



证券研究报告
2018年9月7日

继峰股份 (603997) :内生外延双轮驱动

首席分析师： 于特 执业证书编号：S1220515050003
分析师： 孙浩然 执业证书编号：S1220518080004

方正证券 (601901.SH) 是行业领先的大型综合类证券公司，致力于为客户提供交易、投融资、财富管理等全方位金融服务。
Founder Securities (601901.SH), an industry-leading large comprehensive securities company, is committed to providing its clients with full services in stock transactions, investment & financing, wealth management, among others.

继峰股份：2018年内生增长与外延并购

公司为乘用车座椅系统零部件制造商。主营业务为乘用车座椅头枕及扶手的研发、生产与销售，主营产品包括乘用车座椅头枕、头枕支杆、座椅扶手。客户包括大众、奥迪、宝马、福特、长城、广菲克等整车厂以及座椅厂安道拓、佛吉亚等座椅厂，是国内乘用车座椅头枕及座椅扶手零部件细分行业龙头公司。2017年营收19亿元，归母净利润2.92亿元。

内生增长，2018年五大因素驱动公司营收快速增长：

- 受益于一汽大众产品周期，新增T-ROC（探歌），TAYRON（探荣），奥迪Q2订单。
- 受益于宝马产品周期，2018年新增宝马X3订单。
- 切入强势自主品牌明星车型长城WEY系列(VV7和VV5)和领克系列（领克01和领克03）。
- 新增丰田卡罗拉、丰田雷凌、丰田CHR订单。
- 海外订单的迅猛增加。继峰德国捷克子公司获得大众、捷豹路虎、保时捷、宝马、戴姆勒订单。

外延并购，继峰股份整合Grammer，布局国内国外两大市场：

- 在产品结构方面，Grammer是国际商用车标准制定者，同时乘用车中控技术领先，继峰产品品类将进一步延伸；
- 在客户结构方面，Grammer将为继峰带来丰厚的乘用车、商用车客户资源；
- 在地域布局方面，Grammer业务集中欧美，继峰布局中国，有利于双方市场开拓。

盈利预测：继峰股份2018-2020年预EPS分别为0.51元/0.58元/0.69元，对应PE 21/18/15，给予“推荐”评级。

风险提示：2018年汽车市场销量下滑，预测车型销量不及预期；原材料价格维持高位，公司毛利率下滑；收购Grammer进展不及预期。



目录



五大因素驱动公司2018年营收快速增长



市场关心3个问题



收购格拉默打开成长空间



盈利预测与估值

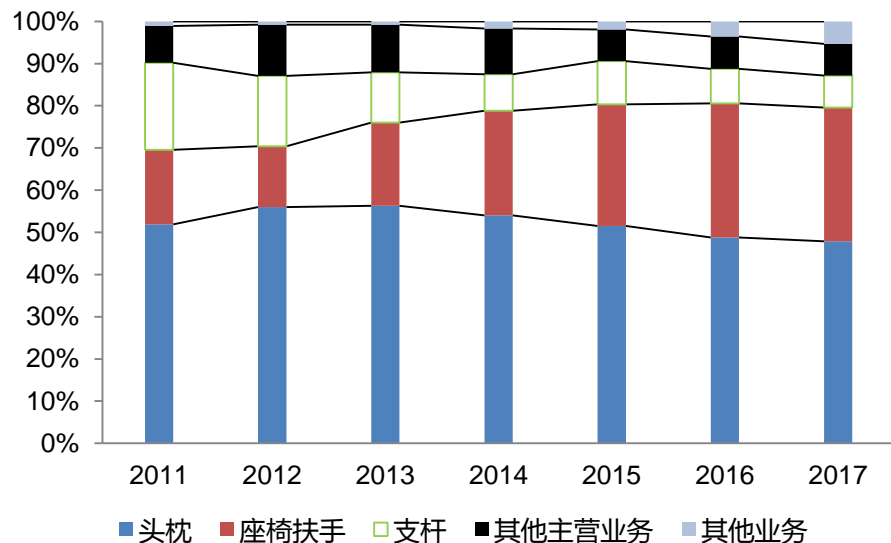
继峰股份: 乘用车座椅二级供应商龙头企业

主营产品：乘用车座椅头枕总成、扶手总成及头枕支杆。

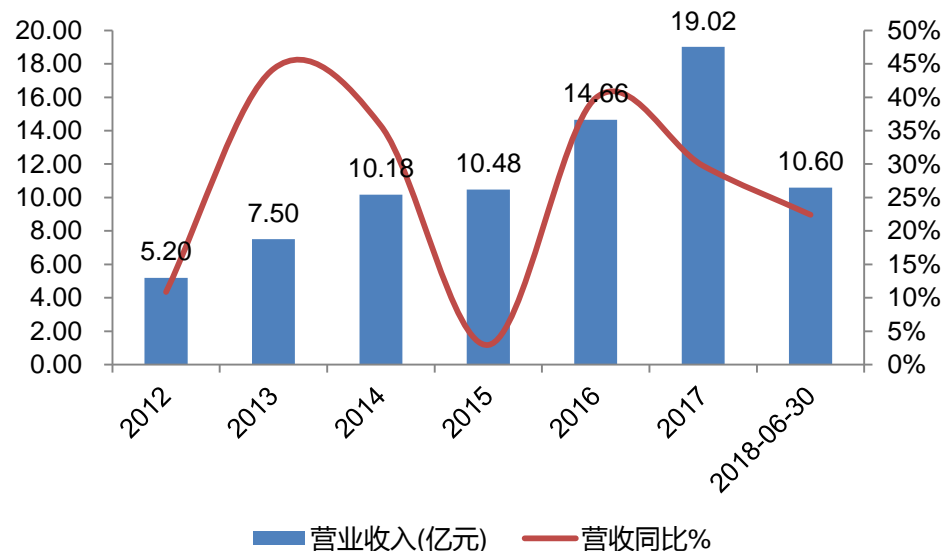
销售收入结构：以头枕和扶手为主。头枕比重有所下降(2017年占比48%)，扶手份额增长明显(2017年32%)。

营收持续30%高速增长，净利润增速下滑。2017年实现营收19亿元，同比增29.79%，归母净利润2.92亿元，同比增17.27%。2018年半年报营业收入10.6亿，同比增22.4%，归母净利润1.45亿，同比增3.93%。

