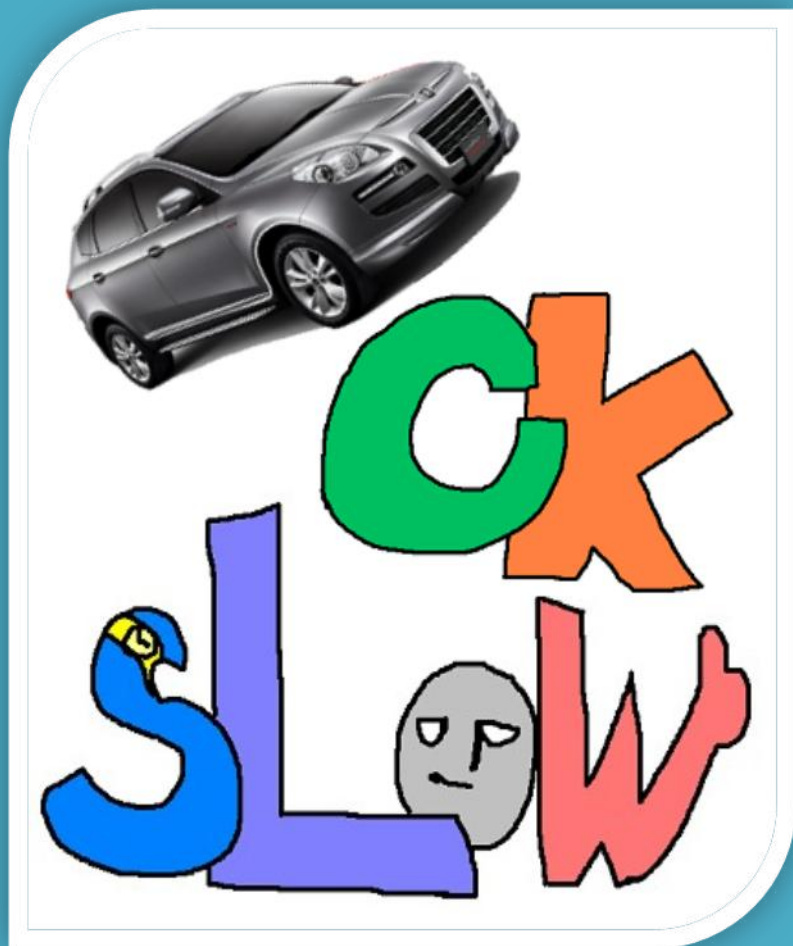


2011

企業管理系實務專題

-裕隆汽車



指導老師：洪振虔 老師

組 員：97402006 張世鑫 97402008 林珮萱

97402009 翁萱如 97402030 郭蔚瑩

97402031 謝毓筑



目錄

壹、基本資料-----	02
貳、基本分析-----	04
一、國內外政治法規與事件分析	
二、國內外總體經濟分析	
三、產業分析	
四、公司分析	
參、財務分析-----	27
一、獲利能力	
二、成長力分析	
三、資產經營管理能力分析	
四、財務結構	
五、償債結構	
六、現金流量	
七、財務分析綜合評論	
肆、籌碼分析-----	48
一、整體股市	
二、個別公司	
伍、評價分析-----	53
陸、結論-----	56
柒、資料來源-----	57

壹、基本資料

公司中文全稱	裕隆汽車製造股份有限公司
公司英文名稱	Yulon Motor Co., Ltd.
統一編號	03489200
產業別	汽車及其零件業
市場別	上市
主要產品	車輛 88.07% 零件 7.96% 其他 3.56% 保修 0.41%
公司地址	苗栗縣三義鄉西湖村伯公坑 39 號之 1
電話	037-871801
傳真	037-874790
董事長	嚴凱泰
總經理	陳國榮
發言人	蕭明輝
財務經理	喬永福
集團名	裕隆集團
公司代碼	2201
設立日	19530910
首次上市日	19760708
股務單位	裕隆汽車製造股務處
股務單位電話	02-25156421
股務單位地址	台北市南京東路二段 150 號 7 樓
會計師事務所名稱	勤業眾信聯合會計師事務所
資本額	新台幣 147.73 億
廠區地形	南北走向，南北長約 3 公里，總面積 275 公頃

公司介紹

裕隆企業集團創辦人嚴慶齡先生偕同夫人吳舜文女士，本著工業報國的理念，於 1951 年創設台元紡織公司，從事棉紡及織布事業，參與建立台灣民生工業的先河。1953 年設立裕隆汽車公司，從事汽車的生產和銷售，投入資本與技術密集的汽車工業，引領我國相關產業的發展。1969 年復成立中華汽車公司，生產供應商用車，加速振興國家經濟的發展。如今，台元紡織公司、裕隆汽車公司及中華汽車公司，成為集團成長茁壯的三大核心公司。

歷經數十年的耕耘，以及長期致力於自主研發能力的培養，集團在紡織與汽車事業方面奠定了相當基礎。旗下兩家汽車中心廠結合關鍵零組件廠、行銷售服體系及週邊服務事業，構建了完備產銷價值鏈的競爭優勢，更拓展至大陸地區及海外市場，進一步深化佈局。

處於二十一世紀國際化、自由化與節能環保、抗地球暖化的新經濟情勢，「專業」、「完備」與「環保」成為國際分工的要件，品牌行銷以及節能、環保產品的追求，蔚為企業發展的另一風潮。裕隆在既有基礎上，不斷進行企業再造與產品創新，使企業永續活躍。

貳、基本分析

一、國內(外)政治、法規與事件分析

1. 日本大地震對台灣影響

本次地震為日本有史以來規模最大的地震，其引發的海嘯與後續的核能事故，使得這次地震新聞的焦點和以往熟悉的模式有非常大的差異。

經工研院產經中心（IEK）分析結果經評估對台灣石化、半導體製造、面板、鋰電池、電子零組件、汽車、工具機、LED、生技醫材等產業，直接影響程度均屬較低。對我國相關產業鏈影響最大的部分，應在於我國電子資訊（半導體、面板、太陽光電）產業所使用的許多上游原材料和關鍵零組件。

http://airp.org.tw/iars/r_data/r_file2776.pdf

2. 奢侈稅

是消費稅的一種，針對奢侈消費行為進行課徵，為了讓稅制符合社會公平原則，以及抑制特種貨物在短期內轉手交易的以錢滾錢的行為。於六月一日開始實施，針對300萬元以上的私人飛機、遊艇、汽車等高價貨物，以及50萬元以上的高爾夫球證、俱樂部會員證等課徵10%的奢侈稅，非自用住宅如果在1年內轉手，則課徵15%的奢侈稅在1~2年間轉手，則課徵10%的奢侈稅。

遭受到批評，例如不道德的產品是低價也該課奢侈稅，而非到一定價格才開徵，針對一些產品的奢侈稅可能違反WTO，會遭到貿易報復等等。

3. 兩岸兩會協議檢討機制會議

這次會議將由海基、海協領軍，商談的議題將聚焦在航空運輸協議、陸客赴台自由行、兩岸共同打擊犯罪等項目，因此，民航局、觀光局、法務部等相關部會官員都將與會討論。

江陳會中，雙方也針對過去協議執行情況集成效，以及沒有解決的問題進行探討，希望能進一步提高陸客來台，陸客來台人數及兩岸航班，這部份未來將視須要不定期由兩會帶頭來進行檢討會議。

二、國內(外)總體經濟分析

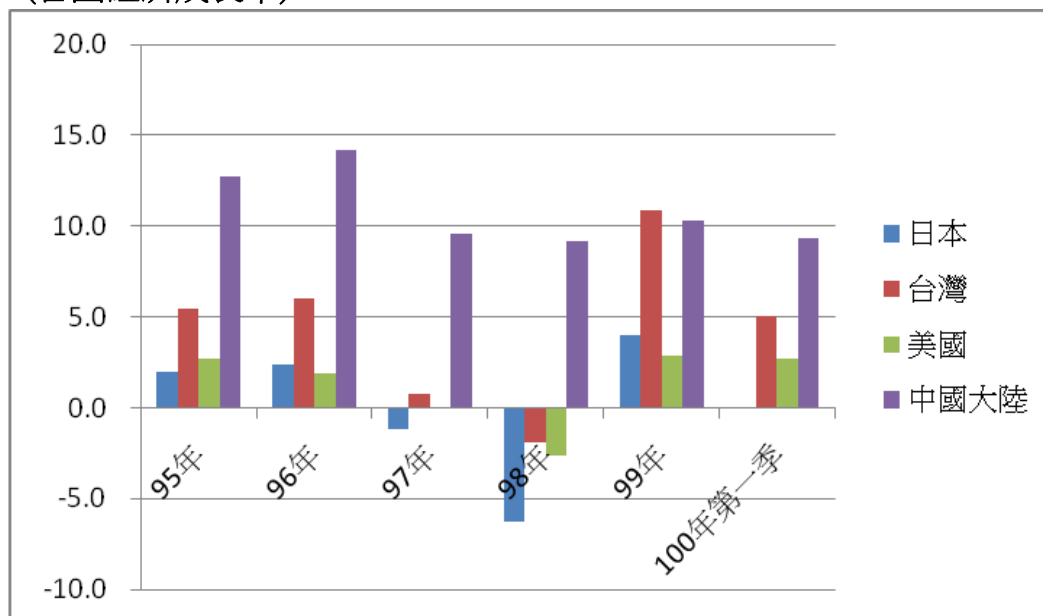
1. 所得

全球經濟在就業情勢與家庭財務益趨好轉，以及企業獲利亮麗有利金融市場表現等正面因素支撐下，逐漸擺脫金融海嘯以來對財政與貨幣政策激勵之依賴，回復自主性成長，未來將續呈擴張態勢。

惟繼金融海嘯期間為刺激景氣而採行之大舉擴張政策後，若干國家財政隱憂已漸升溫；油價高檔震盪，推升通膨壓力；以及日本強震、海嘯與核電廠輻射外洩問題等，則影響全球經濟成長復甦力道與時程。

據經濟學人最新預測，2011年我國實質GDP成長率將可達4.3%，環球透視認為我國2011年景氣將達4.7%。其他國際知名研究機構與投資銀行對我國2011年經濟成長率之預測，也大多介於4%到5%區間，可望恢復常態成長。而根據台經院4月公布之最新預測，2011年國內實質GDP成長率將可達5.72%。

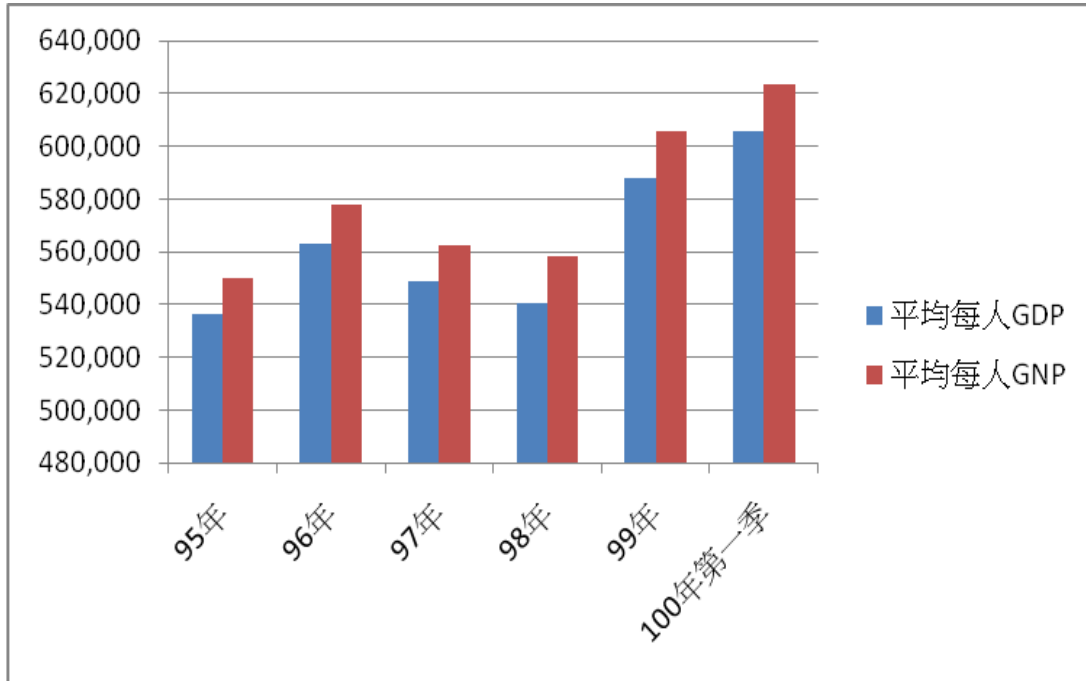
(各國經濟成長率)



分析：

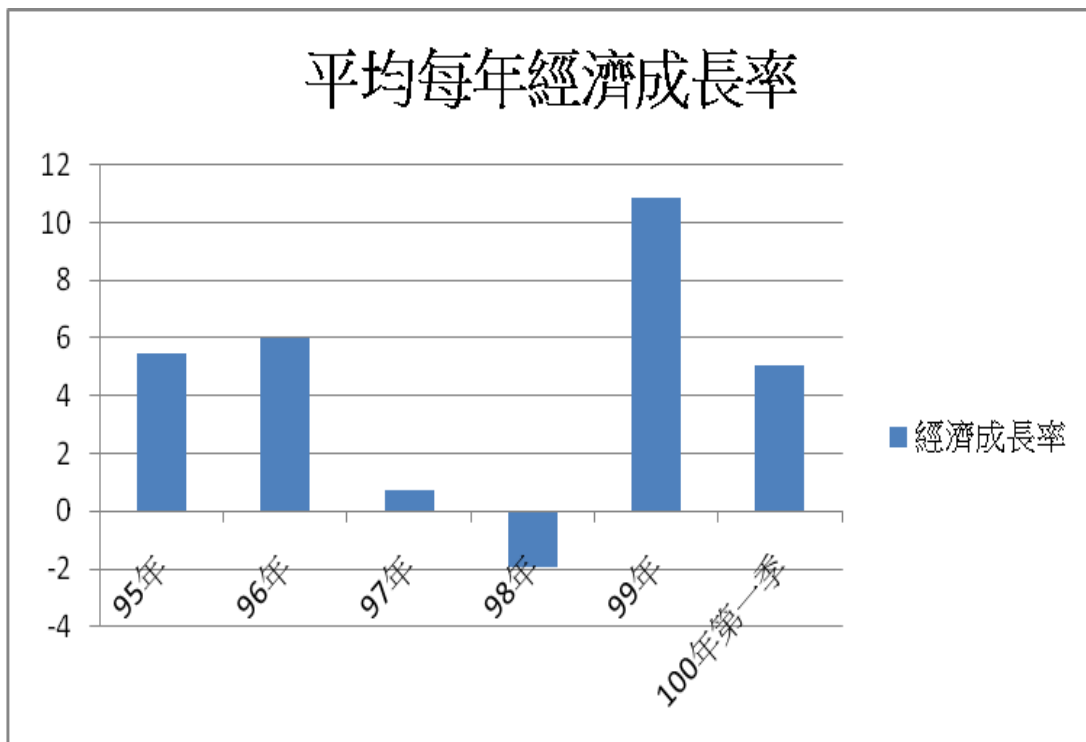
- 1.美國政府赤字與債務問題日益嚴重，將約制復甦力道，預測成長2.7%(較2月預測下修0.5個百分點)
2. 中國大陸為預防通膨與資產價格失控，多次調升利率與存款準備率，惟經濟活動依舊活絡，今年可望強勁成長9.3%(下修0.2個百分點)
3. 日本雖工廠產能陸續恢復，以及災後重建將帶動生產與消費活動，惟核電廠輻射外洩、餘震不斷與限電等問題，將使經濟回升之路更加困難，預測今年經濟零成長(下修1.2個百分點)

(所得-各國 GDP 比較)



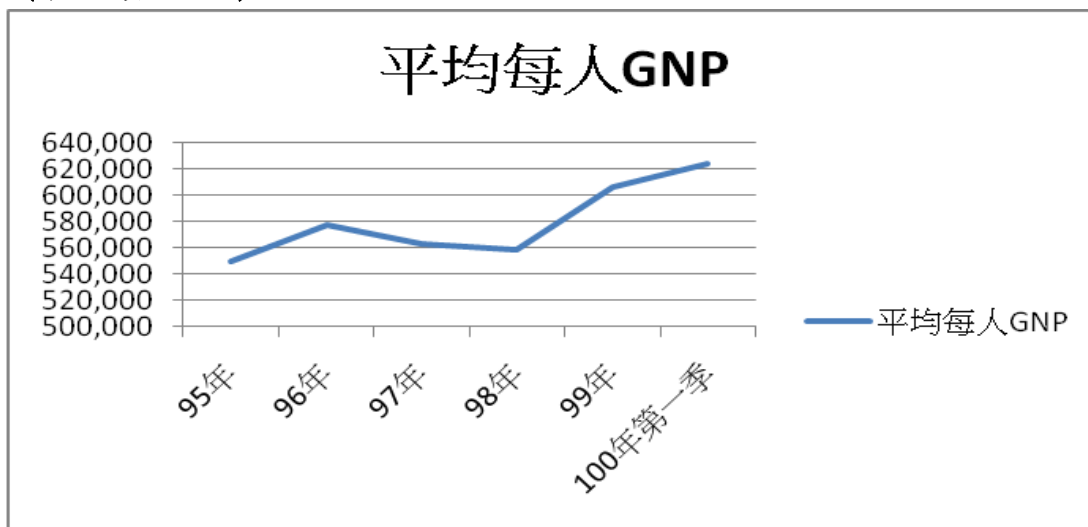
分析：外銷訂單及出口值創新高，淡季不淡，因為景氣回升後，投資意願變高，平均每人GNP 2萬1,548美元。

(平均每年經濟成長率)



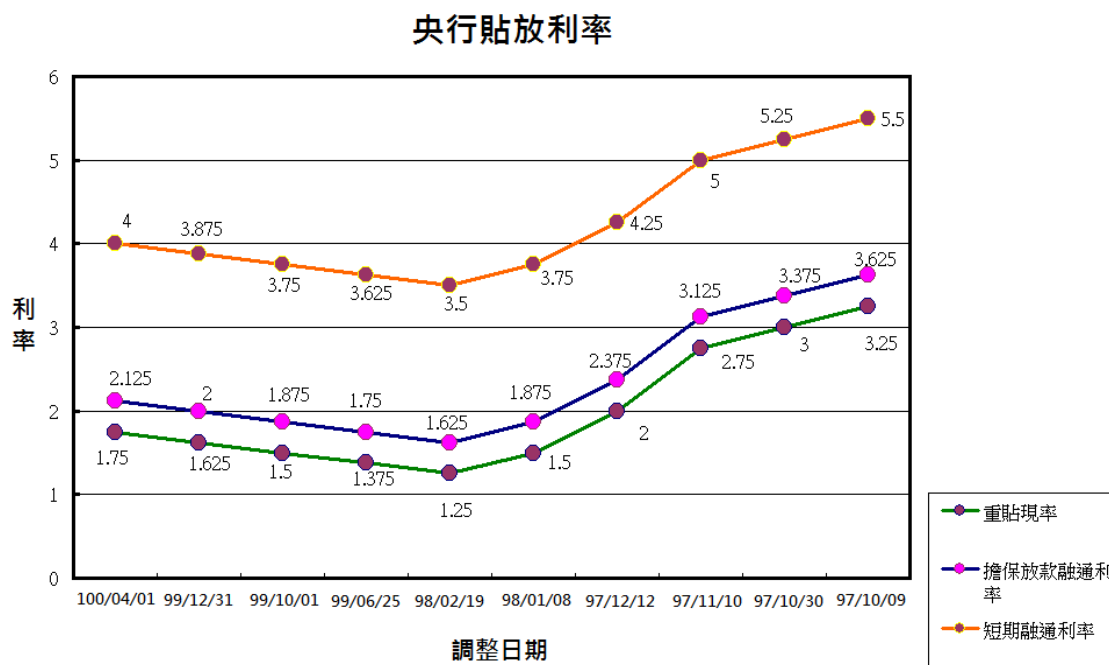
99年經濟成長 10.88%而 100年第一季經濟成長率初步統計為 6.55%

(平均每人GNP)



