

敏華控股 (1999 HK)

短綫調整可帶來長綫利益

概要。我們相信貿易戰所引發的行業整合或許會利好敏華，因公司最快可于2020年7至8月在越南生產就能夠應付所有美國的訂單。在我們最壞情景分析下，20財年其所需支付的關稅可能高達4.9億港元，預測淨利潤將在同年下滑至11億港元，對應目前12倍的20財年預測市盈率（與五年平均水平一致）並不算高。

- **2019 財年淨利潤不達預期，但對 19 財年下半年情況改善感到正面。**敏華的19財年淨利潤同比下降11%至136億元（人民幣，下同），低於市場預期的10%。業績公布後市場反應正面（股價昨日上漲5%）。事實上，由於毛利率及中美業務都有所好轉，其淨利潤在19財年下半年有所改善，同比只下降6%（對比上半年同比下降16%）。加上最近的股價調整（自19年3月以來下跌了22%），我們對公司看法轉趨樂觀，並認為其估值具備吸引力。
- **在我們最壞情景假設下，公司當前估值為 12 倍 20 財年（3 月結）的預測市盈率，並不算高。**在19財年下半年，公司支付了一億港元關稅，占出口至美國的19.3億港元商品的約5%，基於：1) 品牌商和製造商將各自承擔10%關稅的一半和2) 20%的商品來自越南。在最壞情景下，我們假設1) 公司于未來一年持續承擔25%關稅中的60%，以及2) 40%的貨物來自越南，其所需支付關稅則可能高達4.9億港元，而淨利潤將下跌至11億港元，意味當前股價相當於12倍的20財年預測市盈率，接近五年平均水平。
- **25%關稅必然是相當負面的，但公司已做好充分準備。**敏華于2018年6月果斷地在越南投資，目前每月出口1,200個集裝箱，占整體美國訂單40%。第二家工廠將於2019年8月開始營運，目標是在2020年7至8月時出貨量能達到每月3,000箱左右。從長遠來看，所有美國訂單將可在越南生產，令出貨量達到每月4,000個集裝箱，主要受惠于行業整合下公司的市場份額提升。在生產地轉移的過程中，公司仍需支付關稅，但敏華已開始與客戶進行談判，去減輕新增的關稅對利潤的負擔。假如客戶的討價能力較弱（強勁），那麼他們的產品便可從中國（越南）發貨，以減少對利潤率的負面影響。
- **儘管市場的預測盈利或會減少，但估值仍不算高。**因為：1) 19財年低於預期的淨利潤，以及2) 出口關稅的增加，市場對公司的盈利預測或面臨下調。然而，我們認為行業整合將鞏固敏華的市場地位，並加強其長期的內生增長。假設20財年的淨利潤增長平穩（相對彭博的14%增長預測）其估值將相等於10倍20財年的預測市盈率，較五年平均值（12倍的預測市盈率）低一個標準偏差，在我們看來，已具吸引力。

財務資料

(截至3月31日)	FY17A	FY18A	FY19A
營業收入(百萬元人民幣)	7,779	10,027	11,258
同比增長(%)	6.2	28.9	12.3
淨收入(百萬元人民幣)	1,752	1,536	1,364
每股盈利(元人民幣)	0.456	0.402	0.356
每股盈利變動(%)	34.2	(11.9)	(11.1)
市盈率(倍)	7.9	9.0	10.1
市帳率(倍)	2.7	2.3	2.2
股息率(%)	7.7	6.9	3.0
權益收益率(%)	34.8	25.8	21.9
不良貸款率(%)	淨現金	淨現金	11.5

