

大家其实都很焦虑。。。。

一觉醒来，又是一顿上蹿下跳：

美盘那边，跌得比较恐怖。标普 500 指数暴跌 3.39%，媒体又是一片惊呼，比如“千点大暴跌”之类的标题到处飞。其实，同样是暴跌，昨夜这场已经和前面几天有所不同，这次结构有明显分化，比如巴菲特持仓的克罗格，昨天逆势大涨 8%，而中概股唯品会，则跳空大涨 26%。而优塾团队近期在重点研究的多家公司，如吉利德、再生元、腾讯音乐、JM 斯马克等，也并未跟着大盘一起暴跌。

所以，看新闻不能看标题，容易被误导。境外市场没经历过新冠这么大的阵仗，恐慌一些也能理解。整体来看，我们近期对美国市场的看法是：中性偏负面。虽然频频暴跌，但其实还没到最差的情况。这种情况，在我们的宏观模型之下，近期会根据组合的贝塔值，择机开一半的对冲额度。

而内地市场，涨得比较狂热。基建、消费、农业、金融多点开花，甚至还有人创造出一个说法：“涨价概念”，把猪肉、白酒、分散染料等放在一起。这种狂热的市场，也透出大家的一种**焦虑感**：每天都有概念，每天高潮迭起，每天新闻不断，生怕自己持仓的标的追不上热点。中国香港市场，基本无需细说，夹在内盘外盘之间，由于影响因素众多，波动率大是常态。

其实，在内地市场，这就是典型的“牛市思维”，无论什么阿猫阿狗，只要涨了，社交媒体上就有无数人开始讨论背后的逻辑。而相对应的，是典型的“熊市思维”，无论什么公司，发出任何好消息，总会有无数人来 DISS 你，把你没看到的风险点拆解得体无完肤。

两种思维没有谁对谁错，恰好分别对应近期的美国市场 VS 内地市场，一牛一熊，冰火两重天。不过，无论什么市场，我们想说的是：

无论媒体标题再怎么狂热，或者再怎么悲观，你也要擦亮眼睛，像剥洋葱一样，剥掉其中情绪化的部分，仔细看看其中的内核。

如果把内地和中国香港市场，剥去狂热情绪化的外壳，我们的研究对象还是一如既往——基建、通信、汽车，在此之外增加保险行业。对这几个领域，我们的研究体系非常明确，就是四个字：估值洼地。而对昨天市场火热的消费领域，包括白酒、调味料、免税，其实我们还是略有担忧，因为从估值角度，还并未调整到较佳的击球区。

而对美国市场，如果剥去悲观情绪化、暴跌的外壳，其实仍然有不少低估的好公司可以挖掘。吉利德、再生元、克罗格都属于这一类，最近，我们还刚刚把做机器视觉的公司康耐视（CGNX）、做人工心脏的阿比奥梅德（ABMD）列入研究清单，打算深入研究。

事实上，叶克膜（ECMO）、人工心脏、手术机器人这三大领域，我们会将其列入“值得终身研究的医疗器械赛道”清单，无论大盘牛熊，这样的长期产业视角并不会改变。

所以，无论市场如何暴涨暴跌，只要能够从长期视角去观察，相信能够降低不少焦虑感。

此外，过去 24 小时，我们还分别查看了一些研报，之前化工领域研究很少，最近在批量补课。具体包括：东方证券分析师赵辰的《化工龙头价值分析之七：浙江龙盛》；浙商证券分析师范飞的《恒逸石化，首次覆盖深度报告：文莱 PMB 项目》；广发证券分析师郭敏的《桐昆股份：向上布局打造一体化涤纶长丝龙头》。这几篇都比较有深度，准备细看。

好，关于市场的情况就说这么多，接下来是更为硬核的部分：建模案例。今天我们要建模的这个案例，是我国工业界的顶梁柱，是中高端制造中当之无愧的核心赛道。同时，由于之前两年销量下滑，这也是一个比较焦虑的行业。

近期，它还玩起了硬核跨界，特殊时期直接把生产线改装生产口罩，仅用三天时间，实现了日产量 200 万只的口罩下线。



图：五菱口罩 来源：百家号、山琼车咨询

不过，虽然是工业之魂，但股价近几年走的实在一般，长期跑输大盘，连续三年股价横盘，2019 年至今，前复权股价下跌 5.6%，然而上证指数已经从 2440 上升至 3000 点，涨幅超过 20%。

不过，这并不影响海外机构投资者对它的青睐，2019 年 Q3，先锋、JP 摩根、黑石投资均是其股东。



图：股价图 来源：WIND

它，就是**上汽集团**，我国汽车巨头。其合资品牌有上汽通用、上汽大众，自主品牌有上汽荣威、五菱宏光等。

2019年9月30日，其营业收入为5,853.45亿元，净利润为278.45亿元，经营活动现金流量净额为254.89亿元，销售毛利率为12.49%，净利率为4.86%。据2019年业绩预告，预计2019年归母净利润下滑28.9%，扣非后净利润下滑达34%。

好，研究到这里，几个值得我们在估值建模中深入思考的问题来了：

- 1) 本案，作为我国汽车产业链龙头，其核心护城河是什么？特别是在汽车行业低迷的大行情下，上汽集团未来增长的潜力究竟是看其合资品牌、还是看自主品牌？
- 2) 汽车行业，经历了连续两年的调整期，未来行业能否景气回升？制约汽车渗透率上升的因子到底是什么？
- 3) 经过前期较长时间的调整，从基本面来思考，其目前的估值区间到底应该在什么范围？究竟是贵了，还是便宜了？

对产业链上的相关公司，之前我们还研究过**福耀玻璃**、**华域汽车**，购买优塾团队的“核心产品一：专业版建模报告库”，查询相关报告，以及部分重点案例 Excel 财务建模模型，深度思考产业逻辑。

— 01 —



生意，模式



上汽集团，成立于 1997 年，大股东为上海汽车工业集团，持股比例 71.24%。机构投资者包括汇添富、前海开源、易方达等。

上汽集团[600104.SH] - 机构投资者

序号	机构名称	机构类型	合并数量(万股)	占流通A股比例(%)	合并数量(只)
1	汇添富基金管理股份有限公司	基金	4,131.62	0.36	3
2	前海开源基金管理有限公司	基金	1,933.61	0.17	7
3	易方达基金管理有限公司	基金	1,305.33	0.11	2
4	博时基金管理有限公司	基金	987.17	0.09	8
5	上海东方证券资产管理有限公司	基金	873.54	0.08	10
6	长信基金管理有限责任公司	基金	268.36	0.02	6
7	中银基金管理有限公司	基金	197.03	0.02	8
8	国泰基金管理有限公司	基金	156.95	0.01	5
9	华泰柏瑞基金管理有限公司	基金	146.91	0.01	1
10	中信证券	券商集合理财	145.58	0.01	12

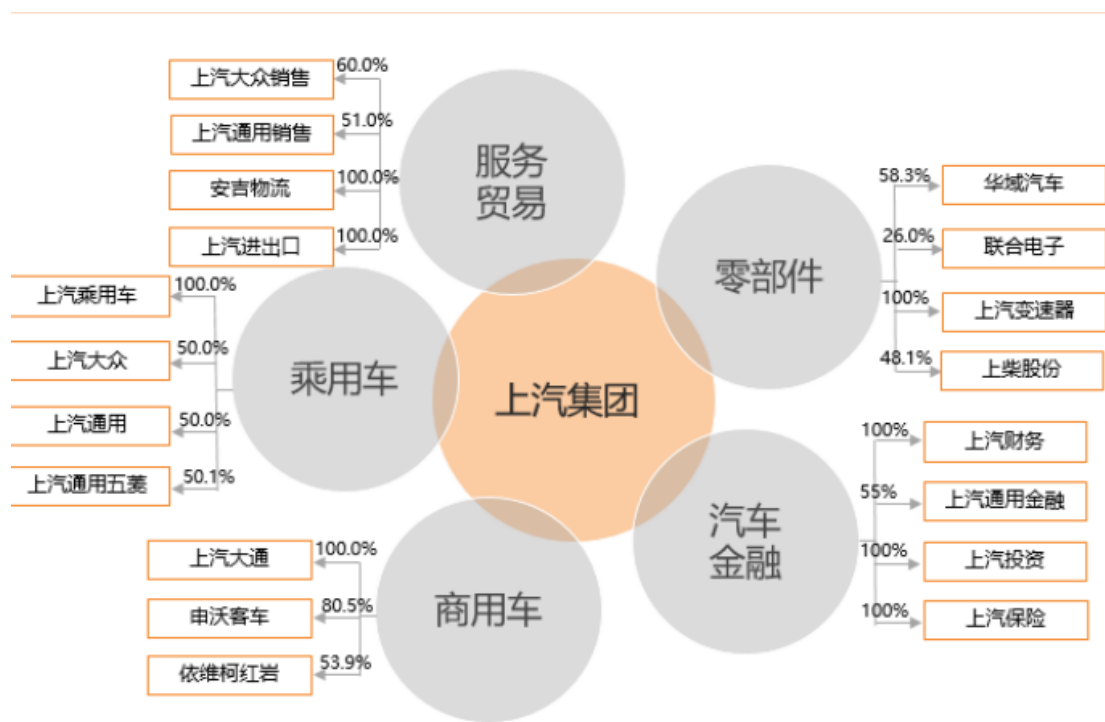
图：机构投资者（单位：%）来源：WIND

其业务包括四大板块：整车业务、零部件、汽车金融、maoyi 服务：

整车板块——旗下自主品牌包括荣威、名爵、大通、跃进、宝骏等；合资品牌包括上汽大众、上汽通用、上汽通用五菱、依维柯红岩等。

零部件板块——由子公司华域汽车经营，全球汽车内饰业务排名居首。

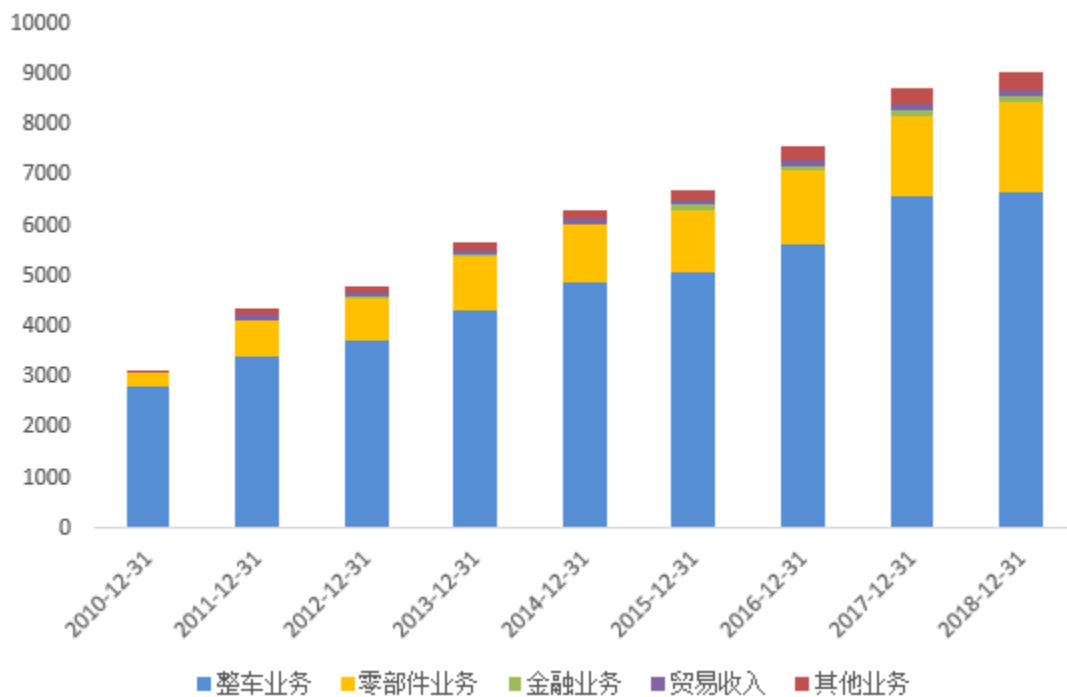
除此之外，maoyi 服务和金融板块分别由安吉物流、上汽保险等子公司经营，覆盖汽车后市场业务。



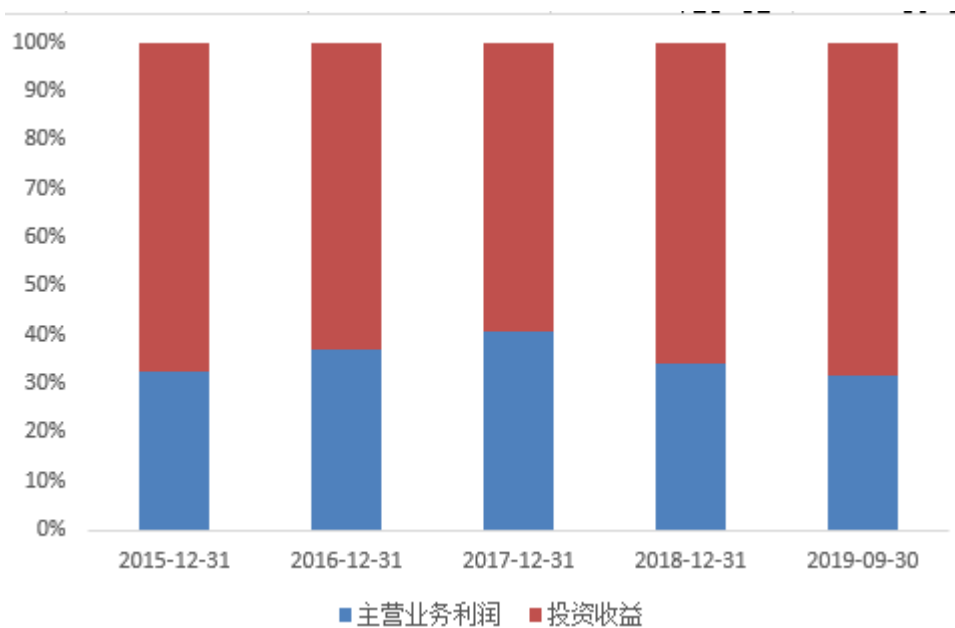
图：业务板块及持股比例 来源：天风证券

它的收入，74%左右来源于整车业务，19%来源于零部件业务。其中，整车业务毛利率较低，在11%左右，零部件毛利率较高，在20%以上。

注意，上汽集团营业利润中，60%以上来自合营企业的投资收益。其中，主要包含了上汽大众，持股50%，账面价值230.15亿元；上汽通用，持股比例50%，账面价值160.93亿元。



图：收入结构（单位：元） 来源：并购优塾



图：利润结构（单位：%） 来源：并购优塾

如此巨无霸，业绩到底如何？ 来看基础数据：

2016年至2018年, 2019年9月30日, 其营业收入分别为7,564.16亿元、8,706.39亿元、9,021.94亿元、5,853.45亿元, 净利润分别为439.62亿元、471.16亿元、484.05亿元、278.45亿元, 经营活动现金流量净额分别为113.77亿元、243.01亿元、89.76亿元、254.89亿元, 销售毛利率为12.87%、13.47%、13.25%、12.49%, 净利率分别为5.89%、5.49%、5.45%、4.86%。

