

邱岳霖

(886-2)2563-6262 ext.925

Jason.chiu@firstsec.com.tw

中租-KY(5871)

區間, TP 140 (潛在報酬 12.9%)

區間

Price(08/12):124

Target Price : 140

中租 20Q2 營收 143 億, QoQ 2.6%, YoY -1.8%, 稅後淨利 39.7 億, YoY -1.8%, EPS 2.87 元, 優於研究部先前預期之 36.6 億(EPS 2.75 元), 主要由於台灣與中國疫情較穩定使業務成長 14.6%與 15.7%, 同時資產品質維持穩定, 呆帳費用較上季減少 1.3%, 此外由於中國積極釋出流動性, 公司於 20Q2 收受財政返還 CNY 2,800 萬(約當新台幣 1.2 億)。展望後市, 20H1 信用成本 0.78%(YoY +27 bps), 由於目前資產品質在 Q2 有所改善, 全年信用成本可望低於先前 1.7%看法, 研究部下修全年提存金額至 56 億(原 74 億), YoY 30%(原 73%), 公司為審慎應對風險將台灣與中國業績成長目標放緩至 5%~10%, 不過由於台灣與中國疫情穩定, 業績目標可望達成高標 10%, 東協地區則維持較去年持平目標。業外部分公司預估今年收受中國政府財政返還金額約人民幣 1.6 億(約新台幣 6.8 億), 不過其中以 1.18 億(約新台幣 5 億)已於 H1 認列, 下半年預期還有近新台幣兩億元入帳, 綜合以上, 研究部預估中租-KY 2020 年營業收入 609 億, YoY 2.9%, 歸母稅後淨利 158 億, YoY 2.3%, EPS 11.91 元(稀釋後 11.36 元), 考量資產品質有所改善, 主要業務在疫情較穩定之台灣與中國, 且下半年為租賃旺季, 給予目標價 140 元, 投資建議為區間操作。

● 近期投資評等

● 公司基本資料

股本(億)	138.1
收盤價	124
成交量	1,593
市值(億)	1,713
P/E(x)	10.92

● 法人持股及融資券

	比率	週增減
外資	74.28	-0.03
投信	0.75	0.01
自營商	0.19	0
融資率	1.39	0.03
券餘(張)	0	-44

● 除權息狀況

現金股利	4.6
現金股利(總和)	4.6

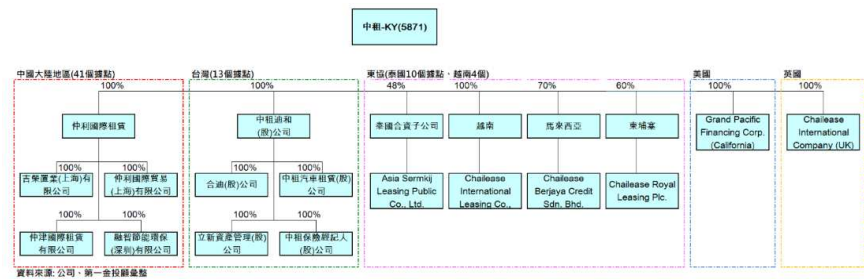
● 公司基本資料

中租控股股份有限公司, 簡稱中租-KY(5871), 為整合亞洲子公司於 2009 年 12 月重組並在英屬開曼群島成立, 前身為 1977 年在台灣所成立的中國租賃股份, 提供以資產為基礎的融資服務。中租在海外積極擴張版圖, 1989 年前進泰國協助台商辦理設備租賃與融資等服務, 與泰國盤谷銀行合資的子公司 Asia Sermkij Leasing Public Co., Ltd.於 2005 年 8 月泰國上市, 2005 年前進上海, 取得中國第一張外資租賃執照後成立仲利國際租賃, 2007 年成立仲利國際貿易(上海), 從事進出口貿易, 辦理短期原物料買賣業務, 同年越南胡志明市成立 Chailease International Leasing Co., Ltd., 主要營業項目為機器設備與汽車租賃業務, 2011 年於天津空港經濟區再設立仲津國際租賃, 2015 年前進馬來西亞與馬來西亞成功集團(Berjaya)合資成立仲利成功融資公司 Chailease Berjaya Credit Sdn. Bhd., 2016 年前進柬埔寨協手英國與日本企業成立仲利皇家企業租賃公司。中租在致力於提供多元服務, 2011 年 6 月成立中租保險經紀人, 2013 年成立中租雲端, 提供保險產品與雲端設備軟硬體租賃服務。

