

楊凱云
(886-2)2563-1666
pineapple.yang@firstsec.com.tw

華固(2548)

區間操作, TP 96 (潛在報酬 4.35%)

區間操作

Price(03/21):92

Target Price : 96

華固每年穩健獵地推案, 建案能見度至 2028 年, 線上預售總銷 422 億元, 待推出個案總銷近 1,000 億元, 說明未來業績成長無虞。中長期來看, 台灣經濟基本面仍穩健, 看好國內剛性需求, 有助於房市趨於穩健發展, 將按原訂的推案計畫執行, 購地策略則因雙北住宅土地取得不易, 將提高商辦及廠辦案比重。公司於 3/22(三)公告股利政策, 擬配發 7.5 元現金股利, 配發率 70%, 符合預期, 以 3/21(二)收盤價 92 元估算, 殖利率約 8.2%, 具高殖利率題材。綜合以上, 考量「華固樂富中心」銷售進度優於預期, 故上調 2023 年 EPS 至 10.51 元, 以 1.2*PBR 評價, 給予目標價 96 元, 投資建議為區間操作。

● 近期投資評等

07/01	買進	102
05/13	區間操作	102
02/11	買進	107

● 公司基本資料

股本(億)	27.68
收盤價	92
成交量	699.0
市值(億)	254.7
P/E(x)	8.75

● 法人持股及融資券

	比率	週增減
外資	18.14	-0.04
投信	1.79	0
自營商	2.59	-0.02
融資率	0.47	0
券餘(張)	0	-13

● 除權息狀況

現金股利	--
現金股利(總和)	--
現金股利(去年)	7.5
股票股利	--
除息日	--
除權日	--
殖利率(%)	--

● 2022 年營運回顧

4Q22 營收 3.84 億元, YoY-92.39%, 稅後虧損 0.57 億元, 轉盈為虧, EPS -0.21 元; 2022 年營收 148.53 億元, YoY+9.64%, 稅後損益 29.57 億元, YoY+1.27%, EPS 10.68 元, 略低於研究部預期。年底營收趨於平淡, 係因新建案集中於前三季完工入帳, 第四季僅靠成屋去化所挹注, 而國內房市買盤低迷, 導致銷售動能轉弱, 旺季不旺。2022 年營收由以下建案入帳貢獻, 包含「華固翡麗」42 億元、「華固馥麗」67 億元、「華固天鑄」16 億元、「華固敦品」13 億元、「華固創富中心」10 億元。待售成屋僅剩 3 戶, 總銷 7 億元。

● 1Q23 由「華固國家置地」交屋挹注, EPS 2.59 元

2M23 營收 7.85 億元, YoY-6, MoM+11.1%; 前 2 月累計營收 14.91 億元, YoY-18%, 符合研究部預期。1Q23 由新建案「華固國家置地」交屋所貢獻, 全案總銷 78 億元, 規劃為地上 12 層地下 2 層之廠辦大樓, 目前銷售率停滯於 70%, 係因自 2H22 開始, 國內企業陸續下修資本支出, 導致廠辦產品銷售速度放緩, 研究部預估 1Q23 將入帳 3~4 成。獲利方面, 受惠於土地成本低、工程提早發包, 全案毛利率優於住宅案均值, 帶動單季毛利率季增。另外, 成屋「華固天鑄」已售待入帳 2.5 億元, 將於 1Q23 認列。綜合以上, 研究部預估 1Q23 營收 30.03 億元, YoY+5.94%, 稅後損益 7.16 億元, YoY+4.5%, EPS 2.59 元。

● 近期報酬率(%)

日	週	月
1.55	1.77	0.99

● **2023 年三大建案完工，營運維持高檔**

展望 2023 年，有三大建案完工，合計總銷為 163 億元，YoY+46%，分別為「華固國家置地」、「華固月河」、「華固樂富中心」，日前華固公告「華固樂富中心」整棟出售予正大尼龍旗下的寶元開發公司，總銷為 45.9 億元，每坪均價 69.42 萬元，利潤率約 20~25%，符合研究部預期，預計 4Q23 入帳挹注，將貢獻 EPS 3~4 元；「華固月河」位於新北市板橋區，總銷 39.4 億元，規劃為地上 28 層地下 4 層之住宅大樓，已完銷，2Q23~3Q23 開始交屋入帳。由於「華固樂富中心」整棟順銷，2023 營收可望續創高；獲利方面，近年受到原物料及工資大幅上漲，建造成本攀升下導致個案毛利率低於先前預期，下修全年毛利率至 28.65%，全年獲利將與 2022 年相當。綜合以上，研究部預估 2023 年營收 155.14 億元，YoY+4.45%，稅後損益 29.1 億元，YoY-1.61%，EPS 10.51 元。

