

2024 年 5 月 6 日

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

前日收盤價	22.30 元
目標價	
3 個月	24.50 元
12 個月	24.50 元

上曜(1316 TT)

Trading Buy

近期報告日期、評等及前日股價

台南九份子重劃區概念股

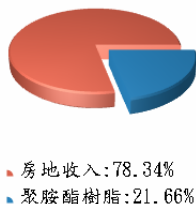
投資建議：上曜維台南建商，受惠受惠南科議題持續發酵，上曜主要推案點台南九份子重劃區熱度提升，其中包含國安段北基地的湖映白及尚未開賣的國安段南基地，隨著鄰地市場土地價格上揚，潛在的開發利益將明顯提升，因此投資建議為 Trading Buy，目標價 24.5 元。

受惠南科議題持續發酵，台南房市持續熱絡：1~4/2024 六大都會區建物買賣移轉棟數表現，六都整體交易量合計為 85,797 棟，與去年同期相比年增 31.4%，房市表現仍處高檔。其中台北市年增 28.1%，新北市年增 28.7%，桃園市年增 36.3%，台中市年增 24.6%，台南市年增 38.1%，持續創下歷史新高紀錄，高雄市年增 37.4%，創下 17 年來最高紀錄。

公司基本資訊

目前股本(百萬元)	2,963
市值(億元)	66
目前每股淨值(元)	9.80
外資持股比(%)	0.57
投信持股比(%)	0.00
董監持股比(%)	7.68
融資餘額(張)	32,483
現金股息配發率(%)	0.00

產品組合



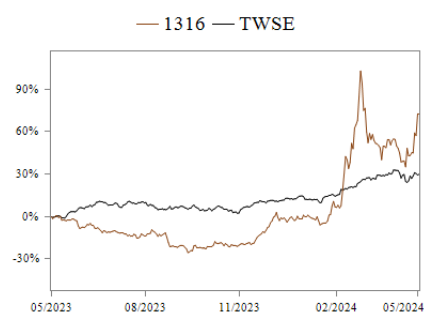
上曜成屋待售金額 53.5 億元：上曜建設目前房屋待售金額為 53.5 億元，其中包含湖美帝璟 59 戶，總銷金額共 48 億元、帝凡內 4 戶，總銷金額為 1.2 億元、梅菲爾 7 戶，總銷金額為 2.8 億元，雲謙 7 戶，總銷金額為 1.5 億元，由於公司取得成本低，加上目前台南市價持續攀升，待售房屋獲利率可達 30% 以上，

九份子重劃區為主要個案：上曜主要的預售個案即位於九份子重劃區，包含國安段北基地的湖映白及尚未開賣的國安段南基地，由於上曜建設為在地建商取得成本低，上曜北基地取得成本每坪 26 萬，南基地取得成本每坪 45 萬，相對較低。

湖映白個案部分，湖映白位於台南市安南區樂活路與宜居三路交叉口，目前銷售率已達 85%，預計可在 4Q26 完工。

3/29/2024 上市建商潤隆向台南建商臺邦首府建設，取得台南市安南區九份子重劃區國安段土地，土地面積合計約 2,183.96 坪，每坪購買價 98 萬元，因此尚未開賣的上曜國安段南基地潛在獲利大增，若單純以土地價差計算，潛在利益已達 35 億，以 29 億元股本計算，EPS 可以貢獻 12 元。

股價相對大盤走勢



(百萬元)	2023	2024F	2025F	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24F	2Q24F	3Q24F	4Q24F	1Q25F
營業收入淨額	846	1,238	1,410	312	163	180	191	228	300	330	380	320
營業毛利淨額	146	270	296	33	35	41	36	48	66	73	84	67
營業利益	-179	-40	-16	-37	-44	-42	-56	-22	-9	-7	-1	-4
稅後純益	-145	16	64	-41	-27	-31	-45	-12	2	8	19	16
稅後 EPS(元)	-0.49	0.05	0.22	-0.14	-0.09	-0.11	-0.15	-0.04	0.01	0.03	0.06	0.05
毛利率(%)	17.24%	21.82%	21.00%	10.70%	21.65%	22.93%	18.78%	21.00%	22.00%	22.00%	22.00%	21.00%
營業利益率(%)	-21.18%	-3.22%	-1.13%	-11.72%	-27.33%	-23.41%	-29.24%	-9.70%	-3.00%	-2.24%	-0.37%	-1.19%
稅後純益率(%)	-17.11%	1.30%	4.55%	-13.31%	-16.46%	-17.30%	-23.69%	-5.32%	0.67%	2.30%	4.89%	5.06%
營業收入 YoY/QoQ(%)	-63.72%	46.35%	13.89%	-17.06%	-47.80%	10.85%	6.04%	19.22%	31.58%	10.00%	15.15%	-15.79%
稅後純益 YoY/QoQ(%)	N.A	N.A	298.63%	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	280.00%	144.74%	-12.90%

