

中國體育用品行業——短期受壓 長期樂觀

- ❖ **體育用品行業評級下調。**自從李寧（2331 HK，未評級）和中國動向（3818 HK，未評級）於7月7日和7月8日公佈盈利預警以來，整個體育用品行業股價暴跌了23%-32%。我們估計，李寧2011年上半年盈利將按年下跌50%左右。並且，由於訂單增長持續下降，李寧的盈利下跌趨勢還將繼續。
- ❖ **李寧盈利倒退由各種複雜原因導致。**李寧公司表示，盈利下降主要由於從分銷商手裡回購部分存貨、訂單金額下降以及較高的經營費用導致。從根本上說，我們認為，其中有三個重要原因：（1）不太清晰的品牌定位受到國際名牌和本土大眾品牌的雙向夾擊；（2）鬆散的分銷制度導致分銷商的層級過多和數量過多；（3）產品設計不夠領先，與其較高的售價不相匹配。
- ❖ **行業觀點。**在我們看來，體育用品行業成功的三大主要因素為：品牌定位、市場行銷和產業鏈管理。第一，我們對行業長期發展持樂觀態度。由於城市化進程加快，居民可支配收入不斷提高，另外，政府還頒佈了體育產業“十二五”規劃，我們認為市場空間依舊存在。但是，不可否認，行業增速必將放緩。第二，我們更加看重“晉江系”公司模式。其中包括安踏（2020 HK，未評級）、匹克（1968 HK，買入）、361度（1361 HK，未評級）和特步（1368 HK，未評級）。這類公司首先通過價格優勢佔領了大眾市場，隨著消費者忠誠度的不斷建立，品牌價值也隨之增強。目前來看，“晉江系”公司營運資料表現良好。存銷比約為3倍—5倍的健康水準；訂單和同店增長也分別保持在20%和10%左右。
- ❖ **重要風險。**我們對體育用品行業仍存在擔憂，主要表現在終端經營資料的缺乏、產品同質化嚴重和去庫存壓力。如果在零售終端和總部之間沒有完全覆蓋ERP系統，總部公司很難掌握具體的經營狀況。產品同質化和去庫存問題導致行業競爭更加激烈。如果公司的品牌定位和產品優勢得不到體現，將面臨很大的問題。
- ❖ **我們認為，短期內體育用品行業仍有下行壓力。但是，2012年倫敦奧運會有望帶來需求的增長。從這周開始，體育用品行業將陸續公佈中期業績。如果週邊市場保持穩定，我們認為，由於業績和訂單的公佈，“晉江系”公司股價的表現將有望得到一定程度的回復。**

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) 發表於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並無直接或間接關係。

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	: 股價於未來 12 個月的潛在漲幅超過 15%
持有	: 股價於未來 12 個月的潛在變幅在-15%至+15%之間
賣出	: 股價於未來 12 個月的潛在跌幅超過 15%
未評級	: 招銀國際並未給予投資評級

招銀國際證券有限公司

地址: 香港中環夏慤道 12 號美國銀行中心 18 樓 1803-04 室 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，並可能會受標的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，並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。

本報告基於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佈時的判斷，可能會隨時調整，且不承諾作出任何相關變更的通知。本公司可發佈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並不時自行及/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，任何機構或個人於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 1986 年英國金融服務法案(投資廣告)(豁免)(第 2 號)第 11(3)條 1995 年修正案規定範圍的個人，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 年證券交易法規則 15a-6 定義的“主要機構投資者”，不得提供給其他任何個人。接收本報告之行為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。