图表1：继峰股份营收结构



图表2:继峰股份营收及同比增速%



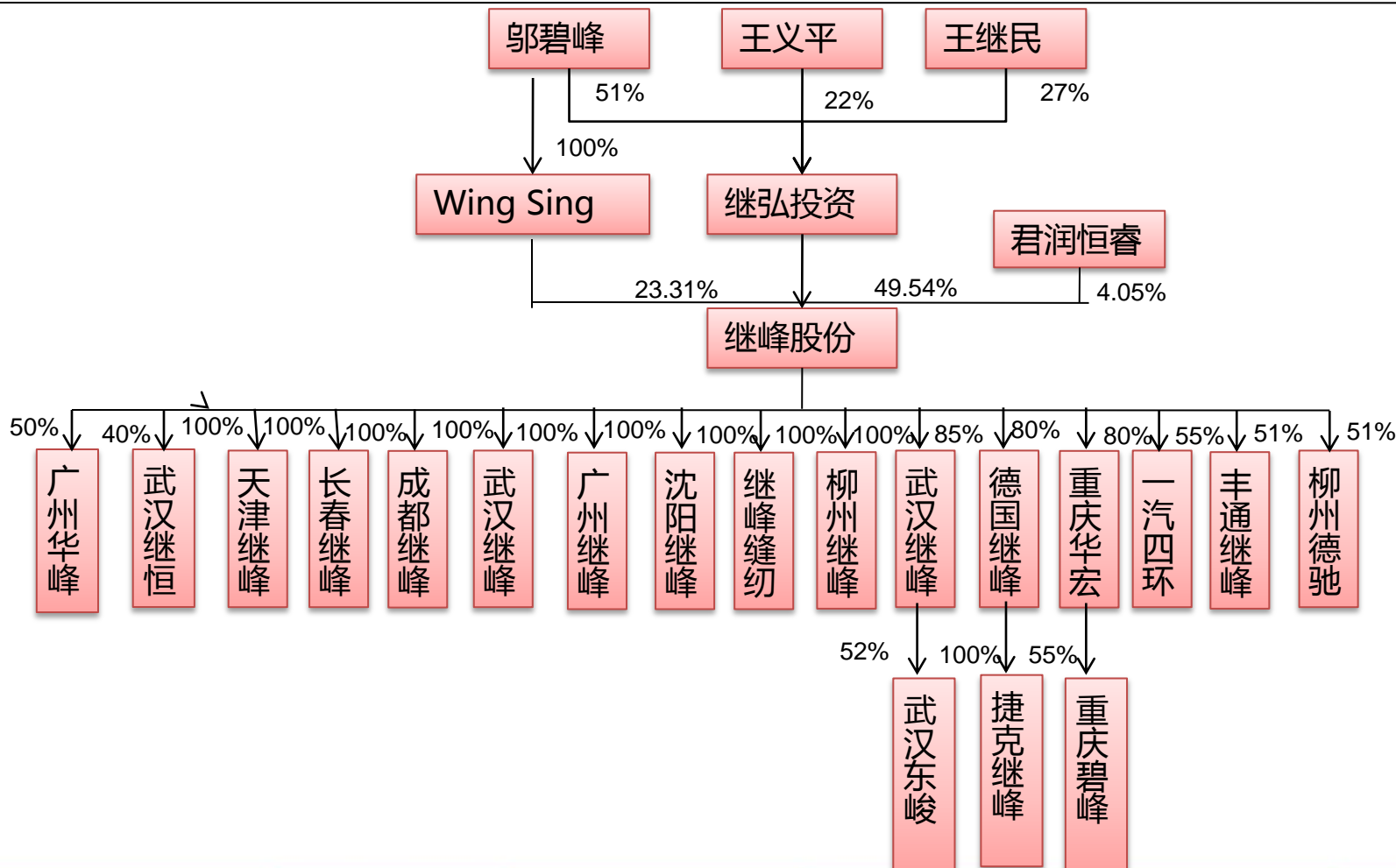
资料来源：wind、方正证券研究所整理

资料来源：wind、方正证券研究所整理

继峰股份股权结构

公司业务快速发展，已成功进入国内外多家整车厂商的配套体系，并发展成为国内少数能同时为欧系、美系、日系、自主品牌等整车生产厂家提供配套的座椅头枕及扶手供应商。同时公司还不断完善生产布局，已相继在长春、沈阳、天津、广州、成都、武汉、柳州、重庆、捷克建立了生产基地。

图表3：继峰股份股权结构



内生增长：2018年五重因素驱动公司营收快速增长

增量因素之一：受益于一汽大众强势产品周期，进入T-ROC(探歌)、TAYRON(探荣)、奥迪Q2供应体系。一汽大众当前产品谱系缺少SUV，并将迎来史上最密集的新产品投放期。一汽-大众产能翻倍。为配合新车型的引进和投放，一汽大众2017年至2019年三年内将逐步释放150万产能。一汽大众是继峰股份第一大客户，占继峰营收比重30%，同时继峰股份在一汽大众的市占率达到50%-60%。

增量因素之二：宝马产品周期推动公司业绩增长，进入宝马X3供应体系。2017-2018年宝马计划推出涵盖紧凑型轿车、中大型轿车及中型SUV车型等系列产品矩阵。继峰直接参与宝马多个项目的头枕、扶手、支杆产品配套，包括X1、X3、3系、5系等，直接受益宝马新品周期。2018年新拿到宝马X3(对标车型奥迪Q5)。

图表4：一汽大众产能翻倍

| | 2016年 | 2017年 | 2018年 | 2019年 |
|------|-------|-------|-------|-------|
| 新增产能 | / | 30 | 90 | 30 |
| 年产能 | 156万辆 | 186万辆 | 276万辆 | 306万辆 |

图表5:宝马产品周期

| 车型 | 预计投放时间 |
|---------------|--------|
| 1系 | 2017年 |
| 新5系长轴距版 | 2017年 |
| M760Li xDrive | 2017年 |
| 新款之诺 60小时 | 2017年 |
| 新一代X1插电混合动力 | 2017年 |
| 新X3 | 2018年 |
| 新3系 | 2019年 |

资料来源：搜狐网、方正证券研究所整理

资料来源：网易、方正证券研究所整理

内生增长：五重增量因素驱动2018年公司营收快速增长



增量因素之三：切入强势自主品牌WEY和领克，拉动公司业绩增长。2018年继峰股份收获市场关注度极高的吉利领克（领克01、领克03）和长城WEY系列（VV7和VV5）。

增量因素之四：新增丰田订单，新增丰田卡罗拉头枕、丰田雷凌扶手、丰田CHR订单。

增量因素之五：海外继峰斩获大单。2017年，捷克继峰的部分产能得到释放，公司亦采用担保方式给予捷克继峰资金支持。加快其产能扩充。仅德国宝马项目总产值将达到1.1亿欧元，约合人民币8.72亿元。2017年德国继峰子公司销售额1亿元，预计2018年营收实现翻倍增长。

图表6：海外继峰收获订单

| 德国捷克公司客户 | 车型 |
|----------|---|
| 大众 | 欧洲区业务，主要有WOKSIII平台的车型及POLO等 |
| 捷豹路虎 | Discovery,land Rover sport,Land Rover Executive |
| 保时捷 | MissionE |
| 宝马 | 全球业务，1系、2系、3系、8系、X3系 |
| 戴姆勒 | MRA II 平台的车型 |

