

继峰股份 (603997)

证券研究报告

2018年05月31日

要约收购格拉默 打开成长新空间

事件:

继峰和格拉默公布, 继峰关联公司正式向格拉默发起收购要约。

点评:

蓄力一年, 发起收购要约。5月29日格拉默公布, 继峰关联公司德国继烨向所有格拉默股东发出收购要约, 自公司于2017年2月与格拉默签订备忘录以来已有15个月。本次最低收购比例为50%+1股, 目前德国继烨持股比例已超25%。要约报价为1.25欧元/股, 其中包含2017财年预期股息1.25欧元/股, 对应总市值为7.56亿欧元, 较5月28日收盘价溢价19.4%。按收购25%股份来算, 对应所需现金约为1.9亿欧元, 折合人民币14亿元。60欧和61.25欧/股的要约价格对应公司2018PE为13.3X和13.5X。格拉默管理层对要约收购表示欢迎和支持。要约收购完成后, 德国继烨所持格拉默股份将通过发行股份购买资产的方式注入继峰。

格拉默有望为公司打开成长空间。格拉默为全球商用车座椅系统龙头公司, 2017年营收17.9亿欧元, 净利0.32亿欧元。继峰与格拉默主营业务相辅相成, 公司可利用格拉默的全球资源提升自身技术和市场竞争力, 并有望从座椅配件领域进入到价值量更高的商用车座椅总成领域, 逐渐成为座舱系统集成商, 进一步打开成长空间。对格拉默而言, 继峰入主可进一步稳定股东结构, 优化全球足迹和确保全球增长战略。

多年积累成就正向循环的守成地位。继峰为国内乘用车座椅头枕龙头厂商, 支杆、扶手产品竞争力领先同行, 已稳定配套一汽大众、宝马、长安福特、上汽通用、东风本田等合资车企, 以及长城、吉利、广汽等自主车企, 头枕市占率持续攀升, 2017年我们估计达到20%。二十余年继峰在研发、制造上已取得深厚积累, 产销上量后开始进入规模效益、产业链各环节全覆盖的正向循环, 辅以管理效率实现显著的成本优势, 不断获得新客户新订单, 在广泛优质的客户关系基础上实现守成地位。

沿短中长期成长通道不断攀登。短期来看, 公司配套的一汽大众、宝马、强自主客户将为2018年贡献业绩增量。中期来看, 公司具备全球竞争力, 在成长路径上复刻敏实, 海外工厂充沛订单放量在即。长期来看, 收购格拉默将为公司进一步打开成长空间。

投资建议:

鉴于原材料价格和捷克工厂对利润率的短期拖累, 我们将此前对公司2018-2019年4.0亿和5.1亿元的净利预测下调至3.6亿和4.8亿元, 同比增长24%和33%, EPS分别为0.57元和0.76元, 对应当前PE为19X和14X。参考公司此前估值水平及未来成长性, 给予2018年目标PE 25X, 目标价由16元下调至14.25元, 维持“买入”评级。

风险提示: 原材料价格居高不下、捷克工厂进展低于预期、配套车型销量低于预期、收购格拉默进展低于预期。

财务数据和估值	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	1,465.51	1,902.07	2,455.75	3,110.90	3,949.02
增长率(%)	39.83	29.79	29.11	26.68	26.94
EBITDA(百万元)	324.90	399.91	472.42	626.84	820.58
净利润(百万元)	249.71	292.85	363.00	483.12	637.85
增长率(%)	41.59	17.27	23.96	33.09	32.03
EPS(元/股)	0.39	0.46	0.57	0.76	1.00
市盈率(P/E)	27.76	23.67	19.10	14.35	10.87
市净率(P/B)	4.54	4.02	3.56	3.03	2.54
市销率(P/S)	4.73	3.64	2.82	2.23	1.76
EV/EBITDA	24.45	16.65	14.07	10.31	7.97

