



际华集团：增长稳定的军需龙头

合理价格区间：
3 元-3.75 元

投资要点：

- 军需轻工产品市场的绝对优势企业
- 生产基地与渠道覆盖全国，研发能力突出

报告摘要：

- 国内最大的军需轻工品供应商，军需品市场地位稳固，民品市场前景可期。公司军需被装品市场占有率 75%，军需特种功能鞋靴市场占有率 70% 以上，军需帐篷市场份额约为 40%，是国内唯一一家具有全系列军用帐篷生产能力的企业。公司利用在军需品研发创新能力，拓展民品职业装市场，有较大的竞争优势，目前有国家统一着装行业制式服装 20% 以上的市场份额。
- 覆盖全国的渠道优势。拥有 30 家二级全资子公司和 2 家分公司，分布在全国 21 个省、直辖市、自治区，建立了覆盖全国的生产基地和渠道，能够满足军队订单批量大、分布广的要求。与一般的制衣制鞋企业相比，公司全战区覆盖的布局、产品结构完整的特点成为竞争优势。
- 研发能力铸就长期优势。截至 2010 年 6 月底，公司累计申报并取得国家知识产权局受理通知书的专利 597 项其中发明专利 140 项，获得授权专利 305 项；参与了“神五”、“神六”、“神七”太空靴的研发和制造，其中“神舟七号”太空出舱靴填补了国内宇航员太空出舱靴的空白。
- 未来增长点在于：军队军需品需求的细化和产品升级，公司募投项目带动产能提升以及民品市场的机会。
- 合理价格区间：3 元-3.75 元。预计 2010/2011/2012 年公司可以实现每股收益 0.15 元/0.19/0.22 元，综合考虑公司在军需行业地位和产品情况，合理的市盈率水平在 20-25 倍，相应二级市场的合理价格区间为 3 元-3.75 元。

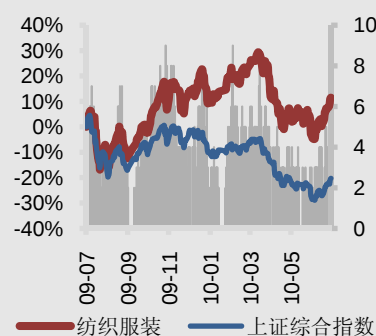
分析师

刘志茹

电话：010-88085230

Email：liuzhiru@hysec.com

市场表现



发行情况

发行规模 (万股)	115700
发行前总股本 (万股)	270000
发行后总股本 (万股)	385700
主承销商	瑞银证券

主要经营指标	2009	2010E	2012E	2013E
主营业务收入(百万元)	11028	14226	17071	20143
同比增长率	24.0%	29.0%	20.0%	18.0%
净利润(百万元)	453	596	714	831
同比增长率	-2.7%	31.5%	19.8%	16.4%
每股收益(元)	0.17	0.15	0.19	0.22

目录

一、龙头军需企业	4
二、军需品市场地位稳固	5
三、民品市场前景可期	6
四、研发能力铸就长期优势.....	7
五、募投项目提升产能	7
六、合理价值区间	9

插图

图 1: 2009 年公司主营产品占比	4
图 2: 2007-2009 年主要产品毛利率	4
图 3: 2007-2009 年公司营业收入	5
图 4: 2007-2009 年公司营业利润	5
图 5: 公司下属企业分布	6
图 6: 2007-2010 年军需和民品销售收入占比	6
图 7: 2009 年各主营业务中军需和民品收入占比	6
图 8: 公司科研机构设置	7

表格

表 1: 公司主要业务	4
表 2: 主要军需品市场占有率	5
表 3: 主要民品市场占有率	7
表 4: 2007-2009 年公司产销情况	8
表 5: 募投项目增加产能情况	8
表 6: 预测利润表	10

一、龙头军需企业

际华集团是中国最大、历史最悠久的军需轻工企业，前身是总后的军需单位，拥有职业装、职业鞋靴、防护装具、纺织印染以及皮革皮鞋五大业务板块。

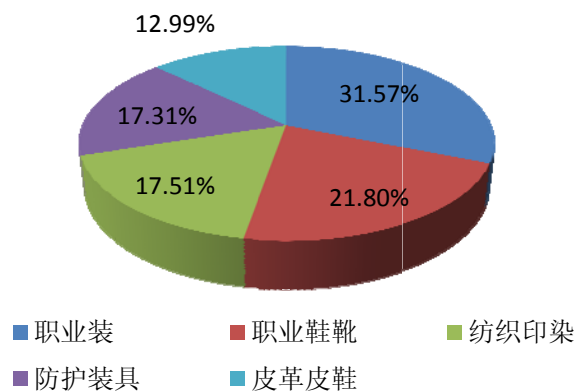
在中国纺织工业协会评选的 2007-2008、2008-2009 年度“中国纺织服装企业竞争力 500 强”中分别位列第 18 位和第 15 位；在中国纺织工业协会统计中心、中国服装协会评选的 2007-2008、2008-2009 年度“中国服装行业竞争力 10 强”中均位列第 6 位；在中国纺织工业协会统计中心评选的 2007-2008、2008-2009 年度“中国纺织服装行业主营业务收入 100 强”中分别位列第 20 位和第 15 位。

