

2024 年 4 月 25 日

研究員：林振偉 davidstrath.lin@cim.capital.com.tw

前日收盤價 50.00 元  
目標價  
3 個月 55.00 元  
12 個月 55.00 元

## 達麗(6177 TT)

Trading Buy

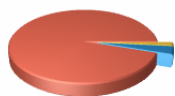
### 近期報告日期、評等及前日股價

3/27/2024 到達目標價 41.3  
11/6/2023 Buy 29.7

### 公司基本資訊

目前股本(百萬元) 4,077  
市值(億元) 204  
目前每股淨值(元) 22.02  
外資持股比(%) 8.16  
投信持股比(%) 1.19  
董監持股比(%) 5.97  
融資餘額(張) 5,179  
現金股息配發率(%) 59.06

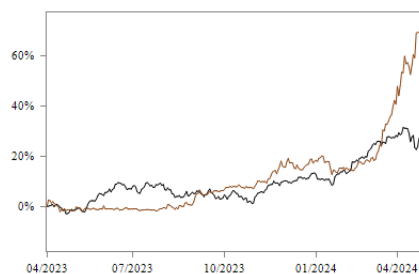
### 產品組合



■ 房地銷售:95.06%  
■ 工程承攬:3.41%  
■ 其他:1.53%

### 股價相對大盤走勢

— 6177 — TWSE



## 2024 年~2025 年營運穩定，2026 年進入高峰

**投資建議：**達麗 2024~2025 年建案完工入帳無虞，連續 2 年均有 100 億元以上完工建安，營運動能持續，預估 2024 年達麗 EPS 為 3.28 元，鑒於 2024~2025 營收認列穩定，投資建議為 Trading Buy，目標價 55 元(1.0xNAV)。

**達麗建設為台灣的建設公司，建安分佈北、中、南：**達麗建設為台灣的建設公司，成立於 1977 年，總部位於台北市，在台北市、高雄市及美國華盛頓州西雅圖市設有辦公室，由於經營階層在西雅圖具有地緣關係，因此美國推案均在西雅圖市，為台灣少數在美國推有建案的營建公司，除此之外，因台北市土地有限，近年來推案有巢中、南部發展的趨勢。

**2024 年陽明大苑及松丹達麗 2 案完工：**2024 年達麗完工建安共有 2 個，總銷金額共 115 億元，包含陽明大苑及松丹達麗，其中陽明大苑位於台北士林基河路、基河路 300 巷口，樓高 19 樓，總戶數為 122 戶，銷售率已達 100%，預計在 5/2024 年開始交屋，2024 年可以入帳。松丹達麗位於台南市東區崇賢三路及崇賢二路，總銷金額為 76 億元，目前銷售率為 65%，預計年底完銷。

**2025 年營運維持高點：**達麗在 2025 年完工個案共有 2 個，總銷金額共 114 億元，包含北投軟橋段的達麗天蒔、達麗世界仁，總銷金額分別為 35 億元、79 億元，目前銷售率分別為 100%、未銷售，預計達麗世界仁在 2Q24 公開銷售，預期在持續銷售下，2025 年營運可維持高檔。

(百萬元)	2023	2024F	2025F	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24F	2Q24F	3Q24F	4Q24F	1Q25F
營業收入淨額	15,426	11,335	12,500	1,876	323	3,293	9,933	505	430	2,400	8,000	1,500
營業毛利淨額	3,910	2,720	2,845	409	-3	773	2,731	121	103	576	1,920	315
營業利益	2,558	1,705	1,895	226	-95	521	1,907	-79	-77	396	1,465	115
稅後純益	2,068	1,336	1,468	169	-81	430	1,550	-70	-69	310	1,165	80
稅後 EPS(元)	5.07	3.28	3.60	0.41	-0.20	1.05	3.80	-0.17	-0.17	0.76	2.86	0.20
毛利率(%)	25.34%	24.00%	22.76%	21.79%	-0.78%	23.47%	27.49%	24.00%	24.00%	24.00%	24.00%	21.00%
營業利益率(%)	16.58%	15.05%	15.16%	12.03%	-29.37%	15.82%	19.19%	-15.60%	-17.86%	16.50%	18.31%	7.67%
稅後純益率(%)	13.41%	11.78%	11.74%	9.00%	-25.08%	13.06%	15.61%	-13.91%	-15.96%	12.90%	14.56%	5.33%
營業收入 YoY/QoQ(%)	79.61%	-26.52%	10.28%	746.42%	-82.78%	919.35%	201.62%	-94.92%	-14.85%	458.14%	233.33%	-81.25%
稅後純益 YoY/QoQ(%)	72.51%	-35.42%	9.92%	N.A	N.A	N.A	260.44%	N.A	N.A	N.A	276.23%	-93.13%

