进入宝马、奔驰、沃尔沃、雷诺供应链！这条产业链，背后什么逻辑?

今天我们要研究的这个赛道，属于我们的汽车产业链研究系列报告。这个领域，对产业链至关重要，是发动机五大核心零部件之一。首先，当市场对汽车的关注度全部聚焦在新能源汽车上时，其实，每年有 95%以上的汽车仍使用的是燃油发动机；其次，在全球精细化分工的趋势下，BBA 系豪华车的核心零部件已经逐步国产化。再次，这个零部件的优劣，直接关系到汽车的驾驶体验。

在这条产业链上，有这么一家细分龙头，上市至今表现较为低调，直到近期披露半年报数据，营业收入同比增长 6.31%，净利润同比增长 30%。业绩超预期之下，拉出涨停。并且，自 2 月初低点以来，其已经稳步上涨接近 50%。



图：股价（单位：元）

来源：WIND

它，就是福达股份。本案通过持续在曲轴市场深耕，成功进入宝马、奔驰、沃尔沃、雷诺日产、上汽通用、康明斯等国际厂商的供应链。

2019 年，其营业收入为 15.15 亿元，净利润为 1.33 亿元，毛利率为 24.22%、净利率为 8.80%，ROE 为 6.69%。2020 年半年报，其营业收入为 8.03 亿元，同比增长 6.31%，净利润为 0.89 亿元，同比增长 30%，ROE 为 4.09%。

看到这里，在做研究之前，几个值得我们深思的问题来了：

1）曲轴作为发动机五大核心零部件之一，影响本案收入的核心驱动力，到底在哪？

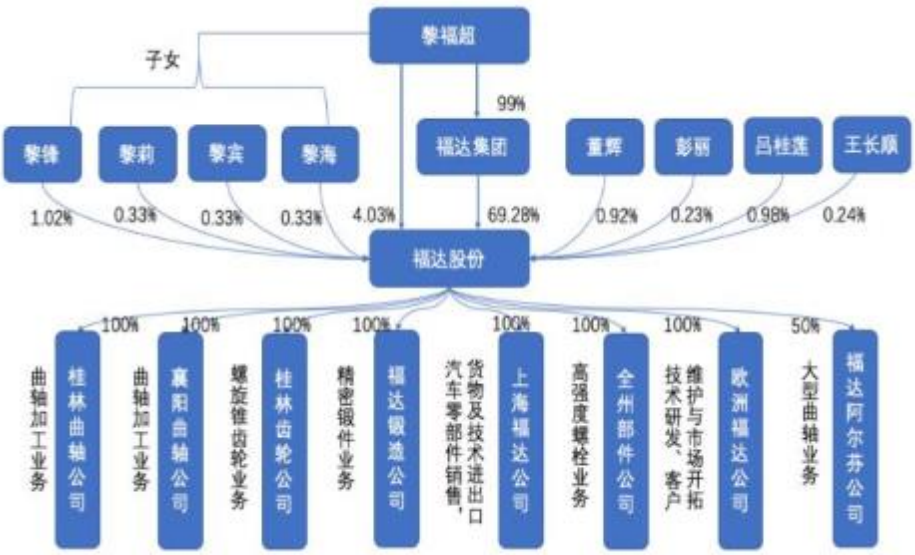
2）除了商用车和乘用车之外，还有哪些高端制造市场对曲轴需求较大，本案是否有布局？

3）在前期的波动之后，如今现在的估值，到底是贵了？还是便宜了？

今天，我们就以福达股份入手，来研究汽车零部件行业的估值建模逻辑。对于相关行业，之前我们研究过的，还有福耀、宁德、上汽、吉利、继峰等，可订阅我们的“核心产品一：专业版报告库”，获取之前我们做过的研究报告、部分重点案例 EXCEL 财务模型，以及数十个行业的深度研究，深入思考产业本质。

龙头，模式

本案成立于 2000 年，2014 年登陆上交所，主营业务为汽车、工程机械、农机、船舶等动力机械发动机曲轴、离合器、螺旋锥齿轮、精密锻件和高强度螺栓等，控股股东为福达集团，持股比例 69.28%，实际控制人为黎福超，持股比例 73.31%。



图：股权结构

来源：塔坚研究

来看近三年一期的财务数据： 2017 年-2020 年半年报，其营业收入分别为 13.34 亿元、14.05 亿元、15.15 亿元、8.03 亿元；净利润分别为 1.36 亿元、1.12 亿元、1.33 亿元、0.89 亿元；经营活动现金流净额分别为 0.09 亿元、

3.14 亿元、3.47 亿元、1.64 亿元。从盈利能力来看，毛利率分别为 24.68%、22.56%、24.22%、25.47%；净利率分别为 10.21%、7.98%、8.80%、11.03%。

从业绩增速来看，2017-2019 年营业收入复合增速为 6.57%，净利润年复合增速下滑 1.11%。2020 年半年报，其营业收入为 8.03 亿元，同比增长 6.31%，净利润为 0.89 亿元，同比增长 30%，注意，在新冠事件的冲击下，其业绩增长开始回升，盈利能力有所改善。



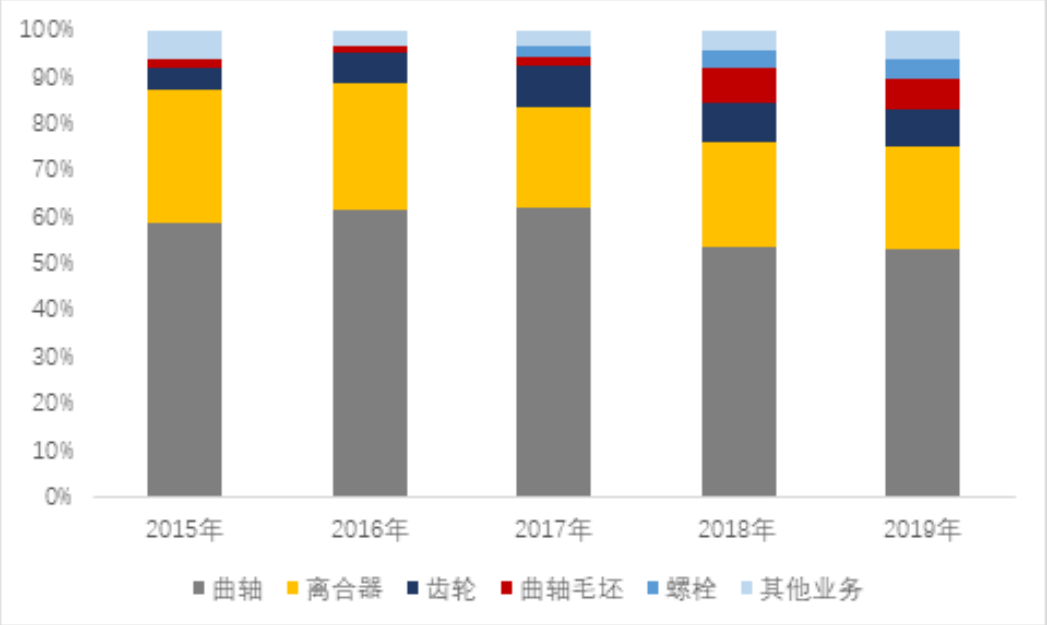
图：公司产品

来源：公司官网

本案，主要生产汽车零部件，包括发动机曲轴、离合器、螺旋锥齿轮、精密锻件和高强度螺栓等。

从 2019 年的收入结构来看，52.91%来自曲轴业务、21.99%来自离合器、8.14%来自齿轮、6.72%来自曲轴毛坯、3.93%来自螺栓、剩下 6.32%来自其他业务。从近五年数据来看，曲轴是其主要收入来源。

其客户涵盖欧系、美系、日系多家国际知名厂商，主要包括奔驰、宝马、沃尔沃、上汽通用、雷诺日产、日本日野、日本洋马、MTU、舍弗勒等国际知名厂商。



图：收入结构（单位：%）

来源：塔坚研究

其产品结构，逐步从商用车、乘用车用发动机曲轴，升级为价值含量更高的船舶、核能发电等大型设备的曲轴产品。其主要业务分为四类：

曲轴：是发动机五大核心零部件（缸体、缸盖、曲轴、连杆、凸轮轴）之一，其功能是将活塞的往复运动转化为旋转运动，提高发动机的可靠性。

离合器：用于连接发动机和变速箱，控制两者的分离与接合，主要作用是使发动机与变速器之间能逐渐结合，保证汽车的稳定性。

齿轮：机械传动系统中的关键零件，其作用是把传动轴传来的力按一定的传动比由主动齿轮传递给从动齿轮，实现较大的减速比和传递作用，从而使汽车达到减速、加速、变向等动作。

