

# 胡連(6279 TT)

台灣股市 | 汽車

個股報告

買進(首次評等), TP 92 元 (隱含空間 30%)

2013-06-11

考量在新切入客戶加上新增產線持續貢獻下, 預估2013、2014年EPS將持續創歷史新高水準, 目前評價仍偏低, 建議買進

## ■ 結論與建議

展望 2014 年, 胡連在舊有客戶如長安、比亞迪持續挹注貢獻下, 加上先前提及的新切入一汽、長城供應鍵貢獻, 將為 2014 年主要營收獲利成長動力來源, 康和預估胡連 2014 年營收為 30.55 億元(YoY+14.0%), 毛利率在營收規模持續擴大加上原物料仍為低檔水準下, 預估毛利率可持續提升至 39.3%, 惟業外缺少 1Q13 一次性的外幣兌換利益 0.22 億元, 使得淨利成長率較營收成長率為低, EPS 則為 6.77 元, 持續創歷史新高水準。投資建議, 胡連歷史 3 年 PE 區間位於 9X-18X, 以 6/10 股價 70.9 元計算, 目前胡連為 2013PER 11.5X、2014PER 10.5X, 考量胡連受惠於中國車市持續復甦, 且 2014 年將有新增兩大客戶可為營收獲利新動能, 康和認為應可回到 15 倍 PE 上緣水準, 給予目標價 92 元(2013PER 15X、2014PER 13.5X), 隱含上檔空間 30%, 目前評價仍偏低, 建議買進。

## ■ 重點摘要

公司 5 月營收為 2.39 億元, 年增率亦有 18%, 呈現淡季不淡  
 公司 5 月營收為 2.39 億元(MoM-10.6%, YoY+17.9%), 年增率亦仍有 18% 幅度, 略優於市場預期, 展望 6 月, 康和預估 6 月單月營收仍有 2 億元以上水準, 如此一來年增率仍有 1 成以上狀況, 整體而言, 康和預估胡連 2Q13 營收為 7.09 億元(QoQ+6.4%), EPS 則為 1.51 元, 為歷史單季高檔水準。

預估 2013 年 EPS 為 6.15 元, 創下歷史以來新高水準

展望 2013 年下半年, 因 3Q13 為傳統淡季, 故預估單季 EPS 為 1.17 元。4Q13 部份, 1) 先前一直洽談的一汽汽車供應鍵(2012 銷量 244 萬量), 目前其東北線東場已通過 32 個料號, 預計一年可多貢獻 700-800 萬元營收, 且未來將持續開發新車款零組件保險絲(預計 2014 年底新車款上市, 一年約 10 萬台銷量), 2) 另一極力打入的長城汽車供應鍵, 其 2012 年銷量為 48.7 萬輛, 和比亞迪汽車銷量相當(45.6 萬輛), 預期 4Q13 將可逐步得到分配訂單, 將為 2014 年重要營收獲利成長來源, 3) 剩餘東南亞、越南、歐美等地區亦穩定貢獻下, 康和預估 4Q13 單季 EPS 回升至 1.59 元。而 2013 年全年 EPS 則為 6.15 元, 將創下歷史以來新高水準。

### 股價資訊

收盤價(元)	70.9
總市值(億元)	62.7
股本(百萬)	884
一年高/低價	74.1/43.9
月成交均量(張)	74
月成交均價(百萬元)	3.6

### 股價表現



### 參考工具

#### 看多(認購權證)

權證名稱(代號)	剩餘天期
康和WF(708559)	175 天

	1Q13	2Q13E	3Q13F	4Q13F	1Q14F	2012	2013E	2014F
營收(百萬元)	666	709	609	736	757	2,430	2,720	3,101
QOQ / YoY(%)	(4.0)	6.4	(14.1)	20.9	2.8	(1.2)	12.0	14.0
毛利率(%)	39.8	39.0	36.5	39.1	39.5	35.1	38.7	39.3
營業利率率(%)	25.7	24.0	21.5	24.1	24.5	21.5	23.9	24.3
稅後淨利(百萬元)	166	134	103	140	147	416	543	598
QOQ / YoY(%)	9.3	(19.6)	(22.5)	35.5	5.1	5.6	30.6	10.1
EPS(元)	1.88	1.51	1.17	1.59	1.67	4.70	6.15	6.77