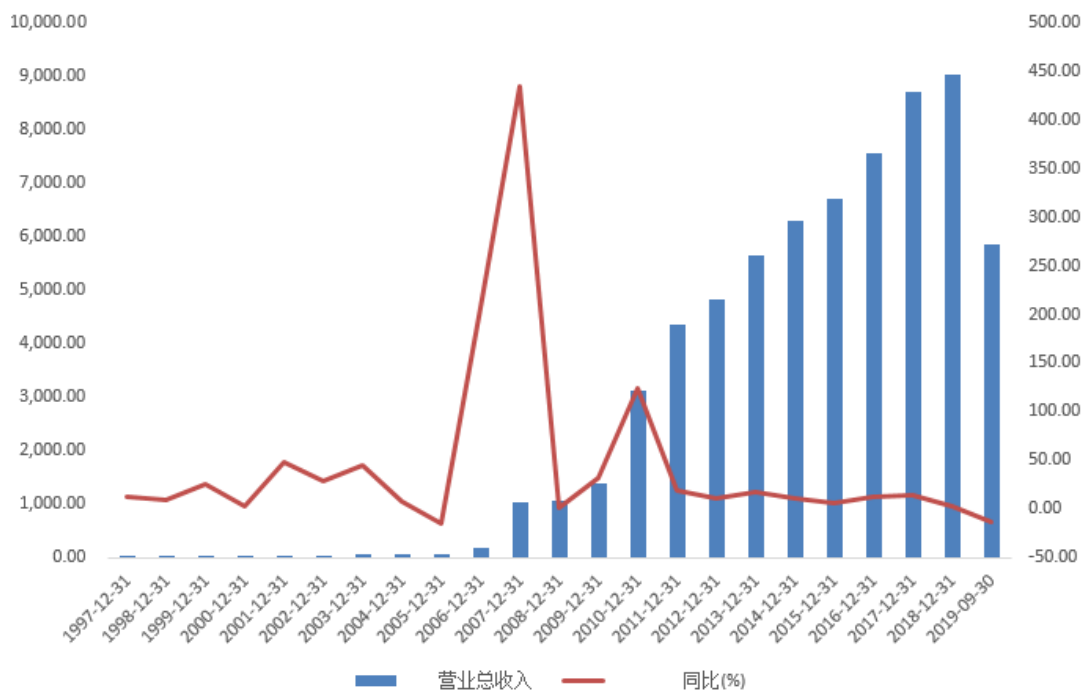
近三年, 营业收入、净利润复合增速分别为9.21%、4.93%, 2019年前三季度收入、净利润增速分别为-13.25%、-27.04%。

从产业链来看, 汽车行业产业链上游为零部件供应商, 如: 福耀玻璃、潍柴动力等, 下游为汽车整车厂, 如: 上汽集团、比亚迪、吉利汽车等。这样的业务, 形成了本案特有的财报结构:

从资产负债表结构来看——2018年, 其资产总额7827.7亿元, 资产构成中占比较大的有: 货币资金(15.81%)、发放贷款及垫款(10.68%)、其他非流动资产(10.09%); 负债总额4980.5亿元, 占比较大的有应付账款(16%)、其他应付款(8.42%)、应付票据(3.78%)等。

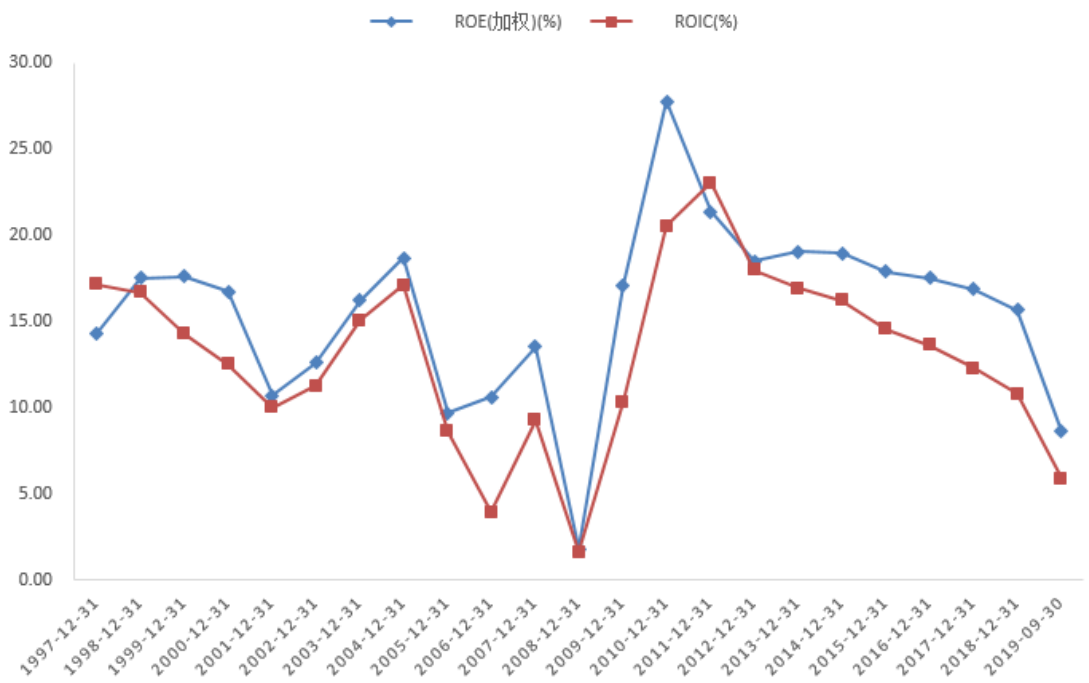
从利润表结构来看——2018年, 其营业收入为9021.94亿元, 其中营业成本占比85.35%, 销售费用花掉了7.03%, 管理费用花掉2.36%, 研发费用占比1.71%, 财务费用占比13.83%, 整体净利率5.45%。

在估值建模之前，我们来看一组《并购优塾》整理的基本面数据：



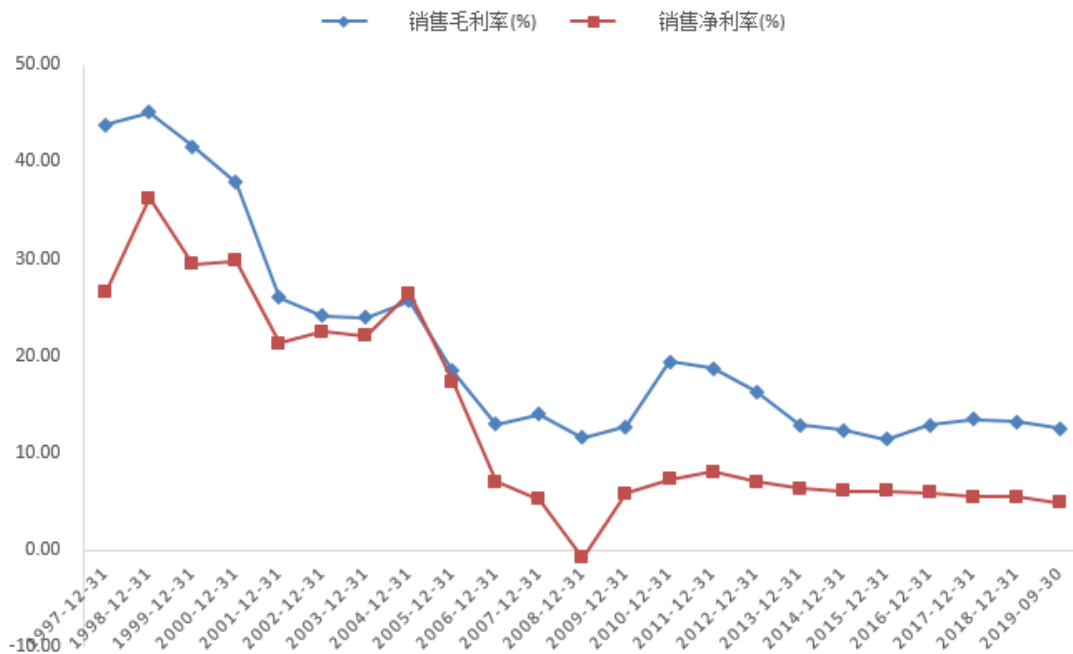
图：营业收入 VS 收入增速 (单位：亿元、%)

来源：并购优塾



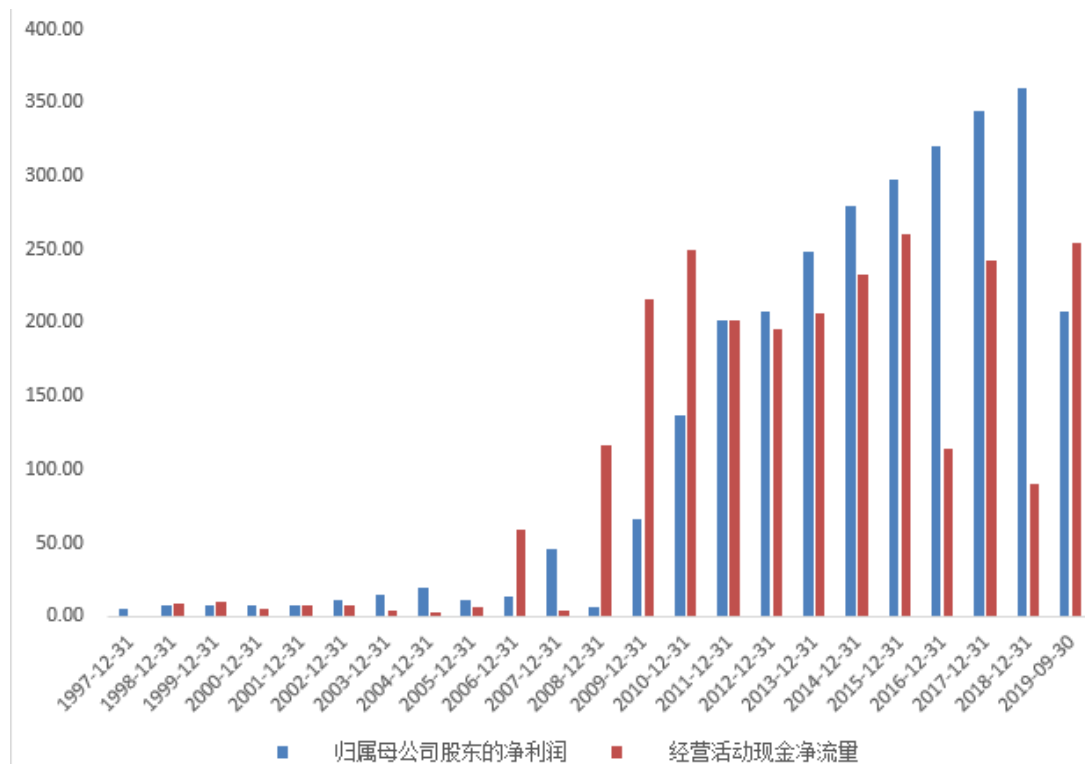
图：ROE&ROIC (单位: %)

