

2024 年 10 月 29 日

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

前日收盤價 127.50 元
目標價
3 個月 140.00 元
12 個月 140.00 元

華友聯(1436 TT)

Trading Buy

近期報告日期、評等及前日股價

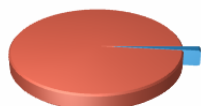
專注剛性需求的南部建商

投資建議：基於：(1) 央行第 7 次選擇性信用管制措施，華友聯推案以市場鋼性需求為主，影響有限；(2) 股價經過修正，評價上已有優勢(3) 建案完工入帳時程明確，因此投資建議為 Trading Buy，目標價 140 元。

公司基本資訊

目前股本(百萬元) 1,277
市值(億元) 163
目前每股淨值(元) 31.17
外資持股比(%) 4.99
投信持股比(%) 0.86
董監持股比(%) 17.04
融資餘額(張) 1,793
現金股息配發率(%) 58.07

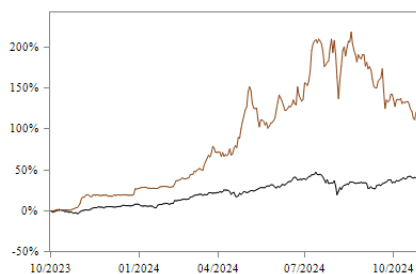
產品組合



■ 營建收入:98.39%
■ 租金收入:1.61%

股價相對大盤走勢

— 1436 — TWSE



央行第 7 次選擇性信用管制措施，華友聯推案以市場鋼性需求為主：華友聯成立於 1967 年，資本額 7.9 億元，前身原為福益實業，過去業務主要為棉紗、成品色布、針織布之生產銷售廠商，於 2013 年更名為華友聯後，轉型為不動產開發商，產品主要類型針對首購型客戶，以低總價、低自備款為主，主要推案地區集中於高雄、台南地區。

2024 主要入帳為 CASA 及 NEXT 21：華友聯目前入帳個案為台南南區、總銷 24 億元的「CASA」，以及高雄左營、總銷 73 億元的「NEXT 21」，銷售率分別為 96.64%及 68.21%。兩案自 4/2024 起建案完工順利交屋，營收開始逐步上揚，「CASA」案已全數完銷，今年有望全數交完，而「NEXT 21」則已售 68.21%，該案已售部份也目標全數交屋入帳。

2025 主要入帳為 Power city，2026 年有售地的空間：2025 年華友聯主要的入帳個案為 Power City，位於高雄市小港區，規劃為地上 11、12、13 層，地下 3 層的住宅大樓，總銷金額為 47 億元，完工日規畫在 12/2024，整體入帳的時間點會坐落在 2Q25，由於取得成本較低，預期獲利率仍維持高檔。

2026 年的營運上，因營造時程的關係，華友聯有機會處分土地達到營運的穩定性，2026 年預估營運會以 Power city 的餘屋 20 億元及楊梅售地 9,000 坪為主，預期 2025 年~2026 年營運表現穩定。

(百萬元)	2023	2024F	2025F	1Q24	2Q24	3Q24F	4Q24F	1Q25F	2Q25F	3Q25F	4Q25F	1Q26F
營業收入淨額	1,628	6,425	5,900	20	2,022	4,083	300	500	1,500	2,700	1,200	800
營業毛利淨額	1,365	2,923	2,569	11	969	1,838	105	175	690	1,188	516	280
營業利益	1,094	2,509	2,249	-42	798	1,698	55	130	645	1,078	396	128
稅後純益	946	2,075	1,873	-36	644	1,413	54	98	544	899	333	114
稅後 EPS(元)	7.41	16.25	14.67	-0.28	5.04	11.07	0.42	0.77	4.26	7.04	2.61	0.89
毛利率(%)	83.85%	45.49%	43.54%	56.52%	47.94%	45.00%	35.00%	35.00%	46.00%	44.00%	43.00%	35.00%
營業利益率(%)	67.19%	39.04%	38.12%	-206.82%	39.45%	41.57%	18.33%	26.00%	43.00%	39.93%	33.00%	15.94%
稅後純益率(%)	58.09%	32.30%	31.75%	-179.93%	31.86%	34.61%	17.98%	19.59%	36.24%	33.29%	27.74%	14.27%
營業收入 YoY/QoQ(%)	-58.67%	294.58%	-8.18%	-98.49%	9,966.51%	101.98%	-92.65%	66.67%	200.00%	80.00%	-55.56%	-33.33%
稅後純益 YoY/QoQ(%)	50.00%	119.38%	-9.73%	N.A	N.A	119.36%	-96.18%	81.54%	455.08%	65.34%	-62.97%	-65.71%

