



买入

42% ↑

目标价格:人民币 20.05

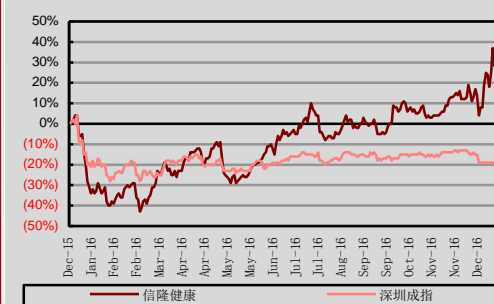
002105.CH

价格:人民币 14.09

目标价格基础:分部估值法

板块评级:未有评级

股价表现



(%)	今年 至今	1 个月	3 个月	12 个月
绝对	47.9	21.7	41.2	40.9
相对深证成指	70.1	29.0	42.8	62.1

发行股数(百万)	369
流通股(%)	100
流通股市值(人民币 百万)	5,314
3 个月日均交易额(人民币 百万)	197
净负债比率(%) (2016E)	45
主要股东(%)	
利田发展有限公司	42

资料来源: 公司数据, 聚源及中银证券
以 2017 年 1 月 6 日收市价为标准

中银国际证券有限责任公司
具备证券投资咨询业务资格

轻工制造: 其他轻工

杨志威

(8621)20328510

zhiwei1.yang@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300515060001

赵综艺

(8621)20328592

zongyi.zhao@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300516080001

信隆健康

自行车零配件龙头, 摩拜订单提供业绩弹性

在资本的热捧下, 无桩式共享单车得以快速发展, 其建立在发达的移动互联网和移动支付基础之上, 是出行“最后一公里”新的解决方案。2017 年是共享单车投放大年, 我们测算未来车辆投放量将达 500 万辆, 其中摩拜单车是最有力的竞争者之一。公司是自行车零配件龙头企业, 凭借在铝合金锻造的领导地位, 进入摩拜单车供应体系, 摩拜单车的订单带来业绩弹性。

支撑评级的要点

- 公共自行车能够有效缓解城市交通压力, 杭州模式最为成功。在共享单车之前, 公共自行车就已经有所发展, 其中杭州模式最为成功。截至 2016 年 9 月, 杭州公共自行车系统已具有 3,608 个服务点, 84,100 辆自行车, 累计租用量 7.06 亿人次, 日均租用量 30 万人次左右, 最高达 47.3 万余人次, 而杭州地铁的日均人流量在 60 万余人次左右, 公共自行车已经成为城市交通的重要一环。大量的投放和政府的支持是杭州自行车成功的关键。依靠广告收入和模式输出, 杭州公共自行车系统已能做到盈亏平衡。
- 移动互联网孕育无桩共享单车诞生, 资本助力快速发展。共享单车建立在发达的移动互联网和移动支付基础之上, 相比政府的公共自行车系统拥有更简单更便利的优势, 并且也具备廉价特征。一级市场资本助力共享单车成长, 互联网巨头、传统自行车公司和知名产业基金均有参与, 摩拜、OFO 作为领头羊, 均获得超 1 亿美元的融资, 小蓝、小鸣、优拜紧随其后。我们认为共享单车并非烧钱游戏, 具有可持续发展性, 单车公司按照当前收费模式就具备盈利可能性。2016 年共享单车的用户规模达到 425.16 万人, 且正快速增长, 2019 年将达到 1,026 万人。2017 年进入车辆投放大年, 我们测算车辆投放数量有望达到 500 万辆。
- 信隆健康: 自行车零配件龙头企业, 摩拜单车业务带来业绩弹性。公司是国内自行车零配件龙头企业, 全球市占率约 10%。自行车零配件收入占 63%, 运动健身器材占 14%, 康复器材占 15%。自行车零配件主要出口给世界知名的中高端自行车品牌, 以铝和铝合金材质为主。公司 2016 年 6 月由信隆实业更名信隆健康, 彰显了从制造业转型升级为制造+服务的大健康企业的决心。根据公开调研资料, 公司已成为共享单车领先提供商摩拜单车的零配件供应商, 我们预计摩拜成熟后每年将有 12.5 亿元的零配件采购需求, 公司业绩有望受益。

评级面临的主要风险

- 摩拜单车订单不达预期。

估值

- 我们预计公司 2016-2018 年每股收益分别为 0.06、0.16、0.25 元/股, 给予公司原有主业 34 亿市值, 共享单车零配件供应业务 40 亿市值, 合计市值 74 亿, 对应目标价 20.05 元, 首次覆盖给予买入评级。

投资摘要

年结日: 12 月 31 日	2014	2015	2016E	2017E	2018E
销售收入(人民币 百万)	1,597	1,359	1,392	1,706	2,054
变动(%)	n.a.	(15)	2	23	20
净利润(人民币 百万)	5	(55)	20	59	89
全面摊薄每股收益(人民币)	0.014	(0.149)	0.055	0.160	0.240
变动(%)	n.a.	(1,156.6)	(136.6)	193.5	50.2
全面摊薄市盈率(倍)	1,023.8	(96.9)	264.4	90.1	60.0
价格/每股现金流量(倍)	60.6	57.3	56.3	74.4	62.4
每股现金流量(人民币)	0.24	0.25	0.26	0.19	0.23
企业价值/息税折旧前利润(倍)	56.8	666.1	59.5	36.7	30.1
每股股息(人民币)	0.000	0.045	0.000	0.000	0.000
股息率(%)	n.a.	0.3	n.a.	n.a.	n.a.

资料来源: 公司数据及中银证券预测

目录

移动互联网孕育共享单车诞生，资本助力快速成长.....	3
信隆健康：自行车零配件龙头企业，为摩拜单车供货带来业绩弹性	11
盈利预测.....	15
研究报告中所提及的有关上市公司.....	17

移动互联网孕育共享单车诞生，资本助力快速成长

公共自行车缓解城市交通压力，杭州模式最为成功

在共享单车之前，公共自行车就已经有所发展，其中杭州模式最为成功。

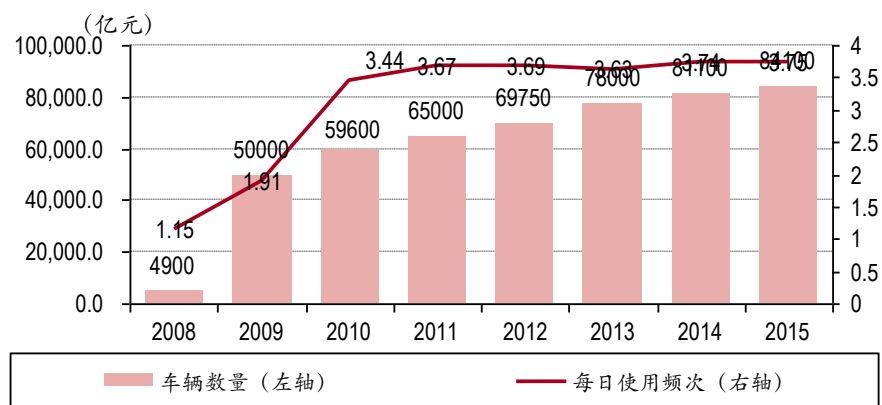
杭州公共自行车系统：国内最大最成功，日均租用量约 30 万人次。杭州公共自行车系统始于 2008 年 5 月，由杭州公交集团旗下的全资子公司杭州市公共自行车交通服务有限公司负责运营。截至 2016 年 9 月，该系统已具有 3,608 个服务点，84,100 辆公共自行车，累计租用量 7.06 亿人次，**日均租用量 30 万人次左右，最高达 47.3 万余人次，而杭州地铁的日均人流量也就在 60 万余人次左右**，可见杭州公共自行车已经成为城市交通的重要一环，减轻了杭州路面交通压力。2013 年，美国专业户外活动网站 The Active Times 评选出 16 个全球最好的公共自行车系统，杭州获得第一。

