

华测检测 (300012)

民营检测机构翘楚，充分受益检测行业改革

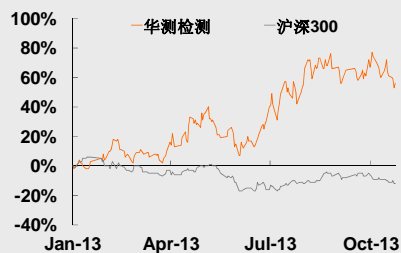
推荐 (维持)

现价: 22.72 元

主要数据

行业	平安电子
公司网址	www.cti-cert.com
大股东/持股	招商银行股份有限公司-光大保德信优势配置股票型证券投资基金/3.68%
实际控制人/持股	万里鹏、万峰父子/33.99%
总股本(百万股)	369
流通 A 股(百万股)	176
流通 B/H 股(百万股)	0
总市值(亿元)	65.64
流通 A 股市值(亿元)	31.31
每股净资产(元)	2.5
资产负债率(%)	12.9

行情走势图



相关研究报告

证券分析师

郝蕾
投资咨询资格编号
S1060512080002
0755-22627303
HAOLEI428@pingan.com.cn

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

投资要点

■ 我国检测行业发展长期受体制制约:

质检总局作为监管机构，还同时自己运营检测机构，这些检测机构中大部分是公务员体制，造成检测体系长期效率低下。在检测牌照的发放上存在着垄断，民营企业难以取得资质认证，而部分获得牌照的国企缺乏进取精神和市场竞争能力。在细分检测领域，多头管理。政出多门，监管繁琐，重复检测。对内开放步伐慢于对外开放步伐。外资检测机构可以通过国际惯例和国际仲裁等机制，与政府进行博弈，取得市场准入资质。但是民营企业，却无法获得同等待遇。导致 WTO 后，外资检测机构在中国快速崛起，但是民营检测机构发展滞后。

■ 2014 年，检测体制改革将释放被束缚已久的生产力:

13 年底，国务院发布的《中共中央关于全面深化改革若干重大问题的决定》中明确提出，要“整合业务相同或相近的检验检测、认证机构”。2014 年，整合方案要确立与实施。2015 年，基本完成系统内外机构整合。针对我国现有检验检疫行业的缺陷，我们预计制度改革未来将从机构改革、打破垄断、整合发展等几个方面分阶段进行。改革将释放被束缚已久的生产力，检验检疫行业进入快速增长期。未来，我国将诞生几个大的质检集团。民营检测机构有望做到三分天下有其一，市场份额由目前的 10% 提高至 30%。

■ 华测检测作为民营企业翘楚，将充分受益检测体制改革:

作为市场上目前唯一一家纯民营的第三方检测机构，华测检测无疑将成为最受益的标的。华测检测一直与外资检测机构竞争，练就了强大的市场化能力，并且有机会通过资产整合的方式快速做大做强。检测行业是一个天然依靠外延式扩张增长的行业。过去，受制于国内民营企业规模普遍偏小，管理不规范等因素的制约，华测检测并购发展的节奏并不快。但是，公司已经开展了布局，并具备了并购经验，未来几年，随着大量优质国有检测资源释放，公司将进入外延式高速增长期。

■ 盈利预测与估值:

考虑检测行业持续受益改革红利；在外延和内生增长的共同支持下，公司已经进入持续高速增长期，上调公司盈利预测 2013 年-15 年 EPS 为 0.41 元、0.55 元和 0.75 元，增速 28.7%、33.8% 和 36.4% 对应 PE55、41 和 30 倍。考虑公司并购华安后全面摊薄 2014-2015 年 EPS 为 0.59 元和 0.80 元。考虑 2014 年，检测市场化改革将明显提升公司长期成长能力，打开公司市值空间。给予公司“推荐”评级。

■ 风险提示: 检测体制改革进度低于预期。

	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
营业收入(百万元)	501	616	788	1,037	1,366
YoY(%)	40.8	23.0	27.9	31.5	31.7
净利润(百万元)	96	118	151	203	277
YoY(%)	39.5	22.9	28.7	33.8	36.4
毛利率(%)	65.9	64.8	61.9	61.8	62.8
净利率(%)	19.1	19.1	19.2	19.5	20.2
ROE(%)	12.3	13.9	8.9	11.8	15.6
EPS(摊薄/元)	0.26	0.32	0.41	0.55	0.75
P/E(倍)	87.5	71.2	55.4	41.43	30.3
P/B(倍)	10.7	9.9	3.5	3.5	3.4

