



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

业绩回顾

证券研究报告

2011年8月17日

小盘股

研究部

李永喜¹

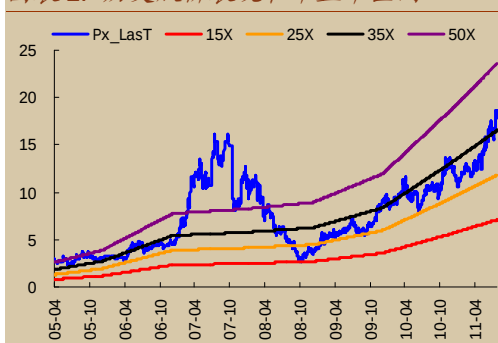
分析员, SAC 执业证书编号:
S0080207120070
liyongxi@cicc.com.cn

审慎推荐

飞亚达 A(000026.SZ)

量价齐升, 业绩超预期

图表 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

图表 2: 分业务业绩比较

(百万元)	1H10	2H10	1H2011	YoY	HoH
收入	811	970	1,232	51.9%	27.0%
国外名表	671	763	1,011	50.6%	32.5%
飞亚达表	117	150	204	73.9%	35.9%
物业租赁	33	34	34	3.9%	0.3%
毛利率	30.3%	33.7%	33.4%	3.1%	-0.3%
国外名表	21.9%	24.7%	24.9%	3.0%	0.2%
飞亚达表	61.5%	67.5%	62.9%	1.4%	-4.6%
物业租赁	69.3%	69.6%	69.4%	0.1%	-0.2%
收入占比					
国外名表	82.8%	78.6%	82.0%	-0.7%	3.4%
飞亚达表	14.5%	15.5%	16.5%	2.1%	1.1%
物业租赁	4.1%	3.5%	2.8%	-1.3%	-0.7%

资料来源: 公司公告, 中金公司

图表 3: 分业务业绩比较

	2011E			2012E		
	调整前	调整后	(+/-)	调整前	调整后	(+/-)
营业收入	2,637	2,690	2.0%	3,618	3,730	3.1%
毛利率	31.3%	32.2%	0.9%	30.6%	31.9%	1.3%
亨吉利新增门店	45	45	0.0%	45	45	0.0%
飞亚达表收入增长	40.0%	60.0%	20.0%	30.0%	40.0%	10.0%
净利润	149	183	23.1%	208	252	21.2%
EPS (摊薄)	0.38	0.47	23.1%	0.53	0.64	21.2%

资料来源: 公司公告, 中金公司

公司动态:

飞亚达公布 2011 年半季报: 公司上半年实现收入 1.23 亿元, 同比增长 51.9%, 归属母公司净利润 8599 万元, 同比增加 102.8%, 扣除非经常性损益净利同比增长 137.0%, 实现每股收益 0.22 元, 略超出预期。

评论:

名表消费需求高涨, 飞亚达业绩超出预期。受通胀高企、投资渠道较窄、财富人群扩大影响, 高端消费品表现强劲需求, 2011 年上半年进口瑞士手表金额同比增长达到 71%, 同时部分高档名表涨价预期较强, 如劳力士已经涨价两轮。公司上半年紧密围绕亨吉利名表和飞亚达两大经营主线, 加强店面管理, 快速拓展网络, 国外名表增速同比增长 50.9%, 飞亚达表继续推行积极渠道拓展策略, 并提高高附加值产品比例, 同比大增 73.9%。受名表涨价因素影响, 综合毛利率同比增长 3.1 个百分点。因此即使在业务拓展期, 销售费用率同比上升的情况下, 净利率仍然同比上升 1.8 个百分点。

网络扩张助业绩进一步提升。公司去年年底完成非公开增发, 募资 5 亿元主要用于亨吉利的门店扩张, 目前非公开增发项目进展顺利, 亨吉利门店拓展项目已完成 84%。公司将在继续拓展门店项目的同时, 提高新店盈利能力, 促使新店尽快度过培育期, 亨吉利有望保持 45% 的收入复合增长。公司成立销售公司专门负责“飞亚达”品牌运营和销售管理, 拓展国内钟表零售渠道, 有助于进一步提升飞亚达表的品牌形象和盈利能力, 预计今年飞亚达表业务能取得 60% 以上的增长。