图表 1. 杭州公共自行车系统

建立时间	2008 年
服务点	3,504 个
公共自行车数量	8.41 万辆
公共自行车拥有量	121 辆/万人
用户年龄段	12-70 周岁者。12 周岁以上，16 周岁以下，必须在同行成人监护下租用，同行成人承担监护责任
主要特点	①60 分钟内免费使用，全市范围内通租通还 ②在西湖景区和周边设置了 100 个旅游咨询亭，提供 IC 卡办理、电子导游机租赁服务，为游客提供“骑游杭州”提供便利
租车	将具有租车功能的 IC 卡放在有公共自行车的锁止器的刷卡区刷卡，此时，锁止器界面面上的绿灯闪一下变常亮，听到蜂鸣器发出“嘀”响声，表示锁止器已打开，租车人及时将车取出，则完成租车
还车	将所租的自行车推入锁止器，当绿灯闪亮时，及时将租车时的 IC 卡在锁止装置的刷卡区进行刷卡，当绿灯停止闪亮，听到蜂鸣器发出“嘀”响声，表示车辆已锁止，还车成功。系统特点：使用简单、通借通还
IC 卡查询	将 IC 卡放到自助服务机上可以查询卡内金额、租车和还车记录等功能
实时数据查询	乘客可通过安装 Android 客户端杭州公共出行，或微信添加“杭州公共出行”为好友，即可实时查询借还车数据与自行车租赁点分布
租赁方法	目前有 4 种卡可以租车：杭州公交所有 IC 卡、已开通公交功能的市民卡、新的停车 IC 卡及 Z 卡。公交 IC 卡、开通公交功能的市民卡、新的停车 IC 卡，卡内（电子钱包区）有 200 元钱以上就能租
计费方式	1 小时之内：免费 【1 小时以上 2 小时以内：1 元】 2 小时以上 3 小时以内：2 元 【3 小时以上：每小时 3 元（不足 1 小时的按 1 小时计）】 备注：凡乘公交车，在公交车 POS 机上刷卡乘车起的 90 分钟内，租用公共自行车的，租车者的免费时间可延长为 90 分钟，同时计费结算时间也相应顺延。
租赁时间段	杭州主城区（不含滨江）服务时间：6：00—22：00，滨江服务仍为原来的时间：6：00—21：00 还车时间：6：00—24：00

资料来源：百度百科、杭州公共自行车官网，中银证券

大量自行车投放与政府支持带来了杭州公共自行车的成功。2008 年杭州公共自行车投放数量仅 4,900 辆，当时每辆车的日均使用频次为 1.15 次，2009 年投放量达到 5 万辆，日均使用频次大幅提升至 1.91，随后几年日均使用频次均随着自行车数量的增加而增长。因此，我们认为公共自行车的使用频次是具有规模效应的，大量的自行车铺设将为使用带来便利，并吸引更多使用者。另外，政府对骑行环境的支持也促进了公共自行车的发展，据悉，杭州现在每条新建的主要道路都会配非机动车道。

图表 2. 杭州自行车数量和每辆车每日使用频次


资料来源：创业邦，中银证券

广告费用和模式输出是杭州公共自行车系统的主要收入来源，基本做到盈亏平衡。杭州公共自行车系统由政府牵头建设，具有很强的公益性，在1小时内骑行是免费的，根据官网显示，其免费使用率高达96%，因此，单车使用费用并不是其主要收入来源。广告费用和模式输出是杭州公共自行车系统的主要收入来源，杭州主城区自行车亭的广告收费为一年4,000万，加上滨江下沙地区的广告收入和模式输出等收入，总共收入已接近一年8,000万元的运营成本，基本做到自给自足。

移动互联网孕育共享单车诞生，资本助力快速发展

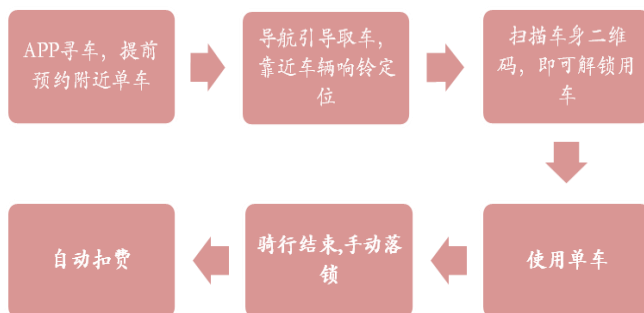
移动互联网孕育共享单车诞生，简单、便利、廉价是其优势。共享单车建立在发达的移动互联网和移动支付基础之上，与公共自行车相比，取消了“停车桩”，取消了对单车统一停放、入锁的要求，将单车变成了随用随骑、随停随锁的“共享品”，这无疑解决了公共自行车取车不方便的一大痛点。除此之外，相比政府的公共自行车系统，共享单车拥有无需办卡、覆盖面广、取还车方便、可预约、不用担心偷窃、单价低廉等优势，另外还能提供骑行数据等附加功能。我们认为简单方便的使用方式和低廉的价格是其迅速得以推广的原因。

图表 3. 共享单车优点

优势	详情
无需办卡	APP 就可以方便解决交押金，退押金，充值，支付等环节
取、还车方便	无桩，基本可停在任意公共地点
可定位	APP 上就可以精准定位附近的车辆
可预约	摩拜提供 APP 预约功能
使用程序简洁	扫码解锁即可使用，方便快捷，关锁即可结束使用
骑行数据	每次骑行结束，APP 会记录用户骑行的里程数、时间，燃烧的卡路里，车辆流动趋势等数据
覆盖面广	较公共自行车更加分散，且可深入街道巷口
不用担心盗窃	用户无需为单车被盗负责
价格低廉	摩拜单车：每 30 分钟 1 元；ofo：非师生半小时 1 元，师生半小时 0.5 元

