

2015年11月24日

贵人鸟 (603555.SH)

体育产业资源整合领跑者

■ **体育产业迎来黄金十年。**根据发达国家经验,当人均GDP 超过5000美元时,体育、娱乐等文化消费将快速增长。目前中国人均GDP突破6000美元,居民文教娱乐支出占总消费支出的12%以上,未来这一比重有望大幅提升,体育产业也将迎来快速增长的黄金十年。

■ **运动鞋服行业低谷已过,转型升级正当时。**2011年起行业持续陷入去库存周期,行业经历了持续三年的调整,品牌竞争力弱、业绩明显下滑的状况,倒逼国内运动品牌由过去粗放式的外延扩张模式向以产品竞争力与内生管理能力为驱动的精细化经营模式转变。2014年起随着国家对全民体育运动的大量扶持,以及冬奥会等因素刺激,运动用品市场有回暖迹象。在体育产业加速发展以及“互联网+”高度渗透各行业的时代背景下,包括耐克、李宁、阿里、乐视在内的运动及互联网公司纷纷开始从产品、渠道、产业布局等方面投入体育产业。

■ **转型体育产业集团,构筑大体育产业生态圈。**公司自确立“以体育服饰用品制造为基础,多种体育产业形态协调发展”的战略目标以来,积极推动在体育产业的布局,项目落地迅速:通过泉晟投资持有虎扑16.11%的股份,并联合虎扑、景林资本成立体育产业基金“动域资本”,已投资多个“互联网+”概念的智能运动项目;通过贵人鸟香港入股西班牙足球经纪公司BOY;与大体协、中体协签署合作框架协议,布局校园体育赛事运营、校园体育经纪业务及校园体育互联网三大平台,进军校园体育产业等。近期拟非公开增发16.8亿元建设体育云平台项目,“大体育产业生态圈”基础构架已初步形成。

■ **投资建议:**公司目前利润来源仍为运动鞋服用品,体育产业基金及子公司短期内不会对业绩产生较大贡献,但随着项目落地及体育政策的陆续放开,公司“大产业生态+多产品运营”的投资收益模式将得到较好体现。参考体育公司的估值,不考虑增发影响,我们维持评级为“买入-A”,目标价48.86元,对应市值300亿元。

■ **风险提示:**1、后续战略落实存不确定性;2、运动鞋服业绩低于预期;3、资源整合存在不确定性

摘要(百万元)	2013	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入	2,405.9	1,919.7	2,003.4	2,107.4	2,222.5
净利润	423.5	312.2	344.9	416.8	447.8
每股收益(元)	0.69	0.51	0.56	0.68	0.73
每股净资产(元)	2.15	3.64	4.03	4.51	5.02

盈利和估值	2013	2014	2015E	2016E	2017E
市盈率(倍)	58.3	78.8	71.8	59.1	55.1
市净率(倍)	18.7	11.0	10.0	8.9	8.0
净利润率	17.6%	16.3%	17.2%	19.8%	20.1%
净资产收益率	32.1%	14.0%	13.9%	15.1%	14.5%
股息收益率	1.1%	0.8%	0.4%	0.5%	0.6%

数据来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

安信证券股份有限公司
各项声明请参见报告尾页。

公司深度分析

证券研究报告

服装 III

投资评级

买入-A

维持评级

6个月目标价

48.86元

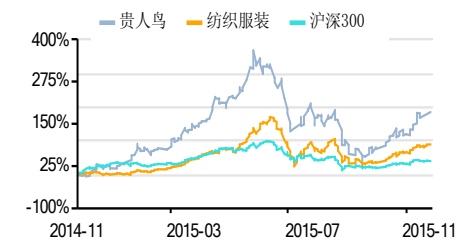
股价(2015-11-24)

38.49元

交易数据

总市值(百万元)	23,632.86
流通市值(百万元)	4,383.43
总股本(百万股)	614.00
流通股本(百万股)	113.89
12个月价格区间	13.42/66.37元

股价表现



资料来源: Wind 资讯

%	1M	3M	12M
相对收益	15.55	3.58	129.17
绝对收益	20.66	18.18	170.87

苏林洁

分析师

SAC 执业证书编号: S1450514110002

sulj@essence.com.cn

021-68763865

相关报告

业绩持续恢复, 关注体育产业链布局	2015-11-01
业绩符合预期, 推员工持股计划彰显信心	2015-08-06
业绩符合预期, 后续体育产业布局值得期待	2015-03-31

1. 由传统运动服饰提供商向体育产业集团转型的运动休闲品牌

1.1. 晋江运动休闲品牌代表之一

贵人鸟于2014年1月在上交所上市，是中国知名的运动休闲鞋服品牌企业，是晋江市运动鞋服公司的代表之一。

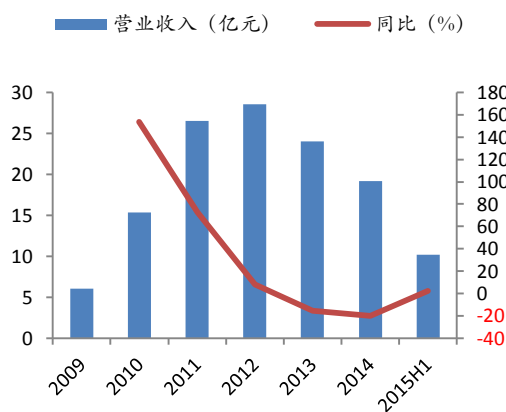
图1：公司发展历史沿革



数据来源：招股书，安信证券研究中心

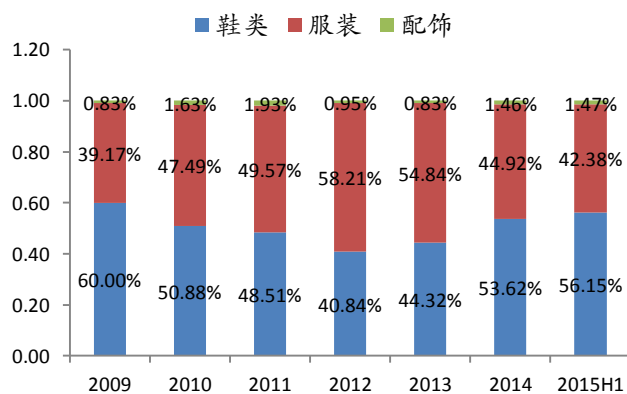
公司主要从事贵人鸟品牌运动鞋、运动服装的研发、设计、生产和销售。营销网络重点布局国内二、三、四线城市市场，生产模式为自主生产和外包生产相结合，销售模式以向经销商批发销售为主。公司共有零售终端 5026 家，覆盖全国 31 个省市，其中三、四线城市共 3809 家，占比 75.8%。分产品看，2014 年鞋业、服装占比分别为 53.62%、44.92%，鞋业是公司最大的收入来源。

图2：公司近年来收入情况



数据来源：wind，安信证券研究中心

图3：公司收入构成



数据来源：公司公告，安信证券研究中心

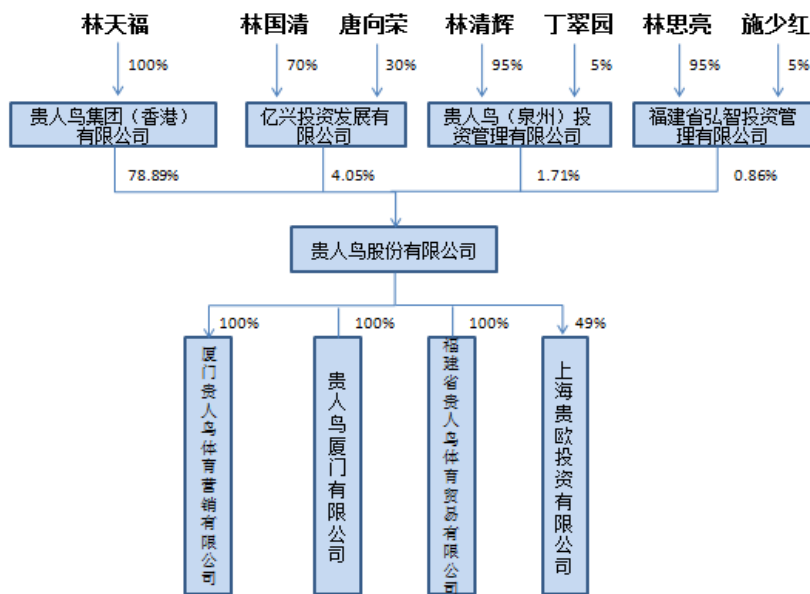
目前公司积极谋求转型，业务发展上由“批发模式”向“以零售为导向”模式转型升级，战略上从“传统运动鞋服行业经营”向“以体育服饰用品制造为基础，多种体育产业形态协调发展的体育产业化集团”升级。充分利用自身资本市场平台，以体育服饰制造为基础，以群众体育和全民健身为方向，积极寻找盈利模式清晰的并购标的进行资源整合，致力于成为中国体育产业集团化的龙头企业。

1.2. 股权集中的家族式合资企业

公司控股股东贵人鸟集团（香港）有限公司持有公司 78.89% 的股权。林天福通过全资控股贵人鸟集团，间接持股 78.89%，是公司的实际控制人。亿兴投资、贵人鸟投资、弘智投资分别持有公司 4.05%、1.71%、0.86% 的股份。

首发原股东限售股份 5 亿股将于 2017 年 1 月 24 日解禁，其中包括贵人鸟（香港）集团 4.84 亿股、弘智投资 525 万股和贵人鸟投资 1050 万股。

