

**持有**

2015年3月26日

**14年经营利润增长13%，卫生巾业务保持强劲增长**

- **14年收入增长12.5%，经营利润增长13%：**2014年，恒安录得收益238亿港元(同下)，同比增长12.5%。毛利率提升1.0个百分点到46.1%；主要受益于原材料(如木浆及石油化工)价格的下跌。推广费用上升幅度较大(推广费用占比增加2.1个百分点到10.9%)。受益于其他收入的增长(政府补贴及利息收入分别增长65%及42%)，经营利润增长13.0%到57.5亿元。受人民币汇率下跌影响，公司录得1.32元的外汇亏损，净利润同比增长5.2%到39.2亿元。末期派发股息每股1.15港元；全年派息率达62.7%。
- **控制促销力度，保持纸巾利润率：**纸巾业务竞争还是激烈，集团纸巾业务同比增长6.4%到109亿元。纸巾毛利率增加0.4个百分点到34.5%，主要受益于下半年原材料价格的下跌及产品组合的优化。集团为了保持利润率，于14年下半年已没有再加大促销力度。目前，集团的产能大概为102万吨。对于以后产能的扩充计划，要根据市场的情况及销售的表现来作决定。我们相信这块业务在2015年能维持单位数的增长，而毛利率也会相对平稳。
- **卫生巾业务增长24.4%，毛利率提升2.2个百分点：**卫生巾业务录得24.4%的增长到74.3亿元。由于中高挡产品的销售提升及石油化工成本价格的下跌，毛利率增加2.2个百分点到68.5%。公司会继续提升中高挡产品的销售，预计2015半年能保持双位数的增长。石油化工成本价格的下跌将继续利好毛利率。
- **纸尿裤增长11.9%，纸尿裤倒退15.4%：**整个纸尿裤业务的销售录得5.3%的增长到30.9亿元。中高挡产品(纸尿裤)的销售增加11.9%，而低端产品(纸尿裤)则录得15.4%的倒退。纸尿裤市场竞争还是激烈。毛利率增加0.8个百分点到45.3%，受益于产品组合的变化和石油化工成本价格的下跌。在2015年，集团会增加品牌及产品推广，扩充母婴店及电商的销售渠道。
- **上调目标价到93.1港元，维持持有评级：**我们预计恒安未来三年的归属股东利润分别为46.3亿、53.6亿及60.9亿港元，对应每股盈利分别为3.7、4.3及4.9港元。由于利润率比预期好；我们把目标价上调到93.1港元(相等于15年预测每股盈利的25倍)，维持持有评级。

王柏俊

+ 852 2532 1915

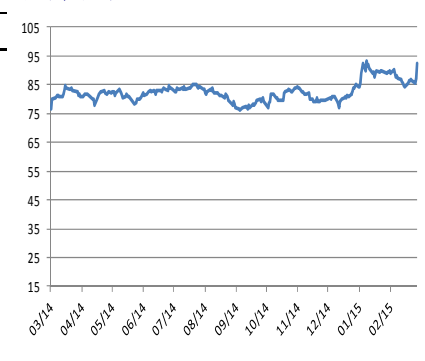
**Patrick.wong@firstshanghai.com.hk**
**主要数据**

行业	个人消费
股价	92.25 港元
目标价	93.1 港元 (+1%)
股票代码	1044
已发行股本	12.2 亿股
市值	1125 亿港元
52周高/低	94.35/74.05 港元
每股净现值	14.5 港元
主要股东	TIM Lee Investment (18.6%) An Ping Investment (18.3%)

**盈利摘要**

截止12月31日财政年度	2013实际	2014实际	2015预测	2016预测	2016预测
收入(百万港元)	21,186	23,831	26,268	29,265	32,503
增长(%)	14.4%	12.5%	10.2%	11.4%	11.1%
经营溢利(百万港元)	5,088	5,750	6,485	7,461	8,434
增长(%)	7.3%	13.0%	12.8%	15.1%	13.0%
净利润(百万港元)	3,721	3,916	4,632	5,363	6,099
增长(%)	5.8%	5.2%	18.3%	15.8%	13.7%
基本每股收益(港元)	3.02	3.19	3.72	4.31	4.90
市盈率(倍)	31	29	25	21	19
每股派息(港元)	1.85	1.97	2.23	2.59	2.94
息率(%)	2.0%	2.1%	2.4%	2.8%	3.2%

