

2024 年 2 月 22 日

研究員：陳執中 tc.chen@capital.com.tw

前日收盤價	123 元
目標價	
3 個月	130 元
12 個月	130 元

中華(2204 TT)

Buy

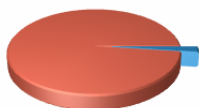
近期報告日期、評等及前日股價

11/20/2023	Buy	105.50
09/01/2023	Trading Buy	89.80
05/25/2023	Trading Buy	89.40
03/22/2023	Buy	61.60
11/29/2022	Buy	55.70

公司基本資訊

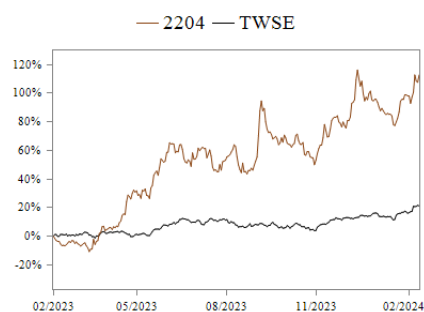
目前股本(百萬元)	5,536
市值(億元)	681
目前每股淨值(元)	61.84
外資持股比(%)	25.42
投信持股比(%)	2.20
董監持股比(%)	47.64
融資餘額(張)	10,277
現金股息配發率(F)(%)	65.80

產品組合



- 製造及銷售整車及相關零組件:98.00%
- 其他:2.00%

股價相對大盤走勢



新車銷售展望樂觀，且無業外虧損影響，投資建議維持 Buy。

投資建議維持 Buy：因新車銷售表現亮眼，且業外較無一次性損失影響，2023 年獲利能力大幅回升。中華車對於 2024 年銷售量展望樂觀，預估 2024 年營收、獲利續揚。投資建議維持 Buy，目標價 130 元(以 2024 年 EPS 及 PE 10.5 倍評價)。

2023 年營收 385.07 億元，YoY+30.29%，預估稅後純益 58.90 億元，轉虧為盈，EPS 10.64 元：因公司強化新能源車型產品線、主力車型改款，且 2022 年新導入 MG 品牌持續推出全新車型，公司 2023 年內銷四輪表現亮眼，年增 2 成以上，其中 MG 銷量近 1.38 萬輛。而中東、中美洲新興國家因面臨高通膨、高利率的嚴苛挑戰，衝擊當地汽車市場銷售，2023 年外銷四輪銷量下滑。2023 年電動二輪銷量較 2022 年略降。2023 年中華車整體營收 385.07 億元，YoY+30.29%。獲利能力方面，因 MG 品牌毛利率、費用皆相對較低，預估 2023 年毛利率由 2022 年的 16.48% 下降至 15.87%，營業利益 25.01 億元，YoY+28.91%。因 2022 年已保守提列防疫險費用，2023 年可認列相關回沖利益，業外淨收入由 2022 年的 -90.88 億元上升至 43.70 億元。預估稅後純益 58.90 億元，EPS 10.64 元。

預估 2024 年營收 457.93 億元，YoY+18.92%，稅後純益 67.39 億元，YoY+14.42%，EPS 12.17 元：因中華車將持續推出 MG 轎車款新車、中華菱利大改款、Eclipse Cross 特仕車等新車型，預估 2024 年內銷四輪提升至 6.6 萬輛。其中 MG 目標銷售 2.5 萬輛，預計月產能將由目前的 1,800 輛提升至 2,300 輛。MG 目前有 18 個展示點、22 個服務廠，預計 2023 年底會達到 23 個展示點、24 個服務廠，2024 年目標 31 個展示點、32 個服務廠。而外銷四輪目標 850 台、電動二輪目標 7,700 台。預估 2024 年營收 457.93 億元，YoY+18.92%。獲利能力方面，隨著 MG 品牌佔營收比重提升，預估毛利率下降至 14.73%，營業利益 YoY+13.00%。業外淨收入表現相對平穩，稅率下降至 3~5% 區間，預估稅後純益 67.39 億元，YoY+14.42%，EPS 12.17 元。

