

继峰股份 (603997)

中报少数股东损益占比提升 格拉默收购进入尾声

事件

公司发布中报，营收增长 22%，归母净利增长 4%。

点评

2Q18 毛利率下降、少数股东损益占比提升影响公司归母净利增速。公司 2Q18 营收继续保持稳定增长，达到 19%，吉利、宝马、东本、欧洲捷豹路虎、德国大众为公司形成新增量。但受到年降、捷克工厂产能爬坡、原材料价格波动等多方面因素影响，公司 2Q18 单季毛利率降至历史低位 30.5%，环比减少 3.3 个百分点，同比减少 2.6 个百分点。期间费用率同环比变化不大。最终公司净利单季增长 18%，净利润率 13.4%，与 2017 年同期的 13.6% 大致持平。但由于 2017 年底开始，公司新设立的合资公司东风伟成、广州华峰等逐渐批产，2Q18 少数股东损益/净利润占比提升至 9.8%，对公司归母净利增速形成影响，最终为 1.0%，低于净利润增速 18%。

关联公司收购格拉默已近尾声，成长空间进一步打开。格拉默为全球商用车座椅系统龙头公司，2017 年营收 17.9 亿欧元，净利 0.32 亿欧元。根据格拉默公告，5 月 29 日继峰关联公司德国继焯向所有格拉默股东发出收购要约，报价 61.25 欧元/股，其中包含 2017 财年预期股息 1.25 欧元/股，对应总市值为 7.56 亿欧元，较 5 月 28 日收盘价溢价 19.4%，对应公司 2018PE 为 13X。截至 8 月 9 日格拉默 48.45% 的股东确认将接受继焯要约，对应总价约 3.66 亿欧元/人民币 29 亿元。收购完成后继焯将持有格拉默 74.02% 股份（原有 25.56%）。格拉默预计收购将于 3Q18 完成，且不再需要进一步的监管许可审批，完成后德国继焯所持格拉默股份将通过发行股份购买资产的方式注入继峰（公司公告），继峰将由此从座椅配件领域进入到价值量更高的商用车座椅总成领域，逐渐成为座舱系统集成商，进一步打开成长空间。

公司多年积累成就的正向循环以及守成地位不变，海外开始突破。继峰为国内乘用车座椅头枕龙头厂商，支杆、扶手产品竞争力领先同行，已稳定配套一汽大众、宝马、上汽通用、东风本田等合资车企，以及长城、吉利、广汽等自主车企，头枕市占率 2017 年估计达到 20%。二十余年继峰在研发、制造上已取得深厚积累，产销上量后开始进入规模效益、产业链各环节全覆盖的正向循环。短期来看，公司配套的一汽大众、宝马、东本、强自主客户将为 2018 年贡献业绩增量。中期来看，公司具备全球竞争力，在成长路径上复刻敏实，海外工厂已获得欧洲大众（WOKS III 平台及 POLO 等）、捷豹路虎（Discovery, Land Rover）、保时捷（Mission E）、宝马（全球业务，1 系、2 系、3 系、8 系、X3 等）、戴姆勒（MRAII 平台）等中高端产品订单，放量在即。长期来看，收购格拉默将为公司进一步打开成长空间。

投资建议：

鉴于捷克工厂、年降等对利润率的拖累，市场景气度下行以及少数股东损益占比提升，我们将此前对公司 2018-2019 年 3.6 亿和 4.8 亿元的归母净利预测下调至 3.0 和 3.7 亿元，同比增长 3% 和 22%，EPS 分别为 0.47 元和 0.57 元，对应当前 PE 为 23X 和 19X，维持“买入”评级。

风险提示：捷克工厂进展低于预期、配套车型销量低于预期、收购格拉默进展低于预期、增发审批风险。

财务数据和估值	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	1,465.51	1,902.07	2,334.23	2,871.98	3,486.29
增长率(%)	39.83	29.79	22.72	23.04	21.39
EBITDA(百万元)	324.90	399.91	406.92	497.79	625.90
净利润(百万元)	249.71	292.85	300.44	365.44	464.79
增长率(%)	41.59	17.27	2.59	21.63	27.19
EPS(元/股)	0.39	0.46	0.47	0.57	0.73
市盈率(P/E)	27.76	23.67	23.07	18.97	14.91
市净率(P/B)	4.54	4.02	3.64	3.21	2.79
市销率(P/S)	4.73	3.64	2.97	2.41	1.99
EV/EBITDA	24.45	16.65	16.06	13.08	10.31

