

增持 首次

际华集团 (601718)

2011 年 5 月 27 日

军工业务稳健发展，品牌树立还需市场认可

2011 年 05 月 26 日收盘价：3.98 元

6 个月目标价：4.50 元

纺织服装业分析师：卢媛媛
SAC 执业证书编号：S0850511030004
lvy5991@htsec.com
021-23219610

际华集团是我国最大的军需产品供应商，拥有 75%左右的军队和武警部队军需被装产品市场份额。公司“十二五”规划目标为进入中国企业 100 强，意味着公司未来五年年均销售收入复合增长率达到 28%以上。2008 年以来公司从战略上开拓民用业务，民用业务增速远超军品业务增速，是公司未来保持快速增长的主要动力。预计 11-13EPS 分别为 0.18、0.24、0.31 元，给予 11 年 25 倍 PE，年底目标价 4.50 元，“增持”评级。

1. 品牌培育尚需时日，近期难以成为利润增长点。

终端品牌建设主要由新成立的网络连锁公司策划，其注册资本 5000 万元，人员 40 人。目前品牌主要有家纺“福龙”品牌和户外“际华”品牌。家纺店共有 30 家门店，其中 8 家为直营店，其余为商场店中店。家纺终端销售产品主要由襄樊三五四二公司生产。户外店目前有 83 家门店。门店分为旗舰店（A 类）、B 类店（200 平）和 C 类店（100 平）。2011 年公司要求门店平效达到 1 万元/平方米。

公司对终端品牌建设思路为整合公司现有资源，稳步推进品牌壮大发展。业务由网络连锁公司统筹，由各分子公司具体实施。公司 31 家分子公司大多在省会城市，老厂区地理位置目前多在市中心，可以利用公司自有土地建立专卖店，进行初步网络布局。公司规划在“十二五”期间终端品牌门店达到 1000 家。我们预计 2011 年品牌终端业务出现亏损的可能性较大，品牌尚需培育，2012 年有望扭亏。

2. 军需品业务是公司业绩稳定剂。

国家军备投入直接关系到公司军需品业务的发展前景。综合近年来国内外政局形势、中国的政治经济体量以及与其他军事大国在军队投入上的对比，中国在未来几年大幅削减国防投入的可能性极小。

军需品大单签订一般在每年年底。年度时间安排为五一交货的订单上年年底下单。八一交货的订单在三、四月份下单，十一交货的订单在上半年下单。新增装备，要军区领导层层审批，要看官兵试穿效果，因此下单过程比较长。公司去年年底签订的 30 亿元订单，将全部在 11 年完成。另外，今年军队新增夏礼服装备，公司获得次订单的可能性极大。我们预计 2011 年军品销售收入将略超去年水平。

军品采购定价的过程非常严格，价格由总后审计署，财务部，军需物资油料部三者共同决定。一般采取成本加成方法，保证 5%-7%以上的利润率。新产品需要审计署核价，主要根据面料和工艺的复杂程度定价。

公司在军需品供应市场的地位稳定。追溯历史，2000 年以前，军备物资 100%由公司生产，2001-2006 年公司产品占 80%的份额，06 年以后军需供应开始引入招标模式。但这种方式也暴露许多问题：如交货期和质量保证不了。相较地方企业，

公司的优势十分明显，未来市场份额下滑可能性不大，因此预计军需品销售收入未来将持续稳步增长，募投资金项目的实施有利于公司利润水平的提升。

3. 除尘过滤业务优势明显。

公司除尘过滤业务的规模和三维丝相仿。目前除尘过滤系统主要应用于冶金、电力、水泥和垃圾焚烧四大领域，行业整体技术水平仍然较低，还没有渗透到电子、水处理等高端领域，未来行业发展空间较大。公司的业务优势在钢铁行业，市场占有率高，而三维丝的优势在电力行业。相较其他企业，公司拥有客户资源优势：大股东在钢铁行业的人脉关系；技术优势：是唯一参与 863 计划项目的公司，项目经过四个院士审定，专家认可了公司的技术发展方向。

目前该业务以子公司南京三五二一公司为主体。公司现有主要产品是以除尘过滤袋为主，产品附加值不高。募投资金已经开始投入南京江宁区新材料产业园的建设，其中第一期项目占地 150 亩，第二期项目拟引进其他合作伙伴，使公司向除尘系统集成供应商模式转变。产品应用领域将向空气和液体过滤延伸，可广泛应用于对空气质量较高的电子行业和海水净化领域。

该行业前景广阔，是公司未来业绩增长的主要来源之一。

4. 管理和业绩考核模式。

国资委对公司考核的主要指标有 EVA 和利润总额，其中 EVA 指标占比 40%，利润总额指标占比 30%，得分最高 120 分，最低得分 80 分，中间分为 4 档考核。

对子公司的考核采取“模拟法人”的方式考核，目的是按照市场行为运行，提高公司对市场的反应能力。子公司拥有一定的相关主业投资权限，投资额度为上一年度折旧费的 50%。除此之外还有日常经营决策权、用工权等。各业务大的发展方向和非主业投资方向则由总公司决策。

