飞亚达 A (000026.SZ)　百货零售行业

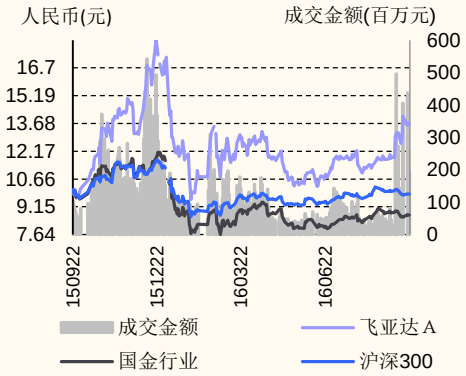
评级：增持　首次评级　　公司深度研究

市场价格（人民币）：13.72 元

长期竞争力评级：高于行业均值

市场数据(人民币)

已上市流通 A 股(百万股)	311.07
总市值(百万元)	6,019.58
年内股价最高最低(元)	18.20/9.54
沪深 300 指数	3266.64
深证成指	10583.40



受益央企改革的国内腕表龙头企业，业绩有望底部改善

公司基本情况(人民币)

项目	2014	2015	2016E	2017E	2018E
摊薄每股收益(元)	0.371	0.310	0.276	0.320	0.397
每股净资产(元)	4.16	5.24	5.46	5.65	5.91
每股经营性现金流(元)	0.74	0.90	0.78	0.48	0.76
市盈率(倍)	28.06	52.86	49.66	42.86	34.58
行业优化市盈率(倍)	N/A	84.84	69.07	69.07	69.07
净利润增长率(%)	11.89%	-16.41%	-0.40%	15.86%	23.96%
净资产收益率(%)	8.91%	5.29%	5.06%	5.67%	6.71%
总股本(百万股)	392.77	392.77	438.74	438.74	438.74

来源：公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- **布局全产业链的腕表龙头，业绩有望底部改善：**公司是国内全产业链布局的腕表龙头企业，围绕名表零售和自有品牌构建“多元品牌+全渠道”的商业壁垒。受反腐政策、经济下行影响，我国奢侈品消费增速大幅下滑，高端腕表受冲击尤为严重。公司名表连锁业务处于调整期，但自有品牌保持稳健成长。今年上半年公司营收前低后高，Q2 经营数据较 Q1 明显改善，亨吉利净利率同比、环比提升明显。随着公司产品结构调整、关店和控费策略逐步深入，年内业绩有望持续改善。
- **布局智能手表/名表维修等新业务，打造新利润增长点：**公司联合阿里推出的智能手表产品将于本月上市，凭借传统品牌对产品质量的把控，智能新品在美观、触感、续航时间等方面能够克服市面上同款产品的诸多痛点，未来销售情况值得期待。中高端手表保有量保持持续增长态势，我们估计国内中高端手表潜在维修市场规模就已在 50 亿以上，公司凭借遍布全国的经销网络以及丰富的资深技师资源有望在这一蓝海市场抢占先机。
- **国企改革预期强烈，自持物业价值丰厚：**公司实际控制人中航工业集团是首批央企改革试点单位之一，近期改革动作频繁。公司作为集团非核心业务，且处于完全市场化领域，未来有望从混改、引入战投甚至国资退出等多个路径受益改革。公司 5 处自持物业位于深圳、西安、沈阳等城市，重估值在 50 亿左右，为公司带来稳定的租金收入和较强的市值安全边际。

投资建议

- 公司深耕腕表行业，多品牌+全渠道的产业布局扎实。产品结构调整、关店和控费策略下业绩有望底部企稳改善。作为中航工业旗下商业平台，未来或受益央企改革进程。自有物业价值充裕(重估值 50 亿以上)，股价接近一年期定增价格(13.05 元)，具有较高的安全边际。我们预计公司 16-18 年净利润增速-0.4%、15.86%、23.96%，EPS 分别为 0.28、0.32、0.40 元，当前市值对应 PE 分别为 49.7X、42.9X、34.6X。**首次覆盖给予增持评级。**

风险

高端腕表市场持续低迷，名表业务下滑加剧；智能手表、名表维修业务开展不及预期；国企改革进展具有不确定性。

徐问　分析师 SAC 执业编号：S1130516080002
xuwen@gjzq.com.cn

刘彪　联系人
liubiao@gjzq.com.cn

敬请参阅最后一页特别声明　　用使司公限有理管金基银瑞投国供仅告报此

此报告仅供国投瑞银基金管理有限公司使用

内容目录

一、腕表市场处于调整期，长期景气度无忧 4
1.1 经济低迷压制名表市场需求 4
1.2 中端市场稳定，长期景气度无忧 4
二、布局全产业链的国内腕表龙头，业绩呈底部改善趋势 7
2.2 名表零售+自有品牌双轮驱动，业绩底部企稳回升 8
2.3 进军智能手表，探索新利润增长点 10
2.4 依托网点/客户资源挖掘存量维修/保养市场 11
三、国企改革预期强烈，自持物业价值充裕 12
3.1 中航工业动作频繁，改革存较强预期 12
3.2 自有物业价值充裕，租金收入稳定 14
四、盈利预测及投资建议 16
五、风险提示 16

图表目录

图表 1：内地奢侈品各品类销售额增速 4
图表 2：中国富豪购买腕表目的 4
图表 3：瑞士名表出口中国与全球增速差异缩窄 4
图表 4：中国市场对瑞士名表的需求依然疲软 4
图表 5：全国重点大型零售企业手表销售前 20 位品牌占有率情况(2015.3) 5
图表 6：人均收入提升加速消费升级 5
图表 7：进口手表均价持续下滑 5
图表 8：内地奢侈品消费市场结构 6
图表 9：境外仍是消费者购买高端腕表主要渠道 6
图表 10：公司发展历程 7
图表 11：公司产业链布局情况 7
图表 12：公司营业收入结构 8
图表 13：公司毛利结构 8
图表 14：公司营收增速逐年下降 8
图表 15：15 年净利润出现负增长 8
图表 16：亨吉利世界名表中心经营情况 9
图表 17：自有品牌仍稳健成长 9
图表 18：公司毛利率水平稳步提升 9
图表 19：公司 2Q 营收增速大幅回升 10
图表 20：公司 2Q 盈利能力大幅改善 10
图表 21：公司净利率小幅回升 10

图表 22：财务费用率呈下降趋势 10
图表 23：中国智能手表市场规模 11
图表 24：飞亚达“印系列”智能表 11
图表 25：中端名表维修保养价格 11
图表 26：国内积累庞大高端机械表存量 11
图表 27：国内钟表维修市场规模仍有巨大提升空间 11
图表 28：公司股权结构图 12
图表 29：央企改革案例整理 12
图表 30：中航工业近期动态梳理 14
图表 31：公司自持物业价值测算 14
图表 32：公司自有物业情况 15
图表 33：自有物业带来稳定租赁收入 15
图表 34：未来公司业务分项预测(单位：百万元) 16

