

东京中央拍卖控股有限公司(1939 HK)

评分：60分 · 评级：中性

公司简介：

东京中央拍卖成立仅七年，是一间在香港和日本从事中国及日本艺术品拍卖行，主要拍卖的艺术品包括中国书画、中国古董以及日本及中国茶具。公司的收入来源主要来自艺术品拍卖和艺术品销售。艺术品拍卖主要依靠赚取买卖双方的佣金，而艺术品销售则透过公司主动收藏艺术品，待价而沽。根据灼识咨询报告，公司于2017年的市占率别为：

(1) 按日本及香港的中国艺术品拍卖业务的交易价值计算，在日本及香港所有经营中国艺术品拍卖业务的拍卖行中，市占率分别为26.8%(排名第二)及4.4%(排名第五)；

(2) 按日本及香港的日本艺术品拍卖业务的交易价值计算，在日本及香港所有经营日本艺术品拍卖业务的拍卖行中，市占率分别为3.1%(排名第五)及1.4%(排名第五)；

和(3) 按中国艺术品拍卖业务的交易价值计算，在亚洲所有经营中国艺术品拍卖业务的拍卖行中，市占率为1.6%。

中泰观点：

战略发展香港市场，唯成交率持续下降 根据灼识咨询报告，香港的中国艺术品拍卖市场的市场规模由2012年的1,522.1百万美元轻微减少至2017年的1,388.0百万美元，复合年增长率为-1.8%，原因是香港经济放缓及买家在购买艺术品时变得更为理智和审慎，但预期受惠于经济增长，高净值人士增加和新开博物馆的需求增加，2022年将增至682.3百万美元，2017年至2022年的复合年增长率为3.9%。公司于2013年进入香港市场。我们预期香港业务的收入占比未来仍有望上升，过去三年，受益于香港地理位置便利、经济发达和艺术氛围有浓厚，来自香港业务的收入逐步上涨，分别占该年总

收入 27.8%、42.6%及 51.8%。过去三年总出售拍卖品的数目分别为 4,785、3,779 和 3,938。虽然 2017 至 2018 年有所回升，但过去整体三年仍下降的趋势，年均复合增长率为-6.3%；平均成交率亦按年逐步下跌，分别为 60.4%、59.0%及 56.1%。

经营业绩方面：公司 2016 年到 2018 财年公司营业收入按年上升，分别为 1.38 亿港元、1.48 亿港元及 1.73 亿港元。16 至 17 年财年和 17 至 18 年财年收入同比分别增长 6.8% 和 17.0%；毛利率亦按年上升，分别为 70.2%、72.3%及 76.4%，主要因艺术品拍卖及相关业务分部的毛利率增加。过去三年公司资本负债比率大幅上升，分别为 76.3%、71.2% 及 80.6%，较其他港股同行高，显示公司以负债支持高速扩张。

估值方面：公司市值相比港股同行业在中下水平，为 7.50-8.55 亿港元。历史市盈率和市净率分别为 17.0-19.4 倍和 4.41-4.38 倍，高于行业平均水平。盈利能力方面，ROE、ROA 分别为 43.6%和 9.3%，高于行业平均水平。综合公司在行业地位，业绩情况与估值水平，我们给予其 60 分，评级为「中性」。

风险因素：（1）法律风险；（2）艺术品需求波动；（3）汇率变动；

Zhongtai International Securities Limited

中泰國際證券有限公司

2/F, NO. 238 Des Voeux Road Central, Central, Hong Kong

香港中环德辅道中 238 号 2 楼