表 1：公司主要业务

业务分类	主要产品和服务
职业装	军队、武警、公安、税务、工商、检察院、法院、铁路制服等
职业鞋靴	功能性职业鞋靴、功能性防护胶靴，天然橡胶等
防护装具	功能性伪装防护装具、高性能防弹材料及其制品、多功能改装车等
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
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

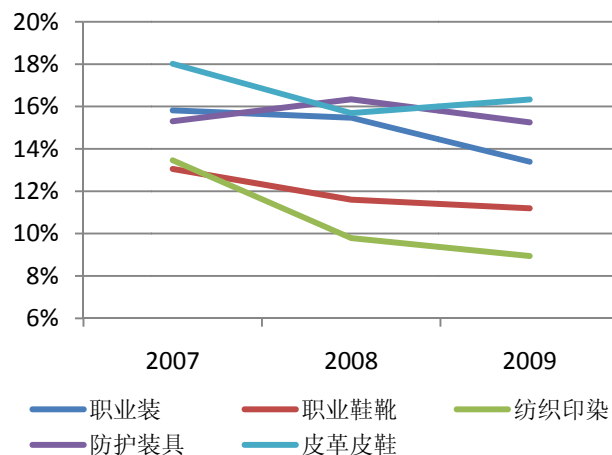
资料来源：公司招股说明书，宏源证券

图 1：2009 年公司主营产品占比

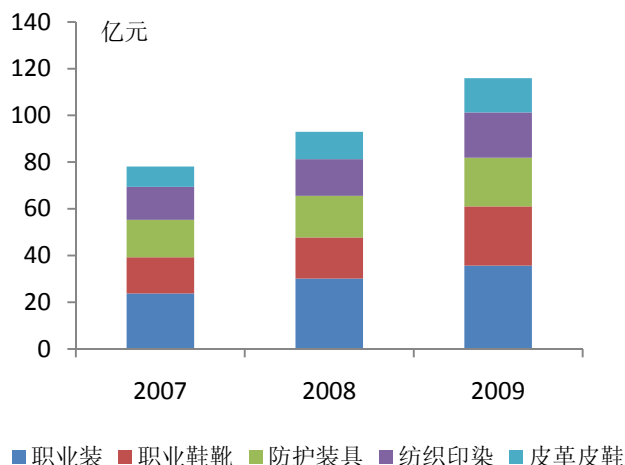


资料来源：公司招股说明书，宏源证券

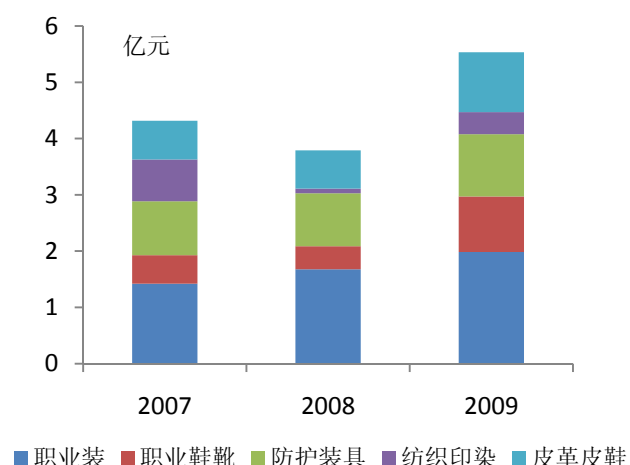
图 2：2007-2009 年主要产品毛利率



资料来源：公司招股说明书，宏源证券

图 3: 2007-2009 年公司营业收入


资料来源: 公司招股说明书, 宏源证券

图 4: 2007-2009 年公司营业利润


资料来源: 公司招股说明书, 宏源证券

二、军需品市场地位稳固

作为国内最大的军队和武警部队的军需品供应商,公司在军需品市场地位稳固。未来公司军需品销售收入的增长主要来自市场份额的提高、产能提升以及军队对军需品需求的不断细化和升级。

