

增加持股・調升

收盤價 February 26 (NT\$)	173.0
12 個月目標價 (NT\$)	200.0
前次目標價 (NT\$)	190.0
調升 (%)	5.3
上漲空間 (%)	15.6

焦點內容

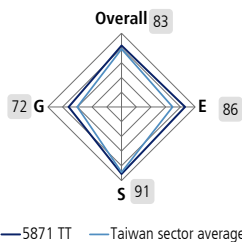
- 4Q23 獲利年減幅度減緩至 6.4%
- 中租 4Q23 整體延滯率仍季增 0.1%，但台灣延滯率轉為改善。
- 公司預估 2024F 整體放款成長 10%，凱基認為若 1H24F 放款動能回升，有機會帶動 1H24F 中國延滯率持平或下降，將減少 2H24F 一般提存。

交易資料表

市值：(NT\$bn/US\$mn)	279.3 / 8,848
流通在外股數 (百萬股)：	1,615
外資持有股數 (百萬股)：	1,084
3M 平均成交量 (百萬股)：	3.07
52 週股價 (低 \ 高) (NT\$)：	170.0 -237.0

股價表現	3M	6M	12M
絕對表現 (%)	-6.2	-2.8	-23.3
相對表現 (%)	-15.8	-17.8	-45.5

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

顧庭瑜
886.2.2181.8717
joyce.ku@kgi.com

重要免責聲明，詳見最終頁

中租-KY

(5871.TW/5871 TT)



4Q23 獲利受信用成本影響；2024F 展望正向

重要訊息

4Q23 中租稅後獲利年減 6.4%，主要中國及東協延滯率上揚帶動信用成本增加，中租 2023 稅後淨利年減 8% 至 250.3 億元。

評論及分析

4Q23 獲利年減幅度減緩至 6.4%。中租 4Q23 稅後淨利 57.4 億元，年減 6.4% 及季減 7.9%，主要中國及東協資產品質不佳帶動預期信用損失仍季增 14%。以各區來看，4Q23 東協及中國稅後獲利各年減幅度擴大至 49% 及 6.7%，相較台灣獲利年增 1.6%。中租 2023 稅後淨利年減 8% 至 250.3 億元，每股盈餘 15.15 元，低於凱基全年預估 3.4%。1 月中租稅後淨利年減 10%，其中台灣、東協及中國各衰退 9%、13% 及 7%，主要預期信用損失增加，及業外收益減少(中國大陸地區稅務利益減少及匯損)。

4Q23 延滯率小幅上揚。中租 4Q23 整體延滯率仍季增 0.1% 至 3.2%，4Q23 信用成本季增 26 基點至 2.22%，但台灣延滯率轉為改善，季減 0.1% 至 2.3%，反映企金資產品質穩定。雖 4Q23 中國延滯率上揚季增 0.1% 至 3.9%，符合公司先前預期，但新增延滯金額已開始下降，季減 17%。4Q23 東協延滯率惡化，季增 0.4% 至 4.3%，主要泰國消金客戶還款能力不佳。此外，中租 4Q23 利差季增 4 基點，反映中國資金成本下降，台灣及中國新增放款利率上揚。

2024 展望正向。管理層預估 2024F 整體放款成長 10%，高於 2023 之 9%，台灣及中國放款有機會超過 10%，相較東協較保守放款成長。管理層認為目前中國延滯已趨向穩定，凱基認為若 1H24F 放款動能回升，有機會帶動 1H24F 延滯率持平或下降，將減少 2H24F 一般提存。另外，管理層認為由於經濟部開放再生能源自用發電設備(太陽光電第二、第三型)可賣給綠電售電業之政策，有助提升中租太陽能 IRR，但轉售時間仍不確定性。

投資建議

由於中租 2024F 放款動能回升，加上潛在台灣及中國資產品質改善帶動 2H24F 信用成本下降，利差亦隨資金成本改善而回升，投資建議調升至「增加持股」評等，目標價 200 元，約 1.95 倍 2024F 每股淨值之股價淨值比及 2024 每股盈餘 12 倍。

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	97,526	110,409
營業毛利 (NT\$百萬)	42,711	52,671	61,091	65,116	74,245
營業利益 (NT\$百萬)	23,676	33,485	36,971	32,931	39,128
稅後淨利 (NT\$百萬)	16,857	21,644	27,222	25,034	28,723
每股盈餘 (NT\$)	12.20	15.05	17.56	15.86	18.14
每股現金股利 (NT\$)	5.00	6.00	6.40	6.20	7.20
每股盈餘成長率 (%)	4.8	23.3	16.7	(9.7)	14.4
本益比 (x)	14.2	11.5	9.9	10.9	9.5
股價淨值比 (x)	3.0	2.7	2.2	2.0	1.7
EV/EBITDA (x)	22.6	18.9	19.7	24.3	21.8
淨負債比率 (%)	375.5	388.4	369.7	413.2	402.0
殖利率 (%)	2.9	3.5	3.7	3.6	4.2
股東權益報酬率 (%)	22.4	24.7	24.6	18.9	18.7