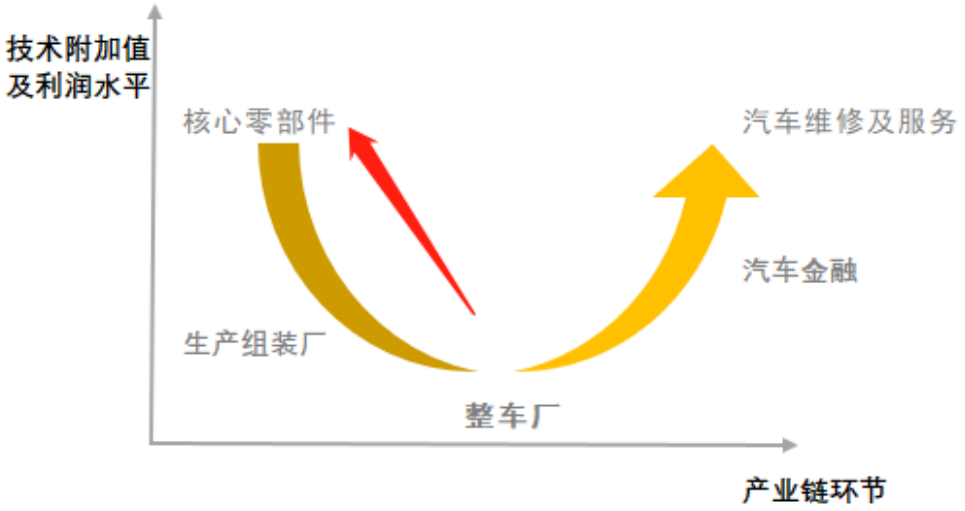
螺栓：有标准件和紧固件，用于固定、连接各种结构件。

从汽车产业链视角来看，技术附加值呈现一个“微笑曲线”。本案，位于微笑曲线两端，技术附加值高：

上游为原材料，主要包括钢铁、毛坯件、橡胶、塑料、有色金属、电子元器件、装备制造等行业。

中游为汽车零部件，可分别动力总成、车身附件、内外饰件、汽车电子等几大板块，代表公司有福耀玻璃、福达股份、拓普集团等。

下游为整车制造、汽车销售，代表公司有上汽集团、中升股份（汽车经销商，毛利率 9.26%）、永达汽车等。



图：汽车产业链微笑曲线

来源：并购优塾

2017 年至 2019 年，其前五大客户加总的销售收入占营业收入比例分别为 61.64%、53.47%、51.11%；前五大供应商加总的采购额占年度采购总额的比例分别为 56.06%、42.75%、47.43%。

以上产业链和业务模式，形成了本案特殊的财报结构：

从产业链上下游公司的资产结构来看，固定资产占比和应收账款占比较高的是上游原材料供应商和中游汽车零部件公司，存货占比较高的是上游原材料供应商，以及下游汽车销售企业。

对比同行业零部件公司，福达股份的固定资产占资产比重较高，其次，作为零配件公司，应收账款占比较高，这一点也符合行业特征。

产业链	可比公司	总资产	货币资金占比	固定资产占比	应收账款占比	存货占比
上游（钢铁、毛坯件、橡胶、塑料、	宝钢股份	3396.33	3.96%	43.41%	3.20%	11.87%
	浙江仙通	11.97	21.16%	23.16%	19.15%	9.36%
	天汽模	58.70	8.94%	17.02%	19.55%	16.13%
	顺络电子	63.04	7.33%	44.90%	15.63%	8.68%
中游（汽车零部件）	华域汽车	1391.27	23.60%	16.10%	16.76%	7.99%
	福耀玻璃	388.26	21.52%	37.40%	8.90%	8.45%
	福达股份	32.12	4.75%	48.62%	13.73%	12.91%
	旭升股份	24.97	14.75%	29.88%	7.34%	11.92%
	拓普集团	112.34	7.32%	35.08%	12.08%	11.04%
	科博达	39.34	5.76%	14.26%	19.97%	16.36%
	潍柴动力	2368.32	20.61%	11.11%	6.03%	10.44%
	均胜电子	569.25	11.56%	22.76%	14.55%	12.80%
下游（整车制造、汽车销售）	上汽集团	8493.33	15.05%	9.78%	4.87%	6.40%
	广汽集团	1374.10	23.46%	12.72%	2.52%	5.04%
	宇通客车	366.19	12.89%	10.37%	37.85%	11.95%
	中升控股	630.24	9.68%	19.61%	2.32%	15.59%
	永达汽车	354.75	7.14%	17.21%	19.30%	15.86%

图：同行业资产结构对比（单位：亿元、%）

来源：塔坚研究

从利润结构来看，营业收入规模排在首位的，是下游整车制造的上汽集团。福耀玻璃、旭升股份、科博达等中游汽车零部件在产业链中有较高的毛利率和净利率。

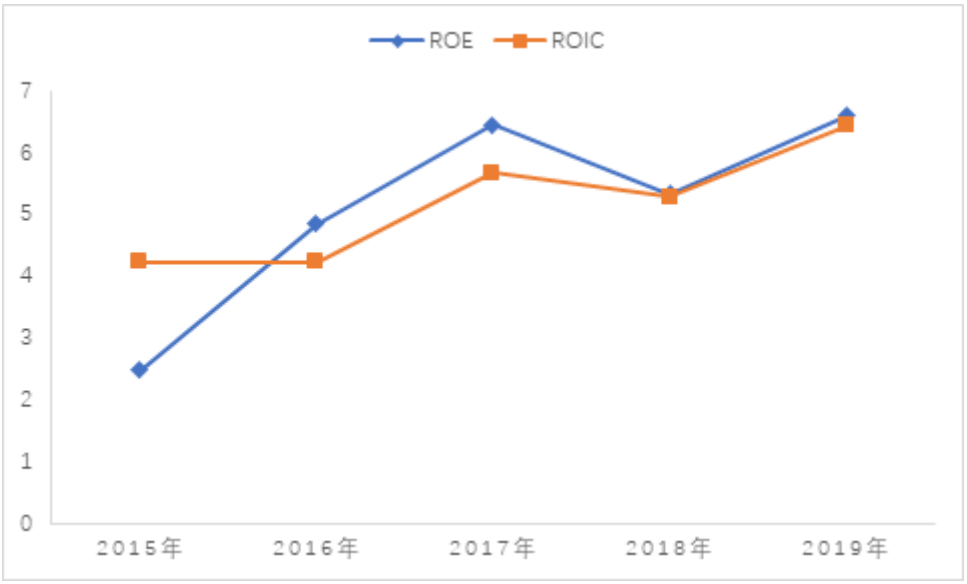
从整个产业链来看，中游的汽车零部件企业平均毛利率水平较高，主要是因为汽车零部件中的功能件存在较高的技术壁垒，同时转化成本较高，导致附加值更高。

产业链	可比公司	营业收入	净利润	经营活动现金流	毛利率（%）	管理费用率（%）	销售费用率（%）	研发费用率（%）	财务费用率（%）	净利率（%）
上游（钢铁、毛坯件、橡	宝钢股份	2920.57	134.69	295.04	10.88	1.91	1.16	3.04	0.84	4.62
	浙江仙通	6.42	0.97	1.21	36.37	6.04	8.67	4.79	-0.30	15.16
	天汽模	21.69	0.82	1.53	16.91	6.46	2.58	3.35	4.23	3.79
	顺络电子	26.93	4.06	6.63	34.15	5.57	2.82	7.30	0.69	15.07
中游（汽车零部件）	华域汽车	1440.24	85.16	96.56	14.46	5.58	1.36	3.66	-0.04	5.91
	福耀玻璃	211.04	28.98	51.27	37.46	10.36	7.02	3.85	0.10	13.73
	福达股份	15.15	1.33	3.47	24.22	4.17	4.64	5.12	1.95	8.80
	旭升股份	10.97	2.07	4.86	34.01	5.56	1.87	4.30	0.84	18.83
	拓普集团	53.59	4.60	12.39	26.29	4.29	5.36	5.87	0.06	8.58
	科博达	29.22	5.38	5.62	34.24	5.72	1.90	6.56	0.26	18.41
	潍柴动力	1743.61	119.07	238.35	21.80	3.96	6.45	3.00	0.13	6.83
	均胜电子	616.99	14.52	39.19	16.00	5.88	2.43	4.23	1.65	2.35
下游（整车制造、汽车销售）	上汽集团	8433.24	352.89	462.72	12.15	2.65	6.81	1.59	0.00	4.27
	广汽集团	597.04	67.11	-3.81	6.90	5.43	7.63	1.68	0.04	11.33
	宇通客车	304.79	19.61	53.40	24.35	2.72	9.17	5.82	0.69	6.43
	中升控股	1240.43	45.20	77.99	9.26	0.02	0.04	0.00	0.01	3.64
	永达汽车	627.07	15.69	41.09	9.35	0.02	0.04	0.00	0.01	2.50

