

1044.HK 恒安国际

港股通（沪、深）

未评级

产品结构持续优化，浆价下行有利毛利改善

2019年03月20日

市场数据

日期	2019.03.20
收盘价(港元)	68.65
总股本(亿股)	11.90
流通股本(亿股)	11.90
总市值(亿港元)	817
流通市值(亿港元)	817
净资产(百万元)	16,998.7
总资产(百万元)	45,652.2
每股净资产(元)	13.87

数据来源: Wind

相关报告

海外消费研究

分析师: 张忆东
兴业证券经济与金融研究院副院长
zhangyd@xyzq.com.cn
SFC: BIS749
SAC: S0190510110012

联系人: 李明
limingyj@xyzq.com.cn
SFC: AXK332
SAC: S0190118070111

主要财务指标

会计年度	2015	2016	2017	2018
营业收入(百万元)	18,662.6	19,277.4	18,079.6	20,513.9
同比增长(%)	2.6%	3.3%	2.8%	13.5%
净利润(百万元)	3,259.9	3,479.6	3,794.0	3,799.8
同比增长(%)	9.1%	10.3%	5.5%	0.2%
EBIT 利润率	24.37%	23.65%	27.44%	23.91%
净利润率(%)	17.5%	18.7%	21.0%	18.5%
净资产收益率(%)	23.1%	23.7%	24.6%	23.2%
每股收益(元)	2.67	2.97	3.15	3.15

数据来源: 公司资料、兴业证券经济与金融研究院整理; 注: 2017年为经会计准则调整后数据

投资要点

- **公司 2018 年收入增 13.5%，盈利表现胜市场预期。**恒安国际公布了截止 2018 年 12 月 31 日的全年经营数据。公司于期内录得收入 205.1 亿元 (yoy+13.5%)，经营净利润 54.3 亿元 (yoy+2.99%)，归母净利润 38.0 亿元 (yoy+0.18%)，盈利表现胜彭博一致预期。
- **浆价上行期拖累毛利率水平，但阿米巴战略持续发力，费用率下降 2pct。**由于 2018 年木浆价格持续处高位，加上人民币于 2018 年下半年开始贬值，公司生产成本及财务费用较去年同期升高，毛利率较 2017 年减少 3.58pct 至 38.2%，盈利能力下降。EBIT 利润率及净利润率分别按年下降 3.53pct 及 2.47pct。但得益于阿米巴经营战略的实施，公司期内销售与管理费用率按年下降 2pct，一定程度上抵消了成本压力对公司盈利能力的影响。
- **传统渠道销售疲软拖累纸尿裤收入，但产品升级+电商发力，促使公司纸巾及卫生巾业务录得亮眼增速。**受制于传统渠道疲软，公司纸尿裤产品收入 15.36 亿元 (yoy-14.35%)，占公司总收的 7.5%。然而，公司期内加速布局线上渠道，线上销售额同比上升逾 50% 至 39 亿元，贡献了公司 14.4% 的整体收入。此外，公司亦升级优化产品结构，于期内录得纸巾产品收入净额 102.27 亿元 (yoy+18.79%)，卫生巾产品收入 65.94 亿元 (yoy+6.10%)。此外，受益于收购马来西亚皇城集团及主营保鲜膜生产商声科集团，公司期内录得其它收入 21.57 亿元 (yoy+47.59%)，表现亮眼。
- **我们的观点：**受公司纸巾及卫生巾业务推动，2018 年公司表现整体亮眼，跑赢彭博一致预期。虽公司期内盈利能力下降，但短期来看，随着 2018 年第四季度木浆价格开始回落，2019 年纸浆价格延续下降趋势，公司成本压力或将有所缓解，加上公司持续优化的产品组合，预计 2019 年公司毛利率水平可逐步改善。长期来看，公司龙头地位难以撼动，线上渠道渗透空间依然较足。未来公司将持续受益于全业务产品线升级，线上渠道拓展及阿米巴模式落地。建议投资者适当关注。

