

公司名稱	投資評等	結論及投資建議
2204 TT 中華	持有 目標價 26	中華的投資評等維持持有，目標價26元，潛在漲幅10.4%，主要理由如下： (1)內、外銷市場展望仍保守，轉投資東南汽車已陷入虧損，將持續影響業外獲利； (2)2019年整體營運能見度欠佳且不確定性仍高，惟目前現金殖利率具吸引力。

研究員 史聖國

linus@jsun.com

重點摘要

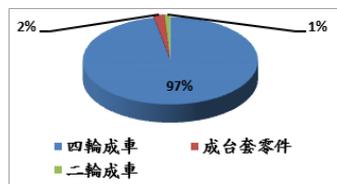
近期投資評等

11/23/2018	持有/中立
04/26/2018	持有/中立
11/23/2016	買進

公司基本資料

收盤價(元)(11/22/2018)	23.55
股本(百萬元)	13,841
總市值(億元)	326
每股淨值(元)	37.2
外資持股比(%)	31.92
投信持股比(%)	0.23
近20日均量(張)	428
融資餘額(11/22/2018)	597

產品組合



近90日股價相對台股指數報酬



資料來源：CMoney

- ◆ **內銷市場預估2018年衰退、2019年持平**：2018年雖然國內經濟持續穩定成長，不過受到貨物稅補助政策刺激鈍化、年金改革、縣市長選舉、中美貿易等影響，整體景氣狀況仍不明朗，預估國內新車銷售量為43.5萬台，較2017年的44.5萬台小幅衰退，2019年預估將小幅成長0.8%至43.85萬台，國內四輪市場方面，中華陸續透過改款維持買氣，2018預估銷售5萬台，與2017年的4.9萬台持平，2019年將推動通路整併及改修計劃，並推出大改款及導入全新進口車型，預估全年銷量將維持5萬台的水準。
- ◆ **中國市場預估2018年持平、2019年小幅成長，東南汽車能否轉盈需觀察**：中國近幾個月的新車銷量呈現明顯且連續地下滑，金九銀十的傳統旺季效應褪色，中華預估2018年中國新車銷量為2900萬台(YoY+0.4%)，2019年預估YoY+3.7%，至於在轉投資持股25%的東南汽車部分，隨著中國市場競爭加劇，3Q18已轉為虧損，4Q18能否脫離虧損以及2019年的獲利狀況，為後續的觀察重點，不過隨著中國車市尤其是SUV市場競爭持續轉趨激烈，日盛認為東南汽車短中期內的狀況恐難以樂觀看待；至於在福建奔馳的部分，受惠VS20買氣延續，預估2018年銷量YoY可達3成以上，2019年獲利成長仍樂觀看待，將能抵銷部分東南汽車營運轉差所帶來的負面衝擊。
- ◆ **2019年展望持平，營運成長動能不足**：展望2019年，國內市場預估銷量將僅與2018年持平，且進口車的市佔率已持續逼近50%的水準，國產車業者將持續承壓，中國市場方面，預期東南汽車仍將會拖累中華的業外獲利，不過福建奔馳將是帶動業外獲利成長的重要來源；整體而言，中華2018年的獲利衰退恐已成定局，2019年的營運成長動能亦不足，不過中華近幾年的股利發放率平均達6成以上，以2018年預估EPS2.66元及60%發放率來計算，目前現金股利殖利率約6.8%，因此投資評等仍維持持有，後續觀察重點仍在兩岸車市的銷量變化以及東南汽車的營運狀況。

單位:百萬元	2018F	2019F	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18F	1Q19F	2Q19F
營業收入淨額	35,061	35,992	10,412	8,540	8,169	7,940	10,157	9,467
營業毛利	6,244	6,276	2,105	1,744	1,519	877	1,952	1,814
營業利益	1,929	2,120	803	460	324	342	796	579
稅後純益	3,687	3,780	1,318	742	860	767	1,268	960
稅後 EPS (元)	2.66	2.73	0.95	0.54	0.62	0.55	0.92	0.69
毛利率(%)	17.81	17.44	20.21	20.42	18.6	11.04	19.22	19.16
營業利益率(%)	5.5	5.89	7.71	5.38	3.96	4.31	7.84	6.12
稅後純益率(%)	10.52	10.5	12.66	8.69	10.52	9.66	12.48	10.14
營業收入 YoY/QoQ (%)	-9.89	2.65	30.68	-17.98	-4.35	-2.8	27.92	-6.79
營業利益 YoY/QoQ (%)	-20.78	9.95	195.92	-42.76	-29.58	5.73	132.68	-27.24
稅後純益 YoY/QoQ (%)	-10.2	2.51	57.72	-43.69	15.85	-10.75	65.25	-24.33

