

投资评级：增持(维持)

继峰股份(603997)

短期业绩有所下滑，并购格拉默未来可期

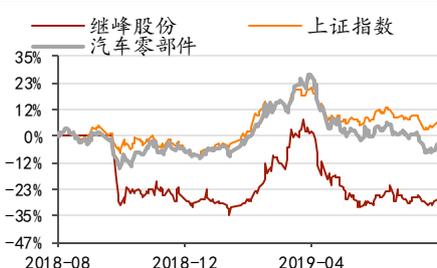
## 市场数据 2019-08-19

收盘价(元)	7.56
一年内最低/最高(元)	6.91/11.89
市盈率	16.8
市净率	2.46

## 基础数据

净资产收益率(%)	16.91
资产负债率(%)	24.6
总股本(亿股)	6.39

## 最近12月股价走势



## 联系信息

彭勇	分析师
SAC 证书编号: S0160517110001	
pengy@ctsec.com	
李渤	联系人
libo@ctsec.com	

## 相关报告

- 1 《继峰股份(603997):Q3业绩改善,收购格拉默带来全新格局》 2018-10-30
- 2 《继峰股份(603997):收购格拉默,打造座舱系统世界龙头》 2018-09-05
- 3 《继峰股份(603997):收入增长稳健,盈利能力承压》 2018-08-22

## ● 事件:

公司公告 2019 年半年报, 1-6 月实现营业收入 10.0 亿元, 同比下滑 5.7%; 归母净利润 1.2 亿元, 同比下滑 20.6%。

● 受上半年汽车行业销量下滑影响, 公司收入、利润均有所下滑 公司 Q2 收入 4.9 亿元, 同比下滑 11.2%; Q2 归母净利润 0.6 亿元, 同比下滑 16.3%。上半年汽车行业产销分别同比下滑 13.7%和 12.7%; 在行业磨底的过程中, 公司作为零部件供应商, 其营收利润短期下滑实属情理之中。长远来看我们认为, 公司全球化格局初现, 已顺利进入大众、宝马、保时捷等海外高端客户的配套, 随着并购格拉默将于近期完成, 公司海外拓展不断加深, 公司未来收入增长动力充足, 此外高毛利率的继峰股份有望通过自身的产业链一体化优势及精细化管理优势提升格拉默的毛利率, 带动公司盈利能力大幅提升。

## ● 毛利率有所提升, 费用率提升明显, 盈利能力短期下降

公司 H1 毛利率 32.6%, 同比提升 0.5pct, 环比下降 0.5pct, Q2 毛利率 33.3%, 同比提升 2.8pct, 环比提升 1.4pct, 公司毛利率已经逐步改善。H1 公司销售费用率 2.6%(-0.1pct), 管理及研发费用率 16.1% (+4.4pct), 主要系重组费用、海外人员工资增加以及研发人员数量增加所致。财务费用率-0.3%, 同比无变化。我们认为公司上半年费用率较高的原因为重组、海外投资以及加大研发投入, 其中重组及海外投资并非经常性费用, 后续公司费用率将有所降低。公司毛利率在逐渐改善, 随着费用率得到良好控制, 公司盈利能力有望稳步回升。

## ● 并购格拉默持续推进, 一加一的效果远大于二

格拉默是全球最大的商用座椅总成供应商, 产品单车配套价值高, 在欧洲的市占率超过 90%, 并购整合后将促进公司产品力和产品配套价值的提升, 帮助公司加速打开全球市场。此外公司产业链一体化导致的高毛利率优势以及较强的管理能力有望嫁接格拉默, 提升格拉默的盈利能力。

## ● 盈利预测与投资建议

预计公司 2019-2021 年 EPS 分别为 0.41 元、0.50 元、0.57 元, 对应 PE 分别为 18.4 倍, 15.0 倍, 13.3 倍, 维持公司“增持”评级。

