

证券研究报告—动态报告/海外公司快评
港股
(HS) 消费品制造业
安踏体育 (02020)
重大事件快评
买入

(维持评级)

2018年12月10日

融资方案略胜预期，协同作用值得期待

证券分析师：王学恒 010-88005382

wangxueh@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码：S0980514030002

证券分析师：张峻豪 0755-22940141

zhangjh@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码：S0980517070001

联系人：丁诗洁 0755-81981391

dingshijie@guosen.com.cn

事项：

2018年12月7日，公司公告：本公司、FountainVest Partners、Chip Wilson 先生及腾讯组成投资者财团，旨在就要约人就 Amer Sports 的全部已发行及发行在外股份作出自愿性建议公开现金要约收购。

国信观点：1) 收购融资总额较大，融资方案略胜预期；2) 收购标的优质，股东实力较强，协同作用值得期待；3) 短期财务表现无需过度担忧，长期发展具潜力；4) 风险提示：**Amer Sports** 经营状况不及预期，高杠杆下拖累公司业绩；宏观经济与消费需求疲弱，集团品牌销售不及预期；5) **投资建议：**按照目前融资方案与 Amer Sports 的经营情况，并购后大概率将不会形成拖累，2019年有望增厚业绩。由于收购尚未完成，我们暂时不考虑并购对公司的业绩影响，预计公司 2018-2020 年净利润增速达 30.8%/26.0%/22.1%，EPS 分别为 1.50/1.90/2.31 元，当前股价对应 PE 分别为 21.4x/16.9x/13.9x，维持“买入”评级。

评论：

■ 收购融资总额较大，融资方案略胜预期

收购事项融资总额约 56.6 亿欧元，公司预计控股标的公司约 58%。本次投资者财团包括安踏、方源资本、Chip Wilson 先生和腾讯，预计股权占比分别为 57.95%、15.77%、5.63%和 20.65%。财团将对收购结构中的控股公司 JVCo 进行股权注资，然后 JVCo 将对要约人（就要约收购而注册成立的芬兰私人有限公司）全资持有，而要约人将对标的公司 Amer Sports 的全部股份作出现金要约收购。整体方案与此前市场预期基本一致，收购需要资金总额约 56.6 亿欧元，其中包括：

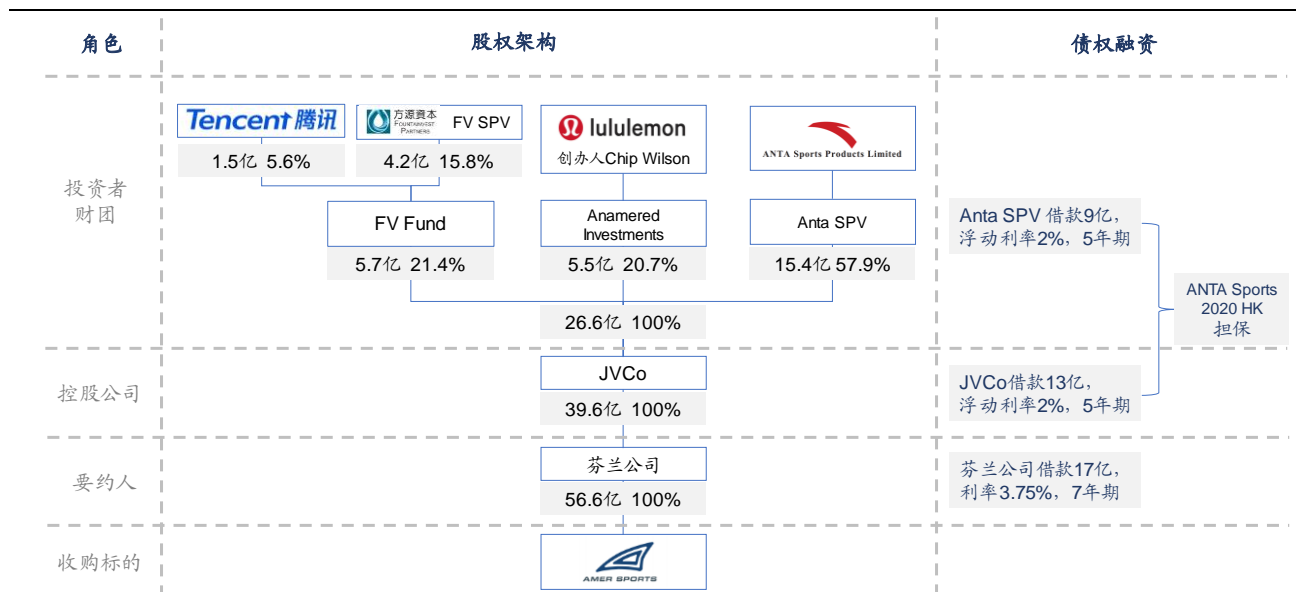
- (1) Amer Sports 所有股份价值 46.4 亿欧元（要约价为每股 40 欧元，股份约为 116 百万股，合计 46.4 亿欧元）；
- (2) 偿还 Amer Sports 现有债务 950 百万欧元；
- (3) 融资费用及其他交易费用。

