



2009 年 4 月 23 日

审慎推荐

小盘股（奢侈品）

中金公司研究部

分析员：曾令波 zenglb@cicc.com.cn

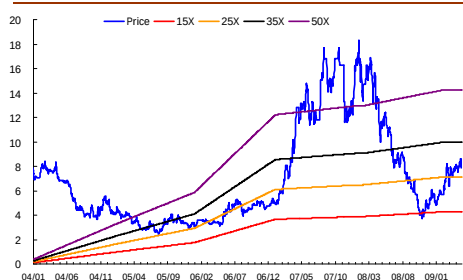
联系人：周峰 zhoupeak@cicc.com.cn

(8621) 5879 6226

飞亚达 A/B(000026/7.84 元;200026/3.74 港元)

1 季度业绩低于预期

图 1：历史股价表现和市盈率区间



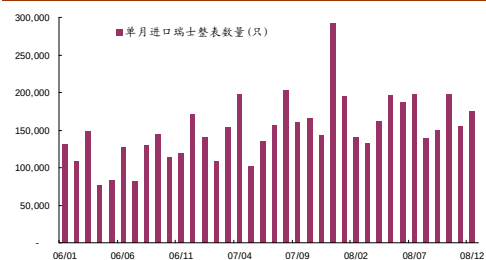
资料来源：彭博资讯，中金公司研究部

图 2：历史股价表现和市盈率区间



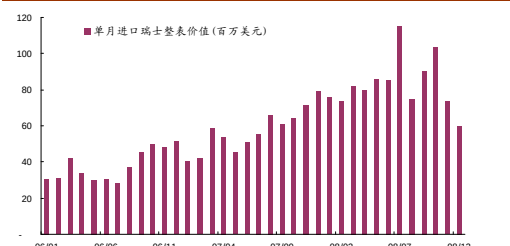
资料来源：国研网，中金公司研究部

图 2：中国进口瑞士整表的月度数量



资料来源：国研网，中金公司研究部

图 3：中国进口瑞士整表的月度金额



资料来源：国研网，中金公司研究部

投资要点：

✦ **1 季度业绩低于预期。**季报披露 09 年 1 季度收入 2.82 亿元，同比增长 3.5%，综合毛利率 32.6%，同比下降 0.4 个百分点，实现 EPS 0.04 元，同比下降 31%，低于预期。营业费用和财务费用的大幅增长导致收入增长的同时净利润出现下滑。过去几个月以来我们对 09 年高端钟表奢侈品的需求比较谨慎，从而预期 09 年公司盈利仅有微弱增长，但是 1 季度业绩同比下降幅度仍然略微超出我们的预期。我们预期 09 年公司不会大规模开设新门店，从而全年营业费用的增长应该能够得到控制。

✦ **对 09 年的总体发展趋势仍然持审慎的观点：**（1）亨吉利的瑞士名表连锁零售业务 09 年增速继续放缓，虽然 09 年宏观经济形势可能逐步好转，但是这种好转主要体现在政府主导的固定资产投资方面，高端消费品尤其是公司经营的奢侈品消费需求仍然比较疲弱，未来即使复苏也将落后于整体经济的复苏步伐，从 1 季度的数据来看，需求态势可能比我们预期更差一些；（2）飞亚达手表的品牌和渠道建设仍在继续加强，由于飞亚达表较瑞士表均价更低一些，预计 09 年受需求走弱的影响略小一些。（3）物业租金 09 年难增长。

✦ **维持盈利预测和审慎推荐评级。**暂时维持公司 09~10 年 EPS 预测 0.28 元和 0.34 元（09 年亨吉利收入和飞亚达表的收入增速假设分别为 20% 和 15%），目前 A 股股价对应 09~10 年 PE 为 28X 和 23X，短期估值已经缺乏吸引力。鉴于公司管理优秀，在奢侈品行业的长期成长潜力大，一旦经济形势好转公司有望重新进入高增长轨道，仍然维持 A 股“审慎推荐”评级。

✦ **股价催化剂：**经济反弹推动手表销售单价的上升；飞亚达品牌营销效果提升，单店销售额提升。

✦ **投资风险：**高档手表奢侈品的需求走弱超出预期；公司在 08 年借款大幅增加，资产负债率由 07 年的 38% 增加到 08 年的 53%，利息覆盖倍数下降；同时应收账款周转下降，现金流压力加大。