資料來源：公司及招銀國際證券預測

未評級

當前股價

HK\$3.61

中國家具行業

胡永匡

(852) 3761 8776

walterwoo@cmbi.com.hk

公司數據

市值(百萬元港元)	13,802
3月平均流通量(百萬元港元)	55.98
52周內股價高/低(港元)	7.3/2.79
總股本(百萬)	3,823.3

資料來源：彭博

股東結構

黃敏利家族	64.56%
東方證券資產管理	4.82%
自由流通	30.62%

資料來源：港交所

股價表現

	絕對回報	相對回報
1-月	-19.6%	-12.9%
3-月	-18.0%	-15.1%
6-月	6.2%	-0.3%
12-月	-48.6%	-41.9%

資料來源：彭博

股份表現



資料來源：彭博

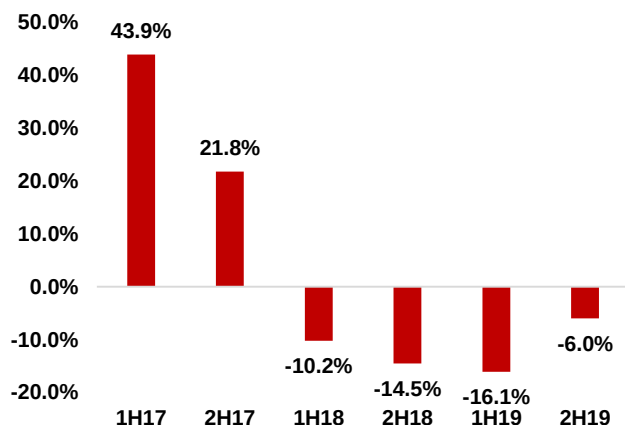
審計師：德勤

近期報告

1. 敏華控股 (1999 HK) - 基本面改善，風險回報吸引 - 2019年1月29日

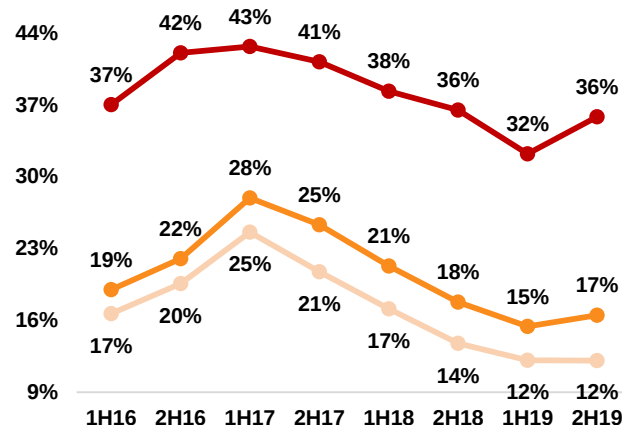
重要圖表

圖 1: 淨利潤增長



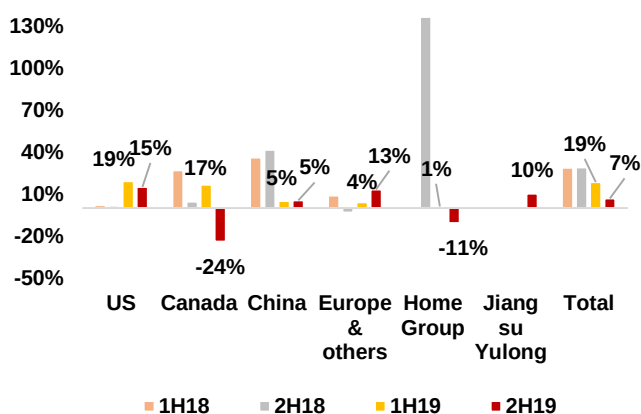
資料來源：公司及招銀國際證券預測

圖 2: 毛利率/經營利潤率/淨利潤率



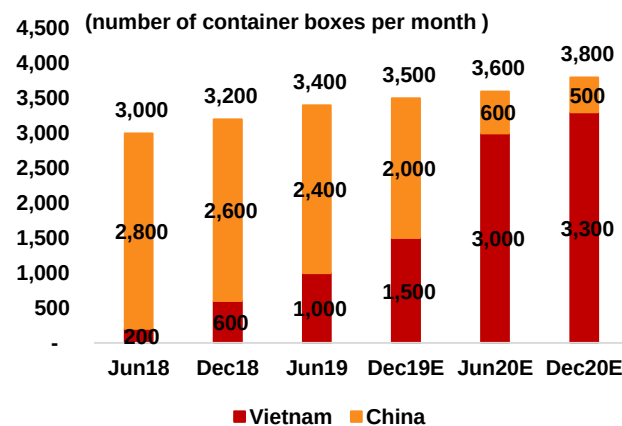
資料來源：公司及招銀國際證券預測

圖 3: 按地區劃分的銷售增長



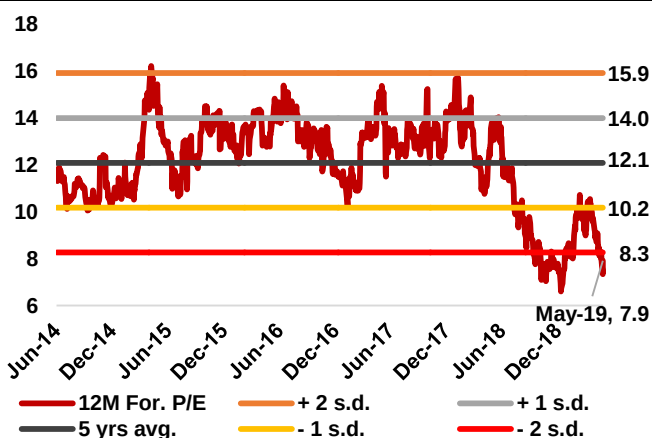
資料來源：公司及招銀國際證券預測

圖 4: 美國的訂單生產的地區



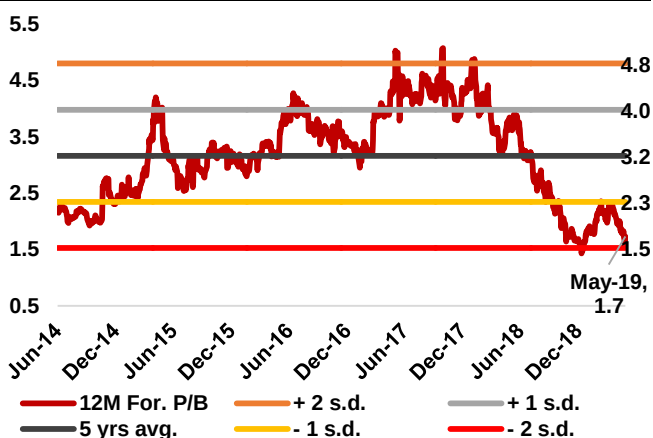
資料來源：公司及招銀國際證券預測

圖 5: 預測市盈率區間



資料來源：彭博及招銀國際證券預測

圖 6: 預測市賬率區間



資料來源：彭博及招銀國際證券預測

免責聲明及披露

分析員聲明

負責撰寫本報告的全部或部分內容之分析員，就本報告所提及的證券及其發行人做出以下聲明：（1）發表于本報告的觀點準確地反映有關于他們個人對所提及的證券及其發行人的觀點；（2）他們的薪酬在過往、現在和將來與發表在報告上的觀點并無直接或間接關係。

