

检测检验：长坡厚雪，龙头优势凸显

——2023年检测检验年度策略

行业评级：看好

浙商机械团队

2022年11月29日

分析师

邱世梁

分析师

王华君

邮箱

qiushiliang@stocke.com.cn

邮箱

wanghuajun@stocke.com.cn

电话

18516256639

电话

18610723118

证书编号

S1230520050001

证书编号

S1230520080005

检验检测：长坡厚雪，龙头优势凸显

■ **检验检测行业：经济发展促覆盖领域增加+检测化率提升，增速约为同期GDP增速的1.5-2倍，中国市场增速高于全球市场，预计中期行业增速维持10%左右。**

(1) **全球市场规模超1.7万亿元，2016-2021年CAGR=10%**。全球检验检测认证行业的市场规模从2016年的741亿欧元增长至2021年的2342亿欧元，对应人民币市场规模超1.7万亿元，2016-2021年CAGR=10%，约为同期全球GDP年均复合增速的2倍（同期全球GDP CAGR=4.7%）。

(2) **中国市场规模4090亿元，2016-2021年CAGR=14.6%，增速约为同期GDP增速1.5倍，高于全球增速**。我国检验检测认证市场从2016年的2065亿元增长至2021年4090亿元，2016-2021年CAGR=14.6%，高于同期国内GDP增速（CAGR=8.9%）和全球市场增速，我们预计中期行业增速将维持10%左右。

■ **商业模式优异，现金流充沛，盈利性强**

参考已进入稳定经营的全球龙头，国内检测机构盈利能力仍具较大提升空间

■ **竞争格局：高度分散，行业集中度低，战略并购是重要手段**

全球市场看，领先的国际检测机构市场占有率集中在1%-5%之间；国内市场，外资检测机构占比高达6.3%，内资CR5占比仅3%。

■ **趋势一：市场结构进一步优化，民营检验检测机构快速发展，第三方检测渗透率持续提升**

(1) **事业单位制检验检测机构比重进一步下降**，企业制单位占比持续上升，事业单位性质检验检测机构市场化改革有序推进。

(2) **民营检验检测机构快速发展**，2021年全年营收1656.9亿元，同比增长19%，高于行业营收年增长率4.97 PCT。

■ **趋势二：新兴领域占比不断提升，电子电器、汽车、医学等领域增速超20%；**

(1) **新兴领域占比持续提升，增速高于传统领域**。2021年，电子电器等新兴领域实现营收737.7亿元，占行业总收入比重为18%（较2018年上升1.8PCT），同比增长23.5%，增幅较2020年提高17.35PCT。传统领域占行业总收入的比重持续下降，由2016年的47.1%下降到2021年的39.3%。

