



603997.SH

买入

原评级: 买入

市场价格: 人民币 7.71

板块评级: 强于大市

股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	3.2	(17.0)	(4.7)	(27.2)
相对上证指数	(14.7)	(11.4)	(3.5)	(19.9)

发行股数(百万)	639
流通股(%)	99
总市值(人民币 百万)	4,930
3个月日均交易额(人民币 百万)	56
净负债比率(%) (2019E)	净现金
主要股东(%)	
宁波继弘投资有限公司	52

资料来源: 公司公告, 聚源, 中银国际证券
以2019年5月30日收市价为标准

相关研究报告

《继峰股份—短期费用拖累业绩, 收购格拉默前景光明》 20190314

《汽车行业2019年年度策略—春华秋实, 静待转机》 20190102

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

汽车: 汽车零部件

朱朋

(8621)20328314

peng.zhu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300517060001

*魏敏为本报告重要贡献者

继峰股份

国内座椅头枕龙头, 内生外延前景可期

公司是国内乘用车座椅头枕及扶手龙头企业, 为安道拓、李尔、大众、吉利等国内外知名汽车座椅与整车厂商配套。公司拟收购全球领先的车辆座椅内饰供应商格拉默, 有望与其在成本端、产品端、销售端等多方面形成良好的协同效应, 拓展全球业务布局, 同时产品单车价值量大幅提升, 打开新的成长空间。暂不考虑收购格拉默影响, 我们预计公司2019-2021年每股收益分别为0.54元、0.63元和0.75元, 维持买入评级。

支撑评级的要点

- **头枕扶手绑定国内优质客户, 有望持续快速增长。**公司是国内乘用车座椅头枕及扶手领域龙头企业。一汽大众是公司第一大客户, 2017年业务占比约30%。一汽大众开启SUV新品周期, 公司为探歌、探岳等多款新车型配套, 有望持续受益。日系车企近年来销量表现出色, 产品线逐渐补齐, 销量有望持续增长。公司获得本田、丰田、日产等多家订单, 并与广汽零部件成立合资企业广州华峰, 有望持续受益日系销量增长。自主车企近年来头部化趋势明显, 公司客户已有长城、吉利、广汽等自主品牌车企, 并拓展比亚迪等新客户, 未来在自主品牌的市场份额有望持续扩大。
- **海外业务推进顺利, 斩获多款车型订单。**公司2014年成立德国继峰作为公司在欧洲的研发和商务平台, 并成立捷克继峰作为生产基地, 目前已获得德国大众、宝马、戴姆勒、捷豹路虎、保时捷等多款车型订单, 成功进入高端市场。2018年德国继峰合并营业收入为2.2亿元, 同比增长132%。随着海外订单逐渐放量, 德国继峰2020年有望实现扭亏为盈, 欧洲市场未来将成为重要增长点。宁波继峰的研发团队也与美国福特、通用主机厂进行直接同步设计, 继峰美国分公司也于2017年12月成立, 未来公司也将在美国市场进行本地化同步设计和配套, 有望成功打开美国市场。
- **拟收购德国格拉默, 拓展全球化战略布局。**继峰投资2018年9月完成收购格拉默84.23%股权, 公司近期计划以发行可转换债券、股份及支付现金相结合的方式, 购买继峰投资100%股权。格拉默是全球领先的车辆座椅内饰细分行业供应商, 主营乘用车座椅头枕、座椅扶手、中控系统及商用车座椅系统, 有着先进的生产技术与广阔的海外渠道, 整合后有望发挥各自优势, 在成本端(集中采购, 提高格拉默原材料自制率)、产品端(公司在头枕扶手领域领先, 格拉默在商用车领域与乘用车中控技术领先)、销售端(公司主要客户集中国内, 格拉默在欧美)等多方面实现良好的协同发展, 推进公司全球化布局。此外产品单车价值量将大幅提升, 有望打开新的成长空间。

估值

- 暂不考虑收购格拉默影响, 我们预计公司2019-2021年每股收益分别为0.54元、0.63元和0.75元。考虑到公司多个新项目逐渐批产上量, 拟收购格拉默拓展全球业务前景广阔, 维持买入评级。

评级面临的主要风险

- 1) 配套车型销量不及预期。2) 格拉默整合进度不及预期。

投资摘要

年结日: 12月31日	2017	2018	2019E	2020E	2021E
销售收入(人民币 百万)	1,902	2,151	2,474	2,845	3,414
变动(%)	30	13	15	15	20
净利润(人民币 百万)	293	302	345	404	479
全面摊薄每股收益(人民币)	0.458	0.473	0.540	0.631	0.749
变动(%)	17.3	3.3	14.2	16.9	18.6
全面摊薄市盈率(倍)	16.8	16.3	14.3	12.2	10.3
价格/每股现金流量(倍)	18.9	10.7	24.9	18.2	9.2
每股现金流量(人民币)	0.41	0.72	0.31	0.42	0.84
企业价值/息税折旧前利润(倍)	11.4	8.9	8.8	7.6	6.2
每股股息(人民币)	0.283	0.312	0.270	0.316	0.374
股息率(%)	3.7	4.0	3.5	4.1	4.9

资料来源: 公司公告, 中银国际证券预测



目录

继峰股份—国内座椅头枕龙头，业绩稳步增长	6
国内座椅头枕龙头，客户基础良好.....	6
业绩稳步增长，利润率维持高位.....	8
头枕扶手业务快速增长，国内外客户齐头并进	10
国内座椅头枕龙头，综合优势带来份额持续提升.....	10
座椅扶手快速发展，国内外市场空间广阔.....	13
国内市场受益大众新品周期，日系及自主有望成为新的增长点.....	16
欧美市场拓展顺利，有望成为重要推动力.....	21
收购德国巨头格拉默，迈向汽车零部件巨头之路	23
格拉默是全球商用车座椅重要领导者.....	23
收购 TMD，完善产品及北美布局.....	25
大股东完成收购格拉默，拟注入上市公司.....	27
供应链等多渠道协同，整合格拉默前景光明.....	28
业绩预测及投资建议	32
业绩预测.....	32
投资建议.....	33
风险提示	34



图表目录

股价表现.....	1
投资摘要.....	1
图表 1.公司主要产品.....	6
图表 2.公司客户涵盖国内外主流汽车厂商及 T1 供应商.....	6
图表 3.公司股权结构.....	7
图表 4.主要参控股公司.....	7
图表 5.公司营业收入持续增长.....	8
图表 6.公司净利润保持高位.....	8
图表 7.公司毛利率和净利润率.....	8
图表 8.公司三项费用率.....	8
图表 9.头枕和座椅扶手是主要收入来源.....	9
图表 10.主要收入来源（分地区）.....	9
图表 11.汽车座椅头枕及组成.....	10
图表 12.汽车座椅头枕是重要的安全件.....	10
图表 13.汽车座椅头枕国内市场空间测算.....	11
图表 14.汽车座椅头枕供货趋势.....	11
图表 15.汽车座椅头枕主要竞争者.....	11
图表 16.汽车座椅头枕产业链.....	12
图表 17.公司头枕支杆技术出众.....	13
图表 18.PIP 工艺与传统工艺对比.....	13
图表 19.头枕业务历年收入及增速.....	13
图表 20.头枕业务历年销量及增速.....	13
图表 21.汽车座椅扶手.....	14
图表 22.后排扶手渗透率提升.....	14
图表 23.座椅扶手市场空间.....	15
图表 24.座椅扶手产业链.....	15
图表 25.扶手业务历年收入及增速.....	16
图表 26.扶手业务历年销量及增速.....	16
图表 27.汽车座椅扶手配套企业及车型.....	16
图表 28.德系和日系市场份额快速提升.....	17
图表 29.一汽大众迎来 SUV 新品周期.....	17
图表 30.大众探歌.....	18



图表 31.大众探岳	18
图表 32.一汽大众产能规划	18
图表 33.公司头枕产品在一汽大众的配套市场份额情况	18
图表 34.2018 年日系车企销量表现出色	19
图表 35.本田在华产品线	19
图表 36.丰田在华产品线	19
图表 37.日产在华产品线	20
图表 38.紧凑型 SUV 销量占比 27.6%	20
图表 39.一汽丰田 RAV4	20
图表 40.东风本田 CR-V	20
图表 41.吉利等 5 家主要自主品牌销量	21
图表 42.吉利等 5 家主要自主品牌集中度提升	21
图表 43.欧洲配套车企及车型大幅增加	22
图表 44.德国继峰配套保时捷 Mission E	22
图表 45.德国继峰配套宝马 8 系	22
图表 46.继峰销售网络遍布全球	22
图表 47.格拉默主要产品	23
图表 48.格拉默 2016 年乘用车产品收入占比	23
图表 49.格拉默 2016 年商用车产品收入占比	23
图表 50.格拉默主要客户	24
图表 51.格拉默主要业务地区	24
图表 52.TMD 公司主要产品	25
图表 53.TMD 公司 2017 年产品收入占比	25
图表 54.TMD 公司主要客户	26
图表 55.TMD 公司北美布局情况	26
图表 56.继峰完成收购格拉默	27
图表 57.本次交易的支付对价方式	28
图表 58.格拉默与继峰供应链协同	28
图表 59.销售毛利率对比	29
图表 60.销售净利率对比	29
图表 61.格拉默收入及人事费用占比	29
图表 62.格拉默与继峰主要客户比较	30
图表 63.格拉默 2018 年区域收入占比	30
图表 64.继峰 2018 年区域主营收入占比	30
图表 65.格拉默国内布局	30



图表 66.单车价值量大幅提升	31
图表 67.继峰股份将进入国内汽车零部件上市公司收入前列.....	31
图表 68.继峰股份业绩预测	32
图表 69.格拉默股份业绩预测	32
损益表(人民币 百万).....	35
资产负债表(人民币 百万).....	35
现金流量表(人民币 百万).....	35
主要比率 (%).....	35

继峰股份—国内座椅头枕龙头，业绩稳步增长

国内座椅头枕龙头，客户基础良好

继峰股份成立于1996年，是一家专业设计、生产汽车座椅头枕、扶手的高新技术企业，经过二十多年的发展，公司已经发展成为国内汽车座椅头枕龙头企业。

公司的主营业务为汽车零部件的研发、生产与销售，产品涵盖汽车座椅头枕总成、中间扶手总成、门扶手总成及头枕支杆等四大系列，共200余种产品。

图表 1. 公司主要产品



资料来源：公司官网，中银国际证券

公司主要客户包括安道拓、李尔、佛吉亚等全球知名座椅总成厂商，并配套供应一汽大众、东风日产、神龙汽车、一汽轿车、上海通用及通用汽车、克莱斯勒、长安福特、一汽丰田、东风本田、华晨宝马等国内外知名整车厂商。

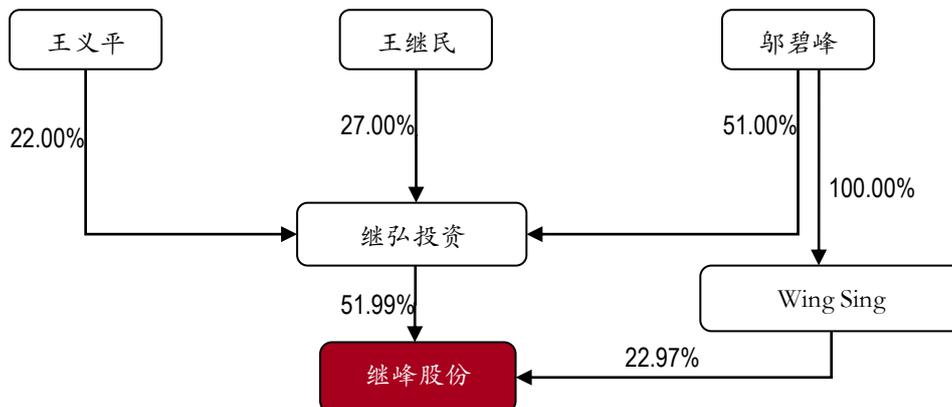
图表 2. 公司客户涵盖国内外主流汽车厂商及 T1 供应商



资料来源：公司官网，中银国际证券

公司前两大股东为继弘投资、Wing Sing，分别持股 51.97%及 22.96%，都是公司实际控制人王义平、邬碧峰夫妇及其子王继民控制的企业。其中邬碧峰、王义平、王继民分别持有继弘投资 51%、22%、27%股权，此外邬碧峰直接持有 Wing Sing 100% 股权。公司实际控制人合计控股比例达 74.96%，为外延并购创造了良好条件。

图表 3.公司股权结构



资料来源：公司公告，中银国际证券

公司目前在国内拥有长春继峰、天津继峰、沈阳继峰、武汉继峰、重庆继峰、成都继峰等多家全资子公司，以及宁波一汽四环继峰、广州华峰、柳州德驰等控股子公司，此外在海外有美国继峰 (Jifeng Auto Parts Co.,Ltd.)、德国继峰 (Jifeng Automotive Interior GmbH)、捷克继峰 (Jifeng Automotive Interior CZ s.r.o.) 等多家全资及控股子公司，实现了国内主要汽车产业基地的就近配套，以及全球领域的产业布局。