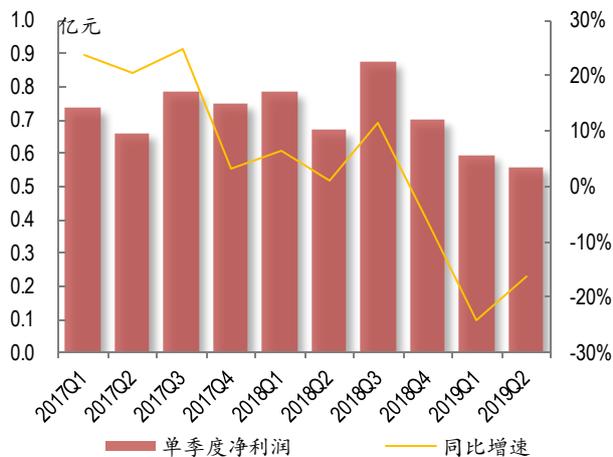
风险提示: 产品拓展不及预期, 原材料价格波动, 并购整合不及预期

表 1: 公司财务及预测数据摘要

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万)	1902	2151	2044	2412	2773
增长率	29.8%	13.1%	-5.0%	18.0%	15.0%
归属母公司股东净利润(百万)	293	302	263	322	362
增长率	17.3%	3.3%	-12.9%	22.4%	12.4%
每股收益(元)	0.46	0.47	0.41	0.50	0.57
市盈率(倍)	16.5	16.0	18.4	15.0	13.3

