

公司研究

新股研究

建议询价区间: 3.29-4.69 元

中国军需轻工行业的领军企业

——际华集团(601718)新股研究

核心观点

询价结论:

我们预计公司的合理估值区间为 3.29 - 4.69 元之间,对应的 2010 年市盈率在 22.1X - 31.5X 之间。

主要依据:

1、公司是中国人民解放军、武警部队军需被装产品生产保障基地,是政府统一着装单位和职业着装单位的主要生产供应商,同时也是国际军需品市场的重要采购、加工基地。公司凭借与军队和武警部队的天然关系,拥有领先的行业地位和稳定的客户基础。公司是中国最大的军需品集成供应商,中国最大的职业装、职业鞋靴研发生产基地,以及中国防护装具市场的领导者。

2、中国国防经费占 GDP 的比例明显低于国际平均水平,1992 年至 2009 年军费占 GDP 的比例还不到 1.5%。而同时期世界平均水平为 4%左右,作为一个经济快速发展的大国,必须要有一支强大的武装力量来保卫国家利益,因此未来军费的增长必然带动军需品的需求,从而有益于公司未来业绩的提升。

3、公司承担中国军队和武警部队 75%左右的军需被装产品生产任务,具有全产品系列、全战区覆盖、全过程服务的能力。本公司是中国最大的职业装、职业鞋靴研发生产基地。本公司是职业装、职业鞋靴产品的系统服务供应商,在中国职业装、职业鞋靴市场份额最大、综合竞争力最强、声誉最显赫,无论在技术装备、产品性能、新产品开发还是成本控制上,均处于同行业领先地位。本公司是中国防护装具市场的领导者。本公司是中国防护装具市场的领导者。本公司是国内最早最大的防弹头盔生产企业和国内唯一一家具有全系列军用帐篷生产能力的企业,并在军用炊事车、防弹运钞车市场占据领先地位。

风险提示:

1、如果未来的产业政策或行业规划出现变化,将可能导致公司的市场环境和发展空间出现变化,并给公司经营带来风险。2、如遇军队、武警人员数量大幅变化,将对公司的军需品业务构成重大影响。3、如未来原材料以及劳动力成本明显上升,而公司无法及时调整产品价格,则将对公司经营情况造成影响。

财务数据与估值

	2009A	2010E	2011E	2012E
主营业务收入(百万)	11,027	15,098	18,667	21,354
同比增速(%)	24%	36%	23%	14%
净利润(百万)	453	575	743	939
同比增速(%)	-2.7%	27%	29%	26%
EPS(元)	0.17	0.15	0.19	0.24

基础数据

总股本(万股)	270000.00
流通A股(万股)	0.00
总市值(亿元)	0.00
总资产(亿元)	103.28
每股净资产(元)	1.55
建议询价区间(元)	3.29-4.69

研究员:徐昊

电话: 010-84183293

Email: xuhao@guodu.com

执业证书编号: S0940210060003

联系人:周红军

电话: 010- 84183380

Email: zhouhongjun@guodu.com

独立性申明:本报告中的信息均来源于公开可获得资料,国都证券对这些信息的准确性和完整性不做任何保证。分析逻辑基于作者的职业理解,通过合理判断并得出结论,力求客观、公正,结论不受任何第三方的授意、影响,特此声明。

1. 本次发行方案概况及公司股权结构

表 1: 本次发行概况

公司名称	际华集团股份有限公司
公司简称	际华集团
拟上市交易所	上海证券交易所
拟发行日期	2010 年 8 月 4 日
申购代码	601718
发行股数 (万股)	115,700
发行方式	网下配售与网上定价
发行后总股本 (万股)	385,700
每股收益 (2009 年)	0.1679
发行后全面摊薄每股收益 (2009 年)	0.1175
发行前每股净资产	1.55

资料来源: 公司招股意向书、国都证券研究所

表 2: 公司本次发行前后股权结构

项目	发行前		发行后	
	股份数量 (股)	持股比例 (%)	股份数量 (股)	持股比例 (%)
新兴铸管集团	2,673,000,000	99	2,558,460,000	66.33
新兴置业	27,000,000	1	25,840,000	0.67
社保基金理事 会	-	-	115,700,000	3.00
社会公众股	-	-	1,157,000,000	30.00
合计	2,700,000,000	100	3,857,000,000	100.00

