

公司名稱	投資評等	結論及投資建議
9941 TT 裕融	持有 目標價 128	裕融的投資評等為持有，目標價為128元，潛在漲幅為11.3%，主要理由為： 中國/台灣車市展望不佳，加上中國車貸資產品質疑慮較大。

研究員 林秋香
 mandylin@jsun.com

重點摘要

近期投資評等

04/12/2019	持有/中立
11/23/2018	持有/中立
10/19/2018	持有/中立

公司基本資料

收盤價(元)(04/11/2019)	115.00
股本(百萬元)	3,746
總市值(億元)	430.8
每股淨值(元)	43.96
外資持股比(%)	5.80
投信持股比(%)	0.61
近20日均量(張)	494
融資餘額(04/11/2019)	1,429

近90日股價相對台股指數報酬



資料來源：CMoney

- ◆ **裕融 2018 年稅後淨利為 25.88 億元，EPS 為 9.27 元：**裕融 2018 年營收為 231.3 億元，YoY+18.7%，其中台灣地區營收為 167.5 億元，YoY+7.8%；另外，中國地區因基期低，其營收為 63.7 億元，YoY+61.2%。因 1)2018 年因中國網路詐騙興盛，官方停止第三方代付，裕國約花了半年時間與客戶重新議定銀行代扣，雖然於 2H18 銀行代扣程序約已完成，但客戶未如期將錢存放帳戶進行扣款造成裕國延滯率上升，呆帳提存增加造成集團整體費用率上升、2)裕國帳上美元負債約 3,100 萬元，2018 年因人民幣貶值，公司匯兌損失約 RMB 1,620 萬元 3)裕富稅盾優惠已用罄，4Q18 提列 1,800 萬所得稅費用，加上台灣所得稅率提高影響使集團所得稅費用約增加 1.6 億元，故裕融集團 2018 年稅後淨利僅 27.83 億元，YoY+10%，EPS 為 9.27 元。
- ◆ **中國車市衰退與車貸資產品質疑慮大恐將阻礙公司獲利成長：**裕融集團 2018 年中國車貸總放款餘額共 48.34 億元，YoY+63.1%，其中裕隆汽車金融放款餘額約 RMB 33.84 億元，YoY+99%，裕國租賃放款餘額為 RMB 14.5 億元，YoY+15%。裕隆汽車金融 2018 年發展不如預期，展望 2019 年，裕融汽車金融目前共與五家主機廠合作，目前非集團之車貸占放款比重已達 4 成左右，公司亦將陸續與其他主機廠尋求合作機會，惟因中國今年汽車銷量恐將衰退，其恐將影響裕隆汽車金融放款成長。裕國租賃 2018 年呆帳率由 2017 年的 2%跳升至 4%，公司亦將放款提存率由 3%提升至 7%。展望 2019 年，雖近期中國法院已開放訴訟 30 件/月，但並未開放車貸業者啟動抓車程序，且裕國車貸客戶高達 6,000 人，故難於短期內全數提起訴訟完成催討，資產品質仍為公司今年獲利隱憂。匯兌方面，因 1Q19 人民幣升值，公司享有匯兌利益約 RMB420 萬元，然因公司短期無清償美元負債計畫，故後續仍須留意匯兌問題。

