## 世界盃熱潮兼消費升級

# 體育用品股開波迎戰

**市場恐懼中美貿易戰硝煙再起，拖累港股上周累跌970點或3.2%，不少資金流入內需股避險，早前被沽空機構狙擊的體育用品股逆市向上。展望內地消費升級趨勢持續，市場憧憬世界盃熱潮進一步刺激體育用品銷售，體育用品股前景可看高一線，安踏體育(2020)、李寧(2331)及特步國際(1368)值得留意。**

**香港商報記者 林德芬**

**體育用品股摘覽**

體育用品股作為內需股，受貿易戰影響微，前景不俗，可留意行業龍頭。

| 股份 | 上周五收報(元) | 變幅(%) | 52周高位(元) | 市盈率(倍) | 預測市盈率(倍)* |
|---|---|---|---|---|---|
| 安踏體育(2020) | 43.4 | 不適用 | 49.3 | 30.6 | 25.76 |
| 李寧(2331) | 8.68 | +1.76 | 9.99 | 33.35 | 24.69 |
| 特步國際(1368) | 5.51 | +0.92 | 6.14 | 24.16 | 16.23 |
| 361度(1361) | 2.39 | +6.22 | 4.3 | 8.92 | 7.98 |
| 中國動向(3818) | 1.42 | −0.7 | 1.64 | 8.07 | 9.01 |

*綜合市場預測

**世盃商機**

四年一度的世盃揭幕前夕，相關概念股早被炒上，其中體育用品股整個板塊更跑贏大市，惟部分估值出現偏高。沽空機構GMT Research即看準時機，於世盃開鑼前夕發報告狙擊一眾內地體育用品股，點名批評安踏、特步、361度(1361)等股份，認爲該等公司的財務數據不合理。不過，市場反應似乎不大，遭受狙擊公司的管理層紛紛回應指控之餘，各大行也護航力撐。

### 沽空機構欠合理證據

光大新鴻基財富管理策略師溫傑接受本報訪問時表示，翻閱過沽空機構GMT Research報告，的確比其他沽空機構報告欠缺詳盡的證據與資料，因爲其他沽空機構會指出了一些難以釐清的地方，但今次這份報告猶如一份教科書那樣。「報告指出一些容易出問題的地方，但也不能證明相關公司是造假帳等，你可以看到市場反應未算很大，這些被攻擊的體育用品股股價近日也回穩，反映影響微。」溫傑說。

體育用品股作爲內需股，長線來說受貿易戰影響微，預料前景不俗，建議留意行業龍頭如安踏及李寧。香港股票分析師協會主席鄧聲興接受本報訪問時指出，自從被攻擊的多隻體育用品股作出回應後，股價近日已回穩。他續稱，雖然體育用品股曾經面對銷售、毛利率差及存貨多等問題，但經過兩年的調整業務，該板塊的業績表現開始改善，例如李寧去年現金流量顯著改善，也是因其重整銷售策略及網絡，且內地內需銷售市場非常暢旺，基本面不太差下，創出佳績。然面，體育用品股股價已累升了一段時間，估值偏高，稍爲有沽空消息就會被借勢造淡。

### 逢低吸納安踏李寧

綜合多隻體育用品股，溫傑與鄧聲興均看好安踏及李寧。鄧聲興指出，如果投資者想趁低吸納，可留意行業龍頭股如安踏和李寧，兩隻股份現水平算相當吸引，建議分兩注買入，若以現水平買入，兩者潛在升幅約20%。

溫傑則指，由於今年資金明顯流入內需股，避開出口相關的股份，加上炒世界盃概念，令體育用品股的股價表現不俗，沽空機構狙擊影響料慢慢淡化，但一些行業龍頭股份如李寧、特步等體育用品股的股價累積升幅比較多，短期內股價或會跟隨大市持續波動。

溫傑認爲，如果想趁低吸納這些體育用品股，建議分注買入，或用一個比較中線的投資角度，最好待大市回穩後，令這些體育用品股的眞正價值浮現出來，才候低吸納。他較看好安踏及李寧，建議待大市回穩後可趁低吸納，並可分兩至三注收集，建議可於43元水平買入安踏，目標價47.8元；李寧則於8.5元買入，目標價9.5元。

