



2017-01-13

公司深度报告

买入/首次

际华集团 (601718)

目标价: 13

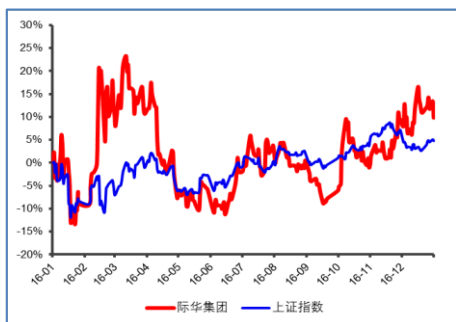
昨收盘: 8.79

纺织服装 服装家纺

军品业务提供安全边际，定增打造际华园助力转型现代服务业

一年该股与沪深 300 走势比较

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通(百万股)	3,857/3,857
总市值/流通(百万元)	33,903/33,903
12 个月最高/最低(元)	10.02/7.19

电话: 010-88321609

E-MAIL: liuli@tpyzq.com

执业资格证书编码: S1190516020001

报告摘要

股东实力强大，行业背景深厚。际华集团是中国最大的军需轻工生产制造企业，是国内统一着装部门和行业以及其他职业装着装单位的主要生产供应商，是国内少数几个面向国际军需品市场的销售、加工基地之一。公司的实际控制人为国资委，控股股东为新兴际华集团，持股比例为 66.33%。从员工总量、国资规模、营业收入和利润总额来看，控股股东新兴际华集团位居中央企业阵营前 50 位。

军需品行业龙头，2016 年军品业务盈利能力及订单增速见底，2017 年有望实现盈利能力和订单规模双重增长。公司是国内唯一的全系列军需产品供应商，具有全产品系列、全战区覆盖、全过程服务的能力，占据军品市场 70% 的市场份额，目前国内只有际华集团有实力满足军队和武警部队批量大、品种多、交货期紧急等多方面的供货要求。由于 2015 年后军需品招标方式变为低价竞标法，导致市场出现无序竞争，公司军品业务毛利率下降。预计随着 2016 年招标方式改为综合竞标法后，公司凭借强大的研发实力和综合供应保障能力能够在竞争中受益，2017 年后军品订单毛利率会逐渐恢复，订单规模也会有所增长。

定增助力公司转型现代服务业，打造际华园“1+X”独特模式。公司的定增项目中包含 41 亿元投资际华园（重庆，长春、扬中、西安、咸宁、清远）“1+X”新型业态，作为制造业和商贸服务业的有机结合，主要由购物中心、室内运动中心、酒店及特色餐饮服务组成。有别于传统购物中心，际华园选址独特，依靠大都市，但又远离大都市，投资成本具有优势。另外，引入了室内冲浪、室内滑雪、室内攀岩、室内跳伞等体育项目，有利于提高顾客粘性及提升购物体验。

土地处置收益和政府补贴形成了对净利润的有益补充。公司大部分企业地处城市核心区，结合当地政府出城入园计划和企业老厂区土地资产开发或实施政府收储的客观要求，公司自 2013 年起陆续将生产业务外迁，且预计十三五期间仍会有一定规模的土地开发收益或土地处置收益实现。另外，公司在环保滤材、原料药开发、高端纺织技术、防护装备等项目进行前瞻性的研发创新，积极申请政府补贴资金和国家专项基金支持，对利润形成了有益补充。

盈利预测及投资建议：由于际华园项目前期投入较大，且回收期较长，因此暂不考虑际华园对公司业绩的贡献。保守预计公司

2016-2018 年 EPS 分别为 0.33 元、0.36 元、0.42 元，对应的市盈率为 28 倍、25 倍、22 倍，定增价格为 8.19 元，具备一定的安全边际。若扣除掉新兴际华集团持有的 66.33% 股份以及中央汇金持有的 3.55% 股份，实际流通的市值仅为不到 110 亿元，给予“买入”评级。

■ 盈利预测和财务指标:

	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	22438	24811	27963	33709
(+/-%)	0.88%	10.58%	12.70%	20.55%
净利润(百万元)	1127	1232	1358	1569
(+/-%)	-0.38%	9.26%	10.23%	15.57%
摊薄每股收益(元)	0.30	0.33	0.36	0.42
市盈率(PE)	30.22	27.65	25.09	21.71

资料来源: Wind, 太平洋证券注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

目录

一、 公司介绍.....	5
1.1 历史沿革.....	5
1.2 股权结构及股东背景.....	5
1.3 细分业务经营情况.....	6
1.4 财务状况分析.....	11
二、 募投项目分析.....	13
2.1 转型升级，打造际华园项目，成为新的利润增长点.....	13
2.2 进军品牌服饰零售领域，打造 JH1912 品牌.....	16
三、 盈利预测及投资建议.....	17
3.1 盈利预测.....	17
3.2 估值及投资建议.....	19
四、 风险提示.....	19

图表目录

图表 1: 公司发展历程	5
图表 2: 际华集团股权结构	6
图表 3: 军品、民品、贸易业务收入及增速	6
图表 4: 民品、军品、贸易收入占比	6
图表 5: 民品、军品、贸易毛利率	6
图表 6: 细分业务收入占比 (2016 中期)	7
图表 7: 按照产品品类划分细分业务毛利率 (%)	7
图表 8: 细分板块重点子公司经营情况 (单位: 万元)	7
图表 9: 各类产品产能利用率 (截止至 2015 年 12 月 31 日)	8
图表 10: 军品营收同比增速	9
图表 11: 军品毛利率	9
图表 12: 军品领域竞争对手情况	9
图表 13: 研发支出占营收比重	10
图表 14: 民品营收同比增速 (%)	10
图表 15: 民品毛利率 (%)	10
图表 16: 民品领域竞争对手	10
图表 17: 贸易业务营收同比增速 (%)	11
图表 18: 贸易业务毛利率 (%)	11
图表 19: 营业收入同比增长率 (%)	11
图表 20: 归属母公司股东净利润 (%)	11
图表 21: 服装业务盈利能力下滑 (%)	12
图表 22: 扣非后归母净利润增速由正转负 (%)	12
图表 23: 公司近年来土地处置情况汇总	12
图表 24: 营业外收入构成	13
图表 25: 募投项目情况	13
图表 26: 重庆际华园紧邻两江国际影视城	14
图表 27: 重庆际华园平面图	14
图表 28: 长春际华园地理位置	14
图表 29: 清远际华园地理位置	15
图表 30: 室内风洞跳伞	16
图表 31: 室内滑雪	16
图表 32: 室内攀岩	16
图表 33: 室内冲浪	16
图表 34: JH1912 宣传图	16
图表 35: 分业务收入增速及毛利率预测	18
图表 36: 利润表预测	18

