

中租-KY(5871)

■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

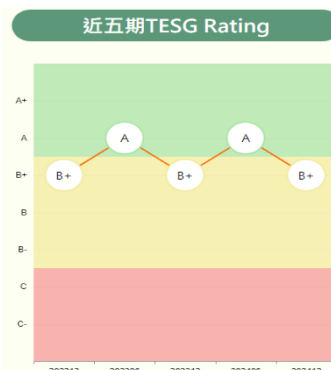
日期:	2025/03/04
目前收盤價 (NT\$):	129
目標價 (NT\$):	130
52 週最高最低(NT\$):	110-179
加權指數:	22756.25

公司基本資料

股本 (NT\$/mn):	18,279
市值 (NT\$/mn):	235,800
市值 (US\$/mn):	7,860
20 日平均成交量(仟股):	8,139
PER (2025):	10.24
PBR (2025):	1.37
外資持股比率:	45.85
TCRI	0

股價表現	1-m	3-m	6-m
絕對報酬率(%)	7.5	4.9	-12.2
加權指數報酬率	0.3	-1.2	3.0

2025 Key Changes	Current	Previous
評等	HOLD	HOLD
目標價 (NT\$)	130	160
營業收入 (NT\$/mn)	107,634	110,634
毛利率 (%)	66.2	66.2
營益率 (%)	28.7	29.4
EPS (NT\$)	12.6	16.05
BVPS(NT\$)	94.3	95.0



短期延滯率難以改善，資產品質仍有疑慮

- 中租 4Q24 延滯率仍惡化，單季稅後 EPS 為 2.53 元：4Q24 稅後淨利為 41.8 億元，YoY-27%，其中三大區域獲利：台灣獲利 YoY-15%，延滯率上升至 2.9%，YoY+0.6pts，係因信用資產成長不如預期且信用成本較高；中國獲利 YoY-45%，係因信用減損損失金額較 4Q23 增加，延滯率受到製造業復甦不如預期影響上升至 5.1%，YoY+1.2pts；東協獲利 YoY+40%，係因 4Q23 信用成本較高，獲利基期較，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 5.2%，YoY+0.9pts。整體而言，4Q24 中租獲利受到資金成本提升且需求放緩下延滯率於中國和東協均持續提升影響，4Q24 稅後 EPS 為 2.53 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：雖 4Q24 中國推出刺激政策，但中租中國業務資產品質仍持續惡化，新增延滯上揚帶動中國延滯金額季增 12 億元，中國延滯率季增 0.6%至 5.1%，連續三年上揚，已接近 2015 歷史區間延滯率上緣 5.5%；至於東協地區，由於泰國經濟成長放緩、呆帳準備提列較多與利息費用增加影響延滯率上升至 5.2%，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 2025 年展望保守。
- 維持中立理由：由於 4Q24 財報不如預期，調整 2025 年中租稅後淨利至 230 億元，YoY+2.1%，稅後 EPS 至 12.6 元(原 16.05 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 元、殖利率約當 4.7%，略優於過往平均水準。至於評價面，過去 PER 落在 8-20x 間，目前約 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，故評等維持中立，目標價 130 元(10x2025EPS)。

Exhibit 1: TESG 企業永續指標

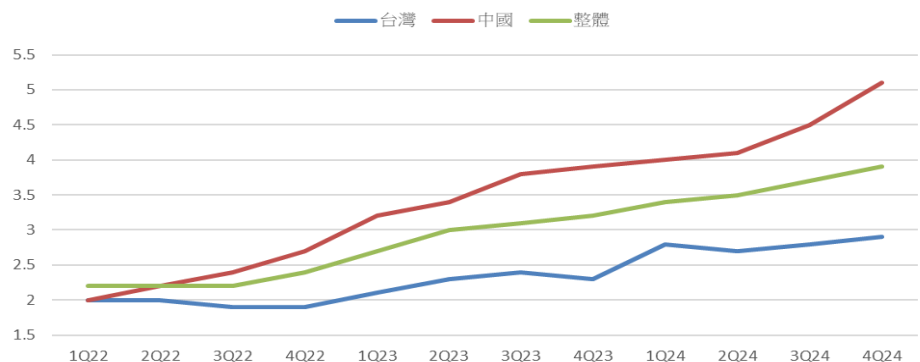


Source : TEJ

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：各地區及整體延滯率走勢(%)



