

公司研究/更新报告

2020年12月02日

汽车/汽车零部件

投资评级：增持（维持评级）

当前价格(元): 8.70
目标价格(元): 11.73

林志轩 SAC No. S0570519060005
研究员 SFC No. AVU633
021-28972090
zhixuan.lin@htsc.com

王涛 SAC No. S0570519110001
研究员 021-28972053
wangtao011711@htsc.com

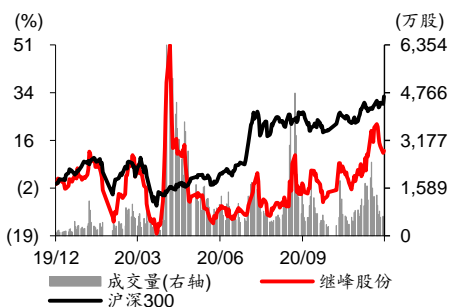
邢重阳 SAC No. S0570520070003
研究员 SFC No. BNN388
021-38476205
xingchongyang@htsc.com

刘千琳 SAC No. S0570518060004
研究员 SFC No. BQB847
021-28972076
liuqianlin@htsc.com

相关研究

- 1《继峰股份(603997 SH,增持): 欧洲子公司格拉默 3Q20 扭亏为盈》2020.10
- 2《继峰股份(603997 SH,增持): 短期受疫情影响, 长期成长可期》2020.08
- 3《继峰股份(603997 SH,增持): 整合格拉默, 开源节流谋增长》2020.07

一年内股价走势图



资料来源: Wind

整合初见成效, 20Q3 或为盈利拐点

继峰股份(603997)

格拉默盈利能力大幅提升

格拉默 20Q3 营收同比增长-7.3%, 毛利率同比提升 2.3pct, 达到 2018 年以来单季度最高水平。分业务来看, 主要来自于乘用车业务盈利能力的大幅提升, 得益于继峰股份整合格拉默采取的生产上“降本增效”和人事上区域赋权。我们认为未来随着经营恢复, 在规模效应和整合的持续推进下, 格拉默盈利能力还将持续提升。我们维持对继峰股份 2020-2022 年收入假设不变, 上调了格拉默业务所在细分业务毛利率, 预计 2020-2022 年 EPS 为-0.21、0.51、0.66 元, 给予“增持”评级。

格拉默 20Q3 单季度毛利率达 2018 年以来单季最高水平

受疫情影响, 格拉默 20Q1-3 营收同比下滑 22.7%, 其中乘用车同比下降 24.1%, 商用车同比下滑 17.5%。从单季度情况来看, 格拉默 20Q3 营收同比下降 7.3%, 毛利率 12.8%, 同比提升 2.3pct, 达到 2018 年以来单季度最高水平。我们认为毛利率的提升并非来自规模效应, 而是全球化采购、产能优化、重组计划和区域赋权等整合产生的效果。

更换管理层, 加强与继峰合作

继峰股份收购完成后更换了 CEO、CFO、COO 和 7 位监事会成员 (总共 12 位), 加强了对格拉默管理层的掌控。我们认为继峰股份加强对管理层的掌控, 有助于推进本地化管理、降本增效和组织架构扁平化, 最后达到与母公司继峰股份效益最大化。公司未来归母净利润的增长来自于与格拉默的深度融合, 比如在成本控制、产能布局优化和中国市场商用车业务拓展等方面合作, 达到产品、客户、渠道等资源的相互渗透。

格拉默乘用车业务盈利能力大幅提升

格拉默 20Q3 盈利能力提升主要来自于商用车业务改善。分业务来看, 20Q3 商用车经营性息税前利润率同比提升 0.1pct, 乘用车业务同比提升 3.7pct。我们认为随着整合持续进行, 20Q3 或为格拉默的盈利拐点。根据格拉默三季报内容, 目前推进的举措有: 区域赋权、优化产能分布、人员削减等重组计划, 随着重组计划的完成, 归母净利润或将迎来触底反弹。

盈利能力提升, 给予“增持”评级

鉴于 20Q3 格拉默盈利能力的提升, 我们上调 2020-2022 年格拉默相关业务的毛利率 1-3pct, 我们预计 2020-2022 年归母净利润分别为-2.2、5.2、6.7 亿元 (前值为-1.8、4.1、5.7 亿元), 对应 EPS 分别为-0.21、0.51、0.66 元, 对应 PE 为-41、17、13 倍。可比公司 2021 年 PE 估值均值 26 倍 (Wind 一致预期, 前次 26 倍), 鉴于整合效果存在不确定性, 给予估值折价, 我们给予公司 2021 年 23 倍 PE 估值 (前次 26 倍), 对应目标价 11.73 元 (前值 10.40 元), 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)	1,021
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)	8,885
总资产 (百万元)	17,396
每股净资产 (元)	3.89

资料来源: 公司公告

经营预测指标与估值

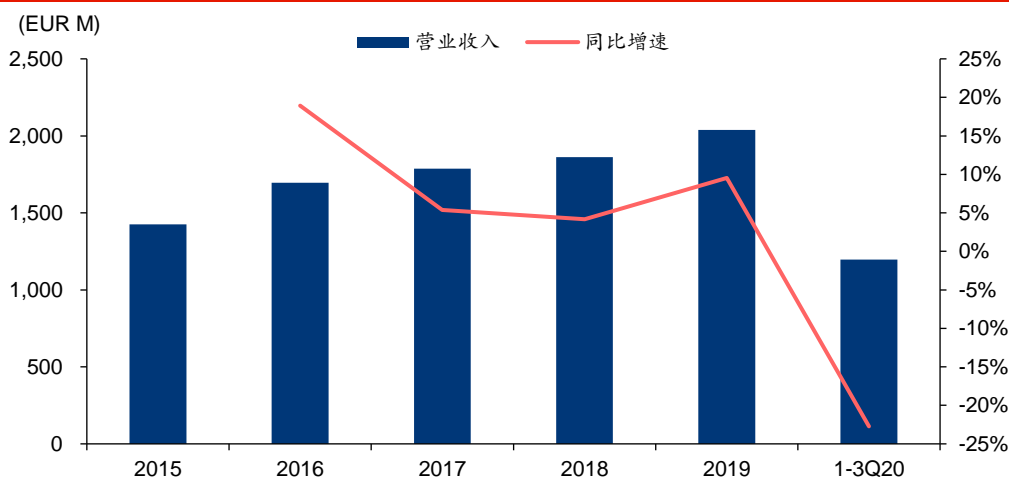
会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入 (百万元)	2,151	18,001	15,150	18,719	21,126
+/-%	13.11	736.74	(15.84)	23.56	12.86
归属母公司净利润 (百万元)	302.39	297.70	(219.40)	522.39	670.08
+/-%	3.26	(1.55)	(173.70)	(338.10)	28.27
EPS (元, 最新摊薄)	0.30	0.29	(0.21)	0.51	0.66
PE (倍)	29.38	29.85	(40.50)	17.01	13.26

