

鄭亦涵

(886-2)2563-6262

mandy.cheng@firstsec.com.tw

冠德(2520)

買進, TP 42 (潛在報酬 18.64%)

買進

Price(07/31):35.4

Target Price : 42

評價方面，今年上半年雖然無新建案完工，不過成屋去化暢旺，上半年營收 90.67 億元，較去年同期成長近五成，下半年在泰極、泰景及冠德創新殿等建案完工貢獻下，營運有望優於上半年，2021 年預計有台中捷運 G8、冠德天晴及冠德敦北國際企業總部等總銷 91 億元的三大建案完工貢獻，研究部預估 2020 年、2021 年 EPS 2.94 元、5.03 元，成長趨勢明顯，給予目標價 42 元(0.75*NAV 評價、1.3*2021 年淨值)，投資建議為買進。

● 公司基本資料

股本(億)	50.38
收盤價	35.4
成交量	5,725
市值(億)	178.3
P/E(x)	11.98

● 法人持股及融資券

	比率	週增減
外資	22.55	0.02
投信	1.83	0
自營商	1.37	-0.05
融資率	15.75	0.51
券餘(張)	237	31

● 除權息狀況

現金股利	1.5
現金股利(總和)	1.5
現金股利(去年)	1
股票股利	0
除息日	2020/07/15
除權日	--
殖利率(%)	4.61

● 近期報酬率(%)

日	週	月
-1.94	0.57	19.52

● 投資分析:

- 冠德(2520)2020 年第二季營收 51.7 億元，YoY+64.72%，QoQ+32.66%，研究部估 2Q20 稅後淨利 3.56 億元，YoY+233.79%，QoQ+17.51%，稅後 EPS 0.71 元。累計上半年營收 90.67 億元，YoY+46.84%，上半年營收中，建設部門、營造部門及百貨部門分別佔比 45%、49%及 6%。建設部門，今年上半年無新建案完工，營收主要來自成屋，建案貢獻最多前三名為青璞匯、微山丘及冠德信義，上半年分別貢獻 7~21 億元不等。營造事業，目前在手案量約 400 億元，上半年新簽約案量約 66 億元。2020 年第一季獲利 0.86 億元，冠德持股 34.18%，貢獻冠德獲利 0.29 億元。冠德持有環球購物中心 84.02%股份，現有中和、板橋及林口 A8 等 7 家分店，2018 年關閉天津環球購物中心，認列 5.15 億元的資產減損，處份後體質轉佳，2019 年環球購物中心貢獻營收 13.82 億元，獲利 3.95 億元，貢獻冠德 3.32 億元。上半年因疫情因素影響來客數，3~5 月影響較多，來客數下滑約一成，目前已經恢復正常水準，第一季獲利 0.63 億元，貢獻冠德 0.53 億元，預估 2020 年業績有望小幅成長，桃園機捷 A19 站店預計 2021 年開幕。
- 展望下半年，成屋約 220 億元將持續去化，另外預計有三大建案、合計總銷 164 億元完工交屋，為總銷 70 億元泰極、總銷 21 億元泰景及總銷 73 億元的冠德創新殿，其中泰極位於新北市新莊區思源路，總銷 70 億元，銷售率近六成；泰景位於新北

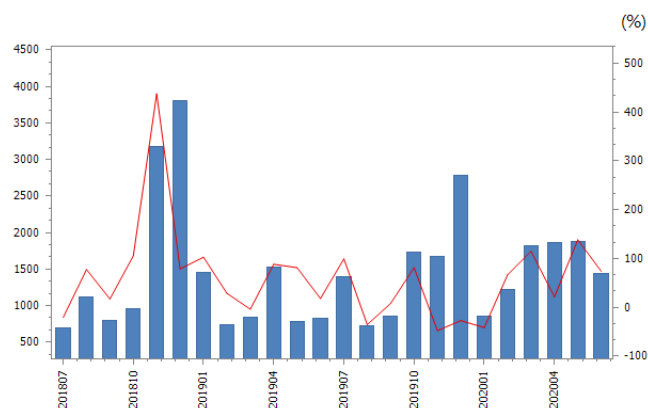
市新莊區幸福東路，總銷 21 億元，銷售率逾九成。另外，原預計 1Q21 完工交屋的冠德創新殿也可能提前 4Q20 完工交屋，不過應僅少數認列，主要貢獻將落在 1H21。展望 2021 年，預計有台中捷運 G8、冠德天晴及冠德敦北國際企業總部等三大建案完工貢獻，合計總銷 91 億元，除了新建案貢獻外，也將積極去化冠德創新殿、冠德信義等成屋。綜合以上，研究部預估 2020 年合併營收 179.33 億元，YoY+17%，稅後淨利 14.83 億元，YoY+15.56%，稅後 EPS 2.94 元；預估 2021 年合併營收 274.32 億元，YoY+52.97%，稅後淨利 25.32 億元，YoY+70.72%，稅後 EPS 5.03 元。