来源：并购优塾



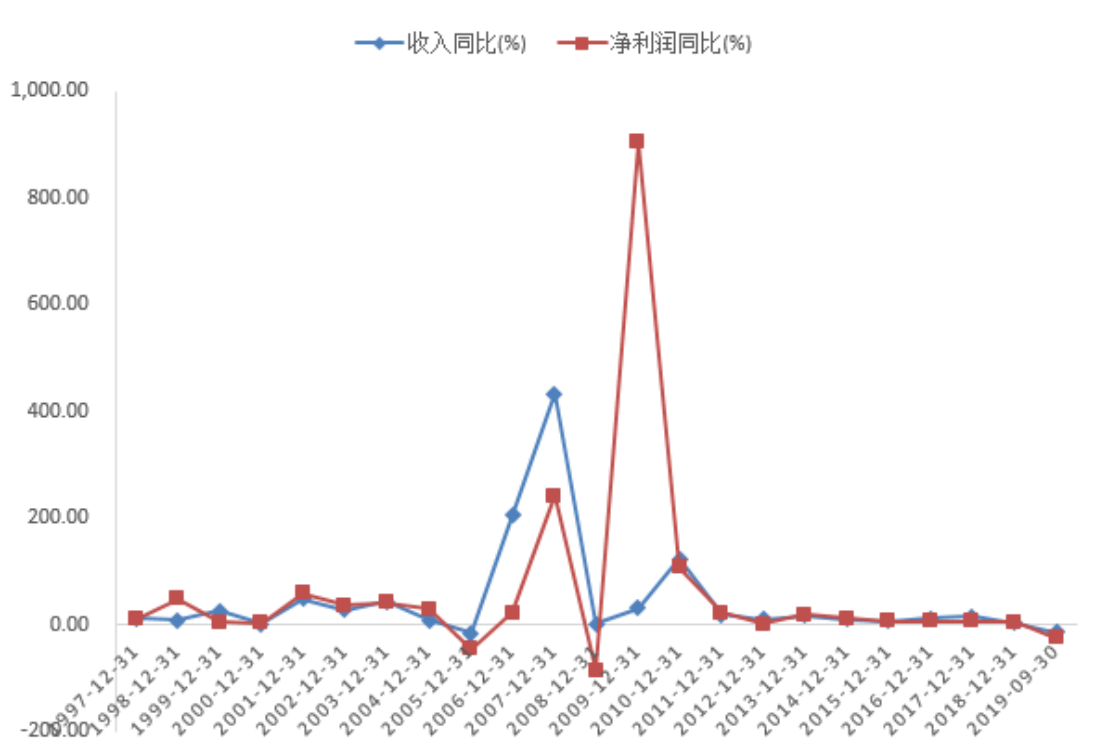
图：毛利率&净利率（单位：%）

来源：并购优塾



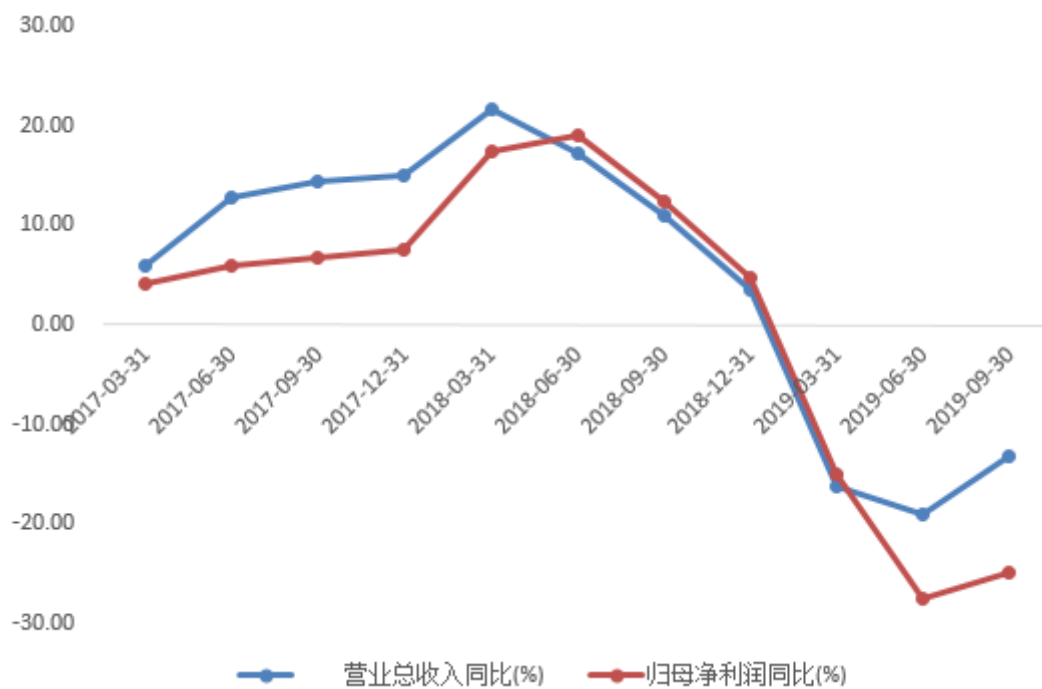
图：扣非净利润&经营活动现金流量净额（单位：亿元、%）

来源：并购优塾



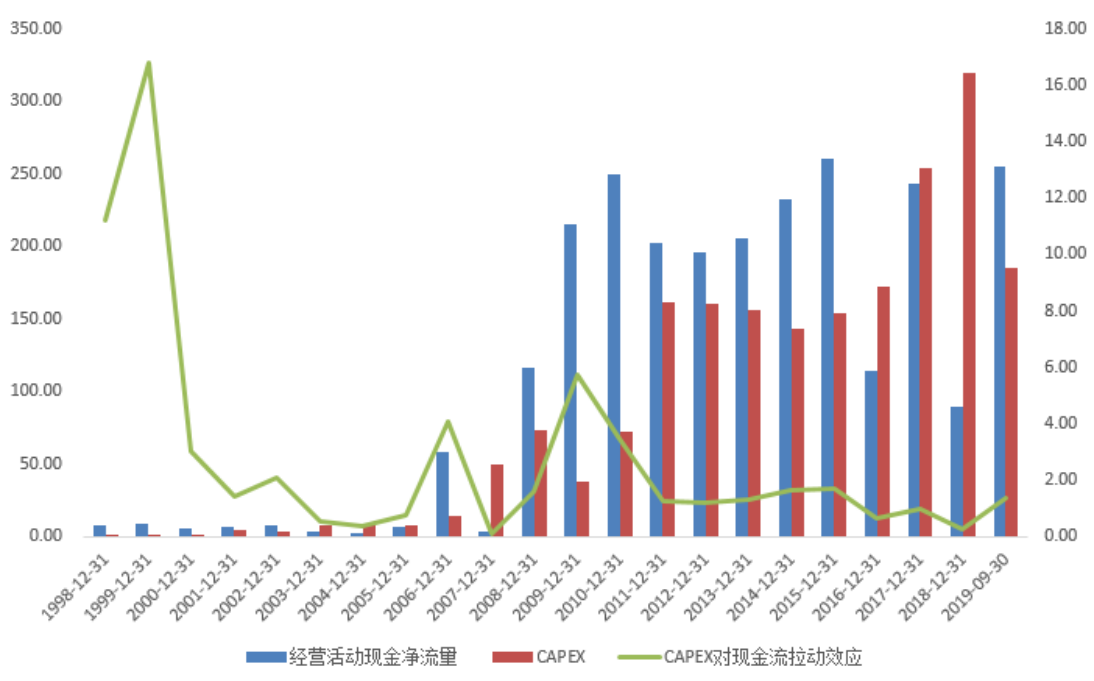
图：收入增速&净利润增速 (单位：%)

来源：并购优塾



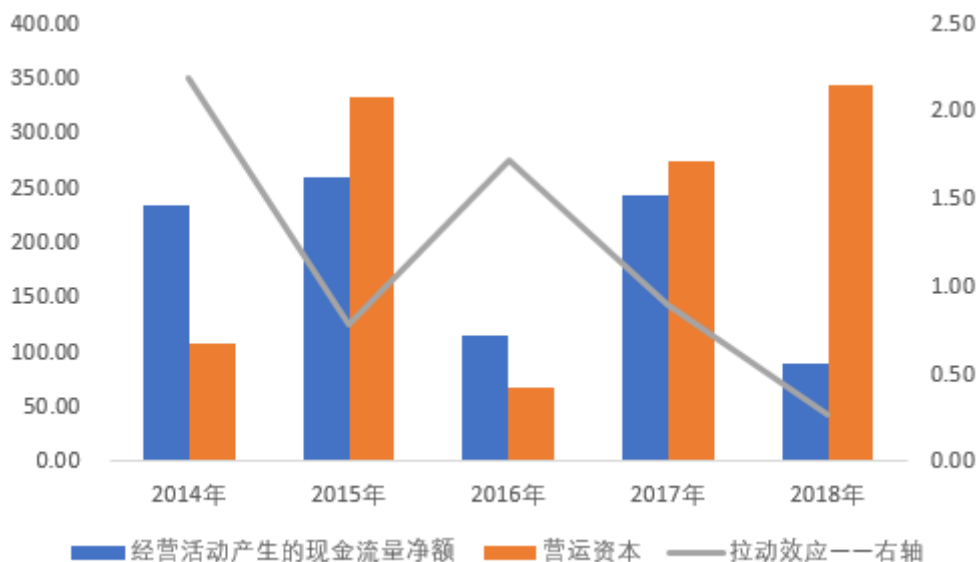
图：单季度收入增速&利润增速 (单位：%)

来源：并购优塾



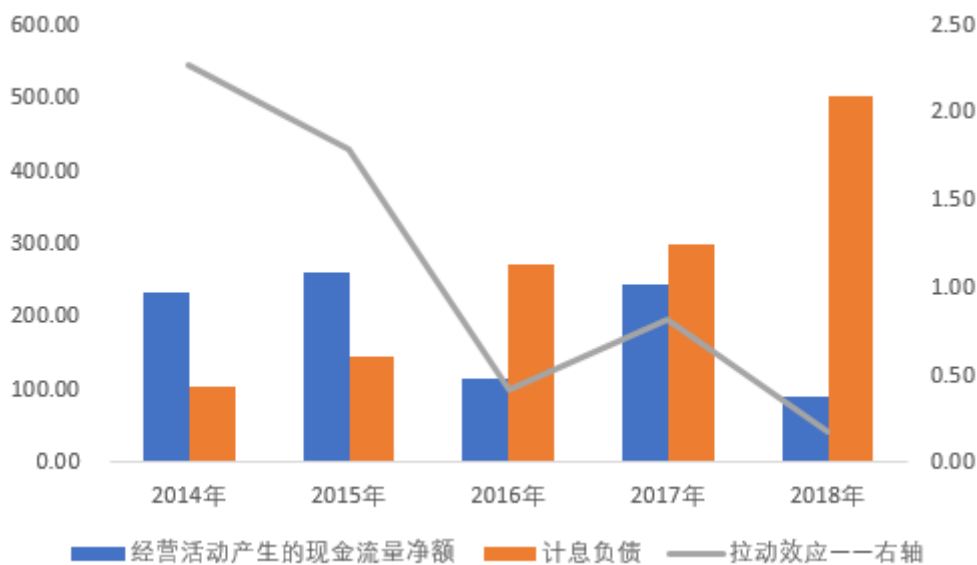
图：CAPEX 对现金的拉动效应 (单位：%)

来源：并购优塾



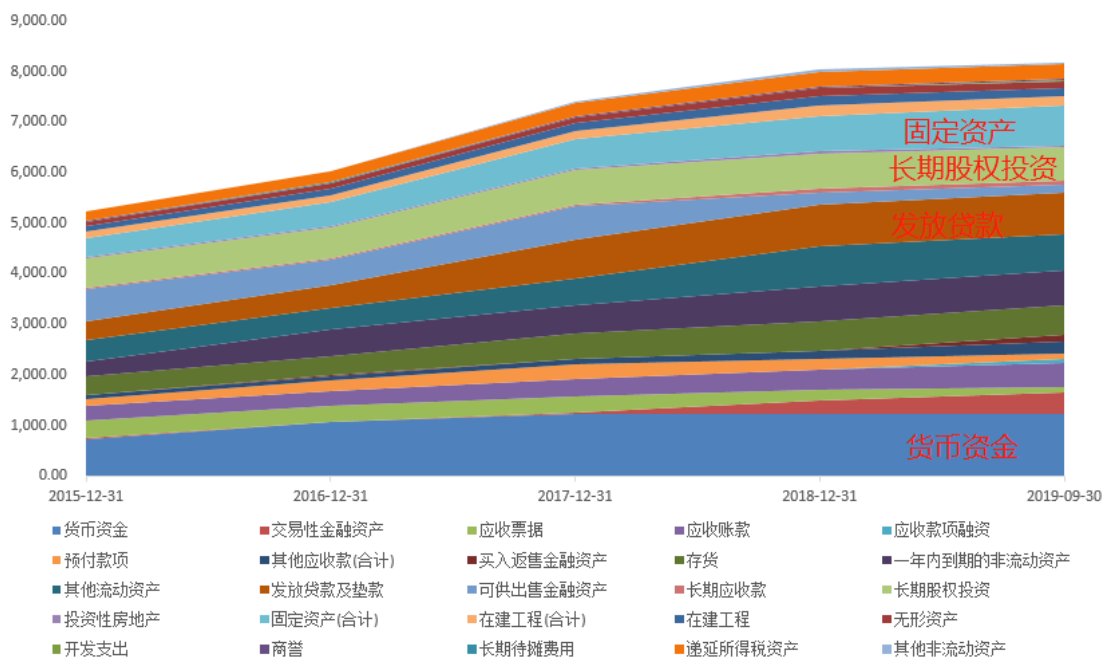
图：经营活动现金流 vs 净营运资本 (单位：亿元)

来源：并购优塾



图：经营活动现金流 vs 有息负债 (单位：亿元)

来源：并购优塾



图：资产结构 (单位：亿元)

来源：并购优塾

分析完以上数据后，重要的问题来了——如果要对它做建模，到底应该从何入手？

— 02 —



收入，销量



本案，共有三大业务：整车业务、零部件业务、汽车金融，由于整车业务为上汽集团的核心，我们重点来预测。

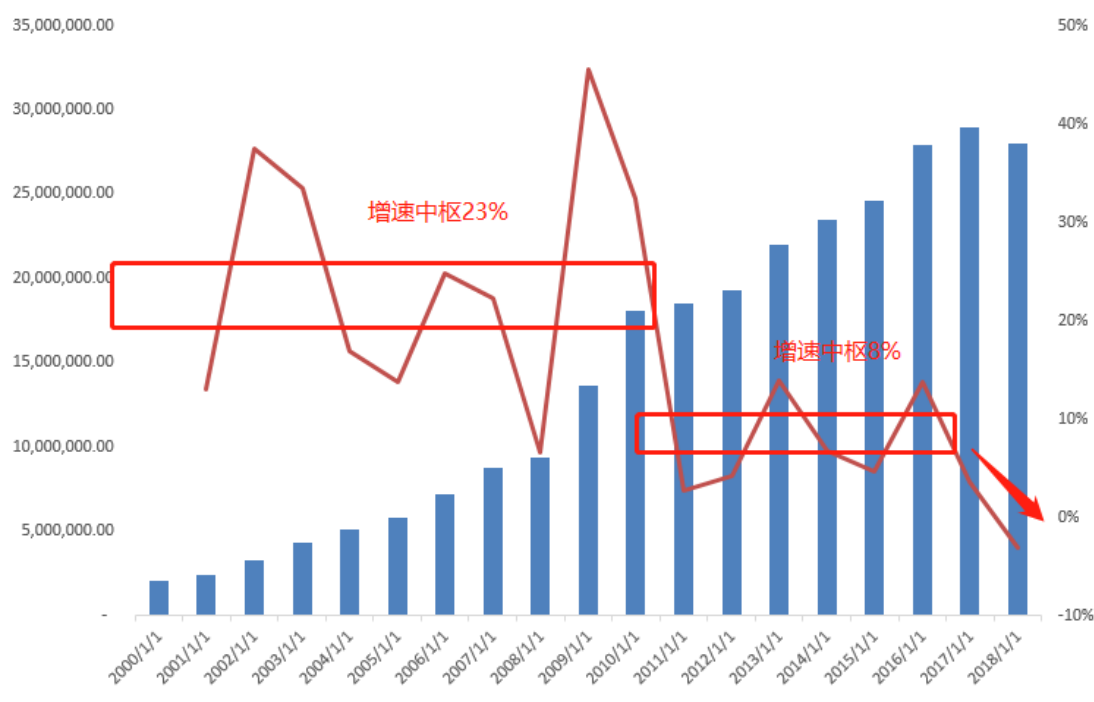
整车业务，旗下有三大合资企业和自主品牌，分别为上汽大众、上汽通用、通用五菱和上汽乘用车，分别占比 30%、28%、28%、10%。

对这部分收入采用量价法进行预测，公式为： $整车销售额 = 销量 * 单价$ 。

整个公式中，**销量增速**是关键变量，该变量需要再拆细预测，我们采用市占率法进行预测，公式为： $上汽集团销量 = 汽车整体销量 * 市占率$

考虑到上汽的合资属性，因此，市占率较为稳定，因此，这个公式中，行业整体的**汽车销量**为核心变量，我们将做重点分析。

2019 年，我国汽车累计产销量分别为 2572.1 万辆和 2576.9 万辆，同比分别下滑 7.5%和 8.2%，行业已经连续两年负增长，关于负增长的原因，在此前福耀玻璃的报告中，我们有过详细分析，此处不详述【详见专业版报告库】。



图：汽车销量（单位：辆、%）

来源：并购优塾

那么，汽车行业，未来会不会恢复正增长？

答案是肯定的，根据此前我们在福耀玻璃报告中的测算，我们以千人汽车保有量为锚，对标美国、日本的千人汽车保有量，来确定远期国内的行业增速。

截至 2019 年，中国千人汽车保有量为 172 辆，美国千人汽车保有量 790 辆，日本千人汽车保有量为 590 辆。从绝对值的对比来看，中国的汽车保有量天花板也还远远没有到顶。即便北上深杭已经较为拥挤，还有广大的三四五线城市乃至乡村市场。

考虑到本次负增长的持续时间较长，本篇研究报告中，我们将在这个逻辑基础上再深入一层：到底是什么因素导致千人汽车保有量差异，未来我国到底是否能够达到日本、美国水平？汽车千人保有量影响因子，到底是什么？

— 03 —



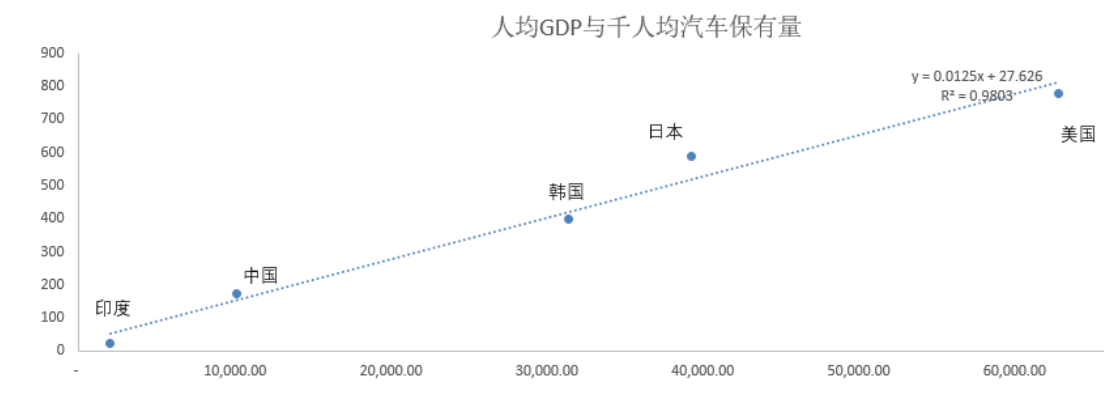
长期，中枢



根据我们的草根调研，目前消费者不买车原因，主要是**消费能力、使用成本、道路拥堵**这三大因素。基于此，我们对各国的人均公路里程、人均 GDP、停车费和千人保有量做相关性测试。

