

贸易缓，原料跌， 业绩弹，给予推荐

事件

根据 2 月 24 日报道，第七轮中美经贸高级别磋商在美国华盛顿顺利结束。美国总统特朗普表示，磋商取得实质性进展，美国将延后原定于 3 月 1 日对中国产品加征关税的措施。

我们的分析与判断

越南产能快速落地，美国延后加征关税利好公司外销

敏华控股产能转移落地迅速。前期在中美贸易战持续升温的大背景下，家居龙头纷纷海外建厂对冲，多措并举、通过各类方式来抵御负面影响。其中敏华控股积极通过产能转移，消化贸易战的影响。公司在越南投资的 Timberland Company Limited 新厂房总建筑面积约为 24.3 万平米、预计 2019 年第四季度投产使用；而此前已有的约 13 万平方米厂房目前已经满产，我们预计 2018 年 12 月时每月对美出口已可达到约 600 箱，占到 18 财年对美出口量 3000 箱的 20%，且产能爬坡率持续提升。

软体格局改善，贸易战放缓利好公司外销。2019 上半财年敏华通过调整产品结构、加强销售团队建设以及推出快速交货计划等，实现北美市场销售收入 21.1 亿港元，同比增长 19.1%，占比 38.5%；其中来自于美国的销售上升 19.3%，来自于加拿大的销售上升 16.7%。中美贸易战过程中，中小企业因议价能力不强、盈利受压而逐步退出市场，沙发出口格局持续改善，行业集中度有所提升。伴随着 2019 年以来中美贸易谈判进展顺利，敏华有望通过前期越南产能快速落地，继续保持较强的产业链议价能力，实现美国出口订单的持续增长，有效提升公司外销收入。

原料下跌，汇率平缓，软体龙头业绩弹性可期

软体家居企业主要成本为原材料及人工成本，其中主要原材料包括皮革、海绵、木材、钢材等。敏华 2019 上半财年毛利率由去年同期的 38.3% 下降至 32.2%。一方面是由于原材料价格上涨，其中化工产品、钢材、包装纸 1HFY2019 平均单位成本分别上升 12.7%、3.8%、24.0%，最终致使公司生产成本同比增加 30.3%；另一方面是由于公司有意聚焦批发业务，将零售业务转让给经销商。新收购的江苏钰龙业务相对较低的毛利率亦拉低本集团的毛利率。

敏华控股 (01999)

维持

买入

花小伟

huaxiaowei@csc.com.cn

010-85156325

执业证书编号：S1440515040002

香港牌照：BJU617

发布日期：2019 年 2 月 26 日

股价表现



相关研究报告

- 18.11.15 敏华控股 (1999.HK): 结构化与成本致毛利下降, 内外收入仍快增
- 18.05.16 敏华控股 (1999.HK): H2 收入略超预期, 净利已触底, 内销新引擎
- 18.03.12 敏华控股 (1999.HK): 沙发深度三一—从乐至宝壮大记, 看国内沙发龙头崛起
- 18.01.16 敏华控股 (1999.HK): 功能龙头, 底部向上

从化学品来看，2017 年软体家居主要原材料之一 MDI 市场均价 28436 元/吨，同比 2016 年上涨 59.07%；TDI 均价 31909 元/吨，同比 2016 年上涨 68.95%。但 2018 年 7 月开始原材料价格开始松动，2018Q3、Q4 华东地区纯 MDI 市场价格均价分别约为 28645、22845 元/吨，较上年同期分别下跌 0.23%、24.83%；2018Q3、Q4 华东地区 TDI 平均价格分别约为 27688、30000 元/吨，较上年同期分别下跌 16.45%、19.56%。目前华东地区纯 MDI、TDI 最新价格分别为 21500、13700 元/吨。

我们认为，受益于主要原材料价格在 2018 Q3 之后连续下滑，且钢材价格同样下跌，同时伴随人民币汇率波动逐渐减缓，预计敏华控股盈利能力有望回升，迎来业绩拐点。

投资建议：

敏华控股专注于功能沙发的生产与销售，目前国内市占率 44.8% 排名第一，且继续逐年提高。公司还在积极扩展其他沙发品类。我们预计公司 FY2019（2018.03~2019.03）、FY2020（2019.03~2020.03）净利润为 15.00 亿港元、18.08 亿港元，同比增-2.34% 和 20.50%，对应 PE 分别为 11.2x 和 9.3x。考虑到公司出口逻辑在修复，内销比例不断提升，我们认为公司的估值存在上修空间，维持“买入”评级。

