

2204 中華車
個股報告2013.03.04
研究員：廖元暉**結論與建議：買進。**

中華車近三年受惠台灣汽車市場市佔率皆可維持前三名水準，EPS皆維持2元左右水準，惟因大陸地區轉投資獲利無法明顯提升以致市場評價無法上揚，去年台灣地區因無推出全新車款，預估2012年合併營收444.45億元，YoY-0.78%，稅後淨利27.84億元，YoY-8.59%，EPS 2.01元；今年開始則在兩岸車市將有多款新車發表帶動下獲利可望恢復成長動能，預估2013年合併營收為467.92億元，YoY+5.28%，稅後淨利33.09億元，YoY+18.88%，EPS 2.39元。大陸地區轉投資獲利明顯提升有利市場評價上揚，建議可於2月營收低檔公布後開始逢低布局。

公司簡介與相關資料

中華汽車成立於1969年，為國內商用車龍頭與汽車製造大廠，主要技術來源為日本三菱(Mitsubishi)，目前則為三菱各種商用車、轎車與休旅車之專業汽車製造商。為台灣第二大車廠，營收主要來源為整車製造組裝業務，占營收比重約84.63%，零組件占營收比重為10.85%，外銷部分則占營收比重為3.47%。自製率高達78~95%，桃園廠最高年產能為12萬輛(雙班制)。其車款主打商用車市場：3.5噸以內和3.5噸以上之車款在商用車市佔分別為77.3%和32.6%，包括得利卡、VERYCA等車系；其他車款尚包括LANCER、COLT Plus等中小型轎車，以及OUTLANDER一款休旅車。由於國內商用車市場較為穩定，因此中華車近年來車款變動雖然不大，仍持續保持國內銷售市佔第二大的地位，台灣本業營運穩定，亦為主要獲利來源，2012年台灣地區因未有新車款推出，新車掛牌數僅48,407輛，YoY-11.8%，預估稅後EPS 2.01元，YoY-8.59%。2013年在兩岸推出新車策略轉為積極，台灣地區預計將推出Colt Plus大改款與符合五期環保法規之貨卡車，大陸地區V3菱悅、微客希旺將全面改款，三菱翼神、V6菱仕、V5菱致1.5T預計分別於將於3、4、9月陸續上市，預估獲利可成長18.89%，稅後EPS 2.39元。

訪談內容

1. 受到Toyota Camry Hybrid與Nissan New March搶市，中華車2012年主力車款Lancer Fortis與Colt plus銷售量YoY-10%、-24%，而商用車則受到經濟景氣不佳而呈現小幅衰退，銷售量YoY-2%，合計中華車總銷量為44,875台，YoY-10.76%，市占率下滑至13.55%。
2. 東南汽車於2012年9月推出三廂轎車菱致V5，2012年累計銷售量為1.78萬輛，於中國緊湊型車款銷量排名第52名，市占率0.30%；菱悅V3總銷量為5.98萬輛，於中國緊湊型車款同期銷量排名第39名，市占率1.02%，加計兩車款之總

本報告內容僅供參考，雖力求訊息確實與完整，客戶應審慎考量本身之需求與投資風險，本公司恕不負任何法律責任，亦不作任何保證。本刊著作權屬合作金庫證券所有，非經本公司同意請勿抄襲、引用、轉載。



銷量為7.76萬台，菱致V5銷量之增加填補了菱悅V3銷量之下滑，加計其他車款銷售量，中國東南汽車2012年合計銷售10.26萬輛，維持往年10萬輛以上的銷售水準。

3. 相較於2012年未推出新車款，中華車於2013年新車策略則轉趨積極，台灣地區13Q3將推出COLT Plus大改款(目前該款車年銷量約1萬台，在2010年大改款時，銷量成長至1.5萬輛)；商用車部份，為因應今年將上路的五級環保法規新制，於13H2推出「CMC」3.49噸柴油小貨車，訂價約75~85萬元。由於五級環保法規對廢氣量要求嚴格，將推升造車成本，市場預估符合該法規之商用車售價將較現行車款增加30%至120萬元，相較之下，中華車款訂價較具吸引力，有助於提升2013年整體銷量。
4. 大陸地區部份，今年東南汽車主力車型V3菱悅將全面改款，首款時尚兩廂車V6菱仕預計將於4月上市，V5菱致1.5T車型亦將於9月推出，動力性能較同排量發動機提升近40%；在商用車型方面，得利卡將繼續產品升級戰略，微客希旺也將全面改款。東南汽車旗下三菱品牌部份，2013年新款三菱翼神將於3月推出，典雅版緊跟著將於3月中旬問世，翼神1.6L車型也會在下半年上市。在多款車型的支撐下，東南汽車今年將進入銷售成長爆發期，銷量將挑戰至15萬輛的歷史新高目標，未來5年東南汽車雙品牌車型將大幅擴展到20餘款。
5. 在大陸汽車購併題材方面，屬中小型車廠的東南汽車有機會併入東風集團旗下，其在收購福汽所持50%股權後將對東南汽車實現重組，未來東南汽車有望實現類似長豐三菱的拆分模式，分別與三菱汽車和中華汽車達成各50%的新合資架構，除解決長久以來的股權占比問題外，以東風汽車集團強大的背景資源與經營效率提升下將為東南汽車帶來脫胎換骨的效益與獲利，以上汽與南汽重組後所帶來的成功可以為東南汽車所借鑒。
6. 現行大陸進口車關稅約為20%，未來如能重啟談判ECFA整車項目，對於近年來產能利用率偏低的台灣成車廠將為重大利多，因ECFA將要求車廠自製率須達70%以上，以中華車自製率高達78~95%(商用車Veryca自製率更高達95%)，為目前國內自製率最高的車廠，加上中華車規劃年產能高達12萬輛(雙班制)，目前每年銷售僅約5萬輛，產能利用率僅40%。如未來ECFA納入整車項目，車廠將可依台灣及大陸廠產能效率重新調配各車款之生產基地，將能有效提升中華車之產能利用率。
7. 中華車於2011年接獲的三菱汽車外銷至中東六國的LANCER FORTIS代工訂單，已自2012年9月開始出貨，預估2012年的出貨量僅約1,000輛，2013年可望增加至2,000~3,000輛，中華車外銷LANCER FORTIS至中東最主要原因在

