

公司研究/首次覆盖

2020年07月08日

交运设备/汽车零部件 II

投资评级：增持（首次评级）

当前价格(元): 7.43
合理价格区间(元): 8.00~8.80

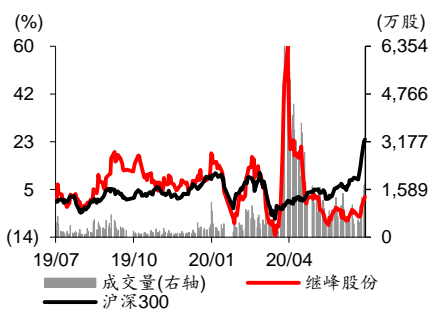
林志轩 执业证书编号: S0570519060005
研究员 021-28972090
zhixuan.lin@htsc.com

王涛 执业证书编号: S0570519110001
研究员 021-28972053
wangtao011711@htsc.com

刘千琳 执业证书编号: S0570518060004
研究员 021-28972076
liuqianlin@htsc.com

邢重阳 021-38476205
联系人 xingchongyang@htsc.com

一年内股价走势图



资料来源: Wind

整合格拉默，开源节流谋增长

继峰股份(603997)

汽车内饰件细分市场龙头之一，深度整合格拉默谋增长

继峰股份是国内最大的汽车头枕和座椅扶手制造商，2019年完成格拉默并购之后，成为全球汽车头枕、座椅扶手和商用车座椅领域龙头企业之一。公司未来利润的增长主要来源于开源和节流：1) 开源主要是共享客户和销售渠道，继峰头枕、扶手拓展欧系、美系客户，格拉默商用车座椅和中控系统拓展中国市场；2) 节流主要是原材料全球采购、模具成本优化，以及合理布局产能、共享研发体系等降低费用。我们预计公司20-22年EPS为0.06、0.40、0.56元，首次覆盖，给予“增持”评级，目标价8.0-8.8元。

中国汽车零配件企业逐步走向全球

大型汽车零部件集团主要分布在美国、日本、德国，中国汽车零部件企业正不断走向世界。根据Automotive News，2017、2018年中国分别有5、7家进入全球百强汽车零部件。我们预计2022年全球汽车头枕和座椅扶手市场规模达252、367亿元，我们测算公司2019年乘用车头枕、座椅扶手全球市占率约为23.6%、7.5%

收购并整合格拉默，有望形成协同效应

格拉默是一家全球性汽车头枕和座椅扶手制造商，也是继峰海外的竞争对手之一。2019年完成格拉默收购后，公司在全球生产、销售、研发网络趋于完善，成为国内少数全球性汽车零部件厂商。整合格拉默产品线得到拓宽，研发、技术达到国际领先水平，充分发挥继峰生产成本优势和格拉默研发、渠道、客户优势，实现收入持续增长和内部成本、管理的持续优化。

格拉默盈利改善空间大，“开源节流”双轮驱动

整合的目标主要是：1) 提高格拉默管理效率；2) 提高继峰股份核心竞争力，发挥在全球发展战略、市场业务、全球采购、产业布局、技术共享和管理系统及人员效率方面的协同性。公司未来“开源节流”双轮驱动，开源主要是充分发挥双方优势产品，渗透到对方的客户体系；节流是发挥各自在生产、管理和研发方面优势降低费用，以及规模化带来的成本降低。通过全球化的平台，设计出高性价比的产品和方案配套更多整车厂。

首次覆盖，给予“增持”评级

我们预计公司20-22年实现营收164/187/211亿元（同比-9%/+14%/+13%），归母净利润为0.6/4.1/5.7亿元（同比-79%/+557%/38%），对应EPS分别为0.06、0.40、0.56元，对应PE为121、18、13倍。由于海外业务受疫情影响大于可比公司，2020年PE不具有可比性，使用2021年估值作为参考。可比公司2021年PE估值均值19倍（wind一致预期），考虑到公司毛利率整体不断提升，以及20-22年净利润3年复合增速高于可比公司，我们给予公司2021年20-22倍PE估值，对应目标价8.0-8.8元，首次覆盖，给予“增持”评级。

风险提示：主要原材料价格波动对生产成本的影响；技术更迭加快和市场竞争激烈的风险；海外业务占比较高，汇率波动的风险；由于文化、体制差异，整合不达目标的风险。

公司基本资料

总股本(百万股)	1,024
流通A股(百万股)	632.35
52周内股价区间(元)	6.51-12.01
总市值(百万元)	7,605
总资产(百万元)	16,853
每股净资产(元)	4.43

资料来源: 公司公告

经营预测指标与估值

会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	2,151	18,001	16,359	18,719	21,126
+/-%	13.11	736.74	(9.12)	14.42	12.86
归属母公司净利润(百万元)	302.39	297.70	63.05	414.25	573.49
+/-%	3.26	(1.55)	(78.82)	557.00	38.44
EPS(元, 最新摊薄)	0.30	0.29	0.06	0.40	0.56
PE(倍)	25.15	25.55	120.62	18.36	13.26

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

正文目录

投资概要	4
主要推荐逻辑	4
与市场不同观点	4
盈利预测和投资建议	4
催化剂和主要风险	4
全球汽车头枕、座椅扶手龙头	5
中国汽车零配件企业逐步走向全球	7
收购格拉默迈上新台阶，深度整合谋增长	9
全产业链成本低，精益生产效率高	9
收购格拉默，增强生产技术、研发、客户等优势	10
深度整合格拉默，“开源节流”双轮驱动	13
产品、市场互补，共享客户实现扩张	13
格拉默盈利改善空间大，整合大有可为	15
盈利预测	16
风险提示	19
PE/PB - Bands	19

图表目录

图表 1: 产品主要是汽车内饰部件和座椅	5
图表 2: 主要客户为全球知名汽车整车厂	5
图表 3: 公司业务覆盖全球	5
图表 4: 营业收入稳步增长，2019 年大增来自于并表格拉默	6
图表 5: 1Q20 归母净利润下降为负主要受疫情影响	6
图表 6: 截止 2020 年 3 月 31 日，公司实际控制人为王义平、邬碧峰夫妇	6
图表 7: 2017、2018 年全球前十大零部件供应商未发生变化	7
图表 8: 2017、2018 年中国分别有 5、7 家进入全球百强汽车零部件	7
图表 9: 汽车零部件供应商多层次分工	7
图表 10: 乘用车座椅供应链竞争格局因车系不同而不同	8
图表 11: 商用车座椅供应商分类	8
图表 12: 2022 年全球头枕和座椅扶手总成市场规模达 252、367 亿元	8
图表 13: 继峰头枕生产流程：大部分环节均为自主设计和生产	9
图表 14: 继峰扶手生产流程：大部分环节均为自主设计和生产	9
图表 15: 2019 年 10 月 8 日完成继峰投资 100% 股权收购，间接持有格拉默 84.23% 股权	10
图表 16: 格拉默营业收入稳定增长	10
图表 17: 2015-2019 年格拉默毛利率处于 10-12% 波动	10

图表 18: 商用车业务息税前利润率 (EBIT margin) 高于乘用车业务.....	11
图表 19: 格拉默的核心竞争力.....	11
图表 20: 收购对公司核心竞争力的影响.....	11
图表 21: 格拉默亚太区占比 16%.....	12
图表 22: 继峰股份市场以中国大陆为主.....	12
图表 23: 2017、2018 年格拉默前五大客户未发生变化, 营收占比合计分别达 48.7%、48.6%.....	12
图表 24: 前五大客户的新车型协议合同期限.....	12
图表 25: 整合目的主要是发挥协同性, “开源节流” 双轮驱动.....	13
图表 26: 产品拓展至乘用车中控系统、内部饰件和商用车座椅系统.....	14
图表 27: 乘用车主要拓展欧系、美系整车厂, 商用车拓展中国市场.....	14
图表 28: 亚太整体占比较小, 商用车在北美区、亚太区业务规模均较小.....	15
图表 29: 格拉默产品毛利率低于继峰.....	15
图表 30: 格拉默 2019 年净利率有所回升.....	15
图表 31: 继峰股份各业务拆分及预测.....	16
图表 32: 格拉默与继峰股份毛利率对比.....	17
图表 33: 格拉默乘用车内饰与商用车座椅可比公司毛利率分析.....	17
图表 34: 继峰股份毛利率预测.....	17
图表 35: 继峰股份费用率预测.....	18
图表 36: 可比公司估值表 (2020/07/7).....	18
图表 37: 继峰股份历史 PE-Bands.....	19
图表 38: 继峰股份历史 PB-Bands.....	19

投资概要

主要推荐逻辑

继峰股份是国内最大的汽车头枕和座椅扶手制造商。2019年完成格拉默并购之后，公司成为汽车头枕、座椅扶手和商用车座椅领域龙头企业之一。公司未来利润的增长主要来源于开源节流：1) 节流方面主要是原材料全球采购、模具部分自产和国产替代带来的成本优化，以及合理布局产能、共享研发体系等带来的费用率降低；2) 开源方面主要是共享客户和销售渠道，继峰的头枕、扶手拓展欧系、美系客户，格拉默的商用车座椅和中控系统拓展中国市场。

与市场不同观点

市场认为继峰股份收购的格拉默整合难度较大，格拉默的销售和客户处于欧洲、美洲，由于地区、文化、制度等方面差异导致人工成本较高和管理难度较大，增加了整合风险。并且，公司主要产品头枕、扶手等内饰产品处于完全竞争状态，竞争格局稳定，比较难获得增长。我们认为：