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

格拉默 20Q3 毛利率拐头向上，盈利能力或处于拐点

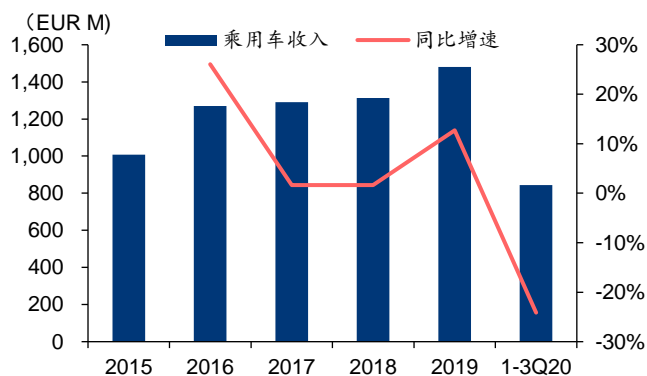
格拉默受疫情影响，20Q1-3 营业收入同比下滑 22.7%。格拉默是继峰股份的控股子公司，2019 年收入 158.6 亿元，占继峰股份收入比为 88%。格拉默 20Q1-3 营收同比下滑主要受疫情影响，具体来说，中国区 Q1、欧洲和美洲区 Q2 受疫情影响导致停工停产，Q3 欧洲、北美洲疫情有所反复，中国生产已经恢复到正常水平。分车型来看，格拉默乘用车 20Q1-3 营业收入同比下降 24.1%，商用车营收同比下滑 17.5%，我们认为商用车下降幅度较小主要是由于格拉默在商用车领域的龙头地位和中国商用车销量大幅增长有关。

图表1：20Q1-3 格拉默营业收入同比下降 22.7%



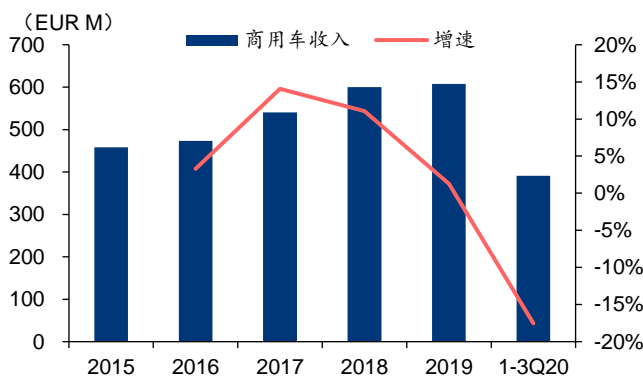
资料来源：格拉默官网财务报告，华泰证券研究所

图表2：20Q1-3 格拉默乘用车收入同比下降 24.1%



资料来源：格拉默官网财务报告，华泰证券研究所

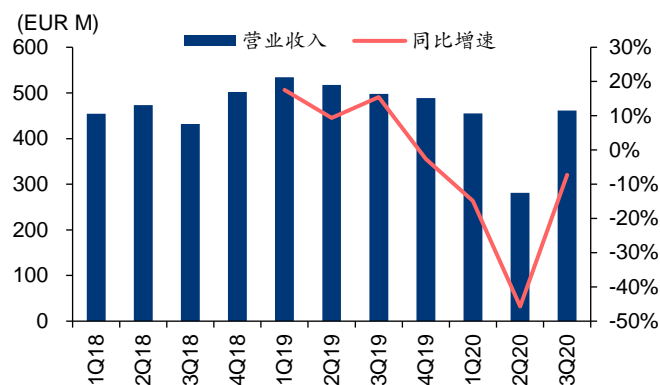
图表3：20Q1-3 格拉默商用车收入同比下降 17.5%



资料来源：格拉默官网财务报告，华泰证券研究所

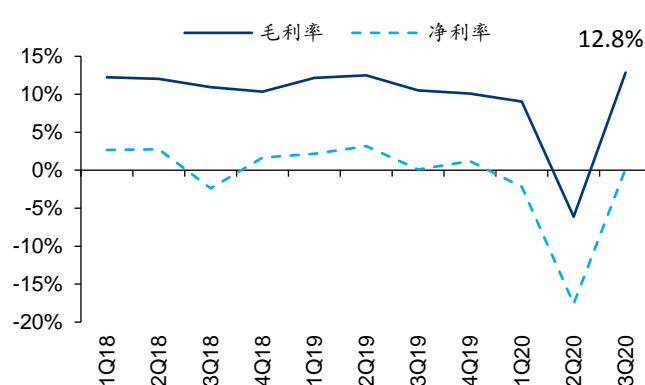
盈利能力提升，后续有望持续提升。从单季度毛利率和净利率角度来看，格拉默 20Q3 的毛利率 12.8% 达到了 2018 年以来单季度的最高值。在 20Q3 营业收入同比增长-7.3% 的情况下，毛利率同比提升 2.3pct，我们认为这主要来自于降本增效，收入同比负增长表明毛利率提升并非来自于规模化效应带来的单位制造成本降低。随着继峰和格拉默全球化采购、产能优化、重组计划和区域赋权等措施的推进，以及收入端增长带来的规模化效应，我们认为未来格拉默的毛利率还将进一步提升，从而带动净利率提升。