● **房市受升息及政策影響，銷售動能放緩**

銷售中個案：「華固中原置地」總銷 46.6 億元，銷售率 10%；「華固文臨」總銷 29.6 億元，銷售率 80%；「華固大安學府」總銷 34.9 億元，完銷；「華固得月」總銷 38.1 億元，銷售率 90%；「華固上文林」60.8 億元，銷售率 55%；「華固一莊」總銷 38.9 億元，銷售率 35%。

(表一)銷售中個案

案名	產品	總銷(億元)	銷售率	完工季度
華固國家置地	廠辦	78	70~75%	1Q23
華固月河	住宅	39	100%	2Q23
華固樂富中心	商辦	46	100%	4Q23
華固中原置地	廠辦	53	10%	2024
華固文臨	住宅	29	80%	2024
華固大安學府	住宅	33	100%	2025
華固得月	住宅	38	90%	2025
華固一莊	住宅	43	35%	2026
華固上文林	住宅	63	55%	2026

資料來源: 公司法說簡報、第一金投顧彙整

2023 年推案計畫: 由於 2H22 國內房市歷經利率升息、股匯市崩跌、經濟成長率放緩等負面影響下，民衆購買力及意願下降，賞屋人數與疫情前相比減少逾 5 成，考量全球經濟仍下行壓力持續擴大，房市前景仍未明朗，部分建案將遞延推出，不

過取得建照後會如期動工，2023 年將推出三大案，合計總銷 267 億元，分別為「南港玉成案」總銷 109 億元，1H23 取得建照，邊建邊售、「堤頂大道案」總銷 64 億元，2H23 取得建照、「台中經貿路案」總銷 94 億元，2H23 取得建照，預售；2024 年待推個案:「信義光復案」總銷 56 億元、「正大北投案」總銷 247 億元；2025 年待推個案:「正大新店案」總銷 389 億元。綜上所述，待推出個案合計總銷達 959 億元，土地庫存無虞，陸續於 2026~2028 年完工挹注營運。

(表二)儲備個案

案名	產品	總銷(億元)	推案時間
南港玉成案	商辦	109	2023
堤頂大道案	商辦	64	2023
台中經貿路案	住宅	94	2023
信義光復案	住商	56	2024
正大北投案	商辦	247	2024
正大新店案	住宅	389	2025

資料來源:公司法說簡報、第一金投顧彙整

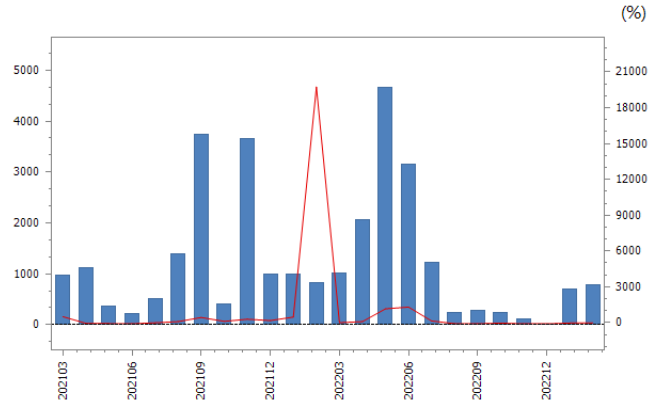
● 結論與建議

華固每年穩健獵地推案，建案能見度至 2028 年，線上預售總銷 422 億元，待推出個案總銷近 1,000 億元，說明未來業績成長無虞。中長期來看，台灣經濟基本面仍穩健，看好國內剛性需求，有助於房市趨於穩健發展，將按原訂的推案計畫執行，購地策略則因雙北住宅土地取得不易，將提高商辦及廠辦案比重。公司於 3/22(三)公告股利政策，擬配發 7.5 元現金股利，配發率 70%，符合預期，以 3/21(二)收盤價 92 元估算，殖利率約 8.2%，具高殖利率題材。綜合以上，考量「華固樂富中心」銷售進度優於預期，故上調 2023 年 EPS 至 10.51 元，以 1.2*PBR 評價，給予目標價 96 元，投資建議為區間操作。

