



东兴证券
DONGXING SECURITIES

增发落定，品牌化外延全速前进

——飞亚达（000026）

2010年12月29日

推荐/维持

飞亚达

事件点评

银国宏

S1480207120048

联系人：高坤

零售行业分析师 gaokun@dxzq.net.cn 010-66507320

事件：

公司29日发布公告，飞亚达本次非公开发行股票数量3123万股，发行价格最终确定为16.01元/股，相对于发行底价即12.35元/股溢价29.64%，主要向工银瑞信基金管理有限公司增发600万股，向常州投资集团有限公司、信达澳银基金管理有限公司、泰康资产管理有限责任公司增发400万股，募集资金总额5亿元。

观点：

1. 增发价格彰显行业广阔空间。

本次发行的发行价格最终确定为16.01元/股，相对于发行底价即12.35元/股溢价29.64%，与发行申购日（2010年12月3日）前20个交易日公司股票交易均价17.43元/股的比率为91.85%；与发行申购日（2010年12月3日）公司股票收盘价17.98元/股的比率为89.04%。按照贝恩对我国奢侈品腕表市场规模的预计，2010年有望达到210亿元左右，未来3年腕表行业的复合增长率有望维持在30%以上的水平。亨吉利经销目前市场占有率10%。公司作为大陆市场网点规模仅次于新宇亨得利的手表经销商，有望全面分享名表奢侈品行业的消费盛宴。

2. 名表网络拓展项目助推多层次渠道。

在高端名表中心拓展方面。此次增发项目用于拓展亨吉利名表连锁中心的资金为4亿元。对于渠道制胜的奢侈品经销行业而言，渠道网点的规模和开设速度成为其与新宇亨得利直面竞争的利器，这对单店盈利水平、财务杠杆的有效利用都提出了较高要求：公司目前同店40%左右的成熟门店占比达到了80%，旗舰店的品牌辐射效应将有效带动周边市场卫星门店的全面迸发；而公司的资本运作在沉寂了十余年之久后，或将此次的非公开增发为起点，不排除通过收购等资本手段挤占主要竞争对手的市场份额。

在中低端品牌外延方面。公司于20日公告的对亨联达剩余50%股权的收购一定程度上打开了二三线城市中低端手表的市场空间，是亨吉利公司主体网络和经营品牌的进一步延伸。另外，与天虹商场在今年新增的500万日常关联交易也从另一个层面说明，基于天虹商场二三线非省会城市非核心商圈的门店定位，公司通过双品牌战略缩短终端培育期的专柜门店依然是支撑其低成本渠道下沉的主流模式。

3. 厚积薄发的品牌化战略奠定转型基础。

此次募投另外两个项目是飞亚达表的新品上市和自有品牌的营销推广。公司今年自有品牌的推广力度可谓全面迸发，但也同时构成了全年营销费用的压力，公司的营销费用预计能够达到同比100%的增速。但对于处于品牌快速成长期的飞亚达而言，此时的厚积是为了彼时的薄发。古天乐的代言、中央一、二、五台、三联等中高定位杂志广告投入的全面铺开，将为飞亚达自有品牌手表在今后几年快速成长奠定坚实的基础。

无论是传统手表产业的结构升级还是二三线城市消费升级的品牌诉求，都为本土手表制造业提供了广阔的土壤。融入东方文化内涵和典雅厚重气息的品牌战略是本土腕表企业凸显自身优势，形成与国际大牌差异化竞

争的不二之选。二三线城市的消费升级浪潮将为国有名表龙头带来由“投入期”到“收益期”的华丽转身。而此次与中国航空工业集团公司及其控制公司签订的金额为 1094 万元的飞亚达手表购销合同更是体现了大股东对公司自有品牌强有力的支持。

结论：

公司 2010 年全年预计门店总数达到 160 家，其中亨联达 36 家。经销方面，1-10 月，亨吉利全年收入预计 12-13 亿元，亨联达 1 亿元，80%以上的成熟门店同店增长在 40%以上。虽然境外原产地购买和香港强势经销网络对公司的内陆业务均有一定分流，但从数据上来看，国内消费占奢侈品消费总额比例 14%的增长速度高出境外消费占比 6 个百分点；此外 5000 元以上出境物品关税从严征收也一定程度上削弱了香港名表消费对内地市场的分流。基于以上分析，我们调高公司 10-12 的收入增长假设为 43%、40%、33%。

飞亚达自有品牌的蓝海领航和亨吉利专业连锁终端与传统零售红海购物中心化转型的完美对接铸就了公司作为手表全产业链龙头的成长空间，品牌战略对综合毛利率的提升有望在未来两年逐步释放。同时考虑非公开增发 3123 万股对业绩摊薄 11%的影响，我们调整公司 10-11 年的 EPS 至 0.39 和 0.53 元，对应的 PE 为 44 倍、32 倍，维持“推荐”的投资评级。

分析师简介

高坤

产业经济学硕士，2009 年加盟东兴证券研究所，从事零售行业研究。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，研究报告中所引用信息均来自公开资料，但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。

本研究报告内容及观点仅供参考，不构成任何投资建议。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。

本研究报告版权仅为东兴证券股份有限公司研究所所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用发布，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。东兴证券股份有限公司保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利。

行业评级体系

公司投资评级：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

本报告体系采用沪深 300 指数为基准指数。