表 1：收购交易总金额构成

项目	收购成本	融资情况
1	股权价值约 46.4 亿元 (116 百万股*40 元/股)	财团注资约 26.63 亿元 (安踏 15.43 亿+FV Fund5.7 亿+AI 5.5 亿)
2	Amer Sports 债务约 9.5 亿元	JVCo 借款约 13 亿元
3	融资费用其他交易费用约 0.73 亿元	芬兰公司 借款约 17 亿元
合计		总金额约 56.63 亿元

资料来源:公司公告, 国信证券经济研究所整理

图 1: 投资者财团收购 Amer Sports 预计股权架构与融资情况



资料来源:公司公告, 国信证券经济研究所整理
注: 图中涉及金额货币单位均为欧元。

债权融资利率较低, 不并表有利于公司财务表现, 风险整体可控。Amer Sports 的财务报表质量相比安踏集团较差, 不并表有利于双方保持灵活性, 好于市场预期。本次收购的资金来源, 一方面由投资者财团对 JVCo 股份的股权投资共 26.63 亿欧元, 另一方面 (1) JVCo 将借款 13 亿欧元; (2) 要约人将借款 17 亿欧元; 共借款 30 亿欧元, 与股权投资合计 56.63 亿欧元。其中, 安踏将出资 15.43 亿欧元, 来自 7-8 亿欧元的自有资金和 8-9 亿欧元的借款。JVCo 的 13 亿欧元贷款与安踏的 9 亿欧元贷款均为年 2% 的浮动利率, 为期 5 年, 由安踏担保。要约人的 17 亿欧元贷款为无追索权有期贷款, 为期 7 年, 贷款利率为按年 3.75%。

表 2: 收购相关债权融资情况

借款人	借款金额 (亿欧元)	利率	利息费用 (亿欧元/年)	期限 (年)
安踏	9	2.00%	0.1800	5
JVCo	13	2.00%	0.2600	5
芬兰公司	17	3.75%	0.6375	7

资料来源:公司公告, 国信证券经济研究所整理

并购交易有望增厚公司 2019 年业绩。我们大致测算, 考虑到此次收购的债务融资成本, 假设不考虑其他外汇和税项调整等的影响的情况下, Amer Sports 的利润贡献有望增厚公司 2019 年 EPS。具体测算过程如下:

- (1) 安踏将新增 5 年内约 1800 万欧元/年的利息支出;
- (2) 控股公司将产生 5 年内约 2600 万欧元/年的利息支出;
- (3) 要约人将产生 7 年内约 6375 万欧元/年的利息支出, 考虑到其中偿还 Amer Sports 9.5 亿欧元债务, 新增的利息支出约 2813 万欧元/年;

