



個股研究

15/4/2019

唐宮中國(1181.HK)

2018 年下半年業績有所改善；下調至「增持」評級

集團現金滿瀉 - 唐宮中國的現金水平相等於 4.4 個月的收入水平，遠高於行業水平，估計約 3 億元人民幣現金是閒置的。我們估計集團會維持 100% 的派息率，而我們期望集團能派發特別股息，以減低集團現金水平，提高股東權益回報率。

收入穩定增長 - 唐宮中國於 2018 年淨增加了 3 家餐廳，較我們預期為少，維持著集團謹慎作風。2019 年開店目標，管理層表示會開 1 至 2 家唐宮小聚，今年以鞏固現有業務為主要目標。我們估計今年集團收入增長將維持 10% 上下。

回報率仍屬較高水平 - 唐宮中國於 2018 年股東應佔利潤按年倒退 12.3% 至 1.15 億元人民幣，股東權益回報率則按年下跌 3.6% 至 22.4%，但仍然屬於行業較高水平。由於增值稅改革會對集團有負面影響，加上員工成本持續上升，我們估計今年集團盈利仍有約 10% 的下跌風險。

估值 - 我們下調唐宮中國至「增持」評級，目標價調整至 1.61 港元。此目標價是基於股息貼現估值模型(Dividend Discount Model)所推算出來。以 2019 年 4 月 12 日每股 1.38 港元計算，潛在升幅為 16.67%。

投資策略 - 2018 年中國內地宏觀經濟增長放緩，餐飲行業競爭激烈，而員工成本卻有增無減，均打擊行業盈利。唐宮中國發展步伐亦有所放緩，年內將注意力放回鞏固現有業務，謹慎開店。然而集團派息依然慷慨，股息率高達 9.13%，建議投資者於現價增持。

主要財務指標

| 截至 12 月 31 日止年度 | 2016* | 2017* | 2018 | 2019E |
|-----------------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| 收益(千元人民幣) | 1,248,455 | 1,356,142 | 1,492,128 | 1,641,341 |
| 股東應佔溢利(千元人民幣) | 100,992 | 131,329 | 115,173 | 102,867 |
| 每股盈利(分人民幣) | 9.50 | 12.35 | 10.80 | 9.64 |
| 每股股息(仙港元) | 11.17 | 14.41 | 12.60 | 11.25 |
| 收益年增長率(%) | 14.7% | 8.6% | 10.0% | 10.0% |
| 純利率(%) | 8.1% | 9.7% | 7.7% | 6.2% |
| 市盈率(倍) | 12.4 | 9.6 | 11.0 | 12.3 |
| 市賬率(倍) | 2.6 | 2.4 | 2.5 | 2.5 |
| 派息比率(%) | 100.8% | 100.0% | 100.0% | 100.0% |

資料來源：公司年報及致富集團研究部

*經重列

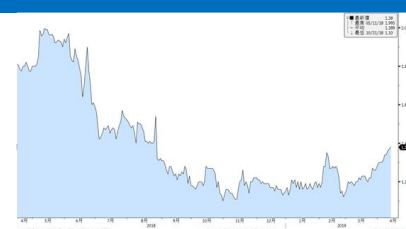
增持(下調評級)

| | |
|-------|----------|
| 目標價 | 1.61 元 |
| 前目標價 | 1.416 元* |
| 上日收市價 | 1.38 元 |

公司簡介

集團主要以唐宮品牌從事餐廳營運及食品生產。

過去一年股價走勢



| 表現(%) | 1 個月 | 半年 | 1 年 |
|---------|------|------|-------|
| 1181.HK | 15.0 | 7.8 | -23.8 |
| 恒指 | 3.4 | 17.5 | -1.3 |

資料來源：彭博

主要公司數據

| | |
|----------|----------------|
| 52 周股價範圍 | 1.09 元-1.986 元 |
| 市值 | 14.53 億元 |
| 已發行股數 | 10.69 億 |
| 每股帳面淨值 | 0.54 元 |

