

投资评级：增持(维持)

继峰股份(603997)

Q3 业绩改善，收购格拉默带来全新格局

市场数据

2018-10-29

收盘价(元)	8.18
一年内最低/最高(元)	7.20/13.47
市盈率	18.0
市净率	3.15

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-事件点评:收购格拉默,打造座舱系统世界龙头》 2018-09-05
- 《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

事件:

公司发布 2018 年三季报: 1-9 月实现营业收入 15.6 亿元, 同比增长 19.2%; 归母净利润 2.3 亿元, 同比增长 6.7%; 扣非后归母净利润 2.3 亿元, 同比增长 10.9%。

● 业绩增长稳健, 看好公司长期发展

公司 Q3 单季度实现营业收入 5.0 亿元, 同比增长 12.9%, 归母净利润 8742.8 万元, 同比增长 11.6%。营业收入增速放缓, 主要受三季度国内汽车行业景气度下行所致; 净利润增速环比显著回升, 主要系会计政策变更, 调回资产减值损失 1397.3 万元, 以及汇兑收益 697.4 万元增厚净利润。我们认为, 公司收购格拉默战略意义重大, 原传统优势业务头枕市场地位进一步增强, 同时业务拓展至商用车座椅与扶手领域, 在市占率与单车价值量提升两条成长路径上齐同并进, 长期发展势头向好。

● 产品结构优化推动毛利率上行, 控费能力有待改善

公司 2018Q3 毛利率 34.3%, 较去年同期上升 1.3pct, 主要受益于公司产品结构调整, 公司扶手单价 (1000 元/件) 显著高于头枕 (140 元/件), 预计来自扶手业务收入占比提升, 推动整体毛利率上行。公司 2018Q3 三费率合计 16.1%, 较 2017Q3 上升 2.7pct, 其中管理费用率 13.4%, 同比上升 2.7pct, 主要受限制性股票摊销和海外子公司新项目投入影响; 销售费用率 2.8%, 同比上升 0.1pct; 财务费用率-0.1%, 同比下降 0.1pct, 主要系本期利息收入增加所致。

● 协同效应逐步释放, 静待格拉默盈利能力提升

格拉默是德国汽车内饰及座椅优质供应商, 2017 年毛利率 12.0%, 净利率 1.8%, 低于行业平均水平。公司收购格拉默后, 将从以下几方面帮助格拉默提升盈利能力: 1) 组合料配方共享, 年均降低成本约 4000 万元; 2) 注塑模具自产, 降低成本约 6000 万元; 3) 头杆支架自制, 降低成本约 600 万元; 4) 原材料集中采购, 降低成本约 4000 万元; 5) 管理协同, 缩减管理费用。我们认为, 随着整合推进与协同效应的逐步释放, 格拉默净利率有望提升至 5.5% 的预期水平, 未来将显著增厚公司业绩。

● 盈利预测与投资建议

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 16.8 倍, 14.6 倍, 12.3 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; 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)	20.9	17.8	16.8	14.6	12.3