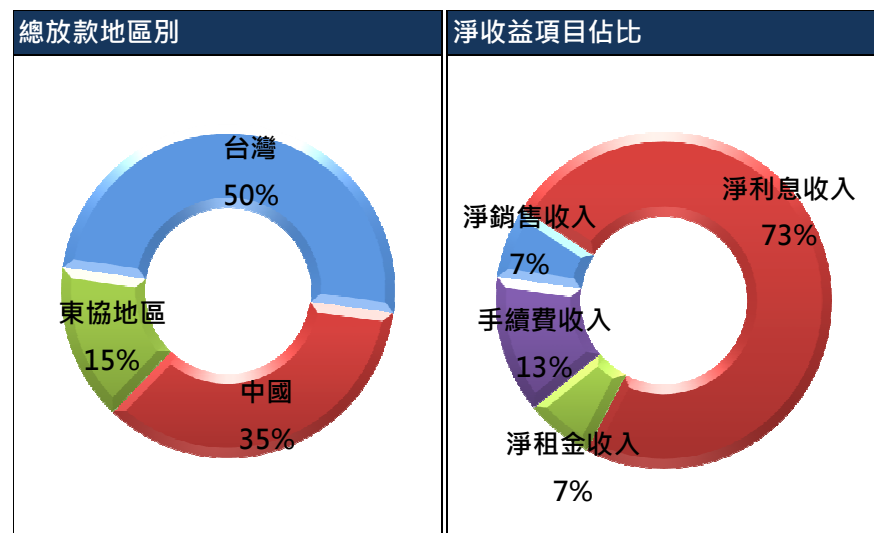
現金股利(去年) 4.2
股票股利 0.4
除息日 2020/06/23
除權日 2020/06/23
殖利率(%) 3.59

● 近期報酬率(%)

日 週 月
0 -1.2 -0.8



本業放款餘額仍以台灣為主(佔比 50%)，每年穩定成長 10%~20%，然而中國大陸地區新增放款自 17Q4 反超發跡地台灣，增速逐步放大至 20~30%，每季貢獻營收佔比近 5 成，成為主要成長動能來源。



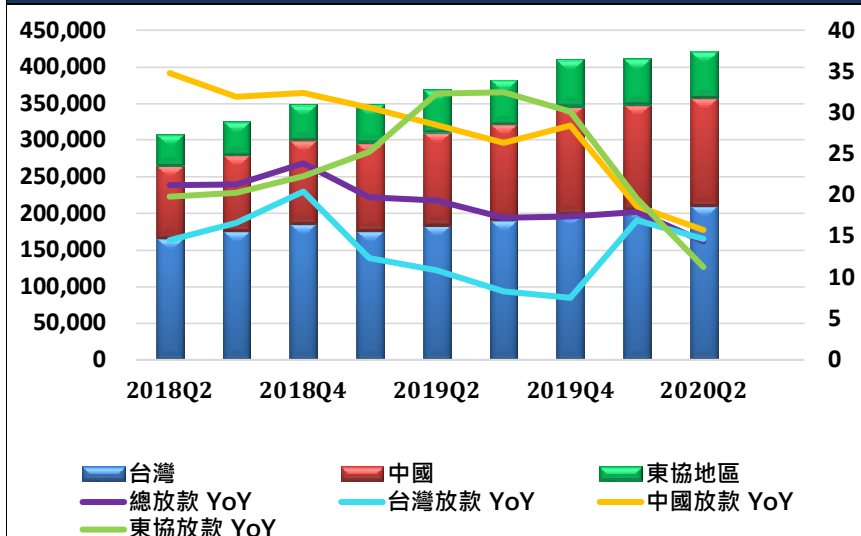
資料來源: 公司、第一金投顧彙整

● **中租 20Q2 稅後淨利 39.7 億，YoY -1.8%，EPS 2.87 元:**

中租 20Q2 營收 143 億，QoQ 2.6%，YoY -1.8%，稅後淨利 39.7 億，YoY -1.8%，EPS 2.87 元，優於研究部先前預期之 36.6 億(EPS 2.75 元)，主要由於台灣與中國疫情較穩定使業務成長 14.6%與 15.7%，同時資產品質維持穩定，呆帳費用較上季減少 1.3%，此外由於中國積極釋出流動性，公司於 20Q2 收受財政返還 CNY 2,800 萬(約當新台幣 1.2 億)；在獲利結構方面：台灣子公司獲利 22.8 億(佔比 50%)，QoQ 5%；中國子公司獲利 19.5 億(佔比 43%)，QoQ -1%；東協子公司獲利 3.3 億(佔比 7%)，QoQ -5%。