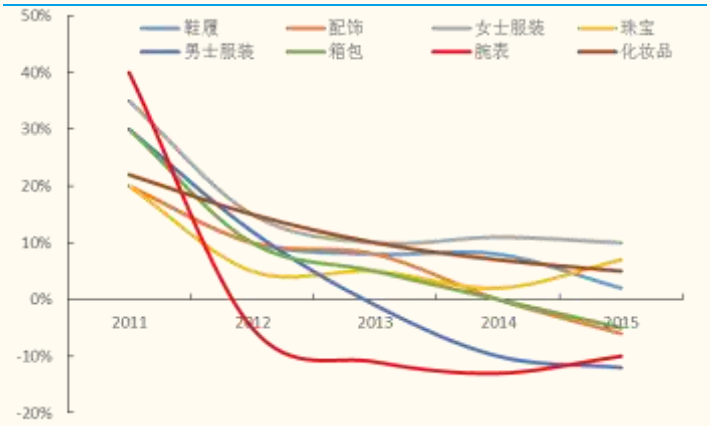
一、腕表市场处于调整期，长期景气度无忧

1.1 经济低迷压制名表市场需求

腕表除了基础的计时功能，附加装饰、收藏和情感等社会属性，成为拥有者社会地位、收入水平和兴趣审美的象征。互联网时代的到来以及手机的普及，使得手表的计时功能的重要性逐渐减弱，其高端消费属性日益凸显。

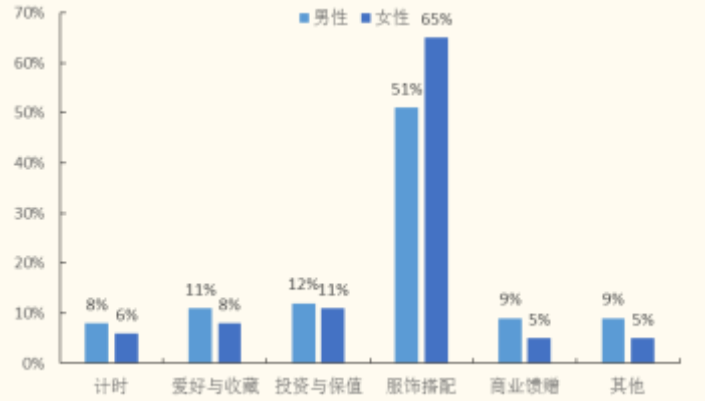
长期以来，随着中国富裕人群规模迅速扩大，奢侈品消费呈现爆发式增长态势，手表文化作为舶来品也被富裕人群所接受，迎来宝贵发展期。2012 年可谓是行业发展的拐点，受反腐政策影响，国内高端消费市场遭遇较大冲击，叠加经济下行，我国奢侈品消费由 2012 年以前 20-30%增速大幅下滑，腕表受冲击尤为严重，自 12 年开始长期处于-10%左右的负增长状态。

图表 1：内地奢侈品各品类销售额增速



来源：贝恩咨询，国金证券研究所

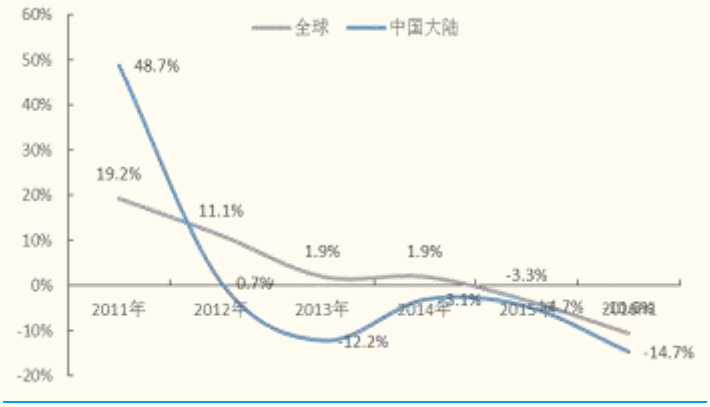
图表 2：中国富豪购买腕表目的



来源：财富品质研究院，国金证券研究所

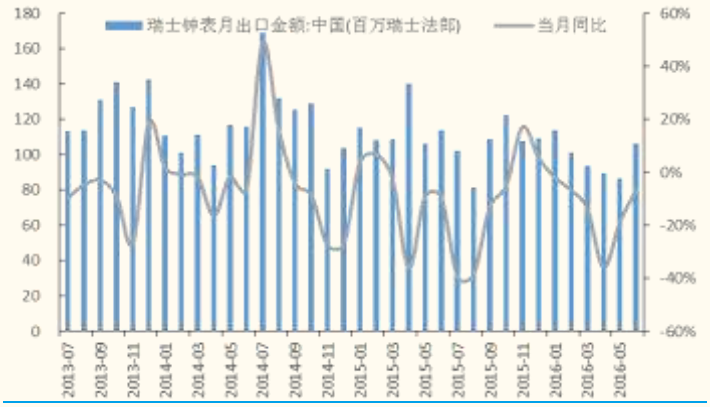
反腐影响消退，消费低迷压制需求，市场暂未有回暖趋势。经近年整治，公款奢侈品消费已经大大压缩。据 2013 年贝恩咨询的调查，约 30%的奢侈品消费为送礼用途，但目前送礼消费已经锐减，以瑞士钟表的出口数据来看，中国(包括香港)已连续三年负增长，累计降幅达 25%，且相关零售商一直在进行品牌结构调整，高价位的名表降幅更大。我们认为反腐对高端消费的冲击已经减弱，但受制于中高端消费低迷，瑞士名表的进口量仍在萎缩，今年 1-8 月进口额下滑 14.7%。

图表 3：瑞士名表出口中国与全球增速差异缩窄



来源：瑞士钟表工业联合会，国金证券研究所

图表 4：中国市场对瑞士名表的需求依然疲软



来源：瑞士钟表工业联合会，国金证券研究所

1.2 中端市场稳定，长期景气度无忧

腕表市场集中度低，品牌层次分明。目前，国内手表市场已经进入群雄逐鹿的时代。高端市场基本被瑞士品牌所垄断，低端市场则由国内品牌占据，中端市场品牌庞杂，瑞士、日本、欧美以及国内高端品牌均有参与。在品牌竞争上，

市场格局仍较为分散，品牌间的份额差距并不明显，虽然天王、天梭、罗西尼等品牌份额领先，但无一家超过 10%的市占率。

图表 5：全国重点大型零售企业手表销售前 20 位品牌占有率情况(2015.3)

市场品牌	市场综合占有率	销售额份额	销售份额	单价(元)
天王	9.42%	5.35%	14.78%	1335
天梭	7.95%	9.07%	9.78%	3416
罗西尼	7.22%	3.67%	10.84%	1247
浪琴	5.60%	18.77%	5.65%	12238
飞亚达	5.39%	3.00%	7.08%	1562
卡西欧	5.18%	2.74%	5.83%	1729
依波	5.12%	2.43%	6.31%	1420
西铁城	3.86%	1.88%	3.26%	2130
梅花	2.96%	2.18%	1.54%	5234
美度	2.96%	2.65%	1.74%	5599
斯沃琪	2.58%	0.69%	4.38%	577
雷达	2.39%	3.95%	1.23%	11855
雷诺	2.19%	0.71%	2.07%	1260
欧米茄	1.98%	11.55%	1.35%	31516
帝舵	1.96%	3.55%	0.78%	16677
宝时捷	1.88%	0.43%	1.81%	881
英纳格	1.84%	0.73%	0.47%	5691
依波路	1.72%	0.99%	0.81%	4503
CK	1.50%	1.54%	2.40%	2364
劳力士	1.11%	8.53%	0.60%	52266

