

一夜之间，巨无霸集体出动（估值建模）

3月3日，外盘，美联储降息50bp，结果降息之后并没有如期上涨，反而标普还下跌2.81%，说明市场预期仍然悲观；国内，各省扎堆出台重大投资计划，据说浙江有537个项目，总投资8864亿元。

从行业层面来看，基建领域暴力启动，中国建筑、中国交建、中国中铁、中设集团等，成为其中龙头。仿佛一夜之间，基建这个原本无人问津的传统行业，就成了被追捧的对象，各种消息满天飞。一是老基建（水泥、建筑），一是新基建（5G、特高压、云计算、物联网），各种概念股，眼花缭乱。

其实，从上周开始，我们就明确提出：接下来的价值洼地，在高股息、基建、周期；而科技领域，已经出现明显的泡沫。这些，都小范围在朋友圈子做过分享。目前看来逻辑已经验证。

不过，看了一圈，发现现在市面上的信息，还是有不少陷阱：一些人把基建当作概念炒，忽略内在价值；一些人把基建“偷换概念”，以新基建之名，行科技行业投机之实，仍然在高估值科技公司里转悠。

“新基建”，成了科技炒家们新的说辞和概念，继续迎来爆炒。但无论怎么说，在当下的“新基建”热炒里，高估值的科技领域，哪怕披着“新基建”的外衣，我们也是不会去研究的。接下来优塾团队的研究主线，就一句话：基建+消费刺激，我们认为监管层可能会以“货币政策、财政政策、消费刺激政策”为组合拳，推动经济。现在大家看到了基建这一层，但接下来的消费刺激，也需要提前注意。

消费刺激的几大主力赛道，地产、汽车、家电、免税，目前来看，地产好不容易按住，不大可能全面放宽；而家电刺激没什么空间；免税受意外事件影响短期较难刺激，剩下的，

有巨大体量并且估值洼地的，只能是汽车。

所以，内地市场，我们的研究会侧重在建筑、交通建设领域，不会去在所谓新基建里做投机；而在中国香港市场，我们会侧重于通信（这个算新基建），以及汽车（可能会成为消费刺激政策主力赛道）。

整体行业研究导向就这几条，接下来，继续我们的建模研究。

今天这家公司，是国内基建巨头，国内主要的基建项目都少不了它的身影，其承建或参建了川藏铁路、港珠澳大桥、冬奥会重点工程、京张高铁、八达岭隧道等多项大型工程。此外，还有南京长江大桥、武汉天兴洲长江大桥、京九铁路。



图：港珠澳大桥 来源：中国中铁官网

实际上，根据其 2018 年年报披露，它在国内大中型铁路建设市场的占有率达到了 58.4%，2018 年营业收入体量超过 7000 亿元。它就是中国中铁，直接来看业绩数据——2019 年三季度，其营业收入为 5,718.71 亿元；净利润为 167.22 亿元；经营活动现金流净额为 -409.16 亿元；毛利率为 9.81%；销售净利率为 2.93%。注意，这么大的体量，其实增速并不差：近三年收入复合增速为 7.28%，净利润复合增速为 17.16%。不过，虽

然体量很大，但受限于重资产的生意属性，导致投入资本回报率偏低，以 2018 年为例，其不剔除现金的 ROIC 仅为 4.9%。这个回报水平，对比基建、地产产业链上的公司来看，海螺水泥（23.87%）、中国巨石（10.39%）、金螳螂（14.66%）、中国建筑（9.43%）、中铁铁建（6.37%）、申通地铁（0.66%）、港铁公司（5.6%）。

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，作为国内基建巨头，其收入到底由什么驱动？该如何对未来进行预测？
- 2) 基建周期，背后的核心驱动力来自哪里？目前，我们在周期的什么位置？
- 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**海螺水泥、万科 A、格力电器、美的集团**，购买优塾团队的“核心产品一：专业版报告库”，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 —



巨头，模式

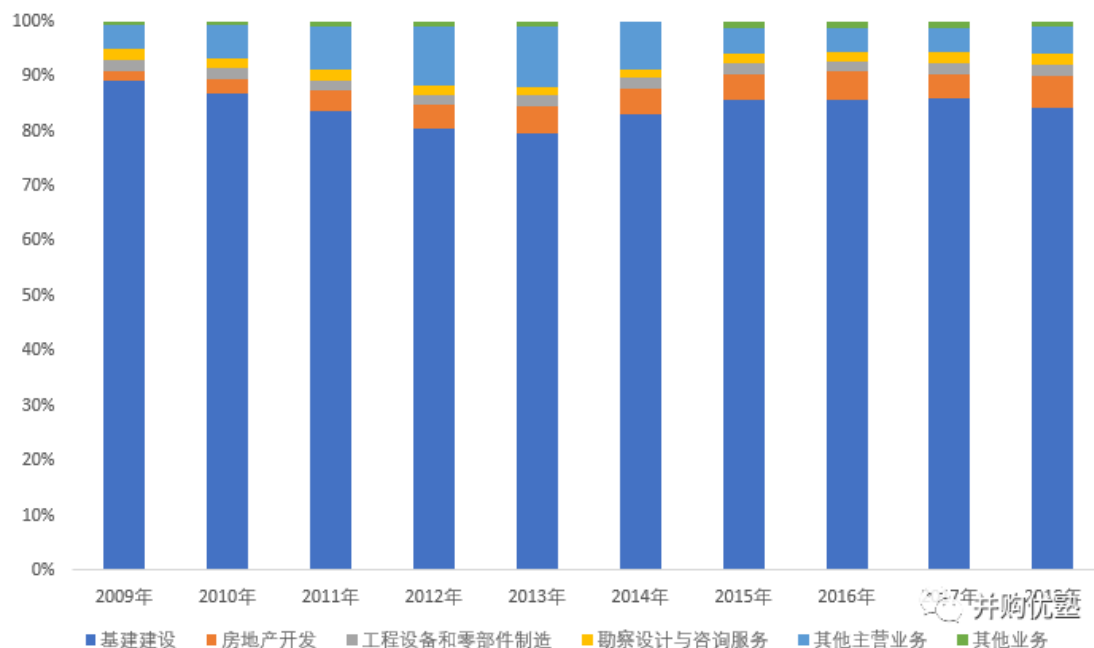
中国中铁，于 2007 年 9 月成立，同年 12 月上市。控股股东是中国铁路工程集团，截止 2019 年三季报，其持股比例为 47.21%。从 Choice 数据的机构持仓清单上来看，中国证券金融有限公司、国新投资、汇金、汇添富、中国香港结算有限公司等机构都在列。

序号	股票代码	机构名称	持股数量(股)	持股类型	占流通股(含限售股)比例(%)	所属公司
1	-	中国铁路工程集团有限公司	11,434,170,390	一般法人	81.3534	中国铁路工程集团有限公司
2	-	中国证券金融股份有限公司	348,615,578	国家队	2.6681	中国证券金融股份有限公司
3	-	国新投资有限公司	424,904,009	一般法人	2.2799	国新投资有限公司
4	-	中开汇金资产管理股份有限公司	235,455,300	国家队	1.2634	中开汇金资产管理股份有限公司
5	515800.SH	平安银行股份有限公司-中证300交易型开放式指数证券投资基金	180,805,200	基金	0.9970	汇添富基金管理股份有限公司
6	-	北京通惠金和投资有限公司	162,782,809	一般法人	0.8734	北京通惠金和投资有限公司
7	-	泰康养老保险有限公司	152,573,859	一般法人	0.8187	泰康养老保险有限公司
8	-	博时基金-农业银行-博时中证金融资产管理计划	131,135,600	基金资产管理计划	0.7036	博时基金管理股份有限公司
9	-	大成基金-农业银行-大成中证金融资产管理计划	131,135,600	基金资产管理计划	0.7036	大成基金管理股份有限公司
10	-	广发基金-农业银行-广发中证金融资产管理计划	131,135,600	基金资产管理计划	0.7036	广发基金管理股份有限公司
11	-	华夏基金-农业银行-华夏中证金融资产管理计划	131,135,600	基金资产管理计划	0.7036	华夏基金管理股份有限公司
12	-	嘉实基金-农业银行-嘉实中证金融资产管理计划	131,135,600	基金资产管理计划	0.7036	嘉实基金管理股份有限公司
13	-	南方基金-农业银行-南方中证金融资产管理计划	131,135,600	基金资产管理计划	0.7036	南方基金管理股份有限公司
14	-	易方达基金-农业银行-易方达中证金融资产管理计划	131,135,600	基金资产管理计划	0.7036	易方达基金管理股份有限公司
15	-	银华基金-农业银行-银华中证金融资产管理计划	131,135,600	基金资产管理计划	0.7036	银华基金管理股份有限公司
16	-	中欧基金-农业银行-中欧中证金融资产管理计划	131,135,600	基金资产管理计划	0.7036	中欧基金管理股份有限公司
17	-	工银瑞信基金-农业银行-工银瑞信中证金融资产管理计划	119,642,589	基金资产管理计划	0.6420	工银瑞信基金管理股份有限公司
18	005223.OF	广东中证基建工程指数型发起式证券投资基金	4,007,515	基金		
19	560135.OF	南方中证周期产业指数分级证券投资基金	4,126,118	基金		
20	560639.OF	南方中证周期产业指数分级证券投资基金	2,740,582	基金		

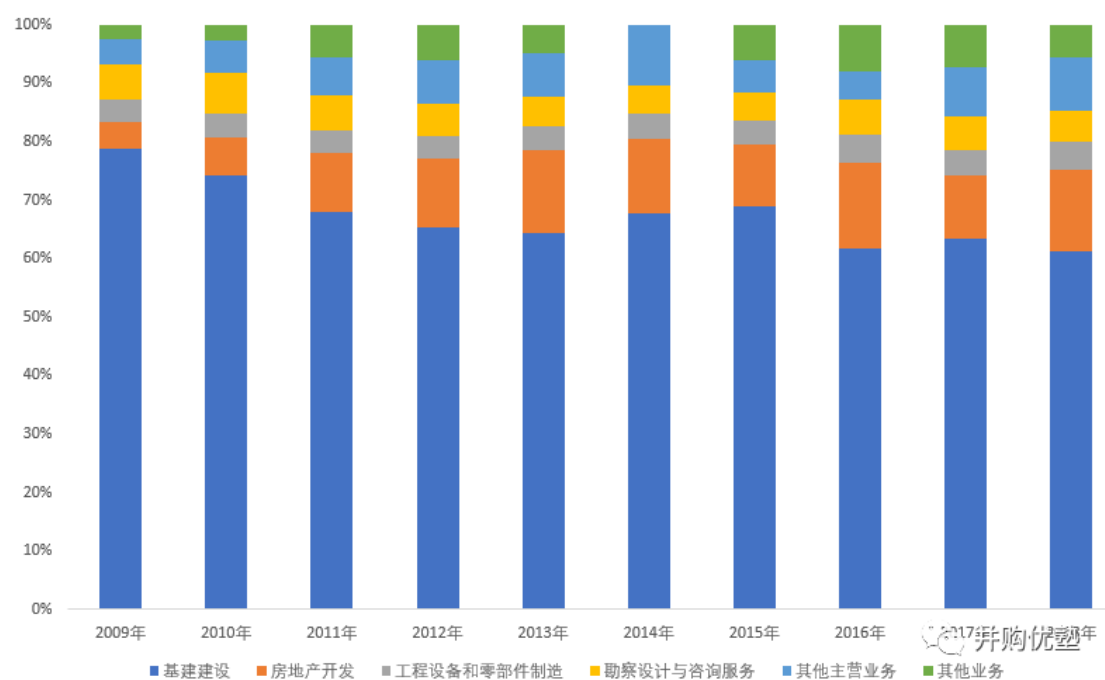
图：机构持股来源：choice

2016 年至 2019 年三季度，其营业收入分别为 6,433.57 亿元、6,933.67 亿元、**7,404.36** 亿元、5,718.71 亿元；净利润分别为 127.03 亿元、142.04 亿元、**174.36 亿元**、167.22 亿元；经营活动现金流净额分别为 544.95 亿元、331.74 亿元、**119.62 亿元**、-409.16 亿元；毛利率分别为 8.59%、9.38%、**9.90%**、9.81%；销售净利率分别为 1.99%、2.06%、**2.36%**、2.93%。

注意，三季报现金流为负，属正常现象，历史中铁的三季度现金流大多为负。近三年收入复合增速为 7.28%，净利润复合增速为 17.16%。中铁的主要业务是基础设施建设（公路、铁路等基础设施的建造），以 2018 年为例，基建业务占总收入的比重为 84.30%。其余业务还包括房地产开发、工程设备和零部件制造等，占比均小于 6%。和收入对应的是，基建对中铁的毛利贡献较多，以 2018 年为例，该业务毛利占总毛利的 **61.17%**；其余业务中，房地产开发业务的毛利贡献较多，占比为 14.09%。



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

从产业链视角来看，这个领域的链条如下：

产业链上游，主要是基础设施建造企业，比如本案，毛利率在 9%左右；

产业链中游，主要是基础设施运营企业，比如申通地铁，毛利率在 6%左右（2018 年）；

产业链下游，主要是使用基础设施的个人。

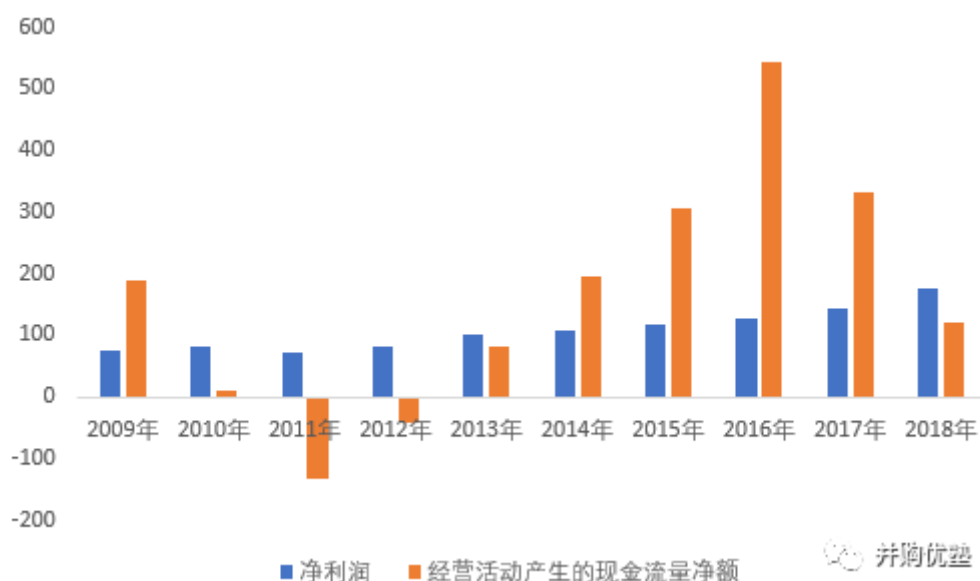
具体到本案，根据 2018 年年报，中铁的前五名供应商采购额占年度营业成本的 1.25%，其中前五名供应商采购额中关联方采购额占年度营业成本的 1.01%；前五名客户销售额占年度营业总收入的 29.23%、其中前五名客户销售额中关联方销售额占年度营业总收入的 1.73%。