(2) **参考海外龙头，打造一站式、综合平台型公司为王道，看好综合性检测龙头，覆盖行业广泛，受个别领域短期需求波动影响小。**

■ **趋势三：集约化发展势头强劲，国际化进程任重道远**

(1) **国内集约化发展势头强劲**，规模以上检测机构数量和营业收入占比均提升，2019-2021年，在机构数量和营收层面都表现出集约化发展趋势。

(2) **外延并购：全球检测龙头扩张的必经之路，关注国内检测公司并购进展；内生增长：关键在于提升管理效率。**

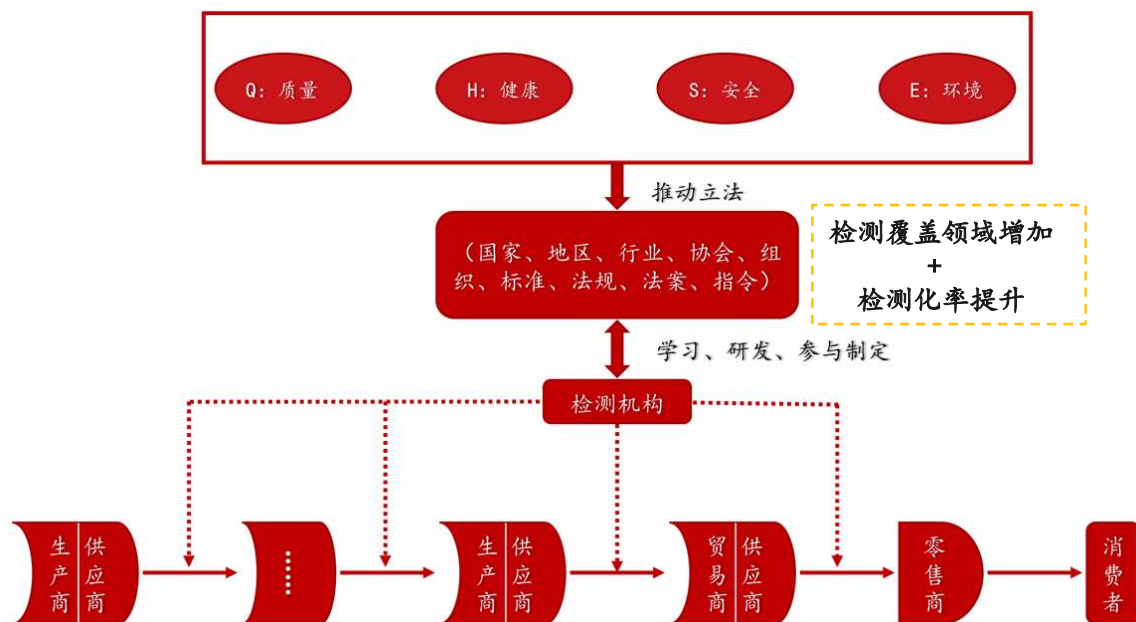
■ **投资建议：重点推荐华测检测，看好苏试试验、谱尼测试、广电计量、国检集团**

■ **风险提示：国内疫情反复，行业竞争格局恶化，并购整合不及预期**

优质赛道：QSHE核心驱动，检测检验需求来源广泛，增长稳健

- **检测检验行业核心驱动**：社会对于产品及服务的质量(Q)、健康(H)、安全(S)、环境(E)的要求随社会发展进步不断提高，推动**检测覆盖领域增加+检测化率提升**。
- **检测服务需求来源广泛，大致可以分为**：1) 国家/区域规定的强制性市场准入认证。2) 企业为提升市场竞争力以及展现产品性能的检测认证需求。3) 企业在生产销售各环节的内部监测和计量校准的需求。以食品行业为例，一个食品加工企业的商品从原料到销售的具体环节可以包括生产/采购、加工、品牌控制、包装、运输、贸易、销售等众多环节。

食品行业各环节所需的检测检验服务

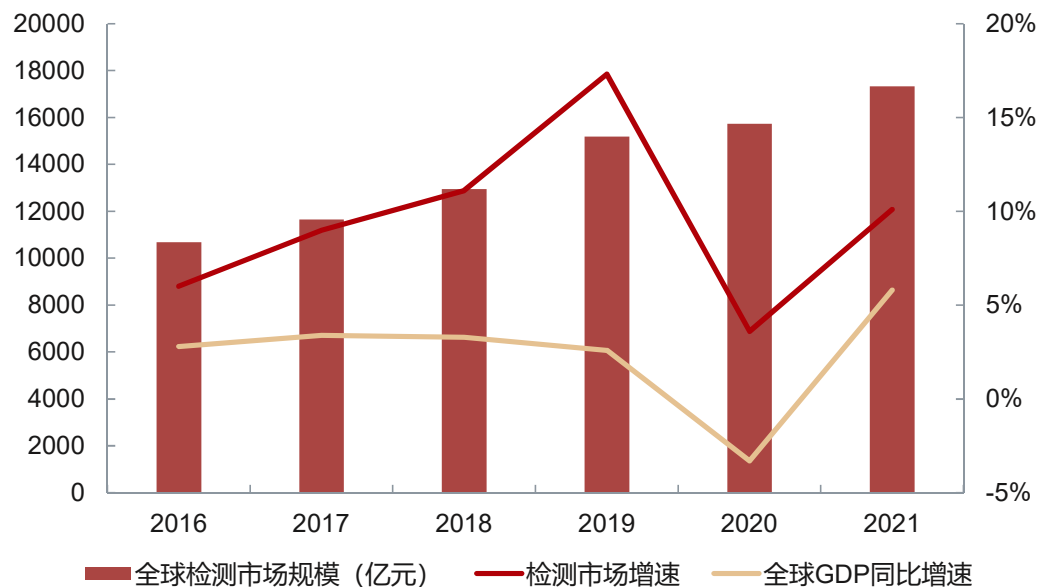


具体环节	需要的检验检测服务
原材料生产采购环节	采购审计、转基因（GMO）和可靠性测试、化学&残留物测试、微生物测试、溯源、可追溯性、数量以及可持续性保证等
加工环节	良好操作规范（GMP）测评、食品加工业认证、化学品和残留物测试、微生物和致病菌检测服务、质量提升服务
品牌打造维护环节	产品完整性检测、营养标签、产品认证、标签审核、供应链管理、食品制造认证方案。
贸易环节	商品检验、质量和数量检验、符合性验证、装卸检验、食品仓储和物流认证。
零售环节	定制供应商审核/风险监督项目、数字化食品安全监督、食品测试、门店认证、零售风险检验。

