

## 5871.TT 中租-KY

## 營運動能疲弱，資產品質仍待觀察

## 公司簡介

中租控股股份有限公司成立於 2009 年，為台灣最大租賃公司，提供以資產為基礎的融資服務、辦理機器設備租賃業務，並以租賃利息作為主要收入來源，目前主要營運地區為台灣、中國與東協地區。

## 投資評等/區間價位

## 重點摘要

區間操作 175~200

【大盤指數/股價】16509 / 181.5

## 近一年個股及大盤報酬率



## 公司基本資料

流通在外股數(百萬股)	1,615
市值(百萬元)	293,045
3M 平均日成交值(百萬元)	1,005
外資持股率(%)	71.58
投信持股率(%)	1.55
董監持股率(%)	4.46

## 環境、社會與治理(ESG)



## 中租-KY 1H23 稅後 EPS 7.74 元，符合預期

中租-KY 1H23 營收為 472.8 億元、YoY+15%，稅後淨利為 130.6 億元、YoY-7.2%，稅後 EPS 為 7.74 元，符合國票預期。分地區別來看，1H23 主要成長動能仍來自於台灣及東協地區，應收帳款成長性分別達 YoY+18.4%/+23%，中國應收帳款成長性則因製造業復甦不如預期，從 1Q23 的 YoY+6.2%再度下降至 4.1%。1H23 合併應收帳款規模為 6,982.3 億元、YoY+13.8%，帶動營收達 472.8 億元、YoY+15%。就獲利貢獻來看，1H23 台灣地區稅後淨利為 68.5 億元、YoY-5%，獲利佔比 47%；中國地區稅後淨利為 71.1 億元、YoY+0.1%，獲利佔比達 47%；東協地區稅後淨利為 12.6 億元、YoY-10%，獲利佔比 6%。台灣及東協地區獲利呈現衰退主要係因 1H23 呆帳準備金增加以及升息影響。

表 1：中租-KY 1H22~1H23 放款

單位：百萬台幣

放款	1H22	9M22	2022	1Q23	1H23
台灣	312,304	332,771	345,136	354,413	369,602
中國	206,836	214,198	218,650	220,027	215,318
東協	88,877	95,169	102,538	105,436	109,294
合併	613,807	647,896	671,195	684,159	698,233

資料來源：中租-KY，國票投顧彙整

## 2023 年中國應收帳款成長不如預期，資產品質仍待觀察

展望後市，中租-KY 考量中國製造業復甦不如預期，對於中國應收帳款成長謹慎看待，並於本次法說會中下修該地區應收帳款從 YoY+10%調降至 YoY+5%，台灣及東協則維持 YoY+10%~15%，故國票維持台灣及東協地區年成長 15%及 20%之預估，並下修中國年成長至低個位數，合計預估 2023 年整體合併應收帳款從 YoY+14.7%至 YoY+12.9%。另預期中國 2H23~2024 年有機會實施經濟激勵政策、提振消費，並帶動經濟緩步復甦，進而促進公司應收帳款業務有望達高個位數至雙位數增長，國票預估 2024 年整體合併應收帳款有望 YoY+15.8%。

利差部分，因台灣及東協地區 2022 年開始啟動升息循環，利差呈現逐季縮窄，進而影響 2022 年整體利差較 2021 年下降 53bps 至 7.72%，1H23 更進一步收窄至 7.45%。國票認為台灣於 1H23 停止升息後，將有利於利差的回穩，不過東協地區部分國家 2H23 升息步調仍未止歇，且考量公司針對新承作案件進行價格調整的效益仍需一段時間發酵，故預期 2023 年底前仍難以見到利差出現擴大。

資產品質部分，1H23 底延滯率較 1Q23 底增加 24bps 至 3%，且台灣、中國及東協地區延滯率皆呈現上升。其中，台灣地區新增延滯率較 1Q23 底略為增加 1bp 為 3.8%，進而使延滯率上升至 2.3%，主要是受到整體經濟放緩影響，並無特別集中之領域；中國地區 1H23 底新增延滯率獲得控制，較 1Q23 底下降 14bps，不過在本金成長放緩下，1H23 底延滯率仍較 1Q23 底增加 27bps 至 3.5%；東協地區延滯率則較 1Q23 底增加 38bps 至 3.9%。公司預期新增延滯金額獲得管控後，隨放款業務的持續增長，資產品質將有望提升，惟國票考量各地區延滯率短期出現惡化，因此預估 2023 年/2024 年信用成本為 1.83%/1.5%。

