

**持有**

2014年8月28日

**14年上半年收入增长16.2%，经营利润增长5.8%**

- 受人民币汇率下跌影响，14年净利润下跌4.5%：**2014年上半年，恒安录得收益120.9亿港元(同下)，同比增长16.2%。毛利率下跌0.3个百分点到44.9%；主要受纸巾业务原材料价格轻微上升及推广费用增加的影响。由于推广费用的上升幅度较大(推广费用占比增加3.2个百分点到11.9%)；经营利润只增长5.8%到26.5亿元。受人民币汇率下跌影响，公司录得1.78元的亏损，净利润同比下跌4.5%到17.7亿元。中期派发股息每股0.85港元；派息率为58.7%。
- 纸巾业务竞争还是激烈，预计下半年木浆价格的上升压力会放缓：**纸巾业务同比增长11.3%到56.4亿元；销量是增长，而价格是下跌的。纸巾毛利率下跌1.7个百分点到33.2%，主要受原材料价格轻微上升及推广费用增加的影响。我们预计纸巾业务于下半年会维持激烈的竞争，但相信公司不会再加大促销力度。同时，公司也会加速海外业务的拓展。我们预计木浆价格的上升压力在14年的下半年会放缓，相信对毛利率会有好的帮助。
- 卫生巾保持快速增长：**卫生巾业务录得25.4%的增长到35.8亿元，销量及价格都录得增长。由于中高挡产品的销售提升，毛利率增加1.8个百分点到66.9%。公司会继续提升中高挡产品的销售，预计下半年能保持较快的增长。同时也预计毛利率能维持在60%以上的高水平。
- 纸尿裤增长16.1%，纸尿裤倒退12.3%：**整个纸尿裤业务的销售录得8.0%的增长到15.5亿元。中高挡产品(纸尿裤)的销售增加16.1%，而低端产品(纸尿裤)则录得12.3%的倒退。我们相信这个趋势还会于下半年维持。毛料率增加0.7个百分点到44.2%，受益于产品组合的变化。
- 下调目标价到82.4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40.5亿、48.1亿及57.5亿港元，对应每股盈利分别为3.3、3.9及4.7港元。由于纸巾业务竞争还是激烈将可能影响增长及利润率；我们把目标价下调到82.4港元(相等于14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

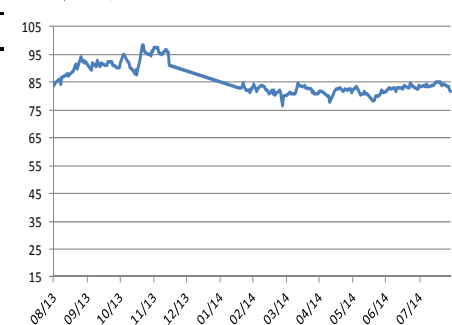
**主要数据**

行业	个人消费
股价	81.85 港元
目标价	82.40 港元 (+1%)
股票代码	1044
已发行股本	12.3 亿股
市值	1006.7 亿港元
52 周高/低	99.7/76.00 港元
每股净现值	13.5 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	2012实际	2013实际	2014预测	2015预测	2016预测
收入(百万港元)	18,524	21,186	24,296	27,917	32,760
增长(%)	8.6%	14.4%	14.7%	14.9%	17.3%
经营溢利(百万港元)	4,741	5,088	5,405	6,456	7,704
增长(%)	43.9%	7.3%	6.2%	19.5%	19.3%
净利润(百万港元)	3,519	3,721	4,056	4,806	5,749
增长(%)	32.8%	5.8%	9.0%	18.5%	19.6%
基本每股收益(港元)	2.86	3.02	3.30	3.91	4.67
市盈率(倍)	29	27	25	21	18
每股派息(港元)	1.70	1.85	1.98	2.34	2.80
息率(%)	2.1%	2.3%	2.4%	2.9%	3.4%

来源：公司资料，第一上海预测

**股价表现**


来源：彭博

## 14年上半年收入增长 16.2%，经营利润增长 5.8%

### 受人民币汇率下跌影响，14年净利润下跌 4.5%

2014年上半年，恒安录得收益 120.9 港元(同下)，同比增长 16.2%。毛利率下跌 0.3 个百分点到 44.9%；主要受纸巾业务原材料价格轻微上升及推广费用增加的影响。由于推广费用的上升幅度较大(推广费用占比增加 3.2 个百分点到 11.9%)；经营利润只增长 5.8%到 26.5 亿元。受人民币汇率下跌影响，公司录得 1.78 元的亏损，净利润同比下跌 4.5%到 17.7 亿元。中期派发股息每股 0.85 港元；派息率为 58.7%。