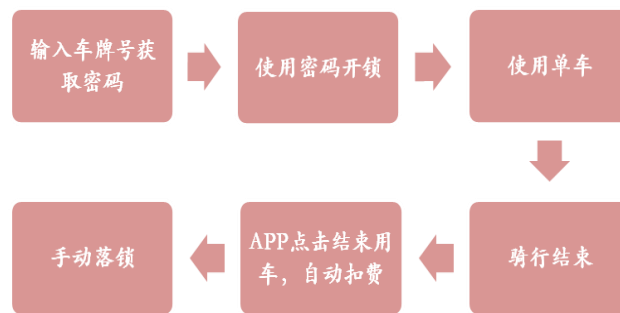
资料来源：互联网资料，中银证券

图表 4. 摩拜单车使用流程



资料来源: 中银证券

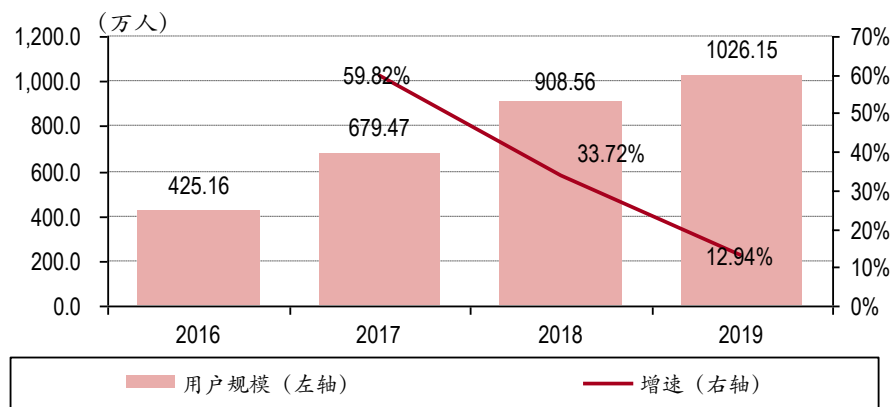
图表 5. OFO 使用流程



资料来源: 中银证券

用户数量高速增长。2015 年, OFO、摩拜单车分别获得首轮融资, 随着其产品推出市场, 以及其他竞争者的加入, 共享单车逐渐在城市中风靡。摩拜单车 APP 自推出后 1 个月内下载量便冲入旅游排行榜前 10; 2016 年 11 月, OFO 联合创始人透露日订单量超过 50 万, 用户数量超过 200 万, APP 下载量超过 400 万。根据艾媒咨询的统计预测, 2016 年共享单车的用户规模达到 425.16 万人, 2019 年将达到 1,026 万人。若按照每个用户平均两天贡献一次订单、每个订单 1 块钱计算, 仅看租金收入, 2019 年共享单车的市场规模超过 18 亿元。若考虑押金和广告等其他盈利模式的收入, 市场容量将更大。

图表 6. 共享单车用户规模预计



资料来源: 艾媒咨询

一级市场火爆, 互联网巨头、传统自行车公司和知名产业基金均有参与。2015 年, 摩拜和 OFO 分别率先完成首轮融资。2016 年 9 月 30 日, 摩拜完成 1 亿美元的 C 轮融资, 今年 1 月初完成 D 轮 2.15 亿美元融资, 且获得腾讯参投。OFO 则在 2016 年 10 月 10 日完成 1.3 亿美元的 C 轮融资, 投资方包括滴滴与众多知名产业基金。2016 年 9 月份开始, 小鸣单车、优拜单车、小蓝单车也分别获得超过亿元的融资, 其中小鸣单车和优拜单车的投资方包括自行车行业内部的凯仕路董事长和中路资本 (永久自行车关联方), 可见传统自行车行业也看好共享单车的新模式。

图表 7. 共享单车融资情况汇总

摩拜(橙色)	A	数百万美元	2015.10.30	JOY Capital 愉悦资本
	B	数千万美元	2016.8.19	熊猫资本、JOY Capital 愉悦资本、创新工场
	B+	数千万美元	2016.8.30	祥峰投资 Vertex、创新工场
	C	1 亿美元	2016.9.30	红杉资本中国、高瓴资本
	D	2.15 亿美元	2017.1.4	腾讯、华平投资领投, 红杉、高瓴等现有股东跟头, 新引入携程、华住、TPG
OFO (黄色)	天使	数百万人民币	2015.3.17	唯猎资本
	Pre-A	900 万人民币	2015.12.22	东方弘道 (弘合基金)、唯猎资本
	A	1500 万人民币	2016.2.1	金沙江创投、东方弘道 (弘合基金)
	A+	1000 万人民币	2016.8.2	真格基金、天使投资人王刚
	B	数千万美元	2016.9.2	经纬中国、金沙江创投、唯猎资本
	B+	数千万美元	2016.9.26	滴滴出行-滴滴快的
	C	1.3 亿美元	2016.10.10	滴滴出行-滴滴快的、Coatue Management、小米科技、顺为基金、中信产业基金、元璟资本、经纬中国、金沙江创投、Yuri Milner
小鸣单车 (蓝色)	天使	数千万人民币	2016.9.23	联创永宣
	A	一亿人民币	2016.10.8	凯路仕董事长
优拜单车 (绿色)	天使	数千万人民币	2016.9.23	中路集团 (永久自行车的控股公司)、初心资本、点亮资本、火橙资本
	A	1.5 亿人民币	2016.11.7	一村资本、黑洞投资、中路资本、点亮资本、火橙资本
	A+	1 亿人民币	2016.12.13	黑洞投资
小蓝单车 (蓝色)	天使	100 万美元	2015.2	真格基金
	A	5000 万人民币	2015.7	创新工厂
	A+	3000 万人民币	2016.3	新动金鼎基金
	B	1.5 亿人民币	2016.11.17	暂无数据
Hellobike (白色)	A	暂无数据	2016.11.7	GGV

资料来源: 互联网资料, 中银证券

摩拜/OFO 领先, 小蓝、小鸣、优拜紧随其后。目前共享单车的竞争者主要有摩拜单车、OFO、小蓝单车、小鸣单车和优拜单车, 其中摩拜和 OFO 做的时间最长, 投放数量也最多, 在北京、上海两大城市已经具备明显的先发优势。摩拜已经在上海投放了 10 万辆单车, 并进入了北/上/广/深/成都/宁波/厦门/佛山; OFO 平台已经拥有 16 万辆单车, 已经进入了两百多所高校, 并进入了北/上/广/深/厦门/成都 6 个城市。小蓝单车率先开拓广州、深圳市场, 已在广州投放 1.5 万辆, 深圳投放 8,000 辆; 小鸣单车在上海、广州、深圳等城市均有投放, 其中深圳 3,000 辆; 优拜则立足于投资方永久自行车在上海的优势, 以上海为起点开始投放。

各公司的车型选择、定价战略也各有不同。摩拜单车的 Mobile 车型较高端, 造价 3,000 元左右, 号称 4 年免维修, 但给骑行感沉重, 受到部分用户诟病。2016 年 10 月, 摩拜推出了新车型 Mobike Lite, 相比老款更轻便易骑, 甚至有车篮方便用户, 造价 1,000 元以下。OFO 车型轻盈, 造价 300 元左右, 但被业内人士诟病报废周期短。定价方面, 摩拜要求押金最高, 为 299 元, OFO 和小蓝单车较低, 单次骑行价格各竞争者均设立在 1 元/半小时以下, 用户可接受程度高。其他方面差异详见下表。

