

自行车上的大健康

——信隆健康（002105）深度报告

2016 年 09 月 1 日

强烈推荐/首次

信隆健康

深度报告

报告摘要：

在体育产业持续向好和“大健康”意识深入人心的大背景下，我们看好信隆健康扎根自行车零配件制造，布局健身康复器材以及试水儿童骑行体育乐园的业务布局。

市场竞争优势分享自行车行业复苏红利。信隆健康自行车零配件市场占有率第一，伴随国内体育产业爆发带动骑行运动热潮，我们预计我国自行车市场在 2020 年有望达到 595 亿元，年复合增长率高达 22%。

布局“大健康”，健身康复器材市场潜力巨大。信隆凭借技术储备优势建立自有健身器材品牌 Zoom，同时与国外康复器械巨头合作研发制造以轮椅为主的康复器材，康复器材业务收入比重有望持续增长。2015 年我国轮椅市场规模 89 亿元，我们预计 2020 年轮椅市场规模将达到 158 亿元，年复合增长率 12%。

我国人均 GDP 增速于 2016 年已达 6.7%，人均体育年消费达 926 元，相比 2007 年增长 52%，但只相当于全球平均水平的 1/10。人均收入增加将持续带动体育消费潜力和人们对体育消费的需求升级。据我们测算，健身器材在 2020 年市场规模将达到 199 亿元，年复合增长率达 16%。

试水儿童体育教育，骑行主体乐园解决儿童参与型体育消费痛点。我国庞大的儿童人口基数以及家庭人均收入增长，拉动体育消费持续增加，使儿童参与型体育消费需求有望释放。骑行主题乐园具备专业性、娱乐性和安全性特点，有效解决儿童参与型消费痛点，贡献业绩确定性较强。

我们预计公司 2016~2018 年营业收入分别为 13.79 亿元、16.29 亿元和 19.78 亿元，每股收益分别为 0.02 元、0.08 元和 0.15 元，对应 PE 分别为 446.04X、127.71X、67X。首次覆盖给予“强烈推荐”评级，给予 6 个月目标价 14.5 元。

财务指标预测

指标	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入（百万元）	1,596.85	1,358.90	1,378.95	1,629.05	1,978.29
增长率（%）	10.19%	-14.90%	1.48%	18.14%	21.44%
净利润（百万元）	(3.91)	(69.42)	15.50	56.79	79.00
增长率（%）	-38.37%	1674.21	-122.32	266.42%	39.10%
净资产收益率（%）	0.99%	-12.09%	3.87%	14.97%	20.75%
每股收益(元)	0.02	(0.15)	0.04	0.15	0.21
PE	683.33	(68.79)	243.71	66.51	47.81
PB	6.55	8.33	9.44	9.96	9.92

郑闵钢

010-66554031

zhengmgdxs@hotmail.com

执业证书编号：

S1480510120012

任天辉

010-66554037

rentianhui1989@hotmail.com

叶盛

010-66554022

yesheng@dxzq.net.cn

陈皓

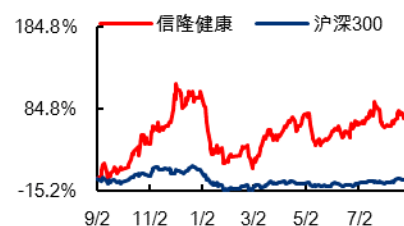
010-66555446

chenhao_@dxzq.net.cn

交易数据

52 周股价区间（元）	10.25-6.71
总市值（亿元）	37.77
流通市值（亿元）	37.77
总股本/流通 A 股（万股）	36850/36850
流通 B 股/H 股（万股）	/
52 周日均换手率	3.51

52 周股价走势图



资料来源：东兴证券研究所

相关研究报告

目 录

1. 自行车配件龙头发力大健康	.....
1.1 股权结构稳定更名信隆健康	.....
1.2 公司四大部门涵盖三大板块	.....
2. 自行车王国迎绿色出行浪潮	.....
2.1 单车迈向高端国内市场向好	.....
2.2 骑行复苏单车消费引领风潮	.....
2.3 政府支持缓解末端交通压力	.....
3. 健身器材市场导入潜力巨大	.....
3.1 起步较晚长期发展趋势向好	.....
3.2 国内厂商产业升级崭露头角	.....
3.3 儿童体育场馆一块巨大蛋糕	.....
4. 高端康复器械随消费齐升级	.....
4.1 医疗支出与人均收入正相关	.....
4.2 老龄社会催生养老康复市场	.....
4.3 自主高端轮椅市场有待挖掘	.....
5. 盈利预测与投资评级	.....
5.1 盈利预测	.....
5.2 投资评级	.....

表格目录

表 1：中国自行车市场规模预测	12
表 2：健身器材市场规模预测	17
表 3：高端轮椅类型及主要生产企业，红色字体为外国厂商	21
表 4：轮椅市场规模预测	22
表 5：盈利预测表	23
表 6：信隆健康绝对估值敏感度分析	23
表 7：烟台冰轮相对估值	24
表 8：公司盈利预测表	2

插图目录

图 1：信隆健康股权结构图	4
图 2：信隆健康主营业务图	5
图 3：国内脚踏车产量	6
图 4：公司营业收入	6
图 5：公司康复器材收入占比%	7
图 6：公司运动健身器材及康复器材毛利率%	7

图 7: 中国自行车发展阶段	8
图 8: 全国年度自行车产量	8
图 9: 自行车制造业销售利润率与销售增长率	8
图 10: 体育消费结构变化情况	9
图 11: 全球主要国家自行车销量对比	10
图 12: 全球主要国家骑行人口占人口总比例对比	10
图 13: 公共自行车系统一般构架	11
图 14: 城市公共自行车租赁点	11
图 15: : 自行车绿色通道及城市赛事	11
图 16: 自行车大赛	11
图 17: 我国与欧盟体育人口占比对比	错误!未定义书签。
图 18: 20 岁以上年龄组参加体育锻炼人数比例	错误!未定义书签。
图 19: 2007 与 2015 人均体育消费额（元）	14
图 20: 中国商业健身房数量	14
图 21: 2011 年中美健身器材市场规模	14
图 22: 2011-2014 我国规模以上健身器材生产企业数量	15
图 23: 2007-2014 年我国健身器材行业销售额（亿元）	15
图 24: 2011-2014 我国规模以上健身器材生产企业数量	15
图 25: 14 岁以下儿童占总人口比重 %	16
图 26: 城镇居民家庭人均可支配收入（元）	16
图 27: 美国人均 GDP 与人均医疗卫生支出（美元）	17
图 28: 日本人均 GDP 和人均医疗卫生支出（美元）	17
图 29: 中国人均 GDP 与人均医疗卫生支出（美元）	18
图 30: 中日美人均医疗卫生支出对比（美元）	18
图 31: 中国人均 GDP 增速与人均医疗卫生支出增速对比	18
图 32: 城镇化进程 % 与人均医疗卫生支出（美元）对比	18
图 36: 我国城镇人口人均可支配收入及增长率，家庭设备用品及服务支出及增长率	19
图 33: 我国人口老龄化现状及趋势	19
图 34: 我国康复医疗器械进口数量（个）	20
图 35: 我国康复医疗器械进口金额（万美元）	20

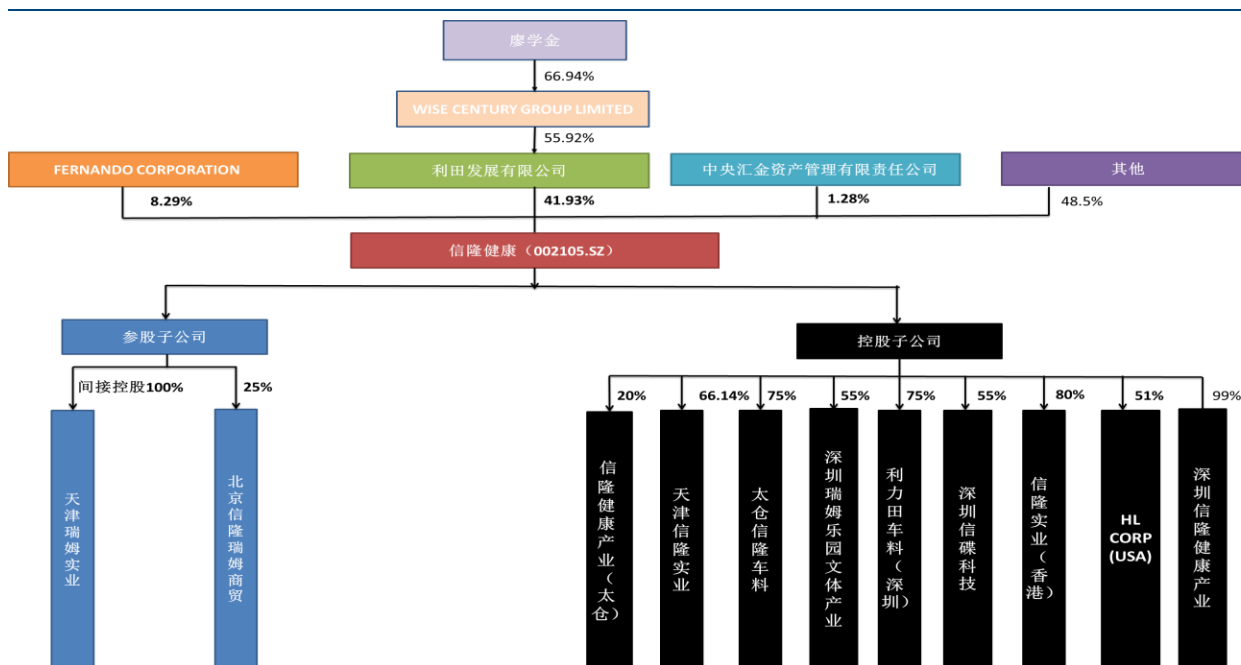
1. 自行车配件龙头发力大健康

公司在自行车零件产品在全球占有领导地位。信隆健康专业从事车把、立管、坐垫管、避震前叉等自行车零部件,运动器材以及康复器材的研发生产以及销售,自行车车把、立管、坐垫管、避震前叉等产品在全球份额都是第一位。同时公司还和全球著名自行车企业合作,包括捷安特和美利达。公司从代工工厂到发展自主品牌 Zoom,已在业界具有优秀的口碑。产品主要出口欧洲、美洲、亚洲等地。公司近年逐步拓宽运动健身康复器材产品市场,占营业收入比例逐年上升。公司试水儿童骑行主题乐园,解决儿童专业化体育教育痛点,目前已投入运营。

