

| 公司名稱 | 投資評等 | 結論及投資建議 |
|---------------|---------------------|--|
| 2548 TT 華固 | 持有 目標價 79 | 華固的投資評等為持有(產業研究員異動)，目標價79元，潛在漲幅8.2%，主要理由如下： (1) 2019年三大建案進入認列高峰，且同期獲利基期偏低，預估2019年獲利年增278%； (2) 目前評價合理。 |

研究員 徐培勳

jtr1117barry@jsun.com

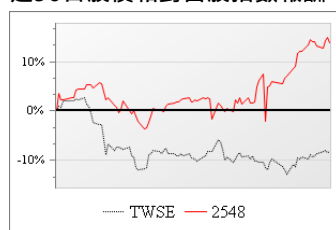
近期投資評等

| 日期 | 評等 |
|------------|-------|
| 01/25/2019 | 持有/中立 |
| | |
| | |

公司基本資料

| | |
|--------------------|-------|
| 收盤價(元)(01/24/2019) | 73.00 |
| 股本(百萬元) | 2,768 |
| 總市值(億元) | 202.1 |
| 每股淨值(元) | 52.98 |
| 外資持股比例(%) | 28.84 |
| 投信持股比例(%) | 5.12 |
| 近20日均量(張) | 1,699 |
| 融資餘額(01/24/2019) | 999 |

近90日股價相對台股指數報酬



資料來源：CMoney

重點摘要

- ◆ **2018年無新建案完工，預估獲利YoY-60%：4Q18營收17.4億元(QoQ+143%、YoY+84%)**，係因08/2018與國有財產署有「華固新天地」地上權糾紛落幕，華固勝訴並成功去化餘屋，然就2018年來看，華固因無新建案完工，主要以天母「天鑄」、新店「華城」、景美「新天地」等舊有成屋銷售，2018年營收46.38億元(YoY-55%)，預估營業利益7.97億元(YoY-65%)，稅後淨利8.8億元(YoY-60%)，稅後EPS 3.18元。
- ◆ **2019年進入三大建案認列高峰，獲利值得期待：2019年建案認列方面**，包括台北市「名鑄」、台北市「樂慕」、土城「新代田」三項建案，總銷172億元，銷售率分別為90%/100%/65%，並於2Q19、2Q19、3Q19開始讓客戶驗收後交屋，目標是2019年完成已銷售成屋之認列，預估貢獻營收約150億元。推案方面，1/23/2019華固公告與子公司「品興營造」簽訂石牌「翡麗」4.19億元工程合約，預計農曆年後動工，總銷面積5,200坪，總銷金額47億元，預計2022年認列收入；3Q19推出內湖「潭美住宅案」，總銷面積6,900坪，總銷金額62億元，2022年認列收入。
- ◆ **2020年購物中心完工，營收將維持百億水準：2020年建案認列方面**，位於劍南路站的購物中心「亞太置地」將完工認列營收，總銷面積7,700坪，總銷金額80億，加計2019年「名鑄」、「新代田」的餘屋銷售，預期2020年營收也將超過百億。推案方面，2020年將推出「江翠案」、「學府案」、「信義光復案」總銷金額196億元，將於2023年認列營收，華固至2023年可認列儲備建案充足。
- ◆ **2019年獲利大幅成長，然評價已趨於合理，給予持有評等：預估2019年營收151.7億元(YoY+227%)**，稅後淨利33.21億元(YoY+278%)，稅後EPS 12元，每股淨值61元，然目前PBR 1.2倍，位於歷史PBR 0.8~1.4倍中上緣，評價合理，給予持有評等，目標價79元(2019年PBR 1.3倍)