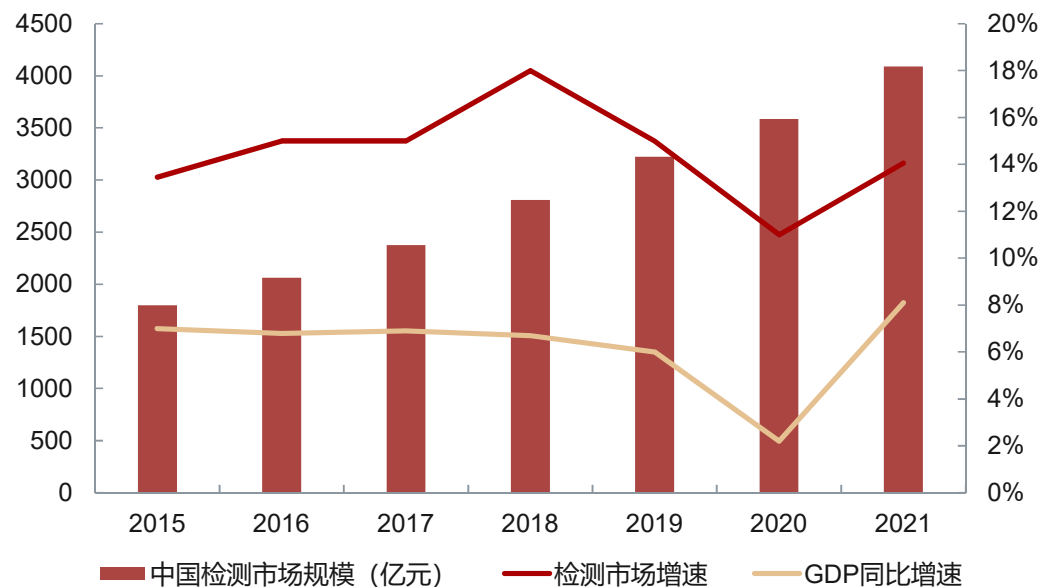
检验检测：国内市场规模超4000亿元，中期行业增速10%左右

- 检验检测行业壁垒高，防御性强，发展速度约为同期GDP增速的1.5-2倍，中国市场增速高于全球市场。
- 全球市场：2016-2021年CAGR=10%。根据国家认监委数据统计，全球检验检测认证行业的市场规模从2016年的741亿欧元增长至2021年的2342亿欧元，对应人民币市场规模超1.7万亿元，2016-2021年CAGR=10%，约为同期全球GDP年均复合增速的2倍（同期全球GDP CAGR=4.7%）。
- 中国市场：2016-2021年CAGR=14.6%，增速约为同期GDP增速1.5倍，高于全球增速。根据谱尼测试招股说明书和认监委统计数据，我国检验检测认证市场从2016年的2065亿元增长至2021年4090亿元，2016-2021年CAGR=14.6%，高于同期国内GDP增速（CAGR=8.9%）和全球市场增速，我们预计中期行业增速维持10%左右。

2021年全球检测检验认证市场规模超1.7万亿元，2016-2021年CAGR为10%



2021年中国检测检验认证市场规模4090亿元，2016-2021年CAGR为15%



检验检测认证行业：预计至2025年国内市场规模5000亿元

- “十三五”期间年均增长15%，成为全球增长最快、最具潜力的检验检测认证服务市场。截至2020年底，检验检测认证服务业产值3881亿元。
- 行业规模持续扩大，根据市场监管总局《“十四五”认证认可检验检测发展规划》，至2025年，国内检验检测认证服务业总营收将达到5000亿元。