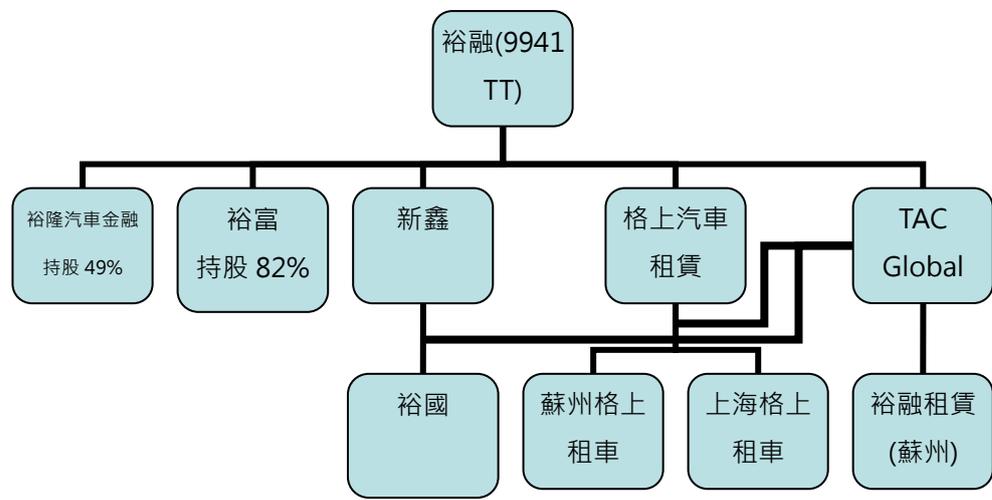
單位:百萬元	2018	2019F	3Q18	4Q18	1Q19F	2Q19F	3Q19F	4Q19F
營業收入淨額	23,125	25,473	5,856	6,170	6,196	6,215	6,394	6,667
營業毛利	10,454	11,869	2,683	2,804	2,819	2,873	2,974	3,204
營業利益	3,688	4,256	913	924	1,089	1,073	1,036	1,059
稅後純益	2,588	2,903	597	740	762	708	704	730
稅後 EPS(元)	9.27	9.84	2.18	2.70	2.59	2.40	2.38	2.47
毛利率(%)	45.21	46.6	45.82	45.45	45.5	46.22	46.51	48.05
營業利益率(%)	15.95	16.71	15.59	14.98	17.57	17.26	16.21	15.88
稅後純益率(%)	11.19	11.4	10.2	12	12.3	11.39	11	10.94
營業收入 YoY/QoQ(%)	18.7	10.15	4.73	5.37	0.43	0.31	2.87	4.28
營業利益 YoY/QoQ(%)	20.93	15.42	3.1	1.23	17.79	-1.49	-3.39	2.16
稅後純益 YoY/QoQ(%)	11.35	12.19	6.79	23.93	2.97	-7.12	-0.63	3.69

資料來源:CMoney · JS 預估 註：以最新股本回溯 EPS

◆ **公司介紹:**

裕融為裕隆汽車集團所屬的汽車融資公司，也是台灣第一家汽車融資上市公司。裕融主要營收/獲利組成結構有裕融本業(主要做車貸業務)、格上汽車租賃與格上租車(主要做台灣與中國地區的租車服務，為營業性租賃)、新鑫(主要做台灣大客車與大貨車貸款業務)、蘇州租賃(主要做中國設備租賃業務)、裕國租賃(主要做中國中古車車貸業務)、裕隆汽車金融(主要做中國新車車貸業務)、裕富數位資融(主要做商品分期付款)，就獲利比重而言，1Q18 台灣裕融本業獲利佔比達 55%，中國地區(裕隆汽車金融+裕融租賃+裕國+格上大陸)獲利佔比則約 16%。

圖一、裕融主要結構圖



資料來源：公司

◆ **裕融 2018 年稅後淨利為 25.88 億元，EPS 為 9.27 元:**

裕融 2018 年營收為 231.3 億元，YoY+18.7%，其中台灣地區營收為 167.5 億元，YoY+7.8%，其中以裕融本業營收 YoY+10.1%、新鑫營收 YoY+28.6%均為主要成長來源；另外，中國地區因基期低，其營收為 63.7 億元，YoY+61.2%，其中以格上(營收含本金利息)營收 YoY+60.3%、裕隆汽車金融營收 YoY+101.8%、裕融租賃營收 YoY+50%為主要成長來源。因 1)2018 年中國網路詐騙興盛，官方停止第三方代付，裕國約花了半年時間與客戶重新議定銀行代扣，雖然於 2H18 銀行代扣程序約已完成，但客戶未如期將錢存放帳戶進行扣款造成裕國延滯率上升、呆帳提存增加，導致集團費用率上升、2)裕國帳上美元負債約 3,100 萬元，2018 年因人民幣貶值，公司匯兌損失約 RMB 1,620 萬元 3)裕富稅盾優惠已用罄，4Q18 提列 1,800 萬所得稅費用，加上台灣所得稅率提高影響使集團所得稅費用約增加 1.6 億元，故裕融集團 2018 年稅後淨利僅 27.83 億元 YoY+10%，EPS 為 9.27 元。