图 2：公司股权结构

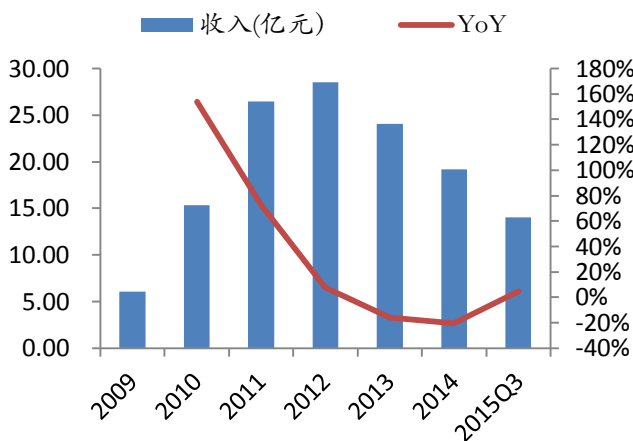


数据来源：安信证券研究中心

1.3. 业绩触底回升，毛利率平稳上升

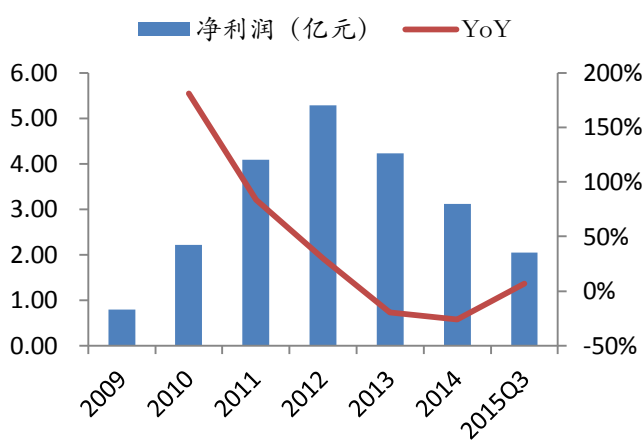
公司营业收入从 2009 年的 6.05 亿快速增长至 2012 年 28.55 亿，CAGR 为 67.73%。2012 年后，收入呈现向下拐点，2014 年营业收入为 19.20 亿，同比下降 20.21%。随着行业库存清理结束以及运动行业温和复苏，自 2015 年公司收入及利润均呈现触底回升趋势。截止至 2015 三季度，公司实现营收 14 亿元，同增 4.7%，净利润 2 亿元，同增 6.8%，实现收入及净利润的持续正增长。

图 4：公司历年收入情况



数据来源：Wind、安信证券研究中心

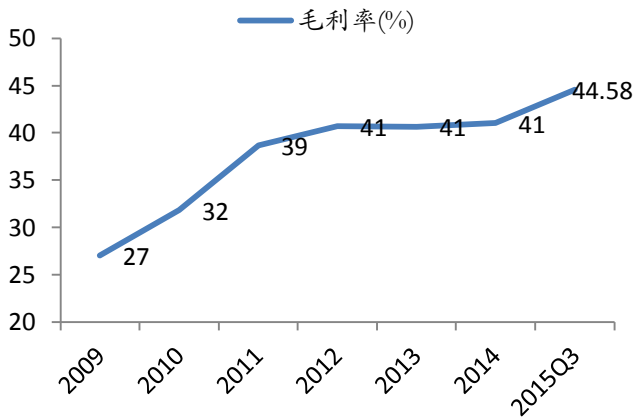
图 5：公司历年净利润情况



数据来源：Wind、安信证券研究中心

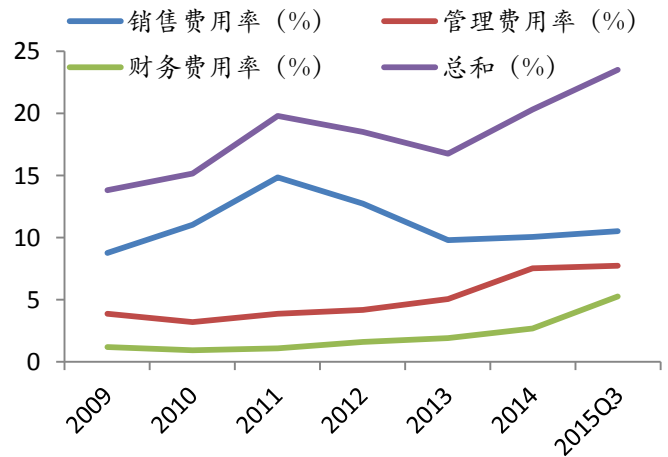
近年来，公司毛利率呈平稳上升趋势。虽然行业在 2012 年出现向下拐点，但公司通过控制成本、调整品类等，2012-2015 年 Q3 毛利率分别为 40.70%、40.63%、40.99%、44.58%，毛利率持续稳定增长。期间费用率方面，由于发债公司财务费用率提升造成总体费用率自 2014 年大幅增长，该状况或在公司 2015 年定增通过后有一定改善。

图 6：毛利率呈平稳上升趋势（%）



数据来源：Wind、安信证券研究中心

图 7：期间费用率（%）



数据来源：Wind、安信证券研究中心

1.4. 员工持股彰显中期发展信心

公司 2015 年 8 月 6 日公告发布首期员工持股计划，参与对象为 8 名董监高（林天福/林清辉/林思恩/周世勇/黄惠泉/庄黎明/袁卫东/李志平）及其他员工，总人数不超过 176 人，计划募资不超过 0.5 亿用于购买进取级份额，并按 1:1 配套优先级份额，即总额 1 亿，该计划的存续期限不超过 24 个月，锁定期 12 个月。

公司在 8 月股价大幅调整之后推出员工持股计划，既能够稳定市场信心，同时通过激励梳理内部管理，实现转型“大产业生态+多品类运营”体育产业集团的中长期目标。

1.5. 定增 16.8 亿持续布局大体育产业，构建“大体育产业生态圈”

公司 2015 年 11 月 21 日公告发布非公开发行股票预案，向不超过 10 名特定投资者募集资金金额不超过 16.81 亿元，价格不低于 30.11 元/股。募集资金计划投资于供应链建设项目（5.5 亿元）、体育云平台建设项目（5.3 亿元）、偿还银行贷款（6 亿元）等。

公司推出定增计划，一方面符合其“大产业生态+多品类运营”的战略转型目标，通过强化供应链建设及体育云平台建设，布局体育用品制造业、体育竞赛经营业和体育运动服务业三大体育子产业的多个细分领域，大体育产业生态圈的基础架构已初步形成并加速扩展，另一方面优化资本结构，降低财务费用，提高整体经营效率。

2. 体育产业迎来黄金十年

2.1. 我国体育产业尚处启动期，扩规模、调结构迫在眉睫

中国体育市场的产业化开始于 20 世纪 80 年代，相对于西方发达国家起步较晚。直到 90 年代中期，体育产业才形成相对完整的产业形态。在国家集中力量承办大赛事的政策下，奥运会等竞技类比赛中成绩辉煌，迅速树立大国形象。但与之相对应，群众体育软、硬件发展滞后，上游体育资源市场化程度低，从“体育大国”向“体育强国”迈进还需更多政策的指导和创新。

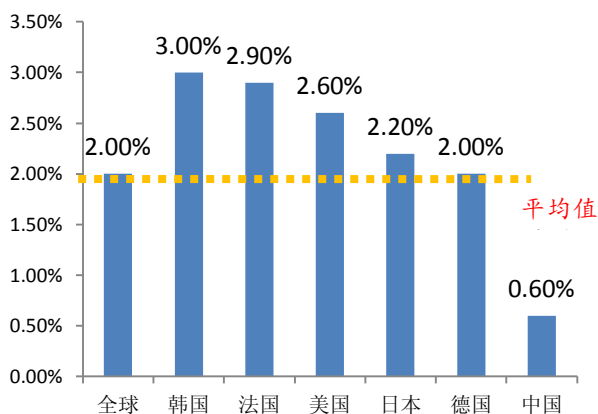
图 8：我国体育产业发展历史

1979-1992	1992-2001	2001-2013	2013-2015	未来
<p>体育产业体制改革</p> <p>由计划体制向市场化转变，初步尝试体育产业经营性活动</p> <ul style="list-style-type: none"> ●推动体育场馆“以体为主、多种经营”的经营指南 ●尝试体育竞赛与经营活动结合，鼓励企业加盟，实现产业社会化 	<p>体育产业走向社会化、专业化、法制化</p> <p>全国性单项协会实行实体化或项群管理，推进俱乐部的职业化，开放体育竞赛市场和周边产业</p> <ul style="list-style-type: none"> ●实行体育行政机构改革，成立运动项目管理中心 ●体育行业也逐渐实现法制化，颁布《中华人民共和国体育法》，推出了《奥运争光计划》和《全民健身计划》 	<p>体育产业规模化、资本化</p> <ul style="list-style-type: none"> ●2006年“十一五”规划明确体育产业体系规范化、多种所有制并存、全民参与的目标 ●2008年奥运会促进体育环境和群众意识提高，市场迎来发展机遇 ●体育产业与资本市场结合 	<p>政策利好，体育产业市场化程度加深</p> <ul style="list-style-type: none"> ●2014年9月，国务院常务会议上明确提出未来体育产业将引入市场化手段、简政放权，扩大体育产业市场规模 	<p>未来—规模扩大、结构升级</p> <p>体育产业随着政策红利、消费红利、资本市场的支持以及互联网的推动作用，产业规模将加倍扩大，结构调整升级</p>

