

持有 · 維持

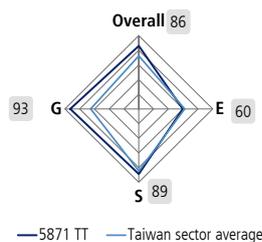
收盤價 August 28 (NT\$)	181.5
12 個月目標價 (NT\$)	200.0
前次目標價 (NT\$)	215.0
調降 (%)	7.0
上漲空間 (%)	10.2

焦點內容

由於中租 2H23F 中國及台灣營運動能回升可能遞延至 4Q23 之後，2H23F 資產品質改善是否帶動信用成本下降不確定性仍高，投資建議維持「持有」評等。

交易資料表

市值：(NT\$bn/US\$m)	293.0 / 9,212		
流通在外股數 (百萬股)：	1,615		
外資持有股數 (百萬股)：	1,156		
3M 平均成交量 (百萬股)：	3.66		
52 週股價 (低 \ 高) (NT\$)：	141.5 - 240.0		
股價表現	3M	6M	12M
絕對表現 (%)	-11.9	-19.5	-17.5
相對表現 (%)	-11.9	-26	-25.6

ESG 分數評等


資料來源：Refinitiv、凱基

凱基投顧

施志鴻
886.2.2181.8733
eric.shih@kgi.com

申涇之
886.2.2181.8717
gigi.shen@kgi.com

重要免責聲明，詳見最終頁

中租

(5871.TW/5871 TT)



2Q23 資產品質持續惡化；2H23F 展望中性

重要訊息

2Q23 中租稅後獲利年減及季減 11% 及 10.4%，2Q23 延滯率季增 0.3% 至 3.0%，反映中國、台灣及東協資產品質惡化。

評論及分析

2Q23 稅後獲利年減擴大至 11%。中租 2Q23 稅後淨利 61.7 億元，年減 11% 及季減 10%。獲利衰退主因：1.2Q23 公司對中國放款採取較謹慎策略，2Q23 合併放款及營收年增率下降至 14%，2.1Q23 以來台灣央行及美國聯準會升息帶動 2Q23 利息費用年增 53% 及季增 4%，3.2Q23 預期信用損失季增 20% 反映 2Q23 延滯率上揚。2Q23 中國業務稅後淨利年增 2.3% (認列稅務利益增加抵銷預期信用損失上揚)，相較台灣及東協業務稅後淨利各年減 6.5% 及 20.5% (資金成本及預期信用損失上揚)。

2Q23 中國、台灣及東協資產品質均持續較上季惡化。中租 2Q23 合併延滯率季增 0.3% 至 3.0%，為 2018 以來新高，其中中國延滯率較上季增加 0.2% 至 3.4%，主要 2Q23 中國經濟恢復動能低於預期，台灣延滯率亦季增 0.2% 至 2.3% (新增延滯金額季增 9%)，主因台灣經濟衰退影響客戶還款能力，東協延滯率亦季增 0.4% 至 3.9%。1H23 整體信用成本為年增 71 基點至 1.92%。

2H23F 展望中性。管理層仍看好台灣及東協放款動能，維持 10-15% 及 15%-20% 區間上揚看法，但謹慎承作中國業務，但下修中國放款從 10-15% 成長至 5%。雖 2Q23 中國業務新增延滯金額季減 9%，公司預期 3Q23 中國延滯率可能仍上揚，4Q23 是否改善仍視放款成長動能。中租 2Q23 存放利差季減 5 基點至 7.45%，公司預期接入升息末階段有助資金成本上揚減緩。

投資建議

目前股價交易於平均 2023-2024 之 10 倍本益比與 1.75 倍股價淨值比，為五年 8.5-17 倍與 1.5-3.5 倍之區間下緣。由於中租 2H23F 中國及台灣營運動能回升可能遞延至 4Q23 之後，2H23F 資產品質改善是否帶動信用成本下降不確定性仍高，投資建議維持「持有」評等，目標價 200 元，基於 2023-2024 平均每股盈餘 11 倍，約當 1.9 倍 2023-24F 每股淨值之股價淨值比。

投資風險

台灣、中國及東南亞資產品質惡化高於預期。

主要財務數據及估值

	Dec-20A	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23F	Dec-24F
營業收入 (NT\$百萬)	59,478	72,160	86,608	97,669	110,544
營業毛利 (NT\$百萬)	42,711	52,671	61,091	65,740	75,560
營業利益 (NT\$百萬)	23,676	33,485	36,971	35,078	43,176
稅後淨利 (NT\$百萬)	16,857	21,644	27,222	26,644	31,550
每股盈餘 (NT\$)	12.20	15.05	17.56	16.86	19.89
每股現金股利 (NT\$)	5.00	6.00	6.40	6.30	7.00
每股盈餘成長率 (%)	4.8	23.3	16.7	(4.0)	18.0
本益比 (x)	14.9	12.1	10.3	10.8	9.1
股價淨值比 (x)	3.1	2.8	2.3	1.9	1.6
EV/EBITDA (x)	23.0	19.2	20.1	23.4	21.1
淨負債比率 (%)	375.5	388.4	369.7	374.0	364.6
殖利率 (%)	2.8	3.3	3.5	3.5	3.9
股東權益報酬率 (%)	22.4	24.7	24.6	19.1	18.7

圖 1: 中租 2Q23 稅後淨利年減 11% 及季減 10%; 7 月獲利年減 13% 但月增 6%，主要營收上揚及成本費用率較前月略降，前七月稅後稅後淨利年減擴大至 8%，台灣及東協各衰退 6% 及 10%，高於中國衰退 1%