EPS 以股本 88.4 百萬股計算

以上資料為康和投顧所提供, 不得轉寄

本公司不負任何法律責任, 請投資人自行斟酌參考

## ■ 營運分析

胡連為國內車用連接器製造商，主要產品為端子(佔營收 40%)、塑膠件(60%)  
 胡連為國內車用電子連接器製造商，主要產品為端子(佔營收 40%)、塑膠件(60%)，下游應用端包括汽、機車廠及通訊消費電子產業。以 1Q13 營收來看，主要銷售地區為中國(57.5%)、東南亞&台灣(30%)、歐美(5.5%)、越南(5%)與伊朗(2%)，顯示公司營運重心主要來自於中國車市。其中 2012 年主要客戶為長安汽車自主品牌與比亞迪，各佔胡連合併營收 10%，1Q13 兩車廠銷量皆較去年同期成長 65%與 25%，帶動胡連 1Q13 營收大幅成長，而其他客戶尚包括有東風日產、吉利及預計於 4Q12 小量出貨的長城等自有品牌車廠。

圖表一、胡連出貨區域佔比

出貨地區佔比	2012	1Q13
中國	56.0%	57.5%
東南亞&台灣	35.0%	30.0%
歐美	6.0%	5.5%
越南	0.0%	5.0%
伊朗	3.0%	2.0%

圖表二、中國主要車廠出貨營收佔比

(萬輛)

	1Q13 合併營收比重	2012 銷量	1Q13 銷量	Apr-13
長安汽車	10.0%	58.8	24.7	5.7
比亞迪	10.0%	45.6	14.3	4.0
鄭州日產-合資	1.0%	4.8	1.2	0.5
東風日產-啟辰	1.0%	6.7	2.1	0.7
東南汽車	2.0%	10.3	3.1	1.0
吉利汽車	1.0%	48.8	14.3	4.4
奇瑞汽車	0.7%	53.7	14.7	3.3
長城汽車	1.0%	48.7	13.9	5.4
中國全部車廠		1930.6	542.5	184.2

資料來源:胡連, 康和(2013/06)

### 公司 5 月營收為 2.39 億元，年增率亦有 18%，呈現淡季不淡

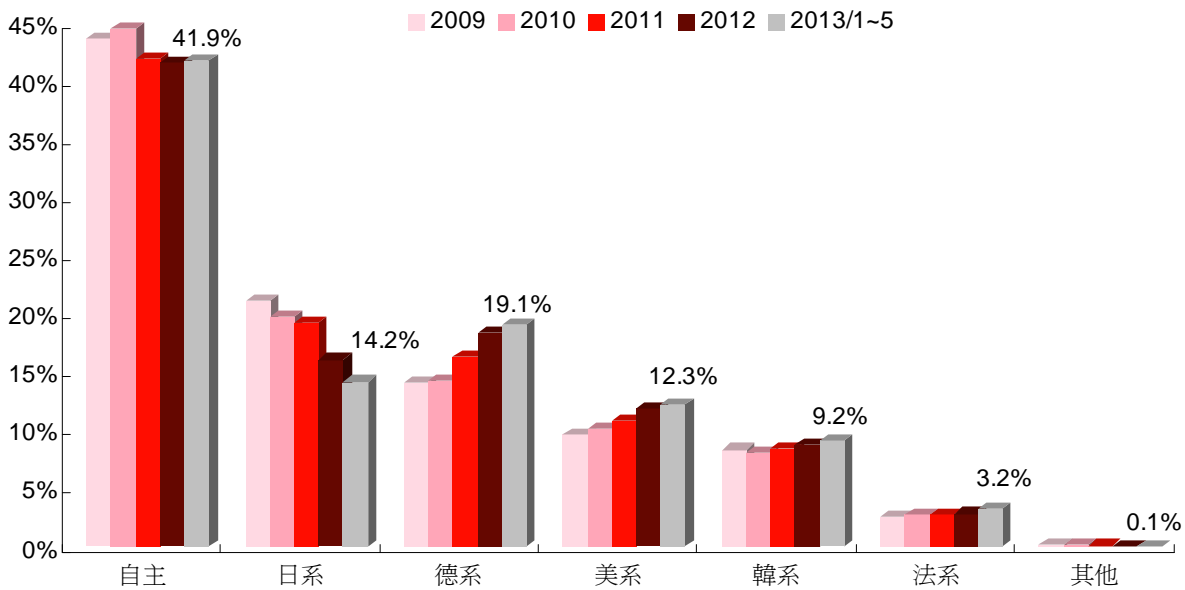
胡連於中國佈局主要以自有品牌車廠為主，近年來大陸官方持續扶持自有品牌，整體車市佔率皆有 4 成以上水準，市場佔有率繼續穩居第一，如比亞迪旗下主要車款 F0 車 2013/1~4 銷量同比 43%，將為胡連後續在中國營收獲利助力之一。

