

安踏体育 (2020 HK)

期待已久的并购，协同效应潜力巨大

- ❖ **安踏对 Amer Sports 发出了收购要约。**安踏体育与私募股权投资者 FountainVest (方源资本) 于 2018 年 9 月 12 日以每股 40 欧元的价格向 Amer Sports 提交了一份无约束力的现金收购要约 (较 2018 年 9 月 11 日的收市价 28.79 欧元有约 39% 的溢价)。公司目前无法保证要约必然完成，而这要约要成立是需要至少 90% 的股东接受。
- ❖ **Amer Sports 集团拥有 Solomon, Wilson, Arc' teryx 等品牌。**Amer Sports 是一家拥有多品牌的芬兰公司，其中包括：Solomon (户外运动/跑步)，Wilson (网球)，Atomic (滑雪)，Arc' teryx (高端户外)，Mavic, Suunto, Precor 等。在 17 财年，Amer 的销售为 28.5 亿欧元 (人民币 214.8 亿元)，净利润为 9330 万欧元 (人民币 7.46 亿元)，而安踏的销售额为人民币 166.9 亿元，净利润为人民币 31.59 亿元。安踏的净利润率为 18.5%，大幅高于 Amer 的 3.5%。在 17 财年，Amer 在欧洲中东和非洲/美洲/亚太地区的销售占比分别为 44%/ 42%/ 14%，而户外/球类运动/健身业务的销售占比分别为 62%/ 24%/ 14%。
- ❖ **收购价其实不贵。**基于 40 欧元的要约收购价，意味着 30.2 倍 Amer 的 18 财年市盈率，较国际同行平均 25.4 倍的 18 财年市盈率有约 19% 的溢价，我们认为并不贵，而安踏目前的估值为 18 倍 18 财年市盈率。
- ❖ **尽管杠杆率有所上升，但我们认为该交易仍将可以提升税前利润。**截至 18 财年上半年，安踏拥有约 90 亿人民币的净现金，以及 0.9% 的负债股权比率，因此为进一步的杠杆留下了充足的空间。在我们的基本交易分析中，我们假设安踏拥有 51% 的 Amer 所有权 (其余由其他投资者投资)，借贷成本为 3.5%，以及最低现金水平为 10 亿人民币。因此安踏将需要额外借贷 112.24 亿人民币，并为这笔交易花费约 3.93 亿元人民币的额外利息。尽管净负债股权比率增加到 64.6%，但该交易仍将可以提升税前利润，因此我们预测整体 19 财年税前利润将增加 6%。
- ❖ **具有潜力的协同效应，特别是在中国的销售和采购端。**我们相信这交易可产生不少协同效应，例如：1) Amer 可以利用安踏的销售渠道进军中国，特别是对于 Solomon, Arc' teryx 和 Wilson 等知名品牌，2) 中国销售仅占 Amer 的总销售约 4.5%，而安踏助力后应有快速增长，3) Amer 在 17 财年一共花费超过 118.26 亿元人民币用于商品的采购成本，通过与安踏共享或整合现有供应链可以节省大量成本，4) 安踏可以获得各种声誉良好的冬季运动品牌，这可以增强其未来的 2022 年北京冬季奥运会中的地位和变现能力。
- ❖ **维持买入评级及目标价 50.5 港元 (上升空间为 52%)。**我们尚未在预测中包含任何变化，但如果要约有效，对增加每股净利润都会是正面的，并扩阔了安踏长期增长的发展空间。鉴于目前相当有吸引力的估值，我们重申对安踏的买入评级，目标价为 50.5 港元，基于 27.5 倍的 18 财年市盈率。现价为 18.1 倍 18 财年市盈率，以及 14.4 倍 19 财年市盈率，提供了极佳的风险回报。

财务资料

(截至 12 月 31 日)	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
营业额 (百万人民币)	13,346	16,692	24,061	29,316	34,841
净利润 (百万人民币)	2,386	3,088	4,246	5,354	6,482
每股收益 (人民币)	0.949	1.148	1.579	1.991	2.411
每股收益变动 (%)	16.5	23.9	23.4	19.0	19.0
市盈率(x)	31.4	24.4	18.1	14.4	11.9
市帐率(x)	7.5	5.3	4.8	4.3	3.8
股息率 (%)	2.3	3.0	4.1	5.1	6.2
权益收益率 (%)	24.1	21.5	26.4	29.8	32.1
财务杠杆(x)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金