(百萬元)	2023F	2024F	2025F	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23F	1Q24F	2Q24F	3Q24F	4Q24F
營業收入淨額	38,507	45,793	50,328	7,699	9,076	9,405	9,228	10,798	11,219	11,533	10,910	12,132
營業毛利淨額	6,110	6,747	7,370	1,061	1,521	1,495	1,454	1,668	1,727	1,662	1,562	1,797
營業利益	2,501	2,826	3,230	221	680	594	547	680	764	694	596	772
稅後純益	5,890	6,739	7,044	-3,118	1,480	1,545	1,344	1,520	1,701	1,645	1,582	1,811
稅後 EPS(元)	10.64	12.17	12.72	-5.63	2.67	2.79	2.43	2.75	3.07	2.97	2.86	3.27
毛利率(%)	15.87%	14.73%	14.64%	14.12%	16.43%	15.74%	15.94%	15.45%	15.39%	14.41%	14.32%	14.81%
營業利益率(%)	6.50%	6.17%	6.42%	2.87%	7.50%	6.31%	5.93%	6.30%	6.81%	6.02%	5.47%	6.36%
稅後純益率(%)	15.30%	14.72%	14.00%	-40.51%	16.31%	16.43%	14.57%	14.08%	15.16%	14.27%	14.50%	14.93%
營業收入 YoY/QoQ(%)	30.29%	18.92%	9.90%	3.39%	17.89%	3.62%	-1.89%	17.01%	3.90%	2.80%	-5.40%	11.20%
稅後純益 YoY/QoQ(%)	N.A	14.42%	4.53%	N.A	N.A	4.40%	-13.03%	13.11%	11.86%	-3.25%	-3.84%	14.46%

註：稅後純益係指本期淨利歸屬於母公司業主；稅後 EPS 以股本 55.36 億元計算。

中華車 ESG：

溫室氣體管理政策：對於因應氣候變遷或溫室氣體管理之策略。致力溫室氣體盤查作業，確實掌握溫室氣體排放狀況，據以提出減量之可行方案，並依據溫室氣體管理政策執行：1.遵行環保法規、客戶要求及其他相關規定。2.全員參與節能減碳活動。3.以國際及國內最先進之標準為自我提升之依據。4.持續推動節能減碳措施。

能源政策：(1)符合能源法令及其要求，持續改善能源管理績效；(2)確保必要資訊資源提供，促進能源管理目標達成；(3)落實重大能源設備管控，提高生產能源使用效率；(4)擴大採購綠色節能產品，支持能源績效設計活動；(5)持續宣導全員節能意識，建構永續綠色企業文化。能源政策規劃至 2050 年以綠能或綠電取代現用市電 100%，以達成淨零碳排放(碳中和)目標。

水資源政策：(1)減少水資源使用，持續推動設備改善；(2)杜絕水資源浪費，善用智慧化管理平台，落實設施維護檢查；(3)提升水資源再利用，推動製程用水回收與雨水貯留再利用；(4)全員參與節水行動，持續落實日常節水觀念；(5)遵守水相關法規，設計採購節水產品；(6)確保資源之提供，達成水資源效率目標。以 2019 年用水量實績(包含廢水減量排放)為基準，計劃於 2021~2025 年期間合計低減 15%為目標。

廢棄物管理政策：為降低廢棄物對環境之危害，公司產出之事業廢棄物皆委託合格公民營廢棄物清除處理機構清除、處理，並依環保署廢棄物清理及回收廢棄物等相關法規，致力落實各項環境污染物與有害廢棄物之管理，以期降低廢棄物產生。

公司概況：

中華車(2204 TT)屬於裕隆集團(2201 TT)成員，中華車為台灣主要汽車製造廠之一，主要以生產小型商用車為主，並製造日本三菱的轎車、休旅車、商用車等車款，目前以台灣內銷市場為主。轉投資公司也是中華車主要的獲利來源，裕隆汽車、福建奔馳、廣州恩梯恩、襄陽恩梯恩皆是中華車業外的主要獲利來源公司。中華車發展策略：