风险提示：纸浆价格波动，销量不及预期，线上渠道拓展不及预期，行业竞争加剧

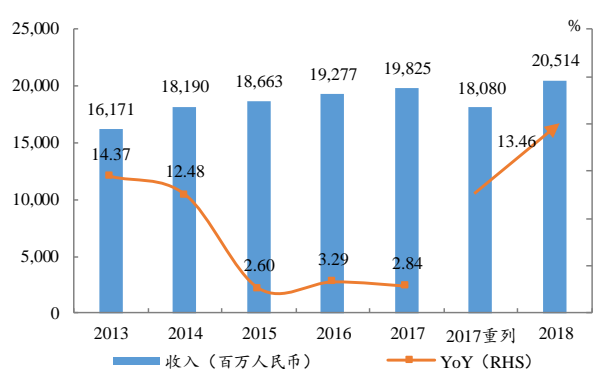
请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明



报告正文

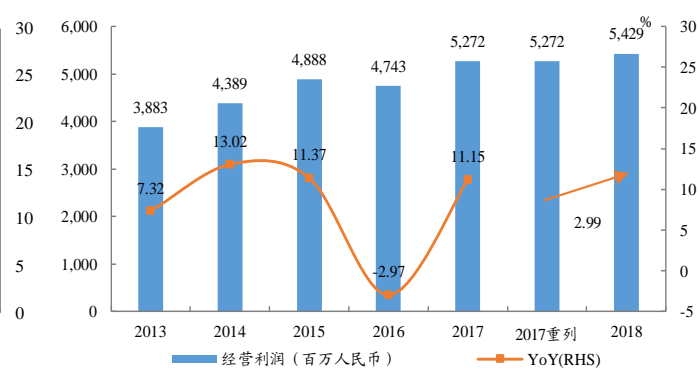
- 公司 2018 年收入增 13.5%，净利润与 2018 年持平，净利润率同比下降 11.73%。恒安国际公布了截止 2018 年 12 月 31 日的全年经营数据。公司于期内录得收入 205.1 亿元 (yoy+13.5%)，经营净利润 54.3 亿元 (yoy+2.99%)，归母净利润 38.0 亿元 (yoy+0.18%)，经营净利润超彭博一致预期 3.6 亿元。盈利能力方面，公司 2018 年 EBIT 利润率及净利润率同比减少 3.53pcts 及 2.47pcts，主要是木浆价格上升导致的生产成本增加与财务费用增加所致。随着木浆价格的回落，2019 年公司盈利将有所改善。

图 1、公司 2018 年收入增长 13.5% 至 205.1 亿元



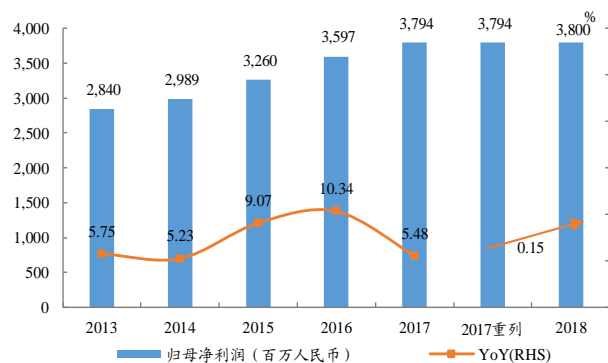
资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

图 2、公司 2018 经营利润增长 2.99% 至 54.3 亿元



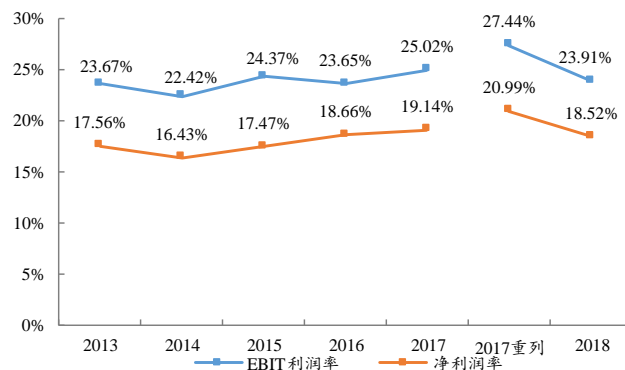
资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

