

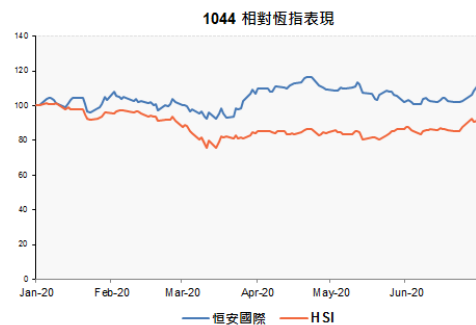
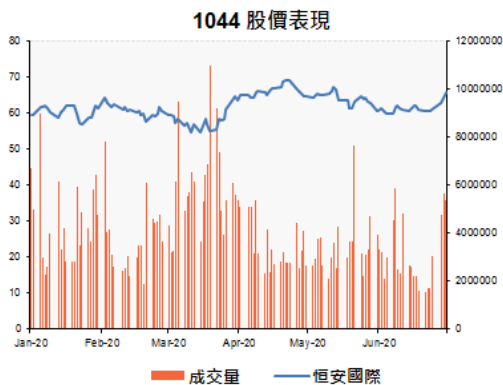
# 股份評論-恒安國際(01044)

2020年07月09日

## 木漿價格回落帶動毛利率改善 集團估值吸引

**行業：家庭及個人護理用品**
**評級：買入**
**01044.HK, 1044 HK**
**上交易日收市價：HKD 66.00**
**目標價：HKD 75.00**
**潛在升幅：13.6%**

股價表現 (HKD)			
價格	66.00	1個月相對表現	6.9%
52週最高	70.00	6個月相對表現	12.3%
52週最低	48.60	52周相對表現	23.0%
52週Beta	0.80	年至今相對表現	20.2%



資料來源：彭博 09/07/2020

**查詢熱線：230 95555**
[www.cmbwinglungbank.com](http://www.cmbwinglungbank.com)
**公司簡介：**

集團主要在中國內地製造、分銷及出售個人衛生用品及護膚產品。

**基礎分析：**
**● 木漿價格回落帶動毛利率改善**

集團 2019 年業績穩健增長，收入按年增 9.7% 至 224.92 億元(人民幣·下同)，主因集團加大力度改革傳統銷售渠道，加強終端門店的建設及拓展，增強精準銷售能力，並持續推出升級和高檔產品，進一步拓展高檔及高品質的市場，藉此提升產品滲透率及市場份額。由於木漿價格逐漸由高位回落下，有利於降低集團的生產成本並抵消年內推廣及分銷成本上升的影響，年內整體毛利率輕微上升 0.4 個百分點至約 38.6%，推廣及分銷成本佔集團收入百分比上升 3.1 個百分點至 20%。

**● 加快電商渠道發展**

集團將於 8 月公布的 2020 年上半年業績，其中電商渠道將成為驅動收入增長的關鍵，因疫情觸發了必需品消費逆勢增長。參考 2019 年電商渠道的營業額超過 44 億元，按年急升逾 50%；電商渠道的收入佔集團收入亦按年上升 5.4 個百分點至 19.8%。集團近年加快發展電商渠道的銷售，拓展策略已由「部門級」提升至「戰略級」，並計劃加強利用「網紅」銷售及代理更多外國品牌與集團產品互補，增加電商渠道的銷售。

**買賣策略：**
**● 大股東增持顯信心**

集團多位大股東近期持續增持，體現出大股東及管理層對公司中長期發展前景的樂觀預期。此外，集團估值吸引，其市盈率(約 18.06x)低於另一衛生用品龍頭維達國際(約 32.5x)，加上業務較多元化，更具投資價值。技術走勢上，近日股價突破 6 月橫行區，並收復 50 天線(約\$63.53)，投資者可考慮於 50 天線附近作初步買入，目標價為\$75.00，若果大成交長期確認跌穿 6 月 15 日底部位置則止蝕(約\$58.80)。

