



**CICC**  
中国国际金融有限公司  
CHINA INTERNATIONAL CAPITAL  
CORPORATION LIMITED

**公司动态**  
研究报告

2010 年 3 月 15 日

小盘股

研究部

曾令波

分析师, SAC 执业证书编号: S0080207120069

zenglb@cicc.com.cn

李永喜

分析师, SAC 执业证书编号: S0080207120070

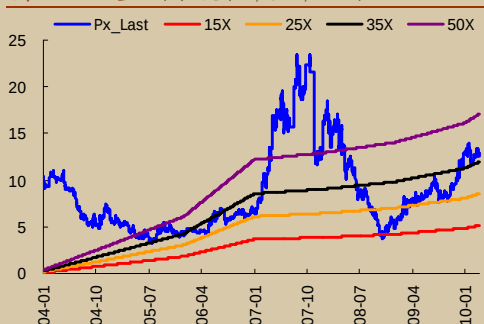
liyongxi@cicc.com.cn

审慎推荐

飞亚达 A(000026.CH)

09 年业绩略超预期

图 1: 历史股价表现和市盈率区间



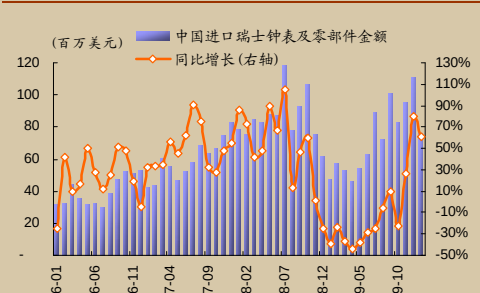
资料来源: 彭博资讯、中金公司研究部

图 2: 分产品业绩比较

| (百万元)      | 1H09         | 2H09         | 2009         | YoY          |
|------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| <b>收入</b>  | <b>573</b>   | <b>665</b>   | <b>1,237</b> | <b>13.9%</b> |
| 国外名表       | 449          | 516          | 966          | 19.5%        |
| 飞亚达表       | 82           | 109          | 191          | -0.2%        |
| 物业租赁       | 31           | 33           | 64           | 0.4%         |
| 酒店及其他      | 6            | 10           | 17           | -27.6%       |
| <b>毛利率</b> | <b>33.4%</b> | <b>32.7%</b> | <b>33.0%</b> | <b>-2.7%</b> |
| 国外名表       | 22.9%        | 24.6%        | 23.8%        | -1.1%        |
| 飞亚达表       | 68.9%        | 61.5%        | 64.7%        | -0.7%        |
| 物业租赁       | 72.2%        | 69.3%        | 70.6%        | -3.6%        |
| 酒店及其他      | 92.4%        | 39.6%        | 60.2%        | -2.7%        |

资料来源: 公司公告, 中金公司研究部

图 3: 中国进口瑞士手表增速持续恢复



资料来源: 国研网, 海关总署, 中金公司研究部

## 公司近况:

飞亚达公布 2009 年业绩, 全年实现营业收入 12.4 亿, 归属于上市公司股东的净利润 7000 万元, 同比分别增长 13.9% 和 8.6%。每股收益 0.28 元, 略高于预期 (0.26 元) 8%。公司拟每 10 股派发红利 1 元。

## 评论:

**名表业务持续好转, 股票投资收益带来业绩略超预期。**随着经济逐步复苏, 受经济低迷影响较大的名表销售业务持续回暖, 下半年增速提高, 4 季度业绩同比环比均录得增长, 营业收入达到历史最高水平。公司经营业绩基本走出低谷, 与去年持平。4 季度公司出售所持股票获取大额投资收益使得整体业绩略超预期。