1. 产品相似度较高，整合难度低

整合格拉默有助于产品线得到拓宽，研发、技术达到国际领先水平，充分发挥继峰较低的生产成本优势和格拉默优秀的研发、渠道、客户优势，实现收入的持续增长和内部成本、管理的持续优化。继峰股份与格拉默产品重合度高，工艺、设备、模具、原材料等等具有较大相似性，有助于互相理解、吸收对方的优势。

2. 发挥协同性和互补性

格拉默与公司在产品、技术、客户、市场方面具备协同性和互补性。协同性主要体现在共享原材料采购渠道、生产技术、客户、市场等方面。公司业务主要在中国市场，未来拓展欧系、美系客户；格拉默业务在欧美市场，未来拓展中国市场商用车和中控系统零部件产品。互补性主要体现在格拉默补足了公司商用车产品及乘用车的中控系统的不足。借助格拉默先进的研发，公司能够实现从成本导向到技术导向的产业升级，以此提升市占率。

3. 共享技术、模具降成本，全球采购提盈利

继峰毛利率高于格拉默的原因主要有两点：1) 继峰掌握生产过程中涉及的化工原料配方和部分模具的自主设计及制造；2) 格拉默人力成本高，以及提供生产前的工程及开发服务。提升盈利采取的主要措施是原材料全球采购、模具国产替代带来成本优化，以及合理布局产能、共享研发体系等带来的费用率降低。

盈利预测和投资建议

我们预计公司 2020-2022 年实现营业收入 164/187/211 亿元（同比-9%/+14%/+13%），归母净利润为 0.6/4.1/5.7 亿元（同比-79%/+557%/38%），对应 EPS 分别为 0.06、0.40、0.56 元，对应 PE 为 121、18、13 倍。由于子公司格拉默主要业务在海外，受疫情影响大于可比公司，2020 年 PE 不具有可比性，我们预计 2021 年业务恢复正常，使用 2021 年估值作为参考。可比公司 2021 年 PE 估值均值 19 倍（wind 一致预期），考虑到公司整合格拉默增强综合竞争力支撑未来可持续增长，毛利率整体不断提升，以及 2020-2022 年净利润 3 年复合增速高于可比公司，我们给予公司 2021 年 20-22 倍 PE 估值，对应目标价 8.0-8.8 元，首次覆盖，给予“增持”评级。

催化剂和主要风险

催化剂：商用车座椅进入中国自主品牌解放、东风、重汽、红岩汽车等大型商用车供应链；继峰座椅头枕和扶手进入欧洲、美洲整车厂供应链。

主要风险：主要原材料价格波动对生产成本的影响；技术更迭加快和市场竞争激烈的风险；海外业务占比较高，汇率波动的风险；由于文化、体制差异，整合不达目标的风险。

全球汽车头枕、座椅扶手龙头

公司成立于1996年，是一家专业从事汽车内饰部件、座椅开发和生产的全球性汽车零部件供应商。乘用车主要产品是座椅头枕、座椅扶手、中控系统、内饰部件、操作系统及创新性的热塑解决方案等；商用车（主要由子公司格拉默销售）主要产品为卡车座椅、非道路车辆座椅部件（牵引机、建设机械和叉车）以及火车、公共汽车座椅等。公司业务覆盖全球，客户涵盖中高级、顶级汽车制造商和汽车零部件供应商，比如乘用车领域奥迪、宝马、戴姆勒、丰田等，商用车领域卡特彼勒、AGCO、戴姆勒、福特卡车等等行业内大部分企业。

图表1：产品主要是汽车内饰部件和座椅



资料来源：公司官网，华泰证券研究所

公司客户覆盖全球大部分中、高级汽车制造商和零部件供应商。收购格拉默后，公司销售范围、客户数量和产品范围均有所扩大，格拉默补充了公司在欧洲、美洲销售渠道和市场开拓上的不足，也将业务从乘用车领域扩张到商用车领域。

图表2：主要客户为全球知名汽车整车厂



资料来源：公司官网，华泰证券研究所

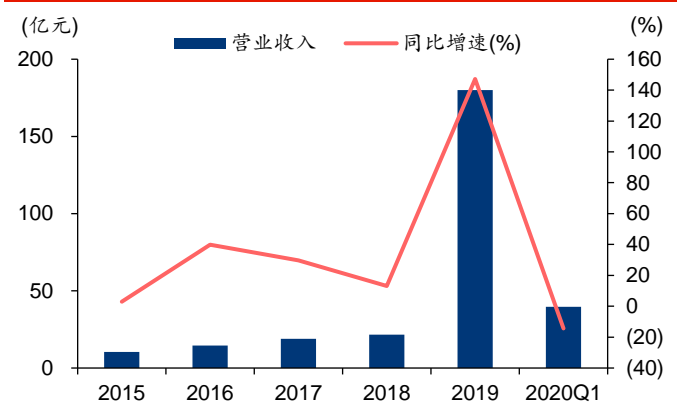
图表3：公司业务覆盖全球



资料来源：公司官网，华泰证券研究所

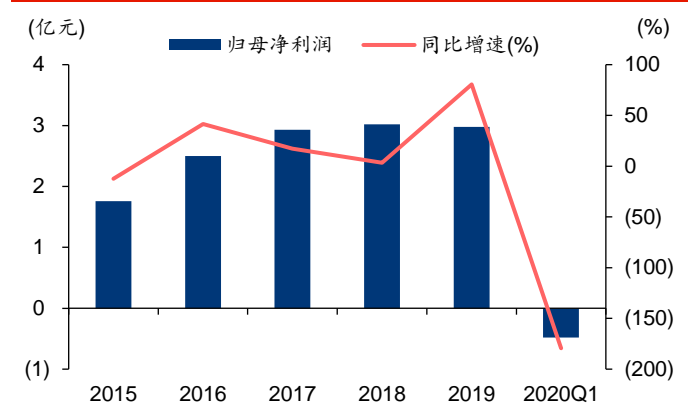
公司营业收入大幅增长来自于格拉默 2019 年并表。继烨投资 2018 年 8 月 31 日收购格拉默 84.23% 股权，按照非同一控制下企业合并报表，公司 2019 年 9 月 30 日收购继烨投资 100% 股权，按照同一控制下企业合并报表，营业收入及净利润变化较大主要是 2019 年合并期间及范围不同。2020Q1 亏损主要受疫情影响，2020 年 2 月至 3 月中旬，中国地区工厂停工，欧洲和美洲因疫情工厂关闭。

图表4：营业收入稳步增长，2019 年大增来自于并表格拉默



资料来源：Wind，华泰证券研究所

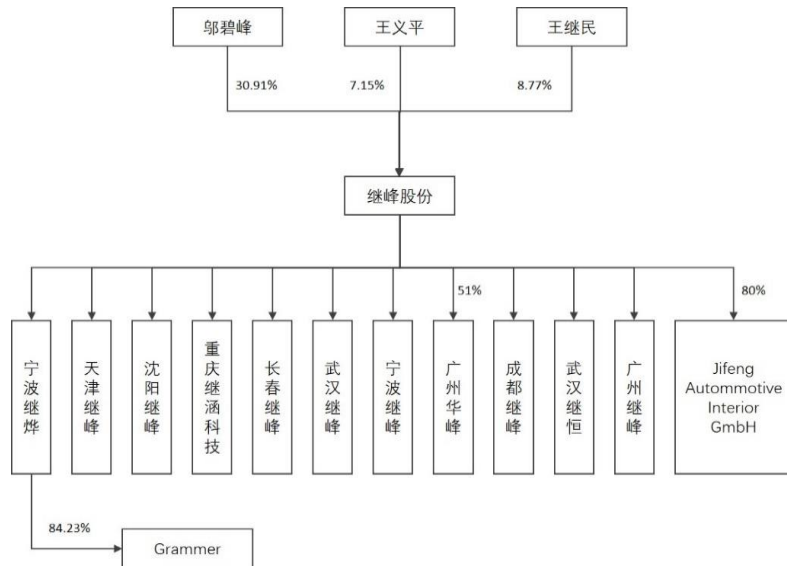
图表5：1Q20 归母净利润下降为负主要受疫情影响



资料来源：Wind，华泰证券研究所

公司实际控制人为王义平、邬碧峰夫妇。公司 2015 年上市，2019 年收购完格拉默后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龙头。根据 2020 年一季报，截止 2020 年 3 月 31 日，公司实际控制人王义平、邬碧峰夫妇及一致行动人王继民（王义平、邬碧峰夫妇之子）直接和间接控股 46.83%。

图表6：截止 2020 年 3 月 31 日，公司实际控制人为王义平、邬碧峰夫妇



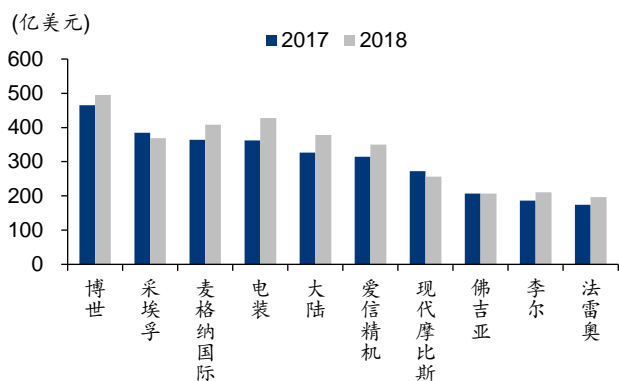
资料来源：Wind，华泰证券研究所

中国汽车零配件企业逐步走向全球

汽车零部件以OEM为主，行业逐步呈现规模化、集团化。目前主要趋势是整车制造商角色的改变，从大而全的一体化生产、装配模式逐步转变为专注整车项目研发设计。相对应的，汽车零部件厂商角色逐步从单纯制造商延伸至与整车厂商联合开发，根据整车厂的要求开发生产，在专业化分工背景下，逐步形成专业化、规模化、集团化的汽车零部件集团。

