

BUY

華固(2548)

□台灣 50 □中型 100 □MSCI

元富投顧研究部
研究員 葉主揚 Paul, Yeh
paul.yeh@masterlink.com.tw

評等

日期:	2023/06/17
目前收盤價 (NT\$):	91
目標價 (NT\$):	105
52 週最高最低(NT\$):	84.9-97.5
加權指數:	17288.91

公司基本資料

股本 (NT\$/mn):	2,768
市值 (NT\$/mn):	25,190
市值 (US\$/mn):	840
20 日平均成交量(仟股):	1,373
PER (2023):	8.52
PBR (2023):	1.22
外資持股比率:	18.29
TCRI	0

股價表現

	1-m	3-m	6-m
絕對報酬率(%)	-5.5	1.2	3.6
加權指數報酬率	10.3	13.6	19.0

2023 Key Changes

	Current	Previous
評等	BUY	BUY
目標價 (NT\$)	105	97
營業收入 (NT\$/mn)	15,588	15,274
毛利率 (%)	34.0	32.2
營益率 (%)	27.2	25.5
EPS (NT\$)	12.24	11.36
BVPS(NT\$)	74.8	70.7



預售個案銷售暢旺，營運表現有望維持高檔

- **1Q23 營運狀況：**1Q23 營收為 47.14 億元，YoY+66.3%；獲利面，毛利率 37.7%，優於預估的 32.2%，係因新莊「國家置地」廠辦案認列進度優於預期，且當初土地取得成本較低，加上費用控管合宜下，營業利益為 14.88 億元，優於預估的 9.17 億元，稅後歸屬母公司淨利為 11.85 億元，稅後單季 EPS 為 4.28 元，優於預估的 2.71 元。
- **帳上土地庫存豐富，2023 年後完工總銷金額高達 1,491 億元：**排除 2023 年前完工建案，帳上土地庫存與在建案量總銷金額達 1,491 億元，其中 2023 年完工建案總銷金額達 163 億元，合併銷售率約 90-100%；另外，元富推估除 2024 年因新完工建案較少之外，其餘年度 EPS 均有望維持在 12 元以上，加上成屋庫存持續去化，預售案銷售暢旺，即便在房地產景氣不佳時，華固仍持續擴充雙北土地庫存，並積極跨足台中市場。
- **給予買進理由：**展望 2023 年，華固將有三大建案完工，目前合計已售案量總金額達 163 億元，在三大建案以及 2022 年完工成屋遞延入帳帶動下，營運有望維持成長，預估 2023 年稅後 EPS 為 12.24 元。考量華固建案品牌效益及產品定位佳，預售個案銷售暢旺，近年來亦逐步提高商辦案占比並積極開拓台中新市場，預期未來推案量有望逐年增加，故維持買進評等，目標價 105 元(1.4x2023BVPS)。

Exhibit 1: 營收 YoY

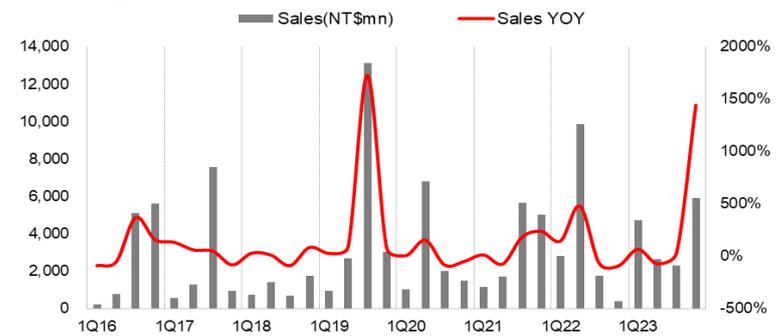


Exhibit 2: TESG 企業永續指標



華固為台灣知名建商，建案主要落在台北市與新北市為主

華固為台灣知名建商，建案主要落在台北市與新北市為主

華固成立於 1989，於 2000 年上市，資本額 27.68 億元，推案主要以台北市、新北市為主。建案建造多委由旗下轉投資品星營造(華固 100%持有)，推案則主要由新聯陽作為代銷(為第二大股東，持有華固 5.31%)。知名建案包括：華固天鑄(2013)、華固新天地(2014)、華固新代田(2015)、華固樂慕(2016)、華固名鑄(2016)等。

Exhibit 3：營收結構

(百萬元)	Sales			Sales			Sales		
	2021	%	YoY	2022	%	YoY	2023F	%	YoY
中國	30	0.2%	-31%	116	0.8%	294%	70	0.4%	-40%
台灣	13,518	99.8%	20%	14,737	99.2%	9%	15,518	99.6%	5%

