



整合效果显现 2021 年利润释放可期

——继峰股份 (603997.SH) 2020 年年报点评 汽车/汽车零部件

事件:

2020 年度报告: 2020 年全年营业收入 157.32 亿元, 同比增长-12.6%, 归母净利润-2.58 亿元, 同比增长-186.7%。2020 年 4 季度营业收入 47.38 亿元, 同比增长 5.49%, 归母净利润 0.36 亿元, 同比增长-57.62%, 扣非归母净利润 1.03 亿元, 同比增长 36.25%。

格拉默 2021 年及一季度业绩指引: 预计 2021 年营业收入恢复至约 18 亿欧元, 同比增长 5.88%, 经营性息税前利润约为 6500 万欧元 (2020 年为-1170 万欧元); 2021 年一季度营业收入预计为 4.9 亿欧元, 同比增长约 8%, 经营性息税前利润为 2200 万欧元 (2020 年一季度为 40 万欧元)。

投资摘要:

经营恢复正常, 整合效果显现。2020 年上半年, 受海外疫情影响, 公司实现营业收入 66.71 亿元, 同比增长-26.7%, 归母净利-3.57 亿元, 同比增长-331.5%。2020 年下半年以来, 公司经营逐步恢复正常, 整合效果显现, Q3/Q4 分别实现营业收入 43.23 亿元/47.38 亿元, 同比分别增长-1.98%/5.49%, 格拉默经营性 EBIT margin 分别为 4.9%/6.83%, 同比分别提升 3.1pct/3.23pct, 盈利能力改善效果显著。公司 Q4 归母净利为 0.36 亿元, 同比增长-57.62%, 扣非归母净利 1.03 亿元, 同比增长 36.25%, 主因计提重组费用、存货、合同资产、应收账款、其他应收款、应收票据等减持损失所致。2021 年一季度, 格拉默预计营业收入为 4.9 亿欧元, 同比增长约 8%, 经营性 EBIT margin 为 4.49%, 同比提升 4.39pct, 2021 年轻装上阵, 利润稳步释放, 一季度指引符合市场预期。

整合顺利推进, 2021 利润释放可期。格拉默 2019 年营收约为 160 亿元, 但因原材料自制率低、管理不善等原因, 净利率仅为 2%, 低于行业平均水平, 继峰股份与格拉默同业竞争合作 20 年, 深刻洞悉格拉默“国企病”的根源, 2020 年初开始推进对格拉默的整合, 力争在 2025 年之前使格拉默净利率达到 5%, 继峰对格拉默的整合措施如下:

- ◆ **整合的机制保障:** 调整格拉默监事会成员, 更换 CEO、CFO、COO, 增强对格拉默的影响力, 并与管理层及工会达成一致意见后开启整合措施;
- ◆ **整合措施顺利推进:** 2020 年格拉默正式员工裁员 712 人, 临时员工裁员 182 人, 关闭低效工厂 5 座 (中国 1 座、美国 1 座、德国 3 座), 其他如降低管理费用、优化财务和税费结构、优化物流和仓储等措施同步推行;
- ◆ **联合采购落地:** 公司与格拉默签订联合采购协议, 将在模具、支杆、泡沫发泡料等生产资料和物料上的优势赋能给格拉默, 大大降低公司和格拉默的采购成本, 提高双方毛利率水平。

联合开拓中国市场, 提升市场份额。乘用车方面: 继峰头枕产品国内市占率达 25%, 在引入格拉默中控产品后单车价值量提升 160%, 营收有望大幅增长。商用车方面, 格拉默是全球商用车座椅龙头, 产品受卡车司机普遍好评, 降本后产品力凸显, 2019-2020 年在国内的市场份额由 4.1% 提升至 6.1%, 当前在手订单充裕, 2021 年有望完成 15% 的市占率目标。

投资建议:

我们预测公司 2021-2023 年营收为 177.17 亿元、192.15 亿元、203.71 亿元, 归属于上市公司股东净利润分别为 5.21 亿元、7.33 亿元和 8.27 亿元, 每股收益分别为 0.51 元、0.72 元和 0.81 元。维持 2021 年目标价 10.6 元, 维持“买入”评级。

