



黄金赛道空间起，第三方评估龙头踏浪来

深圳瑞捷(300977)

► **第三方工程评估咨询兴起，未来有望分享千亿市场蛋糕。** 第三方工程评估在我国兴起于 2008 年后，主要内容包括对工程项目进行“体检”，提供全过程评价和管理提升方案，具有利润率高、客户粘性高的优点。第三方评估区别于现存的监理服务，是传统责任主体的必要补充和升级方向。我们认为在 1) 开发商和政府对于建筑质量需求提高，2) 开发商统一品质管理、安全诉求提升等背景下，第三方工程评估渗透率有望稳步提升，远期将分享监理市场目前 1500 亿元左右大蛋糕，同时伴随建筑存量面积增大，旧城改造提速，我们认为第三方工程评估赛道将显著扩容，测算未来市场空间 600 亿元，相较于现在扩容近 20 倍。公司是目前细分行业龙头和唯一上市公司，未来受益行业高速增长。

► **解决市场三大痛点，内资头部企业将是增量市场主要瓜分者。** 第三方评估核心商业模式是基于公信力和专业能力，利用数据、知识、人才、平台优势，对外输出评估意见和解决方案，解决用户关于安全和质量痛点，给客户创造价值，解决了 3 大痛点：1) 工程项目迅速扩张与管理能力不匹配问题 2) 监管趋严下品质管理问题 3) 安全生产问题；竞争格局清晰，目前同比竞争对手不多，内资头部企业将核心受益。

► **业务与检测机构类似，有望享受高估值。** 公司通过每个项目标段分别出具评估报告，从流程上和业务模式上类似于第三方检测机构（可比公司包括国检集团、广电计量、华测检测等）。但是目前业务地域扩张不需要获得牌照、不受地域保护影响，公司合作单位多数为业主方总部单位，基于的是公信力和专业服务能力，因此我们认为有望享受较高资本市场估值水平。目前检测机构上市公司 2021 年 wind 一致预期下 PE 估值 58x。

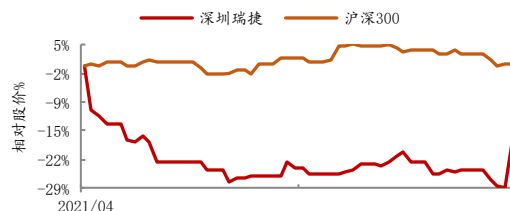
► **龙头全国化扩张起步，发展按下加速键。** 公司是第三方工程评估国内绝对龙头，目前已与百强地产中的 73 家地产商建立合作关系，业务范围涵盖 500 余个城市，过去 5 年收入复合年增长率 49%。上市后公司有望通过北京、上海、成都、武汉运营基地的建设，加速全国化进程，进一步增强业务拓展和竞争力。我们测算未来 5 年净利润或有 4 倍以上成长空间，瑞捷有望成为未来第三方工程服务的白马企业。

► **投资建议。** 预计公司 2021-2023 年，公司归母净利润 1.71/2.39/3.18 亿元，同比增长 41.8%/39.9%/33.2%。根据我们预测，公司 2021 年仅 21.8xPE 估值，内在价值被严重低估，给予公司基于市场法估值的 116.37 元为目标价，未来 6 个月潜在空间 110%，首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示：业务拓展低于预期，政策不确定性，系统性风险。

评级及分析师信息

评级：	买入
上次评级：	首次覆盖
目标价格：	116.37
最新收盘价：	55.4
股票代码：	300977
52 周最高价/最低价：	129.99/47.58
总市值(亿)	37.23
自由流通市值(亿)	9.31
自由流通股数(百万)	16.80



分析师：戚舒扬

邮箱：qisy@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519070002

联系电话：0755-23948865

分析师：郁暲

邮箱：yuliang@hx168.com.cn

SAC NO: S1120521050001

盈利预测与估值

财务摘要	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	496.48	572.67	798.61	1077.57	1419.77
YoY (%)	59.95%	15.35%	39.45%	34.93%	31.76%
归母净利润(百万元)	138.86	120.43	170.72	238.89	318.15
YoY (%)	114.12%	-13.28%	41.76%	39.93%	33.18%
毛利率 (%)	52.03%	44.51%	44.94%	45.26%	45.60%
每股收益 (元)	2.07	1.79	2.54	3.55	4.73
ROE	52.24%	32.01%	11.63%	14.00%	15.71%
市盈率	26.81	30.91	21.81	15.58	11.70

资料来源：Wind，华西证券研究所

正文目录

1. 第三方工程评估龙头企业	5
2. 黄金赛道扩容东风起，头部企业优势或进一步扩大	7
2.1. 第三方评估业务缘何兴起？	7
2.2. 第三方工程评估的核心商业模式	9
2.3. 高利润率、高客户粘性的特征显著	10
2.4. 从“粗放”到“精细”，赛道或显著扩容	11
2.5. 头部企业先发优势明显，将是增量市场主要瓜分者	16
3. 深圳瑞捷：全国化扩张起步，三年“再造一个瑞捷”	18
3.1. 过去 5 年高速增长、盈利能力突出	20
3.2. 行业扩容核心受益，全国化龙头雏形已现	22
3.3. 研发再升级，技术优势进一步巩固	24
3.4. 现金流回款情况健康	25
3.5. 高成长或刚刚开始	26
4. 盈利预测及估值	26
5. 风险提示	28

图表目录

图 1 公司发展历程	5
图 2 公司股权结构	5
图 4 五方责任体系及第三方评估	7
图 3 工程评估内容	8
图 5 第三方评估的核心商业模式	10
图 6 深圳瑞捷与主要检测企业毛利率对比	10
图 7 深圳瑞捷与主要检测企业净利率对比	11
图 8 工程监理市场规模	15
图 9 工程评估现场	13
图 10 老旧小区、老旧城区	13
图 11 存量住宅面积	14
图 12 估算全部存量建筑面积	14
图 13 深圳瑞捷按地区收入划分	16
图 14 正向循环示意图	17
图 15 公司主要客户包括头部开发商和政府客户	19
图 16 公司重点项目包括成都东安湖体育场、深圳国际会展中心等	19
图 17 公司商业模式简图	20
图 18 公司业务收入柱状图	20
图 19 公司收入高速增长	20
图 20 公司净利润增速较快	20
图 21 工程评估快速增长	21
图 22 驻厂管理业务低基数放量	21
图 23 各业务板块毛利率	21
图 24 公司净利率保持 20%以上	21
图 25 公司 ROE 保持 30%以上	22
图 26 公司人均薪酬对比 2016-2020	23
图 27 2019 年公司成本中主要是人工费用	23
图 28 公司研发支出	24
图 29 瑞捷评估 APP	25
图 30 公司应收账款周转天数	26

图 31 公司收现比.....	26
表 1 公司高管介绍.....	6
表 2 监理、评估、检测对比概览.....	8
表 3 工程评估与监理对比（以门窗安装为例）.....	9
表 4 公司每年减少客户及影响收入.....	11
表 5 目前第三方评估（地产+市政基建）市场空间测算过程.....	12
表 6 第三方评估行业远期空间测算.....	14
表 7 2025 年第三方工程评估市场空间有望达百亿.....	15
表 8 主要同业竞争对手介绍.....	18
表 9 公司主要业务介绍.....	18
表 10 募投项目介绍.....	22
表 11 2017-2019 公司五大采购商主要为差旅服务商.....	24
表 12 瑞生研究院主要业务介绍.....	25
表 13 2025E 业绩测算.....	26
表 13 分部盈利预测.....	27
表 14 可比公司估值.....	28

1. 第三方工程评估龙头企业

公司成立于 2010 年，并正式进入工程评估领域，2012-2013 年，公司先后建立房建过程、房建交付评价体系；2015 年，公司举办首届质量管理高峰论坛，并开始服务政府客户，2016 年获评国家高新技术企业，2018 年公司建立行业数据库平台，2020 年，公司首次发布行业白皮书，并主编《住宅建筑工程品质量化评估标准》（已于 2021 年 2 月 1 日起实施，旨在统一建筑工程施工质量评估的内容和方法，填补行业量化评估标准的空白），迈出规范化行业第一步，是行业标准的建设者和推动者，2021 年 4 月，公司于创业板上市。

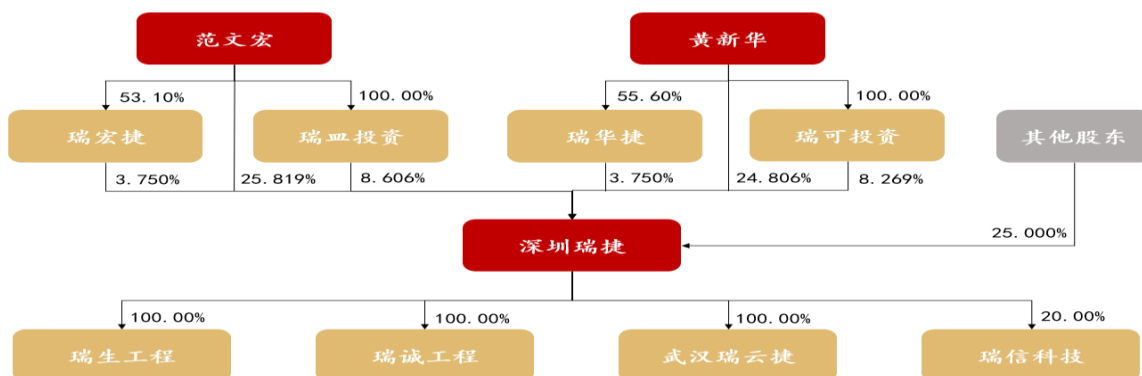
图 1 公司发展历程



资料来源：公司官网，招股书，华西证券研究所

细分龙头企业，先发优势明显：根据公司招股说明书数据，公司目前业务已经覆盖 30 多个省级行政区，500 余个城市，是覆盖范围最广的第三方工程评估企业；目前公司已有公共建筑客户超 80 家，房地产企业客户 300 余家，其中百强地产企业中 73 家已成为公司客户，并且主编了行业第一部标准文件，体现公司已在重点客户中获得了较高的认可。公司实控人范文宏、黄新华（二人 2017 年已经签订一致行动人协议）均有超过 20 年的工程顾问、监理工作经历，从业经验十分丰富。

