,892	1,090,111,964
目獲型	15,000,000	4,707,171,860	
監偵型	20,210,000	6,342,129,552	3,171,064,776
陸用監偵型	48,700,000	15,282,617,971	7,641,308,985
艦載監偵型	65,000,000	20,397,744,725	10,198,872,362
合計	159,331,340		

	2022年底股本	估計量產營收	估量產營業利益；營利率5%	估計稅後利益；稅率10%
8033雷虎	1,326,297,750	1,090,111,964	54,505,598	49,055,038
5371中光電	3,909,811,100	4,261,176,740	213,058,837	191,752,953
1229聯華實業	14,801,304,370	3,171,064,776	158,553,239	142,697,915
2645長榮航太	3,528,069,620	7,641,308,985	382,065,449	343,858,904

	營利率10%；稅後EPS貢獻	營利率15%；稅後EPS貢獻
8033雷虎	0.74	1.11
5371中光電	0.98	1.47
1229聯華實業	0.19	0.29
2645長榮航太	1.95	2.92

量產無人機 效益 粗略計算(依 預定的量產架次 計算)

無人機量產 效益 粗略 計算 的 假設：

- (1) 假設 分幾年 確實 編列 NT\$ 500億元 量產預算。
- (2) 依照 量產架次 比重 (即使 各機型 原型機 開發預算 差很多, 仍假設各機型價格都一樣, 這是很不合理的算法)
， 分配500億元量產預算。
- (3) 各型無人機的得標廠商 均分預算。
- (4) 假設 量產無人機 營業利益率 比照 軍工大廠2634漢翔 2022年營業利益率5.0%。
- (5) 假設 稅率 10% (漢翔2022年稅率20.3%) 。

量產無人機 對 稅後EPS 貢獻 不多 (依預定的量產架次計算)

無人機 量產 商機 屬於 一次性 貢獻有限：

(1) 若比照 漢翔 2022年 營利率5%，對各公司 貢獻 稅後 EPS：

雷虎 2.58元； 中光電2.25元； 聯華實業 0.36元； 長榮航太 0.13元

(2) 若以 漢翔2022年營業率的3倍計算 (15%)，稅後EPS貢獻：

雷虎 7.74元； 中光電6.75元； 聯華實業 1.09元； 長榮航太 0.38元

附註：基於方便計算，假設中光電及聯華實業，100%認列子公司利益

量產無人機 對 稅後EPS 貢獻 不多 (依預定的量產架次計算)

項目	量產架次	估計量產預算；元	量產預算分配 (單一廠商)
微型	1,485	22,825,084,537	7,608,361,512
目獲型	72	1,106,670,765	
監偵型	1,552	23,854,903,166	11,927,451,583
陸用監偵型	128	1,967,414,694	983,707,347
艦載監偵型	16	245,926,837	122,963,418
合計	3,253		

	2022年底股本	估計量產營收	估量產營業利益；營利率5%	估計稅後利益；稅率10%
8033雷虎	1,326,297,750	7,608,361,512	380,418,076	342,376,268
5371中光電	3,909,811,100	19,535,813,096	976,790,655	879,111,589
1229聯華實業	14,801,304,370	11,927,451,583	596,372,579	536,735,321
2645長榮航太	3,528,069,620	983,707,347	49,185,367	44,266,831

	營利率10%；稅後EPS貢獻	營利率15%；稅後EPS貢獻
8033雷虎	5.16	7.74
5371中光電	4.50	6.75
1229聯華實業	0.73	1.09
2645長榮航太	0.25	0.38

即使用很樂觀方式計算，無人機貢獻仍很低

結論：無人機標案題材，不值得投資人買進

- (1) 即使用很樂觀的方式估計，對稅後EPS貢獻度仍很低。
- (2) 實際編列預算金額存在很大的不確定性。
- (3) 即使 用對8033雷虎最有利的分配預算，搭配給予漢翔3倍的營利率（ $5\% * 3 = 15\%$ ），對雷虎的稅後EPS貢獻，仍僅有一次性的7.74元，而且會 分好幾年認列，這已經是最佳狀況。

無人機預算500億元，聽起來很多，實際上，不多

單單2634漢翔1家航太公司，2022年營收就有 302億元。

8033雷虎 股價 過度樂觀 反應 無人機題材



雷虎 市值增加 遠遠超過 一次性獲利 增加

國家隊 無人機 量產 商機 僅是 一次性，後續，須自行開拓全球商機
但 全球 商規 無人機大廠 競爭力 遠遠超過 台灣廠商
台廠 想擴增 全球市場佔有率，將有很高的難度。

