

# 外延并购打开增长空间，资源稀缺构筑竞争壁垒



川财证券  
CHUANCAI SECURITIES

——中体产业 (600158)

## ❖ 国内最早以发展体育产业为主体的上市公司

公司是国内最早以发展体育产业为本体的上市公司，20年来一直聚焦体育产业。未来，公司将以成为中国体育产业国家队和行业标杆为目标，聚合体育产业“头部资源”，优化业务布局，打造“体育+多种行业资源”的业务模式。

## ❖ 彩票业务：推进重大资产重组，提升彩票业务竞争力

公司正在推进收购的中体彩科技和中体彩印务的主营业务属于体育彩票服务的上游和中游板块，在体育彩票领域具有较强的竞争优势，其中中体彩是可以提供体育彩票发行管理平台及乐透型体育彩票产品专用的唯一技术服务商。未来若顺利完成收购，公司不仅将切入彩票产业链的上游，扩大自身在彩票行业和体育产业的业务布局、综合服务能力以及体育业务竞争力，还有助于上市公司进一步拓展发展空间，提升上市公司未来的盈利能力及可持续发展能力。

## ❖ 体育服务：行业进入加速期，资源禀赋优势显著

伴随着我国体育产业的快速发展，体育服务业有望受益于行业的稳定增长和产业结构的改善在近年来实现高速发展。目前，公司依托于股东的资源支持和自身多年的运营经验，与多个体育组织机构保持着长期的合作关系，并成功服务于多项知名赛事和优秀运动团队及运动员，具有全面的体育IP商业化能力。

## ❖ 体育空间：以内容与运营为核心竞争力

围绕着体育空间的开发，公司将以内容和运营为核心，搭建平台模式，通过前期策划、定位、规划以及后期体育产业导入，带动公共场馆、体育小镇、体育综合体、体育公园、体育产业园区等发展业态，促进公司整体业务的转型升级，实现“体育消费+优质IP”与体育空间的最佳融合。

## ❖ 首次覆盖予以“增持”评级，建议持续关注重大资产重组事项进展

暂不考虑重组事项，预计公司2019-2021年营业收入为16.41、19.15、21.55亿元，归属于母公司股东的净利润分别为1.06、1.46、1.96亿元，EPS为0.13、0.17、0.23元/股，对应PE为74、54、40倍。我们看好公司彩票业务在资产重组后的竞争力和自身丰富的上游体育IP资源，首次覆盖予以“增持”评级。

## ❖ 风险提示：资产重组项目推进不及预期；我国体育产业发展不及预期等

### 盈利预测与估值

	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万)	1450	1641	1915	2155
+/-%	33%	13%	17%	13%
归属于母公司股东净利润(百万)	84	106	146	196
+/-%	44%	26%	38%	34%
EPS(元)	0.10	0.13	0.17	0.23
PE	93.16	73.62	53.54	39.84

资料来源：公司公告、川财证券研究所

## ② 证券研究报告

所属部门	行业公司部
报告类别	公司深度
所属行业	文化娱乐/休闲
报告时间	2019/8/9
前收盘价	9.26元
公司评级	增持评级

## ② 分析师

尤 鑫

证书编号：S1100519010001

021-68595231

youxin@cczq.com

## ② 川财研究所

北京 西城区平安里西大街28号中海国际中心15楼，100034

上海 陆家嘴环路1000号恒生大厦11楼，200120

深圳 福田区福华一路6号免税商务大厦30层，518000

成都 中国（四川）自由贸易试验区成都市高新区交子大道177号中海国际中心B座17楼，610041

## 正文目录

一、国内最早以发展体育产业为主体的上市公司 .....	5
1.1 国家体育总局是公司的实际控制人 .....	5
1.2 整体业绩保持稳健，体育板块持续向好 .....	6
二、彩票业务：推进重大资产重组，提升彩票业务竞争力 .....	8
2.1 彩票行业持续增长，体育彩票表现突出 .....	8
2.2 现有业务：以彩票终端机的销售和维护为主 .....	9
2.3 重大资产重组：切入产业上游，提升盈利能力 .....	10
2.3.1 中体彩科技 .....	10
2.3.2 中体彩印务 .....	13
2.3.2 切入产业上游，增厚公司业绩 .....	15
三、体育服务：行业进入加速期，资源禀赋优势显著 .....	16
3.1 体育服务业进入加速期：行业稳定增长叠加产业结构改善 .....	16
3.2 体育 IP 资源丰富，多渠道推动商业变现 .....	17
3.2.1 依托股东背景，体育资源丰富 .....	17
3.2.2 多业务布局助力 IP 商业化发展 .....	19
四、体育空间：以内容与运营为核心竞争力 .....	23
五、盈利预测 .....	25
风险提示 .....	26
盈利预测 .....	27

## 图表目录

图 1:	国家体育总局是公司的实际控制人.....	5
图 1:	营业收入规模及增速 .....	6
图 2:	归属母公司股东净利润及增速 .....	6
图 3:	体育板块的营业收入及总收入占比 .....	6
图 4:	体育板块的营业收入结构 .....	6
图 5:	毛利率和净利率保持相对稳定 .....	7
图 6:	期间费用以管理费用和销售费用为主 .....	7
图 7:	投资回报率: ROE 和 ROIC .....	7
图 8:	收入和利润质量表现 .....	7
图 9:	全国彩票销售数据 (2008-2018) .....	8
图 10:	体彩增速较高, 占比持续提升 .....	8
图 11:	乐透数字型和竞猜型占比较高 .....	8
图 12:	公司现有彩票业务收入及占比 .....	9
图 13:	公司现有彩票业务的主要产品 .....	9
图 14:	采购和维护业务的情况 (2016-2018) .....	9
图 15:	公司的主要客户情况 (2016-2018) .....	9
图 16:	中体彩科技的股权结构 .....	10
图 17:	中体彩科技的营业收入与利润 .....	10
图 18:	国家体育彩票中心收入 (万元) 及占比 .....	11
图 19:	主要省市体育彩票中心收入分布 (万元) .....	11
图 20:	体育彩票数据系统结构升级 .....	12
图 21:	中体彩印务的股权结构 .....	13
图 22:	中体彩印务的营业收入与利润 .....	13
图 23:	中体彩印务的收入结构 .....	13
图 24:	中体彩印务的印刷销售数据 .....	13
图 25:	国家体育彩票中心收入 (万元) 及占比 .....	14
图 26:	主要省市体育彩票中心收入分布 (万元) .....	14
图 27:	通过收购切入彩票产业链上游 .....	15
图 28:	收购的营业收入贡献 .....	15
图 29:	收购的利润贡献 .....	15
图 30:	我国体育产业总规模 .....	16
图 31:	我国体育产业增加值与 GDP 占比 .....	16
图 32:	体育产业增加值占 GDP 比重 .....	16
图 33:	体育服务业占体育产业比重 .....	16
图 34:	体育产业围绕着 IP 展开 .....	17
图 35:	北京国际马拉松 .....	19
图 36:	环中国国际公路自行车赛 .....	19
图 37:	体育营销案例 .....	20
图 38:	代理的运动员和团队 .....	20
图 39:	体育经纪业务 .....	21
图 40:	公司服务的部分客户 .....	21

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

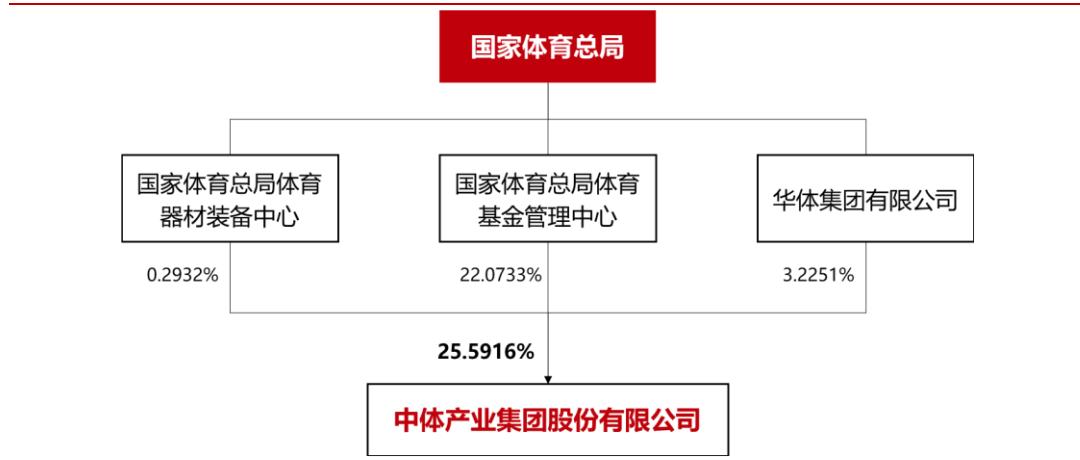
图 41:	体育旅游项目 .....	22
图 42:	体育技术合作项目 .....	22
图 43:	体育场馆设施服务 .....	22
图 44:	宁波中体 SPORTS 城鸟瞰图 .....	24
图 45:	枣林湾运动休闲小镇（铜山体育小镇） .....	24
表格 1.	公司主要业务及经营模式.....	5
表格 2.	公司资产重组涉及的彩票业务标的.....	10
表格 3.	中体彩科技主要业务竞争情况.....	12
表格 4.	中体彩印务主要业务情况.....	14
表格 5.	公司合作的部分赛事和协会 .....	18
表格 6.	公司现有部分场馆资源统计 .....	23
表格 7.	中体产业盈利预测假设（单位：百万元） .....	25
表格 8.	可比上市公司盈利预测及估值表（以 2019 年 8 月 9 日收盘数据测算） .....	26

