

基建行业深度研究：建筑设计增长空间在哪里？

科技板块，终于迎来了久违的反攻大涨，大家憋了很久，今天开始释放了。

内地这边，今天迎来反弹，创业板引领市场，收盘涨 2.8%；沪指涨 1.69%，深成指涨 2.28%。两市合计成交 5977 亿元。继昨天北向资金逆市流入后，今天再次净流入 59 亿，净买入贵州茅台 4.9 亿，海康威视 4.1 亿。北上资金是“聪明钱”的代表，其动向需要关注。

内地的主力行业，是通信设备、券商、电工电网；港市的主力行业，是石油天然气、制药、银行。外围这边，沙特一句话，就稳住了市场。据外媒报道，沙特将支持产油国之间的合作以稳定油市。这一声令下，国际油价闻声大涨，布伦特原油一度涨幅达到 12%。

美盘那边，隔夜标普暴跌 4.41%，今天盘中情况尚可，下午道指期货盘中上涨，截至报告发布时接近 2% 的涨幅。

国内宏观层面，各大券商开始出 3 月的宏观预测。初步看来，梳理几个要点：

- 1、地产投资下行，大家期待后续部分地区出台销售支持政策；
- 2、消费下行，更多消费刺激政策将出台，尤其长假政策；
- 3、出口下行，海外隐忧仍然很大；
- 4、预计 3 月社融会继续冲高。

最近在行业研究层面，基建的研究从今天开始，基本告一段落，接下来内地的研究主线，主要在消费，尤其是农业相关领域。此外，保险和大炼化也会陆续研究。现在的研究清单比较长，时间严重不够用。

市场的情况就简单说到这里，接下来是更为硬核的工作：建模。

今天估值建模的这家公司，近期，它披露 2019 年年报，实现营业收入 46.9 亿元，同比增长 11.67%；实现归母净利润 5.2 亿元，同比增长 30.74%，业绩超预期。很快，3 月 30 日，其涨幅达到 10.01%，封上涨停板。



它，是江苏省交通领域设计龙头——**中设集团**，主营勘察设计。2018 年，它位居全国勘察设计行业“五十强设计院”第八名，2019 年登上 ENR“全球工程设计公司 150 强”榜单排名 61 位。

其主导的代表项目有：世界较大跨径公铁两用斜拉桥常泰长江大桥、中国第五、世界第八悬索桥龙潭长江大桥的设计、太湖隧道、竺山湖隧道等等。

从回报上来看，近三年剔除现金的 ROIC 分别为 26.7%、32.8%、49.2%，逐年上升，主要是货币资金在增加，高于产业链下游的基建巨头中国建筑（33.4%）、中国中铁（10.5%）、中国交建（9.8%）。

看到这里，随之而来几个问题需要思考：

- 1) 设计行业处于建筑行业的上游，它的收入由什么驱动？该如何对其未来进行预测？
- 2) 设计咨询行业的核心竞争力看什么？建筑行业集中度低 (CR5 只有 3.31%)，集中度提升靠什么？
- 3) 从基本面来思考，其目前的估值区间到底在什么范围？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**中国建筑、中国交建、中国中铁、海螺水泥、万科 A、格力电器、美的集团**，查阅“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 —



龙头，模式



中设集团始建于 1966 年，是一家综合性工程设计咨询公司。2005 年完成改制，2014 年上市。其股权结构分散，不存在实际控制人及控股股东，大股东为明图章，持股比例为 4.76%。

从机构投资者名单来看，截至 2019 年报，广发基金、国投瑞银、万家基金、国元证券均在名单当中，相比三季度，均有减仓，其中富国基金、中信基金、华宝基金等退出。

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	广发基金管理有限公司	基金	1,103.73	2.40	3
2	迎水潜龙1号私募证券投资基金	阳光私募	831.36	1.81	1
3	国投瑞银基金管理有限公司	基金	240.28	0.52	3
4	万家基金管理有限公司	基金	32.85	0.07	2
5	国元证券	券商集合理财	2.50	0.01	1

图：机构持股名单

来源：wind

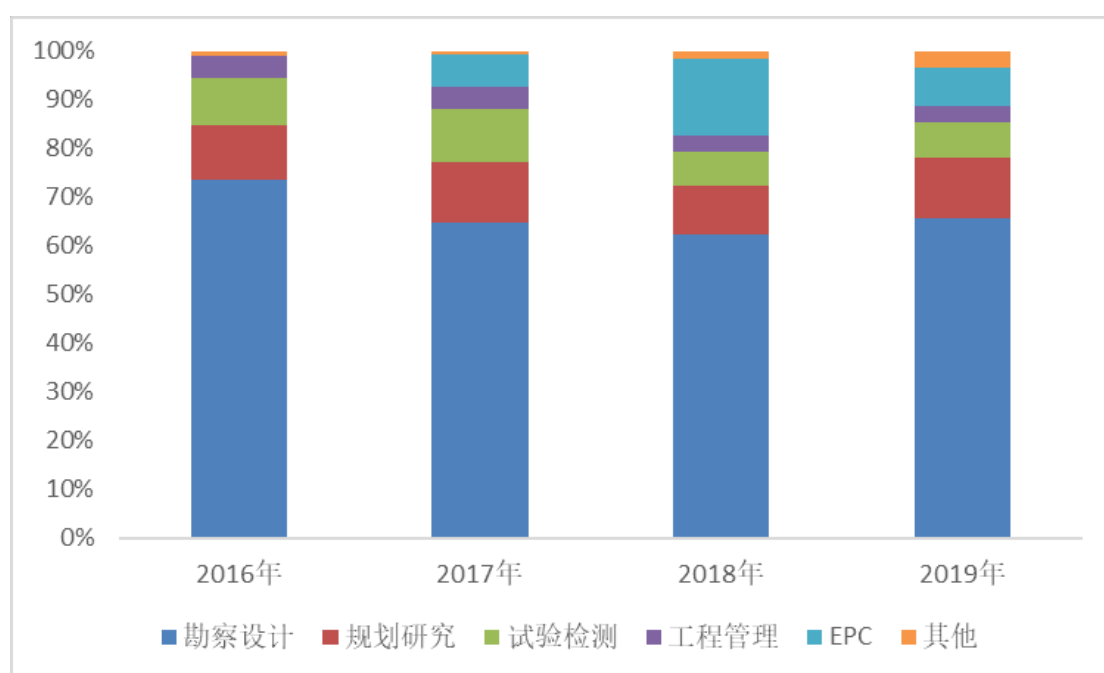
来看基础数据：

2017 年至 2019 年，其营业收入分别为 27.76 亿元、41.98 亿元、**46.88 亿元**；净利润分别为 3.01 亿元、4.06 亿元、**5.33 亿元**；经营活动现金流净额分别为 2.9 亿元、3.27 亿元、**4.04 亿元**；毛利率分别为 31.68%、26.22%、31.21%；净利率分别为 10.85%、9.67%、**11.36%**。

从业绩增速来看，近三年营业收入年复合增速为 29.95%，净利润年复合增速为 33.07%。

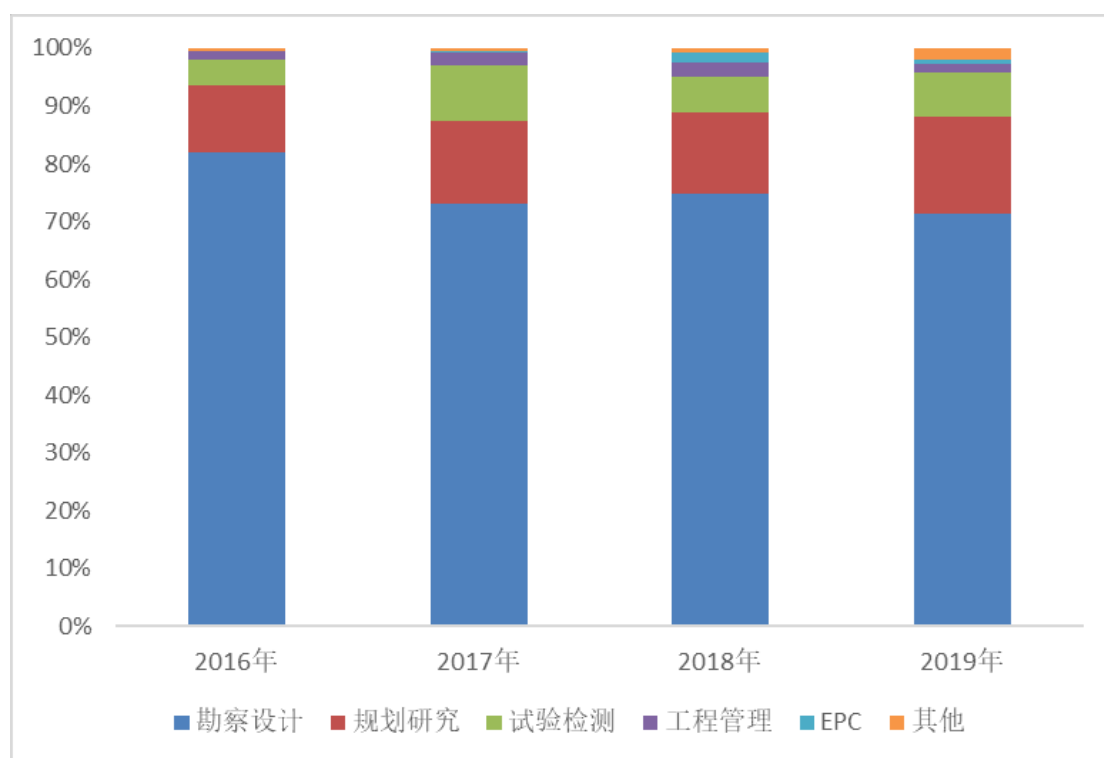
从收入结构来看，**主要以勘察设计为主，占比 65%左右**，其次是规划研究（12%）。

此外，其 EPC 业务（工程总承包模式）上升迅速，2018 年收入占比为 15%左右，首次超过规划研究。但由于毛利率极低（2.55%），2019 年更加注重提升业务质量，收入占比下滑至 7.8%左右。



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

从基建产业链来看：

本案位于上游设计咨询公司，代表公司还有苏交科、勘设股份、设研院等，毛利率在 30%至 40%左右；

中游为建筑施工企业，代表公司有中国建筑、中国中铁等，毛利率在 10%左右；

下游则为政府、房地产开发商等，比如万科、碧桂园等，毛利率在 27%至 40%左右。

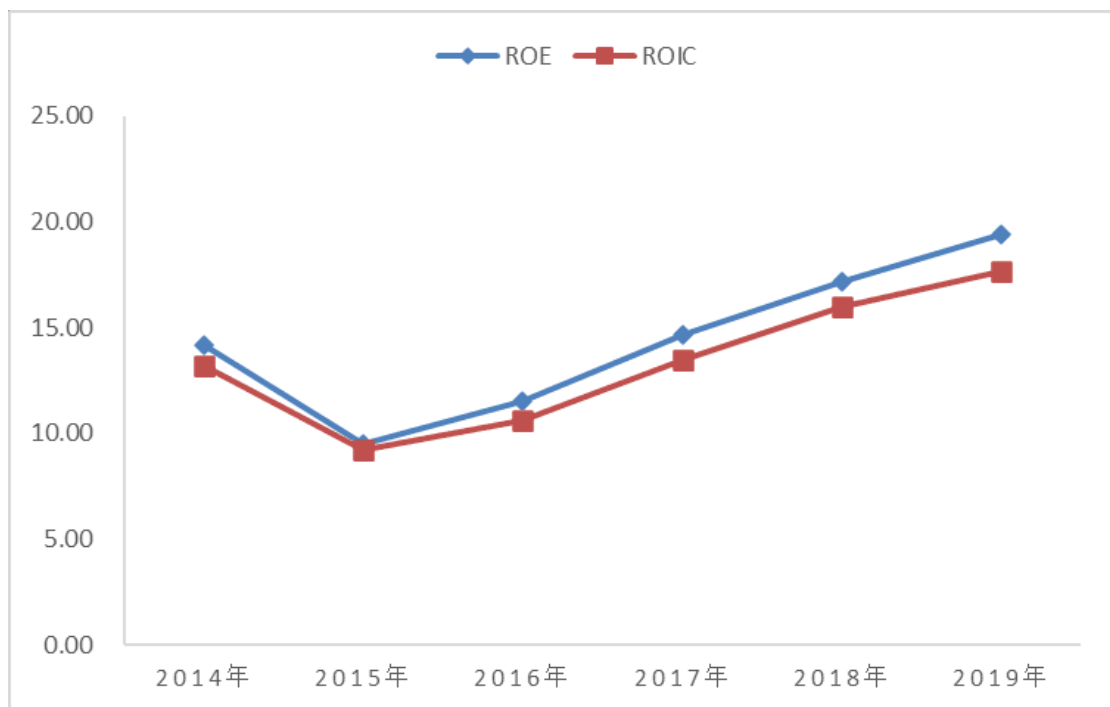
2016 年，前五大供应商的采购额占全部服务采购成本的比例为 24.25%，比较分散，后续年份数据未披露。

以上产业链和业务模式，形成了本案特殊的财报结构：

从资产结构来看——2019 年，其资产总规模为 80.74 亿元，其中占比较高的是应收账款（56.14%）、其次是货币资金（18.4%）、存货（7.86%）、固定资产（4.82%）。负债总额为 51.43 亿元，占比由高到低为应付账款（25.89%）、预收款项（13.19%）、应付职工薪酬（14.59%）。

