

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

長虹(5534)

中立, TP 80 (潛在報酬 0.13%)

中立

Price(09/19):79.9

Target Price : 80

評價方面，下半年僅一總銷 14 億元的合建案明日綻完工認列，總銷 42 億元的長虹新世代第四季完工後將採取整棟銷售，若年底年順利出售，實際認列較大機會落在 2020 年，整體而言，今年第一季 EPS 3.29 元可能為全年最高峰，明年住宅完工案量僅長虹大鎮 3.3 億元，主要以去化成屋為主，研究部預估 2019 年、2020 年 EPS 10.09 元、8.1 元，獲利可能呈逐年遞減態勢，目前股價並未低估，給予中立投資建議。

● 近期投資評等

07/17	區間操作	95
01/02	買進	89

● 公司基本資料

股本(億)	29.03
收盤價	79.9
成交量	377.0
市值(億)	231.9
P/E(x)	7.92

● 法人持股及融資券

	比率	週增減
外資	21.36	-0.27
投信	0.8	0.03
自營商	0.5	-0.02
融資率	1.15	-0.02
券餘(張)	6	1

● 除權息狀況

現金股利	7
現金股利(總和)	7
現金股利(去年)	6.2
股票股利	0
除息日	2019/08/27
除權日	--
殖利率(%)	7.92

● 近期報酬率(%)

日	週	月
0.13	-0.5	-1.4

● 公司基本資料

長虹建設公司(5534)成立於 1975 年，主要經營項目為建築設計與銷售，銷售建案除了住宅產品以外，廠辦商辦產品比重亦高；目前長虹除了以雙北地區進行推案外，也朝向雙北以外如桃園、台中地區推案。

● 營運概況：前八月營收 58.04 億元，YoY-52.76%

長虹 (5534)8M19 營收 4.27 億元，YoY+28.56%，MoM-54.42%；累計前八月營收 58.04 億元，YoY-41.65%。上半年營收 44.45 億元，YoY-50.9%，毛利率 38.43%，稅後淨利 14.05 億元，YoY-52.76%，EPS 4.84 元。上半年營收衰退主要是因為 1Q18 認列長虹新世紀商辦大樓 64.2 億元，墊高基期所致。今年上半年營收主要來自成屋及第一季新交屋的長虹天際，其中，總銷 81 億元的長虹天際 1Q19 進入交屋高峰，長虹天際位於新北市林口區文化三路三段，為自地自建案，基地面積 1870 坪，興建地上 36 層地下 4 層，規劃坪數 73~88 坪，銷售率約 64%，已售金額約 51.6 億元，預售部份交屋後將進行第二波銷售，去化剩下成屋未售部份，今年上半年已認列 20.78 億元，加上去年認列約 2.47 億元，剩餘已售未認列約 28.4 億元將持續認列，另中信行政大樓、長虹陶都、長虹天璽、長虹天蔚、長虹天馥及長虹天薈上半年分別認列 5.8 億元、5.27 億元、3.05 億元、2.4 億元、1.38 億元及 1.09 億元，剩餘已售未認列金額分別為 0 億元、8.07 億元、18.64 億元、2.14 億元、1.02 億元及 2.05 億元，以上建案已售未認列總額約 32 億元，將持續認列。

● **營運展望：預估 2019 年、2020 年 EPS 10.09 元、8.1 元**

展望 2019 年下半年，預計第四季將推出兩大預售案，分別為總銷 30 億元的央泱長虹及總銷 30 億元的台北松德都更案，新店住宅位於新北市新店區央北二路，為部份合建案，基地面積 1,543.4 坪，興建地上 15 層地下 4 層，規劃坪數 25~50 坪，總銷 30 億元，預計 2022 年完工；台北松德都更案位於台北市信義區松德路，為都更案，基地面積 618.61 坪，興建地上 22 層地下 4 層，規劃坪數 50~60 坪，總銷 25 億元，預估 2022 年完工。營運方面，除了持續去化成屋外，總銷 14 億元的明日綻目前正在辦理總登，預計 4Q19 可完工交屋，此建案與忠泰建設合建，以權益法認列，明日綻位於台北市中山北路二段，基地面積 388.71 坪，總銷面積 4337 坪，興建地上 18 層地下五層的住宅大樓，規劃 27~70 坪，長虹可分得總銷約 14 億元，目前銷售率約八成；另，4Q19 將有為總銷 42 億元的長虹新世代(長虹 WTO 十三期)完工，長虹新世代位於台北市內湖區新湖一路，為自地自建，基地面積 1271.42 坪，總銷面積 6744 坪，規劃兩棟地上八層地下五層的商辦大樓，未來將整棟銷售，若以 42 億元出售，預計可貢獻稅後 EPS 3.7 元，目前尚在尋找買家，若年底年順利出售，實際認列較大機會落在 2020 年，基於保守原則，故不列入今年業績。綜合以上，研究部預估 2019 年營收 85.85 億元，YoY-29.08%，稅後淨利 29.28 億，YoY-29.68%，EPS 10.09 元。

