

鄭亦涵  
(886-2)2563-6262  
mandy.cheng@firstsec.com.tw

# 太子(2511)

區間操作, TP 12.5 (潛在報酬 13.12%)

## 區間操作

Price(09/17):11.05

Target Price : 12.5

評價方面,太子近幾年營運維持平穩,每年穩定推案及去化庫存,明年仍以中南部市場為主,將有四大建案,合計總銷 122.5 億元將完工貢獻,量體較今年 68.7 億元多八成,研究部預估 2019 年、2020 年 EPS 0.76 元、0.8 元,太子近三年盈餘配發率落在 80%~100%來看,依保守配發八成盈餘計算,明年可能發出 0.6 元現金股利,現金殖利率約 4.8%,適合存股族領取固定收益,研究部給予目標價 12.5 元(0.6\*NAV,約當 0.8 倍本淨比),給予區間操作的投資建議。

### ● 近期投資評等

### ● 公司基本資料

股本(億)	162.3
收盤價	11.05
成交量	1,035
市值(億)	179.4
P/E(x)	14.54

### ● 法人持股及融資券

	比率	週增減
外資	9.07	-0.07
投信	0.04	0
自營商	0.3	-0.01
融資率	0.8	0.05
券餘(張)	0	0

### ● 除權息狀況

現金股利	0.65
現金股利(總和)	0.65
現金股利(去年)	0.65
股票股利	0
除息日	2019/07/25
除權日	--
殖利率(%)	5.46

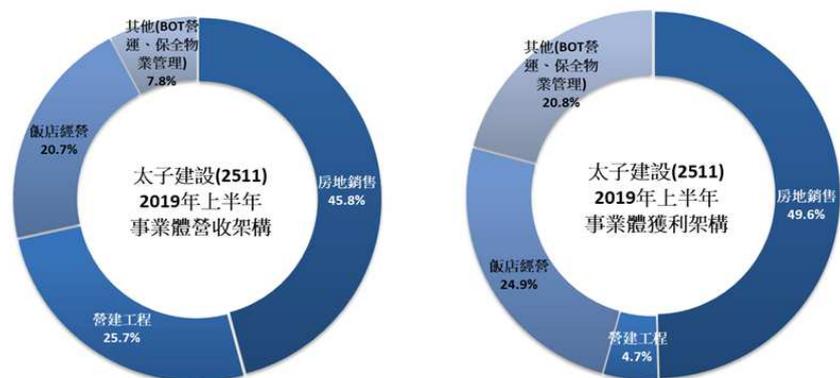
### ● 近期報酬率(%)

日	週	月
0	0.46	1.38

### ● 公司基本資料

太子建設(2511)成立於 1973 年 9 月,為統一集團旗下建商,1991 年 4 月上市,資本額 162.33 億,主要產品為興建住宅、商業大樓,包含住家透天、公寓、高級住宅大樓、商業用透天店舖及純辦公大樓,推案遍及台灣北中南地區,除營建本業外,公司亦跨足飯店觀光產業及 BOT 案開發。2019 年上半年營收佔比如下:房地銷售佔營收 45.8%、營造 25.7%、飯店經營 20.7%,其他(BOT 營運及保全物業管理等)7.8%;獲利佔比:房地銷售 49.6%、營造 4.7%、飯店經營 24.9%,其他(BOT 營運及保全物業管理等)20.8%。

