

公司名稱	投資評等	結論及投資建議
2903 TT 遠百	持有 目標價 21.5	遠百的投資評等為持有，目標價由18上調為21.5元，潛在空間13.2%，主要理由如下： (1) 預估2018年台灣營收由負轉正，中國虧損減少，有利獲利表現； (2) 推估百貨業整體好轉仍需待2020年，評價由先前PBR 0.85倍，調升為PBR 1倍。

研究員 林子楡

Satinlin@jsun.com

重點摘要

近期投資評等

04/27/2018	持有/中立
02/08/2017	持有/中立
05/10/2016	持有/中立

公司基本資料

收盤價(元)(04/26/2018)	19.00
股本(百萬元)	14,169
總市值(億元)	269.2
每股淨值(元)	27.28
外資持股比(%)	16.19
投信持股比(%)	0.35
近 20 日均量(張)	6,577
融資餘額(04/26/2018)	3,804

近 90 日股價相對台股指數報酬



資料來源：CMoney

◆ **台灣百貨主要成長力道仍仰賴頂端消費者：**2017年台灣營收YoY-4.43%，主要成長區域仍來自非北市區域，主要消費族群仍來自頂端消費者，M型趨勢尚未反轉，引進餐飲吸引人潮仍對獲利能力改善有限，遠百餐飲比重由2015年10%提升至目前近20%，主要成長仍以台中Top City與板橋Mega City為主，2017年分別成長1.2%與2.6%，然較去年初預期約分別成長5%~10%與3%~5%低，而新竹巨城目前營收比重較低，然YoY+10.1%，表現合乎預期；SOGO則是成長0.3%，亦低於預期成長2%；愛買雖經過兩年調整期，2017年新增電商平台，然仍因關店調整結構，營收YoY-7%，惟2018較無關店疑慮，1Q18電商平台YoY+40%。今年台灣可望受惠於改裝效應，客單價提升3%~4%，整體營收由負轉正，全年預估落在380~390億，YoY+2%~3%，營益率維持10%~11%

◆ **中國市場仍面臨供給過剩，然虧損減少仍有利獲利表現：**中國實體百貨仍面臨供給過剩，除受電商興起影響外，各區域經營大型shopping mall分散原有人潮，且各城市成長性不一，預期至2020年市場才能進入供給平衡狀態，惟遠百持續調整中國體質，目前SSSG已有減緩趨勢，加上2017年中國遠百關掉北城與天府店，1Q18尚需認列2~3億減損，目前中國實際營運六家百貨，僅一家虧損，因此推估2018年營收雖持續下滑，然營益可望由虧轉盈，而中國商譽減損尚有近30億需認列，將會持續影響至2019年，這兩年分別認列10億~15億元，因此仍對獲利有負面影響。

◆ **評價可望略微提升：**考量台灣營收成長由負轉正，中國調整體質後，核心事業群可望由虧轉盈，營益率可望明顯回升，惟獲利仍需承擔商譽減損，推估稅後獲利僅成長16.7%，評價面則由先前PBR 0.85倍，調升為PBR 1倍。

