

**GREAT ROC**

CAPITAL SECURITIES LIMITED

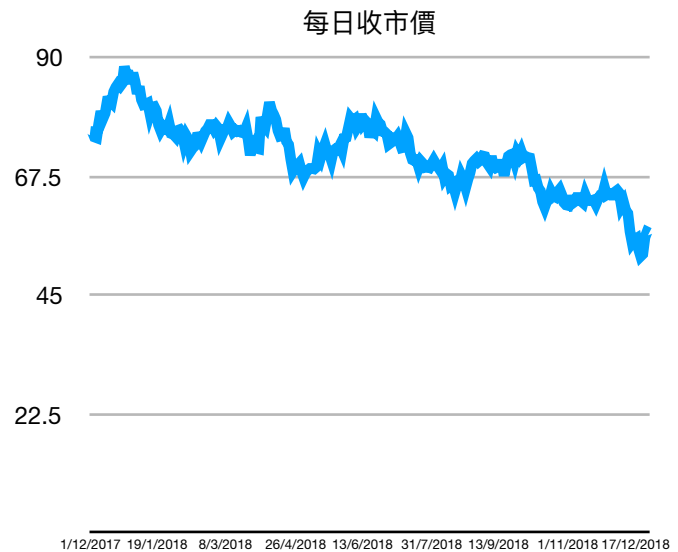
鴻鵬資本證券有限公司

A Wholly-owned subsidiary of UKF (Holdings) Limited (HKEX stock code 1468)  
英眾(控股)有限公司之全資附屬公司 (香港交易所上市編號1468)**恒安國際(1044 HK)**

研究報告

二零一八年十二月二十八日

公司	恒安國際	
代碼		1044 HK
股數	(百萬股)	1,199.2
上日收市價	(HK\$)	56.8
市值	(HK\$百萬)	68,112.0
本年度市盈率	(倍)	15.5
預測來年市盈率	(倍)	14.3
市賬率	(倍)	4.1
股息收益率	(%)	4.4



資料來源: 恒安國際、Bloomberg、經濟通

- ❖ 產能142.0萬噸及佔中國衛生巾市場近三成份額，恆安國際是中國舉足輕重的生活用紙企業。
- ❖ 恆安國際推有涵蓋5大類別400多個品種的龐大產品組合，及多個家傳戶曉的品牌，
- ❖ 19個生產基地+9個紙基地+8,695個銷售終端及網點，恆安國際擁有高效並覆蓋全國的生產銷售網絡，並開始外銷往61國家。
- ❖ 通過收購及投資，恆安國際進一步垂直整合及擴張至新產品及海外市場。
- ❖ 「二孩政策」以及國內人口加速老化，加上紙尿褲在中國的滲透率遠低於其他發達國家，估計恆安紙尿褲產品具龐大增長潛力。
- ❖ 恆安國際2018年度市盈率及2019年度預測市盈率分別為15.5倍及14.3倍，而其股息收益率達4.4%。我們認為恆安國際現被低估。
- ❖ 2018年12月17日至24日，集團按每股HK\$52.0-HK\$57.0，回購近860萬股。

**最大生活用紙綜合制造商** 由於市場需求擴張，中國生活用紙業高速發展，行業產能由2009年的556.0萬噸，增加至2016年的1,125.0萬噸，七年複合增長達10.6%。於2016年底，中國前十名生活用紙生產企業產能達525.5萬噸，佔全國產能46.7%，而當中前四名生活用紙生產企業產能佔全國產能的35.6%。恆安國際是目前全國最大生活用紙和婦幼衛生用品綜合制造商。2016年底恆安國際產能全國排第二，佔全國產能10.1%。2017年底及2018年上半年，恆安國際產能別達130.0萬噸及136萬噸，估計至2018年底，集團產能達142.0萬噸，較2017年增加9.2%。