图表 8. 共享单车主要竞争者介绍

品牌	Mobike	Mobike Lite	OFO	小蓝单车	小鸣单车	优拜	Hello bike	
创始人	胡玮炜,王晓峰（前Ube上海区总经理）		张巳丁/薛鼎/戴威/杨品杰/于信	李刚（野兽骑行创始人）	金超慧（原宅米联合创始人）;邓永豪（凯路仕董事长）		余熠,马志	杨磊（原爱代驾创始人）
发源地	上海		北京各大高校	深圳	上海/广州		上海	苏州
单车造价（元）	3000	1000 以下	200-300 3.0 款: 500 以上	1000-2000	500 新款: 400 以下	1000	650-750	
配置	GPS/实心胎/智能锁/芯片/电路板/单摆臂/车身一体成型/内部自充电体系/全铝车身		空心胎/机械锁	实心胎/铝合金车架/硅胶座垫/可调节座椅	实心胎/智能锁/GPS/蓝牙	铝合金双臂车架/三级变速/实心胎/链条传动	GPS/智能锁/轻型发电花鼓/SIM 卡/六轴陀螺仪/全铝合金车架	
主要投放市场	北/上/广/深/成都/宁波/厦门/佛山		北/上/广/深/厦门/成都	深圳/广州	上海/广州/深圳/乌镇		上海	苏州/杭州/厦门/宁波
投放量	上海 10 万辆		16	深圳 1.5 万辆; 广州 8000 辆	深圳 3000 量	预计首批 7 万辆	苏州、宁波各数千辆	
押金（元）	299		99 校园用户无需押金	99	199	芝麻信用 650 以下: 298; 650 以上: 无需押金		199
单价(不足半小时按半小时计)	1 元/半小时 信用分等于或低于 80: 100 元/半小时	0.5 元/半小时 信用分等于或低于 80: 100 元/半小时	师生: 0.5 元/小时 非师生: 1 元/小时	0.5 元/半小时	0.1 元起 (车费随邀请好友个数逐渐减少)	1 元/半小时	1 元/半小时首次换骑 15 分钟内免费, 晚上 11 点-凌晨 6 点免费	
车重（千克）	26.32	23.56	15.67	15	16	暂无数据	暂无数据	
车架尺寸（厘米）	63	58	60	65	58	暂无数据	暂无数据	
车篮	无	有	无	有	无	无	无	
传动方式	轴传动	链条传动	链条传动	链条传动	链条传动	链条传动 Mars: 皮带传动	链条传动	
颜色	橙色	银红色	黄色	蓝色	蓝色	绿色	白色	
制动方式	前后双抱闸	夹刹+抱闸	3.0 款: 前后双抱刹 夹刹+抱闸	夹刹+抱闸	鼓刹+抱闸	夹刹+抱闸	暂无数据	
车胎	全实心胎	通孔实心胎	空心胎 3.0 款: 实心胎	双层实心胎	通孔实心胎	实心胎	减震实心胎	
车锁	GPS 电子锁		机械锁	GPS 电子锁	GPS 电子锁	智能锁	GPS 智能锁	
发电	骑行发电	太阳能发电	无	太阳能发电	暂无数据	暂无数据	骑行发电	
覆盖密度	★★★★★	★★	★★★	★	★	★	★	
舒适度	★★★	★★★	★★★★★	★★★★★	★★★★★	★★★★★	★★★★★	
主要停放地	地铁口/公交站/写字楼门口/小区门口/商场门口/学校门口/人行道							
监管部门	工商局/城管/交警							
车辆来源	自行设计生产+代工生产	平台购买/学生捐赠		代工生产	代工生产	政府公共自行车改装/自行设计	自行设计	
能否预约	是		否	是	是	是	是	

资料来源: 互联网资料, 中银证券

政策引导助推自行车出行趋势。随着城市拥堵、环境污染等问题出现, 政府更加注重发展自行车出行, 包括一些城市和区域建立了自己的公共自行车系统。我们认为共享单车的社会负面性小, 且符合绿色出行的趋势, 是政府所倡导的, 未来在骑行环境和优惠政策等方面有望受到支持。

图表 9. 关于推进公共交通、自行车出行的政策

政策名称	发布机构	发布时间	相关内容
《北京市建设人文交通科技交通绿色交通行动计划》	北京市政府	2009 年 7 月	建立和完善步行和自行车交通服务工程；建设自行车专用道和行人步道网络，加强路权管理；在客流集中地区增设自行车停车场，依托轨道交通站点和公交枢纽，设置 1000 个左右自行车租赁点，形成 5 万辆以上租赁规模。加快构建综合交通运输体系，优化交通运输结构。积极发展城市公共交通，科学合理配置城市各种交通资源，有序推进城市轨道交通建设。实施低碳交通运输体系建设城市试点，支持乘用公共交通，提倡绿色出行。倡导“135”出行方案，即 1 公里以内步行，3 公里以内骑自行车，5 公里乘坐公共交通工具。
《“十二五”节能减排综合性工作方案》	国务院	2011 年 8 月	明确“十二五”节能减排的指导思想、主要目标、重点任务和政策措施。就城市交通发展而言，明确提出了合理规划城市布局，优化配置交通资源，建立以公共交通为重点的城市交通发展模式。开展低碳交通运输体系建设城市试点。推行节能驾驶，倡导绿色出行。抓好城市步行、自行车交通系统建设。发展智能交通，建立公众出行信息服务系统。
《关于加强城市步行和自行车交通系统建设的指导意见》	住房城乡建设部、发展改革委 财政部	2012 年 9 月	明确提出大城市、特大城市发展步行和自行车交通，重点是解决中短距离出行和与公共交通的接驳换乘；中小城市要将步行和自行车交通作为主要交通方式予以重点发展的目标和坚持政府主导、市场运作、企业管理的原则；指出到 2015 年，城市步行和自行车出行环境明显改善，步行和自行车出行分担率逐步提高，并提出了不同城市的步行与自行车出行分担率。
《国务院关于城市优先发展公共交通的指导意见》	国务院	2012 年 12 月	加快转变城市交通发展方式，将公共交通发展放在城市交通发展的首要位置。把握方便群众、综合衔接、绿色发展、因地制宜的科学发展原则。改善步行、自行车出行条件。
《国务院关于加强城市基础设施建设的意见》	国务院	2013 年 9 月	全面落实集约、智能、绿色、低碳等生态文明理念，加快城市基础设施转型升级，全面提升城市基础设施水平。加强城市步行和自行车交通系统建设，改善居民出行环境，保障出行安全，倡导绿色出行。设市城市应建设城市步行、自行车“绿道”，切实转变过度依赖小汽车出行的交通发展模式。
《国务院关于创新重点领域投融资机制鼓励社会投资的指导意见》	国务院	2014 年 11 月	进一步鼓励社会投资特别是民间投资，促进重点领域建设，增加公共产品有效供给。积极推动社会资本参与市政基础设施建设运营。通过特许经营、投资补助、政府购买服务等多种方式，鼓励社会资本投资城市综合管廊、公园配套服务、公共交通、停车设施等市政基础设施项目，政府依法选择符合要求的经营者。
《关于实施节能减排政策的通知》	北京市商委	2015 年 11 月	从 2015 年 11 月 27 日起至 2018 年 11 月 30 日，全市范围内实施节能减排政策，鼓励消费者购买节能减排商品，最高补贴 800 元。节能减排商品包括电视机、电冰箱、洗衣机、空调、热水器、吸油烟机、空气净化器、坐便器和自行车等 9 类产品；规定自行车符合《自行车通用技术条件》国家标准即可享受补贴，补贴标准为 10%。