图 3、公司归母净利润增长 0.15% 至 38.0 亿元



资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理；

图 4、公司净利润率按年跌 2.74pcts



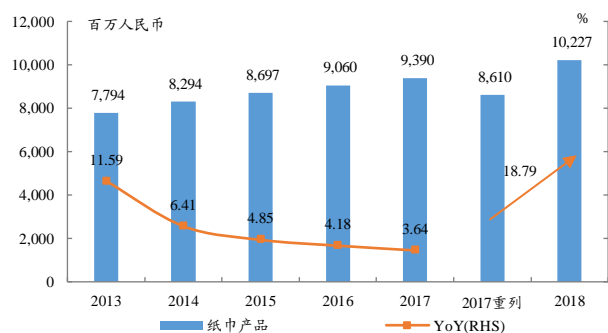
资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

- 主营业务整体增速亮眼，一次性纸尿裤产品受电商冲击有所下降。整体看，公司于期内录得纸中产品收入净额 102.27 亿元 (yoy+18.79%)，占比 49.9%；录得卫生巾产品收入 65.94 亿元 (yoy+6.10%)，占比 32.1%；录得一次性纸尿裤产品收入 15.36 亿元 (yoy-14.35%)，占比 7.5%；录得其它收入 21.57 亿元 (yoy+47.59%)，占比 10.5%。公司各部门收入整体上涨，纸巾产品的快速发展及卫生巾产品的稳步增长主要得益于公司的平台化小团队经营改革及电商渠道的发力。其它业务收入来源于恒安国际旗下两家子公司，包括生产纸

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

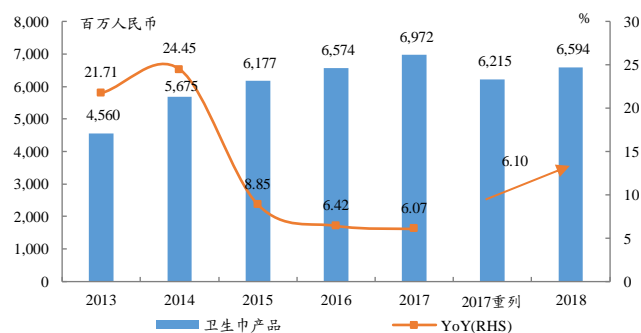
尿裤和纸张的马来西亚公司皇城集团，以及生产保鲜膜和胶袋的声科集团。其它产品收入的快速增长是公司 2018 年新收购保鲜膜生产商声科集团所致。然而，受电商与其他碎片化渠道的冲击，公司一次性纸尿裤产品发展依然滞后，收入持续下滑。由于其占比仅为 7.5%，对公司收入影响较为有限。未来公司将通过提高电商渠道比例，拓展海外市场与开发高档品牌来提升一次性纸尿裤产品收入。

图 5、纸巾产品收入增长 18.79%



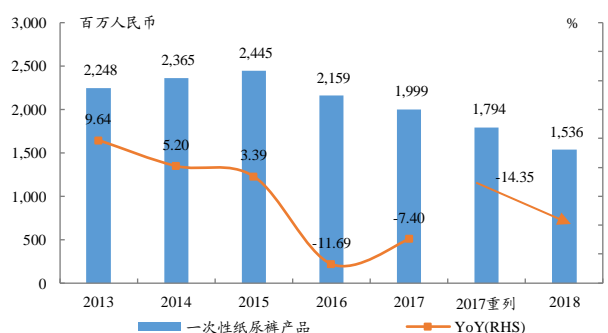
资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