上调 2011 年盈利预测 23.1%, 2012 年盈利预测 21.2%。根据半年报情况, 我们上调了飞亚达表的收入增速, 同时微调了毛利率, 调整后按照最新股本, 2011 和 2012 年全面摊薄每股收益分别为 0.47 元和 0.64 元。

投资建议:

按调整后的盈利预测, 目前 A 股股价对应 2011 和 2012 年市盈率分别为 38.7x 和 28.2x, B 股股价对应 2011 和 2012 年市盈率分别为 21.6x 和 15.7x。我们看好中国奢侈品(名表)消费的成长空间, 维持对飞亚达 A 股“审慎推荐”和 B 股“推荐”的投资评级, 建议长期投资者积极介入。

风险:

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。

¹报告贡献人: 彭颖 pengying@cicc.com.cn

图表 3: 分季度数据

(百万元)	1Q09	2Q09	3Q09	4Q09	1Q10	2Q10	3Q10	4Q10	1Q11	2Q11	YoY	QoQ	1H10	1H11	11HYoY
营业收入	282.1	290.6	313.1	351.6	408.0	402.8	453.5	516.4	613.1	618.9	53.6%	0.9%	810.8	1,232.0	51.9%
营业成本	190.0	191.2	211.4	236.2	287.3	278.0	314.1	329.4	416.5	404.0	45.3%	-3.0%	565.3	820.5	45.1%
营业税金及附加	1.29	1.6	1.9	1.7	1.6	1.5	1.7	2.0	2.7	2.8	88.8%	3.1%	3.1	5.5	79.2%
毛利润	90.8	97.8	99.9	113.7	119.1	123.3	137.8	185.1	193.9	212.1	72.1%	9.4%	242.4	406.0	67.5%
营业费用	42.4	43.0	42.0	54.9	53.8	59.8	64.6	85.5	90.7	95.1	59.1%	4.9%	113.6	185.7	63.6%
管理费用	24.9	23.6	24.8	36.3	29.4	32.9	31.7	51.7	42.8	44.1	34.3%	3.2%	62.2	86.9	39.7%
财务费用	10.2	10.6	8.9	11.8	10.3	11.2	11.9	14.4	13.1	15.4	37.2%	17.5%	21.5	28.4	32.4%
资产减值损失	-	-	-	-0.6	-	0.4	-	7.6	-	2.3	447.4%	n.a	0.4	2.3	447.4%
公允价值变动损益	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	n.a	n.a	0.0	0.0	n.a
投资收益	-	0.2	0.0	10.3	-	-	0.1	-0.1	-	-0.0	n.a	n.a	0.0	0.0	n.a
营业利润	13.4	19.0	25.9	21.6	25.7	19.1	29.7	25.7	47.3	55.3	189.7%	16.7%	44.8	102.6	129.3%
营业外收入	0.1	2.1	1.2	4.4	0.1	7.7	2.0	4.2	0.6	0.8	-89.3%	48.1%	7.8	1.4	-82.5%
营业外支出	0.0	0.0	2.3	-4.6	0.1	0.6	0.1	-1.4	0.0	0.0	-98.9%	31081.6%	0.6	0.0	-99.0%
利润总额	13.4	21.1	24.8	26.0	25.7	26.2	31.6	29.9	47.9	56.1	113.8%	17.0%	52.0	104.0	100.1%
所得税	2.7	4.2	4.2	3.5	5.4	4.1	5.4	4.6	10.9	6.9	69.2%	-36.1%	9.5	17.8	86.8%
少数股东权益	0.2	0.2	-0.0	0.3	0.1	-0.0	0.1	-0.1	0.3	-0.1	-190.1%	-142.0%	0.0	0.2	553.2%
净利润	10.5	16.7	20.7	22.2	20.2	22.2	26.1	25.5	36.7	49.3	122.3%	34.1%	42.4	86.0	102.8%
每股收益(元)	0.03	0.04	0.05	0.06	0.05	0.06	0.07	0.06	0.09	0.13	122.3%	34.1%	0.11	0.22	102.8%
毛利率	32.6%	34.2%	32.5%	32.8%	29.6%	31.0%	30.7%	36.2%	32.1%	34.7%	3.8%	2.7%	30.3%	33.4%	3.1%
营业费用率	15.0%	14.8%	13.4%	15.6%	13.2%	14.8%	14.2%	16.6%	14.8%	15.4%	0.5%	0.6%	14.0%	15.1%	1.1%
管理费用率	8.8%	8.1%	7.9%	10.3%	7.2%	8.2%	7.0%	10.0%	7.0%	7.1%	-1.0%	0.2%	7.7%	7.1%	-0.6%
营业利润率	4.7%	6.5%	8.3%	6.1%	6.3%	4.7%	6.5%	5.0%	7.7%	8.9%	4.2%	1.2%	5.5%	8.3%	2.8%
净利润率	3.7%	5.7%	6.6%	6.3%	5.0%	5.5%	5.8%	4.9%	6.0%	8.0%	2.5%	2.0%	5.2%	7.0%	1.8%
有效税率	20.3%	19.8%	16.9%	13.4%	21.1%	15.6%	17.0%	15.3%	22.7%	12.4%	-3.3%	-10.3%	18.3%	17.1%	-1.2%

