

际华集团 (601718.SH)

公司快报

最大军需轻工企业，休闲体育综合商业项目稳步推进

投资要点

- ◆ **国内最大军需轻工生产企业，军品订单恢复提升盈利水平：**际华集团为国内最大的军需轻工生产企业，市场占有率约70%。公司拥有职业装、纺织印染、职业鞋靴、防护装具的全产业链制造板块以及自有高端户外休闲品牌“JH1912”。
- ◆ **截至2016年上半年，公司营收118.8亿元，同比增长3.46%，其中民品收入39.8亿元（占比34%），军品33.2亿元（占比28%），贸易47.2亿元（以上数据未扣除内部抵消），营收增长主要来源于军品订单增长，由2015年同期的27.22亿元增长至33.2亿元，同比增长21.96%。**由于市场竞争激烈，公司民品订单的毛利率约8-10%，而军品订单毛利率虽然受到部队采购制度改革的影响有所下滑，但仍然在双位数以上，军品订单的恢复和收入占比得升，使得公司整体盈利水平上升。
- ◆ **从需求端看，我国国防预算2017年有望保持增长，同时进入单兵一体化功能性服装及配套类产品研发配备期，军需品的需求数量和产品结构将会出现变化，或将给公司带来新的机遇。**公司也积极提升新产品研发能力，与有技术优势的外部企业合作，公司3月17日公告，与珠海光驭科技签署战略合作协议，将在单兵防护技术领域、建筑光学节能防护领域、其它新材料领域以及海外业务合作领域展开研发、成果转化、产业化等方面的合作。
- ◆ **JH1912是公司打造的高端休闲户外品牌，截至2015年底终端门店50家（其中新开25家），实现收入3290万，目前在公司收入构成中占比还较小，对公司业绩影响有限。**但随着非公开增发的实施，JH1912的终端扩展将加速，根据预案公告，线下将通过购置以及租赁商业中心铺面的形式计划开设500家“JH1912”实体店，其中拟购置100家，租赁400家，线下终端数量将大幅提升。
- ◆ **“际华园”项目稳步推进，打造休闲体育、商业购物综合体，形成新收入增长点：**公司“际华园”项目稳步推进，构建以商业购物、休闲体育为特色的商业综合体，完善公司业务收入结构。在休闲体育项目的储备上，2017年以来，公司先后与Walltopia、国家体育总局航管中心签署战略合作协议，有利于加快公司际华园项目中体育项目的推进。公司的非公开增发已通过证监会核准，发行5.35亿股，价格不低于8.19元，募集资金总额不超过44亿元，主要用于重庆、长春、扬中、西安、咸宁、清远项目的建设，随着非公开增发的实施到资金到位，际华园项目有望加速推进。目前，重庆际华园休闲体育项目已经于去年十一期间对外开放，包括室内冲浪、室内攀岩、空中滑索等体育休闲项目，购物中心一期预计今年五一试营业，滑雪项目在内的其它业态还在建设中。
- ◆ **公司土地储备丰富+政府补助，业绩有保障。**除军品、民品订单以及贸易带来的主业利润外，公司2013-2016年，先后处置子公司位于城市土地1200余亩，累计处置收益预计约29亿元（税费前）。2013-2015年营业外收入分别为6.06亿、11.79

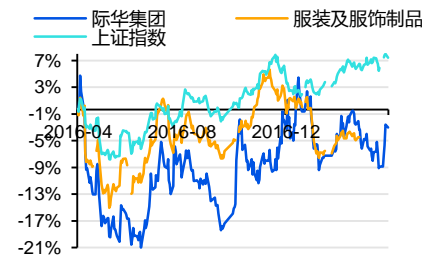
纺织服装 | 服装及服饰制品 III

投资评级	买入-A(首次)
6个月目标价	13元
股价(2017-04-10)	8.99元

交易数据

总市值(百万元)	34,674.43
流通市值(百万元)	34,674.43
总股本(百万股)	3,857.00
流通股本(百万股)	3,857.00
12个月价格区间	7.12/9.84元

一年股价表现



资料来源：贝格数据

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	1.57	-4.83	-11.37
绝对收益	3.33	-1.43	-1.84

分析师

王冯
 SAC 执业证书编号：S0910516120001
 wangfeng@huajinsec.cn

相关报告

亿、17.94 亿, 对业绩贡献明显。从最新财报看, 2016 年三季度截止营业外收入 9.76 亿元。公司在近年储备的土地资产较丰富, 土地处置收益和政府补助进一步保障公司业绩。