以上的产业链情况和商业模式，形成了如下的报表结构：

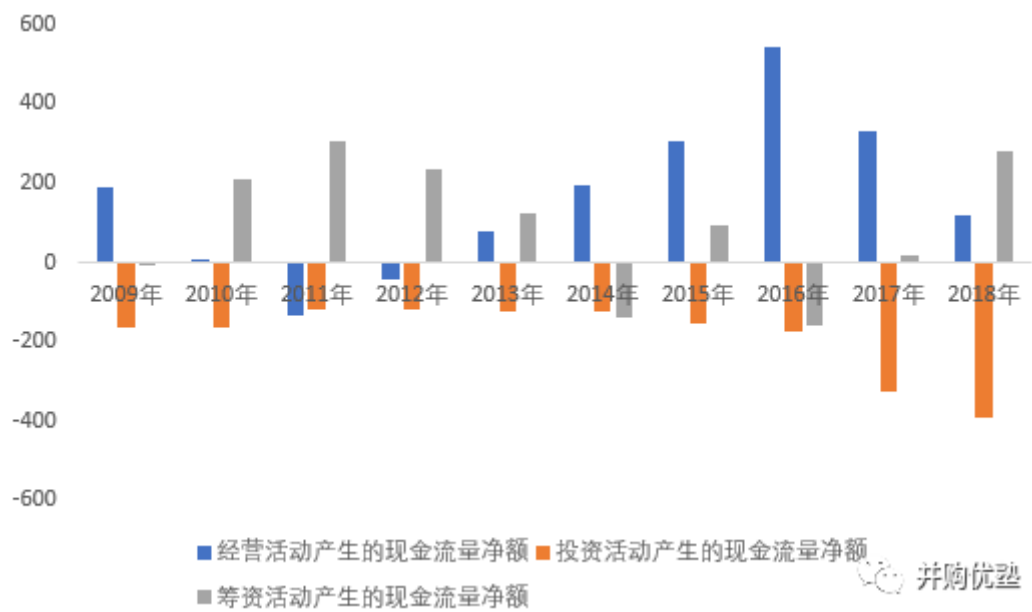
从利润表上看——2018 年，其营业收入为 7,404.36 亿元，其中 89.77%花在了成本上，2.79%花在了管理费用上，0.48%花在了销售费用上、1.81%花在了研发费用上、0.94%花在了财务费用上，净利率为 2.35%。

从资产负债表上看——2018 年，其总资产为 9,426.76 亿元，其中，占比较大的科目为：存货(17.53%)、货币资金(14.27%)、应收账款及应收票据(11.61%)、合同资产(11.59%)；负债总额为 7,205.32 亿元，其中，占比较大的科目为应付账款及应付票据（47.71%）、合同负债（12.77%）。

