

敏华控股 (1999 HK)

短线调整可带来长线利益

概要。我们相信贸易战所引发的行业整合或许会利好敏华，因公司最快可于2020年7至8月在越南生产就能够应付所有美国的订单。在我们最坏情景分析下，20财年其所需支付的关税可能高达4.9亿港元，预测净利润将在同年下滑至11亿港元，对应目前12倍的20财年预测市盈率（与五年平均水平一致）并不算高。

- **2019 财年净利润不达预期，但对 19 财年下半年情况改善感到正面。**敏华的19财年净利润同比下降11%至136亿元（人民币，下同），低于市场预期的10%。业绩公布后市场反应正面（股价昨日上涨5%）。事实上，由于毛利率及中美业务都有所好转，其净利润在19财年下半年有所改善，同比只下降6%（对比上半年同比下降16%）。加上最近的股价调整（自19年3月以来下跌了22%），我们对公司看法转趋乐观，并认为其估值具备吸引力。
- **在我们最坏情景假设下，公司当前估值为 12 倍 20 财年（3 月结）的预测市盈率，并不算高。**在19财年下半年，公司支付了一亿港元关税，占出口至美国的19.3亿港元商品的约5%，基于：1) 品牌商和制造商将各自承担10%关税的一半和2) 20%的商品来自越南。在最坏情景下，我们假设1) 公司于未来一年持续承担25%关税中的60%，以及2) 40%的货物来自越南，其所需支付关税则可能高达4.9亿港元，而净利润将下跌至11亿港元，意味当前股价相当于12倍的20财年预测市盈率，接近五年平均水平。
- **25%关税必然是相当负面的，但公司已做好充分准备。**敏华于2018年6月果断地在越南投资，目前每月出口1,200个集装箱，占整体美国订单40%。第二家工厂将于2019年8月开始营运，目标是在2020年7至8月时出货量能达到每月3,000箱左右。从长远来看，所有美国订单将可在越南生产，令出货量达到每月4,000个集装箱，主要受惠于行业整合下公司的市场份额提升。在生产地转移的过程中，公司仍需支付关税，但敏华已开始与客户进行谈判，去减轻新增的关税对利润的负担。假如客户的讨价能力较弱（强劲），那么他们的产品便可从中国（越南）发货，以减少对利润率的负面影响。
- **尽管市场的预测盈利或会减少，但估值仍不算高。**因为：1) 19财年低于预期的净利润，以及2) 出口关税的增加，市场对公司的盈利预测或面临下调。然而，我们认为行业整合将巩固敏华的市场地位，并加强其长期的内生增长。假设20财年的净利润增长平稳（相对彭博的14%增长预测）其估值将相等于10倍20财年的预测市盈率，较五年平均值（12倍的预测市盈率）低一个标准偏差，在我们看来，已具吸引力。

财务资料

(截至3月31日)	FY17A	FY18A	FY19A
营业收入(百万元人民币)	7,779	10,027	11,258
同比增长(%)	6.2	28.9	12.3
净收入(百万元人民币)	1,752	1,536	1,364
每股盈利(元人民币)	0.456	0.402	0.356
每股盈利变动(%)	34.2	(11.9)	(11.1)
市盈率(倍)	7.9	9.0	10.1
市帐率(倍)	2.7	2.3	2.2
股息率(%)	7.7	6.9	3.0
权益收益率(%)	34.8	25.8	21.9
不良贷款率(%)	净现金	净现金	11.5