資料來源：彭博

劉志斌 Roy, CFA, FRM

+852 2500 9673

roy_lau@chiefgroup.com.hk



目錄

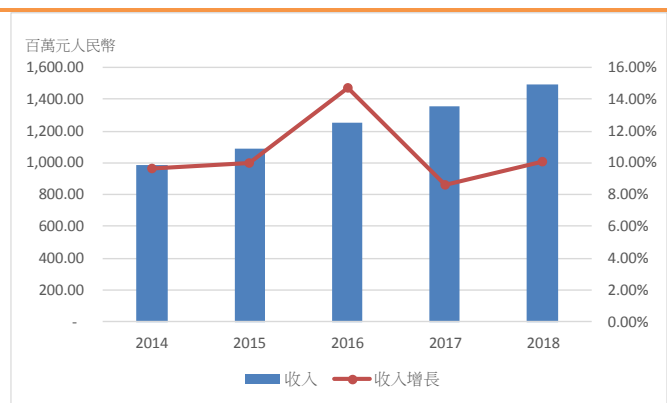
| | |
|-------------------------------|---|
| 唐宮中國 2018 年業績分析..... | 3 |
| 收入分析—收入穩定增長..... | 3 |
| 毛利率分析—增值稅下調的受害者..... | 4 |
| 成本分析—員工成本難題不容樂觀..... | 4 |
| 利潤及回報率分析—回報率略有倒退，但仍屬較高水平..... | 5 |
| 股息分析—集團現金泛濫..... | 5 |
| 預測及估值..... | 6 |



唐宮中國 2018 年業績分析

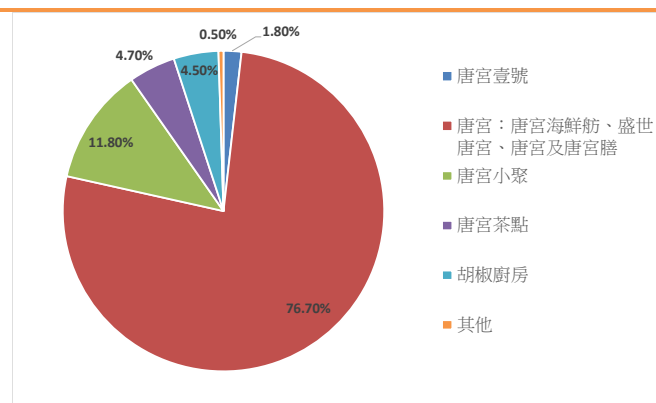
收入分析——收入穩定增長

圖表 1：集團收入及其年增長率



資料來源：公司業績公告、致富集團研究部

圖表 2：分部收入貢獻佔比



資料來源：公司業績公告、致富集團研究部

唐宮中國於 2018 年收入按年增長 10.0% 至 14.92 億元人民幣。如圖表 1 顯示，收入增長率較 2017 年略為提速，收入穩定增長。根據管理層表示，2018 年集團同店銷售增長整體持平，收入增長主要來自於 2017 年開業至今的增長店之貢獻及 2018 年新開店之收入。

至於分部收入方面，由於年內一家唐宮壹號轉為唐宮(包括唐宮海鮮舫、盛世唐宮、唐宮及唐宮膳)，因此收入佔比大幅下降至 1.8%，而唐宮仍然佔收入最大比例的 76.7%。此外，唐宮小聚收入佔比持續增加，由 2017 年的 8.9% 上升至 2018 年的 11.8%。

圖表 3：集團經營餐廳數目

| | 2018 年 | 2017 年 |
|----------------------|-----------|-----------|
| 唐宮壹號 | 1 | 2 |
| 唐宮：唐宮海鮮舫、盛世唐宮、唐宮及唐宮膳 | 30 | 28 |
| 唐宮小聚 | 8 | 7 |
| 唐宮茶點 | 4 | 4 |
| 胡椒廚房 | 15 | 14 |
| 忍者居日本料理 | 1 | 1 |
| 總數 | 59 | 56 |

資料來源：公司業績公告、致富集團研究部

唐宮中國於 2018 年淨增加了 3 家餐廳，較我們預期為少，維持著集團謹慎作風。於選擇地區方面，集團十分看好成都的發展。成都的首家中式正餐餐廳及唐宮小聚開業已超過兩年，於 2018 年營業額依然分別錄得 4.9% 及 15.2% 增長；而於 2018 年，集團再接再厲，於成都新開一家唐宮小聚及一家唐宮餐廳，兩家門店在開業三個月內亦開始錄得利潤。