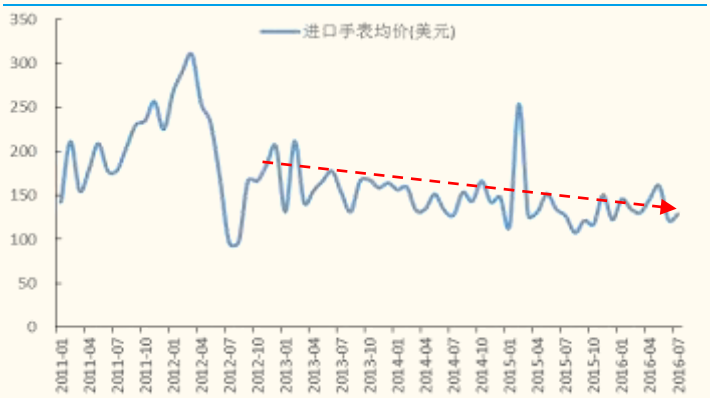
来源：中国钟表网，国金证券研究所

品牌结构调整持续，中端腕表市场稳步成长。随着国内消费者收入水平的提高，过去的低端手表已经无法再满足客户的需求，品质、美观以及品牌的重要性日益凸显，产生了向中端品牌升级的驱动力。根据中国钟表网的数据，中国手表消费的市场容量大约在 300 亿-400 亿元，高档手表的市场份额大约在 70 亿-100 亿元。价位在 200-600 元的低端手表市场份额已有所降低，仍占据近 30%的销售额；1000-5000 元的中端手表受到市场欢迎，市占率、销售量都在上升。参考其他成熟消费品行业来看，中端市场都将是行业最主要的构成，而国内腕表行业也正从偏重高端走向协同发展，定位中端市场的品牌有望迎来发展机遇。

图表 6：人均收入提升加速消费升级

来源：Wind，国金证券研究所

图表 7：进口手表均价持续下滑

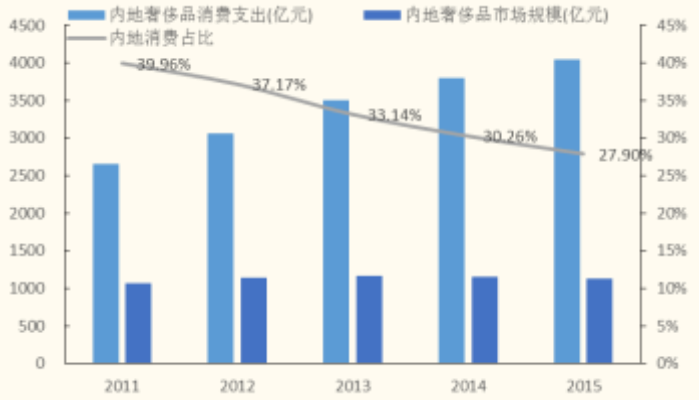


来源：Wind，国金证券研究所

关税调整/价差缩窄，或长远吸引海外消费回流。虽然内地奢侈品消费持续低迷，但以自用需求为主的奢侈品消费仍保持强劲增长，只不过消费地点由国内转移至国外。一直以来，境内外高端腕表市场存在巨大的价差，导致 50%以上的购买行为发生在境外。从目前奢侈品消费结构来看，内地市场份额逐年降低，15 年仅占奢侈品总支出的 27.9%。14 年 7 月，《中国—瑞士自由贸易协定》正式生效，中方逐年进行关税调整，将对瑞方 84.2%的出口最终实施零关税，另对

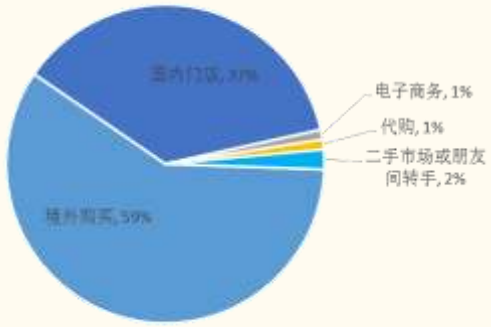
部分产品降税，瑞士作为国内最重要的高端腕表进口地，关税下降有望缩窄海内外价差。此外，随着国内奢侈品市场低迷，品牌商也有意识地调整价格体系，百达翡丽、泰格豪雅、万国表等名表品牌均有降价措施。未来，受益于关税降低、品牌商调价的潜在利好，高端腕表境内外差价有望缩窄，若海外腕表消费部分回流将对国内市场带来巨大增量，有望提升行业景气度。

图表 8：内地奢侈品消费市场结构



来源：贝恩咨询，国金证券研究所

图表 9：境外仍是消费者购买高端腕表主要渠道



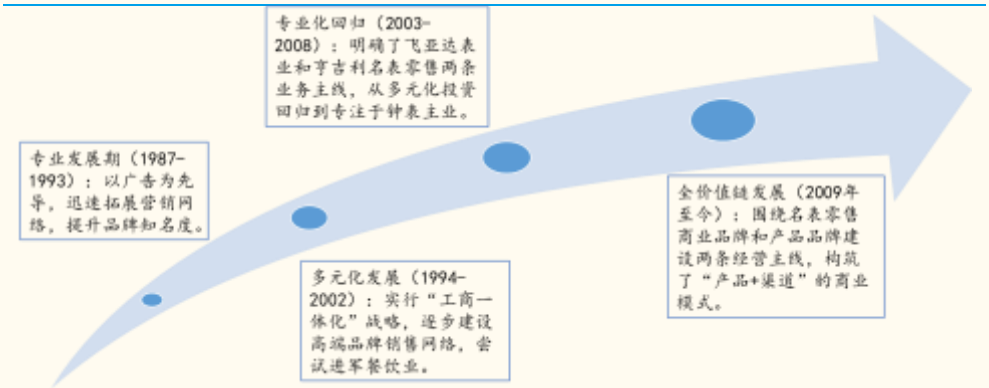
来源：财富品质研究院，国金证券研究所

二、布局全产业链的国内腕表龙头，业绩呈底部改善趋势

2.1 国内腕表旗舰企业，构建“产品+渠道”商业模式

公司成立于 1987 年，前身为深圳飞达表业有限公司，在发展初期以广告为先导，拓展营销网络，并于 1993 年在深交所上市，成为中国钟表行业的唯一 A 股上市公司。自 1994 年开始，公司业务先后经历了多元化发展和专业化回归的过程，最终于 2009 年确定为手表全价值链发展，围绕名表零售和自有品牌构建“产品+渠道”的商业模式。经历几十年的发展创新，公司已成为中国钟表行业的龙头企业，在技术、产品制造、品牌塑造、渠道等方面建立了自己的核心竞争优势，品牌市占率在国内品牌中居于领先地位。