表 2: 主要军需品市场占有率

产品品类	市场份额情况
职业装	军需被装品市场份额: 75%左右
皮革皮鞋	军需特种功能鞋靴市场占有率: 70%以上 双密度连帮注射技术生产的鞋靴军需品市场份额: 90%以上
防护装具	军需帐篷市场份额: 约 40% (国内唯一一家具有全系列军用帐篷生产能力的企业) 军用腰带份额: 30% 总装武器携行具(军械装具)市场占有率: 90%

资料来源: 公司招股说明书, 宏源证券

军队和武警部队的订单具有批量大、分布广的特点,对企业生产规模具有较高的要求。公司经过数十年的发展,拥有 30 家二级全资子公司和 2 家分公司,分布在全国 21 个省、直辖市、自治区,建立了覆盖全国的生产基地和销售渠道。与一般的制衣制鞋企业相比,公司全战区覆盖的布局、产品结构完整的特点,有利于建立稳定的客户关系,能够为客户提供集成服务,在军需品市场具有明显的竞争优势。

图 5: 公司下属企业分布



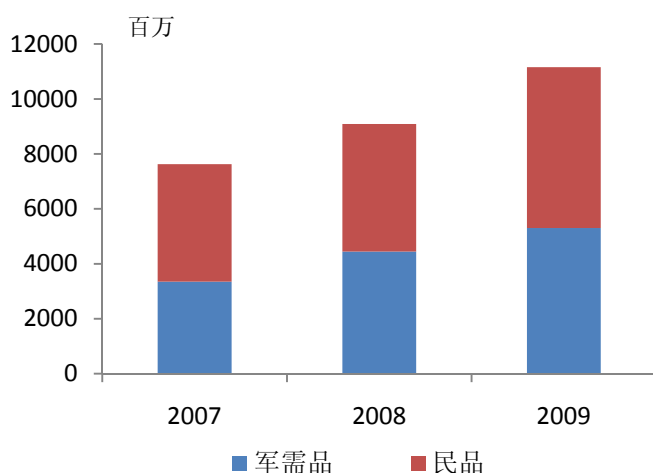
资料来源: 公司网站

2007 到 2009 年, 军需品销售收入逐年增长, 军需品收入主要来自于职业装和皮鞋皮革业务。随着军队和武警装备水平的不断提高, 对军需品的需求将不断细化和升级, 公司在军需品市场的占有率还有进一步提升的空间。

三、民品市场前景可期

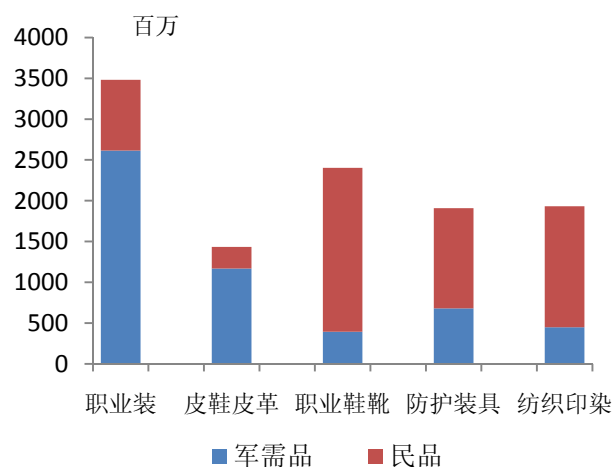
2009 年, 公司军需领域的优势业务职业装和皮鞋皮革产品在民品市场的销售收入为 8.7、2.6 亿元, 占同品类销售总收入比重比仅 25% 和 18%。公司多次参与军队军服的设计与试制, 具备较高的产品款式设计水平及制造技术, 利用在军需品研发、技术创新法等方面的优势, 建立并完善民品营销网络, 使民品职业装市场拓展的前景可期。公司是政府统一着装单位和职业着装单位的主要供应商, 占有公安、司法、工商、税务、铁路等各大行业制式服装 20% 以上的市场份额。

