

2015年07月24日

证券研究报告·调研报告

莱茵置业(000558) 房地产



西南证券  
SOUTHWEST SECURITIES

## 迎全民运动之风，体育生态圈框架初现

### 投资要点

- **全面向体育行业转型：**公司原主营业务为房地产开发。随着房地产行业从高速发展期进入到平稳期，公司业务拓展速度放缓，经营遇到较大压力，公司拟将房地产业务资产转让给控股股东，实现房地产业务剥离，为新业务发展提供充裕资金。公司重新确立了“一体两翼”发展战略，指导公司加速转型：1) 大力发展体育产业，进军职业赛事组织、承办产业链；通过“运动世界”APP发展线下用户，着力于群众性体育活动组织；2) 拓展天然气终端市场，已逐渐建立起由CNG/LNG加气站—LNG运输—终端销售的产业链雏形。
- **体育行业未来看点：**1) 赛事运营和赛事转播权价值凸显。过去我国由于在赛事组织和转播上的高度垄断，媒体版权价值尚未体现。但去年10月国务院发布《关于加快发展体育产业促进体育消费的若干意见(46号文)》，取消商业性和群众性体育赛事活动审批，同时放宽赛事转播权限制，我们认为转播权和组织运营权将实现价值的快速增值；2) 大众健身处于爆发前夕。大众健身人群占比低，提升空间大。明星秀腹肌和马甲线的造势，也带动一大批年轻人展示运动成果，健身已经成为一种时尚，从一年比一年火热的马拉松运动可见一斑。我们认为，以互联网为助力的全民运动时代已经到来。
- **公司在进军体育产业的突破口主要有三个方面：**1) 与专业赛事承办单位合作，参与赛事承办运营；收购亚洲职业篮球管理公司，参与斯坦科维奇洲际篮球冠军杯和亚洲职业篮球联赛的组织，分享其丰富的赛事资源，为群众赛事组织打下基础。还与中国体育报业总社合作开展以体育场馆设计、建设、运营为核心的体育产业业务，更进一步完善公司的产业布局。2) 通过万航信息与体育场馆签署排他性合作协议(已超过600家)，目前已推出“运动世界”APP，将提供全运动类型的场馆预订、私教预约、运动社交、运动品销售、运动康复等服务。未来公司还将以APP的高粘性带动群众赛事组织，产品多样纷呈。3) 设立体育产权交易中心，提供权益转让和证券化服务。**我们认为**，公司自今年年初转型体育行业来动作频频，转型决心彰显，体育生态圈框架初现。未来公司将通过子公司横琴莱茵达投资基金管理公司投资体育类相关标的，我们看好公司在体育链上的布局，想象空间巨大。
- **风险提示：**万航信息业务拓展不达预期的风险；公司在体育产业布局进度不及预期的风险。

### 西南证券研究发展中心

分析师：熊莉

执业证号：S1250514080002

电话：023-63786278

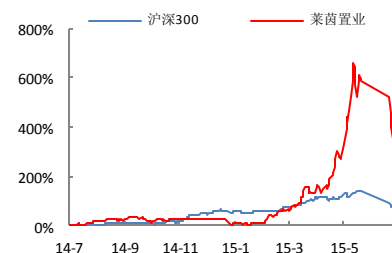
邮箱：xiongli@swsc.com.cn

联系人：蔡欣

电话：023-67511807

邮箱：cxin@swsc.com.cn

### 相对指数表现



数据来源：西南证券

### 基础数据

总股本(亿股)	8.59
流通A股(亿股)	6.3
52周内股价区间(元)	4.65-38.88
总市值(亿元)	205.33
总资产(亿元)	45.26
每股净资产(元)	1.92

### 相关研究

## 目 录

1. 重树发展路径：全面向体育行业转型.....	1
2. 分享改革红利，体育行业迎黄金发展期.....	2
2.1 改革力度空前，行业升级加码.....	2
2.2 产业链重心转移，职业体育和大众健身将迎发展良机.....	2
3. 公司以赛事承办和互联网体育为主导，构建体育 O2O.....	4
3.1 控股亚洲职业篮球管理公司，开启职业赛事运营之路.....	5
3.2 以运动世界 APP 打通互联网体育闭环.....	5
4. 风险提示.....	7

