

逢甲大學學生報告 ePaper

報告題名：

復興航空的衰亡

The decline of TransAsia Airways

作者：蘇莚芸、楊凡萱、李冠樺、李澤濬

系級：財務金融學系 二年丙班

學號：D0595767、D0595825、D0595723、D0430769

開課老師：王韻怡

課程名稱：財務管理(一)

開課系所：財務金融學系

開課學年：105 學年度 第 1 學期

中文摘要

台灣位居連結東北亞與東南亞航運的樞紐地位，近年來亞太地區經濟發展迅速，國內經濟迅速成長，國人出國旅遊次數日益頻繁，使得國際客運量大幅成長。復興航空是台灣第一家民營航空公司，過去有著不錯的經營績效，卻在後來不斷的衰退，並在毫無預警下突然宣佈停航。此報告探討復興航空從創立到近年的經營績效，分別從償債能力、獲利能力及經營能力分析其財務比率，並進一步討論興航結束營業的原因。

關鍵字：

航空業
財務比率分析與實例
復興航空



Abstract

Taiwan is the hub of Northeast Asia and Southeast Asia. In recent years, the economic development of Asia-Pacific is rapid and the domestic economy has grown rapidly. Those Taiwanese travels abroad more often and often which make numbers of international passengers increase a lot. TransAsia Airway is the first privately owned airline in Taiwan, which has good business performance in the past.

Nevertheless, its financial situation had been worsened and closes down the business without any notice. We report the performance of TransAsia Airway, and analyze its financial ratios from profitability ratio, debt ratio and activity ratio, moreover, to know the reasons of ending the business.

Keyword :

Air travel Industry

Financial Ratio Analysis and Examples

TransAsia Airways



目次

一、圖目錄.....	4
二、表目錄.....	4
三、前言.....	5
四、復興航空簡介.....	5
五、復興航空財務狀況分析.....	6
1. 償債能力.....	8
2. 獲利能力.....	10
3. 經營能力.....	11
六、興航解散主要原因.....	12
1. 大肆購買飛機.....	12
2. 事業版圖擴充太快.....	12
3. 兩次空難重創形象.....	13
4. 債權問題.....	13
5. 政府政策使得主要客源萎縮.....	14
6. 避免波及相關企業.....	14
七、結論.....	15
八、參考文獻.....	15



一、圖目錄

圖 1 2010 年-2016 年月營收走勢圖	6
圖 2 2014 年-2016 年月營收走勢圖	7
圖 3 2014Q1-2016Q3 稅後淨利.....	7
圖 4 2014Q1-2016Q3 現金流量.....	8
圖 5 近十年(2006-2015)年 EPS 走勢圖.....	11

二、表目錄

表 1 復興航空 2010-2015 年流動比率.....	8
表 2 復興航空 2010-2015 年速動比率	9
表 3 復興航空 2010-2015 年利息保障倍數	9
表 4 復興航空 2010-2015 年資產報酬率	10
表 5 復興航空 2010-2015 年淨值報酬率	10
表 6 復興航空 2010-2015 年總資產周轉率	11
表 7 復興航空 103.104 年大陸航線載客統計	13
表 8 復興航空主要債權銀行	14
表 9 國產實業集團關係企業	14

三、前言

航空產業是典型資本密集、技術密集、經驗密集和勞力密集的高價值產業，其經濟規模龐大進入門檻高，因龐大產業關聯效果及高附加價值的特性，須有長期合理的營運方式，加上產業環境變化快速，更增加經營的複雜性。

在市場強烈競爭下，航空公司將以企業重組、合併、轉投資、聯營等方式降低營運成本，強化公司的競爭力。由於飛機價格昂貴，對航空公司而言是一筆沈重負擔，飛機租購、租賃情況會更普遍，飛行員、空服員、維修也可能由不同公司擔任，航空公司走向專業分工型態，進而達成降低成本與提升服務品質。

台灣位居連結東北亞與東南亞航運的樞紐地位，近年來亞太地區經濟發展迅速，國內經濟迅速成長，國民所得增加及國人出國旅遊、洽商次數日益頻繁，使國際客運量大幅成長。為了解台灣航空業的發展及概況，我們特別選定復興航空深入探討。

