



信用等级通知书

信评委函字[2018]G374-F2号

恒安（中国）投资有限公司：

受贵公司委托，中诚信证券评估有限公司对贵公司及贵公司拟发行的“恒安（中国）投资有限公司公开发行2018年公司债券（第一期）”的信用状况进行了综合分析。经中诚信证评信用评级委员会最后审定，贵公司主体信用等级为AAA，评级展望稳定；本期债券的信用等级为AAA。

特此通告。

中诚信证券评估有限公司

信用评级委员会

二零一八年七月二十日

恒安（中国）投资有限公司 公开发行 2018 年公司债券（第一期）信用评级报告

债券级别	AAA
主体级别	AAA
评级展望	稳定
发行主体	恒安（中国）投资有限公司
发行规模	本期债券发行规模不超过人民币30亿元（含30亿元）
债券期限	3年期，附第2年末发行人调整票面利率选择权和投资者回售选择权
债券利率	本期债券采用固定利率形式，票面利率将以公开方式向具备相应风险识别和承担能力的合格投资者进行询价，由发行人和簿记管理人根据利率询价情况确定利率区间后，通过簿记建档方式确定
偿还方式	本期债券采用单利按年计息，不计复利，逾期另计利息。每年付息一次，到期一次还本，最后一期利息随本金的兑付一起支付

概况数据

恒安中国	2015	2016	2017	2018.Q1
所有者权益（亿元）	144.37	137.76	138.67	137.52
总资产（亿元）	261.91	240.65	257.02	272.90
总债务（亿元）	36.34	31.58	41.23	38.95
营业总收入（亿元）	186.37	194.88	198.52	55.44
营业毛利率（%）	40.32	39.88	40.31	39.88
EBITDA（亿元）	44.14	43.71	46.08	-
所有者权益收益率（%）	19.76	20.85	21.64	25.47
资产负债率（%）	44.88	42.75	46.05	49.61
总债务/EBITDA（X）	0.82	0.72	0.89	-
EBITDA 利息倍数（X）	33.75	22.29	37.82	-

注：1、所有者权益包含少数股东权益，净利润包含少数股东损益。
2、公司 2018 年一季度所有者权益收益率、经营活动净现金/总债务及经营活动净现金/短期债务经年化处理。

基本观点

中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）评定“恒安（中国）投资有限公司公开发行 2018 年公司债券（第一期）”的信用级别为 AAA，该级别反映了本期债券安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。

中诚信证评评定恒安（中国）投资有限公司（以下简称“恒安中国”或“公司”）主体信用级别为 AAA，评级展望为稳定。该级别反映了发行主体恒安中国偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。中诚信证评肯定了公司显著的规模优势和突出的行业地位、较强的品牌影响力、全面深入的渠道覆盖、很强的盈利能力和获现能力等正面因素对公司业务发展及信用水平的支持。同时，中诚信证评关注到行业产能过剩且市场竞争激烈、短期偿债压力大、关联方资金往来风险等因素可能对公司经营及整体信用状况所造成的影响。

正面

- 显著的规模优势。恒安中国是目前国内最大的生活用纸和妇幼卫生用品制造商之一，2017 年恒安中国纸巾产能达到 89.33 万吨/年，产能占国内生活用纸总产能比例为 6.89%；产量达到 69.21 万吨，产量占国内生活用纸总产量比例为 7.24%，具备显著的规模优势和突出的行业地位。
- 很强的品牌影响力。恒安的品牌经过多年的经营，具有很高的市场知名度，拥有“安尔乐”卫生巾、“安儿乐”纸尿裤、“心相印”纸巾三枚中国驰名商标，品牌影响力很强。
- 全面深入的销售渠道覆盖。公司在全国范围成立 228 个销售阿米巴，进行直接市场规划及经营管控。通过实行“全渠道、全覆盖”、“网络到县，直销到镇”的营销战略措施，在全国范围建立了多个销售终端及网点。
- 很强的盈利能力和获现能力。近年来，受益于公司较好的成本控制能力，公司盈利保持较高



分析师

梁晓佩 xpliang@ccxr.com.cn

龚薇 wgong@ccxr.com.cn

Tel: (021) 60330988

Fax: (021) 60330991

www.ccxr.com.cn

2018年7月20日

水平, 2015~2017年营业毛利率分别为40.32%、39.88%和40.31%; 此外, 公司经营活动净现金流一直维持在很高水平, 2015~2017年经营活动净现金流分别为33.52亿元、34.22亿元和43.20亿元, 公司具备很强的盈利能力和获现能力。

关注

- 行业产能过剩, 市场竞争激烈。近年来造纸行业持续呈现产能过剩状况, 我国生活用纸和卫生用品行业市场竞争进一步加剧, 公司业务增长压力加大。
- 短期偿债压力大。2015年公司债务全部为短期债务, 2016~2017年及2018年一季度公司长短期债务比分别为2.18、3.15和2.92。公司债务结构以短期债务为主, 债务期限结构有待优化。
- 关联方资金往来风险。2015~2017年末, 公司其他应收款分别为17.20亿元、22.46亿元和38.80亿元, 其中应收关联方款项分别为14.76亿元、20.65亿元和37.18亿元, 金额较大且呈逐年上升趋势, 须关注关联方资金往来风险。

信用评级报告声明

中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）因承做本项目并出具本评级报告，特此如下声明：

1、除因本次评级事项中诚信证评与评级委托方构成委托关系外，中诚信证评、评级项目组成员以及信用评审委员会成员与评级对象不存在任何影响评级行为客观、独立、公正的关联关系。

2、中诚信证评评级项目组成员认真履行了尽职调查和勤勉尽责的义务，并有充分理由保证所出具的评级报告遵循了客观、真实、公正的原则。

3、本评级报告的评级结论是中诚信证评遵照相关法律、法规以及监管部门的有关规定，依据合理的内部信用评级流程和标准做出的独立判断，不存在因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响而改变评级意见的情况。本评级报告所依据的评级方法在公司网站（www.ccxr.com.cn）公开披露。

4、本评级报告中引用的企业相关资料主要由发行主体或/及评级对象相关参与方提供，其它信息由中诚信证评从其认为可靠、准确的渠道获得。因为可能存在人为或机械错误及其他因素影响，上述信息以提供时现状为准。中诚信证评对本评级报告所依据的相关资料的真实性、准确度、完整性、及时性进行了必要的核查和验证，但对其真实性、准确度、完整性、及时性以及针对任何商业目的的可行性及合适性不作任何明示或暗示的陈述或担保。

5、本评级报告所包含信息组成部分中信用级别、财务报告分析观察，如有的话，应该而且只能解释为一种意见，而不能解释为事实陈述或购买、出售、持有任何证券的建议。

6、本评级报告所示信用等级自本评级报告出具之日起至本期债券到期兑付日有效；同时，在本期债券存续期内，中诚信证评将根据《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象进行跟踪评级，根据跟踪评级情况决定是否调整信用等级，并按照相关法律、法规对外公布。

概 况

发债主体概况

恒安（中国）投资有限公司（以下简称“恒安中国”或“公司”）系恒安国际集团有限公司（以下简称“恒安国际”）于2007年8月23日投资设立的外资独资企业，为恒安国际在大陆投资管理的运营平台。公司初始注册资本为8.00亿元，2008年12月16日，恒安国际做出决定，将其持有的恒安中国100%股权转让给其全资子公司恒安珍宝投资有限公司（以下简称“恒安珍宝”），2009年3月完成股东变更，2013年9月公司增资至11.80亿元。截至2018年3月末，公司注册资本人民币11.80亿元，控股股东为恒安珍宝，实际控制人为恒安国际。恒安国际目前为一家公众性公司，截至2017年末，公众人士持股比例为57.00%，董事成员持股比例为43.00%。其中，施文博先生持股比例为19.42%，许连捷先生持股比例为20.08%。

公司主营业务包括生产和销售生活用纸、女性卫生巾及护垫（其品牌为“安乐”、“安尔乐”及“七度空间”）、婴儿及成人纸尿裤（其品牌分别为“安儿乐”及“安而康”）以及其它家庭卫生用品，经营地区主要包括闽粤地区、华东地区、华中地区等。

截至2017年12月31日，公司总资产257.02亿元，所有者权益138.67亿元，资产负债率46.05%；2017年，公司实现营业总收入198.52亿元，净利润30.02亿元，经营活动净现金流43.20亿元。

截至2018年3月31日，公司总资产272.90亿元，所有者权益137.52亿元，资产负债率49.61%；2018年1~3月，公司实现营业总收入55.44亿元，净利润8.75亿元，经营活动净现金流-1.43亿元。

本期债券概况

表 1：本期债券基本条款

基本条款	
债券名称	恒安（中国）投资有限公司公开发行 2018 年公司债券（第一期）
发行总额	本期债券发行规模不超过人民币 30 亿元（含 30 亿元）
债券期限	3 年期，附第 2 年末发行人调整票面利率选择权和投资者回售选择权
债券利率	本期债券采用固定利率形式，票面利率将以公开方式向具备相应风险识别和承担能力的合格投资者进行询价，由发行人和簿记管理人根据利率询价情况确定利率区间后，通过簿记建档方式确定
偿还方式	本期债券采用单利按年计息，不计复利，逾期另计利息。每年付息一次，到期一次还本，最后一期利息随本金的兑付一起支付
募集资金用途	拟用于偿还公司债务和/或补充运营资金

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

行业分析

造纸行业概况

造纸行业可细分为新闻纸、涂布印刷纸、未涂布印刷书写纸、生活用纸、包装用纸、箱板纸、白板纸、瓦楞原纸和特种纸及纸板等多个子行业。造纸行业具有连续高效运行、规模效益显著等典型的大工业生产特征；原料需求较多、设备投资较大，产业链较长，涉及到林业、农业、化工、出版、包装、印刷、机械制造、环保等诸多产业，是技术、资金、资源、能源相对密集的一个行业。

造纸行业的发展具有明显的周期性特征。宏观经济的周期性波动，将导致纸品供给和需求的波动。在经济增长加快时，受产能限制短时期内供应量不能相应增加，则造纸企业销售量和产品价格相应上升；在价格上涨时期，较高的盈利刺激了造纸企业投资热情，造纸行业产能相应上升；随着新增产能的增加，产品供给增加，将会拖动纸品价格下降，行业又进入周期性低谷。