**2010 年名表销售将保持快速增长。**2009 年初受经济低迷影响名表进口大幅下滑且在低位徘徊近半年, 今年上半年由于低基数因素, 我国名表进口将维持较高的恢复性增长态势。2010 年 1 月份我国进口瑞士手表金额同比增长 60%。公司加快了渠道拓展步伐, 下半年净增亨吉利门店 18 家, 期末亨吉利名表销售网络达到 130 家。网络布局加快有助于公司抓住名表消费复苏的机会提高竞争能力和市场份额, 预计名表销售业务 2010 年将同比增长 25%。

**品牌战略清晰, 利好长远发展。**公司 2009 年加大了时尚品牌和高端品牌的投入, 收购了瑞士名表品牌 Emile Chouriet (艾米龙), 同时成立了时尚品牌公司。高端腕表和时尚手表市场将成为公司未来潜在的盈利增长点。国际名表品牌、飞亚达自有品牌和时尚手表品牌的三品牌战略稳步推进, 利好公司的长远发展。

## 投资建议:

维持 2010 和 2011 年每股收益预测 0.32 元和 0.42 元, 剔除投资收益影响, 2010 年同比增长 35%。目前 A 股股价对应 2010 和 2011 年市盈率分别为 39x 和 30x, B 股股价对应 2010 和 2011 年市盈率分别为 17x 和 13x。我们看好中国奢侈品 (名表) 消费的成长空间, 且 2010 年业绩仍有上调空间, 我们维持对飞亚达 A 股“审慎推荐”和 B 股“推荐”的投资评级。

## 风险因素:

经济二次探底, 名表消费再度低迷; 大盘下跌导致估值水平降低。

图表 4: 分季度业绩

| (百万元)   | 1Q08  | 2Q08  | 3Q08  | 4Q08  | 1Q09  | 2Q09  | 3Q09  | 4Q09  | YoY     | QoQ    | 2008    | 2009  | YoY    |
|---------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|---------|--------|---------|-------|--------|
| 营业收入    | 272.7 | 245.9 | 259.6 | 308.2 | 282.1 | 290.6 | 313.1 | 351.6 | 14.1%   | 12.3%  | 1,086.4 | 1,237 | 13.9%  |
| 营业成本    | 182.5 | 153.6 | 166.4 | 196.0 | 190.0 | 191.2 | 211.4 | 236.2 | 20.5%   | 11.7%  | 698.5   | 829   | 18.7%  |
| 营业税金及附加 | 1.87  | 1.30  | 1.82  | 2.16  | 1.29  | 1.6   | 1.9   | 1.7   | -20.1%  | -6.7%  | 7.2     | 6     | -9.6%  |
| 毛利润     | 88.3  | 91.0  | 91.4  | 110.0 | 90.8  | 97.8  | 99.9  | 113.7 | 3.3%    | 13.8%  | 380.7   | 402.1 | 5.6%   |
| 营业费用    | 36.4  | 31.7  | 40.8  | 54.3  | 42.4  | 43.0  | 42.0  | 54.9  | 1.1%    | 30.8%  | 163.2   | 182   | 11.7%  |
| 管理费用    | 23.8  | 23.1  | 20.6  | 31.4  | 24.9  | 23.6  | 24.8  | 36.3  | 15.5%   | 46.4%  | 99.0    | 110   | 10.7%  |
| 财务费用    | 6.4   | 10.8  | 12.7  | 15.7  | 10.2  | 10.6  | 8.9   | 11.8  | -24.8%  | 32.2%  | 45.5    | 41.4  | -9.0%  |
| 投资收益    | 0.0   | 0.0   | 0.1   | 0.0   | 0.0   | 0.2   | 0.0   | 10.3  | n.a.    | n.a.   | 0.1     | 10.5  | 10135% |
| 营业利润    | 21.6  | 25.5  | 17.4  | 5.0   | 13.4  | 19.0  | 25.9  | 21.6  | 334.4%  | -16.7% | 69.5    | 80    | 15.0%  |
| 利润总额    | 21.7  | 25.8  | 17.8  | 8.9   | 13.4  | 21.1  | 24.8  | 26.0  | 191.5%  | 4.8%   | 74.2    | 85    | 15.0%  |
| 所得税     | 6.2   | 2.4   | 1.4   | -0.8  | 2.7   | 4.2   | 4.2   | 3.5   | -555.3% | -16.5% | 9.2     | 15    | 58.4%  |
| 少数股东权益  | 0.3   | 0.2   | 0.2   | -0.2  | 0.2   | 0.2   | -0.0  | 0.3   | -246%   | -1354% | 0.5     | 1     | 37.7%  |
| 净利润     | 15.2  | 23.2  | 16.2  | 9.9   | 10.5  | 16.7  | 20.7  | 22.2  | 125.4%  | 7.7%   | 64.5    | 70    | 8.6%   |
| 每股收益(元) | 0.06  | 0.09  | 0.07  | 0.04  | 0.04  | 0.07  | 0.08  | 0.09  | 125.4%  | 7.7%   | 0.26    | 0.28  | 8.6%   |
| 毛利率     | 33.1% | 37.5% | 35.9% | 36.4% | 32.6% | 34.2% | 32.5% | 32.8% | -3.6%   | 0.3%   | 35.7%   | 33.0% | -2.7%  |
| 营业费用率   | 13.3% | 12.9% | 15.7% | 17.6% | 15.0% | 14.8% | 13.4% | 15.6% | -2.0%   | 2.2%   | 15.0%   | 14.7% | -0.3%  |
| 管理费用率   | 8.7%  | 9.4%  | 8.0%  | 10.2% | 8.8%  | 8.1%  | 7.9%  | 10.3% | 0.1%    | 2.4%   | 9.1%    | 8.9%  | -0.3%  |
| 营业利润率   | 7.9%  | 10.4% | 6.7%  | 1.6%  | 4.7%  | 6.5%  | 8.3%  | 6.1%  | 4.5%    | -2.1%  | 6.4%    | 6.5%  | 0.1%   |
| 净利率     | 5.6%  | 9.4%  | 6.3%  | 3.2%  | 3.7%  | 5.7%  | 6.6%  | 6.3%  | 3.1%    | -0.3%  | 5.9%    | 5.7%  | -0.3%  |
| 有效税率    | 28.7% | 9.2%  | 7.7%  | -8.6% | 20.3% | 19.8% | 16.9% | 13.4% | 22.0%   | -3.4%  | 12.4%   | 17.1% | 4.7%   |