图 2 公司股权结构



资料来源：招股书，wind，华西证券研究所

表 1 公司高管介绍

姓名	职务	毕业院校及学历	履历
范文宏	董事长， 董事	中欧国际工商学 院工商管理硕士	1997 年 6 月至 2016 年 12 月担任深圳市邦迪工程顾问有限公司监理工 程师；2017 年 1 月加入本公司，现任公司董事长，兼任瑞生工程执行董 事，瑞皿投资总经理，执行董事，瑞宏捷执行事务合伙人。
黄新华	董事	复旦大学工商管 理硕士	1995 年 2 月至 2016 年 12 月担任深圳市邦迪工程顾问有限公司监理工 程师；2017 年 1 月加入本公司，现任公司董事，总经理，兼任瑞生工程总 经理，瑞诚工程执行董事，经理，瑞可投资执行董事，瑞华捷执行事务合 伙人。
吴小玲	董事	在读研究生	2006 年 7 月至 2007 年 11 月担任中铁十二局工程师；2007 年 11 月至 2013 年 2 月担任深圳邦迪工程顾问有限公司工程师；2013 年 3 月加入 本公司，现任公司董事，副总经理。
何俊辉	独立董事	中南财经政法大 学经济学硕士	2004 年 8 月至 2006 年 10 月担任国浩律师(上海)事务所律师；2006 年 11 月至 2008 年 3 月担任金杜律师事务所深圳分所律师；2008 年 3 月 至 2013 年 5 月担任君合律师事务所深圳分所律师；2013 年 5 月至今担 任国浩律师(深圳)事务所合伙人；2018 年 10 月至今担任本公司独立董 事。目前何俊辉先生还担任玉禾田环境发展集团股份有限公司独立董 事，四川富临运业集团股份有限公司独立董事。
张萍	独立董事	中山大学经济学 硕士	2008 年 7 月至 2010 年 6 月担任广东普惠资信评估有限公司分析 师；2010 年 7 月至 2018 年 2 月担任深圳市架桥资本管理股份有限公司 董事，首席运营官；2018 年 3 月至今担任深圳市创新投资集团有限公司 基金经理；2018 年 10 月至今担任本公司独立董事。

资料来源：招股书，华西证券研究所

公司核心投资逻辑：

行业刚刚兴起，未来扩容将十分明显，将分享千亿监理蛋糕：未来随着 1) 建筑评估总需求的增长以及 2) 第三方评估服务模式渗透率的大幅提升，3) 政策对建筑物质量、安全、环保的大力导向和建设方的首要责任强化，我们认为第三方工程评估行业远期规模有望达到 600 亿元以上，将分享目前监理服务市场的千亿大蛋糕，而先行者将拥有较宽的护城河，领先优势将得以保持。公司作为第三方工程评估行业龙头，是行业扩容的核心受益者，未来有望成为行业白马。

第三方评估是高利润率、高客户粘性、轻资产的好行业。第三方工程评估是轻资产运营的专业化机构，通过全过程的工程质量评估和咨询，解决业主方在建项目迅猛增长管理跟不上、质量把控、安全生产把控等三大痛点，其成本远低于业主方自己管理所花费的成本，并且占项目建安成本极低的比重，给客户创造价值，因此具备一定程度上定价能力；公司作为龙头，过往 5 年除了 2020 年疫情影响外，ROE 加权回报率不低于 50%，销售毛利率不低于 50%，该行业是客户粘性强，复购率高的好行业；

业务与检测机构类似，有望享受高估值。公司通过每个项目标段分别出具评分报告，从流程上和业务模式上类似于第三方检测机构（可比公司包括国检集团、广电计量、华测检测等）。但是业务地域扩张目前不需要获得牌照、不受地域保护影响，公司合作单位多数为业主方总部单位，基于的是公信力和专业服务能力，因此有望享

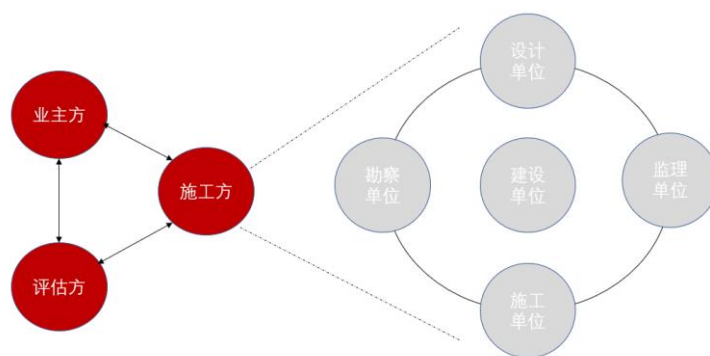
受较高资本市场估值水平。目前检测机构 2021 年 wind 一致预期下 PE 估值 58x, 根据我们预测, 公司目前仅 18.8x 估值, 我们认为公司价值被严重低估。

2. 黄金赛道扩容东风起，头部企业优势或进一步扩大

2.1. 第三方评估业务缘何兴起？

目前项目建设主体主要包括“五方责任体”，即建设单位项目负责人、勘察单位项目负责人、设计单位项目负责人、施工单位项目经理、监理单位总监理工程师；其中监理主要职责是“三控两管一协调+安全履职”，是传统意义上企业需要在工程品质和安全上需要花费的必要支出。然而，随着在建工程规模急剧增长、建设单位首要责任强化，地产集团、区域总部对工程质量的管控提出了新的要求，尤其是地产行业增长放缓、集中度提升后，房企对提升质量管理水平、实现各项目“均好”要求大幅提升，仅仅依靠目前监理服务难以实现，因此第三方评估作为工程管理服务之一出现并顺势兴起。

图 3 五方责任体系及第三方评估



资料来源：华西证券研究所

第三方工程评估咨询的工作内容是根据与委托方签署的业务合同，对于委托方管辖范围内多个工程项目进行评估，出具评估报告，协助客户掌握旗下建设项目总体质量及安全风险状态，提升工程品质，并降低安全风险，帮助客户项目管理水平、运营安全水平和综合效益的提升。从建设周期来看，评估主要涉及地下过程、土建过程、（精）装修过程、交付评估及交付后评估，内容包括门窗、防渗漏、安全专项、材料专项、进度评估等等。

图 4 工程评估内容



资料来源：招股书，华西证券研究所

工程评估服务与监理服务有显著区别：

工程评估主要是从委托方视角出发的一种约定服务，对项目进行体检，提供特定环节评价并发现原因，同时提供解决方案，性质上属于“以点带面”；而**监理**则是从国家法律法规出发的设定，对特定施工阶段进行控制。

以门窗安装为例，工程评估需要考察供应商及其来源是否合格，现场安装是否符合规划，交付阶段有无业主使用隐患及投诉风险（组框精度、面板接缝、五金件固定间距等），而监理不涉及工厂厂检以及交付阶段工作，主要责任集中于监督现场安装过程。因此，监理与评估涉及范围并不完全重合，且一方效率的提升也将更有利于另一方的工作，双方总体是相辅相成的关系。**第三方工程评估相比于监理而言，更侧重于基于客户视角的底线管理、品质均好、系统风险可控，效率提升，相较于工程检测而言，更注重内部质量体系的把控，是对传统工程体系的良好且必要的补充。**

表 2 监理、评估、检测对比概览

比较项目	委托方	工作内容	涉及阶段
第三方工程评估	开发商、政府	工程评估具体工作内容由委托方根据自身需求自主决定，公司目前提供的工程评估工作主要包括过程评估、专项评估、交付评估等。	从开工、施工到交付全过程
监理	建设单位	监理单位一般在施工阶段提供监理服务，内容包括对建设工程质量、造价、进度进行控制，对合同、信息进行管理，对工程建设相关方的关系进行协调，并履行建设工程安全生产管理法定职责。根据建设方的需求，可在建设工程勘察、设计、保修等阶段提供相关监理服务。	主要是施工
建筑检测	建设单位	对建筑状态进行评估	竣工交付

资料来源：招股书，华西证券研究所

表 3 工程评估与监理对比（以门窗安装为例）

	是否检查 供应商	是否检查安装 过程	是否检查交 付前状态	备注
第三方评估	是	是，偏重于规 划和检查	是	良好的规划、前序检查提升监理的效率
监理	否	是，偏重于监 督施工	否	良好的监督提升最后交付评估的成功率

资料来源：公开信息整理，招股书，华西证券研究所

与工程检测相比，工程评估更加注重质量体系管控。传统工程检测，其委托方主要是施工方或建设单位，其检测目的主要是证明建筑质量已达强制性的标准，但对于施工流程、施工质量高低等并不管理。相比于工程检测，工程评估涉及开工到竣工交付的大多数流程，同时主要作用是帮助开发商建立良好的质量和安全管控体系。

