

2024 年 5 月 7 日

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

前日收盤價 60.50 元
目標價
3 個月 70.00 元
12 個月 70.00 元

京城(2524 TT)

Buy

近期報告日期、評等及前日股價

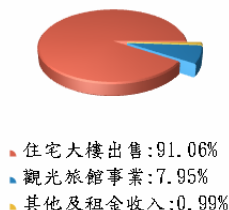
高雄房市受惠者

投資建議：京城建設為高雄建商，受惠台積電於高雄設廠持續發酵，京城建設主要推案及土地庫存均位於高雄，除此之外，仁德區智慧科技園區開發案取得土地成本低，潛在獲利高，加上 2024 年新世界個案帶來營收成長，預估 2024 年稅後盈餘為 18.72 億元，YoY +323%，EPS5.07 元，目前股價僅交易在 1.1x2024PBR，低於其他同業，因此投資建議為 Buy，目標價 70.0 元。

公司基本資訊

目前股本(百萬元) 3,694
市值(億元) 224
目前每股淨值(元) 47.99
外資持股比(%) 0.93
投信持股比(%) 0.00
董監持股比(%) 13.82
融資餘額(張) 9,261
現金股息配發率(%) 0.00

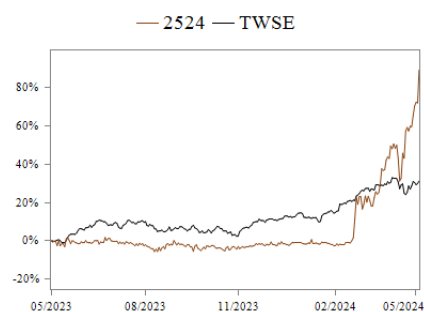
產品組合



受惠台積電議題持續發酵，高雄房市持續熱絡：政府公布六都 4/2024 建物買賣移轉棟數出爐，交易量合計為 2 萬 2905 棟，跟 3 月相比月減 0.7%，幾乎持平，六都交易增減互見，新北市、台中市與高雄市較 3 月成長，新北市成長 5.7%，台中市月增 2.1%，高雄市月增 9.5%，其餘 3 都都較 3 月量縮，台北市月減 7.8%，桃園市月減 6.6%，台南市月減 16.1% 最多。就年增率來看，台雄市則是六都中表現最佳，4/2024 年增率來到 59.7%。

2024 年京城建設營收將大幅成長：2024 年主要完工個案為新世界，位於高雄市前鎮區一心二路與文橫三路口，總銷金額為 67.6 億元，目前坪數銷售率為 60.87%，金額銷售率為 46%，目前已銷售未入帳金額為 30.4 億元，另外尚有美術皇居 6.4 億元及馥之森 2.89 億元的已銷售未入帳金額，預計在 2Q24 後會有 39.7 億元的營收逐步入帳，搭配 160 億元的成屋銷售，預計 2024 年營運將大幅成長。

股價相對大盤走勢



京城聯手三地開發 3.38 萬坪仁德科技園區，潛在利益驚人：京城建設及三地開發地產公司簽訂台南市仁德區智慧科技園區開發案，本案採「共同投資興建」方式開發，合資比例各為 50%，雙方應按本比例出資起造並承擔本案規劃、建造、銷售等有關之損益及風險。本投資案興建基地面積達 3 萬 3800 坪大型廠辦、商辦開發建案，預估總銷售金額 360 億元。

京城建設在 2011 年以 33.82 億元取得台南市仁德區崁腳北段土地 16,909.38 坪，每坪單價 20 萬元，目前市場價格預估已達 50 萬/坪，潛在利益驚人。