正文目录

一、	我国检验检测体系及市场规模	4
1.1	我国检验检测行业体系	4
1.2	我国检验检疫行业分类	5
1.3	检验检疫行业市场规模	6
二、	检验检疫行业释放改革红利	8
2.1	检验检疫行业改革已经箭在弦上	8
2.2	检验检疫行业的改革方向	8
2.3	检验检疫行业长期发展趋势预测	9
三、	华测检测是民营检测机构中的翘楚	10
3.1	华测检测业务架构合理，增长快速稳定	10
3.2	公司进入外延式高速增长期	11
3.3	盈利预测与估值	11

图表目录

图表 1 中国质检总局.....	4
图表 2 中国检测市场将加速成长	5
图表 3 检测行业分类.....	6
图表 4 中国检测市场将加速成长	6
图表 5 检测行业细分市场占比及增速 (亿元、%)	7
图表 6 中国检测行业发展历程	8
图表 7 中国检测行业的改革方向	9
图表 8 华测检测上市以来取得了收入的平稳快速增长.....	10
图表 9 华测检测业务按产品分类的业务结构更加合理.....	10
图表 10 华测检测获得各种国内、国际检测资质.....	11

一、我国检验检测体系及市场规模

1.1 我国检验检测行业体系

检验检测活动是商品交换活动中供需双方出于各自利益需要，或产品质量判定，依托技术机构按相关标准、方法对产品进行检验、测试的活动。当交易双方市场信息不对称，特别是产品质量信息不对称时，对产品质量信息的确认，产生了对检验检测的市场需求。

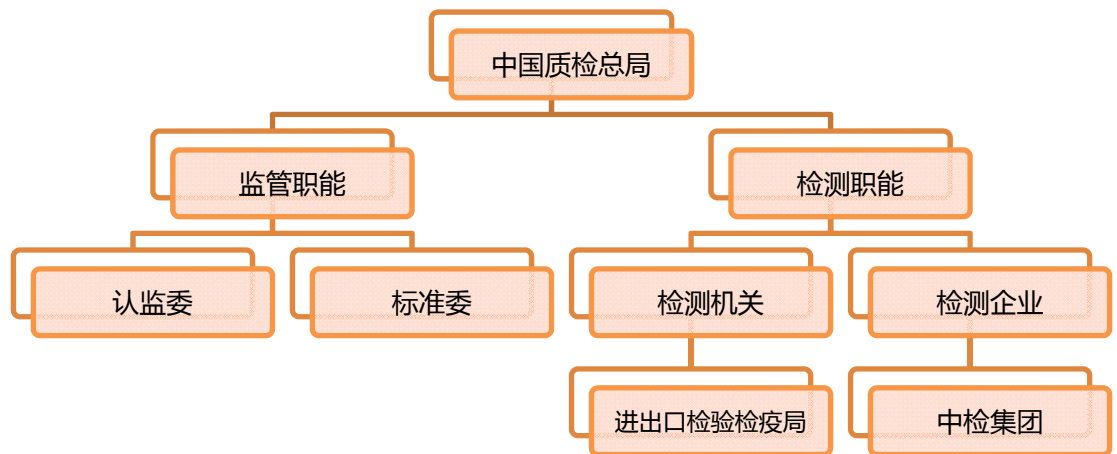
1.1.1、监管部门：

国家质量监督检验检疫总局(AQSIQ)是2001年4月由国家质量技术监督局和国家出入境检验检疫局合并组建成立的。主管全国质量、计量、出入境检验检疫、食品安全和认证、标准化等工作。检验检疫局下设两委，分别是认监委和标准委。

- **国家认监委(CNCA)**是统一管理、监督和综合协调全国认证认可工作的主管机构。
- **国家标准委(SAC)**为国家质检总局管理的事业单位，是统一管理全国标准化工作的主管机构。