数据来源：安信证券研究中心整理

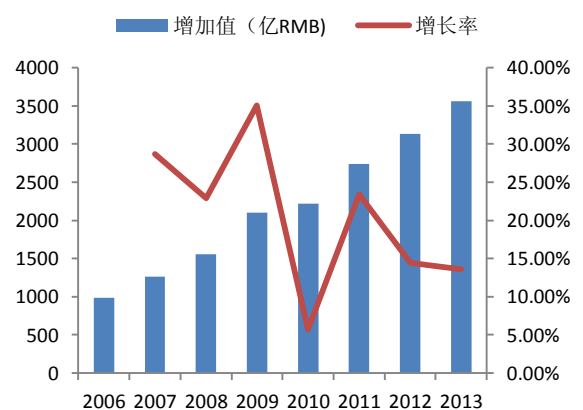
我国体育产业整体规模增速较快，但与国外差距仍然明显。2013 年国内体育产业增加值为 3536 亿元，同比增速为 13.62%，2006-2013 年间复合增长率高达 20.2%。但 2013 增加值占 GDP 比例仅为 0.6%，远低于发达国家平均水平 2%。根据 PRE 数据，美国 2012 年体育产业总值为 4350 亿美金，占 GDP 比重为 2.59%，中国体育产业占 GDP 比重为美国的 1/4，体育产业总规模为美国的 1/10，人均体育产值为美国的 1/40。相比之下，我国体育产业规模至少有 1 倍以上的空间。

图 9：全球主要国家体育产业占 GDP 比重



数据来源：《体育产业科学发展研究报告》、安信证券研究中心

图 10：2006-2013 年中国体育产业增加值 CAGR20.2%



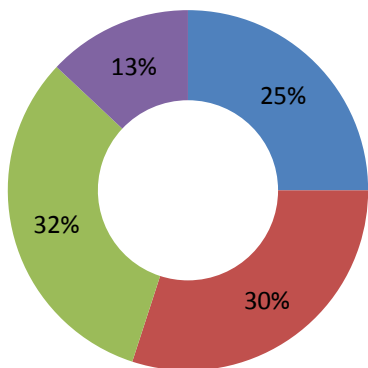
数据来源：国家统计局、安信证券研究中心

我国以运动鞋服为代表的体育用品占比过高，未来结构将趋于均衡。目前，体育用品是我国体育产业中发展最成熟、占比最高的细分行业，占比高达 70%。相比较体育产业发展成熟、结构相对均衡的美国，体育用品占比仅有 30%，大众体育健身服务、体育观赏并列成为美国体育产业的重要组成部分。

随着国内社会经济的发展、市场化改革的探索，体育赛事等其他体育产业核心内容也将迅猛发展。运动鞋服占体育产业比重将会趋于下降，但依然保持重要地位。

图 11: 2012 年美国体育产业各类细分行业占比

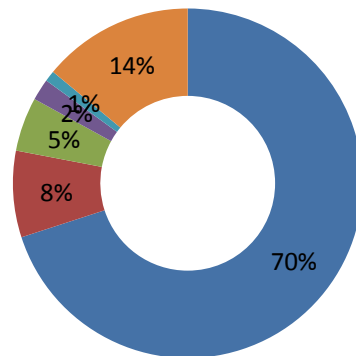
■ 体育观赏 ■ 体育用品 ■ 大众体育健身服务 ■ 其他



数据来源: Plunkett Research、安信证券研究中心

图 12: 国内体育产业结构处于严重不平衡状态

■ 体育用品 ■ 体育赛事 ■ 体育健身休闲活动
■ 体育彩票 ■ 体育培训 ■ 其他

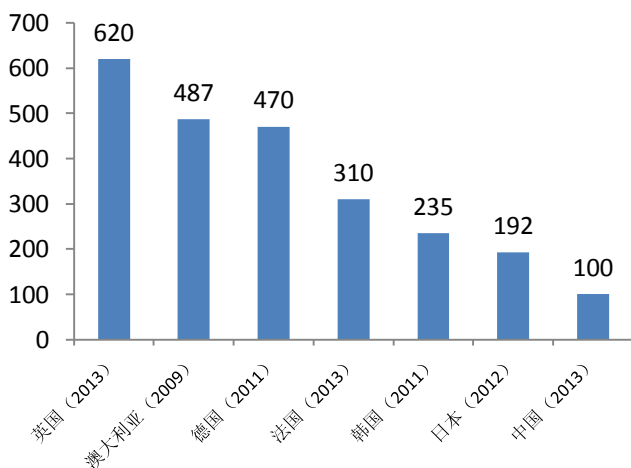


数据来源: 国家体育总局、安信证券研究中心

2.2. 消费升级与制度开放, 双重红利开启体育产业黄金十年

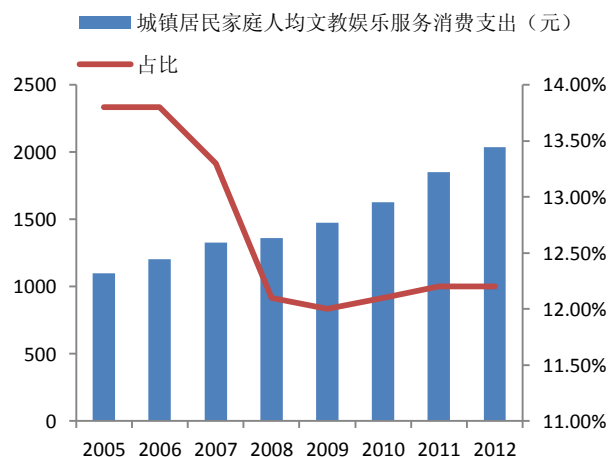
消费升级促进体育消费、参与人数大幅扩大。根据体育总局的调查, 2013 年我国年人均体育消费为 645 元人民币, 即刚突破 100 美元。低于日、韩等亚洲国家, 更是远低于英国、澳大利亚等发达国家。根据发达国家经验, 当人均 GDP 超过 5000 美元时, 体育、娱乐等文化消费将呈爆发增长。目前, 中国人均 GDP 突破 6000 美元, 我国城镇居民人均可支配收入已将近 2.7 万元, 居民文教娱乐支出占总消费支出的 12% 以上, 未来这一比重有望大幅提升, 体育产业整体也将呈现出逐步提升的良好趋势。

图 13: 2013 年我国人均体育消费额突破 100 美元



数据来源: 安信证券研究中心

图 14: 中国城镇居民文教娱乐消费支出及占总消费支出占比



数据来源: 国家体育总局、安信证券研究中心

体育产业市场化改革拉开帷幕, 有望成为新的经济支柱力量。2014 年开始, 《关于加快发展体育产业促进体育消费的若干意见》和《全国足球改革总体方案》等政策集中出台, 标志着体育改革实质性进入全盘启动阶段。意见指出, 到 2025 年体育产业总规模超过 5 万亿, 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; 进一步优化产

业结构,着力提升体育服务业比重。体育产业由原来的提升国际竞技体育能力(夺金牌)、承办重大国际赛事等为重点,向市场化、职业化、产业化过度。

表 1: 体育产业改革政策密集出台

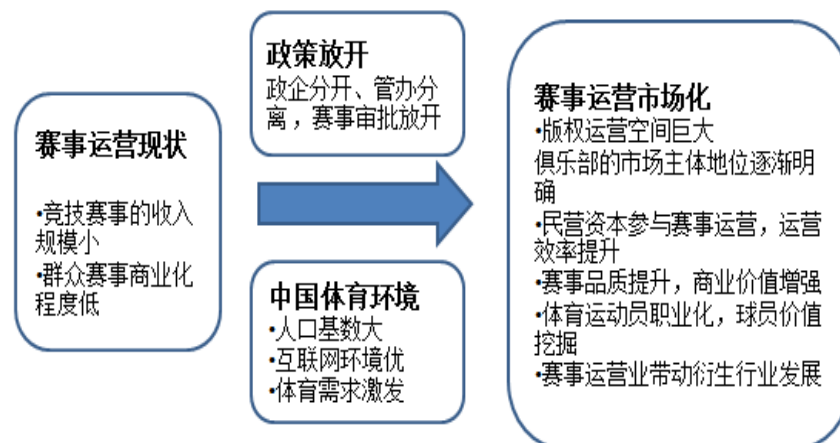
发布时间	具体内容
2010年3月24日	国务院办公厅发布《关于加快发展体育产业的指导意见》,明确了六大关键性任务,并指出到2020年,我国体育产业将形成2万亿元的市场规模
2011年5月16日	国家体育总局印发《体育产业“十二五”规划》,首次明确提出了量化指标,“十二五”体育产业增加值以平均每年15%以上的速度增长,到“十二五”末期,体育产业增加值超过4000亿元人民币,占国内生产总值的比重超过0.7%,从业人员超过400万,体育产业成为国民经济的重要增长点之一。2012年2月16日国家体育总局局长刘鹏发表
2012年2月10日	足协制定《中国足球职业联赛管办分离改革方案》,旨在建立符合足球发展的联赛运作模式,将联赛的办赛职能从足协剥离,成立职业联赛理事会。
2012年12月10日	发改委印发《“十二五”公共体育设施建设规划的通知》显示,“十二五”期间我国将基本实现“县县都有公共体育场”,体育场地建设将向中西部地区倾斜。
2014年2月26日	国务院印发《关于推进文化创意和设计服务与相关产业融合发展的若干意见》,鼓励发展体育服务组织,推动与体育赛事相关版权的开发与保护,加强体育产品品牌建设等。
2014年9月2日	国务院总理李克强主持召开国务院常务会议,部署加快发展体育产业、促进体育消费推动大众健身,提出放宽赛事转播权限制,推进职业体育改革,完善财税、价格、规划、土地等政策,支持体育企业发展等政策扶持措施。
2014年10月20日	国务院印发了《关于加快发展体育产业促进体育消费的若干意见》,提出到2025年体育产业总规模超过5万亿,重申简政放权,促进体育与多行业的跨界合作。
2014年12月	《体育总局关于推进体育赛事审批制度改革的若干意见》、《体育总局关于印发“全国性单项体育协会竞技体育重要赛事名录”的通知》、《关于印发“在华举办国际体育赛事审批事项改革方案”的通知》
2015年2月27日	国务院办公厅发布了《中国足球改革总体方案》,提出制定足球发展三步走整体目标、足协体制改革、联赛改革等一系列内容

