

飞亚达 A (000026.SZ) 百货零售行业

评级：增持 维持评级

公司点评

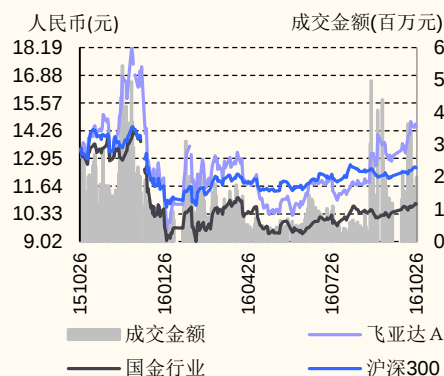
市场价格(人民币): 14.47 元

目标价格(人民币): 17.00 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)	6,348.64
年内股价最高最低(元)	18.20/9.54
沪深 300 指数	3354.80
深证成指	10817.51



相关报告

1. 《受益央企改革的国内腕表龙头企业，业绩有望底部改善-飞亚达 A 公...》，2016.9.22

徐问

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

刘彪

联系人
liubiao@gjzq.com.cn

三季报超预期，验证业绩底部改善判断

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	0.295	0.353	0.413
每股净资产(元)	4.16	5.24	5.47	5.70	5.98
每股经营性现金流(元)	0.74	0.90	0.92	0.55	0.80
市盈率(倍)	28.06	52.86	49.00	40.98	35.04
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%	6.45%	19.59%	16.95%
净资产收益率(%)	8.91%	5.29%	5.39%	6.20%	6.91%
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

业绩简评

- 飞亚达发布 16 年三季度报，前三季度实现营业收入 22.34 亿元，同比下降 9.47%，实现净利润 1.08 亿元，同比增长 1.6%，EPS 0.25 元，同比下降 9.03%，其中 3Q 单季净利润同比增 43.2%，超出市场预期。

经营分析

- **关店/控费效果凸显，业绩环比持续改善：**受高端腕表市场下滑影响，近年来公司名表业务进入调整期，自有品牌仍稳健成长。年内可选消费呈小幅回暖趋势，公司季度营收前低后高，3Q 单季收入降幅缩窄至-3.8%，前三季度实现营收 22.34 亿元，降幅 9.47%。公司积极调整产品结构、精简低效门店、严控费用支出，盈利能力逐渐提升，单季业绩增速从 1Q-39.4%回升至 3Q43.2%，前三季度业绩增速转正。
- **毛利率小幅提升，单季费用率持续走低：**随着关店和控费策略逐步深入，公司人工、租金等刚性费用有所下降，营销相关费用也得以控制。三季度，公司毛利率水平较二季度出现明显提升，从 40.31%上升至 41.94%，单季费用率环比持续走低，销售费用率环比下降 1.07%至 24.16%，管理费用率环比下降 0.14%至 6.16%，财务费用率降低 0.06%至 2.14%。
- **布局智能手表/名表维修等新创新业务：**公司联合阿里推出的智能手表于 9 月下旬上市。凭借公司手表制造的历史沉淀，智能新品在外观、工艺、续航时间上均具备优势，未来销售情况值得期待。国内中高端手表保有量持续上升，手表市场技术服务难以满足售后服务需求。目前，公司名表维修业务规模增长迅速，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蓝海市场抢占先机。
- **资产价值提供安全边际，受益央企改革转型预期强烈：**公司自持物业位于深圳、西安、沈阳等城市，物业重估值超过 60 亿。公司实际控制人中航工业集团近期改革动作频繁，核心是聚焦主业，非主业逐步转型、退出。中航国际“十三五”战略规划将非航空供应链服务、零售与消费品、地产与酒店业务定义为转型业务。中航地产已先启动改革，公司未来亦有望从混改、引入战投、资产注入等多个路径受益改革推进。

盈利调整

- 公司三季度业绩出现大幅好转，我们认为关店/控费效果仍将持续，将公司 2016-18 年净利润增速预测从-0.4%、15.86%、23.96%上调至 6.45%、