註：稅後純益係指本期淨利歸屬於母公司業主；稅後 EPS 以股本 40.77 億元計算。

2024 年 4 月 25 日

## 達麗 ESG：

達麗成立「資訊安全委員會」由資訊部為權責單位，且由資訊部主管擔任召集人，另由集團內各部主管擔任委員會之委員。每年視需或定期召開會議，審查資訊安全管理相關事宜及負責協調資訊安全管理制度執行所需之相關資源分配。

## 達麗建設為台灣的建設公司，建案分佈北、中、南：

達麗建設為台灣的建設公司，成立於 1977 年，總部位於台北市，在台北市、高雄市及美國華盛頓州西雅圖市設有辦公室，除此之外，因台北市土地有限，近年來推案有往中、南部發展的趨勢。

## 2024 年陽明大苑及松丹達麗 2 案完工：

2024 年達麗完工建案共有 2 個，總銷金額共 115 億元，包含陽明大苑及松丹達麗，其中陽明大苑位於台北士林基河路、基河路 300 巷口，樓高 19 樓，總戶數為 122 戶，銷售率已達 100%，預計在 5/2024 年開始交屋，2024 年可以入帳。松丹達麗位於台南市東區崇賢三路及崇賢二路，總銷金額為 76 億元，目前銷售率為 65%，預計年底完銷。

表二、達麗 2024 年完工入帳表

單位：百萬元

建案	總銷	銷售率	完工日期
陽明大苑	4,050	100%	3Q24
松丹達麗	7,500	65%	4Q24

資料來源：達麗，群益投顧彙整

## 2025 年營運維持高點：

達麗在 2025 年完工個案共有 2 個，總銷金額共 114 億元，包含北投軟橋段的達麗天蒔、達麗世界仁，總銷金額分別為 35 億元、79 億元，目前銷售率分別為 100%、未銷售，預計達麗世界仁在 2Q24 公開銷售，預期在持續銷售下，2025 年營運可維持高檔。

表三、達麗 2025 年完工入帳表

單位：百萬元

建案	總銷	銷售率	完工日期
達麗天蒔	3,500	80%	2025
達麗世界仁	7,900	2Q24 公開	2025

資料來源：達麗，群益投顧彙整

2024 年 4 月 25 日

## 2026 年為入帳高峰：

達麗在 2026 年完工個案共有 4 個，總銷金額共 200 億元，包含北投區的達麗河蘊，預計在 3Q24 公開，達麗治翠總銷金額為 46 億元，銷售率為 76%，達麗未來市因工期問題由 2025 年延至 2026 年完工，總銷金額為 52 億元，並已完銷，達麗雙子星總銷金額 40 億元，銷售率為 66%，整體 2026 年營運動能持續。

表三、達麗 2026 年完工入帳表

單位：百萬元

建案	總銷	銷售率	完工日期
達麗河蘊	6,200	3Q24 公開	2026
達麗治翠	4,600	76%	2026
達麗未來市	5,200	100%	2026
達麗雙子星	4,000	66%	2026

