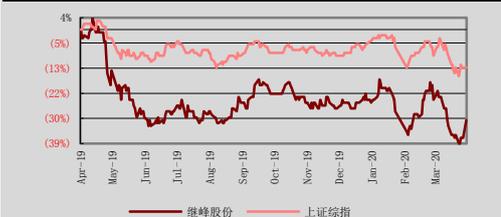


**603997.SH**
**买入**

原评级: 买入

市场价格: 人民币 7.46

板块评级: 强于大市

**股价表现**


(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	(8.6)	(8.8)	(9.0)	(24.8)
相对上证指数	2.4	(4.2)	(0.4)	(13.7)

发行股数(百万)	1,024
流通股(%)	62
总市值(人民币 百万)	7,636
3个月日均交易额(人民币 百万)	36
净负债比率(%) (2020E)	80
主要股东(%)	
宁波继弘投资有限公司	32

 资料来源: 公司公告, 聚源, 中银证券  
 以2020年3月30日收市价为标准

**相关研究报告**

《继峰股份—中报业绩符合预期, 重组进展顺利前景看好》 20190820

《继峰股份—国内座椅头枕龙头, 内生外延前景可期》 20190531

《继峰股份—短期费用拖累业绩, 收购格拉默前景光明》 20190314

 中银国际证券股份有限公司  
 具备证券投资咨询业务资格

汽车: 汽车零部件

朱朋

(8621)20328314

peng.zhu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300517060001

\*魏敏为本报告重要贡献者

# 继峰股份

## 并购成就全球细分行业龙头, 长期前景看好

公司发布2019年报, 全年共实现营业收入180.0亿元, 同比增长147.2%; 归属于上市公司股东的净利润3.0亿元, 同比(调整后)增长80.5%; 每股收益0.29元, 拟每10股派发现金红利2.0元(含税)。公司通过收购继峰投资获得格拉默84.23%股权, 并表带来收入大幅增长, 但受重组等一次性费用等影响, 业绩略低于预期。公司已成为全球乘用车头枕、扶手、中控系统及商用车座椅等细分行业的龙头企业, 产品线拓展及全球客户整合有望推动公司持续发展, 长期前景看好。我们预计公司2020-2022年每股收益分别为0.35元、0.50元和0.64元, 维持买入评级。

**支撑评级的要点**

- **格拉默并表带来收入增长, 一次性费用拖累业绩。**受格拉默并表时间和比例变化影响, 收入、销售等费用大幅增长。2019年公司收入增长147.2%, 其中头枕、座椅扶手、商用车座椅、中控等收入分别增长118.2%、74.9%、214.9%、209.4%。全年销售费用增加2.21亿(+129.5%), 主要是相关工资福利费增加1.57亿(+208.6%); 管理费用增加5.04亿(+58.2%), 主要是相关工资福利费增加3.34亿(+80.6%); 研发费用增加1.34亿(+99.4%), 主要是职工薪酬增加0.43亿(+92.0%)、中介机构费增加0.26亿(+447.7%); 财务费用增加0.67亿(+40.4%), 主要源于利息支出增加1.04亿(+90.5%)。格拉默毛利率及费用率较低且收入较高, 并表后毛利率及四项费用率分别下降3.8pct、5.8pct, 净利润率小幅提升至2.0%。受重组等一次性费用影响, 扣非净利润下降12.5%。
- **收购格拉默成就全球细分行业龙头。**在成功收购格拉默后, 公司已成为全球乘用车头枕、扶手、中控系统及商用车座椅等细分行业的龙头企业, 2019年共销售头枕5,637.90万件(全球市占率约14%)、扶手916.61万件(全球市占率约6%)、中控及其他内饰件9,725.63万件、商用车座椅161.50万件, 在全球乘用车内饰及商用车座椅领域具有较强的市场竞争力。巨大产销量有望带来规模经济, 提升公司在原材料等领域的议价能力。目前格拉默净利润率存在较大提升空间, 未来有望通过协同降本等措施, 助力业绩增长。
- **商用车座椅、乘用车中控及全球化拓展前景看好。**公司原有业务与格拉默在产品、工艺等存在共通之处, 具有较好的整合潜力。在商用车领域, 格拉默是多项产品的标准制定者, 质量及性能全球领先, 2019年国内商用车产销量超过430万辆(中汽协数据), 商用车座椅国产化空间巨大。公司已逐步展开与解放、东风、重汽等合作, 发展前景看好。在乘用车领域, 并购格拉默带来中控系统等新增产品线, 公司有望凭借国内客户资源等优势拓展业务, 市场前景光明。此外格拉默在欧洲、北美等具有完善布局, 公司有望借助相关渠道进行全球化业务拓展。