我国检验检疫行业存在多头管理的特点。除了检验检疫局外，还存在其他行业性监管机构。在具体检测领域，存在职能交叉、多头管理、重复检测的现象。

图表 1 中国质检总局



资料来源：CCID，平安证券研究所

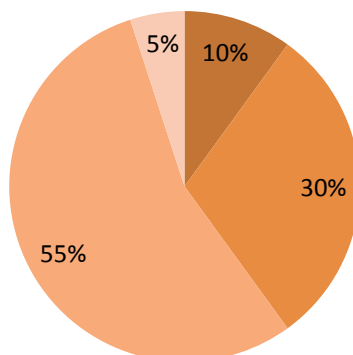
1.1.2、检测机构：

在中国，检验检测机构按所有制性质可分为国有、民营和外资三类。市场经济发达国家对检验检测机构主要划分为政府公益性检测机构和第三方检测机构两类，两类检测机构定位清晰。其中，政府公益性检测机构主要开展公益、法定、公共安全检测，同时受政府委托监管市场检测行为；市场化第三方检测机构根据市场需要配置资源，以技术、服务、品牌等方面的优势占领市场。

- **国有检测机构：**占据绝大部分市场份额。是我国特有的检测体制的产物。典型代表为出入境检验检疫局和中国检验检疫集团。检验检疫局是隶属于质检总局，属公务员编制。中检集团是法人企业，是第三方检测机构中的国家队，拥有多项认证、检测的牌照壁垒。
- **外资检测机构：**WTO 以来，已有近 200 家外资检验检测机构通过合资、设立办事处等形式落户中国。凭借在全球贸易检测领域的强大优势，外资机构进入中国后，很快占据了大量市场。
- **民营检测机构：**目前，我国民营检测机构市场占比仅为 10%左右。受制于体制限制，发展滞后。

图表 2 中国检测市场将加速成长

■ 民营检测机构 ■ 外资检测机构 ■ 国有检测机构 ■ 其他检测机构



资料来源: CCID, 平安证券研究所

1.1.3、结论:

我国检验检疫体制存在着政企不分、国企独大、市场化落后等问题。这些问题，导致检测资源长期以来配置效率低下。

- 质检总局作为监管机构，还同时自己运营检测机构，这些检测机构中大部分是公务员体制，造成检测体系长期效率低下。
- 在检测牌照的发放上存在着垄断，民营企业难以取得资质认证，而部分获得牌照的国企缺乏进取精神和市场竞争能力。
- 在细分检测领域，多头管理。政出多门，监管繁琐，重复检测。
- 对内开放步伐慢于对外开放步伐。外资检测机构可以通过国际惯例和国际仲裁等机制，与政府进行博弈，取得市场准入资质。但是民营企业，却无法获得同等待遇。导致 WTO 后，外资检测机构在中国快速崛起，但是民营检测机构发展滞后。

1.2 我国检验检疫行业分类

按照检测特征，把检测行业分为贸易、生命科学、工业品和消费品三大类。

- **进出口贸易:** 目前，主要由国家进出口检验检疫局开展，侧重安全性。进入壁垒高。
- **生命科学:** 包含范围广阔，设计品类众多，多头管理严重。前期受重视程度不够，投入严重不足。民营企业在该领域占据了一定市场份额。
- **工业品和消费品:** 包含范围广阔。我国对部分工业品和消费品采取强制性认证 (CCC) 的要求。由管理机关授权经营，政策壁垒高，民营企业难以进入。

图表 3 检测行业分类



资料来源：上市公司公告，平安证券研究所

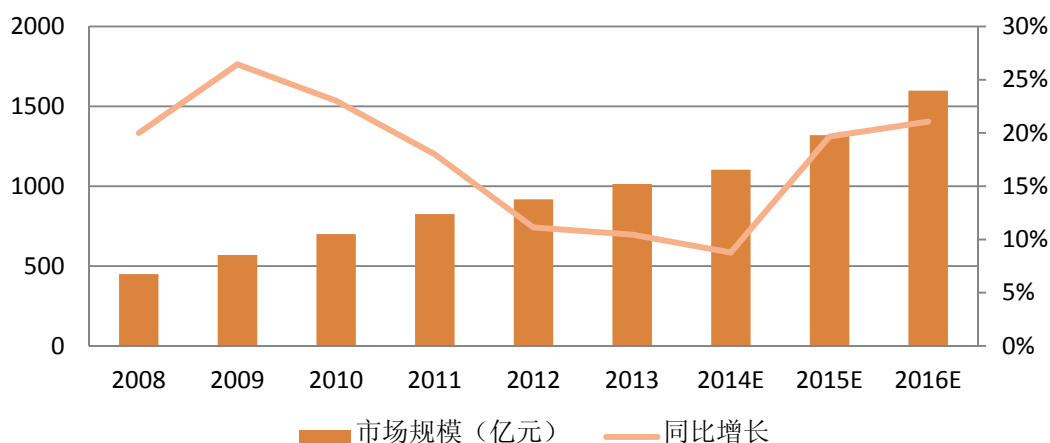
从检测细分行业可以看出，我国检验检疫市场绝大部分是政府直接参与或国有企业控制。这种缺乏竞争的结构，直接导致了我国检测行业运营效率低下，并且各类产品安全问题层出不穷。在 WTO 的要求下，我国检测行业对外开放速度远大于对内开放速度。检测行业的体制改革已经是摆在眼前的当务之急。