2. 利率

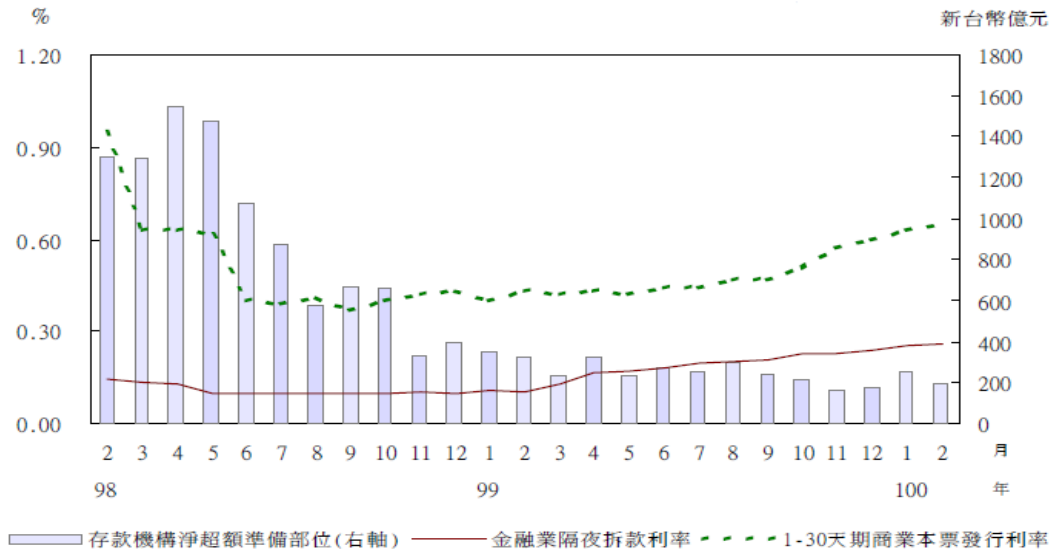
(央行貼放利率)



分析：

央行升息，外界認為是以控制通膨為考量，但央行表示，最近北非及中東局勢不穩，國際商品價格攀高可能導致通膨升溫，加上日本震災衝擊原材料及關鍵零組件產業鏈等不確定因素增加，央行擔心將影響全球景氣復甦力道，因此僅升息半碼，為去年6月以來4度升息。央行昨升息後，重貼現率來到1.75%。

(國際利率)



99年第4季國際景氣回溫，國內經濟成長力道強勁，銀行授信持續成長，資金需求增加，外資持續淨匯入。本行為避免資金過剩，影響國內資產價格，2次調升政策利率，以維持物價與金融穩定，且持續增加定存單發行，吸收多餘流動性。存款機構（含存款貨幣機構及中華郵政公司儲匯處）日平均淨超額準備平均為185億元，較上季平均之265億元為低；100年1月略升至257億元，2月回降至191億元。金融業隔夜拆款平均利率，自99年9月之0.210%升至100年2月之0.262%，仍屬低檔。

以下分別就 99 年 10 月至 100 年 2 月之資金情勢、利率走勢及票券流通餘額加以分析：

一、資金情勢

就各月資金情勢觀之，10月因本行增加發行定期存單，日平均淨超額準備略降至216億元；11月受財政部發行公債、國庫券與稅款繳庫，以及本行發行定存單等影響，日平均淨超額準備續降為160億元；12月受外資匯入增加以及中央統籌分配款、退除役官兵俸與公保補助款等撥款增加影響，日平均淨超額準備增加為179億元；100年1月因省市補助、健保補助等撥款增加，加以本行降低定存單回收資金之規模，以應農曆春節前資金需求，日平均淨超額準備增加為257億元；2月在財政部增加借款、發行公債與本行持續發行定存單回收資金影響下，日平均淨超額準備再降為191億元。

二、利率走勢

本行分別於10月及12月2次調升政策利率各0.125個百分點，避免市場資金過度寬鬆，以維持物價與金融穩定，重貼現率及擔保放款融通利率分別由9月底之1.375% 及1.75% 調升為12月底之1.625%及2%。

受本行調升政策利率影響，金融業隔夜拆款平均利率大致呈低檔緩步走升，由99年9月之0.210%微幅走升至100年2月之0.262%。票券市場利率方面，亦呈類似走勢，商業本票發行利率由99年9月之0.47%走升至100年2月之0.65%；1-30天期商業本票次級市場利率亦由99年9月之0.37%走升至100年2月之0.50%。

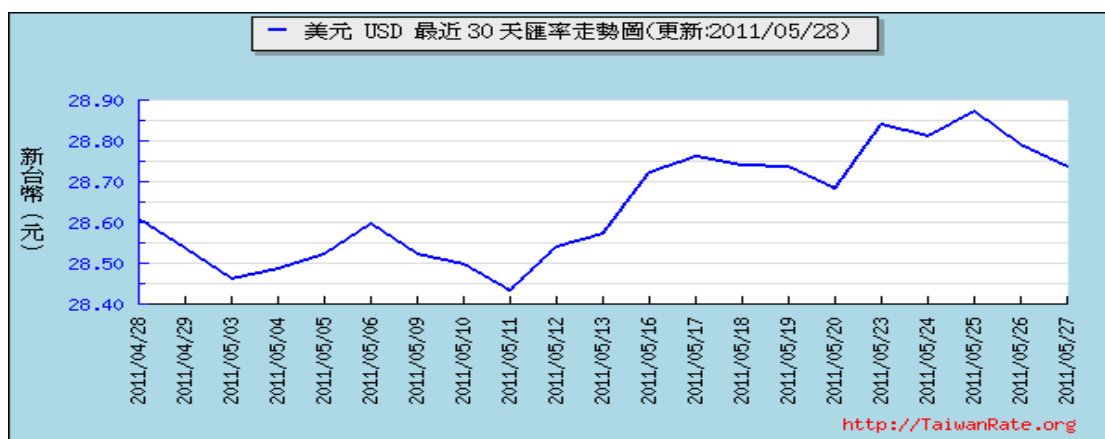
3.匯率

首先，匯率升值讓每人 GNP 升逾兩萬美元，有機會贏過南韓，這是好事；其次，匯率升值讓通膨率由 2.04% 下修至 2.00%，這也是好事；匯率升值雖有這兩個好處，但第三、就出口而言這可就是壞事了。

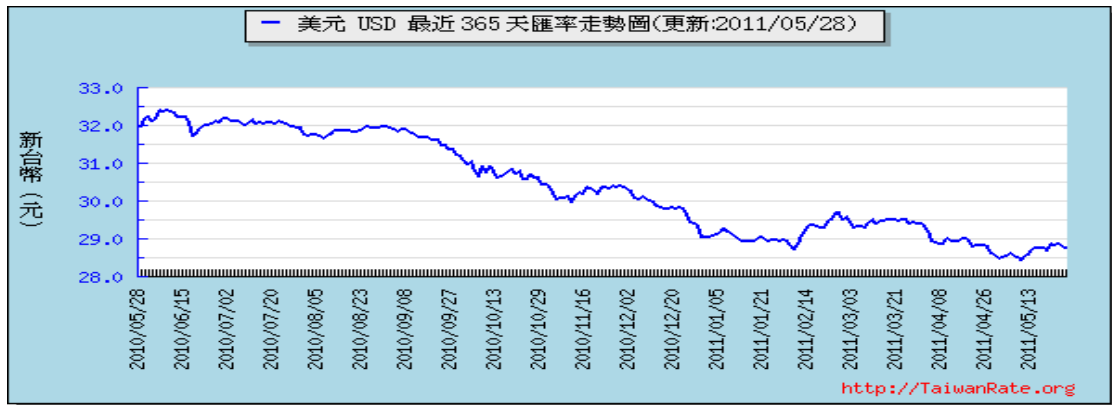
雖然主計處仍樂觀的預測今年出口將升逾 3,000 億美元，出超直逼 300 億美元，皆有望創下歷史新高，但匯率升值對出口衝擊是顯而易見的，依主計處估計，台幣每升值 1 元將使得經濟成長率下滑 0.18 個百分點，匯率升值對總體經濟的衝擊，不言可喻。

主計處這份預測與月前的預測差距雖不太大，但由這些總體指標的上修、下修大概可以知道，面對全球初級原料大漲，匯率與物價已是今年經濟成長的最大風險。

(2011/4/28-2011/5/27 美元匯率走勢圖)



(2010/5/28-2011/5/13 美元匯率走勢圖)



(台灣銀行掛牌匯率)

*牌價最新掛牌時間：2011/05/27 16:00

幣別	現金匯率		即期匯率	
	買入	賣出	買入	賣出
美金 (USD)	28.46500	29.00700	28.76500	28.86500
港幣 (HKD)	3.57000	3.74200	3.67300	3.73300
英鎊 (GBP)	46.25000	48.27000	47.18000	47.60000
澳幣 (AUD)	30.41000	31.15000	30.68000	30.88000
加拿大幣 (CAD)	29.12000	29.87000	29.39000	29.61000
新加坡幣 (SGD)	22.78000	23.57000	23.21000	23.39000
瑞士法郎 (CHF)	32.80000	33.97000	33.47000	33.67000
日圓 (JPY)	0.34810	0.35850	0.35390	0.35790
南非幣 (ZAR)	-	-	4.11000	4.21000
瑞典幣 (SEK)	4.16000	4.76000	4.57000	4.67000
紐元 (NZD)	23.13000	23.86000	23.43000	23.63000
泰幣 (THB)	0.83920	0.98680	0.93360	0.97360
菲律賓比索 (PHP)	0.61800	0.74420	-	-
印尼幣 (IDR)	0.00296	0.00391	-	-
歐元 (EUR)	40.38000	41.51000	40.86000	41.26000
韓元 (KRW)	0.02488	0.02874	-	-
越南盾 (VND)	0.00121	0.00151	-	-
馬來幣 (MYR)	8.08700	10.18000	-	-
人民幣 (CNY)	4.36800	4.55300	-	-

4.物價

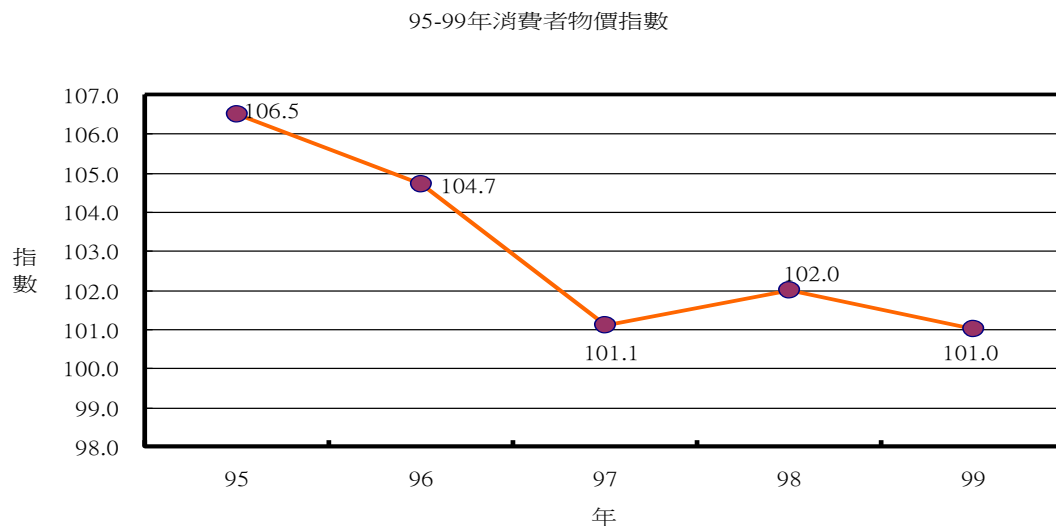
從主計處所公布的數據看來，我國的整體物價並沒有呈現上漲的現象，反而有下滑的趨勢。這樣的數據似乎與民眾的觀感，差異頗大。本文分析，可能有以下幾項原因：

(一) 景氣不佳：金融海嘯衝擊，全球經濟均備受衝擊，國人輕則被公司減薪，重則連工作都不保。因此，市場上任何物價波動，都會讓人感受深刻。即使近來景氣有好轉的跡象，然就業市場並未明顯改善，此一問題短時間內仍難以克服。

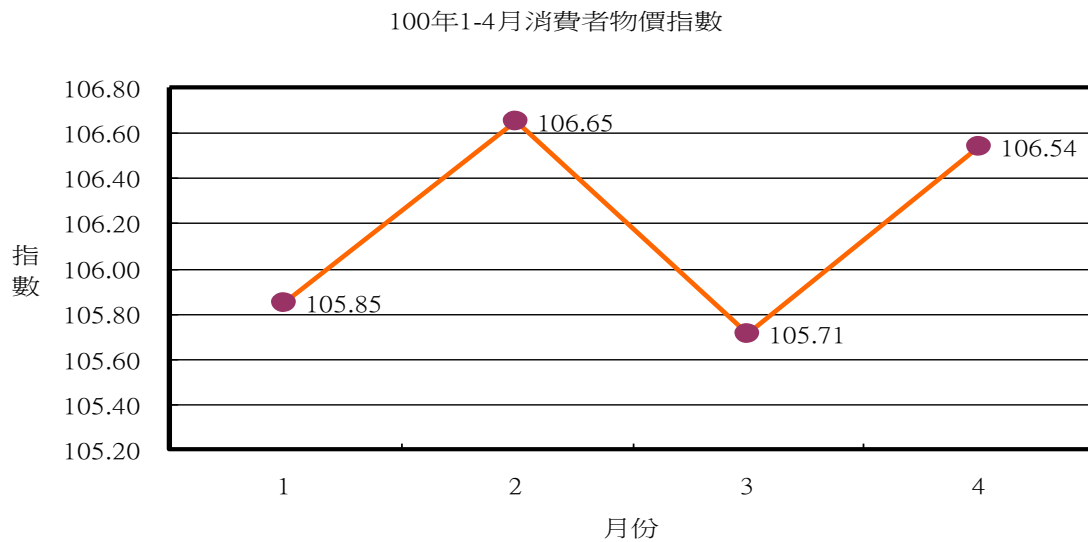
(二) 油價上漲：近年來國際油價波動劇烈，2008年7月11日創下油價每桶147美元的歷史高峰，金融海嘯原油需求下降，2008年12月24日，國際油價跌至35.35美元。之後持續上揚，這幾個月維持在70-80美元的水準。一年來，中油隨著國際油價向上調整，即使我國的價格已經是鄰近國家中最低的，但幾乎每週的調漲油價動作，對民眾的衝擊仍相當明顯。而且若是國際油價持續上漲，亦不排除將引發通貨膨脹。

(三) 農產品價格波動大：台灣農產品的供給，主要以國內為主。每次遭逢天災（主要是夏秋季的颱風），都會造成農產品價格大幅波動。今年台灣遇到幾次颱風的嚴重侵襲，農產品生產大受影響，尤其是蔬菜的供應更是大幅減少。該期間的食品價格，即會迅速提升。

(95-99年消費者物價指數圖)



(100年1-4月消費者物價指數圖)

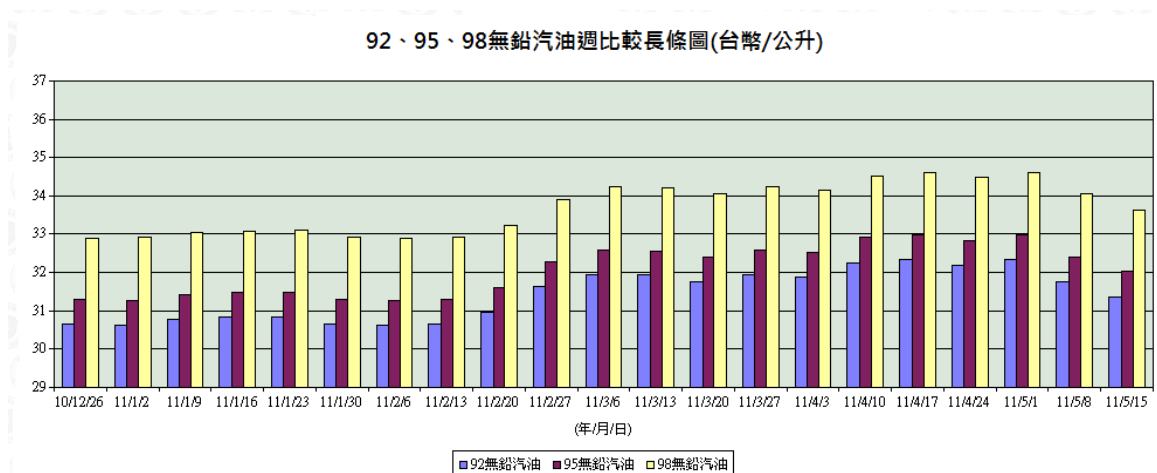


5.油價

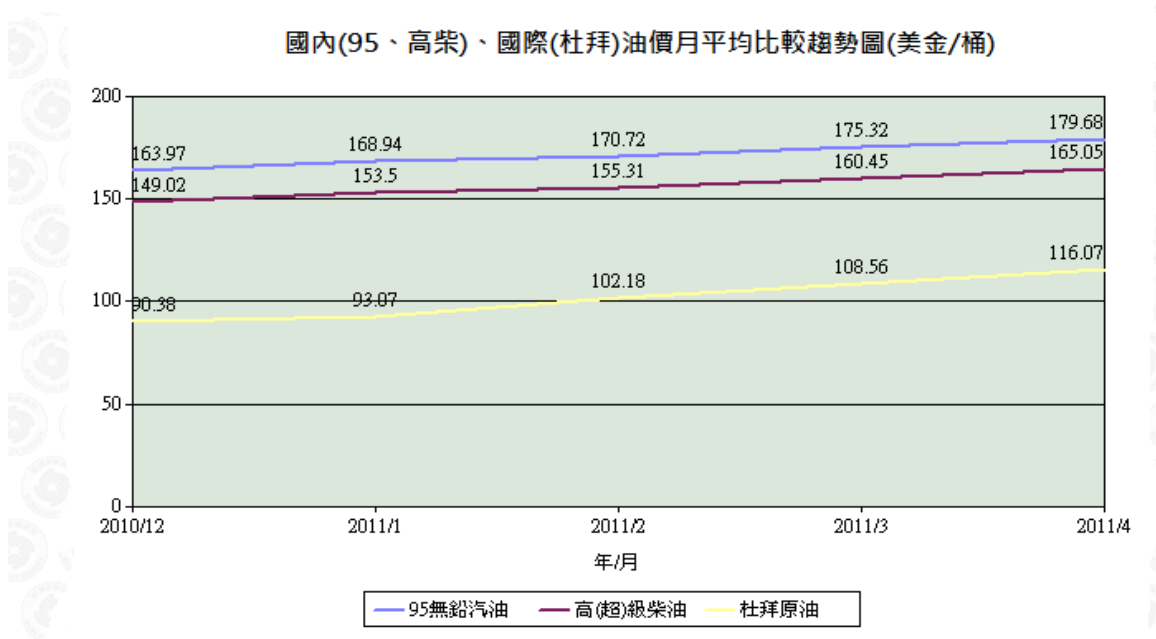
國際油價上漲的原因，主要的石油生產國表示擔憂目前的高油價會阻礙全球經濟的復甦，卻另一面卻在削減產能景氣循環，價格受到「最壞情況假設」的推動，市場正是在恐懼因素的推動下忽視基本面根本無力支持目前油價的現實。

