



房地产行业研究方法

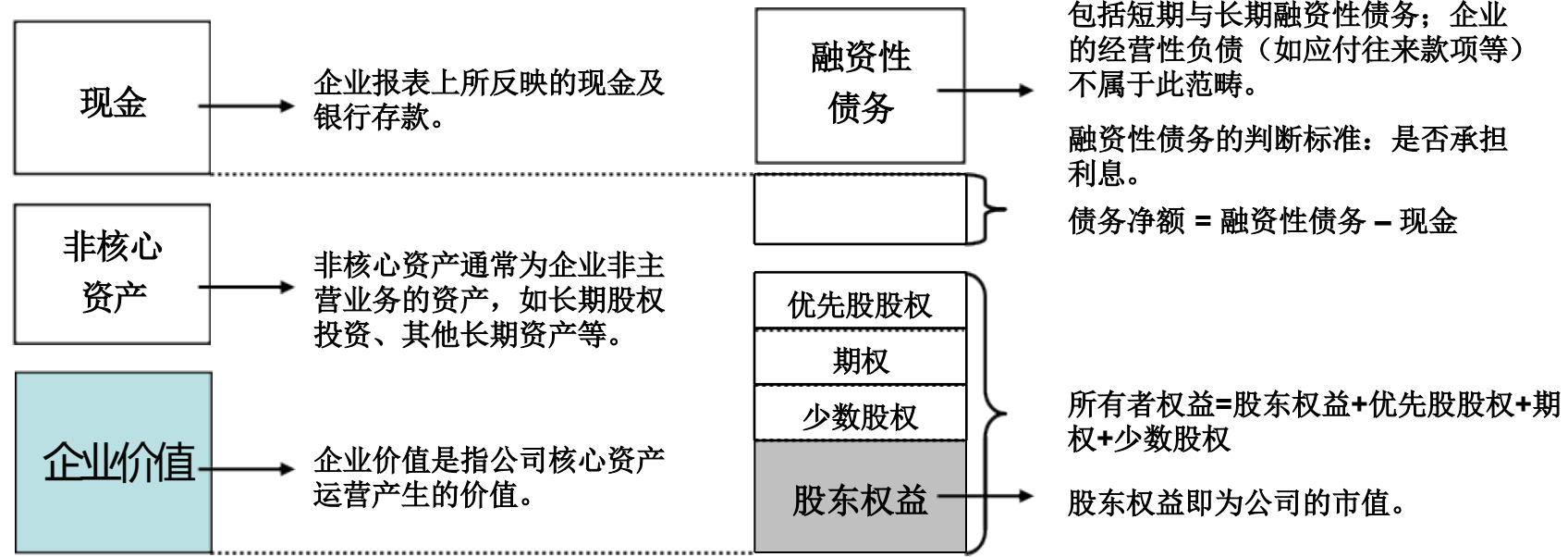
内 容

- 第一章 估值方法和个股选择
- 第二章 行业生态和周期判断

一、估值方法和个股选择

1.1 估值理论

相对全面的等式模型



通过企业价值估算股义价值



$$\begin{aligned}
 & \text{企业价值} + \text{非核心资产价值} + \text{现金} = \text{总资产价值} - \text{债务总额} \rightarrow \text{所有者权益价值} - \text{相关权益项目} = \text{每股价格}
 \end{aligned}$$