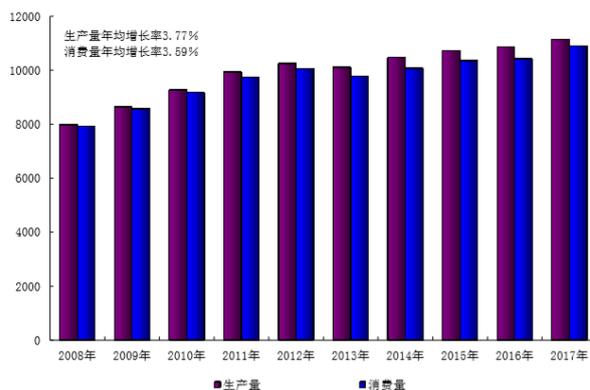
我国造纸行业的发展就呈现了从峰值一路下行的趋势，在宏观经济持续低迷的情况下，行业产能过剩，造纸企业盈利空间被大幅压缩、整体运营压力上升，行业综合治理、兼并重组整合加剧，落后产能和抗风险能力差的小企业被不断挤出。2014年之前，由于行业内各企业在原材料、生产设备和

工艺等方面差别不明显，产品同质化严重，随着产能的持续扩张，行业竞争较为激烈。2014 年开始实施供给侧改革，行业供给增速持续减缓，整体行业低迷情况略有改善。

近年来，随着供给侧改革的持续推进，环保要求的不断提高，市场淘汰加剧，纸价有所上涨，行业景气度不断提升。具体来看，自 2014 年去产能以来，行业企业单位数从最高的 7,340 家下降到 2017 年的 6,600 余家，根据中商产业研究院监测数据显示，截至 2017 年底，我国造纸行业规模以上企业达到 6,681 家，较上年减少 23 家。其中亏损企业 677 家，2017 年行业亏损总额 41 亿元，同比下降 46.8%。从固定资产投资增速来看，企业新增产能持续下降，纸及纸板过剩产能正在收窄。2016 年我国机制纸及纸板消费量达 1.04 亿吨，同比增长 0.65%，产量为 1.08 亿吨，同比增长 1.35%；2017 年我国纸及纸板消费量达到 1.09 亿吨，同比增长 4.59%，产量 1.11 亿吨，同比增长 2.53%。从纸价和行业企业盈利水平来看，随着产能过剩情况不断改善，国内纸价也相应上调，促使造纸行业整体盈利水平上升。2015~2016 年双铜纸和双胶纸从 5,500 元/吨左右降至 5,000 元/吨，白卡纸从 4,750 元/吨左右降至 4,500 元/吨左右。2017 年纸价出现明显上涨，双铜纸和双胶纸从 5,000 元/吨涨至 7,500 元/吨左右，白卡纸从 4,500 元/吨左右涨至 7,000 元/吨左右。据国家统计局统计，2017 年规模以上造纸生产企业 2,754 家；主营业务收入 9,215 亿元，同比增长 15.37%，工业增加值增速 3.90%，利润总额 666 亿元，同比增长 55.63%。中诚信证评认为，在供给侧改革和环保政策趋严的大背景下，造纸行业在 2018 年将面临更加严酷的产能出清，而目前中国经济正在筑底，市场需求有望进一步改善，未来供求格局将会发生改变。

图 1：2008~2017 年我国纸及纸板生产和消费情况

单位：万吨



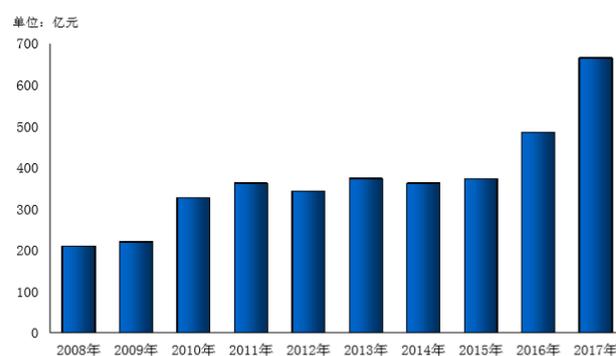
资料来源：中国造纸协会，中诚信证评整理

图 2：我国造纸行业企业单位数量



资料来源：公开资料，中诚信证评整理

图 3：2008~2017 年规模以上造纸生产企业利润总额



资料来源：中国造纸协会，中诚信证评整理

具体到各产品细分市场，文化用纸受互联网冲击影响，需求萎缩，产能过剩压力较大，如新闻纸等，受非纸化传播方式逐渐取代传统的报纸、杂志媒体的影响，需求量大幅下降；包装用纸则受益于电商发展背景下的快递业务增长，需求略高于供给；生活用纸由于需求量受经济波动影响程度较低，周期性相对较弱，随着居民收入持续增长和消费升级推进，需求量增长潜力较大，但随着市场上

多家造纸企业相继进军生活用纸领域，未来生活用纸的行业供求情况亦值得关注。除此之外，一些特种纸下游行业较为特殊，且顺应现代化的消费观念和趋势，比如装饰原纸等，下游需求波动相对较小，产业集中度较高，市场周期波动相对不明显。因此，造纸品类的分散化有助于分散造纸企业的经营风险，在行业内生产多品类纸种的造纸企业具有相对更强的抗风险能力。

图 4：2012~2017 年生活用纸产能产量和开工率情况



资料来源：中国造纸协会，中诚信证评整理

生活类用纸方面，以零售终端为主要销售渠道的生活类用纸，其需求的收入 and 价格弹性均较小。从供给端来看，目前仍处于产能过剩阶段。2012 年以来中国生活用纸行业迅速发展，产能从 2012 年的 784 万吨到 2017 年的 1,295.70 万吨，复合增长率 8.73%，产量从 2012 年的 627.30 万吨到 2017 年的 956.30 万吨，复合增长率高达 7.28%，目前产能利用率保持在 75%~80% 左右。相比较来说，同期生活用纸的消费量年复合增长率为 6.95%，产销缺口持续扩大，产能的扩张大于需求消费量的增长，使得目前处于供给相对过剩的阶段。2017 年我国生活用纸人均消费量为 5.94kg/年，虽然保持了 9.6% 的增长，但人均消费量同发达国家和地区相比仍有较大差距，随着二胎政策的推广、国内消费需求的多元化和高端化等推动，我国生活用纸消费量未来发展潜力巨大。

生活用纸价格受品牌知名度、产品设计、包装、广告营销和销售渠道等多方面因素影响，具体细分品种价格有较大差距。目前国内各大造纸集团均开始涉足生活用纸领域，如晨鸣纸业、太阳纸业、华

泰集团、泉林纸业等，子行业产能的快速扩张对其供需形势以及价格的影响依然值得关注。

总体来看，造纸行业与宏观经济增速之间有较弱的顺周期性，在中国经济增速有所调整的条件下，造纸行业的增速也面临调整压力。但随着国民经济下行压力的缓解、居民收入水平的提高以及二胎政策的放开，纸制品人均消费量预期还将持续增长。且在当前的市场环境下，落后产能淘汰和企业重组力度不断加大，未来造纸行业竞争有望进一步规范，未来仍具有一定的发展空间。

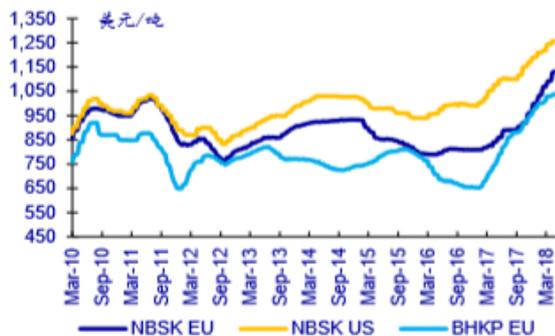
原材料供应

我国造纸行业的主要原材料为纸浆和废纸，由于林木及纤维资源短缺，行业内企业原材料自给能力普遍偏弱，每年需要从国外进口大量的木浆和废纸以满足生产需要，因此原材料对外依存度很高，原料价格与国际市场联动性强，加之在产能过剩的情况下企业转嫁成本压力的难度增加，国际原料市场价格的波动对我国造纸企业经营业绩的影响较大。2017 年全国纸浆进口量 2,372 万吨，同比增长 12.63%；进口金额为 153.34 亿美元，同比增加 25.30%。2017 年全国废纸进口量 2,572 万吨，同比减少 9.75%；进口金额为 399.35 亿元人民币，同比增长 21.30%。目前，我国正积极推进林浆纸一体化和废纸回收项目的建设，随着造纸产业链向上游延伸，未来造纸企业原材料自给率有望得到提升，从而使原材料供应及价格的稳定性得到一定保障。

在进口纸浆价格走势方面，2014 年下半年开始，进口针叶浆和阔叶浆价格分别企稳于 5,000 元/吨及 4,000 元/吨左右。自 2016 年第四季度国际浆价开始上涨，自 2017 年第二季度中末期才略有回稳，6、7、8 月的国际浆价基本保持平稳。2017 年 8 月，国际纸浆的需求普遍增长，不过长纤浆库存天数略增，为 33 天，环比增加 1 天。2017 年 9 月开始，国际浆价开始了新一轮的增长。10 月亚洲市场长纤浆价提涨 100 美元/吨，而以桉木浆为主的短纤浆价调涨 60 美元/吨，漂白软木牛皮浆价格超过 900 美元/吨。亚洲市场浆价会突然飙升，主要是中国大陆严格实施环保政策所带来的影响。近年来，中国政府积极执行造纸业的关停并转措施，大幅淘

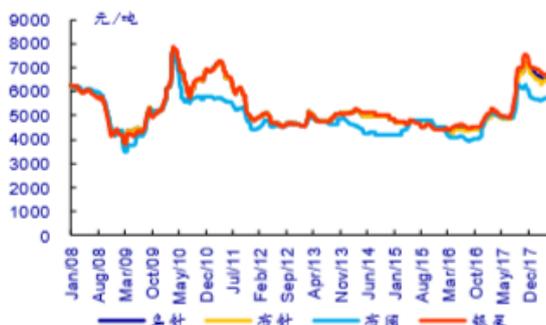
汰不符合经济效益及环保要求的中、小型浆纸厂。此外，中国政府基于环保考量，将未经分拣的废纸调整为《禁止进口固体废物目录》，减少了废纸进口量，使得纸厂不得不以纸浆作为一部分废纸替代品，争相抢购进口纸浆，带动了国际浆价大幅推升。

