



上市公司新股研究报告

研究报告
纺织服装

谨慎申购

际华集团（601718）

2010年8月3日

纺织服装行业分析师：区志航

SAC 执业证书编号：S0850209050634

ouzh@htsec.com

021-23219407

军工品龙头但议价能力不高

际华集团既有军工企业的特性，同时也有充分竞争的服装制造和纺织业的特性。而公司在获得军工订单的时候似乎缺乏较强的议价能力，所以我们更倾向于以纺织服装企业的估值进行比较，而公司并没有太多的品牌服装企业的属性和经营，所以我们认为将公司定性为纺织制造企业更加贴切，我们选取了以下多个企业作为纺织行业的代表，2010-2011 年纺织行业平均PE为 21.47-16.86 倍（扣除了大部分多元化的纺织企业）。根据模型，公司 2010-2012 年摊薄后每股收益将分别为 0.15、0.20 和 0.23 元，分别增长 29.26%、30.03%和 15.05%。由于公司作为新股，所以我们认为可以适当给予一定的估值溢价，我们认为公司二级市场估值合理，分别给予 2010 年和 2011 年 25 倍和 18 倍左右的PE，即 3.5-3.8 元，因网上申购价格为 3.5 元/股，所以建议谨慎申购。

公司简介

际华集团是中国最大、历史最悠久的军需轻工企业，际华集团拥有职业装、职业鞋靴、防护装具、纺织印染以及皮革皮鞋五大业务板块。公司是中国最大的军队、武警部队军需保障基地；是中国最大的职业装、职业鞋靴研发生产基地；是中国防护装具市场的领导者。公司确立了打造“全球最强最大的军需品生产保障基地、全球最强最大的职业装研发生产基地和全球最强最大的职业鞋靴研发生产基地”的战略目标。公司拥有完整的军需产品组合，包括纺织印染、职业装、职业鞋靴、皮革皮鞋、防护装具，形成了一条完整的军需品产业链，能够满足军队、武警部队对军需产品的各类需求。同时，公司积极拓展民品市场，向消费者展示、推广民用产品，提高民品的销售收入。2009 年公司共实现民品营业收入 62.22 亿元，占主营业务收入的 53.98%，已基本形成军需品、民品平衡发展的产品结构。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”中际华集团均位列第 6 位。

表 1 业务板块概况

职业装	拥有 180 余条职业装生产线，年生产职业装能力 6,000 多万套件拥有 75%左右的军队和武警部队军需被装品市场份额，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。
职业鞋靴	是军队和武警部队作战、训练专用鞋靴的核心供应商，拥有 74 条职业鞋靴生产线，年产各类职业鞋靴 1.5 亿双，约占职业鞋靴市场份额的 1/3 拥有国内职业鞋靴市场约 1/3 的份额。
防护装具	生产的军用后勤方舱系列改装车、智能化炊事车、防弹运钞车、耐高温无纺滤材、防弹防刺服、复合软质防弹头盔以及电磁屏蔽帐篷、“三防”军用帐篷等产品技术为国内一流水平。
纺织印染	年生产坯布能力 1.2 亿米，特宽幅高支高密家纺坯布 3,600 万米，引领高档家纺制品消费市场，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达 40%；年生产印染色布 16,000 万米，
皮革皮鞋	拥有 22 条先进的皮鞋生产线，年生产各类特种功能性鞋靴 800 多万双，在军需品领域的市场占有率超过 70%在军队、武警部队特种功能鞋靴市场占有率达到 70%以上，橡胶双密度连帮注射军警鞋靴橡胶配方设计技术及产品的工艺和质量达到了国际先进水平。

资料来源：公司招股说明书，海通证券研究所

发行概况

首次公开发行不超过 115,700 万股人民币普通股，发行后 385700 万股；网下发行数量不超过 57,850 万股，占本次发行数量的 50%；网上发行数量不超过 57,850 万股，占本次发行数量的 50%；8 月 4 日上午 9:30 至下午 15:00 网上申购。发行价格区间为人民币 3.08 元/股 - 3.50 元/股，参与网上资金申购的投资者须按照本次发行价格区间上限即 3.50 元/股进行申购。

