

投资评级：增持(维持)

继峰股份(603997)

## 收购格拉默，打造座舱系统世界龙头

## 市场数据 2018-09-04

收盘价(元)	10.87
一年内最低/最高(元)	10.18/13.96
市盈率	23.2
市净率	4.08

## 基础数据

净资产收益率(%)	18.11
资产负债率(%)	19.7
总股本(亿股)	6.38

## 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	
吴鹏	联系人
wupeng@ctsec.com	

## 相关报告

- 《603997-中报点评:收入增长稳健, 盈利能力承压》 2018-08-22
- 《603997-年报点评:业绩符合预期, 毛利率略有承压》 2018-04-27
- 《603997-事件点评:业绩增长符合预期, 并购格拉默带来全新格局》 2018-04-11

## 事件:

公司拟非公开发行股份及支付现金购买继峰投资100%股权, 交易价格31.25亿元, 其中现金支付0.70亿元, 以发行股份方式支付30.55亿元, 发行股份价格为10.19元/股。继峰投资此前通过要约收购将间接持有格拉默84.23%股权, 由此公司通过持有继峰投资100%股权间接持有格拉默84.23%股权, 实现对其控制并将其纳入合并报表。

## ● 收购格拉默: 产品线延伸, 从座舱部件走向座舱系统

格拉默主营业务为头枕、扶手、中控和商用车座椅总成, 在座舱系统领域布局完善, 且龙头地位显著, 其中商用车座椅在欧洲市场份额超90%。公司主营业务为头枕、座椅扶手和支杆, 是国内座舱部件的优质供应商。我们认为, 公司本次收购整合的重要意义在于: 1) 传统优势业务头枕市场地位进一步增强, 公司头枕中国市占率第一、欧洲市占率第三, 格拉默头枕欧洲市占率第一, 中国市占率第三, 强强联合后公司将成为全球头枕绝对龙头; 2) 拓展至商用车座椅与扶手领域, 产品线进一步延伸。格拉默商用车座椅、扶手均处全球龙头地位, 在中国市场的拓展尚处起步阶段, 本次收购后公司将直接进入扶手、商用车座椅领域, 实现从座舱部件供应商走向座舱系统供应商的华丽转变。

## ● 收购格拉默: 市占率提升, 从国内龙头走向世界龙头

格拉默是德国汽车内饰及座椅重要供应商, 业务覆盖欧洲、美洲、非洲及亚太, 在全球拥有30家控股子公司, 2017年营收139.39亿元; 公司是本土优质汽车内饰供应商, 2017年营收19.02亿元。本次收购格拉默84.23%股权后, 将实现对其合并报表, 公司收入规模有望达160亿元左右, 跃居A股零部件企业第五。此外, 公司客户主要为一汽大众、东风日产、一汽丰田、华晨宝马等国内合资品牌, 2017年海外业务占比仅17.37%。格拉默客户主要为宝马、大众、戴姆勒等全球优质车企, 2017年来自欧洲、中东及非洲的收入占比为68.60%, 美洲收入占比15.70%, 亚洲收入占比15.70%。本次收购后, 公司有望在海外市场上开疆扩土, 提升全球市场份额, 从国内龙头走向世界龙头。

## ● 盈利预测及估值

不考虑并表, 预计公司2018~2020年EPS分别为0.49元、0.56元、0.66元, 对应PE分别为22.3倍, 19.4倍, 16.4倍, 维持公司“增持”评级。

**风险提示:**国内汽车市场景气度不及预期; 公司并购整合不及预期。

表 1: 公司财务及预测数据摘要

	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万)	1466	1902	2387	2984	3700
增长率	39.8%	29.8%	25.5%	25.0%	24.0%
归属母公司股东净利润(百万)	250	293	311	357	424
增长率	41.6%	17.3%	6.2%	14.9%	18.6%
每股收益(元)	0.39	0.46	0.49	0.56	0.66
市盈率(倍)	27.8	23.7	22.3	19.4	16.4