資料來源：公司資料，凱基

圖 1: 中租 4Q23 稅後淨利年減 6.4%，4Q23 東協及中國稅後獲利各年減幅度擴大至 49% 及 6.7%，相較台灣獲利年增 1.6%

新台幣百萬元	1Q23	YoY(%)	2Q23	YoY(%)	3Q23	YoY(%)	4Q23	QoQ(%)	YoY(%)	% of sales	2023	YoY(%)	% of sales	Jan-24	YoY(%)	MoM(%)
銷售收入	1,443	2.3	2,009	10.5	2,235	21.8	1,695	(24.2)	(1.6)	6.8	7,382	8.8	7.6			
利息收入	17,898	20.6	18,275	17.2	19,023	15.2	19,522	2.6	11.1	77.9	74,718	15.8	76.6			
租賃收入	1,503	8.4	1,489	3.2	1,610	6.7	1,614	0.2	5.9	6.4	6,216	6.0	6.4			
手續費收入	2,085	(1.6)	2,122	(0.8)	2,065	(2.8)	1,991	(3.6)	(8.2)	7.9	8,264	(3.4)	8.5			
其他收入	211	22.6	241	43.4	251	(21.7)	242	(3.9)	11.4	1.0	946	7.6	1.0			
總營業收入	23,140	16.1	24,137	14.0	25,185	12.9	25,064	(0.5)	8.0	100.0	97,526	12.6	100.0	8,260	6.1	(2.8)
銷售成本	881	(4.2)	1,027	1.4	1,210	32.9	1,015	(16.1)	5.9	4.0	4,133	8.7	4.2			
利息費用	4,554	71.6	4,715	53.0	4,975	36.8	5,055	1.6	20.1	20.2	19,299	42.1	19.8			
租賃成本	951	7.8	1,025	12.1	1,048	49.8	1,072	2.2	8.6	4.3	4,096	17.6	4.2			
其他成本	1,180	7.0	1,219	7.7	1,220	3.3	1,262	3.4	2.1	5.0	4,882	4.9	5.0			
營業成本	7,566	36.1	7,986	30.1	8,453	31.5	8,403	(0.6)	13.7	33.5	32,410	27.0	33.2			
營業毛利	15,574	8.4	16,150	7.5	16,731	5.4	16,660	(0.4)	5.3	66.5	65,116	6.6	66.8			
員工福利費用	3,038	19.7	3,126	17.8	3,001	11.4	2,921	(2.6)	(3.9)	11.7	12,087	10.6	12.4			
呆帳費用	3,022	76.6	3,668	85.0	3,871	57.9	4,418	14.1	35.9	17.6	14,978	59.4	15.4			
其他營業費用	1,306	(68.9)	1,458	(167.4)	1,487	16.8	1,805	21.4	28.8	7.2	6,057	28.4	6.2			
總營業費用	7,366	40.6	8,252	45.1	8,359	30.2	9,144	9.4	18.9	36.5	33,121	32.3	34.0			
營業利益	8,468	(9.5)	7,898	(17.6)	8,372	(14.0)	7,516	(10.2)	(10.1)	30.0	31,994	(13.6)	32.8	2,706	(6.2)	14.0
其他收入及費用	260	14.8	263	5.3	173	(35.6)	240	38.4	37.2	1.0	936	1.7	1.0			
總外收入	1,410	48.1	926	142.1	495	99.6	452	(8.6)	(41.5)	1.8	3,282	39.4	3.4			
稅前淨利	9,877	(4.2)	9,088	(8.9)	9,040	(9.4)	8,207	(9.2)	(9.5)	32.7	36,213	(7.9)	37.1	2,718	(10.3)	6.8
所得稅費用	2,667	(4.7)	2,645	(3.6)	2,537	(5.6)	2,319	(8.6)	(11.9)	9.3	10,168	(6.4)	10.4			
繼續營業單位損益	7,210	(3.9)	6,442	(10.9)	6,503	(10.8)	5,889	(9.5)	(8.5)	23.5	26,045	(8.5)	26.7			
歸屬於母公司稅後淨利	6,890	(3.9)	6,174	(10.7)	6,232	(11.1)	5,737	(7.9)	(6.4)	22.9	25,034	(8.0)	25.7	1,871	(9.9)	2.8
每股盈餘(NT\$)	4.27	(9.1)	3.47	(16.8)	3.86	(13.1)	3.55	(8.0)	(8.0)		15.15	(11.8)		1.16	(11.5)	2.7
新台幣百萬元	1Q23	YoY(%)	2Q23	YoY(%)	3Q23	YoY(%)	4Q23	QoQ(%)	YoY(%)	Weighting (%)	2023	YoY(%)	Weighting (%)			
中租獲利	6,890	(3.9)	6,174	(10.7)	6,232	(11.1)	5,737	(7.9)	(6.4)		25,034	(8.0)				
台灣獲利	3,360	(3.4)	3,492	(6.5)	3,567	(14.0)	3,468	(2.8)	1.6	60.4	13,887	(6.0)	55.5			
中國獲利	3,775	(1.8)	3,330	2.3	2,882	(2.4)	2,810	(2.5)	(6.7)	49.0	12,797	(2.1)	51.1			
東協獲利	695	0.6	569	(20.5)	623	(8.2)	334	(46.4)	(48.8)	5.8	2,221	(18.9)	8.9			

資料來源：公司資料；凱基

圖 2: 中租 2023A/2024F 獲利預估

百萬元	2023A				2024F			
	修正後	修正前	調幅 (%)	YoY (%)	修正後	修正前	調幅 (%)	YoY (%)
中租控股	25,034	25,910	(3.4)	(8.0)	28,723	30,112	(4.6)	14.7
台灣	13,887	14,035	(1.1)	(6.0)	16,160	17,081	(5.4)	16.4
中國	12,797	13,024	(1.7)	(2.1)	13,064	13,216	(1.1)	2.1

資料來源：凱基預估

圖 3: 中租 4Q23 信用資產年增率下降至 9.3%，其中台灣成長 11.5%，中國 7.4%，東協放款成長放緩至 11%

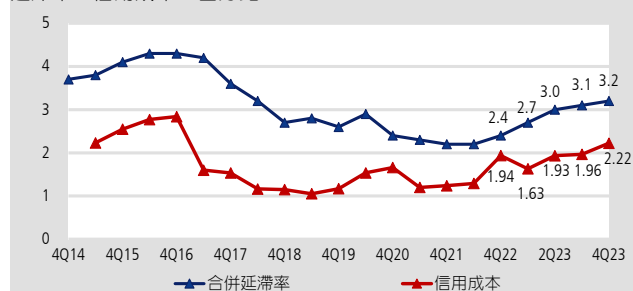
台幣十億元	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	YoY(%)	QoQ(%)
台灣	401	412	430	444	448	11.5	0.9
太陽能	47	49	50	52	53	12.7	3.2
中國(人民幣)	50	50	50	52	53	7.4	3.0
東協*	103	105	109	112	114	10.9	1.2
合併	727	741	759	788	795	9.3	0.9