1.3 检验检疫行业市场规模

1.3.1、检验检疫市场持续快速增长

2013 年，检测行业整体市场规模已经超过 1100 亿元。过去 5 年，检测行业保持了复合 20%左右的增速。随着进出口增速下滑，2012 年后，检测行业增速有所放缓。2013 年，国家正式取消出口法检，受此影响，估计 2014 年，行业增速趋缓。但是随着我国检验检测体制改革的推进，检测行业在 2015 年后将迎来高速增长时期。

图表 4 中国检测市场将加速成长



资料来源：CCID，平安证券研究所

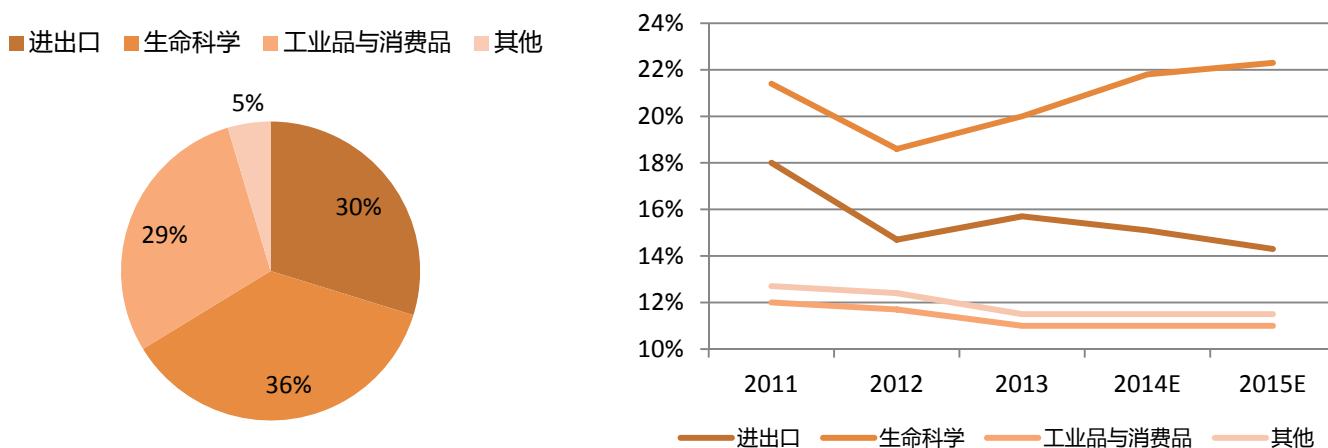
1.3.2、生命科学子行业增长最快

检测细分子行业中：

- 进出口检验检疫与贸易的关联性大，随着进出口增速的放缓，该领域增速长期趋于回落，但是由于贸易摩擦加剧，检测扮演者非关税贸易壁垒的重要角色，支持了行业增长。
- 随着人民生活水平的提高，生命科学检测需求快速增长，在几个子行业中增速最快，预计未来几年将保持 20% 以上的增速。
- 工业和消费品和其他类检测和 GDP 关联性较强，预计未来几年将保持平稳增长。

图表 5 检测行业细分市场占比及增速

(亿元、%)



资料来源：中国分析测试协会，平安证券研究所

1.3.3、结论：

在我国的检测行业监管体制下，一直以来重外贸，轻内贸，重出口，轻进口，重强检，轻自愿检。这就导致：

- 进出口检测在检测整体市场中占比很高。出口检不但不符合国际惯例（其他国家都没有出口法检），而且加重了外贸企业的负担。2013 年我国已经取消了出口法检。
- 生命科学领域历史投入不足，随着环境恶化、食品安全问题升级，生命科学检测需求进入爆发式增长阶段。现有的检测资源远远不能满足市场需求，孕育着巨大地机会。