数据来源: 贝格数据, 财通证券研究所

● 格拉默：乘商并举的汽车内饰及座椅巨头

格拉默在乘用车与商用车领域均有布局，乘用车产品条线包括座椅头枕、扶手、中控系统，商用车产品条线包括农用、制造业、卡车以及铁路交通车辆等座椅。公司主要客户包括大众、戴姆勒、宝马等国际知名整车厂，业务覆盖欧洲、美洲、亚洲多个地区。

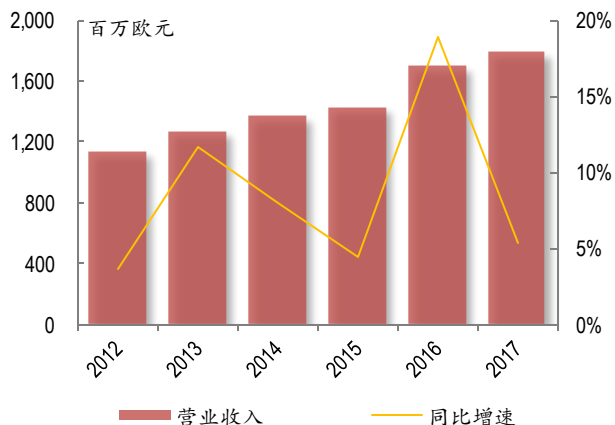
图 1：格拉默产品线



数据来源：公司公告，财通证券研究所

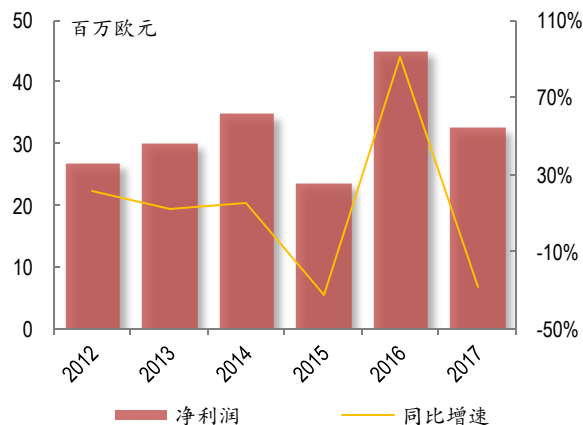
公司近年来营业收入稳健增长，2011-2017年收入由10.94亿欧元提升至17.87亿欧元，年复合增速达8.52%；2011-2017年净利润由0.22亿欧元提升至0.33亿欧元，年复合增速达6.68%。