放款業務成長動能回溫，20Q2 總放款 4,266 億，QoQ 2.5%，YoY 14%，台灣與中國皆較去年底有 4~5%成長，下半年為租賃業旺季，公司全年 5~10%目標可望達成高標。

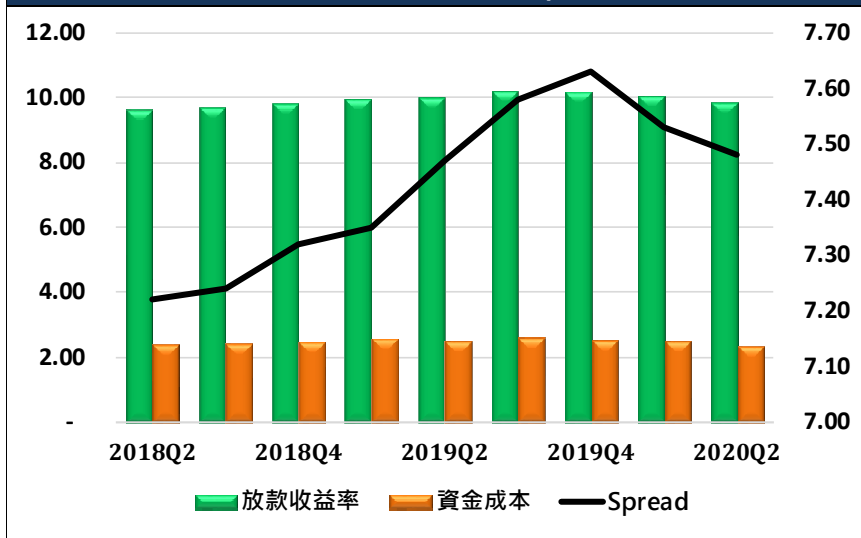
總放款與應收帳款-左軸 (百萬元) & 放款YoY-右軸 (%)



資料來源: 公司、第一金投顧彙整

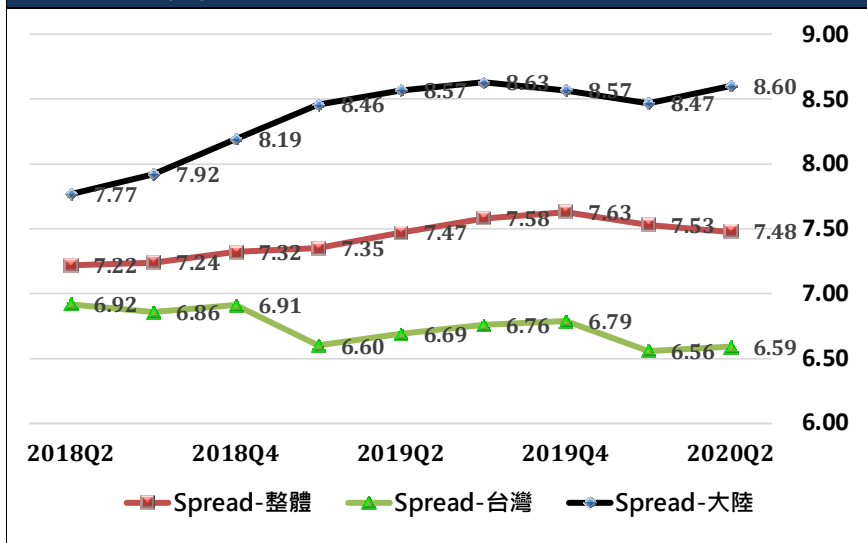
整體利差(Spread)較上季-5 bps 至 7.48%自高檔回落, 20Q2 放款收益率 9.83%, QoQ -19 bps, YoY -15 bps, 資金成本 2.35%, QoQ -14 bps, YoY -16 bps, 整體 Spread 降至 7.48%, 自高檔回落。