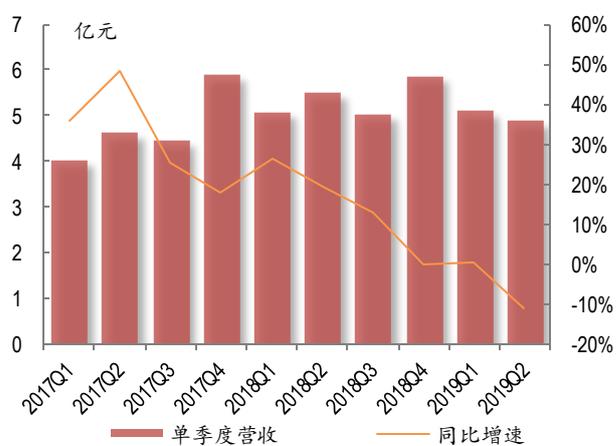
数据来源: 贝格数据, 财通证券研究所

图1：公司单季度营收及同比增速



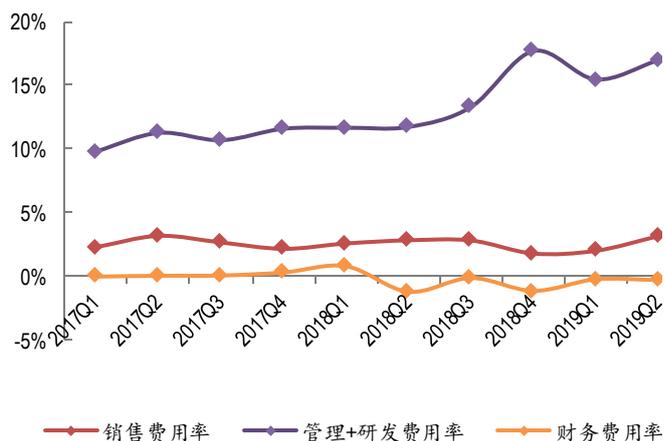
数据来源：公司公告，财通证券研究所

图2：公司单季度归母净利润及同比增速



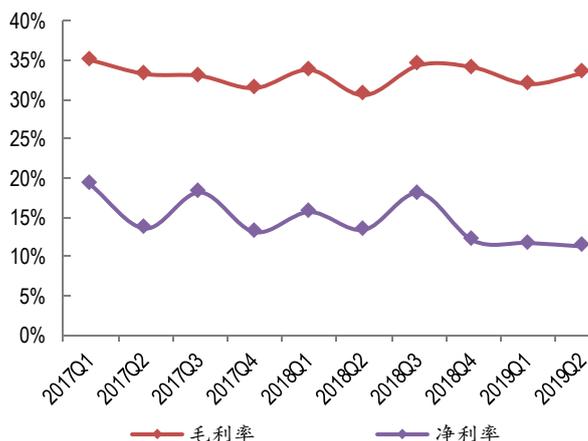
数据来源：公司公告，财通证券研究所

图3：公司三费率



数据来源：公司公告，财通证券研究所

图4：公司毛利率及净利率



数据来源：公司公告，财通证券研究所

**公司财务报表及指标预测**

公司财务报表及指标预测						财务指标					
利润表	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>营业收入</b>	<b>1902</b>	<b>2151</b>	<b>2044</b>	<b>2412</b>	<b>2773</b>	<b>成长性</b>					
减:营业成本	1274	1438	1378	1625	1869	营业收入增长率	29.8%	13.1%	-5.0%	18.0%	15.0%
营业税费	20	20	21	25	29	营业利润增长率	21.4%	6.5%	-18.0%	23.0%	14.7%
销售费用	49	54	53	68	78	净利润增长率	17.3%	3.3%	-12.9%	22.4%	12.4%
管理费用	208	230	286	314	361	EBITDA 增长率	23.1%	20.6%	-23.5%	22.1%	14.6%
财务费用	2	-10	-7	-6	-6	EBIT 增长率	22.9%	21.0%	-28.0%	23.8%	14.8%
资产减值损失	5	-16	7	9	13	NOPLAT 增长率	27.5%	2.3%	-17.7%	23.8%	14.8%
加:公允价值变动收益	0	0	0	0	0	投资资本增长率	1.9%	-1.0%	17.5%	26.7%	0.6%
投资和汇兑收益	5	0	8	9	11	净资产增长率	14.0%	8.6%	10.9%	10.2%	10.4%
<b>营业利润</b>	<b>358</b>	<b>381</b>	<b>313</b>	<b>385</b>	<b>441</b>	<b>利润率</b>					
加:营业外净收支	-1	-1	5	12	5	毛利率	33.0%	33.2%	32.6%	32.6%	32.6%
<b>利润总额</b>	<b>357</b>	<b>380</b>	<b>318</b>	<b>397</b>	<b>446</b>	营业利润率	18.8%	17.7%	15.3%	16.0%	15.9%
减:所得税	59	65	54	67	76	净利润率	15.4%	14.1%	12.9%	13.4%	13.1%
<b>净利润</b>	<b>293</b>	<b>302</b>	<b>263</b>	<b>322</b>	<b>362</b>	EBITDA/营业收入	21.0%	22.4%	18.1%	18.7%	18.6%
						EBIT/营业收入	18.5%	19.7%	15.0%	15.7%	15.7%
<b>资产负债表</b>	<b>2017A</b>	<b>2018A</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	<b>运营效率</b>					
货币资金	471	708	601	482	650	固定资产周转天数	83	78	86	72	63
交易性金融资产	-	-	-	-	-	<b>流动营业资本周转天数</b>	136	107	119	142	145
应收帐款	518	527	574	739	725	流动资产周转天数	276	282	318	296	291
应收票据	175	154	163	238	316	应收帐款周转天数	95	87	97	98	95
预付帐款	5	10	7	29	12	存货周转天数	65	64	63	64	64
存货	374	394	318	540	447	总资产周转天数	390	395	447	411	396
其他流动资产	15	20	130	143	168	投资资本周转天数	240	213	243	252	246
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	<b>投资回报率</b>					
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROE	17.0%	16.2%	12.7%	14.1%	14.4%
长期股权投资	6	-	1	3	4	ROA	13.6%	12.5%	10.4%	11.1%	11.8%
投资性房地产	22	-	-	-	-	ROIC	24.0%	24.1%	20.0%	21.1%	19.1%
固定资产	439	489	487	484	480	<b>费用率</b>					
在建工程	50	83	108	138	173	销售费用率	2.6%	2.5%	2.6%	2.8%	2.8%
无形资产	93	113	126	132	133	管理费用率	10.9%	10.7%	14.0%	13.0%	13.0%
其他非流动资产	25	36	30	29	30	财务费用率	0.1%	-0.5%	-0.3%	-0.2%	-0.2%
<b>资产总额</b>	<b>2,192</b>	<b>2,534</b>	<b>2,545</b>	<b>2,958</b>	<b>3,138</b>	三费/营业收入	13.6%	12.7%	16.3%	15.6%	15.6%
短期债务	39	97	-	63	-	<b>偿债能力</b>					
应付帐款	309	326	371	498	501	资产负债率	19.7%	24.6%	16.7%	21.0%	17.8%
应付票据	13	27	4	9	6	负债权益比	24.5%	32.6%	20.1%	26.6%	21.7%
其他流动负债	68	165	51	52	51	流动比率	3.63	2.95	4.21	3.49	4.15
长期借款	-	-	-	-	-	速动比率	2.76	2.31	3.47	2.62	3.35
其他非流动负债	3	7	-	-	-	利息保障倍数	149.02	-43.25	-44.53	-64.53	-70.55
