

文化传媒体育行业

公司研究/深度报告

中体产业 (600158): 借力御风, 构建A股最大体育产业整合平台

深度研究报告/文化传媒体育行业

2016年3月28日

投资要点:

体育改革强势推行, 市场迎来发展契机, 未来五年市场年均复合增速16%

根据体育总局及国家统计局数据, 2013年全国体育及相关产业总产出1.1万亿元, 同比增长11.91%, 实现体育产业增加值3136亿元。2006年至2012年实际平均年增长率为16.11%。我们预计随着国家对体育产业相关配套政策不断落地, 居民可支配收入不断增长, 精神文明建设不断增强, 体育行业必将迎来更大的发展契机。

2014年10月, 国务院发布46号文件, 提出加快发展体育产业促进体育消费的若干意见, 明确指明预计2025年中国体育产业规模将达到5万亿人民币。按照体育总局给出的预测, 考虑到未来一段时期体育产业内部结构调整和总量增长等因素, 2013至2020年体育产业年增长率仍保持为16%, 2021年至2025年年增长率为10%。

中体作为体育总局旗下唯一上市公司, 业务已覆盖体育全产业链

公司是国家体育总局旗下唯一一家上市公司。目前, 中体产业旗下拥有赛事运营、场馆运营、休闲健身、体育经纪、体育彩票、体育设施建设、房地产等业务, 是A股涉及体育市场范围最广、专业性最强、最直接受益于体育产业改革的上市公司, 作为行业龙头, 具有成长性和稀缺性。

中体有望成为A股最大体育产业整合平台, 资产升值空间可观

公司是国家体育产业扶持政策最大受益者。中体产业作为体育总局系统中目前唯一的上市公司平台, 具有雄厚的资金支持和丰富的业内运作经验, 业务广泛覆盖体育产业链, 有明显联动协同效应。

体育资产升值空间巨大。作为国内体育资源储备最为丰富的上市公司, 公司旗下具有大批优质的体育赛事、场馆、运动明星、休闲健身项目, 必将受益于产业升级以及体育资产大幅升值所带来的影响。

盈利预测与投资建议

我们预计公司2015~2017年EPS分别为0.15元、0.39元与0.53元, 对应当前股价PE为147X、56X与41X, 维持“强烈推荐”评级。

风险提示:

1、宏观经济下滑; 2、体育改革进程低于预期; 3、公司体育业务拓展进程低于预期。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入 (百万元)	1,152	1,390	1,846	2,463
增长率 (%)	16.92%	20.67%	32.83%	33.43%
归属母公司股东净利润 (百万元)	103	130	329	448
增长率 (%)	-24.35%	25.93%	153.50%	35.99%
每股收益 (元)	0.12	0.15	0.39	0.53
PE	206.27	147	56	41
PB	11.79	10.25	8.34	6.60

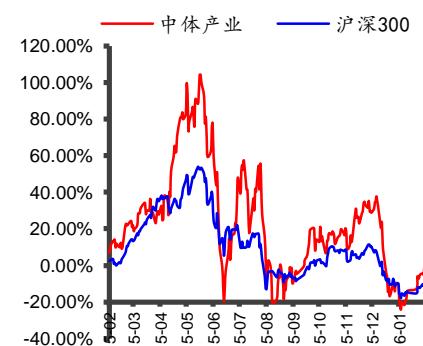
资料来源: 民生证券研究院

强烈推荐 维持评级

交易数据 (2016-3-28)

收盘价 (元)	19.62
近12个月最高/最低	40.11/13.94
总股本 (百万股)	843.74
流通股本 (百万股)	657.50
流通股比例 %	77.93%
总市值 (亿元)	165.54
流通市值 (亿元)	129.00

公司与沪深300走势比较



分析师

分析师: 陶冶

执业证书编号: S0100515100001

电话: (8610) 85127645

Email: taoye@mszq.com

研究助理: 吴清羽

执业证书编号: S0100115110030

电话: (8610) 85127645

Email: wuqingyu@mszq.com

相关研究

1. 中体产业 (600158) : 体育类核心业绩大幅提升, 巩固体育产业龙头地位
2. 中体产业 (600158) : 一季度业绩增速保持稳定, 二三季度有望快速增长
3. 中体产业 (600158) : 体育产业营收占比首次过半, 全面回归体育产业指日可待

目录

一、体育总局旗下唯一上市公司，多年深挖体育产业.....	3
(一)、天生体育基因，七年打造行业龙头	3
(二)、房地产业务加速剥离，全面回归体育本业	5
(三)、六大体育主营业务，广泛覆盖体育产业链.....	7
1、国内最专业的赛事运营上市公司	8
2、唯一资深场馆设计建设管理一体化龙头	8
3、国内十大健身俱乐部品牌之一，主打高端健身培训市场	8
4、线下体彩龙头，有望获得线上体彩牌照	9
5、奥运等重大赛事独家票务代理，体育明星经纪具备绝对优势	9
6、承担体育援外建设任务的“国家队”	9
7、地产业务战略转型	10
二、体育产业现状：改革强势推行，市场空间广阔.....	10
(一)、国家层面：重磅政策拉开改革序幕，未来五年产业复合增速 16%.....	10
(二)、国内体育产业细分领域现状.....	12
1、赛事运营产业：政策放开，资本角力，市场化进程加速	12
2、体育场馆产业：综合性场馆建设十年内将飞速提升	13
3、休闲健身产业：全民健身风潮兴起，向专业化健身指导过渡	14
4、体育经纪产业：处于起步阶段，体育明星资源有待开放	16
5、体育彩票产业：互联网售彩是下一片蓝海.....	17
三、公司业务：好风正当时，分享五万亿规模市场.....	19
(一)、赛事管理运营：借平台聚焦精品赛事资源，变现能力可观	19
1、北京马拉松赛：国内运营最为成熟、商业含金量最高的路跑赛事	20
2、环中国自行车赛：国内最高级别公路自行车赛	25
3、中国巡回赛—美巡中国系列赛	28
(二)、体育场馆运营管理：受益于政策推进，贡献稳定收入	29
(三)、休闲健身：全国十大健身品牌之一，主打白领健身培训	30
(四)、体育经纪：赛事票务代理渠道强大，明星经纪资源丰富	30
1、票务代理业务：即将迎来奥运大年，收入有望爆发	30
2、体育保险：国内唯一专业从事体育保险机构	31
3、体育明星经纪： 国内最丰富的体育明星资源库	32
(五)、体育彩票：借终端机销售切入彩票市场，积极申请线上牌照	33
(六)、体育设施建设：承办援外项目最多的国家队	34
四、推荐逻辑：有望构建 A 股最大体育产业整合平台，政策红利率先受益者.....	35
(一)、公司是国家体育产业扶持政策最大受益者	35
(二)、体育产业链布局最完善的 A 股上市公司，协同效应明显	35
(三)、储备大量优质体育资源，体育资产升值空间巨大	35
五、盈利预测.....	36

一、体育总局旗下唯一上市公司，多年深挖体育产业

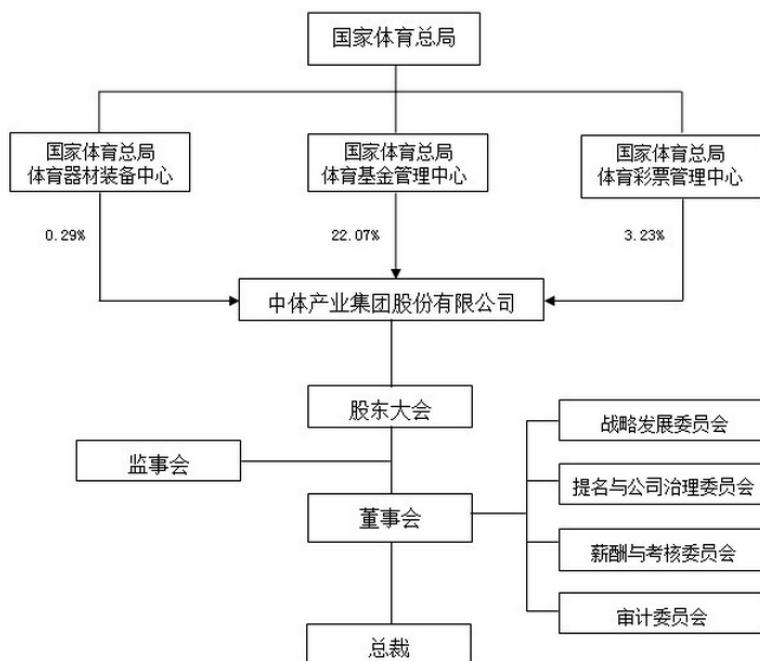
(一)、天生体育基因，七年打造行业龙头

中体产业集团股份有限公司成立于1998年3月，是由国家体育总局体育基金管理中心、国家体育总局体育彩票管理中心、国家体育总局体育器材装备中心和中华全国体育基金会等共同发起组建的中国体育产业规模最大的股份制企业，也是国家体育总局控股的唯一一家上市公司。体育总局旗下体育基金管理中心持股比例占公司总股本22.07%，是中体产业的控股股东。

国家体育总局是国务院直属分管全国体育事业的部门，下设27个省、区、市体育局，43个体育管理直属单位，以及67个奥运及非奥运体育项目单项分管协会，包括足球、篮球、排球、乒乓球、网球、高尔夫等球类项目，以及田径、游泳、体操、击剑、拳击、自行车等其他项目。

目前，中体产业旗下拥有赛事运营、场馆运营、休闲健身、体育经纪、体育彩票、体育设施建设、房地产等业务，是A股涉及体育市场范围最广、专业性最强、最直接受益于体育产业改革的上市公司，作为行业龙头，具有成长性和稀缺性。

图1：中体产业组织架构图



资料来源：中体产业官网，民生证券研究院

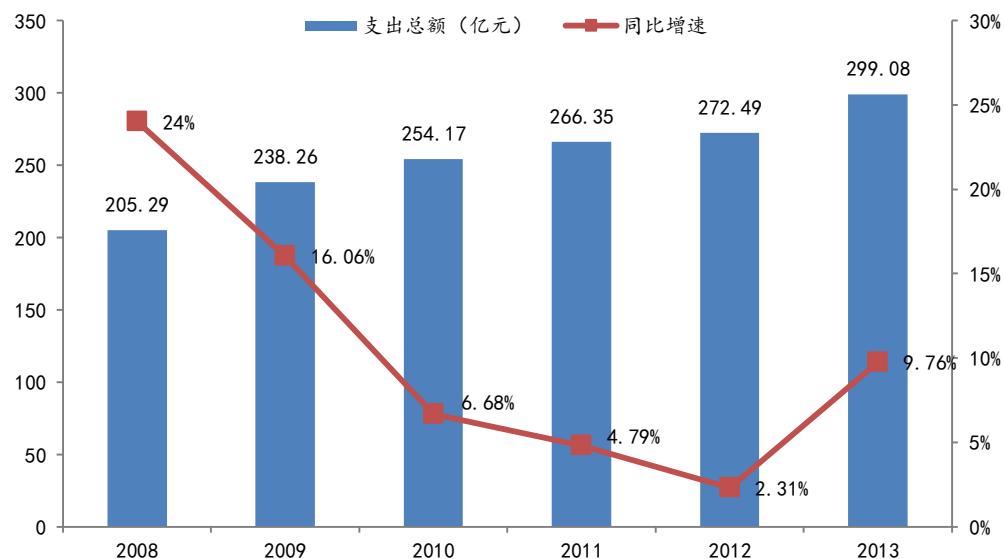
公司目前下属负责不同业务项目板块的主要子公司包括：中体地产有限公司，中体奥林匹克花园管理集团有限公司，中体竞赛管理有限公司，中奥体育产业有限公司，中体健身投资管理有限公司，中体经纪管理有限公司，中体华奥咨询有限公司，北京英特达系统技术有限公司。

表 1：公司旗下主要子公司概况

子公司名称	主要业务
中体地产有限公司	房地产开发经营
中体奥林匹克花园管理集团有限公司	品牌管理、信息服务
中体竞赛管理有限公司	赛事承办、体育用品销售、体育信息技术咨询
中奥体育产业有限公司	开发体育场馆、体育设施等
中体健身投资管理有限公司	健身服务、咨询、连锁服务
中体经纪管理有限公司	体育营销服务及推广等
中国体育国际经济技术合作有限公司	体育场馆设计、承包以及体育培训
北京英特达系统技术有限公司	彩票终端、计算机软硬件销售及服务

资料来源：民生证券研究院

中体产业 2010 年之前主营业务重点是房地产销售。从 2010 年开始，国家开始大力宏观调控房地产市场，同时国务院办公厅也先后发布了《关于加快发展体育产业的指导意见》等产业文件，公司决定业务重心开始从房地产回归体育产业。

图 2：2008-2013 年全国公共财政体育支出概况


资料来源：国家统计局，民生证券研究院

表 2：中体产业的发展历程

日期	公司历程
1998 年	公司上市之初，主营业务主要为体育产品的生产、加工、经销；体育场馆、设施的建设、开发、经营；体育俱乐部的投资、经营；体育健身项目的开发、经营；体育专业人才的培训；体育信息咨询等。
2000 年	配股完成后，主营业务增加了体育主题社区建设等，开始着重发展房地产业务。
2001 年	成立中体倍力健身俱乐部有限公司，拓展体育休闲健身业务。

