

民品结构升级，净利润高增长

际华集团 (601718.SH)

推荐 维持评级

投资要点：

- **前三季度收入增 25.88%、归属上市公司股东净利润增 35.83%**
1-9 月公司营业收入为 164.09 亿，同比增 25.88%；归属于上市公司股东净利润 5.39 亿，同比增 35.83%。
分季度看，Q3 主营业务收入 57.76 亿，同比增 27.31%；归属于上市公司股东的净利润 2.02 亿，同比增 87.32%。
- **规模效应使期间费用率降 1.09 个百分点，是净利增长主因之一**
销售费用率为 1.51%，管理费用率为 3.02%、财务费用率-0.04%；同比去年分别下降 0.38%、0.33%、0.38%。
1-9 月，归属上市公司股东净利润率为 3.28%，因此，期间费用率同比去年虽仅下降 1.09 个百分点，但对业绩贡献相当显著，占比为 33.23%。
- **民品增速快，占比提高，综合毛利率同比下降 0.93 个百分点**
1-9 月，公司毛利率为 8.38%，去年同期毛利率为 9.31%，同比下降 0.93 个百分点。
我们认为，由于民品毛利率一般低于军品 10 个百分点，因此民品占比的持续增加，将会持续对公司毛利率产生负面影响。
- **7-9 月单季度净利润增速达 87.32%，得益于民品结构提升**
7-9 月，主营业务收入同比增 27.31%，归属于上市公司股东净利润为 2.02 亿，同比增 87.32%。
我们在对公司半年报点评中指出，由于民品毛利率大大低于军品，因民品增速较军品快，拖累了公司整体净利润的同比增长。但在 7-9 月，由于民品结构的提升，单季度毛利率同比去年基本稳定在 8%，是单季度利润能高增长的基础。
7-9 月，民品收入仍继续上半年高增长的趋势，但由于公司主动调整民品结构，民品取得了更高的毛利率，从而带来单季度净利的同比高增长。因此，虽民品占比提高拖累综合毛利率，但随着民品结构升级，我们有望看到公司盈利能力提高。
- **投资建议**
际华集团是国内最大的军需轻工业企业，近几年公司大力进军民品市场，对毛利率略微拖累。但是随着公司民品结构提升，毛利率提高，公司整体盈利能力将得到提高。同时，多元化产业，如医药、新材料、煤贸易、光伏等值得关注，未来增长点颇多。
我们预计 2011-2013 年营业收入分别为 201.2/243.4/295.2 亿，净利润分别为 6.25/7.78/9.84 亿，EPS0.16/0.20/0.26 元，对应 PE 为 28.7/23.1/18.2 倍，维持“推荐”评级。

分析师

马莉

电话：(8610) 6656 8489

邮箱：mali_yj@chinastock.com.cn

执业证书编号：S0130511020012

特此鸣谢

李佳嘉：(8610) 6656 8098

(lijiajia@chinastock.com.cn)

对本报告的编辑提供信息

市场数据	时间 2011.10.21
A 股收盘价 (元)	3.96
A 股一年内最高价 (元) *	5.70
A 股一年内最低价 (元) *	3.78
上证指数	2317
市净率	1.68
总股本 (万股)	385,700
实际流通 A 股 (万股)	115,700
限售 A 股 (万股)	270,000
流通 A 股市值 (亿元)	45.82

注：*价格未复权

相关研究

《际华集团：主营稳定、多元化极富想象空间》

2011.7.11

《际华集团：民品增速快拖累营业净利率，多元化继续推进》

2011.8.22

表1：际华集团（601718.sh）分季度业绩

	10Q1	10Q2	10H1	10Q3	10Q4	11Q1	11Q2	11H1	11Q3
营业收入	402,031	422,797	824,828	438,105	306,063	510,103	553,161	1,063,265	577,597
同比				51.37%	19.47%	26.88%	30.83%	28.91%	31.84%
营业成本	362,298	379,940	742,238	403,076	263,256	463,427	508,683	972,110	531,269
同比				58.68%	23.24%	27.91%	33.89%	30.97%	31.80%
销售费用	8,454	7,413	15,866	8,052	9,080	8,662	7,920	16,582	8,195
同比				-6.13%	26.26%	2.46%	6.85%	4.51%	1.77%
管理费用	14,705	13,449	28,154	14,471	11,822	16,070	18,041	34,110	15,925
同比				11.39%	-11.43%	9.28%	34.14%	21.16%	10.05%
财务费用	667	3,125	3,792	474	1,747	(1,171)	451	(720)	89
资产减值损失	(29)	(620)	(648)	(46)	2,835	(12)	83	71	(75)
营业利润	15,334	19,264	34,598	11,731	16,573	22,595	17,433	40,029	21,934
同比				20.59%	-1.52%	47.35%	-9.50%	15.70%	86.98%
加：营业外收入	441	543	985	1,283	5,971	518	969	1,487	1,172
减：营业外支出	167	44	211	40	259	46	39	84	208
利润总额	15,609	19,763	35,372	12,975	22,285	23,068	18,363	41,431	22,898
同比				4.25%	26.69%	47.78%	-7.08%	17.13%	76.48%
减：所得税	2525	4326	6851	2459	10368	3701	3822	7524	2,581
净利润	13085	15436	28521	11918	19366	19366	14541	33907	20,317
同比				28.69%	67.47%	48.01%	-5.80%	18.88%	70.48%
母公司所有者净利润	13085	15436	28521	10516	11918	19366	14282	33649	20,209
同比				13.55%	3.06%	48.01%	-7.48%	17.98%	92.17%
完全摊薄EPS	0.03	0.04	0.07	0.03	0.03	0.05	0.04	0.09	0.05
盈利能力									
毛利率	9.88%	10.14%	10.01%	8.00%	13.99%	9.15%	8.04%	8.57%	8.02%
营业利润率	3.81%	4.56%	4.19%	2.68%	5.42%	4.43%	3.15%	3.76%	3.80%
销售净利润率	3.25%	3.65%	3.46%	2.72%	6.33%	3.80%	2.63%	3.19%	3.52%
所得税率	16.17%	21.89%	19.37%	18.95%	46.52%	16.05%	20.82%	18.16%	11.27%
管理费用率	3.66%	3.18%	3.41%	3.30%	3.86%	3.15%	3.26%	3.21%	2.76%
销售费用率	2.10%	1.75%	1.92%	1.84%	2.97%	1.70%	1.43%	1.56%	1.42%