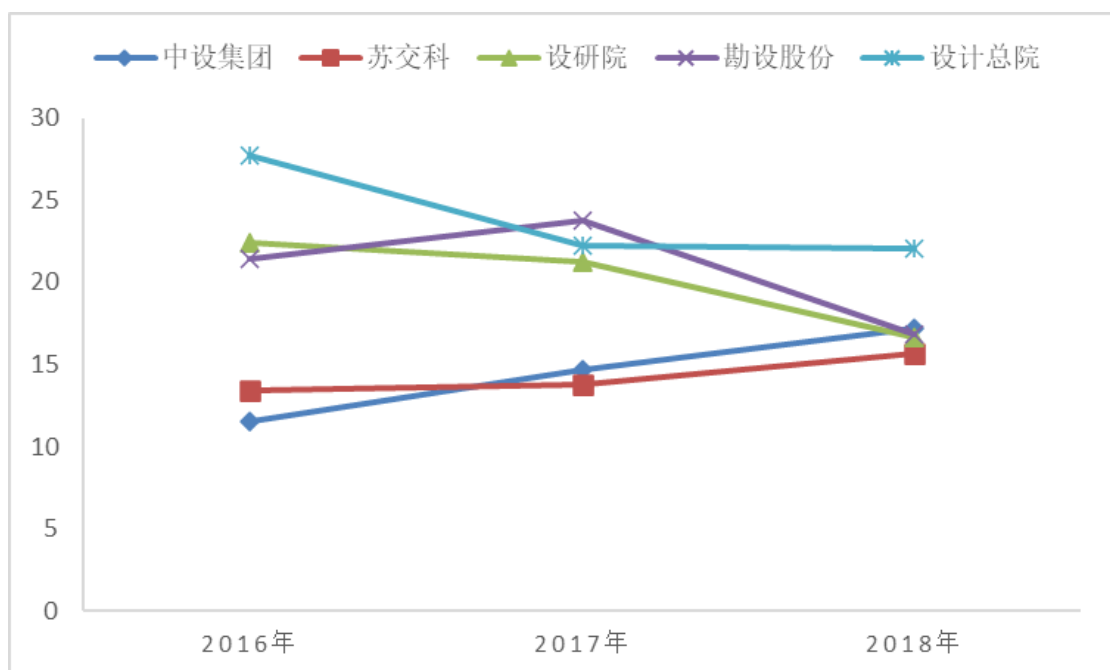
从利润结构来看——2019 年，其营业收入 46.88 亿元，其中营业成本为 32.25 亿元，占比 68.79%、其次为管理费用 6.44%、销售费用 3.74%、研发费用 4.08%、财务费用为 0.25%，于是，剩下 11.36%的净利润。

接着，来看一组《并购优塾》整理的基本面数据：



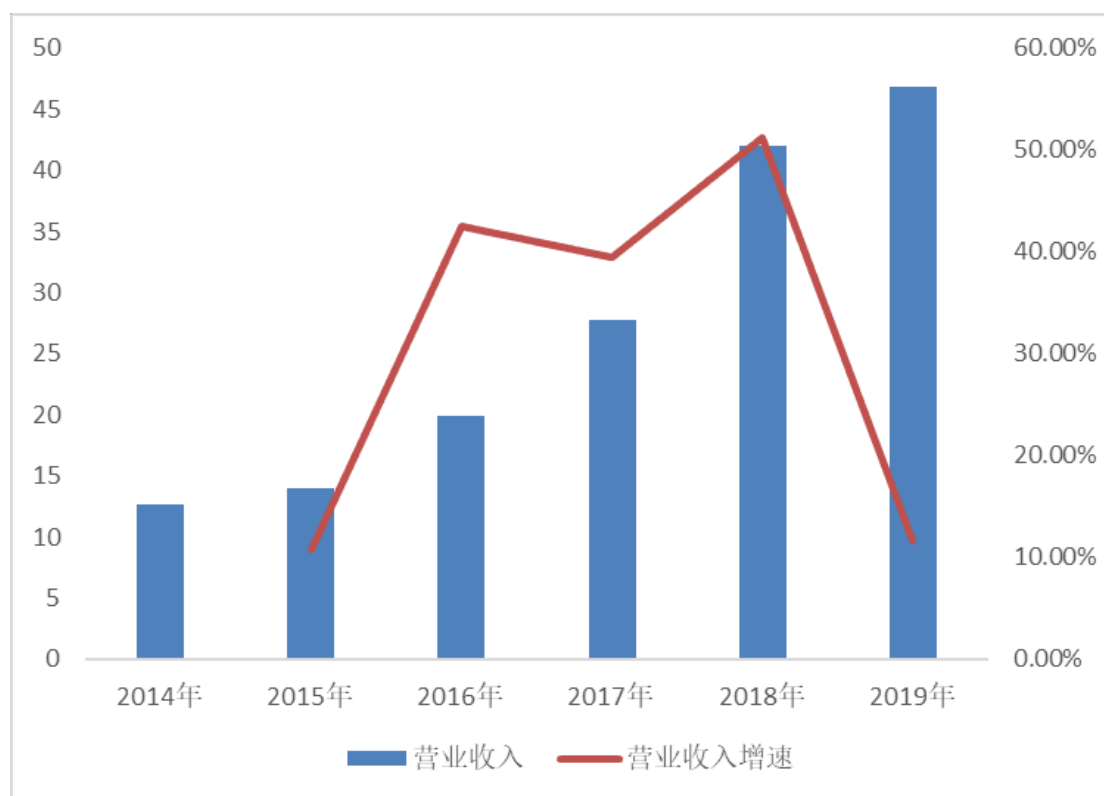
图：ROEVSROIC (单位：%)

来源：并购优塾



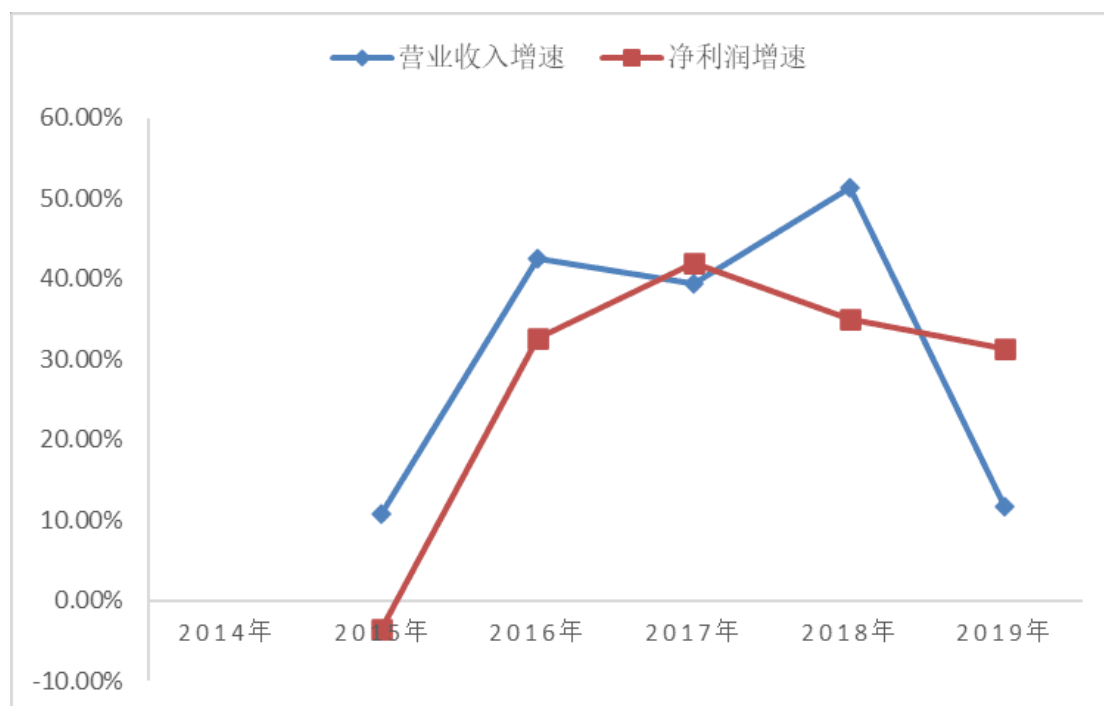
图：同行 ROE 对比 (单位：%)

来源：并购优塾



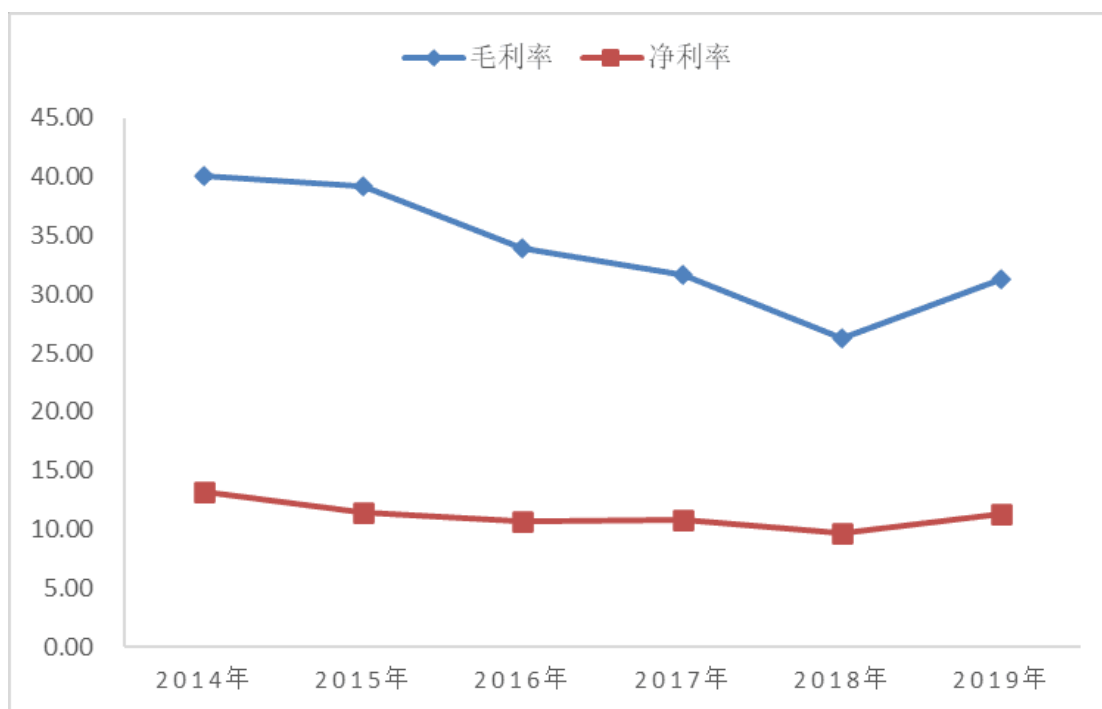
图：营业收入 VS 营收增速 (单位：亿元、%)

来源:并购优塾



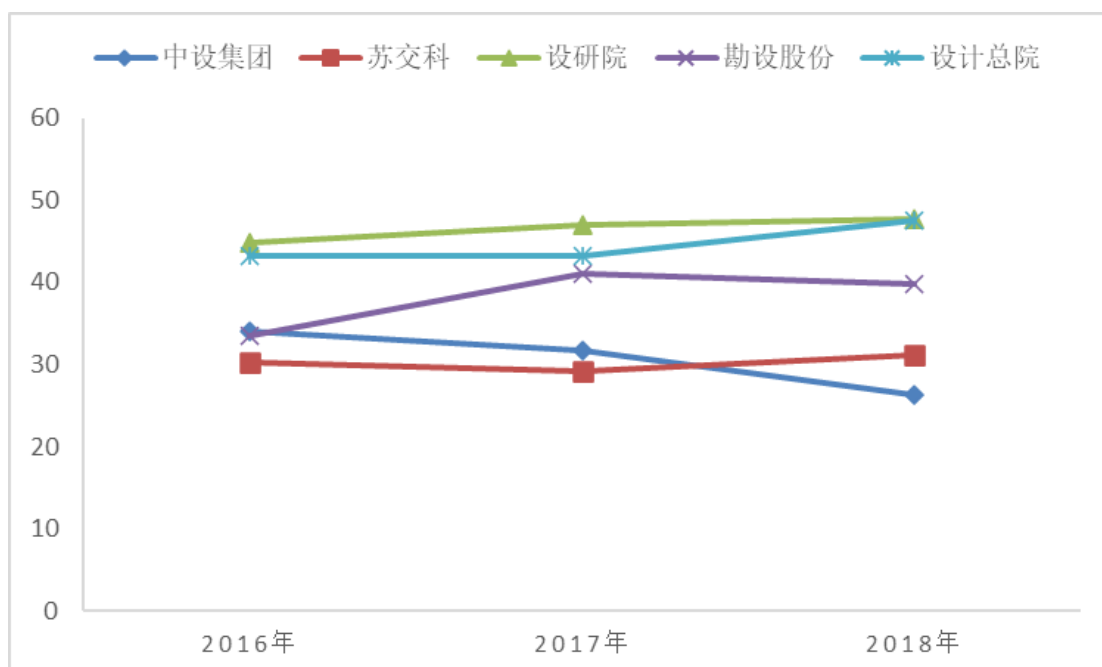
图：营业收入增速及净利润增速 (单位：%)

来源：并购优塾



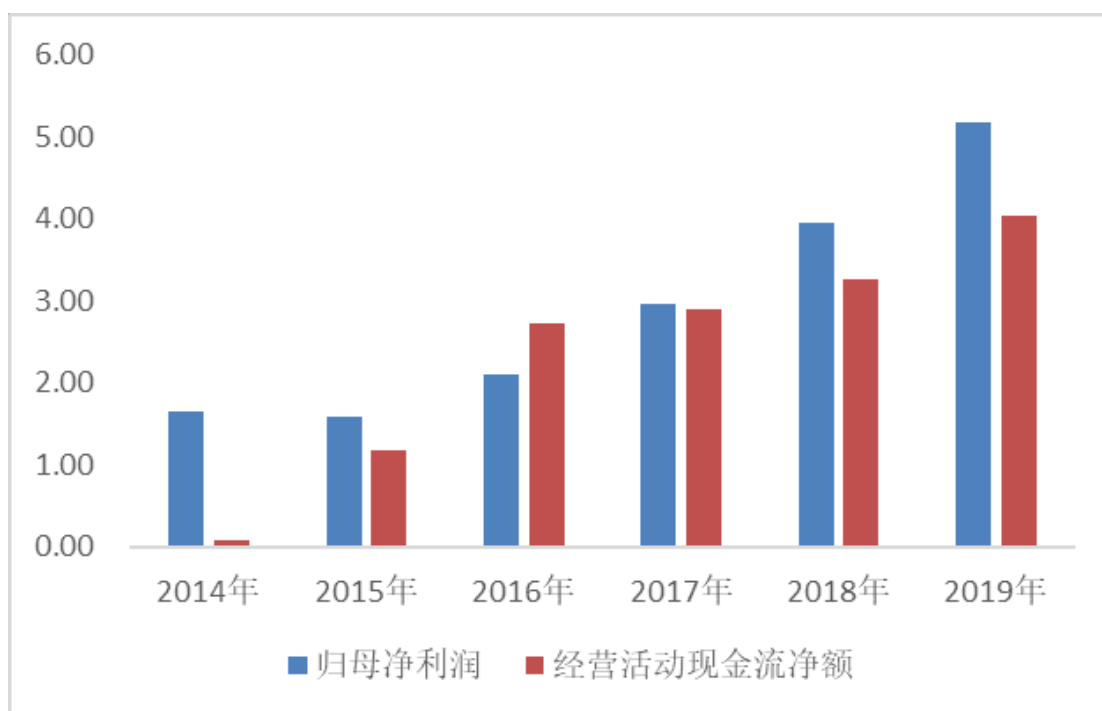
图：毛利率 VS 净利率 (单位：%)