1) 人均 GDP 与千人汽车保有量

乘用车普及的动力是国民消费力的提升。美国、韩国、日本的汽车千人保有量水平和与人均 GDP 强相关，根据相关性分析， $R^2=0.98$ 。截止 2018 年，美国、日本、韩国、中国人均 GDP 分别为 6.3 万美元、3.9 万美元、3.1 万美元、1 万美元，分别对应人均汽车保有量为 790 辆、600 辆、400 辆、172 辆。



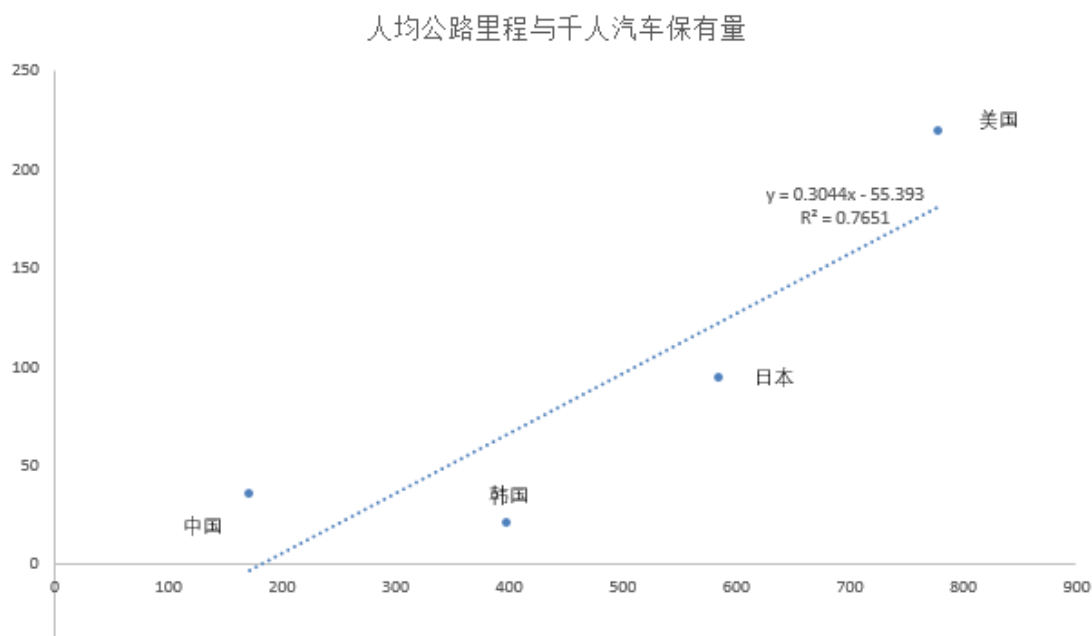
图：人均 GDP

来源：并购优塾

从线性关系上来看，购买力对千人汽车保有量的解释程度较高，假设未来十年，我国人均 GDP 增速为 6%，预计到 2028 年人均汽车保有量达到 255 辆/千人，汽车保有量将达到 3.57 亿辆，以此来计算，未来汽车销量的增速中枢大约有 4%。

2) 人均公路里程与千人汽车保有量。

我们用人均公路里程这一指标，来衡量各国的道路拥堵情况，通过相关性测试，解释度同样较高， $R^2=0.76$ ，相关性略低于人均 GDP，即公路里程不足，会降低汽车保有量。



来源：并购优塾

截止 2017 年，中国每百人均公路里程 34 公里，日本人均公路里程 94 公里；美国人均公路里程 219 公里，韩国人均公路里程 21 公里。

公路建设越完善的地区，拥堵感越弱，千人保有量越高。其中，日本的道路发展历史与中国相近，上世纪八十年代，经历了这样的过程：公路快速发展→汽车数量急速增加→道路拥堵→汽车保有量饱和。

因此，当前，乘用车保有量，正逐渐面临交通基础设施瓶颈。汽车销量的增长，需要基建作保障，从此处来看，我国的道路基建行业，仍然存在较大的发展空间。

因而，在新一轮的基建计划中，**公路**将是非常重要的一个环节。

假设未来十年，我国基建每年以 3% 速度增长，预计到 2028 年人均汽车保有量达到 320 辆/千人，汽车保有量将达到 4.48 亿辆，以此来计算，未来汽车销量的增速中枢大约有 6%。

第三，来看使用成本（停车费）。

停车费用对汽车需求有明显的抑制效果，极端案例为中国香港，由于地下停车位昂贵，购买停车位价格高达百万港币，车位租金大约 5000-6000 元港币/月，虽然人均 GDP 较高，但千人汽车保有量不到 100 辆/千人。

此处，我们对标日韩一线城市停车费。日本东京市中心车位的租金一般是 4-8 万日元/月（2500-5000 元人民币/月）；韩国首尔市中心车位大约 2300-2800 元人民币/月，北京金融街车位租金一般为 1500-1800/月，每小时 8-10 元。目前来看，大陆一线城市的停车费相比日韩并没有明显偏高。

以上测算，我们能够明确，即使不考虑政府对基建的超预期加码，长期的增长中枢都能在年化 4%-6% 之间。那么，剩下的问题就是：短期内，增长的拐点何时会出现？

— 04 —

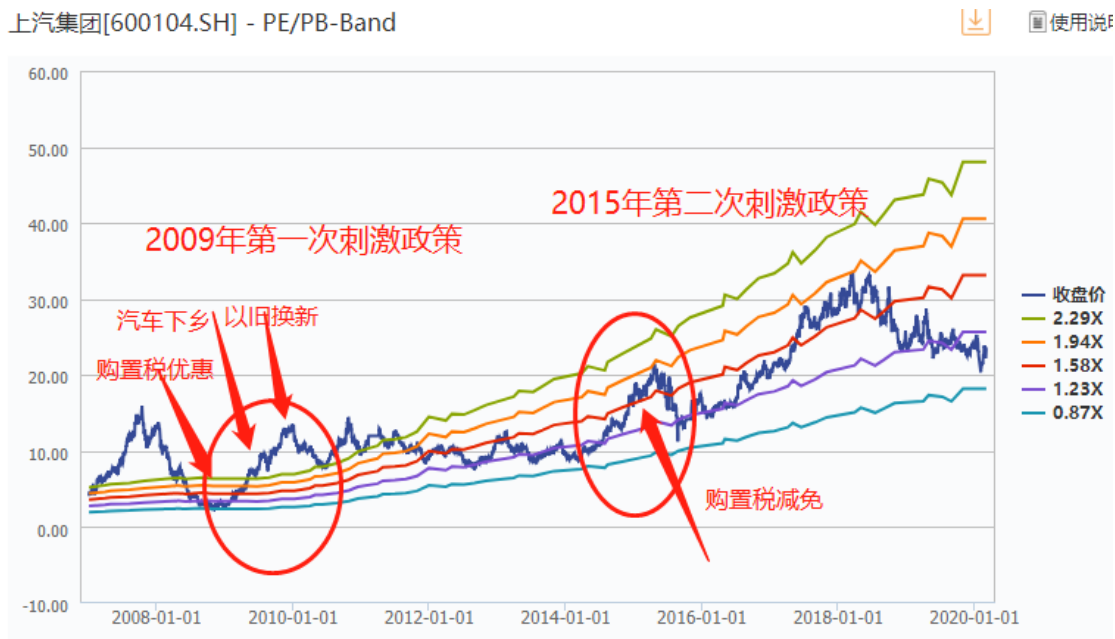
**短期，政策驱动**

在福耀玻璃报告中，我们指出，政策对汽车行业的扰动较大，比如，此前的低迷期中，政策就带有一定的负面效应：

- 1) 前期购置税减免政策透支后期汽车消费需求；
- 2) 汽车国五转国六标准，引发消费者持币观望。

历史上，我国两次汽车销量低迷期都有政策托底的情况发生，如 2009 年推出的“汽车下乡”、“以旧换新”；2015 年的购置税减免政策，均有效刺激消费，同时拉动估值上升。

注意此处的细节，估值抬升，主要发生在刺激政策出现时，也就是说，其股价会比业绩兑现有一个明显的领先，而此处的催化，就是政策。因此，本次对于短期增速拐点的研究，我们将重点放在可能出现的政策上。



图：上汽集团 PB Band 来源：wind

那么，核心问题在于：如果要刺激汽车消费，监管层会从什么地方入手？我们从几个可能的政策方向进行推演，寻找主线。

1) 放松限购

限购的决策主要来自地方政府，但空间并不大。经安信证券测算，如果 7 大限购省市牌照新增 50%，预计对应可释放 44.3 万辆需求空间，占 2019 年全年销量的 1.7%；如果新增 100%，预计释放 88 万辆需求空间，仅占去年销量的 3.5%。

限购城市	2020 年指标 (万辆)		2019 年 12 月有效排队人数 (万人)		新增 50%有效指标		新增 100%有效指标	
	新能源	燃油	新能源	燃油	新能源	燃油	新能源	燃油
北京	6.0	4.0	47.0	340.7	3.0	2.0	6.0	4.0
上海	不限	12.0	/	14.2	/	6.0	/	12.0
广州	1.2	10.8	0.3	74.0	0.0	5.4	0.0	10.8
天津	1.0	9.0	0.4	76.9	0.0	4.5	0.0	9.0
深圳	不限	12.0	/	127.9	/	6.0	/	12.0

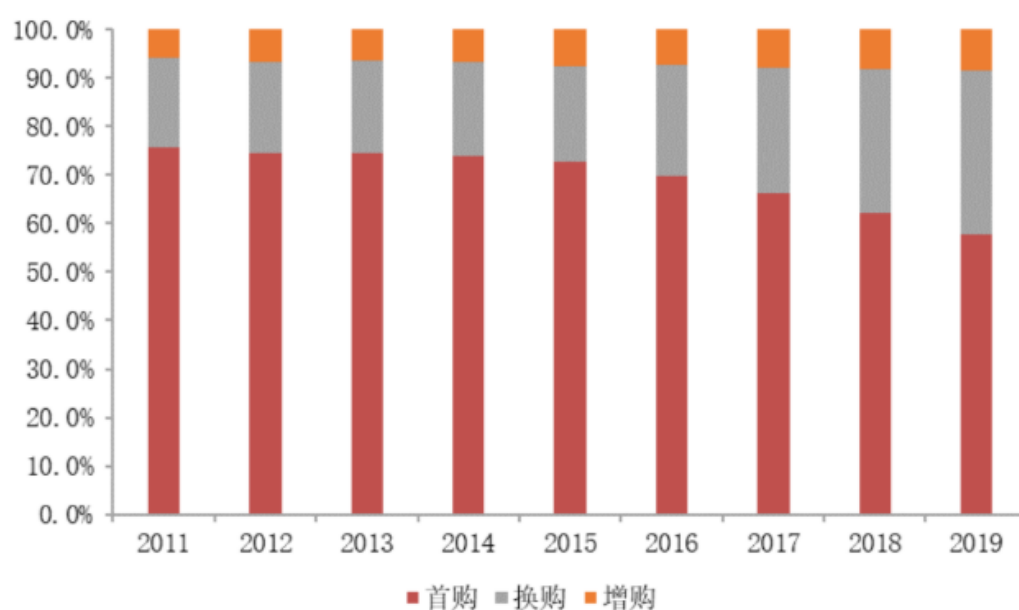
图：限购城市排队人数

来源：华创证券

可见，即使限购省市牌照放开，对市场的拉动效果也不明显，并且考虑到城市较为拥堵，基础设施不完备的情况下，即使全面开放限购，带来的拉动也不大。因此，一线城市的限购放松，大概率是以单点的形式推进，并不是大规模刺激的重点方向。当前放松限购的仅有广州、深圳，主要是推进 2019 年 6 月新增的 18 万辆额度。

2) 以旧换新

2008 年-2012 年为我国汽车销量爆发期，按十年的使用周期测算，当前正值换车的高峰阶段，那么，换车的消费是尚未开始，还是已经在进行中了呢？来看两个数据，首先，是换购需求的占比，近三年在整体需求中的占比快速提升，已经接近 30%。



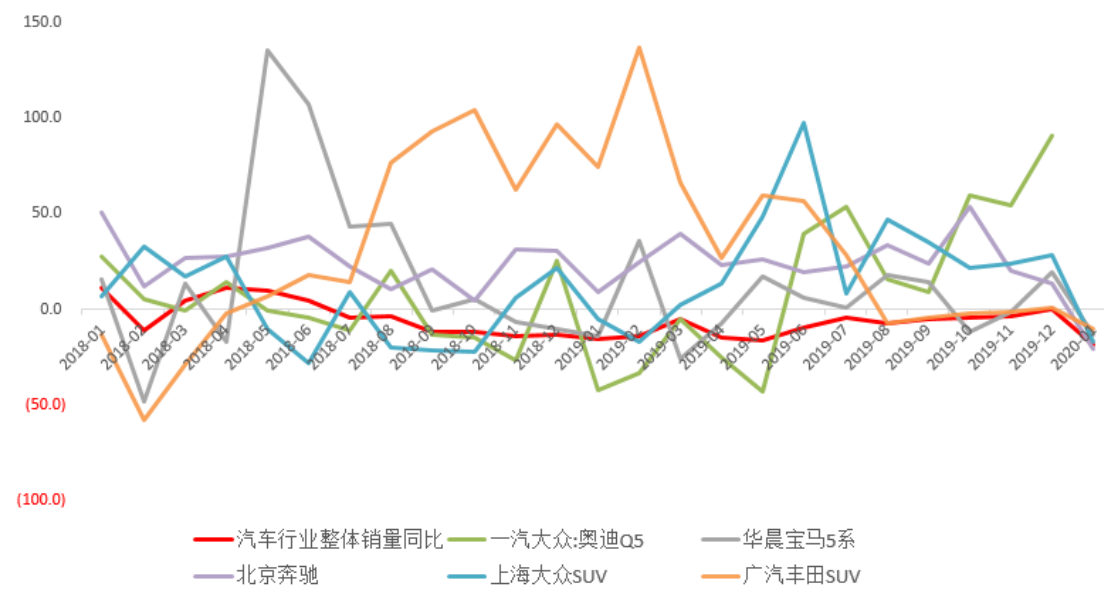
图：购车需求结构

来源：东方证券研究所

其次是中高端汽车销量，对于换购消费者，购车主要集中在消费升级需求。由于此类人群对品牌价值身份认同具有较强的认知，因此换购升级将带动的是中高端车型的放量。

根据市场调查，BBA、大众、丰田合资车，是换购较受欢迎的品牌，在 2018 年-2019 年汽车寒冬期，都维持较高的增量。2019 年华晨宝马、北京奔驰、一汽奥迪、上汽大众，销量同比增速均值达 14%，而汽车行业同比下降 8.2%。

通过上述数据来看，我们可以有一个大致判断，换车消费的需求已经持续了一段时间，后续爆发的可能性不大，并且，刺激替换需求，仍是在向后透支需求，因此，以旧换新，同样大概率不是当下的最优解。