1.1 股权结构稳定更名信隆健康

信隆健康创立于 1991 年 10 月,并于 2003 年 12 月 15 日经中华人民共和国商务部批准的外商投资股份有限公司。公司 8 月 19 日更名“信隆健康”。公司总市值 35.19 亿元,总股本 3.69 亿股,流通股本占总股本比例为 100%。信隆健康的股权结构中,利田发展有限公司占 41.93%,其次是 FERNANDO 公司和中央汇金资产管理有限责任公司,分别占比 8.29%和 1.28%。信隆健康的参股控股子子孙公司共 11 个,实际控制人为廖学金。

图 1: 信隆健康股权结构图



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

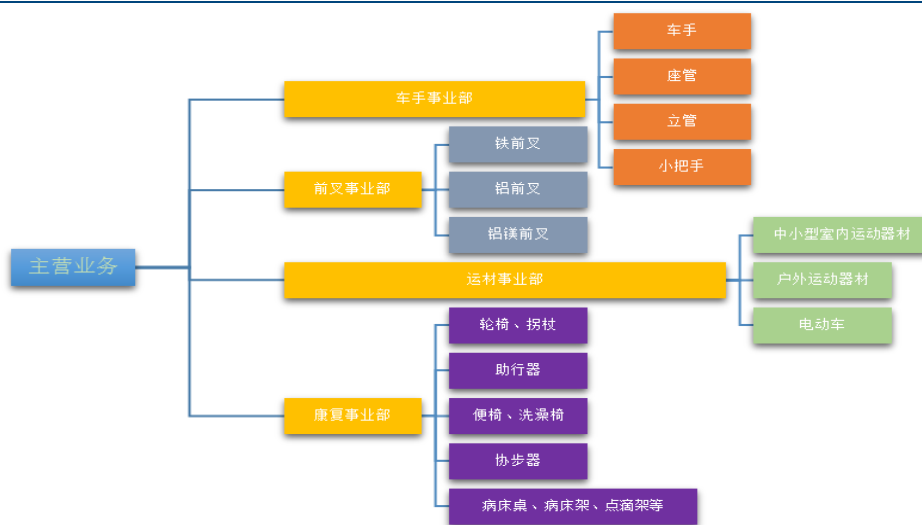
1.2 公司四大部门涵盖三大板块

2015 年年报数据显示，公司的主营构成分别为自行车配件、运动健身康复器材以及钢铁管，所占比例分别为 63.06%、29.33%、7.61%。

公司的产品主要分为四个模块：车手事业部、前叉事业部、运材事业部、康复事业部。

- ◆ 车手事业部成立于 1991 年，员工约为 2900 人，以生产碳纤、铝质、铁质类车手、座管、立管、小把手为主，年产量约为 7000 万支，有效专利 64 个。目前公司生产的此类自行车零部件市场占有率高具有国际领先的研发和制造技术、生产管理技术。
- ◆ 前叉事业部成立于 1997 年，专业生产自行车避震前叉，主要为铁前叉、铝前叉和镁铝前叉，目前该事业部成为自行车产业的主要前叉供应商，产量能达到每月 60 万只。
- ◆ 运材事业部成立于 2000 年，员工约为 700 人，主要生产中小型室内、户外运动器材及电动车，室内部分为电视购物产品、踏步机、健腹机、多功能训练机等专业家用健身器材；户外产品主要有滑板车、摇滚三轮车、甩尾车、平衡车等户外娱乐极限用品；电动车部分有新开发便携式锂电池电动脚踏车、三轮电动车和四轮小电动车。
- ◆ 康复事业部成立于 2002 年，员工约为 450 人，主要生产高质量的铝质和铁质轮椅、拐杖、四轮助行器、三轮助行器、便椅、洗澡椅、协步椅、病床桌、病床架、点滴架等康复器材。

图 2：信隆健康主营业务图



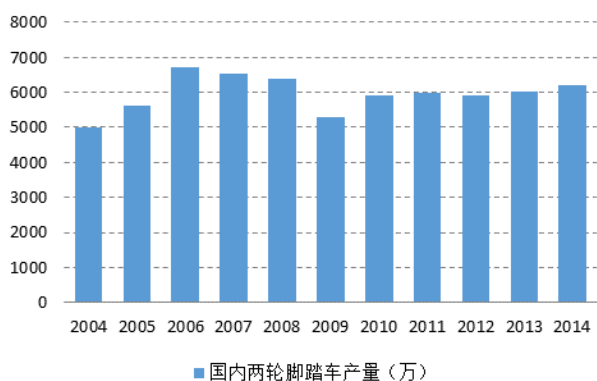
资料来源：公司官网，东兴证券研究所

1.3 净利下滑业务布局锋芒初现

2016 年半年度报告显示，报告期内信隆健康实现营业收入 6.36 亿元，与上年同期相比减少 4.23%；归属于上市公司股东净利润为 1824.42 万元，与上年同期相比增加 2025.40%；归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润为 77.84 万元，与上年同期相比增加 3423.90%。归属上市公司股东净利润的大幅度变化原因是由于报告期内子公司亏损减少导致合并利润增加。截至 2016 年中报，信隆健康旗下子公司天津信隆实业有限公司、太仓信隆车料有限公司净利润分别亏损 588.41 万元和 769.84 万元，相比上一年度同期两个子公司分别亏损 1109.51 万元和 1168.46 万元相比有大幅度减少。

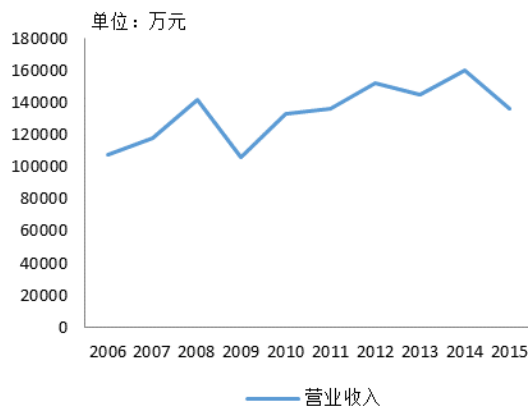
“价格战”打响代工业恶性竞争，研发自有品牌抢占市场份额。自行车零件行业竞争环境风险主要来自于自行车行业需求增长缓慢以及竞争加剧。自行车行业采取以量压价的策略，导致自行车零件行业价格降低，从而利润会减少。为此，公司积极扩大研发投入，积极培育公司自主品牌产品（OBM）的研发和生产体系，并取得了一定的成果，如开发了一体式结构立管、无间断调整高度座管、同轴限位珠碗组及其所应用之蛙式健身车等。近 2 年内，公司共获得 20 项专利，其中实用新型专利 16 项，外观设计专利 4 项。技术和产品的研发，以及最终商品化将有助于公司进一步拓展市场份额，提升利润率。

图 3：国内脚踏车产量



资料来源：智研数据库、东兴证券研究所

图 4：公司营业收入



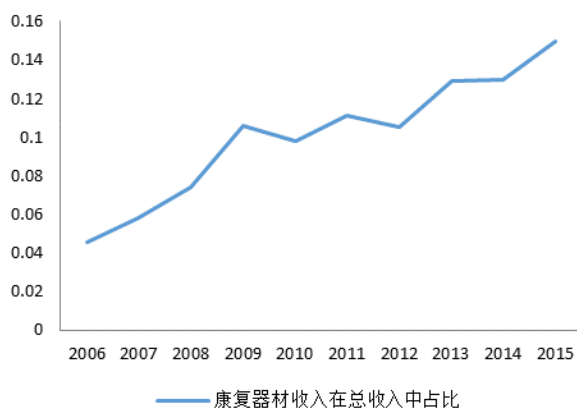
资料来源：wind、东兴证券研究所

康复器材业务份额逐年上升，盈利能力持续向好。运动健身及康复器材占公司总营业收入比重维持在 30% 左右，其中康复器材份额持续上升，从 2010 年 9.8% 升至 2016 年 14.22%。与此同时，运动健身及康复器材业务盈利能力逐年上升，毛利率从 2010 年 17.09% 增至目前的 20.38%。从生产水平上看，公司基于自行车零配件的高度专

业化水平和多年成熟生产经验，该业务生产线达到 98% 以上的极高机械自动化程度，结合先进的 TPS 连线化配套化生产管理，进行基于订单的批量化生产，有效控制工厂劳动力成本及原材料消耗水平。从销售上看，目前公司运动健身器材大力发展各大电商平台直销渠道，其终端消费产品“瑞姆运动休闲车”、“优美康复器材”通过旗舰店直接面对消费者，进一步降低销售成本。

