

2017年04月26日

# 际华集团 (601718.SH)

## 公司快报

### 营业外收入贡献业绩，休闲体育商业项目稳步推进

#### 事件

公司发布 2016 年年报, 实现销售收入 271.55 亿元 (+21.03%), 归母净利润 12.23 亿元 (6.08%), 每股收益 0.32 元/股。公司 2016 年利润分配方案: 以利润分配时 A 股股权登记日的总股本为基数, 向全体股东每 10 股派发现金股利人民币 0.48 元。第四季度, 公司实现营收 85.86 亿元 (+16.36%), 归母净利润为 4.53 亿元 (+362.22%)。2017 年一季度报, 公司实现营业收入 59.25 亿元 (+6.5%), 实现归母净利润 2.78 亿元 (+38.78%)。

#### 投资要点

◆ **国内最大军需轻工生产企业, 军品订单恢复有利于盈利水平回升**: 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”。际华集团为国内最大的军需轻工生产企业, 军需品(服装、鞋、帽、配饰等)市场份额 70% 左右, 以及公安、司法、检察院、法院、工商、税务、铁路、交通等 14 个国家统一着装部门制服市场 10% 左右的份额, 并在央企工装、行业制服等市场占有一定份额。

报告期内, 公司实现营收 271.55 亿元, 同比增长 21.03pct。分品类来看, 销售职业装占比 15.63%, 职业鞋靴占比 15.54%, 皮革皮鞋占比 9.07%, 纺织印染占比 10.13%, 防护装具占比 6.72%, 贸易及其他业务占比 42.91% (其中, 品牌服装占比 0.13%, 际华园占比 0.01%)。从需求端看, 预计从 2017 年开始进入单兵一体化产品研发配备期, 军需品的需求数量和产品结构将会发生变化。公司凭借单兵一体化战术防护系统研究项目, 已被陆军部列入第一批单兵装备供应商名录。

公司 16 年营收增长主要来源于军品订单增长, 由 2015 年同期的 57.51 元增长至 58.30 亿, 同比增长 1.39pct。民品业务营收增长 10.33% 至 101.65 亿元, 由于市场竞争激烈, 公司民品订单的毛利率为 7.91%, 而军品订单毛利率近 15%, 军品订单的恢复和收入提升, 有利于提升整体盈利水平。贸易及其它业务同比增长 52% 至 120 亿元, 但毛利率减少 1.77 个百分点至 1.44%。贸易增长主要是公司开展与主业产业链上下游相关的业务增加。

在自有品牌打造上, 高端户外休闲品牌“JH1912”在报告期内共设立 51 家实体店, 相比 2015 年净增加 1 家, 线上“天猫”店已经正式运营, 正搭建其它线上销售平台。JH1912 整体销售收入占公司总收入比仅 0.13%。随着非公开增收的实施, 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, 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**: 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。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

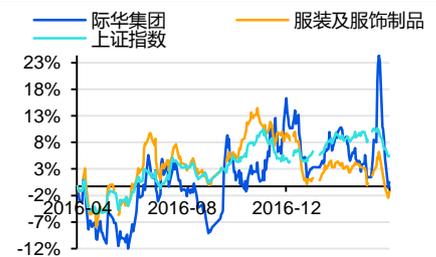
纺织服装 | 服装及服饰制品 III

投资评级	买入-A(维持)
6 个月目标价	13 元
股价(2017-04-25)	8.37 元

#### 交易数据

总市值 (百万元)	36,757.94
流通市值 (百万元)	32,283.09
总股本 (百万股)	4,391.63
流通股本 (百万股)	3,857.00
12 个月价格区间	7.12/10.91 元

#### 一年股价表现



资料来源: 贝格数据

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	0.89	-2.09	-7.85
绝对收益	-3.24	-2.56	-1.47

#### 分析师

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

#### 相关报告

际华集团: 最大军需轻工企业, 休闲体育综合商业项目稳步推进 2017-04-11

进项目的建设，随着非公开增发的资金到位，际华园项目有望加速推进。其中，重庆项目的室内极限运动场馆已于 2016 年 10 月投入试运行，时尚购物和餐饮娱乐将于 2017 年上半年陆续投入试运行，其他项目力争在 2018 年下半年完成建设。