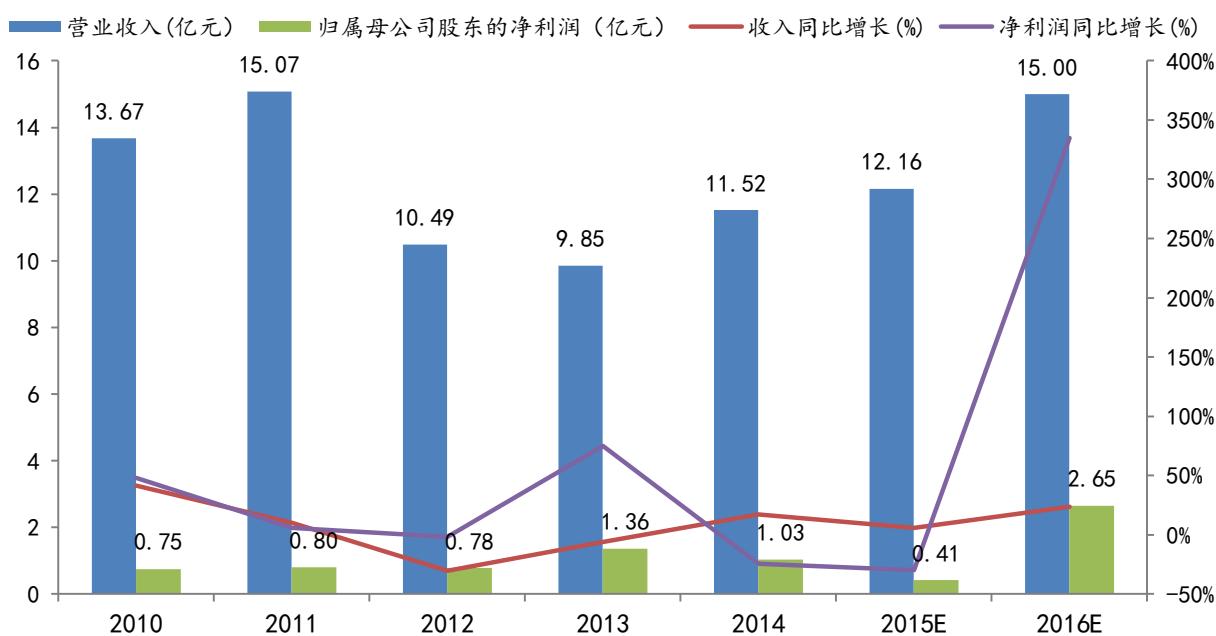
2008 年	为奥运会、残奥会提供票务代理独家供应商服务，成功销售了近 700 万张各类门票，销售额突破了 15 亿元人民币；同时作为中国奥委会票务代理，为中国奥委会系统成功完成了近 20 万张门票的销售、配送等工作。
2009-2012 年	中国奥委会票务及接待服务类供应商，在中国辖区内独家提供伦敦奥运会的门票销售及接待服务。
2010 年	体育业务比重提升，公司旗下中奥体育产业有限公司开始正式承办北京马拉松，同年开始承办环中国自行车赛、国际沙滩排球大满贯等赛事。
2012 年	收购英特达系统技术有限公司，公司主营业务增加体育彩票业务。
2013 年	下属北京中体华奥咨询有限公司成为 2014 年索契冬奥会中国地区唯一指定票务代理。
2014 年	引进国际 A 级赛事高尔夫中巡赛，也即美国巡回赛在中国的比赛。 体育业务收入占总收入首次过半达到 54%。

资料来源：公司年报，民生研究院

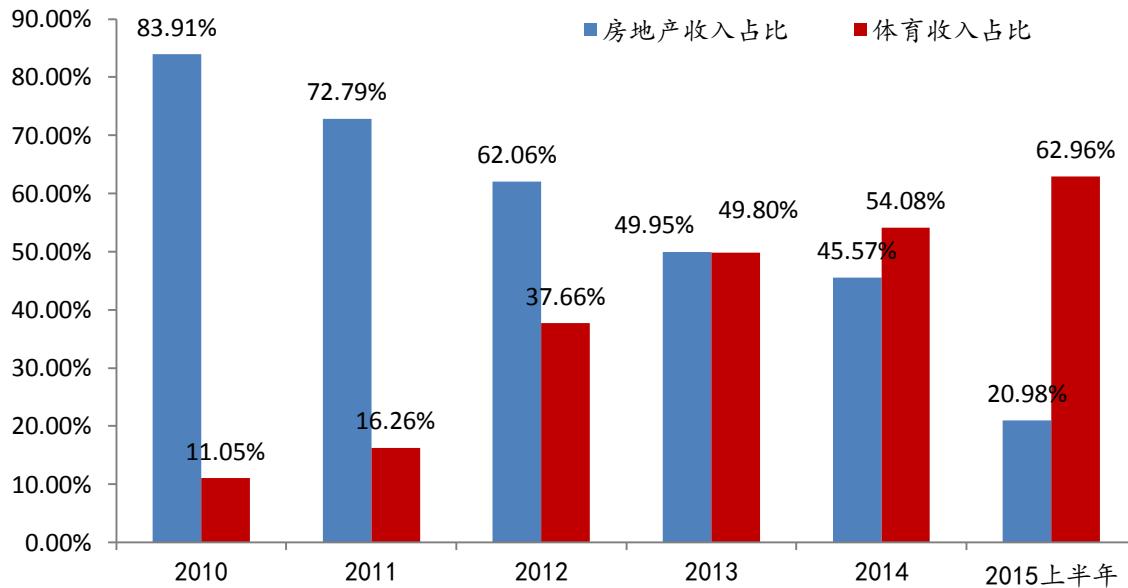
（二）、房地产业务加速剥离，全面回归体育主业

2014 年，公司实现营业收入 11.52 亿元，较上年 9.85 亿元增长了 16.92%，归属于上市公司股东净利润为 1.03 亿元，同比减少 24.35%。其中体育相关业务实现营业收入 6.18 亿元，较上年 4.88 亿元增加 1.30 亿元，相关业务收入在全部营业收入中占比达到 54.08%，初步实现“回归体育产业”的战略目标。截止 2015 年上半年，公司体育业务的相关营收达到总收入 60% 以上。

图 3：中体产业近年盈利状况（单位：亿元）

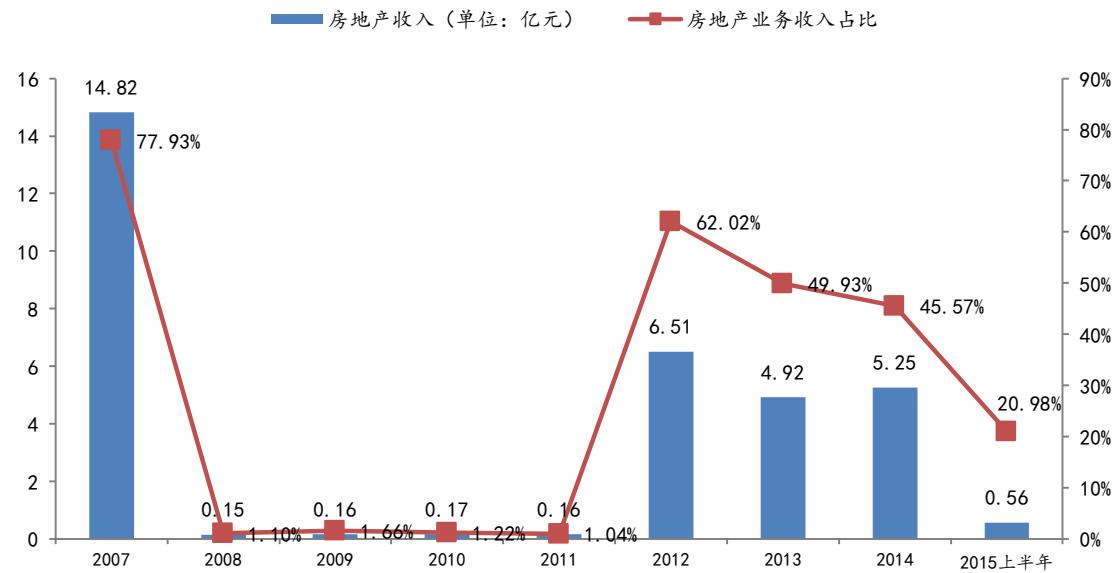


资料来源：wind，民生证券研究院

图 4: 中体产业体育业务状况 (单位: 亿元)


资料来源: wind, 民生证券研究院

随着公司战略转型的实施, 房地产业务所占比重也开始 2014 年逐年降低, 2014 年公司转让九江中体置业 50% 股权; 2015 年 6 月, 公司转让控股房企子公司西安中体实业 68% 股权, 此外还转让旗下北京创世愿景房地产有限公司、中奥广场投资管理有限公司和福建中体房地产发展有限公司股权, 充分显示公司回归体育业务的决心。房地产业务收入从 2010 年的 11.47 亿元下降到 2014 年 5.25 亿元, 占比从 2010 年的 84% 下降到 2015 上半年的 20%, 降幅明显。

图 3: 2007-2015 上半年房地产业务收入及占比


资料来源: 中体产业历年年报, 民生证券研究院

(三)、六大体育主营业务，广泛覆盖体育产业链

目前公司六大体育主营业务涉及：赛事管理及运营、体育场馆运营管理、休闲健身、体育经纪、体育彩票、体育设施设计及建设。受益于近年我国竞技体育市场与大众健身市场的需求爆发，公司背靠体育总局的优质资源以及多年深挖体育产业的丰富经验，获得长足发展。

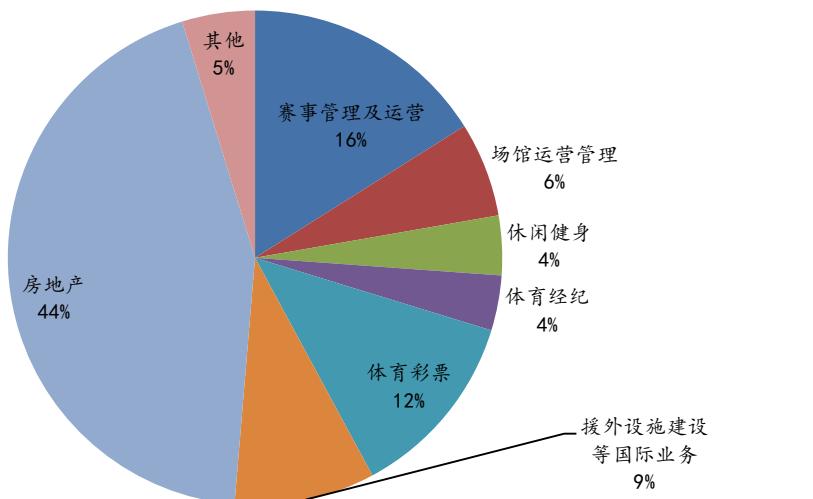
图 4：中体产业 2014 年体育主营业务项目



资料来源：民生证券研究院整理

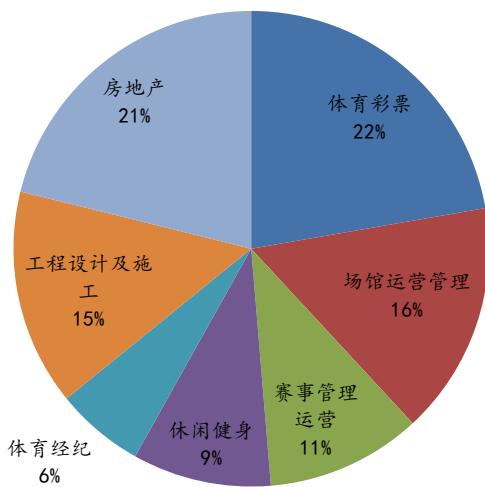
其中，赛事运营及管理业务作为公司核心业务占比达到 16%，援外设施建设业务占比 9%，场馆管理运营占比 6%，体育健身业务占比 4%，体育经纪业务占比 4%。房地产业务由 2014 年全年收入占比 44%进一步缩水，2015 年上半年房地产业务占比 21%。

图 5：中体产业 2014 年主营业务占比



资料来源：中体产业年度报告，民生证券研究院整理

图 6：中体产业 2015 上半年主营业务占比



资料来源：中体产业年度报告，民生证券研究院整理

1、国内最专业的赛事运营上市公司

赛事运营作为公司的核心业务，2014年收入1.92亿人民币，同比增长68%，营收占比达到总收入16%以上，运营精品赛事包括北京马拉松、环中国自行车赛以及美巡赛中国系列赛等，公益活动方面有全民健身万里行以及奥林匹克日长跑。

其中，北京马拉松被国际田联认证为金标马拉松，是国内商业价值最高、社会影响力最大、举办最成功的路跑赛事；环中国自行车赛是国内唯一国字号跨区域的UCI2.1级高水平国际自行车赛事，受益于成熟的赛事管理运营和转播运营模式，是目前国内商业化程度最高、最为成熟的骑行赛事；美巡赛中国系列赛由公司2014年引入中国，是国内级别最高，唯一拥有世界积分的男子职业高尔夫球巡回赛，依托于我国400万高尔夫爱好者的庞大潜在市场规模，商业前景广阔。

2、唯一资深场馆设计建设管理一体化龙头

场馆运营方面，公司是国内最为资深场馆运营商。2014年场馆运营业务营收0.74亿人民币，同比增长13.55%，营收占比6%。公司拥有国内经验最为丰富的“体育场馆设计+建造+管理运营”一体化管理模式。

目前运营管理项目包括：佛山岭南明珠体育馆、合肥体育中心、九江体育中心、青海体育中心、包头体育中心、马尾体育中心、淮南奥林匹克公园、重庆沙坪坝体育中心、成都足球公园。场馆不仅满足职业赛事、群众健身等需求，还承接演艺娱乐、商业展览等多业态活动，每年承办或主办体育赛事及活动近200场次，直接服务人群超过300万人次。

3、国内十大健身俱乐部品牌之一，主打高端健身培训市场

休闲健身业务2014年收入0.46亿人民币，同比增长23.27%，营收占比4%。公司旗下拥有两大休闲健身品牌“中体倍力”、“中体健身会”，以及体育公益活动“中国国际健身大会”、

“世界行走日”等。中体倍力是公司与美国倍力健身公司于2002年共同创建的主要运营健身品牌。美国倍力健身是全美国和世界最大的健身中心商业运营商，具有40多年的专业健身历史，在美国和加拿大等地共经营400多家健身中心，在全球拥有400多万会员。

目前，中体倍力在全国范围内有30多家连锁店，覆盖北京、上海、广州、大连、沈阳、石家庄、太原、武汉、长沙、惠州、泉州、贵阳、包头、济南等15个城市，是国内十大健身俱乐部品牌之一，主要客户群体是白领及商务人士。中体健身会是中体产业旗下高端健身会所，业务涵盖健身教练培训、健身房经营、高端健康管理等。

