

继峰股份——超大手笔跨境并购！拿下德国上市公司，细分领域欧洲第一！什么情况？（优塾估值建模）

今年，市场的目光都聚焦在科创板 IPO 上，并购重组市场似乎无人问津。但是，今天我们要做**财务建模**的这家公司，刚完成了一个精彩的并购。被收购的卖方公司来头也不小：欧洲汽车座椅市占率第一，德国大众、戴姆勒、宝马等一线整车厂都是其长期合作伙伴。并购买方，是 A 股上市公司，名为**继峰股份**，国内汽车头枕龙头。

买卖双方，业绩到底如何？我们先来看**卖家格拉默（Grammer）**——2016 年-2018 年，本案营收分别为 124.62 亿元（人民币）、136.17 亿元、145.38 亿元，净利润分别为 3.30 亿元、2.47 亿元、1.82 亿元，经营活动现金流净额为 5.79 亿元、4.79 亿元、10.57 亿元，毛利率分别为 11.72%、12.04%、11.38%，净利率分别为 2.65%、1.82%、1.25%。

而**买家继峰股份**——2016 年至 2018 年，以及 2019 年半年报，其主营业务收入分别为 14.66 亿元、19.02 亿元、**21.51 亿元**、10 亿元，净利润分别为 2.51 亿元、2.99 亿元、**3.16 亿元**、1.15 亿元，经营活动产生的现金流量净额 0.43 亿元、2.58 亿元、4.63 亿元、1.08 亿元 注意，这是一笔典型的**蛇吞象并购案例**，标的方营收高达百亿，体量是继峰股份的 7 倍。以人民币计，交易作价 37.54 亿元，加上东证继涵让利的 2.02 亿元，得到格拉默市盈率 10.67 倍，市净率 2.16 倍。

此番并购，正值整个汽车行业低迷时期、标的资产遭遇困境之时，按道理说是个不错的时点。不过，谁也没想到，这样的大体量、独特的并购草案发布后，受到汽车行业环境整体影响及宏观波动情况，两家上市公司股价均一路下挫。2018年8月-2019年8月，格拉默股价从的68.1欧元/股大跌至27.75欧元/股；继峰股份股价也从11.46元/股下跌至最低点的6.91元/股，两家公司的估值都大幅下调。来，看看这样的画风：



图：股价来源：WIND





图：股价来源：WIND

本案，是今年以来极为值得研究的并购案例之一，看到这里，在做财务建模之前，几个值得思考的问题来了：1) 一场巨额的跨境并购之后，作为白衣骑士的继峰股份，在估值经历大幅回调后，未来有多少估值修复、并购业绩释放的空间？2) 汽车零部件这个赛道，其核心护城河究竟是什么？自2018年以来，汽车行业的估值整体下杀，已经到了较低的位置，未来是否可能出现板块轮动的可能？这个行业的长期前景，到底如何？3) 从第一次并购草案定增发行股价 10.19 元/股，到 7 月过会的 7.59 元/股，本案股价跌了 25%。那么，很多人可能都在关注一件事：本案的数据，到底位于什么样的区间？到底是贵了，还是便宜了？

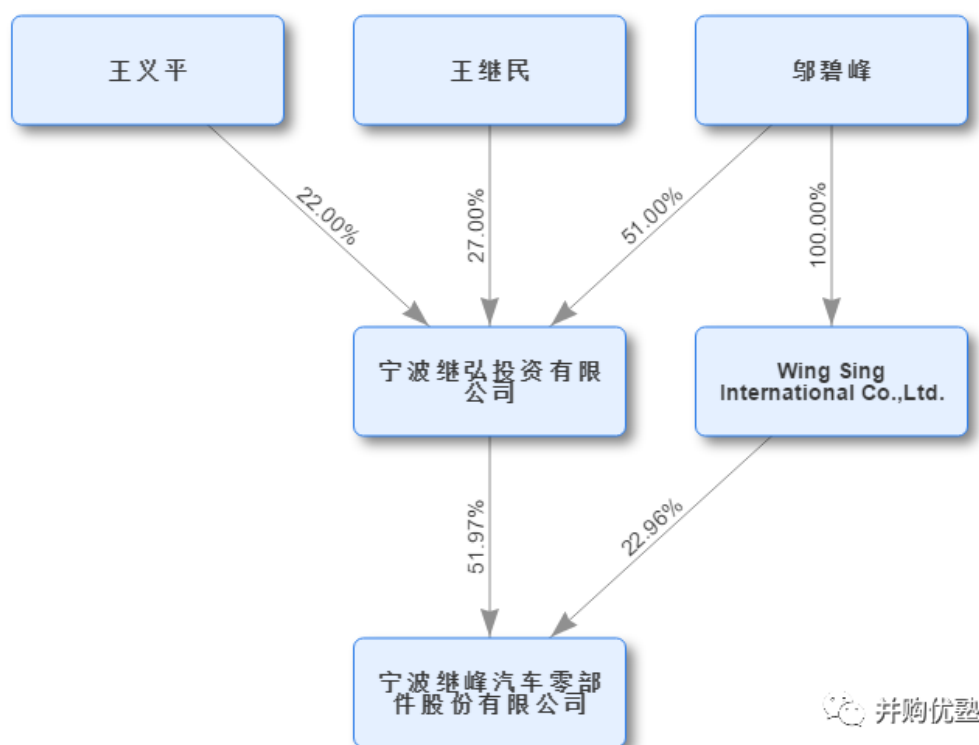
— 01 —



龙头，成长



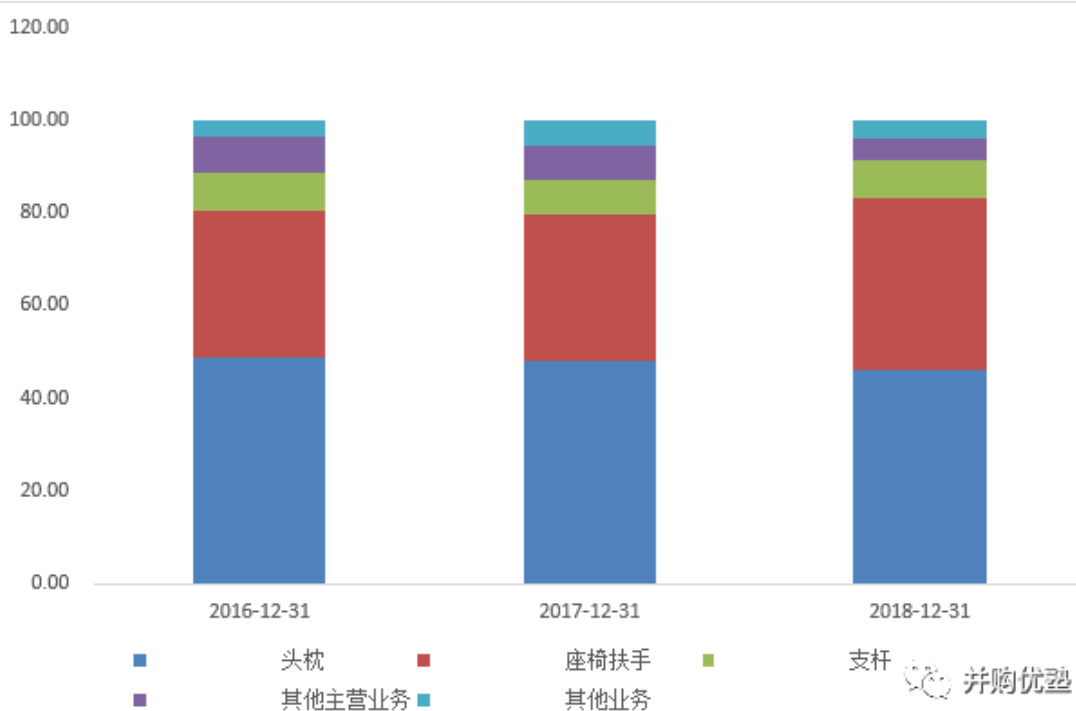
继峰股份，主营业务为汽车配套的生产和销售。2015 年 A 股上市，实际控制人为实际控制人为王义平家族（王继民为王义平和邬碧峰之子），直接与间接合计持有 85% 股权。



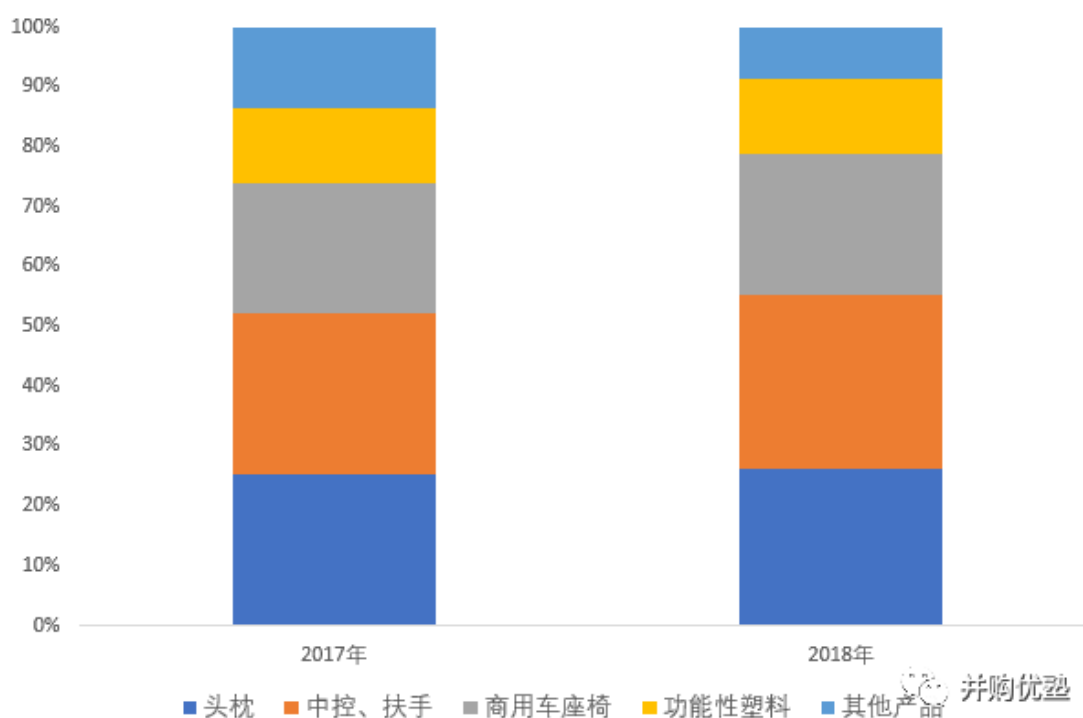
图：股权结构图（单位：%）来源：WIND

首先，来看看继峰股份三年一期的财务数据：2016 年至 2019 年半年报，其主营业务收入分别为 14.66 亿元、19.02 亿元、**21.51 亿元**、10 亿元，净利润分别为 2.51 亿元、2.99 亿元、**3.16 亿元**、1.15 亿元，经营活动产生的现金流量净额 0.43 亿元、2.58 亿元、**4.63 亿元**、1.08 亿元，销售毛利率分别为 35.61%、33.00%、**33.16%**、32.63%，销售净利率分别为 17.12%、15.70%、**14.68%**、11.54%。整体来看，历史三年收入复合增速为 21.13%，净利润复合增速为 12.2%。2019 年上半年，营业收入同比增速为 -5.68%，净利润同比增速为 -20.62%。注意，预计收购的格拉默或将于 **2019 年年报** 并表，届时财报将可能大幅改写。所以，上述目前的收

入，全部来自于继峰股份现有业务。从目前收入结构来看，并购前继峰股份以**汽车配套头枕**为主要收入来源（46.06%），其次为**座椅扶手**（37.17%）。根据并购草案的备考数据（模拟完成收购后数据），继峰股份的收入结构将发生变化，其主要收入结构变更为**中控及扶手**（28.96%）、其次为**头枕**（26.16%），**商用车座椅**（23.70%）。