因此，我们认为，工程评估是五方责任体系的必要补充，判断第三方工程评估将是行业未来发展主要趋势之一，赛道或迎大幅扩容。

2.2. 第三方工程评估的核心商业模式

我们认为第三方评估核心商业模式是通过公司的数据、知识、人才平台优势，对外输出评估意见和解决方案，解决用户关于安全和质量痛点，给客户创造价值。对于开发商或者政府客户来说，这种外包服务从自身的管理职能中分离出，以更低的成本更好的解决了市场三大痛点：

1、工程规模急剧扩大的管理痛点。2000 年以来，我国基础设施建设投入力度不断加大，建筑开工面积迅猛增长，2019 年我国房屋建筑施工面积 144.15 亿平米，原有工程管理的体系跟不上市场的快速发展。

2、建设首要责任强化，质量履约风险。2008 年金融风暴是第三方工程评估催生的节点，消费者和房企开始更加关注工程质量。我们可以从 2008 年后催生出的消费升级材料企业中印证，如东方雨虹、伟星新材等 08 年后上市并取得大幅发展。同时，国家产业政策的导向明确，即建设单位首要责任不断强化，《关于印发工程质量安全提升行动方案的通知》（建质[2017]57 号）《关于落实建设单位工程质量首要责任的通知》（建质规[2020]9 号）等重要文件明确，建设单位是工程质量第一责任人，依法对工程质量承担全面责任，因此建设单位（即开发商的项目公司）有很大履约风险需要应对。

3、安全生产风险管控。安全生产对企业来说是生命线，近年来关于安全生产事故的新闻屡见不鲜，尤其是大规模楼盘塌方事故、施工防护不规范导致建筑工人身亡等等，一旦发生此类事故对企业经济成本和社会心里影响巨大，这也催生了工程服务中的驻场管理等服务，以保证事故率持续降低。

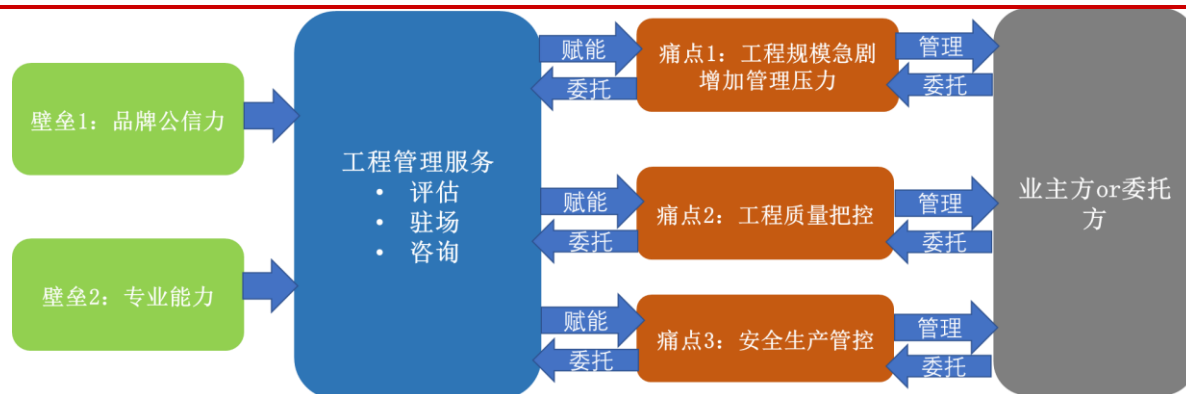
我们认为行业进入的壁垒主要是两个方面：

1、品牌公信力。第三方工程管理机构不是政府强制，因此创造价值的基础是必须为客户提供一把客观、公正、专业的“尺子”，对品牌公信力的打造至关重要，而过往工程是信誉度最好的体现，因此这个行业具备先发优势。

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

- 2、**专业知识和效率**。包括知识沉淀、数据挖掘、人才培养，帮助客户找准“横向纵向”的质量坐标，明确提升方向，优化资源配置。这是专业和服务能力的体现；

图 5 第三方评估的核心商业模式

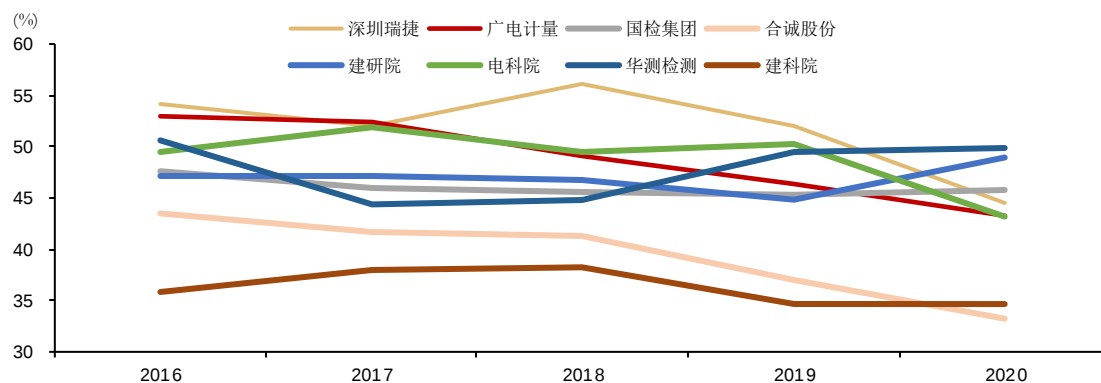


资料来源：华西证券研究所

2.3. 高利润率、高客户粘性的特征显著

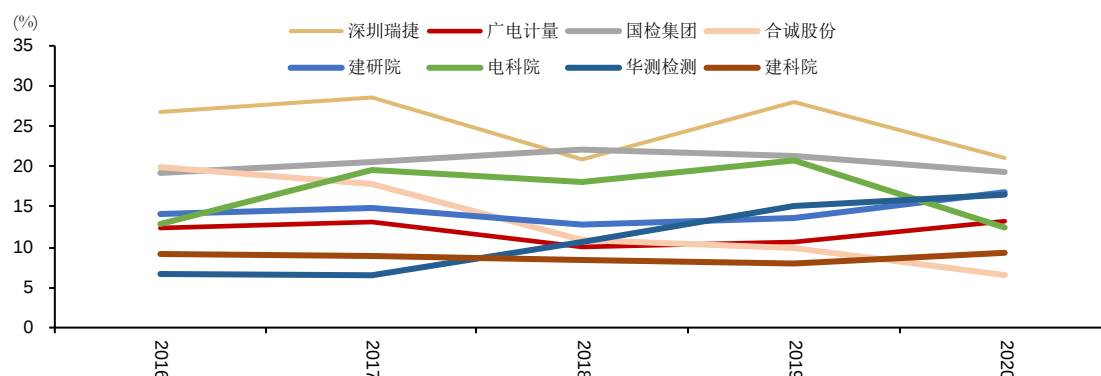
工程评估占地产建安成本的比重很低，但是一旦工程不能顺利进行，或者质量出现问题导致无法安全交付，则会对地产商产生比较大的影响，因此地产开发企业总体对于工程评估的成本并不是十分敏感，第三方评估企业有一定定价能力。根据公司招股书数据，2016-2019 年，公司工程评估业务毛利率稳定在 50%以上，2020 年公司净利润率 21.03%，高于检测行业（公认的高利润行业）全部主要上市企业，体现行业盈利能力。

图 6 深圳瑞捷与主要检测企业毛利率对比



资料来源：wind，华西证券研究所

图 7 深圳瑞捷与主要检测企业净利率对比



资料来源: wind, 华西证券研究所

同时, 如果一直采用一家评估公司, 有利于标准的统一以及经验的积累, 因此一旦与客户展开业务, 工程评估企业往往能够与客户建立长期战略合作关系。根据公司招股书数据, 2018/2019/2020H1, 公司减少客户 16/36/39 家, 均小于当年客户数量的 10%, 而公司新增客户远大于这个数据。考虑到上述客户主要是规模较小的地方房地产、基建客户, 业务具有间歇性 (即上一年有项目, 下一年可能没有项目), 我们判断公司实际复购率超 95%, 体现行业客户一般粘性很高。

表 4 公司每年减少客户及影响收入

年度	当年减少客户数量 (家)	当年减少客户在上 年收入 (万元)	上年主营业务收入 (万元)	当年减少客户收入 影响
2020 年 1-6 月	39	546.86	49647.66	1.10%
2019 年度	36	1131.71	31038.98	3.65%
2018 年度	16	250.39	17394.73	1.44%

资料来源: 招股书, 华西证券研究所

2.4. 从“粗放”到“精细”, 赛道或显著扩容

测算目前第三方工程评估市场空间 30 亿元左右, 行业刚刚兴起, 未来赛道将显著扩容。工程评估是地产建设交付前的必要过程, 由于地产行业过往的粗放发展, 开放商对于施工进度及项目质量并不是很重视, 而消费者购买房地产也往往出于投机而非居住目的, 工程评估主要在地产商内部完成, 而外部涉及品质和安全的主要是监理, 第三方工程评估在 2012 年后才逐渐兴起。我们根据 1) 招股书中披露的重点客户贡献收入, 2) 重点客户销售面积占全国的比重, 3) 公司地产、基建客户收入占比, 估算目前第三方工程评估市场空间约 30 亿元。我们认为行业生态已经发生显著改变, 赛道远期或迎显著扩容。