四、復興航空簡介

成立於 1951 年的復興航空，是臺灣一家已停止營運的航空公司，也是我國第一家民營航空公司。最早之業務內容為國內不定期包機以及處理航空地勤代理之業務，不過自 1958 年起因故暫停航空事業，而以地勤代理事業為主。在 1983 年由國產實業集團取得經營權，並於 1988 年恢復國內航線之業務，而後又取得國際定期航線之營運許可，主要經營國內航線以及區域國際航線。此外復興航空亦有經營醫療專業包機之業務，旗下的復興空廚除了負責供應航空公司餐點外亦有供應台灣高鐵南下列車之便當，是多角化經營的航空公司。

2016年11月22日起，復興航空無預警停止所有航線營運，22日召開的臨時董事會決議解散公司，提交長期停航申請。自2016年12月1日，中華航空及旗下子公司華信航空接手復興航空國際線與國內線（金門—澎湖航線則轉交給立榮航空）到2017年2月15日。

- 2009年8月 踏入兩岸航線，在這之前主力是國內線
- 2010年6月 林明昇接董座
- 2010年11月 為拓展國際線，訂購多架大型客機
- 2011年11月1日 股票上市，代號6702，成為臺灣第三家上市航空公司。
- 2014年1月 成立威航
- 2015年3月 更名為興航
- 2016年10月1日 子公司威航結束營業，將業務整併回興航，試圖轉型成複合式航空，增加票價競爭力。
- 2016年11月21日 無預警宣布隔天停飛

- 2016年11月22日 股票暫停交易宣布解散，股票下市，法院清算成為台灣股市有史以來第一家直接宣布解散的公司。

重大事故

- 1958年自馬祖返台北的水陸兩用客機PBV型藍天鵝商用飛機失事。
- 1995年空機飛返臺北松山機場，途中偏離航道於桃園龜山兔子坑撞山墜。
- 2002年桃園至澳門之貨運班機於飛航中遭遇積冰，除冰失敗後，在馬公西南方約17公里處失控墜海
- 2014年7月23日，復興航空GE222班機，由高雄飛往馬公，降落馬公機場時因天候不佳，隨後重飛失敗於湖西鄉西溪村墜毀，造成機上乘客及機組員48人罹難、10人受傷。這是繼14年前華航台北飛香港225人罹難的事故以來近年最大的空難事故。
- 2015年2月4日，復興航空GE235班機，由台北飛往金門，起飛5分鐘後隨即失控，墜毀於基隆河前擦撞環東大道高架橋。機上載員共58人，造成43人罹難、15人受傷。本次事件為復興航空七個月來第二次重大傷亡事故。

五、復興航空財務狀況分析

復興航空是台灣第一家民營航空公司，從原本的國內線發展兩岸航線到國際線最後又成立廉價航空威航，但最後卻以解散公司黯然收場。其中所涉及的層面相當廣，我們將先討論復興航空的財務狀況，從營收及淨利狀況再分析償債能力、獲利能力和經營能力。