表 2：中租-KY 資產品質

單位：%

延滯率	1H22	9M22	2022	1Q23	1H23
台灣	1.95%	1.91%	1.86%	2.12%	2.33%
中國	2.20%	2.37%	2.70%	3.18%	3.45%
合併	2.23%	2.24%	2.39%	2.72%	2.96%
總放款覆蓋率	1H22	9M22	2022	1Q23	1H23
台灣	1.77%	1.68%	1.73%	1.71%	1.74%
中國	2.16%	2.25%	2.40%	2.66%	2.77%
合併	2.12%	2.06%	2.14%	2.19%	2.26%

資料來源：中租-KY，國票投顧彙整

維持區間操作評等，區間價位為 175~200 元

綜合以上，國票預估中租-KY 2023 年/2024 年總稅後淨利為 268.2 億元/297.5 億元、YoY-1.5%/+11%，稅後 EPS 為 16.25 元/18.07 元，ROE 為 17.9%/16.6%。評價上考量：1)中國業務在經濟復甦狀況未如預期的影響下，整體成長性將低於國票預期；2)利差在未來 1~2 季度仍難以擴大；3)中租-KY 資產品質仍有待觀察，且 2024 年 ROE 低於近 3 年均值的 20.5%，可看出營運雖穩健成長惟未見優於過往的表現，故以中租-KY 近三年歷史本益比 7x~16x 中緣評價，維持區間操作之投資建議，區間價位 175~200 元(2023F PE 10x~11x)。

表 3：中租-KY 2023 年獲利預估比較

	最新預估 (百萬元)	YoY (%)	前次預估 (百萬元)	差異 (%)
營業收入	100,288	15.80	99,871	0.00
營業毛利	67,236	10.06	68,150	-0.01
營業利益	35,165	-4.88	38,575	-0.09
歸屬母公司稅後淨利	26,815	-1.50	29,155	-0.08
稀釋後EPS (元)	16.25	-1.47	18.06	-0.10
<b>重要比率</b>				
毛利率	67.04	-3.49 ppts	68.24	-1.20 ppts
營業利益率	35.06	-7.62 ppts	38.62	-3.56 ppts
稅後淨利率	26.74	-4.69 ppts	29.19	-2.45 ppts

資料來源：國票投顧

中租-KY 未來 12 個月 P/E 區間



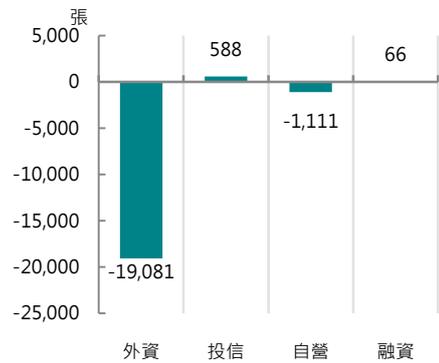
資料來源：國票投顧

中租-KY 未來 12 個月 P/B 區間



資料來源：國票投顧

近二十日籌碼變化



資料來源：TEJ

十大股東結構

持股人姓名	持股率%
群益 TFO	3.35
中實投資(股)	3.30
群益金鼎託太平洋	3.22
ONG TERM ST	2.87
台新東龍投資	2.41
TG CAPITAL	2.39
群益美克里環	2.39
仲安投資(股)	2.28
仲安科技(股)	2.18
花旗 GOS-EFMC	2.09

資料來源：TEJ

董監事持股

持股人	身分別	持股率%
仲安投資(股)陳鳳龍	董事長/總經理	2.28
仲安投資(股)辜仲立	董事	2.28
仲安科技(股)陳志揚	董事	2.18
仲安科技(股)鄭秀姿	董事/副總經理	2.18
Casey K. Tung	獨立董事	0
CheeWeeGoh	董事	0
Steven Jerem	獨立董事	0
楊宏澤	獨立董事	0
鄒清水	獨立董事	0
陳志揚	法人代表(董事)	0

