

际华集团：军需轻工寡头

际华集团新股定价报告

报告关键点：

- 军需轻工寡头
- 产品全、覆盖广、服务好是公司三大竞争优势
- 建议询价区间为2.84-3.55元

报告摘要：

- 军需轻工寡头：**际华集团股份有限公司是我国规模最大、历史最悠久的军需轻工企业，主营职业装、职业鞋靴、防护装具、纺织印染、皮革皮鞋等五大业务板块，业务分布比较均匀，职业装业务占比略高。2009年职业装业务占营业收入和营业利润的比重分别为29.82%和37.02%。
- 产品全、覆盖广、服务好是公司三大竞争优势：**公司具备全产品系列、全战区覆盖、全过程服务能力。公司是国内唯一的全系列军需产品供应商；30家二级全资子公司、2家分公司覆盖全部7个军区和海军、空军、二炮等各军兵种，实现就地对口供应。上述三大优势确保公司在军需轻工市场的龙头地位，拥有军队和武警部队军需被装产品75%左右的市场份额，特种功能鞋靴市场70%以上的市场份额，军用高端帐篷市场100%的份额，炊事车市场约70%的市场份额。
- 建议询价区间为2.84-3.55元：**受益于07军队换装，2007-2009年公司营业收入和扣除非经常性损益后归属于母公司所有者的净利润年复合增速分别为20.97%和53.10%。随着募投项目陆续实施，公司未来业绩将保持稳定增长，我们预计公司2010-2012年EPS分别为0.14元、0.19元和0.23元，参考目前纺织类和军工类上市公司的估值情况，给予公司2010年23-28倍左右的PE水平，对应上市首日的定价区间3.27-3.98元，建议的询价区间为2.84-3.55元，对应2010年的PE分别为20和25倍。
- 风险提示：**提请投资者注意，我们认为以下因素将导致公司业绩可能低于我们预期：（1）07军队换装效应结束后，军需品订单增量或将放缓；（2）军需产品若大规模引入民营竞争机制，将对目前寡头垄断格局产生较大冲击。

建议询价区间：

2.84 - 3.55 元

上市首日定价区间：

3.27 - 3.98 元

报告日期：**2010-08-03**

发行数据

总股本(万股)	270,000
发行数量(万股)	115,700
网下发行(万股)	57,850
网上发行(万股)	57,850
保荐机构	瑞银证券有限责任公司
发行日期	2010-08-04
发行方式	网下询价, 上网定价

股东信息

新兴铸管集团有限公司	99.00%
新兴铸管置业(投资)发展有限公司	1.00%

研究员

赵梅玲

021-68765110
证书编号

行业分析师

zhaoml@essence.com.cn
S1450209090278

财务和估值数据摘要

(百万元)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	8,892.5	11,027.6	14,128.2	17,246.9	20,289.7
Growth(%)	18.0%	24.0%	28.1%	22.1%	17.6%
净利润	466.0	453.2	549.4	749.3	887.2
Growth(%)	14.4%	-2.7%	21.2%	36.4%	18.4%
毛利率(%)	14.6%	13.4%	13.4%	13.6%	13.8%
净利润率(%)	5.2%	4.1%	3.9%	4.3%	4.4%
每股收益(元)	0.17	0.17	0.14	0.19	0.23
每股净资产(元)	0.71	1.55	2.25	2.40	2.59
市盈率	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
市净率	-	-	-	-	-
净资产收益率(%)	24.3%	10.8%	6.3%	8.1%	8.9%
ROIC(%)	99.8%	141.8%	23.2%	22.7%	24.7%
EV/EBITDA	-	-	-	-	-
股息收益率	-	-	-	-	-

1. 公司概况

1.1. 主营业务构成

际华集团股份有限公司（以下简称“公司”）是我国规模最大、历史最悠久的军需轻工企业，主营职业装、职业鞋靴、防护装具、纺织印染、皮革皮鞋等五大业务板块，业务分布比较均匀，职业装业务占比略高。2009 年职业装业务占营业收入和营业利润的比重分别为 29.82%和 37.02%。

从销售路径看，公司产品主要用于军需品和民品两大销售渠道。2009 年，公司军需品占营业收入和营业利润的比重分别为 46.02%和 57.79%。

图 1: 2009 年营业收入构成-分业务板块

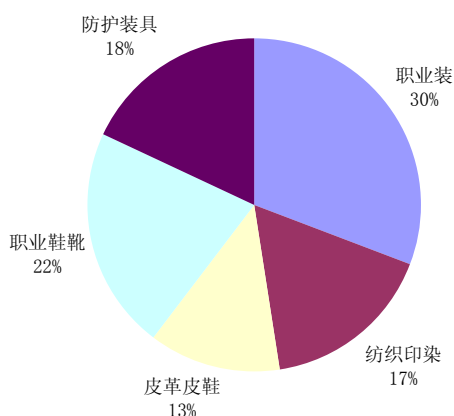
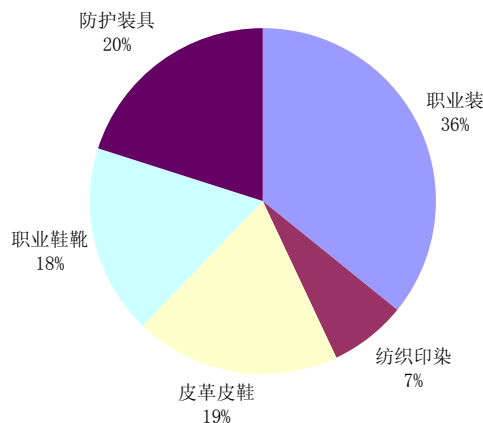
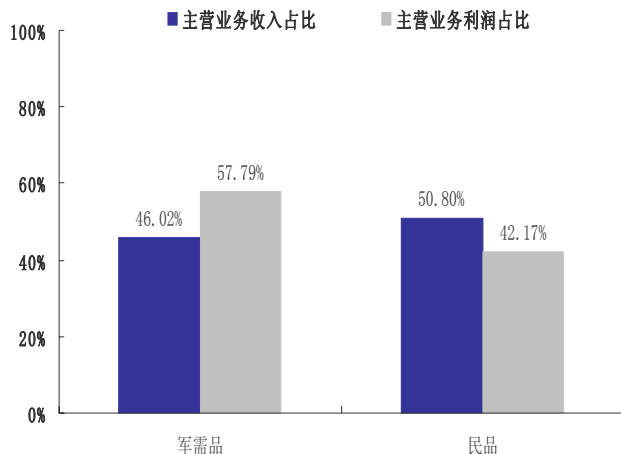