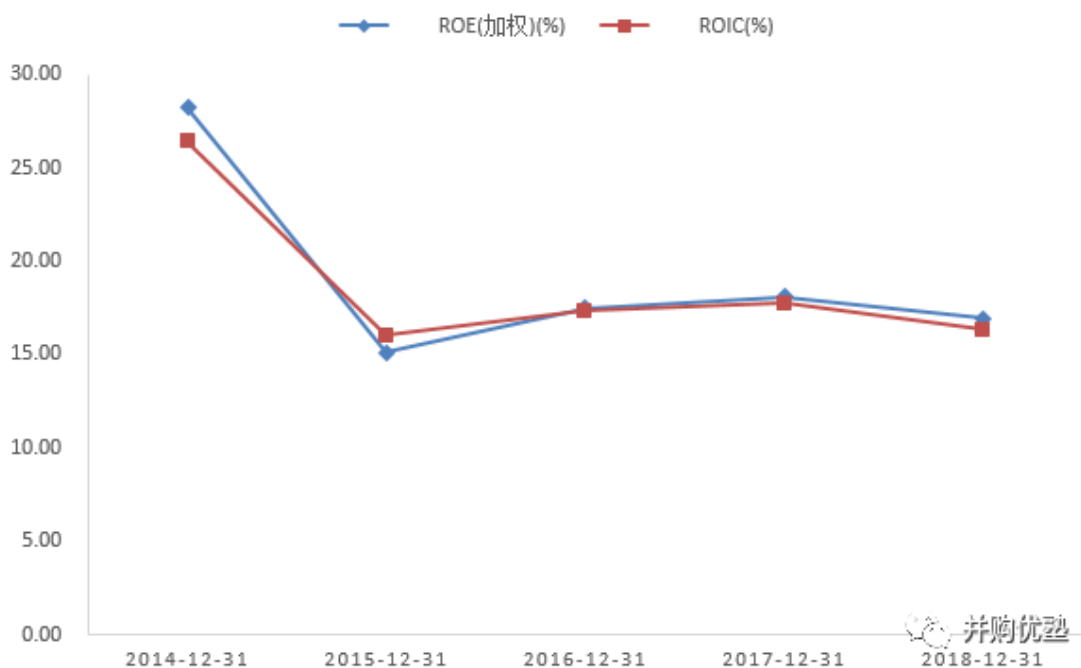


图：并购前收入结构（单位：%）来源：并购优塾

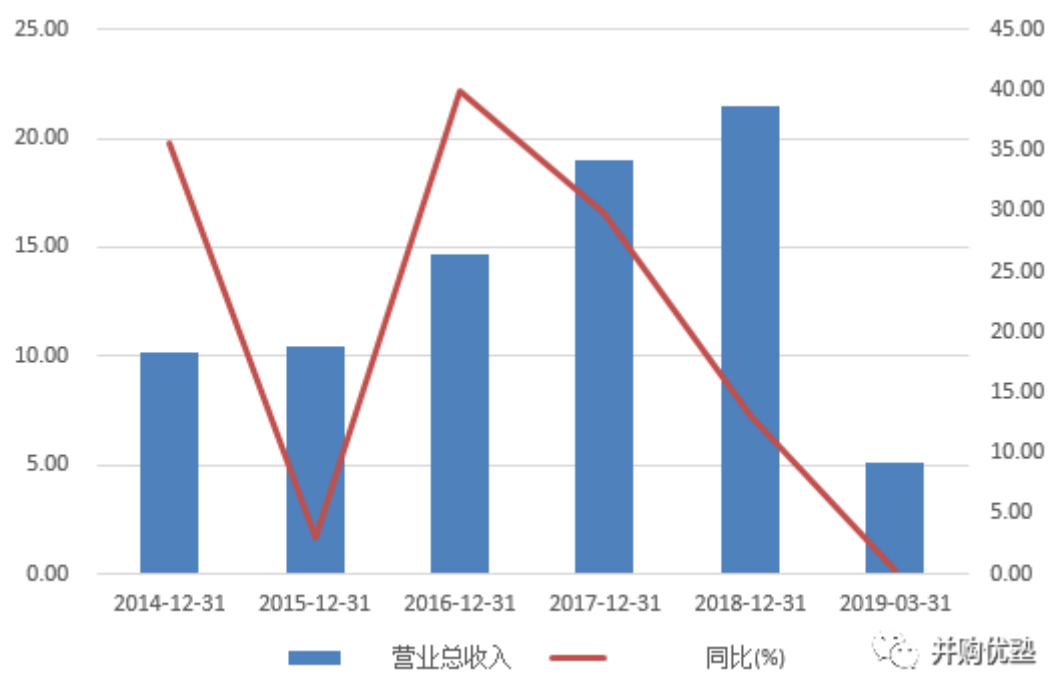


图：并购后备考收入结构（单位：%）来源：并购优塾

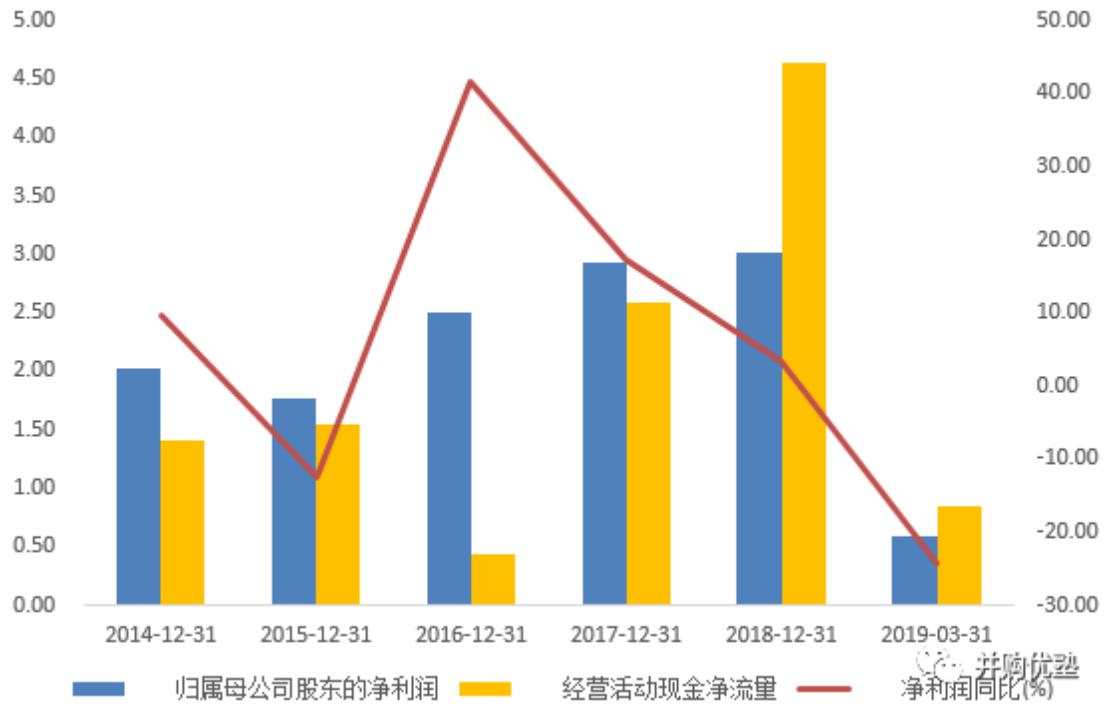
其上游，是座椅头枕用的钢材、塑料粒子、化工原料、面料等原材料供应商；其下游，直接客户为安道拓、李尔、佛吉亚等汽车座椅一级供应商，终端客户为一汽大众、东风日产等合资整车厂。前五大客户比较集中，占销售额比重的63.66%，前五大供应商，占采购总额比重的25.07%。本案，位于产业链中游。由于下游集中度较高话语权较强，所以中游一般采用“成本加成”的定价模式，即根据原材料及员工成本加上一定利润率确定产品价格。以上的经营模式及产业链形态，形成了本案特殊的报表结构；1) 资产负债表：以2018年报表为例，资产总额为25.34亿元，占比最高的是货币资金（27.93%），其次为应收账款（20.80%），接着是存货（15.55%），负债总额为6.22亿元，占比最高的是应付账款（12.86%）。2) 利润表：总收入为21.51亿元，其中66.84%花在了原材料成本上，其次为管理费用（10.68%），剩下的17.86%是其净利润。



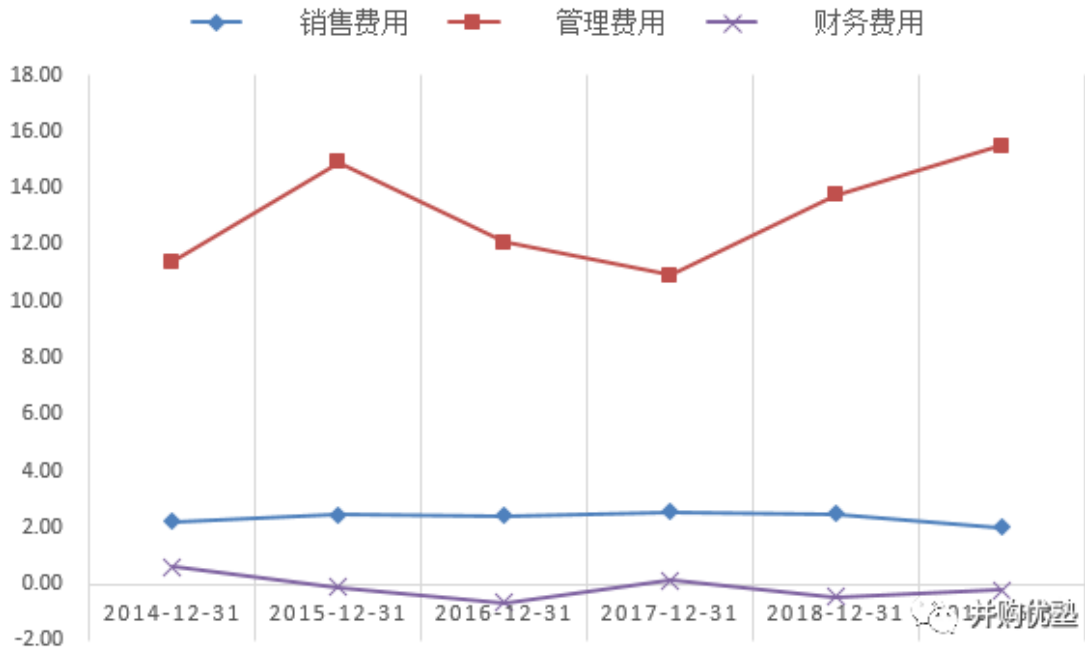
图：ROE VS ROIC (单位：%) 来源：并购优塾



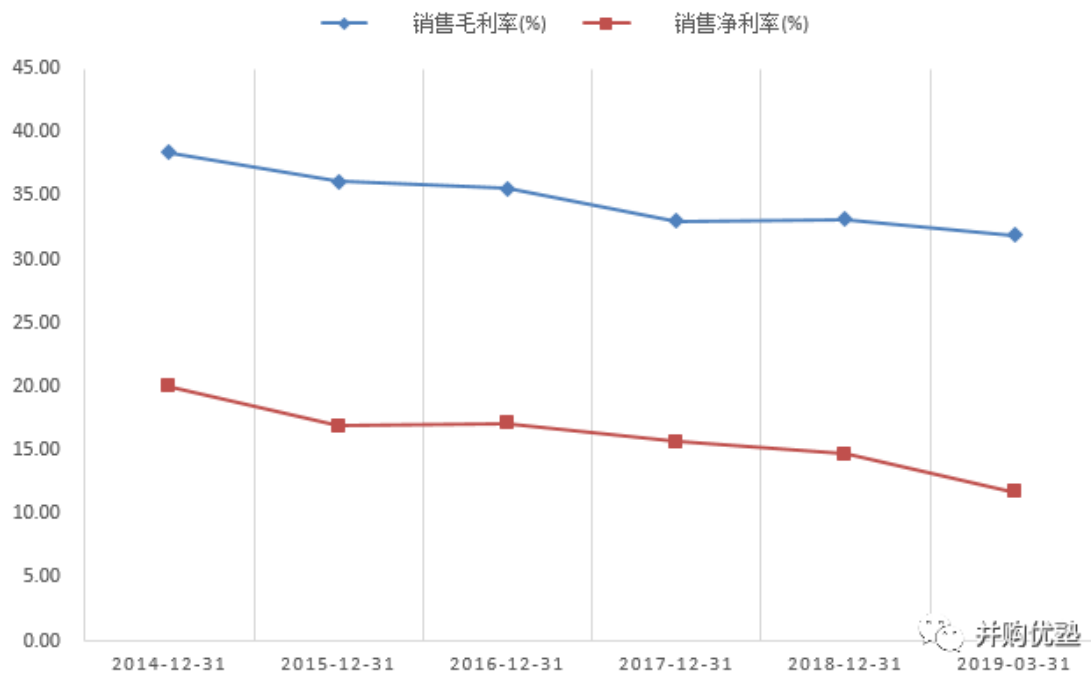
图：营业收入 VS 营收增速 (单位：亿元、%) 来源：并购优塾



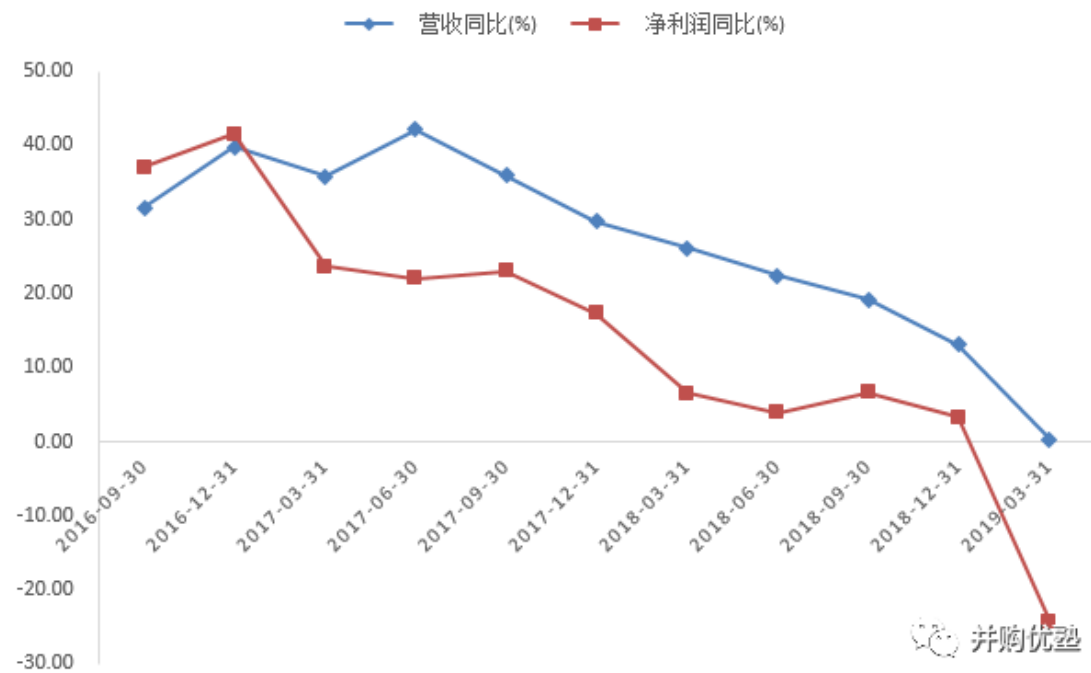
图：净利润 VS 净利润增速 VS 现金流 (单位：亿元、%) 来源：并购优塾



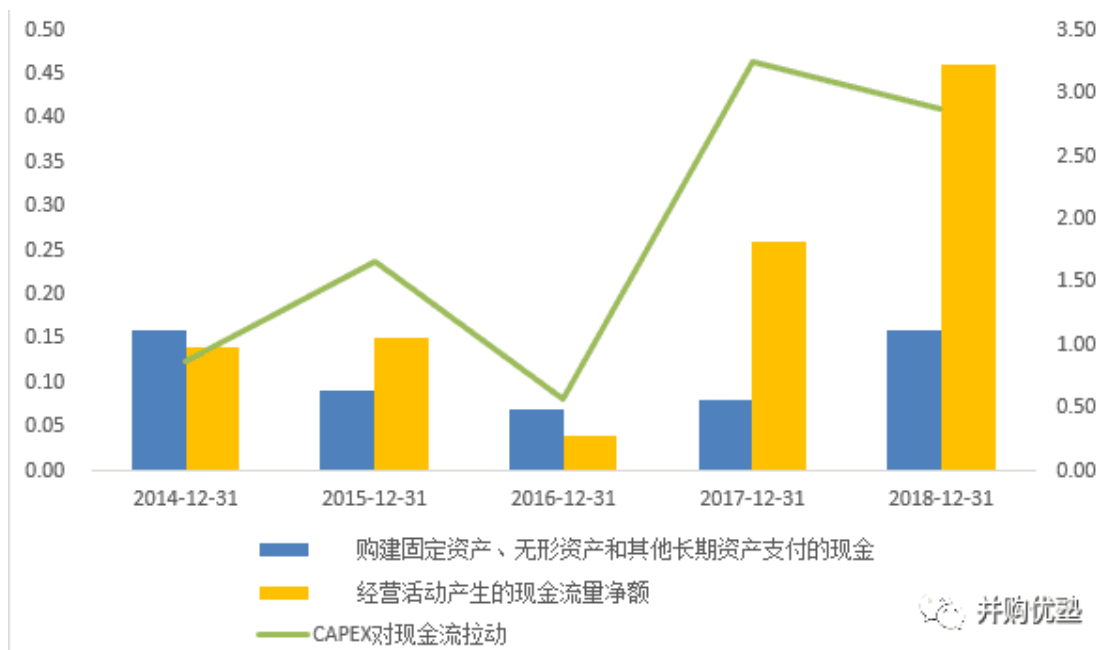
图：销售费用率 VS 管理费用率 VS 财务费用率 (单位：%) 来源：并购优塾