## 一、国内最早以发展体育产业为主体的上市公司

### 1.1 国家体育总局是公司的实际控制人

中体产业集团股份有限公司成立于 1998 年 3 月，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，是国家体育总局控股的唯一一家上市公司。截至 2018 年 12 月 31 日，国家体育总局作为公司的实际控制人，直接和间接持有公司合计约 25.59% 的股权。

图 1：国家体育总局是公司的实际控制人



公司目前及未来将主要涵盖以下业务：赛事活动组织、市场开发、体育营销及体育经纪、国际体育交流合作与服务贸易；休闲健身；体育空间内容与运营；体育教育培训；体育科技与信息化服务；体育彩票服务、体育标准化服务和认证检测；投资管理；体育媒体与版权；体育地产等。

表格 1. 公司主要业务及经营模式

业务类型	经营模式
赛事活动组织、市场开发、体育营销及体育经纪、国际体育交流合作与服务贸易	通过收取赛事赞助费以及报名费等收入盈利；通过提供运动员经纪服务以收取消代理费盈利；通过对外援建、承包工程、设计咨询以及出口业务等收入盈利
体育空间内容与运营	通过对体育场馆建设的咨询、设计、代建收取费用，通过场地出租、承接赛事、演出以及培训等收入盈利
休闲健身	通过收取俱乐部会员费、私教费、培训费、及广告费等收入盈利
体育彩票服务	通过取得彩票终端机销售收入及提供后续维护、维修服务收入盈利
体育地产	通过开发体育地产取得收入盈利

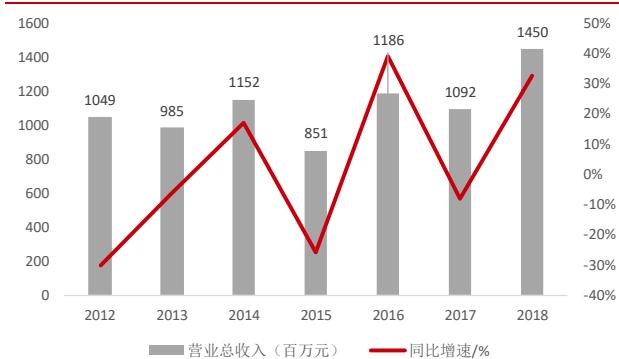
资料来源：公司公告，川财证券研究所

作为国内最早以发展体育产业为本体的上市公司，公司 20 年来一直根植体育、聚焦体育产业。未来，公司将以引领体育产业发展、成为中国体育产业国家队和行业标杆为目标，聚合体育产业“头部资源”，优化业务布局，打造“体育+多种行业资源”的业务模式，从体育全产业链发展向打造体育产业价值链转变，逐步成为资源的整合者、规则的制定者和产业平台的搭建者。

## 1.2 整体业绩保持稳健，体育板块持续向好

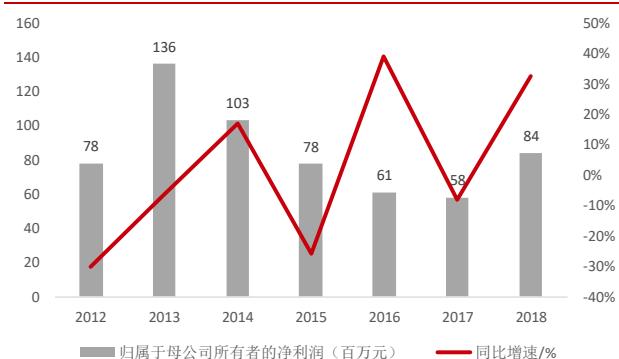
**业绩保持稳定增长。**2018 年，公司实现营业收入 14.50 亿元，较上年同期增长 33%；归属于上市公司股东净利润为 8391 万元，较上年同期增长 44%。

图 1：营业收入规模及增速



资料来源：Wind，川财证券研究所

图 2：归属母公司股东净利润及增速



资料来源：Wind，川财证券研究所

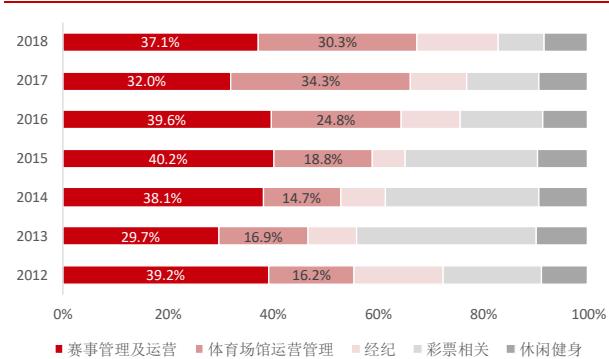
**体育板块增长稳健，赛事运营和场馆营业占比较高。**2018 年，公司体育板块实现营业收入 5.61 亿元，同比增长 27.7%，占总收入的 38.7%。具体结构方面，赛事运营和场馆运营业务是体育板块的主要业务，占比分别为 37.1% 和 30.3%，经纪、彩票、休闲健身等业务占比相对较小。

图 3：体育板块的营业收入及总收入占比



资料来源：Wind，川财证券研究所

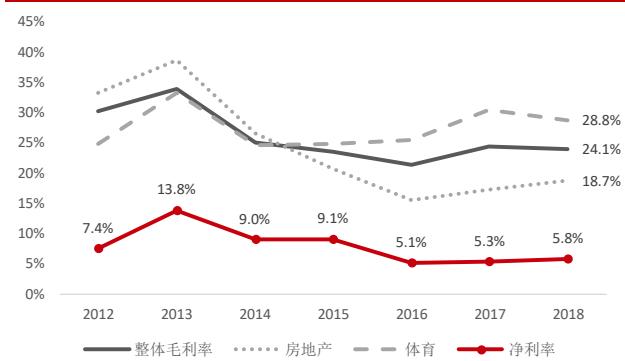
图 4：体育板块的营业收入结构



资料来源：Wind，川财证券研究所

**毛利率、净利率保持稳定，期间费用以管理费用为主。**毛利率方面，公司的毛利率水平相对稳定，近年来保持在 25% 左右，其中体育业务近年来毛利率呈现小幅增长的趋势。期间费用方面，公司主要以管理费用和销售费用为主，其中人工费用均占比最大。净利率方面，因毛利率和期间费用率波动较小，净利率整体保持稳定，处于 5% 左右。

图 5：毛利率和净利率保持相对稳定



资料来源：Wind，川财证券研究所

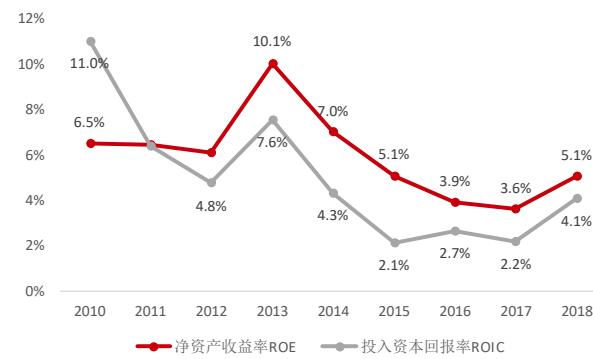
图 6：期间费用以管理费用和销售费用为主



资料来源：Wind，川财证券研究所

**ROE 和 ROIC 有待提升，营收质量保持稳健，经营活动现金流持续改善。**从投资回报数据看，公司的 ROE 数据（净资产收益率）近年来有所下滑，处于 5% 之间，同时 ROIC（投入资本回报率）也呈下滑趋势。从现金流数据看，公司销售商品、提供收到的现金与营业收入的比例数据持续增长，证明公司的营业收入质量较高。同时，近年来公司受益于体育地产项目销售的顺利推进，经营活动现金流净额持续改善，回笼了大量资金。