图表 4.主要参控股公司

序号	子公司名称	主要经营地	业务性质	直接持股(%)	间接持股(%)
1	长春继峰汽车零部件有限公司	长春市	制造业	100.00	
2	广州继峰汽车零部件有限公司	广州市	制造业	100.00	
3	成都继峰汽车零部件有限公司	成都市	制造业	100.00	
4	武汉继峰汽车零部件有限公司	武汉市	制造业	100.00	
5	沈阳继峰汽车零部件有限公司	沈阳市	制造业	100.00	
6	柳州继峰汽车零部件有限公司	柳州市	制造业	100.00	
7	重庆市合川区华弘企业管理咨询有限公司	重庆市	咨询业	80.00	
8	重庆碧峰汽车零部件有限公司	重庆市	制造业		44.00
9	重庆继峰汽车零部件有限公司	重庆市	制造业		22.44
10	武汉东峻继峰汽车零部件有限公司	武汉市	制造业		52.00
11	天津继峰汽车零部件有限公司	天津市	制造业	100.00	
12	宁波继峰科技有限公司	宁波市	制造业	100.00	
13	宁波一汽四环继峰汽车部件有限公司	宁波市	制造业	55.00	
14	柳州德驰汽车部件制造有限公司	柳州市	制造业	51.00	
15	广州华峰汽车部件有限公司	广州市	制造业	51.00	
16	Jifeng Auto Parts Co.,Ltd.(美国继峰)	美国	制造业	100.00	
17	JifengAutomotive Interior GmbH(德国继峰)	德国	制造业	80.00	
18	JifengAutomotive Interior CZ s.r.o.(捷克继峰)	捷克	制造业		80.00

资料来源：公司公告，中银国际证券

业绩稳步增长，利润率维持高位

公司作为国内座椅头枕龙头供应商，近年来业务发展迅速，与江森自控、李尔、佛吉亚等全球知名座椅厂商，以及一汽大众、华晨宝马、吉利等多家国内外合资与自主整车厂商建立了长期良好合作关系，在国内乘用车座椅头枕细分市场上具有明显的领先优势。

近年来，除 2015 年受国内汽车销量增速放缓等因素影响外，公司收入和利润均保持快速增长态势，2012-2018 年收入年均复合增速为 26.7%，净利润年均复合增速为 13.0%。随着国内客户持续拓展及大众等重点客户新品周期的到来，加上欧洲等海外市场拓展，公司收入和利润有望继续快速增长。

图表 5. 公司营业收入持续增长



资料来源：公司公告，中银国际证券

图表 6. 公司净利润保持高位

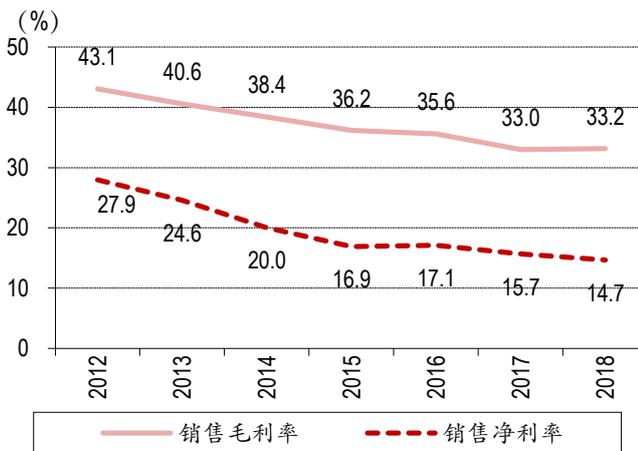


资料来源：公司公告，中银国际证券

毛利率和净利率方面，受产品降价、客户结构变化等因素影响，近年来毛利率及净利率有所下降，但仍保持在较高水平。目前客户结构相对稳定，内部成本管控有力，毛利率已基本稳定。

期间费用率方面，公司销售费用率及财务费用率长期保持在较低水平，管理费用率呈现小幅波动态势。后续随着收入规模的逐渐扩大及股权激励摊销等费用的减少，管理费用率有望逐步下降。

图表 7. 公司毛利率和净利润率



资料来源：公司公告，中银国际证券

图表 8. 公司三项费用率

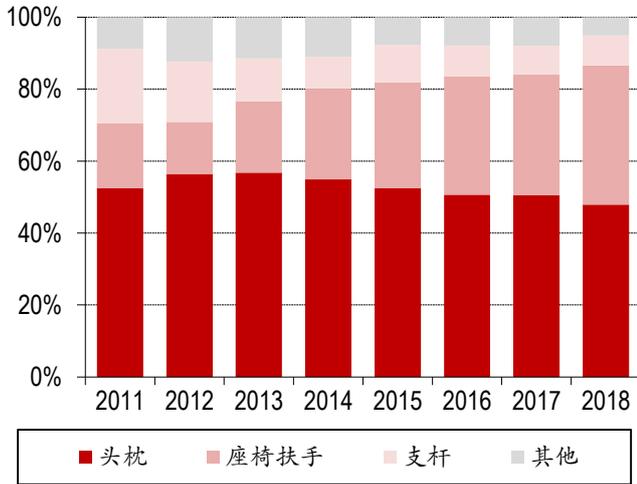


资料来源：公司公告，中银国际证券

从收入结构来看，头枕和座椅扶手是公司主要的收入来源，近年来收入占比维持在 50% 和 30% 左右。支杆等产品单车价值量较小，因此收入占比也相对较小。

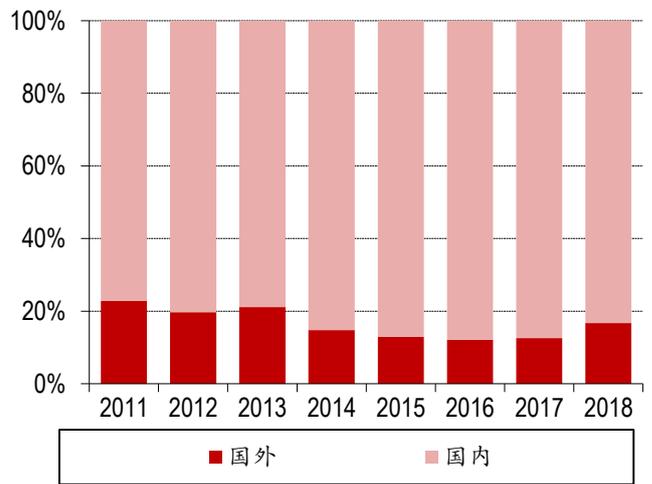
从销售地区来看，国内市场是公司产品的主要销售地区，近年来占比约 80-90%；国外地区收入占比约 10-20%，2018 年实现 52.6% 的高速增长。随着公司在欧美等海外市场的业务拓展，德国继峰的订单逐步放量，公司海外业务收入有望高速增长，占比也将有所提升。

图表 9. 头枕和座椅扶手是主要收入来源



资料来源：公司公告，中银国际证券

图表 10. 主要收入来源（分地区）



资料来源：公司公告，中银国际证券

头枕扶手业务快速增长，国内外客户齐头并进

国内座椅头枕龙头，综合优势带来份额持续提升

汽车座椅是重要的汽车安全件，需要满足整车舒适性和安全性的要求。而座椅头枕是汽车座椅的重要组成部分，直接与乘坐者头部接触，是影响座椅安全性能的核心零部件，具有较高的技术含量。

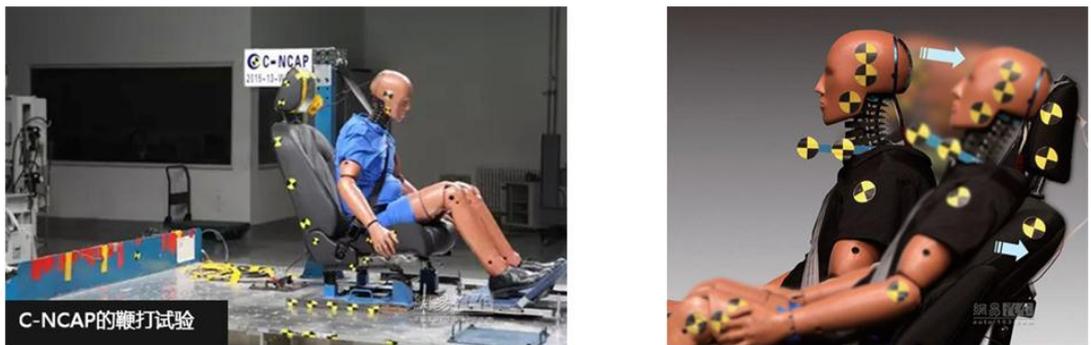
图表 11.汽车座椅头枕及组成



资料来源：公司公告，中银国际证券

汽车头枕是重要的安全配置，在发生交通事故时，可以保护车内驾乘人员的头部与颈部，使其受到伤害最小。汽车在发生激烈碰撞时产生的冲击力很大，驾乘人员的头部会突然后仰，如果没有头枕保护，驾乘人员可能会造成颈部肌肉和骨骼损伤，严重的可能会导致瘫痪甚至死亡。

图表 12.汽车座椅头枕是重要的安全件



资料来源：网易汽车

头枕最开始只是汽车的舒适型配置，只有配置较高的车型才会在后排配备头枕。但随着《汽车座椅固定装置和头枕强度要求及实验方法》的出台，汽车头枕被列入国家强制标准，因此后排座椅上都安装了头枕。由于不同车型座椅设计不同，每辆乘用车配套的头枕数量也不相同，一般乘用车的头枕数量为4个或5个。

座椅头枕按照工艺及材料不同，一般单价在30-200元不等。我们按照平均单价50元，单车头枕4.5个来计算，2020年国内乘用车销量2500万辆，头枕的市场空间约为56.3亿元；而全球乘用车市场约为国内的三倍，欧美等地的头枕产品单价更高，全球市场空间接近300亿元。

图表 13.汽车座椅头枕国内市场空间测算

头枕	2018	2019E	2020E	2025E
乘用车销量 (万辆)	2,371	2,342	2,500	3,000
单车数量 (个)	4.5	4.5	4.5	4.5
单价 (元/个)	50	50	50	50
市场空间 (亿元)	53.3	52.7	56.3	67.5

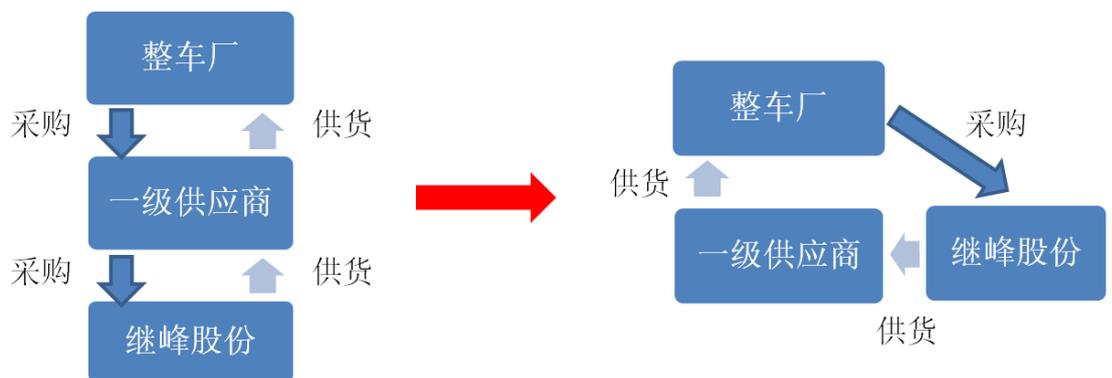
资料来源：公司公告，中银国际证券

供货趋势：由间接采购转向直接采购

与一般汽车零部件不同，座椅头枕有两种供货方式，一种是整车厂直接采购（头枕厂作为一级供应商），另一种是一级供应商直接采购（头枕厂作为二级供应商）。

整车厂向头枕厂直接采购时，整车厂、头枕厂与座椅厂签署配套协议，约定供货、结算及付款方式等内容，但头枕厂先供货给座椅厂组装，后再向整车厂供应座椅总成。一级供应商直接采购相对简单，座椅厂向头枕厂签署采购协议，头枕厂作为二级供应商，将头枕交付给座椅厂，不与整车厂发生直接关系。

图表 14.汽车座椅头枕供货趋势



资料来源：公司公告，中银国际证券

一般整车厂为了方便管理，往往采购零部件总成或子系统，但很多组成零部件的采购成本不透明，造成供应商报价较高。近年来，为了降低采购成本，整车企业逐渐采用分拆报价的模式。在这种趋势下，头枕供货由一级供应商直接采购逐渐向整车厂直接采购转变。

