方正证券研究所证券研究报告

中报盈利承压，看好中长期基本面改善

敏华控股(1999.HK) 公司研究

轻工制造行业 公司财报点评

2018.11.13/强烈推荐(维持)

分析师 徐林锋

执业证书编号： S1220517080003

TEL： 010-68584845

E-mail： xulinfeng@foundersc.com

联系人： 钟天皓

E-mail： zhongtianhao@foundersc.co

联系人： 曹倩雯

E-mail： caoqianwen@foundersc.com

相关研究

《短期扰动无需过度担心，功能沙发王者成长后劲仍然十足，重申“强烈推荐”》2018.08.04

《国内市场表现靓丽，利润端制约因素逐步改善，维持“强烈推荐”》2018.05.15

《功能沙发王者，基本面向好》2018.04.15

请务必阅读最后特别声明与免责条款

【事件】公司发布2019财年（2018.4.1-2018.9.30）半年报，实现营收54.88亿港元，同比增长18.6%；归母净利润6.65亿港元，同比下降16.1%。公司业绩基本符合预期。

【点评】（详见正文）

（1）**收入端，①内销增速短期承压，**并表贡献收入增量。内销收入同比增 24%，剔除并表后预计内生收入高个位数增长。剔除直营转经销影响后，预计增速在10%-20%。地产&消费低迷，公司大规模促销影响单价，沙发增速乏力，但床垫受益于行业景气、集中度提升、基数低，预计维持高增。**②外销增速稳健，**北美收入超预期。北美营收同比增 19%，公司推出快速交货计划抢占份额。欧洲及其他市场营收同比增4.0%，但沙发收入下降。

（2）**利润端，①整体毛利率下降6.1pct。**内销方面主要因为，直营转经销模式收入下降，原材料（钢铁/化学品/包装）成本同比上升，并表毛利率低的江苏钰龙，以及促销力度大影响单价。外销方面主要因原材料涨价、Q1汇率相对高位。**②期间费用率小幅下降，**直营转经销带来租金、物业费、工资下降。③债券违约事件导致公允价值变动损失 0.2 亿港元。④产能&业务扩张，借贷导致负债率上升，现金流偏紧导致派息比率降至35%。

（3）预计公司中长期基本面改善。①内销方面，公司预计下半年开店加速，且与分众传媒合作强化营销能力；电商收入也保持高增。**②外销方面，**贸易战带来不确定因素，但越南工厂当前已提供部分对美出口；而且中小出口企业退出市场，公司将受益于集中度提升。**③利润端，**年初至今 TDI 降价 58%，人民币持续贬值，缓解盈利压力；重庆工厂投产降低运输成本。

盈利预测：预计FY2019-FY2021净利润16.07/18.99/22.50亿港币，EPS为0.42/0.50/0.59港币，对应PE为8.7/7.4/6.2X。**敏华作为龙头优势明显，基本面有望改善，估值具备吸引力，随着国内业务提升，估值中枢有望上移。维持强烈推荐评级。**

风险提示：地产销售不及预期；贸易战带来不确定性。

盈利预测：

单位/百万港币	FY2018	FY2019E	FY2020E	FY2021E
营业总收入	10027	12076	14409	16885
(+/-)(%)	28.89	20.44	19.32	17.18
净利润	1536	1607	1899	2250
(+/-)(%)	-12.35	4.64	18.16	18.49
EPS(港币)	0.40	0.42	0.50	0.59
P/E	9.11	8.70	7.37	6.22

数据来源：Wind 方正证券研究所

【正文】

（1）收入端，北美市场稳健增长，并表贡献内销收入。①内销增速短期承压，并表贡献收入增量。H1 内销收入 25.9 亿港元，同比增长 24.1%，剔除并表的江苏钰龙后，预计内销内生收入保持高个位数增长。增速承压主要因公司将直营转为经销模式，剔除此影响后，预计内销内生增速在 10%-20%区间。分品类看，沙发+床垫门店净增 117 家，地产&消费低迷，功能沙发整体承压，公司采取大规模促销影响单价，沙发业务增速乏力，但新业务床垫受益于行业景气、集中度提升，叠加收入基数较低，预计增速 30%以上。**②外销增速稳健，北美收入超预期。**北美市场营收同比增长 19.1%（美国/加拿大分别增长 19.3%/16.7%），公司调整产品结构，加强销售团队建设，推出快速交货计划，抢占市场份额。欧洲及其他市场营收同比增长 4.0%，主要由智能家居等新产品拉动（同比增长 54.0%），但沙发收入下降 3.1%，其中欧洲市场下降 10.5%，主要因经济增长缓慢，沙发市场低迷。