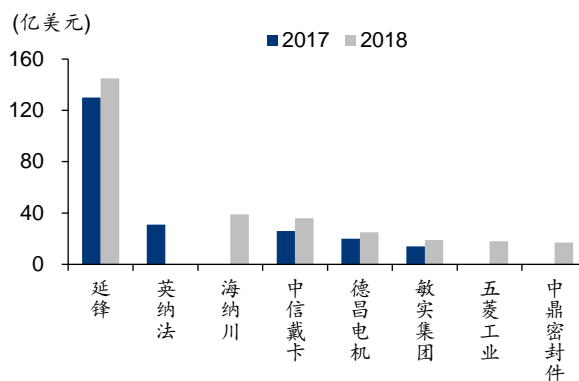
汽车零部件厂商呈现专业性、独立性、经营全球化的特点，主要分布在美国、日本、德国。根据Automotive News公布的2018年和2019年汽车零部件配套供应商百强榜数据，全球汽车零部件前十的公司均在发达国家，百强企业中日本、德国、美国零部件企业最多。相比较而言，中国零部件企业起步晚，但处于不断进步中，2017、2018年中国分别有5、7家进入全球百强汽车零部件。

图表7：2017、2018年全球前十大零部件供应商未发生变化



资料来源：Automotive News，华泰证券研究所

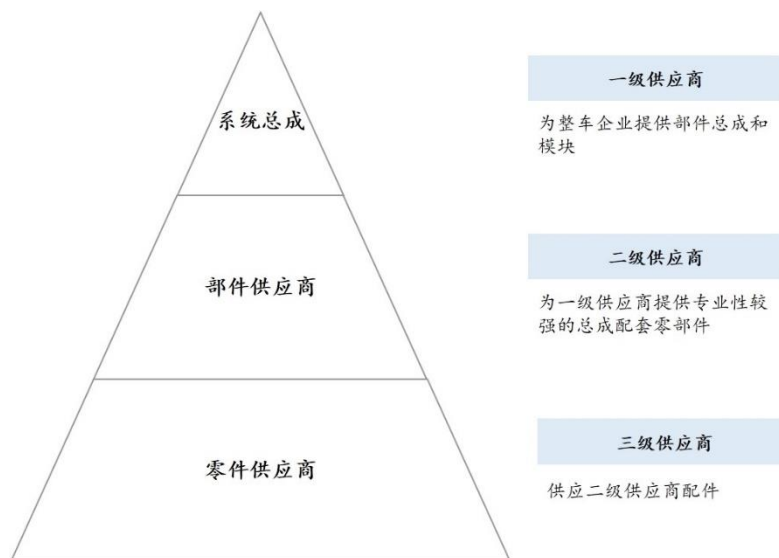
图表8：2017、2018年中国分别有5、7家进入全球百强汽车零部件



资料来源：Automotive News，华泰证券研究所

多层级分工，底层供应商同质化竞争激烈。汽车零部件供应链主要按照“零件、部件、系统总成”的金字塔式架构，具体来说划分为三级，一、二、三级供应商。一级供应商具备参与整车厂联合研发的能力，具备较强的综合竞争力，二、三级供应商一般专注于材料、生产工艺和降低成本等方面，二、三级供应商竞争激烈，需要通过加大研发提升产品附加值、优化产品等方式摆脱同质化竞争。我国座椅零部件制造商主要集中在二、三级供应商领域，通过江森、李尔、佛吉亚等一级供应商配套给整车厂。

图表9：汽车零部件供应商多层级分工



资料来源：公司2019年报，华泰证券研究所

座椅零部件供应体系是典型金字塔架构，供应格局因品牌来源地不同而不同。汽车座椅产业链是典型的“零件、部件、系统总成”金字塔式架构，一级供应商提供座椅总成，二级供应商制造座椅系统关键零部件，比如座椅头枕、扶手等，三级供应商负责给二级供应商加工零部件或者提供部分工序，以代工、外协为主。整车厂基本采用金字塔式供应体系，但自主品牌、美系、欧系和日韩系的供应格局却不太相同。我们认为偏市场化的欧系和自主品牌供应链竞争格局有助于产品质量提升和成本持续下降，未来美系和日韩系也有望逐步转向更市场化的供应格局。商用车座椅领域，被大型汽车座椅生产商占据全球大部分市场份额，国内市场由于起步晚的原因，目前还比较分散，供应体系以中小企业为主。

图表10：乘用车座椅供应链竞争格局因车系不同而不同

<p>欧系：</p> <ul style="list-style-type: none"> 相对市场化，倾向于使用专业的第三方供应商； 审核后通过认证的厂商，均有机会长期稳定供货； 	<p>美系：</p> <ul style="list-style-type: none"> 相对市场化，某些非核心零配件可以接受独家供应； 国内合资整车厂选择体系内合资供应商；
<p>日韩系：</p> <ul style="list-style-type: none"> 供应链体系相对封闭，倾向于使用日韩本土供应商； 部分整车厂持有供应商股权，合作关系较为稳定； 部分日韩企业朝市场化方向转变，逐步开始使用非体系内供应商 	<p>自主品牌：</p> <ul style="list-style-type: none"> 供应商数量较多，通常规模较小； 部分整车厂出于成本考虑，自产部分零配件； 部分大型自主品牌逐步开始使用国际大型专业零配件供应商

资料来源：公司2019年报，华泰证券研究所

图表11：商用车座椅供应商分类



资料来源：公司2019年报，华泰证券研究所

我们预计2022年全球轻型车头枕和座椅扶手总成市场规模达252、367亿元。我们根据公司2015年招股说明书，头枕2011-2014Q1-3均价为42、41、41、42元/件，座椅扶手总成均价为136、138、164、153元/件。考虑到公司产品客户以自主、合资中低端汽车为主，进口汽车产品单价由于复杂和豪华而更高，我们假设头枕和座椅扶手总成的均价为50元/件、200元/件。由于六、七座汽车占比越来越多，我们假设2018-2022年单车头枕个数分别为5.1、5.2、5.3、5.4、5.5个，单车座椅扶手包括前中控和后座椅扶手。通过计算，我们得到2022年全球轻型车头枕和座椅扶手总成市场规模达252、367亿元，中国轻型车头枕和座椅扶手总成市场规模达73、107亿元。继峰股份2019年合并格拉默后，乘用车头枕、座椅扶手收入48、23亿元，2019年全球市占率约为23.6%、7.5%。

图表12：2022年全球头枕和座椅扶手总成市场规模达252、367亿元

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
全球轻型车销量(万辆)	9,445	9,033	7,661	8,593	9,170
全球轻型车销量增速	-0.8%	-4.4%	-15.2%	12.2%	6.7%
我国轻型车销量(万辆)	2,775	2,548	2,238	2,503	2,666
我国轻型车销量增速	-3.0%	-8.2%	-12.2%	11.8%	6.5%
头枕单车平均个数	5.1	5.2	5.3	5.4	5.5
头枕单价(元)	50	50	50	50	50
扶手总成单车个数	2	2	2	2	2
扶手总成单价(元)	200	200	200	200	200
全球轻型车头枕市场空间(亿元)	241	235	203	232	252
我国轻型车头枕市场空间(亿元)	71	66	59	68	73
全球轻型车座椅扶手市场空间(亿元)	378	361	306	344	367
我国轻型车座椅扶手市场空间(亿元)	111	102	90	100	107

备注：数据为轻型车（乘用车+车全重6t及以下轻型商用车）的数据

资料来源：LMC Automotive“Global Automotive Sales Forecast Quarter 1 2020”，中国汽车工程协会，招股说明书，华泰证券研究所

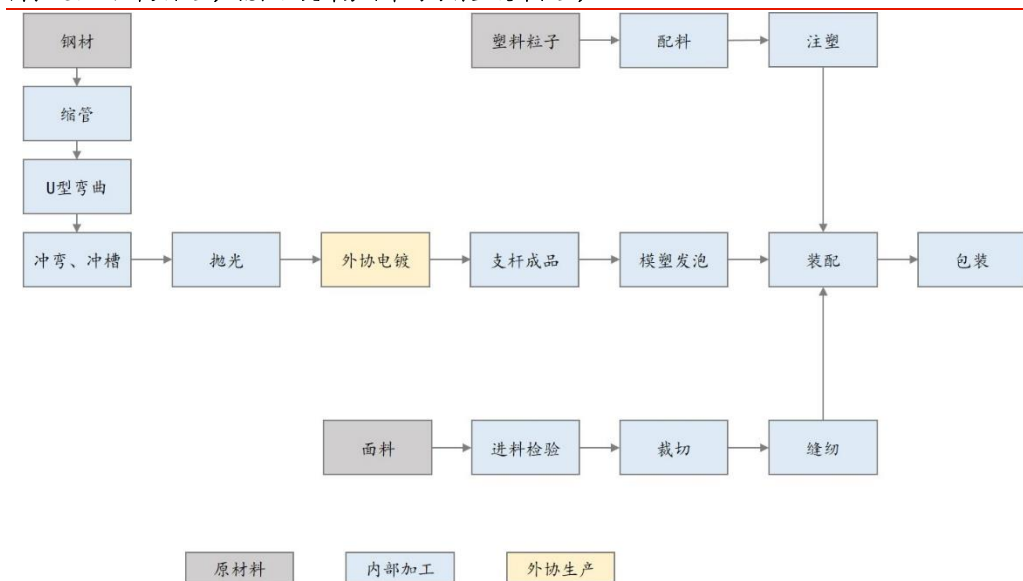
收购格拉默迈上新台阶，深度整合谋增长

收购格拉默后，公司在全球生产、销售、研发网络趋于完善，成为国内少数同时为欧系、美系、日系和自主品牌配套供应的全球汽车零部件厂商。产品线得到拓宽，研发、技术达到国际领先水平，充分发挥继峰较低的生产成本优势和格拉默优秀的研发、渠道、客户优势，实现收入的持续增长和内部成本、管理的持续优化。继峰股份与格拉默产品重合度高，工艺、设备、模具、原材料等方面具有较大相似性，有助于互相理解、吸收对方的优势。