资料来源：互联网资料，中银证券

共享单车并非烧钱游戏，具有可持续发展性。我们简单测算单车的制造和运维成本，以 OFO 每辆单车价格 300 元、使用年限 1 年、损毁率 10% 测算，每辆车的日均折旧和运维成本合计 1.57 元。OFO 对于校内师生认证用户的价格是 0.5 元/时，非师生为 1 元/时。假设平均使用价格为 0.75 元/次，参照杭州日均 3.75 次的使用量，OFO 单车日均租用收入可达 2.81 元。假设每辆车对应 10 个用户，按每个用户押金 99 元，资金成本 4% 计算，每辆车每天可产生利息收入 0.11 元。再加上广告收入，我们保守估算每辆车的收入在 3 元左右（ofo 创始人戴威此前曾公开谈到每辆车大概能带来 5-10 元的收入），毛利率高达 90%。同样方法测算摩拜单车 MOBIKE 的毛利率在 39% 左右。因此，我们认为当达到一定规模、运营模式成熟后，共享单车是能够实现盈利的。

图表 10. OFO 盈利性测算

成本			
单车价格	300 元	每个运维人员负责车辆数量	300 辆
使用年限	1 年	运维人员每日工资成本	200 元
每日折旧 (损毁率 10%)	$0.82 \times 1.1 = 0.9$ 元	单车每日运营成本	0.67 元
收入			
平均单次价格	0.75 元	每辆车对应押金	$99 \times 10 = 990$ 元
使用频次	3.75 元	资金成本	4%
单车日均租用收入	2.81 元	单车每日利息收入	0.11

资料来源: 中银证券

图表 11. MOBIKE 盈利性测算

成本			
单车价格	3000 元	每个运维人员负责车辆数量	300 辆
使用年限	4 年	运维人员每日工资成本	200 元
每日折旧 (损毁率 10%)	$2.05 \times 1.1 = 2.26$ 元	单车每日运营成本	0.67 元
收入			
平均单次价格	1 元	每辆车对应押金	$299 \times 10 = 2990$ 元
使用频次	3.75 元	资金成本	4%
单车日均租用收入	3.75 元	单车每日利息收入	0.33

资料来源: 中银证券

单车数量快速增加, 投放容量有望高达 500 万辆。摩拜单车提出未来每座运营城市投放 10 万辆, 其他公司也设立了大量投放的目标, 小鸣单车目标 2017 年总共投放 400 万辆。反映了当前单车数量快速增长的态势。我们就单车投放数量进行了估算, 以中心城区常住人口 (万) / 中心建成区面积 (平方公里) ≥ 0.85 , 且中心城区常住人口 ≥ 150 万的城市为标准, 符合共享单车投放条件的城市总共 40 个。参照杭州公共自行车数量和中心城区常驻人口比例, 结果是 40 个城市共享单车投放容量合计 255 万辆。这个数字我们认为是偏低的, 原因有: 1, 杭州公共自行车投放毕竟受到停车棚的限制, 因此以它为参照是保守的; 2, 杭州公共自行车并没有竞争者, 目前北上广深几大城市至少有两家公司参与竞争, 实际投放量应超过理论的合理投放量; 3, 以上海为例, 摩拜已经在上海投放了 10 万辆, OFO 也有不少, 并还在增加, 未来超过我们估算的 26 万辆是大概率事件; 4, 优拜单车和上海自行车行业协会统计的上海单车投放量分别应该在 100 万辆和 50-80 万辆, 高于我们测算的 26 万辆。结合我们的保底测算量和各方机构给予的预测, 我们认为实际投放量有望达到 500 万辆。

图表 12. 各公司单车投放计划

	时间	城市	计划投放数量
摩拜单车	2016	上海	10 万辆
	2016	广州	5 万辆+
	未来	每座运营城市	10 万辆
OFO	2016	所有运营城市	100 万辆
小蓝单车	2016	4 座城市	20 万辆
小鸣单车	2016	4 座城市	40 万辆
	2017	所有运营城市	400 万辆
优拜单车	2017	所有运营城市	280 万辆

资料来源: 亿欧, 中银证券

图表 13. 共享单车投放数量前十名 (万辆)

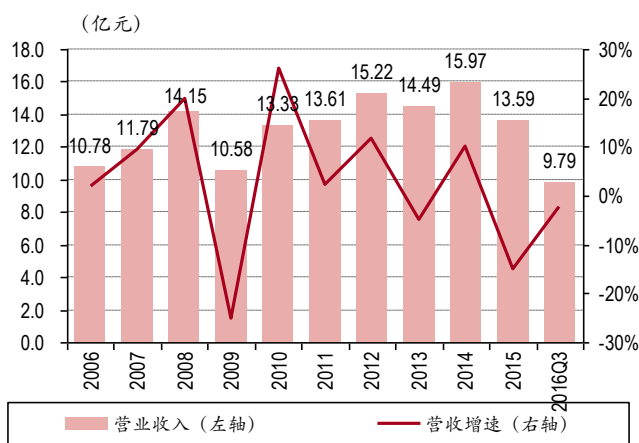
上海	26
北京	19
广州	13
天津	11
武汉	11
南京	10
沈阳	9
成都	9
西安	9
杭州	8

资料来源：中银证券

信隆健康：自行车零配件龙头企业，为摩拜单车供货带来业绩弹性

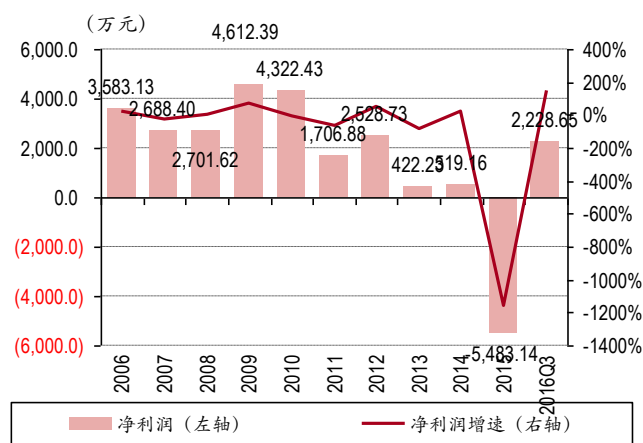
自行车零配件龙头企业，全球市占率约8%。公司是我国自行车零配件的龙头企业，专业从事中高档自行车车把、立管、座垫管、避震前叉等零配件的生产。2015年，公司销售自行车零配件4,570万支，对应自行车1,000多万辆，占全球自行车总产量的8%左右，市占率全球第一，在铝合金材质为主的高档自行车配件领域处于行业领导地位。另外，公司还从事运动健身器材和康复器材的生产和销售。2015年，公司营收为13.59亿元，同比减少14.9%；受厂区搬迁，员工补偿费用的影响，2015年净利润为-5,438万元，2016年前三季度有所好转，净利润为2,229万元。