资料来源: 公司招股意向书、国都证券研究所

发行人的控股股东、实际控制人均为新兴铸管集团有限公司。新兴铸管集团是由国家经贸委、总后勤部批准, 于 1997 年 1 月 8 日由中国人民解放军二六七二工厂改制成立的国有独资公司。2000 年 9 月, 承继管理原由总后勤部管理的部分军需企 (事) 业单位。目前新兴铸管集团为国务院国资直接管理的大型中央企业, 注册资本 33.7864 亿元

2. 公司经营状况与财务指标分析

2.1 公司经营状况与主营业务

际华集团股份有限公司于 2009 年 6 月由新兴铸管集团联合新兴置业对际华轻工进行整体改制、变更设立而来。际华集团是中国规模最大、历史最久的军需轻工企业, 主要从事军需轻工产品的开发、生产和销售。公司自设立以来, 主营业务稳定, 拥有职业装、职业鞋靴、防护装具、纺织印染及皮革皮鞋五大业务板块。际华集团是中国人民解放军、武警部队军需被装产品生产保障基地, 是政府统一着装单位和职业着装单位的主要生产供应商, 同时也是国际军需品市场的重要采购、加工基地。

际华集团在中国纺织工业协会评选的 2007-2008, 2008-2009 年度“中国纺织服装企业竞争力 500 强”中分别位列第 18 位和第 15 位; 在中国纺织工业协会统计中心评选的 2007-2008、2008-2009 年度“中国纺织服装行业主营业务收入 100 强”中分别位列第 20 位和第 15 位。

表 3: 公司主营业务分部结构

业务分部	主要产品和服务	市场份额或优势
职业装	军队、武警、公安、工商、检察院、法院、税务、铁路制服	拥有 75% 军警军需被装品市场份额, 公检法等行业制服式服装 20% 以上市场份额。
职业鞋靴	功能性职业鞋靴、功能性防护胶靴, 天然橡胶等	年产各类鞋靴 1.5 亿双, 约占 1/3 市场份额, 产品工艺先进, 防水、拒油、防砸、耐酸碱、抗静电、防穿刺等功能性鞋靴产品居国内一流水平, 曾参与我国载人航天项目专用鞋靴研发与制造。
防护装具	功能性伪装防护装具、高性能防弹性材料及其制品、多功能改装车等	生产的军用后勤方舱系列改装车、智能化炊事车、运钞车、耐高温无纺滤材、防弹防刺服及电磁屏蔽帐篷、“三防”军用帐篷等产品技术国内一流。
纺织印染	高档功能性职业装面料, 功能性坯布及印染色布, 中高档家纺制品, 特种纱线等	年产坯布能力 1.2 亿米, 特宽幅高支高密家纺坯布 3,600 万米, 每平方英寸经、纬之和 800 根以上的高支高密坯布市场占有率 40%; 年产印染色布 16,000 万米。
皮革皮鞋	军警及特种功能性皮靴, 毛皮、皮革制品, 中高档防寒裘皮制品等	年产各类特种功能性鞋靴 800 多万双, 占军需品市场份额 70%。

资料来源: 公司招股意向书、国都证券研究所

表 4: 2009 年前五名客户销售额和营业收入占比

客户名称	销售额(万元)	营业收入占比 (%)
中国人民解放军总后勤部	268,743	24.37
武警部队后勤部	7,384	6.7
国药控股天津有限公司	3,586	3.25
武警消防部队后勤部	26,707	2.42
0 五单位五五一部	16,258	1.47

资料来源: 公司招股意向书、国都证券研究所

2.2 未来国防开支的增长是公司业绩提升的有利因素

际华集团是中国最大的军需品集成供应商, 中国最大的职业装、职业鞋靴研发生产基地, 以及中国防护装具市场的领导者。我们看到, 公司五大业务分分部均涉及国防需求, 尤其是占公司收入半壁江山的职业装和职业鞋靴两类业务, 这两个部分的业务收入绝大部分来自军品销售。因此, 我们认为, 公司业务业绩提升有赖于与军品需求的增长相关, 而国防开支的增长速度对此有重要影响。

过去十年间, 为维护国家安全和利益, 适应中国特色军事变革的需要, 中国在经济快速增长的基础上, 保持了国防经费的适度增长, 年均增长率为 15.9%, 同期 GDP 按

