

投资评级：推荐（首次）

分析师

曲小溪 010-88366060-8712

Email:quxx@cgws.com

执业证书编号:S1070514090001

联系人（研究助理）：

李金锦 010-88366060-8862

Email:lijinjin@cgws.com

从业证书编号:S0100115050019

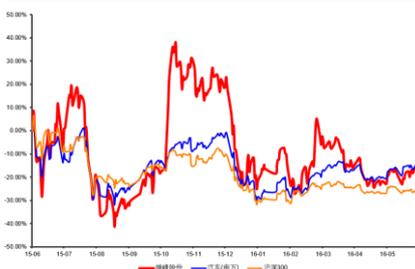
市场数据

目前股价	19.36
总市值（亿元）	81.31
流通市值（亿元）	22.07
总股本（万股）	42,000
流通股本（万股）	11,400
12个月最高/最低	33.33/13.37

盈利预测

	2016E	2017E	2018E
营业收入	1,239	1,470	1,720
(+/-%)	18.3%	18.6%	17.0%
净利润	203.1	238.3	275.9
(+/-%)	15%	17%	16%
摊薄 EPS	0.48	0.57	0.66
PE	38.57	32.87	28.39

股价表现



数据来源：贝格数据

相关报告

座椅头枕制造龙头，具外延并购预期

——继峰股份（603997）公司调研简报

投资建议

公司是汽车座椅头枕、扶手制造龙头企业，未来业绩增长依赖对国际市场和国内中低端乘用车市场的开拓。我们预计，公司 2016-2018 年将实现 EPS 分别为 0.48 元、0.57 元和 0.66 元，对应 PE 分别 38X、33X 和 28X，首次覆盖，给予推荐评级。

投资要点

- 近期，我们对继峰股份进行调研，与公司管理层进行交流，要点如下。
- **公司是座椅头枕、扶手龙头企业：**公司主业包括三大类产品，头枕（2015 年收入占比 51.5%）、座椅扶手（收入占比 28.8%）、支杆（收入占比 10.2%）。公司产品主要配套乘用车，起步于车企的二级供应商，主要供应李尔、江森和佛吉亚等国际零部件企业。但随着车企采购模式的转变，整车企业对座椅开始采用分开发包的形式，即直接对头枕类供应商直接发布。目前公司为一汽大众直接供货，成为其一级供应商。这种模式将有利于培育公司与整车企业关系，且对公司产品盈利能力有所保障。
- **公司布局头枕等产品全产业链生产，毛利率较高：**头枕由支杆、泡沫、织物和骨架构成，涉及金属加工、注塑、发泡、缝纫等多项工艺。公司从成立之初，20 年来专注于头枕等产品的研发和制造。目前公司基本实现全流程生产，产品毛利率较高，2015 年头枕毛利率接近 37%，属于行业较高水平。
- **业务增长点在于对国际市场和国内市场中低端市场的开拓：**公司目前主要业务集中在国内市场，国内收入占比 85% 以上。公司目前积极布局国际市场，已经在欧洲设立研发中心，并积极布局工厂建设。公司布局国际市场的意义在于，一方面拓展国外配套市场份额，另一方面，由于头枕、座椅扶手均属于非标产品，新的车型都涉及到头枕等的重新设计。因此，国内合资品牌车企在新型头枕选择和采购上都由外方统一规定和发包。公司开拓国际市场同样有利于国内市场份额的提升。另外，公司目前产品集中在中高端车型上，未来将加大的对紧凑型车产品配套比例。
- **大股东持股比例高，具备外延并购预期：**公司一季报前 10 名股东中的宁波继弘投资有限公司与 WING SING INTERNATIONAL CO.,LTD 均为公司实际控制人王义平、郇碧峰夫妇及其子王继民控制的企业，实际控制人控股比例 72.85%。
- **风险提示：**国内汽车市场销售情况低于预期。