资料来源：公司及招银国际证券预测

未评级

当前股价

HK\$3.61

中国家具行业

胡永匡

(852) 3761 8776

walterwoo@cmbi.com.hk

公司数据

市值(百万港元)	13,802
3月平均流通量(百万港元)	55.98
52周内股价高/低(港元)	7.3/2.79
总股本(百万)	3,823.3

资料来源：彭博

股东结构

黄敏利家族	64.56%
东方证券资产管理	4.82%
自由流通	30.62%

资料来源：港交所

股价表现

	绝对回报	相对回报
1-月	-19.6%	-12.9%
3-月	-18.0%	-15.1%
6-月	6.2%	-0.3%
12-月	-48.6%	-41.9%

资料来源：彭博

股份表现



资料来源：彭博

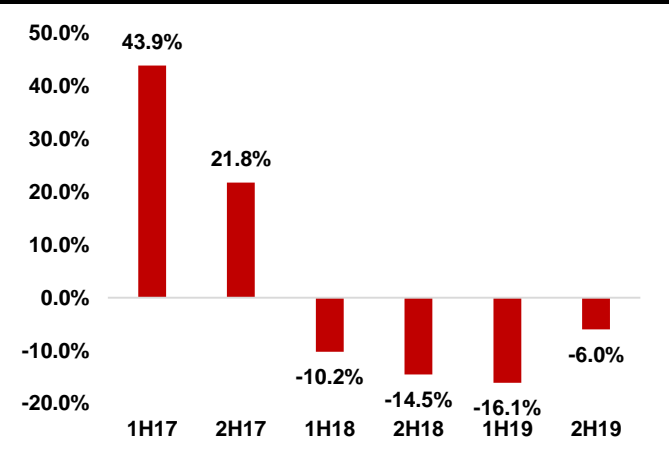
审计师：德勤

近期报告

1. 敏华控股(1999 HK) - 基本面改善，风险回报吸引 - 2019年1月29日

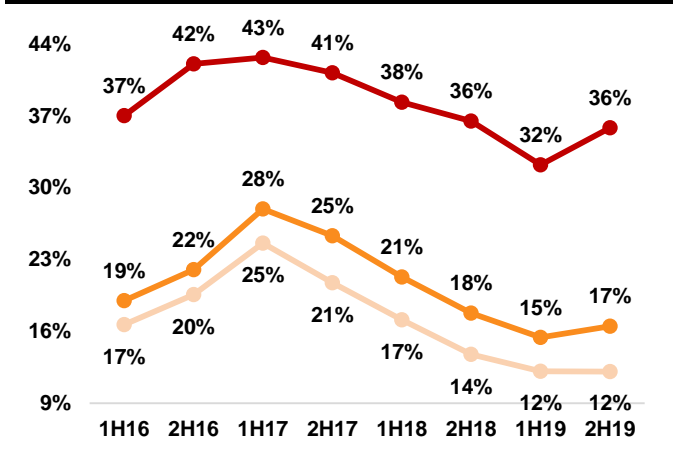
重要图表

图 1: 净利润增长



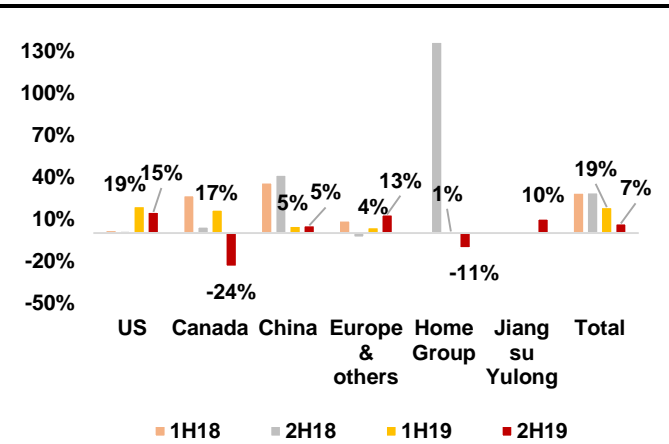
资料来源: 公司及招银国际证券预测

图 2: 毛利率/经营利润率/净利润率



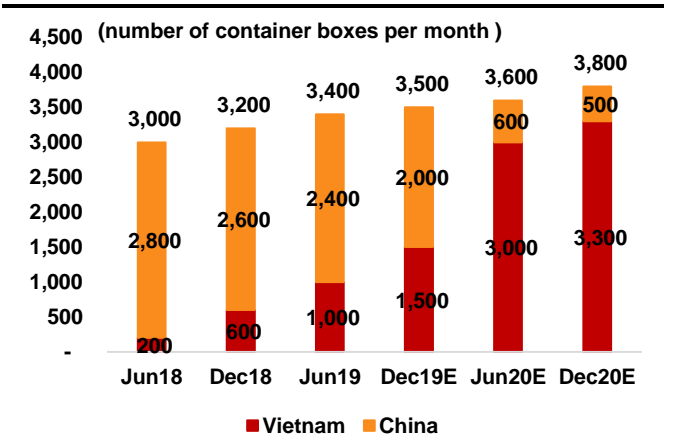
资料来源: 公司及招银国际证券预测

图 3: 按地区划分的销售增长



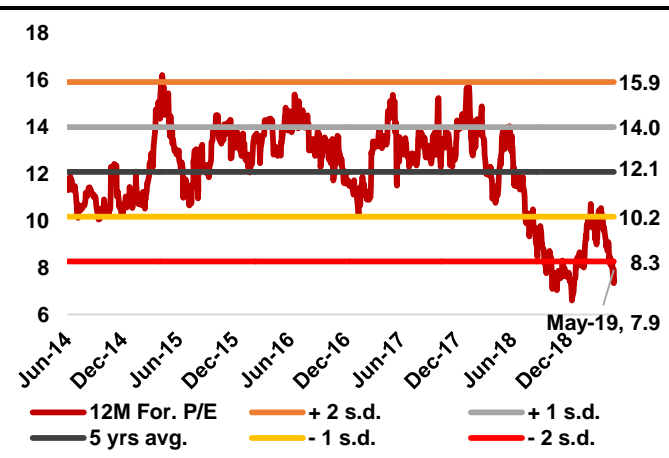
资料来源: 公司及招银国际证券预测