我们调研的感受是，大股东对公司的要求更注重国有资产的保值增值，以及销售规模的扩大，公司的市场化经验和市场化意识还有待进一步提高。

5. 老厂区资产是公司估值的安全边际。

公司有 31 个分子公司，大多位于省会城市。随着城市的发展，公司原有厂区，现在已经位于城市中心商业区，原有土地用途显得不合时宜，老厂区面临着搬迁。按照目前政策，厂区重新规划有两种方式，一种方式为政府占储，给予企业现金加物业补偿。另一种方式为政府授权企业对原有厂区进行规划建造以及后期运营。目前公司有土地证的土地有 5300 多亩，十二五期间，有 2000 亩土地可供开发。在与地方政府合作时，公司的军工背景有较强优势，预计公司后续将盘活现有土地资产，如 2011 年下半年，南京子公司搬迁后将剩余 70 亩旧厂区，就有待公司进行规划。公司土地重估价值较高，如兰州子公司区域地价就有 1000 万元一亩。另外，由于历史遗留问题，厂区内没有取得土地证的土地就没法估计了。公司土地价值重估也可以作为估值的参照，这是军工企业改制后所特有的优势。

6. 投资建议。

总之，公司目前正在战略转型中，从纯粹的制造型企业向服务型和品牌渠道型企业转型。但是公司体量较大，调头转型绝非易事，体制风险和市场风险是需要考量的问题。从投资角度看，公司是比较安全的品种，预计 11-13EPS 0.18、0.24、0.31 元，给予 11 年 25 倍 PE，年底目标价 4.50 元。给予增持评级。

风险提示：体制风险、军费缩减风险、市场开拓风险。

表 1 际华集团盈利预测基本假设

		2011E	2012E	2013E
职业装(单位: 千元)	军品主营业务收入	2917150.34	3063007.86	3216158.25
	增速	20.00%	5.00%	5.00%
	成本	2409566.18	2530044.49	2656546.72
	毛利率	17.40%	17.40%	17.40%
	民品主营业务收入	2279213.07	2735055.68	3008561.25
	增速	30.00%	20.00%	10.00%
	成本	2165252.41	2570952.34	2813004.77
	毛利率	5.00%	6.00%	6.50%
职业鞋靴(单位: 千元)	军品主营业务收入	350586.50	368115.82	386521.61
	增速	5.00%	5.00%	5.00%
	成本	301504.39	316579.60	332408.59
	毛利率	14.00%	14.00%	14.00%
	民品主营业务收入	3594616.03	3954077.63	4349485.39
	增速	25.00%	10.00%	10.00%
	成本	3307046.74	3637751.42	4001526.56
	毛利率	8.00%	8.00%	8.00%
防护装具(单位: 千元)	军品主营业务收入	606498.38	970397.40	1552635.84
	增速	5.00%	60.00%	60.00%
	成本	506426.14	810281.83	1296450.93
	毛利率	16.50%	16.50%	16.50%
	民品主营业务收入	1740465.07	2262604.59	2941385.97
	增速	20.00%	30.00%	30.00%
	成本	1522906.94	1957152.97	2500178.08
	毛利率	12.50%	13.50%	15.00%
印染业务(单位: 千元)	军品主营业务收入	443743.74	532492.49	638990.99
	增速	10.00%	20.00%	20.00%
	成本	363869.87	436643.84	523972.61
	毛利率	18.00%	18.00%	18.00%
	民品主营业务收入	2988377.99	3735472.49	4482566.99
	增速	30.00%	25.00%	20.00%
	成本	2749307.75	3399279.96	4034310.29
	毛利率	8.00%	9.00%	10.00%
皮鞋业务(单位: 千元)	军品主营业务收入	1247533.20	1372286.52	1509515.17
	增速	10.00%	10.00%	10.00%
	成本	1010501.89	1111552.08	1222707.29
	毛利率	19.00%	19.00%	19.00%
	民品主营业务收入	976019.27	1268825.04	1586031.31
	增速	30.00%	30.00%	25.00%
	成本	922338.21	1154630.79	1443288.49
	毛利率	5.50%	9.00%	9.00%

资料来源: 海通证券研究所

表 2 际华集团合并损益表及预测

利润表(百万元)	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	8893	11028	15690	18784	21861	25225
营业成本	7590	9554	14086	16877	19455	22269
营业税金及附加	22	25	26	43	50	58
销售费用	281	298	330	394	459	530
管理费用	505	507	515	714	831	959
财务费用	98	72	60	(39)	(40)	(39)
投资收益	20	4	7	7	9	11
资产减值及公允价值变动	49	27	21	21	21	21
其他收入	(100)	(70)	(72)	0	0	(0)
营业利润	365	533	629	823	1136	1481
营业外净收支	232	70	77	75	75	75
利润总额	598	602	706	898	1211	1556
所得税费用	132	149	197	198	266	342
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
归属于母公司净利润	466	453	510	700	944	1214
全面摊薄每股收益（元）	0.12	0.12	0.13	0.18	0.24	0.31

资料来源：公司公告，海通证券研究所

信息披露

分析师声明

卢媛媛：纺织服装业分析师。

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司：美邦服饰（002269）、凯撒股份（002425）、际华集团（601718）等。

投资评级说明

类别	评级	说明
股票投资评级	买入	个股相对大盘涨幅在 15%以上；
	增持	个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；
	中性	个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；
	减持	个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；
	卖出	个股相对大盘涨幅低于-15%。
行业投资评级	增持	行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；
	中性	行业整体回报介于市场整体水平 - 5%与 5%之间；
	减持	行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，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。在法律许可的情况下，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书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络海通证券研究所并获得许可，并需注明出处为海通证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，海通证券股份有限公司的经营范围包括证券投资咨询业务。