

投资评级：推荐（维持）

报告日期：2018年12月10日

市场数据

目前股价（港元）	3.50
总市值（亿港元）	133.81
流通市值（亿港元）	133.81
总股本（万股）	38.23
流通股本（万股）	38.23
12个月最高/最低	11.06/3.06

分析师

分析师：张潇 S1070518090001

☎ 0755-83881635

✉ xiaozhang@cgws.com

联系人（研究助理）：林彦宏

S1070117010015

☎ 0755-83881635

✉ linyh@cgws.com

股价表现


数据来源：贝格数据

相关报告

《中报收入端符合预期，原材料汇率促销等因素使利润下滑——敏华控股（1999.HK）2019H1 点评》

敏华获银团 1 亿美元贷款，低利率融资彰显公司实力

——敏华控股（1999.HK）公司动态点评

盈利预测

	2019E	2020E	2021E
营业收入	12032.40	14438.88	17326.66
(+/-%)	20.00%	20.00%	20.00%
净利润	1572.34	1814.20	2093.10
(+/-%)	0.02%	15.56%	15.53%
摊薄 EPS	0.41	0.47	0.55
PE	8.53	7.39	6.41

资料来源：长城证券研究所

核心观点

- 事件：**敏华控股于12月7日公告融资事项，公司全资子公司敏华集团有限公司作为借款人，公司及两家全资子公司敏华实业有限公司和敏华（澳门离岸商业服务）有限公司作为担保人，与一个银团签订一份三年期美元贷款融资协议，贷款金额初步确定为1亿美元，并可能增加。若公司控股股东、实际控制人黄敏利不再控股或失去控制权将构成违约。本次融资资金将主要用于取得位于深圳前海的土地及相关项目的建设。
- 低成本外债融资彰显公司相对优势。**本次三年期美元贷款融资成本在3%左右，而同期人民币企业贷款成本约7%-8%左右，以1亿美元的贷款额计算，本次美元融资节约利息超过1亿人民币（不计复利）。公司能够以极低的成本进行融资，体现了公司作为资深港股上市公司在资本市场上的相对优势，同时公司成熟的经营管理和稳健的成长是公司较强偿债能力的保障，实力获得资本市场的认可。
- 人民币大幅贬值可能性较低，汇兑损益压力不高。**今年以来，人民币兑美元汇率已从年初高位6.25贬值至6.89左右，贬值幅度约10.2%，贬值预期已基本消化，继续贬值的空间有限。近一月来，人民币汇率短期企稳，升值预期抬头，未来三年大幅度贬值的可能性较低。公司此时进行外债融资，后续由于人民币贬值造成的美元债务升值的风险的较低，公司对融资时点的把握较准确。
- 投资建议：**公司国内渠道扩张速度稳健，美国市场增速回暖明显。品牌、产业链整合、渠道通路均较为健康，有望凭借资本和管理优势在行业洗牌中不断扩大市场份额。贸易战初步缓和利好美国市场扩张，TDI、MDI等原材料价格下跌释放成本压力，预计FY19归母净利润1,572.34亿港元，对应PE8.53x，维持“推荐”评级。
- 风险提示：**贸易战影响加剧，原材料价格大幅波动，人民币大幅升值或贬值。

