

公司名稱	投資評等	結論及投資建議
2707 TT 晶華	持有 目標價 150	晶華的投資首次評等為持有，目標價150元，潛在空間10%，主要理由如下： 1H18出售海外事業使獲利大幅成長，未來獲利將不受海外虧損拖累，體質轉佳；然目前國內飯店業競爭加劇，仍未見明顯成長動能。

研究員 侯相印

jameshou@jsun.com

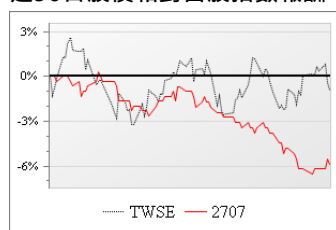
近期投資評等

日期	評等
10/04/2018	持有/中立

公司基本資料

收盤價(元)(10/03/2018)	136.00
股本(百萬元)	1,267
總市值(億元)	172.3
每股淨值(元)	27.36
外資持股比(%)	15.80
投信持股比(%)	0.02
近20日均量(張)	192
融資餘額(10/03/2018)	147

近90日股價相對台股指數報酬



資料來源：CMoney

重點摘要

- ◆ **1H18 因一次性收入使獲利大幅成長**：晶華於 03/2018 將 Regent 海外品牌轉賣給英國國際酒店集團(IHG)，淨出售利益為 3.68 億元，已於 2Q18 入帳，而在此交易案後，晶華除了每年可減少約 200 萬歐元之虧損外，尚可認列海外據點總營收之 1.5-2% 做為品牌授權費，根據目前旗下據點營運情形，海外年營收約 6,000 萬美元，將可每年穩定認列約 1,500 萬-2,000 萬之業外轉投資收益，且根據國際集團(IHG)表示，未來 3-5 年內計畫將 Regent 海外拓點達 40 家，未來品派授權收入將可隨 Regent 海外拓點成長而穩定增加；合計 1H18 營收 34.1 億元(YoY+0.6%)，稅後淨利 7.9 億元(YoY+62%)，稅後 EPS 6.21 元，若扣除業外部分，本業獲利 4.7 億元(YoY-21.6%)，本業獲利衰退係因釋股案而認列之律師費、員工遣散費等使得費用率較高所致；2H18 部分，則因缺少柏林麗晶貢獻營收將使營收衰退約 5-6%，預估 2018 年營收 68 億元(YoY-2.9%)，稅後淨利 13 億(YoY+22.8%)，稅後 EPS 10.27 元。
- ◆ **短期並無明顯成長動能**：在旗下品牌發展方面，晶華目前與中華開發合作，開發頂級麗晶酒店，客房數約 100 間，預計 3Q20 開幕；晶英酒店方面須至 2023 才有拓點計畫；捷絲旅部分，預計將於 3Q19 在三重成立新據點，客房數約 100 間；餐飲方面，除原有館外餐飲外，未來發展將提高產品進入零售通路之比率，然目前仍屬早期發展階段；而在轉投資達美樂部分，目前全台共 150 家店，月營業額約 7,000 萬-7,500 萬之間，一年成長店數約在 5-10 家左右，每年預計小幅成長，為穩定收益來源；綜合以上，晶華旗下業務並無顯著之成長動能，營運缺乏明確成長力道。
- ◆ **觀光飯店競爭加劇，目前評價合理**：目前國內飯店業因供給量持續增加，而在需求端則因限縮陸客來台而成長停滯，使得整體飯店市場競爭加劇，在全台客房數部分，截至 06/2018 為止，全台客房數自 2017 年 2.79 萬間提升至 2.94 萬間，單就一年半時間內即成長 5%，而在需求端部分，2015 至 2017 年來台旅遊人次僅由 1,040 萬人微幅增加至 1,070 萬人，需求端並無顯著成長，在飯店業競爭持續加劇之下，預估 2019 年營收 67.5 億元(YoY-1%)，稅後淨利 9.9 億元(YoY-24%)，稅後 EPS 7.8 元，考量因 2018 年一次性收入後，配息率若以 90% 計算，目前殖利率約為 7%，下檔具支撐，因此給予同業 PER 區間 15 倍-20 倍中上緣評價。(以 2019 年 EPS*PER 19 倍)