公司 4 月營收 2.67 億元(MoM+3.1%，YoY+28.51%)，雖 5 月後受到進入車市傳統淡季影響(5~8 月為淡季)，但在 4 月部分出貨遞延至 5 月影響下，公司公佈 5 月營收為 2.39 億元(MoM-10.6%，YoY+17.9%)，年增率亦仍有 18% 幅度，略優於市場預期，展望 6 月，康和預估 6 月單月營收仍有 2 億元以上水準，如此一來年增率仍有 1 成以上狀況，整體而言，康和預估胡連 2Q13 營收為 7.09 億元(QoQ+6.4%)，惟毛利率受到稼動率逐月下滑與低價原料庫存(銅、尼龍)挹注較少下，預估單季毛利率為 39%，較 1Q13 的 39.8% 小幅下滑，EPS 則為 1.51 元，但仍為歷史單季高檔水準。

### 胡連將於 4Q13 於南京與越南新增產線，預計各提升產能 20%與 33%，將可為 2014 年營收新動能

胡連生產基地位於汐止、深圳、南京與越南等地，因中國與越南地區產能利用率皆呈現吃緊狀況，故公司將於 4Q13 於南京與越南新增產線，預計各提升產能 20%與 33%，將可為 2014 年營收新動能。

圖表三、中國自主品牌整體車市市佔率



資料來源：康和(2013/05)

**預估 2013 年 EPS 為 6.15 元，創下歷史以來新高水準**

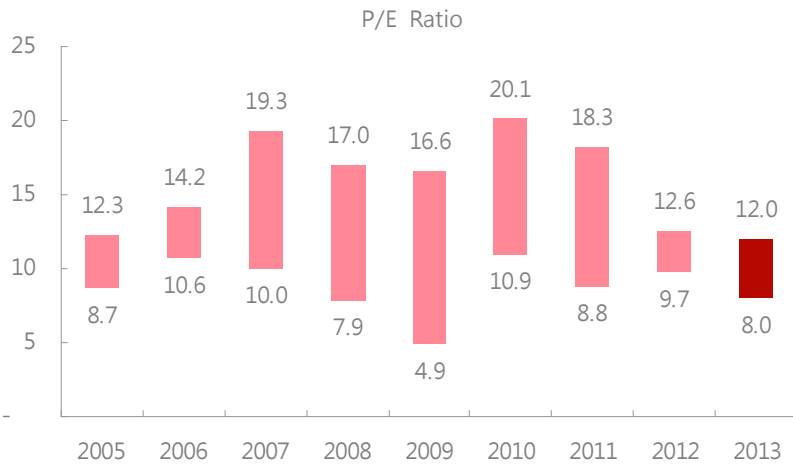
展望 2013 年下半年，因 3Q13 為傳統淡季，故預估單季 EPS 為 1.17 元。4Q13 部份，1) 先前一直洽談的一汽汽車供應鏈(2012 銷量 244 萬量)，目前其東北線束場已通過 32 個料號，預計一年可多貢獻 700-800 萬元營收，且未來將持續開發新車款零組件保險絲(預計 2014 年底新車款上市，一年約 10 萬台銷量)，2) 另一極力打入的長城汽車供應鏈，其 2012 年銷量為 48.7 萬輛，和比亞迪汽車銷量相當(45.6 萬輛)，預期 4Q13 將可逐步得到分配訂單，將為 2014 年重要營收獲利成長來源，3) 剩餘東南亞、越南、歐美等地區亦穩定貢獻下，康和預估 4Q13 單季 EPS 回升至 1.59 元。而 2013 年全年 EPS 則為 6.15 元，將創下歷史以來新高水準。