放款收益率(%) & 資金成本(%) -左軸 ; Spread(%) -右軸



資料來源: 公司、第一金投顧彙整

利差走勢圖(%)

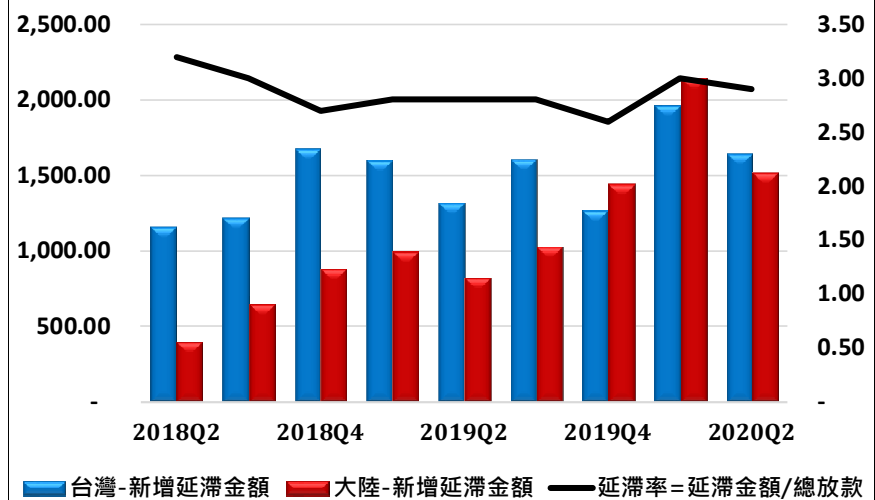


資料來源: 公司、第一金投顧彙整

台灣與中國資產品質恢復穩定，**20Q2** 延滯金 125.7 億，QoQ 1.4%，台灣子公司新增延滯金 16.5 億，QoQ -16.3%，YoY 25%，台灣延滯率 2.9%，備抵呆帳覆蓋率 210%，維持穩健；中國子公司新增延滯金 15.2 億，QoQ -29.3%，YoY 84%，整體中國延滯率 2.4%，與上季持平，因為疫情影響使約 5% portfolio 案件申請寬限與展延，目前以 95% 客戶正常還款，其餘 5% 未還款金額已全數認列為延滯金，公司在第二季增提呆帳費用 6,000 萬元，累積上半年已增提 1.5 億，預期在資產品質穩定下使 20H2 提存金額可望持續降低；**東協**子公司延滯率 4.71%，創近 5 季新高，綜合以上整體 20Q2 信用成本 0.38%，QoQ -2 bps，YoY +12 bps，備抵呆帳覆蓋率 250%，較上季略有改善。

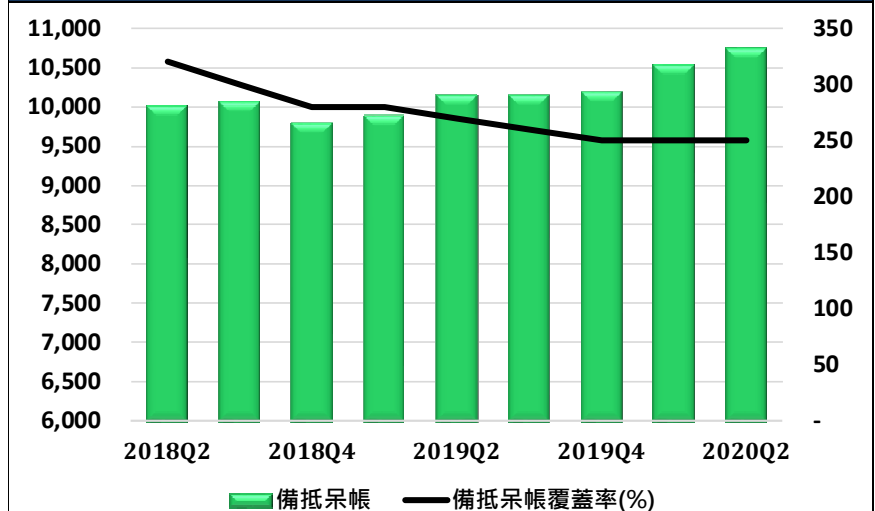
註 1：延滯金額的計算方面，台灣子公司認列方法較嚴格，逾期 7 日則列入計算，而大陸子公司計算則為 30 日。

