

公司研究報告

2019年1月11日

# 大昌行集團 ( 1828.HK )

張健民,CFA

研究部主管

[ivan.cheung@sinopac.com](mailto:ivan.cheung@sinopac.com)

黃景成

研究員

[gary.wong@sinopac.com](mailto:gary.wong@sinopac.com)

謝學文

研究員

[raymond.tse@sinopac.com](mailto:raymond.tse@sinopac.com)

黃淼雲

研究員

[james.wong@sinopac.com](mailto:james.wong@sinopac.com)

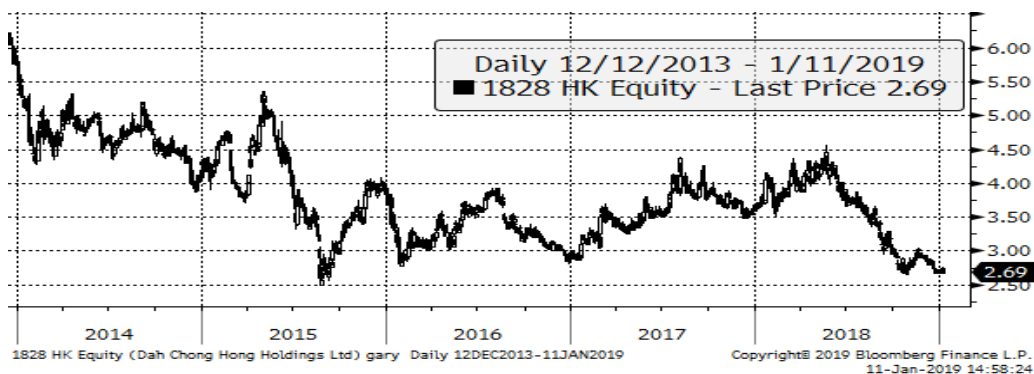
## 公司簡介

- 大昌行 ( 1828 ) 是一家亞洲區多元化汽車及消費品分銷企業，1949 年創辦的貿易公司，擁有廣泛覆蓋的物流網絡。業務包括汽車分銷和代理、物流、食品及消費品，在中港澳有大量銷售點及服務中心。大昌行是大中華地區領先的汽車代理及分銷商，並提供全面的汽車相關服務包括保養、租賃、維修及融資。大昌行的消費品業務包括食品、快速消費品、醫療保健及電子產品分銷，以及食品加工、貿易及零售。大昌行致力提供最優質的產品予亞洲區的消費者，為來自逾 30 個國家，超過一千個品牌服務，業務覆蓋 12 個亞洲經濟體，是品牌首選的合作夥伴。大昌行在亞太區僱用 17,000 多名員工，母公司為中國最大的綜合性企業中信股份 ( 267 )。
- 公司主要業務收入有兩種，分別為汽車業務、食品及消費品業務。兩種業務在 1H2018 營收上分別佔比為 74.2% 及 25.7%。在 1H2018，大昌行營業額 244.74 億元，同比增 4.8%；股東應佔溢利約港幣 2.75 億元，同比升 18.5%。毛利為 34.3 億元，按年增約 7.5%，毛利率為 14.0%，同比增加 0.4%。上半年採納香港財務報告準則第 15 號「來自客戶合約之收入」，以致若干業務收入出現下滑，撇除會計準則的影響，以相同基準計算，上半年的營業額按年增幅為 9.8%。

## 股票資料

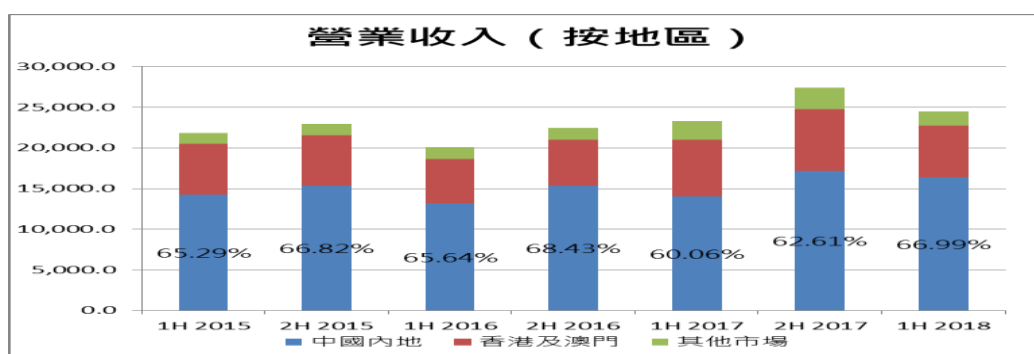
股份編號:	1828.HK
市價:	HKD 2.69
市值:	約 HKD 50.92 億
52 周低/高位:	HKD 2.65 - 4.57
現價市盈率:	6.2 倍
預計市盈率:	5.1 倍
建議買進價:	HKD 2.6 - 2.8
建議止蝕價:	HKD 2.4
預期目標價:	HKD 3.5