**1044.HK 業績及盈利預測**

人民幣百萬元	FY13A	FY14A	FY15A	FY16A	FY17A	FY18F	FY19F	FY20F
收入	16,905	18,884	18,663	19,277	19,825	21,424	23,092	24,846
公司權益持有人應佔利潤	2,975	3,101	3,260	3,597	3,794	3,867	4,206	4,528

## 2016年中國主要生活用紙企業產能

排名	企業	品牌	產能(年/萬噸)
1	金紅葉紙業	唯潔雅、清風、真真	132
2	恒安國際	心相印、品諾、優選	114
3	維達紙業集團	維達、花之韻	104
4	中順潔柔紙業	潔柔、C&S、太陽	51
5	東順集團	順清柔、哈裡貝貝	46
6	理文造紙	理文	32
7	永豐餘家品	五月花	18
8	山東太陽紙業	幸福陽光、太陽花	12
9	山東晨鳴紙業	晨鳴	10
10	浙江景興紙業	品萱	7

資料來源:中誠信國際、中國產業

根據尼爾森資詢2016年報告，按照商超渠道銷售計，2016年中國前十名衛生巾廠商合共於中國衛生巾市場佔有率達八成以上，其中恆安國際市場佔有率達27.4%，全國第一。

## 2016年中國主要衛生巾廠商市場份額

排名	企業	品牌	市場份額(%)
1	恒安國際	七度空間、安爾樂	27.4
2	尤妮佳生活用品(中國)	蘇菲、Center in、佳慕	17.1
3	廣東景興衛生用品	ABC、Free	10.7
4	寶潔(中國)	丹碧絲、護舒寶、朵朵	9.2
5	桂林潔伶工業	洁伶、淘淘、氧棉	4.4
6	金佰利(中國)	高潔絲、舒而美	3.9
7	重慶百亞衛生用品	自油點、妮爽	2.9
8	花王(中國)投資	樂而雅	2.7
9	湖北絲寶衛生用品	潔婷、伊倍爽	2.4
10	北京倍舒特婦幼用品	倍舒特、怡悅清爽	1.3

資料來源:尼爾森資詢、中誠信國際

**龐大產品組合及知名度高的品牌組合** 經過二十多年經營，集團發展出涵蓋5大類別400多個品種的龐大產品組合，及打造出家傳戶曉人氣旺盛的品牌組合。其衛生巾品牌安爾樂及七度空間在中國中高端市場具備極高知名度。而其尿片和紙尿褲品牌安兒樂在二線及以下城市具高名氣。此外，其心相印品牌紙巾連續多年入選中國消費者最信任品牌。2017年，集團入選中央電視臺2018年國家品牌計

劃，是國內家庭生活用品行業中唯一入選企業。

**強大的質控及研發能力** 恒安國際為國內生活用紙行業中唯一被認定為國家級企業技術中心。集團參與制定〈衛生巾(含衛生護墊)〉、〈紙巾紙(含濕巾)〉和〈衛生紙(含衛生原紙)〉等多項國家標準，並制定高於國家標制的內控指引。於2018年3月底，恒安國際累計申請專利651件，其中發明專利172件，並獲授485件專利，其中發明專利32件。

**覆蓋全國的高效產銷網絡** 集團在全國佈局完善的產銷網絡。其現於中國設有19個生產基地，覆蓋東北、華北、華東、川渝、華中、閩粵、魯豫和西北地區，並擁有六個紙基地。同時集團設有西北、東北、華北、華中、魯豫、華東、閩粵、西南及川渝共九大銷售片區，終達致八成產品於市場當地生產。這既可減省物流費用，並提高產品進入市場的效率。集團實行“網絡到縣，直銷到鎮”的營銷策略，於2018年3底，集團建立了傳統銷售渠道2,930個、特進渠道792個、現代渠道4,899個、直銷渠道74個，合共8,695個銷售終端及網點，覆蓋全國。而且，恒安國際亦開始逐步進行外銷，產品銷往菲律賓、美國、馬來西亞、澳大利亞、台灣及香港等61國家和地區。