图表 10：公司发展历程



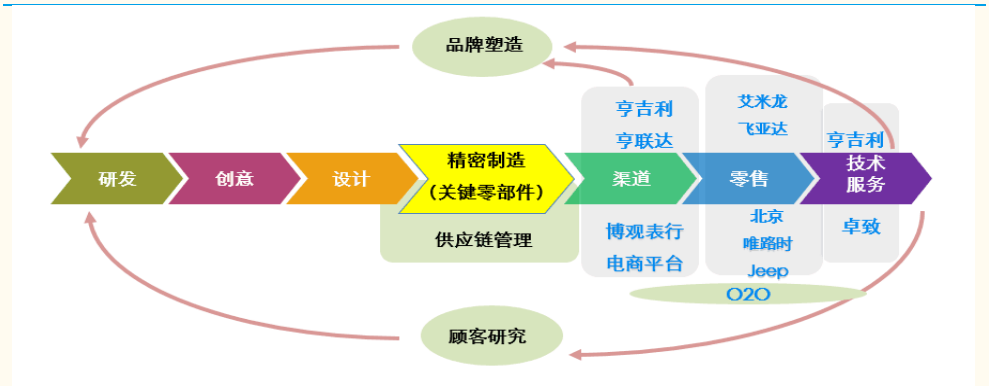
来源：国金证券研究所

品牌架构齐全，布局手表全产业链。经过十余年的深耕，公司已形成飞亚达表、高端品牌、时尚品牌为主的“三色堇”产品品牌构架，拥有自有品牌“飞亚达”、电商品牌“唯路时”，授权运营“JEEP”时尚品牌，收购瑞士高端品牌艾米龙，并独家授权“北京”品牌运营。从产品定位来看，“飞亚达”定位中高端市场；电商品牌“唯路时”定位于千元以下市场和电商渠道；JEEP 弥补个性、时尚表市场空缺。此外，公司积极在研发、设计、关键零部件生产、分销、零售等重要环节的进行全产业链布局，具有较强的品牌、产业链协同效应。

线下渠道覆盖全国，酷时街打通电商和 O2O 平台。自 1997 年以来，公司逐步建设高端品牌销售网络，自有品牌飞亚达拥有 2000 多个终端网点；旗下“亨吉利世界名表中心” 拥有 200 余家门店，名表渠道份额全国第二。2012 年，公司根据市场需求成立博观表行，定位中端市场、多品牌腕表集合店，目前有 100 多家门店。公司打造综合性腕表在线销售平台酷时街，打通电商和 O2O 平台。

综合来看，公司在腕表细分领域具有极强的资源壁垒，包括从研发设计到终端销售的全产业链垂直布局，涵盖高中低端的品牌、渠道体系，积累了超过 10 万 VIP 客户资源，也与众多知名国际钟表品牌建立了紧密合作关系。

图表 11：公司产业链布局情况



来源：公司官网，国金证券研究所

2.2 名表零售+自有品牌双轮驱动，业绩底部企稳回升

公司主营业务主要由名表零售和自有品牌构成。其中，名表零售是主要收入来源、重要毛利来源，15 年占比分别为 68.66%、43.38%。飞亚达表近年来一直保持较好发展势头，营收、毛利占比均有所上升，15 年占比分别为 28.30%、49.96%。租赁业务收入来源于自有物业出租，承租方多为腾讯、甲骨文等大型公司以及中航工业体系关联企业，贡献的利润较为稳定。

图表 12：公司营业收入结构

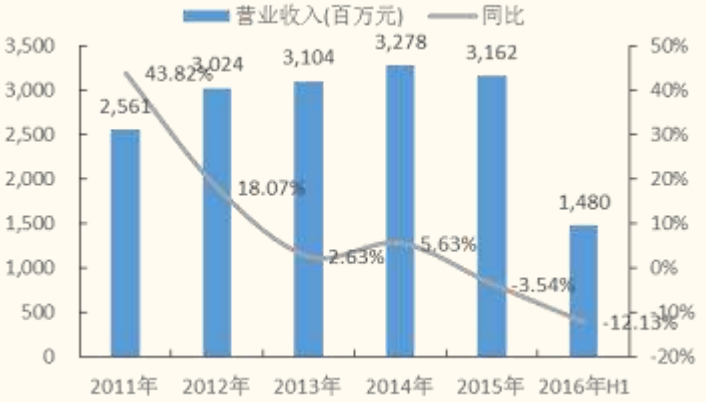
来源：Wind，国金证券研究所

图表 13：公司毛利结构

来源：Wind，国金证券研究所

名表业务增长乏力，自有品牌稳健成长。受名表市场调整影响，公司营收增长乏力，自 12 年 44%的高点逐步降至 16 年 H1 的-12.13%，净利润也波动加剧，13-14 年恢复正增长后，15 年开始再度恶化，16 年 H1 下降 17.23%。名表业务子公司亨吉利世界中心净利润则从 11 年接近 1 个亿的高点回落到 2015 年仅 1500 万，大幅拉低了整体盈利能力。自有品牌飞亚达表现稳定，受益于渠道高速扩张和电商份额提升，13-14 年实现 20%以上的高增速，15 年以来营收虽有所放缓，但依然高于行业整体，高毛利自有品牌销售占比的提升，使得公司综合毛利率呈上升趋势。

图表 14：公司营收增速逐年下降



来源：Wind，国金证券研究所

图表 15：15 年净利润出现负增长

来源：Wind，国金证券研究所

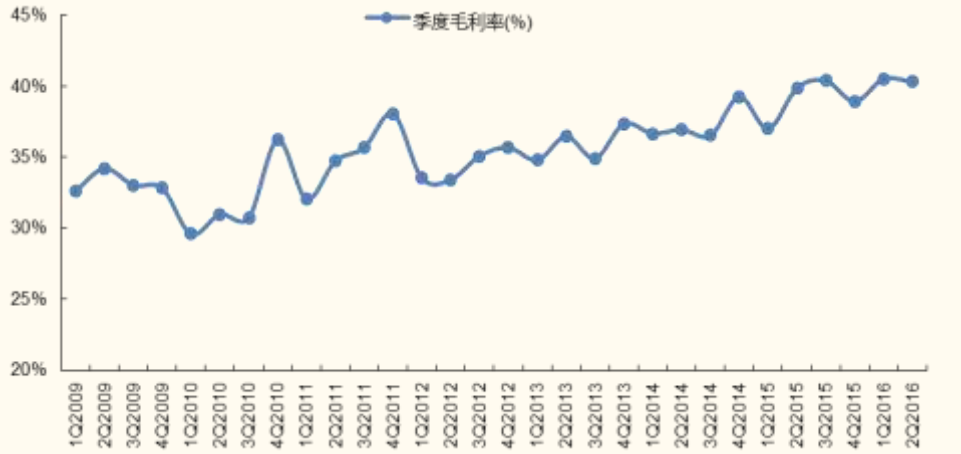
图表 16：亨吉利世界名表中心经营情况

来源：公司公告，国金证券研究所

图表 17：自有品牌仍稳健成长

来源：公司公告，国金证券研究所

图表 18：公司毛利率水平稳步提升

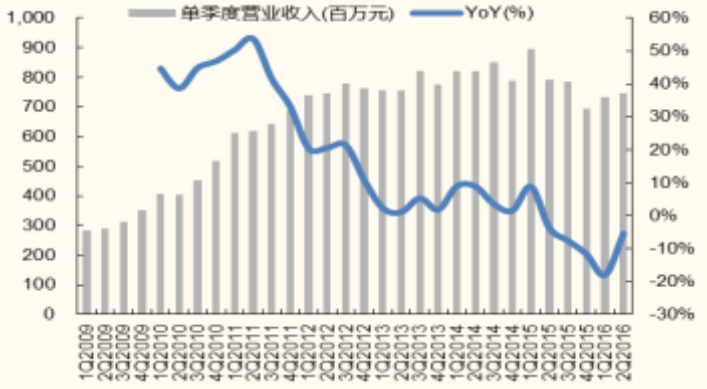


来源：公司公告，国金证券研究所

随着行业步入拐点，公司的经营重点从规模扩张转向单店效益提升，采取关店、控费、产品结构调整等措施提升效率。亨吉利门店调整策略已初显成效，16 年上半年名表零售毛利率水平从去年同期的 23.63%提升至 25.08%，费用率较 15 年全年下降 1.2 个百分点至 22.6%，亨吉利盈利能力同比、环比大幅转好，净利率从 15 年 0.7%的低位回升至 2.1%。