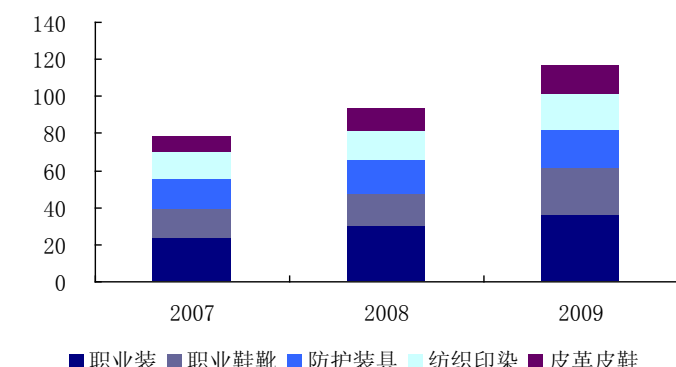
当年价格计算年平均增长 12.5%，国家财政支出年平均增长 18.5%，而军费占国家财政支出的比重总体上呈下降趋势。从另一个方面看中国国防费用总额以及人均数额，仍低于世界一些主要政治、军事大国的水平。2007 年，中国年度国防费相当于美国的 7.51%、英国的 62.43%。2002 年我国的军人人均军费为 8192 美元，美国为 23.52 万美元，英国为 11.39 万美元，法国为 10.61 万美元，德国为 10.50 万美元。这些国家军人人均军费支出是中国军人人均军费支出的 28.68 倍(美国)、13.89 倍(英国)、18.23 倍(法国)和 12.80 倍(德国)。军人人均军费数额是美国的 4.49%，日本的 11.3%，英国的 5.31%，法国的 15.76%，德国的 14.33%。

中国国防经费占 GDP 的比例也明显低于国际平均水平，1992 年至 2009 年军费占 GDP 的比例还不到 1.5%。而同时期世界平均水平为 4%左右，美国为 4.5%，英国为 3%，俄罗斯为 2.63%，印度为 2.5%。假如中国的国防预算占 GDP 比例提高到世界平均水平，即 3.5%~4%左右，那么 2008 年中国的军费就能达到 9700 亿~12000 亿人民币的水平，约合 1650 亿美元，如照此计算，2009 年就能够突破一万三千亿元人民币，约合 1900 亿美元，是 09 年实际军费的 2.7 倍，将极大改善国防力量的装备和训练水平。作为一个经济快速发展的大国，必须要有一支强大的武装力量来保卫国家利益，加之当前面临着日益复杂的地区安全形势，未来将军费开支提高到与中国的大国地位相符的水平具有强烈的现实要求，这必然将带动军需品的需求，从而有益于公司未来业绩的提升。

2.3 公司财务指标分析

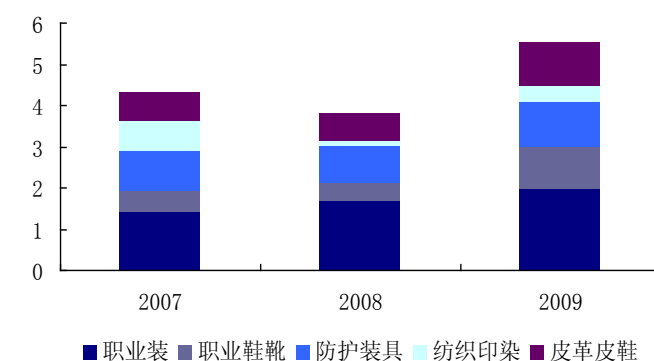
公司近三年来财务指标保持相对增长态势。营业收入 07-09 年分别为 7.54/8.89/11.03 亿元，年复合增长率为 20.97%。净利润 07-09 年分别为 4.1/4.66/4.53 亿元，年复合增长率为 5.08%，但扣除同期非经常性损益后，净利润 07-09 年分别为 1.91/3.26/4.42 亿元，年复合增长率为 51.80%，这受益于经营规模扩张、产品技术升级和产品结构优化。2007 年度和 2008 年度非经常性损益金额较大，主要因为非流动性资产处置、债务重组福利费余额调整等形成的收益金额较大。