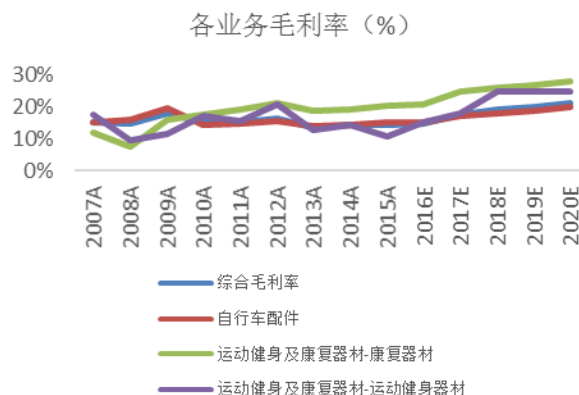
公司运动健身及康复器材产品主要定位中高端市场。相对避免与低端产品压价竞争的局面。康复器材主要以与国外知名康复器材公司 sunrise 和 invacare 合作共同开发轮椅系列产品，其中 invacare 在美国及主要欧洲国家均有较高的市场占有率，sunrise 在德国市场已为主流。相对于发达国家医药和医疗器械 1: 1 的市场规模比，中国只有 1:0.2。随着中国老年人口比例逐渐上升以及养老机构数量的增加，医疗器材的需求量必然会增加。目前公司合作厂商均已进入中国市场，公司初步受益于较高的终端产品售价及国内外康复器材需求持续增长，未来利润空间已经打开。

图 5：公司康复器材收入占比%



资料来源：wind、东兴证券研究所

图 6：公司运动健身器材及康复器材毛利率%



资料来源：wind、东兴证券研究所

2. 自行车王国迎绿色出行浪潮

自行车是第一个在中国普及的工业品，发展历程大致可以分为初期萌芽，迅猛发展，遭遇寒潮和重振地位四个阶段。从 70 年代自行车作为奢侈“三大件”之一饱受追捧，到 80 年代末期全国自行车保有量达到 5 亿辆，成为人们生活中不可或缺的代步工具，再到 90 年代作为财富象征的汽车逐渐取代自行车的地位，目前行业发展回归理性，到达消费结构和产业结构共同升级调整时期，保有量下降至 3.7 亿，发展趋势将为短期阵痛，长期向好。

2.1 单车迈向高端国内市场向好

我国由零配件代工大国向自行车创新研发制造大国转型。我国是世界上最大的自行车生产国和出口国，但一直缺乏品牌优势。国内自行车制造业一直在不断升级，近年，一些国产品牌和碳纤维代工厂的崛起，生产了许多让人垂涎的豪车，为国内自行车制造业带来浓厚的“贵”气。无论从技术积累层面，还是市场培养方面来说，都起到了积极的作用。自行车制造产业链的不断高端化，填补了国内高端自行车制造与研发的空白，促进了市场的健康循环，中国自行车市场在全球自行车市场地位不断提升。

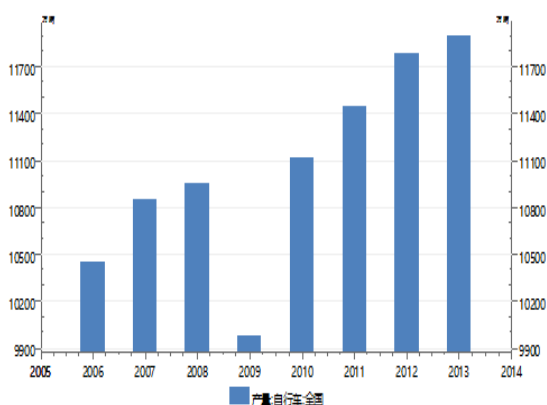
图 7:中国自行车发展阶段



资料来源：东兴证券研究所

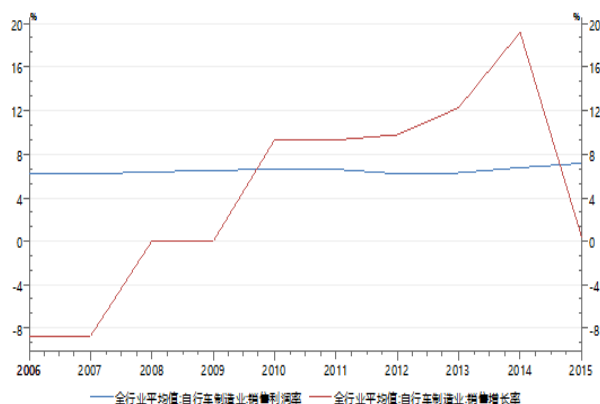
当前行业处于短期阵痛阶段，刚性需求仍存在。中国自行车协会发布的数据显示，2015 年中国自行车产量 8026 万辆，同比下降 3.36%。除 2009 年受全球金融危机影响较大以外，近来自行车产量基本呈增长状态，行业规模维持在 8000 万量以上，刚性需求明显存在。另外，自行车销售增长率下降并未伴随销售利润率的明显下降，自行车制造业销售利润率自 2006 年以来一直维持在 8% 左右。销售利润率的相对稳定说明我国对自行车刚需仍然存在，并且自行车零配件及制造工艺的提高和升级逐步带动产品附加值的增加。

图 8：全国年度自行车产量



资料来源：wind，东兴证券研究所

图 9：自行车制造业销售利润率与销售增长率



资料来源：wind，东兴证券研究所

2.2 骑行复苏单车消费引领风潮

体育产业发展带动自行车运动赛事热火如潮。从“代步工具”到“运动器材”转变，自行车项目有其自身的优势，其赛事极高的观赏性，不仅能够带动当地旅游业的发展，更能够形成赛事 IP、提升经济效益。2015 年自行车赛包括职业赛事和业余赛事以及各种骑行活动总计有 3000 多场，赛事吸引了越来越多的爱好者，形成了项目发展的良性循环。

骑行运动消费水平大幅提高。在各类体育消费中，骑行运动相关消费呈现明显上升趋势。21 世纪经济报及京东联合发布的《2016 中国体育消费生态报告》数据显示，近两年基础型体育产品消费有所下降，然而以骑行运动为代表的小众运动消费升级趋势明显。2015 年骑行产品消费指数比 2013 年大幅提高了 16.0%，明显高于其他体育产品。自行车在 1896 年第 1 届奥运会上就被列入正式比赛项目，是体育产业中的重要组成部分，仅 2015 年全国就进行了接近两百场较成规模的自行车赛事。体育产业的爆发引导越来越多的人加入骑行运动中，成为当前我国体育运动的新热点。

图 10：体育消费结构变化情况

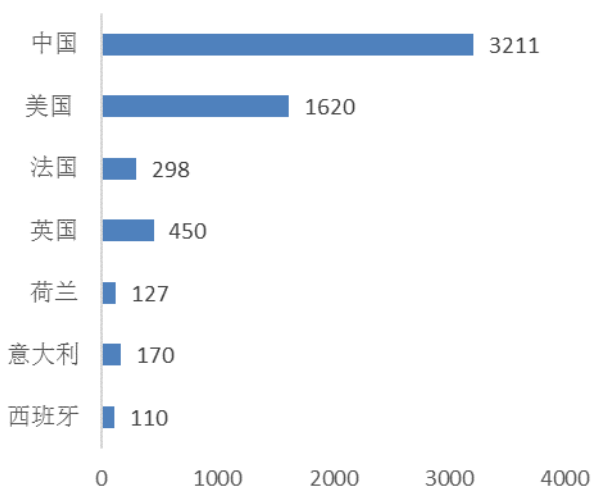


资料来源：2016 中国体育消费生态报告，东兴证券研究所

骑行运动升级，小众消费抢眼。凯泰资本调查显示，中国是世界骑行人口是最多的国家，目前骑行人口和运动自行车爱好者分别占比总人口数的 7%和 0.4%，表明自行车使用者仍以主要以代步为目的。运动自行车爱好者目前人数较少，与国外相比仍属于小众运动。但运动自行车爱好者在消费额度和频率上明显高于一般骑行人口，人均自行车整车消费和零配件消费均在千元以上，平均每年更换一次。当前运动自行车的年产值在 162 亿人民币左右，占自行车总销售比例的 6%。凯泰资本预计到 2025 年，

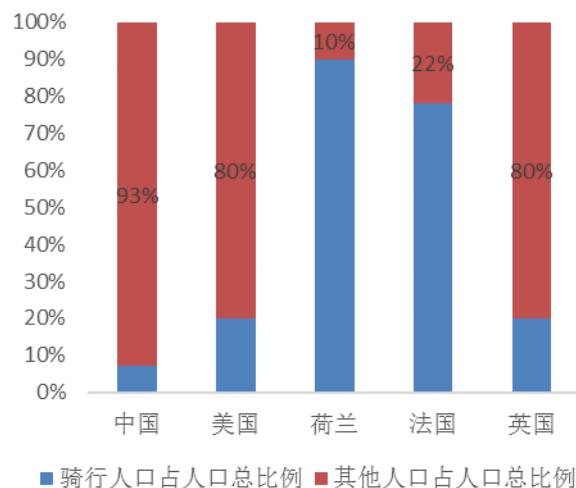
国内运动自行车人口最高可占全国人口的 6%，若按照人均年自行车整车消费 3000 元及年零配件消费 2000 元估算，市场规模可达 4200 亿人民币左右。