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	汽车/汽车零部件
6 个月评级	买入（维持评级）
当前价格	10.87 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	637.72
流通 A 股股本(百万股)	630.00
A 股总市值(百万元)	6,932.01
流通 A 股市值(百万元)	6,848.10
每股净资产(元)	2.67
资产负债率(%)	23.88
一年内最高/最低(元)	13.96/10.18

作者

邓学 分析师
SAC 执业证书编号：S1110518010001
dengxue@tfzq.com

张程航 分析师
SAC 执业证书编号：S1110518070005
zhangchenghang@tfzq.com

股价走势

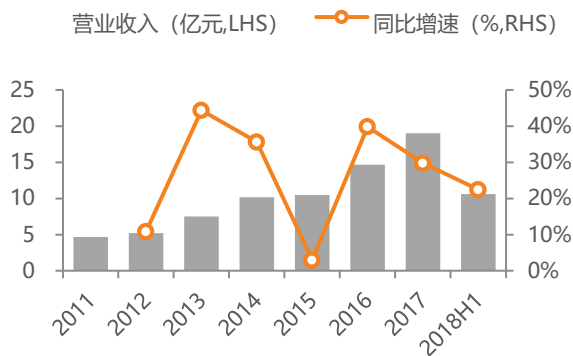


资料来源：贝格数据

相关报告

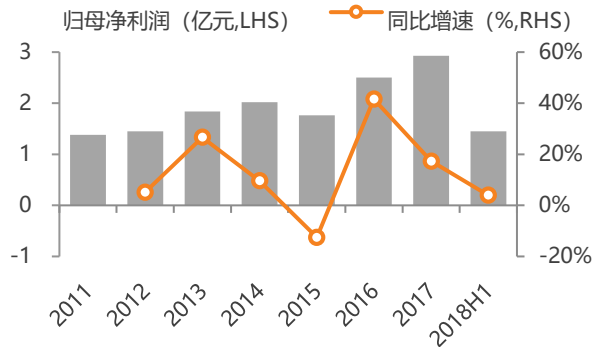
- 《继峰股份-公司点评:要约收购格拉默 打开成长新空间》2018-05-31
- 《继峰股份-半年报点评:1H17 营收保持高增长 2H17 海外工厂开始释放产能》2017-08-27
- 《继峰股份-公司点评:为全球宝马重点项目担保 海外新征程开启在即》2017-08-09

图 1：2011-2018H1 公司营业收入及增速（亿元 RMB，%）



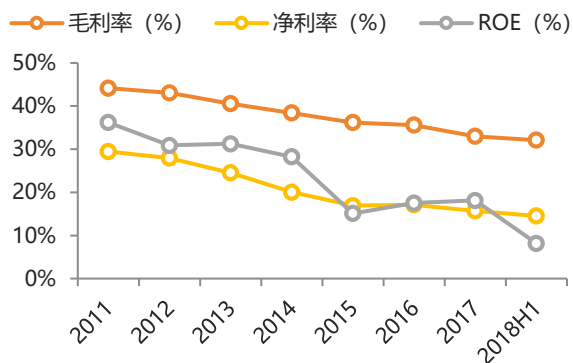
资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 2：2011-2018H1 公司归母净利润及增速（亿元 RMB，%）



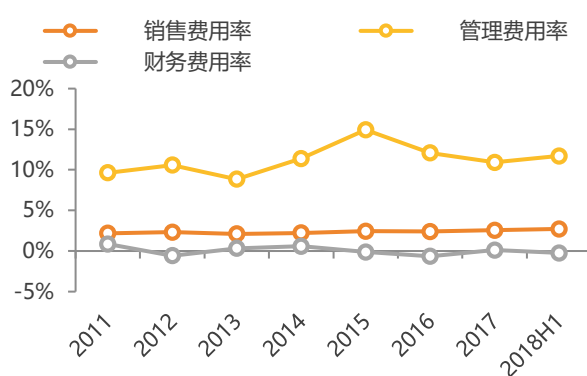
资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 3：2011-2018H1 公司盈利能力（%）