图 2: 2009 年营业利润构成-分业务板块



数据来源：公司 IPO 招股书，安信证券研究中心

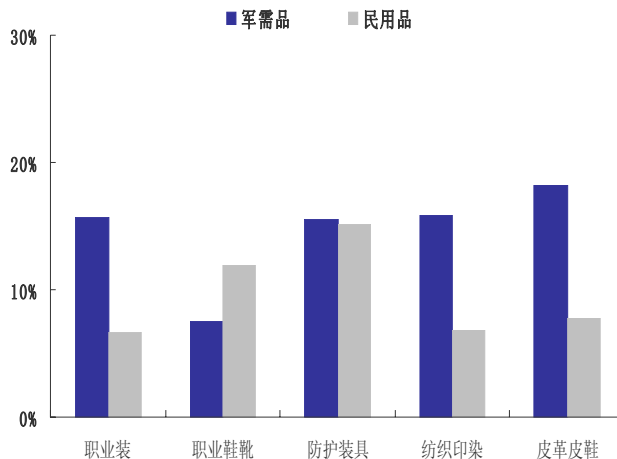
图 3: 2009 年军需品和民品业绩构成



数据来源：公司 IPO 招股书，安信证券研究中心

数据来源：公司 IPO 招股书，安信证券研究中心

图 4: 2009 年主要业务板块毛利率



数据来源：公司 IPO 招股书，安信证券研究中心

1.2. 股权结构

公司各子公司前身均为总后勤部管理的军需企业。2000 年，总后勤部将原有部分军需企（事）业单位划转至新兴铸管集团管理。2006 年，新兴铸管集团按业务板块进行资产整合，成立际华轻工集团有限公司。200 年，际华轻工整体改制为股份有限公司。目前公司的股权结构如下表 1 和图 5:

公司控股股东和实际控制人为新兴铸管集团。新兴铸管集团系由国家经贸委、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，根据党中央、国务院和中央军委的重大战略决策，承继管理原由总后勤部管理的部分军需企（事）业单位。截至 2009 年 12 月 31 日，新兴铸管集团总资产为 389.13 亿元，净资产为 141.32 亿元，2009 年净利润为 11.29 亿元。

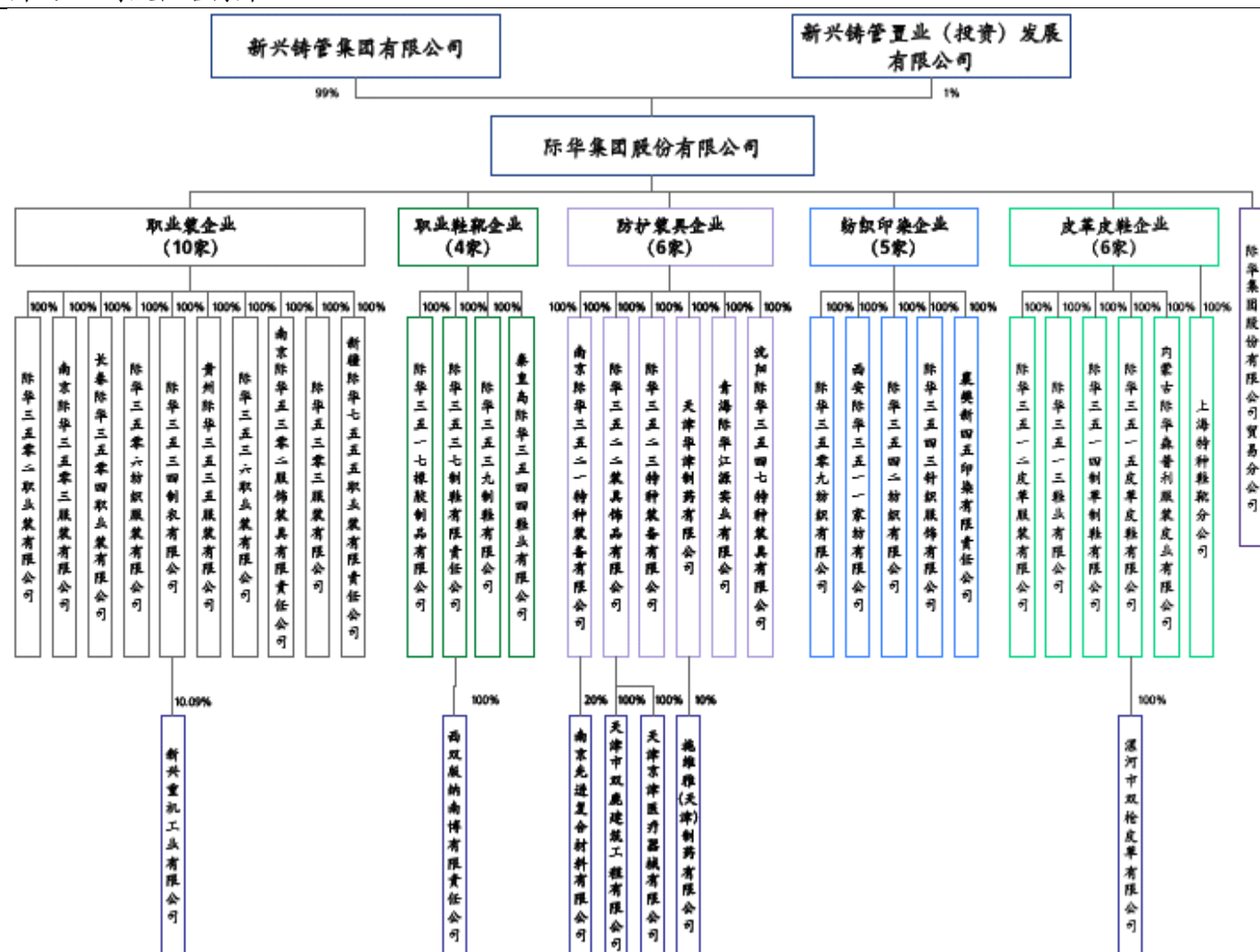
表 1: 际华集团 IPO 前后股本结构

项目	发行前		发行后	
	股份数量 (万股)	持股比例	股份数量 (万股)	持股比例
新兴铸管集团 (SS)	267,300	99.00%	255,846	66.33%
新兴置业 (SS)	2,700	1.00%	2,584	0.67%
社保基金理事会 (SS)	-	-	11,570	3.00%
社会公众股	-	-	115,700	30.00%
合计	270,000	100.00%	385,700	100.00%