图 11：全球主要国家自行车销量对比



资料来源：凯泰资本，东兴证券研究所

图 12：全球主要国家骑行人口占人口总比例对比



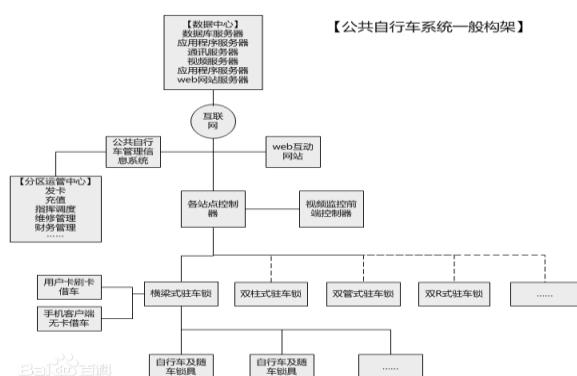
资料来源：凯泰资本，东兴证券研究所

2.3 政府支持缓解末端交通压力

相信未来环保电单车会成为更多人的出行选择。智能自行车行业在探索中前行，有望改变传统行业格局。在“万物智能”的今天，智能自行车将生逢其时，成为这个智能世界中的一大新亮点，外观、材质、功能等方面别具一格，在提升人们骑行体验的同时，实现自行车互联，给人们带来安全、智能的新感受。根据中国自行车行业协会的数据，电动自行车社会保有量已超过 1.81 亿辆，且日益呈现轻量化、锂电化、智能化特征。倡导绿色环保，平衡“省力护膝”“速度合理”俨然成为自行车爱好者关注的焦点。电单车作为对主干公共交通的有效补充，电单车的科技创新也在不断提升，微循环电动车系统能有效提高公共交通末端的可达性，特别是电动自行车作为微循环系统的运营载体，可以提供便捷、绿色的“最后一公里”交通解决方案。

运营管理逐步完善，公共自行车得到认可。随着公共自行车租赁业务的不断扩展，网点少、损坏多、管理薄弱、运营成本高问题也逐渐暴露出来，当地政府在监管与维护方面完善租赁系统，实现信用租车模式，取得良好进展。据北京市交通委运管局汽车租赁管理处相关数据，目前，全市公共租赁自行车办卡总量 40 多万张，日均骑行达 15 万人次，2015 上半年，全市公共自行车平均使用率为 5.12 次/车。

图 13:公共自行车系统一般构架



资料来源：百度百科，东兴证券研究所

图 14: 城市公共自行车租赁点



资料来源：网络，东兴证券研究所

城市设施建设助推自行车骑行。随着城镇化的不断推进，汽车数量增加所造成的交通拥堵和环境污染已成为普遍现象，在全国各大中型城市尤为明显。各地方政府陆续建设城市公共自行车交通系统，鼓励人们利用自行车出行。另外，部分城市已尝试提供和完善自行车相关基础设施建设以推进自行车城市利用率，如北京拟建设首条自行车“高速路”，厦门市规划第一条全程高架的自行车专用道等，骑行运动受道路限制问题正被逐步解决。

政府引导低碳出行，自行车租赁纳入公共交通体系。2008 年杭州在国内率先构建公共自行车交通（免费单车）系统，采取政府引导，企业运作的模式，并将其纳入城市公共交通体系之中，以解决公交出行“最后一公里”问题。城市公共自行车作为能耗、排放“双零”，绿色、环保的出行方式，逐渐走入了城市规划者的视线，全国百余大中小城市开展公共自行车试点，其中试点规模较大的有北京、杭州、西安、宁波、武汉、太原、南京等。

图 15: :自行车绿色通道及城市赛事



图 16:自行车大赛



资料来源：网络，东兴证券研究所

资料来源：网络，东兴证券研究所

我们对自行车行业市场规模进行粗略测算。分析的前提是中国人口呈现每年 0.5% 的复合式增长，GDP 增速为 7%，2015 年中国骑行人口占总人口比为 7%，运动自行车爱好者占总人口比为 0.4%，普通自行车折旧年限为 3 年，运动自行车折旧年限为 2.5 年，每人拥有 1 台自行车。估值中同时运用年限法和比例法测算普通自行车和运动自行车的需求量，年限法是按照各个自行车的折旧年限推算老车换新车的数量，比例法是按照基年销售量与自行车拥有人数相比，并推算未来自行车需求。据我们测算，我国自行车市场在 2020 年有望达到 595 亿元，年复合增长率高达 22%。

表 1：中国自行车市场规模预测

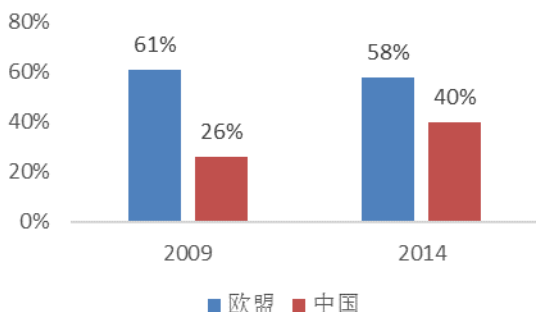
	2015A	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E	2015 年数据来源
中国人口（万人）	137462	138149	138840	139534	140232	140933	141638	（国家统计局）
增速(估计)		0.50%	0.50%	0.50%	0.50%	0.50%	0.50%	
骑行人口占比	7.00%	7.14%	7.28%	7.43%	7.58%	7.73%	7.88%	（凯泰资本）
运动自行车爱好者占比	0.40%	0.52%	0.68%	0.88%	1.14%	1.49%	1.93%	（凯泰资本）
普通自行车人数（万人）	9072	9145	9173	9139	9023	8799	8431	
运动自行车人数（万人）	550	718	939	1226	1602	2093	2735	
法 1：年限法								
普通自行车折旧年限	3	3	3	3	3	3		（估算）
运动自行车折旧年限	2.5	2.5	2.5	2.5	2.5	2.5		（估算）
普通自行车需求量（万台）	3097	3076	3024	2931	2783	2565		
运动自行车需求量（万台）	388	508	663	866	1132	1479		
法 2：比例法								
全部自行车消费量	3300							（美骑网、估算）
比例	34.30%	34.30%	34.30%	34.30%	34.30%	34.30%		
普通自行车需求量（万台）	3111	3136	3146	3134	3095	3018		
运动自行车需求量（万台）	189	246	322	421	549	718		
普通自行车平均单价	450	482	515	551	590	631		（估算）
运动自行车平均单价	2719	2909	3113	3331	3564	3814		（估算）
GDP 平均增速	7%	7%	7%	7%	7%	7%		（估算）
市场规模（亿元）	218	259	312	381	473	595		
增速		18.84%	20.45%	22.18%	23.98%	25.80%		

资料来源：公开资料，东兴证券研究所

3. 健身器材市场导入潜力巨大

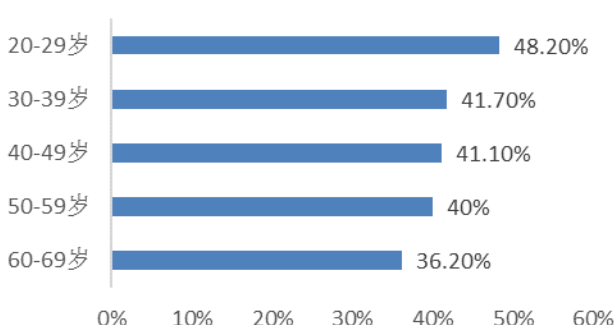
健身消费高速增长带动需求爆发。相对于欧美等发达国家，我国健身器材制造业起步较晚，于 20 世纪 80 年代开始发展。在这短短的几十年间，中国的健身器材市场迅速扩大。仅仅从健身房的规模来看，据澳大利亚商业信息公司 IBIS World 报道，中国在从 2004 年到 2012 年期间，健身房数量就增加了 4 倍，收入增加了将近 7 倍之多。同时，从家庭购买健身器材角度考虑，我国城镇居民在健身方面的消费以 30% 的速度增长，高于世界 20% 的平均增长速度。体育参与人口的增长及消费水平是实现体育产业高速发展的基础。易观智库调查发现，我国体育参与人口存在于各个年龄层次，呈现逐年高速增长趋势，至 2014 年已达到人口总数的 40%，与发达国家差距正逐渐减小。尼尔森《2015 年中国体育人群调查研究报告》显示，体育人群平均家庭月收入高于非体育人群 36%，并且 67% 持有本科以上学历。高净值人口推崇以运动为时尚生活方式，占体育参与人口比重仍在增加。

图 17：我国与欧盟体育人口占比对比



资料来源：易观智库，东兴证券研究所

图 18：20 岁以上年龄组参加体育锻炼人数比例

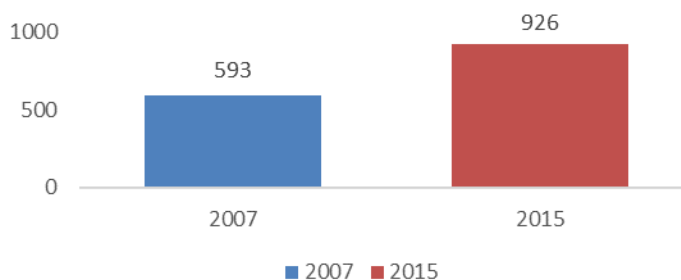


资料来源：易观智库，东兴证券研究所

3.1 起步较晚长期发展趋势向好

我国人均体育消费支出增幅大。体育运动类型丰富，可选择性强。我国人均 GDP 增速于 2016 年已达 6.7%，人均体育年消费达 926 元，相比 2007 年增长 52%，但只相当于全球平均水平的 1/10。随着人们生活质量以及受教育水平的提高，人均收入增加将持续带动体育消费潜力和人们对体育消费的需求升级。

