

# 中租-KY(5871)

## Downgrade to HOLD

■台灣 50 □中型 100 ■MSCI

### 元富投顧研究部

研究員 葉主揚 Paul, Yeh  
paul.yeh@masterlink.com.tw

### 評等

日期: 2024/09/23  
目前收盤價 (NT\$): 145  
目標價 (NT\$): 160  
52 週最高最低(NT\$): 136.5-195.5  
加權指數: 22042.69

### 公司基本資料

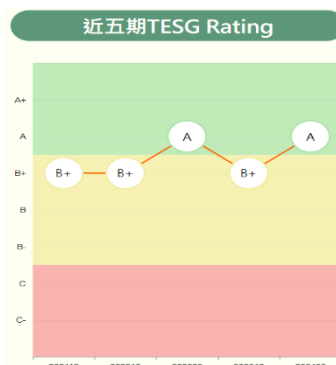
股本 (NT\$/mn): 18,279  
市值 (NT\$/mn): 265,050  
市值 (US\$/mn): 8,835  
20 日平均成交量(仟股): 6,852  
PER (2024): 9.55  
PBR (2024): 1.51  
外資持股比率: 52.92  
TCRI 0

### 股價表現

	1-m	3-m	6-m
絕對報酬率(%)	-2.7	-9.7	-15.9
加權指數報酬率	-1.6	-5.0	11.0

### 2024 Key Changes

	Current	Previous
評等	HOLD	BUY
目標價 (NT\$)	160	190
營業收入 (NT\$/mn)	103,714	104,577
毛利率 (%)	66.6	66.6
營益率 (%)	31.0	32.8
EPS (NT\$)	15.29	16.53
BVPS(NT\$)	97.0	98.5



## 資產品質仍有疑慮

- **中租 2Q24 延滯率仍惡化，單季稅後 EPS 為 3.55 元：**1H24 稅後淨利為 122.3 億元，YoY-6%，其中三大區域獲利：台灣獲利 YoY-4%，放款 YoY+10%，維持雙位數成長，延滯率小幅下降至 2.7%，YoY+0.4pts，然基準利率走揚，導致資金成本持續上升；中國獲利 YoY-12%，係因信用減損損失金額較 2Q23 增加，延滯率受到製造業復甦不如預期影響上升至 4.1%，YoY+0.7pts；東協獲利 YoY-26%，係因經濟復甦緩慢，至於延滯率則受到泰國和越南新增延滯金額的增加影響上升至 4.9%，YoY+1pts。整體而言，2Q24 中租獲利受到信用減損損失較多且需求放緩下延滯率於中國和東協均持續提升影響，2Q24 稅後 EPS 為 3.55 元。
- **中國和東協延滯率持續上升，顯示資產品質仍有惡化疑慮：**2Q24 中國資金成本小幅下降主要反映借款結構變化和政府降息，然景氣尚未好轉導致延滯率再度向上提升至 4.1%，加上預期信用損失金額增加，使得中國獲利 YoY-25%；東協延滯率受泰國經濟成長放緩、呆帳準備提列較多與利息費用增加影響上升至 4.5%，獲利衰退主因為泰國公共建設預算執行較慢，公共設施車輛融資出現延滯，新增延滯增加提列之信用減損損失較高。考量三大區域經濟成長不如預期且延滯率仍持續上升的情況下，後續資產品質仍有惡化疑慮，對 2024 年展望保守。
- **買進轉為中立理由：**由於 2Q24 財報不如預期，調整 2024 年中租稅後淨利至 254 億元，YoY+1.3%，稅後 EPS 至 15.29 元(原 16.53 元)，初估 2025 年稅後 EPS 為 16.93 元；股利政策部分，過往中租股利配發率穩定在 45% 上下且現金與股票股利約 9:1，若以此計算則預估現金股利為 6.1 元、殖利率約當 4.1%，與過往平均水準相當。至於評價面，過去 PER 落在 8-20x 間，目前不到 10x，不過考量中國和東協經濟復甦緩慢，且信用成本短期不易下降，認為評價上漲空間有限，故評等由買進轉為中立，目標價 160 元(11x2024EPS)。