註：東協*為應收帳款餘額

資料來源：公司資料；凱基

圖 4: 中租 4Q23 整體延滯率仍持續季增 0.1%至 3.2%，帶動 4Q23 信用成本季增 26 基點至 2.22%

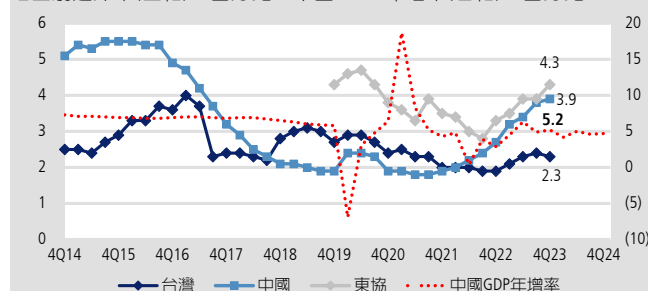
延滯率、信用成本，百分比



資料來源：公司資料；凱基預估

圖 5: 4Q23 中國延滯率小幅上揚至 3.9%，東協延滯率亦較上季惡化，但台灣延滯率轉為改善

地區別延滯率(左軸)，百分比；中國 GDP 年增率(右軸)，百分比

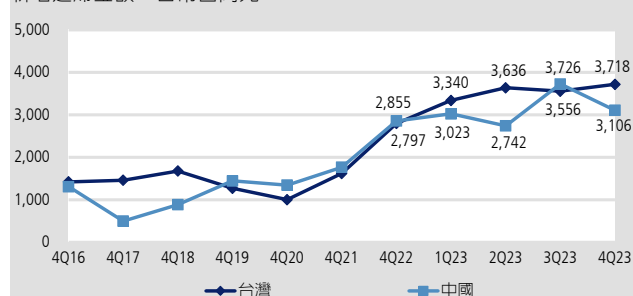


註：1Q24~4Q24 中國 GDP 年增率為 Bloomberg consensus

資料來源：公司資料；凱基預估

圖 6: 4Q23 台灣新增延滯金額小幅上揚，但中國新增延滯改善

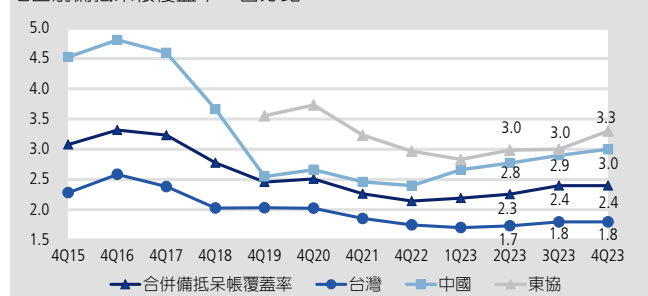
新增延滯金額，台幣百萬元



資料來源：公司資料；凱基

圖 7: 中租 4Q23 整體放款覆蓋率維持於 2.4%，但中國及東協放款覆蓋率提升以因應延滯率持續上揚

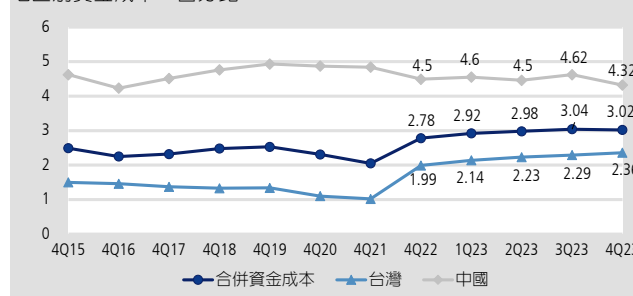
地區別備抵呆帳覆蓋率，百分比



資料來源：公司資料；凱基

圖 8: 中租 4Q23 合併資金成本季減 2 基點，主要中國資金成本下降

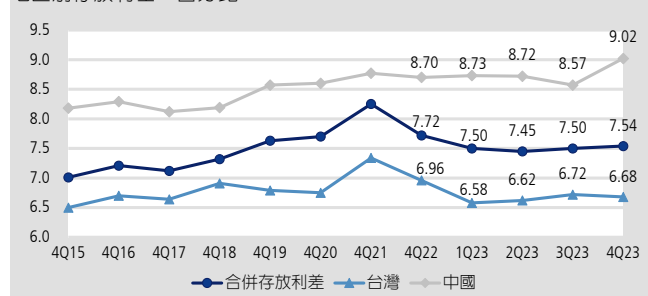
地區別資金成本，百分比



資料來源：公司資料；凱基

圖 9: 中租 4Q23 利差季增 4 基點，反映中國資金成本下降，台灣及諸國新增放款利率上揚

地區別存放利差，百分比



資料來源：公司資料；凱基

圖 10: 1 月中國官方製造業 PMI 上揚至 49.2，財新製造業 PMI 則維持於 50.8

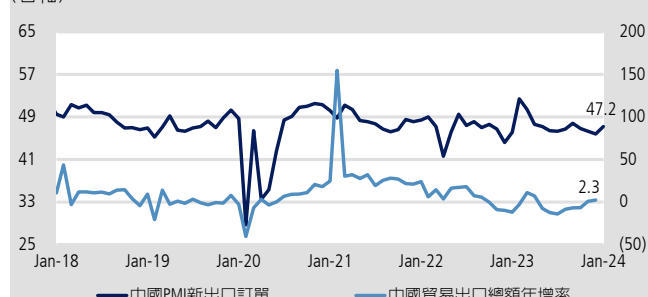
PMI，百分比



資料來源：中國國家統計局；財星傳媒；彭博；凱基

圖 11: 中國 PMI 新出口訂單指數在 2024 年 1 月上揚至 47.2，貿易出口總額年增率則在 2023 年 12 月亦回升至成長

中國 PMI 新出口訂單指數，百分比(左軸)；出口總額年增率，百分比(右軸)