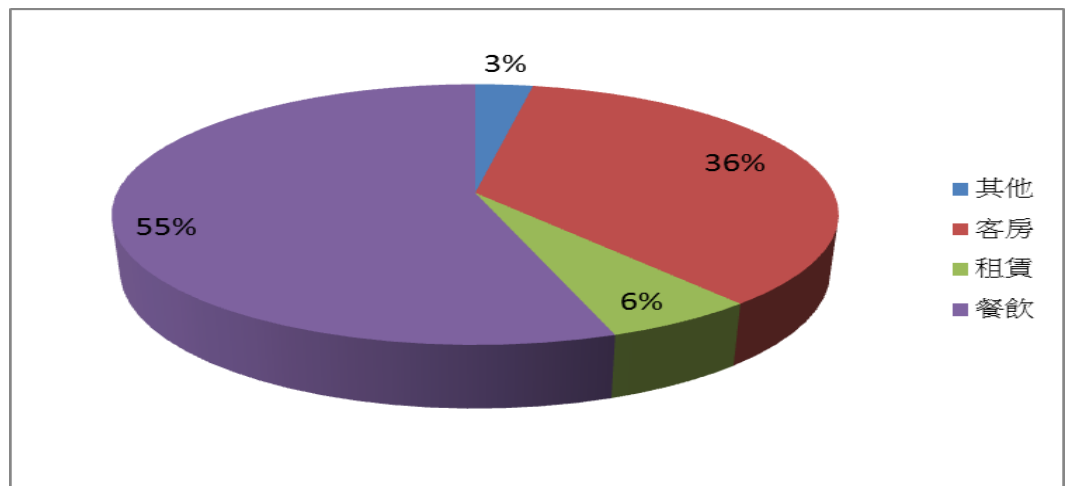
單位:百萬元	2018F	2019F	1Q18	2Q18	3Q18F	4Q18F	1Q19F	2Q19F
營業收入淨額	6,802	6,748	1,720	1,690	1,608	1,785	1,648	1,631
營業毛利	2,286	2,248	550	568	559	609	534	506
營業利益	1,102	1,209	280	194	295	333	269	258
稅後純益	1,302	988	219	568	244	271	222	211
稅後 EPS(元)	10.27	7.79	1.73	4.48	1.93	2.14	1.75	1.67
毛利率(%)	33.61	33.31	31.96	33.64	34.78	34.11	32.4	31.06
營業利益率(%)	16.2	17.92	16.3	11.46	18.36	18.65	16.35	15.83
稅後純益率(%)	19.14	14.63	12.73	33.6	15.18	15.18	13.49	12.96
營業收入 YoY/QoQ(%)	-2.89	-0.79	-8.49	-1.74	-4.87	11.02	-7.64	-1.08
營業利益 YoY/QoQ(%)	-14.59	9.74	-24.45	-30.92	52.45	12.76	-19.02	-4.25
稅後純益 YoY/QoQ(%)	22.78	-24.14	-31.13	159.35	-57.02	11	-17.92	-4.94

資料來源:CMoney · JS 預估 註：以最新股本回溯 EPS

◆ 公司簡介：

晶華成立於 1976 年，資本額 12.7 億元，原先為與麗晶集團 (Regent) 簽約合作，直到 2010 年以 4,700 萬美元買下 Regent 全球經營權，將 Regent 品牌經營權納入旗下，然在 1H18 時將 Regent 海外經營權出售予英國洲際國際酒店集團(IHG)，未來 Regent 於海外發展皆由洲際集團主導；此外，除頂級豪華品牌「Regent 麗晶」之外，根據價格定位及不同客群分別發展出休閒旅遊的「Silks Place 晶英」，以及強調便利的商務設計型旅店「JUST SLEEP 捷絲旅」，客房數部分：麗晶 539 間(不含海外)、晶英 882 間、捷絲旅 796 間，合計目前客房數 2,217 間，而在館外餐飲部分，晶華於 2006 年收購達美樂披薩在台經營權，至於其他館外餐飲品牌則有故宮晶華、泰市場、三燻美麗華、JUST GRILL 等品牌；1H18 營收比重:餐飲 55%、客房 36%、租賃 6%、技術服務及經營管理 3%。