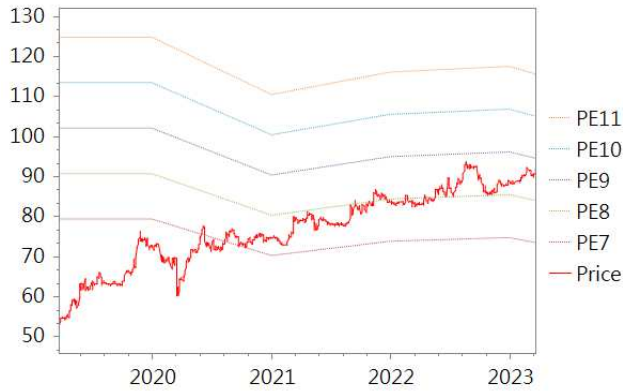
股價相對指數走勢圖



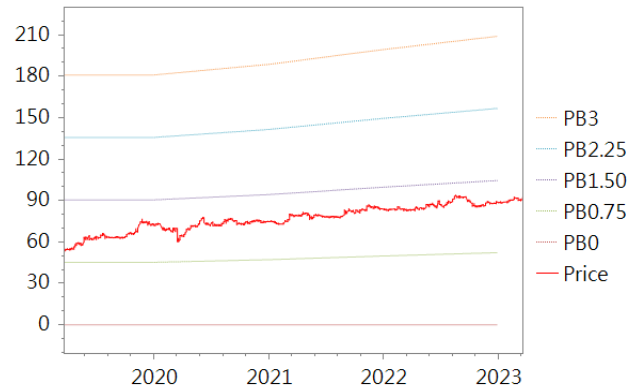
月營收&年增率



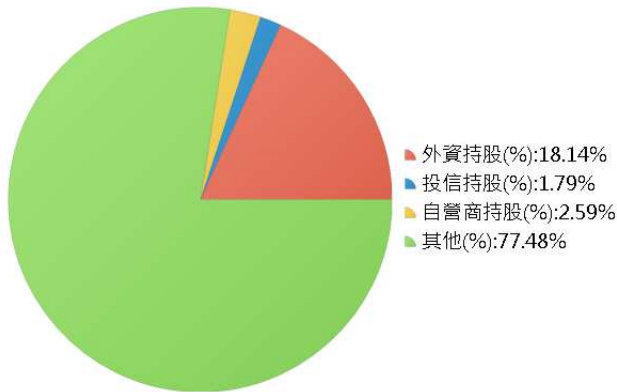
Forward PE bands



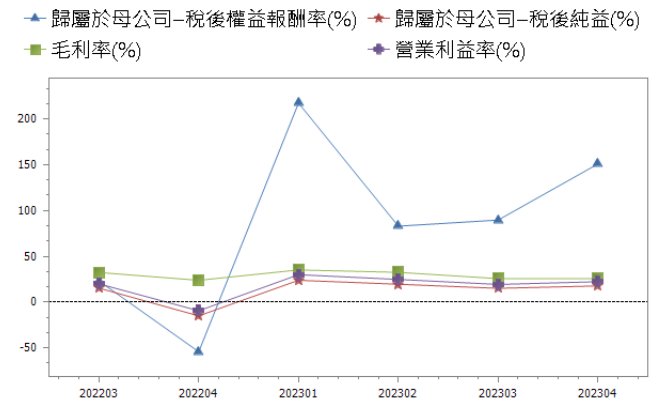
Forward PB bands



持股統計



財務比率



2548 華固綜合損益表										
單位:Mn,%,元	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23F	2Q23F	3Q23F	4Q23F	2022	2023F
營業收入淨額	2,835	9,880	1,754	384.0	3,003	2,596	2,730	7,186	14,853	15,514
毛利率	36.46	30.83	32.39	23.83	35.19	32.55	25.71	25.61	31.91	28.64
營業利益率	29.69	25.95	20.01	-9.44	30.03	24.78	19.32	22.33	25.05	23.7
營業外收入及支出	4.997	10.43	0.599	-29.18	-6.720	-8.064	-11.49	-13.48	-13.16	-39.75
稅前純益	846.6	2,575	351.5	-65.41	895.0	635.0	515.9	1,591	3,708	3,637
稅後純益	685.1	2,060	269.3	-57.46	716.0	508.0	412.7	1,273	2,957	2,910
普通股股本	2,768	2,768	2,768	2,768	2,768	2,768	2,768	2,768	2,768	2,768
未稀釋 EPS	2.48	7.44	0.97	-0.21	2.59	1.84	1.49	4.6	10.69	10.51
稀釋後 EPS	2.48	7.44	0.97	-0.21	2.59	1.84	1.49	4.6	10.63	10.51
QoQ(%)										
營收	-43.8	248.55	-82.25	-78.11	682.13	-13.58	5.18	163.2		
營業利益	-44.47	204.71	-86.32	--	--	-28.69	-18	204.21		
稅後純益	-45.07	200.7	-86.93	--	--	-29.06	-18.76	208.41		
YoY(%)										
營收	146.44	479.23	-68.94	-92.39	5.94	-73.73	55.64	1,771.41	9.64	4.45
營業利益	291.39	543.99	-75.02	--	7.16	-74.92	50.29	--	5.3	-1.18
稅後純益	256.78	527.75	-76.64	--	4.5	-75.34	53.26	--	1.27	-1.61

2548 華固資產負債表

單位:Mn	2019	2020	2021	2022