**全渠道銷售** 除傳統分銷渠道，集團透過網上商店和微商銷售，進一步拓展國內銷售網路，並透過與國內知名大型電商平台合作，藉助大數據了解消費者網購習慣，靈活調配生產、供貨及銷售資源，提高銷售效益。集團並通過零售通平台拓展B2B業務的客源，完善商品物流系統，以及增加線下銷售網路的覆蓋率，並推出電商專賣產品及配搭組合。集團亦於2018年上半年期調整了線上線下渠道售價差距。

**紙尿褲產品具增長潛力** 現時，紙巾產品為集團主要收入來源，佔2018年度上半年銷售收入五成以上。期內由於紙巾原料造紙木漿價格上升，紙巾產品的毛利率由2017年上半年的29.6%下降至25.8%。雖然衛生巾產品佔2018年度上半年銷售收入31.8%，但該產品毛利率增至69.3%，是集團的利潤增長來源。紙尿褲產品僅佔2018年度上半年銷售收入8.0%，而該產品毛利率達四。由於中國實施「二孩政策」以及國內人口加速老化，使紙尿褲的潛在使用者增加，加上紙尿褲在中國的滲透率遠低於其他發達國家，估計紙尿褲產品具龐大發展潛力。

**垂直整合及對外擴張** 為了穩定原料供應及拓展海外市場及新產品，集團近年積極收購海外資產。集團擁有馬來西亞證券交易所主機板上市公司皇城集團50.5%權益。皇城生產及加工纖維製品，包括成人及嬰兒紙尿褲、衛生巾和紙巾產品、棉製品及加工紙，其銷售網路覆蓋東南亞區域包括大型超市以及個人衛生用品連鎖店等主要銷售渠道，透過利用皇城集團的現有網絡，集團將在馬來西亞市場推出恒安集團品牌的產品，逐步進入其他東南亞市場。

於2018年4月，集團宣佈以人民幣9,025.2萬，投資芬蘭芬漿36.5%股本權益。芬漿現時從事規劃並旨在於芬蘭庫奧皮奧建造大型生物製品廠。規劃中之紙漿廠目標為每年為全球市場生產約120萬噸北部經漂白軟木硫酸鹽牛皮紙漿及其他生物製品。此投資潛在效益是集團有機會獲得長遠穩定之木漿供應之餘，亦可給予集團將來參與中國及東南亞市場之木漿貿易。

於2018年4月，集團宣佈以人民幣1.42億，收購聲科集團之全部已發行股本。聲科於中國從事食物保鮮膜及膠袋之製造，並於當地銷售及出口至歐洲、澳洲、北美及亞洲市場。藉著聲科，集團可擴大其家居產品組合，並獲得海外銷售網路。

**被低估** 按Bloomberg提供的盈利預測，恆安國際2018年度市盈率及2019年度預測市盈率分別為15.5倍及14.3倍，而其股息收益率達4.4%。作為恆生指數成份股及中國最大生活用紙綜合企業，我們認為恆安國際現被低估。首先，恆安國際的國內及國際同業加權平均本年度市盈率及來年度預測市盈率分別為20.2倍及18.9倍，股息收益率僅3.1%，估值比恆安高但股息收益率卻低於恆安。而於香港交易所上市的大中華消費版塊本年度市盈率及來年度預測市盈率分別為22.4倍及19.0倍，股息收益率僅2.5%，也是估值比恆安高但股息收益率比恆安低。維達(3331 HK)的生活用紙產能全國排第三，但其本年度市盈率及來年度預測市盈率分別為21.6倍及18.4倍，估值比恆安還高。