1.1 估值理论

- 实践中，公司估值的常见方法有市场法和净现金流折现法。

两种主要估值方法的比较

	市场法	净现金流折现法
估值原理	根据所需要的可比指标(P/E、P/B、EV/EBIT、EV/EBITDA等)，选择同行业同规模、类型近似的上市公司可比指标，结合本企业原始财务数据，计算得出。	通过对企业未来经营活动的绩效预测，计算出企业预测期内的无杠杆自由现金流并折现，同时，结合对预测期以后的现金流终值并折现，两者相加得出。
估值结果	P/E、P/B法：股权价值 EV/EBIT、EV/EBITDA：企业价值	企业价值
估值优点	<ul style="list-style-type: none"> ▶数据获取较易 ▶计算方法较为简单 ▶数据量小，耗时短 ▶与公司未来市价具有可比性 	<ul style="list-style-type: none"> ▶可以避免因公司会计政策而引起的失真 ▶可以评估企业的潜在整合效果 ▶能够体现出敏感性 ▶确定不同方案对企业估值的影响
估值缺点	受市场及同行业影响较大，有时会偏离企业自身价值	<ul style="list-style-type: none"> ▶计算方法较为复杂、假设较多，很难准确测定 ▶与投资者存在信息不对称
适用企业	对于高增长行业，由于资本支出较大，通常选用EV/EBITDA、P/B；对于成熟行业，经营已经趋于稳定，通常选用EV/EBIT、P/E。亏损企业不能用P/E。	制造业、零售业等经营较为稳定，数据可预测性相对较强的企业。

由上表可见，两种方法各有利弊，需根据企业自身的情况选择最为有效的估值方法。

1.2 行业估值

P/E法与iy法结合的方式能够有效、合理地确认房地产企业的价值

- 1 **NAV**法计算出企业的净资产值，通过对相关指标进行敏感性分析，得出股权价值的有效范围。
- 2 针对不同物业类型的公司，选择适当的**P/E**进行估值，得出股权价值的有效范围。
- 3 考虑**P/E**法与**NAV**法的相关性及不同物业类型的平衡制约性，最终确定合理的股权价值。

1.2 行业估值——NAV法

净资产估值法(NAV法)的介绍

- NAV估值是以DCF法为理论基础，结合房地产企业自身以项目为基础的特点产生的估值方法。
- NAV法，又称净值产值法，其估值逻辑是对企业所拥有的已完工尚未预售、在建物业、土地及投资型物业资产按照各项目开发销售流程进行现金流模拟然后按一定折现率折现，最后按公司所占各项目权益计算出项目汇总价值，再扣减（加上）公司的净债务（净现金），然后得到公司的净资产值（NAV）。
- 企业价值对应的是所有出资人共同拥有的企业价值，出资人包括债权人和股东，因此在按照公司所占各项目权益计算出汇总价值即为企业价值（即债权人和股东共同拥有的价值）。
- 净债务（净现金）=总债务 - 现金

净资产估值法(NAV法)的特点

- 以项目为基础。项目开发周期较长会导致房地产公司段时期业绩波动较大，因此以项目为基础的业绩并不具有连贯性，历史业绩与未来收益也没有必然的联系。P/E估值一般考虑未来1-2年的经营情况，因此对历史业绩及未来收益的波动性不能有一个很好的把握，因此使用市盈率法对公司未来价值判断有所欠缺。
- 以土地储备确定估值范围。土地储备量和储备成本是决定公司未来盈利情况的重要因素，按照普通的估值方法，土地储备的价值和在建项目的价值没有被完全反应出来，通过净资产值的计算能够把在建项目价值和土地价值通过现金流折现方式体现出来，从这个角度来看，NAV估值在一个未来预期较好的市场状态下更有意义。

1.2 行业估值——NAV法

NAV法产生的背景

- 房地产企业的固定资产很少，流动资产的增值比较多，且流动资产的购置存在不确定性
- 以现有项目作为基础，因此不会有永续现金流，也不会有报废的残值
- 企业盈利可以调节，而且还具有滞后性，绝对估值法在国际范围内占据上风
- 土地本身交易活跃，NAV法具有一定的客观性

净资产估值法(NAV法)的局限性

- 房地产上市公司的信息披露不充分，导致在计算公司资产值上存在难度；
- 开发物业价格波动性较大导致价格预测的困难，影响了NAV计算结果的准确性；
- 计算过程中，存在着较多的假设，这些假设将导致NAV计算结果出现各种不同；
- 估值度量仅以当前资产规模来确定公司价值，而没有考虑企业能力，因此，容易造成地产企业对资产(土地储备)的过分崇拜；
- 估值方法过分强调存量资产，欠缺对资金流量的考察，估值结果缺乏预见性。