4、线下体彩龙头，有望获得线上体彩牌照

公司体育彩票业务2014年收入1.48亿人民币，同比增长12.43%，营收占比12%。目前公司旗下彩票业务主要是通过英特达公司的彩票终端机销售切入彩票市场，是行业领先的电脑彩票终端设备、彩票计算机交易系统、是中国体彩中心彩票终端机指定供应商之一，公司设计生产的智能电脑体育彩票销售终端机系列产品覆盖28个省体育彩票市场，累计销售80,469台，在线运行55,000余台，市场覆盖率和市场占有率达到40%以上，位居全国前列。此外公司正在积极进行人才及资质方面的储备，积极筹备申请互联网彩票牌照。

5、奥运等重大赛事独家票务代理，体育明星经纪具备绝对优势

体育经纪业务2014年收入0.43亿人民币，同比增长18.67%，营收占比4%。体育经纪业务主要分为票务代理和明星代言等商业合作。票务代理方面，公司是中国奥委会独家票务代理机构，曾独家代理2008年北京奥运会、2012年伦敦奥运会以及2014年索契冬奥会票务销售。2016年将举办里约奥运会，公司票务代理收益有望大幅提升。

体育明星及团队经纪方面，公司与国家体育总局以及各分类体育项目管理部门有良好密切合作关系，在明星资源的获取上具备绝对优势，曾先后与刘翔、李娜、孙杨、郭晶晶、易建联、陈一冰、吴敏霞、王励勤等体育明星，以及体操、跳水、游泳、乒乓球、羽毛球等国家队进行明星代言经纪合作。

随着体育媒体的兴起，明星形象版权含金量进一步提高，对明星资源的争夺将是未来体育产业的热点。公司的明星经纪业务具备丰富的营销经验和合作历史，具备领先优势。

6、承担体育援外建设任务的“国家队”

公司多年以来代表国家承办多项援外体育场馆建设运动，极大提高国际声誉。公司具有体育场地设施工程专业承包资质和商务部授予的国际工程承包、进出口贸易、外派劳务三大对外经营权，自上世纪六十年代起独立或参与承担了我国绝大多数对外援助的体育设施建设任务，涉及30多个国家的50多个体育场馆及配套设施，承担的体育设施的设计和施工符合最新国际体育竞赛功能要求。

7、地产业务战略转型

从2012年,房地产业务收入占比逐年下降,从2012年占比60%到2015上半年占比20%,降幅明显。2014年,转让九江中体置业50%股权,2015年6月,公司转让控股房企子公司西安中体实业68%股权,转让旗下北京创世愿景房地产有限公司、中奥广场投资管理有限公司和福建中体房地产发展有限公司股权,充分显示公司剥离地产业务的决心。

二、体育产业现状: 改革强势推行, 市场空间广阔

(一)、国家层面: 重磅政策拉开改革序幕, 未来五年产业复合增速16%

2010年,国务院办公厅发布《关于加快发展体育产业的指导意见》,正式拉开了改革的步伐。意见指出,加快发展体育产业,对拓展体育发展空间,丰富群众体育生活,培养体育人才,提高全民族身体素质、生活质量和竞技体育水平,促进我国由体育大国向体育强国的转变,促进经济社会协调发展,具有重要意义。

意见也同时要求,加快发展体育产业要加大投融资支持力度,完善税费优惠政策,加强公共体育设施建设与管理,支持和规范职业体育发展,加强体育无形资产开发保护,加快体育市场法制化、规范化建设,加快体育产业管理人才培养。

此意见确定了提振体育市场可以有效的拉动居民消费意愿,符合国家拉动内需、提振经济的发展方向,因此,我们预计随着国家对体育产业相关配套政策不断落地,居民可支配收入不断增长,精神文明建设不断增强,体育行业必将迎来更大的发展契机。

表3: 近年来国家层面出台振兴体育产业发展的政策

日期	政策颁布方	政策内容
2012年12月	国家体育总局	决定采取措施搞好集体球类项目,特别是“三大球”,加大对集体球类项目发展的政策支持和经费投入。
2014年3月	国务院颁布《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》	指出文化创意和设计服务活动与一、二、三产业都密切相关,体育产业被确定为其中的重点。体育产业开始与文化创意和设计服务这些高附加值的产业相融合。体育产业的发展空间进一步扩大,并进一步引导了体育竞赛表演事业、体育服务业的发展,同时促进了体育衍生品的设计与开发,促进了相关行业的发展。
2014年7月	教育部:健全校园足球培育机制	计划用3年时间,把校园足球定点学校由目前的5000所扩展到2万所,并从今年起逐步建立健全小学,初中、高中和大学四级足球联赛机制。
2014年9月	国务院常务会议	李克强总理做出了亟需深化体育产业改革的重要指示:增加体育产品和服务供给,刺激消费、扩大内需和就业、培育新的经济增长点,推动大众健身。

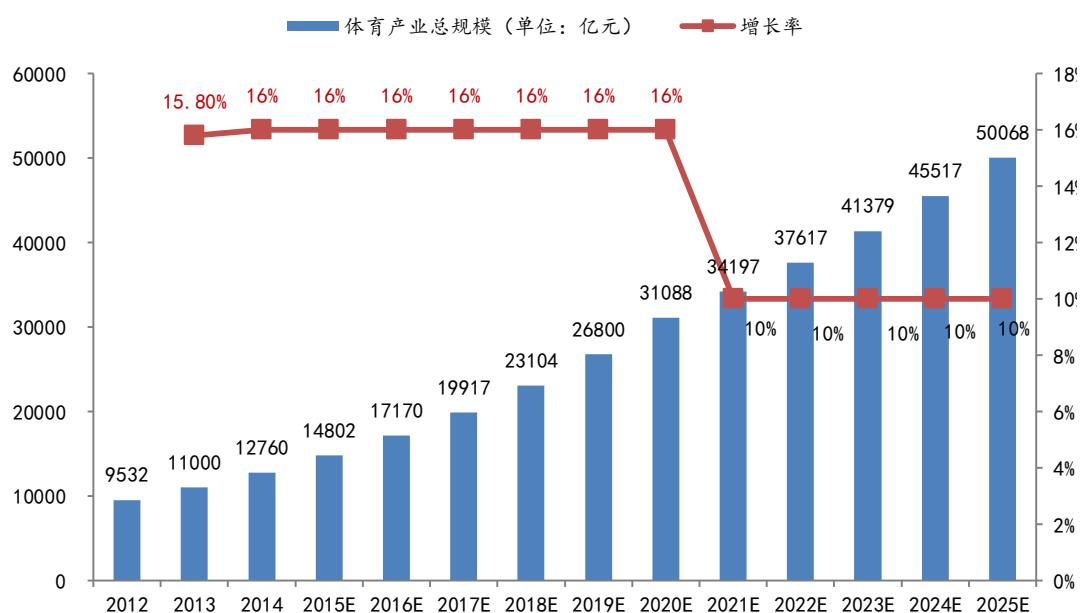
2014年10月20日	国务院发布《国务院关于加快发展体育产业促进体育消费的若干意见》	《意见》强调：1) 到2025年，体育产业总规模超过5万亿元。2) 将全民健身上升为国家战略。3) 中国将鼓励境外资本投资体育产业。4) 支持符合条件的体育产品、服务等企业上市。5) 支持符合条件的企业发行债券等非金融企业债务融资工具。6) 对部分体育企业给予税收优惠。7) 取消商业性和群众性体育赛事活动审批。
2015年3月16日	公务员办公厅发布《中国足球改革发展总体方案》细则	细则中包括了调整了改革中国足协、完善职业足球俱乐部建设运营模式、改进完善足球竞赛体系和职业联赛体制，并推进了校园足球的发展等。

资料来源：民生证券研究院整理

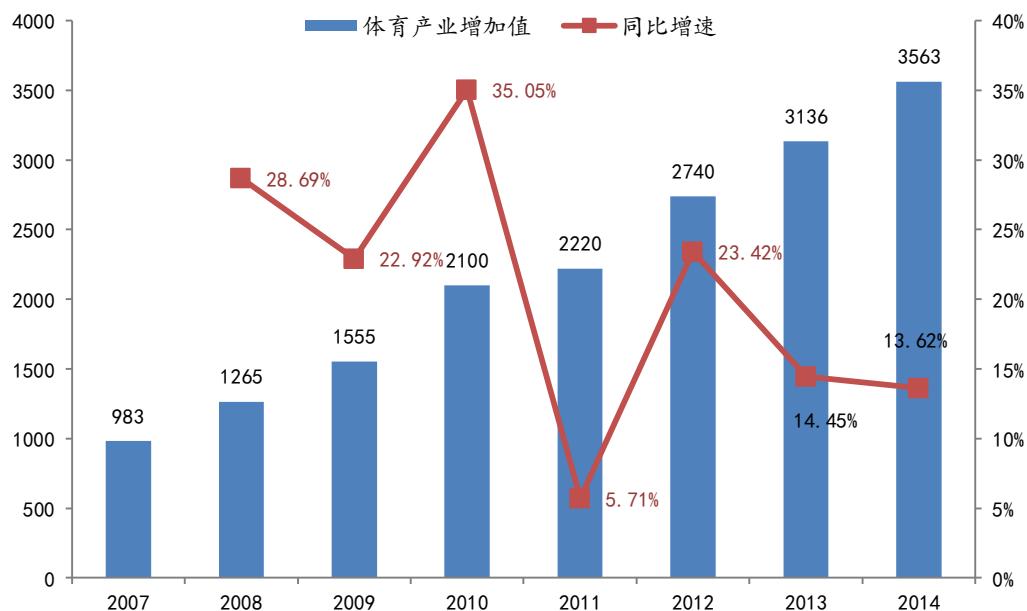
2014年，国务院发布《国务院关于加快发展体育产业促进体育消费的若干意见》，提出2025年中国体育产业规模将达到5万亿元。目前我国体育产业结构严重不协调，体育消费主要集中在体育用品制造，未来体育产业转型的重点将是优化体育产业结构，从制造业向体育服务业大力转型。

2013年全国体育及相关产业总产出1.1万亿元，同比增长11.91%，实现体育产业增加值3136亿元。根据体育总局装备中心主任、中国体育用品业联合会副主席兼秘书长李桦介绍，经过体育总局推算以及国家统计局论证批准，2006年至2012年实际平均年增长率为16.11%。考虑到未来一段时期体育产业内部结构调整和总量增长等因素，2013至2020年年增长率仍保持为16%，2021年至2025年年增长率为10%，据此测算，2025年我国体育产业总规模将超过5万亿元。

图7：2012-2025中国体育产业总规模预测（单位：亿元）



资料来源：国家统计局，国家体育总局公布数据，民生证券研究院整理

图 8：2007-2014 中国体育产业增加值（单位：亿元）


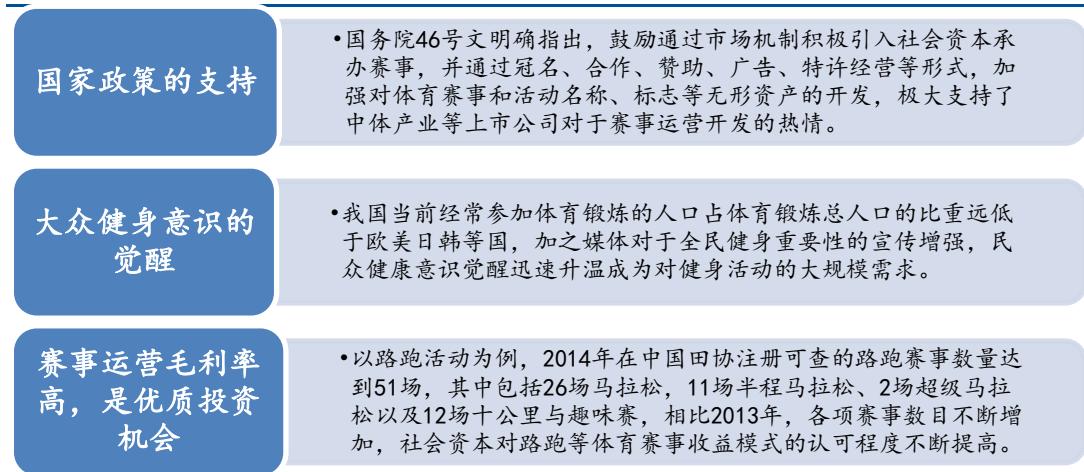
资料来源：国家统计局，国家体育总局公布数据，民生证券研究院整理

（二）、国内体育产业细分领域现状

1、赛事运营产业：政策放开，资本角力，市场化进程加速

赛事运营管理对于上市体育类公司来说是整个体育产业链的核心源头，受众群体包括职业运动员及愿意亲身体验赛事挑战自我的民众。多年以来，国内赛事资源由于缺乏市场化运营发展而显得尤为稀缺。

近年来，国内赛事运营产业受政策推进、大众健身思想进步、市场利益驱动等因素逐渐崛起，从源头开始推动体育产业发展。

图 9：三大因素促进赛事运营产业发展


资料来源：民生证券研究院整理

2014 年开始，随着国务院 46 号文的发布明确指出鼓励通过市场机制积极引入社会资本承办赛事，并通过冠名、合作、赞助、广告、特许经营等形式，加强对体育赛事和活动名称、标志等无形资产的开发，政策层面对于体育改革的推进开始发力，市场对赛事运营产业的承办热情空前高涨，一大批上市公司开始积极转型投身体育产业。体育产业最为核心的上游业务赛事运营进入高速发展期。

此外，媒体对于全民健身重要性的宣传增强，大众健身意识的觉醒使民众健康意识觉醒迅速升温成为对健身活动的大规模需求。

以大众参与度较高的路跑活动为例，2014 年在中国田协注册可查的路跑赛事数量达到 51 场，其中包括 26 场马拉松，11 场半程马拉松、2 场超级马拉松以及 12 场十公里与趣味赛，相比 2013 年的 39 场赛事同比增加 31%，根据近年增长趋势，路跑赛事未来几年将维持 25% 以上的增长趋势。

然而，我们认为相比具备成熟完善体育赛事盈利模式的欧美体育市场来说，中国体育赛事运营市场仍处于初级摸索阶段。问题主要体现在：1. 体育转播市场低迷。电视和网络转播权是体育赛事经济价值和传播价值的重要组成部分，但是由于这一块资源长期受到诸多限制，未能按照市场规律运行，因此长期没有得到有效的开发和利用。2. 商业赞助相对国际水平较低。国内赛事资源大多处于推广阶段，精品赛事稀缺，社会关注度普遍较低，商业赞助价格有待提升。3. 参赛资格/门票、特许商品及衍生品市场价值未完全开发。