请务必阅读正文之后的免责条款

IPO 资金募资投向

募集资金总量扣除发行费用后的资金净额将投入以下项目：

表 2 IPO 募集资金投向

项目		募集资金 使用量（万元）	内容	建设周期 （年）	新增收入 （万元）	新增 净利润（万元）
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	33,593	扩建改造原有的服装生产线，引进 50 条智能化中高档职业装生产线、立体熨烫线等设备。项目建成后，公司每年将新增中高档职业装生产能力 277 万套（件）	3 年内完成	79204	4910.5
	高档针织面料及制品扩建改造项目	12,149	将年新增纬编布 6,000 吨、针织服装 150 余万套（件）	2	11467	1513
	军警靴、职业鞋靴技术装备升级扩建改造项目	27,485	新增 220 万双特种防护、多功能、高性能职业鞋靴的生产能力	2 年内完成	40600	3575
军警职业鞋靴建设项目	功能性职业鞋靴等技改工程项目	7,070	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）。	2	13925	712
	功能性防护胶靴生产线技改项目	2,700	年新增胶靴产能 108 万双	0.5	7776	741
	中高档防寒裘皮及制品扩建项目	5,835	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	2	16098	1495
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	122,059	将形成年产 2,700 万米高档职业装坯布面料、功能性坯布面料和 3,400 万米高档职业装服装面料系列产品以及 2,400 万米高档家纺系列产品的生产能力。	3 年内完成	166475	14220
	4 万锭特种纱线技术改造项目	7,535	可年新增高档缝纫纱线 2,774 吨。	1.5	10035	1,125
	功能性伪装防护装具生产线技改项目	9,870	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。	1.5	25000	2532
特种防护装备建设项目	高性能防弹材料及制品技术改造项目	7,000	可年产 200 吨防弹材料及其制品 5 万套	1	20990	1551
	多功能运输装备舱技改项目	5,000	可年产 1,600 辆多功能运输装备车	1	17898	1413
	耐高温、耐腐蚀环保滤材技改扩建项目	32,500	可年产复合滤料 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	2	49750	6767
研发机构功能建设项目	军警职业服饰件表面处理装备改造项目	3,500	可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 8,000 万件	1	8000	580
	精密模具装备生产线改造项目	3,000	可年新增军警服饰件、电子配套件、机械配件精密模具 5,000 套。	1	7000	625
	功能性桑拿桶和智能化充气睡具扩建项目	8,503	可年新增桑拿桶桶身 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	2	94000	1884
其他用途	补充流动资金	30,000		2 年内完成		
合计		324,799			568218	43643.5

资料来源：公司招股说明书，海通证券研究所

我们认为，IPO 项目投产后，公司产能规模进一步扩大，同时产品档次进一步提高；未来民用市场的拓展力度也进一步加大。

际华集团盈利预测和建议

根据模型，2010-2012 年摊薄后每股收益将分别为 0.15、0.20 和 0.23 元，分别增长 29.26%、30.03%和 15.05%。

表 3 盈利预测表(百万元)