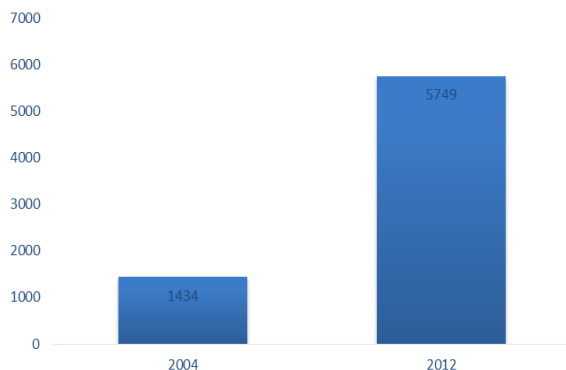
图 19: 2007 与 2015 人均体育消费额（元）



资料来源：国家体育总局，东兴证券研究所

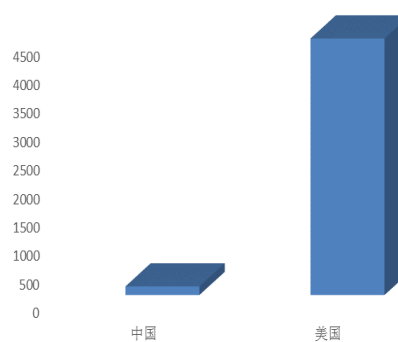
市场规模存量巨大，潜在购买力旺盛。在保持高速增长的同时，我国的健身器材潜在的市场规模仍然巨大。据 CTR 调查，在普通家庭中约有 43% 的有购买健身器材的计划，而中国约有 3.2 亿个家庭，如果仅仅保守估算 1.2 亿的城镇家庭对健身器材的购买需求就达到了 300 亿规模。除此之外，据统计，虽然我国各类健身机构多大两万家，但相对于美国等发达国家每 30 人就拥有一家健身机构相比，我国仅仅是每一万人才能拥有一家，如此大的规模差距，随着中国经济的发展，人们收入水平的提高，以及锻炼意识的提高，必然会逐渐缩小，中国国内对健身器材需求的潜力巨大。

图 20: 中国商业健身房数量



资料来源：IBIS world，东兴证券研究所

图 21: 2011 年中美健身器材市场规模



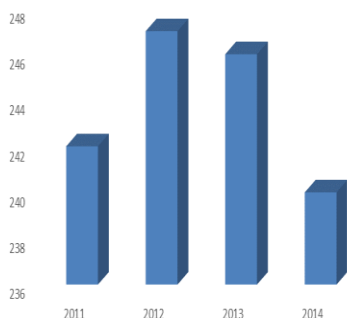
资料来源：中国商业联合会，东兴证券研究所

3.2 国内厂商产业升级崭露头角

国内健身器材以代工为主，品牌发展相对落后。近几年我国生产健身器材的行业规模以上企业数量保持稳定，每年的健身器材销售额保持稳定增长。在 2014 年，由中国制造的健身器材在全球健身器材市场上所占份额达到 53%。然而，中国生产的健身器材以贴牌代工为主，产品的附加值相对于发达国家要低。除此之外，我们销售的产

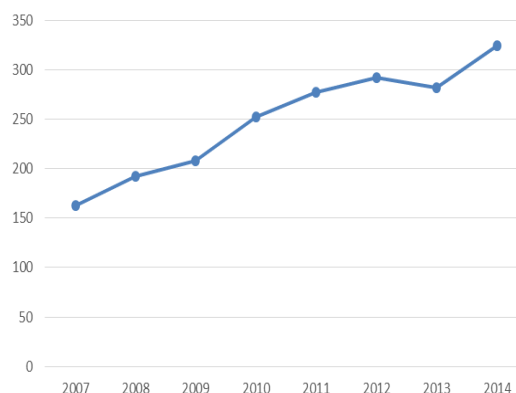
品以低端健身器材为主，根据淘宝网健身器材价格分布，占最大比例的是 26-81 元和 81-630 元的产品。由于以上事实，我国的健身器材厂商普遍存在着利润率较低，产品多处于低端行列。

图 22: 2011-2014 我国规模以上健身器材生产企业数量



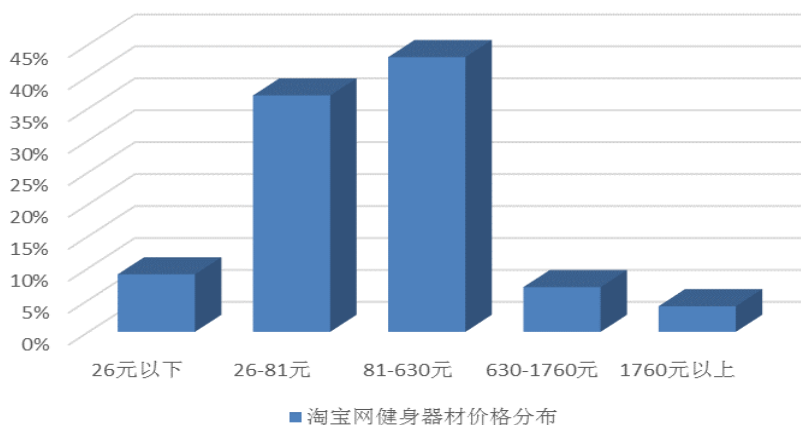
资料来源：国家统计局，东兴证券研究所

图 23: 2007-2014 年我国健身器材行业销售额（亿元）



资料来源：国家统计局，东兴证券研究所

图 24: 2011-2014 我国规模以上健身器材生产企业数量



资料来源：淘宝网，东兴证券研究所

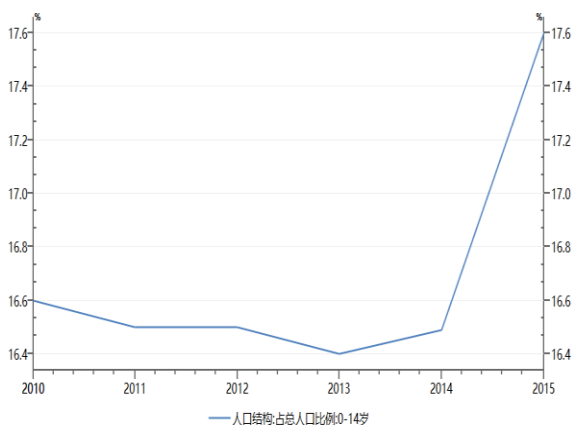
国内厂商加入竞争市场，品牌建设将为重点。随着中国加入 WTO，国外数家著名健身器材公司入驻中国，其中包括艾康（ICON）、必确（Precor）、乔山（Johnson）和力健（Life Fitness）等国外巨头。它们的技术创新水平相对于国内具有优势，在中国的商用以及高端家用健身器材领域占据了较大的市场份额。但随着健身器材行业在国内的发展，我国有些企业通过引进学习，自主创新努力摆脱贴牌代工模式，走上树立品牌之路，其中就包括舒华、万年青、迈宝赫和英派斯等企业，开始在国内市场

与那些巨头企业展开竞争。

3.3 儿童体育场馆一块巨大蛋糕

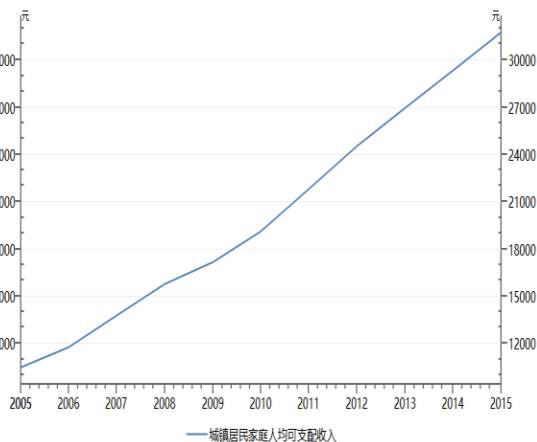
儿童体育消费市场基数庞大，参与型消费潜力打开。儿童体育消费市场分为运动服饰、鞋类的实物型消费，参与体育娱乐活动及技能培训的参与型消费和观看体育赛事的观赏型消费。2015 年我国 14 岁以下儿童占全国人口比例为 17.6%，总数约为 2.52 亿。国家体育总局发布的《2014 年全民健身活动状况调查公报》显示，儿童具有相对于成年人更高的体育参与率。我国 74.2% 的儿童和青少年能够每周参加课外体育活动，主要以中等强度体育运动为主，其中至少 15.7% 花钱进行体育锻炼，远高于 20 岁以上人群的 8.6%。从消费金额来看，场租和聘请教练消费额度最高，达到人均 876 元，充分反映了对专业化体育教育及场地的需求。据此数据推算，我国儿童参与型体育消费市场规模在 2014 年已达到至少 410 亿。随着我国全民健身意识的不断深入，二胎政策的全面落地带来儿童数量的增加以及家庭可支配收入的持续提高，儿童体育参与型消费市场将进一步打开。

图 25: 14 岁以下儿童占总人口比重%



资料来源：wind，东兴证券研究所

图 26: 城镇居民家庭人均可支配收入（元）



资料来源：wind，东兴证券研究所

参与型体育消费存在痛点，专业化儿童体育场馆有效解决。我国儿童体育消费市场目前处于初期发展阶段，以儿童体育服饰为主的实物型消费所占比例较高，参与型体育消费受限于儿童健身场地设施不合理，体育器材不适合以及场地安全问题。另外，儿童参与体育运动具有一定的娱乐性和群体性特征，以强身健体和发展特长为目的但并不追求运动强度，同时存在增进同学感情以及结交新朋友的社交需求。提供专业化体育教育，儿童专用运动器材以及多元化社交运动游戏的中小型儿童体育场馆，能够有效解决当前儿童体育教育的痛点，带动参与型体育消费市场需求释放。

家用健身器材在城镇较为密集，由于农村每百户健身器材拥有量接近 0，与城镇拥有量有较大差距，所以我们认为，城镇需求量约等于全国需求量来测算健身器材的市场规模。假设城镇人口的增长速率为前 5 年增长速率的平均数，城镇每户人口固定为 2.88 人/户，更新换代的折旧年限为 5 年（常规保修期 5 年），GDP 平均增速为 7%。据此测算，健身器材在 2020 年市场规模将达到 199 亿元，年复合增长率达 16%。