竞争对手

目前国内座椅头枕的供应商主要有两类，一类是汽车座椅一级供应商，另外一类是以继峰为代表的独立头枕供应商。

图表 15.汽车座椅头枕主要竞争者

	代表企业	主要优势	主要劣势
一级供应商	安道拓、李尔、佛吉亚等	资金、技术实力强大	头枕价值量小，非主要聚焦业务
独立供应商	继峰、格拉默等	专业、灵活	资金、技术等综合实力稍弱

资料来源：公司公告，中银国际证券

汽车座椅一级供应商主要有安道拓、李尔、佛吉亚等，其技术、市场等综合实力强大。但对于汽车座椅一级供应商而言，座椅头枕的加工流程繁琐，但单车价值量仅有 200-300 元，远低于单车座椅的 2000-5000 元，因此对于座椅头枕的外包也乐享其成。

独立的头枕供应商主要有公司、格拉默及其它独立的供应商，但除公司和格拉默外，大都规模较小，技术和资金等实力相对较弱。

竞争优势

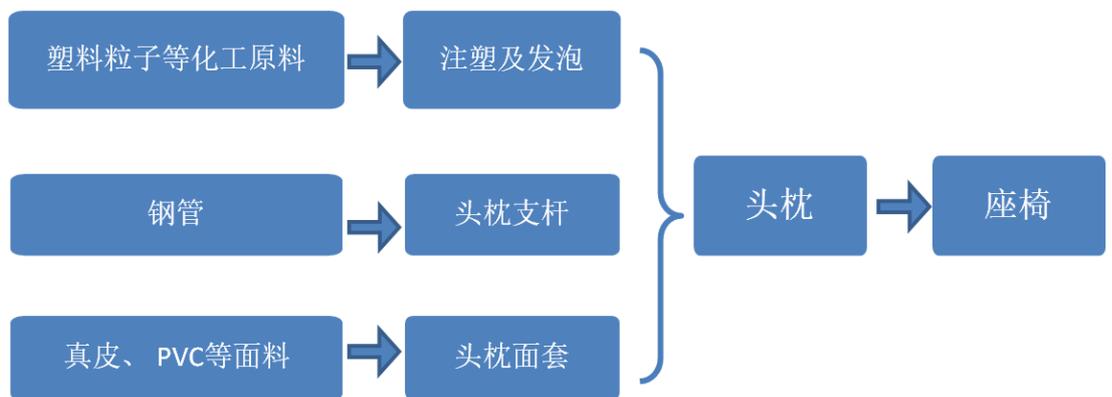
公司深耕座椅头枕二十余年，在产业链整合、技术、规模等方面具有极强的竞争优势。

1) 产业链整合

从产业链来看，座椅头枕主要由头枕支杆、头枕泡沫和头枕面套组成，其中头枕支杆生产所用的原材料主要为钢管，头枕泡沫生产所用的原材料主要为异氰酸酯和聚醚多元醇等化工原料，头枕面套生产所用的原材料主要为真皮、PVC和织物等面料。公司拥有完整的头枕生产链，产品及工具的自制率高，可以获得较高的生产效率和产品质量，同时降低生产成本。

在原材料方面，一般头枕企业从化工企业购买配比完成的发泡材料，而公司直接购买化工原料，自行配比再发泡。一方面可以降低原材料采购成本，另一方面也积累了产品配方等的独特技术优势。在加工环节，公司自行设计和制造头枕支杆、钣金件生产的冲压模具和发泡模具，可以降低模具生产、更换、维修的难度和成本，部分模具成本可以降低50%以上。

图表 16. 汽车座椅头枕产业链



资料来源：公司公告，中银国际证券

2) 技术优势

公司经过多年研发积累，拥有行业领先的头枕支杆槽口加工技术和慢回弹泡沫配方工艺。

在头枕支杆槽口加工方面，公司自主研发了多槽口加工工艺、连续弯曲薄壁加工技术等工艺技术，能够在确保支杆满足安全性能要求的同时，壁厚比普通支杆薄三分之一以上，从而达到轻量化要求。除了配套公司的头枕业务，单独的支杆以优异的品质获得了众多的外部订单，并大量出口到北美、欧洲等地。

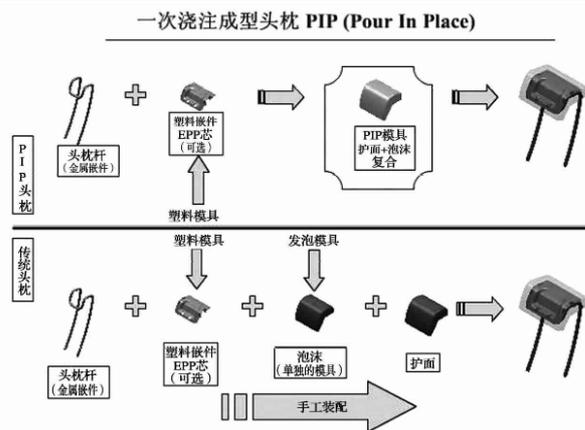
在泡沫配方领域，公司成功研发了慢回弹泡沫配方，可以减少碰撞时乘员头部受到的伤害，并成功为丰田汽车配套。在泡沫生产方面，除了传统方式，公司还具有PIP（表皮一体）发泡工艺，并成功应用于新天籁和奥迪等高档车型的头枕项目。PIP发泡工艺可以提高头枕生产的装配效率，并改善了传统包覆式头枕容易松动、脱落等问题。

图表 17. 公司头枕支杆技术出众



资料来源：公司官网

图表 18. PIP 工艺与传统工艺对比



资料来源：《一体成型(PIP)聚氨酯头枕工艺及技术简介》

3) 规模优势

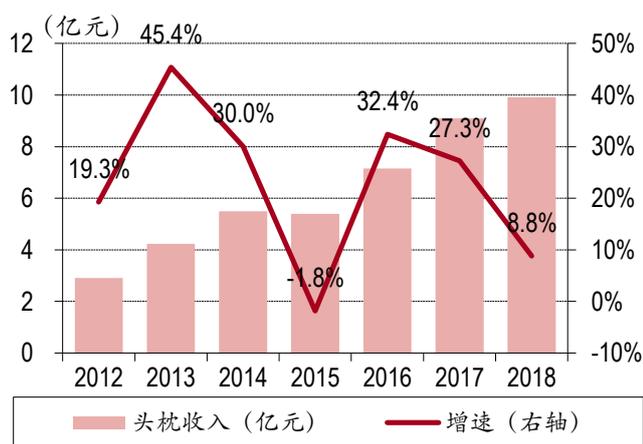
公司是目前国内最大的头枕供应商，2018年销售额近10亿元，而大多数头枕供应商年收入不到1亿元。巨大的规模优势，将为公司带来原材料采购、设备摊销等成本优势，充裕的研发资金也将巩固公司的技术优势。

收入快速增长，份额持续提升

在强大竞争优势以及头枕供货方式逐渐转变的共同作用下，公司头枕业务收入及销量持续快速增长，市场份额也屡创新高。

2012-2018年，公司头枕业务收入年均增长15.8%，销量年均增长17.8%，国内市占率也由2012年10%增长至2018年的18%左右。未来伴随着国内客户开拓及海外业务拓展，头枕业务有望再创佳绩。

图表 19. 头枕业务历年收入及增速



资料来源：万得，中银国际证券

图表 20. 头枕业务历年销量及增速



资料来源：万得，中银国际证券

座椅扶手快速发展，国内外市场空间广阔

汽车座椅扶手包括后排座椅扶手和前排中控扶手。后排座椅中间扶手主要用于中高端乘用车，是重要的功能件，可以安装储物盒、杯托、多媒体控制器等部件。汽车前排中控扶手主要为储物功能，同时可以作为前排乘客的肘部支撑，对舒适性要求较高。

图表 21.汽车座椅扶手

产品名称	产品图片	功能简介
座椅扶手- 后排扶手		通常指汽车后排座椅中间扶手，主要用于中高端型乘用车，既为乘客提供舒适性，也是重要的功能件，储物盒、杯托、多媒体控制器等实用性部件都安装于座椅扶手内。
座椅扶手- 中控扶手		主要为驾驶员的储物功能，以及前排乘客的肘部支撑功能，对安全性要求不高，但对舒适性要求很高，比如为了满足不同身高客户的肘部高度，需要在中控扶手上增加上下或前后的调节功能。

资料来源：公司公告

后排扶手原来只有价格较高的中高级车才会配备，近年来逐步向下渗透，目前市场在售 10 万以上的乘用车，均已配置后排扶手，如哈弗 H6。

图表 22.后排扶手渗透率提升



资料来源：爱卡汽车

前排中控扶手主要是塑料件外加包覆，结构和功能较为简单，因此价格相对便宜，一般单价在 50-150 元左右。后排扶手可以集成的功能和器件较多，使用的材料也不同，因此单价差异也较大，集成功能较多、材质较好的后排扶手单价高达 1000-4000 元，集成功能较少的单价约 150-300 元。

前排中控扶手是一般乘用车的标准配备，而后排座椅扶手配置率越来越高，我们以平均单车 0.7 个进行测算，2018 年扶手的国内市场空间约 74 亿，2025 年有望达到 93 亿元。考虑全球乘用车销量超过 7000 万辆，座椅扶手的全球市场空间有望达到约 350 亿元。

图表 23.座椅扶手市场空间

扶手	2018	2019E	2020E	2025E
汽车销量 (万辆)	2,371	2,342	2,500	3,000
中控扶手 (个/车)	1	1	1	1
单价 (元/个)	100	100	100	100
后排扶手 (个/车)	0.7	0.7	0.7	0.7
单价 (元/个)	300	300	300	300
市场空间 (亿元)	73.5	72.6	77.5	93.0

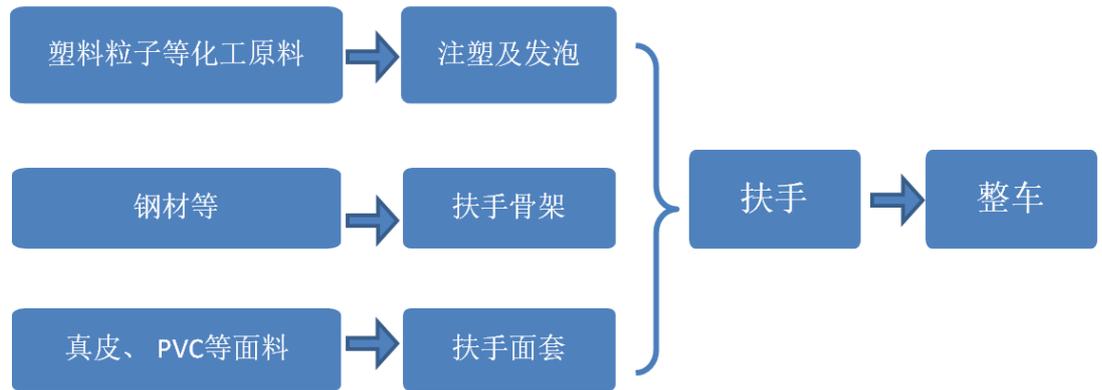
资料来源：公司公告，中银国际证券

市场格局方面，国内扶手的供应商主要有李尔、延锋安道拓、麦格纳、佛吉亚等国际知名厂商以及公司、华安汽车装备有限公司等国内厂商，其中市场份额较高的主要有公司、格拉默、华安汽车装备、座椅一级供应商等，其余规模相对较小。

和头枕类似，公司在扶手领域也积累了产业链一体化等竞争优势。座椅扶手主要由座椅扶手骨架、扶手泡沫和面套组成，主要原材料为 ABS 等塑料粒子、化工原料、面料、钢材等。

在原材料环节，公司拥有先进的发泡工艺和配方技术，可根据客户要求自行配制生产所需的扶手泡沫配方，降低原材料采购成本。在加工环节，公司自主设计和制造座椅扶手骨架、钣金件冲压模具及发泡模具，可以降低模具生产、更换、维修的难度和成本。通过一系列的产业链内部集成，公司在节约成本的同时，提高了生产效率和产品品质。

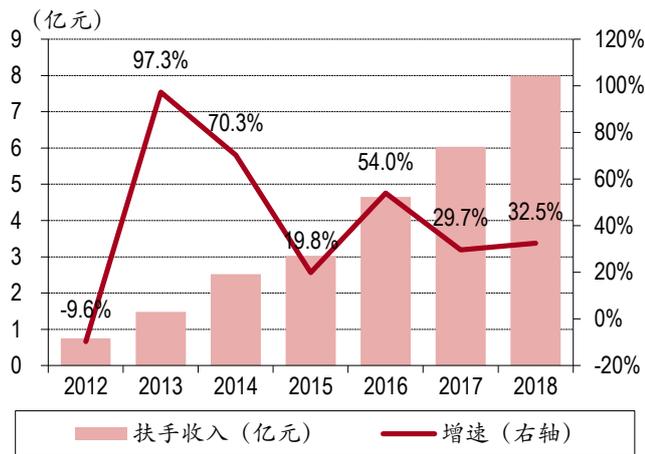
图表 24.座椅扶手产业链



资料来源：公司公告，中银国际证券

在强大的竞争优势下，公司扶手业务收入及销量持续快速增长，市场份额也逐步提升。2012-2018 年，公司扶手业务收入年均增长 46.0%，销量年均增长 44.3%，目前国内市占率约 10%，还有较大的提升空间。未来伴随着国内客户开拓、海外业务拓展以及与格拉默整合后的协同效应，扶手份额有望持续提升。