来源：并购优塾



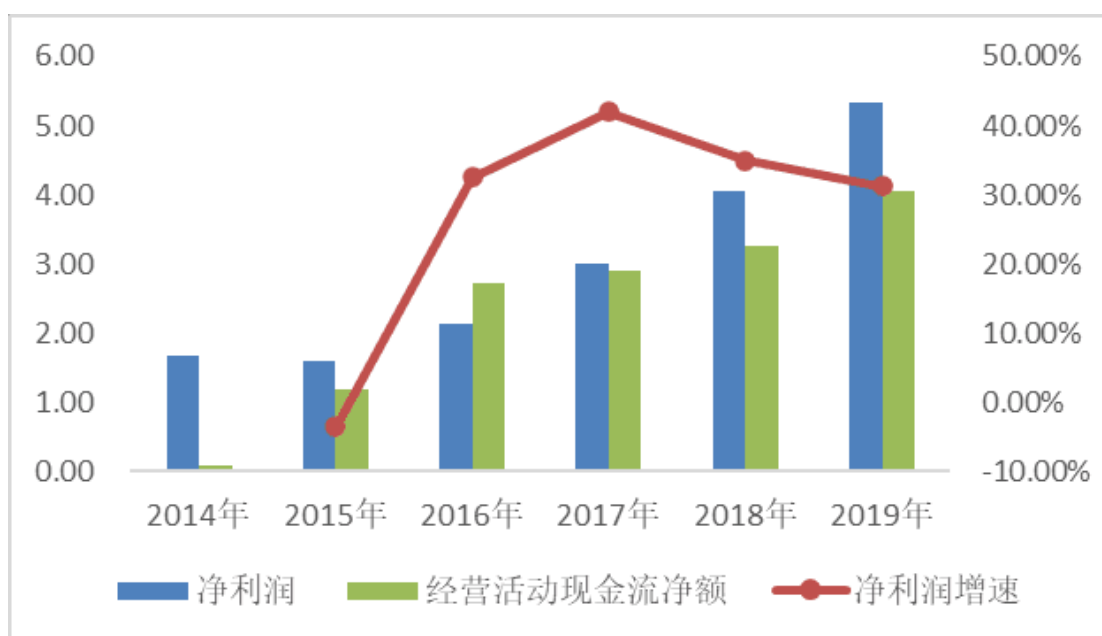
图：同行业毛利率 (单位：%)

来源：并购优塾



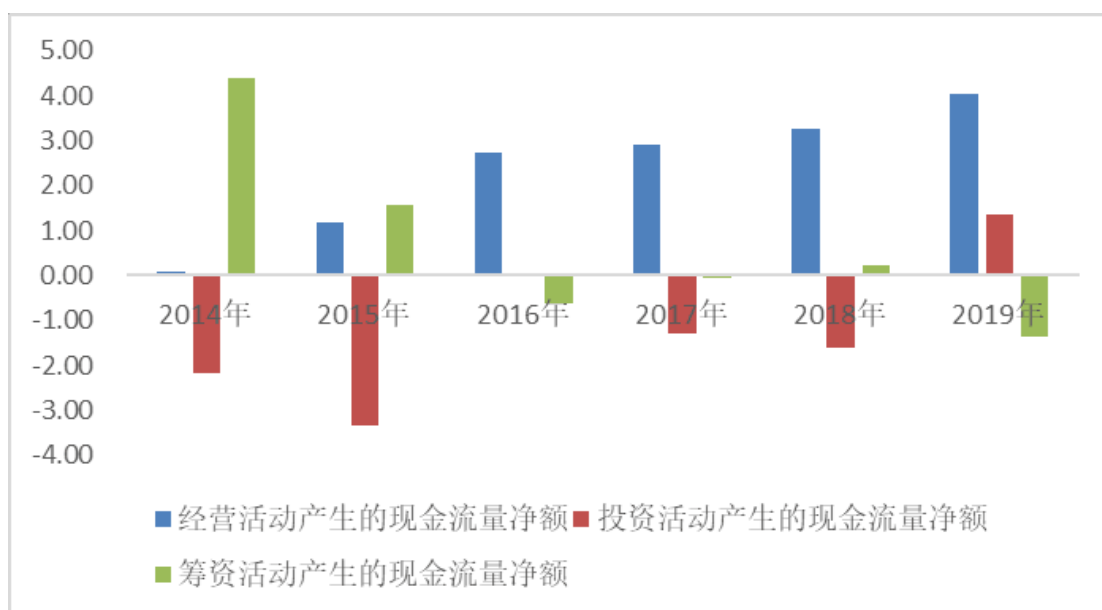
图：扣非归母净利润及经营活动现金流（单位：亿元）

来源：并购优塾



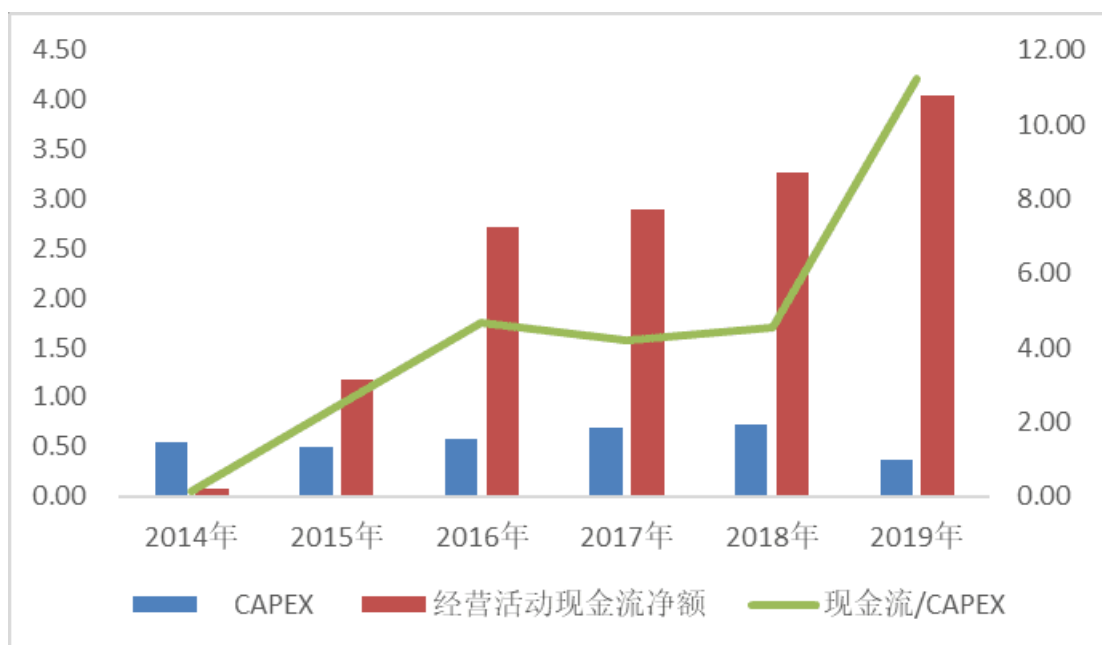
图：净利润、净利润增速、经营活动现金流（单位：亿元、%）

来源：并购优塾



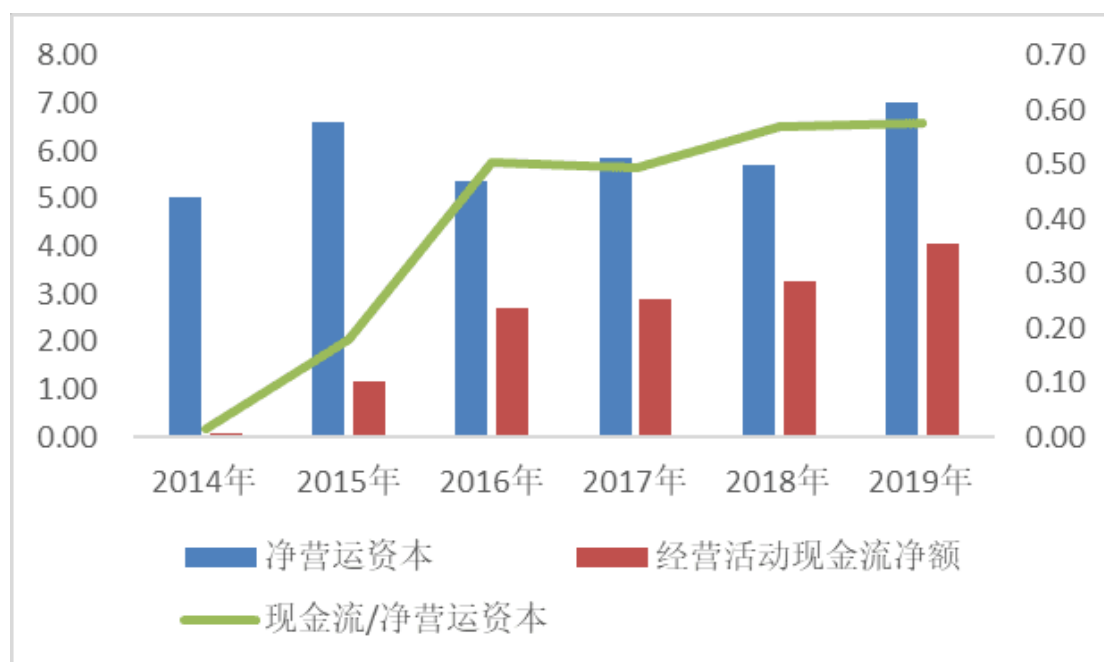
图：现金流（单位：亿元）

来源：并购优塾



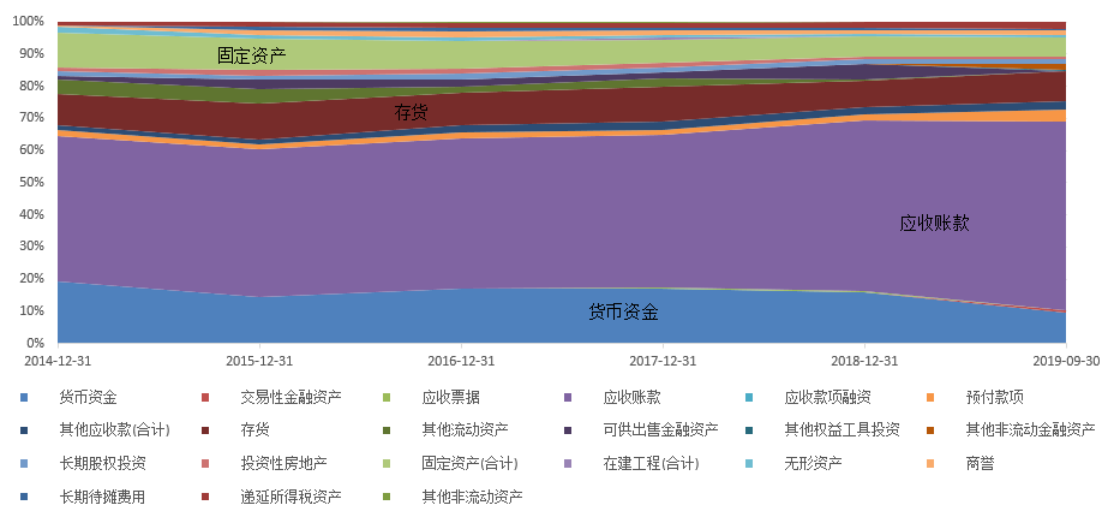
图：资本支出对现金流的拉动（单位：亿元、%）

来源：并购优塾



图：净营运资本对现金流的拉动（单位：亿元、倍）

来源：并购优塾



图：资产结构单位（亿元）

来源：并购优塾



图：股价与 PE（单位：元、倍）

来源：理杏仁

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 —



同行业，回报分析



在优塾的投研体系之下，对任何公司做分析的第一步，都始于回报分析。本案 2016 年至 2018 年的 ROA 为 6.39%、7.5%、8.12%，ROE 为 11.51%、14.67%、17.16%，剔除现金的 ROIC 为 20%、27.5%、34%。（考虑同行公司还未披露 2019 年报，选取 2016 年至 2018 年数据）这个水平到底如何，我们来和同行业做个比较：

ROA	2016年	2017年	2018年
中设集团	6.37	7.5	8.12
苏交科	7.2	6.78	7.2
设研院	15.16	15.29	10.99
勘设股份	8.69	13.48	11.26
设计总院	17.32	16.73	17.56
ROE	2016年	2017年	2018年
中设集团	11.51	14.67	17.16
苏交科	13.39	13.79	15.68
设研院	22.41	21.21	16.65
勘设股份	21.43	23.79	16.86
设计总院	27.68	22.27	22.08
剔除现金ROIC	2016年	2017年	2018年
中设集团	20	26.7	32.8
苏交科	14	15.7	16.3
设研院	26.8	35.1	23.6
勘设股份	24.1	41.1	29.6
设计总院	46.8	57.7	60.3