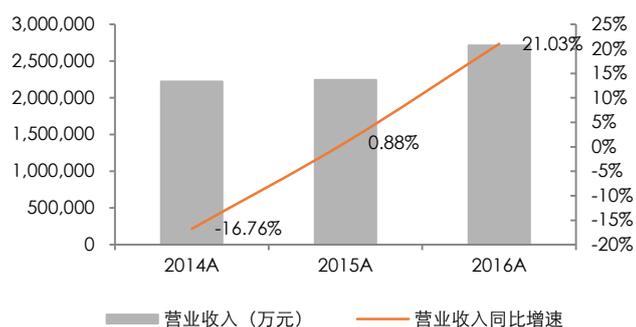
- ◆ **公司土地储备丰富+政府补助，业绩有保障**：除军品、民品订单以及贸易带来的主业利润外，公司 2013-2016 年，先后处置子公司位于城市土地 1200 余亩，累计处置收益预计约 29 亿元（税费前）。2014-2016 年营业外收入分别为 11.79 亿、17.94 亿、18.33 亿元，对业绩贡献明显。公司土地资产较丰富，土地处置收益和政店补助提升公司业绩。
- ◆ **投资建议**：公司 2016 年营业收入高于我们此前的预期，我们提高公司 2017 年至 2019 年的营业收入预测，预计公司 2017-2019 年营收分别为 299、329、361 亿元，每股收益分别为 0.32、0.34 和 0.35 元。维持买入-A 建议，6 个月目标价为 13 元，对应 2017-2019 年动态 PE 为 40 倍、38 倍和 37 倍。
- ◆ **风险提示**：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	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入(百万元)	22,437.6	27,155.3	29,870.9	32,858.0	36,143.8
同比增长(%)	0.9%	21.0%	10.0%	10.0%	10.0%
营业利润(百万元)	-85.7	-142.3	51.0	171.2	257.6
同比增长(%)	-131.1%	66.1%	-135.8%	236.1%	50.4%
净利润(百万元)	1,152.6	1,222.8	1,386.1	1,472.0	1,539.6
同比增长(%)	-1.8%	6.1%	13.4%	6.2%	4.6%
每股收益(元)	0.26	0.28	0.32	0.34	0.35
PE	31.7	29.9	26.4	24.8	23.7
PB	2.8	2.6	2.3	2.2	2.0

