

## 中国体育用品行业——短期受压 长期乐观

- ❖ **体育用品行业评级下调。**自从李宁(2331 HK, 未评级)和中国动向(3818 HK, 未评级)于7月7日和7月8日公布盈利预警以来,整个体育用品行业股价暴跌了23%-32%。我们估计,李宁2011年上半年盈利将按年下跌50%左右。并且,由于订单增长持续下降,李宁的盈利下跌趋势还将继续。
- ❖ **李宁盈利倒退由各种复杂原因导致。**李宁公司表示,盈利下降主要由于从分销商手里回购部分存货、订单金额下降以及较高的经营费用导致。从根本上说,我们认为,其中有三个重要原因:(1)不太清晰的品牌定位受到国际名牌和本土大众品牌的双向夹击;(2)松散的分销制度导致分销商的层级过多和数量过多;(3)产品设计不够领先,与其较高的售价不相匹配。
- ❖ **行业观点。**在我们看来,体育用品行业成功的三大主要因素为:品牌定位、市场营销和产业链管理。第一,我们对行业长期发展持乐观态度。由于城市化进程加快,居民可支配收入不断提高,另外,政府还颁布了体育产业“十二五”规划,我们认为市场空间依旧存在。但是,不可否认,行业增速必将放缓。第二,我们更加看重“晋江系”公司模式。其中包括安踏(2020 HK, 未评级)、匹克(1968 HK, 买入)、361度(1361 HK, 未评级)和特步(1368 HK, 未评级)。这类公司首先通过价格优势占领了大众市场,随着消费者忠诚度的不断建立,品牌价值也随之增强。目前来看,“晋江系”公司营运数据表现良好。存销比约为3倍—5倍的健康水平;订单和同店增长也分别保持在20%和10%左右。
- ❖ **重要风险。**我们对体育用品行业仍存在担忧,主要表现在终端经营数据的缺乏、产品同质化严重和去库存压力。如果在零售终端和总部之间没有完全覆盖ERP系统,总部公司很难掌握具体的经营状况。产品同质化和去库存问题导致行业竞争更加激烈。如果公司的品牌定位和产品优势得不到体现,将面临很大的问题。
- ❖ **我们认为,短期内体育用品行业仍有下行压力。但是,2012年伦敦奥运会有望带来需求的增长。从这周开始,体育用品行业将陆续公布中期业绩。如果外围市场保持稳定,我们认为,由于业绩和订单的公布,“晋江系”公司股价的表现将有望得到一定程度的回复。**

## 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 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。