19.59%、16.95%，16-18 年 EPS 从 0.28、0.32、0.40 上调 0.3、0.35、0.41 元，对应 PE 分别为 49.0X、41.0X、35.0X。

投资建议

- 公司业绩环比持续改善，自有物业及名表存货重估值丰厚，可选消费年内呈环比回暖趋势，公司年内业绩有望持续改善，且公司一年期定增价格 13.05 元为市值提供较强安全边际。中航工业改革动作频繁，方向是聚焦军工航空主业，公司有望受益央企改革进程，给股价带来提振。**维持“增持”评级，目标价 17 元！**

图表 1：公司季度营业收入情况



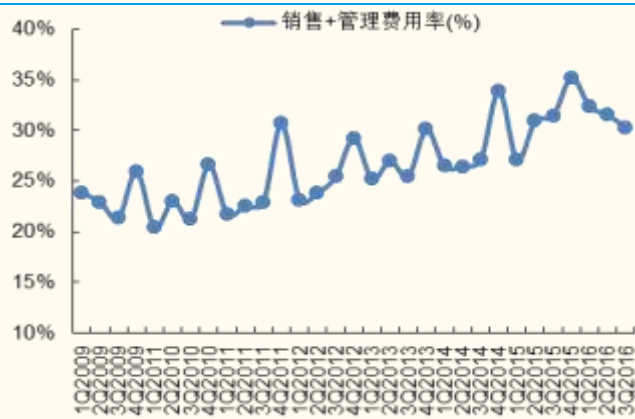
来源：公司公告，国金证券研究所

图表 2：公司季度毛利率水平



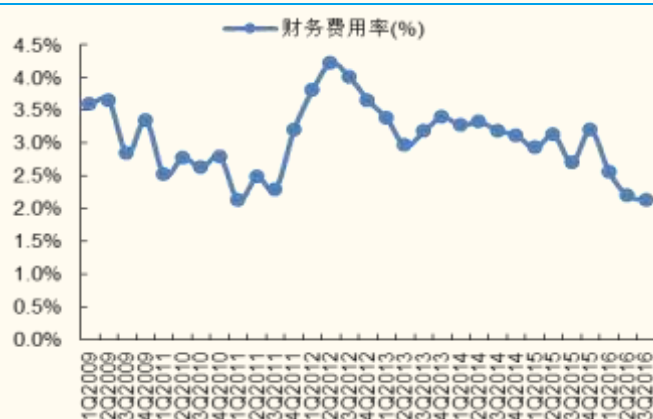
来源：公司公告，国金证券研究所

图表 3：公司季度销售+管理费用率



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 4：公司季度财务费用率



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 5：公司季度营业利润率



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 6：公司季度净利润



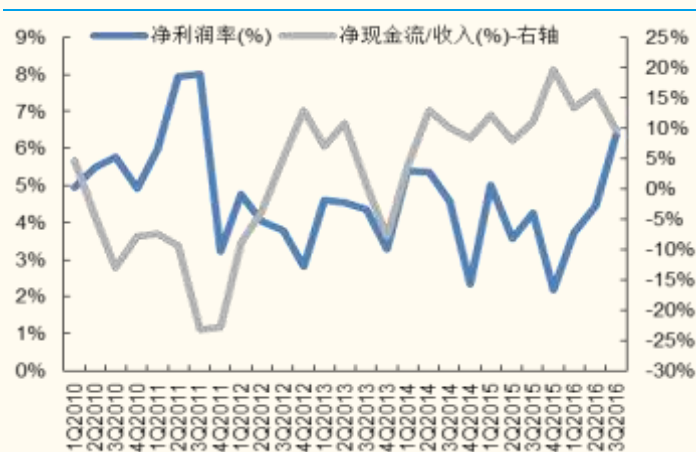
来源：公司公告，国金证券研究所

图表7：公司季度经营性现金流情况



来源：公司公告，国金证券研究所

图表8：公司净现金流/收入变化



来源：公司公告，国金证券研究所

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	-1,734	-1,776	-1,838
%销售收入	64.1%	62.7%	61.0%	59.6%	59.4%	59.1%
毛利	1,113	1,223	1,233	1,174	1,216	1,270
%销售收入	35.9%	37.3%	39.0%	40.4%	40.6%	40.9%
营业税金及附加	-23	-24	-31	-29	-30	-31
%销售收入	0.7%	0.7%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%
营业费用	-649	-723	-780	-739	-754	-777
%销售收入	20.9%	22.1%	24.7%	25.4%	25.2%	25.0%
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	220	241	263
%销售收入	8.2%	8.2%	7.1%	7.6%	8.0%	8.5%
财务费用	-100	-106	-94	-67	-57	-49
%销售收入	3.2%	3.2%	3.0%	2.3%	1.9%	1.6%
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	154	183	214
%营业收入	4.8%	4.8%	3.9%	5.3%	6.1%	6.9%
营业外收支	4	11	11	0	0	0
税前利润	151	170	136	154	183	214
%营业收入	4.9%	5.2%	4.3%	5.3%	6.1%	6.9%
所得税	-21	-24	-13	-23	-28	-32
%税前利润	14.1%	14.3%	10.0%	15.0%	15.0%	15.0%
净利润	130	146	122	131	156	182
少数股东损益	0	1	0	1	1	1
归属于母公司的净利润	130	146	122	130	155	181
%利率	4.2%	4.4%	3.8%	4.5%	5.2%	5.8%

现金流量表（人民币百万元）

	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
净利润	130	146	122	131	156	182
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	75	59	50
营运资金变动	-264	-77	58	142	-46	33
经营活动现金净流	79	289	396	402	242	350
