

敏華控股 (1999 HK)

路演紀要: 基本面改善, 風險回報吸引

❖ 受惠於中國和越南的戰略調整, 業績有望回暖。近期我們為敏華組織了一次午餐會。我們現在對其基本面感到更加樂觀, 並預計其淨利潤將在 19 財年下半年開始重拾增長 (招銀國際預期 19 財年為 4.4% 下跌, 而 19 財年上半年為 14.1% 下跌)。新收購的越南工廠的產能擴張速度很快, 對美國的出貨量增加了兩倍, 從 2018 年 6 月的每月約 200 個集裝箱增長到 12 月的約 600 個 (已佔到 18 財年對美國出口總量的約 20%), 而工人人數也分別從 1,000 人增加到 1,800 人。另外, 自 2018 年 7-8 月起, 中國 (不包括江蘇玉龍) 的銷售增長也有所改善, 我們預計 19 財年下半年約為 9%, 而 19 財年上半年為約 5%, 這是受惠於廣告和折扣力度的加強 (例如和分眾傳媒合作), 電商發力和與競爭對手的價格戰力度有所減弱 (例如顧家家居 (603816 CH))。

❖ 風險回報十分吸引, 即使未來會有更大的資本投資計劃, 更高的折舊費用和財務成本。鑑於基本面已經有所改善, 公司目前估值只為 8.5 倍的 20 財年市盈率 (低於 5 年的 12.3 倍預測市盈率的 2 個標準差), 所以風險回報十分吸引。我們預計 20 財年的銷售和淨利潤增長的為 14.3% 和 13.0%, 當中已經考慮到以下的壓力: 1) 更大的資本投資計劃 (在 19 財年/20 財年/21 財年會有約 20 億/5 億/5 億港元的資本投資, 以支持前海的新總部和越南的新工廠的建設), 2) 相關的折舊率會增高 (招銀國際預計額外費用, 在 19 財年/20 財年約為 3,000 萬/6,000 萬港元, 佔當年銷售的約 0.1%/0.3%) 和 3) 融資成本增加 (招銀國際預計, 在 19 財年/20 財年會有約 1200 萬港元/3200 萬的額外利息支出, 約為當年銷售的 0.1%/0.2%)。但派息比例可能會在 19 財年/20 財年下降 (招銀國際預計會降至 30% 左右, 而 18 財年為 62%), 對應 19 財年/20 財年 3.0%/3.5% 的股息率。

❖ 除了可應付貿易戰風險和勞動力成本壓力之外, 越南的發展有巨大潛力。我們相信越南的新產能可有效地從美國市場獲得更多訂單, 因為 1) 可免去 10% 的關稅而為客戶提供更好的價格 (在中國出口的話, 敏華/客戶會分別負擔 5%/5%), 2) 可搶佔其他規模較小的競爭對手的市場份額, 因為越來越多海外訂單正逐漸從中國轉移出來以規避貿易戰的風險。由於客戶在享受越南的新供應之前, 必須首先保證其中國訂單的數量, 因此敏華的情況會更加安全。目前越南工廠產能已經滿產, 因此敏華的目標是在 2019 年 5 月和 12 月時把產能增加至約 1,000/1,500 個集裝箱, 約等於 18 財年銷售至美國市場的 3,000 箱的 33%/50%, 而未來長期目標是在 21 財年底, 增加至約 4,000 箱。越南工廠目前的淨利潤率與中國比較接近, 因為它 1) 是共用相同的全球原材料供應, 2) 的運費較高但港口成本較低, 3) 的勞動力成本比中國低 50%, 但效率同時也低 50%。在可預見的未來, 隨著效率的提高, 利潤率可能逐漸上升。

❖ 原材料價格下跌可令毛利率改善。1) 皮革, 2) 金屬 (如鋼鐵), 3) 石油相關化學品和 4) 相關包裝等原材料價格最近均有所下跌, 我們預計將帶來 0.4 個百分點/0.7 個百分點的幫助, 令毛利率在 19 財年下半年/20 財年可擴張至 36.9%/35.3%。