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 29.63 億元計算。

上曜 ESG：

上曜在溫室氣體管理之策略、方法、目標：(一)企業對於因應氣候變遷或溫室氣體管理之策略：1.在建案產品上，配合政府法規減碳目標，提高節能減碳產品比例，採購低碳原料，並持續致力於綠建築設計規劃。2.在辦公室管理上：推動綠色營運，以降低耗能，減少碳排。(二)企業溫室氣體排放量減量目標年度排放總量與建案數量及使用面積相關，將以平均排放量逐年遞減為目標。(三)企業溫室氣體排放量減量之預算與計畫本公司推動溫室氣體排放量減量之計畫如下：1.紙張：建置紙張回收區，鼓勵回收紙重複利用；文件電子化，減少列印或影印。2.辦公室及工務所置換成變頻冷氣並且定期保養，以減少能源耗損。3.辦公室照明設備更換為節能且壽命長得 LED 燈具及午休時間熄燈。4.省水措施：使用感應式省水閥、辦公室洗手間更換省水馬桶。(四)企業產品或服務帶給客戶或消費者之減碳效果：上曜建設綠能建築從開創能源開始，例如：在大樓屋頂建置太陽能光電板。建築外觀、梯廳、停車場及庭園景觀的照明節能規劃，大量採用用電節能且壽命長的 LED 燈具，雖建置成本高，但能創造日後長久的節電效益，以科技為環保盡一份心力。屋頂的高性能隔熱規劃與外牆深凹窗設計，則可以避免陽光直接照射，降低室內溫度減少空調使用。

上曜集團為台南建商：

上曜建設成立於 1979 年，原先為專業 PU 合成皮製造廠，而後在 2000 年轉型為建設公司，透過併購及策略合作方式，快速擴大集團營運及市場，目前集團內有多家公司，在不動產市場主要有兩個品牌，包含上曜建設(豪宅品牌)及斐成開發(危老都更)，化工產業市危具 PU 合成皮上下游垂直整合，包含永捷創新及信立化學，另外尚有美妝保養市場的世紀民生，以上均為上市櫃的公司。

上曜建設為上曜集團轉投資母公司，上曜建設透過權益法投資世紀民生、永捷及斐成，分別持有比例約為 17%、15.8%及 13%。

表一：上曜集團轉投資概況

上曜建設(1316)	上裕營造	
	世紀民生(5314)	翰禹科技
	永捷創新(4714)	信立化學(4303)
		斐成開發(3313)

資料來源：群益投顧整理

受惠南科議題持續發酵，台南房市持續熱絡：

1~4/2024 六大都會區建物買賣移轉棟數表現，六都整體交易量合計為 85,797 棟，與去年同期相比年增 31.4%，房市表現仍處高檔。其中台北市年增 28.1%，新北市年增 28.7%，桃園市年增 36.3%，台中市年增 24.6%，台南市年增 38.1%，持續創下歷史新高紀錄，高雄市年增 37.4%，創下 17 年來最高紀錄，觀察六大都會區均較去年同期成長超過二成，顯示今年交易動能仍強勁。

2024 年 5 月 6 日

上曜建設為台南建商，包含成屋個案及預售個案均坐落於台南，而上曜取得土地成本低，因此預估在推案的持續貢獻下，預期營運可望持續成長。

上曜成屋待售金額 53.5 億元：

上曜建設目前房屋待售金額為 53.5 億元，其中包含湖美帝璟 59 戶，總銷金額共 48 億元、帝凡內 4 戶，總銷金額為 1.2 億元、梅菲爾 7 戶，總銷金額為 2.8 億元，雲謙 7 戶，總銷金額為 1.5 億元，由於公司取得成本低，加上目前台南市價持續攀升，待售房屋獲利率可達 30% 以上，