图 5：2010.3~2018.3 国际纸浆价格走势



资料来源：纸业联讯，中诚信证评整理

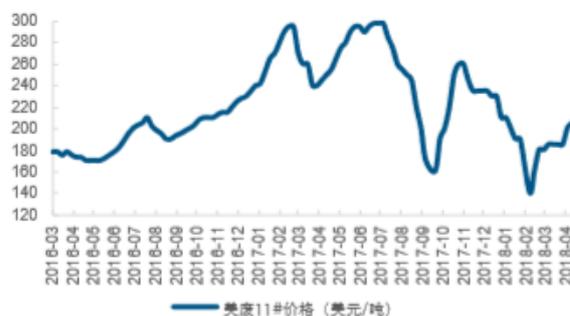
图 6：2008.1~2017.12 国内纸浆价格走势



资料来源：纸业联讯，中诚信证评整理

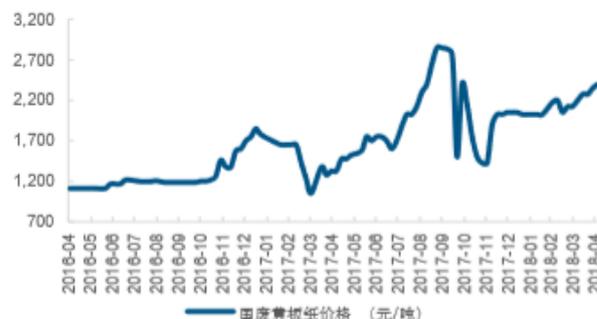
另外，受制于我国废纸回收体系不完整以及造纸用林木资源工业的不足，我国废纸主要来自于美国、欧洲和日本等地。2016 年以来，美废受周期旺季和美国造纸结构变化影响率先提价，其中美废 11# 从 2016 年初的 175 美元/吨持续上涨至 2017 年 2 月的 295 美元/吨；受美废带动，国废亦经历快速上涨，废黄板纸采购价从 2016 年初 1,200 元/吨上涨至 2017 年 1 月中旬 2,050 元/吨。2017 年 3~4 月随着包装纸消费淡季，以及下游箱板纸纸厂需求减弱，纸厂原纸库存不断增加，期间废纸价格大幅回落，但 5 月起国内废纸价格快速反弹，持续至四季度有所下降。由于废纸等原材料与产品价格并不同步，往往存在着一定的时间差，使得原材料价格波动的压力无法及时传导至下游行业，因此原材料价格的波动将对造纸企业的盈利水平和现金流产生较大影响。

图 7：2016.3~2018.4 美废 11# 价格走势



资料来源：纸业联讯，中诚信证评整理

图 8：2016.4~2018.4 国废黄板纸价格走势



资料来源：纸业联讯，中诚信证评整理

行业关注

行业环保政策趋严，环保标准不断提高，加大了行业企业的环保压力及成本压力

造纸行业发展的同时给环境带来了较大影响。造纸行业是用水大户，造纸行业废水排放量约占全国工业废水总排放量的 18% 左右。近年来国家的环保政策日趋严格，对造纸企业的环保标准不断提高。2016 年以来国家着力加大环保违规行为的惩罚力度，并进一步扩大环保整治行业的覆盖面，同时积极采取行政和税收手段对治污进行合法化和规范化，供给侧改革取得一定成效。严格的环保法规使盈利能力弱、技术落后的中小造纸企业难以达到环保指标而被迫退出；此外，对僵尸企业、技术落后的企业的限贷措施也使得落后产能迅速淘汰。

表 2：2015 年以来我国造纸行业出台的多项环保政策法规

时间	政策	主要内容
2015.1.1	新《环保法》正式实施	对违法行为实施按日计罚；对超标、超总量行为实施限产、停产整治；对未批先建、无证排污、违法排污等行为责任人处以拘留；构成环境犯罪的追究其刑事责任。
2015.4.16	《水污染防治法》	年底前取缔重污染的小型

	行动计划》(水十条)	造纸厂等“十小”企业,“十小”即小型造纸、制革、印染、染料、炼焦、炼硫、炼砷、炼油、电镀、农药等严重污染水环境的生产项目。
2015.5.26	《高耗水工艺、技术和装备淘汰目录(第一批)》	涉及三项制浆造纸工艺和设备2017年底之前全部淘汰。
2016.1.1	新《大气污染防治法》正式实施	具体的处罚行为和种类接近90种,取消了原先对造成大气污染事故企业事业单位罚款“最高不超过50万元”的封顶限额。
2016.12.13	《关于实施工业污染源全面达标排放计划的通知》	要求到2017年底,钢铁、火电、水泥、煤炭、造纸、印染、污水处理、垃圾焚烧厂等8个行业的达标计划实施取得明显成效。
2016.12.19	《水污染防治法修正案》草案提请审议	全面落实水十条制度措施;将把罚款提高到二十万元以上一百万元以下。
2016.12.25	《环境保护税法》审议通过	2018年1月1日起开征,预计年征收收入500亿元;多排多征,少排有税收优惠。
2017.1.5	《关于开展火电、造纸行业和京津冀试点城市高架源排污许可证申请与核发的通知》	在2017年6月30日前,完成全国火电和造纸行业企业排污许可证申请与核发,试点北京市、保定市、廊坊市的钢铁、水泥高架源排污许可证申请与核发。从2017年起,上述行业企业应持证排污,建立自行监测、信息公开、记录台账及定期报告制度。完善固体废物进口管理制度,分行业分种类制定禁止固体废物进口的时间表,分批分类调整进口管理目录,综合运用法律、经济、行政手段,大幅减少进口种类和数量;要加强固体废物回收利用管理,发展循环经济。2017年7月20日,中国正式照会世界贸易组织(WTO),中国将不再接受废弃塑料、废纸、废弃炉渣、废弃纺织品和废弃矿渣等进口。
2017.4.19	《关于禁止洋垃圾入境推进固体废物进口管理制度改革实施方案》	
2017.5.15	《关于进一步加快火电和造纸行业排污许可证核发工作的通知》	对火电和造纸行业的许可制改革工作作出部署,并将启动调度及考核机制,加快核发进度、确保核发质量、加强工作调度。
2017.11.29	《扩大水资源税改革试点实施办法》	对北京市、天津市、山西省、内蒙古自治区、河南省、山东省、四川省、陕西省、宁夏回族自治区的水资源税征收管理。
2017.12.20	《进口可用作原料的固体废物检验检疫监督管理办法》	为加强进口可用作原料的固体废物检验检疫监督管理,保护环境,对进口可用作原料的固体废物的检验检疫和监督管理。

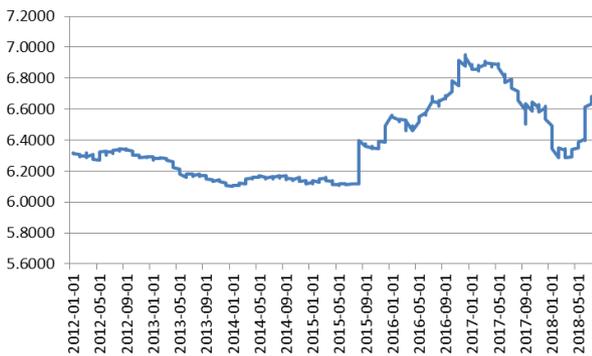
资料来源:公开资料,中诚信证评整理

据统计,“十一五”、“十二五”期间造纸行业共淘汰产能4,000万吨,其中3,000万吨是由政府主导的行政淘汰。与市场淘汰相比,行政淘汰是吊销营业执照,无法复产,由此可见政府产能淘汰的力度之大。综合来看,预计2018年环保的高压态势将会持续,行业供给端将进一步收缩,需求端将保持平稳或小幅增长,预计行业供求关系改善在中短期内仍将持续,龙头企业经营环境将有所改善。

人民币汇率波动较大,对国内造纸企业的价格风险控制和市场预判能力提出了较高的要求

自从2005年7月人民币汇率形成机制改革以来,中国一直按照主动性、可控性和渐进性的原则稳步实施有管理的浮动汇率制度。2011~2013年人民币兑美元汇率一直处于上升趋势,2011年以来人民币兑美元以约每年2%的涨幅稳步上升,2013年全年人民币兑美元累计升值3.09%。值得关注的是,2014年以来人民币持续贬值,双向浮动特征明显,汇率弹性明显增强;2014年末,人民币兑美元汇率中间价为6.1190,累计下跌221个基点,下跌幅度为0.36%;2015年人民币兑美元汇率整体维持弱势,继2014年首度全年小幅走贬后再度下跌,并在811汇改后双向波动进一步增强,跌幅显著扩大。2016年以来,人民币兑美元汇率在1月份曾出现阶段性下行,而后数月涨跌互现。10~12月上中旬,受美联储加息预期上行等因素刺激,人民币兑美元再度出现一波下行行情;12月下旬,随着美联储加息落地,人民币兑美元汇率中间价波动性收窄。截至2016年末,人民币兑美元汇率中间价为6.9370,较2015年末6.4936累计下跌4,434个基点,跌幅为6.83%。2017年上半年,美元指数震荡贬值,境外人民币流动性显著收紧,加之5月26日央行调整中间价定价机制引入逆周期调节因子,人民币进入升值通道。进入2018年,人民币呈现贬值趋势,年初以来美元兑人民币汇率提升明显,截至7月16日人民币对美元中间价报6.6758元。人民币汇率波动对于原料主要依赖进口的造纸行业将造成较大的影响。

图 9：2012.1~2018.7 美元兑人民币汇率中间价走势



资料来源：Choice 数据，中诚信证评整理

总体来看，未来人民币汇率的双向波动一方面对国内造纸企业的价格风险控制和市场预判能力提出了更高的要求，套期保值操作风险加大；另一方面也可能就此对造纸企业的全球布局产生影响，其或将加大对自由贸易口岸的网络布局，减少结售汇等中间环节，在一定程度上规避汇率风险。综上，随着供给侧改革持续推进以及环保整治，2016 年以来国内造纸行业供需格局持续改善，行业景气度整体呈现触底复苏态势，各大纸种价格处于上升通道。未来，随着环保政策和淘汰落后产能政策趋严，行业集中度将不断提高，规模效应明显、产业链较为完整的大型造纸企业将面临较好的发展机遇。

竞争实力

公司是目前国内规模最大的生活用纸和妇幼卫生用品制造商之一，品牌和规模优势显著，行业地位突出

恒安中国是目前国内规模最大的生活用纸和妇幼卫生用品制造商之一，卫生巾、婴儿纸尿裤、生活用纸三大主导产品在各个细分市场中均具有较为明显的规模优势。经过多年发展，公司已建立起全国性的生产布局，目前公司在全国设有 19 个生产基地。截至 2017 年 12 月末，公司拥有设备生产线 506 条，其中造纸设备生产线 25 条，纸品生产线 270 条，卫生巾生产线 104 条、纸尿裤生产线 43 条和湿纸巾生产线 64 条。