新增延滯金(百萬元)-左軸 & 延滯率(%)-右軸



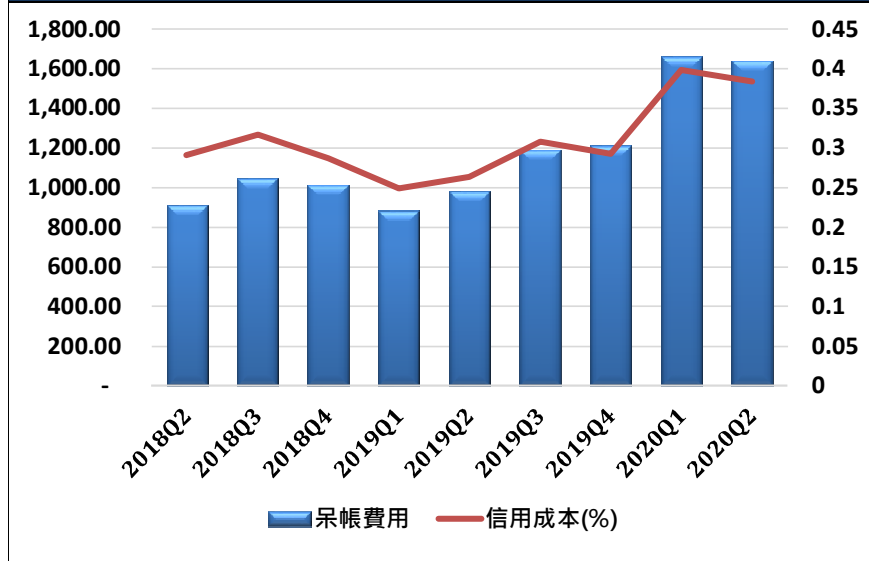
資料來源: 公司、第一金投顧彙整

備抵呆帳(百萬元)-左軸 & 呆帳覆蓋率(%)-右軸



資料來源: 公司、第一金投顧彙整

呆帳費用(百萬元)-左軸 & 信用成本(%)-右軸



- **展望後市，由於台灣與中國疫情穩定，業績目標可望達成高標 10%，資產品質未見惡化，下半年獲利可望持穩：**

公司近年兩年業績成長皆逾雙位數，然由於肺炎疫情影響業績動能趨緩，目前展延與寬限分別佔中國 2.5%與 2.5%影響金額約 71 億，20H1 信用成本 0.78%(YoY +27 bps)，由於目前資產品質在 Q2 有所改善，全年信用成本可望低於先前 1.7%看法，研究部下修全年提存金額至 56 億(原 74 億)，YoY 30%(原 73%)，公司為審慎應對風險將台灣與中國業績成長目標放緩至 5%~10%，不過由於台灣與中國疫情穩定，業績目標可望達成高標 10%，東協地區則維持較去年持平目標。業外部分公司預估今年收受中國政府財政返還金額約人民幣 1.6 億(約新台幣 6.8 億)，不過其中以 1.18 億(約新台幣 5 億)已於 H1 認列，下半年預期還有近新台幣兩億元入帳。

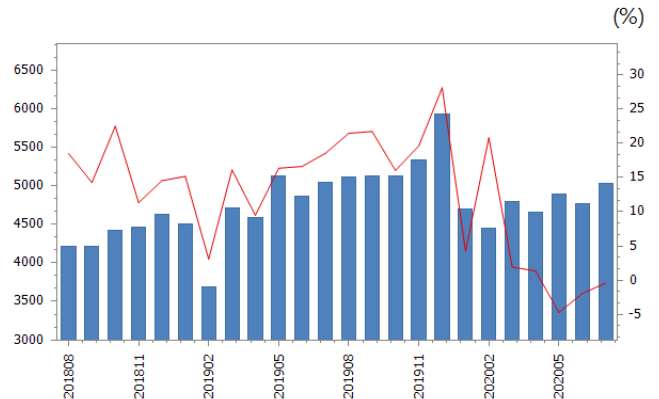
- **結論與建議：**

綜合以上，研究部預估中租-KY 2020 年營業收入 609 億，YoY 2.9%，歸母稅後淨利 158 億，YoY 2.3%，EPS 11.91 元(稀釋後 11.36 元)，考量資產品質有所改善，主要業務在疫情較穩定之台灣與中國，且下半年為租賃旺季，給予目標價 140 元，投資建議為區間操作。