随着中超联赛 5 年的媒体版权卖出 80 亿人民币，逐渐唤醒社会对优质体育赛事资源的重新关注，体现了中国赛事版权市场开放后市场选择的结果，对于其他类型的赛事的全媒体版权价值重估具有启示作用。

表 4: 中超联赛转播版权沿革

年份	转播媒体	合约金额（万元/每年）	签约时长
2004-2006	上海文广	5000	3 年
2007-2011	上海文广、央视	1400	5 年
2012-2013	央视	730	1 年
2014	央视、云传媒、体奥动力	约 2000	1 年
2015	体奥动力、央视等地方台	7000	1 年
2016-2020	体奥动力	160000	5 年

资料来源：民生证券研究院整理

我们认为，国内优质赛事的资源将获得重新定价的机会，体育精品资源将得到进一步重视。而类似中体旗下的北京马拉松、环中国自行车赛、美巡赛等高级别单项赛事稀缺资源，商业价值将得到进一步发掘，转播权、商业赞助、特许经营价值有望得到大幅提升。

2、体育场馆产业：综合性场馆建设十年内将飞速提升

国家在 2013 年进行了第六次全国体育场普查，数据显示截至 2013 年 12 月，我国共有体

育场地 170 万个，对比 2003 年体育场地 84 万个，十年内的年复合增长率为 7.28%，相比 1994-2003 年 4.8% 年复合增长率有明显的提速。

随着我国居民收入的不断增加，大众对运动健身越发重视，大众对体育馆、体育健身广场、体育公园、社区运动场、青少年体育俱乐部等体育基础设施的需求推动体育场馆产业发展。

2014 年第六次全国体育场地普查显示，我国人均体育场地面积 1.46 平方米，远低于美国 16 平方米以及日本 19 平方米的标准，存在巨大成长空间。2014 年国务院发布《关于加快发展体育产业促进体育消费的若干意见》中明确指出，2025 年人均体育场地面积要达到 2 平方米，按照中国社科院预测数据，2025 年中国总人口将达到 14.13 亿，体育场地面积将达到 28.26 亿平方米，市场增幅达到 35% 左右。

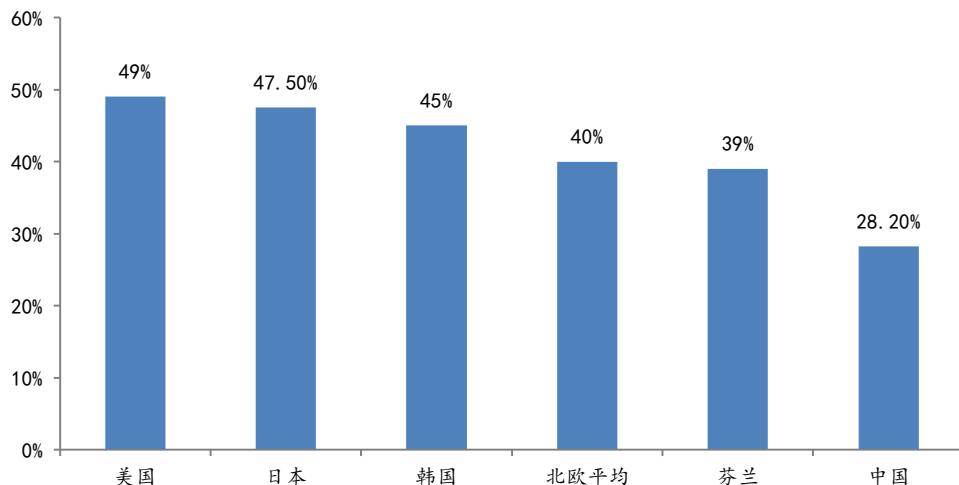
同时，在今年的两会上，李克强总理在政府工作报告当中再次强调了发展全民健身和竞技体育，预计国家将加大对群众体育健身相关设施的投入，随着举办大型综合性赛事日益增多以及申办 2022 年冬奥会的需要，体育场馆等基础设施的数量将在下一个 10 年内进一步增加。

3、休闲健身产业：全民健身风潮兴起，向专业化健身指导过渡

休闲健身产业在我国处于起步发展阶段，长期以来我国的群众体育存在参与度较低的问题。按照 2007 年国家体育总局统计的我国城乡居民参加体育锻炼现状的调查，经常参加体育锻炼（每周参加 3 次及以上，每次锻炼持续时间 30 分钟以上，每次锻炼强度达到中等及以上）的人口比例占 3.4 亿参加体育锻炼总人口的 28.2%，这一比例相比美国的 49%、韩国的 45%、日本的 47.5% 和北欧平均 40% 的体育参与度相比均差距明显（这些国家的统计口径是每周参加 5 次及以上，每次锻炼持续时间超过 50 分钟以上）。

我国虽然连续几届奥运会的金牌榜稳居前三，但实际上大众对于健康的追求远不如一个奖牌榜便能体现的，如要真正实现体育强国，则需要加强对精神文明的建设，把体育运动变成更多人生活中的一部分，从根本上改善民生大计。

图 10：世界各国经常参加体育锻炼人口占体育锻炼总人口比重概况



资料来源：体育总局，民生证券研究院

休闲健身产业在我国具有广阔的前景，随着国务院颁布《关于加快发展体育产业促进体育消费的若干意见》，全面推动了全民健身热潮的兴起，健身产业作为体育产业的重要组成部分，进入了加速发展的阶段。

表 5：近年我国颁布的体育健身相关政策法规

法规或规范性文件	时间	颁布机构
《中华人民共和国体育法》	1995	全国人大常委会
《全民健身条例》	2009	国务院
《全民健身计划（2011—2015）》	2011	国务院
《“十二五”公共体育设施建设规划》	2012	国家发改委、国家体育总局
《国家体育锻炼标准实施办法》	2013年9月	国务院
《关于加快发展体育产业促进体育消费的若干意见》	2014年1月	国务院

资料来源：民生研究院整理

近年来大众运动与全民健身的热潮的不断升温，受文化宣传促进，健身不仅是时尚，更是为了收获健康，健身已成为人们的生活必需品。然而对比已形成成熟健身服务市场、具有了先进的健身俱乐部管理理念和经营模式的欧美等发达国家，中国健身服务市场仍处于初级阶段。

表 6：国内历年健身产业情况

时期	健身产业情况	产业特点
20世纪80年代	我国实行改革开放后，以器械训练为主的健身房和以健美操为主要内容的跳操房开始出现，	体育设施投资及规模小，经营面积大多只有几百平方米。客户主要为追求时尚的年轻人，强调身材健美，人们的健康意识尚较为淡薄。
20世纪90年代	1995年6月16日，国家体委发布了《体育产业发展纲要》。1995年6月20日，为了更广泛地开展群众性体育活动，增强人民体质，国务院颁布了《全民健身计划纲要》。	健身俱乐部经营面积开始扩大，出现了1,000平方米以上的俱乐部。但是投资者的资金实力有限、管理水平局限落后、设备质量低下、技术服务水平滞后等因素制约了俱乐部的发展，难以形成大规模的经济效益。
21世纪	全国范围内迅速掀起了体育健身的热潮，浩沙、青鸟、力美健、英派斯等国内大型俱乐部成立，倍力、加州健身、健乐菲利斯、宝力豪等国际知名品牌开始进驻中国。	市场上开始出现大型连锁俱乐部品牌，国外知名健身品牌开始进驻中国。健身市场进入快速发展期。
21世纪10年代	全国63个城市健身俱乐部总数由2011年的3,234家增长到2013年的3,379家，增长了4.5%；同期会员总数由2011年的449.57万人增长到499.06万人，增长了11.04%。	健身俱乐部数量以及会员规模有所上升，然而相较欧美等拥有发达体育产业的国家，仍有很大上升空间。

2013 年	2013 年城乡居民经常参加体育健身的人数比例达到 32.7%，同比上升 4.5%。城乡居民参加体育健身的方法包括：健步走(39.8%)、跑步(13.9%)、乒乓球等小球类项目(11%)和足篮球等大球类项目(8.2%)。	民众参与健身活动热情升温，然而经常运动人群比例依旧较低，大众健身缺乏系统专业训练。
--------	--	---

资料来源：中商情报网，民生研究院

目前，随着人们健康消费意识的增强，对专业健身场馆和私教业务的需求日趋增加，健身场馆和私教人数呈现快速增长的趋势。根据亚洲运动及体适能专业学院(AASFP)出具的《2013年中国健身俱乐部调查报告》，截止 2013 年 12 月底，国内 63 个城市中健身俱乐部的数目从 2012 年的 3,346 家升至 3,379 家，增长了 0.99%。从业人员增加至 83,850 人，比 2012 年上升了 0.75%，私教人数增幅达 3.28%，人数增加至 16,071 人，大众健身市场发展较稳定。

4、体育经纪产业：处于起步阶段，体育明星资源有待开放

目前，体育营销及体育经纪在我国属于新兴行业，处于发展初始阶段，体育资源管理体制尚未形成市场化规模，操作空间及创新能力存在极大上升空间。2010 年，国务院办公厅颁布《关于加快发展体育产业的指导意见》，其中明确提出要培养高素质的体育经纪人队伍，体育市场的发展需要体育经纪推动。

体育经纪产业商业模式相当大的一部分依靠于体育明星带来的商业营销力。体育明星代言的产品在市场上往往具有更大的号召力和品牌效应，随着近年体育媒体的兴起，明星形象版权进一步升温，可以预计未来体育产业的新热点将会是明星资源的争夺，与国家体育总局以及各分类体育项目管理部门有良好密切合作关系的中体产业将在明星资源的获取上具备绝对优势。

我国体育经纪产业处于起步阶段，与欧美成熟体育经纪市场存在较大差距。我们对全球五大体育经纪公司的合同代理总价等情况进行了梳理，如下图所示：

图 11:2015 年全球五大体育经纪公司的经纪合同代理总价值及佣金情况



资料来源：福布斯排行榜，民生证券研究院

对比欧美体育经纪产业巨头，数量众多的职业体育经纪人及经纪公司推动了体育资源与市场资本的互动结合，直接带动体育市场的繁荣发展。根据2015年福布斯统计的全球最有价值体育经纪公司，榜单首位是美国体育经纪巨头创新艺人经纪公司CAA(Creative Artists Agency)。创新艺人经纪公司拓展体育经纪业务不到10年时间，已在橄榄球、篮球、棒球、冰球领域敲定超过64亿美元的球员经纪合同，总合同佣金超过2.6亿美元。

CAA等体育经纪公司的成功得益于三点：1. 北美四大球类全民参与的兴盛市场；2. 完全市场化商业运营；3. 赛事造星能力强，培养出一大批高商业价值的明星球员。

在国内，由于体育市场受官方影响较深，运动员的商业价值都掌握在体育总局及旗下赛事单位手中，体育经纪市场未能成型，体育明星资源未对完全与市场开放联动。

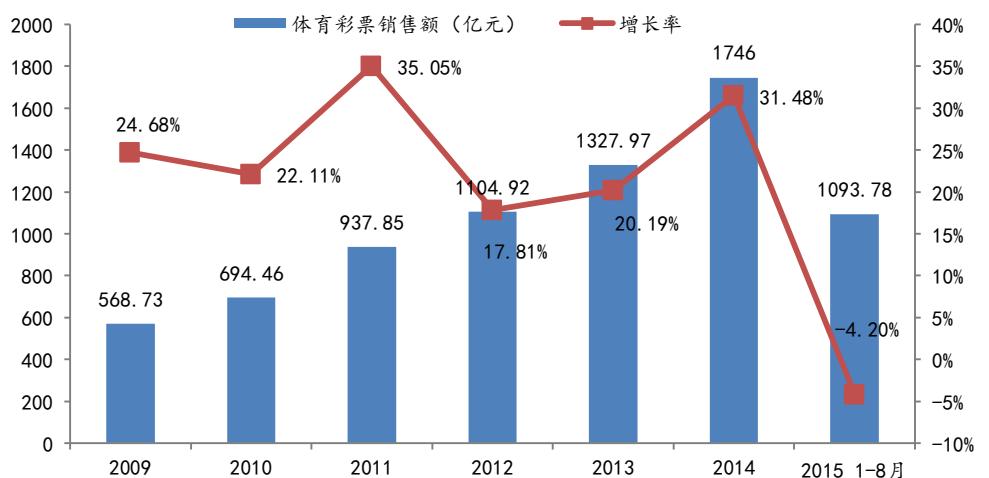
我们认为，随着体育改革的市场化进程推进，体育明星资源已经形成对市场互动开发的趋势，社会资源对体育明星背后的商业价值热情度极高。从此次世界游泳锦标赛诞生的体育明星宁泽涛、田径世锦赛明星苏炳添等引起的社会关注可以看出，体育经纪资源拥有强大的市场号召力和商业价值。

5、体育彩票产业：互联网售彩是下一片蓝海

体育彩票公益金收入是支撑我国体育产业发展的三大经济来源之一。其他两项经费来源是财政拨款以及产业自身发展利润。体育彩票公益金，是指经国务院批准，从体育彩票销售额中按规定比例提取的专项用于发展体育事业的资金。公益金很大一部分将会被用于支持我国体育事业的发展，这其中包括推进大众健身运动、赞助体育赛事的经费、修建体育设施以及体育扶贫工程的支出和用于高水平体育后备人才的培养。

2014年9月2日，李克强总理在北京召开国务院常务会议，会议部署加快发展体育产业、促进体育消费推动大众健身。而体育彩票产业发展有助于体彩公益金的高速增长，对体育产业的发展起到巨大的推动作用，因此发展体育产业必发展体育彩票产业。

图 12:2009-2014 国家体育彩票销售规模



资料来源：体育总局彩票管理中心，民生证券研究院

受益于世界杯以及互联网售票的影响，2014年彩票行业增速较快，总销售额达3823亿元，体育彩票占比45.67%。体育彩票销售额达到1746亿人民币，增长率达到32.83%。2015年1月至8月全国共销售彩票2428.21亿元，同比减少43.34亿元，下降1.8%。其中，福利彩票机构销售1334.43亿元，同比增加4.82亿元，增长0.4%；体育彩票机构销售1093.78亿元，同比减少48.16亿元，下降4.2%。

