

已经腰斩！可 JP 摩根、花旗扎堆调研，港资、东方红大笔持仓！什么鬼？（优塾财务估值建模）

今天研究的这家公司，11 月 10 日，吸引了 J.P. Morgan、花旗、安联投资（AllianzGI）、Balyasny（贝莱斯尼）、RBC Global Asset（加拿大皇家银行资产管理）等众多海外机构扎堆调研。

它，是一支名副其实的 tenbagger。以前复权价格来看，上市至今，从低点的 0.34 元/股，上涨到高点 15.16 元/股。



图：股价图（单位：元/股）来源：wind

2018 年，其产能市占率位居全球首位（22%），不仅如此，其毛利率水平高达 45%，秒杀化工龙头万华化学（毛利率 33.82%）、水泥巨头海螺水泥（毛利率 36.73%），以及格力电器（毛利率 30.22%）、宁德时代（毛利率 32.78%）、北新建材（毛利率 35.31%）等行业巨头。它就是，玻纤行业龙头**中国巨石**。这样的基本面背后，自然能够得到机构的青睐，港资、汇金、东方红等机构均有持仓。

序号	交易代码	机构股东名称	持流通股数(股)	机构类型
1	-	中国建材股份有限公司	944,653,675	一般法人
2	-	振石控股集团有限公司	546,129,059	一般法人
3	-	香港中央结算有限公司	140,875,883	一般法人
4	-	中央汇金资产管理有限责任公司	43,739,942	国家队
5	-	全国社保基金一零一组合	36,552,990	社保基金
6	000011.OF	中国银行-华夏大盘精选证券投资基金	33,330,416	基金
7	-	全国社保基金一零六组合	23,520,715	社保基金
8	-	汇天泽投资有限公司	23,058,580	一般法人
9	512960.SH	招商银行股份有限公司-博时中证央企结构调整交易型开放式指数	22,879,344	基金
10	-	中国太平洋人寿保险股份有限公司-分红-个人分红	22,684,493	保险产品
11	005449.OF	华夏行业龙头混合型证券投资基金	17,621,500	基金
12	320001.OF	诺安平衡证券投资基金	10,933,078	基金
13	001208.OF	诺安低碳经济股票型证券投资基金	7,271,648	基金
14	519011.OF	海富通精选证券投资基金	5,620,332	基金
15	002701.OF	东方红汇阳债券型证券投资基金	4,014,300	基金

图：中国巨石基金持仓

来源：WIND

不过，进入 2018 年，其股价却持续下跌，从高点的 15.16 元/股，下降至低点的 7.87 元/，降幅高达 48%。

看到这里，在做估值建模之前，几个值得我们深思的问题来了：

- 1) 玻璃纤维这个赛道，下游应用领域极为广泛，那么，未来的增长前景看什么？
- 2) 身处玻纤材料赛道，为什么毛利率能够秒杀一众巨头，它的核心竞争力是什么？
- 3) 经过前期腰斩，如今本案的估值，到底在什么区间？到底是贵了？还是便宜了？

今天，我们就从**中国巨石**这个案例入手，来梳理一下建材领域的估值建模逻辑。对于本案类似的领域，之前我们还研究过**海螺、万华、扬农**等，可购买优塾团队的专业版报告库，获取之前我们做过的部分报告，以及详细 **EXCEL 财务模型**，乃至上百家公司和数十个行业的深度研究，深入思考产业本质。

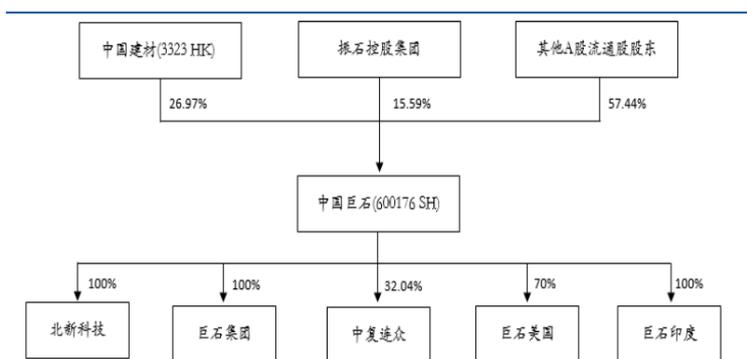
— 01 —



生意，模式



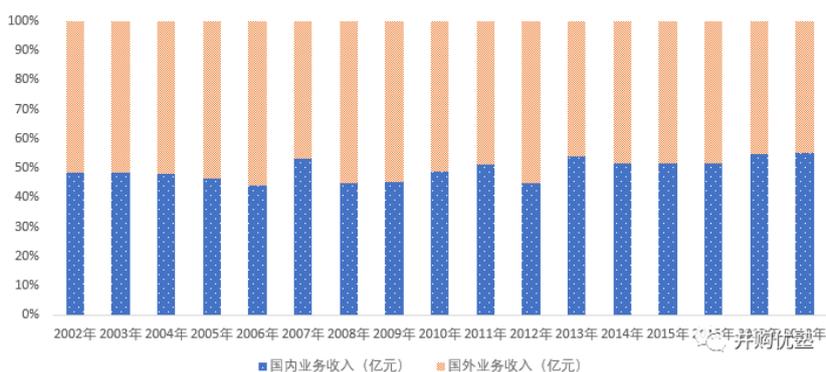
中国巨石，原名中国玻纤，成立于 1993 年，主营玻璃纤维及其制品，控股股东为央企中国建材集团，持股 26.97%。其主业为销售玻璃纤维及制品的生产、销售，其中玻璃纤维贡献的收入、毛利占比 95%以上，且部分产品销往国外，目前国内、外收入比较均衡，各自占比 50%左右。



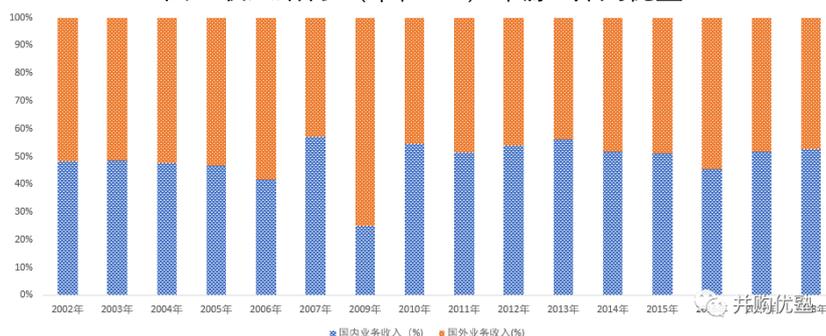
资料来源：公司资料，太平洋证券研究院



图：机构持股图 来源：太平洋证券



图：收入结构 (单位：%) 来源：并购优塾



图：毛利结构 (单位：%) 来源：并购优塾

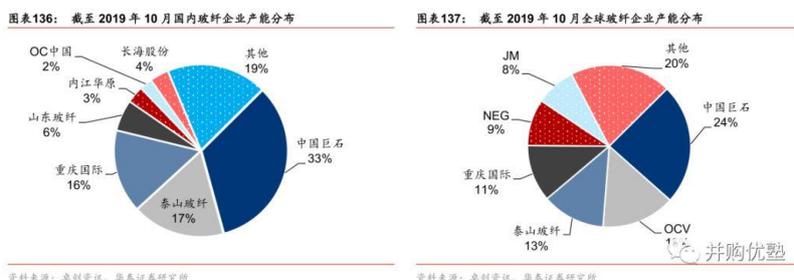
从毛利率来看，其整体毛利率在 45%左右，但是国外业务毛利率（48%）略高于国内（43%），主要是因为国外需求中，高附加值的产品占比较大所致。

要弄明白本案，要先从产业链看起：

其上游，为矿石、电、天然气等原料供应商以及生产设备供应商。玻纤成本结构中，原料成本占比 45%左右，其次是能源（20%-25%）、折旧（20%左右）、人工（13%左右）。其中：原料以叶腊石为主，占原材料的 50%。国内叶腊石矿储量占全球 30%左右，主要集中在浙江和福建，供应充分，价格稳定，上游话语权不强。本案前五名供应商采购额 34.21 亿元，占年度采购总额的 29.21%，相对分散。