资料来源：公司资料，中金公司

图表4：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	2007A	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E
销售收入	805	1,086	1,237	1,781	2,690	3,730
销售成本	-521	-699	-829	-1,209	-1,824	-2,542
营业费用	-106	-163	-182	-264	-385	-526
管理费用	-82	-99	-110	-146	-199	-260
EBIT	91	119	110	156	273	388
EBITDA	119	155	160	218	336	468
财务费用	-18	-46	-41	-48	-53	-53
投资收益	2	0	11	0	0	0
其他损益项	0	0	0	0	0	0
所得税	-10	-9	-15	-19	-37	-84
少数股东损益	-1	0	-1	0	0	0
归属于股东的净利润	61	65	70	94	183	252

飞亚达 资产负债表 (人民币百万)						
000026	2007A	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E
现金	84	108	96	613	414	444
应收帐款	37	101	122	176	147	204
预付帐款	77	21	10	37	10	14
存货	518	677	761	1,048	1,393	1,691
其他流动资产	-	3	3	4	-	-
流动资产	735	929	1,010	1,906	1,999	2,390
固定资产	251	441	431	417	428	440
长期投资	2	8	2	2	2	2
其他长期资产	0	-	-	-	-	-
长期资产	310	512	514	531	575	606
资产总额	1,045	1,441	1,524	2,437	2,574	2,996
短期借款	310	575	555	728	628	728
各项应付款	56	59	83	156	236	329
应交税费	-19	-10	8	18	18	18
应付职工薪酬	7	12	16	20	30	42
其他流动负债	37	54	43	62	76	93
流动负债	384	677	689	965	959	1,168
长期借款	-	70	90	181	181	181
其他长期负债	11	14	10	3	2	2
长期负债	11	84	100	184	184	184
负债总额	8	14	10	2	2	2
少数股东权益	8	9	20	22	22	22
股本	249	249	249	281	281	281
公积金及未分配利润	393	422	465	985	1,129	1,341
股东权益	642	671	715	1,266	1,410	1,622
负债及股东权益	1,045	1,441	1,524	2,437	2,574	2,996

飞亚达 现金流量表 (人民币百万)						
000026	2007A	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E
净利润	61	65	70	94	183	252
折旧/摊销	28	36	50	62	63	80
运营资本变化	-208	-142	-62	-275	-198	-252
其他项	62	-37	25	21	53	53
经营活动现金流	-57	-78	83	-98	100	132
固定资产投资	-80	-173	-55	-62	-45	-49
其他投资活动	5	1	11	2	-62	-61
投资活动现金流	-75	-173	-44	-60	-107	-110
股权融资	-	-	-	483	-	-
借款变动	170	310	-33	256	-100	100
其他融资活动	-14	-35	-19	-63	-92	-92
融资活动现金流	156	275	-52	676	-192	8
现金(等价物)变化	24	24	-13	518	-199	30