Sources : Chailease、Masterlink

中租 4Q24 延滯率仍惡化，單季稅後 EPS 為 2.53 元

中租 4Q24 稅後淨利為 41.8 億元，YoY-27%，其中三大區域獲利：台灣獲利 YoY-15%，延滯率上升至 2.9%，YoY+0.6pts，係因信用資產成長不如預期且信用成本較高；中國獲利 YoY-45%，係因信用減損損失金額較 4Q23 增加，延滯率受到製造業復甦不如預期影響上升至 5.1%，YoY+1.2pts；東協獲利 YoY+40%，係因 4Q23 信用成本較高，獲利基期較，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 5.2%，YoY+0.9pts。整體而言，4Q24 中租獲利受到資金成本提升且需求放緩下延滯率於中國和東協均持續提升影響，4Q24 稅後 EPS 為 2.53 元。

2024 年退稅收益為人民幣 3.1 億元

受惠中國財政返還退稅措施，中租 2024 年共有人民幣 3.1 億元財政返還退稅貢獻，較 2023 年減少約人民幣 1.5 億元，係因中國地區業績成長較緩，即徵即退的退稅減少，且 2023 年有多出一筆因先前股權清算的退稅金額約人民幣 1 億餘元，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；隨著 2024 年國地區業務以及獲利成長趨緩，管理層預估 2025 年財政返還退稅金額將維持在 3.1 億元人民幣，與 2024 年相當。

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：2024 年台灣營收為 548 億元，YoY+4%，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-5%；2024 年中國營收為 331 億元，YoY+6%，雖 4Q24 中國推出刺激政策，但中租中國業務資產品質仍持續惡化，新增延滯上揚帶動中國延滯金額季增 12 億元，中國延滯率季增 0.6%至 5.1%，連續三年上揚，已接近 2015 歷史區間延滯率上緣 5.5%，加上預期信用損失金額增加，使得中國獲利 YoY-17%；至於 2024 年東協部分營收為 140 億元，YoY+6%，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 5.2%，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，管理層預期東協放款 10-15%，高於台灣及中國放款成長 5%，同時認為資金成本開始下降，且價格也持續動態調整，在後續收益率提升下、利差將穩步回穩，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 2025 年展望保守。

評等維持中立

綜合前述，由於 4Q24 財報不如預期，調整 2025 年中租稅後淨利至 230 億元，YoY+2.1%，稅後 EPS 至 12.6 元(原 16.05 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 元、殖利率約當 4.7%，略優於過往平均水準。至於評價面部分，過去 PER 落在 8-20x 間，目前約 10x，處歷史區間下緣，考量中國和東協經濟復甦緩慢，且信用成本短期不易下降，故評等維持中立，目標價 130 元(10x2025EPS)。