一、 公司介绍

际华集团是中国最大的军需轻工生产制造企业，是中国军队、武警部队军需被装产品生产保障基地，是国内统一着装部门和行业以及其他职业装着装单位的主要生产供应商，是国内少数几个面向国际军需品市场的销售、加工基地之一。公司于2009年6月26日设立，并于2010年8月16日在上海证券交易所挂牌上市。公司旗下拥有70余户全资及控股子公司，分布在全国23个省、直辖市、自治区以及欧洲、香港，资产规模超三百亿。

1.1 历史沿革

图表 1：公司发展历程

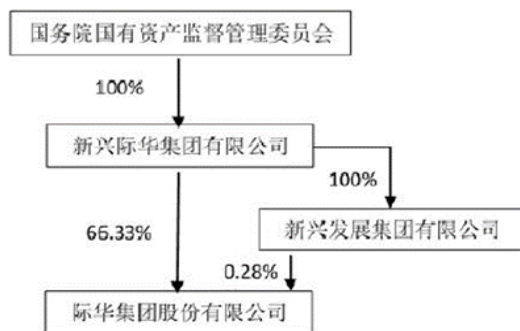
时间	发展历程
2003年-2006年	随新兴铸管集团整体移交国务院国资委直接管理
2006年-2009年	新兴铸管集团整合军需轻工业务成立际华轻工集团有限公司
2009年-2010年	在际华轻工的基础上整体变更设立为际华集团股份有限公司
2010年8月	隶属于新兴际华集团，际华集团在上海证券交易所挂牌上市，代码 601718
2013年12月至 2016年12月	实施“出城入园”战略，相继搬迁 3504、3521、3522、3512、3517、华津制药、3542、新 45 公司在城区的土地，对老土地进行二次开发，建设新产业园
2014年7月	投资 15.86 亿元建设际华长春目的地中心项目一期、投资 13.51 万元建设际华重庆目的地中心项目一期
2015年7月	推出非公开发行股票预案，资金投向为际华园项目、JH1912 品牌建设以及 020 平台项目实施
2015年9月	发行 45 亿元公司债券
2016年5月	与美国威特集团签署战略合作协议，双方将在际华园、服装、纽约贝永、保理业务以及海外业务方面开展合作
2016年12月	非公开发行股票获证监会批准

资料来源：公司官网、公司公告、太平洋证券整理

1.2 股权结构及股东背景

公司的实际控制人为国资委，控股股东为新兴际华集团有限公司，持股比例 66.33%。新兴际华集团是由解放军总后勤部原生产部及所辖军需企事业单位整编重组脱钩而来，有金属冶炼及加工、轻工纺织、装备制造、商贸物流、产权投资与资产管理、现代农牧业等主营业务板块。是产销量位居世界首位的球墨铸铁管研发生产基地，国内最大的钢格板研发生产基地；也是国内最大的后勤军需品、职业装、职业鞋靴、高端纺织品研发生产基地。其员工总量、国资规模、营业收入和利润总额位居中央企业阵营前 50 位，拥有涵盖集团人员和资产 80%的上市公司两个：新兴铸管（000778.sz）和际华集团（601718.sh）。

图表 2: 际华集团股权结构



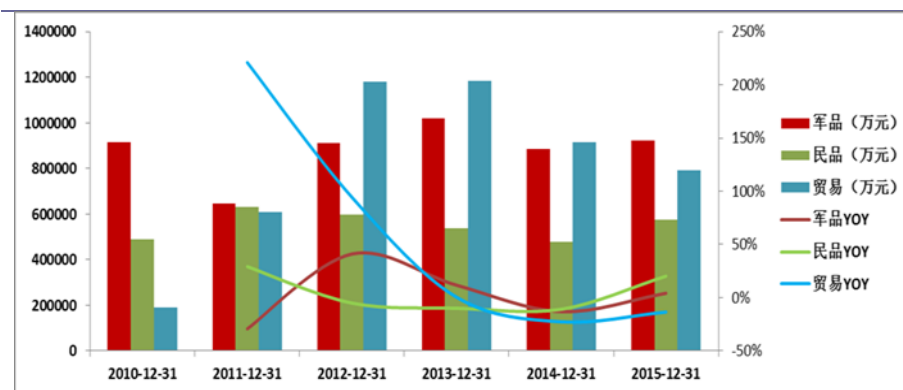
资料来源: 公司公告, 太平洋证券整理

1.3 细分业务经营情况

际华集团是中国最强最大的军需品、职业装、职业鞋靴的研发和生产基地。主要产品包括职业装、职业鞋靴、皮革皮鞋、纺织印染、防护装具、品牌服装等, 同时开展以国内、国际贸易为主的商贸物流业务。

- 从产品性质来看, 军品、民品、贸易业务收入几乎三分天下, 民品收入占比自 2010 年的 57% 下降到 2016 年中期的 30%; 军品收入占比自 2010 年的 30% 下降到 2016 年中期的 28%; 贸易收入占比自 2010 年的 11% 上升到 2016 年中期的 39%。变动的原因为随着公司整体业务规模的不断扩大, 军品民品订单规模在保持稳定增长的同时, 占比有所下降。