資料來源：達麗，群益投顧彙整

## 美國因升息轉為出租，待降息後再轉為出售：

達麗第四季代售房地 44 億，coda 有 13 億，因為升息所以銷售較緩，目前已賣 65 戶，剩下 65 戶，其中 40 戶轉為出租，目前狀況良好，預計將剩下的 25 轉為出租，待美國降息之後再轉為出售。

## 未來股利政策配發率將為 60% 以上：

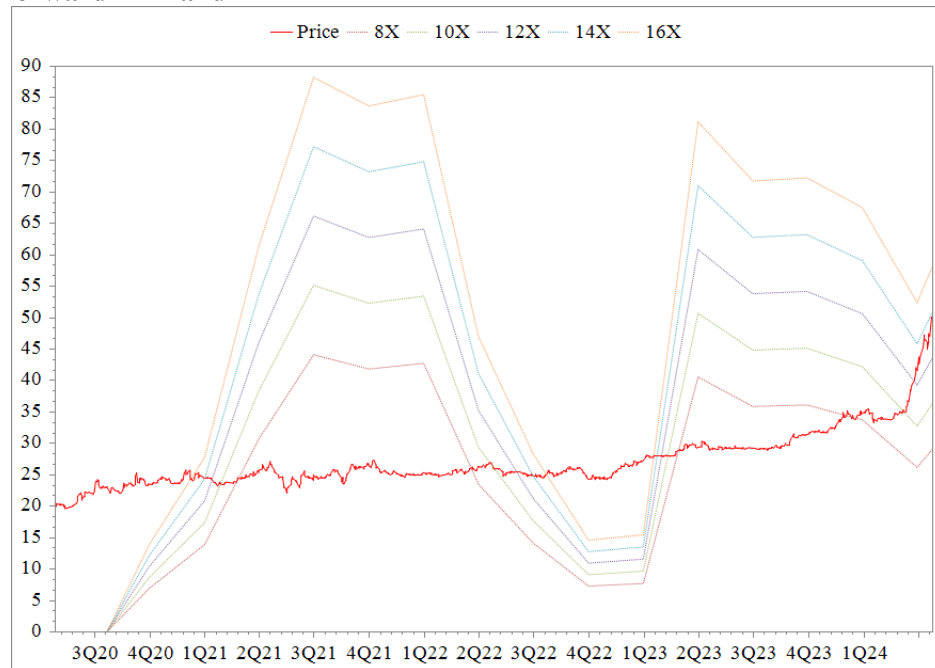
達麗提高毛利及淨利，加上目前建材成本已減緩，預計為來營運將以 25% 為淨利潤目標。在股利政策部分，2023 年因獲利創下新高，配息 3.元現金股利，公司表示將修訂章程，未來的配發率會在 60% 以上，其中 60% 或以上為現金股利。

## 投資建議：

達麗 2024~2025 年建案完工入帳無虞，連續 2 年均有 100 億元以上完工建案，營運動能持續，預估 2024 年達麗 EPS 為 3.28 元，鑒於 2024~2025 營收認列穩定，投資建議為 Trading Buy，目標價 55 元(1.0xNAV)。