二、检验检疫行业释放改革红利

2.1 检验检疫行业改革已经箭在弦上

正如我们报告中所分析，我国特有的检验检疫体制是计划经济向市场经济转型的产物，不符合行业长期发展的需要，并且已经导致了管理混乱、效率低下、安全事件频发等诸多问题。检验检疫行业的改革已经箭在弦上。

2013年8月，我国正式取消大部分出口商品法检，涉及1507个海关编码，上万个商品，卖出了检验检疫体制改革的第一步。

图表 6 中国检测行业发展历程

1978年	国家计量总局和国家标准总局成立。
1988年	国家计量总局、国家标准总局、国家经委质量局合并成立国家技术监督局，检测行业进入初步发展阶段。
1989年	《中华人民共和国标准化法》正式实施，将标准划分为强制性标准和推荐性标准，对不符合强制性标准的产品禁止生产、销售和进口。
2001年	加入WTO，国家质检总局在2001年4月10日由国家质量技术监督局和国家出入境检验检疫总局合并组成。检测行业进入快速发展阶段。逐步对外资机构开放检测市场，外资机构已经占据我国检测市场的三分之一天下。
2012年	发布《质量发展纲要》，提出推进机构资源整合，优化资源配置，建立健全、科学、公正、权威的第三方检验检测体系，
2013年	8月15号之后，取消1507个海关编码的出口法检，检测体制改革走出关键步伐。

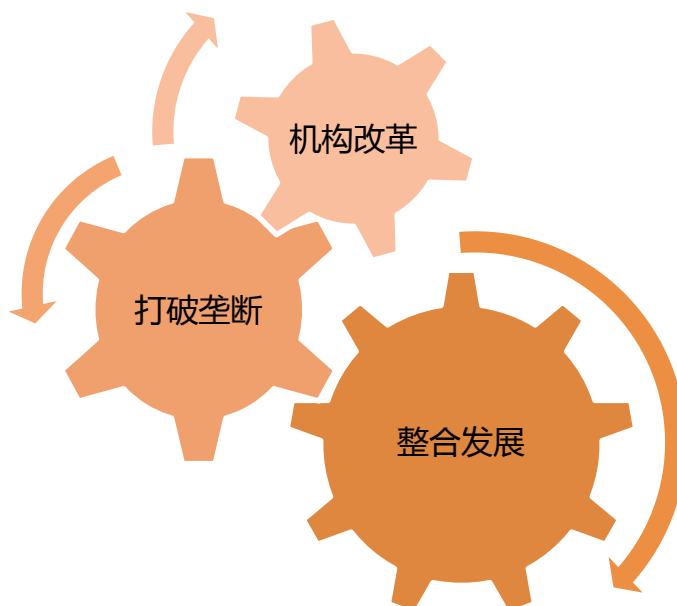
资料来源：中国分析测试协会，平安证券研究所

2.2 检验检疫行业的改革方向

13年底，国务院发布的《中共中央关于全面深化改革若干重大问题的决定》中明确提出，要“整合业务相同或相近的检验检测、认证机构”。2014年，整合方案要确立与实施。2015年，基本完成系统内外机构整合。针对我国现有检验检疫行业的缺陷，我们预计制度改革未来将从机构改革、打破垄断、整合发展等几个方面分阶段进行。

- **机构改革：**检验检测机构整合的思路是，根据国务院机构改革和职能转变的要求，充分体现分类推进事业单位改革精神，按照整合建立公益性政府检验检测机构和经营性社会检验检测机构两支队伍的指导思想。整合步骤为，一是结合分类推进事业代为改革，推进部门或行业内部整合；二是推进跨部门、跨行业，跨层级改革；三是推进与行政部门脱钩，转企改制。
- **打破垄断：**逐渐放开检测牌照，鼓励独立第三方检测机构发展，尤其是民营检测机构。打破牌照壁垒和行政垄断，创建检测行业市场化机制。
- **整合发展：**随着政府检测资源的释放，行业将迎来整合发展的黄金时期。事业单位转制企业拥有设备、人才优势，欠缺市场能力。民营检测机构市场化更为领先，缺乏技术与人才。整合发展是检测行业做大做强的必由之路。