资料来源: 彭博资讯, 公司资料, 中金公司

图表 5: 财务分析、盈利预测与估值分析摘要

| 飞亚达 损益表 (人民币百万) |       |       |       |       |        |        |
|-----------------|-------|-------|-------|-------|--------|--------|
| 000026          | 2006A | 2007A | 2008A | 2009A | 2010E  | 2011E  |
| 销售收入            | 492   | 805   | 1,086 | 1,237 | 1,517  | 1,793  |
| 销售成本            | -310  | -521  | -699  | -829  | -1,024 | -1,217 |
| 营业费用            | -79   | -106  | -163  | -182  | -220   | -260   |
| 管理费用            | -58   | -82   | -99   | -110  | -129   | -142   |
| EBIT            | 41    | 91    | 119   | 110   | 136    | 165    |
| EBITDA          | 57    | 119   | 155   | 160   | 186    | 230    |
| 财务费用            | -6    | -18   | -46   | -41   | -38    | -31    |
| 投资收益            | 1     | 2     | 0     | 11    | 0      | 0      |
| 其他损益项           | 0     | 0     | 0     | 0     | 0      | 0      |
| 所得税             | -4    | -10   | -9    | -15   | -18    | -29    |
| 少数股东损益          | 0     | -1    | 0     | -1    | 0      | 0      |
| 归属于股东的净利润       | 31    | 61    | 65    | 70    | 80     | 104    |