(百萬元)	2023	2024F	2025F	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24F	2Q24F	3Q24F	4Q24F	1Q25F
營業收入淨額	2,554	7,552	3,200	388	480	900	787	892	910	2,500	3,250	900
營業毛利淨額	1,278	3,625	1,580	207	227	419	425	428	437	1,200	1,560	441
營業利益	805	2,719	1,196	122	100	315	267	321	328	900	1,170	333
稅後純益	442	1,872	637	61	-13	205	188	177	175	648	872	186
稅後 EPS(元)	1.20	5.07	1.72	0.17	-0.03	0.56	0.51	0.48	0.47	1.75	2.36	0.50
毛利率(%)	50.03%	48.00%	49.38%	53.42%	47.34%	46.55%	53.98%	48.00%	48.00%	48.00%	48.00%	49.00%
營業利益率(%)	31.53%	36.00%	37.38%	31.54%	20.91%	35.05%	33.97%	36.00%	36.00%	36.00%	36.00%	37.00%
稅後純益率(%)	17.31%	24.79%	19.91%	15.74%	-2.64%	22.82%	23.95%	19.83%	19.22%	25.92%	26.83%	20.71%
營業收入 YoY/QoQ(%)	-24.54%	195.72%	-57.63%	-64.93%	23.63%	87.54%	-12.55%	13.39%	2.02%	174.73%	30.00%	-72.31%
稅後純益 YoY/QoQ(%)	-56.22%	323.44%	-65.97%	-89.31%	N.A	N.A	-8.22%	-6.10%	-1.14%	270.54%	34.57%	-78.62%

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 36.94 億元計算。

2024 年 5 月 7 日

京城建設 ESG：

京城建設公司治理部門制定 20 項永續議題，並透過公司治理部門會議評分，選出在環境、社會、治理三個面向得分最高的三項永續議題，將其列入本年度的重大主題。確認後，京城建設將優先揭露涉及環境、社會、治理面向的 7 項重大主題。

京城建設不僅認識到氣候變遷帶來的營運風險，更積極參考國際金融穩定委員會（Financial Stability Board, FSB）所發布的氣候相關財務資訊揭露建議書（Task Force on Climate-Related Financial Disclosures, TCFD），從「治理」、「策略」、「風險管理」和「指標與目標」四個核心方面，將氣候變遷相關議題納入營運管理。京城建設將積極在永續報告書中揭露相應的治理措施及績效，以提供利害關係人更清晰了解公司對氣候變遷所做的應對措施、風險與機會的衝擊評估。

京城建設為高雄建商：

京城建設成立於 09/13/1985，為高雄知名建商，以委託營造廠商興建國民住宅、商業大樓出售出租業務為主，推案主要集中於高雄市，後陸續於屏東、台南等地區發展推案。公司主要產品為透天住宅、住宅大樓及辦公大樓三種，建屋出售、出租以供住家、辦公及店舖使用。

受惠台積電議題持續發酵，高雄房市持續熱絡：

政府公布六都 4/2024 建物買賣移轉棟數出爐，交易量合計為 2 萬 2905 棟，跟 3 月相比月減 0.7%，幾乎持平，六都交易增減互見，新北市、台中市與高雄市較 3 月成長，新北市成長 5.7%，台中市月增 2.1%，高雄市月增 9.5%，其餘 3 都都較 3 月量縮，台北市月減 7.8%，桃園市月減 6.6%，台南市月減 16.1% 最多。就年增率來看，高雄市則是六都中表現最佳，4/2024 年增率來到 59.7%。

表一：4/2024 六都買賣移轉棟數

都會區	4/2024	3/2024	4/2023	MoM	YoY
台北市	2,496	2,708	1,975	-7.8%	26.4%
新北市	5,995	5,671	3,865	5.7%	55.1%
桃園市	3,709	3,970	2,654	-6.6%	39.8%
台中市	4,075	3,993	3,061	2.1%	33.1%
台南市	2,428	2,894	1,796	-16.1%	35.2%
高雄市	4,202	3,839	2,631	9.5%	59.7%
合計	22,905	23,075	15,982	-0.7%	43.3%

資料來源：群益投顧整理

2024 年京城建設營收將大幅成長：

2024 年 5 月 7 日

京城建設主要營運地區為高雄，京城推案以每年一案為主，另外由於帳上尚有 150 億元的待售餘屋，因此營收痛線來自於當年度完工建案及餘屋銷售，除此之外，京城建設建案以成屋銷售為主，因此在工資及物料成本成長下，可以透過漲價調整建案獲利，加上土地庫存取得成本低，因此年度毛利率可維持在 45% 以上。