圖一、1H18 產品組合



資料來源：晶華、日盛彙整

◆ 1H18 因一次性收入使獲利大幅成長：

晶華於 03/2018 將 Regent 海外品牌轉賣給英國洲際國際酒店集團(IHG)，將子公司 Regent Global 持股比重由原先 100%降低至 49%，該次交易出售利益 4.7 億元，扣除出售交易成本及費用約 1 億元，淨出售利益為 3.68 億元，已於 2Q18 入帳，目前海外 Regent 共有北京、重慶、柏林、蒙特內哥羅、新加坡等 5 營運據點，其中，柏林原為晶華自有經營，然因地租問題，每年虧損約 200 萬歐元；新加坡則為四季酒店集團經營，原本就不隸屬於晶華集團；其餘據點則為管理服務，而在此交易案後，晶華除了每年可減少約 200 萬歐元之虧損外，尚可認列海外據點總營收之 1.5%-2%做為品牌授權費，根據目前旗下據點營運情形，北京年營收約 2,500 萬美元、重慶年營收約 2,400 萬美元、蒙特內哥羅年營收約 500 萬美元、柏林年營收約 700 萬美元，合計海外年營收約 6,000 萬美元，將可每年穩定認列約 1,500 萬-2,000 萬之業外轉投資收益，且根據洲際集團(IHG)表示，未來 3-5 年內計畫將 Regent 海外拓點達 40 家，根據洲際集團(IHG)目前全球約 5,000 家飯店之規模而言，具備相當管理經驗與人力，因此未

2018 年 10 月 4 日

來品派授權收入將可隨 Regent 海外拓點成長而穩定增加，將使晶華財務體質逐漸轉佳；合計 1H18 營收 34.1 億元(YoY+0.6%)，稅後淨利 7.9 億元(YoY+62%)，稅後 EPS 6.21 元，若扣除業外部分，本業獲利 4.7 億元(YoY-21.6%)，本業獲利衰退係因釋股案而認列之律師費、員工遣散費等使得費用率較高所致；2H18 部分，則因缺少柏林麗晶貢獻營收將使營收衰退約 5-6%，預估 2018 年營收 68 億(YoY-2.9%)，稅後淨利 13 億元(YoY+22.8%)，稅後 EPS 10.27 元。

◆ 短期並無明顯成長動能：

在旗下品牌發展方面，麗晶除台北晶華外，目前與中華開發合作，預計於台北市松山區附近拓點，除開發金總部將設於該棟樓之外，尚有幾個樓層為麗晶酒店，客房數約 100 間，預計 3Q20 開幕；晶英酒店部分，目前除宜蘭、花蓮、台南、高雄及晶泉丰旅外，預計將於 2023 年在台北成立台北晶英，客房數約 324 間；捷絲旅部分，目前共有台北、高雄、花蓮、宜蘭、高雄合計 7 間分點，預計將於 3Q19 在三重成立新據點，客房數約 100 間；餐飲方面，除原有館外餐飲外，未來發展將提高產品進入零售通路之比率，然目前實際於零售通路上架之產品仍屬少數，屬早期發展階段；而在轉投資達美樂部分，目前全台共 150 家店，其中 127 家店是加盟、23 家店直營，一個月營業額約 7,000 萬-7,500 萬之間，一年成長店數約在 5-10 家左右，為穩定收益來源；綜合以上，晶華目前事業體中，並無顯著之成長動能，預計旗下業務儘持平或小幅成長。