| 飞亚达 资产负债表 (人民币百万) |       |       |       |       |       |       |
|-------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 000026            | 2006A | 2007A | 2008A | 2009A | 2010E | 2011E |
| 现金                | 60    | 84    | 108   | 96    | 79    | 59    |
| 应收帐款              | 30    | 37    | 101   | 122   | 141   | 98    |
| 预付帐款              | 8     | 77    | 21    | 10    | 8     | 7     |
| 存货                | 372   | 518   | 677   | 761   | 807   | 854   |
| 其他流动资产            | -     | -     | 3     | 3     | -     | -     |
| 流动资产              | 479   | 735   | 929   | 1,010 | 1,053 | 1,033 |
| 固定资产              | 252   | 251   | 441   | 431   | 428   | 424   |
| 长期投资              | 2     | 2     | 8     | 2     | 2     | 2     |
| 其他长期资产            | -     | 0     | -     | -     | -     | -     |
| 长期资产              | 296   | 310   | 512   | 514   | 539   | 562   |
| 资产总额              | 775   | 1,045 | 1,441 | 1,524 | 1,592 | 1,595 |
| 短期借款              | 140   | 310   | 575   | 555   | 455   | 355   |
| 各项应付款             | 39    | 56    | 59    | 83    | 102   | 121   |
| 应交税费              | -18   | -19   | -10   | 8     | 8     | 8     |
| 应付职工薪酬            | 5     | 7     | 12    | 16    | 19    | 23    |
| 其他流动负债            | 26    | 37    | 54    | 43    | 47    | 51    |
| 流动负债              | 188   | 384   | 677   | 689   | 612   | 535   |
| 长期借款              | -     | -     | 70    | 90    | 90    | 90    |
| 其他长期负债            | 8     | 11    | 14    | 10    | -     | -     |
| 长期负债              | 8     | 11    | 84    | 100   | 90    | 90    |
| 负债总额              | 8     | 8     | 14    | 10    | -     | -     |
| 少数股东权益            | 8     | 8     | 9     | 20    | 20    | 20    |
| 股本                | 249   | 249   | 249   | 249   | 249   | 249   |
| 公积金及未分配利润         | 323   | 393   | 422   | 465   | 521   | 601   |
| 股东权益              | 572   | 642   | 671   | 715   | 770   | 850   |
| 负债及股东权益           | 775   | 1,045 | 1,441 | 1,524 | 1,492 | 1,495 |

| 飞亚达 现金流量表 (人民币百万) |       |       |       |       |       |       |
|-------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 000026            | 2006A | 2007A | 2008A | 2009A | 2010E | 2011E |
| 净利润               | 31    | 61    | 65    | 70    | 80    | 104   |
| 折旧/摊销             | 16    | 28    | 36    | 50    | 51    | 65    |
| 运营资本变化            | -146  | -208  | -142  | -62   | -37   | 23    |
| 其他项               | 14    | 62    | -37   | 25    | 38    | 31    |
| 经营活动现金流           | -86   | -57   | -78   | 83    | 132   | 224   |
| 固定资产投资            | -25   | -80   | -173  | -55   | -19   | -21   |
| 其他投资活动            | 3     | 5     | 1     | 11    | -56   | -67   |
| 投资活动现金流           | -22   | -75   | -173  | -44   | -76   | -88   |
| 股权融资              | -     | -     | -     | -     | -     | -     |
| 借款变动              | 125   | 170   | 310   | -33   | -110  | -100  |
| 其他融资活动            | -4    | -14   | -35   | -19   | 37    | -56   |
| 融资活动现金流           | 121   | 156   | 275   | -52   | -73   | -156  |
| 现金(等价物)变化         | 13    | 24    | 24    | -13   | -17   | -20   |