其下游应用领域广泛，包括交通建筑、交运、电子器件、工业设备等领域，全球市场“建筑+交运+工业”占其 81%以上的份额；国内“建筑+电子+交运”占其据 71%的份额。代表公司有中国交建、中国中铁等，毛利率在 8%-15%。本案前五名客户销售额为 13.2 亿元，占年度销售总额的 13.16%，相对分散。

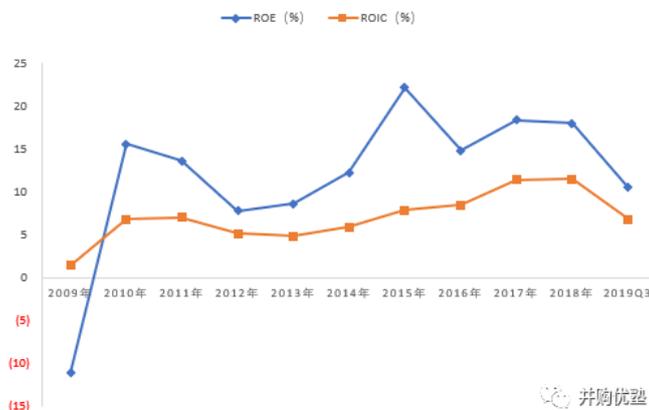
中国巨石，位于产业链中游，产能份额在全球达到 24%，在国内达到 33%，稳居行业首位。同行业代表公司有：国外的**欧文斯科宁**（OC，全球市占率 15%）、**佳斯迈威**（JM，全球市占率 8%），以及国内的**泰山玻纤**（与中国巨石同属于中国建材，全球市占率 13%）、**重庆国际**（全球市占率为 11%）等。



图：玻纤行业全球产能分布 VS 国内产能分布 来源：华泰证券

接着，来看这门生意赚钱情况如何：2016 年至 2019 年三季报，其主营业务收入分别为 74.46 亿元、86.52 亿元、**100.32 亿元**、77.38 亿元；净利润分别为 15.29 亿元、21.58 亿元、**23.85 亿元**、15.51 亿元；经营活动产生的现金流量净额 31.69 亿元、38.03 亿元、**38.62 亿元**、16.18 亿元。销售毛利率分别为 44.72%、45.84%、**45.11%**、39.91%，销售净利率分别为 20.53%、24.94%、**23.71%**、20.04%。近三年收入复合增速为 16.07%，净利润复合增速为 24.89%，2019 年前三季度收入增速为 1.43%，主要是行业景气度下行导致增速放缓。

以上的经营模式及产业链形态，形成了其特殊的报表结构；资产负债表——以 2018 年报表为例，资产总额为 303.7 亿元，占比由高至低依次是：固定资产 (60.04%)、应收账款 (13.11%)，在建工程 (12.24%)、存货 (6.85%)、货币资金 (5.91%)；负债总额 157.9 亿元，占比由高至低为短期借款+一年内到期的非流动负债 (51.08%)、长期借款 (16.8%)、应付账款 (12.29%)。利润表——2018 年，其营业收入为 100.32 亿元，其中营业成本占比 54.89%，管理费用花去 5.36%，销售费用花掉 3.84%，财务费用率 3.4%、研发费用花掉 2.88%，剩下的 23.77% 的净利润。接下来，我们来看一组《并购优塾》整理的基本面数据：



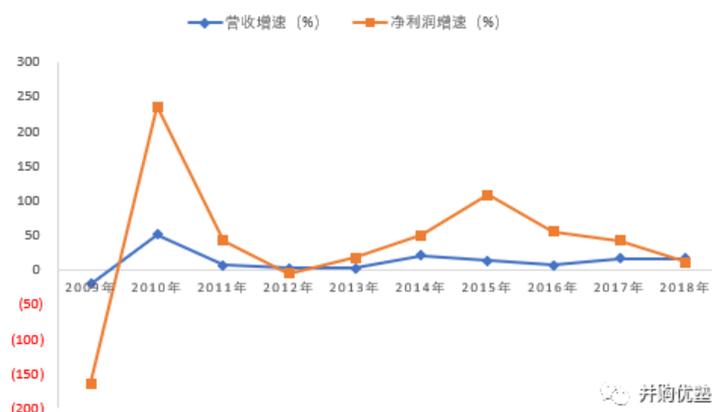
图：ROE VS ROIC (单位：%) 来源：并购优塾

注：2009 年 ROE 为负，主要是受金融危机影响，行业需求下降，折旧费用等刚性支出导

致毛利率下滑，净利润出现亏损，ROE 下滑幅度大于 ROIC，是因为财务费用较大。



图：营业收入及增速（单位：亿元、%） 来源:并购优塾

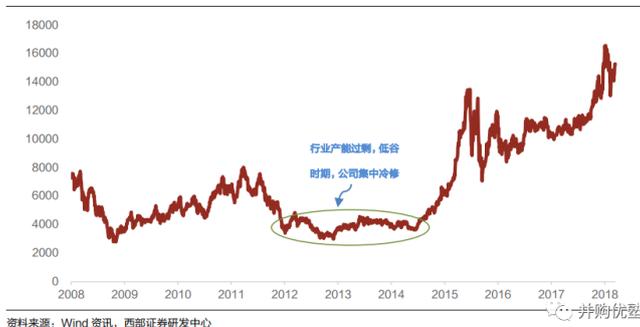


图：营业收入增速 VS 净利润增速（单位：亿元、%） 来源:并购优塾

此处注意：

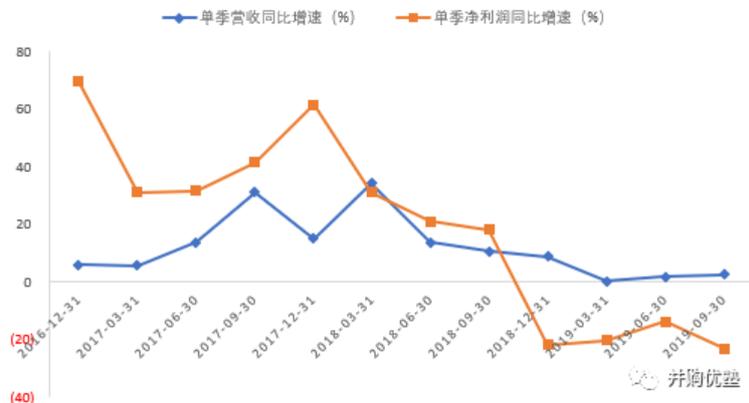
- 1) 受前两年行业产能扩产影响，叠加全球 GDP 增速下滑因素，2011 年至 2013 年整个玻纤行业进入低谷，中国巨石收入利润增速、毛利率都处于低位。
- 2) 从 2013 年至 2015 年，行业回暖，收入增速上升，玻纤价格提升，使得净利润增速大于收入增速。
- 3) 2015 年，其发行股份募资，使得资产负债率降低，2014-2017 年，其财务费用率从 12.47% 降至 2.96%，使得净利润增速大于收入增速。