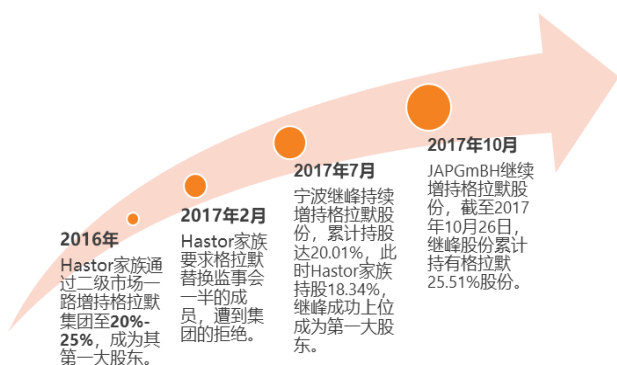
资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 4：2011-2018H1 公司费用率（%）



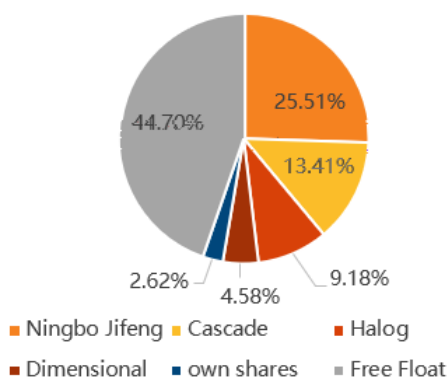
资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 5：格拉默股权之争事件历程



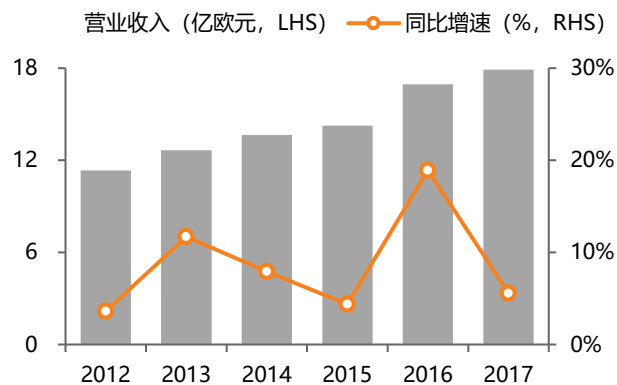
资料来源：格拉默公司公告，天风证券研究所

图 6：2017 财年末格拉默股东持股情况



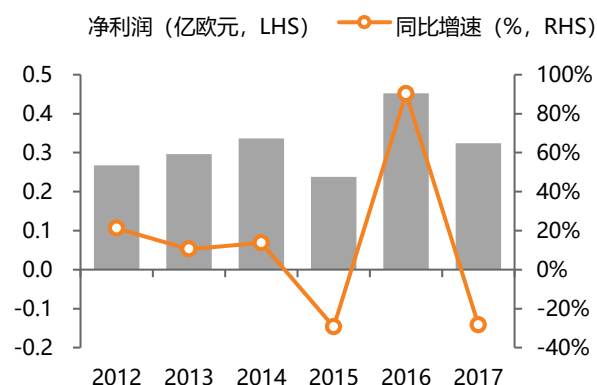
资料来源：格拉默公司公告，天风证券研究所

图 7: 2012-2017 格拉默营业收入及增速 (亿欧元, %)



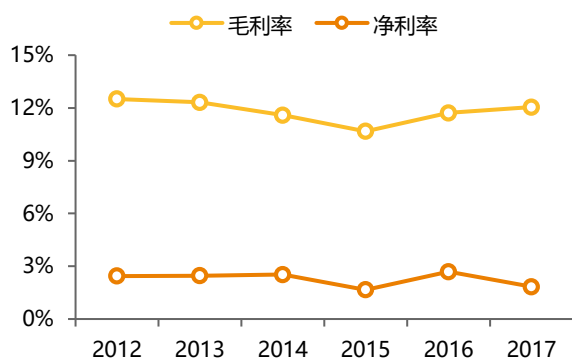
资料来源: Bloomberg, 格拉默公司公告, 天风证券研究所

图 8: 2012-2017 格拉默净利润及增速 (亿欧元, %)