<b>负债总额</b>	<b>432</b>	<b>622</b>	<b>426</b>	<b>622</b>	<b>558</b>	<b>分红指标</b>					
少数股东权益	37	42	42	49	58	DPS(元)	0.28	0.31	0.16	0.18	0.20
股本	630	640	639	639	639	分红比率	60.2%	66.0%	40.0%	35.0%	35.0%
留存收益	1,091	1,279	1,437	1,647	1,882	股息收益率	3.6%	4.1%	2.2%	2.3%	2.6%
<b>股东权益</b>	<b>1,760</b>	<b>1,911</b>	<b>2,119</b>	<b>2,336</b>	<b>2,579</b>	<b>业绩和估值指标</b>	<b>2017A</b>	<b>2018A</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>
<b>现金流量表</b>	<b>2017A</b>	<b>2018A</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	EPS(元)	0.46	0.47	0.41	0.50	0.57
净利润	299	316	263	322	362	BVPS(元)	2.69	2.92	3.25	3.58	3.94
加:折旧和摊销	52	60	63	72	81	PE(X)	16.5	16.0	18.4	15.0	13.3
资产减值准备	5	-16	7	9	13	PB(X)	2.8	2.6	2.3	2.1	1.9
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	P/FCF	15.7	12.9	-86.4	-406.9	16.8
财务费用	7	-4	-7	-6	-6	P/S	2.5	2.2	2.4	2.0	1.7
投资收益	-5	0	-8	-9	-11	EV/EBITDA	10.8	8.8	11.5	9.8	8.2
少数股东损益	6	13	1	7	8	CAGR(%)	3.3%	5.5%	1.7%	3.3%	5.5%
营运资金的变动	-3	160	-183	-364	18	PEG	5.0	2.9	10.8	4.5	2.4
<b>经营活动产生现金流量</b>	<b>258</b>	<b>463</b>	<b>137</b>	<b>32</b>	<b>465</b>	ROIC/WACC	2.3	2.3	1.9	2.0	1.8
<b>投资活动产生现金流量</b>	<b>51</b>	<b>-156</b>	<b>-98</b>	<b>-107</b>	<b>-114</b>	REP	1.5	1.5	1.5	1.2	1.2
<b>融资活动产生现金流量</b>	<b>-127</b>	<b>-119</b>	<b>-146</b>	<b>-44</b>	<b>-184</b>						

资料来源: 贝格数据, 财通证券研究所

## 信息披露

### 分析师承诺

作者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，具备专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解。本报告清晰地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，作者也不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

### 资质声明

财通证券股份有限公司具备中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。

### 公司评级

买入：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅在15%以上；  
增持：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于5%与15%之间；  
中性：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与5%之间；  
减持：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；  
卖出：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅低于-15%。

### 行业评级

增持：我们预计未来6个月内，行业整体回报高于市场整体水平5%以上；  
中性：我们预计未来6个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与5%之间；  
减持：我们预计未来6个月内，行业整体回报低于市场整体水平-5%以下。

### 免责声明

本报告仅供财通证券股份有限公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司不保证该等信息的准确性、完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的邀请或向他人作出邀请。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本公司通过信息隔离墙对可能存在利益冲突的业务部门或关联机构之间的信息流动进行控制。因此，客户应注意，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或期权并进行证券或期权交易，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。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告仅作为客户作出投资决策和公司投资顾问为客户提供投资建议的参考。客户应当独立作出投资决策，而基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前应咨询所在证券机构投资顾问和服务人员的意见；

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。