**考量在新切入客戶加上新增產線持續貢獻下，預估 2013、2014 年 EPS 將持續創歷史新高水準，目前評價偏低，建議買進**

展望 2014 年，胡連在舊有客戶如長安、比亞迪持續挹注貢獻下，加上先前提及的新切入一汽、長城供應鍊貢獻，將為 2014 年主要營收獲利成長動力來源，康和預估胡連 2014 年營收為 30.55 億元(YoY+14.0%)，毛利率在營收規模持續擴大加上原物料仍為低檔水準下，預估毛利率可持續提升至 39.3%，EPS 則為 6.77 元，持續創歷史新高水準。

投資建議，胡連歷史 3 年 PE 區間位於 9X-18X，以 6/10 股價 70.9 元計算，目前胡連為 2013PER 11.5X、2014PER 10.5X，考量胡連受惠於中國車市持續復甦，且 2014 年將有新增兩大客戶可為營收獲利新動能，康和認為應可回到 15X 倍 PE 上緣水準，給予目標價 92 元(2013PER 15X、2014PER 13.5X)，隱含上檔空間 30%，目前評價偏低，建議買進。

圖表四、胡連各年度 PE 評價比較表



資料來源：康和(2013/05)

圖表五、同業比較表

Ticker	Company	Last Close	Rating	TP	Mkt Cap (MN;USD)	Fiscal Cur	EPS			PER		BVPS	PBR
							2012	2013	2014	2013	2014		
<b>大中華</b>													
1319 TT	東陽	34.4			659	TWD	1.40	2.17	2.75	15.8	12.5	26.9	1.3
1521 TT	大億	46.9			119	TWD	3.66	4.87	N.A.	9.6	N.A.	21.4	2.2
6605 TT	帝寶工業	83.0			458	TWD	6.24	6.94	N.A.	12.0	N.A.	52.8	1.6
4523 TT	永彰機電	28.7			61	TWD	0.32	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	29.6	1.0
3552 TT	同致電子	67.5			165	TWD	4.07	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	31.5	2.1
2497 TT	怡利電子	30.8	B	42.0	122	TWD	1.42	2.03	2.58	15.1	11.9	13.8	2.2
6279 TT	胡連	70.9	B	92.0	208	TWD	4.70	6.15	6.77	11.5	10.5	29.7	2.4
600741 CH	華域汽車	9.1			3,849	CNY	1.20	1.29	1.41	7.1	6.5	7.9	1.2
000581 CH	威孚高科	38.6			4,000	CNY	1.31	1.77	2.45	21.8	15.8	13.1	2.9
600742 CH	一汽富維	16.8			580	CNY	1.85	2.20	2.70	7.6	6.2	14.0	1.2
<b>國際</b>													
6902 JP	日本電裝	4,355			38,937	JPY	206	256	293	17.0	14.9	2,894	1.5
7259 JP	Aisin Seiki Co Ltd	3,610			10,758	JPY	263	291	327	12.4	11.0	3,049	1.2
6201 JP	豐田自動織機公司	3,980			13,115	JPY	163	232	252	17.2	15.8	4,724	0.8
012330 KS	現代摩比斯	267,500			23,100	KRW	36,556	36,230	40,612	7.4	6.6	176,939	1.5
CON GR	大陸集團	102.3			27,107	EUR	9.42	10.26	11.93	10.0	8.6	42	2.4
EO FP	佛吉亞集團	18.0			2,649	EUR	1.28	1.58	2.71	11.4	6.7	12	1.5
FR FP	Valeo SA	53.6			5,641	EUR	4.78	4.91	5.74	10.9	9.3	27	2.0
MGA US	Magna International Inc	68.2			15,889	USD	6.15	5.88	6.87	11.6	9.9	41.0	1.7
DLPH US	德爾福汽車公司	50.7			15,839	USD	3.44	4.37	4.94	11.6	10.3	7.7	6.6
TRW US	天合汽車控股	64.0			7,694	USD	8.39	6.48	7.23	9.9	8.9	30.6	2.1