资料来源：公司公告、方正证券研究所整理

内生增长：2018年营收快速增长

综上所述，2018年继峰股份营收将新增6亿。

图表7：继峰股份2018年预计营收增6亿

| 车型 | 上市时间 | 车型类别 | 预计车型上市 上市后年销量 | 继峰单车 价值 | 新增营收（亿元） | 价格 |
|-------------------|-----------|--------|------------------|------------|-----------|--------|
| T-ROC | 2018年7月 | 紧凑型SUV | 5.7万台 | 800元 | 0.456亿 | NA |
| TYRON | 2018年11月 | 紧凑型SUV | 0.6万台 | 800元 | 0.048亿 | NA |
| 奥迪Q2 | 2018年7月 | 小型SUV | 5.4万台 | 600元 | 0.324亿 | 15万左右 |
| 宝马X3 | 2018年4月 | 中型SUV | 8.2万台 | 1600元 | 1.312亿 | 42.1万 |
| 吉利领克（仅计算01） | 已经上市 | 中型SUV | 20万台 | 500元 | 0.8亿（A点） | 15万左右 |
| 长城wey(VV7+VV5的扶手) | 已经上市 | 中型SUV | 10万台 | 300元 | 0.24亿（A点） | 17万 |
| 丰田卡罗拉（头枕） | 已经上市 | 紧凑型车 | 30万台 | 300元 | 0.9亿 | 10-16万 |
| 丰田雷凌（扶手） | 已经上市 | 紧凑型车 | 18万台 | 300元 | 0.54亿 | 10-16万 |
| 丰田CHR | 2018年3月上市 | 小型SUV | 8.1万台 | 500元 | 0.405亿 | 12.8万 |
| 海外继峰 | | | | | 1亿 | |
| 总计 | | | | | 6个亿左右 | |

资料来源：方正证券研究所整理

存量因素对继峰股份营收增长亦有贡献

从存量角度来说，继峰股份存量车型处于上升周期，存量车型销量亦有贡献。其中下表小字的车型是2015年公司年报公布的供应体系，大字加粗的车型为继峰股份2017年年报公布的新增车型供应体系。继峰股份绝大多数车型的订单是在2015年之后取得。以5年车型生命周期来考量，存量车型销量亦处于上升周期，营收有所增长。

图表8：继峰股份2015年报及2017年年报公布的产品供应体系

| | 整车企业 | 头枕产品 | 后排扶手 | 中控扶手 |
|------|---------------|---|--|-----------------------------|
| 欧系 | 华晨宝马 | 宝马大部分(80-90%) (如 宝马1系、2系、3系、5系部分、X1、X3、欧洲宝马1系和2系) | 欧洲宝马8系、欧洲宝马3系和南非宝马X3 | |
| | 一汽大众 | 大众(新宝来、高尔夫、速腾、 迈腾、蔚领等)、奥迪(A3、A4、Q3、Q5等) | 大众(新宝来、 迈腾、蔚领等)、 奥迪(A4) 、 | |
| | 东风标致雪铁龙 | 标致雪铁龙(C4、C3XR、3008、4008等) | | |
| 美系 | 广汽菲亚特 | 广菲克(自由侠、指南者等) | 广菲克(指南者等) | |
| | 上海通用 | 通用(新君威、迈瑞宝、英朗、宝骏等) | 克莱斯勒(300C)、凯迪拉克(XTS、CT6) | |
| | 通用汽车 | | 克莱斯勒300C | |
| | 克莱斯特 长安福特等 | | 福特(蒙迪欧) | 福特(锐界) |
| 自主品牌 | 长城 | 长城高端头枕、四项头枕等 | 长城哈弗全系 | |
| | 吉利 | 吉利沃尔沃(博瑞、博越、领克等中高端车型) | | 吉利沃尔沃(XC60、博越、领克系列等) |
| | 广汽 长安 | 广汽传祺(GS4、GS5、GS7、GS8) | | |
| 日、韩系 | 东风日产 | 日产(新天籁、奇骏、骐达、轩逸等) | 本田(杰德、 思铂睿、思域等) | 英菲尼迪(QS50) |
| | 东风本田 | 本田(思域、杰德等) | | |
| | 一汽丰田 | 丰田(RAV4) | 丰田(RAV4、 丰田卡罗拉) | |
| | 长安马自达 | | | |
| | 一汽马自达 | | 马自达(昂可塞拉、阿特兹、CX5等) | |



目录



五大因素驱动公司2018年营收快速增长



市场关心**3**个问题



收购格拉默打开成长空间



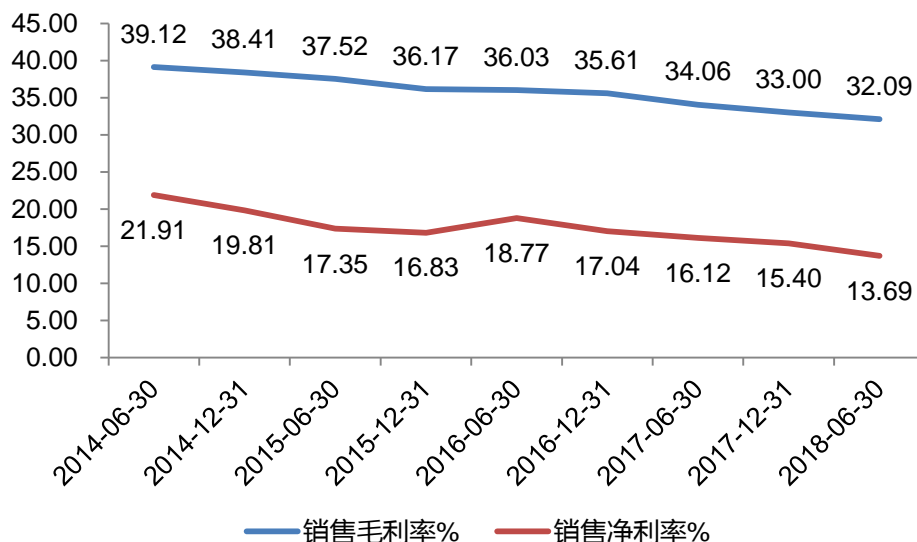
盈利预测与估值

市场关心的问题一：毛利率继续下滑，预计三季度有所改善

毛利率持续下滑的原因：（1）自上市以来客户结构拓展，自主品牌占比上升，公司部分承接了自主品牌车型订单，自主品牌毛利率低于合资品牌，拉低毛利率；（2）公司原材料主要有塑料粒子、钢材等，原材料价格持续上涨，（3）海外业务迅猛增长，但在初始投入期拉低公司毛利率。