图 7：投资回报率：ROE 和 ROIC



资料来源：Wind，川财证券研究所

图 8：收入和利润质量表现



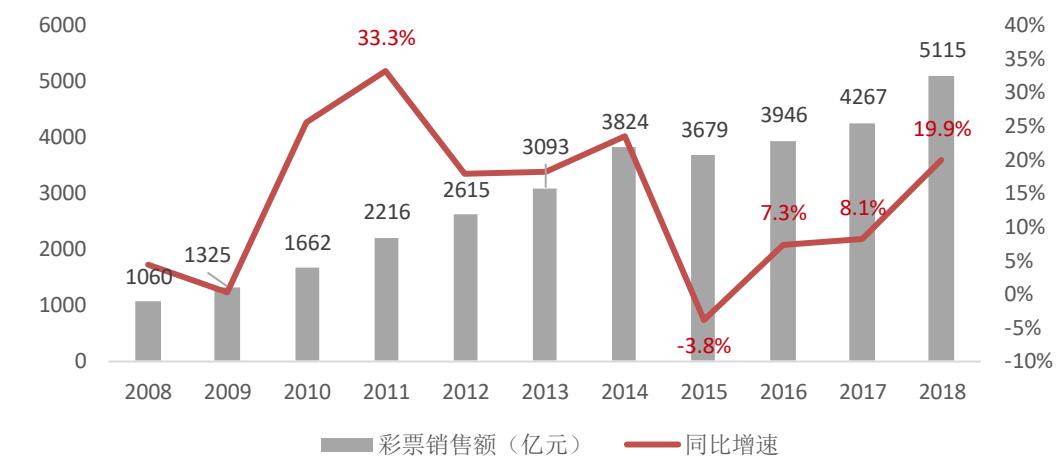
资料来源：Wind，川财证券研究所

## 二、彩票业务：推进重大资产重组，提升彩票业务竞争力

### 2.1 彩票行业持续增长，体育彩票表现突出

2018年，全国共销售彩票5114.72亿元，同比增长19.9%。其中，福利彩票机构销售2245.56亿元，同比增长3.5%；体育彩票机构销售2869.16亿元，同比增长36.8%。总体来看，尽管2015年彩票销售因监管影响出现了负增长，不过全国彩票销售额2008-2018年的年化增速仍达到了17.0%，其中体育彩票在近三年来增速明显高于福利彩票，其占彩票总销量的比重也提升到了56%。

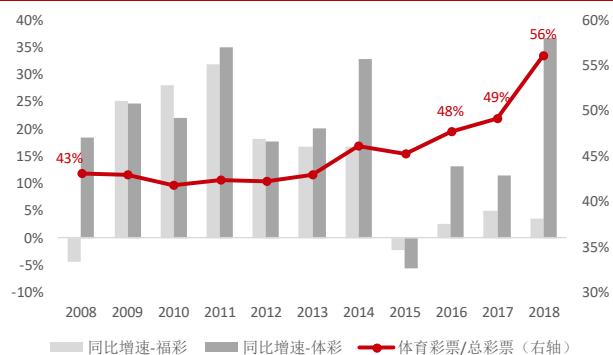
图9：全国彩票销售数据（2008-2018）



资料来源：公司公告，川财证券研究所

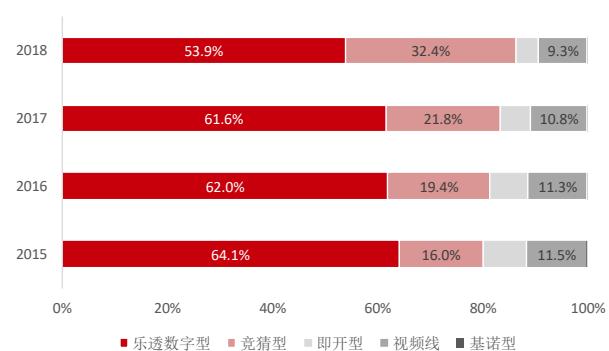
在具体类型方面，乐透数字型是我国最主要的彩票类型，占总销量的50%-65%。竞猜型近年来持续增长，同时受益于世界杯赛的推动，2018年销售同比增长78.2%，占总销量达32.4%；其余即开型、视频型和基诺型目前均占比较低。

图10：体彩增速较高，占比持续提升



资料来源：Wind，川财证券研究所

图11：乐透数字型和竞猜型占比较高



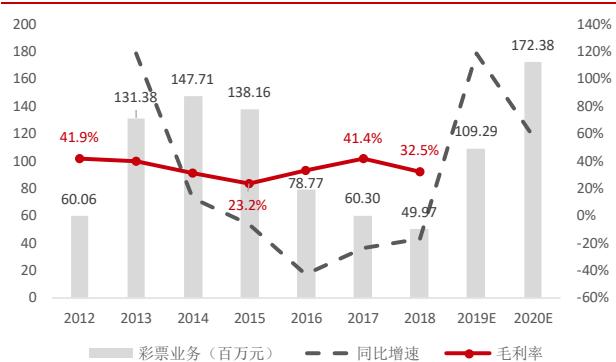
资料来源：Wind，川财证券研究所

## 2.2 现有业务：以彩票终端机的销售和维护为主

公司目前的彩票业务由子公司北京英特达系统技术有限公司负责运营，主要以彩票终端机销售及售后维修维护服务为主，同时涵盖了即开型自助终端业务、周边综合增值业务等多种业务。

因为彩票终端机的使用年限和采购销售存在一定的周期性(5-8年一次更新)，所以公司的彩票业务在经过了2013-2015年业绩高峰后，近年来出现了明显的下滑。2018年，公司彩票业务实现营业收入4997万元，同比减少17.1%，毛利率约为32.5%。不过，未来随着新一轮设备更新与采购周期的到来，公司的彩票业务有望在1-2年内逐渐复苏。

图 12：公司现有彩票业务收入及占比



资料来源：Wind，公司公告，川财证券研究所

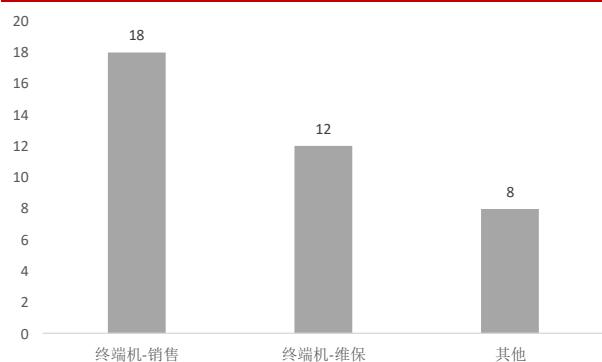
图 13：公司现有彩票业务的主要产品



资料来源：公司官网，川财证券研究所

在彩票终端机方面，公司目前处于领先地位。2018年度，全国传统彩票终端机共计招标18506台，其中英特达公司中标总计2,790台，市场占比17%，位居行业前三。公司终端机的客户主要以各省市体育彩票中心为主，覆盖了上海、四川、宁夏、湖南、江苏、湖北等近20个省市和地区。

图 14：采购和维护业务的情况（2016-2018）



资料来源：公司官网，川财证券研究所

图 15：公司的主要客户情况（2016-2018）



资料来源：公司官网，川财证券研究所

近年来，在稳定传统终端机市场份额的基础上，公司还不断加大对自助终端机业务的研发投入，研发了适应多场景布放的即开彩票辅助终端，制定了以销售为主、自营为辅的业务方针，选取了重点区域市场投放设备进行市场测试，不断提升自身的市场地位。在体育即开彩票辅助终端行业中，英特达公司是业内较早研发辅助终端并开展运营的公司之一，业务处于起步阶段。

### 2.3 重大资产重组：切入产业上游，提升盈利能力

2018年，公司启动并积极推进重大资产重组工作，拟将国家体育总局下属的两家彩票公司、两家认证公司相关股权注入公司，其中涉及彩票业务的分别是中体彩科技和中体彩印务两家公司。

表格 2. 公司资产重组涉及的彩票业务标的

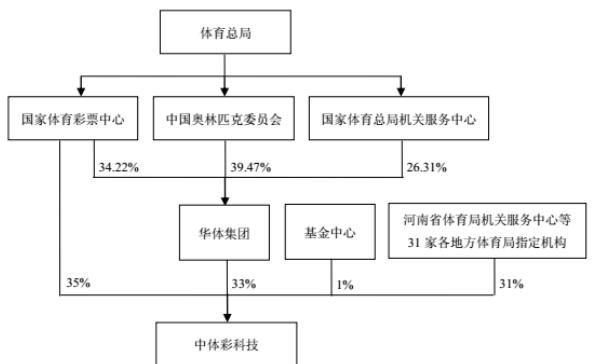
收购标的	标的估值 (万元)	收购比例	交易价格 (万元)	交易支付	主要业务
中体彩科技	129,984.46	51%	66,075.32	股份+现金	主要从事中国体育彩票核心技术系统的研发和运营维护
中体彩印务	84,098.57	30%	25,169.57	现金	1 中国即开型体育彩票运营的综合运营商 2 中国体育彩票电脑热敏票的生产印制

资料来源：公司公告，川财证券研究所

#### 2.3.1 中体彩科技

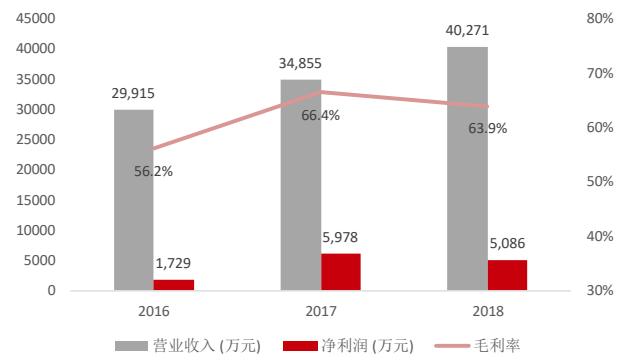
中体彩科技主要从事中国体育彩票核心技术系统的研发和运营维护，为国家公益彩票事业提供技术保障。根据公告显示：中体彩科技的实际控制人是国家体育总局。2016年-2018年期间，中体彩科技分别实现营业收入2.99亿元、3.48亿元、4.08亿元，实现净利润为1729万元、5978万元、5086万元。