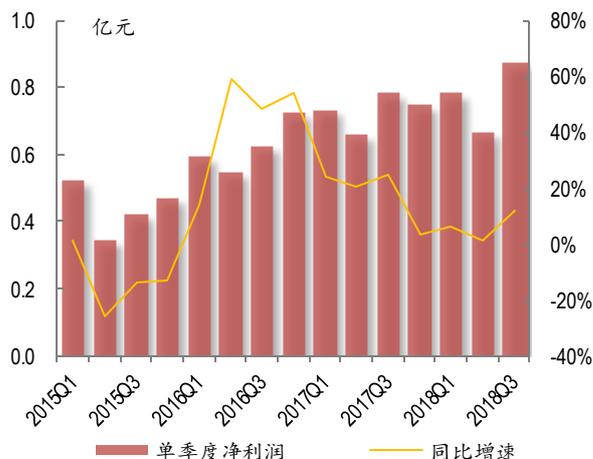
数据来源: 贝格数据, 财通证券研究所

图1：公司单季度营业收入及同比增速



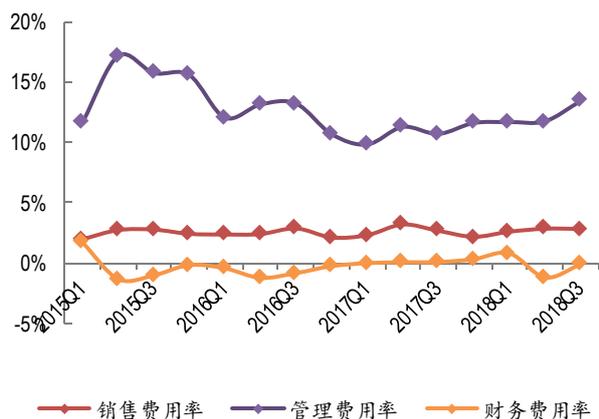
数据来源：公司公告，财通证券研究所

图2：公司单季度净利润及同比增速



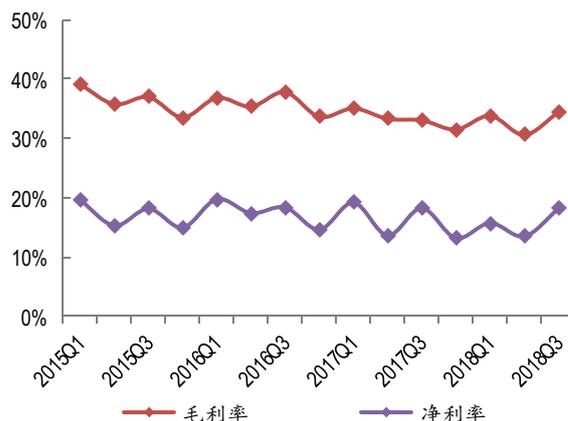
数据来源：公司公告，财通证券研究所

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						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
营业收入	1466	1902	2387	2984	3700	成长性					
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%
营业利润	295	358	370	422	511	利润率					
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%
利润总额	303	357	375	434	516	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%
净利润	250	293	311	357	424	EBITDA/营业收入	22.2%	21.0%	18.3%	17.3%	17.1%
资产负债表	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	EBIT/营业收入	19.5%	18.5%	15.9%	15.1%	15.1%
货币资金	232	471	525	597	740	运营效率					
交易性金融资产	-	-	-	-	-	固定资产周转天数	106	83	66	54	43
应收账款	484	518	769	856	1,097	流动营业资本周转天数	157	136	128	139	142
应收票据	212	175	197	301	439	流动资产周转天数	291	276	276	279	277
预付账款	5	5	15	30	25	应收账款周转天数	96	95	97	98	95
存货	315	374	468	603	705	存货周转天数	64	65	63	65	64
其他流动资产	110	15	130	143	168	总资产周转天数	429	390	375	364	350
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	投资资本周转天数	284	240	220	218	209
持有至到期投资	-	-	-	-	-	投资回报率					
长期股权投资	1	6	7	8	10	ROE	16.3%	17.0%	16.2%	16.6%	17.5%
投资性房地产	23	22	22	22	22	ROA	13.0%	13.6%	11.2%	11.1%	10.9%
固定资产	436	439	442	445	447	ROIC	22.4%	24.0%	24.6%	22.9%	23.6%
在建工程	12	50	75	105	140	费用率					
无形资产	72	93	107	115	117	销售费用率	2.4%	2.6%	2.6%	2.8%	2.8%
其他非流动资产	32	25	29	28	28	管理费用率	12.1%	10.9%	12.3%	13.0%	14.0%
资产总额	1,934	2,192	2,786	3,254	3,938	财务费用率	-0.6%	0.1%	0.4%	1.0%	1.3%
短期债务	-	39	262	430	655	三费/营业收入	13.8%	13.6%	15.3%	16.8%	18.1%
应付账款	315	309	514	570	755	偿债能力					
应付票据	6	13	5	12	9	资产负债率	20.1%	19.7%	29.9%	32.7%	37.3%
其他流动负债	69	68	51	52	52	负债权益比	25.2%	24.5%	42.6%	48.6%	59.5%
长期借款	-	-	-	-	-	流动比率	3.49	3.63	2.53	2.38	2.16
其他非流动负债	-	3	-	-	-	速动比率	2.68	2.76	1.97	1.81	1.68
负债总额	389	432	832	1,065	1,470	利息保障倍数	-30.08	149.02	41.41	15.61	11.61
少数股东权益	16	37	38	41	45	分红指标					
股本	420	630	638	638	638	DPS(元)	0.16	0.28	0.20	0.20	0.23
留存收益	1,109	1,091	1,278	1,510	1,786	分红比率	40.4%	60.2%	40.0%	35.0%	35.0%
股东权益	1,545	1,760	1,954	2,189	2,469	股息收益率	1.9%	3.4%	2.4%	2.4%	2.8%
现金流量表	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	业绩和估值指标	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
净利润	251	299	311	357	424	EPS(元)	0.39	0.46	0.49	0.56	0.66
加:折旧和摊销	42	52	56	64	73	BVPS(元)	2.40	2.70	3.00	3.37	3.80
资产减值准备	13	5	7	9	13	PE(X)	20.9	17.8	16.8	14.6	12.3
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	3.4	3.0	2.7	2.4	2.2
财务费用	-8	7	9	29	48	P/FCF	109.4	16.9	29.4	27.0	18.1
投资收益	-5	-5	-8	-9	-11	P/S	3.6	2.7	2.2	1.7	1.4
少数股东损益	1	6	1	3	4	EV/EBITDA	9.7	11.8	11.3	9.8	8.1
营运资金的变动	-185	-3	-320	-290	-322	CAGR(%)	12.8%	12.8%	20.7%	12.8%	12.8%
经营活动产生现金流量	43	258	56	164	229	PEG	1.6	1.4	0.8	1.1	1.0
投资活动产生现金流量	-26	51	-98	-107	-114	ROIC/WACC	2.1	2.3	2.4	2.2	2.3
融资活动产生现金流量	-42	-127	96	14	28	REP	1.2	1.6	1.3	1.2	1.0

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。