資料來源：TEJ

5871 中租-KY 永續發展概況

CMoney ESG Rating

更新評鑑年季：2023Q3

落後			平均					領先	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10

E(環境保護)	S(社會責任)	G(公司治理)	永續報告書連結
8	6	7	<a href="https://mops.twse.com.tw/server-java/FileDownload?step=98&amp;filePath=/home/html/nas/p/otad/010018/616/Name=4100-311_5871_111.pdf">https://mops.twse.com.tw/server-java/FileDownload?step=98&amp;filePath=/home/html/nas/p/otad/010018/616/Name=4100-311_5871_111.pdf</a>

產業類別	產業樣本數	ESG評等產業排名	TCFD報告書簽署	TCFD報告書連結
其他	91	1	是	

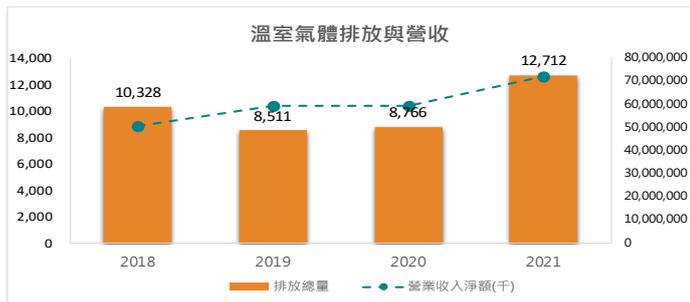
資料來源：CMoney

說明：評等1-10分，10分最高



環境保護 Environment

溫室氣體



摘要 2021年溫室氣體排放量增加45.03%，營收增加21.32%

年度	排放總量(公噸)	範疇一	範疇二
2021	12,712	7,646	5,066
2020	8,766	3,906	4,860
2019	8,511	3,725	4,787
2018	10,328	6,001	4,328

\*排放總量(公噸)：範疇一+範疇二溫室氣體排放數據  
 \*範疇一：組織擁有或控制的營運據點的溫室氣體排放  
 \*範疇二：組織所購買或取得之電力，用之於供熱、製冷或蒸汽而產生的溫室氣體排放

資料來源：CMoney、企業揭露資訊

水資源



摘要 2021年企業用水量減少10.15%，營收增加21.32%

年度	用水總量(公噸)	回收水量(公噸)	排水量(公噸)
2021	31,285	-	-
2020	34,818	-	-
2019	33,467	-	-
2018	30,541	-	-

\*用水總量：依取水來源統計之總使用水量  
 \*回收水量：將已用水和廢水透過循環處理成可再利用的水資源(包含製成回收水)  
 \*排水量：排放的污水總量

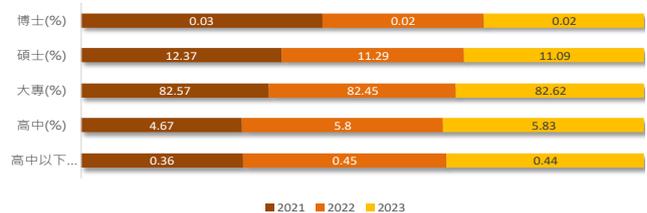
資料來源：CMoney、企業揭露資訊

社會責任 Social Responsibility

員工人數



員工學歷分佈



公司治理 Corporate Governance

公司治理評鑑

評鑑年度	評鑑結果	等級	加權項目比重			
			維護股東權益及 平等對待股東	強化董事會結構 與運作	資訊 透明度	落實 企業社會責任
2022	前5%	A+	0.2	0.33	0.23	0.24
2021	6%至20%	A	0.2	0.33	0.26	0.21
2020	前5%	A+	0.19	0.34	0.26	0.21
2019	前5%	A+	0.2	0.35	0.24	0.21
2018	前5%	A+	0.2	0.35	0.24	0.21

資料來源：CMoney、交易所

[註]等級轉換：前5%：「A+」；6%至20%：「A」；21%至35%：「B+」；36%至50%：「B」；51%至65%：「C+」；66%至80%：「C」；81%至100%：「D」

