

公司名稱	投資評等	結論及投資建議
2520 TT 冠德	買進 目標價 27	冠德的首次投資評等為買進，目標價27元，潛在空間21%，主要理由如下： (1) 指標建案「冠德信義」將於3Q18完工銷售，預計2H18營收將明顯成長； (2) 2018~2019完工建案總銷達400億元，營運動能強勁。

研究員 侯相印

jameshou@jsun.com

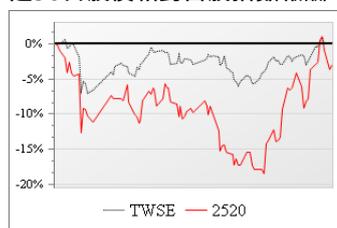
近期投資評等

日期	評等
06/13/2018	買進

公司基本資料

收盤價(元)(06/12/2018)	22.25
股本(百萬元)	5,038
總市值(億元)	112.1
每股淨值(元)	25.66
外資持股比(%)	11.30
投信持股比(%)	0.35
近20日均量(張)	2,981
融資餘額(06/12/2018)	24,703

近90日股價相對台股指數報酬



資料來源：CMoney

重點摘要

- ◆ **公司簡介：**冠德成立於1979年，資本額50.37億元，為國內中大型建商，推案地點主要集中在於台北市及新北市，除自地自建住宅推案外，亦參與都市更新、捷運聯合開發案等；在轉投資部分，目前持有根基營造(2546.TT)約34%，另在百貨部分持有環球購物中心約84%，1Q18營收結構比重為建設40%、營造44%、百貨16%。
- ◆ **1Q18僅認列成屋銷售：**1Q18營收21.6億元(YoY+0.1%)，稅後淨利-4,300萬元，稅後EPS-0.09元，營收方面，因1Q18因無新建案完工，僅認列成屋銷售，其中總銷14億元的「冠德愛閱」已4Q17~1Q18全數認列完，目前剩餘成屋總銷售率約60%，總銷約23億元，將陸續於2018年認列；獲利表現部分，虧損係因在1Q18進行稅率調整及土地增值稅產生所得稅費用6,400萬元，造成虧損。
- ◆ **新建案將於2H18陸續完工：**在新建案部分，「冠德信義」預計將於3Q18正式銷售，該案為信義區指標型豪宅建案，共分為B、C、F棟，合計共41戶，每坪均價達200萬~250萬元，預計總銷金額約200億元，將可對2H18營運有明顯助益，此外，在「冠德微山丘」部分，預計於07/2018完工，將於3Q18銷售，該案總銷金額達84億，而在中和華中建案，預計06/2018完工，3Q18銷售，總銷金額約16億元；在預售案部份，「冠德大境」為都更案，於2015年推出預售，目前銷售率已達90%，總銷金額約50億元，預計將於4Q18~1Q19完工入帳，在多項建案挹注下，預估2018年營收142.6億元(YoY+43.5%)，稅後淨利10.4億元(YoY+302%)，稅後EPS 2.07元。
- ◆ **目前評價偏低：**目前國內房市持續回溫，2017年全台建物買賣移轉棟數為26.6萬棟(YoY+8.4%)，而在01~04/2018移轉棟數合計8.5萬棟(YoY+7.2%)，顯示房市景氣已逐步回升，冠德在2018~2019年推案量總銷達400億元，後續營運動能強勁，目前評價位於0.9倍P/B，處於歷史區間0.5倍~1.2倍中緣，考量房市持續回升及推案量數目龐大，給予買進建議，目標價27元。(以2018PBR*1.1倍)