数据来源:安信证券研究中心整理

政企分开、管办分离赛事审批放开,竞技体育与群众体育的商业价值将不断提高。中国体育赛事包括竞技体育和群众体育。竞技体育由于其连续性的品牌资源积累优势,商业开发价值较大。群众体育赛事面向的参与群体巨大,若与营销渠道下沉的趋势结合,能够更好的满足品牌商对于区域市场、目标人群的覆盖。

中国的竞技体育与欧美国家相比规模差距较大,群众体育赛事审批困难,商业化程度低。但随着政策限制放开,并依托国内良好的体育发展环境,赛事运营业的市场化步伐开启,发展空间巨大。

图 15: 赛事运营将是下一个金矿



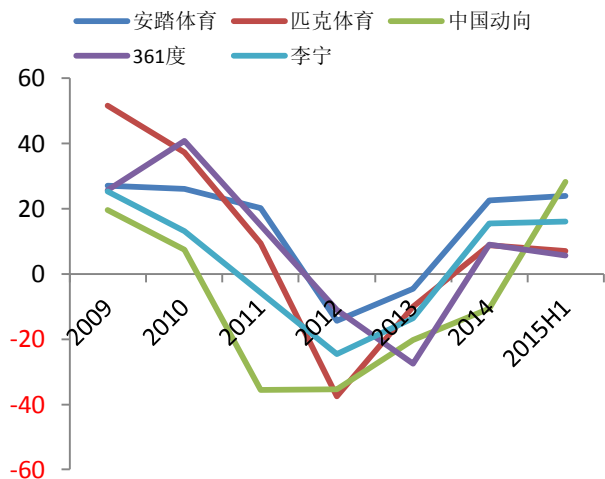
数据来源:安信证券研究中心整理

2.3. 运动鞋服市场低谷已过，升级转型正当时

2.3.1. 竞争格局清晰，行业已有回暖迹象

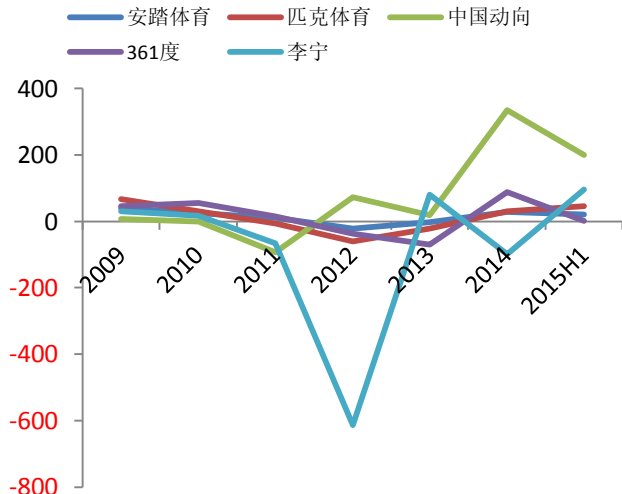
运动鞋服行业标准化程度高，规模效应明显，因此在中国体育产业中迅速成为支撑行业。2011年起行业持续陷入去库存周期，行业经历了持续三年的调整，2014年起随着国家对全民体育运动的大量扶持，以及冬奥会等因素刺激，运动用品市场有回暖迹象。2014年我国“运动鞋服”行业零售金额达1419.58亿元，运动鞋服市场规模约占我国整体服装市场容量的7.1%。

图 16: 中国体育用品市场收入增速 (%)



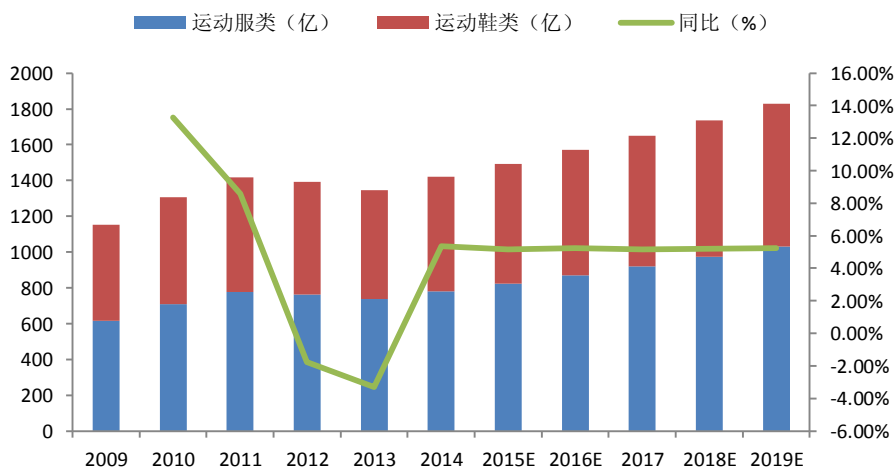
数据来源: wind, 安信证券研究中心

图 17: 中国体育用品市场净利润增速 (%)



数据来源: wind, 安信证券研究中心

图 18: 运动鞋服市场规模预测



数据来源: Euromonitor, 安信证券研究中心

我国运动鞋服行业经历了以下几个发展阶段:

市场启动期 (1990-2000 年) 行业总体规模较小，消费者尚未形成品牌意识。

上世纪 80-90 年代，部分世界知名运动品牌耐克、阿迪达斯等进入中国，国内行业生产商开始贴牌生产。直到 1990 年，自主品牌“李宁”诞生，通过赞助 1990 年亚运会受到

了广泛的关注。此后公司继续赞助了一系列体育活动，收获了极高的知名度，确立了其当时中国运动鞋服领域的领头地位，同时带动一批自主品牌的创立，包括“安踏”、“匹克”。1997年亚洲金融危机爆发，大部分贴牌生产商订单量大幅下降，开始寻求创立自主品牌，其中包括“特步”、“361度”、“鸿星尔克”、“贵人鸟”等企业。通过体育、娱乐明星代言、电视广告宣传等方式，有效地提升了品牌的知名度，逐渐获得了市场的认可。

高速发展期（2000-2008年） 行业快速增长，消费者的品牌意识增强，领先品牌持续扩张，抢占先机。

国内几大运动鞋服生产商开始脱离批发销售模式，建立专卖店、零售店等销售渠道。截至2008年，“安踏”、“361度”、“特步”、“匹克”四个品牌门店数均已超过5000家。同时，借着北京奥运会的机遇，行业扩张达到顶峰，2008年运动鞋服零售额同比增速达到31.5%。但由于行业过度扩张导致库存量激增，产能过剩。

成熟期（2009-2013年） 行业规模成型，增速放缓；消费者品牌使用习惯养成；行业重新洗牌，大量企业遭遇淘汰，竞争者数目减少

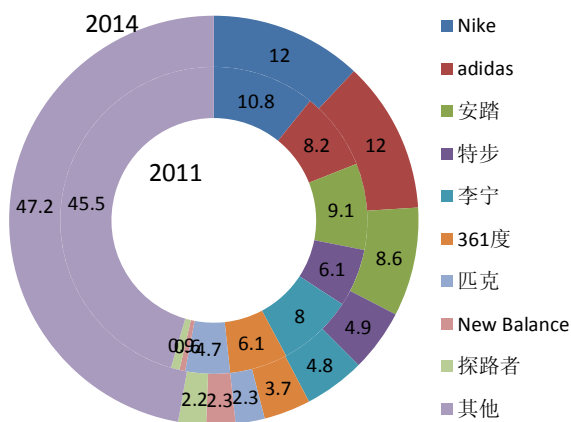
回暖期（2014年至今） 本土运动龙头逐渐梳理品牌定位，调整终端渠道，行业逐渐走出库存周期，进入稳步回暖阶段。

运动鞋服行业品牌集中度高，国外品牌更具优势。2014年，前十大运动鞋服品牌合计市占率达55%、前五大品牌合计市占率达42.3%，行业集中度在各服饰子行业中较高。

以“耐克”和“阿迪达斯”为代表的国外品牌市占率呈提高之势，2013年前五大国外品牌占比28.7%，开始超过前五大本土品牌。相比之下，内资品牌龙头略显颓势。从2011年与2014年国内运动品牌市占率变化的数据看，安踏、特步略有下降，而早年的行业龙头李宁下滑更为明显，市占率从8%下滑至4.8%。

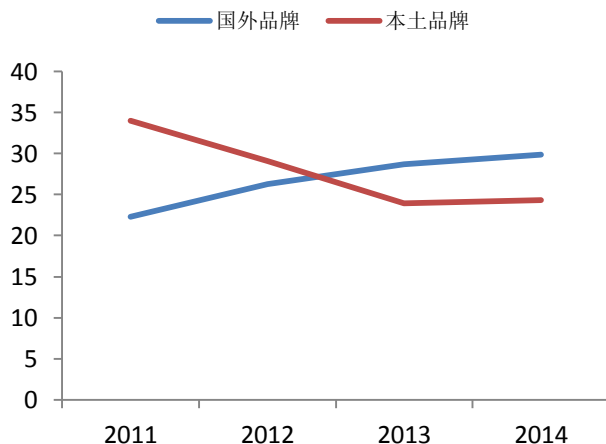
目前，竞争力弱、业绩明显下滑的态势，将倒逼国内运动品牌由过去粗放式的外延扩张模式向以产品竞争力与内生增长能力为驱动的精细化经营模式转变。而体育鞋服行业进入稳步增长期，市场中很难出现“黑马”品牌，未来大众体育方面龙头品牌有望受益集中度提升，同时在更专业的细分领域将出现新领军品牌。

图 19：国内运动品牌市场份额（%）



数据来源：Euromonitor、安信证券研究中心

图 20：国内外前五大品牌市场份额对比（%）



数据来源：Euromonitor、安信证券研究中心

2.3.2. 体育产业跨界整合加速

在体育产业加速发展以及“互联网+”高度渗透各行业的时代背景下，包括阿里、乐视在内的互联网公司以及运动鞋服企业纷纷开始从产品、渠道、产业布局等多角度借力体育产业发展。运动鞋服行业内的龙头如李宁与小米合作，推出的智能跑鞋不到两月销量即突破十万双；361度联合百度，已经推出基于百度鹰眼服务的儿童防丢鞋；浩沙则提出关于运动健康产业的发展战略等。