附：盈利预测表

利润表 (百万)	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	主要财务指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	7,779.02	10,027.00	12,032.40	14,438.88	17,326.66	成长性					
营业成本	4,520.83	6,284.00	7,784.96	9,269.76	10,967.77	营业收入增长	6.16%	28.90%	20.00%	20.00%	20.00%
销售费用	1,173.88	1,693.00	2,090.03	2,599.00	3,292.06	营业成本增长	2.01%	39.00%	23.89%	19.07%	18.32%
管理费用	365.44	442.00	529.43	620.87	727.72	营业利润增长	30.44%	-7.29%	1.26%	19.73%	20.00%
财务费用	10.27	24.00	24.06	28.88	34.65	利润总额增长	37.74%	-6.30%	1.04%	16.29%	17.00%
投资净收益	-	-	-	-	-	净利润增长	31.30%	-11.66%	0.02%	15.56%	15.53%
营业利润	1,708.59	1,584.00	1,603.92	1,920.37	2,304.45	盈利能力					
营业外收支	343.75	339.00	339.00	339.00	339.00	毛利率	41.88%	37.33%	35.30%	35.80%	36.70%
利润总额	2,052.35	1,923.00	1,942.92	2,259.37	2,643.45	销售净利率	22.61%	15.50%	12.92%	12.44%	11.98%
所得税	293.22	369.00	388.58	463.17	568.34	ROE	36.22%	28.58%	24.78%	25.29%	27.55%
少数股东损益	6.75	18.00	18.00	18.00	18.00	ROIC	4.18%	4.27%	4.56%	4.74%	5.81%
净利润	1,765.88	1,572.00	1,572.34	1,814.20	2,093.10	营运效率					
资产负债表					(百万)	销售费用/营业收入	15.09%	16.88%	17.37%	18.00%	19.00%
流动资产	3,820.97	4,556.94	4,384.16	5,276.84	5,425.39	管理费用/营业收入	4.70%	4.41%	4.40%	4.30%	4.20%
货币资金	1,808.30	1,406.96	1,542.30	1,585.85	1,511.70	财务费用/营业收入	0.13%	0.24%	0.20%	0.20%	0.20%
应收账款	876.55	1,361.05	1,235.91	1,644.02	1,756.02	投资收益/营业利润	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
应收票据	236.87	404.95	266.82	302.88	324.89	所得税/利润总额	14.29%	19.19%	20.00%	20.50%	21.50%
存货	749.25	1,450.55	1,276.23	1,714.01	1,823.98	应收账款周转率	12.65	12.57	12.50	12.50	12.50
非流动资产	3,678.18	4,913.80	5,047.54	5,258.36	5,439.90	存货周转率	6.67	5.71	5.71	6.20	6.20
固定资产	2,652.31	3,167.90	3,367.90	3,547.90	3,727.90	流动资产周转率	2.34	2.39	2.69	2.99	3.24
资产总计	7,499.15	9,470.74	9,431.70	10,535.19	10,865.28	总资产周转率	1.18	1.18	1.27	1.45	1.62
流动负债	2,025.36	2,942.05	2,311.86	2,533.80	2,950.87	偿债能力					
短期借款	1,047.64	1,316.80	871.48	1,078.64	1,088.97	资产负债率	23.11%	30.22%	28.69%	25.11%	26.42%
应付款项	427.78	753.90	803.09	741.87	1,086.09	流动比率	1.89	1.55	1.90	2.08	1.84
非流动负债	77.46	84.21	84.21	84.21	84.21	速动比率	1.52	1.06	1.34	1.41	1.22
长期借款	27.29	23.91	23.91	23.91	23.91	每股指标 (元)					
负债合计	2,025.36	2,942.05	2,311.86	2,533.80	2,950.87	EPS	0.46	0.41	0.41	0.47	0.55
股东权益	5,396.33	6,444.48	7,006.79	7,990.37	7,953.36	每股净资产	1.41	1.68	1.84	2.07	2.04
股本	1,530.26	1,531.51	1,531.51	1,531.51	1,531.51	每股经营现金流	0.45	0.40	0.41	0.47	0.53
留存收益	5,038.54	5,963.22	6,727.76	7,617.67	7,575.70	每股经营现金/EPS	0.99	0.98	1.00	0.99	0.97
少数股东权益	357.78	481.27	279.02	372.69	377.66	估值	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
负债和权益总计	7,499.15	9,470.74	9,402.85	10,608.37	10,988.44	PE	7.60	8.53	8.53	7.39	6.41
现金流量表					(百万)	PEG	1.23	0.30	0.43	0.37	0.32
经营活动现金流	1,740.43	1,533.39	1,573.37	1,802.48	2,031.47	PB	2.49	2.08	1.91	1.69	1.71
其中营运资本减少	(206.46)	(103.50)	(130.50)	(167.20)	(186.30)	EV/EBITDA	7.72	8.32	8.22	6.86	5.72
投资活动现金流	(937.07)	(600.51)	(613.41)	(716.99)	(764.55)	EV/SALES	1.69	1.31	1.10	0.91	0.76
其中资本支出	647.56	564.77	534.54	582.29	681.44	EV/IC	1.88	1.53	1.55	1.35	1.35
融资活动现金流	(421.34)	(810.83)	(907.55)	(981.51)	(1,038.70)	ROIC/WACC	64.05%	65.33%	69.84%	72.59%	88.93%
净现金总变化	396.66	144.54	76.09	124.24	250.37	REP	0.46	0.49	0.52	0.45	0.42

研究员承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点，不曾因，不因，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接收到任何形式的报酬。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。因本研究报告涉及股票相关内容，仅面向长城证券客户中的专业投资者及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者。若您并非上述类型的投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研究报告中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

免责声明

长城证券股份有限公司（以下简称长城证券）具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。

本报告由长城证券向专业投资者客户及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者客户（以下统称客户）提供，除非另有说明，所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为长城证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向他人作出邀请。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司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。

长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

长城证券版权所有并保留一切权利。

长城证券投资评级说明

公司评级：

强烈推荐——预期未来6个月内股价相对行业指数涨幅15%以上；
推荐——预期未来6个月内股价相对行业指数涨幅介于5%~15%之间；
中性——预期未来6个月内股价相对行业指数涨幅介于-5%~5%之间；
回避——预期未来6个月内股价相对行业指数跌幅5%以上

行业评级：

推荐——预期未来6个月内行业整体表现战胜市场；
中性——预期未来6个月内行业整体表现与市场同步；
回避——预期未来6个月内行业整体表现弱于市场。

长城证券研究所

深圳办公地址：深圳市福田区深南大道6008号特区报业大厦17层

邮编：518034 传真：86-755-83516207

北京办公地址：北京市西城区西直门外大街112号阳光大厦8层

邮编：100044 传真：86-10-88366686

上海办公地址：上海市浦东新区世博馆路200号A座8层

邮编：200126 传真：021-31829681

网址：<http://www.cgws.com>