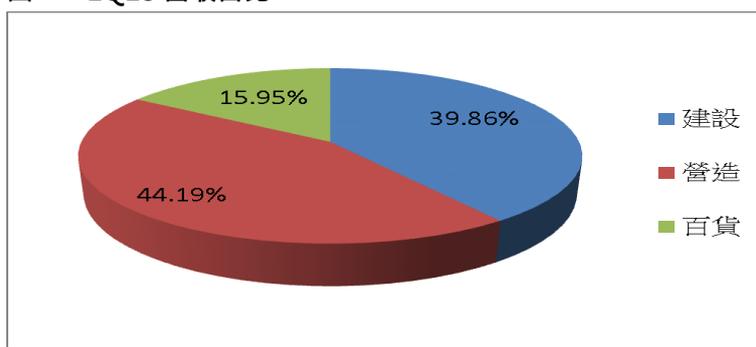
單位:百萬元	2017	2018F	4Q17	1Q18	2Q18F	3Q18F	4Q18F	1Q19F
營業收入淨額	9,933	14,255	3,187	2,163	2,193	5,052	4,847	7,724
營業毛利	2,799	3,754	748	562	540	1,378	1,274	2,197
營業利益	843	1,682	159	80	120	768	714	1,467
稅後純益	346	1,044	23	-43	76	530	481	999
稅後EPS(元)	0.69	2.07	0.05	-0.09	0.15	1.05	0.95	1.98
毛利率(%)	28.18	26.33	23.47	25.99	24.62	27.28	26.27	28.44
營業利益率(%)	8.48	11.8	4.99	3.72	5.47	15.2	14.72	18.99
稅後純益率(%)	3.49	7.32	0.71	-2	3.48	10.49	9.92	12.93
營業收入 YoY/QoQ(%)	-15.02	43.51	46.38	-32.13	1.37	130.4	-4.06	59.36
營業利益 YoY/QoQ(%)	-43.9	99.58	-33.02	-49.43	48.95	540.66	-7.1	105.56
稅後純益 YoY/QoQ(%)	-52.93	201.5	-85.29	--	--	594.09	-9.22	107.64

資料來源:CMoney·JS 預估 註:以最新股本回溯EPS

◆ 公司簡介：

冠德成立於 1979 年，資本額 50.37 億元，為國內中大型建商，推案地點主要集中於台北市及新北市，除自地自建住宅推案外，亦參與都市更新、捷運聯合開發案等；在轉投資部分，目前持有根基營造(2546.TT)約 34%；另在百貨部分持有環球購物中心約 84%，1Q18 營收結構比重為建設 40%、營造 44%、百貨 16%。

圖一、1Q18 營收占比



資料來源：日盛彙整

◆ 新建案將於 2H18 陸續完工：

在新建案部分，「冠德信義」預計將於 3Q18 正式銷售，該案為信義區指標型豪宅建案，共分為 B、C、F 棟，合計共 41 戶，每戶坪數約在 166~206 坪，每坪均價達 200~250 萬元，預計總銷金額約 200 億元，將可對 2H18 營運有明顯助益，此外，在「冠德微山丘」部分，預計於 07/2018 完工，共 177 戶，每戶坪數位於 47~130 坪，採先建後售，將於 3Q18 銷售，該案總銷金額達 84 億；而在中和華中建案，預計 06/2018 完工，共 88 戶，每戶坪數約 60 坪，3Q18 銷售，總銷金額約 16 億元；在預售案部份，「冠德大境」為都更案，於 2015 年推出預售，目前銷售率已達 90%，總戶數為 154 戶，每戶坪數位於 40~60 坪，總銷金額約 50 億元，預計將於 4Q18~1Q19 完工入帳，在多项建案挹注下，預估 2018 年營收 142.6 億元(YoY+43.5%)，稅後淨利 10.4 億元(YoY+302%)，稅後 EPS 2.07 元。

◆ 2018~2019 年新推案總銷達 400 億元：

在 2019 年部分，冠德將推出機場捷運 A19 住宅建案，採先建後售，預計 2Q19 完工後開始銷售，共 366 戶，每戶採小坪數約 18~43 坪，總銷金額約 66 億元，而在後續預售案部份，「冠德天晴」於 08/2017 年開始進行預售，並於 06/2018 年開工，預計於 1Q21 完工，目前銷售率約 60%，總銷約 13 億元，此外，在「冠德創新殿」部分，總銷約 70 億元，共分為住宅與商辦，其中住宅約佔 50 億元，商辦約 20 億元，自 10/2017 推出預售，目前住宅銷售率約 60%、商辦銷售率約 40%，預計 4Q20 完工入帳；合計 2018~2019 年新推案總銷達 400 億元，而後續預售案目前銷售率也都超過 50%，後續營運動能將維持高檔。