数据来源: 公司 IPO 招股意向书, 安信证券研究中心

注: SS 是 State-owned Shareholder 的缩写, 表示其为国有股东

图 5: 公司股权结构图



数据来源: 公司 IPO 招股意向书, 安信证券研究中心

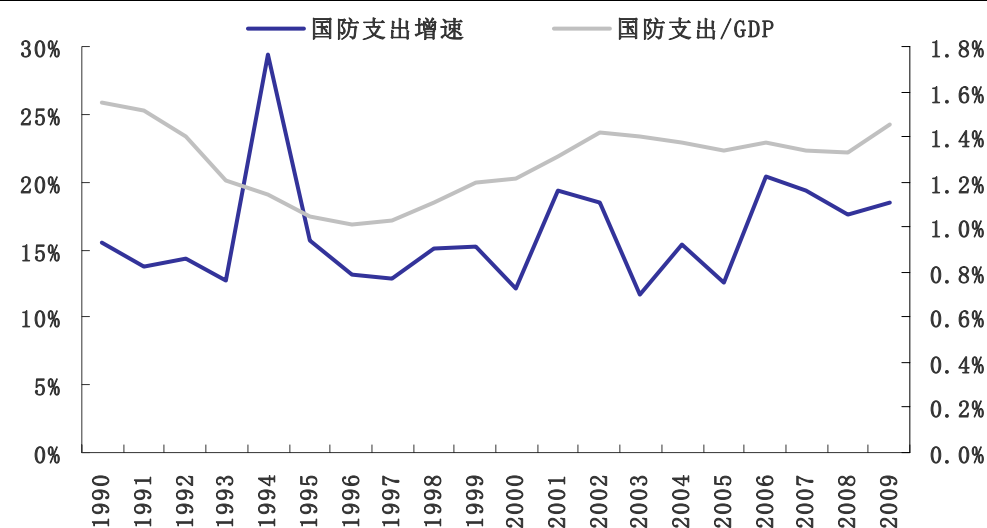
2. 行业分析

2.1. 军需轻工业在垄断中竞争

由于其特殊性, 军需轻工业基本处于寡头垄断状态, 际华集团是无可争议的行业龙头。军需轻工业很大程度上依赖于中央军委对军需品的政策, 受国内外政治形势、军警和武警数量、国防开支、换装频率等因素影响。

我国国防开支基本与 GDP 增速保持一致, 1990-2009 年国防支出的年复合增速为 16.07%。国防支出占 GDP 的比重约在 1.3% 左右。2009 年国防支出比重有所提升, 其占 GDP 的比重提升到 1.45%, 从总量上将提升对军需品的需求。

图 6: 我国国防支出情况图

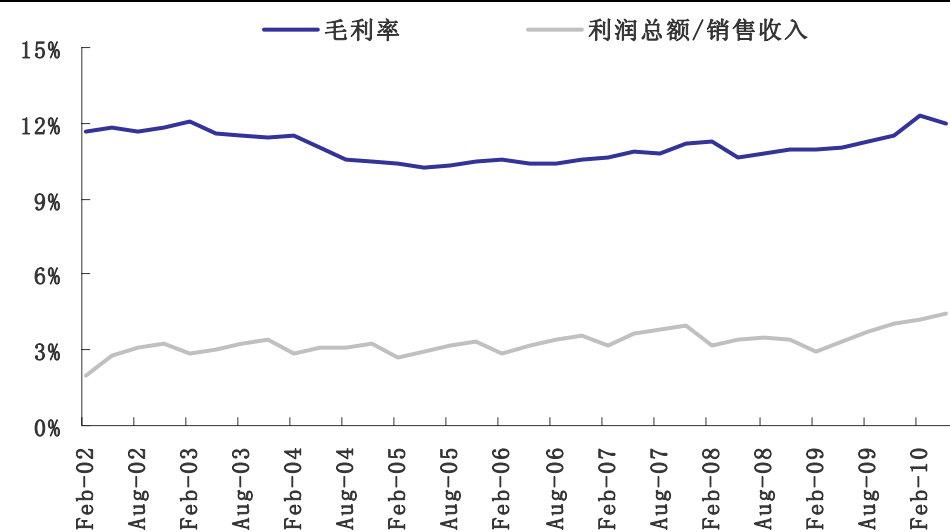


数据来源: WIND 资讯, 安信证券研究中心

2.2. 民品市场竞争激烈

与军需品市场不同, 民品市场是一个充分竞争的市场, 市场竞争异常激烈。2002 以来, 我国纺织服装全行业毛利率稳定在 11% 左右, 净利率 (用利润总额/销售收入) 维持在 3% 左右的水平。行业较低的准入门槛和退出成本导致纺织服装行业产品同质化严重, 市场竞争异常激烈, 只有在技术、品牌、渠道等方面具有优势的企业才能在竞争中生存。

图 7: 我国纺织服装全行业利润状况



数据来源: CEIC, 安信证券研究中心

3. 公司竞争优势

公司主要拥有如下竞争优势:

3.1. 出身军需企业, 行业龙头

公司作为历史悠久的军需轻工企业, 在五大主营板块都具有独特的竞争优势:

- (1) 职业装业务: 公司拥有军队和武警部队军需被装 75% 左右的市场份额, 拥有公安、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。其中, 公司生产供应 80% 以上的 07 式军服和 100% 三军仪仗队、军乐团、文工团礼服、驻港部队军服、建国以来历次阅兵服。

表 2: 报告期内公司职业装业务情况表

职业装业务	2007 年	2008 年	2009 年
销售量 (万套件)	1,957	2,879	3,417
yoy		47.08%	18.70%
单价 (元)	121.2	104.7	104.4
yoy		-13.61%	-0.29%
销售收入 (万元)	237,172	301,273	356,666
yoy	18.10%	27.00%	18.40%
军需品 (万元)	157,506	219,873	261,393
yoy	8.20%	39.60%	18.90%
占比	67.79%	74.68%	75.07%
民品 (万元)	74,835	74,558	86,794
yoy	60.10%	-0.40%	16.40%
占比	32.21%	25.32%	24.93%
毛利率	16.02%	15.47%	13.27%
军需品	18.66%	17.01%	15.63%
民品	9.51%	10.94%	6.63%

数据来源: 公司 IPO 招股意向书, 安信证券研究中心

(2) 皮革皮鞋业务: 拥有军队、武警部队特种功能鞋靴市场 70% 以上的市场份额。

表 3: 报告期内公司皮革皮鞋业务情况表

皮革皮鞋业务	2007 年	2008 年	2009 年
销售量 (万双)			
yoy			
皮鞋 (万双)	506.6	564.4	649
yoy		11.41%	14.99%
皮衣 (万件)	37.8	4.5	10
yoy		-88.10%	122.22%
销售收入 (万元)	87,050	116,789	146,667
yoy	35.70%	34.20%	25.60%
军需品 (万元)	69,759	95,963	116,920
yoy	48.60%	37.60%	21.80%
占比	75.67%	82.85%	83.46%
民品 (万元)	14,435	19,019	26,343
yoy	-4.30%	31.80%	38.50%
占比	24.33%	17.15%	16.54%
毛利率	18.12%	15.67%	16.36%
军需品	18.13%	16.77%	18.26%
民品	17.48%	10.24%	7.75%

数据来源: 公司 IPO 招股意向书, 安信证券研究中心

(3) 职业鞋靴业务: 公司拥有国内职业鞋靴市场约 1/3 的市场份额, 是军队、武警部队作战、训练专用鞋靴的核心供应商。

表 4: 报告期内公司职业鞋靴业务情况表

职业鞋靴业务	2007 年	2008 年	2009 年
销售量 (万双)	13,000	12,753	13,244
yoy		-1.90%	3.85%
职业胶鞋 (万双)	12,660	12,403	12,853
yoy		-2.03%	3.63%
职业胶靴 (万双)	340	350	391
yoy		2.94%	11.71%
销售收入 (万元)	155,231	176,400	253,510
yoy	18.90%	13.60%	43.70%
军需品 (万元)	11,618	16,463	39,281

yoy	76.90%	41.70%	138.60%
占比	7.63%	9.45%	16.34%
民品 (万元)	140,642	157,825	201,097
yoy	15.80%	12.20%	27.40%
占比	92.37%	90.55%	83.66%
毛利率	13.11%	11.56%	10.72%
军需品	21.43%	13.27%	7.56%
民品	12.30%	11.43%	11.90%