風險提示：原材料價格波動；渠道拓展不及預期

招商永隆銀行有限公司



## 業績 (截至 2019 年 12 月 31 日止全年度):

2019 年度，集團營業額上升 9.6% 至 224.93 億元(人民幣·下同)，股東應佔溢利增加 2.8% 至 39.08 億元。

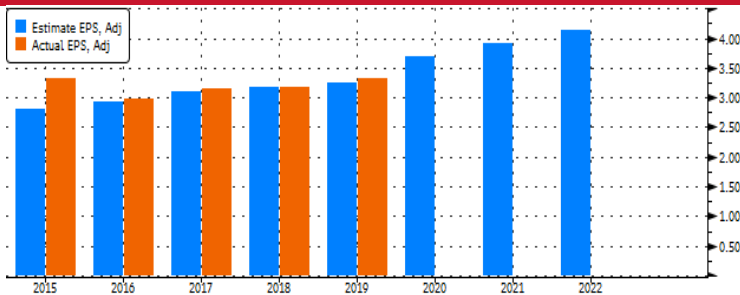
估值比率	Fiscal Year						
	12/16	12/17	12/18	12/19	12/20E	12/21E	12/22E
市盈率	20.2x	19.1x	18.6x	18.2x	16.1x	15.1x	14.3x
EV/EBIT	13.3x	18.6x	13.1x	10.6x	11.6x	11.4x	10.9x
EV/EBITDA	11.7x	16.2x	11.3x	9.3x	10.9x	10.4x	10.1x
P/S	3.2x	4.8x	2.9x	2.6x	2.9x	2.7x	2.6x
P/B	4.2x	5.4x	3.6x	3.3x	3.6x	3.4x	3.1x
股利率	3.8%	2.9%	4.4%	4.5%	4.2%	4.4%	4.6%
獲利比率 %							
	12/16	12/17	12/18	12/19	12/20E	12/21E	12/22E
毛利率	48.8	41.8	38.2	38.6	39.0	38.9	38.2
EBITDA 獲利率	27.8	30.0	27.2	29.0	27.2	26.7	25.9
營業率	24.4	26.2	23.5	25.4	25.8	25.7	26.3
獲利率	18.7	21.0	18.5	17.4	18.1	18.0	17.9
資產報酬率	10.7	10.4	9.0	8.8	9.3	9.5	10.9
股本回報率	24.4	24.6	23.1	22.6	23.0	22.7	22.3
槓桿和覆蓋率							
	12/16	12/17	12/18	12/19			
流動比率	1.4	1.3	1.3	1.3			
速動比率	1.2	1.1	1.0	1.0			
EBIT/利息	13.1	12.6	7.7	7.4			
總債務/資本	0.5	0.5	0.6	0.5			
總債務/權益	1.1	1.2	1.4	1.2			
有效稅率 %	23.7	23.4	22.4	22.4			

資料來源：彭博 09/07/2020

財務數字	貨幣:	HKD	週期:	Fiscal Yearly (FY)	年份選取:	3
損益表摘要						
	2FY	1FY	T12M	FY1 2019	FY1 2018	FY1 2017
收入	28,674	26,677	25,517	25,517	24,325	20,873
經營溢利	7,369	6,887	6,474	6,474	5,721	5,466
稅前淨利	6,647	6,234	5,725	5,725	5,815	5,727
非常項目前收入	5,152	4,828	4,444	4,444	4,514	4,389
淨利潤	4,952	4,689	4,433	4,433	4,506	4,380
非常項目前每股收益	4.32	4.07	3.76	3.76	3.77	3.58
每股收益	4.19	3.98	3.73	3.73	3.74	3.64
非常項目前稀釋每股收益	-	-	3.76	3.76	3.77	3.58
稀釋每股收益	-	-	3.73	3.73	3.73	3.64
每股股利	2.88	2.72	2.55	2.55	2.61	2.42
EBITDA	7,651	7,265	7,393	7,393	6,626	6,265
股本回報率	22.73	23.04	-	22.59	23.15	24.61