近年来受到体育彩票的高速增长，我国的体育彩票公益金也一直保持较高的增长，2009-2013年以来复合增长率为24%。随着体育产业加速发展，可以预计国家对体育产业的投入还将继续加大，体育彩票市场将保持高速增长。

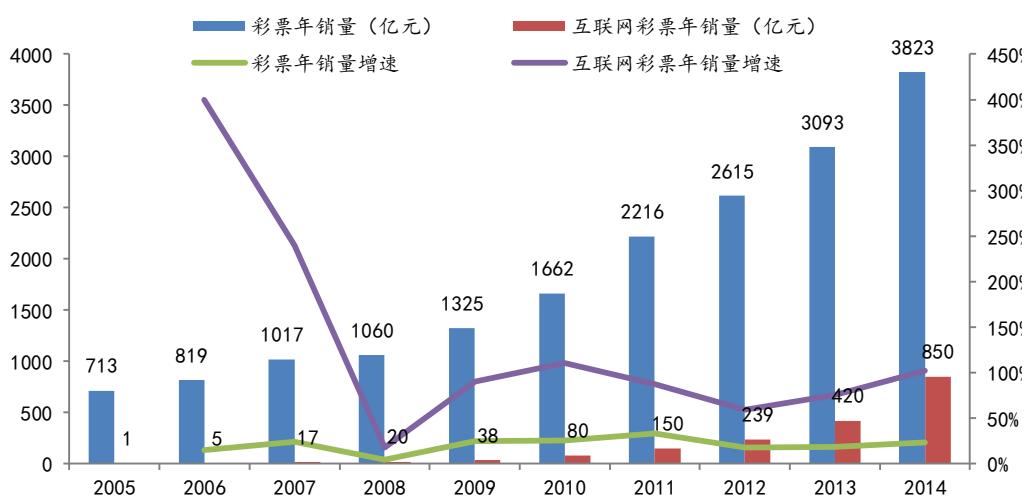
体育彩票产业的另一个趋势是互联网售彩的崛起。2014年受产品创新、市场营销、移动端售彩推广等因素的促进，互联网彩票销售额高达850亿人民币，同比增长102.4%，占彩票市场总销售额比例22%。2015年4月，以财政部为首的八部委联合发布“禁彩令”，强调“未经财政部批准，任何单位不得开展互联网销售彩票业务”，至此互联网彩票进入整顿阶段。

2015年10月14日，国务院印发《关于第一批取消62项中央指定地方实施行政审批事项的决定》，其中，取消中央对各省彩票销售机构销售实施方案审批以及取消彩票销售机构开展派奖的行政审批，调整为各省财政部门进行行政审批。

彩票管理方案调整后，原本由民政局和体育总局审核，财政部审批的彩票销售及派奖活动实施方案，将转交由各省财政部门自行审核决定。此举意味着政府监管对彩票市场的松绑，让市场在资源配置中起到主导作用，加速推进彩票业市场化运营，对彩票机构的进一步改革起到铺垫作用。

此外，彩票管理方案的调整大幅提高了彩票销售及派奖活动的审批效率，还将优化各地彩票销售实施方案，使之更贴合当地彩票销售市场特点，并根据市场需求及时进行彩票派奖，将极大提升彩票市场的灵活性，调动大众参与的热情，缓解彩票销售的颓势，有望大幅激发体育彩票及福利彩票市场盈利空间，使彩票业健康高速发展。

图13：2005-2014国家彩票及互联网彩票销售规模



资料来源：国家统计局，民生证券研究院

随着彩票无纸化进程的推进，互联网售彩前景广阔，而互联网体育彩票销售也随之拥有巨大市场空间。

三、公司业务：好风正当时，分享五万亿规模市场

（一）、赛事管理运营：借平台聚焦精品赛事资源，变现能力可观

赛事运营方面，相比国内其他体育相关上市公司，中体产业在精品赛事资源方面具备明显优势，从体育竞技产业及大众健身产业双方向布局体育市场。

图 16：中体产业目前承办运营系列赛事及活动



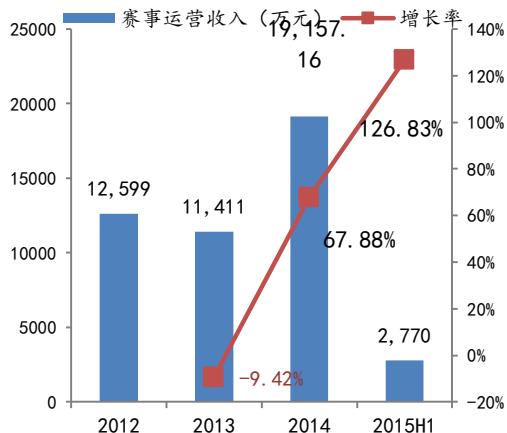
资料来源：中体产业年度报告，民生证券研究院整理

公司做为体育总局旗下唯一上市公司，具备获取赛事资源的天然优势；赛事运营方面，公司经验丰富，与多地方政府和相关企业保持长久密切合作，地方政府及企业授权承办赛事的首选平台就是中体产业；另外，公司旗下赛事品牌具有良好社会基础及知名度，变现能力强。

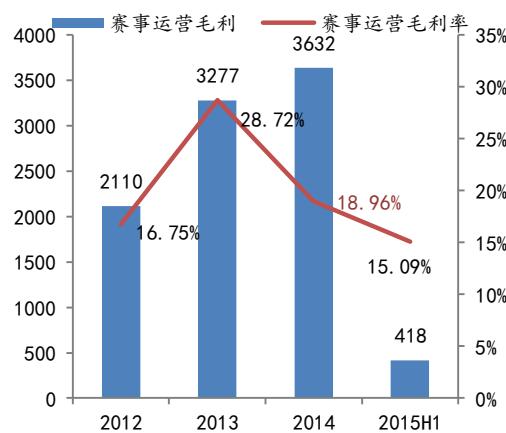
公司是国内发展历史最长、规模最大的单项体育赛事投资运营机构，目前长期运营的赛事品牌包括：环中国国际公路自行车赛、中国巡回赛—美巡中国系列赛、北京马拉松赛、海口马拉松等知名赛事，同时许多地方政府与知名企长期保持着良好的合作关系。

图 14:2012-2015H1 中体产业赛事运营收入

图 15:2012-2015H1 赛事运营毛利情况



资料来源：中体产业年报，民生证券研究院整理



资料来源：中体产业年报，民生证券研究院整理

2014 年公司赛事管理及运营业务实现营收 1.92 亿元，同比增长 67.88%，2015 年上半年收入 2769.81 万元，同比增长 126.83%。赛事管理及运营已成为公司的核心业务，旗下北京马拉松赛、环中国国际公路自行车赛、中国高尔夫俱乐部联赛、国际排联沙滩排球世界大满贯及巡回赛等赛事经过多年运营，已成为国内知名品牌赛事。2014 年新增中国巡回赛—美巡中国系列赛，为公司带来收益，为未来赛事运营的发展打下基础。此外，公司启动了年全民健身万里行项目，并在全国 19 个城市举办奥林匹克日长跑活动。

预计 2015 年赛事运营业务将保持持续增长。随着体育赛事资源市场化程度的加深，以及大众健身风潮的进一步普及，公司除了现有精品赛事将持续发展之外，更有望开展或引进更多国内外优质赛事资源。

目前，中体产业拥有发展最为完善、最为精品的赛事品牌包括：北京马拉松赛、环中国国际自行车赛、美巡中国系列赛。这些赛事无论是从创办规格、社会关注度以及商业价值层面含金量高，有望在体育产业整体推进的市场环境下取得更为迅速的突破。

1、北京马拉松赛：国内运营最为成熟、商业含金量最高的路跑赛事

中体路跑赛事：体育竞技及全民健身属性兼而有之，赛事参与供不应求

近年全民健身路跑活动热潮开始兴起，其中最具有标志性和挑战性的马拉松比赛越发炙手可热，参赛资格门票供不应求，赛事举办场次不断攀升。2015 年，全国范围内在田径协会注册的马拉松赛事共 56 场。此前据统计，2014 中国田协共举办 51 场马拉松相关赛事，参赛人数超过 90 万人次，完赛人数也创下历史新高，其中全程马拉松 26 场、半程马拉松 11 场、其他长跑活动 14 场。51 场比赛中 38 场比赛规模达到万人以上。全年参加比赛的人次超过 90 万，较上年增长 15 万人次。此前，2013 年注册的马拉松赛事为 39 场，2012 年为 33 场，2011 年为 22 场。

在马拉松赛事数量不断增加的同时，赛事品质也获得国际认可，截至 2014 年底，全球一共有 71 个金银铜标马拉松，中国有 5 个金银铜标马拉松项目，其中北京、厦门、扬州、上海

马拉松获得国际田联金标赛事、东营马拉松获得银标赛事，兰州马拉松获得铜标赛事。

公司旗下主要有三项马拉松赛事：北京马拉松、海口马拉松以及和龙国际半程马拉松，此外还有大型全民路跑健身项目全民健身万里行以及奥林匹克日长跑活动。

表 7：中体产业现有路跑赛事及活动

赛事名称	举办地	级别
北京马拉松	北京	国际田联路跑金标赛事
海口马拉松	海口	目前未有国际田径联合会(IAFF)和国际马拉松及长跑协会(AIMS)评级
和龙国际半程马拉松	和龙	中国田径协会银牌赛事
全民健身万里行	创办于 2009 年，6 年间覆盖了国内 50 座城市，今年在北京、杭州、哈尔滨、广州、重庆、南京、青岛等七大城市陆续展开。	从政府层面确立中国健身产业积极正面的公益形象，开展一系列体育健身推广活动
奥林匹克日长跑	北京、重庆、山西太原、内蒙古呼和浩特、辽宁沈阳、浙江杭州、湖北武汉、吉林松原、福建厦门、山东青岛等 23 个城市	中国奥委会主办，中体产业协办

资料来源：中体产业相关报道，民生研究院整理

其中北京马拉松作为国际田联认可的金标赛事，是国内含金量最高、举办最成功的路跑赛事。北京马拉松创办于 1981 年，截止 2014 年已成功举办 34 届。中体产业于 2010 年开始承办北京马拉松，并于 2015 年 9 月 20 日成功承办第 35 届北京马拉松。

在众多马拉松赛事中，北京马拉松凭借高度社会影响力和盈利成为目前国内最成功的马拉松赛事，位列“中国十大最具品牌价值的体育赛事”第六位，品牌估值 2.5 亿人民币以上。

根据 2015 北马开跑情况来看，既设有男女冠军各 4 万美金的奖金鼓励专业竞技选手参与，又以轻松活跃的赛事氛围吸引大众参与，使赛事既具有竞技性又具备娱乐性，拓展参赛受众，提升赛事参与度和社会关注度。

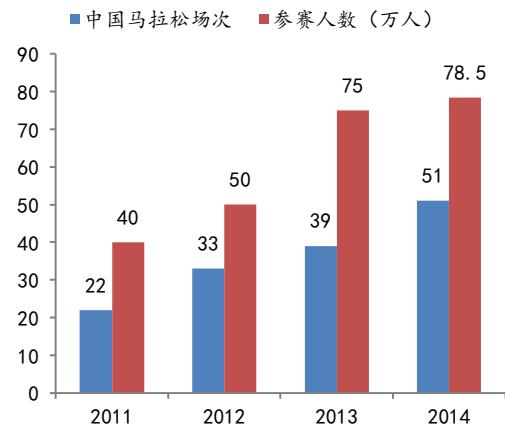
图 16：2015 北京国际马拉松



资料来源：新闻图片，民生证券研究院整理

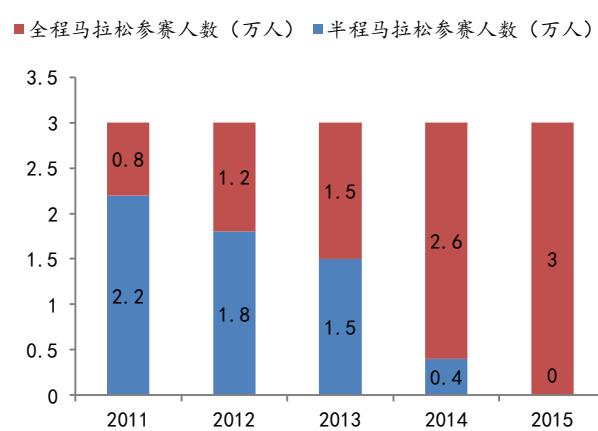
目前北京马拉松只设全程马拉松，赛事规模一直固定在3万人，但全程项目参赛人数在逐年增加。2011年时全程项目参赛人数为8000人，2012年达到了12000人，2013年达到15000人，2014年全程项目名额扩充至26000人，说明随着马拉松赛事参与度的升高，出现了越来越多更为深入、专业的路跑参与者，对路跑衍生商品、体育培训等产业链延伸带来保障。

图 17:2011-2014 中国马拉松场次及参赛人数



资料来源：中国田径协会，民生证券研究院整理

图 18:北京马拉松历年全程及半程参赛人数



资料来源：民生证券研究院整理

参赛费用方面，北京马拉松中国籍报名者的半程马拉松报名费为160元，全程马拉松为200元。商业赞助方面，目前北京马拉松冠名赞助商北京现代，官方合作伙伴为阿迪达斯，此外还有华夏基金等3家官方赞助商和8家官方供应商。

由于中体产业官方没有公布北京马拉松具体各项盈利指标，可以参照香港上市的体育集团

智美集团公开数据进行对比。

智美集团是国内唯一一家在香港主板上市的体育文化企业，2011 年开始，智美集团通过承办广州马拉松、杭州马拉松等一系列路跑项目大举切入体育产业。

表 8：2014 年智美集团赛事运营数据

智美集团集团总市值（截止 2015 年 9 月 29 日）	50.85 亿港币（合人民币 41.75 亿元）
体育赛事收入	2.53 亿
毛利	1.52 亿
旗下运营赛事	广州马拉松、杭州马拉松等