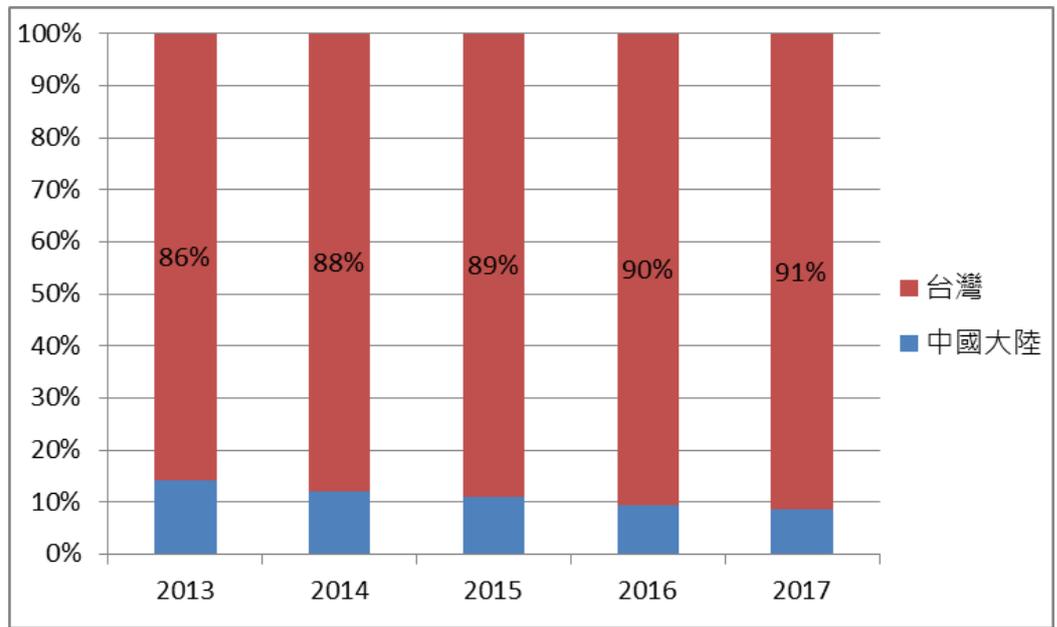
單位:百萬元	2017	2018F	3Q17	4Q17	1Q18F	2Q18F	3Q18F	4Q18F
營業收入淨額	41,167	40,809	9,147	12,983	9,343	9,229	9,266	12,972
營業毛利	20,493	20,608	4,589	6,201	4,765	4,714	4,643	6,486
營業利益	3,087	3,505	396	1,483	654	561	473	1,816
稅後純益	1,536	1,793	378	798	220	285	399	889
稅後 EPS(元)	1.08	1.27	0.27	0.56	0.16	0.20	0.28	0.63
毛利率(%)	49.78	50.5	50.17	47.77	51	51.08	50.11	50
營業利益率(%)	7.5	8.59	4.33	11.42	7	6.08	5.11	14
稅後純益率(%)	3.73	4.39	4.13	6.15	2.35	3.09	4.31	6.85
營業收入 YoY/QoQ(%)	-5.36	-0.87	-2.21	41.93	-28.04	-1.22	0.4	40
營業利益 YoY/QoQ(%)	-2.35	13.54	-26.3	274.7	-55.89	-14.2	-15.62	283.56
稅後純益 YoY/QoQ(%)	35.42	16.76	218.44	111.3	-72.46	29.83	39.99	122.56

資料來源:CMoney · JS 預估 註：以最新股本回溯 EPS

◆ 公司簡介：

遠百成立於 1967 年，屬遠東集團旗下的零售事業體系，擁有遠東百貨、太平洋崇光百貨及愛買量販店三大通路品牌，截至 12/2017，公司在兩岸的百貨事業版圖累積為：台灣遠百 10 家、台灣太平洋 SOGO 8 家、愛買 16 家、Citysuper 8 家、中國遠百 4 家、中國太平洋百貨 2 家。以地區營收而言，2017 年台灣與大陸營收占比分別為 91.4%與 8.6%，YoY-4.43%與-15%。

圖一、遠百台灣大陸營收比重



◆ 台灣百貨主要成長力道仍仰賴頂端消費者：

2017年台灣營收YoY-4.43%，主要成長區域仍來自非北市區域，主要消費族群仍來自頂端消費者，M型趨勢尚未反轉，引進餐飲吸引人潮仍對獲利能力改善有限，遠百餐飲比重由2015年10%提升至目前近20%，主要成長仍以台中Top City與板橋Mega City為主，2017年分別成長1.2%與2.6%，然較去年初預期約分別成長5%~10%與3%~5%低，而新竹巨城目前營收比重較低，然YoY+10.1%，表現合乎預期；SOGO則是成長0.3%，亦低於預期成長2%；愛買雖經過兩年調整期，2017年新增電商平台，然仍因關店調整結構，營收YoY-7%，惟2018較無關店疑慮，1Q18電商平台YoY+40%。今年台灣可望受惠於改裝效應，客單價提升3%~4%，整體營收由負轉正，全年預估落在380~390億，YoY+2%~3%，營益率維持10%~11%。

◆ **A13展店時間落在4Q19：**

信義商圈新展店時間點落在4Q19，屆時可望利用新店型吸引整體市場客戶，惟因當時標購金額較高，造成成本較高，店型模式將會拉高租金比重以保護獲利；2020年台北shopping mall可望開幕，推估2020年營收成長較佳，惟2018~2019年營收表現仍較為持平，且評價面受總體影響較大。