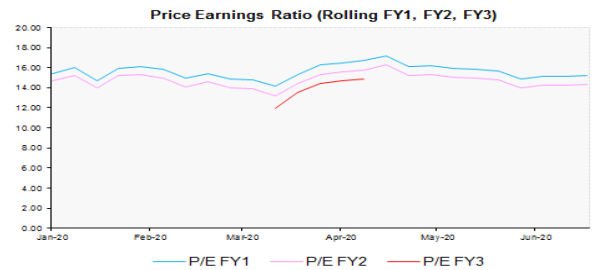
(人民幣百萬元計；資料來源：彭博 09/07/2020)

## 預測盈利：



資料來源：彭博 09/07/2020

## 預測市盈率：



資料來源：彭博 09/07/2020

## 同業市盈率比較：

				定價		表現		評價比率		Price Earnings					
				市值(百萬)	市值(百萬)	1月報酬	6月報酬	日曆化							
				(當地)	(HKD)	(HKD)	(HKD)	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	
代碼	公司名稱	次產業	貨幣(當地)	最小	最大	平均	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022		
1044	恒安國際	Personal Products	HKD	78,043	78,043	7.4%	12.8%	19.9x	18.8x	18.6x	17.9x	16.0x	15.1x	14.3x	
3331	維達國際	Household Products	HKD	37,063	37,063	29.2%	106.3%	51.8x	58.8x	57.0x	62.3x	40.4x	37.5x	34.8x	
8113 JP	優妮嬌聯公司	Household Products	JPY	2,996,767	216,411	22.0%	32.1%	69.1x	53.8x	46.6x	62.3x	40.4x	37.5x	34.8x	
4452 JP	花王	Personal Products	JPY	4,071,454	294,020	-4.6%	-4.6%	33.3x	28.3x	26.9x	27.5x	27.1x	24.4x	22.8x	

資料來源：彭博 09/07/2020

## 同業股本回報率比較：

				定價		表現		評價比率		Return on Equity %					
				市值(百萬)	市值(百萬)	1月報酬	6月報酬	日曆化							
				(當地)	(HKD)	(HKD)	(HKD)	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	
代碼	公司名稱	次產業	貨幣(當地)	最小	最大	平均	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022		
1044	恒安國際	Personal Products	HKD	78,043	78,043	7.4%	12.8%	24.4%	24.6%	23.1%	22.6%	23.0%	22.7%	22.3%	
3331	維達國際	Household Products	HKD	37,063	37,063	29.2%	106.3%	11.1%	8.0%	7.4%	10.1%	14.5%	14.2%	14.0%	
8113 JP	優妮嬌聯公司	Household Products	JPY	2,996,767	216,411	22.0%	32.1%	12.7%	14.3%	14.8%	10.1%	14.5%	14.2%	14.0%	
4452 JP	花王	Personal Products	JPY	4,071,454	294,020	-4.6%	-4.6%	18.6%	19.8%	18.9%	17.6%	17.1%	17.7%	18.0%	