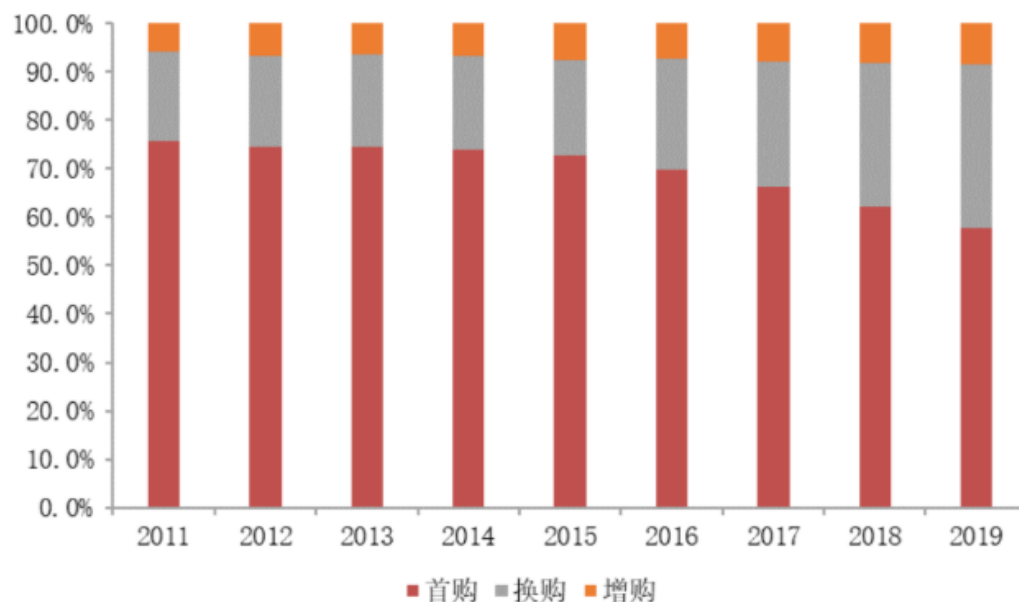
图：不同品牌汽车销量增速（单位：%）

来源：并购优塾

3) 首购补贴

首次购车补贴，是非常直接的刺激方式，目前已有地方开始推出，2020 年，广东省佛山市、湖南省湘潭市分别推出首购补贴政策，市民购置新车可获得 2000-5000 元津贴，有效期一年。注意，还是看购车结构的数据，虽然首购的占比逐渐下降，但在整体需求中的占比仍然在 60%以上。

首购人群基数庞大，且刺激后不会大幅透支后续的购车需求，因此，是一个比较可能的推进方向。



图：购车需求结构

来源：东方证券研究所

不过，还需要注意的是，刺激首购，并不代表大规模的全面刺激。首购人群，是此前我们分析的**汽车千人保有量**提升的直接驱动，汽车千人保有量提升有两个短期制约：购买力、人均公路里程。

首购补贴，解决的是购买力问题，但并没有解决公路的问题，因此，如果要在当下推行，大概率会有一个结构性的侧重——**三线以下城市，以及农村等不拥堵的地区，会是补贴重点的发力方向。**

综上所述，可以将我国汽车销量驱动力总结为两点，1) 长期看购买力和基建增长；2)

短期看政策补贴刺激。基于此，我们对行业汽车销量假设：

短期内各地监管层出台汽车首购补贴政策，2020年销量增速恢复2个百分点；长期来看，假定基建持续扩张情况下，人均GDP每年以6%提升，则计算得到未来十年人均汽车保有量达到254辆/千人，保有量平均增速为4%。

那么，推演完政策，得到汽车销量增速后，我们接着来看市占率情况，这样的环境下，哪些品牌的竞争力更强？

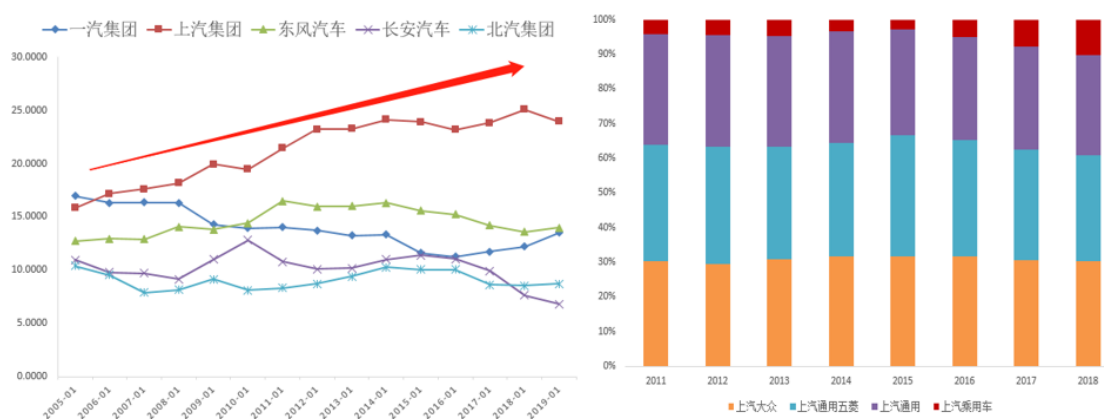
— 05 —



市占率，受益



2018年，上汽集团共销售705万辆汽车，市占率25%，远超排名第二的东风汽车（14%）。上汽集团四大子品牌中，上汽大众销售210万辆（占比30%）、上汽通用销售196万辆（占比28%）、上汽通用五菱销售197万辆（占比28%），上汽乘用车（包括荣威和名爵）共销售73万辆（占比10%）。



图：市占率对比/上汽集团汽车各品牌占比（单位：%）

来源：并购优塾

上汽大众、上汽通用整体增速稳定，未来格局不会发生太大变化。我们重点来看本案中低端系列，主要包括通用五菱和上汽乘用车，有“五菱”、“宝骏”、“荣威”、“名爵”四大品牌，荣威、名爵作为新能源车型，近年增长较快，但不确定性较高。考虑到短期的驱动力，大概率是补贴购买力带来的汽车消费，因此，必然会存在一个特点，偏向于产品**实用性强、性价比高的车型**。

如果延续我们对于政策的推演路径，那么新能源车，并不符合这两个标准，因为首先，农村的充电基建不足，其次，新能源车的保值率和购买价格仍然是一个较大的问题。

根据丰田研究表明，当汽车价格与人均 GDP 比例为 1.4: 1 时，汽车购买需求会大幅上升。2019 年我国人均 GDP 为 7.09 万元，以此计算，适合首购的汽车价位大约为 10 万元左右。

注意，这个价位，对应的国产自主品牌的价位。因此，如果放开政策刺激，那么，大概率将会带动**中低端燃油车市场**。

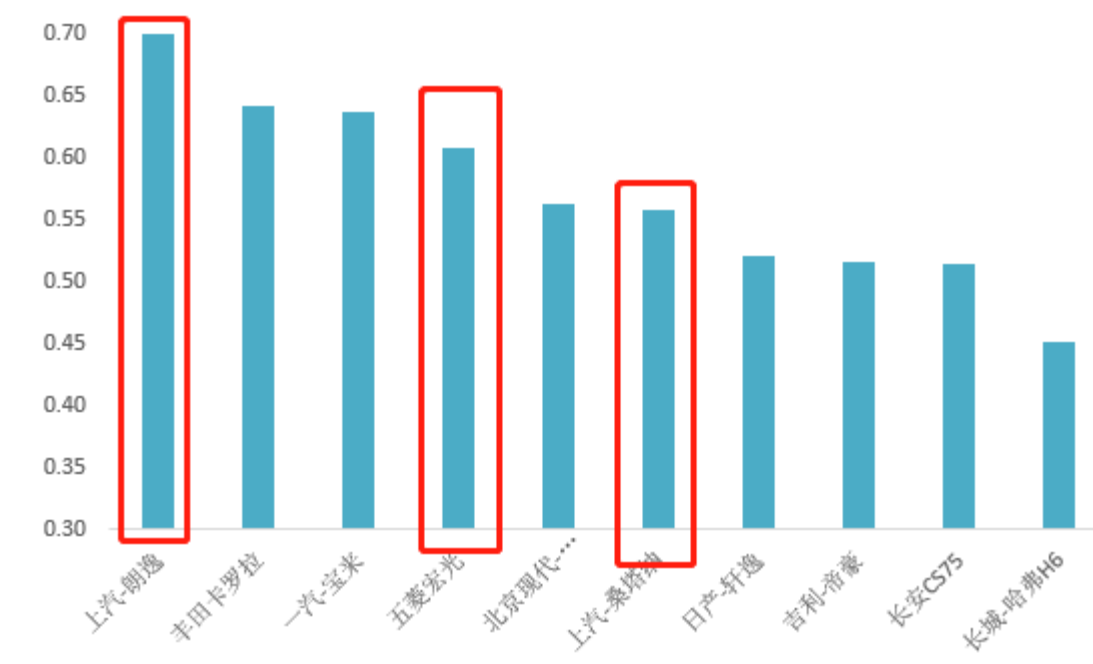
而在这个区间，其实上汽的竞争力较强，我们主要看两个重点数据。

1) 10 万元下车型中，按销量排名，前十中有 4 个属于上汽。

四个车型，分别是朗逸、桑塔纳、五菱宏光、宝骏，而其余厂家均仅占 1-2 个。该数据中会包含一些我们无法覆盖的定性元素，包括所谓的实惠、空间、售后便宜、保养方便、小故障、品牌等方面。

2) 保值率。

低端车型是价格敏感群体，即使在前端购买给予补贴，后端的残值率仍会成为重要的参考。优塾团队从汽车之家挑选出 10 款 10 万元以下销量排名前十的代表车型，利用公式来对比： $保值率 = \text{旧车平均售价} / \text{新车价格}$ 。通过对比，能够发现上汽的保值率明显处于前列。



图：保值率

来源：汽车之家/并购优塾

综上两点来看，短期内，上汽有望依托低端车提升市占率。但从长期来看，上述逻辑并不足以支撑确定的市占率提升，还要看另外两个因素：车型投放速度，高端车型的占比。

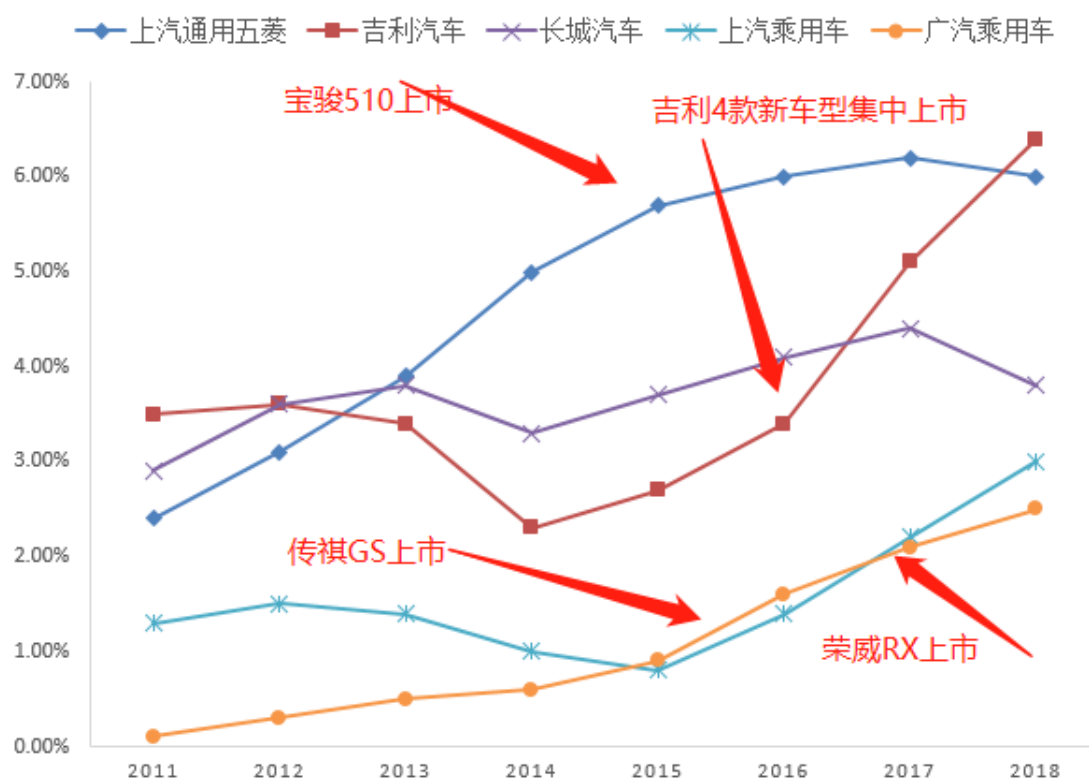
— 06 —



长期，市占率



先看车型投放，考虑到汽车消费品的属性，一般来说车型投放速度越快，代表产品设计、换代能力越强，我们将国内厂商排名，可以得到如下排序：吉利 > 通用五菱 > 长城汽车 > 上汽乘用车。不考虑合资品牌的情况下，上汽自主的产品推出能力还需要提升。



图：市场份额变动 (单位：%)

来源：东兴证券

再看中高端占比。如果我们从长期逻辑来看汽车市场，中高端车型，是极为核心的赛道。

此前我们重点分析过购车人群的结构，首购人群偏向于中低端车型，而换购人群偏向于中高端车型，随着时间的推移，首购占比会越来越来少，这样的逻辑，在丰田的发展历史中，有非常清晰的展现。

20 世纪 90 年代，丰田研究发现，市场正在发生结构性变化，汽车市场的重心从首次购车转变为替换需求。期间，美国汽车市场连续三年下滑，高端产品的缺失导致丰田市场份额不断流失。

为了挽回流失的市场份额，丰田一方面陆续推出以 SUV 为主的系列车型；一方面推出首个豪华品牌雷克萨斯。1993 年，丰田营业利润率为 1.8%，到 2007 年已经上升至 9.3%。

综上，考虑到上汽自主品牌的竞争力还需要提升，目前合资品牌仍是维持现有市场份额的核心，因此，《并购优塾》假定，未来十年保持 2019 年市占率 24%。

至此，销量的预测已经完成，接下来，我们来看最后一个变量，车型单价。

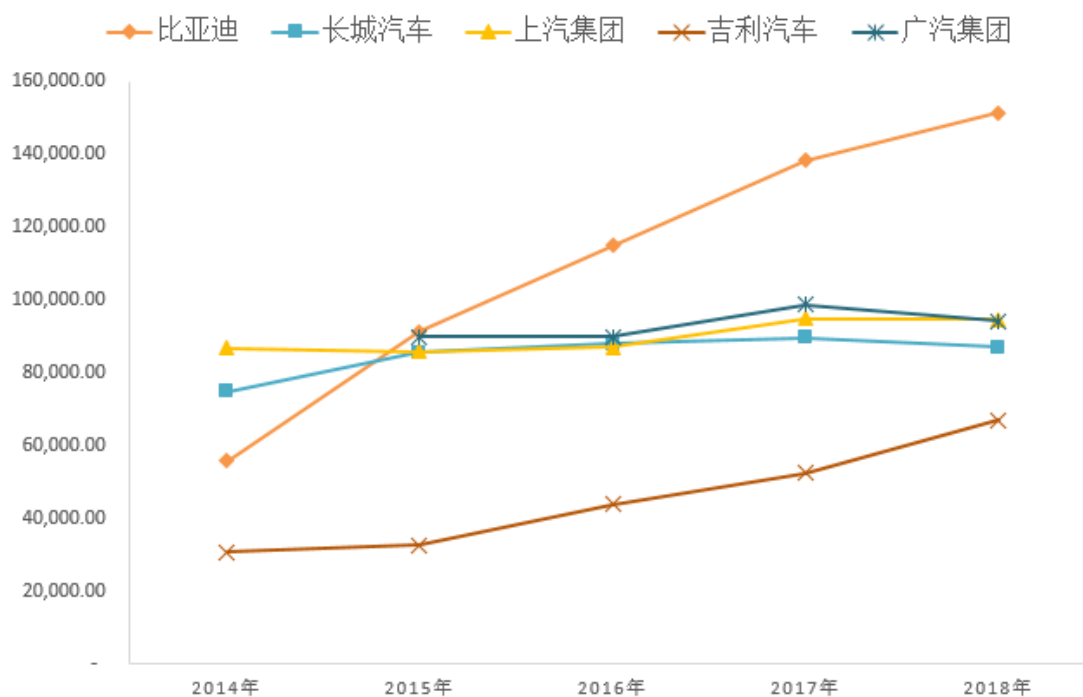
— 07 —



汽车，平均单价



本案，其汽车平均单价（ASP）基本稳定在 8.5 万元-9.5 万元之间，整体变动不大。



图：汽车平均单价对比

来源：并购优塾

对比同行业来看，比亚迪、吉利汽车价格增速较高，五年复合增速分别为 28%、21%。这是因为采用了不同的发展路径，比亚迪是向单车价值量高的**新能源车**转型；吉利通过吸收合并沃尔沃的核心技术推出**中高端产品线**。从前述的产品推出速度来看，也能够发现，吉利的新车型推出速度明显要高于其他品牌。