2024 年主要完工個案為新世界，位於高雄市前鎮區一心二路與文橫三路口，總銷金額為 67.6 億元，目前坪數銷售率為 60.87%，金額銷售率為 46%，目前已銷售未入帳金額為 30.4 億元，另外尚有美術皇居 6.4 億元及馥之森 2.89 億元的已銷售未入帳金額，預計在 2Q24 後會有 39.7 億元的營收逐步入帳，搭配 160 億元的成屋銷售，預計 2024 年營運將大幅成長。

2025 年因為有完工建案，因此主要以餘屋銷售為主，而 2026~2027 分別有 39.8 億元及 33 億元的完工建案規畫，因此營運仍以正向看待。

表二：京城建設成屋庫存(單位：百萬元)

建案名	總銷金額	金額銷售率	餘屋金額
京城	11,109	56%	6,556
京城凱悅	7,388	65%	1,074
鉅誕	5,299	88%	401
天峰	2,149	65%	346
時尚京城	1,939	95%	38
京城大苑	5,177	107%	44
美術皇居	10,121	74%	2,336
逸文苑	2,062	97%	132
閱河堤	1,085	66%	67
馥之森	3,521	28%	1,932
新世界	6,760	46%	2,008
合計	56,610		14,934

資料來源：群益投顧整理

京城聯手三地開發 3.38 萬坪仁德科技園區，預估總銷 360 億元：

京城建設及三地開發地產公司簽訂台南市仁德區智慧科技園區開發案，本案

2024 年 5 月 7 日

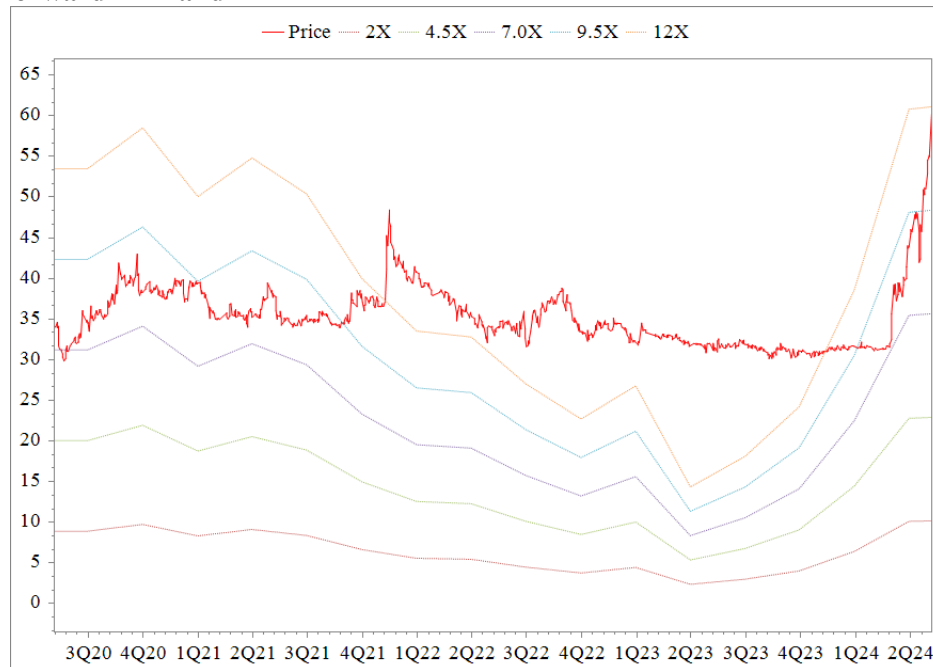
採「共同投資興建」方式開發，合資比例各為 50%，雙方應按本比例出資起造並承擔本案規劃、建造、銷售等有關之損益及風險。本投資案興建基地面積達 3 萬 3800 坪大型廠辦、商辦開發建案，預估總銷售金額 360 億元。