风险因素：

房地产销售大幅下滑；行业竞争加剧；原材料价格、人民币汇率大幅波动；贸易战进展不及预期。

图表 1：敏华控股主要财务指标（分年度）

	FY2015	FY2016	FY2017	FY2018	1HFY2019
营业总收入(亿港元)	66.06	73.82	78.41	103.65	56.71
同比 (%)	9.36	11.75	6.22	32.19	17.64
净利润 (亿港元)	10.75	13.27	17.52	15.36	6.65
同比 (%)	10.05	23.45	32.03	-12.35	-16.11
毛利率 (%)	35.59	39.52	41.88	37.33	32.23
净利率 (%)	16.41	18.15	22.43	14.99	12.01
销售费用率 (%)	15.32	16.65	14.97	16.34	14.83
管理费用率 (%)	5.33	4.67	4.66	4.26	4.66
财务费用率 (%)	0.34	0.16	0.13	0.23	0.39

资料来源：Wind 中信建投证券研究发展部

图表 2：敏华控股沙发业务分地区收入及占总营收比例

	FY2015	FY2016	FY2017	FY2018	1HFY2019
中国	17.33	20.98	28.73	38.90	25.90
同比 (%)		21.10	36.90	35.40	24.10
占比 (%)	26.40	28.60	36.90	37.50	47.20
北美	35.37	39.95	34.71	35.60	21.10
同比 (%)	7.60	12.90	-13.10	2.60	19.10
占比 (%)	54.00	54.50	44.60	34.30	38.50
欧洲及其他	9.08	7.89	6.37	6.25	7.90
同比 (%)	-4.10	-13.00	-19.40	1.90	2.50

占比 (%) 13.90 10.80 8.20 6.00 14.30

资料来源: Wind 中信建投证券研究发展部

图表 3: 软体家居企业利润率变化趋势 (2018 年为当季数据)

公司简称	综合毛利率 (%)					净利润率 (%)				
	2016 年	2017 年	2018Q1	2018Q2	2018Q3	2016 年	2017 年	2018Q1	2018Q2	2018Q3
顾家家居	40.44	37.26	36.45	35.58	35.28	11.94	12.47	15.07	10.22	13.30
喜临门	36.98	34.70	31.48	30.94	31.81	9.18	8.86	6.42	7.63	4.07
梦百合	33.60	29.54	24.90	31.61	32.72	11.53	6.56	1.30	5.10	9.10
	FY2017	FY2018	1HFY2019			FY2017	FY2018	1HFY2019		
敏华控股	41.88	37.33	32.23			22.43	14.99	12.24		

资料来源: Wind 中信建投证券研究发展部 (注: 敏华控股财年为 04.01-03.31)

图表 4: FY2018-1HFY2019 沙发主要原材料平均单位成本变动 (%)

主要原材料	2018 财年平均单位成本变动 (%)	2019 财年上半年平均单位成本变动 (%)
真皮	-1.3%	-0.6%
钢材	28.9%	3.8%
PVC 仿皮	-0.8%	1.0%
木夹板	3.2%	4.6%
印花布	-1.7%	-4.1%
包装纸	34.8%	24.0%
材料运费	19.0%	-
化学品	27.3%	12.7%

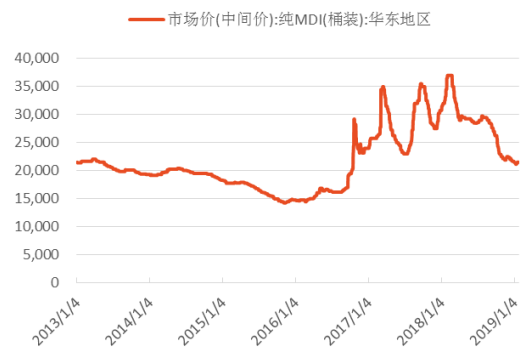
资料来源: 公司年报 中信建投证券研究发展部

图表 5: TDI 市场价格



资料来源: Wind 中信建投证券研究发展部

图表 6: MDI 市场价格



资料来源: Wind 中信建投证券研究发展部

图表 7：螺纹钢价格



资料来源：Wind 中信建投证券研究发展部

分析师介绍

花小伟：中信建投研究发展部大消费组长，统计学硕士。获 2015 年第十三届新财富轻工造纸最佳分析师第 5 名；2016 年第十四届新财富轻工造纸最佳分析师第 4 名，2016 年水晶球第 2 名，金牛奖第 4 名；2017 年第十五届新财富轻工造纸最佳分析师第 3 名，水晶球第 2 名。