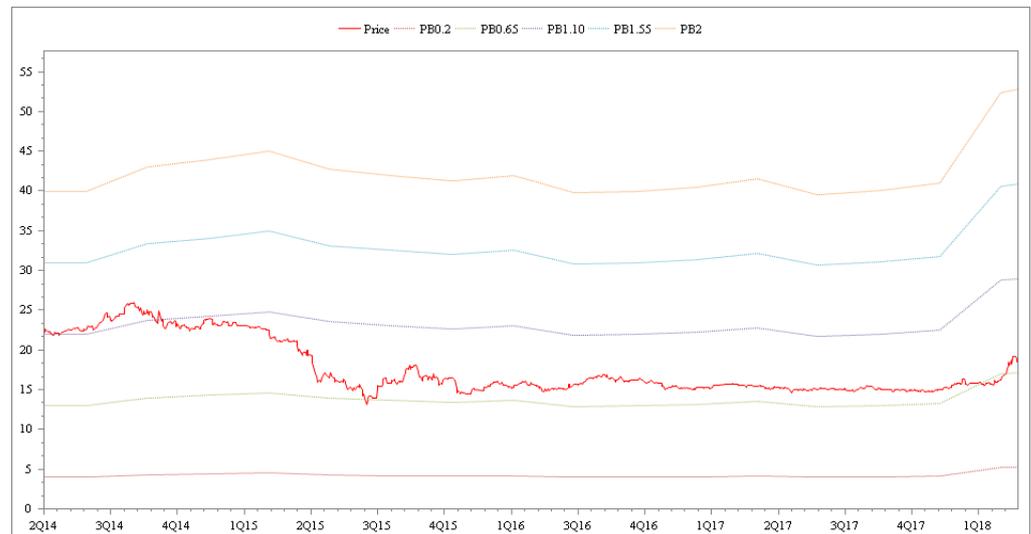
◆ **中國市場仍面臨供給過剩，然虧損減少仍有利獲利表現：**

中國實體百貨仍面臨供給過剩，除受電商興起影響外，各區域經營大型shopping mall分散原有人潮，且各城市成長性不一，預期至2020年市場才能進入供給平衡狀態，惟遠百持續調整中國體質，目前SSSG已有減緩趨勢，加上2017年中國遠百關掉北城與天府店，目前中國實際剩下六家百貨，僅一家虧損，因此推估2018年營收持續下滑，然營益可望由虧轉盈，而中國商譽減損尚有近30億需認列，將會持續影響至2019年，這兩年分別認列10億~15億元，因此仍對稅後獲利有負面影響。

◆ **評價可望略微提升：**

考量台灣營收成長由負轉正，中國調整體質後，核心事業群可望由虧轉盈，營益率可望明顯回升，惟獲利仍需承擔商譽減損，推估稅後獲利僅成長 16.7%，評價面則由前 PBR 0.85 倍，調升為 PBR 1 倍