而在我國的原油進口中，對於中東地區的原油的依賴性也較強，因而一旦中東地區局勢進一步緊張化的話，將會帶來國際油價的大幅上漲以及國內煉油企業的成本上升。

(2010/12-2011/05 無鉛汽油比較表)



(2010/12-2011/04 國內外油價月平均比較圖)



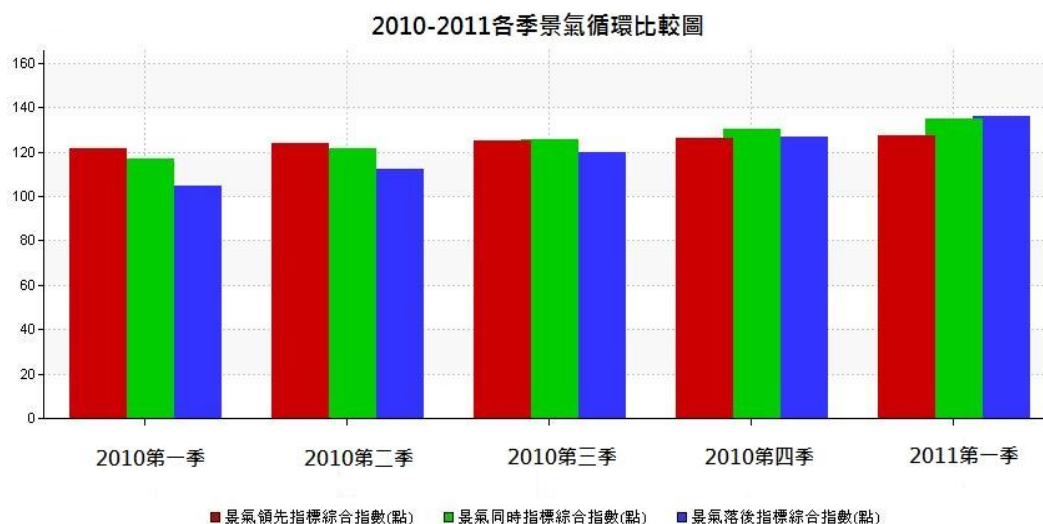
(2009-2010 年國內外油價比較圖)

油品項目	年均價	年均價	漲跌幅(%)	
	2009 年	2010 年		
九二無鉛汽油 (元 / 公升)(零售價)	26.13	28.98	↑	10.91%
九五無鉛汽油 (元 / 公升)(零售價)	26.81	29.64	↑	10.56%
九八無鉛汽油 (元 / 公升)(零售價)	28.42	31.25	↑	9.96%
高級柴油 (元 / 公升)(零售價)	23.50	26.63	↑	13.32%
家用液化石油氣 (元 / 20 公斤 / 桶)(零售價)	671.98	790.10	↑	17.58%
原油(西德州) (美元/桶)	61.90	78.66	↑	27.08%
原油(杜拜) (美元/桶)	61.86	77.45	↑	25.2%
原油(布蘭特) (美元/桶)	61.73	77.82	↑	26.07%

6. 景氣循環

生產面指標持續熱絡，金融面、貿易面、消費面指標亦穩定成長，勞動市場也持續改善；領先指標雖仍下滑，但減幅逐漸縮小，同時指標則續呈上升。整體而言，當前國內經濟仍穩定成長。展望未來，新興經濟體需求持續暢旺，先進國家的民間消費與投資也逐漸恢復，有助我維繫外貿動能；加上政府積極推動全球招商，並持續規劃「產業有家、家有產業」計畫，進一步帶動民間投資、促進就業，經濟前景仍可審慎樂觀。

(2010-2011各季景氣循環比較圖)



(2010-2011年景氣對策信號)

	燈號	2010年												2011年			
		3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月	1月	2月	3月		4月	
		燈號	%	燈號	%	燈號	%	燈號	%	燈號	%	燈號	%	燈號	%	燈號	%
綜合判斷	燈號	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●
綜合判斷	分數	39	39	37	37	38	38	37	34	32	34	34	34	31	31		
貨幣總計數M1B		●	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●	9.7	●	8.3
直接及間接金融		●	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●	5.3	●	5.3
股價指數		●	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●	10.3	●	10.0
工業生產指數		●	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●	13.6 _t	●	8.5
非農業部門就業人數		●	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●	2.4	●	2.5
海關出口值		●	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●	8.5	●	13.9
機械及電機設備進口值		●	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●	6.6	●	-2.9
製造業銷售值		●	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●	13.6 _t	●	11.8 _p
批發、零售及餐飲業營業額指數		●	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●	3.6 _t	●	2.8

綜合判斷說明：●紅燈(45-38)，●黃紅燈(37-32)，●綠燈(31-23)，●黃藍燈(22-17)，●藍燈(16-9)。
 註：各構成項目均為年變動率，除股價指數外均經季節調整。

*燈號說明：

藍燈(分數為1-16分)：景氣趨冷應加速了，其相對應的經濟成長率為4.5%以下

黃藍燈(分數為17-22分)：景氣快要趨冷應注意，其相對應的經濟成長率為4.5-6%

綠燈(分數為23-31分)：景氣穩定、安全，其相對應的經濟成長率為6-8%

黃紅燈(分數為32-37分)：景氣快要趨於過熱，應其相對應的經濟成長率為8-9.5%

紅燈(分數為38-45分)景氣過熱，應剎車，其相對應的經濟成長率為9.5%以上

(1997-2011年景氣綜合分數)

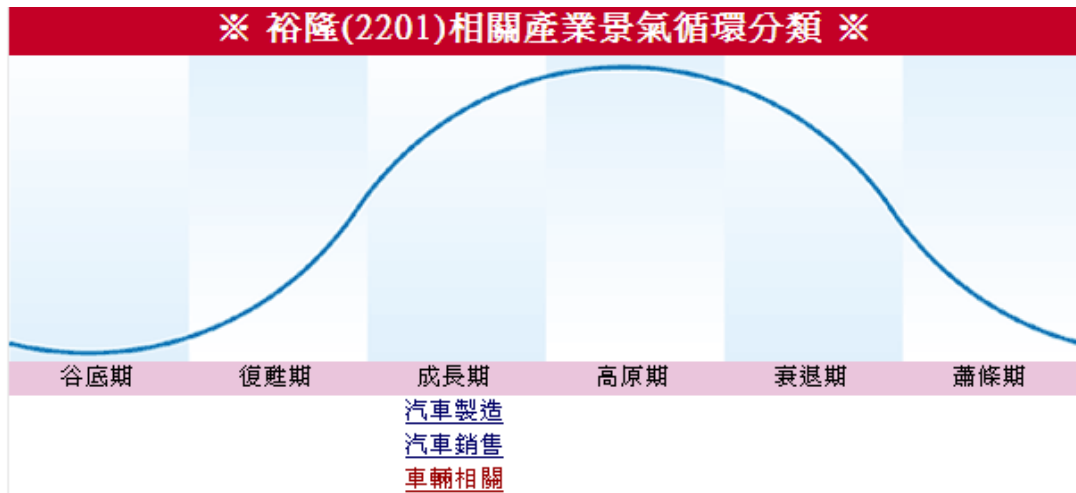


7.綜合評論

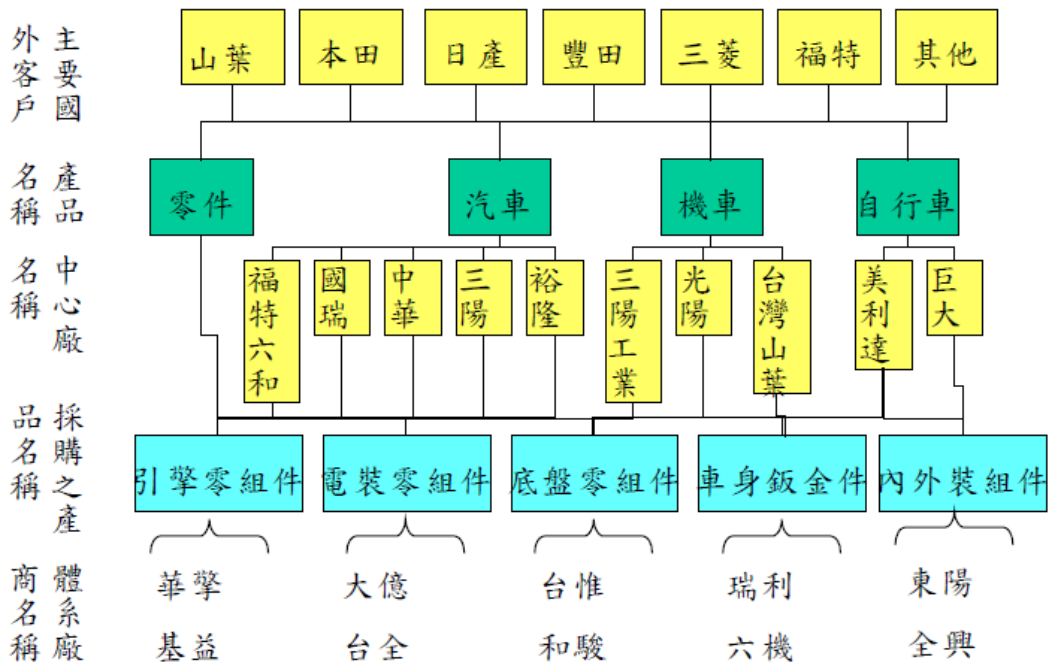
由上面各種資料我們展望未來半年，國內經濟景氣的維持成長，國內失業率持續緩降，就業情況好轉，加上企業發放年終獎金與部分產業調漲薪資，軍公教薪資調漲等，使得內需消費市場買氣增溫，與未來中國觀光客來台人數增加與自由行政策，未來半年批發零售業景氣看好；金融業部分，雖然國內景氣維持復甦，企業資金需求可望再增加，有助於銀行業表現；全球氣候異常，使得國際原物料價格居高不下並引發各國出現通膨危機，市場臆測未來各國央行升息時點將隨之拉近，淨利差可望緩步回升，但由於國內對房市的措施愈見嚴格，恐將會再緊縮未來的銀行業房貸業務量，不過在總體上來看，國內經濟樂觀成長。

三、產業分析

(一)產業循環週期



(二)產業結構分析



(三)產業事件分析

豐田汽車又有問題了

過去，豐田汽車因接連發生煞車和油門缺陷引發安全疑慮，已在全球召回約 1300 萬輛車，重創該公司過去的良好聲譽。

2011 年 1 月初共召回在 2000 年 10 月至 2008 年 10 月出廠的 16 種車款。國土交通省聲明說：「引擎燃油管可能會出現些微裂縫，如果繼續駕駛，可能導致裂縫擴大，造成燃油外洩危險。」

2011 年 6 月初豐田對全球發出召修令，1997 年-2003 年生產的 Prius 第一代油電混合動力車，因為方向盤的動力轉向系統有問題，美國 5.2 萬輛，日本 4.7 萬輛，必須進廠維修，另外豐田小型車 iQ，也因為剎車系統反應遲緩，列入召修名單，日本境內 2.1 萬輛，海外也有 1.2 萬輛必須召修。

資料來源：鉅亨網新聞

(四)綜合評論

在汽車這個產業下，不論是汽車製造或者汽車銷售，皆會受到景氣是否復甦而有所影響。近年來國內經濟景氣維持成長，加上日本進口零件供應逐漸恢復正常，汽車廠產能也陸續回溫，對汽車業來說可望見到高成長的利潤。

台灣汽車除了持續提升自主整車研發能量外，在策略的佈局上，也積極的評估切入電動車的研發。畢竟，電動車所需的新關鍵技術為車用電池、馬達及電力控制系統，這一部份是台灣電子廠商的優勢之一，台灣汽車廠可與電子產業廠商結盟，取得更好的競爭力與建立汽車業的研發實力。

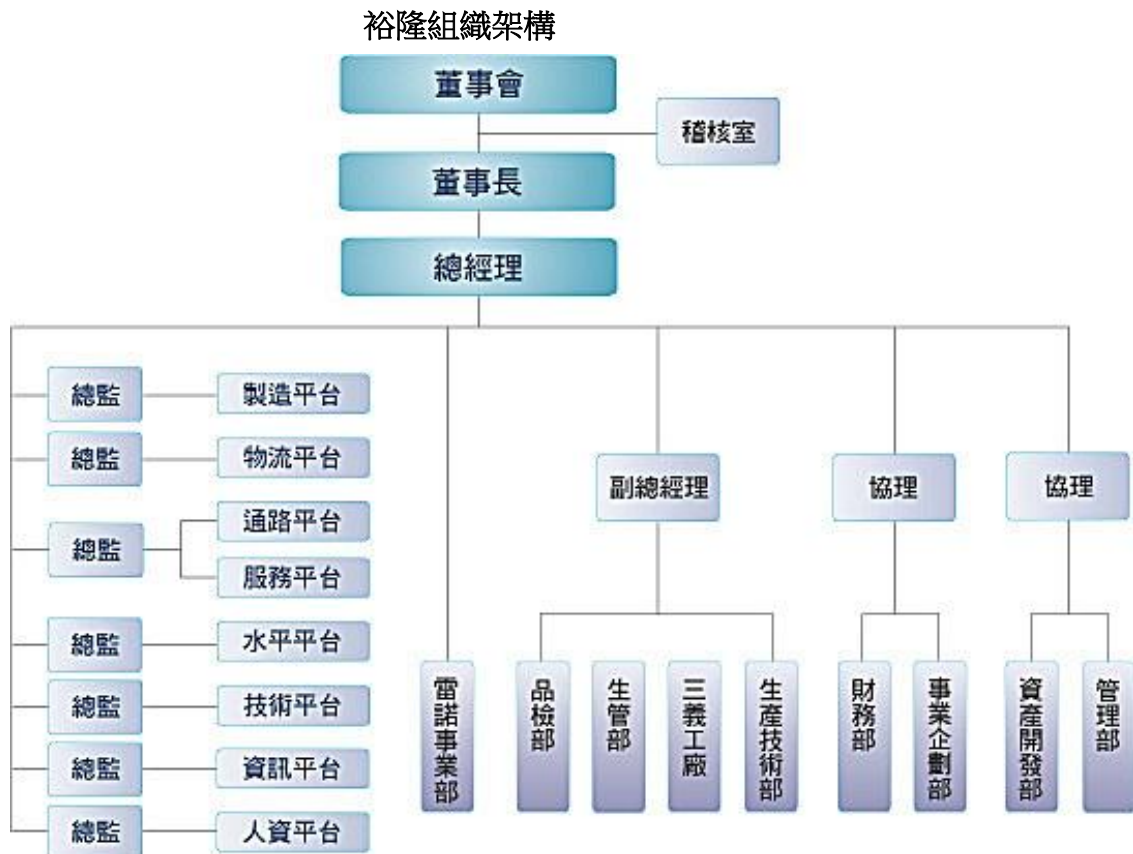
經過百年的創新，將寫下汽車工業的歷史，而汽車未來的趨勢要走向環保節能，引擎科技更聚焦節省油耗，降低碳排放對環境的負擔。汽車產業的未來將會融入節能環保的零組件，讓消費者能更「綠」的選擇。

四、公司分析

(一) 屬性

(二) 公司治理

1. 經營團隊分析



資料來源：裕隆汽車 <http://61.57.242.85/about/struture.asp>

中華汽車組織架構



資料來源：三菱汽車 http://www.mitsubishielectric.com.tw/aa_13.asp

2. 董監事持股比例

裕隆(2201)董監事經理人及大股東持股明細					
資料日期:100/04					
選任日期:99/06/14					
職稱	姓名/法人名稱	持股張數	持股比例	質押張數	質押比率
董事兼副總	中華(股) -李俊忠	236,901	15.06%	0	0.00%
董事	中華(股) -陳莉蓮	236,901	15.06%	0	0.00%
大股東	公務退撫基金	13,384	0.85%	0	0.00%
董事	台元紡織(股) -林信義	284,901	18.11%	128,300	45.03%
董事兼副總	台元紡織(股) -姚振祥	284,901	18.11%	128,300	45.03%
董事	台元紡織(股) -張樑	284,901	18.11%	128,300	45.03%
董事兼總經理	台元紡織(股) -陳國榮	284,901	18.11%	128,300	45.03%
董事	台元紡織(股) -黃日燦	284,901	18.11%	128,300	45.03%
董事長	台元紡織(股) -嚴凱泰	284,901	18.11%	128,300	45.03%
經理	吳立華	9	0.00%	0	0.00%
大股東	吳舜文	67,561	4.30%	0	0.00%
副總	李俊忠	144	0.01%	0	0.00%
經理	李勝迪	34	0.00%	0	0.00%
大股東	泛德投資(股)	24,225	1.54%	0	0.00%
副總	姚振祥	16	0.00%	0	0.00%
法人代表	徐善可	61	0.00%	0	0.00%
大股東	國壽(股)	15,039	0.96%	0	0.00%
副總	許國興	1	0.00%	0	0.00%
經理	陳世廷	3	0.00%	0	0.00%
協理	陳青琪	2	0.00%	0	0.00%