其中, (2) (3) 两项利息费用将由 Amer Sports 支付, 合计 5413 万欧元/年。在拟收购事项披露之前, Bloomberg 一致预期 Amer Sports 2019 年 EBITDA 为 3.426 亿欧元, 净利润为 1.823 亿欧元, 扣除约 0.54 亿欧元的利息支出后, 剩余约 1.28 亿欧元净利润。假设全部分红, 按照安踏 58% 的股权比例可以分配得到的净利润约为 0.74 亿欧元, 足够覆盖 0.18 亿欧元的利息支出。另外, 考虑到现金减少将影响利息收入, 假设因现金减少导致 2019 年全年利息收入减少人民币 1 亿元 (参考公司 2018 上半年利息收入人民币 1.07 亿元, 2017 年全年利息收入 1.7 亿), 即 0.13 亿欧元, 仍有剩余利润 0.44 亿欧元 (折合人民币约 3.4 亿元) 能增厚业绩。根据我们对 2019 年公司业绩预测, 增厚部分对应的净利率贡献约 1.17%, 净利润增长贡献约 6.7%。如果乐观估计, 未来 Amer Sports 的中国区业务贡献显著业绩增量, 则收购交易对公

司的业绩增厚情况将更加显著。

表 3: 并购交易后对公司 2019 年的业绩影响测算

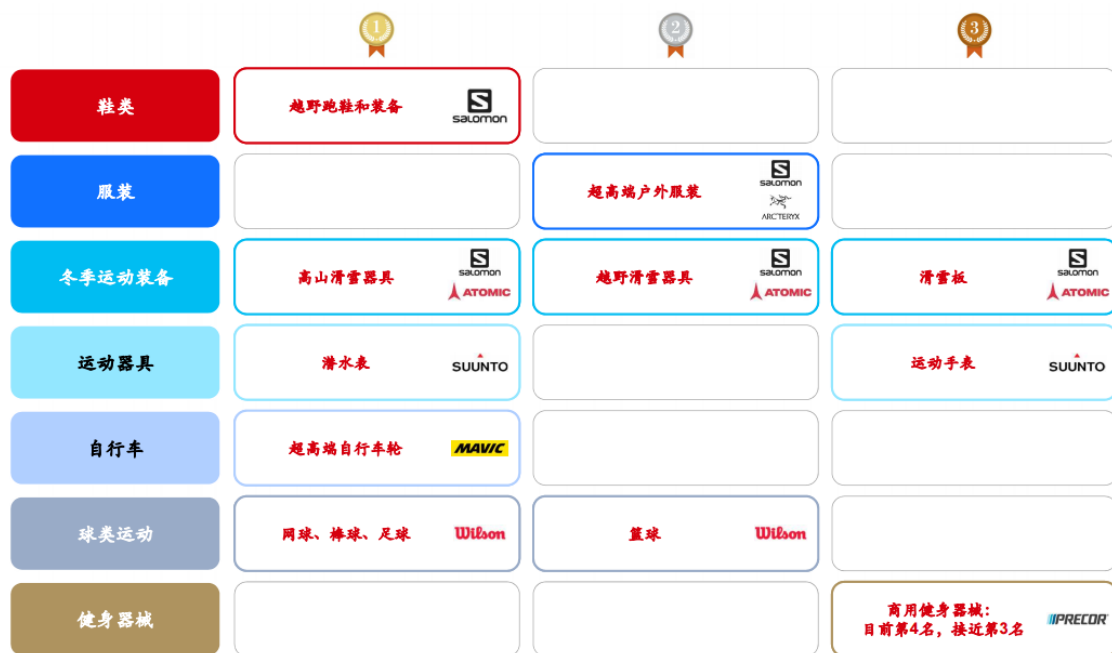
序号	项目	金额 (亿欧元)	备注
①	2019 Amer Sports 预期净利润	1.823	收购披露前 Bloomberg 一致预期
②	Amer Sports 每年新增财务费用	0.541	JVCo 与芬兰公司借款偿还 Amer Sports 9.5 亿债务后新增的利息支出
③	2019 年 Amer Sports 预计剩余净利润	1.282	①-②
④	安踏可得最大分红	0.743	假设将 Amer Sports 净利润全部分红, ③*58%
⑤	安踏每年新增利息支出	0.180	来自安踏 9 亿欧元的借款, 按年利率 2% 估算
⑥	安踏每年利息收入减少	0.128	假设安踏减少 1 亿元人民币利息收入
⑦	2019 年预计增厚安踏利润	0.436	④-⑤-⑥