图表 14. 2006-2016Q3 信隆健康营收及其增速



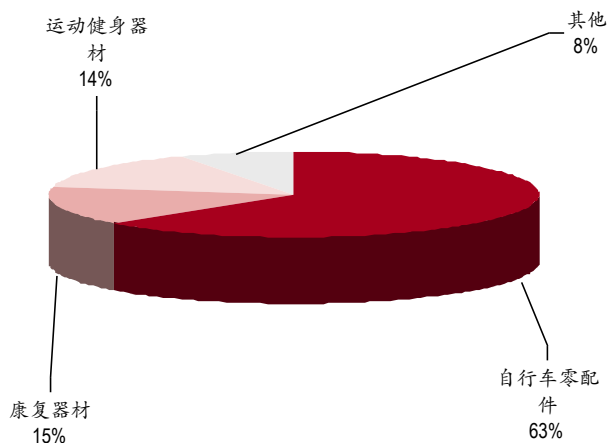
资料来源：万得，中银证券

图表 15. 2006-2016Q3 信隆健康净利润及其增速

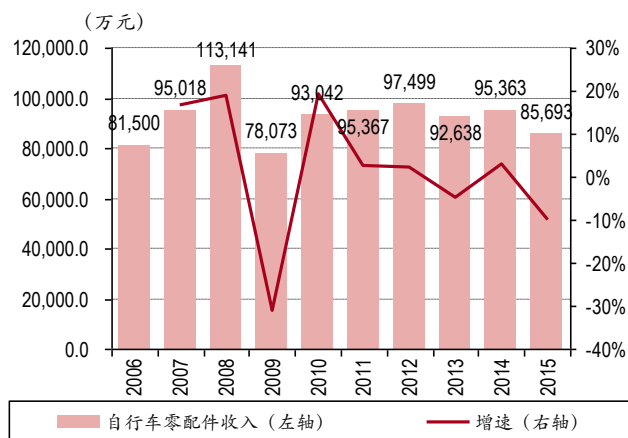


资料来源：万得，中银证券

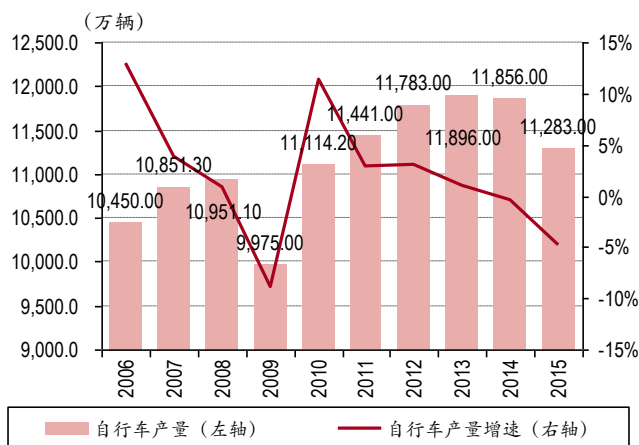
公司自行车零配件业务目前受制于国内需求和海外出口低迷，未来受益于中高端自行车比例提升。公司自行车零配件业务收入占总收入的63%，主要客户是捷安特等中高端整车厂。由于近几年国内自行车需求和出口均较为低迷，公司自行车零配件收入增速较低，2015年受海外天气、经济和政治环境影响，公司零配件收入下滑10.14%。自行车零配件小厂商较多，小厂商拥有管理、税务成本等方面优势，因此行业价格竞争十分激烈，公司零配件利润率也受此影响，毛利率始终维持在15%左右。未来，随着骑行运动逐渐受欢迎，中高端、运动型自行车占比逐渐提升，公司自行车零配件业务有望好转。