3. 評價方面，今年上半年雖然無新建案完工，不過成屋去化暢旺，上半年營收 90.67 億元，較去年同期成長近五成，下半年在泰極、泰景及冠德創新殿等建案完工貢獻下，營運有望優於上半年，2021 年預計有台中捷運 G8、冠德天晴及冠德敦北國際企業總部等總銷 91 億元的三大建案完工貢獻，研究部預估 2020 年、2021 年 EPS 2.94 元、5.03 元，成長趨勢明顯，給予目標價 42 元(0.75*NAV 評價、1.3*2021 年淨值)，投資建議為買進。

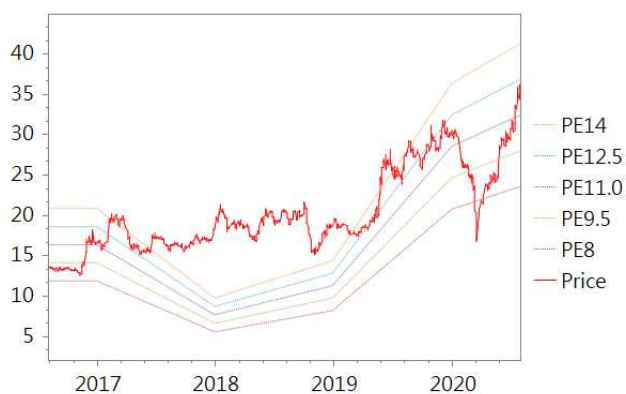
股價相對指數走勢圖



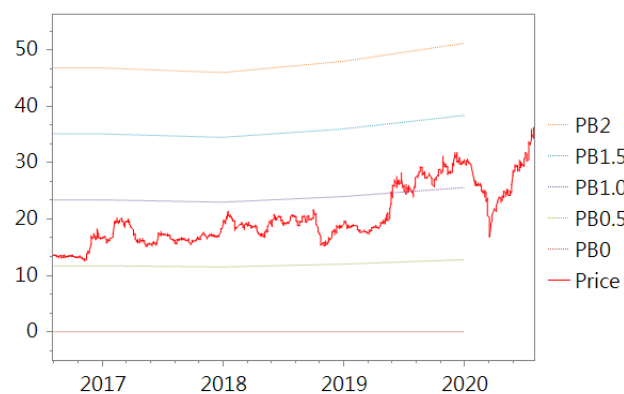
月營收&年增率



Forward PE bands



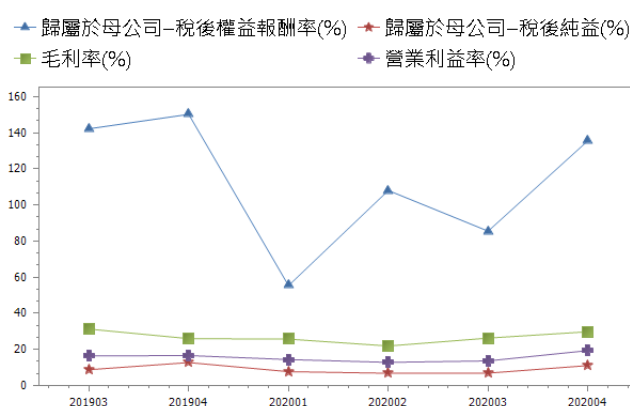
Forward PB bands



持股統計



財務比率



2520 冠德綜合損益表										
單位:Mn,%,元	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20F	3Q20F	4Q20F	2019	2020F
營業收入淨額	3,036	3,139	2,968	6,184	3,897	5,170	3,838	5,027	15,327	17,933
毛利率	24.43	23.76	31.33	26.05	25.78	21.96	26.34	29.86	26.28	25.94
營業利益率	11.29	10.67	16.49	16.68	14.45	12.89	13.71	19.42	14.35	15.23
營業外收入及支出	-86.12	-40.54	-97.08	-160.7	-101.6	-27.25	-25.25	-23.25	-384.5	-177.4
稅前純益	256.6	294.4	392.4	870.9	461.5	639.2	501.1	953.1	1,814	2,555
稅後純益	125.0	106.5	262.1	789.9	302.5	355.5	265.7	559.5	1,284	1,483
普通股股本	5,038	5,038	5,038	5,038	5,038	5,038	5,038	5,038	5,038	5,038
未稀釋 EPS	0.25	0.22	0.53	1.6	0.61	0.71	0.53	1.11	2.6	2.94
稀釋後 EPS	0.25	0.22	0.53	1.6	0.61	0.71	0.53	1.11	2.6	2.94
QoQ(%)										
營收	-60.72	3.37	-5.43	108.35	-36.98	32.65	-25.77	30.97		
營業利益	-80.94	-2.27	46.14	110.77	-45.42	18.35	-21.04	85.52		
稅後純益	-87.85	-14.82	146.04	201.44	-61.7	17.51	-25.26	110.55		
YoY(%)										
營收	40.37	61.54	14.19	-20.01	28.35	64.73	29.31	-18.71	6.17	17
營業利益	325.79	827.02	--	-42.63	64.3	98.98	7.51	-5.37	15.12	24.25
稅後純益	--	--	--	-23.21	141.96	233.79	1.4	-29.17	153.04	15.56