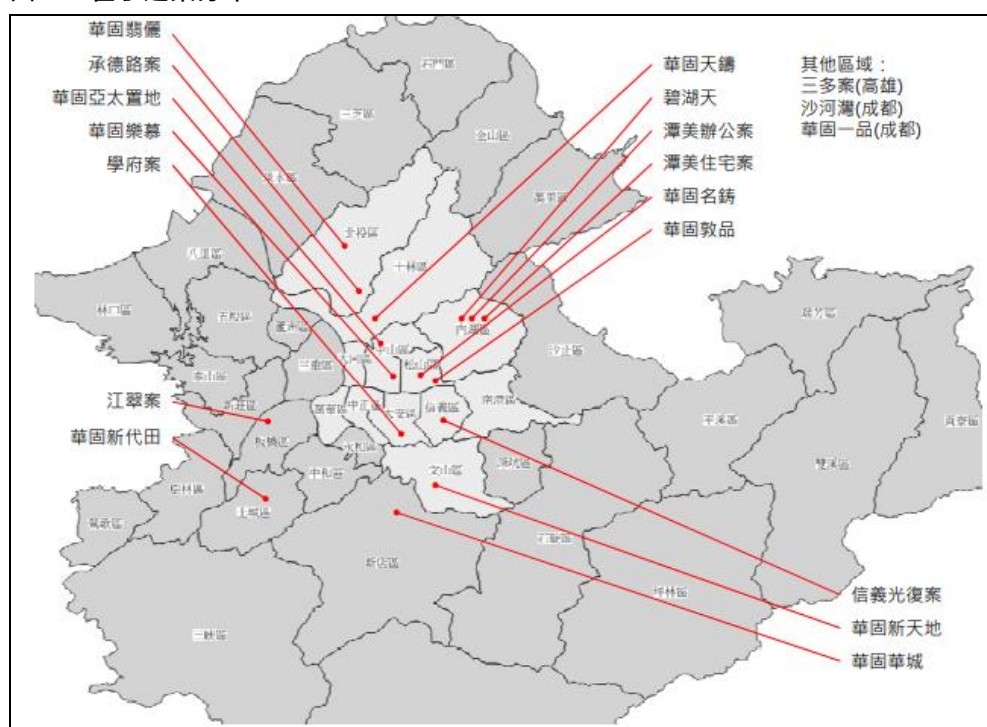
| 單位:百萬元 | 2018F | 2019F | 2Q18 | 3Q18 | 4Q18F | 1Q19F | 2Q19F | 3Q19F |
|-----------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 營業收入淨額 | 4,638 | 15,170 | 1,424 | 718 | 1,740 | 950 | 1,600 | 5,500 |
| 營業毛利 | 1,416 | 4,785 | 501 | 180 | 506 | 285 | 560 | 1,850 |
| 營業利益 | 797 | 4,125 | 347 | 67 | 331 | 145 | 400 | 1,670 |
| 稅後純益 | 879 | 3,321 | 326 | 62 | 279 | 116 | 336 | 1,339 |
| 稅後EPS(元) | 3.18 | 12.00 | 1.18 | 0.22 | 1.01 | 0.42 | 1.21 | 4.84 |
| 毛利率(%) | 30.54 | 31.54 | 35.19 | 25.14 | 29.1 | 30 | 35 | 33.64 |
| 營業利益率(%) | 17.19 | 27.19 | 24.33 | 9.3 | 19.04 | 15.26 | 25.01 | 30.36 |
| 稅後純益率(%) | 18.96 | 21.89 | 22.9 | 8.64 | 16.03 | 12.26 | 21 | 24.35 |
| 營業收入 YoY/QoQ(%) | -55.3 | 227.08 | 88.39 | -49.62 | 142.53 | -45.41 | 68.42 | 243.75 |
| 營業利益 YoY/QoQ(%) | -65.06 | 417.56 | 561.53 | -80.74 | 396.54 | -56.25 | 176.01 | 317.27 |
| 稅後純益 YoY/QoQ(%) | -59.64 | 277.74 | 53.86 | -80.99 | 350.07 | -58.27 | 188.58 | 298.52 |

資料來源:CMoney·JS 預估 註:以最新股本回溯EPS

◆ 專注於大台北的高品質營建公司

華固成立於1989年為台灣知名營建商，營業收100%來自委託營造廠商興建住宅、商業辦公室、工業廠房及停車位等業務，發展地區以台北市及新北市為主。2018年華固因無新建案完工，主要以天母「天鑄」、新店「華城」、景美「新天地」等舊有成屋銷售，2018年營收46.38億元(YoY-55%)，預估營業利益7.97億元(YoY-65%)，稅後淨利8.8億元(YoY-60%)，稅後EPS 3.18元。