上半年，公司业绩增长主要得益于海外业务以及长城吉利自主品牌上量；下半年，随着一汽大众和宝马等合资品牌车型贡献增量，三季度公司毛利率有望好转。

图表9：继峰股份毛利率%



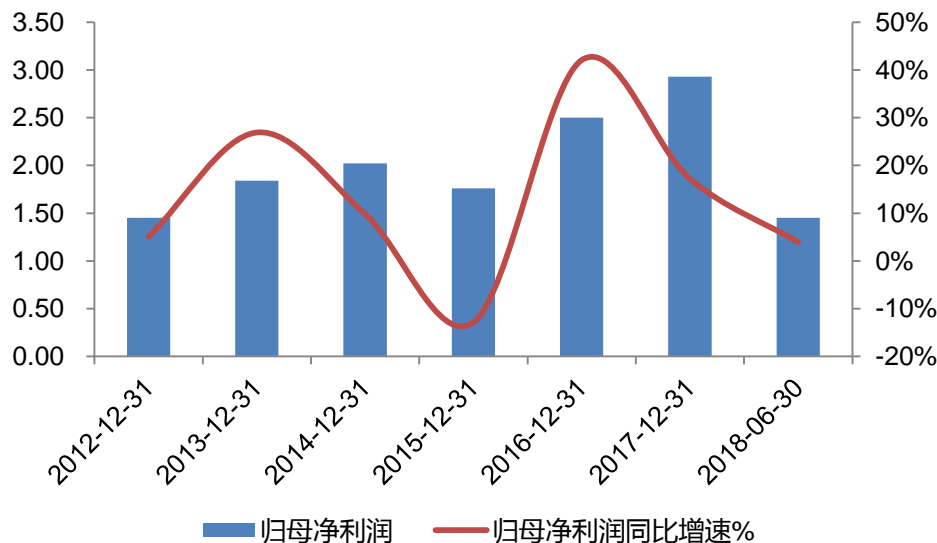
资料来源：wind、方正证券研究所整理

市场关心的问题二：2018年上半年利润增速

2018年上半年，公司营业收入10.6亿，同比增22.42%，实现归母净利润1.45亿元，归母净利润同比增速为3.93%。归母净利润增速不及营收增速，我们认为：

- 1、公司一季度实施限制性股票激励，限制性股票摊销成本总计2282.87万元，其中2018年一季度一次性摊销1156.86万元（剩余1126.01万元则在2019年至2022年加速摊销完毕）。
 - 2、捷克继峰在欧洲拿到大量订单，2017年以来在德国捷克持续投资，属于项目投入期。2018年上半年捷克继峰亏损幅度较2017年继续扩大，预估1000万。
- 假设不考虑限制性股票激励和海外继峰的影响，继峰上半年归母净利润同比增速预计在19%。

图表10：2018年继峰股份净利润及同比%



资料来源：wind、方正证券研究所整理

图表11：捷克继峰财务数据

| 百万元 | 2016年 12月31日 | 2017年 12月31日 |
|------|-----------------|-----------------|
| 资产 | 21.56 | 94.9 |
| 负债 | 4.56 | 68.1 |
| 资产净额 | 17 | 26.8 |
| 营业收入 | 7.38 | 63.8 |
| 净利润 | -3.55 | -3.05 |

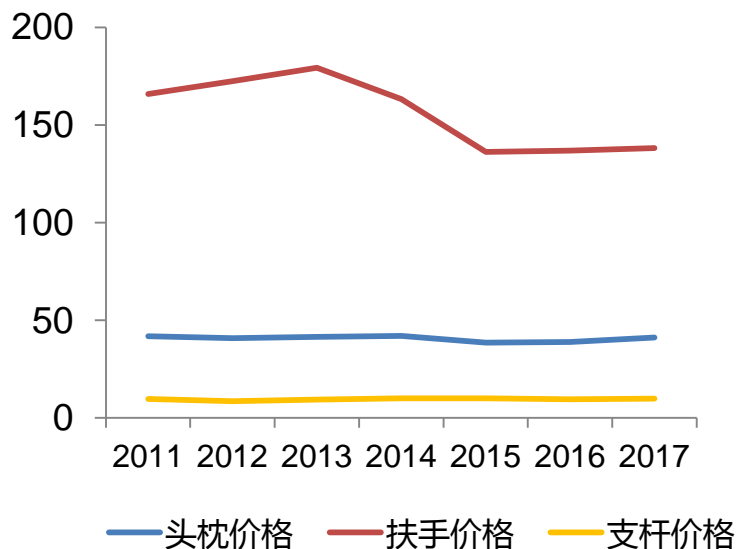
资料来源：公司公告、方正证券研究所整理

市场关心问题三：市场空间测算

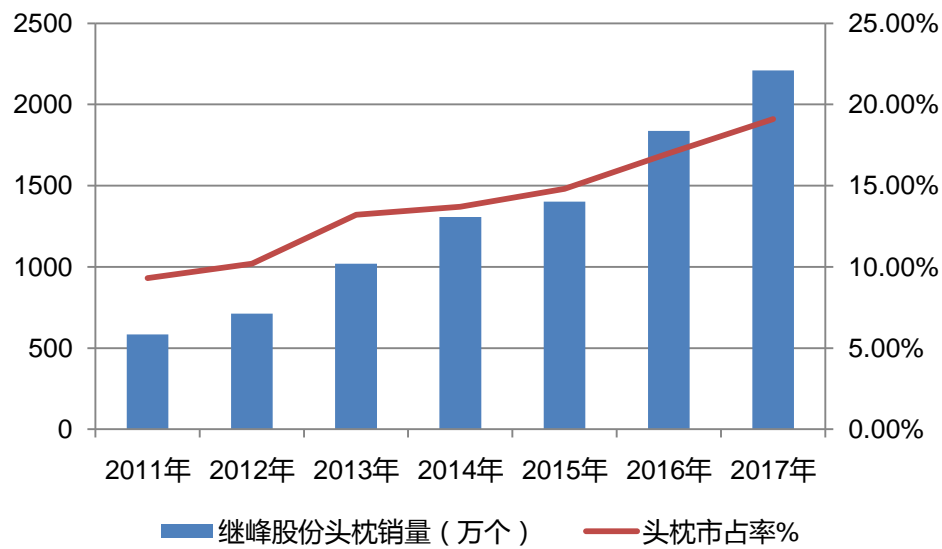
乘用车座椅市场发展空间广阔。未来5年，中国乘用车市场仍将保持年均5%正增长。2016年头枕、支杆、扶手国内市场价值预计大概120亿元（2400万辆乘用车，单台头枕支杆扶手总计500元）。中国乘用车未来销售量至4500万辆时，整个行业市场规模可达225亿元。受益于消费升级，中高端车型占比将上升，相应乘用车座椅空间将放大。

继峰股份市占率持续提升，市占率不受天花板30%约束。2017年继峰股份头枕市占率19%，排名第一。而扶手预计市占率9%-10%，排名第一。公司头枕、支杆、扶手同时满足美系、日系、德系、自主品牌的各项产品要求，未来有望继续突破30%。