此外，分析員確認，無論是他們本人還是他們的關聯人士（按香港證券及期貨事務監察委員會操作守則的相關定義）（1）並沒有在發表研究報告30日前處置或買賣該等證券；（2）不會在發表報告3個工作日內處置或買賣本報告中提及的該等證券；（3）沒有在有關香港上市公司內任職高級人員；（4）並沒有持有有關證券的任何權益。

招銀國際證券投資評級

買入	: 股價于未來12個月的潛在漲幅超過15%
持有	: 股價于未來12個月的潛在變幅在-10%至+15%之間
賣出	: 股價于未來12個月的潛在跌幅超過10%
未評級	: 招銀國際并未給予投資評級

招銀國際證券行業投資評級

優于大市	: 行業股價于未來12個月預期表現跑贏大市指標
同步大市	: 行業股價于未來12個月預期表現與大市指標相若
落後大市	: 行業股價于未來12個月預期表現跑輸大市指標

招銀國際證券有限公司

地址: 香港中環花園道3號冠君大廈45樓

電話: (852) 3900 0888

傳真: (852) 3900 0800

招銀國際證券有限公司(“招銀證券”)為招銀國際金融有限公司之全資附屬公司(招銀國際金融有限公司為招商銀行之全資附屬公司)

重要披露

本報告內所提及的任何投資都可能涉及相當大的風險。報告所載數據可能不適合所有投資者。招銀證券不提供任何針對個人的投資建議。本報告沒有把任何人的投資目標、財務狀況和特殊需求考慮進去。而過去表現亦不代表未來的表現，實際情況可能和報告中所載的大不相同。本報告中所提及的投資價值或回報存在不確定性及難以保證，并可能會受目標資產表現以及其他市場因素影響。招銀證券建議投資者應該獨立評估投資和策略，并鼓勵投資者諮詢專業財務顧問以便作出投資決定。

本報告包含的任何信息由招銀證券編寫，僅為本公司及其關聯機構的特定客戶和其他專業人士提供的參考數據。報告中的信息或所表達的意見皆不可作為或被視為證券出售要約或證券買賣的邀請，亦不構成任何投資、法律、會計或稅務方面的最終操作建議，本公司及其雇員不就報告中的內容對最終操作建議作出任何擔保。我們不對因依賴本報告所載資料採取任何行動而引致之任何直接或間接的錯誤、疏忽、違約、不謹慎或各類損失或損害承擔任何的法律責任。任何使用本報告信息所作的投資決定完全由投資者自己承擔風險。

本報告基于我們認為可靠且已經公開的信息，我們力求但不擔保這些信息的準確性、有效性和完整性。本報告中的資料、意見、預測均反映報告初次公開發布時的判斷，可能會隨時調整，且不承諾作出任何相關變更的通知。本公司可發布其它與本報告所載資料及/或結論不一致的報告。這些報告均反映報告編寫時不同的假設、觀點及分析方法。客戶應該小心注意本報告中所提及的前瞻性預測和實際情況可能有顯著區別，唯我們已合理、謹慎地確保預測所用的假設基礎是公平、合理。招銀證券可能採取與報告中建議及/或觀點不一致的立場或投資決定。

本公司或其附屬關聯機構可能持有報告中提到的公司所發行的證券頭寸并不時自行及/或代表其客戶進行交易或持有該等證券的權益，還可能與這些公司具有其他相關業務聯繫。因此，投資者應注意本報告可能存在的客觀性及利益衝突的情況，本公司將不會承擔任何責任。本報告版權僅為本公司所有，任何機構或個人于未經本公司書面授權的情況下，不得以任何形式翻版、複製、轉售、轉發及或向特定讀者以外的人士傳閱，否則有可能觸犯相關證券法規。

如需索取更多有關證券的信息，請與我們聯絡。

對於接收此份報告的英國投資者

本報告僅提供給符合(I)2000年英國不時修訂之金融服務及市場法令2005年(金融推廣)令(“金融服務令”)第19(5)條之人士及(II)屬金融服務令第49(2)(a)至(d)條(高淨值公司或非公司社團等)之機構人士，未經招銀證券書面授權不得提供給其他任何人。

對於接收此份報告的美國投資者

本報告僅提供給美國1934年證券交易法規15a-6定義的“主要機構投資者”，不得提供給其他任何個人。接收本報告之行爲即表明同意接受協議不得將本報告分發或提供給任何其他人士。