数据来源：公司 IPO 招股意向书，安信证券研究中心

- (4) 防护装具业务：公司是防护装具军需品市场的领导者，其中，军用高端帐篷市场占有率为 100%；炊事车市场占有率约为 70%；民用高端环保滤材市场也居行业领先地位。

表 5：报告期内公司防护装具业务情况表

防护装具业务	2007 年	2008 年	2009 年
销售量			
yoy			
帐篷 (顶)	64,605	90,162	18,150
yoy		39.56%	-79.87%
无纺滤材 (万平方米)	44	79	125
yoy		79.55%	58.23%
专用改装车 (辆)	2,725	1,758	1,599
yoy		-35.49%	-9.04%
销售收入 (万元)	160,114	177,773	208,358
yoy	51.10%	11.00%	17.20%
军需品 (万元)	68,442	77,930	67,955
yoy	121.60%	13.90%	-12.80%
占比	44.48%	46.04%	35.60%
民品 (万元)	85,435	91,321	122,914
yoy	22.80%	6.90%	34.60%
占比	55.52%	53.96%	64.40%
毛利率	16.04%	16.52%	15.24%
军需品	14.24%	19.41%	15.56%
民品	16.09%	13.66%	15.07%

数据来源：公司 IPO 招股意向书，安信证券研究中心

- (5) 纺织印染业务：为职业装、职业鞋靴、皮革皮鞋、防护装具等业务板块提供原材料保障。此外，公司在高支高密坯布、军用迷彩色布等产品上拥有先进的技术和制造能力。其中，每平方英寸经、纬密之和 800 根以上高支高密坯布市场占有率达 40%。

表 6：报告期内公司纺织印染业务情况表

纺织印染业务	2007 年	2008 年	2009 年
销售量			
yoy			
高支高密坯布 (万米)	2,564	3,039	3,209
yoy		18.53%	5.59%
迷彩色布 (万米)	320	731	656
yoy		128.44%	-10.26%
普通纱线 (吨)	7,286	7,068	12,693
yoy		-2.99%	79.58%
普通棉布 (万米)	2,663	2,827	3,019
yoy		6.16%	6.79%
针织产品 (万套)	3,106	2,748	3,139
yoy		-11.53%	14.23%

销售收入（万元）	141,176	157,347	194,112
yoy	21.20%	7.30%	23.40%
军需品（万元）	27,892	34,214	44,823
yoy	26.30%	22.70%	31.00%
占比	19.92%	21.93%	23.21%
民品（万元）	112,109	121,791	148,307
yoy	14.80%	8.60%	21.80%
占比	80.08%	78.07%	76.79%
毛利率	13.50%	9.77%	8.95%
军需品	23.14%	14.12%	15.79%
民品	11.05%	8.51%	6.87%

数据来源：公司 IPO 招股意向书，安信证券研究中心

3.2. 规模大，产品系列全

公司具备全产品系列、全战区覆盖、全过程服务能力。公司目前经营职业装、职业鞋靴、防护装具、纺织印染、皮革皮鞋等五大业务板块，是国内唯一的全系列军需产品供应商。同时，公司各子公司覆盖全部 7 个军区和海军、空军、二炮等各军兵种，实现就地对口供应。

表 7：公司产能情况表

业务板块	产品类别	生产线	产能	市场份额
职业装	职业装	180 多条	6000 万套件以上	军队和武警部队军需被装市场占有率约为 75%，各主要制式服装市场占有率 20%以上。
职业鞋靴	职业鞋靴	74 条	1.5 亿双	约占 1/3 市场份额
皮革皮鞋	皮革皮鞋	22 条	800 多万双特种功能性鞋靴	特种功能鞋靴市场占有率 70%以上。
防护装具	帐篷	-	野营帐篷年销售额约为 2 亿元	军需帐篷市场占有率约为 40%，民用帐篷市场占有率约为 2.5%
	腰带	-	-	占军队后勤总需求的 30%左右
	武器携行具	-	-	市场占有率约为 90%。
纺织印染	坯布	-	1.2 亿米	-
	特宽幅高支高密家纺坯布	-	3600 万米	高支高密坯布市场占有率约为 40%
	印染色布	-	16000 万米	-

数据来源：公司 IPO 招股意向书，安信证券研究中心

4. 募投项目主要用于扩大军需品产能

公司本次 IPO 拟发行 11.57 亿股，募集资金将按照项目轻重缓急投资于军警职业装、军警职业鞋靴、军警职业装面料及甲方产品、特种防护装备、研发机构等 5 个方面约 16 个项目建设，剩余资金将用于补充流动资金。具体募投情况见表 8：

表 8：募投项目情况表

序号	募投项目	投资总额（万元）	募集资金投资额（万元）	达产后新增营业收入预测（万元）	达产后新增净利润预测（万元）
1	中高档军警及民用职业装建设项目	47239	45742	103145	7003.5
2	中高档军警及民用职业鞋靴建设项目	51167	43090	78399	6523
3	中高档军警及民用职业装面料及家纺产品建设项目	129594	129594	176510	15345
4	中高档军用特种防护装备建设项目	76211	69373	222638	15352
5	研发机构功能建设项目	8096	7000	-	-
6	补充流动资金	-	30000	-	-

总计	312307	324799	580692	44223.5
----	--------	--------	--------	---------

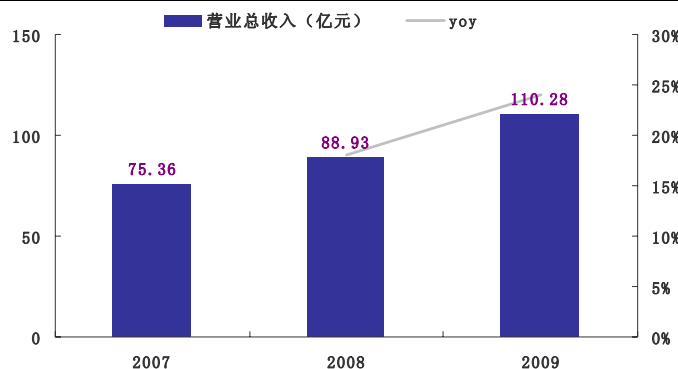
数据来源：公司 IPO 招股意向书，安信证券研究中心

5. 公司财务分析

5.1. 07 换装带动报告期业绩快速增长

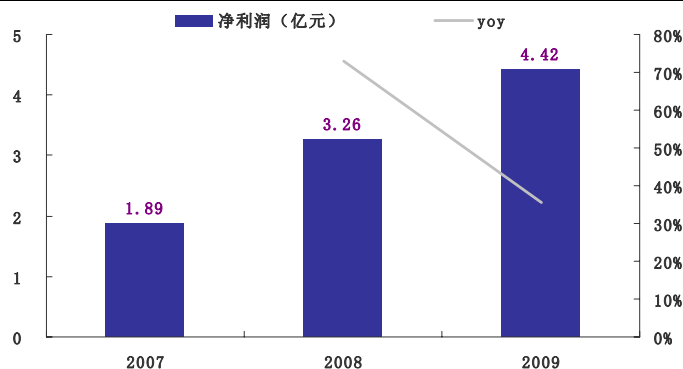
随着 07 新军装的陆续发放，报告期内收入和业绩出现快速增长。2007-2009 年，公司营业总收入和扣除非经常性损益后归属于母公司所有者的净利润年复合增速分别为 20.97% 和 53.10%。未来随着募投项目陆续实施，军需产品技术含量不断提升，公司产品结构将持续改善，未来业绩将保持稳定增长。