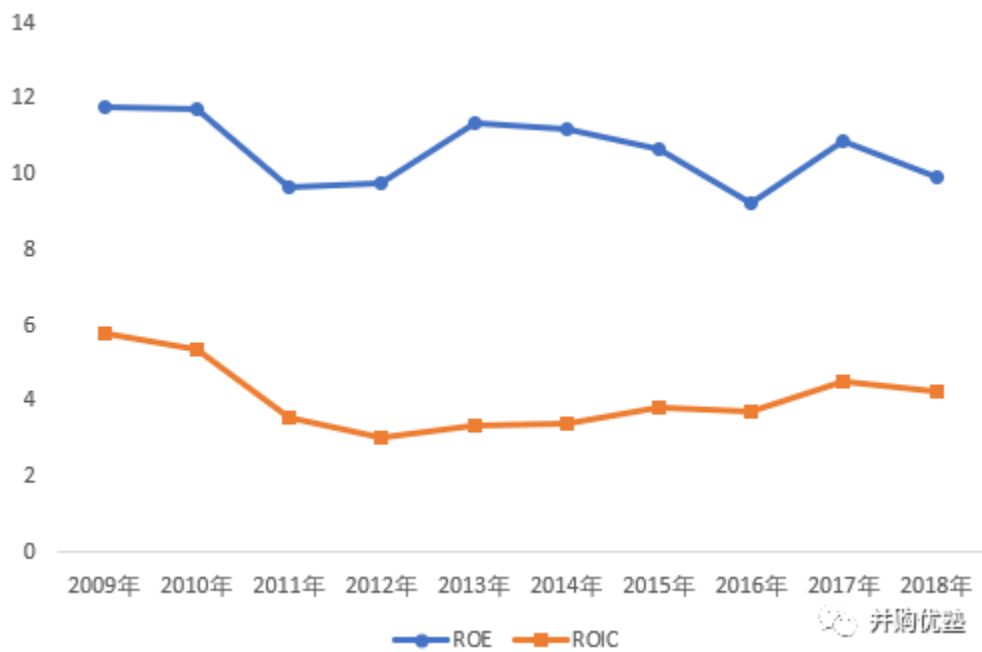
基本面，到底如何？再来看一组《并购优塾》整理的基础数据：



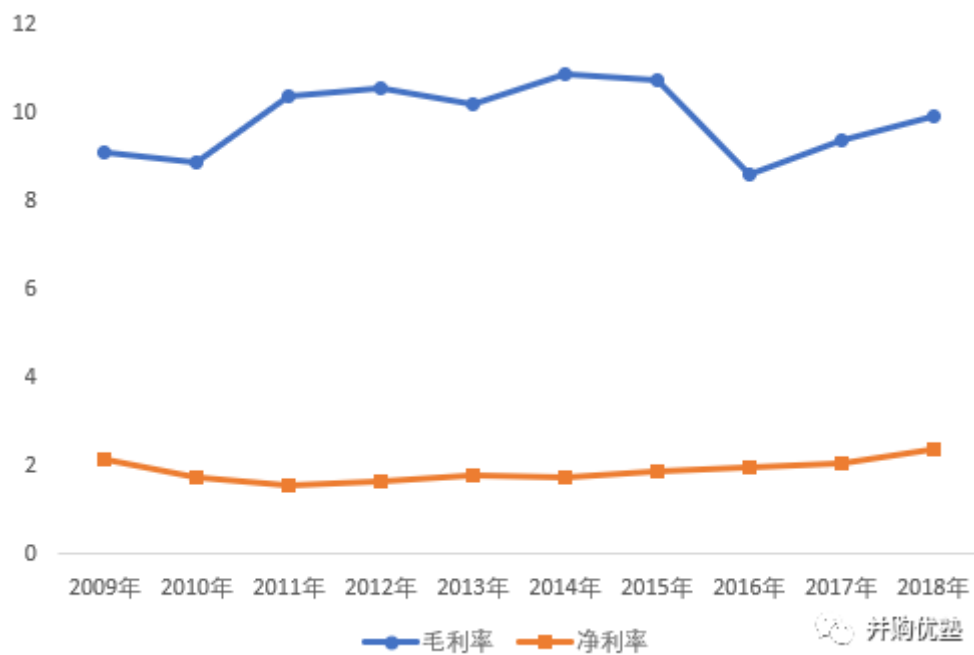
图：净利润现金流对比（单位：亿元）来源：并购优塾



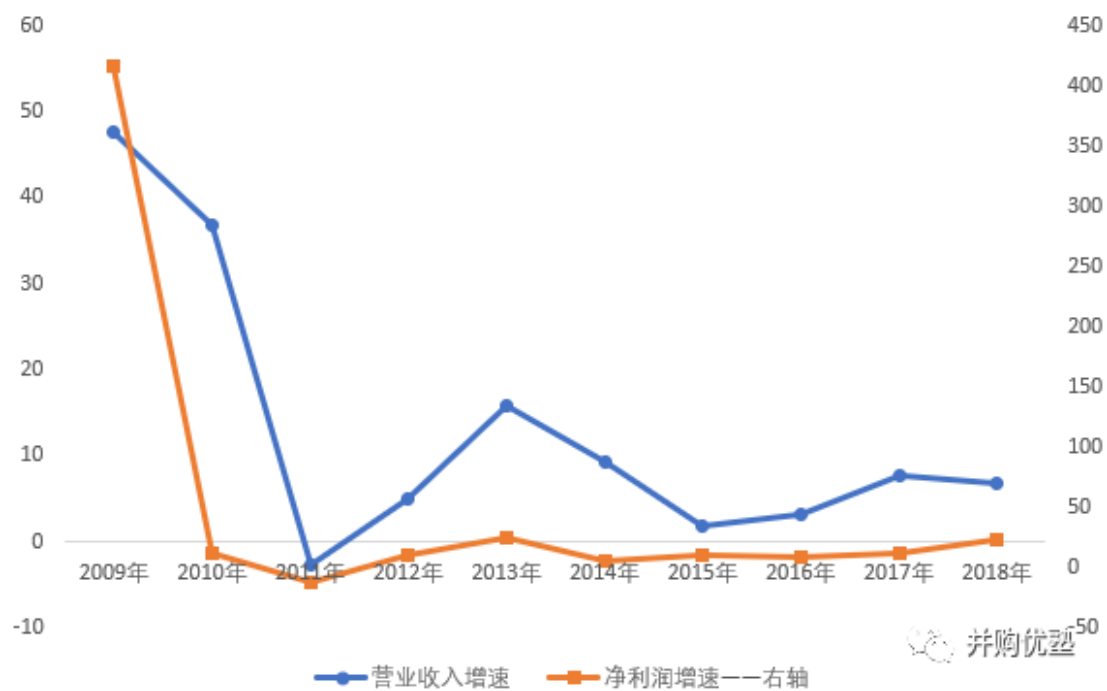
图：三项现金流对比（单位：亿元）来源：并购优塾



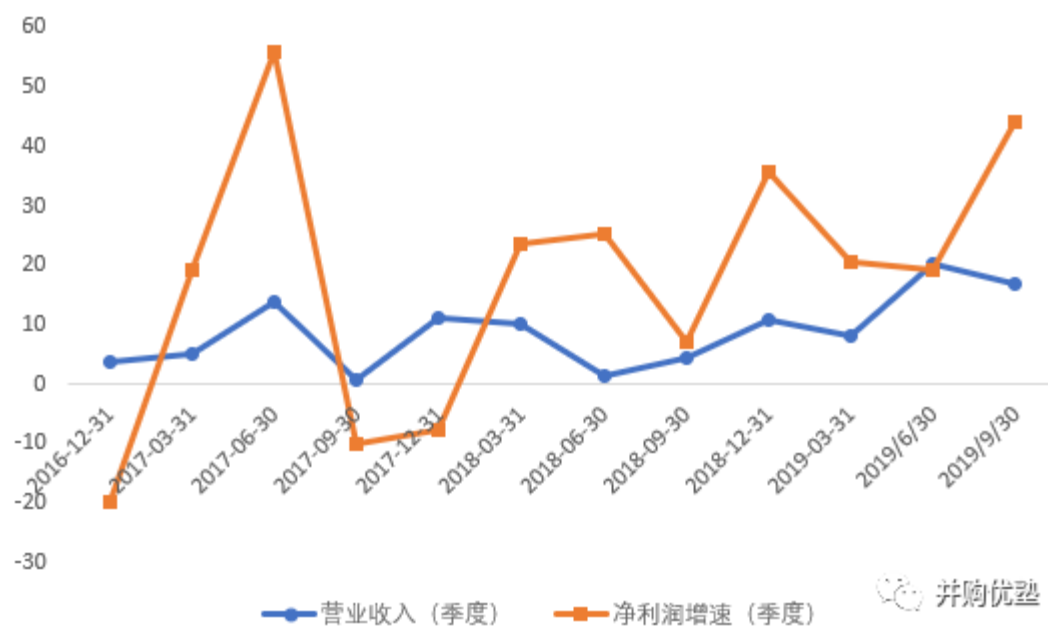
图：ROE、ROIC（单位：%）来源：并购优塾



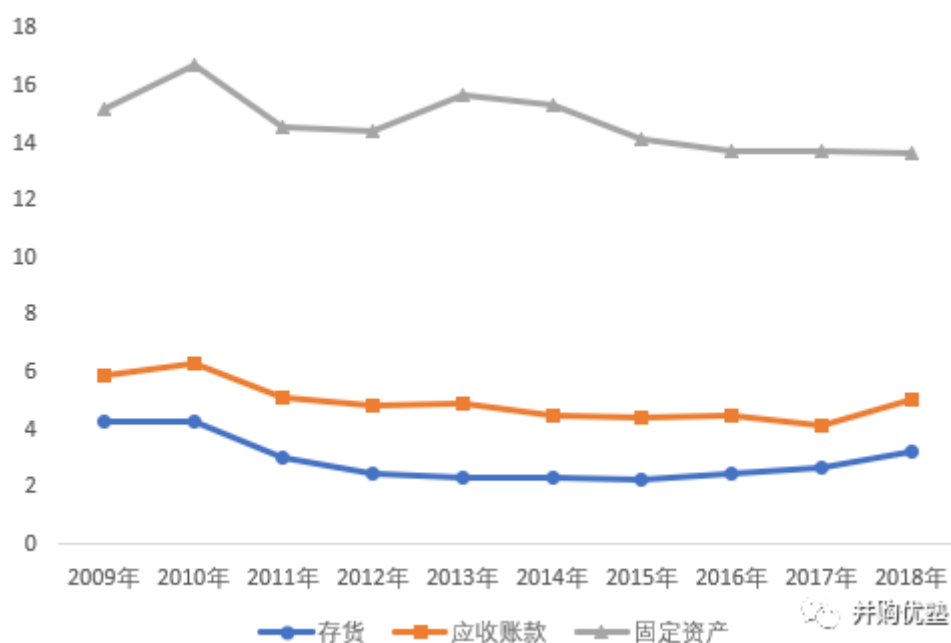
图：毛利率及净利率（单位：%）来源：并购优塾



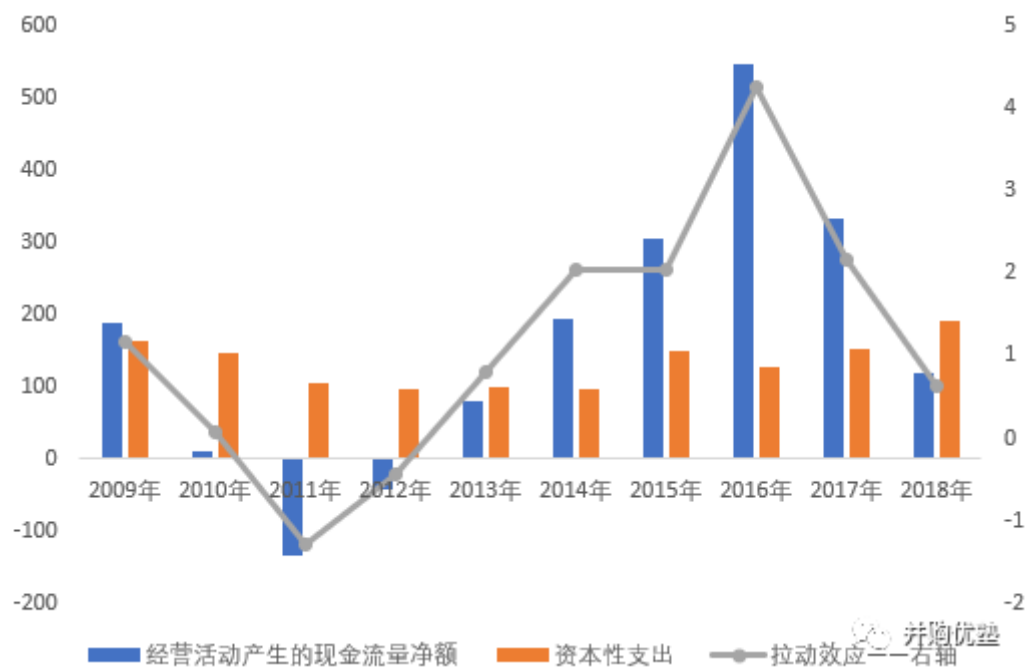
图：年度营业收入、利润增速（单位：%）来源：并购优塾



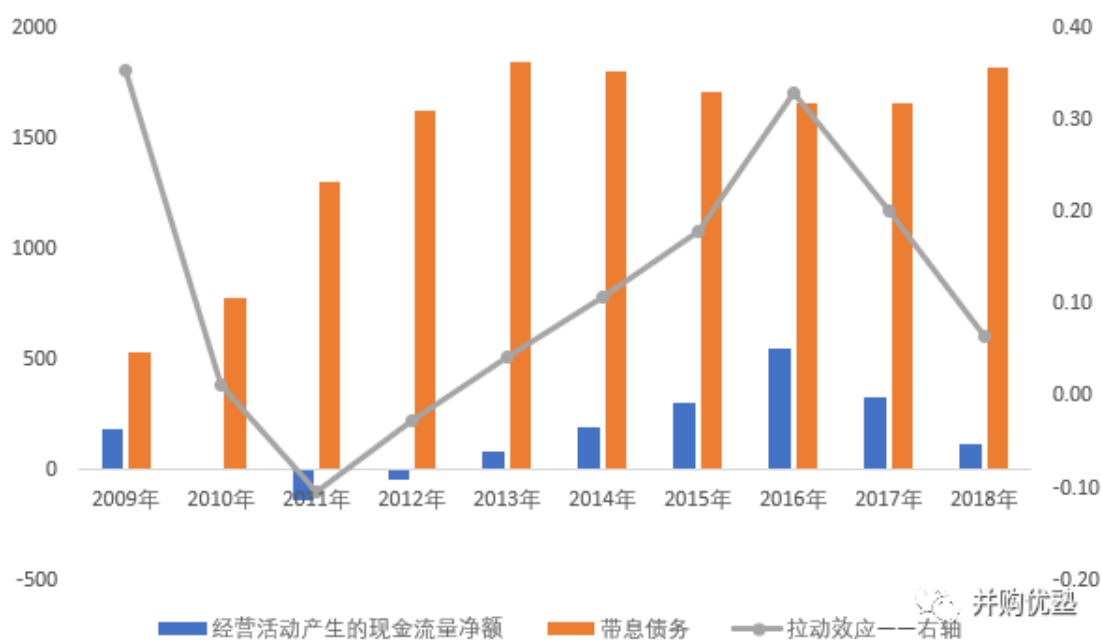
图：季度营业收入、利润增速（单位：%）来源：并购优塾



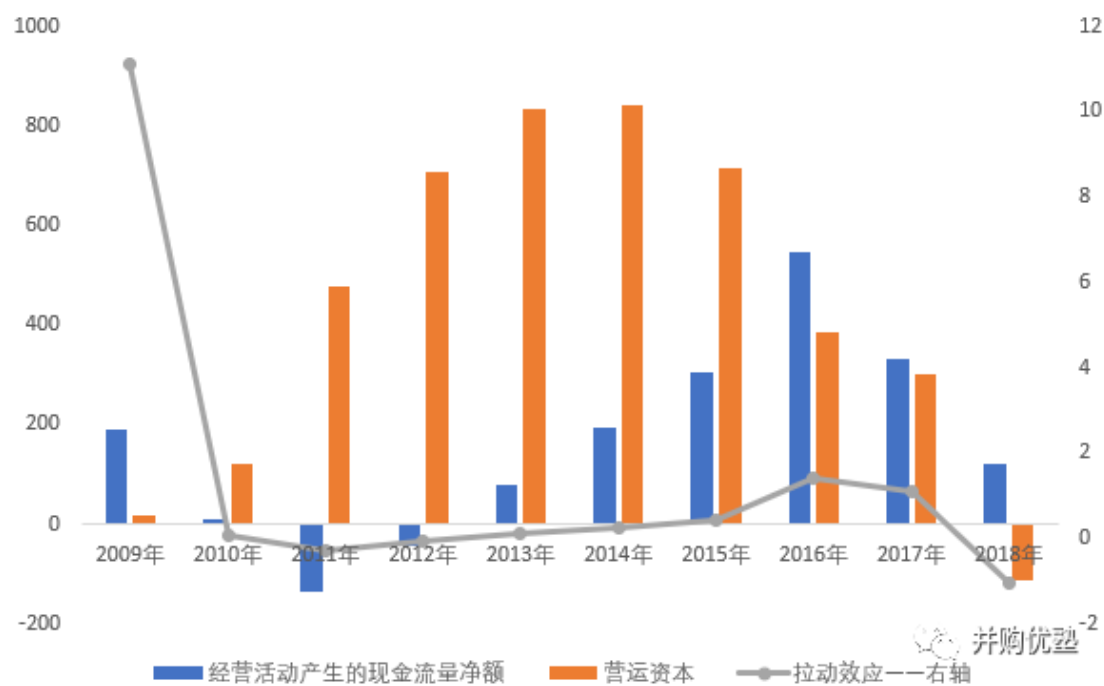
图：存货、应收账款、固定资产周转率（单位：次）来源：并购优塾



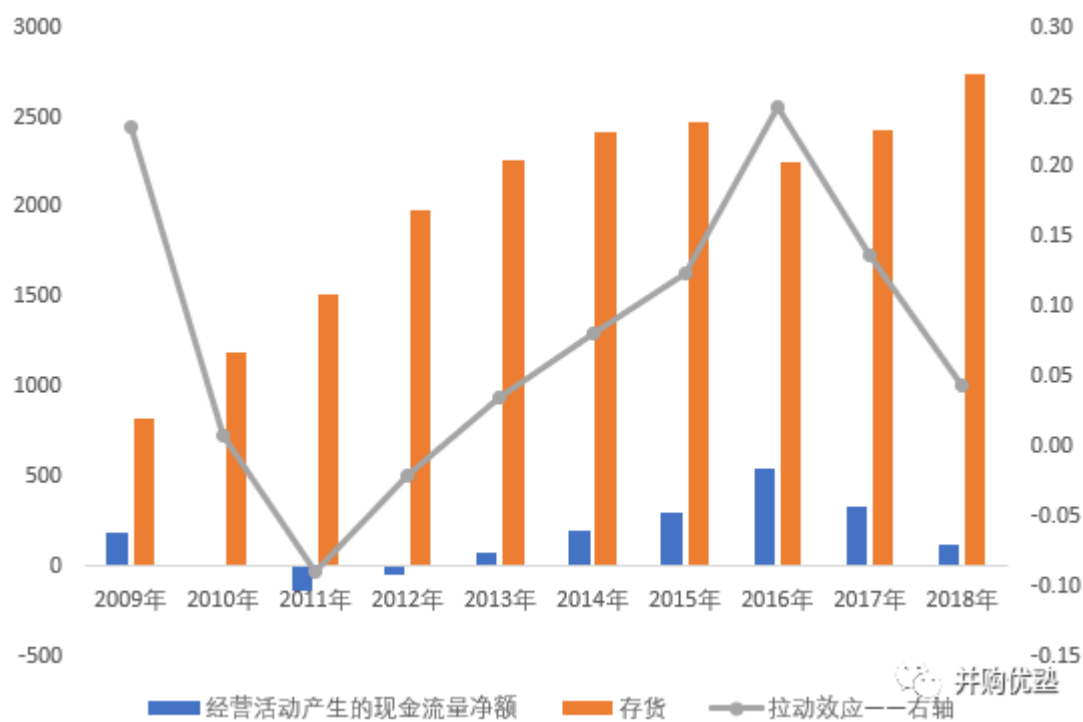
图：capex 对现金流拉动效应（单位：亿元（左））来源：并购优塾



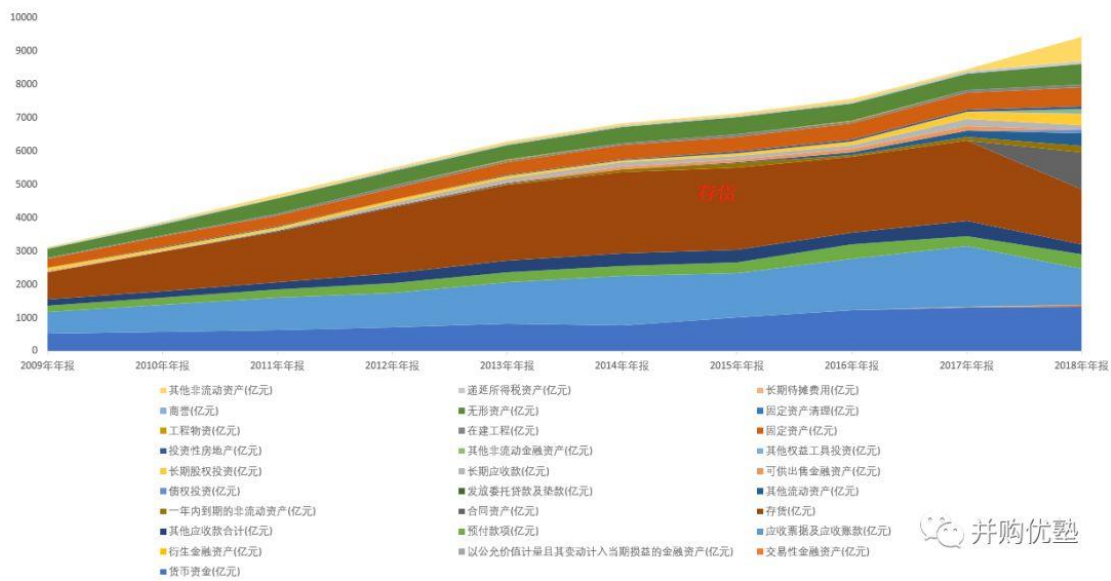
图：带息债务对现金流拉动效应（单位：亿元（左））来源：并购优塾



图：营运资本拉动现金流（单位：亿元（左））来源：并购优塾



图：存货拉动现金流（单位：亿元（左））来源：并购优塾

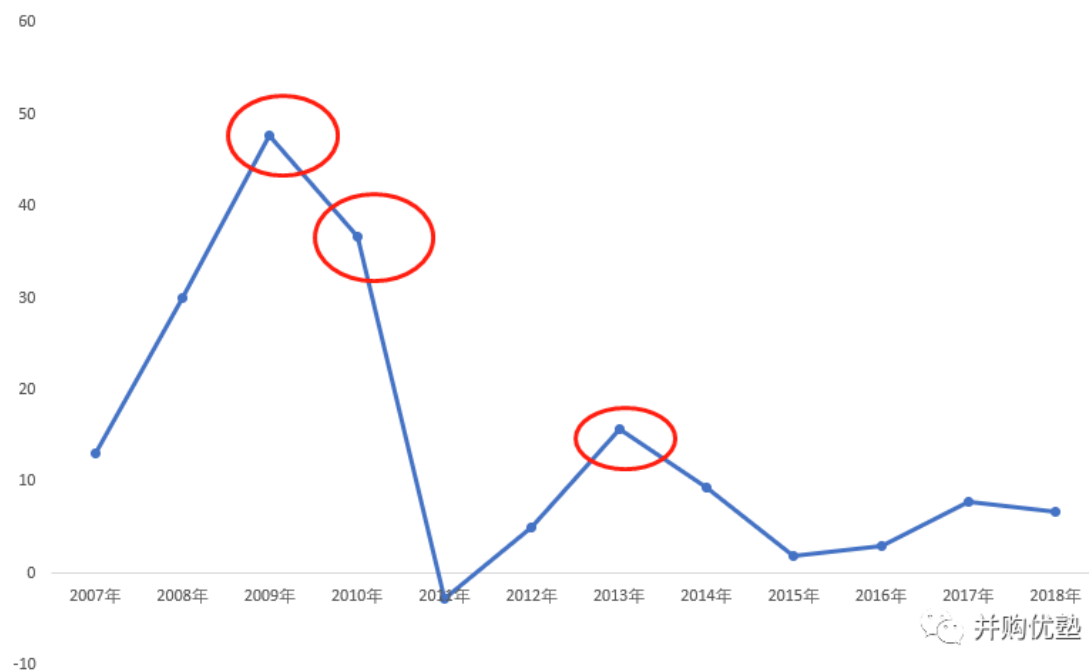


— 02 —



历史，驱动





图：历史营业收入增速（单位：%） 来源：并购优塾

在进行收入预测之前，我们先来看看历史上本案的营业收入情况：

本案 2008 年-2010 年、2013 年收入增速分别为 29.98%、47.63%、36.75%、15.80%，收入的增长主要是因为基建收入的上涨，基建收入增速分别 25.94%、48.50%、32.88%、14.34%。本案收入，主要受基建业务驱动的原因是，该业务占中铁总营业收入的比重较大，近 10 年该业务平均占比约为 85%。