本報告內容僅供參考，雖力求訊息確實與完整，客戶應審慎考量本身之需求與投資風險，本公司恕不負任何法律責任，亦不作任何保證。本刊著作權屬合作金庫證券所有，非經本公司同意請勿抄襲、引用、轉載。



於中東已停產該款車，加上中東對車輛防塵需求遠高於環保，該款車僅符合歐規二、三期法規，過去中東六國對該款車每年需求量約一萬台左右，預估中華車外銷該款車可望逐年增加，未來中華車仍在爭取日本三菱已停產或即將停產的車系出口訂單，目前以Colt Plus最為積極，預估最快2014年開始外銷。

8. 中華車近三年受惠台灣汽車市場市佔率皆可維持前三名水準，EPS皆維持2元左右水準，惟因大陸地區轉投資獲利無法明顯提升以致市場評價無法上揚，去年台灣地區因無推出全新車款，預估2012年合併營收444.45億元，YoY-0.78%，稅後淨利27.84億元，YoY-8.59%，EPS 2.01元；今年開始則在兩岸車市將有多款新車發表帶動下獲利可望恢復成長動能，預估2013年合併營收為467.92億元，YoY+5.28%，稅後淨利33.09億元，YoY+18.88%，EPS 2.39元。

公司財報

2204 中華季合併損益表

單位:Mn,%元	12Q4E	2012E	13Q1E	13Q2E	13Q3E	13Q4E	2013E
營業收入淨額	10,537.10	44,445.29	12,887.25	11,850.69	10,636.23	11,417.86	46,792.03
營業毛利	1,385.63	6,186.11	1,739.78	1,659.10	1,382.71	1,541.41	6,323.00
營業毛利率	13.15%	13.92%	13.50%	14.00%	13.00%	13.50%	13.51%
營業利益	563.74	2,092.13	734.57	734.74	553.08	650.82	2,673.22
營業利益率	5.35%	4.71%	5.70%	6.20%	5.20%	5.70%	5.71%
營業外收入	297.00	1,337.16	398.94	351.58	223.84	335.40	1,309.76
營業外支出	5.00	-267.40	-5.00	-20.00	-25.00	-35.00	-85.00
稅前純益	865.74	3,161.89	1,128.51	1,066.32	751.93	951.22	3,897.98
稅後純益	739.16	2,783.61	964.37	909.03	629.22	806.58	3,309.20
普通股股本	13,840.51	13,840.51	13,840.51	13,840.51	13,840.51	13,840.51	13,840.51
未稀釋EPS	0.53	2.01	0.70	0.66	0.45	0.58	2.39
稀釋後EPS	0.53	2.01	0.70	0.66	0.45	0.58	2.39
QoQ(%)							
營業收入QoQ	6.78%		22.30%	-8.04%	-10.25%	7.35%	
營業利益QoQ	-0.09%		30.30%	0.02%	-24.72%	17.67%	
稅後純益QoQ	23.09%		30.47%	-5.74%	-30.78%	28.19%	
YoY(%)							
營業收入YoY	15.37%	-0.78%	1.73%	4.22%	7.78%	8.36%	5.28%
營業利益YoY	432.00%	49.47%	148.43%	12.07%	-1.98%	15.45%	27.77%
稅後純益YoY	-11.32%	-8.59%	91.26%	-3.27%	4.78%	9.12%	18.88%

本淨比歷史區間

本報告內容僅供參考，雖力求訊息確實與完整，客戶應審慎考量本身之需求與投資風險，本公司恕不負任何法律責任，亦不作任何保證。本刊著作權屬合庫證券所有，非經本公司同意請勿抄襲、引用、轉載。



本報告內容僅供參考，雖力求訊息確實與完整，客戶應審慎考量本身之需求與投資風險，本公司恕不負任何法律責任，亦不作任何保證。本刊著作權屬合作金庫證券所有，非經本公司同意請勿抄襲、引用、轉載。