图 8: 报告期内公司营业收入状况



数据来源：公司 IPO 招股书，安信证券研究中心

图 9: 报告期内公司扣除非经常性损益后净利润状况

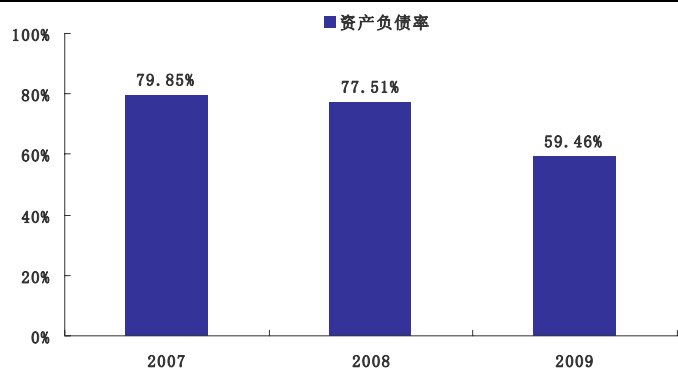


数据来源：公司 IPO 招股书，安信证券研究中心

5.2. 偿债能力和现金流状况有望得到改善

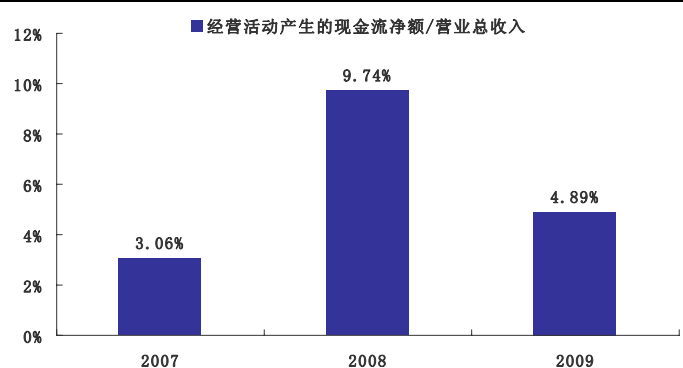
报告期内，公司资产负债率由 2007 年的 79.85% 下降至 2009 年的 59.46%，偿债能力明显改善，同期公司现金流状况也得到明显改善，特别是 2008 年，由于军队换装实施一年，收回大量应收账款，同时收到大量预付账款，导致公司经营性现金流净额占营业收入的比重达到 9.74%。随着募集资金到位和募投项目的陆续实施，公司的偿债能力和现金流状况将持续改善。

图 10: 报告期内公司偿债能力状况



数据来源：公司 IPO 招股书，安信证券研究中心

图 11: 报告期内公司现金流状况



数据来源：公司 IPO 招股书，安信证券研究中心

6. 盈利预测、估值和投资建议

6.1. 盈利预测

我们对公司 2010-2012 年盈利做如下假设：

- (1) 国内外政治局势平稳，国防支出稳定增长；
- (2) 募投项目按计划顺利实施；
- (3) 军用和民用占收入比重维持在 45% 和 55% 的水平；

(4) 各子公司所得税率优惠到期恢复至 25%

根据上述假设, 我们预计公司 2010-2012 年净利润同比增速分别为 21.2%、36.4% 和 18.4%, 按 IPO 后总股本 38.57 亿股全面摊薄后的 EPS 分别为 0.14 元、0.19 元和 0.23 元。

6.2. 估值和投资建议

我们参考目前纺织类和军工类上市公司的估值情况, 给予公司 2010 年 23-28 倍左右的 PE 水平, 对应上市首日的定价区间 3.27-3.98 元, 建议的询价区间为 2.84-3.55 元, 对应 2010 年的 PE 分别为 20 和 25 倍。

表 9: 相关上市公司估值情况表

所属 板块	名称	股价 (元)	每股收益 (元)			市盈率 (X)		
		(7 月 30 日)	2009A	2010E	2011E	2009A	2010E	2011E
纺织 服装	鲁泰 A	9.16	0.57	0.68	0.76	15.98	13.45	12.04
	华孚色纺	21.40	0.69	1.09	1.34	31.20	19.57	15.94
	七匹狼	32.00	0.72	0.95	1.21	44.40	33.63	26.39
	报喜鸟	24.80	0.64	0.83	1.08	38.83	29.87	23.02
	平均值	-	-	-	-	32.60	24.13	19.35
军工	中兵光电	14.08	0.26	0.30	0.35	54.34	46.84	39.85
	中航光电	13.07	0.44	0.35	0.44	29.46	36.89	29.85
	北方创业	14.24	0.26	0.35	0.43	55.26	40.94	33.28
	航天晨光	10.57	0.15	0.20	0.27	72.75	51.74	38.66
	平均值	-	-	-	-	52.95	44.10	35.41

数据来源: WIND 资讯, 安信证券研究中心

6.3. 风险提示

提请投资者注意, 我们认为以下因素将导致公司业绩可能低于我们预期:

(1) 军需品订单稳定和持续性

公司 45% 左右的收入来自于军需品, 其中, 前两大客户中国人民解放军总后勤部和武警部队总后勤部合计占公司 2007-2009 年营业总收入的比重分别为 31.29%、34.09% 和 31.07%。报告期内, 受益于 07 军服换装, 公司订单持续稳定增长, 若换装效应结束, 军需品订单能否保持持续稳定增长将直接影响公司未来业绩。

(2) 军需产品大规模引入民营竞争机制

目前只有少数优质民营企业有资格参与军需品订单的公开招标, 公司在职业装和皮鞋皮革等多项军需用品市场占有率高达 70%, 行业龙头地位使得公司成为军需轻工产品更新换代和质量提升带来的大额稳定订单的最大受益者。若未来军需产品大规模引入民营竞争机制, 公司份额或将遭受挤压, 进而可能影响公司业绩。