图 37：近十年玻纤行业景气度

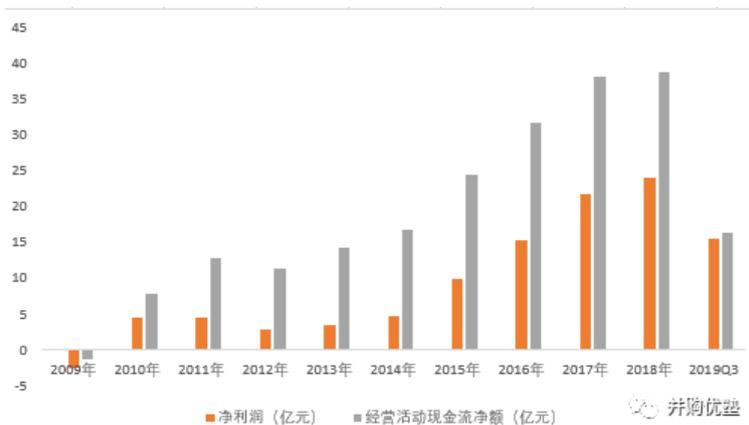


资料来源：Wind 资讯，西部证券研发中心

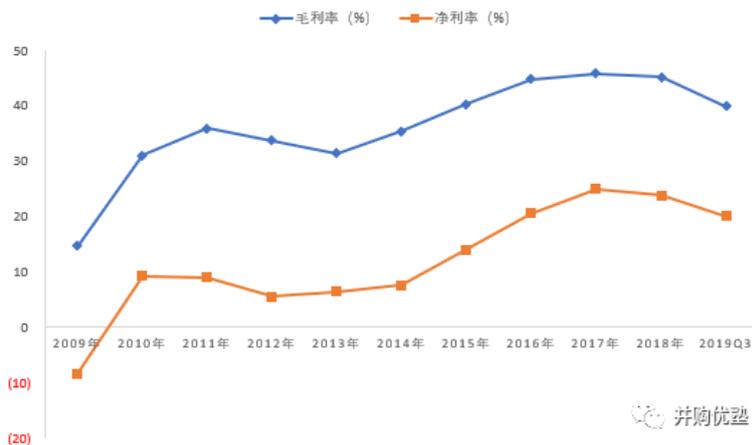
图：玻纤行业景气度 来源：西部证券



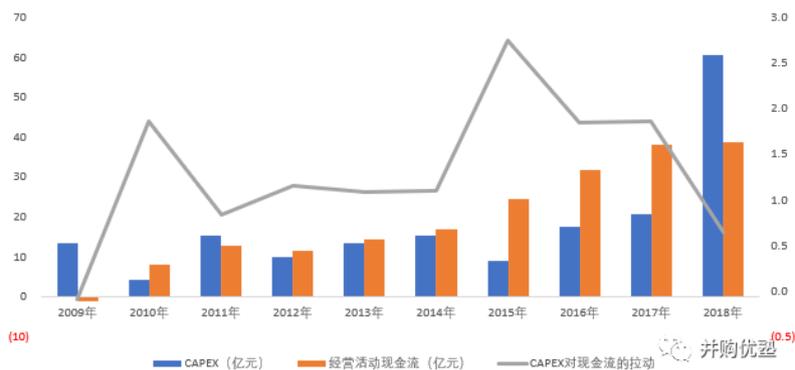
图：近 12 个季度营收净利润同比增速（单位：%）



图：净利润 VS 现金流（单位：亿元） 来源：并购优塾



图：毛利率 VS 净利率（单位：%） 来源：并购优塾



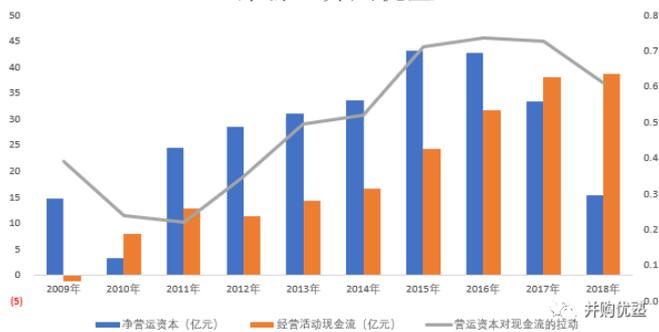
图：CAPEX/经营活动现金流净额

来源：并购优塾



图：有息债务/经营活动现金流净额

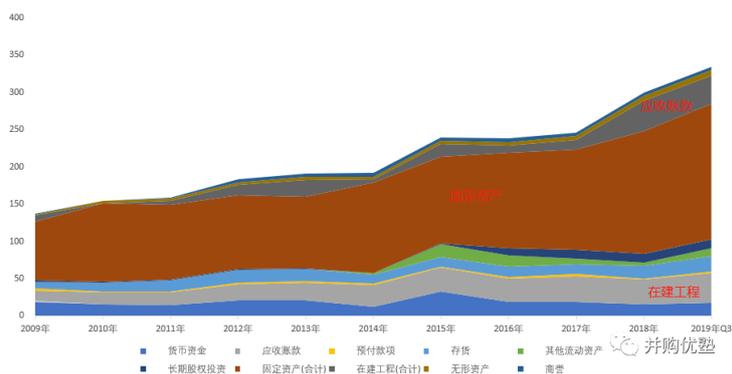
来源：并购优塾



图：净营运资本/经营活动现金流净额

来源：并购优塾

注：2018年净营运资本大幅下降，主要是当年新增项目建设导致应付账款和应付票据大幅增加所致。



图：资产结构 单位（亿元）来源：并购优塾



图：PB 估值图（单位：倍）来源：WIND

梳理到这里后，如果对本案进行估值建模，核心的问题在于——下游应用如此广泛，收入预测该从哪里入手？

— 02 —



收入、驱动



从历史上来看，其收入增速主要经历了 3 次高点，其中：



图：历史收入增速高点：来源：并购优塾

- 1) 2007 年——营业收入增长 56.83%，主要是桐乡基地 12 万吨产能投产，同时叠加了玻纤涨价。
- 2) 2010 年——营收增长 50.25%，主要是九江、成都等五条产线合计 24.5 万吨玻纤

项目产能投产。3) 2014 年——收入增长 20.32%，主要是风电、热塑等下游细分市场需求回暖，一些产品出现供不应求，使得玻纤纱销量及价格实现增长。综上可以看出来，其收入驱动来自两个方面：一是**产能供给拉动**；二是**下游需求拉动**。那么，问题就来了，未来的产能驱动和下游需求空间有多大，收入该怎么预测？

— 03 —



预测，切入点

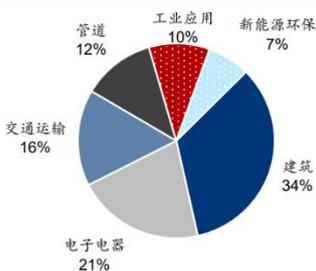


本案玻纤业务包含两大部分：玻璃纤维纱和玻纤制品，其中**玻纤纱收入占比 91.85%**，因此是我们的预测重点。值得一提的是，尽管其收入中约 50%来自国外，但由于缺少数据以及资料，我们简化预测，重点看国内收入。此处，我们采用自上而下的“量价法”进行拆分，即：

$$\text{玻璃纤维纱业务收入} = \text{玻璃纤维纱销量} * \text{中国巨石市占率} * \text{中国巨石玻纤价格}$$

公式中的各个变量，我们分别预测。首先是**销量**——由于玻纤下游应用领域广泛，我们选择需求占比排名前三的领域：建筑（占比 34%）、电子电器（占比 21%）、交通运输（占比 16%）领域，分别预测下游需求量，并假设远期需求分布保持不变，进而推算出玻纤行业总需求量。

图表76：2018 年国内玻纤下游需求分布



资料来源：中国玻纤工业协会、华泰证券研究所

并聘优塾

图：2018 年国内玻纤下游需求分布：来源：华泰证券

那么，建筑、电子电器、交通运输三个领域的需求量，应该如何预测？我们逐一来看。

— 04 —



建筑，需求



由于具有阻燃隔热、吸声隔音、轻量等优点，玻纤在建筑领域主要应用于几大领域——外墙屋面保温防水、增强混凝土、门窗卫浴、内墙墙体等方面，覆盖室内装修、装饰环节。例如：作为增强材料和石膏一起作为吊顶、墙面隔墙材料；和 PVC、PE 树脂一起作为地面防水材料、管道材料等。

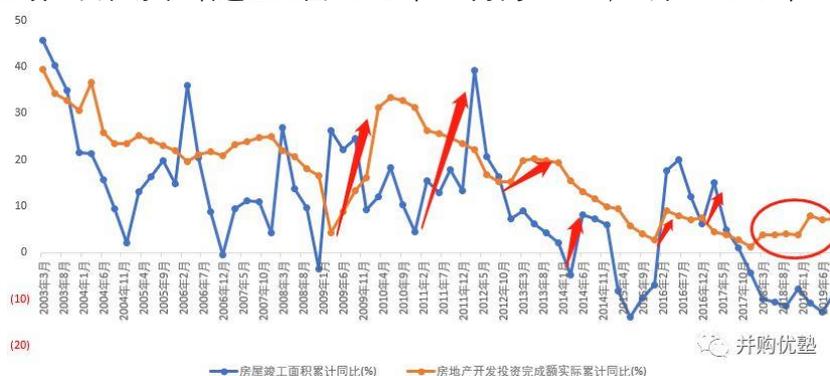
因此，玻纤用量与**房屋竣工面积**直接相关。另外，与水泥、建筑陶瓷、玻璃等基础材料不