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 12.77 億元計算。

2024 年 10 月 29 日

華友聯為南部建商：

華友聯成立於 1967 年，資本額 7.9 億元，前身原為福益實業，過去業務主要為棉紗、成品色布、針織布之生產銷售廠商，於 2013 年更名為華友聯後，轉型為不動產開發商，產品主要類型針對首購型客戶，以低總價、低自備款為主，主要推案地區集中於高雄、台南地區。

央行第 7 次選擇性信用管制措施，華友聯推案以市場鋼性需求為主：

央行自 8/2024 起勸導請銀行自主控管不動產貸款總量，9/2024 實施第七波選擇性信用管制措施，9/2024 全國建物買賣登記戶數 2.95 萬戶，較 8/2024 的 3.11 萬戶下降 5.2%，顯示民眾買房與賣房意願指數均為下降，市場進入降溫狀況。

近期雖然政府針對第二戶下調貸款成數，市場對新青安的聲浪亦影響整體市場氛圍，但因台積電帶來的效應，再加缺工缺料、仍預期成本仍將推升房價上漲，華友聯交屋中的案子都是剛性需求買方，暫無遇到有客戶因政策下調房貸成數而受影響，公司亦未另提供客戶貸款，影響較其他同業為低。

2024 主要入帳為 CASA 及 NEXT 21：

華友聯目前入帳個案為台南南區、總銷 24 億元的「CASA」，以及高雄左營、總銷 73 億元的「NEXT 21」，銷售率分別為 96.64%及 68.21%。兩案自 4/2024 起建案完工順利交屋，營收開始逐步上揚，「CASA」案已全數完銷，今年有望全數交完，而「NEXT 21」則已售 68.21%，該案已售部份也目標全數交屋入帳。

表一、2024 年主要入帳個案

案名	地點	產品型態	戶數	完工日	銷售率
CASA	台南	15 層 RC	298	2/2024	96.64%
NEXT 21	高雄左營	18 層 RC	497	2/2024	68.21%
Power city	高雄小港	11 層 RC	452	12/2024	62.39%

資料來源：群益投顧彙整

2025 主要入帳為 Power city，2026 年有售地的空間：

2025 年華友聯主要的入帳個案為 Power City，位於高雄市小港區，規劃為地上 11、12、13 層，地下 3 層的住宅大樓，總銷金額為 47 億元，完工日規畫在 12/2024，整體入帳的時間點會坐落在 2Q25，由於取得成本較低，\預期獲利率仍維持高檔。

2026 年的營運上，因營造時程的關係，華友聯有機會處分土地達到營運的穩定性，2026 年預估營運會以 Power city 的餘屋 20 億元及楊梅售地 9,000 坪為主，預期 2025 年~2026 年營運表現穩定。

2027 年後持續推案，總推案達 517 億元：

經過 2026 年的空窗期後，華友聯 2027 年每年完工建案都維持 2 案以上，2027~2032 合計推案金額達 517 億元，其中 2027 年有果貿 215-7 及援中一小五，合計總銷金額為 74 億元，2028 年有五塊厝及大山 486，總銷金額為 69 億元，2029 年有華鳳 140 及大山 390，總銷金額為 87 億元，2030 年有武東 164 及福清段，總銷金額為 84 億元，2031 年有安平都更及華泰 51，總銷金額為 126 億元，2023 年經貿段一期，總銷金額為 77 億元，整體來說，2027 年以後推案呈現穩定。