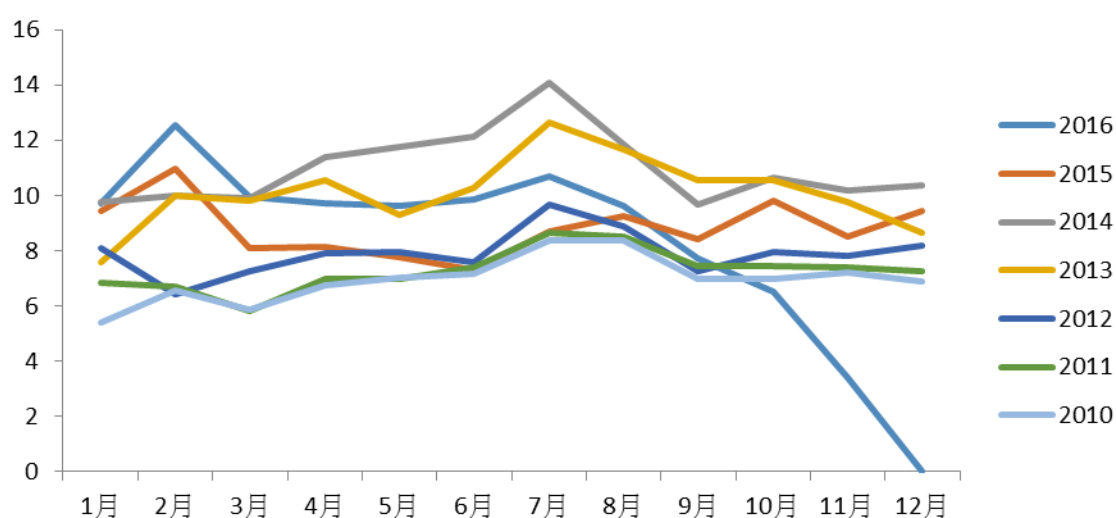


圖 1 2010年-2016年月營收走勢圖（單位：億）

圖 1 顯示航空業營收有很明顯的季節趨勢，每年固定有幾個月較高，例如 6 至 8 月的暑假旺季及 2 月，固定有幾個月較低，例如 11 月，營收平均最高在 2014 年，2014 年前的成長率均為正，2014 年之後每年的成長率均為負的。

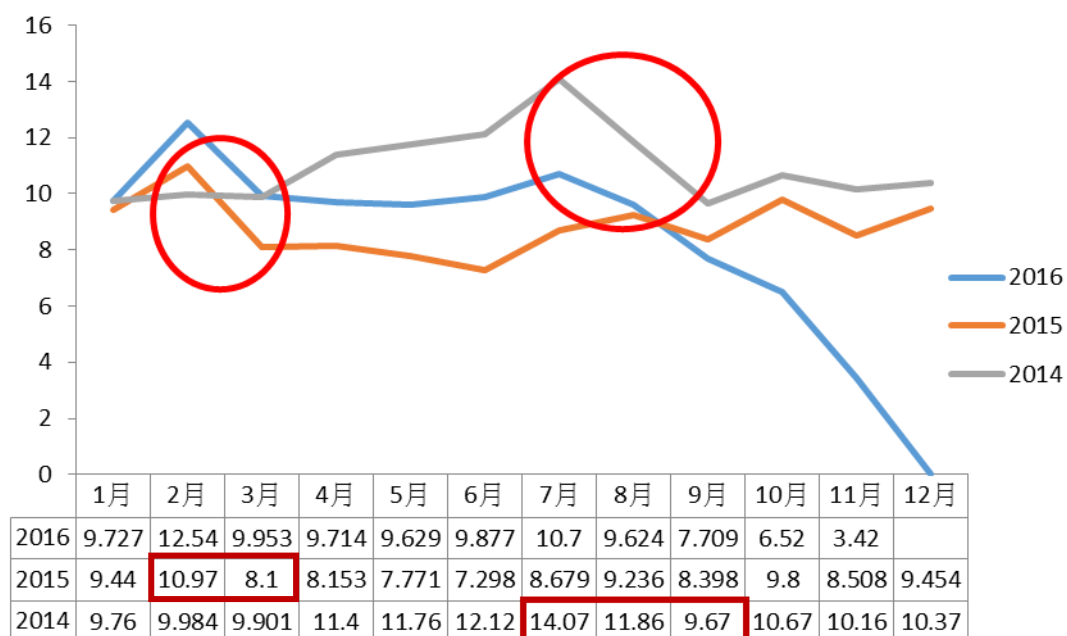
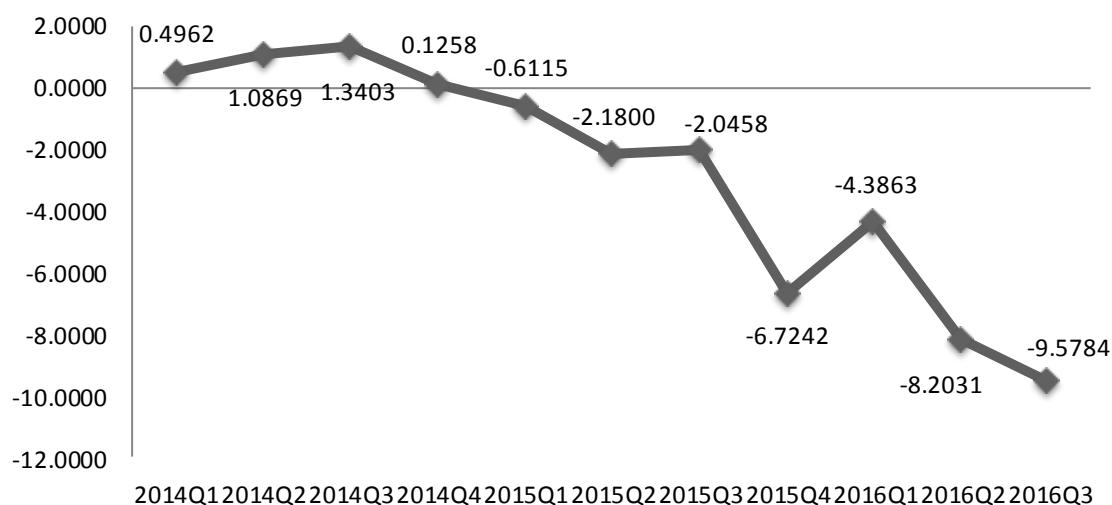