图表4： 2018Q1-2020Q3 单季度营收及增速



资料来源：格拉默官网财务报告，华泰证券研究所

图表5： 2018Q1-2020Q3 单季度毛利率和净利率



资料来源：格拉默官网财务报告，华泰证券研究所

整合持续推进，20Q3 或为盈利拐点 更换管理层提升效率，加强与继峰合作

任命新的核心管理层，推动监事会成员更换，增加对格拉默掌控。从格拉默官网可知，继峰股份收购完之后，任命了新的 CEO、CFO、COO（均为 2019 年到岗），更换了 7 位监事会成员（总共 12 位）。在继峰股份绝对控股的前提下，新的管理层和对监事会的控制，有助于公司推进本地化管理、降本增效和组织架构扁平化，也有助于格拉默与继峰在资源共享等方面的深度融合。

图表6：继峰收购格拉默后，更换了核心高管和 7 位监事会成员

职位	姓名	入职时间
核心高管		
CEO	Thorsten Seehars	CEO of Grammer AG since August 2019
CFO	Jurate Keblyte	CFO of Grammer AG since August 2019
COO	Jens Ohlenschlager	COO of Grammer AG since January 2019
监事会成员		
股东代表	Alfred Weber	8-Jul-20
员工代表	Horst OTT	25-Sep-12
员工代表	Andrea Elsner	20-May-15
员工代表	Antje Wagner	16-Sep-19
股东代表	Dr.-ING.PING HE	8-Jul-20
员工代表	Martin Heiss	20-May-15
员工代表	Klaus Bauer	1-Sep-20
员工代表	Peter Kern	8-Jul-20
股东代表	Gabriele Sons	8-Jul-20
股东代表	Prof.DR.-ING. Birgit bogel-heuser	26-Jul-17
股东代表	Dr.Peter Merten	20-May-15
股东代表	Dipl.-ING.Jurgen Kostanjevec	8-Jul-20

资料来源：格拉默官网，华泰证券研究所

增强对格拉默控制有助于推动与继峰合作，提升双方盈利能力和拓展业务范围。“开源节流”的实施是建立在双方合作的基础上，通过对新管理层区域赋权，将大幅提升各自效率和能动性。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。

未来继峰股份和格拉默的深度融合将体现在：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，提升双方盈利能力。

图表7：深度融合将会在各个方面的提升核心竞争力

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

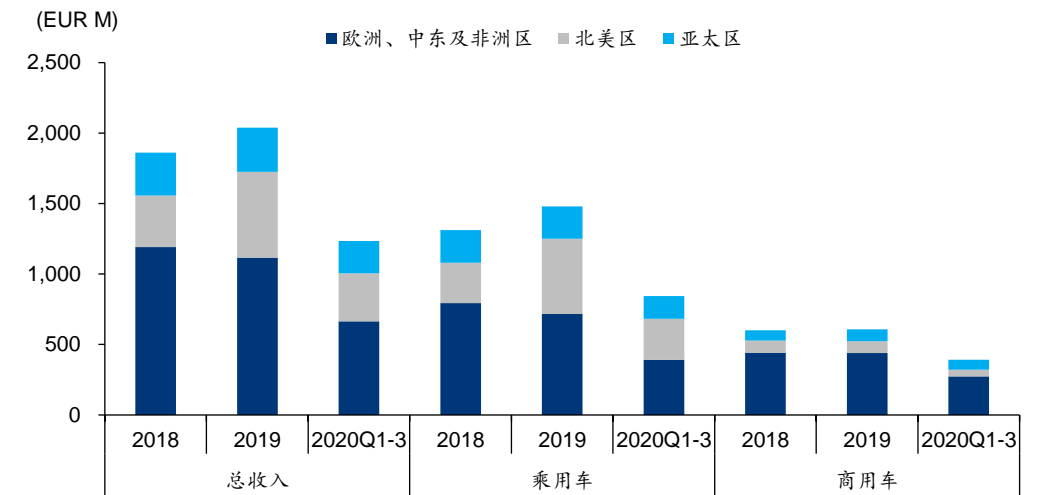
资料来源：继峰股份 2019 年报，华泰证券研究所

结构性改善，亚太区增长强劲

亚太区收入增长强劲，“降本增效”效果初现。根据格拉默三季报，20Q3 实现 4.7 亿欧元的营业收入，同比下降 7.3%，好于 20H1 的同比下降 30%。分地区来看，主要得益于 Q3 欧洲、中东及非洲区 (EMEA)、北美区的生产恢复和亚太区营业收入双位数的增长。其次，“降本增效”初现成效，在 Q3 营业收入同比下滑 7.3% 的情况下，格拉默息税前利润同比增长 142%，盈利能力有所提升。

通过 20Q3 区域数据可以看出，格拉默正拓展亚太区客户，发挥在商用车、乘用车领域优势。根据格拉默三季报显示，格拉默正积极布局亚太区的发展，主要体现在：1) 正在优化产能布局，2021 年初之前在宁波和沈阳新建 2 个生产基地；2) 在商用车、乘用车领域与核心客户共同成长；3) 与宁波继峰积极合作，比如全球采购、合作进入日本乘用车市场。