同，玻纤属于可选材料，具有消费升级属性，因此它还受益于玻纤渗透率的提高，即：**单位竣工面积玻纤使用量**。

根据上述两个驱动因子，我们按照这个公式分开拆解：“**建筑用玻纤产量=房屋竣工面积*单位竣工面积玻纤使用量**”。

1、房屋竣工面积——2018年，我国房屋竣工面积 9.35 亿㎡，同比增速-7.8%，增速处于历史新低，但是实际上这是属于小周期政策调控影响所致。从大周期情况看，我国目前城镇化率仍处于深入发展阶段（2018年城镇化率 59.58%），距离 75%的城镇化率尾部水平（参考美、日等国）仍比较远。

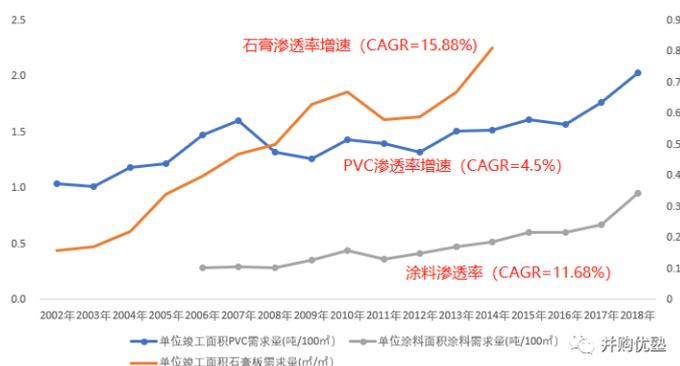
（此处，可回看《并购优塾》关于万科的估值建模分析，见优塾核心产品一：专业版报告库）而从近期看，房地产开发投资增速是房屋竣工面积的先行指标，一般在 6 月-12 月后产生影响，从 2018 年 1 季度开始，连续 7 个月房地产投资增速开始回升；受此影响，房屋竣工面积累积增速已经由 2018 年 10 月的-12.5%，回升至 2019 年 9 月的-5.5%。



图：历年房屋竣工面积 VS 房地产开发投资情况来源：并购优塾

所以，优塾团队合理假设：假设前 3 年房屋竣工面积增速由-5.5%恢复至过去 5 年增速中值 1%的水平，后续不考虑周期因素，保持增速不变。由此可得：远期房屋竣工面积 9.35 亿㎡。**2、单位竣工面积玻纤使用量**——玻纤作为可选材料，具有消费升级属性，此处选取石膏板、PVC、涂料三种具有类似特点（居民环保意识、消费水平提升）的建筑材料，以它们的渗透率提升为锚，预测未来玻纤渗透率。

PVC 聚氯乙烯——PVC 材料属于耐用性材料，2002 年至 2018 年，每 100 ㎡房屋竣工面积 PVC 用量从 1.04 吨上升到 2.03 吨，复合增速为 4.5%。**涂料**——应用于墙体及吊顶粉刷，2006 年至 2018 年，每 100 ㎡房屋竣工面积涂料需求量从 0.28 吨上升至 0.95 吨，复合增速高达 11.68%，增速高于 PVC 材料，主要是其耐用性较 PVC 弱，更具快消品属性。**石膏板**——石膏板，主要是脱硫石膏板，主要应用于房屋吊顶、隔墙材料，替代传统的石灰、石棉、木板等材料，2002 年至 2014 年，单位竣工面积所需要的石膏板从 0.16 ㎡上升到 0.81 ㎡，复合增速 15.88%。



图：石膏/PVC/涂料渗透率增速来源：并购优塾

具体到玻纤领域，经《并购优塾》测算，2018年，国内每100m²房屋竣工面积玻纤需求量为0.12吨，此处，我们合理假设：

未来10年单位房屋竣工面积玻纤需求量增速，由涂料历史增速11.68%，递减至PVC历史增速4.5%。综上可得，远期建筑领域玻纤使用量=远期房屋竣工面积(9.35亿m²) * 远期单位面积玻纤使用率(0.26吨)，为243万吨。接下来，我们看其他赛道的应用情况。

— 05 —



电子电器，需求



在电子电器领域，玻纤主要作为基础性材料用于PCB电路板，应用路线是电子纱—电子布—覆铜板—PCB电路板，是制作覆铜板的关键原材料之一，电子纱占覆铜板成本的22%~26%。PCB的下游应用领域主要集中在通信、计算机、消费电子、汽车电子等四大领域，占比接近70%。虽然手机、计算机市场整体增速有所放缓，但智能汽车、新能源汽车、5G发展带动通讯基站相关设备需求等，均将拉动PCB行业的需求增长。

1、5G基站——由于5G信号传输距离相对于4G要短，5G基站密度更大，根据中国联通预测，5G建站密度将至少达到4G的1.5倍，进而增大PCB需求量。假设未来十年5G基站PCB需求量是现在的1.5倍，则年化复合增速为4.6%。

2、新能源汽车——新能源汽车将大大提高汽车的电子渗透率，根据《中国车用PCB市场调研与投资战略报告(2019版)》显示：中端车型PCB用量0.5-0.7m²，豪华车用量高达2-3m²，而新能源汽车单BMS系统管一项，需求就在2~3m²，如果再考虑自动驾驶、汽车智能化改造等需求，未来车用PCB数量的增长至少在4倍以上。假设未来十年新能源车用PCB由目前的0.7m²，上升至2m²，则年均复合增速为12.37%。

所以，并购优塾合理假设：未来十年，电子电器领域玻纤纱需求增速由12.37%逐渐递减至4.6%。由此，根据2018年我国电子领域玻纤需求量为68.88万吨，计算可得远期电子玻纤需求量为155.12万吨。

— 06 —



交通，需求

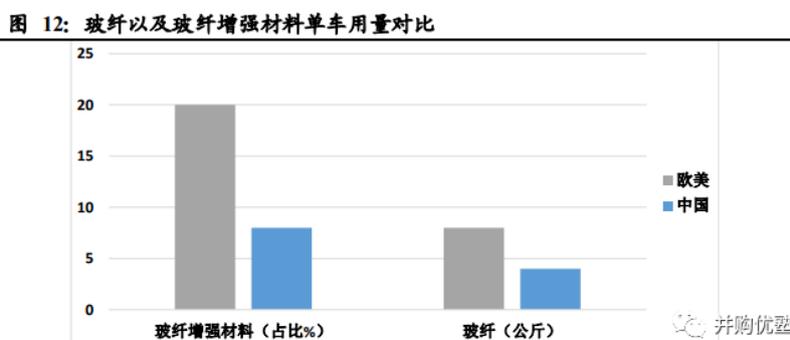


玻纤在交通领域的应用场景，主要是三个字：轻量化（降油耗的有效途径）。其主要应用在汽车、高铁地铁、航空航天等领域，由于高铁地铁、航空无对应数据，所以重点看汽车领域的玻纤需求，其中： $汽车领域玻纤需求量=汽车销量*玻纤渗透率$ ，分别来看：

1) 我国汽车销量未来的增长：对标日本情况：2002年后，日本汽车千人保有量达到饱和，后续每千人汽车销量基本稳定在47辆左右，而2018年我国乘用车汽车销量2371万辆，每千人汽车销量为17辆左右，与日本相比还存在较大差距。

考虑到我国国土条件、城市形态，优塾团队保守假设：未来十年我国每千人汽车销量达到日本的47辆的3/2，即31辆，则可得我国远期汽车销量为13.95亿*31万辆/每千人=4324万辆。

2) 渗透率：传统燃油车越来越严格的排放标准，以及新能源车续航里程的不断增加，导致对汽车轻量化的追求。根据相关资料显示，汽车整车质量每减少100公斤，百公里油耗可降低0.3升-0.6升。目前欧美等发达经济体已经大量采用复合材料，以玻纤增强材料为例，欧美单车用量约7-8公斤，而我国目前只有4公斤，存在一倍以上的差距。



图：玻纤单车用量中国欧美对比来源：东北证券

考虑到汽车轻量化方向是确定的，所以随着未来技术条件的进步，单车玻纤用量的提高也一样是大概率事件。由此，《并购优塾》合理假设，未来10年我国单车玻纤用量达到欧美地区8kg的水平。两者综合，可得2018年我国汽车领域玻纤需求量为2371万辆*4kg=9.48万吨，远期汽车用玻纤为34.59万吨（4324万辆*8kg/辆），复合增速为15.46%。