## 图 目 录

图 1: 公司业务结构.....	1
图 2: 我国 2014 年体育产业构成.....	3
图 3: 运动类 APP.....	4
图 4: 风头正劲的彩色跑.....	4
图 5: 公司体育业务平台结构.....	4
图 6: 运动世界网页版和 APP.....	6

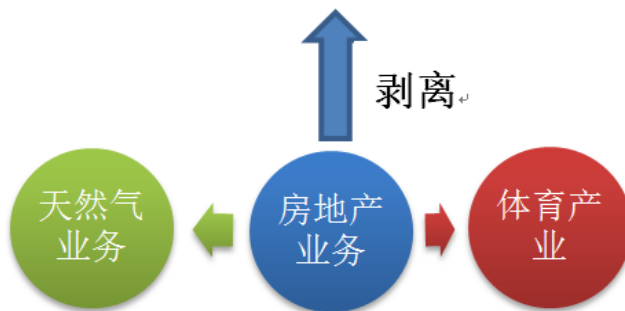
## 1. 重树发展路径：全面向体育行业转型

公司原主营业务为房地产开发。随着我国经济进入新常态，房地产行业从高速发展期进入到平稳期，公司业务拓展速度放缓，经营规模遇到较大压力。因此自 2014 年起，公司重新确立了“一体两翼”发展战略，指导公司加速转型。

“一体两翼”战略即是 1) 大力发展体育产业，创造有影响力的文化体育赛事组织、传播品牌为一翼。一方面，公司将进军赛事组织、承办产业链，通过与国际大型赛事承办商合作，积累赛事承办运营经验，推动职业联赛和全国性非职业联赛的发展。另一方面，公司将着力于群众性体育活动，通过互联网将培养专业体育人才和组织群众性体育赛事相结合。2) 以莱茵达基金公司为核心，积极拓展天然气终端市场，建设清洁能源上下游产业链布局为另一翼。公司的天然气业务主要由子公司莱茵达能源集团负责。自 2013 年收购浙江洛克能源有限公司 51% 的股权以来，公司已逐渐建立起由 CNG/LNG 加气站—LNG 运输—终端销售的产业链雏形。目前正在加快 CNG 母站收购工作，天然气业务发展步入正轨，预计该业务在 2015 年可实现盈利。未来不排除继续通过横琴莱茵达能源基金并购的方式拓展天然气的产业链，当天然气产业发展到一定程度后，公司计划将天然气业务分离出去，上市公司全力向体育产业进军。

公司在 6 月 27 日发布公告，拟将公司拥有的房地产业务部分资产转让给控股股东莱茵达控股集团有限公司，逐步实现房地产业务剥离。最近两年公司的地产增量已明显减少。据统计，若将公司所拥有的地产全部清算完毕，净回流现金约 28 亿元。公司地产业务的剥离能为其转型提供充足的营运资金，助力公司在投资、管理、人才、文化建设等方面向体育产业靠拢。

图 1: 公司业务结构



数据来源：公司公告，西南证券

## 2. 分享改革红利，体育行业迎黄金发展期

### 2.1 改革力度空前，行业升级加码

2014年10月，国务院发布《关于加快发展体育产业促进体育消费的若干意见（46号文）》，新一轮的体育产业深化改革拉开序幕。在2015年2月27日中央全面深化改革领导小组第十次会议上，由习主席主导审议通过《中国足球改革总体方案》，体育战略上升到国家战略高度。政策新内容主要有三大方面：

1) 取消商业性和群众性体育赛事活动审批，公开赛事举办目录，通过市场机制积极引入社会资本承办赛事；同时放宽赛事转播权限制，除奥运会、亚运会、世界杯足球赛外的其他国内外各类体育赛事，各电视台可直接购买或转让。