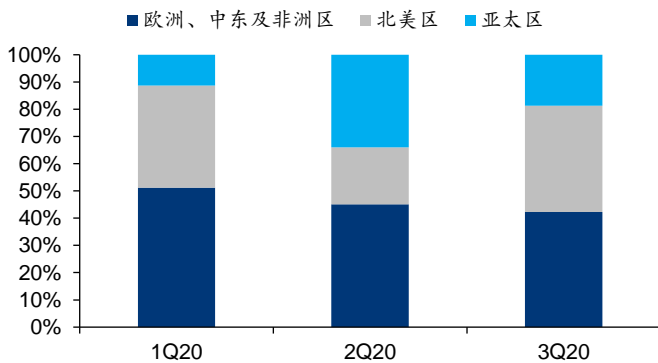
图表8： 格拉默亚太区乘用车、商用车业务占比均较低，未来增长可期



资料来源：格拉默官网财务报告，华泰证券研究所

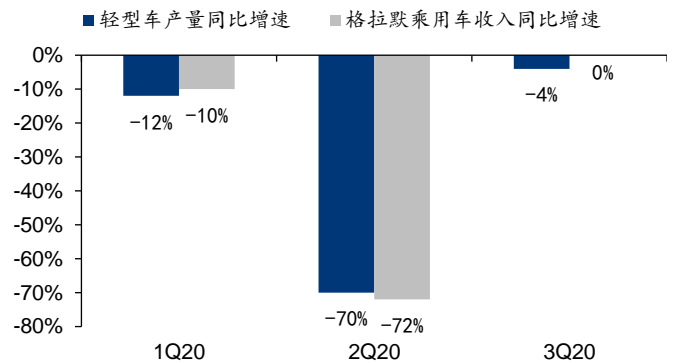
20Q3 乘用车业务逐步恢复，亚太区同比增长 13%，增长强劲。分地区看 20Q3 收入增长，将各个区域销售收入增速与 HIS 的对应区域轻型车产量增速对比，来比较格拉默乘用车收入与市场整体情况，可以看出：1) 北美区 20Q3 乘用车收入与去年同期持平，好于北美区轻型车产量同比增长-4%；2) 欧洲、中东及非洲区 20Q3 乘用车收入同比下滑 17%，增速表现低于区域轻型车产量增速；3) 亚太区 20Q3 乘用车业务收入增速表现好于区域轻型车产量增速，增速达 13%。亚太区增长强劲，我们认为主要是中国区基数低和疫情控制好，未来随着宁波工厂、沈阳工厂的建成，2021-2022 年有望延续高增长态势。

图表9： 各地区乘用车业务收入占比 (20Q1-Q3)



资料来源：格拉默官网财务报告，华泰证券研究所

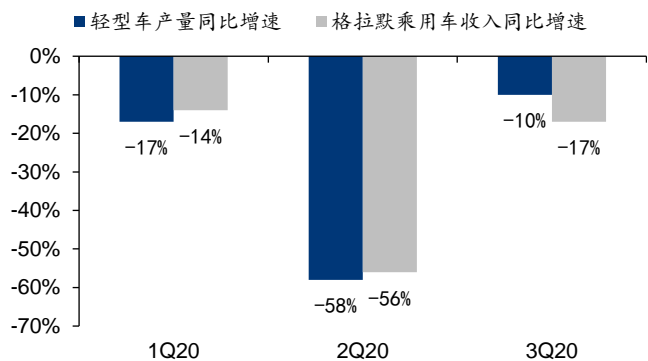
图表10： 北美区 20Q3 乘用车业务逐步恢复，收入同比增速略好于行业



资料来源：格拉默官网财务报告，华泰证券研究所

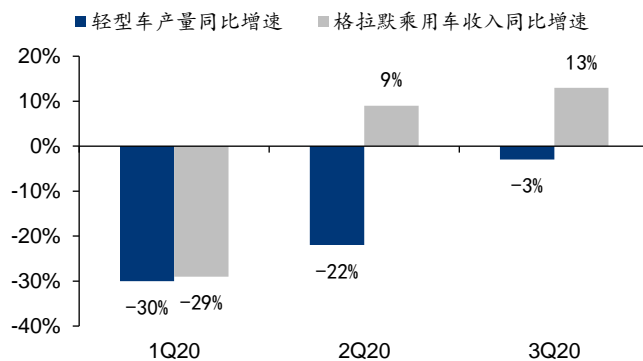
格拉默亚太区乘用车业务增长强劲，未来亚太区占比有望持续提升。格拉默亚太区乘用车业务主要是服务欧系、美系品牌的中国工厂，供给产品来自于客户的全球定点项目，包括华晨宝马、北京奔驰、大众、通用等客户，受中国市场豪华车销量快速增长的影响，20Q2、20Q3 亚太区乘用车收入分别同比增长 9%、13%，表现强于市场。我们认为未来中国豪华车市场还将持续保持高增长，格拉默中国区乘用车业务将伴随客户增长而增长。

图表11： 欧洲、中东及非洲区 20Q3 乘用车收入同比增速低于行业



资料来源：格拉默官网财务报告，华泰证券研究所

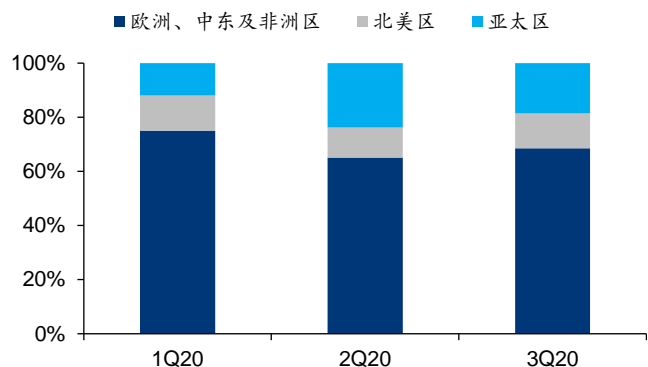
图表12： 亚太区 20Q3 乘用车业务收入同比增速好于行业，达 13%



资料来源：格拉默官网财务报告，华泰证券研究所

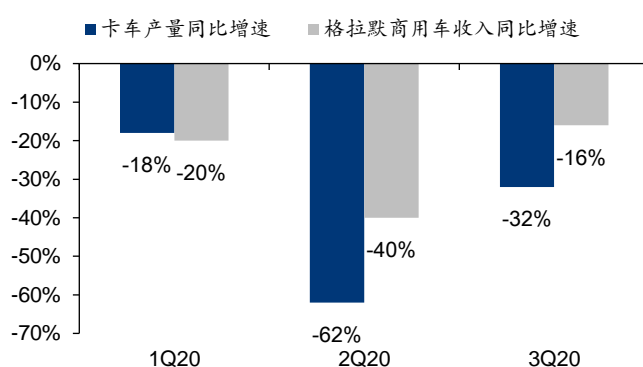
20Q3 非亚太区商用车有所恢复，下滑幅度缩窄，亚太区增长强劲。格拉默商用车业务在欧洲、中东及非洲区的收入占比超过一半以上，亚太区和北美区占比较小。通过将格拉默各区域营业收入增速与 LMC 公布的卡车产量对比，来比较 20Q3 格拉默商用车业务与商用车市场情况，我们发现：1) 格拉默北美区营业收入同比下滑 16%，表现好于市场，市场 Q3 同比下降幅度有所收窄，但还是有 32% 的降幅；2) 欧洲、中东及非洲区 20Q3 营收同比增速好于商用车市场，相对于 Q2 降幅有所收窄；3) 亚太区 20Q3 商用车市场表现强劲，同比增长 25%，高于 Q2 的同比增长 9%，而格拉默也享受行业高增长，20Q3 营收增速达 30%。

