大股东持续增持，卫生巾 Q2 或超预期

恒安国际（01044.HK）跟踪快报 | 2020.6.29

中信证券研究部

李鑫
首席轻工分析师
S1010510120016

肖昊
轻工分析师
S1010519070002

联系人：郭韵

核心观点

Q2 公司卫生巾收入增速或超预期；湿纸巾需求景气，纸尿裤持续改善，低价原材料及费用优化料将带来利润弹性，2020 年业绩有望提速。大股东连续增持 35 亿港元有望提振市场信心，维持“买入”评级。

- **受高端产品销售拉动，2020Q2 卫生巾收入增速有望达中单位数。**自 2019 年上半年开始实施销售渠道改革，公司卫生巾业务收入恢复增长，2020 年 Q1 受疫情影响较为有限，Q2 渠道补库、产品组合发力高端化，其中高端品牌 Space7 继续保持双位数增长，预计高端产品销售占比可达到高单位数。受此拉动，我们预期 2020Q2 卫生巾收入增速可达中单位数，H1 可达低单位数。由于卫生巾毛利率/净利率可达约 70%/35%，其对利润增速的拉动作用较为明显。

- **湿纸巾增速靓丽、浆价低位运行，纸巾盈利环比仍将提升。**2020H1 公司纸巾业务也受益于产品高端化，其中湿纸巾品类毛利率超 50%，有望实现双位数增长，占纸巾收入比重料将提升至 10%以上，加上品诺、厨房纸贡献，预计公司高端品占比可达 15%左右；干纸巾销售 Q2 逐步修复，下半年有望加强终端促销弥补疫情影响，预计 2020H1/A 纸巾业务收入同比+5%/+9%。上半年木浆价格持续低位运行，虽然费用率有所提升，料净利率仍环比提升，下半年预计木浆价格仍将低位震荡。

- **纸尿裤持续改善，公司费用率有优化空间。**2020H1 成人纸尿裤销售延续双位数增长，婴儿纸尿裤发力产品高端化和电商渠道，预计纸尿裤 2020H1 同比增速继续收窄至-3%，全年同比有望持平。公司上半年受疫情影响费用投入有所收缩，料下半年将增加费用投入驱动终端动销，但全年费用率仍有望同比回落 1-2pcts，主要来自广告费用率的下降。

- **大股东连续增持 35 亿港元，有望提振市场信心。**2020 年截至 6 月 28 日，大股东 Credit Suisse Trust Limited（家族信托）、安平控股/投资、行政总裁许连捷连续 13 次增持，共计增持 6,285 万股，增持金额 34.7 亿港元。其中许连捷持股比例由 20.61%上升至 21.95%，增持金额共计 8.8 亿港元，体现出大股东及管理层对公司中长期发展前景的乐观预期。

- **风险因素：**原材料价格波动；新品销售、渠道拓展以及产能投放不及预期。

- **投资建议：**新冠疫情对公司整体影响偏正面，公司各项业务经营均存亮点，2020 年业绩提速可期。维持 2020-22 年 EPS 预测 3.64/3.95/4.20 元/股，现价对应公司 2020PE 约 17 倍，基本面向上有望带动估值修复，**维持“买入”评级。**

恒安国际	01044.HK
评级	买入（维持）
当前价	61.50 港元
总股本	1,190 百万股
港股流通股本	1,190 百万股
52 周最高/最低价	69.15/49.2 港元
近 1 月绝对涨幅	-1.33%
近 6 月绝对涨幅	10.75%
近 12 月绝对涨幅	13.14%

项目/年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	20,514	22,493	23,918	25,346	26,698
营业收入增长率	3.5%	9.6%	6.3%	6.0%	5.3%
净利润(百万元)	3,800	3,908	4,328	4,704	4,993
净利润增长率	0.2%	2.8%	10.7%	8.7%	6.1%
每股收益 EPS(基本)(元)	3.19	3.28	3.64	3.95	4.20
PE	19	19	17	16	15