圖一、在手建案分布



資料來源：華固

◆ 2019年進入三大建案認列高峰，獲利值得期待

2019年認列的三大建案包括台北市「名鑄」、台北市「樂慕」、土城「新代田」。「名鑄」預計04/2019開始裝潢、驗屋，05~06/2019開始交屋，但驗屋修改到交屋時間約一個季度，故2Q19為累積驗屋完成客戶，3Q19進入交屋高峰，共29戶已經賣27戶，總銷80億元，銷售率超過90%，為2019年單筆最大建案認列；「樂慕」共70戶已全數賣完，總銷50億元，預計2Q19開始驗屋，3Q19進入交屋高峰，是2019年唯一完成100%預售之建案；「新代田」共200戶，已賣出65%，所以剩60戶可賣，總銷42億元，預估3Q19驗屋，4Q19開始交屋，公司目標是2019年完成已銷售成屋之認列，總和以上，預估貢獻營收約150億元。2020年位於捷運劍南路站的購物中心「亞太置地」將完工認列營收，總銷面積7,700坪，總銷金額80億，加計2019年「名鑄」、「新代田」的餘屋銷售，預期2020年營收也將超過百億。

表一、預售建案表

| | 位置 | 產品 | 總銷面積 坪 | 總銷金額 新台幣億元 | 銷售率 |
|-------|-----|-------|-----------|---------------|-----------|
| 華固新代田 | 新北市 | 住 | 8,900 | 42 | 60 - 65% |
| 華固名鑄 | 台北市 | 住 | 3,500 | 80 | 90 - 100% |
| 華固樂慕 | 台北市 | 住 | 5,000 | 50 | 100% |
| 碧湖天 | 台北市 | 住 | 2,200 | 20 | 100% |
| 華固敦品 | 台北市 | 住 + 辦 | 2,300 | 50 | 30 - 35% |
| 小計 | | | 21,900 | 242 | |

資料來源：華固

推案方面，1/23/2019公司公告與子公司「品興營造」簽訂石碑「翡麗」4.19億元工程合約，預計農曆年後動工，總銷面積5,200坪，總銷金額47億元，預計2022年認列收入；3Q19推出內湖「潭美住宅案」，總銷面積6,900坪，總銷金額62億元，2022年認列收入。2020年將推出「江翠案」總銷面積6,800坪，總銷金額42億元、「學府案」總銷面積6,800坪，總銷金額42億元、「信義光復案」總銷面積6,800坪，總銷金額42億元皆將於2023年認列營收，華固至2023年可認列儲備建案充足。

表一、預售建案表

| | 位置 | 產品 | 基地面積 坪 | 總銷面積 坪 | 總銷金額 新台幣億元 |
|--------|-----|-------|-----------|-----------|---------------|
| 華固亞太置地 | 台北市 | 辦 | 1,880 | 7,700 | 80 |
| 華固翡麗 | 台北市 | 住 | 830 | 5,200 | 47 |
| 潭美辦公案 | 台北市 | 辦 | 962 | 5,000 | 33 |
| 江翠案 | 新北市 | 住 | 1,168 | 6,800 | 42 |
| 潭美住宅案 | 台北市 | 住 | 1,654 | 6,900 | 62 |
| 承德路案 | 台北市 | 辦 | 898 | 2,500 | 16 |
| 學府案 | 台北市 | 住 | 547 | 2,200 | 32 |
| 信義光復案 | 台北市 | 住 + 商 | 1,450 | 2,800 | 42 |
| 三多案 | 高雄市 | 住 | 1,118 | 17,000 | 60 |
| 小計 | | | 10,507 | 56,100 | 414 |

資料來源：華固

◆ 2019年獲利大幅成長，然評價已趨於合理，給予持有評等

公司股利政策是維持現金發放金額，如以過往每年配5元計算，目前殖利率6.8%，具長期持有之價值。2019年因三大建案挹注，預估2019年營收151.7億元(YoY+227%)，稅後淨利33.21億元(YoY+278%)，稅後EPS 12元，每股淨值61元，然目前PBR 1.2倍，位於歷史PBR 0.8~1.4倍中上緣，評價合理，給予持有評等，目標價79元(2019年PBR 1.3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 |
|----------|------|------|
| 20190125 | 持有 | 79.0 |
| 20180918 | 買進 | 76.0 |
| 20180514 | 中立 | 74.0 |