图表12：头枕、扶手、支杆单价



图表13：继峰股份头枕销量及市占率





目录



五大因素驱动公司2018年营收快速增长



市场关心3个问题



收购格拉默打开成长空间

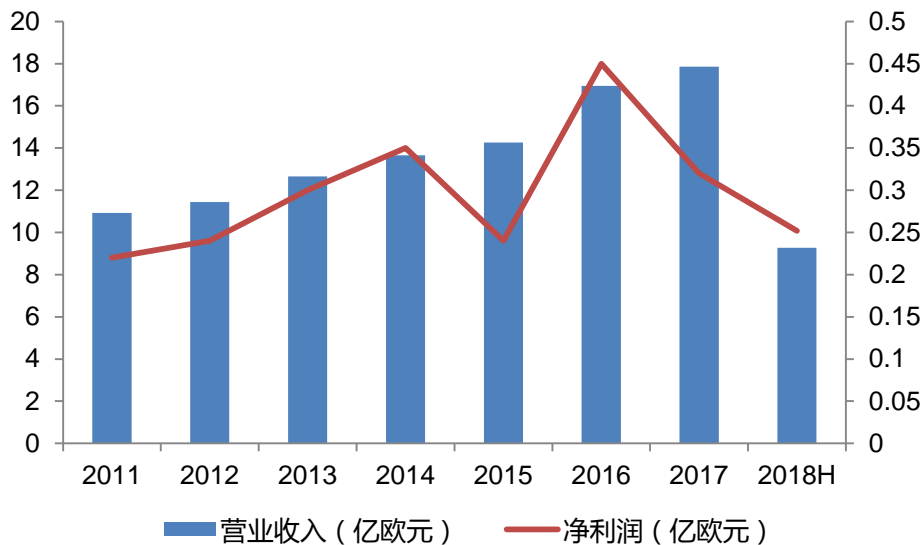


盈利预测与估值

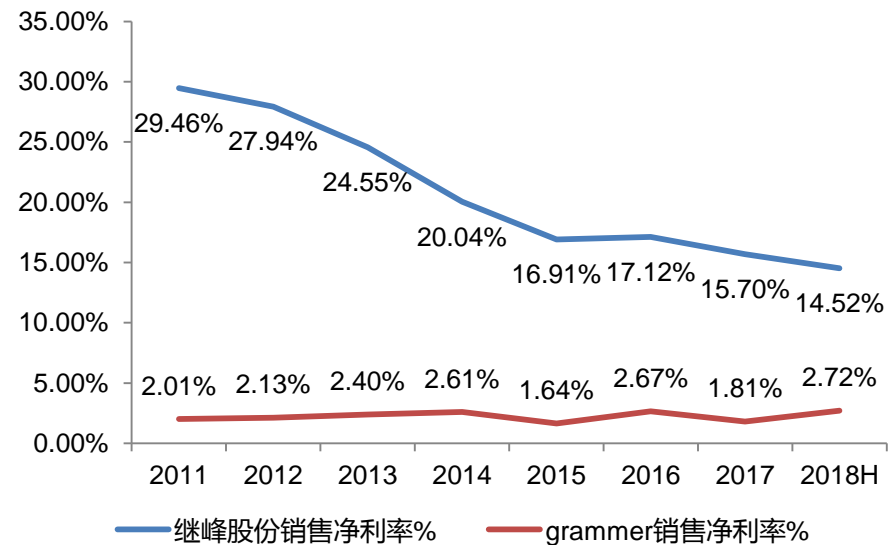
继峰股份外延并购：收购grammer，打开成长空间

Grammer一家全球著名的座椅系统和汽车内饰跨国企业，致力于汽车内饰部件以及工程车辆、卡车、乘用车和火车系统等座椅的研发和制造。2017年Grammer实现营收17.9亿欧元，同比增5.4%，实现净利润3235万欧元，同比增-28.9%。2018年上半年公司实现营收9.276亿欧元，同比增2.16%，实现净利润2520万欧元，同比增26%。公司营收体量是继峰的6-7倍，利润体量两者相近。销售净利率的差异主要在于，继峰股份是垂直一体化经营的公司，格拉默是业务多为外包。继峰股份收购Grammer打开成长空间。

图表14：2011年-2018年格拉默净利润及同比增速%



图表15：继峰股份与格拉默销售净利率%



资料来源：wind、方正证券研究所整理

资料来源：wind、方正证券研究所整理

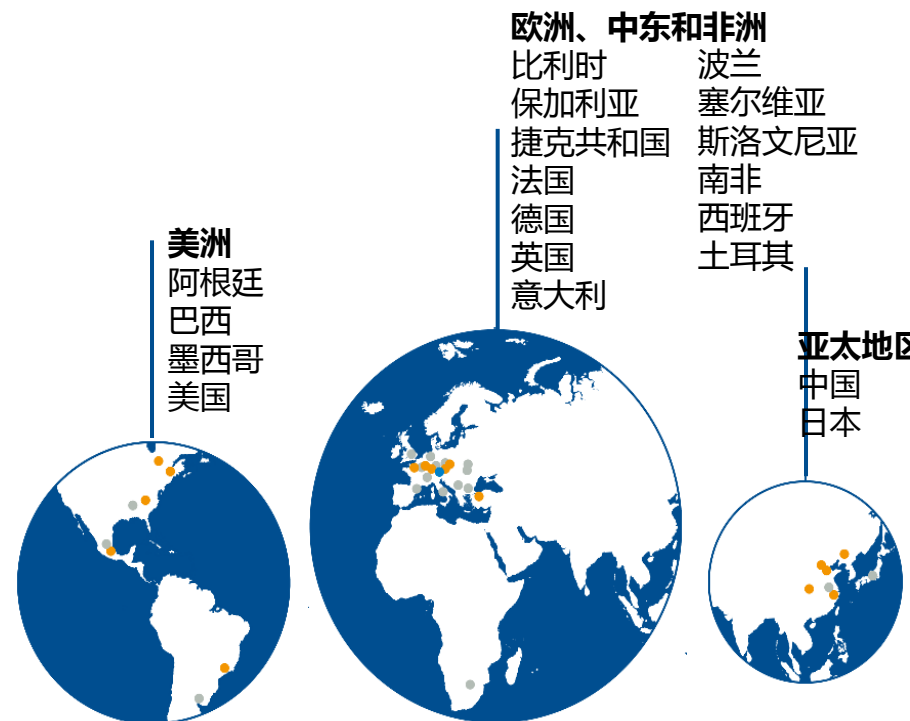
全球化布局的座椅龙头公司Grammer

Grammer拥有约1.3万名员工，拥有31家公司在全球19个国家有工厂布局。2017年收入的增加主要是由于美洲(北美、南美和中美洲)和亚太地区的强劲增长。其中，美国的增长最为强劲，达到13.8%的增长率，亚太地区增长11.9%，欧洲、中东、非洲地区增长2.3%。在乘用车板块，营收增长最快的是美洲，而商用车部门在所有地区都有增长，尤其是亚太地区。

图表16：2017年Grammer营收结构（总共17.86亿欧元）

| | 2017年 | 2016年 | 同比% | 2017年占比 |
|-------|---------|--------|--------|---------|
| 亚太 | 280.90 | 251 | 11.90% | 15.7% |
| 美洲 | 280.70 | 246.6 | 13.80% | 15.7% |
| 欧洲、非洲 | 1224.90 | 1197.9 | 2.30% | 68.6% |
| 中东 | 1786.50 | 1695.5 | 5.40% | |

图表17：Grammer工厂分布



资料来源：Grammer 2017 annual report

资料来源：Grammer 2017 annual report

格拉默商用车座椅快速增长，乘用车座椅保持稳健

Grammer总部设立在德国安伯格。经过多年的发展，目前已经成为覆盖全球市场的跨国集团。Grammer乘用车业务主要客户包括宝马、大众、戴姆勒等整车产商，主要市场为欧洲；商用车业务对应农用、制造业、卡车以及铁路交通车辆等的座椅产品。