图 16：中体彩科技的股权结构



资料来源：公司公告，川财证券研究所

图 17：中体彩科技的营业收入与利润



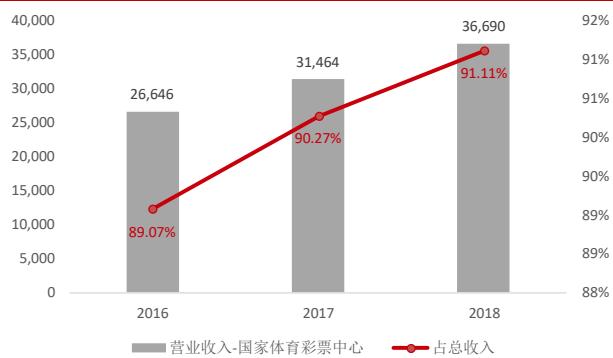
资料来源：公司公告，川财证券研究所

中体彩科技产品和服务覆盖责任彩票、品牌建设、乐透型彩票运营等体育彩票核心业务领域，具备技术规划、行业应用研发、全国大型项目实施、集成测试、运行维护及技术支持等专业能力，研发体育彩票统一发行与销售管理平台、全热线游戏系统、高频游戏系统等核心生产系统，负责国家体育彩票主数据中心和第二数据中心的运维任务。根据服务对象和业务形态，公司的业务可以分为两大部分：

- 1) 国家体育彩票中心：公司提供专业的技术服务，具体包括发行与销售管理平台、乐透游戏系统、高频游戏系统、实体渠道管理系统等服务，
- 2) 各省市体育彩票中心：公司提供终端集成及后续服务与支持、帷胜决策分析系统和帷胜渠道系统等其他体育彩票相关技术服务。

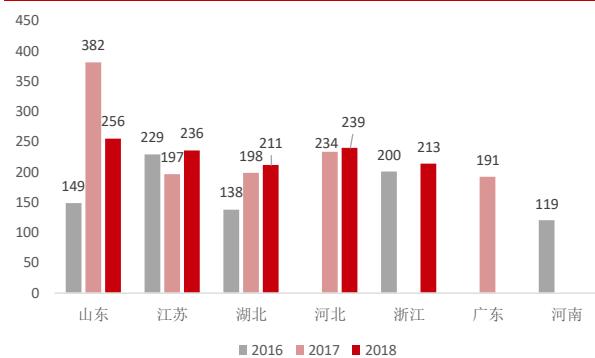
从过去三年的数据可以看到，公司针对国家体育彩票中心提供的体育彩票发行管理技术服务是公司的核心项目，占总收入 90%。

图 18：国家体育彩票中心收入（万元）及占比



资料来源：公司公告，川财证券研究所

图 19：主要省市体育彩票中心收入分布（万元）



资料来源：公司公告，川财证券研究所

**核心竞争力：**公司目前是可以提供体育彩票发行管理平台及乐透型体育彩票产品专用的唯一技术服务商。目前，公司保持着体育彩票发行管理平台及乐透型体育彩票产品的技术服务连续性，是可以提供体育彩票发行管理平台及乐透型体育彩票产品专用的唯一技术服务商。在国内，目前能提供体育彩票日常发行服务技术服务，并进行体彩数据集成与乐透数据分析、开展乐透及高频游戏研发和建设的，只有中体彩科技符合《政府采购法》单一来源采购的要求。国家体育彩票中心现每三年向财政部申请采购。在可预期的未来，中体彩科技为国家体育彩票中心提供的专业技术服务不会面临明显的市场竞争。同时，公司基于与国家体育彩票中心合作而为各省市体育彩票中心提供的终端集成及后续服务与其他支持服务在可预期的未来也不会面临明显的市场竞争。

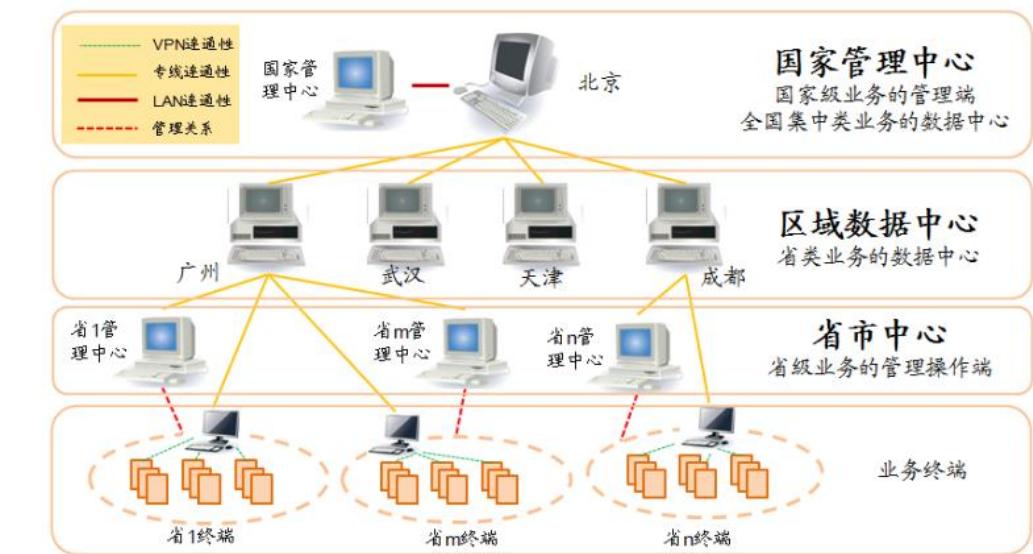
表格 3. 中体彩科技主要业务竞争情况

客户	业务	采购合作模式	收入确认方式	主要竞争对手
国家体育彩票中心	体育彩票发行管理技术 服务	单一来源	验收确认 (集中在 9-11 月)	-
各省市区体育彩票中心	终端集成及后续服务与支持 惟胜决策分析系统和惟胜渠道系统等其他体育彩票相关技术服务	单一来源 公开招标、公开招标转单一来源及单一来源等	预收款模式 (按期摊销)	-
			预收款模式 (按期摊销)	北京微卓科技 (LBOSS 彩票运营支撑系统)

资料来源：公司公告，川财证券研究所

长期看，考虑到在体育彩票业务运行过程中产生的大量交易、资金和彩民敏感信息，涉及国家金融安全和社会安定，以及出票的速度和准确性对竞彩赔率的实时影响，我国体育彩票的销售交易系统和数据系统未来将朝着更安全、更高速、更精准的方向发展。中体彩科技所拥有的体育彩票技术系统规划、软件研发、系统运维等体育彩票核心技术领域运营经验及专业团队，奠定了其在全国体育彩票技术服务行业的领先地位，有望随着我国体育彩票的销售规模的快速增长而持续收益。

图 20：体育彩票数据系统结构升级

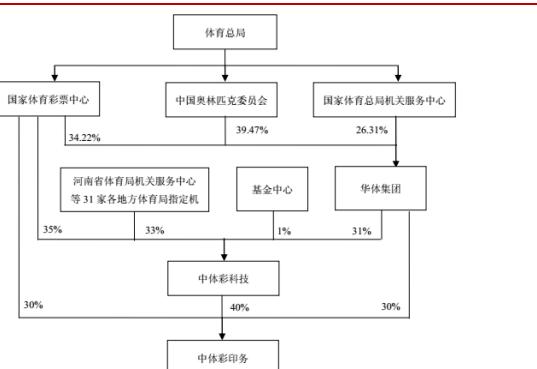


资料来源：公司官网，川财证券研究所

### 2.3.2 中体彩印务

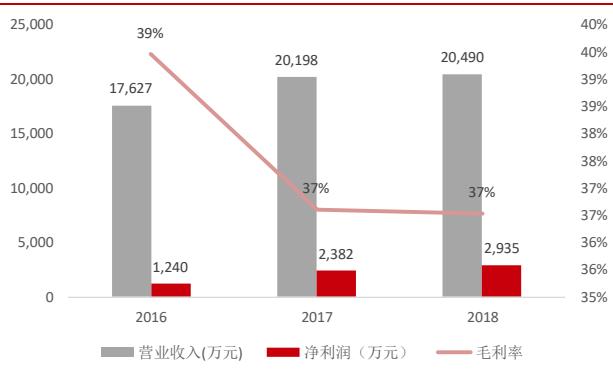
中体彩印务为中国体育彩票产品和服务的供应商，主要涉及电脑热敏票业务和即开型体育彩票业务。根据公告显示：中体彩印务的实际控制人是国家体育总局。2016年-2018年期间，中体彩印务分别实现营业收入分别为1.76亿元、2.02亿元、2.05亿元，净利润分别为1240万元、2382万元、2935万元。彩票印刷是公司目前的主要业务收入，占比约75%-80%。