图表 25. 扶手业务历年收入及增速



资料来源: 万得, 中银国际证券

图表 26. 扶手业务历年销量及增速



资料来源: 万得, 中银国际证券

国内市场受益大众新品周期, 日系及自主有望成为新的增长点

凭借多年积累的综合竞争优势, 公司已经确立了国内汽车座椅头枕龙头的地位, 并发展为国内少数能同时为欧系、美系、日系及自主品牌配套的零部件供应商。

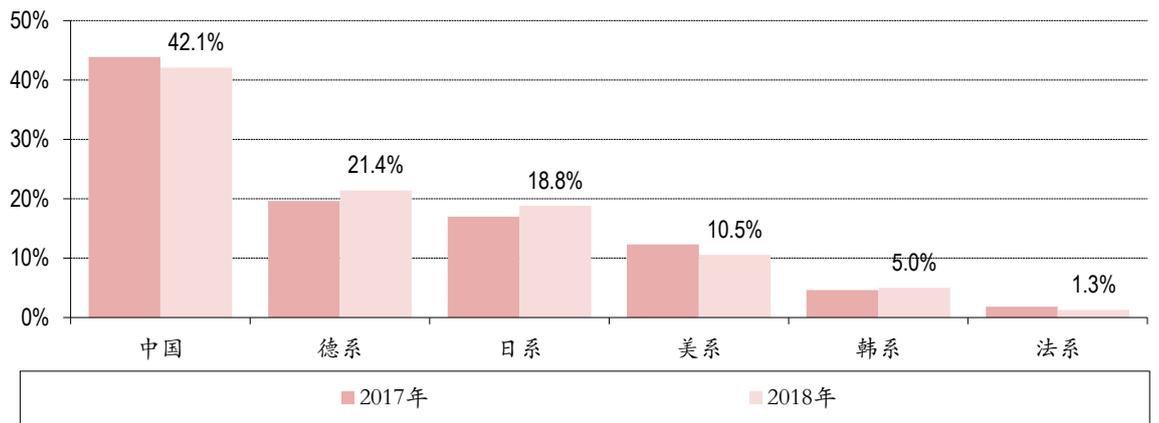
图表 27. 汽车座椅扶手配套企业及车型

产品	车企	配套车型
头枕	宝马	宝马 1 系、2 系、3 系、X1、X3 等
	大众	新宝来、高尔夫、速腾、迈腾、蔚领、探歌、探岳、T-CROSS 等
	奥迪	A3、A4、Q2、Q3、Q5、A6、Q4 等
	标致雪铁龙	C4、C3XR、3008 等
	通用	英朗、科沃兹、GL6、宝骏系列等
	广菲克	自由侠、指南者等
	日产	奇骏、骐达、轩逸、楼兰等
	本田	思域、杰德、凌派等
	丰田	卡罗拉、RAV4
	吉利	博瑞、博越、领克等
	广汽	GS4、GS5、GS8、GM6、GS7、GM8 等
后排扶手	比亚迪	秦、唐、宋、元等
	克莱斯勒	300C
	凯迪拉克	XTS、CT6
	马自达	阿特兹、CX4 等
	大众	新宝来、迈腾、蔚领、速腾、探歌、探岳等
	福特	蒙迪欧、翼博、林肯 MKC、翼虎等
	广菲克	指南者等
	本田	杰德、思铂睿、思域等
	丰田	RAV4、丰田卡罗拉
	长城	哈弗 H6、H7、H9、VV5、VV7 等
	吉利	领克系列、帝豪 GL、远景等
中控扶手	福特	锐界
	吉利	XC60、博越、领克系列等
	英菲尼迪	QS50

资料来源: 公司公告, 中银国际证券

2018 年国内乘用车销售 2371 万辆, 其中自主、德系、日系、美系份额分布为 42.1%、21.4%、18.8% 及 10.5%, 德系和日系份额均较上年提升了 1.8 个百分点。展望未来, 随着大众 SUV 新品周期及日系产品线逐步完善, 德系和日系车型有望继续热销。公司配套德系及日系相关车型较多, 有望持续受益。

图表 28.德系和日系市场份额快速提升



资料来源：中汽协，中银国际证券

受益一汽大众 SUV 新品周期

按照销售收入来计算，一汽大众是公司最大的整车企业客户，2017 年营收占比高达 30%。因此一汽大众的产品和销量情况将对公司的业绩产生重大影响。而一汽大众自 2018 年起迎来 SUV 产品周期，公司有望大幅受益。

2017 年以前，一汽大众没有大众品牌 SUV 车型，上汽大众也仅有途观和斯柯达 Yeti 两款 SUV。2017 年起，上汽大众先后上市途观 L、途昂、斯柯达科迪亚克，率先开启 SUV 新品周期。一汽大众 2018 年上市探歌 T-Roc 和探岳 Tayron，2019 年将上市小型 SUV T-Cross 及捷达品牌车型，迎来持续的 SUV 新品周期。

图表 29.一汽大众迎来 SUV 新品周期

车企	车型	上市时间	车型信息
一汽大众	大众探歌 T-Roc	2018 年	MQB 平台紧凑型 SUV
	大众探岳 Tayron	2018 年	MQB 平台中型 SUV
	大众 T-cross	2019 年	MQB 平台小型 SUV
	捷达 A+SUV	2019 年	DY 品牌 A+级 SUV
	捷达 A SUV	2019 年	DY 品牌 A 级 SUV
	SMV	2020 年	SUV 和 MPV 结合

资料来源：买车网，中银国际证券

目前探歌和探岳已分别于 2018 年 7 月和 10 月上市，并取得了较好的销量成绩，探歌 2018 年销售 4.9 万辆，探岳销售 2.0 万辆。随着产能逐渐爬坡，销量有望继续提升。

图表 30.大众探歌



资料来源：一汽大众官方网站

图表 31.大众探岳



资料来源：一汽大众官方网站

截止 2017 年底，一汽-大众在长春、成都和佛山三大工厂已经合计实现 190 万辆/年产能，2018 年以来奥迪 Q 工厂一期、一汽-大众青岛工厂、佛山工厂二期、天津工厂相继投产，合计投放 105 万辆/年产能，一汽-大众东北、华北、华东、华南、西南五大基地战略布局初步形成，产能扩张将为销量的快速增长提供充分的保障。未来奥迪 Q 工厂的产能将提升至 30 万辆/年，2020 年一汽-大众总产能也将达到 310 万辆/年。

图表 32.一汽大众产能规划

工厂	计划产能	投产时间	生产车型
长春基地	100 万辆/年	1991 年	新宝来、迈腾、CC(Arteon)、蔚领，奥迪 A4L、A6L、Q3、Q5
长春奥迪 Q 工厂	30 万辆/年（一期 15 万辆/年）	2018 年 3 月	全新奥迪 Q5L 及衍生车型
佛山基地	一期 30 万辆/年	2013 年 9 月	高尔夫家族和奥迪 A3 家族
	二期 30 万辆/年	2018 年 6 月	大众 T-ROC、奥迪 Q2L
成都基地	60 万辆/年	2011 年	速腾和捷达全系、DY 项目
天津基地	30 万辆/年	2018 年 8 月	Tayron
青岛基地	30 万辆/年	2018 年 5 月	新宝来，新宝来 BEV
合计		310 万辆/年	

资料来源：Marklines，中银国际证券 注：本表统计产能为截至 2020 年底计划产能

一汽大众新车陆续上市，产能快速增加，销量有望快速增长。公司在一汽大众的头枕等产品市场份额高达 50-60%，SUV 等新车大都有配套产品，因此一汽大众产销量的快速增长将为公司带来持续的业绩增量。此外部分车型配套产品增加也将带来业绩增量，如新速腾换代后，公司由配套头枕到头枕扶手全配。

图表 33.公司头枕产品在一汽大众的配套市场份额情况

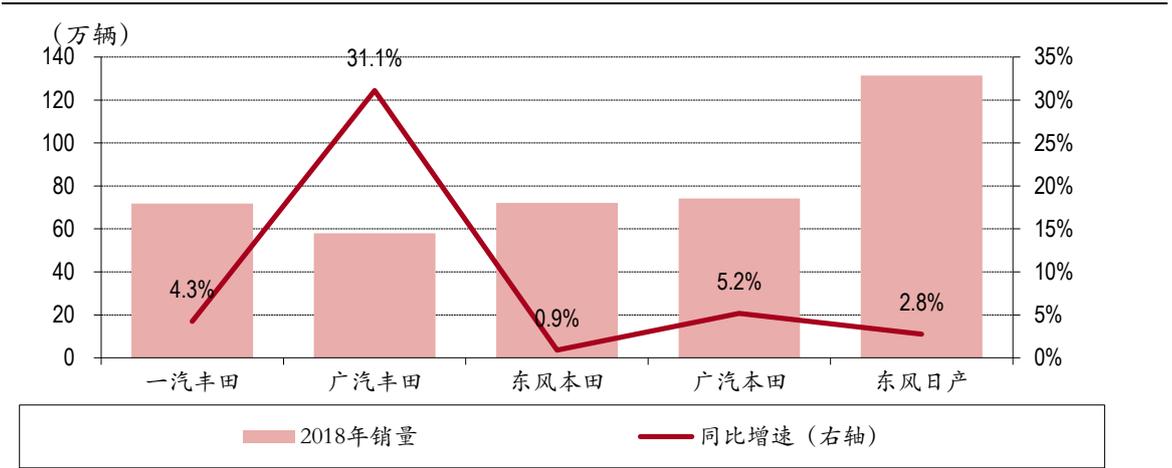
项目名称	2011 年	2012 年	2013 年	2014 Q1-Q3	2018E
年销量（万件）	289.47	358.2	420.26	322.54	-
配套市场份额(%)	63.20	59.28	60.73	53.30	50-60

资料来源：公司公告，中银国际证券

日系销量快速增长，公司持续受益

根据中汽协数据，2018 年国内乘用车销量 2371.0 万辆，同比下降 4.1%。但主要的日系厂家，包括一汽丰田、广汽丰田、东风本田、广汽本田、东风日产等销量均实现正增长，其中广汽丰田增速高达 31.1%。

图表 34.2018 年日系车企销量表现出色



资料来源：中汽协，中银国际证券

我们拆分日系车企在国内的产品图谱可以发现，除了日产的产品布局相对齐全外，本田和丰田车型均较少，未来也将逐步补齐产品线，并带来销量的持续增长。

1) 从本田在华产品线可以看出，广汽本田在紧凑型 SUV、中大型车等缺少布局，而东风本田在小型车、中大型车等领域缺失产品。

图表 35.本田在华产品线

车企	小型车	紧凑型车	中型车	中大型车	大型车
广汽本田	小型车				
两厢轿车	飞度				
三厢轿车		凌派、锋范	歌诗图、雅阁		
SUV	缤智		冠道		
MPV			奥德赛		
东风本田	小型车	紧凑型车	中型车	中大型车	大型车
两厢轿车		杰德、竞瑞			
三厢轿车		思域、哥瑞	INSPIRE、思铂睿		
SUV	XR-V	CR-V	UR-V		
MPV			艾力绅		

资料来源：搜狐网，中银国际证券

2) 从丰田在华产品线可以看出，广汽丰田在紧凑型 SUV、中大型车等缺少布局，而一汽本田在中型 SUV 等领域缺失产品。

图表 36.丰田在华产品线

车企	小型车	紧凑型车	中型车	中大型车	大型车
广汽丰田	小型车	紧凑型车	中型车	中大型车	大型车
两厢轿车	YARIS L 致炫				
三厢轿车	YARIS L 致享	雷凌	凯美瑞		
SUV	C-HR		汉兰达		
MPV		逸致、逸致跨界版			
一汽丰田	小型车	紧凑型车	中型车	中大型车	大型车
两厢轿车	威驰 FS				
三厢轿车	威驰	卡罗拉、花冠 EX	锐志	皇冠	
SUV	奕泽 IZOA	RAV4 荣放		普拉多	
MPV					