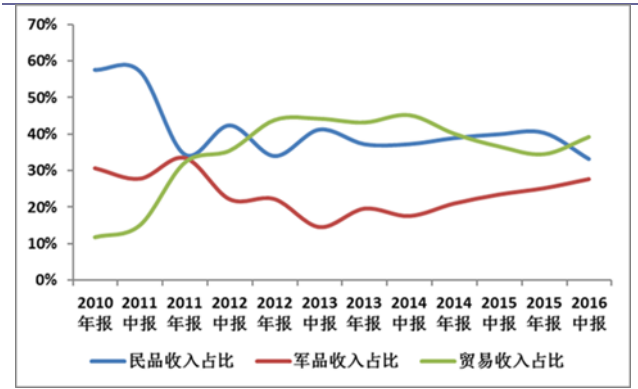
图表 3: 军品、民品、贸易业务收入及增速



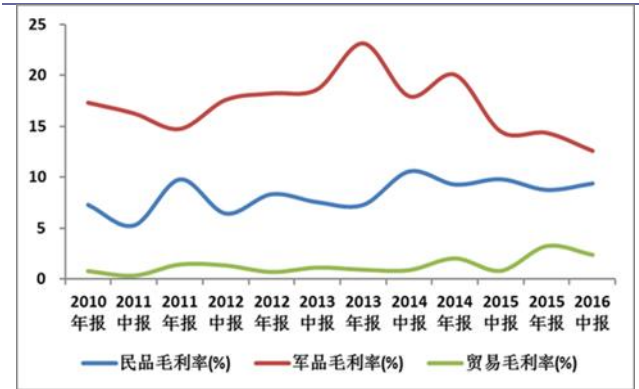
资料来源: WIND, 太平洋证券整理

图表 4: 民品、军品、贸易收入占比

图表 5: 民品、军品、贸易毛利率



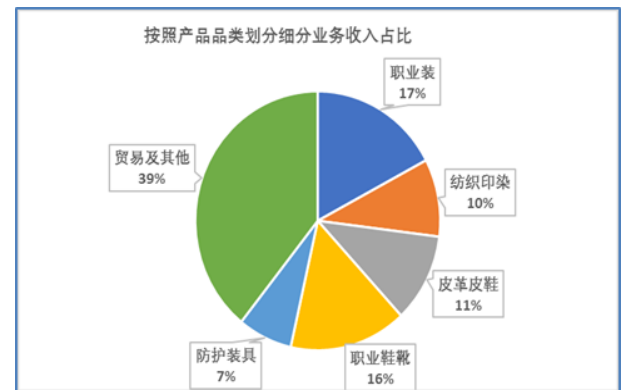
资料来源: WIND, 太平洋证券整理



资料来源: WIND, 太平洋证券整理

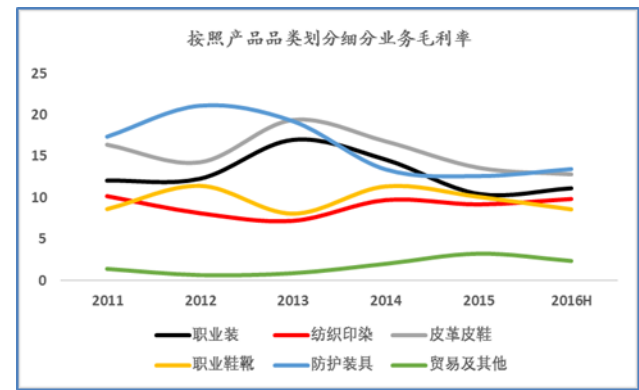
- 从品类来看, 职业装占 17%, 纺织印染占 10%, 皮鞋皮革占 11%, 职业鞋靴占 16%, 防护装具占 7%, 贸易及其他产品占 39%。其中皮革皮鞋、印染纺织、防护装具的盈利能力较高。

图6: 细分业务收入占比 (2016 中期)



资料来源: WIND, 太平洋证券整理

图7: 按照产品品类划分细分业务毛利率 (%)



资料来源: WIND, 太平洋证券整理

图8: 细分板块重点子公司经营情况 (单位: 万元)

	重点子公司	注册资本	总资产	营业收入	归母净利润	净利润率
职业装	际华三五零二职业装有限公司	15000	113346	154030	-1131	-0.73%
	际华三五三四制衣有限公司	15000	81716	55983	78	0.14%
职业鞋靴	际华三五三七制鞋有限责任公司	15000	90653	273083	7831	2.87%
防护装具	天津华津制药有限公司	5025	122565	56427	4823	8.55%
纺织印染	际华三五四三针织服饰有限公司	15000	70506	60017	2496	4.16%
皮革皮鞋	际华三五一四制革制鞋有限公司	15000	78635	114940	5913	5.14%
贸易	新兴际华国际贸易有限公司	5000	19901	401003	112	0.03%

资料来源: 公司公告, 太平洋证券整理

从产能利用率的角度讲，公司的职业装、职业鞋靴、皮革皮鞋、纺织印染业务产能利用率较高，而毛利率较高的防护装具产能利用率偏低，预计未来公司会通过调整产品结构，如提高防护装具产品的产能利用率来提升整体毛利率空间。