Exhibit 1: TESG 企業永續指標

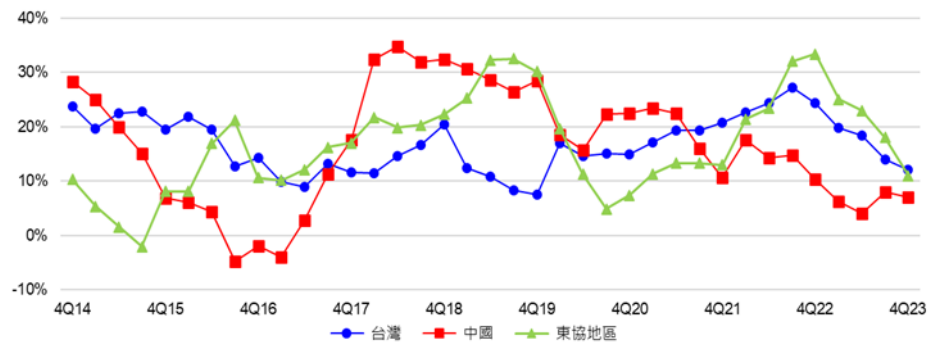


Source : TEJ

## 中租為台灣租賃業龍頭

中租起源於 1977 年在台灣所成立的中國租賃股份有限公司，提供以資產為基礎的融資服務，並於 2011/12/13 在台灣正式掛牌上市。中租海外佈局積極：於 2005 年取得中國大陸第一張外資租賃執照，在上海成立仲利國際租賃有限公司，發展初期目標市場以提供台商及外資企業設備租賃為主；2006 年取得越南中央銀行核准執照，在越南工商重鎮胡志明市成立 Chailease International Leasing Company Ltd.，並於 2007/1 月開幕，其營業項目以機器設備、營建機具及車輛之租賃業務及保險代理業務為主；而後續於 2015-2017 年則分別於馬來西亞、柬埔寨與菲律賓成立合資公司從事機器設備、營建機具與汽車融資等相關業務。就 2023 年各子公司應收帳款佔比而言，台灣占 56%、中國 29%、東協占 14%；就歸屬於母公司獲利佔比則台灣占 49%、中國 45%、東協 5%，顯示目前以台灣與中國為兩大主要市場。

Exhibit 2：中租應收帳款成長率



Sources : Chailease、Masterlink

## 中租 2Q24 延滯率仍惡化，單季稅後 EPS 為 3.55 元

中租 1H24 稅後淨利為 122.3 億元，YoY-6%，其中三大區域獲利：台灣獲利 YoY-4%，放款 YoY+10%，維持雙位數成長，延滯率小幅下降至 2.7%，YoY+0.4pts，然基準利率走揚，導致資金成本持續上升；中國獲利 YoY-12%，係因信用減損損失金額較 2Q23 增加，延滯率受到製造業復甦不如預期影響上升至 4.1%，YoY+0.7pts；東協獲利 YoY-26%，係因經濟復甦緩慢，至於延滯率則受到泰國和越南新增延滯金額的增加影響上升至 4.9%，YoY+1pts。整體而言，2Q24 中租獲利受到信用減損損失較多且需求放緩下延滯率於中國和東協均持續提升影響，2Q24 稅後 EPS 為 3.55 元。

## 2023 年退稅收益為人民幣 4.7 億元，2024 年則相對較少

受惠中國財政返還退稅措施，中租 2023 年共有人民幣 4.7 億元財政返還退稅貢獻，較 2022 年增加約人民幣 1.6 億元，其中退稅額度主要按照前一年度業務承作情形而定，大多來自股權移轉和資本利得稅的繳納；然隨著 2023 年中國地區業務以及獲利成長趨緩，預估 2024 年財政返還退稅金額將相對較少，管理層估計約落在人民幣 3.3-3.4 億元左右的水準。

中國和東協延滯率持續上升，顯示資產品質仍有惡化疑慮

中租營運三大區域：2Q24 台灣營收為 139.6 億元，YoY+7%，主要為太陽能業務穩健成長，惟升息導致資金成本提升，使得台灣獲利 YoY-1%；2Q24 中國營收為 82.6 億元，YoY+5%，應收帳款收益率維持 13.3% 左右，資金成本小幅下降主要反映借款結構變化和政府降息，然景氣尚未好轉導致延滯率再度向上提升至 4.1%，加上預期信用損失金額增加，使得中國獲利 YoY-25%；至於 2Q24 東協部分營收為 34 億元，YoY+3%，延滯率受到泰國經濟成長放緩、呆帳準備提列較多與利息費用增加影響上升至 4.5%，獲利衰退主因為泰國公共建設預算執行較慢，公共設施車輛融資出現延滯，新增延滯增加提列之信用減損損失較高。展望後市，我們推估台灣放款 YoY+8-10%、中國放款 YoY+5-8% 和東協放款 YoY+10-15%，同時認為資金成本雖處相對高檔，但價格也有做動態調整，在後續收益率提升下、利差將逐步回穩，不過在中國和東協總體環境不如預期且延滯率仍持續上升的情況下，後續資產品質仍有惡化疑慮，對 2024 年展望保守。