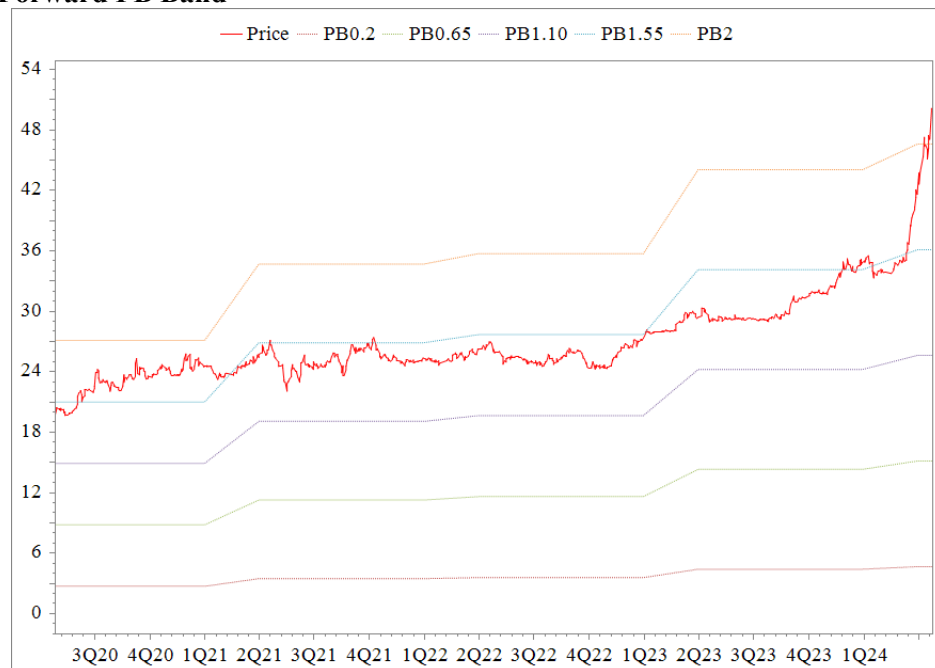
2024 年 4 月 25 日

## Forward PE Band



資料來源：CMoney，群益預估彙整

## Forward PB Band



資料來源：CMoney，群益預估彙整

2024 年 4 月 25 日

## 資產負債表

(百萬元)	2021	2022	2023	2024F	2025F
<b>資產總計</b>	37,567	37,527	35,077	53,778	57,367
流動資產	33,673	31,807	29,816	45,751	37,583
現金及約當現金	414	633	2,300	2,177	2,227
應收帳款與票據	65	105	282	153	327
存貨	30,827	28,902	24,953	22,250	30,654
採權益法之投資	--	0	4	6	18
不動產、廠房設備	515	1,759	1,699	1,699	1,711
<b>負債總計</b>	<b>30,360</b>	<b>30,062</b>	<b>25,819</b>	<b>44,000</b>	<b>46,937</b>
流動負債	23,905	24,374	21,173	30,500	25,055
應付帳款及票據	1,774	1,865	2,672	632	955
非流動負債	6,455	5,688	4,647	15,540	23,599
<b>權益總計</b>	<b>7,207</b>	<b>7,465</b>	<b>9,258</b>	<b>9,778</b>	<b>10,430</b>
普通股股本	<b>3,879</b>	<b>3,879</b>	<b>4,077</b>	<b>4,077</b>	<b>4,077</b>
保留盈餘	2,468	2,503	3,989	4,509	5,161
母公司業主權益	7,069	7,280	8,977	9,496	10,149
<b>負債及權益總計</b>	<b>37,567</b>	<b>37,527</b>	<b>35,077</b>	<b>53,778</b>	<b>57,367</b>

## 現金流量表

(百萬元)	2021	2022	2023	2024F	2025F
<b>營業活動現金</b>	-2,757	2,779	6,162	-4,890	6,489
稅前純益	1,645	1,495	2,648	1,669	1,835
折舊及攤銷	41	97	138	170	1,882
營運資金變動	-4,327	1,976	4,579	792	-8,255
其他營運現金	-116	-789	-1,203	-7,522	11,027
<b>投資活動現金</b>	-269	-169	458	-2,825	-11,795
資本支出淨額	-7	-76	-4	-11	-12
長期投資變動	45	0	-4	-50	-50
其他投資現金	-307	-93	465	-2,764	-11,733
<b>籌資活動現金</b>	2,926	-2,707	-4,955	7,592	5,355
長借/公司債變動	1,151	-734	-1,062	10,893	8,058
現金增資	0	0	0	0	0
發放現金股利	0	-1,164	-388	-815	-815
其他籌資現金	1,775	-809	-3,505	-2,486	-1,888
<b>淨現金流量</b>	-152	218	1,668	-123	50
<b>期初現金</b>	566	414	633	2,300	2,177
<b>期末現金</b>	414	633	2,300	2,177	2,227