職稱	姓名/法人名稱	持股張數	持股比例	質押張數	質押比率
總經理	陳國榮	12	0.00%	0	0.00%
法人代表	陳莉蓮	378	0.02%	0	0.00%
會計主管	喬永福	4	0.00%	0	0.00%
大股東	渣打 iShare 指	32,452	2.06%	0	0.00%
大股東	華立投資(股)	27,597	1.75%	0	0.00%
經理	裘民輝	6	0.00%	0	0.00%
法人代表	劉一震	52	0.00%	0	0.00%
經理	劉正郎	23	0.00%	0	0.00%
監察人	樂文實業(股) -徐善可	8,048	0.51%	0	0.00%
監察人	樂文實業(股) -戚維功	8,048	0.51%	0	0.00%
監察人	樂文實業(股) -劉興臺	8,048	0.51%	0	0.00%
副總	潘扶仁	9	0.00%	0	0.00%
協理兼 財務主管	蕭明輝	7	0.00%	0	0.00%
法人代表	嚴凱泰	92,566	5.88%	0	0.00%
董事	嚴慶齡工業基 -劉一震	17,288	1.10%	0	0.00%

* 來自年報的大股東資料，是指股權佔前十名的股東。若當中大股東剛好是：董事、監察人、經理人、持有股份超過百分之十股東，會依照公開資訊觀測站上的每月更新資料。

* 持股張數，按持有股數四捨五入至"張"數。

資料來源：http://just2.entrust.com.tw/z/zc/zck/zck_2201.djhtm

中華(2204)董監事經理人及大股東持股明細

資料日期:100/04

選任日期:99/06/23

職稱	姓名/法人名稱	持股張數	持股比例	質押張數	質押比率
常董	三菱自動車工 -今井道朗	193,768	14.00%	0	0.00%
董事	三菱商事株式 (股)-淺岡克朗	66,405	4.80%	0	0.00%
大股東	公務退撫基金	10,837	0.78%	0	0.00%
協理	王國繼	20	0.00%	0	0.00%
常董	台元紡織(股) -林信義	348,590	25.19%	42,300	12.13%
董事	台元紡織(股) -陳泰明	348,590	25.19%	42,300	12.13%
董事	台元紡織(股) -陳國榮	348,590	25.19%	42,300	12.13%
董事兼副總	台元紡織(股) -劉興臺	348,590	25.19%	42,300	12.13%
大股東	台文針織(股)	93,597	6.76%	0	0.00%
經理	左自生	8	0.00%	0	0.00%
經理	朱陳興	12	0.00%	0	0.00%
經理	宋清國	17	0.00%	0	0.00%
經理	林玲君	22	0.00%	0	0.00%
經理	胡俊宏	0	0.00%	0	0.00%
協理	張世和	15	0.00%	0	0.00%
經理	張明麟	0	0.00%	0	0.00%
經理	張麟禎	0	0.00%	0	0.00%
經理	郭富評	0	0.00%	0	0.00%
協理	陳昭文	0	0.00%	0	0.00%
協理	陳清亞	28	0.00%	0	0.00%
經理	陳清棋	0	0.00%	0	0.00%
大股東	勞保局	17,268	1.25%	0	0.00%

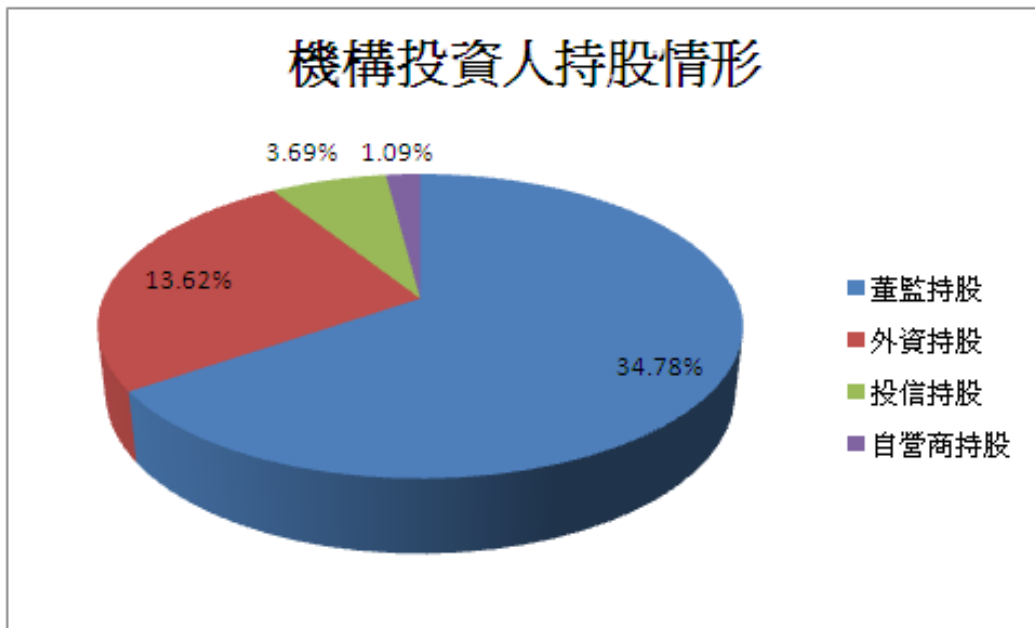
職稱	姓名/法人名稱	持股張數	持股比例	質押張數	質押比率
經理	曾炯誌	46	0.00%	0	0.00%
經理	曾鑫城	0	0.00%	0	0.00%
經理	游德祥	0	0.00%	0	0.00%
副總	黃重洲	23	0.00%	0	0.00%
經理	黃振昌	27	0.00%	0	0.00%
經理	黃得超	1	0.00%	0	0.00%
大股東	新制勞工退休	25,168	1.82%	0	0.00%
大股東	新壽(股)	25,497	1.84%	0	0.00%
經理	楊登宏	28	0.00%	0	0.00%
經理	楊鴻慶	0	0.00%	0	0.00%
董事兼經理	裕隆(股)-左自生	111,480	8.05%	0	0.00%
董事	裕隆(股)-陳莉蓮	111,480	8.05%	0	0.00%
董事長兼總經理	裕隆(股)-嚴凱泰	111,480	8.05%	0	0.00%
經理	熊東台	0	0.00%	0	0.00%
協理	劉普揚	0	0.00%	0	0.00%
副總	劉興臺	15	0.00%	0	0.00%
監察人	樂文實業(股) -徐善可	5,539	0.40%	0	0.00%
監察人	樂文實業(股) -戚維功	5,539	0.40%	0	0.00%
經理	蔡琮鎰	2	0.00%	0	0.00%
經理	鄭志明	11	0.00%	0	0.00%
經理	錢經武	0	0.00%	0	0.00%
財會主管	戴美珠	0	0.00%	0	0.00%
經理	羅德潤	47	0.00%	0	0.00%
總經理	嚴凱泰	15,535	1.12%	0	0.00%

* 來自年報的大股東資料，是指股權佔前十名的股東。若當中大股東剛好是：董事、監察人、經理人、持有股份超過百分之十股東，會依照公開資訊觀測站上的每月更新資料。

* 持股張數，按持有股數四捨五入至"張"數。

資料來源：http://just2.entrust.com.tw/z/zc/zck/zck_2204.djhtm

3. 機構投資人持股情形



4. 獨立董監事設置情形

裕隆(2201)獨立董監事設置情形					
*本屆董事會迄今開會次數：6次					
職稱	姓名	實際出席次	委託出席次	實際出席(%)	所代表法人姓名
董事長	嚴凱泰	5	1	83.33	台元紡織股份有限公司
董事	黃日燦	2	4	33.33	台元紡織股份有限公司
董事	陳國榮	6	0	100	台元紡織股份有限公司
董事	林信義	5	1	83.33	台元紡織股份有限公司
董事	張 樑	5	1	83.33	台元紡織股份有限公司
董事	劉一震	6	0	100	嚴慶齡工業發展基金會
董事	陳莉蓮	5	1	83.33	中華汽車工業股份有限公司
董事	李俊忠	5	1	83.33	中華汽車工業股份有限公司
監察人	姚振祥	5	1	83.33	台元紡織股份有限公司
監察人	劉興臺	5	0	83.33	樂文實業股份有限公司
監察人	戚維功	4	0	66.67	樂文實業股份有限公司
董事	徐善可	4	0	66.67	樂文實業股份有限公司

中華汽車(2204)獨立董監事設置情形

*本屆董事會迄今開會次數：4次

職稱	姓名	實際出席次	委託出席次	實際出席(%)	所代表法人姓名
董事長	嚴凱泰	5	0	100	裕隆汽車製造股份有限公司
常務董事	林信義	5	0	100	台元紡織股份有限公司
常務董事	今井道朗	1	4	20	三菱自動車工業株式會社
董事	劉興臺	5	0	100	台元紡織股份有限公司
董事	陳泰明	5	0	100	台元紡織股份有限公司
董事	陳莉蓮	5	0	100	裕隆汽車製造股份有限公司
董事	左自生	0	2	0	裕隆汽車製造股份有限公司
董事	淺岡克朗	5	0	100	三菱商事株式會社
董事	陳國榮	3	2	60	台元紡織股份有限公司
監察人	戚維功	5	0	100	樂文實業股份有限公司
監察人	徐善可	0	0	0	樂文實業股份有限公司

5. 關係企業結構

裕隆(2201)

(1) 汽車事業

整車製造及研發	零組件	行銷	週邊服務
 裕隆汽車	 中華台亞	 納智捷汽車	 裕融企業
 中華汽車	 台普工業	 裕隆齒比汽車	 格上租車
 廣州風神汽車	 裕器工業	 裕隆通用汽車	 新鑫公司
 東南汽車	 裕盛工業	 匯豐汽車	 新安東京海上產險
 日產菲律賓汽車	 江申工業	裕新汽車	 正源科技
 裕隆日產汽車	 協欣金屬	裕信汽車	樂文公司
 華創車電	 友聯車材	 裕佳汽車	 行將企業
	 友永公司		 前瞻管理學院
	 華擎機械		 行冠企業
	 穎西工業		 行快科技
	 瀋陽金亞 汽車傳動軸		 行邦旅行社
	 福建台亞 汽車工業		 祥碩興業
	 惠州東風 易進工業		TravelCom 宏碩文化
	 廣州日正彈簧		
	 福州聯泓 交通器材		
	廈門金龍		
	江申車架		
	鄭州協欣 金屬工業		

(2) 紡織

 台元紡織

 台文針織

 嘉裕公司

 德州元濟紡織

 中山元菱成衣

無錫湖嘉服裝

 立元製衣

台元紡織(南非)

(3) 電子科技事業

 華晶科技

 台灣光罩

 世紀民生科技

 常億科技

昆山彩晶光電

(4) 創投及投資事業

 新揚投資

力大投資

華立投資

 新揚管理顧問

生揚管理顧問

(5) 營建事業

 裕元建設

 文生開發

(6) 籃球

 裕隆籃球隊

(7) 基金會

慶齡工業發展基金會

慶齡醫學基金會

吳舜文新聞獎助基金會

大陸辦事處

(8) 辦事處

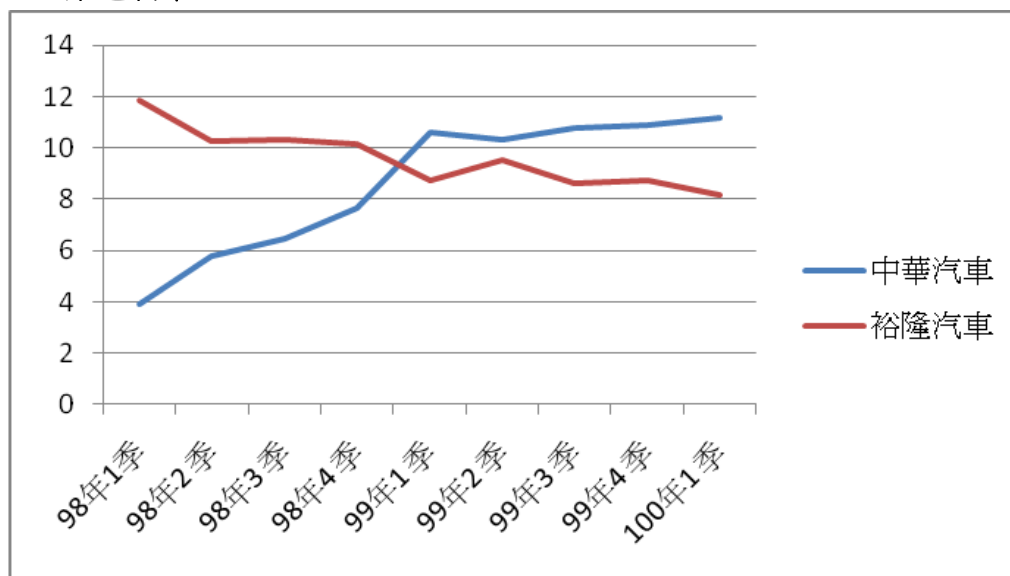
上海辦事處

北京辦事處

參、財務分析

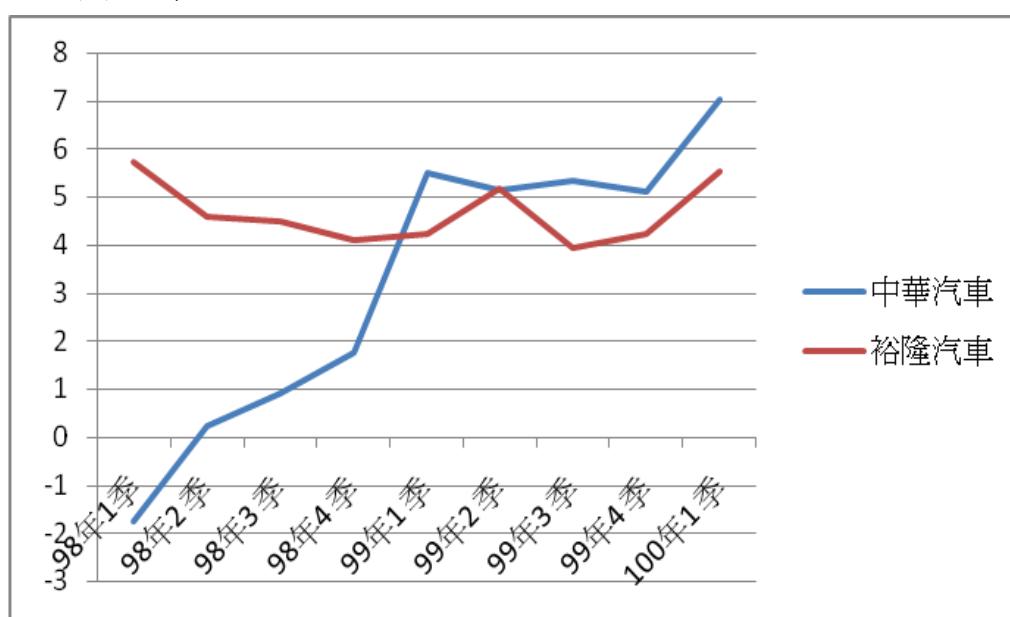
I、獲利能力

1.營業毛利率



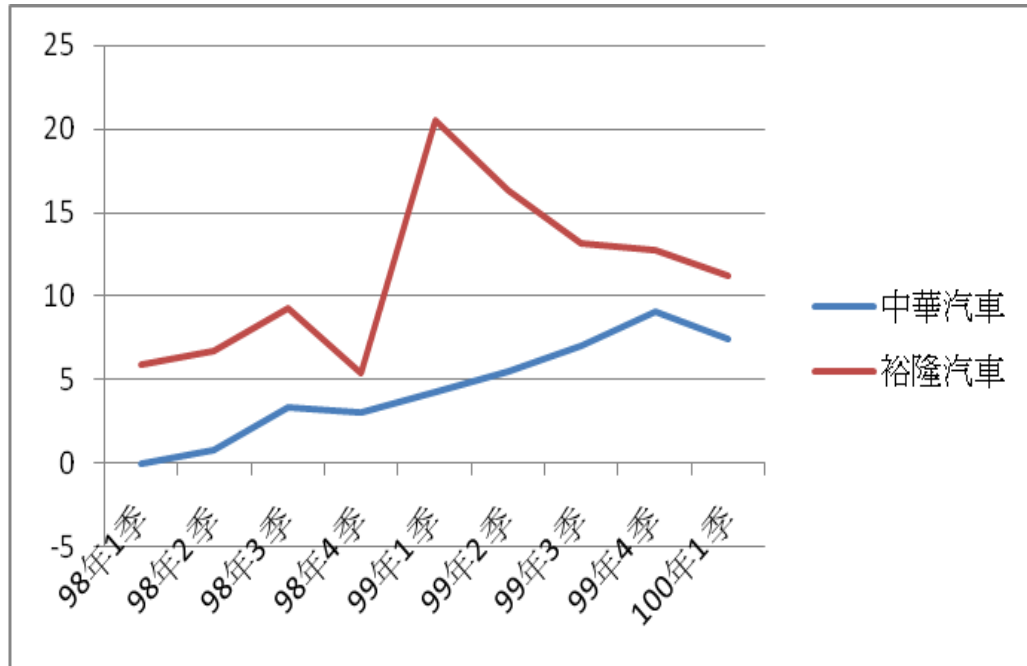
分析：此率高表示營業成本占營業收入低，也就是產品銷售價格高，成本控制好，低於同業，表示裕隆汽車的競爭力及成本控制需要注意。

2.營業利益率



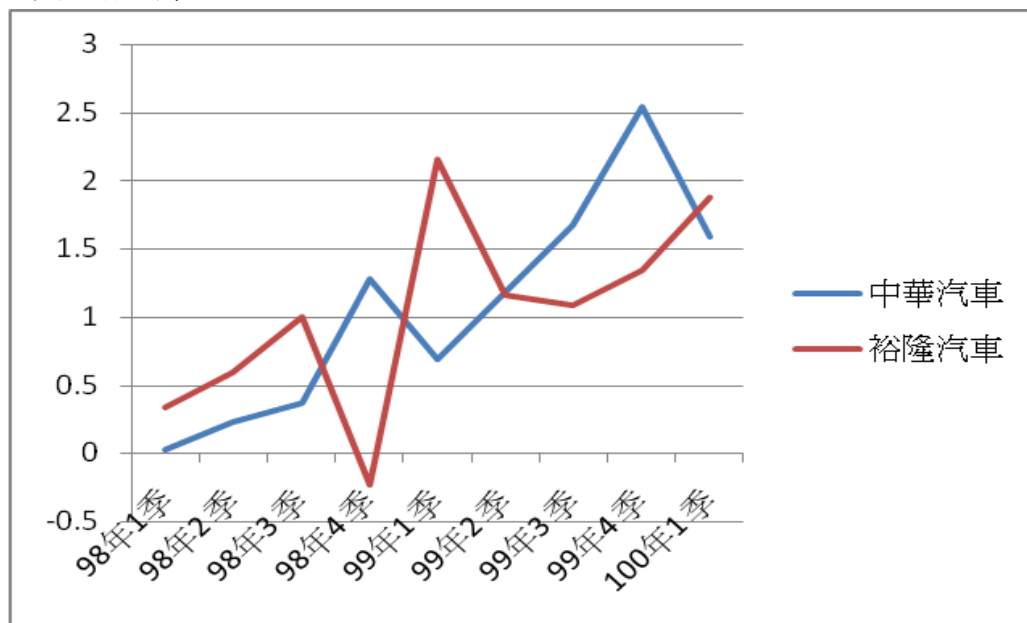
分析：營業利益率為反映一家公司本業獲利能力的指標，裕隆汽車體質轉佳的效益在 99 年後半季開始有上升趨勢代表獲利能力變高。