资本开支	-118	-186	-230	-208	-199	-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	-208	-199	-95
股权募资	0	0	585	0	0	0
债权募资	122	-106	49	-307	-94	-157
其他	-115	11	-278	-52	-103	-107
筹资活动现金净流	6	-95	356	-358	-197	-264
现金净流量	-33	7	523	-164	-154	-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	475	321	312
应收款项	372	399	352	348	358	372
存货	2,123	2,134	2,093	1,900	1,946	1,914
其他流动资产	74	57	65	67	65	61
流动资产	2,677	2,707	3,148	2,790	2,690	2,659
%总资产	75.2%	74.0%	74.1%	69.1%	66.2%	65.8%
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%	14.5%	14.8%	14.4%
无形资产	183	185	192	290	403	432
非流动资产	881	951	1,099	1,246	1,371	1,382
%总资产	24.8%	26.0%	25.9%	30.9%	33.8%	34.2%
资产总计	3,559	3,658	4,247	4,036	4,061	4,040
短期借款	1,062	989	1,097	795	700	543
应付款项	270	348	222	198	203	210
其他流动负债	113	141	130	145	161	165
流动负债	1,446	1,478	1,449	1,138	1,065	918
%总资产	40.9%	40.4%	34.1%	28.2%	26.2%	22.9%
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	1,629	1,555	1,410
普通股股东权益	1,536	1,633	2,299	2,402	2,500	2,624
少数股东权益	2	3	4	5	6	7
负债股东权益合计	3,559	3,658	4,247	4,036	4,061	4,040

比率分析

	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
每股指标						
每股收益	0.331	0.371	0.310	0.295	0.353	0.413
每股净资产	3.912	4.159	5.240	5.475	5.698	5.981
每股经营现金净流	0.201	0.736	0.903	0.917	0.551	0.797
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%	5.39%	6.20%	6.91%
总资产收益率	3.66%	3.98%	2.87%	3.21%	3.82%	4.48%
投入资本收益率	6.91%	7.27%	5.19%	5.07%	5.53%	6.10%
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%	-1.80%	9.23%	9.31%
净利润增长率	12.17%	11.89%	-16.41%	6.45%	19.59%	16.95%
总资产增长率	6.97%	2.78%	16.10%	-4.97%	0.62%	-0.50%
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%	33.68%	34.73%	27.46%
EBIT 利息保障倍数	2.5	2.5	2.4	3.3	4.2	5.4
资产负债率	56.76%	55.26%	45.77%	40.37%	38.30%	34.89%

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

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2016-09-22	增持	13.72	15.00~16.00

来源：国金证券研究所

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