资料来源: wind, 天风证券研究所

投资评级

行业	汽车/汽车零部件
6个月评级	买入(维持评级)
当前价格	10.87元
目标价格	14.25元

基本数据

A股总股本(百万股)	637.72
流通A股股本(百万股)	630.00
A股总市值(百万元)	6,932.01
流通A股市值(百万元)	6,848.10
每股净资产(元)	2.83
资产负债率(%)	20.98
一年内最高/最低(元)	15.85/10.18

作者

邓学	分析师
SAC执业证书编号: S1110518010001	
dengxue@tfzq.com	
张程航	联系人
zhangchenghang@tfzq.com	

股价走势



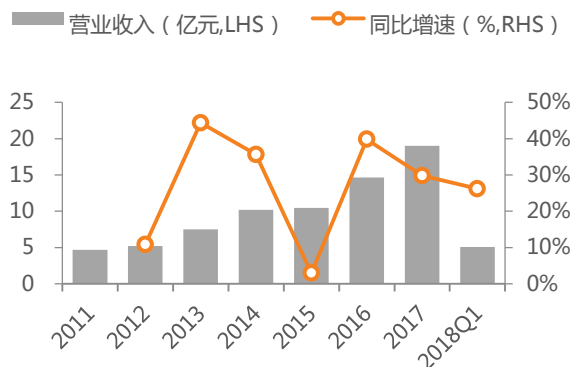
资料来源: 贝格数据

相关报告

- 1 《继峰股份-半年报点评:1H17 营收保持高增长 2H17 海外工厂开始释放产能》2017-08-27
- 2 《继峰股份-公司点评:为全球宝马定点项目担保 海外新征程开启在即》2017-08-09
- 3 《继峰股份-公司深度研究:合资自主共驱内生 外延加码创造新增》2017-07-25

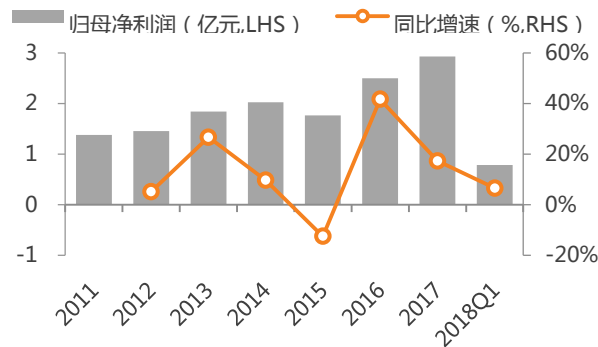


图 1: 2011-2018Q1 公司营业收入及增速 (亿元 RMB, %)



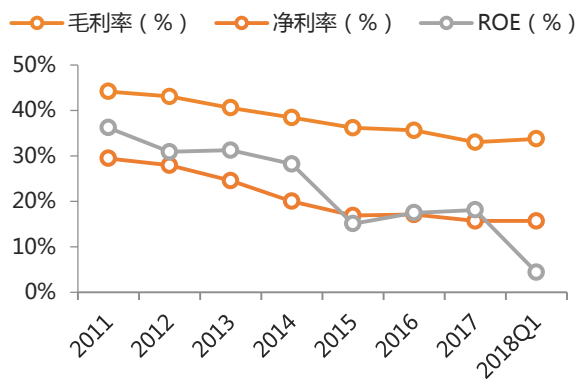
资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

图 2: 2011-2018Q1 公司归母净利润及增速 (亿元 RMB, %)



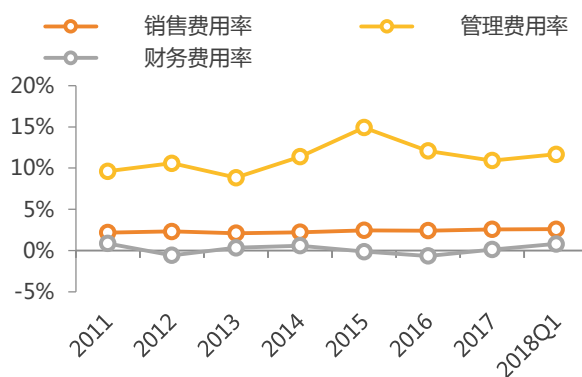
资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

图 3: 2011-2018Q1 公司盈利能力 (%)



