

际华集团（601718）调研纪要

定增助力央企混改，现代服务业布局协同主业发展

核心提示

公司依托于军需品主业不断开发技术，十三五期间公司采取“优二强三”的发展战略，即加快由制造业向制造服务业和现代服务业的转型升级，进一步做优制造业、做强服务业，促进制造业与服务业有机融合、协同发展。公司目前立足军品、民品，推进混合所有制改革和际华园商业中心项目。12月中旬，定增过会，预期春节后召开定增路演。将募资44亿，发行底价为8.19元/股，其中41亿用于际华园六个建设项目，3亿用于终端市场网络建设项目。

莫尼塔研究认为，公司军需品净利将随着单兵一体化新一代面料及功能性服装、鞋靴更新迭代而提升，但军品业务天花板明显，未来着力点在民品消费需求。公司定增加码际华园项目，差异化的商业模式或带动服装等民品发展，建议关注。

金文曦
021-3383 0502
wxjin@cebm.com.cn

陈大鹏
021-3383 0502
dapengch@cebm.com.cn

钟正生
010-85188170-8666
zhongzhengsheng@cebm.com.cn

调研摘要

● 军需品：低价竞标法改为综合竞标法，单兵一体化换装需求凸显

军队和武警总部订货是军需品，公安、工商税务定制等都是民品。公司未来发展方向在民品，军需品的价值提升但天花板明显。未来单兵一体化是军队整体发展方向，功能性迷彩面料将是未来主流，之前的视觉迷彩将逐步被淘汰

● 际华园：定增助力“1+X”商业中心模式，奥运项目训练成潜在刺激

际华园与传统商业地产差异化在于运动项目的排他性签约。室内冲浪和攀岩或成为国家体育局训练场地。重庆际华园极限运动中心开业预期门票年收入2800万，日均3000人，未来将复制该模式应用于扬中、西安、清远、咸宁等际华园项目

● 混合所有制改革：职权试点推动经理层市场化选聘和薪资绩效考核激励

公司混改核心在于职权试点：经理层市场化选聘和薪资机制；按照指标考核要求，预期2017年利润总额增速达8%

● 民品：美欧中研发联动和际华园自有门店将持续推动“JH1912”

“际华皇家”定位高端定制，“JH1912”定位轻奢时尚，未来线下开设500家“JH1912”实体店铺，线上采用O2O实现全渠道同款同价。定增3亿投入研究总院实体化建设项目，构筑中美欧研发设计体系，协力打造“JH1912”

调研主要内容

一、军需品：低价竞标法改为综合竞标法，单兵一体化换装需求凸显

军队和武警总部订货是军需品，公安、工商、税务定制等都是民品。公司未来发展方向在民品，军需品的价值提升但天花板明显。

2000年公司30家企业整体移交政府，之前公司军需品占比80%以上，2000-2006年保护政策过渡期，市占率降低至75%。2006年后军需品市场完全放开，2011年公司与军队签署3年协议采购，2014年实施低价中标法后，公司毛利最低下滑至15%左右。目前低价竞标法已逐步被综合竞标法取代，预期有利于公司优质产品竞标。

未来单兵一体化是军队整体发展方向，之前的视觉迷彩将逐步被淘汰。公司研制新式迷彩能够使军队在现代综合战争中有效规避视觉、红外、雷达、光电等侦察手段。迷彩换装将军队整体分地域及军种进行更换，然后是特种细分领域进行更换，换装预期毛利率将翻番。2019年建国70周年，预期五大战区的迷彩功能性产品将有持续需求，今后以外军的标准实施采购，单品采购价格将增加。

裁军预期对公司军品销售额影响不大，全国制定30万裁军目标，将主要是后勤部门以及非野战部队。

二、际华园：定增助力“1+X”商业中心模式，奥运项目训练成潜在刺激

际华园项目定位“1+X”，“1”是购物中心，“X”是运动项目，以及配套的餐饮娱乐、休闲服务等一系列大众消费。际华园将引入“JH1912”实现主营联动，未来考虑引入国际流行的儿童娱乐项目。际华园与传统商业地产差异化在于运动项目的排他性签约：风洞跳伞项目是中国独家代理商，将解决专业演练和民用娱乐的需求；室内冲浪技术装备国内买断，将解决冲浪进入奥运正式比赛项目后的训练需求；攀岩墙与保加利亚团队合作，按照国际标准设计，符合奥委会标准，室内冲浪和攀岩或成为国家体育局训练场地。

重庆和长春际华园项目，公司拍地兴建，由美国威特集团负责招商。重庆项目总用地943亩，一阶段已开发300多亩。“十一”极限运动中心开业试运营，园内拥有风洞跳伞、冲浪滑雪、攀岩墙、滑雪场运动项目等，距离城区一小时路程。公司按照8:4:2客满率人流推算，预期年收入2800多万，日均3000人，门票300元左右，暂按定价5-6折销售。