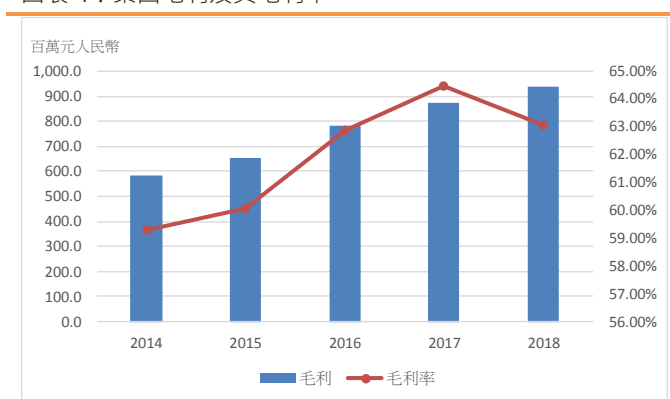


集團餐飲外賣發展仍然迅速，2018 年的外賣收入整體按年增加超過 50%，佔整體收入比例由 2017 年 4.0% 升至 2018 年 5.9%。

至於 2019 年開店目標，管理層顯得比較保守，只表示會開 1 至 2 家唐宮小聚，今年以鞏固現有業務為主要目標，希望能提高服務質素，而人流方面可能會因此略為減少。我們估計今年集團收入增長將維持 10% 上下，主要來自今年新開餐廳，及 2018 年開業兩年內的增長店之貢獻。

毛利率分析——增值稅下調的受害者

圖表 4：集團毛利及其毛利率



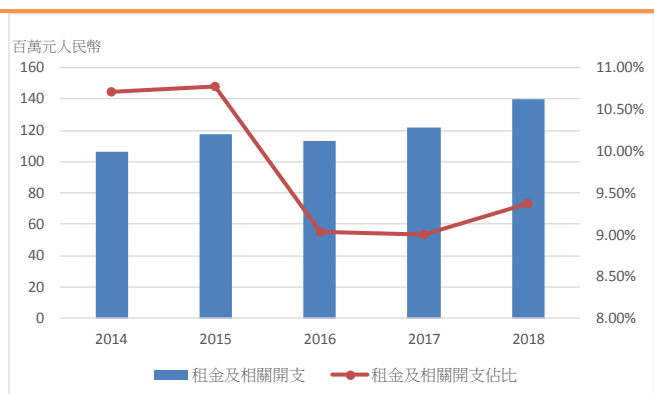
資料來源：公司業績公告、致富集團研究部

唐宮中國於 2018 年毛利按年增長 7.7% 至 9.41 億元人民幣，增速較收入慢，毛利率按年下跌 1.3% 至 63.1%。於集團業績公告表示，毛利率倒退主要由於內地增值稅率於 2017 年以來的兩次簡併及下調，令可抵扣的進項稅部份減少，增加採購成本。

於今年 4 月 1 日，內地最新的增值稅改革正式實施，原適用 16% 稅率的下調至 13%，原適用 10% 稅率下調至 9%，可是適用於餐飲業的 6% 增值稅卻保持不變。最新的增值稅改革令餐飲業的可抵扣進項稅減少，稅負反而變相增大。然而，今次增值稅改革還有其他配套措施減輕受負面影響的企業，例如生活性服務業納稅人按照當期可抵扣進項稅額加計 10% 等，估計能夠部分對沖對唐宮中國的負面影響。