### 安踏：首季銷售增長理想

資料顯示，作爲行業龍頭的安踏旗下品牌組合多元化，包括安踏、FILA、DESCENTE、SPRANDI、NBA等，有助吸引不同客戶群。安踏首季營運表現不俗，安踏品牌產品之零售金額(按零售價值計算)按年錄得20%至25%升幅，與2017年第四季相近。其他品牌產品(不包括2017年1月1日之後新加入集團的品牌)之零售金額，則按年上升80%至85%。

安踏的銷售網絡龐大，截至去年12月底，安踏店(包括安踏兒童獨立店)的數目共有9467家，按年淨增加607間。於中國內地、香港、澳門和新加坡之FILA店(包括FILA KIDS獨立店)數目共有1086家，而DESCENTE店數目共有64家。另外，隨着網上購物快速發展，安踏除經營網上商城外，還與不同電子商貿平台例如天貓、京東、唯品會等合作，進一步提升電商業務表現。

### 李寧：重建品牌 成功走出去

至於日前殺入巴黎時裝周的李寧，爲自家體育用品注入時尚、潮流元素，讓人眼前一亮。李寧於官方微博公開新系列產品，更號稱「代表中國原創接受世界的審閱」，不少內地網民留意見讚「好看」、「爲中國品牌自豪」，有人則感歎該品牌升價10倍，指「以前沒錢才買李寧，現在卻沒錢買李寧」，可見集團經過近年艱苦經營，終於重塑品牌形象。

據悉，李寧早前一款於紐約時裝周亮過相的「悟道2 ACE」鞋款，原價899元人民幣，公開發售時一度出現「排隊黨」，網上炒價高達4000元人民幣，反映品牌「走出去」後市場認可度大增。

資料顯示，截至今年3月底止首季，李寧零售(直接經營)及批發(特許經銷商)渠道分別錄得按年10%至20%及中單位數增長，電子商務虛擬店舖業務按年增長30%至40%。此外，李寧品牌產品訂單連續18個季度錄得按年增長，最新3月舉辦的2018年第四季度訂貨會，訂單按年錄得10%至20%增長。

瑞銀料李寧2018年公司收入增長將加速，主要受惠品牌及產品策略在執行上有改善，看好李寧的投資前景，。該行下修李寧今年每股盈測12%，明後兩年則各升5%及13%，料2017至2019年間盈利年均複合增長達26%，以現金流折現率估算，目標價由9.5元升至10.68元，評級「買入」。

### 特步：估值可追落後

除了行業龍頭外，部分估值落後股份如特步也值得留意。特步今年首季同店銷售有低雙位數增長，高於去年第四季的高單位數水平。特步主席兼行政總裁丁水波對全年表現有信心，維持全年開店300家的目標。同時，丁水波近期頻作增持，反映公司現金流充裕，現價息率達4.17厘。

瑞信看好特步投資前景，指特步國際受到3年改革計劃取得成效支撐，今明兩年盈利可見度上升，上調其今明兩年盈測分別17.9%及21.3%，目標價由3.43元調升至6.3元，相當於2019年預測市盈率15倍，估值較李寧及安踏體育折讓20%及30%，評級由「中性」升至「跑贏大市」。

(系列報道之三)

## 國產品牌 VS 國際品牌

**拆局解碼**

內地近年積極推動體育產業發展，國務院早於2014年已將「全民健身」上升至國家級戰略，並提出目標至2025年，體育產業總規模超過5萬億元(人民幣，下同)。內地居民的健康意識日漸提高，有助推動體育用品的產品升級。

資料顯示，現時內地運動服裝佔整體服裝消費比例僅9%，遠低於亞洲其他地區的平均19%。隨着消費佔中國內地GDP比重不斷上升，加上內地進入「消費升級時代」，消費者由以往只着重產品價格，轉而側重品牌及產品的質量，願意花費更多金錢購買高質量產品，運動服裝消費可望迎來爆發性增長。