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
一、营业总收入	7536.25	8892.52	11027.62	13842.22	16071.76	18850.47
营业收入	7536.25	8892.52	11027.62	13842.22	16071.76	18850.47
二、营业总成本	7118.48	8547.08	10498.46	13171.38	15138.68	17778.18
营业成本	6348.63	7590.15	9553.65	12050.16	13917.23	16251.29
营业税金及附加	21.62	22.07	24.97	34.61	48.22	75.40
销售费用	258.35	280.92	298.10	387.58	514.30	659.77
管理费用	376.21	506.27	523.31	664.43	787.52	942.52
财务费用	95.00	98.32	71.63	6.92	-160.72	-188.50
资产减值损失	18.68	49.35	26.79	27.68	32.14	37.70
三、其他经营收益	0.00	0.00	0.00			
公允价值变动净收益	0.05	-0.04	0.04			
投资净收益	4.94	20.06	3.60	0.00	0.00	0.00
其中：对联营企业和合营企业的投资收益	0.43	-0.10	-0.02	0.00	0.00	0.00
四、营业利润	422.76	365.46	532.80	670.85	933.07	1072.29
加：营业外收入	313.68	246.94	86.11	110.74	80.36	94.25
减：营业外支出	9.11	14.57	16.44	20.76	24.11	28.28
五、利润总额	727.32	597.83	602.48	760.82	989.32	1138.26
减：所得税	316.88	131.81	149.27	174.99	227.54	261.80
六、净利润	410.44	466.02	453.21	585.83	761.78	876.46
减：少数股东损益	3.25	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属于母公司所有者的净利润	407.18	466.02	453.21	585.83	761.78	876.46
总股本（百万股）	3857.00	3857.00	3857.00	3857.00	3857.00	3857.00
七、每股收益（元/股）	0.11	0.12	0.12	0.15	0.20	0.23

资料来源：公司招股说明书，海通证券研究所

目前，国内并没有太多同类型的公司作为参考，际华集团既有军工企业的特性，同时也有充分竞争的服装制造和纺织业的特性。而公司在获得军工订单的时候似乎缺乏较强的议价能力，所以我们更倾向于以纺织服装企业的估值进行比较，而公司并没有太多的品牌服装企业的属性和经营，所以我们认为将公司定性为纺织制造企业更加贴切，我们选取了以下多个企业作为纺织行业的代表，2010-2011 年纺织行业平均PE为 21.47-16.86 倍（扣除了大部分多元化的纺织企业）。由于公司作为新股，所以我们认为可以适当给予一定的估值溢价，我们认为公司二级市场估值合理，分别给予 2010 年和 2011 年 25 倍和 18 倍左右的PE，即 3.5-3.8 元。

表 4 同行估值比较

公司名称	2010PE（倍）	2011PE（倍）
联发股份	26.63	22.60
华孚色纺	19.57	15.94
鲁泰 A	13.20	11.80
航民股份	14.79	12.12
山东如意	28.33	20.21
众和股份	26.30	18.49
平均	21.47	16.86

资料来源：Wind 资讯，海通证券研究所

风险提示

原料（际华集团使用的原材料主要包括各种橡胶、棉花、坯布、纱线、皮革等材料。据公司统计，原材料成本一般占本公司成本的 70%以上）价格上升风险；客户相对集中且公司所处位置议价力较低的风险。最主要的客户为军队和武警部队，其中前两大客户为中国人民解放军总后勤部和武警部队后勤部，近年对该两大客户营业收入大概占公司营业收入的 31%左右；民用市场拓展方式不同于军需品市场所带来的潜在风险。

信息披露

分析师负责的股票研究范围

区志航：纺织服装行业分析师

重点研究上市公司：伟星股份、宜科科技、报喜鸟、七匹狼、美邦服饰、雅戈尔、金鹰股份、孚日股份、鲁泰 A、大杨创世、常山股份、东方市场、宜华木业、星期六、罗莱家纺、探路者、富安娜、金飞达、江苏三友、潮宏基、东方金钰、梦洁家纺、联发股份、嘉欣丝绸、众和股份、华芳纺织和中银绒业等。

公司评级、行业评级及相关定义

我们的评级制度要求分析师将其研究范围中的公司或行业进行评级，这些评级代表分析师根据历史基本面及估值对研究对象的投资前景的看法。每一种评级的含义分别为：

公司评级

买入：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅在15%以上；

增持：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于5%与15%之间；

中性：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与5%之间；

减持：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

卖出：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅低于-15%。

行业评级

增持：我们预计未来6个月内，行业整体回报高于市场整体水平5%以上；

中性：我们预计未来6个月内，行业整体回报介于市场整体水平 - 5%与5%之间；

减持：我们预计未来6个月内，行业整体回报低于市场整体水平5%以下。

免责条款

本报告中的信息均来源于公开可获得资料，海通证券研究所力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。海通证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所授权许可，任何引用、转载以及向第三方传播的行为均可能承担法律责任。