这与以往的不同在于，过去各项赛事审批权在国家体育总局，重大赛事的独家转播权掌握在央视手中。新规出台直接向社会放开了赛事承办运营和转播权资源，直击赛事运营和转播痛点，有利于社会资源向赛事运营、转播流入，同时承办运营权和转播权作为无形资产可流转，有助于体育产权的交易与转让。

2) 鼓励社会力量参与，去行政化，在体育用品、体育服务、场馆建筑等行业积极引入社会资本，给予社会资本流入体育全产业链的畅通渠道。

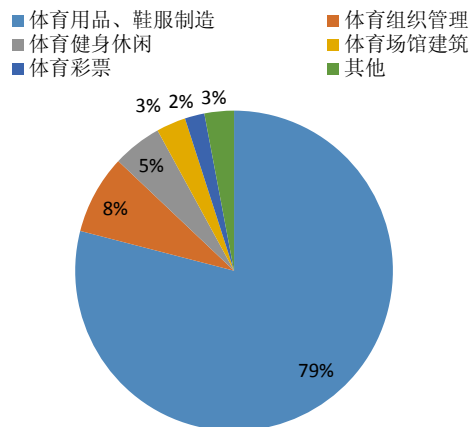
3) 明确发展量化指标。到2025年，体育产业总规模将超过5万亿，人均体育场地面积达到2平方米（目前不到1.5平方米），人均体育消费支出明显提高，经常参加体育锻炼的人数达到5亿。据统计2012年体育产业总规模仅2595亿，若要达到5万亿要求，2013-2025年体育产业年均复合增速需达25.6%，市场空间巨大。

国家体育总局调查指出，2013年在参加体育锻炼的人群中，仅68.1%的人有过体育消费，其中，过半人数全年消费总额在500元之内，人均消费约645元。而在发达国家，体育消费早已成为人们日常生活消费中的重要一环，2013年美国的体育人均消费为620美元，约中国的6倍，体育消费对产值的拉动潜力巨大。

### 2.2 产业链重心转移，职业体育和大众健身将迎发展良机

#### 2.2.1 赛事运营和赛事转播权价值凸显

体育产业链可分为赛前、赛中和赛后三大板块。赛前包括场馆运营、体育用品销售；赛中包括俱乐部运营（如恒大集团）、赛事组织承办、赛事转播、赛事赞助、赛事推广；赛后包括体育旅游、体育娱乐及其他衍生品。根据《中国体育产业发展报告（2014）》，目前体育产业构成中79%来自体育用品、鞋服制造类，体育组织管理仅8%，其他类别占比更小。

**图 2: 我国 2014 年体育产业构成**


数据来源: 中国体育产业发展报告 (2014), 西南证券

目前体育产业链的“倒金字塔型”（赛前板块占绝对比重）模式与以赛事承办、转播、体育服务业为重点的“橄榄球型”模式差距较大，体育用品这一细分产业发展放缓，产业结构不够合理。反观美国，以橄榄球、棒球、篮球和曲棍球为支柱的职业联赛的兴盛是体育产业壮大的源泉。从赛事收入来看，媒体版权、比赛收入（包括门票）和赞助、衍生品收入是赛事举办收入的主要来源。以媒体版权为例，NBA 联盟每年在赛事转播权上的收入超过了 10 亿美元。然而我国由于在赛事运营和转播上的高度垄断，媒体版权价值尚未体现，主要是靠门票、冠名赞助等收入为主。

我们认为，体育行业痛点之一在于职业联赛市场化程度不够，竞技体育行政化管控力强，尚未能充分带动赛事的商业化运营。随着转播权和运营权放开，转播价值和运营价值将成为商业化的一大突破口，权利将实现大幅增值并且可转让。由于互联网的市场化程度远高于电视等传统媒体，转播权价值从互联网平台上可窥见一斑。腾讯从新浪手中抢过 NBA 5 亿美元版权；新英体育以超过 10 亿元人民币的价格将英超的转播权签到 2019 年；2014 年 PPTV 与乐视体育获得英超赛事转播权，两家视频网站购买英超单赛季的转播成本都是 1100 万美元。门户网站和其他新媒体渠道在体育赛事转播中迅速崛起，众多互联网公司加大了对体育赛事直播权的购买，体育版权费用是每年以 3-4 倍的速度增长。由于赛事转播权由赛事组织运营者所拥有，因此转播权将进一步带动运营权的价值增值。