(圖)太子 2019 上半年營收及獲利表現



資料來源:法說會資料、第一金投顧匯整

### ● 營運概況:房地產建案入帳及營造貢獻,上半年獲利 5.79 億元,年增 23.45%,EPS 0.36 元

太子建設(2511)2019 年上半年營收 61.06 億元,

YoY+53.53%，稅後淨利 5.79 億，YoY+23.45%，稅後 EPS 0.36 元。今年上半年營收部份，以太子建設、太子地產 28.93 億元貢獻最多，佔上半年營收 45.8%，營造部門貢獻 16.22 億元，佔比 25.7%，以上兩大部門為今年營收成長來源，分別年增 76.8%及 55.7%，房地產因 2018 年結案建案較多、及 2019 年上半年完工建案貢獻，營造則因大成工程新接公共工程，上半年認列 4.5 億元，為去年同期 1.68 倍。其他部門營收貢獻包含：飯店經營 13.05 億元、台大成大 BOT 2.6 億元及其他 2.33 億元。上半年建案以高雄「太子雲 C 大樓區」7.62 億元、台北「太子馥三」6.1 億元、台中「W 時代」4.3 億元貢獻最多。獲利部份，以房地產部門獲利 2.66 億元、飯店部門獲利 1.34 億元最多，佔比 49.5%、24.9%，年增 123.5%、44.1%。台大及成大 BOT 獲利 1.01 億元，佔比 18.8%，而營收第二高的營造部門因毛利率較低，獲利僅 0.26 億元，佔比 4.7%，太子物業、太子保全、太子公寓及太子建設投資則獲利 0.1 億元，佔比 2%。

轉投資事業：(1)營造部門 2019 上半年營收 16.22 億元，YoY+55.7%，獲利 0.26 億元，YoY+4.7%，主要個體包含誠實投資控股、大成工程、誠實營造及王子水電，為太子建設持有誠實投資控股 100%股權，再由誠實投資控股 100%持有大成工程、誠實營造及王子水電，為毛利率較低的部門。(2)飯店經營 2019 上半年營收 13.05 億元，YoY+1.1%，轉投資飯店包含 W HOTEL 時代國際飯店、台中日華金典酒店及墾丁福華渡假飯店，持股 100%、50%及 100%，雖然太子未直接或間接持有日華金典超過半數有表決權股份，但對其財務及營運有控制權，故仍併入合併報表。W HOTEL 時代國際飯店於 2M10 開幕，8 樓為宴會廳、9 樓為商務中心、10 樓為接待大廳、11 樓為會議中心、12 樓為 SPA 等休閒設施，13~31 樓共 18 層樓，規劃 405 間房間，平均每晚房價約 8650 元，今年住房率約 78.9%，為同期台北平均住房率次高飯店，僅次於寒舍艾麗 81.62%、寒舍艾美酒店 80.93%，貢獻太子年營收約 18~19 億元，獲利約 1.6 億元，2019 上半年營收 9.44 億元，較去年同期成長 2.2%，營收成長主要是因為散客變多，散客房價較會員高，獲利 0.79 億元，YoY-15%，營收成長而獲利衰退主要是因為會計原則改變，今年起適用 IFRS 16 影響所致，W HOTEL 營收比重：餐飲 36%、房客 61%、其他 3%。(3)固定收益：BOT 案上半年營收 2.6 億元，YoY+3.6%，獲

利 1.01 億元，YoY-1.9%，BOT 案包含台大 BOT 及成大 BOT：台大學生宿舍為太子建設與臺灣大學合作的學生宿舍 BOT 案，位於水源校區，建總成本約 35 億元，房間數約 3100~3200 間，貢獻年營收約 4 億元，淨利約 1.6 億元；成大宿舍與校友會館位於台南市東寧路，興建總成本約 11 億元，宿舍房間數為 550 間與校友會館約 90 間，貢獻年營收 1 億元，淨利約 0.4 億元。(4)其他部門：主要個體包含太子物業、太子保全、太子公寓管理、太子建設投資及太子地產等，上半年營收 2.33 億元，YoY-24.1%，獲利 0.1 億元，YoY-28.6%。