新台幣百萬元	2022	YoY(%)	1Q23	YoY(%)	2Q23	QoQ(%)	YoY(%)	% of sales	1H23	YoY(%)	Jan - Jul 23	YoY(%)
銷貨收入	6,787	32.2	1,443	2.3	2,009	39.2	10.5	8.3	3,452	6.9		
利息收入	64,528	21.8	17,898	20.6	18,275	2.1	17.2	75.7	36,173	18.9		
租賃收入	5,862	27.8	1,503	8.4	1,489	(0.9)	3.2	6.2	2,992	5.7		
手續費收入	8,552	(2.6)	2,085	(1.6)	2,122	1.7	(0.8)	8.8	4,207	(1.2)		
其他收入	879	31.3	211	22.6	241	14.2	43.4	1.0	453	32.9		
總營業收入	86,608	20.0	23,140	16.1	24,136	4.3	14.0	100.0	47,277	15.0	55,787	15.0
銷貨成本	3,801	31.1	881	(4.2)	1,027	16.6	1.4	4.3	1,909	(1.2)		
利息費用	13,581	43.6	4,554	71.6	4,715	3.5	53.0	19.5	9,269	61.6		
租賃成本	3,483	7.5	951	7.8	1,025	7.7	12.1	4.2	1,976	10.0		
其他成本	4,653	19.4	1,180	7.0	1,219	3.4	7.7	5.1	2,399	7.4		
營業成本	25,517	30.9	7,566	36.1	7,986	5.6	30.1	33.1	15,553	32.9		
營業毛利	61,091	16.0	15,574	8.4	16,150	3.7	7.5	66.9	31,724	7.9		
員工福利費用	10,926	17.4	3,038	19.7	3,126	2.9	17.8	13.0	6,165	18.8		
呆帳費用	9,396	48.0	3,022	76.6	3,668	21.4	85.0	15.2	6,689	81.1		
其他營業費用	4,718	12.2	1,306	(68.9)	1,458	11.7	(167.4)	6.0	2,764	35.3		
總營業費用	25,040	26.1	7,366	40.6	8,252	12.0	45.1	34.2	15,618	42.9		
營業利益	37,032	10.6	8,468	(9.5)	7,639	(9.8)	(20.3)	31.6	16,106	(15.0)	19,650	(12.4)
其他收入及費用	921	36.1	260	14.8	263	1.5	5.3	1.1	523	9.8		
總業外收入	2,355	101.3	1,410	48.1	926	(34.3)	142.1	3.8	2,336	75.1		
稅前淨利	39,326	13.5	9,877	(4.2)	9,087	(8.0)	(8.9)	37.6	18,964	(6.5)	22,171	(7.1)
所得稅費用	10,861	(9.2)	2,667	(4.7)	2,645	(0.8)	(3.6)	11.0	5,312	(4.2)		
繼續營業單位損益	28,464	25.4	7,210	(3.9)	6,442	(10.6)	(10.9)	26.7	13,653	(7.3)		
歸屬於母公司稅後淨利	27,222	25.8	6,890	(3.9)	6,174	(10.4)	(10.7)	25.6	13,064	(7.2)	15,298	(8.2)
每股盈餘(NT\$)	17.17	16.0	4.27	(9.1)	3.47	(18.7)	(16.8)		7.74	(12.7)	9.12	(13.3)
信用成本(%)	1.40	0.26	1.77	0.61	2.10	0.33	0.81		1.92	0.71		
新台幣百萬元	2022	YoY(%)	1Q23	YoY(%)	2Q23	QoQ(%)	YoY(%)	Weighting (%)	1H23	YoY(%)	Jan - Jul 23	YoY(%)
中租獲利	27,222	25.8	6,890	(3.9)	6,174	(10.4)	(10.7)	100.0	13,064	(7.2)		
台灣獲利	13,611	13.8	3,360	(3.4)	3,492	3.9	(6.5)	56.6	6,852	(5.0)		
中國獲利	11,705	(7.3)	3,775	(1.8)	3,330	(11.8)	2.3	53.9	7,105	0.1		
東協獲利	1,633	(28.9)	695	0.6	569	(18.1)	(20.5)	9.2	1,264	(10.2)		

資料來源：公司資料；凱基

圖 2: 中租 2023F/2024F 獲利預估

百萬元	2023F				2024F			
	修正後	修正前	調幅 (%)	YoY (%)	修正後	修正前	調幅 (%)	YoY (%)
中租控股	26,644	27,071	(1.6)	(2.1)	31,550	32,105	(1.7)	18.4
台灣	14,403	14,582	(1.2)	(2.5)	17,584	17,561	0.1	22.1
中國	13,565	13,878	(2.3)	3.8	14,936	15,526	(3.8)	10.1

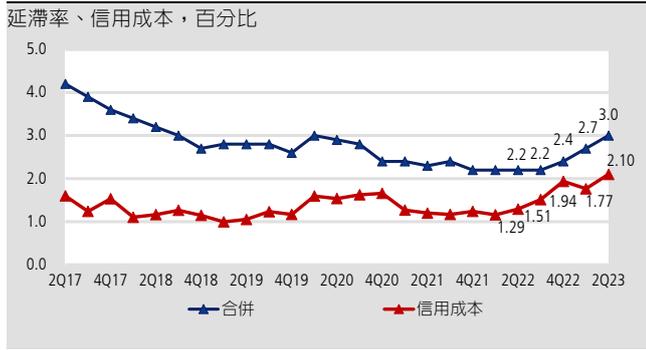
資料來源：凱基預估

圖 3: 中租 2Q23 對中國放款採取較謹慎策略，2Q23 合併放款年增率下降至 14%

十億元	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	1Q23	2Q23	比重 (%)
台灣	82	121	138	155	186	200	230	278	341	354	370	52.9
太陽能												7.2
中國	54	75	73	86	114	146	179	198	219	220	215	30.8
東協	26	31	34	40	49	63	68	77	103	105	109	15.7
其他	4	3	4	4	4	5	5	5	9	4	4	0.6
合併	166	229	249	285	353	414	482	557	671	684	698	100.0
YoY (%)	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	1Q23	2Q23	QoQ
台灣	23.7	19.4	14.3	11.6	20.4	7.5	14.9	20.7	22.9	19.8	18.3	4.3
太陽能												2.3
中國	28.3	6.8	(2.0)	17.7	32.4	28.5	22.4	10.7	10.3	6.2	4.3	(2.1)
東協	10.3	8.1	10.6	17.0	22.3	30.1	7.4	13.0	33.4	25.0	23.0	3.7
其他	12.3	(34.8)	25.1	21.3	(8.2)	13.3	5.5	(4.6)	94.7	(15.7)	(35.6)	(6.2)
合併	22.8	12.4	8.7	14.3	23.9	17.5	16.3	15.6	20.4	15.5	13.8	2.1

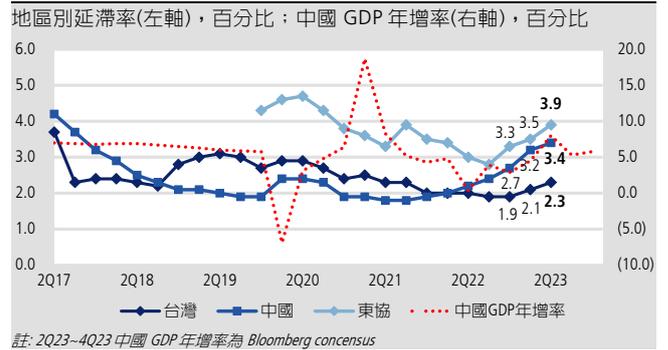
資料來源：公司資料；凱基

圖 4: 2Q23 中租整體延滯率上揚，整體延滯率季增 0.3% 至 3.0%，1H23 信用成本年增 71 基點至 1.92%



資料來源：公司資料；凱基預估

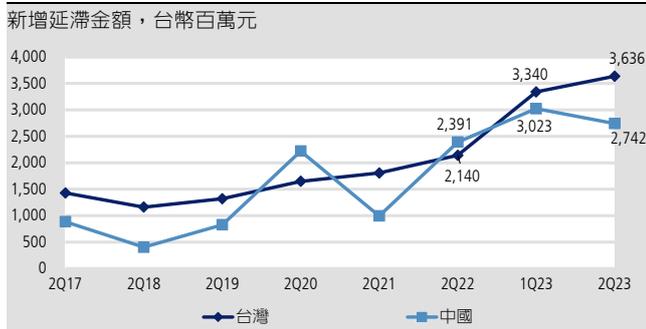
圖 5: 2Q23 中國延滯率仍較上季增加 0.2% 至 3.4%，台灣延滯率季增 0.2% 至 2.3%，東協延滯率亦季增 0.4% 至 3.9%