全产业链成本低，精益生产效率高

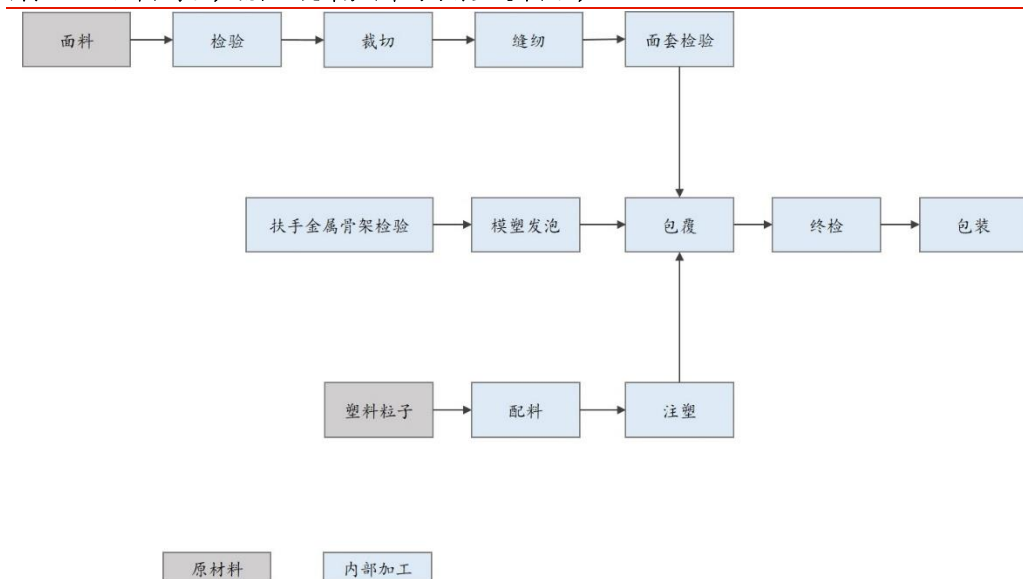
生产材料自制率高，成本控制能力强。公司关键材料（头枕支杆、座椅扶手骨架、泡沫材料）、模具（冲压模具、发泡模具）自主设计和生产，成本处于行业内较低水平。一方面，头枕泡沫自主设计和生产，具备定制化生产不同软硬程度头枕泡沫的能力，大幅降低了采购难度和采购成本，标准化的模具可以降低模具生产、更换、维修的成本；另一方面，公司重视成本考核，对不同岗位、工种有成本考核，也有利于公司成本的不断下降。

图表13：继峰头枕生产流程：大部分环节均为自主设计和生产



资料来源：招股说明书，华泰证券研究所

图表14：继峰扶手生产流程：大部分环节均为自主设计和生产



资料来源：招股说明书，华泰证券研究所

精益管理也有助于降低生产成本。公司致力于提升管理效率，重点体现在限额领料制度、控制内部损失成本指标、合理安排生产计划、减少生产过程中人为造成的报废、返工引起的损失和工时损失，从而提高产品合格率和生产效率。

收购格拉默，增强生产技术、研发、客户等优势

收购格拉默成为座椅头枕、中控领域世界龙头企业。经过2年的运作，2019年10月8日收购格拉默，使得公司全球生产、销售和研发网络布局得以完善。格拉默拥有的先进技术、研发团队、与全球知名客户保持长期合作关系、布局完善欧洲美洲产能基地，均是继峰股份努力构建和布局的。

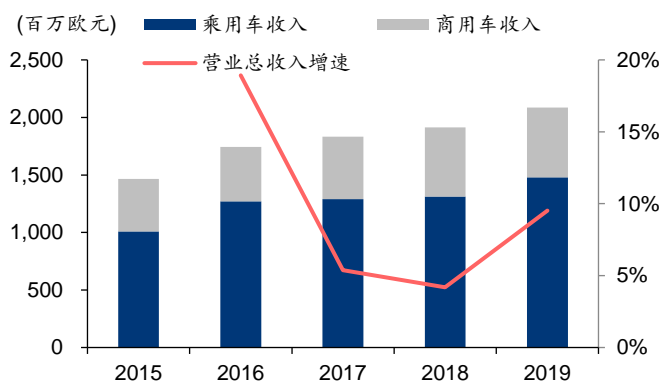
图表15：2019年10月8日完成继峰投资100%股权收购，间接持有格拉默84.23%股权

时间	事件
2017年10月	继弘投资设立继峰投资、继峰卢森堡、继峰德国
2018年6月14日	继峰德国协议转让持有格拉默25.56%股权
2018年9月6日	继峰德国要约收购格拉默58.66%股权，合计持有84.23%，协议及要约收购对价合计金额49.82亿元
2019年10月8日	继峰收购继峰投资100%股权，总对价金额37.54亿元

资料来源：公司2019年报，华泰证券研究所

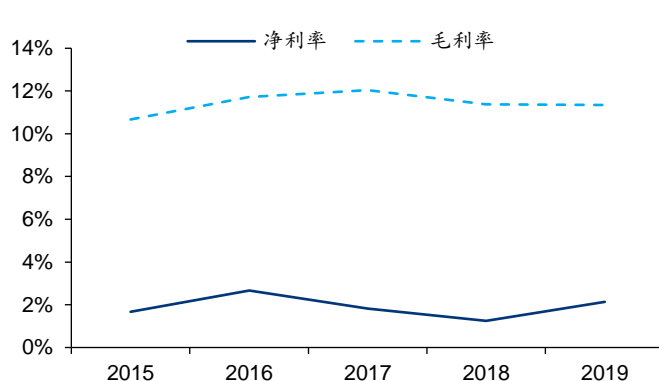
格拉默过去5年稳定增长，乘用车业务占比稳定在70-75%区间。格拉默主要业务为乘用车内饰件和商务车座椅系统等，2015-2019年乘用车收入占比处于70-75%之间，是公司收入的主要来源。格拉默盈利水平总体处于稳定，根据继峰股份2019年报，格拉默整体毛利率低于继峰股份国内产品，导致合并报表后整体毛利率下降。

图表16：格拉默营业收入稳定增长



资料来源：格拉默2015-2019年报，华泰证券研究所

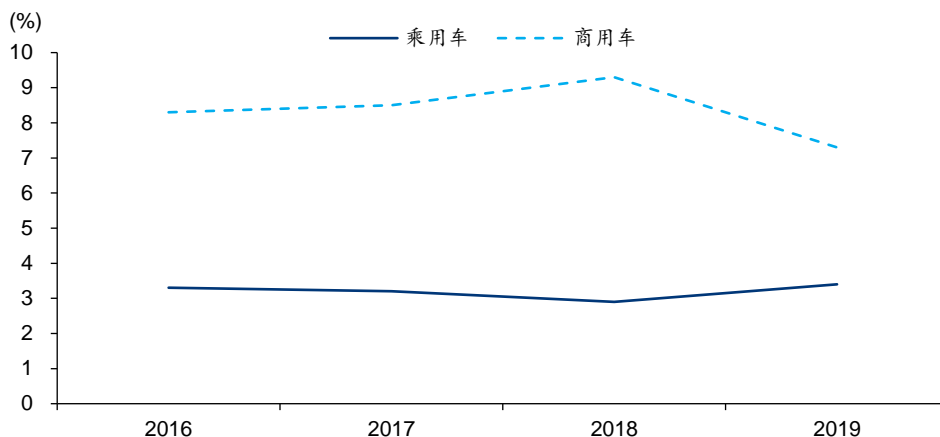
图表17：2015-2019年格拉默毛利率处于10-12%波动



资料来源：格拉默2015-2019年报，华泰证券研究所

格拉默是商用车座椅系统领导者，商用车业务盈利水平高于乘用车业务。格拉默是全球商用车座椅系统技术领导者、行业标准制定者，是非道路机械、卡车、客车、火车等座椅品种最大供应商之一。基于研发、创新能力、产品品质，公司商用车产品盈利能力高于乘用车。

图表18: 商用车业务息税前利润率 (EBIT margin) 高于乘用车业务



资料来源: 格拉默 2015-2019 年报, 华泰证券研究所

格拉默的行业地位和品牌是稀缺资产, 有助于迅速提升公司国际化水平。根据公司 2020 年 5 月 13 日《发行可转换公司债券, 股份及支付现金购买资产并募集配套资金暨关联交易报告书》, 核心产品技术、与客户长期合作关系及长期品牌效应、全球布局的生产网络是公司认为格拉默的核心竞争力。

图表19: 格拉默的核心竞争力

格拉默核心竞争力	具体内容
核心产品技术领先	商用车: 座椅系统技术领导者, 具备研发创新能力 乘用车: 开发适应高端市场的复杂、质量高的汽车零部件 技术领先: 切割、缝纫、发泡、内部装潢、金属加工和装配
与主要客户长期合作伙伴关系及长期品牌效应	主要客户: 大众、戴姆勒、宝马、菲亚特克莱斯勒、通用、福特等德系、美系主机厂, 全球范围保持长期合作, 行业内具有一定的竞争力和品牌效应
全球布局的生产网络	全球 42 家控股子公司, 拥有全球生产、物流和营销网络