### 中信建設：國產品牌毛利率不落後

事實上， 內地體育用品行業的市場規模龐大，不少國際運動品牌都想分一杯羹，加快到內地發展的步伐，以搶佔市場份額。中信證券指，2017年Adidas取代了Nike成爲內地體育用品市場的「一哥」，市佔率達到18.1%，而Nike則爲16.8%，至於安踏的市佔率升至7.4%，李寧佔5%。國產品牌要追上差距，仍須一段時間。

不過，值得注意的是，正如中信建投指出，國產品牌的毛利率並不落後，近兩年安踏只僅次於Adidas，並已超越了Nike，位列第2，而李寧位列第4。以增速計算，國產品牌明顯加快，安踏和李寧分別達25.1%及10.7%，逐漸追趕上國際品牌的速度。另一方面，比較收入規模，Nike及adidas的領先地位，短期依然難以撼動，去年Nike在內地市場收入達344億美元，同比增長6%，爲安踏同期收入的13倍、李寧的24倍。

林德芬

# 宏利：波動市況下 新興亞洲仍具吸引力

**宏觀點評**

5月份無疑是一個波動的月份，因地緣政治消息衆多，大部分股市在上月下滑。儘管環球股市陰霾瀰漫，但現時的市場波動很可能是調整期的延續，而非熊市的開始。其中，新興亞洲市場成爲焦點，原因是區內央行調高利率，以緩和通脹壓力，並爲貨幣提供支持。若標準普爾500指數重拾升勢，其他股市料可靠穩。短期來說，在強勁的技術和基本因素支持下，美股的表現可望繼續優於大部分股市。然而，展望未來6至12個月，傾向偏重歐洲、日本和新興市場。

### 5月市況動蕩不足為奇

5月份，市場聚焦於地緣政治及金融風險：美國退出伊朗核協議；華府落實就鋼鐵和鋁材徵收關稅，使貿易戰的憂慮升溫；西班牙國會向首相拉霍伊提出不信任動議，動議最終獲通過，拉霍伊下台；以及意大利經歷短暫但重大的憲法危機，最終由民粹主義和疑歐派政府執政。在憲法危機爆發後，意大利兩年期政府債券孳息率大幅飆升190個點子；而資金流向避險資產，促使十年期美國國庫債券孳息在一日之內下跌約15個點子。阿根廷和土耳其貨幣大幅貶值，亦觸發投資者對新興市場的避險情緒。受上述風險影響，大部分股市在上月下滑，其中新興市場債券和股票的資金流顯著下跌，實在不足爲奇。

綜觀5月份，值得關注的正面市場發展，包括美國龍頭科技股公布強勁的業績，帶動納斯達克指數上升5.5%。美國小型股亦強勢揚升，羅素2000指數在月內飆升6%。兩項指數均較去年同期上升超過20%。美國小型企業的商業信心最受惠於特朗普政府的政策。

從行業分類看環球股票表現，5月份領漲的行業股份爲資訊科技(6.4%)、能源(1.9%)和原材料(1.6%)，而非傳統的防守性行業。傳統防守性較強的行業受挫，環球電訊股跌5.4%，公用事業股跌2.1%，日常消費品股亦跌1.2%。這趨勢似乎與正常的市場調整不符。

### 目前市況非熊市開始

目前市況很可能是調整期的延續，而非熊市的開始，相對債券，環球多元資產投資組合應繼續適度偏重股票，投資期爲6至12個月的投資者宜做好準備，押注在環球經濟持續增長的一方，而非受阻的環境。

就增長情況而言，採購經理指數在首季下跌僅反映環球經濟「局部疲軟」，而非擴張周期結束，經濟擴張可能延續至2019年。重要的是，美國、中國內地和新興亞洲在第二季帶動環球經濟活動回升，使已發展市場與新興市場再次出現同步增長。這情況利好環球股市，但亦使利率的短期前景偏淡。

目前的商業周期升勢終會結束，只是時間問題，而市場焦點似乎縮短至2019年下半年或2020年上半年。投資者對周期結束的時間或擴張期告終的因素並無明顯共識，最普遍的觀點可能是，美國勞工市場過熱和工資壓力上升，最終促使聯儲局採取行動，但現時尚未到達這個階段。若美國勞動參與率上升(正如近年的日本)，同時資本開支增加並提高生產力，聯儲局的行動時機可能推延至2020年之後。簡而言之，美國經濟仍表現良好，認爲未來前景黯淡屬言之尚早。