图表 9：各类产品产能利用率（截止至 2015 年 12 月 31 日）

分类	生产主体	产能	产能利用率
职业装	下属 12 家全资子公司从事职业装的研发和生产，共有 180 余条职业装生产线，主要产品包括军服类、行业制服类、职业工装、品牌服装及特种功能性服装和配套产品	职业装 6500 万套	98.23%
		服饰 8300 万套件	69.90%
		帽子、手套 2200 万件	60.80%
职业鞋靴	公司下属 4 家全资子公司和 1 家意大利控股公司、1 家香港控股公司从事职业鞋靴的研发和生产，拥有 74 条职业鞋靴生产线，主要产品包括军用胶鞋、普通劳动胶鞋、防护功能性胶鞋和橡胶大底等	职业鞋靴 1.5 亿双	62.85%
		橡胶件 4000 吨	50%
		大底 960 万双	57.30%
皮革皮鞋	公司下属 3 家全资子公司和 1 家意大利控股公司从事皮革皮鞋的研发和生产，拥有 26 条皮鞋生产线，主要产品包括皮鞋、皮革、毛皮、服装革、两用毛革及其制品，以及供应部分奢侈品牌专用皮革	皮鞋 1000 万双	96.93%
纺织印染	下属 6 家全资子公司和 1 家意大利控股公司从事纺织印染产品的研发和生产，主要产品包括棉纱、棉布、棉线、针织面料、针织成衣、服饰产品、染色布、帆布等	纱线 2.4 万吨	62.62%
		坯布 1.2 亿米	95.41%
		印染色布 5300 万米	82%
		针织面料 1.2 万吨	60%
		家纺制品 1000 万件	90.10%
防护装具	公司防护装具板块主要从事功能性防护制品及装具、环保滤材、特种车辆、药品及高碳铬铁合金等产品的生产和加工，下属 6 家全资子公司从事相关业务。	防弹衣、头盔、防弹护具年产 2000 万件	63.30%
		帐篷 15 万顶	17.80%
		携行具 52 万件	36%
		PPS、P84 PTFE 复合、NOMEX、ZMS 系列、玻璃纤维滤料等 6 大类环保滤材产品，年产各类滤材能力 318 万米	70%
		特种车辆 300 台/年	80%
		神经精神类、心脑血管类、内分泌类、抗微生物类等药物	年产片剂 6000 万盒，产能利用率 54.2%；针剂 2000 万支，产能利用率 18.8%；原料药 1500 吨，产能利用率 30%
	高碳铬铁合金年产 10 万吨	44.30%	

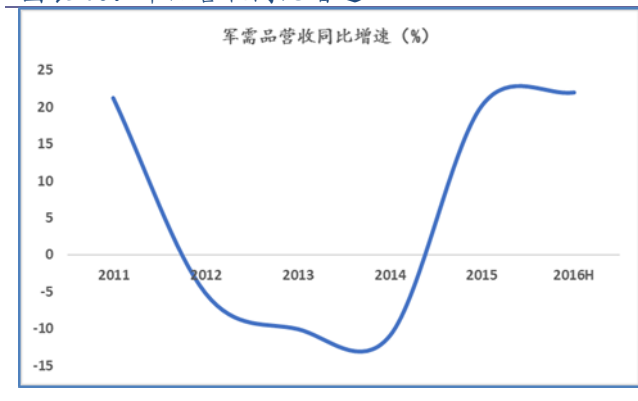
资料来源：公司公告，太平洋证券整理

1.3.1 军品：国内唯一全系列军需产品供应商，占据 70% 市场份额

公司的前身是军队和武警部队的军需保障性企业，自军队成立之初就开始从事军需业务，拥有稳固的核心军需品供应商地位，是国内唯一的全系列军需产品供应商，具有全产品系列、全战区覆盖、全过程服务的能力，占据军品市场 70% 的市场份额，目前国内只有际华集团有实力满足军队和武警部队批量大、品种多、交货期紧急等多方面的供货要求。

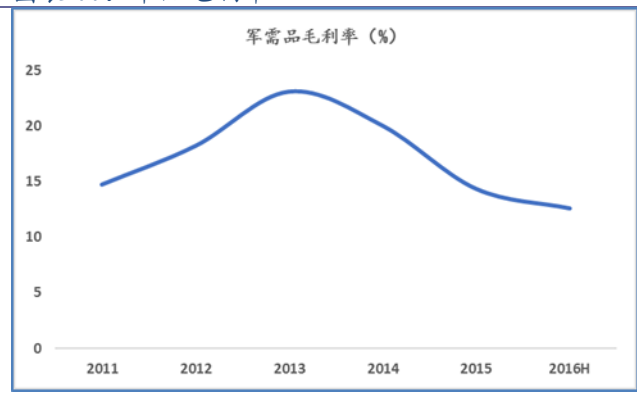
军品毛利率自 2013 年起呈现明显下滑。主要原因在于 13 年之前军方招标采用的是成本加成法，15 年改为采用低价竞标法，不符合商业规律。目前改为综合竞标法，对投标企业从研发实力、生产能力、质量一致性以及价格等因素进行综合考虑评价，预计 17 年军品毛利率会有所提升。且由于 2019 年是建国 70 周年，预计将进行大阅兵，18 年会有整体军队换装升级的需求，因此预计军品收入规模也会有所增长。

图表 10: 军品营收同比增速



资料来源: WIND, 太平洋证券整理

图表 11: 军品毛利率



资料来源: WIND, 太平洋证券整理

客户需求稳定: 作为军需企业, 公司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总部, 该两大客户 2009 年、2008 年、2007 年的营业收入分别占公司同期营业收入的 31.07%、34.09%、31.29%。2010 年后, 随着公司整体业务规模的不断扩大, 占比有所下降。**竞争对手无法撼动公司的龙头地位:** 公司在军品领域的竞争对手主要为北京亿都川服装有限公司、大连碧海服装有限公司, 这两家公司原为职业制服生产商, 后凭借 07 式军服换装进入军警职业制服市场, 与际华集团的军警职业制服生产形成直接竞争, 但其所占市场份额较小, 无法撼动公司在军服领域的龙头地位。

图表 12: 军品领域竞争对手情况

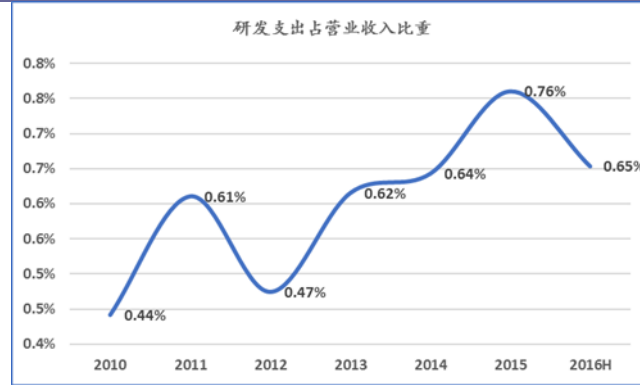
公司名称	注册资本	简介
北京亿都川服装有限公司	1.56 亿元	公司是国内规模较大的服装生产基地之一, 年生产能力达 150 万件套。2001 年被北京市卫生局定为卫生监督服装定点厂, 2003 年成为警服生产目录企业, 北京市国税局税务服装定点生产厂家。2006 年正式成为中国人民解放军和武警部队军礼服定点生产厂家。2007 年顺利完成 07 军官礼服换装任务。
大连碧海服装有限公司	5000 万元	碧海服装是国家公安部、最高人民法院、最高人民检察院; 中国人民解放军; 安全部、出入境检验检疫局、邮政总局、林业总局、农业部、渔政指挥中心等国家中央机关、中华全国律师协会、中国石油集团总公司、各大银行、公共事业、交通运输系统, 许多省市党政机关, 企事业单位等的职业服设计、生产单位。