资料来源: 2020 年 5 月 13 日《发行可转换公司债券, 股份及支付现金购买资产并募集配套资金暨关联交易报告书》, 华泰证券研究所

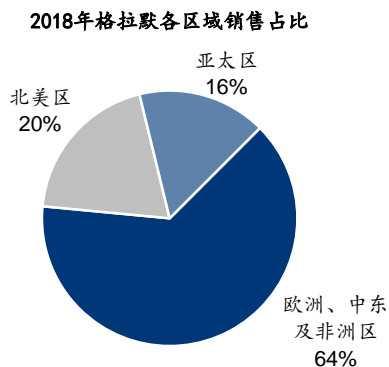
收购格拉默对于公司来说, 有以下几方面的提升: 1) 成为细分市场全球领先汽车零部件供应商, 规模、渠道、营销网络都提升至国际水平; 2) 产品线拓宽, 主要是商用车座椅和乘用车中控、内饰件; 3) 产品研发、技术达到国际领先水平。最终, 达到产品、客户、渠道等资源相互渗透, 增厚公司盈利。

图表20: 收购对公司核心竞争力的影响

核心竞争力影响	具体内容
全球化战略	整合格拉默优质平台进军德系、美系车企, 减少对国内市场依赖; 提升公司国内商用车地位
共享双方客户资源	提升国内产品先进制造水平 公司借助格拉默平台进入德系和美系车厂
提升生产技术, 开拓产品线	进入商用车产品线, 拓展国内商用车客户 开拓中框管理系统产品线, 拓展国内市场
提升研发创新能力, 共享研发体系	乘用车、商用车领域研发协同 吸收先进研发经验
管理方面: 全球联动, 效率提升	物流方面: 全球范围协同, 节约物流成本 采购协同: 统计采购降低价格, 统筹规划生产地 共享管理经验: 相互学习各自优点, 优化流程, 学习全球管理的经验

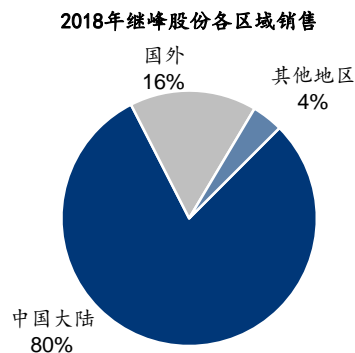
资料来源: 公司 2019 年报, 华泰证券研究所

图表21: 格拉默亚太区占比 16%



资料来源: 格拉默 2018 年报, 华泰证券研究所

图表22: 继峰股份市场以中国大陆为主



资料来源: 公司 2018 年报, 华泰证券研究所

格拉默与客户保持长期稳定关系, 前五大客户占比稳定。根据公司 2020 年 5 月 13 日《发行可转换公司债券, 股份及支付现金购买资产并募集配套资金暨关联交易报告书》, 格拉默与大众、戴姆勒、宝马合作关系长达 30 年以上, 前五大客户 2017、2018 年营收占比合计达 48.7%、48.6%, 控制权变化对主要客户协议期限未发生变化。格拉默前五大客户均为全球销量前列的知名整车商, 与前五大客户长期供货协议能够保证客户采购金额保持在现有水平。

图表23: 2017、2018 年格拉默前五大客户未发生变化, 营收占比合计分别达 48.7%、48.6%

	2018	营收占比	2017	营收占比
1	大众	16.8%	大众	20.0%
2	戴姆勒	10.3%	戴姆勒	10.7%
3	宝马	8.7%	宝马	8.2%
4	菲亚特克莱斯勒	7.9%	菲亚特克莱斯勒	5.0%
5	通用	5.0%	通用	4.8%
合计		48.6%		48.7%

资料来源: 2020 年 5 月 13 日《发行可转换公司债券, 股份及支付现金购买资产并募集配套资金暨关联交易报告书》, 华泰证券研究所

图表24: 前五大客户的新车型协议合同期限

客户	合同期限	合同内容
提名信 大众	2018-2023	大众汽车委托格拉默开发、制造、系列交付指定部件。价格约定体现在合同中。格拉默应负责获取生产所需的原材料、辅助材料和操作用品。所有费用均视为通过支付零件价格来补偿(除非另有约定, 就特定材料而言, 根据大众汽车的要求进行)。大众汽车应根据提名信中的内容购买模具, 模具开发完成后, 格拉默同意将开发的模具的所有权转移给大众。
长期供应合同 戴姆勒	2017-2023	戴姆勒与格拉默合作, 负责零件、备件的供应。格拉默交付的约束数量和交货日期来自戴姆勒的个人交付时间表。
长期供应合同 宝马	2017-2026	本合同是框架协议, 如合同方(格拉默)在质量、价格和能力方面仍具有作为供应商的竞争力, 宝马应在整个协议期限内从合同方购买批量生产所需的产品和备品备件达到一定比例。合同方产品的工艺始终符合最新技术水平。宝马应根据本合同发布采购订单, 其中说明产品、价格、付款条件、交货地点和适用的贸易条款。
提名信 菲亚特克莱斯勒	项目周期 6-7 年	提名信授权 为克莱斯勒提供 KL 项目的内饰(hard trim)产品, 该提名信并未授权在项目审批及采购订单保险生效前进行费用或投资投入, 当克莱斯勒正式发出采购订单后, 采购订单的信息会取代提名信的内容。
提名信 上汽通用	2017.7-2023.7	格拉默根据 SGM 的要求和目标顺利完成产品开发, 以及需在价格、模具、质量、可靠性、服务、交货和进度上充分满足 SGM 的要求和目标。SGM 同意向格拉默一次性支付工程开发费和/或软模费用。则与该一次性支付的工程开发费和/或软模所对应的工作事项, 需以采购订单为启动该部分工作的生效条件。
客户确认邮件 通用	项目周期 6-7 年	通用采购部确认 Molding 取得 31XXN 空气导入系统业务并要求 在 31XXN 项目技术复核期间必须满足全部的 SOR(特殊操作要求)要求, 通用将在接下来的 30 天内完成模具及产品单价合同。

资料来源: 2020 年 5 月 13 日《发行可转换公司债券, 股份及支付现金购买资产并募集配套资金暨关联交易报告书》, 华泰证券研究所

深度整合格拉默，“开源节流”双轮驱动

我们认为公司未来增长主要来自于对格拉默的整合，“开源节流”双轮驱动。开源主要是将格拉默的商用车座椅系统、中控和内饰件导入国内市场，将公司座椅头枕、扶手导入德系、美系车企；节流主要是优化内部成本管理，比如降低原材料采购、管理费用、物流费用等方面。通过全球化的平台，设计出高性价比的产品和方案配套更多整车厂。

整合格拉默的重点在于提升继峰股份的综合实力。公司与格拉默在客户、市场、产品、技术、人才等方面具有较多相似之处，大幅降低了整合难度。根据2020年5月13日《发行可转换公司债券，股份及支付现金购买资产并募集配套资金暨关联交易报告书》，对格拉默的整合主要是两方面：1) 提高格拉默管理效率；2) 提高继峰股份核心竞争力，整合在全球发展战略、市场业务、全球采购、产业布局、技术共享和管理系统及人员效率方面的协同性。

图表25：整合目的主要是发挥协同性，“开源节流”双轮驱动

协同性整合	具体内容
全球发展战略	学习国际化发展经验、优化配置全球资源、增强海外销售与服务质量
市场业务协同	提升乘用车座椅头枕、扶手市场占有率 提升产品技术水平、产业升级 引入格拉默商用车产品线、中控系统产业线
全球采购协同	统一议价采购原材料 共享泡沫配方、模具生产经验迁移 自制支杆、骨架产品，减少外购
全球产业布局协同	共享全球物流体系、产能网络，节约物流和新建产能成本
技术共享	互相交流各自产品研发经验、合作研发、共同进步
管理系统及人员效率协同	发挥格拉默核心管理团队经验 规范内部管理、提升管理效率和能力
运营效率管理提升	区域管理架构，打通信息化平台，加强区域内自身资源和市场的管控

资料来源：2020年5月13日《发行可转换公司债券，股份及支付现金购买资产并募集配套资金暨关联交易报告书》，华泰证券研究所

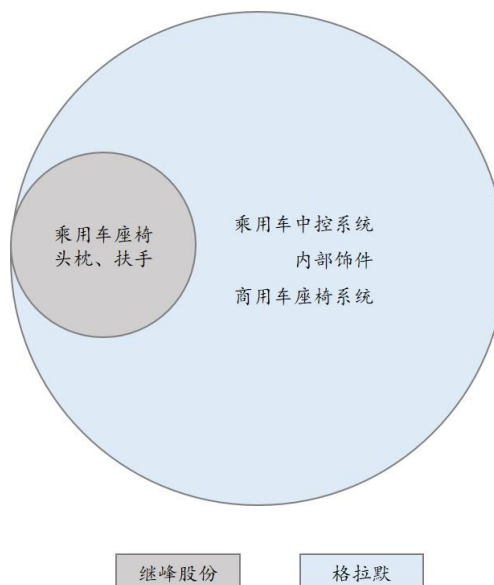
产品、市场互补，共享客户实现扩张

市场互补，落实国际化战略。根据2019年年报，收购格拉默后，公司在全球20个国家拥有70家控股子公司，形成了全球生产、物流和营销网络。

格拉默与公司在产品、技术方面既协同又互补。协同性主要体现在共享原材料采购渠道、生产技术、客户、市场等方面；互补主要体现在格拉默弥补了公司商用车产品及乘用车的中控系统的不足。其次，借助格拉默先进的研发，公司能够实现从成本导向到技术导向的产业升级，以此提升市占率。根据2019年年报，借助格拉默产品线，公司将在国内开展商用车座椅系统业务，有望与解放、东风、重汽、红岩汽车等大型商用车生产厂商的合作。