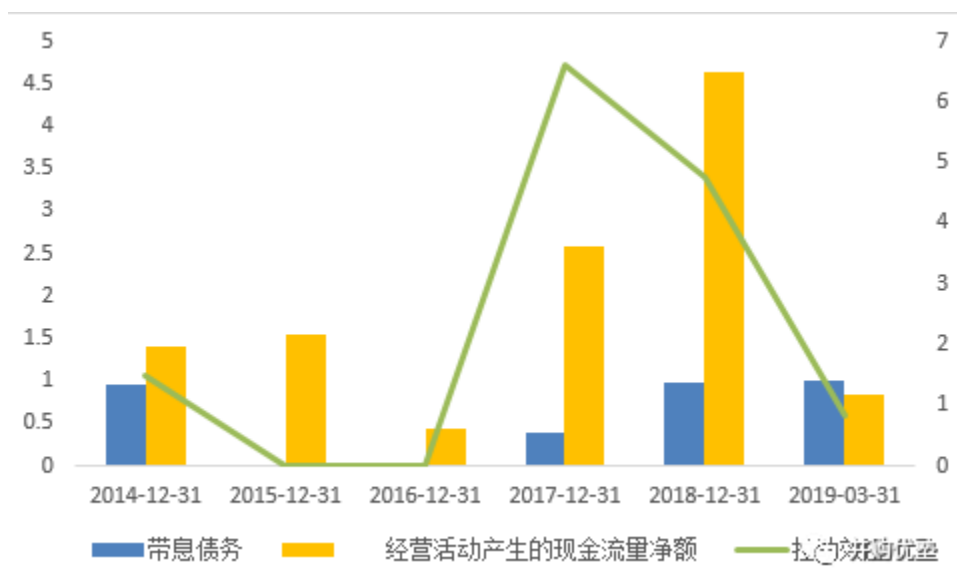
图：毛利率 VS 净利率（单位：%）来源：并购优塾



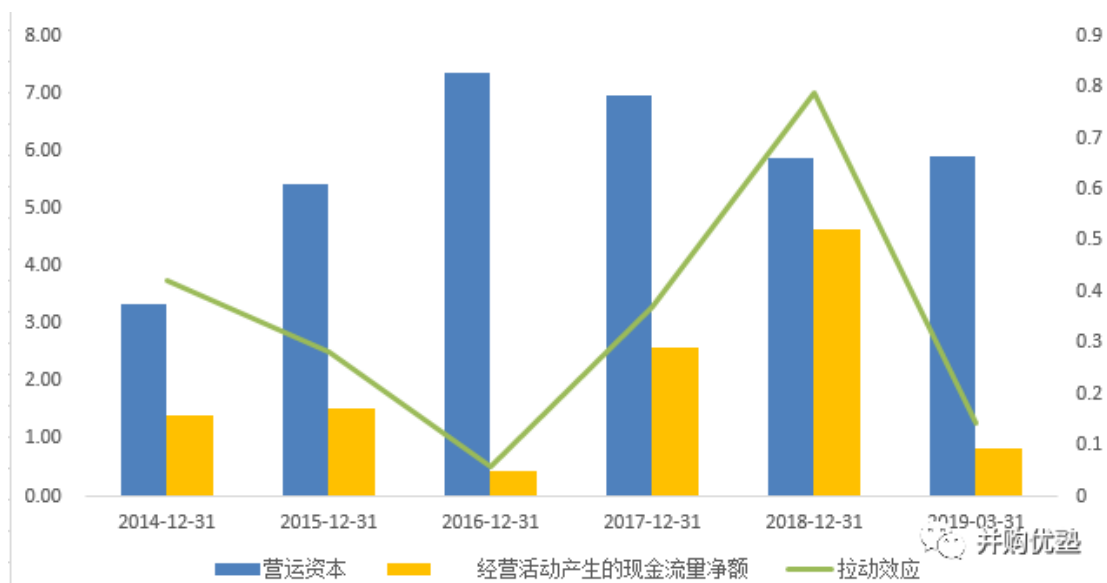
图：近 12 个季度营收净利润同比增速（单位：%）



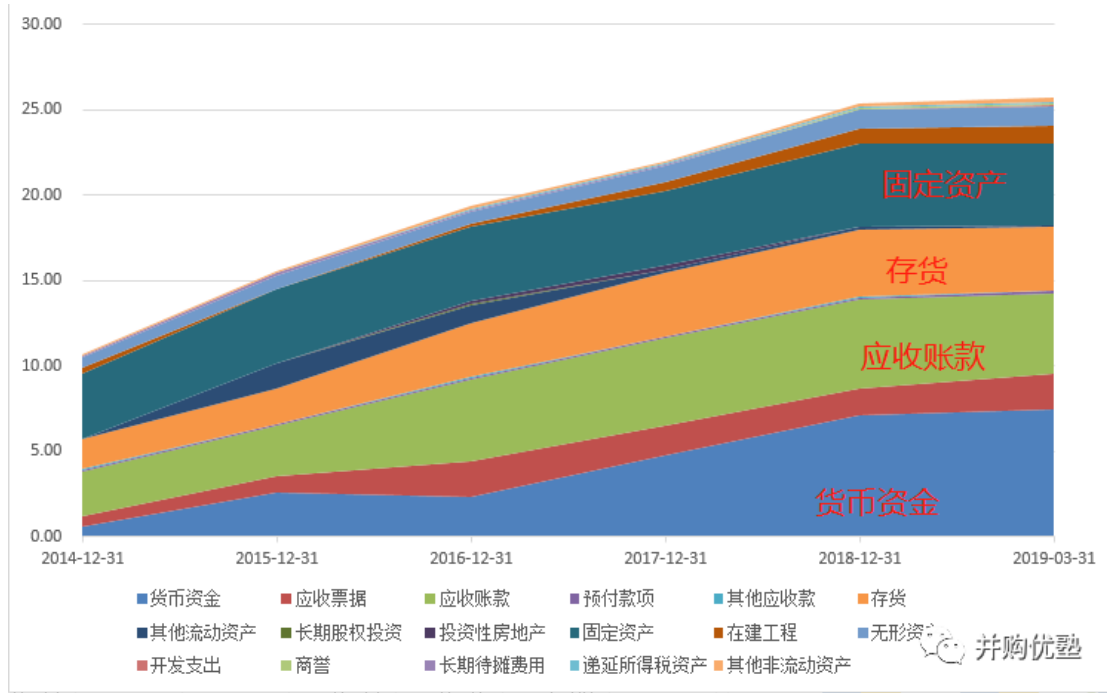
图：CAPEX/经营活动现金流净额 来源：并购优塾



图：有息债务/经营活动现金流净额 来源：并购优塾



图：净营运资本/经营活动现金流净额 来源：并购优塾



图：资产结构 单位（亿元） 来源：并购优塾

由于并购前后，其收入规模及结构将发生较大变化，我们将并购前的继峰股份称为“老继峰”，并购后的称为“新继峰”。为了还原并表后，新继峰会比老继峰的估值有多大提升，本报告，将对新继峰进行整体财务建模——这样的建模，究竟要从什么数据入手？

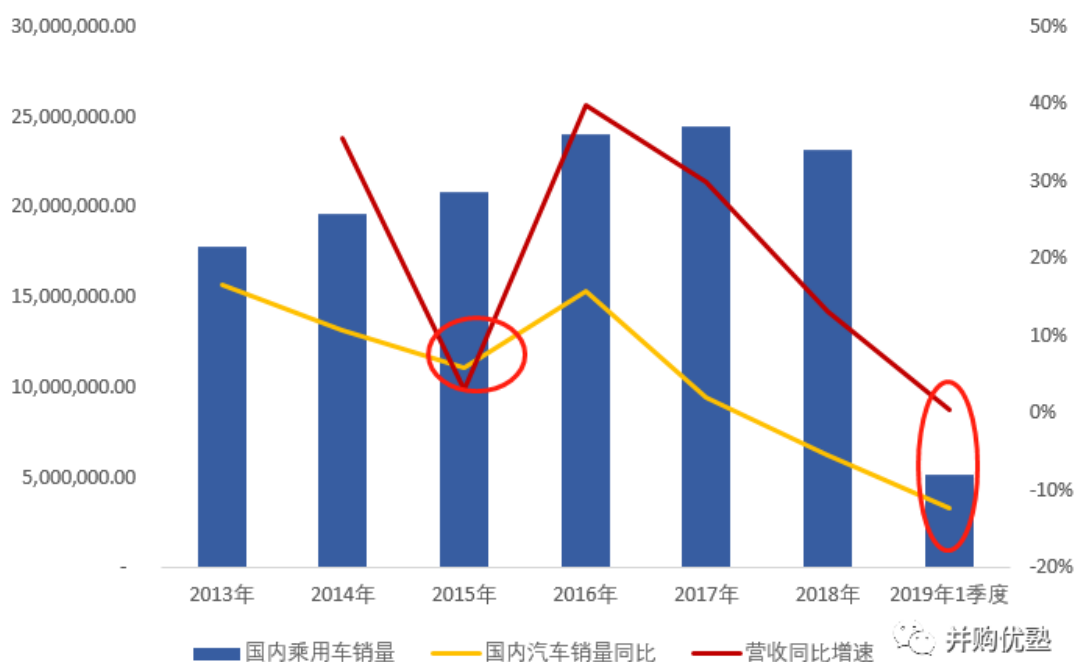
— 02 —



收入，驱动



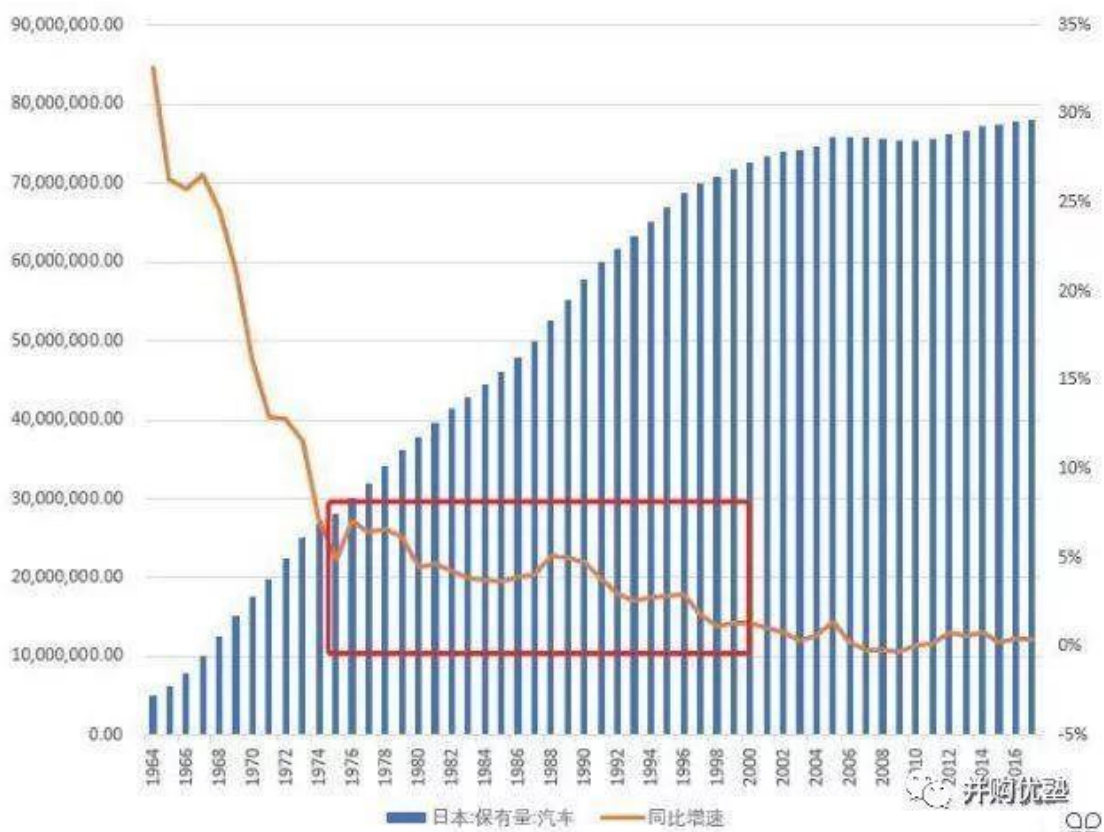
如果回顾老继峰的历史业绩，其景气度与下游紧密相关。由于大部分汽车头枕主要销售给一汽大众、华晨宝马、吉利等国产、合资乘用车整车厂。所以，从历史增速来看，营收增速基本变化基本与国内生产的乘用车增速一致。近五年，继峰的营收增速有两次高点，分别为2014年（35.63%）、2016年（39.83%）两次增速低点分别为2015年（2.96%）、2019年1季度（0.33%），整体来看，与乘用车的生产周期基本一致。



图：乘用车销量/营收同比 来源：并购优塾

本案业绩的主要驱动力，来自于下游乘用车整车市场。2018年，国内汽车整车销量增速首次负增长，那么，并且目前仍然处在负增长中。2019年7月最新乘

用车销量同比增速为-3.88%。根据之前我们对另一大零配件巨头——福耀玻璃的研究，过去十几年是我国乘用车渗透率高速上升的“黄金时期”，本次增速回调让很多投资人忧心忡忡，但其实，通过对比人均保有量来对标日本汽车市场历史变化来看，此次汽车行业负增长，只是短期现象，不会改变长期增长的趋势。整体来看，我国汽车保有量增速还有 20 年左右的增长空间，只是在这个过程中，增速会逐步放缓而已。我们来看数据：1964 年-1973 年，日本汽车增速从高速增长换挡为平稳增长，十年时间汽车保有量从 33%下降至 12%（这与我国过去十年增速接近）；1974 年-2002 年，近三十年间日本汽车保有量同比增速从 12%下降至 0%。2006 年后，复合增速中枢到零轴附近。



未来 10 到 20 年，增长动能仍在，只是，汽配厂由乘用车销量增长带来的驱动力，将逐步减弱。那么，未来，如果要想找到新的增长驱动，从哪里找？答案，

主要来自于两方面：1) 绑定更多整车厂，提高市占率；2) 提升零部件附加值，从而提高单车配套价值量。不过，以上两种方式，都有共同的缺点，周期长，且投入资本高，那么，有没有更快的方式，提前解决增长驱动力的问题？

— 03 —



蛇吞象



答案：并购。2019年7月4日，继峰股份发布公告，其收购德国格拉默(Grammer) 84.23%股权重大重组无条件过会。此次收购，继峰股份发行股份及可转债转股价格为 7.9 元/股，以发行可转换债券、股份及支付现金的方式，收购继峰持有的格拉默 84.23%的股份，交易对价为 **37.54 亿元**，其可辨认净资产为 21.76 亿元，溢价率达 105%。



并购优塾

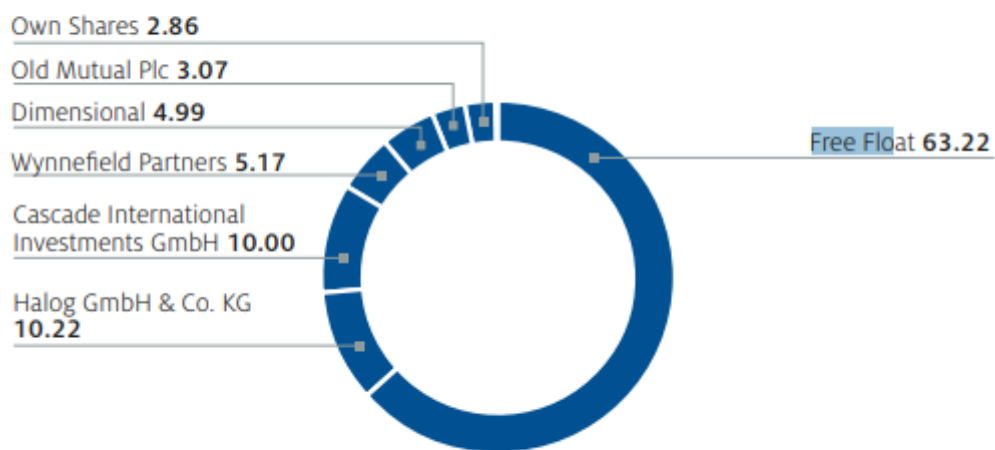
图：股权结构图 来源：草案

本次交易，虽然超过继峰股份营收、净资产的 100%，但属于关联交易，控制权未发生变更，因此不属于借壳上市。标的资产德国格拉默 (Grammer)，是德国的

一家百年汽配老店，成立于 1880 年，德国大众主要汽车座椅供应商之一，其股权结构较为分散，没有实际控制人。

SHAREHOLDER STRUCTURE

IN %



as of December 31, 2016



2007 年，其于德国法兰克福交易所上市，股票代码[GMM.F]，其股价画风如下：



图：股价图 来源：WIND



本案是个典型的**过桥收购**——2018年，继峰股份成立继烨(德国)，以60欧元/股的价格相继收购格拉默84.23%股份，对价总额达49亿元人民币。

汽车行业的“蛇吞象”跨境收购案例并不少见，吉利收购沃尔沃轿车就是一起，但和吉利不一样的是，这起收购，继峰股份扮演的是“白衣骑士”的角色。具体背景如下：

2016年，波斯尼亚亿万富翁Hastor家族持有格拉默20%的股份，并试图控制格拉默的日常经营。2016年底，Hastor要求格拉默替换管理层，并试图通过格拉默来对付其主要客户德国大众。于是，格拉默邀请继峰股份以“白衣骑士”的身份帮助Grammer稳定股权结构，维持经营的稳定和可持续发展。2018年，继峰股份成立继烨(德国)，以60欧元/股的价格相继收购格拉默84.23%股份，交易总金额达49亿元人民币，最终帮助格拉默解决恶意收购困境。2019年，继峰股份再以发行股份、可转债、现金的方式收购继烨（德国）100%股权，总对价37.54亿元，其中现金支付4.38亿元、股份支付29.16亿元、可转债支付4亿元。交易对象为东证继涵、上海并购基金、固信君瀛、润信格峰等机构。

交易对方	总对价(万元)	现金对价(万元)	股份对价(万元)	可转换债券(万元)
东证继涵	244,400	31,800	172,600	40,000
上海并购基金	50,000	12,000	38,000	-
润信格峰	30,000	-	30,000	-
固信君瀛	18,000	-	18,000	-
绿脉程锦	18,000	-	18,000	-
力鼎凯得	15,000	-	15,000	-
合计	375,400	43,800	291,600	40,000

图：交易方案 来源：草案

这笔交易在 2019 年 7 月 4 日成功过会,注意,格拉默营收体量是老继峰的 7 倍,那么,这笔并购的背后,到底是怎样的产业逻辑?