因此，对上汽来说，要想提升单车价格，一方面是汽车电动化，另一方面产品线高端化。那么，本案在这两方面是否有布局？

首先，看新能源车布局。

2020 年，上汽大众 MEB 新能源工厂即将建成，预计 10 月投产，规划年产能 30 万辆纯电动车。首批上市的新能源车包括纯电动版朗逸、途观、帕萨特等，根据预售价格来看，同款纯电（插电）是燃油车的 1.2 倍-1.5 倍。

自主品牌中，上汽与宁德时代合资成立上汽时代，预计 2020 年荣威、名爵、宝骏均会推出纯电动版新能源汽车。

其次，再看新产品布局。

上汽自主共有三大平台，分别开发荣威、宝骏、名爵三款车型，未来无新增规划。根据市场调查，2020 年受市场期待的国产品牌主要包括比亚迪汉、吉利 icon、红旗 H9、奇瑞星途，不包括本案的车型，因此，新产品这块的驱动还需要提升。

整体来看，本案通过新能源汽车的布局，预计单车价格将会逐步提升，因此，此处预测未来以历史平均水平 2%逐年递增。

研究至此，整车业务分析完毕。不过，除了整车业务外，还包括零部件及汽车金融业务。

— 08 —



其他，业务



零部件业务——主要由子公司华域汽车经营，2018 年收入为 1754.60 亿元，占总收入 19%。2009 年，上汽集团整合旗下零部件业务，成立华域汽车借壳上市，并通过收购延锋、江森自控，入股麦格纳国际、上海小糸等成为全球汽车零配件龙头。

梳理华域发展历程可见，其业绩增长主要有两大驱动力：1) 上汽集团体系支持；2) 外延并购。

截至 2018 年，华域汽车 55%收入来自上汽集团的客户，包括上汽大众、上汽通用、上汽乘用车等；24%收入来自于海外市场客户，包括福特、通用、克莱斯勒等国际整车厂。因此，华域汽车的客户体系较全面，能够对冲不同车企新产品周期、经营问题带来的收入下滑。

所以《并购优塾》假设，汽车零部件业务参考全球汽车行业销量增速，即 2019 年为-4.9%，2020 年后恢复至 3%。

汽车金融业务——主要为购车消费者提供信贷业务，由子公司上汽财务及上汽通用金融经营，占收入的 2%。

考虑此业务主要靠发放贷款及垫款获取利息收益，此处《并购优塾》假设，未来十年，假设该业务维持历史 6.3%收益率，那么汽车金融业务收入规模以占上汽集团贷款资产规模的 5% 增长。公式为：汽车金融业务收入 = 发放贷款规模 * 收益率。

综上，收入预测完毕，不过，只用一种分析方法下的收入预测结果，可信度有限，因此我们从其他角度与其进行交叉印证。

— 09 —

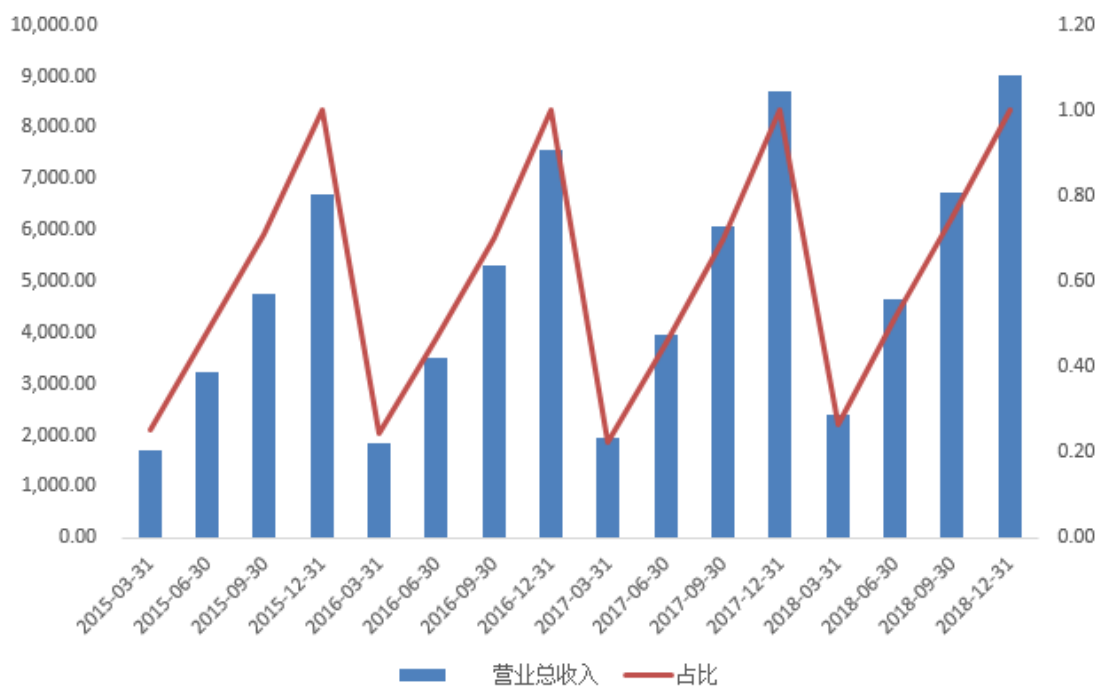


交叉印证



上述预测结果中，乐观情况下近三年增速分别为-9.6%、6.0%、5.8%，来看看其他方法下的增速情况。

方法一，季报反推法——通过季报、中报与年报的历史关系，反推出 2019 年收入增速。



图：季度营业收入与全年收入占比（单位：亿元、%）

来源：并购优塾

从历史波动图来看，其前三个季度收入占年度收入比例的均值约为 71.5%。由此，大致可倒推出 2020 财年收入约为 8186.64 亿元，同比增速约-9.26%，计算公式：2020 财年收入=前三季度收入（5853.45 亿元） \div 71.5%=8186.64 亿元。

方法二：内生增速——按照公式：内生增速=净资产回报率*（1-分红率），本案历史平均，2018 年分红率为 41.2%，ROE 为 16%，内生增速为 9.4%。

方法三：外部分析师预测增速——根据 WIND 一致预测（35 家机构），本案 2019 年至 2021 年的收入增速分别为-9.27%、6.36%、5.44%，利润增速分别为-22.03%、12.32%、8.60%。一致预测营业收入 2 年复合增速为-0.96%，一致预测营业利润 2 年复合增速为-6.3%，一致预测目标价为 28.08 元，对应的市值 3279.51 亿元人民币。

几大机构观点，其中：

招商证券——预测收入增速为-9%、7%、6%；预计 2020 年大众 MEB 新能源车的放量之年。此外上汽奥迪车型 2021 年有望量产，未来发展令人期待。

广发证券——预测收入增速分别为-8.9%、5.3%、4.2%，合资品牌支撑业绩，自主品牌竞争力逐渐提升。

天风证券——预测收入增速分别为-10.35%、3.85%、4.06%，上半年由于国六切换，渠道库存大幅去化，行业库存增速已经在近几年的底部，目前去库存阶段接近尾声，加库存周期或开启，未来苏浙低端产能的退出，行业集中度提升、龙头企业受益。

此处计算数据，与我们上述预测增速差异不大。

至此，收入部分已经完成。不过，上汽集团两大重要合营公司上汽通用、上汽大众所产生的投资收益，也应该算入 EBIT 中。那么，这部分投资收益该如何测算？

— 10 —



投资，收益



上汽集团，持股 54 家合营企业，57 家联营企业。其中，主要是上汽通用和上汽大众。

从投资方式来看，持股比例达 50%，计入长期股权投资，产生的投资收益按照权益法计入其利润表。

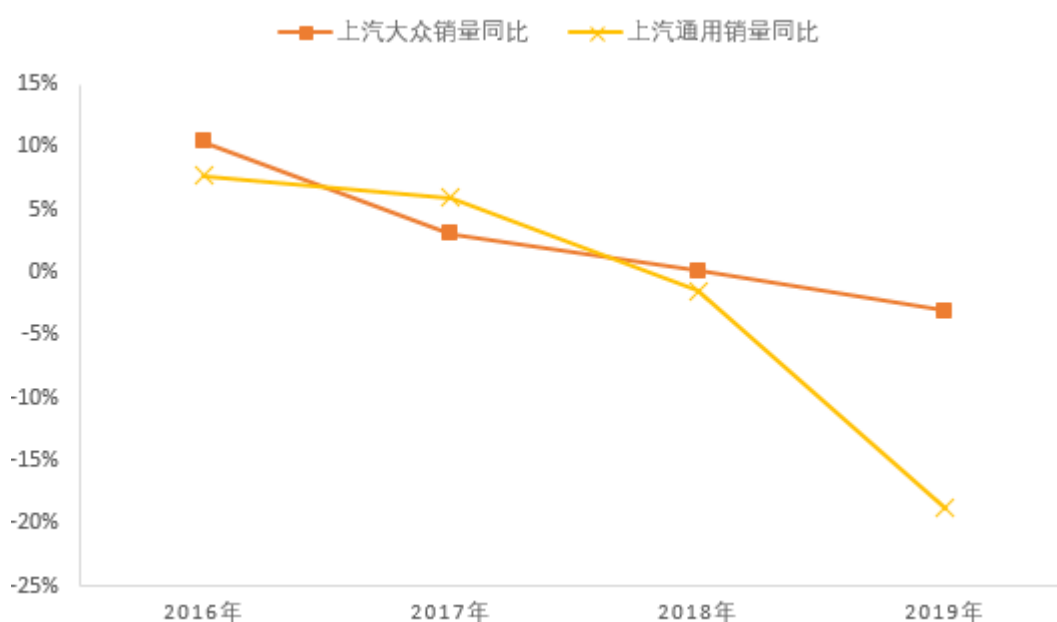
注意，此处投资收益占 EBIT 的比例非常巨大，导致上汽财报较难预测，本案的情景假设也将设立在此处。

2018 年、2019 年三季报，其投资收益占营业利润的比重分别达 61.72%、65.49%，

从贡献利润角度来看，这两家合资公司，是上汽集团的顶梁柱，且经营稳定，因此，我们假设，被投资企业产生的税后利润按照投资企业的持股比例，分配给上汽集团，并将该部分收益计入 EBIT，影响自由现金流。

此处预测方法分三步：首先，预测上汽大众、上汽通用的收入及净利润。

2019年，上汽大众汽车销量为200万辆，同比下降3.07%，上汽通用销售160万辆，同比下降18.8%。



图：上汽大众、通用销量同比增速（单位：%）

来源：并购优塾

2017年，上汽通用宣布引入三缸发动机，全部应用在英朗、雪佛兰科鲁泽、科沃兹等热销走量车型。由于三缸车型存在动力不足、抖动等技术问题，2018年、2019年销量负增长。

2020年起，上汽通用将重启四缸发动机以提振销量，不过由于其一主要工厂位于武汉，受到年初意外事件影响，预计2020年销量仍维持较低水平。

而上汽大众，则凭借朗逸、帕萨特、桑塔纳等爆款车型，持续多年维持行业前十。2020年2月28日，上汽大众已经完成2200辆乘用车下线，其中包括首次推出的新能源纯电动车。

基于此，《并购优塾》可大致预测：

上汽大众——预计 2019 年营业收入下滑 3%，2020 年销量提振后收入维持 4%增速上升；另外，利润率维持 8%。

上汽通用——2019 年上汽通用营业收入下滑 18.8%，考虑到通用集团整体竞争优势，假设未来增速为 0%；利润率维持通用汽车 2018 年水平 5.44%。计算结果如下：

	2019年	2020年	2021年	2022年	2023年	2024年	2025年	2026年	2027年	2028年
上汽大众										
营业收入	2515.21	2565.51	2668.13	2774.86	2885.85	3001.29	3121.34	3246.19	3376.04	3511.08
yoy	-3.00%	2.00%	4.00%	4.00%	4.00%	4.00%	4.00%	4.00%	4.00%	4.00%
净利润率	10.80%	10.49%	10.18%	9.87%	9.56%	9.25%	8.93%	8.62%	8.31%	8.00%
净利润	271.76	269.20	271.65	273.87	275.83	277.51	278.89	279.93	280.60	280.89
上汽通用										
营业收入	1822.49	1822.485	1822.49	1822.49	1822.49	1822.49	1822.49	1822.49	1822.49	1822.49
yoy	-18.80%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
净利润	6.96%	6.63%	6.30%	5.97%	5.64%	5.32%	4.99%	4.66%	4.33%	4.00%
净利润率	126.84	120.85	114.86	108.86	102.87	96.87	90.88	84.89	78.89	72.90

图：合资公司收入利润预测（单位：亿元）

来源：并购优塾

第二步，通过上汽集团持股比例，计算出合资企业产生的投资收益。

上汽集团分别持有上汽大众、上汽通用 50%股份，根据会计准则，在被投资公司实现利润时，无论分红多少，按照其持股比例计提投资收益。计算公式为：被投资企业产生的投资收益=被投资企业税后利润*投资企业持股比例。

	2019年	2020年	2021年	2022年	2023年	2024年	2025年	2026年	2027年	2028年
净利润总计	398.60	390.04	386.50	382.73	378.70	374.39	369.77	364.81	359.50	353.79
持股比例	50%	50%	50%	50%	50%	50%	50%	50%	50%	50%
投资收益	199.30	195.02	193.25	191.37	189.35	187.19	184.88	182.41	179.75	176.89

图：投资收益（单位：亿元）

来源：并购优塾

第三步，计算所有合营公司产生的投资收益。

考虑到上汽集团合营公司数量超过 100 家，分布于汽车产业链上中下游。从目前的来看，上汽集团对两家合资公司依赖度较高，未来对两个合资公司的依赖程度直接影响本案建模，因此，《并购优塾》对投资收益比重分乐观、保守两种假设计算结果如下：