圖 2 2014 年-2016 年月營收走勢圖（單位：億）

在 2014 年 7 月澎湖空難後營收大幅下滑，由圖 2 可知，從 14 億下降至 9.6 億，直到 10 月才小幅回升，2015 年 2 月再次發生空難後又下滑，由 10.9 億下滑到 8.1 億。主要原因應為發生事故後，民眾明顯減少對復興航空飛安的信心而減少或拒絕搭乘，轉向其他更信任的航空公司，導致載客率下降影響到營收。



從 2014 年第四季開始，復興航空就虧損至今，光是今年前三季，就已經累積虧損超過 22 億，已是資本額 75 億的三成。從數字可以看出，空難事件發生後的過去九季，獲利一路下滑。

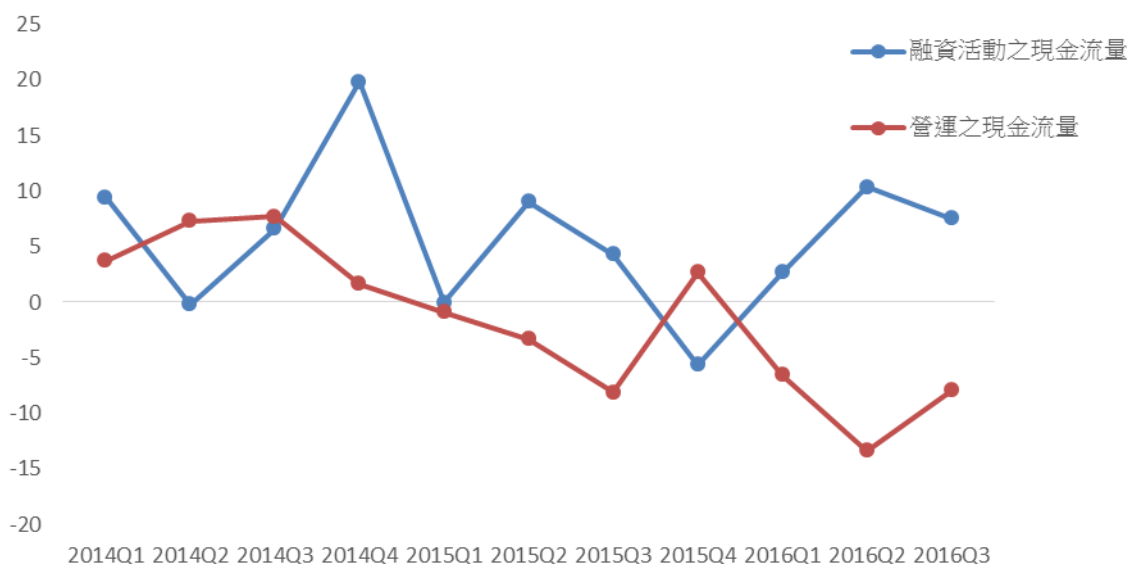


圖 4 2014Q1-2016Q3 現金流量 (單位：億)

營運活動之現金流量是指與本業相關的交易事項，融資活動現金流量則是指向股東籌資或向債權人舉債。一般正常的企業營運活動現金流量都應該為正，但是復興航空的營運現金流從 2015Q1 開始幾乎都是呈現負數，且除了 2015Q4 之外融資活動淨現金流都大於營運活動的現金流。由此可知復興航空的淨現金流都是靠融資活動而維持。但是一家公司不靠自己的本業賺錢而是依靠債權人跟股東獲取資金是無法維持

1. 償債能力

債權人會藉由利息保障倍數、流動比、速動比，來評估到底該不該借款給該公司。

表 1 復興航空 2010 年-2015 年流動比率

	2010/12	2011/12	2012/12	2013/12	2014/12	2015/12
流動比率	105.93	106.35	76.69	167.51	140.53	63.91

