

公司名稱	投資評等	結論及投資建議
6177 TT 達麗	持有 目標價 42	達麗的首次投資評等為持有，目標價42元，潛在空間13.5%，主要理由如下： (1) 2H18將有「達麗101」、「全民萬歲」等新建案完工，營收將明顯成長； (2) 目前殖利率約12%，下檔具支撐，給予NAV*0.9倍評價。

研究員 侯相印

jameshou@jsun.com

近期投資評等

日期	評等
06/26/2018	持有/中立

公司基本資料

收盤價(元)(06/25/2018)	37.00
股本(百萬元)	2,395
總市值(億元)	88.6
每股淨值(元)	22.76
外資持股比(%)	2.69
投信持股比(%)	0.05
近20日均量(張)	567
融資餘額(06/25/2018)	4,363

近90日股價相對台股指數報酬



資料來源：CMoney

重點摘要

- ◆ **公司簡介**：達麗成立於1977年，資本額23.8億元，前身為十全企業，主要業務為3C產品販售，2006年由高雄建商齊裕建設入主，自2008年更名為達麗建設，目前在手建案總銷約328億元，分布地區為雙北28%、台中27%、高雄31%、美國西雅圖14%。
- ◆ **1H18僅認列成屋貢獻**：1Q18營收1.7億元(QoQ-89.8%、YoY+30.8%)，因1Q18僅認列位於台中市，總銷約19億元的建案「達麗晶漾」於4Q17的遞延交屋及其他成屋銷售，因營收規模相對較低無法分攤費用率，導致稅後虧損約0.58億元，稅後EPS-0.24元；在2Q18業績展望，仍僅有成屋銷售可認列，目前主要成屋銷售案為「高雄和美」、以及位於淡水市的「達麗世界灣」、台中市的「達麗晶漾」、「世紀雙星」，目前住宅銷售主要為「達麗世界灣」、其餘多為店面銷售，合計待售金額約21億元，預估2Q18營收4億元(QoQ+237%、YoY-88.2%)，稅後淨利0.58億元，稅後EPS 0.25元。
- ◆ **新建案將於2H18陸續完工**：在新建案部分，位於台北市，總銷25.6億元的「達麗101」預計07/2018將取得使照，目前銷售率約為20%；而另一項即將完工建案為位於高雄市，總銷58.2億元的「全民萬歲」，該案自2015年開始推出預售，目前預售率約為70%，預計4Q18將完工將認列營收；海外部分，目前位於西雅圖擁有兩商場，分別為La Plaza及WRJ，一年租金收入分別約為0.35億元及0.65億元，合計兩者貢獻約1億元租金收入，合計以上，預估2018年營收50.4億元，稅後淨利8億元(YoY-28.9%)，稅後EPS 3.39元；而在2019年部分，僅有一項新建案完工，位於高雄市，總銷12億元的「漾CITY」，為預售案銷售，目前銷售率約50%，預計將在2Q19完工，2019年因「全民萬歲」於4Q18完工後，可能遞延交屋至1Q19，加計原本成屋銷售，預估2019年營收62.6億元(YoY+24.3%)，稅後淨利9.6億元(YoY+19%)，稅後EPS 4.04元，獲利將恢復成長；評價部分，目前殖利率約12%，下檔具支撐，給予NAV*0.9倍評價，目前評價合理。

單位:百萬元	2018F	2019F	4Q17	1Q18	2Q18F	3Q18F	4Q18F	1Q19F
營業收入淨額	5,039	6,263	1,660	170	403	1,257	3,209	2,344
營業毛利	1,488	1,823	522	58	127	369	934	689
營業利益	919	1,125	357	-33	44	239	669	449
稅後純益	808	962	325	-58	59	217	590	386
稅後EPS(元)	3.39	4.04	1.36	-0.24	0.25	0.91	2.48	1.62
毛利率(%)	29.54	29.1	31.47	34.09	31.45	29.37	29.12	29.4
營業利益率(%)	18.24	17.96	21.48	-19.65	10.85	19.03	20.86	19.16
稅後純益率(%)	16.04	15.35	19.58	-34.16	14.52	17.28	18.39	16.48
營業收入 YoY/QoQ(%)	-10.3	24.3	290.91	-89.77	137.39	211.91	155.29	-26.97
營業利益 YoY/QoQ(%)	-25.89	22.4	989.51	--	--	446.95	179.91	-32.94
稅後純益 YoY/QoQ(%)	-28.87	19	1,591.05	--	--	271.34	171.72	-34.56