表一、裕融集團子公司獲利

項目 單位:mn	地區	公司	2017	2018	YoY
營業收入	台灣	裕融	4,534	4,993	10%
		新鑫	984	1,265	29%
		格上台灣	9,334	9,598	3%
		裕富	372	619	66%
		其他	306	272	-11%
		小計	15,530	16,747	8%
	大陸	格上大陸	1,548	2,482	60%
		裕租	1,012	1,518	50%
		裕國	789	1,156	47%
		汽車金融	602	1,215	102%
		其他		2	
	小計	3,951	6,373	61%	
	東南亞	小計		5	
合計			19,481	23,125	19%
子公司獲利	台灣	裕融營業利益	1,488	1,707	15%
		新鑫	480	461	-4%
		格上台灣	282	222	-21%
		裕富	82	162	98%
		小計	2,332	2,552	9%
	大陸	格上大陸	33	42	27%
		裕租	198	331	67%
		裕國	35	(56)	-260%
		汽車金融	28	63	125%
		小計	294	380	29%
	其他		33	27	-18%
歸屬母公司稅前淨利			2,669	3,047	14%

資料來源：公司

◆ **裕融本業今年放款恐將趨緩:**

裕融本業 2018 年放款餘額為 659.5 億元，YoY+14.8%，主要因為中古車業務提前清償的人數變少，加上付款期間拉長，故中古車放款餘額達 438.18 億元，YoY+24.2%，新車放款則因集團新車銷售達雙位數衰退，故放款餘額僅為 221.3 億元，YoY-0.2%。展望 2019 年，因貨物稅優惠政策刺激漸趨鈍化，加上年金改革，預期財富縮水，且中美貿易戰之不確定性，預估台灣車市仍舊不佳，今年新車放款恐持續衰退，預估 TAC 今年放款成長將趨緩。

◆ **裕融租賃動能強勁，惟放款成長亦將趨緩:**

裕租 2018 放款餘額為 RMB 30 億元，YoY+43%。因放款客戶別持續轉型，公司表示中美貿易戰對裕租營運影響有限，故資產品質維持穩健，延滯率約只有 1%，提存率則約 4%。展望 2019 年，雖然中國進行降準，惟因微型企業仍難以從銀行管道取得足夠資金，故客戶資金需求仍強勁，然考量中國經濟成長趨緩，未來資產品質風險疑慮提升，預估裕租租賃今年放款成長亦將不若 2018 年強勁。

2019年4月12日

◆ 中國車市衰退與車貸資產品質疑慮大將阻礙獲利成長:

裕融集團 2018 年中國車貸總放款餘額共 48.34 億元，YoY+63.1%，其中裕隆汽車金融放款餘額約 RMB 33.84 億元，YoY+99%，裕國租賃放款餘額為 RMB 14.5 億元，YoY+15%。裕隆汽車金融 2018 年發展不如預期，其「一、三、五計畫」方面，2018 年累積車貸案件僅 7.7 萬件、營收為 RMB 2.7 億元、稅前淨利為 RMB 4,100 萬元，均未達公司目標。展望 2019 年，裕融汽車金融目前共與五家主機廠(東南汽車、納智捷、獵豹汽車、眾泰汽車、黃海汽車)合作，非集團之車貸占放款比重已達 4 成左右，公司未來仍將陸續與其他主機廠尋求合作機會，惟因中國今年汽車銷量恐將衰退，預估將連帶影響裕隆汽車金融放款成長。