圖二、2018~2019 建案

成屋銷售	地區	總銷(Mn)	銷售率
冠德愛閣	新北三重	1,400	100%
謙臻邸	台中市	2,500	64%
冠德天御	新北市新莊	1,100	50%
冠德風尚	新北市新莊	1,700	50%
2018完工			
萬芳段-冠德微山丘	台北文山區	8,400	3Q18完工銷售
冠德信義B	台北信義區	7,200	3Q18完工銷售
冠德信義C	台北信義區	8,800	1Q18完工銷售
冠德信義F	台北信義區	4,900	3Q18完工銷售
中和華中-(冠德湖水裔)	新北中和	1,600	3Q18完工銷售
冠德大境-美境	新北中和	2,800	90%
冠德大境-麗境	新北中和	2,200	90%
2019完工			
機場捷運A19	桃園市	6,600	2Q19完工銷售
2020完工			
冠德創新殿	新北新店	7,000	54%
中原B	新北新莊	7,000	-
三重F	新北三重	1,000	-
中原D2	新北新莊	2,100	-
2021完工			
冠德天晴三民段	新北三重	1,300	60%
羅斯福路	台北中正區	3,600	-
台中捷運G8	台中市	1,800	-
二重埔段	新北三重	10,000	-

資料來源：冠德、日盛彙整

◆ 百貨業務穩定貢獻營收：

目前冠德轉投資環球購物(持有 84%)目前共有 8 個據點，台灣共有中和店、板橋車站店、桃園 A8 店、林口 A9 店、新左營車站店、南港車站店、屏東店等 7 家據點，2017 年於中國新開天津店，預計將於 2019 年於新開機場捷運 A19 分店，2017 年百貨業務貢獻營收約 13.7 億元(YoY+10%)，2018 年在沒有新增營運據點下，預計百貨業務將持平小增，預估百貨業務全年營收 13.8 億元(YoY+0.4%)，須待於 2019 年新店開幕後，才有較明顯成長幅度。

◆ 目前評價偏低：

目前國內房市持續回溫，2017 年全台建物買賣移轉棟數為 26.6 萬棟(YoY+8.4%)，而在 01~04/2018 移轉棟數合計 8.5 萬棟(YoY+7.2%)，顯示房市景氣已逐步回升，冠德在 2018~2019 年推案量總銷達 400 億元，後續營運動能強勁，目前評價位於 PBR0.9 倍，處於歷史區間 0.5~1.2 倍中緣，考量房市持續回升及推案量數目龐大，給予買進建議，目標價 27 元。(以 2018PBR*1.1 倍)

PB 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
20180613	買進	27.0
20161028	持有	17.7
20160328	買進	21.0