资料来源：搜狐网，中银国际证券

3) 东风日产产品线相对齐全，但在 MPV、中大型车等领域也有缺失。

图表 37. 日产在华产品线

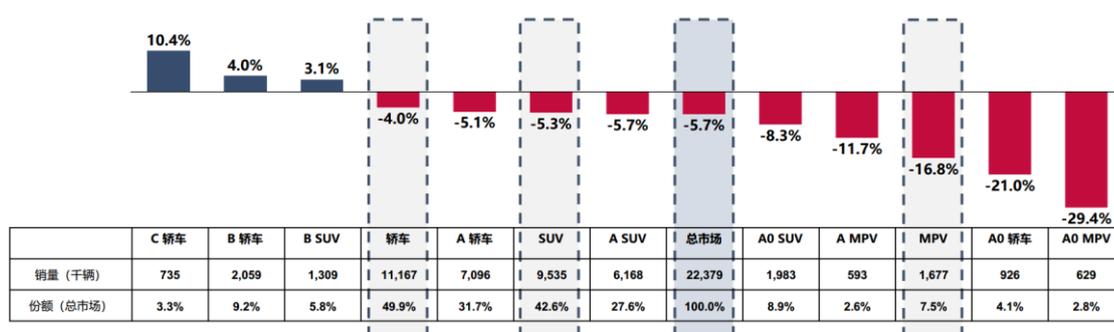
东风日产	小型车	紧凑型车	中型车	中大型车	大型车
两厢轿车	玛驰、骊威	TIIDA 骐达			
三厢轿车		蓝鸟、轩逸、阳光	天籁、西玛		
SUV	劲客	奇骏、逍客	楼兰、帕拉丁、途达		
MPV	NV200				

资料来源：搜狐网，中银国际证券

综合丰田、本田及日产在国内产品布局信息，我们可以看到日系在国内产品布局还有较大的完善空间，如广汽丰田、广汽本田均缺少紧凑型 SUV 产品线。

而紧凑型 SUV 一直是 SUV 市场最大的一块蛋糕，2018 年销量高达 616.8 万辆，占据了狭义乘用车销量的 27.6%，哈弗 H6 等紧凑型 SUV 常年位居乘用车销量前二，单车年销量超过 45 万辆。

图表 38. 紧凑型 SUV 销量占比 27.6%



资料来源：乘联会

而广汽丰田和广汽本田也有望填补短板。据凤凰网等媒体报道，广汽丰田、广汽本田均有望于 2019 年底至 2020 年初推出紧凑型 SUV 产品，前者与一汽丰田 RAV4 类似，而后者则与东风本田 CR-V 相仿。丰田 RAV4 与本田 CR-V 在 2018 年销量均为 14.4 万辆，广汽丰田、广汽本田推出类似车型后，同样有望获得热销。

图表 39. 一汽丰田 RAV4



资料来源：一汽丰田公司网站

图表 40. 东风本田 CR-V



资料来源：东风本田公司网站

一般而言，日韩系整车厂家的座椅头枕供应商较少，且多为日韩系独资或合资供应商，供应商体系较为封闭，此前也是少数没有将座椅头枕单独发包的车企。但近年来，为进一步降低采购成本，一些日系合资车企开始逐步采用外部座椅头枕供应商配套，如公司已开始为东风本田、广汽丰田等提供配套服务。

2017年4月，公司在广州与广汽零部件合资设立了一家控股子公司广州华峰，注册资本3,990万元，其中公司持有51%股份，广州汽车集团零部件有限公司持有49%股份。合资公司的设立，为公司获取广汽传祺、广汽本田和广汽丰田的订单打下了良好的基础。

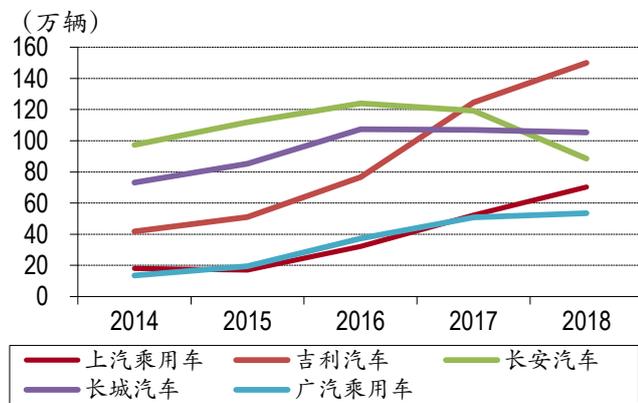
随着日系产品线的逐渐丰富，广汽丰田、广汽本田等车企销量有望继续提升。公司在座椅头枕、扶手的竞争中有望获得较好的表现。

自主销量集中度提升，公司份额有望扩大

近年来，自主品牌在乘用车市场份额小幅提升，由2014年的38.4%上升至2017年的43.9%，但2018年小幅回落至42.1%。

伴随着自主品牌份额的小幅提升，内部的头部集中趋势日益明显。近几年吉利、上汽、广汽、长安、长城等5家主要自主品牌的乘用车销量快速增长，市场份额也由2014年的12.4%提升至2018年的19.7%，市场集中度显著提升。随着国内汽车产销量增速放缓，预计集中度提升的趋势将会持续。

图表 41. 吉利等 5 家主要自主品牌销量



资料来源：中汽协，中银国际证券

图表 42. 吉利等 5 家主要自主品牌集中度提升



资料来源：中汽协，中银国际证券

一般中小自主品牌车企的头枕扶手多为规模较小的供应商，近年来中小车企销量下滑，相关配套中小供应商的抗风险能力较弱，或将逐渐被淘汰。与中小供应商相比，公司具有较强的成本控制能力、技术设计能力及抗风险能力，竞争优势明显。

公司由供应大众起家，主要客户为一汽大众等合资车企。近年来公司逐步向自主车企渗透，目前客户已有长城、吉利、广汽等自主品牌头部车企，并已拓展比亚迪等新客户。随着自主品牌的市场集中度提升，公司在自主品牌的市场份额有望持续扩大。

欧美市场拓展顺利，有望成为重要推动力

公司的目标是成为在头枕、扶手细分领域具有国际竞争力的百年企业，座椅头枕业务在国内已是当之无愧的龙头企业，为了追求更好的发展，公司积极开拓海外市场。公司于2014年在德国成立了德国继峰，同年在捷克成立了捷克继峰。德国继峰定位为公司在欧洲的研发和商务平台，捷克继峰为生产基地。

经过多年努力，德国继峰获得大众、宝马、保时捷等高端客户认可，并取得了大量的车型订单，其中不乏保时捷 Mission E、宝马 8 系等豪华车型。这些订单的获取说明继峰完全具备给高端品牌配套的技术水平及质量保证，公司的业务也从中高端市场延伸进入高端市场。

图表 43. 欧洲配套车企及车型大幅增加

车企	供货车型
大众	WOKS III 平台的车型及 POLO 等
捷豹路虎	Discovery, Land Rover sport, Land Rover Executive
保时捷	Mission E
宝马	1 系、2 系、3 系、8 系、X3 等全球车型
奔驰	MRAII 平台车型

资料来源：公司公告，中银国际证券

2018 年德国继峰合并营业收入为 2.2 亿元，同比增长 132%。随着欧洲业务的持续拓展，海外订单的不断增加，欧洲市场的收入也将持续高速增长，再加上宝马、保时捷等中高端产品的单价及毛利率较高，公司有望大幅受益。

图表 44. 德国继峰配套保时捷 Mission E



资料来源：汽车之家

图表 45. 德国继峰配套宝马 8 系



资料来源：汽车之家

除此之外，公司也积极开拓北美市场，并获得福特等品牌部分全球车型订单。欧美市场的开疆扩土，为公司全球化发展打下了良好的基础，也将成为公司业绩增长的重要动力。

图表 46. 继峰销售网络遍布全球



资料来源：公司网站

收购德国巨头格拉默，迈向汽车零部件巨头之路

格拉默是全球商用车座椅重要领导者

格拉默 (Grammer) 是一家全球领先的汽车零部件集团，总部位于德国安伯格。经过多年发展，目前公司已经成为全球商用车座椅的重要领导者。格拉默在商用车座椅等领域具有极强的技术实力，欧洲地区商用车座椅市场份额高达 90%，也是商用车座椅相关标准的制定者。

格拉默主要产品可以分为乘用车和商用车两个板块，乘用车产品主要包括汽车座椅头枕、座椅扶手、中控系统等，商用车产品主要包括农用、制造业、卡车以及铁路交通车辆等座椅产品。

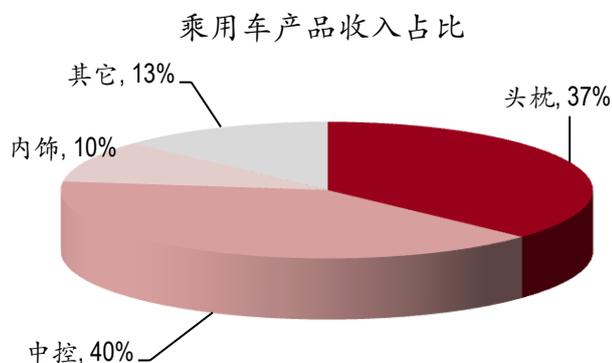
图表 47. 格拉默主要产品



资料来源：公司公告

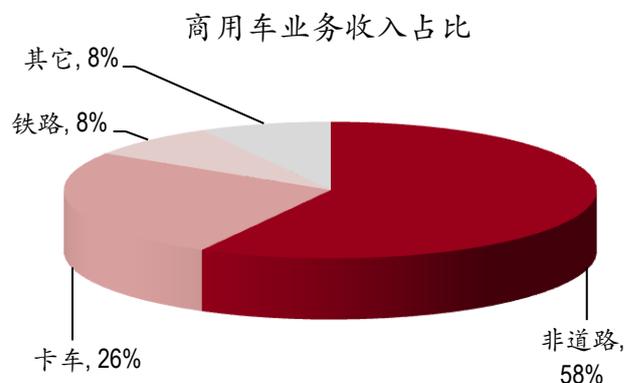
按照产品收入来看，2016 年乘用车和商用车收入占比分别为 13 亿和 5 亿欧元。其中乘用车业务中，头枕、中控、内饰收入占比分别为 37%、40% 和 10%；商用车业务中，非道路、卡车及铁路收入占比分别为 58%、26% 和 8%。

图表 48. 格拉默 2016 年乘用车产品收入占比



资料来源：公司公告，中银国际证券

图表 49. 格拉默 2016 年商用车产品收入占比



资料来源：公司公告，中银国际证券

客户方面，格拉默乘用车业务主要客户包括宝马、大众、戴姆勒等整车厂商，主要市场为欧洲；商用车业务主要对应农用、制造业、卡车以及铁路交通车辆等的座椅产品，主要市场遍布欧洲、美洲、中国为主的亚洲以及巴西等地。

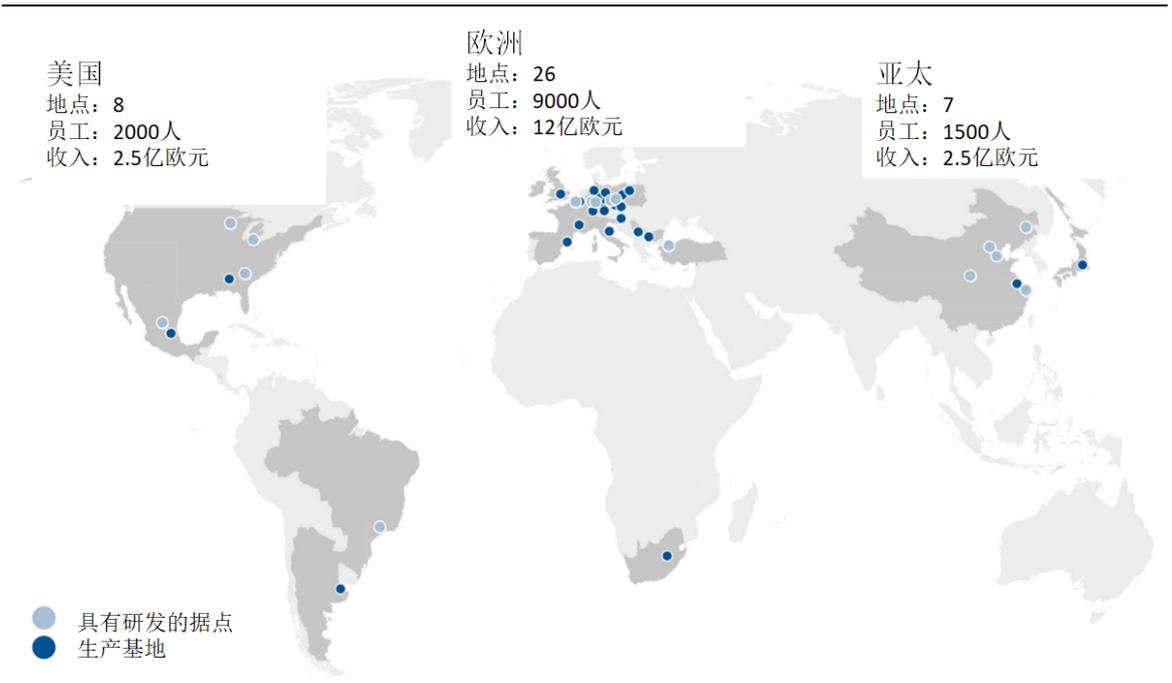
图表 50. 格拉默主要客户



资料来源：公司官网

格拉默作为跨国汽车零部件集团，在全球拥有 30 余家控股子公司。通过不断的下游业务拓展，完成全球销售网络及采购体系的构建。2017 年格拉默欧洲、北美及亚太地区收入分别约 12 亿、2.5 亿及 2.5 亿欧元，占比分别为 70%、15%、15%。