資料來源：Bloomberg、康和(2013/06)

圖、6279 胡連 股價及 PE Ratio

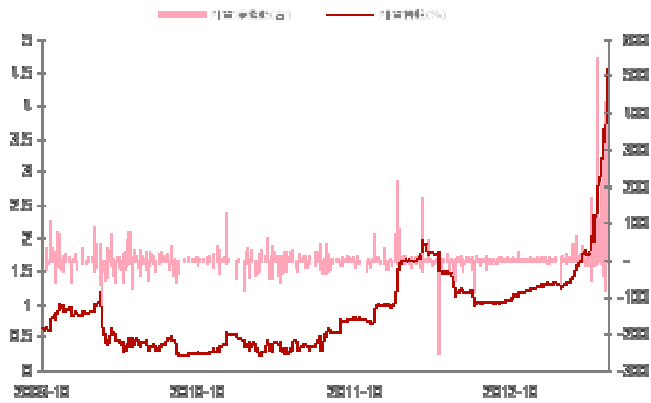


圖、6279 胡連 股價及 PB Ratio

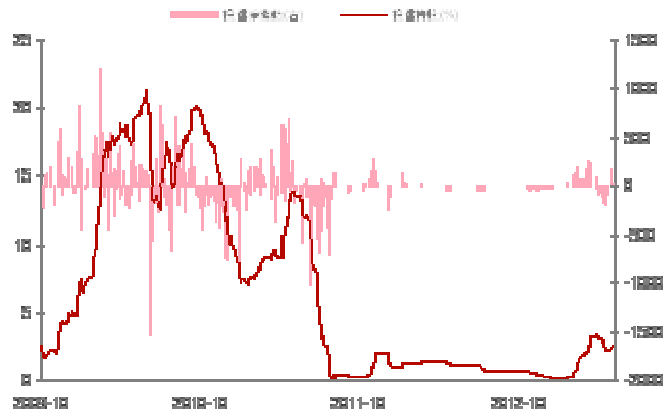


資料來源：Cmoney、康和

圖、6279 胡連 外資持股變動



圖、6279 胡連 投信持股變動



資料來源：Cmoney、康和

### 資產負債表

(百萬元)	2011	2012	2013F	2014F
<b>資產總額</b>	<b>3,261</b>	<b>3,204</b>	<b>3,333</b>	<b>3,466</b>
流動資產	2,117	2,109	2,000	2,128
現金及約當現金	417	609	486	566
存貨	408	361	401	441
應收帳款及票據	1,147	937	1,159	1,259
非流動資產	1,145	1,096	1,333	1,338
不動產、廠房及設備	967	923	910	859
<b>負債總額</b>	<b>952</b>	<b>774</b>	<b>944</b>	<b>991</b>
流動負債	803	616	792	845
應付帳款及票據	330	238	316	332
非流動負債	148	158	152	146
<b>股東權益</b>	<b>2,309</b>	<b>2,430</b>	<b>2,389</b>	<b>2,475</b>
股本	865	884	884	884
保留盈餘	794	926	1,092	1,274
<b>負債及股東權益</b>	<b>3,261</b>	<b>3,204</b>	<b>3,333</b>	<b>3,466</b>

資料來源：Cmoney、康和

### 現金流量表

(百萬元)	2011	2012	2013F	2014F
<b>營運活動現金</b>	<b>128</b>	<b>704</b>	<b>10</b>	<b>198</b>
本期損益	394	420	543	598
折舊及攤銷	135	148	172	144
營運資金變動	(615)	209	340	155
其他營運現金	214	(72)	(1,045)	(699)
<b>投資活動現金</b>	<b>(299)</b>	<b>(123)</b>	<b>(137)</b>	<b>(123)</b>
資本支出淨額	(228)	(122)	(134)	(121)
FCF	(100)	582	(124)	78
其他投資現金	0	(4)	(3)	(3)
<b>融資活動現金</b>	<b>(115)</b>	<b>(377)</b>	<b>4</b>	<b>5</b>
發放股利	(287)	(251)	0	0
其他理財現金	8	4	4	5
<b>本期產生現金</b>	<b>(256)</b>	<b>192</b>	<b>(123)</b>	<b>80</b>
<b>期初現金</b>	<b>673</b>	<b>417</b>	<b>609</b>	<b>486</b>
<b>期末現金</b>	<b>417</b>	<b>609</b>	<b>486</b>	<b>566</b>