（2）利润端，毛利率大幅下滑。①公司整体毛利率同比下降 6.1pct 至 32.2%，内销和北美毛利率降幅较大。内销方面，其一，直营转经销模式收入下降，其二，原材料成本同比上升（钢铁/化学品/包装材料单位价格分别增长 3.8%/12.7%/24.0%），其三，并表毛利率较低的江苏钰龙（20%左右）拖累整体毛利，其四，促销力度大影响产品单价。外销方面，主要因原材料价格同比上涨，但 4-6 月人民币汇率相对高位，9 月又面临关税加征。**②期间费用率小幅下降，**销售费用率同比下降 0.7pct，管理/财务费用率同比分别上升 0.3pct/0.2pct，直营转经销带来租金、物业费、销售员工工资的下降，海运费也有所下降。③由于债券违约事件，公司计提公允价值变动损失 0.2 亿港元，共同导致公司净利率下降 5pct。④此外，投资越南工厂及业务扩张，公司借贷导致负债率上升至 22%，且现金流偏紧，因此派息比率下降至 35%，股票回购也有所减少。

（3）预计公司中长期基本面改善。①内销收入方面，公司渠道稳健扩张，预计下半年开店加速，仍可完成 200-300 家的目标；公司已与分众传媒达成合作，强化品牌知名度和美誉度，提高营销精准度，提升引流能力；直营转经销进程顺利，当前已转换完毕；此外，新兴的电商渠道收入保持高增，双十一公司业绩靓丽（销售额排住宅家具前五）。**②外销收入方面，**贸易战带来不确定因素，但一方面，预计越南工厂当前提供对美出口的 20%左右，明年年底新厂房投产后可实现对美供货的 100%；另一方面，中小出口企业逐渐退出市场，当前公司客户订单增加，长期来看公司将受益于市场集中度的提升。**③利润端，**年初至今国内 TDI 价格降幅已超 58%，钢价未来预计稳定，缓解下半财年盈利压力；且人民币持续贬值，提振外销收入；另外，重庆工厂 10 月已投产，增加产能并提高西南地区交货速度、降低运输成本。综上，公司作为功能沙发龙头护城河较深，未来基本面有望改善。

附录：公司财务预测表

单位：百万港币

资产负债表	FY2018A	FY2019E	FY2020E	FY2021E
流动资产	4557	4235	4113	4357
现金	1415	1022	424	167
应收账款	956	959	1145	1342
其他应收款和预付账款	397	397	474	555
可供出售金融资产	312	312	312	312
存货	1067	1135	1350	1572
其他	410	410	410	410
非流动资产	4914	4797	5398	5854
长期投资	211	211	211	211
固定资产	3168	3062	3623	4057
无形资产	246	235	274	297
其他	1290	1290	1290	1290
资产总计	9471	9032	9511	10211
流动负债	2942	3174	2899	2566
短期借款	1317	1553	994	367
应付账款	754	728	866	1009
其他	821	844	990	1141
非流动负债	84	88	88	88
长期借款	24	27	27	27
其他长期应付账款	4	4	4	4
递延项目	56	56	56	56
负债合计	3026	3262	2987	2654
少数股东权益	481	374	393	416
股本	1532	1230	1030	930
未分配利润和公积金	4432	4166	5101	6211
归属母公司股东权益	5963	5396	6131	7141
负债和股东权益	9471	9032	9511	10211

现金流量表	FY2018A	FY2019E	FY2020E	FY2021E
经营活动现金流	1632	1555	1446	1752
净利润	1536	1607	1899	2250
折旧摊销	(200)	(240)	(279)	(314)
少数股东权益	18	16	19	23
营运资金变动	(206)	(282)	(193)	(207)
其他	484	453	0	0
投资活动现金流	0	(1100)	(880)	(770)
资本支出（CAPEX）	0	(1100)	(880)	(770)
其他投资	0	0	0	0
融资活动现金流	(864)	(1250)	(1164)	(1239)
回购股份	(300)	(300)	(200)	(100)
借款增加	1094	505	(559)	(627)
已付股利	(564)	(950)	(964)	(1139)
其他	0	0	0	0
短期外部融资	0	0	0	0
融资活动现金流	(864)	(1250)	(1164)	(1239)
经营、投资活动现金流	1632	455	566	982
现金净增加额	768	(795)	(598)	(257)

