

# 颂车估值报告

2019/11/26

Michael Peng , 博士, CEO;

徐重九博士 COO ,

钟雅雅 CIO,

广东灵犀云数据科技有限公司

## 一、 背景介绍

重庆颂车网络科技有限公司（以下简称颂车网），成立于 2017 年 7 月，是一家流量型汽车金融科技服务平台。公司以大数据和技术创新为核心驱动力，凭借独特的“B2S2C 模式”打造一站式汽车金融科技服务平台。引流渠道创新，2018 年西南汽车抵押类业务居行业第一。

全国拥有超 100 家合作商，超 3000 人核心合伙人，业务覆盖全国，已成为中国领先的汽车金融科技服务供应商。已准入 B 端客户 4500 家，已注册 C 端用户 7 万，已有 2.3 万金融服务用户。2019 年估计发放贷款额 30 亿，目前贷款余额已达到全国第五。区域第一。计划 2020 年发放贷款 40 亿，2021 年发放贷款 50 亿。首个无纸化汽车金融公司，二度多维科技风控系统，减少贷款风险。

面对广阔的小微企业的融资需求增速，抢占市场制高点，迅速形成品牌、规模、效率的多方优势。颂车网平台有自主研发的科技系统。

公司 2019 年 11 月正式启动美国纳斯达克上市。

收入预测：

预测收入和利润水平

类别/时间（万元）	2017	2018	2019.9	预测 2019	预测 2020	预测 2021	预测 2022
贷款规模（亿）				13.5	20.8	28	40
收入	141	8970	11167.4	13000	14000	15000	20000
营销及管理费用	438.2	6780	2906	3632.5	4907.37	5000.00	8000
其他费用	0	5569.8	7851.5	8367.5	6692.63	7200	8000
营业利润	-351.9	-3379.8	409	1000	2400	2800	4000
利润总额	-351.9	-3378.5	409.9	1000	2400	2800	4000
净利润	-351.9	-3195	409.9	1000	2400	2800	4000

注：来源客户提供的资料

## 二、要点聚焦

模型分析内容：

本次估值报告是根据可对比企业的财报数据，进行多种估值方法对颂车网企业进行估值，得到一组客观的，公正的估算市值范围，以供参考和使用。

模型分析对象：

本次研究选择的对比企业有：易鑫集团，东正金融，神州优车，江淮汽车，比亚迪，得润电子，广汽集团，广汇汽车，福田汽车，物产中大合上汽集团。

选择这些对比企业的原因：

这些企业与本次估值对象颂车网有着相似的业务，包含类似的业务，即汽车金融业务，且都是上市公司，从这些类似企业中各种指标变化推导估值企业的行情指标变化的走势。

模型分析目的：

根据对比企业的财报数据，使用本次估值的 5 种方法，估算得到一个客观的，合理的一组市值估值。为客户提供一组估值范围，客户可以灵活的选择符合自己的估值方案。

模型分析意义：

一份好的项目投资价值分析报告将会使投资者更快、更好地了解投资项目，使投资者对项目有信心，有热情，动员促成投资者参与该项目，最终达到为项目筹集资金的目的。

模型分析局限性：

由于颂车网业务性质，国内上市公司中，无法找到完全相同业务的对比企业，本次

对比的国内企业属于包含了部分或者全部颂车网业务的企业, PE 值相差较大。  
 举个例子:一家企业利润为一千万美元, 可比企业 PE 值最小为 1, 则估算出市值为一千万美元, 可比企业 PE 最大值为 80, 则估算市值为为八亿美元的市值, 这时候最小最大估值相差就大, 如果 PE 值为负数, 则净利润为负数, 这时候 PE 估值法是不适用的。

主要结论: 根据所收集的数据我们系统综合所得颂车网合理的权重整体市值在 9000 万~12000 万之间—依不同假设, 主要理由见后面总结部分

### 三、数据收集

数据	来源
企业财务数据	东方财富或客户
上市公司市场数据	东方财富
无风险收益(十年期国债收益) 市场收益率(上证指数收益)	<a href="https://cn.investing.com/">https://cn.investing.com/</a>