资料来源：智美集团年报，民生证券研究院整理

根据智美集团的公开数据，集团 2014 年赛事运营毛利 1.52 亿元，毛利率高达 60%，由于高毛利率所带来的收益，智美集团先后取得广州、杭州、深圳、珠海等几个华南、华东地区马拉松比赛的承办权，充分说明举办马拉松赛事的高回报率。

中体产业承办的北京马拉松依凭借得天独厚的在媒体曝光率高的北京地区开跑的地理优势，赛事影响力及知名度高，推动高商业含金量，有助于公司取得商业赞助以及转播权收益方面比其他地区路跑项目更高的回报率。

商业赞助及转播权收入总体向好

营收方面，北马赛事规模已稳定在 3 万人，每年可贡献参赛费用 600 万人民币，收入趋于稳定。商品销售、特许经营等衍生品等方面的有效变现模式仍有待探索。

商业赞助方面，北马赛事已搭建起冠名赞助商、官方合作伙伴、官方赞助商构成的三级赞助体系。据推测合计赞助费在 2000-3000 万人民币左右。根据统计，伦敦马拉松由 Virgin 冠名赞助，5 年赞助金额 1700 万英镑，波士顿马拉松全年赞助费合计在 1400 万美元左右，相比之下北马商业赞助存在较大差距。

图 19：2015 北京国际马拉松商业赞助



资料来源：北京马拉松官网，民生证券研究院整理

转播收入方面，除央视直播外，北马从 2014 年起与乐视体育合作拓展新媒体转播模式。在有线及新媒体转播方面均有极大拓展空间。

图 20: 2015 北京国际马拉松合作媒体


资料来源：北京马拉松官网，民生证券研究院整理

与欧美成熟路跑赛事相比，规模及盈利水平仍存在较大发展空间

目前国内路跑赛事盈利模式仍远落后于国外成熟产业模式，国外成熟路跑赛事收入 40% 左右来自于版权收入，30% 左右来自于商业赞助，有 30% 是来自于跑步用户的 B2C 收入（报名费、衍生品、培训）。在国内，过去由于央视在市场处于垄断地位，媒体版权收入难以实现，外加 B2C 市场处于初期起步阶段，参赛费以及相关参赛消费数额较低，路跑赛事收入受到极大限制。

表 9：国内知名马拉松赛事及参赛费

	人数（万人）	全程马拉松报名费（单位：人民币）	报名费收入（万元）
北京马拉松	3	200	600
深圳马拉松	1.5	200	300
扬州马拉松	3.5	120	420
广州马拉松	2	100	200
杭州马拉松	3	100	300
上海马拉松	3.5	100	350
厦门马拉松	4.5	80	360
兰州马拉松	4	80	320

资料来源：民生证券研究院整理

表 10：世界知名马拉松赛事参赛人数及相关数据

赛事名称	参赛人数	参赛费用	门票收入	赞助收入	慈善收入
纽约马拉松	5 万人	美国公民：纽约路跑协会成员价格：\$216、非协会会员价格：\$255；非美国公民：\$347（约合 ¥2154）；	约 1500 万美元（约 1 亿人民币）	TCS 冠名赞助	2430 万美金
伦敦马拉松	3.6 万人	50-100 英镑不等，海外报名费 80 英镑	300 万英镑（约 3000 万人民币）	Virgin 冠名赞助，2010 年开始共 1700 万英镑	超过 5000 万英镑

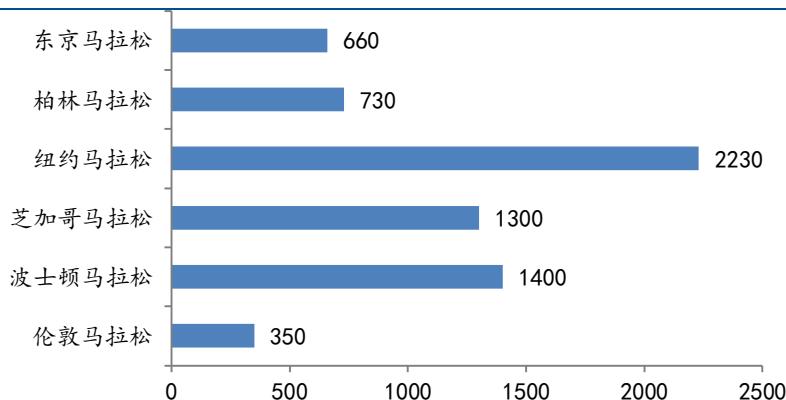
				镑 (5 年)	
波士顿马拉松	3.6 万人	美国公民 175USD, 外国参赛者 D225 美元 (约合 1400 元)。	720 万美元 (约 4600 万人民币)	1400 万美金	超过 2100 万美金

来源：纽约、伦敦、波士顿马拉松官方数据，民生研究院整理

比较国内外马拉松赛事收入，单参赛费用一项，国内参赛费用最高的北京马拉松和全球参赛报名费用最高的纽约马拉松相比相差近十倍。

目前，国内金牌马拉松赛事的参赛资格都经过抽签产生，2015 年北京马拉松共有 63118 人报名，创造了国内全程马拉松报名人数的新纪录，相比 3 万人的参赛名额，中签率低于 50%，参赛名额供不应求，参赛费用存在极大上升空间。

图 21：WMM 六大马拉松人均报名费（单位：人民币）



资料来源：各大马拉松赛事官方网站，民生证券研究院整理 （备注：所有数据均按照当前汇率换算得来）

如今国内马拉松赛事的兴荣已跟上国际脚步，依照目前马拉松赛事资格供不应求的情况，我们可以推测，未来几年马拉松等路跑赛事数量、规模、收入等方面仍将保持较快发展速度。

2、环中国自行车赛：国内最高级别公路自行车赛

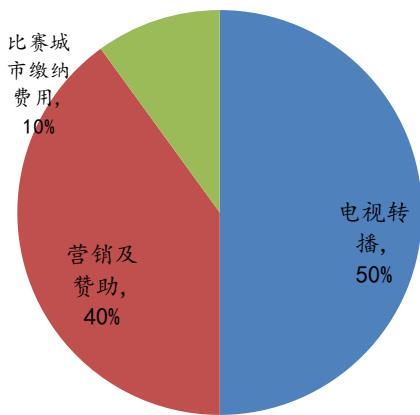
公路自行车赛：结合自然景观和人文风情的高规格大型商业赛事

公路自行车赛一向具备覆盖地区广、观赏性强的收视优势，各产业链联动的商业优势，以及宣传环保意识的文化优势，因而深受各大转播媒体及赞助商支持。然而，与全球成熟公路自行车赛运营模式相比，目前国内公路自行车赛仍处于投石问路的初级阶段，未形成成熟的商业盈利模式。

环法自行车赛是全球范围内，体育与商业模式结合最成功的骑行赛事。据英国 BBC 统计，环法自行车赛 2012 年一共有 325 个赞助商出现在赛道和赛车上，所有赞助商的投入总计达到 21 亿美元。也就是说，环法每公里比赛就有近 61.69 万美元的赞助经费。据粗略估算，环法自行车赛年收益接近 1.5 亿欧元，约合 14 亿人民币。相比之下环中国自行车赛还存在巨大的发展空间。

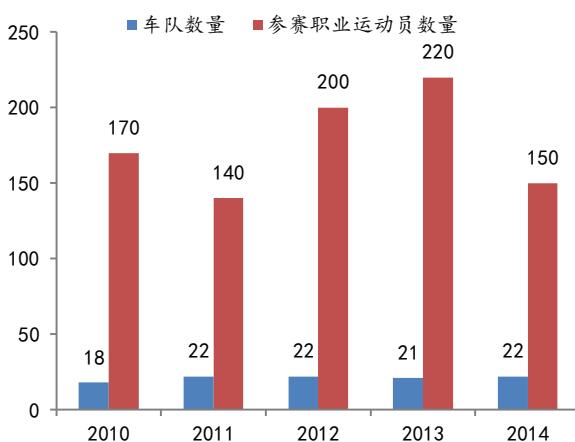
环法赛一开始就具有强烈的商业色彩，被认为是体育与商业结合的成功典范。从 20 世纪初期赛事以平面媒体+赞助的模式发展到当前平面、户外、电视、网络+赞助的模式，无论是赛事传播还是赛事赞助处于全球顶级水平。2014 年环法赛总收益约为 1.5 亿欧元，其中 50% 来自电视转播，40% 来自营销和赞助单位，另外 10% 是组织各个阶段比赛城市所缴纳的费用。

图 22：2014 环法自行车赛收入结构



资料来源：环法自行车赛相关统计，民生证券研究院整理

图 23：环中国自行车赛历年规模



资料来源：环中国自行车赛官网，民生证券研究院整理

环法自行车赛成功的重点是成功的转播权销售。每年的环法赛都是各国媒体争相报道的重点赛事，转播范围覆盖 180 个国家，转播媒体包括 76 家电台、450 家报社，获得环法赛报道许可的记者达到 3600 人，仅销售赛事转播权，组办方就可获得 6500 万欧元以上的收入。

为了提升赞助效益和回报赞助商权益，组办方将赞助商和合作伙伴实行分层管理，形成官方指定媒体机构、官方合作伙伴、环境合作伙伴、官方支持商、技术支持商、机构合作伙伴等赛事赞助合作方式。

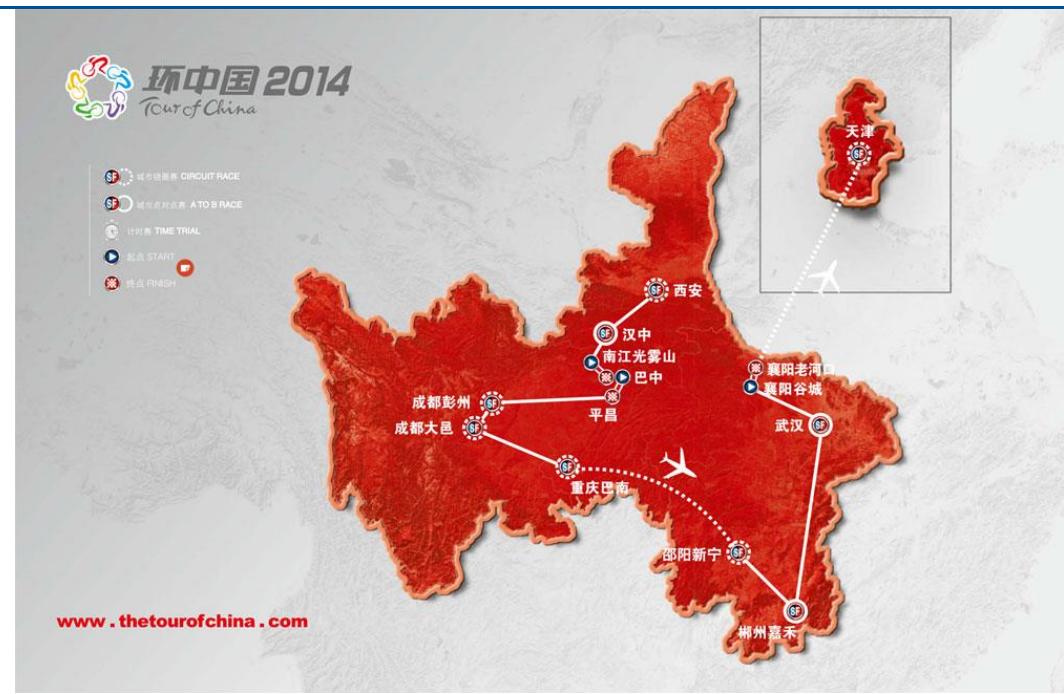
环法自行车赛事品牌对我国公路自行车赛事品牌的启示主要有四点：1. 组织建立高规格的参赛车队以及高水准运动员参赛，保障赛事质量；2. 与优势媒体合作进行广泛国内外推广；3. 与优质品牌赞助方合作，保障良好财务支持；4. 建立专业高规格的管理运营团队。

环中国自行车赛：社会影响力已形成，商业价值待进一步挖掘

环中国国际公路自行车赛（以下简称“环中国”）是由国际自行车联盟、国家体育总局批准，中体产业旗下中奥体育承办的中国唯一国字号跨区域的 UCI 2.1 级高水平国际自行车赛事。环中国自行车赛创办自 2010 年，赛事历经 9 个省、直辖市共 20 余个城市承办，吸引了多支参加“环法”等大赛的著名车队和五大洲 300 余名职业车手参赛，辐射中国四分之一版图。赛事累计路线总距离 15,531 公里，比赛沿途受众累计达 4,000 万人次。

环中国已成为继环法、环西、环意三大赛之后竞赛天数世界第四、亚洲第一的国际公路自行车赛事，被誉为国内四大品牌赛事之一，也是国内唯一一个跨多省市的公路自行车赛。

图 24：2014 环中国自行车赛覆盖地区



资料来源：环中国自行车赛官网，民生证券研究院

环中国已构建出由中央电视台、国际媒体、地方电视台、平面与网络媒体等 400 余家的立体式媒体传播平台。商业赞助方面，拥有别克及中国人寿等四家合作伙伴，以及中国国际航空等 16 家赞助商及供应商。

图 25：环中国自行车赛合作媒体



资料来源：环中国自行车赛官网，民生证券研究院

图 26：环中国自行车赛商业合作伙伴



资料来源：环中国自行车赛官网，民生证券研究院

图 27：环中国自行车赛赞助商及供应商



资料来源：环中国自行车赛官网，民生证券研究院

环中国自行车赛自2010年创办以来已成功举办四届，2015年环中国将于10月举办，共吸引全球22支高水准车队参赛。参照环法自行车赛的品牌塑造发展模式，已建立高规格车队参与、合作关系广泛、与大型媒体合作进行国际传播的有效运营机制。随着国家对高规格赛事的重视度和推进力度提升，环中国赛事的关注度和商业影响力将进一步提升，赞助商及转播媒体将从数量和规格等方面继续发展。

3、中国巡回赛—美巡中国系列赛

PGA巡回赛(PGA Tour，简称“美巡赛”)是一项美国职业高尔夫球系列赛事的统称，创建于1968年，旗下主要运营美国境内的三项巡回赛，包括PGA巡回赛(PGA Tour)，顶级赛事；冠军巡回赛(Champions Tour)，面向50岁以上高尔夫球员；全美巡回赛(Nationwide Tour)，一项中级赛事。PGA赛事是全球最高规格的高尔夫赛事之一。