利润表	FY2018A	FY2019E	FY2020E	FY2021E
营业收入	10027	12076	14409	16885
营业成本	6284	7815	9296	10827
毛利	3743	4261	5112	6058
其他收入及损益	338	350	350	350
销售费用	1693	2011	2392	2803
管理费用	442	531	634	743
营业利润	1946	2069	2437	2862
财务费用	24	40	39	21
税前利润	1923	2029	2398	2841
所得税	369	406	480	568
净利润(含少数股东权益)	1554	1623	1918	2273
少数股东权益	18.0	16.2	19.2	22.7
净利润(不含少数股东权	1536	1607	1899	2250
派息	951	964	1139	1350
总股本(基本，百万股)	3832	3832	3832	3832
总股本(摊薄，百万股)	3832	3832	3832	3832
摊薄 EPS（港币）	0.40	0.42	0.50	0.59
每股分红（港币）	0.25	0.25	0.30	0.35
PE	9.11	8.70	7.37	6.22

主要财务比率	FY2018A	FY2019E	FY2020E	FY2021E
成长能力				
营业收入	10027	12076	14409	16885
营业利润	1946	2069	2437	2862
归属母公司净利润	1536	1607	1899	2250
获利能力				
毛利率	37.3%	35.3%	35.5%	35.9%
净利率	15.3%	13.3%	13.2%	13.3%
ROE	25.8%	29.8%	31.0%	31.5%
ROIC	29.0%	30.7%	30.5%	31.1%
偿债能力				
资产负债率	32.0%	36.1%	31.4%	26.0%
净负债比率	22.5%	29.3%	16.7%	5.5%
流动比率	48.1%	46.9%	43.2%	42.7%
速动比率	36.8%	34.3%	29.1%	27.3%
营运能力				
总资产周转率	1.18	1.46	1.56	1.66
应收账款周转率	12.57	15.10	13.69	12.59
应付账款周转率	16.97	20.90	18.08	16.74
每股指标(元)				
每股收益	0.40	0.42	0.50	0.59
每股经营现金	0.43	0.41	0.38	0.46
每股净资产	1.56	1.41	1.60	1.86
估值比率				
P/E	9.11	8.70	7.37	6.22
P/B	2.35	2.59	2.28	1.96
EV/EBITDA	5.97	6.69	5.58	4.63

数据来源：wind 方正证券研究所

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，保证报告所采用的数据和信息均来自公开合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。研究报告对所涉及的证券或发行人的评价是分析师本人通过财务分析预测、数量化方法、或行业比较分析所得出的结论，但使用以上信息和分析方法存在局限性。特此声明。

免责声明

方正证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司客户使用。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离制度控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“方正证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

公司投资评级的说明：

强烈推荐：分析师预测未来半年公司股价有20%以上的涨幅；
推荐：分析师预测未来半年公司股价有10%以上的涨幅；
中性：分析师预测未来半年公司股价在-10%和10%之间波动；
减持：分析师预测未来半年公司股价有10%以上的跌幅。

行业投资评级的说明：

推荐：分析师预测未来半年行业表现强于沪深300指数；
中性：分析师预测未来半年行业表现与沪深300指数持平；
减持：分析师预测未来半年行业表现弱于沪深300指数。

	北京	上海	深圳	长沙
地址：	北京市西城区阜外大街甲34号方正证券大厦8楼(100037)	上海市浦东新区浦东南路360号新上海国际大厦36楼（200120）	深圳市福田区深南大道4013号兴业银行大厦201(418000)	长沙市芙蓉中路二段200号华侨国际大厦24楼(410015)
网址：	http://www.foundersc.com	http://www.foundersc.com	http://www.foundersc.com	http://www.foundersc.com
E-mail：	yjzx@foundersc.com	yjzx@foundersc.com	yjzx@foundersc.com	yjzx@foundersc.com