资料来源：公司及招银国际研究预测

买入 (维持)

目标价	HK\$50.50
(前目标价)	HK\$50.50)
潜在升幅	+51.9%
当前股价	HK\$33.25

胡永匡

电话：(852) 3761 8776

邮件：walterwoo@cmbi.com.hk

中国纺织行业

市值(百万港元)	89,273
3月平均流通量(百万港元)	334.64
52周内股价高/低(港元)	49.3/31.2
总股本(百万)	2,684.6

资料来源：彭博

股东结构

丁世忠(CEO)和丁世家(副主席)	51.3%
赖世贤(COO)	6.0%
自由流通	42.7%

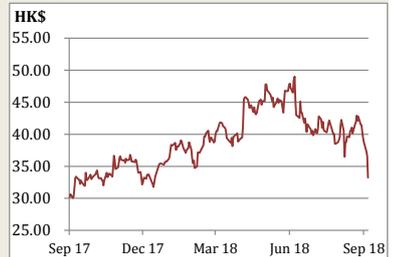
资料来源：HKEx

股价表现

	绝对回报	相对回报
1-月	-13.4%	-7.0%
3-月	-25.3%	-13.1%
6-月	-12.5%	4.6%

资料来源：彭博

股价表现



资料来源：彭博

审计师：毕马威

公司网站：www.ir.anta.com

利潤表

年結：12月31日（百萬元人民幣）	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
收入	13,345.8	16,692.5	24,060.8	29,316.1	34,840.6
鞋類	6,000.8	7,048.8	8,564.3	10,063.0	11,874.4
服裝	6,885.7	9,116.1	14,784.3	18,469.6	22,073.0
配饰	459.3	527.6	712.3	783.5	893.2
销售成本	(6,886.7)	(8,451.3)	(11,043.5)	(13,395.4)	(15,839.7)
毛利	6,459.0	8,241.1	13,017.4	15,920.8	19,000.9
其他收入	259.8	457.9	539.0	627.4	710.7
销售费用	(2,830.8)	(3,809.3)	(6,479.3)	(7,806.2)	(9,159.8)
一般及行政费用	(684.6)	(901.0)	(1,234.1)	(1,542.5)	(1,876.1)
其他收益	-	-	-	-	-
息税前收益	3,203.4	3,988.7	5,842.9	7,199.4	8,675.8
净融资成本	107.5	321.8	152.1	256.8	289.7
联营公司	-	-	-	-	-
特殊收入	-	-	-	-	-
税前利润	3,310.9	4,310.6	5,995.1	7,456.2	8,965.5
所得税	(866.3)	(1,151.7)	(1,648.6)	(1,975.9)	(2,331.0)
非控制股东权益	(59.0)	(71.0)	(100.0)	(126.1)	(152.7)
净利润	2,385.5	3,087.8	4,246.4	5,354.2	6,481.8

资料来源：公司及招银国际研究部

资产负债表

年結：12月31日（百萬元人民幣）	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
非流动资产	2,770.4	3,632.3	3,909.5	4,259.3	4,673.0
物业、厂房及设备	1,170.4	1,203.1	1,506.1	1,880.4	2,317.4
无形资产和商誉	477.5	705.3	684.0	664.0	645.2
土地使用权	341.8	430.7	426.2	421.8	417.3
投资型房地产	-	-	-	-	-
联营公司的权益	-	-	-	-	-
合营公司的权益	-	-	-	-	-
其他金融资产	399.4	105.4	105.4	105.4	105.4
递延税项资产	-	-	-	-	-
其他	381.4	1,187.7	1,187.7	1,187.7	1,187.7
流动资产	11,453.1	15,441.9	18,540.4	21,415.7	24,618.5
其他金融资产	-	-	-	-	-
存货	1,294.9	2,155.3	2,571.8	3,119.5	3,688.7
贸易及其他应收账款	2,641.2	3,732.7	4,944.0	6,023.9	7,159.0
受限制银行结余	1,687.0	2,586.4	2,586.4	2,586.4	2,586.4
现金及现金等价物	5,830.0	6,967.6	8,438.3	9,686.0	11,184.4
流动负债	4,272.5	4,498.4	6,044.8	7,241.2	8,494.0
银行借款	937.7	147.9	147.9	147.9	147.9
预收款项	-	-	-	-	-
贸易及其他应付账款	3,060.1	3,977.7	5,524.1	6,720.5	7,973.3
即期税项	267.2	353.3	353.3	353.3	353.3
其他	7.5	19.5	19.5	19.5	19.5
非流动负债	54.7	215.3	215.3	215.3	215.3
带息借款	-	-	-	-	-
离职后福利及其他长期福利	-	-	-	-	-
递延税项	14.4	215.3	215.3	215.3	215.3
拨备	-	-	-	-	-
其他	40.3	-	-	-	-
资产净额	9,896.3	14,360.5	16,189.8	18,218.6	20,582.2
非控股权益	-	-	100.0	226.1	378.8
权益股东应占权益	9,896.3	14,360.5	16,089.8	17,992.5	20,203.4