◆ 觀光飯店競爭加劇，目前評價合理：

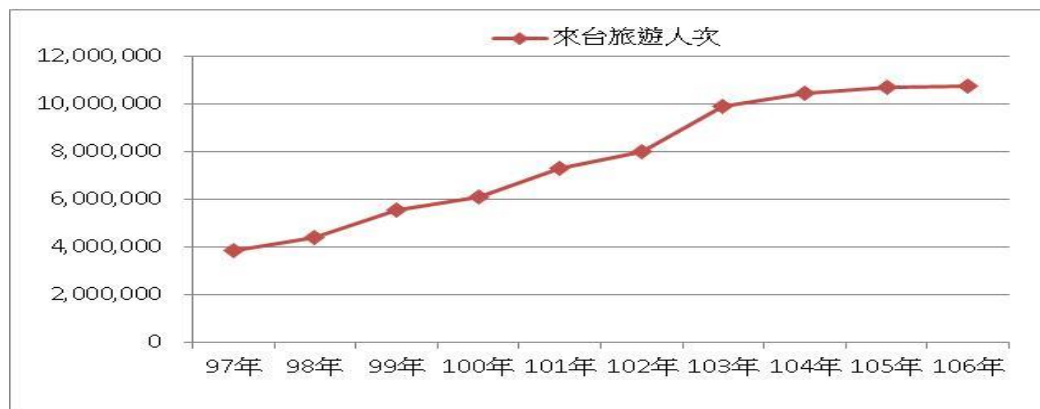
目前國內飯店業因供給量持續增加，而在需求端則因限縮陸客來台而成長停滯，使得整體飯店市場競爭加劇，單就台北市而言，自 2017-1H18 共 12 家旅館開業，合計新增近 1,800 間客房數量，在全台客房數部分，截至 06/2018 為止，全台客房數自 2017 年 2.79 萬間提升至 2.94 萬間，單就一年半時間內即成長 5%，而在需求端部分，根據觀光局統計資料，2015 至 2017 年來台旅遊人次僅由 1,040 萬人微幅增加至 1,070 萬人，需求端並無顯著成長，在飯店業競爭持續加劇之下，預估 2019 年營收 67.5 億元(YoY-1%)，稅後淨利 9.9 億元(YoY-24%)，稅後 EPS 7.8 元，考量因 2018 年一次性收入後，配息率若以 90%計算，目前殖利率約為 7%，下檔具支撐，因此給予同業 PER 區間 15 倍-20 倍中上緣評價，建議持有。(以 2019 年 EPS*PER 19 倍)

圖二、台北市飯店市場競爭加劇

	房間數	開幕時間
北投雅樂軒	292	01/2017
量子酒店S Hotel	103	06/2017
松河璞旅	42	10/2017
台北凱達大飯店	745	11/2017
玫瑰精品旅館新生館	18	11/2017
台北大亞帝國	200	12/2017
三貝茲飯店	54	12/2017
1969.Book	17	12/2017
正旅館-信義館	18	12/2017
台北玩趣行旅(西門町)	12	12/2017
阿樹國際旅店	130	01/2018
北投亞太飯店	140	02/2018
合計	1771	