表一、2024 年主要入帳個案

案場	戶數/樓層	工期	總銷(百萬)	完工日
果貿 215-7	210/B3-18	3.6	3,600	2027
援中一小五	229/B3-15	3.6	3,800	2027
五塊厝	102/B4-27	4.6	3,000	2028
大山 486	157/B3-15	3.6	3,900	2028
華鳳 140	B3-15	3.6	3,900	2029
大山 390	289/B3-19	3.4	4,800	2029
武東 164	B2-21	4.3	4,150	2030
福清段	B2-15	3.6	4,250	2030
安平都更	B4-20	4.6	4,100	2031
華泰 51	252/B6-31	6.6	8,500	2031
經貿段一期	378/B3-24	4.7	7,700	2032

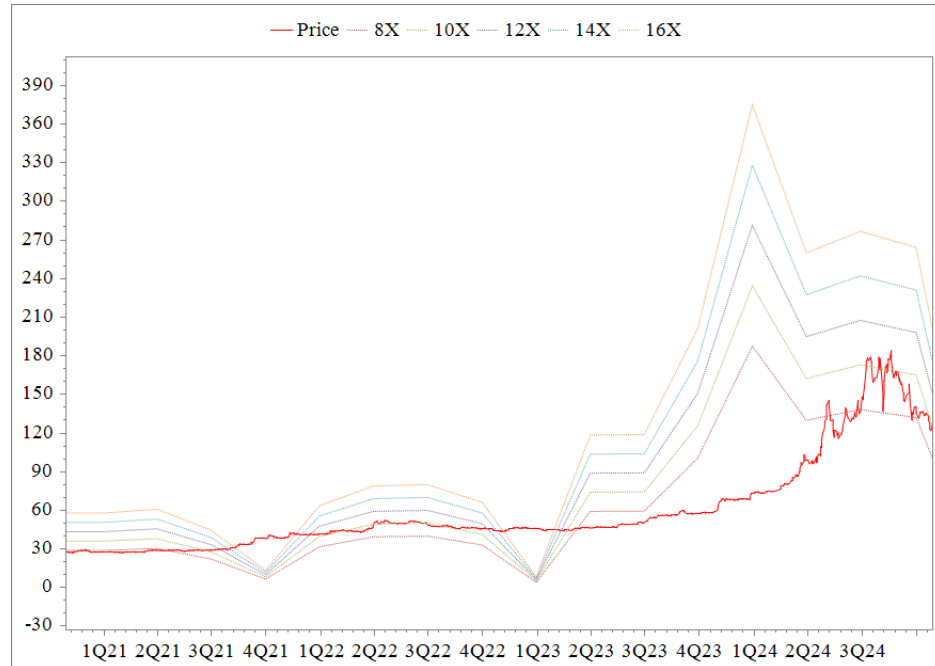
資料來源：群益投顧彙整

投資建議：

基於：(1) 央行第 7 次選擇性信用管制措施，華友聯推案以市場剛性需求為主，影響有限；(2) 股價經過修正，評價上已有優勢(3) 建案完工入帳時程明確，因此投資建議為 Trading Buy，目標價 140 元。

