

中租-KY(5871)

■台灣 50 □中型 100 ■MSCI

元富投顧研究部

研究員 陳芷筠 Alexis Chen
alexischen0820@masterlink.com.tw

評等

日期: 2020/8/13
目前收盤價 (NT\$): 124.0
目標價 (NT\$): 148
52 週最高最低(NT\$): 77.7-144
加權指數: 12670.35

公司基本資料

股本 (NT\$/mn): 13,813
市值 (NT\$/mn): 171,280
市值 (US\$/mn): 5,709
20 日平均成交量(仟股): 2,751
PER (2020): 11.1
PBR (2020): 2.44
外資持股比率: 74.27
TCRI 0

股價表現	1-m	3-m	6-m
絕對報酬率(%)	-0.8	6.9	-1.6
加權指數報酬率	4.9	16.5	7.6

2020 Key Changes	Current	Previous
評等	BUY	BUY
目標價 (NT\$)	148	130
營業收入 (NT\$/mn)	58,127	56,749
毛利率 (%)	67.9	65.3
營益率 (%)	36.9	34.2
EPS (NT\$)	11.47	10.83
BVPS(NT\$)	50.85	52.52



進入融資旺季

- 中租 2Q20 EPS 為 2.87 元，優於預期，2Q20 毛利仍維持 71%水準且呆帳費用提列較 1Q 下滑：中租公告 2Q20 營收為 143 億元，QoQ+2.6%，YoY-1.9%，累計 1H20 營收 YoY+3%，由於台灣疫情相對可控且中國疫情趨緩等影響，營收表現較上季成長，同時呆帳費用提列較 1Q 少，因此稅後獲利為 39.66 億元，YoY-1.8%，EPS 為 2.87 元，累計 1H20 EPS 為 5.82 元，優於預期。
- 預期中租 2020 年與 2021 年 EPS 為 11.47 元與 12.12 元，每股盈餘連續四年穩定在 10 元以上水準：由於疫情相對可控且預期經濟將逐步回升下，放款動能可望延續，因此預估台灣、中國與東協應收帳款餘額 YoY+8.2%、14%與 7%，另外利差表現均有望持穩，同時疫情相對和緩預計呆帳提列準備將少於 1H20，因此推估 2020 年與 2021 年 EPS 為 11.47 元與 12.12 元，將連四年 EPS 穩定在 10 元以上水準。
- 維持買進：2H20 進入傳統融資旺季且預期 EPS 將連續四年穩定在 10 元以上水準，同時過去 PER 正常區間為 10-12x，由於獲利仍穩定成長評價有望朝 12x 靠攏，因此維持買進評等，目標價由原先的 130 元調升至 148 元(1.2x 2021EPS)。

Exhibit 1: 獲利趨勢

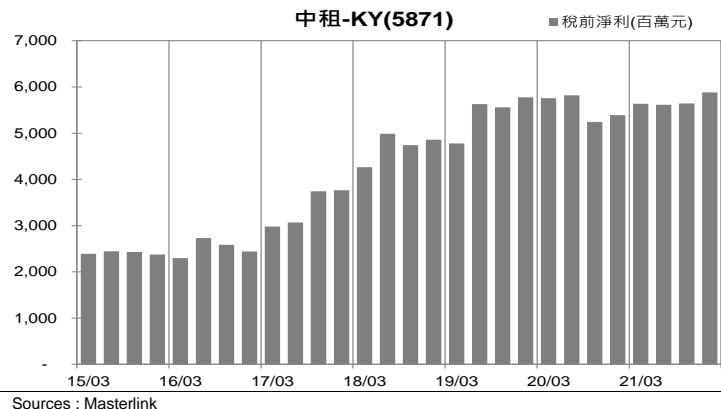
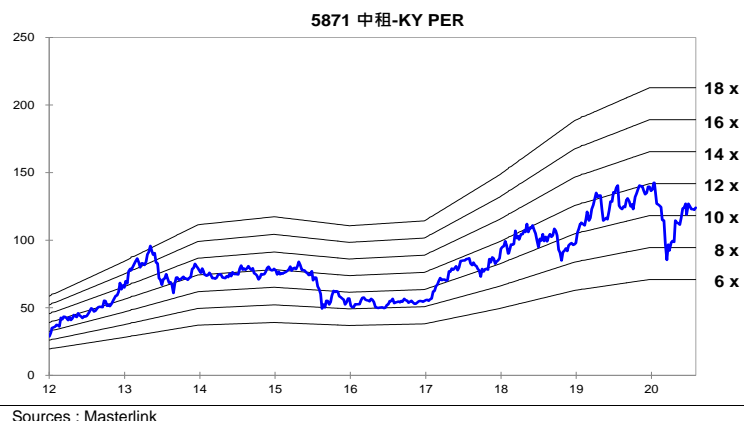