表 5 目前第三方评估（地产+市政基建）市场空间测算过程

公司重点客户贡献收入（万元）	21,322
深圳瑞捷占重点客户市场份额	60%
目前重点客户年第三方工程评估空间（万元）	35,537
重点客户年销售面积（万平米）	22,197
全国住宅销售面积（万平米）	150,144
重点客户占全国销售百分比	15%
估算目前全国房地产第三方工程评估空间（亿元）	24.0
地产/基建市场空间比（假设条件）	400%
估算目前全国第三方工程评估空间（亿元）	30.0

资料来源：深圳瑞捷招股书，华西证券研究所

2.4.1. 驱动力一：开发商对质量诉求增强

首先，“房住不炒”政策下，房地产的居住属性增强，对质量安全需求提升。随着消费者质量意识的逐渐增强，同时部分房地产开发商缺乏专业的评估人员，导致住宅质量安全事件不时发生，例如苏州某小区住宅交房时因房屋质量与预期差距过大，50 名业主拒绝收房；常州、山东小区因为质量问题遭到群诉等。在政策鼓励下，我们判断未来地产企业将更多的将工程评估外包给更专业的第三方，开发商、政府园区等客户增加，叠加服务范围从单一服务（如仅交房）扩展到全流程服务，频次和产值有望持续增加。

其次，采用第三方工程评估有利于明确各方责任，并使得项目推进更加顺利。如前文所述，第三方工程评估企业需要对建材、机械等各种材料以及建安过程进行全流程评估，一方面如果发现问题可以更加明确是谁的责任，一方面也可以更加及时的发现问题并提出解决方案，使得项目推进更加顺利，从而使得房地产开发商更加符合高周转下的经营。

图 8 工程评估现场



资料来源：百度图片，华西证券研究所

最后，第三方评估企业本身也能对房地产企业扩张起到帮助。根据公司招股说明书披露，头部第三方企业往往有着较为完善的数据库及承包商、建材供应商等的评分，房地产企业在进行地域扩张时，也希望知道当地有哪些质量过硬的承包商及建材、器械供应商，因此与第三方评估企业合作，本身也能获得更多承包商的信息，有利于异地扩张。

2.4.2. 驱动力二：存量改造市场稳步扩大

房屋的产权是 70 年，但目前房屋寿命仅 50 年（部分没有按照质量标准修建的房屋寿命更低），这意味着一大批 90 年代（或更早）建造的房屋进入了老化的晚年，需要进行改造，城市更新和旧城改造市场巨大。而今年 5 月 18 日深圳赛格大厦出现的大幅晃动，也引起了社会对存量建筑的安全和质量的高度关注。未来，存量房市场的质量、安全风险将存在广阔的市场需求。

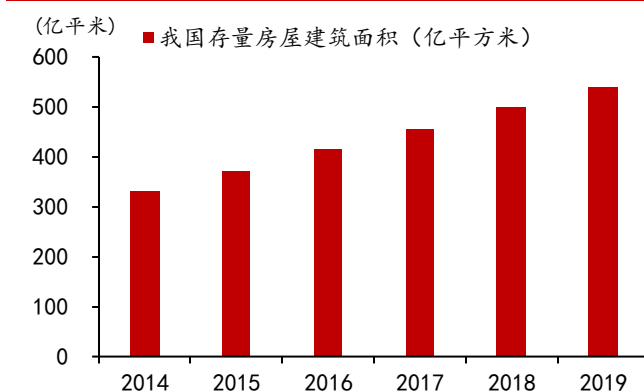
图 9 老旧小区、老旧小区



资料来源：百度图片，华西证券研究所

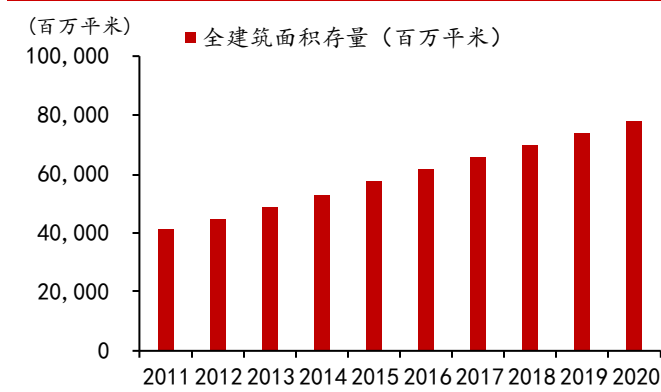
根据公司招股书及国家统计局数据，2019 年我国仅商品存量房面积就达 195.02 亿平米，如果考虑到全部建筑，则 2015 年我国建筑面积存量 573 亿平方米，参考近年来竣工数据，判断目前全部建筑存量建筑面积已超 700 亿平米，按照 50 年寿命周期，即每年 2% 进行改造估算，如果全部存量建筑改造需求释放，则每年改造面积超 14 亿平米，而我国目前每年地产竣工 10 亿平米左右，因此空间巨大。

图 10 存量住宅面积



资料来源：统计局，华西证券研究所

图 11 估算全部存量建筑面积



资料来源：统计局，wind，华西证券研究所

2.4.3. 行业有望扩容 20 倍至 600 亿元，分享监理市场大蛋糕

远期分享千亿大蛋糕。 监理和第三方评估工作性质一定程度类似，都是关于品质和安全，我们认为未来全过程的第三方评估咨询成长潜在空间主要来自于对现有监理体系的替代升级，判断第三方评估龙头将分享这个超千亿的大蛋糕，我们估算认为潜在行业发展空间超过 600 亿元，相比现在是 20 倍的扩容。

我们参考监理行业空间对第三方工程评估未来空间进行估算，过程假设如下：

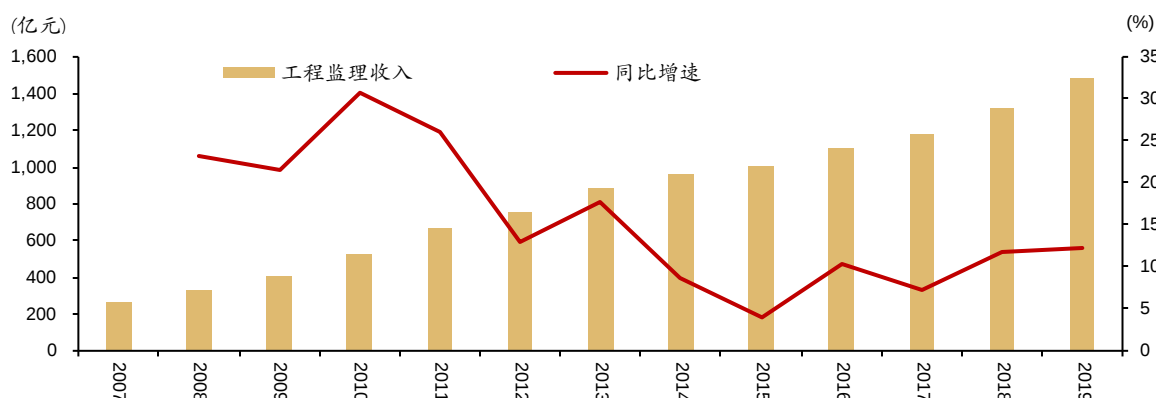
- 1) 由于统计局公布的建筑安装工程固定资产投资只截止到 2017 年，我们根据近三年全口径固投增速，估算 2020 年建筑安装工程固定资产投资 50.7 万亿元左右。
- 2) 根据 2019 年建设工程监理统计公报，2019 年工程监理企业合计收入 1486.13 亿元，对应监理业务收入占建安投资额千分之三左右，该比例也与其资产评估价格类似，我们以此为工程评估服务占建安投资比重假设。
- 3) 假设未来市场 40% 由第三方评估完成，则对应远期市场空间 609 亿元，相比现在是 20 倍的扩容。

表 6 第三方评估行业远期空间测算

2017 年建筑安装工程固定资产投资 (亿元)	441,772
2018-2020 固定资产投资年复合增速	4.7%
估算 2020 年建筑安装工程固定资产投资 (亿元)	507,399
工程评估占建安投资比重	0.30%
工程评估市场总空间 (亿元)	1,522
其中：第三方评估占比	40%
第三方工程评估远期市场空间 (亿元)	609

资料来源：统计局，帕克国际转让说明书，华西证券研究所

图 12 工程监理市场规模 1500 亿左右



资料来源：Wind, 合诚股份招股说明书，华西证券研究所

部分地区尝试取消强制监理要求，第三方评估 5 年内市场空间或可超百亿。根据招股说明书披露，2018 年以来，上海、北京、厦门、成都、天津、北京、广州、山西、河南等九地相继发文明确，对技术要求简单的社会投资项目可不聘用工程监，上海住建管委会 2018 年 3 月文件指出“不再强制要求进行工程监理。建设单位可以自主决策选择监理或全过程工程咨询服务等其它管理模式。鼓励有条件的建设单位实行自管模式。”我们判断不排除未来更多地区有望试点，成为第三方工程评估扩容的催化剂。

我们认为，未来 5 年（即十四五期间），由于国家对于地产融资政策收紧，地产开发商对于工程质量、成本管控需求的提升将使得更多开发商采用第三方工程评估模式，来自开发商的需求扩容将快于其余建设工程（包括基建、市政、工业厂房等），而其余建设工程的需求增量将主要来自于大型项目增多、总评估及驻厂管理的需求上升。我们测算十四五期间随着第三方评估在地产项目中渗透率的显著提升，其中期测算规模有望达 100 亿元，相比现在扩容 3 倍以上，对应年复合增长率 25-30%。