图：同行业利润结构对比（单位：亿元、%）

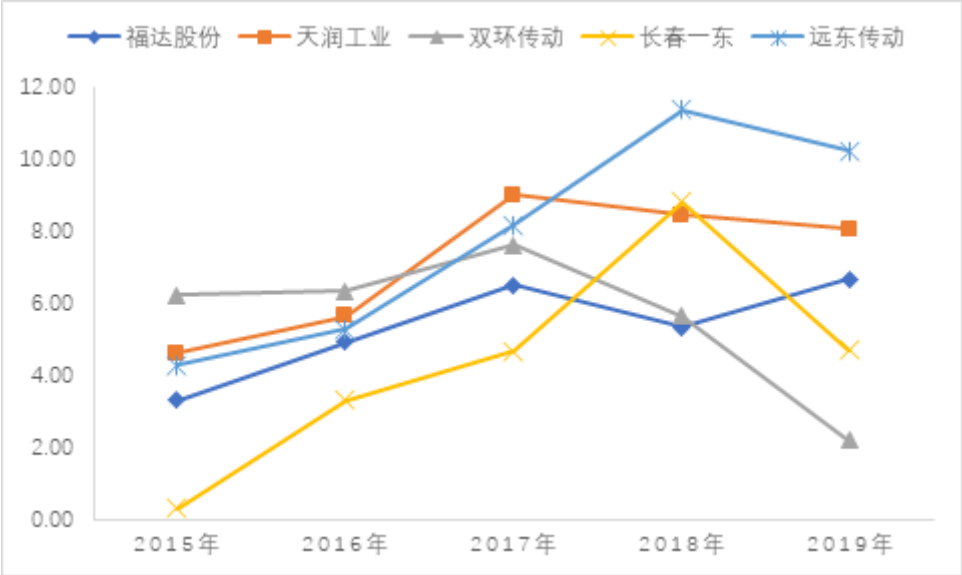
来源：塔坚研究

接着，来看一组《塔坚研究》整理的基本面数据：



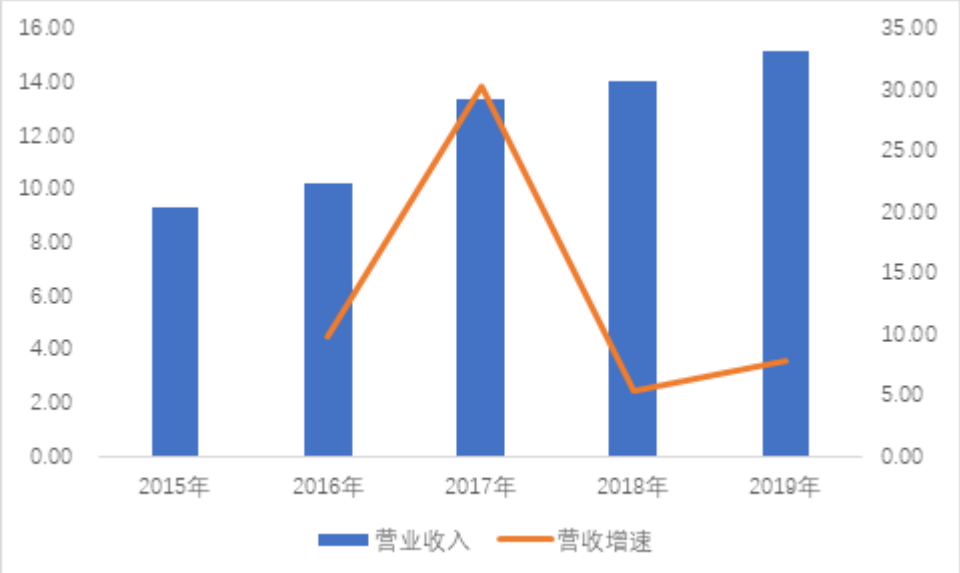
图：ROE VS ROIC（单位：%）

来源：塔坚研究



图：同行业 ROE 对比（单位：%）

来源：塔坚研究



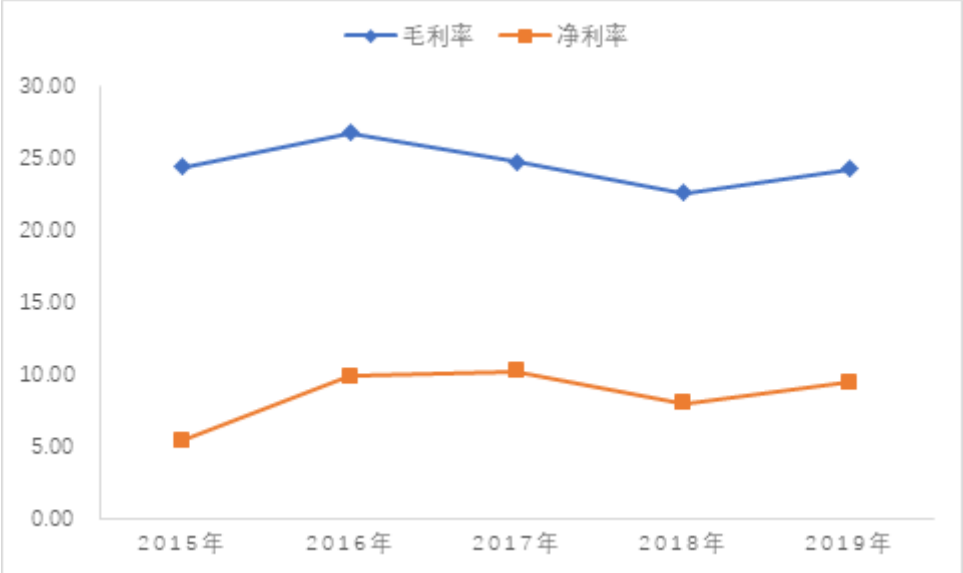
图：营业收入 VS 营收增速（单位：亿元、%）

来源:塔坚研究



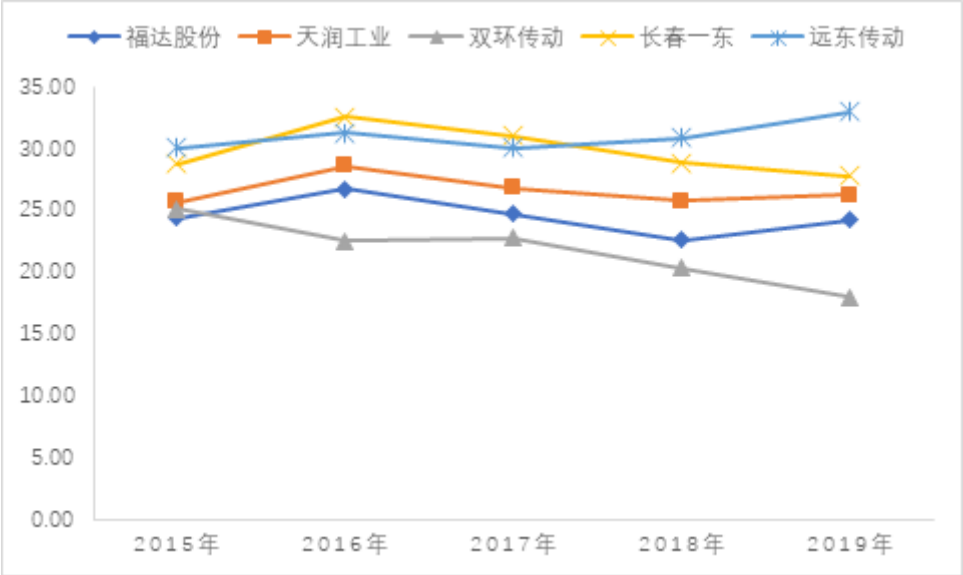
图：营业收入增速及净利润增速（单位：%）

来源：塔坚研究



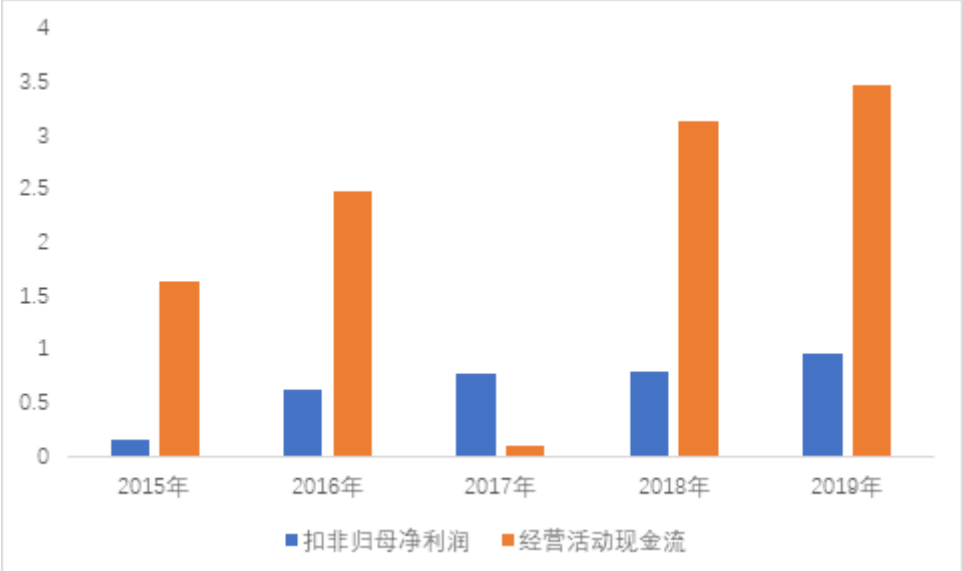
图：毛利率 VS 净利率（单位：%）

来源：塔坚研究



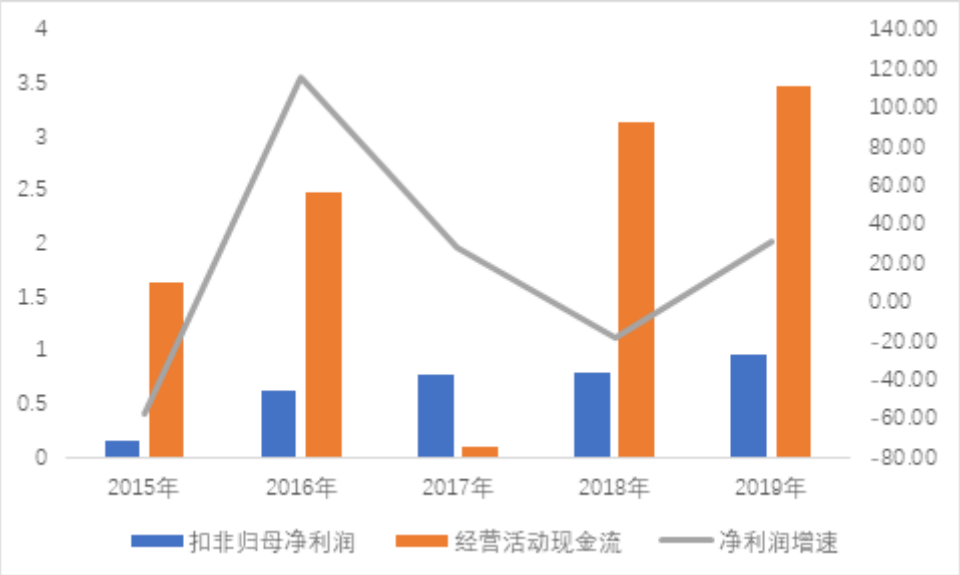
图：同行业毛利率（单位：%）

来源：塔坚研究



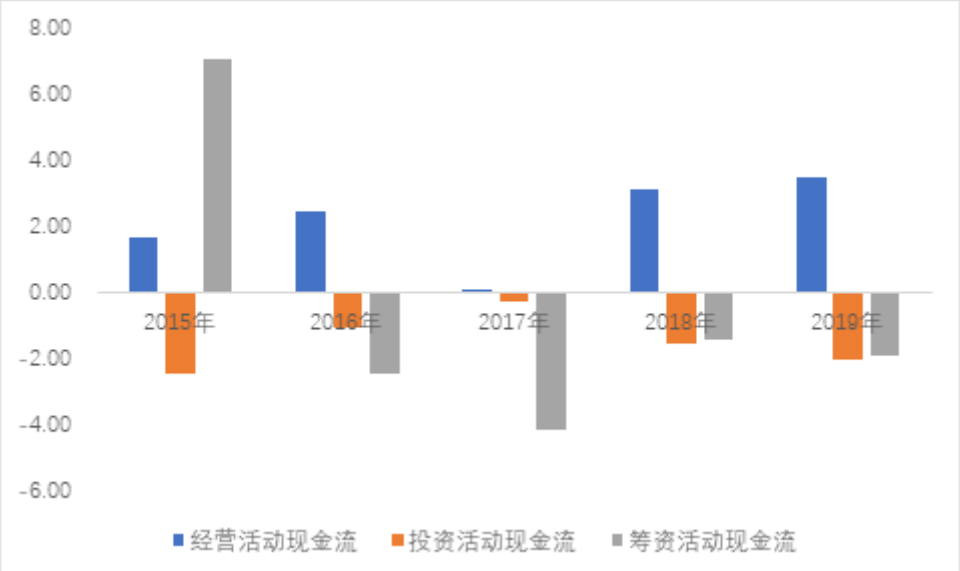