Exhibit 2: 中租-KY PER



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 2019 年各子公司應收帳款佔比而言，台灣占 51%、中國 33%、東協占 14%；就歸屬於母公司獲利佔比則台灣占 53%、中國 44%、東協 9%，顯示目前以台灣與中國為兩大主要市場。

中租 2Q20 EPS 為 2.87 元，優於預期，2Q20 毛利仍維持 71%水準且呆帳費用提列較 1Q 下滑

中租公告 2Q20 營收為 143 億元，QoQ+2.6%，YoY-1.9%，累計 1H20 營收 YoY+3%，由於台灣疫情相對可控且中國疫情趨緩等影響，營收表現較上季成長，不過 1H20 成長幅度緩慢主因在於中國與越南自今年起改採取淨額法的銷貨業務收入認列方式，若還原成過去以總額法的認列方式則成長幅度有 14%。另外毛利率 71.1%，大抵與 1Q20 持平，營業利益為 57.35 億元，YoY+12.5%，營業利益率成長 1.2 百分點至 40.1%，主要為 2Q 提列呆帳費用較 1Q 下滑所致。稅後獲利為 39.66 億元，YoY-1.8%，EPS 為 2.87 元，累計 1H20 EPS 為 5.82 元，優於預期。

Exhibit 3: 財報與預估差異

中租-KY(5871)							
NT\$m	1Q20	2Q20(A)	2Q20(F)	與預期相比	QOQ	YOY	累計YOY
Net sales	13,943	14,299	13,327	7.3%	2.6%	-1.9%	2.8%
Margin %	71.4%	71.1%	64.5%				
Operating Profit	5,418	5,735	4,584	25.1%	5.9%	12.5%	15.4%
Operating Margin	38.9%	40.1%	34.4%	5.7%			
Total non-op inc.	339	85	246				
Pre-tax profit	5,757	5,820	4,830	20.5%	1.1%	3.4%	11.2%
Net profit	3,923	3,966	3,466	14.4%	1.1%	-1.8%	4.8%
EPS	2.95	2.87	2.61				

Sources : Chailease、Masterlink

進入傳統融資旺季，2H20 將優於 1H20 且 4Q20 又優於 3Q20，預期中租 2020 年與 2021 年 EPS 為 11.47 元與 12.12 元，每股盈餘連續四年穩定在 10 元以上水準

中租 7 月份營收為 50.23 億元，MoM+5%，YoY+0%，累計營收 YoY+2%，達成 3Q 營收預估幅度 34%，表現符合預期。目前 1H20 應收帳款 YoY+3%，而時序進入下半年為傳統融資旺季，放款成長動能有望延續。

台灣部分：2Q20 營收為 73.4 億元，YoY+17%，主要為價量表現同步優異。其中，應收帳款收益率因市場競爭關係較前季下滑 12bp 至 7.76%，而資金成本則下滑 14bp 至 1.17%，因此利差微幅較 1Q20 微幅擴大 3bp 至 6.59%。同時，由於台灣疫情相對可控，因此應收帳款為 2106.2 億元，YoY+15%；另外延滯率則連兩季持平於 2.9%。

中國部分：2Q20 中國疫情趨緩，使應收帳款為 1478 億元，QoQ+4%，YoY+16%，同時應收帳款收益率下滑 15bp 至 13.34%、資金成本則 28bp 至 4.74%，利差擴大 13bp 至 8.6%，不過由於銷貨收入認列方式改變，使中國營收為 53.2 億元，YoY-20%。另外由於疫情趨緩，2Q20 中國部分呆帳費用提列