圖 1：大昌行集團 ( 1828.HK ) 股價圖



資料來源：彭博·永豐金證券 ( 亞洲 )

圖 2：各業務營業收入 ( 按地區 )

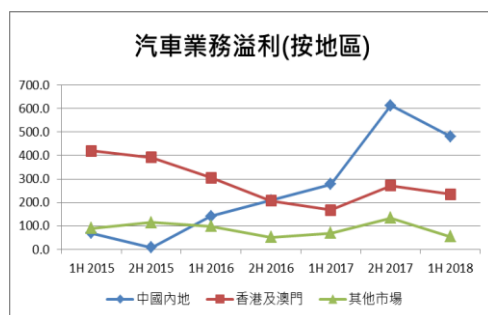


資料來源：彭博·永豐金證券 ( 亞洲 )

### 汽車業務

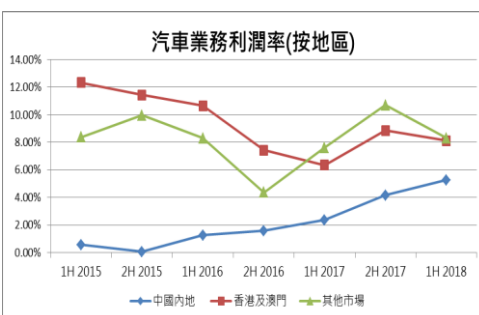
- 集團在香港及國內從事不同種類的汽車相關業務，包括汽車租賃、連鎖式汽車維修中心、二手車買賣、汽車金融、汽車保險、汽車機油調配、特種車工程、分銷零部件及汽車環保產品及從英國進口公主 (Princess) 遊艇的分銷業務。
- 內地汽車業務收入占 80.5%，香港及澳門地區占 15.9%，其他地區占 3.6%。汽車業務占 1H2018 盈利 97.3%，當中中國內地佔 60.9%、香港占 29.7%、其他地區占 6.8%。
- 中國汽車業務邊際利潤率持續上揚。**1H2018 同比增長 73.4%，歸功於豪華車銷售的上升，我們預計公司規模擴張和豪華品牌的快速增長提升盈利能力、新車銷量上升和衍生業務產品創新改善毛利結構。傳統經銷商依賴完善的售後業務和汽車金融佈局，仍然掌握著市場的主動權。在 4S 店上，由 1H2017 的 79 間增至 86 間，增幅約 13.2%，有助日後擴大汽車銷售營業額，有利轉化成高毛利的售後服務。售後服務收入佔 4S 特約店總收入的 9.5%，增長 31.2%
- 香港及澳門汽車業務平穩。**商業車輛銷售降低 9.7%，轎車銷售同比增長 26.9% 至 3,901 台，溢利因而顯著提升 39.9% 至港幣 235 百萬元。集團於 2018 年 4 月開始向香港政府的食物環境衛生署交付 34 台中國重汽歐盟六期洗街車，是政府機構購入的首批國產歐盟六期車輛。同時就計劃於 2018 年 9 月通車的港珠澳大橋項目，獲得了唯一供應雙層跨境穿梭巴士及回收拖車的合同。日元匯價上揚，或對香港汽車銷售毛利率構成壓力。香港汽車業務大約有 30% 來源日本汽車銷售。我們預期 2H2018 香港地區的商業車輛出現反彈，轎車銷售或增速放緩。
- 其他地區汽車溢利受壓。**1H2018 收入同比減少 29.3% 至港幣 6.5 億元，經營溢利同比減少 22.9% 至港幣 5.4 千萬萬元。受集團在新加坡的歐盟六期車輛交付時間延遲拖累，其他地區汽車業務溢利大幅減少。新加坡的歐盟六期車輛交付預計將在年底前完成交付，但由於新加坡政府已於 2017 年完成商用車提前退役計劃，加上陸路交通管理局於 2018 年實施凍結車輛增長的政策，馬新高鐵項目擱置，目前難見其他地區汽車業務的長遠增長動力。