資料來源:CMoney·JS 預估 註：以最新股本回溯 EPS

◆ **公司簡介**

中華汽車成立於1969年，1970年與三菱自動車工業株式會社基礎技術合作合約，1973年楊梅廠完工開始生產，1988年威利輕型商用車自行設計開發成功並正式生產，1993年Lancer正式上市，首度跨入轎車領域產品，1998年總產能突破100萬輛，並取得轉投資大陸東南汽車的建廠執照，1999年東南汽車完工開始投產，2010年發表電動二輪車e-moving，2012年Lancer Fortis出口中東市場，與日本三菱汽車進行產銷分工進軍國際市場，2013年自主品牌新達Leadca3.5噸商用車上市，2015年自主研发的Zinger以中華汽車車款上市。

中華目前為國內市佔率第二大車廠，01~10/2018國產車市佔率約11.4%，2016~2017年受惠於國內購車舊換新貨物稅補助政策，由於中華商用車的價格相對較低，因此補助政策帶來的效果最為顯著，然而隨著政策效果逐漸遞減加上比較基期墊高，加上國內車市整體成長趨緩且進口車的市佔率持續提升，中華累計01~10/2018的銷售量雖然仍有1.2%的成長，但成長率已從年初的近雙位數百分比持續下滑，不過表現仍優於整體市場的累計YoY-1.8%。

表一、01~10/2018 國內各品牌新車銷售輛

品牌	類別	2017年1~10月		2018年1~10月		成長率	總成長率	佔有率		
		台數	總台數	台數	總台數			本期	去年同期	增減率
裕隆日產	國產	32,717	35,575	26,646	28,991	-18.6%	-18.5%	7.7%	9.2%	-1.6%
	進口	2,858		2,345		-17.9%		0.7%	0.8%	-0.1%
納智捷	國產	11,368	11,368	8,759	8,759	-23.0%	-23.0%	2.5%	3.2%	-0.7%
	進口	0		0		0.0%		0.0%	0.0%	0.0%
中華三菱	國產	40,722	40,770	39,537	41,259	-2.9%	1.2%	11.4%	11.5%	-0.1%
	進口	48		1,722		3487.5%		0.5%	0.0%	0.5%
裕隆集團合計	國產	84,807	87,713	74,942	79,009	-11.6%	-9.9%	21.5%	23.9%	-2.4%
	進口	2,906		4,067		40.0%		1.2%	0.8%	0.3%
和泰豐田	國產	70,172	106,726	58,421	99,008	-16.7%	-7.2%	16.8%	19.8%	-3.0%
	進口	36,554		40,587		11.0%		11.7%	10.3%	1.3%
福特六和	國產	14,096	16,421	11,197	13,970	-20.6%	-14.9%	3.2%	4.0%	-0.8%
	進口	2,325		2,773		19.3%		0.8%	0.7%	0.1%
馬自達	國產	0	17,648	0	19,214	-	8.9%	0.0%	0.0%	0.0%
	進口	17,648		19,214		8.9%		5.5%	5.0%	0.5%
台灣本田	國產	25,147	27,331	29,128	31,657	15.8%	15.8%	8.4%	7.1%	1.3%
	進口	2,184		2,529		15.8%		0.7%	0.6%	0.1%
南陽實業	國產	9,317	9,980	8,963	9,524	-3.8%	-4.6%	2.6%	2.6%	-0.1%
	進口	663		561		-15.4%		0.2%	0.2%	0.0%
BENZ&BMW	國產	0	41,295	0	39,653	0.0%	-4.0%	0.0%	0.0%	0.0%
	進口	41,295		39,653		-4.0%		11.4%	11.7%	-0.3%
其他	國產	1,893	47,197	4,765	55,858	151.7%	18.4%	1.4%	0.5%	0.8%
	進口	45,304		51,093		12.8%		14.7%	12.8%	1.9%
總市場	國產	205,432	354,311	187,416	347,893	-8.8%	-1.8%	53.9%	58.0%	-4.1%
	進口	148,879		160,477		7.8%		46.1%	42.0%	4.1%