在国内上市的企业中找到包含汽车金融服务业公司估值指标如下:

证券名称	证券代码	股票类型	PE, TTM (市盈率)	平均收益增长率	总市值 (单位: 人民币亿元)	PS, TTM (市销率)	营业收入/利润
易鑫集团	02858	港股	85.72	--	108.10	1.7075	--
东正金融	02718	港股	4.81	20.08%	20.74	2.5209	1.3517
神州优车	838006	新三板	- 76.50	--	403.00	9.8188	21.9989
江淮汽车	600418	A 股	- 12.81	--	91.26	0.1789	--
比亚迪	002594	A 股	44.20	4.26%	1193.00	0.8846	36.5713
得润电子	002055	A 股	21.70	59.34%	48.07	0.6783	30.3045
广汽集团	601238	A 股	15.85	39.79%	1169.00	1.8887	6.5332
广汇汽车	600297	A 股	11.70	23.33%	275.00	0.1637	41.8159
福田汽车	600166	A 股	-7.74	--	116.00	0.2767	--
物产中大	600704	A 股	8.91	22.92%	262.00	0.0771	87.6025
上汽集团	600104	A 股	9.15	6.50%	2666.00	0.3280	18.3376

颂车股东海尔金控对比汽车企业金融对收入所占比例

公司名称	海尔智家	熊猫金控	长安汽车	广汇汽车	广汽集团	福田汽车	长城汽车	上汽集团
股票代码	600690	600599	000625	600297	601238	600166	601633	600104
其他业务收入	82232.79	18265.20	120185.02	260618.60	273000	295655.83	246858.25	1456785.74
其他业务利润	64448.55	17171.57	75941.5	202168.55	200000	89023.06	171023.95	1067525.46
佣金代理								
毛利率%	78.37%	94.01%	63.19%	77.57%	73.26%	30.11	69.28	73.28
占营业收入比例 (%)	0.45%	64.49%	3.37%	3.23%	3.77%	5.7%	2.49	1.61%

说明依托大型企业的收入，积极筹划金融空间，利润丰厚，也是颂车的一个利润拓展空间，有广阔前景

## 四、估值方法分析

本估值报告属于金融数据分析产品领域，属于公司估值工具。本评估估值遵循独立性，客观性，公正性原则。为了全面客观地对企业股权价值做出合理评估，我们根据数据的可取性，采用多种方法对比的方式进行分析，这些方法各有优缺点甚至局限性，我们的的目的在于给用户提供一个多角度的判断决策框架，同时也为他们在与潜在投资人谈判时提供更灵活的论辩筹码。本估值报告使用以下 5 种估值方法进行估值：EV 估值法、PE 估值法、PEG 估值法、PS 估值法和现金流贴现估值法。其中：此次收集了国内包含汽车金融行业的上市企业而非国外的主要原因是颂车打算在国内融资，用国内的行情更加符合，而且国外的 PE 值普遍低于国内，用国外企业做对比估值会低很多。

方法优缺点介绍：

1. EV 估值法：

优点：使用受利息收支和折旧摊销费用影响较大的公司

缺点：运营资本持续增加，将高估经营性现金流量

## 2. PE 估值法:

优点: 适用盈利水平稳定的大公司

缺点: 不适用未实现盈利或者盈利增速极高的公司

## 3. PEG 估值法:

优点: 适用高不确定性的新兴市场公司

缺点: 不适用未实现盈利预期超过 3 年以上的公司

## 4. PS 估值法:

优点: 适用收入增长潜力较大的公司

缺点: 不适用资本结构较为特殊的公司

## 5. 现金流贴现估值法:

优点: 适用盈利水平波动较大, 现金流稳定的公司

缺点: 不适用未考虑折旧, 摊销之外的现金流

## 1、PE 估值法:

颂车的当前营业收入和利润的比值为: 13, 去掉收益为负的企业, 再把营业收入和利润比值远小于 13 和远大于 13 的去掉, 得到最小, 平均和最大 PE 分别为: 9.15, 22.73, 44.20