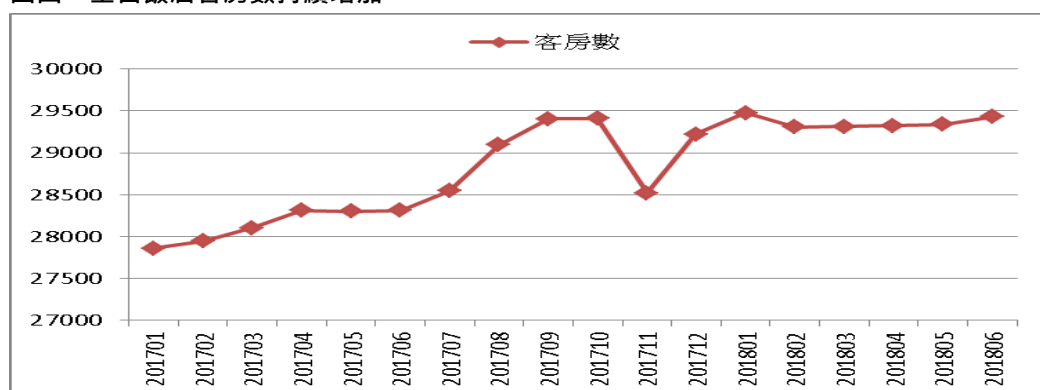
資料來源：日盛彙整

圖三、近三年來台旅遊人次並無顯著成長



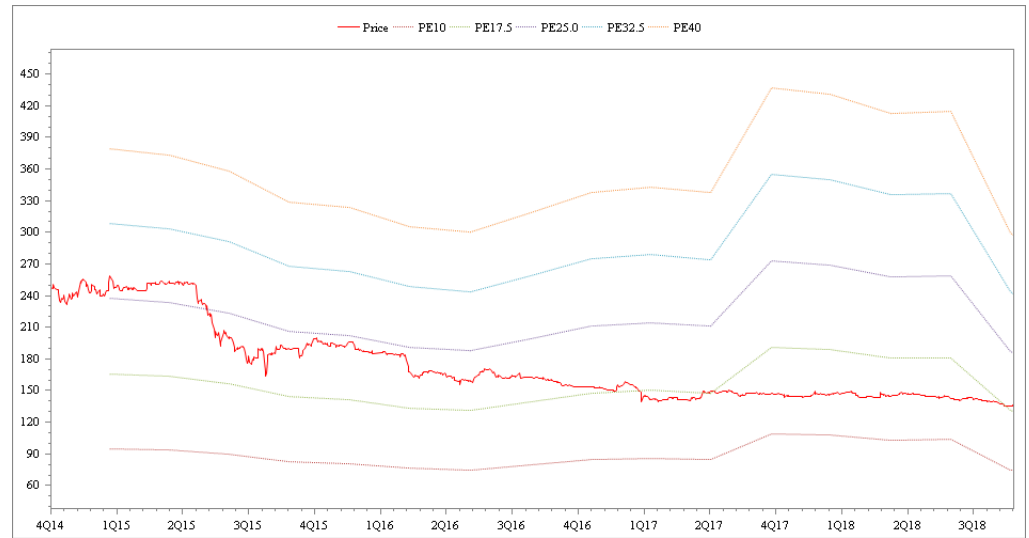
資料來源：觀光局、日盛彙整

圖四、全台飯店客房數持續增加



資料來源：觀光局、日盛彙整

PE 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
20181004	持有	150.0

資料來源：CMoney · JS 預估彙整

2018年10月4日

損益表

單位：百萬元	2017	2018F	2019F	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18F	4Q18F	1Q19F	2Q19F
營業收入淨額	7,005	6,802	6,748	1,668	1,736	1,879	1,720	1,690	1,608	1,785	1,648	1,631
營業毛利	2,348	2,286	2,248	551	599	621	550	568	559	609	534	506
營業費用	1,058	1,184	1,039	252	285	250	269	375	264	276	265	248
營業利益	1,290	1,102	1,209	299	314	371	280	194	295	333	269	258
營業外收支	41	468	35	20	7	30	-13	464	9	8	8	9
稅前純益	1,331	1,570	1,244	318	322	401	267	657	304	341	278	267
稅後純益	1,060	1,302	988	252	257	318	219	568	244	271	222	211
最新股本	1,267	1,267	1,267	1,267	1,267	1,267	1,267	1,267	1,267	1,267	1,267	1,267
稅後 EPS(元)	8.37	10.27	7.79	1.99	2.03	2.51	1.73	4.48	1.93	2.14	1.75	1.67
經營效率(%)												
毛利率	33.53	33.61	33.31	33.02	34.49	33.02	31.96	33.64	34.78	34.11	32.4	31.06
營業利益率	18.42	16.2	17.92	17.9	18.09	19.74	16.3	11.46	18.36	18.65	16.35	15.83
稅前純益率	19	23.08	18.44	19.08	18.52	21.31	15.51	38.9	18.94	19.11	16.85	16.4
稅後純益率	15.14	19.14	14.63	15.12	14.79	16.92	12.73	33.6	15.18	15.18	13.49	12.96
YoY(%)												
營收	2.16	-2.89	-0.79	2.32	4.81	1.88	-0.06	1.3	-7.39	-5.04	-4.15	-3.51
營業利益	1.07	-14.59	9.74	5.39	5.2	-1.82	-8.55	-35.16	-6.03	-10.28	-3.83	33.3
稅前純益	12.2	17.97	-20.72	29.3	31.65	3.9	-8.05	106.52	-5.31	-14.87	4.09	-59.32
稅後純益	11.15	22.78	-24.14	28.2	30.72	4.31	-6.18	125.18	-4.97	-14.78	1.56	-62.78