图表13： 格拉默商用车业务中，欧洲、中东及非洲区占比超过一半



资料来源：格拉默官网财务报告，华泰证券研究所

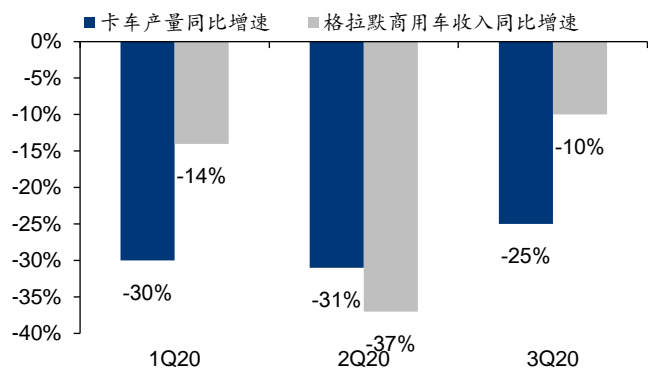
图表14： 格拉默北美区商用车营业收入表现好于区域市场



资料来源：格拉默官网财务报告，华泰证券研究所

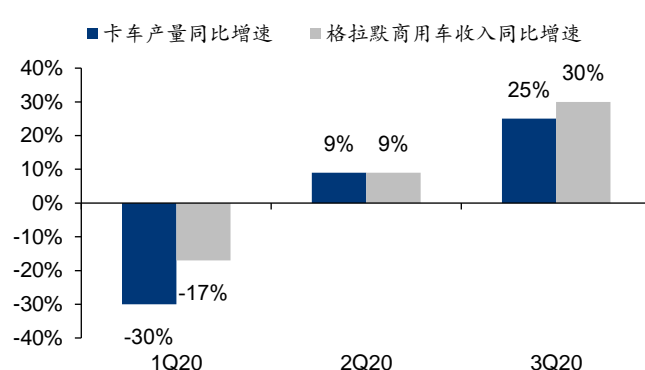
格拉默商用车业务在中国区处于起步阶段，未来高增长可期。2019 年格拉默亚太区商用车业务收入为 8440 万欧元，同比增长 16.4%，亚太区收入占比为 14%。根据继峰股份 2019 年报，借助格拉默产品线，公司将在国内开展商用车座椅系统业务，有望与一汽解放 (000800 CH)、东风集团 (0489 HK)、重汽 (3808 HK)、红岩汽车 (未上市) 等大型商用车生产厂商的合作。随着格拉默与继峰在中国区深度融合，有望实现营业收入和盈利能力的双提升。

图表15: 欧洲、中东及非洲区, 格拉默营收同比增速好于市场



资料来源: 格拉默官网财务报告, 华泰证券研究所

图表16: 亚太区商用车业务增长强劲, 格拉默同比增速高于市场

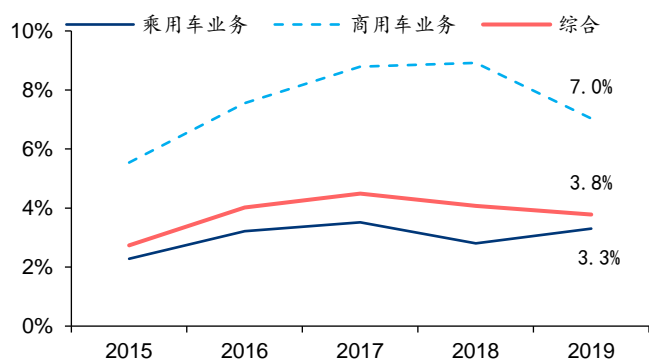


资料来源: 格拉默官网财务报告, 华泰证券研究所

Q3 盈利能力提升明显, 或处于盈利拐点

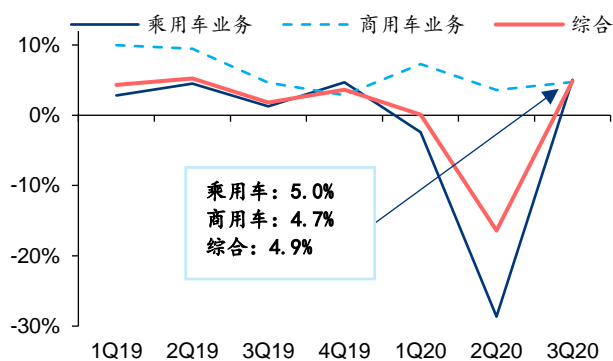
得益于整合措施, 格拉默盈利能力大幅提升。从经营性息税前利润率角度来看, 乘用车 20Q3 已经提升至 5.0%, 同比提升 3.7pct, 高于 2015-2019 年最高值 3.5%; 商用车 20Q3 为 4.7%, 同比提升 0.1pct。由于乘用车业务的经营性息税前利润率的大幅提升, 带动综合经营性息税前利润率达到 4.9%, 同比提升 3.1pct。我们认为 20Q3 乘用车业务还处于疫情影响期, 经营性息税前利润率提升来自于格拉默“开源节流”等举措的作用, 未来随着疫情缓和, 格拉默盈利能力还将持续提升。

图表17: 2015-2019 年 Operating EBIT margin(经营性息税前利润率)



资料来源: 格拉默官网财务报告, 华泰证券研究所

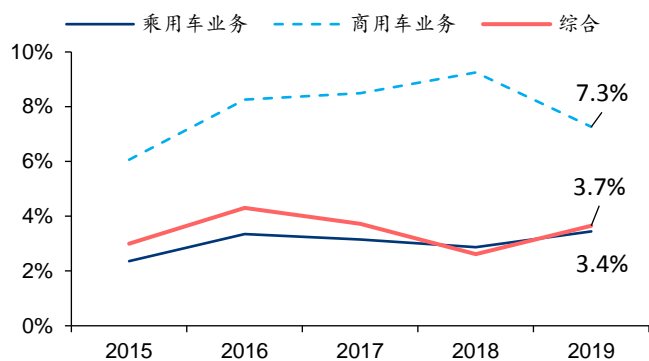
图表18: 2019Q1-2020Q3 Operating Operating EBIT margin