图 21：中体彩印务的股权结构



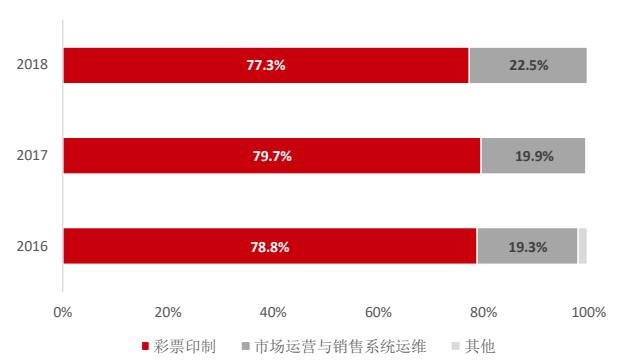
资料来源：公司公告，川财证券研究所

图 22：中体彩印务的营业收入与利润



资料来源：公司公告，川财证券研究所

图 23：中体彩印务的收入结构



资料来源：公司公告，川财证券研究所

图 24：中体彩印务的印刷销售数据



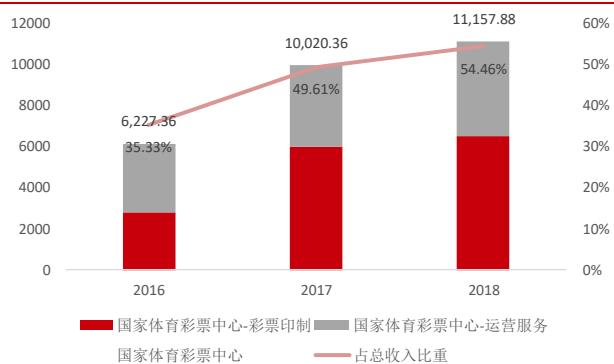
资料来源：公司公告，川财证券研究所

公司的业务根据项目和客户主要可分为两大类：

- 1) 电脑热敏票业务：为热敏票的生产印制，主要服务于各省市体育彩票中心；
  - 2) 即开型体育彩票业务：中国即开型体育彩票运营的综合运营商，主要服务于国家体育总局体育彩票管理中心：
- 2.1) 即开型体育彩票的印制、即开型彩票游戏的研发；
  - 2.2) 即开型彩票市场运营咨询服务、销售系统的运营维护。

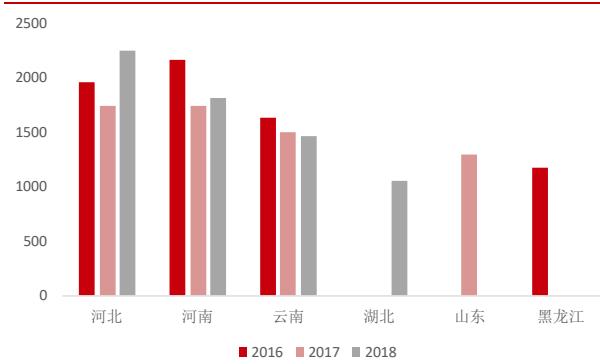
本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

图 25：国家体育彩票中心收入（万元）及占比



资料来源：公司公告，川财证券研究所

图 26：主要省市体育彩票中心收入分布（万元）



资料来源：公司公告，川财证券研究所

目前，中体彩印务的三项主要业务存在不同的竞争格局，其中即开型体育彩票有较高的技术门槛，目前由中体彩印务与中科彩主导市场，属于非充分竞争行业；即开型体育彩票市场运营与销售系统运营维护为国家体育彩票中心通过单一来源方式向中体彩印务进行采购；电脑热敏票由于技术壁垒较低，各省市体育彩票中心自行公开进行招投标采购，行业竞争日趋激烈。

表格 4. 中体彩印务主要业务情况

客户	业务	采购合作模式	收入确认方式	主要竞争对手
国家体育彩票 中心	即开型体育彩票产品的 研发与印制	招投标	验收确认 (下半年为主)	中科彩
	即开型体育彩票市场运 营与销售系统运营维护	单一来源采购	验收确认 (下半年为主)	-
各省市体育彩 票中心	电脑热敏票印制	公开招标	基于客户确认的货 物签收单	鸿博股份、东港股份、北京印 刷集团、北京伊诺尔印务等

资料来源：公司公告，川财证券研究所

长期看，中体彩印务将凭借自身在行业的先发优势和专业化优势，在即开型体育彩票市场（研发、印刷、市场运营、系统运营等方面）保持优势地位，实现稳定发展。在即开型体育彩票的研发与印制方面，即开型彩票作为体育彩票的基础彩种，有望受益于其拓展购彩新群体和实体网点的基础性和先导性作用，而产生更多的销售和印刷需求。中体彩印务目前与国家体育彩票中心签订期限为3年的框架合同，并有望维持合作。在即开型体育彩票市场运营与销售系统运营维护领域，公司具备多年即开票领域运营经验及系统管理经验，系统运维能力强，市场运营能力强，具备产品游戏规划和管理能力、数据生成与检验能力、市场营销策划及组织能力、渠道拓展及建设能力、品牌管理能力及系统研发与运维能力，具有稳定可靠的专业化团队。

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

### 2.3.2 切入产业上游，增厚公司业绩

从产业链角度看，本次标的资产中体彩科技公司与中体彩印务公司的主营业务属于体育彩票服务的上游和中游板块。本次交易完成后，公司将扩大自身在彩票行业和体育产业的布局，提升上市公司在彩票行业的综合服务能力及自身体育板块的竞争力，实现主营业务协同发展。

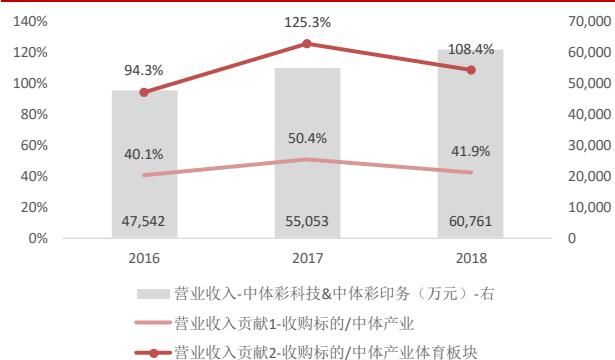
图 27：通过收购切入彩票产业链上游



资料来源：公司公告，川财证券研究所

从业绩增长角度看，本次收购有助于上市公司进一步拓展发展空间，提升上市公司未来的盈利能力和可持续发展能力，若顺利完成收购，上市公司的营业收入有望增长约 40%-50%，其中体育板块的营业收入有望增长约 100%，同时公司的净利润有望增长约 100%。

图 28：收购的营业收入贡献



资料来源：公司公告，川财证券研究所

图 29：收购的利润贡献



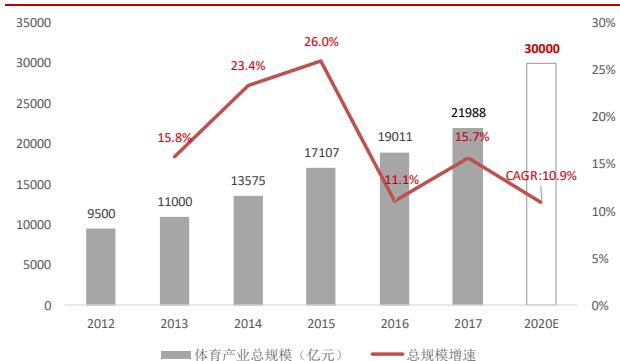
资料来源：公司公告，川财证券研究所

### 三、体育服务：行业进入加速期，资源禀赋优势显著

#### 3.1 体育服务业进入加速期：行业稳定增长叠加产业结构改善

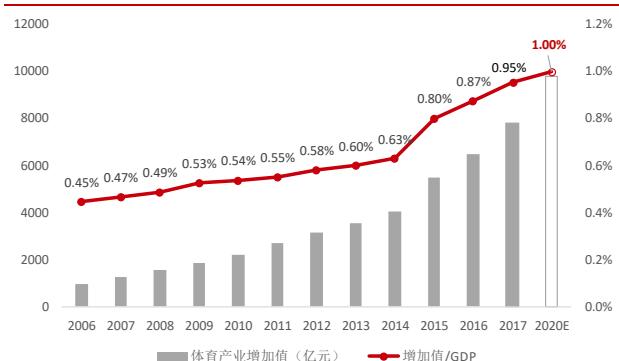
自 2014 年 46 号文出台以来，我国体育产业近几年一直保持着快速增长。根据国家体育总局的统计显示：2017 年，我国体育产业总规模（总产出）为 21987 亿元，同比增长 15.66%；增加值为 7811 亿元，同比增长 20.64%，占同期国内生产总值的比重为 0.96%。从名义增速看，体育产业增加值高于同期 GDP 增速约 10.75 个百分点，明显快于同期经济增长速度。长期来看，若保持现有的稳定增长，我国体育产业预计将顺利完成 2020 年总规模 3 万亿和增加值占 GDP 1% 的目标。

图 30：我国体育产业总规模



资料来源：国家体育总局，国家统计局，川财证券研究所

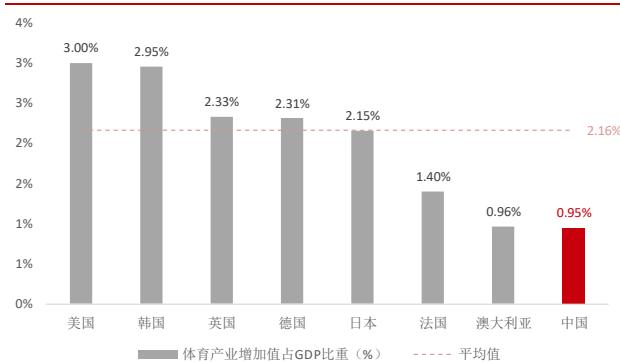
图 31：我国体育产业增加值与 GDP 占比



资料来源：国家体育总局，国家统计局，川财证券研究所

不过与发达国家相比，我国体育产业还存在着明显的差距。在产业总量方面：美国、英国、法国、德国、日本和韩国的体育产业占 GDP 比重均在 1%-3% 而我国目前还小于 1%，与发达国家的平均水平有明显差距。

