

大昌行(1828 HK, HK\$3.53, 未評級) — 汽車經銷業務逐步改善, 消費品分銷業務可能成為未來收入增長主要驅動力

- ❖ **2016年業績平平。**大昌行(DCH)是一家集團公司, 主要在大中華區和南亞地區從事汽車, 食品和個人護理產品的貿易和分銷業務。在2016年, 公司總收入為46.462億港元, 同比增長3.7%, 淨利潤為5.11億港元, 同比下降10.4%。收入增長平平主要是由於是汽車經銷業務, 特別是香港和澳門地區, 停滯不前的收入增長所造成的。汽車經銷業務在2016年貢獻了超過70%的收入。同時, 其食品和消費品分銷業務也表現不好, 營業額在2016年上半年同比下降8.6%, 在2016年下半年再同比下降5.6%。消費品分銷部門的淨利潤同比下降了42%, 主要是受到記提一次性費用和註銷老化庫存的拖累。
- ❖ **汽車經銷業務在2016年下半年有所改善。**在2016年下半年, 儘管人民幣貶值, 由於中國汽車市場的火爆, 大昌行來自中國內地的汽車經銷業務收入自2014年下半年以來首次實現正的同比增長(3.2%)。而來自香港和澳門地區的收入繼續因為稅收優惠和淡薄的消費者情緒影響, 下半年收入同比下降18.7%。展望未來, 管理層認為汽車經銷行業的低潮期已過去, 預計2017年來自中國大陸經銷業務的毛利率將有所改善-2016年下半年利潤率從2015年的0.1%上升至1.0%, 但仍比2014年上半年的毛利率低63個基點。此外, 大昌行將繼續通過兼併並購或發展新門店專案來繼續擴張經銷網路, 以推動銷量增長, 同時致力於發展融資租賃業務。截至2016年年底, 大昌行在中國大陸一共經營80家4S店和14家展廳。而港澳經銷業務方面, 由於日元疲軟和2018年香港開始實施歐6排放標準從而在2017年推動更換需求, 港澳汽車業務將實現溫和改善。
- ❖ **收購利豐亞洲(LFA)。**在2016年下半年, 大昌行以3.5億美元的代價收購了利豐亞洲。利豐亞洲是一家消費品和醫療保健品經銷商。根據管理層的說法, 目前整合進展良好, 大昌行旨在擴大其消費品分銷領域的業務, 並希望汽車經銷和消費品經銷業務之間尋得一個平衡點。我們預計成功收購將改善大昌行的盈利狀況, 因為它將創造規模經濟並實現收入多元化。利豐亞洲於2016年下半年向大昌行貢獻了38.79億港元的收入及8,500萬港元淨利潤。未來大昌行希望利用其母公司中信集團的平臺和優勢, 尋求更多的並購機會, 並在中國大陸拓展業務。
- ❖ **便宜的估值。**該股股價為9.3倍動態市盈率, 歷史動態市盈率为8.3倍, 而目前行業平均水準為10.4倍。我們認為股價以其當前價格來說是便宜的, 因為它在同業中的第二低的動態市盈率和0.6倍的動態市淨率, 遠低於其歷史平均水準0.9倍。

財務資料

| (截至12月31日) | FY14A | FY15A | FY16A |
|-------------|--------|--------|--------|
| 營業額(百萬元人民幣) | 46,489 | 44,803 | 46,462 |
| 淨利潤(百萬元人民幣) | 420 | 648 | 632 |
| 每股收益(分人民幣) | 0.23 | 0.31 | 0.28 |
| 每股收益變動(%) | -37.5 | 35.7 | -10.4 |
| 市盈率(x) | 15.4 | 11.3 | 12.7 |
| 市帳率(x) | 0.7 | 0.7 | 0.7 |
| 股息率(%) | 4.5 | 3.5 | 2.4 |
| 權益收益率(%) | 5.4 | 7.1 | 7.1 |
| 淨財務槓杆率(%) | 77.5 | 56.5 | 66.9 |

來源: 公司、彭博

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

大昌行(1828 HK)

| | |
|----------------|--------------|
| 評級 | 未評級 |
| 收市價 | HK\$3.53 |
| 市值(港幣百萬) | 6,467 |
| 過去3月平均交易(港幣百萬) | 11.37 |
| 52周高/低(港幣) | 3.93/2.79 |
| 發行股數(百萬) | 1,832.0 |
| 主要股東 | 中信集團(56.07%) |

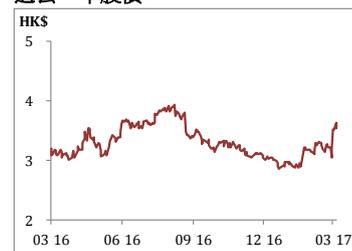
來源: 彭博

股價表現

| | 絕對 | 相對 |
|----|-------|-------|
| 1月 | 15.3% | 13.0% |
| 3月 | 19.9% | 15.2% |
| 6月 | 5.2% | 5.5% |