### 纸巾业务竞争还是激烈，预计下半年木浆价格的上升压力会放缓

纸巾业务同比增长 11.3%到 56.4 亿元；销量是增长，而价格是下跌的。纸巾毛利率下跌 1.7 个百分点到 33.2%，主要受原材料价格轻微上升及推广费用增加的影响。纸巾业务竞争还是激烈，行业促销力度都在增加；但公司的促销力度不是行业中最进取的一个。我们预计纸巾业务于下半年会维持激烈的竞争，但相信公司不会再加大促销力度。同时，公司也会加速海外业务的拓展；计划于今年第四季度在海外设立办公室并与海外分销商合作。在产能方面，恒安把原来产能扩充的计划作出调整并推后。现在，计划在 14 年下半年、15 年及 16 年分别增加 12 万吨、24 万吨及 12 万吨产能。另外，我们预计木浆价格的上升压力在 14 年的下半年会放缓，相信对毛利率会有好的帮助。

### 卫生巾保持快速增长

卫生巾业务录得 25.4%的增长到 35.8 亿元，销量及价格都录得增长。由于中高挡产品的销售提升，毛利率增加 1.8 个百分点到 66.9%。公司会继续提升中高挡产品的销售，预计下半年能保持较快的增长。同时也预计毛利率能维持在 60%以上的高水平。

### 纸尿裤增长 16.1%，纸尿片倒退 12.3%

整个纸尿裤业务的销售录得 8.0%的增长到 15.5 亿元。中高挡产品(纸尿裤)的销售增加 16.1%，而低端产品(纸尿片)则录得 12.3%的倒退。我们相信这个趋势还会于下半年维持。母婴店的销售贡献大概为单位数的占比。毛利率增加 0.7 个百分点到 44.2%，受益于产品组合的变化。我们预计纸尿裤的增长将维持较快的增长，所以预计毛利率于下半年还有提升空间。

### 下调目标价到 82.4 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 40.5 亿、48.1 亿及 57.5 亿港元，对应每股盈利分别为 3.3、3.9 及 4.7 港元。由于纸巾业务竞争还是激烈将可能影响增长及利润率；我们把目标价下调到 82.4 港元（相等于 14 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	2012实际	2013实际	2014预测	2015预测	2016预测
收入	18,524.2	21,186.4	24,295.6	27,916.7	32,760.1
毛利	8,315.2	9,559.5	11,005.2	12,891.4	15,255.9
其他收入	564.8	776.5	947.5	1,088.8	1,277.6
销售及管理费用	(4,139.2)	(5,248.1)	(6,548.1)	(7,524.1)	(8,829.5)
<b>EBITDA</b>	<b>5,301.6</b>	<b>5,790.8</b>	<b>6,261.2</b>	<b>7,411.0</b>	<b>8,748.8</b>
折旧及摊销	560.8	702.9	856.6	954.9	1,044.7
<b>经营溢利</b>	<b>4,740.8</b>	<b>5,087.8</b>	<b>5,404.6</b>	<b>6,456.1</b>	<b>7,704.1</b>
财务开支	(201.9)	(72.4)	2.9	(5.7)	11.7
联营公司	-	-	-	-	-
<b>税前溢利</b>	<b>4,539.0</b>	<b>5,015.5</b>	<b>5,407.5</b>	<b>6,450.4</b>	<b>7,715.8</b>
所得税	(1,001.2)	(1,244.9)	(1,297.8)	(1,580.3)	(1,890.4)
少数股东应占利润	19.0	49.6	54.0	64.0	76.6
<b>净利润</b>	<b>3,518.7</b>	<b>3,721.0</b>	<b>4,055.7</b>	<b>4,806.0</b>	<b>5,748.8</b>
<b>增长</b>					
总收入 (%)	8.6%	14.4%	14.7%	14.9%	17.3%
EBIT (%)	43.9%	7.3%	6.2%	19.5%	19.3%
净利润 (%)	32.8%	5.8%	9.0%	18.5%	19.6%