1.2 行业估值——NAV法

NAV估值基本假设和可能产生的误差

内容	假设方法	可能产生的偏差	对NAV值影响的显著性	控制偏差的方法
成本	成本分解为土地成本、建安费用、资本化利息、销售/管理/财务费用、营业税费（含土地增值税）、所得税，建安费用主要判断不同的类别建筑的区域成本，资本化利息及费用主要有企业自身情况决定，税费来自于各区域市场的规定。	主要是建安费用高低会产生偏差，间接费用也会有偏差。	对NAV的影响不是很大，其逻辑在于成本相对来说较为稳定，且对具体项目利润率水平预测偏差不会很大。	项目毛利率水平参考公司的指导，建安成本在一个市场相对稳定且偏差不是很大。
价格	按照公司结算价格参考当前市场售价，基准情况为每年项目售价保持不变，乐观估计每年3%~5%平均涨幅；悲观估计3%~5%跌幅。	结算价格一般低于当前销售价格，而价格波动往往较大，多数项目销售价格在逐年上涨。	影响比较显著，原因是成本相对稳定，所以价格波动产生边际效应较大。3%左右的价格波动一般正向带来%~10%左右的NAV值变动。	定期更新价格，尽可能对分期开发的物业和同一期不同物业进行区分。
折现率	主要是公司的加权资本成本（WACC），无风险收益率：A股市场按照10年期国债，海外市场按照美国10年期国债收益率；风险溢价：A股取5%~6%；H股取7%~8%。Beta值取同行业各公司历史统计值。	无风险收益率及波动率选取、风险溢价的确定。	10%的折现值变动将反向带来3%左右的NAV值变动。	定时跟踪各市场无风险收益的波动，另外一般取值较大。
开发/销售进度	按照公司的指导，以及每年的开竣工计划，参考不同类型物业市场的市场平均开发周期。	销售进度很难把握，开发计划也常随着市场、资金以及销售进度的改变而改变。	影响相对不大，主要原因是这种计划相对可实现性较强。	一般采取保守的估计，以防出现过高的预计。
后续投入	这部分主要是影响现金流的问题，一般根据地价支付情况及项目的开发进度进行预测。	由于财务报表中基本不提供此类数据，所以估计的偏差较大。	这部分影响较大，它直接改变了未来现金流的情况。	总量控制，即公司资产负债表中存贷、在建项目、在售项目资产可视为已投入资本。
资本化率	按照持有型物业的折现方法，即简化方式按照资本化率进行折现，一般取8%。	租金收入的增长预测、现金实际流入。	持有型物业所占比例一般较小，其影响有限，另外资本化率相对较为固定。	尽可能通过租金变化预测未来保证其预测的准确性。

1.2 行业估值——NAV法

NAV值给出公司合理的估值区间

- 虽然公司的净资产值计算假设条件较多，但由于NAV给出的是公司真实价值的估计值，而非精确值，其10%左右的上下浮动并不影响公司的投资价值判断，但10%的变化已经足够反映净资产的差异；
- 尽管NAV法不能够完美的反映出公司价值的准确值，但可以通过敏感性分析有效地反映出公司合理的价值区间。

股价与净资产值结果的对应分析

- NAV是一个估计值，一个公司的理论价值应该以该值为中值的一个区间，公司股价对净资产值在一定范围内有折让或溢价都是合理的；
- NAV没有考虑公司未来后续新增土地及开发能力，也就是没有考虑或较少的反映了公司本身的价值（包括品牌、人才、体系、架构等），所以公司的实际价值应高于当前时点的估计值，股价对于净资产值有一个溢价；
- NAV估值假设项目完全按照计划进行，没有考虑后续资金取得风险、市场销售风险、管理运作风险等，从这个意义上股价对净资产值有一个折让。

1.2 行业估值——NAV法

不同类型房地产公司的估值

不同类型物业结构的公司（开发类、持有类、综合类）NAV含义不同：

- 纯开发类公司：其净资产值主要是开发项目，其盈利与净资产值基本对等，盈利能力越高，对净资产值的折让越小；
- 持有型公司或含有持有型物业的公司，其净资产值与其盈利不对等，其出租物业收益要高于盈利所对应的资产价值；