图 6、卫生巾产品收入增长 6.10%



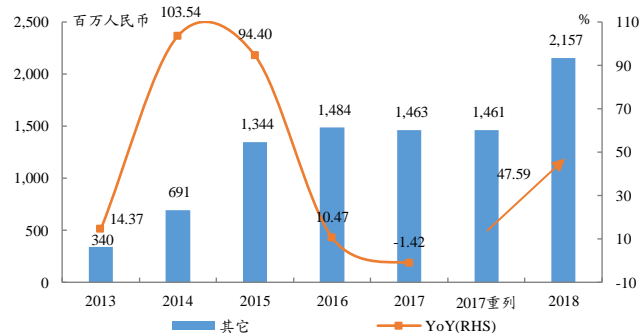
资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

图 7、一次性纸尿裤产品收入下降 14.35%



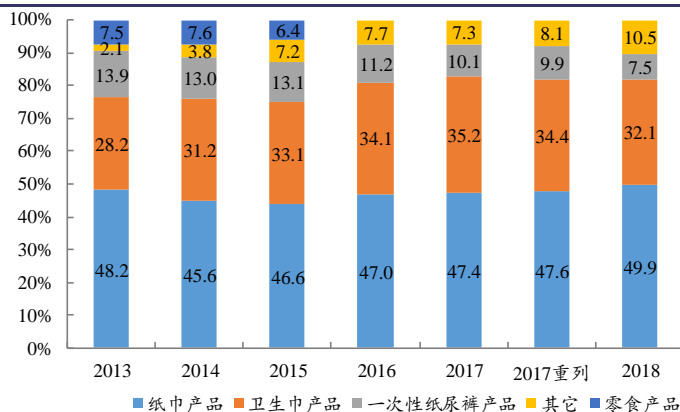
资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

图 8、其它业务收入增长 47.59%



资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

图 9、纸巾产品与卫生巾产品业务为主要收入来源



资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

- **2018 年生产成本增高，公司整体毛利率下降，预计 2019 年成本压力将有所缓解。**由于 2018 年木浆价格持续处于历史高位，加上人民币于 2018 年下半年开始贬值，公司生产成本较去年同期高，毛利率-3.58pcts 至 38.2%。随着 2018 年第四季度木浆价格开始回落，加上公司持续优化的产品组合，预计 2019 年的毛利率可逐步改善。

图 10、公司毛利率-3.58pcts

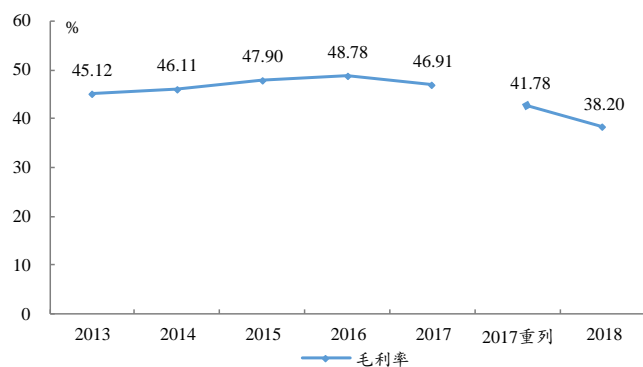
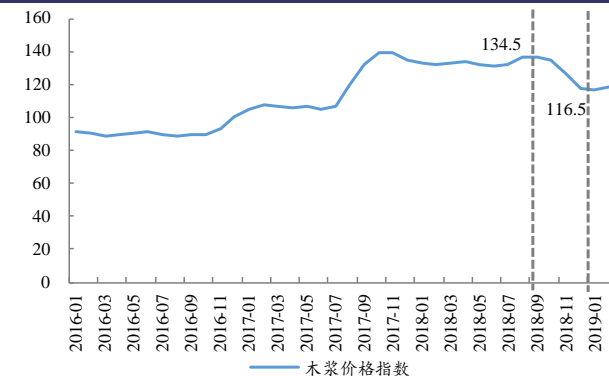