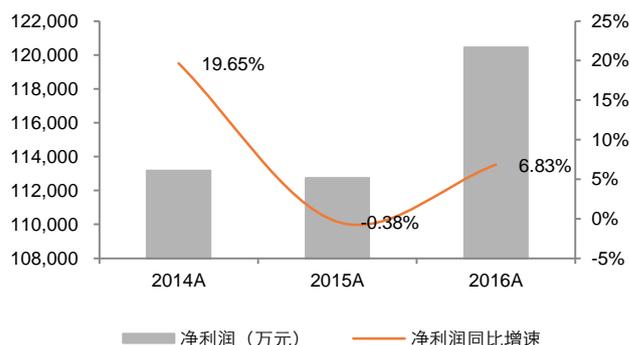
数据来源：贝格数据，华金证券研究所

图 1：公司营业收入及增速变化（万元，%）



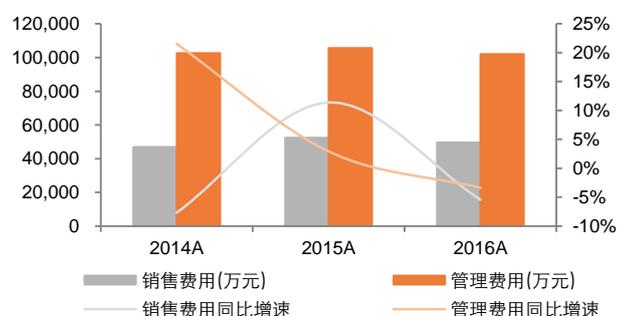
资料来源：Wind, 华金证券研究所

图 2：公司净利润及增速变化（万元，%）



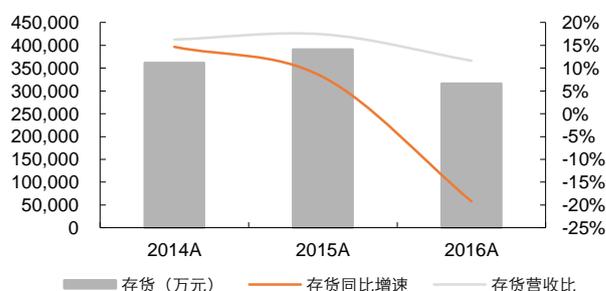
资料来源：Wind, 华金证券研究所

图 3：公司销售费用、管理费用及同比增速变化（万元，%）



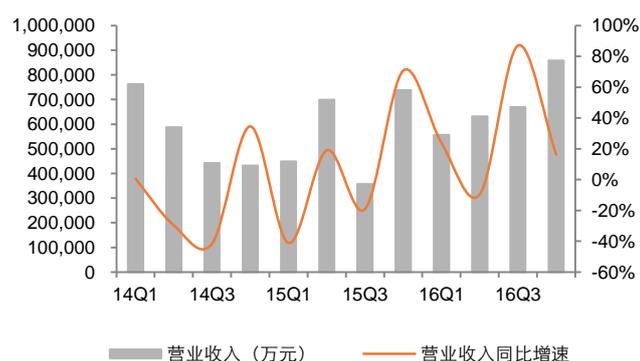
资料来源：Wind, 华金证券研究所

图 4：公司存货及同比增速变化（万元，%）



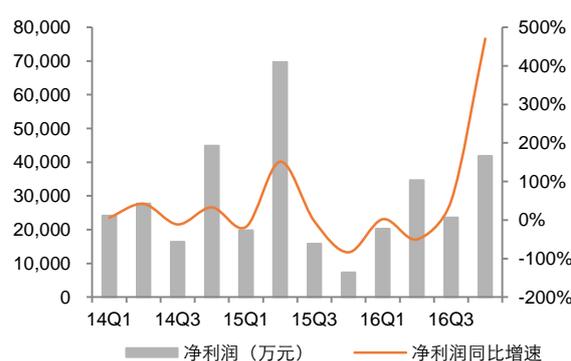
资料来源：Wind, 华金证券研究所

图 5：公司分季度营业收入及增速（万元，%）



资料来源：Wind, 华金证券研究所

图 6：公司分季度净利润及增速（万元，%）



资料来源：Wind, 华金证券研究所

**财务报表预测和估值数据汇总**

<b>利润表</b>						<b>财务指标</b>					
(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E	(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>营业收入</b>	22,437.6	27,155.3	29,870.9	32,858.0	36,143.8	<b>年增长率</b>					
减:营业成本	20,492.4	25,220.4	27,391.6	30,065.0	33,035.4	营业收入增长率	0.9%	21.0%	10.0%	10.0%	10.0%
营业税费	52.8	101.5	71.7	78.9	86.7	营业利润增长率	-131.1	66.1%	-135.8	236.1%	50.4%
销售费用	524.1	495.6	687.0	755.7	831.3	净利润增长率	-1.8%	6.1%	13.4%	6.2%	4.6%
管理费用	1,057.2	1,021.6	1,374.1	1,511.5	1,662.6	EBITDA 增长率	-40.3%	-14.6%	1.1%	25.9%	16.9%
财务费用	155.6	172.0	1.5	-17.8	-21.2	EBIT 增长率	-82.2%	-57.4%	76.4%	192.2%	54.1%
资产减值损失	248.9	292.3	300.0	300.0	297.4	NOPLAT 增长率	-84.8%	-54.5%	81.3%	192.2%	54.1%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	7.5%	17.4%	12.0%	-9.2%	8.4%
投资和汇兑收益	7.7	5.9	6.0	6.5	6.1	净资产增长率	7.0%	8.2%	12.3%	7.6%	7.4%
<b>营业利润</b>	-85.7	-142.3	51.0	171.2	257.6	<b>盈利能力</b>					
加:营业外净收支	1,735.8	1,793.0	1,752.5	1,751.4	1,754.5	毛利率	8.7%	7.1%	8.3%	8.5%	8.6%
<b>利润总额</b>	1,650.2	1,650.7	1,803.5	1,922.7	2,012.1	营业利润率	-0.4%	-0.5%	0.2%	0.5%	0.7%
减:所得税	522.7	446.3	450.9	480.7	503.0	净利润率	5.1%	4.5%	4.6%	4.5%	4.3%
<b>净利润</b>	1,152.6	1,222.8	1,386.1	1,472.0	1,539.6	EBITDA/营业收入	2.0%	1.4%	1.3%	1.5%	1.6%
						EBIT/营业收入	0.3%	0.1%	0.2%	0.5%	0.7%
<b>资产负债表</b>						<b>偿债能力</b>					
	2015	2016	2017E	2018E	2019E	资产负债率	48.3%	47.4%	45.3%	43.4%	43.4%
货币资金	5,715.5	6,059.3	5,991.7	8,284.0	8,695.2	负债权益比	93.4%	90.1%	82.7%	76.6%	76.8%
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动比率	2.21	2.18	2.40	2.61	2.61
应收帐款	2,340.2	3,431.2	2,676.9	4,270.5	3,301.0	速动比率	1.57	1.70	1.57	2.05	1.83
应收票据	456.4	726.3	569.0	836.4	726.1	利息保障倍数	0.45	0.17	33.92	-8.60	-11.14
预付帐款	856.4	955.0	1,670.5	908.5	1,882.5	<b>营运能力</b>					
存货	3,908.7	3,157.8	5,813.3	3,957.4	6,313.3	固定资产周转天数	52	47	45	38	31