資料來源：CMoney、群益

## 損益表

(百萬元)	2021	2022	2023	2024F	2025F
<b>營業收入淨額</b>	10,079	8,588	15,426	11,335	12,500
營業成本	7,460	6,221	11,516	8,615	9,655
<b>營業毛利淨額</b>	2,618	2,368	3,910	2,720	2,845
營業費用	881	905	1,351	1,015	950
<b>營業利益</b>	1,737	1,463	2,558	1,705	1,895
<b>EBITDA</b>	1,822	1,681	2,856	1,650	1,650
業外收入及支出	-92	27	81	-36	-60
稅前純益	1,645	1,495	2,648	1,669	1,835
所得稅	85	297	572	334	367
稅後純益	1,564	1,199	2,068	1,336	1,468
稅後 EPS(元)	3.84	2.94	5.07	3.28	3.60
完全稀釋 EPS**	3.84	2.94	5.07	3.28	3.60

註 1：稅後純益係指本期淨利歸屬於母公司業主。

註 2：稅後 EPS 以股本 40.77【最新股本】億元計算

註 3：完全稀釋 EPS 以股本 40.77 億元計算

## 比率分析

(百萬元)	2021	2022	2023	2024F	2025F
-------	------	------	------	-------	-------

## 成長力分析(%)

營業收入淨額	379.17%	-14.78%	79.61%	-26.52%	10.28%
營業毛利淨額	351.62%	-9.57%	65.11%	-30.42%	4.58%
營業利益	936.37%	-15.82%	74.92%	-33.34%	11.12%
稅後純益	889.69%	-23.37%	72.51%	-35.42%	9.92%

## 獲利能力分析(%)

毛利率	25.98%	27.57%	25.34%	24.00%	22.76%
EBITDA(%)	18.07%	19.57%	18.51%	14.56%	13.20%
營益率	17.24%	17.03%	16.58%	15.05%	15.16%
稅後純益率	15.52%	13.96%	13.41%	11.78%	11.74%
總資產報酬率	4.16%	3.19%	5.90%	2.48%	2.56%
股東權益報酬率	21.71%	16.06%	22.34%	13.66%	14.07%

## 償債能力檢視

負債比率(%)	80.82%	80.11%	73.61%	81.82%	81.82%
負債/淨值比(%)	421.27%	402.72%	278.89%	450.00%	450.00%
流動比率(%)	140.86%	130.50%	140.82%	150.00%	150.00%

## 其他比率分析

存貨天數	1385.92	1752.32	853.46	1000.00	1000.00
應收帳款天數	2.69	3.61	4.58	7.00	7.00

2024 年 4 月 25 日

## 季度損益表

(百萬元)	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24F	2Q24F	3Q24F	4Q24F	1Q25F	2Q25F	3Q25F
營業收入淨額	222	1,876	323	3,293	9,933	505	430	2,400	8,000	1,500	2,500	1,000
營業成本	172	1,467	326	2,521	7,203	384	327	1,824	6,080	1,185	1,925	770
營業毛利淨額	50	409	-3	773	2,731	121	103	576	1,920	315	575	230
營業費用	174	183	92	252	824	200	180	180	455	200	200	200
營業利益	-124	226	-95	521	1,907	-79	-77	396	1,465	115	375	30
業外收入及支出	23	-1	44	23	25	-9	-9	-9	-9	-15	-15	-15
稅前純益	-101	224	-51	543	1,931	-88	-86	387	1,456	100	360	15
所得稅	24	54	28	111	379	-18	-17	77	291	20	72	3
稅後純益	-124	169	-81	430	1,550	-70	-69	310	1,165	80	288	12
最新股本	4,077	4,077	4,077	4,077	4,077	4,077	4,077	4,077	4,077	4,077	4,077	4,077
稅後EPS(元)	-0.30	0.41	-0.20	1.05	3.80	-0.17	-0.17	0.76	2.86	0.20	0.71	0.03