— 04 —



格拉默,何许人



格拉默,主营业务为乘用车内饰(74%)、商用车座椅(26%)等部件的生产及销售。其客户群体主要集中在欧洲(57%)、亚洲(16%)、美洲(16%),大部分为德系车,比如大众、戴姆勒、宝马等一线整车厂。其中第一大客户大众占营收比重在 17%左右。





图：产品图 来源：并购交易草案

假设欧元历史平均汇率为 7.78，以人民币为单位，格拉默三年一期财务数据如下：2016 年-2019 年半年报，营收分别为 123.89 亿元、139.39 亿元、**145.64 亿元**、80.60 亿元；净利润分别为 3.29 亿元、2.53 亿元、**1.8 亿元**、2.20 亿元；经营活动现金流净额分别为 5.4 亿元、6.27 亿元、15.02 亿元、（半年报未披露现金流）；毛利率为 11.72%、12.04%、12.38%、14.1%；净利率分别为 2.67%、1.83%、1.23%、2.63%。三年营收复合增速为 8%，净利润复合增速为-26%。注意，其近三年处于典型的“增收不增利”状况，原因主要有两个：一是汽车市场饱和；二是政策因素导致。1) 市场方面——德国人均汽车保有量为每千人 572 辆，中国每千人汽车保有量为 137 辆，德国保有量为中国的 4 倍。2015 年起，汽车市场景气度下行，欧洲乘用车销量萎靡。根据德国联邦机动车管理局（KBA）数据显示，2018 年德国市场全年乘用车销量为 343 万辆，同比降低 0.2%，已经连续四年负增长。[1]



图：2018 德国市场销量 来源：Internet Info Agency

2)政策方面——2017年9月1日,欧盟新的世界统一轻型汽车测试程序(WLTP)全面实施,多家德国车企推迟汽车生产来应对更加严苛的检测标准。格拉默第一大客户大众汽车深陷“排放门”,不得不推迟下半年25万辆汽车的生产以应对标准。该程序实施之后,欧洲将只允许销售与该程序相匹配的轻型汽车,部分汽车厂商产量下降较大,需求下滑后,由于德国人工成本较高,导致格拉默的生产成本未能得到覆盖,出现了利润率下滑。从业绩层面来看,下滑的风险主要来自下游整车厂,除去增长层面的风险,从资产结构来看,也存在一些需要关注的风险——2018年,格拉默账面新增了这和近20亿元人民币的短期借款,此外商誉也增加不少(折合5亿元人民币)。那么,这样的资产负债结构,到底是如何形成的呢?

— 05 —

**并购中的并购，嵌套并购**

答案：也是并购。也就是说，继峰股份收购的标的公司，其自身也刚刚完成一笔收购。2018年5月，格拉默收购 Toledo Molding（简称 TM），对价折合 16.49 亿元人民币，是其历史上最大的一笔收购。注意，继峰股份收购格拉默金额为 37 亿元，而 TM 公司的价格，几乎是格拉默估值的一半。因而，TM 这家公司，也要纳入重点研究范畴。TM 公司的主营业务为**热塑性复合材料**，汽车工业主要使用玻璃纤维增强热塑性塑料，它具有密度小、易成型、设计灵活美观、耐腐蚀、耐冲击、抗振、隔热隔电、易于涂装、强度高、成本低的特点。据交易书披露，收购 TM，是格拉默管理层的自主决策。2018年5月22日，Grammer 同意收购 Toledo Molding & Die, Inc.100%已发行股份，2018年5月29日，继烨（德国）发布自愿公开要约收购 Grammer 股份的意向。可见，当时这笔收购发生在格拉默被继峰股份收购之前。

那么，关键问题来了：**格拉默在经历恶意收购、业绩下滑时，为什么一定要收购这家 Toledo Molding 呢？** 与我们前面所提及的 WLTP 有关，对于欧洲和北美的传统整车制造商来说，直接转型新能源是一个较为长期的过程，眼下最为急迫的，则是如何通过 WLTP，即一个重要的产业趋势：**汽车轻量化**。数据显示：汽车重量每降低 1%，油耗就可降低 0.7%，碳排放可以降低 0.3%-0.5%，纯电动汽车整车重量降低 10kg，续航里程可以增加 2.5km。据悉，福特汽车 IV150 计划减重 138

公斤，采用全铝的骨架。相比于车架、底盘等零部件，内饰的轻量化难度相对更低。

图表 14 汽车轻量化进程中改性塑料的应用潜力巨大

目标零件	现用材料	改进方式	减重效果
踏板	铸铝	PA	-64%
工具箱	冲击钢板	玻纤增强 PP	-60%
工作台	2A11 铝材	SMC (片状膜塑料)	-57%
侧、后窗玻璃	玻璃	PC	-53%
油箱	钢板	MDPE (中密度聚乙烯)	-50%
变速箱顶盖	铸铝	PA	-50%
侧裙板	SMC	PP	-40%
气门室罩盖	铸铝	SMC	-33%
导流罩	SMC	ABS 复合板	-29%
内饰板	PP 麻纤板	轻质 GMT	-25%
挂车阀支架盖板	SMC	低密度 SMC	-25%
油底壳	冲压钢板	SMC	-25%

资料来源：华创证券

并购优塾

图：汽车轻量化对汽车重量影响 来源：华创证券

汽车轻量化带动车用改性塑料的需求，热塑性材料就是其中一种。热塑型塑料比金属材料具有更低的密度和更高的比强度，新材料代替铝时，发动机托盘重量最轻可达到原来的 20%，并且能替换座椅金属骨架，使座椅轻质轻质化。TM 公司 (Toledo Molding)，主营业务为汽车热塑性复合材料的制造及销售，应用涵盖汽底盘、座椅、内饰和结构件等，能够在保证汽车安全性同时实现轻量化。其客户包括福特、GM、丰田、尼桑等整车厂，以及延锋伟世通、弗吉尼亚、Continental AG 等一线汽车零部件供应商。



图：TM 下游客户 来源：Grammer 年报

2017 年-2018 年，TM 营收折合人民币分别为 21.76 亿元、23.26 亿元，净利润分别为 1.44 亿元、1.59 亿元，经营活动现金流净额为 0.32 亿元、3.22 亿元，净利率分别为 6.18%、7.31%。2018 年 10 月，格拉默完成对 TM 的收购，从上述分析来看。格拉默收购 TM 的逻辑较为清晰，也有其合理性：1) 技术升级，解决眼下的政策限制；2) 拓展北美客户；3) 通过新材料增加单车价值。而这样一个“嵌套收购”，对完成收购后的继峰股份来说，将形成**原继峰股份+德国格拉默+美国 TM** 三大核心业务主体。那么，如果要对“新继峰股份”整体进行估值，该从哪一步入手？

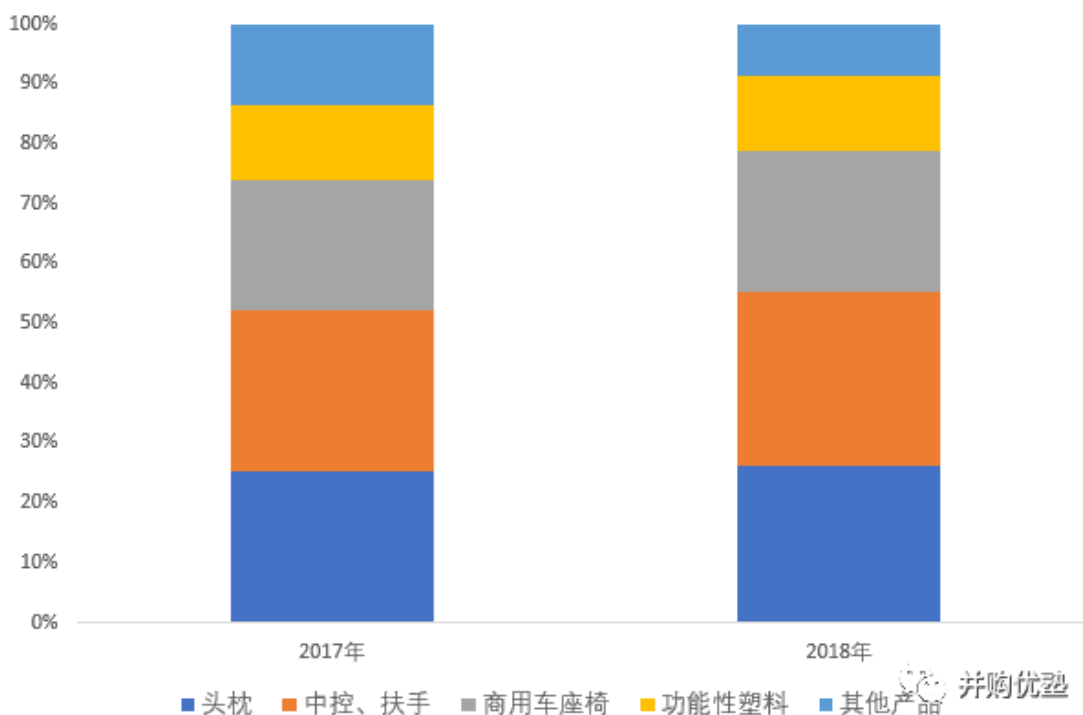
— 06 —



收入拆分，数据预测



我们直接将三家公司的业务进行分拆合并。参考并购草案，新继峰股份的营业收入构成情况如下：



图：新继峰收入结构 来源：并购优塾

合并后，其业务覆盖四大板块：1) 头枕业务，包括原继峰股份以及格拉默乘用车头枕业务；2) 中控系统业务，主要为格拉默的乘用车中控台，和原继峰股份的乘用车扶手业务 3) 商用车座椅业务，为格拉默卡车，农业机械，建筑机械和叉车等商用车座椅业务；4) 功能性塑料，为收购的 Toledo Molding 北美市场功能塑料领域汽车零部件业务；从收入结构来看，头枕和中控业务仍为主要收入来源，占比分别为 26.16%、28.96%，格拉默自身商用车座椅占比 23.7%，美国 TM 功能塑料占比 12.53%。

从毛利率方面来看，综合毛利率为 16.48%，商用车座椅为 16.73%、功能性塑料为 19.80%、乘用车头枕为 17.46% 中控、扶手约为 14%。而原继峰股份整体毛利率为 31.95%，明显高于格拉默与 TM。对于一个并购案例来说，最大的核心变量，就

是三家公司合并后潜在的协同效应规模——协同效应什么时候能够成型、拉动业绩释放，对估值建模影响巨大。

因此，我们首先梳理理论层面可能发生的协同。1) 从市场协同效应看，三家公司的终端客户可形成美国、德国、中国三国主机厂的客户资源整合。不过，需要注意的是，这种合作模式一般是与整车厂开合资厂的方式，进入其供应链。从开设合资厂到产品认证至少需要三年，协同效应才会逐渐释放，因此不会立即表现在短期业绩中。2) 从成本协同效应看，三家企业的全球采购系统协同，可借助各地采购实力，控制原材料采购价格；格拉默目前的生产模具主要通过外购，合并后，可共享生产工艺，以降低生产成本。

整体来看，对本案进行估值，最大的难点在于——1) 收入协同周期长，需要考虑和主机厂设立合资公司、获取主机厂认证的过程，大约 2、3 年的时间，较难进行量化。2) 短期内，较为可能实现的协同，主要在成本协同方面，因而，在预测期内，成本有下降空间。3) 考虑到更长时间周期内，不确定性较高，因而，我们将预测期从之前建模案例的十年，调整缩短为 5 年，以增加建模假设的确定性。在这几个操作前提下，合并后的几大业务，究竟该如何做假设？

— 07 —

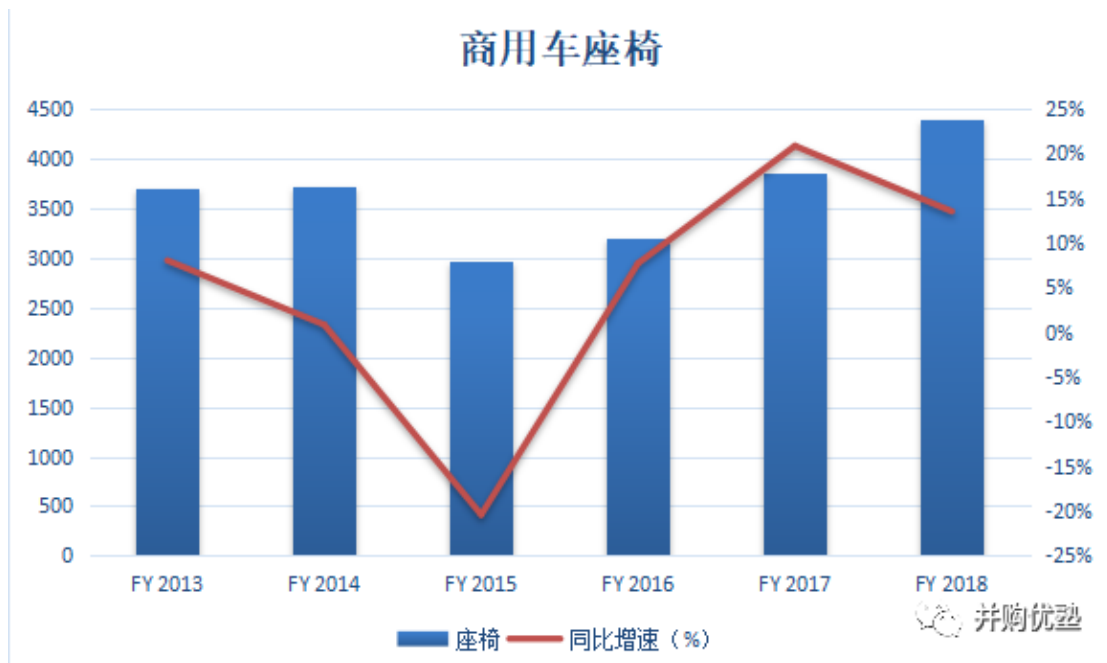


座椅业务，未来



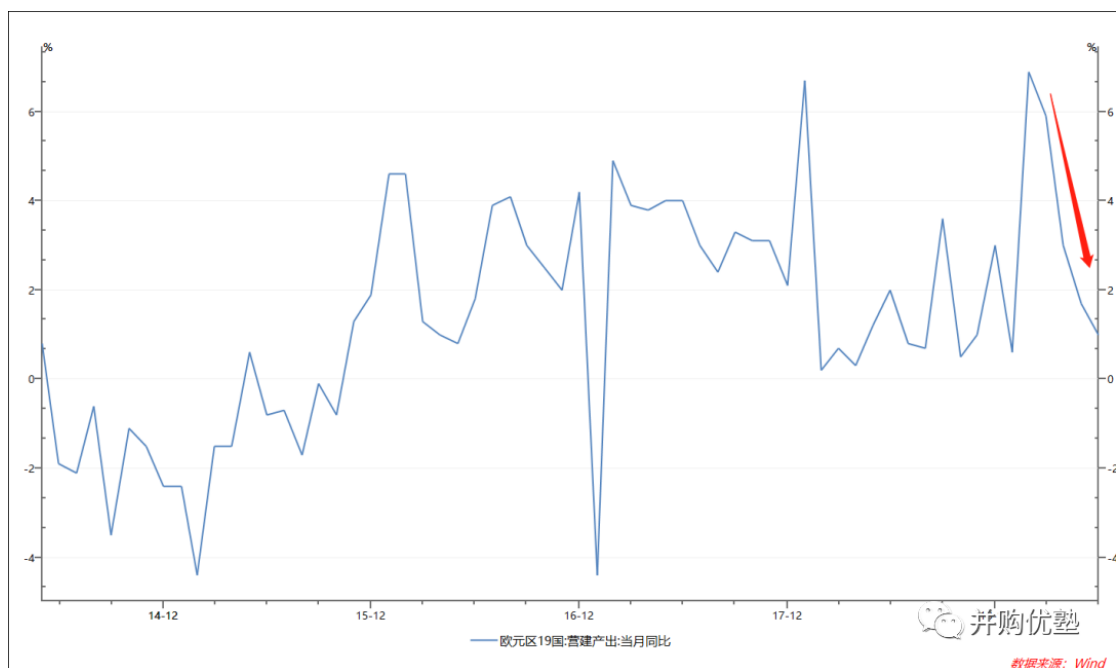
座椅业务中，格拉默的主要市场为商用车。欧洲市场上来看，格拉默几乎占据欧

洲 90%商用车市场。国内市场来看，江森自控、李尔、弗吉亚基本占据我国汽车座椅 60%市场份额。



图：商用车座椅销量及增速 来源：并购优塾

格拉默商用车业务增速较高，2016 年-2018 财年营收增速仍保持在 10%以上的增速增长，2018 年增速达 15%，分地区来看，亚洲以及美洲增速高，其中亚太地区销量增速为 16%、美洲为 20%、欧非洲 9%。商用车作为生产工具，主要受上游**基建开工率**的驱动。由于大部分欧洲国家汽车市场已趋于饱和，虽然短期有所反弹，但整体增长并不明显，以金砖四国为主的巴西、印度等新兴经济体等国受到基建需求刺激，拉动商用车需求上涨。