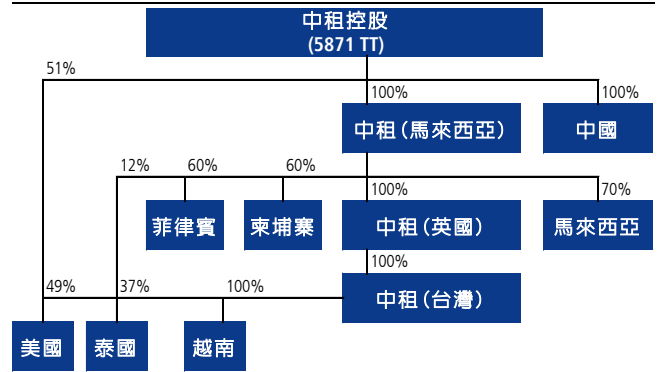
資料來源：中國國家統計局；中國海關總署；彭博；凱基

圖 12: 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

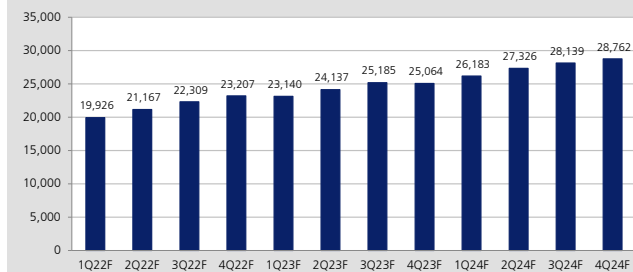
圖 13: 組織架構圖



資料來源：公司資料；凱基

圖 14: 季營業收入

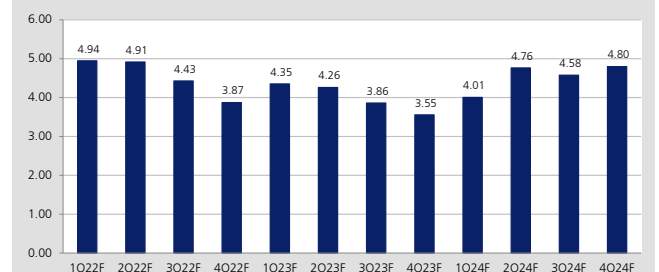
季營業收入，百萬元



資料來源：凱基

圖 15: 每股盈利

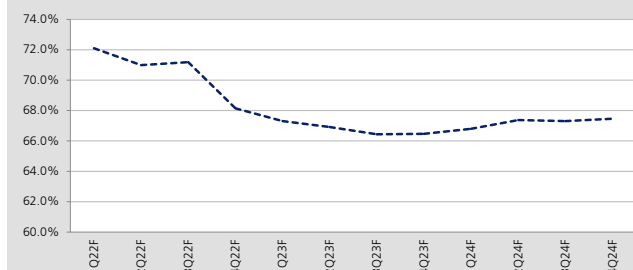
每股盈利，元



資料來源：凱基

圖 16: 毛利率

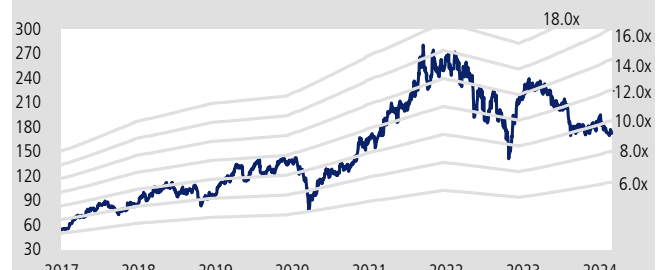
毛利率，百分比



資料來源：凱基

圖 17: 本益比

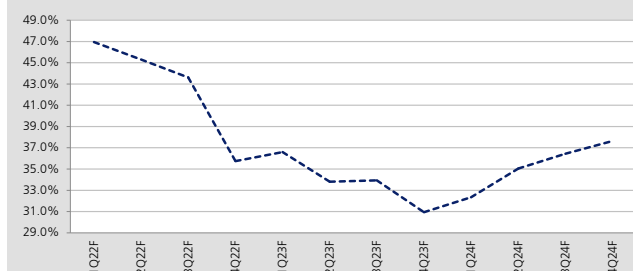
本益比，倍



資料來源：凱基

圖 18: 營業利潤率

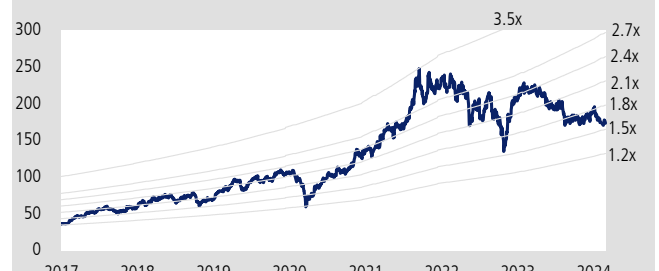
營業利潤率，百分比



資料來源：凱基

圖 19: 股價淨值比

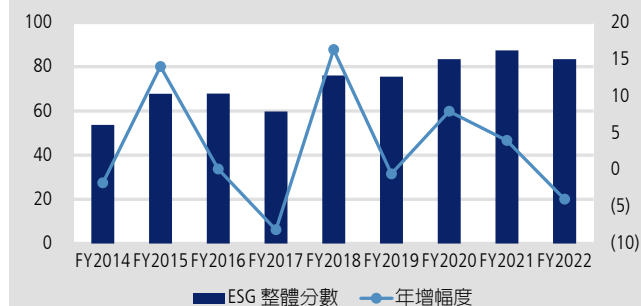
股價淨值比，倍



資料來源：凱基

圖 20：ESG 整體分數

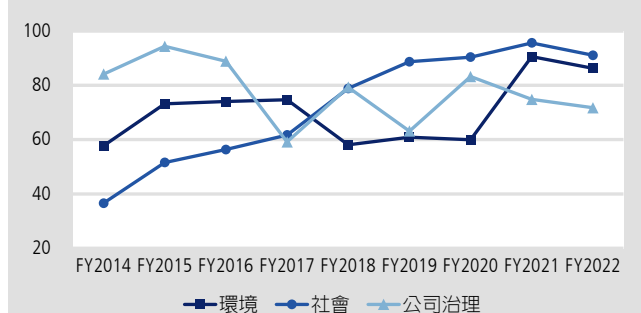
ESG 整體分數 (左軸)：年變化，百分點 (右軸)