资料来源：Wind，中信证券研究部预测　　注：股价为 2020 年 6 月 23 日收盘价

利润表（百万元）

指标名称	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	20,514	22,493	23,918	25,346	26,698
营业成本	-12,678	-13,804	-14,611	-15,598	-16,455
毛利率	38.2%	38.6%	38.9%	38.5%	38.4%
营业税金及附加	0	0	0	0	0
销售费用	-2,270	-3,203	-3,157	-3,041	-3,124
销售费用率	11.1%	14.2%	13.2%	12.0%	11.7%
管理费用	-1,199	-1,285	-1,435	-1,445	-1,468
管理费用率	5.8%	5.7%	6.0%	5.7%	5.5%
财务费用	-525	-633	-591	-666	-678
财务费用率	2.6%	2.8%	2.5%	2.6%	2.5%
营业利润	4,904	5,047	5,611	6,082	6,460
营业利润率	23.9%	22.4%	23.5%	24.0%	24.2%
利润总额	4,904	5,047	5,611	6,082	6,460
所得税	-1,097	-1,130	-1,274	-1,368	-1,455
所得税率	22.4%	22.4%	22.7%	22.5%	22.5%
少数股东损益	7	9	9	10	11
归属于母公司股东的净利润	**3,800**	**3,908**	**4,328**	**4,704**	**4,993**
净利率	18.5%	17.4%	18.1%	18.6%	18.7%

资产负债表（百万元）

指标名称	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	21,582	20,547	23,918	25,346	26,698
存货	4,285	3,802	4,578	4,819	4,924
应收账款	2,844	3,651	3,329	3,718	3,989
其他流动资产	1,813	2,067	2,067	2,067	2,067
流动资产	30,524	30,068	33,892	35,950	37,678
固定资产	8,095	7,822	7,965	7,869	7,586
长期股权投资	102	102	102	102	102
无形资产	687	725	725	725	725
其他长期资产	6,245	4,522	4,508	4,498	4,489
非流动资产	15,128	13,170	13,299	13,193	12,901
资产总计	**45,652**	**43,239**	**47,192**	**49,143**	**50,580**
短期借款	20,022	20,361	20,050	19,046	16,795
应付账款	2,901	2,224	2,884	3,053	3,040
其他流动负债	1,330	1,079	27	22	23
流动负债	24,253	23,664	22,961	22,121	19,858
长期借款	4,240	1,247	4,247	5,247	7,247
其他长期负债	160	176	176	176	176
非流动性负债	4,401	1,423	4,423	5,423	7,423
负债合计	28,653	25,087	27,384	27,544	27,281
股本及储备	16,725	17,873	19,520	21,301	22,989
归属于母公司所有者权益合计	16,725	17,873	19,520	21,301	22,989
少数股东权益	274	279	288	298	309
股东权益合计	16,999	18,152	19,808	21,599	23,299
负债股东权益总计	**45,652**	**43,239**	**47,192**	**49,143**	**50,580**

现金流量表（百万元）

指标名称	2018	2019	2020E	2021E	2022E
税前利润	4,904	5,047	5,611	6,082	6,460
所得税支出	-1,097	-1,130	-1,274	-1,368	-1,455
折旧和摊销	769	735	792	830	867
营运资金的变化	199	-1,484	-845	-465	-389
其他经营现金流	300	1,898	591	666	678
经营现金流合计	**5,075**	**5,065**	**4,874**	**5,744**	**6,161**
资本支出	-701	-837	-934	-734	-584
其他投资现金流	-194	-1,104	13	11	9
投资现金流合计	**-895**	**-1,941**	**-921**	**-723**	**-575**
权益变动	32	-1	-4	9	-12
负债变化	27,410	32,338	2,689	-5	-250
股息支出	-2,617	-2,677	-2,677	-2,932	-3,293
其他融资现金流	-23,871	-33,818	-591	-666	-678
融资现金流合计	**954**	**-4,158**	**-582**	**-3,594**	**-4,233**
现金及现金等价物净增加额	5,133	-1,034	3,371	1,427	1,353