在这样的行业发展背景下，鞋服企业跨界整合产业资源，利用“互联网+”的历史机遇转型升级，已成为品牌必不可少的发展趋势。

图 21：体育产业投资热点



数据来源：易观智库、安信证券研究中心

3. 领跑三、四线城市的运动鞋服品牌

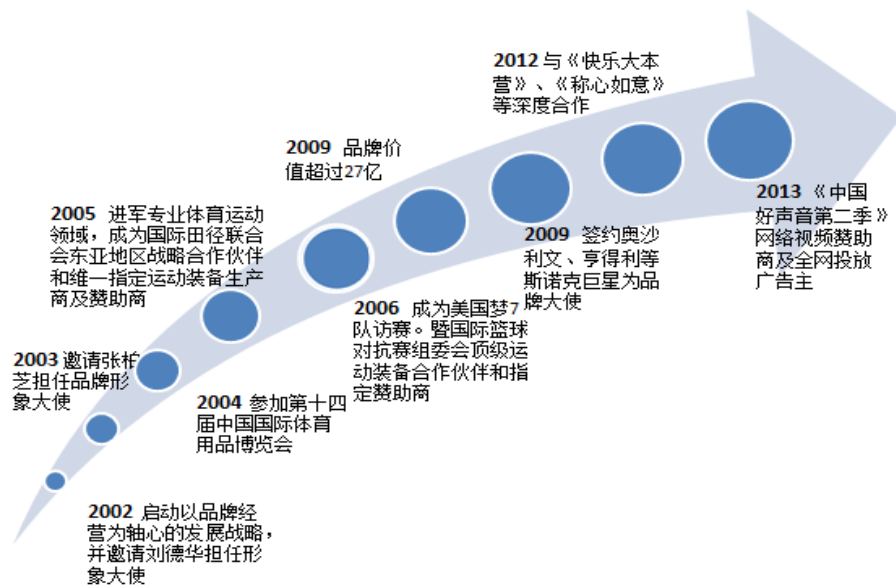
3.1. 差异化的品牌定位与网络布局

公司一开始便将“运动休闲”作为产品开发的重心，塑造了贵人鸟品牌“运动快乐”的内涵，与其他专业运动品牌形成了差异化竞争。在营销推广紧密围绕“运动快乐”的品牌理念，先后赞助“快乐家族”、“中国好声音”等成功节目，为“贵人鸟”品牌的推广起到了至关重要的作用。

截止2014年，贵人鸟公司的营销网络遍布全国31个省、自治区和直辖市，总数达到5026家，其中一、二、三、四线城市占比分别为8%、16%、36和40%，网络布局在三四线城市具备显著优势。

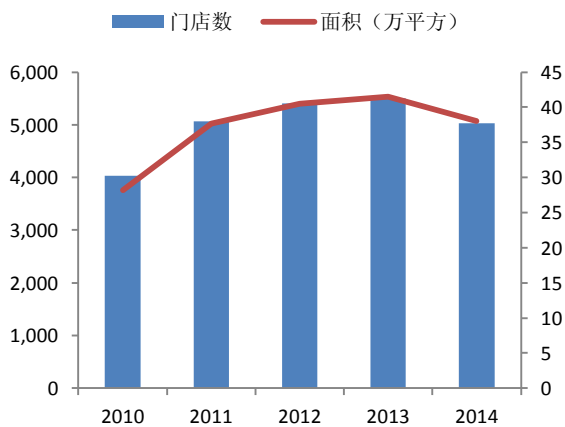
我们认为公司的三四线渠道布局优势既可以规避与国际品牌的正面竞争，同时该区域相对便宜的租金能够使得经销商保持较高的盈利能力。

图 22: 贵人鸟品牌发展历史沿革



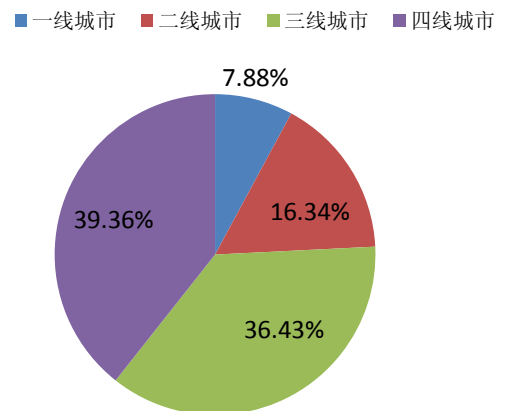
数据来源：安信证券研究中心整理

图 23: 2014 年店铺数略有收缩



数据来源：公司公告、安信证券研究中心

图 24: 2014 年各城市收入占比



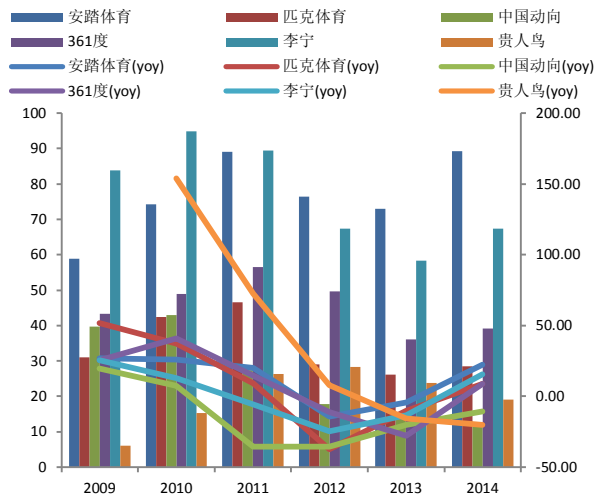
数据来源：公司公告、安信证券研究中心

3.2. 经历高速扩张期，调整时间略晚于同类公司

2009-2012 年，公司经营业绩增长显著，营业收入、净利润年复合增长率分别达到 68%和 88%，显著领先于其他竞争对手。业绩的高速增长来源于营销网络的快速拓展和营销效率的提升。2010-2013 年，公司零售终端数量从 4027 家增加到 5508 家，增长率 36.78%。零售终端的平效从 2010 年的 5440.19 元/平方米上升到 2012 年的 7056.28 元/平方米，增长率 29.7%。

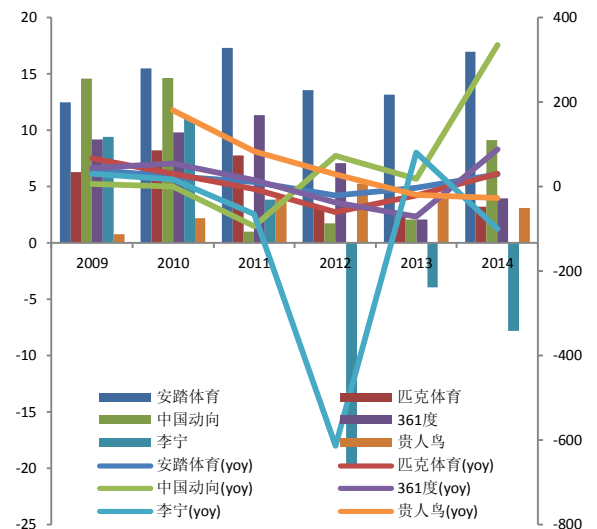
由于体育用品行业自 2011 年开始步入清库存周期，公司较同类企业相比调整时间稍晚，2013 年后公司加大了对门店的调整力度，净关闭 534 家零售终端，此后进入两年的净关店周期，自 2015H 开始，公司收入及净利润恢复正增长。

图 25: 2009-2014 营业收入 (亿) 与增速 (%)



数据来源: wind, 安信证券研究中心

图 26: 2009-2014 净利润 (亿) 与增速 (%)



数据来源: wind, 安信证券研究中心

4. 多箭齐发，体育产业布局拉开帷幕

自确立“以体育服饰用品制造为基础，多种体育产业形态协调发展”的战略目标以来，公司持续推动在体育产业的布局：

- 公司出资 490 万，与“中欧盛世”共同投资成立“贵欧投资”。
- 通过泉晟投资持有虎扑 16.11% 的股份，并联合虎扑、景林资本成立体育产业基金动域资本，已投资多个“互联网+”概念的智能运动项目。
- 通过贵人鸟香港入股西班牙足球经纪公司 BOY；4. 与大体协、中体协签署合作框架协议，进军校园体育产业。未来将继续以“全面满足每一个人的运动需求”为目标，重点加强在跑步、足球、徒步、骑行、网球以及篮球等领域运动项目的布局，构建“大产业生态+多产品运营”模式。

表 2: 公司近期积极布局体育产业

时间	事件	目的
2014 年 12 月 17 日	公司出资 490 万，中欧盛世出资 510 万，合资设立“贵欧投资”，各占股 49%、51%。	在此基础上成立并购基金，丰富公司在体育产业并购方面资金来源渠道。
2015 年 1 月 19 日	公司向泉晟投资提供 2.4 亿借款，泉晟投资将持有虎扑体育股权比例不低 15%，成为其第二大股东。	进一步与虎扑体育开展战略合作，分享体育互联网产业的成长。
2015 年 1 月 19 日	与“虎扑体育”签署《战略合作框架》；与虎扑、景林合作成立体育产业基金“动域资本”，规模 20 亿，分两期设立，专注于投资中国体育产业中的新兴和成长型公司。	线上线下产业协同，推动公司线上业务；通过投资、收购优秀标的，推动实现体育产业化集团目标。
2015 年 4 月 20 日	公司与“Piragemagen”以及“11 MAC11”（标的公司股东）签署《合作意向书》，拟投资 2 千万欧元入股“The Best of You Sports”（简称 BOY）公司，资金将分两期（各 1 千万欧元）投入。	公司未来将利用资本平台及互联网平台（虎扑），与 BOY 共同整合欧洲足球产业资源，共同开发中国足球消费市场。
2015 年 5 月 21 日	公司公告与中国大学生体育协会、中学生体育协会、山西传媒学院、虎扑、尤尼斯体育文化传播有限公司签署《合作框架协议书》，拟合资成立：(1) 校园体育互联网平台公司 (2) 赛事运营公司 (3) 体育经纪业务公司。	(1) 获得大体协、中体协主办的各项体育赛事的商业推广权、赛事转播权、广告开发权等知识产权；(2) 获得大体协、中体协主办各类赛事的节目制作权、互联网信息传播权、网络版权、利用