据中国造纸协会生活用纸专业委员会数据统计，2017 年中国生活用纸总产能达到 1,295.70 万吨/年，产量达到 956.30 万吨，其中，恒安中国纸巾

产能达到 89.33 万吨/年，产能占国内生活用纸总产能比例为 6.89%；产量达到 69.21 万吨，产量占国内生活用纸总产量比例为 7.24%。

品牌方面，公司品牌“心相印”在生活用纸市场具有一定品牌影响力；卫生巾品牌“七度空间”和“安尔乐”在国内中高端卫生巾用品市场已经建立品牌知名度和市场领先地位；“安儿乐”品牌尿片和纸尿裤在国内二线城市及以下市场具有广泛的认知度。经过多年的经营，公司作为中国领先的纸巾、卫生巾及一次性纸尿裤的制造商，在国内外市场已经获得广泛认可，并连续多年获得各专业权威机构的多项殊荣。

总体来看，公司具备显著的规模和品牌优势、突出的行业地位，使得公司在原材料及生产设备采购方面具备较强的议价能力，能够有效控制成本，增强盈利能力。

公司销售渠道覆盖面广、层次深，对渠道和销售网络具备很强的管控力

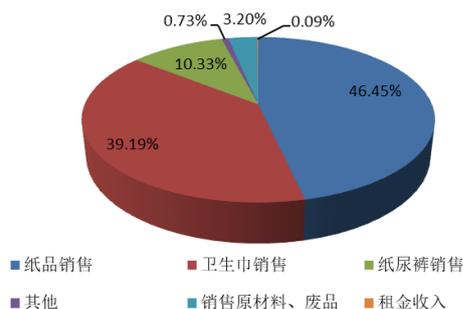
公司经多年发展，形成了战略合作顾客、重要顾客、一般顾客、潜在顾客等顾客群。其中，家乐福、沃尔玛、世纪联华、大润发等 16 个零售系统为公司战略合作客户，传统渠道的一级分销商和现代渠道的各区域性重点客户（如重庆新世纪、福建永辉等）是公司的重要顾客。公司一直将战略合作顾客及重要顾客视为长期合作伙伴，在全国设立 228 个销售阿米巴，加快了市场应变和执行能力，加强了与关键顾客间的交流沟通。经过多年的发展，获得了众多重要的、忠诚的关键顾客。2017 年，公司对前 5 大第三方客户（均为国际或国内的大型连锁超市）的销售额仅占总销售额的 11.60%。公司的客户资源广、产品销售分布较为均匀分散，这使得公司产品销售具有较强的稳定性。

总的来看，公司具备很强的规模优势使得其对供应商具备较强的议价能力，能够有效控制成本；通过多年的品牌经营，公司的品牌优势突出，市场占有率领先；且经过多年深耕市场，公司的渠道覆盖面广、层次深，具备很强的渠道管控力。

业务运营

恒安中国是国内规模最大的生活用纸和妇幼卫生用品制造商，目前公司主要业务有：纸品业务、卫生巾业务、纸尿裤业务、原材料及废品销售业务、租赁业务和其他。得益于市场景气度提升产品价格上涨，近年来公司收入规模逐步增长，2015~2017年，公司分别实现营业收入 186.37 亿元、194.88 亿元和 198.52 亿元。从 2017 年收入构成来看，其中纸品销售收入 92.22 亿元，占营业总收入的比重为 46.45%；卫生巾销售收入 77.80 亿元，占营业总收入的比重为 39.19%；纸尿裤销售收入 20.51 亿元，占营业总收入的比重为 10.33%。纸品和卫生巾业务构成公司收入和利润的主要来源。

图 10：公司 2017 年营业总收入构成



资料来源：公司 2017 年报，中诚信证评整理

原材料采购

公司原材料采购产品主要包括无纺布、高分子、绒毛浆、造纸浆等。为使采购成本最小化，公司采取统一采购与豁免采购相结合的机制。对大宗原材料实行总部统一采购，以大批量采购优势向各供应商谈判，在保证货源和质量的同时，取得较低的购买价格。同时将部分包材及零星物资豁免给生产公司采购，发挥地区优势，提高供应灵活性。公司部分采购来自于关联方，2015~2017 年来自于关联方的采购金额分别为 65.51 亿元、69.84 亿元和 71.62 亿元。其中，2017 年自于关联方的采购金额占总采购金额的比重约为 43.24%。

表 3：2015~2017 年公司主要原材料采购情况

单位：亿元

原材料	采购金额		
	2015	2016	2017
原纸	46.10	49.85	47.00
无纺布	9.56	9.73	9.15
浆板	31.73	36.04	37.83
高分子	3.62	4.46	4.17
膜（透气膜）	2.54	3.51	3.22
合计	93.56	103.59	101.37

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

目前公司造纸浆全部为外购，进口木浆供应以芬兰、加拿大、阿根廷等国家的大型供应商为主。为保证外购的稳定供应，公司与多年沉淀下来的优质供应商签定中长期合约，实现共同发展。在支付结算方面，公司与供应商多采取先货后款模式，结算周期在 45~60 天左右，多采取信用证/票据结算。在价格方面，由于公司在行业内地位显著，批量采购规模较大，从而在与供应商的谈判上能取得较大的价格空间。自 2016 年以来，造纸浆价格不断上涨加大了公司的成本压力，同时汇率波动亦在一定程度上影响了公司的采购成本。

表 4：2017 年公司前五大原材料外部供应商情况

单位：亿元、%

供应商	采购金额	金额占总采购额的占比
日本伊藤忠商社	10.75	6.49
巴西金鱼木浆厂	7.30	4.41
UPM Pulp Sales Oy	6.87	4.15
APRIL INTERNATIONAL ENTERPRISE PTE.LTD.	5.24	3.16
加拿大顿塔公司	4.94	2.98
合计	35.10	21.19

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

总体看，公司未涉足上游造纸造浆产业，在原材料采购方面较为依赖国外供应商。但公司显著的行业地位使得其在与供应商的谈判中具备较强的议价能力，且公司供应商分布在全球各地，一定程度上分散了单一供应商制约，有效降低公司经营风险。

生产

公司的生产采取“80%的产品属地生产、20%异地调拨”模式，以自主生产为主、代工生产为辅。

截至 2017 年 12 月末，公司在国内设有 19 个生产基地，分布区域为东北地区（辽宁）、华北地区（天津）、华东地区（浙江）、川渝地区（四川和重庆）、华中地区（湖南、湖北、江西和安徽）、闽粤地区（福建、广东和广西）、鲁豫地区（山东和河南）和西北地区（陕西和新疆）等。

产能方面，公司近年来为应对消费升级进行产品结构调整，淘汰部分已不能适应产品需求的生产线。截至 2017 年末，公司拥有造纸设备生产线 25 条，纸品生产线 270 条，卫生巾生产线 104 条、纸尿裤生产线 43 条和湿巾生产线 64 条。2017 年公司引进了国际上先进的纸尿裤、拉拉裤生产线，引导品牌持续向中高端发展，同时淘汰了若干条生产线。截至 2017 年末，卫生巾产能为 179.18 亿片/年，同比减少 1.05%；纸尿裤产能达 35.82 亿片/年，同比减少 6.58%；纸巾产能 89.33 万吨/年，同比减少 3.03%；湿巾产能 1.17 万吨/年，产能略有增加。2017 年公司对卫生巾、纸尿裤及纸巾产品结构进行了部分调整，使得相应产品产能有所下降。

表 5：2015~2017 年公司各类纸产品产能情况

主要产品	2015	2016	2017
卫生巾(亿片/年)	178.33	181.08	179.18
纸尿裤(亿片/年)	37.58	38.34	35.82
纸巾(万吨/年)	85.63	92.12	89.33
湿巾(万吨/年)	1.16	1.16	1.17

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

产量方面，由于行业竞争激烈，近年来公司适度调整产品结构，增加高端产品的研发和生产，大部分产品产量有所变动，2015~2017 年公司卫生巾产量分别为 135.53 亿片、141.25 亿片和 139.08 亿片；同期纸尿裤产量分别为 27.43 亿片、27.23 亿片和 25.37 亿片；同期纸巾产量为 66.33 万吨、72.33 万吨和 69.21 万吨；同期湿巾产量分别为 0.90 万吨、0.86 万吨和 0.87 万吨。

表 6：2015~2017 年公司各类纸产品产量情况

主要产品	2015	2016	2017
卫生巾(亿片)	135.53	141.25	139.08
纸尿裤(亿片)	27.43	27.23	25.37
纸巾(万吨)	66.33	72.33	69.21
湿巾(万吨)	0.90	0.86	0.87

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

产能利用率方面，随着公司调整产品结构及生产线的更新换代，公司各大产品产能利用率有所变化，但整体较为稳定。2015~2017 年，卫生巾产能利用率分别为 76.38%、78.03% 及 77.62%；同期纸尿裤产能利用率分别为 73.11%、71.46% 和 70.83%；纸巾产能利用率分别为 78.60%、76.47% 和 77.48%；湿巾产能利用率分别为 77.84%、74.35% 和 74.05%。由于行业竞争情况加剧，公司产品结构升级持续进行，其产能利用情况有待持续关注。

表 7：2015~2017 年公司主要产品产能利用情况

主要产品	2015	2016	2017
卫生巾	76.38%	78.03%	77.62%
纸尿裤	73.11%	71.46%	70.83%
纸巾	78.60%	76.47%	77.48%
湿巾	77.84%	74.35%	74.05%

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

在生产技术方面，公司选用最先进的高精度电气控制系统，使国产设备达到国际一流生产设备控制精度；公司运用以太网通讯技术实现远程控制提供硬件设备；公司建立了以 TPM 为基础的设备管理体系，设备完好率和主要设备运转率均处于国内同行先进水平。除了采用自动化生产，公司开发自动包装机，较同行业率先实现自动化包装，保证了较高产出。

在质量控制和产品研发方面，作为国内生活用纸行业中第一家被认定为国家级企业技术中心的企业，公司研发实力雄厚。公司参与了《卫生巾（含卫生护垫）》、《纸巾纸（含湿巾）》和《卫生纸（含卫生原纸）》等多项国家标准的制定；并制定了高于国家标准的内控指标。公司依托“国家级企业技术中心”及“ISO 标准恒温恒湿实验室”，制定了《产品实现的策划控制程序》、《设计开发控制程序》等系列产品手册，规范了产品研发流程。截至 2017 年底，恒安中国累计共申请专利 651 件，其中发明专利 172 件，实用新型 233 件；共累计获得授权专利 485 件，其中发明专利 30 件，实用新型 215 件。依托雄厚的研发实力，公司先后自主成功开发了多项新产品。目前，公司产品涵盖 400 多个品种，产品结构和品类进一步完善。