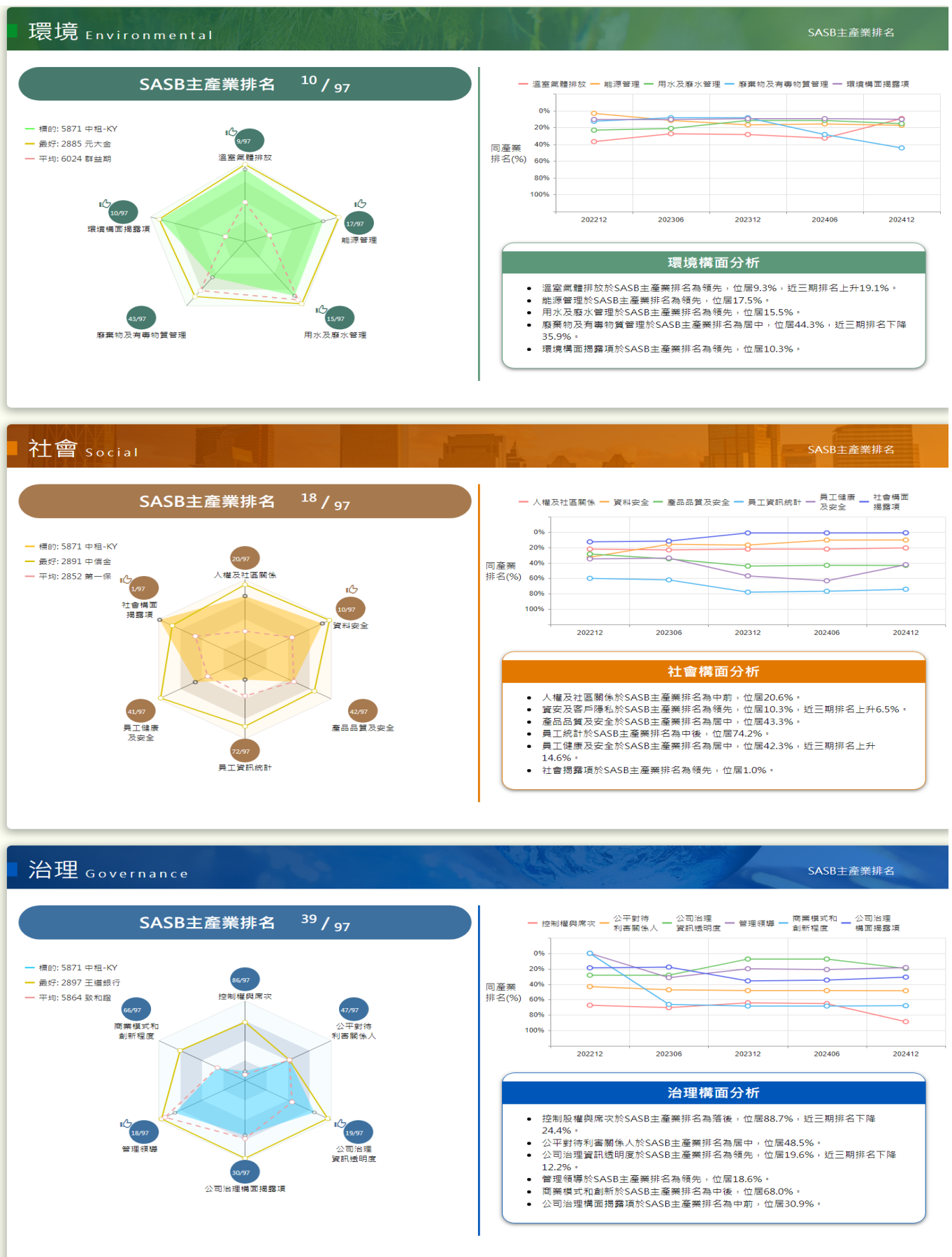
Exhibit 3：現金股利

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	13.31
配發率	46%	51%	53%	47%	41%	41%	43%	42%	37%	43%	45%
現金股利	2.8	3.1	3.4	3.8	4.2	4.6	5.0	6.0	6.4	6.5	6.0
殖利率	5.7%	3.9%	4.0%	3.0%	2.8%	3.0%	1.9%	2.8%	3.7%	3.5%	4.7%