### 2.2.2 大众健身成为热潮

体育产业链中另一大增长点在大众健身这一细分领域。从健身人群（一年 365 天中至少有 100 天会到健身房锻炼的人群）上看，美国、澳大利亚等发达国家的健身人群占总人口比重约 15%，而在中国北京、上海等大城市健身人群仅约 1%-1.5%，二三线健身人群的渗透率更低，全民健身还有很大提升空间。



图 3: 运动类 APP



数据来源: 西南证券整理

图 4: 风头正劲的彩色跑



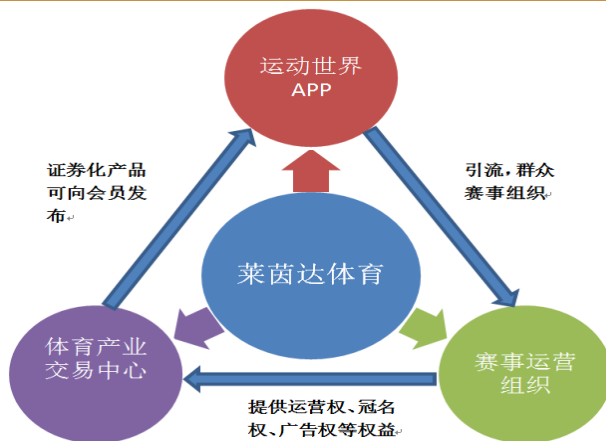
数据来源: 西南证券整理

值得注意的是，近两年全民健身逐渐成为热潮，运动类 APP 数量激增，运动类微信公众号普及，覆盖从新闻资讯、赛事转播、体育健身、体育社交、在线场馆预定、体育游戏等多个品类。其中以明星为主要带动力的时尚健身火爆，全民健身呈现出明显的线上带动线下的趋势。今年 4 月，演员袁姗姗在微博上秀出马甲线，2 天内获 5 万多次转发，12 万多人点赞，成功实现“由黑转红”；不少男明星也大秀身材，靠腹肌“上位”成为新晋男神；黄健翔与白强，以及荷兰队队长斯内德共同创办体育社交服务平台“动吧”，致力于破除体育健身中信息的严重不对称；由智美集团运营的彩色跑 Color Run 每场参与人数上万人；今年在北京、上海、广州、重庆、厦门等地就有 40 多场马拉松比赛。我们认为，以互联网为助力，以 O2O 为主流的全民运动时代已然到来。

### 3. 公司以赛事承办和互联网体育为主导，构建体育 O2O

公司在进军体育产业的突破口主要有三个方面：一是与专业赛事承办单位合作，参与赛事承办运营；二是通过万航信息的“运动世界”触及体育场馆的经营，以 APP 的高粘性带动群众赛事组织；三是为产权交易中心提供丰富的可转让权益。

图 5: 公司体育业务平台结构



数据来源: 西南证券

### 3.1 控股亚洲职业篮球管理公司，开启职业赛事运营之路

在收购亚洲职业篮球管理公司前，公司的澳门子公司就与威尼斯人签订合作协议，共同承办“威尼斯人拳王争霸赛”，决心进入赛事运营管理领域。但后来因为威尼斯人公司方面的原因，合作被迫终止。但我们判断这只是公司在赛事运营布局的起点，不会阻碍未来公司在“三大球”等群众基础强大的赛事上的布局力度。

今年7月，公司发布了收购亚洲职业篮球管理公司的公告，股权占比达55%。亚洲职业篮球管理公司的原实际控制人程万琦先生曾任国际篮球联合会（FIBA）主席，也是其终身荣誉主席，在世界篮球界有重要地位。亚洲职业篮球管理公司运营两大赛事：斯坦科维奇洲际篮球冠军杯比赛（斯杯）和亚洲职业篮球联赛（A杯）。两大赛事均在国内举办，斯坦科维奇杯还曾被誉为“小世锦赛”，在国内外都享有较高知名度，在中国篮球迷中影响力较大。最为保守估计，亚洲职业篮球管理公司税后净利润在+1000万元。