资产负债表	2012实际	2013实际	2014预测	2015预测	2016预测
现金	9,544.4	19,564.0	18,435.6	18,603.9	19,110.5
应收账款	1,870.5	2,184.5	2,748.0	2,934.3	3,181.3
存货	3,830.5	4,385.9	4,535.7	4,958.6	5,592.1
其他流动资产	946.0	1,187.1	1,243.4	1,302.6	1,364.7
<b>总流动资产</b>	<b>16,191.3</b>	<b>27,321.5</b>	<b>26,962.7</b>	<b>27,799.3</b>	<b>29,248.6</b>
固定资产	7,815.6	8,627.2	10,636.9	11,524.2	12,167.0
无形资产	590.8	581.2	571.1	561.2	551.5
长期投资及其他	4,607.1	3,660.7	3,172.7	3,011.9	3,009.3
<b>总资产</b>	<b>29,204.8</b>	<b>40,190.5</b>	<b>41,343.3</b>	<b>42,896.7</b>	<b>44,976.5</b>
<b>短期负债</b>					
应付帐款	1,803.1	2,097.0	2,313.3	2,615.3	3,046.8
短期银行贷款	7,440.6	13,232.9	13,532.9	13,832.9	14,133.9
其他短期负债	1,577.9	1,585.1	1,537.1	1,493.2	1,453.0
<b>总短期负债</b>	<b>10,821.5</b>	<b>16,915.0</b>	<b>17,383.4</b>	<b>17,941.4</b>	<b>18,633.7</b>
长期银行贷款	3,787.2	6,186.8	5,186.8	4,186.8	3,188.8
其他负债	187.9	170.1	178.6	187.5	196.9
<b>总负债</b>	<b>14,796.6</b>	<b>23,271.8</b>	<b>22,748.7</b>	<b>22,315.7</b>	<b>22,019.4</b>
少数股东权益	330.0	385.1	439.1	503.1	579.6
<b>股东权益</b>	<b>14,408.2</b>	<b>16,918.7</b>	<b>18,594.9</b>	<b>20,581.4</b>	<b>22,957.5</b>

财务分析	2012实际	2013实际	2014预测	2015预测	2016预测
<b>盈利能力</b>					
毛利率 (%)	44.9%	45.1%	45.3%	46.2%	46.6%
EBITDA 利率 (%)	28.6%	27.3%	25.8%	26.5%	26.7%
经营利率 (%)	25.6%	24.0%	22.2%	23.1%	23.5%
净利率 (%)	19.1%	17.8%	16.9%	17.4%	17.8%
<b>营运表现</b>					
销售及行政费用/收入 (%)	22.3%	24.8%	27.0%	27.0%	27.0%
实际税率 (%)	22.1%	24.8%	24.0%	24.5%	24.5%
库存周转	119	127	123	119	115
应收账款天数	37	34	37	37	34
应付账款天数	55	62	63	63	63
<b>财务状况</b>					
净负债率	0.11	(0.01)	0.01	(0.03)	(0.08)
收入/总资产	2.03	2.38	2.22	2.08	1.96
ROA	12.0%	9.3%	9.8%	11.2%	12.8%
ROE	24.4%	22.0%	21.8%	23.4%	25.0%
息率 (%)	2.1%	2.3%	2.4%	2.9%	3.4%

现金流量表	2012实际	2013实际	2014预测	2015预测	2016预测
<b>税前盈利</b>	<b>4,539.0</b>	<b>5,015.5</b>	<b>5,407.5</b>	<b>6,450.4</b>	<b>7,715.8</b>
折旧及摊销	560.8	702.9	856.6	0.0	0.0
营运资金变化	(1,156.7)	(765.9)	(617.0)	(426.7)	(568.6)
其他	(986.8)	(322.9)	(527.3)	(696.4)	(920.2)
<b>营运现金流</b>	<b>2,956.2</b>	<b>4,629.6</b>	<b>5,119.8</b>	<b>5,327.3</b>	<b>6,227.0</b>
资本开支	(2,468.9)	(1,300.7)	(2,300.7)	(1,600.7)	(1,600.7)
其他投资活动	(524.4)	(61.4)	24.2	25.4	26.6
<b>投资活动现金流</b>	<b>(2,993.3)</b>	<b>(1,362.1)</b>	<b>(2,276.5)</b>	<b>(1,575.3)</b>	<b>(1,574.1)</b>
负债变化	4,000.8	8,191.9	(700.0)	(700.0)	(697.0)
股本变化	0.5	0.0	0.0	0.0	0.0
股息	(1,843.5)	(2,278.1)	(2,433.4)	(2,883.6)	(3,449.3)
其他融资活动	(258.2)	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>融资活动现金流</b>	<b>1,899.5</b>	<b>5,913.8</b>	<b>(3,133.4)</b>	<b>(3,583.6)</b>	<b>(4,146.3)</b>
<b>现金变化</b>	<b>1,862.4</b>	<b>9,181.3</b>	<b>(290.1)</b>	<b>168.3</b>	<b>506.7</b>
期初持有现金	4,229.0	6,098.6	15,279.9	14,989.8	15,158.1
期末持有现金	6,098.6	15,279.9	14,989.8	15,158.1	15,664.8

数据来源: 公司资料、第一上海预测

## 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,而第一上海或其关连人仕不会对因使用/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。第一上海或其关连人仕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。第一上海或其关连人仕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。