

安踏體育 (2020 HK)

騰訊與 Lululemon 創始人加入 Amer 的收購

❖ **安踏 (2020 HK) 公布了其 Amer Sports 收購要約的詳情。要約價：每股 40 歐元現金。總要約代價：46.1 億歐元 (360 億元人民幣)。購買 115,220,745 股發行在外的股票。合資公司收購 Amer Sports 的所有權結構：安踏 (15.4 億歐元, 57.95%)，FountainVest (15.77%)，騰訊 (5.63%) 和 Anamer Investments (20.65%)，由 LuLuLemon 的創始人兼前董事長 Chip Wilson 所有。總融資金額為 56.6 億歐元 (443 億元人民幣)，合資公司的股權投資共為 26.6 億歐元 (其中安踏會貸款 9 億歐元去注資)，合資公司亦會貸款共 30 億歐元 (約為 23.47 億元人民幣)。安踏會貸款 9 億歐元去注資合資公司，第 s 一輪合資公司貸款為 13 億歐元，第二輪則為 17 億歐元 (安踏會作為所有貸款的擔保人)。所得款項用于：1) 購買已發行股票，2) 償還 Amer Sports 現有的 9.5 億歐元債務，3) 融資費用和其他交易費用。利息成本：安踏貸款和合資公司的第一輪融資的利率為 2.0%，第二輪則為 3.25% 至 3.75%。目標要約價隱含估值：29.7/25.3 倍 18/19 財年市盈率 (相對行業有 21%/25% 溢價) 和 18.3/16.2 倍 18/19 財年企業價值/息稅折舊攤銷前利潤 (相對於行業有 33%/34% 溢價)。安踏現價的估值：19.8/15.7 倍 18/19 財年市盈率，以及 13.7/11.1 倍 18/19 財年企業價值/息稅折舊攤銷前利潤。**

時間表：Amer Sports 股東將有 90 天的時間來響應要約，一旦超過 90% 的獨立股東接受要約，在相關國家的監管機構需要約 3 至 9 個月的時間審查，因此，預期最早能在 2019 年 2 季度完成交易。管理層並不預期在法律合規方面會面對太大的障礙。

❖ **我們的觀點：就機會率，利息成本和估值而言，總體都是正面的。**

我們對這筆交易的看法比較樂觀，因為：

- ❖ **1) 市場相信成功的機會比較高，要約公布後 Amer Sports 的收市價飆升至 38.37 歐元，約為要約價的 96%。我們相信市場對它的寄予厚望，因為與許多歷史并購案例相比，這個百分比很高。此外，Amer Sport 亦報告稱已有約 7.91 % 的股東不可撤銷地承諾接受該要約。**
- 2) 安踏邀請 Amer Sports 的總裁兼首席執行官和其他主要高管繼續領導業務，并提到將來會建立合理的激勵機制。該提議似乎十分受到 Amer Sports 管理層的歡迎。**
- 3) 利息成本低于我們的預期，安踏和合資公司第一輪僅貸款利息成本為 2%，合資公司第二輪約為 3.5%。總體而言，這比我們原先預期的 3.5% 要低，這是該交易能提升集團整體利潤的最關鍵因素。**
- 4) 安踏的貸款規模也低于我們的預期，僅為 9 億歐元 (人民幣 70.4 億元)，我們原本預計會有產生約 112 億人民幣的債務。剩餘的投資會以現金 6.4 億歐元支付 (人民幣 50.3 億元)。**
- 5) 安踏不會在短期內把 Amer Sports 并表，這是正面的，因為它不會因為 Amer Sports 的相對高估值 (25.3 倍 19 財年市盈率) 而拖累安踏目前的估值 (16.2 倍)，并且可以避免未來 Amer Sports 短期由于合并和融資成本增加而帶來的財務波動性。**
- ❖ **維持買入評級及目標價。**我們仍然看好安踏的多品牌擴張策略，維持對安踏的買入評級和 50.50 港元的目標價，基于 27.5 倍的 18 財年預測市盈率。以現價計算，安踏的增長率迅速 (17 至 20 財年的淨利潤年複合增長率為 28%) 以及估值相當吸引，18/19 財年的預測市盈率為 19.8/15.7 倍，遠低于國際同業平均的 24.6 倍/20.2 倍，同時 PEG 為 0.71 倍，國際同業中位數為 0.81 倍。