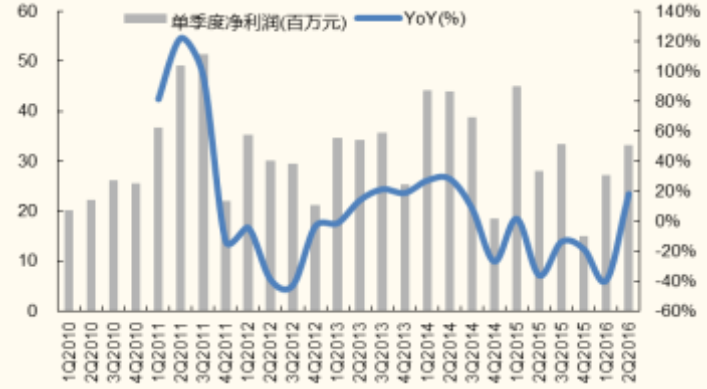
从季度数据来看，公司二季度较一季度业绩环比改善明显。二季度营收降幅较一季度大幅缩窄，单季净利润增速 18.2%较一季度-39.4%大幅提升，也是最近一年来首个实现净利润同比正增长的季度。背后亨吉利的盈利能力回升作用显著，随着关店、控费、产品调整等步伐的推进，年内业绩有望持续性改善。

图表 19：公司 2Q 营收增速大幅回升



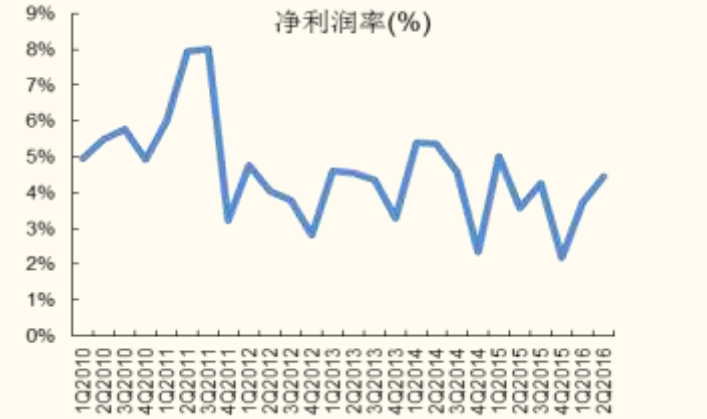
来源：Wind，国金证券研究所

图表 20：公司 2Q 盈利能力大幅改善



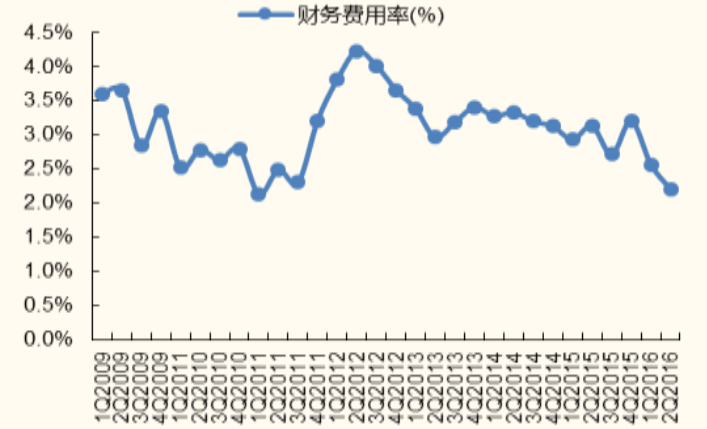
来源：Wind，国金证券研究所

图表 21：公司净利率小幅回升



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 22：财务费用率呈下降趋势



来源：公司公告，国金证券研究所

2.3 进军智能手表，探索新利润增长点

自 2015 年 Apple Watch 发布以来，智能手表需求开始爆发，三星、摩托罗拉等电子厂商纷纷跟进。传统手表品牌商也逐渐重视这一市场，宝格丽、万国表、天梭、斯沃琪、泰格豪雅等奢侈品牌也推出智能手表产品。根据易观智库的测算，2015 年中国智能手表市场规模达到 52 亿元，较 14 年增长了 420%，且未来 3 年仍会保持 40%以上的高增速，市场潜力巨大。

3 月 17 日，公司在瑞士举办的第 44 届巴塞尔国际钟表珠宝展发布全新“印系列”手表产品，其中包括公司首款智能腕表。7 月 6 日，公司在阿里巴巴与上汽集团联合举办的互联网汽车新品发布会上，展示了公司印系列轻智能腕表概念款。“智能腕表”由公司和阿里巴巴合作完成，阿里巴巴提供智能操作系统“ YunOS”服务，该产品将具有智能行针控制、自动校时、两地时显示、运动计步、身份识别及离线支付等功能。产品将本月底上市，利用公司线下渠道和互联网渠道发售。

依托传统品牌优势，实现轻智能突破。传统品牌的优势在于设计、品牌影响力以及积累的消费群体，公司推出的智能手表注重轻智能，适合多种场合，工艺品质上有独特优势。此外，重智能领域已是一片红海，公司依托传统优势从轻智能领域介入，有助于实现差异化竞争。公司智能手表定价预计在 2000 元以下，符合多数消费者的购买预算，且多达 30 天的续航时间、传统品牌对产品质量的把控，能够克服市面上智能手表的诸多痛点，满足消费者的多数需求，未来销售情况值得期待。

图表 23：中国智能手表市场规模

来源：易观智库，国金证券研究所

图表 24：飞亚达“印系列”智能表

来源：互联网，国金证券研究所

2.4 依托网点/客户资源挖掘存量维修/保养市场

随着国内手表消费意识的不断提高，中高端手表的保有量保持持续增长态势，手表维修将会成为一个巨大的蓝海市场。根据海关进口数据，近 5 年年均进口机械表数量均在 220 万只以上，考虑到更为庞大的海外购表市场，保守估计国内中高端手表保有量在 5000 万只以上。我们以每只手表每年 100 元的维修/保养支出计算，潜在维修市场规模就已在 50 亿以上。