总体来看，近年来在行业竞争激烈的情况下，公司适度调整产品结构，并对生产线进行了更新换代，致使产能利用率有所波动，但公司通过升级生产线和加强研发，使产品结构得到不断优化，市场竞争实力进一步增强。

销售

纸品、卫生巾、纸尿裤为公司三大核心产品，2017 年公司三大产品分别实现销售收入 92.22 亿元、77.80 亿元和 20.51 亿元。

销售区域方面，公司销售重心集中在国内市场，国内销售占比维持在 90% 以上。销售渠道方面，公司在销售系统全面实施平台化小团队经营模式（即恒安特色的阿米巴），于 2017 年 4 月底完成布局及全面实施。公司阿米巴模式打破原有的管理模式，转为充分授权的扁平化、平台化的服务模式，各地区平台化小团队可按照各个市场的消费者需求自主调整产品组合。细分区域来看，福建、广东、湖南、山东及安徽为公司销售大区，2017 年销售额占比分别为 22.17%、8.32%、6.55%、5.76% 和 5.79%。

表 8：2015~2017 年公司分区域销售占比情况

销售省份	销售金额（亿元）		
	2015	2016	2017
福建	30.48	36.11	44.02
广东	18.71	18.73	16.52
湖北	6.95	6.77	5.96
湖南	10.79	11.41	13.01
江西	6.83	6.98	6.39
上海	4.80	6.13	5.40
江苏	8.87	9.80	9.41
浙江	8.01	8.04	8.58
天津	6.35	4.95	4.40
河北	3.43	3.23	3.02
北京	2.82	2.98	2.42
内蒙古	1.36	1.29	1.06
山西	3.08	2.32	2.31
辽宁	4.79	4.62	4.22
吉林	2.01	1.89	1.84
黑龙江	2.32	1.80	1.82
山东	10.67	11.72	11.44
河南	7.42	6.96	5.99
安徽	10.08	12.05	11.49
陕西	4.11	3.90	4.21

甘肃	2.41	2.41	2.37
新疆	3.27	3.01	2.89
四川	7.82	7.55	8.40
重庆	8.80	8.79	7.88
广西	3.65	4.17	3.79
海南	0.85	1.03	0.95
云南	0.00	0.73	2.66
贵州	3.93	3.77	4.37
海外	1.76	1.74	1.70
合计	186.37	194.88	198.52

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

海外销售方面，公司销售渠道覆盖菲律宾、美国、马来西亚、澳大利亚、台湾、香港等 61 个国家及地区。2017 年实现海外销售收入 1.70 亿元，占总销售收入的比重为 0.86%。公司有专门外贸部门开拓并销售全球市场，境外销售布局逐步建设中，持续加大海外业务拓展力度。

销售渠道方面，作为生活快速消费品制造公司，公司主要通过对市场的广泛调查分析、根据不同顾客的需求、结合公司战略目标、自身优势和产品特点，确定顾客群和划分细分市场。公司的销售网络覆盖全国，按传统、现通、母婴、特通、海外、电商、新零售精细化管理渠道。公司在全国范围成立 228 个销售阿米巴，进行直接市场规划及经营管控。通过实行“全渠道、全覆盖”、“网络到县，直销到镇”的营销战略措施，在全国范围建立了多个销售终端及网点。

经多年发展，公司也形成了一些战略合作顾客、重要顾客、一般顾客、潜在顾客等顾客群。其中，家乐福、沃尔玛、世纪联华、大润发、欧尚、乐购、易初莲花、好又多、新一佳、麦德龙、北京华联、人人乐、易买得、联华连锁、华润（苏果、家世界等）、万客隆等 16 个零售系统为公司战略合作客户，传统渠道的一级分销商和现代渠道的各区域性重点客户（如重庆新世纪、福建永辉）是公司的重要顾客。

公司将主要客户划分为三类，第一类包括超市、连锁店、便利店；第二类为本地经销商及批发商；第三类为其他商店。对本地经销商及批发商的销售占公司销售的绝大比例。公司对其经销商、批发商、代表处、分公司的销售区域划分进行统一管

理。2017年，公司对前5大第三方客户（均为国际或国内的大型连锁超市）的销售额仅占总销售额的11.60%。公司客户分布较为分散，产品销售具有较强的稳定性。

经销商管理方面，公司将一级经销商纳入销售团队管理范畴，从销售、市场及经营上进行指导，并优化分销商的各项管理及运营流程，使一级分销商在经营理念及行动上与公司战略保持一致。在销售回款管理上，公司对大额商户采取授信制度，其他商户采用现款现货的收款方式，采取赊销方式销售的比例约为40%，现金方式结算比例约为60%。

销售管理方面，公司重点推行标准化建设，规定各经销店的“分销数量、陈列位置、货架占有、助销标准”等各类标准；同时对各门店的分销、出样、陈列等基础状况进行合理评估，协助经销商拓展业务。近年来公司通过推行管理变革，库存周转天数有所加快，2017年公司总存货周转天数由2015年的62天下降至60天，库存周转的加快有助于减少资金占用，提高经营效益。

表 9：2015~2017 年公司产品销售情况

年份	项目	卫生巾 (亿片)	纸尿裤 (亿片)	纸巾 (万吨)	湿巾 (万吨)
2015	产量	135.53	27.43	66.33	0.90
	销量	139.10	25.32	66.37	0.83
	产销率	102.63%	92.29%	100.06%	99.22%
2016	产量	141.12	27.23	72.33	0.86
	销量	134.48	24.33	67.99	0.84
	产销率	95.29%	89.35%	94.00%	97.67%
2017	产量	139.08	25.37	69.21	0.87
	销量	140.78	22.18	74.60	0.82
	产销率	101.22%	87.43%	107.79%	94.25%

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

销量方面，受市场竞争影响，近年来公司主要产品销量走势不尽相同。2015~2017年公司卫生巾销量分别为139.10亿片、134.48亿片和140.78亿片，呈波动上涨趋势；同期纸尿裤销量分别为25.32亿片、24.33亿片和22.18亿片，呈逐年下降趋势；同期纸巾销量分别为66.37万吨、67.99万吨和74.60万吨，呈逐年上涨趋势；同期湿巾销量分别为0.83万吨、0.84万吨和0.82万吨，较为稳定。

产品销售价格方面，2016年下半年以来，受市场景气度提升影响，公司部分产品价格上涨明显。2015~2017年公司卫生巾销售均价分别为0.49元/片、0.51元/片和0.59元/片，呈逐年上涨趋势；同期，纸尿裤销售均价分别为0.91元/片、0.92元/片和0.92元/片，基本保持稳定；同期，纸巾销售均价分别为1.03万元/吨、1.20万元/吨和1.24万元/吨，保持增长态势；同期，湿巾销售均价分别为0.36万元/吨、0.36万元/吨和0.37万元/吨，基本保持稳定。

表 10：2015~2017 年公司主要产品销售价格情况

主要产品	2015	2016	2017
卫生巾（元/片）	0.49	0.51	0.59
纸尿裤（元/片）	0.91	0.92	0.92
纸巾（万元/吨）	1.03	1.20	1.24
湿巾（万元/吨）	0.36	0.36	0.37

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

除上述业务外，公司还有部分原材料及废品销售业务、租赁业务，在公司营业收入总额中占比不大。2015~2017年度，公司原材料及废品销售业务、租赁业务合计占当期营业收入比例分别为4.47%、4.72%和3.29%。

总的来看，公司销售渠道覆盖面广、层次深，对渠道和销售网络具有很强的管控力。2016年下半年以来，受供给侧改革及环保要求的提高影响，市场淘汰加剧，公司作为行业龙头优势凸显，对公司营收规模增加有一定正面作用。

战略规划

根据公司的发展规划，公司未来业务重点将主要围绕以下几个方面：在稳固传统营销渠道的基础上，积极拓展电商及母婴店等新型销售渠道，以获取新的增长点；在业务覆盖区域方面，在巩固一、二线城市和发达地区的市场份额基础之上，加大力度占领偏远地区市场；改革供应链，增加自动化比率，从供应和生产环节提高运营效率；顺应国内个人卫生用品的市场整合及产品销售结构调整趋势，加强产品组合优化，保持产品的市场占有率，并加大品牌营销和推广力度。

未来投资方面，目前公司已经在全国完成主要产能布局，未来主要投入为生产线升级改造以及设备购入等，公司面临的压力不大。公司会根据自身资金状况，以控制债务规模保持在合理水平为前提进行投资。长期看，生产设备的升级换代将使得公司产品结构始终紧随市场，处于较为有利竞争地位。

在建项目方面，公司目前在建项目 10 余项，主要系卫生纸机系统、全自动面巾纸生产线、拉拉裤、成人纸尿裤及厂房等，计划投资额为 20.06 亿元，截至 2017 年末，已投资额 16.52 亿元，2018 年拟投资额 3.06 亿元。

总体来看，公司战略规划清晰，适应公司所在行业和公司自身的发展需求。

公司治理和管理

公司具有健全的法人治理结构。公司按照《中华人民共和国公司法》、《外国投资者并购境内企业暂行规定》和《外商投资商业领域管理办法》等的要求，建立健全了股东、董事会、监事和经营管理层的组织结构体系，与关联企业在机构上完全独立。公司不设股东会和监事会，由股东决定公司的经营方针和经营计划，并委派和更换董事。公司董事会为公司的决策机构，向股东负责。

在经营管理机构方面，公司设总经理（总裁）一人，直接对董事会负责，执行董事会的各项决议，领导组织公司的日常经营管理工作，负责统筹下属总经办、战略部、人力资源部、财务部、质管部、审计部和技术中心，并通过标准及持续改进委员会、供应管理委员会、营销管理委员会间接管理生产、采购及销售等业务部门。公司内部职能部门设置完备，分级组织管理体系较为健全。但公司业务深入发展以及经营规模的扩大将对公司管理体制提出更高要求。

为了提高公司的治理水平和规范运作水平，保护股东合法权益，公司制定了一整套完善的内部控制制度体系，设立了监督内部控制执行的职能部门，确保按内部控制制度有效执行，不断提高公司