图表 7 中国检测行业的改革方向



资料来源：平安证券研究所

2.3 检验检疫行业长期发展趋势预测

➤ 检验检疫行业进入快速增长期：

随着检验检疫机构市场化改革的推进，资源有望真正配置到需求巨大，但投入薄弱的生命科学等检测领域。检测行业也将从目前集中于安全性检测向功能性检测转变，激发市场需求。我们观察到，在出口法检取消后，很多企业已经开始主动寻找第三方检测机构进行检测，但是与之前法检内容不同，现在的检测项目是根据客户需求选择。

➤ 诞生大的质检集团：

检测行业存在明显的品牌效应和规模效应。跟随国际贸易和商品流动，建立跨国、跨领域、多层次的检测体系才能支持业务的长期发展。检测行业随着检测技术的进步需要长期持续的投入。这些特点都决定了检测行业趋于集中的特点。随着检验检疫行业的放开，未来，中国将诞生几家大的质检集团。

➤ 民营检测机构有望做到三分天下有其一：

目前，民营检测机构市场占比最低，仅为 10% 左右。未来，检测行业改革及放开，解决了制约民营检测机构发展的长期问题，民营检测机构一直与外资检测机构竞争，练就了强大的市场化能力，并且有机会通过资产整合的方式快速做大做强。未来，民营检测机构有望做到三分天下有其一。

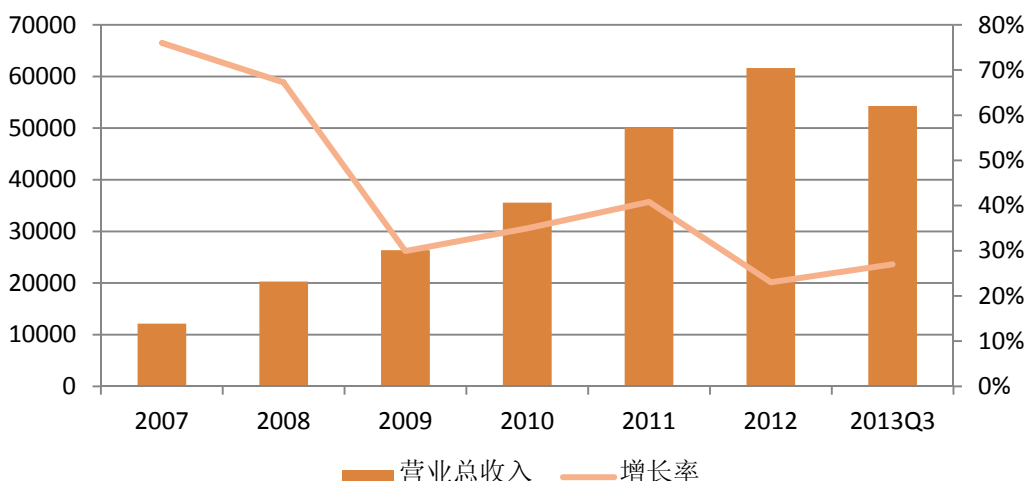
三、华测检测是民营检测机构中的翘楚

作为市场上目前唯一一家纯民营的第三方检测机构，华测检测无疑将成为最受益的标的。

3.1 华测检测业务架构合理，增长快速稳定

公司收入取得了快速的增长。过去五年，公司收入复合增长速度达到 32%。预计 2014 年，公司收入规模将突破 10 亿元。公司毛利一直稳定在 79%左右，净利润率稳定在 21%左右。