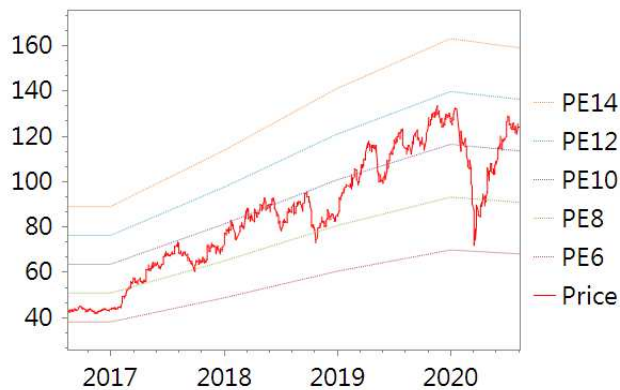
股價相對指數走勢圖



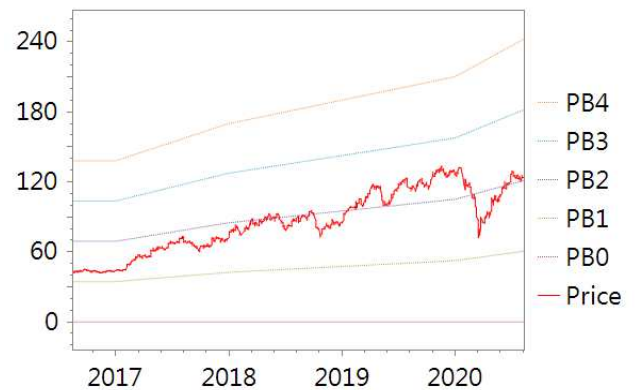
月營收&年增率



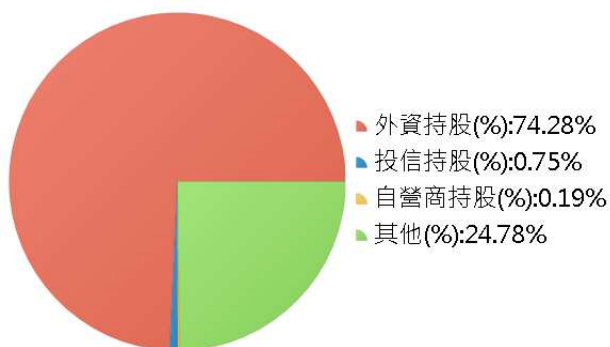
Forward PE bands



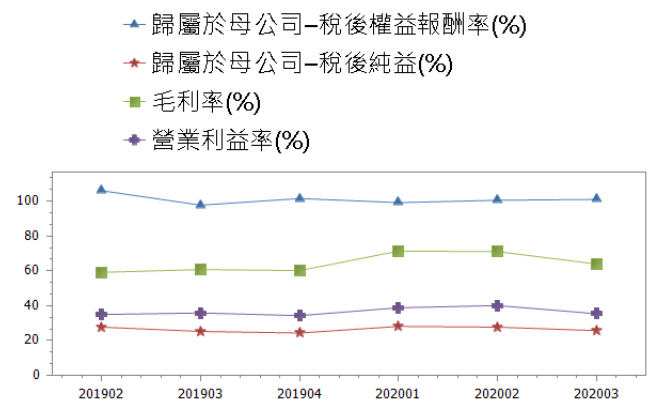
Forward PB bands



持股統計



財務比率



5871 中租-KY 綜合損益表										
單位:Mn,%,元	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20F	2019	2020F
營業收入淨額	13,494	12,896	14,574	15,285	16,378	13,943	14,299	15,743	59,132	61,018
毛利率	62.19	61.05	59.19	60.78	60.18	71.4	71.1	64	60.28	66.8
營業利益率	35.37	35.41	34.98	35.84	34.31	38.86	40.11	35.43	35.11	36.69
營業外收入及支出	85.53	212.3	533.6	83.19	156.7	339.4	85.18	80.00	985.7	584.6
稅前純益	4,858	4,779	5,631	5,561	5,776	5,757	5,820	5,657	21,747	22,969
稅後純益	3,334	3,579	4,040	3,863	3,987	3,923	3,966	4,052	15,469	16,039
普通股股本	12,895	12,895	12,895	13,282	13,282	13,282	13,813	13,813	13,282	13,813
未稀釋 EPS	2.51	2.69	2.93	2.91	3	2.95	2.87	2.85	11.65	11.91
稀釋後 EPS	2.51	2.69	2.93	2.91	3	2.95	2.87	2.74	11.65	11.36
QoQ(%)										
營收	6.45	-4.43	13.01	4.88	7.15	-14.87	2.56	10.1		
營業利益	4.22	-4.31	11.61	7.47	2.58	-3.59	5.85	-2.74		
稅後純益	-1.88	7.35	12.89	-4.37	3.18	-1.59	1.11	2.15		
YoY(%)										
營收	15.91	11.76	14.18	20.57	21.37	8.12	-1.89	3	17.16	3.19
營業利益	28.51	8.49	13.07	19.62	17.74	18.63	12.51	1.82	14.9	7.82
稅後純益	26.95	17.96	12.09	13.72	19.58	9.62	-1.82	4.87	15.7	3.68

5871 中租-KY 資產負債表

單位:Mn	2016	2017	2018	2019
流動資產	220,240	251,522	302,544	367,117
現金及約當現金	12,937	19,031	17,580	18,661