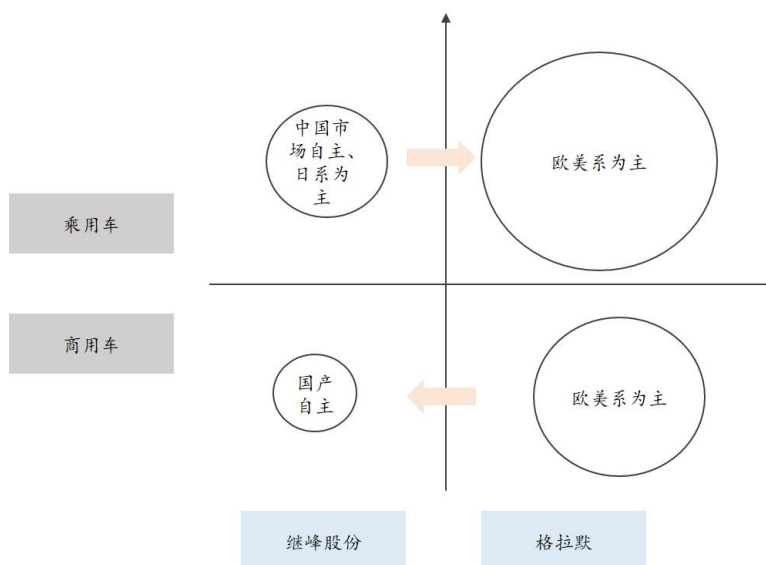
格拉默与公司在客户、市场方面互补。公司业务主要在中国市场，与主要业务在欧美市场的格拉默互补；客户有重叠，但格拉默客户基础更大且合作时间更久。不同产品在不同区域内借助对方渠道可以相互渗透，具体来说，公司未来拓展欧系、美系客户；格拉默扩张中国市场，尤其是商用车和中控系统零部件产品。

图表26： 产品拓展至乘用车中控系统、内部饰件和商用车座椅系统



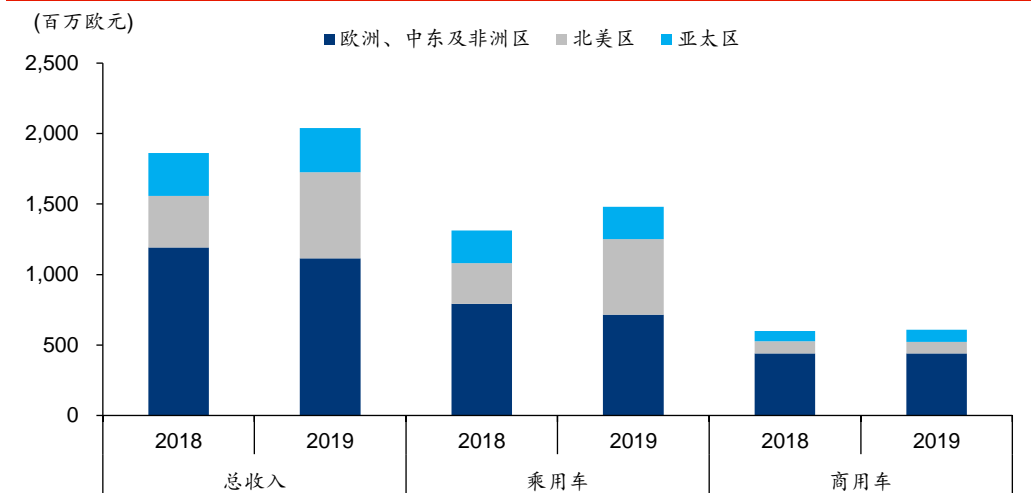
资料来源：2020年5月13日《发行可转换公司债券，股份及支付现金购买资产并募集配套资金暨关联交易报告书》，华泰证券研究所

图表27： 乘用车主要拓展欧系、美系整车厂，商用车拓展中国市场



资料来源：2020年5月13日《发行可转换公司债券，股份及支付现金购买资产并募集配套资金暨关联交易报告书》，华泰证券研究所

图表28： 亚太整体占比较小，商用车在北美区、亚太区业务规模均较小

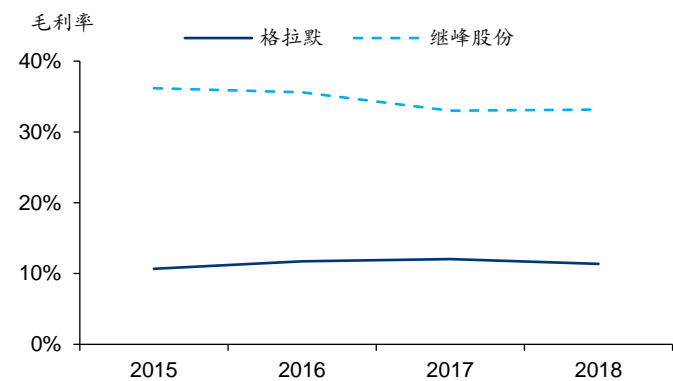


资料来源：格拉默官网，华泰证券研究所

格拉默盈利改善空间大，整合大有可为

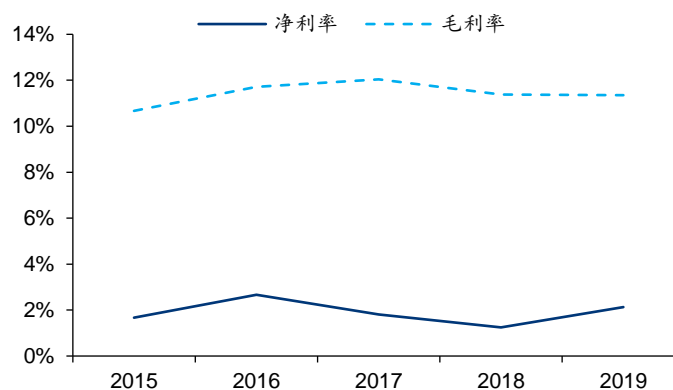
格拉默产品毛利率和净利率低于继峰，有较大提升空间。格拉默与继峰产品属于同一类型，继峰 2015-2018 年毛利率稳定在 33% 以上，同期格拉默毛利率处于 10-12% 的区间波动。根据公司 2019 年 4 月 30 日募集配套资金收购格拉默的报告书，公司分析继峰毛利率高于格拉默的原因主要有两点：1) 继峰掌握生产过程中涉及的化工原料配方和部分模具的自主设计及制造；2) 格拉默人力成本高，以及提供生产前的工程及开发服务。公司未来将共享化学原料、模具给格拉默降低成本，将借助国内人力成本低的优势；其次，格拉默共享研发体系、开发服务提升继峰整体研发水平。

图表29： 格拉默产品毛利率低于继峰



资料来源：格拉默 2015-2018 年报，Wind，华泰证券研究所

图表30： 格拉默 2019 年净利率有所回升



资料来源：格拉默 2015-2019 年报，华泰证券研究所

盈利预测

公司 2019 年合并格拉默后，主要业务分为：乘用车内饰、头枕、座椅扶手，商用车座椅和其他主营业务。根据 2019 年报，继峰投资 2018 年 8 月 31 日收购格拉默，按照非同一控制下企业合并纳入报表，继峰投资的主要经营实体为格拉默，继峰股份于 2019 年 9 月 30 日收购继峰投资，按照同一控制下企业合并纳入报表，导致 2019 年营业收入和营业成本变动较大，我们的盈利预测将以 2019 年的产销量、毛利率、费用等合并值为基础。

根据 LMC Automotive 2020 年一季度“Global Automotive Sales Forecast Quarter 1 2020”对全球轻型车销售量预测，2020-2022 年销售量增长分别为-15.2%、12.2%、6.7%，中国轻型车销售量预测为 2020-2022 年增速为-12.2%、11.8%、6.5%。

1. 汽车内饰、头枕增速：假设 2020-2022 年增速为-11%、14%、10%，略高于 LMC 对全球和中国轻型车销售量增速预测，主要是基于收购格拉默后，继峰股份可以借助格拉默平台拓展欧系、德系新客户，格拉默的内饰业务中国市场扩张；
2. 商用车座椅系统：根据中汽协数据，中国 2020 年 1-5 月商用车销售量达 185 万辆，同比增长-1.0%，跑赢中国乘用车销售量同比增长-27.4%。格拉默商用车座椅业务主要在欧洲、美洲市场，未来重点拓展中国市场新客户，2020-2022 年增速有望高于 LMC 公布的轻型车销售量增速，并且基数较低，我们假设增速分别为-5%、15%、15%；
3. 座椅扶手、其他主营业务（包括支杆）：假设增速分别为-9%、15%、20%，座椅扶手拓展欧系、美系新客户（收购格拉默前主要供应国内合资品牌）；支杆产品增加供应格拉默，替代原有采购（收购格拉默前，格拉默采购继峰部分支杆产品），由于这两块基数低，给予高于行业增速假设。

图表31：继峰股份各业务拆分及预测

报告期（百万元）	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	1,902	2,151	18,001	16,359	18,719	21,126
汽车内饰			5,852	5,208	5,937	6,531
增长率				-11.0%	14.0%	10.0%
头枕	910	991	4,756	4,233	4,826	5,308
增长率	0.0%	8.8%		-11.0%	14.0%	10.0%
商用车座椅			4,753	4,515	5,193	5,972
增长率				-5.0%	15.0%	15.0%
座椅扶手	603	800	2,315	2,107	2,423	2,907
增长率	0.0%	32.5%	189.5%	-9.0%	15.0%	20.0%
支杆	144	172				
增长率	19.8%	19.6%				
其他主营业务	143	104	245	223	256	307
增长率	28.1%	-27.3%	134.9%	-9.0%	15.0%	20.0%
其他业务	101	85	81	73	84	101
增长率	90.2%	-16.3%	-5.2%	-9.0%	15.0%	20.0%