3.淨利率



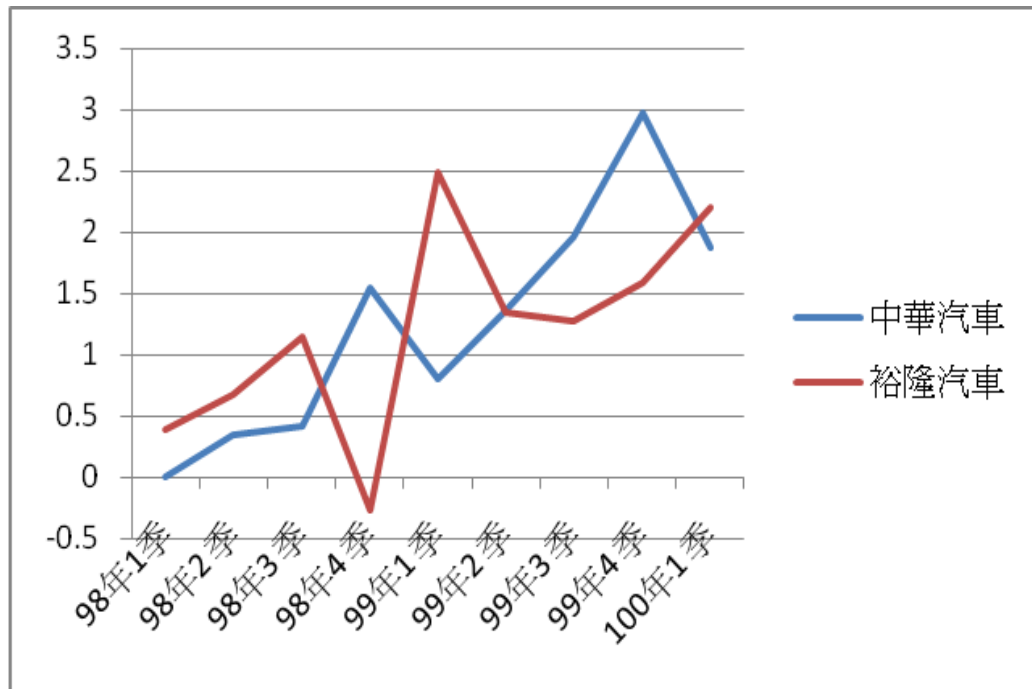
分析：營利毛利率 8%和淨利率約 11%相比之後，代表成本及費用控制得當。而從 99 年第四季及 100 年第一季來相比，發現比率下降代表公司營運狀況需要注意。

4.資產報酬率



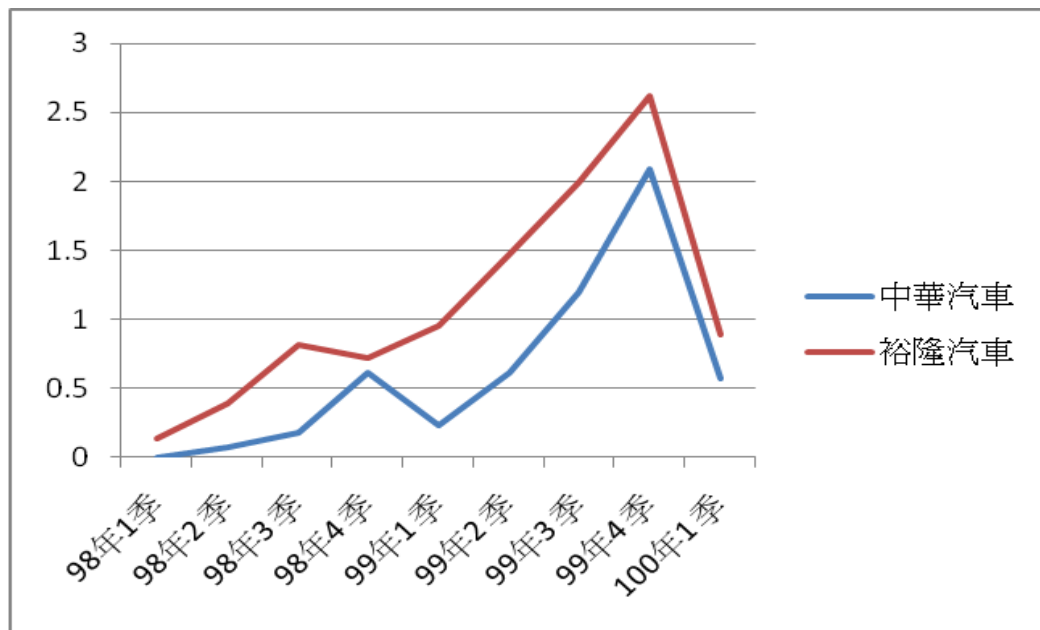
分析：從近三年的數據來看，裕隆汽車 100 年第一季比率高於 99 年第四季代表更公司充分運用每一分錢創造收益且比率在正常範圍內。

5. 股東權益報酬率



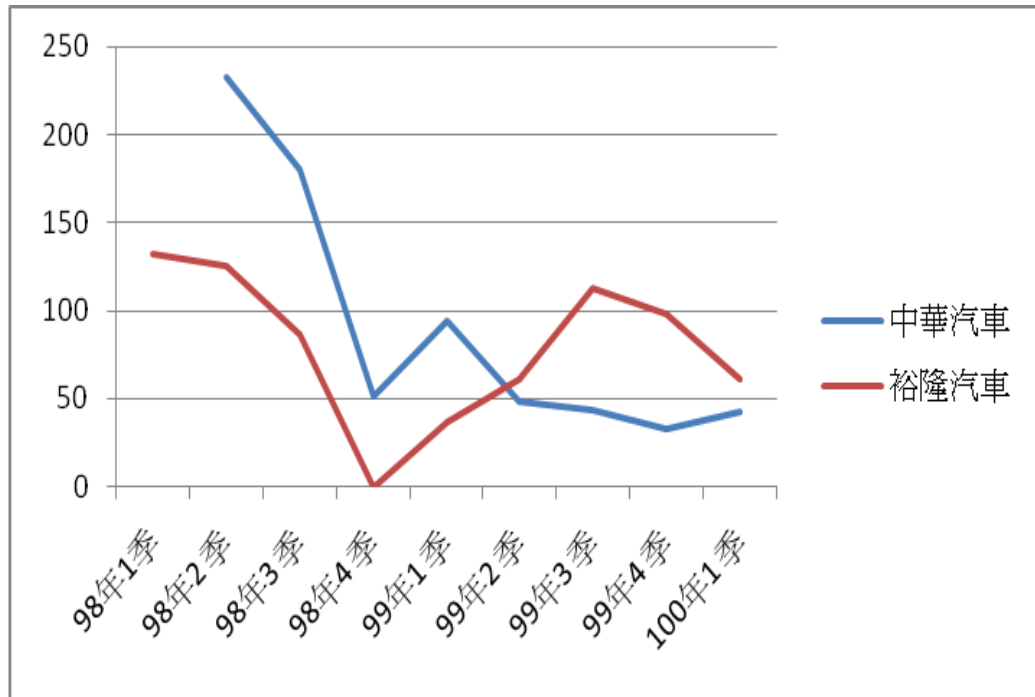
分析：裕隆公司的股東權益報酬率在 99 年第二季開始逐漸回升，代表裕隆汽車企業及產品競爭力足夠。在 15% 內的股東權益報酬率都為正常值。

6. 每股盈餘(EPS)



分析：雖然從 99 年第四季開始汽車買氣較顯低迷，但以這張圖來看比較出裕隆汽車比中華汽車高，顯示裕隆汽車普通股獲利能力大於中華汽車，公司未來是樂觀的。

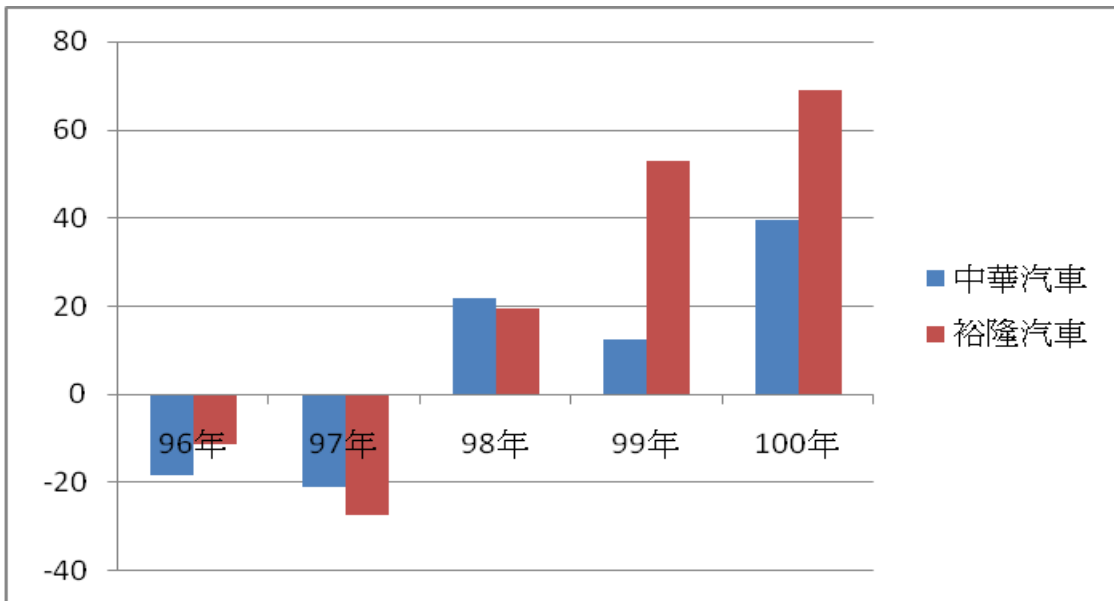
7.本益比



分析：雖然裕隆汽車本益比從 99 年第三季開始下降但依舊較中華汽車高，代表在同一時點下可能風險較為穩定且獲利前景較樂觀。

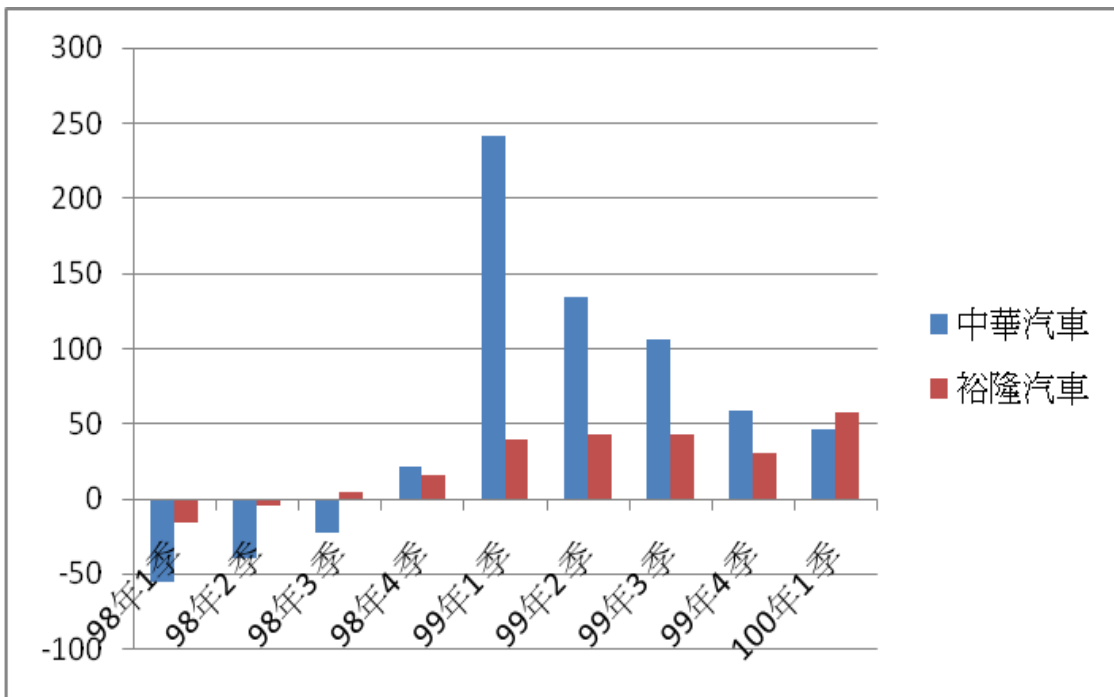
II、 成長力分析

1.營業收入成長率



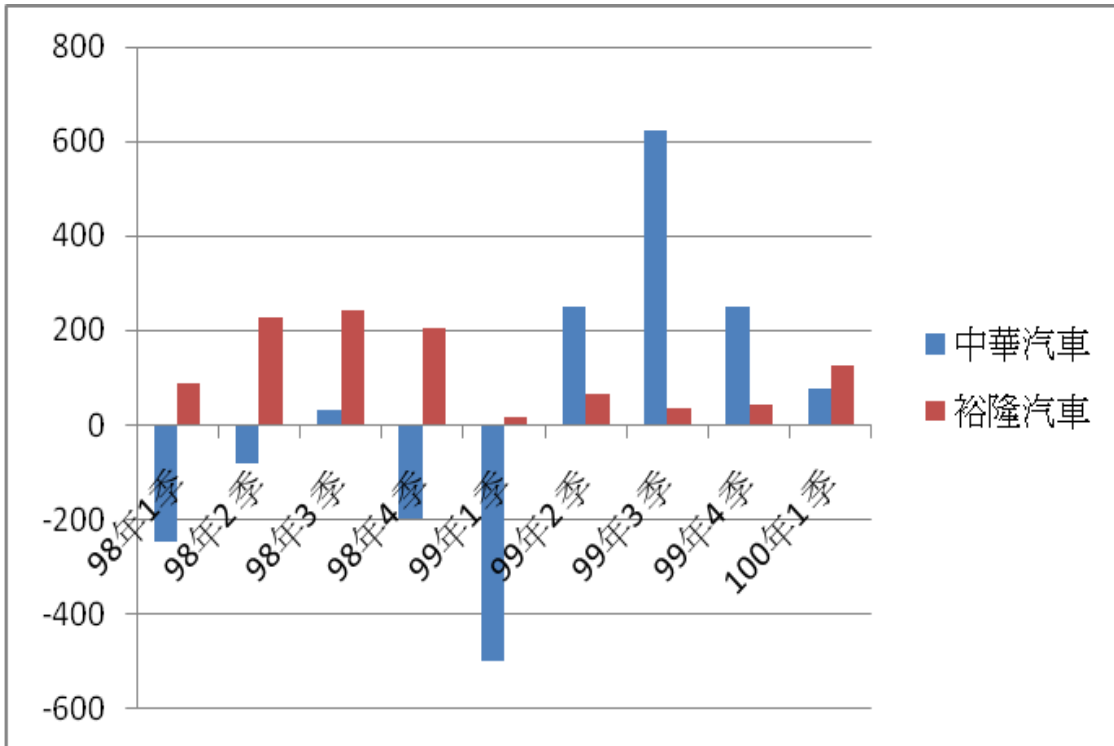
分析：在 96 年的負成長到 100 年的成長超過 60%，且比同業中華汽車的成長比率高出很多，表示公司有所成長往好的方向前進。

2.營業毛利率成長率



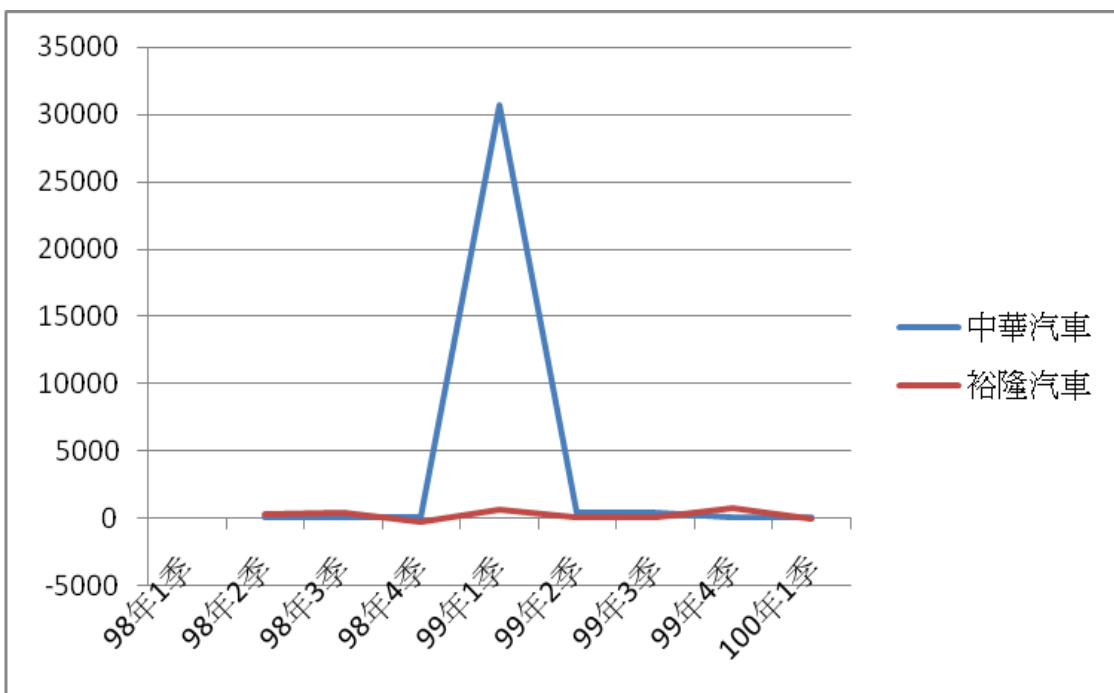
分析：營業毛利率為說明營業績效的指標，中華汽車的營業毛利成長率起伏大於裕隆汽車，所以代表裕隆汽車的毛利成長處於一個維持穩定的狀態，這對公司的一個好的現象。