资料来源: 公司公告、官方网站、太平洋证券整理

研发实力不断提升: 公司研发中心涵盖了产品开发、加工技术、制造工艺到生产管理、产品销售等各个环节。在境外, 际华集团分别在意大利科莫、维罗那设立了际华国际中心和鞋用大底

与成鞋设计中心，是米其林鞋靴大底的官方许可持有者；以此为基础构建了公司在海外的信息、设计、研发、技术培训和产品展示平台。在境内，际华集团实行研究总院、专业研究院、研究室三级研发管理体系，“三位一体”统筹推动公司的科技研发工作。研发支出占营业收入比重自 2010 年的 0.44% 提升至 2016 年中期的 0.65%。

图表 13：研发支出占营收比重

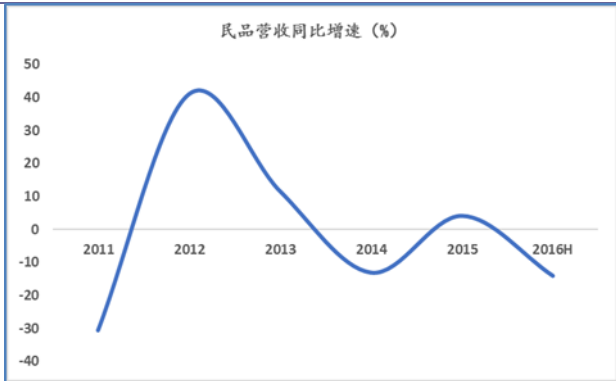


资料来源：公司公告，太平洋证券整理

1.3.2 民品：收入规模小幅下降，但盈利能力稳定

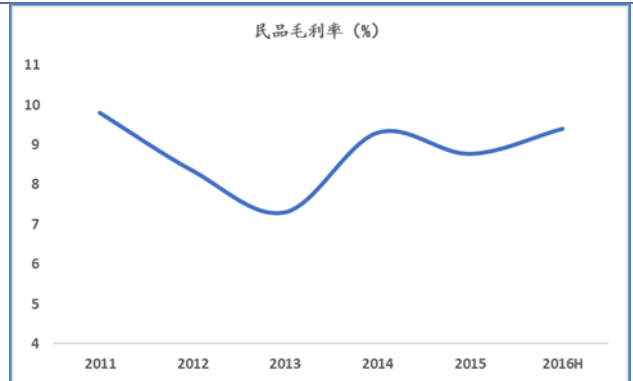
公司的民品业务自 2012 年起收入增速逐年放缓，毛利率维持在 7%-10% 之间，占据职业装市场 10% 的市场份额。民品毛利率低于军品的原因主要为：公司优先安排保障军需品的生产任务，行业制服等民用职业装作为均衡生产的补充，因此民品的订单规模较小，规模效应和议价能力都受到一定限制；另外，公司参与民品竞争的历史较短，厂商众多、市场竞争激烈，利润空间较小。

图表 14：民品营收同比增速 (%)



资料来源：WIND，太平洋证券整理

图表 15：民品毛利率 (%)



资料来源：WIND，太平洋证券整理

图表 16：民品领域竞争对手

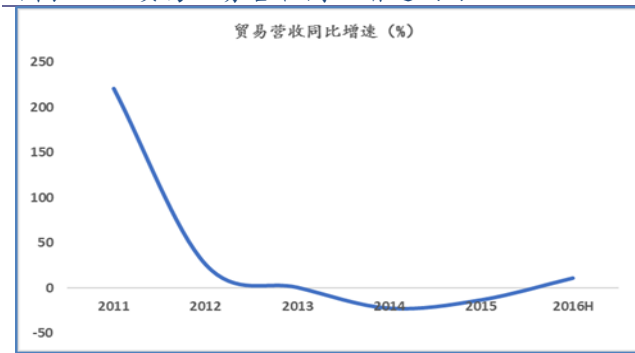
公司名称	注册资本	简介
宜禾股份有限公司	5000 万元	公司主要从事职业装的生产与销售，覆盖石化、石油、电力、机械制造、钢铁行业、新能源制造、电子行业、冶金行业，2012 年公司实现营业收入 4.45 亿元，净利润 2940 万元。
江苏卡斯迪莱服饰有限公司	5000 万元	公司是部队、武警、公、检、法、司、工商、税务、铁路、邮政、移动、联通等各类大型企业事业单位服饰的标准制定及生产定点企业
江苏阳光	17.8 亿元	2015 年公司面料收入 13.99 亿元
江苏红豆实业	16.5 亿元	2015 年公司服装业务实现收入 12.38 亿元
浙江乔治白服饰	3.55 亿元	2015 年公司实现销售收入 6.72 亿元

资料来源：公司公告，太平洋证券整理

1.3.3 贸易：盈利水平低，未来会主动减少贸易业务收入规模

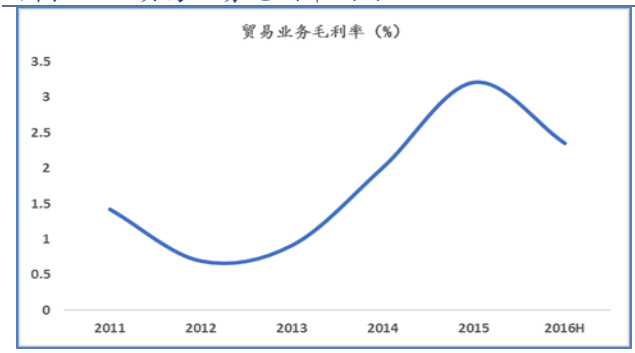
贸易业务由于毛利率较低，只有 3% 左右，公司未来将会主动减少贸易业务规模。（贸易是指沿着产业链延伸的物资，如棉花、橡胶等）。