颂车的净利润约为: 1000 万

参考可比企业最小 PE 的估值为: 9150 万元

参考可比企业平均 PE 的估值为: 22730 万元

参考可比企业最大 PE 的估值为: 44200 万元

假设 PE 为 10, 则估值为: 10000 万元

## 2、PEG 估值法:

上述得出可比企业的平均收益增长率 G 为 25.17%, 根据 PE 估值法得到的最小, 平均, 最大 PE 分别为 9.15, 22.73, 44.20, 则对应的最小, 平均, 最大 PEG 分别为  $PE/G=0.364$ , 0.903, 1.756, 通过客户提供资料预测颂车未来 3 年平均收益率为 58.74%

颂车的净利润约为：1000 万

参考可比企业最小 PEG 的估值为：21381.36 万元

参考可比企业平均 PEG 的估值为：53042.22 万元

参考可比企业最大 PEG 的估值为：103147.44 万元

若 PE 为 10，则对应的 PEG 估值为：23337.31 万元

### 3、PS 估值法：

去掉营业收入和利润的比值差距明显得到的最小，平均和最大 PS 分别为：0.3280，0.9449，1.8887

颂车的销售额约为：13000 万

参考可比企业最小 PS 的估值为：4264.00 万元

参考可比企业平均 PS 的估值为：12933.70 万元

参考可比企业最大 PS 的估值为：24553.10 万元

### 4、EV 估值法：

证券名称	证券代码	股票类型	市值(亿元)	现金及现金等价物(亿元)	债务(亿元)	营业收入(亿元)	EV/S
易鑫集团	02858	港股	107.76	17.12	--	31.62	11.60
东正金融	02718	港股	20.48	0.09	--	3.87	
神州优车	838006	新三板	403.16	7.58	--	19.20	21.98
江淮汽车	600418	A 股	90.50	66.33	125.98	270.00	0.56
比亚迪	002594	A 股	1175.83	105.39	796.76	621.84	3.00
得润电子	002055	A 股	47.44	5.14	30.79	32.56	2.24
广汽集团	601238	A 股	1151.74	262.04	105.82	281.23	3.54
广汇汽车	600297	A 股	272.54	164.63	572.22	807.10	0.84
福田汽车	600166	A 股	123.61	27.64	162.06	260.59	0.99
物产中大	600704	A 股	259.18	136.00	335.90	1601.18	0.29
上汽集团	600104	A 股	2660.32	1226.58	1086.55	3679.16	0.69

去掉营业收入和利润的比值差距明显得到的最小，平均和最大 EV/S 分别为：0.6900，2.3675，3.5400

颂车的销售额约为：13000 万元

参考可比企业最小 EV/S 的 EV 估值为：8970.00 万元

参考可比企业平均 EV/S 的 EV 估值为：30777.50 万元

参考可比企业最大 EV/S 的 EV 估值为：46020.00 万元

则根据颂车的债务为：1037 万元(客户提供的资产负债表)

现金及现金等价物为：1124 万元(客户提供的资产负债表)