● **營運展望：預估 2019 年、2020 年 EPS 0.76 元、0.8 元**

展望下半年，目前成屋部份約68億元，將持續穩定去化，今年預計交屋五大建案，合計總銷68.7億元，其中桃園市「太子松馥」及台北市「太子華威」已於1H19交屋，「太子松馥」位於桃園市中壢市，基地面積889.1坪，總銷面積3,100坪，興建地上13層地下兩層的住宅大樓，規劃戶數106戶，室內25~35坪，總銷10.1億元，為先建後售案，目前銷售率約25%，成屋約7.6億元將持續銷售去化；「太子華威」位於台北市士林區至誠路一段，總銷18億元，基地面積994.02坪，總銷面積3,980坪，興建地上14層地下兩層的住宅大樓，規劃戶數10戶，坪數規劃83~115坪，屬中大坪數建案，較不符合目前銷售族群需求，銷售率僅一成，成屋16.2億元將持續去化。新北市「太子W」、南投縣「太子郡」、高雄「太子學透天區」則預計於3Q19取得使照，4Q19完工認列，「太子W」位於新北市新店區，基地面積262.38坪，總銷面積1,300坪，興建地上11層地下三層的住宅大樓，規劃戶數80戶，規劃坪數18~25坪，總銷12.6億元，目前銷售率約七成；「太子郡」位於南投縣草屯鎮，基地面積947.13坪，總銷面積3,890坪，興建地上15層地下三層的住宅大樓，規劃戶數97戶，總銷8.6億元，目前銷售率逾九成；「太子學透天區」位於高雄市楠梓區，基地面積2,680.15坪，總銷面積6,736坪，興建地上4層的透天，可售戶數83戶，總銷19.4億元，將擇期開放銷售。加上公司其他營建工程、飯店經營、BOT營運及保全物業管理等穩定收益，研究部預估2019年營收124.49億元，YoY+5.01%，稅後淨利12.37億元，EPS 0.76元。

展望2020年，除了持續去化成屋外，預計將有四大建案可完工貢獻，合計總銷122.5億元，分別為新北市「林口力行段」25.2

億元、台中市「太平平欣段」24.4億元、台南市「太子峰雲」17.7億元及高雄市「太子學大樓」55.2億元，其中「林口力行段」位於新北市林口區，基地面積931.1坪，總銷面積5,900坪，興建地上17層地下三層的住宅大樓，規劃戶數197戶，規劃坪數20~35坪，總銷25.2億元，預計3Q20完工；「太平平欣段」位於台中市太平區，基地面積1405.72坪，總銷面積9,595坪，興建地上15層地下三層的住宅大樓，規劃戶數226戶，總銷24.4億元，預計3Q20完工；「太子峰雲」位於台南市新營區，基地面積1868.85坪，總銷面積11,313坪，興建地上15層地下兩層的住宅大樓，規劃戶數196戶，規劃坪數45~65坪，總銷17.7億元，預計4Q19推出預售、2Q20完工交屋；「太子學大樓」位於高雄市楠梓區，基地面積2103.89坪，總銷面積17,553坪，興建地上23層地下四層的住宅大樓，規劃戶數497戶，總銷55.2億元，預計3Q20完工交屋。綜合以上，研究部預估2020年營收135.79億元，YoY+9.08%，稅後淨利13.11億元，EPS 0.8元。

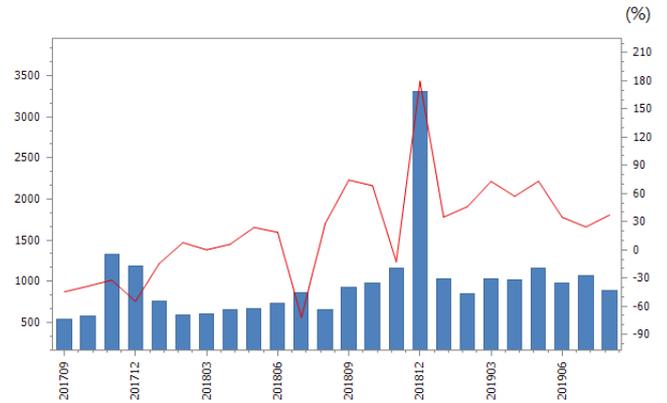
- **結論與建議：目標價 12.5 元，投資建議為區間操作**

評價方面，太子近幾年營運維持平穩，每年穩定推案及去化庫存，明年仍以中南部市場為主，將有四大建案，合計總銷 122.5 億元將完工貢獻，量體較今年 68.7 億元多八成，研究部預估 2019 年、2020 年 EPS 0.76 元、0.8 元，太子近三年盈餘配發率落在 80%~100%來看，依保守配發八成盈餘計算，明年可能發出 0.6 元現金股利，現金殖利率約 4.8%，適合存股族領取固定收益，研究部給予目標價 12.5 元(0.6\*NAV，約當 0.8 倍本淨比)，給予區間操作的投資建議。