图 32：体育产业增加值占 GDP 比重



资料来源：国家体育总局体育经济司，川财证券研究所

图 33：体育服务业占体育产业比重



资料来源：国家体育总局体育经济司，川财证券研究所

在体育服务业占比方面：发达国家的体育服务业占体育产业的比重均超过了60%，我国体育服务业的占比虽然已经在2017年达到了57%，但仍与发达国家的平均水平有着较大差距。同时，若考虑到我国体育服务业中体育用品的销售、贸易代理与出租项目的占比超过50%，则实际的体育服务业占比差距可能更加明显。

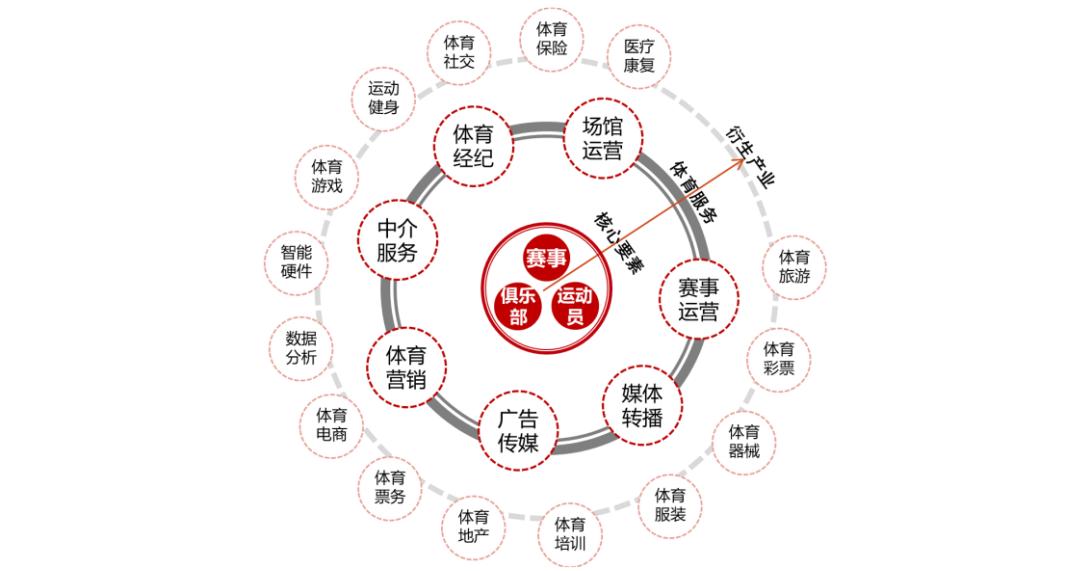
总的来看，与发达国家的发展情况相比，我国体育产业有着巨大的发展空间和潜力。随着体育发展环境的不断优化、市场消费水平的稳定提升以及体育产业政策体系的持续完善，我国体育产业有望在近年来实现快速发展。而其中体育服务业作为体育产业的核心业务，有望受益于我国体育产业的快速增长和体育产业结构的逐渐改善，在近年来实现高速发展。

### 3.2 体育IP资源丰富，多渠道推动商业变现

#### 3.2.1 依托股东背景，体育资源丰富

在体育产业中，IP是产业的核心要素，一般包括了协会组织、赛事、俱乐部和运动员等主题。鉴于IP在体育产业中的核心地位以及其具有的高稀缺性和低投资性的特点，与顶级的体育IP进行合作成为了体育产业公司业务的重要开展方向，其中赛事运营、媒体转播、商业赞助等相关商业权益是体育服务公司竞争的重要资源。

图34：体育产业围绕着IP展开



资料来源：国家体育总局，川财证券研究所

依托于股东的资源支持和自身多年来运营经验，公司与国际奥委会、北京市冬奥组委、中国奥委会、国家体育总局训练局、国家体育总局各运动项目管理中心以及单项体育协会等体育组织和机构保持着长期的密切合作关系。公司成功运营了多届北京国际马拉松、环中国国际公路自行车赛等知名赛事，帮助中国游泳队、中国跳水队、花样游泳队、短道速滑队等多支国家运动队和宁泽涛、张继科、武大靖、刘国梁、叶诗文等诸多优秀运动员签署了代言合作。

**表格 5. 公司合作的部分赛事和协会**

类别	资源项目	权益与业务内容	周期
赛事	北京国际马拉松	独家赛事运营与市场开发权	2010-至今
	广州马拉松	独家赛事运营与市场开发权	2018-2021
	武汉马拉松	独家赛事运营与市场开发权	
	北京半程马拉松	独家赛事运营与市场开发权	2019-2022
	海口国际沙滩马拉松	独家商务推广机构	2013-至今
	环中国国际公路自行车赛	独家赛事运营与市场开发权	2010-至今
	城市俱乐部国际帆船赛	商务开发代理权	2018-2023
协会组织	国家体育总局	赛事运营与商业开发	-
	国家体育总局游泳运动管理中心	商业开发	-
	中国自行车运动协会	赛事运营与商业开发	-
	中国排球协会	战略合作	-
	山西省体育局	战略合作	-
	陕西省体育局	战略合作	-
	青岛市体育局	战略合作	-
运动会 组委会	北京 2022 年冬奥会和冬残奥会组委会	市场开发咨询商	2016
	北京 2022 年冬奥会和冬残奥会组委会	特许经营计划特许零售商	-
	2019 年第七届世界军人运动会	市场开发	-
	2020 年亚洲沙滩运动会	市场开发	-
	2020 年世界中学生运动会	市场开发	-
	2021 年第十四届全运会	市场开发	-
	2021 年成都大运会	市场开发	-
	2022 年杭州亚运会	市场开发	-

资料来源：公司公告，公司官网，川财证券研究所

未来，公司不仅将持续引进具有世界影响力的国际强 IP，同时还将建立平台型公司的思维模式，发挥公司在行业地位、资源汇聚和品牌影响力等方面的优势，塑造自主 IP，形成产业集群。

### 3.2.2 多业务布局助力 IP 商业化发展

体育服务公司是体育 IP 的放大器，其通过提供包括赛事运营、赛事运营、体育营销、媒体转播、旅游款待等全方位的服务形式，将体育 IP 持续输出的高质量内容与市场的商业（B 端）和消费（C 端）连接起来，实现体育 IP 商业价值的全方位开发。目前，中体产业围绕着自身的优质体育资源，已经建立了多元化的业务结构，能够通过多种渠道实现体育 IP 的商业化。

#### 1) 赛事运营

公司旗下的中奥体育产业有限公司是国内专业体育赛事投资管理及运营公司。经过多年的积累，公司已拥有了丰富的赛事资源，凝聚了大批相关领域的精英，与国内外众多知名企业长期保持着良好的业务合作，同国家体育总局各运动项目管理中心和单项体育协会建立了战略合作伙伴关系。

目前公司管理运营着北京马拉松、武汉马拉松、广州马拉松、环中国国际公路自行车赛等多项具有核心竞争力的品牌赛事，赛事 IP 价值显著：

- 1) 北京马拉松是经国际田联(IAAF)认证、国际马拉松及公路跑协会(AIMS)备案的国际田联金标赛事。该项赛事已成为中国田径协会市场化程度最高、规模最大、最具代表性、具有国际影响力的国内顶级单项赛事；2018 年项目主要合同总金额为 25746 万元，公司实现营业收入同比增加 1,279 万元。
- 2) 广州马拉松是经国家体育总局、广东省政府和广州市政府批准，由国际田联和中国田径协会赛事日历备案的中国高水平马拉松赛。赛事于 2012 年创办，并通过多年努力，于 2018 年被评为国际田联金标赛事；2018 年项目主要合同总金额为 5600 万元，公司实现营业收入 3,677 万元。
- 3) 环中国国际公路自行车赛是国际自盟 2.1 级职业赛事品牌，是目前国内规模最大、水平最高的国际公路自行车赛事；2018 年项目主要合同总金额为 1659 万元。

图 35：北京国际马拉松



资料来源：公司官网，川财证券研究所

图 36：环中国国际公路自行车赛



资料来源：公司官网，川财证券研究所

除去现有赛事资源，目前公司还重点在帆船、航空、智能体育、全民健身等领域，拓展以国家体育总局及各单项运动协会为核心的“头部资源”，积极寻求合作，共同推广优质IP，创造联合市场开发的创新模式。

## 2) 体育营销与体育经纪

公司旗下的中体经纪管理机构是国内专注于提供一站式整合体育营销解决方案的专业服务机构。公司主营业务涵盖运动员经纪、体育营销咨询、奥委会合作咨询、赛事及体育公关活动运营推广、体育门票及商务旅游、城市体育营销、体育广告及媒介合作服务、体育创新产业开发及营销增值服务等，业务类型涉及到咨询、策划、执行、评估等体育产业全链条，致力于成为中国体育产业从资源方到客户方的全产业链体育营销服务旗舰品牌。