- 由於台灣車市商車占比約維持 10%，中華車將完善中、小、輕型自主研发商用車產品線，並提高其舒適性及乘用性。而於三菱乘用車部分，將持續爭取日本或海外熱銷車型進口或國產化。
- 高自動化及智慧製造生產線，可提供產線合併、設備共用、車身焊接熔組 100%自動化等生產優勢，有助於擴大代工業務。因預期進口車市場仍有成長空間，旗下經銷商將開拓進口車品牌經營。
- 新能源汽車策略轉型兩大主軸：(1)電動商用車與多元載具自主研发。公司將持續強化智慧聯網與電動車核心技術，運用整車自主設計開發優勢，加速發展電動商用車及摩托車等多元載具。(2)多元品牌事業發展。與策略合作夥伴導入純電與 PHEV 車款至台灣市場，策略夥伴包含 MIH、日本三菱、英國 MG。
- 拓展海外市場，(1)日本三菱引進多國經銷商，銷售中華車生產的得利卡車型，得利卡車型已正式外銷至中東、中美洲、大洋洲及中亞市場等多個國家。(2)藉由子公司受惠中國汽車市場成長動能。

2024 年 2 月 22 日

2023 年營收 385.07 億元，YoY+30.29%，稅後純益 58.90 億元，轉虧為盈，EPS 10.64 元：

2023 年方面，因公司強化新能源車型產品線、主力車型改款，且 2022 年新導入 MG 品牌持續推出全新車型，公司 2023 年內銷四輪表現亮眼，年增 2 成以上，其中 MG 銷量近 1.38 萬輛。而中東、中美洲新興國家因面臨高通膨、高利率的嚴苛挑戰，衝擊當地汽車市場銷售，2023 年外銷四輪銷量下滑。2023 年電動二輪銷量較 2022 年略降。2023 年中華車整體營收 385.07 億元，YoY+30.29%。獲利能力方面，因 MG 品牌毛利率、費用皆相對較低，預估 2023 年毛利率由 2022 年的 16.48% 下降至 15.87%，營業利益 25.01 億元，YoY+28.91%。因 2022 年已保守提列防疫險費用，2023 年可認列相關回沖利益，業外淨收入由 2022 年的 -90.88 億元上升至 43.70 億元。預估稅後純益 58.90 億元，EPS 10.64 元。

預估 2024 年營收 457.93 億元，YoY+18.92%，稅後純益 67.39 億元，YoY+14.42%，EPS 12.17 元：

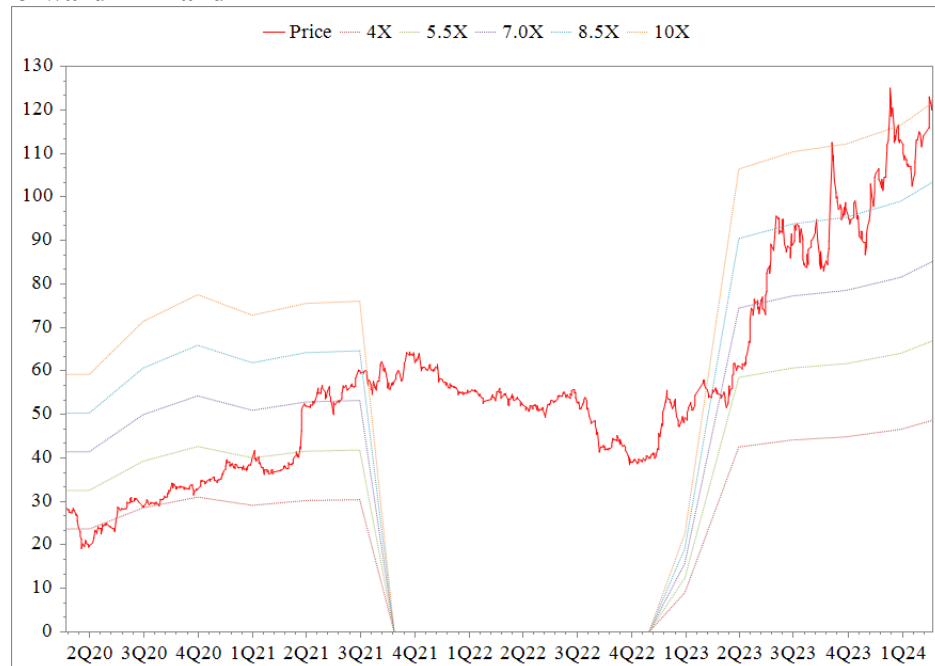
2024 年方面，雖然裕隆集團預估台灣車市需求平穩。但中華車將持續推出 MG 轎車款新車、中華菱利大改款、Eclipse Cross 特仕車等新車型，預估 2024 年內銷四輪提升至 6.6 萬輛。其中 MG 目標銷售 2.5 萬輛，年增近八成，預計月產能將由目前的 1,800 輛提升至 2,300 輛。MG 目前有 18 個展示點、22 個服務廠，預計 2023 年底會達到 23 個展示點、24 個服務廠，2024 年目標 31 個展示點、32 個服務廠。而外銷四輪目標 850 台、電動二輪目標 7,700 台。預估 2024 年營收 457.93 億元，YoY+18.92%。獲利能力方面，隨著 MG 品牌佔營收比重提升，預估毛利率下降至 14.73%，營業利益 28.26 億元，YoY+13.00%。業外淨收入表現相對平穩，稅率下降至 3~5% 區間，預估稅後純益 67.39 億元，YoY+14.42%，EPS 12.17 元。