因此，在本篇报告中，我们重点来看基建业务收入如何预测。

— 03 —



基建，模式



本案的基建收入，在确认时，会受其运营模式影响，目前本案的运营共有四种模式：

- 1) 工程总承包——本案负责工程的设计、材料采购以及施工；
- 2) 施工总承包——本案仅负责工程施工；

3) BOT——本案通过投标从监管层手中获取经营项目的特许权，之后组成项目公司，负责项目的建设和运营，并通过运营项目收回其投资，在特许经营权之后，将基建项目无偿移交；

4) PPP——本案通过和监管层合作，组成项目公司，进行基建项目的建造、运营。

在这几种模式下，收入确认的方式，一共有两种：

1) 一种方法是建造企业中常见的完工百分比法——根据完工进度确认收入；

2) 通过项目的后续运营收回投资。相对于完工百分比法，其确认收入的时点较为靠后。中铁并未披露这几种运营模式的收入占比，但根据它每年披露的新签合同额类型，大概判断承包方式，还是其目前主要的运营方式，以 2018 年为例，承包方式获得的新签合同额为 11,049.3 亿元，而通过 PPP、BOT 方式获取的新签合同额为 3297 亿元。因此，本案主要的收入确认方法，应该是完工百分比法。

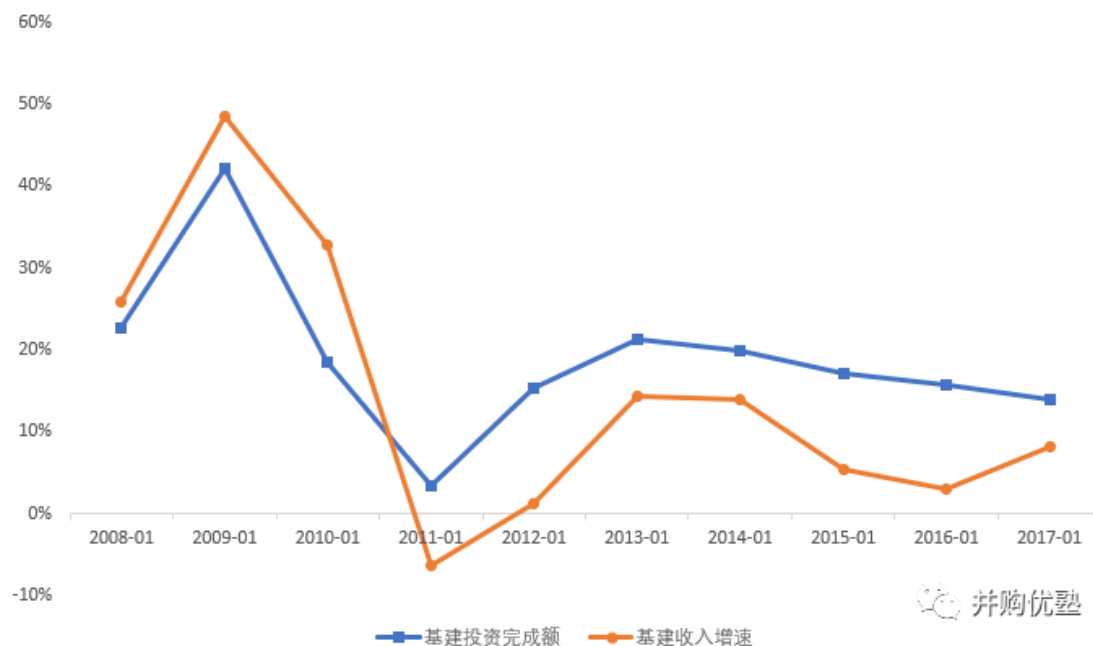
这里需要注意的是，在该方法下，其收入确认受两个主观因素的影响：1) 工程进度的快慢规划；2) 工程进度的判断。此处特质导致，收入确认存在一定调节空间。因此，预测精确的收入数字对本案来说意义不大，核心在于，其增长的驱动力，即基建需求。

— 04 —



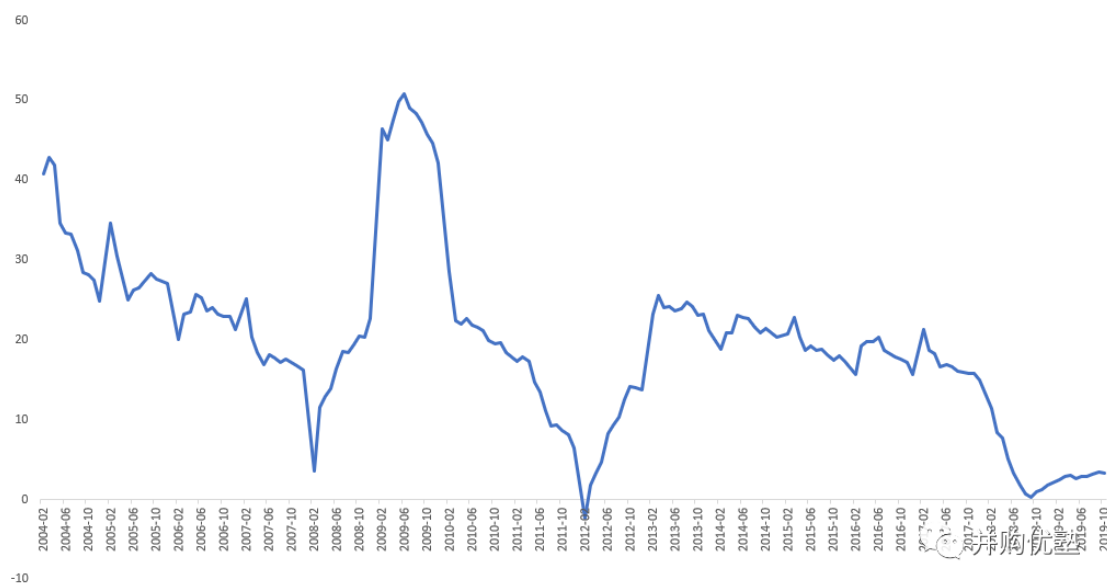
基建，周期





图：基建投资完成额增速和基建收入增速（单位：%）来源：并购优塾

基建业务收入，和全国固定资产投资完成额中的**基础建设投资完成额**高度相关，二者的相关系数为 0.88。因此，这里我们重点来看国内基建投资增速是如何变化的。



图：基建投资增速（单位：%）来源：并购优塾

从上图我们可以发现，基建投资，大致可以分为 3 个周期：

- 1) 2008 年 2 月至 2012 年 2 月；
- 2) 2012 年 2 月至 2015 年 12 月；

3) 2016 年 2 月至 2018 年 9 月。

复盘每轮周期，可以发现，向上的主要驱动都是基建政策和资金面的支持：

1) 2008 年 2 月-2012 年 2 月——基建增速上涨区间为 2008 年 2 月至 2009 年 6 月；政策支持——2008 年金融危机严重影响国内经济，2008 年年底，监管层出台十项措施来刺激经济增长，其中一项措施就是加快铁路、公路和机场等重大基础设施建设；资金面——支持基建的资金来源有两类，一是预算内资金（2008 年增加 1000 亿，以加快基础设施建设速度），二是铁路债大幅放量（2009 年 1 月开始以每月 200 亿规模发行）。

2) 2012 年 2 月至 2015 年 12 月——基建上涨区间为 2012 年 2 月至 2013 年 3 月；政策支持——受 2012 年一季度经济下滑影响，2012 年 3 月末，监管层要求围绕“十二五”规划，推进交通运输等基建项目，2012 年 2 月底，重大基建项目的审批速度开始明显加快，部分高速公路网、机场和轨道交通项目获得审批通过；资金方面——2011 年 10 月开始，城投债发行量大幅增长，同时货币监管层方面放松货币政策和监管，非标融资同样出现增长。

3) 2016 年 2 月至 2018 年 9 月——基建增速上涨区间为 2016 年 2 月至 2017 年 2 月；资金面——2015 年专项建设金融债逐步发行、同年二季度，多部门密集发文，提出在基础设施等领域积极推广 PPP 模式，截止 2016 年年底，PPP 项目数量从年初的不到 7000 个，上升至超过 1.1 万个。

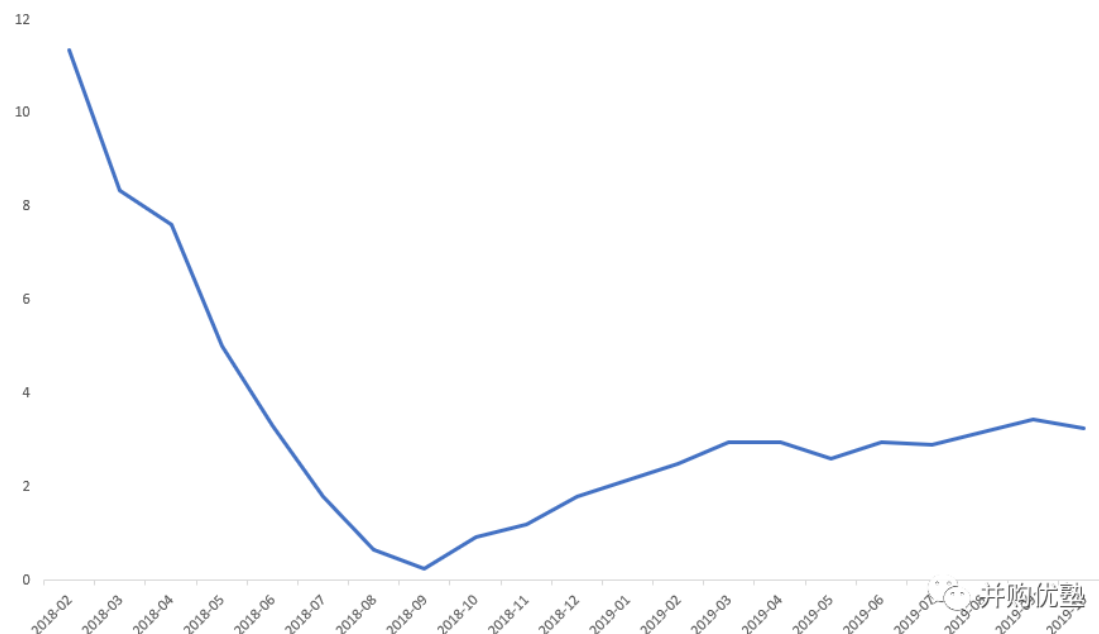
综上，通过分析上面三轮基建周期的驱动力，我们可以得出以下两点结论：

- 1) 驱动出现的时点，基本发生在经济增速放缓的时候，反映基建作为逆周期调节的手段；
- 2) 除了政策刺激外，基建的回升还需要资金的同步放量。复盘之后，对于基建的驱动力，我们已经明确，截止 2019 年 10 月，基建累计同比增速为 3.26%，这个增速相比历史上，显然并不高，那么，目前我们处于周期的什么位置？

— 05 —



基建周期，位置



图：2018 年以来基建投资增速（单位：%） 来源：并购优塾

首先，我们来看历史规律。注意，从历史数据走势来看，自 2018 年 9 月开始，基建增速已经开始回升。

其次，我们来看基建的基本面驱动，即政策。

1) 资金——2018 年 7 月，监管层提出要“加快今年 1.35 万亿元专项债发行和使用进度”；根据监管层的《工作报告》，2019 年财政政策要加力提效，加大对在建项目和补短板重大项目的**金融支持**；根据中金预计，2020 年专项债规模预计达到 3.35 万亿，较 2019 年上升 55.81%；

2) 政策——2018 年 7 月，监管层会议强调“加大基础设施领域补短板的力度”，密集批复了一批铁路、公路、城轨、机场、水利水电等项目。2019 年 11 月，监管层决定公路、铁路等补短板基建项目，可适当降低资本金比例（**较低可达到 15%**），而其余项目的资本金比

例均在 20%或以上。也就是说，从历史增速、政策、资金上看，我们当前均应该处于上行通道中——但是，问题来了：既然政策支持密集到位，可为什么本轮周期的上行如此缓慢？从 2018 年下半年就有预期，直到 2019 年下半年，基建产业链上的公司才刚刚有动静？

— 06 —



基建，阻碍



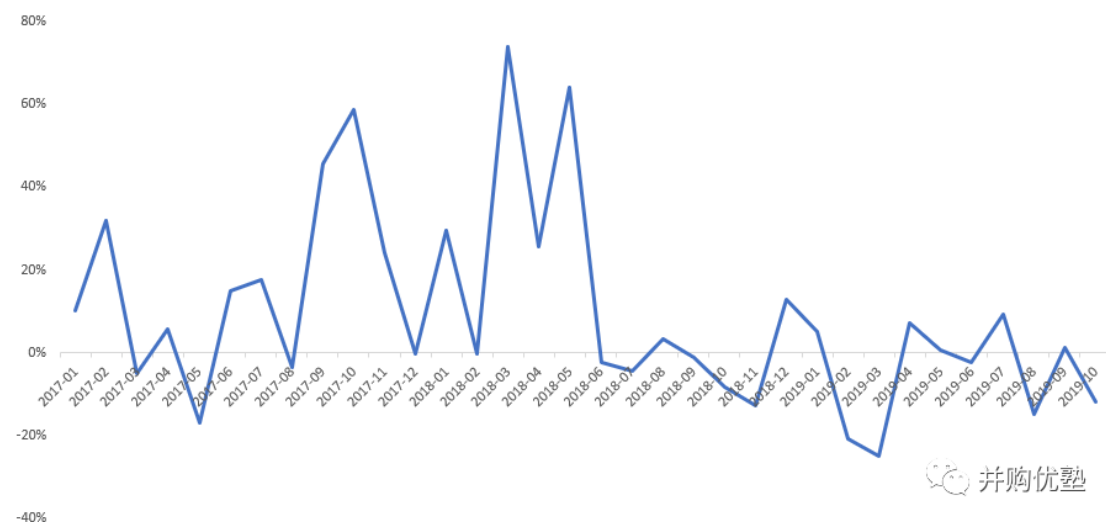
我们之前在海康威视、宇通客车等案例中，有过分析，从宏观角度基建政策的出台，到地方监管层的动作，再到微观层面公司财务数据上的传导，之间会有时间差、预期差。