表 1: 分季度业绩

(百万元)	季度数据									YoY	QoQ
	1Q07	2Q07	3Q07	4Q07	1Q08	2Q08	3Q08	4Q08	1Q09		
主营业务收入	179.3	171.1	207.2	247.7	272.7	245.9	259.6	308.2	282.1	3.5%	-8.5%
主营业务成本	119.1	111.3	137.7	153.4	182.5	153.6	166.4	196.1	190.0	4.1%	-3.1%
主营业务税金及附加	1.00	1.1	1.1	1.37	1.87	1.30	1.82	2.16	1.29	-30.9%	-40.2%
主营业务利润	59.1	58.7	68.4	93.0	88.3	91.0	91.4	110.0	90.8	2.8%	-17.5%
营业费用	25.7	22.0	24.2	34.0	36.4	31.7	40.8	54.3	42.4	16.5%	-22.0%
管理费用	18.1	16.0	14.9	33.2	23.8	23.1	20.6	31.4	24.9	4.5%	-20.9%
财务费用	3.0	3.8	4.2	7.2	6.4	10.8	12.7	15.7	10.2	57.6%	-35.1%
营业利润	14.1	16.0	25.8	15.5	21.6	25.5	17.4	5.0	13.4	-38.2%	168.7%
利润总额	14.9	16.1	25.8	14.7	21.7	25.8	17.8	8.9	13.4	-38.3%	50.5%
所得税	2.8	1.0	4.8	1.1	6.2	2.4	1.4	-0.8	2.7	-56.2%	-456.3%
少数股东权益	0.0	0.1	0.1	0.6	0.3	0.2	0.2	-0.2	0.2	-28.3%	-209.7%
净利润	12.0	15.0	20.9	12.9	15.2	23.2	16.2	9.9	10.5	-31.1%	6.3%
每股收益(元)	0.05	0.06	0.08	0.05	0.06	0.09	0.07	0.04	0.04	-31.1%	6.3%
毛利率	33.5%	35.0%	33.5%	38.1%	33.1%	37.5%	35.9%	36.4%	32.6%	-0.4%	-3.8%
营业费用率	14.3%	12.8%	11.7%	13.7%	13.3%	12.9%	15.7%	17.6%	15.0%	1.7%	-2.6%
管理费用率	10.1%	9.3%	7.2%	13.4%	8.7%	9.4%	8.0%	10.2%	8.8%	0.1%	-1.4%
营业利润率	7.9%	9.4%	12.5%	6.2%	7.9%	10.4%	6.7%	1.6%	4.7%	-3.2%	3.1%
净利润率	6.7%	8.7%	10.1%	5.2%	5.6%	9.4%	6.3%	3.2%	3.7%	-1.9%	0.5%
有效税率	18.9%	6.3%	18.5%	7.8%	28.7%	9.2%	7.7%	-8.6%	20.3%	-8.3%	28.9%

资料来源：公司资料，中金公司研究部

北京

中国国际金融有限公司
中国 北京 100004
建国门外大街 1 号
国贸大厦 2 座 28 层
电话: (8610) 6505-1166
传真: (8610) 6505-1156

中国国际金融有限公司
北京建国门外大街证券营业部
中国 北京 100022
北京市朝阳区建国门外大街甲 6 号
SK 大厦 1 层
电话: (8610) 8567-9238
传真: (8610) 8567-9169

上海

中国国际金融有限公司
上海分公司
中国 上海 200120
陆家嘴环路 1233 号
汇亚大厦 32 层
电话: (8621) 5879-6226
传真: (8621) 5879-7827

中国国际金融有限公司
上海淮海中路证券营业部
中国 上海 200020
淮海中路 398 号
世纪巴士大厦裙楼 1-B、2-B
电话: (8621) 6386-1195
传真: (8621) 6386-1196

香港

中国国际金融香港证券有限公司
国际金融中心第一期 29 楼
中环港景街 1 号
香港
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

中国国际金融香港资产管理有限公司
国际金融中心第一期 29 楼
中环港景街 1 号
香港
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

深圳

中国国际金融有限公司
深圳福华一路证券营业部
中国 深圳 518048
福田区福华一路 6 号
免税商务大厦裙楼 107、201
电话: (86755) 8832-2388
传真: (86755) 8254-8243



本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。我公司及其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。本报告亦可由中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。本报告的版权仅为我公司所有，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、发表或引用。