未来,全球基建增速趋势如何?我们选择全球最大的机械设备公司卡特彼勒的销售数据,作为一个微观的预判指标。从卡特彼勒2018年的销售同比增速从30%左右开始持续下滑,2019年6月最近数据显示其同比增速下降至3.8%,侧面反映全球基建增速在减弱。

图68:卡特彼勒公司机械销售2018年放缓 单位: %



图片: 卡特彼勒销售同比增速 来源: 中信证券

从竞争方面来看，格拉默 2013 年起已在中国投资建设 6 家工厂，主要生产商用车座椅，绑定主机厂包括**陕汽、金龙客车、金旅客车**以及汽配市场的**卡车之家**。但是，渗透效果还不高，其优势未能完全发挥出来。目前，汽车座椅市场集中度较高主要由**安道拓、李尔、延锋江森**占据，其中安道拓国内市占率高达 40%，并且不仅提供配套乘用车座椅，还涉及商用车业务。这个行业较为特殊，由于汽车座椅对安全性要求较高，整车厂需要通过长期安全认证，因而存在一定竞争壁垒。此处，《并购优塾》假设：考虑到全球基建增长仍在放缓；另外下游新客户开发周期较长，所以，假设五年内增速逐渐递减至历史平均增速 5%。座椅看完后，我们来看头枕和中控——这块业务，未来将会如何？

— 08 —

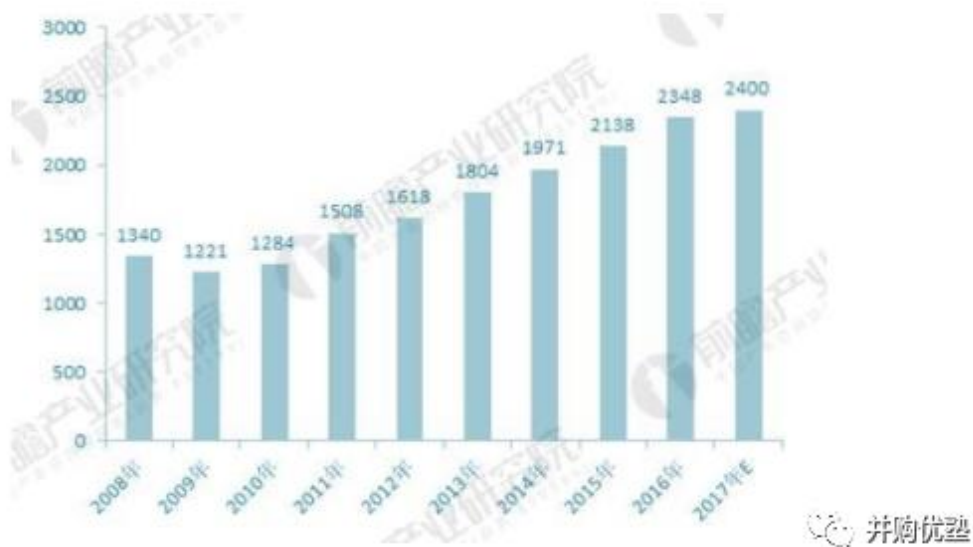


头枕和中控系统



汽车头枕和中控系统两大业务，主要市场为乘用车。根据草案，虽然两类产品都应用在乘用车市场，但是，两大业务的历史增速差异较大。中控系统同比增速较高，2018 年为 13%，头枕业务较低，2018 年同比增速为 8%。由于两大业务的驱动力不同，我们拆分预测。首先，来预测中控系统业务收入。全球乘用车市场渗透率高，增速一直保持个位数增长。但是，受益于汽车电子车载通讯及车载娱乐系统升级的趋势，车内中控系统保持较高增速，2012-2016 年复合增长率达到 9.8%，

图表4：2008-2017年全球汽车电子市场规模（单位：亿美元）



图：全球汽车电子市场规模 来源：前瞻产业研究

汽车电子可以分为电子控制系统和车载电子装置两大类，中控系统属于后者，主要包括车载通讯及车载娱乐系统等。虽然中控系统不影响汽车的安全性能，可通过提高智能化、信息化和娱乐化程度来增加汽车附加值。由于汽车电子化渗透率较低，约为15%左右，中低端汽车娱乐系统及多媒体智能化存在一定增长空间。

所以，《并购优塾》假设，中控及扶手业务增速从13%增速5年内递减至行业增速9.8%。再来看头枕业务收入。与中控业务不同，头枕业务的收入与乘用车销量趋势基本一致。但如果从协同效应方面看，我们对头枕业务的假设，仍然需要**进行调整**。从技术工艺来看，老继峰拥有自主研发的头枕支杆槽口加工技术，和慢回弹泡沫配方工艺，抗冲击能力强，能减少碰撞时乘员头部受到的伤害。从客户覆盖范围来看，目前国内内资品牌、合资品牌中的各档次车型，继峰都已有覆盖，这也导致我们前述梳理驱动时的情况，其头枕业务增速与乘用车销量增速高

度相关。从这两方面来看，老继峰在头枕业务方面，并没有明显的短板，这也是其成长为国内龙头的原因。



图：继峰股份客户 来源：中银国际证券

但 2019 年 H1，我国乘用车市场仍保持负增长，2019 年上半年中国汽车产销量同比下降 13.7%，作为主要配套国产或合资车的继峰，2019 年上半年销售额同比下降 5.68%。

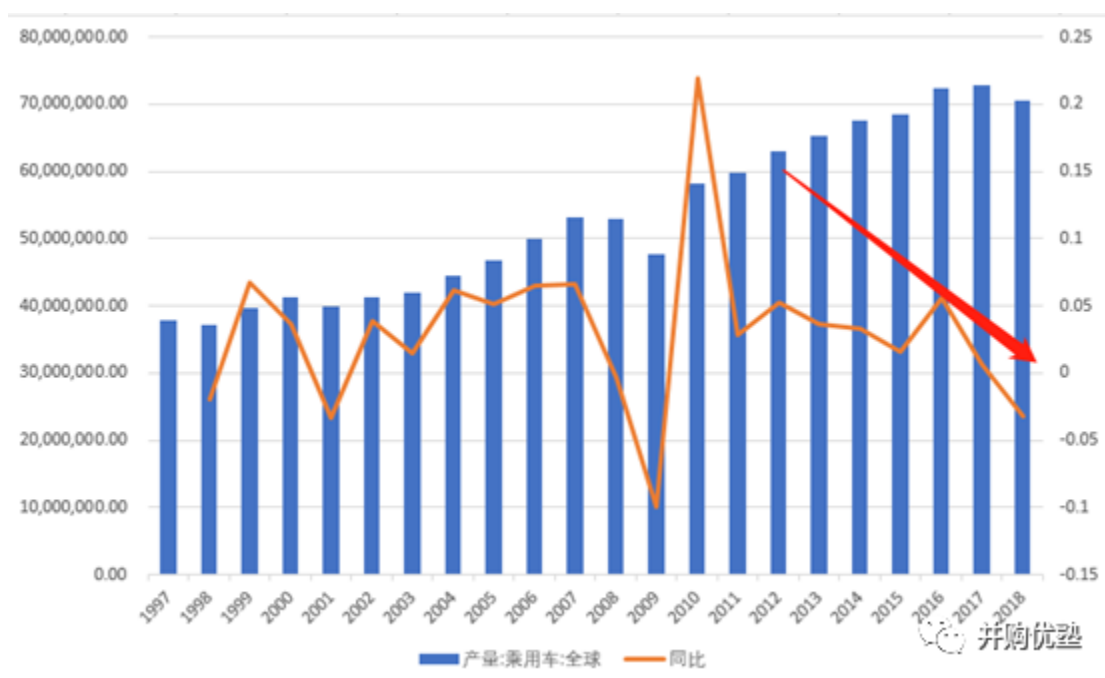
但注意，在这样的不景气的大环境中，并非没有出路，增长的驱动，在于结构升级，在乘用车销量整体下滑的过程中，高端乘用车的销量并没有下滑。2018 年高端车同比增速仍高达 8%。

而这部分高端乘用车客户，正是继峰的主要空缺。这，也是本次并购中收入端可能发生协同效应的一大赛道。



收入协同效应最有可能实现的，应该是头枕业务。目前，老继峰头枕在国内市场份额第一，格拉默头枕在欧洲市占率第一。2018年，老继峰头枕销售额 9.91 亿元，加上格拉默销售额 38.6 亿元人民币，两家公司合并后，新继峰全球市占率约为 30%。

由于头枕业务的市场份额以及市场规模已知，我们采用“由上至下”法预测该部分业务收入。其公式为： $头枕业务收入 = 全球头枕市场规模 * 市占率$ 。首先，来看头枕行业市场规模——根据国际车协，2018 年全球汽车产量为 7057 万辆，单车头枕用量为 4.5 个，头枕座椅由于制造工艺和材料不同，价格在 30 元至 200 元之间，这里参考中银国际预测的平均单价 50 元，计算得到全球头枕的市场规模约为 160 亿元人民币。从近五年的全球乘用车产量数据来看，同比增速基本从 2%-3%，2018 年首次负增长。根据德国杜汽车研究所所长费迪南德·杜登霍夫的报告，贸易摩擦是引发 2018 年全球汽车销量危机的重要原因。并且，大部分国家出台新的燃油车排放标准，导致车企排产受到影响。



根据以上因素,《并购优塾》保守预测,近五年内全球汽车销量增速为2%,所以,头枕市场规模近五年维持2%的增速。

接下来,预测市占率——对继峰并购的协同体现在业务上,为打入进口高端车型的供应链,从传统的商业流程来看,需要两步。

第一步,竞标。

竞标形式存在两种,第一种为整车厂直接发包,向供应商发出竞标要求;第二种为整车厂向零部件厂商发包,再由供应商选择其他供应商,比如本案的座椅头枕,可以通过参加安道拓、弗吉亚等一级供应商竞标来获取。

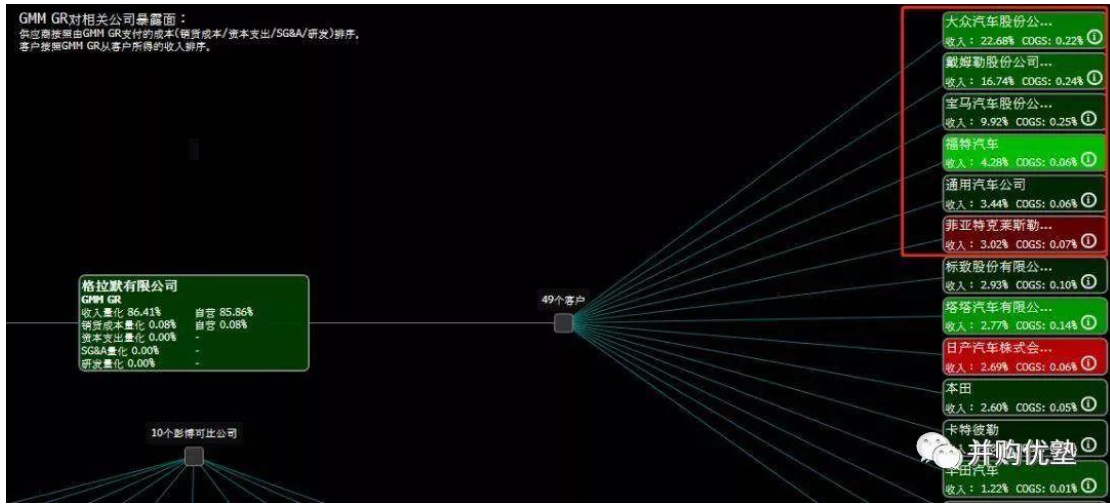
但注意,目前的主流趋势为整车厂单独发包,因此,继峰想要发展高端头枕业务,必须拿下整车厂的竞标。

第二步，合作研发。

竞标完成后，双方开始合作研发并进行生产。这两步中，存在一个关键信息：**开拓新品必须直接和整车厂合作**。因此，继峰想要打入进口高端车型的供应链，显然无法通过与国内的合资车企合作实现，必须直接去绑定海外的整车厂。事实上，自 2014 年以来，继峰就在海外着力研发，典型的如 2014 在德国成立德国继峰，据年报披露，德国继峰新开辟的客户有大众（欧洲区业务，主要有 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（全球业务，1 系、2 系、3 系、8 系、X3 等）、戴姆勒(MRAII 平台的车型)等。注意，这些车型中，并不包含在国内市场销量较好的传统豪车，比如宝马 7 系，宝马 X5，保时捷卡宴等，其中高端的两款为宝马 8 系，及保时捷 Mission E，这两款车型目前均还没有实现大规模量产。因而，也无法对“老继峰”产生较为明显的驱动。

然而，并购格拉默，可能成为改善这一情况的转机。这，也是本次并购背后最大的产业驱动力。

根据 Bloomberg，格拉默供应链基本为进口高端车企，前五大客户为德国三大主机厂大众、戴姆勒（全球第一大豪华车生产商）和宝马及美系车三大主机厂菲亚特克莱斯勒、通用和福特，在高端头枕的配套制造方面，格拉默显然比继峰更有优势。



图：格拉克供应链 来源：Bloomberg

所以，在自身技术水平过硬+新并购标的过去成熟经验下，其在头枕领域的市占率存在协同的可能，即进一步提升市占率。因此，《并购优塾》合理假设，按照乐观、保守两种情境分别做分析：1) 乐观情境下——假设收入协同在合并后一年后成功体现，新继峰股份的市占率每年以1%匀速递增；2) 保守情景下——假设收入协同五年内难以体现，新继峰市场份额保持不变。具体预测数据如下：

收入预测表 Revenues

单位：亿元人民币（特殊说明除外）

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E
情景开关		2					
乐观假设		1	30%	30%	31%	32%	34%
保守假设		2	30%	30%	30%	30%	30%
市占率所应用的情景			30%	30%	30%	30%	30%
本表假设							
全球头枕市场增速			0%	2%	2%	2%	2%
市占率			30%	30%	30%	30%	30%