### 中美支持環球經濟增長

雖然近期面對的風險似乎有所增加，包括意大利局勢、石油價格、利率上升、貿易糾紛及美元回升，但全球最大的兩個經濟體美國和中國內地均繼續爲環球經濟增長提供基本支持。若環球經濟錄得近4%的增長，同時企業盈利回升，而股市卻陷入熊市，這並非合理的發展。宏利引述研究指，在經濟和企業盈利增長穩健，而股市表現持平的罕見情況下，翌年將出現強勁回報。

就中美貿易戰的憂慮而言，由於有消息指美方與一家科技公司達成協議，加上中方建議擴大美國進口規模700億美元，相信兩國之間全面爆發貿易戰的可能性偏低。

短期來說，美國股市的表現可能較大部分市場堅挺，主要由於技術因素較佳、減稅帶動企業盈利強勁，以及預期第二季經濟增長加速。然而，展望未來6至12個月期間，傾向偏重歐洲、日本和新興市場，主要由於非美國股市處於更滯後的商業周期階段，因此企業盈利迎頭趕上的空間較大，前提是環球經濟的升勢延續。

### 新興市場面對挑戰

新興市場股市近月表現一直未如理想，5月最後一周的資金流出金額，創2016年12月以來的最高水平。市場近期弱勢，主要源於美元由近三年來的低位反彈，令市場推測升勢進一步持續。但美匯指數接近見頂，一旦美元失去上升動力，新興市場的投資氣氛料先穩定下來，然後開始改善，特別是開始察見歐洲和日本的經濟數據好轉。

最近新興市場出現新的憂慮：隨着聯儲局進一步加息和量寬環境逐漸逆轉，環球流動性將顯著收緊，對以美元借貸的新興市場企業添加財務壓力。然而，有關憂慮實屬過度。首先，環球美元流動性只會逐步收緊，畢竟歐洲央行和日本央行尚未退出量寬。其次，撇除中國內地企業，新興市場企業的平均債務水平實際上遠低於美國企業，而近期利息、稅項、折舊及攤銷前利潤(EBITDA)出現強勁增長，意味着更有能力處理相關債務。再者，外債水平上升，除了是企業一如既往借入外幣，亦可能是外資增持當地證券所致。

### 新興亞洲仍具吸引力

亞洲方面，許多投資者對近期馬來西亞、菲律賓、印尼和印度先後加息表示憂慮，擔心亞洲加息周期是否開始，若不調高區內利率，外國投資者將繼續撤資，「抽走」區內的流動性。

然而，外資股票組合於4月及5月期間流出亞洲(日本除外)的資金，已達過去沽貨離場的水平。經過2月至5月接連的沽售，外資持貨已鬆綁，年初至今累積流出資金147億美元，相當於近年流入資金的90%。

亞洲多國接連加息是本地因素使然。儘管歷史上，亞洲及新興市場利率通常緊隨已發展市場利率走勢，但不認爲亞洲各國央行將被迫跟隨聯儲局加息，而且與聯邦基金利率每次上調25個點子的步伐一致。在目前以美元爲基礎的國際貨幣體制下，單一貨幣不可能完全獨立，除非該國擁有強大的資本管制。

整體而言，自市場轉趨波動以來，亞洲利好基本因素的變化相對較小。在香港、印度、菲律賓、新加坡和泰國的經濟數據帶動下，2018年首季亞洲(日本除外)國內生產總值增速輕微加快。最新公布的每月經濟數據顯示，區內增長趨勢變化不大。出口數字稍爲改善，但採購經理指數和新出口訂單疲軟，令市場保持審慎。然而，即使未來數月出口轉弱，大部分亞洲經濟體的內需仍然堅挺。

有別於只參考相對宏觀強弱挑選看好的新興市場經濟體，較理想的策略可能是尋找良好「由下而上」的投資機會，在受到貿易及地緣政治憂慮而出現嚴重拋售的市場，物色具良好長遠增長前景、強大業務基礎及已呈超賣的優質企業。

宏利資產管理亞洲區資本市場高級策略師 羅卓夫
(Geoff Lewis)