自有/管理的网站进行网站广告推广的权利；
(3) 有权使用大体协、中体协主办的各项体育赛事的运动员、教练员注册系统、技术统计系统等信息数据库，并有权利用相关数据发掘目标运动员、教练员进行体育经纪业务。

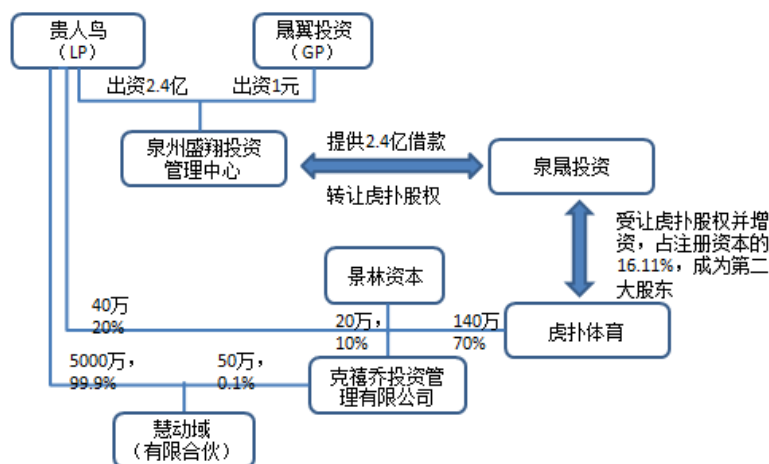
数据来源：公司公告、安信证券研究中心整理

4.1. 参股虎扑、成立产业基金，双线推动向体育集团转型

公司于 2015 年 1 月 19 日公告，拟与虎扑体育开展全方位合作：

- 1、公司拟出资 2.39 亿元与泉州晟翼投资共同投资设立泉州盛翔投资，盛翔投资拟在成立后与泉州泉晟投资签署《投资合作协议》，拟向泉晟投资提供 2.39 亿元借款，用于受让虎扑部分股权并对虎扑增资，预计将持股不低于 15%、成为二股东。截止目前，泉晟投资已将 2.39 亿借款用于受让股权并增资，占虎扑体育注册资本的 16.11%。我们认为，此次交易完成后，公司实质上将通过间接方式以 2.39 亿元持有虎扑 16.11% 的股权。贵人鸟作为中外合资企业，通过间接持股而非直接持股，更利于互联网彩票等业务的开展。
2. 公司与虎扑体育构建战略合作伙伴关系，探索并展开全方位、多层次的合作：a. 双方拟合作成立 20 亿体育产业基金，其中第一期为 10 亿元，未来三年分两期向产业基金投入 10 亿元，第一期投入 5 亿元。该基金将重点关注 O2O 体育运营、体育培训与个人健身服务、智能设备、体育网络媒体和社区平台等细分领域；b. 双方开展线上线下合作，努力形成公司线下体育产业资源和虎扑体育线上流量资源有效商业化的双赢局面。目前，公司与景林资本、虎扑体育共同成立克禧乔（上海）投资管理有限公司，此后公司又与克禧乔共同投资成立了上海慧动域投资中心(有限合伙)，专注于投资中国体育产业中的新兴和成长型公司。产业基金第一期的架构已经基本完成。

图 27：联手虎扑，打造专项体育产业基金



数据来源：安信证券研究中心整理

4.1.1. 虎扑体育：第一大体育互联网垂直电商

虎扑体育诞生于 2004 年，在 PC 和移动互联网平台的体育垂直领域均占据龙头地位。旗下包括虎扑体育网 (HUPU.com) 和“虎扑看球”APP 等体育手机应用，包括移动应用、体育资讯、论坛、游戏、电商导购、赛事、彩票等 7 个业务模块，其中移动应用、导购、赛事增长较快。

虎扑的核心优势在于用户数据和赛事的互联网牌照。目前虎扑看球应用的装机量约 800 万，日活跃用户 200 万以上。虎扑识货（电商导购应用）和虎扑体育，整体装机量超过 500 万，日活跃用户近 100 万。虎扑注册用户超过 5000 万，日 PV 在 1.5 亿。此外，虎扑

体育已在一百多个二三线城市，运营线下的各类型赛事、体育活动超过 10 万场，2014 年成为参与运营大型商业赛事场次最多的国内企业之一。

表 1：虎扑体育发展历程：“体育媒体”向“体育营销公司”转变

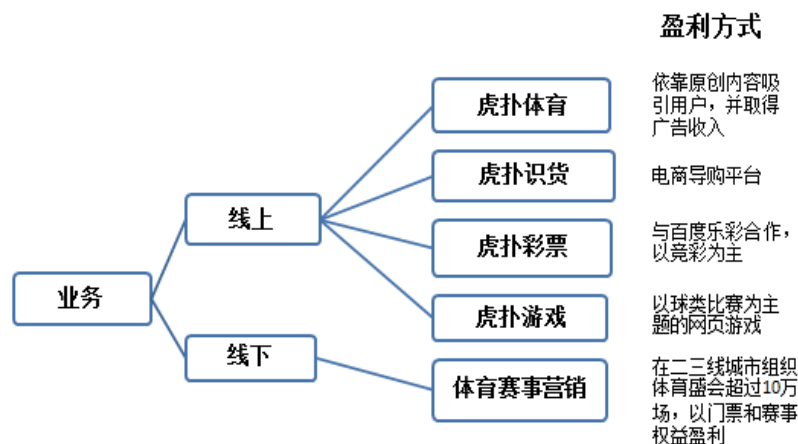
时间	事件	详细内容
2004 年	诞生	留美学生程杭创立 hoopCHINA，翻译撰写 NBA 每日新闻摘要、回顾比赛亮点。
2007 年	A 轮融资	程行创建足球与赛车网站 GoalHi 和 helloF1，获晨兴科技 A 轮投资，上海雷傲普成立，虎扑网正式运营。
2008 年	尝试线下	圆满完成 NIKE 街头篮球赛，激发了公司从线上到线下的灵感。公司定位综合性体育营销
2009 年	开始盈利	公司开始盈利，主要靠广告，客户类似 NIKE、ADIDAS，形式是弹窗、banner 等。
	推出电商平台—卡路里商城	两年后倒闭
2012 年	加大线下体育营销	签约艾佛森，举办了“华丽之旅”世界篮球明星赛。
	成立体育门户网站	4 月，HoopChina、GoalHi 和 HelloF1 三个独立网站全部统一到 hupu.com 的域名之下
	进军体育游戏业务	8 月，发布网页游戏《虎扑世界》
	创建电商平台	以低价和正品为标签，以淘宝卖家为主的导购平台—虎扑识货
2013 年	B 轮融资	6 月，公司获海通开元 B 轮融资 4000 万元。公司目标是创业板上市，成为中国第一家上市体育公司。
	加大线下体育赛事	进一步扩大公司覆盖的赛事门类，签约欧文、斯科尔斯、小罗、麦迪等球星，举办了包括 5 人制足球赛、“华丽之旅”世界篮球明星赛等赛事。
2014 年以后	更多资源、更全面服务、战略布局	公司签约中国足球（官网）、体育总局（中国健身达人赛）、利物浦（中文官网）、中超俱乐部（贵州茅台、江苏舜天、杭州绿城官网）、法新社（亚洲媒体业务）。
		签约中超，成为官方游戏运营平台，独代官方页游“中超足球”。
		成为参与运营大型商业赛事场次最多的国内企业之一
		致力打造一个活跃用户过亿的 O2O 体育生态体系

数据来源：安信证券研究中心整理

公司依靠虎扑体育过亿的流量和以深度体育爱好者为核心的粘性用户群，整合线上线下的体育资源为企业品牌做营销服务。线上体育门户网站的搭建，奠定公司媒体地位，同时吸引客户投放广告。线上用户口碑的积累，为公司推广线下活动提供很强的号召力，从而线下也协助企业展开一系列的体育活动，进行品牌推广。比如通过举办业余篮球联赛、公关路演活动、担当体育经纪人、制作户外广告等，从而摆脱单纯依靠线上流量做广告的盈利模式。

目前虎扑的收入来源中，60%线上传统广告，30%线下品牌推广（赛事运营），10%体彩导流。未来虎扑的发展方向是用轻资产模式，以互联网思维做体育。具体而言，不断开拓线下市场，点燃草根体育，从体育媒体公司发展到目前的体育营销公司，最终成为体育消费公司，培养出国人的体育精神。

图 28：虎扑体育盈利模式



数据来源：安信证券研究中心整理

4.1.2. 动域资本: 中国最大规模的体育产业基金

动域资本的投资阶段将覆盖早期、成长期至 Pre-IPO, 投资方向囊括了互联网+体育、O2O 体育服务、智能设备、体育培训、场馆服务、赛事组织和媒体等体育产业细分领域。动域资本甄选项目的标准概况为“三个巨大”和六大项: 必须有巨大的参与人数基础、巨大的消费潜力、巨大的发展空间;而前期锁定的是跑步、竞走、骑行、足球、篮球、网球这六大项。