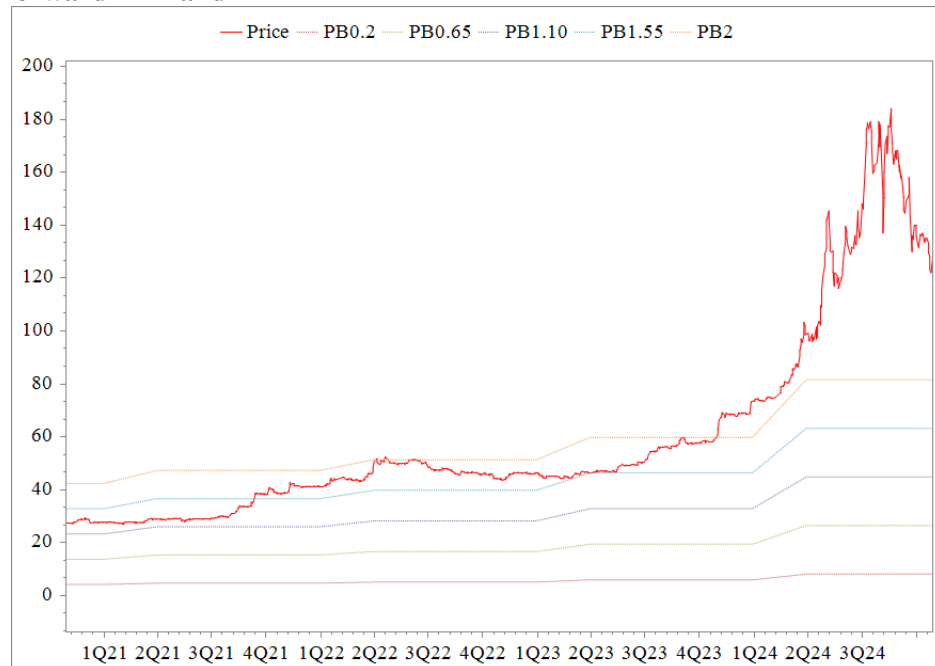
2024 年 10 月 29 日

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 10 月 29 日

資產負債表

(百萬元)	2021	2022	2023	2024F	2025F
資產總計	13,691	13,048	15,068	21,291	25,845
流動資產	11,378	10,735	12,964	19,163	39,837
現金及約當現金	531	907	650	1,259	2,367
應收帳款與票據	1	3	7	28	4
存貨	9,726	9,116	10,981	15,885	8,755
採權益法之投資	--	--	--	0	0
不動產、廠房設備	36	35	14	14	14
負債總計	10,670	9,769	11,132	15,968	19,384
流動負債	7,999	8,414	8,386	6,388	13,279
應付帳款及票據	481	566	698	10,817	3,785
非流動負債	2,672	1,355	2,746	-538	3,017
權益總計	3,021	3,279	3,936	5,323	6,461
普通股股本	957	966	980	980	980
保留盈餘	1,722	1,953	2,399	3,786	4,924
母公司業主權益	3,021	3,279	3,819	5,208	6,347
負債及權益總計	13,691	13,048	15,068	21,291	25,845

損益表

(百萬元)	2021	2022	2023	2024F	2025F
營業收入淨額	2,579	3,940	1,628	6,425	5,900
營業成本	1,723	2,676	263	3,502	3,331
營業毛利淨額	856	1,263	1,365	2,923	2,569
營業費用	319	400	271	414	320
營業利益	537	863	1,094	2,509	2,249
EBITDA	583	902	1,132	1,200	1,350
業外收入及支出	-48	-72	-80	38	8
稅前純益	489	794	1,024	2,506	2,257
所得稅	2	163	84	434	384
稅後純益	486	631	946	2,075	1,873
稅後 EPS(元)	3.81	4.94	7.41	16.25	14.67
完全稀釋 EPS**	3.81	4.94	7.41	16.25	14.67

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 12.77【最新股本】億元計算

註 3：完全稀釋 EPS 以股本 12.77 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	58.05%	52.75%	-58.67%	294.58%	-8.18%
營業毛利淨額	73.22%	47.63%	8.07%	114.09%	-12.11%
營業利益	96.76%	60.71%	26.78%	129.29%	-10.35%
稅後純益	170.74%	29.66%	50.00%	119.38%	-9.73%

獲利能力分析(%)

毛利率	33.18%	32.07%	83.85%	45.49%	43.54%
EBITDA(%)	22.59%	22.90%	69.49%	18.68%	22.88%
營益率	20.82%	21.90%	67.19%	39.04%	38.12%
稅後純益率	18.86%	16.01%	58.09%	32.30%	31.75%
總資產報酬率	3.55%	4.83%	6.28%	9.75%	7.25%
股東權益報酬率	16.10%	19.23%	24.03%	38.99%	28.99%

償債能力檢視

負債比率(%)	77.94%	74.87%	73.88%	75.00%	75.00%
負債/淨值比(%)	353.24%	297.93%	282.83%	300.00%	300.00%
流動比率(%)	142.25%	127.59%	154.59%	300.00%	300.00%