目前長虹建案能見度已來到 2022 年，在手存量累計逾 800 億元，預計未來五年營收及獲利來源無虞，目前推出的預售案如下：(1)與宏盛建設攜手合建的帝璽，位於中山區建國北路二段，基地面積 556 坪，總銷面積 5707 坪，興建地上 23 層地下五層的住宅大樓，規劃 58~75 坪，長虹可分回總銷約 20 億元，目前銷售率 50%，建案預計 2021 年完工。(2)總銷 28 億元的虹欣忠孝詠吉，位於台北市後山埤捷運站旁，地理位置佳，基地面積 1716.1 坪，總銷面積 11714 坪，興建地上 23 層地下四層的住宅大樓，規劃 53~73 坪，目前銷售率約 82%，預計 2022 年完工交屋。2019 年已推出三大建案：(1)總銷 36 億元的長虹天擎，位於台中梧棲區，台中港附近，基地面積 2,158.96 坪，總銷面積 21,411 坪，興建地上 15、23 層地下四層的兩棟住宅大樓，規劃戶數 700 戶，每戶 28~50 坪，建案預計 2021 年完工，目前銷售率逾四成。(2)總銷 3.3 億元的長虹大鎮，位於彰化縣社頭鄉員集路，基地面積 1,614.9 坪，

總銷面積 3,980 坪，興建透天厝，預計 4Q20 完工，目前銷售率約 24%。(3)總銷 8 億元的政大首席，位於台北市文山區新光路一段，基地面積 642.92 坪，總銷面積 2,430 坪，興建地上 15 層地下四層的住宅大樓，規劃戶數 68 戶，每戶 26~43 坪，建案預計 2021 年完工，目前銷售率約 30%。

展望 2020 年，除了持續認列成屋外，2H20 將有總銷 16 億元的長虹新銳科技大樓(長虹 WTO 十七期)及 3.3 億元的長虹大鎮將完工，其中長虹新銳科技大樓位於台北市民權東路，基地面積 727.6 坪，總銷面積 2,623 坪，興建地上 6 層地下 3 層的商辦大樓，完工後將以整棟出售，出售將貢獻 EPS 1.4 元；總銷 3.3 億元的長虹大鎮，位於彰化縣社頭鄉員集路，基地面積 1,614.9 坪，總銷面積 3,980 坪，興建透天厝，預計 4Q20 完工，目前銷售率約 24%；另長虹新世代(長虹 WTO 十三期)於 4Q19 完工，總銷 42 億元，位於台北市內湖區新湖一路，為自地自建，基地面積 1271.42 坪，總銷面積 6744 坪，規劃兩棟地上八層地下五層的商辦大樓，未來將整棟銷售，出售後將貢獻 EPS 3.7 元；另一商辦大樓長虹新時代，也是長虹庫存之一，位於台北市北安路，目前出價 100 億元，以上皆為 2020 年可出售建案，基於保守原則，2020 年將未納入以上尚未售出的商辦建案，研究部預估 2020 年營收 50.61 億元，YoY-41.05%，稅後淨利 23.53 億，YoY-19.66%，EPS 8.1 元。

(圖)長虹建案預估認列營收時程表

長虹建案預估認列營收時程表						
建案	區位	總銷(Mn)	銷售率	2018	2019E	2020E
長虹天爵	台北市三合街	1,450	74%	648	323	334
WTO十二期-新世紀	台北市洲子街	6,328	100%	6,328		
WTO十三期-新世代	台北市內湖區新湖一路	4,200	擇期公開			
長虹天音	林口區國宅段	1,863	89%	446	344	209
長虹天璽	台北市港華街	8,270	100%	1,859	927	1,244
長虹天際	林口區文化三路	8,100	64%	247	4,208	1,620
長虹陶都	鶯歌區國慶街	2,858	91%	1,262	866	448
WTO十四期-潭美段	內湖區潭美街	5,000	擇期公開			
WTO十五期-中信大樓	內湖區潭美街	3,298	100%	260	580	
WTO十六期-行善路商辦大樓	內湖區行善路	2,700	擇期公開			
WTO十七期-長虹新銳科技大樓	台北市民權東路	1,600	擇期公開			
長虹天鏡	三重區重陽路三段	790	31%		324	126
長虹大鎮	彰化縣社頭鄉	330	24%			66
虹欣忠孝永吉	台北市後山埤站旁	2,800	82%			
長虹時代廣場	台北市北安路	10,000	出租中			
其他(營造、租金等)				1,056	1,014	1,014
忠泰長虹-明日博(業外)	台北市市民大道	5,900	93%	180	212	212
忠泰長虹-明日鏡(業外)	台北市中山北路二段	1,400	80%		280	840
營收總計				12,106	8,586	5,061