表 2 復興航空 2010 年-2015 年速動比率

	2010/12	2011/12	2012/12	2013/12	2014/12	2015/12
速動比率	69.44	65.71	42.75	104.59	111.81	42.93

流動比率和速動比率都是反映企業短期償債能力的指標。流動比率是指企業流動資產與流動負債的比率。速動比率是指速動資產對流動負債的比率，它是衡量企業流動資產中可以立即變現用於償還流動負債的能力。

我們可以觀察近五年來興航的流動比率的波動，從 2010 年由林明昇接手興航後大量增添飛機，沒有適當評估風險，使財務上開始出現困難。由流動比率來看，前兩年流動比率高是因為當時改為國際線而又在 2011 年上市上櫃，到了 2012 年必須開始還債，長期負債轉為短期負債，流動負債大量增加，導致比率瞬間下降，不僅發現沒錢還債，到了 2013 年還必須把部分飛機賣給租賃公司，用賣飛機的錢去還負債，流動負債下降，流動比率上升，往後以租的方式繼續使用飛機，到了 2014 年 7 月與 2015 年 2 月興航發生墜機，不只損失資產也賠了商譽，流動比率自然又下降到最低。

速動比率是流動比率-存貨-預付款項，可以觀察從 2010 年的 69.44 到 2012 年的 42.75 中間下降很多，因為 2012 開始償還債務，到了 2013-2014 又開始攀升是因為以賣飛機再向租賃公司租飛機，這樣就沒有負債，因為租金支出在報表上是費用，所以有爬升回 104.59，到了 2015 年經歷兩起墜機事件，公司要理賠鉅額賠償，最慘的是沒有人敢搭復興航空，收益也就下降。

表 3 復興航空 2010-2015 年利息保障倍數

	2010/12	2011/12	2012/12	2013/12	2014/12	2015/12
利息保障倍數	13.06	17.95	2.12	6.71	3.44	-4.46

利息保障倍數是指企業息稅前利潤與利息費用之比，又稱已獲利息倍數，用以衡量償付借款利息的能力。倍數越高，償還債務和利息的能力強，也就是表 3 中 2010 到 2011 年；2012 年復興航空開始出售飛機再回租，以償還債務，因為這個投資上的錯誤導致整個公司陷入危機。先前沒有衡量自身的財務能力是否能負擔就大舉採購 8 架飛機，事後卻因償還不出飛機費用，所以以售出飛機給租賃公司的方式減輕他的債務。但是以這個方式興航會先有折舊問題，又有還債壓力。2013 年上升至 6.71 的原因為發行海外可轉換公司債，使公司有供可周轉的資金。

2. 獲利能力

表 4 復興航空 2010-2015 年資產報酬率

	2010/12	2011/12	2012/12	2013/12	2014/12	2015/12
資產報酬率	9.66	6.37	-2.67	0.31	2.06	-11.91

資產報酬率是指企業息稅前利潤與平均總資產之間的比率。用以評價企業運用全部資產的總體獲利能力，是評價企業資產運營效益的重要指標。顧名思義就是資產的運用效率高資產報酬率就高，從 2010 年開始到 2012 年資產的報酬率急速下降到-2.67 這大幅度的變動是將飛機賣出再以承租的方式來運作，導致原有的資產數變為負值。2013 至 2014 雖然有小幅回升至正值，但 2015 墜機事件再次發生，不僅資產損失，利潤也大幅下降，報酬率也降至谷底。

表 5 復興航空 2010-2015 年淨值報酬率及稅後淨利

	2010/12	2011/12	2012/12	2013/12	2014/12	2015/12
淨值報酬率	17.49	10.20	1.82	1.38	3.91	-15.32
稅後淨利	917,645	663,964	100,533	133,010	304,911	-1,156,141

淨值報酬率是衡量上市公司盈利能力的重要指標。是指利潤額與平均股東權益的比值，該指標越高，說明投資帶來的收益越高。該指標體現了自有資本獲得淨收益的能力。此比率注重分子的稅後淨利，分子越大淨值報酬率越大，從稅後淨利看出在 2012 年瞬間下降 85%，這下降幅度是很嚴重的，表示復興航空在 2012 年每年的營收追不上投資支出，負債規模在 16 億到 30 億間，只好找銀行和債權人借錢，以過去經驗來看此種情形維持 3 內若能改善則沒事，但若持續 3、5 年以上，銀行團最後一定不會再借錢，直到 2016 公司就只好解散、重整。