其他流动资产	157.5	137.2	200.7	200.2	179.4	流动营业资本周转天数	41	28	36	38	37
可供出售金融资产	142.1	133.6	142.0	139.2	138.3	流动资产周转天数	205	185	189	194	197
持有至到期投资	5.1	5.1	5.1	5.1	5.1	应收帐款周转天数	39	38	37	38	38
长期股权投资	6.1	10.1	10.1	10.1	10.1	存货周转天数	60	47	54	54	51
投资性房地产	281.4	344.3	344.3	344.3	344.3	总资产周转天数	369	346	337	325	312
固定资产	3,240.3	3,832.3	3,563.2	3,294.2	3,025.1	投资资本周转天数	136	126	132	121	109
在建工程	1,573.4	1,547.9	1,547.9	1,547.9	1,547.9	<b>费用率</b>					
无形资产	3,457.9	4,200.8	4,132.8	4,064.8	3,996.9	销售费用率	2.3%	1.8%	2.3%	2.3%	2.3%
其他非流动资产	3,162.4	2,370.1	2,369.6	2,352.5	2,335.4	管理费用率	4.7%	3.8%	4.6%	4.6%	4.6%
<b>资产总额</b>	25,303.4	26,911.0	29,037.2	30,215.1	32,500.3	财务费用率	0.7%	0.6%	0.0%	-0.1%	-0.1%
短期债务	462.4	381.6	-	-	-	三费/营业收入	7.7%	6.2%	6.9%	6.8%	6.8%
应付帐款	3,144.0	3,420.9	3,946.9	4,242.8	4,585.1	<b>投资回报率</b>					
应付票据	659.1	575.5	896.4	689.0	1,022.5	ROE	9.0%	8.8%	8.8%	8.7%	8.4%
其他流动负债	1,809.1	2,256.6	2,216.7	2,131.6	2,486.2	ROA	4.5%	4.5%	4.7%	4.8%	4.6%
长期借款	36.8	176.8	-	-	-	ROIC	0.6%	0.2%	0.4%	1.0%	1.7%
其他非流动负债	6,109.7	5,946.3	6,084.6	6,044.3	6,025.1	<b>分红指标</b>					
<b>负债总额</b>	12,221.1	12,757.7	13,144.5	13,107.7	14,118.8	DPS(元)	0.04	0.04	0.05	0.05	0.05
少数股东权益	248.6	205.5	172.1	142.1	111.6	分红比率	15.4%	15.1%	15.2%	15.3%	15.2%
股本	3,857.0	3,857.0	4,391.6	4,391.6	4,391.6	股息收益率	0.5%	0.5%	0.6%	0.6%	0.6%
留存收益	9,077.1	10,145.4	11,328.9	12,573.7	13,878.2						
<b>股东权益</b>	13,082.3	14,153.3	15,892.6	17,107.4	18,381.5						
						<b>业绩和估值指标</b>					
<b>现金流量表</b>							2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	1,127.4	1,204.5	1,386.1	1,472.0	1,539.6	EPS(元)	0.26	0.28	0.32	0.34	0.35
加:折旧和摊销	394.1	374.0	337.1	337.1	337.1	BVPS(元)	2.92	3.18	3.58	3.86	4.16
资产减值准备	248.9	292.3	-	-	-	PE(X)	31.7	29.9	26.4	24.8	23.7
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	2.8	2.6	2.3	2.2	2.0
财务费用	195.3	252.2	1.5	-17.8	-21.2	P/FCF	10.7	-150.7	-88.6	14.4	55.5
投资损失	-7.7	-5.9	-6.0	-6.5	-6.1	P/S	1.6	1.3	1.2	1.1	1.0
少数股东损益	-25.2	-18.3	-33.5	-29.9	-30.5	EV/EBITDA	62.1	73.8	83.1	61.3	51.7
营运资金的变动	-2,031.1	1,071.3	-1,576.3	737.8	-1,201.3	CAGR(%)	8.5%	7.8%	6.1%	8.5%	7.8%
<b>经营活动产生现金流量</b>	505.5	1,125.8	108.9	2,492.5	617.5	PEG	3.7	3.8	4.3	2.9	3.0
<b>投资活动产生现金流量</b>	-3,997.9	-1,258.9	-3.1	9.7	7.0	ROIC/WACC	0.1	0.0	0.0	0.1	0.2
<b>融资活动产生现金流量</b>	2,773.9	-93.5	-173.5	-210.0	-213.4						

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