图表 17：贸易业务营收同比增速 (%)



资料来源：WIND，太平洋证券整理

图表 18：贸易业务毛利率 (%)

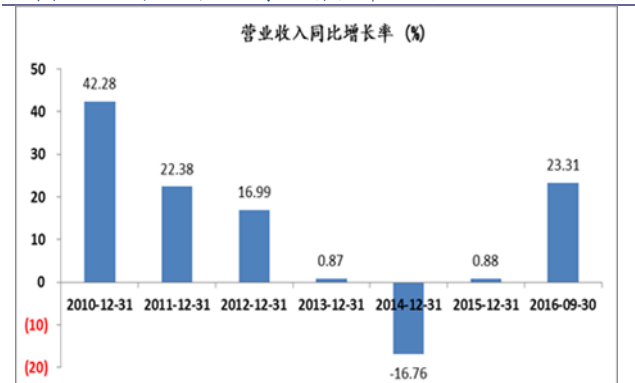


资料来源：WIND，太平洋证券整理

1.4 财务状况分析

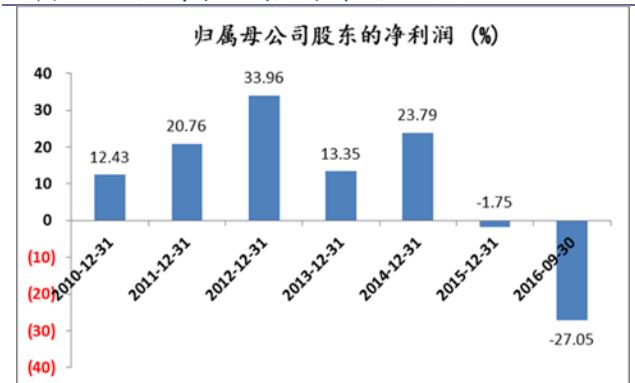
自 2010 年上市至今，营业收入年均增速约为 13.33%，归母净利润年均同比增长率约为 11.08%，成长能力稳定。

图表 19：营业收入同比增长率 (%)



资料来源：WIND，太平洋证券整理

图表 20：归属母公司股东净利润 (%)

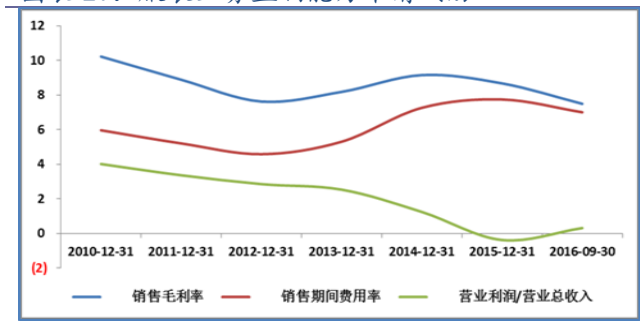


资料来源：WIND，太平洋证券整理

“服装业务+土地处置+政府补贴”成为净利润的三大来源：

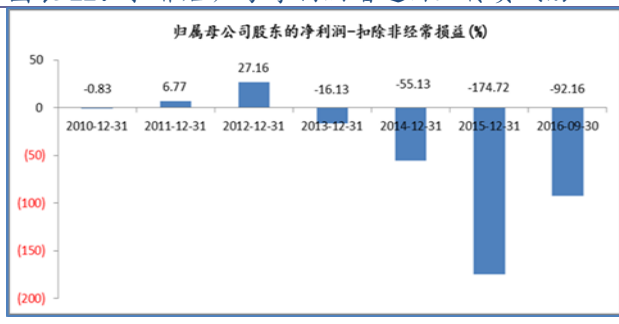
- **服装业务盈利能力下降：**从服装业务的盈利能力的角度看，由于上文提到的军品招标模式改变，市场竞争激烈导致公司的综合毛利率自 2010 年的 10.22% 下滑至 2016 年前三季度的 7.49%；同时由于公司处于快速发展期，期间费用率自 2010 年的 5.96% 上升至 2016 年前三季度的 7%；因此，盈利能力下滑，营业利润率自 2010 年的 4.01% 下滑至 2016 年前三季度的 0.3%。

图表 21：服装业务盈利能力下滑 (%)



资料来源：WIND，太平洋证券整理

图表 22：扣非后归母净利润增速由正转负 (%)



资料来源：WIND，太平洋证券整理

- **实施“出城入园”政策，土地处置收益大增：**公司大部分企业地处城市核心区，如天津、西安、南京、武汉、岳阳、重庆等城区土地已面临生产业务外迁，结合当地政府出城入园计划和企业老厂区土地资产开发或实施政府收储的客观要求，预计十三五期间仍会有一些规模的土地开发收益或土地处置收益实现。

图表 23：公司近年来土地处置情况汇总

处置时间	子公司	位置	面积 (平方米)	总补偿价款	处置收益 (税前)
2016年12月	3542公司、新45公司	襄阳市樊城区人民路 140 号、樊城区松鹤路云兴路 6 号	254022.2	7.75亿元	5.14亿元
2016年12月	华津制药	天津市河北区水产前街 28 号	63936.6	不低于5亿元	4.45亿元
2016年6月	3517公司	岳阳路汴和园路以东、际华路两侧	176013.5	1.67亿元	1.07亿元
2016年合计				14.42亿元	10.66亿元
2015年12月	3517公司	汴和园路以东、际华路两侧	60903.8	1.3亿元	1.04亿元
2015年5月	3512公司	兰州市城关区北滨河东路 398 号	81440.9	11.62亿元	10.81亿元
2015年合计				12.92亿元	11.85亿元
2014年12月	3522公司	天津市河东区万东路 118 号	69415.2	3.86亿元	3.12亿元
2014年12月	3521公司	南京市江宁区天元中路	44558.2	2.1亿元	1.65亿元
2014年合计				5.96亿元	4.77亿元
2013年12月	3504公司	吉林省长春市经济开发区东南湖大路 2351 号	40000	1.95亿元	1.55亿元
2013年合计				1.95亿元	1.55亿元
合计				35.25亿元	28.83亿元