- ◆ **管理层市场化选聘、激励机制完善, 期待效率提升。**公司控股股东新兴际华集团是作为国资委开展董事会行使高级管理人员选聘、业绩考核和薪酬管理职权试点之一, 目前公司已经完成总经理及其他高级管理人员的市场化选聘工作, 在管理层构建起市场化选聘机制和以“经营业绩考核责任书、业绩考核办法、薪酬管理办法”为主要内容的契约化管理模式。通过市场化选聘以及业绩考核、薪酬激励机制, 期待公司经营效率提升, 业绩提升。
- ◆ **投资建议:**我们预测公司 2016 年至 2018 年每股收益分别为 0.31、0.34 和 0.39 元。给予买入-A 建议, 6 个月目标价为 13 元, 相当于 2017 年 38 倍的动态市盈率。
- ◆ **风险提示:**裁军预期, 服装类订单不达预期; 际华园项目推进不达预期。

财务数据与估值

会计年度	2014	2015	2016E	2017E	2018E
主营收入(百万元)	22,241.2	22,437.6	24,681.3	26,655.8	29,321.4
同比增长(%)	-16.8%	0.9%	10.0%	8.0%	10.0%
营业利润(百万元)	275.1	-85.7	89.4	371.6	705.8
同比增长(%)	-59.3%	-131.1%	-204.4%	315.5%	89.9%
净利润(百万元)	1,173.2	1,152.6	1,182.3	1,326.3	1,500.4
同比增长(%)	23.8%	-1.8%	2.6%	12.2%	13.1%
每股收益(元)	0.30	0.30	0.31	0.34	0.39
PE	32.5	33.1	32.3	28.8	25.4
PB	3.2	3.0	2.7	2.5	2.3