表 7 2025 年第三方工程评估市场空间有望达百亿

地产开发投资（亿元）	140,000
第三方评估在房地产中渗透率	18.0%
第三方评估占地产投资比重	0.3%
地产市场第三方评估空间（亿元）	76
广义基建、市政及工业建筑投资（亿元）	350,000
第三方评估在基建中渗透率	2.5%
第三方评估占基建投资比重	0.3%
基建市场第三方评估空间（亿元）	26
第三方评估市场总空间（亿元）	102

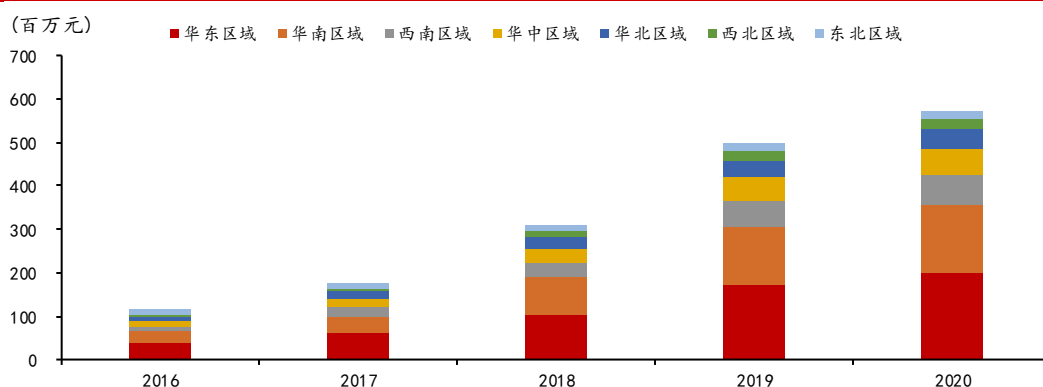
资料来源：招股书，华西证券研究所

2.5. 头部企业先发优势明显，将是增量市场主要瓜分者

我们认为两点因素将使得头部企业成为增量市场的主要瓜分者。

首先，不同于检测行业，工程评估行业不需要牌照资质，大幅降低了头部企业异地扩张难度。尽管牌照相当于本地业务的“保护伞”，但在地方保护主义背景下，同样也是异地扩张的“紧箍咒”；此外，对于已经实现全国化经营，或有异地扩张的开发商来说，统一评估标准也有利于品牌建设和项目统一管控，因此工程评估行业天生有利于头部企业全国化扩张。以公司为例，在仅有深圳有常驻办公点的背景下，2019年公司非华南地区业务已占公司收入70%以上，体现头部企业区域扩张相对容易。

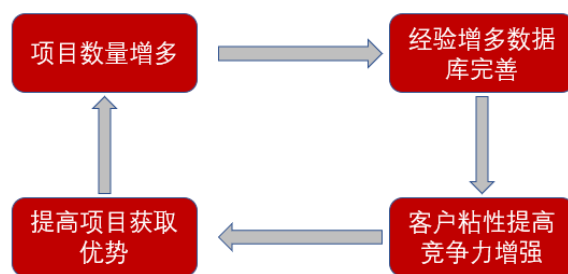
图 13 深圳瑞捷按地区收入划分



资料来源：wind，华西证券研究所

其次，头部企业先发优势明显，未来或进入正向循环。与检测行业类似，评估行业最核心的竞争力在于人才、项目经验以及公信力口碑。头部企业人才储备充足、项目经验丰富，同时拥有完善的数据库，提供解决方案及承包商、供应商评价。因此我们认为行业数据壁垒较高，伴随行业扩容，加上行业本身的高粘性，头部企业有望进入项目数量增多、经验增多数据库完善、客户粘性提高竞争力增强，最后进一步增加拿项目优势的正向循环中，小企业将很难挑战领先企业。

图 14 正向循环示意图



资料来源：招股书，华西证券研究所

行业竞争格局清晰，内资将成为主导。作为一个新兴业态，目前国内涉足第三方工程评估的企业较少，目前国内领先的第三方企业主要包括两类：一类是专业的内资第三方工程评估企业，主要包括深圳瑞捷、上海平大、深圳博云、南通建研工程咨询等，起步较晚但发展较快；另一类是有国际著名检验检测机构股东背景的外资企业，主要包括法国著名检测企业必维旗下的法利投资、瑞士著名检测企业 SGS 旗下的通标标准技术服务有限公司等，起步较早技术储备雄厚。考虑到内资企业更加灵活的项目筛选和相应机制，我们判断内资龙头企业将是行业扩容的最核心受益者，而外资企业的增量将主要来自于外资/合资企业在我国的住宅、商业项目建设，受益程度将相对弱于内资企业。此外，我们判断，未来头部第三方评估企业有望通过收购整合建筑建材类检测企业，进一步打开成长天花板（建工建材检测市场空间 800 亿元左右）并打通上下游产业链，从而提升竞争力。

表 8 主要同业竞争对手介绍

企业	简介
上海平大	主要从事独立第三方评估服务机构，协同建筑工程等项目的综合型评估咨询服务企业，为政府部门、房地产企业、工程承包商等提供专业评估咨询服务
法利投资	成立于 2001 年，必维旗下子公司，涉足石油天然气、建筑工程、电力与公共设施等多行业测试、检验等服务
通标标准	SGS 子公司，由 SGS 集团和隶属于国家市场监督管理总局系统的中国标准科技集团共同于 1991 年投资设立，在农产和食品、消费品和零售、建筑等宽领域提供检验、鉴定等服务
南通建研	是一家专业从事建筑工程质量风险巡查、各方管理行为、安全文明风险、交房预验收评估的企业，拥有一批来自于不同岗位的地产经理人组成的专业技术顾问团队和一批由评估行业内资深人员组成的专业评估团队
深圳博云	主要专注于住宅及商业建设工程项目的工程管理咨询，为房地产公司或施工企业提供专业服务，目前团队有 60 余名专业技术人员，核心人员为在万科工作数年的工程管理人员或为万科服务多年的工程管理、技术人员

资料来源：招股书，华西证券研究所

3. 深圳瑞捷：全国化扩张起步，三年“再造一个瑞捷”

公司是我国第三方工程评估领先企业，主要业务包括工程评估、驻场管理以及管理咨询业务，2020 年公司三项业务收入分别为 4.74/0.92/0.07 亿元；截止到目前，公司已与百强地产中的 73 家企业建立合作关系，是融创、万科、保利等头部房企品质战略的重要抓手，同时参与过成都东安湖体育场、深圳国际会展中心、华润置地杭州亚运村技术官员村等重点项目驻场管理。我们认为上市后，公司全国化扩张将起步，进一步加速公司发展，三年时间内有望“再造一个瑞捷”。

表 9 公司主要业务介绍

业务	简介
工程评估	公司的开创业务，协助客户发现问题，预判风险，提升效率。当前已发展成一个完整的服务产品系列。
驻场管理	受客户委托，进驻工程项目现场，实施不同阶段的安全、质量、进度相关管理工作，协助客户解决特定的实际问题。
管理咨询	利用自身的知识、数据与人才积累，为客户提供工程管理咨询方案、业务培训、技术标准编制等专业服务，发挥综合价值。

