

投资评级 优于大市 维持

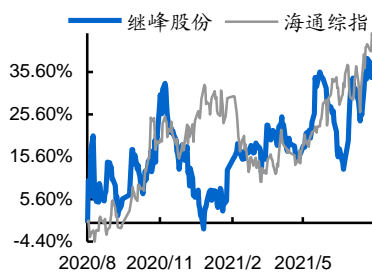
降本增效成果显著, 新产品布局持续推进

股票数据

08月16日收盘价(元)	9.27
52周股价波动(元)	6.90-10.06
总股本/流通A股(百万股)	1067/829
总市值/流通市值(百万元)	10252/7962

相关研究

《收购整合有望激发全球龙头活力》
 2021.04.15

市场表现


指标	1M	2M	3M
沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	13.2	0.8	16.1
相对涨幅(%)	17.0	6.2	17.0

资料来源: 海通证券研究所

分析师: 杜威

Tel: (0755) 82900463

Email: dw11213@htsec.com

证书: S0850517070002

分析师: 王猛

Tel: (021) 23154017

Email: wm10860@htsec.com

证书: S0850517090004

分析师: 郑蕾

Tel: (021) 23963569

Email: zl12742@htsec.com

证书: S0850521070004

联系人: 房乔华

Tel: 021-23219807

Email: fqh12888@htsec.com

分析师: 曹雅倩

Tel: (021) 23154145

Email: cyq12265@htsec.com

证书: S0850520110002

投资要点:

- 公司发布 2021 年中报。**2021H1 公司营收 87.24 亿元, 同比+30.77%, 归母净利润 1.89 亿元, 实现扭亏为盈, 相较于 2019 年上半年的 1.54 亿元增长 22.64%, 净利率达 2.37%, 毛利率为 16.15%, 公司上半年盈利水平已经恢复至 2019 年同期水平, 我们认为公司在收购格拉默后的降本增效措施已经取得显著进展。分单季度来看, Q2 公司营收 41.92 亿元, 同比+54.54%, 环比-7.52%, 归母净利润 0.61 亿元, 同比大幅扭亏为盈, 环比-52.51%, 净利率为 1.45%, 环比-1.37pct, 毛利率为 16%, 环比-0.28pct, 期间费用率为 13.92%, 环比+1.58pct, 其中销售和管理费用率环比分别+1.35 和+0.60pct, 财务费用率环比-0.36pct, 我们判断 Q2 公司盈利能力环比下滑主要受到行业缺芯和原材料价格上涨以及部分计划中的一次性费用的提前发生等因素的影响。
- 子公司引入具有国资背景的战略投资者有望助力公司长期发展。**公司与合肥继峰智能座舱部件产业基金合伙企业(有限合伙)就其增资宁波继峰的事项签署了《增资协议》, 继峰智能座舱部件产业基金拟对宁波继峰增资人民币 6.85 亿元, 其在增资后持有宁波继峰 14.30% 股权。公司在全资子公司层面引入具有合肥国资背景的战略投资者, 我们判断在优化整体资产负债结构的同时, 还有助于公司推进布局合肥等事项, 进一步落实公司长期发展战略。
- 继峰与格拉默共振, 新产品布局持续推进。**自 2020 年下半年开始, 公司将战略重心从整合格拉默、提升格拉默的盈利能力, 开始向整合双方的优势资源, 进行新业务布局方向转变。2021 年上半年, 公司新业务布局持续推进。在商用车座舱方面, 公司上半年已陆续进行样车试安装, 个别客户的样车已完成试装, 并发往客户处进行后续验证, 同时格拉默宣布将与一汽集团组建合资企业, 为一汽集团提供高质量商用车座椅, 我们判断格拉默与一汽集团成立合资公司能够进一步提升公司在中国区重卡座椅领域的市占率, 并有望为格拉默带来更多的优质客户, 助力公司成为国内领先的商用车座椅解决方案提供商。在乘用车座舱方面, 公司上半年在隐藏式电动出风口、微米级加工工艺等获得了客户订单, 并开始筹划进入乘用车座椅项目, 我们认为公司的智能化和电动化布局符合行业发展趋势, 有望为公司打开成长空间。
- 盈利预测与投资建议。**预计 2021-2023 年公司归母净利润分别为 4.86/6.66/8.73 亿元, EPS 分别为 0.46/0.62/0.82 元, 参考可比公司估值水平, 给予其 2021 年 24-28 倍 PE, 对应合理价值区间为 11.04-12.88 元, 维持“优于大市”评级。
- 风险提示。**汽车行业增长不及预期; 海外汇率波动; 格拉默整合进程不及预期; 原材料价格大幅波动。