| 历史股价表现    |        |     |     |     |     |       |
|-----------|--------|-----|-----|-----|-----|-------|
| (%)       | 1周     | 1月  | 1季度 | 半年  | 1年  | 2年    |
| 行业板块      | -2%    | -1% | 2%  | 44% | 76% | -20%  |
| 可选消费      |        |     |     |     |     |       |
| 二级行业      |        |     |     |     |     |       |
| 奢侈品消费     |        |     |     |     |     |       |
| 第一大股东     | 深圳中航集团 |     |     |     |     | 45%   |
| 持股比率      |        |     |     |     |     |       |
| 总市值(百万元)  | 3,126  |     |     |     |     | 998   |
| 流通市值(百万元) |        |     |     |     |     |       |
| 发行股数(百万股) | 249    |     |     |     |     | 12.54 |
| 股票现价(元)   |        |     |     |     |     |       |

| 成长性分析  |       |        |       |       |       |       |
|--------|-------|--------|-------|-------|-------|-------|
|        | 2006A | 2007A  | 2008A | 2009A | 2010E | 2011E |
| 销售收入   | 44.0% | 63.7%  | 34.9% | 13.9% | 22.6% | 18.2% |
| 销售毛利   | 37.9% | 56.8%  | 36.4% | 5.6%  | 20.6% | 16.9% |
| EBITDA | 66.0% | 107.4% | 30.4% | 3.4%  | 16.6% | 23.5% |
| EBIT   | 98.8% | 120.0% | 30.3% | -7.0% | 23.3% | 21.5% |
| 净利润    | 90.6% | 99.5%  | 6.0%  | 8.6%  | 14.8% | 29.9% |

| 盈利能力分析    |       |       |       |       |       |       |
|-----------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
|           | 2006A | 2007A | 2008A | 2009A | 2010E | 2011E |
| 毛利率       | 36.2% | 34.7% | 35.0% | 32.5% | 32.0% | 31.6% |
| 营业费用率     | 16.0% | 13.2% | 15.0% | 14.7% | 14.5% | 14.5% |
| 管理费用率     | 11.8% | 10.2% | 9.1%  | 8.9%  | 8.5%  | 7.9%  |
| EBITDA利润率 | 11.6% | 14.7% | 14.2% | 12.9% | 12.3% | 12.8% |
| EBIT利润率   | 8.4%  | 11.3% | 10.9% | 8.9%  | 9.0%  | 9.2%  |
| 净利率       | 6.2%  | 7.6%  | 5.9%  | 5.7%  | 5.3%  | 5.8%  |

| 偿债能力及杠杆分析 |       |       |       |       |       |       |
|-----------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
|           | 2006A | 2007A | 2008A | 2009A | 2010E | 2011E |
| 流动比率      | 2.56  | 1.91  | 1.37  | 1.47  | 1.72  | 1.93  |
| 速动比率      | 0.57  | 0.57  | 0.37  | 0.36  | 0.40  | 0.34  |
| 现金比率      | 8%    | 8%    | 8%    | 6%    | 5%    | 4%    |
| 资产负债率     | 25%   | 38%   | 53%   | 52%   | 44%   | 39%   |
| 债务/权益     | 26%   | 50%   | 98%   | 92%   | 71%   | 52%   |
| 净债务/权益    | 15%   | 37%   | 82%   | 78%   | 61%   | 45%   |
| 利息覆盖倍数    | 10.1  | 6.5   | 3.4   | 3.9   | 4.9   | 7.4   |

| 杜邦分析      |       |       |       |       |       |       |
|-----------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
|           | 2006A | 2007A | 2008A | 2009A | 2010E | 2011E |
| 净资产收益率    | 5.3%  | 9.5%  | 9.6%  | 9.8%  | 10.4% | 12.3% |
| = 总资产收益率  | 3.9%  | 5.8%  | 4.5%  | 4.6%  | 5.1%  | 6.5%  |
| × 总资产/净资产 | 1.36  | 1.63  | 2.15  | 2.13  | 2.07  | 1.88  |
| = 销售净利润率  | 6%    | 8%    | 6%    | 6%    | 5%    | 6%    |
| × 资产周转率   | 0.63  | 0.77  | 0.75  | 0.81  | 0.95  | 1.12  |
| × 总资产/净资产 | 1.36  | 1.63  | 2.15  | 2.13  | 2.07  | 1.88  |