图表 51. 格拉默主要业务地区



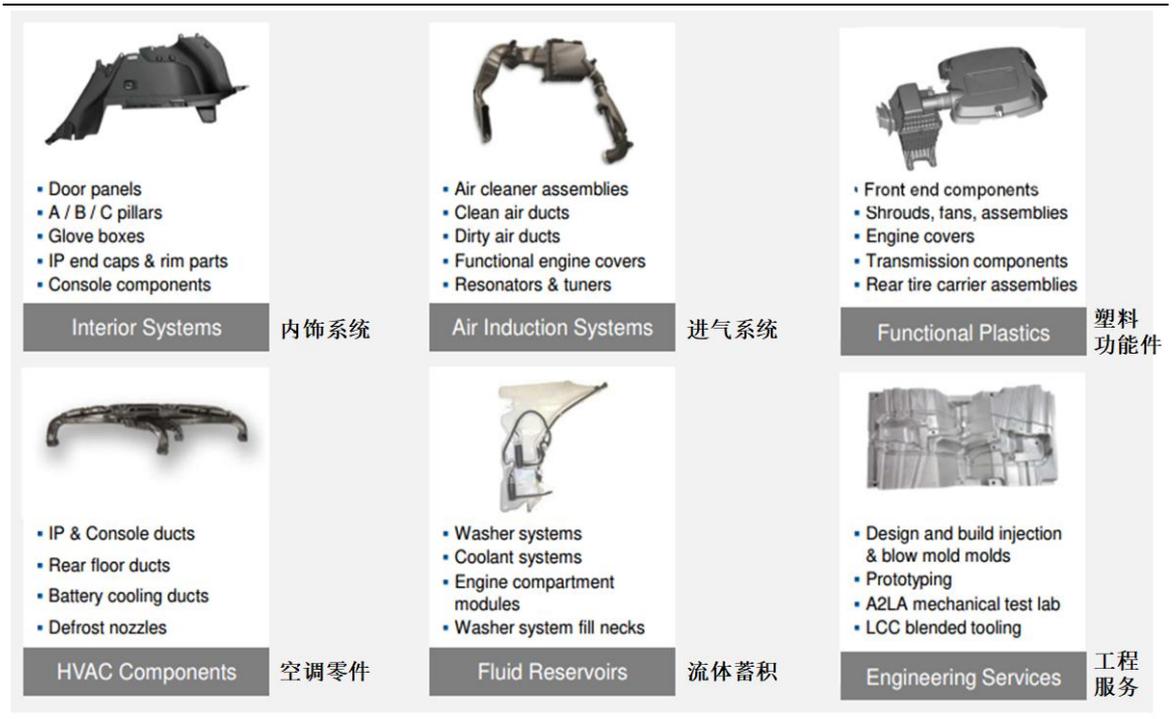
资料来源：公司官网

收购 TMD，完善产品及北美布局

2018 年 10 月，格拉默完成收购 TMD (Toledo Molding & Die)，为北美区域增添新动力。TMD 是设计、研发和制造工程热塑性零件的专家，具备高质量的产品开发、原型设计、模具及实验能力。

TMD 的主要产品包括进气系统、内饰、空调零件、流体蓄积、塑料功能件、工程服务等。TMD 与格拉默、继峰差异化的产品线，可以形成良好的互补。

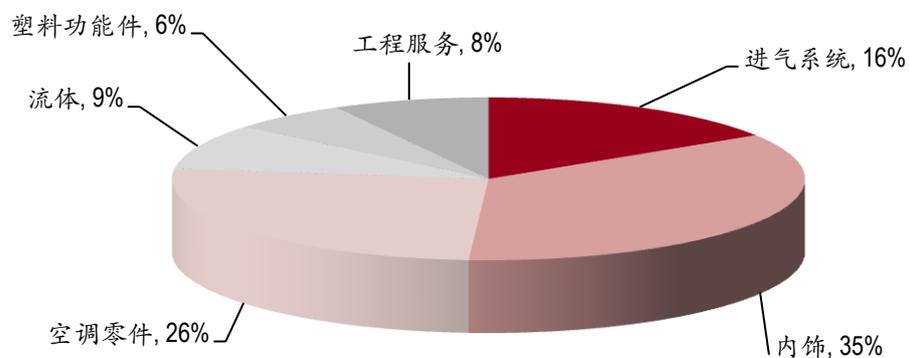
图表 52.TMD 公司主要产品



资料来源：公司公告

从收入角度看，2017 年内饰、空调零件、进气系统是其主要的收入来源，占比分别为 35%、26%和 16%，工程服务、塑料功能件及流体零件占比均低于 10%。

图表 53.TMD 公司 2017 年产品收入占比



资料来源：公司公告，中银国际证券

TMD 客户包括 FCA、福特、通用、本田、日产等国际知名整车厂，以及阿尔派、康奈可、大陆、佛吉亚、麦格纳等国际知名一级零部件供应商。根据公司官网资料，2017 年整车企业收入占比约 71%，一级供应商收入占比约 29%。

TMD 在北美具有良好的客户基础，而继峰和格拉默在北美地区收入规模相对较小，未来有望借助 TMD 的客户资源，大力拓展北美市场。

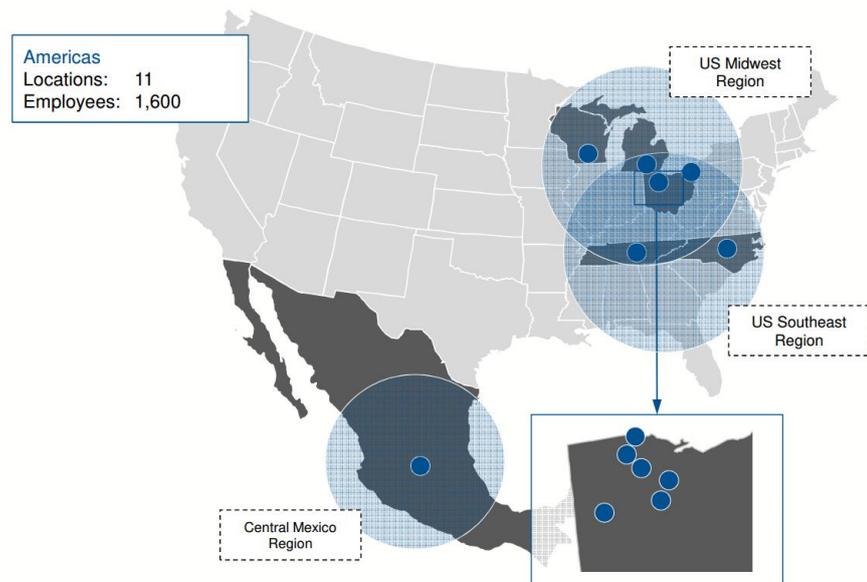
图表 54.TMD 公司主要客户



资料来源：公司公告

TMD 在北美地区共有 11 处据点，主要分布在美国中西部、东南部及墨西哥中部地区，靠近整车企业聚集区，方便就近生产及运输。

图表 55.TMD 公司北美布局情况



资料来源：公司公告

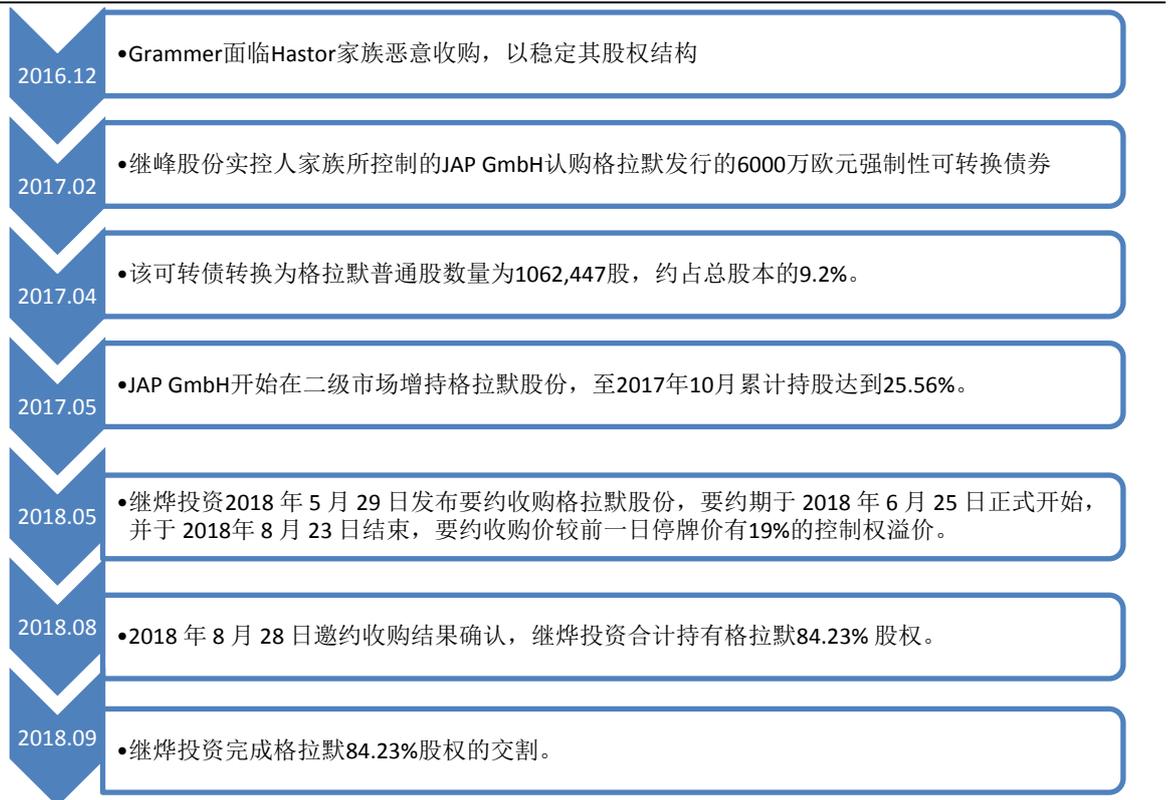
根据公司公告，经过审计的模拟合并报表显示，TMD 2017 年和 2018 年收入分别为 21.8 亿、23.3 亿元，净利润分别为 1.44 亿、1.59 亿元，净利润率约 6-7%，有望对格拉默的业绩形成良好的补充。

大股东完成收购格拉默，拟注入上市公司

横向并购整合是公司做大做强的重要手段，而公司大股东抓住机会完成收购格拉默，未来注入上市公司后，有望为公司长期发展打下坚实基础。

2018年5月，继峰股份控股股东继弘投资控制的主体继涵投资及其它财务投资者设立的跨境收购平台继烨投资通过其境外子公司继烨（德国）公告了要约收购德国上市公司格拉默的意图，要约期于2018年6月25日正式开始，并于2018年8月23日结束，要约收购结果于2018年8月28日正式确定，继烨投资在要约收购交割后合计持有格拉默84.23%股权，实现了对于格拉默的控制。

图表 56. 继烨完成收购格拉默



资料来源：公司公告，中银国际证券

继烨投资完成对格拉默 84.23% 股权的收购后，继峰股份实际控制人拟将该资产打包置入上市公司，以实现继峰与格拉默的协同发展。2019 年 5 月 21 日，上市公司发布公告并披露了《继峰股份发行可转换公司债券、股份及支付现金购买资产并募集配套资金暨关联交易报告书（草案）（修订稿）》，公司拟以发行可转换债券、股份及支付现金相结合的方式，收购继烨投资 100% 股权，并非公开发行可转换债券及股份募集配套资金不超过 7.98 亿元，用于支付交易现金对价、中介机构费用、偿还债务及补充流动费用等用途。

继烨投资 100% 股权的交易价格确定为 37.54 亿元，其中以现金方式支付 43,800 万元，以可转换债券方式支付 40,000 万元，剩余 291,600 万元以发行股份的方式支付，发行股份价格为 7.59 元/股，共计发行 384,189,721 股。可转换债券初始转股价格为 7.59 元/股，按照初始转股价格转股后的发行股份数量为 52,700,922 股。

截至估值基准日（2018 年 12 月 31 日）继烨投资股东全部权益的估值为 389,271.57 万元，而本次交易方案中，为进一步保障上市公司中小股东利益，充分彰显上市公司实际控制人对本次交易的信心，上市公司实际控制人控制的东证继涵在本次交易不溢价的基础上，相较东证继涵层面实际支出的收购成本 264,600 万元进一步折让 20,200 万元。若 Grammer 在交割完成当年及随后两个会计年度息税折旧摊销前利润（EBITDA）合计数达到 389,085 万元，则上市公司需向东证继涵支付补偿性现金对价 20,200 万元。