图：2007-2009 年公司主营业务收入及构成（亿元）



资料来源：公司招股意向书、国都证券研究所

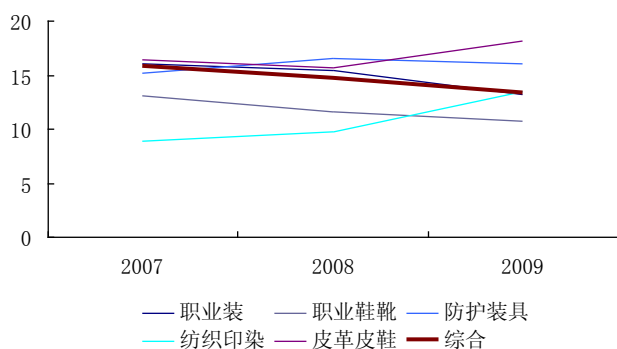
图 1：2007 - 2009 年公司主营业务利润及构成(亿元)



资料来源：公司招股意向书、国都证券研究所

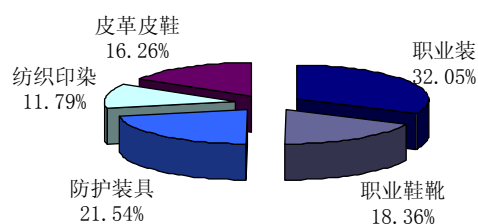
报告期内公司毛利保持增长态势，2007 年至 2009 年毛利年均复合增长率为 11.40%。但是报告期内公司毛利率呈现缓慢下降状态，主要是由于金融危机和激烈的市场竞争使得部分产品销售价格下降；同时，近年来在业务快速扩张过程中，采取了一些薄利多销的手段增加市场份额；此外，由于原材料成本和人工成本持续上涨，引起主营业务单位成本有所增加。

图 2: 2007 - 2009 年细分产品毛利率及综合毛利(%)



资料来源: 国都证券研究所

图 3: 2009 年度主营业务毛利构成



资料来源: 国都证券研究所

3. 本次募集资金主要投向

本次发行募集资金总额在扣除发行费用后, 将主要投资于下述技术改造和改扩建项目:

表 5: 募投项目表

类别	序号	募集资金项目	募集资金使用量 (万元)
军警职业装建设项目	1	智能化中高档职业装生产线技改项目	33,593
	2	高档针织面料及制品扩建改造项目	12,149
		小计	45,742
军警职业鞋靴建设项目	3	军警靴、职业鞋靴技术装备升级扩建改造项目	27,485
	4	功能性职业鞋靴等技改工程项目	7,070
	5	功能性防护胶靴生产线技改项目	2,700
	6	中高档防寒裘皮及制品扩建项目	5,835
军警职业装面料及家纺产品建设项目		小计	43,090
	7	高档职业装面料、功能性面料及家纺制品技改项目	122,059
	8	4 万锭特种纱线技术改造项目	7,535
特种防护装备建设项目		小计	129,594
	9	功能性伪装防护装具生产线技改项目	9,870
	10	高性能防弹材料及制品技术改造项目	7,000
	11	多功能运输装备舱技改项目	5,000
	12	耐高温、耐腐蚀环保滤材技改扩建项目	32,500
	13	军警职业服饰件表面处理装备改造项目	3,500
	14	精密模具装备生产线改造项目	3,000
研发机构功能建设项目	15	功能性桑拿桶和智能化充气睡具扩建项目	8,503
		小计	69,373
	16	完善各专业研究院功能建设项目	7,000
其他用途	17	补充流动资金	30,000

合计

324,799

资料来源：公司招股意向书、国都证券研究所

4. 盈利预测与估值定价

表 6: 盈利预测表

	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
一、营业总收入（百万）	7536	8893	11028	15098	18667	21354
主营收入	7536	8893	11028	15098	18667	21354
二、营业总成本	7118	8547	10498	14398	17765	20206
其中：营业成本	6349	7590	9554	13071	16113	18323
营业税金及附加	22	22	25	38	47	53
销售费用	258	281	298	438	579	641
管理费用	376	506	523	740	933	1068
财务费用	95	98	72	74	47	68
资产减值损失	19	49	27	38	47	53
加：公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	5	20	4	0	0	0
三、营业利润	423	365	533	700	902	1148
加：营业外收入	314	247	86	68	84	96
减：营业外支出	9	15	16	20	21	24
四、利润总额	727	598	602	747	965	1220
减：所得税费用	317	132	149	172	222	281
五、净利润	410	466	453	575	743	939
少数股东损益	2	0	0	0	0	0
归属母公司所有者非经常性损益	219	143	11	0	0	0
归属母公司净利润	188	323	442	575	743	939
每股收益(全面摊薄)				0.15	0.19	0.24