图 6: 2007-2010 年军需和民品销售收入占比



资料来源: 公司招股说明书, 宏源证券

图 7: 2009 年各主营业务中军需和民品收入占比



资料来源: 公司招股说明书, 宏源证券

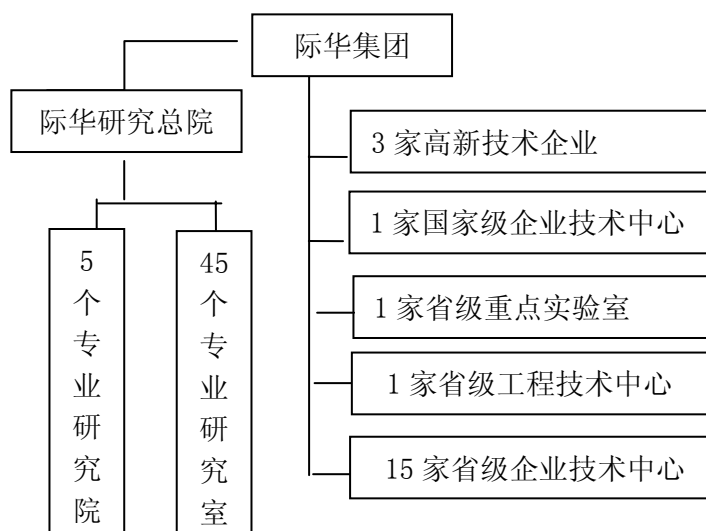
表 3: 主要民品市场占有率

产品品类	市场份额情况
职业鞋靴	国内职业鞋靴市场约 1/3 的份额
职业装	统一着装行业制式服装市场份额: 20%以上
防护装具	民品帐篷占整个帐篷市场 2.5%左右 无纺滤材占钢铁行业大型高炉煤气滤料市场份额: 60%以上
纺织印染	每平方英寸经、纬密之和 800 根以上的高支高密坯布市场占有率 40%。

资料来源: 公司招股说明书, 宏源证券

四、研发能力铸就长期优势

公司依托研究总院、专业研究院、前沿性研究室、三级研发机构和先进的技术设备, 不断提高自主创新能力。截至 2010 年 6 月底, 公司累计申报并取得国家知识产权局受理通知书的专利 597 项其中发明专利 140 项, 获得授权专利 305 项; 先后参加 9 项国家标准和 60 余项行业标准的制定; 参与了“神五”、“神六”、“神七”太空靴的研发和制造, 其中“神舟七号”太空出舱靴填补了国内宇航员太空出舱靴的空白。

图 8: 公司科研机构设置


资料来源: 公司招股说明书, 宏源证券

为全面增强科技创新和研发能力, 提升核心竞争力, 公司加大研发投入, 2009 年度本公司研发费用达 13,890 万元, 占本公司营业收入的比重达到 1.26%。

公司着眼中高端目标市场, 积极开发技术含量高、附加值高的新产品, 积极推进科研成果向生产力和经济收益转化。2009 年, 公司成功开发和正在研制试验的新产品累计达到 3,000 多项, 其中 650 项新产品已经批量投产, 新产品销售收入达到 22.15 亿元, 占营业收入的 20.0%。

五、募投项目提升产能

公司拟发行 11.57 亿股, 用于增强公司在中高端产品的技术水平和生产能力, 提升公

司的竞争力。

表 4：2007-2009 年公司产销情况

单位: 万件/万套/万双	2007		2008		2009	
产品名称	产量	销量	产量	销量	产量	销量
职业装	2,225.74	1,957.16	2,983.93	2,878.59	3,414.23	3,416.93
皮鞋	481.96	506.62	577.87	564.36	624.58	649
皮衣	37.76	37.76	4.48	4.48	9.96	9.96
职业胶鞋	12,116.24	12,660.30	12,833.66	12,402.56	12,013.55	12,852.71
职业胶靴	353.21	339.8	385.51	349.95	331.35	390.53
帐篷(顶)	70,500	64,605	98,149	90,162	23,289	18,150
无纺滤材(平方米)	499,500	439,400	871,000	788,000	1,352,000	1,245,400
专用改装车(辆)	2,725	2,725	1,758	1,758	1,365	1,599
高支高密坯布	3,139.30	2,564.27	3,650.72	3,039.15	3,379.41	3,209.15
迷彩色布	345.28	320.19	725.64	730.56	650.21	655.62
普通纱线(吨)	19,911.83	7,285.82	18,769.82	7,068.23	17,432.70	12,692.95
普通棉布	2,180.09	2,662.66	1,942.01	2,826.72	2,159.28	3,019.36
针织产品	3,214.40	3,105.66	2,841.05	2,748.36	3,201.92	3,139.46