图表 25：中端名表维修保养价格

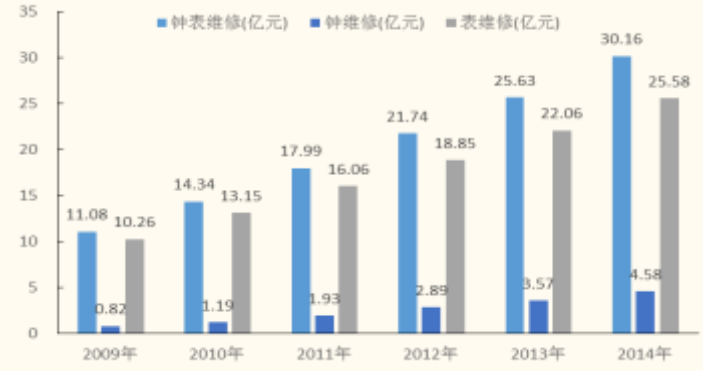
3～4 万的中端名表	价格/次	保养周期
缺件	1000～2000 元	3 年
不缺件	500～1000 元	3 年

来源：互联网，国金证券研究所

图表 26：国内积累庞大高端机械表存量

来源：中国钟表网，国金证券研究所

图表 27：国内钟表维修市场规模仍有巨大提升空间



来源：智研咨询，国金证券研究所

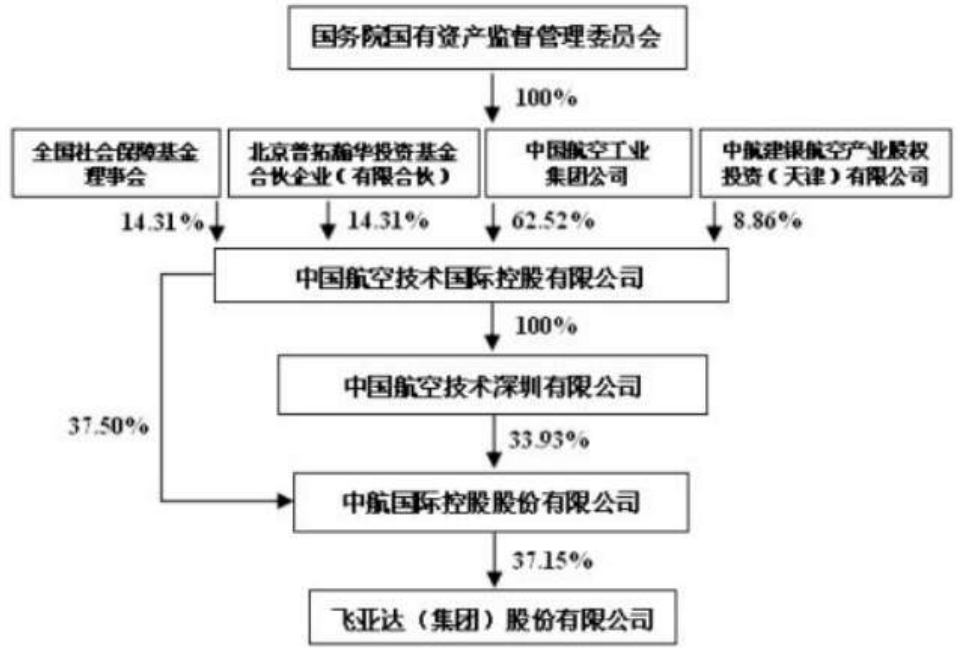
手表维修依赖渠道、技术，公司具备较强竞争力。目前，国内手表维修市场仍未发展完善，服务网点匮乏、市场不规范、技术水平和服务质量均存在痛点。从高端腕表维修来看，钟表维修服务中心仍集中在一线城市，仅有斯沃琪、历峰、亨得利、新宇等少数品牌商布局这一领域，维修技师人数也较为有限，最多的一家也仅有 400 多人，与庞大的高端手表保有量相比，手表市场的技术服务网络和技术服务水平不能满足消费者日益增长的售后服务需求。公司旗下亨吉利世界名表中心是国内最大的手表经销网络之一，渠道覆盖全国市场，能有效对接消费者的需求，且公司自 2011 年开始实施了“名匠蓄水池”计划，拥有一支专业高效的维修技师团队。我们认为凭借公司渠道和技术优势，将在开拓手表维修市场中抢占先机，打造新的利润增长点。

三、国企改革预期强烈，自持物业价值充裕

3.1 中航工业动作频繁，改革存较强预期

公司是央企中航工业下属商业上市平台，截至 16 年 6 月底，中航国际控股持有公司 37.15%的股权，为公司控股股东，实际控制人中国航空技术国际控股持有中航国际控股 71.43%股权。除公司外，中国航空技术国际控股旗下有中航国际控股、中国航空工业国际控股、中航地产、深天马、天虹商场、中航国际船舶、德国洪堡等多家上市公司，业务板块涉及航空、国际、电子、非航空供应链服务、零售与高端消费品、地产、酒店及投资等。

图表 28：公司股权结构图



来源：公司公告，国金证券研究所

央企改革备受关注，瘦身+健体双管齐下。自 6 月以来，央企改革再度成为市场焦点。武钢和宝钢的重大资产重组掀开央企改革的序幕，紧接着中纺并入中粮集团，国旅集团并入港中旅等案例均侧面论证了央企整合的加速。我们粗略从过往举措及文件进行梳理，认为央企改革将从瘦身和健体两方面着手，一方面加速集团内乃至跨集团资源整合步伐，集中资源做大做强主业，另一方面剥离非核心业务并重塑管理结构，实现经营效率的提升。

图表 29：央企改革案例整理

改革案例	内容
武钢、宝钢重组	两家国有大型钢铁集团正在筹划战略重组事宜，其下分别控制的宝钢股份和武钢股份双双自 27 日起开始停牌。此重大资产重组也开启了 2016 年央企改革重组的序幕。
保利、中航重组地产业务	7 月 6 日晚间，保利地产和中航地产各自发布停牌公告，称中国保利集团与中国航空工业集团正在筹划关于所属地产相关业务资产的重组整合方案。
中海地产与中信集团住宅业务整合	中海地产将以发行新股及转让物业资产的组合形式收购中信股份重组后通过中信房地产及中信泰富拥有的国内住宅地产项目资产，交易初始对价 310 亿元。
中纺并入中粮	7 月 15 日，中国中纺集团公司整体并入中粮集团有限公司，成为其全资子企业。中国中纺集团不再作为国资委直接监管企业。
国旅集团并入港中旅	7 月 11 日，经报国务院批准，中国国旅集团有限公司整体