資料來源：裕隆法說會資料

◆ **內銷市場預估 2018 年衰退、2019 年持平**

2018年雖然國內經濟持續穩定成長，不過受到貨物稅補助政策刺激鈍化、年金改革、縣市長選舉、中美貿易等影響，整體景氣狀況仍不明朗，預估國內新車銷售量為43.5萬台(小車42.5萬台、大車1萬台)，較2017年的44.5萬台小幅衰退，2019年預估將小幅成長0.8%至43.85萬台；在國內四輪市場方面，中華2017年先後推出Grand Lancer、Colt Plus的改款，並於12/2017推出進口跨界休旅車Eclipse Cross，加上舊換新補助政策發酵，帶動全年內銷四輪成車從2016年的4.7萬台增加至4.9萬台，2018年持續針對現有車款進行調整，並已於10/2018推出Veryca大改款，年底前將推出Outlander改款，加上舊換新政策的效應持續，預估全年四輪產品銷售量達5萬台，與2017年的4.9萬台持平，2019年將推動通路整併及改修計劃，預計於3Q19推出Delica大改款、4Q19推出Zinger改款及電動Veryca車型，並規劃導入全新進口車型，預估全年銷量也將維持5萬台的水準。

至於在四輪外銷市場方面，2017年因為中東GCC安全加嚴法規正式實施，Veryca、Zinger及Lancer Fortis等3個車款無法即時對應全部項目，導致全年外銷僅594台，2018年由於不利因素仍存在，預估全年銷售量僅約400~500台，2019年在Veryca及Zinger可符合中東GCC安全法規之下，Zinger預計自10/2018重啟銷售，將加強中東市場以外地區的銷售，預估銷售台數可增加至1000台，在CKD台套外銷方面，隨著當地Freeca及Lancer等車款陸續停產，2019年CKD台套的外銷也將同步停止，將回歸到成車的出口。

圖一、中華 2018~2019 年改款車及新車型



資料來源：中華法說會資料

◆ **中國市場預估 2018 年持平、2019 年小幅成長，東南汽車能否轉盈需觀察**

中國近幾個月的新車銷量呈現明顯且連續地下滑，金九銀十的傳統旺季效應褪色，雖然受到中美貿易戰的干擾，但2018年中國經濟仍將維持穩定成長，不過目前市場庫存水位偏高，中華預估2018年中國新車銷量為2900萬台(YoY+0.4%)，2019年預估可達3000萬台以上的水準(YoY+3.7%)，至於在轉投資持股25%的東南汽車部分，2017年

2018年11月23日

東南汽車推出DX7及DX3車款，帶動銷售年增30%以上至15.5萬輛，2018年雖然推出DX7的改款及DX3新款，但隨著中國市場競爭加劇，東南汽車3Q18已轉為虧損，累計1Q~3Q18淨損1.07億元，中華認列損失0.27億元，東南汽車2019年預計推出DX5、DX7 Prime及DX5 BEV等車款，全年的銷售目標還未確定，4Q18能否脫離虧損以及2019年的獲利狀況，為後續的觀察重點，不過隨著中國車市尤其是SUV市場競爭持續轉趨激烈，日盛認為東南汽車短中期內的狀況恐難以樂觀看待；至於在福建奔馳的部分，在北汽入股之後綜效持續發酵，受惠VS20買氣延續，1Q~3Q18銷售約2.1萬台，淨利40.67億元，CMC認列6.6億元(YoY+25%)，預估2018年銷量可達3萬台，YoY會有3成以上的成長，2019年預計推出V-Class運動款車型，銷量目標為3.8萬台，獲利成長仍樂觀看待，至少福建奔馳的成長能抵銷部分東南汽車營運轉差所帶來的負面衝擊。