註: 2023-4Q23 中國 GDP 年增率為 Bloomberg consensus

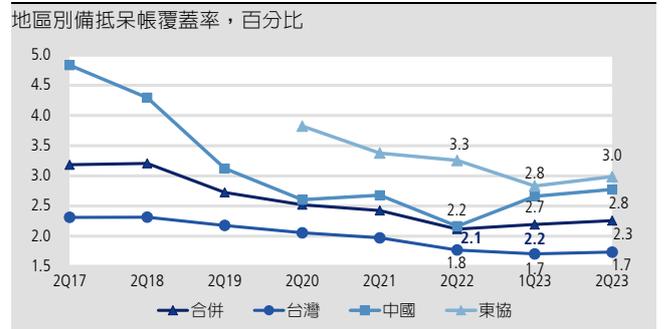
資料來源：公司資料；凱基預估

圖 6: 2Q23 台灣新增延滯金額仍較 1Q23 季增 9%，但中國新增延滯金額開始較上季下降 9%



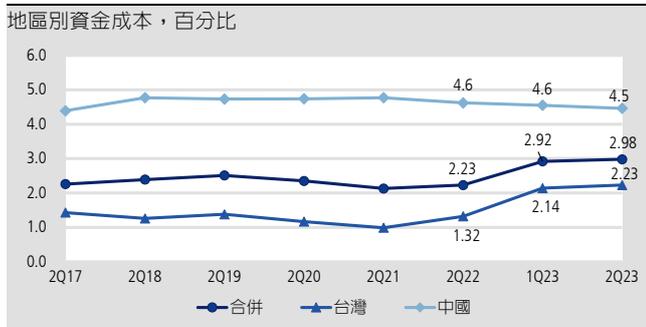
資料來源：公司資料；凱基預估

圖 7: 中租 2Q23 整體放款覆蓋率上揚至 2.3%，其中中國季增 0.1% 至 2.8%，東協亦季增 0.2% 至 3.0%



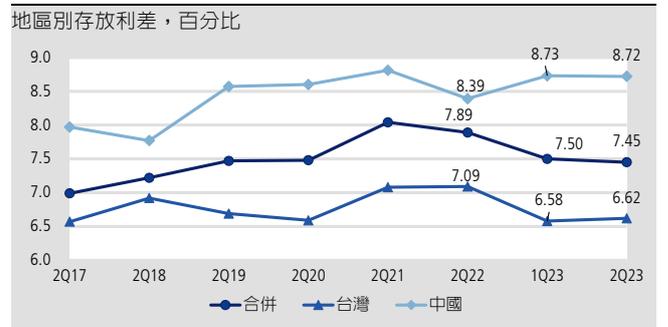
資料來源：公司資料；凱基預估

圖 8: 中租 2Q23 合併資金成本仍季增 6 基點至 2.98%，主要來台灣及東協資金成本上揚，抵銷中國減少



資料來源：公司資料；凱基

圖 9: 中租 2Q23 存放利差季減 5 基點至 7.45%，公司預期接入升息末階段有助資金成本上揚減緩



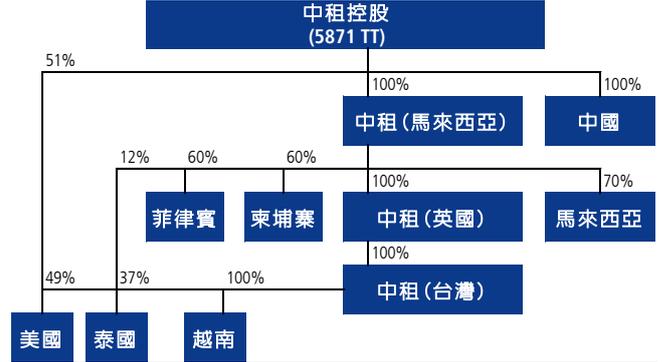
資料來源：公司資料；凱基

圖 10: 公司概況

中租-KY (5871) 起源於 1977 年中國租賃(臺灣)，主要從事生產設備融資業務，1995 年中國租賃與迪和公司合併並更名為中租迪和。2005 年正式進軍中國，成立仲利國際租賃。2009 年成立中租控股，營業據點已遍及台灣、中國、泰國、越南、馬來西亞、柬埔寨、菲律賓及美國等地。旗下子公司包括中租迪和、仲利國際、和迪、仲信資融等。主要營業項目為租賃、分期付款、應收帳款受讓級直接融資。2022 年業務別營收佔比分別為：利息收入 74.5%、銷貨收入 7.8%、手續費收入 9.9%、租賃收入 6.8% 及其他 1.1%；地區別營收佔比分別為：台灣 50%、中國 43%、東協 6%。