资料来源: Bloomberg, 公司公告, 国信证券经济研究所整理

■ **收购标的优质, 股东实力较强, 协同作用值得期待**

Amer Sports 拥有众多优秀体育用品品牌。Amer Sports 拥有 Salomon、Wilson、Atomic、Arc'teryx、Mavic、Suunto 及 Precor 等国际知名品牌, 在各自所属领域占有领先地位。Amer Sports 在品牌管理、分销渠道多元化、研究及开发、产品质量及财务表现方面均有较强的实力, 其多元化品牌组合与安踏集团的多品牌战略相契合, 部分品牌在全球及中国均有较大发展潜力。目前 Amer Sports 在亚太区收入占比仅为 14%, 未来中国业务有较大的增长空间。同时, 收购事项也将有助于提高公司在国内外的市场拓展能力。Amer Sports 多个品牌与安踏集团现有品牌有望形成有效的互补与协同。

图 2: Amer Sports 旗下品牌细分市场一览



资料来源: 亚玛芬管理层估计。

4

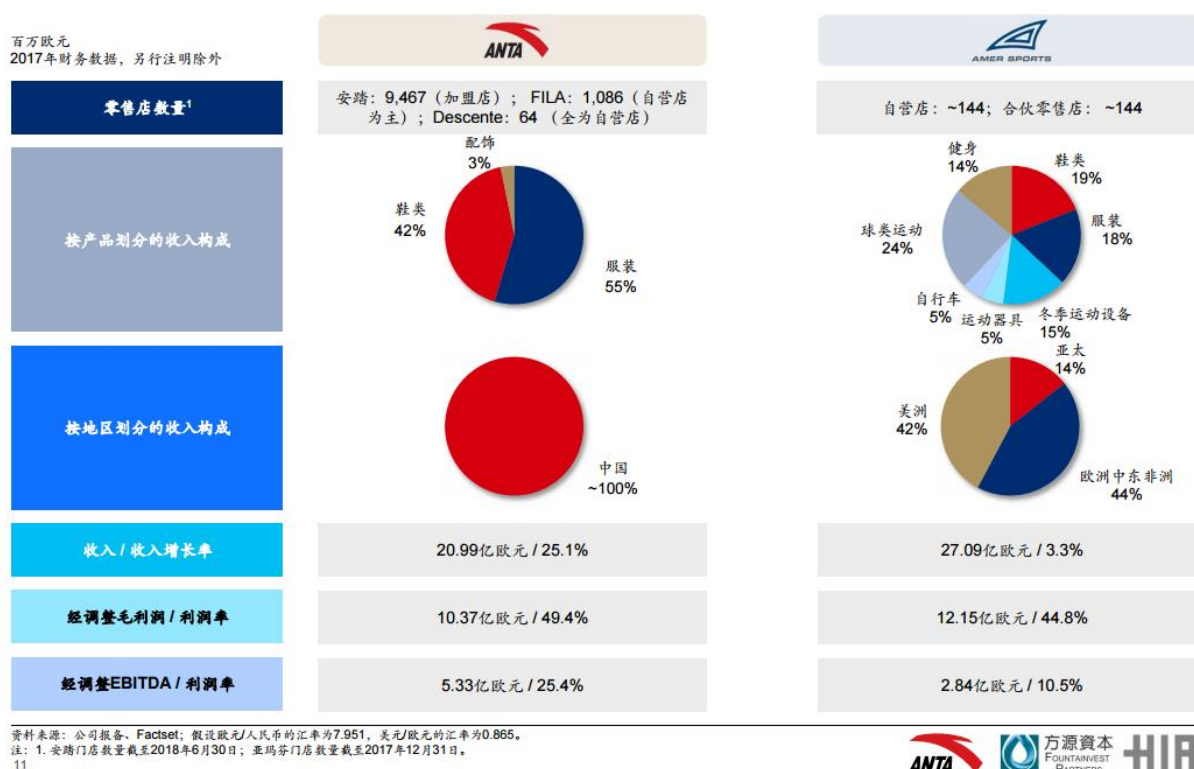


资料来源: 公司简报, 国信证券经济研究所整理

公司对交易后的运营有以下展望:

1. 要约结束后, 财团计划让亚玛芬体育成为一个独立于安踏体育的公司运营, 设立由财团代表组成的单独的董事会;
2. 财团已经邀请了 Heikki Takala 先生 (亚玛芬体育的首席执行官及总裁) 和他的主要执行人员继续领导公司;
3. 在新的架构下, 亚玛芬体育的管理团队将在董事会的战略指导下拥有执行其商业计划的自主权;
4. 对亚玛芬体育的运营、资产、管理层及员工岗位、经营场所没有重大影响。

图 3: 安踏体育与 Amer Sports 业务对比



资料来源: 公司简报, 国信证券经济研究所整理

股东实力较强, 有助于完成交易与后续发展。 股东方源资本成立于 2007 年, 是亚洲最领先的私募股权公司之一, 专注于对行业领军企业的长期投资, 主要关注消费零售、媒体、医疗保健、工业级金融服务等领域, 获得了全球最大主权财富基金和公共养老计划的支持, 资产管理规模接近 50 亿美元, 蓝筹有限合伙人遍布北美、欧洲和亚太。