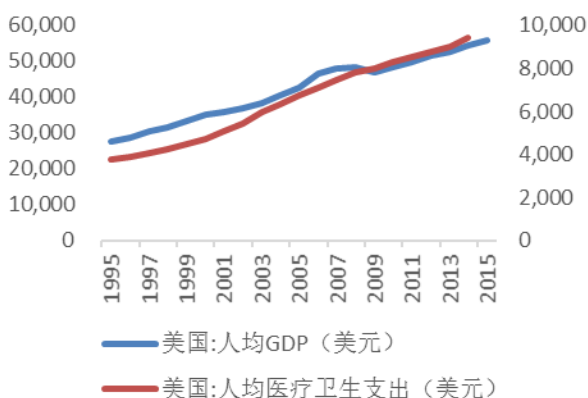
表 2:健身器材市场规模预测

	2009A	2010A	2011A	2012A	2013A	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E	数据来源
城镇人口（百万人）	645	670	691	712	731	749	771	793	816	838	861	885	（统计局）
增速(%)		3.82	3.14	3.04	2.71	2.47	2.94	2.86	2.80	2.76	2.76	2.82	
每百户健身器材拥有量(台)	4.10	4.20	4.10	4.30	4.52	4.74	4.98	5.23	5.49	5.76	6.05	6.35	（统计局）
城镇每户人口(人)	2.87	2.87	2.88	2.88	2.88	2.88	2.88	2.88	2.88	2.88	2.88	2.88	（统计局）
城镇健身器材需求量（万台）	922	980	983	1063	1146	1233	1333	1440	1554	1677	1809	1953	
平均使用年限（平均 5 年保修换）	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5	（估算）
城镇每年新增及换代量（万台）		243	199	276	296	316	346	373	402	433	468	506	
平均健身器材价格（元）		2000	2140	2290	2450	2622	2805	3001	3212	3436	3677	3934	（估算）
平均 GDP 增速（%）		7%	7%	7%	7%	7%	7%	7%	7%	7%	7%	7%	（估算）
每年市场规模（亿元）		49	43	63	73	83	97	112	129	149	172	199	
增速（%）			-12.2	48.2	14.7	14.3	17.2%	15.3%	15.3%	15.3%	15.5%	15.7%	

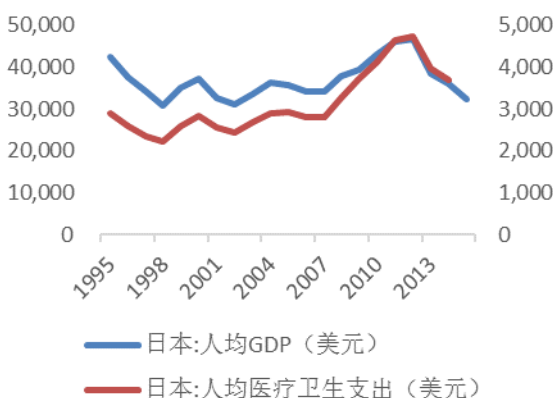
资料来源：公开资料，东兴证券研究所

4. 高端康复器械随消费齐升级

人均 GDP 水平与人均医疗卫生支出呈正的线性关系。美国和日本的人均医疗卫生支出与人均 GDP 相关系数分别为 0.99 和 0.86，中国的相关系数目前也达到 0.99，然而人均 GDP 水平与发达国家差距较大，导致人均医疗支出也相对较少，2014 年仅相当于美国的 0.04，日本的 0.11。

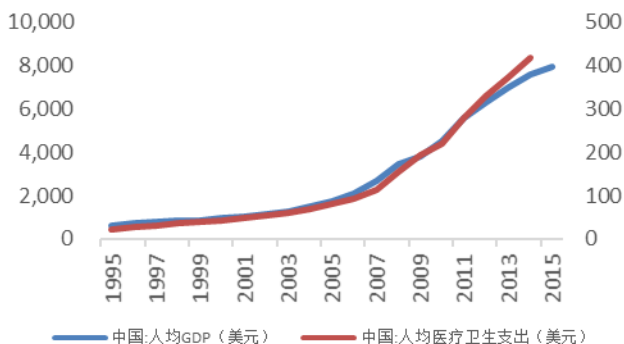
图 27:美国人均 GDP 与人均医疗卫生支出（美元）


资料来源：wind，东兴证券研究所

图 28:日本人均 GDP 和人均医疗卫生支出（美元）


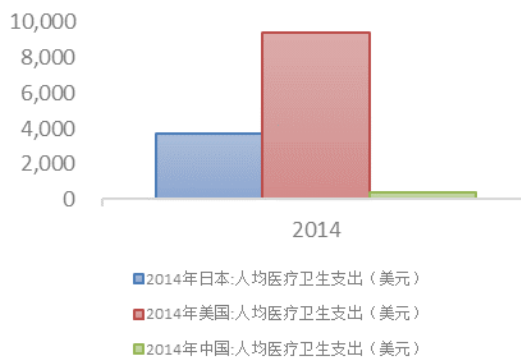
资料来源：wind，东兴证券研究所

图 29: 中国人均 GDP 与人均医疗卫生支出（美元）



资料来源：wind, 东兴证券研究所

图 30: 中日美人均医疗卫生支出对比（美元）



资料来源：wind, 东兴证券研究所

4.1 医疗支出与人均收入正相关

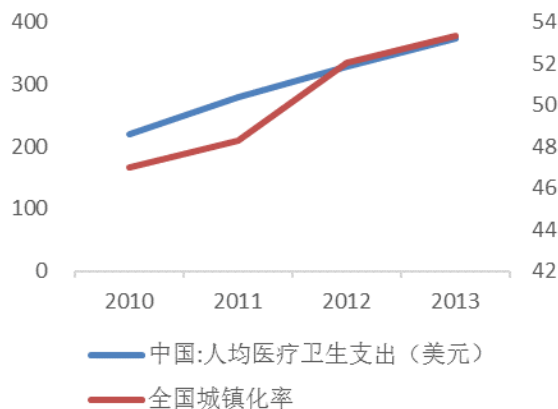
中国城镇化进程促进人均医疗卫生支出增加。我国目前城镇化水平已过半，人均医疗卫生支出水平与城镇化率的相关性明显，相关系数高达 0.97。尽管我国近年经济发展进入“新常态”阶段，2010 年起 GDP 增速有所放缓，但同期人均医疗支出同比增速明显高于同期 GDP 增速。我们认为前期国内经济高速发展以及城镇化进程的推进，使人们产生对健康的重视程度不断加深，GDP 增速放缓对医疗卫生支出影响有限，城镇化进程仍将持续促进人均医疗卫生支出的增加。

图 31: 中国人均 GDP 增速与人均医疗卫生支出增速对比



资料来源：wind, 东兴证券研究所

图 32: 城镇化进程%与人均医疗卫生支出（美元）对比

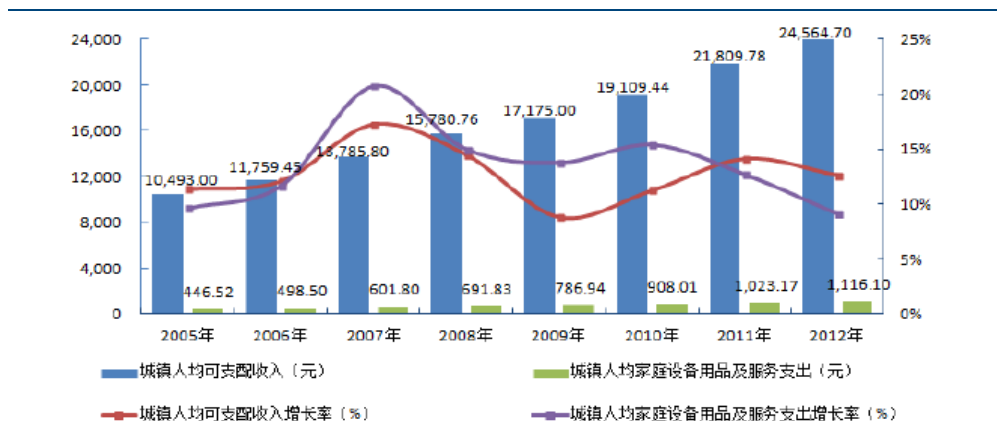


资料来源：wind, 东兴证券研究所

轮椅需求持续增长，高端市场空间打开。轮椅作为解决老年及残疾人出行问题的重要康复医疗器械，存在刚性需求。前瞻产业研究院数据显示 2014 年我国轮椅销量约为 150 万辆，一二线城市销量占比 67%，其中手动轮椅和电动轮椅分别实现 20% 和 100% 的增长速度。从数据上看，电动轮椅销售增长率明显高于传统型手动轮椅，而

一二线城市销量占比高反映了城镇化水平提高带动的消费结构升级。我们认为，代步型康复器械的产品质量水平和智能化程度影响销售规模和附加值空间，物联网、云数据计算、智能制造等科技和工业的研发创新以及国内智慧城市建设为代步型康复器械提供了技术层面和社会层面的发展平台和机会，高端轮椅市场空间已打开。