报告贡献人

罗乾生：中国人民大学管理学学士、硕士，2016 年加入中信建投。

研究服务

机构销售负责人

赵海兰 010-85130909zhaohailan@csc.com.cn

保险组

张博 010-85130905zhangbo@csc.com.cn

杨曦 85130968yangxi@csc.com.cn

郭洁 85130212guojie@csc.com.cn

郭畅 010-65608482guochang@csc.com.cn

张勇 010-86451312zhangyongzgs@csc.com.cn

高思雨 gaosiyu@csc.com.cn

王罡 021-68821600-11wanggangbj@csc.com.cn

张宇 010-86451497zhangyuyf@csc.com.cn

北京公募组

朱燕 85156403zhuyan@csc.com.cn

任师蕙 010-8515-9274renshihui@csc.com.cn

黄杉 010-85156350huangshan@csc.com.cn

杨济谦 010-86451442yangjiqian@csc.com.cn

私募业务组

赵倩 010-85159313zhaoqian@csc.com.cn

上海销售组

李祉瑶 010-85130464lizhiyao@csc.com.cn

黄方禅 021-68821615huangfangchan@csc.com.cn

戴悦放 021-68821617daiyuefang@csc.com.cn

翁起帆 021-68821600wengqifan@csc.com.cn

李星星 021-68821600-859lixingxing@csc.com.cn

范亚楠 021-68821600-857fanyanan@csc.com.cn

李绮绮 021-68821867liqiqi@csc.com.cn

薛姣 xuejiao@csc.com.cn

许敏 021-68821600-828xuminzgs@csc.com.cn

深广销售组

张苗苗 020-38381071zhangmiaomiao@csc.com.cn

许舒枫 0755-23953843xushufeng@csc.com.cn

程一天 0755-82521369chengyitian@csc.com.cn

曹莹 0755-82521369caoyingzgs@csc.com.cn

廖成涛 0755-22663051liaochengtao@csc.com.cn

陈培楷 020-38381989chenpeikai@csc.com.cn

评级说明

以上证指数或者深证综指的涨跌幅为基准。

买入：未来 6 个月内相对超出市场表现 15% 以上；

增持：未来 6 个月内相对超出市场表现 5—15%；

中性：未来 6 个月内相对市场表现在-5—5% 之间；

减持：未来 6 个月内相对弱于市场表现 5—15%；

卖出：未来 6 个月内相对弱于市场表现 15% 以上。

重要声明

本报告仅供本公司的客户使用，本公司不会仅因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证本报告所包含的信息或建议在本报告发出后不会发生任何变更，且本报告中的资料、意见和预测均仅反映本报告发布时的资料、意见和预测，可能在随后会作出调整。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成投资者在投资、法律、会计或税务等方面的最终操作建议。本公司不就报告中的内容对投资者作出的最终操作建议做任何担保，没有任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，据本报告做出的任何决策与本公司和本报告作者无关。

在法律允许的情况下，本公司及其关联机构可能会持有本报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布本报告。任何机构和个人如引用、刊发本报告，须同时注明出处为中信建投证券研究发展部，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和/或修改。

本公司具备证券投资咨询业务资格，且本文作者为在中国证券业协会登记注册的证券分析师，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了作者的研究观点。本文作者不曾也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

股市有风险，入市需谨慎。

中信建投证券研究发展部

北京

东城区朝内大街 2 号凯恒中心 B 座 12 层（邮编：100010）
电话：(8610) 8513-0588
传真：(8610) 6560-8446

上海

浦东新区浦东南路 528 号上海证券大厦北塔 22 楼 2201 室（邮编：200120）
电话：(8621) 6882-1612
传真：(8621) 6882-1622

深圳

福田区益田路 6003 号荣超商务中心 B 座 22 层（邮编：518035）
电话：(0755) 8252-1369
传真：(0755) 2395-3859