公司2014年将美巡中国系列赛引入中国市场。目前，美巡中国系列赛是中国级别最高、赛事水平最高、唯一拥有世界积分的男子职业高尔夫球巡回赛。

图28：美巡中国赛主办方及赛事标识



资料来源：美巡中国赛官方网站，民生证券研究院

图29：美巡赛拥有泰格伍兹等知名球星



资料来源：民生证券研究院整理

美巡中国系列赛是PGATOUR覆盖亚洲的唯一核心赛事，若要参加美国巡回赛必先在美巡中

国系列赛中取得积分，在美巡中国系列赛中获得前六名的球员也可以获得相应世界排名积分，从而有机会代表国家参加 2016 年里约热内卢奥运会。2015 年开始，平安银行冠名赞助美巡中国赛。

公司拥有美巡赛中国系列赛的中长期独家运营承办权，承办的美巡赛中国系列赛目前已成功举办 12 场比赛，赛事区域覆盖北、上、广、深等 11 个城市，初步打造形成赛事的品牌效应及社会影响力。

2014 年凯迪拉克单站冠名赞助中国美巡赛，2015 年平安银行冠名赞助中国美巡赛，凯迪拉克和中粮君顶官方赞助。此外，CCTV5、CCTV5+、乐视高尔夫频道以及新浪高尔夫频道、旅游卫视等媒体进行转播。

图 30：美巡赛中国系列赛官方赞助商



资料来源：美巡赛中国赛官网，民生证券研究院

图 31：美巡赛中国系列赛官方转播商



资料来源：美巡赛中国赛官网，民生证券研究院

目前美巡赛在国内仍处于推广开发阶段，公司将继续纵向挖掘赛事的商业价值。

(二)、体育场馆运营管理：受益于政策推进，贡献稳定收入

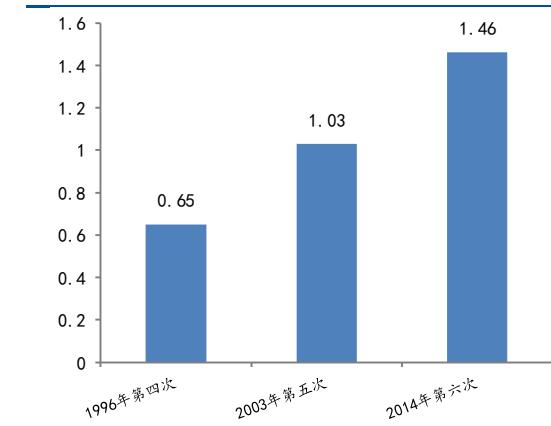
2015上半年，公司体育场馆运营收入达到0.42亿，同比增长112%，毛利率22%。公司运营管理的青海体育中心、佛山岭南明珠体育中心、合肥体育中心、九江体育中心等项目运营管理收入均比去年同期有所增长。公司为全民健身中心项目提供的专业咨询服务收入也有所增加。

图 32: 2012–2015 体育场馆运营业务收入



资料来源：中体产业年报，民生证券研究院整理

图 33: 全国体育场地普查人均体育场地面积 (人/平方米)

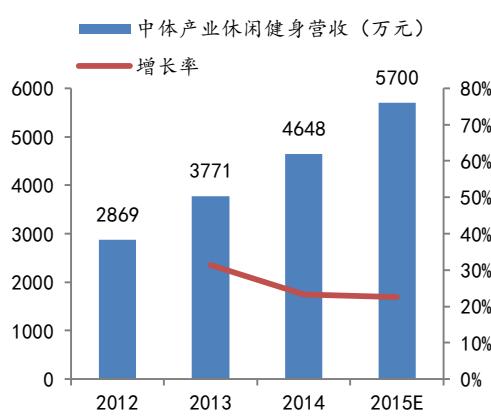


资料来源：中体产业年报，民生证券研究院

(三)、休闲健身：全国十大健身品牌之一，主打白领健身培训

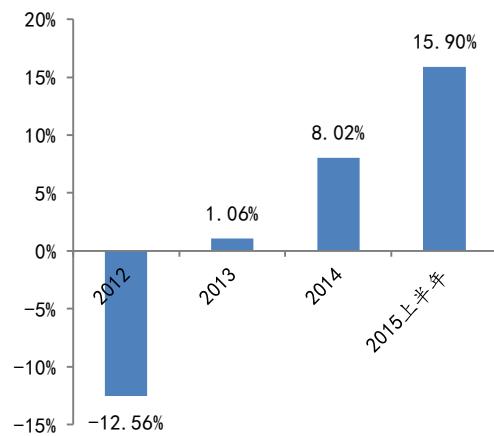
公司旗下拥有休闲健身俱乐部品牌“中体倍力”以及“中体健身会”，全面健身项目包括”、“中国国际健身大会”、“世界行走日”等知名活动。中体倍力是中体产业和美国倍力健身公司合作成立的高端连锁健身俱乐部品牌，目前在全国范围内有30多家连锁店，覆盖北京、上海、大连、沈阳、石家庄、武汉、长沙、广州西安等15座城市，是国内十大健身俱乐部品牌之一，主要客户群体是白领及商务人士。中体健身会是中体产业旗下高端健身会所，业务涵盖健身教练培训、健身房经营、高端健康管理等。

图 34: 2012-2015 中体产业休闲健身业务



资料来源：中体产业年报，民生证券研究院整理

图 35: 2012-2015 上半年休闲健身业务毛利率



资料来源：中体产业年报，民生证券研究院

2015年上半年，公司持续平稳经营中体倍力及中体健身会俱乐部，各项收入指标稳定。

我们认为，公司未来体育健身类业务发展动力主要有两点：

1. 我国人均体育健身类消费水准的升高。据统计，我国目前居民健身运动支出集中在运动衣及跑鞋等运动配件消费，运动场地集中在体育场及公园、小区等场所，对专业体育俱乐部场地、运动器械及运动训练指导的投入较低。但是随着民众对科学高效健身的进一步理解，对专业健身场地和指导的需求将大幅提升，健身俱乐部的会员规模有望扩大。
2. 与赛事运营等其他产业链项目联动。随着大众马拉松等较为专业的全民参与赛事的兴起，参与者有意愿接受体育专业训练指导以取得赛事更好成绩，健身俱乐部的体育培训业务有望联动发展。公司休闲健身业已收获稳定会员群体，未来有望随市场升温增长。

(四)、体育经纪：赛事票务代理渠道强大，明星经纪资源丰富

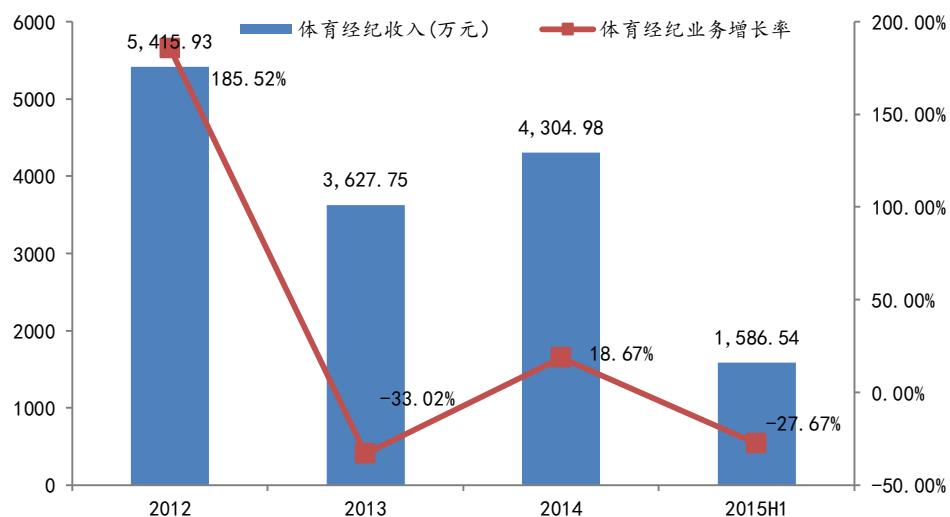
公司体育经纪业务主要分为赛会票务代理、体育保险、体育团队及体育明星代言。

1、票务代理业务：即将迎来奥运大年，收入有望爆发

赛会票务代理业务受奥运周期的影响较大。公司曾在2008年为北京奥运会、残奥会提供

票务代理独家供应商服务，成功销售了近 700 万张各类门票，销售额突破了 15 亿元人民币；同时作为中国奥委会票务代理，为中国奥委会系统成功完成了近 20 万张门票的销售、配送等工作。2009 年在中国辖区内独家提供伦敦奥运会的门票销售及接待服务，2013 年公司获得中国奥委会授权，成为 2014 年索契冬奥会中国辖区票务代理机构，开展奥运观赛旅游活动。2016 年将举办里约奥运会，预计公司在赛会票务代理业务方面营收将大幅提升。

图 36：2012-2016 中体产业体育经纪业务收入



资料来源：中体产业年报，民生证券研究院

2、体育保险：国内唯一专业从事体育保险机构

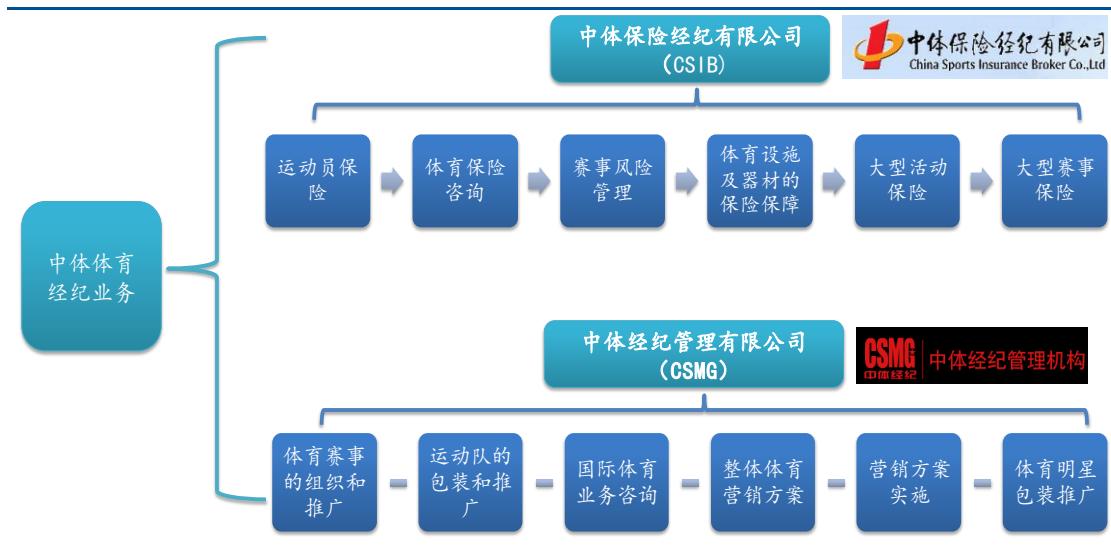
公司下属两大子公司主管体育经纪业务，分别是中体保险经纪有限公司以及中体经纪管理有限公司。

表 11：两大体育经纪子公司主营业务及业绩

中体保险经纪有限公司	中体经纪管理有限公司
国内唯一专业从事和发展体育风险管理与体育保险事业的保险经纪机构	运动员经纪、体育营销咨询、奥委会合作项目、赛事及体育活动运营推广、体育门票、城市体育营销、体育广告及媒介合作服务、体育公关推广及相关体育营销增值服务等。
曾参与 2008 奥运会残奥会赛前、赛中、赛后的风险管理、风险评估与风险识别、保险方案设计、现场保险服务等工作；曾承担 2014 南京青奥会组委会风险管理顾问工作，	曾促成孙杨、刘翔、郭晶晶、伏明霞、田亮、易建联、中国游泳队、中国跳水队等体育明星及团体的商业代言活动。
国内最为专业、最为经验丰富的体育保险公司	拥有国内最全面的国家运动员/队资源和国内最全的体育明星库

资料来源：中体保险经纪有限公司、中体经纪管理有限公司官网，民生证券研究院整理

图 37：中体保险经纪有限公司及中体经纪管理有限公司主营业务



资料来源：民生证券研究院整理

体育保险方面，中体保险经纪有限公司是我国唯一专业从事和发展体育风险管理与体育保险事业的保险经纪机构，能够为各类大型赛事（综合运动会）、群众体育活动、文化体育活动、体育场馆、体育经营场所、体育设施及器材、体育院校、专业运动员、职业联赛等提供保险经纪与风险管理服务，具有明显领先行业优势。曾承办项目包括：2008 年北京奥运会残奥会风险管理咨询与保险服务、2014 年南京第二届青少年奥林匹克运动会风险管理等。

3、体育明星经纪：国内最丰富的体育明星资源库

体育明星经纪方面，公司致力包装和推广中国著名的运动员与运动队，通过帮助企业品牌与运动员、运动队融合与传播，促进企业品牌价值提升与产品销售。曾先后与刘翔、李娜、孙杨、郭晶晶、易建联、陈一冰、吴敏霞、王励勤等体育明星及体操、跳水、游泳、乒乓球、羽毛球等国家队进行明星代言经纪合作。

图 38：中体产业合作过的体育明星及运动队

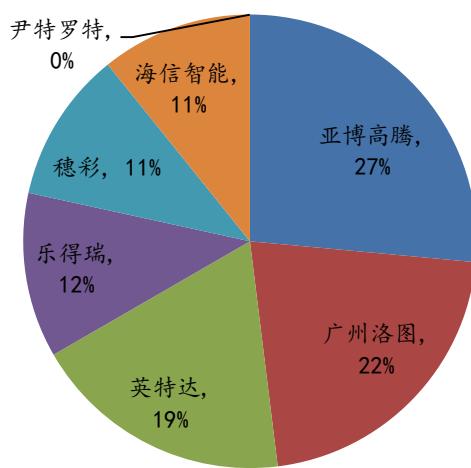


资料来源：中体经纪有限公司官方网站，民生证券研究院

(五)、体育彩票：借终端机销售切入彩票市场，积极申请线上牌照

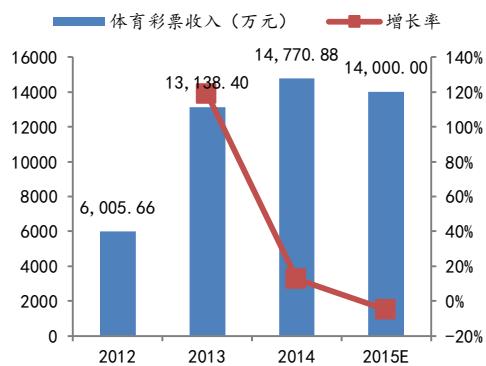
目前公司旗下彩票业务主要是通过英特达公司的彩票终端机销售切入彩票市场，拥有覆盖终端硬件产品、系统软件、游戏玩法等彩票全产业链的开发运营能力，是行业领先的电脑彩票终端设备、彩票计算机交易系统、是全国三大体彩终端机供应商之一，覆盖 12 个省体育彩票市场，市场占有率约 20%。