評等由買進轉為中立

綜合前述，由於 2Q24 財報不如預期，調整 2024 年中租稅後淨利至 254 億元，YoY+1.3%，稅後 EPS 至 15.29 元(原 17.14 元)，初估 2025 年稅後 EPS 為 16.93 元；股利政策部分，過往中租股利配發率穩定在 45% 上下且現金與股票股利約 9:1，若以此計算則預估現金股利為 6.7 元、殖利率約當 4.6%，與過往平均水準相當。至於評價面，過去 PER 落在 8-20x 間，目前不到 10x，不過考量中國和東協經濟復甦緩慢，且信用成本短期不易下降，認為評價上漲空間有限，故評等由買進轉為中立，目標價 160 元(11x2024EPS)。

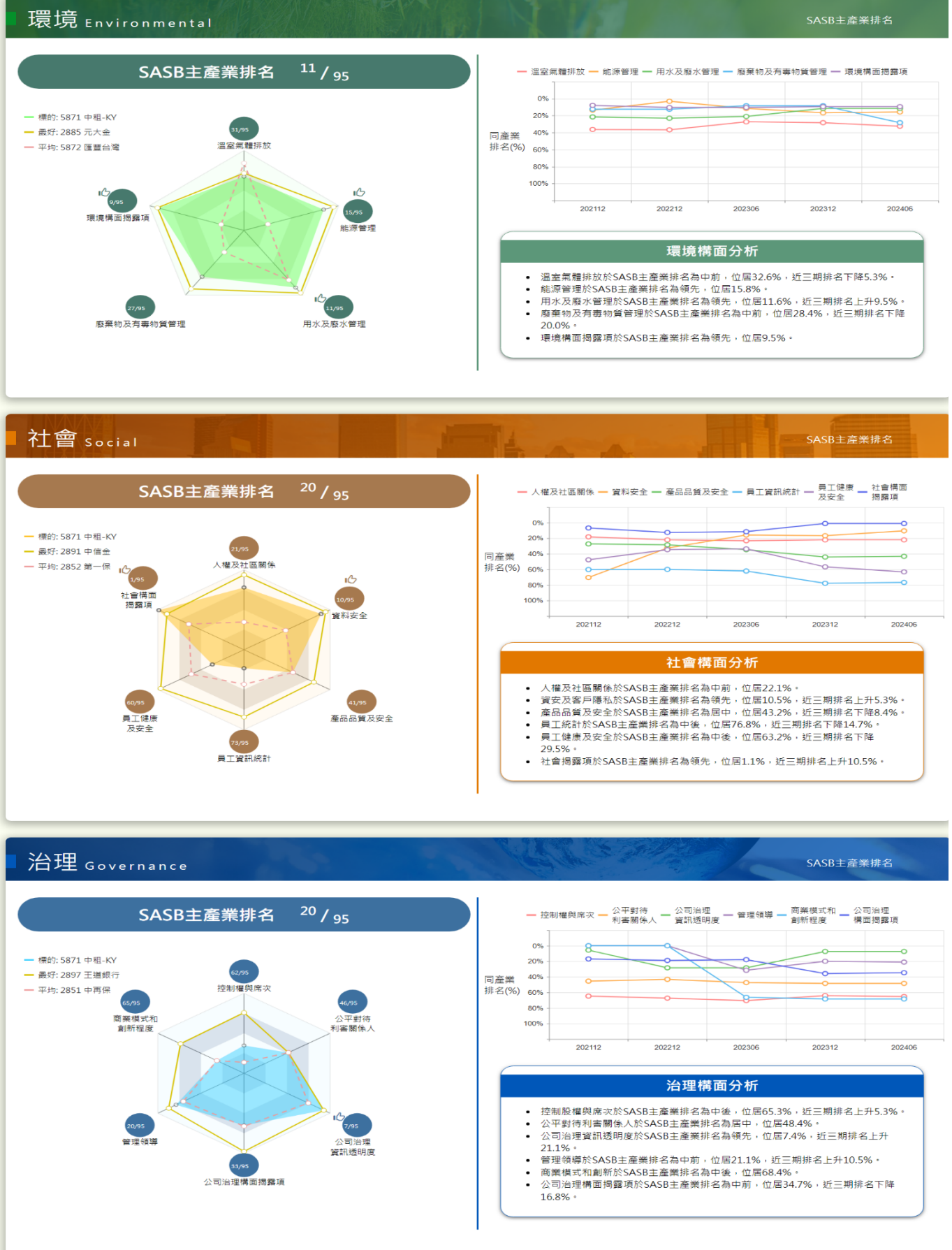
Exhibit 3：現金股利

5871 中租-KY	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025(F)
EPS(t-1)	6.04	6.02	6.36	8.15	10.14	11.30	11.75	14.25	17.17	15.15	15.29
配發率	46%	51%	53%	47%	41%	41%	43%	42%	37%	43%	44%
現金股利	2.8	3.1	3.4	3.8	4.2	4.6	5.0	6.0	6.4	6.5	6.7
殖利率	5.7%	3.9%	4.0%	3.0%	2.8%	3.0%	1.9%	2.8%	3.7%	3.5%	4.6%

註：殖利率以當年底股價計算；另外，2025 年殖利率以昨日收盤價計算

Sources：Chailease、Masterlink

TESG 企業永續指標



Source : TEJ

本刊登之報告為元富投顧於特定日期之分析，已力求陳述內容之可靠性，純屬研究性質，僅作參考，使用者應明瞭內容之時效性，審慎考量投資風險，並就投資結果自行負責。報告著作權屬元富投顧所有，禁止任何形式之抄襲、引用或轉載。



Comprehensive income statement					NT\$m
Year-end Dec. 31	FY22	FY23	FY24 F	FY25 F	
	IFRS	IFRS	IFRS	IFRS	
Net sales	86,608	97,526	103,714	110,375	
COGS	25,517	32,410	34,618	37,763	
Gross profit	61,091	65,116	69,095	72,612	
Operating expense	25,040	33,121	36,959	41,509	
<b>Operating profit</b>	<b>36,970</b>	<b>33,040</b>	<b>32,136</b>	<b>31,114</b>	
Total non-operate. Inc.	2,355	3,282	1,558	1,735	
Pre-tax profit	39,325	36,323	36,304	39,482	
Total Net profit	28,464	26,045	26,217	28,410	