首先，资金方面来看，之前下发的专项债，流向还需要调整。因此，当前资金面的效果，其实还没有完全体现。2019 年 9 月，监管层会议提出，将提前下发 2020 年部分专项债使用额度，并强调不得用于土地储备、房地产相关领域等。其次，需要留意一件事，地方对基建投资的热情高低，也要顾及其他因素。基建的投入主体，是地方，但地方进行基建投资，需要通过负债来完成。而目前，地方的负债水平相对较高。根据达里奥在《债务危机》中的研究，其实负债本身不是问题，问题的根源在于，负债产生的利润，是否高于利息。

因此，我们重点来看地方监管层两个方面的收入：

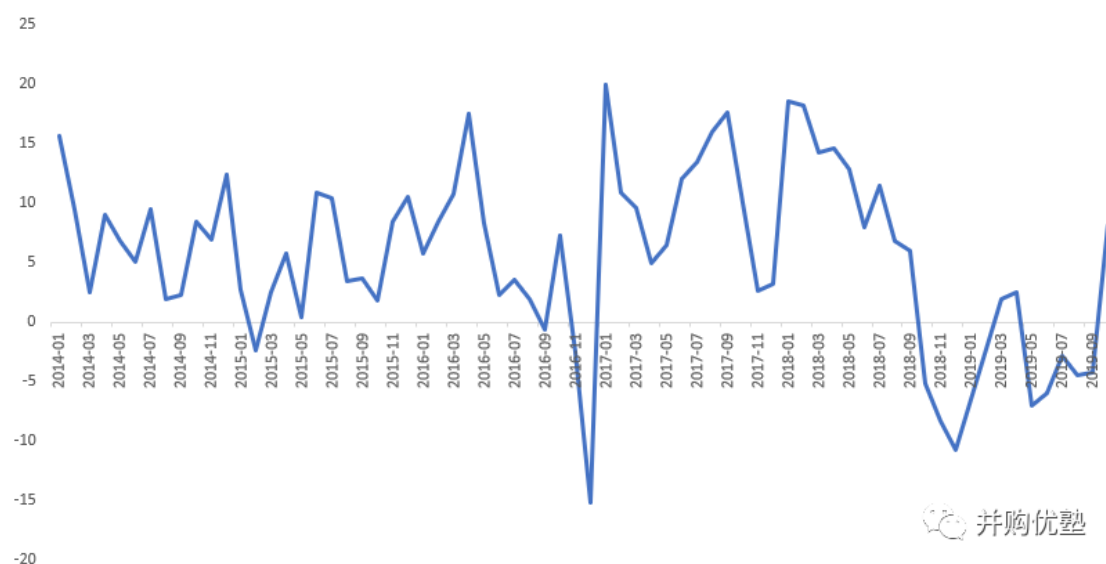
- 1) 投资基建项目本身的回报——基建项目的投资回报率普遍偏低，这里我们参考在 A 股上市的基建项目的收益率，上市的申通地铁 2018 年不剔除现金的 ROIC 仅为 0.66%，港华燃气 4.7%，而目前 AAA 级城投债（十年）的收益率高达 4.4%。回报端和利率端对比可以看出，地方难以通过基建项目自身偿还利息，加码基建之后，对债务的压力其实较大。
- 2) 土地出让——地方通过土地出让获得的收入，是用来偿还专项债的主要来源。不过，这一条要让位于民生。目前地产行业调控的方向，是建立长效机制，限购、限贷等政策较难松

动。从下图可以看出，全国的土地成交面积增速一直在低位徘徊，反映地方从土地中获取的收入在减少。



图：全国 100 大中城市成交土地面积增速（单位：%） 来源：并购优塾

3) 税收收入——2018 年，减税对消费领域带来了一定程度的刺激。不过，对地方上来说，收入有所减少。



图：税收收入增速（单位：%） 来源：并购优塾

综上三个角度的观察，我们可以发现，基建虽然增长确定，但对其增速的预期不应过高。同时，如果要跟踪后续基建发展，要多关注地方资金面的动向。目前，基建项目本身回报，以

及土地出让收入提升的难度较大，因此，需要持续关注税收方面的调整。

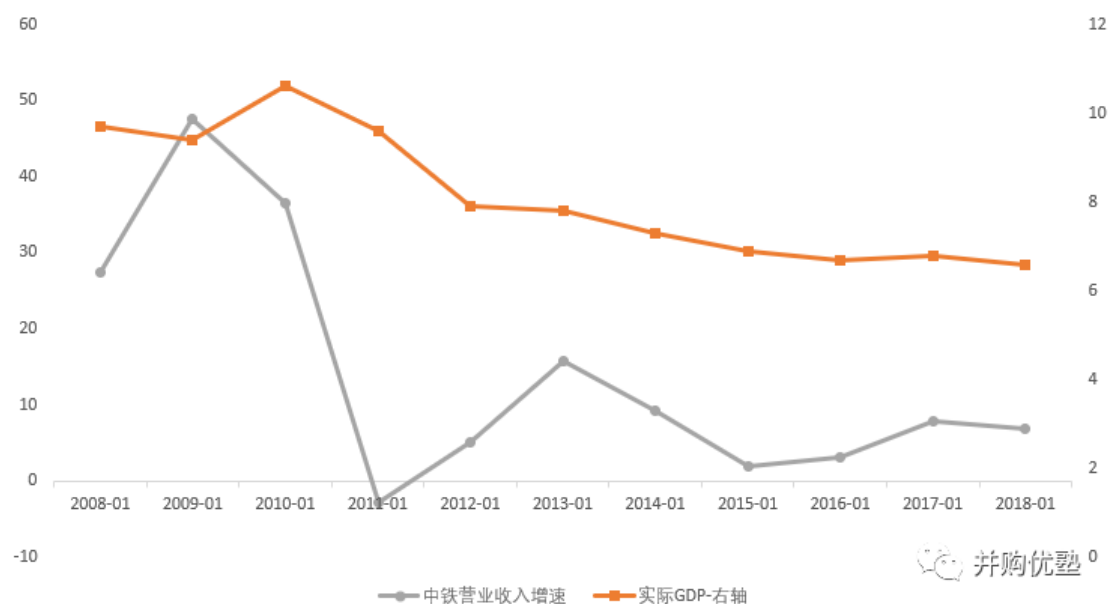
从目前的调整情况来讲，包括部分商品消费税后移等手段，都有利于地方增加税收收入。

分析完以上因素，具体到财务预测上，这里我们参考历史基建周期长度（三年左右），考虑 2019 年年底政策驱动的出现，假定 2020 年为周期高点，2023 年为本轮周期低点。

由于难以准确预测周期高点时的基建投资增速，这里《并购优塾》倾向保守取值，假设到 2020 年，基建增速能上升至 GDP 水平（6%），2023 年下降至 2018 年水平（本轮周期开始的时点）——1.79%；注意，上面的增速是全国的基建投资增速，而非本案的收入增速。考虑到我们并不能准确预测其基建收入增速，这里简化假设——它的基建业务增速的变化幅度和全国基建投资一致，比如，2019 年基建增速较 2018 年底上涨 2.1 个百分点，那么，2019 年本案基建收入的增速也在其 2018 年收入增速的基础上，上涨 2.1 个百分点。

实际上，根据我们的测算，本案的收入增速和实际 GDP 之间存在一定相关性，二者间的相关系数为 0.65，二者的线性关系可以用以下公式表示：

中国中铁营业收入增速=实际 GDP 增速*7.1925-0.4398。



图：中铁营业收入和 GDP 增速（单位：%） 来源：并购优塾

到这里，我们仅仅分析了短期的增速（可以高看，但不应看得太高），而从长期逻辑来看，基建的天花板，还有多高？

— 07 —



基建，天花板



对基建天花板，我们主要从两个角度来进行分析：1) 政策角度；2) 和发达国家在基础设施上的对比。先来看政策。考虑本案的基建收入主要由两部分构成（铁路、市政），我们重点来看有关政策情况。

1) 铁路：2016 年 7 月，监管层发布的《中长期铁路发展规划》，期限为 2016 年-2025 年，计划到 2025 年，铁路网规模达到 17.5 万公里左右，其中高速铁路 3.8 万公里。截止 2018 年底，铁路网规模达到 13.17 万公里，其中高速铁路为 2.9 万公里。这里我们来做一个大概的测算，一般铁路的造价在 0.5-0.6 亿元/公里，高铁的造价在 2.5-2.6 亿元/公里，到 2025 年高速铁路至少还要建造 0.9 万公里，普通铁路至少还要建造 3.43 万公里，计算公式为

$17.5-13.17-0.9=3.43$ 万公里。那么，2019 年-2025 年，在铁路的投资额可以达到 $0.55*3.43+2.55*0.9=4.18$ 万亿元，这期间平均每年的投资额大概在 6969 亿元。

此外，2019 年 9 月 19 日，监管层印发的《交通强国建设纲要》，到 2035 年，要基本形成“全国 123 出行交通圈”，即，都市区 1 小时通勤、城市群 2 小时通达、3 小时全国主要城市覆盖，以及“全球 123 快货物流圈”，即，国内 1 天送达、周边国家 2 天送达、全球主要城市 3 天送达。

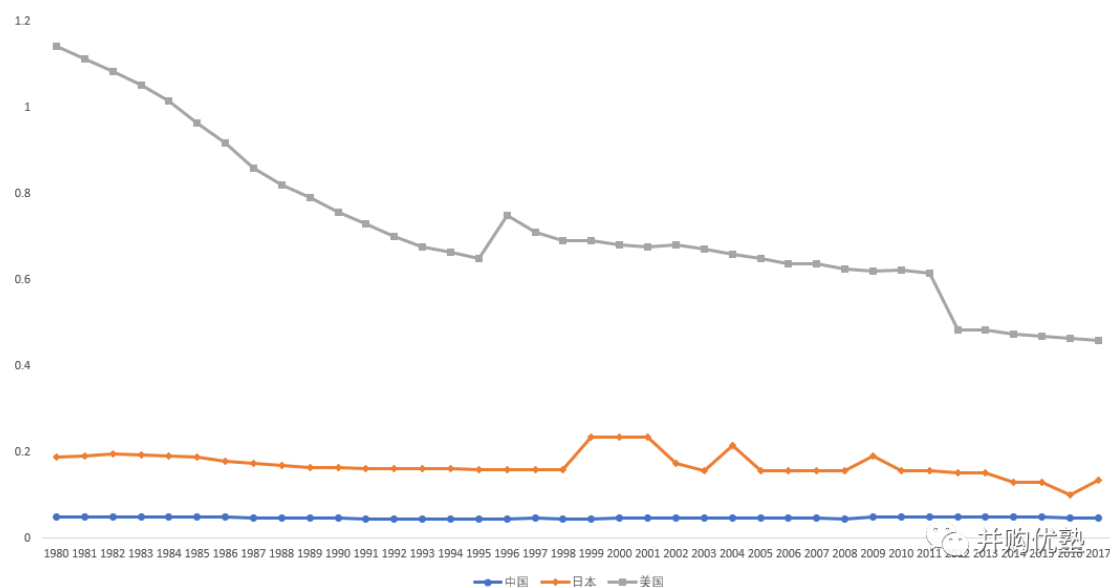
2) 市政：市政主要和轨道交通、地下管道管廊（这个指的是，将通信、电力、燃气等管道包在一个管道里）建设有关，根据发改委发布的 2019 年新型城镇化建设重点任务，要求加快推进城市轨道交通融合发展、推进地下综合管廊建设。

综上，从政策层面来看，基建仍然有不小的发展空间。此处，如果换用另外一个视角来看，和发达国家对比，空间同样巨大。我们重点来看铁路、公路的对比。

1) 铁路——从图中可以看出，我国的每千人人均铁路总里程远低于美国、日本，以 2017 年为例，日本和美国分别为 0.13 公里/千人、0.46 公里/千人，而我国仅为 0.05 公里/千人。