三、混合所有制改革：职权试点推动经理层市场化选聘和薪资绩效考核激励

公司混改核心在于职权试点：经理层市场化选聘和薪资机制，预期结果是激励经营团队活力。公司理解的国家整体混改方向：央企有三个主业发展方向，可以放宽增加主业；薪酬之前是报批制，现在是备案制；强调市场化选聘和薪资激励机制。目前普遍采用ABCD四个级别考核指标，如无法完成D级别，劳动合同保留，但无职务合同同时薪资可下降80%以上，若达到A级别以上，薪资将再增加。

利润指标分派分别为，国资委到大股东到公司到子公司指标依次提高，按照指标考核，预期2017年利润总额增速达8%，如果主业未能达标，可结合公司自有土地开发规划，按计划释放土地处置收益。2013-2016年政府收储共计81.34万平米，税费前净收益29.15亿。公司旗下70多个子公司，未来收储及财政补贴收入稳定。

四、民品：美欧中研发联动和际华园自有门店将持续推动“JH1912”

公司上市前设立“际华户外”品牌，想突出军旅文化。但运动户外市场竞争激烈，目前“际华户外”已废牌。

行业内城管职业装系列41个标准由公司制定，未来公司将参与企事业单位工装有十几个亿市场规模。

公司目前服装自主品牌主要是“际华皇家”和“JH1912”：前者面向高端定制，毛利高但量小，单季SKU480。特制产品50-60%都是公司服务，给领导人定制服装有保密协议。后者定位于都市时尚、商务休闲的中高端市场，目前终端门店53家店，以一线城市直营店和“店中店”为主，北京有5家。服装面料成本高，聘用奢侈品牌服饰原设计师，品牌宣传少知名度亟待提升，40-50%毛利率。在价位上高于国内一线商务休闲品牌，低于奢侈品牌服饰。未来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”实体店铺，其中拟购置100家，租赁400家。公司“O2O空间”平台是真正实现全渠道同款同价，目前主要在天猫。

公司将定增3亿投入研究总院实体化建设项目：升级美国和意大利原有工作室，建成美国（JHAC）和欧洲（JHEC）设计中心，通过中国设计中心（JHCC）实现三地联动，国际化与本土化优势结合。其中，JHCC将侧重样品试制、标准宣贯和工艺落实；JHAC侧重于流行趋势、产品款式设计，JHEC侧重于工艺研发、面料研发和样板研发，共同打造“JH1912”产品的时尚内涵和品牌价值。

图表 1：际华集团概况

公司	所属板块	主营业务	近期发展情况
际华集团	纺织服装	军品 民品	定增刚过会，将募资 44 亿，发行底价为 8.19 元/股；Q3 业绩预期同比增 50-80%，盈利 7202-8642 万；预期 2 月底快报，4 月底年报

来源：Wind,莫尼塔研究

图表 2：际华集团市场表现（以 2017.1.25 收盘价计算）

证券名	代码	PE				EPS				收盘价	市值
		TTM	2016E	2017E	2018E	TTM	2016E	2017E	2018E	元	亿元
际华集团	601718	38.2	27.47	24.52	21.04	0.22	0.31	0.35	0.41	8.59	331

来源：Wind,莫尼塔研究

近期报告

- 2017年1月23日朗姿股份（002612）调研纪要：医美品牌+技术布局完善，携手婴童+美妆构建泛时尚生态圈
- 2017年1月13日线上消费月度报告-2016年线上销售额同比增速和价格齐降
- 2017年1月10日空气净化器专题研究：新国标推动行业健康成长，普及率低内需广阔
- 2017年1月5日 12月PMI暗示消费行业成本压力
- 2016年12月26日轻纺城（600790）公司调研纪要：供应链金融布局伊始，财务投资带动利润增长
- 2016年12月21日嘉欣丝绸（002404）公司调研纪要：仓储基地助力供应链金融，智能工厂集联动外贸服务平台
- 2016年12月13日 11月线上销售同比增速减、价格升
- 2016年11月25日电魂网络（603258）新股调研报告：精品研发和爆款运营结合，资源整合出海
- 2016年11月17日电商专题研究系列：“双十一”消费新趋势开启新零售征程
- 2016年11月9日 10月线上消费出现分化：电器服装升、酒类降
- 2016年11月1日电商专题研究系列：“双十一”常态化演进——新零售变革
- 2016年10月8日消费热点迭出，地产相关消费全面升温
- 2016年9月26日线上消费新趋势：调整中的繁荣

免责声明

本研究报告中所提供的信息仅供参考。报告根据国际和行业通行的准则，以合法渠道获得这些信息，尽可能保证可靠、准确和完整，但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。本报告不能作为投资研究决策的依据，不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证，无论是否已经明示或者暗示。

上海 (总部)

地址：上海市浦东新区银城中路168号
上海银行大厦21楼
邮编：200120
电话：+86 21 5116 7173
传真：+86 21 5116 5116

北京

地址：北京市西城区西直门外大街1号
西环广场T3座7层B1-B6创新商务中心
1801室
邮编：100044
电话：+86 10 8104 8010
传真：+86 10 8104 8009

纽约

地址：纽约市曼哈顿区第五大道535号
12楼
邮编：10017
电话：+1 212 809 8800
传真：+1 212 809 8801

<http://www.cebm.com.cn>
Email: cebmservice@cebm.com.cn