裕國租賃方面，因資產品質惡化，2018 年呆帳率由 2017 年的 2% 跳升至 4%，公司因擔憂資產品質惡化問題，故放款提存率亦由 3% 提升至 7%。展望 2019 年，因應資產品質疑慮，公司進行以下準備:1)增提呆帳準備、2)建立了 6 個催收中心，並在租賃契約上註明以行為地為歸屬法院，以避險案件過度集中於杭州法院的問題，且達較快進入訴訟程序之目的、3)對接中國人民銀行徵信系統，一旦客戶違約，即上傳資料至中國官方徵信系統，以嚇阻客戶違約。近期中國法院已開放每月訴訟案 30 件，但並未開放車貸業者進行抓車程序，因裕國車貸客戶高達 6,000 人，故無法在短期內全數提起訴訟完成催討，資產品質成為公司今年獲利隱憂。匯兌方面，因 1Q19 人民幣升值，公司享有匯兌利益約 RMB420 萬元，因公司短期無清償美元負債計畫，故後續仍須留意匯兌問題。

◆ 業務發展趨緩，資產品質疑慮大，維持持有投資評等:

預估裕融 2019 年營收為 254.7 億元，YoY+10.2%，稅後淨利為 290.5 億元，YoY+12.3%，扣除特別股息之 EPS 為 9.84 元，公司預計發股票股利 1 元，與現金股利 5.5 元，現金殖利率約 4.8%，因擔憂中國車市不佳與車貸資產品質惡化，故仍維持持有評等，目標價為 2019(F)PER13 倍。

PE Band



資料來源：CMoney · JS 預估彙整

投資評等與股價走勢圖



近期投資評等

推薦日期	投資評等	目標價
20190412	持有	128.0
20181123	持有	96.0
20181019	持有	96.0

資料來源：CMoney · JS 預估彙整

2019年4月12日

損益表

單位：百萬元	2017	2018	2019F	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19F	2Q19F	3Q19F	4Q19F
營業收入淨額	19,482	23,125	25,473	5,214	5,508	5,591	5,856	6,170	6,196	6,215	6,394	6,667
營業毛利	8,650	10,454	11,869	2,310	2,407	2,559	2,683	2,804	2,819	2,873	2,974	3,204
營業費用	6,331	7,626	8,472	1,759	1,636	1,867	2,003	2,120	1,990	2,000	2,137	2,345
營業利益	3,049	3,688	4,256	743	964	886	913	924	1,089	1,073	1,036	1,059
營業外收支	168	118	70	111	53	-42	-29	136	24	10	10	26
稅前純益	3,217	3,805	4,326	853	1,017	843	884	1,060	1,113	1,083	1,046	1,085
稅後純益	2,324	2,588	2,903	621	691	559	597	740	762	708	704	730
最新股本	2,746	2,746	2,746	2,746	2,746	2,746	2,746	2,746	2,746	2,746	2,746	2,746
稅後 EPS (元)	8.46	9.42	10.57	2.26	2.52	2.04	2.18	2.70	2.59	2.40	2.38	2.47
經營效率(%)												
毛利率	44.4	45.21	46.6	44.31	43.7	45.78	45.82	45.45	45.5	46.22	46.51	48.05
營業利益率	15.65	15.95	16.71	14.25	17.51	15.84	15.59	14.98	17.57	17.26	16.21	15.88
稅前純益率	16.51	16.45	16.98	16.37	18.47	15.08	15.1	17.18	17.96	17.42	16.36	16.27
稅後純益率	11.93	11.19	11.4	11.91	12.54	10	10.2	12	12.3	11.39	11	10.94
YoY(%)												
營收	10.86	18.7	10.15	14.69	19.54	13.98	23.16	18.34	12.49	11.16	9.19	8.07
營業利益	21.56	20.93	15.42	21.26	29.43	11.95	18.57	24.43	12.89	21.11	13.49	14.53
稅前純益	39.55	18.27	13.7	67.63	35.04	4.2	10.38	24.21	9.36	28.37	18.3	2.35
稅後純益	34.11	11.35	12.19	44.94	27.66	-4.83	3.98	19.27	10.33	26.57	17.77	-1.46
QoQ(%)												
營收				9.66	5.65	1.5	4.73	5.37	0.43	0.31	2.87	4.28
營業利益				-3.54	29.83	-8.17	3.1	1.23	17.79	-1.49	-3.39	2.16
稅前純益				6.51	19.2	-17.09	4.86	19.86	4.95	-2.69	-3.36	3.69
稅後純益				8.05	11.31	-19.04	6.79	23.93	2.97	-7.12	-0.63	3.69