2018年，我国交通领域玻纤需求量为52.48吨，所以我们假设未来航空航天、高铁玻纤渗透率增速与汽车领域一致，参照汽车玻纤需求量增速15.46%，优塾团队合理假设，未来十年整个交通领域玻纤需求量由15.46%，递减至远期CPI增速2.6%。由此可得，建模报告预测十年后交通领域玻纤需求量为121.16万吨。

综合建筑、电子电器、交通三大领域玻纤需求量加总,可得十年后的远期玻纤需求量为 519.28 万吨。假设未来以上三大领域占玻纤总需求占比 71%的比例保持不变,则远期我国玻纤总需求为 519.28/0.71=731.38 万吨。以上方法的预测是否靠谱?我们还得通过其他方法交叉印证。

— 07 —

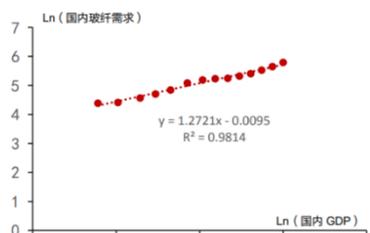


国内需求,交叉印证



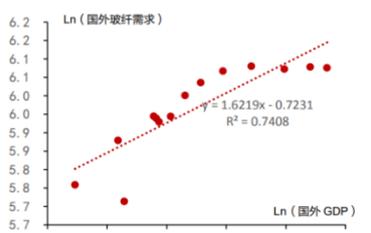
1) 行业增速: 西部证券等多家券商经过回归发现,玻纤需求增速是同期 GDP 增速的 1.2-1.6 倍。

图 4: 中国玻纤需求为 GDP 增速 1.27 倍



资料来源: wind, 中国玻纤协会, 西部证券研发中心

图 5: 国外玻纤需求增速为 GDP 增速 1.62 倍



资料来源: wind, 中国玻纤协会, 西部证券研发中心

图: 玻纤行业需求量增速 (%) 来源: 中国玻纤协会、西部证券

以国内 2018 年玻纤需求量 328 万吨、2028 年远期玻纤需求量 731.38 万吨计算,十年复合增速为 9.2%,是我国 GDP 增速(2019 年至 2024 年 IMF 预测数为 6.14%、5.82%、5.9%、5.7%、5.6%、5.5%)的 1.48 倍-1.67 倍之间。

2) 人均玻纤需求量

截止 2018 年,我国人均玻纤消费量为 2.35kg/人,低于美国的 5.2kg/人,假设未来十年我国人均玻纤需求量达到美国水平,则我国远期的玻纤需求量为 13.95 亿*5.2kg=725 万吨,基本跟我们上述做出的预测值一致。

图表160: 2007-2018 年中国、美国人均玻纤消费量及增速



资料来源: Wind、中国玻纤工业协会、智联资讯、华泰证券研究所

图: 中国美国人均玻纤消费量增速 (%) 来源: 华泰证券

这样看来，未来十年，整个行业玻纤需求量还存在 1 倍以上的市场空间。那么，本案作为市场领先者，剩下来需要做的核心决策，就是：产能扩张。我们来看看产能情况，到底如何？

— 08 —



产能，市场占有率



2018 年，中国巨石在国内产能市占率为 32.16%，排名首位。未来其产能扩张的动力来自两方面，一是未来行业的潜在需求空间，二是对其他同行市场份额的抢占。分别来看：

- 1) **潜在市场空间**——根据上文预测的十年后远期市场需求规模 725 万吨，剔除国内现有产能（2018 年为 468 万吨，此处产能大于 2018 年国内需求 328 万吨），可以计算出潜在行业需求产能为 257 万吨。在行业竞争格局保持不变的情况下，本案产能扩建规模为 $257 \text{ 万吨} \times 32.16\% = 82.65 \text{ 万吨}$ 。
- 2) **市场份额提升空间**——目前，玻纤行业集中度较高，行业 CR4 占比已经达到 69.92%，那么，未来中国巨石的产能份额是否还能提升？

首先，从政策层面看，工信部《玻璃纤维行业准入条件》，对工艺设备、单位能耗、环保配套等提出明确要求，国内满足条件且总产能在 10 万吨以上的只有中国巨石、泰山玻纤、重庆国际、山东玻纤、江苏长海、昆山必成五家，因此，未来集中度仍有确定性的提升空间。

其次，从行业周期波动角度看，由于行业受下游景气度影响较大，一旦行业进入低谷，企业产能利用率下降，或者玻纤价格下降，玻纤厂商的盈利能力承压，从而导致部分中小厂商出清。以 2011 年至 2013 年的行业低谷为例，全球需求增速跌破 5%，主要产品无碱 2400 直接纱价格跌至 4500 元/吨的历史低点，导致重庆国际玻纤业务毛利率 2013 年毛利率跌至 8%，整体陷入亏损，为了避免拖累上市公司，母公司被迫选择将玻纤业务剥离。

而本案中国巨石，通过以下几种方法扩大“成本优势护城河”：1) 通过冷修技改实现产线规模升级，降低燃料能源单耗及折旧；2) 通过研发配方，以低价的矿石原料代替高价的矿石原料；3) 通过参股或控股矿石公司，或自建矿粉生产线，降低原材料采购成本等。

近三年，中国巨石的平均毛利高出泰山玻纤 400 元以上、山东玻纤 900 元的水平，根据西部证券的推演，假设 2019 年国内无碱玻纤在 2018 年末 6000 元/吨，下跌 12% (638 元)，则山东玻纤就陷入了亏损，而中国巨石仍能保持 700 元/吨以上的单吨利润。因此，综合来看，其市占率仍有上升空间，那么，问题来了，未来的上升空间有多大？应该怎么预测？

— 09 —



市占率，提升



我们参照具有“产能驱动”、“强周期性”、“产品标准化高”等类似行业特征的行业，将其竞争格局做一对比：1) 半导体 DRAM 行业——全球前三：三星 (44%)、海力士 (29%)、镁光 (22%)；2) 单晶硅片——国内前三：隆基股份 (41%)、中环股份 (33%)、晶科 (7%)；3) 液晶面板——全球前三：LG(17.1%)、京东方 (16.2%)、群创光电 (13.2%)；4) 石膏板——国内前三：北新建材 (54%)、杰森 (4%)、优时吉博罗 (4%)；5) MDI——全球前三：万华化学 (24.4%)、巴斯夫 (21.03%)、科思创 (17.43%)；6) 草甘膦——全球前三：孟山都 (33.6%)、福化集团 (18.2%)、兴发集团 (17.3%)

综上所述可以看出，液晶面板、MDI 领域的龙头市占率均低于本案中国巨石，DRAM、单晶硅片、石膏板三个领域的龙头市占率突破 40%，高于中国巨石目前的市占率，因此，我们将未来的提升空间主要对标这三个领域。

其中：1) DRAM 领域，三星的市场份额，主要是一直在执行反周期投资的法则，并不断得推进产品升级，结果熬死了对手（逆周期投资、技术升级）；

2) 单晶硅片领域，隆基股份则是长期押注单晶领域，将成本压缩至极致，通过整合下游组件领域实现逆袭（成本领先）；

3) 需要注意的是石膏板领域，北新建材市场份额占比高达 54%，主要是由于目前脱硫石膏基本是在火电站中产生，而北新建材占据了火电站的石膏资源（资源优势）；由于玻纤的技术壁垒不高，且上游材料供应充足，因此市场份额提升逻辑难以对标 DRAM、石膏板领域。此外，玻纤这个赛道依靠产能驱动，以规模效应带来的成本优势作为护城河，因此与单晶硅片的竞争逻辑更可比。

因此，我们在此处设置情景分析：

1、乐观假设：中国巨石远期市场份额，能够达到隆基股份在单晶硅片的市场份额 (41%)，由此得到远期产能建设空间为 105.36 万吨。2、同时考虑其他厂商积极布局产能的可能，悲观假设：其保持目前的市场份额 32.16%，由此得到远期产能建设空间为 82.65 万吨。