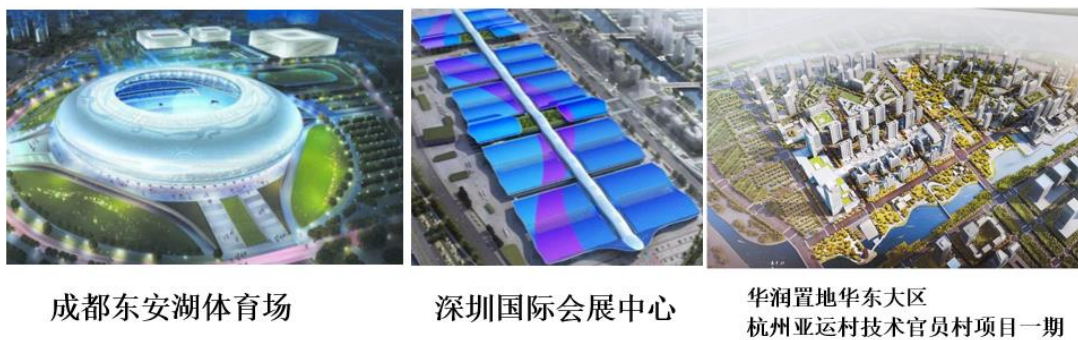
资料来源：招股书，华西证券研究所

图 15 公司主要客户包括头部开发商和政府客户



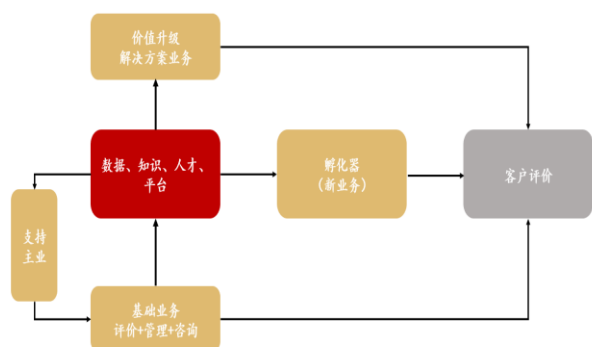
资料来源：招股书，华西证券研究所

图 16 公司重点项目包括成都东安湖体育场、深圳国际会展中心等



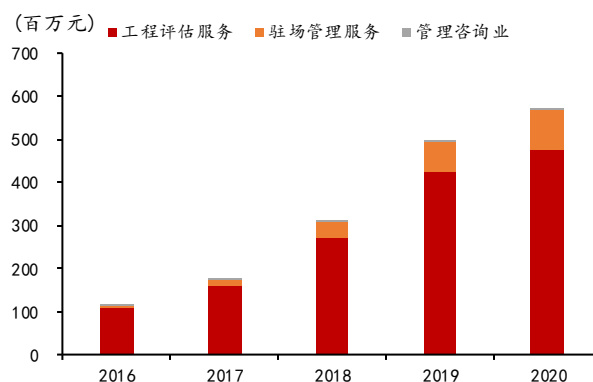
资料来源：招股书，华西证券研究所

图 17 公司商业模式简图



资料来源：华西证券研究所

图 18 公司业务收入柱状图



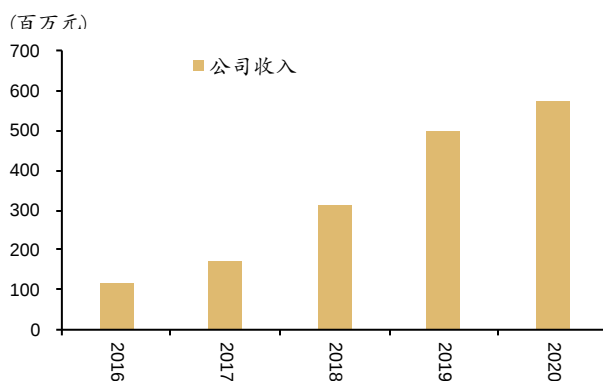
资料来源：wind，华西证券研究所

3.1. 过去 5 年高速成长、盈利能力突出

公司自成立以来，成长迅速，盈利能力突出，具体表现为：

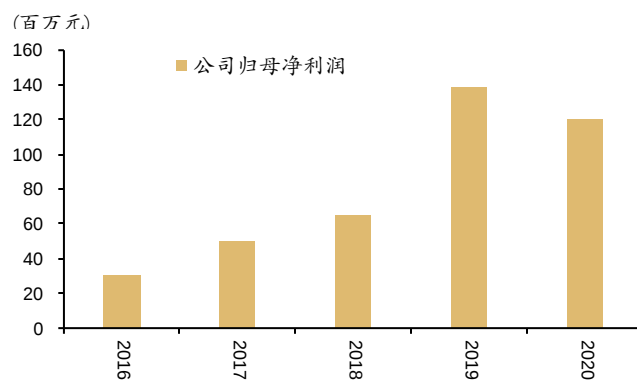
1) 2016-2020 年，收入由 1.15 亿元增长至 5.73 亿元，4 年 5 倍，对应年复合增速 49.5%，其中主业工程评估业务收入由 1.08 亿元上升至 4.74 亿元，对应年复合增速 44.6%，驻厂管理业务收入由 500 万元上升至 9200 万元，对应年复合增速 105%。此外，公司归母净利润由 2016 年的 3100 万元增长至 2020 年的 1.2 亿元，对应年复合增速 40.6%；

图 19 公司收入高速增长



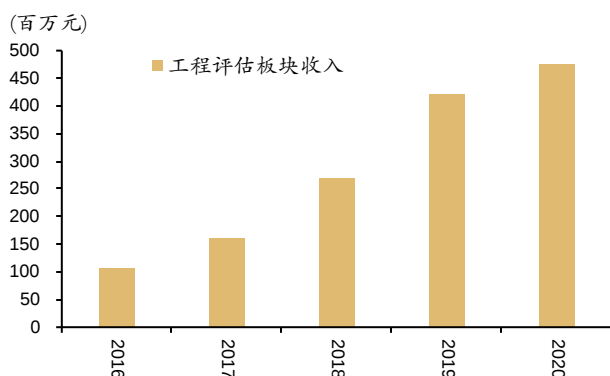
资料来源：wind，华西证券研究所

图 20 公司净利润增速较快



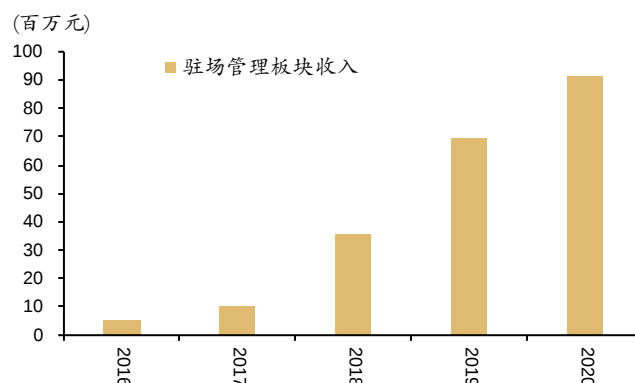
资料来源：wind，华西证券研究所

图 21 工程评估快速增长



资料来源：wind, 华西证券研究所

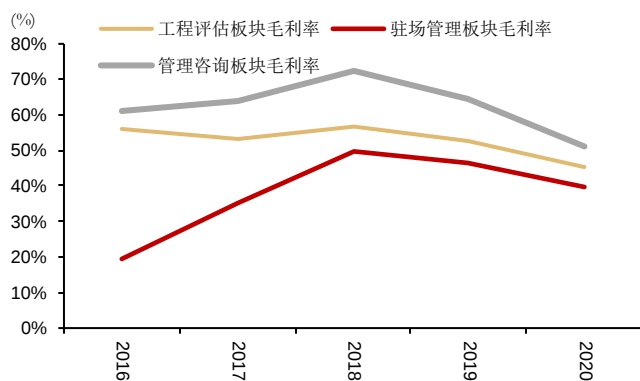
图 22 驻厂管理业务低基数放量



资料来源：wind, 华西证券研究所

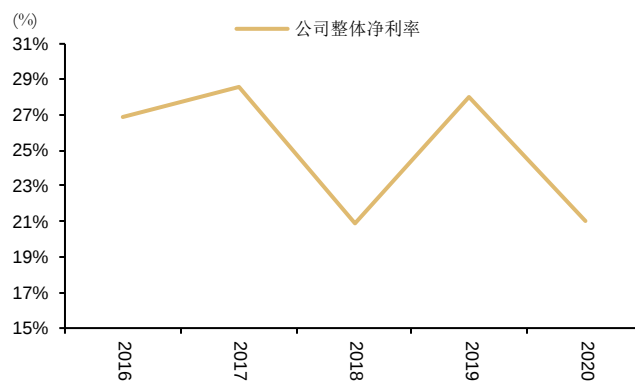
2) **高利润率**。除 2020 年因受到疫情影响外，公司工程评估业务毛利率及整体毛利率保持 50%以上，2016-2020 年，净利率始终保持 20%以上；

图 23 各业务板块毛利率



资料来源：wind, 华西证券研究所

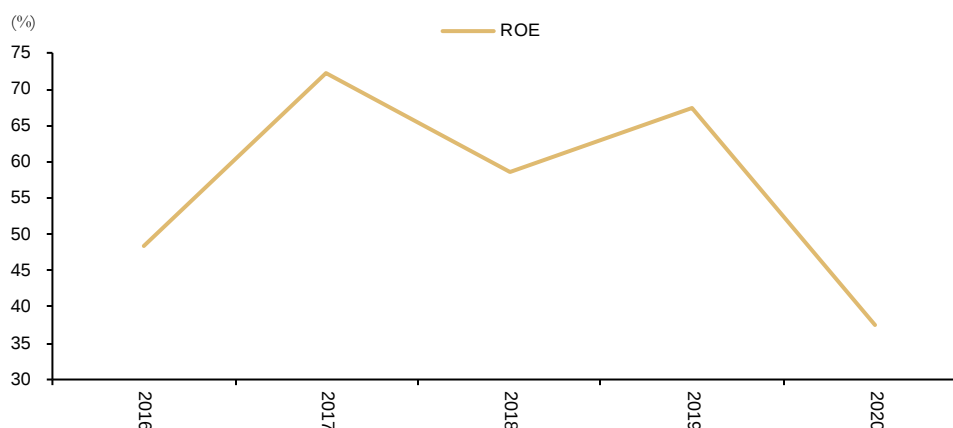
图 24 公司净利率保持 20%以上



资料来源：wind, 华西证券研究所

3) **高 ROE**。2016-2020 年，公司 ROE 保持 30%以上，其中 2017 年曾达到 65%以上。2020 年主要受到疫情和居家隔离政策的影响；