主要财务数据及预测

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	18001	15733	16568	17985	19187
(+/-)YoY(%)	147.2%	-12.6%	5.3%	8.6%	6.7%
净利润(百万元)	298	-258	486	666	873
(+/-)YoY(%)	80.5%	-186.7%	288.3%	37.0%	31.1%
全面摊薄 EPS(元)	0.28	-0.24	0.46	0.62	0.82
毛利率(%)	15.6%	13.6%	16.7%	18.4%	19.0%
净资产收益率(%)	6.6%	-6.0%	10.2%	12.2%	13.8%

资料来源: 公司年报(2019-2020), 海通证券研究所

备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润

表 1 公司营收、毛利率和归母净利润情况预测

		2020	2021E	2022E	2023E
头枕	营业收入 (百万元)	4194.8	4404.5	4624.8	4856.0
	YOY	-11.8%	5.0%	5.0%	5.0%
	毛利率 (%)	15.37	18.50	20.00	21.00
座椅扶手	营业收入 (百万元)	1603.8	1732.1	1905.3	2000.6
	YOY	-30.7%	8.0%	10.0%	5.0%
	毛利率 (%)	17.79	18.50	21.00	21.42
商用车座椅	营业收入 (百万元)	4277.1	4491.0	4940.1	5187.1
	YOY	-10.0%	5.0%	10.0%	5.0%
	毛利率 (%)	14.87	18.00	20.00	20.40
汽车内饰	营业收入 (百万元)	5302.58	5567.71	6124.48	6736.9
	YOY	-9.4%	5.0%	10.0%	10.0%
	毛利率 (%)	8.52	12.80	14.50	15.23
其他主营业务	营业收入 (百万元)	240.34	252.36	264.97	278.2
	YOY	-1.8%	5.0%	5.0%	5.0%
	毛利率 (%)	26.76	28.10	28.10	28.10
其他业务	营业收入 (百万元)	114.1	119.8	125.8	128.3
	YOY	41.7%	5.0%	5.0%	2.0%
	毛利率 (%)	26.74	28.08	28.64	28.64
继峰股份合计	营业总收入 (百万元)	15732.8	16567.5	17985.4	19187.1
	YOY	-12.6%	5.3%	8.6%	6.7%
	营业成本 (百万元)	13598.4	13806.6	14673.8	15540.1
	YOY	-10.5%	1.5%	6.3%	5.9%
	毛利率 (%)	13.57	16.66	18.41	19.01
	归母净利润 (百万元)	-258.2	486.3	666.1	873.1
	YOY	-187%	288%	37%	31%

资料来源: Wind, 海通证券研究所

表 2 可比公司估值表

代码	简称	EPS (元)			PE (倍)			PB (倍)
		2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E	2021E
600699.SH	均胜电子	0.81	1.15	1.43	33	23	19	2.8
300258.SZ	精锻科技	0.53	0.66	0.81	26	21	17	2.9
601689.SH	拓普集团	1.10	1.44	1.81	37	28	22	5.4
平均值		0.81	1.08	1.35	32	24	19	3.7