	并入中国港中旅集团公司，成为其全资子公司。中国国旅集团有限公司不再作为国资委监管企业。
中粮董事会获国资委18项改革授权	国务院国资委对中粮集团董事会进行了 18 项授权，涉及资产配置、薪酬分配、市场化用人等多方面，此举意味着国企改革所有权和经营权分离进入实施阶段。
中粮集团试点方案	中粮将以“小总部，大产业”的原则，通过专业化公司（平台）的运营，以核心产品为主线加快整合。“十三五”期间，中粮将致力打造 2-3 个营收超 1000 亿元规模，4-5 个超 500 亿元规模的专业化公司（平台）；聚焦核心业务的同时，推动非核心业务的混合所有制改革，淘汰退出非主业不良资产，实现资本证券化。中粮将用三年时间重组整合和淘汰退出企业百户，法人机构减少 20%。
国家电投试点方案	按照“专业化+区域化”两条线的思路，优化重组业务架构。一是按专业化方向，对两家企业的核电、金融、环保、海外等产业资源进行优化整合，组建专业化子集团。对两家企业公共服务资源进行整合，分别组建中央研究院、企业大学、资金中心、信息中心等集团支持保障机构。二是按区域化方向，“以省为实体”，整合归并同一省域内常规电力及相关资产，减少集团内部重复竞争。在 9 个空白省份设立分公司，重点开拓配售电、综合能源服务等新电力业务。同时，积极推动专业化板块整体上市，推动省公司资产注入现有发电上市公司，最终要形成 8-10 个专业化或跨省区域性上市公司。
中国远洋海运集团	上半年四家上市公司的新机构将全部正式运行，新集团正在推进第二阶段的改革重组工作，物流资源重组方案正在制定，装备制造、教育和信息资源整合正在进行调研，计划年内完成所有板块的重组工作。
东航集团	东航集团召开专题党组会提出，要加快推进东航的自身改革和结构调整，公司已经有明确的改革方案和改革重点，要抓紧推进集团层面的改革，落实好发改委确定的混合所有制改革试点和特困企业改革，积极搞活内部机制。
中海油	总公司深化改革的总目标和实质性指标已经明确。到 2020 年，完成向国有资本投资公司转型，形成与公司发展战略相匹配的管理体制和市场化经营机制，法人治理结构更加健全，在全球的资本布局结构更趋合理。
南光集团和珠海振戎重组	15 年 12 月，南光（集团）有限公司和珠海振戎重组。双方都处于贸易领域，重组可能是根据业务需要，通过整合贸易链条中的一环，形成新的市场优势。
中广核入主大连国际	7 月 28 日，中广核核技术重组大连国际项目无条件过会。重组完成后,中广核核技术及其一致行动人持股 61.08%,成为控股股东,公司成为中广核集团首家 A 股上市公司。

来源：互联网，国金证券研究所

中航工业动作频繁，非核心资产改革预期强烈。随着央企改革的加速推进，作为军工央企的中航工业也加紧调整旗下资产，7 月国资委宣布中国航发脱离中航工业体系，9 月中航工业向保利地产整体剥离地产业务。此外，中航工业对外发布《关于加快通用航空产业发展的决定》，加快通用航空产业发展步伐。我们认为在央企聚焦主业的大背景下，公司主业与集团军工业务关联性低，且处于完全市场化领域，存在较强的改革预期，未来有望从混改、引入战投甚至国资退出等多个路径进行改革。

图表 30：中航工业近期动态梳理

改革事件	内容
保利、中航重组地产业务	7 月 6 日晚间，保利地产和中航地产各自发布停牌公告，称中国保利集团与中国航空工业集团正在筹划关于所属地产相关业务资产的重组整合方案。9 月 12 日，保利集团和中航工业签署《中航工业集团公司与中国保利集团公司之房地产业务整合框架协议书》，中航工业将地产业务整体剥离，涉及中航国际控股、中国航空工业国际以及中航地产，包括中航国际瑞赛、中航万科、中航里程等房地产公司。
中国航发脱离中航工业	7 月 13 日，国资委发布关于组建中国航发的公告，旗下拥有中航动力、成发科技、中航动控三家上市公司的中国航发从中航工业中剥离出来。
《关于加快通用航空产业发展的决定》	7 月份中航工业党组正式下发了《关于加快通用航空产业发展的决定》，明确了中航工业将以各种形式参与到地方合作中，通用飞机部装以下环节不再做内部增量投资，标志着中航工业全力加快通用航空产业发展的决心。

来源：互联网，国金证券研究所

3.2 自有物业价值充裕，租金收入稳定

目前，公司共拥有飞亚达科技大厦、飞亚达大厦、沈阳 1928 大楼、西安飞亚达大厦、飞亚达钟表大厦五处物业，自持面积约 17 万平方米，且主要用于出租，每年为公司带来近 1 亿元的稳定租金收入。其中，飞亚达科技大厦位于深圳科技园高端办公区，是 5A 甲级写字楼，出租率 100%，租金保持稳定增长；飞亚达大厦位于福田华强北，地段繁华；飞亚达钟表大厦位于光明新区钟表基地，刚刚投入使用。虽然钟表大厦周边配套尚未成熟，但深圳作为全球最主要的钟表生产和配套基地，产量占全球 40%以上，钟表基地未来发展前景广阔，预计将带来丰厚的租金收入。

综合来看，公司物业集中于深圳核心区域，经过近年来的房价上涨，物业价值已经较初始有了很大的提升，参照周边可比销售价格分析，我们保守估计公司自有物业价值在 50 亿左右，为市值提供了较高的安全垫。

图表 31：公司自持物业价值测算

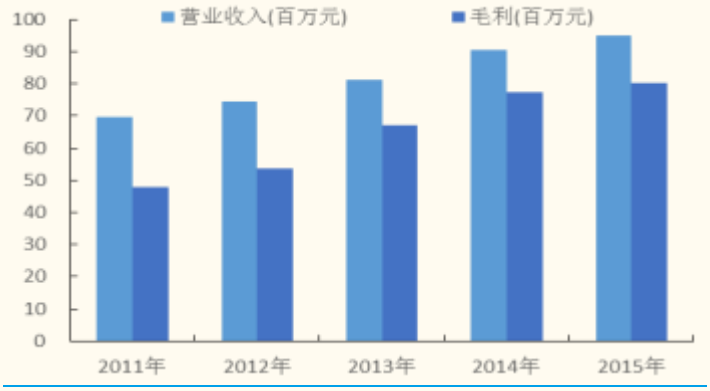
物业	地址	自有物业面积(万平米)	单价(万元)	重估值(亿元)
飞亚达科技大厦	深圳市南山区	7	4	28
飞亚达大厦	深圳市福田区	2	4	8
沈阳 1928 大楼	沈阳市和平区	1	1	1
西安飞亚达大厦	西安市碑林区	1	1	1
飞亚达钟表大厦	深圳市光明新区	6	2	12
合计		17		50

来源：公司调研，国金证券研究所

图表 32：公司自有物业情况

来源：公司官网，国金证券研究所

图表 33：自有物业带来稳定租赁收入



来源：公司公告，国金证券研究所

四、盈利预测及投资建议

核心假设

1、公司延续关店步伐，门店费用持续下降；

2、腕表市场不出现大幅下滑，公司营业收入保持稳定；

3、暂不考虑智能手表的业绩贡献。

盈利预测及估值

根据以上假设，我们预计公司 2016 年仍处于阵痛期，但全年业绩较上半年出现改善，2017-18 年随着名表市场需求回暖以及公司关店降低成本，进入低速增长期，三年收入增速分别为-8%、2.9%、3.9%，净利润增速-0.4%、15.86%、23.96%。我们预测 16-18 年 EPS 分别为 0.28、0.32、0.40 元，当前市值对应 PE 分别为 49.7X、42.9X、34.6X。

图表 34：未来公司业务分项预测(单位：百万元)

业态	项目	2015A	2016E	2017E	2018E
名表零售	销售收入	2,147.6	1,868.4	1,905.8	1,963.0
	销售成本	1,623.9	1,416.3	1,448.4	1,491.9
	毛利率	24.38%	24.20%	24.00%	24.00%
自有品牌	销售收入	885.3	903.0	939.1	995.5
	销售成本	282.2	320.6	331.5	348.4
	毛利率	68.13%	64.50%	64.70%	65.00%
租赁业务	销售收入	94.9	101.5	111.7	115.0
	销售成本	14.5	15.2	16.7	17.3
	毛利率	84.68%	85.00%	85.00%	85.00%