Minority	0	0	0	0	
<b>Net Profit</b>	<b>27,222</b>	<b>25,034</b>	<b>25,371</b>	<b>27,328</b>	
<b>EPS (NT\$)</b>	<b>17.18</b>	<b>15.15</b>	<b>15.29</b>	<b>16.93</b>	
Y/Y %	FY22	FY23	FY24 F	FY25 F	
Sales	20.0	12.6	6.3	6.4	
Gross profit	16.0	6.6	6.1	5.1	
Operating profit	10.4	(10.6)	(2.7)	(3.2)	
Pre-tax profit	13.5	(7.6)	(0.1)	8.8	
Net profit	25.8	(8.0)	1.3	7.7	
EPS	20.6	(11.4)	3.2	7.7	
Margins %	FY22	FY23	FY24 F	FY25 F	
Gross	70.5	66.8	66.6	65.8	
Operating	42.7	33.9	31.0	28.2	
EBITDA	52.6	44.3	42.2	43.0	
Pre-tax	45.4	37.2	35.0	35.8	
<b>Net</b>	<b>31.4</b>	<b>25.7</b>	<b>24.5</b>	<b>24.8</b>	

Comprehensive Quarterly Income Statement				
	1Q24	2Q24	3Q24F	4Q24F
Net sales	25,011	25,735	26,115	26,853
Gross profit	16,524	17,126	17,432	18,014
Operating profit	7,683	7,823	8,165	8,464
Total non-ope inc.	483	426	309	341
Pre-tax profit	8,219	9,158	9,189	9,738
Net profit	5,815	6,409	6,386	6,761
EPS	3.60	3.55	3.96	4.19
Y/Y %	1Q24	2Q24	3Q24F	4Q24F
Net sales	8.1	6.6	3.7	7.1
Gross profit	6.1	6.0	4.2	8.1
Operating profit	(9.3)	(4.1)	(5.4)	8.8
Net profit	(15.6)	3.8	2.5	17.8
Q/Q %	1Q24	2Q24	3Q24F	4Q24F
Net sales	(0.2)	2.9	1.5	2.8
Gross profit	(0.8)	3.6	1.8	3.3
Operating profit	(1.2)	1.8	4.4	3.7
Net profit	1.4	10.2	(0.4)	5.9
Margins %	1Q24	2Q24	3Q24F	4Q24F
Gross	66.1	66.5	66.7	67.1
Operating	30.7	30.4	31.3	31.5
<b>Net</b>	<b>23.2</b>	<b>24.9</b>	<b>24.5</b>	<b>25.2</b>