京城建設在 2011 年以 33.82 億元取得台南市仁德區崁腳北段土地 16,909.38 坪，每坪單價 20 萬元，目前市場價格預估已達 50 萬/坪，潛在利益驚人。

投資建議：

京城建設為高雄建商，受惠台積電於高雄設廠持續發酵，京城建設主要推案及土地庫存均位於高雄，除此之外，仁德區智慧科技園區開發案取得土地成本低，潛在獲利高，加上 2024 年新世界個案帶來營收成長，預估 2024 年稅後盈餘為 18.72 億元，YoY +323%，EPS5.07 元，目前股價僅交易在 1.1x2024PBR，低於其他同業，因此投資建議為 Buy，目標價 70.0 元。

Forward PE Band



資料來源：CMoney，群益預估彙整

2024 年 5 月 7 日

資產負債表

(百萬元)	2021	2022	2023	2024F	2025F
資產總計	34,507	35,064	37,029	39,200	42,092
流動資產	33,464	34,096	36,098	38,306	32,805
現金及約當現金	1,068	604	634	676	578
應收帳款與票據	169	23	27	138	37
存貨	31,503	32,668	34,793	40,520	39,361
採權益法之投資	14	17	17	12	460
不動產、廠房設備	735	675	621	669	717
負債總計	18,142	17,789	19,301	19,600	21,856
流動負債	9,421	10,302	9,762	10,381	8,866
應付帳款及票據	782	175	336	1,171	693
非流動負債	8,720	7,487	9,539	8,384	12,632
權益總計	16,366	17,275	17,728	19,600	20,237
普通股股本	3,718	3,691	3,694	3,694	3,694
保留盈餘	12,634	13,584	14,026	15,898	16,534
母公司業主權益	16,366	17,275	17,728	19,599	20,236
負債及權益總計	34,507	35,064	37,029	39,200	42,092

現金流量表

(百萬元)	2021	2022	2023	2024F	2025F
營業活動現金	-158	-611	-1,382	859	4,770
稅前純益	1,927	1,160	495	2,340	796
折舊及攤銷	75	74	77	67	86
營運資金變動	-2,584	-1,625	-1,969	-5,002	783
其他營運現金	424	-219	16	3,455	3,105
投資活動現金	42	-30	38	77	-7,901
資本支出淨額	-4	-10	-4	-4	-4
長期投資變動	115	0	0	0	0
其他投資現金	-69	-20	43	81	-7,897
籌資活動現金	559	176	1,374	-895	3,033
長借/公司債變動	1,657	-242	1,169	-1,155	4,248
現金增資	0	0	0	0	0
發放現金股利	0	0	0	0	0
其他籌資現金	-1,098	419	205	261	-1,215
淨現金流量	444	-465	30	41	-98
期初現金	625	1,068	604	634	676
期末現金	1,068	604	634	676	578

資料來源：CMoney、群益

損益表

(百萬元)	2021	2022	2023	2024F	2025F
營業收入淨額	6,657	3,384	2,554	7,552	3,200
營業成本	3,971	1,429	1,276	3,927	1,620
營業毛利淨額	2,687	1,955	1,278	3,625	1,580
營業費用	613	575	472	906	384
營業利益	2,074	1,380	805	2,719	1,196
EBITDA	2,188	1,464	888	1,100	1,200
業外收入及支出	-147	-222	-313	-379	-400
稅前純益	1,927	1,160	495	2,340	796
所得稅	239	150	53	468	159
稅後純益	1,687	1,010	442	1,872	637
稅後 EPS(元)	4.57	2.73	1.20	5.07	1.72
完全稀釋 EPS**	4.57	2.73	1.20	5.07	1.72

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 36.94【最新股本】億元計算

註 3：完全稀釋 EPS 以股本 36.94 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	-23.20%	-49.17%	-24.54%	195.72%	-57.63%
營業毛利淨額	-9.96%	-27.23%	-34.65%	183.73%	-56.41%
營業利益	-4.63%	-33.44%	-41.67%	237.66%	-56.00%
稅後純益	0.15%	-40.16%	-56.22%	323.44%	-65.97%

獲利能力分析(%)