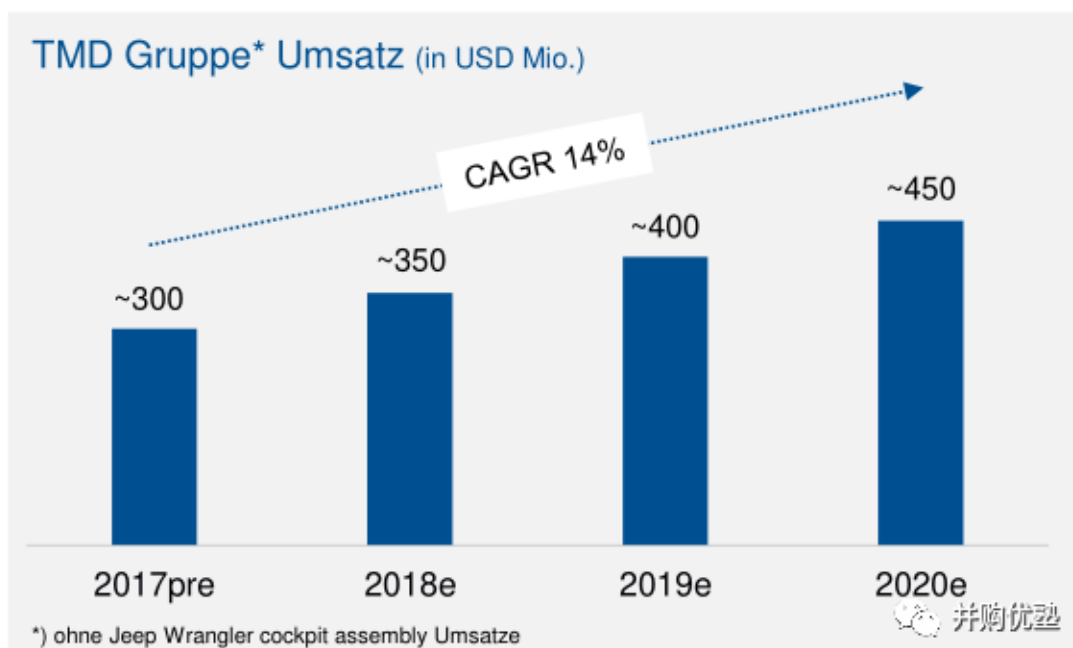
头枕和中控业务，大致分析完毕，不过还有一大块业务需要解决——在轻量化趋势下，功能性塑料未来将会如何？





功能性塑料业务，主要来自于格拉默 2018 年 10 月收购的 Toledo Molding。由于其历史业绩以及市占率等数据较少，我们只能通过增速法来预测 TM 的收入。**首先，从全球增速来看**，根据 LMC Automotive 咨询机构的预测，2017-2020 年全球车用功能塑料的平均增速为 7%左右，市场规模预计 3000 亿元人民币。全球主要参与者大多是大型的化工企业，比如巴斯夫、普立万 (PolyOne)、陶氏等。

其次，参考国内行业增速，改性塑料使用量最高的是德系车单车，其改性塑料的使用率达到了 22%，为 300-360 千克，欧美国家的平均水平也达到了 16%，为 210-260 千克，我国乘用车单车的改性塑料使用率只有 8%，为 100-130 千克。汽车功能性塑料应用最大的领域就是新能源汽车市场，根据盖世汽车研究院估计，我国功能塑料 2017-2020 年的年平均增速将达到 **15%**，将超过全球平均增速。**再次，参考格拉默收购 TM 时的投资者报告书**，根据报告书，格拉默预测 2017 年-2020 年五年营收复合增速为 14%，**最次，历史增速**——2018 年 TM 营收同比增速为 7%；另外，TM 并表后格拉默 2019 年半年报收入增速为 9.3%。



图：TM 增速预测 来源：格拉默收购草案

综上，考虑到虽然国内行业增速高于全球增速，但由于其目前市场仍然集中在美国，协同效应释放的周期可能较长，《并购优塾》进行的假设偏向保守：*功能性塑料——2019年-2023年收入增速参考全球行业增速7%增长。三大业务预测后，计算得到新继峰五年收入预测，具体数据如下：*

继峰股份							
收入预测表 Revenues							
单位: 亿元人民币 (特殊说明除外)	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E
头枕 & 中控、扶手							
头枕收入	44.77	48.50					
中控、扶手收入	47.65	53.70					
小计	92.42	102.20	112.08	121.88	131.43	140.52	148.95
YOY		11%	10%	9%	8%	7%	6%
商用车座椅							
收入	38.64	43.95	49.23	54.27	58.89	62.86	66.00
YOY		14%	12%	10%	9%	7%	5%
功能性塑料							
收入	21.74	23.23	24.86	26.60	28.46	30.46	32.59
YOY		7%	7%	7%	7%	7%	7%
其他							
收入	24.28	16.04	16.04	16.04	16.04	16.04	16.04
总收入	177.08	185.42	202.20	218.79	234.81	249.97	258.58
YOY			9.05%	8.21%	7.32%	6.41%	5.49%

图：利润表预测 来源：并购优塾

至此，收入假设基本完成，接下来还有对估值建模至关重要的事情——未来，本案的钱会花到哪里？这些花钱的地方如何影响本案的估值？

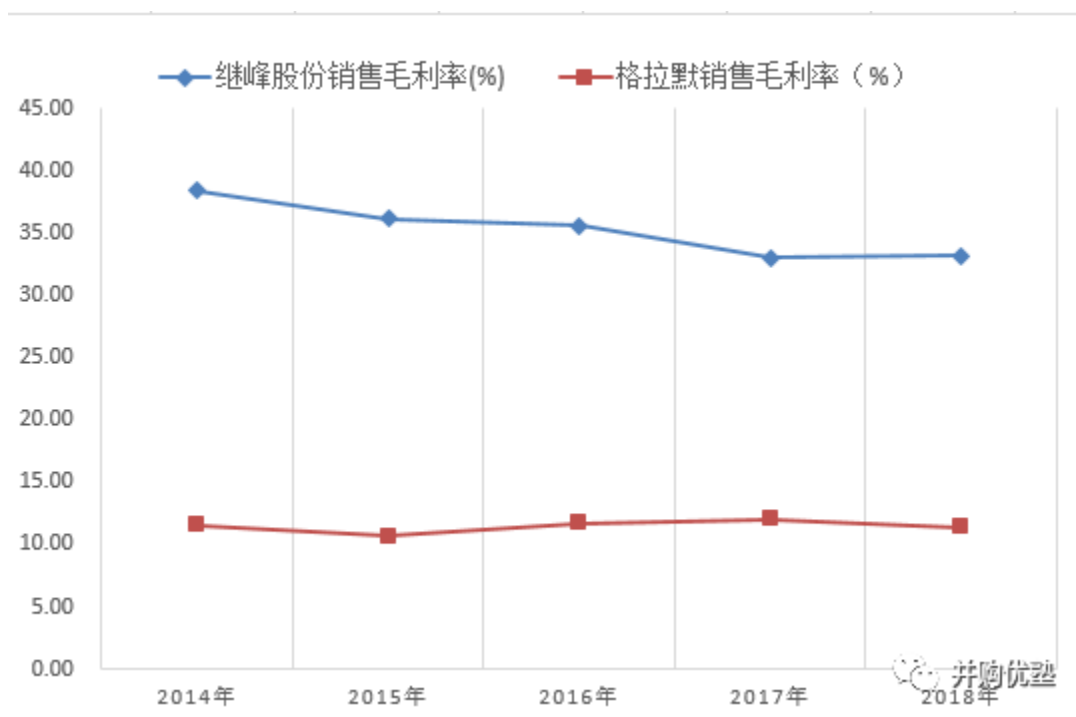
— 11 —



成本协同，如何体现



首先来看毛利率，两个主要合并主体：老继峰与格拉默的毛利率差异较大。2018年继峰股份的毛利率为 33%，而格拉默为 11%，两家企业合并后的备考毛利率为 16.48%（未扣除折旧和摊销）。很明显，由于格拉默体量较大，合并后拉低了整体毛利率。



图：毛利率（单位：%） 来源：并购优塾

由于并购草案中没有披露格拉默的成本结构，这里我们参考继峰股份的成本结构来分析。将成本结构拆分可见，其中原材料成本占比最高（80%左右）、人工成本及制造费用（20%左右）。**格拉默的毛利率低，主要出自于两方面：**1) 德国的人工成本是中国的6倍左右。根据欧盟统计局相关数据统计，德国生产人员的平均年薪为50.1万元，中国生产人员年薪约为8.25万元。另外，继峰股份员工的平均年薪为8.21万元，相当于德国的1/6。

区域	2018 年度	备注
德国公司人均工资	50.10	
德国地区人均工资水平	44.39	注一
美国公司人均工资	40.47	
美国地区人均工资水平	34.84	注二
捷克公司人均工资	18.23	
捷克地区人均工资水平	15.18	注一
中国公司人均工资	14.23	
继峰中国公司人均工资	8.21	注三
中国地区人均工资水平	8.25	注四

注一：平均薪资数据援引自欧盟统计局 Eurostat 2019 年 5 月 13 日相关报告“Labour costs annual”

图：工资对比（单位：万元） 来源：草案

2) 格拉默的生产模具大部分来自外购，占营业成本 2%左右。新车开发阶段，汽车头枕制造商需要自行设计(或者外协购买)相关新车车型配套的头枕制造模具，每个新车的车型不同，相应的头枕的模具需要重新设计或购买。由于格拉默大部分模具代工生产，每年采购金额大约 3-4 亿元，导致成本上升 2%左右。

那么，问题来了：两家公司合并后，成本会怎么变？ 根据麦肯锡在《价值评估》一书中对并购案例的统计，88%的收购方可以实现成本上的协同效应，但是只有 1/4 的收购方实现了收入协同效应。并且，重要的是：一般成本协同效应在整合后的第一个预算年度就会发生。

成本协同效应主要来自于两方面：一是采购协同效应，二是制造协同效应。 1) 采购协同。由于两家公司的业部分业务重叠，合并后，可借助大批量采购而获得供应商的更优惠原材料价格，考虑到继峰股份本身已经在德国建立生产基地，因此我们假设，采购协同能够节约大约 1%的原材料成本；

2) 制造协同。继峰采用自产模具，而格拉默多为外部采购，每年原材料采购金额近 100 亿元，其中模具采购金额为 3-4 亿元。据中银证券测算，继峰可通过模具生产经验迁移等方式可降低大约 2%的制造成本。[2] 不过，需要注意的是，实际实施过程中，可能会存在许多不可控因素，根据麦肯锡的评估方法，在整合后的第一个预算年度假如未能实现成本协同效应，最终实现的微乎其微。

所以，这一点在以后要重点追踪。（此处，在实地调研时，需要询问管理层关于成本协同的相关信息）在模型中，我们采取乐观、保守两种假设：1) 保守情形下，成本效应合并后未能实现，营业成本保持 2018 年合并报表后的营业成本 81.40%（扣除折旧摊销后）。2) 乐观情形下，成本协同效应在合并后的一年内实现，那么从 2020 年起，格拉默的营业成本节约 3%，再根据格拉默占合并后总成本比例的 91%，倒推出总成本每年最多可降低 1.82%。

单位：亿元人民币（特殊说明除外）	披露口径	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E
情景开关	1							
乐观假设	1		81.40%	79.58%	79.58%	79.58%	79.58%	79.58%
保守假设	2		81.40%	81.40%	81.40%	81.40%	81.40%	81.40%
所应用的情景			81.40%	79.58%	79.58%	79.58%	79.58%	79.58%

图：成本预测 来源：并购优塾

除了成本外，还有什么费用会受到并购的影响？

— 12 —

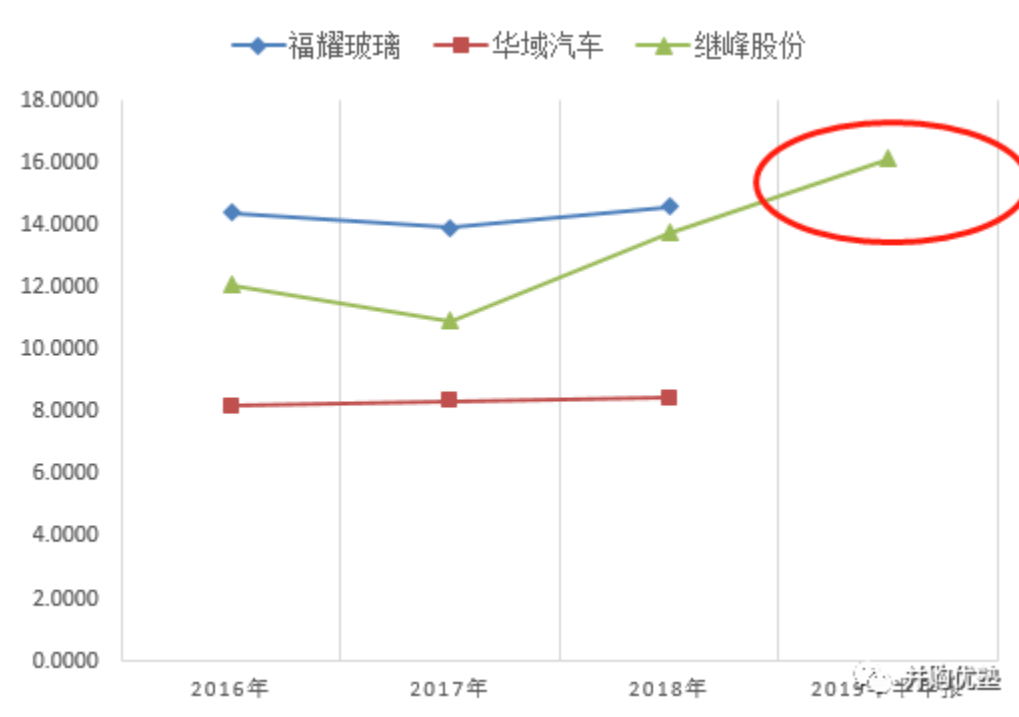


钱，花在哪里



1) 管理费用——主要包括员工工资、中介机构费用以及业务招待费。同时，我们将研发费用也一并计算到管理费用中。根据继峰股份披露的 2019 年半年报数据，其管理费用同比上升 35.51%。上升原因主要是支付中介并购费 2395 万元。根据并购草案，本次交易中介费用大约 6000 万元，所以预计剩下的 3600 万元会在本年 3 季报年报中陆续披露。不过，并购中介费属于一次性支出，因而《并购优塾》预计，2020 年后管理费用率回归合理值范围。