图表 57. 本次交易的支付对价方式

交易对方	所售继峰投资股权比例 (%)	总对价 (万元)	现金对价 (万元)	可转换债券对价 (万元)	股份对价 (万元)
东证继涵	66.89	244,400	31,800	40,000	172,600
上海并购基金	12.64	50,000	12,000	-	38,000
润信格峰	7.58	30,000	-	-	30,000
固信君瀛	4.55	18,000	-	-	18,000
绿脉程锦	4.55	18,000	-	-	18,000
力鼎凯得	3.79	15,000	-	-	15,000
合计	100.00	375,400	43,800	40,000	291,600

资料来源：公司公告，中银国际证券

交易完成后，标的公司继峰投资将成为公司的全资子公司。公司通过持有继峰投资 100% 股权间接持有目标公司格拉默 84.23% 股权，实现对于格拉默的控制并将其纳入自身合并报表范围。

供应链等多渠道协同，整合格拉默前景光明

整合的意义在于取长补短，公司与格拉默在产品、客户、供应链及区域等方面各有所长，具有较大的整合提升空间。

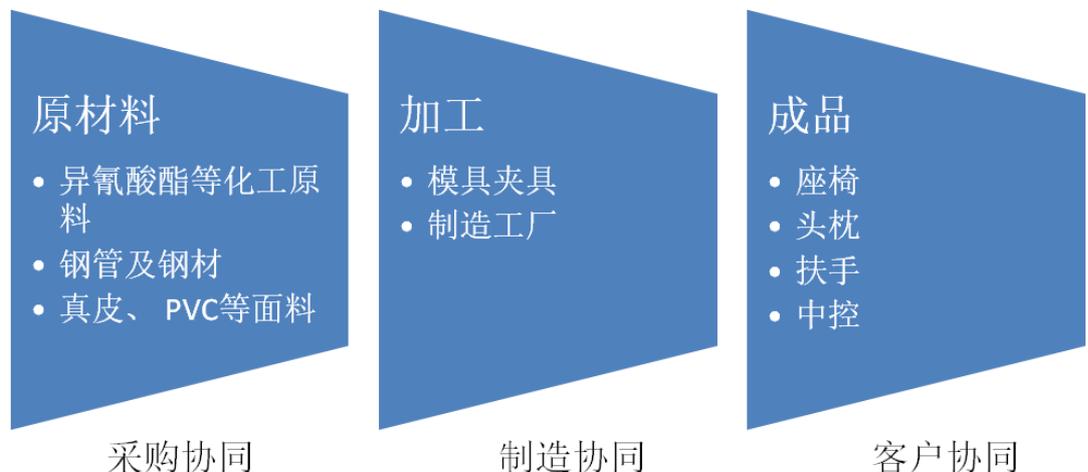
1) 供应链协同

继峰与格拉默的部分产品相似，原材料采购、加工制造等流程相同，因此在供应链上双方具有较大的整合优化空间。

原材料采购环节，双方可以逐步实现全球采购整合，增加采购量及采购渠道，扩大公司的议价权，降低采购成本。格拉默每年原材料采购金额近 100 亿元，仅采购成本降低 1% 就可以增加 1 个亿的净利润。

加工环节，继峰采用自产模具，而格拉默多为外部采购，每年采购金额高达 3-4 亿元。自产模具可以降低采购成本，提高设备使用效率，未来格拉默可以逐步采用自产模具，模具采购成本有望降低 20-25%。

图表 58. 格拉默与继峰供应链协同

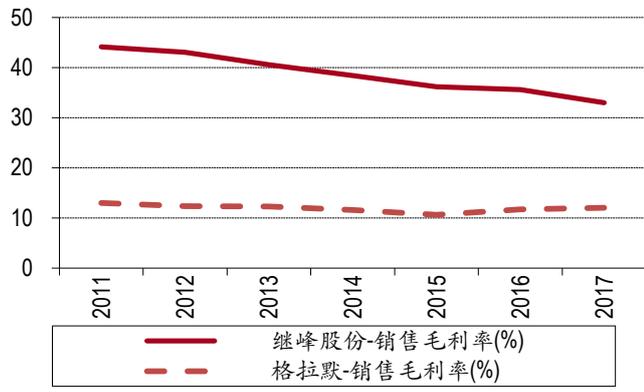


资料来源：公司公告，中银国际证券

2) 管理协同

我们对比公司与格拉默的毛利率及净利率表现,公司毛利率大都在 30%以上,而格拉默仅有 10-15%;公司净利润率都在 15%以上,而格拉默仅有 2-3%,不仅远低于公司,也远低于欧美同行约 5%的平均水平。

图表 59.销售毛利率对比



资料来源:公司公告,中银国际证券

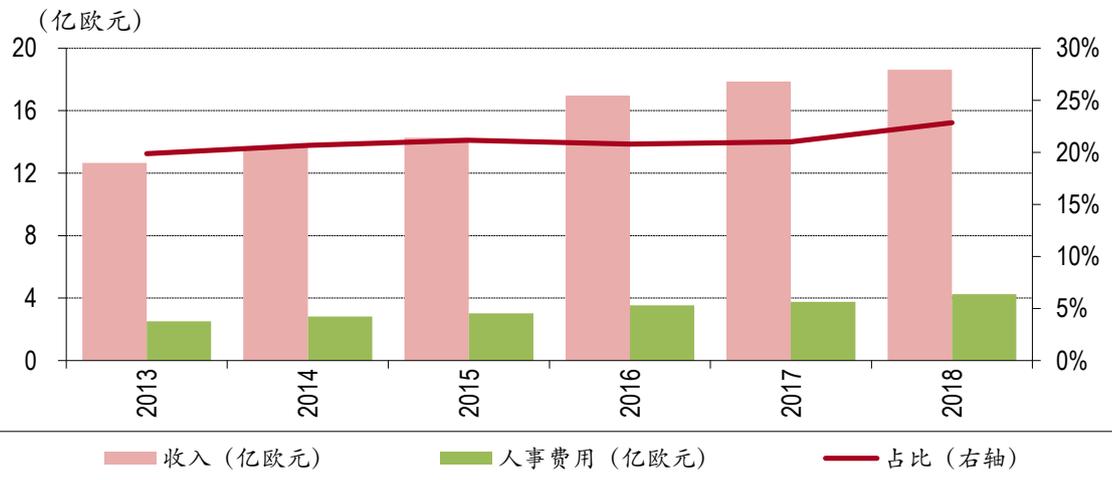
图表 60.销售净利率对比



资料来源:公司公告,中银国际证券

公司治理、管理效率及人事费用是格拉默毛利率及净利润率表现较差的可能原因。2013-2018 年间,格拉默人事费用占销售收入比重均达到 20%左右。而公司在成本管控、公司治理方面具有极强的能力,有望整合并推进格拉默的效率提升。

图表 61.格拉默收入及人事费用占比



资料来源:公司公告,中银国际证券

欧洲的人力资源技术水平较高,但成本也较高,而国内的人力成本较低。双方整合后可以通过协同各地的研发及制造人员,充分利用各自的优点,降低人力成本及管理费用,提高运营效率。由于双方的产品类似,预计整合的难度相对较低。

3) 客户及区域协同

从客户角度分析,格拉默客户主要集中在欧洲,大众、戴姆勒和宝马是最主要的客户;而继峰的主要客户集中在国内,涵盖了德系、美系等合资以及自主等不同品牌车型,一汽大众、华晨宝马、上汽通用、长城汽车等是主要的客户。双方在部分客户品牌上有部分重叠,但销售区域差别较大,整体冲突较小。

图表 62. 格拉默与继峰主要客户比较

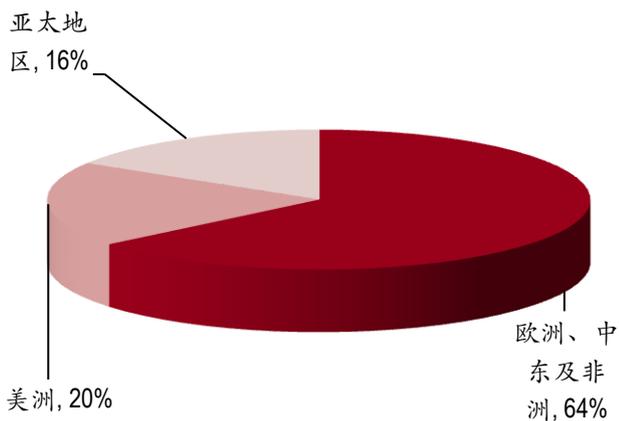
格拉默主要客户	收入占比(%)	继峰股份主要客户	收入占比(%)
大众 (主要德国大众)	>25	一汽大众	>30
戴姆勒	>15	宝马 (主要华晨宝马)	<10
宝马 (主要德国宝马)	>10	上汽通用	<10
通用	>4	捷豹路虎	<10
捷豹路虎	>3	长城汽车	<10

资料来源: 公司公告, 中银国际证券

2018 年格拉默在欧洲中东及非洲、美洲和亚太地区的收入占比分别为 64%、20%、16%，主要销售区域为欧洲，收购 Toledo Molding & Die 后北美地区业务也得以显著加强。而公司收入则主要集中在国内地区，2018 年国内主营业务收入 17.2 亿元，占比 83%，国外占比仅有 17%，主要为德国继峰的业务拓展及头枕支杆等产品出口美国等。

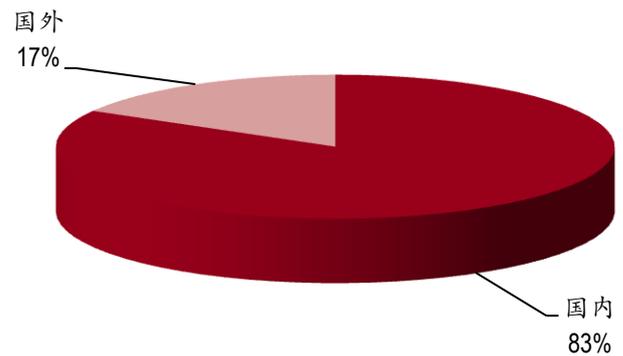
从区域的角度看，公司和格拉默的销售重点区域不同，彼此有望形成很好的区域协同。双方完成整合以后，公司有望借助格拉默的力量，开拓北美及欧洲市场。而格拉默也有望在继峰助力下，大力发展国内市场，尤其是商用车座椅及中控等产品。

图表 63. 格拉默 2018 年区域收入占比



资料来源: 公司公告, 中银国际证券

图表 64. 继峰 2018 年区域主营收入占比



资料来源: 公司公告, 中银国际证券

中国市场拓展空间极大。目前格拉默在国内有 6 家工厂，分别生产汽车内饰和座椅等产品。相比于欧洲，格拉默在国内的收入规模与其在商用车座椅等相关领域的实力相差甚远，存在极大的拓展空间。

图表 65. 格拉默国内布局

序号	公司名称	主要产品	持股比例(%)
1	格拉默车辆内饰 (天津) 有限公司	座椅系统和汽车内饰零部件	100
2	格拉默车辆内饰 (长春) 有限公司	座椅系统和汽车内饰零部件	100
3	格拉默车辆内饰 (上海) 有限公司	座椅系统和汽车内饰等	100
4	格拉默汽车内饰部件 (北京) 有限公司	座椅系统、汽车内饰及汽车关键零部件	100
5	格拉默车辆座椅 (江苏) 有限公司	车辆座椅、车辆座椅功能件	100
6	格拉默车辆座椅 (陕西) 有限公司	卡客车座椅及飞机座椅总成等零部件产品	90

资料来源: 公司公告, 中银国际证券

4) 产品协同及空间拓展

从产品角度分析，公司主要产品为头枕和扶手，主要聚焦于国内市场；而格拉默产品包括头枕、扶手、中控及商用车座椅，主要聚焦于欧美市场。双方产品结构上具有较大差异，具有较大的互补提升空间。



乘用车产品方面，中控产品是格拉默的优势产品，国内乘用车市场空间巨大，公司可以利用头枕及扶手在国内的优势客户资源，积极拓展中控系统业务，实现乘用车产品条线横向扩展的协同。

商用车产品方面，格拉默工程机械及商用车座椅在耐用性、质量等方面相比于国内竞争对手具有较大的优势，产品单价较高，未来前景乐观。未来公司有望更好的利用国内资源，逐步展开与解放、东风、重汽、红岩汽车等大型商用车生产厂商的合作，将工程机械及商用车座椅业务发展壮大。

单车价值量大幅提升。收购格拉默后，公司的单车价值量将得以大幅提升，成功打开市场空间的天花板。继峰股份产品主要集中在乘用车领域，头枕加扶手一般单车价值量约 500 元，国内市场空间约 120 亿元。而格拉默的乘用车产品不仅有头枕和扶手业务，且欧美地区的产品单价更高，还有内饰件中副仪表板单车价值量达 500-1000 元，中控系统的单车价值量达 500-1000 元，此外格拉默收购 TMD，其工程热塑料等零部件单价约 1000-3000 元，进一步提升乘用车的单车价值量。商用车领域，格拉默的商用车及工程机械的座椅单价更是达到 3000-15000 元。