資料來源：Cmoney、康和

### 損益表

(百萬元)	2011	2012	2013F	2014F
<b>營業收入</b>	<b>2,459</b>	<b>2,430</b>	<b>2,720</b>	<b>3,101</b>
營業成本	1,619	1,580	1,668	1,881
<b>營業毛利</b>	<b>840</b>	<b>849</b>	<b>1,052</b>	<b>1,220</b>
營業費用	375	326	402	465
<b>營業利益</b>	<b>465</b>	<b>524</b>	<b>650</b>	<b>755</b>
業外收入及支出	9	(5)	29	5
<b>EBITDA</b>	<b>402</b>	<b>515</b>	<b>851</b>	<b>904</b>
稅前純益	474	519	679	760
所得稅	80	99	136	162
<b>稅後純益</b>	<b>394</b>	<b>420</b>	<b>543</b>	<b>598</b>
<b>每股盈餘</b>	<b>4.45</b>	<b>4.75</b>	<b>6.14</b>	<b>6.77</b>

註 1：以目前流通在外股本 8.8 億元計算

資料來源：Cmoney、康和

### 比率分析

(百萬元)	2011	2012	2013F	2014F
<b>成長力分析(%)</b>				
營收	6.6%	-1.2%	12.0%	14.0%
銷貨毛利	-6.5%	1.1%	23.9%	15.9%
營業利益	-13.0%	12.6%	24.1%	16.1%
稅後純益	-7.3%	6.6%	29.4%	10.1%
<b>獲利能力分析(%)</b>				
毛利率	34.2%	35.0%	38.7%	39.3%
EBITDA(%)	16.3%	21.2%	31.3%	29.2%
營益率	18.9%	21.6%	23.9%	24.3%
稅後純益率	16.0%	17.3%	20.0%	19.3%
總資產報酬率	12.1%	13.1%	16.3%	17.3%
股東權益報酬率	17.1%	17.3%	22.7%	24.2%
<b>償債能力檢視</b>				
負債比率(%)	29.2%	24.2%	28.3%	28.6%
負債/淨值比(%)	41.2%	31.8%	39.5%	40.0%
流動比率(%)	263.5%	342.5%	252.5%	251.7%
<b>其他比率分析</b>				
存貨天數	81.8	88.8	83.3	38.9
應收帳款天數	228.8	227.0	218.4	68.2

#### 評等說明

- 1) 買進/Buy：我們對該評價個股未來展望正向，並預估於未來 12 個月投資期間，潛在上漲空間大於 15%
- 2) 中性/Neutral：我們對該評價個股未來展望持平，並預估於未來 12 個月投資期間，潛在上漲空間小於 15%
- 3) 未評等/Not Rated：至目前我們沒有足夠基本資料判斷該公司評等；或此期間康和與該公司有特定交易，基於規範或康和政策，限制予該公司評等

#### 免責宣言：

本投資報告內容屬康和投資顧問股份有限公司版權所有，禁止任何形式之抄襲、引用或轉載。本研究報告所載內容，純屬研究性質，所載述意見可隨時予以更改或撤回並不另行通知，僅提供康和集團內部同仁及客戶參考，文中所載資訊或任何意見，不構成(且不應解釋為)在任何司法管轄區內，任何買賣有價證券或其他投資標的之要約、招攬、邀請、宣傳、誘使，或任何不論種類或形式之表示、建議或推薦買賣本研究報告所述的任何證券。報告內容所提及之各項業務、財務等相關資訊、意見及預估，係取材自據信為可靠之資料來源，既不以明示或默示的方式，對資料之準確性、完整性或正確性做出任何陳述或保證，且報告係基於特定日期所做之判斷，有其時效性限制，如有變更，本公司將不做預告或更新。對於本投資報告所討論或建議之任何證券、投資標的，或文中所討論或建議之投資策略，投資人於決策時應審慎衡量本身風險，並就投資結果自行負責。