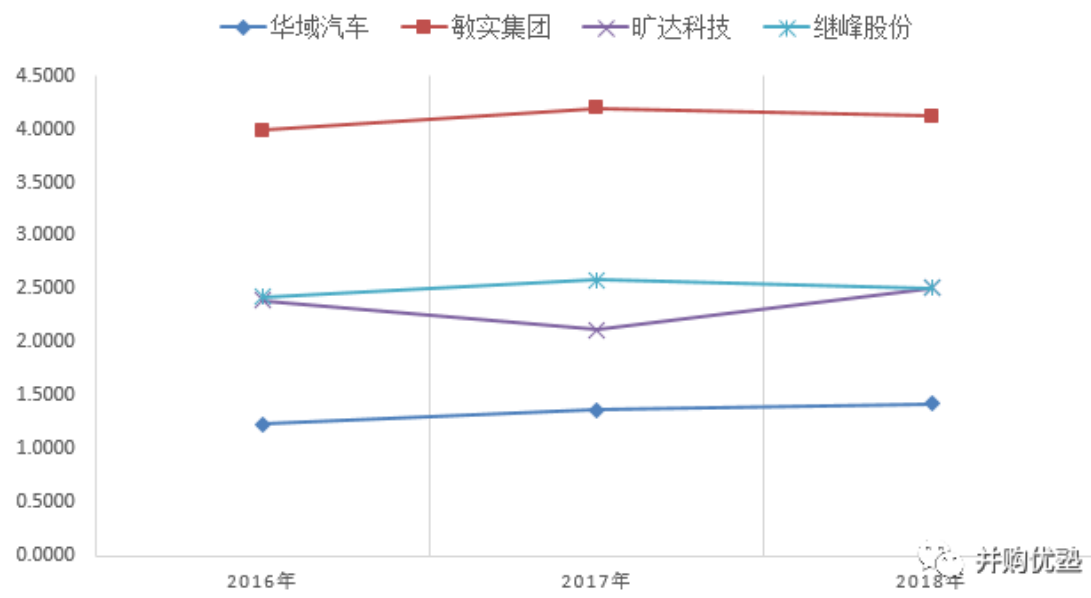




图：管理费用率预测 来源：并购优塾

根据备考后数据，扣除折旧摊销后，新继峰股份的管理费用率为 8.05%，主要是由于格拉默近两年的管理费用一直维持在 6%左右。对比国内同行业来看，其管理费用与国内同行处于中等水平，由于中介费属于一揽子交易，所以《并购优塾》假设，管理费用率仅 2019 年取考虑中介费后的高值 8.76%，2020 年起维持合并后的历史平均水平 8.06%。

2) 销售费用——主要包括销售人员薪酬、广告宣传费等。从历史销售费用率来看，格拉默与继峰股份两家占比相近，大约 2%左右。



图：销售费用率预测 来源：并购优塾

与零配件同行业对比来看，敏实集团较高，在4%左右，华域汽车最低，约在1%左右。这是因为销售产品地区不同导致。敏实集团50%的产品销往海外，销售费用主要是包装和运输费用，所以占比较高；华域汽车产品主要产品销售给国内整车厂，大部分给上汽做配套，所以销售费用率低。考虑到合并后的继峰股份海外业务增多，如果要发挥协同效应，那么销售费用率大概率会上升，在这里，《并购优塾》假设，参考历史销售费用率增速，每年以0.1%增速上升。综上，涉及利润表的关键假设，汇总如下。

单位：亿元人民币（特殊说明除外）	检查链接	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E
本表假设								
主营业成本/主营业务收入	检查链接		81.40%	79.58%	79.58%	79.58%	79.58%	79.58%
税金及附加/主营业务收入	检查链接		0.25%	0.25%	0.25%	0.25%	0.25%	0.25%
销售费用/主营业务收入	检查链接		2.05%	2.15%	2.25%	2.35%	2.45%	2.55%
管理费用/主营业务收入	检查链接		8.05%	8.76%	8.05%	8.05%	8.05%	8.05%
其他经营性损益	检查链接		0.36	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
所得税率	检查链接		23.09%	23.09%	23.09%	23.09%	23.09%	23.09%
少数股东损益	检查链接		0.65	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

图：利润表预测 来源：并购优塾

注意，这些关键比率的预测，都是基于2018年格拉默已经与原继峰股份合并后

的这一前提条件。那么，合并后新继峰股份，每年花多少钱在长期资产的建设上？

— 13 —

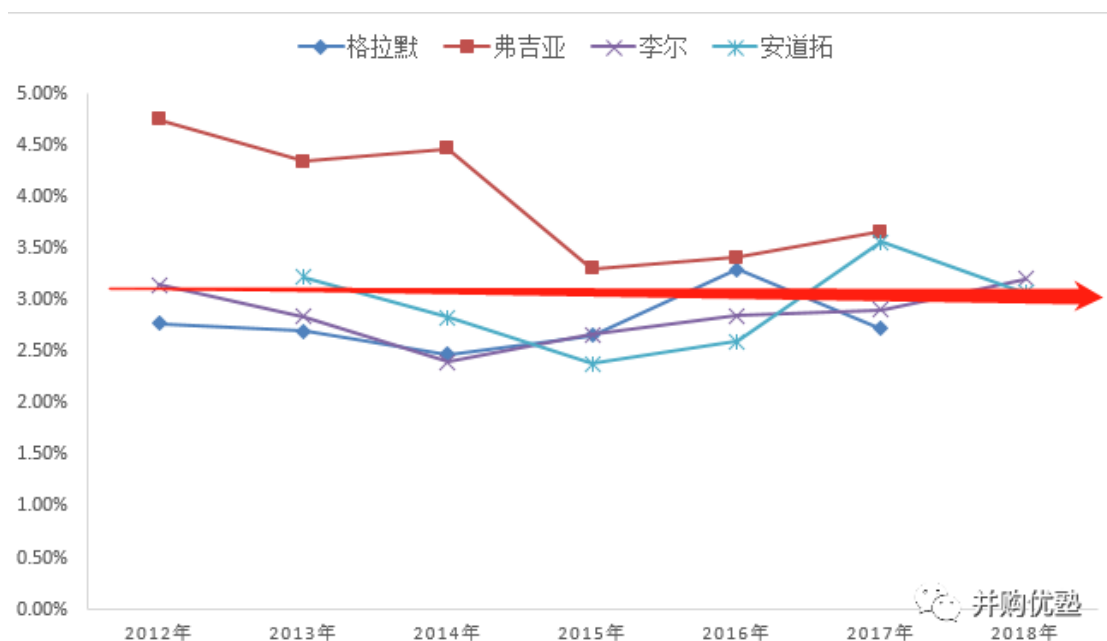


设备、厂房



继峰股份和格拉默的资本支出，主要用于汽配制造所需的的机器设备及厂房。一般情况下，在估值建模中，资本性支出采用现金流量表中“购建固定资产、无形资产及其他长期资产支付的现金”金额，然后通过现金流量表间接法中的“折旧和摊销”来计算出每年的固定自产、无形资产及长期待摊费用现值。但是，由于草案并没有披露相关现金流量表，并且只有一年备考的报表信息，无法获得具体每年资本支出及折旧、摊销的具体数据。

所以我们做一下调整：1) 资产负债表中，将无形资产、固定资产、长期待摊费用合并为一项科目：长期经营性资产；2) 利润表中，将固定资产折旧，无形资产及长摊摊销合并为一项：折旧和摊销；3) 资本支出参考同行业上市公司的资本支出/营业收入的比例。先来看全球汽配龙头的资本支出占收入比重情况——与同行业对比来看，资本支出的比例均较稳定，近五年来，占收入的比重大约维持在 3%左右。格拉默为 2.75%，美国李尔（全球汽车内饰龙头）为 2.86%，弗吉亚为 3.9%，安道拓（全球最大汽车座椅生产商）为 2.94%。



图：资本支出占收入比重（单位：%） 来源：并购优塾

同时，相对应的资本支出带来的折旧和摊销，我们也参考同行业同步考虑：资本支出——资本性支出占收入比重参考同行业（包括格拉默）五年中位数均值 3.61%。折旧和摊销——折旧和摊销/资本支出比重参考同行业五年历史均值 0.82。商誉——本次收购备考报表以继烨（德国）分步取得格拉默 84.23%的股份支付的对价总额 49.82 亿元扣除可辨认净资产公允价值 21.76 亿元后的差额 28.06 亿元为商誉。由于本次收购属于典型的产业并购，没有业绩对赌条款，所以我们粗略假设未来五年商誉不出现减值，并且，假设继峰股份五年内不会有其他并购计划（因此项并购为蛇吞象，且协同效应和整合需要时间，期间再进行大笔收购会增加管理难度）。在后续更新中，需要重点关注格拉默的业绩变动情况，以及商誉是否存在减值风险。

资本支出的假设完成后，折旧摊销也相应解决。接下来，我们来看影响现金流的

另外一大块——本案，在产业链上话语权如何？它能否占用上下游资金，进而增强自身现金流？

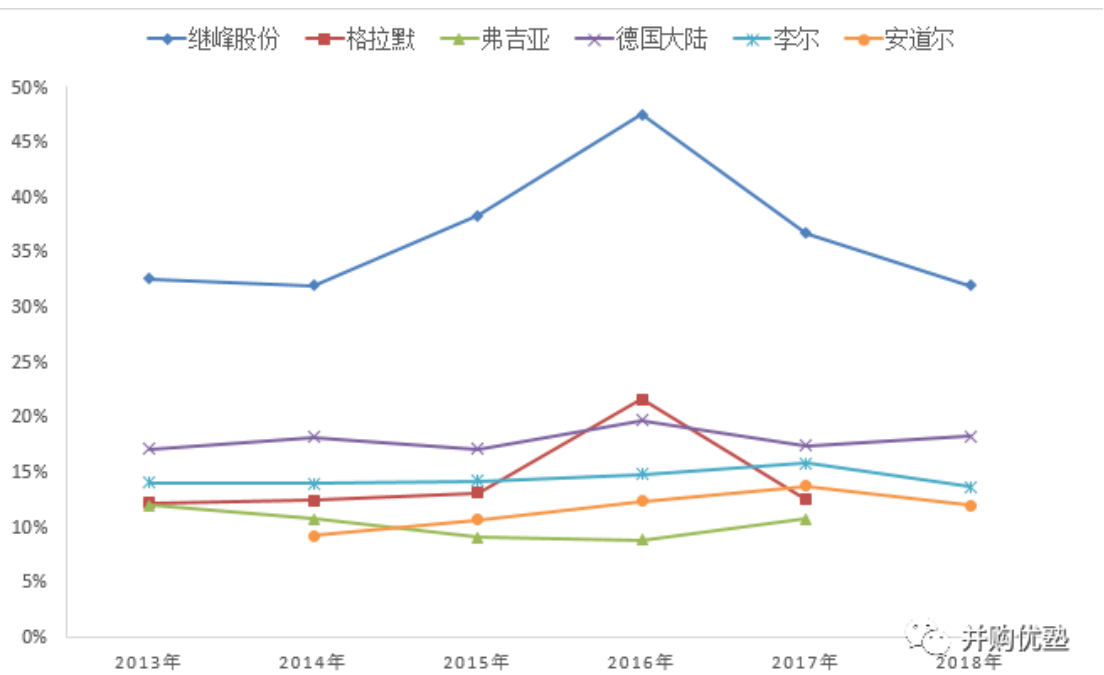
— 14 —



产业链，话语权



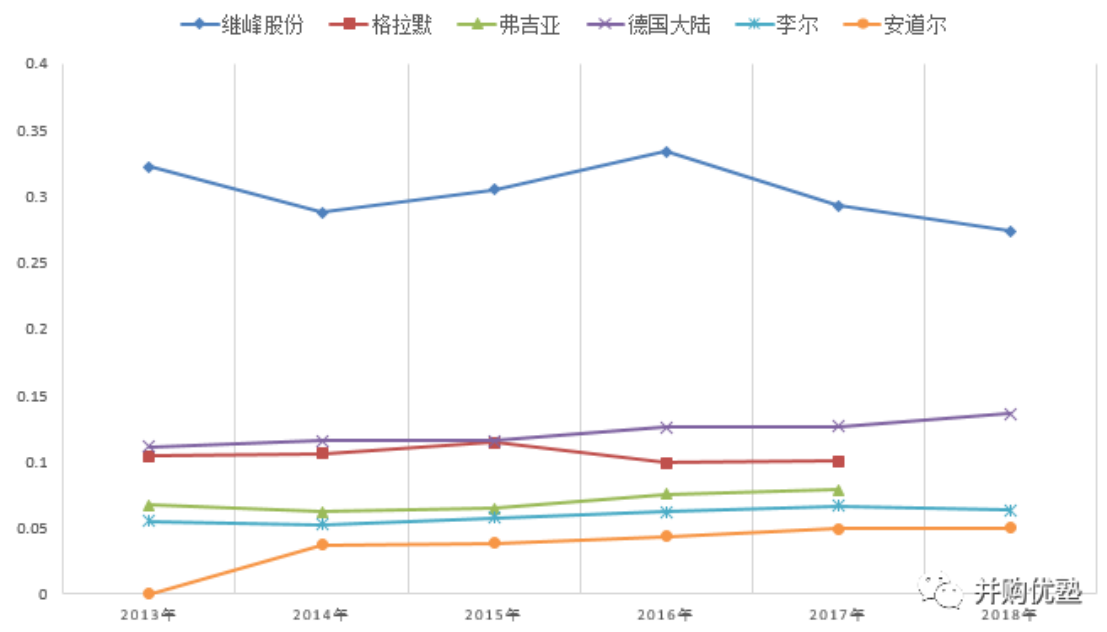
汽配厂商的下游客户一般为大型整车厂，对下游话语权不强。所以，营运资本中存货、应收账款占比较高，我们重点看这两项资产。**应收账款**——合并后的新继峰股份应收账款占收入比重为 14.4%。由于草案只提供一年的合并备考数据，因此我们分别来看合并前两家公司的历史数据。



图：应收账款占收入比重（单位：%） 来源：并购优塾

从历史走势来看，两家公司的应收账款占收入比重整体变化不大。对比同行业来看，原继峰股份应收账款占收入比重（32%）明显高于全球性汽配龙头，格拉默

与全球性行业龙头占比相近，在 13%左右。考虑到继峰的体量远小于格拉默，且合并后应收账款 75%来自于被收购主体格拉默。所以，《并购优塾》假设应收账款占收入比重维持 2018 年合并后 14.4%占比不变。存货——合并后的新继峰股份存货占成本比重为 12.48%，主要为库存商品和发出商品。



图：存货占成本比重 (单位：%) 来源：并购优塾

从历史数据来看，格拉默与老继峰股份的存货周转情况较稳定；全球汽配巨头的存货周转情况与格拉默相近，而老继峰股份的存货占成本比重是同行业的 1-1.5 倍，其中主要为发出商品。对比可见，对下游整车厂的话语权仍然有限。这里，存货主要来自于格拉默，所以，《并购优塾》假设存货占成本比重维持 2018 年合并后占比 12.48%不变。资本支出和营运资本预测完成后，我们来看本案，估值建模中最重要的关键因子——财务费用。本次并购，对未来财务费用方面会有影响，因而也需要重点关注。

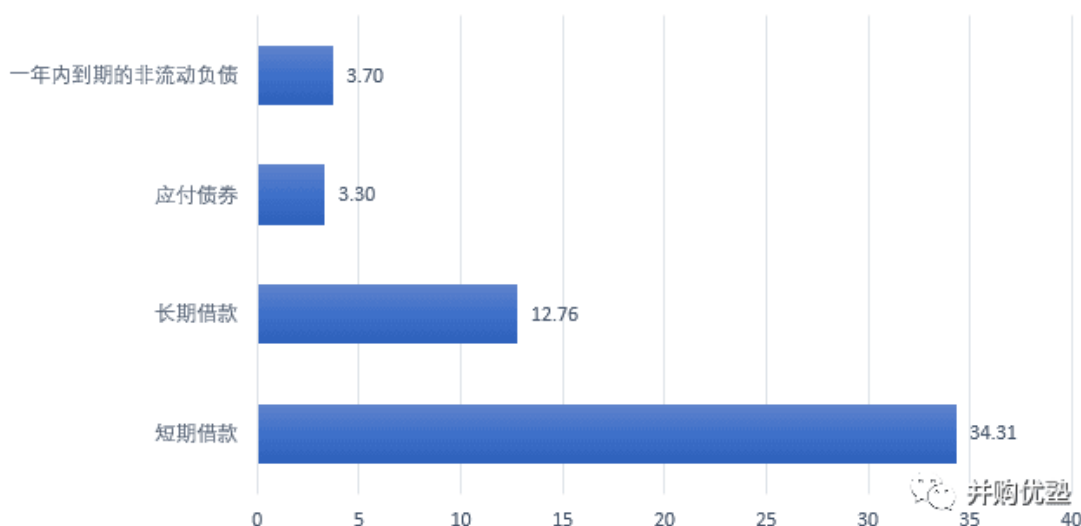


财务费用，预测



财务费用，是本案估值中的最大难点，我们以借款体量，与借款利率两个方面来看。根据备考合并后资产负债表的借款结构如下：

计息负债



图：负债结构 来源：并购优塾

从借款体量来看，这次收购导致整体负债水平大幅上升 2018 年其账面上的有息负债体量合计 54.07 亿元对应的，资产负债率也大幅上升，2018 年资产负债率从 2017 年的 19.69% 上升至 69.81%。从结构来看，短期借款 34.31 亿元、长期借款 12.76 亿元、应付债券 3.30 亿元、一年内到期的非流动负债 3.70 亿元。