历史股价表现						
	1周	1月	1季度	半年	1年	2年
(%)	-1%	7%	33%	50%	76%	210%
行业板块	可选消费		二级行业		奢侈品消费	
第一大股东	深圳中航集团		持股比例		41.49%	
总市值(百万元)	7,082		流通市值(百万元)		2,008	
发行股数(百万股)	393		股票现价(元)		18.03	

成长性分析						
	2007A	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E
销售收入	63.7%	34.9%	13.9%	43.9%	51.1%	38.7%
销售毛利	56.8%	36.4%	5.6%	40.6%	51.5%	37.1%
EBITDA	107.4%	30.4%	3.4%	36.1%	54.3%	39.2%
EBIT	120.0%	30.3%	-7.0%	41.4%	75.2%	42.1%
净利润	99.5%	6.0%	8.6%	34.1%	94.7%	37.4%

盈利能力分析						
	2007A	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E
毛利率	34.7%	35.0%	32.5%	31.7%	31.8%	31.5%
营业费用率	13.2%	15.0%	14.7%	14.8%	14.3%	14.1%
管理费用率	10.2%	9.1%	8.9%	8.2%	7.4%	7.0%
EBITDA利润率	14.7%	14.2%	12.9%	12.2%	12.5%	12.5%
EBIT利润率	11.3%	10.9%	8.9%	8.8%	10.2%	10.4%
净利润率	7.6%	5.9%	5.7%	5.3%	6.8%	6.7%

偿债能力及杠杆分析						
	2007A	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E
流动比率	1.91	1.37	1.47	1.97	2.08	2.05
速动比率	0.57	0.37	0.36	0.89	0.63	0.60
现金比率	8%	8%	6%	25%	16%	15%
资产负债率	38%	53%	52%	47%	44%	45%
债务/权益	50%	98%	92%	72%	58%	56%
净债务/权益	37%	82%	78%	24%	28%	29%
利息覆盖倍数	6.5	3.4	3.9	4.6	6.4	8.9

杜邦分析						
	2007A	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E
净资产收益率	9.5%	9.6%	9.8%	7.4%	13.0%	15.5%
= 总资产收益率	5.8%	4.5%	4.6%	3.9%	7.1%	8.4%
× 总资产/净资产	1.63	2.15	2.13	1.92	1.83	1.85
= 销售净利润率	8%	6%	6%	5%	7%	7%
× 资产周转率	0.77	0.75	0.81	0.73	1.05	1.25
× 总资产/净资产	1.63	2.15	2.13	1.92	1.83	1.85

回报率分析						
	2007A	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E
投入资本回报率	9.2%	8.4%	8.4%	6.4%	11.3%	13.8%
资本回报率	9.5%	9.6%	9.8%	7.4%	13.0%	15.5%
加权平均资本成本	9.7%	9.1%	8.8%	8.1%	11.9%	14.6%

每股指标分析						
	2007A	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E
摊薄每股收益	0.15	0.16	0.18	0.24	0.47	0.64
每股经营性现金	-0.23	-0.31	0.33	-0.35	0.26	0.34
每股股息	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10
每股净资产	2.58	2.69	2.87	4.51	3.59	4.13

估值分析						
	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E	
市盈率	109.8	101.1	75.3	38.7	28.2	
市净率	6.7	6.3	4.0	5.0	4.4	
股价/每股经营性现金流	-57.8	54.1	-51.4	70.7	53.7	
红利收益率	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%	

资料来源：彭博资讯，公司资料，中金公司

法律声明

一般声明

本报告由中国国际金融有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但中国国际金融有限公司及其关联机构（以下统称“中金公司”）对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成所述证券买卖的出价或征价。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，中金公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，中金公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

中金公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。中金公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。中金公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告亦可由受香港证券和期货委员会监管的中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。