亚洲职业篮球管理公司具有丰富的赛事运营管理经验，丰富的篮球赛事资源，和较大规模的球迷基础。公司收购主要有两大目的：1）适当增加赛事，重振A杯和斯杯在国内的影响力；2）通过赛事承办学习赛事运营经验，为“运动世界”的群众赛事组织运营提供丰富经验，完善公司在体育产业的生态圈，介入体育产业链中的核心部分。

此外，在今年7月公司还与中国体育报业总社签署《合作框架协议》，拟向中国体育报业总社全资子公司中体联（北京）建筑规划设计有限公司（中体联）增资，以此公司为平台，引进体育行业优质资源，开展以体育场馆设计、建设、运营为核心的体育产业业务。我们判断公司此举主要有两个目的：1）体育报业总社是最大的综合性传媒集团，拥有4报28刊及人民体育出版社、华奥星空网站群等超强优势资源，称其为最具影响力的体育媒体并不为过。公司希望能够利用此次合作为占据媒体渠道资源，为后续业务扩张提供强大助力；2）中体联涉及的体育产业众多，包括规划设计、场馆和设施建设、境内外体育赛事组织承办、职业体育赛事运作、群众性体育赛事运营、体育赛事转播、体育传媒、体育投资基金运作等，进一步完善公司的产业布局。

### 3.2 以运动世界 APP 打通互联网体育闭环

随着健身人群增加，运动场地有限，体育场馆资源无疑将成为稀缺资源。目前场馆内的网球场、羽毛球场等都需要提前几天预定等位，周末更是火爆。基于此，公司增资万航信息（目前持股35%，未来有望控股），以其拥有的“运动世界”O2O模式涉足场馆运营。

目前，万航信息积极推进体育场馆合作协议签署工作。截至6月30日，万航信息已在北京、上海、广州、深圳、杭州等主要城市签署各类排他性体育场馆超过600家。“运动世界”已拥有网页版和APP，目前主要在订场馆、找搭子的功能上，未来将扩展到全运动类型场馆预订，私教预约，运动社交，运动品销售，运动康复等服务。



图 6: 运动世界 APP 和网页版



数据来源: 西南证券

我们认为运动世界 APP 将成为公司线上布局的核心, 未来想象空间巨大, 基于以下几个原因:

- 1) 运动 O2O 具有明显的去中介属性。消费者可以根据地理位置、设施设备、喜好的教练直接对接场馆, 消除信息不对称, 甚至直接预约私人教练, 省去较长的中间环节。虽然在一线城市公司遇到了在场馆预定方面的竞争对手 (目前二线城市尚无), 公司覆盖的场馆均是签订排他性协议, 意味着其他类似 APP 无法再次覆盖, 场馆预定的权利掌握在公司手中, 这与“大众点评”、“猫眼”等 APP 电影票、餐位预定有本质区别。
- 2) 运动人群粘度强, 具有很高的忠诚度, 但纯线上 APP 粘度弱。比如跑步运动的“咕咚”, 减肥运动的“也瘦网”, “初炼”, 还有“去运动”, “7 分钟锻炼 ‘seven’”, “乐动力”等等, 看似做差异化 APP, 但内容可替代性很强, 难以在人群覆盖面上有突破。“运动世界”则将 APP 做成 O2O 闭环, 消费者对运动的粘性一般也会体现到场馆上, 只要公司大规模与场馆签订排他性协议, 公司就可以牢牢把握住这部分运动人群, 充分发挥其用户粘性, APP 将不可替代。
- 3) 运动 APP 使用人群精准定位, 社交属性可充分发挥。但纯体育社交分享类 APP 很难避免“一次消费”的现象。即便可以在 APP 上认识志同道合的朋友, 但很难说不是为微信做嫁衣。“运动世界”在社交上的定位并未停在浅表性的聊天上, 而是通过秀出比赛积分等方式给予“口味更一致”的人群认识的渠道 (体育运动与一般娱乐活动不同在于“段位”差距太大的人很难成为对手或球友, 公司掌握了比赛的数据可为不同“层次”的运动人群提供更精准的定位), 为后期公司主打群众赛事的运营埋下伏笔。