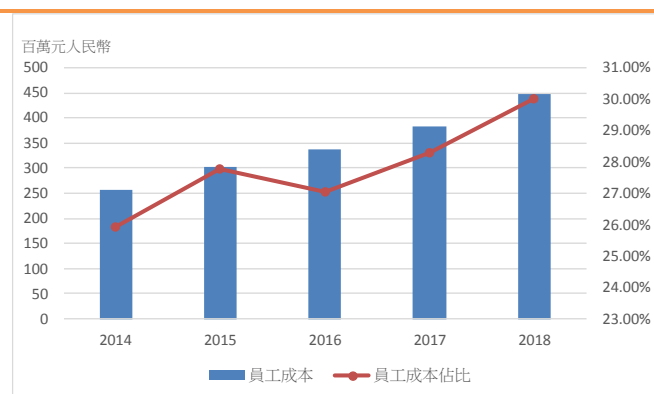
成本分析——員工成本難題不容樂觀

圖表 5：集團租金及其佔收入比例



資料來源：公司業績公告、致富集團研究部

圖表 6：集團員工成本及其佔收入比例



資料來源：公司業績公告、致富集團研究部

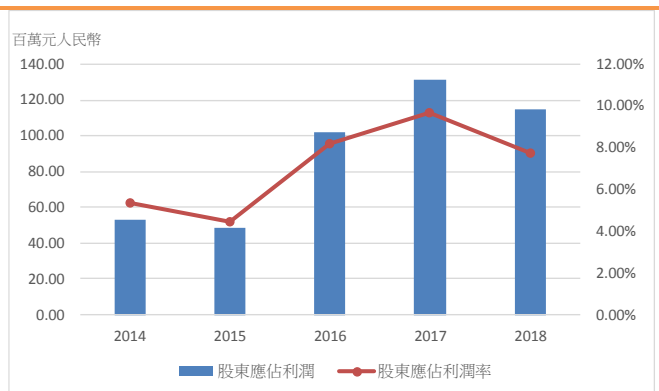


唐宮中國於 2018 年租金及相關開支按年增長 14.6% 至 1.40 億元人民幣，佔收入比例略為上升 0.4% 至 9.4%，仍然屬於行業之較低水平。我們估計租金及相關開支佔收入比例於 2019 年變化不大。

員工成本仍然是集團近年最棘手難題，亦是行業痛點。由圖表 6 顯示，2018 年集團員工成本按年上升 16.8% 至 4.48 億元人民幣，佔收入比例剛好觸及 30.0%，按年上升 1.7%。員工成本上漲主要受中國內地最低工資及社會保障計劃費用持續上漲影響。然而集團努力提升職能效益，員工成本佔收入比例由上半年的 30.7% 降至下半年的 29.3%。我們預期內地最低工資將持續上調，員工成本上漲將繼續困擾集團，不容樂觀。

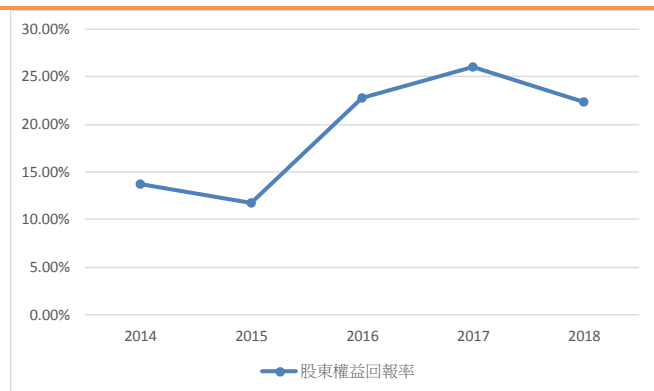
利潤及回報率分析——回報率略有倒退，但仍屬較高水平

圖表 7：集團股東應佔利潤及利潤率



資料來源：公司業績公告、致富集團研究部

圖表 8：集團股東權益回報率

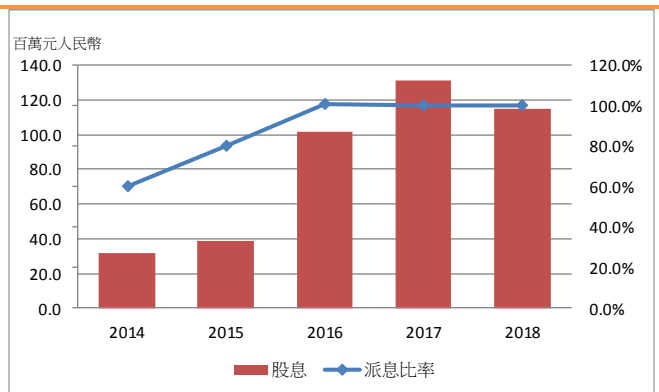


資料來源：公司業績公告、致富集團研究部

唐宮中國於 2018 年股東應佔利潤按年倒退 12.3% 至 1.15 億元人民幣，股東應佔利潤率按年下跌 2.0% 至 7.7%。集團利潤倒退主要由於上文提到的毛利率下跌及員工成本上升過快所致。至於集團股東權益回報率則按年下跌 3.6% 至 22.4%，但仍然屬於行業較高水平。由於今年 4 月實施的增值稅改革仍會對集團的毛利率有負面影響，加上員工成本持續上升，我們估計今年集團盈利仍有約 10% 的下跌風險。