图表 16. 2015 年信隆健康收入结构


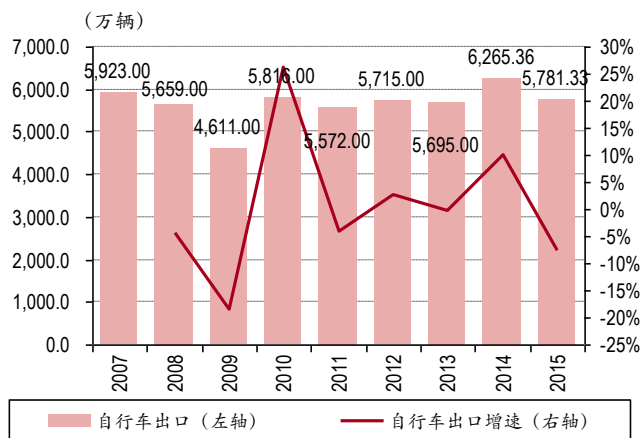
资料来源：万得，中银证券

图表 17. 2006-2016Q3 公司自行车零配件收入及其增速


资料来源：万得，中银证券

图表 18. 2006-2015 年我国自行车产量及其增速


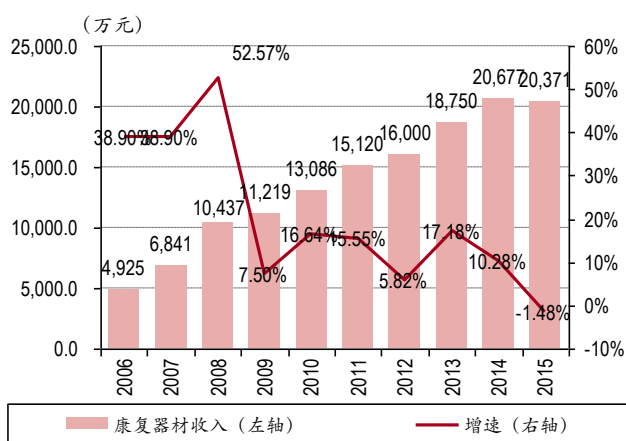
资料来源：万得，中银证券

图表 19. 2011-2015.10 我国自行车出口数量及其增速


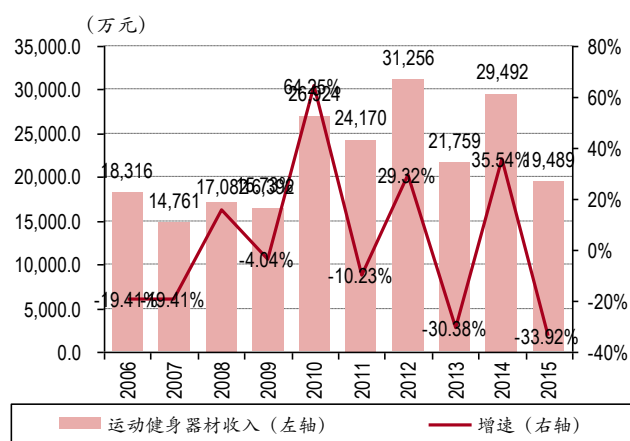
资料来源：万得，中银证券

以 ODM 形式为全球知名品牌生产康复器材，未来有望拓展国内市场。公司的康复器材产品主要有轮椅、助行器、病床架、洗澡椅等，与全球排名前三的 Sunrise 和 Invacare 等企业合作，以 ODM 的形式参与他们的研发和生产。由于公司的康复器材全部作出口用，因此毛利率在三块主要业务中最高，维持在 20% 左右。目前，公司正积极筹备在国内推出康复器材产品，未来有望受益于国内养老产业的发展。

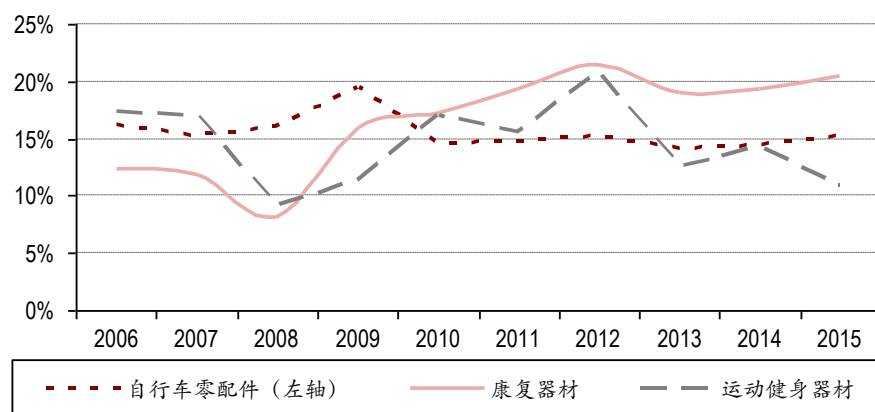
运动健身器材以运动休闲车为主，在国内推出“瑞姆”品牌。依托自行车零配件业务的大客户，公司切入了运动健身器材领域。由于经历了几轮产品类型的尝试与淘汰，收入波动性较大。目前，公司的运动健身器材业务以运动休闲车为主，包括滑板车、三轮车、学步车等。公司在国内已经推出了瑞姆儿童休闲车，目前全国有 300-400 家经销商，也建立了电子商务平台，在天猫、京东、亚马逊进行销售。

图表 20. 2006-2016Q3 公司康复器材收入及其增速


资料来源：万得，中银证券

图表 21. 2006-2016Q3 公司运动健身器材收入及其增速


资料来源：万得，中银证券

图表 22. 公司各业务毛利率变化情况


资料来源：万得，中银证券

推出瑞姆乐园，由制造向服务转型。为了为公司的瑞姆儿童休闲车提供更多的使用场景,公司于去年7月在深圳大与文体度假中心内推出了首家儿童智能成长运动乐园——瑞姆乐园。该乐园占地面积 5,000 多平方米,规划了儿童骑行娱乐区和其他儿童趣味运动项目。瑞姆乐园的成立表明了公司由制造业向服务业转型的决心。目前,瑞姆乐园正处于盈利模式的探索期,成熟后有望全国复制。

图表 23. 瑞姆乐园



资料来源：百度图片

图表 24. 瑞姆乐园



资料来源：百度图片

成为摩拜单车供应商，为业绩带来弹性。根据公开调研资料，公司已成为摩拜单车的零配件供应商。为了减少维护成本，摩拜单车配置较高端，包括铝制车身、单独传动轴等，因此单价较高。据悉，摩拜单车单价为 3,000 元，我们预计零配件成本在 2,000 元左右。根据我们测算，共享单车的总投放量有望达到 500 万辆，摩拜单车作为最有力的竞争者，假设其未来能够做到 250 万辆的投放量，将带动 50 亿元的零配件采购需求。以 4 年为一个报废周期，平均每年将有 12.5 亿元的零配件采购需求。公司作为行业龙头，在铝合金焊接、数控加工等技术方面具备优势，我们认为未来为摩拜的供应比例将较为可观。

盈利预测

公司 2016 年 4 季度已经开始为摩拜单车供货，明后年业绩将有所好转。我们预计公司 2016-2018 年每股收益分别为 0.06、0.16、0.25 元/股，

2015 年，公司的天津和太仓子公司分别亏损 1,911 万元和 3,302 万元，按照持股比例对公司净利润影响共 3,737 万元，2016 年该部分亏损有所好转，随着产能利用率提升和管理改善，未来有望恢复盈利。公司自行车零配件业务长期受行业中小竞争者的低价竞争影响，利润率较低，未来盈利性有望受益于行业整合。假设公司原有业务的均衡利润率为 5%，按照 17 年 17 亿元的收入，公司原有业务的均衡净利润在 8,500 万元。鉴于康复器材、健身运动器材业务受益于国内大健康 and 体育产业的发展，且公司积极向服务行业转型，我们给与公司原有主业 40 倍市盈率，对于市值 34 亿元。

据我们上文测算，摩拜单车平均一年零配件采购额有望达到 12.5 亿元，假设公司供应的产品占采购额的 50%，公司占该类产品供应的 80%，则摩拜单车业务将为公司带来 5 亿元的收入。由于摩拜单车零配件较高端，我们假设净利率可达 10%，则将每年增厚公司净利润 5,000 万元。鉴于共享单车的高成长性，我们给予该块业务 80 倍市盈率，对应市值 40 亿元。合计市值 74 亿元，对应目标价为 20.05 元，首次覆盖给予买入评级。

图表 25. 2014-18E 年公司收入拆分及预测（百万元）

盈利预测及主要项目假设	2014	2015	2016E	2017E	2018E
收入					
自行车零配件	953.63	856.93	870.98	1,157.04	1,467.58
同比增长(%)	2.94	(10.14)	1.64	32.84	26.84
康复器材	206.77	203.71	193.52	193.52	203.20
同比增长(%)	10.28	(1.48)	(5.00)	0.00	5.00
运动健身器材	294.92	194.89	210.48	223.11	234.27
同比增长(%)	35.54	(33.92)	8.00	6.00	5.00
钢铁管	138.75	103.37	116.81	132.00	149.16
占零配件的比例(%)	14.55	12.06	13.00	13.00	13.00
毛利率(%)					
其中：自行车零配件(%)	14.45	15.19	15.72	17.87	18.94
康复器材(%)	19.35	20.38	25.00	25.00	25.00
运动健身器材(%)	14.24	10.85	16.00	18.00	18.00
钢铁管(%)	4.18	1.95	4.00	4.00	4.00
费用率(%)					
销售费用率(%)	4.01	4.42	4.00	4.00	4.00
管理费用率(%)	6.54	12.07	8.00	6.50	6.50