財務資料

(截至 3 月 31 日)	FY16A	FY17A	FY18A
營業額 (百萬港元)	7,328	7,779	10,027
淨利潤 (百萬港元)	1,327	1,752	1,536
每股收益 (港元)	0.3389	0.4547	0.4004
每股收益變動 (%)	25.0	34.2	(11.9)
市盈率 (x)	11.2	8.3	9.5
市帳率 (x)	3.1	2.9	2.4
股息率 (%)	4.6	7.3	3.1
權益收益率 (%)	28.2	34.8	25.8
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\$3.79

胡永匡

電話: (852) 3761 8776

郵件: walterwoo@cmbi.com.hk

中國家具業

市值 (百萬港元)	14,490
3 月平均流通量 (百萬港元)	37.29
52 周內股價高/低 (港元)	8.52/2.79
總股本 (百萬)	3,828.8

資料來源: 彭博

股東結構

黃敏利家族	64.63%
東方證券資產管理	7.02%
其他管理層	0.12%
其他自由流通	28.23%

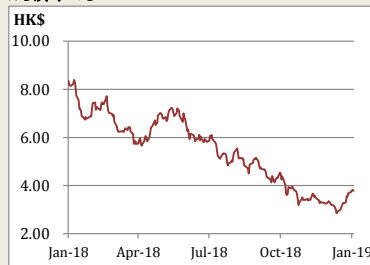
資料來源: HKEx

股價表現

	絕對回報	相對回報
1-月	18.4%	9.6%
3-月	-5.7%	-15.2%
6-月	-36.1%	-33.2%

資料來源: 彭博

股價表現

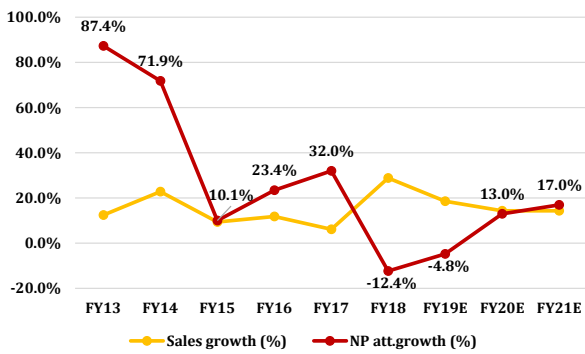


資料來源: 彭博

審計師: 德勤

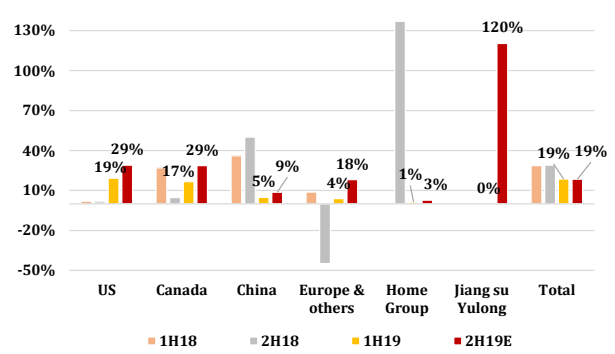
公司網站: www.manwahholdings.com

圖 1: 銷售額和淨利潤增長



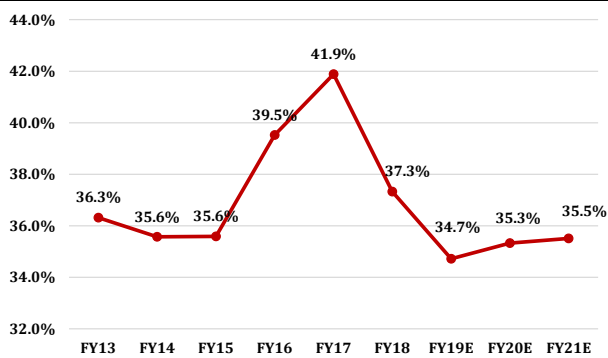