資料來源：彭博 09/07/2020

查詢熱線：230 95555

www.cmbwinglungbank.com

招商永隆銀行有限公司



## 財務數字摘要：

HKD(百萬)	Fiscal Year	預測數字					預測數字					
		12/18	12/19	12/20E	12/21E	12/22E	12/18	12/19	12/20E	12/21E	12/22E	
<b>損益表</b>						<b>資產負債表</b>						
收入		24,325	25,517	26,677	28,674	30,155	流動資產總額	34,756	33,634			
- 銷售成本		15,033	15,660				+ 現金及約當現金項目	24,568	22,976			
毛利		9,291	9,857	10,416	11,162	11,509	+ 短期投資	0	0			
- 銷售，一般及行政開支 (研究及開發成本)		4,211	4,252				+ 應收帳款及票據	3,238	4,084			
		487	461				+ 存貨	4,880	4,253			
經營溢利		5,721	6,474	6,887	7,369	7,921	+ 其他流動資產	2,070	2,320			
- 利息費用		735	857				長期資產總額	17,226	14,732			
- 匯兌損益		18	93				+ 異期投資	256	258			
- 淨營業外損失(收益)		-848	-201				固定資產總額	16,852	17,004			
稅前淨利		5,815	5,725	6,234	6,647	7,030	累計折舊	6,011	6,541			
- 所得稅費用		1,301	1,282				+ 固定資產淨額	10,841	10,464			
非常項目前收入		4,514	4,444				+ 其他長期資產	6,129	4,016			
- 非常項目稅後虧損		0	0				流動負債總額	27,616	26,470			
- 少數股東權益		9	11				+ 應付帳款	3,303	2,483			
非常項前稀釋每股收益		3.73	3.73				+ 短期借款	22,798	22,783			
調整後淨利潤*		4,548	4,468	4,828	5,152	5,413	+ 其他短期負債	1,514	1,204			
調整後每股收益		3.77	3.76	4.07	4.32	4.54	總長期負債	5,011	1,592			
每股股利		2.61	2.55	2.72	2.88	3.02	+ 長期借款	4,828	1,400			
股利支付比%		69.4	68.5	0.67	0.67	0.67	+ 其他長期借款	182	192			
總流通股數		1,206	1,190				總負債	32,626	28,062			
稀釋後在外流通股數		1,210	1,190				+ 異優先股	0	0			
息稅折舊攤銷前盈餘(EBITDA)		6,626	7,393	7,265	7,651	7,812	+ 少數股權	311	312			
							+ 股本及資本公積	847	719			
							+ 保留盈餘及其他權益	18,197	19,274			
							股東權益合計	19,356	20,305			
							總負債及權益	51,982	48,367			
							每股帳面價值	15.79	16.80	17.85	19.27	20.84
							每股有形資產帳面價值	15.14	16.12			

現金流量	預測數字					預測數字					
	12/18	12/19	12/20E	12/21E	12/22E	12/18	12/19	12/20E	12/21E	12/22E	
淨利	4,506	4,433	4,689	4,952	5,136	評價比率					
+ 折舊及攤銷	906	919				市盈率	18.5x	18.1x	16.0x	15.1x	14.2x
+ 其他非現金調整數	120	24				EV to EBIT	13.1x	10.6x			
+ 非現金資金變動	-693	-1,241				EV to EBITDA	11.3x	9.3x	10.9x	10.3x	10.0x
營業活動現金流量	4,839	4,136				價格/營收	2.9x	2.6x	2.9x	2.7x	2.6x
+ 固定資產處分	35	19				價格/帳面價值	3.6x	3.3x	3.6x	3.4x	3.1x
+ 資本支出	-832	-1,019	-891	-905	-902	股利率	4.4%	4.5%	4.2%	4.4%	4.7%
+ 投資增加	-832	0				獲利比率					
+ 投資減少額	0	1,130				毛利率	38.2%	38.6%	39.0%	38.9%	38.2%
+ 其他投資活動	-252	-44				EBITDA獲利率	27.2%	29.0%	27.2%	26.7%	25.9%
投資活動現金流量	-1,881	86				營業率	23.5%	25.4%	25.8%	25.7%	26.3%
+ 支付股利	-3,075	-2,969				獲利率	18.5%	17.4%	18.1%	18.0%	17.9%
+ 短期借款變動						資產報酬率	9.0%	8.8%	9.3%	9.5%	10.9%
+ 長期借款增加	32,502	22,978				股本回報率	23.1%	22.6%	23.0%	22.7%	22.3%
+ 長期借款減少	-26,970	-26,237				槓桿及覆蓋率					
+ 股本增加	28	0				流動比率	1.26	1.27			
+ 股本減少	-700	-245				速動比率	1.01	1.02			
+ 其他融資活動	336	41				利息保障率(EBIT/I)	7.65	7.40			
融資活動現金流量	2,121	-6,432				總債務/資本	0.59	0.54			
現金淨變動	5,080	-2,210				總負債/股東權益	1.43	1.19			
自由現金流量 (CFO-CAPEX)	4,007	3,117	4,834	5,017	5,308	其他					
公司自由現金流量	4,578	3,782				資產週轉率	0.49	0.51			
權益自由現金流量	9,575	-124				應收帳款週轉率	7.96	6.93			
每股可用現金流量	3.32	2.62				應付帳款週轉率	5.38	5.20			
						存貨週轉率	3.28	3.41			
						有效稅率	22.4%	22.4%			