資料來源:CMoney·JS 預估 註：以最新股本回溯EPS

◆ 公司簡介：

達麗成立於 1977 年，資本額 23.8 億元，前身為十全企業，主要業務為 3C 產品販售，2006 年由高雄建商齊裕建設入主，自 2008 年更名為達麗建設，並於 2015 年成立美國子公司，目前位於西雅圖擁有兩商場，分別為 La Plaza 及 WRJ，一年租金收入分別約為 0.35 億元及 0.65 億元，並於 1Q18 於美國西雅圖推出住宅建案-「第五大道 KODA」，總銷金額 45 億元，於 1Q18 推出時銷售率已達 95% 以上，預計 2020 年完工，合計目前在手建案總銷約 328 億元，分布地區為雙北 28%、台中 27%、高雄 31%、美國西雅圖 14%。

◆ 1H18 僅認列成屋貢獻：

1Q18 營收 1.7 億元(QoQ-89.8%、YoY+30.8%)，因 1Q18 僅認列位於台中市，總銷約 19 億元的建案「達麗晶漾」於 4Q17 的遞延交屋及其他成屋銷售，因營收規模相對較低無法分攤費用率，導致稅後虧損約 0.58 億元，稅後 EPS-0.24 元；在 2Q18 業績展望，仍僅有成屋銷售可認列，目前主要成屋銷售案為「高雄和美」、以及位於淡水市的「達麗世界灣」、台中市的「達麗晶漾」、「世紀雙星」，目前住宅銷售主要為「達麗世界灣」、其餘多為店面銷售，合計待售金額約 21 億元，預估 2Q18 營收 4 億元(QoQ+237%、YoY-88.2%)，稅後淨利 0.58 億元，稅後 EPS 0.25 元。

圖一、成屋銷售狀況

成屋銷售	地區	總銷(Mn)	未售出比率%	未售金額(Mn)
高雄和美	高雄	800	19%	152
達麗世界灣	淡水	1,900	47%	901
台中世紀雙星	台中	3,700	19%	703
台中達麗晶漾	台中	1,900	16%	300
合計		8,300	25%	2,056

資料來源：達麗、日盛彙整

◆ 新建案將於 2H18 陸續完工：

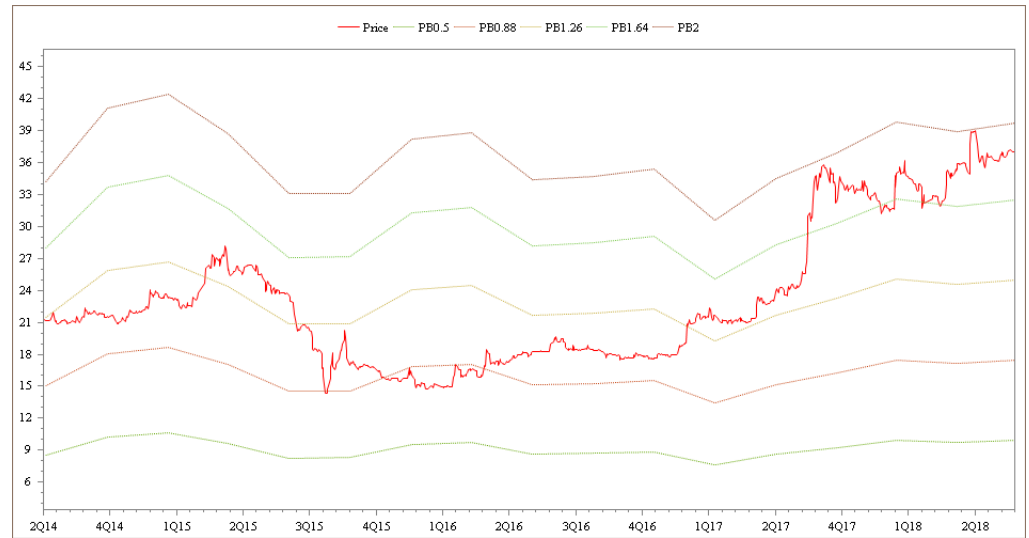
在新建案部分，位於台北市，總銷 25.6 億元的「達麗 101」預計 07/2018 將取得使照，目前銷售率約為 20%；而另一項即將完工建案為位於高雄市，總銷 58.2 億元的「全民萬歲」，該案自 2015 年開始推出預售，目前預售率約為 70%，預計 4Q18 將完工將認列營收；海外部分，目前位於西雅圖擁有兩商場，分別為 La Plaza 及 WRJ，一年租金收入分別約為 0.35 億元及 0.65 億元，合計兩者貢獻約 1 億元租金收入，合計以上，預估 2018 年營收 50.4 億元，稅後淨利 8 億元(YoY-28.9%)，稅後 EPS 3.39 元；而在 2019 年部分，僅有一項新建案完工，位於高雄市，總銷 12 億元的「漾 CITY」，為預售案銷售，目前銷售率約 50%，預計將在 2Q19 完工，2019 年因「全民萬歲」於 4Q18 完工後，可能遞延交屋至 1Q19，加計原本成屋銷售，預估 2019 年營收 62.6 億元(YoY+24.3%)，稅後淨利 9.6 億元(YoY+19%)，稅後 EPS 4.04 元，獲利將恢復成長；評價部分，目前殖利率約 12%，下檔具支撐，給予 NAV*0.9 倍評價，目前評價合理。