图 33:我国城镇人口人均可支配收入及增长率，家庭设备用品及服务支出及增长率

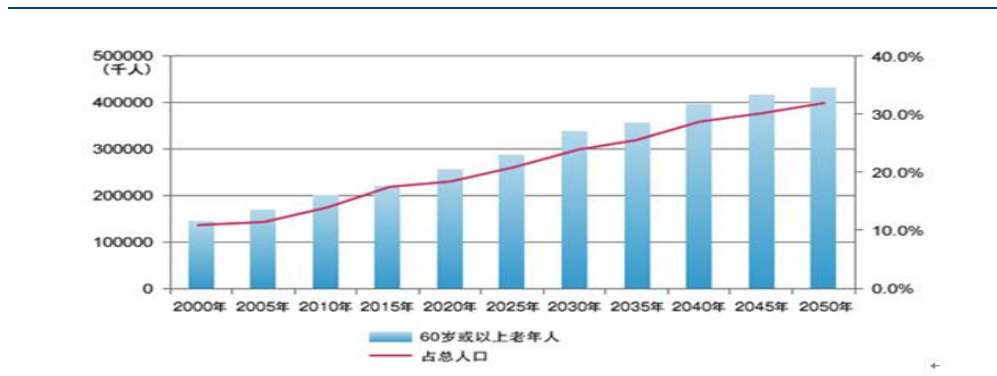


资料来源：中采咨询，东兴证券研究所

4.2 老龄社会催生养老康复市场

受人口结构影响，我国人口老龄化严峻趋势已成为共识。国家统计局数据显示，2014年全国人口中60岁及以上的老年数量已达2.12亿人，占总人口比例为15.5%，65岁及以上高龄人口数量为1.37亿人，占比10.1%。我国老龄人口增速在2010年已达3.3%，高于世界平均水平8%，世界卫生组织预计2050年中国将成为世界老龄化人口最严峻的国家。随着我国老龄人口比重提高，未来高领行动不便人群对轮椅的需求日益提升，高端养老项目迎来黄金发展时期，与之配套的养老设备市场规模有望快速上涨。

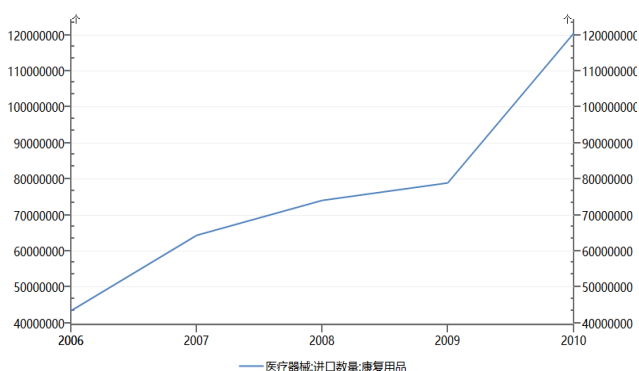
图 34:我国人口老龄化现状及趋势



资料来源：中国产业信息，东兴证券研究所

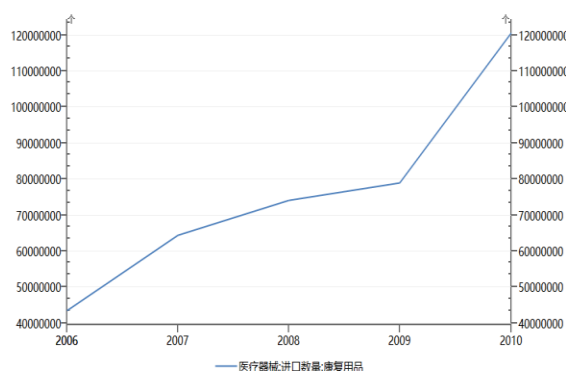
康复器材市场启动，提升潜力巨大。康复医疗技术用于各类疾病及残疾的术后治疗和功能恢复，可以在医院和家庭进行，是现代医疗的重要组成部分，目前我国康复器械服务率仅为 7.31%，远低于发达国家平均水平。受制于目前医疗体系供给结构性问题，未来家庭养老将为主要养老方式，康复医疗中的功能恢复阶段也将主要以患者在家庭内部自助借助器材进行。国内康复器械市场规模较小，数据显示 2014 年我国具有一定规模的康复器械生产企业仅有 100 多家，仅相当于美国的 3%，德国的 6%，高端康复医疗器械进口数量逐年增加，从当前市场规模和潜在消费人口的差距来看，康复器材市场空间提升的潜力巨大。

图 35:我国康复医疗器械进口数量（个）



资料来源：wind，东兴证券研究所

图 36:我国康复医疗器械进口金额（万美元）



资料来源：wind，东兴证券研究所

4.3 自主高端轮椅市场有待挖掘

国内厂商已占据一定高端轮椅市场份额，竞争优势不明显。我国轮椅市场发展水平仍处于初级阶段，近年来伴随轮椅需求逐年走高以及国内康复医疗器械行业标准的不断完善，轮椅产品的质量及价格呈明显两极化趋势，形成中高端市场集中在实力强大的外资及国内少数厂商之间，低端产品品牌及型号混乱的市场格局。产业信息网调查显示，我国轮椅生产企业由 54.3% 为小型企业，29.5% 为中型企业，大型企业仅占 16.2%。低端产品以简易仿制为主，同质化现象严重，运用普通碳钢管制材料，技术含量相对较低。而中高端轮椅以轻质化、电动化、智能化及多功能定制化为发展趋势，从价格和质量上与低端产品拉开明显差距。我们将 1000 元以上的手动轮椅及 8000 元以上的电动轮椅定义为高端轮椅，目前我国一定规模轮椅制造厂商已进入中高端轮椅市场，调查显示鱼跃医疗、广东凯洋、上海互邦等五家企业合计市场占有率为 36.8%，同外商相比尚未展现明显竞争优势。

表 3：高端轮椅类型及主要生产企业，红色字体为外国厂商

轮椅类型	细分类型	主要企业	价格范围（元）
手动	铝合金/航太铝合金可折叠型	上海互邦	1000-1500
		广东凯洋	1000-2700
		天津泰康	1000-1600
		常州中进	1000-3000
		比利时卫美恒	1500-1700
		日本三贵	1500-2500
	低碳热轧钢可折叠型	英国英维康 invacare	2000-2800
	铝合金/航太铝合金可调节护理型	上海互邦	1500-2200
		日本三贵	2500-11000
	低碳热轧钢护理型	英国英维康 invacare	2900-3800
电动	镁铝合金可折叠型	德国奥托博克	2600-3600
	护理专用型	挪威 ALU Rehab	12000-22000
	手电两用折叠型	广东凯洋	10000
		广州华轮堂	8000-16000
	锂电铝合金可折叠多功能护理型	台湾康洋 karma	10000-18000
	可升降代步型	英国英维康 invacare	13500-21000
	可站立康复训练型	上海威之群	13000-22000
	锂电钛合金带智能系统型	南京金百合	8500-20000
	无刷电机锂电钛合金带智能系统型	横店集团（000739）子公司英洛华	8000-8900
	双电机变速带智能系统型	美国普拉德	19000-20000
		昆山百瑞康	9000-14000
	全定制化智能电动型	瑞典博动	依定制定价:高于 200,000

资料来源：公开资料，东兴证券研究所

2014 年中国共销售 150 万辆轮椅，其中电动轮椅占比 40%，我们以电动轮椅占比作为情景分析变量因子进行轮椅市场的规模测算。基本假设是 60 岁以上残疾人口比例占所有残疾人口比例为 53%，60 岁以上人口需求轮椅人数占约 1%，60 岁以上普通轮椅折旧年限为 12 年，单价为 1000 元；电动轮椅折旧年限为 10 年，单价为 12000 元。测算方法是通过计算 60 岁以下肢体残疾人数和 60 岁以上需求轮椅人数进行估计，代入两种轮椅的折旧年限，估算每年新增残疾人需求量和以旧换新人数需求量，进而测算出轮椅市场规模。我们预计 2020 年轮椅市场规模将达到 158 亿元，年复合增长率 12%。

表 4：轮椅市场规模预测

	2015A	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E	
60 岁以上人数（百万人）	210	216	223	233	245	256	（中国产业信息网、估值）
肢体残疾人数（百万人）	2500	2550	2601	2653	2706	2760	（中国新闻网）
60 岁以上残疾比例	53%	53%	53%	53%	53%	53%	（2006 年人口普查）
60 岁以下肢体残疾人（万）	1175	1198	1222	1247	1272	1297	
60 岁以上需求轮椅人数（万人）	210	216	223	233	245	256	（估值）
需求总人数（万人）	1385	1415	1446	1480	1517	1553	1593
普通轮椅折旧年限	12	12	12	12	12	12	（估值）
电动轮椅折旧年限	10	10	10	10	10	10	（估值）
普通轮椅占所有轮椅销量比	60.00%	59.20%	58.38%	57.55%	56.70%	55.84%	（前瞻产业研究院数据）
电动轮椅占所有轮椅销量比	40.00%	40.80%	41.62%	42.45%	43.30%	44.16%	（前瞻产业研究院数据）
普通轮椅需求量（万台）	87	88	90	92	92	94	
电动轮椅需求量（万台）	67	70	74	78	81	86	
普通轮椅单价（元）	1000	1070	1145	1225	1311	1403	（企业官网）
电动轮椅单价（元）	12000	12840	13739	14701	15730	16831	（企业官网）
GDP 增速	7%	7%	7%	7%	7%	7%	（估值）
市场规模（亿元）	89	100	113	127	140	158	
增速		11.66%	12.97%	12.42%	10.68%	12.83%	

资料来源：公开资料、东兴证券研究所

5. 盈利预测与投资评级

5.1 盈利预测

表 5：盈利预测表

	2007A	2008A	2009A	2010A	2011A	2012A	2013A	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E
营业收入(亿)	12	14	11	13	14	15	14	16	14	14	16	19	23	27
自行车配件	10	11	8	9	10	10	9	10	9	9	10	12	15	18
康复器材	1	1	1	1	2	2	2	2	2	2	3	3	4	4
健身器材	1	2	2	3	2	3	2	3	2	2	2	3	3	4
钢铁管					0	1	1	1	1	1	1	1	1	1
营业成本(亿)	10	12	9	11	12	13	13	14	12	12	14	16	19	22
自行车配件	8	10	6	8	8	8	8	8	7	7	9	10	12	15
康复器材	1	1	1	1	1	1	2	2	2	2	2	2	3	3
健身器材	1	2	1	2	2	2	2	3	2	2	2	2	2	3
钢铁管					0	1	1	1	1	1	1	1	1	1
毛利率(%)	15%	15%	18%	15%	15%	16%	13%	14%	14%	15%	16%	17%	18%	19%
自行车配件	15%	16%	19%	15%	15%	15%	14%	14%	15%	15%	16%	17%	17%	18%
康复器材	12%	8%	16%	18%	19%	21%	19%	19%	21%	21%	23%	25%	27%	28%
健身器材	18%	9%	12%	17%	16%	21%	13%	14%	11%	15%	18%	20%	21%	21%
钢铁管					7%	1%	2%	4%	2%	2%	2%	2%	2%	2%