未来主要仍将划分为开发类、持有类和综合类房地产公司，这三类企业的估值水平应该是持有类高于开发类，综合类位于前二者之间。

市盈率倍数法（P/E法）与净资产值法（NAV法）存在一种平衡关系，P/E值较低的公司可以享受一个NAV溢价，NAV折让较高的公司可以享受一个较高的P/E值，一般来说，股价主要围绕其NAV值波动，不同类型的上市公司，其P/E值与NAV之间的估值关系不同，

NAV估值标准随着市场预期而变化

- 与其他行业一样，对未来的行业发展预期决定了行业及公司估值的高低，具有长期增长潜力的行业将获得较高的估值水平，房地产行业从本质上说是一个周期性行业，其行业特性是与国家的经济密切相关，所以经济走势将对房地产行业产生最根本的影响，直接影响未来房价的走势，凡是影响房价的因素都会对房地产公司估值产生积极或消极的影响。
 - 房地产公司的投资价值主要在于其增长，市场较好的时候，以NAV为基础，看其增长潜力给予一定的溢价；
 - 市场较弱或不确定性较大的时候，对地产公司估值将更多的考虑其抗风险能力，应对其NAV给予一定的折让。
- 总的来说，P/E结合NAV估值的方式对房地产公司进行估值的逻辑相对比较清晰，但两者之间关系会随着市场预期的不同发生变化。

1.2 行业估值——NAV法

基本计算方法

- NAV法，又称净值产值法，其估值逻辑是对企业所拥有的已完工尚未预售、在建物业、土地及投资型物业资产按照各项目开发销售流程进行现金流模拟然后按一定折现率折现，最后按公司所占各项目权益计算出项目汇总价值，再扣减（加上）公司的净债务（净现金），然后得到公司的净资产值（NAV）。
- 企业价值对应的是所有出资人共同拥有的企业价值，出资人包括债权人和股东，因此在按照公司所占各项目权益计算出汇总价值即为企业价值（即债权人和股东共同拥有的价值）。
- 净债务（净现金）=总债务 - 现金
- NAV估值是以DCF法为理论基础，结合房地产企业自身以项目为基础的特点产生的估值方法。

1.2 行业估值——NAV法

已完工尚未预售/在建物业/具有明确规划的土地估值

- 对于已完工尚未预售项目/在建物业估值完全遵照上述方法进行现金流模拟后折现获得各项目价值。
- 需要模拟的现金流包括：
 - (1) 预售现金流入：预售价格 * 预售进展 (%) * 项目可售楼面面积
 - (2) 土地价款支付现金流出
 - (3) 建筑价款支付现金流出：单位建筑成本 * 建筑价款支付进展 (%) * 项目可售楼面面积
 - (4) 土地增值税预缴现金流出：前期按预售收入的一定百分比预缴，最后汇算清缴
 - (5) 营业税预缴现金流出：预售现金流入 * 营业税税率
 - (6) 相关费用现金流出：预售现金流入 * (销售、管理及其他费用/销售收入百分比)
 - (7) 所得税预缴现金流出：前期按 (预售现金流入 * 预缴时税前利润率假设 (20%) * 所得税税率) 获得，最后一年汇算清缴
- 净现金流 (EBIAT) = 预售现金流入 - 土地价款支付现金流出 - 建筑价款支付现金流出 - 土地增值税预缴现金流出 - 营业税预缴现金流出 - 相关费用现金流出 - 所得税预缴现金流出

注意：利息费用现金流出不需要扣除的

1.2 行业估值——NAV法

已完工尚未预售/在建物业/具有明确规划的土地估值

- 折现率： $WACC$ （加权平均资本成本）= 债务融资成本 *（债务市值/（债务市值+权益市值））*（1 - 所得税税率）+ 权益融资成本 *（1 -（债务市值/（债务市值+权益市值）））
 - 理论中对于债务市值/（债务市值+权益市值）中各项均取市值，但实践中一般取历史资产负债率或者目标资产负债率
 - 房地产企业债务融资成本 = 短期营运贷款融资成本 *（营运贷款/总贷款）+ 建设贷款融资成本 *（1 - 营运贷款/总贷款）
 - 权益融资成本通过CAPM方法获得，
 - （1）无风险利率：采用十年期长期国债利率
 - （2）市场风险溢价：目前一般采用8.0% - 12.0%
 - （3） β 系数：反映的是某个股票的收益与整个市场的收益相比，所具有的不稳定程度。