资料来源: 格拉默官网财务报告, 华泰证券研究所

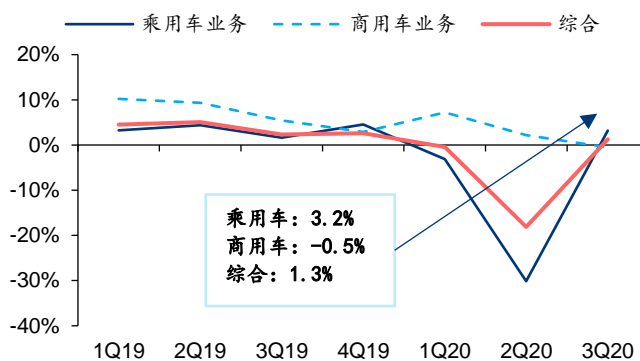
息税前利润率有望伴随经营性息税前利润率提升而提升。根据格拉默官网 20Q3 季报, 由于重组导致约 1200 万欧元费用计提, 导致 EBIT (约 600 万欧元) 低于去年同期 (1170 万欧元)。随着重组完成, EBIT 将伴随 operating EBIT 增长而增长。从息税前利润率 (EBIT margin) 角度来看, 乘用车 20Q3 达 3.2%, 同比提升 1.6pct; 商用车 20Q3 达 -0.5%, 同比下降 6pct; 综合来看, 格拉默 20Q3 为 1.3%, 同比下滑 1pct, 主要是商用车下滑所致。从 EBIT margin 的角度, 乘用车的盈利能力提升明显。

图表19: 2015-2019年商用车 EBIT margin 高于乘用车



资料来源: 格拉默官网财务报告, 华泰证券研究所

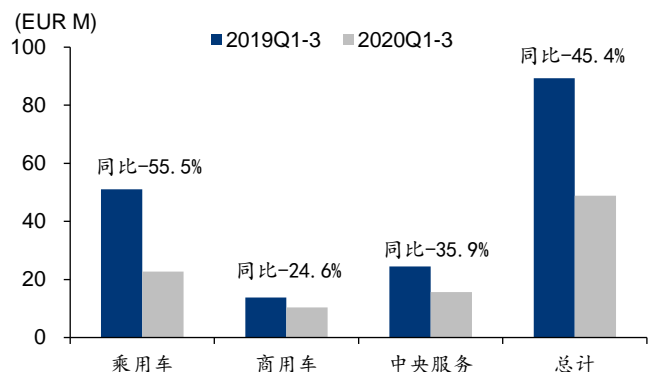
图表20: 20Q3 乘用车 EBIT margin 同比提升 1.6pct



资料来源: 格拉默官网财务报告, 华泰证券研究所

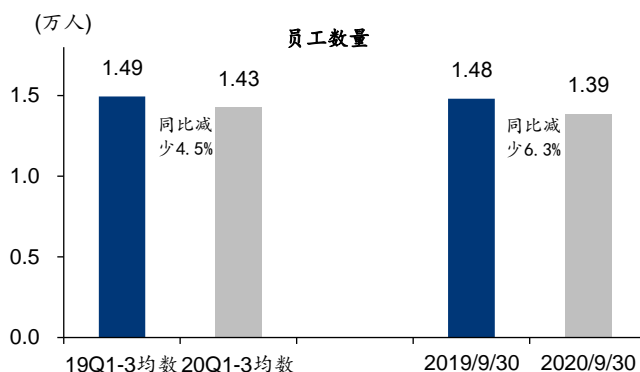
持续整合, 盈利能力或处于拐点。根据格拉默三季报内容, 目前提升效率的举措主要有: 1) 新的组织架构, 通过区域赋权提升灵活性; 2) 人员削减; 3) 优化核心流程, 提升效率; 4) 整合产能分布, 关停并转。根据格拉默三季报内容, 将在 2021 年中之前实施完毕重组举措计划, 包括欧洲、北美地区工厂的重新整合, 以及非生产性人员的裁减 (主要是在德国地区)。随着重组计划的实施, 重组费用的逐步计提, 格拉默盈利能力或处于拐点, 净利率或将逐步提升。

图表21: 资本开支情况



资料来源: 格拉默官网财务报告, 华泰证券研究所

图表22: “降本增效”重组举措之一为员工缩减



资料来源: 格拉默官网财务报告, 华泰证券研究所

盈利预测

我们前次的盈利预测已考虑疫情反复影响，并且格拉默 20Q3 营收负增长也证明业务未完全恢复，我们维持继峰股份 2020-2022 年营业收入的预测。我们的核心假设变化主要在毛利率，原因是格拉默盈利能力有所提升。从格拉默第三季度报可以看出，20Q3 营业收入同比增长-7.3%，Operating EBIT margin 达到 4.9%，同比提升 3.1pct，盈利能力明显提升，主要来自乘用车业务，20Q3 乘用车业务营业收入同比下降 6.1%，Operating EBIT margin 达到 5.0%，同比提升 3.7pct。我们认为格拉默盈利能力提升来自于降本增效，随着业务恢复正常水平，毛利率还将伴随收入规模增长而提升。

图表23：格拉默 20Q3 乘用车 Operating EBIT margin 达历史新高

	2015	2016	2017	2018	2019	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20
营业收入 (EUR M)												
乘用车	1,008	1,271	1,291	1,313	1,480	378	367	367	368	324	175	345
同比增速		26.1%	1.6%	1.6%	12.7%					-14.3%	-52.3%	-6.1%
商用车	458	474	540	600	607	169	164	142	133	142	114	135
同比增速		3.3%	14.1%	11.1%	1.3%					-15.5%	-30.2%	-5.3%
综合收入	1,426	1,696	1,787	1,861	2,039	534	517	498	489	455	281	462
同比增速		18.9%	5.4%	4.2%	9.5%					-14.8%	-45.7%	-7.3%
Operating EBIT margin												
乘用车	2.3%	3.2%	3.5%	2.8%	3.3%	2.8%	4.5%	1.3%	4.7%	-2.4%	-28.6%	5.0%
商用车	5.5%	7.6%	8.8%	8.9%	7.0%	10.0%	9.5%	4.6%	2.9%	7.3%	3.6%	4.7%
综合	2.7%	4.0%	4.5%	4.1%	3.8%	4.3%	5.2%	1.8%	3.6%	0.1%	-16.4%	4.9%