## 獲利能力(%)

毛利率(%)	22.53%	21.79%	-0.78%	23.47%	27.49%	24.00%	24.00%	24.00%	24.00%	21.00%	23.00%	23.00%
營業利益率(%)	-55.92%	12.03%	-29.37%	15.82%	19.19%	-15.60%	-17.86%	16.50%	18.31%	7.67%	15.00%	3.00%
稅後純益率(%)	-55.72%	9.00%	-25.08%	13.06%	15.61%	-13.91%	-15.96%	12.90%	14.56%	5.33%	11.52%	1.20%

## QoQ(%)

營業收入淨額	-84.91%	746.42%	-82.78%	919.35%	201.62%	-94.92%	-14.85%	458.14%	233.33%	-81.25%	66.67%	-60.00%
營業利益	N.A	N.A	N.A	N.A	266.02%	N.A	N.A	N.A	269.95%	-92.15%	226.09%	-92.00%
稅前純益	N.A	N.A	N.A	N.A	255.35%	N.A	N.A	N.A	276.23%	-93.13%	260.00%	-95.83%
稅後純益	N.A	N.A	N.A	N.A	260.44%	N.A	N.A	N.A	276.23%	-93.13%	260.00%	-95.83%

## YoY(%)

營業收入淨額	-94.92%	-57.27%	-87.11%	124.19%	4381.46%	-73.08%	33.09%	-27.12%	-19.46%	197.03%	481.40%	-58.33%
營業利益	N.A	-72.36%	N.A	8.85%	N.A	N.A	N.A	-23.98%	-23.16%	N.A	N.A	-92.42%
稅前純益	N.A	-72.50%	N.A	10.90%	N.A	N.A	N.A	-28.79%	-24.61%	N.A	N.A	-96.12%
稅後純益	N.A	-73.86%	N.A	5.36%	N.A	N.A	N.A	-28.01%	-24.86%	N.A	N.A	-96.12%

註1：稅後EPS以股本40.77億元計算

註2：自2013年開始，稅後純益係指本期淨利歸屬於母公司業主。

## 【投資評等說明】

評等	定義
強力買進(Strong Buy)	首次評等潛在上漲空間 $\geq 35\%$
買進(Buy)	$15\% \leq$ 首次評等潛在上漲空間 $< 35\%$
區間操作(Trading Buy)	$5\% \leq$ 首次評等潛在上漲空間 $< 15\%$
	無法由基本面給予投資評等
中立(Neutral)	預期近期股價將處於盤整
	建議降低持股

## 【投資評等調整機制】

投資評等係「首次」給予特定個股投資評等時，其前一日收盤價相較 3 個月目標價之潛在上漲空間計算而得。個股投資評等分為四個等級，定義如上。爾後的投資評等係依循「首次評等」，直到停止推薦。

「強力買進」、「買進」及「區間操作」均有 upside 目標價。差別僅在於，首次評等時潛在報酬率不同。「中立」則無目標價。

一旦我們給予特定個股「強力買進」、「買進」或「區間操作」之投資評等，就是責任的開始，爾後將透過各式研究報告作定期性、持續性追蹤基本面及股價變化，直到停止推薦。

**停止推薦情境：**

1. 達目標價。
2. 雖未達原訂目標價，但檢視基本面、訊息面、籌碼面等多方訊息，研判股價上漲空間已然有限，將適時出具降評報告。
3. 推薦後股價不漲反跌，亦將出具降評報告。

## 【免責聲明】

本研究報告僅提供予特定人之客戶作為參考資料「非經同意不得轉載」。我們並不確保此資訊的完整性與正確性，投資人應了解，報告中有關未來預測之陳述可能不會實現，因而不應被依賴。而且此報告並非根據特定投資目的或依預定對象之財務狀況所撰寫出來的，因此，此研究報告的目的，既非對投資人於買賣證券、選擇權、期貨或其他證券相關之衍生性商品提供詢價服務，亦非作為進行交易的要約。投資人應注意到相關證券之價值及收益，可能會有無預警地上升或下降，產生投資回報金額可能比原始投資來得少的情形。