资料来源：公司招股意向书、国都证券研究所

我们预计公司 20-12 年全面摊薄每股收益为 0.15 元、0.19 元和 0.24 元。结合公司所属行业状况和产品属性，我们认为公司对应 10 年合理市盈率在 22.1X-31.5X 之间，建议一级市场询价区间为 3.29-4.69 元。

国都证券投资评级

国都证券行业投资评级的类别、级别定义		
类别	级别	定义
短期 评级	推荐	行业基本面向好, 未来 6 个月内, 行业指数跑赢综合指数
	中性	行业基本面稳定, 未来 6 个月内, 行业指数跟随综合指数
	回避	行业基本面向淡, 未来 6 个月内, 行业指数跑输综合指数
长期 评级	A	预计未来三年内, 该行业竞争力高于所有行业平均水平
	B	预计未来三年内, 该行业竞争力等于所有行业平均水平
	C	预计未来三年内, 该行业竞争力低于所有行业平均水平

国都证券公司投资评级的类别、级别定义		
类别	级别	定义
短期 评级	强烈推荐	预计未来 6 个月内, 股价涨幅在 15%以上
	推荐	预计未来 6 个月内, 股价涨幅在 5-15%之间
	中性	预计未来 6 个月内, 股价变动幅度介于 $\pm 5\%$ 之间
	回避	预计未来 6 个月内, 股价跌幅在 5%以上
长期 评级	A	预计未来三年内, 公司竞争力高于行业平均水平
	B	预计未来三年内, 公司竞争力与行业平均水平一致
	C	预计未来三年内, 公司竞争力低于行业平均水平

免责声明

本报告中的信息均来源于公开资料或国都证券研究所研究员实地调研所取得的信息, 国都证券研究所及其研究员不对这些信息的准确性与完整性做出任何保证。国都证券及其关联机构可能持有报告所涉及的证券品种并进行交易, 也有可能为这些公司提供相关服务。本报告中所有观点与建议仅供参考, 投资者据此操作, 风险自负。

国都证券研究员及其研究行业一览表

研究员	研究领域	E-mail	研究员	研究领域	E-mail
许维鸿	研究管理、宏观领域	xuweihong@guodu.com	王明德	研究管理、农业、食品饮料	wangmingde@guodu.com
李元	机械、电力设备	liyuan@guodu.com	巩俊杰	交通运输	gongjunjie@guodu.com
张翔	首席策略分析师	zhangxiang@guodu.com	吴煊	策略研究	wuxuan@guodu.com
邓婷	金融	dengting@guodu.com	邹文军	房地产	zouwenjun@guodu.com
徐昊	农业、食品饮料	xuhao@guodu.com	徐才华	机械、汽车及零部件	xucaihua@guodu.com
潘蕾	医药	panlei@guodu.com	曹源	策略研究、传媒	caoyuan@guodu.com
王招华	钢铁	wangzhaohua@guodu.com	刘芬	机械	liufen@guodu.com
王京乐	家电、旅游	wangjingle@guodu.com	鲁儒敏	公用事业	lurumin@guodu.com
肖世俊	有色金属、新能源	xiaoshijun@guodu.com	姜瑛	IT	jiangying@guodu.com
傅浩	建筑建材	fuhao@guodu.com	王双	石化	wangshuang@guodu.com
魏静	机械	weijing@guodu.com	赵宪栋	商业贸易	zhaoxiandong@guodu.com
胡博新	医药行业	huboxin@guodu.com	姚小军	基金研究	yaoxiaojun@guodu.com
陈薇	衍生产品、金融工程	chenwei@guodu.com	苏昌景	债券研究、基金研究	suchangjing@guodu.com
吴昊	宏观经济、利率产品	wuhao@guodu.com	赵荣杰	股指期货	zhaorongjie@guodu.com
李春艳	基金联络	lichunyan@guodu.com			