资料来源：格拉默官网财务报告，华泰证券研究所

继峰股份业务拆分中涉及格拉默乘用车业务分别有汽车内饰、头枕、座椅扶手，我们假设：汽车内饰由于持续推进降本增效、全球采购等措施，我们假设 2020-2022 年毛利率相较于原假设分别提升 1.0pct、1.2pct、1.2pct 至 10.0%、14.2%、14.3%；头枕由于采用继峰股份发泡配方和骨架降低成本，我们假设 2020-2022 年毛利率相较于原假设分别提升 2.0pct、3.0pct、3.0pct 至 13.0%、19.0%、19.1%；座椅扶手由于与继峰股份全球采购、优化产能等措施，我们假设 2020-2022 年毛利率相较于原假设分别提升 2.5pct、3.0pct、3.1pct 至 13.5%、19.0%、19.1%。

格拉默商用车业务受疫情影响还未恢复至正常水平，但亚太区收入增速较高，随着亚太区商用车业务与继峰股份的合作，盈利能力和经营效率将大幅提升，我们上调 2021-2022 年毛利率相较于原假设分别提升 2.5pct、2.5pct 至 20.5%、20.6%。

图表24：继峰股份毛利率预测（调整前后）

毛利率	调整前			调整后			调整幅度 (pct)		
	2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E
汽车内饰	9.0%	13.0%	13.1%	10.0%	14.2%	14.3%	1.0	1.2	1.2
头枕	11.0%	16.0%	16.1%	13.0%	19.0%	19.1%	2.0	3.0	3.0
商用车座椅	16.0%	18.0%	18.1%	16.0%	20.5%	20.6%	0	2.5	2.5
座椅扶手	11.0%	16.0%	16.1%	13.5%	19.0%	19.1%	2.5	3.0	3.1
其他主营业务	24.0%	27.0%	27.3%	24.0%	27.0%	27.3%	0	0	0
其他业务	24.0%	27.0%	27.3%	24.0%	27.0%	27.3%	0	0	0
综合毛利率	12.1%	15.8%	16.0%	13.2%	18.0%	18.2%	1.1	2.2	2.2

资料来源：Wind，华泰证券研究所

基于以上假设，我们预计 2020-2022 年归母净利润分别为-2.2、5.2、6.7 亿元（前值为-1.8、4.1、5.7 亿元），对应 EPS 分别为-0.21、0.51、0.66 元，对应 PE 为-41、17、13 倍。可比公司 2021 年 PE 估值均值 26 倍（Wind 一致预期，前次 26 倍），鉴于整合效果存在不确定性，给予估值折价，我们给予公司 2021 年 23 倍 PE 估值（前次 26 倍），对应目标价 11.73 元，给予“增持”评级。

图表25: 可比公司估值表 (2020/12/1)

代码	证券简称	EPS (元)				PE (倍)		
		19	20E	21E	22E	20E	21E	22E
603730 CH	岱美股份	1.54	1.01	1.38	1.65	33	24	20
600660 CH	福耀玻璃	1.16	1.06	1.43	1.70	37	28	23
603179 CH	新泉股份	0.80	0.78	1.11	1.44	39	28	21
均值						37	26	22

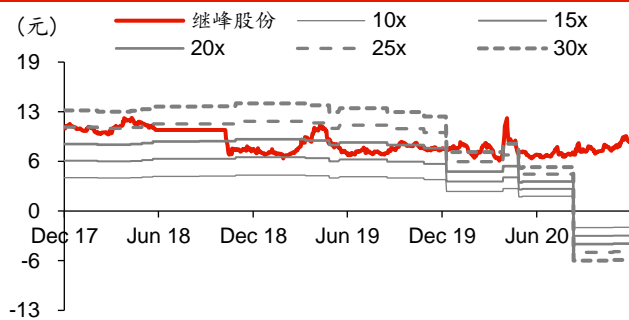
资料来源: Wind, 华泰证券研究所 (同类可比公司估值来自于Wind一致预期, 评级和目标价来自于华泰证券)

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。

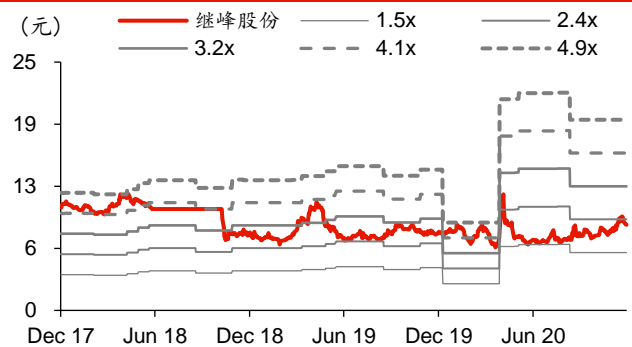
PE/PB - Bands

图表26: 继峰股份历史 PE-Bands



资料来源: Wind、华泰证券研究所

图表27: 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	6,624	7,456	8,455
现金	707.53	2,051	2,245	2,275	2,812
应收账款	527.09	2,140	1,813	2,193	2,370
其他应收账款	4.32	42.54	46.75	51.43	56.57
预付账款	9.84	46.43	51.04	56.14	61.76
存货	393.89	1,891	1,951	2,308	2,547
其他流动资产	169.93	1,004	516.73	572.08	608.12
非流动资产	721.07	10,389	10,804	11,345	11,914
长期投资	0.00	4.78	6.76	8.46	10.81
固定投资	489.06	3,362	3,562	3,772	3,992
无形资产	120.18	1,823	1,944	2,154	2,374
其他非流动资产	111.83	5,200	5,292	5,411	5,536
资产总计	2,534	17,566	17,428	18,801	20,369
流动负债	614.98	7,039	6,498	6,931	7,301
短期借款	96.90	2,472	3,337	3,503	3,679
应付账款	325.78	2,743	1,764	2,136	2,362
其他流动负债	192.30	1,824	1,397	1,291	1,261
非流动负债	7.48	5,608	6,509	7,083	7,722
长期借款	0.00	2,907	3,673	4,105	4,596
其他非流动负债	7.48	2,701	2,836	2,977	3,126
负债合计	622.46	12,646	13,007	14,013	15,024
少数股东权益	41.88	393.41	331.53	431.03	568.27
股本	639.65	1,024	1,021	1,021	1,021
资本公积	259.71	2,661	2,652	2,652	2,652
留存公积	1,019	965.45	796.68	995.69	1,254
归属母公司股东权益	1,869	4,526	4,090	4,356	4,777
负债和股东权益	2,534	17,566	17,428	18,801	20,369