来源：公司资料，第一上海预测

**股价表现**


来源：彭博

## 14 年经营利润增长 13%，卫生巾业务保持强劲增长

### 14 年收入增长 12.5%，经营利润增长 13%

2014 年，恒安录得收益 238 港元(同下)，同比增长 12.5%。毛利率提升 1.0 个百分点到 46.1%；主要受益于原材料（如木浆及石油化工）价格的下跌。推广费用上升幅度较大(推广费用占比增加 2.1 个百分点到 10.9%)。受益于其他收入的增长（政府补贴及利息收入分别增长 65%及 42%），经营利润增长 13.0%到 57.5 亿元。受人民币汇率下跌影响，公司录得 1.32 元的外汇亏损，净利润同比增长 5.2%到 39.2 亿元。末期派发股息每股 1.15 港元；全年派息率达 62.7%。

### 控制促销力度，保持纸巾利润率

纸巾业务竞争还是激烈，集团纸巾业务同比增长 6.4%到 109 亿元。纸巾毛利率增加 0.4 个百分点到 34.5%，主要受益于下半年原材料价格的下跌及产品组合的优化。集团为了保持利润率，于 14 年下半年已没有再加大促销力度。

另外，集团把销售团队分成两组（纸巾业务团队及卫生巾和纸尿裤团队）；这是为了纸巾业务以后有较好的发展。因为集团并没有因此而增加纸巾业务销售团队的回报，所以我们对这转变能否加速业务的增长保持中性的看法。

目前，集团的产能大概为 102 万吨。对于以后产能的扩充计划，要根据市场的情况及销售的表现来作决定。我们相信这块业务在 2015 年能维持单位数的增长，而毛利率也会相对平稳。

### 卫生巾业务增长 24.4%，毛利率提升 2.2 个百分点

卫生巾业务录得 24.4%的增长到 74.3 亿元。由于中高挡产品的销售提升及石油化工成本价格的下跌，毛利率增加 2.2 个百分点到 68.5%。公司会继续提升中高挡产品的销售，预计 2015 半年能保持双位数的增长。石油化工成本价格的下跌将继续利好毛利率。

### 纸尿裤增长 11.9%，纸尿裤片倒退 15.4%

整个纸尿裤业务的销售录得 5.3%的增长到 30.9 亿元。中高挡产品(纸尿裤)的销售增加 11.9%，而低端产品(纸尿裤片)则录得 15.4%的倒退。纸尿裤片市场竞争还是激烈。毛料率增加 0.8 个百分点到 45.3%，受益于产品组合的变化和石油化工成本价格的下跌。在 2015 年，集团会增加品牌及产品推广，扩充母婴店及电商的销售渠道。

### 上调目标价到 93.1 港元，维持持有评级

我们预计恒安未来三年的归属股东利润分别为 46.3 亿、53.6 亿及 60.9 亿港元，对应每股盈利分别为 3.7、4.3 及 4.9 港元。由于利润率比预期好；我们把目标价上调到 93.1 港元（相等于 15 年预测每股盈利的 25 倍），维持持有评级。