— 10 —



产能到销量的距离



解决了远期产能扩张的数量，那么剩下的就是产能如何转换为销量。这中间要受三个因素影响：具体的产能建设时点、产能利用率、产销率。

1、产能建设时点——玻纤行业的产能扩张，与显示面板类似，更适合逆周期操作，行业低谷扩产，周期回升时获得超额收益。而顺周期反倒可能面临产能过剩的风险：2001年至2007年，基于全球经济上行周期的乐观预判，国内三大厂商的产能扩张年均增速高达30%以上。但是，受金融危机影响，玻纤价格持续下滑，行业进入低谷。但是，具体扩张时点受企业自身因素影响较大，这里不再考虑扩产的周期性，《并购优塾》简单假设，*新增产能在未来十年平均等量投建。*

2、产能利用率和产销率——由于其未披露具体的产能利用率、产销率数据，所以我们直接采用“产能/销量比”来预判，从过去6年数据看，“产能/销量比”高值102%，低值84%，均值89%，*优塾团队合理假设，未来十年保持89%水平保持不变。*



图：产能/销量/直接产销率(%) 来源：并购优塾

分析到这里，从产能到销量的问题基本解决，接下来，主要是预测“价”。

— 11 —



价格，怎么看？



从历史情况看，玻纤价格呈现周期波动，一方面是下游需求端，建筑建材、新能源、汽车、电子存在周期性，另一发面是供给端的产能波动（扩产导致产能扩张，加剧供大于求；集中冷修，导致供不应求）也会加剧价格的波动。近6年，其玻纤销售均价两次低点为：2013年，5492元/吨（供过于求，行业低谷）；2017年，5668元/吨（行业冷修产能恢复，供给增加）。

两次高点为：2015年、2016年的6057元/吨（冷修高峰期，叠加风电抢装等需求旺盛）。



图：中国巨石玻璃纤维纱销售均价来源：并购优塾

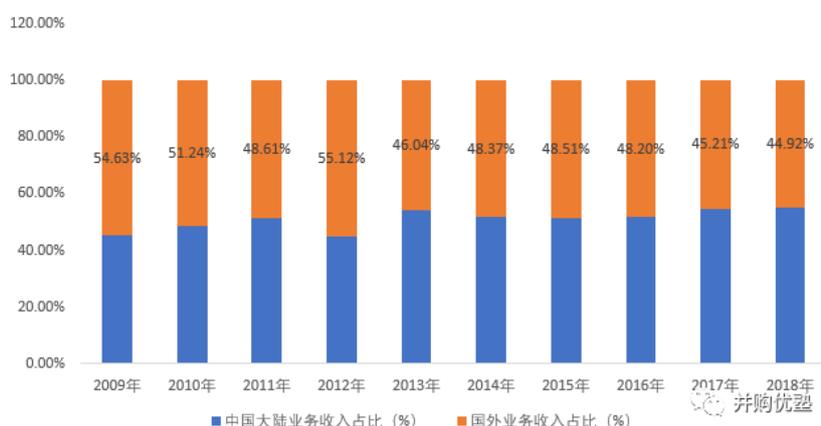
2018 年，受环保产能出清，以及电子纱等高性能玻纤需求增长，价格重新回升。不过，2018 年集中建设的产能纷纷点火生产（70 万吨），供给增多，因此预计未来 2 年销售均价大概率会有所下调。



图：玻纤行业历年新增产能 来源：中投证券

而从长期看，电子、汽车轻量化、建筑玻纤含量提升会逐渐释放新的需求，所以价格小幅下调后将会企稳回升。因此，优塾团队合理假设：中国巨石销售均价未来两年内由目前的 6031 元/吨，逐渐下滑至 2013 年-2014 年水平（5492 元/吨、5574 元/吨），后续 8 年则逐渐恢复到过去 6 年中值 5775 元/吨的水平。

事实上，2019 年前三个季度，玻纤价格承压，其中粗纱价格下降 7%至 8%，与我们预测的价格降幅差异不大。分析到此，中国巨石的国内业务收入已经预测完毕，但是还并没有结束，那就是国外业务收入，国外业务收入由于缺乏相关数据，我们简化预测：从历史情况来看，国外业务收入占比处于下滑趋势（从 2009 年的 54.63%下降至 2018 年的 44.92%），主要是过去十年受经济较快增长驱动，国内玻纤需求增速快于国外。



图：国内/国外业务收入占比 (%) 来源：并购优塾

但是，近几年，中国巨石仍在大力推进产能国际化步伐。截止 2019 年上半年，已经布局了美国、埃及、印度等多个国外基地，在产+在建产能合计 40 万吨，未来估计仍将加速，所以从长期看，优塾团队认为中国巨石的国内、国外收入结构，将逐渐形成 50:50 的格局。由此，《并购优塾》合理假设——未来十年中国巨石海外业务/国内业务的比例，将由目前的 0.81 逐渐递增至 1 的水平，由此得国外业务远期收入 155.11 亿元。（2019 年中报显示海外业务/国内业务的比例为 0.8179，变动不大，所以不修改这里的假设）

— 12 —

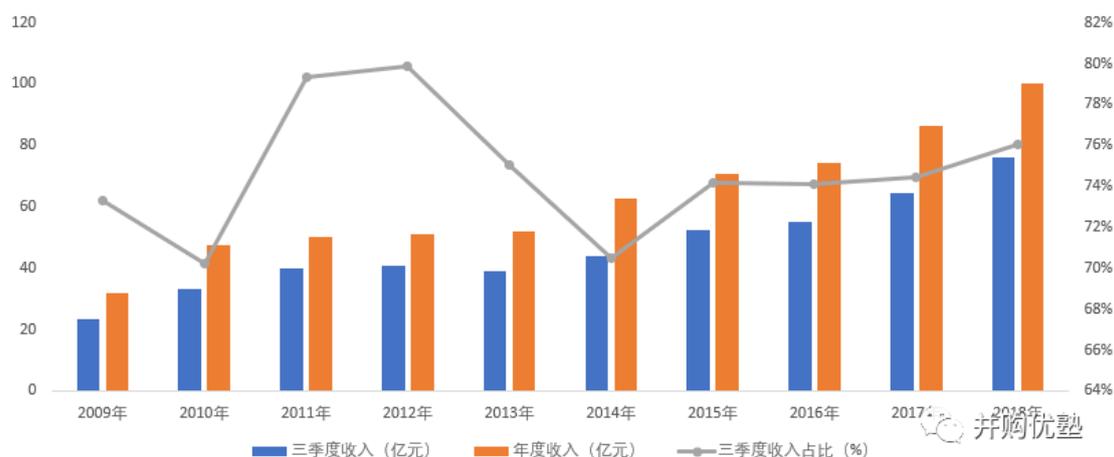


增速，交叉验证



综上，收入预测部分已经完成，乐观预测收入增速为 3.83%、16.95%、16.37%。一种分析方法下的收入预测结果，可信度有限，因此我们采用其他角度与其进行交叉印证：

方法一，季度收入反推法——从历史情况看，过去十年三季度收入占全年的收入占比基本在 75%-80%之间，考虑到 2019 年继续延续 2018 年的行业下行周期，这里取 2018 年 76%，则由 2019 年 3 季度，收入 77.38 亿元，可得全年收入增速为 101.8 亿元，同比增长 1.47%。



图：季度收入及占比（单位：亿元、%）来源：并购优塾

方法二，分析师预测——根据 wind 一致性预期，2019 年至 2021 年，本案营业收入增速分别为 3.1%、10.47%、11.82%。其中，西部证券——基于玻纤价格 2020 年二季度继续上涨，且 30 万吨智能产线顺利投产，2019 年-2021 年收入增速分别为 4.04%、8.1%、19.05%。华西证券——判断 2020 年行业景气度回升，2019 年-2021 年收入增速分别为 3.93%、15.78%、11.07%。华创证券——判断周期底部过后，龙头效应将迎来业绩回升，2019 年-2021 年收入增速分别为 0.9%、10.2%、10%。

方法三，内生增速法——内生增速=净资产回报率*(1-分红率)。过去 3 年净资产回报率均值为 17.06%，上市以来累计分红率为 27.53%，可得内生增速为 12.36%。
内生增速高于我们的预测增速、以及机构预测增速，主要是内生增速未反应产能爬坡，以及短期下游景气度影响。