資料來源：Refinitiv、凱基、公司資料

圖 21：ESG 各項分數

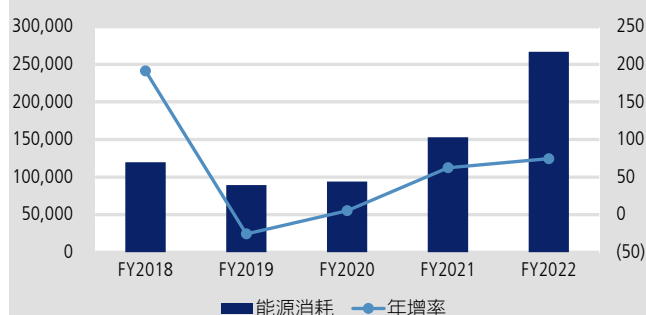
ESG 各項分數



資料來源：Refinitiv、凱基、公司資料

圖 22：能源消耗

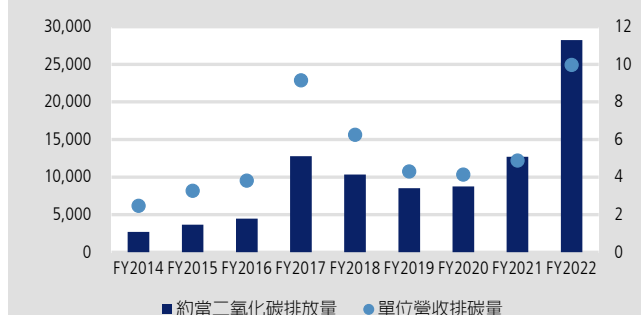
能源消耗，十億焦耳 (左軸)：年增率，百分比 (右軸)



資料來源：Refinitiv、凱基、公司資料

圖 23：碳排量

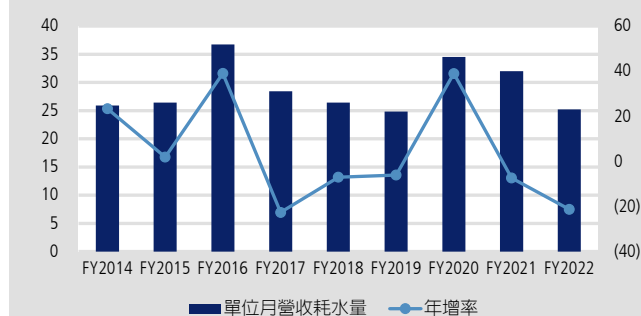
約當二氧化碳排放量，噸 (左軸)：單位營收碳排放量，噸/百萬美元 (右軸)



資料來源：Refinitiv、凱基、公司資料

圖 24：耗水量

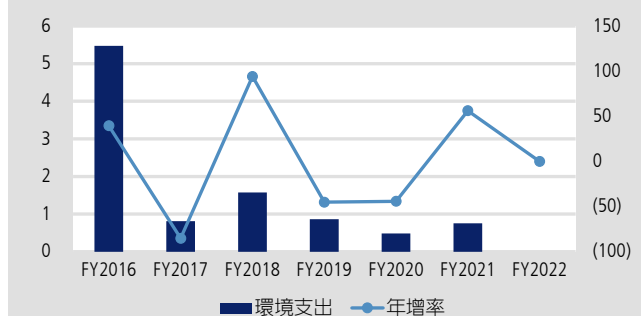
單位營收耗水量，立方公尺/百萬美元 (左軸)：年增率，百分比 (右軸)



資料來源：Refinitiv、凱基、公司資料

圖 25：環境支出

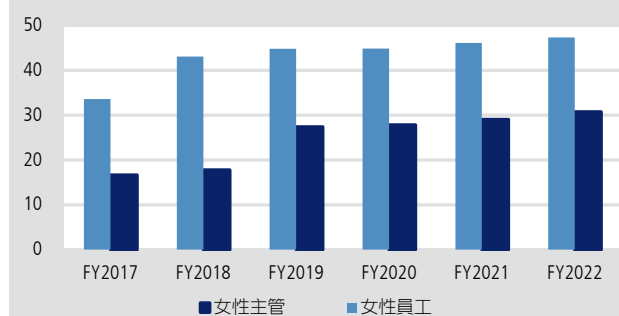
環境支出，百萬元 (左軸)：年增率，百分比 (右軸)



資料來源：Refinitiv、凱基、公司資料

圖 26：性別多樣性

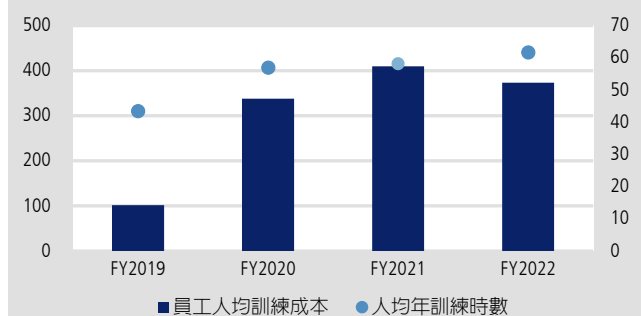
女性主管與員工比例，百分比



資料來源：Refinitiv、凱基、公司資料

圖 27：員工訓練

員工人均訓練成本，美元 (左軸)：人均年訓練時數，小時 (右軸)