資料來源：公司數據，招銀國際證券預測

圖 2: 分部銷售增長



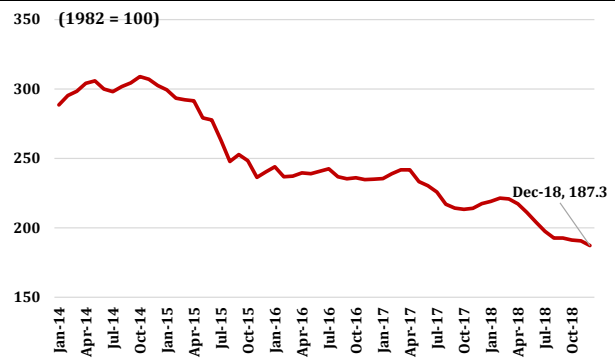
資料來源：公司數據，招銀國際證券預測

圖 3: 毛利率



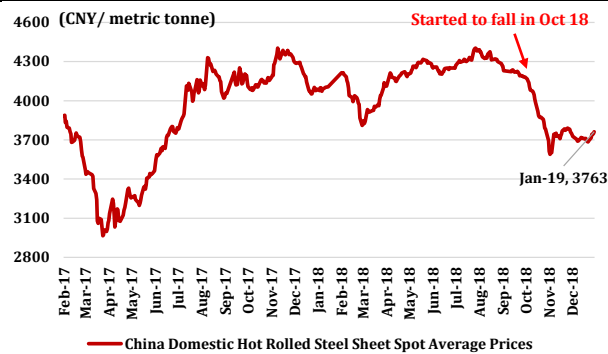
資料來源：公司數據，招銀國際證券預測

圖 4: 美國生產者價格指數 - 皮革



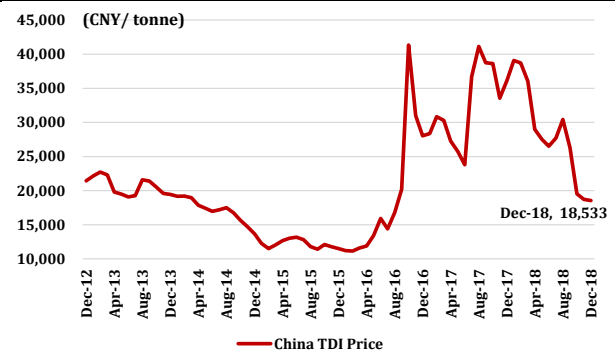
資料來源：彭博，招銀國際證券

圖 5: 中國熱軋鋼板現貨平均價格



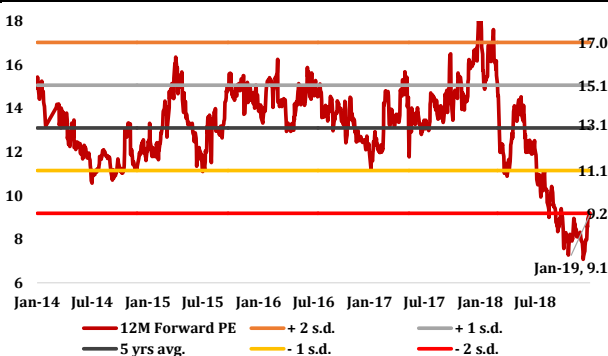
資料來源：彭博，招銀國際證券

圖 6: 中國甲苯二異氰酸酯(TDI)價格



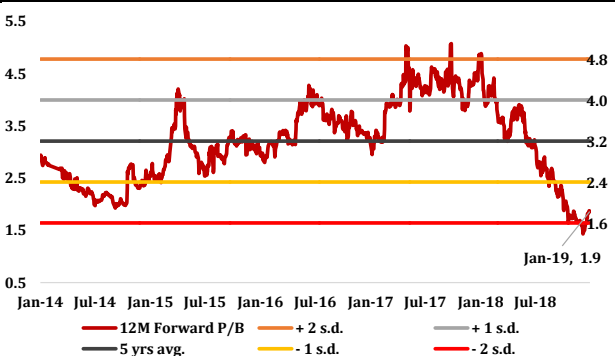
資料來源：中國化工信息中心，招銀國際證券

圖 7: 預測市盈率估值區間



資料來源：彭博，招銀國際證券

圖 8: 預測市賬率估值區間



資料來源：彭博，招銀國際證券

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）發表於本報告的觀點準確地反映有關於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。

招銀證券投資評級

買入	: 股價於未來 12 個月的潛在漲幅超過 15%
持有	: 股價於未來 12 個月的潛在變幅在-10%至+15%之間
賣出	: 股價於未來 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。

本報告基於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。