图：ROA、ROE、ROIC 对比（单位：%）

来源：并购优塾

整体来看，同行内设计总院的投入资本回报率较高，其次是中设集团。我们将分子、分母拆开，以 2018 年为横截面，对比一下各家的资产情况和收益情况。

资产类	中设集团	苏交科	设研院	勘设股份	设计总院
固定资产	4.17	6.89	3.44	4.41	1.14
在建工程	0	0.01	0.43	0	0.22
无形资产	0.56	2.26	0.99	0.32	0.17
存货	5.62	0.68	5.45	1.37	0
应收账款	35.9	57.83	15.98	20.6	14.15
预付账款	1.38	1.08	0.1	0.47	0.03
负债类	中设集团	苏交科	设研院	勘设股份	设计总院
应付账款	16.47	21.01	5.17	6.3	5.94
预收账款	9.72	5.24	3.6	1.28	1.88
净营运资本	5.73	27.21	10.5	9.73	10.91
带息负债	3.34	34.44	4.26	1.3	0

图：各家资产负债情况（单位：亿元）

来源：并购优塾

	中设集团	苏交科	设研院	勘设股份	设计总院
营业收入	41.98	70.3	11.38	21.52	16.49
净利润	4.06	6.44	3.02	3.53	4.37
现金流	3.27	0.61	-0.41	-1.14	2.57
营业成本	30.97	48.34	5.96	12.97	8.65
折旧摊销	0.63	1.87	0.22	0.42	0.19
销售费用	1.65	1.48	0.26	0.32	0.55
管理费用	2.5	6.95	0.77	1.99	0.89
财务费用	0.18	1.16	0.05	0.06	-0.08
研发费用	0.47	2.33	0.6	0.72	0.61

图：各家损益情况（单位：亿元）

来源：并购优塾

根据以上表格，我们能看出，**这个行业的核心是净营运资本**，如果按照一单位净营运资本带来的现金流来看，中设集团更强，即每投入 1 元营运资本，带来 0.57 元的经营性现金流。

其次,从核心指标拆解来看,中设集团的总资产周转率为 0.7,毛利率 26.22%,**净利率 9.67%**。其中，中设集团的总资产周转率高于同行，主要源于其应收账款周转率及固定资产周转率较高。

	中设集团	苏交科	设研院	勘设股份	设计总院
总资产周转率	0.7	0.61	0.35	0.58	0.57
权益乘数	2.67	2.7	1.86	1.78	1.44
净利率	9.67	9.16	26.51	16.4	26.48

图：各家指标对比（单位：%）

来源：并购优塾

而设计总院投入资本回报率较高，主要是其净利率较高，因为其主业以设计咨询为主，而中设集团转型导致毛利率较低（2.5%）的 EPC 业务增加，拉低了整体盈利水平，导致其投资回报率低于设计总院。

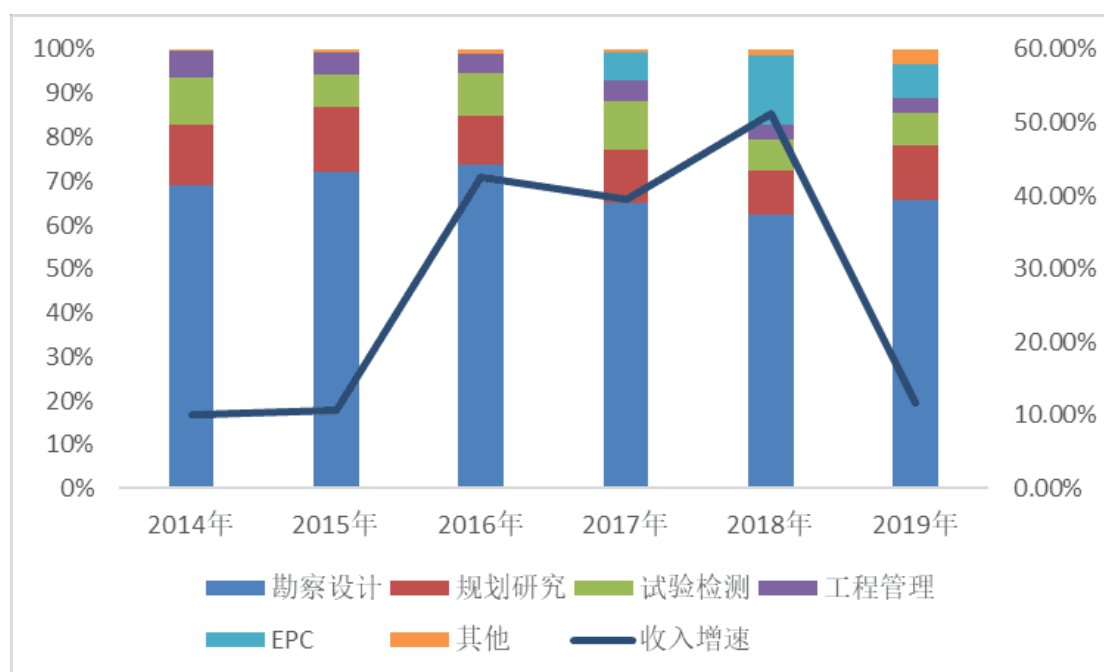
分析完回报后，我们来看：增长情况到底如何？

— 03 —



历史，复盘





图：收入结构及增速

来源：并购优塾

	2014年	2015年	2016年	2017年	2018年	2019年
勘察设计	3.64%	14.11%	46.99%	23.09%	23.09%	35.77%
规划研究	15.64%	18.88%	7.30%	53.31%	24.68%	18.02%
试验检测	87.59%	-24.89%	85.92%	58.85%	-3.33%	18.97%
工程管理	-6.25%	-9.71%	24.56%	48.31%	13.05%	6.13%
EPC					265.41%	-44.84%

图：业务收入增速（单位：%）

来源：并购优塾

从中设集团上市以来的收入情况及各业务收入增速来看，可以总结为：

- 1) 2016 年、2017 年，其收入增速均在 40%以上，主要来自并购驱动，其中，2015 年、2016 年间，它还分别收购了宁夏公路院、扬州设计院，以扩张其西部市场和水利业务；

2) 2018 年，其收入增速高达 51.22%，一方面是由于江苏省推出补短板重大项目投资计划，另一方面是其向 EPC 模式转型，新承接业务额增长较快。同时，2018 年 10 月，本案收购美国 Strabala+architectsLLC 的 51%股权，进军高端建筑设计市场。2019 年，其收入增速放缓至 10%，主要是 EPC 业务增速大幅缩水，一方面是前期基数较高，另一方面是其在项目承接上有所选择且慎重，以缩量提质为核心。

综上，其收入驱动力来自两方面：一是并购；二是上游基建投资。那么，本案的收入公式为：*营业收入=勘察设计+规划研究+试验检测+EPC+工程管理+其他*。其中，收入占比较大的勘察设计业务，以及增速较快的 EPC 业务，是我们预测的重点，其他业务简单预测。

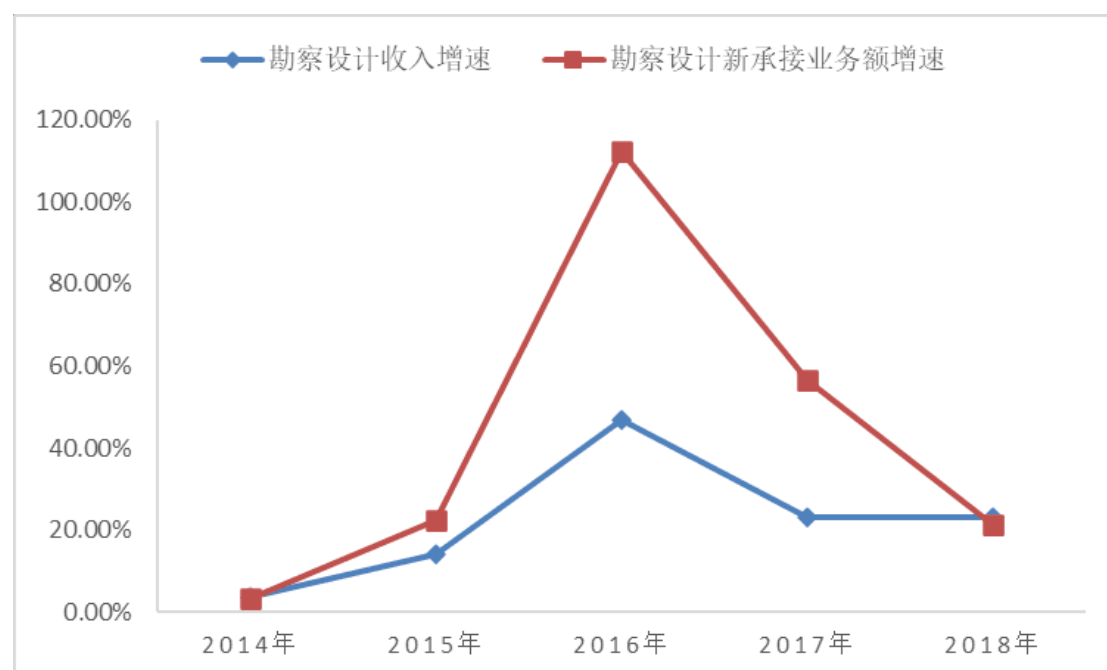
— 04 —



勘察设计，产业链前端



首先来看勘察设计。勘察设计包括工程勘察、初步设计、施工图设计、作为第三方提供勘察或设计咨询服务。其业务收入的增长与其新承接业务额增速息息相关。

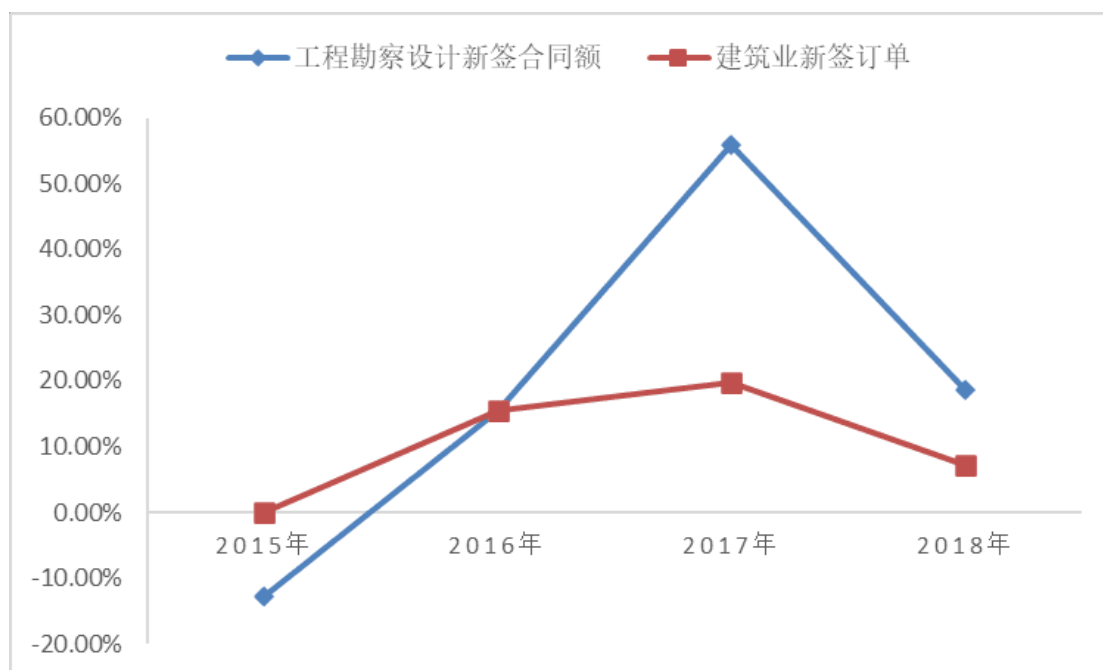


图：勘察设计情况（单位：%） 来源：并购优塾

因此，勘察设计的收入预测，我们从新签订单额开始，再根据合同期限，将合同额分摊转化为预测期的收入，具体公式为： $\text{勘察设计新承接合同额} = \text{上一年新承接合同额} \times (1 + \text{勘察设计行业新签合同额增速}) \times (1 + \text{市占率增速})$ ；**先来看行业新签合同额增速。**

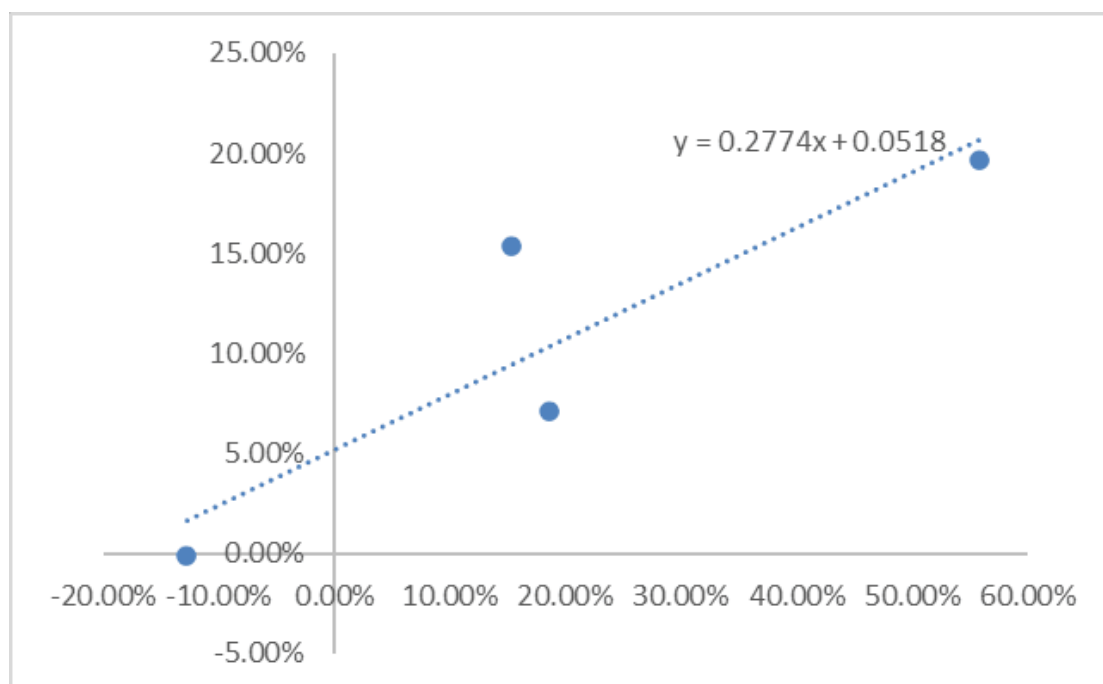
根据《2018 年全国工程勘察设计统计公报》，2018 年，全国工程勘察设计企业营业收入总计 5.19 万亿元，同比增长 19.65%。工程勘察设计新签合同额合计 7907.34 亿元，同比增长 18.67%。勘探设计作为建筑行业上游前端，当有基础建设投资时，建筑业的合同订单变化，会率先反映到勘探设计咨询中。因此，勘察设计新签合同额增速与建筑业新签订单额增速相关。根据我们的测

