

敏華控股(1999 HK)

中國銷售保持強勁，美國將恢復增長

❖ **一個亮麗的 17 財年業績。**敏華 17 財年的銷售/淨利潤均上升 6%/ 32%，比市場預期高 3%/ 8%。中國的銷售增長飛快，達到 37%，同店銷售增長約 20%，門店亦數量增加 19.5%（增加了 324 家分銷商門店），雖然美國銷售額全年下降了 13%，但跌幅已從 17 年上半年的 18% 收窄到下半年的只有 10%，而歐盟銷售額下降了 15.7%，但如果合併 HOME Group 的收入，則上漲了 7.1%。由於利潤率較高的中國和直接零售的貢獻增大，毛利率上升了 2.4 個百分點至 41.9%。

❖ **中國在 18 財年的銷售增長勢頭應該可以保持強勁。**我們對中國在 18 財年維持快速的銷售增長勢頭充滿信心，達到 28%（17 財年增長了 37%）因為 1）中國房地產銷售仍然快速，17 年首 4 個月住宅面積銷售增長約為 13%（16 年為 20%），2）電子商務和電視平台的增長迅速，有望達到約 50%（17 年財相關銷售上升 95% 至 2.5 億港元，約佔中國銷售額的 8%），3）新增開設 300 家“CHEERS”品牌經銷商店，意味著增長達 16%（17 財年增加了 19% 或 270 家店鋪），4）同店銷售保持快速增長（17 財年的增長約 20%），部分受惠於產品在零售和批發渠道的平均銷售價格有 5% 的上調，5）引進新品牌，“Fleming/北歐宜居”品牌將被引入中國一線城市，他們是銷售 Home Group 的產品，目標是今年開 30 家門店。

❖ **美國銷售增長恢復，而歐洲會受惠於 HOME group 的全面整合。**自 17 財年下半年以來，管理層一直在積極努力修復在美國的銷售增長，所以下半年銷售下降幅度縮小，在加拿大甚至下半年實現了 27% 的銷售增長，較上半年下降 2% 有大幅反彈，管理層預計 18 財年美國的銷售為高單位數至低雙位數增長，主要為平均銷售價格帶動（可能在 2017 年 8 月再上調價格）。對於歐洲來說，我們傾向於認為最糟糕的情況已經結束，而且 HOME Group 的表現會相當亮麗，由於 1）銷售增長不俗，16 年首 9 個月的銷售增長為 20%，2）因為敏華控股收購 HOME Group 50% 股權的價錢（上限為 4.16 億港元）與他們在 2017/2018/2019 年度的盈利能力相關聯，因此，我們認為提升 HOME Group 表現完全符合其所有者/管理層的利益，我們預計目前 1.7% 的息稅前利潤將有更大的改善空間，在未來幾年有望達到 3-5%。

❖ **18 財年利潤率應能保持穩定。**總而言之，受惠於在中國和美國的平均銷售價格上調，和原材料價格相對穩定（皮革年均上漲 5%，鋼鐵和 PVC 年均跌幅），毛利率在 18 財年應能保持在 42%，我們認為息稅前利潤率也能保持在 26% 以上，因為較高利潤的中國和在線業務將繼續跑贏美國，歐盟，並抵消了集團合併利潤率較低的 HOME Group。

❖ **儘管年初至今股價走勢強勁，但現價估值依然有吸引力。**公司股價年初至今上漲了 46%，但由於預測盈利增長良好，我們預計 18 財年增長為 26%，所以現價只有 13 倍 18 財年的市盈率（與五年平均市盈率相同），利息收益率亦有 4.6%（分派比例在 17 財年提升為 61%），所以在我們看來，現價仍然很有吸引力。

財務資料

（截至 3 月 31 日）	FY15A	FY16A	FY17A
營業額（百萬港元）	6,554.8	7,327.6	7,779.0
淨利潤（百萬港元）	1,075.1	1,327.2	1,752.4
每股收益（港元）	0.270	0.339	0.455
每股收益變動（%）	8.7	25.0	34.2
市盈率(x)	13.4	14.4	16.9
市帳率(x)	3.3	4.0	5.9
股息率（%）	3.4	2.9	3.7
權益收益率（%）	24.3	29.1	35.9
財務杠杆(x)	淨現金	淨現金	淨現金

資料來源：公司及招銀國際研究

未評級

當前股價 HK\$7.66

胡永匡

電話：(852) 3761 8776

郵件：walterwoo@cmbi.com.hk

中國家具行業

市值(百萬港元)	29,356
3 月平均流通量（百萬港元）	60.08
52 周內股價高/低（港元）	8.00/4.59
總股本（百萬）	3,853.0

資料來源：彭博

股東結構

黃敏利	63.65%
公司董事	0.18%
自由流通	36.17%

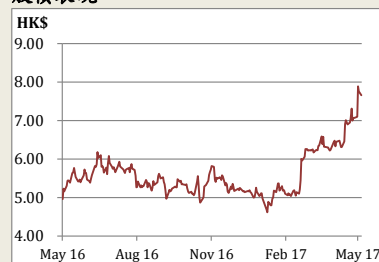
資料來源：HKEx

股價表現

	絕對回報	相對回報
1-月	18.8%	13.7%
3-月	49.9%	38.5%
6-月	32.1%	17.3%

資料來源：彭博

股價表現



資料來源：彭博

審計師：德勤

公司網站：www.manwahholdings.com

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並無直接或間接關係。

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

招銀國際證券有限公司

地址：香港中環夏慤道 12 號美國銀行中心 18 樓 1803-04 室 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。報告所載資料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。

本報告包含的任何資訊由招銀證券編寫，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資料。報告中的資訊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。任何使用本報告資訊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資訊，我們力求但不擔保這些資訊的準確性、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資訊，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。接收本報告之行為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。