资料来源：公司公告，太平洋证券整理

- **政府补贴对利润形成有益补充：**公司对环保滤材、原料药开发、高端纺织技术、防护装

备等项目进行前瞻性研发创新，积极申请政府补贴资金和国家专项基金支持，政府补贴对利润形成了有益补充，并以此提升了公司可持续发展能力。

图表 24：营业外收入构成

单位：万元	2010年	2011年	2012年	2013年	2014年	2015年
营业外收入	8239	17969	39540	60576	117922	179360
其中：非流动资产处置利得	1651	3064	3433	21643	53035	121488
政府补助	5896	14075	34541	33408	61483	56726

资料来源：WIND，太平洋证券整理

二、募投项目分析

公司非公开发行 A 股股票拟募集资金总额不超过 44 亿元，扣除发行费用后的募集资金净额将用于际华集团终端市场网络建设项目、重庆际华园目的地中心项目一期二阶段、际华园·长春目的地中心一期项目二阶段、际华园扬中项目、际华园西安项目、际华园咸宁项目、际华园清远项目，共 7 个项目。

图表 25：募投项目情况

	项目名称	拟使用募集资金规模（亿元）
1	际华集团终端市场网络建设项目	3
2	重庆际华园目的地中心项目一期二阶段	4.5
3	长春际华园目的地中心一期项目二阶段	4.5
4	际华园扬中项目	8
5	际华园西安项目	8
6	际华园咸宁项目	8
7	际华园清远项目	8
	合计	44

资料来源：公司公告，太平洋证券整理

2.1 转型升级，打造际华园项目，成为新的利润增长点

公司定增项目中包含 41 亿元投资际华园（重庆、长春、扬中、西安、咸宁、清远）项目，打造“1+X”新型业态，作为制造业和商贸服务业的有机结合体，其主要由购物中心、室内运动中心、酒店及特色餐饮服务组成。

2.1.1 选址均位于经济发达区域内，交通便利，依靠大都市，远离大都市，投资成本低

● 重庆际华园：立足重庆、辐射西南

重庆际华园位于重庆市两江新区，占地面积 62.2 公顷，位于两江国际影视城对面一公里的距离，距离重庆市中心 40 分钟车程，从重庆机场驱车前往仅需 30 分钟，覆盖项目周围 1 小时车程内的居民达到 1000 万人，在 G5001 高速公路上设有重庆际华园专用出口，轻轨 4 号线、公交专线

已经投入建设并将于近期开通。

图表 26: 重庆际华园紧邻两江国际影视城



资料来源: 公司公告, 太平洋证券整理

图表 27: 重庆际华园平面图



资料来源: 公司公告, 太平洋证券整理

● **长春际华园: 立足长春、辐射东三省**

长春际华园位于长春市东北部地区, 长春兴隆综合保税区配套服务区内, 背靠卡伦湖, 紧邻机场大路, 距离长春市中心 16 公里, 距离长春龙嘉机场 18 公里, 10-15 分钟车程可到达。该选址 90 分钟车程的辐射区可以覆盖潜在游客人数 1200 多万人, 120 分钟车程辐射区可以覆盖潜在游客约 1990 万人。

图表 28: 长春际华园地理位置



资料来源: 公司公告, 太平洋证券整理

● **清远际华园: 辐射珠三角**

清远际华园位于广东省清远市莲湖区高科技园, 规划面积 41 万平方米, 其中购物区约 4 万平方米。从地理位置上看, 接壤广州花都区, 毗邻银盏轻轨站, 出于广清高速公路出口, 距离白云机场车程 40 分钟, 距离广州市中心 50 分钟车程, 距离长隆野生动物园仅 500 米。该项目选址 90

分钟车程的辐射区可以覆盖潜在游客人数 3500 万人,180 分钟车程辐射区可以覆盖约 7480 万人。

图表 29: 清远际华园地理位置



资料来源: 公司公告, 太平洋证券整理

- 西安际华园位于西安市咸阳新区, 地处张裕瑞那城堡酒庄附近, 规划面积 27 万平方米, 购物区约 5 万平方米。与新机场高速、福银高速公路毗邻, 距离机场 6 公里。
- 咸宁际华园, 位于湖北省咸宁市与武汉市临界处, 温泉之乡, 地处北京-珠海高速公路咸宁北出口附近, 距离武汉市中心约 1 小时车程, 规划面积 34 万平米, 购物区约占 5 万平米。“咸宁一小时经济圈”内, 即 3 小时车程内, 预计可以吸引所有潜在游客群体的 15% 到 20%, 目标游客群体在 1200 万到 2000 万人之间。
- 扬中际华园, 位于扬中市泰镇高速扬中出口, 一小时车程内覆盖区域有泰州、扬州、镇江、常州; 1.5 小时车程内覆盖有南京、无锡、南通等城市, 该区域覆盖人口达到 1650 万人。规划面积 27 万平方米, 购物面积 3 万平方米。

2.1.2 “1+X” 独特的商业模式

“1”是指购物中心, 既能够与公司 JH1912 品牌形成协同发展效应, 又覆盖了餐饮娱乐等传统购物中心必备的元素, 招商团队由具有丰富经验的美国维特集团负责 (美国维特集团具有 20 多年在美国和中国投资开发大型商业、高端住宅项目的经验, 包括佛罗伦萨小镇、创意米兰和 V1 汽车世界。双方将在际华园、服装、保理、海外业务拓展方面进行合作, 合作期限 3 年), 每个购物中心的面积为 3-6 万平米, 预计年收入为 2.5 亿元。引入的品牌中, 国际一线品牌占比 10%, 国际轻奢品牌占比 20%, 国际国内其他知名品牌占比 70%, 扣点数类似佛罗伦萨小镇 12-18% 的扣点数。