算，二者的相关系数为 0.88，高度相关。



图：各新签业务额增速（单位：%） 来源：并购优塾

而这两者的线性关系可以用以下公式表示： $\text{工程勘察设计新签合同额增速} = \text{建筑业新签合同额增速} \times 0.2774 + 0.0518$



图：线性关系 来源：并购优塾

那么，建筑业新签订单额增速，该如何预测？

— 05 —



建筑业新签合同额，增速



建筑业主要分为房屋建筑与土木建筑两大子行业，分别与房地产、基建两块需求有关。因此，建筑业新签合同额包括房屋建筑、基建投资两部分。公式表示为：

建筑业新签合同额=房屋建筑新签合同额+基建新签合同额；而这两个变量之前优塾团队在研究**中国建筑**等案例时，已经做过分析，因此，我们简单回顾，并直接采用原预测数据（具体分析可回看专业版研报库，此处不详述）。

1) 首先是房建新签合同额，它取决于房地产施工面积、工程造价两方面，其中：房地产施工面积与城镇化率带来的新增需求、收入水平提升带来的住房改善需求、以及住宅寿命到底带来的更新需求有关，预测期复合增速 1.2%。工程造价则与原材料、人工成本有关，假设预测期增速为 2012 年-2016 年（没有周期、供给侧改革的大幅影响）同比增速平均值 2.07%。

2) 其次是基建新签合同额，主要取决于基建投资空间。对比国外基建水平，我国基建仍有较大空间，并未到天花板。国内人均铁路、人均公路数较美国、日本仍有差距，以人均铁路里程数为例，我国人均铁路里程数为 0.05 公里/千人，美国、日本分别为 0.46 公里/千人、0.13 公里/千人，如果假设 20 年后达到日本水平（人口密度相似），那么年复合增速接近 5%。2019 年全国 31 个省/自治

区/直辖市政府，均强调了要保持或加强基础设施补短板的力度。根据不完全统计，**全国 28 个省 2019 年交通投资计划总投资近 3 万亿**。其中，投资计划超千亿元的省份主要集中在西南地区和江浙、广东等东部沿海地区。短期来看，根据 2020 年 GDP 增速目标测算出的基建投资增速——7.91%，考虑基建周期一般在 4 年左右、新一轮周期从 2019 年开始，因此这里假设：到 2022 年基建增速降至目标 2020 年预测实际 GDP 增速 5%。综上，推出建筑业新签合同额增速，预测期复合增速为 4.41%，并根据线性关系推导出勘探设计行业新签合同额增速，情况如下：

单位：亿元人民币（特殊说明除外）	2015A	2016A	2017A	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
b 建筑业新签合同增速	根据线性关系推算：建筑业新签合同增速=0.3692×基建投资增速+0.1016					13.08%	12.54%	12.01%	12.01%	12.01%	12.01%	12.01%	12.01%	12.01%	12.01%
c 勘探设计行业新签合同增速	根据线性关系推算：工程勘察勘探设计新签合同增速=建筑业新签合同增速×0.2774+0.0518					8.81%	8.66%	8.51%	8.51%	8.51%	8.51%	8.51%	8.51%	8.51%	8.51%

图：预测增速 来源：并购优塾

好，看完短期新签合同额之后，那么，市占率未来会如何变化？

— 06 —



市占率，提升空间

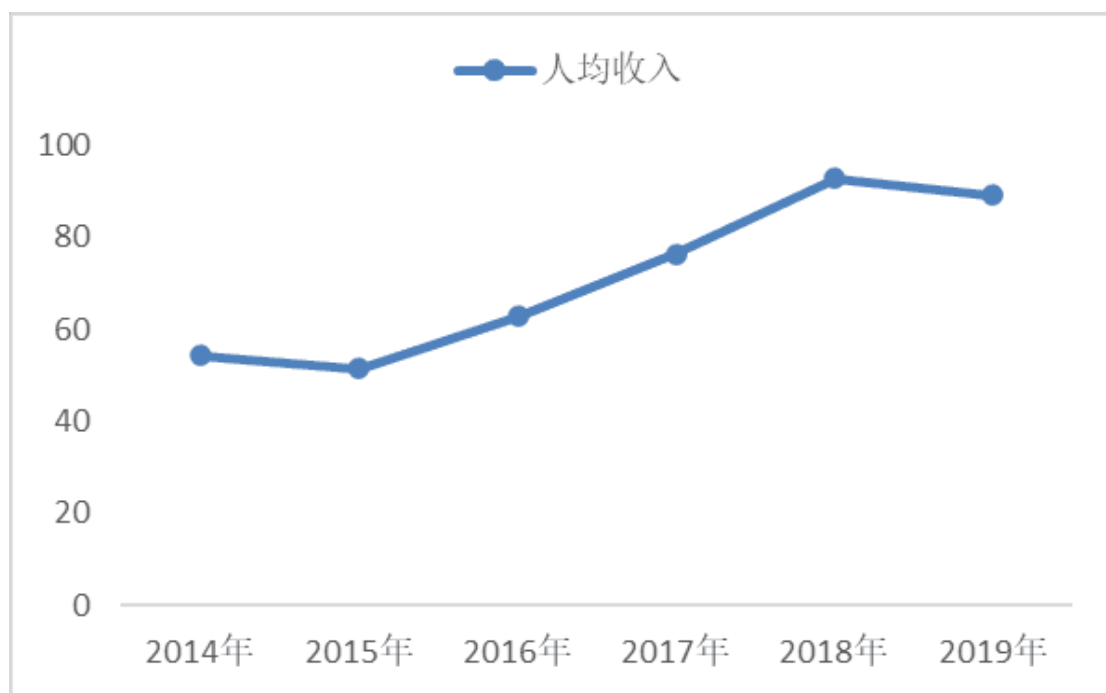


根据《2018 年全国工程勘察设计统计公报》，2018 年，全国共有 23183 个工程设计企业，平均营收只有 2.24 亿元。本案 2018 营业收入为 41.98 亿元，市占率仅 0.08%，行业极其分散。中国设计企业 TOP 60 市占率大约在 6%左右，对比美国，TOP20 市占率 41%、CR2（JACOBS 和 AECOM）市占率 13.3%，仍有极大的提升空间。

那么，如何提升市占率？答案：内生增长+外延并购。

首先是内生动力，我们从**资质、人均创收、业务布局**三个方面来看。

1) 本案拥有工程设计至高等级资质——**工程设计综合甲级资质**（项目经验、高级人才数量、获奖数量、注册资本等方面），可以在住建部划分的包括铁道、公路、市政、城轨、水运等全部 21 个行业及 8 个专项范围内开展工程设计咨询业务，且规模不受限制，全国拥有该资质的企业只有 75 家，大概占设计咨询企业的 0.4%。2) 勘察设计行业属于知识、人才密集型行业，此处，我们通过人均创收指标（人均效能），来衡量人均创造的效益和企业管理水平。从人均创收来看，本案整体呈现上升趋势，从 54.28 万元/人上升至 89.24 万元/人，说明整体经营效率不断上升。



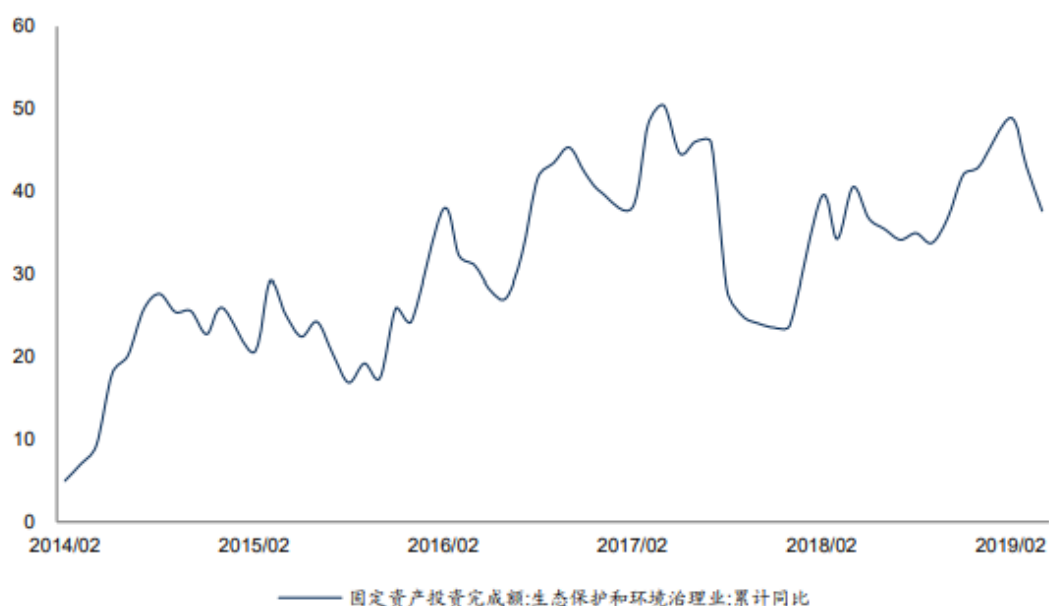
图：人均收入（单位：万元/人） 来源：并购优塾

对比 2018 年同行业可比公司的人均创收，中设集团仅次于设计总院，人均创收处于较高水平。

人均创收	
中设集团	92.82
苏交科	84.41
设研院	60.97
设计总院	102.03
勘设股份	73.11

图：同行人均创收对比 来源：并购优塾

3) 从业务布局看，其积极布局发展前景较确定的新业务领域，比如环保领域、智慧交通，其中：生态保护和环境治理投资一直处于景气状态，2014 年至 2017 年，生态环保和环境治理的复合增速 28%，明显高于同期固定资产投资完成额整体复合增速 8%。



图：生态环保固定资产投资 来源：wind、国信证券

智慧交通方面,与发达国家相比,我国智能交通整体发展水平还比较落后。以 ETC 在停车场领域的应用为例,新加坡的停车场 ETC 普及率达到了 90%以上,而我国才刚刚起步,空间较大。

— 07 —



外延，并购



勘察设计行业的特征，适合以并购方式完善业务布局，原因在于：设计行业属于知识、技术密集型行业，业务承接对资质和技术的要求严格，行业存在资质壁垒；此外，由于历史原因，行业存在地区保护现象，并购意味着设计企业能迅速获得被收购公司的业务资质、技术、品牌影响力等资源。从财务层面看，设计行业属于轻资产模式，资本支出比重较小，经营活动现金流质量较高，以本案中设集团为例，近 5 年，其资本支出占收入的比重分别为 4.36%、3.51%、2.91%、2.49%、1.72%、0.77%，净现比分别为 0.05、0.74、1.28、0.96、0.81、0.76，资金方面存在优势。

因此，外延式并购是行业整合的捷径，能够帮助企业快速实现区域渗透和业务拓展。事实上，这也是国外成熟设计企业实现扩展的主要途径。以全球建筑工程设计龙头 AECOM 为例，其发展历程中，总共进行了 30 多次并购，逐步进入多个地区和行业，业务覆盖交通、设施、环境、能源、石油和燃气、水、高层建筑以及政府等多个领域。比如，2008 年，收购 Tesult 拓展水力发电工程业务；2009 年，收购 EllerbeBecket 将业务扩展到全球医疗设施和体育设施市场；为了进入新兴市场，2007 年收购城脉打入中国市场，2011 年收购 Spectral 进入印度市场等。

时间	收购公司	收购公司业务范围	业务领域
2000/12/4	Metcalf&Eddy	全球	环境工程服务
2000/12/4	Maunsell Meintyre	全球	高速公路和其它土建工程建设
2002/3/15	Oscar Faber	英国	房建和交通运输工程咨询
2004/4/1	Padco	全球	提供经济、产出、人口、基础设施等领域咨询
2004/9/13	UMA	加拿大	提供基础设施、水利、交通运输、工业工程等领域工程咨询和项目管理服务
2004/10/1	Bassett	澳大利亚	电力和机械工程咨询
2005/4/1	Bullen	英国	提供高速公路、铁路、水利、环境和房建领域的工程咨
2005/9/6	ENSR	全球	环境卫生和安全管理服务
2005/11/22	EDAW	美国	城市规划、园林设计
2006/10/3	Cansult	中东	提供土木工程施工和建筑工程、能源输送工程、专业工
2007/1/3	HSMM	全球	提供房屋、工业、安全设施、通信、交通运输、娱乐场
2007/1/29	Retec	美国	环境工程设计咨询
2007/4/2	STS Consultants	美国、阿联酋	建设服务、场所开发、设施和交通运输工程等领域
2007/6/4	HLA-Envirosciences	澳大利亚	提供环境管理、卫生和安全服务
2007/8/23	KMK Consultant	加拿大	提供水利、污水处理、市政领域的工程服务
2007/10/1	Gartner Lee	加拿大	环境科学咨询
2007/11/20	深圳城脉	中国	中国 A 级建筑和工程资质
2007/11/21	ERA	全球	提供娱乐、房地产、公共设施、旅游以及经济发展方面
2008/1/14	TSG	美国	的咨询和经济分析服务
2008/3/3	Teesult	加拿大	为进驻新兴市场的客户提供支持服务
2008/3/31	Boyle	美国	水力发电工程
2008/4/14	TSH	加拿大	提供饮用水解决方案、废水处理、水资源管理等水务领
2008/7/25	Earch Tech		域服务
2009/5/1	Savant	欧洲	建筑设计、土地规划、交通设施设计、环境工程服务等
2009/8/30	LAN	美国	水利、环境、交通和设施工程领域提供咨询、设计、施
2009/8/30	Ellerbe Becket	美国、中东	项目、施工和成本管理咨询服务
2009/8/30	SSI	美国	为政府提供项目管理、设计、施工管理等服务
2009/11/5	INOCSA Ingenieria	西班牙	业务覆盖公司、政府、医疗设施、高等教育设施、专业
2010/7/14	Tishman	美国、阿联酋	体育设施和商业中心等多个领域
2010/8/17	Tritech Rail	英国	为美国联邦和地方政府提供公共设置运营、维护和管理
2010/8/27	MeNeil Technologies	英国	服务
2010/11/1	Davis Langdon	非洲、澳大利亚、新	建筑设计、项目管理和城市规划
2010/11/29	RSW	全球	施工管理服务
2011/6/13	Spectral Services	印度	铁路行业的工程咨询
2012/1/6	Capital Engineering	台湾	国家安全和情报服务
2012/10/9	BKS	南非	成本和项目管理咨询
2012/10/5	KPK	亚洲	水力发电和输送等能源工程
2014/7/14	URS	全球	机械工程、电力工程和专业工程咨询
2014/7/28	Hunt	美国	环境、水利、徒弟开发领域的工程咨询服务
			工程咨询
			施工成本、合同和项目管理咨询服务
			工程咨询、设计和项目管理
			商业施工管理