房地产企业和金融企业一般为高风险、高收益行业，其 β 系数一般较高。
- 实践做法：
- a、一般做法为从Wind或Bloomberg上获取行业非杠杆 β 系数，利用公司的目标资本结构对其杠杆化，即杠杆化 β 系数=行业非杠杆 β 系数 *（1 +（债务/股权）*（1 - 所得税税率））
 - b、或者选取与公司目标资本结构相似公司的杠杆化 β 系数，取其平均值
- 根据前述步骤，获得净现金流以及折现率后，折现获得各项目公司的企业价值，以项目公司的企业价值扣减（加上）净债务（净现金）后，获得该项目公司净资产价值。

1.2 行业估值——NAV法

尚未有明确规划土地估值

- 如果公司所拥有的土地储备没有明确的开发计划、规划方案及售价、或者拆迁尚未完成、后续不确定性较大等因素存在，对此类土地储备无法模拟其未来现金流，因此对此类土地储备采用成本法或者市价法进行估值。
- 成本法：截至目前为止为获取该地块所支付的成本。
- 市价法：如果某地块升值较大，采用成本法会导致严重低估项目价值及企业价值，因此可采用市价法进行评估。

1.2 行业估值——NAV法

投资型物业估值

- 投资型物业的特点在于成熟后具有较为稳定的现金流，国际惯用的投资型物业估值方法有资本化率法、模拟现金流折现法、或者两种方法结合（成熟投资型物业采用资本化率法，在建投资型物业采用模拟现金流折现法）。

资本化率方法介绍

- 资本化率（Cap Rate）= 年净营业收入/市场价值
- 资本化率获取：房地产市场十分发达的国家和地区，有许多专业的中介机构从事统计不同区域不同物业类型资本化率的计算，因此资本化率是十分容易取得的市场统计数据，例如美国各地区资本化率数据可以通过National Association of Real Estate Investment Trust, Cap Rate Net等网站获取。
- 年净营业收入 = 年营业收入 - 营业费用
- 年营业收入 = 单位平米年租金 * 可出租面积 * 出租率
- 营业费用：投资型物业的经营费用指为确保该物业的正常运营及具有持续经营能力的费用支出，但利息支出、折旧以及资本性支出不包含在经营费用内。
 - （1）一般来说，投资型物业需要贷款是为了建设该物业，而不是经营该物业，因此利息支出不包含在营业费用内。
 - （2）日常供电、供水、维修和维护等属于营业费用，但是增加附属建筑或者翻新属于资本性支出。

1.2 行业估值——NAV法

酒店物业估值

- 酒店市场价值=（年净营业收入/资本化率）- 尚需花费的建安成本及土地成本
如果是已完工处于运营状态的酒店物业，尚需花费的建安成本及土地成本可能为零。
- 年净营业收入=年营业收入 - 营业费用= 每晚房价 * 房间数 * 365天 * 目标入住率 - 营业费用
=每晚房价 * 房间数 * 365天 * 目标入住率*目标经营利润率
- 目标经营利润率：根据项目自身历史数据获得或者参照可比较物的经营利润率获得，一般酒店的经营利润率为45%-60%左右
经营利润率 = 1 - 客房营运费用/营业收入 - 管理费用/营业收入 - 营业税率及附加 - 城镇房地产税率
 - (1) 客房营运费用/营业收入约为15% - 20%
 - (2) 管理费用/营业收入约为7% - 9%
 - (3) 营业税率及附加：5.5%
 - (4) 城镇房地产税率：12%
- 酒店资本化率：由于国内房地产市场并不是非常发达，查找不同地区不同星级酒店的资本化率非常困难，同时酒店整体出售成交的可比案例很少，因此获取酒店资本化率非常困难。
行业惯例：4星、5星酒店一般采用5.5% - 6%作为资本化率