图 11、中国木浆价格于 2018 年第四季度开始回落



资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

分业务来看，纸巾产品毛利率同比-4.3pcts，一次性纸尿裤产品毛利率同比-1.6pcts，占比较大的纸巾产品受木浆价格上升影响导致分部毛利率下降是集团整体毛利率下降的主要原因。卫生巾产品毛利率比同比+0.6pcts 至 69.4%，由于卫生巾业务产品组合持续优化，在成本上升的情况下，毛利率仍较为稳定。其它业务毛利率稳定。

图 12、纸巾产品毛利率下降-4.3pcts

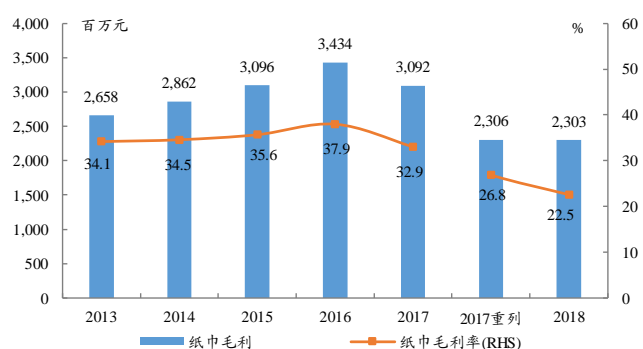
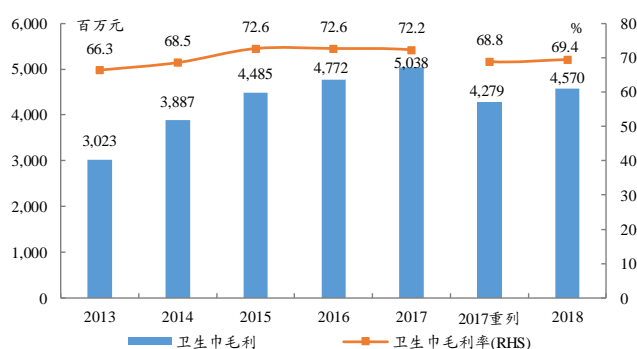


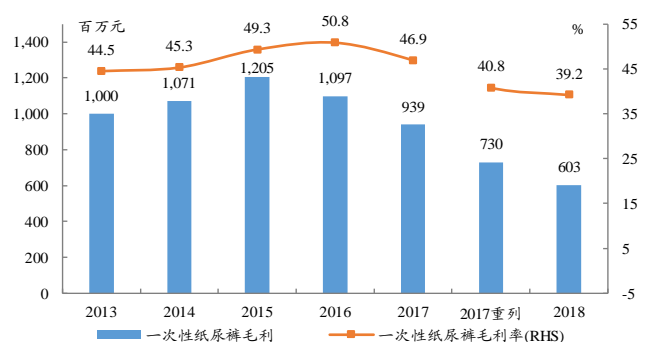
图 13、卫生巾产品毛利率+0.6pcts



资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

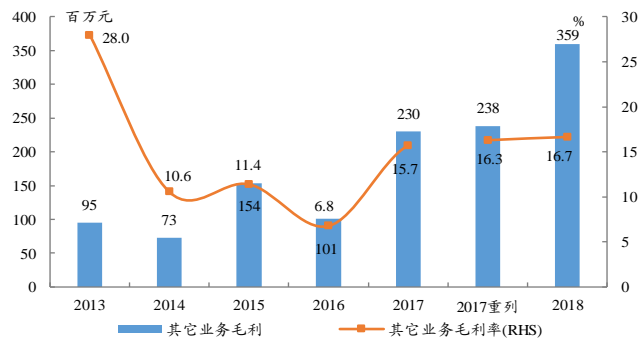
资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