资料来源: Wind, 海通证券研究所

注: 收盘价为 2021 年 8 月 13 日价格, EPS 为 wind 一致预期

风险提示。汽车行业增长不及预期; 海外汇率波动; 格拉默整合进程不及预期; 原材料价格大幅波动。

财务报表分析和预测

主要财务指标	2020	2021E	2022E	2023E	利润表 (百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
每股指标 (元)					营业总收入	15733	16568	17985	19187
每股收益	-0.24	0.46	0.62	0.82	营业成本	13598	13807	14674	15540
每股净资产	4.00	4.49	5.11	5.93	毛利率%	13.6%	16.7%	18.4%	19.0%
每股经营现金流	0.76	0.89	1.41	1.27	营业税金及附加	43	44	48	51
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00	营业税金率%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%
价值评估 (倍)					营业费用	381	298	306	307
P/E	-39.45	20.95	15.29	11.67	营业费用率%	2.4%	1.8%	1.7%	1.6%
P/B	2.39	2.13	1.87	1.61	管理费用	1282	1259	1313	1362
P/S	0.62	0.61	0.57	0.53	管理费用率%	8.1%	7.6%	7.3%	7.1%
EV/EBITDA	18.07	12.42	9.50	7.81	EBIT	35	759	1164	1376
股息率%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	财务费用	351	201	162	128
盈利能力指标 (%)					财务费用率%	2.2%	1.2%	0.9%	0.7%
毛利率	13.6%	16.7%	18.4%	19.0%	资产减值损失	-155	-13	-10	-5
净利润率	-1.6%	2.9%	3.7%	4.6%	投资收益	3	2	2	3
净资产收益率	-6.0%	10.2%	12.2%	13.8%	营业利润	-331	695	1197	1502
资产回报率	-1.5%	2.9%	3.9%	4.9%	营业外收支	-6	0	0	0
投资回报率	0.3%	6.3%	7.6%	9.0%	利润总额	-338	695	1197	1502
盈利增长 (%)					EBITDA	709	1203	1481	1701
营业收入增长率	-12.6%	5.3%	8.6%	6.7%	所得税	3	72	335	375
EBIT 增长率	-95.3%	2099.7%	53.3%	18.2%	有效所得税率%	-0.8%	10.3%	28.0%	25.0%
净利润增长率	-186.7%	288.3%	37.0%	31.1%	少数股东损益	-82	137	196	253
偿债能力指标					归属母公司所有者净利润	-258	486	666	873
资产负债率	73.6%	68.5%	64.4%	59.3%					
流动比率	0.97	1.06	1.16	1.33	资产负债表 (百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
速动比率	0.68	0.66	0.73	0.85	货币资金	1503	800	1000	1200
现金比率	0.22	0.14	0.18	0.23	应收账款及应收票据	2900	2706	2800	2993
经营效率指标					存货	1504	1702	1747	1872
应收账款周转天数	54.24	50.63	51.83	51.43	其它流动资产	793	833	866	919
存货周转天数	40.36	45.00	43.45	43.97	流动资产合计	6700	6042	6414	6983
总资产周转率	0.91	1.00	1.05	1.08	长期股权投资	7	14	14	14
固定资产周转率	4.13	4.27	4.58	4.90	固定资产	3811	3882	3929	3919
					在建工程	170	120	170	220
					无形资产	1732	1657	1682	1707
					非流动资产合计	10626	10556	10674	10734
现金流量表 (百万元)	2020	2021E	2022E	2023E	资产总计	17326	16598	17088	17717
净利润	-258	486	666	873	短期借款	2476	1608	1141	743
少数股东损益	-82	137	196	253	应付票据及应付账款	2455	1959	2272	2339
非现金支出	976	457	327	330	预收账款	0	2	1	2
非经营收益	30	230	188	157	其它流动负债	1966	2141	2124	2163
营运资金变动	144	-365	123	-264	流动负债合计	6898	5710	5538	5247
经营活动现金流	810	946	1500	1350	长期借款	2138	1938	1738	1538
资产	-667	-398	-450	-400	其它长期负债	3723	3723	3723	3723
投资	2383	1	-5	-5	非流动负债合计	5861	5661	5461	5261
其他	-2487	7	2	3	负债总计	12759	11372	10999	10508
投资活动现金流	-772	-390	-452	-402	实收资本	1021	1067	1067	1067
债权募资	-59	-1068	-667	-598	归属于母公司所有者权益	4269	4789	5455	6328
股权募资	18	35	0	0	少数股东权益	298	435	631	884
其他	-603	-227	-180	-150	负债和所有者权益合计	17326	16595	17085	17719
融资活动现金流	-644	-1259	-848	-747					
现金净流量	-560	-703	200	200					

备注: (1) 表中计算估值指标的收盘价日期为 08 月 13 日; (2) 以上各表均为简表

资料来源: 公司年报 (2020), 海通证券研究所

信息披露

分析师声明

杜威 汽车行业
王猛 汽车行业
郑蕾 汽车行业
曹雅倩 汽车行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司： 均胜电子,继峰股份,岱美股份,华域汽车,新泉股份,华安鑫创,星宇股份,银轮股份,福耀玻璃,腾龙股份,泉峰汽车,华阳集团,宁波高发,长安汽车,禾赛科技,精锻科技,克来机电,爱柯迪,吉利汽车,浙江仙通,比亚迪,敏实集团,重塑股份

投资评级说明

	类别	评级	说明
1. 投资评级的比较和评级标准: 以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准,报告发布日后6个月内的公司股价(或行业指数)的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅;	股票投资评级	优于大市	预期个股相对基准指数涨幅在10%以上;
		中性	预期个股相对基准指数涨幅介于-10%与10%之间;
		弱于大市	预期个股相对基准指数涨幅低于-10%及以下;
		无评级	对于个股未来6个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
2. 市场基准指数的比较标准: A股市场以海通综指为基准;香港市场以恒生指数为基准;美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平10%以上;
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与10%之间;
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平-10%以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并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。

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。

市场有风险,投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考,不构成投资建议,也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下,海通证券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并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送,未经海通证券研究所书面授权,本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品,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。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。如欲引用或转载本文内容,务必联络海通证券研究所并获得许可,并需注明出处为海通证券研究所,且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可,海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。