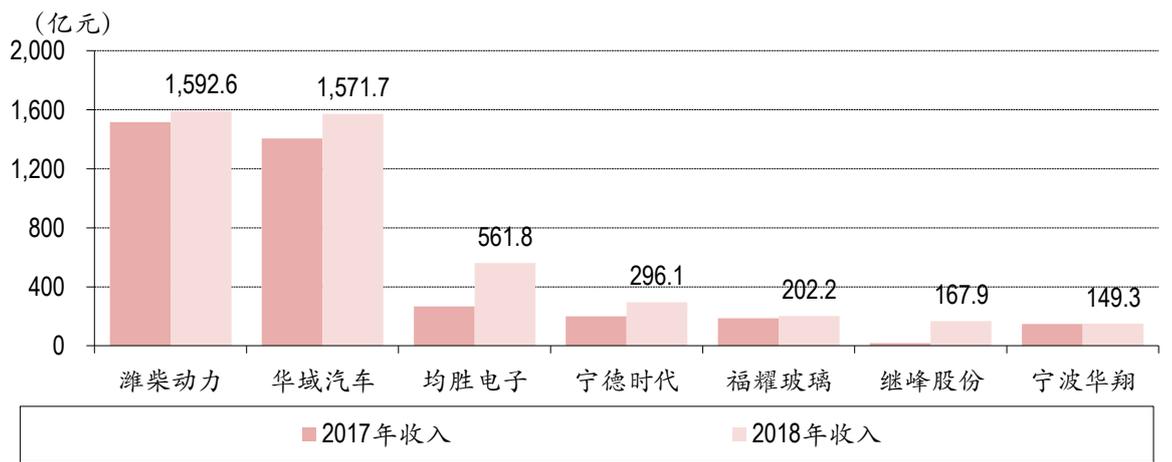
图表 66. 单车价值量大幅提升

车型	公司	主要产品	单车价值量 (元)
乘用车	继峰&格拉默	头枕&扶手	500-1000
	格拉默	中控系统	500-1000
	TMD	空调零件	200-500
	TMD	流体蓄积	150-350
	TMD	进气系统	200-450
	TMD	内饰件	几百到几千不等
商用车	格拉默	商用车及工程机械座椅	3000-15000

资料来源：公司公告，公司交流纪要，中银国际证券

单车价值量的大幅提升，带来市场空间的飞速扩大。若考虑格拉默并表的影响，2018 年公司 will 一跃进入国内汽车零部件上市公司收入排行的前六名，发展前景可期。

图表 67. 继峰股份将进入国内汽车零部件上市公司收入前列



资料来源：公司公告，万得。注：继峰股份 2018 年收入假设并表格拉默 2018 年收入 18.6 亿欧元，汇率以 7.8648 元/欧元计算。

通过上述供应链、管理、客户及区域、产品领域等多项整合措施，格拉默及公司有望协同发展，实现收入的持续快速增长。而未来格拉默的净利率率也有望提升至 5% 的行业平均水平，从而推动公司业绩快速增长。

业绩预测及投资建议

业绩预测

1) 继峰股份

公司是国内头枕龙头企业，国内客户涵盖一汽大众、宝马、通用、长城等合资及自主优质车企，销量表现优于行业。一汽大众 2018 年迎来 SUV 新品周期，日系丰田等新增 CH-R 等产品线，公司均有产品配套。德国继峰海外业务拓展顺利，获得大众、宝马等多家客户订单，收入持续高速增长。

我们预计公司 2019-2021 年收入分别为 24.7 亿元、28.5 亿元及 34.1 亿元，毛利分别为 8.2 亿元、9.5 亿元及 11.3 亿元，收入及利润保持较快增长。

图表 68. 继峰股份业绩预测

	项目	2017 年	2018	2019E	2020E	2021E
合计	收入 (亿元)	19.0	21.5	24.7	28.5	34.1
	增速(%)	29.8	13.2	14.8	15.3	19.5
	毛利 (亿元)	6.3	7.1	8.2	9.5	11.3
	毛利率 (%)	33.0	33.1	33.1	33.2	33.2
头枕	收入 (亿元)	9.1	9.9	10.9	12.4	14.8
	增速(%)	27.3	8.9	10.0	14.0	19.0
	毛利 (亿元)	3.1	3.4	3.7	4.2	5.0
	毛利率 (%)	34.4	34.0	34.0	33.8	33.5
座椅扶手	收入 (亿元)	6.0	8.0	9.8	11.9	14.9
	增速(%)	29.7	32.7	23.0	21.0	25.1
	毛利 (亿元)	2.1	2.7	3.3	4.0	5.1
	毛利率 (%)	34.9	34.0	34.0	34.0	34.0
支杆	收入 (亿元)	1.4	1.7	2.0	2.2	2.4
	增速(%)	20.0	19.4	15.0	10.0	10.0
	毛利 (亿元)	0.6	0.7	0.8	0.9	1.0
	毛利率 (%)	40.3	39.6	40.0	40.0	40.0
其他业务	收入 (亿元)	2.4	1.9	2.0	2.0	2.0
	增速(%)	47.9	(22.5)	5.0	0.0	0.0
	毛利 (亿元)	0.5	0.4	0.3	0.3	0.3
	毛利率 (%)	19.3	19.0	19.0	16.9	16.9

资料来源：万得，中银国际证券

2) 格拉默

收入方面，全球乘用车产销量小幅增长，考虑 TMD 并表因素影响，预计乘用车产品收入 2019 年将快速增长，2020 年后随着国内中控等业务拓展，有望稳步发展。商用车业务方面，全球商用车销量相对稳定，随着公司客户持续拓展及国内业务发展，预计商用车业务收入有望持续较快增长。

图表 69. 格拉默股份业绩预测

(百万欧元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
乘用车业务	1,291.2	1,312.6	1,639.4	1,731.2	1,824.7
增速(%)		1.7	24.9	5.6	5.4
商用车业务	540.2	599.8	641.8	686.7	734.8
增速(%)		11.0	7.0	7.0	7.0
收入合计 (含 TMD)	1,785.6	1,864.6	2,224.2	2,357.5	2,495.5
增速(%)		4.4	19.3	6.0	5.9

资料来源：公司公告，中银国际证券，注：格拉默乘用车及商用车业务有部分内部关联交易，有部分抵消。



我们预计格拉默（含 TMD）2019-2021 年收入分别为 22.2 亿、23.6 亿及 25.0 亿欧元。利润率方面，格拉默 2016-2018 年净利润率分别为 2.7%、1.8% 和 1.2%。格拉默短期受一次性费用及股权变更等因素影响较大，利润率处于历史较低水平，后续随着公司与格拉默在采购等多方面协同整合的推进，收入规模持续增长，成本逐步降低，利润率未来有望提升至欧美零部件企业 5% 左右的平均水平。

投资建议

暂不考虑收购格拉默后对公司利润增厚及股本增加等因素影响，我们预计公司 2019-2021 年每股收益分别为 0.54 元、0.63 元和 0.75 元。

考虑到公司国内客户持续拓展、欧洲业务高速增长，业绩有望稳步增长，此外拟收购整合格拉默拓展全球市场，发展前景广阔，维持**买入**评级，持续推荐。



风险提示

- 1) **配套车型销量不及预期。**近期国内汽车销量低迷，配套车型销量若不及预期，或将导致业绩低于预期。
- 2) **格拉默整合进度不及预期。**公司拟注入格拉默资产，需要进行采购、产品、客户、市场等多方位协同整合，存在整合进度不及预期的风险。



损益表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2017	2018	2019E	2020E	2021E
销售收入	1,902	2,151	2,474	2,845	3,414
销售成本	(1,294)	(1,458)	(1,695)	(1,949)	(2,339)
经营费用	(213)	(210)	(283)	(318)	(394)
息税折旧前利润	395	483	496	578	681
折旧及摊销	(49)	(57)	(66)	(76)	(87)
经营利润(息税前利润)	346	425	430	502	595
净利息收入/(费用)	(2)	10	1	0	1
其他收益/(损失)	4	11	2	4	5
税前利润	357	380	433	507	601
所得税	(59)	(65)	(74)	(86)	(102)
少数股东权益	(6)	(13)	(14)	(17)	(20)
净利润	293	302	345	404	479
核心净利润	293	302	345	404	479
每股收益(人民币)	0.458	0.473	0.540	0.631	0.749
核心每股收益(人民币)	0.458	0.473	0.540	0.631	0.749
每股股息(人民币)	0.283	0.312	0.270	0.316	0.374
收入增长(%)	30	13	15	15	20
息税前利润增长(%)	23	23	1	17	18
息税折旧前利润增长(%)	23	22	14	17	18
每股收益增长(%)	17	3	14	17	19
核心每股收益增长(%)	17	3	14	17	19

资料来源: 公司公告, 中银国际证券预测

现金流量表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2017	2018	2019E	2020E	2021E
税前利润	348	447	433	507	601
折旧与摊销	49	57	66	76	87
净利息费用	2	(10)	(1)	(0)	(1)
运营资本变动	(52)	85	(54)	(247)	154
税金	(43)	(117)	(74)	(86)	(102)
其他经营现金流	(47)	2	(173)	22	(202)
经营活动产生的现金流	258	463	198	271	537
购买固定资产净值	21	27	124	117	120
投资减少/增加	1	2	2	4	5
其他投资现金流	29	(185)	(248)	(234)	(241)
投资活动产生的现金流	51	(156)	(122)	(113)	(115)
净增权益	210	10	(0)	0	0
净增债务	39	58	3	0	0
支付股息	(179)	(199)	(173)	(202)	(239)
其他融资现金流	(197)	13	49	0	1
融资活动产生的现金流	(127)	(119)	(120)	(201)	(238)
现金变动	182	189	(45)	(43)	183
期初现金	232	471	708	663	619
公司自由现金流	309	307	76	158	421
权益自由现金流	350	356	78	158	420

资料来源: 公司公告, 中银国际证券预测

资产负债表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2017	2018	2019E	2020E	2021E
现金及现金等价物	471	708	663	619	802
应收帐款	692	686	867	1,028	1,174
库存	374	394	515	521	722
其他流动资产	20	25	54	37	41
流动资产总计	1,556	1,813	2,099	2,204	2,739
固定资产	489	572	614	639	659
无形资产	93	120	136	152	166
其他长期资产	43	19	18	18	18
长期资产总计	626	712	769	809	844
总资产	2,192	2,534	2,873	3,014	3,579
应付帐款	321	353	528	430	719
短期债务	39	97	100	100	100
其他流动负债	68	165	95	114	131
流动负债总计	429	615	724	644	950
长期借款	0	0	0	0	0
其他长期负债	3	7	4	5	5
股本	630	640	639	639	639
储备	1,091	1,279	1,451	1,652	1,892
股东权益	1,721	1,919	2,090	2,292	2,531
少数股东权益	37	42	56	73	93
总负债及权益	2,192	2,534	2,873	3,014	3,579
每股帐面价值(人民币)	2.73	3.00	3.27	3.58	3.96
每股有形资产(人民币)	2.58	2.81	3.06	3.35	3.70
每股净负债/(现金)(人民币)	(0.69)	(0.95)	(0.88)	(0.81)	(1.10)

资料来源: 公司公告, 中银国际证券预测

主要比率(%)

年结日: 12月31日	2017	2018	2019E	2020E	2021E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	20.7	22.4	20.0	20.3	20.0
息税前利润率(%)	18.2	19.8	17.4	17.6	17.4
税前利润率(%)	18.3	20.8	17.5	17.8	17.6
净利率(%)	14.9	17.1	14.0	14.2	14.0
流动性					
流动比率(倍)	3.6	2.9	2.9	3.4	2.9
利息覆盖率(倍)	146.8	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
净权益负债率(%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
速动比率(倍)	2.8	2.3	2.2	2.6	2.1
估值					
市盈率(倍)	16.8	16.3	14.3	12.2	10.3
核心业务市盈率(倍)	16.8	16.3	14.3	12.2	10.3
市净率(倍)	2.8	2.6	2.4	2.2	1.9
价格/现金流(倍)	18.9	10.7	24.9	18.2	9.2
企业价值/息税折旧前利润(倍)	11.4	8.9	8.8	7.6	6.2
周转率					
存货周转天数	97.0	96.0	97.9	97.0	97.0
应收帐款周转天数	133.2	116.9	114.6	121.6	117.7
应付帐款周转天数	61.3	57.2	65.0	61.5	61.4
回报率					
股息支付率(%)	63.0	54.1	50.0	50.0	50.0
净资产收益率(%)	17.4	20.3	17.2	18.4	19.8
资产收益率(%)	13.9	15.4	13.2	14.2	15.0
已运用资本收益率(%)	4.4	3.9	4.0	4.3	4.6

资料来源: 公司公告, 中银国际证券预测

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

- 买入：预计该公司在未来 6 个月内超越基准指数 20% 以上；
- 增持：预计该公司在未来 6 个月内超越基准指数 10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在 -10%-10% 之间；
- 减持：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10% 以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来 6 个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现弱于基准指数。
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371