3.營業利益率成長率

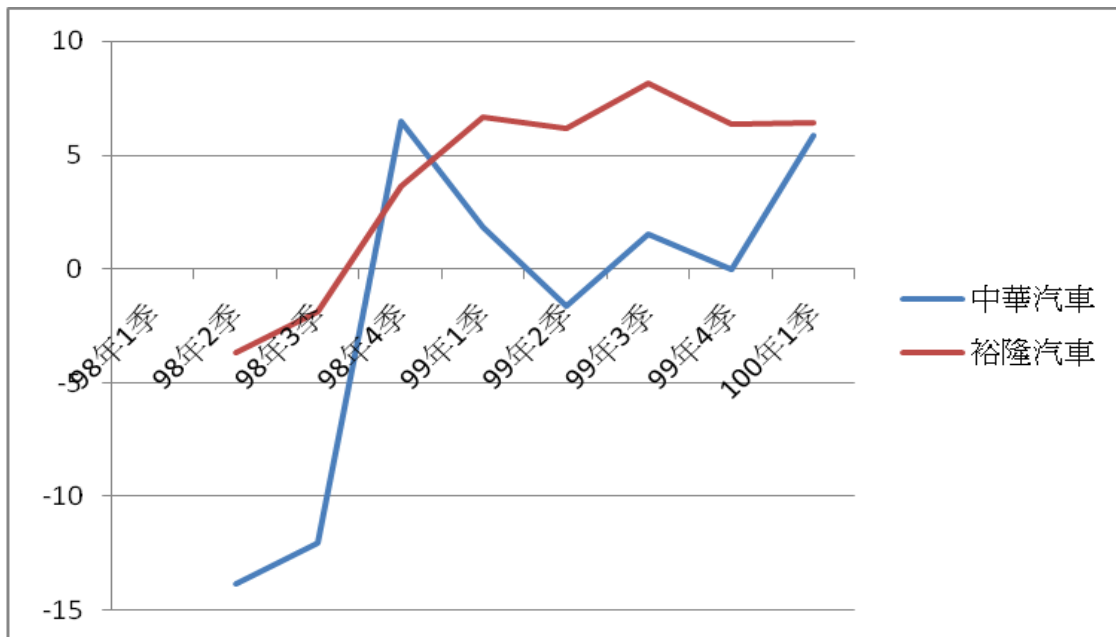


分析：中華汽車的利率平均表現比裕隆汽車亮眼，但裕隆汽車的利率沒有負成長過，且顯現出裕隆汽車較為穩定。

4.淨利率成長率

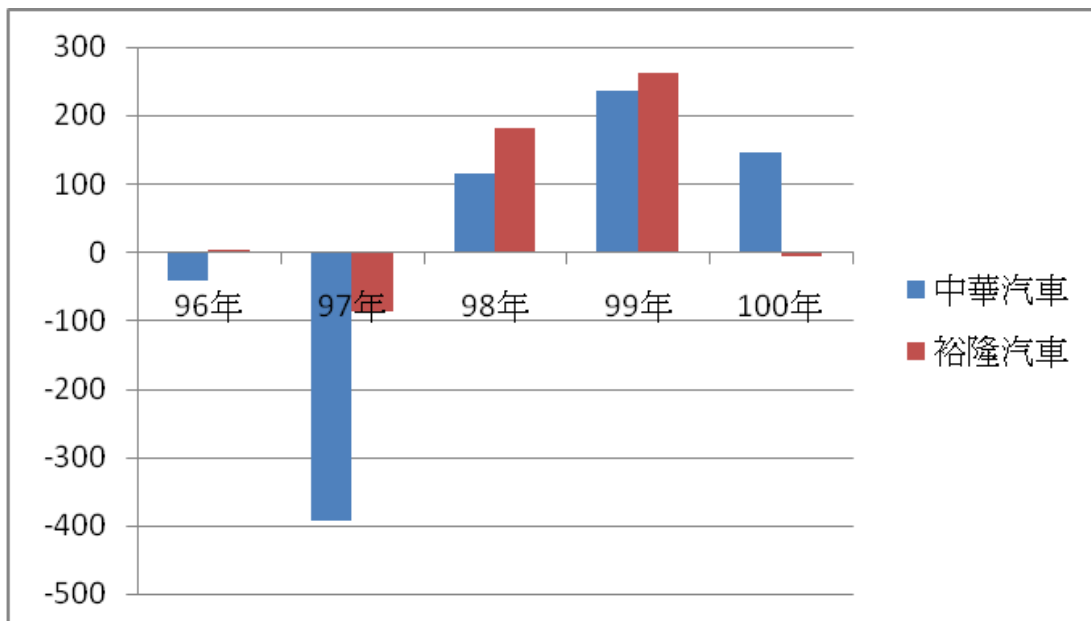


5. 資產報酬率成長率



分析：資產報酬率主要說明資產是否充分運用，這表示裕隆汽車從 98 年第 3 季後逐漸成長，較中華汽車更能有效地運用資產。相對的，波動幅度大的中華汽車，需要完善的計畫運用資產。

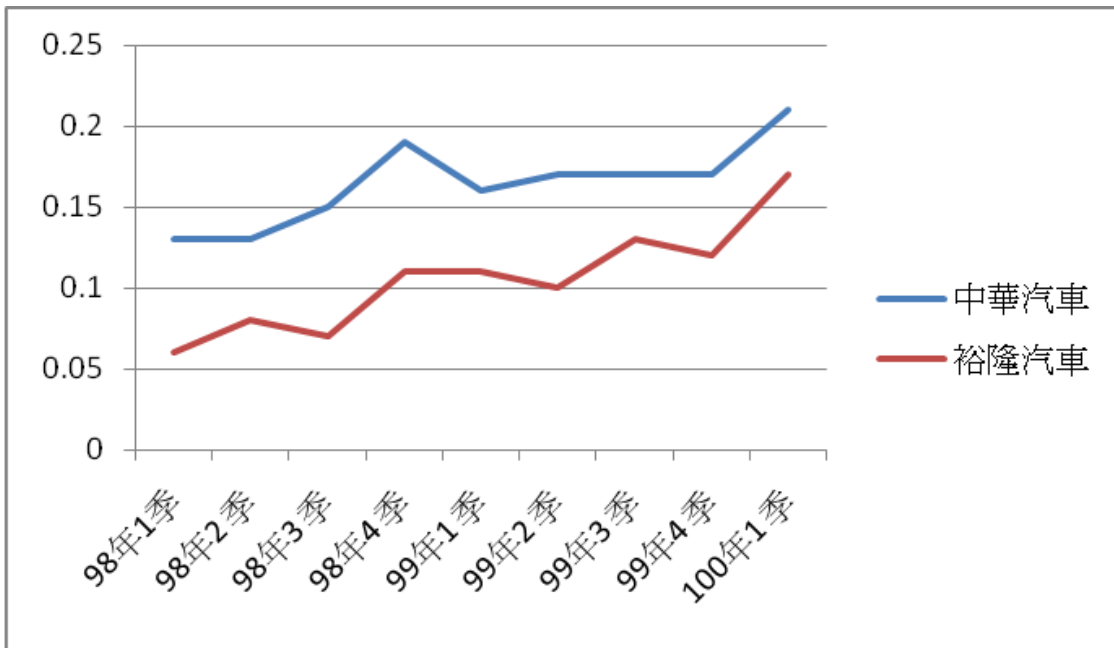
6. 每股盈餘成長率



分析：每股盈餘為公司獲利能力的最後結果，每股盈餘高代表著公司每單位資本額的獲利能力高。這表示裕隆汽車於 97 年的負成長逐年成長，且於 99 年達近 5 年來最顛峰，但於 100 年又成負成長，表示裕隆汽車在 100 年獲利能力不佳。

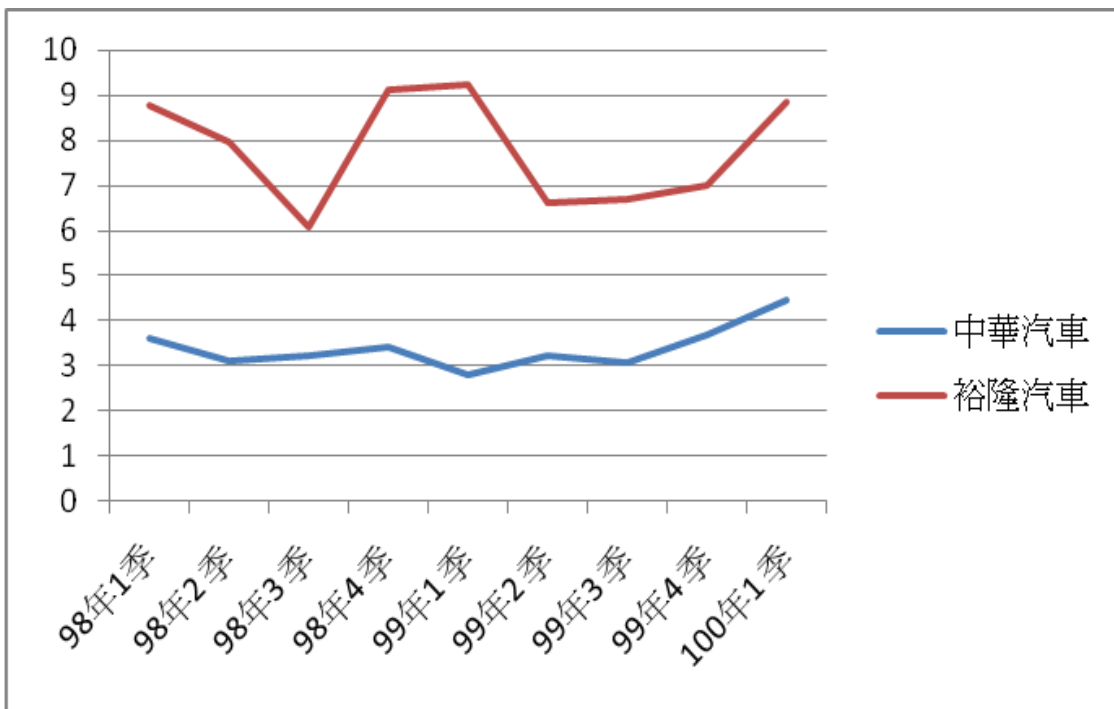
III、資產(經營)管理能力

1.資產週轉率



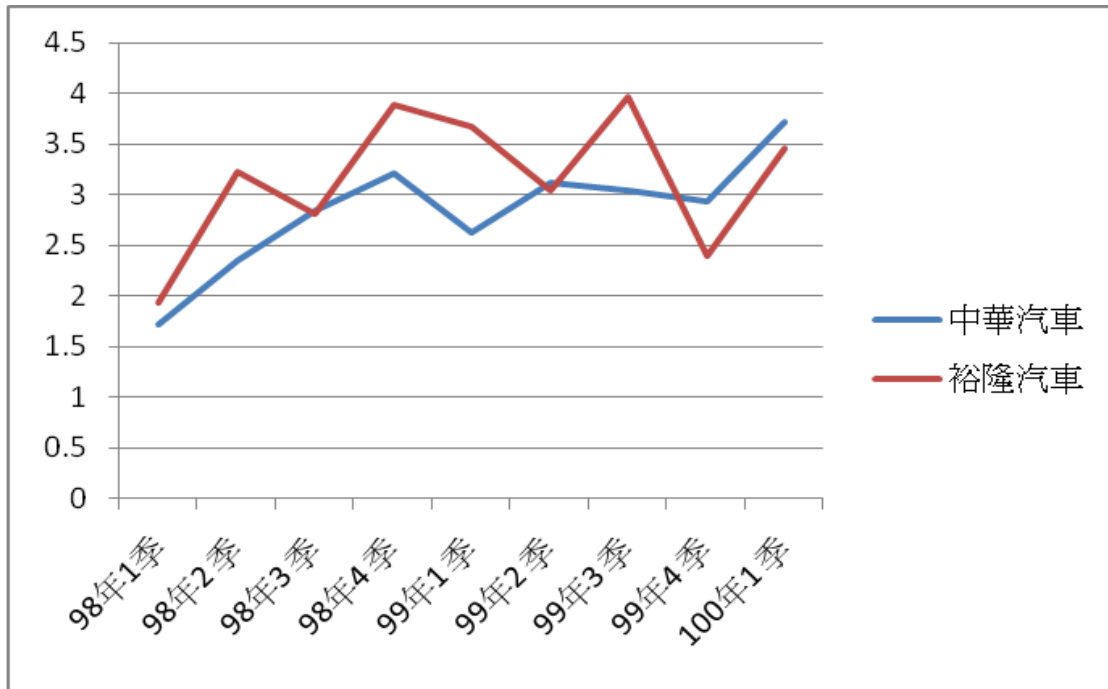
分析：裕隆汽車的資產周轉率節節上升，代表裕隆汽車控制資產能力佳，公司體制及經營績效較健全。