圖 3：汽車業務溢利



資料來源：彭博，永豐金證券（亞洲）

圖 4：汽車業務利潤率

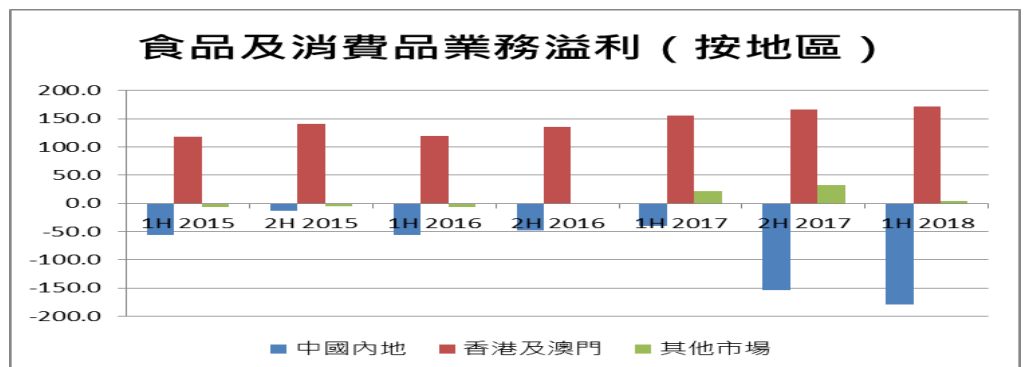


資料來源：彭博，永豐金證券（亞洲）

### 食品及消費品業務

- 集團擁有全面食品供應鏈包括食品製造及加工業務、食品分銷業務、零售網絡。同時亦為零售商、批發商、食品製造商及餐飲服務商供應種類繁多的食品及國際主要快速消費品 (FMCG)，包括急凍及冰鮮肉類和海產、食用油、糖、大米、飲品、多種家居用品、保健產品。同時至於消費品分銷方面，集團批發、分銷、銷售國際著名的電器產品。在中國內地，集團於主要城市設立大昌影音專賣店，售賣時尚耳機及一系列中高檔影音產品，建立了影音產品的零售網絡。在物流方面，設有一站式的物流配套，為其全面食品供應鏈及第三方客戶提供全方位服務。集團的物流網路遍及港澳、上海、新會、廈門、廣州及深圳等多個城市，有效為集團食品業務帶來協同效應。
- 食品及消費品業務占收入的 25.6%，當中香港及澳門地區佔 55.8%，中國內地佔 27.9%、其他地區佔 16.4%。
- **中國地區消費品業務重組工作仍在繼續。**中國地區連續三個半年度虧損增加，虧損增加至 1.75 億元。我們預期新管理層對內地的重整可以是該業務於 2H2018 得以改善。於 1H2018 出現儘管目前對美國進口貨品徵收的關稅，僅對小部分的食品和快速消費品品牌構成影響。
- **香港及澳門地區業務持續獲得增長**，香港及澳門食品及快速消費品業務在採納香港財務報告準則第 15 號後，收入減少 10.9%，然而，若以相同基準計算，收入平穩並錄得輕微增長 0.9%。溢利連續四個半年度按 CAGR 計算，從 1H2016 至 1H2018，增長每期約 9.65%。
- **其他地區溢利大幅減少。**其他地區自 1H2017 虧轉盈，由於大昌行重組新加坡及東馬來西亞的業務，精簡了東南亞業務，因此其他市場的食品和快速消費品收入下跌 37.8%，導致該分部錄得經營虧損。預期 2H2018 盈利能力得到改善，但佔集團利潤份額仍然較少。

圖 5：食品及消費品業務溢利



資料來源：彭博，永豐金證券 (亞洲)