**PB 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
20180427	持有/中立	21.5
20170208	持有/中立	18.0
20160510	持有/中立	19.0

資料來源：CMoney · JS 預估彙整

2018年4月27日

**損益表**

單位：百萬元	2016	2017	2018F	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18F	2Q18F	3Q18F	4Q18F
營業收入淨額	43,496	41,167	40,809	12,708	9,683	9,354	9,147	12,983	9,343	9,229	9,266	12,972
營業毛利	21,901	20,493	20,608	6,346	4,948	4,755	4,589	6,201	4,765	4,714	4,643	6,486
營業費用	18,740	17,407	17,103	4,782	4,277	4,218	4,193	4,719	4,111	4,153	4,170	4,670
營業利益	3,161	3,087	3,505	1,564	671	537	396	1,483	654	561	473	1,816
營業外收支	-1,040	-388	-478	-525	-208	-184	89	-86	-216	-11	20	-272
稅前純益	2,121	2,699	3,026	1,039	464	353	485	1,397	438	551	494	1,544
稅後純益	1,134	1,536	1,793	524	242	119	378	798	220	285	399	889
最新股本	14,169	14,169	14,169	14,169	14,169	14,169	14,169	14,169	14,169	14,169	14,169	14,169
稅後 EPS(元)	0.80	1.08	1.27	0.37	0.17	0.08	0.27	0.56	0.16	0.20	0.28	0.63
<b>經營效率(%)</b>												
毛利率	50.35	49.78	50.5	49.94	51.1	50.83	50.17	47.77	51	51.08	50.11	50
營業利益率	7.27	7.5	8.59	12.31	6.93	5.74	4.33	11.42	7	6.08	5.11	14
稅前純益率	4.88	6.56	7.42	8.18	4.79	3.77	5.3	10.76	4.69	5.97	5.33	11.9
稅後純益率	2.61	3.73	4.39	4.12	2.5	1.27	4.13	6.15	2.35	3.09	4.31	6.85
<b>YoY(%)</b>												
營收	-3.34	-5.36	-0.87	-4.83	-10.96	-7.06	-7.14	2.17	-3.51	-1.34	1.29	-0.08
營業利益	7.93	-2.35	13.54	6.78	-21.92	15.63	45.03	-5.2	-2.59	4.51	19.65	22.48
稅前純益	-37.88	27.23	12.13	-36.57	-23.44	18.47	171.85	34.44	-5.51	55.98	1.75	10.51
稅後純益	-33.85	35.42	16.76	-25.9	-20.7	14.88	86.43	52.39	-9.05	140.56	5.75	11.38
<b>QoQ(%)</b>												
營收				29.01	-23.8	-3.4	-2.21	41.93	-28.04	-1.22	0.4	40
營業利益				473.23	-57.07	-20.03	-26.3	274.7	-55.89	-14.2	-15.62	283.56
稅前純益				482.25	-55.37	-23.89	37.45	187.93	-68.63	25.64	-10.34	212.71
稅後純益				158.51	-53.86	-50.92	218.44	111.3	-72.46	29.83	39.99	122.56

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	4Q17
流動資產	21,741	25,312	25,312
現金及約當現金	13,510	16,116	16,116
公允價值衡量金融資產	504	496	496
備供出售金融資產	446	234	234
以成本衡量之金融資產	--	--	--
存貨	2,761	2,583	2,583
非流動資產	84,455	80,397	80,397
公允價值衡量金融資產	--	--	--
不動產、廠房及設備	43,627	43,699	43,699
無形資產	6,245	5,060	5,060
資產總計	106,196	105,708	105,708
流動負債	48,188	51,116	51,116
短期借款	9,886	13,085	13,085
非流動負債	21,565	17,735	17,735
負債總計	69,753	68,850	68,850
股本	14,169	14,169	14,169
普通股股本	14,169	14,169	14,169
資本公積	3,320	3,316	3,316
保留盈餘	7,443	7,932	7,932
庫藏股票	-97	-97	-97
股東權益	36,443	36,858	36,858
每股淨值(元)	20.32	20.58	20.58
流動比率(%)	45.12	49.52	49.52
速動比率(%)	37.36	42.76	42.76
應收帳款週轉率(%)	16.84	14.19	4.74
負債比率(%)	65.68	65.13	65.13
稅後股東權益報酬率(%)	3.92	5.33	2.78

資料來源：CMoney · JS 預估

**現金流量表**

單位：百萬元	2016	2017	4Q17
繼續營業單位稅前損益	2,121	2,699	2,699
折舊及攤提費用	2,969	2,695	2,695
利息費用	428	445	445
股利收入	-184	-138	-138
權益法認列關聯企業損益	9	39	39
處分不動產、廠房及設備	41	223	223
處分權益法之投資損益	--	--	--
未實現外幣兌換損益	--	--	--
應收帳款增減	-252	-355	-355
存貨增減	501	181	181
應付帳款增減	-355	2,034	2,034
<b>營業活動現金流量</b>	<b>5,501</b>	<b>7,170</b>	<b>7,170</b>
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	-74	-287	--
取得不動產、廠房及設備	-1,685	-1,826	-1,826
處分不動產、廠房及設備	8	2	2
<b>投資活動現金流量</b>	<b>-1,484</b>	<b>-2,236</b>	<b>-2,236</b>
短期借款增減	660	3,347	3,347
長期借款增減	136	-4,170	-4,170
公司債發行	--	--	--
公司債償還	--	--	--
現金增資	--	--	--
發放現金股利	-1,417	-992	-992
庫藏股票增減	0	0	--
<b>籌資活動現金流量</b>	<b>-575</b>	<b>-2,293</b>	<b>-2,293</b>
<b>淨現金流量</b>	<b>3,483</b>	<b>2,607</b>	<b>2,607</b>

資料來源：CMoney · JS 預估

2018年4月27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