研究至此，收入预测终于告一段落。沿着上文产能驱动的逻辑，我们进入产能的预测环节——未来，本案的资金支出，将在什么地方？

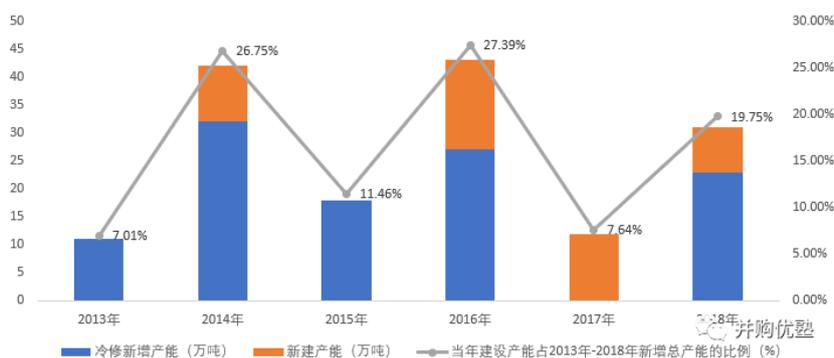
— 13 —



技术改进、新增产能



本案资本支出主要包含两个方面：维持性支出（冷修技改）、新增在建工程（新增产能）**维持性支出**，主要是冷修、技改发生的资本支出。玻纤生产工艺的特性，决定了它不能轻易停窑，因为停窑容易造成耐火材料等固定资产损坏，且再次启动需要 3 个月的烤窑期，通常直到 7~8 年后池窑冷修（冷修期一般为 2-6 个月）。从历史上，中国巨石上一轮产能集中建设期是 2013 年-2018 年，其中冷修增加产能 111 万吨，新建产能 46 万，占现在产能的 91%。



图：中国巨石新增产能 VS 当年建设产能占整轮新增总产能比例 (万吨、%)
来源：并购优塾

按照玻纤池窑 7-8 年的冷修周期推算，下一次集中冷修期应该在 2021 年 2026 年左右。此处，假设 2021 年至 2026 年的冷修计划，保持与 2013 年至 2018 年的新建产能的节奏一致（数量和时间）：首期至第六期产能建设比例分别为：7.01%、26.75%、11.46%、27.39%、7.6%、19.75%。以 2018 年底的现有产能 172 万吨为准，则 2021 年至 2026 年的冷修产能分别为 12 万吨、46 万吨、19.5 万吨、47 万吨、13 万吨、34 万吨。参照“2014 年桐乡基地 12 万吨无碱玻璃纤维池窑拉丝生产线冷修技改项目”为例，项目总投资 2 亿元，平均每万吨投资 1660 万元，以此计算，则未来十年维持性资本支出如下：

	冷修第1期	冷修第2期	冷修第3期	冷修第4期	冷修第5期	冷修第6期
	2021年	2022年	2023年	2024年	2025年	2026年
数量 (万吨)	12	46	19.5	47	13	34
每万吨技改投资 (亿元)	0.17	0.17	0.17	0.17	0.17	0.17
总投资 (亿元)	1.99	7.64	3.24	7.80	2.16	5.78

图：下一轮中国巨石冷修产能预测情况：来源：并购优塾

新增在建工程：根据上文产能，考虑到国外业务收入与国内业务收入 1: 1 的比例，需要同样增加产能，我们可以得出未来十年乐观的产能扩张空间为 105 万吨*2=210 万吨产能，剔除截止 2019 年即将完工的 42.6 万吨，还存在 167.4 万吨的新建产能空间，考虑到产能建设要保留一定的富余产能，按照历史产能利用率 89%计算，未来十年需要新建产能 188 万吨。

	预计产能 (万吨)	截止2018年项目进度	截止2019年中报项目进度
巨石 (九江) 年产12万吨玻纤纱项目	12	95%	100%
巨石 (桐乡) 年产30万吨玻璃纤维智能项目一期	15	75%	100%
巨石 (美国) 年产8万吨玻纤纱项目	9.6	95%	95.00%
巨石 (桐乡) 年产6万吨电子纱暨年产2亿米电子布产线	6	55%	90%
巨石 (桐乡) 年产30万吨玻璃纤维智能项目二期	15	35%	50%
巨石 (印度) 年产10万吨玻纤纱项目	10	2%	
巨石 (成都) 年产25万吨玻纤纱项目一期	25	0%	15%
2019年累计新增产能 (万吨)		42.6	
2020年累计新增产能 (万吨)		50	

图：中国巨石在建产能情况 (万吨) 来源：并购优塾

与冷修技改单吨产能投资成本 0.166 亿/万吨不同，新建产能投资成本更高，且处于不断上涨的趋势，由于近年来监管层对于玻纤产能的能耗及环保标准越来越高，以及智能化和自动化车间改造，2018 年成都产线单吨投资产线已经上升至 1.2 亿元/万吨，因此：

《并购优塾》合理假设——未来十年保持目前的投资成本不变，则未来十年远期新建产能总投资为 225.6 亿元，也就是 188 万吨*1.2 亿元/万吨。

图表36：中国巨石不同阶段单吨投资成本（粗纱）



资料来源：中国巨石公告、华泰证券研究所

并购优塾

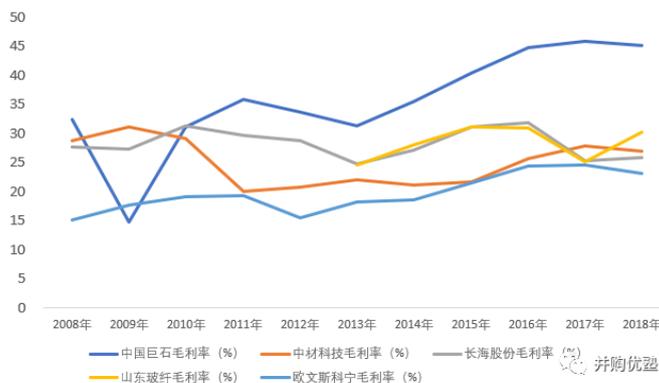
图：中国巨石不同阶段单吨投资成本（粗纱）来源：华泰证券

看完资本支出，我们进入利润表项目的预测，看看成本、费用是怎么烧钱的？

— 14 —



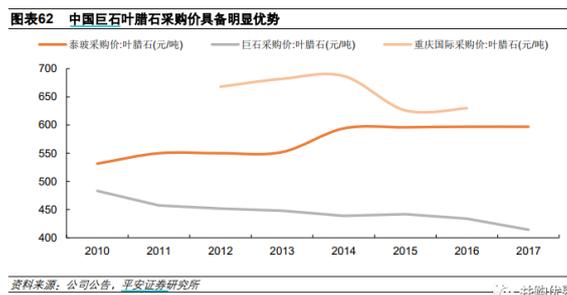
成本、费用



图：同行业毛利率对比 (%) 来源：并购优塾

从历史情况看，2009 年以来，其毛利率持续提升，近三年基本在 40%以上，远超同行业厂商，原因在于生产成本的持续下降，主要得益于上游产业链布局、技术升级等，其中：
 1、其原材料叶腊石的采购单价（400 至 450 元），明显低于泰山玻纤、重庆国际（500 元以上），一方面是其 2012 年收购了上游关联公司桐乡磊石，**掌控了原材料**叶腊石微粉供应渠道。而且，其国内产能基地（浙江桐乡、四川成都以及江西九江）毗邻叶腊石资源，因此还享有资源禀赋、运输成本优势。

