

## 安踏体育 (2020 HK, 7.16 港元, 目标价 6.90 港元, 持有) 2012 年前景不容乐观

- ❖ **主动削减 2012 上半年订单。**公司将 2012 上半年订单增速调整为低单位数, 相较早前公布的第一季度 15% 的增幅有所下滑。此次为公司应对挑战主动进行的调整。显而易见, 2012 上半年订单增速相较 2011 年四个季度 20%-25% 的增速大幅下滑。并且, 这次订单增幅主要由低单位数上涨的平均售价所拉动。我们认为, 去存货任务依旧严重以至于订单销量基本并无增长。
- ❖ **三季度同店增长为中单位数, 今年开店计划减少 200-400 家。**公司表示三季度同店增长录得中单位数, 增速低于一季度高单位数和二季度中高单位数。由于同店增速呈下降趋势, 公司主动将 2011 年底安踏的开店目标由之前的 8200 家下降到目前的 7800-8000 家。这意味着今年下半年只有少量的开店计划。但是, 我们相信通过零售店铺的翻新和整合, 平均店铺面积仍然会有所上升。同时, 公司表示 2012 年开店计划仍有待于 2011 年年底落实确定。我们认为 2012 年新增店铺幅度仍然会下降。
- ❖ **2012 年前景不容乐观。**安踏是继匹克 (1968 HK, 持有) 后, 第二家主动改变经营策略来应对挑战的体育用品公司。这两家公司均采取了以下两项措施来清理库存同时避免新存货的出现: (1) 削减 2012 年订单增速; (2) 减少开店计划。这意味着短期增长动力将逐步消失, 行业竞争日益激烈将可能导致市场趋向饱和。我们认为随后将公布营运数据的其他运动品公司在订单增速和同店销售方面也难有很好的表现。我们估计, 内地体育用品公司至少还需要 1 年时间才能恢复增长。期间将会出现: (1) 由于现金周转速度减慢导致手头现金减少; (2) 可能调整的折扣率将会影响到公司毛利率水平; (3) 费用支出恐将企高。
- ❖ **由存货过多导致的经营问题波及到整个体育用品行业, 安踏也不能幸免。**我们认为 2012 年下半年订单恐难转好。我们下调 2011, 2012 和 2013 年每股收益分别至 0.69 元人民币, 0.72 元人民币和 0.78 元人民币。我们将公司评级由“买入”下降至“持有”, 目标价为 6.90 港元。

### 财务资料

(截至 12 月底)	FY09A	FY10A	FY11E	FY12E	FY13E
营业额 (百万人民币)	5,875	7,408	8,738	9,792	10,868
净利润 (百万人民币)	1,251	1,551	1,723	1,800	1,949
每股收益 (人民币)	0.502	0.622	0.691	0.722	0.782
每股收益变动 (%)	39.7	23.9	11.1	4.5	8.3
市盈率 (x)	12.6	9.8	8.5	8.2	7.5
市帐率 (x)	2.9	2.6	2.3	2.1	1.9
股息率 (%)	4.9	6.3	7.2	7.5	8.1
权益收益率 (%)	26.2	28.8	28.7	26.9	26.2
净财务杠杆率 (%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金

来源: 公司及招银国际证券

### 安踏体育 (2020 HK)

评级	持有
收市价	7.16 港元
目标价	6.90 港元
市值 (港币百万)	17,857
过去 3 月平均交易 (港币百万)	77.0
52 周高/低 (港币)	16.62/6.22
发行股数 (百万)	2,494
主要股东	丁世忠 (57.7%)

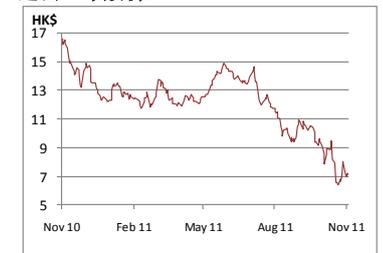
来源: 彭博

### 股价表现

	绝对值	相对值
1 个月	-8.8%	-23.0%
3 个月	-35.3%	-29.5%
6 个月	-43.6%	-31.8%

来源: 彭博

### 过去一年股价



来源: 彭博

# 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-15%至+15%之间
卖出	: 股价于未来 12 个月的潜在跌幅超过 15%
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: 香港中环夏慤道 12 号美国银行中心 18 楼 1803-04 室 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。报告所载数据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，并可能会受标的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。

本报告包含的任何信息由招银证券编写，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数据。报告中的信息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。任何使用本报告信息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信息，我们力求但不担保这些信息的准确性、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信息，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 1986 年英国金融服务法案(投资广告)(豁免)(第 2 号)第 11(3)条 1995 年修正案规定范围的个人，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个人。