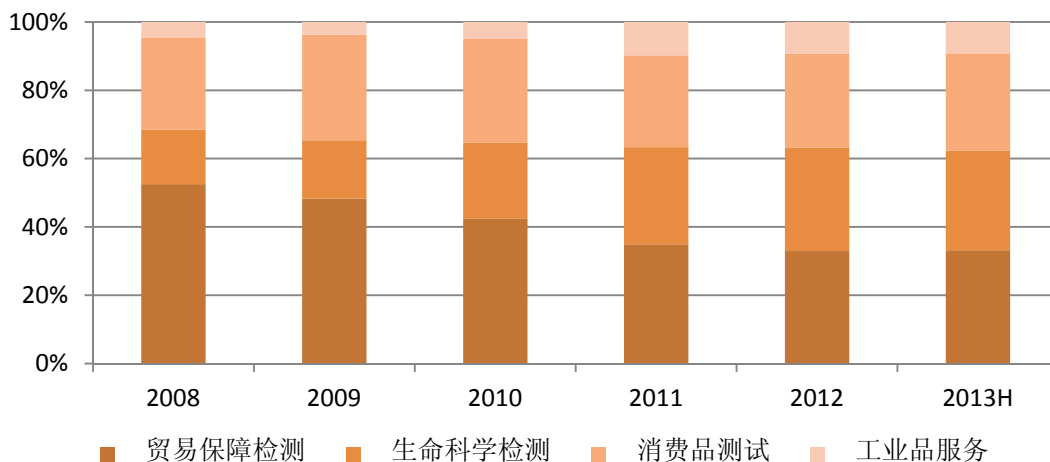
图表 8 华测检测上市以来取得了收入的平稳快速增长



资料来源：上市公司公告、平安证券研究所

上市之初，华测检测收入来源主要为贸易保障性检测。目前，贸易保障性检测在公司收入的占比已经下降到 33.18%；生命科学检测快速发展，收入占比达到 29.15%。消费品测试占 28.51%。公司业务得到了均衡发展，并且在增长最快的生命科学领域取得了比较大的市场份额。

图表 9 华测检测业务按产品分类的业务结构更加合理



资料来源：上市公司公告、平安证券研究所

公司市场化能力突出，虽然内受体制制约，过去难以分到强检和法检的蛋糕。但是公司一直没有停止业务布局的步伐，华测检测在国外拿到多项检测资质，向着成为综合性检测集团的目标进军。

检测行业满足企业需要，跟随贸易需物品转移过程，需要构建全球化的检测实力，取得跨国认证资质，构建跨区域服务体系。另外，综合性检测集团需要具备提供综合性检测服务的能力，让客户感觉到公司能够解决客户遇到的绝大部分问题，才能树立品牌效应和取得规模效应。华测检测的发展布局具备战略眼光，实验室能力得到国际认可。

图表 10 华测检测获得各种国内、国际检测资质

墨西哥 NOM 强制性安全认证检测实验室资质	美国玩具安全认证 TSCP 认证资格
SSL/LED 照明产品美国能源之星测试实验室资质	日本 VCCI 资质
CQC 授权 SASO 国际认证委托检测机构资质	ISO-14064-1 组织碳足迹验证的国际认可评审
CNAS 医疗器械授权	国推自愿性认证实验室确认名单
CNAS 能力验证提供者(PTP)及标准物质生产者(RMP) 资质	EnMS 能源管理体系认证机构资质
	“白名单管理体系”认证实验室
CDM 制定 DOE 资质	欧洲港口国检查组织认可的船舶石棉检测机构
SA8000 认证资质	NB 认证指令认可

资料来源：上市公司公告、平安证券研究所

3.2 公司进入外延式高速增长期

检测行业是一个天然依靠外延式扩张增长的行业。过去，受制于国内民营企业规模普遍偏小，管理不规范等因素的制约，华测检测并购发展的节奏并不算快。但是，公司已经开展了布局，并具备了并购经验，未来几年，随着大量优质国有检测资源释放，公司将进入外延式高速增长期。

目前，我国共有近 24100 家国有、民营和外资检测机构，分别隶属于中国 25 个行业。中国的检测机构主要分布在质量监督检验检疫、卫生、建设、环境保护、交通、农业等部门，其中质检部门所属的检测机构数量最多，达到 3500 多家，占全部检测机构数量的 14.5%。

市场整合将是检测行业体制改革的核心逻辑。

3.3 盈利预测与估值

考虑检测行业持续受益改革红利；在外延和内生增长的共同支持下，公司已经进入持续高速增长期，上调公司盈利预测 2013 年-15 年 EPS 为 0.41 元、0.55 元和 0.75 元，增速 28.7%、33.8%和 36.4% 对应 PE55、41 和 30 倍。考虑公司并购华安后全面摊薄 2014-2015 年 EPS 为 0.59 元和 0.80 元。考虑 2014 年，检测市场化改革将明显提升公司长期成长能力，打开公司市值空间。给予公司“推荐”评级。