本报告亦可由受新加坡金融管理局监管的中国国际金融（新加坡）有限公司（“中金新加坡”）仅向符合新加坡《证券期货法》及《财务顾问法》定义下的认可投资者及/机构投资者提供。提供本报告于此类投资者，有关财务顾问将无需根据新加坡之《财务顾问法》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，在新加坡获得本报告的人员可向中金新加坡提出。

本报告亦可由受英国金融服务监管局监管的中国国际金融（英国）有限公司（“中金英国”）仅向中金英国分类为专业投资者及/或合格对手方的客户提供，本报告并未提供或者打算提供给任何他人使用。

中金公司亦可依据其他国家或地区的法律法规和监管要求于该国家或地区提供本报告。

特别声明

在法律许可的情况下，中金公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到中金公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

研究报告评级分布可从 <http://www.cicc.com.cn/CICC/chinese/operation/page4-4.htm> 获悉。

评级标准：分析员估测 12 个月之内绝对收益 20%以上为“推荐”、10%~20%为“审慎推荐”、-10%~10%为“中性”、-20%~-10%为“减持”、-20%以下为“回避”。

本报告的版权仅为中金公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

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: (86-10) 6505-1166
传真: (86-10) 6505-1156

Singapore

China International Capital
Corporation (Singapore) Pte. Limited
#39-04, 6 Battery Road
Singapore 049909
Tel: (65) 6572-1999
Fax: (65) 6327-1278

上海

中国国际金融有限公司上海分公司
上海浦东新区陆家嘴环路1233号
汇亚大厦32层
邮编: 200120
电话: (86-21) 5879-6226
传真: (86-21) 5888-8976

United Kingdom

China International Capital
Corporation (UK) Limited
Level 25, 125 Old Broad Street
London EC2N 1AR, United Kingdom
Tel: (44-20) 7367-5718
Fax: (44-20) 7367-5719

香港

中国国际金融(香港)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

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: (86-10) 8567-9238
传真: (86-10) 8567-9235

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: (86-571) 8849-8000
传真: (86-571) 8735-7743

成都滨江东路证券营业部

成都市锦江区滨江东路9号
香格里拉办公楼1层、16层
邮编: 610021
电话: (86-28) 8612-8188
传真: (86-28) 8444-7010

武汉解放大道证券营业部

武汉市硚口区解放大道634号
新世界中心写字楼4层
邮编: 430032
电话: (86-27) 8334-3099
传真: (86-27) 8359-0535

佛山季华五路证券营业部

佛山市禅城区季华五路2号
卓远商务大厦一座12层
邮编: 528000
电话: (86-757) 8290-3588
传真: (86-757) 8303-6299

上海淮海中路证券营业部

上海淮海中路398号
邮编: 200020
电话: (86-21) 6386-1195
传真: (86-21) 6386-1180

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: (86-25) 8316-8988
传真: (86-25) 8316-8397

厦门莲岳路证券营业部

厦门市思明区莲岳路1号
磐基中心商务楼4层
邮编: 361012
电话: (86-592) 515-7000
传真: (86-592) 511-5527

重庆洪湖西路证券营业部

重庆市北部新区洪湖西路9号
欧瑞蓝爵商务中心10层及
欧瑞蓝爵公馆1层
邮编: 401120
电话: (86-23) 6307-7088
传真: (86-23) 6739-6636

天津南京路证券营业部

天津市和平区南京路219号
天津环贸商务中心(天津中心)10层
邮编: 300051
电话: (86-22) 2317-6188
传真: (86-22) 2321-5079

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: (86-755) 8832-2388
传真: (86-755) 8254-8243

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: (86-20) 8396-3968
传真: (86-20) 8516-8198

青岛香港中路证券营业部

青岛市市南区香港中路9号
香格里拉写字楼中心11层
邮编: 266071
电话: (86-532) 6670-6789
传真: (86-532) 6887-7018

长沙三一大道证券营业部

长沙市开福区三一大道459号
骏豪花园A6栋1层
邮编: 410003
电话: (86-731) 8878-7088
传真: (86-731) 8878-7090

大连金马路证券营业部

大连市经济技术开发区金马路128号B
邮编: 116000
电话: (86-411) 8755-5088
传真: (86-411) 8801-7568



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