图：扣非归母净利润及经营活动现金流（单位：亿元）

来源：塔坚研究



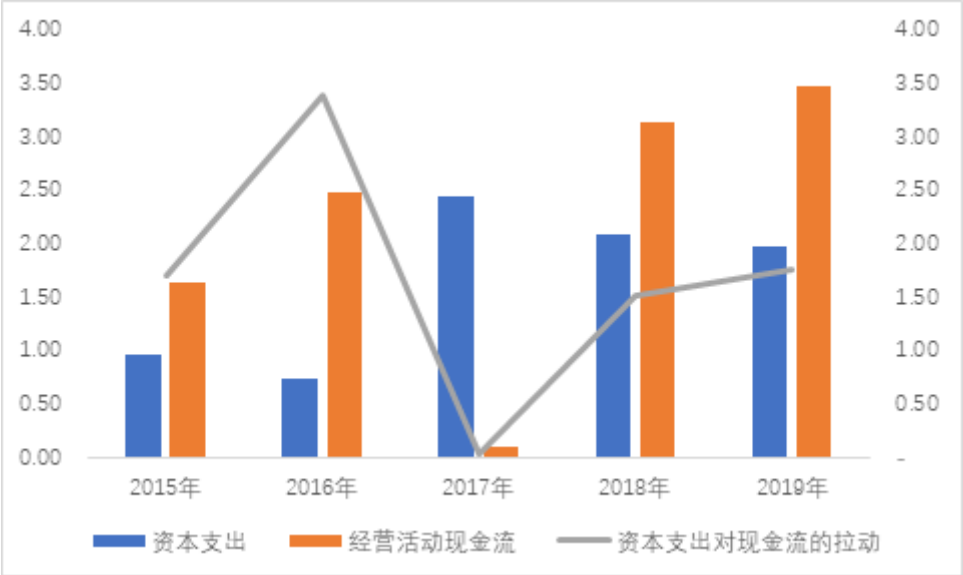
图：扣非净利润、净利润增速、经营活动现金流（单位：亿元、%）

来源：塔坚研究



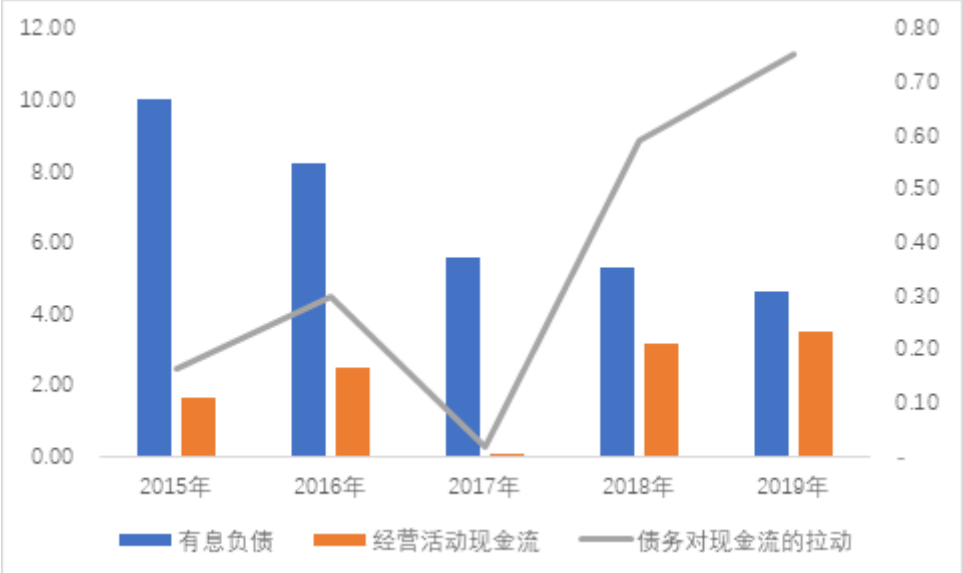
图：现金流（单位：亿美元）

来源：塔坚研究



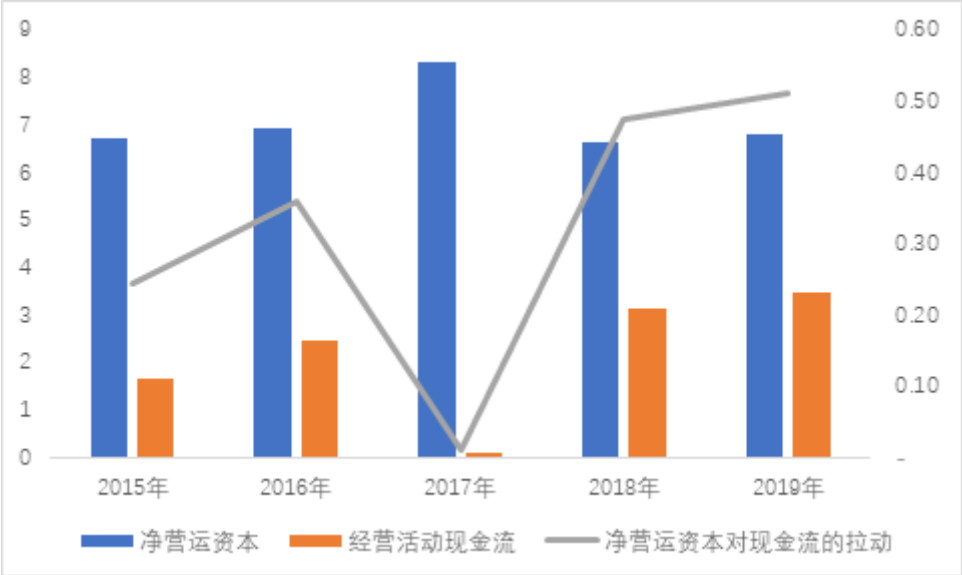
图：资本支出对现金流的拉动（单位：亿美元、%）

来源：塔坚研究



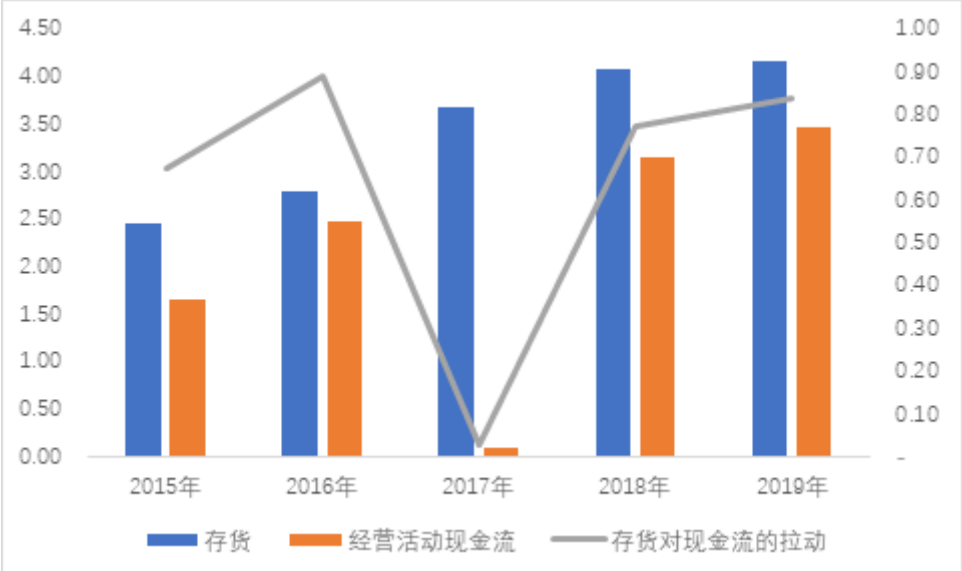
图：有息负债对现金流的拉动（单位：亿美元、%）

来源：塔坚研究



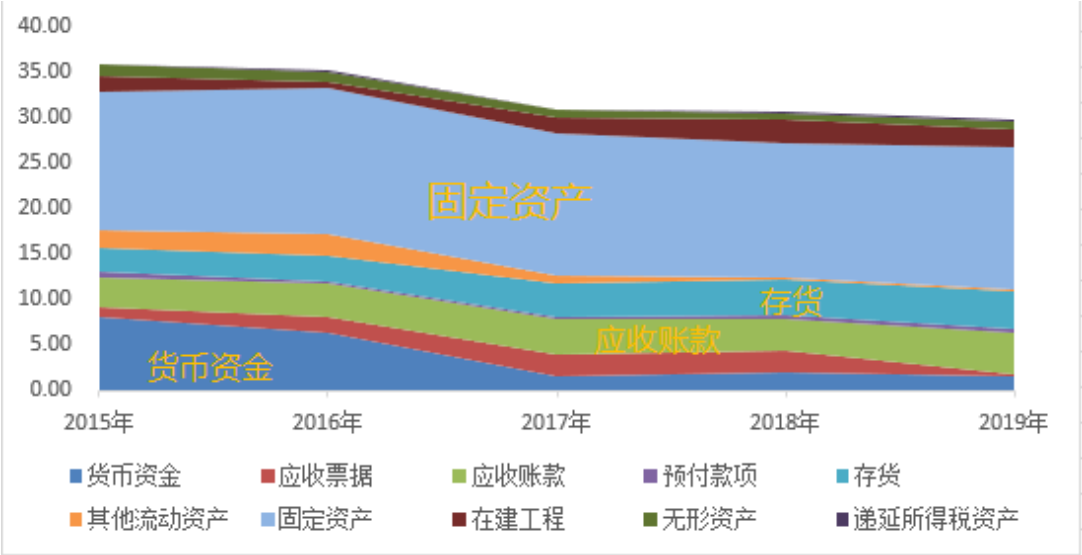
图：净营运资本对现金流的拉动（单位：亿美元、%）

来源：塔坚研究



图：存货对现金流的拉动（单位：亿元、倍）

来源：塔坚研究



图：资产结构（单位：亿元）

来源：塔坚研究

看完这组基本面图表后，重要的问题来了——如果将这家公司放在同行业的坐标系中，其回报、增长情况到底如何？如果要对这家公司做建模，应该从什么地方入手？

— 02 —

回报分析

▼

在塔坚的投研体系之下，对任何行业做分析的核心，都始于回报分析。

本案近三年，ROE 为 6.48%、5.34%、6.69%；ROIC 为 5.67%、5.27%、6.10%；ROA 为 4.06%、3.52%、4.15%。

这个水平到底如何，我们来选取汽车同行业做个比较：

		2017年	2018年	2019年
ROE对比	福达股份	6.48	5.34	6.69
	天润工业	8.98	8.41	8.04
	双环传动	7.84	5.64	2.17
	长春一东	4.67	8.85	4.69
	远东传动	8.16	11.16	10.45
ROIC对比	福达股份	5.67	5.27	6.1
	天润工业	7.85	7.56	7.42
	双环传动	5.58	4.52	2.57
	长春一东	7.71	11.52	7.34
	远东传动	7.97	11.09	8.75
ROA对比	福达股份	4.06	3.52	4.15
	天润工业	6.00	5.45	5.36
	双环传动	4.22	2.53	0.93
	长春一东	3.63	5.6	3.94
	远东传动	7.14	9.81	7.98