图表18：2017年格拉默业务结构

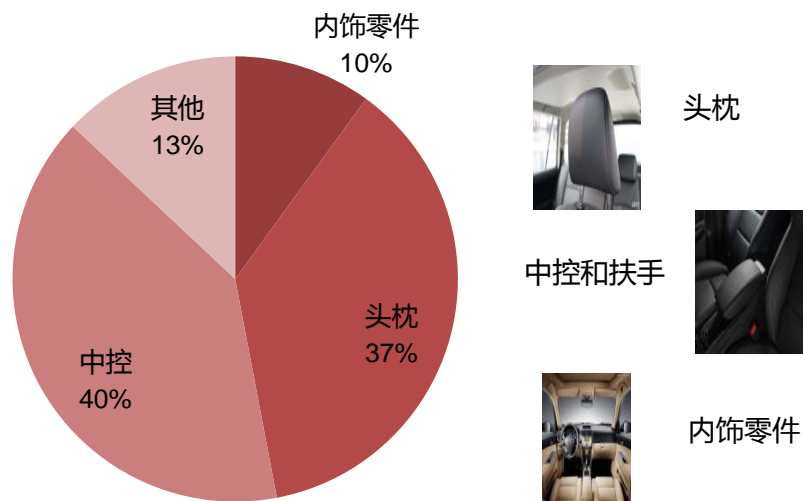
| | 乘用车 | 同比% | 商用车 | 同比% |
|-------------|--------|--------|-------|--------|
| 收入 | 1291.2 | 1.60% | 540.2 | 14.10% |
| EBIT | 40.7 | -4.20% | 45.9 | 17.40% |
| EBIT margin | 3.2 | 下滑0.1% | 8.50% | 增加0.2% |
| 投资 | 42.9 | 0.20% | 12.2 | 31.20% |
| 员工数量 | 8931 | 8.00% | 3737 | 1% |

图表19：Grammer的下游客户

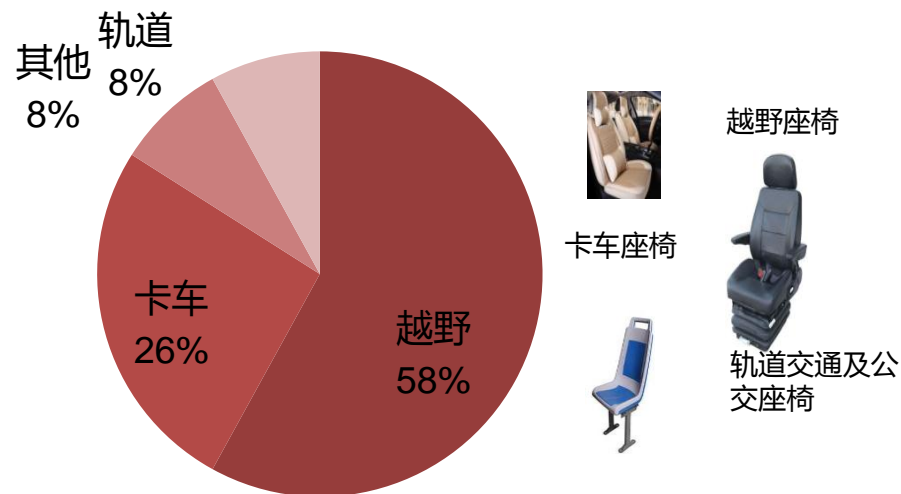


Grammer带来继峰产品品类的扩张和先进的技术

图表20：2016年乘用车营收按产品划分（12亿欧元）



图表21：2016年商用车营收按产品划分（5亿欧元）



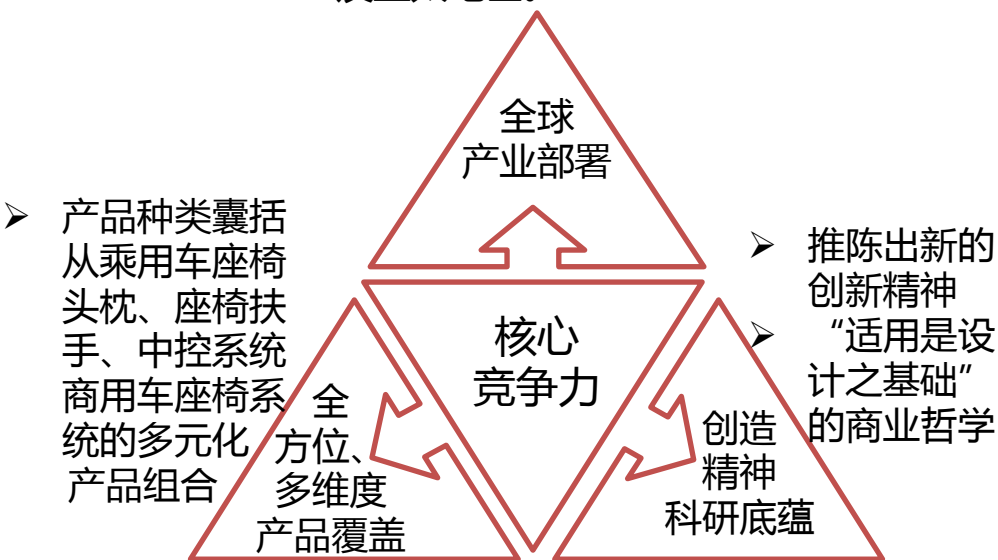
资料来源：Grammer 2017 annual report

资料来源：Grammer 2017 annual report

Grammer核心竞争力及并购影响

图表22：Grammer的核心竞争力

- 系德国汽车内饰及座椅行业主要供应商。
- 以德国市场为基础，业务范围延伸至美洲，欧洲，非洲及亚太地区。



图表23：并购Grammer的影响

巩固行业地位 实现全球战略协同

- 借助Grammer的优质平台实现进军德系车和美系车的战略，进一步渗透德系、美系车市场。
- 大幅增进自身于德系车、美系车零部件领域的市场份额，**巩固行业领先地位**

整合双方资源 实现业务协同

- 产品线及市场协同。其一，通过Grammer进一步开拓境外市场；其二，借助Grammer在商用车领域的领先地位和技术优势，拓展商用车产品条线；其三，新增中控系统产品条线。
- 供应链优化协同。一方面，整合亚洲、欧洲、北美的全球采购系统，实现统一议价，控制成本。另一方面，实现 Grammer 模具采购的内部化，节约生产成本

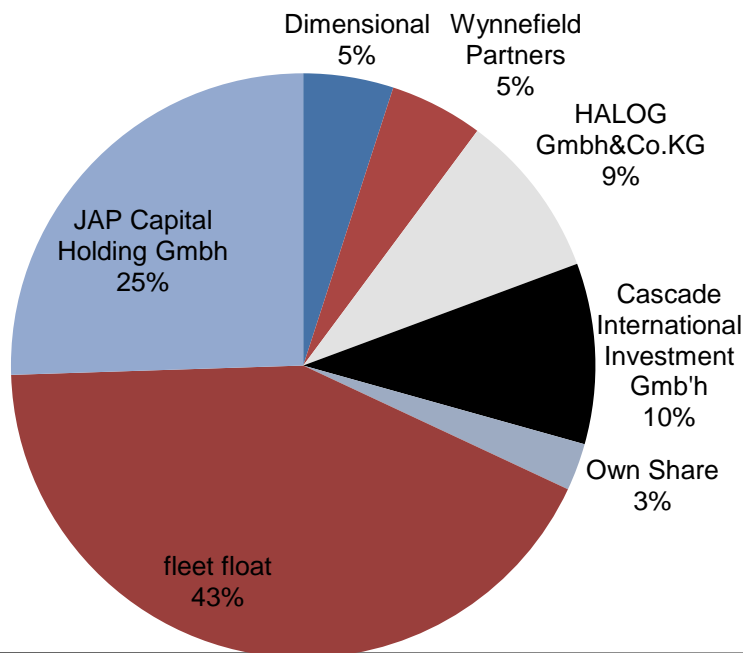
实现全球产业链联动 推进经营管理销量协同

- 利用全球采购系统及管理经验，提高 Grammer 运营效率，改善Grammer毛利率水平

收购GRAMMER进行时

- 2017年Grammer年报显示，继峰股份大股东持有Grammer股份持有Grammer 25.51%。
- 2018年5月12日，继弘投资、Wing Sing 合计持有公司 45,900 万股，占公司总股本比例为 71.98%，累计质押股份为 36,675.07 万股，占公司总股本的比例为 57.51%。继弘投资、Wing Sing本次合计质押股份为17900万股，公告日前20个工作日平均股价为11.88元/每股，质押率5折计算，本次股权质押可融资10亿元。
- 2018年5月29日，收购平台继烨投资公告要约收购Grammer意图，要约于2018年6月25日开始，2018年8月23日结束。
- 2018年8月28日，收购要约正式确定，继烨投资在要约收割后将合计持有Grammer 84.23%股权。