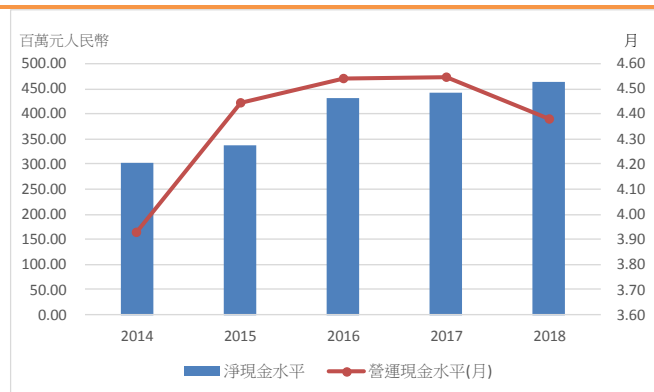
股息分析——集團現金泛濫

圖表 9：集團股息及派息比率



資料來源：公司業績公告、致富集團研究部

圖表 10：集團淨現金水平及營運現金水平¹



資料來源：公司業績公告、致富集團研究部

¹ 營運現金水平計算為集團現金除以收入乘以 12 個月



由圖表 9 可見，唐宮中國由 2016 年開始，已連續三年維持 100% 派息率，但淨現金水平仍然逐年輕微上升，達到 2018 年的 4.65 億元人民幣，可為現金滿瀉。從另一角度看，2018 年集團的現金水平相等於 4.4 個月的收入水平，遠高於行業水平。管理層指以保守計，集團通常希望現金水平維持在約 2 個月的營業額水平，換句話說，約 3 億元人民幣現金是閒置的，管理層亦變相承認集團的現金水平過高。我們估計集團會維持 100% 的派息率，而我們期望集團能派發特別股息，以減低集團現金水平，提高股東權益回報率。

預測及估值

我們下調唐宮中國至「增持」評級，目標價調整至 \$1.61。此目標價是基於股息貼現估值模型(Dividend Discount Model)所推算出來，而我們假設 10.0% 的股東要求回報率及 3.0% 長期增長率。此目標價相當於 14.3 倍 2019 年的預測市盈率(Forward P/E)。

圖表 11：唐宮中國股息貼現估值模型

| 港元 | 2019E | 終端價值 |
|----------------|---------------|--------|
| 年內每股股息 | 0.1125 | |
| 股息折現值 | 0.1023 | 1.5077 |
| 每股合理值 | 1.61 | |
| 現價 | 1.38 | |
| 潛在升幅(%) | 16.67% | |



評級釋義

| 評級 | 說明 |
|----|-----------------------------|
| 買入 | 目標價較現價有超過 30%的潛在升幅 |
| 增持 | 目標價較現價有介乎 10.1%至 29.9%的潛在升幅 |
| 中性 | 目標價正處於現價正負 10%變幅的區間之內 |
| 減持 | 目標價較現價有介乎 10.1%至 29.9%的潛在跌幅 |
| 沽出 | 目標價較現價有超過 30%的潛在跌幅 |



免責聲明

本報告由致富證券有限公司(“致富證券”)提供，所載之內容或意見乃根據本公司認為可靠之資料來源來編製，惟本公司並不就此等內容之準確性、完整性及正確性作出明示或默示之保證。本報告內之所有意見均可在不作另行通知之下作出更改。本報告的作用純粹為提供資訊，並不應視為對本報告內提及的任何產品買賣或交易之專業推介、建議、邀請或要約。致富證券及其附屬公司、僱員及其家屬及有關人士可於任何時間持有、買賣或以市場認可之方式，包括以代理人或當事人對本報告內提及的任何產品進行投資或買賣。投資附帶風險，投資者需注意投資項目之價值可升亦可跌，而過往之表現亦不一定反映未來之表現。投資者進行投資前請尋求獨立之投資意見。致富證券在法律上均不負責任何人因使用本報告內資料而蒙受的任何直接或間接損失。致富證券擁有此報告內容之版權，在未獲致富集團許可前，不得翻印、分發或發行本報告以作任何用途。撰寫研究報告內的分析員均為根據證券及期貨條例註冊的持牌人士，此等人士保證，文中觀點均為其對有關報告提及的證券及發行者的真正看法。截至本報告發表當日，此等人士均未於本報告中提及的公司或與此等公司相同集團的成員公司之證券存有權益。