图 39：2015 体育彩票终端机公司市场份额



资料来源：民生证券研究院整理

(备注：由于尹特罗特在 31 个省份中没有获得一省订单，市场份额为 0%)

图 40：2012-2016 中体产业体育彩票业务收入


资料来源：中体产业年报，民生证券研究院

图 41：英特达公司开发的中国体育彩票终端机


资料来源：中体产业官网，民生证券研究院

在彩票业务方面，公司一直以合法合规为宗旨，没有开展大规模的线上销售业务。2014年底开始，体育总局加大对互联网彩票销售审查管理，暂停互联网彩票业务。公司体育彩票业务受反向利好促进，线下彩票收入上升，实现相关收入 1.48 亿元，比 2013 年的 1.31 亿元增长了 12.43%，继续保持销售收入的稳定增长。对于线上彩票业务，公司一直关注国家有关体育彩票电话投注和互联网投注业务领域的相关政策，积极推进技术储备、人员储备和玩法储备等，等待政策落地后会适时申请互联网彩票牌照。

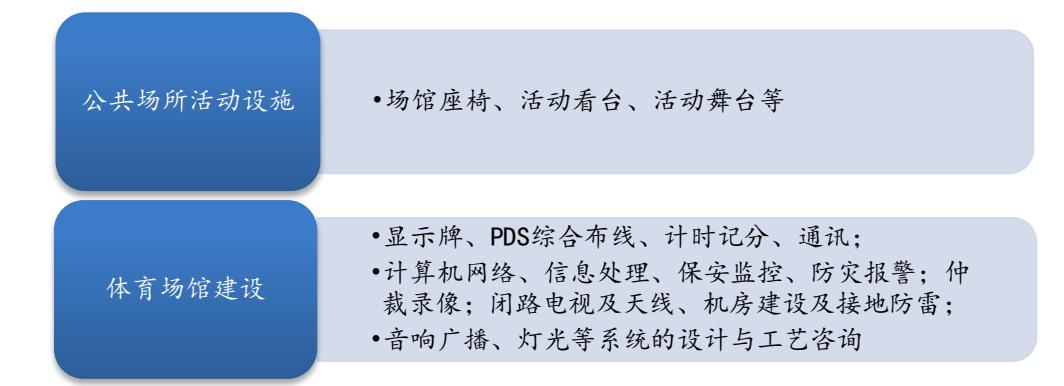
（六）、体育设施建设：承办援外项目最多的国家队

公司体育设施建设业务是体育场馆运营的上游业务，除建设自运营一体化场馆以外，还承担援外体育设施建设任务，是国内从事体育设施建设时间最长、创造业绩最多的专业公司，具有体育场地设施工程专业承包资质和商务部授予的国际工程承包、进出口贸易、外派劳务三大对外经营权，自上世纪六十年代起独立或参与承担了我国绝大多数对外援助的体育设施建设任务，涉及 30 多个国家的 50 多个体育场馆及配套设施，承担的体育设施的设计和施工符合最新国际体育竞赛功能要求。

图 42：公司援外建设项目


资料来源：中体产业官网，民生证券研究院

图 43: 公司体育设施建设项目内容



资料来源：中体产业官网，民生证券研究院

在国内场馆建设方面，公司目前场馆运营的模式是与当地政府签约，进行长周期运营，运营周期最长可达 30 年，运营期间有一年一次或多次的周期性政府补贴。

四、推荐逻辑：有望构建 A 股最大体育产业整合平台，政策红利率先受益者

我们看好中体产业未来的盈利与发展方向，核心推荐逻辑如下：

（一）、公司是国家体育产业扶持政策最大受益者

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》，将体育产业、全民健身上升为国家战略，争取到 2025 年，体育产业总规模超过 5 万亿元。体育产业有望从基础上解决官办体质之争，扶植大众体育，为职业竞赛打下基础，并制定产业长期战略规划。

随着国企改革顶层设计落地，公司赛事运营、体育场馆建设、体育经纪等业务有望从进一步市场化转型中获得到实质性的利好，加速推动公司的发展。

（二）、体育产业链布局最完善的 A 股上市公司，协同效应明显

中体产业作为体育总局系统中目前唯一上市公司平台，具有雄厚的资金支持和丰富的业内运作经验，业务广泛覆盖赛事管理与运营、体育场馆运营管理、休闲健身、体育经纪、体育彩票、体育设施设计及建设以及体育地产开发，有明显联动协同效应。

（三）、储备大量优质体育资源，体育资产升值空间巨大

公司拥有多项各体育项目顶级赛事的主办或承办权，在多省市建设运营大型综合体育场馆，拥有国内最全面的国家运动员/队资源和国内最全的体育明星库，旗下还囊括全国十大健身俱

乐部之一的中体倍力，以及国内顶尖的体育场馆建造设计技术及经验，是国内拥有体育资源最为丰富的上市公司。

随着9月25日中超转播权以五年80亿人民币的价格售出，体育资产重新定价的时代已经开启。而中体产业作为涉及体育市场范围最广、拥有体育资源最为丰富的上市公司，必将受益于体育资产大幅升值带来的利好。

五、盈利预测

我们预计公司2015~2017年EPS分别为0.15元、0.39元与0.53元，对应当前股价PE为147X、56X与41X，维持“强烈推荐”评级。

公司财务报表数据预测汇总

利润表				
项目 (百万元)	2014A	2015E	2016E	2017E
一、营业总收入	1,152	1,379	1,654	2,088
减：营业成本	864	862	897	1,053
营业税金及附加	60	69	83	104
销售费用	52	68	79	98
管理费用	132	138	165	209
财务费用	(8)	158	139	134
资产减值损失	1	0	0	0
加：投资收益	81	100	150	150
二、营业利润	134	185	441	640
加：营业外收支净额	4	10	10	10
三、利润总额	138	195	451	650
减：所得税费用	30	49	68	130
四、净利润	108	146	383	520
归属于母公司的利润	103	124	327	445
五、基本每股收益 (元)	0.12	0.15	0.39	0.53

主要财务指标				
项目	2014A	2015E	2016E	2017E
EV/EBITDA	401.33	69.97	40.34	28.08
成长能力：				
营业收入同比	16.9%	19.7%	20.0%	26.2%
营业利润同比	-39.4%	37.9%	138.7%	45.1%
净利润同比	-42.7%	35.2%	162.4%	35.7%
营运能力：				
应收账款周转率	17.23	27.44	36.37	37.20
存货周转率	0.56	0.62	0.74	0.84
总资产周转率	0.32	0.40	0.47	0.54
盈利能力与收益质量：				
毛利率	25.0%	37.5%	45.8%	49.6%
净利率	9.0%	9.0%	19.7%	21.3%
总资产净利率 ROA	3.0%	4.2%	11.0%	13.4%
净资产收益率 ROE	6.0%	7.9%	18.5%	20.6%
资本结构与偿债能力：				
流动比率	2.04	2.59	2.72	3.39
资产负债率	50.5%	42.8%	38.8%	31.3%
长期借款/总负债	14.9%	19.5%	19.1%	21.6%
每股指标 (元)				
每股收益	0.12	0.15	0.39	0.53
每股经营现金流量	(0.04)	0.21	0.17	(0.11)
每股净资产	2.14	2.23	2.69	3.30

资料来源：民生证券研究院

资产负债表				
项目 (百万元)	2014A	2015E	2016E	2017E
货币资金	391	290	241	11
应收票据	0	0	0	0
应收账款	59	41	50	63
预付账款	46	138	165	209
其他应收款	298	276	331	418
存货	2,296	2,155	2,332	2,632
其他流动资产	50	40	40	40
流动资产合计	3,143	2,939	3,159	3,372
长期股权投资	97	197	297	397
固定资产	134	128	121	114
在建工程	0	0	100	150
无形资产	35	31	28	24
其他非流动资产	0	0	0	0
非流动资产合计	500	356	545	685
资产总计	3,644	3,295	3,705	4,057
短期借款	123	0	0	0
应付票据	0	0	0	0
应付账款	410	388	404	474
预收账款	321	259	269	32
其他应付款	550	500	500	500
应交税费	(11)	(10)	(10)	(10)
其他流动负债	0	0	0	0
流动负债合计	1,541	1,136	1,163	995
长期借款	275	275	275	275
其他非流动负债	0	0	0	0
非流动负债合计	275	275	275	275
负债合计	1,840	1,411	1,438	1,270
股本	844	844	844	844
资本公积	24	24	24	24
留存收益	625	699	1,026	1,470
少数股东权益	295	317	374	449
所有者权益合计	1,804	1,883	2,267	2,787
负债和股东权益合计	3,644	3,295	3,705	4,057
现金流量表				
项目 (百万元)	2014A	2015E	2016E	2017E
经营活动现金流量	(33)	179	140	(96)
投资活动现金流量	(188)	0	(50)	0
筹资活动现金流量	(96)	(281)	(139)	(134)
现金及等价物净增加	(317)	(102)	(49)	(230)

图表目录

图 1: 中体产业组织架构	3
图 2: 2008-2013 年全国公共财政体育支出概况	4
图 3: 中体产业近年盈利状况 (单位: 亿元)	错误!未定义书签。
图 4: 中体产业近五年主营业务占比变化 (单位: 亿元)	错误!未定义书签。
图 5: 2007-2015 上半年房地产业务收入及占比	6
图 6: 中体产业 2014 年体育主营业务项目	7
图 7: 中体产业 2014 年主营业务占比	7
图 8: 中体产业 2015 上半年主营业务占比	7
图 9: 2012-2025 中国体育产业总规模预测 (单位: 亿元)	11
图 10: 2007-2014 中国体育产业增加值 (单位: 亿元)	12
图 11: 三大因素促进赛事运营产业发展	12
图 12: 世界各国经常参加体育锻炼人口占体育锻炼总人口比重概况	14
图 13: 2015 年全球五大体育经纪公司的经纪合同代理总价值及佣金情况	16
图 14: 2009-2014 国家体育彩票销售规模	17
图 15: 2005-2014 国家彩票及互联网彩票销售规模	18
图 16: 2012-2015H1 中体产业赛事运营收入	19
图 17: 2012-2015H1 赛事运营毛利情况	19
图 18: 2015 北京国际马拉松	21
图 19: 2011-2014 中国马拉松场次及参赛人数	22
图 20: 北京马拉松历年全程及半程参赛人数	22
图 21: 2015 北京国际马拉松商业赞助	23
图 22: 2015 北京国际马拉松合作媒体	24
图 23: WMM 六大马拉松人均报名费 (单位: 人民币)	25
图 24: 2014 环法自行车赛收入结构	26
图 25: 环中国自行车赛历年规模	26
图 26: 2014 环中国自行车赛覆盖地区	26
图 27: 环中国自行车赛合作媒体	27
图 28: 环中国自行车赛商业合作伙伴	27
图 29: 环中国自行车赛赞助商及供应商	27
图 30: 美巡中国赛主办方及赛事标识	28
图 31: 美巡赛拥有泰格伍兹等知名球星	28
图 32: 美巡赛中国系列赛官方赞助商	29
图 33: 美巡赛中国系列赛官方转播商	29
图 34: 2012-2015 体育场馆运营业务收入	29
图 35: 全国体育场地普查人均体育场地面积 (人/平方米)	29
图 36: 2012-2015 中体产业休闲健身业务	30
图 37: 2012-2015 上半年休闲健身业务毛利率	30
图 38: 2012-2016 中体产业体育经纪业务收入	31
图 39: 中体保险经纪有限公司及中体经纪管理有限公司主营业务	32
图 40: 中体产业合作过的体育明星及运动队	32
图 41: 2015 体育彩票终端机公司市场份额	33
图 42: 2012-2016 中体产业体育彩票业务收入	33
图 43: 英特达公司开发的中国体育彩票终端机	34
图 44: 公司援外建设项目	34
图 45: 公司体育设施建设项目建设内容	35

表格目录

表 1: 公司旗下主要子公司	4
表 2: 中体产业的发展历程	4
表 3: 近年来国家层面出台振兴体育产业发展的政策	10
表 4: 中超联赛转播版权沿革	13
表 5: 近年我国颁布的体育健身相关政策法规	15
表 6: 国内历年健身产业情况	15
表 7: 中体产业现有路跑赛事及活动	21
表 8: 2014 年智美集团赛事运营数据	23
表 9: 国内知名马拉松赛事及参赛费	24
表 10: 世界知名马拉松赛事参赛人数及相关数据	24
表 11: 两大体育经纪子公司主营业务及业绩	31

分析师简介

陶冶，利兹大学金融和银行学硕士，2013年8月加入民生证券。

研究助理

吴清羽，布里斯托大学经济学硕士，企业金融学士，2015年6月加入民生证券。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨幅为基准。	强烈推荐	相对沪深 300 指数涨幅 20% 以上
	谨慎推荐	相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20% 之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于 -10%~10% 之间
	回避	相对沪深 300 指数下跌 10% 以上

行业评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨幅为基准。	推荐	相对沪深 300 指数涨幅 5% 以上
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于 -5%~5% 之间
	回避	相对沪深 300 指数下跌 5% 以上

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。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，在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、推测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投資目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。本公司版权所有并保留一切权利。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。

民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005

上海：上海市浦东新区世纪大道1168号东方金融广场B座2101； 200122

深圳：深圳市福田区深南大道7888号东海国际中心A座28层； 518040