如果看铁路路线分布图，更是可以看出我国的铁路密度远不及发达国家。

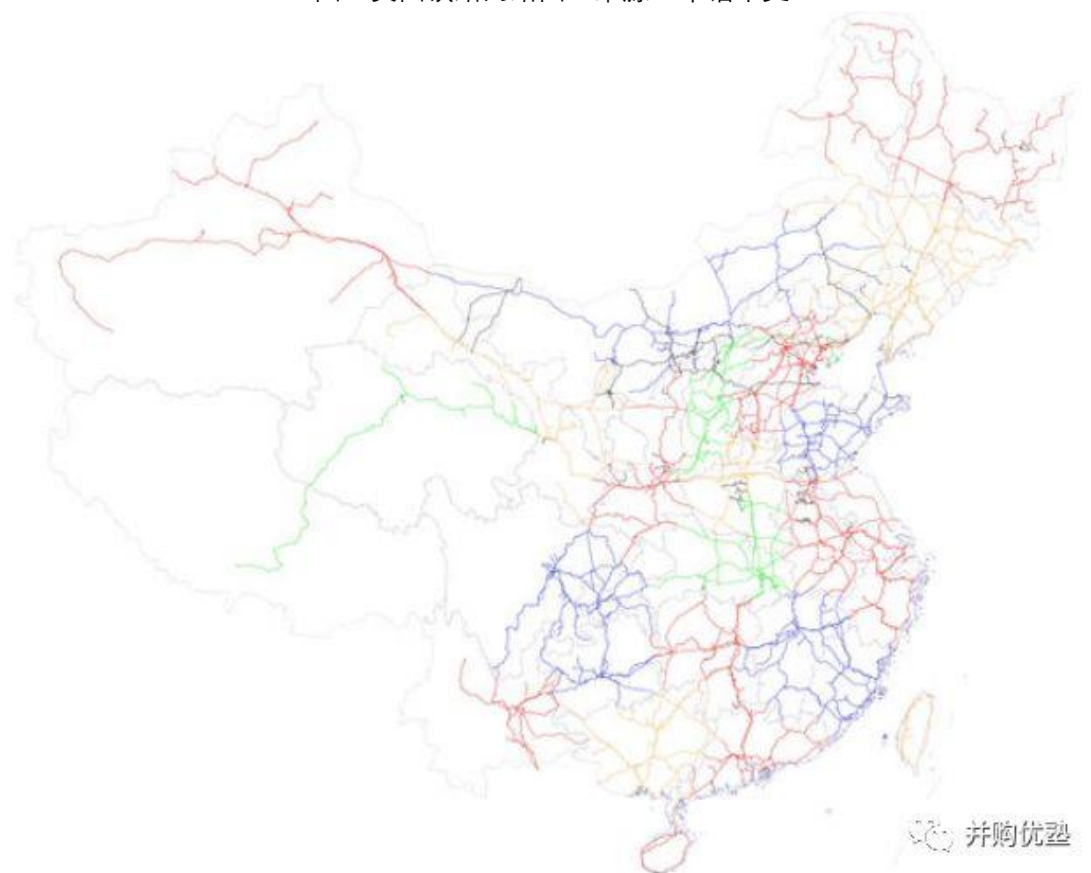
如果以未来 20 年达到日本水平测算，每年大概是 4.89% 的增速。



图：人均铁路里程数（单位：公里/千人） 来源：并购优塾



图：美国铁路网络图 来源：芊语千史



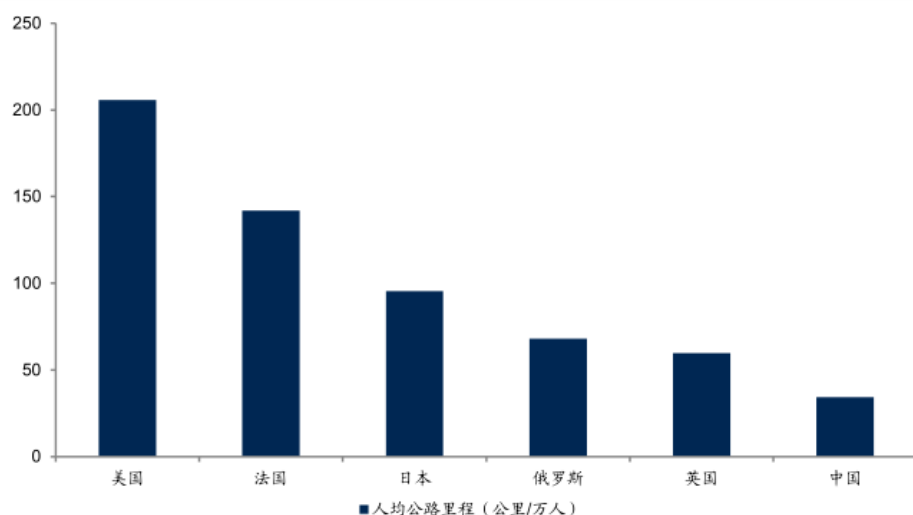
图：中国铁路网络图 来源：芊语千史

2) 公路——截至 2017 年底，我国已投入使用的公路总里程为 477.35 万公里，人均公路

里程大约为 34.34 公里/万人，而美国的人均公路里程大约为 205.6 公里/万人，即使对比人口密度类似的日本，我们的人均公路里程数也存在巨大差距。

如果未来 20 年达到日本水平，则测算年化增速是 4.94%。

图 43：中国的人均公路里程远低于美国等发达国家



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

并购优塾

图：人均公路里程（单位：公里/万人） 来源：国信证券

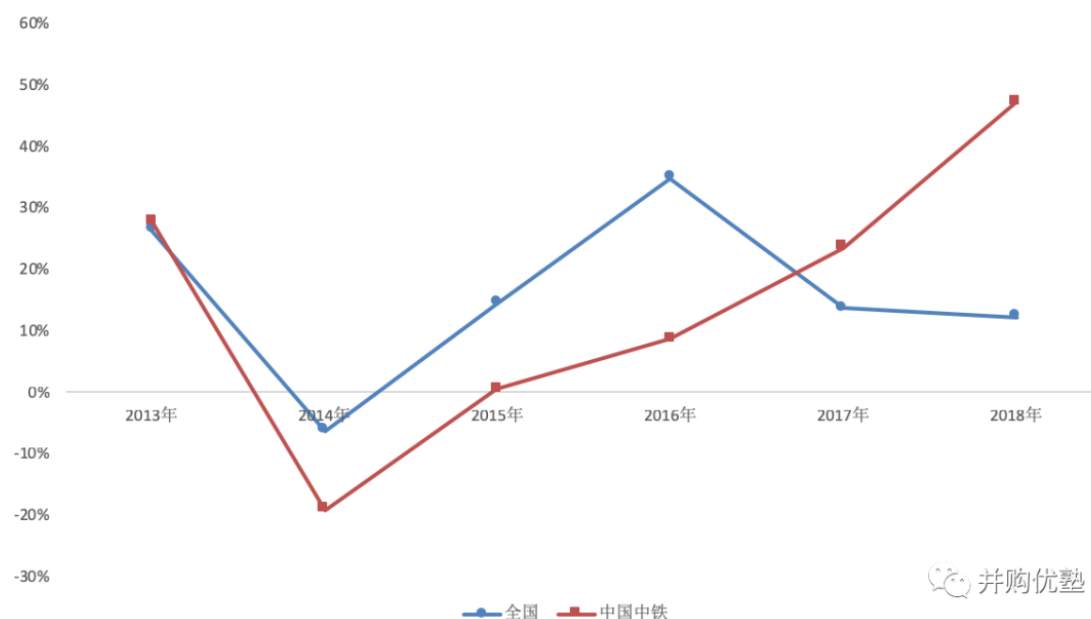
综上，可以看出，我国的基建发展的天花板，还远远未到达。而一旦能够在地方资金面上解决问题，基建领域的发展潜力，仍然巨大。未来 20 年，大约能维持年化 5% 的增速水平。好，预测完重要的基建收入，再来看看本案另一块贡献毛利较多的业务——房地产业务。

— 08 —



房地产，收入

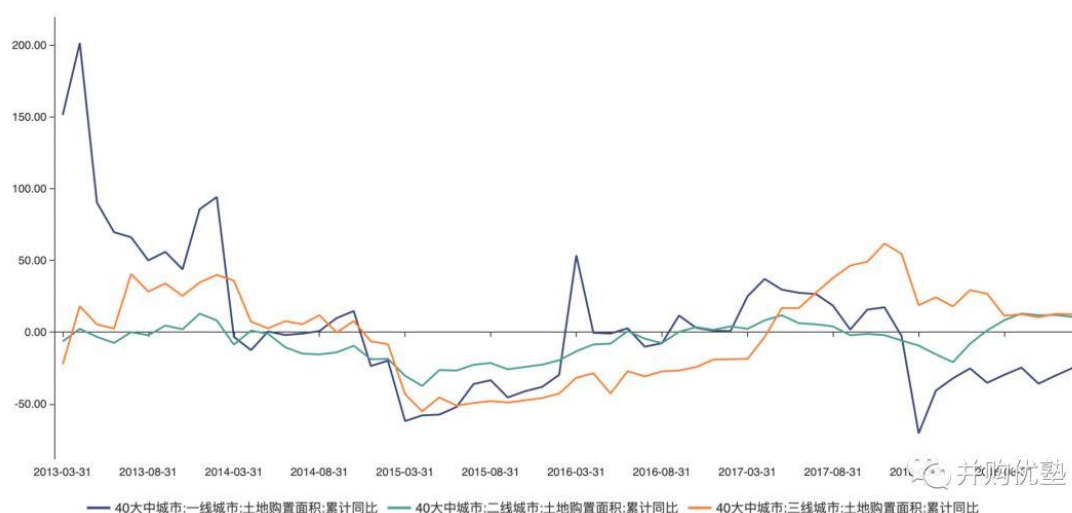




图：全国和中国中铁销售额增速（单位：%） 来源：并购优塾

中国中铁仅从 2012 年开始披露销售额数据，因此先来看这几年销售额情况：

通过上图，可以发现，在 2016 年之前，本案的销售额大致为顺周期，而 2016 年开始，其销售额增速呈现逆周期的趋势。这里我们猜测，主要和本案的销售地区有关，根据其 2018 年年报披露，本案的大部分房地产可供出售面积，集中在西南区域。该区域三四线城市居多，2015 年年中开始的棚改政策，正是在三四线城市开展。棚改，释放大量住房需求，使得三四线城市房地产库存大量释放，同时导致土地购置面积增速高于一二线城市：



图：40 大中城市土地购置面积累计同比（单位：%） 来源：wind

而本案，自 2017 年以来，土地储备面积一直在上涨：



棚改带动的销售额、营业收入上涨，长期看，难以持续，主要原因有以下几个：

- 1) 根据监管层制定的新三年棚改计划，2018 年-2020 年，将会改造棚户区 1500 万套，低于 2015 年-2017 年的 1800 万套，反映棚改速度开始放缓；2019 年 4 月，财政部公布 2019 年全国棚户区改造规划 285 万套，较 2018 年的 580 万套，大幅下降 54.2%；
- 2) 资金上，2018 年下半年开始，开始收紧 PSL (棚改货币化推行重要的金融工具) 的审批；同时 2018 年底监管层要求完善棚改货币化安置政策，对于商品住房库存不足、房价上涨压力大的市县，要尽快取消货币化安置政策；此外，根据前面提到的基建政策——提前下达的 2020 年部分专项债不得用于土储、房地产等领域，进一步反映棚改资金的收紧。

综上，可以发现，棚改仅为短期驱动力，并不属于长期驱动，因此，我们无法将其量化到长期驱动力上，此处，我们谨慎假设自 2019 年开始，本案的营业收入增速逐渐下降至 GDP 增速。2019 年的营业收入增速，我们使用 2019 年半年报收入进行反推，2018 年半年报

房地产业务收入占全年收入的比重为 28.17%，2019 年上半年房地产收入为 137.38 亿元，由此推出 2019 年全年房地产收入为 487.66 亿元，公式为 2019 年房地产收入=2019 年上半年收入/28.17%。从而可以计算出，2019 年房地产业务收入增速约为 12.56%。分析至此，房地产业务也已经预测完毕，那么，还有其他的业务，如何预测？

— 09 —



其他业务，收入



本案的其他业务中，比较重要的有两块：1) 勘察设计与咨询服务业务，主要是为建筑、交通等工程建设项目提供技术和管理服务，服务内容包括研究、规划、咨询、勘察设计、监理等；2) 工程设备与零部件制造业务，主要服务于境内外基础设施建设，产品涵盖道岔、隧道施工设备、桥梁建筑钢结构、工程施工机械以及铁路电气化器材。

可以看出，这两块业务，实际上都和本案的基建业务息息相关，根据我们的测算，这两块业务的收入增速和基建业务增速的相关系数分别为 0.73（勘查设计）、0.72（设备制造）。因此，这两块业务的收入预测，以前面预测的基建业务为基础。这里将基建收入和上面两块业务的收入增速进行线性回归，得到各业务和基建业务的关系，公式如下：1) 勘察设计与咨询服务增速=0.7743*基建业务增速+0.0116；2) 工程设备与零部件制造业务增速=0.8987*基建业务增速+0.0115 根据上述公式、我们预测的基建增速，得到勘查设计、设备制造业务的收入增速如下。

	2019年	2020年	2021年	2022年	2023年
勘察设计	6.37%	8.00%	6.92%	5.83%	4.75%
工程设备制造	7.20%	9.09%	7.83%	6.57%	5.31%

图：勘察设计、设备制造业务收入增速（单位：%）来源：并购优塾

— 10 —



逻辑，交叉验证



研究到这里，本案主要的几块业务收入增速已经预测完毕，收入预测表格，如下。

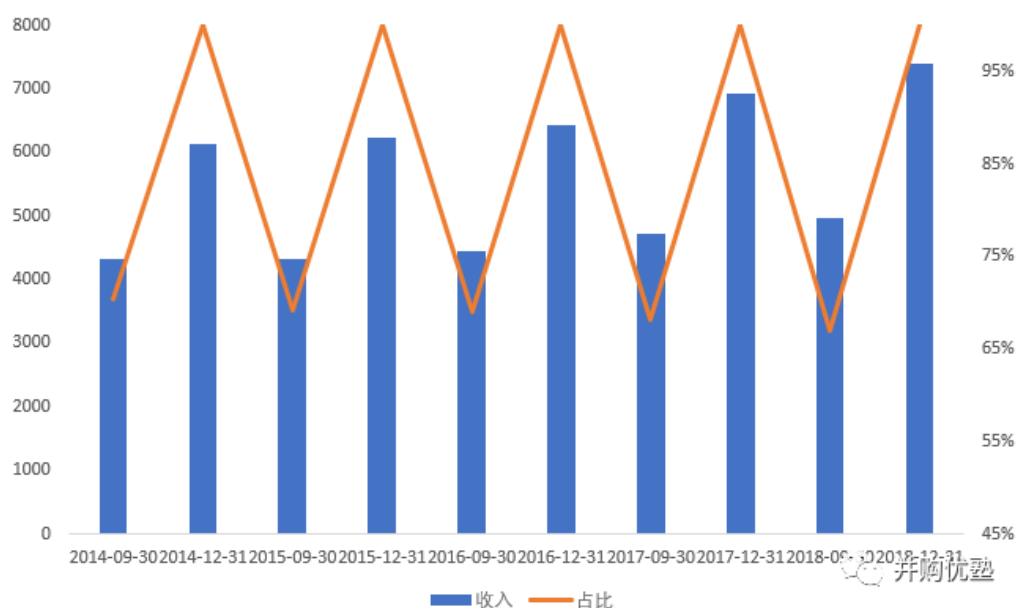
	2019年	2020年	2021年	2022年	2023年
营业收入	7861.35	8530.39	9144.65	9681.80	10120.80
营业收入增速	6.17%	8.51%	7.20%	5.87%	4.53%

图：收入预测（单位：亿元、%） 来源：并购优塾

尽管收入已经全部预测完成，但如果仅仅用一种方法来预判增速，可参考性较差。这里，我们再结合其他方法交叉验证：

- 1) 三季报反推**——2014 年-2018 年，其三季报收入占全年收入的比重均值约为 69%，且较稳定。因此，我们选用 69%作为参考值。

由此，《并购优塾》假设，下半年如果无意外发生，参考近五年平均 69%的比例，可倒推出 2019 年年报预计收入约为 8315.89 亿元，同比增速约为 12.31%，预测公式：2019 年年报收入=2019 年三季报收入/69%=8315.89 亿元。