## 未來展望

- **新管理層上任。**黎汝雄先生、李德華先生及馮潔儀女士在 2017 年 3 月 1 日起分別接任行政總裁、汽車集團之主管及財務總裁。黎先生擁有豐富的上市公司管理經驗，包括華潤啤酒 ( 291 ) 等多間上市公司的高管，預期可以在日常管理及有效地執行企業策略及政策，為集團提供新的增長動力。
- **背靠中信股份 ( 267 ) 支持。**中信股份 ( 267 ) 於 2017 收購麥當勞在中國內地及香港的業務，行政總裁亦表示與麥當勞合作肯定是未來一個發展方向，未來或能成為原材料及物流供應商之一，有望成為未來增長動力。中信股份擁有的大網絡及龐大人脈關係，可為大昌行生意帶來支持，冀望未來的合作發展。
- **下半年股息值得期待。**去年 5 月出售麗晶花園商場 8、9 樓及天台合共 377 個車位，是次出售估計收益逾 4 億元。單計這筆收益，就超過 1H2018 的經營溢利，以往年派息比率維持 30% - 40%，估計對比 2017 股息有一定的增長。
- **加強香港消費品業務，**集團與電視廣播 ( 511 ) 旗下的 Big Big Shop 加強合作，推廣汽車租賃，同時亦可以客戶對旗下批發產品的體驗。

## 風險

- **下半年內地汽車業務受經營環境影響。**儘管美國進口關稅增加及進口汽車減低關稅將對集團銷售量的直接影響輕微。但根據乘聯會最新數據顯示，內地 2018 年 12 月份廣義乘用車零售銷量 226 萬輛，按年減少 19%；同時全年廣義乘用車零售銷量亦按年減少 6%，為逾 20 年來首次年度下跌；去年全年累計銷量達 2235 萬輛，按年下降 5.8%。除了銷量，產量增速亦有下降，去年全年狹義乘用車產量按年增速下降 5%。在內地汽車業不景氣的大環境下，預期 2H2018 該業務盈利受壓，但由於 2018 年基數較低，2019 有望獲較大幅度增長。
- **內地食品及消費品業務或虧損擴大。**在貿易戰、人民幣貶值、內地經濟增速放緩及消費降級下的市場不明朗因素下，有可能在不同界別上影響消費者信心，從而影響集團的盈利。

我們的看法

- 估值方面，我們預期大昌行 2018 年盈利 9.66 億元，EPS 0.53 元，按年增長約 19%，往績 PE 6.1 倍，預測 PE 約 5.1 倍。最近 5 年平均 PE 10.4 倍，現時折讓一半。
- 與汽車經銷同業相比，中升控股 ( 881 ) PE 約 8.8 倍，正通汽車 ( 1728 ) 約 6.6 倍，大昌行約 6.2 倍，估值更為吸引。同時周息率亦比同行為高，具備一定防守力。
- 股息方面，我們估計集團 2018 年的 EPS 0.53 元，若按照派息比率 35% 估算，股息有望達 0.18 元。以現價 2.69 元估算，預期周息率逾 6.8%。
- 大昌行價低，估值吸引，息率高。可以在介乎 2.6 – 2.8 元區間收集，預料勝算較大，上望 3.5 元，止損價為 2.4 元。

圖 6：大昌行集團過去 5 年市盈率



資料來源：彭博，永豐金證券 ( 亞洲 )

## 免責聲明

本報告所載資訊、工具及資料僅作參考資料用途，並不用作或視作為銷售、提呈或招攬購買或認購本報告所述證券、投資產品或其他金融工具之邀請或要約，也不構成對有關證券、投資產品或其他金融工具的任何意見或建議。編制本研究報告僅作一般發送。並不考慮接獲本報告之任何特定人士之特定投資對象、財政狀況及特別需求。閣下須就個別投資作出獨立評估，於作出任何投資或訂立任何交易前，閣下須就本報告所述任何證券諮詢獨立財務顧問。

本報告所載資訊、工具及資料並非用作或擬作分派予在分派、刊發、提供或使用有關資訊、工具及資料抵觸適用法例或規例之司法權區或導致永豐金證券（亞洲）及／或其附屬公司或聯屬公司須遵守該司法權區之任何註冊或申領牌照規定的有關司法權區的公民或居民。