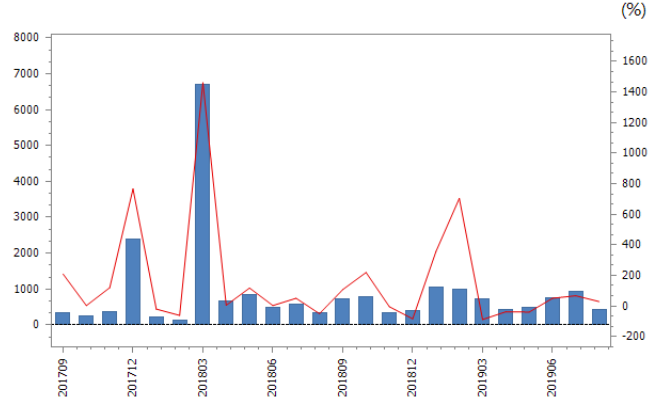
資料來源:公司、第一金投顧匯整

- **結論與建議：因獲利逐年遞減，股價合理，給予中立投資建議**
評價方面，下半年僅一總銷 14 億元的合建案明日綻完工認列，總銷 42 億元的長虹新世代第四季完工後將採取整棟銷售，若年底年順利出售，實際認列較大機會落在 2020 年，整體而言，今年第一季 EPS 3.29 元可能為全年最高峰，明年住宅完工案量僅長虹大鎮 3.3 億元，主要以去化成屋為主，研究部預估 2019 年、2020 年 EPS 10.09 元、8.1 元，獲利可能呈逐年遞減態勢，目前股價並無低估，給予中立投資建議。