Source：華固、Masterlink

1Q23 獲利表現優於預期，稅後單季 EPS 為 4.28 元

1Q23 營收為 47.14 億元，YoY+66.3%；獲利面，毛利率 37.7%，優於預估的 32.2%，係因新莊「國家置地」廠辦案認列進度優於預期，且當初土地取得成本較低，加上費用控管合宜下，營業利益為 14.88 億元，優於預估的 9.17 億元，稅後歸屬母公司淨利為 11.85 億元，稅後單季 EPS 為 4.28 元，優於預估的 2.71 元。

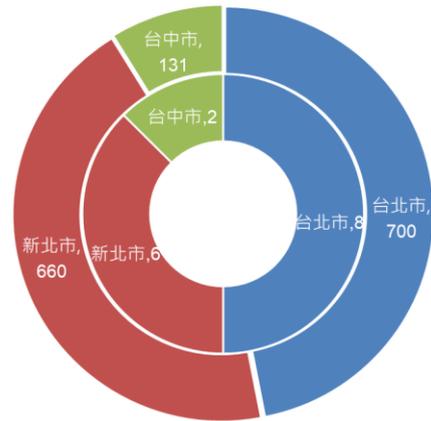
帳上土地庫存豐富，2023 年後完工總銷金額高達 1,351 億元，預估每股淨資產價值為 161.3 元

排除 2023 年前完工建案，帳上土地庫存與在建案量總銷金額達 1,491 億元，其中，2023 年完工建案總銷金額達 163 億元，合併銷售率約 90-100%，推估除 2024 年因新完工建案較少外，其餘年度 EPS 均有望維持在 12 元以上。由於成屋庫存持續去化，預售案銷售暢旺，華固持續擴充雙北土地庫存，並積極跨足台中市場。元富以毛利率 30-33%，淨利率 20-23%推估將完工認列推案及土地庫存，預估每股資產淨值為 165.3 元。(詳細建案列表參見後表 Sheet1 所示)。

2023 年將有三大建案完工交屋，合計已售案量總金額約 150 億元，預估稅後 EPS 為 12.24 元

展望 2023 年，預期將有新莊「國家置地」廠辦案(總銷金額 78 億元，銷售率 90%，1Q23 開始交屋認列)、板橋「月河」(總銷金額 39 億元，銷售率 100%，2Q23 完工)、士林「樂富中心」(總銷金額 46 億元，銷售率 100%，2H23 完工)，共三大建案完工交屋，合計已售案量總金額約 150 億元。元富假設新莊「國家置地」廠辦案(須保留 15%待完工五年後才可過戶)、板橋「月河」、士林「樂富中心」於 2023 年分別完成 85%、100%、100%交屋案量，再加計天母「天鑄」(目前剩餘 1 戶，約當 2.5 億元)、台北市「敦品」(目前剩餘 2 戶，約當 5 億元待售)成屋持續去化，預估 2023 年營收 155.9 億元，YoY+4.9%，稅後歸屬母公司淨利 33.9 億元，YoY+14.6%，稅後 EPS 12.24 元。

Exhibit 4 : 2023 年後土地庫存位置與在建案量總銷金額(億元)



Source : 華固、Masterlink

注:圖表內圈為土地庫存(包含預售及未推個案);外圈為總銷金額

預售個案銷售狀況佳，未來營運表現有望維持高檔

未來預售個案完工交屋進度：2024 年將有華固「文臨」（總銷 30 億元，銷售率 80%）、華固「中原置地」（總銷 53 億元，銷售率 15%）完工交屋，預計在新莊「國家置地」廠辦案銷售告一段落後，主要銷售華固「中原置地」。2025 年預計完工交屋華固「大安學府」（總銷 33 億元，銷售率 100%）、華固「得月」（總銷 38 億元，銷售率 90%）以及總銷 109 億元的華固「中央置地」商辦大樓。2026 年預計完工交屋華固「一莊」（總銷 42 億，銷售率 60%）、華固「上文林」（總銷 63 億元，銷售率 70%），另外還有正大北投都更商辦案將陸續挹注營收，預計總共可分得 255 億元。

未來 5 年維持配發 5 元以上現金股利

公司以穩定股利配放為目標，設定配息率不低於 50%，以及現金股利至少 60% 的條件，未來目標維持每年配發 5 元以上現金股利，元富評估未來 5 年內除 2024 年之外的所有年度，公司認列建案收益皆有望超過 160 億元，配發 5 元現金殖利率難度不大，加上公司持續獵地開發，後續 6 年推案規劃完善。112 年配發 7.5 元現金股利，以當前股價換算，殖利率達 8.2%。