图 2：格拉默营业收入及同比增速



数据来源：Wind，财通证券研究所

图 3：格拉默净利润及同比增速

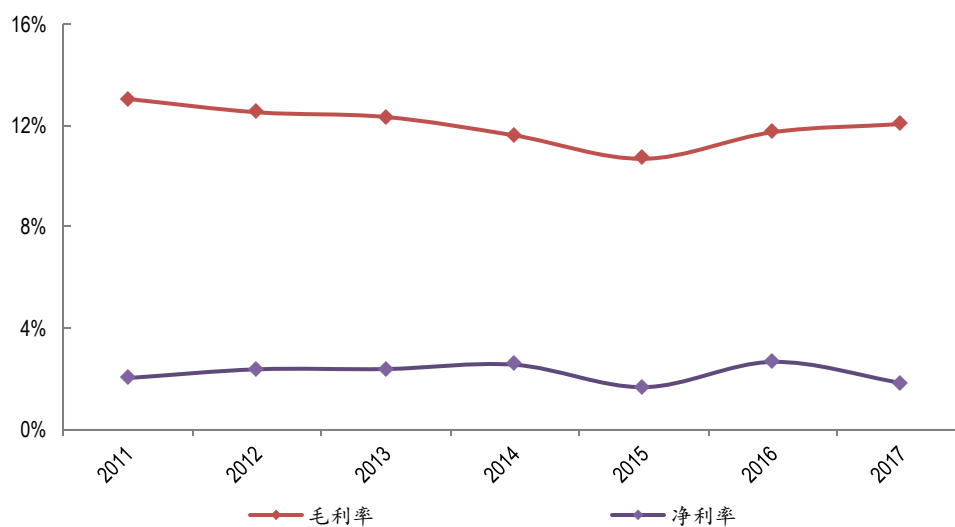


数据来源：Wind，财通证券研究所

● 协同效应逐步释放，静待格拉默盈利能力提升增厚公司业绩

格拉默毛利率与净利率相对较低，2017年毛利率12.04%，净利率1.82%，低于行业平均水平。公司收购格拉默后，将从以下几方面发挥协同效应：1) 原材料联合采购，降低原材料成本；2) 模具协同采购，格拉默每年模具采购费用约3.5亿元人民币，公司将逐步实现格拉默模具采购的内部化，通过自产模具替代外部供应商采购，降低生产成本；3) 管理协同，格拉默管理效率有较大提升空间，公司将展开研发团队的全球协作，提升格拉默运营能力，从而缩减管理费用。我们认为，随着整合的逐步推进与协同效应的逐渐发挥，格拉默净利率有望提升至6%的预期水平，显著增厚公司利润。