管理水平和风险防范能力，建立了适应公司经营发展的内部控制体系。

在预算管理方面，公司设立的《经营预算管理（暂行）办法》规定，经营预算一般每年编制一次和每季度动态调整一次，具体包括销售预算、生产预算、采购预算、部门预算、资本支出预算、专项预算和财务预算。公司预算决策委员会负责公司经营预算的审定和审批；公司预算工作执行委员会负责公司经营预算的组织、整理、平衡、分析、评估、跟踪和监督。

在资金管理方面，为了实现收支两条线管理，统一调度和规范公司各单位的货币资金，提高货币资金使用效率，保障货币资金安全，制定《货币资金管理制度》（以下简称“制度”）。制度规定，大宗物资采购的款项支付，原则上以物资入库 45 天后或凭合同要求办理付款；零星物资采购的款项支付，由属地有权审批的人员审批。各商贸分公司、经营部（包括办事处，下同）出纳每星期三向片区（商贸）财务经理及其财务负责人、行政负责人汇报货币资金库存情况；生产公司、厦门商贸公司和片区（商贸）出纳每星期五向公司财务部及其财务负责人、行政负责人汇报货币资金库存情况。

在存货管理方面，为进一步加强公司存货管理，及时发现并处理积压存货，减少存货不良损失，提高资产运营效率，公司实行存货预警管理制度，提高存货管理水平。

为满足长期战略发展的要求，保证项目开发工作有序开展，公司颁布《新项目开发管理制度》（以下简称“开发制度”），并制定以下工作程序：项目立项——公司决策——项目管理——风险控制以及跟踪评估。对于提交的项目可研报告，董事会讨论表决形成决议，如有必要，提交股东会批准。开发制度亦明确了在以上过程中战略管理部、公司市场部、财务中心以及人力资源部等职能部门的细分职责，有助于全面降低新项目开发风险。

总体来看，结合公司所在行业的特征，公司建立了较为完善的内控体系和管理制度，提高了经营管理水平和风险防范能力。

财务分析

以下分析基于经普华永道中天会计师事务所（特殊普通合伙人）审计并出具标准无保留意见的 2015~2017 年审计报告及未经审计的 2018 年一季度财务报表。

资本结构

2015~2017 年末，公司资产总额分别为 261.91 亿元、240.65 亿元和 257.02 亿元，2016 年有所下降主要系利用盈余偿还借款及分红所致。所有者权益方面，近三年受留存收益积累和盈余分配增减等因素影响，公司所有者权益有所波动，2015~2017 年末，公司所有者权益分别为 144.37 亿元、137.76 亿元和 138.67 亿元。公司根据业务发展需要调整外部融资，负债规模整体变动趋势与资产规模变动一致，2015~2017 年末，公司负债规模分别为 117.55 亿元、102.89 亿元、118.35 亿元。截至 2018 年 3 月末，公司资产总额为 272.90 亿元，所有者权益为 137.52 亿元，负债总额为 135.38 亿元。

从资产结构来看，公司资产以流动资产为主，2015~2017 年末，公司流动资产分别为 173.51 亿元、150.76 亿元和 166.32 亿元，在总资产中的占比分别为 66.25%、62.65%和 64.71%。公司流动资产主要由货币资金、应收账款、其他应收款以及存货等构成。公司货币资金在流动资产中占比较高，币种以人民币和美元为主。2016 年公司为满足业务运营和偿还债务的资金需求，提前支取了部分三个月以上的定期存单。受以上情况影响，公司货币资金波动较大，2015~2017 年末分别为 103.73 亿元、68.97 亿元和 73.44 亿元。公司应收账款主要系销售货物的应收款项，近年来随着经营环境的变化，有一定波动，2015~2017 年末，公司应收账款分别为 26.53 亿元、30.81 亿元和 26.59 亿元，账龄大多在 1 年以内，截至 2017 年末，应收账款 2.51 亿元已逾期，但基于对客户的财务状况及其信用记录的分析，公司认为这部分款项可以收回，没有发生减值，故未单独计提减值准备，但仍需关注应收账款的回收风险；其他应收款主要为账龄在一年以内应收关联方款项，同期分别为 17.20 亿元、22.46 亿元和 38.80

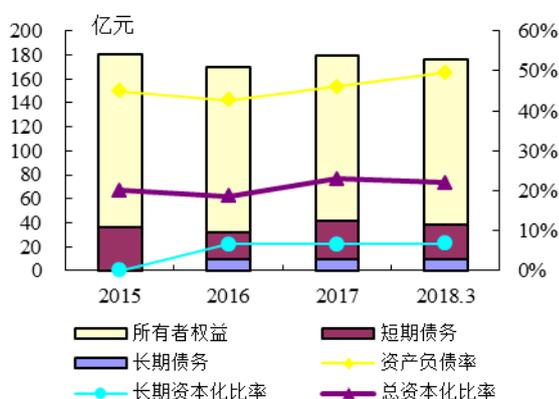
亿元，其中应收关联方款项分别为 14.76 亿元、20.65 亿元和 37.18 亿元，截至 2017 年末无已逾期但未减值的其他应收款，但仍需关注关联方资金往来风险。存货方面，主要包括原材料和产成品，近三年来公司通过加强库存管理和销售管理等措施，使存货规模控制在合理水平，2015~2017 年末分别为 19.50 亿元、19.31 亿元和 19.88 亿元，未计存货跌价准备，但随着原材料价格的波动，公司存货仍存在一定的跌价风险。截至 2018 年 3 月末，公司流动资产为 183.38 亿元。

在非流动资产方面，2015~2017 年末，公司非流动资产分别为 88.41 亿元、89.89 亿元和 90.70 亿元，公司非流动资产主要包括固定资产、在建工程、无形资产及商誉。公司固定资产主要为生产设备及相关配套设施。2015~2017 年末，公司固定资产分别为 64.60 亿元、63.31 亿元和 67.87 亿元。公司无形资产主要系土地使用权、商标及软件，2015~2017 年末，无形资产分别为 7.24 亿元、7.03 亿元和 7.01 亿元。在建工程主要为仓库、车间建设、办公楼改建、厂房改建及流水线项目建设等，2015~2017 年末，公司在建工程余额分别为 7.07 亿元、9.37 亿元和 6.34 亿元，其中 2016 年增长主要系纸机生产线的购买安装以及生产基地车间厂房建设形成的在建工程增长所致。商誉主要系 2003 年的并购形成，近年来均为 4.67 亿元，未发生减值。截至 2018 年 3 月末，公司非流动资产为 89.51 亿元。

从负债结构来看，公司负债以流动负债为主，2015~2017 年末，公司流动负债分别为 117.55 亿元、102.89 亿元和 118.35 亿元。公司流动负债主要为短期借款、应付账款和其他应付账款。短期借款方面，2015~2017 年末，公司短期借款分别为 36.34 亿元、21.65 亿元和 31.29 亿元，2016 年公司偿还了部分到期短期借款，当期末短期借款减少明显，2017 年由于业务发展需要公司新增了部分短期借款，短期借款规模有所提升。公司应付账款主要为向关联方采购应支付的货款，2017 年前五大应付账款为 19.49 亿元，占当期应付账款的 66.65%，账期均为一年以内，交易对象均为关联方。近年来公司业务规模扩大带动应付账款逐年增加，2015~2017 年末

分别为 24.09 亿元、28.67 亿元和 29.24 亿元。2015~2017 年末公司其他应付账款分别为 34.84 亿元、20.95 亿元和 23.00 亿元，其中关联方往来款项分别为 28.96 亿元、14.33 亿元和 17.89 亿元，主要系与母公司恒安珍宝（2015~2017 年分别为 2.33 亿元、4.53 亿元和 3.39 亿元）和福建恒安集团有限公司（2015~2017 年分别为 14.69 亿元、7.25 亿元和 14.34 亿元）的往来款，对关联方资金往来风险应予以关注。截至 2018 年 3 月末，公司负债总额为 135.38 亿元，其中其他应付款为 34.08 亿元。

图 11: 2015~2017 年末及 2018 年 3 月末公司资本结构分析



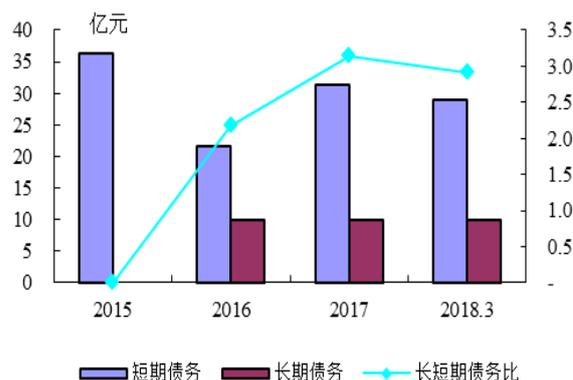
资料来源: 公司年报, 中诚信证评整理

非流动负债方面, 2015~2017 年末, 公司非流动负债分别为 0 亿元、28.72 亿元和 28.91 亿元, 主要包括应付债券和长期应付款。公司应付债券主要系公司于 2016 年 9 月发行的“恒安(中国)投资有限公司公开发行 2016 年公司债券(第一期)”, 发行规模 10 亿元。公司长期应付款主要系公司向实际控制人恒安国际借入的关联方款项, 2015~2017 年末, 公司长期应付款分别为 0 亿元、18.80 亿元和 18.97 亿元。

有息债务方面, 近年来为满足生产线更新换代的需要, 公司增加了融资规模, 2015~2017 年及 2018 年一季度公司总债务分别为 36.34 亿元、31.58 亿元、41.23 亿元和 38.95 亿元。债务期限结构方面, 2015 年公司债务全部为短期债务, 2016~2017 年及 2018 年一季度公司长短期债务比分别为 2.18、3.15 和 2.92。公司债务结构以短期债务为主, 债务期限结构有待优化。

财务杠杆比率方面, 2015~2017 年末, 公司资产负债率分别为 44.88%、42.75%和 46.05%; 同期末总资本化比率分别为 20.11%、18.65%和 22.92%, 杠杆水平控制在合理水平。截至 2018 年 3 月末, 公司资产负债率和总资本化比率分别为 49.61%和 22.07%。

图 12: 2015~2017 年及 2018 年一季度末公司债务结构情况



数据来源: 公司定期报告, 中诚信证评整理

总体而言, 近年来公司资产负债规模相对稳定, 财务杠杆水平较为合理, 但短期债务占比较高且规模较大, 具有一定的短期偿付压力。同时, 考虑到公司存在较多关联方往来款项, 须对关联方资金往来风险保持关注。