图：投入回报对比（单位：%）

来源：WIND、塔坚研究

整体来看，本案的回报率，处于可比公司中的平均水平，那么，未来，这个水平有没有可能发生改善？

从核心指标拆解来看，目前 ROIC 不突出的主要原因，是总资产周转率。2019 年，福达股份的总资产周转率为 **0.47 次**，处于行业平均水平，我们认为，改善的可能较大。

其历史上，总资产周转率不高，是因为早年自动化产能的投建，也就是说，产能是现成的，只要有订单，周转率就有抬升的空间。而是否有足量订单，又取决于两件事：

1. 行业景气度；

2. 新客户导入。

其下游客户分为三类：重卡、乘用车、非道路机械。那么，我们重点来看，这三类客户，是否能够为其带来充足的订单。一旦这两个条件均具备，那么，其增长和 ROE 会同步提升，即呈现基本面的显著改善。

— 03 —

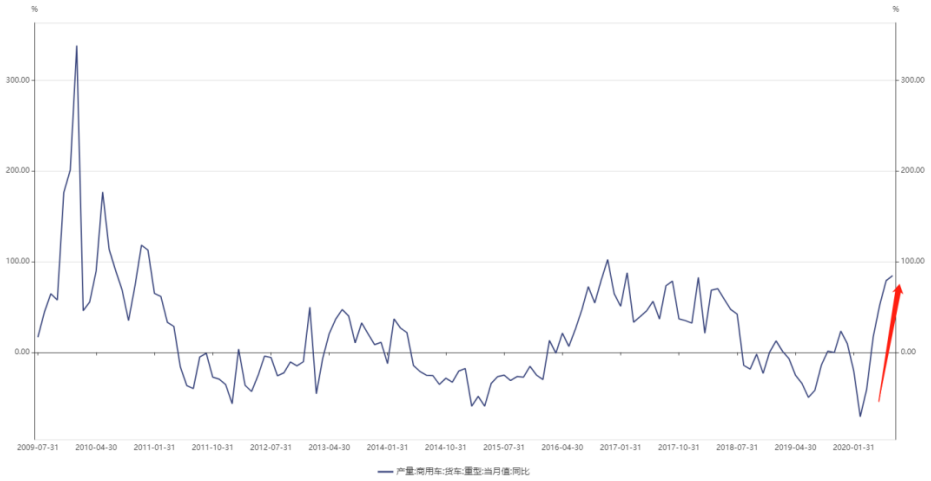
■■■■■■■

重卡，高景气

▼

首先看商用车客户方面，该业务的收入的预测公式为：***商用车曲轴收入=商用车曲轴市场规模*福达股份市占率*价格*** **驱动因子挨个来看：** **商用车曲轴市场规模**——商用车与柴油机曲轴的配套比例为 1:1，因此曲轴市场规模直接受商用车销量驱动。我们直接采用"柴油机月度销量"这一高频数据，来及时跟踪商用

车行业需求的景气度。 2020 年 1-7 月，商用车产销分别完成 283.1 万辆和 283.2 万辆，同比分别增长 16.4%和 14.3%，2020 年 7 月份单月销量为 44.7 万辆，同比增长 59.4%。其中，7 月重卡销量为 13.9 万辆，同比上涨 83.9%。 商用车行业具有较强的周期性，一般 3-4 年一个周期，2010 年、2013 年和 2016 年为周期高点，2012 年、2015 年为周期低点。这导致福达的业绩也出现了一定的周期性。目前，重卡行业处于高景气中，2020 年 7 月产量同比增速高达 84%。



图：重卡销量　来源：Wind

关于重卡景气度，延续我们此前在商用车产业链报告中的研究，因受到基建刺激加替换周期的双重驱动，景气周期的持续时间会较长。 从政策来看，由于重卡存在 10-15 年的强制报废期，前次销量峰值至今已经有十年时间，同时，全国各地开始实施国三标准限行政策，到 2020 年底，全国多地将淘汰国三及以下排放标准的货车 100 万辆以上；根据规定，2021 年 7 月 1 日所有城市重型柴油车都应符合国六标准。 可见，未来 1 年到 1.5 年的时间，重卡在政策的指

导下，有较强的替换逻辑，根据机构预测，在 2019 年的销量基数上，2020 年，重卡新增销量预计达到 121.2 万辆。

综上，短期来看，2020 年至 2022 年，因报废需求和国六标准的实施，将分别新增 121.2 万辆、106.1 万辆、105.5 万辆重卡的需求，同时，曲轴销量增速参照固定资产投资完成额增速和公路货运量增速的均值 5.5%；长期来看，曲轴销量从近五年全国社会物流总额增速的中位数 6.5%，逐渐下降至 GDP 增速的 5.7%。

	2019年	2020年	2021年	2022年	2023年	2024年	2025年	2026年	2027年	2028年	2029年
销量	535.78	565.25	596.34	629.14	670.03	712.69	757.11	803.30	851.23	900.88	952.23
新增需求		121.20	106.10	105.50	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
增速		0.06	0.06	0.06	0.07	0.06	0.06	0.06	0.06	0.06	0.06
曲轴销量	535.78	686.45	702.44	734.64	670.03	712.69	757.11	803.30	851.23	900.88	952.23

图：曲轴市场规模估算（单位：万根）

来源：塔坚研究

由此，估算得出，2020 年至 2022 年，柴油机曲轴的市场规模分别为 686.45 万根、702.44 万根、734.64 万根。

研究至此，曲轴的市场规模预测完毕，接下来我们看本案在其中的市占率。

— 04 —

市占率

▼

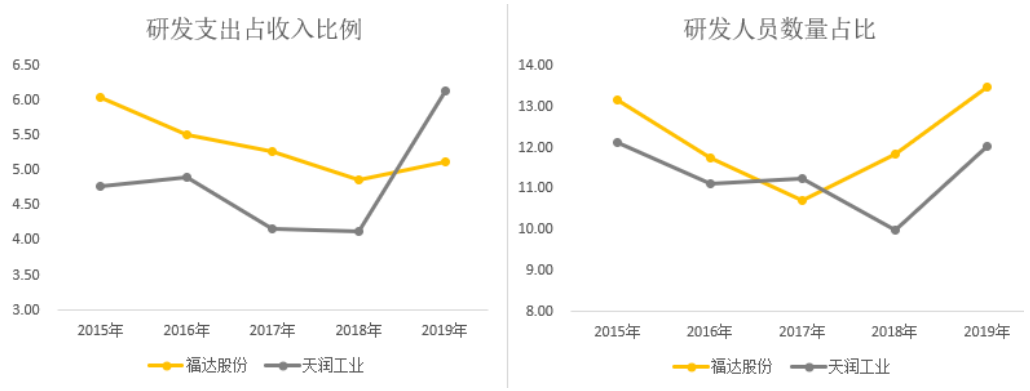
全球市场上，生产和研发曲轴的主要企业有德国蒂森克虏伯、日本住友、印度巴勒特等少数几家巨头、国内规模相对较大的上市公司仅有福达股份、天润工业两家。 2017 年-2019 年，全国柴油机销量分别为 555.61 万台、535.68 万台、535.78 万台；福达股份曲轴销量分别为 111.19 万根、84.48 万根、90.34 万根（假设 70%用于商用车），由于一台柴油发动机对应一根曲轴，由此估算其 2019 年市占率大约在 11.8%左右，天润工业大约为 22.94%。 福达股份 VS 天润工业，未来谁的市占率更有提升的逻辑?

