

## 大昌行 (1828 HK, HK\$3.53, 未评级) — 汽车经销业务逐步改善, 消费品分销业务可能成为未来收入增长主要驱动力

梁甫茵  
(852) 3900 0826  
fionaliang@cmbi.com.hk

❖ **2016年业绩平平。**大昌行(DCH)是一家集团公司,主要在大中华区和南亚地区从事汽车,食品和个人护理产品的贸易和分销业务。在2016年,公司总收入为46.462亿港元,同比增长3.7%,净利润为5.11亿港元,同比下降10.4%。收入增长平平主要是由于汽车经销业务,特别是香港和澳门地区,停滞不前的收入增长所造成的。汽车经销业务在2016年贡献了超过70%的收入。同时,其食品和消费品分销业务也表现不好,营业额在2016年上半年同比下降8.6%,在2016年下半年再同比下降5.6%。消费品分销部门的净利润同比下降了42%,主要是受到计提一次性费用和注销老化库存的拖累。

❖ **汽车经销业务在2016年下半年有所改善。**在2016年下半年,尽管人民币贬值,由于中国汽车市场的火爆,大昌行来自中国内地的汽车经销业务收入自2014年下半年以来首次实现正的同比增长(3.2%)。而来自香港和澳门地区的收入继续因为税收优惠和淡薄的消费者情绪影响,下半年收入同比下降18.7%。展望未来,管理层认为汽车经销行业的低潮期已过去,预计2017年来自中国大陆经销业务的毛利率将有所改善-2016年下半年利润率从2015年的0.1%上升至1.0%,但仍比2014年上半年的毛利率低63个基点。此外,大昌行将继续通过兼并并购或发展新门店项目来继续扩张经销网络,以推动销量增长,同时致力于发展融资租赁业务。截至2016年年底,大昌行在中国大陆一共经营80家4S店和14家展厅。而港澳经销业务方面,由于日元疲软和2018年香港开始实施欧6排放标准从而在2017年推动更换需求,港澳汽车业务将实现温和改善。

❖ **收购利丰亚洲(LFA)。**在2016年下半年,大昌行以3.5亿美元的代价收购了利丰亚洲。利丰亚洲是一家消费品和医疗保健品经销商。根据管理层的说法,目前整合进展良好,大昌行旨在扩大其消费品分销领域的业务,并希望汽车经销和消费品经销业务之间寻得一个平衡点。我们预计成功收购将改善大昌行的盈利状况,因为它将创造规模经济并实现收入多元化。利丰亚洲于2016年下半年向大昌行贡献了38.79亿港元的收入及8,500万港元净利润。未来大昌行希望利用其母公司中信集团的平台和优势,寻求更多的并购机会,并在中国大陆拓展业务。

❖ **便宜的估值。**该股股价为9.3倍动态市盈率,历史动态市盈率为8.3倍,而目前行业平均水平为10.4倍。我们认为股价以其当前价格来说是便宜的,因为它在同业中的第二低的动态市盈率和0.6倍的动态市净率,远低于其历史平均水平0.9倍。

### 大昌行(1828 HK)

评级	未评级
收市价	HK\$3.53
市值(港币百万)	6,467
过去3个月平均交易(港币百万)	11.37
52周高/低(港币)	3.93/2.79
发行股数(百万)	1,832.0
主要股东	中信集团(56.07%)

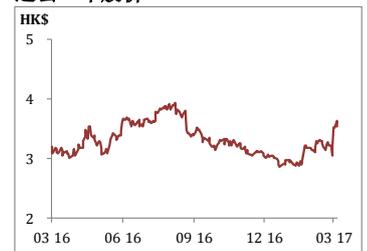
来源:彭博

### 股价表现

	绝对	相对
1月	15.3%	13.0%
3月	19.9%	15.2%
6月	5.2%	5.5%

来源:彭博

### 过去一年股价



### 财务资料

(截至12月31日)	FY14A	FY15A	FY16A
营业额(百万港币)	46,489	44,803	46,462
净利润(百万元港币)	420	648	632
每股收益(港币)	0.23	0.31	0.28
每股收益变动(%)	-37.5	35.7	-10.4
市盈率(x)	15.4	11.3	12.7
市帐率(x)	0.7	0.7	0.7
股息率(%)	4.5	3.5	2.4
权益收益率(%)	5.4	7.1	7.1
净财务杠杆率(%)	77.5	56.5	66.9