圖二、在手建案時程

2018完工		總銷(Mn)	未認列比率%	銷售率%
達麗101	台北市	2,560	100%	20%
全民萬歲	高雄市	5,820	100%	70%
2019完工				
漾CITY	高雄市	1,200	100%	50%
2020完工				
達麗東京	高雄市	3,000	100%	90%
第五大道KODA	西雅圖	4,500	100%	95%
2021完工				
陽明段	台北市	3,700	100%	
懷生段	台北市	600	100%	
仁信段	新北市	2,400	100%	
福德段	台中市	1,800	100%	
碧柳段	台中市	4,000	100%	
庫存				
台中何安段	台中	3,200		
合計		32,780		

資料來源：達麗、日盛彙整

PB Band



資料來源：CMoney · JS 預估彙整

投資評等與股價走勢圖



近期投資評等

推薦日期	投資評等	目標價
20180626	持有	42.0

資料來源：CMoney · JS 預估彙整

損益表

單位：百萬元	2017	2018F	2019F	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18F	3Q18F	4Q18F	1Q19F
營業收入淨額	5,617	5,039	6,263	131	3,402	425	1,660	170	403	1,257	3,209	2,344
營業毛利	1,835	1,488	1,823	40	1,139	134	522	58	127	369	934	689
營業費用	595	569	698	62	266	101	166	91	83	130	265	240
營業利益	1,240	919	1,125	-22	873	33	357	-33	44	239	669	449
營業外收支	-60	1	-38	-19	-21	-10	-10	-23	22	3	-1	-10
稅前純益	1,180	920	1,087	-41	852	23	347	-56	66	242	668	439
稅後純益	1,136	808	962	-43	835	19	325	-58	59	217	590	386
最新股本	2,381	2,381	2,381	2,381	2,381	2,381	2,381	2,381	2,381	2,381	2,381	2,381
稅後 EPS (元)	4.77	3.39	4.04	-0.18	3.51	0.08	1.36	-0.24	0.25	0.91	2.48	1.62
經營效率(%)												
毛利率	32.67	29.54	29.1	30.57	33.48	31.54	31.47	34.09	31.45	29.37	29.12	29.4
營業利益率	22.08	18.24	17.96	-16.7	25.66	7.71	21.48	-19.65	10.85	19.03	20.86	19.16
稅前純益率	21.01	18.26	17.35	-31.47	25.04	5.46	20.9	-33.06	16.31	19.27	20.83	18.73
稅後純益率	20.22	16.04	15.35	-33.12	24.56	4.53	19.58	-34.16	14.52	17.28	18.39	16.48
YoY(%)												
營收	128.69	-10.3	24.3	-88.21	450.18	7.98	401.14	29.35	-88.15	196.05	93.34	1,280.5
營業利益	219.09	-25.89	22.4	--	500.82	-32.1	948.71	--	-94.99	630.95	87.79	--
稅前純益	198.55	-22.04	18.11	--	532.21	-29.16	541.79	--	-92.28	944.83	92.69	--
稅後純益	208.26	-28.87	19	--	558.39	-28.09	601.99	--	-93	1,030.43	81.64	--
QoQ(%)												
營收				-60.37	2,491.82	-87.52	290.91	-89.77	137.39	211.91	155.29	-26.97
營業利益				--	--	-96.25	989.51	--	--	446.95	179.91	-32.94
稅前純益				--	--	-97.28	1,396.69	--	--	268.45	176.03	-34.33
稅後純益				--	--	-97.7	1,591.05	--	--	271.34	171.72	-34.56