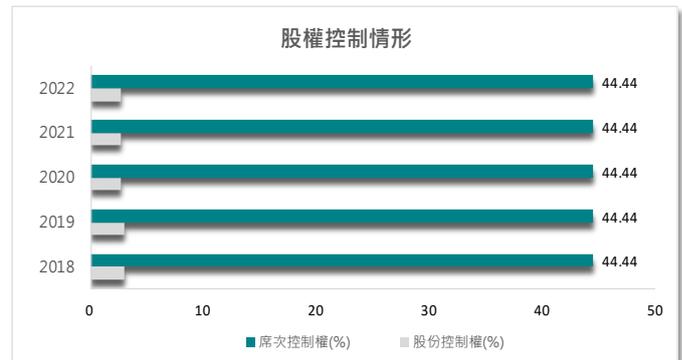


企業功能委員會

功能委員會			
審計委員會(非強制設置)	★	審計委員會(強制設置)	★
提名委員會		資訊安全委員會	
公司治理委員會	★	永續發展委員會	
薪資報酬委員會	★	誠信經營委員會	
風險管理委員會	★	策略委員會	

資料來源：CMoney、企業揭露資訊

股權控制



企業裁罰資訊

今年以來沒有裁罰資訊

資料來源：CMoney蒐集MOPs重訊、環保署、金管會、勞動部裁罰資訊

附註說明

溫室氣體與水資源企業資訊來源為永續報告書及公開資訊觀測站。  
 企業資料於每年6/30及9/30申報截止，CMoney蒐集整理數據於每年8月及10月更新最新資料。  
 依循GRI國際準則，企業揭露溫室氣體與水資源等資料應揭露至少3至5年，因此最新年度永續報告書應有3至5年數據，表格數據以最新年度公告數據呈現。  
 舉例：去年A公司公告2020、2019年溫室氣體資料，今年只公告2021年資料，視為今年沒有公告2020、2019歷史資料，於表格中只會呈現2021年資料。

## 綜合損益表

百萬元	1Q23	2Q23	3Q23F	4Q23F	1Q24F	2Q24F	3Q24F	4Q24F	FY22	FY23F	FY24F
營業收入	23,140	24,137	26,025	26,986	25,072	26,016	26,593	27,223	86,608	100,288	104,904
營業毛利	15,574	16,150	17,431	18,080	16,802	17,470	17,978	18,194	61,091	67,236	70,444
營業費用	7,366	8,252	8,341	8,371	7,715	7,784	7,863	8,089	25,040	32,330	31,451
<b>營業利益</b>	<b>8,468</b>	<b>7,898</b>	<b>9,090</b>	<b>9,709</b>	<b>9,087</b>	<b>9,686</b>	<b>10,115</b>	<b>10,105</b>	<b>36,971</b>	<b>35,165</b>	<b>38,993</b>
稅前淨利	9,877	8,824	9,814	10,270	10,324	10,545	10,941	10,934	39,326	38,786	42,744
本期淨利(NI)	7,210	6,179	7,115	7,687	7,537	7,592	7,877	7,983	28,464	28,192	30,989
淨利歸屬於_母公司業主	6,890	6,174	6,792	6,959	7,214	7,269	7,554	7,712	27,222	26,815	29,750
淨利歸屬於_非控制利益	321	5	323	728	323	323	323	271	1,242	1,377	1,240
<b>每股盈餘_本期淨利</b>	<b>4.27</b>	<b>3.47</b>	<b>4.21</b>	<b>4.31</b>	<b>4.47</b>	<b>4.15</b>	<b>4.68</b>	<b>4.78</b>	<b>16.50</b>	<b>16.25</b>	<b>18.07</b>
<b>QoQ(%)</b>											
營收淨額	-0.29	4.31	7.82	3.70	-7.09	3.77	2.22	2.37			
銷貨毛利	-1.52	3.70	7.93	3.72	-7.07	3.98	2.91	1.20			
營業利益	2.07	-6.72	15.09	6.81	-6.41	6.59	4.43	-0.10			
稅後純益_母公司淨利	12.42	-10.38	10.01	2.45	3.67	0.77	3.92	2.09			
<b>YoY(%)</b>											
營收淨額	16.13	14.03	16.66	16.29	8.35	7.79	2.18	0.88	20.02	15.80	4.60
銷貨毛利	8.40	7.47	9.76	14.32	7.88	8.17	3.14	0.63	15.98	10.06	4.77
營業利益	-9.48	-17.63	-6.59	17.03	7.31	22.64	11.28	4.07	10.41	-4.88	10.89
稅後純益_母公司淨利	-3.91	-10.70	-3.10	13.55	4.71	17.74	11.22	10.83	25.77	-1.50	10.95
<b>各項比率</b>											
營業毛利率	67.30	66.91	66.98	67.00	67.01	67.15	67.60	66.83	70.54	67.04	67.15
營業利益率	36.59	32.72	34.93	35.98	36.24	37.23	38.04	37.12	42.69	35.06	37.17
稅前淨利率	42.69	36.56	37.71	38.06	41.18	40.53	41.14	40.16	45.41	38.67	40.75
稅後淨利率	29.77	25.58	26.10	25.79	28.77	27.94	28.41	28.33	31.43	26.74	28.36