来源:公司及招銀国际研究部

## 免责声明及披露

### 分析员声明

负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，就本报告所提及的证券及其发行人做出以下声明：（1）发表于本报告的观点准确地反映有关他们个人对所提及的证券及其发行人的观点；（2）他们的薪酬在过往、现在和将来与发表在报告上的观点并无直接或间接关系。

此外，分析员确认，无论是他们本人还是他们的关联人士（按香港证券及期货事务监察委员会操作守则的相关定义）（1）并没有在发表研究报告 30 日前处置或买卖该等证券；（2）不会在发表报告 3 个工作日内处置或买卖本报告中提及的该等证券；（3）没有在有关香港上市公司内任职高级人员；（4）并没有持有有关证券的任何权益。

### 招银证券投资评级

买入	: 股价于未来 12 个月的潜在涨幅超过 15%
持有	: 股价于未来 12 个月的潜在变幅在-10%至+15%之间
卖出	: 股价于未来 12 个月的潜在跌幅超过 10%
未评级	: 招银国际并未给予投资评级

### 招银国际证券有限公司

地址: 香港中环夏慤道 12 号美国银行中心 18 楼 1803-04 室 电话: (852) 3900 0888 传真: (852) 3900 0800

招银国际证券有限公司(“招银证券”)为招银国际金融有限公司之全资附属公司(招银国际金融有限公司为招商银行之全资附属公司)

### 重要披露

本报告内所提及的任何投资都可能涉及相当大的风险。报告所载数据可能不适合所有投资者。招银证券不提供任何针对个人的投资建议。本报告没有把任何人的投资目标、财务状况和特殊需求考虑进去。而过去的表现亦不代表未来的表现，实际情况可能和报告中所载的大不相同。本报告中所提及的投资价值或回报存在不确定性及难以保证，并可能会受目标资产表现以及其他市场因素影响。招银证券建议投资者应该独立评估投资和策略，并鼓励投资者咨询专业财务顾问以便作出投资决定。

本报告包含的任何信息由招银证券编写，仅为本公司及其关联机构的特定客户和其他专业人士提供的参考数据。报告中的信息或所表达的意见皆不可作为或被视为证券出售要约或证券买卖的邀请，亦不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司及其雇员不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。我们不对因依赖本报告所载资料采取任何行动而引致之任何直接或间接的错误、疏忽、违约、不谨慎或各类损失或损害承担任何的法律风险。任何使用本报告信息所作的投资决定完全由投资者自己承担风险。

本报告基于我们认为可靠且已经公开的信息，我们力求但不担保这些信息的准确性、有效性和完整性。本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整，且不承诺作出任何相关变更的通知。本公司可发布其它与本报告所载资料及/或结论不一致的报告。这些报告均反映报告编写时不同的假设、观点及分析方法。客户应该小心注意本报告中所提及的前瞻性预测和实际情况可能有显著区别，唯我们已合理、谨慎地确保预测所用的假设基础是公平、合理。招银证券可能采取与报告中建议及/或观点不一致的立场或投资决定。

本公司的关联机构在过去 12 个月内与报告中提到的公司有投资银行业务的关系。因此，投资者应注意本报告可能存在的客观性及利益冲突的情况，本公司将不会承担任何责任。本报告版权仅为本公司所有，任何机构或个人于未经本公司书面授权的情况下，不得以任何形式翻版、复制、转售、转发及或向特定读者以外的人士传阅，否则有可能触犯相关证券法规。

如需索取更多有关证券的信息，请与我们联系。

对于接收此份报告的英国投资者

本报告仅提供给符合(I)2000年英国不时修订之金融服务及市场法令 2005年(金融推广)令(“金融服务令”)第 19(5)条之人士及(II)属金融服务令第 49(2)(a)至(d)条(高净值公司或非公司社团等)之机构人士，未经招银证券书面授权不得提供给其他任何人。

对于接收此份报告的美国投资者

本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法规 15a-6 定义的“主要机构投资者”，不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人。