图 25 公司 ROE 保持 30%以上



资料来源：Wind，华西证券研究所

3.2. 行业扩容核心受益，全国化龙头雏形已现

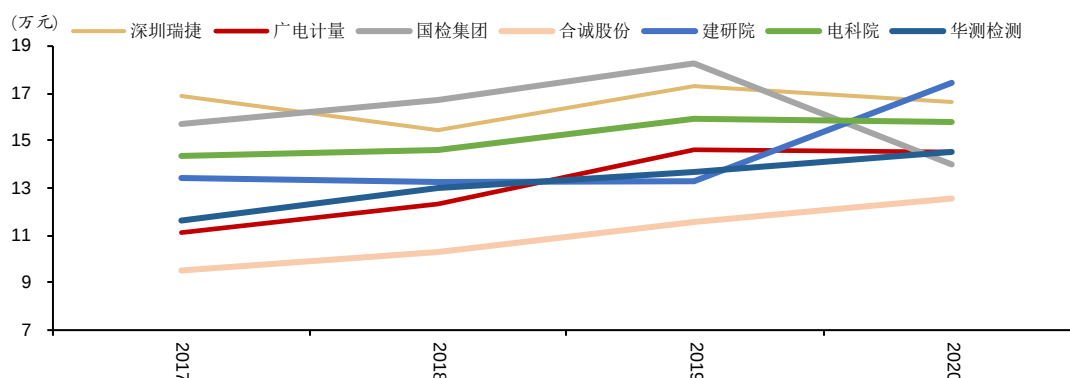
公司此次公开发行 1120 万股，实际募集资金 9.2 亿元，其中 3.5 亿元预计投入深圳、北京、武汉、上海、成都五个运营中心的建设，初步实现全国化的布局。如前文所述，在全国范围内统一流程及标准，有助于地产企业品牌质量建设。此外，对于评估行业来说，最重要的是人才和数据库，而根据各家公司财报、招股书披露数据，公司人均薪酬位于咨询、检测类公司前列，同时考虑到本身行业的高粘性，我们对公司全国化的扩张持乐观态度，并认为全国化扩张将显著提升公司在头部客户中的竞争力。

表 10 募投项目介绍

序号	项目名称	投资总额 (万元)	募集资金拟投入金 额 (万元)	项目建设期
1	工程咨询运营服务平台建设项目	35338.72	35338.72	36 个月
2	总部研发中心建设项目	10215.89	10215.89	36 个月
3	信息化管理系统建设项目	4586.63	4586.63	36 个月
4	补充流动资金项目	12000.00	12000.00	-
合计		62141.23	62141.23	-

资料来源：招股书，华西证券研究所

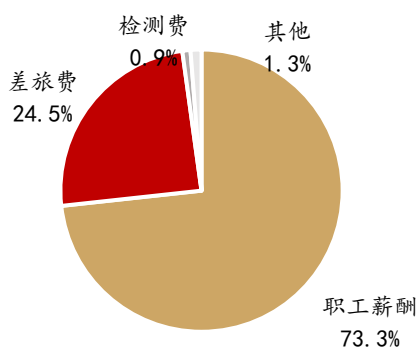
图 26 公司人均薪酬对比 2016-2020



资料来源：wind，华西证券研究所

此外，我们同样认为全国化扩张有利于公司降低成本，提升运营利润率。根据公司招股说明书披露，差旅费用是公司除了职工薪酬外的最大成本，2019 年公司主营业务成本的 24.54%，2017-2019 年度，公司主要供应商均为差旅类公司，判断公司长途差旅较多，而公司实际业务运营效率提升的出发点是用人效率的提升。随着北京、上海、武汉、成都四个运营中心的建设，公司不仅将扩大在各大区域核心城市的优势，同时也将提升服务能力，并降低差旅费用及异地项目执行成本，从而进一步提升盈利能力。

图 27 2019 年公司成本中主要是人工费用



资料来源：招股书，华西证券研究所

表 11 2017-2019 公司五大采购商主要为差旅服务商

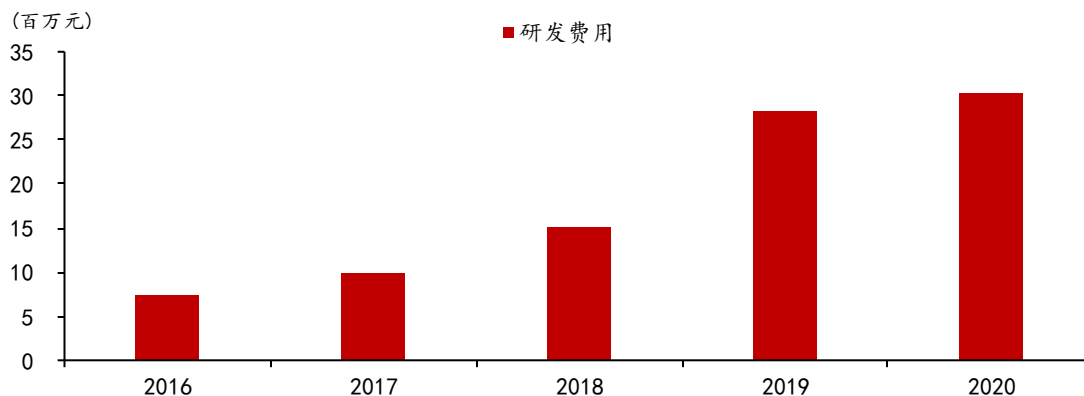
2019		2018		2017	
公司	采购额占比	公司	采购额占比	公司	采购额占比
南京途牛	45.25%	上海携程	33.02%	优行航空	30.28%
上海携程	17.55%	南京途牛	30.31%	上海携程	20.6%
星河控股	12.78%	星河控股	13.29%	星河控股	18.86%
深圳时时测	2.34%	深圳时时测	3.54%	华测检测	4.04%
深圳市德商	2.25%	北京利星行	2.37%	北京宝库	2.32%

资料来源：招股书，华西证券研究所

3.3. 研发再升级，技术优势进一步巩固

2016 年以来，公司研发支出稳步上升，而此次上市募集资金中，约有 1 亿元将投入总部研发中心建设，主要项目包括瑞捷工程大数据应用、建设工程质量潜在缺陷保险风险评估、城市建筑安全评估、多种业态建筑技术工程评估以及 EPC 管理模式及工程质量评估。

图 28 公司研发支出



资料来源：wind，华西证券研究所

表 12 瑞生研究院主要业务介绍

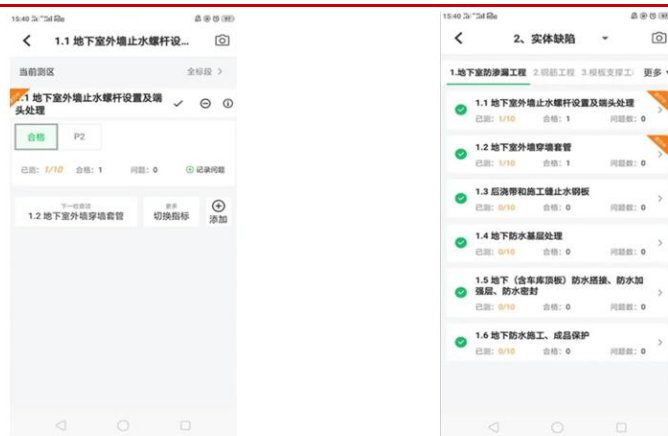
业务	简介
驻场咨询	通过组建专业安全、质量管理团队，在工程施工期间常驻现场，以技术咨询的模式开展工作，定期或不定期对现场进行系统性风险排查，并出具相应的专题报告与阶段性报告，提前发现现场质量隐患，实施全过程的安全、质量、进度管理
一户一验	分户验收，是指在住宅工程竣工前，通过专业项目小组对住宅工程每一户及公共部位，涉及主要使用功能和观感质量进行的专门验收，即“地毯式全覆盖”
批量精装修	通过驻场团队对批量精装修进行全过程管理工作，覆盖前期的管理体系编制、图纸深化等；施工阶段的样板方案及组织落地、实测实量应用等；模拟验收阶段的一户一档、模拟验收等

资料来源：瑞生官网，华西证券研究所

我们认为，研发的升级，有利于公司进一步丰富数据沉淀，在评估 APP、瑞捷指数、知识库开发等领域逐渐数字化，同时进一步深化在智能建造、建筑工业化等新兴领域的优势，并使得公司整体运营更加高效。

同时，公司研发的瑞捷智慧工地线上评估平台，通过执法记录仪、摄像头（球机/枪机）智能硬件设备和评估 APP 及后台项目管理模块、评估管理模块、监控管理模块的结合，改变了传统评估模式，通过平台与智能设备的对接在线远程评估，实现了工地线上评估的智能化及自动化，该项目已上线运行，在全国多个城市的项目工地进行推广使用并取得一定成效。

图 29 瑞捷评估 APP

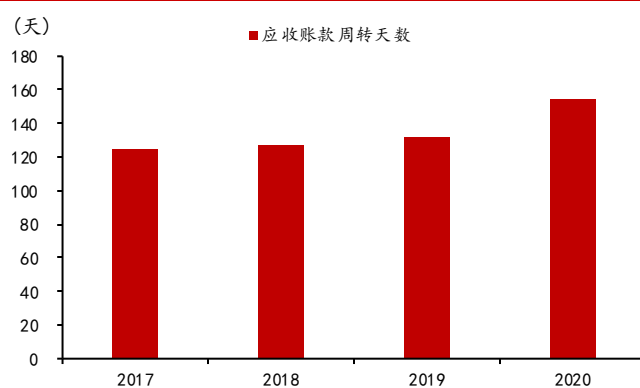


资料来源：瑞捷评估 APP，华西证券研究所

3.4. 现金流回款情况健康

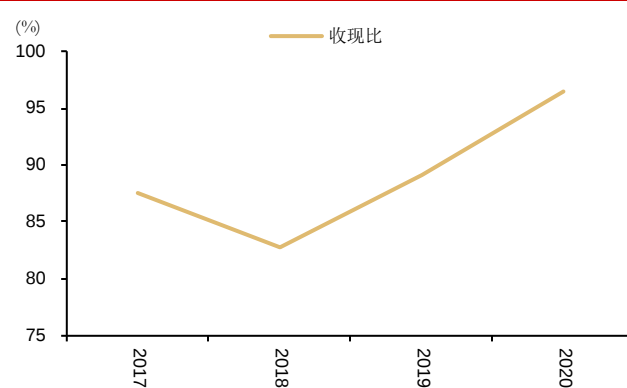
由于主要客户均为房地产开发商、市政建设工程类企业，在公司拓展过程中，应收账款规模逐渐扩大，2020 年应收账款周转天数上升至 154.3 天，但我们认为公司的现金流状况无需过度担忧，整体现金流情况较为健康。公司客户多为地产、市政基建头部客户，且公司近年来收现比由 2017 年的 87.47%提升至 2020 年的 96.46%，体现公司整体收现情况好转。而此次募投资金，有 1.2 亿元将进行补流，公司资金方面的确定性将进一步增强。