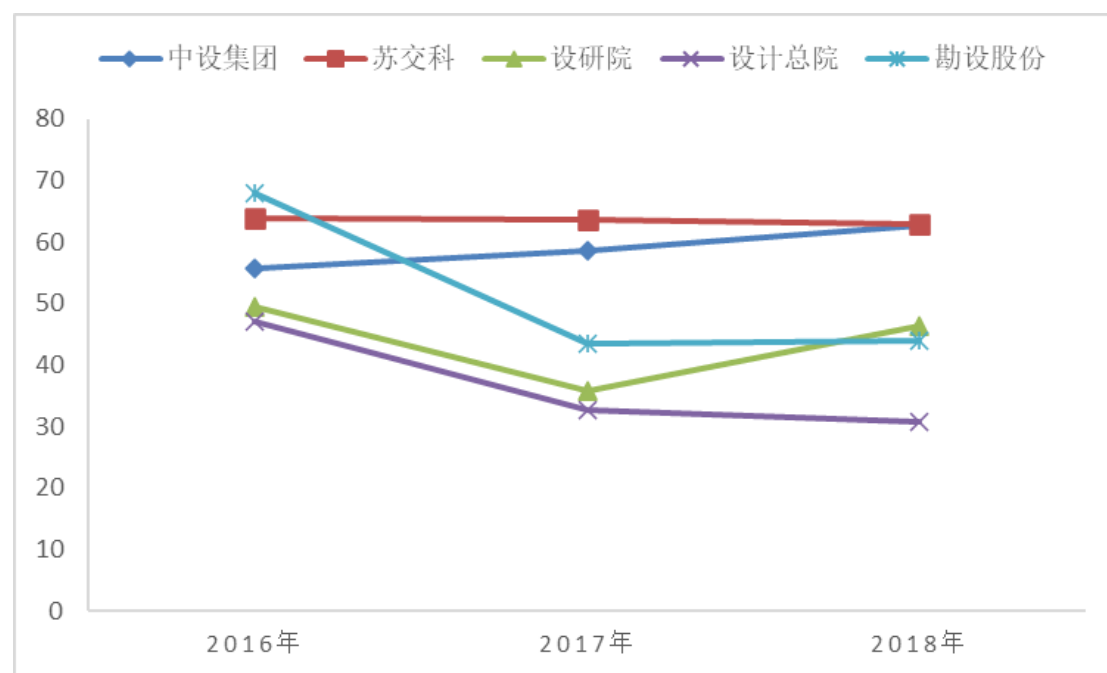
图：AECOM 主要并购项目 来源：招商证券

从国内对标企业来看，苏交科也是通过并购，不断完善技术能力，拓宽业务范围和领域。因此，预计本案未来仍然可能通过并购进一步提升市占率。

回到本案，我们通过资金情况，看一下其并购潜力。截止 2019 年，其货币资金 14.86 亿元，占资产比重的 18%，近三年，中设集团的资产负债率分别为 55.6%、

58.65%、62.59%，处于同行较高水平。但注意，其负债大多属于无息流动负债，短期借款极少，无长期借款和应付债券；主要是应付账款较多，占资产的比例约20%至25%之间；其次是预收款项，占比13%至14%左右。此外，2015年4月，其以3.07亿元收购宁夏公路勘察设计院99.86%股权；2016年1月以1.11亿元收购扬州市勘测设计研究院75%股权，均为为自有资金支付。

可见，目前债务压力也没有。未来仍可以通过定增、发债或银行贷款等方式，获取资金、实施并购。



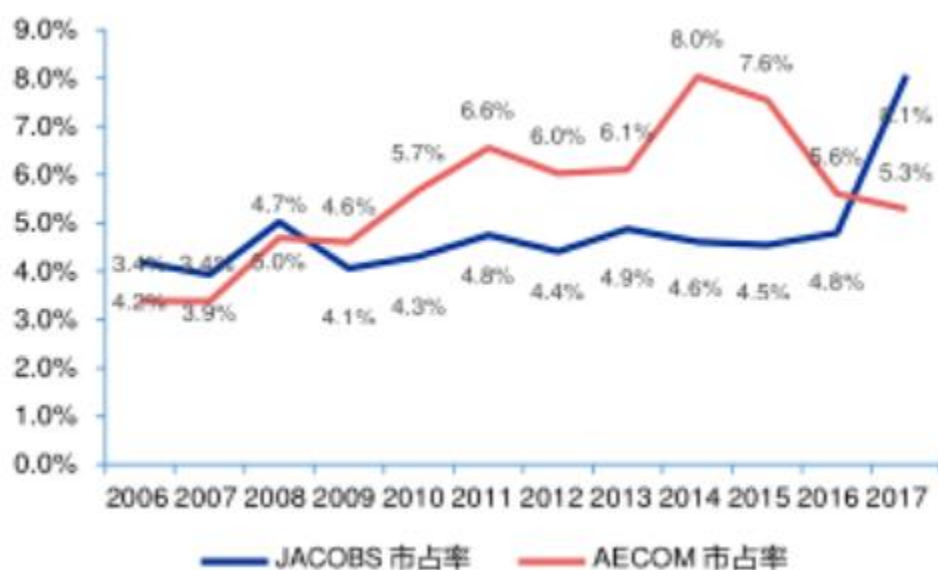
图：同行资产负债率对比 来源：并购优塾

综上所述，中设集团的市占率的提升空间还有很大。那么，如何给市占率增速呢？

— 08 —



市占率，对标



图：AECOM、JACOBS 市占率 （单位：%）来源：ENR

从国外两大龙头的市占率历史数据来看：AECOM 市占率从 4.2%到 5.3%，其市占率的年复合增速为 2.14%；JACOBS 市占率从 3.4%到 6.1%，剔除并购影响，其年复合增速为 3.51%。

纵观国内企业，市占率较高的中国电建为 1.17%，苏交科为 0.12%。本案的市占率排名十名开外。很明显，我国市场相当分散，短期内很难快速达到国外市占率规模。

2019 年 ENR 排名	企业名称	2018 年设计收入（百万美元）	市占率
2	中国电力建设集团有限公司	8825	1.17%
5	中国能源建设集团有限公司	6728	0.89%
7	中国交通建设股份有限公司	4826	0.64%
15	中国铁建股份有限公司	2525	0.33%
20	中国铁路工程集团有限公司	2136	0.28%
29	中国建筑集团有限公司	1424	0.19%
38	中国铁路设计集团有限公司	984	0.13%
43	中石化炼化（集团）股份有限公司	926	0.12%
46	苏交科集团股份有限公司	897	0.12%
50	中国石油集团工程股份有限公司	830	0.11%
55	中国冶金科工集团有限公司	759	0.10%
59	中国机械工业集团有限公司	689	0.09%
60	华东建筑集团股份有限公司	651	0.09%
61	中设设计集团股份有限公司	617	0.08%
64	同济大学建筑设计研究院（集团）有限公司	578	0.08%
65	北京城建设计发展集团股份有限公司	559	0.07%
77	中国联合工程有限公司	441	0.06%
78	长江勘测规划设计研究院	427	0.06%
80	中铝国际工程股份有限公司	404	0.05%
83	CCDI 悉地国际	385	0.05%
95	中国成达工程有限公司	216	0.03%
113	上海城建（集团）公司	267	0.04%

图：各家市占率 来源：ENR、住建部

因此，本案市占率增速，我们设置情景开关：

乐观情况下：中设集团的市占率增速对标国际巨头市占率增速，为 3.51%；保

守情况下：中设集团的市占率维持当前水平，0.08%，市占率增速为 0。

注意，本案新承接合同额不会当年一次性结转为收入，一般需要两到三年左右时间，因此我们谨慎假设：新承接合同额结转收入按三年转化，结算比例分别为 30%、40%、30%。同时，考虑到实际确认收入与预测结算金额存在差异，会根据营业收入/结算金额的比例，进行系数调整。

综上，得到勘察设计预测收入如下：

单位：亿元人民币（特殊说明除外）	2015A	2016A	2017A	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
f 勘察设计业务收入	9.92	14.68	17.94	26.01	30.71	33.34	37.50	42.17	47.37	53.20	59.75	67.11	75.37	84.64	95.06

图：勘察设计收入预测（单位：亿元）来源：并购优塾

好，勘察设计预测结束，除了设计业务，还有什么方法拉动收入增长？

— 09 —



EPC，延伸产业链



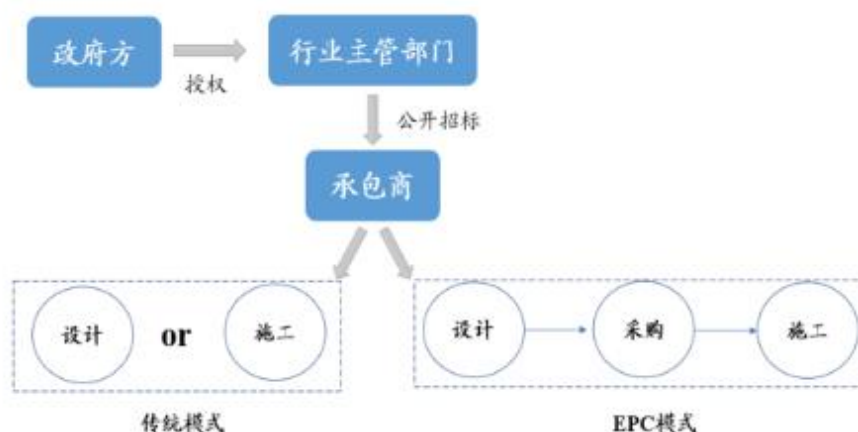
答案：向产业链下游延伸。2017 年，本案开始开展 EPC 业务，指设计-采购-施工一体化的工程总承包模式。传统承包模式下，设计、施工、监理等单位分别负责不同环节、不同专业的工作，与传统模式相比，EPC 模式在节约投资成本、加快工期进度等方面优势明显，是工程承包未来的主要方向，其中：

1) 减少设计和施工的交叠部分，降低工程造价

工程造价的 90%在设计阶段就已经确定，施工阶段影响项目投资仅占 5%左右。传统承包模式下，施工和设计是分离的，双方难以及时协调进而出现重复劳动，工程造价经常超出预期。

2) 缩短建设周期

EPC 模式在建设施工全过程都进行了质量控制，便于整体管控和沟通，以建设一个数据中心为例，一般的项目建设周期为 2 年或者更多，而 EPC 模式下，这个周期可以控制在 1 年半或者更短。



图：EPC 模式与传统施工模式区别 来源：华创证券

2017 年 2 月 21 日，监管层印发《关于促进建筑业持续健康发展的意见》，明确提出“完善工程建设组织模式，加快推行工程总承包，培育全过程工程咨询”，工程总承包模式逐渐兴起。国内 EPC 的承包主体主要有设计单位、施工单位，而以设计为主导的 EPC 模式，是国际工程界一种通行的做法和趋势。

在美国《工程新闻记录》统计中，世界 200 家顶级国际设计企业有半数以上是 EPC 型工程总承包企业。同时，根据本案股东大会管理层讲话：“由施工单位组成的 EPC，竞争非常激烈，但是以设计牵头的 EPC 竞争要低得多”。本案作为设计单位，凭借综合甲级资质，可以在各行业承揽勘察设计和工程总承包项目，已经承接了云南省公路局路网监测、洋口港 15 万吨级航道、应急处置中心基础平台施工总承包项目等多个 ECP 项目。2018 年，其 EPC 业务增速高达 265.41%。但注意，2019 年其收入为 3.63 亿元，同比下滑 44.92%。

波动较大的背后主要有两方面原因：一是 2018 年洋口港大型 EPC 项目收入集中确认，导致当年增速极高；二是 2019 年其开始采取缩量提质，防范项目风

险。工程总承包的驱动力仍然是基建投资，考虑本案在资质等方面的优势，预计其 EPC 业务仍能保持较高增速；从长周期看，基建投资增速与 GDP 同步（[可回看中国建筑建模报告](#)）。综上，我们谨慎预测 EPC 业务增速，从历史复合增速 42%逐年递减至 GDP 增速 6%。

至此，本案主要业务收入预测完毕，其总营业收入情况如下：

单位：亿元人民币（特需说明除外）	2015A	2016A	2017A	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
5 总营业收入	13.79	19.78	27.64	41.82	46.75	57.15	66.79	77.68	89.96	103.24	117.13	131.06	144.40	156.49	166.76
增速		42.44%	39.74%	51.30%	11.79%	22.26%	16.86%	16.30%	13.87%	14.72%	13.43%	11.90%	10.10%	8.37%	6.50%