图：收入及收入占比（单位：亿元、%（右））

2) 内生增速——预期增长率采用公式：内生增速=净资产回报率*（1-分红率）。其历史平均分红率约为 16.24%，平均 ROE 约为 10.38%，得到内生增速为 8.69%；

3) 历史增速——中铁近三年历史增速为 3.08%、7.77%、6.79%；

4) 分析师增速——根据 wind180 天内 12 家机构给出的分析师预测，2019 年-2021 年收入增速分别为 8.25%、8.34%、8.26%。

根据我们的预测，2019 年-2021 年收入增速为 6.17%、8.51%、7.20%，略低于机构预测，

但整体较为接近。至此，收入测算逻辑已经完成，不过，还有其他更重要的事需要解决——

——本案每年需要往外花多少钱？钱都花在哪里？

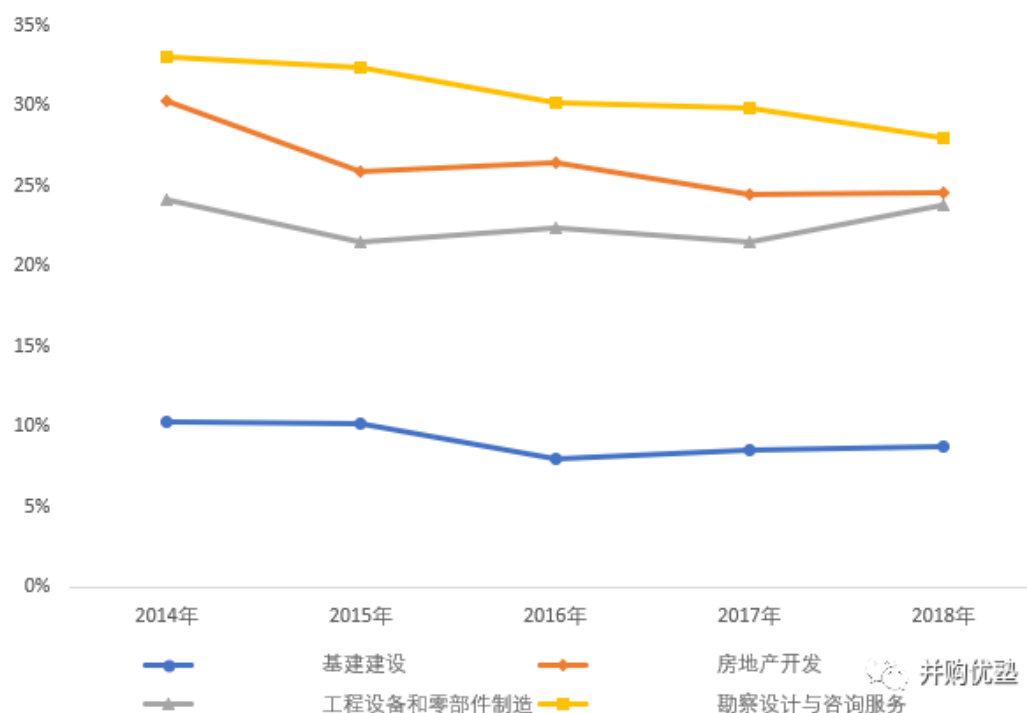
— 11 —



钱，到哪里了



预测完收入，我们来看毛利率如何预测。首先来看看近几年各项业务的毛利率变化情况：



图：各业务毛利率（单位：%）来源：并购优塾

通过上图，我们可以发现几点：1) 基建建设、设备制造业务的毛利率整体较为稳定；

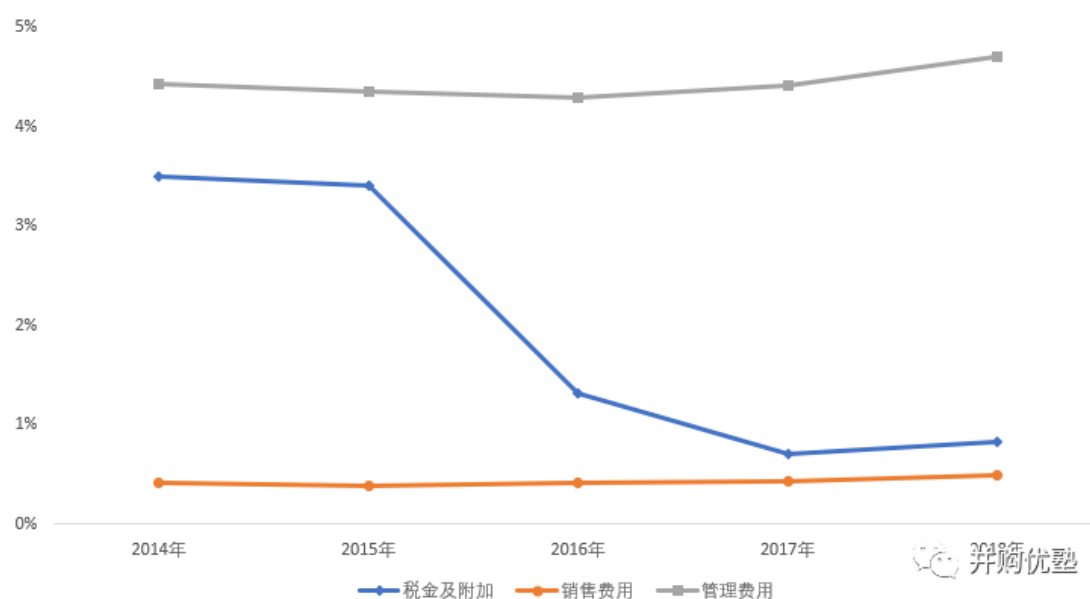
2) 房地产毛利率在 2015 年有较为明显的下滑，其余年份较为平稳，主要原因是当年其加大去库存力度，部分项目采取降价促销；

3) 勘察设计与咨询业务的毛利率存在下滑趋势，主要原因是部分项目使用劳务派遣人员，导致劳务费等成本增加，导致毛利率下降。

具体到财务预测上来看，《并购优塾》合理假设：

- 1) 考虑基建建设、设备制造的毛利率整体较为稳定，假定预测期内其毛利率为近五年平均值——9.18%（基建）、22.68%（设备制造）；
- 2) 考虑房地产业务近四年毛利率较为稳定，假定预测期内其毛利率为近四年平均值——25.37%；
- 3) 考虑我们难以预测本案后期使用劳务派遣人员的情况、勘察业务收入占比较小，这里假设预测期内其毛利率为 2019 年三季报水平——27.08%。

好，在进行资本支出预测之前，再来看看各项费率如何预测：



图：销售费用、管理费用、税金及附加占主营业务收入比率（单位：%）来源：并购优塾

通过上图，可以发现以下几点：

- 1) 本案的管理费用率、销售费用率有缓慢上升的趋势，主要原因分别是员工薪酬增长、加大营销力度；
- 2) 营业税金及附加在 2016 年有明显的下跌，主要原因是 2016 年营改增，导致营业税金及附加减少。

考虑本案的业务模式等并未发生改变，预期后期随着收入的增长，管理费用、销售费用仍会有一定增长，因此这里假设管理费用率、销售费用率在 2018 年基础上逐渐上升，每年增长的数值为近四年增加值的平均值——0.02%（销售费用）、0.07%（管理费用）；营业税金及附加占收入的比率为近两年平均值——0.77%。

好，接着来看另一个影响估值的因素，资本支出如何预测？

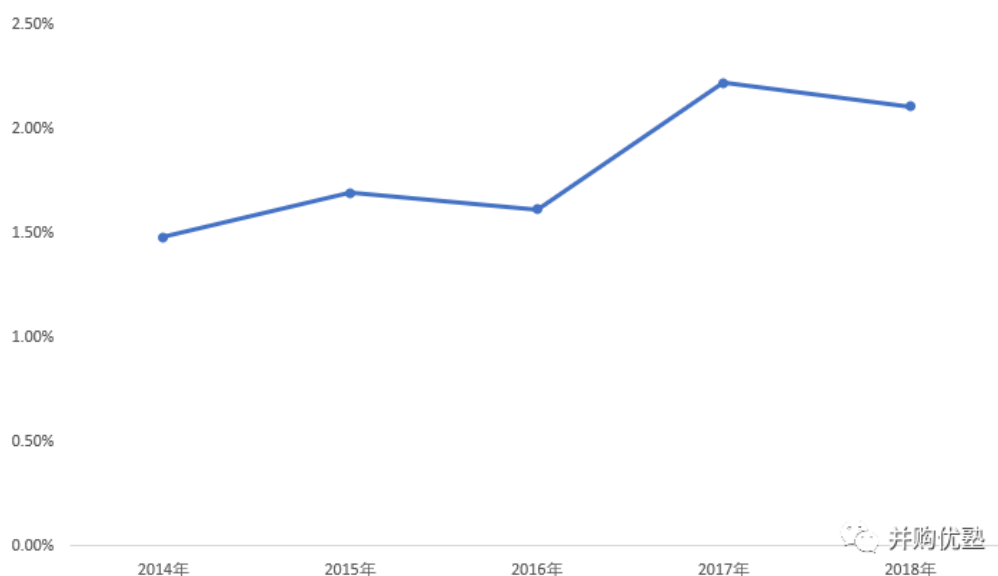
— 12 —



资本支出&折旧，预测



由于中铁并非重资产公司，因此这里，我们不再对资本支出的性质进行拆分，统一用资本支出占收入的比重进行预测。中铁的固定资产包括房屋及建筑物、施工设备、运输设备等，其中施工设备比重较大，以 2018 年为例，其占固定资产账面价值的比重为 44.22%。预测之前，先来看资本支出占收入的比重：



图：资本支出/主营业务收入（单位：%）来源：并购优塾

从上图可以看出，近几年虽然本案的资本支出/主营业务收入的比重有所上升，但它资本支出占收入的比重未超过 2.22%，因此这里优塾投研团队简单假设，假定预测期内资本支出/收入的比重为近五年高值——2.22%。

接下来，再来看看折旧如何预测。折旧的预测，和之前的预测方式一致，分为已存固定资产折旧和新增固定资产折旧。已存固定资产的折旧，采用折旧/期初固定资产的比例进行预测，2015 年至 2018 年，该比例分别为 13.18%、13.20%、12.24%、12.61%，整体波动不大，预测期内假设该比例为近四年平均值——12.81%。

根据中铁年报披露，其主要的折旧方法为直线法，其中施工设备的预计使用寿命为 8-15 年、房屋及建筑物的预计使用寿命为 15-50 年，运输设备的预计使用寿命为 4-12 年，净残值率为 0-5%。考虑除房屋及建筑物，其余固定资产的折旧年限均在 5-10 年左右，以及施工设备的占比较高（44.22%），这里《并购优塾》主要参考施工设备的折旧年限进行假设——假设新增固定资产的折旧年限为施工设备折旧年限的平均值：11.5 年，为谨慎起见，假设净残值率为 0%。已存及新增固定资产的折旧预测值如下：

	2019年	2020年	2021年	2022年	2023年
已存固定资产折旧	95.95	95.95	95.95	95.95	95.95
新增固定资产折旧	7.20	22.25	38.54	55.94	74.29

图：折旧预测（单位：亿元）来源：并购优塾

资本支出、折旧预测完毕后，还有另外一大块因素需要考量——本案，在产业链上话语权如何，其能否通过占用上下游资金，增强自身现金流和企业价值？

— 13 —



营运资本，资金占用

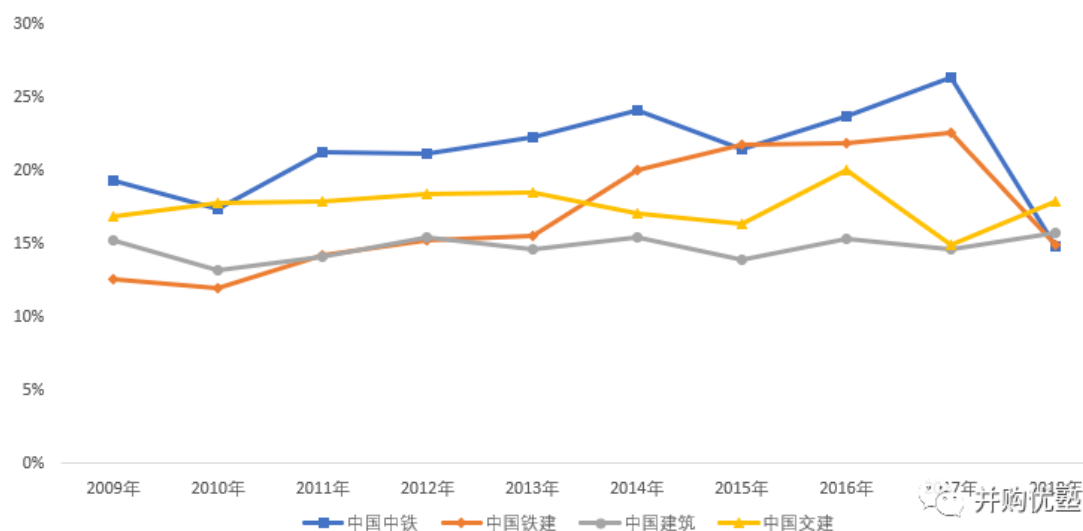


中铁路的营运资本中，比较重要的有应收账款、存货以及应付账款，这里我们重点来看这几项

营运资本如何预测。先来对比一下这几项营运资本的占比情况：

应收账款	2009年	2010年	2011年	2012年	2013年	2014年	2015年	2016年	2017年	2018年
中国中铁	19%	17%	21%	21%	22%	24%	21%	24%	26%	15%
中国铁建	13%	12%	14%	15%	16%	20%	22%	22%	15%	15%
中国建筑	15%	13%	14%	15%	15%	15%	14%	15%	15%	16%
中国交建	17%	18%	18%	18%	19%	17%	16%	20%	15%	18%