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

5.2 投资评级

绝对估值：采用 DCF（FCFF）法进行绝对估值，在 WACC=10.47%、永续增长率 g=5.5% 的假设下，每股价值 **14.47 元**。

表 6：信隆健康绝对估值敏感度分析

敏感性测试结果	长期增长率(g)									
WACC	3.50%	4.00%	4.50%	5.00%	5.50%	6.00%	6.50%	7.00%	7.50%	
7.93%	20.29	22.41	25.14	28.81	33.98	41.84	55.17	82.80	174.32	
8.43%	17.68	19.28	21.29	23.89	27.37	32.28	39.73	52.39	78.61	
8.93%	15.57	16.81	18.33	20.24	22.70	26.01	30.67	37.74	49.75	
9.43%	13.83	14.81	15.99	17.43	19.24	21.58	24.72	29.14	35.86	
9.93%	12.37	13.16	14.09	15.21	16.58	18.30	20.52	23.50	27.70	
10.43%	11.14	11.77	12.52	13.40	14.47	15.77	17.40	19.51	22.34	
10.93%	10.08	10.60	11.21	11.92	12.76	13.77	15.00	16.55	18.56	
11.43%	9.16	9.59	10.09	10.67	11.34	12.14	13.10	14.28	15.75	
11.93%	8.36	8.72	9.14	9.61	10.16	10.80	11.56	12.47	13.59	
12.43%	7.65	7.96	8.31	8.70	9.15	9.67	10.28	11.00	11.87	
12.93%	7.03	7.29	7.59	7.92	8.29	8.72	9.21	9.79	10.48	

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

相对估值：从可比公司看，2016-2018 的 PE 均值为 93.58X、77.64X、67.56X，给予公司 17 年 77.64X 估值，对应 0.15 元 EPS 的价格为 **12.5 元**，落在绝对估值的价格区间内，经测算公司估值区间为 **12.5~14.5 元**。

表 7：烟台冰轮相对估值

名称	最新股价	PE:2016	2017	2018
鱼跃医疗	36.55	48.97	38.36	31.03
乐普医疗	19.06	46.41	36.16	28.69
凯利泰	24.24	58.28	44.35	35.38
姚记扑克	20.41	61.07	54.21	52.22
金达威	16.73	31.25	26.67	24.02
群兴玩具	10.19	236.12	193.18	150.22
高乐股份	7.62	128.33	111.24	114.81
平均 PE		93.58	77.64	67.56

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

投资建议：公司目前的盈利水平处在底部阶段，影响公司的主要因素是自行车零部件行业的不景气，公司积极转型高端轮椅及儿童车，我们预计公司 2016~2018 年营业收入分别为 13.79 亿元、16.29 亿元和 19.78 亿元，每股收益分别为 0.04 元、0.15 元和 0.21 元，对应 PE 分别为 243.71X、66.51X、47.81X。首次覆盖给予“**强烈推荐**”评级，给予 6 个月目标价 **14.5 元**。

风险提示：公司健身康复产品市场销售不及预期，自行车配件行业景气度持续下行，公司成本高企。

表 8：公司盈利预测表

资产负债表	单位：百万元					利润表					单位：百万元				
	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
流动资产合计	843	717	746	855	1022	营业收入	1597	1359	1379	1629	1978				
货币资金	183	178	185	206	258	营业成本	1369	1164	1162	1335	1571				
应收账款	357	284	296	352	422	营业税金及附加	9	12	12	13	15				
其他应收款	7	7	7	8	10	营业费用	64	60	55	63	83				
预付款项	23	16	21	20	20	管理费用	104	164	117	132	195				
存货	249	210	211	243	285	财务费用	34	16	15	18	21				
其他流动资产	16	17	17	17	17	资产减值损失	8.17	10.36	0.00	0.00	0.00				
非流动资产合计	631	596	553	470	388	公允价值变动收	-2.56	0.09	-0.65	-1.04	-0.54				
长期股权投资	0	0	0	0	0	投资净收益	0.70	0.39	0.00	0.00	0.00				
固定资产	485.28	461.02	415.60	343.21	270.82	营业利润	6	-67	18	67	93				
无形资产	86	82	72	62	51	营业外收入	2.88	3.54	3.93	3.45	3.64				
其他非流动资	5	10	50	50	50	营业外支出	2.47	4.78	3.29	3.51	3.86				
资产总计	1474	1313	1299	1325	1410	利润总额	7	-68	18	67	93				
流动负债合计	814	783	829	875	976	所得税	11	1	3	10	14				
短期借款	386	427	472	477	526	净利润	-4	-69	15	57	79				
应付账款	275	213	210	241	283	少数股东损益	-9	-15	0	0	0				
预收款项	5	8	10	12	16	归属母公司净利	5	-55	15	57	79				
一年内到期的	62	56	56	56	56	EBITDA	184	90	115	168	197				
非流动负债合	69	15	8	8	-9	BPS（元）	0.02	-0.15	0.04	0.15	0.21				
长期借款	60	6	8	8	-9	主要财务比率									
应付债券	0	0	0	0	0		2014A	2015A	2016E	2017E	2018E				
负债合计	883	797	837	883	967	成长能力									
少数股东权益	67	62	62	62	62	营业收入增长	10.19%	-14.90%	1.48%	18.14%	21.44%				
实收资本（或	335	369	369	369	369	营业利润增长	-411.12%	-1151.29%	-126.26%	279.95%	39.30%				
资本公积	94	61	61	61	61	归属于母公司净	-128.27%	266.42%	-128.27%	266.42%	39.10%				
未分配利润	47	-25	-138	-209	-258	获利能力									
归属母公司股	524	453	400	379	381	毛利率（%）	14.27%	14.34%	15.74%	18.04%	20.59%				
负债和所有者	1474	1313	1299	1325	1410	净利率（%）	-0.25%	-5.11%	1.12%	3.49%	3.99%				
现金流量	单位：百万元					总资产净利润（%）	0.35%	0.35%	-4.18%	1.19%	4.29%				
	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E	ROE（%）	0.99%	-12.09%	3.87%	14.97%	20.75%				
经营活动现金	88	93	93	113	119	偿债能力									
净利润	-4	-69	15	57	79	资产负债率（%）	60%	61%	64%	67%	69%				
折旧摊销	143.99	141.59	0.00	82.64	82.64	流动比率	1.04	0.92	0.90	0.98	1.05				
财务费用	34	16	15	18	21	速动比率	0.73	0.65	0.65	0.70	0.76				
应收账款减少	0	0	-12	-55	-70	营运能力									
预收帐款增加	0	0	2	2	3	总资产周转率	1.10	0.98	1.06	1.24	1.45				
投资活动现金	-73	-41	-40	-1	-1	应收账款周转率	5	4	5	5	5				
公允价值变动	-3	0	-1	-1	-1	应付账款周转率	6.31	5.56	6.53	7.23	7.55				
长期股权投资	0	0	0	0	0	每股指标（元）									
投资收益	1	0	0	0	0	每股收益（最新摊	0.02	-0.15	0.04	0.15	0.21				
筹资活动现金	-60	-63	-47	-91	-66	每股净现金流（最	-0.13	-0.03	0.02	0.06	0.14				
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产（最新	1.56	1.23	1.09	1.03	1.03				
长期借款增加	0	0	2	0	-17	估值比率									
普通股增加	67	34	0	0	0	P/E	683.33	-68.79	243.71	66.51	47.81				
资本公积增加	-67	-34	0	0	0	P/B	6.55	8.33	9.44	9.96	9.92				
现金净增加额	-45	-11	6	21	52	EV/EBITDA	20.39	45.22	35.82	24.55	20.82				

资料来源：公司财报，东兴证券研究所

分析师简介

郑闵钢

房地产行业首席研究员（D），基础产业小组组长。2007 年加盟东兴证券研究所从事房地产行业研究工作至今，之前在中国东方资产管理公司从事债转股工作八年。获得“证券通-中国金牌分析师排行榜”2011 年最强十大金牌分析师（第六名）。“证券通-中国金牌分析师排行榜”2011 年度分析师综合实力榜-房地产行业第四名。朝阳永继 2012 年度“中国证券行业伯乐奖”优秀组合奖十强（第七名）。朝阳永继 2012 年度“中国证券行业伯乐奖”行业研究领先奖十强（第八名）。2013 年度房地产行业研究“金牛奖”最佳分析师第五名。万得资讯 2014 年度“卖方机构盈利预测准确度房地产行业第三名”。

联系人简介

任天辉

机械行业研究员，新加坡管理大学应用金融学硕士，厦门大学控制工程硕士，厦门大学自动化学士，2015 年加入东兴证券，从事机械行业研究。

叶盛

机械行业研究员，西安交通大学工业工程专业学士，中央财经大学金融专业硕士，2 年证券研究经验，2015 年加盟东兴证券研究所，从事机械行业研究。

陈皓

机械行业研究员，清华大学测控技术与仪器学士，清华大学机械工程硕士，2016 年加入东兴证券研究所，从事机械行业研究。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我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。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。