1.2 行业估值——NAV法

其它投资型物业估值

- 其它投资型物业市场价值=（年净营业收入/资本化率）- 尚需花费的建安成本及土地成本
如果是已完工处于运营状态的投资型物业，尚需花费的建安成本及土地成本可能为零。
- 年净营业收入=年营业收入 - 营业费用= 单位平米月租金 * 可供出租建筑面积 * 出租率 * 12 - 营业费用
- 资本化率：如前所述，发达市场对于资本化率有非常专业的统计，但国内市场此类信息尚不完善，因此替代方法如下：
 - （1）以（（周边可比较物的单位平米月租金 * 12）/周边可比较物的单位平米成交价格）作为资本化率的替代
- 综上，实践中一般采用通过周边可比较物来获得资本化率，然后通过如下公式获得投资型物业的市场价值：
即市场价值=（单位平米月租金 * 12/资本化率）* 可出租建筑面积
注意：
 - a、如果该物业为成熟期物业，则直接利用目标物业自身的单位平米月租金获取该物业市场价值；
 - b、如果该物业属尚未成熟物业或者在建、拟建物业，则利用可比物业单位平米月租金。

1.2 行业估值——NAV法

企业净资产值

▪ 项目1价值 * 企业拥有的权益比例

▪ 项目2价值 * 企业拥有的权益比例

▪ 项目3价值 * 企业拥有的权益比例

▪ 项目4价值 * 企业拥有的权益比例

▪ 项目5价值 * 企业拥有的权益比例

企业价值

净债务

净资产价值

1.2 行业估值——NAV法

简化版本

证券简称	总市值+净负债-非地产业 务极限价值 单位：亿元	权益土储估计 单位：万平	股价相当于楼面地价 单位：元/平	非地价成本 单位：元/平	30%毛利率定价 单位：元/平
万科A	851.2	3800	2240.0	2600	6914
保利地产	613.7	3400	1805.1	2500	6150
华侨城A	348.0	750	4640.0	4000	12343
金地集团	360.2	1290	2792.6	2800	7989
招商地产	253.9	900	2820.9	3200	8601
新湖中宝	219.8	880	2099.8	2700	6857
金融街	257.3	700	3675.9	2800	9251
首开股份	185.3	880	2105.4	3100	7436

1.3 行业估值——PE估值

项目损益表预测-开发类

- 收入确认原则：房屋完工并验收合格、签订了销售合同、取得了买方付款证明并交付使用
- 收入 = 价格 * 可售建筑面积 * 当年交房%
- 成本确认原则：匹配原则
- 建安成本 = 土地成本 + 建筑成本 + 资本化利息
= (单位土地成本 + 单位建筑成本 + 单位资本化利息) * 可售建筑面积 * 当年交房%
- 土地增值税：
 - (1) 利用IF函数根据土地增值税征收原则编辑公式，获得单位土地增税
 - (2) 土地增值税 = 单位土地增值税 * 可售建筑面积 * 当年交房%
- 营业税及附加 = 营业税税率 * 收入
- 期间费用 = 销售费用 + 管理费用 + 其他费用 = 收入 * (销售费用/收入 + 管理费用/收入 + 其它费用/收入)
- 所得税 = 所得税税率 * (收入 - 建安成本 - 土地增值税 - 营业税及附加 - 期间费用)

1.3 行业估值——PE估值

项目损益表预测-非开发类

- 投资型物业损益表中其它项目的预测与非投资型物业相似，其中需要重点关注如下项目。
- 无建安成本，只有相关营业成本
- 无土地增值税，只有城镇房地产税。城镇房地产税 = 城镇房地产税率 * 收入
- 折旧预测：
 - (1) 折旧原则：直线法折旧
 - (2) 预测投资型物业净值
 - (3) 预测折旧

1.3 行业估值——PE估值

合并损益表预测

- 企业拥有权益比例 $> 50\%$
 - (1) 项目收入 * 100%
 - (2) 项目建安成本 * 100%
 - (3) 项目税费 * 100%
 - (4) 项目期间费用 * 100%
 - (5) 项目折旧 * 100%

- 企业拥有权益比例 $< 50\%$
 - (1) 项目税后净利润 * 企业拥有的权益比例

- 企业拥有权益比例 $> 50\%$
 - (1) 项目税后净利润 * (1 - 企业拥有权益比

合并损益表

»收入

»建安成本

»营业税及附加/房地产税

»土地增值税

»期间费用

EBITDA

»折旧

EBIT

»利息费用

»投资损益

EBT

»所得税

净利润

»少数股东权益

归属母公司净利润

- IF函数实现上述划分的重要工具!!!