资料来源：招股说明书，Wind，华泰证券研究所

备注：2019 年开始，支杆业务合并至其他主营业务

毛利率分析：

1. 格拉默与继峰股份业务有重叠，从综合毛利率对比来看，2015-2018 年继峰股份毛利率比格拉默高 20-26pct，主要原因是继峰股份掌握发泡配方，以及生产模具自制，而格拉默皆是外采；
2. 继峰股份收购格拉默后，将贡献发泡配方和使用自制模具，提高格拉默的毛利率，进而提升整体综合毛利率；
3. 根据 2020 年 5 月 13 日《发行可转换公司债券，股份及支付现金购买资产并募集配套资金暨关联交易报告书》与可比公司对比毛利率来看：乘用车内饰可比公司中，Autoliv 亚洲销售占比最多，达 36%，并且毛利率最高；欧洲、美洲业务占比较高的公司，均处于较低水平；商用车座椅可比公司中，全球销售的 Continental Aktiengesellschaft 的毛利率达 25%；

4. 根据2020年5月13日《发行可转换公司债券，股份及支付现金购买资产并募集配套资金暨关联交易报告书》，2018年乘用车内饰毛利率下降，主要是由于2018年9月开始欧洲实施全新轻型汽车测试测序WLTP，导致部分汽车产量下降较大，带来公司制造费用占比上升影响毛利率；2018年商用车座椅业务毛利率下降主要是销售规模扩张下，加班费导致人工成本上升、质检、测试支出等涉及直接人工及制造费用上升幅度超出收入增长。

图表32： 格拉默与继峰股份毛利率对比

	2017	2018
格拉默主营业务毛利率	14.7%	14.2%
乘用车内饰毛利率	13.9%	13.2%
商用车座椅系统	17.2%	16.7%
继峰股份乘用车内饰毛利率	34.0%	33.9%

资料来源：2020年5月13日《发行可转换公司债券，股份及支付现金购买资产并募集配套资金暨关联交易报告书》，华泰证券研究所

图表33： 格拉默乘用车内饰与商用车座椅可比公司毛利率分析

	销售区域	2018
乘用车内饰毛利率可比公司	欧洲、中东及非洲 60%，北美 22%，亚太 18%	13.2%
Faurecia	欧洲 51%，美洲 30%，亚洲 19%	13.0%
Lear	欧洲和非洲 41%，美洲 40%，亚洲 19%	11.0%
Autoliv	欧洲 32%，美洲 32%，亚洲 36%	19.7%
Adient	美洲 42%，欧洲 40%，其他区域 18%	5.0%
Shiloh Industries	美洲 73%，欧洲 23%，其他 4%	10.2%
Groclin	欧洲	11.1%
商用车座椅系统可比公司	欧洲、中东及非洲 74%，北美 14%，亚太 12%	16.7%
Continental	全球范围	25.0%
Adient	美洲、欧洲、中国	5.0%

资料来源：2020年5月13日《发行可转换公司债券，股份及支付现金购买资产并募集配套资金暨关联交易报告书》，格拉默2018年报，华泰证券研究所

毛利率假设：

- 根据对毛利率分析，我们认为随着继峰股份整合带来成本优化、亚太业务占比提升，格拉默的乘用车内饰业务和商用车座椅业务毛利率均有较大提升空间，因此我们认为继峰股份综合毛利率未来有望获得持续提高。
- 国内第一季度、欧美第二季度由于疫情而停工一段时间，汽车销售量的下滑对公司各业务毛利率产生影响。2020年疫情导致销售量下降，制造成本上升，我们假设各产品毛利率均有所下降；2021年毛利率随着生产、销售恢复而回升，随着整合带来的生产成本下降，我们假设2021年毛利率将略高于2019年；随着持续优化成本、合理布局产能提升产能利用率，我们假设公司2022年各业务毛利率将持续提升。

图表34： 继峰股份毛利率预测

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
汽车内饰			12.7%	11.0%	13.0%	13.1%
头枕	34.4%	34.0%	15.6%	14.0%	16.0%	16.1%
商用车座椅			18.2%	16.0%	18.0%	18.1%
座椅扶手	34.9%	34.0%	15.9%	14.0%	16.0%	16.1%
支杆	40.3%	39.6%				
其他主营业务	21.5%	22.5%	26.8%	25.0%	27.0%	27.3%
其他业务	15.3%	15.4%	26.7%	25.0%	27.0%	27.3%
综合毛利率	33.0%	33.2%	15.6%	13.8%	15.8%	16.0%

资料来源：Wind，华泰证券研究所

备注：2019年合并格拉默

费用率假设：

营业费用率：参考 2017-2019 年 2.6%、2.5%、2.2%，2019 年合并格拉默，格拉默营收规模较大导致销售费用率有所下降。销售费用中工资福利费用占比较高，由于疫情影响，预计 2020 年营收有所下降，我们认为销售费用率会有所提高，随着 21-22 年销售恢复、产能合理分布降低运费等内部管理提升，销售费用率将有所下降，我们预计 2020-2022 年营业费用率为 2.4%、2.2%、2.1%；

管理费用率：参考 2017-19 年管理费用率 8.0%、10.7%、7.6%，2019 年合并格拉默，格拉默营收规模较大导致管理费用率下降较多。其次，2019 年管理费用包括合并企业发生的审计、法律服务、评估咨询等中介机构费用 2.2 亿元。2020-2022 年随着整合不断进行，我们认为管理费用率将逐步下降。我们预计 2020-2022 年管理费用率为 7.2%、6.5%、6.3%；

财务费用率：参考 2017-2019 年财务费用率 0.1%、-0.5%、1.3%，2019 年合并格拉默，财务支出主要来自于利息支出。公司 2020 一季报显示资产负债率达 71%，财务费用将维持在较高水平，由于 2020 年疫情影响营业收入增长，将导致 2020 年财务费用率达到短期高点，我们预计 2020-2022 年财务费用率 1.7%、1.7%、1.5%；

研发费用率：参考 2018-2019 年研发费用率 3.1%、1.5%，2019 年合并格拉默，格拉默营收规模较大导致研发费用率下降。研发费用中职工薪酬、中介机构费和折旧摊销占比较高，具备可持续性，由于 2020 疫情影响，我们认为 2020 年研发费用率将有所提高，随着 21-22 年营收规模的增长和内部研发整合，研发费用率将有所下降。我们预计 2020-2022 年研发费用率为 1.6%、1.5%、1.4%。

图表35： 继峰股份费用率预测

(百万元)	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业费用	49	54	392	393	412	444
营业费用率	2.6%	2.5%	2.2%	2.4%	2.2%	2.1%
管理费用	153	230	1370	1178	1217	1331
管理费用率	8.0%	10.7%	7.6%	7.2%	6.5%	6.3%
财务费用	2	-10	233	273	313	318
财务费用率	0.1%	-0.5%	1.3%	1.7%	1.7%	1.5%
研发费用	54	66	269	262	281	296
研发费用率	2.9	3.1%	1.5%	1.6%	1.5%	1.4%

资料来源：Wind，华泰证券研究所

我们预计公司 2020-2022 年实现营业收入 164/187/211 亿元（同比-9%/+14%/+13%），归母净利润为 0.6/4.1/5.7 亿元（同比-79%/+557%/38%），对应 EPS 分别为 0.06、0.40、0.56 元，对应 PE 为 121、18、13 倍。由于子公司格拉默主要业务在海外，受疫情影响大于可比公司，2020 年 PE 不具有可比性，我们预计 2021 年业务恢复正常，使用 2021 年估值作为参考。可比公司 2021 年 PE 估值均值 19 倍（wind 一致预期），考虑到公司整合格拉默增强综合竞争力支撑未来可持续增长，毛利率整体不断提升，以及 2020-2022 年净利润 3 年复合增速高于可比公司，我们给予公司 2021 年 20-22 倍 PE 估值，对应目标价 8.0-8.8 元，首次覆盖，给予“增持”评级。

图表36： 可比公司估值表（2020/07/7）

代码	证券简称	EPS				CAGR3	PE		
		19	20E	21E	22E		20E	21E	22E
603730.SH	岱美股份	1.54	1.57	1.95	2.28	13.9%	22	18	15
600660.SH	福耀玻璃	1.16	1.07	1.33	1.54	9.9%	21	17	15
603179.SH	新泉股份	0.80	0.77	1.03	1.27	16.8%	29	22	18
	均值						24	19	16
603997.SH	继峰股份	0.29	0.06	0.40	0.56	23.0%	121	18	13

注：同类可比公司估值来自于 Wind 一致预期，公司估值来自于我们预测

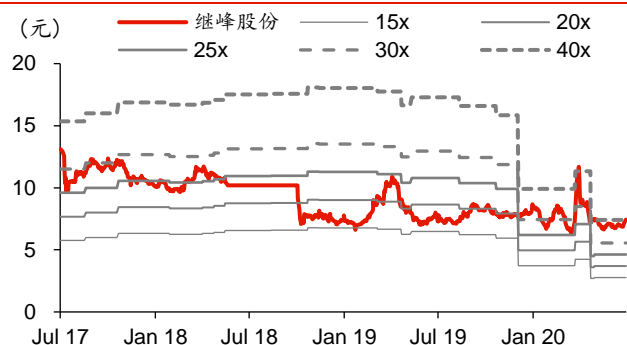
资料来源：Wind，华泰证券研究所

风险提示

1. 主要原材料价格波动的风险。原材料价格波动对成本影响较大，直接材料包括钢管、塑料粒子、化工原料，价格受供需及国际经济形势影响较大。
2. 技术和市场竞争风险。技术更迭加快，不断出现的新产品、新技术、新竞争对手影响供给格局，未能及时捕捉市场和客户需求，将对公司经营产生较大风险。
3. 汇率风险。格拉默市场主要在海外欧美国家，汇率波动将影响公司财务数据，也存在各个海外子公司所处地本位币不同而导致的汇率波动。
4. 整合风险。格拉默收购后，将与本部相似业务进行合并，并在战略规划、资源配置、管理等方面进行融合，存在整合、协同效应不达预期的情况。