图：收入预测（单位：亿元） 来源：并购优塾

— 10 —



逻辑，印证



研究到这里，本案的收入预测已经完毕，其 2020 年至 2022 年收入预测增速分别为 22.26%、16.86%、16.3%。不过，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) 内生增速——其公式为：内生增速=ROE×（1-分红率），其历史平均分红率为 28.31%，ROE 为 17.45%，得到内生增速为 23.45%；
- 2) 历史增速——近三年，中设集团的年复合增速为 29.95%；
- 3) 机构预测——根据 wind180 天内 12 家预测机构给出一致性预测，2021 年

至 2022 年增速为 23.02%、22.1%；

国盛证券观点——预测三年增速为 23.2%、21.3%、19.3%。逆周期下基建趋于加力，设计公司有望率先收益。

安信证券观点——预测三年增速为 25.3%、23.1%、22%。订单充裕业绩保障性强，产业链前端优先受益稳增长加码；新兴业务成效显著，新基建背景下发展可期。

华泰证券观点——预测三年增速为 17.16%、17.38%、17.84%。新签订单维持稳健增长。 **我们预测的增速基本与其他方法的预测增速差异不大。**

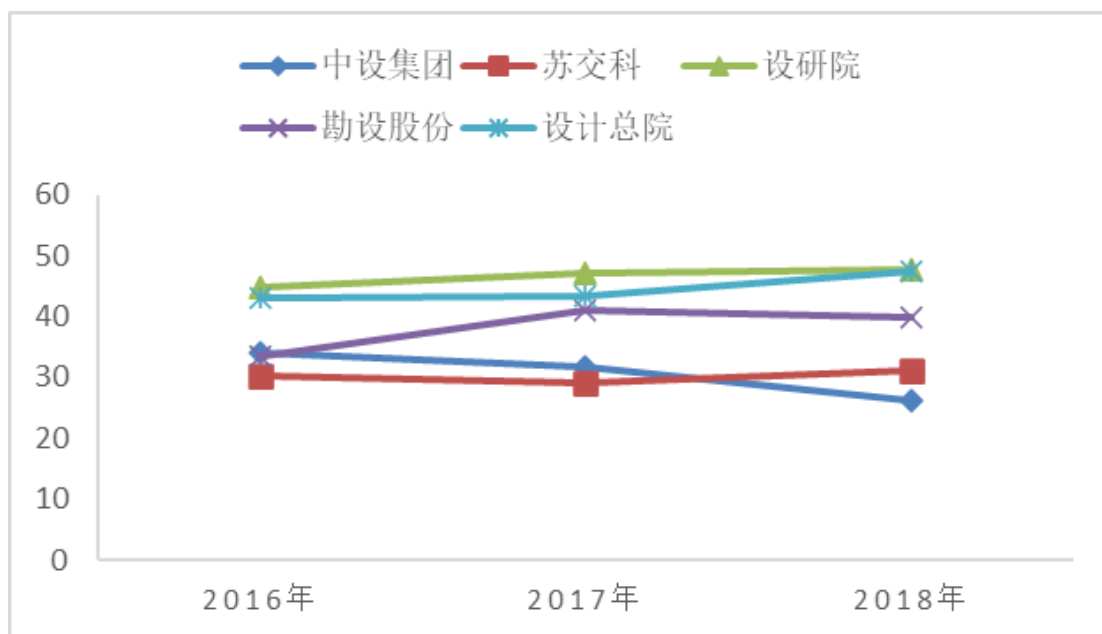
— 11 —



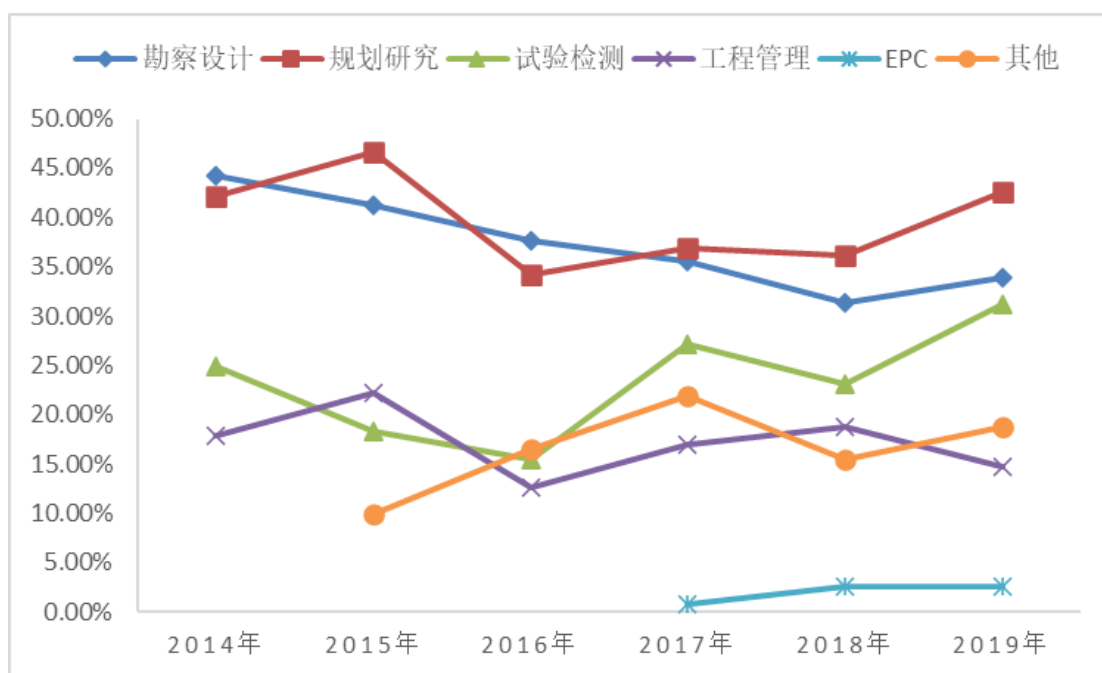
钱，花向何处



先看成本项。 本案历史毛利率逐年下降，从 2014 年的 40.09%下降至 2018 年的 26.22%，2019 年略微回暖至 31.21%。下滑原因主要是一是由于勘察设计成本增加，导致毛利率下滑；二是因为 EPC 业务毛利率低，其业务增长较快拖累整体毛利率水平。与同行相比，本案整体毛利率处于较低水平。设研院与设计总院的毛利率水平较高，主要源于业务收入较为单一，仅为勘察设计、工程管理类，因而业务毛利率均较高。



图：毛利率对比（单位：%） 来源：并购优塾



图：各业务毛利率（单位：%） 来源：并购优塾

回到本案，由于中设集团的各项业务之间的毛利率差异较大，因此我们分别预测：

从上图来看，我们可以发现几点：

1) 勘察设计 (44%→33.83%)、工程管理 (17.93%→14.69%) 的毛利率整体呈现下滑趋势，主要由于成本的增加。其中，勘察设计 2019 年毛利率回升，由 2018 年的 31.42% 上升至 33.83%。

2) 规划研究毛利率波动区间在 34% 至 45% 之间，近一年有所提升，源于收入规模比例回升，成本控制。

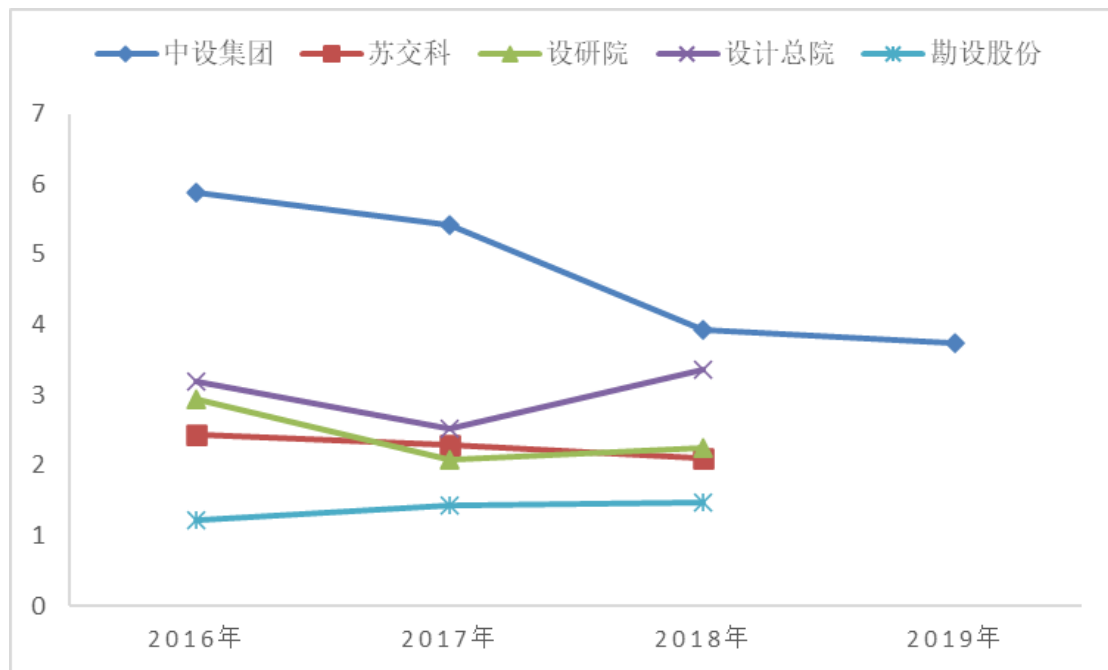
3) EPC 业务毛利率较为稳定，且近两年维持在 2.5% 左右。毛利率水平较低，但是在环保领域、水环境治理、污水处理的新的领域，EPC 的毛利率可以达到 30%，因此，预计未来有上升空间。

4) 试验检测 (24.87%→31.13%) 和其他业务 (9.99%→18.8%) 毛利率均有所提升，成本管控到位。 综上，《并购优塾》合理假设： 1) 勘察设计、工程管理的毛利率为近三年平均值，分别为 33.6%、16.81%； 2) 规划研究的毛利率取近五年均值，为 39.26%； 3) EPC 业务毛利率，虽有提升的空间，但仍需要时间和发展，因此维持近两年水平，2.53%； 4) 试验检测与其他业务毛利率接近三年水平均值，分别为 27.15%、18.7%。

接下来，看本案的销售费用和管理费用情况。

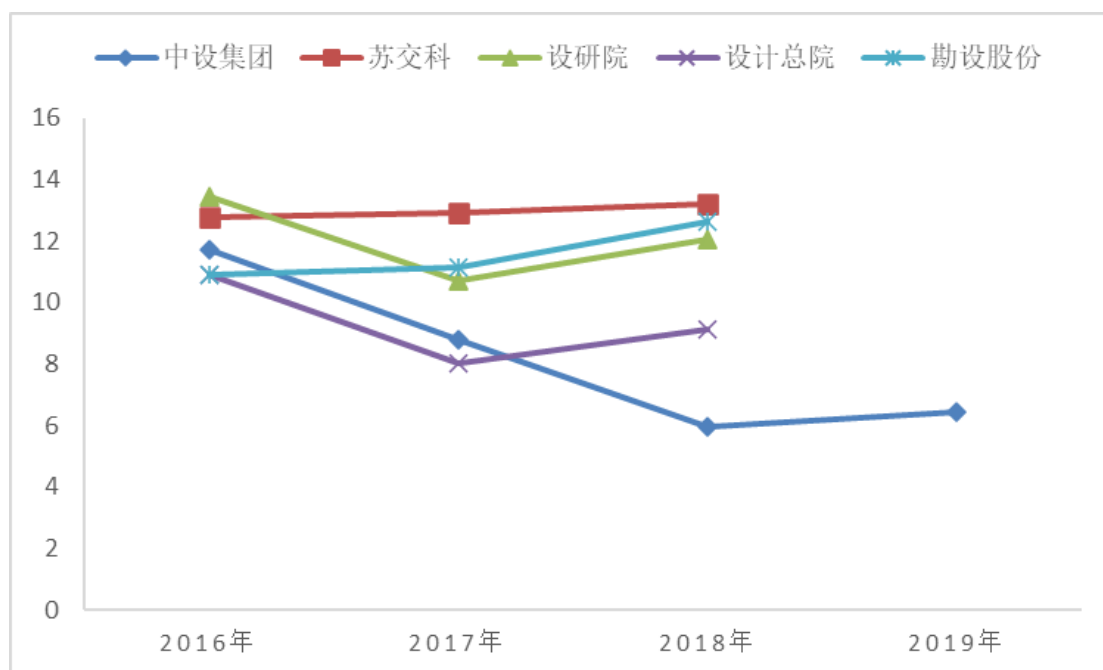
1) 销售费用率——中设集团的销售费用包括薪酬支出、办公费、业务招待费、差旅费及其他，其中以薪酬支出为主。上市以来，销售费用率呈现下降趋势，由 6.39% 下降至 3.74%，这是因为其收入规模的增速高于销售费用增速所致。

相较同行的销售费用率，中设集团的销售费用率仍处于高位。因此，《并购优塾》假设：其销售费用（剔除折旧摊销）/收入的比例保持 2019 年水平，为 3.74%。



图：销售费用率对比（单位：%） 来源：并购优塾

2) 管理费用率——本案管理费用包含薪酬支出、折旧摊销费、办公费、业务招待费、差旅费、股份支付及其他，主要以薪酬支出及其他为主。上市以来，管理费用率也在不断降低，从 12.97%下降至 6.44%，主要是由于收入增速快于管理费用增长所致。与同行相比，处于较低水平。因此，我们预测其管理费用率（剔除折旧摊销）维持近三年均值水平，为 8.1%。