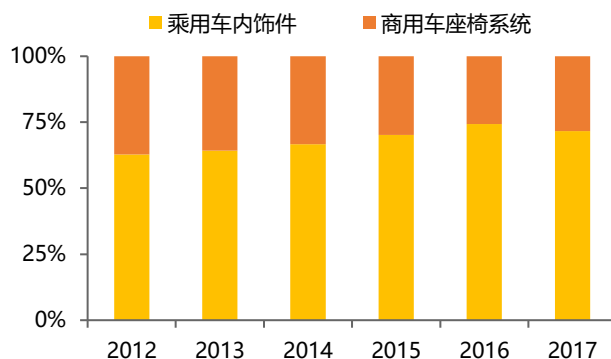
资料来源: Bloomberg, 格拉默公司公告, 天风证券研究所

图 9: 2012-2017 格拉默盈利能力情况 (%)



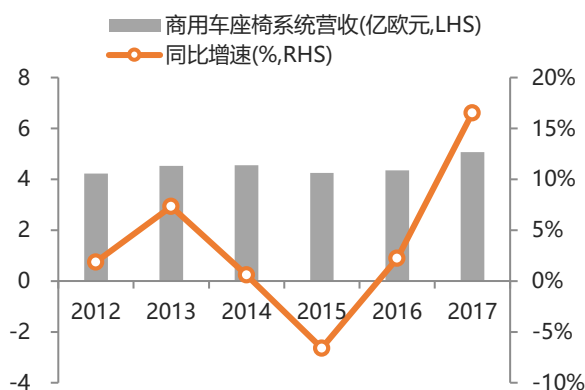
资料来源: Bloomberg, 格拉默公司公告, 天风证券研究所

图 10: 2012-2017 公司分产品收入占比 (%)



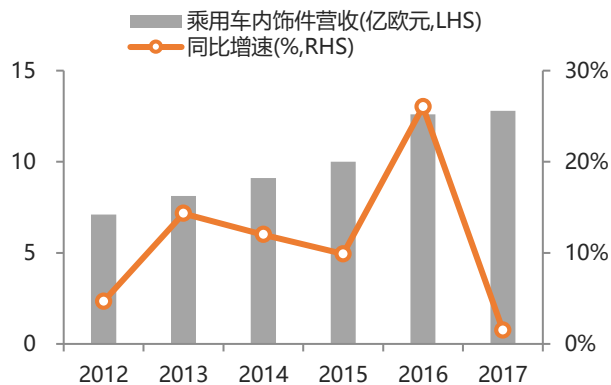
资料来源: Bloomberg, 格拉默公司公告, 天风证券研究所

图 11: 格拉默商用车座椅系统营收及增速 (亿欧元, %)



资料来源: Bloomberg, 格拉默公司公告, 天风证券研究所

图 12: 格拉默乘用车内饰件营收及增速 (亿欧元, %)