在体育营销方面：公司为国内外知名品牌、政府及组织等各类客户提供体育营销系统解决方案，包括：体育营销战略规划、执行规划、资源购置与管理、整合传播、评估分析以及专业广告服务等。同时，公司成为了北京2022年冬奥会和冬残奥会特许经营计划特许零售商，负责包括2019年“第七届世界军人运动会”、2022年杭州亚运会在内的多项综合运动会的市场开发工作。

图 37：体育营销案例



资料来源：公司官网，川财证券研究所

图 38：代理的运动员和团队



资料来源：公司官网，川财证券研究所

在运动员经纪方面：公司拥有最丰富的体育明星资源库，全面覆盖现役以及退役国家运动员/队资源，先后为刘翔、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、羽毛球等国家队提供经纪服务。

图 39：体育经纪业务



资料来源：公司公告，川财证券研究所

在客户资源方面：作为中国体育营销领域的开拓者之一，十多年来，公司先后为可口可乐、宝洁、麦当劳、安利、宝马、伊利、青岛啤酒、中粮集团、嘉康利、浦发银行、361°、蓝月亮、自然堂等上百个国内外知名品牌提供服务，积累了丰富的客户资源。

图 40：公司服务的部分客户

### 服务客户



资料来源：公司官网，川财证券研究所

### 3) 体育旅游

除去传统的体育服务业务，近年来公司以国内外综合性及专业性赛事平台为依托，以大众体育消费潮流为导向，深耕体育旅游市场，开展包括出境、商务接待、赛事观摩及周边旅游为一体的综合服务。至今，公司已多次得到夏季、冬季奥运会、亚运会等国内外大型赛事官方机构授权，开展门票销售及旅游接待服务，在体育旅游与商务接待方面积累了丰富经验。未来，公司将围绕国内外马拉松、自行车等户外项目，体育休闲产业基地合作、国内外体育组织商务合作等诸多资源，推出更多精彩体育旅游主题项目，积极打造体育旅游生态圈。

图 41：体育旅游项目



资料来源：公司官网，川财证券研究所

#### 4) 国际体育交流合作与服务贸易

作为国家体育总局控股的公司，中体产业还通过下属的中国体育国际经济技术合作有限公司来负责我国的国际体育交流合作与服务贸易事业。该公司致力于提供体育技术服务（“三结合”运动员培训、研修培训、庆典活动表演和赛事组织等）、体育产品贸易服务（体育器材、专业设备等）和体育场馆设施服务（咨询、设计、施工等），覆盖亚洲、非洲、大洋洲、中美洲和南美洲等 50 多个发展中国家。

近年来，公司重点配合国家“一带一路”重大外交战略，开展体育培训、活动组织、成套项目体育设备和技术输出等体育服务贸易业务，在 2018 年承担了中国首届进口博览会体育服务贸易板块的招展工作。2018 年，体育援外项目收入 9265 万元，毛利率 30%。

图 42：体育技术合作项目



资料来源：公司官网，川财证券研究所

图 43：体育场馆设施服务



资料来源：公司官网，川财证券研究所

## 四、体育空间：以内容与运营为核心竞争力

在体育空间领域，公司以内容和运营为核心竞争力，不仅覆盖了体育场馆业务、体育地产业务，还不断开拓体育综合体、体育小镇等新型空间形态，从而推动公司整体业务的转型升级。

### 1) 体育场馆业务

公司下属的中体竞赛管理有限公司是国内跨区域运营管理大型体育场馆的专业机构之一，其体育场馆业务横跨体育场馆整个生命周期，具体包括大型体育场馆设施的项目咨询、体育场馆设计及功能定位、投融资方案、建设管理、以及场馆的后期运营管理和赛事资源导入等业务，实现了体育场馆生态产业链的一体化打造。公司体育场馆运营收入主要分为场馆日常开放、文艺汇演、体育赛事、培训业务、健身业务、停车场服务及其他收入。

目前，公司在全国范围内管理着合肥、九江、佛山、包头、青海、福州、天津、成都、安徽、宁波等多个场馆公司，合计运营面积达 40 万平方米，全年主办赛事及活动近 430 场次，直接服务人群每年超过 300 万人次。未来，公司将进一步建立和完善标准化、规范化的运营服务体系，推进中体场馆品牌化建设，整合赛事、文娱、演出、培训、会展、健身等优质资源，实现体育场馆经济效益和社会效益的共同发展。

**表格 6. 公司现有部分场馆资源统计**

场馆名称	所有权人	业务模式	合同期限
佛山岭南明珠体育馆	佛山市政府	委托运营	2007. 01. 01-2036. 12. 31
马尾体育馆	马尾区政府	委托运营	2015. 11. 01-2030. 12. 31
中体青海体育中心	西宁城市投资管理有限公司	委托运营	2014. 08. 01-2020. 07. 31
紫南文体艺术中心	佛山市禅城区南庄镇紫南集团有限公司	委托运营	2017. 05. 01-2027. 04. 30
包头市中体盛奥场馆管理有限公司	包头市国际会展有限责任公司	委托运营	2017. 03. 10-2027. 03. 09
武清体育中心	天津市武清区国有资产经营投资公司	委托运营	2017. 05. 01-2036. 04. 30
合肥体育中心	合肥政务文化新区投资有限公司	委托运营	2011. 01. 01-2019. 12. 31
九江市体育中心	九江市人民政府	委托运营	2012. 07. 01-2022. 06. 30

资料来源：公司公告，川财证券研究所

## 2) 体育综合体、体育小镇等新型空间形态

近年来，公司深入调研体育综合体、体育小镇、体育公园等业态，体育空间的资源整合、定位规划、内容导入、产品组合以及运营体系初步形成，为体育空间领域“中体品牌化”经营、可复制可推广的商业模式的建立奠定了坚实基础。

体育综合体方面：公司的中体运动城项目以“让体育运动为人们的幸福生活服务”为品牌核心价值，建设内容为包括全民健身中心、商业配套设施、酒店公寓、运动公园、停车位等。其中宁波中体 SPORTS 城综合体即将于 2019 年交付，依托“国家级全民健身中心”及“青少年校外体育活动中心”成为所在地区的健康生活倡导者和品质生活的服务平台。另外，亳州中体 SPORTS 城已开始前期工作。

体育小镇方面：国家体育总局首批试点的运动休闲小镇——江苏枣林湾运动休闲小镇(铜山体育小镇)已经于 2018 年正式开工。小镇规划面积 5 平方公里，预计投资约 24 个亿，包括体育产业学院、国家竞训中心、青少年户外运动基地、体育文创产业园、体育用品认证与研发中心等项目，计划培育山地、水上汽摩、航模等特色运动。

图 44：宁波中体 SPORTS 城鸟瞰图



资料来源：公司官网，川财证券研究所

图 45：枣林湾运动休闲小镇（铜山体育小镇）



资料来源：公司官网，川财证券研究所

长期看，围绕着体育空间的开发，公司将以内容和运营为核心，搭建平台模式，通过前期策划、定位、规划以及后期体育产业导入，带动公共场馆、体育小镇、体育综合体、体育公园、体育产业园区等发展业态，促进公司整体业务的转型升级。通过资源整合、定位规划、产品研发、内容提供与导入以及系统化运营体系搭建，融合中体产业赛事活动、体育培训、健身康复、智能体育、研学教育等各业务单元、实现“体育消费+优质 IP”与体育空间的最佳融合。

## 五、盈利预测

我们对公司 2018-2020 年盈利预测做如下假设：

- 1) 房地产业务：公司房地产业务顺利推动，且销售价格保持基本稳定。具体项目中，沈阳项目于 2020 年-2021 年完成，大连项在 2021 年完成，上海项目 2022 年完成，无锡住宅项目 2021 年底完成结束，体育小镇项目顺利推进。
- 2) 体育板块：公司体育板块下赛事管理及运营业务在现有赛事的稳定增长和新招标项目的推动下保持较高速增长；体育场馆运营业务受益于公司管理场馆数量的持续扩张和演出活动频次的稳定提升，保持稳定增长；彩票业务随着体育彩票终端的使用周期变化，呈现周期性的变化；体育经纪业务受体育赛事大小年的影响，存在波动；健身休闲业务随着公司的精细化管理，亏损逐渐减小。
- 3) 工程设计与施工：在我国一带一路战略的推动下，工程设计与施工中包括的体育援外项目和体育设施的设计和施工项目保持稳定增长。
- 4) 资产重组：公司正在推动收购两家体育彩票行业公司和两家认证公司，预计 2019 年有望并表，暂时不考虑在实际的盈利预测中。

表格 7. 中体产业盈利预测假设（单位：百万元）

业务	项目	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
房地产	营业收入	584.72	535.1	751.09	826.20	908.82	999.70
	YoY	208.8%	-8.5%	40.4%	10.0%	10.0%	10.0%
	毛利率	15.5%	17.2%	18.7%	18.0%	18.0%	18.0%
体育板块	营业收入	504.27	439.24	560.75	663.86	842.32	978.90
	YoY	-7.7%	-12.9%	27.7%	18.4%	26.9%	16.2%
	毛利率	25.4%	30.4%	28.8%	30.7%	32.0%	34.8%
工程设计与施工	营业收入	86.8	102.14	119.61	137.55	151.31	163.41
	YoY	-14.2%	17.7%	17.1%	15.0%	10.0%	8.0%
	毛利率	34.0%	29.8%	28.5%	30.0%	30.0%	30.0%
重大资产重组	营业收入				678.78	715.23	744.08
	YoY					5.4%	4.0%
	毛利率				56.1%	56.5%	56.4%