1) 乐观情况下，上汽集团对上汽大众、上汽通用的依赖减弱，两家合营公司占整体投资收益比重维持较低水平 60%。

2) 保守情况下，上汽集团主要投资收益来自于上汽大众和上汽通用，两家合营公司投资收益占比维持较高水平 70%。

接下来，我们还必须仔细研究另一件重要的事——本案每年要花掉多少钱？这些钱，未来又会花在哪里？

— 11 —



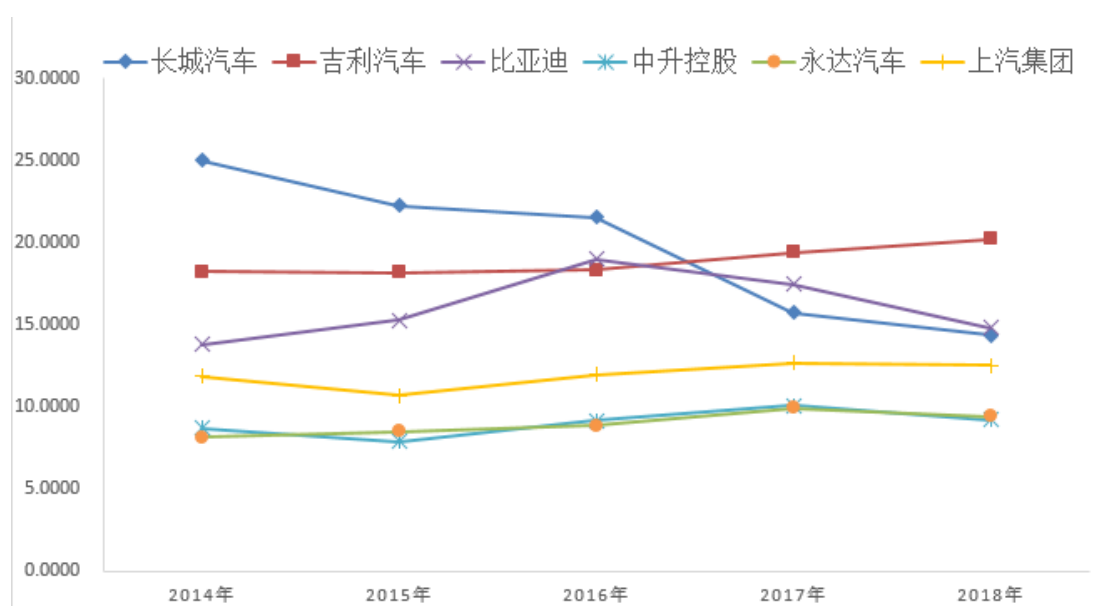
钱，如何花



收入预测完毕后，我们进入 EBIDTA 的预测，这部分可以拆分为四大块：成本、研发费用、管理费用、销售费用。注意，上述三部分的计算口径均剔除折旧、摊销。

先看成本项，主要包括原材料、人工工资、折旧，能源等。近五年，本案毛利率分别为 12.36%、11.42%、12.87%、13.47%、13.25%，整体较为稳定。

与整车厂相比，本案的毛利率明显低于同行业平均水平（17%）。其原因是上汽集团并表了上汽大众销售、上汽通用销售的收入，但本质上起到的是经销商的作用，仅体现销售环节的毛利，所以合并报表的毛利率会比较低。从盈利上看，港股两大汽车经销商**中升、永达**的毛利率在 7-10%左右，低于整车厂。



图：同行业毛利率对比（单位：%）

来源：并购优塾

本案，毛利率的变动取决于两方面：1) 行业景气度；2) 产品结构优化；

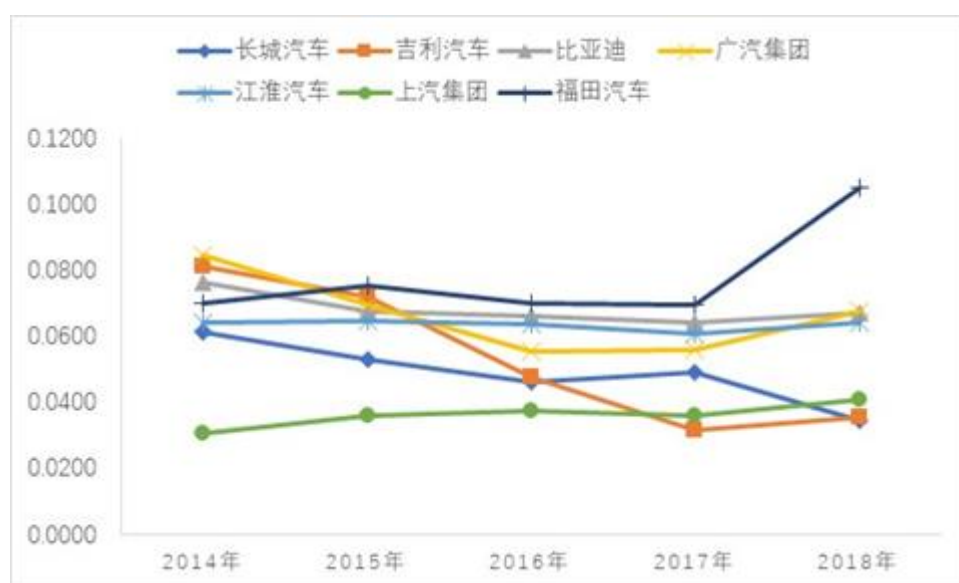
1) 行业景气度。汽车行业一般采用“量先于价”的逻辑，即景气度下行周期，厂商只能通过给予较大的折扣维持销量，此时车型的毛利率下滑显著，盈利能力下滑。因此，短期来看，本案毛利率承压。

2) 产品结构优化。从车型毛利率角度看，高端车的毛利率较普通低端高 5%-15%；其次从产品结构来看，自主造车比经销合资车毛利率高 7%。考虑到本案自主品牌车型占比从 2%提升至 10%，长期来看，未来毛利率改善的可能性较大。

综上所述，《并购优塾》假设——预测期内，2019年毛利率受行业景气度低迷影响维持，取近三年较低值12.87%，2020年、2021年逐步恢复至景气度较高的2017年水平13.47%。

2、管理费用（含研发费用）——主要包括工资薪酬、研发费用、折旧及摊销、技术转让费用等。2014年至2018年，上汽集团的管理费用占营业收入的比例分别为3.1%、3.7%、3.8%、3.7%、4.1%，整体较为稳定。

与同行业对比来看，本案的管理费用处于行业较低水平。其中，福田汽车的管理费用率在2018年出现大幅上升，是因为其乘用车研发投入大幅增加所致，同比增长75.36%，而我们的管理费用中包含了研发费用。



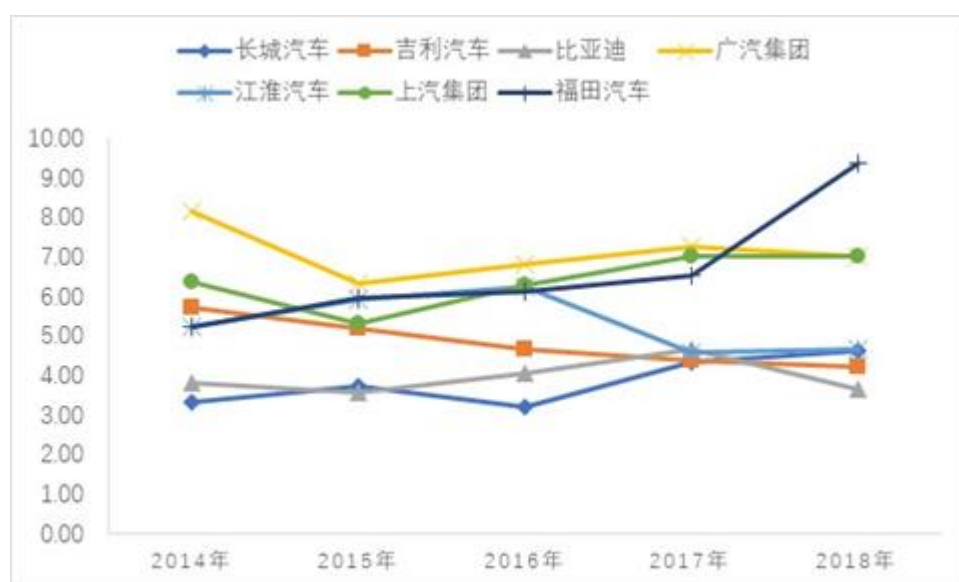
图：同行业管理费用率（单位：%）

来源：并购优塾

综合来看，其近五年管理费用率波动较为稳定，因此，《并购优塾》假设——在预测期内，其管理费用率将维持近五年的平均水平 3.6%。

3、销售费用——主要包括运输物流费、广告宣传费、产品质量保证金等。2014 年至 2018 年，销售费用占营业收入的比例分别为 6.4%、5.3%、6.3%、7.0%、7.0%。

与同行业相比，本案的销售费用率处于行业较高水平，跟同样以乘用车为主的广汽集团水平相当。



图：同行业销售费用率（单位：%） 来源：并购优塾

长期来看，由于乘用车市场竞争较为激烈，需要投入大量的广告宣传费用，从历史数据来看，行业大多数公司的销售费用大都是逐渐上升的，因此，《并购优塾》假设——预测期内销售费用率取近五年较高水平，2018 年的 7.0%。

至此，利润表的构建已经告一段落，不过，还有折旧摊销方面需要分析。而分析折旧摊销，就必须研究另一件重要的事——本案未来将在设备、厂房等长期资产方面，花掉多少钱？这些钱，将如何摊销到每一年的利润表中？

— 12 —

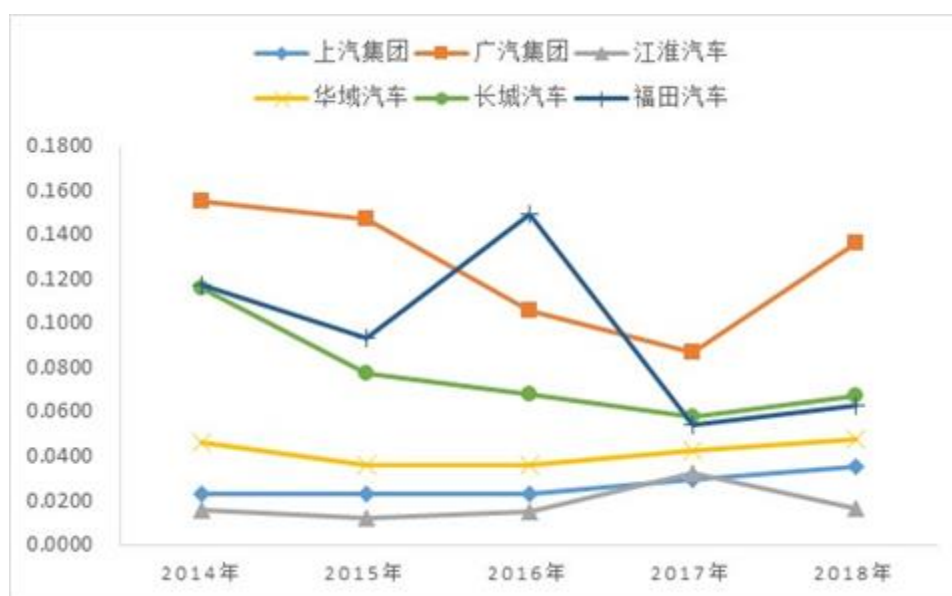


资本，支出



在资产负债表中，对估值影响较大的，一个是资本支出（资本支出直接决定折旧摊销），一个营运资本。

我们先看资本支出——2014年至2018年，上汽集团近五年资本支出分别为143.20亿元、154.27亿元、172.67亿元、254.12亿元、319.75亿元、占收入比重分别为2.27%、2.30%、2.28%、2.92%、3.54%。其资本支出主要用于机器设备、电子设备、器具、模具、土地使用权、软件使用权等。对比同行业来看，本案的资本支出比例较为稳定且处于行业较低水平，大约在2%-3%之间。



图：同行业资本支出占收入比重（单位：%）

来源：并购优塾

从资产结构来看，本案的固定资产、无形资产占总资产的比重分别为 8.84%、1.79%，固定资产中机器设备、房屋及建筑居多，占比约为 80%，无形资产中主要包括土地使用权、非专利技术和软件使用权。

结合以上数据，《并购优塾》对资本支出做出合理假设：

- 1) 购建固定资产/营业收入——由于其新购入固定资产占收入的比重较低，因此，我们假设未来维持近三年平均水平；
- 2) 折旧——其固定资产主要包括房屋建筑和机器设备，通过加权平均算出折旧年限约为 20 年，折旧率约为 10.4%。
- 3) 无形资产购建/主营业务收入——其新增无形资产较少，主要以软件使用权和土地使用权为主，新购入无形资产占收入的比重比较稳定，因此我们假设未来维持近三年平均水平不变；
- 4) 无形资产摊销——无形资产主要包括土地使用权、非专利技术、软件使用权、特许使用权等，通过加权平均算出摊销年限约为 30 年，计算年摊销率约为 3.3%。

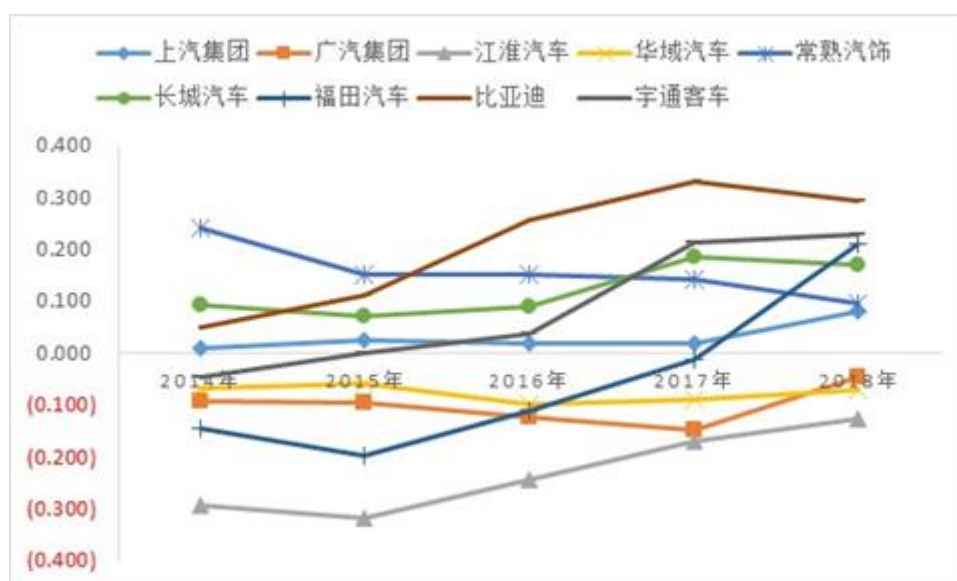
研究至此，CAPEX(资本支出)、折旧摊销预测完毕。但是，还有另一大变量，会极大的影响自由现金流，进而影响估值建模——本案，在产业链上话语权如何？它是否能够占用上下游的资金，进而增强自己的现金流，以提升企业内含价值？