资料来源：公司及招银国际研究部

现金流量表

年结: 12月31日 (百万元人民币)	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
息税前收益	3,233.5	4,156.0	5,794.8	7,228.7	8,710.6
折旧和摊销	100.0	121.8	145.2	174.0	211.3
营运资金变动	694.2	0.7	(81.3)	(431.2)	(451.5)
税务开支	(948.2)	(1,013.1)	(1,648.6)	(1,975.9)	(2,331.0)
其他	(611.9)	(83.9)	336.7	383.5	436.8
经营活动所得现金净额	2,467.6	3,181.5	4,546.7	5,379.1	6,576.1
购置固定资产	(572.6)	(546.9)	(553.4)	(674.3)	(801.3)
联营公司	-	-	-	-	-
其他	58.1	(1,031.6)	-	-	-
投资活动所得现金净额	(514.5)	(1,578.5)	(553.4)	(674.3)	(801.3)
股份发行	15.0	3,435.0	-	-	-
净银行借贷	937.7	147.9	-	-	-
股息	(1,540.9)	(1,936.8)	(2,517.1)	(3,451.5)	(4,270.9)
其他	(810.1)	(1,648.6)	(5.5)	(5.5)	(5.5)
融资活动所得现金净额	(1,398.2)	(2.4)	(2,522.7)	(3,457.1)	(4,276.4)
现金增加净额	554.8	1,600.5	1,470.7	1,247.8	1,498.4
年初现金及现金等价物	5,165.9	5,830.0	6,967.6	8,438.3	9,686.0
汇兑	109.3	(462.9)	-	-	-
年末现金及现金等价物	5,830.0	6,967.6	8,438.3	9,686.0	11,184.4

资料来源: 公司及招银国际研究部

主要比率

年结: 12月31日	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
销售组合 (%)					
鞋类	45.0	42.2	35.6	34.3	34.1
服装	51.6	54.6	61.4	63.0	63.4
配饰	3.4	3.2	3.0	2.7	2.5
总额	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
盈利能力比率 (%)					
毛利率	48.4	49.4	54.1	54.3	54.5
息税前利润率	24.0	23.9	24.3	24.6	24.9
税前利润率	24.8	25.8	24.9	25.4	25.7
净利润率	17.9	18.5	17.6	18.3	18.6
调整后净利润率	-	-	-	-	-
有效税率	26.2	26.7	27.5	26.5	26.0
增长 (%)					
收入	20.0	25.1	44.1	21.8	18.8
毛利	24.6	27.6	58.0	22.3	19.3
息税前利润	18.8	24.5	46.5	23.2	20.5
净利润率	16.9	29.4	37.5	26.1	21.1
资产负债比率					
流动比率 (x)	2.7	3.4	3.1	3.0	2.9
平均应收账款周转天数	72.2	81.6	75.0	75.0	75.0
平均应付账款周转天数	48.3	62.5	62.0	62.0	62.0
平均存货周转天数	68.6	93.1	85.0	85.0	85.0
净负债/总权益比率 (%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
回报率 (%)					
资本回报率	24.1	21.5	26.4	29.8	32.1
资产回报率	16.8	16.2	18.9	20.9	22.1
每股数据					
每股盈利(人民币)	0.949	1.148	1.579	1.991	2.411
每股股息(人民币)	0.698	0.845	1.161	1.464	1.773
每股账面值(人民币)	4.417	6.335	6.969	7.793	8.751