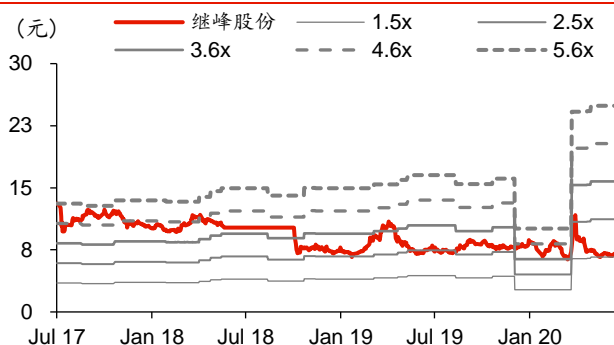
PE/PB - Bands

图表37: 继峰股份历史 PE-Bands



资料来源: Wind、华泰证券研究所

图表38: 继峰股份历史 PB-Bands



资料来源: Wind、华泰证券研究所

盈利预测

资产负债表

会计年度 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	1,813	7,176	7,939	8,312	9,447
现金	707.53	2,051	2,218	2,289	2,209
应收账款	527.09	2,140	2,404	2,588	3,200
其他应收账款	4.32	42.54	50.94	42.65	51.24
预付账款	9.84	46.43	47.05	46.54	59.09
存货	393.89	1,891	2,196	2,307	2,840
其他流动资产	169.93	1,004	1,024	1,040	1,088
非流动资产	721.07	10,389	11,137	11,766	12,281
长期投资	0.00	4.78	6.76	8.46	10.81
固定投资	489.06	3,362	3,893	4,233	4,394
无形资产	120.18	1,823	2,075	2,376	2,738
其他非流动资产	111.83	5,200	5,162	5,149	5,138
资产总计	2,534	17,566	19,076	20,078	21,729
流动负债	614.98	7,039	7,660	8,201	9,491
短期借款	96.90	2,472	2,700	2,900	3,000
应付账款	325.78	2,743	2,898	2,939	3,761
其他流动负债	192.30	1,824	2,062	2,362	2,730
非流动负债	7.48	5,608	6,626	6,845	6,763
长期借款	0.00	2,907	3,926	4,144	4,063
其他非流动负债	7.48	2,701	2,701	2,701	2,701
负债合计	622.46	12,646	14,286	15,046	16,255
少数股东权益	41.88	393.41	406.32	491.17	608.63
股本	639.65	1,024	1,024	1,024	1,024
资本公积	259.71	2,661	2,661	2,661	2,661
留存公积	1,019	965.45	990.96	1,155	1,382
归属母公司股东权益	1,869	4,526	4,384	4,542	4,865
负债和股东权益	2,534	17,566	19,076	20,078	21,729

现金流量表

会计年度 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金	463.03	1,169	477.80	1,154	1,389
净利润	315.75	361.65	75.97	499.09	690.95
折旧摊销	60.43	625.05	515.37	601.23	702.27
财务费用	(9.82)	233.34	273.52	313.67	318.58
投资损失	0.50	(0.78)	(1.11)	(0.73)	(0.86)
营运资金变动	84.86	(269.49)	(387.02)	(259.91)	(323.00)
其他经营现金	11.32	219.69	1.08	1.08	1.10
投资活动现金	(155.59)	(1,501)	(1,264)	(1,231)	(1,219)
资本支出	160.20	1,007	1,261	1,228	1,215
长期投资	0.00	(4.74)	(1.98)	(1.70)	(2.36)
其他投资现金	4.61	(499.09)	(5.22)	(4.74)	(5.95)
筹资活动现金	(118.72)	36.20	953.19	148.29	(249.80)
短期借款	57.89	2,375	228.48	200.00	100.00
长期借款	0.00	2,907	1,019	218.55	(81.45)
普通股增加	9.65	383.95	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	63.80	2,401	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	(250.05)	(8,031)	(293.84)	(270.26)	(268.34)
现金净增加额	193.52	(319.31)	166.61	71.28	(79.71)

资料来源：公司公告，华泰证券研究所预测

利润表

会计年度 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	2,151	18,001	16,359	18,719	21,126
营业成本	1,438	15,197	14,102	15,760	17,756
营业税金及附加	20.21	43.54	49.08	56.16	63.38
营业费用	53.58	392.44	392.62	411.81	443.65
管理费用	229.76	1,370	1,178	1,217	1,331
财务费用	(9.82)	233.34	273.52	313.67	318.58
资产减值损失	(15.57)	(20.65)	(41.05)	(53.23)	(51.75)
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	(0.50)	0.78	1.11	0.73	0.86
营业利润	381.43	520.37	86.06	655.45	901.26
营业外收入	0.11	18.32	20.00	22.00	24.00
营业外支出	1.23	1.92	2.00	3.00	4.00
利润总额	380.31	536.77	104.06	674.45	921.26
所得税	64.56	175.12	28.10	175.36	230.32
净利润	315.75	361.65	75.97	499.09	690.95
少数股东损益	13.37	63.96	12.91	84.85	117.46
归属母公司净利润	302.39	297.70	63.05	414.25	573.49
EBITDA	438.99	1,452	945.30	1,649	2,010
EPS (元, 基本)	0.30	0.29	0.06	0.40	0.56

主要财务比率

会计年度 (%)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入	13.11	736.74	(9.12)	14.42	12.86
营业利润	6.46	36.43	(83.46)	661.60	37.50
归属母公司净利润	3.26	(1.55)	(78.82)	557.00	38.44
获利能力 (%)					
毛利率	33.16	15.58	13.80	15.80	15.95
净利率	14.06	1.65	0.39	2.21	2.71
ROE	16.52	7.35	1.59	9.92	12.62
ROIC	25.05	6.21	3.11	7.12	8.45
偿债能力					
资产负债率 (%)	24.57	72.00	74.89	74.93	74.81
净负债比率 (%)	(31.56)	119.92	149.55	155.20	149.97
流动比率	2.95	1.02	1.04	1.01	1.00
速动比率	2.27	0.63	0.64	0.63	0.61
营运能力					
总资产周转率	0.91	1.79	0.89	0.96	1.01
应收账款周转率	3.14	11.88	7.44	8.20	8.56
应付账款周转率	4.27	9.72	6.95	7.43	7.65
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.30	0.29	0.06	0.40	0.56
每股经营现金流(最新摊薄)	0.47	0.79	0.47	1.13	1.36
每股净资产(最新摊薄)	1.83	4.44	4.31	4.46	4.78
估值比率					
PE (倍)	25.15	25.55	120.62	18.36	13.26
PB (倍)	4.07	1.67	1.73	1.67	1.56
EV_EBITDA (倍)	16.05	9.57	16.05	9.64	8.17

免责声明

分析师声明

本人，林志轩、王涛、刘千琳，兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见；彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

一般声明

本报告由华泰证券股份有限公司（已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格，以下简称“本公司”）制作。本报告仅供本公司客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司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。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司研究报告以中文撰写，英文报告为翻译版本，如出现中英文版本内容差异或不一致，请以中文报告为主。英文翻译报告可能存在一定时间延迟。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。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头寸并进行交易，也可能为之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。本公司的销售人员、交易人员或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。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、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。投资者应当考虑到本公司及/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信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使本公司及关联子公司违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

针对美国司法管辖区的声明

美国法律法规要求之一般披露

本研究报告由华泰证券股份有限公司编制，在美国由华泰证券（美国）有限公司（以下简称华泰证券（美国））向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司对其非美国联营公司编写的每一份研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受 FINRA 关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

所有权及重大利益冲突

分析师林志轩、王涛、刘千琳本人及相关人士并不担任本研究报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本研究报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。声明中所提及的“相关人士”包括 FINRA 定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。

重要披露信息

- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司在本报告所署日期前的 12 个月内未担任标的证券公开发行或 144A 条款发行的经办人或联席经办人。
- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司在研究报告发布之日前 12 个月未曾向标的公司提供投资银行服务并收取报酬。
- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司预计在本报告发布之日后 3 个月内将不会向标的公司收取或寻求投资银行服务报酬。
- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司并未实益持有标的公司某一类普通股证券的 1%或以上。此头寸基于报告前一个工作日可得的信息，适用法律禁止向我们公布信息的情况除外。在此情况下，总头寸中的适用部分反映截至最近一次发布的可得信息。
- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司在本报告撰写之日并未担任标的公司股票证券做市商。

评级说明

行业评级体系

一报告发布日后的 6 个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

公司评级体系

一报告发布日后的 6 个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

买入股价超越基准 20%以上

增持股价超越基准 5%-20%

中性股价相对基准波动在-5%~5%之间

减持股价弱于基准 5%-20%

卖出股价弱于基准 20%以上

华泰证券研究

南京

南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路 5999 号基金大厦 10 楼/邮政编码：518017

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层

邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com

法律实体披露

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91320000704041011J。

华泰证券全资子公司华泰证券(美国)有限公司为美国金融业监管局(FINRA)成员，具有在美国开展经纪交易商业业务的资格，经营业务许可编号为：CRD#.298809。

电话：212-763-8160

电子邮件：huatai@htsc-us.com

传真：917-725-9702

http://www.htsc-us.com

©版权所有2020年华泰证券股份有限公司