图 29: 动域资本投资案例



数据来源: 安信证券研究中心整理

在动域资本中, 贵人鸟先期出资 10 亿, 是唯一的有限合伙人。管理模式为三方共同管理, 分别是虎扑、景林投资和贵人鸟, 负责项目的决策。在管理层级之下, 有一个独立于三方的投资团队来甄选项目。产业基金投资收益扣除相关费用及税金后归产业基金有限合伙人, 也就是贵人鸟所有, 产业基金的执行事务合伙人有权收取有限合伙人收益的 20% 作为提成。

动域资本在成立的 30 天内, 已完成 12 个体育项目投资, 包括智慧运动场、智勤教育、虎扑跑步、火辣健身、ZEPP、初炼、Infomotion、青橙科技、酷玩部落、咸鱼游戏、趣运动、跑嗨乐等从体育场馆到健身教练到社交分享及传感器和智能硬件覆盖体育生态全产业链。

4.2. 收购 BOY: 西班牙最顶尖的足球经纪公司之一

2015 年 4 月 20 日, 公司与“Piramagen”以及“11 MAC11” (标的公司股东) 签署《合作意向书》, 拟投资 2 千万欧元入股“The Best of You Sports” (简称 BOY)。具体而言, 公司 2000 万欧元的投资将分两期支付: (1) 第一期, 投资协议签订后十个工作日内, 投资 500 万欧元, 到位后三个月内, 再投资 500 万欧元; (2) 第二期 1000 万欧元的支付取决于 BOY 经审计的税前利润, 根据 2015 年税前利润是否等于或超过 135 万欧元, 在审计师出具 2015 年或 2016 年 BOY 经审计的财务报表之后进行支付。

公司此次投资最多可获得 BOY43.95% 股权。如果均完成业绩要求, 公司通过两期支付将获得 48.95% 股权, 并需将其中的 5% 股权作为股权激励授予 BOY 现有股东。如果业绩要求未完成, 公司通过两期支付将获得超过 48.95% 的股权, 现有股东有义务以现金回购超出 43.95% 的股权。

表 3: 公司最多可获得 43.95%的股权

期限	2015 年	2016 年	2017-2018 年
盈利预测 (税前, 万欧元)	150	300	800
贵人鸟获得股份比例	假设 BOY 盈利 ≥ 135 万欧元, 第一期支付获得 BOY 30.77% 股份。	假设 BOY 盈利 ≥ 270 万欧元, 第二期支付获得 BOY 18.18% 股份。	假设 BOY 16-18 累计盈利 ≥ 1100 万欧元, 贵人鸟将其中 5% 作为股权激励授予 BOY 现有股东。
	假设 BOY 盈利 < 135 万欧元, 第一期支付获得超过 BOY 30.77% 股份。	假设 BOY 盈利 < 270 万欧元, 第二期支付获得超过 BOY 18.18% 股份。	假设 BOY 16-18 累计盈利 < 1100 万欧元, 现有股东将以现金回购超出 43.95% 的股份。

数据来源: 公司公告、安信证券研究中心

BOY 足球经纪公司拥有成熟而清晰的商业和盈利模式, 是集球员/教练/俱乐部高管权益代理、商业赛事组织、青训球员挖掘 (球探)、转播权分销以及深度参与俱乐部运营等业务于一体的综合性资源整合平台。

西甲在欧洲五大顶级足球联赛中处于领先水平, 拥有皇马、巴塞罗那两家世界顶级俱乐部, 同时还拥有包括拉美在内的西班牙语地区的足球运动员资源。相辅相成, 西班牙足球经纪行业也是全球最发达的市场之一, 足球经纪人数量在足球强国中也处于领先地位。

表 4: BOY 经纪公司收入来源分类

收入来源	内容
对球员服务	要提供代理球员合同谈判、代理球员转会谈判、代理球员商业活动和广告合同谈判、球员法律咨询和纠纷解决、球员职业生涯和退役后生涯规划、球员个人生活助理、财务顾问等服务
对俱乐部服务	提供协助完成买卖球员的转会谈判、协助俱乐部开展球探工作、协助俱乐部和职业联盟完成赛事组织工作等服务。

数据来源: 公司公告、安信证券研究中心

表 5: BOY 公司核心管理层背景

姓名	任职	履历
奥斯卡·里沃特	CEO	前皇家马德里俱乐部传媒总监和一线队新闻官
佩德罗·格拉内罗	创始人和亚洲事务主管	前皇家马德里俱乐部青训球员、现西甲皇家社会俱乐部明星球员 Esteban Granero 的哥哥, 曾在西班牙中国上海领事馆投资处工作, 拥有深厚的中国背景
米格尔·帕德萨	足球主管	前西班牙皇家马德里俱乐部著名球员, 1980 年代皇马知名球员组合“五鹰”之一, 曾于 2002-2008 年任西班牙皇家萨拉戈萨俱乐部体育经理, 于 2009-2014 年任皇家马德里俱乐部体育经理
弗朗西斯科·德·格拉西亚	球探和青训主管	前西班牙皇家马德里俱乐部新生部主管, 前皇家马德里俱乐部和英格兰利物浦俱乐部签约球探, 拥有近四十年球探工作经验, 曾为皇马签下俱乐部历史上最伟大球星之一, 劳尔·冈萨雷斯·布兰科

数据来源: 公司公告、安信证券研究中心

公司希望通过对外投资欧洲优秀的足球经纪公司, 利用 A 股资本杠杆, 共同整合欧洲的足球产业资源; 与此同时, 将欧洲优秀的足球人才、顶尖的赛事资源、先进的管理经验和青训体系引入国内, 与国内的线上、线下体育产业资源结合, 探讨互联网与足球经纪行业乃至整合足球产业的新的商业模式, 最终达到带动足球产业消费, 提升我国足球竞技水平的目标。

4.3. 与“大体协”、“中体协”合作打造校园体育产业平台

2015年5月21日,公司公告与中国大学生体育协会、中学生体育协会、山西传媒学院、虎扑、尤尼斯体育文化传播有限公司签署《合作框架协议书》,拟合资成立:

(1) 校园体育互联网平台公司:以校园体育内容专业视频制作、赛事互联网视频业务为基础核心,依托现有校园体育内容资源,结合包括NCAA等国际资源,打造校园体育互联网平台;其中贵人鸟指定第三方出资6525万元,持股30%;

(2) 赛事运营公司:通过大体协以及中体协组织举办校园体育赛事,其中贵人鸟或指定第三方出资13522.21万元,持股37%;

(3) 体育经纪业务公司:为学生运动人才和教练员、裁判员服务,其中贵人鸟或指定投资人出资811.42万元,持股37%。

表6:合作成立三大公司

公司	业务	大体协、中体协	贵人鸟	山西影视	虎扑	尤尼斯
互联网视频公司	专业从事视频制作、赛事互联网视频业务	30%(150万) 提供赛事资源	30%(6525万) 拟设公司的资金支持	20%(100万) 负责赛事视频内容的制作	10%(2175万) 互联网网站的相关技术支持	10%(50万) 拟设公司的运作和管理
经纪公司	专业从事体育经纪业务,为学生运动人才和教练员、裁判员服务。	37%(37万) 提供运动员、教练员等的相关数据统计	37%(811万) 拟设公司的资金支持		6%(122万) 负责在经纪业务与互联网相结合上提供技术支持	20%(20万) 拟设公司的运作和管理
体育赛事公司	举办校园体育赛事	37%(185万) 提供赛事资源	37%(1.35亿) 拟设公司的资金支持		6%(2193万) 负责在赛事运营与互联网相结合上提供技术支持	20%(100万) 拟设公司的运作和管理

数据来源:公司公告、安信证券研究中心

公司此次的主要合作方“大体协”、“中体协”是隶属于教育部主管的官办机构,掌握了大学生、中学生相关的核心体育资源。其中,“大体协”现有足球分会、篮球分会、排球分会等32个分支机构,“中体协”则有9个分支机构。“大体协”已成功组织了中国大学生足球联赛、中国大学生排球联赛、中国大学生篮球联赛、中国大学生篮球超级联赛等深受广大学生喜爱的校园精品赛事,同时每年组织50多项全国大学生单项体育赛事;“中体协”亦每年组织40余项全国中学生单项赛事。

2015年11月21日,公司公告:1)拟向泉晟投资提供一笔人民币6525万元整的借款,用于对康湃思(北京)网络科技有限公司增资。增资后泉晟投资将持有康湃思网络30%的股份,与《中国学校体育》杂志有限责任公司并列成为其第一大股东;2)拟对康湃思(北京)体育管理有限公司增资出资1.35亿元,增资完成后公司占其注册资本的37%;2)拟与《中国学校体育》杂志有限责任公司(中国大学生体育协会、中国中学生体育协会指定公司,中国大学生体育协会和中国中学生体育协会各持股50%)、虎扑体育、尤尼斯(北京)体育文化传播有限公司合资成立康湃思(北京)体育咨询有限公司(暂定名,最终以工商核定为准),其中公司出资811.42万元,占拟设公司注册资本的37%。

此次合作,公司在校园体育领域将布局三大平台,实现了校园体育赛事运营、体育经纪业务和校园体育互联网平台的全覆盖。借助该三大平台,公司将获得丰富的校园赛事体育资源,初步形成以资源、内容、媒体为核心,以校园为重点的体育产业的布局,通过校园赛事活动以及互联网平台覆盖学生群体,结合互联网平台以及赛事活动,通过广告、经纪、体育用品等完成最终变现,最终构建完整的体育产业链。

5. 盈利预测与估值

5.1. 盈利预测

我们对公司业绩的主要假设有：

(1) 2015-2017 年门店持续净关店趋势，每年门店净增长-297 家、-140 家、-110 家，单店面积每年增 10%、10%、5%，毛利率持续提升为 41.66%、42.29%、42.45%。