表一：上曜建設待售成屋

建案名	未交屋數	總銷金額(億)	成屋/預售
湖美帝璟	59	48	成屋
帝凡內	4	1.2	成屋
梅菲爾	7	2.8	成屋
雲謙	7	1.5	成屋
合計	77	53.5	

資料來源：上曜建設、群益投顧整理

九份子重劃區為主要個案：

九份子重劃區近 5 年來，受惠九份子生態國中小學、北外環快速道路與水岸建設，吸引南科從業人員紛紛進駐。上曜主要的預售個案即位於九份子重劃區，包含國安段北基地的湖映白及尚未開賣的國安段南基地，由於上曜建設為在地建商取得成本低，上曜北基地取得成本每坪 26 萬，南基地取得成本每坪 45 萬，相對較低。

湖映白個案部分，湖映白位於台南市安南區樂活路與宜居三路交叉口，目前銷售率已達 85%，預計可在 4Q26 完工。

在 3/29/2024 上市建商潤隆向台南建商臺邦首府建設，取得台南市安南區九份子重劃區國安段土地，土地面積合計約 2183.96 坪，每坪購買價新台幣 98 萬元，因此尚未開賣的上曜國安段南基地潛在獲利大增，若單純以土地價差計算，潛在利益已達 35 億，以 28 億元股本計算，EPS 可以貢獻 12 元。

表二：上曜個案

建案名	未交屋數	總銷金額(億)	完工日期
湖映白	457	66	4Q26
國安段南基地	1,012	200	2Q29
合計	1,469	266	

資料來源：遠雄建設、群益投顧整理

2024 年 5 月 6 日

投資建議：

上曜維台南建商，受惠受惠南科議題持續發酵，上曜主要推案點台南九份子重劃區熱度提升，其中包含國安段北基地的湖映白及尚未開賣的國安段南基地，隨著鄰地市場土地價格上揚，潛在的開發利益將明顯提升，因此投資建議為 Trading Buy，目標價 24.5 元。

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 5 月 6 日

資產負債表

(百萬元)	2021	2022	2023	2024F	2025F
資產總計	10,599	11,806	12,577	13,942	12,922
流動資產	7,941	9,144	10,104	14,656	13,544
現金及約當現金	820	763	689	1,106	982
應收帳款與票據	195	178	139	323	203
存貨	5,866	6,951	7,671	11,422	11,772
採權益法之投資	2	-	-	0	0
不動產、廠房設備	1,565	1,663	1,556	1,558	1,560
負債總計	5,201	6,484	6,784	8,133	7,048
流動負債	4,230	5,470	6,593	7,328	6,450
應付帳款及票據	313	546	684	1,013	879
非流動負債	972	1,014	192	476	404
權益總計	5,398	5,322	5,793	5,809	5,873
普通股股本	2,325	2,190	2,804	2,804	2,804
保留盈餘	-187	126	-108	-92	-28
母公司業主權益	2,368	2,579	2,903	2,918	2,982
負債及權益總計	10,599	11,806	12,577	13,942	12,922

損益表

(百萬元)	2021	2022	2023	2024F	2025F
營業收入淨額	1,036	2,332	846	1,238	1,410
營業成本	836	1,744	700	968	1,114
營業毛利淨額	200	587	146	270	296
營業費用	299	417	325	310	312
營業利益	-99	170	-179	-40	-16
EBITDA	79	188	15	15	15
業外收入及支出	73	-107	26	56	80
稅前純益	-26	70	-145	16	64
所得稅	2	14	4	0	0
稅後純益	-86	140	-145	16	64
稅後 EPS(元)	-0.29	0.47	-0.49	0.05	0.22
完全稀釋 EPS**	-0.29	0.47	-0.49	0.05	0.22

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 29.63【最新股本】億元計算

註 3：完全稀釋 EPS 以股本 29.63 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	-16.23%	125.11%	-63.72%	46.35%	13.89%
營業毛利淨額	-22.82%	193.96%	-75.18%	85.21%	9.63%
營業利益	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A
稅後純益	N.A	N.A	N.A	N.A	298.63%

獲利能力分析(%)