评级

买入 (维持)

2021 年 04 月 06 日

曹旭特

分析师

SAC 执业证书编号: S1660519040001

郭涛

研究助理

SAC 执业证书编号: S1660120080029

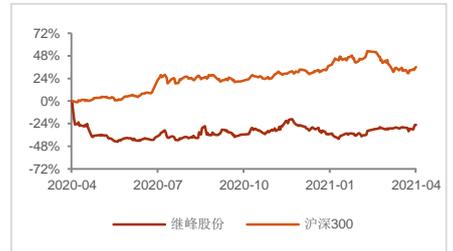
guotao@shgsec.com

交易数据

时间 2021.04.06

总市值/流通市值 (亿元)	86.8/66.35
总股本 (万股)	102,121.82
资产负债率 (%)	73.64
每股净资产 (元)	4.2
收盘价 (元)	8.5
一年内最低价/最高价 (元)	6.6/12.45

公司股价表现走势图



资料来源: 申港证券研究所

相关报告

- 1、《继峰股份公司深度研究: 海外并购整合 这次不一样》2021-01-17

风险提示:

海外疫情控制不及预期、新冠疫苗效果不及预期、公司整合效果不及预期、汇兑风险。

财务指标预测

指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	18,001.26	15,732.75	17,716.86	19,215.45	20,371.30
增长率(%)	736.74%	-12.60%	12.61%	8.46%	6.02%
归母净利润(百万)	297.70	-258.23	521.03	733.90	827.26
增长率(%)	-1.55%	-186.74%	-301.77%	40.86%	12.72%
净资产收益率(%)	6.58%	-6.05%	11.60%	15.17%	15.91%
每股收益(元)	0.29	-0.26	0.51	0.72	0.81
PE	30.17	-33.65	17.15	12.18	10.80
PB	1.98	2.09	1.99	1.85	1.72