我们从以下两个维度分析：

1、客户绑定方面，两家重合度不高。 国内商用车客户中，福达股份深度绑定的商用车龙头有玉柴股份、东风康明斯、陕西重汽（潍柴）、日本日野、东风商用车、东风柳汽、广西康明斯、上汽依维柯红岩等客户。天润工业主要配套的整车厂有潍柴、锡柴、上柴等多家主机厂。 从商用车的客户结构来看，两家公司的重合度不高，前者主要供应玉柴、东风康明斯，后者主要绑定潍柴、锡柴。 另外，国际客户方面，本案已经开发美国康明斯、卡特彼勒等，天润工业的客户结构相近。考虑到供应链的可控，整车厂一般会寻找两家以上具有供应能力的供应商，因此，两者在客户绑定和竞争格局上并不存在明显的优劣。福达客户结构中，外资厂商相对更多。

2、研发力度，福达股份研发投入占比高于天润工业。 2015 年-2018 年，福达股份的研发支出占总营业收入比重在 5%-6%之间，研发支出占比高于天润工业比例，天润工业 2019 年研发支出大幅提升，主要是因研发新产品空气悬

架。从研发人员数量站总人数上看，福达股份占比 13.47%，天润工业占比 12.02%。



图：研发投入　来源：并购优塾

竞争情况对比完成后，我们认为，本案目前所处赛道的的竞争格局较好。同时，由于曲轴涉及发动机性能和安全，从设计到生产的整个过程中，曲轴厂商和整车厂商会共同参与研发，这也导致，发动机厂家的转换成本较高，不大会轻易更换供应商。

综上，对于本案未来的市占率，我们分乐观与保守两种情况：

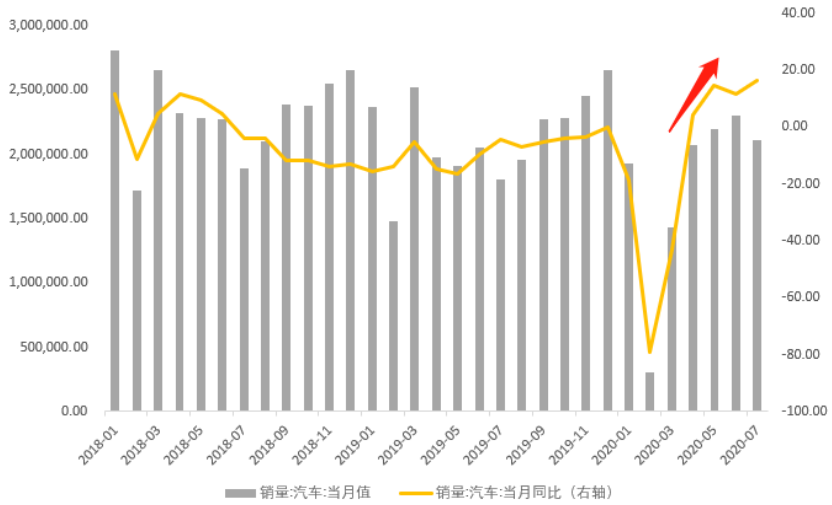
乐观情况下，本案不断引进先进生产设备和工艺技术，同时基于产能优势，当下游景气度持续向上时，福达能够及时满足客户需求，从而市场份额逐渐提升，预测期内，随着行业集中度的提高，市场份额将达到目前行业龙头市占率的 22%。

保守情况下，新业务拓展和新客户认证不及预期，市占率维持目前 11.8%的水平。 **整体来看，商用车部分目前处于高景气中，且竞争格局较好，接下来，重点来看福达股份的乘用车曲轴业务。**

— 05 —

乘用车曲轴

本案，乘用车用曲轴收入占比 16.8%，2019 收入为 1.36 亿元，同比增长 6.25%。 **对于乘用车曲轴，短期驱动力来自下游乘用车的景气度，长期驱动力则要看福达新客户开发情况。** 2020 年 7 月，我国乘用车销量为 166.5 万辆，同比上升 8.51%，已从 2 月份的下滑 80%快速回升到，整体来看，乘用车回暖趋势明显。



图：乘用车销量（单位：辆） 来源：塔坚研究

除了整体乘用车的回暖，我们还需要重点关注的是，细分的豪华车的销量增速更快，根据乘联会数据显示，2020 年 5 月、6 月国内豪车市场销量分别为 23 万辆、24 万辆，同比增速为 35.29%、33.33%，远高于整体乘用车市场增长，并且，按照业界的共识来看，豪华品牌对于零部件的价格容忍度更高，价值量更高，且坏账风险较小。 因此，对于本案来说，如果能获取豪华乘用车的订单，对于乘用车行业景气度的敏感度，就会大幅下降，并且，量价均会有一定的提升，但注意，在实操中，这存在巨大的障碍。

根据过往的行业内调研，乘用燃油车发动机零部件，作为燃油车的核心零部件，罕有纯国产的供应商，基本为整车厂自供，但我们发现，本案存在一个非常突出的情况： 自 2017 年开始，福达股份通过了宝马、奔驰、雷诺、沃尔沃等国际整车厂的审核认证，目前已经开始为奔驰、沃尔沃供货，并于 2019 年进入宝马供应链，预计 2022 年底开始供货。

从公告的情况来看，本案存在向高端乘用车厂家供货的资格，只是这部分目前还没有放量，并且，根据我们后续的调研求证，随着近年国产 BBA 豪车在我国大规模建厂，同时外协厂商技术逐渐成熟，主机厂在逐渐提高外购的比例。 同时，根据我们对于这条产业链的调研，我们发现，由于零部件制造企业在细分专业度方面更加聚焦，成本相较主机厂自产零部件有明显的优势，这意味着，主机厂部分核心零部件的订单外流，大概率会形成产业趋势。因此，远期来看，燃油乘用车行业内，存在“核心零部件国产替代”的逻辑。

综上，短期内，各地政府出台汽车首购补贴政策，会拉动乘用车销量增速的修复，同时，换购占比和豪华车渗透率的提升，会导致豪华品牌的销量增长更为稳定。长期来看，我们根据人均汽车保有量的对标，假设行业平均增速在 4%左右。 因此，塔坚研究假设：

量——2020-2023 年，其曲轴销量参照下游乘用车销量增速 2%，另外，根据公告披露的订单情况，预计到 2023 年其收入将增加 4.82 亿元，之后增速维持人均保有量增速 4%。

价——随着本案逐步剥离价值含量较低曲轴，提升高端乘用车以及工程机械和船舶等高附加值曲轴收入占比，未来价格提升空间较大，预测期内，其平均单价有望从现在的 887 提升到行业均价 1520 元。

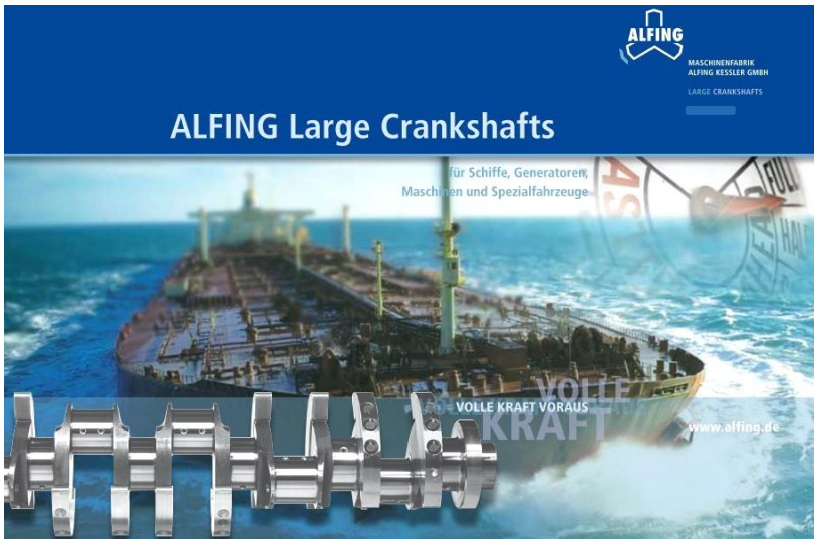
— 06 —

非道路用曲轴

▼

本案曲轴产品，除用于商用车和乘用车之外，还有大约 13%左右非道路曲轴用于核电、工程机械以及船舶等领域。 注意，这部分曲轴的壁垒较高，福达股份通过与德国阿尔芬合资开展业务，主营大型曲轴（1.6 米至 8 米）业务，合资公司于 2019 年 3 月正式投产。合资公司的业绩暂时不会并表，但会通过投资收益的形式影响净利润。 据披露，德国阿尔芬为全球 4 米到 8 米大型曲轴制造

的龙头制造厂。主要客户有美国卡特彼勒、康明斯、德国曼恩、戴姆勒、保时捷、宝马、大众以及日本三菱重工、MTU、瓦锡兰等。



图：船舶大型曲轴　来源：阿尔芬官网

大型曲轴是动力设备的核心组件，其设计和制造工艺十分复杂，对曲轴的纯净化、强度、硬度及对曲轴毛坯锻件的强度、耐疲劳、抗冲击等性能要求远高于汽车级别。因此，大型曲轴的毛利率要高于中型和小型曲轴的毛利率。本次募投项目预计毛利率为 30.23%，高于本案平均毛利率 24.22%。 由于该部分的公开数据较少，我们仅能粗略推测出合资公司贡献的利润区间，整体推导过程中，我们趋向于采用谨慎的取值对其进行预估，实际情况，可以在后续跟踪和线下调研的过程中进行调整。