QoQ(%)												
營收				-3.05	4.05	8.27	-8.49	-1.74	-4.87	11.02	-7.64	-1.08
營業利益				-2.56	5.18	18.11	-24.45	-30.92	52.45	12.76	-19.02	-4.25
稅前純益				9.7	1.01	24.59	-33.39	146.38	-53.69	12.01	-18.56	-3.73
稅後純益				8.05	1.84	23.79	-31.13	159.35	-57.02	11	-17.92	-4.94

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	2Q18
流動資產	1,775	2,032	2,440
現金及約當現金	500	453	367
公允價值衡量金融資產	518	676	1,165
備供出售金融資產	--	--	--
以成本衡量之金融資產	--	--	--
存貨	70	104	68
非流動資產	5,746	5,351	5,478
公允價值衡量金融資產	--	--	--
不動產、廠房及設備	3,280	3,089	2,955
無形資產	1,752	1,603	39
資產總計	7,522	7,382	7,918
流動負債	1,759	1,808	3,839
短期借款	20	23	0
非流動負債	1,917	1,822	383
負債總計	3,677	3,630	4,222
股本	1,267	1,267	1,267
普通股股本	1,267	1,267	1,267
資本公積	214	115	115
保留盈餘	2,237	2,346	2,257
庫藏股票	--	--	--
股東權益	3,845	3,752	3,697
每股淨值(元)	29.08	27.82	27.35
流動比率(%)	100.9	112.35	63.57
速動比率(%)	92.73	102.43	60.17
應收帳款週轉率(%)	21.16	17.63	3.65
負債比率(%)	48.88	49.18	53.32
稅後股東權益報酬率(%)	25.61	29.4	15.79

資料來源：CMoney · JS 預估

現金流量表

單位：百萬元	2016	2017	2Q18
繼續營業單位稅前損益	1,186	1,331	924
折舊及攤提費用	446	440	219
利息費用	32	28	14
股利收入	--	--	--
權益法認列關聯企業損益	--	--	--
處分不動產、廠房及設備	-1	-1	0
處分權益法之投資損益	--	--	-471
未實現外幣兌換損益	--	--	--
應收帳款增減	-57	-56	37
存貨增減	3	-35	29
應付帳款增減	0	4	-11
營業活動現金流量	1,391	1,373	-6
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	-326	-223	-116
處分不動產、廠房及設備	2	1	0
投資活動現金流量	-360	-281	-65
短期借款增減	-176	3	-23
長期借款增減	-57	-57	0
公司債發行	1,499	0	--
公司債償還	-1,432	0	--
現金增資	--	--	--
發放現金股利	-1,124	-1,035	--
庫藏股票增減	0	0	--
籌資活動現金流量	-1,182	-1,124	-13
淨現金流量	-129	-47	-86

資料來源：CMoney · JS 預估

2018 年 10 月 4 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