其他比率分析

存貨天數	1815.35	1284.91	13944.35	1400.00	1350.00
應收帳款天數	0.23	0.18	1.05	1.00	1.00

現金流量表

(百萬元)	2021	2022	2023	2024F	2025F
營業活動現金	-1,346	1,633	-1,067	-5,057	-10,393
稅前純益	489	794	1,024	2,506	2,257
折舊及攤銷	23	24	25	25	25
營運資金變動	-2,185	693	-1,738	5,193	123
其他營運現金	328	122	-379	-12,782	-12,798
投資活動現金	41	-16	-38	-25	16,119
資本支出淨額	-7	-2	-1	-1	-1
長期投資變動	0	0	-16	0	0
其他投資現金	47	-14	-21	-24	16,120
籌資活動現金	1,450	-1,241	849	5,692	-4,618
長借/公司債變動	1,092	-28	3,133	-3,283	3,555
現金增資	0	0	0	0	0
發放現金股利	-191	-400	-500	-686	-735
其他籌資現金	549	-813	-1,785	9,662	-7,439
淨現金流量	145	376	-257	609	1,108
期初現金	386	531	907	650	1,259
期末現金	531	907	650	1,259	2,367

資料來源：CMoney、群益

2024 年 10 月 29 日

季度損益表

(百萬元)	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24F	4Q24F	1Q25F	2Q25F	3Q25F	4Q25F	1Q26F	2Q26F	3Q26F
營業收入淨額	1,331	20	2,022	4,083	300	500	1,500	2,700	1,200	800	1,200	2,150
營業成本	134	9	1,053	2,246	195	325	810	1,512	684	520	660	1,161
營業毛利淨額	1,197	11	969	1,838	105	175	690	1,188	516	280	540	989
營業費用	131	53	172	140	50	45	45	110	120	153	182	211
營業利益	1,066	-42	798	1,698	55	130	645	1,078	396	128	359	779
業外收入及支出	-18	3	-21	5	50	-12	10	5	5	10	12	14
稅前純益	1,048	-38	777	1,703	65	118	655	1,083	401	138	371	793
所得稅	76	-1	134	289	11	20	111	184	68	23	63	135
稅後純益	972	-36	644	1,413	54	98	544	899	333	114	308	658
最新股本	1,277	1,277	1,277	1,277	1,277	1,277	1,277	1,277	1,277	1,277	1,277	1,277
稅後EPS(元)	7.61	-0.28	5.04	11.07	0.42	0.77	4.26	7.04	2.61	0.89	2.41	5.15

獲利能力(%)

毛利率(%)	89.94%	56.52%	47.94%	45.00%	35.00%	35.00%	46.00%	44.00%	43.00%	35.00%	45.00%	46.00%
營業利益率(%)	80.11%	-206.82%	39.45%	41.57%	18.33%	26.00%	43.00%	39.93%	33.00%	15.94%	29.88%	36.21%
稅後純益率(%)	73.05%	-179.93%	31.86%	34.61%	17.98%	19.59%	36.24%	33.29%	27.74%	14.27%	25.63%	30.59%

QoQ(%)

營業收入淨額	574.81%	-98.49%	9966.51%	101.98%	-92.65%	66.67%	200.00%	80.00%	-55.56%	-33.33%	50.00%	79.17%
營業利益	1840.70%	N.A	N.A	112.82%	-96.76%	136.36%	396.15%	67.13%	-63.27%	-67.80%	181.18%	117.15%
稅前純益	2989.93%	N.A	N.A	119.10%	-96.18%	81.54%	455.08%	65.34%	-62.97%	-65.71%	169.45%	113.90%
稅後純益	3690.19%	N.A	N.A	119.36%	-96.18%	81.54%	455.08%	65.34%	-62.97%	-65.71%	169.45%	113.90%

YoY(%)

營業收入淨額	91.05%	-12.19%	2518.69%	1970.17%	-77.46%	2389.54%	-25.81%	-33.88%	300.00%	60.00%	-20.00%	-20.37%
營業利益	733.97%	N.A	19747.23%	2989.70%	-94.84%	N.A	-19.14%	-36.50%	620.00%	-1.92%	-44.42%	-27.78%
稅前純益	793.21%	N.A	N.A	4919.08%	-93.80%	N.A	-15.71%	-36.39%	516.92%	16.53%	-43.44%	-26.82%
稅後純益	943.15%	N.A	N.A	5408.02%	-94.45%	N.A	-15.61%	-36.39%	516.92%	16.53%	-43.44%	-26.82%

註1：稅後EPS以股本12.77億元計算

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。