根据再融资反馈公告，其定增扩产项目达产后，约 30%的产能将供货给合资公司福达阿尔芬，预计量产时间为 2023 年，我们以此作为合资公司的出货规划。 考虑到合资公司目前可以外购原材料，因此，当前预估中，我们直接采用这个产能规划。 其预计定增项目的收入为 7.74 亿元，30%的产能作为未来合

资公司的物料成本，合资公司的物料成本部分为 2.32 亿元（7.74*30%=2.32 亿元）。根据行业惯例预估物料成本占比 40%左右，则可以反推出合资公司收入为 2.32/40%=5.81 亿元，5.81 亿元可以看做是近期的大致收入体量。 此外，我们再根据行业平均的 10%净利率水平，可以估算出，合资公司的净利润大约有 0.58 亿元，本案持股 50%，则并表净利润为 0.29 亿元，相当于目前净利润的 21.8%，即，该部分在未来三年中，可能会逐步贡献出 20%左右利润增长。

综上，其三大块主营业务的预测已经完成，简单做个总结： 首先，三大主业均处于景气度向上的过程中，占比较高的重卡和非道路机械的竞争格局较好； 其次，乘用车业务一方面受益于行业景气度回升，另一方面，还受益于豪华品牌零部件的国产替代，存在超预期的可能。 综上两点，我们认为，其增长和回报同步向上改善的概率较大。

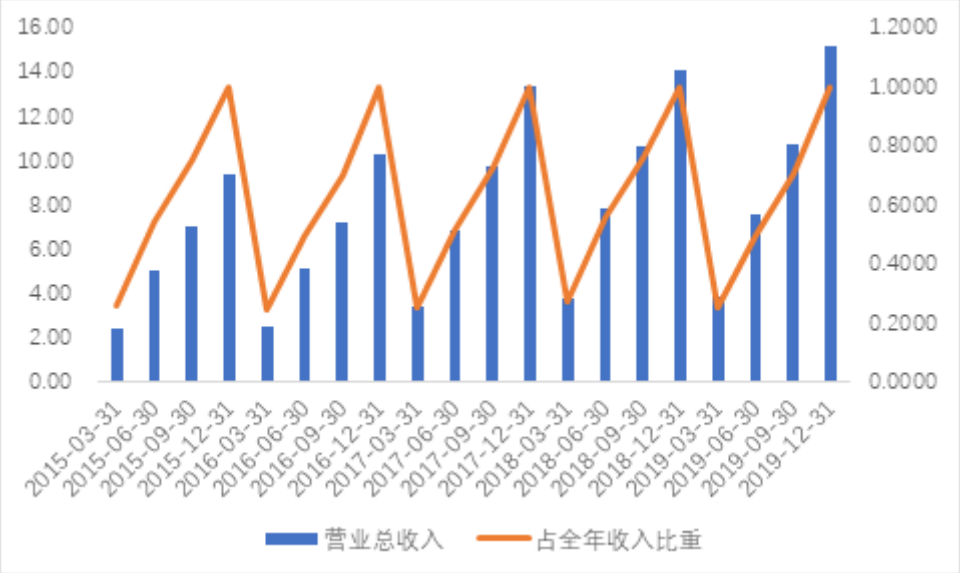
— 07 —

逻辑验证

▼

基本面明确后，我们来看具体的增长数据，乐观情况下近三年增速分别为 16.9%、11.4%、12.5%。这里，我们再结合“季度反推”、“内生增速”、“分析师预测”等方法，进行交叉验证。

方法一：季度反推——通过中报、季报与年报的历史关系，反推出 2020 年收入增速。2015 年至 2019 年，其半年报收入占全年收入的比重在 50%左右，我们选用均值 50%作为参考值。



图：季度营业收入与全年收入占比 （单位：亿元、%）

来源：塔坚研究

根据本案 2020 年半年报数据，其营业收入为 8.03 亿元。由此，我们选取历史均值 50%，大致可倒推出 2020 年年收入为 16.06 亿元，同比增速约 6.01%，计算公式：2020 财年收入=半年报收入 8.03 亿元÷50%=16.06 亿元。

方法二：内生增速法——内生增速=净资产回报率*（1-分红率）。本案近三年的平均分红率为 78.26%，2019 年 ROE 约为 6.69%，计算得出其内生增速为 1.45%。

方法三：外部分析师预测——这里我们选取 180 天内 **1** 家机构对本案 2020 年-2022 年的预测，预测营业收入增速为 ***13.22%、10.38%、13.47%；*** 利润增速为 ***23.02%、12.8%、20.00%。***

渤海证券——随着公司持续扩大客户群带来新订单，并加大高端产品的研发生产，市场份额预计将持续增长，其中，国外市场预计会成为公司的中长期增长点。假设 2020 年至 2022 年收入增速分别为 13%、10%、13%。 **至此，收入层面已经分析完毕，接下来，我们看另一个问题：其他核心指标，该如何测算?**

— 08 —

利润表、营运资本

▼

收入预测完毕后，我们进入 EBIDTA 的预测，对于本案来说，利润表预测的关键在于毛利率和资本支出。对于利润率、营运资本变动等，详见专业版报告中的 Excel 建模表，此处不再详细叙述。

	可比公司	2015年	2016年	2017年	2018年	2019年
销售毛利率（单位：%）	福达股份	24.36	26.68	24.68	22.56	24.22
	天润工业	25.64	28.53	26.77	25.73	26.23
	铁流股份	33.39	35.14	31.62	26.94	25.89
	双环传动	25.09	22.45	22.72	20.31	17.96
	长春一东	28.74	32.55	31.02	28.79	27.73
	远东传动	30.01	31.24	30.04	30.82	32.94
应收占比（单位：%）	福达股份	35.11	36.36	28.19	24.62	29.12
	天润工业	29.95	35.55	32.84	26.11	26.15
	铁流股份	9.91	13.00	13.33	15.63	14.70
	双环传动	25.17	23.74	22.58	21.74	25.54
	长春一东	37.39	40.51	24.49	31.90	24.67
	远东传动	38.34	31.59	24.15	24.10	29.40
存货周转率（单位：次）	福达股份	2.62	2.87	3.12	2.81	2.79
	天润工业	2.10	2.49	3.29	2.86	2.61
	铁流股份	3.78	3.35	3.37	3.30	4.07
	双环传动	1.67	2.14	2.54	2.38	2.30
	长春一东	3.93	4.07	3.69	4.22	5.06
	远东传动	2.36	3.06	4.86	4.97	4.67
资本支出占比（单位：%）	福达股份	10.33	7.16	18.19	14.82	13.10
	天润工业	19.61	16.54	7.06	7.57	8.10
	铁流股份	11.75	6.25	6.47	6.79	7.69
	双环传动	20.20	35.72	53.20	45.20	22.06
	长春一东	12.51	10.71	8.15	5.85	4.15
	远东传动	1.18	1.24	0.75	0.53	3.05

图：毛利率、营运资本、资本支出（单位：%、次）　来源：塔坚研究

以上，关于估值建模的绝大多数假设都已完成，我们进入本报告核心的部分——建模，到底如何测算？

— 09 —

建模，到底如何操作？

▼

在进行建模之前，我们先总结一下本案的基本面：

……

以上为本报告部分内容

如需获取本报告全文

以及部分重点行业 Excel 建模表，

请查阅：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	600.1	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	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 XX 视频为例，CF 表预测样图：

海康威视

现金流量表 Cash Flow Statement

（单位为百万元人民币，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
经营性营运资金减少【期初-期末】	资产减少，现金流入			-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
（固定资产购建）				-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	-55
（归属于母公司股东的分红）	（表示负）			-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	67	4,776	
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**

并购优塾

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。

本案，将更新至优塾团队的“核心产品一：专业版报告库”中，了解更多，请关注公众号“并购优塾”。



扫码阅读优塾核心产品

专业版估值研报库

了解更多，可咨询工作人员：zhiyi52020

— 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。

【参考资料，特此鸣谢】

【1】新时代证券：多品类、双品牌、大家居驱动稳健成长，深耕全渠道铸就强者恒强，2020-5-22