附录

附表 1 公司各子公司情况表

	公司 性质	公司名称	注册地	主要经营范围	持股比 例	总资产 (2009 年报) 万 元	净资产 (2009 年报) 万 元	净利润 (2009 年报) 万 元	ROE (2009 年报)
1	职业装企业 10 家	际华三五零二职业装有限公司	河北省井陘县	服装鞋帽的制造及销售等	100%	76,801	20,887	3,643	17.44%
2		南京际华三五〇三服装有限公司	南京市鼓楼区	服装及其它缝纫品制造等	100%	38,776	5,681	132	2.32%
3		长春际华三五零四职业装有限公司	长春经济技术开发区	服装鞋帽及其它缝纫品制造等	100%	29,214	7,190	1,815	25.24%
4		际华三五零六纺织服装有限公司	武汉市东西湖区	服装制造, 纺织制造等	100%	46,604	14,954	1,449	9.69%
5		际华三五三四制衣有限公司	山西省闻喜县东镇	军用品制造、涤絮棉、纸箱制造等	100%	39,869	16,234	2,175	13.40%
6		贵州际华三五三五服装有限公司	贵州省贵定县盘江镇	服装、鞋、帽等	100%	17,152	9,252	1,629	17.61%
7		际华三五三六职业装有限公司	四川省绵阳市	服装、鞋、帽、针纺织品等	100%	32,133	6,487	2,008	30.95%
8		南京际华五三零二服饰装具有限责任公司	南京市浦口区	服装及其他纤维制品等	100%	28,596	17,270	809	4.68%
9		际华五三零三服装有限公司	呼和浩特市新城区	服装、服饰、鞋帽、被褥等	100%	26,806	16,906	1,046	6.19%
10		新疆际华七五五五职业装有限责任公司	新疆昌吉市	被装、服装、鞋帽等	100%	13,186	3,658	703	19.22%
11	纺织印染企业 5 家	际华三五零九纺织有限公司	湖北省汉川市马口镇	针纺织品、服装制造等	100%	42,334	16,987	300	1.77%
12		西安际华三五一家纺有限公司	陕西省西安市	针纺织品、服装、家用纺织品等	100%	18,285	6,326	171	2.70%
13		际华三五四二纺织有限公司	湖北省襄樊市	棉纱、布、针织品、服装等	100%	62,235	21,085	1,414	6.71%
14		际华三五四三针织服饰有限公司	河北省涿州市	棉纱、布、针织品、服装等	100%	44,977	14,842	2,537	17.09%
15		襄樊新四五印染有限责任公司	湖北省襄樊市	各类印染布、服装等	100%	17,239	6,454	550	8.52%
16	皮革皮鞋企业 5 家	际华三五一二皮革服装有限公司	兰州市城关区	毛皮、皮革及其制品等	100%	40,905	13,386	1,623	12.12%
17		际华三五一三鞋业有限公司	陕西省西安市碑林区	制靴的研发、生产、销售等	100%	35,179	13,129	425	3.24%
18		际华三五一四制革制鞋有限公司	鹿泉市上庄镇	鞋类服装与装具产品等	100%	40,621	21,622	2,780	12.86%
19		际华三五一五皮革皮鞋有限公司	河南省漯河市	皮革、皮鞋、球类等	100%	373,354	10,533	1,927	18.29%
20		内蒙古际华森普利服装皮业有限公司	内蒙古巴彦淖尔市	服装、服饰、鞋帽、针纺织品等	100%	18,864	5,744	983	17.11%
21	职业鞋靴企业 4 家	际华三五一七橡胶制品有限公司	湖南省岳阳市	橡胶制品、胶布制品、胶鞋等	100%	49,207	19,773	2,298	11.62%
22		际华三五三七制鞋有限责任公司	贵阳市花溪区	橡胶靴、鞋、橡胶、皮鞋等	100%	51,762	6,487	2,008	30.95%
23		际华三五三九制鞋有限公司	重庆市江津区	制鞋、皮革杂件、皮革后整理等	100%	24,926	14,096	1,429	10.14%
24		秦皇岛际华三五四四鞋业有限公司	秦皇岛市海港区	胶鞋、布鞋、皮鞋等	100%	25,304	6,053	854	14.11%
25	防护装具企业 6 家	南京际华三五二一特种装备有限公司	江苏省南京市	五金制品、帐篷、服装等	100%	58,554	26,488	1,734	6.55%
26		际华三五二二装具饰品有限公司	天津市南开区	铝制品制造、汽车零件、金属工艺品等	100%	36,369	17,113	1,730	10.11%
27		际华三五二三特种装备有限公司	沈阳市铁西区	防护器材、野营器材、给养器材制造等	100%	32,007	6,698	1,592	23.77%
28		天津华津制药有限公司	天津市河北区	药品生产经营等	100%	39,540	32,844	3,143	9.57%
29		青海际华江源实业有限公司	青海省格尔木市	铬铁、钾肥、硼砂、硼酸系列产品等	100%	12,268	4,013	507	12.63%
30		沈阳际华三五四七特种装具有限公司	沈阳市东陵区	防护器材、劳动防护用品等	100%	8,820	3,092	246	7.96%

数据来源: 公司 IPO 招股意向书, 安信证券研究中心

附表 2：公司各孙公司情况表

	公司名称	所属子公司	注册地	主要经营范围	持股比例	总资产 (2009 年 12 月 31 日) 万 元	净资产 (2009 年 12 月 31 日) 万 元	净利润 (2009 年度) 万 元	ROE (2009 年报)
1	新兴重机工业有限公司	际华三五三四制衣有限公司	河北省廊坊市广阳区	生产和销售工业缝纫机及相关设备、零配件	10.09%	17845.69	15132.2	-573.79	-3.79%
2	西双版纳南博有限责任公司	际华三五三七制鞋有限责任公司	云南省景洪市勐养镇	橡胶加工, 销售; 泥杂胶收购, 橡胶靴, 鞋制造, 销售; 针纺织品, 日用百货等	100.00%	3959.96	1678.78	275.18	16.39%
3	天津双鹿建筑工程有限公司	际华三五二二装具饰品有限公司	天津市	土木工程建筑、室内外装饰、水暖管道维修及安装	100.00%	2978.17	716.22	198.23	27.68%
4	天津京津医疗器械有限公司	际华三五二二装具饰品有限公司	天津市	医疗器械、乳胶制品、保健机械制造、修理	100.00%	2122.55	1069.89	182.27	17.04%
5	施维雅(天津)制药有限公司	天津华津制药有限公司	天津市	制造、销售西药、成药并从事相关的服务	10.00%	43527.85	9835.94	7895.67	80.27%
6	南京先进复合材料制品有限公司	南京际华三五二一特种装备有限公司	江苏省南京市高淳县	复合材料制品、机械设备的生产、销售	20.00%	678.8	201.12	-9.29	-4.62%
7	漯河市双枪皮革有限公司	际华三五一五皮革皮鞋有限公司	河南省漯河市	皮革制品加工、经销	100.00%	1037.98	432.38	130.71	30.23%