数据来源: 贝格数据, 华金证券研究所

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E	(百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	22,241.2	22,437.6	24,681.3	26,655.8	29,321.4	年增长率					
减:营业成本	20,207.2	20,492.4	22,706.8	24,256.8	26,389.3	营业收入增长率	-16.8%	0.9%	10.0%	8.0%	10.0%
营业税费	36.3	52.8	59.2	64.0	69.9	营业利润增长率	-59.3%	-131.1	-204.4	315.5%	89.9%
销售费用	470.5	524.1	567.7	613.1	674.4	净利润增长率	23.8%	-1.8%	2.6%	12.2%	13.1%
管理费用	1,027.1	1,057.2	1,160.0	1,252.8	1,378.1	EBITDA 增长率	-30.6%	-40.3%	-3.2%	58.3%	46.7%
财务费用	117.6	155.6	-36.0	-63.4	-74.8	EBIT 增长率	-46.8%	-82.2%	-23.5%	476.5%	104.7%
资产减值损失	124.2	248.9	146.7	173.3	189.6	NOPLAT 增长率	-43.6%	-84.8%	-16.1%	476.5%	104.7%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	22.6%	7.5%	1.8%	-0.9%	0.3%
投资和汇兑收益	16.7	7.7	12.5	12.3	10.9	净资产增长率	9.6%	7.0%	8.2%	7.7%	8.1%
营业利润	275.1	-85.7	89.4	371.6	705.8	盈利能力					
加:营业外净收支	1,135.0	1,735.8	1,455.5	1,351.2	1,249.6	毛利率	9.1%	8.7%	8.0%	9.0%	10.0%
利润总额	1,410.1	1,650.2	1,545.0	1,722.8	1,955.5	营业利润率	1.2%	-0.4%	0.4%	1.4%	2.4%
减:所得税	278.4	522.7	386.2	430.7	488.9	净利润率	5.3%	5.1%	4.8%	5.0%	5.1%
净利润	1,173.2	1,152.6	1,182.3	1,326.3	1,500.4	EBITDA/营业收入	3.4%	2.0%	1.8%	2.6%	3.5%
						EBIT/营业收入	1.8%	0.3%	0.2%	1.2%	2.2%
资产负债表						偿债能力					
	2014	2015	2016E	2017E	2018E	资产负债率	41.1%	48.3%	44.3%	45.9%	42.3%
货币资金	4,434.7	5,715.5	6,116.0	7,300.1	8,523.7	负债权益比	69.8%	93.4%	79.5%	84.8%	73.2%
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动比率	1.79	2.21	2.75	2.52	3.02
应收帐款	2,535.6	2,340.2	1,959.9	3,150.4	2,550.1	速动比率	1.25	1.57	2.08	1.80	2.32
应收票据	472.5	456.4	519.6	600.6	601.3	利息保障倍数	3.34	0.45	-1.49	-4.86	-8.43
预付帐款	981.2	856.4	1,742.6	927.2	1,836.6	营运能力					
存货	3,617.1	3,908.7	3,368.3	4,901.9	4,146.7	固定资产周转天数	51	52	45	38	30
其他流动资产	88.5	157.5	200.7	200.9	186.4	流动营业资本周转天数	45	41	35	39	39
可供出售金融资产	147.2	142.1	142.0	143.8	142.6	流动资产周转天数	192	205	199	209	214
持有至到期投资	5.1	5.1	5.8	5.4	5.4	应收帐款周转天数	33	39	31	35	35
长期股权投资	6.3	6.1	6.1	6.1	6.1	存货周转天数	55	60	53	56	56
投资性房地产	281.7	281.4	281.4	281.4	281.4	总资产周转天数	319	369	370	362	348
固定资产	3,181.6	3,240.3	2,934.5	2,628.8	2,323.0	投资资本周转天数	120	136	129	120	109
在建工程	671.3	1,573.4	1,573.4	1,573.4	1,573.4	费用率					
无形资产	3,023.2	3,457.9	3,380.3	3,302.6	3,225.0	销售费用率	2.1%	2.3%	2.3%	2.3%	2.3%
其他非流动资产	1,307.6	3,162.4	3,179.9	3,165.4	3,150.9	管理费用率	4.6%	4.7%	4.7%	4.7%	4.7%
资产总额	20,753.7	25,303.4	25,410.5	28,187.9	28,552.6	财务费用率	0.5%	0.7%	-0.1%	-0.2%	-0.3%
短期债务	2,084.9	462.4	-	-	-	三费/营业收入	7.3%	7.7%	6.9%	6.8%	6.7%
应付帐款	2,756.1	3,144.0	2,534.1	3,907.6	3,160.6	投资回报率					
应付票据	478.3	659.1	468.3	840.8	558.9	ROE	9.8%	9.0%	8.5%	8.8%	9.2%
其他流动负债	1,472.6	1,809.1	2,063.5	2,022.0	2,192.9	ROA	5.5%	4.5%	4.6%	4.6%	5.1%
长期借款	-	36.8	-	-	-	ROIC	4.7%	0.6%	0.5%	2.6%	5.3%
其他非流动负债	1,740.2	6,109.7	6,184.5	6,166.2	6,153.5	分红指标					
负债总额	8,532.1	12,221.1	11,250.5	12,936.6	12,065.9	DPS(元)	0.05	0.05	0.05	0.05	0.06
少数股东权益	290.4	248.6	225.0	190.8	157.0	分红比率	15.1%	15.4%	15.3%	15.3%	15.3%
股本	3,857.0	3,857.0	3,857.0	3,857.0	3,857.0	股息收益率	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%	0.6%
留存收益	8,099.1	9,077.1	10,078.0	11,203.4	12,472.6						
股东权益	12,221.6	13,082.3	14,160.1	15,251.3	16,486.7						
现金流量表						业绩和估值指标					
	2014	2015	2016E	2017E	2018E		2014	2015	2016E	2017E	2018E
净利润	1,131.7	1,127.4	1,182.3	1,326.3	1,500.4	EPS(元)	0.30	0.30	0.31	0.34	0.39
加:折旧和摊销	372.3	394.1	383.4	383.4	383.4	BVPS(元)	3.09	3.33	3.61	3.90	4.23
资产减值准备	124.2	248.9	-	-	-	PE(X)	32.5	33.1	32.3	28.8	25.4
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	3.2	3.0	2.7	2.5	2.3
财务费用	154.0	195.3	-36.0	-63.4	-74.8	P/FCF	58.9	11.2	72.8	27.1	25.9
投资损失	-16.7	-7.7	-12.5	-12.3	-10.9	P/S	1.7	1.7	1.5	1.4	1.3
少数股东损益	-41.5	-25.2	-23.6	-34.2	-33.8	EV/EBITDA	45.5	75.5	75.9	46.2	30.3
营运资金的变动	-891.1	-2,031.1	-556.5	-289.8	-397.3	CAGR(%)	4.5%	9.2%	7.0%	4.5%	9.2%
经营活动产生现金流量	374.4	505.5	937.1	1,310.0	1,367.0	PEG	7.2	3.6	4.6	6.4	2.8
投资活动产生现金流量	-35.3	-3,997.9	11.3	10.8	12.3	ROIC/WACC	0.5	0.1	0.0	0.3	0.5
融资活动产生现金流量	992.6	2,773.9	-547.9	-136.6	-155.7						

资料来源: 贝格数据华金证券研究所

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；

增持—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；

分析师声明

王冯声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

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。投资者对其投资行为负完全责任，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。

华金证券股份有限公司

地址：上海市浦东新区杨高南路 759 号（陆家嘴世纪金融广场）30 层

电话：021-20655588

网址：www.huajinsec.cn