资料来源：公司资料，中银证券

损益表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2014	2015	2016E	2017E	2018E
销售收入	1,597	1,359	1,392	1,706	2,054
销售成本	(1,369)	(1,164)	(1,168)	(1,405)	(1,677)
经营费用	(130)	(187)	(130)	(150)	(196)
息税折旧前利润	98	8	93	150	180
折旧及摊销	(58)	(60)	(59)	(54)	(48)
经营利润(息税前利润)	40	(51)	34	96	133
净利息收入/(费用)	(34)	(32)	(21)	(21)	(18)
其他收益/(损失)	(55)	(43)	(44)	(49)	(43)
税前利润	7	(68)	27	79	118
所得税	(11)	(1)	(7)	(20)	(30)
少数股东权益	9	15	0	0	0
净利润	5	(55)	20	59	89
核心净利润	5	(54)	5	54	83
每股收益(人民币)	0.014	(0.149)	0.055	0.160	0.240
核心每股收益(人民币)	0.013	(0.145)	0.013	0.146	0.226
每股股息(人民币)	0.000	0.045	0.000	0.000	0.000
收入增长(%)	n.a.	(15)	2	23	20
息税前利润增长(%)	n.a.	(227)	(166)	183	38
息税折旧前利润增长(%)	n.a.	(91)	1,017	61	20
每股收益增长(%)	n.a.	(1,157)	(137)	194	50
核心每股收益增长(%)	n.a.	(1,221)	(109)	1,002	55

资料来源: 公司数据及中银证券预测

现金流量表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2014	2015	2016E	2017E	2018E
税前利润	7	(68)	27	79	118
折旧与摊销	58	60	59	54	48
净利息费用	36	33	22	23	20
运营资本变动	(1)	30	5	(49)	(65)
税金	11	1	7	20	30
其他经营现金流	(22)	37	(26)	(55)	(65)
经营活动产生的现金流	88	93	94	71	85
购买固定资产净值	(56)	(5)	0	0	0
投资减少/增加	1	0	0	0	0
其他投资现金流	(18)	(36)	0	0	0
投资活动产生的现金流	(73)	(41)	0	0	0
净增权益	67	34	0	0	0
净增债务	(52)	(54)	0	0	0
支付股息	0	(17)	0	0	0
其他融资现金流	(75)	(25)	(73)	(71)	(85)
融资活动产生的现金流	(60)	(63)	(73)	(71)	(85)
现金变动	(45)	(11)	22	0	0
期初现金	226	183	178	200	200
公司自由现金流	16	53	96	73	87
权益自由现金流	(73)	(36)	72	49	65

资料来源: 公司数据及中银证券预测

资产负债表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2014	2015	2016E	2017E	2018E
现金及现金等价物	183	178	200	200	200
应收帐款	357	284	291	357	430
库存	249	210	211	254	303
其他流动资产	55	45	45	55	66
流动资产总计	843	717	747	866	999
固定资产	485	461	432	381	336
无形资产	86	82	80	78	76
其他长期资产	50	43	15	14	13
长期资产总计	631	596	537	483	435
总资产	1,474	1,313	1,284	1,348	1,433
应付帐款	275	213	214	257	307
短期债务	386	427	433	384	318
其他流动负债	152	143	87	98	110
流动负债总计	814	783	733	738	735
长期借款	60	6	6	6	6
其他长期负债	9	9	9	9	9
股本	335	369	369	369	369
储备	189	85	105	164	253
股东权益	524	453	474	533	621
少数股东权益	67	62	62	62	62
总负债及权益	1,474	1,313	1,284	1,348	1,433
每股帐面价值(人民币)	1.42	1.23	1.29	1.45	1.69
每股有形资产(人民币)	1.31	1.01	1.07	1.23	1.48
每股净负债/(现金)(人民币)	0.79	0.69	0.65	0.52	0.34

资料来源: 公司数据及中银证券预测

主要比率(%)

年结日: 12月31日	2014	2015	2016E	2017E	2018E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	6.1	0.6	6.7	8.8	8.8
息税前利润率(%)	2.5	(3.8)	2.4	5.6	6.5
税前利润率(%)	0.4	(5.0)	1.9	4.6	5.7
净利率(%)	0.3	(4.0)	1.4	3.5	4.3
流动性					
流动比率(倍)	1.0	0.9	1.0	1.2	1.4
利息覆盖率(倍)	1.1	(1.5)	1.4	3.9	6.1
净权益负债率(%)	44.7	49.4	44.5	31.9	18.2
速动比率(倍)	0.7	0.6	0.7	0.8	0.9
估值					
市盈率(倍)	1,023.8	(96.9)	264.4	90.1	60.0
核心业务市盈率(倍)	1,111.7	(99.1)	1,089.6	98.8	63.8
目标价对应核心业务市盈率(倍)	1,387.7	(123.8)	1,360.1	123.4	79.6
市净率(倍)	10.2	11.7	11.2	9.9	8.5
价格/现金流(倍)	60.6	57.3	56.3	74.4	62.4
企业价值/息税折旧前利润(倍)	56.8	666.1	59.5	36.7	30.1
周转率					
存货周转天数	66.3	71.9	65.8	60.3	60.5
应收帐款周转天数	81.5	76.3	75.4	69.3	69.9
应付帐款周转天数	63.0	57.2	55.9	50.4	50.1
回报率					
股息支付率(%)	0.0	n.a.	0.0	0.0	0.0
净资产收益率(%)	1.0	(12.1)	4.3	11.7	15.4
资产收益率(%)	(1.6)	(3.9)	2.0	5.5	7.2
已运用资本收益率(%)	4.0	(5.3)	3.7	10.0	13.5

资料来源: 公司数据及中银证券预测

研究报告中所提及的有关上市公司

信隆健康 (002105.CH/人民币 14.09, 买入)

中路股份 (600818.CH/人民币 32.72, 买入)

以 2017 年 1 月 6 日当地货币收市价为标准
本报告所有数字均四舍五入

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司同时声明，未授权任何公众媒体或机构刊载或转发本研究报告。如有投资者于公众媒体看到或从其它机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券有限责任公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

公司投资评级：

买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 20%以上；
谨慎买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 10%-20%；
持有：预计该公司股价在未来 12 个月内在上下 10%区间内波动；
卖出：预计该公司股价在未来 12 个月内下降 10%以上；
未有评级（NR）。

行业投资评级：

增持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现强于有关基准指数；
中立：预计该行业指数在未来 12 个月内表现基本与有关基准指数持平；
减持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现弱于有关基准指数。

有关基准指数包括：恒生指数、恒生中国企业指数、以及沪深 300 指数等。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券有限责任公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券有限责任公司的机构客户；2) 中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券有限责任公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券有限责任公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券有限责任公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券有限责任公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券有限责任公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券有限责任公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券有限责任公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券有限责任公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371