“X”是指引入全新的商业模式, 包括风洞跳伞、冲浪、攀岩、赛车、滑雪等体育项目:

- 室内跳伞: 际华园拥有全球第 25 座单体建筑双风洞布局, 在室内就可以模拟空中飞行的感觉。

- 室内攀岩：际华园拥有超过 1600 平方米的攀岩区，为中国最大的室内攀岩场馆
- 室内冲浪：国际奥委会于 2016 年 8 月宣布将竞技攀岩、冲浪纳入比赛项目，将于 2020 年东京奥运会首次亮相，际华园的室内冲浪设备或将成为国家体育总局训练场地。

图表 30：室内风洞跳伞



资料来源：际华园宣传册，太平洋证券整理

图表 31：室内滑雪



资料来源：际华园宣传册，太平洋证券整理

图表 32：室内攀岩



资料来源：际华园宣传册，太平洋证券整理

图表 33：室内冲浪



资料来源：际华园宣传册，太平洋证券整理

2.2 进军品牌服饰零售领域，打造 JH1912 品牌

目前 JH1912 有 50 家自营店铺，未来计划扩张到 500 家，其中 100 家是自持物业，400 家为租赁，采用线上线下协同发展模式，品牌定位中高端，通过与世界著名设计师合作，由设立在中国、美国洛杉矶和意大利古比奥的设计工作室三地联动负责研发，绝大部分产品的生产交由公司所属企业进行生产，部分产品由外部企业代加工。

图表 34：JH1912 宣传图



资料来源：WIND，太平洋证券整理

三、 盈利预测及投资建议

3.1 盈利预测

● 盈利预测假设

1、分业务预测：1)、民品收入保持稳定增长，毛利率小幅提升；2)、军品收入由于 17 年招标政策改为综合招标法，因此预计军品毛利率提升、订单规模会增加。19 年军队装备升级会在 18 年释放订单，因此 18 年军品订单会大幅增长。另外，公司加强研发实力，提升产品的科技含量，也会促进毛利率提升；3)、贸易业务由于毛利率低，公司主动放慢贸易业务收入增长速度。

2、三项费用率小幅稳定下降。

3、不考虑资产减值损失。

4、保守预计土地处置收益以及政府补贴合计金额 2016 年-2018 年分别为 14.16 亿元、12.5 亿元、10 亿元。

5、所得税率 25%。

图表 35: 分业务收入增速及毛利率预测

单位: 万元	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
民品	885005	921334	921334	985827	1084410
YOY	-13.13%	4.10%	0%	7%	10%
毛利率	9.31%	8.78%	9.42%	9.45%	9.48%
收入占比	40.23%	41.54%	37.13%	35.26%	32.17%
军品	478498	575076	690091	897118	1345677
YOY	-10.94%	20.18%	20%	30%	50%
毛利率	20.05%	14.37%	13.50%	14.50%	15%
收入占比	21.75%	25.93%	27.81%	32.08%	39.92%
贸易及其他	914791	790639	869703	913188	940583
YOY	-22.76%	-13.57%	10%	5%	3%
毛利率	2.01%	3.21%	2.38%	2.40%	2.42%
收入占比	41.59%	35.65%	35.05%	32.66%	27.90%
营业收入合计	2224123	2243756	2481127	2796133	3370670
YOY	-16.76%	0.88%	10.58%	12.70%	20.55%
毛利率(%)	9.15%	8.67%	8.09%	8.77%	9.71%

资料来源: WIND, 太平洋证券整理

图表 36: 利润表预测

利润表	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入	22241.23	22437.56	24811.46	27962.51	33708.81
营业收入YOY	-16.76%	0.88%	10.58%	12.70%	20.55%
减: 营业成本	20207.20	20492.42	22804.21	25510.20	30435.68
营业税金及附加	36.28	52.81	45.42	51.19	61.71
营业费用	470.47	524.06	446.61	489.34	579.79
管理费用	1027.06	1057.17	1116.52	1230.35	1449.48
财务费用	117.61	155.59	167.21	120.94	89.74
资产减值损失	124.23	248.93	5.00	0.00	0.00
加: 投资收益	16.68	7.74	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	275.06	-85.67	226.50	560.49	1092.40
加: 其他非经营损益	1135.05	1735.84	1416.00	1250.00	1000.00
利润总额	1410.11	1650.16	1642.50	1810.49	2092.40
减: 所得税	278.36	522.73	410.62	452.62	523.10
净利润	1131.75	1127.43	1231.87	1357.87	1569.30
净利润YOY	19.65%	-0.38%	9.26%	10.23%	15.57%
减: 少数股东损益	-41.49	-25.21	-27.55	-30.37	-35.10
归属母公司股东净利润	1173.24	1152.65	1259.42	1388.23	1604.40
总股本	3857	3857	3857	3857	3857
EPS	0.30	0.30	0.33	0.36	0.42

资料来源: WIND, 太平洋证券整理

3.2 估值及投资建议

由于际华园项目前期投入较大，且回收期较长，因此暂不考虑际华园对公司业绩的贡献。保守预计公司 2016-2018 年 EPS 分别为 0.33 元、0.36 元、0.42 元，对应的市盈率为 28 倍、25 倍、22 倍，定增价格为 8.19 元，具备一定的安全边际。若扣除掉新兴际华集团持有的 66.33% 股份以及中央汇金持有的 3.55% 股份，实际流通的市值仅为不到 110 亿元，给予“买入”评级。

四、 风险提示

- 1、国家在军需被装方面的政策和其采购量受多种因素的影响，包括国内外政治局势、国防和外交政策、军队及武警数量、国防开支预算、换装频率等。如果军队、武警部队由于政策调整或其他原因对公司产品的需求降低，有可能对公司的经营业绩产生影响。
- 2、际华园项目进展及盈利情况低于预期。
- 3、JH1912 品牌建设进度不达预期。

投资评级说明

1、行业评级

看好：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；

看淡：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。

2、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；

持有：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%。



研究院/机构业务部

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

电话： (8610) 88321761/88321717

传真： (8610) 88321566

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。