图 30 公司应收账款周转天数



资料来源: wind, 华西证券研究所

图 31 公司收现比



资料来源: wind, 华西证券研究所

3.5. 高成长或刚刚开始

5 年内业绩预计潜在有 4 倍成长空间，公司有望逐渐成为行业白马。我们假设：

- 1) 未来 5 年，行业空间成长至 100 亿元，与前文所述的中期空间基本保持一致；
- 2) 保守假设公司整体市占率 22.5% 左右，与现在市占率相仿；
- 3) 考虑到成本端未来随着运营中心全国化布局可能呈下降趋势，中性偏保守假设未来净利率 23%，高于 2020 年净利率 2 个百分点，但低于 2016-2020 年平均净利率 2 个百分点

基于上述假设，我们测算 2025 年，公司净利润有望达到 5.2 亿元左右，相比于 2020 年有 4 倍以上的成长空间，作为新兴行业的龙头，行业和公司高成长刚刚开始。考虑到公司本身经验、技术、数据优势，我们认为公司是目前最有可能成为第三方工程评估这条优质赛道走出来的白马企业。

表 13 2025E 业绩测算

2025E 市场空间 (亿元)	100
公司 2025E 市占率	22.5%
公司 2025E 收入 (亿元)	22.5
公司 2025E 净利率	23%
公司 2025E 净利润 (亿元)	5.175

资料来源: 招股书, 华西证券研究所

4. 盈利预测及估值

考虑到行业扩容以及头部企业市场份额提升，我们预计 2021-2023 年，公司工程评估/驻厂管理业务将保持 30-35%/40-50% 的复合增速，同时，考虑到公司主要成本是人工及差旅，我们认为 2020H1 由于疫情下无法正常开展业务，公司毛利率收到一定影响，未来随着疫情逐渐结束，以及公司全国化布局推进差旅费用下降，我们认为

公司毛利率将保持稳中有升。基于上述假设，我们预计 2021-2023 年，公司收入 7.99/10.78/14.20 亿元，同比增长 39.5%/34.9%/31.8%，归母净利润 1.71/2.39/3.18 亿元，同比增长 41.8%/39.9%/33.2%，对应 EPS2.54/3.55/4.73 元。

表 14 分部盈利预测

(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
工程评估					
营业收入	422.2	474.1	652.8	868.2	1128.7
毛利	222.9	214.8	299.3	400.4	523.6
毛利率	53%	45%	46%	46%	46%
驻场管理					
营业收入	69.3	91.6	137.5	199.3	279.1
毛利	32.2	36.5	55.0	81.7	117.2
毛利率	46%	40%	40%	41%	42%
管理咨询					
营业收入	4.9	6.9	8.3	10.0	12.0
毛利	3.2	3.6	4.6	5.5	6.6
毛利率	64%	51%	55%	55%	55%
营业总收入	496.5	572.7	798.6	1077.6	1419.8
总毛利	254.4	251.5	354.2	481.3	639.1
毛利率	51%	44%	44%	45%	45%
归母净利润	138.9	120.4	170.7	238.9	318.1
净利率	28%	21%	21%	22%	22%

资料来源：wind，华西证券研究所

由于 A 股缺乏其余第三方工程评估可比公司，我们选取与第三方工程评估工作性质、利润水平相似的检测企业作为可比公司，则目前可比公司平均估值为 59.31x 2021E PE 及 10.52x PB，考虑到公司规模体量小于上述企业，我们给予公司 10-20% 的折扣，按照 50x 2021PE 及 9.5x PB 估值，则公司目标价分别为 127.00/105.74 元，我们取平均值 116.37 元作为我们的目标价，首次覆盖给予“买入”评级。

表 15 可比公司估值

	2021E PE	PB (MRQ)
国检集团	38.96	8.29
华测检测	74.57	14.3
广电计量	72.65	13.57
谱尼测试	51.04	5.9
平均	59.31	10.52

资料来源：wind，华西证券研究所

5. 风险提示

房地产行业大幅下滑：如果房地产行业大幅下滑，则市场需求可能低于我们预期，使得公司业绩增速不及预期。

项目进展慢于预期：如果募投项目的进展慢于预期，则公司发展也可能慢于预期。

系统性风险：宏观经济走势、贸易摩擦等可能影响 A 股整体走势与估值。

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	现金流量表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入	572.67	798.61	1077.57	1419.77	净利润	120.43	170.72	238.89	318.15
YoY (%)	15.35%	39.45%	34.93%	31.76%	折旧和摊销	1.80	1.88	2.41	3.73
营业成本	317.79	439.73	589.90	772.35	营运资金变动	-53.49	-72.79	-82.90	-102.20
营业税金及附加	3.37	4.70	6.34	8.36	经营活动现金流	73.54	109.93	168.53	229.81
销售费用	22.68	23.16	31.25	41.17	资本开支	-7.14	-5.01	-5.01	-5.01
管理费用	56.70	79.07	106.69	140.57	投资	0.00	0.00	0.00	0.00
财务费用	-1.55	6.18	-1.95	-3.89	投资活动现金流	-7.09	-3.70	-3.70	-3.70
资产减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00	股权募资	0.00	921.00	0.00	0.00
投资收益	1.31	1.31	1.31	1.31	债务募资	-5.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	140.82	194.84	274.64	367.42	筹资活动现金流	-17.34	904.57	-16.43	-16.43
营业外收支	0.14	4.99	4.99	4.99	现金净流量	49.11	1010.81	148.40	209.68
利润总额	140.97	199.83	279.64	372.41	主要财务指标				
所得税	20.54	29.12	40.74	54.26	成长能力 (%)				
净利润	120.43	170.72	238.89	318.15	营业收入增长率	15.35%	39.45%	34.93%	31.76%
归属于母公司净利润	120.43	170.72	238.89	318.15	净利润增长率	-13.28%	41.76%	39.93%	33.18%
YoY (%)	-13.28%	41.76%	39.93%	33.18%	盈利能力 (%)				
每股收益	1.79	2.54	3.55	4.73	毛利率	44.51%	44.94%	45.26%	45.60%
资产负债表 (百万元)					净利率	21.03%	21.38%	22.17%	22.41%
货币资金	192.94	1203.75	1352.15	1561.84	总资产收益率 ROA	24.31%	10.52%	12.49%	13.88%
预付款项	0.00	0.00	0.00	0.00	净资产收益率 ROE	32.01%	11.63%	14.00%	15.71%
存货	2.92	4.05	5.43	7.11	偿债能力 (%)				
其他流动资产	276.46	383.57	515.81	678.04	流动比率	3.97	10.30	9.13	8.42
流动资产合计	472.32	1591.36	1873.39	2246.98	速动比率	3.94	10.27	9.10	8.39
长期股权投资	3.72	3.72	3.72	3.72	现金比率	1.62	7.79	6.59	5.85
固定资产	4.28	2.91	6.01	10.29	资产负债率	24.04%	9.52%	10.73%	11.65%
无形资产	1.88	1.37	0.86	0.35	经营效率 (%)				
非流动资产合计	23.01	31.12	38.71	44.98	总资产周转率	1.31	0.75	0.61	0.68
资产合计	495.33	1622.49	1912.10	2291.96	每股指标 (元)				
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	每股收益	1.79	2.54	3.55	4.73
应付账款及票据	12.97	17.94	24.07	31.52	每股净资产	5.60	21.84	25.40	30.13
其他流动负债	106.10	136.56	181.16	235.43	每股经营现金流	1.09	1.64	2.51	3.42
流动负债合计	119.07	154.51	205.24	266.94	每股股利	1.69	0.00	0.00	0.00
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	估值分析				
其他长期负债	0.00	0.00	0.00	0.00	PE	30.91	21.81	15.58	11.70
非流动负债合计	0.00	0.00	0.00	0.00	PB	0.00	2.54	2.18	1.84
负债合计	119.07	154.51	205.24	266.94					
股本	33.60	44.80	44.80	44.80					
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00					
股东权益合计	376.26	1467.98	1706.87	2025.02					
负债和股东权益合计	495.33	1622.49	1912.10	2291.96					

资料来源：公司公告，华西证券研究所

分析师与研究助理简介

戚舒扬：执业证书编号：S1120519070002。

FRM，建筑和建材行业首席分析师。香港中文大学金融学硕士/中山大学管理学学士。曾供职于国泰君安证券等机构任建材行业分析师。

郁暲：建筑和建材行业研究助理。曾供职于华泰证券、太平洋证券等机构。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 6 个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过 15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在 5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数 5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过 15%
行业评级标准		
以报告发布日后的 6 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园 11 号丰汇时代大厦南座 5 层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。