2.應收帳款週轉率



分析：從此圖來看自 99 年第二季開始裕隆汽車和中華汽車的應收帳款週轉率上升，由此證明景氣回溫且裕隆汽車的收款能力較高。

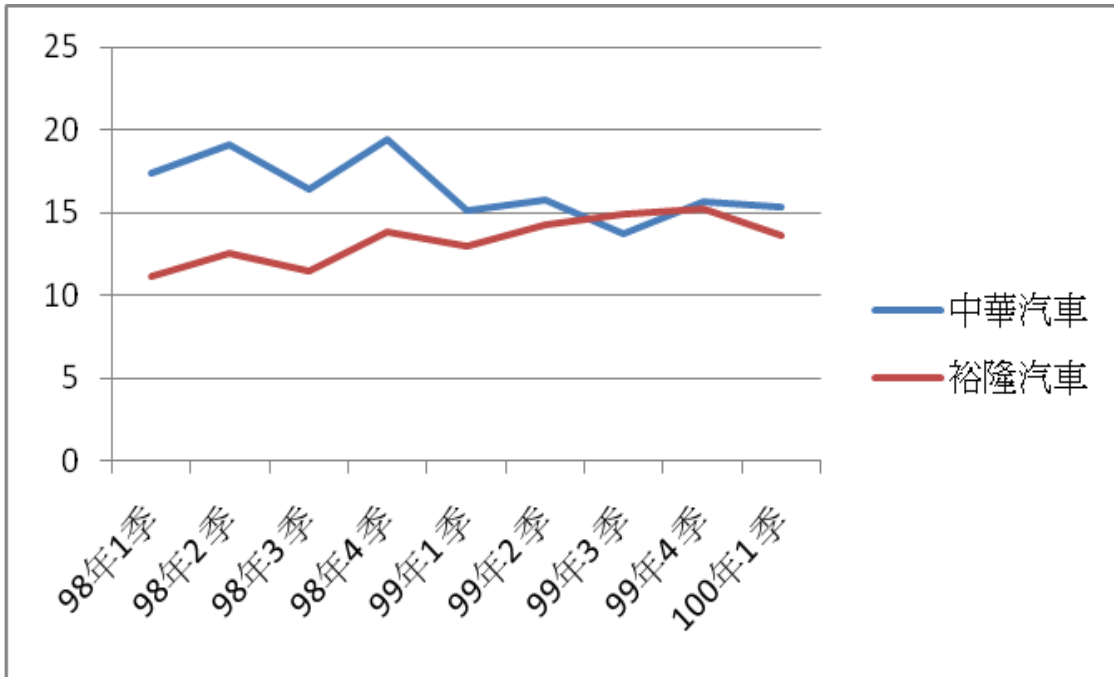
3.存貨週轉率



分析：從此表來看中華汽車比裕隆汽車的存貨週轉率高，表示裕隆汽車倉庫庫存管理較差，容易囤積存貨。

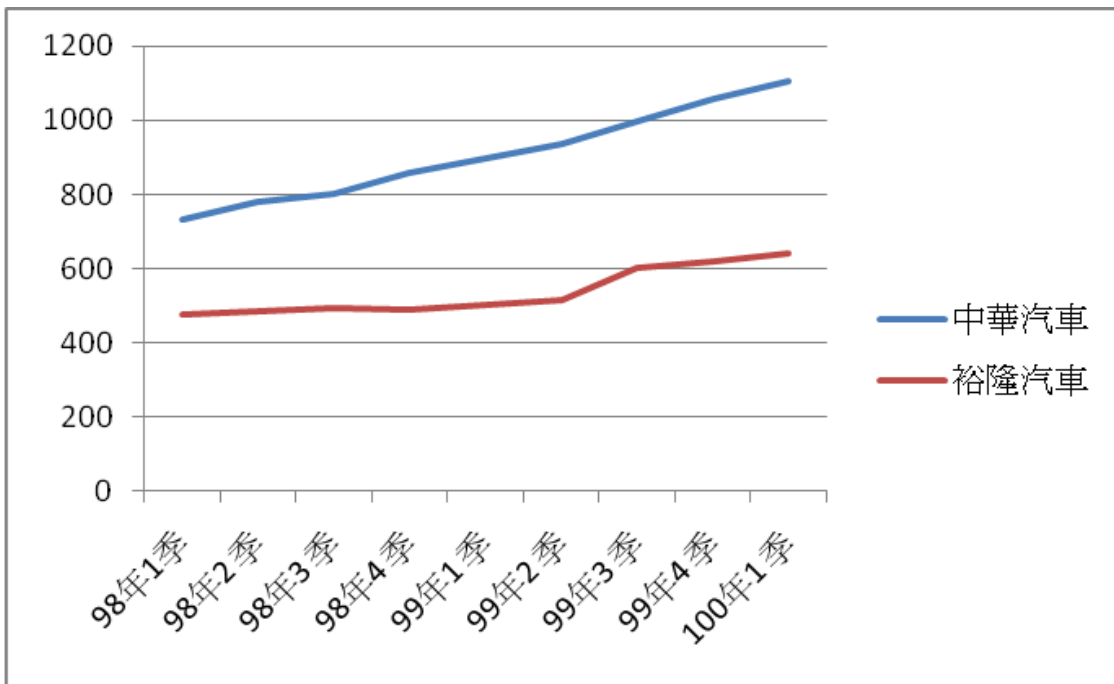
IV、財務結構

1.負債佔資產比率



分析：裕隆汽車的負債比率比中華汽車少，表示償債責任較輕且對債權人的保障程度較高，公司結構健全。

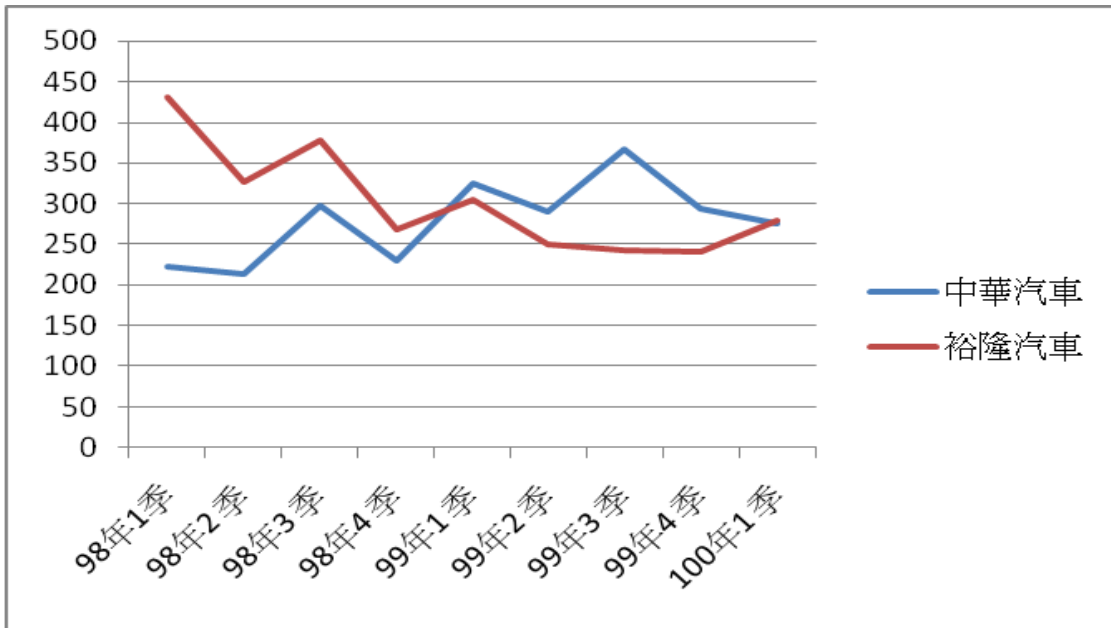
2.長期資金佔固定資產比率



分析：中華汽車和裕隆汽車相比，長期資金佔固定資產比率較高，顯示中華汽車在此方面公司結構健全。

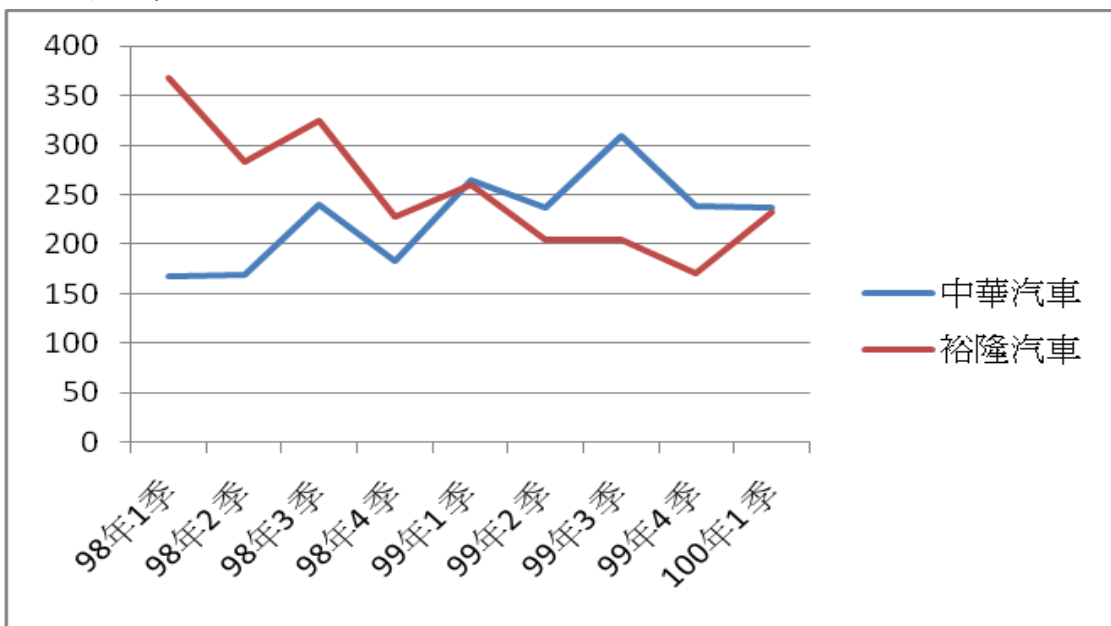
V、償債結構

1.流動比率



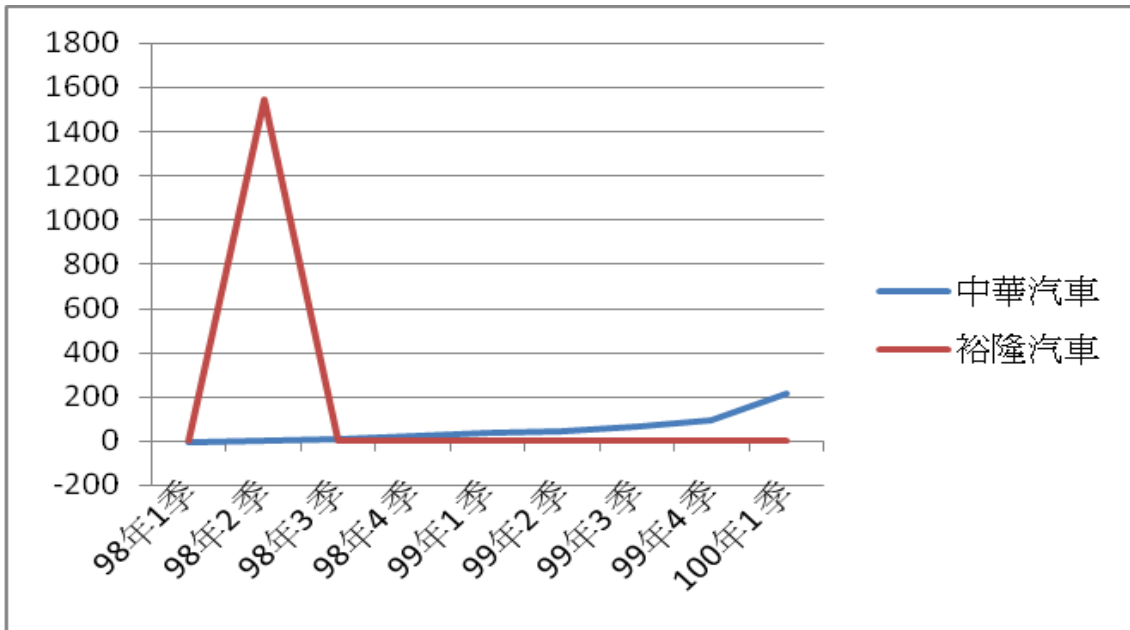
分析：兩家汽車公司的的流動比率都在 200% 之上，代表償債能力穩定沒有問題，雖然裕隆汽車的流動比率小於中華汽車，但在 99 年度開始裕隆汽車有上漲趨勢，投資人持股是可以放心的。

2.速動比率



分析：裕隆汽車的速動比率在 200% 以上票據資金能力雄厚，但也表示需要再多方投資，經營手法太過於保守。

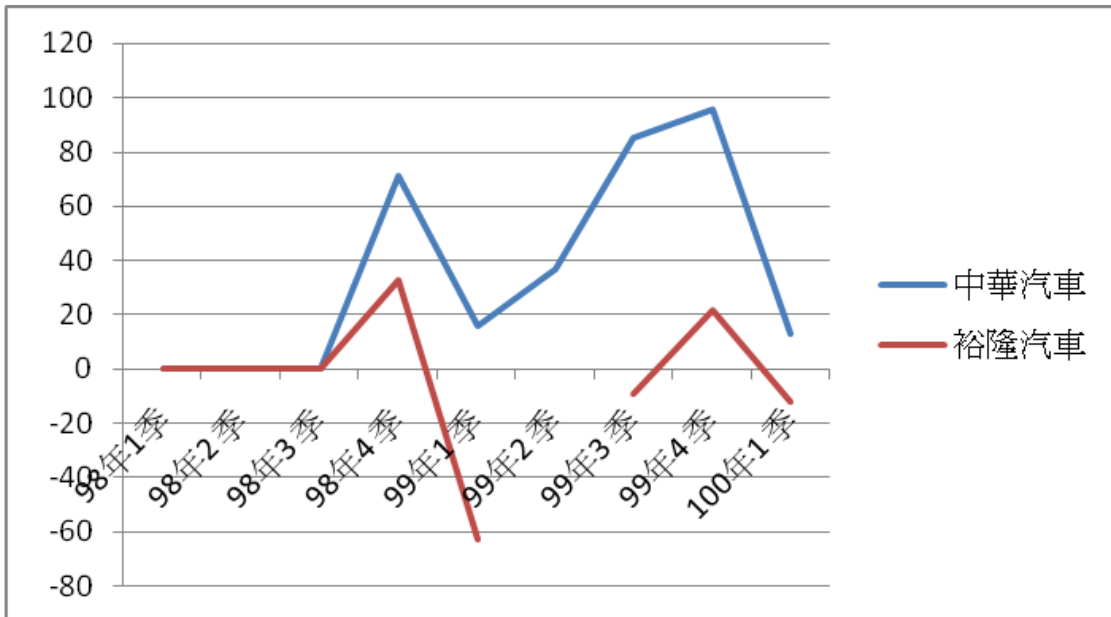
3.利息保障倍數



分析：裕隆汽車與中華汽車的利息保障倍數大於零，所以不至於有清算和倒閉的可能性，也說明了裕隆汽車以營業活動獲利支付借款利息的能力較弱。

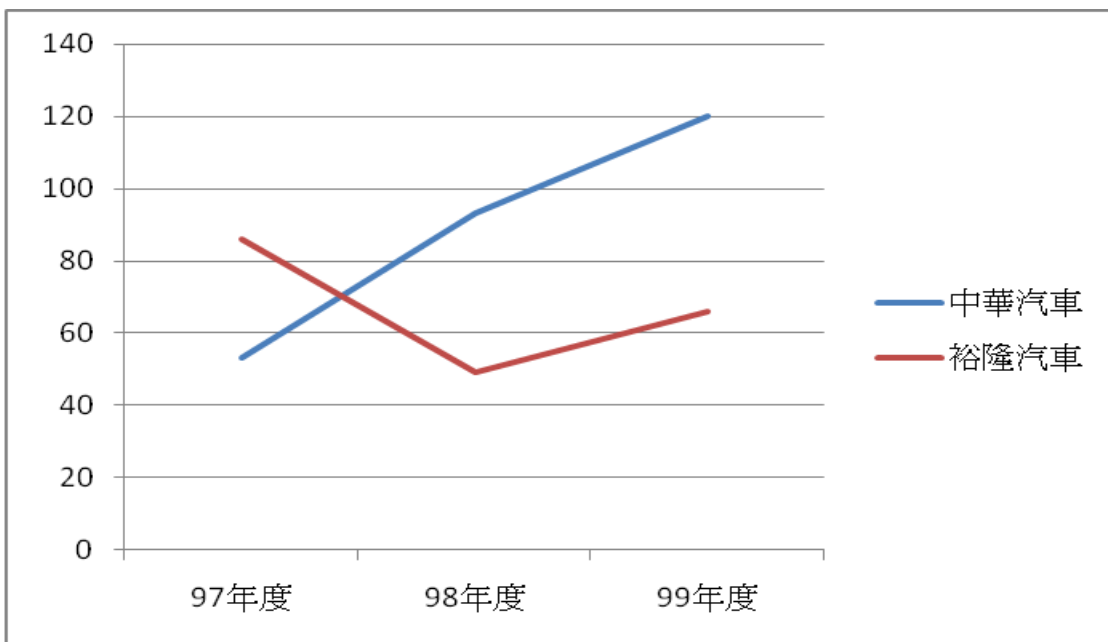
VI、現金流量

1.現金流量比率



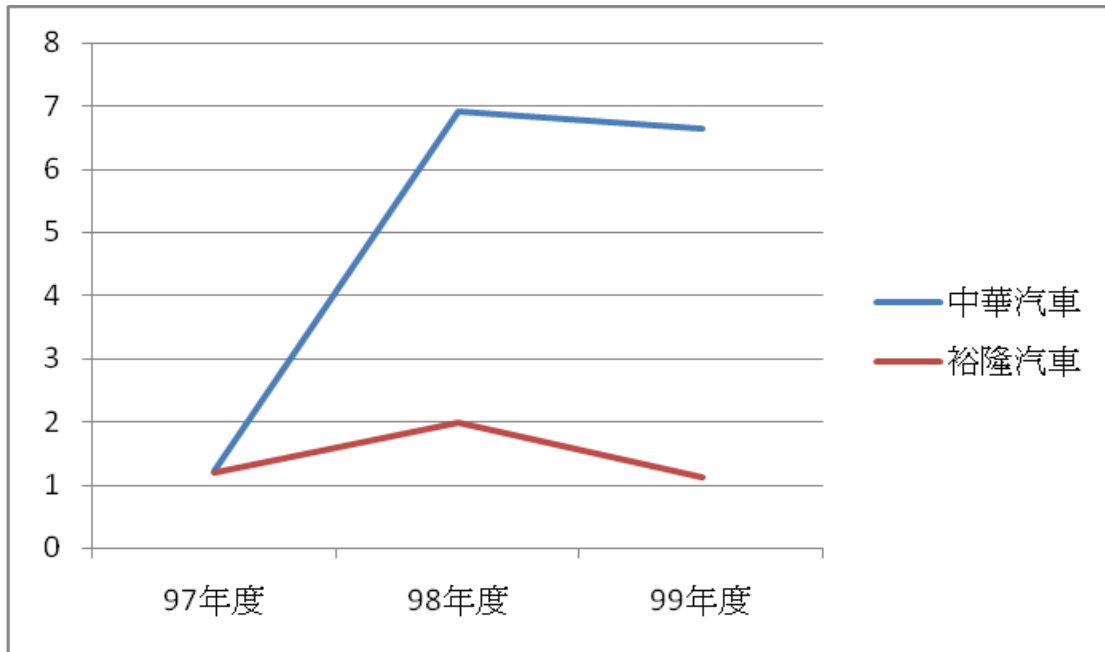
分析：以圖示呈現出中華汽車每年度的營業活動現在償還流動負債的能力都比裕隆汽車來得高。

2.現金流量允當比率



分析：近兩年來中華汽車在營運活動現金支付現金股利及業務成長的能力較高。

3.現金再投資比率



分析：通常表示利率越高越好，流動力越佳，表示裕隆汽車必須注意不要把不必要的過多現金流在手上。

VII、財務分析綜合評論

(四)股利政策

裕隆(2201)之股利政策						
單位：元						
年度	現金股利	盈餘配股	公積配股	股票股利	合計	員工配股率%
99	1	0	0	0	1	0.00
98	0.3495	0	0	0	0.3495	0.00
97	0.07999842	0	0	0	0.07999842	0.00
96	0.59615	0.14904	0	0.14904	0.74519	0.00
95	0.84373	0.1489	0	0.1489	0.99263	0.00
94	1.5	0.15	0	0.15	1.65	0.00
93	1.85	0.15	0	0.15	2	0.00

92	2.35	0.15	0	0.15	2.5	0.00
91	1.5	0	0	0	1.5	0.00
90	0.2	0.6	0	0.6	0.8	0.00

資料來源：http://just2.entrust.com.tw/z/zc/zcc/zcc_2201.djhtm

中華(2204)之股利政策						
單位：元						
年度	現金股利	盈餘配股	公積配股	股票股利	合計	員工配股率%
99	1	0	0	0	1	0.00
98	0.3	0	0	0	0.3	0.00
97	0	0	0	0	0	0.00
96	0.4	0	0	0	0.4	0.00
95	0.95	0.05	0	0.05	1	1.04
94	1.5	0.15	0	0.15	1.65	0.00
93	2	0.1	0	0.1	2.1	0.00
92	2.5288	0	0	0	2.5288	0.00
91	3.75	0.25	0	0.25	4	0.00
90	1.25	0.25	0	0.25	1.5	0.00

資料來源：http://just2.entrust.com.tw/z/zc/zcc/zcc_2204.djhtm

股東股利以不低於百分之三十為原則。公司經營環境屬成熟穩定之產業，為考量本公司獲利狀況、未來營運計劃資金需求及產業環境變化，並兼顧股東權益、平衡股利及公司長期財務規劃等因素規劃本公司股利分派方案，股利以現金或股票之方式分派，公司於年度決算後如有盈餘，其中現金股利占股利總額之比率將不低於百分之二十為原則。由董事會擬訂分配案，提請股東會決議之。

(五)土地持有情形

裕隆(2201)土地資產					
單位:仟元					
標地	取得時間	面積(坪)	取得成本	重估增值	帳面價值
三義工廠土地	N/A	831,436	1,390,396	N/A	N/A
三義工廠建物	N/A	39,683	N/A	N/A	N/A
台北市華聯大廈土地	N/A	80	45,115	N/A	N/A
台北市華聯大廈建物	N/A	571	N/A	N/A	N/A
台北市裕隆大廈土地	N/A	151	248,517	N/A	N/A
台北市裕隆大廈建物	N/A	1,570	N/A	N/A	N/A
南投市土地	79/02/01	3,676	140,193	N/A	N/A
南投市建物	N/A	1,288	N/A	N/A	N/A
桃園工程中心土地	N/A	5,011	123,709	N/A	N/A
桃園工程中心建物	N/A	2,483	N/A	N/A	N/A
新店廠土地	N/A	43,923	998,191	N/A	N/A
新店廠建物	N/A	25,039	N/A	N/A	N/A

資料來自各公司公開明書,僅供參考,實際數字以公司發佈為準

資料來源：日盛證券商

(六)公司事件分析

一、 納智捷危機處理，送舊車延長保固，扭轉負評

純國產汽車品牌納智捷，在售後服務上做出了一項最新重大決定，就是決定提供適用於所有新舊車主的四年不限里程保固服務，這個做法不僅在維持其產品在市場的競爭力，更是讓車友論壇上原本的一片撻伐批判之聲，轉換成喝采肯定意見，是一次成功的危機處理案例。

但沒想到這項原本可能是基於善意而擬定的延長保固購買方案，卻遭到納智捷車友的嚴詞撻伐，幾個相關網站上的批評討論意見不斷擴大串連，更多對車廠的負面評價不斷累積，已形成一股風暴，對車廠形象甚至銷售帶來負面衝擊。

面對此一始料未及的批評聲浪，納智捷決策當局於是做出保固延長為四年，並且不限里程的高規格保固承諾，尤其是還決定採取其他車廠鮮少有的做法，把這項保固承諾回溯適用於所有的舊車主身上。這項決定，消息一傳出，立刻改變了網站上的意見走向，車友大量肯定與稱讚之聲取代了之前的如潮湧般的攻擊與批評，對車廠來說，顯然是一次成功的危機處理案例。

資料來源：中廣新聞網 2011/6/2

二、 利空出盡，下半年車市看好

日本強震至今，各大日系車廠產能逐漸恢復，可望紓解供不應求的缺車荒，利空出盡，今年下半年車市展望樂觀。重頭戲還有裕隆集團納智捷汽車將在大陸開賣，法人看好裕隆獲利

富邦台灣也持同樣看法，在近期出具的汽車產業今年下半年展望報告中表示，去年車市總銷量為 32.9 萬輛、年增 11.1%，已回到金融風暴前的整車銷量水準，今年有機會達到 35.8 萬輛、年增 8.6%。此外，在台灣經濟環境穩定成長的前題下，富邦台灣預估，明年整車銷量將持續以 5%至 10%穩定成長，達到接近 40 萬輛的水準。

今年下半年車市的另一項重頭戲，就是裕隆自主品牌納智捷汽車（Luxgen）6 月將於大陸投產、9 月上市，搶搭大陸車市成長列車，獲利表現看好。納智捷汽車在大陸投產、上市之後，群益投顧認為，由於今年僅有 6 個月的銷售時間，裕隆今年獲利無法達到損益兩平。

群益投顧預估，明年裕隆 SUV 車款的銷售量可達 6 萬輛，貢獻 EPS 為 0.79 元，2013 年再加入 2 款轎車之後，貢獻 EPS 上看 2.2 元，中國市場將成為裕隆營收獲利的主要來源。

資料來源：中央社 2011/5/31

三、 裕隆日產，恢復全線加班

裕隆集團擺脫 311 日震進口零件缺料陰霾，裕隆日產汽車派員赴日站崗、重金空運汽車零件策略奏效，三義廠生產線下周起恢復全線加班生產，5 月營收可望重回成長軌道；中華汽車同樣宣布自下周起，加班催產能，力拚市占排名更上層樓。