投資建議：

投資建議方面，因新車銷售表現亮眼，且業外較無一次性損失影響，2023 年獲利能力大幅回升。中華車對於 2024 年銷售量展望樂觀，預估 2024 年營收、獲利續揚。投資建議維持 Buy，目標價 130 元(以 2024 年 EPS 及 PE 10.5 倍評價)。

2024 年 2 月 22 日

Forward PE Band



資料來源：CMoney，群益預估彙整

Forward PB Band



資料來源：CMoney，群益預估彙整

2024 年 2 月 22 日

資產負債表

(百萬元)	2021	2022	2023F	2024F	2025F
資產總計	54,735	48,490	52,095	55,179	58,973
流動資產	19,521	17,382	23,366	24,837	25,491
現金及約當現金	11,647	8,179	12,553	12,637	13,321
應收帳款與票據	2,088	2,660	2,931	3,342	3,552
存貨	3,894	4,256	4,612	5,015	6,048
採權益法之投資	24,953	20,890	18,838	20,137	22,718
不動產、廠房設備	6,216	6,209	6,274	6,339	6,404
負債總計	8,410	12,443	12,022	11,731	11,795
流動負債	6,765	7,522	7,537	7,526	7,283
應付帳款及票據	2,837	3,322	3,773	4,143	4,330
非流動負債	1,645	4,921	4,033	3,383	3,503
權益總計	46,325	36,047	40,073	43,448	47,179
普通股股本	5,536	5,536	5,536	5,536	5,536
保留盈餘	31,192	20,550	24,576	27,951	31,681
母公司業主權益	42,672	32,329	36,004	38,867	42,036
負債及權益總計	54,735	48,490	52,095	55,179	58,973

現金流量表

(百萬元)	2021	2022	2023F	2024F	2025F
營業活動現金	4,314	1,765	6,156	7,079	9,135
稅前純益	5,078	-7,109	6,871	7,590	8,451
折舊及攤銷	940	846	878	888	897
營運資金變動	-647	-450	-176	-443	-1,055
其他營運現金	-1,057	8,477	-1,418	-955	843
投資活動現金	1,178	-1,840	-356	-999	-1,245
資本支出淨額	-638	-649	-650	-650	-650
長期投資變動	-88	-4,008	-100	-100	-100
其他投資現金	1,904	2,817	394	-249	-495
籌資活動現金	-4,253	-3,347	-1,590	-5,996	-7,206
長借/公司債變動	-25	0	-887	-650	120
現金增資	0	0	0	0	0
發放現金股利	-3,875	-3,045	-2,214	-3,875	-3,875
其他籌資現金	-353	-302	1,513	-1,470	-3,450
淨現金流量	1,235	-3,410	4,209	84	684
期初現金	10,520	11,754	8,344	12,553	12,637
期末現金	11,754	8,344	12,553	12,637	13,321