图 14、一次性纸尿裤产品毛利率-1.6pcts



资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

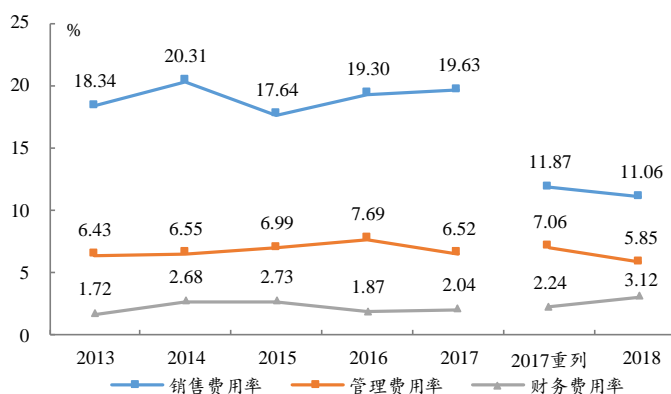
图 15、其它产品毛利率+0.4pcts



资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

- **阿米巴经营战略落地，公司销售与管理费用管控得当。**2018年，公司加大品牌宣传力度，销售与管理费用较2017年增长1.4%。然而，由于公司阿米巴经营战略的实施，销售与管理费用率同比-2pcts至16.9%。公司在2018年新发行30亿公司债券及400亿超短融债券，致使财务费用率同比+0.88至3.12%，财务费用为6.40亿。毛利率下降与财务费用的增加导致净利润率同比-2.74pcts至18.52%。

图 16、公司销售与管理费用按年减少 2pcts



资料来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

- **我们的观点：**受公司纸巾及卫生巾业务推动，2018年公司表现整体亮眼，跑赢彭博一致预期。虽公司期内盈利能力下降，但短期来看，随着2018年第四季度木浆价格开始回落，2019年纸浆价格延续下降趋势，公司成本压力或将有所缓解，加上公司持续优化的产品组合，预计2019年公司毛利率水平可逐步改善。长期来看，公司龙头地位难以撼动，线上渠道渗透空间依然较足。未来公司将持续受益于全业务产品线升级，线上渠道拓展及阿米巴模式落地。建议投资者适当关注。
- **风险提示：**纸浆价格波动，销量不及预期，线上渠道拓展不及预期，行业竞争加剧

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	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的12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中：A股市场以上证综指或深圳成指为基准，香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%
		审慎增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~15%之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
		无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

有关财务权益及商务关系的披露

兴证国际证券有限公司及/或其有关联公司在过去十二个月内与大森控股集团有限公司、兴证国际金融集团有限公司、Dangdai Henju International Inc.、阳光油砂有限公司、浦江中国控股有限公司、中国山东高速金融集团有限公司、惠理集团有限公司、游莱互动集团有限公司、华立大学集团有限公司、龙皇集团控股有限公司、民信国际控股有限公司、浙商银行股份有限公司、MS Concept Limited、惠陶集团（控股）有限公司、信源企业集团有限公司、银合控股有限公司、Republic Healthcare Limited、江西银行股份有限公司、胜利证券（控股）有限公司、百应租赁控股有限公司、融创中国控股有限公司、华夏幸福基业股份有限公司、永续农业发展有限公司、山东黄金矿业股份有限公司、恒益控股有限公司、成志控股有限公司、朗诗绿色集团有限公司、永升生活服务集团有限公司、时代中国控股有限公司、中原银行股份有限公司、云能国际股份有限公司、汇量科技有限公司、国际济丰包装集团、微盟集团、日照港裕廊股份有限公司、K2 F&B Holdings Limited、四川省蓝光发展股份有限公司、管道工程控股有限公司、新东方在线科技控股有限公司和盛世大联保险代理股份有限公司有投资银行业务关系。

使用本研究报告的风险提示及法律声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供兴业证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司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相关的其他任何损失承担任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告由受香港证监会监察的兴证国际证券有限公司（香港证监会中央编号：AYE823）于香港提供。香港的投资者若有任何关于本报告的问题请直接联系兴证国际证券有限公司的销售交易代表。本报告作者所持香港证监会牌照的牌照编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。