

2018年11月2日

公司名稱	投資評等	結論及投資建議
2520 TT 冠德	買進  目標價 20.6	冠德投資評等維持買進，目標價由27元下修至20.6元(獲利調整)，潛在空間20.5%，主因：「美境」、「麗境」兩項建案總銷銜計約50億元，將於4Q18-1Q19交屋認列，4Q18獲利將顯著跳升；近期受盤勢不佳而修正，評價已處歷史相對低檔，投資價值已浮現。

研究員 侯相印

jameshou@jsun.com

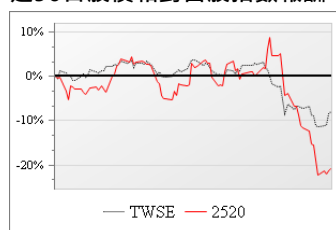
近期投資評等

11/02/2018	買進
06/13/2018	買進

公司基本資料

收盤價(元)(11/01/2018)	17.10
股本(百萬元)	5,038
總市值(億元)	86.1
每股淨值(元)	22.01
外資持股比(%)	8.96
投信持股比(%)	0.46
近20日日均量(張)	5,231
融資餘額(11/01/2018)	25,392

近90日股價相對台股指數報酬



資料來源：CMoney

重點摘要

- ◆ **3Q18不如預期**：3Q18營收26億元(YoY+19.4%)，不如預期，係因指標建案「冠德信義」自3Q18銷售後目前仍未實際貢獻營收，且在3Q18完工建案「冠德蝴蝶水映」、「冠德微山丘」因仍處驗收交屋階段，實際貢獻營收將遞延至4Q18，預估3Q18稅後淨利0.64億元(YoY-58.9%)，稅後EPS 0.13元。
- ◆ **4Q18獲利將大幅跳升**：雖然1Q-3Q18僅有成屋銷售貢獻營收，營運較為平淡，然在4Q18起，因先前兩項接近完銷之預售案將開始交屋認列，將使獲利大幅成長，主要為位於新北市中和區的「冠德大境」，其為都更案，於2015年推出預售，分為兩區銷售，主要分為「冠德大境-美境」及「冠德大境-麗境」，目前兩者銷售率皆達90%以上，已接近完銷，合計總銷金額約50億元，將於11/2018起交屋認列營收，合計約154戶，預計將使4Q18-1Q19獲利大幅成長，預估4Q18營收56.2億元(YoY+76.4%)，稅後淨利6.4億元(YoY+2715%)，稅後EPS 1.27元。
- ◆ **2018-2019年新推案總銷達400億元**：在2018年整體營運狀況而言，1Q-3Q18為成屋銷售貢獻，營運較為平淡，然在4Q18因新屋完工交屋使獲利大幅跳升，合計預估2018年營收123.3億元(YoY+24.1%)，稅後淨利47.5億元(YoY+37.2%)，稅後EPS 0.94元；2019年營運主要以「冠德大境-美境」及「冠德大境-麗境」遞延交屋及新屋「機場捷運A19住宅建案」貢獻，成屋部分，尚有「冠德蝴蝶水映」、「冠德微山丘」、等成屋貢獻營收，此外，指標豪宅「冠德信義」可望於2019年貢獻營收，預估2019年營收125.9億元(YoY+2.1%)，稅後淨利7.8億元(YoY+63.7%)，稅後EPS 1.54元，合計2018-2019推案量總銷達400億元，營運動能強勁。
- ◆ **目前評價位於歷史低檔區，投資價值浮現**：目前國內房市交易持續回溫，01~09/2018全台建物買賣移轉棟數為20.6萬棟 (YoY+4.5%)，目前評價位於PBR 0.7倍，處於歷史區間0.5倍~1.2倍下緣，投資價值浮現，維持買進建議，目標價20.6元。(以2018PBR\*0.9倍)