会计年度	2012A	2013E	2014E	2015E
流动资产	561	1483	1542	1677
现金	494	1154	1117	1131
应收账款	46	50	67	90
其他应收款	6	9	11	15
预付账款	8	27	27	34
存货	0	240	317	407
其他流动资产	6	3	2	1
非流动资产	398	426	428	405
长期投资	1	1	1	1
固定资产	260	314	329	312
无形资产	44	44	44	44
其他非流动资产	93	67	54	47
资产总计	959	1910	1970	2082
流动负债	85	181	222	279
短期借款	0	0	0	0
应付账款	23	16	18	26
其他流动负债	62	165	203	253
非流动负债	18	18	18	16
长期借款	12	12	12	12
其他非流动负债	6	6	6	4
负债合计	103	199	240	295
少数股东权益	9	10	12	14
股本	184	369	369	369
资本公积	397	953	953	953
留存收益	267	382	400	455
归属母公司股东权益	847	1700	1718	1773
负债和股东权益	959	1910	1970	2082

会计年度	2012A	2013E	2014E	2015E
经营活动现金流	158	31	211	299
净利润	119	153	204	278
折旧摊销	55	72	98	123
财务费用	-8	-26	-36	-35
投资损失	-0	0	0	0
营运资金变动	-12	-165	-58	-68
其他经营现金流	5	-3	2	1
投资活动现金流	-81	-101	-99	-99
资本支出	173	100	100	100
长期投资	0	0	0	0
其他投资现金流	92	-1	1	1
筹资活动现金流	-46	731	-149	-186
短期借款	-2	0	0	0
长期借款	12	0	0	0
普通股增加	0	185	0	0
资本公积增加	2	557	0	0
其他筹资现金流	-58	-11	-149	-186
现金净增加额	31	660	-36	13

会计年度	2012A	2013E	2014E	2015E
营业收入	616	788	1037	1366
营业成本	217	301	397	508
营业税金及附加	20	25	33	43
营业费用	114	158	211	275
管理费用	144	144	187	240
财务费用	-8	-26	-36	-35
资产减值损失	3	0	0	0
公允价值变动收益	0	-3	0	0
投资净收益	0	0	0	0
营业利润	128	184	246	335
营业外收入	15	0	0	0
营业外支出	0	0	0	0
利润总额	143	184	246	335
所得税	24	31	42	57
净利润	119	153	204	278
少数股东损益	1	1	1	2
归属母公司净利润	118	151	203	277
EBITDA	174	230	308	423
EPS (元)	0.64	0.41	0.55	0.75

会计年度	2012A	2013E	2014E	2015E
成长能力				
营业收入(%)	23.0	27.9	31.5	31.7
营业利润(%)	19.3	44.0	33.8	36.4
归属于母公司净利润	22.9	28.7	33.8	36.4
获利能力				
毛利率(%)	64.8	61.9	61.8	62.8
净利率(%)	19.1	19.2	19.5	20.2
ROE(%)	13.9	8.9	11.8	15.6
ROIC(%)	25.0	22.2	26.9	36.0
偿债能力				
资产负债率(%)	10.7	10.4	12.2	14.2
净负债比率(%)	11.75	6.06	5.04	4.08
流动比率	6.63	8.19	6.96	6.01
速动比率	6.63	6.86	5.53	4.55
营运能力				
总资产周转率	0.68	0.55	0.53	0.67
应收账款周转率	16	16	17	16
应付账款周转率	14.64	15.24	22.80	22.70
每股指标(元)				
每股收益(最新摊薄)	0.32	0.41	0.55	0.75
每股经营现金流(最新摊薄)	0.43	0.08	0.57	0.81
每股净资产(最新摊薄)	2.29	4.61	4.66	4.81
估值比率				
P/E	71.2	55.4	41.43	30.3
P/B	7.04	3.51	3.47	3.36
EV/EBITDA	32	24	18	13

平安证券综合研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在 $\pm 10\%$ 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%以上）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在 $\pm 5\%$ 之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师(一人或多人)就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券有限责任公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券有限责任公司的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券有限责任公司 2014 版权所有。保留一切权利。

中国平安 PINGAN

平安证券综合研究所

地址：深圳市福田区金田路大中华国际交易广场 4 层

邮编：518048

电话：4008866338

传真：(0755) 8244 9257