1.3 行业估值——PE估值

基本要求

- 了解行业细节
- 熟悉财务报表
- 熟练运用Excel中各项工具

建模原则

- 建模前必须清楚了解建模目标
- 建模前必须已经明确思考清楚各部分的逻辑关系及安排
- 尽量把所有假设放在第一页，便于更改
- 所有需要重复使用的单元格，通过Ctrl + F3给该单元格命名后在后续模型中直接使用，同时便于更改
- 建立检查科目，方便检查数据准确性
- 时刻保存

KISS原则，Keep It Simple and Stupid!

1.3 行业估值——PE估值

如何调节利润表

- 调节结算节奏，推迟或提前结算
- 调节结算配比，将成本提前或后置
- 调节资本化率，多体现或少体现费用
- 调节土地增值税预提额
- 调节存货跌价准备



1.4 个股选择——学会阅读两张表，抛弃利润表

两张表的优越性

- 资产负债表作为时点报表，只可能粉饰，不可能从根本上改变负债结构
- 现金流量表以现金收付制度为基础，难以粉饰

两张表的局限

- 由于预售制度的存在，资产负债率已经不能衡量行业利用财务杠杆的规模和资金压力。有息负债率是更为合理的衡量公司杠杆水平的财务指标，而有息负债中短期负债和长期负债的比例，银行借款中抵押借款和信用、保证借款的比例，也补充说明了公司的财务压力。
- 周转率失真，土地储备和销售面积的比价相对重要
- ROE失真，土地取得的历史成本需要重估

1.4 个股选择

房地产企业财务报表安全监测

	现金/ 总资产	经营性现 金流入/ 总资产	经营性现 金流入/ 净资产	经营性现 金流出/ 总资产	经营性现 金流出/ 净资产	短借/ 总资产	借款/ 总资产	费用/资产	预收/资产
万科A	16%	26%	87%	19%	63%	14%	22%	1.8%	26%
保利地产	9%	21%	80%	32%	119%	5%	32%	1%	25%
金地集团	22%	21%	79%	21%	79%	17%	39%	2%	20%
招商地产	11%	14%	43%	20%	61%	22%	39%	1%	8%
金融街	33%	9%	17%	13%	24%	12%	28%	1%	8%
北辰实业	20%	17%	49%	9%	25%	12%	26%	2%	21%
首开股份	10%	9%	50%	19%	110%	20%	47%	2%	17%
泛海建设	4%	6%	13%	6%	13%	3%	17%	1%	0%
陆家嘴	19%	11%	18%	15%	26%	0%	0%	1%	25%
新湖中宝	22%	13%	38%	16%	45%	13%	27%	2%	18%
行业	14%	19%	52%	20%	55%	15%	30%	2%	16%

1.4 个股选择

挑选牛股

- 地产的同质性，本质上不可能有超越行业的个股
- 现金流和资源的平衡
- 融资的周期和节奏
- 拿地的方式和成本
- 产品和销售能力
- 管理层的激励
- 人才的布局和培养
- 区域的布局
- 投资者关系的水平
- 企业的股东结构
- 选股无招胜有招，容忍公司的一些失误，充分理解公司的利益并尊重公司的利益，永远遵守法律和道德的红线。



1.4 个股选择

调研方法论

- 调研地产公司切忌纯粹对项目，模型是死的，公司是活的。
- 收获主要在闲谈间，闲谈是生活的智慧——80%对行业的认识并不产生于有目的的提问，这个行业门槛虽然很低，但是精通这个行业的生态并不容易。
- 宏观智慧，微观视角，不断调研，多去一线。



以上内容仅为本文档的试下载部分，为可阅读页数的一半内容。如要下载或阅读全文，请访问：
<https://d.book118.com/908114002134006127>