图4：格拉默盈利能力



数据来源：Wind，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						公司财务报表及指标预测					
利润表	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	财务指标	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
<b>营业收入</b>	<b>1466</b>	<b>1902</b>	<b>2387</b>	<b>2984</b>	<b>3700</b>	<b>成长性</b>					
减: 营业成本	944	1274	1628	2029	2479	营业收入增长率	39.8%	29.8%	25.5%	25.0%	24.0%
营业税费	16	20	25	31	39	营业利润增长率	53.2%	21.4%	3.4%	14.0%	21.0%
销售费用	35	49	62	84	104	净利润增长率	41.6%	17.3%	6.2%	14.9%	18.6%
管理费用	177	208	293	388	518	EBITDA 增长率	45.6%	23.1%	9.0%	18.3%	22.6%
财务费用	-9	2	9	29	48	EBIT 增长率	49.3%	22.9%	8.1%	18.9%	23.9%
资产减值损失	13	5	7	9	13	NOPLAT 增长率	45.8%	27.5%	4.5%	18.9%	23.9%
加: 公允价值变动收益	0	0	0	0	0	投资资本增长率	19.1%	1.9%	27.8%	20.3%	18.3%
投资和汇兑收益	5	5	8	9	11	净资产增长率	15.6%	14.0%	11.0%	12.1%	12.8%
<b>营业利润</b>	<b>295</b>	<b>358</b>	<b>370</b>	<b>422</b>	<b>511</b>	<b>利润率</b>					
加: 营业外净收支	8	-1	5	12	5	毛利率	35.6%	33.0%	31.8%	32.0%	33.0%
<b>利润总额</b>	<b>303</b>	<b>357</b>	<b>375</b>	<b>434</b>	<b>516</b>	营业利润率	20.1%	18.8%	15.5%	14.2%	13.8%
减: 所得税	52	59	64	74	88	净利润率	17.0%	15.4%	13.0%	12.0%	11.5%
<b>净利润</b>	<b>250</b>	<b>293</b>	<b>311</b>	<b>357</b>	<b>424</b>	EBITDA/营业收入	22.2%	21.0%	18.3%	17.3%	17.1%
						EBIT/营业收入	19.5%	18.5%	15.9%	15.1%	15.1%
<b>资产负债表</b>	<b>2016A</b>	<b>2017A</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>运营效率</b>					
货币资金	232	471	525	597	740	固定资产周转天数	106	83	66	54	43
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动营业资本周转天数	157	136	128	139	142
应收帐款	484	518	769	856	1,097	流动资产周转天数	291	276	276	279	277
应收票据	212	175	197	301	439	应收帐款周转天数	96	95	97	98	95
预付帐款	5	5	15	30	25	存货周转天数	64	65	63	65	64
存货	315	374	468	603	705	总资产周转天数	429	390	375	364	350
其他流动资产	110	15	130	143	168	投资资本周转天数	284	240	220	218	209
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	<b>投资回报率</b>					
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROE	16.3%	17.0%	16.2%	16.6%	17.5%
长期股权投资	1	6	7	8	10	ROA	13.0%	13.6%	11.2%	11.1%	10.9%
投资性房地产	23	22	22	22	22	ROIC	22.4%	24.0%	24.6%	22.9%	23.6%
固定资产	436	439	442	445	447	<b>费用率</b>					
在建工程	12	50	75	105	140	销售费用率	2.4%	2.6%	2.6%	2.8%	2.8%
无形资产	72	93	107	115	117	管理费用率	12.1%	10.9%	12.3%	13.0%	14.0%
其他非流动资产	32	25	29	28	28	财务费用率	-0.6%	0.1%	0.4%	1.0%	1.3%
<b>资产总额</b>	<b>1,934</b>	<b>2,192</b>	<b>2,786</b>	<b>3,254</b>	<b>3,938</b>	三费/营业收入	13.8%	13.6%	15.3%	16.8%	18.1%
短期债务	-	39	262	430	655	<b>偿债能力</b>					
应付帐款	315	309	514	570	755	资产负债率	20.1%	19.7%	29.9%	32.7%	37.3%
应付票据	6	13	5	12	9	负债权益比	25.2%	24.5%	42.6%	48.6%	59.5%
其他流动负债	69	68	51	52	52	流动比率	3.49	3.63	2.53	2.38	2.16
长期借款	-	-	-	-	-	速动比率	2.68	2.76	1.97	1.81	1.68
其他非流动负债	-	3	-	-	-	利息保障倍数	-30.08	149.02	41.41	15.61	11.61
<b>负债总额</b>	<b>389</b>	<b>432</b>	<b>832</b>	<b>1,065</b>	<b>1,470</b>	<b>分红指标</b>					
少数股东权益	16	37	38	41	45	DPS(元)	0.16	0.28	0.20	0.20	0.23
股本	420	630	638	638	638	分红比率	40.4%	60.2%	40.0%	35.0%	35.0%
留存收益	1,109	1,091	1,278	1,510	1,786	股息收益率	1.5%	2.5%	1.8%	1.8%	2.1%
<b>股东权益</b>	<b>1,545</b>	<b>1,760</b>	<b>1,954</b>	<b>2,189</b>	<b>2,469</b>	<b>业绩和估值指标</b>	<b>2016A</b>	<b>2017A</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>
<b>现金流量表</b>	<b>2016A</b>	<b>2017A</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	EPS(元)	0.39	0.46	0.49	0.56	0.66
净利润	251	299	311	357	424	BVPS(元)	2.40	2.70	3.00	3.37	3.80
加: 折旧和摊销	42	52	56	64	73	PE(X)	27.8	23.7	22.3	19.4	16.4
资产减值准备	13	5	7	9	13	PB(X)	4.5	4.0	3.6	3.2	2.9
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	P/FCF	145.4	22.5	39.0	35.8	24.0
财务费用	-8	7	9	29	48	P/S	4.7	3.6	2.9	2.3	1.9
投资收益	-5	-5	-8	-9	-11	EV/EBITDA	13.2	16.0	15.3	13.1	10.8
少数股东损益	1	6	1	3	4	CAGR(%)	12.8%	12.8%	20.7%	12.8%	12.8%
营运资金的变动	-185	-3	-320	-290	-322	PEG	2.2	1.9	1.1	1.5	1.3
<b>经营活动产生现金流量</b>	<b>43</b>	<b>258</b>	<b>56</b>	<b>164</b>	<b>229</b>	ROIC/WACC	2.1	2.3	2.4	2.2	2.3
<b>投资活动产生现金流量</b>	<b>-26</b>	<b>51</b>	<b>-98</b>	<b>-107</b>	<b>-114</b>	REP	1.6	2.2	1.7	1.6	1.3
<b>融资活动产生现金流量</b>	<b>-42</b>	<b>-127</b>	<b>96</b>	<b>14</b>	<b>28</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。