主要财务指标

指标名称	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入增长率	3.5%	9.6%	6.3%	6.0%	5.3%
营业利润增长率	-1.1%	2.9%	11.2%	8.4%	6.2%
净利润增长率	0.2%	2.8%	10.7%	8.7%	6.1%
毛利率	38.2%	38.6%	38.9%	38.5%	38.4%
EBITDA Margin	14.4%	12.8%	13.6%	13.8%	14.0%
净利率	18.5%	17.4%	18.1%	18.6%	18.7%
净资产收益率	22.7%	21.9%	22.2%	22.1%	21.7%
总资产收益率	8.3%	9.0%	9.2%	9.6%	9.9%
资产负债率	62.8%	58.0%	58.0%	56.0%	53.9%
所得税率	22.4%	22.4%	22.7%	22.5%	22.5%
股利支付率	68.9%	68.5%	67.7%	70.0%	73.0%

资料来源：公司公告，中信证券研究部预测

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：（i）本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；（ii）该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的 6 到 12 个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准；韩国市场以科斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 5%～20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%～5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上
	行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%～10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上

其他声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含 CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

法律主体声明

本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。本研究报告由下列机构代表中信证券在相应地区分发：在中国香港由 CLSA Limited 分发；在中国台湾由 CL Securities Taiwan Co., Ltd.分发；在澳大利亚由 CLSA Australia Pty Ltd.（金融服务牌照编号：350159）分发；在美国由 CLSA group of companies（CLSA Americas, LLC（下称“CLSA Americas”）除外）分发；在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.（公司注册编号：198703750W）分发；在欧盟与英国由 CLSA Europe BV 或 CLSA （UK）分发；在印度由 CLSA India Private Limited 分发（地址：孟买（400021）Nariman Point 的 Dalamal House 8 层；电话号码：+91-22-66505050；传真号码：+91-22-22840271；公司识别号：U67120MH1994PLC083118；印度证券交易委员会注册编号：作为证券经纪商的 INZ000001735，作为商人银行的 INM000010619，作为研究分析商的 INH000001113）；在印度尼西亚由 PT CLSA Sekuritas Indonesia 分发；在日本由 CLSA Securities Japan Co., Ltd.分发；在韩国由 CLSA Securities Korea Ltd.分发；在马来西亚由 CLSA Securities Malaysia Sdn Bhd 分发；在菲律宾由 CLSA Philippines Inc.（菲律宾证券交易所及证券投资者保护基金会员）分发；在泰国由 CLSA Securities (Thailand) Limited 分发。

针对不同司法管辖区的声明

中国：根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

美国：本研究报告由中信证券制作。本研究报告在美国由 CLSA group of companies（CLSA Americas 除外）仅向符合美国《1934 年证券交易法》下 15a-6 规则定义且 CLSA Americas 提供服务的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。任何从中信证券与 CLSA group of companies 获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当联系 CLSA Americas。

新加坡：本研究报告在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.（资本市场经营许可持有人及受豁免的财务顾问），仅向新加坡《证券及期货法》s.4A（1）定义下的“机构投资者、认可投资者及专业投资者”分发。根据新加坡《财务顾问法》下《财务顾问（修正）规例（2005）》中关于机构投资者、认可投资者、专业投资者及海外投资者的第 33、34 及 35 条的规定，《财务顾问法》第 25、27 及 36 条不适用于 CLSA Singapore Pte Ltd.。如对本报告存有疑问，还请联系 CLSA Singapore Pte Ltd.（电话：+65 6416 7888）。MCI (P) 086/12/2019。

加拿大：本研究报告由中信证券制作。对身在加拿大的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。

欧盟与英国：本研究报告在欧盟与英国归属于营销文件，其不是按照旨在提升研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在欧盟与英国由 CLSA （UK）或 CLSA Europe BV 发布。CLSA （UK）由（英国）金融行为管理局授权并接受其管理，CLSA Europe BV 由荷兰金融市场管理局授权并接受其管理，本研究报告针对由相应本地监管规定所界定的在投资方面具有专业经验的人士，且涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告。对于由英国分析员编纂的研究资料，其由 CLSA （UK）与 CLSA Europe BV 制作并发布。就英国的金融行业准则与欧洲其他辖区的《金融工具市场指令 II》，本研究报告被制作并意图作为实质性研究资料。

澳大利亚：本研究报告在澳大利亚由 CLSA Australia Pty Ltd. （金融服务牌照编号：350159）仅向《公司法（2001）》第 761G 条定义下的批发客户分发，并非意图分发给任何零售客户。

一般性声明

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券 2020 版权所有。保留一切权利。