2800 萬元，較 1Q20 的 9000 萬元少，不過財政返回部分同樣亦較 1Q 少，因此中國部分 2Q20 獲利 19.46 億元，僅與 1Q20 持平。

東協地區：2Q20 應收帳款為 636 億元，YoY+11%，主要為越南與馬來西亞成長較快所致，營收為 32.2 億元，YoY-2%，同樣因越南的銷貨收入認列方式改變所導致，不過 2Q20 獲利為 3.3 億元，YoY+11%。

展望 2H20，由於疫情相對可控且預期經濟將逐步回升下，放款動能可望延續，因此預估台灣、中國與東協應收帳款餘額 YoY+8.2%、14%與 7%，預期 2020 年合併應收帳款餘額 YoY+9%，符合公司 5-10%的成長目標，另外利差表現均有望持穩，同時疫情相對和緩預計呆帳提列準備將少於 1H20，因此推估 2020 年與 2021 年 EPS 為 11.47 元與 12.12 元，將連續四年每股盈餘穩定在 10 元以上水準。

Exhibit 4: 中租 2Q20 營運表現

區域 (百萬元/%)	總放款			營收			獲利			延滯率		
	金額	占比	YoY	金額	占比	YoY	金額	占比	YoY	百分比	YoY	
台灣	210,620	49.4	15%	7,340	51.3	17%	2,279	57.5	19%	2.9	(0.2)	
中國	147,751	34.6	16%	5,320	37.2	-20%	1,946	49.1	0%	2.4	0.4	
東協地區	63,593	14.9	11%	1,556	10.9	-2%	330	8.3	11%			
其他	4,624	1.1	7%	82	0.6	-18%	589	-14.9	440%			
合計	426,588	100.0	14%	14,298	100.0	-2%	3,966	100.0	-2%	2.9	0.1	

Sources : Chailease、Masterlink

維持買進

2H20 進入傳統融資旺季且疫情可控與景氣回升的情況下，有助於推升應收放款成長動能持續，同時呆帳費用提列將少於 1H20，因此預估 2020 年與 2021 年 EPS 為 11.47 元與 12.12 元，將連續四年穩定在 10 元以上水準，同時過去正常水準為 10-12x，由於獲利仍穩定成長評價有望朝 12x 靠攏，因此維持買進評等，目標價由原先的 130 元調升至 148 元(1.2x 2021EPS)。

Comprehensive income statement					NT\$m
Year-end Dec. 31	FY18	FY19	FY20 F	FY21 F	
	IFRS	IFRS	IFRS	IFRS	
Net sales	50,473	59,132	58,127	65,073	
COGS	19,182	23,488	18,635	24,293	
Gross profit	31,290	35,644	39,492	40,780	
Operating expense	13,379	15,337	18,237	18,730	
Operating profit	18,069	20,762	21,421	22,049	
Total non-operate. Inc	781	986	624	663	
Pre-tax profit	18,850	21,748	22,215	22,778	
Total Net profit	13,892	16,098	16,116	16,801	
Minority	0	0	0	0	
Net Profit	13,369	15,469	15,395	16,098	
EPS (NT\$)	10.47	11.82	11.47	12.12	
Y/Y %	FY18	FY19	FY20 F	FY21 F	
Sales	21.8	17.2	(1.7)	11.9	
Gross profit	21.7	13.9	10.8	3.3	
Operating profit	40.5	14.9	3.2	2.9	
Pre-tax profit	39.1	15.4	2.1	2.5	
Net profit	38.4	15.7	(0.5)	4.6	
EPS	27.1	12.9	(3.0)	5.7	
Margins %	FY18	FY19	FY20 F	FY21 F	
Gross	62.0	60.3	67.9	62.7	
Operating	35.8	35.1	36.9	33.9	
EBITDA	41.9	43.1	43.5	40.4	
Pre-tax	37.3	36.8	38.2	35.0	
Net	26.5	26.2	26.5	24.7	