来源：公司公告，国金证券研究所

投资建议

公司深耕腕表行业，多品牌+全渠道的产业布局扎实。虽然名表市场持续低迷，但公司自有品牌仍保持稳定业绩表现。产品结构调整、关店和控费策略下业绩有望底部企稳改善。智能手表、名表维修潜在市场广阔，也有望成为公司新利润增长点。公司作为中航工业旗下商业平台，未来有望受益央企改革，存在混改、引入战投甚至国资退出等预期。此外，公司自有物业价值充裕(重估值 50 亿以上)，股价接近一年期定增价格(13.05 元)，具有较高的安全边际。**首次覆盖给予增持评级。**

五、风险提示

1、高端腕表市场持续低迷，名表业务下滑加剧；

2、智能手表、名表维修业务开展不及预期；

3、国企改革进展具有不确定性。

附录：三张报表预测摘要

损益表（人民币百万元）

	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
主营业务收入	3,103	3,278	3,162	2,908	2,992	3,108
增长率		5.6%	-3.5%	-8.0%	2.9%	3.9%
主营业务成本	-1,990	-2,055	-1,930	-1,772	-1,817	-1,878
%销售收入	64.1%	62.7%	61.0%	60.9%	60.7%	60.4%
毛利	1,113	1,223	1,233	1,136	1,175	1,231
%销售收入	35.9%	37.3%	39.0%	39.1%	39.3%	39.6%
营业税金及附加	-23	-24	-31	-26	-27	-28
%销售收入	0.7%	0.7%	1.0%	0.9%	0.9%	0.9%
营业费用	-649	-723	-780	-727	-748	-762
%销售收入	20.9%	22.1%	24.7%	25.0%	25.0%	24.5%
管理费用	-186	-208	-198	-186	-191	-199
%销售收入	6.0%	6.4%	6.3%	6.4%	6.4%	6.4%
息税前利润（EBIT）	255	268	224	197	209	242
%销售收入	8.2%	8.2%	7.1%	6.8%	7.0%	7.8%
财务费用	-100	-106	-94	-54	-43	-38
%销售收入	3.2%	3.2%	3.0%	1.9%	1.5%	1.2%
资产减值损失	-9	-3	-6	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	2	-1	1	0	0	0
%税前利润	1.0%	n.a	0.6%	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	148	159	125	143	165	205
营业利润率	4.8%	4.8%	3.9%	4.9%	5.5%	6.6%
营业外收支	4	11	11	0	0	0
税前利润	151	170	136	143	165	205
利润率	4.9%	5.2%	4.3%	4.9%	5.5%	6.6%
所得税	-21	-24	-13	-21	-25	-31
所得税率	14.1%	14.3%	10.0%	15.0%	15.0%	15.0%
净利润	130	146	122	121	140	174
少数股东损益	0	1	0	0	0	0
归属于母公司的净利润	130	146	122	121	140	174
净利率	4.2%	4.4%	3.8%	4.2%	4.7%	5.6%

现金流量表（人民币百万元）

	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
净利润	130	146	122	121	140	174
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	138	139	146	55	73	85
非经营收益	75	81	70	62	45	39
营运资金变动	-264	-77	58	103	-49	37
经营活动现金净流	79	289	396	341	210	334
资本开支	-118	-186	-230	-158	-99	-95
投资	0	0	0	0	0	0
其他	0	-2	0	0	0	0
投资活动现金净流	-118	-187	-230	-158	-99	-95
股权募资	0	0	585	0	0	0
债权募资	122	-106	49	-442	-42	-152
其他	-115	11	-278	-39	-88	-96
筹资活动现金净流	6	-95	356	-481	-131	-248
现金净流量	-33	7	523	-298	-20	-9

资产负债表（人民币百万元）

	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
货币资金	108	116	639	341	321	312
应收款项	372	399	352	348	358	372
存货	2,123	2,134	2,093	1,942	1,991	1,955
其他流动资产	74	57	65	68	66	62
流动资产	2,677	2,707	3,148	2,699	2,736	2,701
%总资产	75.2%	74.0%	74.1%	69.3%	69.1%	68.7%
长期投资	279	269	260	261	260	260
固定资产	313	375	535	586	600	582
%总资产	8.8%	10.3%	12.6%	15.1%	15.2%	14.8%
无形资产	183	185	192	240	253	282
非流动资产	881	951	1,099	1,196	1,221	1,232
%总资产	24.8%	26.0%	25.9%	30.7%	30.9%	31.3%
资产总计	3,559	3,658	4,247	3,895	3,957	3,932
短期借款	1,062	989	1,097	659	617	463
应付款项	270	348	222	201	207	213
其他流动负债	113	141	130	146	162	166
流动负债	1,446	1,478	1,449	1,007	985	843
长期贷款	173	140	91	91	91	92
其他长期负债	401	403	404	400	400	400
负债	2,020	2,021	1,944	1,497	1,476	1,335
普通股股东权益	1,536	1,633	2,299	2,394	2,477	2,594
少数股东权益	2	3	4	4	4	4
负债股东权益合计	3,559	3,658	4,247	3,895	3,957	3,932

比率分析

	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
每股指标						
每股收益	0.331	0.371	0.310	0.276	0.320	0.397
每股净资产	3.912	4.159	5.240	5.456	5.646	5.913
每股经营现金净流	0.201	0.736	0.903	0.778	0.478	0.762
每股股利	0.100	0.100	0.100	0.100	0.130	0.130
回报率						
净资产收益率	8.47%	8.91%	5.29%	5.06%	5.67%	6.71%
总资产收益率	3.66%	3.98%	2.87%	3.11%	3.55%	4.43%
投入资本收益率	6.91%	7.27%	5.19%	4.71%	4.94%	5.80%
增长率						
主营业务收入增长率	2.63%	5.63%	-3.54%	-8.04%	2.88%	3.91%
EBIT 增长率	0.42%	5.18%	-16.34%	-12.38%	6.11%	16.20%
净利润增长率	12.17%	11.89%	-16.41%	-0.40%	15.86%	23.96%
总资产增长率	6.97%	2.78%	16.10%	-8.29%	1.60%	-0.62%
资产管理能力						
应收账款周转天数	37.3	37.6	37.9	38.0	38.0	38.0
存货周转天数	367.4	378.1	399.8	400.0	400.0	380.0
应付账款周转天数	39.8	32.8	28.7	28.0	28.0	28.0
固定资产周转天数	36.1	36.0	41.8	70.7	72.8	67.3
偿债能力						
净负债/股东权益	99.14%	86.27%	41.21%	33.74%	31.70%	24.75%
EBIT 利息保障倍数	2.5	2.5	2.4	3.6	4.8	6.4
资产负债率	56.76%	55.26%	45.77%	38.45%	37.31%	33.94%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	0	0	0
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	**0.00**	**0.00**	**0.00**	**0.00**	**0.00**

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持 ； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归"国金证券股份有限公司"（以下简称"国金证券"）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为"国金证券股份有限公司"，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号时代金融中心 7BD