资料来源: Bloomberg, 格拉默公司公告, 天风证券研究所

财务预测摘要

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
	2016	2017	2018E	2019E	2020E		2016	2017	2018E	2019E	2020E
货币资金	232.21	470.79	402.38	447.96	533.17	营业收入	1,465.51	1,902.07	2,334.23	2,871.98	3,486.29
应收账款	483.65	517.80	649.31	786.68	956.47	营业成本	943.70	1,274.43	1,594.57	1,971.75	2,366.92
预付账款	4.71	5.02	12.69	9.21	17.09	营业税金及附加	16.06	20.00	21.74	28.72	38.35
存货	314.82	373.53	485.77	576.78	698.73	营业费用	35.22	48.67	63.40	71.80	87.16
其他	321.57	189.26	294.01	277.87	410.04	管理费用	177.08	207.74	276.90	330.28	393.95
流动资产合计	1,356.96	1,556.40	1,844.16	2,098.50	2,615.49	财务费用	(9.49)	2.36	(0.81)	4.29	6.41
长期股权投资	1.45	5.93	5.93	5.93	5.93	资产减值损失	13.17	5.45	6.00	10.00	15.00
固定资产	436.34	439.05	462.94	496.53	519.16	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
在建工程	12.12	50.26	72.16	91.29	78.78	投资净收益	5.28	5.29	6.00	6.00	6.00
无形资产	72.10	93.17	88.07	82.97	77.88	其他	(10.55)	(20.15)	(12.00)	(12.00)	(12.00)
其他	54.55	47.00	45.80	43.32	39.34	营业利润	295.05	358.28	378.42	461.14	584.50
非流动资产合计	576.57	635.42	674.89	720.05	721.09	营业外收入	9.61	0.72	5.00	5.00	5.00
资产总计	1,933.53	2,191.82	2,519.06	2,818.55	3,336.58	营业外支出	1.61	1.75	1.00	1.00	1.00
短期借款	0.00	39.01	0.00	0.00	0.00	利润总额	303.05	357.25	382.42	465.14	588.50
应付账款	314.79	309.00	492.72	500.69	679.45	所得税	52.18	58.59	66.16	80.47	101.81
其他	74.12	80.50	68.01	85.49	78.51	净利润	250.87	298.67	316.26	384.67	486.69
流动负债合计	388.91	428.51	560.72	586.18	757.95	少数股东损益	1.16	5.82	15.81	19.23	21.90
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	归属于母公司净利润	249.71	292.85	300.44	365.44	464.79
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	每股收益(元)	0.39	0.46	0.47	0.57	0.73
其他	0.00	3.08	2.00	1.00	0.00						
非流动负债合计	0.00	3.08	2.00	1.00	0.00						
负债合计	388.91	431.59	562.72	587.18	757.95						
少数股东权益	16.13	37.12	52.94	72.17	94.07	主要财务比率	2016	2017	2018E	2019E	2020E
股本	420.00	630.00	637.72	637.72	637.72	成长能力					
资本公积	405.92	195.92	159.79	159.79	159.79	营业收入	39.83%	29.79%	22.72%	23.04%	21.39%
留存收益	1,109.45	1,091.49	1,265.68	1,521.49	1,846.84	营业利润	53.15%	21.43%	5.62%	21.86%	26.75%
其他	(406.87)	(194.31)	(159.79)	(159.79)	(159.79)	归属于母公司净利润	41.59%	17.27%	2.59%	21.63%	27.19%
股东权益合计	1,544.62	1,760.22	1,956.33	2,231.37	2,578.63	获利能力					
负债和股东权益总	1,933.53	2,191.82	2,519.06	2,818.55	3,336.58	毛利率	35.61%	33.00%	31.69%	31.35%	32.11%
						净利率	17.04%	15.40%	12.87%	12.72%	13.33%
						ROE	16.34%	17.00%	15.78%	16.92%	18.71%
						ROIC	22.39%	23.97%	24.37%	25.52%	28.08%
						偿债能力					
						资产负债率	20.11%	19.69%	22.34%	20.83%	22.72%
						净负债率	-2.06%	8.90%	-4.00%	7.19%	5.40%
						流动比率	3.49	3.63	3.29	3.58	3.45
						速动比率	2.68	2.76	2.42	2.60	2.53
						营运能力					
						应收账款周转率	3.75	3.80	4.00	4.00	4.00
						存货周转率	5.65	5.53	5.43	5.41	5.47
						总资产周转率	0.84	0.92	0.99	1.08	1.13
						每股指标(元)					
						每股收益	0.39	0.46	0.47	0.57	0.73
						每股经营现金流	0.07	0.40	0.24	0.37	0.42
						每股净资产	2.40	2.70	2.98	3.39	3.90
						估值比率					
						市盈率	27.76	23.67	23.07	18.97	14.91
						市净率	4.54	4.02	3.64	3.21	2.79
						EV/EBITDA	24.45	16.65	16.06	13.08	10.31
						EV/EBIT	27.82	18.97	17.31	13.99	10.92

资料来源:公司公告, 天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见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任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

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。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券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。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他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。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com