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	265.44	1,288	1,762
净利润	315.75	361.65	(281.28)	621.90	807.32
折旧摊销	60.43	625.05	515.37	601.64	703.88
财务费用	(9.82)	233.34	335.71	384.47	400.63
投资损失	0.50	(0.78)	(1.83)	(1.51)	(1.58)
营运资金变动	84.86	(269.49)	(360.71)	(335.46)	(166.13)
其他经营现金	11.32	219.69	58.17	17.00	17.90
投资活动现金	(155.59)	(1,501)	(951.82)	(1,120)	(1,250)
资本支出	160.20	1,007	792.67	997.65	1,121
长期投资	0.00	(4.74)	(1.98)	(1.70)	(2.36)
其他投资现金	4.61	(499.09)	(161.14)	(124.43)	(131.80)
筹资活动现金	(118.72)	36.20	880.61	(137.95)	25.07
短期借款	57.89	2,375	865.03	166.83	175.17
长期借款	0.00	2,907	766.04	431.93	490.77
普通股增加	9.65	383.95	(2.35)	0.00	0.00
资本公积增加	63.80	2,401	(9.44)	0.00	0.00
其他筹资现金	(250.05)	(8,031)	(738.67)	(736.71)	(640.87)
现金净增加额	193.52	(319.31)	194.23	29.70	536.94

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	15,150	18,719	21,126
营业成本	1,438	15,197	13,143	15,342	17,282
营业税金及附加	20.21	43.54	45.45	56.16	63.38
营业费用	53.58	392.44	333.29	411.81	443.65
管理费用	229.76	1,370	1,318	1,366	1,521
财务费用	(9.82)	233.34	335.71	384.47	400.63
资产减值损失	(15.57)	(20.65)	(125.74)	(28.08)	(31.69)
公允价值变动收益	0.00	0.00	(27.00)	4.00	4.00
投资净收益	(0.50)	0.78	1.83	1.51	1.58
营业利润	381.43	520.37	(323.64)	881.43	1,126
营业外收入	0.11	18.32	6.00	10.00	15.00
营业外支出	1.23	1.92	2.00	3.00	4.00
利润总额	380.31	536.77	(319.64)	888.43	1,137
所得税	64.56	175.12	(38.36)	266.53	329.75
净利润	315.75	361.65	(281.28)	621.90	807.32
少数股东损益	13.37	63.96	(61.88)	99.50	137.25
归属母公司净利润	302.39	297.70	(219.40)	522.39	670.08
EBITDA	437.35	1,386	455.70	1,800	2,178
EPS (元, 基本)	0.30	0.29	(0.21)	0.51	0.66

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	(15.84)	23.56	12.86
营业利润	6.46	36.43	(162.19)	372.35	27.76
归属母公司净利润	3.26	(1.55)	(173.70)	(338.10)	28.27
获利能力 (%)					
毛利率	33.16	15.58	13.24	18.04	18.20
净利率	14.06	1.65	(1.45)	2.79	3.17
ROE	16.52	7.35	(6.36)	12.99	15.10
ROIC	24.95	5.72	(0.54)	8.11	9.69
偿债能力					
资产负债率 (%)	24.57	72.00	74.63	74.54	73.76
净负债比率 (%)	(31.56)	119.92	161.21	158.54	144.36
流动比率	2.95	1.02	1.02	1.08	1.16
速动比率	2.27	0.63	0.66	0.68	0.75
营运能力					
总资产周转率	0.91	1.79	0.87	1.03	1.08
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	(0.21)	0.51	0.66
每股经营现金流(最新摊薄)	0.47	0.79	0.26	1.26	1.73
每股净资产(最新摊薄)	1.83	4.45	4.03	4.29	4.70
估值比率					
PE (倍)	29.38	29.85	(40.50)	17.01	13.26
PB (倍)	4.75	1.95	2.16	2.03	1.85
EV_EBITDA (倍)	19.03	10.95	35.86	9.39	7.88

免责声明

分析师声明

本人，林志轩、王涛、邢重阳、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。

一般声明及披露

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，不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。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，为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

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、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。

中国香港

本报告由华泰证券股份有限公司制作，在香港由华泰金融控股（香港）有限公司向符合《证券及期货条例》第571章所定义之机构投资者和专业投资者的客户进行分发。华泰金融控股（香港）有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管，是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。在香港获得本报告的人员若有任何有关本报告的问题，请与华泰金融控股（香港）有限公司联系。

香港-重要监管披露

• 华泰金融控股（香港）有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。
更多信息请参见下方“美国-重要监管披露”。

美国

本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。华泰证券（美国）有限公司是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。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。

美国-重要监管披露

- 分析师林志轩、王涛、邢重阳、刘千琳本人及相关人士并不担任本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。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券（或任何相关投资）头寸，并可能不时进行增持或减持该证券（或投资）。因此，投资者应该意识到可能存在利益冲突。

评级说明

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力（含此期间的股息回报）相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数），具体如下：

行业评级

增持：预计行业股票指数超越基准

中性：预计行业股票指数基本与基准持平

减持：预计行业股票指数明显弱于基准

公司评级

买入：预计股价超越基准 15% 以上

增持：预计股价超越基准 5%~15%

持有：预计股价相对基准波动在-15%~5%之间

卖出：预计股价弱于基准 15% 以上

暂停评级：已暂停评级、目标价及预测，以遵守适用法规及/或公司政策

无评级：股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息

法律实体披露

中国: 华泰证券股份有限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

香港: 华泰金融控股(香港)有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格, 经营许可证编号为: AOK809

美国: 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/SEC#:8-70231

华泰证券股份有限公司

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

华泰金融控股(香港)有限公司

香港中环皇后大道中99号中环中心58楼5808-12室

电话: +852 3658 6000/传真: +852 2169 0770

电子邮件: research@htsc.com

<http://www.htsc.com.hk>

华泰证券(美国)有限公司

美国纽约哈德逊城市广场10号41楼(纽约10001)

电话: +212-763-8160/传真: +917-725-9702

电子邮件: Huatai@htsc-us.com

<http://www.htsc-us.com>

©版权所有2020年华泰证券股份有限公司

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