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 - 本財年末員工數 = 上個財年末員工數 + 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

	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
損益表 (NT\$百萬)											
營業收入	23,140	24,137	25,185	25,064	26,183	27,326	28,139	28,762	86,608	97,526	110,409
營業成本	(7,566)	(7,986)	(8,453)	(8,403)	(8,693)	(8,914)	(9,200)	(9,357)	(25,517)	(32,410)	(36,164)
營業毛利	15,574	16,150	16,731	16,660	17,490	18,412	18,939	19,404	61,091	65,116	74,245
營業費用	(7,106)	(7,989)	(8,186)	(8,904)	(9,022)	(8,833)	(8,683)	(8,578)	(24,120)	(32,185)	(35,117)
營業利益	8,468	8,162	8,546	7,756	8,468	9,578	10,256	10,826	36,971	32,931	39,128
折舊	(1,814)	(1,814)	(1,814)	(1,814)	(2,401)	(2,401)	(2,401)	(2,401)	(6,344)	(7,256)	(9,602)
攤提	(75)	(75)	(75)	(75)	(167)	(167)	(167)	(167)	(151)	(300)	(670)
EBITDA	10,357	10,051	10,435	9,645	11,036	12,146	12,824	13,394	43,466	40,487	49,400
利息收入	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
投資利益淨額	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
其他營業外收入	1,410	926	495	452	660	615	400	400	2,355	3,282	2,075
總營業外收入	1,410	926	495	452	660	615	400	400	2,355	3,282	2,075
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	9,040	8,207	9,128	10,193	10,656	11,226	36,971	36,213	41,203
所得稅費用[利益]	(2,667)	(2,645)	(2,537)	(2,319)	(2,399)	(2,785)	(2,968)	(3,168)	(10,861)	(10,168)	(11,320)
少數股東損益	(321)	(268)	(271)	(151)	(261)	(288)	(298)	(313)	(1,242)	(1,011)	(1,160)
非常項目前稅後純益	6,890	6,174	6,232	5,737	6,467	7,121	7,389	7,745	24,867	25,034	28,723
非常項目	-	-	-	-	-	-	-	-	2,355	-	-
稅後淨利	6,890	6,174	6,232	5,737	6,467	7,121	7,389	7,745	27,222	25,034	28,723
每股盈餘 (NT\$)	4.35	4.26	3.86	3.55	4.01	4.76	4.58	4.80	17.56	15.86	18.14
獲利率 (%)											
營業毛利率	67.3	66.9	66.4	66.5	66.8	67.4	67.3	67.5	70.5	66.8	67.2
營業利益率	36.6	33.8	33.9	30.9	32.3	35.1	36.4	37.6	42.7	33.8	35.4
EBITDA Margin	44.8	41.6	41.4	38.5	42.1	44.5	45.6	46.6	50.2	41.5	44.7
稅前純益率	42.7	37.7	35.9	32.7	34.9	37.3	37.9	39.0	42.7	37.1	37.3
稅後純益率	29.8	25.6	24.7	22.9	24.7	26.1	26.3	26.9	31.4	25.7	26.0
季成長率 (%)											
營業收入	(0.3)	4.3	4.3	(0.5)	4.5	4.4	3.0	2.2			
營業毛利	(1.5)	3.7	3.6	(0.4)	5.0	5.3	2.9	2.5			
營業收益增長	2.1	(3.6)	4.7	(9.2)	9.2	13.1	7.1	5.6			
EBITDA	4.4	(3.0)	3.8	(7.6)	14.4	10.1	5.6	4.4			
稅前純益	16.5	(8.0)	(0.5)	(9.2)	11.2	11.7	4.5	5.4			
稅後純益	12.4	(10.4)	0.9	(7.9)	12.7	10.1	3.8	4.8			
年成長率 (%)											
營業收入	16.1	14.0	12.9	8.0	13.1	13.2	11.7	14.8	20.0	12.6	13.2
營業毛利	8.4	7.5	5.4	5.3	12.3	14.0	13.2	16.5	16.0	6.6	14.0
營業收益	(9.5)	(14.9)	(12.2)	(6.5)	0.0	17.4	20.0	39.6	10.4	(10.9)	18.8
EBITDA	(5.7)	(10.4)	(8.1)	(2.8)	6.6	20.9	22.9	38.9	12.0	(6.9)	22.0
稅前純益	1.6	(3.1)	(3.7)	(3.2)	(7.6)	12.2	17.9	36.8	10.4	(2.1)	13.8
稅後純益	(3.9)	(10.7)	(11.1)	(6.4)	(6.1)	15.3	18.6	35.0	25.8	(8.0)	14.7

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	736,451	831,630
應收帳款淨額年增率	16.2%	15.9%	20.6%	12.1%	12.9%
總資產	593,324	713,227	877,199	992,150	1,128,153
舉息負債	372,532	443,503	544,033	620,943	707,802
總負債	493,345	596,713	727,042	828,814	936,095
總利息收入	42,935	52,992	64,528	74,718	85,135
手續費收入/服務收入	7,850	8,781	8,552	8,264	9,169
其他收入	661	669	879	946	945
營業收入	59,478	72,160	86,608	97,526	110,409
營業成本	16,767	19,488	25,517	32,410	36,164
營業毛利	42,711	52,671	61,091	65,116	74,245
預期信用減損	19,414	19,863	25,040	33,121	35,757
其他費用	12,290	13,515	15,644	18,144	21,415
營業費用	19,414	19,863	25,040	33,121	35,757
營業淨利(營業利益)	23,676	33,485	36,971	32,931	39,128
本期稅前淨利	24,665	34,654	39,326	36,213	41,203
合併總利益	17,538	22,695	28,464	26,045	29,883
稅後淨利(歸屬母公司股東)	16,857	21,644	27,222	25,034	28,723
稅後淨利(歸屬母公司股東)年增率	9.0%	28.4%	25.8%	-8.0%	14.7%
淨利差	6.58%	7.16%	6.99%	6.63%	6.72%
信用成本(預期信用損失/應收帳款淨額)	1.48%	1.14%	1.40%	2.01%	1.68%
延滯率	2.45%	2.16%	2.39%	3.09%	2.97%
放款覆蓋率	2.51%	2.26%	2.14%	2.36%	2.62%