資料來源：CMoney · JS 預估彙整

2019年1月25日

損益表

| 單位：百萬元 | 2017 | 2018F | 2019F | 3Q17 | 4Q17 | 1Q18 | 2Q18 | 3Q18 | 4Q18F | 1Q19F | 2Q19F | 3Q19F |
|----------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|----------|
| 營業收入淨額 | 10,376 | 4,638 | 15,170 | 7,560 | 945 | 756 | 1,424 | 718 | 1,740 | 950 | 1,600 | 5,500 |
| 營業毛利 | 3,192 | 1,416 | 4,785 | 2,328 | 182 | 228 | 501 | 180 | 506 | 285 | 560 | 1,850 |
| 營業費用 | 911 | 619 | 660 | 435 | 150 | 176 | 155 | 114 | 175 | 140 | 160 | 180 |
| 營業利益 | 2,281 | 797 | 4,125 | 1,893 | 32 | 52 | 347 | 67 | 331 | 145 | 400 | 1,670 |
| 營業外收支 | 422 | 296 | 96 | 169 | 105 | 213 | 53 | 10 | 21 | 2 | 52 | 21 |
| 稅前純益 | 2,703 | 1,093 | 4,221 | 2,062 | 137 | 265 | 399 | 77 | 352 | 147 | 453 | 1,691 |
| 稅後純益 | 2,178 | 879 | 3,321 | 1,733 | 125 | 212 | 326 | 62 | 279 | 116 | 336 | 1,339 |
| 最新股本 | 2,768 | 2,768 | 2,768 | 2,768 | 2,768 | 2,768 | 2,768 | 2,768 | 2,768 | 2,768 | 2,768 | 2,768 |
| 稅後 EPS (元) | 7.87 | 3.18 | 12.00 | 6.26 | 0.45 | 0.77 | 1.18 | 0.22 | 1.01 | 0.42 | 1.21 | 4.84 |
| 經營效率(%) | | | | | | | | | | | | |
| 毛利率 | 30.76 | 30.54 | 31.54 | 30.79 | 19.28 | 30.2 | 35.19 | 25.14 | 29.1 | 30 | 35 | 33.64 |
| 營業利益率 | 21.98 | 17.19 | 27.19 | 25.03 | 3.41 | 6.93 | 24.33 | 9.3 | 19.04 | 15.26 | 25.01 | 30.36 |
| 稅前純益率 | 26.05 | 23.57 | 27.83 | 27.27 | 14.54 | 35.06 | 28.02 | 10.72 | 20.25 | 15.48 | 28.29 | 30.74 |
| 稅後純益率 | 20.99 | 18.96 | 21.89 | 22.93 | 13.25 | 28.04 | 22.9 | 8.64 | 16.03 | 12.26 | 21 | 24.35 |
| YoY(%) | | | | | | | | | | | | |
| 營收 | -11.99 | -55.3 | 227.08 | 48.26 | -83.23 | 28.39 | 11.11 | -90.51 | 84.19 | 25.65 | 12.34 | 666.54 |
| 營業利益 | -18.58 | -65.06 | 417.56 | 53.91 | -97.83 | -29.23 | 22.91 | -96.47 | 927.48 | 176.8 | 15.49 | 2,402.21 |
| 稅前純益 | -6.08 | -59.55 | 286.09 | 60.17 | -91 | 112.76 | 5.18 | -96.27 | 156.4 | -44.54 | 13.41 | 2,098.3 |
| 稅後純益 | -9.8 | -59.64 | 277.74 | 53.26 | -90.83 | 184.08 | 33.03 | -96.42 | 122.95 | -45.07 | 3.03 | 2,060.15 |
| QoQ(%) | | | | | | | | | | | | |
| 營收 | | | | 489.79 | -87.5 | -19.97 | 88.39 | -49.62 | 142.53 | -45.41 | 68.42 | 243.75 |
| 營業利益 | | | | 571.29 | -98.3 | 62.42 | 561.53 | -80.74 | 396.54 | -56.25 | 176.01 | 317.27 |
| 稅前純益 | | | | 443.44 | -93.34 | 92.92 | 50.54 | -80.73 | 358.02 | -58.27 | 207.82 | 273.61 |
| 稅後純益 | | | | 607 | -92.78 | 69.39 | 53.86 | -80.99 | 350.07 | -58.27 | 188.58 | 298.52 |