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



Comprehensive income statement				NT\$m
Year-end Dec. 31	FY22	FY23	FY24	FY25 F
	IFRS	IFRS	IFRS	IFRS
Net sales	86,608	97,526	102,292	107,634
COGS	25,517	32,410	34,249	36,376
Gross profit	61,091	65,116	68,043	71,257
Operating expense	25,040	33,121	39,010	40,397
Operating profit	36,970	33,040	30,095	30,860
Total non-operate. Inc.	2,355	3,282	2,340	2,911
Pre-tax profit	39,325	36,323	32,435	33,018
Total Net profit	28,464	26,045	23,436	23,939
Minority	0	0	0	0
Net Profit	27,222	25,034	22,586	23,029
EPS (NT\$)	17.18	15.23	13.38	12.60
Y/Y %	FY22	FY23	FY24	FY25 F
Sales	20.0	12.6	4.9	5.2
Gross profit	16.0	6.6	4.5	4.7
Operating profit	10.4	(10.6)	(8.9)	2.5
Pre-tax profit	13.5	(7.6)	(10.7)	1.8
Net profit	25.8	(8.0)	(9.8)	2.0
EPS	20.6	(11.4)	(12.1)	(5.8)
Margins %	FY22	FY23	FY24	FY25 F
Gross	70.5	66.8	66.5	66.2
Operating	42.7	33.9	29.4	28.7
EBITDA	52.6	44.3	39.2	37.9
Pre-tax	45.4	37.2	31.7	30.7
Net	31.4	25.7	22.1	21.4

Comprehensive Quarterly Income Statement				
	1Q25F	2Q25F	3Q25F	4Q25F
Net sales	26,181	26,652	27,084	27,717
Gross profit	17,655	17,698	17,774	18,129
Operating profit	8,075	8,263	7,739	6,782
Total non-ope inc.	283	838	353	1,437
Pre-tax profit	7,408	8,233	8,358	9,019
Net profit	5,392	6,012	6,098	6,436
EPS	2.86	3.19	3.22	3.33
Y/Y %	1Q25F	2Q25F	3Q25F	4Q25F
Net sales	4.7	3.6	3.3	9.5
Gross profit	6.8	3.3	0.5	8.5
Operating profit	1.6	2.2	(6.4)	17.1
Net profit	(10.2)	(9.1)	(4.7)	45.7
Q/Q %	1Q25F	2Q25F	3Q25F	4Q25F
Net sales	3.4	1.8	1.6	2.3
Gross profit	5.7	0.2	0.4	2.0
Operating profit	39.4	2.3	(6.3)	(12.4)
Net profit	22.0	11.5	1.4	5.5
Margins %	1Q25F	2Q25F	3Q25F	4Q25F
Gross	67.4	66.4	65.6	65.4
Operating	30.8	31.0	28.6	24.5
Net	20.6	22.6	22.5	23.2

Consolidated Balance Sheet				NT\$m
Year-end Dec. 31	FY22	FY23	FY24	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	496,681	566,690
Inventory	-	-	-	-
Others	20,416	34,847	23,136	26,133
Total current asset	611,946	640,832	594,475	669,004
Long-term invest.	8,900	8,170	15,299	16,502
Total fixed assets	65,457	93,619	88,049	102,969
Total other assets	190,895	200,723	246,592	257,694
Total assets	877,199	943,345	944,416	1,046,170
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
Total liability.	727,042	780,009	753,790	806,110
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
Total Equity	150,157	163,336	190,625	240,060
Total Liab. & Equity	877,199	943,345	944,416	1,046,170

Consolidated Statement of Cash flow				NT\$m
Year-end Dec. 31	FY22	FY23	FY24	FY25 F
	IFRS	IFRS	IFRS	IFRS
Net income	28,464	26,045	23,436	23,939
Dep & Amort	6,495	7,277	7,582	8,007
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
Cash flow – ope.	15,259	24,585	22,924	19,769
Capex	-203	-303	-377	-294
Change in L-T inv.	-624	-276	-301	-400
Other adjustment	4,972	-3,966	-3,597	-864
Cash flow – inve.	4,146	-4,545	-4,275	-1,558
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
Cash flow–Fin.	1,760	1,319	-940	713
Exchange influence	59	-89	-98	-43
Change in Cash	224,901	246,171	263,782	282,663
Ratio Analysis				
Year-end Dec. 31	FY22	FY23	FY24	FY25 F
ROA	3.6	2.9	2.5	2.4
ROE	21.3	16.6	13.2	11.1

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

©2025 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.