资料来源: 公司及招银国际研究部

免责声明及披露

分析员声明

负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，就本报告所提及的证券及其发行人做出以下声明：（1）发表于本报告的观点准确地反映有关于他们个人对所提及的证券及其发行人的观点；（2）他们的薪酬在过往、现在和将来与发表在报告上的观点并无直接或间接关系。

此外，分析员确认，无论是他们本人还是他们的关联人士（按香港证券及期货事务监察委员会操作守则的相关定义）（1）并没有在发表研究报告30日前处置或买卖该等证券；（2）不会在发表报告3个工作日内处置或买卖本报告中提及的该等证券；（3）没有在有关香港上市公司内任职高级人员；（4）并没有持有有关证券的任何权益。

招银证券投资评级

买入	: 股价于未来12个月的潜在涨幅超过15%
持有	: 股价于未来12个月的潜在变幅在-10%至+15%之间
卖出	: 股价于未来12个月的潜在跌幅超过10%
未评级	: 招银国际并未给予投资评级

招银国际证券有限公司

地址：香港中环花园道3号冠君大厦45楼

电话：(852) 3900 0888

传真：(852) 3900 0800

招银国际证券有限公司（“招银证券”）为招银国际金融有限公司之全资附属公司（招银国际金融有限公司为招商银行之全资附属公司）

重要披露

本报告期内所提及的任何投资都可能涉及相当大的风险。报告所载资料可能不适合所有投资者。招银证券不提供任何针对个人的投资建议。本报告没有把任何人的投资目标、财务状况和特殊需求考虑进去。而过去的表现亦不代表未来的表现，实际情况可能和报告中所载的大不相同。本报告中所提及的投资价值或回报存在不确定性及难以保证，并可能会受目标资产表现以及其他市场因素影响。招银证券建议投资者应该独立评估投资和策略，并鼓励投资者咨询专业财务顾问以便作出投资决定。

本报告包含的任何资讯由招银证券编写，仅为本公司及其关联机构的特定客户和其他专业人士提供的参考资料。报告中的资讯或所表达的意见皆不可作为或被视为证券出售要约或证券买卖的邀请，亦不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司及其雇员不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。我们不对因依赖本报告所载资料采取任何行动而引致之任何直接或间接的错误、疏忽、违约、不谨慎或各类损失或损害承担任何的法律法律责任。任何使用本报告资讯所作的投资决定完全由投资者自己承担风险。

本报告基于我们认为可靠且已经公开的资讯，我们力求但不担保这些资讯的准确性、有效性和完整性。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，可能会随时调整，且不承诺作出任何相关变更的通知。本公司可发布其它与本报告所载资料及/或结论不一致的报告。这些报告均反映报告编写时不同的假设、观点及分析方法。客户应该小心注意本报告中所提及的前瞻性预测和实际情况可能有显著区别，唯我们已合理、谨慎地确保预测所用的假设基础是公平、合理。招银证券可能采取与报告中建议及/或观点不一致的立场或投资决定。

本公司或其附属关联机构可能持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并不时自行及/或代表其客户进行交易或持有该等证券的权益，还可能与这些公司具有其他相关业务联系。因此，投资者应注意本报告可能存在的客观性及利益冲突的情况，本公司将不会承担任何责任。本报告版权仅为本公司所有，任何机构或个人于未经本公司书面授权的情况下，不得以任何形式翻版、复制、转售、转发及或向特定读者以外的人士传阅，否则有可能触犯相关证券法规。

如需索取更多有关证券的资讯，请与我们联系。

对于接收此份报告的英国投资者

本报告仅提供给符合(I)2000年英国不时修订之金融服务及市场法令2005年(金融推广)令(“金融服务令”)第19(5)条之人士及(II)属金融服务令第49(2)(a)至(d)条(高净值公司或非公司社团等)之机构人士，未经招银证券书面授权不得提供给其他任何人。

对于接收此份报告的美国投资者

本报告仅提供给美国1934年证券交易法规则15a-6定义的“主要机构投资者”，不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人。