得到对应的最小估值为：9057.00 万元

平均估值为：30864.50 万元

最大估值为：46107.00 万元

## 5、现金流估值法：

	A	B	C	D	E	F	G	H
	资产	行次	期末余额	年初余额	负债和所有者权益	行次	期末余额	年初余额
4	资产：	1			负债：	40		
5	货币资金	2	11,236,293.83	21,360,689.90	短期借款	41	10,370,000.00	17,300,000.00
6	衍生金融资产	3	-	-	交易性金融负债	42	-	-
7	应收款项	4	2,480,328.46	2,387,323.57	衍生金融负债	43	-	-
8	存货	5	28,845.18	7,515,919.41	应付款项	44	1,165,214.18	39,419.83
9	合同资产	6	-	-	预收账款	45	400,800.00	959,967,265.93
10	持有待售资产	7	-	-	合同负债	46	980,507,984.81	-
11	发放贷款和垫款	8	-	-	应付职工薪酬	47	2,889,676.92	5,637,476.02
12	其中：发放贷款和垫款总额	9	-	-	应交税费	48	410,822.87	2,664,331.81
13	贷款损失准备	10	-	-	持有待售负债	49	-	-
14	贴现资产利息调整	11	-	-	长期借款	50	-	-
15	交易性金融资产	12	-	-	应付债券	51	-	-
16	债权投资	13	-	-	其中：优先股	52	-	-
17	其他债权投资	14	-	-	永续债	53	-	-
18	其他权益工具投资	15	-	-	预计负债	54	19,992,678.94	14,000,398.41
19	长期应收款	16	983,245,535.23	934,973,363.94	递延所得税负债	55	-	-
20	长期股权投资	17	-	-	其他负债	56	88,961,980.86	73,927,458.08
21	投资性房地产	18	-	-	其中：应付利息	57	-	52,264.10
22	固定资产	19	4,138,916.96	505,262.16	其他应付款	58	88,961,980.86	57,840,047.94
23	在建工程	20	7,373,507.45	1,995,643.05	预提费用	59	-	16,035,146.04
24	无形资产	21	1,711,834.39	1,520,281.67	递延收益	60	-	-
25	商誉	22	-	-	负债合计	61	1,104,699,158.58	1,073,536,350.08

估值方法	利润假设	情景假设	短期增长	短期增长年限	长期永续增长假设	无风险收益	市场收益	$\beta$ (假设)	总市值 (万元)	模型使用
FCFE	假设企业达到自己预测的1000万利润	短期5年高速增长 长期高速增长	资产回报率跟毛利率线性回归，再根据这个系数通过毛利率估计企业增长率	5	10%	十年期国债平均	上证指数历史平均	1.5	80877.5	公司经营较为稳定，财务杠杆不发生剧烈变动
FCFE	假设企业达到自己预测的1000万利润	短期3年高速增长 长期高速增长	资产回报率跟毛利率线性回归，再根据这个系数通过毛利率估计企业增长率	3	10%	十年期国债平均	上证指数历史平均	1.5	61979.6	公司经营较为稳定，财务杠杆不发生剧烈变动
FCFE	假设企业达到自己预测的1000万利润	短期3年高速增长 长期无增长	资产回报率跟毛利率线性回归，再根据这个系数通过毛利率估计企业增长率	3	0	十年期国债平均	上证指数历史平均	1.5	30216.6	公司经营较为稳定，财务杠杆不发生剧烈变动



## 估值原理:

### 1, 三种情景是对企业和行业所处生命周期的三种假设

高速增长情景假设企业和行业都处于生长期初期, 并能够共同持续增长

中速增长情景假设企业从生长期往成熟期过度, 行业还在生长期

无增长情景假设企业还处于成长期但行业已经进入成熟期, 长期没有稳定增长

### 2, 模型参数使用

$$\text{股东全部权益价值} = \sum_{t=1}^T \frac{\text{FCFE}_t}{(1+R_E)^t} + \frac{P_T}{(1+R_E)^T}$$

$$P_T = \frac{\text{FCFE}_{T+1}}{R_E - g}$$

其中:

$\text{FCFE}_t$ : 权益自由现金流

$$= \text{FCFF}_t - \text{利息费用} \times (1 - T_c) + \text{新增债务} - \text{偿还债务}$$

$T_c$ : 公司所得税率

T: 预测期

$R_E$ : 权益资本成本

$P_T$ : 终值

g: 永续增长率 (现金流长期稳定增长率)