投資建議上，考量華固建案品牌效益及產品定位佳，預售個案銷售暢旺，近年來亦逐步提高商辦案占比並積極開拓台中新市場，預期未來推案量有望逐年增加，長期成長動能明確，故維持買進評等，目標價 105 元(1.4x2023BVPS)。

Sheet 1：建案營收認列時程表

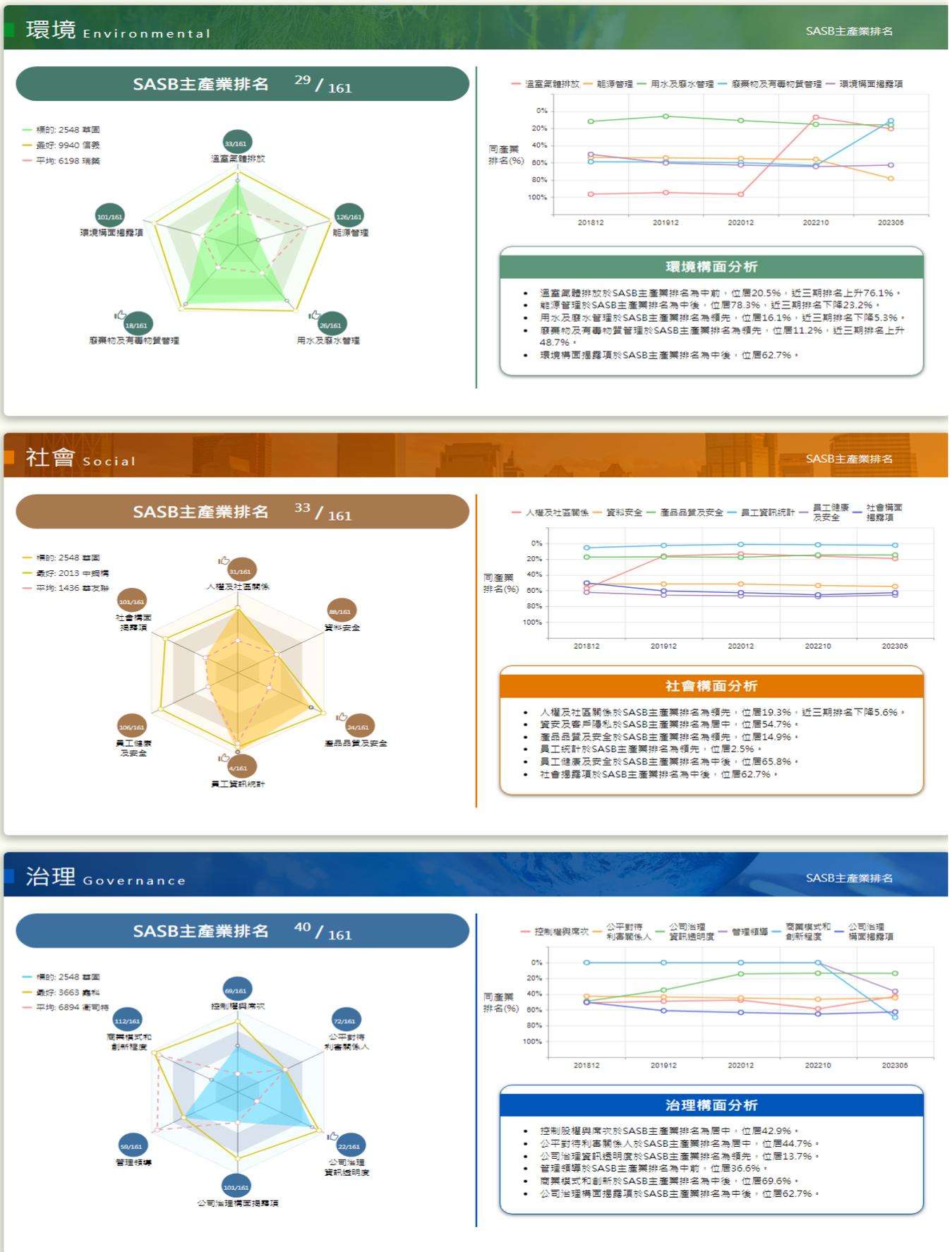
建案名稱	地區	產品	總銷金額(百萬)	銷售進度	2023	2024	2025	2025以後
華固樂富中心	台北市	商辦	5,100	邊建邊售	4,600			
華固文臨	台北市	住宅	2,900	85%		2,900		
華固大安學府	台北市	住宅	3,300	100%			3,300	
華固中央置地	台北市	商辦	10,900	未售			10,900	
華固上文林	台北市	住宅	6,400	70%				6,300
合樸	台北市	商辦	4,500	未售				4,500
信義光復	台北市	住+商	5,600	未售				5,600
華固時代置地	台北市	商辦	6,400	未售				6,400
正大北投	台北市	商辦	20,600	未售				25,500
華固國家置地	新北市	住宅	7,800	70%	7,800			
華固月河	新北市	住宅	3,900	100%	3,900			
華固中原置地	新北市	住宅	5,300	15%		5,300		
華固得月	新北市	商辦	3,800	95%			3,800	
華固一莊	新北市	住宅	4,300	65%				4,200
正大新店	新北市	住宅	38,900	未售				41,000
台中經貿路	台中	住宅	9,400	未售				9,400
台中豐樂路	台中	住宅	3,700	未售				3,700
合計			135,100		16,300	8,200	18,000	106,600