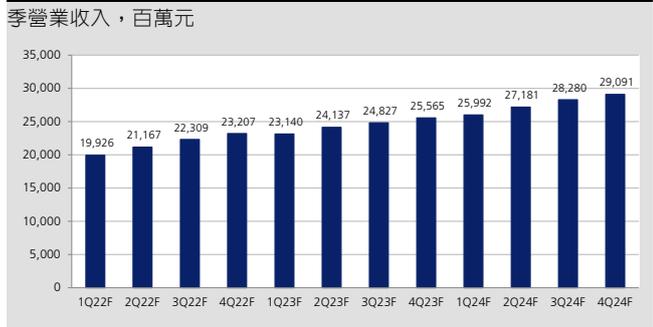
資料來源：公司資料；凱基

圖 11: 組織架構圖



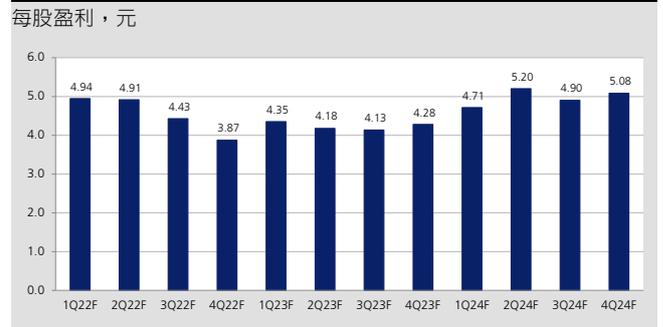
資料來源：公司資料；凱基

圖 11: 季營業收入



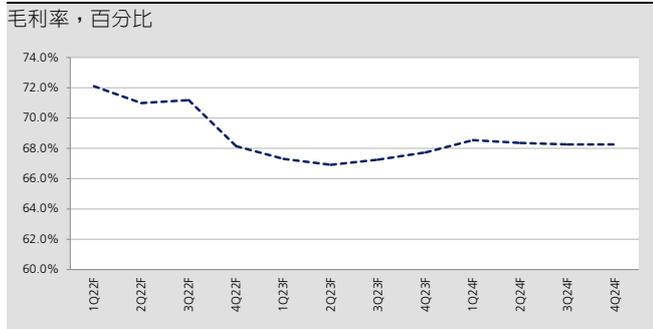
資料來源：凱基

圖 12: 每股盈利



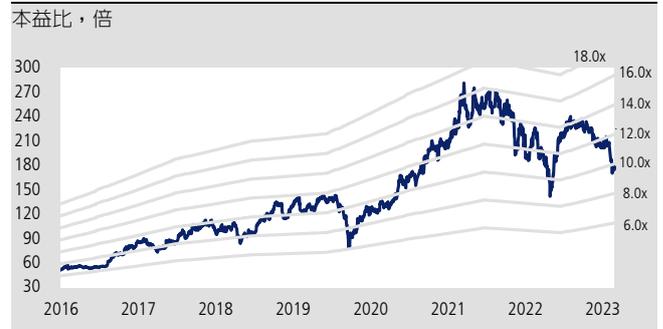
資料來源：凱基

圖 13: 毛利率



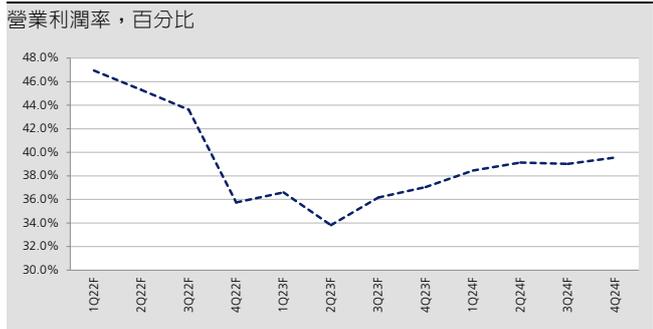
資料來源：凱基

圖 14: 本益比



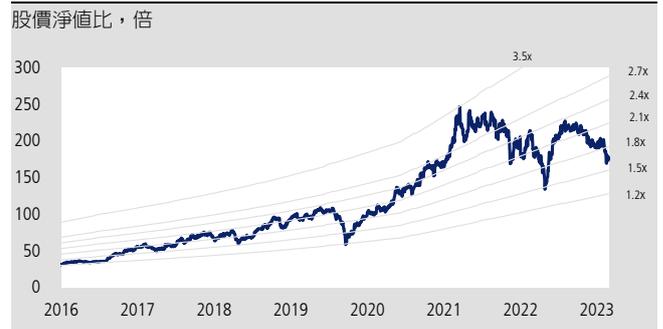
資料來源：凱基

圖 15: 營業利潤率



資料來源：凱基

圖 16: 股價淨值比



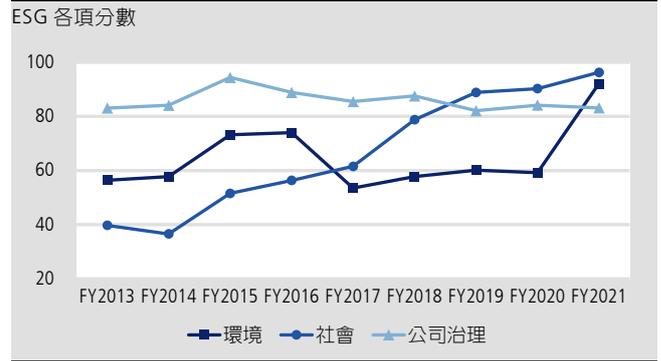
資料來源：凱基

圖 17：ESG 整體分數



資料來源：Refinitiv、凱基、公司資料

圖 18：ESG 各項分數



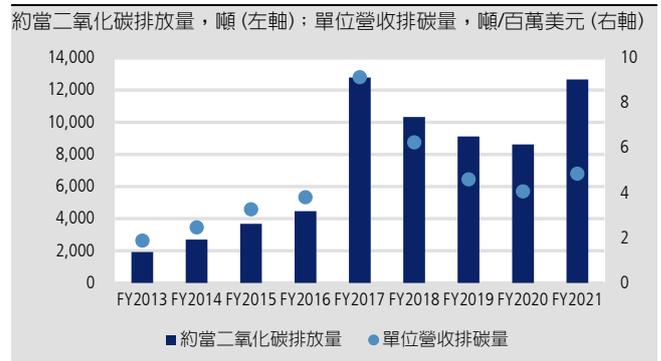
資料來源：Refinitiv、凱基、公司資料

圖 19：能源消耗



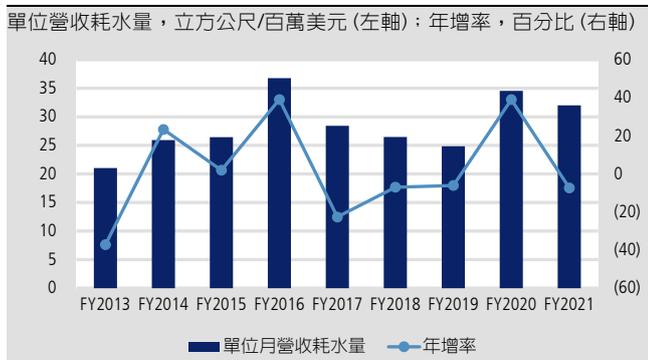
資料來源：Refinitiv、凱基、公司資料

圖 20：碳排量



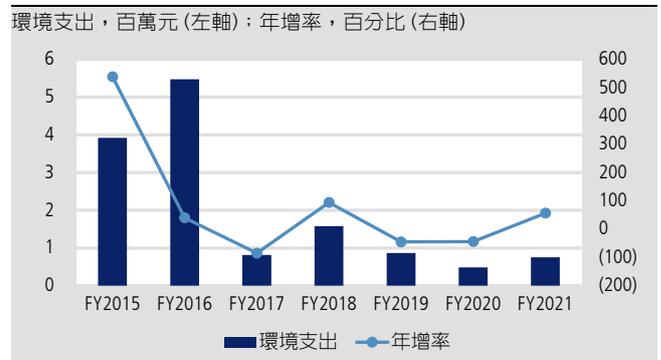
資料來源：Refinitiv、凱基、公司資料

圖 21：耗水量



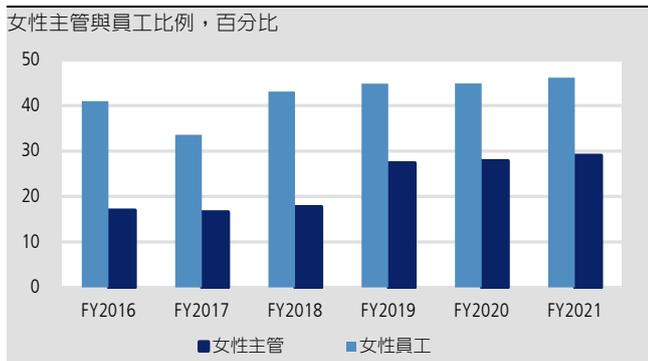
資料來源：Refinitiv、凱基、公司資料

圖 22：環境支出



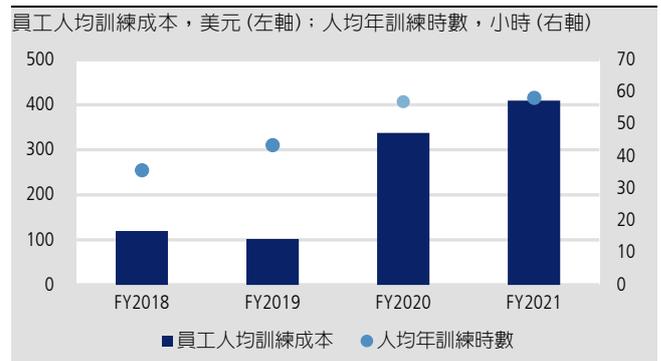
資料來源：Refinitiv、凱基、公司資料

圖 23：性別多樣性



資料來源：Refinitiv、凱基、公司資料

圖 24：員工訓練



資料來源：Refinitiv、凱基、公司資料

ESG 圖表定義

項目	定義	說明
能源使用	直接與間接能源消耗總量(十億焦耳) - 公司運營範圍內消耗之能源總量 - 能源使用總量 = 直接能源消耗總量 + 間接能源消耗量 - 總能源使用量包括購買的能源、生產的能源 - 就公用事業而言，輸電/電網損耗為其業務活動之一部分，被視為總能源消耗，數據不包括為滿足能源使用而生產的電力（公用事業為出售而生產） - 就公用事業而言，用於能源生產的煤、天然氣或核能等原料不屬於「總能源使用」項下	
購買之再生能源	Primary 再生能源購買總量(十億焦耳) - 公司各種來源之能源消耗量與購買的能源中屬於自然界可再生者（太陽能、風能、水能、生物質能、地熱能）之量 - 如無證據顯示再生能源由公司生產，則所報告的能源數據視為購買的再生能源	
再生能源使用率	再生能源占總能源消耗量之比例	
CO2 約當排放量	直接 CO2 與 CO2 約當排放量(公噸) - 公司擁有或控制的來源的直接排放量（範圍 1 排放量） - 相關氣體：二氧化碳 (CO2)、甲烷 (CH4)、一氧化二氮 (N2O)、氫氟碳化物 (HFCs)、全氟化合物 (PFCs)、六氟化硫 (SF6)、三氟化氮 (NF3)	
CO2 約當排放量營收比	直接 CO2 與 CO2 約當排放量（公噸）銷售（百萬元）比 - 公司擁有或控制的來源的直接排放量（範圍 1 排放量） - 相關氣體：二氧化碳 (CO2)、甲烷 (CH4)、一氧化二氮 (N2O)、氫氟碳化物 (HFCs)、全氟化合物 (PFCs)、六氟化硫 (SF6)、三氟化氮 (NF3)	
廢棄物總量	廢棄物總量(公噸) - 總廢棄物 = 無害廢棄物 + 有害廢棄物 - 僅考慮固體廢棄物，但如液體廢棄物以公噸為單位呈報，則會將其加入求得包含液體廢棄物之總量 - 對於採礦、石油與天然氣等行業，tailings、廢石、煤、飛灰等廢棄物亦考慮在內	
廢棄物回收率	公司呈報的廢棄物回收率 - 廢棄物回收率 = 廢棄物回收量/總廢棄物*100 - 廢棄物轉化為能源或經由廢棄物焚燒產生能源視為廢棄物回收 - 經由堆肥回收的廢棄物視為回收之廢棄物	
總取水量	總取水量(立方公尺) - 由呈報組織直接或經水公司等中介機構從任何水源抽取的總水量 - 水井、城鎮/公用事業/市政用水、河水、地表水等不同之水源均予以考慮	
環保支出	環保支出總金額 - 所有用於環境保護，或防止、減少、控制環境因素、影響、危害的投資與支出，亦包括處置、處理、衛生、清理支出	
員工流動率	員工流動率 - 包括任何原因（自願或非自願）離開公司的員工，如辭職、退休、自然離職/死亡、醫療失能、冗員、裁員、重組、解僱、裁減或定期合約到期 - 員工流動率 = (離開之員工/平均員工人數) * 100 - 平均員工人數 = (本年末員工人數 + 去年末員工人數) / 2 - 本財年末員工人數 = 上個財年末員工人數 + 新員工數 - 離開之員工數	
女性經理	女性經理百分比 - 女性經理占公司經理的百分比 - 如有不同階層之百分比，如最高階、高階、中階、初階，則會考慮中階女性經理之百分比 - 女性經理百分比 = 女性經理人數/經理總數 * 100	女性主管比例逐年上升，2020 年來到 27.9%。
女性員工	女性員工百分比 - 女性員工占公司員工總數的百分比 - 女性員工百分比 = 女性人數/員工總數 * 100	2020 年集團男性員工比例 51.1%，女性員工比例 44.9%
教育訓練總時數	所有員工教育訓練總時數 - 僅考慮員工教育訓練時數 - 包括一般員工所有類型的教育訓練（如健康與安全、環境、急難事件救援、技能與職業發展） - 如果數據以天為單位，則乘以 8，係假設 1 天 = 8 小時工作	
每位員工教育訓練時數	平均每年每位員工總教育訓練時數	

資料來源：Refinitiv；凱基

損益表

損益表 (NT\$百萬)	季度								年度		