毛利率	19.29%	25.19%	17.24%	21.82%	21.00%
EBITDA(%)	7.65%	8.06%	1.78%	1.21%	1.06%
營益率	-9.58%	7.29%	-21.18%	-3.22%	-1.13%
稅後純益率	-8.27%	6.01%	-17.11%	1.30%	4.55%
總資產報酬率	-0.81%	1.19%	-1.15%	0.12%	0.50%
股東權益報酬率	-1.59%	2.63%	-2.50%	0.28%	1.09%

償債能力檢視

負債比率(%)	49.07%	54.92%	53.94%	58.33%	54.55%
負債/淨值比(%)	96.35%	121.83%	117.10%	140.00%	120.00%
流動比率(%)	187.76%	167.17%	153.27%	200.00%	210.00%

其他比率分析

存貨天數	2410.84	1341.09	3811.66	3600.00	3800.00
應收帳款天數	50.24	29.21	68.43	68.00	68.00

現金流量表

(百萬元)	2021	2022	2023	2024F	2025F
營業活動現金	-447	-578	-787	-3,327	228
稅前純益	-26	70	-145	16	64
折舊及攤銷	36	51	57	56	55
營運資金變動	-636	-836	-543	-3,604	-365
其他營運現金	179	137	-156	205	474
投資活動現金	261	-161	27	2,878	-299
資本支出淨額	15	-121	11	-10	-10
長期投資變動	-162	-120	-348	-300	-200
其他投資現金	408	80	364	3,188	-89
籌資活動現金	755	681	686	866	-53
長借/公司債變動	1,261	408	30	283	-71
現金增資	0	0	600	0	0
發放現金股利	-24	0	-151	0	0
其他籌資現金	-481	273	207	582	19
淨現金流量	567	-57	-74	417	-124
期初現金	254	820	763	689	1,106
期末現金	820	763	689	1,106	982

資料來源：CMoney、群益

2024 年 5 月 6 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	376	312	163	180	191	228	300	330	380	320	330	370
營業成本	285	278	127	139	155	180	234	257	296	253	261	292
營業毛利淨額	91	33	35	41	36	48	66	73	84	67	69	78
營業費用	101	70	80	84	92	70	75	80	85	71	75	80
營業利益	-10	-37	-44	-42	-56	-22	-9	-7	-1	-4	-6	-2
業外收入及支出	-6	12	24	-11	10	10	11	15	20	20	20	20
稅前純益	-17	-25	-20	-53	-46	-12	2	8	19	16	14	18
所得稅	6	1	0	-5	8	0	0	0	0	0	0	0
稅後純益	-20	-41	-27	-31	-45	-12	2	8	19	16	14	18
最新股本	2,963	2,963	2,963	2,963	2,963	2,963	2,963	2,963	2,963	2,963	2,963	2,963
稅後EPS(元)	-0.07	-0.14	-0.09	-0.11	-0.15	-0.04	0.01	0.03	0.06	0.05	0.05	0.06

獲利能力(%)

毛利率(%)	24.16%	10.70%	21.65%	22.93%	18.78%	21.00%	22.00%	22.00%	22.00%	21.00%	21.00%	21.00%
營業利益率(%)	-2.75%	-11.72%	-27.33%	-23.41%	-29.24%	-9.70%	-3.00%	-2.24%	-0.37%	-1.19%	-1.73%	-0.62%
稅後純益率(%)	-5.20%	-13.31%	-16.46%	-17.30%	-23.69%	-5.32%	0.67%	2.30%	4.89%	5.06%	4.33%	4.78%

QoQ(%)

營業收入淨額	-51.88%	-17.06%	-47.80%	10.85%	6.04%	19.22%	31.58%	10.00%	15.15%	-15.79%	3.13%	12.12%
營業利益	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A
稅前純益	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	280.00%	144.74%	-12.90%	-11.73%	23.78%
稅後純益	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	280.00%	144.74%	-12.90%	-11.73%	23.78%

YoY(%)

營業收入淨額	54.02%	-11.17%	-80.26%	-76.90%	-49.11%	-26.85%	84.40%	82.98%	98.70%	40.35%	10.00%	12.12%
營業利益	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A
稅前純益	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	615.00%	132.89%
稅後純益	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	615.00%	132.89%

註1：稅後EPS以股本29.63億元計算

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。