图：管理费用率对比（单位：%）来源：并购优塾

到这里，利润表基本构建完毕，但还有一个重要科目未能预测，就是折旧摊销。

而要预判折旧摊销，必须弄清楚一件事——本案的资本支出，情况到底如何？

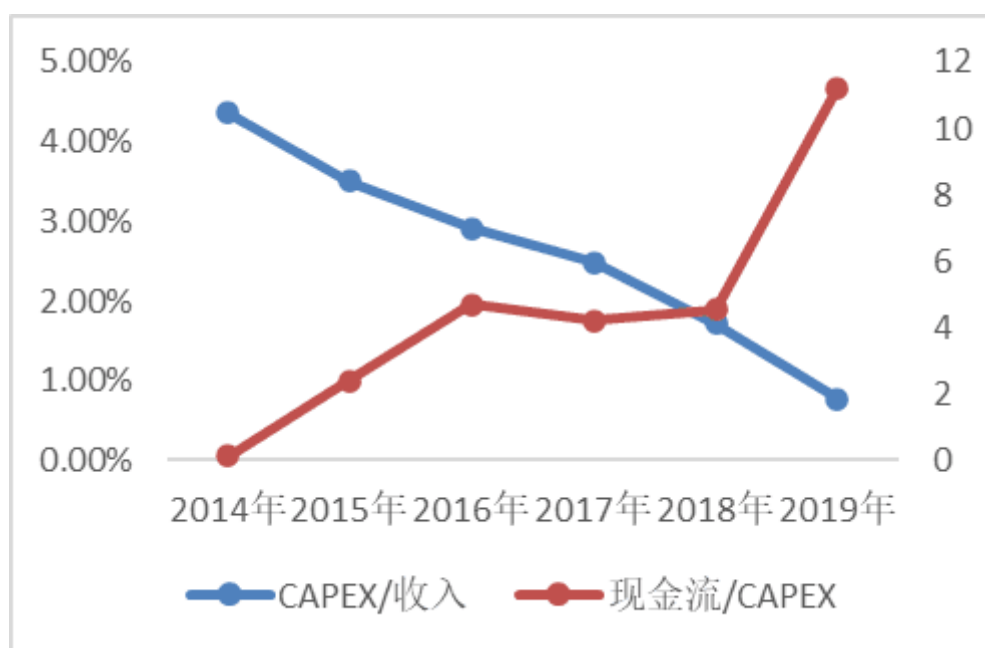
— 12 —



轻资产，模式



本案的资本支出主要为房屋及建筑物、检测专用设备。其中，房屋及建筑物折旧年限为 20 年至 35 年，检测专用设备折旧年限为 4 年至 10 年，预计净残值率为 3%至 5%。上市以来，其资本支出占收入的比例逐年下降，到 2019 年仅为 0.77%。资本支出对现金流的拉动效应则呈上升趋势，2019 年由于资本支出继续下降，同时经营活动现金流增长较快，导致当期拉动效应大幅上升。



图：CAPEX 情况 来源：并购优塾

本案固定资产占总资产的逐年下滑，2019 年其比例在 4.82%，典型的轻资产型公司。因此，我们对此部分进行简化预测：

- 1) 新购入固定资产/主营业务收入接近三年水平，为 1.46%；
- 2) 折旧分为已存固定资产折旧和新增固定资产折旧，新增固定资产折旧按直线法折旧，折旧年限为 15 年，折旧率 6.47%，残值率为 3%；已存固定资产折旧每年按折旧率 6.47%递减；
- 3) 无形资产购建/营业收入比例，按历史三年均值，为 0.19%；
- 4) 新增长期待摊费用/营业收入按历史三年均值，为 0.25%。

研究至此，资本支出、折旧摊销预测完毕。我们再看自由现金流的另一大变量——本案的营运资本，以及产业链上的话语权，到底怎么样。

— 13 —



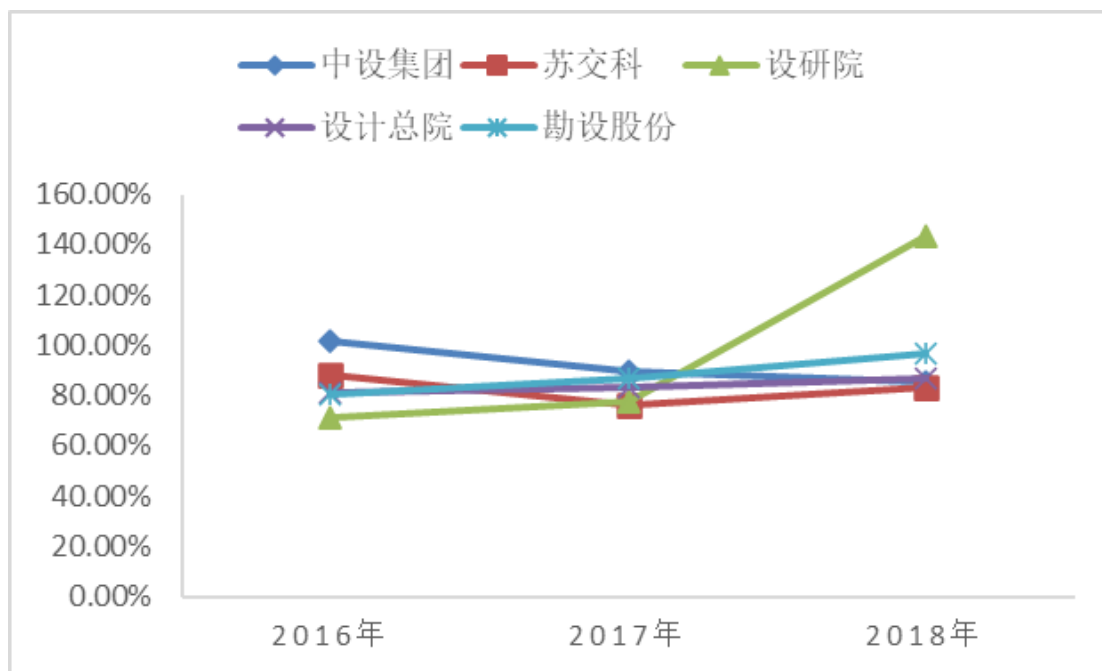
产业链，话语权



营运资本情况，我们分别来看：

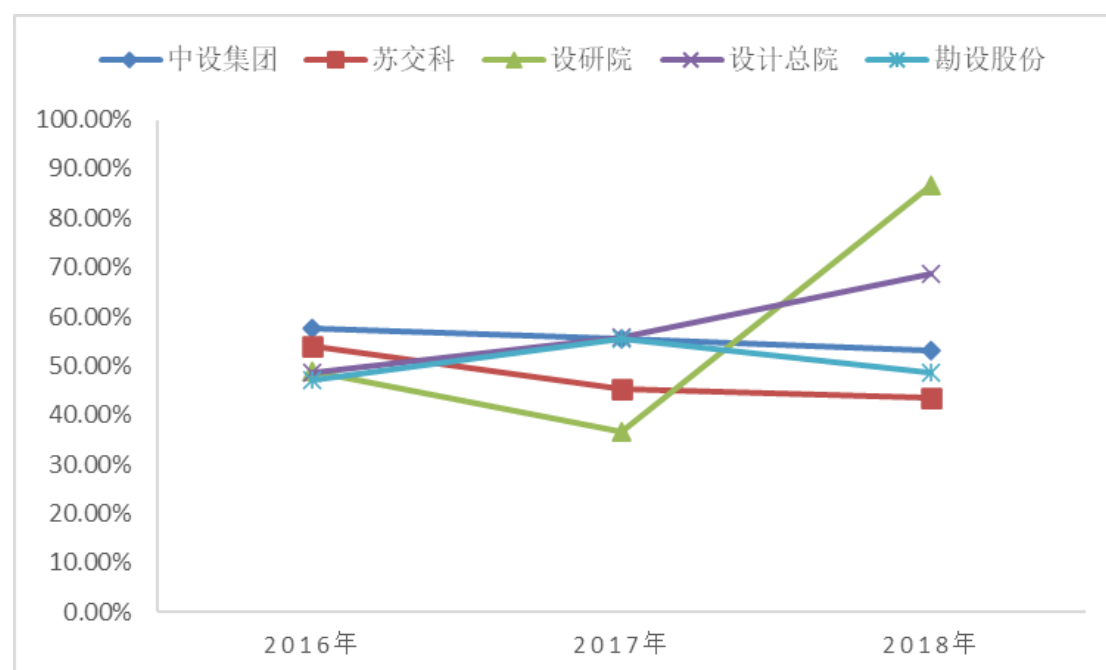
1) 对下游话语权——主要看应收款项、预收账款。本案客户主要为政府部门及其下属的基础设施公司等。上市以来，其应收账款占收入的比例较高，在 85% 至 121% 左右。近三年，该比例有所改善，下降至 100% 以下，在 85% 至 96% 之间。应收账款周转率在 0.91 至 1.38 之间。对比同行来看，各家的应收/收入的比例都较高，本案处于中等水平。其中，研设院 2018 年应收账款比例大幅上升，是因为业务增长及合并范围增加所致。

注意，行业内的应收账款占比均较高，主要服务周期较长，一个正常的勘察设计周期要伴随着整个工程项目的建设周期，通常需要 3-5 年。但是，本案收款节奏快于人工、采购成本支出，所以仍然可以保证正的经营活动现金流。



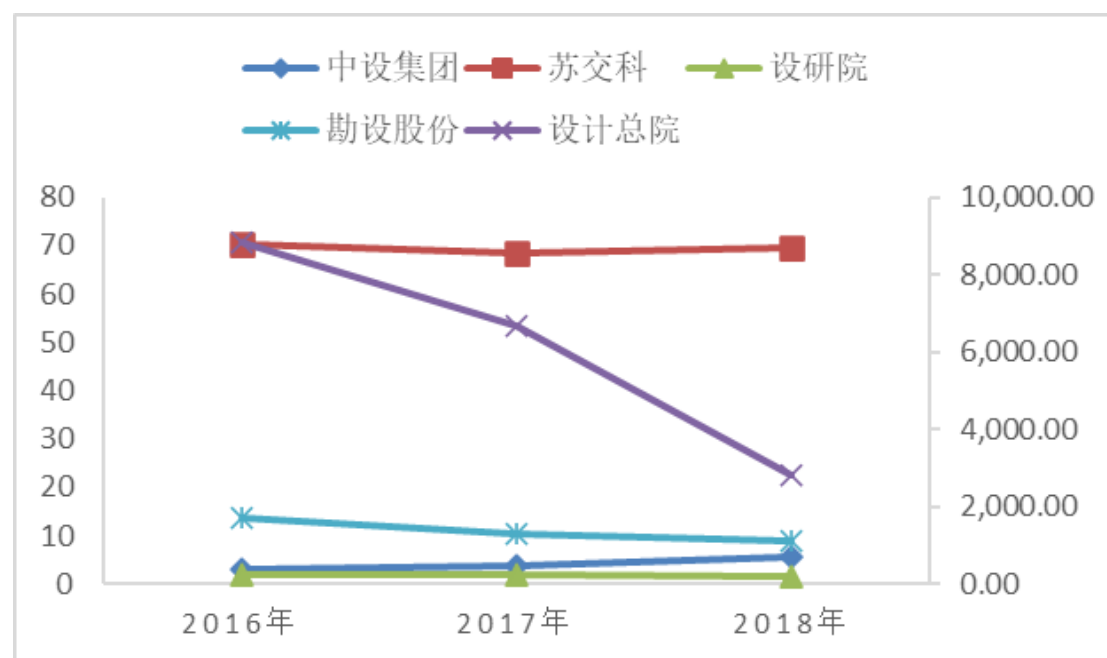
图：应收/收入对比（单位：%） 来源：并购优塾

综上,《并购优塾》假设应收款项/收入的水平维持近三年均值 91.4%; 本案预收款项包括工程咨询款、建造合同形成的已结算尚未完工款, 占比略有下滑, 假设预测期保持历史三年均值 24.53%。2) 对上游话语权——主要看应付账款、预付账款。其中, 应付账款为应付服务采购款, 应付账款占成本的比例略有下滑, 上市以来, 该比例分别为 75.50%、77.03%、57.57%、55.67%、53.18%、64.81%, 应付账款周转率在 1.41 至 2.29 之间, 近三年略有下滑。相较同行, 中设集团处于中等水平。因此, 我们预测应付账款占成本的比例取历史三年均值, 为 59.58%。



图：应付/成本对比（单位：%） 来源：并购优塾

3) 营运效率——主要看存货。本案的存货主要为未完工项目成本、其次是建造合同形成的已完工未结算资产。上市以来，它的存货占成本的比例呈现下滑趋势，从 39.87%下降至 19.66%。其存货周转率在同行中处于较低水平。其中，同行中设计总院的存货周转率极高，主要是其存货极小，可忽略不计。综上，中设集团的存货占成本的比例的取 2019 年水平，为 19.89%。



图：存货周转率对比（右轴-设计总院） 来源：并购优塾

以上，关于建模的大多数假设都已完成，我们进入报告极为重要的部分——建模，到底如何测算？

— 14 —



建模，到底如何搭建



在进行建模之前，我们先总结一下本案的基本面：

1) 未来增长空间——设计咨询行业处于基建产业链前端，当前我国固定资产投资空间较大，特别是在公路的密度和人均里程等数据上，中国与发达国家相比仍存在差距，基建方面，未来 20 年预计能维持年化 5% 的增长。我国设计费用占项目总投资在 4% 左右，发达国家工程咨询费率均高于国内水平，如德国为 7.5%-14%；英国为 8.85%-13.25%；美国为 6%-15%。

2) 增长驱动——宏观层面驱动来自于建筑业新签合同额，公司层面来自市占率的提升。

3) 回报——2017 年至 2019 年，本案剔除现金的 ROIC 分别为 26.7%、32.8%、49.2%。整体呈上升趋势，主要是因为货币资金增多。

4) 护城河——主要是资质、人才、技术。

5) 竞争格局——行业呈现主体多、集中度、全国较为分散的情况。我国 CR5 市占率为 3.31%，CR10 为 3.98%，而本案中设集团目前市占率仅为 0.08%。

6) 风险点——受政策影响较大；EPC 业务毛利率较低，影响项目利润；由于需要垫资施工，应收账款占用资金比例较大，增加相应坏账损失风险；基建投资放缓不及预期。

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，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	600.1	566.9	536.3	457.6	386.9	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	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	862.4	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：百万人民币，特殊说明除外)													
	2016A	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流													
净利润				10,480	13,972	17,999	20,706	28,841	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	16,655	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	-697	-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													
(偿还短期融资缺口)				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)				-5,608	-5,177	-4,902	-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
资金分配													
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

— 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。