— 13 —



营运，资本



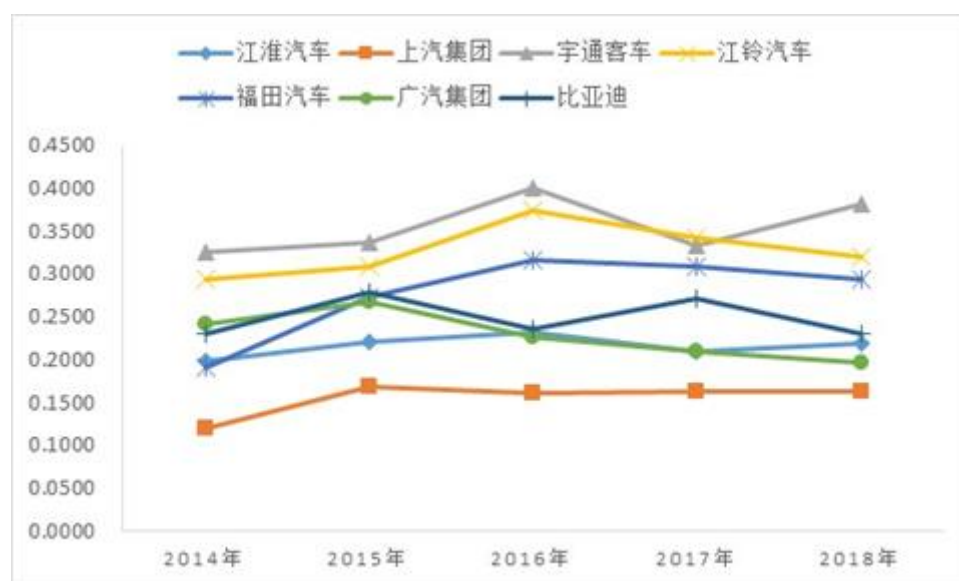


图：净营运资本占营业收入比重 来源：并购优塾

通过对比可比公司营运资本占收入比重可见，本案比重较为稳定，常年维持在 1% 以下。我们重点看应收款项、预收款项、应付账款以及预付款项。

对上游的话语权——主要看应付账款、预付款项。

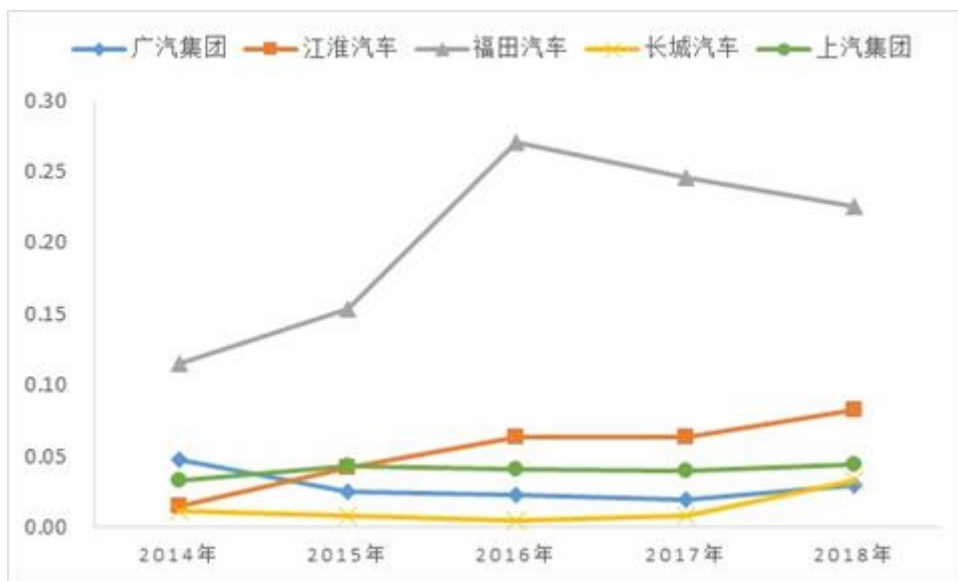
应付、预付的细项，主要由材料和设备款所形成，前五名供应商采购额占总采购额的 60.94% 左右，相对集中。2014 年至 2018 年，其应付账款占成本的比重分别为 12.02%、16.90%、16.11%、16.31%、16.27%。同期，预付账款占成本比重较低，分别为 3.88%、2.29%、3.16%、4.02%、2.43%。从历史数据来看，其应付账款占成本的比重较为稳定。而预付款项 2018 年出现大幅减少，主要是因为其子公司期初支付合营整车制造企业的预付车款在 2018 年随着合营整车制造企业的完工交付而减少。与同行业对比来看，本案的应付账款占营业成本比处于较低水平，而占比较高的宇通客、江铃汽车等前五名供应商较为分散，占比在 10-20% 左右。



图：可比公司应付账款占成本比（单位：%）来源：并购优塾

从历史数据来看，其应付款项占成本比重较为稳定，《并购优塾》假设——预测期内，应付账款占成本比重维持近三年平均值——16.23%；预付账款由于受合营企业制造进度的影响，预测期内取 2018 年支付了预付款后的比例——2.43%。

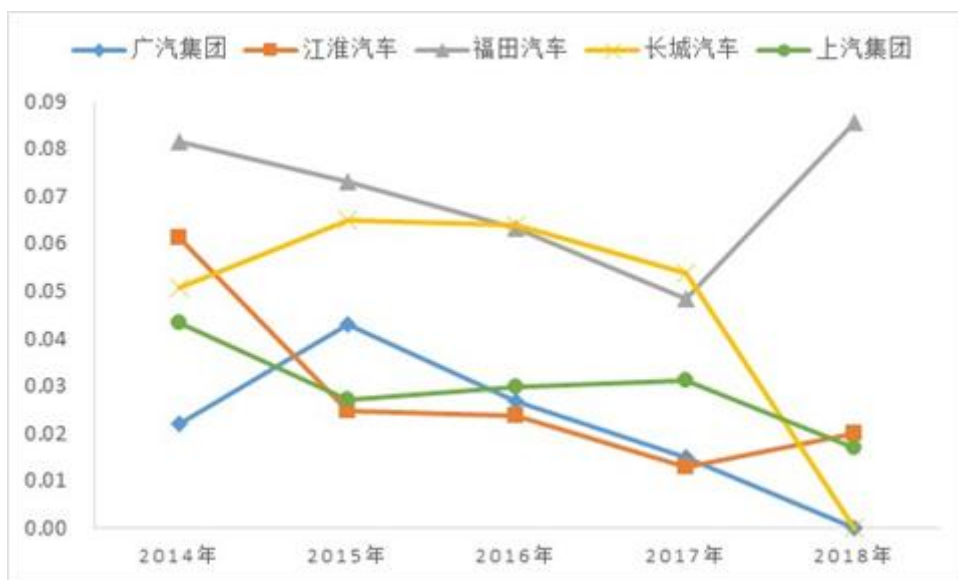
对下游的话语权——主要看应收票据及应收账款、预收账款。 应收账款——主要是子公司、合营企业、消费者等购车款项，客户较多，前五大客户收入占总销售收入的 10%左右。2014 年至 2018 年，其应收账款分别为 206.96 亿元、293.32 亿元、306.62 亿元、346.68 亿元、401.30 亿元，占营业收入的比例分别为 3.29%、4.37%、4.05%、3.98%、4.45%，其中应收票据占比约为 70%，高于应收账款。与同行业对比，本案应收账款占营业收入的比重处于行业中等水平。



图：可比公司应收账款占营业收入比 (单位: %) 来源：并购优塾

考虑本案的营收占比较为稳定，且下游客户较为分散，《并购优塾》假设，预测期内应收款项占主营业务收入的比重为近三年平均值——4.2%。预收账款方面——2014年至2018年，其预收账款占营业收入的比重分别为4.35%、2.73%、3.0%、3.12%、1.70%。

本案的预收主要包括整车款、材料款、配件款等，受汽车市场销量下滑的影响，2018年预收款减少。



图：可比公司预收账款占营业收入比 (单位: %) 来源：并购优塾

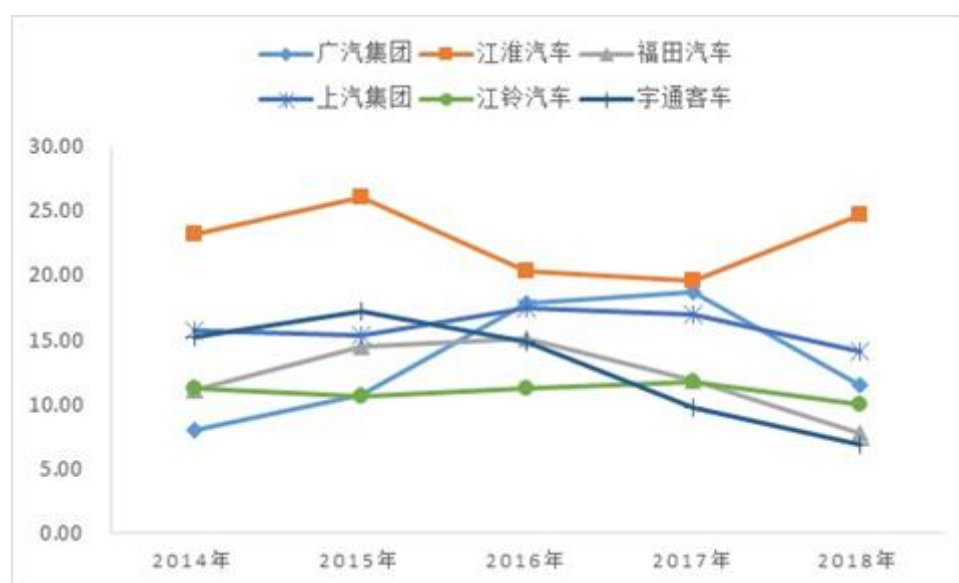
考虑到预收款项受汽车销量影响较大，因此，《并购优塾》假设——预测期内，预收账款/收

入维持 2018 年 1.70%的水平。

看完了话语权，再来看它的营运效率到底如何，主要看存货周转率。

从历史数据来看，2014 年至 2018 年，上汽集团的存货周转率分别为 15.76 次、15.41 次、17.51 次、17.05 次、14.13 次。

其存货由原材料、在产品、库存商品等构成，其中库存商品占比约为 83.19%，是存货的主要构成部分。与同行业对比来看，本案上汽集团的存货周转率处于行业中等水平，其中，江淮汽车的存货周转率在 2018 年出现大幅上升，是因为其基本款乘用车（轿车）销量较上年增长了 41.1%所致。但是，从行业整体表现来看，自 2016 年开始，由于受汽车市场销量下滑的影响，大部分企业的存货周转率均出现了下降。可见，汽车市场的景气度会对存货主要是库存商品的汽车企业影响较大。另外，上文提到的：2018 年 9 月至今，汽车销量连续 19 个月出现了负增长，汽车市场目前仍处于景气度较低的阶段。



图：可比公司存货周转率情况（单位：次） 来源：并购优塾

综上，《并购优塾》对存货进行假设——由于本案的库存商品在存货中占比常年维持在 80% 以上，同时汽车市场的需求短期内仍处于较低水平，我们假设，未来存货占成本的比例会维持较高水平，因此取近五年的较高水平，2018 年的 7.71%。

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。

— 14 —



基本面，总结



在进行建模之前，我们先总结一下本案的基本面：

1) 行业天花板：我国汽车行业仍处于成长阶段，汽车保有量尚未饱和。根据世界银行 2019 年发布的全球 20 个主要国家千人汽车拥有量数据，中国每千人汽车拥有量仅为 172 辆，全球排名前五的平均数是 708 辆。我们假设人均 GDP 增长，基建不增长，10 年达到韩国的水平，都能有 4% 的年化增速，如果公路基建再平稳增长，那么，汽车保有量增速能维持 4%-6% 的中枢。

2) 增长驱动力：短期看政策，政策对汽车行业扰动较大。长期驱动力：一看人均购买力。二看基建。三看依托新产品和新能源汽车，能否提升市占率。四看海外新兴市场，如印度，当前上汽的名爵品牌在印度市场有一些突破，但体量仍然较小。

3) 投入资本回报：2016 年至 2018 年，我们计算其剔除现金和类现金资产的 ROIC 分别为 14.13%、13.13%、11.27%；不剔除现金分别为 29.01%、24.38%、19.12%。

4) 护城河分析：上汽集团布局了汽车产业链的上、中、下游，实现了产业链的全覆盖。同时合资实力强，与大众、通用等巨头成立合资企业，在产业链中话语权较强，其中低端产品

具有保值率较高的特性，明显高于其他整车巨头。

5) 从竞争格局上来看：本案属于行业龙头，中国汽车销量排名前四位的车企有上汽大众、一汽大众、上汽通用、上汽通用五菱，其中三家都来自于上汽集团。目前，国内前十大汽车生产企业集中度约为 60.2%。在这个产业，我们重点会研究三家龙头：上汽、长城（性价比+国民爆款），吉利（性价比+高端），此外，还会选择一些高端车趋势的案例做研究，比如豪车经销等赛道。

6) 风险因素：A、自主品牌和新能源产品竞争力不足，以特斯拉为代表的新能源汽车造车势力不断壮大，通过高性价比、高科技含量、外观时尚等优势不断抢夺市场。B、目前经济数据并未企稳，短期内如果没有政策出台刺激，汽车销量仍将持续下滑。C、随着关税下降，进口车将会有降价空间，行业竞争会更加激烈。

研究到这里，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，都是为了进行建模的表格测算.....

如需获取本报告全文

以及部分重点行业 Excel 建模表，

请查阅：科技版建模案例库

以及：专业版建模案例库，

建模部分，样图如下

以 XX 电力为例，经配平后的 BS 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	800.1	586.9	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	862.5	863.2	863.0	863.0	863.0	863.0	863.0	863.0	863.0	863.0	863.0	863.0	863.0
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 XX 视频为例，CF 表预测样图：

海康威视													
现金流量表 Cash Flow Statement													
(单位为百万人民币, 特殊说明除外)													
	2016 A	2017 A	2018 A	2019 E	2020 E	2021 E	2022 E	2023 E	2024 E	2025 E	2026 E	2027 E	2028 E
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
经营性资产减少【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	986	992	1,022	838	639	422	188	-55
(归属于母公司股东的分红)				-5,608	-5,177	-6,902	-8,891	-10,229	-11,778	-13,387	-14,996	-16,509	-17,823
(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【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，会和并购优塾定制报告的**付费用户**有冲突，因而，并购优塾团队将应定制报告用户的要求，部分内容不再免费提供，并逐步尝试付费功能。

本案，将更新至优塾团队的“核心产品一：专业版报告库”中，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。



扫码阅读优塾核心产品

专业版估值研报库

购买后获取建模表与发票，请添加工作人员微信：ys_dsj

— 15 —

除了这个案例，
你还必须学习这些……



这个案例的研究已经告一段落，然而——市场风险变幻莫测，唯有稳健的人才能夜夜安枕。

价值洼地、安全边际，这八个字，可以说是价值投资研究体系的真正核心所在，也是巴菲特、查理·芒格、塞斯·卡拉曼、彼得·林奇、约翰·聂夫、乔尔·格林布拉特等诸多大师的思想精华。

无论你在一级市场，还是二级市场，只有同时掌握财务分析、产业分析、护城河分析、估值分析、投资组合分析技能，才能在市场上安身立命。其中，尤其是**估值分析技能**，更是整个价值投资研究体系的精髓所在。

然而，由于估值不仅仅是数据测算，还需要建立在对市场的理解、对产业的分析，以及严谨庞杂的数据计算，这个领域专业门槛极高，往往让人望而生畏，因而，也是限制资本市场从业人士职业发展、投研体系突破的极大瓶颈。

而这，正是并购优塾团队未来终生都将为之努力的方向——和我们一起，每天打卡，用10年时间，研究10000家公司。

炮制虽繁，必不敢省人工；品味虽贵，必不敢减物力。优中选优，一直是并购优塾坚持的方向。我们将**近 5 年来**关于研究体系的思考历程，**近 3 年来**的数百家公司的研究案例，以及精选的**数百篇**优质估值报告，全部浓缩在这份研报库里，一方面，这是并购优塾团队研究体系的全部记录，另一方面，也希望能促进你的思考，少走弯路。

我们是一群研究控，专注于深度的公司研究。这份研报库，浓缩了我们的研究精华，是并购优塾用户人手一套的研究指南。希望你：每日精进，必有收获。

【版权与免责声明】 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。

【数据支持】 本案研究过程中部分数据，由以下机构提供支持，特此鸣谢——国内市场：Wind 数据、东方财富 Choice 数据、理杏仁；海外市场：Capital IQ、Bloomberg、路透，排名不分先后。要想做专业的海内外证券市场研究，以上几家机构

必不可少。如果大家对以上机构的数据终端有购买意向，欢迎和我们联系，我们可代为
联络相关负责人。