Chip Wilson 先生是垂直零售及高科技服装流域的开拓者, 是 lululemon 的创始人, 持有 lululemon 的多数股权, 并广泛投资于私募股权、非上市公司、上市证券及房地产。另外, 股东腾讯作为领先的互联网企业, 其基础设施服务为其合伙人的业务增长提供多种支持, 未来在新零售领域与公司的业务协同亦有一定的想象空间。

■ 短期财务表现无需过度担忧, 长期发展具潜力

投资者关注交易进程、交易方案、未来分红、长期发展等方面的相关问题, 经过公司与投资者的沟通, 整体看来公司财务表现无需过度担忧, 长期发展协同潜力较大。未来公司派息比例短期可能会下降, 但仍会保持一定分红, 具体幅度主要考虑对去杠杆的作用, 去杠杆后派息比率会逐渐恢复。交易方案如公告所示, 目前风险可控。公司对交易价格进行过审慎考虑, 对品牌发展有信心, 将重点加快 Amer Sports 在中国的发展, 预计在鞋服品牌有望取得较好的协同作用; Amer Sports 主要管理层有意愿留任, 对公司发展战略表示认同, 未来公司战略将注重长期发展。关于未来时间表, 公司简报显示 2018 年 12 月 20 日公布收购要约文件, 2018 年 12 月 20 日至不迟于 2019 年第二季度为收购要约期。

■ 风险提示

1. Amer Sports 经营状况不及预期, 高杠杆下拖累公司业绩; 2. 宏观经济与消费需求疲弱, 集团品牌销售不及预期。

■ 投资建议: 目前整体风险可控, 未来发展具备空间, 维持“买入”评级

我们认为, 按照目前融资方案与 Amer Sports 的经营情况, 并购后大概率将不会拖累公司业绩。由于收购尚未完成, 我们暂时不考虑并购对公司的业绩影响, 预计公司 2018-2020 年净利润增速达 30.8%/26.0%/22.1%, EPS 分别为 1.50/1.90/2.31 元, 当前股价对应 PE 分别为 21.4x/16.9x/13.9x。我们预计公司未来三年业绩增速 CAGR=26.26%, 考虑到市场风险偏好、同业可比公司估值以及公司的龙头地位, 对应 PEG=1, 我们给予公司 2018 年 26-26.5 倍 PE, 合理估值为 44.5-45.2 港元, 维持“买入”评级。