為確保日產供應台灣料件來源，裕日車不僅從台灣派出一組人馬，進駐日產全球出貨倉庫本牧碼頭盯貨外，近日更不惜成本以空運方式，運回多批關鍵零組件，滿足持續拉高的產能需求。

這波日震零件供應危機中，中華車受影響程度最低，尤其自製率超過 95% 的商用車進入傳統銷售旺季，4 月營收 26.8 億元，逆勢成長 9.45%，商用車生產線持續加班趕工。

資料來源：中時電子報 2011/5/11

(七)相關研究報告

[從扶植到站立 裕隆汽車企業再造個案](#)

企業再造過程

裕隆汽車雖有幼稚產業政策的保護，但日漸全球化的台灣市場，卻使裕隆汽車連連虧損，主因有四：

1. 裕隆汽車一直以製造導向為願景，但在提倡企業合作、產品差異化、消費者需求導向的現代市場裡，卻成了公司經濟發展的包袱。
2. 80 年代進口車關稅降低，開放國外車廠進入台灣汽車市場，使國產車優勢降低。
3. 消費者普遍認為國產車品質不好的負面評價
4. 受制於日產汽車的保守，研發技術傳而不授。

因上述四種主因，使裕隆汽車不得提出企業再造的改革。

在裕隆汽車組織再造四階段當中，

第一、第二階段，利用「廠辦合一、流程再造」及「差異化」策略使裕隆汽車能從赤字轉為 70 多億的盈餘，也是使國人對裕隆擺脫品質不良印象的主要階段。第三階段則提出「大三圓戰略」為主軸，配合國際化、優勢完整產品線策略、汽車相關周邊事業，進軍東南亞及大陸市場。

2003 年開始的第四階段，裕隆汽車進行第四次企業再造，將裕隆汽車分割成裕隆及裕隆日產兩家公司，讓裕隆正式跳脫製造，轉型為服務業，形成垂直性的產業連鎖，未來遠景為使裕隆成為多品牌及多角色的企業。

(八)綜合評論

近幾年來裕隆集團在車款的樣式做出多元化的類型供各個不同年齡層的消費者選擇，像是 **tobe** 鎖定入門小型通勤車市場，受到特定族群青睞，因此締造出相當亮眼的銷售量數據。另外裕隆汽車在危機處理上讓自己從原本罵聲不斷的負評價轉而為肯定，這是一個集團相當重要的一面，代表著他們負責的態度面對廣大的消費者群，這將替他們集團在相關產業界締造出名號。

受之前 311 日本強震的影響，造成汽車相關元件的供需問題現在也逐漸解決了，在 2011 下半年將往大陸投產九月上市，這在法人的預期下將帶來無可限量的前景與獲利，替裕隆集團的營收獲利帶往另一個新的高峰。

肆、籌碼分析

一、整體股市

(一)M1b與M2的情形：

貨幣總計數：4月日平均貨幣總計數M1B月增率為-0.31%，主要因活期性存款流向定期性存款；M2月增率為0.36%，主要因外資淨匯入及銀行放款與投資增加所致。M1B及M2年增率分別下降為8.17%及5.88%，主要因銀行放款與投資成長減緩所致。累計本年1至4月M1B及M2平均年增率分別為9.03%及5.89%。

準備貨幣：4月準備貨幣日平均數為 2 兆 6,113 億元，較 3 月增加 26 億元或 0.10%。其中，金融機構存放本行準備金增加 154 億元，流通中通貨(通貨發行額扣除央行庫存現金)減少 128 億元。4 月日平均準備貨幣年增率由上月之 6.78%上升為 7.97%。累計本年 1 至 4 月日平均準備貨幣年增率為 7.95%。

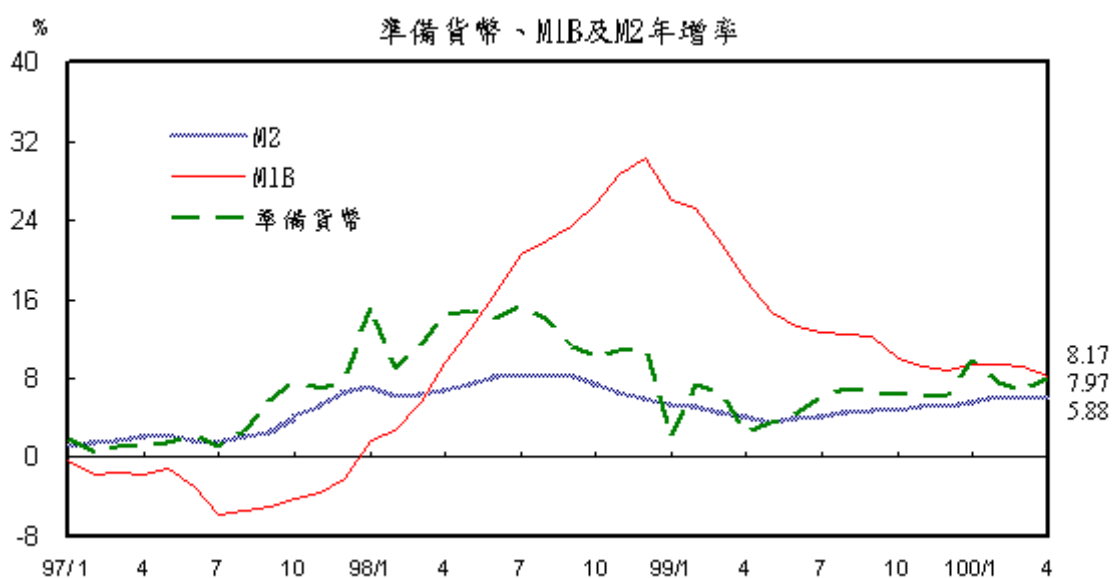
<http://www.cbc.gov.tw/ct.asp?xItem=38686&ctNode=302&mp=1>

(M1b與M2、準備貨幣 月增率與年增率比較表)

項 目	100 年 4 月		100 年 1- 4 月
	月增率	年增率	年增率
準備貨幣	0.10	7.97	7.95
M1B	-0.31	8.17	9.03
M2	0.36	5.88	5.89

資料來源：中央銀行資訊網

(M1b與M2、準備貨幣年增率折線圖)



資料來源：中央銀行資訊網

M1B 包括通貨淨額及活期性存款；M2 包括 M1B 及定期性存款。

準備貨幣包括通貨淨額及金融機構存放央行準備金。

活期性存款包括企業及個人在存款貨幣機構（包括本國一般銀行、外國銀行在台分行、中小企業銀行、信用合作社及農漁會信用部）之支票存款、活期存款及活期儲蓄存款。

定期性存款包括企業及個人在存款貨幣機構之定期存款、定期儲蓄存款及外匯存款，郵政儲金、附買回交易餘額及外國人新台幣存款。

(二) 融資與融券情形

近三月資券餘額變化圖



上市資券餘額						
資料日期	融 資		融 券		當 沖	
	增減(億)	餘額(億)	增減(張)	餘額(張)	增減(張)	總數(張)
100/06/01	-11.37	2,911.95	6,518	394,002	-8	230,191
100/05/31	-6.34	2,923.33	4,906	387,489	71,975	230,199
100/05/30	3.85	2,929.68	6,055	382,583	-29,519	158,224
100/05/27	-3.19	2,925.82	4,778	376,528	-3,277	187,743
100/05/26	0.18	2,929.02	12,034	371,750	4	191,020
100/05/25	5.41	2,928.84	16,582	359,716	-2,612	191,016
100/05/24	-12.99	2,923.45	-1,463	343,177	41,363	193,628

(三) 綜合評論

有開放陸客來台自由行的利多釋出，短線盤面雖因國際股市波動而有所壓抑，然就中長線來看，整體景氣復甦未變，加上第三季電子業進入傳統旺季，預期未來電子有望重啟攻勢，再度擔綱台股揚升的主力部隊。

操作上可留意產業基本面將逐漸擺脫淡季，自第三季起將逐漸進入旺季的IC設計、PC產業、半導體產業與工業電腦等，將呈現溫和成長，至於題材上，江陳會相關的生技概念股也可留意。

二、個別公司

(一) 機構投資人持股情形

1. 外資

✦ 外資買賣超

日期	估計持股(張)	持股比例(%)	買賣超(張)
2011-06-01	212,491	13.50	31
2011-05-31	212,460	13.50	3,068
2011-05-30	209,392	13.31	-220
2011-05-27	209,612	13.32	4,016
2011-05-26	205,596	13.07	928

2. 投信

✦ 投信買賣超

日期	估計持股(張)	持股比例(%)	買賣超(張)
2011-06-02	49,607	3.16	250
2011-06-01	49,357	3.14	-16
2011-05-31	49,373	3.14	299
2011-05-30	49,074	3.12	1,323
2011-05-27	47,751	3.04	803

3.自營商

自營商買賣超

日期	估計持股(張)	持股比例(%)	買賣超(張)
2011-06-01	17,179	1.09	319
2011-05-31	16,860	1.07	362
2011-05-30	16,498	1.05	219
2011-05-27	16,279	1.04	744
2011-05-26	15,535	0.99	-315

資料來源：http://www.capital.com.tw/stock/fetw/holding_corporation.asp?xy=4&xt=1

(二) 融資與融券情形

日期	融資買進	融資賣出	融資現償	融資餘額	融資限額	資券相抵
100/06/01	7327	7796	2	75671	393229	67138
	融券買進	融券賣出	融券現償	融券餘額	融券限額	券資比%
	611	387	2	8533	393229	11.28%

資料日期	融 資		融 券	
	增減(億)	餘額(億)	增減(張)	餘額(張)
100/06/01	2.41	634.48	-705	78,420
100/05/31	1.71	632.07	-782	79,125
100/05/30	-0.54	630.36	852	79,907
100/05/27	1.06	630.90	-1,393	79,055
100/05/26	0.40	629.84	4,503	80,448
100/05/25	0.09	629.44	-5,369	75,945
100/05/24	-2.25	629.36	-3,994	81,314

(三) 綜合評論

- 1.日本震災影響逐漸淡化，預期 05/2011 起銷售將逐漸加溫，季營收將持續成長至 1Q12
2. 3Q11 起東風裕隆納智捷將在中國正式開賣，日盛看好其未來銷售表現
- 3.裕隆有機會獲得福斯代工訂單，將有助於其營收獲利成長。

伍、評價分析

- 1.三階段現金流量折現模式運用

$$V_0 = \sum_{i=1}^3 \frac{FCF_i}{(1+WACC_1)^i} + \sum_{j=10}^4 \frac{FCF_j}{(1+WACC_2)^j} + \frac{1}{(1+WACC_1)^4 (1+WACC_2)^6} \times \frac{FCF_{11}}{WACC_3 - g_3}$$

裕隆汽車我們使用了多階段模式來計算自由現金流量的現值，而我們運用 3 年 7 年 10 年來分析利用不同階段的 WACC 分別計算各階段的折現因子最後計算出所需的自由現金流量數據。

- 2.

年/月	200812	200912	201012
不含現金的淨營運資產	-437756	1267153	1439622
其他資產	5411556	5751042	7428310
不含現金的淨營運資產(ΔNWC)	-2467582	1704909	172469
新增投入資本(ΔIC)	-1955341	2384783	1972684
NWC/Δ銷貨收入	0.379865562	0.495506634	0.015604177
OA/Δ銷貨收入	-0.049363179	0.098666595	0.151751248
Δ固定成本/Δ銷貨收入	-0.029492444	0.098928748	0.011123661
總投資率TOTAL	0.301009939	0.693101976	0.178479086
稅後營業利潤	159134.234	803441.7901	1279065.102
銷售(營業)利潤率	0.016176555	0.045433831	0.042775523
銷貨收入淨額增加數	-6495935	3440739	11052746
銷貨成長率	-0.270662887	0.19656693	0.527705863
投資率	0.301009939	0.693101976	0.178479086
現金稅率	0.438	0.1557	0.0655
股東權益總額	57,415,809	59,515,792	62,246,835
負債總額	9,258,757	9,582,885	11,237,955
資產總額	66,674,566	69,098,677	73,484,790
D/A	0.138864901	0.138684059	0.152928994
E/A	0.861135099	0.861315941	0.847071006

銷貨成長率：從裕隆申報的資料來看，2010 年裕隆認列大陸投資虧損約 4.5 億元，2011 年前 3 季認列虧損金額擴大至近 8 億元，主要與東風裕隆汽車製造廠還處於投資初期，效益尚未顯現有關，最快在 2013 年開始獲利貢獻母公司，企業中長期能見度不低。

以裕隆納智捷來看產品是以差異化策略，切入大陸市場，在大陸上市首款車 SUV，在短短 1.5 個月時間，接單量逾 8,000 張，40% 為頂級。預計至 2011 年底，大陸納智捷僅能交車 7,000 輛，對照現有訂單已不夠；目前下訂到交車，得等上 2 個月。大陸 2012 年 7 月還將上市 MPV/CEO 車款，2012 年底將導入 Luxgen5 Sedan，業績繼續成長是肯定的。

邊際(營業)利潤率：依據銷貨成長率的成長，雖初期裕隆於大陸投資設立公司需要將資本回收所以營業利潤率不高，不過若以中長期納智捷系列車款在大陸市場來看效益、業績持續攀升是指日可待的。

投資率：旗下日產、納智捷與 tobe 三大汽車品牌，2012 年皆有重量級新車問世，且均為淨增加車種，裕隆 2012 年新車產銷量，應能超越整體車市，有機會再成長，而目前裕隆在大陸的汽車事業，以製造廠東風裕隆汽車為核心，另外還包括 20 多家日產與納智捷品牌汽車經銷商，持續擴充中，中長期裕隆的投資率會在銷售量不斷上升的情況下持續升高。

Wacc：ROIC-WACC=超額報酬率,所以 WACC 越低越好

	2008	2009	2010
本期稅後淨利	400,628	1,127,003	4,084,240
投入資本	-1955341	2384783	1972684
ROIC(投入資本報酬率)	-20.49%	47.26%	207.04%
WACC	8.89%	7.40%	5.68%
超額報酬率	-29.38%	39.86%	201.36%

根據過去三年的超額報酬率顯示有越來越高的趨勢，可持續投資汽車產業以繼續創造企業價值。

中長期來看裕隆汽車的邊際營業利潤率提升，顯示期初投資大陸公司的融資借貸資本償還後 WACC 會降低而隨著稅後淨利提升 ROIC 將會提高，超額報酬率也就會大幅升高了。

樂觀

大陸市場：擬由本公司子公司裕隆大陸投資有限公司與東風汽車公司，各投資 50% 於杭州蕭山設立子公司，該投資案已於 2010 年 8 月 2 日，接獲大陸國家發展改革委員會核准。裕隆於大陸設立專責管理單位，負責各大陸汽車企業間橫向聯繫，資源整合、與就近指揮調度工作，主要從事汽車製造、研發、銷售及服務等業務。以基本設定為基礎的情況下，在大陸市場投資成功，就產品來說，性能、外觀與大陸本土汽車產業產生差異性，且大陸人口數為世界前三大，相較於其他國家比，近幾年大陸經濟發展快速成長，人民消費購買力增強，有利於裕隆汽車納智捷車款以中高價位打入市場。

本國市場：台灣汽車保有量已超過 600 萬輛，平均車齡更高達 11 年以上，顯示國人有龐大的汰換需求，預計在近幾年將陸續顯現，也是支撐台灣車市業績的重要潛在動能。今年台灣新車總銷量應有 36 萬至 37 萬輛的水準，從金融海嘯以來，連續 3 年穩定成長，很不容易，預估 2012 年車市規模將大致與 2011 年相當。裕隆汽車在車款設計與價位上，多樣化的類型供國人選擇，滿足不同經濟能力的客群。以一個小康家庭來說，平均擁有兩台汽車，之中就有一台為國產車，就目前來說國產車的市場以裕隆汽車的市佔率最高，而且裕隆汽車不斷的推陳出新，就像 Tobe 熊貓車，相當深受年輕的粉領上班族喜愛。高曝光率，裕隆汽車使用多角化經營策略，像是裕隆恐龍籃球隊、建設、電子科技事業等等，甚至是近幾年投資國片，這些資訊將再再顯示裕隆積極亮相，帶領企業衝刺的企圖心。

悲觀

大陸市場：裕隆中國投資公司資本額高達 1.5 億美元，主要是先向台灣投審會先申請未來可能需要的投資額度，並非一開始就會將全部資金一次匯出，由 2010 年裕隆認列大陸投資虧損約 4.5 億元，2011 年前 3 季認列虧損金額擴大至近 8 億元，主要與東風裕隆汽車製造廠還處於投資初期，效益尚未顯現有關。若大陸地區人民對納智捷產品的接受度不高，且在同一價位上選擇的汽車為大陸國產汽車或是更具國際知名度的汽車品牌，也就是替代品強度高，那就不易深入市場，無法渡過創業的艱辛期，在期初沒有奠定好的基礎，後期只能遙望著競爭者的背影卻無力適從。

本國市場：台灣領土狹隘，資訊流動快速且日新月異，民族意識不強烈，汽車品牌已成為國人顯示身分地位的表象之一，即使裕隆汽車產業努力了 50 年之久也敵不過國人的炫耀之心。

結論

台灣汽車產業蓬勃發展, 而裕隆汽車也逐漸穩定向上攀升, 從裕隆自主品牌納智捷的發表開始, 標記台灣汽車工業發展的一個重要里程碑, 除了企業的決心, 亦展現多年來政府支持整車計畫的成果。

台灣汽車市場規模有限, 不利於汽車產業的發展, 零組件產業受到國內整車市場衰退的影響, 紛紛將重點放在海外市場的經營, 包括海外據點的生產或外銷。然而在整車外銷的部分, 我國與各國間的貿易條件不利於整車的輸出, 亦影響台灣部分整車廠在母廠全球佈局中的地位, 所以 **ECFA** 對於汽車產業的發展有關鍵性的影響, **ECFA** 主要為貿易自由化、服務業貿易自由化、投資自由化三大目標, 而在汽車產業享有零關稅優惠, 象徵了海峽兩岸的汽車產業更進一步整合, 未來也將對海外汽車品牌在大中華區的佈局有所影響, 裕隆則是其中一個受惠者, 在 2011 後半年進軍大陸市場, 當地設廠投資, 前途樂觀其成, 以現況預估裕隆汽車的價值分析將會持續上漲並非不可能的。

資料來源

裕隆汽車官網：<http://www.yulon-motor.com.tw/>

中華汽車官網：<http://www.china-motor.com.tw/>

TEJ 產經資料庫

ITIS 智網：<http://www.itis.org.tw/index.jsp>

台經院產經資料庫：<http://tie.tier.org.tw/index.asp>

奇摩股市：<http://tw.stock.yahoo.com/>

經濟部：<http://www.moea.gov.tw/Mns/populace/home/Home.aspx>

中央銀行：<http://www.cbc.gov.tw/mp1.html>

群益金融網：<http://www.capital.com.tw/>

天下知識庫：http://new.cwk.com.tw/login_guest-cw.htm