Consolidated Balance Sheet					NT\$m
Year-end Dec. 31	FY22	FY23	FY24 F	FY25 F	
	IFRS	IFRS	IFRS	IFRS	
Cash	67,599	36,994	50,322	51,638	
Marketable securities	23,463	25,831	24,336	24,543	
A/R & N/R	500,468	543,161	511,137	579,321	
Inventory	-	-	-	-	
Others	20,416	34,847	23,136	26,133	
Total current asset	611,946	640,832	608,931	681,635	
Long-term invest.	8,900	8,170	14,667	15,950	
Total fixed assets	65,457	93,619	88,049	102,969	
Total other assets	190,895	200,723	232,768	245,616	
<b>Total assets</b>	<b>877,199</b>	<b>943,345</b>	<b>944,416</b>	<b>1,046,170</b>	
Short-term Borrow	76,069	66,490	66,490	66,490	
A/P & N/P	5,247	4,353	5,861	5,862	
Other current liab.	401,961	474,936	464,505	502,115	
Total current liab.	483,277	545,780	536,856	574,467	
L-T borrows	228,193	215,341	200,624	214,719	
Other L-T liab.	15,572	18,888	16,310	16,923	
<b>Total liability</b>	<b>727,042</b>	<b>780,009</b>	<b>753,790</b>	<b>806,110</b>	
Common stocks	17,329	17,646	17,646	17,646	
Reserves	41,855	41,863	52,051	68,850	
Retain earnings	90,972	103,828	120,928	153,564	
<b>Total Equity</b>	<b>150,157</b>	<b>163,336</b>	<b>190,625</b>	<b>240,060</b>	
<b>Total Liab. &amp; Equity</b>	<b>877,199</b>	<b>943,345</b>	<b>944,416</b>	<b>1,046,170</b>	

Consolidated Statement of Cash flow					NT\$m
Year-end Dec. 31	FY22	FY23	FY24 F	FY25 F	
	IFRS	IFRS	IFRS	IFRS	
Net income	28,464	26,045	26,217	28,410	
Dep & Amort	6,495	7,277	7,686	8,207	
Investment income	-27	-12	-25	-21	
Changes in W/C	-109,309	-91,177	-96,768	-99,084	
Other adjustment	89,635	82,452	88,698	86,929	
<b>Cash flow – ope.</b>	<b>15,259</b>	<b>24,585</b>	<b>25,808</b>	<b>24,439</b>	
Capex	-203	-303	-377	-294	
Change in L-T inv.	-624	-276	-301	-400	
Other adjustment	4,972	-3,966	-3,597	-864	
<b>Cash flow –inve.</b>	<b>4,146</b>	<b>-4,545</b>	<b>-4,275</b>	<b>-1,558</b>	
Free cash flow	0	0	0	0	
Inc. (Dec.) debt	0	0	0	0	
Cash dividend	0	-2,097	-759	-952	
Other adjustment	1,760	3,416	-181	1,665	
<b>Cash flow-Fin.</b>	<b>1,760</b>	<b>1,319</b>	<b>-940</b>	<b>713</b>	
Exchange influence	59	-89	-98	-43	
<b>Change in Cash</b>	<b>224,901</b>	<b>246,171</b>	<b>266,666</b>	<b>290,218</b>	
Ratio Analysis					
Year-end Dec. 31	FY22	FY23	FY24 F	FY25 F	
ROA	3.6	2.9	2.8	2.9	
ROE	21.3	16.6	14.8	13.2	

#### Option exp. in R.O.C. GAAP & IFRS

#### MasterLink Securities – Stock Rating System

**STRONG BUY:** Total return expected to appreciate 50% or more over a 3-month period.

**BUY:** Total return expected to appreciate 15% to 50% over a 3-month period.

**HOLD:** Total return expected to be between 15% to –15% over a 3-month period.

**SELL:** Total return expected to depreciate 15% or more over a 3-month period.

Additional Information Available on Request

©2024 MasterLink Securities. All rights reserved.

This information has been compiled from sources we believe to be reliable, but we do not hold ourselves responsible for its completeness or accuracy. It is not an offer to sell or solicitation of an offer to buy any securities. MasterLink and its affiliates and their officers and employees may or may not have a position in or with respect to the securities mentioned herein. This firm (or one of its affiliates) may from time to time perform investment banking or other services or solicit investment banking or other business from, any company mentioned in this report. All opinions and estimates included in this report constitute our judgment as of this date and are subject to change without notice. MasterLink has produced this report for private circulation to professional and institutional clients only. All information and advice is given in good faith but without any warranty.