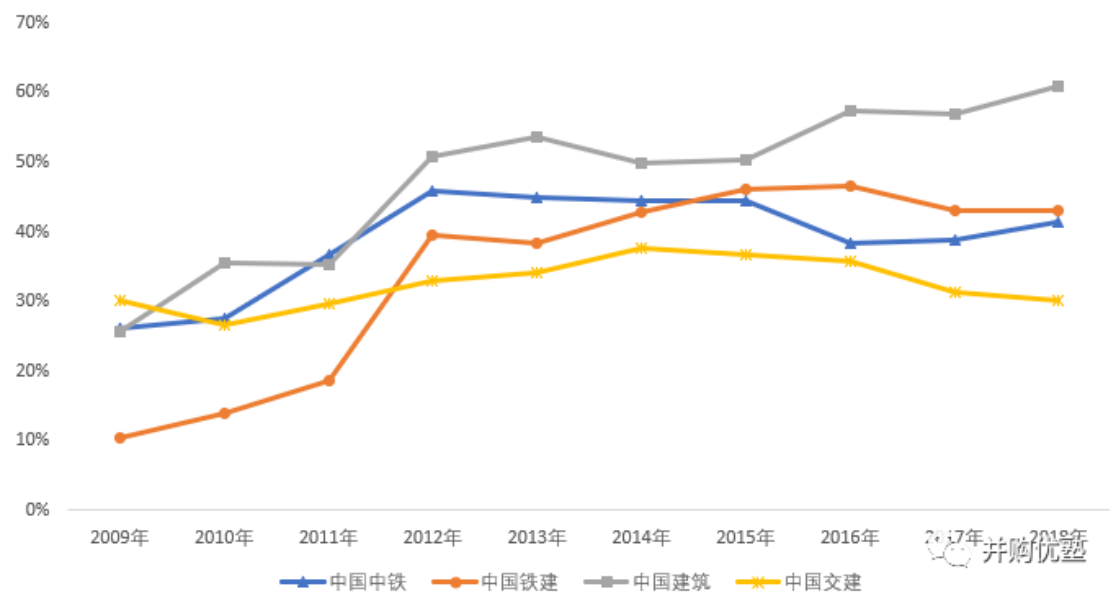
图：应收账款占收入比重（单位：%）来源：并购优塾



图：应收账款占收入比重（单位：%）来源：并购优塾

存货/成本	2009年	2010年	2011年	2012年	2013年	2014年	2015年	2016年	2017年	2018年
中国中铁	26.18%	27.59%	36.82%	45.87%	44.95%	44.40%	44.50%	38.46%	38.78%	41.30%
中国铁建	10.38%	13.90%	18.57%	39.58%	38.24%	42.82%	46.18%	46.52%	43.41%	33.09%
中国建筑	25.64%	35.52%	35.40%	50.69%	53.71%	49.80%	50.27%	57.29%	56.80%	60.95%
中国交建	30.18%	26.62%	29.67%	32.90%	34.20%	37.57%	36.67%	35.80%	31.32%	30.14%

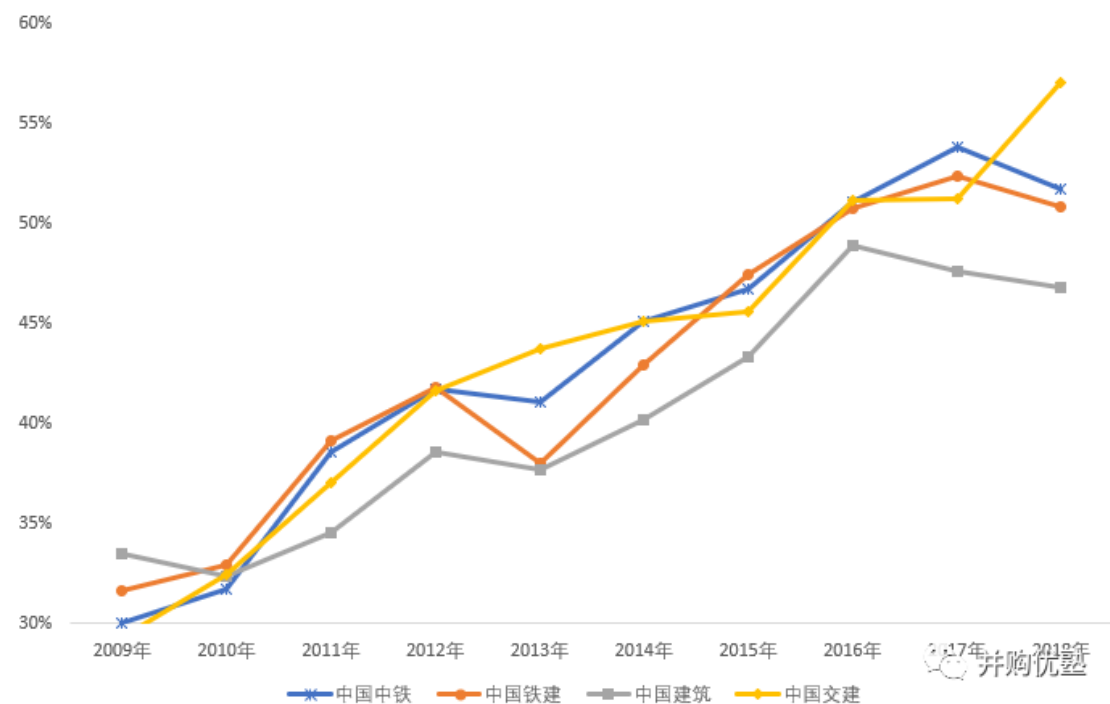
图：存货占成本比重（单位：%）来源：并购优塾



图：存货占成本比重（单位：%）来源：并购优塾

应付/成本	2009年	2010年	2011年	2012年	2013年	2014年	2015年	2016年	2017年	2018年
中国中铁	30.04%	31.71%	38.61%	41.70%	41.11%	45.12%	46.69%	51.11%	53.80%	51.72%
中国铁建	31.63%	32.94%	39.18%	41.78%	38.05%	42.97%	47.44%	50.75%	51.81%	49.81%
中国建筑	33.52%	32.40%	34.57%	38.59%	37.66%	40.17%	43.35%	48.86%	47.62%	46.83%
中国交建	29.33%	32.43%	37.01%	41.62%	43.72%	45.10%	45.57%	51.11%	51.22%	57.02%

图：应付占成本比重（单位：%）来源：并购优塾



图：应付占成本比重（单位：%）来源：并购优塾

通过对比，有几点值得我们注意：

1) 基建和房地产建设公司的营运资本结构差异较大，整体来看，基建类相似，中国中

铁、中国铁建的营运资本结构比较类似。

2) 房地产建筑的下游一般会收到预收，资金能快速回笼，整个建筑项目周期一般在 1 年以内，因此，其应收较少，对上游的占款也不多，而基建项目的周期一般在 3 年以上，导致其应收账款、应付账款的占比都较高；

3) 本案、中国铁建的应收账款，在 2018 年均有所下滑。根据本案年报披露，其应收账款下滑，主要是因为开展应收账款证券化业务；而中国铁建是因为其将工程质量保证金由应收账款分类至其他非流动资产。

分析完主要的特征，具体到我们的预测上。

- 1) 应收账款——这里假设预测期内本案应收账款占收入的比重维持 2018 年水平（15%），原因是回款较快的中国建筑的应收水平也在 15%左右，预计本案的应收账款占收入的水平难以低于中国建筑；
- 2) 存货——考虑本案的存货占成本的比重变化不大，这里假设预测期内存货占成本的比重取近五年平均值——44.48%；
- 3) 应付账款——2017 年之前，本案的应付账款存在上升趋势，具体原因其年报并未披露，考虑 2018 年应付账款占比已经有所下降，这里我们谨慎假设预测期内应付账款占成本的比重取近五年平均值——50.30%。

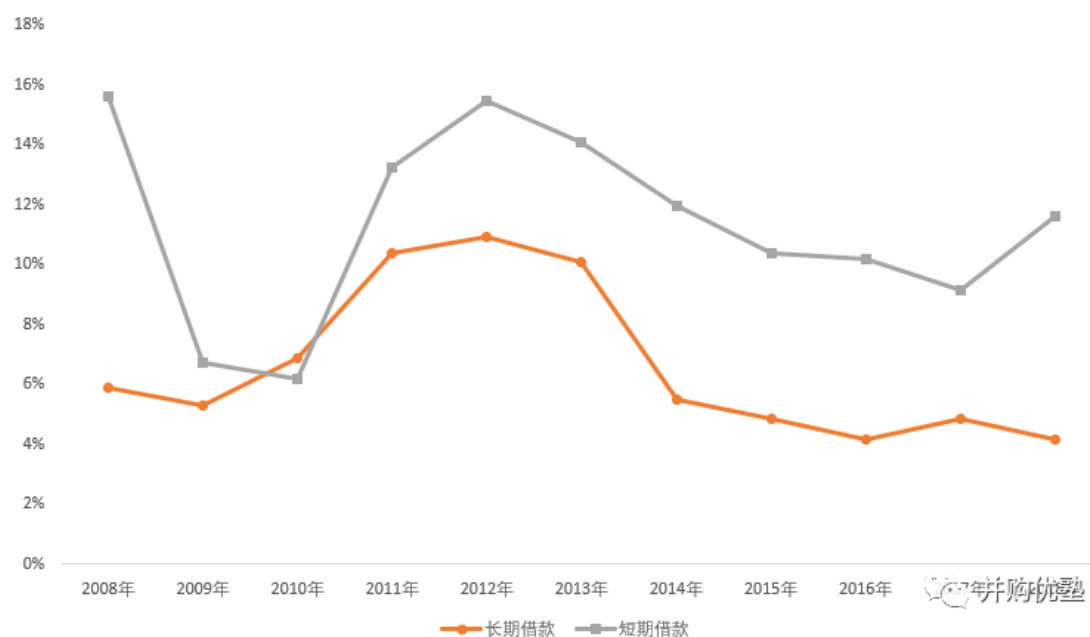
至此，产业链上的话语权分析完毕，但是，还有另外一件重要的事情需要研究——账面的债务，该如何预测？





在进行建模之前，我们再来看看长短期借款应该如何预测：这里需要注意，借款的预测上，和我们之前的模型不同，不再使用**短期借款占（应收账款+预付账款）比重、长期借款占资本支出比重**，而是直接采用**短期借款、长期借款占基建收入的比重**来预测。主要原因有二：

- 1) 不同于其他公司，本案的长期借款并不是用于资本支出，而是用于其基建业务，因此根据收入来预测借款会更准确；
- 2) 短期借款主要用于补充流动性，即，跟营运资本有关，而我们的营运资本均是根据后期营业收入进行预测，因此这里绕过营运资本，直接来看短期借款和收入的关系。先来看历史短期借款、长期借款占收入的比重：



图：短期借款、长期借款占基建收入比重（单位：%）来源：并购优塾

通过上图，我们可以发现以下几点：1) 短期借款和长期借款占比变化，存在一定共性——2011年-2013年均维持较高水平；2) 2014年-2017年，短期借款、长期借款占比较稳定；这里重点来看2011年-2013年占比较高的原因。这两年的异常，可能和其下游地方有关。根据我们在营运资本部分的分析，项目周转慢，会导致营运资本提升，即，账款提升

较多，但同时无法全部将账款压力转移给上游。



图：地方杠杆率（单位：%）来源：wind

从上图可以看出，地方的杠杆率从 2011 年开始不断上升，2014 年达到顶峰。杠杆不断上升，可以侧面反映一个问题，那就是缺少资金。这样一来，作为本案的下游，它可以选择延迟付给中铁账款，这种延迟反映在本案的账上，就是应收账款的增长——中铁 2011 年应收账款占收入的比重从 17% 上升至 21%。实际上，2010 年，本案的经营活动现金流不到 10 亿元，2011 年、2012 年它的经营活动现金流转为负数，为了维持经营，它只能通过借款缓解，导致借款占比上升。具体到预测上，考虑长期借款、短期借款占收入比重较为稳定，这里简单假设，短期借款、长期借款占收入的比重为近 5 年平均值——10.66%（短期借款）、4.72%（长期借款）。到这里，财务预测的变量已经架设完毕。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？

— 15 —



极为重要的事

建模，到底如何操作？



好，在进行建模计算之前，我们再总结一下本案的基本面：

1) 未来增长空间——长期天花板，通过对比铁路、公路基建数据，可以发现，国内的基建天花板还未到达，未来 20 年预计能维持年化 5% 的增长。不过，这样的增长，却并非线性的，而是周期性的。

2) 增长驱动——中铁主要的驱动力是基建周期，基建周期有两个比较明显的特点，一是基建周期一般逆经济周期开始，二是主要由政策驱动。根据我们前述的分析，这一轮基建的驱动主要有两个核心，一个是专项债，另一个是地方可能的税收来源。

3) 产业链上受益赛道——整体分析来看，基建产业链的长期空间、短期周期低位、政策方向都较为确定，较为不确定的因素是地方的资金面，因而此处需要密切关注后续政策。此外，如果将基建产业链拆解开，来对比各个细分赛道的毛利率，对比原因是，毛利率更高领域，业绩确定性较高——建材（代表公司海螺水泥，2018 年毛利率为 36.74%；中国巨石，2018 年毛利率为 45.11%）；建筑（代表公司中国中铁，2018 年毛利率为 9.9%；中国铁建，2018 年毛利率为 9.78%；金螳螂，2018 年毛利率为 19.51%）；钢铁（代表公司宝钢股份，2018 年毛利率为 14.99%）。对比各个细分赛道，可以很明显的发现，**建材领域**的毛利率要大幅高于其余赛道。3) 回报——2016 年-2018 年，中铁不剔除现金的 ROIC 分别为 4%、4.7%、4.9%；剔除现金的 ROIC 分别为 7.8%、9.9%、10.5%；

4) 护城河——基础设施建设一般都是大型工程，对资金、技术、管理、资质等的要求很高，一般建筑企业难以承担大规模基建项目。

5) 竞争格局——现阶段建筑行业集中度正在不断提升，主要建筑企业均为央企，比如本案、中铁、中国建筑等，截止 2019 年三季度，八大央企（主要建筑行业龙头）新签订单占建筑行业新签订单总额的比例达到 32.61%。

6) 风险点——增长主要受政策驱动，政策变向对本案的经营影响较大；此外，本案主要收

入确认方法为完工百分比法，在该方法下，收入调节空间较大；下游为地方监管层，话语权较强，本案的经营活动现金流波动较大。

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
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
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	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	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	25,841	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】				-2,682	-2,338	-2,790	-2,558	-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	-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	4,297	4,676	5,055
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，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

— 16 —

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。如果大家对上述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。