(注：2010年半年业绩调整前数据)

资料来源：wind 中国银河证券研究部

表 2: 际华集团 (601718.sh) 财务报表预测

资产负债表	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E	利润表 (百万元)	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
货币资金	1,805	5,714	7,326	8,866	10,752	营业收入	11,028	15,690	20,116	24,344	29,524
应收票据	69	124	159	192	233	营业成本	9,554	14,086	18,114	21,884	26,452
应收账款	495	435	1,118	1,352	1,640	营业税金及附加	25	26	33	40	49
预付款项	430	602	939	1,134	1,371	销售费用	298	330	423	512	621
其他应收款	177	187	323	391	474	管理费用	523	544	698	845	1,025
存货	2,755	2,903	3,522	4,255	5,143	财务费用	72	60	53	92	156
其他流动资产	1	1	1	1	1	资产减值损失	27	21	28	33	38
长期股权投资	49	49	49	49	49	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
固定资产	1,989	2,034	2,621	3,176	3,609	投资收益	4	7	0	0	0
在建工程	128	120	0	0	0	汇兑收益	0	0	0	0	0
投资性房地产	6	1	1	1	1	营业利润	533	629	767	938	1,184
无形资产	1,420	1,388	1,416	1,436	1,452	营业外收支净额	70	77	99	120	145
长期待摊费用	4	2	102	169	202	税前利润	602	706	867	1,058	1,330
资产总计	10,328	14,423	18,016	21,462	25,368	减: 所得税	149	197	241	280	346
短期借款	252	239	1,017	2,674	4,344	净利润	453	510	625	778	984
应付票据	103	85	101	122	147	归属于母公司净利润	453	510	625	778	984
应付账款	1,367	1,327	3,126	3,777	4,566	少数股东损益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
预收款项	1,197	1,182	1,688	2,043	2,478	基本每股收益	0.17	0.13	0.16	0.20	0.26
应付职工薪酬	293	281	362	437	528	稀释每股收益	0.17	0.13	0.16	0.20	0.26
应交税费	116	98	98	98	98	财务指标	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
其他应付款	518	554	554	554	554	成长性					
其他流动负债	0	0	0	0	0	营收增长率	24.0%	42.3%	28.2%	21.0%	21.3%
长期借款	74	89	0	0	0	EBIT 增长率	27.3%	12.2%	20.5%	25.3%	29.6%
预计负债	5	5	5	5	5	净利润增长率	-2.7%	12.4%	22.7%	24.4%	26.5%
负债合计	6,141	5,699	8,729	11,428	14,378	盈利能力					
股东权益合计	4,187	8,725	9,287	9,987	10,873	销售毛利率	13.4%	10.2%	10.0%	10.1%	10.4%
现金流量表	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E	销售净利率	4.1%	3.2%	3.1%	3.2%	3.3%
净利润	466	453	510	625	778	ROE	8.5%	7.6%	6.7%	7.7%	9.0%
折旧与摊销	0	0	0	19	99	ROIC	27.9%	17.2%	19.8%	23.6%	25.1%
经营活动现金流	866	540	280	1,654	745	估值倍数					
投资活动现金流	-319	-230	-143	-615	-740	PE	27.7	35.2	28.7	23.1	18.2
融资活动现金流	-82	-6	3,788	573	1,535	P/S	1.1	1.1	0.9	0.7	0.6
现金净变动	465	304	3,925	1,612	1,540	P/B	3.0	2.1	1.9	1.8	1.6
期初现金余额	958	1,422	1,805	5,714	7,326	股息收益率	0.0%	0.0%	0.3%	0.4%	0.5%
期末现金余额	1,423	1,726	5,730	7,326	8,866	EV/EBITDA	20.4	20.1	15.1	11.4	8.2

(注: 2010 年半年业绩调整前数据)

资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究部

评级标准

银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来6-12个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

中性：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报10%及以上。该评级由分析师给出。

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%-20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来6-12个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来6-12个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%及以上。该评级由分析师给出。

马莉，纺织服装行业证券分析师。本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

覆盖股票范围：

雅戈尔(600177.sh)、美邦服饰（002269.sz）、鲁泰A(000726.sz)、七匹狼(002029.sz)、伟星股份(002003.sz)、报喜鸟(002154.sz)、罗莱家纺（002293.sz）、富安娜（002327.sz）、潮宏基（002345.sz）、探路者（300005.sz）、星期六(002291.sz)、梦洁家纺（002397.sz）、森马服饰(002563.sz)、搜于特（002503.sz）、华斯股份（002494.sz）

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户提供。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

银河证券有权在发送本报告前使用本报告所涉及的研究或分析内容。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究部
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座
上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 26 楼
深圳市福田区福华一路中心商务大厦 26 层
公司网址: www.chinastock.com.cn

机构请致电:
北京地区: 傅楚雄 010-83574171 fuchuxiong@chinastock.com.cn
上海地区: 于淼 021-20257811 yumiao_jg@chinastock.com.cn
深广地区: 詹璐 0755-83453719 zhanlu@chinastock.com.cn