4) 盈利点在后期衍生品上。目前公司竞争对手采取的盈利模式主要为通过与场馆签订非排他协议的方式，在卖出产品推广后提成。但公司的盈利点不在场馆上，相反公司在为场馆引流的基础上为其提供经营痛点解决方案，在管理和服务上都会进行升级，因此公司才会以超快的速度迅速覆盖一、二线城市的场馆并拿下排他性协议。在签约场馆达到一定规模的基础上，公司未来将推出全国健身卡，进一步扩大影响力。

公司盈利模式主要分为两大块：

1) 围绕“运动世界”APP，在掌握了用户流量、用户基础数据，培养起较高的用户粘性后，公司将会开发在线课程、运动医学（目前公司已储备10多位医学专家），组织群众性体育赛事，规模扩大后可上升为区县级乃至省市级业余比赛，由此带来的赛事举办权、运营权、广告冠名权、赞助费等一系列收益难以估量。公司还将从场馆预定扩展到做超级体验券，涉及健身房、游泳馆、攀岩、滑翔等多项运动，给予消费者自由组合体验券的权利，再成套卖出。

2) 公司自有的体育产权交易中心能为体育类无形资产和有形资产提供挂牌交易服务。2014年12月份以来成立的三个交易平台均是依托大型交易所，而公司是首家民营资本背景设立的体育产权交易中心。目前由于体育市场化程度不够，全国可交易的体育产权较少，但未来“运动世界”有望为公司提供相关资源：一旦群众性体育赛事规模成型，有影响力的业余积分循环赛可为公司提供大量可转让的有型和无型资产，如赛事举办权、运营权、广告权、冠名权等相关权益转让。公司还可进一步将相关权益包装成证券类产品在交易中心上发布，实现产品的证券化，并且可向“运动世界”会员定向发布。

公司自今年初转型体育行业以来动作频频，转型决心彰显，体育生态圈框架初现。未来公司将继续通过子公司横琴莱茵达投资基金管理公司投资体育类相关标的，我们看好公司在体育链上的布局，想象空间巨大。

## 4. 风险提示

万航信息业务拓展不达预期的风险；公司在体育产业布局进度不及预期的风险。

## 分析师承诺

本报告署名分析师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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

## 投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

## 重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告仅供本公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

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，本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。

本报告版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 西南证券研究发展中心

### 上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路166号中国保险大厦15楼

邮编：200120

邮箱：research@swsc.com.cn

### 北京

地址：北京市西城区金融大街35号国际企业大厦B座16楼

邮编：100033

### 重庆

地址：重庆市江北区桥北苑8号西南证券大厦3楼

邮编：400023

### 深圳

地址：深圳市福田区深南大道6023号创建大厦4楼

邮编：518040

## 西南证券机构销售团队

### 上海地区

蒋诗烽(地区销售总监)

021-68415309

18621310081

jsf@swsc.com.cn

罗月江

021-68413856

13632421656

lyj@swsc.com.cn

赵慧妍

021-68411030

13681828682

zhhy@swsc.com.cn

### 北京地区

赵佳(地区销售负责人)

010-57631179

18611796242

zjia@swsc.com.cn

陆铂锡

010-57631175

13520109430

lbx@swsc.com.cn

曾毅

010-57631077

15810333856

zengyi@swsc.com.cn

### 深圳地区

刘娟(地区销售总监)

0755-26675724

18665815531

liuj@swsc.com.cn

张婷

0755-26673231

13530267171

zhangt@swsc.com.cn

罗聪

0755-26892557

15219509150

luoc@swsc.com.cn