	Mar-23F	Jun-23F	Sep-23F	Dec-23F	Mar-24F	Jun-24F	Sep-24F	Dec-24F	Dec-22A	Dec-23F	Dec-24F
營業收入	23,140	24,137	24,827	25,565	25,992	27,181	28,280	29,091	86,608	97,669	110,544
營業成本	(7,566)	(7,986)	(8,129)	(8,248)	(8,177)	(8,600)	(8,976)	(9,232)	(25,517)	(31,929)	(34,985)
營業毛利	15,574	16,150	16,698	17,317	17,816	18,581	19,304	19,859	61,091	65,740	75,560
營業費用	(7,106)	(7,989)	(7,720)	(7,846)	(7,820)	(7,944)	(8,268)	(8,352)	(24,120)	(30,661)	(32,384)
營業利益	8,468	8,162	8,978	9,472	9,996	10,637	11,036	11,507	36,971	35,078	43,176
折舊	(1,664)	(1,664)	(1,664)	(1,664)	(1,780)	(1,780)	(1,780)	(1,780)	(6,344)	(6,656)	(7,119)
攤提	(77)	(77)	(77)	(77)	(223)	(223)	(223)	(223)	(151)	(307)	(893)
EBITDA	10,208	9,902	10,719	11,212	11,999	12,640	13,039	13,509	43,466	42,042	51,187
利息收入	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
投資利益淨額	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
其他營業外收入	1,410	926	480	480	980	628	400	400	2,355	3,296	2,408
總營業外收入	1,410	926	480	480	980	628	400	400	2,355	3,296	2,408
利息費用	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
投資損失	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
其他營業外費用	-	-	-	-	-	-	-	-	(2,355)	-	-
總營業外費用	-	-	-	-	-	-	-	-	(2,355)	-	-
稅前純益	9,877	9,088	9,458	9,952	10,976	11,265	11,436	11,907	36,971	38,374	45,584
所得稅費用[利益]	(2,667)	(2,645)	(2,496)	(2,743)	(3,031)	(3,095)	(3,173)	(3,338)	(10,861)	(10,551)	(12,637)
少數股東損益	(321)	(268)	(290)	(300)	(337)	(346)	(350)	(363)	(1,242)	(1,179)	(1,396)
非常項目稅後純益	6,890	6,174	6,672	6,908	7,608	7,824	7,913	8,205	24,867	26,644	31,550
非常項目	-	-	-	-	-	-	-	-	2,355	-	-
稅後淨利	6,890	6,174	6,672	6,908	7,608	7,824	7,913	8,205	27,222	26,644	31,550
每股盈餘 (NT\$)	4.35	4.18	4.13	4.28	4.71	5.20	4.90	5.08	17.56	16.86	19.89
獲利率 (%)											
營業毛利率	67.3	66.9	67.3	67.7	68.5	68.4	68.3	68.3	70.5	67.3	68.4
營業利益率	36.6	33.8	36.2	37.0	38.5	39.1	39.0	39.6	42.7	35.9	39.1
EBITDA Margin	44.1	41.0	43.2	43.9	46.2	46.5	46.1	46.4	50.2	43.0	46.3
稅前純益率	42.7	37.7	38.1	38.9	42.2	41.4	40.4	40.9	42.7	39.3	41.2
稅後純益率	29.8	25.6	26.9	27.0	29.3	28.8	28.0	28.2	31.4	27.3	28.5
季成長率 (%)											
營業收入	(0.3)	4.3	2.9	3.0	1.7	4.6	4.0	2.9			
營業毛利	(1.5)	3.7	3.4	3.7	2.9	4.3	3.9	2.9			
營業收益增長	2.1	(3.6)	10.0	5.5	5.5	6.4	3.7	4.3			
EBITDA	2.9	(3.0)	8.2	4.6	7.0	5.3	3.2	3.6			
稅前純益	16.5	(8.0)	4.1	5.2	10.3	2.6	1.5	4.1			
稅後純益	12.4	(10.4)	8.1	3.5	10.1	2.8	1.1	3.7			
年成長率 (%)											
營業收入	16.1	14.0	11.3	10.2	12.3	12.6	13.9	13.8	20.0	12.8	13.2
營業毛利	8.4	7.5	5.1	9.5	14.4	15.1	15.6	14.7	16.0	7.6	14.9
營業收益	(9.5)	(14.9)	(7.7)	14.2	18.0	30.3	22.9	21.5	10.4	(5.1)	23.1
EBITDA	(7.0)	(11.7)	(5.6)	13.0	17.5	27.6	21.6	20.5	12.0	(3.3)	21.8
稅前純益	1.6	(3.1)	0.7	17.3	11.1	24.0	20.9	19.6	10.4	3.8	18.8
稅後純益	(3.9)	(10.7)	(4.8)	12.7	10.4	26.7	18.6	18.8	25.8	(2.1)	18.4