資料來源：CMoney、群益

損益表

(百萬元)	2021	2022	2023F	2024F	2025F
營業收入淨額	31,125	29,554	38,507	45,793	50,328
營業成本	26,185	24,680	32,368	39,046	42,958
營業毛利淨額	4,939	4,871	6,110	6,747	7,370
營業費用	2,899	2,931	3,609	3,921	4,140
營業利益	2,040	1,940	2,501	2,826	3,230
EBITDA	5,929	-6,372	7,750	8,477	9,348
業外收入及支出	2,992	-9,088	4,370	4,764	5,221
稅前純益	5,078	-7,109	6,871	7,590	8,451
所得稅	675	496	631	339	845
稅後純益	4,182	-7,758	5,890	6,739	7,044
稅後 EPS(元)	7.55	-14.01	10.64	12.17	12.72
完全稀釋 EPS**	7.55	-14.01	10.64	12.17	12.72

註 1：稅後純益係指本期淨利歸屬於母公司業主。

註 2：稅後 EPS 以股本 55.36 【最新股本】億元計算

註 3：完全稀釋 EPS 以股本 55.36 億元計算

比率分析

(百萬元)	2021	2022	2023F	2024F	2025F
-------	------	------	-------	-------	-------

成長力分析(%)

營業收入淨額	0.81%	-5.05%	30.29%	18.92%	9.90%
營業毛利淨額	0.64%	-1.36%	25.43%	10.43%	9.23%
營業利益	14.80%	-4.86%	28.91%	13.00%	14.29%
稅後純益	27.60%	N.A	N.A	14.42%	4.53%

獲利能力分析(%)

毛利率	15.87%	16.48%	15.87%	14.73%	14.64%
EBITDA(%)	19.05%	-21.56%	20.13%	18.51%	18.57%
營益率	6.55%	6.57%	6.50%	6.17%	6.42%
稅後純益率	13.44%	-26.25%	15.30%	14.72%	14.00%
總資產報酬率	7.64%	-16.00%	11.31%	12.21%	11.94%
股東權益報酬率	9.03%	-21.52%	14.70%	15.51%	14.93%

償債能力檢視

負債比率(%)	15.37%	25.66%	23.08%	21.26%	20.00%
負債/淨值比(%)	18.15%	34.52%	30.00%	27.00%	25.00%
流動比率(%)	288.55%	231.09%	310.00%	330.00%	350.00%

其他比率分析

存貨天數	53.69	60.26	50.00	45.00	47.00
應收帳款天數	25.03	29.32	26.50	25.00	25.00

2024 年 2 月 22 日

季度損益表

(百萬元)	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23F	1Q24F	2Q24F	3Q24F	4Q24F	1Q25F	2Q25F
營業收入淨額	7,446	7,699	9,076	9,405	9,228	10,798	11,219	11,533	10,910	12,132	12,848	12,167
營業成本	6,185	6,638	7,555	7,910	7,773	9,129	9,492	9,871	9,348	10,335	10,940	10,389
營業毛利淨額	1,261	1,061	1,521	1,495	1,454	1,668	1,727	1,662	1,562	1,797	1,908	1,778
營業費用	741	866	810	886	924	988	962	968	966	1,025	1,028	1,011
營業利益	524	221	680	594	547	680	764	694	596	772	880	766
業外收入及支出	-991	-3,284	1,090	1,049	1,085	1,145	1,157	1,170	1,206	1,231	1,267	1,282
稅前純益	-467	-3,063	1,770	1,643	1,632	1,826	1,921	1,864	1,802	2,003	2,148	2,049
所得稅	28	57	173	47	228	183	96	93	90	60	215	205
稅後純益	-540	-3,118	1,480	1,545	1,344	1,520	1,701	1,645	1,582	1,811	1,797	1,706
最新股本	5,536	5,536	5,536	5,536	5,536	5,536	5,536	5,536	5,536	5,536	5,536	5,536
稅後EPS(元)	-0.98	-5.63	2.67	2.79	2.43	2.75	3.07	2.97	2.86	3.27	3.25	3.08