資料來源：CMoney · JS 預估 註：以最新股本回溯 EPS

資產負債表

單位：百萬元	2016	2017	1Q18
流動資產	12,197	12,875	14,664
現金及約當現金	629	681	1,768
公允價值衡量金融資產	--	--	--
備供出售金融資產	12	25	0
以成本衡量之金融資產	--	--	--
存貨	10,615	11,469	12,138
非流動資產	2,156	1,834	2,218
公允價值衡量金融資產	1	1	0
不動產、廠房及設備	137	145	508
無形資產	11	10	11
資產總計	14,354	14,708	16,882
流動負債	6,943	6,093	7,351
短期借款	3,721	3,300	4,464
非流動負債	3,808	3,967	4,870
負債總計	10,751	10,061	12,220
股本	2,035	2,338	2,394
普通股股本	2,035	2,338	2,381
資本公積	320	421	446
保留盈餘	1,254	1,936	1,878
庫藏股票	0	--	--
股東權益	3,603	4,647	4,661
每股淨值(元)	17.7	19.88	19.58
流動比率(%)	175.67	211.29	199.49
速動比率(%)	12.47	15.3	30.81
應收帳款週轉率(%)	38.67	102.68	3.76
負債比率(%)	74.9	68.4	72.39
稅後股東權益報酬率(%)	9.99	27.54	-1.25

資料來源：CMoney · JS 預估

現金流量表

單位：百萬元	2016	2017	1Q18
繼續營業單位稅前損益	395	1,180	-56
折舊及攤提費用	15	17	4
利息費用	64	87	24
股利收入	-1	-3	--
權益法認列關聯企業損益	--	--	--
處分不動產、廠房及設備	--	--	--
處分權益法之投資損益	--	--	--
未實現外幣兌換損益	--	--	--
應收帳款增減	-11	4	15
存貨增減	-1,796	-1,100	-709
應付帳款增減	-210	195	-50
營業活動現金流量	-1,463	-317	-841
公允價值衡量金融資產增減	0	0	--
攤銷成本衡量金融資產增減	0	0	--
權益法長期股權投資增減	0	0	--
取得不動產、廠房及設備	-7	-11	-364
處分不動產、廠房及設備	6	0	--
投資活動現金流量	-1,068	470	-369
短期借款增減	444	-412	1,167
長期借款增減	660	-15	-4
公司債發行	1,000	1,000	1,000
公司債償還	0	-700	--
現金增資	--	--	--
發放現金股利	-596	-413	--
庫藏股票增減	0	0	--
籌資活動現金流量	1,928	-76	2,307
淨現金流量	-610	52	1,087

資料來源：CMoney · JS 預估

2018年6月26日

免責聲明

本研究報告僅供本公司特定客戶參考。

客戶進行投資決策時，應審慎考量本身之需求、投資風險及風險承受度，並就投資結果自行負責，本公司不作任何獲利保證，亦不就投資損害負任何法律責任。

本研究報告內容取材自本公司認可之來源，但不保證其完整性及精確性；該報告所載財務資料、預估及意見，係本公司於特定日期就現有資訊所做之專業判斷，嗣後變更時，本公司將不做預告或更新；本研究報告內容僅供參考，有未盡完善之處，本公司恕不負責。

非經本公司同意，不得將本研究報告內容複製、轉載或以其他方式提供予其他第三人。

投資評等說明

評等	定義
強力買進	六個月內潛在報酬率 40%以上
買進	六個月內潛在報酬率 15%以上~未達 40%
持有	六個月內潛在報酬率 7%以上~未達 15%
中立	六個月內潛在報酬率未達 7% 近期股價將呈持平走勢 無法由基本面給予合理評等
買進轉中立	建議降低持股