**估值**

- 受格拉默并表及新冠疫情等影响, 我们调整了盈利预测, 预计公司2020-2022年每股收益分别为0.35元、0.50元和0.64元, 收购格拉默拓展全球业务前景广阔, 维持买入评级。

**评级面临的主要风险**

- 1) 新冠疫情影响汽车销量; 2) 格拉默整合进度不及预期。

**投资摘要**

年结日: 12月31日	2018	2019	2020E	2021E	2022E
销售收入(人民币 百万)	2,151	18,001	16,741	18,080	19,165
变动(%)	13	737	(7)	8	6
净利润(人民币 百万)	302	298	355	513	656
全面摊薄每股收益(人民币)	0.295	0.291	0.347	0.501	0.641
变动(%)	3.3	(1.6)	19.3	44.5	27.9
先前预测每股收益(人民币)			0.357	0.430	
调整幅度(%)			(3)	16	
全面摊薄市盈率(倍)	25.3	25.6	21.5	14.9	11.6
价格/每股现金流量(倍)	11.3	7.2	9.3	10.3	5.1
每股现金流量(人民币)	0.72	1.14	0.88	0.80	1.61
企业价值/息税折旧前利润(倍)	16.1	6.6	7.1	5.9	4.6
每股股息(人民币)	0.312	0.200	0.173	0.251	0.321
股息率(%)	3.8	2.4	2.1	3.1	3.9

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

图表 1. 继峰股份 2019 年业绩摘要

(人民币, 百万)	2018Y	2019Y	同比变动(%)
营业收入	7,282.4	18,001.3	147.2
营业利润	183.3	520.4	183.9
净利润	130.6	361.7	176.9
归属于上市公司股东的净利润	164.9	297.7	80.5
扣非后归属于上市公司股东的净利润	293.1	256.4	(12.5)
营业成本	5,869.3	15,196.9	158.9
毛利润	1,413.1	2,804.3	98.5
销售费用	171.0	392.4	129.5
管理费用	866.4	1,370.4	58.2
研发费用	134.8	268.7	99.4
财务费用	166.2	233.3	40.4
资产及信用减值损失	3.7	(5.5)	(250.1)
销售费用率(%)	2.3	2.2	
管理费用率(%)	11.9	7.6	
研发费用率(%)	1.9	1.5	
财务费用率(%)	2.3	1.3	
毛利率(%)	19.4	15.6	
净利率(%)	1.8	2.0	

资料来源: 公司公告、中银证券

图表 2. 格拉默 2019 年业绩摘要

(欧元, 百万)	2019Y	2018Y	2019Q4	2018Q4
Revenue	2,038.5	1,861.3	488.9	502.1
EBITDA	159.8	101	35.2	37.4
EBITDA margin(%)	7.8	5.4	7.2	7.4
EBIT	74.5	48.7	12.6	20.8
EBIT margin(%)	3.7	2.6	2.6	4.1
Operating EBIT	77	75.8	17.8	19.2
Operating EBIT margin(%)	3.8	4.1	3.6	3.8
Earnings before taxes	63.6	34.5	22.8	13.1
Net Profit	43.5	23.2	15.1	8.3

资料来源: 格拉默公告、中银证券

损益表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2018	2019	2020E	2021E	2022E
销售收入	2,151	18,001	16,741	18,080	19,165
销售成本	(1,458)	(15,240)	(14,104)	(15,106)	(15,898)
经营费用	(210)	(1,144)	(1,204)	(1,266)	(1,301)
息税折旧前利润	483	1,617	1,433	1,708	1,967
折旧及摊销	(57)	(598)	(420)	(452)	(482)
经营利润(息税前利润)	425	1,019	1,013	1,257	1,485
净利息收入/(费用)	10	(233)	(191)	(172)	(166)
其他收益/(损失)	(2)	44	10	10	10
税前利润	380	537	564	814	1,042
所得税	(65)	(175)	(169)	(244)	(313)
少数股东权益	(13)	(64)	(39)	(57)	(73)
净利润	302	298	355	513	656
核心净利润	302	298	355	513	656
每股收益(人民币)	0.295	0.291	0.347	0.501	0.641
核心每股收益(人民币)	0.295	0.291	0.347	0.501	0.641
每股股息(人民币)	0.312	0.200	0.173	0.251	0.321
收入增长(%)	13	737	(7)	8	6
息税前利润增长(%)	23	139	(1)	24	18
息税折旧前利润增长(%)	22	235	(11)	19	15
每股收益增长(%)	3	(2)	19	44	28
核心每股收益增长(%)	3	(2)	19	44	28