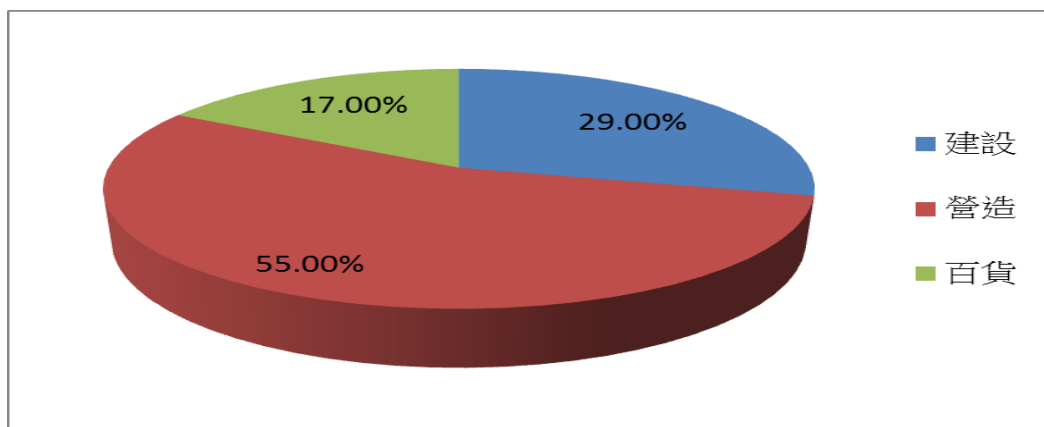
單位:百萬元	2018F	2019F	1Q18	2Q18	3Q18F	4Q18F	1Q19F	2Q19F
營業收入淨額	12,328	12,589	2,163	1,943	2,599	5,623	3,560	2,783
營業毛利	3,252	3,244	562	501	660	1,528	962	741
營業利益	1,165	1,164	80	36	110	938	392	221
稅後純益	475	778	-43	-185	64	639	265	145
稅後 EPS(元)	0.94	1.54	-0.09	-0.37	0.13	1.27	0.53	0.29
毛利率(%)	26.38	25.77	25.99	25.81	25.4	27.17	27.02	26.62
營業利益率(%)	9.45	9.25	3.72	1.86	4.24	16.68	11.01	7.93
稅後純益率(%)	3.85	6.18	-2	-9.5	2.46	11.36	7.46	5.21
營業收入 YoY/QoQ(%)	24.12	2.11	-32.13	-10.18	33.78	116.33	-36.68	-21.84
營業利益 YoY/QoQ(%)	38.21	-0.07	-49.43	-55.11	205.06	750.96	-58.22	-43.69
稅後純益 YoY/QoQ(%)	37.19	63.68	--	--	--	899.83	-58.46	-45.37

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%，1H18 營收結構比重為建設 29%、營造 55%、百貨 17%。

圖一、1H18 營收占比



資料來源：日盛彙整

◆ 3Q18 不如預期：

3Q18 營收 26 億元(YoY+19.4%)，不如預期，係因指標建案「冠德信義」自 3Q18 銷售後目前仍未實際貢獻營收，且在 3Q18 完工建案「冠德蝴蝶映」、「冠德微山丘」因仍處驗收交屋階段，實際貢獻營收將遞延至 4Q18，預估 3Q18 稅後淨利 0.64 億元(YoY-58.9%)，稅後 EPS 0.13 元。

◆ 4Q18 獲利將大幅跳升：

雖然 1-3Q18 僅有成屋銷售貢獻營收，營運較為平淡，然在 4Q18 起，因先前兩項接近完銷之預售案將開始交屋認列，將使獲利大幅成長，主要為位於新北市中和區的「冠德大境」，其為都更案，於 2015 年推出預售，分為兩區銷售，主要分為「冠德大境-美境」及「冠德大境-麗境」，目前兩者銷售率皆達 90%以上，已接近完銷，合計總銷金額約 50 億元，將於 11/2018 起交屋認列營收，合計約 154 戶，預計將使 4Q18-1Q19 獲利大幅成長，預估 4Q18 營收 56.2 億元(YoY+76.4%)，稅後淨利 6.4 億元(YoY+2715%)，稅後 EPS 1.27 元。