資料來源：公司資料，凱基

中租控股					
NT\$百萬元	Dec-20A	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23F	Dec-24F
應收帳款淨額	469,866	544,711	656,847	741,988	862,623
應收帳款淨額年增率	16.2%	15.9%	20.6%	13.0%	16.3%
總資產	593,324	713,227	877,199	1,016,776	1,157,795
總負債	372,532	443,503	544,033	628,348	716,762
總負債	493,345	596,713	727,042	839,542	949,010
總利息收入	42,935	52,992	64,528	74,423	85,153
手續費收入/服務收入	7,850	8,781	8,552	8,683	9,433
其他收入	661	669	879	1,002	1,014
營業收入	59,478	72,160	86,608	97,669	110,544
營業成本	16,767	19,488	25,517	31,929	34,985
營業毛利	42,711	52,671	61,091	65,740	75,560
預期信用減損	19,414	19,863	25,040	31,412	32,744
其他費用	12,290	13,515	15,644	17,945	20,350
營業費用	19,414	19,863	25,040	31,412	32,744
營業淨利 (營業利益)	23,676	33,485	36,971	35,078	43,176
本期稅前淨利	24,665	34,654	39,326	38,374	45,584
合併總利益	17,538	22,695	28,464	27,823	32,946
稅後淨利 (歸屬母公司股東)	16,857	21,644	27,222	26,644	31,550
稅後淨利 (歸屬母公司股東) 年增率	9.0%	28.4%	25.8%	-2.1%	18.4%
淨利差	6.58%	7.16%	6.99%	6.46%	6.52%
信用成本 (預期信用損失/應收帳款淨額)	1.48%	1.14%	1.40%	1.77%	1.40%
延滯率	2.45%	2.16%	2.39%	2.87%	2.59%
放款覆蓋率	2.51%	2.26%	2.14%	2.31%	2.28%

中租 - 台灣					
NT\$百萬元	Dec-20A	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23F	Dec-24F
應收帳款淨額	225,338	272,512	339,245	392,631	463,541
應收帳款淨額年增率	14.9%	20.9%	24.5%	15.8%	18.0%
總資產	318,481	408,877	522,151	589,315	663,098
總負債	220,678	284,238	357,941	411,632	461,028
總負債	268,810	348,708	439,281	512,198	571,650
總利息收入	17,468	22,009	28,572	33,859	39,658
手續費收入/服務收入	3,734	3,993	3,934	3,933	4,130
其他收入	631	636	805	918	937
營業收入	29,859	36,352	45,955	52,289	59,661
營業成本	9,992	12,199	16,720	20,666	22,480
營業毛利	19,867	24,152	29,235	31,623	37,180
預期信用減損	8,689	9,649	11,457	14,334	15,462
其他費用	5,825	6,416	7,281	8,386	9,710
營業費用	8,689	9,649	11,457	14,334	15,462
營業淨利 (營業利益)	11,565	14,992	18,359	17,681	21,919
本期稅前淨利	11,676	14,988	18,697	17,998	22,119
合併總利益	9,468	11,962	14,774	14,403	17,584
稅後淨利 (歸屬母公司股東)	9,468	11,962	14,774	14,403	17,584
稅後淨利 (歸屬母公司股東) 年增率	14.8%	26.3%	23.5%	-2.5%	22.1%
淨利差	6.26%	6.72%	6.39%	5.64%	5.83%
信用成本 (預期信用損失/應收帳款淨額)	1.33%	1.27%	1.34%	1.60%	1.32%
延滯率	2.44%	1.98%	1.86%	2.14%	1.63%
放款覆蓋率	2.03%	1.86%	1.73%	1.85%	1.66%

中租控股獲利組成					
NT\$百萬元	Dec-20A	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23F	Dec-24F
台灣	9,468	11,962	14,774	14,403	17,584
中國	8,681	12,622	13,065	13,565	14,936
東協及其他	(611)	(1,889)	625	256	426
中租控股	16,857	21,644	27,222	26,644	31,550

資料來源：公司資料，凱基

中租 - 中國					
NT\$百萬元	Dec-20A	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23F	Dec-24F
應收帳款淨額	174,361	193,341	213,405	224,076	246,483
應收帳款淨額年增率	22.3%	10.9%	10.4%	5.0%	15.0%
總資產	198,746	213,513	239,591	248,495	271,653
總負債	96,389	96,158	113,892	129,837	150,611
總負債	156,625	160,432	179,765	199,004	223,236
總利息收入	19,025	23,625	26,410	28,120	30,695
手續費收入/服務收入	3,565	3,919	3,262	3,139	3,425
其他收入	1	1	0	0	0
營業收入	22,596	27,549	29,677	31,264	34,124
營業成本	4,923	5,573	6,076	6,391	6,920
營業毛利	17,673	21,976	23,601	24,873	27,205
預期信用減損	7,028	6,336	8,041	9,593	9,418
其他費用	4,055	4,467	5,127	5,168	5,612
營業費用	7,028	6,336	8,041	9,593	9,418
營業淨利 (營業利益)	10,766	15,834	15,767	15,423	17,906
本期稅前淨利	11,607	16,875	17,429	18,085	19,914
合併總利益	8,681	12,622	13,065	13,565	14,936
稅後淨利 (歸屬母公司股東)	8,681	12,622	13,065	13,565	14,936
稅後淨利 (歸屬母公司股東) 年增率	26.9%	45.4%	3.5%	3.8%	10.1%
淨利差	7.43%	8.18%	8.36%	8.28%	8.44%
信用成本 (預期信用損失/應收帳款淨額)	1.83%	0.99%	1.40%	1.97%	1.57%
延滯率	1.93%	1.87%	2.70%	3.27%	2.91%
放款覆蓋率	2.66%	2.46%	2.40%	2.77%	3.01%