買入 (維持)

目標價	HK\$50.50
(前目標價)	HK\$50.50)
潛在升幅	+39.1%
當前股價	HK\$36.30

胡永匡

電話：(852) 3761 8776

郵件：walterwoo@cmbi.com.hk

中國體育用品行業

市值(百萬港元)	97,462
3 月平均流通量(百萬港元)	251.42
52 周內股價高/低(港元)	49.3/29.1
總股本(百萬)	2,684.6

資料來源：彭博

股東結構

丁世忠(CEO) 和 丁世家(副主席)	51.3%
賴世賢(COO)	6.0%
自由流通	42.7%

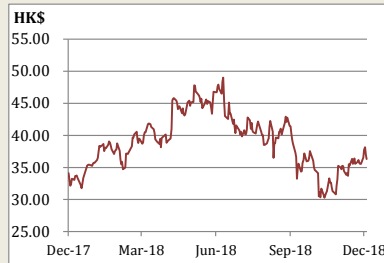
資料來源：HKEX

股價表現

	絕對回報	相對回報
1-月	3.0%	3.3%
3-月	-6.3%	-3.1%
6-月	-23.2%	-8.7%

資料來源：彭博

股價表現



資料來源：彭博

審計師：畢馬威

公司網站：www.ir.anta.com

財務資料

(截至 12 月 31 日)	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
營業額 (百萬人民幣)	13,346	16,692	24,061	29,316	34,841
淨利潤 (百萬人民幣)	2,386	3,088	4,246	5,354	6,482
每股收益 (人民幣)	0.949	1.148	1.579	1.991	2.411
每股收益變動 (%)	16.5	21.0	37.5	26.1	21.1
市盈率 (x)	34.2	26.7	19.8	15.7	12.9
市帳率 (x)	8.2	5.7	5.2	4.7	4.1
股息率 (%)	2.1	2.8	3.7	4.7	5.7
權益收益率 (%)	24.1	21.5	26.4	29.8	32.1
財務杠杆 (x)	淨現金	淨現金	淨現金	淨現金	淨現金

資料來源：公司及招銀國際研究預測

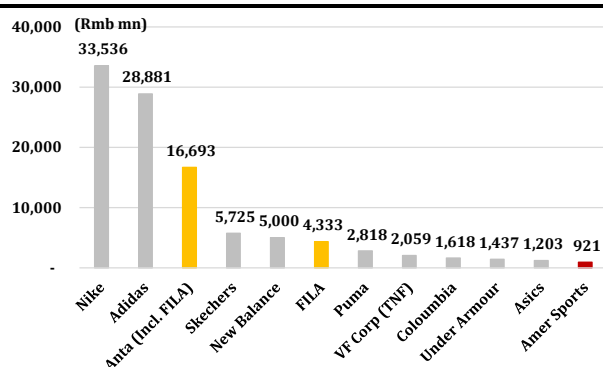
❖ 短期內，我們預計股息派息比率將下調：

- 1) 我們預計安踏將以約 50.3 億元人民幣現金進行收購(手頭淨現金為 89.4 億元人民幣)。而收購後，手頭現金只會剩下約為 39.1 億元人民幣，只是略為高于 18 財年預期派發股息所需要的 25 億元人民幣(假設派息率為 70%)。
- 2) 我們預計安踏將其派息率從 17 財年的 70.5% 下調至 18 財年的 40% 和 19 財年的 50%，然後在 20 財年恢復至 70%，而股息率在 18/ 19/ 20 財年會調整至 2.0%/ 3.2%/ 5.4% 左右。