短期投資合計	5,938	6,492	11,218	11,032
應收帳款與票據合計	194,396	217,965	264,234	322,186
存貨	0.207	0.000	0.000	0.000
非流動資產	65,843	76,055	97,834	130,221
投資性不動產	--	--	--	--
無形資產	77.90	63.86	75.75	75.31
資產總計	286,083	327,577	400,378	497,338
流動負債	189,813	212,945	272,813	324,376
一年內到期長期負債	77,543	83,887	108,425	132,601
非流動負債	54,763	58,468	63,501	99,024
應付公司債	9,702	15,192	13,017	17,297
長期借款	39,364	36,641	42,429	69,210
負債總計	244,575	271,413	336,315	423,400
資本公積	9,391	17,368	17,368	17,379
保留盈餘	19,201	25,050	33,047	42,384
權益總計	41,508	56,164	64,063	73,938

5871 中租-KY 現金流量表

營業活動現金流量	4,074	1,303	8,189	8,517
投資活動現金流量	2,416	-565.6	-4,526	-1,593
籌資活動現金流量	-3,762	5,129	-4,968	-5,392
本期現金增減數	1,842	6,095	-1,465	1,095

5871 中租-KY 綜合損益表

單位: Mn,%,元	2017	2018	2019	2020F
營業收入淨額	41,455	50,473	59,132	61,018
毛利率	62.02	61.6	60.28	66.8
營業利益率	31.02	35.8	35.11	36.69
營業外收入及支出	696.1	780.6	985.7	584.6
稅前純益	13,553	18,850	21,747	22,969
稅後純益	9,657	13,369	15,469	16,039
普通股股本	12,642	12,895	13,282	13,813
未稀釋 EPS	8.12	10.07	11.65	11.91
稀釋後 EPS	8.15	10.14	11.53	11.36
YoY(%)				
營收	9.07	21.75	17.16	3.19
營業利益	45.54	40.54	14.9	7.82
稅後純益	33.32	38.45	15.7	3.68

5871 中租-KY 財報分析

年度	2016	2017	2018	2019
稅後權益報酬率(%)	18.77	20.77	23.28	23.62
稅後資產報酬率(%)	2.62	3.15	3.67	3.45
流動比率(%)	116.03	118.12	110.9	113.18
速動比率(%)	116.03	118.12	110.9	113.18
負債比率(%)	85.49	82.85	84	85.13
利息保障倍數(倍)	--	--	--	--
應付款項週轉天數(天)	80.9	705.6	1,229.63	1,173.73
應收款項週轉天數(天)	1,799.64	1,790.51	1,719.66	1,785.08
存貨週轉天數(天)	0.01	--	--	--