獲利能力(%)

毛利率(%)	16.98%	14.12%	16.43%	15.74%	15.94%	15.45%	15.39%	14.41%	14.32%	14.81%	14.85%	14.61%
營業利益率(%)	7.03%	2.87%	7.50%	6.31%	5.93%	6.30%	6.81%	6.02%	5.47%	6.36%	6.85%	6.30%
稅後純益率(%)	-7.25%	-40.51%	16.31%	16.43%	14.57%	14.08%	15.16%	14.27%	14.50%	14.93%	13.98%	14.02%

QoQ(%)

營業收入淨額	3.87%	3.39%	17.89%	3.62%	-1.89%	17.01%	3.90%	2.80%	-5.40%	11.20%	5.90%	-5.30%
營業利益	-17.98%	-57.77%	207.74%	-12.72%	-7.90%	24.38%	12.32%	-9.17%	-14.08%	29.48%	14.01%	-12.96%
稅前純益	N.A	N.A	N.A	-7.21%	-0.63%	11.84%	5.20%	-2.94%	-3.34%	11.19%	7.20%	-4.62%
稅後純益	N.A	N.A	N.A	4.40%	-13.03%	13.11%	11.86%	-3.25%	-3.84%	14.46%	-0.79%	-5.06%

YoY(%)

營業收入淨額	-12.54%	19.99%	25.36%	31.20%	23.92%	40.25%	23.60%	22.62%	18.23%	12.36%	14.52%	5.50%
營業利益	38.89%	44.73%	22.06%	-6.98%	4.45%	207.69%	12.30%	16.87%	9.03%	13.49%	15.20%	10.40%
稅前純益	N.A	N.A	13.36%	N.A	N.A	N.A	8.49%	13.48%	10.38%	9.74%	11.82%	9.89%
稅後純益	N.A	N.A	12.81%	N.A	N.A	N.A	14.88%	6.47%	17.72%	19.13%	5.65%	3.67%

註1：稅後EPS以股本55.36億元計算

註2：自2013年開始，稅後純益係指本期淨利歸屬於母公司業主。

【投資評等說明】

評等	定義
強力買進(Strong Buy)	首次評等潛在上漲空間 $\geq 35\%$
買進(Buy)	$15\% \leq$ 首次評等潛在上漲空間 $< 35\%$
區間操作(Trading Buy)	$5\% \leq$ 首次評等潛在上漲空間 $< 15\%$
	無法由基本面給予投資評等
中立(Neutral)	預期近期股價將處於盤整
	建議降低持股

【投資評等調整機制】

投資評等係「首次」給予特定個股投資評等時，其前一日收盤價相較 3 個月目標價之潛在上漲空間計算而得。個股投資評等分為四個等級，定義如上。爾後的投資評等係依循「首次評等」，直到停止推薦。

「強力買進」、「買進」及「區間操作」均有 upside 目標價。差別僅在於，首次評等時潛在報酬率不同。「中立」則無目標價。

一旦我們給予特定個股「強力買進」、「買進」或「區間操作」之投資評等，就是責任的開始，爾後將透過各式研究報告作定期性、持續性追蹤基本面及股價變化，直到停止推薦。

停止推薦情境：

1. 達目標價。
2. 雖未達原訂目標價，但檢視基本面、訊息面、籌碼面等多方訊息，研判股價上漲空間已然有限，將適時出具降評報告。
3. 推薦後股價不漲反跌，亦將出具降評報告。

【免責聲明】

本研究報告僅提供予特定人之客戶作為參考資料「非經同意不得轉載」。我們並不確保此資訊的完整性與正確性，投資人應了解，報告中有關未來預測之陳述可能不會實現，因而不應被依賴。而且此報告並非根據特定投資目的或依預定對象之財務狀況所撰寫出來的，因此，此研究報告的目的，既非對投資人於買賣證券、選擇權、期貨或其他證券相關之衍生性商品提供詢價服務，亦非作為進行交易的要約。投資人應注意到相關證券之價值及收益，可能會有無預警地上升或下降，產生投資回報金額可能比原始投資來得少的情形。