“十四五”认证认可检验检测发展规划

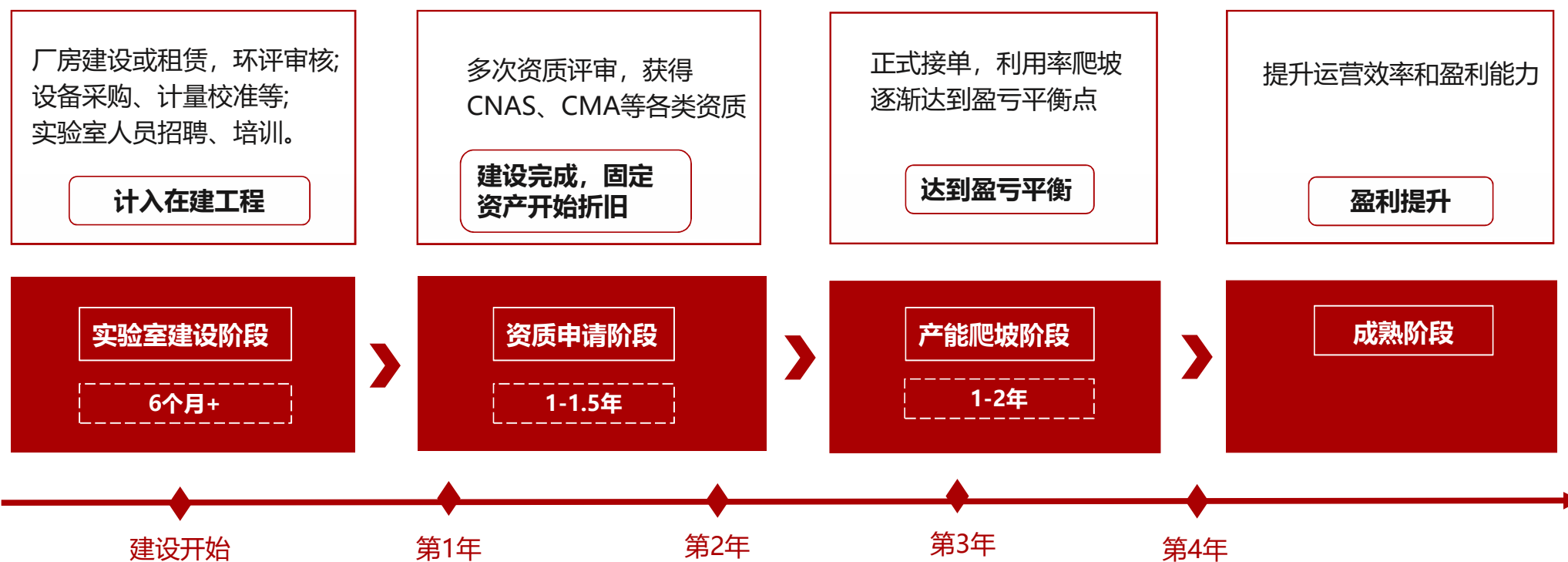
指标名称	2020年	2025年
服务效能		
有效认证证书总数（万张）	270	320
获得认可的认证证书数量（万张）	127.6	150
获证组织总数（万家）	80	100
对外出具检验检测报告数（亿份）	5.67	7.9
行业环境		
获得批准的认证机构数量（家）	724	1500
获得资质认定的检验检测机构数量（家）	48919	55000
获得认可的合格评定机构数量（家）	12381	14000
认证从业人员数量（万人）	11.8	20
检验检测从业人员数量（万人）	141.19	170
检验检测认证服务业营业总收入（亿元）	3881	5000
国际合作		
双边国际合作安排数（份）	123	130
加入 IEC 互认体系合格评定机构数（家）	71	81
参与制定合格评定国际标准项数（项）	39	45
检验检测认证机构国际认可互认占比（%）	11.3	12
合格评定认可制度国际互认度（%）	87.5	90
基础支撑		
合格评定国家标准数（个）	93	100
合格评定行业标准数（个）	197	300
获得高新技术企业认定的机构数（家）	3035	3200
国产检验检测仪器设备资产原值占比（%）	60	65
国家质检中心数量（家）	852	900

资料来源：认监委、浙商证券研究所整理

商业模式优异：现金流充沛，盈利性强

- 检测行业以实验室为业务中心，单体实验室建设3-4年后达到盈亏平衡，经历亏损期、盈亏平衡、盈利期。新建实验室从建设完成到完全达产需要2-3年的时间。筹建实验室相应的设备、场地、技术人员需要先行投入，前期资本开支较大。因此，**资本开支/收入**指标可用来判断检测检测企业的实验室扩张水平。