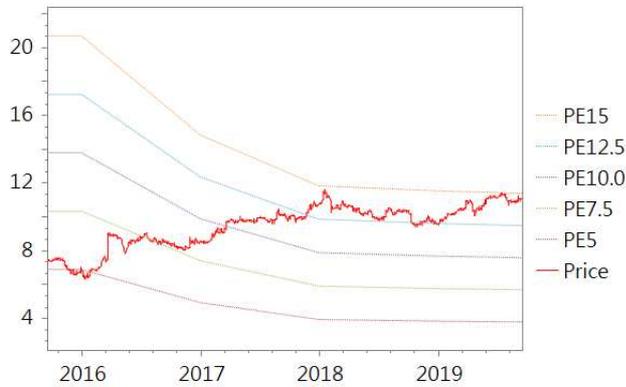
**股價相對指數走勢圖**



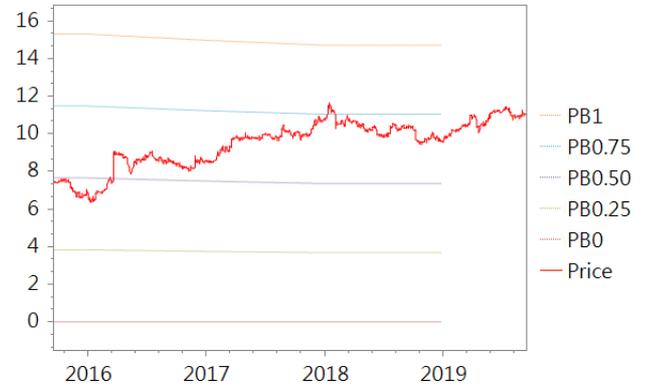
**月營收&年增率**



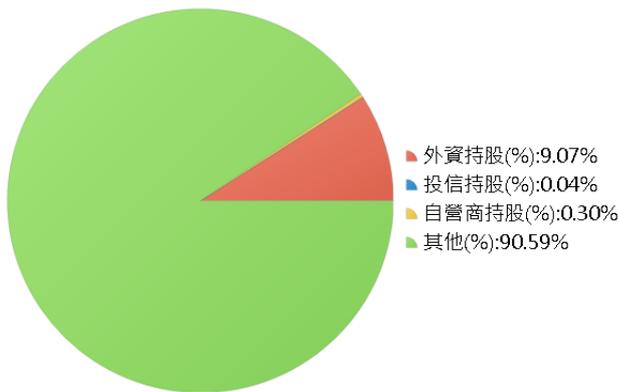
**Forward PE bands**



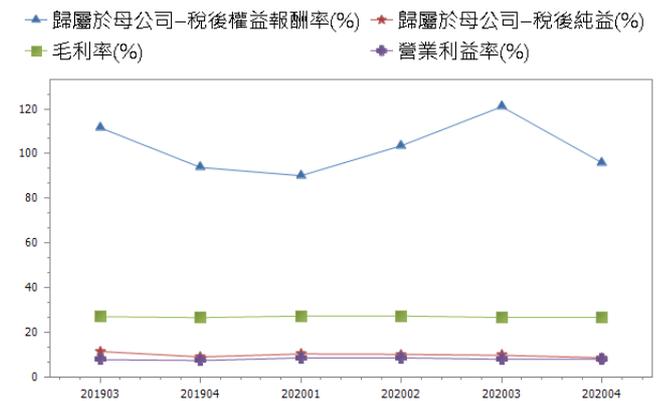
**Forward PB bands**



**持股統計**



**財務比率**



2511 太子綜合損益表										
單位:Mn,%,元	1Q19	2Q19	3Q19F	4Q19F	1Q20F	2Q20F	3Q20F	4Q20F	2019F	2020F
營業收入淨額	2,917	3,189	2,997	3,346	2,402	2,625	4,188	4,364	12,449	13,579
毛利率	28.76	26.63	27.1	26.67	27.35	27.39	26.74	26.75	27.25	26.98
營業利益率	9.81	8.68	7.9	7.47	8.65	8.69	8.04	8.05	8.43	8.28
營業外收入及支出	50.35	24.47	136.3	86.86	64.53	65.19	115.7	65.58	298.0	311.0
稅前純益	336.6	301.2	373.2	336.8	272.4	293.2	452.4	416.8	1,348	1,435
稅後純益	315.3	272.8	344.6	304.7	250.2	268.9	412.1	380.1	1,237	1,311
普通股股本	16,233	16,233	16,233	16,233	16,233	16,233	16,233	16,233	16,233	16,233
未稀釋 EPS	0.19	0.17	0.21	0.19	0.15	0.17	0.25	0.23	0.76	0.8
稀釋後 EPS	0.19	0.17	0.21	0.19	0.15	0.17	0.25	0.23	0.76	0.8
QoQ(%)										
營收	-46.35	9.33	-6.02	11.61	-28.21	9.27	59.56	4.19		
營業利益	-48.75	-3.3	-14.45	5.54	-16.87	9.78	47.62	4.31		
稅後純益	-39.25	-13.46	26.31	-11.59	-17.91	7.47	53.29	-7.77		
YoY(%)										
營收	50.22	56.64	22.85	-38.47	-17.65	-17.69	39.73	30.43	5.01	9.08
營業利益	33.59	91.21	67.5	-55.25	-27.41	-17.58	42.21	40.56	-0.86	7.07
稅後純益	24.04	20.95	35.66	-41.28	-20.65	-1.46	19.59	24.75	-1.22	5.97

**2511 太子資產負債表**

單位:Mn	2015	2016	2017	2018
流動資產	32,959	31,059	30,298	31,316
現金及約當現金	3,801	4,649	4,222	3,968