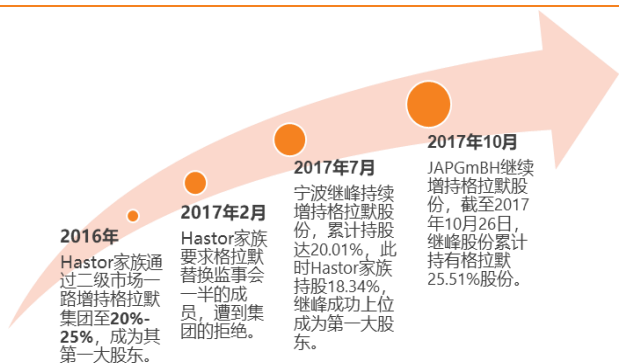
资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

图 4: 2011-2018Q1 公司费用率 (%)



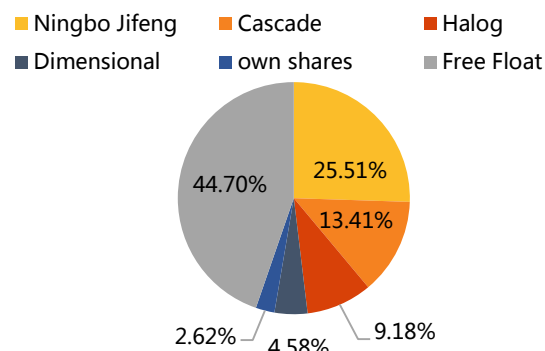
资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