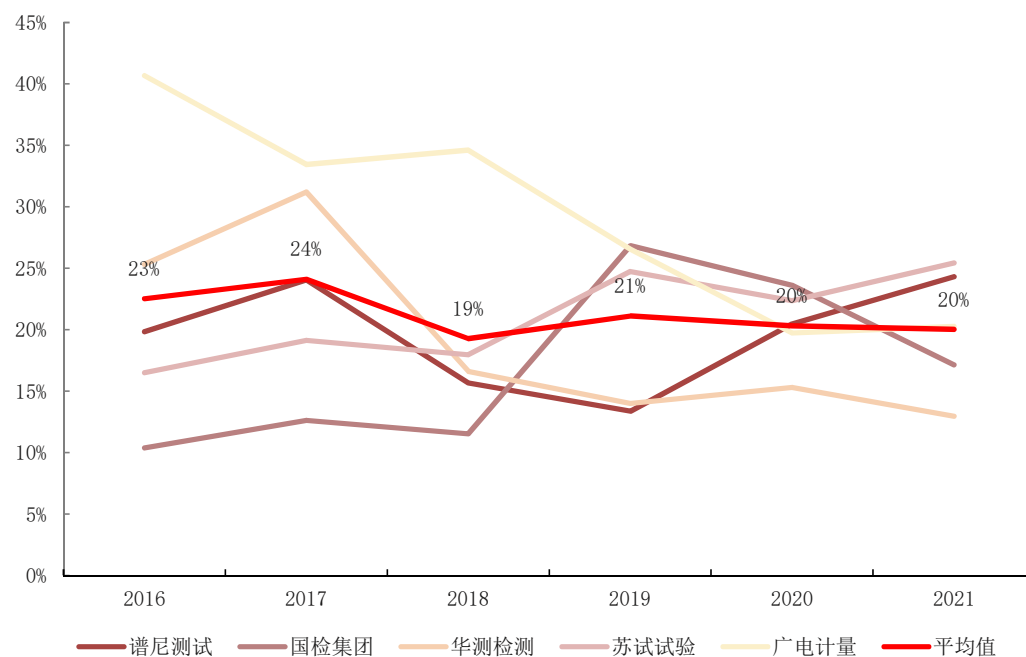
单体实验室盈利周期



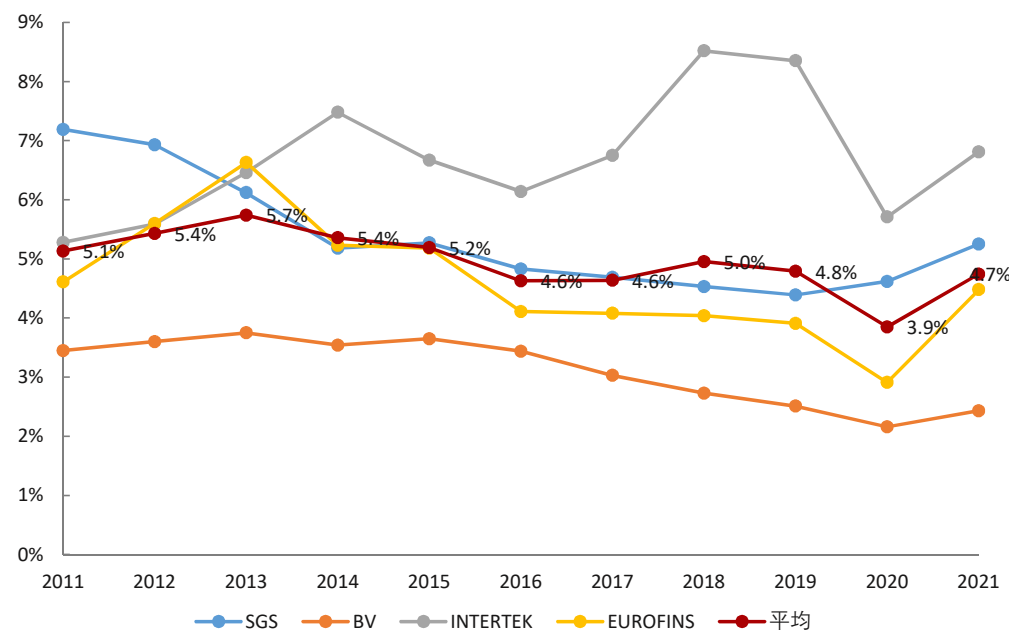
商业模式优异：现金流充沛，盈利性强

- 对比：国内综合性检测公司资本开支/收入均值约20%，而海外龙头已进入稳态运营，资本开支/收入均值约5%。

国内主要公司资本开支/收入比率



国际主要公司资本开支/收入比率

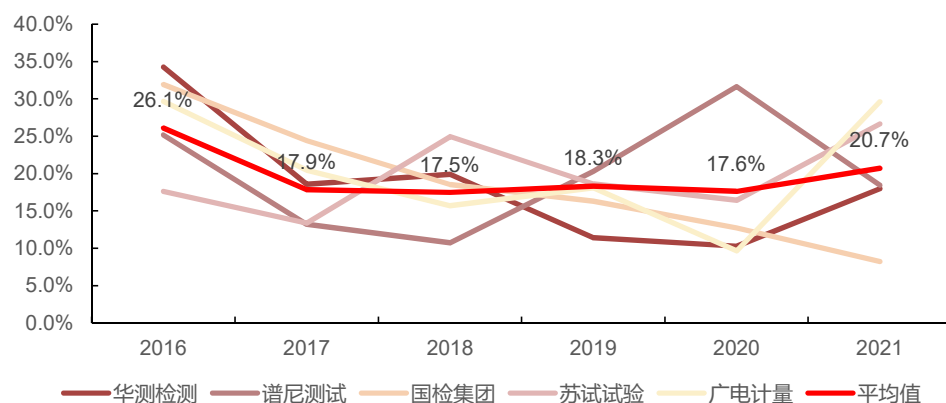