资料来源：Wind，公司公告，川财证券研究所

**投资建议：**首次覆盖给予“增持”评级，建议持续关注重大资产重组事项进展。暂不考虑公司正在推动的重大资产重组，预计公司2019-2021年营业收入为16.41、19.15、21.55亿元，归属于母公司股东的净利润分别为1.06、1.46、1.96亿元，EPS为0.13、0.17、0.23元/股，对应PE为74、54、40倍。我们看好公司彩票业务在资产重组后的竞争力和自身丰富的上游体育IP资源，首次覆盖予以“增持”评级，建议持续关注重大资产重组事项的进展。

**表格 8. 可比上市公司盈利预测及估值表（以2019年8月9日收盘数据测算）**

公司名称	总市值 (亿元)	收盘价	EPS				PE			
			2018A	2019E	2020E	2021E	2018A	2019E	2020E	2021E
中体产业	78.13	9.26	0.10	0.13	0.17	0.23	93.16	73.62	53.54	39.84
当代明诚*	40.78	8.37	0.37	0.44	0.78	0.83	22.62	19.24	10.73	10.04
力盛赛车*	22.57	17.87	0.30	0.44	0.58	0.72	59.57	40.61	30.81	24.82
鸿博股份	32.98	6.60	0.01	0.10	0.34	0.60	640.78	67.35	19.52	11.03
天音控股	53.84	5.19	-0.22	0.21	0.26	0.37	-23.59	24.64	19.79	13.86
探路者	31.64	3.55	-0.20	0.14	0.17	0.21	-17.35	26.14	20.50	16.55
金陵体育	45.09	35.02	0.47	0.60	0.72	0.88	74.51	58.37	48.64	39.80
平均值(不含中体产业)							126.09	39.39	25.00	19.35

资料来源：Wind，川财证券研究所 \*川财证券覆盖标的，其余为wind一致预期

## 风险提示

1. 重大资产重组项目推进不及预期
2. 体育产业政策出现风险
3. 公司现有业务开展不达预期
4. 经营业务发生重大变化
5. 地产行业持续低迷

## 盈利预测

资产负债表				利润表					
会计年度	2018	2019E	2020E	2021E	会计年度	2018	2019E	2020E	2021E
<b>流动资产</b>	3520	4198	4580	5043	营业收入	1450	1641	1915	2155
现金	835	1322	1588	2246	营业成本	1101	1239	1430	1578
应收账款	162	148	144	129	营业税金及附加	29	30	31	32
其他应收款	4	4	5	5	营业费用	57	62	69	73
预付账款	29	49	57	65	管理费用	145	161	182	198
存货	2069	2231	2288	2052	财务费用	-4	-2	-6	-11
其他流动资产	420	444	498	546	资产减值损失	42	41	39	35
<b>非流动资产</b>	737	317	311	305	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	132	130	130	130	投资净收益	55	60	65	69
固定资产	78	78	79	79	其他	1	1	1	1
无形资产	14	12	11	10	<b>营业利润</b>	138	172	237	319
其他非流动资产	513	96	91	86	营业外收入	1	3	3	3
<b>资产总计</b>	4256	4515	4891	5348	营业外支出	1	1	1	1
<b>流动负债</b>	2202	2349	2565	2807	<b>利润总额</b>	138	174	239	321
短期借款	30	30	30	30	所得税	46	57	79	106
应付账款	725	682	715	789	<b>净利润</b>	91	117	160	215
其他流动负债	1447	1637	1820	1987	少数股东损益	8	10	14	19
<b>非流动负债</b>	78	73	73	73	归属母公司净利润	84	106	146	196
长期借款	73	73	73	73	EPS (元)	0.10	0.13	0.17	0.23
其他非流动负债	5	0	0	0					
<b>负债合计</b>	2280	2422	2638	2880					
少数股东权益	281	291	306	325					
股本	844	844	844	844					
资本公积	24	24	24	24					
留存收益	813	919	1065	1261					
其他	15	15	15	15					
<b>股东权益合计</b>	1976	2093	2253	2468					
<b>负债和股东权益</b>	4256	4515	4891	5348					
现金流量表				主要财务比率					
会计年度	2018	2019E	2020E	2021E	会计年度	2018	2019E	2020E	2021E
<b>经营活动现金流</b>	433	415	195	579	<b>成长能力</b>				
净利润	91	117	160	215	营业收入	32.7%	13.2%	16.8%	12.5%
折旧摊销	-119	6	6	6	营业利润	78.4%	24.9%	37.9%	34.7%
财务费用	-4	-2	-6	-11	归属于母公司净利润	44.4%	26.4%	37.5%	34.4%
投资损失	-55	-60	-65	-69	<b>获利能力</b>				
营运资金变动	631	-92	60	403	毛利率(%)	24.1%	24.5%	25.3%	26.8%
其他经营现金流	-112	447	39	35	净利率(%)	5.8%	6.5%	7.6%	9.1%
<b>投资活动现金流</b>	29	62	64	69	ROE(%)	15.5%	5.0%	6.1%	7.8%
资本支出	139	-0	-0	-0	ROIC(%)	4.1%	5.2%	6.7%	8.3%
长期投资	-52	4	0	0	<b>偿债能力</b>				
其他投资现金流	-59	58	65	69	资产负债率(%)	53.6%	53.6%	53.9%	53.8%
<b>筹资活动现金流</b>	-225	11	6	11	净负债比率(%)	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
债权融资	-175	8	0	0	流动比率	159.8%	178.7%	178.6%	179.7%
股权融资	0	0	0	0	速动比率	64.5%	80.8%	85.2%	101.5%
其他筹资现金流	-50	2	6	11	<b>营运能力</b>				
汇率变动影响	0	0	0	0	总资产周转率	0.36	0.37	0.41	0.42
<b>现金净增加额</b>	237	487	265	659	应收账款周转率	11.48	10.53	13.02	15.63
					存货周转率	0.50	0.56	0.61	0.69
					<b>每股指标(元)</b>				
					每股收益(最新摊薄)	0.10	0.13	0.17	0.23
					每股经营现金流(最新摊薄)	0.51	0.49	0.23	0.69
					每股净资产(最新摊薄)	2.01	2.14	2.31	2.54
					<b>估值比率</b>				
					P/E	93.16	73.62	53.54	39.84
					P/B	4.60	4.33	4.01	3.64
					EV/EBITDA	603.0	49.38	36.55	27.55

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

## 分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉尽责的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

## 行业公司评级

**证券投资评级：**以研究员预测的报告发布之日起 6 个月内证券的绝对收益为分类标准。30%以上为买入评级；15%-30%为增持评级；-15%-15%为中性评级；-15%以下为减持评级。

**行业投资评级：**以研究员预测的报告发布之日起 6 个月内行业相对市场基准指数的收益为分类标准。30%以上为买入评级；15%-30%为增持评级；-15%-15%为中性评级；-15%以下为减持评级。

## 重要声明

本报告由川财证券有限责任公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告仅供川财证券有限责任公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户，与本公司无直接业务协议关系的阅读者不是本公司客户，本公司不承担适当性职责。本报告在未经本公司公开披露或者同意披露前，系本公司机密材料，如非本公司客户接收到本报告，请及时退回并删除，并予以保密。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断，该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。对于本公司其他专业人士（包括但不限于销售人员、交易人员）根据不同假设、研究方法、即时动态信息及市场表现，发表的与本报告不一致的分析评论或交易观点，本公司没有义务向本报告所有接收者进行更新。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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供投资者参考之用，并非作为购买或出售证券或其他投资标的的邀请或保证。该等观点、建议并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。根据本公司《产品或服务风险等级评估管理办法》，上市公司价值相关研究报告风险等级为中低风险，宏观政策分析报告、行业研究分析报告、其他报告风险等级为低风险。本公司特此提示，投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素，必要时应就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。本公司以往相关研究报告预测与分析的准确，也不预示与担保本报告及本公司今后相关研究报告的表现。对依据或者使用本报告及本公司其他相关研究报告所造成的一切后果，本公司及作者不承担任何法律责任。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。投资者应当充分考虑到本公司及作者可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。在法律许可的情况下，本公司及其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头寸并进行交易，也可能为之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。本公司的投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

对于本报告可能附带的其它网站地址或超级链接，本公司不对其内容负责，链接内容不构成本报告的任何部分，仅为方便客户查阅所用，浏览这些网站可能产生的费用和风险由使用者自行承担。

本公司关于本报告的提示（包括但不限于本公司工作人员通过电话、短信、邮件、微信、微博、博客、QQ、视频网站、百度官方贴吧、论坛、BBS）仅为研究观点的简要沟通，投资者对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。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“川财证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。如未经川财证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本提示在任何情况下均不能取代您的投资判断，不会降低相关产品或服务的固有风险，既不构成本公司及相关从业人员对您投资本金不受损失的任何保证，也不构成本公司及相关从业人员对您投资收益的任何保证，与金融产品或服务相关的投资风险、履约责任以及费用等将由您自行承担。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：0000000000857

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明 C0004