### 重要风险

我们认为以下是一些比较重要的风险：1) 纸巾行业产能过剩的问题还未解决、及 2) 原材料价格的波动。

## 附录 1: 主要财务报表

损益表	2013实际	2014实际	2015预测	2016预测	2017预测
收入	21,186.4	23,830.8	26,268.4	29,265.0	32,503.2
毛利	9,559.5	10,988.0	12,504.6	14,108.8	15,816.7
其他收入	776.5	1,164.1	1,283.1	1,429.5	1,587.7
销售及管理费用	(5,248.1)	(6,402.0)	(7,302.6)	(8,077.1)	(8,970.9)
<b>EBITDA</b>	<b>5,790.8</b>	<b>6,502.2</b>	<b>7,343.4</b>	<b>8,418.2</b>	<b>9,487.8</b>
折旧及摊销	702.9	752.1	858.3	957.0	1,054.3
<b>经营溢利</b>	<b>5,087.8</b>	<b>5,750.1</b>	<b>6,485.2</b>	<b>7,461.2</b>	<b>8,433.5</b>
财务开支	(72.4)	(407.2)	(258.3)	(251.9)	(234.4)
联营公司	-	-	-	-	-
<b>税前盈利</b>	<b>5,015.5</b>	<b>5,342.9</b>	<b>6,226.9</b>	<b>7,209.3</b>	<b>8,199.2</b>
所得税	(1,244.9)	(1,368.7)	(1,525.6)	(1,766.3)	(2,008.8)
少数股东应占利润	49.6	58.4	69.0	79.9	90.9
<b>净利润</b>	<b>3,721.0</b>	<b>3,915.8</b>	<b>4,632.3</b>	<b>5,363.1</b>	<b>6,099.5</b>
<b>增长</b>					
总收入 (%)	14.4%	12.5%	10.2%	11.4%	11.1%
EBIT (%)	7.3%	13.0%	12.8%	15.1%	13.0%
净利润 (%)	5.8%	5.2%	18.3%	15.8%	13.7%

资产负债表	2013实际	2014实际	2015预测	2016预测	2017预测
现金	19,564.0	21,296.7	21,414.1	22,462.2	23,936.6
应收账款	2,184.5	2,455.1	2,496.1	2,546.7	2,568.5
存货	4,385.9	3,694.8	4,198.0	4,485.9	4,796.9
其他流动资产	1,187.1	1,259.4	1,320.4	1,384.5	1,451.7
<b>总流动资产</b>	<b>27,321.5</b>	<b>28,706.0</b>	<b>29,428.6</b>	<b>30,879.2</b>	<b>32,753.6</b>
固定资产	8,627.2	8,861.8	10,025.4	10,938.4	11,729.8
无形资产	581.2	603.5	590.0	576.8	563.9
长期投资及其他	3,660.7	4,405.2	4,093.0	3,937.2	(12,293.6)
<b>总资产</b>	<b>40,190.5</b>	<b>42,576.6</b>	<b>44,137.1</b>	<b>46,331.6</b>	<b>48,857.7</b>
<b>短期负债</b>					
应付帐款	2,097.0	2,299.7	2,198.5	2,420.9	2,665.3
短期银行贷款	13,232.9	15,164.4	15,964.4	16,765.4	17,566.4
其他短期负债	1,585.1	1,522.3	1,455.3	1,392.0	1,332.4
<b>总短期负债</b>	<b>16,915.0</b>	<b>18,986.4</b>	<b>19,618.1</b>	<b>20,578.3</b>	<b>21,564.1</b>
长期银行贷款	6,186.8	5,390.3	4,390.3	3,392.3	2,394.3
其他负债	170.1	136.9	143.7	150.9	158.4
<b>总负债</b>	<b>23,271.8</b>	<b>24,513.5</b>	<b>24,152.1</b>	<b>24,121.5</b>	<b>24,116.8</b>
少数股东权益	385.1	425.4	494.4	574.4	665.3
<b>股东权益</b>	<b>16,918.7</b>	<b>18,063.1</b>	<b>19,985.0</b>	<b>22,210.2</b>	<b>24,740.8</b>

数据来源: 公司资料、第一上海预测

财务分析	2013实际	2014实际	2015预测	2016预测	2017预测
<b>盈利能力</b>					
毛利率 (%)	45.1%	46.1%	47.6%	48.2%	48.7%
EBITDA 利率 (%)	27.3%	27.3%	28.0%	28.8%	29.2%
经营利率 (%)	24.0%	24.1%	24.7%	25.5%	25.9%
净利率 (%)	17.8%	16.7%	17.9%	18.6%	19.0%
<b>营运表现</b>					
行销及行政费用/收入 (%)	24.8%	26.9%	27.8%	27.6%	27.6%
实际税率 (%)	24.8%	25.6%	24.5%	24.5%	24.5%
库存周转	127	113	110	107	103
应收账款天数	34	35	34	31	28
应付账款天数	62	58	58	58	58
<b>财务状况</b>					
净负债率	(0.01)	(0.03)	(0.04)	(0.10)	(0.16)
收入/总资产	2.38	2.36	2.21	2.09	1.97
ROA	9.3%	9.2%	10.5%	11.6%	12.5%
ROE	22.0%	21.7%	23.2%	24.1%	24.7%
息率 (%)	2.0%	2.1%	2.4%	2.8%	0.0%