数据来源：Wind、Bloomberg、浙商证券研究所

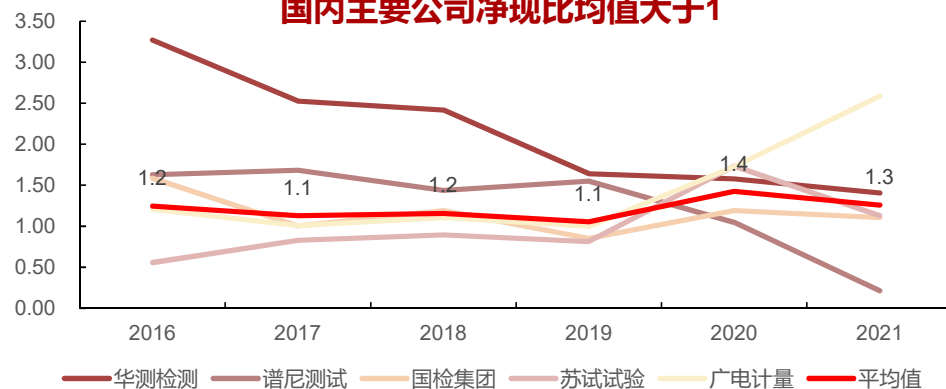
商业模式优异：现金流充沛，盈利性强

- 2021年，国内主要公司的货币资金/总资产比率为20%，国外龙头公司的货币资金/总资产比率为14%；
- 海内外主要检测公司的平均净现比普遍高于1。

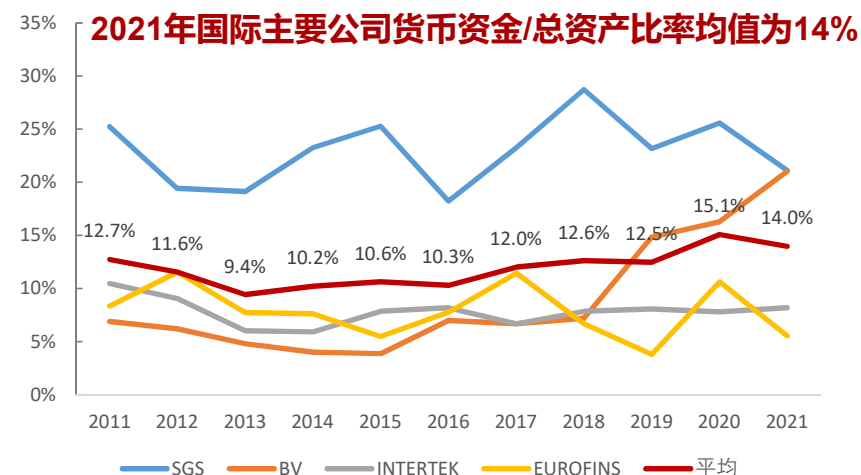
2021年国内主要公司货币资金/总资产比率为21%