毛利率	40.36%	57.77%	50.03%	48.00%	49.38%
EBITDA(%)	32.87%	43.26%	34.76%	14.57%	37.50%
營益率	31.15%	40.79%	31.53%	36.00%	37.38%
稅後純益率	25.35%	29.84%	17.31%	24.79%	19.91%
總資產報酬率	4.89%	2.88%	1.19%	4.77%	1.51%
股東權益報酬率	10.31%	5.84%	2.49%	9.55%	3.15%

償債能力檢視

負債比率(%)	52.57%	50.73%	52.12%	50.00%	51.92%
負債/淨值比(%)	110.85%	102.97%	108.87%	100.00%	108.00%
流動比率(%)	355.20%	330.97%	369.78%	369.00%	370.00%

其他比率分析

存貨天數	2789.45	8194.31	9647.74	3500.00	9000.00
應收帳款天數	8.63	10.31	3.57	4.00	10.00

2024 年 5 月 7 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	1,106	388	480	900	787	892	910	2,500	3,250	900	850	700
營業成本	272	181	253	481	362	464	473	1,300	1,690	459	429	353
營業毛利淨額	835	207	227	419	425	428	437	1,200	1,560	441	421	347
營業費用	160	85	127	103	157	107	109	300	390	108	102	84
營業利益	675	122	100	315	267	321	328	900	1,170	333	319	263
業外收入及支出	-61	-58	-73	-89	-91	-100	-109	-90	-80	-100	-100	-100
稅前純益	614	64	27	227	176	221	219	810	1,090	233	219	163
所得稅	42	3	40	21	-12	44	44	162	218	47	44	33
稅後純益	571	61	-13	205	188	177	175	648	872	186	175	131
最新股本	3,694	3,694	3,694	3,694	3,694	3,694	3,694	3,694	3,694	3,694	3,694	3,694
稅後EPS(元)	1.55	0.17	-0.03	0.56	0.51	0.48	0.47	1.75	2.36	0.50	0.47	0.35

獲利能力(%)

毛利率(%)	75.46%	53.42%	47.34%	46.55%	53.98%	48.00%	48.00%	48.00%	48.00%	49.00%	49.50%	49.60%
營業利益率(%)	60.99%	31.54%	20.91%	35.05%	33.97%	36.00%	36.00%	36.00%	36.00%	37.00%	37.50%	37.60%
稅後純益率(%)	51.64%	15.74%	-2.64%	22.82%	23.95%	19.83%	19.22%	25.92%	26.83%	20.71%	20.59%	18.65%

QoQ(%)

營業收入淨額	131.03%	-64.93%	23.63%	87.54%	-12.55%	13.39%	2.02%	174.73%	30.00%	-72.31%	-5.56%	-17.65%
營業利益	376.93%	-81.86%	-18.05%	214.38%	-15.24%	20.16%	2.02%	174.73%	30.00%	-71.54%	-4.28%	-17.43%
稅前純益	639.38%	-89.51%	-57.53%	728.45%	-22.10%	25.29%	-1.14%	270.54%	34.57%	-78.62%	-6.12%	-25.39%
稅後純益	617.64%	-89.31%	N.A	N.A	-8.22%	-6.10%	-1.14%	270.54%	34.57%	-78.62%	-6.12%	-25.39%

YoY(%)

營業收入淨額	-48.46%	-60.62%	-41.05%	87.84%	-28.90%	129.93%	89.73%	177.92%	313.15%	0.90%	-6.59%	-72.00%
營業利益	-2.23%	-60.08%	-61.08%	122.84%	-60.39%	162.42%	226.67%	185.47%	337.81%	3.70%	-2.70%	-70.76%
稅前純益	-5.04%	-75.26%	-86.51%	172.97%	-71.24%	243.42%	699.36%	257.53%	517.62%	5.37%	0.07%	-79.85%
稅後純益	-3.81%	-74.39%	N.A	157.87%	-67.02%	189.76%	N.A	215.67%	362.85%	5.37%	0.07%	-79.85%

註1：稅後EPS以股本36.94億元計算

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。