Comprehensive Quarterly Income Statement				
	1Q20	2Q20	3Q20F	4Q20F
Net sales	13,943	14,299	14,338	15,548
Gross profit	9,955	10,167	9,308	10,063
Operating profit	5,418	5,735	5,002	5,267
Total non-ope inc.	339	85	143	56
Pre-tax profit	5,757	5,820	5,245	5,393
Net profit	4,100	4,136	3,916	3,964
EPS	2.95	2.87	2.82	2.83
Y/Y %	1Q20	2Q20	3Q20F	4Q20F
Net sales	8.1	(1.9)	(6.2)	(5.1)
Gross profit	26.4	17.9	0.2	2.1
Operating profit	18.6	12.5	(8.7)	(6.3)
Net profit	10.9	(0.6)	(3.0)	(5.7)
Q/Q %	1Q20	2Q20	3Q20F	4Q20F
Net sales	(14.9)	2.6	0.3	8.4
Gross profit	1.0	2.1	(8.4)	8.1
Operating profit	(3.6)	5.9	(12.8)	5.3
Net profit	(2.5)	0.9	(5.3)	1.2
Margins %	1Q20	2Q20	3Q20F	4Q20F
Gross	71.4	71.1	64.9	64.7
Operating	38.9	40.1	34.9	33.9
Net	29.4	28.9	27.3	25.5

Consolidated Balance Sheet					NT\$m
Year-end Dec. 31	FY18	FY19	FY20 F	FY21 F	
	IFRS	IFRS	IFRS	IFRS	
Cash	17,580	18,661	18,424	18,221	
Marketable securities	11,218	11,032	9,581	10,610	
A/R & N/R	264,234	322,186	247,618	387,197	
Inventory	-	-	-	-	
Others	9,512	15,239	10,928	11,893	
Total current asset	302,544	367,117	286,551	427,921	
Long-term invest.	4,274	5,543	8,280	2,965	
Total fixed assets	10,349	34,477	18,295	21,040	
Total other assets	83,211	90,201	159,037	43,961	
Total assets	400,378	497,338	472,163	495,887	
Short-term Borrow	54,057	60,185	60,185	60,185	
A/P & N/P	8,627	6,586	26,533	13,944	
Other current liab.	210,129	257,605	221,521	232,218	
Total current liab.	272,813	324,376	308,239	306,346	
L-T borrows	55,446	86,508	64,596	68,850	
Other L-T liab.	8,055	12,516	9,069	9,880	
Total liability.	336,315	423,400	381,903	385,076	
Common stocks	12,895	13,282	13,282	13,282	
Reserves	17,368	17,379	22,304	24,415	
Retain earnings	33,800	43,277	54,674	73,114	
Total Equity	64,063	73,938	90,260	110,811	
Total Liab. & Equity	400,378	497,338	472,163	495,887	

Consolidated Statement of Cash flow					NT\$m
Year-end Dec. 31	FY18	FY19	FY20 F	FY21 F	
	IFRS	IFRS	IFRS	IFRS	
Net income	13,892	16,098	16,116	16,801	
Dep & Amort	2,396	3,849	3,193	3,606	
Investment income	77	225	51	66	
Changes in W/C	- 71,989	- 83,512	- 65,297	- 73,600	
Other adjustment	63,813	72,308	55,197	63,773	
Cash flow – ope.	8,189	8,517	9,158	10,513	
Capex	55	122	20	16	
Change in L-T inv.	- 175	- 314	- 233	- 241	
Other adjustment	- 4,406	- 1,157	- 2,226	- 2,596	
Cash flow – inve.	- 4,526	- 1,593	- 2,440	- 2,853	
Free cash flow	-	-	-	-	
Inc. (Dec.) debt	-	-	-	-	
Cash dividend	- 0	- 0	- 0	- 0	
Other adjustment	- 4,968	- 5,392	- 1,744	- 4,035	
Cash flow–Fin.	- 4,968	- 5,392	- 1,744	- 4,035	
Exchange influence	- 160	- 437	- 122	- 240	
Change in Cash	72,110	75,793	80,645	84,031	
Ratio Analysis					
Year-end Dec. 31	FY18	FY19	FY20 F	FY21 F	
ROA	3.8	3.6	3.3	3.5	
ROE	23.1	23.3	19.6	16.7	

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

©2020 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.