短期投資合計	479.8	664.2	839.1	1,524
應收帳款與票據合計	2,425	947.5	806.5	1,815
存貨	22,210	22,271	22,062	21,958
非流動資產	21,517	20,226	19,977	19,440
投資性不動產	6,044	5,957	5,868	5,778
無形資產	2,303	2,241	2,179	2,118
資產總計	54,476	51,285	50,275	50,756
流動負債	12,411	12,212	15,345	10,204
一年內到期長期負債	474.6	3,323	8,688	3,643
非流動負債	16,891	14,446	10,753	16,374
應付公司債	4,500	2,500	2,000	4,500
長期借款	10,020	9,797	6,596	9,799
負債總計	29,301	26,658	26,098	26,578
資本公積	2,261	2,261	2,261	2,261
保留盈餘	4,929	4,746	4,395	4,594
權益總計	25,175	24,627	24,177	24,178

**2511 太子現金流量表**

營業活動現金流量	3,693	1,544	1,225	314.4
投資活動現金流量	814.7	1,424	-861.9	369.0
籌資活動現金流量	-2,879	-2,118	-786.0	-945.9
本期現金增減數	1,635	848.2	-427.1	-253.6

**2511 太子綜合損益表**

單位: Mn, %, 元	2017	2018	2019F	2020F
營業收入淨額	10,989	11,855	12,449	13,579
毛利率	29.72	28.36	27.25	26.98
營業利益率	9.81	8.93	8.43	8.28
營業外收入及支出	261.7	310.6	298.0	311.0
稅前純益	1,340	1,369	1,348	1,435
稅後純益	1,281	1,253	1,237	1,311
普通股股本	16,233	16,233	16,233	16,233
未稀釋 EPS	0.79	0.77	0.76	0.8
稀釋後 EPS	0.79	0.77	0.76	0.8
YoY(%)				
營收	-8.88	7.88	5.01	9.08
營業利益	-28.78	-1.79	-0.86	7.07
稅後純益	-20.39	-2.22	-1.22	5.97

**2511 太子財報分析**

年度	2015	2016	2017	2018
稅後權益報酬率(%)	9.17	6.55	5.32	5.25
稅後資產報酬率(%)	4.05	3.04	2.52	2.48
流動比率(%)	265.57	254.34	197.44	306.91
速動比率(%)	84.11	70.15	52	88.59
負債比率(%)	53.79	51.98	51.91	52.36
利息保障倍數(倍)	8.52	8.84	8.83	7.27
應付款項週轉天數(天)	260.85	272.67	220.3	187.42
應收款項週轉天數(天)	123.23	87.62	53.65	48.02
存貨週轉天數(天)	710.16	985.49	1,033.31	933