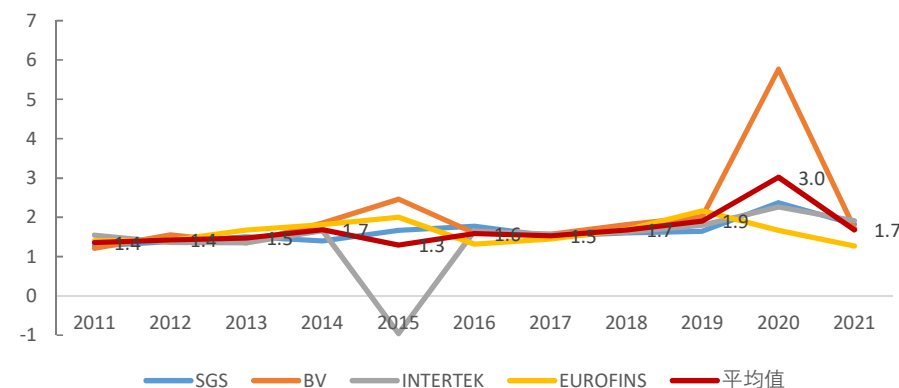
国内主要公司净现比均值大于1



2021年国际主要公司货币资金/总资产比率为14%



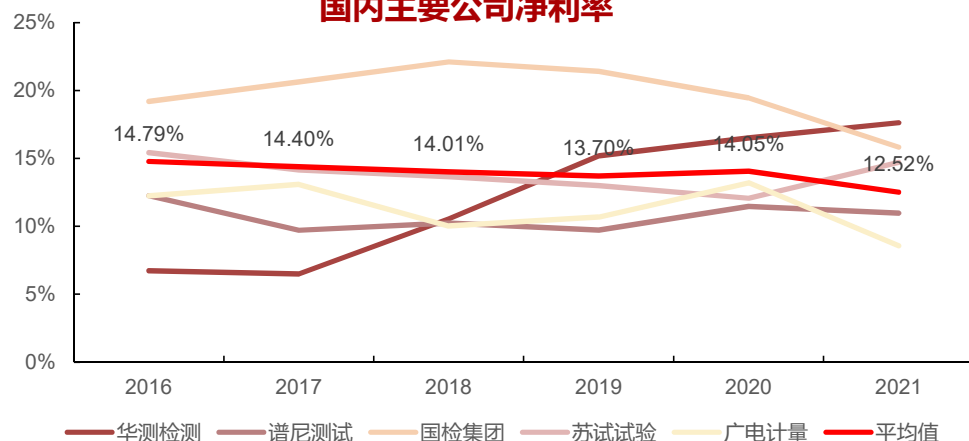
国际主要公司净现比普遍大于1



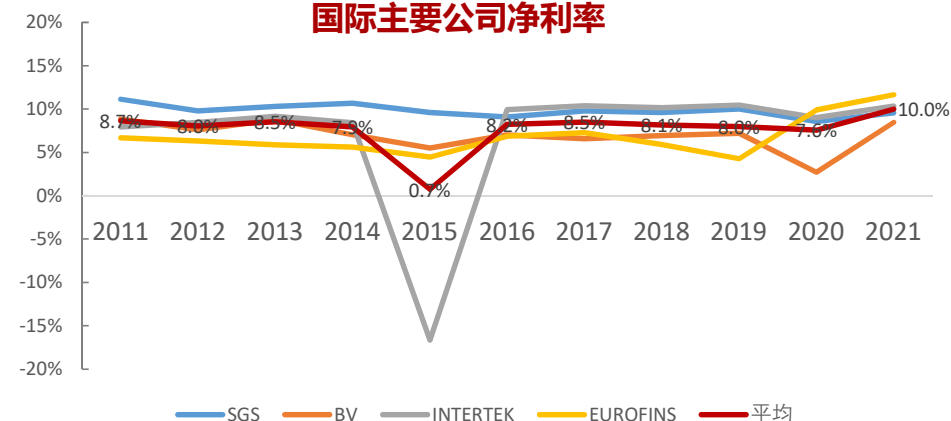
数据来源：Wind、Bloomberg、浙商证券研究所

商业模式优异：现金流充沛，盈利性强

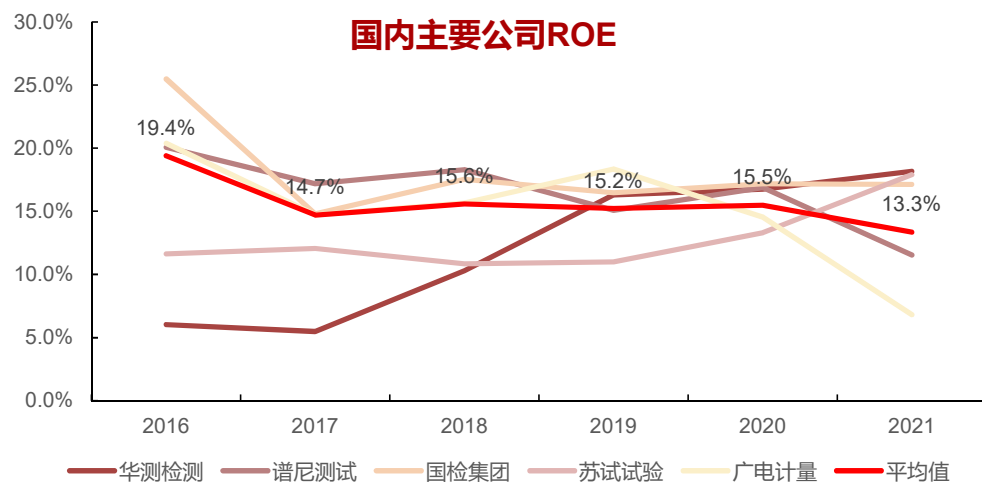