2018 年 11 月 2 日

◆ 先建後售案已於 3Q18 陸續完工銷售：

在先建後售案部分，「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 坪~206 坪，每坪均價達 200 萬~250 萬元，預計總銷金額約 200 億元，然目前因單戶金額達 3 億-5 億元，且目前景氣受中美貿易戰影響較具不確定性，因此目前銷售狀況較不理想，尚未實際貢獻營收；此外，在「冠德微山丘」部分，已於 07/2018 完工，共 130 戶，每戶坪數位於 47 坪~130 坪，採先建後售，該案總銷金額約 73 億，目前銷售率約 10%，目前仍在交屋驗收階段，預計 4Q18-1Q19 可逐步認列；而在「冠德蝴蝶水映」案，已於 3Q18 完工，共 88 戶，每戶坪數約 60 坪，總銷金額約 16 億元，採先建後售，自 09/2018 銷售後，目前銷售率約 5%；在 2018 年整體營運狀況而言，1-3Q18 為成屋銷售貢獻，營運較為平淡，然在 4Q18 因新屋完工交屋使獲利大幅跳升，合計預估 2018 年營收 123.3 億元(YoY+24.1%)，稅後淨利 47.5 億元(YoY+37.2%)，稅後 EPS 0.94 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 1Q19 開始推預售，2Q19 完工，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 70%，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，目前總銷售率約 70%，預計 4Q20 完工入帳，而在「冠德羅斯福」部分，總銷 36 億元，於 3Q18 推出預售，目前銷售率已超過 10%，預計 2Q21 完工；合計 2018~2019 年新推案總銷達 400 億元，後續營運動能可望維持高檔，2019 年營運主要以「冠德大境-美境」及「冠德大境-麗境」遞延交屋及新屋「機場捷運 A19 住宅建案」貢獻，成屋部分，尚有「冠德蝴蝶水映」、「冠德微山丘」，等成屋貢獻營收，此外，指標豪宅「冠德信義」可望於 2019 年貢獻營收，預估 2019 年營收 125.9 億元(YoY+2.1%)，稅後淨利 7.8 億元(YoY+63.7%)，稅後 EPS 1.54 元。

圖二、建案銷售情形

成屋銷售	地區	總銷(Mn)	銷售率(%)
謙臻邸	台中市	2,500	70%
冠德天御	新北市新莊	1,100	75%
冠德風尚	新北市新莊	1,700	75%
<b>2018完工</b>			
萬芳段-冠德微山丘	台北文山區	7,300	10%
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	3Q18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	5%
冠德大境-美境	新北中和	2,800	100%
冠德大境-麗境	新北中和	2,200	95%
<b>2019完工</b>			
機場捷運A19	桃園市	6,600	2Q19完工銷售
<b>2020完工</b>			
冠德創新殿	新北新店	7,000	75%
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	
<b>2021完工</b>			
冠德天晴三民段	新北三重	1,300	70%
羅斯福路	台北中正區	3,600	13%
台中捷運G8	台中市	1,800	
二重埔段	新北三重	10,000	

資料來源：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。

◆ 目前評價位於歷史低檔區，投資價值浮現：

目前國內房市交易持續回溫，01~09/2018 全台建物買賣移轉棟數為 20.6 萬棟(YoY+4.5%)，考量冠德於 4Q18 因新案入帳獲利將大幅成長，且 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 PBR0.7 倍，處於歷史區間 0.5~1.2 倍下緣，投資價值浮現，給予買進建議，目標價 20.6 元。(以 2018PBR\*0.9 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
20181102	買進	20.6
20180613	買進	27.0
20161028	持有	17.7