图 5: 格拉默股权之争事件历程



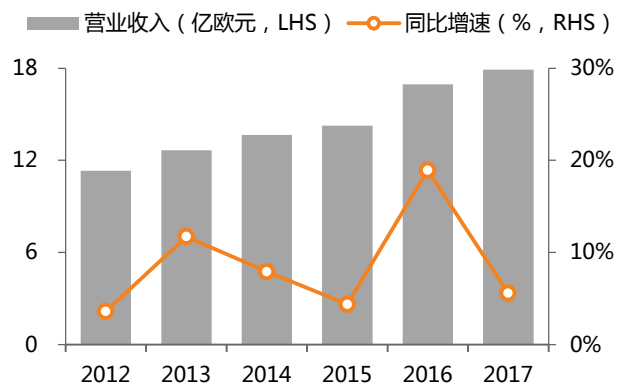
资料来源: 格拉默公司公告, 天风证券研究所

图 6: 2017 财年末格拉默股东持股情况



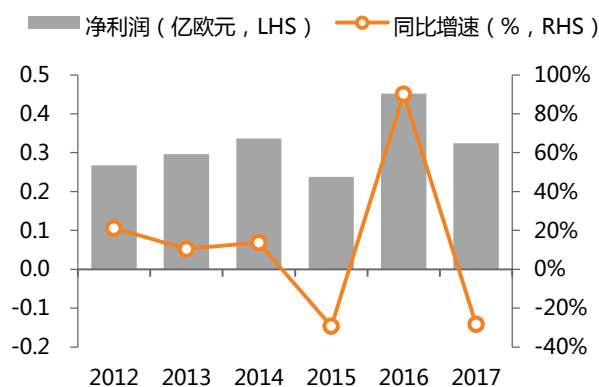
资料来源: 格拉默公司公告, 天风证券研究所

图 7：2012-2017 格拉默营业收入及增速（亿欧元，%）



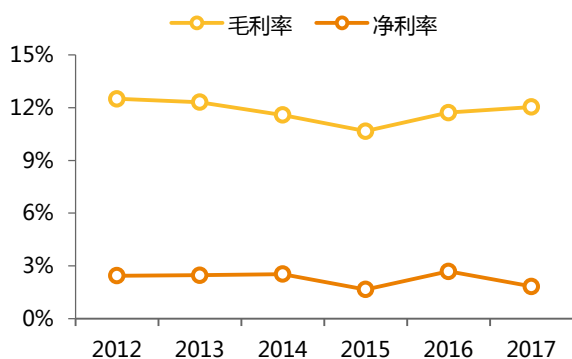
资料来源：Bloomberg，格拉默公司公告，天风证券研究所

图 8：2012-2017 格拉默净利润及增速（亿欧元，%）



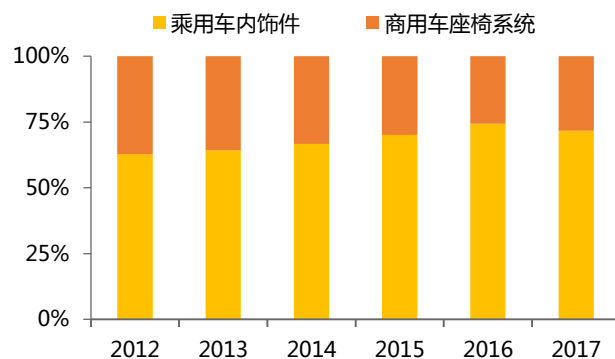
资料来源：Bloomberg，格拉默公司公告，天风证券研究所

图 9：2012-2017 格拉默盈利能力情况（%）



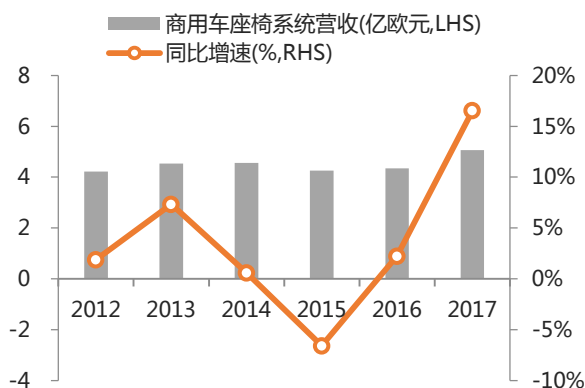
资料来源：Bloomberg，格拉默公司公告，天风证券研究所

图 10：2012-2017 公司分产品收入占比（%）



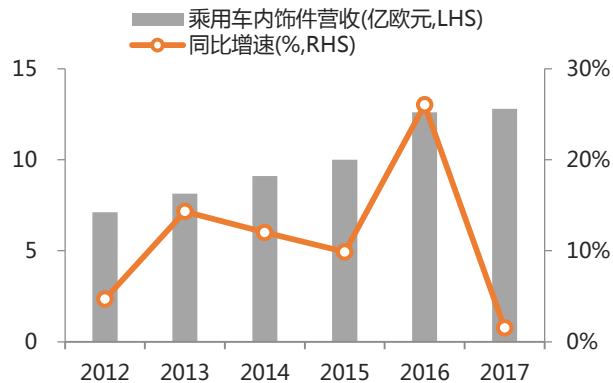
资料来源：Bloomberg，格拉默公司公告，天风证券研究所

图 11：格拉默商用车座椅系统营收及增速（亿欧元，%）



资料来源：Bloomberg，格拉默公司公告，天风证券研究所

图 12：格拉默乘用车内饰件营收及增速（亿欧元，%）



资料来源：Bloomberg，格拉默公司公告，天风证券研究所

财务预测摘要

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
	2016	2017	2018E	2019E	2020E		2016	2017	2018E	2019E	2020E
货币资金	232.21	470.79	282.97	480.64	425.12	营业收入	1,465.51	1,902.07	2,455.75	3,110.90	3,949.02
应收账款	483.65	517.80	764.65	859.94	1,202.33	营业成本	943.70	1,274.43	1,666.39	2,092.45	2,648.96
预付账款	4.71	5.02	13.49	9.76	19.68	营业税金及附加	16.06	20.00	27.01	34.22	43.44
存货	314.82	373.53	524.47	603.12	824.37	营业费用	35.22	48.67	61.39	74.66	86.88
其他	321.57	189.26	331.28	280.02	488.05	管理费用	177.08	207.74	257.85	311.09	375.16
流动资产合计	1,356.96	1,556.40	1,916.86	2,233.48	2,959.55	财务费用	(9.49)	2.36	11.99	19.87	23.92
长期股权投资	1.45	5.93	5.93	5.93	5.93	资产减值损失	13.17	5.45	6.00	10.00	15.00
固定资产	436.34	439.05	462.94	496.53	519.16	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
在建工程	12.12	50.26	72.16	91.29	78.78	投资净收益	5.28	5.29	6.00	6.00	6.00
无形资产	72.10	93.17	88.07	82.97	77.88	其他	(10.55)	(20.15)	(12.00)	(12.00)	(12.00)
其他	54.55	47.00	45.80	43.32	39.34	营业利润	295.05	358.28	431.11	574.61	761.67
非流动资产合计	576.57	635.42	674.89	720.05	721.09	营业外收入	9.61	0.72	15.00	20.00	25.00
资产总计	1,933.53	2,191.82	2,591.75	2,953.53	3,680.64	营业外支出	1.61	1.75	2.50	3.00	4.00
短期借款	0.00	39.01	0.00	0.00	0.00	利润总额	303.05	357.25	443.61	591.61	782.67
应付账款	314.79	309.00	528.83	525.39	795.37	所得税	52.18	58.59	73.20	97.61	129.14
其他	74.12	80.50	69.21	86.36	82.32	净利润	250.87	298.67	370.41	493.99	653.53