資料來源：CMoney · JS 預估彙整

2018年6月13日

損益表

單位：百萬元	2016	2017	2018F	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18F	3Q18F	4Q18F	1Q19F
營業收入淨額	11,689	9,933	14,255	2,160	2,409	2,177	3,187	2,163	2,193	5,052	4,847	7,724
營業毛利	3,125	2,799	3,754	619	734	698	748	562	540	1,378	1,274	2,197
營業費用	1,623	1,956	2,072	443	464	460	589	482	420	610	560	730
營業利益	1,502	843	1,682	177	269	238	159	80	120	768	714	1,467
營業外收支	-526	-112	-102	-44	8	-24	-53	-42	-10	-20	-30	-30
稅前純益	976	730	1,580	133	277	214	106	39	110	748	684	1,437
稅後純益	736	346	1,044	67	102	154	23	-43	76	530	481	999
最新股本	5,038	5,038	5,038	5,038	5,038	5,038	5,038	5,038	5,038	5,038	5,038	5,038
稅後 EPS (元)	1.46	0.69	2.07	0.13	0.20	0.31	0.05	-0.09	0.15	1.05	0.95	1.98
經營效率(%)												
毛利率	26.74	28.18	26.33	28.67	30.45	32.06	23.47	25.99	24.62	27.28	26.27	28.44
營業利益率	12.85	8.48	11.8	8.18	11.17	10.92	4.99	3.72	5.47	15.2	14.72	18.99
稅前純益率	8.35	7.35	11.09	6.15	11.51	9.82	3.34	1.79	5.01	14.81	14.1	18.6
稅後純益率	6.29	3.49	7.32	3.09	4.25	7.09	0.71	-2	3.48	10.49	9.92	12.93
YoY(%)												
營收	8.63	-15.02	43.51	-8.12	-40.83	-24.49	33.7	0.16	-8.98	132.04	52.09	257.1
營業利益	13.8	-43.9	99.58	-39.99	-61.51	-26.84	-13.21	-54.45	-55.47	223.18	348.24	1,722.25
稅前純益	-7.57	-25.18	116.36	-43.88	-14.33	-34.1	16.6	-70.81	-60.37	249.99	542.19	3,602.47
稅後純益	28.21	-52.93	201.5	-38.45	-64.14	-41.65	-70.51	--	-25.48	243.45	2,019.25	--
QoQ(%)												
營收				-9.4	11.55	-9.62	46.38	-32.13	1.37	130.4	-4.06	59.36
營業利益				-3.66	52.35	-11.72	-33.02	-49.43	48.95	540.66	-7.1	105.56
稅前純益				45.62	108.62	-22.92	-50.2	-63.54	183.18	580.77	-8.63	110.2
稅後純益				-13.16	53.3	50.6	-85.29	--	--	594.09	-9.22	107.64

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	2016	2017	1Q18
流動資產	34,335	41,365	41,005
現金及約當現金	4,064	6,962	4,989
公允價值衡量金融資產	87	100	99
備供出售金融資產	--	--	--
以成本衡量之金融資產	--	--	--
存貨	26,305	30,024	31,401
非流動資產	8,734	8,740	8,633
公允價值衡量金融資產	--	--	--
不動產、廠房及設備	7,690	7,750	7,647
無形資產	81	92	88
資產總計	43,069	50,106	49,638
流動負債	22,191	31,253	29,583
短期借款	15,000	20,539	19,518
非流動負債	7,635	5,791	6,798
負債總計	29,825	37,044	36,380
股本	5,038	5,038	5,038
普通股股本	5,038	5,038	5,038
資本公積	1,351	1,363	1,364
保留盈餘	5,259	5,050	5,229
庫藏股票	-71	-71	-71
股東權益	13,243	13,061	13,257
每股淨值(元)	23.42	23.01	23.37
流動比率(%)	154.73	132.35	138.61
速動比率(%)	34	34.41	30.45
應收帳款週轉率(%)	5.87	5.01	1.5
負債比率(%)	69.25	73.93	73.29
稅後股東權益報酬率(%)	6.43	3.02	-0.38

資料來源：CMoney · JS 預估

現金流量表

單位：百萬元	2016	2017	1Q18
繼續營業單位稅前損益	976	730	39
折舊及攤提費用	270	267	78
利息費用	236	234	103
股利收入	-3	-3	--
權益法認列關聯企業損益	-1	0	1
處分不動產、廠房及設備	9	0	--
處分權益法之投資損益	--	--	--
未實現外幣兌換損益	--	--	--
應收帳款增減	207	-767	500
存貨增減	-223	-3,404	-1,323
應付帳款增減	505	486	-127
營業活動現金流量	1,188	-885	-1,320
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	0	--
權益法長期股權投資增減	-11	0	--
取得不動產、廠房及設備	-564	-386	-25
處分不動產、廠房及設備	0	0	0
投資活動現金流量	-632	-372	-20
短期借款增減	1,507	5,539	-1,021
長期借款增減	128	464	44
公司債發行	1,500	0	1,000
公司債償還	-2,000	-1,000	--
現金增資	--	--	--
發放現金股利	-493	-542	--
庫藏股票增減	0	0	--
籌資活動現金流量	138	4,164	-621
淨現金流量	681	2,898	-1,973

資料來源：CMoney · JS 預估

2018年6月13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