

敏華控股(1999 HK)

中国销售保持强劲，美国将恢复增长

- ❖ **一个亮丽的 17 财年业绩。**敏华 17 财年的销售/净利润均上升 6%/ 32%，比市场预期高 3%/ 8%。中国的销售增长飞快，达到 37%，同店销售增长约 20%，门店亦数量增加 19.5%（增加了 324 家分销商门店），虽然美国销售额全年下降了 13%，但跌幅已从 17 年上半年的 18% 收窄到下半年的只有 10%，而欧盟销售额下降了 15.7%，但如果合并 HOME Group 的收入，则上涨了 7.1%。由于利润率较高的中国和直接零售的贡献增大，毛利率上升了 2.4 个百分点至 41.9%。
- ❖ **中国在 18 财年的销售增长势头应该可以保持强劲。**我们对中国在 18 财年维持快速的销售增长势头充满信心，达到 28%（17 财年增长了 37%）因为 1）中国房地产销售仍然快速，17 年首 4 个月住宅面积销售增长约为 13%（16 年为 20%），2）电子商务和电视平台的增长迅速，有望达到约 50%（17 财年相关销售上升 95% 至 2.5 亿港元，约占中国销售额的 8%），3）新增开设 300 家“CHEERS”品牌经销商店，意味着增长达 16%（17 财年增加了 19% 或 270 家店铺），4）同店销售保持快速增长（17 财年的增长约 20%），部分受惠于产品在零售和批发渠道的平均销售价格有 5% 的上调，5）引进新品牌，“Fleming/北欧宜居”品牌将被引入中国一线城市，他们是销售 Home Group 的产品，目标是今年开 30 家门店。
- ❖ **美国销售增长恢复，而欧洲会受惠于 HOME group 的全面整合。**自 17 财年下半年以来，管理层一直在积极努力修复在美国的销售增长，所以下半年销售下降幅度缩小，在加拿大甚至下半年实现了 27% 的销售增长，较上半年下降 2% 有大幅反弹，管理层预计 18 财年美国的销售为高单位数至低双位数增长，主要为平均销售价格带动（可能在 2017 年 8 月再上调价格）。对于欧洲来说，我们倾向于认为最糟糕的情况已经结束，而且 HOME Group 的表现会相当亮丽，由于 1）销售增长不俗，16 年首 9 个月的销售增长为 20%，2）因为敏华控股收购 HOME Group 50% 股权的价钱（上限为 4.16 亿港元）与他们在 2017/2018/2019 年度的盈利能力相关联，因此，我们认为提升 HOME Group 表现完全符合其所有者/管理层的利益，我们预计目前 1.7% 的息税前利润将有更大的改善空间，在未来几年有望达到 3-5%。
- ❖ **18 财年年利润率应能保持稳定。**总而言之，受惠于在中国和美国的平均销售价格上调，和原材料价格相对稳定（皮革年均上涨 5%，钢铁和 PVC 年均跌幅），毛利率在 18 财年应能保持在 42%，我们认为息税前利润率也能保持在 26% 以上，因为较高利润的中国和在线业务将继续跑赢美国，欧盟，并抵消了集团合并利润率较低的 HOME Group。
- ❖ **尽管年初至今股价走势强劲，但现价估值依然有吸引力。**公司股价年初至今上涨了 46%，但由于预测盈利增长良好，我们预计 18 财年增长为 26%，所以现价只有 13 倍 18 财年的市盈率（与五年平均市盈率相同），利息收益率亦有 4.6%（分派比例在 17 财年提升为 61%），所以在我们看来，现价仍然很有吸引力。
- ❖ **财务资料**

（截至 3 月 31 日）	FY15A	FY16A	FY17A
营业额（百万港元）	6,554.8	7,327.6	7,779.0
净利润（百万港元）	1,075.1	1,327.2	1,752.4
每股收益（港元）	0.270	0.339	0.455
每股收益变动（%）	8.7	25.0	34.2
市盈率(x)	13.4	14.4	16.9
市帐率(x)	3.3	4.0	5.9
股息率(%)	3.4	2.9	3.7
权益收益率(%)	24.3	29.1	35.9
财务杠杆(x)	净现金	净现金	净现金

资料来源：公司及招银国际研究

未评级

当前股价 HK\$7.66

胡永匡

电话：(852) 3761 8776

邮件：walterwoo@cmbi.com.hk

中国家具行业

市值(百万港元)	29,356
3 月平均流通量(百万港元)	60.08
52 周内股价高/低(港元)	8.00/4.59
总股本(百万)	3,853.0

资料来源：彭博

股东结构

黄敏利	63.65%
公司董事	0.18%
自由流通	36.17%

资料来源：HKEEx

股价表现

	绝对回报	相对回报
1-月	18.8%	13.7%
3-月	49.9%	38.5%
6-月	32.1%	17.3%

资料来源：彭博

股价表现



资料来源：彭博

审计师：德勤

公司网站：www.manwahholdings.com

免責聲明及披露

分析員聲明

負責撰寫本报告的全部或部分內容之分析員，就本报告所提及的證券及其發行人做出以下聲明：（1）發表於本报告的观点准确地反映关于他们个人对所提及的證券及其發行人的观点；（2）他們的薪酬在過往、現在和將來與發表在報告上的观点并无直接或间接关系。

此外，分析員确认，无论是他们本人还是他們的关联人士（按香港證券及期貨事務監察委员会操作守则的相关定义）（1）并没有在发表研究报告 30 日前处置或买卖该等證券；（2）不会在发表报告 3 个工作日内处置或买卖本报告中提及的该等證券；（3）没有在有关香港上市公司内任职高级人员；（4）并没有持有有关證券的任何权益。

招銀證券投資評級

买入	：股價于未来 12 个月的潜在涨幅超过 15%
持有	：股價于未来 12 个月的潜在变幅在-10%至+15%之间
卖出	：股價于未来 12 个月的潜在跌幅超过 10%
未评级	：招銀國際并未给予投資評級

招銀國際證券有限公司

地址：香港中环夏慤道 12 号美国银行中心 18 楼 1803-04 室 电话：(852) 3900 0888 传真：(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。而過去的表现亦不代表未來的表现，实际情况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，並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，並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，本公司及其僱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责任。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並不时自行及/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(金融推广)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 年證券交易法規則 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。