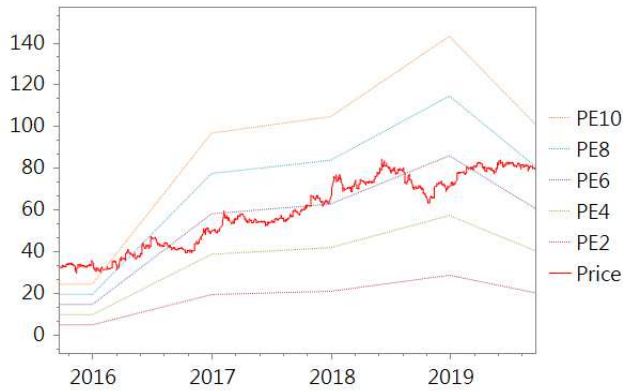
股價相對指數走勢圖



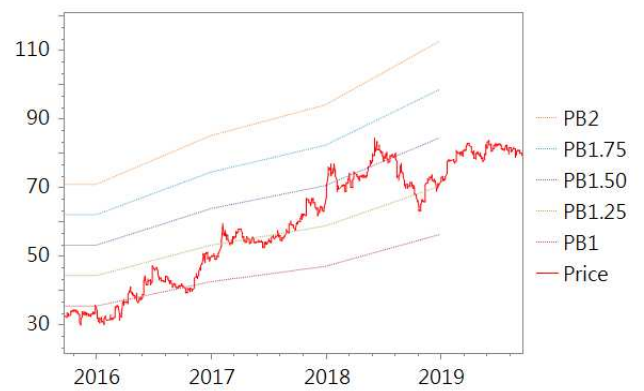
月營收&年增率



Forward PE bands



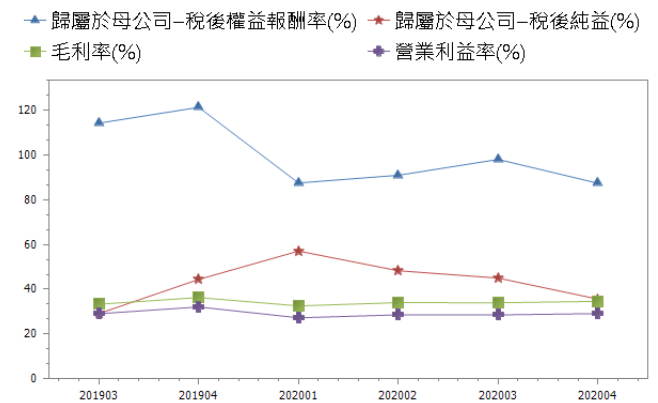
Forward PB bands



持股統計



財務比率



5534 長虹綜合損益表										
單位:Mn,%,元	1Q19	2Q19	3Q19F	4Q19F	1Q20F	2Q20F	3Q20F	4Q20F	2019F	2020F
營業收入淨額	2,789	1,656	2,057	2,083	1,263	1,246	1,287	1,265	8,585	5,061
毛利率	39.13	37.24	33.31	36.31	32.57	34.04	33.97	34.6	36.69	33.8
營業利益率	34.69	29.82	29.07	32.1	27.25	28.57	28.52	29.13	31.78	28.37
營業外收入及支出	31.89	88.08	45.85	325.9	431.1	291.3	255.8	115.8	491.8	1,094
稅前純益	999.5	581.8	643.8	994.7	775.1	647.2	623.0	484.2	3,220	2,530
稅後純益	956.1	448.4	598.8	925.1	720.9	601.9	579.4	450.4	2,928	2,353
普通股股本	2,903	2,903	2,903	2,903	2,903	2,903	2,903	2,903	2,903	2,903
未稀釋 EPS	3.29	1.54	2.06	3.19	2.48	2.07	2	1.55	10.09	8.1
稀釋後 EPS	3.29	1.54	2.06	3.19	2.48	2.07	2	1.55	10.09	8.1
QoQ(%)										
營收	94	-40.64	24.25	1.27	-39.41	-1.32	3.33	-1.77		
營業利益	109.07	-48.97	21.12	11.82	-48.56	3.46	3.14	0.33		
稅後純益	67.78	-53.1	33.53	54.49	-22.08	-16.5	-3.74	-22.28		
YoY(%)										
營收	-60.48	-17.02	27.33	44.92	-54.73	-24.75	-37.42	-39.29	-29.08	-41.05
營業利益	-64.47	15.7	-0.08	44.5	-64.44	-27.9	-38.6	-44.91	-35.22	-47.38
稅後純益	-64.7	69.57	-3.69	62.33	-24.61	34.23	-3.23	-51.32	-29.68	-19.66

5534 長虹資產負債表

單位:Mn	2015	2016	2017	2018
流動資產	27,720	26,510	28,897	27,466
現金及約當現金	2,320	649.6	1,019	1,686
短期投資合計	76.71	32.36	15.68	149.9
應收帳款與票據合計	357.9	375.3	2,591	858.0
存貨	24,138	24,252	24,057	22,738
非流動資產	630.4	2,019	1,152	457.0
投資性不動產	--	--	--	--
無形資產	--	--	--	--
資產總計	28,350	28,530	30,049	27,923
流動負債	18,384	13,527	13,721	10,501
一年內到期長期負債	694.0	0.000	0.000	53.34
非流動負債	187.3	2,544	2,489	882.5
應付公司債	0.000	0.000	0.000	0.000
長期借款	0.000	2,450	2,382	826.8
負債總計	18,571	16,071	16,210	11,383
資本公積	1,078	1,374	1,374	1,374
保留盈餘	5,917	8,094	9,394	12,095
權益總計	9,779	12,459	13,839	16,540

5534 長虹現金流量表

營業活動現金流量	1,342	-228.6	802.9	5,803
投資活動現金流量	339.4	104.6	-3,452	236.4
籌資活動現金流量	-586.3	-1,547	-429.6	-5,373
本期現金增減數	1,095	-1,671	369.8	666.6

5534 長虹綜合損益表

單位: Mn, %, 元	2017	2018	2019F	2020F
營業收入淨額	6,973	12,106	8,585	5,061
毛利率	42.3	38.32	36.69	33.8
營業利益率	38.27	34.79	31.78	28.37
營業外收入及支出	600.6	228.2	491.8	1,094
稅前純益	3,269	4,439	3,220	2,530
稅後純益	3,042	4,165	2,928	2,353
普通股股本	2,903	2,903	2,903	2,903
未稀釋 EPS	10.48	14.34	10.09	8.1
稀釋後 EPS	10.48	14.34	10.09	8.1
YoY(%)				
營收	31.6	73.62	-29.08	-41.05
營業利益	110.75	57.81	-35.22	-47.38
稅後純益	9.43	36.9	-29.68	-19.66

5534 長虹財報分析

年度	2015	2016	2017	2018
稅後權益報酬率(%)	6.76	25.15	23.36	27.72
稅後資產報酬率(%)	2.42	9.78	10.39	14.37
流動比率(%)	150.78	195.98	210.6	261.56
速動比率(%)	19.35	16.09	34.57	42.47
負債比率(%)	65.51	56.33	53.94	40.77
利息保障倍數(倍)	13.19	895.09	494.52	1,898.99
應付款項週轉天數(天)	326.06	214.21	194.47	106.64
應收款項週轉天數(天)	32.79	26.57	80.53	53.09
存貨週轉天數(天)	4,394.88	2,290.61	2,161.13	1,128.01