图 4: 美国的订单生产的地区



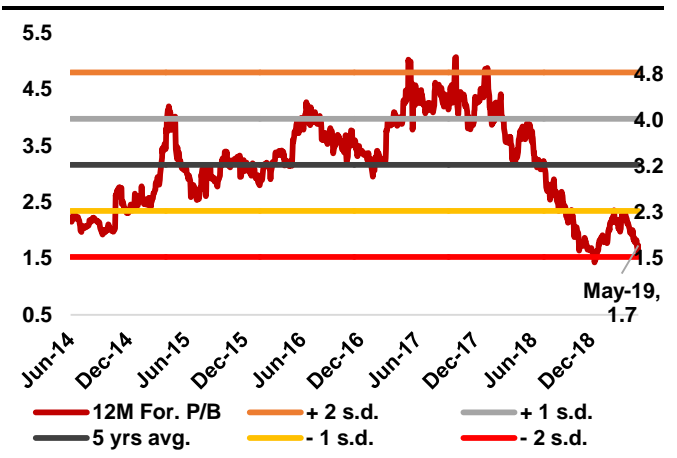
资料来源: 公司及招银国际证券预测

图 5: 预测市盈率区间



资料来源: 彭博及招银国际证券预测

图 6: 预测市账率区间



资料来源: 彭博及招银国际证券预测

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于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。

招银国际证券投资评级

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

招银国际证券行业投资评级

优于大市	: 行业股价于未来12个月预期表现跑赢大市指标
同步大市	: 行业股价于未来12个月预期表现与大市指标相若
落后大市	: 行业股价于未来12个月预期表现跑输大市指标

招银国际证券有限公司

地址: 香港中环花园道3号冠君大厦45楼

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。

本公司或其附属关联机构可能持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并不时自行及/或代表其客户进行交易或持有该等证券的权益，还可能与这些公司具有其他相关业务联系。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年证券交易法规则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个人。