(1) 假設 無人機 量產 500億元 預算，都給雷虎。

(2) 假設 雷虎 生產 無人機 的 營利率，是國內航太龍頭漢翔2022年
營利率的2倍 ($5\% * 2 = 10\%$)。

(3) 假設 稅率 僅有10% (漢翔2022年稅率20.3%)。

雷虎獨吞500億元無人機預算 (就當作 其他 入選廠商 都是塑膠)
還享有漢翔2倍的營利率，同時，僅繳10%稅
估計雷虎將會 一次性獲利45億元，但 股票市值 已經提前
增加64.5億元 ； 怎麼算，雷虎股價都是過度反應。

航太軍工結論：產業趨勢 長期向上

- (1) 波音空巴飛機，2023年~2026年交機數，連續跳升。
- (2) 全球解封，飛機維修保養及零件汰換需求，連年上升。
- (3) 國機國造2023年~2025年交機數 較 2022年 翻倍。

推升
未來三年
營收
獲利

- (4) 2024年台美軍工合作。
- (5) 2025年新戰機原型機出爐。
- (6) F-16 維修中心商機攀升。

目前尚
屬題材
性質，
未來實
現可能
性高

台灣最終將有210架F-16V：升級改裝144架+66架新購（2026年完成66架交機；跟美軍現有裝備同級），推升 F-16戰機「後勤維修中心（美國唯一在亞洲授權設立的後勤維修中心）」的商機。
估計2023年底，將擴展自行維修零件種類至413項。
空軍表示，新購66架F-16V，以全壽期25年計算，約需NT\$ 940億元 維修保養費。

投資方式：長期 採取 買方 思考

附註：商規 無人機題材 則 請 避開。

漢翔(2634)：買進；目標價54.5元(2023年2.8倍P/B)

單位：百萬元

	2021 (A)	22Q1 (A)	22Q2 (A)	22Q3 (A)	22Q4 (A)	2022 (A)	23Q1 (F)	23Q2 (F)	23Q3 (F)	23Q4 (F)	2023(F)	2024(F)
營業收入	23,735	5,768	7,359	8,156	8,958	30,242	9,941	10,024	10,428	11,226	41,618	44,800
營業毛利	1,771	391	860	698	962	2,911	1,104	1,129	1,191	1,335	4,759	5,534
營業費用	1,280	290	333	299	481	1,404	338	344	349	542	1,573	1,613
營業利益	491	101	527	399	480	1,507	766	785	842	793	3,186	3,921
營業外淨收入(支出)	183	148	209	340	-169	528	-73	-14	20	-6	-74	-23
稅前純益	675	249	736	739	311	2,035	692	772	862	787	3,113	3,899
稅後純益	558	203	599	572	254	1,627	561	625	664	641	2,491	3,119
稅前 EPS (元)	0.72	0.26	0.78	0.78	0.33	2.16	0.74	0.82	0.92	0.84	3.30	4.14
稅後 EPS (元)	0.59	0.22	0.64	0.61	0.27	1.73	0.60	0.66	0.70	0.68	2.64	3.31
股本	9,419	9,419	9,419	9,419	9,419	9,419	9,419	9,419	9,419	9,419	9,419	9,419
稅後股東權益報酬率	3.9%	1.4%	4.0%	3.7%	1.6%	10.3%	3.4%	3.7%	3.8%	3.5%	13.6%	14.5%
每股淨值(元)	15.21	15.47	15.82	16.48	16.81	16.81	17.41	18.07	18.77	19.45	19.45	22.77
毛利率	7.5%	6.8%	11.7%	8.6%	10.7%	9.6%	11.1%	11.3%	11.4%	11.9%	11.4%	12.4%
營利率	2.1%	1.7%	7.2%	4.9%	5.4%	5.0%	7.7%	7.8%	8.1%	7.1%	7.7%	8.8%
稅前純益與前期比較	40.7%	30.0%	195.7%	0.3%	-57.9%	201.6%	122.7%	11.4%	11.7%	-8.7%	53.0%	25.3%
稅前純益率	2.8%	4.3%	10.0%	9.1%	3.5%	6.7%	7.0%	7.7%	8.3%	7.0%	7.5%	8.7%
稅後純益率	2.4%	3.5%	8.1%	7.0%	2.8%	5.4%	5.6%	6.2%	6.4%	5.7%	6.0%	7.0%

免責聲明

本報告僅供宏遠證券內部及特定客戶參考，雖已力求正確與完整，但該報告所載資料可能因時間及市場客觀因素改變而造成產業、市場或個股之相關條件改變，投資人需自行考量投資之實際狀況與風險承受度，並就投資結果自行負責。本公司恕不負擔任何法律責任及做任何保證。非經本公司同意，不得將本報告內容複製、加以引用或轉載予其他第三人。

僅供參考，不得轉傳