於2018年6月底，恆安國際持有淨現金約人民幣16.5億。2018年12月17日至24日期間，集團按每股HK\$52.0-HK\$57.0，回購近860萬股。

代號	公司	市值(百萬美元)	本年市盈率(X)	預測市盈率(X)	股息收益率(%)
002511 CH Equity	中順潔柔	1,630.4	25.7	20.2	0.9
2314 HK Equity	理文造紙	3,679.7	5.4	5.9	5.9
1907 TT Equity	永豐餘	609.3	10.5	-	-
002078 CH Equity	太陽紙業	2,144.8	6.0	5.3	2.3
1812 HK Equity	晨鳴紙業	2,035.7	3.3	4.3	9.8
002067 CH Equity	ZHEJIANG JING -A	565.4	5.2	5.2	-
KMB US Equity	KIMBERLY-CLARK	38,352.8	16.6	16.4	3.6
PG US Equity	PROCTER & GAMBLE	224,451.0	20.5	19.2	3.2
4452 JT Equity	KAO CORP	36,159.4	26.6	24.6	1.5
1044 HK Equity	恆安國際	8,746.0	15.5	14.3	4.4
3331 HK Equity	維達	1,848.8	21.6	18.4	1.5

資料來源: Bloomberg

代號	公司	市值(百萬港元)	本年市盈率(X)	預測市盈率(X)	股息收益率(%)
2319 HK Equity	蒙牛集團	92,103.6	26.1	20.4	0.9
1717 HK Equity	澳優乳業	12,593.9	17.2	13.3	2.0
506 HK Equity	中國食品	7,916.1	17.0	14.1	1.8
291 HK Equity	華潤集團(啤酒)	86,619.5	38.9	30.0	0.9
168 HK Equity	青島啤酒	48,396.7	24.8	22.0	1.7
322 HK Equity	康師傅	56,065.4	19.7	18.2	2.7
220 HK Equity	統一企業中國	28,939.5	22.8	20.0	2.9
151 HK Equity	中国旺旺	66,852.7	17.1	16.1	3.0
1475 HK Equity	日清食品	3,835.3	18.6	16.4	2.2
1610 HK Equity	中糧肉食	5,657.9	-	11.6	0.0
288 HK Equity	萬洲國際	86,732.1	10.3	9.3	4.2
3799 HK Equity	福建達利	76,824.0	17.5	15.4	3.3
345 HK Equity	維他奶	30,783.7	41.0	35.2	1.4
1579 HK Equity	頤海國際	20,582.1	37.5	28.2	0.7
1458 HK Equity	週黑鴨	8,031.2	10.5	10.0	2.8
3331 HK Equity	維達	14,481.2	21.6	18.4	1.5
1044 HK Equity	恒安國際	68,504.7	15.5	14.3	4.4

資料來源: Bloomberg

## 免責聲明

本報告由鴻鵬資本證券有限公司（“鴻鵬”）研究部刊發，內容基於其認為可靠的來源，但就其是否公平、準確、完整或正確，鴻鵬概不作出或發出任何明示或默示的保證或承諾。本報告中的所有意見如有更改，恕不另行通知。所提供的資訊僅供參考和閱覽，並非就本文提及的證券或投資進行買賣或交易的建議、要約或招攬。在市場慣例允許的情況下，鴻鵬及其員工和親屬或連絡人，可不時就本報告中提及的公司的證券或相關產品或投資持有頭寸，以及進行買賣。投資涉及風險。投資者應注意，投資的價值和證券的價格可以上升或下跌，過往表現不一定是未來表現的指標。投資者應尋求獨立專業意見，鴻鵬在任何情況下，就投資者使用此報告的資訊而可能蒙受的利潤損失，概不在任何方面承擔責任。本報告的內容的智慧財產權屬於鴻鵬所有。未經鴻鵬許可，任何人不得就任何目的複製、發佈或分發本報告的全部或部分內容。本報告所載觀點，由證監會持牌分析師擬備，並準確反映分析師對有關證券的個人意見。除非另有披露，否則於本報告刊發日期，就本文談及的公司或與該等公司屬同一集團的成員公司的證券，本報告的分析師並無持有任何權益。

鴻鵬資本證券有限公司

地址：香港干諾道中168-200號信德中心西翼16樓1601-1603室

電話：(852) 3423 0000 傳真：(852) 3423 0099 電郵：info@greatroc.com.hk