资料来源：公司招股说明书，宏源证券

表 5：募投项目增加产能情况

类别	募集资金项目	产能增加
军警职业装建设项目	智能化中高档职业装生产线技改项目	引进 50 条智能化中高档职业装生产线、立体熨烫线等设备。每年增中高档职业装生产能力 277 万套(件)
	高档针织面料及制品扩建改造项目	每年新增纬编布 6,000 吨、针织服装 150 余万套(件)
军警职业鞋靴建设项目	军警靴、职业鞋靴技术装备升级扩建改造	建设八条军警靴职业鞋靴项目。项目投产后,年新增 220 万双特种防护、多功能、高性能职业鞋靴的生产能力
	功能性职业鞋靴等技改工程项目	新增年产功能性职业(军警)鞋靴和个性消费产品 80 万双、腰带手套等皮具 80 万条(副)。
	功能性防护胶靴生产线技改项目	新建两条功能性防护胶靴生产线,年新增胶靴产能 108 万双
	中高档防寒裘皮及制品扩建项目	年加工防寒裘皮 250 万平方尺,年生产裘皮制品、服装制品 250 万套
军警职业装面料及家纺产品建设项目	高档职业装面料、功能性面料及家纺制品技改项目	年产 2,700 万米高档职业装坯布面料、功能性坯布面料和 3,400 万米高档职业服装面料产品及 2,400 万米高档家纺产品
	4 万锭特种纱线技术改造项目	年新增高档缝纫纱线 2,774 吨
特种防护装备建设项目	功能性伪装防护装具生产线技改项目	年新增帐篷 2.5 万顶,军械装具 1.5 万套、特种服装 30 万套、军用配件 75 万件的生产能力。
	高性能防弹材料及制品技术改造项目	实现芳纶复合材料产业化,实现碳纤维、芳纶纤维增强树脂基复合材料制造
	多功能运输装备舱技改项目	年产 1,600 辆多功能运输装备车
	耐高温、耐腐蚀环保滤材技改扩建项目	年产复合滤料 200 万平方米、PTFE 滤袋(100%)6 万平方米、P84(100%)滤袋 12 万平方米和 PPS 滤袋(100%)140 万平方米
	军警职业服饰件表面处理装备改造项目	年新增军警职业服饰件表面处理(真空离子电镀)年生产能力

目	8,000 万件。
精密模具装备生产线改造项目	年新增军警服饰件、电子配套件、机械配件精密模具 5,000 套。
功能性桑拿桶和智能化充气睡具扩建项目	年新增桑拿桶桶身 100 万个、成套销售桑拿桶 20 万套、智能整体席梦思 20 万床的生产能力。

资料来源：公司招股说明书，宏源证券

六、合理价值区间

预计 2010、2011 年公司可以实现每股收益 0.15 元、0.19 元，综合考虑公司在军需行业地位和产品情况，合理的市盈率水平在 20-25 倍，相应二级市场的合理价格区间为 3 元-3.75 元。

风险提示：军需政策风险较大。

表 6: 预测利润表

单位: 百万元	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	7536	8893	11028	14226	17071	20143
减: 营业成本	6349	7590	9554	12092	14510	17122
营业税金及附加	22	22	25	33	39	46
资产减值损失	19	49	27	71	85	101
营业费用	258	281	298	484	580	685
管理费用	376	506	523	711	854	1007
财务费用	95	98	72	114	137	161
加: 公允价值变动净收益	0	0	0	0	0	0
投资净收益	5	20	4	0	0	0
营业利润	423	365	533	721	865	1021
加: 营业外收入	314	247	86	70	80	80
减: 营业外支出	9	15	16	15	15	15
利润总额	727	598	602	776	930	1086
减: 所得税	317	132	149	180	216	255
净利润	410	466	453	596	714	831
归属于母公司所有者的净利润	407	466	453	596	714	831
全面摊薄每股收益 (元)	0.11	0.12	0.12	0.15	0.19	0.22

分析师简介:

刘志茹: 宏源证券研究所纺织服装行业研究员, 北京服装学院服装企业战略管理硕士, 2010 年加盟宏源证券研究所。

主要研究覆盖公司: 瑞贝卡、大杨创世、鲁泰 A、山东如意。

宏源证券机构销售团队

华北区域	华东区域	华南区域
李晔 010-88085956 liye@hysec.com	曾利洁 010-88085790 zenglijie@hysec.com	雷增明 010-88085989 leizengming@hysec.com
牟晓凤 010-88085275 muxiaofeng@hysec.com	刘爽 010-88085798 liushuang@hysec.com	

宏源证券评级说明:

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。以报告发布日后 6 个月内的公司股价 (或行业指数) 涨跌幅相对同期的上证指数的涨跌幅为标准。

类别	评级	定义
股票投资评级	买入	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数+20%以上
	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数+5%~+20%
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离-5%~+5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5%以上
行业投资评级	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数+5%以上
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离-5%~+5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5%以上

免责条款:

本报告分析及建议所依据的信息均来源于公开资料, 本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果, 本公司概不负责。

本公司所隶属机构及关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 也可能争取为这些公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为本公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发, 需注明出处为宏源证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。