

安踏体育 (2020 HK)

腾讯与 Lululemon 创始人加入 Amer 的收购

❖ **安踏 (2020 HK) 公布了其 Amer Sports 收购要约的详情。要约价：每股 40 欧元现金。总要约代价：46.1 亿欧元 (360 亿元人民币)。购买 115,220,745 股发行在外的股票。合资公司收购 Amer Sports 的所有权结构：安踏 (15.4 亿欧元, 57.95%)，FountainVest (15.77%)，腾讯 (5.63%) 和 Anamer Investments (20.65%)，由 Lululemon 的创始人兼前董事长 Chip Wilson 所有。总融资金额为 56.6 亿欧元 (443 亿元人民币)，合资公司的股权投资共为 26.6 亿欧元 (其中安踏会贷款 9 亿欧元去注资)，合资公司亦会贷款共 30 亿欧元 (约为 23.47 亿元人民币)。安踏会贷款 9 亿欧元去注资合资公司，第 s 一轮合资公司贷款为 13 亿欧元，第二轮则为 17 亿欧元 (安踏会作为所有贷款的担保人)。所得款项用于：1) 购买已发行股票，2) 偿还 Amer Sports 现有的 9.5 亿欧元债务，3) 融资费用和其他交易费用。利息成本：安踏贷款和合资公司的第一轮融资的利率为 2.0%，第二轮则为 3.25% 至 3.75%。目标要约价隐含估值：29.7/ 25.3 倍 18/ 19 财年市盈率 (相对行业有 21%/ 25% 溢价) 和 18.3 / 16.2 倍 18/ 19 财年企业价值 / 息税折旧摊销前利润 (相对于行业有 33%/ 34% 溢价)。安踏现价的估值：19.8/ 15.7 倍 18/ 19 财年市盈率，以及 13.7/11.1 倍 18/ 19 财年企业价值 / 息税折旧摊销前利润。**

时间表：Amer Sports 股东将有 90 天的时间来响应要约，一旦超过 90% 的独立股东接受要约，在相关国家的监管机构需要约 3 至 9 个月的时间审查，因此，预期最早能在 2019 年 2 季度完成交易。管理层并不预期在法律合规方面会面对太大的障碍。

❖ **我们的观点：就机会率，利息成本和估值而言，总体都是正面的。**

我们对这笔交易的看法比较乐观，因为：

❖ **1) 市场相信成功的机会比较高，**要约公布后 Amer Sports 的收市价飙升至 38.37 欧元，约为要约价的 96%。我们相信市场对它的寄予厚望，因为与许多历史并购案例相比，这个百分比很高。此外，Amer Sport 亦报告称已有约 7.91% 的股东不可撤销地承诺接受该要约。

2) 安踏邀请 Amer Sports 的总裁兼首席执行官和其他主要高管继续领导业务，并提到将来会建立合理的激励机制。该提议似乎十分受到 Amer Sports 管理层的欢迎。

3) 利息成本低于我们的预期，安踏和合资公司第一轮仅贷款利息成本为 2%，合资公司第二轮约为 3.5%。总体而言，这比我们原先预期的 3.5% 要低，这是该交易能提升集团整体利润的最关键因素。

4) 安踏的贷款规模也低于我们的预期，仅为 9 亿欧元 (人民币 70.4 亿元)，我们原本预计会有产生约 112 亿人民币的债务。剩余的投资会以现金 6.4 亿欧元支付 (人民币 50.3 亿元)。

5) 安踏不会在短期内把 Amer Sports 并表，这是正面的，因为它不会因为 Amer Sports 的相对高估值 (25.3 倍 19 财年市盈率) 而拖累安踏目前的估值 (16.2 倍)，并且可以避免未来 Amer Sports 短期由于合并和融资成本增加而带来的财务波动性。

❖ **维持买入评级及目标价。**我们仍然看好安踏的多品牌扩张策略，维持对安踏的买入评级和 50.50 港元的目标价，基于 27.5 倍的 18 财年预测市盈率。以现价计算，安踏的增长率迅速 (17 至 20 财年的净利润年复合增长率为 28%) 以及估值相当吸引，18/19 财年的预测市盈率为 19.8/15.7 倍，远低于国际同业平均的 24.6 倍/20.2 倍，同时 PEG 为 0.71 倍，国际同业中位数为 0.81 倍。