盈利能力

公司营业收入主要来源于纸品、卫生巾、纸尿裤等产品的生产与销售。作为全国领先的生活用纸及卫生用品制造商之一, 2015~2017 年, 公司营业收入分别为 186.37 亿元、194.88 亿元和 198.52 亿元, 呈现逐年上升的态势。2018 年 1~3 月, 公司营业收入为 55.44 亿元。

从收入构成来看, 纸品业务收入在公司营业总收入中占比最大, 2015~2017 年, 公司纸品业务收入分别为 83.05 亿元、88.66 亿元和 92.22 亿元, 呈上涨趋势, 主要系公司销售体制创新初见成效及不断加强销售管理所致。同期, 卫生巾业务收入分别为 34.40 亿元、38.16 亿元和 36.36 亿元, 整体较为稳定; 同期, 受行业竞争及前期渠道铺设不足影响, 公司纸尿裤业务收入规模呈现小幅下降趋势, 分别为 13.04 亿元、11.42 亿元和 11.22 亿元。

表11: 2015~2017年公司营业收入和毛利率构成情况

单位: 亿元、%

产品	2015		2016		2017	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
纸品	83.05	33.83	88.66	35.05	92.22	31.00
卫生巾	68.88	50.05	73.32	47.95	77.80	53.26
纸尿裤	25.27	48.37	22.12	48.35	20.51	45.29
销售废料、原材料	8.18	1.61	2.05	1.69	6.35	1.81
租金	0.15	65.03	0.16	72.92	0.19	74.75
其他	0.84	13.31	1.57	33.48	1.45	30.52
合计	186.37	40.32	194.88	39.88	198.52	40.31

注: “其他”为日化及家居用品类等小型业务。

资料来源: 公司财务数据, 中诚信证评整理

在毛利率方面, 得益于公司较好的成本控制, 近年来公司营业毛利率较为稳定, 2015~2017年分别为40.32%、39.88%和40.31%。由于产品附加值以及行业竞争程度等方面的差异, 公司各产品毛利率出现较大分化, 其中卫生巾业务毛利率水平相对较高。2018年1~3月, 公司营业毛利率为39.88%。

在期间费用方面, 公司期间费用以销售费用为主, 2015~2017年期间费用合计分别为38.45亿元、43.50亿元和41.72亿元, 呈波动态势, 主要受销售费用变动影响; 同期三费收入比分别为20.63%、22.32%和21.02%, 亦呈波动态势。2016年起, 为应对市场竞争加剧的局面, 公司加大促销和渠道建设力度, 销售费用有所提升。2015~2017年, 公司管理费用分别为9.42亿元、9.63亿元和8.13亿元, 2015和2016年公司管理费用相对较高, 主要系当期合并范围扩大, 产生一定管理费用。财务费用方面, 得益于汇兑收益增加, 公司财务费用呈现波动下降趋势, 2015~2017年公司财务费用分别为-0.42亿元、0.67亿元和-1.92亿元。2018年1~3月, 公司期间费用为10.16亿元, 三费收入比为18.32%。

表12: 2015~2017年及2018年一季度公司三费情况

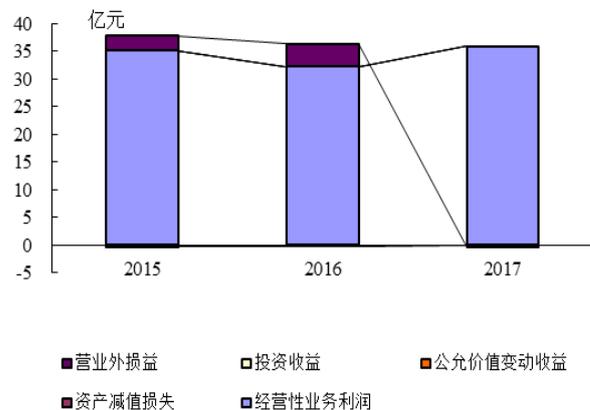
单位: 亿元、%

项目	2015	2016	2017	2018.Q1
销售费用	29.45	33.19	35.52	8.91
管理费用	9.42	9.63	8.13	1.64
财务费用	-0.42	0.67	-1.92	-0.40
三费合计	38.45	43.50	41.72	10.16
营业总收入	186.37	194.88	198.52	55.44
三费收入占比	21.36	22.32	21.02	18.32

数据来源: 公司定期报告, 中诚信证评整理

利润总额方面, 2015~2017年, 公司利润总额分别为37.43亿元、36.12亿元和38.97亿元, 其中经营性业务利润分别为35.20亿元、32.25亿元和35.94亿元, 总体相对稳定。

图13: 2015~2017年公司利润总额构成分析



资料来源: 公司定期报告, 中诚信证评整理

整体看, 近年来公司收入规模保持增长, 营业毛利率保持较高水平, 期间费用控制能力尚可, 整体盈利能力极强。

偿债能力

获现能力方面，公司 EBITDA 主要由利润总额构成。2015~2017 年，公司利润总额分别为 37.43 亿元、36.12 亿元和 38.97 亿元，呈现波动上涨态势。同期，EBITDA 也随之保持波动上涨态势。2015~2017 年分别为 44.14 亿元、43.71 亿元和 46.08 亿元。从 EBITDA 对债务本息的保障程度来看，2015~2017 年公司 EBITDA 利息保障倍数分别为 33.75 倍、22.29 倍和 37.82 倍；同期，总债务/EBITDA 分别为 0.82 倍、0.72 倍和 0.89 倍。EBITDA 对债务本息的保障能力极强。

现金流方面，2015~2017 年公司经营活动净现金流分别为 33.52 亿元、34.22 亿元和 43.20 亿元。同期，经营活动净现金流/总债务分别为 0.92 倍、1.08 倍和 1.05 倍；经营活动净现金流/利息支出分别为 25.63 倍、17.45 倍和 35.45 倍。公司经营活动净现金流对总债务保障能力极强。

表 13：2015~2017 年及 2018 年一季度公司偿债能力指标

项目	2015	2016	2017	2018.3
短期债务（亿元）	36.34	21.65	31.29	29.01
长期债务（亿元）	0.00	9.92	9.94	9.94
总债务（亿元）	36.34	31.58	41.23	38.95
经营活动净现金流（亿元）	33.52	34.21	43.20	-1.43
EBITDA（亿元）	44.14	43.71	46.08	-
总债务/EBITDA (X)	0.82	0.72	0.89	-
经营净现金流/总债务 (X)	0.92	1.08	1.05	-0.15
EBITDA 利息倍数(X)	33.75	22.29	37.82	-
经营净现金流/利息支出 (X)	25.63	17.45	35.45	-

资料来源：公司财务报告，中诚信证评整理

授信方面，公司与金融机构保持良好的合作关系，融资渠道较畅通。截至 2018 年 3 月末，公司获得国内外多家银行授信总额约为人民币 220.49 亿元，尚未使用信用额度约为人民币 194.69 亿元，备用流动性极为充足。

或有负债方面，截至 2018 年 3 月末，公司无对外担保事项和重大法律诉讼事项。

整体来看，近年来公司财务杠杆水平较为合理，财务结构整体较为稳健。随着市场景气度不断提升，产品价格上涨明显，从而推动其收入规模保持增长，公司整体盈利能力极强。极强的盈利能力

使得公司 EBITDA 和经营活动净现金流对债务本息的保障能力极强。同时，值得注意的是，公司短期债务占比较高且规模较大，具有一定的短期偿付压力。另外，公司存在较多关联方往来款项，须对关联方资金往来风险保持关注。

结论

综上，中诚信证评评定恒安（中国）投资有限公司主体信用级别为 **AAA**，评级展望稳定。中诚信证评评定“恒安（中国）投资有限公司公开发行 2018 年公司债券（第一期）”的信用级别为 **AAA**。

关于恒安（中国）投资有限公司 公开发行2018年公司债券（第一期）的跟踪评级安排

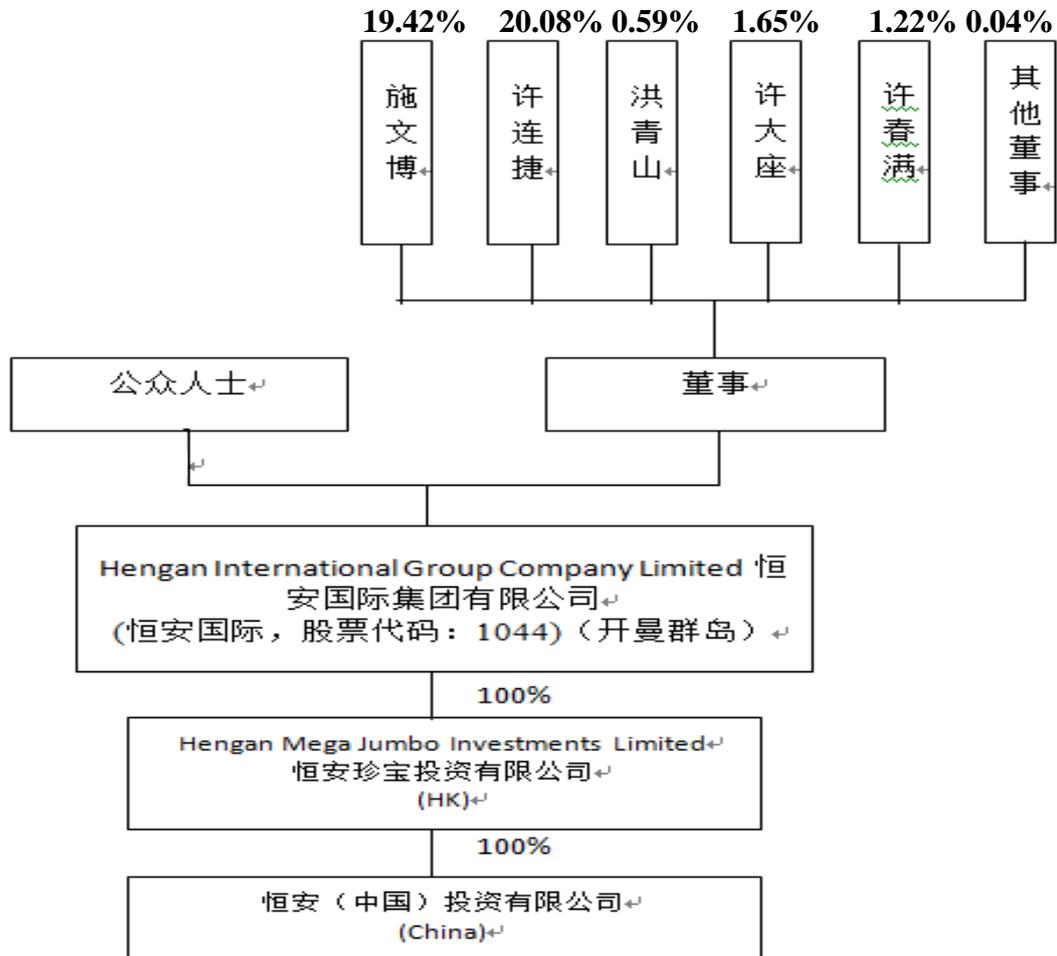
根据中国证监会相关规定、评级行业惯例以及本公司评级制度相关规定，自首次评级报告出具之日（以评级报告上注明日期为准）起，本公司将在本期债券信用级别有效期内或者本期债券存续期内，持续关注本期债券发行人外部经营环境变化、经营或财务状况变化以及本期债券偿债保障情况等因素，以对本期债券的信用风险进行持续跟踪。跟踪评级包括定期和不定期跟踪评级。