❖ 從中長期來看，我們預計該交易將產生有意義的協同效應：

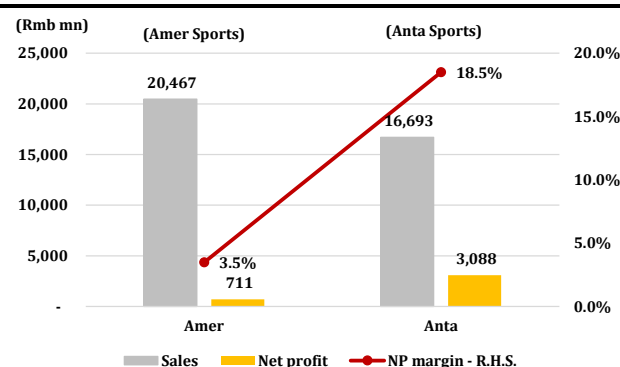
- 1) 我們估計 Amer Sports 在中國的銷售為 9.21 億人民幣(占集團總銷售的約 4.5%)，而對比耐克/阿迪達斯/斯凱奇/New Balance / FILA，只有他們在中國的銷售的約 2.7%/ 3.2%/ 16.0%/ 18.4%/ 21.3%。我們認為，Solomon (專業跑步)，Arc'teryx (專業戶外) 等品牌的目標客戶群在中國市場規模是巨大的。
- 2) 我們看到 Amer Sport 的盈利是有充足的提升空間(在 17 財年，安踏的淨利潤率為 18.5%，而 Amer Sports 的利潤率只為 3.5%)。未來諸如為 Amer 在中國開出更多品牌直營零售店，與業主和零售商談判以取得更好的租賃條款以及通過利用安踏在中國的網絡改善 Amer 的供應/採購的設施等措施，都將有助於提高利潤率。

圖 1: 17 財年按集團或品牌計算的中國銷售



資料來源：公司資料，Euromonitor，招銀國際研究，*耐克資料為 5 月結 18 財年

圖 2: Amer / Anta 在 17 財年的銷售/淨利潤/淨利潤率



資料來源：公司資料，招銀國際研究

利潤表

年結：12月31日（百萬元人民幣）	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
收入	13,346	16,692	24,061	29,316	34,841
鞋類	6,001	7,049	8,564	10,063	11,874
服裝	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

資料來源：公司及招銀國際研究部

資產負債表

年結：12月31日（百萬元人民幣）	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
非流动资产	2,770	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
权益股东应占权益	9,896	14,361	16,090	17,992	20,203

資料來源：公司及招銀國際研究部

現金流量表

年結：12月31日（百萬元人民幣）	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
息稅前收益	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

資料來源：公司及招銀國際研究部

主要比率

年結：12月31日	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
銷售組合（%）					
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
息稅前利潤率	24.0	23.9	24.3	24.6	24.9
稅前利潤率	24.8	25.8	24.9	25.4	25.7
淨利潤率	17.9	18.5	17.6	18.3	18.6
調整後淨利潤率	-	-	-	-	-
有效稅率	26.2	26.7	27.5	26.5	26.0
增長（%）					
收入	20.0	25.1	44.1	21.8	18.8
毛利	24.6	27.6	58.0	22.3	19.3
息稅前利潤	18.8	24.5	46.5	23.2	20.5
淨利潤	16.9	29.4	37.5	26.1	21.1
資產負債比率					
流動比率（x）	2.7	3.4	3.1	3.0	2.9
平均應收賬款周轉天數	72.2	81.6	75.0	75.0	75.0
平均應付賬款周轉天數	48.3	62.5	62.0	62.0	62.0
平均存貨周轉天數	68.6	93.1	85.0	85.0	85.0
淨負債 / 總權益比率（%）	淨現金	淨現金	淨現金	淨現金	淨現金
回報率（%）					
資本回報率	24.1	21.5	26.4	29.8	32.1
資產回報率	16.8	16.2	18.9	20.9	22.1
每股數據					
每股盈利（人民幣）	0.949	1.148	1.579	1.991	2.411
每股股息（人民幣）	0.698	0.845	1.161	1.464	1.773
每股賬面值（人民幣）	4.417	6.335	6.969	7.793	8.751

資料來源：公司及招銀國際研究部

免責聲明及披露

分析員聲明

負責撰寫本報告的全部或部分內容之分析員，就本報告所提及的證券及其發行人做出以下聲明：（1）發表于本報告的觀點準確地反映有關於他們個人對所提及的證券及其發行人的觀點；（2）他們的薪酬在過往、現在和將來與發表在報告上的觀點并無直接或間接關係。