圖 5 近十年(2006-2015)年 EPS 走勢圖

每股盈餘，EPS (Earning per Share)，也就是『企業為一張股票 賺到多少錢』，可反映企業是否穩定賺錢，從復興航空的 EPS 可以看出在 2008 年為一個低點，是因為全球金融風暴影響，2010 為最高點後便開始走下坡了，可能和 2010 年興航訂購多架飛機公司財務支出增加有關，近兩年每股獲利甚至為負的，是家獲利比較不穩定的公司。2014 年開始至 2015 年大幅度下降到今年前三季每股虧損 3.42 元，早已賠掉半個股本，更加深了興航的財務危機。

3. 經營能力

表 6 復興航空 2010-2015 年總資產周轉率

	2010/12	2011/12	2012/12	2013/12	2014/12	2015/12
總資產周轉率	0.27	0.26	0.1925	0.165	0.145	0.1025

總資產周轉率是綜合評價企業全部資產的經營質量和利用效率的重要指標。周轉率越大，說明總資產周轉越快，反映出銷售能力越強。總資產周轉率 = 0.5 代表整年的營收規模，可以拿去買下一半的總資產，以 2010 年至 2011 年的比率分析至少還可以買下四分之一的總資產，2012 年以後就逐年下降，甚至到了 2015 年只剩 0.10 左右，表示公司在這段期間銷售能力與資產的週轉都出現嚴重的問題。

六、興航解散主要原因

分析完興航的財務狀況後，我們歸納出以下幾點原因：

1. 大肆購買飛機
2. 事業版圖擴充太快
3. 兩次空難重創形象
4. 債權問題
5. 政府政策使得主要客源萎縮
6. 避免波及相關企業

1. 大肆購買飛機

復興航空在 2010 年時決定由林明昇接管董事長一職，在一上任就馬上購買八台國際線飛機，而這每一架飛機平均造價都高達五億美金，八架飛機相當於 150 億台幣。這對當時總資產只有 100 億，營業淨利只有 10 億出頭的復興航空來說無疑是一大負擔，即使可以藉著分期付款來減輕復興的壓力，但這也代表復興接下來幾年都必須面對分期付款的沉重財務負擔。

2. 事業版圖擴充太快

對航空業來說，如果沒有足夠的資本，公司知名度又不如其他競爭對手，冒然的決定將戰場拓往國際航線無疑是自尋死路。以復興來說，國內的競爭對手是長榮和華航，長榮資本額約 380 億，華航資本額約 540 億，復興航空若是加上背後母企業國產，中興保全，也僅僅兩百多億而已，

然而林明昇並未仔細評估自身公司實力與投入國際線所需面對的挑戰，一上任後便毅然決然加入國際線競爭行列，如果機票價格不比別人漂亮，沒有足夠的誘因讓民眾放棄其他航空公司，那誰會選擇復興航空呢？如此一來，班機低載客率的高昂的運輸成本就不再是像兩岸國內線可以忽略的了。

除此之外，開通國際航線後短期內又籌設威航，試圖進入廉價航空的市場。但國際航線競爭太激烈導致營收不如預期，兩年內虧損超過 10 億，並結束營業。

3. 兩次空難重創形象

2014 年 7 月及 2015 年 2 月短短 7 個月內發生兩次空難，造成民眾對興航飛安的不信任，使載客率下滑。雖然後來採取較便宜的低票價策略、市場行銷、飛安問題的改善等但是卻碰上大環境的競爭激烈，特別是日本航線的削價競爭超激烈，還有大陸航線碰上兩岸不太融洽，陸客少來台灣旅遊，復興航空的日本及兩岸兩大市場同時遭遇衝擊，對於已經財務孱弱的復興航空來說，翻身更是辛苦。

由表 7 中可以看出，復興航空的大陸航線在 2014 年底載客率還有 70% 左右，但在 2015 年底，載客率竟是全航空公司最低，僅僅只有 64%。從這項數據顯示民眾早已對復興航空不再抱持著信心。積欠的債務即將到期，眼前還有一筆沉重的飛機訂單要支付，加上這次空難事件導致民眾觀感不佳，不敢在搭乘復興航空，也成為復興航空日後倒閉的主要原因。