流动负债合计	388.91	428.51	598.03	611.76	877.69	少数股东损益	1.16	5.82	7.41	10.87	15.68
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	归属于母公司净利润	249.71	292.85	363.00	483.12	637.85
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	每股收益(元)	0.39	0.46	0.57	0.76	1.00
其他	0.00	3.08	2.00	1.00	0.00						
非流动负债合计	0.00	3.08	2.00	1.00	0.00						
负债合计	388.91	431.59	600.03	612.76	877.69						
少数股东权益	16.13	37.12	44.53	55.40	71.08	主要财务比率	2016	2017	2018E	2019E	2020E
股本	420.00	630.00	637.72	637.72	637.72	成长能力					
资本公积	405.92	195.92	159.79	159.79	159.79	营业收入	39.83%	29.79%	29.11%	26.68%	26.94%
留存收益	1,109.45	1,091.49	1,309.47	1,647.66	2,094.15	营业利润	53.15%	21.43%	20.33%	33.29%	32.56%
其他	(406.87)	(194.31)	(159.79)	(159.79)	(159.79)	归属于母公司净利润	41.59%	17.27%	23.96%	33.09%	32.03%
股东权益合计	1,544.62	1,760.22	1,991.72	2,340.77	2,802.95	获利能力					
负债和股东权益总	1,933.53	2,191.82	2,591.75	2,953.53	3,680.64	毛利率	35.61%	33.00%	32.14%	32.74%	32.92%
						净利率	17.04%	15.40%	14.78%	15.53%	16.15%
						ROE	16.34%	17.00%	18.64%	21.14%	23.35%
						ROIC	22.39%	23.97%	28.87%	29.85%	36.11%
						偿债能力					
						资产负债率	20.11%	19.69%	23.15%	20.75%	23.85%
						净负债率	-2.06%	8.90%	-3.93%	13.55%	4.71%
						流动比率	3.49	3.63	3.21	3.65	3.37
						速动比率	2.68	2.76	2.33	2.67	2.43
						营运能力					
						应收账款周转率	3.75	3.80	3.83	3.83	3.83
						存货周转率	5.65	5.53	5.47	5.52	5.53
						总资产周转率	0.84	0.92	1.03	1.12	1.19
						每股指标(元)					
						每股收益	0.39	0.46	0.57	0.76	1.00
						每股经营现金流	0.07	0.40	0.10	0.68	0.30
						每股净资产	2.40	2.70	3.05	3.58	4.28
						估值比率					
						市盈率	27.76	23.67	19.10	14.35	10.87
						市净率	4.54	4.02	3.56	3.03	2.54
						EV/EBITDA	24.45	16.65	14.07	10.31	7.97
						EV/EBIT	27.82	18.97	15.00	10.87	8.32

资料来源:公司公告, 天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券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。天风证券的销售人员、交易人员以及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。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/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一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com