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	394,391	441,718
應收帳款淨額年增率	14.9%	20.9%	24.5%	16.3%	12.0%
總資產	318,481	408,877	522,151	588,329	637,694
舉息負債	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	34,463	39,475
手續費收入/服務收入	3,734	3,993	3,934	3,795	3,833
其他收入	631	636	805	842	859
營業收入	29,859	36,352	45,955	52,861	59,304
營業成本	9,992	12,199	16,720	21,768	23,661
營業毛利	19,867	24,152	29,235	31,093	35,643
預期信用減損	8,689	9,649	11,457	14,942	15,864
其他費用	5,825	6,416	7,281	8,245	9,350
營業費用	8,689	9,649	11,457	14,942	15,864
營業淨利(營業利益)	11,565	14,992	18,359	16,730	19,980
本期稅前淨利	11,676	14,988	18,697	17,215	20,355
合併總利益	9,468	11,962	14,774	13,887	16,160
稅後淨利(歸屬母公司股東)	9,468	11,962	14,774	13,887	16,160
稅後淨利(歸屬母公司股東)年增率	14.8%	26.3%	23.5%	-6.0%	16.4%
淨利差	6.26%	6.72%	6.39%	5.83%	5.99%
信用成本(預期信用損失/應收帳款淨額)	1.33%	1.27%	1.34%	1.79%	1.53%
延滯率	2.44%	1.98%	1.86%	2.26%	2.07%
放款覆蓋率	2.03%	1.86%	1.73%	1.72%	1.91%

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	13,887	16,160
中國	8,681	12,622	13,065	12,797	13,064
東協及其他	(611)	(1,889)	625	(197)	378
中租控股	16,857	21,644	27,222	25,034	28,723

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	228,257	251,178
應收帳款淨額年增率	22.3%	10.9%	10.4%	7.0%	10.0%
總資產	198,746	213,513	239,591	252,237	275,834
舉息負債	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	28,327	30,936
手續費收入/服務收入	3,565	3,919	3,262	3,097	3,377
其他收入	1	1	0	0	0
營業收入	22,596	27,549	29,677	31,428	34,318
營業成本	4,923	5,573	6,076	6,228	7,109
營業毛利	17,673	21,976	23,601	25,200	27,208
預期信用減損	7,028	6,336	8,041	10,664	11,409
其他費用	4,055	4,467	5,127	5,978	6,938
營業費用	7,028	6,336	8,041	10,664	11,409
營業淨利(營業利益)	10,766	15,834	15,767	14,773	15,919
本期稅前淨利	11,607	16,875	17,429	17,062	17,419
合併總利益	8,681	12,622	13,065	12,797	13,064
稅後淨利(歸屬母公司股東)	8,681	12,622	13,065	12,797	13,064
稅後淨利(歸屬母公司股東)年增率	26.9%	45.4%	3.5%	-2.1%	2.1%
淨利差	7.43%	8.18%	8.36%	8.33%	8.30%
信用成本(預期信用損失/應收帳款淨額)	1.83%	0.99%	1.40%	2.06%	1.80%
延滯率	1.93%	1.87%	2.70%	3.86%	3.52%
放款覆蓋率	2.66%	2.46%	2.40%	3.00%	3.42%

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	113,822	138,734
應收帳款淨額年增率	7.1%	12.5%	32.2%	9.1%	21.9%
總資產	76,096	90,939	115,624	126,817	152,217
舉息負債	55,465	63,107	72,200	79,474	96,163
總負債	67,910	87,572	107,996	117,613	141,209
總利息收入	6,442	7,358	9,547	12,133	14,723
手續費收入/服務收入	551	869	1,355	1,632	1,959
其他收入	29	32	74	84	86
營業收入	7,022	8,259	10,977	13,868	16,787
營業成本	1,852	1,716	2,722	4,501	5,394
營業毛利	5,170	6,543	8,255	9,366	11,394
預期信用減損	3,697	3,878	5,543	7,391	8,484
其他費用	2,411	2,633	3,236	4,060	5,127
營業費用	3,697	3,878	5,543	7,391	8,484
營業淨利(營業利益)	1,345	2,659	2,845	1,921	2,949
本期稅前淨利	1,383	2,792	3,200	2,304	3,149
合併總利益	(611)	(1,889)	625	(197)	378
稅後淨利(歸屬母公司股東)	(611)	(1,889)	625	(197)	378
淨利差	5.54%	6.03%	5.93%	5.66%	5.96%
信用成本(預期信用損失/應收帳款淨額)	1.77%	1.53%	2.15%	2.84%	2.34%
延滯率	3.73%	3.31%	3.24%	4.13%	4.80%
放款覆蓋率	3.67%	3.05%	2.83%	3.08%	3.41%