來源: 彭博

過去一年股價



來源: 彭博

免責聲明及披露

分析員聲明

負責撰寫本報告的全部或部分內容之分析員，就本報告所提及的證券及其發行人做出以下聲明：(1) 發表於本報告的觀點準確地反映有關於他們個人對所提及的證券及其發行人的觀點；(2) 他們的新酬在過往、現在和將來與發表在報告上的觀點並無直接或間接關係。

此外，分析員確認，無論是他們本人還是他們的關聯人士（按香港證券及期貨事務監察委員會操作守則的相關定義）(1) 並沒有在發表研究報告 30 日前處置或買賣該等證券；(2) 不會在發表報告 3 個工作日內處置或買賣本報告中提及的該等證券；(3) 沒有在有關香港上市公司內任職高級人員；(4) 並沒有持有有關證券的任何權益。

招銀證券投資評級

| | |
|-----|--------------------------------|
| 買入 | : 股價於未來 12 個月的潛在漲幅超過 15% |
| 持有 | : 股價於未來 12 個月的潛在變幅在-10%至+15%之間 |
| 賣出 | : 股價於未來 12 個月的潛在跌幅超過 10% |
| 未評級 | : 招銀國際並未給予投資評級 |

招銀國際證券有限公司

地址: 香港中環夏慤道 12 號美國銀行中心 18 樓 1803-04 室 電話: (852) 3900 0888 傳真: (852) 3900 0800

招銀國際證券有限公司(“招銀證券”)為招銀國際金融有限公司之全資附屬公司(招銀國際金融有限公司為招商銀行之全資附屬公司)

重要披露

本報告內所提及的任何投資都可能涉及相當大的風險。報告所載資料可能不適合所有投資者。招銀證券不提供任何針對個人的投資建議。本報告沒有把任何人的投資目標、財務狀況和特殊需求考慮進去。而過去的表現亦不代表未來的表現，實際情況可能和報告中所載的大不相同。本報告中所提及的投資價值或回報存在不確定性及難以保證，並可能會受標的資產表現以及其他市場因素影響。招銀證券建議投資者應該獨立評估投資和策略，並鼓勵投資者諮詢專業財務顧問以便作出投資決定。

本報告包含的任何資訊由招銀證券編寫，僅為本公司及其關聯機構的特定客戶和其他專業人士提供的參考資料。報告中的資訊或所表達的意見皆不可作為或被視為證券出售要約或證券買賣的邀請，亦不構成任何投資、法律、會計或稅務方面的最終操作建議，本公司及其雇員不就報告中的內容對最終操作建議作出任何擔保。我們不對因依賴本報告所載資料採取任何行動而引致之任何直接或間接的錯誤、疏忽、違約、不謹慎或各類損失或損害承擔任何的法律責任。任何使用本報告資訊所作的投資決定完全由投資者自己承擔風險。

本報告基於我們認為可靠且已經公開的資訊，我們力求但不擔保這些資訊的準確性、有效性和完整性。本報告中的資料、意見、預測均反映報告初次公開發佈時的判斷，可能會隨時調整，且不承諾作出任何相關變更的通知。本公司可發佈其它與本報告所載資料及/或結論不一致的報告。這些報告均反映報告編寫時不同的假設、觀點及分析方法。客戶應該小心注意本報告中所提及的前瞻性預測和實際情況可能有顯著區別，唯我們已合理、謹慎地確保預測所用的假設基礎是公平、合理。招銀證券可能採取與報告中建議及/或觀點不一致的立場或投資決定。

本公司的關聯機構在過去 12 個月內與報告中提到的公司有投資銀行業務的關係。因此，投資者應注意本報告可能存在的客觀性及利益衝突的情況，本公司將不會承擔任何責任。本報告版權僅為本公司所有，任何機構或個人於未經本公司書面授權的情況下，不得以任何形式翻版、複製、轉售、轉發及或向特定讀者以外的人士傳閱，否則有可能觸犯相關證券法規。

如需索取更多有關證券的資訊，請與我們聯絡。

對於接收此份報告的英國投資者

本報告僅提供給符合(I)2000年英國不時修訂之金融服務及市場法令 2005年(金融推廣)令(“金融服務令”)第 19(5)條之人士及(II)屬金融服務令第 49(2)(a)至(d)條(高淨值公司或非公司社團等)之機構人士，未經招銀證券書面授權不得提供給其他任何人。

對於接收此份報告的美國投資者

本報告僅提供給美國 1934 年證券交易法規則 15a-6 定義的“主要機構投資者”，不得提供給其他任何個人。接收本報告之行為即表明同意接受協議不得將本報告分發或提供給任何其他人士。