資料來源：TEJ、國票投顧

## 國票買進個股數

投資評等	個股數
強力買進/買進	66

## 評等說明

評等	定義
強力買進	預估未來 3 個月內的絕對報酬高於 20%·且短期股價動能強勁
買進	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 預估未來 3 個月內的絕對報酬高於 20%</li> <li>• 中大型股及金融股: 預估未來 3 個月內的絕對報酬高於 12% 以上</li> </ul>
區間操作	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 預估未來 3 個月內絕對報酬小於 20%</li> <li>• 中大型股及金融股: 預估未來 3 個月內的絕對報酬小於 12%</li> <li>• 股價若偏區間價位下緣·可偏多操作; 股價若偏區間價位上緣·宜保守操作</li> </ul>
觀望	預估未來 3 個月內的絕對報酬低於 0%
未評等	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 該公司未於國票核心持股名單</li> <li>• 國票可能與該公司進行業務而處於減默期</li> </ul>

備註：「續推買進」報告 - 預估未來 3 個月內的絕對報酬高於 10%；中大型股及金融股· 預估未來 3 個月內的絕對報酬高於 6%以上

## 研究員聲明

本研究報告之內容·係研究人員就其專業能力之善意分析·負責之研究人員(或者負責參與的研究人員)確認:本研究報告的內容係反映研究人員對於相關證券的個人看法;研究人員的報酬與本研究報告內容表述的個別建議或觀點無關。

## 公司總聲明

1. 國票證券投資顧問股份有限公司為國票金控融控股公司之集團成員·國票金融控股公司所屬子公司暨關係企業(以下簡稱 國票金控集團)從事廣泛金融業務·包括但不限於票券、保險、證券經紀、自有資金投資與交易、資產管理及證券投資信託等。國票金控集團對於本報告所涵蓋之標的公司可能有投資或其他業務往來關係。
2. 國票金控集團及其所屬員工·可能會投資本報告所涵蓋之標的公司·且其交易方向與本報告中所提及交易方向可能不一致。除此之外·國票金控集團於法令許可的範圍內·亦有可能以本報告所涵蓋之標的公司作為發行衍生性金融商品之標的。國票金控集團轄下的銷售人員、交易員及其他業務人員可能會為其客戶或自營部門提供口頭或書面市場看法或交易策略·然而該等看法與策略可能與本報告意見不盡一致。國票金控集團之資產管理、自營及其他投資業務所有之投資決策也可能與本報告所提供之建議或看法不一致。
3. 本報告純屬研究性質·僅供集團內部同仁及特定客戶參考·不保證其完整性及精確性·且不提供或嘗試遊說客戶做為買賣股票之投資依據。報告中所有的意見與預估·係取自本公司相信為可靠之資料來源·且為特定日期所為之判斷·有其時效性·爾後若有變更·本公司將不做預告或主動更新。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。以上報告內容之著作權屬國票投顧所有·非經本公司同意·禁止任何形式之抄襲、引用或轉載。