資料來源：CMoney · JS 預估彙整

2018年11月2日

**損益表**

單位：百萬元	2017	2018F	2019F	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18F	4Q18F	1Q19F	2Q19F
營業收入淨額	9,933	12,328	12,589	2,409	2,177	3,187	2,163	1,943	2,599	5,623	3,560	2,783
營業毛利	2,799	3,252	3,244	734	698	748	562	501	660	1,528	962	741
營業費用	1,956	2,087	2,080	464	460	589	482	465	550	590	570	520
營業利益	843	1,165	1,164	269	238	159	80	36	110	938	392	221
營業外收支	-112	-210	-40	8	-24	-53	-42	-118	-20	-30	-10	-10
稅前純益	730	955	1,124	277	214	106	39	-82	90	908	382	211
稅後純益	346	475	778	102	154	23	-43	-185	64	639	265	145
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)	0.69	0.94	1.54	0.20	0.31	0.05	-0.09	-0.37	0.13	1.27	0.53	0.29
<b>經營效率(%)</b>												
毛利率	28.18	26.38	25.77	30.45	32.06	23.47	25.99	25.81	25.4	27.17	27.02	26.62
營業利益率	8.48	9.45	9.25	11.17	10.92	4.99	3.72	1.86	4.24	16.68	11.01	7.93
稅前純益率	7.35	7.75	8.93	11.51	9.82	3.34	1.79	-4.22	3.47	16.15	10.72	7.57
稅後純益率	3.49	3.85	6.18	4.25	7.09	0.71	-2	-9.5	2.46	11.36	7.46	5.21
<b>YoY(%)</b>												
營收	-15.02	24.12	2.11	-40.83	-24.49	33.7	0.16	-19.35	19.39	76.44	64.59	43.22
營業利益	-43.9	38.21	-0.07	-61.51	-26.84	-13.21	-54.45	-86.58	-53.62	489.2	386.8	510.68
稅前純益	-25.18	30.75	17.69	-14.33	-34.1	16.6	-70.81	-60.37	-57.79	753.01	883.96	--
稅後純益	-52.93	37.19	63.68	-64.14	-41.65	-70.51	--	-25.48	-58.58	2,714.97	--	--
<b>QoQ(%)</b>												
營收				11.55	-9.62	46.38	-32.13	-10.18	33.78	116.33	-36.68	-21.84
營業利益				52.35	-11.72	-33.02	-49.43	-55.11	205.06	750.96	-58.22	-43.69
稅前純益				108.62	-22.92	-50.2	-63.54	183.18	--	906.36	-57.94	-44.83
稅後純益				53.3	50.6	-85.29	--	--	--	899.83	-58.46	-45.37

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	2Q18
流動資產	34,335	41,365	41,955
現金及約當現金	4,064	6,962	4,533
公允價值衡量金融資產	87	100	102
備供出售金融資產	--	--	--
以成本衡量之金融資產	--	--	--
存貨	26,305	30,024	32,616
非流動資產	8,734	8,740	8,555
公允價值衡量金融資產	--	--	--
不動產、廠房及設備	7,690	7,750	7,575
無形資產	81	92	83
<b>資產總計</b>	<b>43,069</b>	<b>50,106</b>	<b>50,510</b>
流動負債	22,191	31,253	31,015
短期借款	15,000	20,539	21,234
非流動負債	7,635	5,791	6,803
<b>負債總計</b>	<b>29,825</b>	<b>37,044</b>	<b>37,818</b>
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	4,792
庫藏股票	-71	-71	-71
<b>股東權益</b>	<b>13,243</b>	<b>13,061</b>	<b>12,692</b>
每股淨值(元)	23.42	23.01	22.48
流動比率(%)	154.73	132.35	135.28
速動比率(%)	34	34.41	28.04
應收帳款週轉率(%)	5.87	5.01	2.84
負債比率(%)	69.25	73.93	74.87
稅後股東權益報酬率(%)	6.43	3.02	-1.63

資料來源：CMoney · JS 預估

**現金流量表**

單位：百萬元	2016	2017	2Q18
繼續營業單位稅前損益	976	730	-43
折舊及攤提費用	270	267	152
利息費用	236	234	218
股利收入	-3	-3	-2
權益法認列關聯企業損益	-1	0	0
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	636
存貨增減	-223	-3,404	-2,493
應付帳款增減	505	486	-153
<b>營業活動現金流量</b>	<b>1,188</b>	<b>-885</b>	<b>-2,109</b>
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	-34
處分不動產、廠房及設備	0	0	0
<b>投資活動現金流量</b>	<b>-632</b>	<b>-372</b>	<b>-25</b>
短期借款增減	1,507	5,539	696
長期借款增減	128	464	-212
公司債發行	1,500	0	1,000
公司債償還	-2,000	-1,000	-1,000
現金增資	--	--	--
發放現金股利	-493	-542	--
庫藏股票增減	0	0	--
<b>籌資活動現金流量</b>	<b>138</b>	<b>4,164</b>	<b>-288</b>
<b>淨現金流量</b>	<b>681</b>	<b>2,898</b>	<b>-2,429</b>

資料來源：CMoney · JS 預估

2018 年 11 月 2 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