Source：華固、Masterlink

風險提示

(1) 缺工議題緩解狀況不如預期；(2) 土地取得成本過高

TESG 企業永續指標



Source : TEJ

本刊登之報告為元富投顧於特定日期之分析，已力求陳述內容之可靠性，純屬研究性質，僅作參考，使用者應明瞭內容之時效性，審慎考量投資風險，並就投資結果自行負責。報告著作權屬元富投顧所有，禁止任何形式之抄襲、引用或轉載。

Comprehensive income statement					Consolidated Balance Sheet														
Year-end Dec. 31	FY20		FY21		FY22		FY23F		Year-end Dec. 31	FY20		FY21		FY22		FY23F			
	IFRS	IFRS	IFRS	IFRS	IFRS	IFRS	IFRS	IFRS		IFRS	IFRS	IFRS	IFRS	IFRS	IFRS	IFRS	IFRS		
Net sales	11,338	13,547	14,853	15,588	Cash	511	2,393	1,699	1,018	Marketable securities	122	168	143	110	A/R & N/R	67	27	12	0
COGS	7,537	9,186	10,114	10,286	Inventory	110	28	92	130	Others	31,231	36,256	36,167	37,691	Total current asset	32,041	38,872	38,114	38,949
Gross profit	3,801	4,361	4,740	5,302	Long-term invest.	41	41	45	45	Total fixed assets	195	202	207	218	Total other assets	3,893	3,487	3,169	3,401
Operating expense	689	828	1,019	1,057	Total assets	36,198	42,629	41,559	42,613	Short-term Borrow	2,667	8,852	8,752	8,902	A/P & N/P	1,260	1,335	1,314	1,319
Operating profit	3,112	3,533	3,721	4,246	Other current liab.	6,238	6,012	4,090	8,305	Total current liab.	10,165	16,199	14,156	18,525	L-T borrows	0	0	0	0
Total non-operate. Inc	82	46	-13	-41	Other L-T liab.	5,027	4,184	3,374	3,403	Total liability.	18,670	24,116	22,188	21,928	Common stocks	2,768	2,768	2,768	2,768
Pre-tax profit	3,195	3,580	3,708	4,205	Reserves	76	78	79	79	Retain earnings	14,550	15,533	16,423	17,725	Total Equity	17,528	18,513	19,372	20,684
Total Net profit	2,773	2,922	2,954	3,377	Total Liab. & Equity	36,198	42,629	41,559	42,613	Minority	-7	2	-3	-12					
Net Profit	2,780	2,920	2,957	3,389						EPS (NT\$)	10.04	10.55	10.68	12.24					
EPS (NT\$)	10.04	10.55	10.68	12.24						Y/Y %	FY20	FY21	FY22	FY23F					
Y/Y %	FY20	FY21	FY22	FY23F	Sales	(42.8)	19.5	9.6	4.9	Gross profit	(20.4)	14.7	8.7	11.9	Operating profit	(17.4)	13.5	5.3	14.1
Sales	(42.8)	19.5	9.6	4.9	Pre-tax profit	(16.8)	12.0	3.6	13.4	Net profit	(11.5)	5.0	1.3	14.6	EPS	(11.5)	5.0	1.3	14.6
Gross profit	(20.4)	14.7	8.7	11.9	Margins %	FY20	FY21	FY22	FY23F	Gross	33.5	32.2	31.9	34.0	Operating	27.4	26.1	25.1	27.2
Operating profit	(17.4)	13.5	5.3	14.1	Gross	33.5	32.2	31.9	34.0	EBITDA	28.7	26.9	25.4	27.5	Pre-tax	28.2	26.4	25.0	27.0
Pre-tax profit	(16.8)	12.0	3.6	13.4	Operating	27.4	26.1	25.1	27.2	Net	24.5	21.6	19.9	21.7					
Net profit	(11.5)	5.0	1.3	14.6	EBITDA	28.7	26.9	25.4	27.5										
EPS	(11.5)	5.0	1.3	14.6	Pre-tax	28.2	26.4	25.0	27.0										
Margins %	FY20	FY21	FY22	FY23F	Net	24.5	21.6	19.9	21.7										
Gross	33.5	32.2	31.9	34.0															
Operating	27.4	26.1	25.1	27.2															
EBITDA	28.7	26.9	25.4	27.5															
Pre-tax	28.2	26.4	25.0	27.0															
Net	24.5	21.6	19.9	21.7															