现金流量表	2013实际	2014实际	2015预测	2016预测	2017预测
<b>税前盈利</b>	<b>5,015.5</b>	<b>5,342.9</b>	<b>6,226.9</b>	<b>7,209.3</b>	<b>8,199.2</b>
折旧及摊销	702.9	752.1	0.0	0.0	0.0
营运资金变化	(765.9)	690.2	(778.0)	(248.1)	(220.1)
其他	(322.9)	(1,088.9)	698.8	(909.6)	(1,059.7)
<b>营运现金流</b>	<b>4,629.6</b>	<b>5,696.3</b>	<b>6,147.7</b>	<b>6,051.7</b>	<b>6,919.3</b>
资本开支	(1,300.7)	(1,900.7)	(1,600.7)	(1,600.7)	(1,600.7)
其他投资活动	(61.4)	(235.4)	11.4	11.9	12.5
<b>投资活动现金流</b>	<b>(1,362.1)</b>	<b>(2,136.0)</b>	<b>(1,589.3)</b>	<b>(1,588.7)</b>	<b>(1,588.2)</b>
负债变化	8,191.9	0.0	(200.0)	(197.0)	(197.0)
股本变化	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
股息	(2,278.1)	(2,450.8)	(2,779.4)	(3,217.9)	(3,659.7)
其他融资活动	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>融资活动现金流</b>	<b>5,913.8</b>	<b>(2,450.8)</b>	<b>(2,979.4)</b>	<b>(3,414.9)</b>	<b>(3,856.7)</b>
<b>现金变化</b>	<b>9,181.3</b>	<b>1,109.4</b>	<b>1,579.0</b>	<b>1,048.0</b>	<b>1,474.4</b>
期初持有现金	6,098.6	15,279.9	16,389.3	17,968.3	19,016.4
期末持有现金	15,279.9	16,389.3	17,968.3	19,016.4	20,490.8

## 第一上海证券有限公司

香港中环德辅道中 71 号

永安集团大厦 19 楼

电话: (852) 2522-2101

传真: (852) 2810-6789

本报告由第一上海证券有限公司(“第一上海”)编制并只作私人一般阅览。未经第一上海书面批准,不得复印、节录,也不得以任何方式引用、转载或传送本报告之任何内容。本报告所载的内容、资料、数据、工具及材料只提供给阁下作参考之用,并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的邀请或要约或构成对任何人的投资建议。阁下不应依赖本报告中的任何内容作出任何投资决定。本报告的内容并未有考虑到个别的投资者的投资取向、财务情况或任何特别需要。阁下应根据本身的投资目标、风险评估、财务及税务状况等因素作出本身的投资决策。

本报告所载资料来自第一上海认为可靠的来源取得,但第一上海不能保证其准确、正确或完整,而第一上海或其关联人士不会对因使用/参考本报告的任何内容或资料而引致的任何损失而负上任何责任。第一上海或其关联人士可能会因应不同的假设或因素发出其它与本报告不一致或有不同结论的报告或评论或投资决策。本报告所载内容如有任何更改,第一上海不作另行通知。第一上海或其关联人士可能会持有本报告内所提及到的证券或投资项目,或提供有关该证券或投资项目的证券服务。

在若干国家或司法管辖区,分发、发行或使用本报告可能会抵触当地法律、规定或其他注册/发牌的规例。本报告不是旨在向该等国家或司法管辖区的任何人或单位分发或由其使用。

©2015 第一上海证券有限公司 版权所有。保留一切权利。