表 7 復興航空 103.104 年大陸航線載客統計

	載客人數(人)	載客率%	航空公司平均載客率
103 年	1,851,921	70.8	77.2
104 年	1,649,148	64.3	78.4

4. 債權問題

什麼是海外可轉換公司債？

Euro-Convertible Bond 為企業在海外發行以外幣計價的可轉換公司債，其為結合債券與股票的金融商品，而發行公司賦予投資者將該債券轉換為股票的權利。投資人可於發行後特定期間內，依一定轉換價格或轉換比率將公司債轉換成發行公司之普通股股票或存託憑證。故 ECB 可視為結合「純公司債」與「選擇權」之金融商品，具有進可攻、退可守的特性。

興航在 2013 年發行 ECB，至今年 12 月 29 日即滿三年，持債人可要求公司以債券面額的 106.15% 價格贖回債券。宣布解散清算後，除了銀行債權要求興航處分擔保品飛機以抵債之外，公股行庫投資持有復興航空的海外可轉換公司債，因為沒有擔保品，債權順位也未能優於銀行債權，因此 ECB 的投資金額有可能就此轉為呆帳，須提列損失，喪失債信之金額高達 7500 萬美元。目前約有 1.1 萬名股東，持股 5 張以下的小股東多達 6700 人，債權總金額約 110 億元。

表 8 鳳興航空主要債權銀行

主要債權銀行	債權(億元)
兆豐銀行	17.1
合作金庫	16.2
華南銀行	15.0
彰化銀行	11.9
元大銀行	7.3
農業金庫	5.9
台灣工銀	5.3
台灣銀行	4.9
國泰世華	4.4
國際票券	4.1

5. 政府政策使得主要客源萎縮

根據統計 2015 年底，復興在國內外的航點分別為：

- (1) 國內航點：共有 7 條定期航線。
- (2) 國際航點：共有 11 條航線。
- (3) 兩岸航點：共有 25 條飛往中國大陸 16 個航點。

復興航空主要業務為兩岸航線，其營收佔興航比例 30% 以上。今年年初民進黨確定贏得總統大選，在蔡總統正式上任後的就職宣言，似乎就註定了一些仰賴兩岸航線的公司即將面對一波低景氣的日子，為了因應政策導致航客減少，各家航空業開始減少班機降低損失，然而有著嚴重財務負擔，急需收入來償還債務的公司，例如復興，只好正式宣布倒閉。

六. 避免波及相關企業

表 9 國產實業集團關係企業及前三季 EPS

集團成員	2016 前三季 EPS
國產 建材營建	-0.51
華建 建材營建	1.77
興航 航運業	-3.42
惠普 建材營建	2.44
中保 其他	3.16

由上圖可知，集團內以興航的虧損最為嚴重，興航先前已收掉威航。2015 年全年虧損約 20 億，經變賣資產才將負債縮小至 11 億，2016 年虧損狀況仍未改善，至 10 月為止已經虧損 27 億。雖然今年 9 月取得母公司國產實業、中興保全增資 10 億元，且資產仍大於負債。但是林明昇認為雖然短期內還能負荷但長線來看，國際市場及區域情勢不利航空發展，為避免波及相關企業。所以在還有能力負擔責任的情況決定結束營業。

七、結論

經過分析後，復興航空並未做好財務管理及企業責任，雖說航空業為寡佔市場，進入障礙高且高獲利，但現在全球市場競爭激烈，要有高穩定成長的營收還是很不容易的，原本只有國內及兩岸航線的興航，資本額本來就不足的情況下又大舉進入國際線和廉航市場，資金不足卻過度舉債，並未仔細衡量其財務能力，再加上兩次的空難導致興航一蹶不振，原本營收就不高，卻用壓低票價的方式來提高載客率，最多也只能打平成本，另一方面則是大陸來台旅客人次銳減，讓原本在兩岸航線有穩定營收的復興深受影響，未來國際油價將提升，成本也會相對提高。與其繼續負債下去，現在就解散清算不見得是錯的決定。

八、參考文獻

TEJ 資料庫

鉅亨網 <http://www.cnyes.com/twstock/profile/6702.htm>

奇摩股事 <https://tw.stock.yahoo.com/q/bc?s=6702>

PChome 股市 <http://pchome.megatime.com.tw/stock/sid6702.html>

維基百科

<https://zh.wikipedia.org/wiki/%E5%BE%A9%E8%88%88%E8%88%AA%E7%A9%BA>