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

现金流量表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2018	2019	2020E	2021E	2022E
税前利润	434	830	832	1,095	1,329
折旧与摊销	57	598	420	452	482
净利息费用	(10)	233	191	172	166
运营资本变动	85	(220)	(1,137)	1,226	(1,788)
税金	(104)	(404)	(437)	(525)	(600)
其他经营现金流	2	133	1,037	(1,600)	2,061
经营活动产生的现金流	463	1,169	905	820	1,650
购买固定资产净值	27	1,703	230	230	230
投资减少/增加	2	(2,813)	1	1	1
其他投资现金流	(185)	(391)	(459)	(461)	(461)
投资活动产生的现金流	(156)	(1,501)	(228)	(230)	(230)
净增权益	10	384	0	0	0
净增债务	58	4,945	(801)	59	48
支付股息	(199)	(205)	(178)	(256)	(328)
其他融资现金流	13	(5,088)	(67)	(172)	(166)
融资活动产生的现金流	(119)	36	(1,045)	(369)	(446)
现金变动	189	(296)	(368)	220	974
期初现金	471	708	2,051	1,683	1,904
公司自由现金流	307	(332)	677	590	1,420
权益自由现金流	356	4,847	68	821	1,634

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

资产负债表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2018	2019	2020E	2021E	2022E
现金及现金等价物	708	2,051	1,683	1,904	2,878
应收帐款	686	2,392	1,514	2,705	1,369
库存	394	1,891	843	2,504	492
其他流动资产	25	841	795	850	890
流动资产总计	1,813	7,176	4,835	7,962	5,628
固定资产	572	3,844	3,897	3,923	3,924
无形资产	120	1,823	1,580	1,332	1,080
其他长期资产	19	1,863	1,736	1,871	1,980
长期资产总计	712	7,529	7,212	7,126	6,984
总资产	2,534	17,566	14,860	17,900	15,424
应付帐款	353	2,772	821	3,131	147
短期债务	97	2,472	2,000	2,000	2,000
其他流动负债	165	1,795	1,633	1,849	1,793
流动负债总计	615	7,039	4,454	6,980	3,940
长期借款	0	2,907	2,634	2,634	2,634
其他长期负债	7	2,701	2,511	2,712	2,875
股本	640	1,024	1,024	1,024	1,024
储备	1,279	3,626	3,804	4,060	4,389
股东权益	1,919	4,650	4,828	5,084	5,412
少数股东权益	42	393	433	490	563
总负债及权益	2,534	17,566	14,860	17,900	15,424
每股帐面价值(人民币)	3.00	4.54	4.72	4.97	5.29
每股有形资产(人民币)	2.81	2.76	3.17	3.67	4.23
每股净负债/(现金)(人民币)	(0.95)	2.14	1.77	1.56	0.61

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

主要比率(%)

年结日: 12月31日	2018	2019	2020E	2021E	2022E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	22.4	9.0	8.6	9.4	10.3
息税前利润率(%)	19.8	5.7	6.1	7.0	7.8
税前利润率(%)	20.2	4.6	5.0	6.1	6.9
净利率(%)	16.5	3.3	3.7	4.4	4.9
流动性					
流动比率(倍)	2.9	1.0	1.1	1.1	1.4
利息覆盖率(倍)	n.a.	4.4	5.3	7.3	8.9
净权益负债率(%)	净现金	66.0	56.1	49.0	29.4
速动比率(倍)	2.3	0.8	0.9	0.8	1.3
估值					
市盈率(倍)	25.3	25.6	21.5	14.9	11.6
核心业务市盈率(倍)	25.3	25.6	21.5	14.9	11.6
市净率(倍)	2.7	1.8	1.7	1.7	1.6
价格/现金流(倍)	11.3	7.2	9.3	10.3	5.1
企业价值/息税折旧前利润(倍)	16.1	6.6	7.1	5.9	4.6
周转率					
存货周转天数	96.0	27.4	35.4	40.4	34.4
应收帐款周转天数	116.9	31.2	42.6	42.6	38.8
应付帐款周转天数	57.2	31.7	39.2	39.9	31.2
回报率					
股息支付率(%)	56.1	34.7	28.5	32.3	34.8
净资产收益率(%)	19.5	18.0	13.1	16.0	18.0
资产收益率(%)	15.3	8.0	5.0	6.0	6.8
已运用资本收益率(%)	3.9	1.2	0.9	1.3	1.6

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

## 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。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他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，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

## 评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

### 公司投资评级：

- 买入：预计该公司股价在未来 6 个月内超越基准指数 20% 以上；
- 增持：预计该公司股价在未来 6 个月内超越基准指数 10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在 -10%-10% 之间；
- 减持：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10% 以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

### 行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来 6 个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现弱于基准指数。
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

## 风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限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股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限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。

中银国际证券股份有限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。中银国际证券股份有限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。中银国际证券股份有限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，中银国际证券股份有限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股份有限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。中银国际证券股份有限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股份有限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。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

## 中银国际证券股份有限公司

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