数据来源：公司 IPO 招股意向书，安信证券研究中心

附表 3: 公司 IPO 募投项目详表

类别	序号	项目名称	实施主体	投资总额 (万元)	使用募集资金额 (万元)	建设周期 (年)	募集资金使用计划 (万元)			项目业绩贡献		
							2009 年	2010 年	2011 年	新增产能	营业收入 (万元)	净利润 (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	三五零二公司	4,793	4,793	2	1,200	3,593	-	高档制服或西装 27.72 万套	12474	580
			三五〇三公司	2,400	2,400	3	610	1,500	290	服装产品标准件 24 万套 (件)	6680	631.5
			三五零四公司	3,200	2,400	1	200	2,200	-	各种 07 军用服装、行业制服、高档职业装 14 万套	9000	600
			三五零六公司	2,400	2,400	1	800	1,600	-	各种军用服装、行业制服、高档西服、礼服 15 万套	5000	650
			三五三四公司	4,800	4,800	1	300	4,500	-	中高档职业服装、西服及其他高档产品 30 万套 (件) 以上	12000	640
			三五三三公司	2,400	2,400	1	1,300	1,100	-	中高档职业装 15 万套	4592	375
			三五三六公司	4,897	4,800	1	2,400	2,400	-	中高档服装 24 万套	18540	500
			五二零二公司	2,400	2,400	1	400	2,000	-	07 式军服、各种行业制服、高档西服、礼服等职业装 15 万套	5820	470
			五二零三公司	2,400	2,400	1.5	1,230	1,170	-	07 军用服装、各种行业制服、高档西服、礼服等职业装 26 万套	6480	254
			七五五五公司	2,400	2,400	1	500	1,900	-	07 军用服装、各种行业制服、高档西服、礼服等职业装 51 万套	2192	318
			森普利公司	2,800	2,400	1	-	2,400	-	中高档服装 30 万套 (件)	8900	472
	2	高档针织面料及制品扩建改造项目	三五四三公司	12,349	12,149	2	280	5,186	6,683	纬编布织造能力 6,000 吨、高档针织成衣产品 150 万套 (件)	11,467	1,513
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	三五一一五公司	30,985	25,585	2	-	17,910	7,675	双密度连帮注射鞋 200 万双	38,000	3281
			三五一一三公司	2,126	1,900	1	250	1,650	-	双密度连帮注射鞋 20 万双	2600	294
	4	功能性职业鞋靴等技改工程项目	三五一一四公司	7,070	7,070	2	1,604	3,981	1,485	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)	13,925	712

公司新股分析

	5	功能性防护胶靴生产线技改项目	三五三九公司	3,200	2,700	0.5	-	2,700	-	胶靴产量 108 万双	7,776	741
	6	中高档防寒裘皮及制品扩建项目	森普利公司	7,786	5,835	2	2,100	2,300	1,435	加工防寒裘皮 250 万平方米, 年生产裘皮制品、服装制品 250 万套	16,098	1,495
军警职业装面料及家纺产品建设项目	7	高档职业装面料、功能性面料及家纺制品技改项目	三五零九公司	36,941	36,941	2	-	23,188	13,753	高档职业装面料、功能性面料及家纺制品 1,315 万米	33,037	3196
			三五四二公司	59,500	59,500	3	15,800	26,000	17,700	各类高档职业装面料、功能性纺织面料 1,386 万米, 家纺制品 198 万套	65,006	7173
			新四五公司	25,618	25,618	2	4,278	15,899	5,441	高档职业装服装面料系列产品 3,400 万米, 家纺系列产品 2,400 万米	68,432	3851
	8	4 万锭特种纱线技术改造项目	三五零六公司	7,535	7,535	1.5	5,500	2,035	-	高档服装缝纫纯涤纶线 2,774 吨	10,035	1125
特种防护装备建设项目	9	功能性伪装防护装具生产线技改项目	三五二一公司	12,679	9,870	1.5	2,050	4,700	3,120	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	25,000	2532
	10	高性能防弹材料及制品技术改造项目	三五四七公司	7,000	7,000	1	1,000	6,000	-	200 吨防弹材料及其制品 5 万套	20,990	1,551
	11	多功能运输装备舱技改项目	三五二三公司	5,000	5,000	1	1,500	3,500	-	1,600 辆多功能运输装备车	17,898	1,413

	12	耐高温、耐腐蚀环保滤材技改扩建项目	三五二一公司	35,329	32,500	2	4,875	14,625	13,000	各类滤袋 168 万平方米	49,750	6,767
	13	军警职业服饰件表面处理装备改造项目	三五二二公司	4,000	3,500	1	500	3,000	-	职业服饰件表面处理（真空离子电镀）件 8,000 万件	8,000	580
	14	精密模具装备生产线改造项目	三五二二公司	3,700	3,000	1	300	2,700	-	精密模具生产能力 5,000 套	7,000	625
	15	功能性桑拿桶和智能化充气睡具扩建项目	三五二七公司	8,503	8,503	2	50	6,201	2,252	外供桑拿桶桶身 100 万个、成套销售桑拿桶 20 万套、智能整体席梦思 20 万床	94,000	1,884
研发机构功能建设项目	16	完善各专业研究院功能建设项目	三五零二公司	1,340	1,340	2	200	1,140	-			
			三五四二公司	1,800	1,800	1	300	1,500	-			
			三五二五公司	1,936	1,500	1	1,500	-	-			
			三五三七公司	1,100	1,100	2	-	1,000	100			
			三五二一公司	1,920	1,260	1	200	1,060	-			
其他用途	17	补充流动资金			30,000							
合计				312,307	324,799		51,227	170,638	72,934		580,692	44,224