表 4: 盈利预测及市场重要数据

盈利预测及市场重要数据	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	16,692	22,977	29,073	35,136
(+/-%)	25.1%	37.7%	26.5%	20.9%
净利润(百万元)	3,088	4,040	5,092	6,215
(+/-%)	29.4%	30.8%	26.0%	22.1%
每股收益(元)	1.15	1.50	1.90	2.31
毛利率	49.4%	52.5%	54.0%	54.9%
经营利润率	23.9%	23.9%	23.9%	24.2%
净利率	18.5%	17.6%	17.5%	17.7%
净资产收益率(ROE)	22.5%	27.1%	31.0%	33.9%
市盈率(PE)	27.9	21.4	16.9	13.9
EV/EBITDA	24.3	18.2	14.6	12.1
市净率(PB)	6.29	5.78	5.24	4.71

资料来源:公司资料, 国信证券经济研究所整理预测

表 5: 同业可比公司估值

股票代码	证券简称	市场份额		市值 亿美元	股价 原始货币	PE			EPS(原始货币)		
		全球	中国			2017A	2018E	2019E	2017A	2018E	2019E
NKE.N	耐克公司 (NIKE)*	16.9%	20.8%	1,164.72	73.34	30.94	27.69	23.60	2.37	2.65	3.11
ADS.F	阿迪达斯*	11.6%	20.1%	442.19	193.95	29.28	23.74	20.34	6.62	8.17	9.53
LULU.O	露露柠檬*	0.8%	0.0%	150.77	113.87	43.97	35.26	30.51	2.59	3.23	3.73
2020.HK	安踏体育	0.9%	8.0%	124.81	36.30	27.46	21.35	16.94	1.17	1.50	1.90
2331.HK	李宁*	0.6%	5.3%	24.09	8.60	35.45	25.15	18.93	0.21	0.30	0.40
1368.HK	特步国际	0.5%	4.0%	12.01	4.18	19.67	12.54	10.57	0.19	0.29	0.35
1361.HK	361度*	0.5%	4.0%	4.92	1.86	7.45	6.76	6.03	0.22	0.24	0.27

资料来源:Wind, 国信证券经济研究所整理预测

注: "*" 公司业绩预测来自万得一致预期

相关研究报告

- 《港股 12 月策略：恒指的安全边际在哪里？》——2018-12-06
 《宇华教育-06169.HK-湖南涉外整合成效显著增厚业绩》——2018-11-29
 《睿见教育-06068.HK-自建为主，继续重点布局大湾区》——2018-11-29
 《华虹半导体-01347.HK-重大事件快评：签约技术开发协议，省时省力推进 12 英寸厂建设》——2018-11-26
 《美团点评-W-03690.HK-到店业务靓丽，外卖增速放缓》——2018-11-26

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

负责编写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：

1. 本报告所述所有观点准确反映了本人对上述美股、港股市场及其证券的个人见解。
2. 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观的出具本报告，并保证报告所采用的数据均来自公开、合规渠道。
3. 本人不曾因、不因、也将不会因本报告中的内容或观点而直接或间接地收到任何形式的补偿。

风险提示

国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告版权归我公司所有，仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告仅适用于在中华人民共和国境内（不包括港澳台地区）的中华人民共和国内地居民或机构。在此范围之外的接收人（如有），无论是否曾经或现在为我公司客户，均不得以任何形式接受或者使用本报告。否则，接收人应自行承担由此产生的相关义务或者责任；如果因此给我公司造成任何损害的，接收人应当予以赔偿。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，我公司力求但不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，可随时更新但不保证及时公开发布。本公司其他分析人员或专业人士可能因为不同的假设和标准，采用不同的分析方法口头或书面的发表与本报告意见或建议不一致的观点。

我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险。我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层
邮编：518001 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032