查詢熱線：230 95555

www.cmbwinglungbank.com

資料來源：彭博 09/07/2020

招商永隆銀行有限公司

**股份評級準則：**

升跌幅	建議評級	內容
>10%	買入	預測未來 12 個月內股票現價潛在升幅高於 10%
>5% 至 10%	保守性買入	預測未來 12 個月內股票現價潛在升幅介乎 >5-10%
0 至 5%	中性	預測未來 12 個月內股票現價潛在升幅介乎 0-5%
< 0%	減持	預測未來 12 個月內股票現價潛在跌幅高於 0%

**風險披露**

以上資料僅供參考，並不構成及不應被視為對任何人作出認購或出售的要約。招商永隆銀行有限公司（「本公司」）為招商銀行的全資附屬公司。招商局集團內的公司及／或其高級職員、董事、代理人及僱員可能持有不時在本資料所述全部或任何證券或投資的倉盤，亦可能會為本身買賣全部或任何該等證券或投資項目。招商局集團內的公司可能會就該等證券提供投資服務、或承銷該等證券或作為該等證券的莊家。招商局集團可能會就因應該等證券或投資專案而提供的服務賺得佣金或其他費用。本資料所載資料乃秉誠提供，並取自於所示日期相信為可靠及準確之資料來源。然而，本公司並無核實所有資料，亦不表示有關資料對閣下所需用途是否準確或完整，故不應加以依賴。本公司並無責任更新資料或改正任何其後顯現之錯誤。本資料所載述的意見、估算及其他資料可予更改或撤回，恕不另行通知。

投資涉及風險。證券價格可升亦可跌，甚至會變成毫無價值，過往業績數據並非未來業績的指標，投資者有機會損失全部投資。本資料提供之任何投資建議並未考慮個別投資者的特定投資目標及／或財政資源，因此未必適合所有投資者。投資者應自行運用獨立思考能力評估投資此等產品的適合性與涉及之風險，如認為需要，於作出任何認購或購買行動前諮詢其法律、財務、稅務、會計及其他獨立專業顧問，以確保作出適合其本身情況（如公民權、稅務限制）、投資目的、財務狀況及其他獨特需要的投資決定。

**Disclaimer**

The above information is for reference only and does not constitute and should not be regarded as any offer to purchase or sell. CMB Wing Lung Bank Limited is the wholly-owned subsidiary of China Merchants Bank. Members of China Merchants Group, their senior management, directors, agents and employees may from time to time have a position (on a principal basis or otherwise); or from time to time conduct transactions in all or any of the securities or investment products mentioned herein. Members of China Merchants Group may provide services or act as an underwriter, sponsor or coordinator of any company and affiliates of such company whose securities are mentioned herein. China Merchants Bank Group may derive commission fees or other charges from providing the abovementioned services. The information herein (including any expression of opinion or forecast) is provided in good faith and has been obtained and derived from sources believed to be reliable and accurate at the date indicated. However, we have not verified all the information and we do not represent that it is accurate or complete for your purpose and it should not be relied upon as such. We may not, and have no obligation to, update the information or correct any inaccuracy which subsequently becomes apparent. Opinions, estimates and other information contained herein may be changed or withdrawn without prior notice.

Investment involves risks. The price of securities may go down as well as up, or even become worthless. Past performance is not indicative of future performance. Under certain circumstances an investor may sustain a total loss of their investment. The information may not suit every investor's needs. Therefore, an investor should make an appraisal of the risks involved in investing in these products and should consult his or her own legal, financial, tax, accounting and other independent professional advisors, to ensure that any decision made is suitable with regards to that investor's circumstances (including but not limited to his or her civic rights and tax restrictions), investment purposes, financial positions and any other specific needs.

**查詢熱線：230 95555**
[www.cmbwinglungbank.com](http://www.cmbwinglungbank.com)

招商永隆銀行有限公司