在跟踪评级期限内，本公司将于本期债券发行主体及担保主体（如有）年度报告公布后两个月内完成该年度的定期跟踪评级。此外，自本次评级报告出具之日起，本公司将密切关注与发行主体、担保主体（如有）以及本期债券有关的信息，如发生可能影响本期债券信用级别的重大事件，发行主体应及时通知本公司并提供相关资料，本公司将在认为必要时及时启动不定期跟踪评级，就该事项进行调研、分析并发布不定期跟踪评级结果。

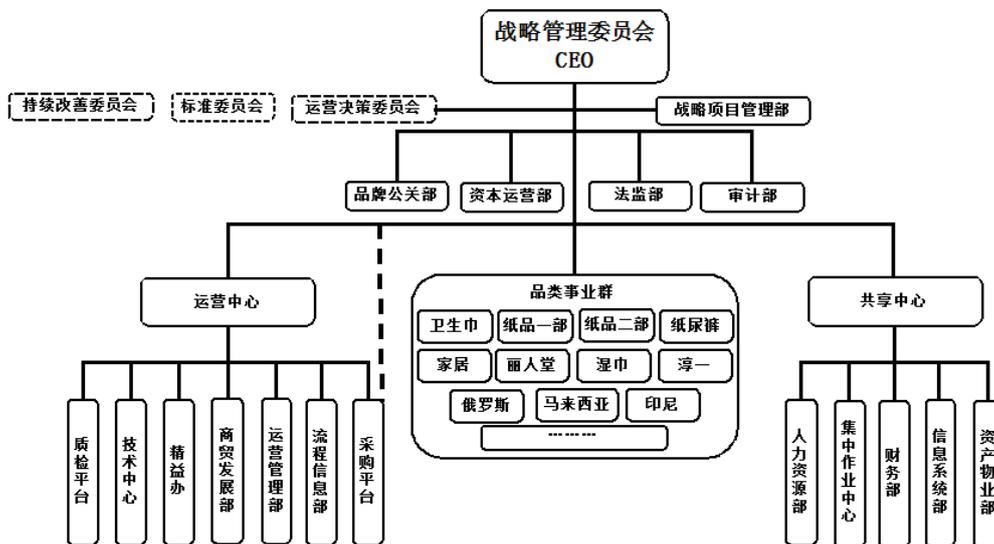
本公司的定期和不定期跟踪评级结果等相关信息将根据监管要求或约定在本公司网站（www.ccxr.com.cn）和交易所网站予以公告，且交易所网站公告披露时间不得晚于在其他交易场所、媒体或者其他场合公开披露的时间。

如发行主体、担保主体（如有）未能及时或拒绝提供相关信息，本公司将根据有关情况进行分析，据此确认或调整主体、债券信用级别或公告信用级别暂时失效。

附一：恒安（中国）投资有限公司股权结构图（截至 2017 年 12 月 31 日）



附二：恒安（中国）投资有限公司组织结构图（截至 2018 年 3 月 31 日）



附三：恒安（中国）投资有限公司主要财务数据及指标

财务数据（单位：万元）	2015	2016	2017	2018.Q1
货币资金	1,037,267.23	689,677.93	734,366.91	868,994.28
应收账款净额	265,320.98	308,109.64	265,912.60	279,004.58
存货净额	194,955.56	193,072.42	198,807.72	188,948.87
流动资产	1,735,059.33	1,507,644.28	1,663,240.17	1,833,818.41
长期投资	0.00	0.00	750.00	750.00
固定资产	646,033.71	633,136.52	678,723.40	669,333.18
总资产	2,619,123.08	2,406,528.81	2,570,205.74	2,728,957.16
短期债务	363,401.41	216,532.32	312,894.44	290,078.26
长期债务	0.00	99,246.81	99,400.11	99,438.74
总债务（短期债务+长期债务）	363,401.41	315,779.12	412,294.55	389,517.00
总负债	1,175,472.13	1,028,898.01	1,183,514.59	1,353,771.50
所有者权益（含少数股东权益）	1,443,650.95	1,377,630.80	1,386,691.15	1,375,185.65
营业总收入	1,863,676.51	1,948,767.22	1,985,197.17	554,414.83
三费前利润	736,484.72	757,427.55	776,598.74	215,753.68
投资收益	0.00	0.00	0.00	0.00
净利润	285,226.96	287,294.19	300,022.70	87,548.16
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	441,397.31	437,060.01	460,764.22	118,791.48
经营活动产生现金净流量	335,243.07	342,163.48	431,970.56	-14,318.54
投资活动产生现金净流量	173,367.42	244,768.59	-325,104.18	236,091.94
筹资活动产生现金净流量	-696,469.09	-581,504.59	-164,479.21	81,590.03
现金及现金等价物净增加额	-187,858.59	5,427.49	-59,226.83	301,848.49
财务指标	2015	2016	2017	2018.Q1
营业毛利率（%）	40.32	39.88	40.31	39.88
所有者权益收益率（%）	19.76	20.85	21.64	25.47
EBITDA/营业总收入（%）	23.68	22.43	23.21	21.43
速动比率（X）	1.31	1.77	1.64	1.54
经营活动净现金/总债务（X）	0.92	1.08	1.05	-0.15
经营活动净现金/短期债务（X）	0.92	1.58	1.38	-0.20
经营活动净现金/利息支出（X）	25.63	17.45	35.45	-
EBITDA 利息倍数（X）	33.75	22.29	37.82	-
总债务/EBITDA（X）	0.82	0.72	0.89	-
资产负债率（%）	44.88	42.75	46.05	49.61
总资本化比率（%）	20.11	18.65	22.92	22.07
长期资本化比率（%）	0.00	6.72	6.69	6.74

注：1、所有者权益包含少数股东权益，净利润包含少数股东损益。2、公司 2018 年一季度所有者权益收益率、经营活动净现金/总债务及经营活动净现金/短期债务经年化处理。

附四：基本财务指标的计算公式

货币资金等价物 = 货币资金 + 交易性金融资产 + 应收票据

长期投资 = 可供出售金融资产 + 持有至到期投资 + 长期股权投资

固定资产合计 = 投资性房地产 + 固定资产 + 在建工程 + 工程物资 + 固定资产清理 + 生产性生物资产 + 油气资产

短期债务 = 短期借款 + 交易性金融负债 + 应付票据 + 一年内到期的非流动负债

长期债务 = 长期借款 + 应付债券

总债务 = 长期债务 + 短期债务

净债务 = 总债务 - 货币资金

三费前利润 = 营业总收入 - 营业成本 - 利息支出 - 手续费及佣金收入 - 退保金 - 赔付支出净额 - 提取保险合同准备金净额 - 保单红利支出 - 分保费用 - 营业税金及附加

EBIT（息税前盈余）= 利润总额 + 计入财务费用的利息支出

EBITDA（息税折旧摊销前盈余）= EBIT + 折旧 + 无形资产摊销 + 长期待摊费用摊销

资本支出 = 购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金 + 取得子公司及其他营业单位支付的现金净额

营业毛利率 = (主营业务收入 - 主营业务成本) / 主营业务收入

EBIT 率 = EBIT / 营业总收入

三费收入比 = (财务费用 + 管理费用 + 销售费用) / 营业总收入

所有者权益收益率 = 净利润 / 所有者权益

流动比率 = 流动资产 / 流动负债

速动比率 = (流动资产 - 存货) / 流动负债

存货周转率 = 主营业务成本（营业成本）/ 存货平均余额

应收账款周转率 = 主营业务收入净额（营业总收入净额）/ 应收账款平均余额

资产负债率 = 负债总额 / 资产总额

总资本化比率 = 总债务 / (总债务 + 所有者权益（含少数股东权益）)

长期资本化比率 = 长期债务 / (长期债务 + 所有者权益（含少数股东权益）)

EBITDA 利息倍数 = EBITDA / (计入财务费用的利息支出 + 资本化利息支出)

附五：信用等级的符号及定义

主体信用评级等级符号及定义

等级符号	含义
AAA	受评主体偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低
AA	受评主体偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低
A	受评主体偿还债务的能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
BBB	受评主体偿还债务的能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
BB	受评主体偿还债务的能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险
B	受评主体偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高
CCC	受评主体偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高
CC	受评主体在破产或重组时可获得的保护较小，基本不能保证偿还债务
C	受评主体不能偿还债务

注：除 AAA 级，CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示信用质量略高或略低于本等级。

评级展望的含义

内容	含义
正面	表示评级有上升趋势
负面	表示评级有下降趋势
稳定	表示评级大致不会改变
待决	表示评级的上升或下调仍有待决定

评级展望是评估发债人的主体信用评级在中至长期的评级趋向。给予评级展望时，主要考虑中至长期内受评主体可能发生的经济或商业基本因素变动的预期和判断。

长期债券信用评级等级符号及定义

等级符号	含义
AAA	债券安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低
AA	债券安全性很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低
A	债券安全性较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
BBB	债券安全性一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
BB	债券安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险
B	债券安全性较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高
CCC	债券安全性极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高
CC	基本不能保证偿还债券
C	不能偿还债券

注：除 AAA 级，CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示信用质量略高或略低于本等级。

短期债券信用评级等级符号及定义

等级	含义
A-1	为最高短期信用等级，还本付息能力很强，安全性很高。
A-2	还本付息能力较强，安全性较高。
A-3	还本付息能力一般，安全性易受不利环境变化的影响。
B	还本付息能力较低，有一定的违约风险。
C	还本付息能力很低，违约风险较高。
D	不能按期还本付息。

注：每一个信用等级均不进行“+”、“-”微调。