(2) 2015-2017 年销售费用率分别为 10%、9.8%、9.5%，管理费用率分别为 7.2%、7%、6.9%，财务费用率分别为 0.6%、-0.4%、-0.4%。

(3) 假设对外投资项目暂时不贡献利润。

结合 (1) - (3) 预计公司 2015-2017 年收入分别为 20 亿元/21 亿元/22.2 亿元，增速分别为 4.4%/5.2%/5.5%，净利润分别为 3.45 亿元/4.17 亿元/4.48 亿元，增速分别为 10.5%/20.8%/7.4%，不考虑增发摊薄，EPS 分别为 0.56 元/0.68 元/0.73 元。

5.2. 估值

公司目前利润来源仍为休闲运动用品，二级体育产业基金及合资公司短期内不会对业绩产生较大贡献，但随着项目落地及体育政策的陆续放开，公司“大产业生态+多产品运营”的投资收益模式将得到较好体现。参考体育公司的估值，不考虑增发影响，我们维持评级为“买入-A”，目标价 48.86 元，对应市值 300 亿元。

表 7：体育类公司估值（2015 年 11 月 23 日）

公司	市值 (亿元)	市盈率 (TTM)	市盈率 (2015)
道博股份	97	278	85
雷曼股份	80	270	
互动娱乐	213	60	54
华录百纳	255	89	71
国旅联合	84	-86	447
莱茵体育	221	-614	265
贵人鸟	247	76	71

数据来源：wind、安信证券研究中心

财务报表预测和估值数据汇总(2015年11月23日)

利润表						财务指标					
(百万元)	2013	2014	2015E	2016E	2017E	(百万元)	2013	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入	2,405.9	1,919.7	2,003.4	2,107.4	2,222.5	成长性					
减:营业成本	1,428.2	1,132.2	1,168.8	1,216.2	1,279.0	营业收入增长率	-15.7%	-20.2%	4.4%	5.2%	5.5%
营业税费	21.4	15.2	16.0	16.9	17.8	营业利润增长率	-12.9%	-28.9%	13.9%	21.3%	8.2%
销售费用	235.3	193.3	200.3	206.5	211.1	净利润增长率	-19.8%	-26.3%	10.5%	20.8%	7.4%
管理费用	121.9	145.0	144.2	147.5	153.4	EBITDA 增长率	-10.0%	-23.2%	3.4%	17.9%	9.4%
财务费用	46.1	51.2	11.1	-7.8	-8.9	EBIT 增长率	-11.9%	-25.7%	2.7%	16.4%	8.1%
资产减值损失	30.4	11.7	40.0	15.0	15.0	NOPLAT 增长率	-21.9%	-25.5%	3.0%	16.4%	8.1%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	27.0%	51.2%	-49.4%	101.5%	-29.5%
投资和汇兑收益	-	0.5	0.2	0.2	0.3	净资产增长率	2.3%	69.6%	10.8%	11.8%	11.3%
营业利润	522.5	371.6	423.2	513.3	555.4	利润率					
加:营业外净收支	44.7	46.0	36.7	42.4	41.7	毛利率	40.6%	41.0%	41.7%	42.3%	42.5%
利润总额	567.1	417.6	459.9	555.7	597.1	营业利润率	21.7%	19.4%	21.1%	24.4%	25.0%
减:所得税	143.6	105.4	115.0	138.9	149.3	净利润率	17.6%	16.3%	17.2%	19.8%	20.1%
净利润	423.5	312.2	344.9	416.8	447.8	EBITDA/营业收入	25.5%	24.5%	24.3%	27.3%	28.3%
						EBIT/营业收入	23.6%	22.0%	21.7%	24.0%	24.6%
						运营效率					
资产负债表	2013	2014	2015E	2016E	2017E	固定资产周转天数	76	98	100	108	120
货币资金	515.3	1,193.3	1,520.8	726.8	1,852.6	流动营业资本周转天数	115	237	179	140	144
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动资产周转天数	300	522	545	439	456
应收帐款	1,374.9	1,286.9	716.5	1,156.7	695.4	应收帐款周转天数	167	250	180	160	150
应收票据	33.0	210.0	74.3	97.8	111.4	存货周转天数	20	30	24	24	25
预付帐款	65.0	114.8	95.3	112.9	104.5	总资产周转天数	396	655	692	610	643
存货	106.9	210.9	53.0	227.8	86.5	投资资本周转天数	203	356	310	300	324
其他流动资产	2.0	427.7	143.3	191.0	254.0						
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	投资回报率					
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROE	32.1%	14.0%	13.9%	15.1%	14.5%
长期股权投资	-	-	-	-	-	ROA	15.4%	7.4%	10.0%	11.3%	10.4%
投资性房地产	-	-	-	-	-	ROIC	35.5%	20.8%	14.2%	32.6%	17.5%
固定资产	495.2	551.7	565.3	700.0	784.1	费用率					
在建工程	31.9	45.3	87.2	292.3	235.4	销售费用率	9.8%	10.1%	10.0%	9.8%	9.5%
无形资产	63.6	127.1	120.7	117.0	113.0	管理费用率	5.1%	7.6%	7.2%	7.0%	6.9%
其他非流动资产	66.9	38.0	59.2	54.2	50.2	财务费用率	1.9%	2.7%	0.6%	-0.4%	-0.4%
资产总额	2,754.7	4,205.7	3,435.6	3,676.5	4,287.1	三费/营业收入	16.8%	20.3%	17.7%	16.4%	16.0%
短期债务	782.1	495.4	-	-	-	偿债能力					
应付帐款	561.5	377.6	544.5	385.1	554.8	资产负债率	52.2%	46.8%	27.9%	24.7%	28.1%
应付票据	-	224.7	53.7	81.0	90.0	负债权益比	109.0%	88.1%	38.7%	32.8%	39.1%
其他流动负债	93.3	52.8	87.2	77.3	74.3	流动比率	1.46	2.99	3.80	4.62	4.32
长期借款	-	-	-	-	-	速动比率	1.39	2.81	3.72	4.21	4.20
其他非流动负债	-	819.5	273.1	364.2	485.6	利息保障倍数	12.34	8.26	39.13	-64.81	-61.40
负债总额	1,436.9	1,969.9	958.5	907.6	1,204.7	分红指标					
少数股东权益	-	-	-	-	-	DPS(元)	0.45	0.30	0.17	0.20	0.22
股本	525.0	614.0	614.0	614.0	614.0	分红比率	65.2%	59.0%	30.0%	30.0%	30.0%
留存收益	792.8	1,621.7	1,863.1	2,154.9	2,468.4	股息收益率	1.1%	0.8%	0.4%	0.5%	0.6%
股东权益	1,317.9	2,235.7	2,477.1	2,768.9	3,082.4						
						业绩和估值指标					
现金流量表	2013	2014	2015E	2016E	2017E	EPS(元)	0.69	0.51	0.56	0.68	0.73
净利润	423.5	312.2	344.9	416.8	447.8	BVPS(元)	2.15	3.64	4.03	4.51	5.02
加:折旧和摊销	44.5	48.3	52.9	68.9	81.8	PE(X)	58.3	78.8	71.8	59.1	55.1
资产减值准备	30.4	11.7	-	-	-	PB(X)	18.7	11.0	10.0	8.9	8.0
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	P/FCF	80.4	574.3	54.3	-36.6	19.6
财务费用	46.9	52.9	11.1	-7.8	-8.9	P/S	10.3	12.8	12.3	11.7	11.1
投资损失	-	-0.5	-0.2	-0.2	-0.3	EV/EBITDA	-	22.0	48.0	42.2	37.0
少数股东损益	-	-	-	-	-	CAGR(%)	-0.5%	12.8%	11.8%	-100.0%	-100.0%
营运资金的变动	-321.1	-732.2	1,160.3	-838.0	717.8	PEG	-116.5	6.2	6.1	-0.6	-0.6
经营活动产生现金流量	202.1	97.0	1,569.0	-360.3	1,238.2	ROIC/WACC	3.4	2.0	1.4	3.1	1.7
投资活动产生现金流量	-54.2	-961.6	-101.8	-404.8	-104.7	REP	-	2.3	14.7	3.3	8.3
融资活动产生现金流量	-237.0	1,064.5	-1,139.7	-28.9	-7.7						

数据来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

■ 公司评级体系

收益评级:

- 买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上;
- 增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%;
- 中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%;
- 减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%;
- 卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上;

风险评级:

- A — 正常风险, 未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
- B — 较高风险, 未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

■ 分析师声明

苏林洁声明, 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责, 保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据, 特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)经中国证券监督管理委员会核准, 取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告, 是证券投资咨询业务的一种基本形式, 本公司可以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, 并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写, 但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断, 本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期, 本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态, 本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料, 但不保证及时公开发布。同时, 本公司有权对本报告所含信息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。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, 一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准, 如有需要, 客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下, 本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务, 提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素, 亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议, 无论是否已经明示或暗示, 本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下, 本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有, 未经事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	孟硕丰	021-68766287	mengsf@essence.com.cn
	侯海霞	021-68763563	houhx@essence.com.cn
	潘艳	021-68766516	panyan@essence.com.cn
	朱贤	021-68765293	zhuxian@essence.com.cn
	许敏	021-68762965	xumin@essence.com.cn
北京联系人	温鹏	010-59113570	wenpeng@essence.com.cn
	李倩	010-59113575	liqian1@essence.com.cn
	周蓉	010-59113563	zhourong@essence.com.cn
	张莹	010-59113571	zhangying1@essence.com.cn
深圳联系人	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-82558087	fanhq@essence.com.cn
	孟昊琳	0755-82558045	menghl@essence.com.cn
	张青		zhangqing2@essence.com.cn
	邓欣		dengxin@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地址：深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编：518026

上海市

地址：上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 16 层

邮编：200123

北京市

地址：北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层

邮编：100034