Comprehensive Quarterly Income Statement					Consolidated Statement of Cash flow														
Year-end Dec. 31	1Q23		2Q23F		3Q23F		4Q23F		Year-end Dec. 31	FY20		FY21		FY22		FY23F			
	IFRS	IFRS	IFRS	IFRS	IFRS	IFRS	IFRS	IFRS		IFRS	IFRS	IFRS	IFRS	IFRS	IFRS	IFRS	IFRS		
Net sales	4,714	2,640	2,305	5,930	Net income	2,780	2,920	2,957	3,389	Dep & Amort	28	29	30	31	Investment income	-6	-5	-8	-6
Gross profit	1,775	980	721	1,826	Changes in W/C	-1,126	-4,926	883	-1,815	Other adjustment	-461	1,031	375	110	Cash flow – ope.	1,215	-951	4,238	1,708
Operating profit	1,488	719	514	1,525	Cash flow – ope.	1,215	-951	4,238	1,708	Capex	-3	-11	-12	-11	Change in L-T inv.	0	0	0	0
Total non-ope inc.	-30	-0	4	-14	Other adjustment	154	30	-71	-70	Cash flow – inve.	151	19	-83	-81	Free cash flow	1,212	-962	4,226	1,697
Pre-tax profit	1,458	719	517	1,511	Inc. (Dec.) debt	-215	5,745	-832	-250	Cash dividend	-2,076	-1,938	-2,076	-2,076	Other adjustment	194	-996	-1,971	18
Net profit	1,185	569	399	1,236	Cash flow – Fin.	-2,097	2,811	-4,879	-2,308	Exchange influence	4	3	30	0	Change in Cash	-726	1,882	-694	-681
EPS	4.28	2.06	1.44	4.46	Ratio Analysis					Year-end Dec. 31	FY20	FY21	FY22	FY23F	ROA	7.68	7.41	7.03	8.05
Y/Y %	1Q23	2Q23F	3Q23F	4Q23F	ROE	16.19	16.21	15.61	16.92										
Net sales	66.3	(73.3)	31.4	1,444.4															
Gross profit	71.7	(67.8)	27.0	1,896.0															
Operating profit	76.8	(72.0)	46.4	(4,308.8)															
Net profit	73.0	(72.4)	48.1	(2,250.3)															
Q/Q %	1Q23	2Q23F	3Q23F	4Q23F															
Net sales	1,127.6	(44.0)	(12.7)	157.3															
Gross profit	1,840.5	(44.8)	(26.4)	153.1															
Operating profit	(4,206.5)	(51.7)	(28.6)	196.9															
Net profit	(2,162.6)	(52.0)	(30.0)	209.9															
Margins %	1Q23	2Q23F	3Q23F	4Q23F															
Gross	37.7	37.1	31.3	30.8															
Operating	31.6	27.2	22.3	25.7															
Net	25.1	21.6	17.3	20.8															

Option exp. in R.O.C. GAAP & IFRS

MasterLink Securities – Stock Rating System

STRONG BUY: Total return expected to appreciate 50% or more over a 3-month period.

BUY: Total return expected to appreciate 15% to 50% over a 3-month period.

HOLD: Total return expected to be between 15% to -15% over a 3-month period.

SELL: Total return expected to depreciate 15% or more over a 3-month period.

Additional Information Available on Request

©2023 MasterLink Securities. All rights reserved.

This information has been compiled from sources we believe to be reliable, but we do not hold ourselves responsible for its completeness or accuracy. It is not an offer to sell or solicitation of an offer to buy any securities. MasterLink and its affiliates and their officers and employees may or may not have a position in or with respect to the securities mentioned herein. This firm (or one of its affiliates) may from time to time perform investment banking or other services or solicit investment banking or other business from, any company mentioned in this report. All opinions and estimates included in this report constitute our judgment as of this date and are subject to change without notice. MasterLink has produced this report for private circulation to professional and institutional clients only. All information and advice is given in good faith but without any warranty.