- 1) **短期借款，占比最高**——主要来自于两部分：一部分是格拉默收购 TM 时使用的 2.6 亿美元借款，2019 年 9 月 30 日为还款日；另一部分是由继烨投资（本次收购标的）收购格拉默时使用的 1.76 亿欧元短期借款，贷款期限为一

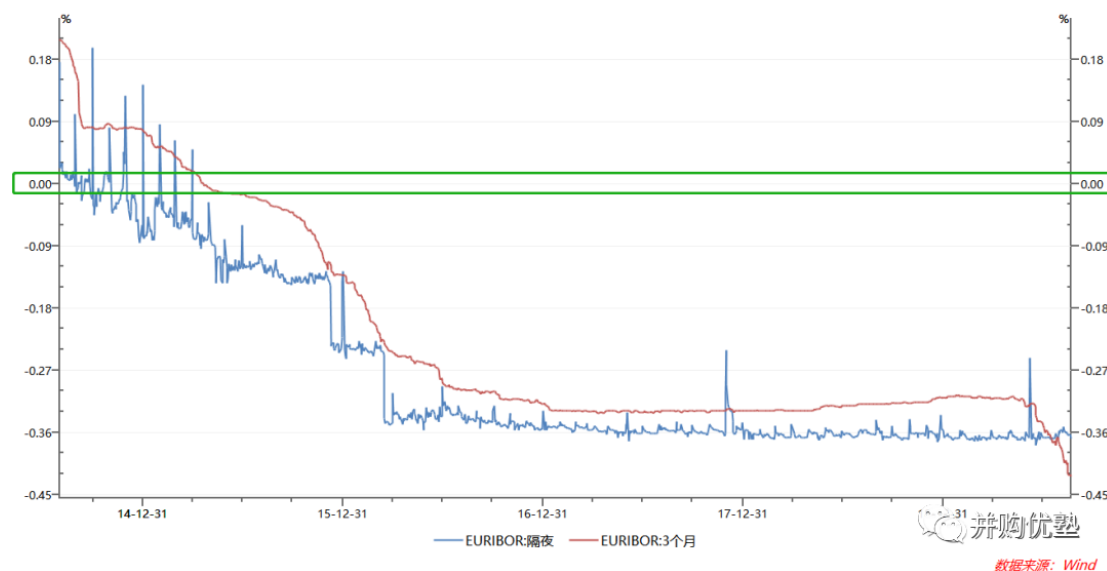
年，并可续期两次，第一次续期时间为六个月，第二次续期时间为一年。一般情况下，收购方会选择长期借款进行杠杆收购，但是，由于继焯作为白衣骑士，需要在**短期内筹集资金收购格拉默**，所以并购贷款部分主要来自于短借，这也为继峰股份带来了一些偿债压力。

2) **其次，是长期借款**，大部分是格拉默发行的长期债券并表后转移至继峰股份账面中，大部分在 2025 年到期，不在本次估值建模预测期内。

3) **最后，是应付债券**，为本次收购格拉默发行的 4 亿元可转债折现值（本次草案未详细披露折现率），可转债按照初始转股价格转股数：52,700,922 股，发行期限 6 年。从体量来看，2019 年年底至少要偿还格拉默使用的 2.6 亿美元和一年内到期的非流通负债 3.7 亿元，约合人民币 21.77 亿元。**研究完借款体量，我们再看借款利率。** 1) **短期借款**，实际贷款利率采用的是 EURLIBOR+2.25%浮动利率与 2.25%孰高，EURLIBOR 为欧洲银行同业拆借利率。由于近五年欧洲银行同业拆借利率持续为负，所以假设一年内短借利率为 2.25%，第二次存续期为 2.75%。

金额	年利率	偿还期限
1.76 亿欧元	EURIBOR+2.25%与 2.25%孰高	本贷款协议签订之日起一年
	EURIBOR+2.25%与 2.25%孰高	本贷款协议签订之日起一年后的六个月内（第一次贷款续期期间）
	EURIBOR+2.75%与 2.75%孰高	本贷款协议签订之日起一年半后的十二个月中（第二次贷款续期期间）

图：贷款利率及偿还年限 来源：草案



图：三个月 EURLIBOR 走势 来源：WIND

长期借款，草案未披露长期借款利率。鉴于格莱默发行的是欧元债券，欧元国债利率倒挂，所以假设长期借款利率与短期借款利率一致。

可转换债券，在本次交易中，作为购买资产对价的可转换债券的票面利率不超过3%，所以保守假设利率为3%不变。综上，《并购优塾》假设：1) 除本次重大重组融资计划外，继峰股份暂无其他融资计划；2) 在贷款的存续期内，继峰股份分批将短期借款还完；3) 长期借款在2025年之前不提前偿还，可转债在第三年年时间行驶转股权，转股价为7.59元/股。根据以上假设，得到继峰股份财务费用如下：

单位：亿元人民币（特殊说明除外）	披露口径	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E
财务费用			1.95	1.42	0.66	0.45	0.29	0.29

图：财务费用预测 来源：并购优塾

至此，财务费用已经预测完。但是，还有一个问题，那就是继峰股份会不会存在

融资缺口？短时间内面临较大的现金支出压力？ 从格拉默和继峰股份历史分红率来看，近三年继峰股份的分红率历史分别为 40.37%、60.97%、65.97%，格拉默的分红率分别为 32.44%、47.24%、39.48%。因而，《并购优塾》假设：1) 继峰股份未来可将利润分红款来偿贷款的利息，如果一年内新继峰股份与格拉默实现成本协同，则不存在融资缺口 2) 继峰股份未来将利润分红款来偿贷款的利息，如果一年内新继峰股份没有实现成本协同，那么未来三年继峰股份每年的融资缺口将达到 1.14 亿元、5.06 亿元、4.45 亿元。

研究到这里，估值建模的几个主要变量已经明确。在假设搞定之后，其实建模计算就是水到渠成的过程。以上所有的一切，都是为了进行财务建模的表格测算——用 Excel 对本案进行估值建模，该如何操作？

— 16 —



基本面逻辑



好，在进行最后建模计算之前，我们总结一下本案的基本面：

1) 未来的增长，短期内看规模效益和成本协同提升、以及打通产业链上下游的进度；长期主要看并购后，继峰股份能否在高端头枕领域产生协同，抢占更多市场份额。

2) 护城河方面，继峰本身是国内整车配套头枕的龙头，汽车零部件的认证周期较长，新竞争者难以快速进入，此后如果要对护城河是否加深做追踪，一是看并购后配套单车价值量能否提升，二是看能否打入一线整车厂的更多高端车型供应

链。

3) 风险方面，首先，收入协同方面的体现周期较长，不确定性较高，需要实地调研时询问管理层；其次，由于本次收购的主要资金来源为短期负债，因此短期偿债压力较大，未来三年内不排除会有 10 亿元的融资缺口，需要在调研时询问管理层资金筹措安排。最后是质押，截至 2019 年 8 月 26 日，大股东质押比例为 87.19%。

研究到这里，估值建模的几个主要变量已经明确。在假设搞定之后，其实建模计算就是水到渠成的过程。以上所有的一切，都是为了进行财务建模的表格测算……………

如需获取本报告全文

以及部分重点公司详细估值建模表，

请购买优塾报告库

如果您对本案的【估值部分】感兴趣，以及更多其他案例，可扫描下方二维码，获取本案的**估值建模**细节，以及背后可能涉及的**财务风险**。同时，之前因诸多原因无法公开发布的报告，以及重大风险点提示，都将包含其中。



扫码阅读核心产品一

专业版 | 估值报告库

优塾研报库

以长江电力、海康威视为例，

估值建模部分，样图如下：

以长江电力为例，经配平后的资产负债表预测样图：

长江电力													
资产负债表 Balance Sheet													
单位：亿元人民币（特殊说明除外）													
	2016A	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E
无形资产净值	1.7	1.7	1.8	1.8	1.8	1.8	1.8	1.8	1.8	1.8	1.8	1.8	1.8
资产总计	2,989.0	2,994.0	2,955.0	2,803.8	2,690.9	2,617.3	2,595.3	2,672.9	2,744.7	2,817.3	2,890.6	2,964.7	3,039.6
负债和股东权益													
融资缺口	0.0	0.0	0.0	28.9	32.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
短期借款	600.1	566.9	538.3	457.6	388.9	350.0	315.0	315.0	315.0	315.0	315.0	315.0	315.0
应付款项	2.5	1.9	1.5	1.5	1.5	1.5	1.6	1.6	1.6	1.6	1.6	1.6	1.6
其他流动负债	18.5	28.3	28.5	29.5	29.5	29.5	30.2	30.8	30.8	30.8	30.8	30.8	30.8
流动负债合计	621.1	597.0	568.3	517.5	452.1	381.1	346.8	347.5	347.5	347.5	347.5	347.5	347.5
长期借款	806.0	740.3	617.2	524.6	445.9	401.3	361.2	361.2	361.2	361.2	361.2	361.2	361.2
应付债券	276.6	301.5	342.7	291.3	247.6	222.8	200.5	200.5	200.5	200.5	200.5	200.5	200.5
负债合计	1,703.7	1,638.8	1,528.1	1,333.4	1,145.6	1,005.2	908.5	909.2	909.2	909.2	909.2	909.2	909.2
股本及资本公积	662.5	663.2	663.0	663.0	663.0	663.0	663.0	663.0	663.0	663.0	663.0	663.0	663.0
留存收益	622.7	692.0	763.9	807.5	882.4	949.1	1,023.8	1,100.8	1,172.6	1,245.1	1,318.5	1,392.6	1,467.4
股东权益合计	1,285.3	1,355.2	1,426.8	1,470.4	1,545.3	1,612.0	1,686.8	1,763.7	1,835.5	1,908.1	1,981.4	2,055.5	2,130.4
负债和股东权益总计	2,989.0	2,994.0	2,955.0	2,803.8	2,690.9	2,617.3	2,595.3	2,672.9	2,744.7	2,817.3	2,890.6	2,964.7	3,039.6
平衡吗？	OK	OK	OK	OK	OK	OK	OK	OK	OK	OK	OK	OK	OK

以海康威视为例，现金流量表预测样图：

海康威视													
现金流量表 Cash Flow Statement													
单位：百万万元人民币（特殊说明除外）													
	2016A	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流													
净利润				10,480	13,972	17,999	20,706	23,841	27,100	30,356	33,419	36,080	38,142
折旧				702	1,010	1,346	1,712	2,112	2,477	2,764	2,966	3,076	3,088
摊销				94	148	207	272	343	420	503	591	681	772
财务费用				-44	-67	-60	-63	-73	-102	-159	-247	-368	-521
(投资收益)				0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
(非经常性或非经营性损益)				0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
经营性营运资金减少【期初-期末】				-2,582	-2,338	-2,720	-2,555	-2,694	-2,737	-2,656	-2,432	-2,055	-1,535
长期经营性负债增加【期末-期初】				68	77	83	90	95	96	93	85	72	54
经营活动现金流				8,720	12,802	16,855	20,163	23,624	27,254	30,901	34,381	37,485	40,000
投资活动现金流													
投资收益				0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
非经常性或非经营性损益				0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
非核心资产减少				0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
(固定资产购置)				-2,932	-3,444	-4,001	-4,604	-5,238	-5,177	-4,947	-4,535	-3,941	-3,184
(无形资产购置)				-590	-693	-805	-926	-1,054	-1,183	-1,308	-1,422	-1,519	-1,592
(新增长期待摊费用)				0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
其他长期经营性资产减少【期初-期末】				-416	-515	-561	-607	-637	-645	-625	-572	-484	-363
投资活动现金流				-3,938	-4,651	-5,367	-6,137	-6,929	-7,005	-6,880	-6,529	-5,945	-5,139
融资活动现金流													
(偿还期初融资缺口)				0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
(财务费用)				44	67	60	63	73	102	159	247	368	521
短期借款增加				-4,104	440	478	520	546	553	536	490	415	312
长期借款增加				969	959	968	992	1,022	838	639	422	188	-85
(归属于母公司股东的分红)				-5,608	-5,177	-4,902	-4,891	-4,829	-4,778	-4,637	-4,496	-4,309	-4,123
(归属于少数股东的分红)				0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
股本与资本公积增加				0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
融资活动现金流				-8,700	-3,711	-5,396	-7,317	-8,588	-10,284	-12,053	-13,836	-15,537	-17,045
净现金流				-3,919	4,440	6,093	6,710	8,108	9,965	11,968	14,015	16,003	17,816
期初货币资金				26,552	22,633	27,073	33,166	39,875	47,983	57,948	69,917	83,932	99,936
新增融资缺口前的期末货币资金				22,633	27,073	33,166	39,875	47,983	57,948	69,917	83,932	99,936	117,752
现金分配													
所需资金				1,770	2,079	2,415	2,779	3,162	3,549	3,924	4,299	4,674	5,049
融资缺口【融资缺口=所需资金-期末货币资金】				0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
期末货币资金				22,633	27,073	33,166	39,875	47,983	57,948	69,917	83,932	99,936	117,752

在接下来的专业版和科技版报告中，我们将沿着上述思路，解决本案的以下几个重大问题。只有这些问题思考清楚，才能彻底看懂上述这家公司，形成逻辑闭环。很多人以为仅仅依靠产业逻辑分析，就能在二级市场横行——但其实，如果不把**估值建模**、**财务风险**两大因素搞清楚，仍将可能面临巨大灾难：

- 1) 在本案财务建模过程中，我们对比了大量的可比公司，得出的数据区间大家有何不同，其中是否有值得思考的点？国内巨头和国外公司之间，是否有差异？
- 2) 综合相对估值法、绝对估值法，得出的估值区间，是否符合逻辑？其中的差异因素，又在什么地方？如果进行敏感性分析，WACC 和增速对估值的影响有多大？
- 3) 本案，是产业链上极为重要的一家——在本案估值建模测算过程中，不同方法的选择之下有何差别？到底应该怎样将所有财务预测串联起来，形成估值建模逻辑的闭环？
- 4) 经过前期的暴涨暴跌之后，很多人可能心里都很慌张，夜不能寐——那么，本案的估值，到底在什么样的区间，到底是贵了，还是便宜了？

因公开的报告细节，会和并购优塾订制报告的付费用户有冲突，因而，并购优塾团队将应订制报告用户的要求，部分内容不再免费提供，并逐步尝试付费功能。

为好的产品支付合理的价格，是让世界变得更好的方式——大家支付的费用，将有利于我们从全球顶尖大学补充更多的投研精英，也将有利于并购优塾团队从全球范围内，采购更深的行业数据，从而能够不断精进，为大家提供更有干货的研究报告。

【免责声明】 1) 关于版权：版权所有，违者必究，未经许可，不得以任何形式进行翻版、拷贝、复制。2) 关于内容：我们只负责财务分析、产业研究，内容观点仅供参考，不支持任何形式的决策依据，也不支撑任何形式的投资建议。本文是基于公众公司属性，根据其法定义务内向公众公开披露的财报、审计、公告等信息整理，不为未来的变化做背书，未来发生的任何变化均与本文无关。我们力求信息准确，但不保证其完整性、准确性、及时性。市场有风险，研究需谨慎。3) 关于主题：财务建模报告工作量巨大，仅覆盖部分重点行业及案例，不保证您需要的所有案例都覆盖，请谅解。4) 关于平台：优塾团队所有内容以微信平台为唯一出口，不为任何其他平台内容负责，对仿冒、侵权平台，我们保留法律追诉权力。