资料来源: 公司财报、申港证券研究所

表1: 公司盈利预测表

利润表		单位:百万元					资产负债表					单位:百万元					
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E		2019A	2020A	2021E	2022E	2023E		2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	18001	15733	17717	19215	20371	流动资产合计	7176	6700	7266	7842	8294						
营业成本	15197	13598	14689	15743	16626	货币资金	2051	1503	1772	1922	2037						
营业税金及附加	44	43	49	53	56	应收账款	2140	2338	2633	2856	3027						
营业费用	392	381	390	404	428	其他应收款	43	51	58	63	67						
管理费用	1370	1282	1205	1249	1283	预付款项	46	54	88	94	100						
研发费用	269	256	288	327	346	存货	1891	1504	1624	1741	1838						
财务费用	233	351	260	230	220	其他流动资产	303	230	259	281	298						
资产减值损失	(21)	(155)	20	50	100	非流动资产合计	10389	10626	10533	9894	9219						
公允价值变动收益	0	(0)	0	(0)	(0)	长期股权投资	5	7	12	13	13						
投资净收益	1	3	3	3	3	固定资产	3362	3811	3360	2903	2442						
营业利润	520	(331)	830	1173	1325	无形资产	1744	1732	1604	1485	1374						
营业外收入	18	4	5	5	5	商誉	2813	2888	2880	2880	2880						
营业外支出	2	10	2	5	8	其他非流动资产	793	743	837	907	962						
利润总额	537	(338)	833	1173	1322	资产总计	17566	17326	17799	17735	17513						
所得税	175	3	200	282	317	流动负债合计	7039	6898	7029	6429	5667						
净利润	362	(340)	633	892	1005	短期借款	2472	2476	2446	1740	904						
少数股东损益	64	(82)	112	158	178	应付账款	2743	2381	2537	2719	2872						
归属母公司净利润	298	(258)	521	734	827	预收款项	6	0	0	0	0						
EBITDA	2952	2252	1694	2000	2134	一年内到期的非流动	797	411	840	756	680						
EPS (元)	0.29	(0.26)	0.51	0.72	0.81	非流动负债合计	5608	5861	6257	5901	5900						
主要财务比率						长期借款	1773	2138	2138	2138	2138						
						应付债券	1134	1158	1155	795	791						
成长能力						负债合计	12646	12759	13287	12329	11567						
营业收入增长	736.7%	-12.6%	12.6%	8.5%	6.0%	少数股东权益	393	298	410	567	745						
营业利润增长	36.4%	-163.7%	-350.4%	41.4%	13.0%	实收资本(或股本)	1024	1021	1021	1021	1021						
归属于母公司净利润增长	-1.6%	-186.7%	-301.8%	40.9%	12.7%	资本公积	2661	2855	2855	2855	2855						
获利能力						未分配利润	784	354	519	751	1013						
毛利率(%)	15.6%	13.6%	17.1%	18.1%	18.4%	归属母公司股东权益	4526	4269	4493	4839	5201						
净利率(%)	2.0%	-2.2%	3.6%	4.6%	4.9%	负债和所有者权益	17566	17326	17799	17735	17513						
总资产净利润(%)	1.7%	-1.5%	2.9%	4.1%	4.7%	现金流量表						单位:百万元					
ROE(%)	6.6%	-6.0%	11.6%	15.2%	15.9%	经营活动现金流	1169	810	848	1654	1850						
偿债能力						净利润	362	(340)	633	892	1005						
资产负债率(%)	72.0%	73.6%	74.6%	69.5%	66.0%	折旧摊销	598	653	604	597	589						
流动比率	1.02	0.97	1.03	1.22	1.46	财务费用	233	351	260	230	220						
速动比率	0.75	0.75	0.80	0.95	1.14	应付账款减少	(1613)	(198)	(295)	(223)	(172)						
营运能力						预收账款增加	(8)	(6)	0	0	0						
总资产周转率	1.79	0.90	1.01	1.08	1.16	投资活动现金流	(1501)	(772)	(32)	(129)	(136)						
应收账款周转率	13.50	7.03	7.13	7.00	6.93	公允价值变动收益	0	(0)	0	(0)	(0)						
应付账款周转率	11.73	6.14	7.20	7.31	7.29	长期股权投资减少	(5)	(2)	(5)	(1)	0						
每股指标(元)						投资收益	1	3	3	3	3						
每股收益(最新摊薄)	0.29	-0.26	0.51	0.72	0.81	筹资活动现金流	36	(644)	(547)	(1375)	(1598)						
每股净现金流(最新摊薄)	-0.29	-0.59	0.26	0.15	0.11	应付债券增加	1134	24	(3)	(360)	(4)						
每股净资产(最新摊薄)	4.42	4.18	4.40	4.74	5.09	长期借款增加	1773	364	0	0	0						
估值比率						普通股增加	384	(2)	0	0	0						
P/E	30.17	-33.65	17.15	12.18	10.80	资本公积增加	2401	194	0	0	0						
P/B	1.98	2.09	1.99	1.85	1.72	现金净增加额	(296)	(606)	268	150	116						
EV/EBITDA	4.43	6.05	8.12	6.22	5.35												

资料来源: 公司财报, 申港证券研究所

分析师简介

郭涛，上海交通大学硕士，曾就职于上海汽车集团股份有限公司技术中心，2020年8月加入申港证券。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由申港证券股份有限公司研究所撰写，申港证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我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，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。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为申港证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供申港证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

申港证券行业评级体系：增持、中性、减持

增持	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 5% 以上
中性	报告日后的 6 个月内，相对于市场基准指数收益率介于 -5%~+5% 之间
减持	报告日后的 6 个月内，相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上

市场基准指数为沪深 300 指数

申港证券公司评级体系：买入、增持、中性、减持

买入	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 15% 以上
增持	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间
中性	报告日后的 6 个月内，相对于市场基准指数收益率介于 -5%~+5% 之间
减持	报告日后的 6 个月内，相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上