流動資產	31,598	32,041	38,872	38,114
現金及約當現金	1,238	511	2,393	1,699
短期投資合計	88	122	168	143
應收帳款與票據合計	250	253	198	144
存貨	27,687	28,958	34,543	34,176
非流動資產	4,573	4,156	3,757	3,445
投資性不動產	526	518	505	479
無形資產	0	0	0	--
資產總計	36,172	36,198	42,629	41,559
流動負債	14,478	13,643	19,932	18,814
一年內到期長期負債	--	2,127	2,512	2,564
非流動負債	4,871	5,027	4,184	3,374
應付公司債	--	--	--	--
長期借款	4,697	4,897	4,072	3,289
負債總計	19,349	18,670	24,116	22,188
資本公積	75	76	78	79
保留盈餘	13,839	14,541	15,527	16,412
權益總計	16,823	17,528	18,513	19,372

2548 華固現金流量表

營業活動現金流量	6,171	1,215	-951	4,238
投資活動現金流量	133	151	19	-83
籌資活動現金流量	-6,574	-2,097	2,811	-4,879
本期現金增減數	-278	-726	1,882	-694

2548 華固綜合損益表

單位: Mn,%,元	2020	2021	2022	2023F
營業收入淨額	11,338	13,547	14,853	15,514
毛利率	33.53	32.19	31.91	28.64
營業利益率	27.45	26.08	25.05	23.7
營業外收入及支出	82.38	46.06	-13.16	-39.75
稅前純益	3,195	3,580	3,708	3,637
稅後純益	2,780	2,920	2,957	2,910
普通股股本	2,768	2,768	2,768	2,768
未稀釋 EPS	10.05	10.56	10.69	10.51
稀釋後 EPS	9.99	10.5	10.68	10.51
YoY(%)				
營收	-42.79	19.48	9.64	4.45
營業利益	-17.36	13.53	5.3	-1.18
稅後純益	-11.49	5.04	1.27	-1.61

2548 華固財報分析

年度	2019	2020	2021	2022
稅後權益報酬率(%)	19.86	16.32	16.33	15.71
稅後資產報酬率(%)	8.14	7.68	7.41	7.03
流動比率(%)	218.26	234.85	195.02	202.58
速動比率(%)	26.19	21.8	21.58	20.44
負債比率(%)	53.49	51.58	56.57	53.39
利息保障倍數(倍)	31.62	31.61	37.63	34.93
應付款項週轉天數(天)	117.52	239.29	176.02	109.17
應收款項週轉天數(天)	5.76	9.49	7.23	4.61
存貨週轉天數(天)	704.97	1,352.79	1,244.32	1,223.07