数据来源：公司 IPO 招股意向书，安信证券研究中心

财务报表预测和估值数据汇总						单位	百万元	模型更新时间			2010-8-3	
利润表	2008	2009	2010E	2011E	2012E	财务指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E	
营业收入	8,892.5	11,027.6	14,128.2	17,246.9	20,289.7	成长性						
减: 营业成本	7,590.2	9,553.7	12,241.5	14,896.4	17,493.1	营业收入增长率	18.0%	24.0%	28.1%	22.1%	17.6%	
营业税费	22.1	25.0	32.5	39.7	46.7	营业利润增长率	-13.6%	45.8%	36.9%	37.1%	18.2%	
销售费用	280.9	298.1	381.5	482.9	568.1	净利润增长率	14.4%	-2.7%	21.2%	36.4%	18.4%	
管理费用	506.3	523.3	678.2	827.8	1,014.5	EBITDA 增长率	-6.4%	25.5%	10.3%	27.3%	15.2%	
财务费用	98.3	71.6	-40.0	-68.5	-74.4	EBIT 增长率	-10.4%	30.3%	14.1%	35.1%	18.9%	
资产减值损失	49.3	26.8	104.9	68.5	59.7	NOPLAT 增长率	11.7%	-7.0%	-1.0%	34.4%	19.1%	
加: 公允价值变动收益	-0.0	0.0	-0.1	-	-	投资资本增长率	-34.6%	505.6%	37.2%	9.5%	6.9%	
投资和汇兑收益	20.1	3.6	-	-	-	净资产增长率	26.4%	118.5%	106.9%	6.9%	7.7%	
营业利润	365.5	532.8	729.6	1,000.0	1,181.9	利润率						
加: 营业外净收支	232.4	69.7	1.0	-1.0	1.0	毛利率	14.6%	13.4%	13.4%	13.6%	13.8%	
利润总额	597.8	602.5	730.6	999.0	1,182.9	营业利润率	4.1%	4.8%	5.2%	5.8%	5.8%	
减: 所得税	131.8	149.3	181.2	249.8	295.7	净利润率	5.2%	4.1%	3.9%	4.3%	4.4%	
净利润	466.0	453.2	549.4	749.3	887.2	EBITDA/营业收入	7.4%	7.4%	6.4%	6.7%	6.5%	
资产负债表	2008	2009	2010E	2011E	2012E	EBIT/营业收入	5.2%	5.5%	4.9%	5.4%	5.5%	
货币资金	1,422.5	1,805.2	5,290.3	5,597.6	6,076.1	运营效率						
交易性金融资产	0.1	0.1	-	-	-	固定资产周转天数	75	63	53	46	39	
应收帐款	625.9	672.3	979.9	1,196.2	1,407.2	流动营业资本周转天数	5	3	13	23	27	
应收票据	54.9	68.7	116.1	141.8	166.8	流动资产周转天数	205	184	206	232	222	
预付帐款	369.6	430.2	430.2	430.2	430.2	应收帐款周转天数	23	18	18	20	20	
存货	3,081.2	2,754.7	3,615.4	4,390.5	5,155.9	存货周转天数	114	97	83	85	87	
其他流动资产	3.4	2.2	2.2	2.2	2.2	总资产周转天数	325	308	324	328	301	
可供出售金融资产	56.3	111.3	100.0	100.0	100.0	投资资本周转天数	19	43	68	67	62	
持有至到期投资	35.9	26.0	30.0	30.0	30.0	投资回报率						
长期股权投资	29.0	48.8	50.0	50.0	50.0	ROE	24.3%	10.8%	6.3%	8.1%	8.9%	
投资性房地产	56.8	86.6	100.0	100.0	100.0	ROA	5.5%	4.4%	3.6%	4.6%	5.0%	
固定资产	1,859.6	1,988.6	2,210.1	2,242.7	2,185.3	ROIC	99.8%	141.8%	23.2%	22.7%	24.7%	
在建工程	38.6	128.4	84.9	40.5	19.9	费用率						
无形资产	42.1	1,420.4	1,311.6	1,217.7	1,130.5	销售费用率	3.2%	2.7%	2.7%	2.8%	2.8%	
其他非流动资产	844.2	784.6	788.7	787.8	787.6	管理费用率	5.7%	4.7%	4.8%	4.8%	5.0%	
资产总额	8,520.1	10,328.1	15,109.5	16,327.2	17,641.7	财务费用率	1.1%	0.6%	-0.3%	-0.4%	-0.4%	
短期债务	236.3	251.7	100.0	100.0	100.0	三费/营业收入	10.0%	8.1%	7.2%	7.2%	7.4%	
应付帐款	2,054.2	1,884.2	2,683.1	3,265.0	3,834.1	偿债能力						
应付票据	105.0	102.6	167.7	204.1	239.6	资产负债率	77.5%	59.5%	42.7%	43.3%	43.5%	
其他流动负债	1,947.0	1,607.1	1,617.2	1,617.2	1,617.2	负债权益比	344.7%	146.7%	74.4%	76.2%	76.9%	
长期借款	86.0	74.0	74.0	74.0	74.0	流动比率	1.28	1.41	2.38	2.35	2.36	
其他非流动负债	2,164.9	1,993.2	1,994.6	1,994.6	1,994.6	速动比率	0.55	0.72	1.54	1.46	1.42	
负债总额	6,604.2	6,141.2	6,444.9	7,063.2	7,667.9	利息保障倍数	4.72	8.44	-17.23	-13.61	-14.89	
少数股东权益	-	-	-	-	-	分红指标						
股本	60.0	2,700.0	3,857.0	3,857.0	3,857.0	DPS(元)	-	0.11	0.03	0.04	0.05	
留存收益	1,856.0	1,486.9	4,807.6	5,407.0	6,116.8	分红比率	0.0%	64.5%	20.0%	20.0%	20.0%	
股东权益	1,916.0	4,186.9	8,664.6	9,264.0	9,973.8	股息收益率						
现金流量表	2008	2009	2010E	2011E	2012E	业绩和估值指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E	
净利润	466.0	453.2	549.4	749.3	887.2	EPS(元)	0.17	0.17	0.14	0.19	0.23	
加: 折旧和摊销	195.9	234.6	215.5	220.2	219.6	BVPS(元)	0.71	1.55	2.25	2.40	2.59	
资产减值准备	49.3	26.8	104.9	68.5	59.7	PE(X)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	
公允价值变动损失	0.0	-0.0	-0.1	-	-	PB(X)	-	-	-	-	-	
财务费用	107.4	111.5	97.8	-40.0	-68.5	P/FCF	-	-	-	-	-	
投资收益	-20.1	-3.6	-	-	-	P/S	-	-	-	-	-	
少数股东损益	-	-	-	-	-	EV/EBITDA	-	-	-	-	-	
营运资金的变动	68.1	-239.5	-446.9	-468.1	-457.1	CAGR(%)	17.2%	25.1%	23.0%	-100.0%	-100.0%	
经营活动产生现金流量	865.7	539.6	382.8	501.5	635.0	PEG	-	-	-	-	-	
投资活动产生现金流量	-319.2	-230.2	-293.9	-120.1	-60.1	ROIC/WACC	24.8	35.3	5.8	5.6	6.1	
融资活动产生现金流量	-82.0	-5.6	3,816.6	-81.4	-103.1	REP	-	-	-	-	-	

资料来源: 安信证券研究中心 Wind.NET 资讯

作者简介

赵梅玲，武汉大学经济学硕士，2007 年 7 月加入安信证券研究中心。

免责声明

本研究报告由安信证券股份有限公司研究中心撰写，研究报告中所提供的信息仅供参考。报告根据国际和行业通行的准则，以合法渠道获得这些信息，尽可能保证可靠、准确和完整，但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。本报告不能作为投资研究决策的依据，不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证，无论是否已经明示或者暗示。安信证券股份有限公司研究中心将随时补充、更正和修订有关信息，但不保证及时发布。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。本公司及其关联机构可能会持有报告中涉及公司发行的证券并进行交易，并提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告版权仅为安信证券股份有限公司研究中心所有，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。如引用发布，需注明出处为安信证券研究中心，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司研究中心对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。

公司评级体系

收益评级：

买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；

推荐 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；

中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；

卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A — 正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B — 较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

销售联系人

梁涛

021-68766067

黄方禅

021-68765913

凌洁

021-68765237

潘冬亮

010-59113590

马正南

010-59113593

李国瑞

0755-82558084

曹加

0755-82558045

上海联系人

liangtao@essence.com.cn

上海联系人

huangfc@essence.com.cn

上海联系人

lingjie@essence.com.cn

北京联系人

pandl@essence.com.cn

北京联系人

mazn@essence.com.cn

深圳联系人

ligr@essence.com.cn

深圳联系人

caojia@essence.com.cn

潘艳

021-68766516

朱贤

021-68765293

张勤

021-68763879

李昕

010-59113565

周蓉

010-59113563

律烨

0755-82558076

胡珍

0755-82558073

上海联系人

panyan@essence.com.cn

上海联系人

zhuxian@essence.com.cn

上海联系人

zhangqin@essence.com.cn

北京联系人

lixin@essence.com.cn

北京联系人

zhourong@essence.com.cn

深圳联系人

lvye@essence.com.cn

深圳联系人

huzhen@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳

深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编: 518026

上海

上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 16 层

邮编: 200122

北京

北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层

邮编: 100034