此外，分析員確認，無論是他們本人還是他們的關聯人士（按香港證券及期貨事務監察委員會操作守則的相關定義）（1）並沒有在發表研究報告 30 日前處置或買賣該等證券；（2）不會在發表報告 3 個工作日內處置或買賣本報告中提及的該等證券；（3）沒有在有關香港上市公司內任職高級人員；（4）並沒有持有有關證券的任何權益。

招銀證券投資評級

買入	: 股價于未來 12 個月的潛在漲幅超過 15%
持有	: 股價于未來 12 個月的潛在變幅在-10%至+15%之間
賣出	: 股價于未來 12 個月的潛在跌幅超過 10%
未評級	: 招銀國際并未給予投資評級

招銀國際證券有限公司

地址: 香港中環花園道 3 號冠君大廈 45 樓

電話: (852) 3900 0888

傳真: (852) 3900 0800

招銀國際證券有限公司(“招銀證券”)為招銀國際金融有限公司之全資附屬公司(招銀國際金融有限公司為招商銀行之全資附屬公司)

重要披露

本報告內所提及的任何投資都可能涉及相當大的風險。報告所載資料可能不適合所有投資者。招銀證券不提供任何針對個人的投資建議。本報告沒有把任何人的投資目標、財務狀況和特殊需求考慮進去。而過去的表現亦不代表未來的表現，實際情況可能和報告中所載的大不相同。本報告中所提及的投資價值或回報存在不確定性及難以保證，并可能會受目標資產表現以及其他市場因素影響。招銀證券建議投資者應該獨立評估投資和策略，并鼓勵投資者諮詢專業財務顧問以便作出投資決定。

本報告包含的任何資訊由招銀證券編寫，僅為本公司及其關聯機構的特定客戶和其他專業人士提供的參考資料。報告中的資訊或所表達的意見皆不可作為或被視為證券出售要約或證券買賣的邀請，亦不構成任何投資、法律、會計或稅務方面的最終操作建議，本公司及其雇員不就報告中的內容對最終操作建議作出任何擔保。我們不對因依賴本報告所載資料採取任何行動而引致之任何直接或間接的錯誤、疏忽、違約、不謹慎或各類損失或損害承擔任何的法律責任。任何使用本報告資訊所作的投資決定完全由投資者自己承擔風險。

本報告基于我們認為可靠且已經公開的資訊，我們力求但不擔保這些資訊的準確性、有效性和完整性。本報告中的資料、意見、預測均反映報告初次公開發布時的判斷，可能會隨時調整，且不承諾作出任何相關變更的通知。本公司可發布其它與本報告所載資料及/或結論不一致的報告。這些報告均反映報告編寫時不同的假設、觀點及分析方法。客戶應該小心注意本報告中所提及的前瞻性預測和實際情況可能有顯著區別，唯我們已合理、謹慎地確保預測所用的假設基礎是公平、合理。招銀證券可能採取與報告中建議及/或觀點不一致的立場或投資決定。

本公司或其附屬關聯機構可能持有報告中提到的公司所發行的證券頭寸并不時自行及/或代表其客戶進行交易或持有該等證券的權益，還可能與這些公司具有其他相關業務聯繫。因此，投資者應注意本報告可能存在的客觀性及利益衝突的情況，本公司將不會承擔任何責任。本報告版權僅為本公司所有，任何機構或個人于未經本公司書面授權的情況下，不得以任何形式翻版、複製、轉售、轉發及或向特定讀者以外的人士傳閱，否則有可能觸犯相關證券法規。

如需索取更多有關證券的資訊，請與我們聯絡。

對於接收此份報告的英國投資者

本報告僅提供給符合(I)2000 年英國不時修訂之金融服務及市場法令 2005 年(金融推廣)令(“金融服務令”)第 19(5) 條之人士及(II) 屬金融服務令第 49(2)(a) 至(d) 條(高淨值公司或非公司社團等)之機構人士，未經招銀證券書面授權不得提供給其他任何人。

對於接收此份報告的美國投資者

本報告僅提供給美國 1934 年證券交易法規 15a-6 定義的“主要機構投資者”，不得提供給其他任何個人。接收本報告之行爲即表明同意接受協議不得將本報告分發或提供給任何其他人士。