图表24：Grammer股权结构



资料来源：Grammer 2017 annual report

图表25：继峰股份大股东股份质押情况

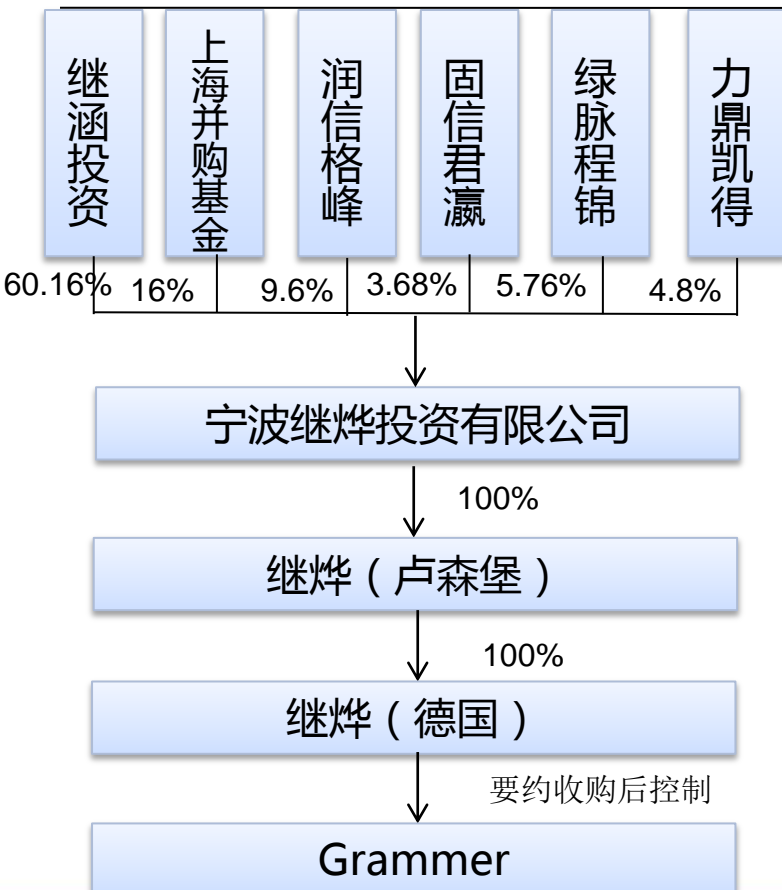
| 控股股东 | 累计质押股份 | 占公司总股本比例 |
|-----------|-------------|----------|
| 继弘投资 | 28,487.07万股 | 44.67% |
| Wing Sing | 8,188万股 | 12.84% |

资料来源：Grammer 2017 annual report

收购GRAMMER方案

- 本次交易完成后，标的公司继烨投资将成为上市公司子公司。上市公司通过有继烨投资 100%股权间接持有目标公司 Grammer 84.23%股权。
- 公司当前与继烨投资售股股东协商确定继烨投资 100%股权的交易价格为312,500 万元；其中，以现金方式支付 7,000 万元，剩余 305,500 万元以发行股份的方式支付，发行股份价格为 10.19 元/股，共计发行 299,803,727 股。

图表26：产权控制关系



图表27：交易完成前后公司的股权结构

| 股东名称 | 本次交易前 | | 本次交易完成后 | |
|-----------|-------------|---------|-------------|---------|
| | 持股数量 (股) | 持股比例 | 持股数量 (股) | 持股比例 |
| 继弘投资 | 312,120,000 | 48.94% | 312,120,000 | 33.29% |
| WING SING | 146,880,000 | 23.03% | 146,880,000 | 15.67% |
| 继涵投资 | - | - | 184,494,602 | 19.68% |
| 其它交易对方 | - | - | 115,309,125 | 12.30% |
| 其他股东 | 178,719,200 | 28.03% | 178,719,200 | 19.06% |
| 合计 | 637,719,200 | 100.00% | 937,522,927 | 100.00% |



目录



五大因素驱动公司2018年营收快速增长



市场关心3个问题



收购格拉默打开成长空间



盈利预测与估值

盈利预测与估值

2018年-2020年，我们估计公司EPS分别为0.51元、0.58元、0.69元，对应的PE为21/18/15，给予“推荐”。

风险提示：汽车整体销量不及预期，格拉默收购进展迟缓。

图表28：同类型汽车零部件公司市盈率比较（元/股）

| 代码 | 公司 | EPS | | | | PE | | | | 股价 |
|-----------|------|------|-------|-------|-------|--------|-------|-------|-------|-------|
| | | 2017 | 2018E | 2019E | 2020E | 2017 | 2018E | 2019E | 2020E | |
| 603997.SH | 继峰股份 | 0.46 | 0.51 | 0.58 | 0.69 | 24.54 | 21.41 | 18.63 | 15.69 | 10.85 |
| | 平均值 | | | | | 71.04 | 23.60 | 17.58 | 14.10 | |
| 603085.SH | 天成自控 | 0.31 | 0.56 | 0.83 | 1.13 | 83.92 | 25.66 | 17.26 | 12.72 | 14.19 |
| 601965.SH | 中国汽研 | 0.39 | 0.47 | 0.58 | 0.72 | 21.47 | 14.52 | 11.7 | 9.36 | 6.81 |
| 601689.SH | 金固股份 | 0.08 | 0.4 | 0.6 | 0.85 | 149.36 | 28.56 | 19.19 | 13.57 | 11.15 |
| 600960.SH | 渤海汽车 | 0.25 | 0.27 | 0.31 | 0.33 | 29.39 | 25.64 | 22.16 | 20.76 | 6.83 |