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	992,150	1,128,153
流動資產	523,039	623,924	754,246	809,589	907,974
現金及短期投資	53,173	79,214	97,400	73,138	76,344
存貨	-	-	-	-	-
應收帳款及票據	469,866	544,711	656,847	736,451	831,630
其他流動資產	-	-	-	-	-
非流動資產	70,285	89,303	122,952	182,560	220,179
長期投資	1,807	1,759	2,562	2,738	2,835
固定資產	44,043	52,241	65,457	92,329	92,329
什項資產	24,435	35,303	54,933	87,492	125,015
負債總額	493,345	596,713	727,042	828,814	936,095
流動負債	408,177	498,940	622,720	717,350	816,807
應付帳款及票據	-	-	-	-	-
短期借款	408,177	498,940	622,720	717,350	816,807
什項負債	-	-	-	-	-
長期負債	85,168	97,773	104,322	111,464	119,288
長期借款	-	-	-	-	-
其他負債及準備	85,168	97,773	104,322	111,464	119,288
股東權益總額	99,979	116,514	150,157	163,336	192,058
普通股股本	13,813	14,504	15,829	16,146	16,146
保留盈餘	66,682	80,120	110,491	122,812	151,535
少數股東權益	4,483	6,890	8,836	9,378	9,378
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%	12.6%	13.2%
營業收益增長	14.0%	41.4%	10.4%	(10.9%)	18.8%
EBITDA	14.8%	37.3%	12.0%	(6.9%)	22.0%
稅後純益	9.0%	28.4%	25.8%	(8.0%)	14.7%
每股盈餘成長率	4.8%	23.3%	16.7%	(9.7%)	14.4%
獲利能力分析					
營業毛利率	71.8%	73.0%	70.5%	66.8%	67.2%
營業利益率	39.8%	46.4%	42.7%	33.8%	35.4%
EBITDA Margin	47.5%	53.8%	50.2%	41.5%	44.7%
稅後純益率	28.3%	30.0%	31.4%	25.7%	26.0%
平均資產報酬率	3.1%	3.3%	3.4%	2.7%	2.7%
股東權益報酬率	22.4%	24.7%	24.6%	18.9%	18.7%
穩定 \ 償債能力分析					
毛負債比率 (%)	408.3%	428.2%	414.7%	439.2%	425.3%
淨負債比率	375.5%	388.4%	369.7%	413.2%	402.0%
利息保障倍數 (x)					
利息及短期債保障倍數 (x)	0.1	0.1	0.1	0.0	0.0
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	1.1	1.1
速動比率 (x)	1.3	1.3	1.2	1.1	1.1
淨負債 (NT\$百萬)	375,380	452,566	555,122	674,833	772,165
每股資料分析					
每股盈餘 (NT\$)	12.20	15.05	17.56	15.86	18.14
每股現金盈餘 (NT\$)	8.29	22.18	9.64	(4.63)	10.68
每股淨值 (NT\$)	58.27	65.24	79.80	86.07	103.85
調整後每股淨值 (NT\$)	58.27	65.24	79.80	86.07	103.85
每股營收 (NT\$)	43.06	49.75	54.71	60.40	68.38
EBITDA/Share (NT\$)	20.46	26.75	27.46	25.08	30.60
每股現金股利 (NT\$)	5.00	6.00	6.40	6.20	7.20
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	2,756.2	2,756.8
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	2,756.2	2,756.8

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	97,526	110,409
營業成本	(16,767)	(19,488)	(25,517)	(32,410)	(36,164)
營業毛利	42,711	52,671	61,091	65,116	74,245
營業費用	(19,035)	(19,187)	(24,120)	(32,185)	(35,117)
營業利益	23,676	33,485	36,971	32,931	39,128
總營業外收入	990	1,170	2,355	3,282	2,075
利息收入	-	-	-	-	-
投資利益淨額	-	-	-	-	-
其他營業外收入	990	1,170	2,355	3,282	2,075
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	36,213	41,203
所得稅費用[利益]	(7,127)	(11,960)	(10,861)	(10,168)	(11,320)
少數股東損益	(681)	(1,051)	(1,242)	(1,011)	(1,160)
非常項目	990	1,170	2,355	-	-
稅後淨利	16,857	21,644	27,222	25,034	28,723
EBITDA	28,256	38,804	43,466	40,487	49,400
每股盈餘 (NT\$)	12.20	15.05	17.56	15.86	18.14

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	(7,479)	17,237
本期純益	16,857	21,644	27,222	25,034	28,723
折舊及攤提	4,580	5,319	6,495	7,556	10,272
本期運用資金變動	(74,405)	(89,817)	(109,309)	(72,489)	(93,267)
其他營業資產及負債變動	64,425	95,021	90,851	32,421	71,510
投資活動之現金流量	(5,354)	(12,426)	4,146	(2,380)	(942)
投資用短期投資出售[新購]	(5,139)	(11,777)	5,079	(1,163)	(540)
本期長期投資變動	(201)	(3)	(624)	(284)	(48)
資本支出淨額	(180)	(754)	(203)	(545)	(554)
其他資產變動	166	109	(106)	(388)	200
自由現金流	(53,631)	(63,874)	(77,059)	(42,095)	(55,841)
融資活動之現金流量	8,097	(5,900)	1,760	(11,808)	(10,780)
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)	(10,580)
其他融資現金流	(783)	1,188	11,032	(1,107)	(200)
匯率影響數	(64)	(263)	59	(3,567)	(3,389)
本期產生現金流量	14,136	13,578	21,224	(25,233)	2,126

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%	33.0%	31.8%
= 營業利益率	39.8%	46.4%	42.7%	33.8%	35.4%
1 / (營業運用資金/營業收入	7.9	7.5	7.6	7.6	7.5
+ 淨固定資產/營業收入	0.7	0.7	0.8	0.9	0.8
+ 什項資產/營業收入)	0.4	0.5	0.6	0.9	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%	33.8%	35.4%
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%	71.9%	72.5%
= 稅後 ROIC	3.1%	3.4%	3.4%	2.6%	2.7%

資料來源：公司資料，凱基

中租-KY – 以往評級及目標價



日期	評級	目標價	收盤價
2023-11-09	持有	190.0	178.0
2023-08-28	持有	200.0	181.5
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

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	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。
未評等 (R)	
*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，週後若有變更時，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。