买入 (维持)

目标价	HK\$50.50
(前目标价)	HK\$50.50)
潜在升幅	+39.1%
当前股价	HK\$36.30

胡永匡

电话：(852) 3761 8776

邮件：walterwoo@cmbi.com.hk

中国体育用品行业

市值(百万港元)	97,462
3 月平均流通量(百万港元)	251.42
52 周内股价高/低(港元)	49.3/29.1
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%

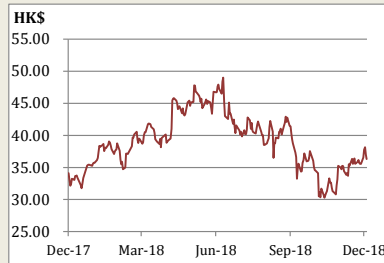
资料来源：HKEx

股价表现

	绝对回报	相对回报
1-月	3.0%	3.3%
3-月	-6.3%	-3.1%
6-月	-23.2%	-8.7%

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

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	21.0	37.5	26.1	21.1
市盈率(x)	34.2	26.7	19.8	15.7	12.9
市帐率(x)	8.2	5.7	5.2	4.7	4.1
股息率(%)	2.1	2.8	3.7	4.7	5.7
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

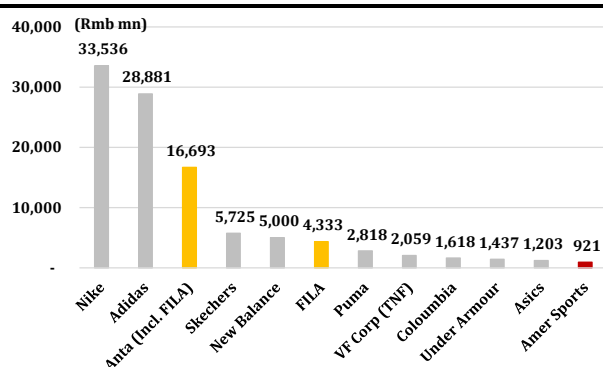
❖ 短期内，我们预计股息派息比率将下调：

- 1) 我们预计安踏将以约 50.3 亿元人民币现金进行收购(手头净现金为 89.4 亿元人民币)。而收购后，手头现金只会剩下约为 39.1 亿元人民币，只是略高于 18 财年预期派发股息所需要的 25 亿元人民币(假设派息率为 70%)。
- 2) 我们预计安踏将其派息率从 17 财年的 70.5% 下调至 18 财年的 40% 和 19 财年的 50%，然后在 20 财年恢复至 70%，而股息率在 18/ 19/ 20 财年会调整至 2.0%/ 3.2%/ 5.4% 左右。

❖ 从中长期来看，我们预计该交易将产生有意义的协同效应：

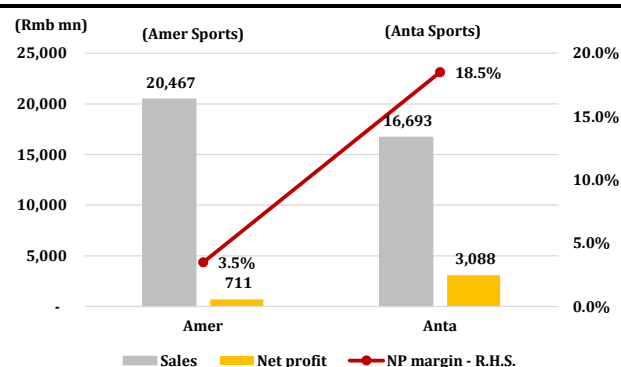
- 1) 我们估计 Amer Sports 在中国的销售为 9.21 亿人民币(占集团总销售的约 4.5%)，而对比耐克/阿迪达斯/斯凯奇/New Balance / FILA，只有他们在中国的销售的约 2.7%/ 3.2%/ 16.0%/ 18.4%/ 21.3%。我们认为，Solomon(专业跑步)，Arc'teryx(专业户外)等品牌的目标客户群在中国市场规模是巨大的。
- 2) 我们看到 Amer Sport 的盈利是有充足的提升空间(在 17 财年，安踏的净利润率为 18.5%，而 Amer Sports 的利润率仅为 3.5%)。未来诸如为 Amer 在中国开出更多品牌直营零售店，与业主和零售商谈判以取得更好的租赁条款以及通过利用安踏在中国的网络改善 Amer 的供应/采购的设施等措施，都将有助于提高利润率。