资料来源：wind，方正证券研究所

公司盈利预测表 (单位: 百万元)

| 资产负债表 | 2017 | 2018E | 2019E | 2020E | 利润表 | 2017 | 2018E | 2019E | 2020E |
|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|-----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| 流动资产 | 1556.40 | 2010.95 | 2507.23 | 3139.49 | 营业总收入 | 1902.07 | 2483.80 | 2956.00 | 3755.00 |
| 现金 | 470.79 | 638.46 | 838.55 | 1018.83 | 营业成本 | 1274.43 | 1713.82 | 2069.20 | 2666.05 |
| 应收账款 | 515.61 | 613.45 | 752.60 | 961.40 | 营业税金及附加 | 20.00 | 26.16 | 31.32 | 39.66 |
| 其他应收款 | 2.19 | 7.95 | 8.97 | 11.33 | 营业费用 | 48.67 | 61.79 | 73.82 | 94.04 |
| 预付账款 | 5.02 | 9.11 | 9.94 | 12.88 | 管理费用 | 207.74 | 297.46 | 344.15 | 436.84 |
| 存货 | 373.53 | 455.89 | 561.21 | 722.97 | 财务费用 | 2.36 | -7.86 | -11.21 | -15.21 |
| 其他 | 189.26 | 286.09 | 335.95 | 412.08 | 资产减值损失 | 5.45 | 3.05 | 0.69 | 1.04 |
| 非流动资产 | 635.42 | 630.58 | 627.39 | 623.25 | 公允价值变动收益 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 长期投资 | 27.89 | 27.89 | 27.89 | 27.89 | 投资净收益 | 5.29 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 固定资产 | 489.32 | 476.78 | 464.06 | 451.58 | 营业利润 | 358.28 | 389.38 | 448.02 | 532.59 |
| 无形资产 | 102.88 | 110.57 | 120.11 | 128.45 | 营业外收入 | 0.72 | 0.72 | 0.72 | 0.72 |
| 其他 | 15.33 | 15.33 | 15.33 | 15.33 | 营业外支出 | 1.75 | 1.75 | 1.75 | 1.75 |
| 资产总计 | 2191.82 | 2641.53 | 3134.62 | 3762.74 | 利润总额 | 357.25 | 388.35 | 446.99 | 531.56 |
| 流动负债 | 428.51 | 553.87 | 674.05 | 858.40 | 所得税 | 58.59 | 63.99 | 74.09 | 87.78 |
| 短期借款 | 39.01 | 39.01 | 39.01 | 39.01 | 净利润 | 298.67 | 324.36 | 372.90 | 443.78 |
| 应付账款 | 308.11 | 396.93 | 493.68 | 640.51 | 少数股东损益 | 5.82 | 4.69 | 5.94 | 7.40 |
| 其他 | 81.39 | 117.93 | 141.36 | 178.88 | 归属母公司净利润 | 292.85 | 319.67 | 366.96 | 436.38 |
| 非流动负债 | 3.08 | 3.08 | 3.08 | 3.08 | EBITDA | 403.28 | 429.89 | 485.31 | 567.68 |
| 长期借款 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | EPS(元) | 0.46 | 0.51 | 0.58 | 0.69 |
| 其他 | 3.08 | 3.08 | 3.08 | 3.08 | | | | | |
| 负债合计 | 431.59 | 556.95 | 677.13 | 861.48 | 主要财务比率 | 2017 | 2018E | 2019E | 2020E |
| 少数股东权益 | 37.12 | 41.81 | 47.76 | 55.16 | 成长能力 | | | | |
| 股本 | 630.00 | 630.00 | 630.00 | 630.00 | 营业收入 | 0.30 | 0.31 | 0.19 | 0.27 |
| 资本公积 | 195.92 | 195.92 | 195.92 | 195.92 | 营业利润 | 0.21 | 0.09 | 0.15 | 0.19 |
| 留存收益 | 895.58 | 1215.25 | 1582.20 | 2018.58 | 归属母公司净利润 | 0.17 | 0.09 | 0.15 | 0.19 |
| 归属母公司股东权益 | 1723.10 | 2042.77 | 2409.73 | 2846.11 | 获利能力 | | | | |
| 负债和股东权益 | 2191.82 | 2641.53 | 3134.62 | 3762.74 | 毛利率 | 0.33 | 0.31 | 0.30 | 0.29 |
| | | | | | 净利率 | 0.15 | 0.13 | 0.12 | 0.12 |
| | | | | | ROE | 0.17 | 0.16 | 0.15 | 0.15 |
| | | | | | ROIC | 0.23 | 0.22 | 0.22 | 0.23 |
| | | | | | 偿债能力 | | | | |
| | | | | | 资产负债率 | 0.20 | 0.21 | 0.22 | 0.23 |
| | | | | | 净负债比率 | 0.02 | 0.02 | 0.02 | 0.01 |
| | | | | | 流动比率 | 3.63 | 3.63 | 3.72 | 3.66 |
| | | | | | 速动比率 | 2.76 | 2.81 | 2.89 | 2.82 |
| | | | | | 营运能力 | | | | |
| | | | | | 总资产周转率 | 0.92 | 1.03 | 1.02 | 1.09 |
| | | | | | 应收账款周转率 | 3.84 | 4.41 | 4.35 | 4.40 |
| | | | | | 应付账款周转率 | 6.14 | 7.05 | 6.64 | 6.62 |
| | | | | | 每股指标(元) | | | | |
| | | | | | 每股收益 | 0.46 | 0.51 | 0.58 | 0.69 |
| | | | | | 每股经营现金 | 0.40 | 0.33 | 0.39 | 0.36 |
| | | | | | 每股净资产 | 2.70 | 3.20 | 3.78 | 4.46 |
| | | | | | 估值比率 | | | | |
| | | | | | P/E | 24.54 | 21.42 | 18.66 | 15.69 |
| | | | | | P/B | 4.17 | 3.39 | 2.88 | 2.44 |
| | | | | | EV/EBITDA | 16.54 | 14.54 | 12.46 | 10.34 |

盈利预测

| 单位/百万 | 2017 | 2018E | 2019E | 2020E |
|-----------|---------|---------|---------|---------|
| 营业总收入 | 1902.07 | 2483.80 | 2956.00 | 3755.00 |
| (+/-) (%) | 29.79 | 30.58 | 19.01 | 27.03 |
| 净利润 | 292.85 | 319.67 | 366.96 | 436.38 |
| (+/-) (%) | 17.27 | 9.16 | 14.79 | 18.92 |
| EPS(元) | 0.46 | 0.51 | 0.58 | 0.69 |
| P/E | 24.54 | 21.42 | 18.66 | 15.69 |

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，保证报告所采用的数据和信息均来自公开合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确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。研究报告对所涉及的证券或发行人的评价是分析师本人通过财务分析预测、数量化方法、或行业比较分析所得出的结论，但使用以上信息和分析方法存在局限性。特此声明。

免责声明

方正证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司客户使用。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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。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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。

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、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离制度控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此, 投资者应注意, 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, 本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险, 投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素, 亦不应认为本报告可以取代自己的判断。

本报告版权仅为本公司所有, 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。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“方正证券研究所”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

公司投资评级的说明

- 强烈推荐: 分析师预测未来半年公司股价有20%以上的涨幅;
- 推荐: 分析师预测未来半年公司股价有10%以上的涨幅;
- 中性: 分析师预测未来半年公司股价在-10%和10%之间波动;
- 减持: 分析师预测未来半年公司股价有10%以上的跌幅。

行业投资评级的说明

- 推荐: 分析师预测未来半年行业表现强于沪深300指数;
- 中性: 分析师预测未来半年行业表现与沪深300指数持平;
- 减持: 分析师预测未来半年行业表现弱于沪深300指数。

THANKS

方正证券 正在你身边



方正证券股份有限公司

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦B座11层
11F, Pacific Insurance Building, No.28 Fengsheng Lane, Taipingqiao Street,
Xicheng District, Beijing, China