附：盈利预测表

利润表 (百万)	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E	主要财务指标	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入	1,018	1,048	1,239	1,470	1,720	成长性					
营业成本	627	669	794	945	1,108	营业收入增长	35.63%	2.96%	18.25%	18.61%	16.98%
销售费用	23	26	27	32	38	营业成本增长	40.58%	6.70%	18.71%	19.03%	17.22%
管理费用	116	156	174	206	241	营业利润增长	10.82%	-17.33%	20.27%	17.87%	16.32%
财务费用	6	-1	6	4	4	利润总额增长	10.72%	-13.50%	15.62%	17.13%	15.74%
投资净收益	1	7	5	5	5	净利润增长	9.60%	-12.54%	15.16%	17.33%	15.76%
营业利润	233	193	232	273	318	盈利能力					
营业外收支	9	16	10	10	10	毛利率	38.41%	36.17%	35.93%	35.70%	35.57%
利润总额	242	209	242	283	328	销售净利率	19.81%	16.83%	16.39%	16.21%	16.04%
所得税	38	32	37	43	50	ROE	25.68%	13.19%	13.18%	13.38%	13.40%
少数股东损益	2	1	1	2	2	ROIC	27.78%	17.01%	17.68%	18.51%	18.47%
净利润	202	176	203	238	276	营运效率					
资产负债表					(百万)	销售费用/营业收入	2.22%	2.44%	2.20%	2.20%	2.20%
流动资产	575	1016	1342	1501	1772	管理费用/营业收入	11.39%	14.92%	14.00%	14.00%	14.00%
货币资金	56	253	594	612	731	财务费用/营业收入	0.59%	-0.13%	0.46%	0.29%	0.21%
应收账款	258	295	316	375	439	投资收益/营业利润	0.26%	3.50%	2.16%	1.83%	1.57%
应收票据	64	103	104	124	145	所得税/利润总额	15.60%	15.23%	15.47%	15.20%	15.30%
存货	180	204	242	288	338	应收账款周转率	3.68	3.43	3.58	3.61	3.73
非流动资产	494	541	621	751	812	存货周转率	3.26	3.00	2.99	3.02	2.70
固定资产	417	436	519	653	717	流动资产周转率	1.28	0.89	0.87	0.90	0.94
资产总计	1069	1558	1963	2253	2584	总资产周转率	0.78	0.60	0.59	0.61	0.63
流动负债	280	220	421	471	525	偿债能力					
短期借款	95	0	160	160	160	资产负债率	0.27	0.14	0.22	0.21	0.20
应付款项	144	176	209	249	292	流动比率	2.05	4.62	3.19	3.19	3.38
非流动负债	4	1	1	1	1	速动比率	1.41	3.69	2.61	2.58	2.73
长期借款	0	0	0	0	0	每股指标 (元)					
负债合计	284	221	422	472	526	EPS	0.56	0.42	0.48	0.57	0.66
股东权益	785	1337	1542	1782	2059	每股净资产	2.18	3.18	3.67	4.24	4.90
股本	360	420	420	420	420	每股经营现金流	0.39	0.37	0.71	0.46	0.56
留存收益	422	914	1117	1356	1632	每股经营现金/EPS	0.70	0.87	1.47	0.82	0.85
少数股东权益	3	3	4	6	8	估值	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
负债和权益总计	1069	1558	1963	2253	2584	PE	33.30	44.41	38.57	32.87	28.39
现金流量表					(百万)	PEG	4.09	2.76	2.33	2.09	-
经营活动现金流	141	154	298	194	235	PB	8.55	5.86	5.08	4.40	3.80
其中营运资本减少	(73)	(209)	56	(91)	(98)	EV/EBITDA	25.02	33.17	28.55	24.42	20.94
投资活动现金流	(155)	(236)	(117)	(176)	(116)	EV/SALES	6.69	7.47	6.45	5.44	4.65
其中资本支出	(157)	(94)	(117)	(176)	(116)	EV/IC	7.70	6.86	6.80	5.67	5.05
融资活动现金流	(9)	279	160	0	0	ROIC/WACC	3.04	1.86	1.94	2.03	2.02
净现金总变化	(26)	199	341	19	119	REP	2.53	3.68	3.51	2.80	2.50

研究员介绍及承诺

曲小溪: 机械行业分析师, 2014 年加入长城证券。

李金锦: 汽车行业分析师, 2009-2015 年就职于国家信息中心, 2015 年加入长城证券。

本人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, 在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则, 独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点, 不曾因, 不因, 也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

免责声明

长城证券股份有限公司(以下简称长城证券)具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。本报告由长城证券向其机构或个人客户(以下简称客户)提供, 除非另有说明, 所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布, 亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据, 不得用于未经允许的任何其它任何用途。如引用、刊发, 需注明出处为长城证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息, 但本公司不保证信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用, 并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向他人作出邀请。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。长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易, 或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系, 并无需事先或在获得业务关系后通知客户。长城证券版权所有并保留一切权利。

长城证券投资评级说明

公司评级: 强烈推荐——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅 15%以上;
推荐——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 5%~15%之间;
中性——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于-5%~5%之间;
回避——预期未来 6 个月内股价相对行业指数跌幅 5%以上。

行业评级: 推荐——预期未来 6 个月内行业整体表现战胜市场;
中性——预期未来 6 个月内行业整体表现与市场同步;
回避——预期未来 6 个月内行业整体表现弱于市场。

长城证券销售交易部**深圳联系人**

刘 璇: 0755-83516231, 18938029743, liux@cgws.com
李双红: 0755-83699629, 18017465727, lishuanghong@cgws.com
黄永泉: 0755-83699629, 13544440001, huangyq@cgws.com
李小音: 0755-83516187, 18562591899, lixiaoyin@cgws.com
吴林蔓: 075583515203, 13418560821, wulinman@cgws.com

北京联系人

赵 东: 010-88366060-8730, 13701166983, zhaodong@cgws.com
王 媛: 010-88366060-8807, 18600345118, wyuan@cgws.com
李珊珊: 010-88366060-1133, 18616891195, liss@cgws.com
张羲子: 010-88366060-8013, 18511539880, zhangxizi@cgws.com
申 涛: 010-88366060-8777, 15801188620, shentao@cgws.com
杨徐超: 010-88366060-8795, 18611594300, yangxuchao@cgws.com

上海联系人

谢彦蔚: 021-61680314, 18602109861, xieyw@cgws.com
徐佳琳: 021-61680673, 13795367644, xujl@cgws.com
王 一: 021-61683504, 13761867866, wangy@cgws.com

长城证券研究所

深圳办公地址: 深圳市福田区深南大道 6008 号特区报业大厦 17 层
邮编: 518034 传真: 86-755-83516207
北京办公地址: 北京市西城区西直门外大街 112 号阳光大厦 8 层
邮编: 100044 传真: 86-10-88366686
上海办公地址: 上海市民生路 1399 号太平大厦 3 楼
邮编: 200135 传真: 021-61680357
网址: <http://www.cgws.com>