图 1: 17 财年按集团或品牌计算的中国销售



资料来源：公司资料，Euromonitor，招银国际研究，*耐克资料为 5 月结 18 财年

图 2: Amer / Anta 在 17 财年的销售/净利润/净利润率



资料来源：公司资料，招银国际研究

利润表

年结：12月31日（百万元人民币）	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
收入	13,346	16,692	24,061	29,316	34,841
鞋类	6,001	7,049	8,564	10,063	11,874
服装	6,886	9,116	14,784	18,470	22,073
配饰	459	528	712	783	893
销售成本	(6,887)	(8,451)	(11,043)	(13,395)	(15,840)
毛利	6,459	8,241	13,017	15,921	19,001
其他收入	260	458	539	627	711
销售费用	(2,831)	(3,809)	(6,479)	(7,806)	(9,160)
一般及行政费用	(685)	(901)	(1,234)	(1,543)	(1,876)
其他收益	-	-	-	-	-
息税前收益	3,203	3,989	5,843	7,199	8,676
净融资成本	108	322	152	257	290
联营公司	-	-	-	-	-
特殊收入	-	-	-	-	-
税前利润	3,311	4,311	5,995	7,456	8,966
所得税	(866)	(1,152)	(1,649)	(1,976)	(2,331)
非控制股东权益	(59)	(71)	(100)	(126)	(153)
净利润	2,386	3,088	4,246	5,354	6,482

资料来源：公司及招银国际研究部

资产负债表

年结：12月31日（百万元人民币）	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
非流动资产	2,770	3,632	3,910	4,259	4,673
物业、厂房及设备	1,170	1,203	1,506	1,880	2,317
无形资产和商誉	478	705	684	664	645
土地使用权	342	431	426	422	417
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	105	105	105	105
递延税项资产	-	-	-	-	-
其他	381	1,188	1,188	1,188	1,188
流动资产	11,453	15,442	18,540	21,416	24,619
其他金融资产	-	-	-	-	-
存货	1,295	2,155	2,572	3,119	3,689
贸易及其他应收账款	2,641	3,733	4,944	6,024	7,159
受限制银行结余	1,687	2,586	2,586	2,586	2,586
现金及现金等价物	5,830	6,968	8,438	9,686	11,184
流动负债	4,273	4,498	6,045	7,241	8,494
银行借款	938	148	148	148	148
预收款项	-	-	-	-	-
贸易及其他应付账款	3,060	3,978	5,524	6,720	7,973
即期税项	267	353	353	353	353
其他	7	19	19	19	19
非流动负债	55	215	215	215	215
带息借款	-	-	-	-	-
离职后福利及其他长期福利	-	-	-	-	-
递延税项	14	215	215	215	215
拨备	-	-	-	-	-
其他	40	-	-	-	-
资产净额	9,896	14,361	16,190	18,219	20,582
非控股权益	-	-	100	226	379
权益股东应占总权益	9,896	14,361	16,090	17,992	20,203

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	4,156	5,795	7,229	8,711
折旧和摊销	100	122	145	174	211
营运资金变动	694	1	(81)	(431)	(452)
税务开支	(948)	(1,013)	(1,649)	(1,976)	(2,331)
其他	(612)	(84)	337	383	437
经营活动所得现金净额	2,468	3,181	4,547	5,379	6,576
购置固定资产	(573)	(547)	(553)	(674)	(801)
联营公司	-	-	-	-	-
其他	58	(1,032)	-	-	-
投资活动所得现金净额	(515)	(1,579)	(553)	(674)	(801)
股份发行	15	3,435	-	-	-
净银行借贷	938	148	-	-	-
股息	(1,541)	(1,937)	(2,517)	(3,452)	(4,271)
其他	(810)	(1,649)	(6)	(6)	(6)
融资活动所得现金净额	(1,398)	(2)	(2,523)	(3,457)	(4,276)
现金增加净额	555	1,601	1,471	1,248	1,498
年初现金及现金等价物	5,166	5,830	6,968	8,438	9,686
汇兑	109	(463)	-	-	-
年末现金及现金等价物	5,830	6,968	8,438	9,686	11,184

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	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，请与我们联络。

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商投资者

本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法规 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士。