按照净利润为 1000 万人民币, 利息费用为 0, 通过资产负债表, 基于国内市场来计算。

则计算到 Fcfe (股权自由现金流) = 27090816 元

stg 短期增长为: 0.29 (资产回报率跟毛利率线性回归, 再根据这个系数通过毛利率估计企业增长率)

ltg 长期增长假设为: 0.1 (用户假设)

Rfr 无风险收益率 (取十年国债历史收益平均): 0.036

market\_return 市场收益率 (取上证指数收益平均): 0.129

$\beta$  系数: 假设为 1.5 (用户假设)

T: 短期增长年限

$$RE=r_{fr}+\beta(\text{market\_return}-r_{fr})$$

PE 为权益资本成本

$$\text{terminal} = PT/(1+RE)^T$$

$$\text{算出 } agg = f_{cfe}/(1+RE)+f_{cfe}/(1+RE)^2+\dots+f_{cfe}/(1+RE)^T$$

$$\text{企业估值}=\text{terminal}+agg$$

## 五、总结与结果

国内这些相似企业的上市公司的销售额普遍大于颂车的，所以用销售额/利润做了一个局限性

估值方法 / 结果 (万元)	PE 估值法	PEG 估值法	PS 估值法	EV 估值法
最小	9150.00	21381.36	4264.00	9057.00
平均	22730.00	53042.22	12933.70	30864.50
最大	44200.00	103147.44	24553.10	46107.00

估值方法/不同场景结果（万元）	现金流估值法
短期 5 年高速增长，长期高速稳定增长	80877.5
短期 3 年高速增长，长期高速稳定增长	61979.0
短期 3 年高速增长，无长期增长	30216.6

结论：我们认为颂车网合理的估值（在估值日）范围应是在 9000 万~12000 万之间——假设原始数据是准确的。主要理由是：根据各种估值方法的最小值，平均值，最大值来看，PE 估值法的最小值为 9150 万，平均值为 22730 万，PEG 估值法的最小值为 21381.36 万，PS 估值法的平均值为 12933.70 万，最大值为 24553.10 万，EV 估值法的最小值为 9057 万，平均值为 30864 万，现金流贴现法在“短期 3 年高速增长，无长期增长”这个情景下估值为 30216.6 万（这个估计

是根据客户提供的增长估计（29%）及可比企业的短期收益增长率平均值（25%）而定的，鉴于 PE 及 PEG 方法不大适于初创企业（因尚未有实际实现的利润值）以及公司债务比较大的特点，我们认为以 PS 方法中间值 12933 万及 EV 方法保守值 9000 万为基础做为估值的基础比较合适，即 1.1 亿元，但如果今年利润确如公司所预言的可以实现，那么根据现金流贴现的保守假设所做 3 亿市值也会最终实现（3 亿）。即使假设年终利润为 0，其他现金流组成部分不变的话（按最新报表年底有 1700 万现金流），估值也是 1 亿 6489 万。

灵犀云估值系统采用自动选择标尺企业对比群及自动评判各种方法的技术，并充分利用市场及宏观经济及行业信息对企业（尤其是互联网新经济企业（我们有独家分类系统）的股权价值作出合理估计，尽可能避减各种方法的局限性，所估结果旨在反映最接近估值日期之合理市值。

#### **免责声明：**

1. 本估值基于被估公司所提供原始财务数据，其审计质量由被估公司负责
2. 本估值的各种方法差异较大，乃因假设条件不同，使用时必须考虑到这些条件的适用性，如果不加限制地随意选取其中的某些结果作为最后结果是不妥当的。
3. 本估值报告只是一个客观的多维分析框架，计算过程是可重复的，但报告用户应对实际（经验证或审计）数据与预测值（如未正式披露的利润）作出区分。如果最终实现值与预测的中间变量不符，最终估值也需相应修改
4. 本估值是时效敏感性的，即是根据估值日期所获市场信息与数据计算而得，如果市场参数随后发生较大变化或被估公司在估值报告完成后发生公司事件（如违约，财务欺诈，业务变化），估值结果将不再有效