本報告所載資料及意見均獲自或源於永豐金證券（亞洲）可信之資料來源，但永豐金證券（亞洲）並不就其準確性或完整性作出任何聲明，於法律及／或法規准許情況下，永豐金證券（亞洲）概不會就本報告所載之資料引致之損失承擔任何責任。本報告不應倚賴以取代獨立判斷。永豐金證券（亞洲）可能已刊發與本報告不一致及與本報告所載資料達致不同結論之其他報告。該等報告反映不同假設、觀點及編制報告之分析員之分析方法。

主要負責編制本報告之研究分析員確認：（a）本報告所載所有觀點準確反映其有關任何及所有所述證券或發行人之個人觀點；及（b）其於本報告所載之具體建議或觀點於過去、現在或將來，不論直接或間接概與其薪酬無關。

過往表現並不可視作未來表現之指標或保證，亦概不會對未來表現作出任何明示或暗示之聲明或保證。

永豐金證券（亞洲）之董事或僱員，如有投資於本報告內所涉及的任何公司之證券或衍生產品時，其所作出的投資決定，可能與這報告所述的觀點並不一致。

## 一般披露事項

永豐金證券（亞洲）及其高級職員、董事及僱員（包括編制或刊發本報告之相關人士）可以在法律准許下不時參與及投資本報告所述證券發行人之融資交易，為有關發行人提供服務或招攬業務，及／或於有關發行人之證券或期權或其他有關投資中持倉或持有權益或其他重大權益或進行交易。此外，其可能為本報告所呈列資料所述之證券擔任市場莊家。永豐金證券（亞洲）可以在法律准許下，在本報告所呈列的資料刊發前利用或使用有關資料行事或進行研究或分析。永豐金證券（亞洲）一名或以上之董事、高級職員及／或僱員可擔任本報告所載證券發行人之董事。永豐金證券（亞洲）在過去三年之內可能曾擔任本報告所提供及任何或所有實體之證券公開發售之經辦人或聯合經辦人，或現時為其證券發行建立初級市場，或正在或在過去十二個月內就本報告所述投資或一項有關投資提供重要意見或投資服務。

本研究報告的編制僅供一般刊發。本報告並無考慮收取本報告的任何個別人士之特定投資目標、財務狀況及個別需要。本報告所載資料相信為可予信賴，然而其完整性及準確性並無保證。本報告所發表之意見可予更改而毋須通知，本報告任何部分不得解釋為提呈或招攬購買或出售任何於報告或其他刊物內提述的任何證券或金融工具。本公司毋須承擔因使用本報告所載資料而可能直接或間接引致之任何責任。

## 根據香港證券及期貨事務監察委員會規定之監管披露事項

永豐金證券（亞洲）有限公司（「永豐金證券（亞洲）」）之政策：

- 刊發投資研究之研究分析員並不直接受投資銀行或銷售及交易人員監督，並不直接向其報告。
- 研究分析員之薪酬或酬金不應與特定之投資銀行工作或研究建議掛鉤。
- 禁止研究分析員或其關係人從事其研究／分析／涉及範圍內的任何公司之證券或衍生產品的買賣活動。
- 禁止研究分析員或其關係人擔任其研究／分析／涉及範圍內的任何公司之董事職務或其他職務。

永豐金證券（亞洲）集團於香港從事投資銀行、坐盤交易、市場莊家或促銷或代理買賣之公司〔包括永豐金證券（亞洲）〕（「該等公司」）並非本報告所分析之公司證券之市場莊家。

該公司與報告中提到的公司在最近的 12 個月內沒有任何投資銀行業務關係。

截至 2019 年 1 月 11 日，若永豐金證券（亞洲）有限公司擁有上述任何公司的財務權益，其合計總額未有相等於或高於上述任何公司市場資本值的 1%。

## 分析員認證：

本研究報告中所表達的意見，準確地反映了分析員對於有關證券或發行人的個人觀點。研究分析員的薪酬與在報告中表達的具體建議或觀點沒有任何直接或間接的相關。

©2017 永豐金證券（亞洲）有限公司。保留所有權利。除非特別允許，該報告任何部分不得未經永豐金證券（亞洲）有限公司事先書面許可以任何方式進行複製或分發。永豐金證券（亞洲）有限公司概不承擔協力廠商此方面行為的任何責任。