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 | 3Q18 |
|--------------|--------|--------|--------|
| 流動資產 | 33,944 | 30,640 | 35,034 |
| 現金及約當現金 | 1,174 | 885 | 937 |
| 公允價值衡量金融資產 | 634 | 1,044 | 789 |
| 備供出售金融資產 | -- | -- | -- |
| 以成本衡量之金融資產 | -- | -- | -- |
| 存貨 | 29,281 | 25,502 | 29,540 |
| 非流動資產 | 455 | 3,669 | 3,778 |
| 公允價值衡量金融資產 | -- | -- | -- |
| 不動產、廠房及設備 | 11 | 180 | 179 |
| 無形資產 | -- | -- | -- |
| 資產總計 | 34,399 | 34,309 | 38,812 |
| 流動負債 | 17,726 | 14,255 | 19,499 |
| 短期借款 | 9,447 | 5,206 | 7,710 |
| 非流動負債 | 1,469 | 4,219 | 4,481 |
| 負債總計 | 19,195 | 18,474 | 23,980 |
| 股本 | 2,768 | 2,768 | 2,768 |
| 普通股股本 | 2,768 | 2,768 | 2,768 |
| 資本公積 | 238 | 73 | 74 |
| 保留盈餘 | 11,862 | 12,648 | 11,811 |
| 庫藏股票 | -1 | -1 | -1 |
| 股東權益 | 15,204 | 15,836 | 14,832 |
| 每股淨值(元) | 53.84 | 56.04 | 53.01 |
| 流動比率(%) | 191.49 | 214.94 | 179.67 |
| 速動比率(%) | 23.18 | 32.01 | 25.04 |
| 應收帳款週轉率(%) | 135.61 | 53.76 | 2.62 |
| 負債比率(%) | 55.8 | 53.84 | 61.78 |
| 稅後股東權益報酬率(%) | 16.67 | 14.33 | 0.42 |

資料來源：CMoney · JS 預估

現金流量表

| 單位：百萬元 | 2016 | 2017 | 3Q18 |
|--------------|--------|--------|--------|
| 繼續營業單位稅前損益 | 2,878 | 2,703 | 741 |
| 折舊及攤提費用 | 15 | 15 | 13 |
| 利息費用 | 45 | 62 | 83 |
| 股利收入 | -- | -- | -- |
| 權益法認列關聯企業損益 | -1 | -2 | -3 |
| 處分不動產、廠房及設備 | 0 | 0 | 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 | 0 | -2,977 | -183 |
| 存貨增減 | 2,045 | 3,609 | -3,950 |
| 應付帳款增減 | 473 | 29 | -827 |
| 營業活動現金流量 | 5,639 | 2,285 | -3,635 |
| 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 | 0 | 0 | -- |
| 取得不動產、廠房及設備 | -1 | -174 | -2 |
| 處分不動產、廠房及設備 | 0 | 40 | 0 |
| 投資活動現金流量 | -67 | -41 | -56 |
| 短期借款增減 | -2,392 | -4,241 | 2,504 |
| 長期借款增減 | 26 | 3,119 | 315 |
| 公司債發行 | -- | -- | -- |
| 公司債償還 | -- | -- | -- |
| 現金增資 | -- | -- | -- |
| 發放現金股利 | -1,522 | -1,550 | -1,439 |
| 庫藏股票增減 | 0 | 0 | -- |
| 籌資活動現金流量 | -4,713 | -2,567 | 3,754 |
| 淨現金流量 | 784 | -289 | 51 |

資料來源：CMoney · JS 預估

2019年1月25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 |