中租 - 東協及其他					
NT\$百萬元	Dec-20A	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23F	Dec-24F
應收帳款淨額	70,167	78,959	104,365	124,934	152,600
應收帳款淨額年增率	7.1%	12.5%	32.2%	19.7%	22.1%
總資產	76,096	90,939	115,624	138,833	167,110
總負債	55,465	63,107	72,200	86,878	105,123
總負債	67,910	87,572	107,996	128,341	154,124
總利息收入	6,442	7,358	9,547	12,247	14,801
手續費收入/服務收入	551	869	1,355	1,565	1,879
其他收入	29	32	74	75	77
營業收入	7,022	8,259	10,977	13,891	16,759
營業成本	1,852	1,716	2,722	4,721	5,585
營業毛利	5,170	6,543	8,255	9,169	11,175
預期信用減損	3,697	3,878	5,543	7,107	7,864
其他費用	2,411	2,633	3,236	4,076	5,029
營業費用	3,697	3,878	5,543	7,107	7,864
營業淨利 (營業利益)	1,345	2,659	2,845	2,199	3,351
本期稅前淨利	1,383	2,792	3,200	2,459	3,551
合併總利益	(611)	(1,889)	625	256	426
稅後淨利 (歸屬母公司股東)	(611)	(1,889)	625	256	426
淨利差	5.54%	6.03%	5.93%	5.28%	5.33%
信用成本 (預期信用損失/應收帳款淨額)	1.77%	1.53%	2.15%	2.35%	1.80%
延滯率	3.73%	3.31%	3.24%	4.41%	4.96%
放款覆蓋率	3.67%	3.05%	2.83%	3.06%	2.94%

資料來源：公司資料，凱基

資產負債表

NT\$百萬	Dec-20A	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23F	Dec-24F
資產總額	593,324	713,227	877,199	1,016,776	1,157,795
流動資產	523,039	623,924	754,246	837,540	962,510
現金及短期投資	53,173	79,214	97,400	95,552	99,886
存貨	-	-	-	-	-
應收帳款及票據	469,866	544,711	656,847	741,988	862,623
其他流動資產	-	-	-	-	-
非流動資產	70,285	89,303	122,952	179,236	195,285
長期投資	1,807	1,759	2,562	2,829	2,930
固定資產	44,043	52,241	65,457	68,450	68,450
什項資產	24,435	35,303	54,933	107,956	123,905
負債總額	493,345	596,713	727,042	839,542	949,010
流動負債	408,177	498,940	622,720	727,667	829,290
應付帳款及票據	-	-	-	-	-
短期借款	408,177	498,940	622,720	727,667	829,290
什項負債	-	-	-	-	-
長期負債	85,168	97,773	104,322	111,875	119,720
長期借款	-	-	-	-	-
其他負債及準備	85,168	97,773	104,322	111,875	119,720
股東權益總額	99,979	116,514	150,157	177,235	208,785
普通股本	13,813	14,504	15,829	16,146	16,146
保留盈餘	66,682	80,120	110,491	136,768	168,318
少數股東權益	4,483	6,890	8,836	9,321	9,321
優先股股東資金	15,000	15,000	15,000	15,000	15,000

主要財務比率

	Dec-20A	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23F	Dec-24F
年成長率					
營業收入	0.6%	21.3%	20.0%	12.8%	13.2%
營業收益增長	14.0%	41.4%	10.4%	(5.1%)	23.1%
EBITDA	14.8%	37.3%	12.0%	(3.3%)	21.8%
稅後純益	9.0%	28.4%	25.8%	(2.1%)	18.4%
每股盈餘成長率	4.8%	23.3%	16.7%	(4.0%)	18.0%
獲利能力分析					
營業毛利率	71.8%	73.0%	70.5%	67.3%	68.4%
營業利益率	39.8%	46.4%	42.7%	35.9%	39.1%
EBITDA Margin	47.5%	53.8%	50.2%	43.0%	46.3%
稅後純益率	28.3%	30.0%	31.4%	27.3%	28.5%
平均資產報酬率	3.1%	3.3%	3.4%	2.8%	2.9%
股東權益報酬率	22.4%	24.7%	24.6%	19.1%	18.7%
穩定 \ 償債能力分析					
毛負債比率 (%)	408.3%	428.2%	414.7%	410.6%	397.2%
淨負債比率	375.5%	388.4%	369.7%	374.0%	364.6%
利息保障倍數 (x)					
利息及短期債保障倍數 (x)	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
Cash Flow Int. Coverage (x)					
Cash Flow/Int. & ST Debt (x)	0.0	0.1	0.0	0.0	0.0
流動比率 (x)	1.3	1.3	1.2	1.2	1.2
速動比率 (x)	1.3	1.3	1.2	1.2	1.2
淨負債 (NT\$百萬)	375,380	452,566	555,122	662,788	761,168
每股資料分析					
每股盈餘 (NT\$)	12.20	15.05	17.56	16.86	19.89
每股現金盈餘 (NT\$)	8.29	22.18	9.64	6.27	9.38
每股淨值 (NT\$)	58.27	65.24	79.80	94.71	114.25
調整後每股淨值 (NT\$)	58.27	65.24	79.80	94.71	114.25
每股營收 (NT\$)	43.06	49.75	54.71	60.49	68.47
EBITDA/Share (NT\$)	20.46	26.75	27.46	26.04	31.70
每股現金股利 (NT\$)	5.00	6.00	6.40	6.30	7.00
資產運用狀況					
資產周轉率 (x)	0.11	0.11	0.11	0.10	0.10
應收帳款周轉天數	2,891.3	2,755.3	2,768.2	2,772.9	2,856.0
存貨周轉天數	-	-	-	-	-
應付帳款周轉天數	-	-	-	-	-
現金轉換周轉天數	2,891.3	2,755.3	2,768.2	2,772.9	2,856.0