圖二、東南汽車 2018~2019 年改款車型及新車款



資料來源：中華法說會資料

◆ 2019 年展望持平，營運成長動能不足

展望2019年，國內市場雖然仍有購車舊換新貨物稅補助政策支持，但預估銷量將僅與2018年持平，且進口車的市佔率已持續逼近50%的水準，國產車業者將持續承壓，由於中華在國內的銷售仍以國產車為主，加上近年來三菱汽車幾乎都只推出改款車，缺乏新車款刺激銷量，雖然2019年可能會引進1~2款三菱汽車的進口車款，有助於整體銷售的提升，但目前相關細節及時程都尚未確定，對於營運的貢獻仍不明朗，在中國市場方面，預期東南汽車在短中期內恐仍將面對惡劣的市場競爭環境，仍將會拖累中華的業外獲利，不過福建奔馳2019年的銷售展望仍相當樂觀，將是帶動業外獲利成長的重要來源；整體而言，中華2018年的獲利衰退恐已成定局，2019年的營運成長動能亦不足，不過中華近幾年的股利發放率平均達6成以上，以2018年預估EPS 2.66元及60%發放率來計算，目前現金股利殖利率約6.8%，因此投資評等仍維持持有，後續觀察重點仍在兩岸車市的銷量變化以及東南汽車的營運狀況。

PB Band



資料來源：CMoney · JS 預估彙整

投資評等與股價走勢圖



近期投資評等

推薦日期	投資評等	目標價
20181123	持有	26.0
20180426	持有	29.7
20161123	買進	29.7

資料來源：CMoney · JS 預估彙整

2018年11月23日

損益表

單位：百萬元	2017	2018F	2019F	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18F	1Q19F	2Q19F
營業收入淨額	38,908	35,061	35,992	11,198	8,885	7,968	10,412	8,540	8,169	7,940	10,157	9,467
營業毛利	6,511	6,244	6,276	2,033	1,732	783	2,105	1,744	1,519	877	1,952	1,814
營業費用	4,087	4,267	4,155	1,229	1,194	550	1,261	1,260	1,212	534	1,156	1,234
營業利益	2,435	1,929	2,120	788	546	271	803	460	324	342	796	579
營業外收支	2,441	2,487	2,430	712	605	686	802	487	647	550	750	620
稅前純益	4,876	4,415	4,550	1,499	1,152	958	1,605	947	971	892	1,546	1,199
稅後純益	4,106	3,687	3,780	1,236	992	836	1,318	742	860	767	1,268	960
最新股本	13,841	13,841	13,841	13,841	13,841	13,841	13,841	13,841	13,841	13,841	13,841	13,841
稅後 EPS (元)	2.97	2.66	2.73	0.89	0.72	0.60	0.95	0.54	0.62	0.55	0.92	0.69
經營效率(%)												
毛利率	16.74	17.81	17.44	18.15	19.5	9.83	20.21	20.42	18.6	11.04	19.22	19.16
營業利益率	6.26	5.5	5.89	7.03	6.15	3.41	7.71	5.38	3.96	4.31	7.84	6.12
稅前純益率	12.53	12.59	12.64	13.39	12.96	12.02	15.42	11.09	11.88	11.24	15.22	12.67
稅後純益率	10.55	10.52	10.5	11.03	11.17	10.49	12.66	8.69	10.52	9.66	12.48	10.14
YoY(%)												
營收	-4.13	-9.89	2.65	5.18	-11.1	-12.78	-4.1	-23.73	-8.07	-0.34	-2.45	10.85
營業利益	-6.07	-20.78	9.95	0.9	-20.5	8.07	-3.17	-41.64	-40.75	26.11	-0.84	26.05
稅前純益	19.35	-9.45	3.06	26.85	13.8	65.43	26.67	-36.83	-15.7	-6.85	-3.68	26.65
稅後純益	28.74	-10.2	2.51	28.59	17.25	148.12	26.46	-39.95	-13.36	-8.17	-3.79	29.3
QoQ(%)												
營收				3.14	-20.65	-10.33	30.68	-17.98	-4.35	-2.8	27.92	-6.79
營業利益				-5.03	-30.64	-50.33	195.92	-42.76	-29.58	5.73	132.68	-27.24
稅前純益				18.28	-23.18	-16.83	67.61	-41.01	2.52	-8.09	73.31	-22.44
稅後純益				18.58	-19.7	-15.79	57.72	-43.69	15.85	-10.75	65.25	-24.33