資料來源：CMoney · JS 預估 註：以最新股本回溯 EPS

資產負債表

單位：百萬元	2017	2018	4Q18
流動資產	116,995	149,940	149,940
現金及約當現金	2,861	4,616	4,616
公允價值衡量金融資產	20	14	14
備供出售金融資產	--	--	--
以成本衡量之金融資產	--	--	--
存貨	452	1,466	1,466
非流動資產	19,318	20,875	20,875
公允價值衡量金融資產	--	--	--
不動產、廠房及設備	17,203	18,109	18,109
無形資產	249	264	264
資產總計	136,314	170,815	170,815
流動負債	120,237	148,112	148,112
短期借款	37,290	47,944	47,944
非流動負債	2,070	2,791	2,791
負債總計	122,307	150,903	150,903
股本	2,746	3,746	3,746
普通股股本	2,746	2,746	2,746
資本公積	2,542	6,541	6,541
保留盈餘	5,626	6,593	6,593
庫藏股票	--	--	--
股東權益	14,006	19,912	19,912
每股淨值(元)	38.6	43.96	43.96
流動比率(%)	97.3	101.23	101.23
速動比率(%)	94.33	98.71	98.71
應收帳款週轉率(%)	0.2	0.19	0.05
負債比率(%)	89.72	88.34	88.34
稅後股東權益報酬率(%)	22.9	19.12	5.45

資料來源：CMoney · JS 預估

現金流量表

單位：百萬元	2017	2018	4Q18
繼續營業單位稅前損益	3,217	3,805	3,805
折舊及攤提費用	4,913	6,900	6,900
利息費用	1,489	2,235	2,235
股利收入	--	--	--
權益法認列關聯企業損益	-18	-17	-17
處分不動產、廠房及設備	-4	-4	-4
處分權益法之投資損益	--	--	--
未實現外幣兌換損益	-161	38	38
應收帳款增減	-17,519	-24,685	-24,685
存貨增減	-200	-1,014	-1,014
應付帳款增減	279	-131	-131
營業活動現金流量	-20,265	-28,823	-28,823
公允價值衡量金融資產增減	0	0	--
攤銷成本衡量金融資產增減	0	10	--
權益法長期股權投資增減	-11	0	--
取得不動產、廠房及設備	-129	-257	-257
處分不動產、廠房及設備	43	103	103
投資活動現金流量	-225	-192	-192
短期借款增減	8,404	11,219	11,219
長期借款增減	0	200	200
公司債發行	4,341	2,097	2,097
公司債償還	-3,000	0	0
現金增資	0	4,994	4,994
發放現金股利	-1,449	-1,723	-1,723
庫藏股票增減	0	0	--
籌資活動現金流量	20,975	30,802	30,802
淨現金流量	464	1,755	1,755

資料來源：CMoney · JS 預估

2019年4月12日

免責聲明

本研究報告僅供本公司特定客戶參考。
客戶進行投資決策時，應審慎考量本身之需求、投資風險及風險承受度，並就投資結果自行負責，本公司不作任何獲利保證，亦不就投資損害負任何法律責任。
本研究報告內容取材自本公司認可之來源，但不保證其完整性及精確性；該報告所載財務資料、預估及意見，係本公司於特定日期就現有資訊所做之專業判斷，嗣後變更時，本公司將不做預告或更新；本研究報告內容僅供參考，有未盡完善之處，本公司恕不負責。
非經本公司同意，不得將本研究報告內容複製、轉載或以其他方式提供予其他第三人。

投資評等說明

評等	定義
強力買進	六個月內潛在報酬率 40%以上
買進	六個月內潛在報酬率 15%以上~未達 40%
持有	六個月內潛在報酬率 7%以上~未達 15%
中立	六個月內潛在報酬率未達 7% 近期股價將呈持平走勢 無法由基本面給予合理評等
買進轉中立	建議降低持股