对于建材领域的资源、运输两大优势，可参考我们在“专业版报告库”中分析过的“海螺水泥”案例。



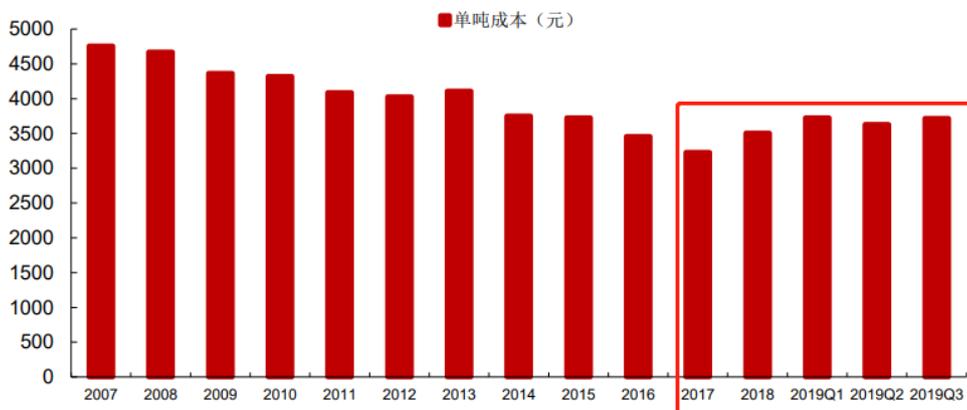
图：中国巨石叶腊石采购价情况：来源：平安证券

其自主研发的浸润剂，可以使其选用价格低的石头，生产出高性能的玻纤产品。

3、调整产品结构，制造更高技术含量的高端玻纤产品，获取产品定价权。2018年，其高端产品占比从2012年的40%上升至60%。未来，营业成本占比仍有下降空间：一方面是高端产品占比仍有提升空间；二是自动化生产能力增强，节约人力成本，比如其对桐乡30万吨车间进行智能无人化改造。

所以，优塾团队合理假设如下：2019年参照前三季度成本占比为60.9%，2020年至2021年下滑至近三年均值，后续7年维持不变。

图 2：中国巨石单吨成本（元/吨）



资料来源：wind，西部证券研发中心



图：中国巨石单吨成本（元）
来源：西部证券

接下来，管理费用和销售费用，由于占比较少，我们简化处理：管理费用——主要是研发开支、人工和折旧，近十年处于不断下滑的趋势，主要是随着收入规模扩大以及采用广泛的自动化和智能化生产所致，优塾团队认为，目前巨石仍处于不断提升产品技术和产品种类的阶段，所以合理假设未来十年管理费用维持2018年水平不变。销售费用——主要构成是运输费和包装费，人员工资，近十年处于不断提升的趋势，主要是中国巨石不断推进了生产和销售的全球化布局，导致相关费用增加所致，而从长期来看，这一趋势仍将进行。所以，优塾

团队参照过去十年销售费用占比提升的幅度 (1.28%)，合理假设未来销售费用占比提升至 5.12% (3.84%+1.28%=5.12%)



图：销售费用收入占比、管理费用占比 (%)

来源：并购优塾

看完烧钱的项目，还有一块影响自由现金流的项目——本案，在上下游的话语权，到底如何？

— 15 —



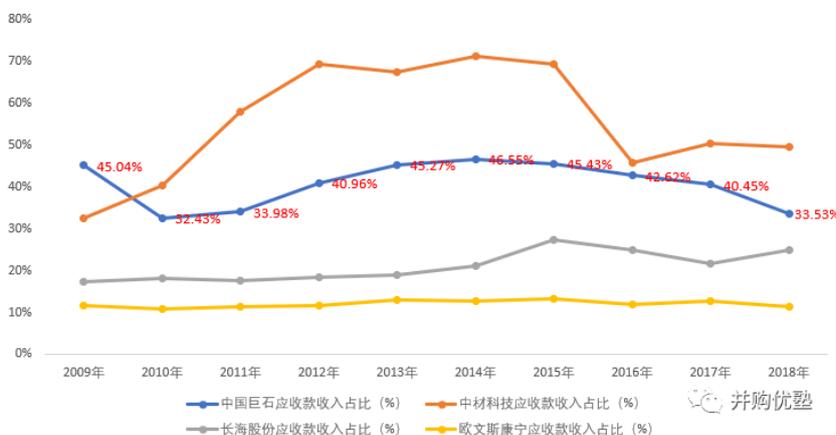
产业链，话语权



下游话语权主要看应收款项、预收款项：

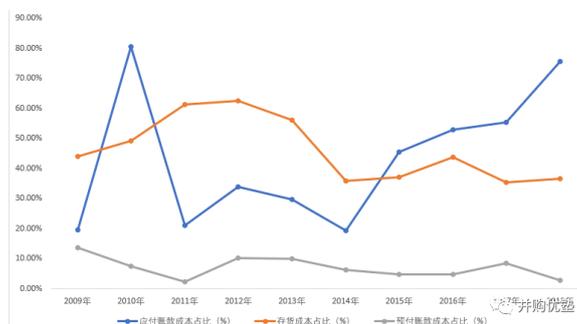
应收账款——从行业对比上，中国巨石应收账占比相对较高，不过其中 50%左右属于变现能力较强的银行承兑汇票。

而从历史情况看，应收账款收入占比的变动也受周期影响比较大，2013 年至 2014 年的行业低谷，应收占比处于高点；2010 年、2018 年的行业上行，应收占比下降。此处合理假设 2019 年至 2020 年，应收占比逐渐由 2018 年的 33.53%，上行至过去五年中值 40.96%，后续保持不变。



图：同行业应收账款收入占比 (%) 来源：并购优塾

预收账款——资产占比较小，过去十年基本在 1.5%-5.5%之间波动，*优塾团队参照历史十年均值简化预测未来十年为 2.77%不变。* 接着，再看对上游话语权：



图：中国巨石应付账款/存货/预付账款成本占比 (%) 来源：并购优塾

应付账款——主要是对上游的燃气、电力等款项，近五年随着生产规模的扩大，议价权提升，应付账款成本占比逐渐上升，但是考虑燃气、电力等公用事业大多是区域垄断性质，所以长期看，应付成本占比继续上升的可能不大，*所以，优塾团队合理假设为保持 2018 年水平不变。*

存货——主要为原材料和产成品，近五年基本在 35%左右，*优塾团队简化预测未来十年为 35%。*

预付账款——成本占比较小，成本剔除折旧后，过去 5 年基本在 7%左右，*优塾团队简化预测未来十年为 7%。*

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。



基本面，总结



在进行建模计算之前，我们总结一下本案的基本面：

- 1、增速：玻纤行业下游应用领域广泛，天花板较高，玻纤行业需求增速基本为同期 GDP 的 1.2—1.6 倍之间。
- 2、增长驱动力：主要有两个，一是产能驱动，新产能的投放是收入的核心驱动；二是下游需求景气带动玻纤价格上涨。
- 3、回报分析：近三年，其剔除现金后的 ROIC，分别为 11.2%、12.9%、12.6%，处于较低水平，主要是由于其重资产投入模式导致。
- 4、核心护城河：一是靠规模、经营效率、技术取得的成本优势，二是巨大资本支出带来的产能规模优势。
- 5、竞争格局：无论是全球还是国内，目前整个行业格局都相对比较集中，国际范围 CR4 占比 63%；国内范围 CR4 占比 72%，本案中国巨石都属于行业龙头，其中国外产能占比 22%，国内市场占比 33%。

- 6、并购预期：前文提到，本案中国巨石的兄弟公司中国中材，旗下的上市公司中材科技，拥有全球第三、国内第二产能的泰山玻纤。从同业竞争的角度看，中国巨石曾在 2017 年 12 月发布公告称：“为保证中国巨石及其中小股东的合法权益，消除和避免中国巨石与中国建材下属其他玻璃纤维及其制品的生产及销售企业之间的同业竞争，中国建材将自承诺出具日起 3 年内，按照相关证券监管部门的要求，综合运用委托管理、资产重组、股权置换、业务调整等多种方式，稳妥推进相关业务整合以解决同业竞争问题”。如果两家合并，国内产能占比将达到 50%以上，全球产能约 30%。
- 7、风险因素：截止 2019 年 3 季报，中国巨石第二大股东振石控股集团，股权质押 5.1 亿股，占其总持股比例 93.4%，占中国巨石总股本比例为 14.56%。

至此，根据以上所有的分析，我们进入本报告的关键部分——财务模型构建、财务报表配平、现金流预测、数据建模计算、以及 Excel 建模表格……………

如需获取本报告全文

以及部分重点公司详细估值建模表，

请购买科创板或专业版报告库，

以长江电力、海康威视、恒瑞医药为例，

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	536.3	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	26.3	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	906.0	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												

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
经营性营运资金减少【期初-期末】				-2,582	-2,338	-2,750	-2,555	-2,494	-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	956	992	1,022	838	639	422	188	85
(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)	(-17,623)
(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-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。

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



扫码阅读核心产品二

科创板 | 以及科技概念报告库

【免责声明】 1) 关于版权：版权所有，违者必究，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。