2520 冠德資產負債表

單位:Mn	2016	2017	2018	2019
流動資產	34,335	41,365	43,341	45,564
現金及約當現金	4,064	6,962	5,540	6,229
短期投資合計	87.21	99.57	90.95	97.56
應收帳款與票據合計	1,353	2,049	1,429	1,416
存貨	26,305	30,024	32,258	32,421
非流動資產	8,734	8,740	7,822	10,261
投資性不動產	617.7	612.7	515.2	510.7
無形資產	81.39	92.13	52.21	42.83
資產總計	43,069	50,106	51,163	55,825
流動負債	22,191	31,253	30,898	31,850
一年內到期長期負債	1,199	2,495	1,220	206.8
非流動負債	7,635	5,791	6,698	9,562
應付公司債	4,500	2,500	3,500	4,500
長期借款	2,963	3,132	3,001	2,185
負債總計	29,825	37,044	37,596	41,412
資本公積	1,351	1,363	1,369	1,380
保留盈餘	5,259	5,050	5,527	6,307
權益總計	13,243	13,061	13,568	14,413

2520 冠德現金流量表

營業活動現金流量	1,188	-885.4	1,948	3,196
投資活動現金流量	-632.3	-371.9	-61.32	26.74
籌資活動現金流量	137.8	4,164	-3,318	-2,534
本期現金增減數	681.5	2,898	-1,422	689.8

2520 冠德綜合損益表

單位: Mn, %, 元	2017	2018	2019	2020F
營業收入淨額	9,933	14,436	15,327	17,933
毛利率	28.18	27.7	26.28	25.94
營業利益率	8.48	13.23	14.35	15.23
營業外收入及支出	-112.4	-829.5	-384.5	-177.4
稅前純益	730.4	1,080	1,814	2,555
稅後純益	346.3	507.2	1,284	1,483
普通股股本	5,038	5,038	5,038	5,038
未稀釋 EPS	0.7	1.03	2.6	2.95
稀釋後 EPS	0.7	1.03	2.6	2.95
YoY(%)				
營收	-15.02	45.33	6.17	17
營業利益	-43.9	126.63	15.12	24.25
稅後純益	-52.93	46.48	153.04	15.56

2520 冠德財報分析

年度	2016	2017	2018	2019
稅後權益報酬率(%)	6.43	3.02	4.38	10.49
稅後資產報酬率(%)	1.74	0.74	1	2.4
流動比率(%)	154.73	132.35	140.27	143.06
速動比率(%)	34	34.41	34.29	40.32
負債比率(%)	69.25	73.93	73.48	74.18
利息保障倍數(倍)	5.13	4.12	3.48	5.03
應付款項週轉天數(天)	190.25	293.9	210.64	181.39
應收款項週轉天數(天)	61.37	71.86	44.01	33.41
存貨週轉天數(天)	1,095.65	1,421.27	1,074.17	1,030.41