資料來源：CMoney · JS 預估 註：以最新股本回溯 EPS

資產負債表

單位：百萬元	2016	2017	3Q18
流動資產	24,002	24,572	23,579
現金及約當現金	14,232	13,816	13,550
公允價值衡量金融資產	16	529	693
備供出售金融資產	731	0	0
以成本衡量之金融資產	--	--	--
存貨	5,048	4,464	3,593
非流動資產	38,178	38,957	39,376
公允價值衡量金融資產	--	0	725
不動產、廠房及設備	6,432	6,543	6,337
無形資產	143	155	282
資產總計	62,179	63,529	62,955
流動負債	7,878	7,787	6,909
短期借款	768	745	640
非流動負債	1,580	1,285	1,037
負債總計	9,458	9,072	7,946
股本	13,841	13,841	13,841
普通股股本	13,841	13,841	13,841
資本公積	6,407	6,407	6,413
保留盈餘	28,620	30,434	31,776
庫藏股票	--	--	--
股東權益	52,721	54,457	55,010
每股淨值(元)	35.71	36.81	37.2
流動比率(%)	304.68	315.55	341.28
速動比率(%)	232.78	239.77	274.38
應收帳款週轉率(%)	13.81	13.07	2.2
負債比率(%)	15.21	14.28	12.62
稅後股東權益報酬率(%)	6.45	8.18	1.68

資料來源：CMoney · JS 預估

現金流量表

單位：百萬元	2016	2017	3Q18
繼續營業單位稅前損益	4,092	4,879	3,523
折舊及攤提費用	992	1,059	814
利息費用	12	13	10
股利收入	-42	-41	-29
權益法認列關聯企業損益	-1,421	-2,134	-1,534
處分不動產、廠房及設備	6	1	4
處分權益法之投資損益	--	--	--
未實現外幣兌換損益	82	27	-20
應收帳款增減	-196	-45	-134
存貨增減	-29	582	864
應付帳款增減	-4	79	-418
營業活動現金流量	3,254	1,735	2,197
公允價值衡量金融資產增減	0	0	--
攤銷成本衡量金融資產增減	0	0	--
權益法長期股權投資增減	-1	69	-526
取得不動產、廠房及設備	-841	-1,150	-581
處分不動產、廠房及設備	31	46	35
投資活動現金流量	514	266	714
短期借款增減	24	-23	-105
長期借款增減	-16	0	0
公司債發行	--	--	--
公司債償還	--	--	--
現金增資	--	--	--
發放現金股利	-2,076	-2,214	-2,491
庫藏股票增減	0	0	--
籌資活動現金流量	-2,177	-2,401	-2,729
淨現金流量	1,514	-416	166

資料來源：CMoney · JS 預估

2018 年 11 月 23 日

免責聲明

本研究報告僅供本公司特定客戶參考。

客戶進行投資決策時，應審慎考量本身之需求、投資風險及風險承受度，並就投資結果自行負責，本公司不作任何獲利保證，亦不就投資損害負任何法律責任。

本研究報告內容取材自本公司認可之來源，但不保證其完整性及精確性；該報告所載財務資料、預估及意見，係本公司於特定日期就現有資訊所做之專業判斷，嗣後變更時，本公司將不做預告或更新；本研究報告內容僅供參考，有未盡完善之處，本公司恕不負責。

非經本公司同意，不得將本研究報告內容複製、轉載或以其他方式提供予其他第三人。

投資評等說明

評等	定義
強力買進	六個月內潛在報酬率 40%以上
買進	六個月內潛在報酬率 15%以上~未達 40%
持有	六個月內潛在報酬率 7%以上~未達 15%
中立	六個月內潛在報酬率未達 7%
	近期股價將呈持平走勢
	無法由基本面給予合理評等
買進轉中立	建議降低持股