資料來源：公司資料，凱基

損益表

NT\$百萬	Dec-20A	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23F	Dec-24F
營業收入	59,478	72,160	86,608	97,669	110,544
營業成本	(16,767)	(19,488)	(25,517)	(31,929)	(34,985)
營業毛利	42,711	52,671	61,091	65,740	75,560
營業費用	(19,035)	(19,187)	(24,120)	(30,661)	(32,384)
營業利益	23,676	33,485	36,971	35,078	43,176
總營業外收入	990	1,170	2,355	3,296	2,408
利息收入	-	-	-	-	-
投資利益淨額	-	-	-	-	-
其他營業外收入	990	1,170	2,355	3,296	2,408
總營業外費用	(990)	(1,170)	(2,355)	-	-
利息費用	-	-	-	-	-
投資損失	-	-	-	-	-
其他營業外費用	(990)	(1,170)	(2,355)	-	-
稅前純益	23,676	33,485	36,971	38,374	45,584
所得稅費用[利益]	(7,127)	(11,960)	(10,861)	(10,551)	(12,637)
少數股東損益	(681)	(1,051)	(1,242)	(1,179)	(1,396)
非常項目	990	1,170	2,355	-	-
稅後淨利	16,857	21,644	27,222	26,644	31,550
EBITDA	28,256	38,804	43,466	42,042	51,187
每股盈餘 (NT\$)	12.20	15.05	17.56	16.86	19.89

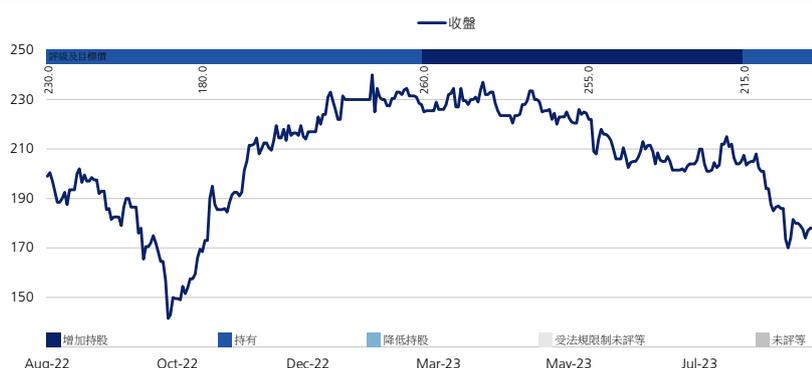
現金流量

NT\$百萬	Dec-20A	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23F	Dec-24F
營運活動之現金流量	11,458	32,167	15,259	10,116	15,138
本期純益	16,857	21,644	27,222	26,644	31,550
折舊及攤提	4,580	5,319	6,495	6,963	8,012
本期運用資金變動	(74,405)	(89,817)	(109,309)	(79,212)	(118,713)
其他營業資產及負債變動	64,425	95,021	90,851	55,720	94,289
投資活動之現金流量	(5,354)	(12,426)	4,146	(1,596)	(806)
投資用短期投資出售[新購]	(5,139)	(11,777)	5,079	(855)	(545)
本期長期投資變動	(201)	(3)	(624)	(171)	(50)
資本支出淨額	(180)	(754)	(203)	(452)	(411)
其他資產變動	166	109	(106)	(119)	200
自由現金流	(53,631)	(63,874)	(77,059)	(47,574)	(80,799)
融資活動之現金流量	8,097	(5,900)	1,760	(11,087)	(10,942)
短期借款變動	-	-	-	-	-
長期借款變動	-	-	-	-	-
現金增資	14,989	-	-	-	-
已支付普通股股息	(6,110)	(7,088)	(9,272)	(10,701)	(10,742)
其他融資現金流	(783)	1,188	11,032	(386)	(200)
匯率影響數	(64)	(263)	59	(154)	(146)
本期產生現金流量	14,136	13,578	21,224	(2,720)	3,244

投資回報率

	Dec-20A	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23F	Dec-24F
1 - 營業成本/營業收入					
- 銷管費用/營業收入	32.0%	26.6%	27.8%	31.4%	29.3%
= 營業利益率	39.8%	46.4%	42.7%	35.9%	39.1%
1 / (營業運用資金/營業收入	7.9	7.5	7.6	7.6	7.8
+ 淨固定資產/營業收入	0.7	0.7	0.8	0.7	0.6
+ 什項資產/營業收入	0.4	0.5	0.6	1.1	1.1
= 資本周轉率	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
營業利益率	39.8%	46.4%	42.7%	35.9%	39.1%
x 資本周轉率	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
x (1 - 有效現金稅率)	69.9%	64.3%	70.6%	72.5%	72.3%
= 稅後 ROIC	3.1%	3.4%	3.4%	2.8%	3.0%

資料來源：公司資料，凱基

中租 – 以往評級及目標價


日期	評級	目標價	收盤價
2023-07-25	持有	215.0	207.5
2023-05-12	增加持股	255.0	222.0
2023-02-23	增加持股	260.0	225.0
2022-11-10	持有	180.0	168.5
2022-08-26	持有	230.0	220.0
2022-05-12	持有	225.0	199.5
2022-02-24	持有	280.0	258.5
2021-08-25	持有	235.0	244.5
2021-05-13	增加持股	215.0	186.0
2021-03-25	增加持股	195.0	184.0

資料來源：TEJ，凱基

凱基證券集團據點

中國 上海 上海市靜安區南京西路 1601 號越洋國際廣場 1507 室
郵政編號：200040

台灣 台北 104 台北市明水路 700 號
電話 886.2.2181.8888 · 傳真 886.2.8501.1691

香港 香港灣仔港灣道十八號中環廣場四十一樓
電話 852.2878.6888 · 傳真 852.2878.6800

泰國 曼谷 8th - 11th floors, Asia Centre Building
173 South Sathorn Road, Bangkok 10120, Thailand
電話 66.2658.8888 · 傳真 66.2658.8014

新加坡 珊頓大道 4 號#13-01 新交所第二大廈
郵政編號：068807
電話 65.6202.1188 · 傳真 65.6534.4826

印尼 Sona Topas Tower Fl.11 Jl. Jend. Sudirman kav.26 Jakarta Selatan 12920 Indonesia
電話 62 21 250 6337

股價說明

等級	定義
增加持股 (OP)	對個股持正面看法，預期個股未來十二個月的表現超越凱基證券集團所追蹤的相關市場的總報酬。
持有 (N)	對個股持中性看法，預期個股未來十二個月的表現符合凱基證券集團所追蹤的相關市場的總報酬。
降低持股 (U)	對個股持負面看法，預期個股未來十二個月的表現低於凱基證券集團所追蹤的相關市場的總報酬。
未評等 (NR)	凱基證券未對該個股加以評等。
受法規限制 未評等 (R)	受凱基證券集團內部政策和/或相關法令限制使凱基證券集團無法進行某些形式的資訊交流，其中包括提供評等給投資人參考。
*總報酬 = (十二個月目標價-現價)/現價	

免責聲明

凱基證券投資顧問股份有限公司（以下簡稱本公司）為開發金控集團之成員。本報告之內容皆來自本公司認可之資料來源，但不保證其完整性及精確性。報告內容所提及之各項業務、財務等相關檔案資料及所有的意見及預估皆基於本公司於特定日期所做之判斷，故有其時效性限制，邇後若有變更時，本公司將不做預告或更新。本報告內容僅供參考，並不提供或遊說客戶為買賣股票之投資依據。投資人應審慎考量本身之投資風險，並就投資結果自行負責。本公司及所屬集團成員，暨其主管或員工皆有可能持有報告中所提及的證券。本公司及所屬集團成員並可能經常提供投資銀行或其他服務給報告中提及之公司或向其爭取相關業務。本報告之著作權為本公司所有，非經本公司同意，本報告全文或部份內容，不得以任何形式或方式引用、轉載或轉寄。