| 回报率分析    |       |       |       |       |       |       |
|----------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
|          | 2006A | 2007A | 2008A | 2009A | 2010E | 2011E |
| 投入资本回报率  | 5.2%  | 9.2%  | 8.4%  | 8.4%  | 8.2%  | 9.9%  |
| 资本回报率    | 5.3%  | 9.5%  | 9.6%  | 9.8%  | 10.4% | 12.3% |
| 加权平均资本成本 | 5.4%  | 9.7%  | 9.1%  | 8.8%  | 8.9%  | 10.2% |

| 每股指标分析  |       |       |       |       |       |       |
|---------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
|         | 2006A | 2007A | 2008A | 2009A | 2010E | 2011E |
| 摊薄每股收益  | 0.12  | 0.24  | 0.26  | 0.28  | 0.32  | 0.42  |
| 每股经营性现金 | -0.35 | -0.23 | -0.31 | 0.33  | 0.53  | 0.90  |
| 每股股息    | -     | 0.10  | 0.10  | 0.10  | 0.10  | 0.10  |
| 每股净资产   | 2.29  | 2.58  | 2.69  | 2.87  | 3.09  | 3.41  |

| 估值分析        |       |       |       |       |       |       |
|-------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
|             | 2006A | 2007A | 2008A | 2009A | 2010E | 2011E |
| 市盈率         |       |       | 48.5  | 44.6  | 38.9  | 29.9  |
| 市净率         |       |       | 4.7   | 4.4   | 4.1   | 3.7   |
| 股价/每股经营性现金流 |       |       | -40.2 | 37.7  | 23.7  | 14.0  |
| 红利收益率       |       |       | 0.8%  | 0.8%  | 0.8%  | 0.8%  |

资料来源: 彭博资讯, 公司资料, 中金公司

## 北京

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

## 上海

中国国际金融有限公司上海分公司  
上海市陆家嘴环路1233号  
汇亚大厦32层  
邮编: 200120  
电话: (8621) 5879-6226  
传真: (8621) 5888-8976

## 香港

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

## 香港

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

## 新加坡

中国国际金融(新加坡)有限公司  
新加坡百得利路6号39层4号  
邮编: 049909  
电话: (65) 6572-1999  
传真: (65) 6327-1278

## 北京建国门外大街证券营业部

北京市建国门外大街甲6号  
SK大厦1层  
邮编: 100022  
电话: (8610) 8567-9238  
传真: (8610) 8567-9235

## 上海淮海中路证券营业部

上海市淮海中路398号  
世纪巴士大厦裙楼1-B、2-B  
邮编: 200020  
电话: (8621) 6386-1195  
传真: (8621) 6386-1180

## 深圳福华一路证券营业部

深圳市福田区福华一路6号  
免税商务大厦裙楼107、201  
邮编: 518048  
电话: (86755) 8832-2388  
传真: (86755) 8254-8243

## 杭州教工路证券营业部

杭州市教工路18号世贸丽晶城  
欧美中心1层  
邮编: 310012  
电话: (86571) 8849-8000  
传真: (86571) 8735-7743

## 南京中山北路证券营业部

南京市中山北路1号  
绿地广场2层  
邮编: 210008  
电话: (8625) 8316-8988  
传真: (8625) 8316-8397

## 广州天河路证券营业部

广州市天河区天河路208号  
粤海天河城大厦40层  
邮编: 510620  
电话: (8620) 8396-3968  
传真: (8620) 8516-8198



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(1)中国国际金融香港证券有限公司于香港提供, 及(2)中国国际金融(新加坡)有限公司提供于符合Financial Advisers Regulations and the Securities and Futures Act and Regulations定义下的accredited investors and/or institutional investors。发布本报告于此类投资者, 有关财务顾问将不需要根据新加坡之Financial Advisers Act第36条就任何利益及/或其代表就任何证券利益进行披露。有关本报告之任何查询, 新加坡的收件人可向中金新加坡公司提出。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。