国内主要公司净利率



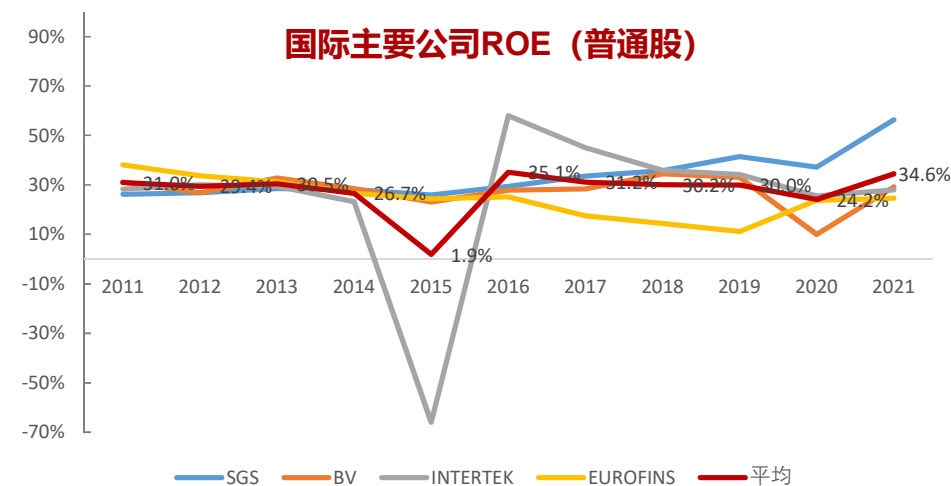
国际主要公司净利率



国内主要公司ROE



国际主要公司ROE (普通股)

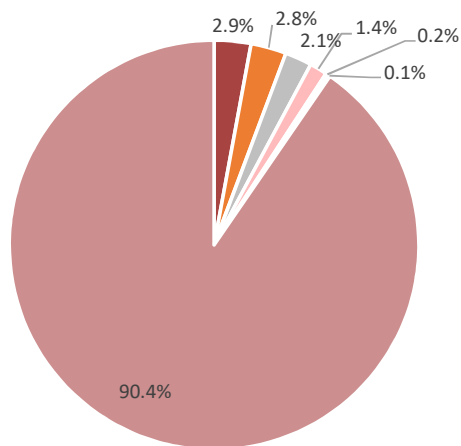


数据来源：Wind、Bloomberg、浙商证券研究所

竞争格局：高度分散，行业集中度低，战略并购是重要手段

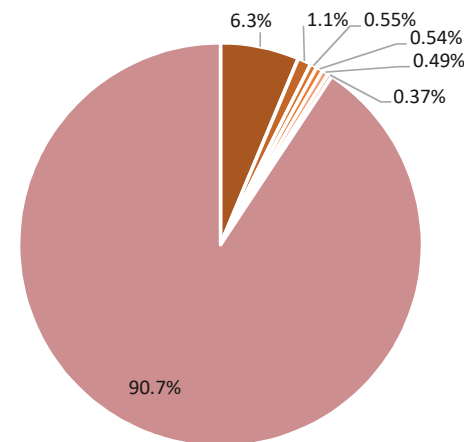
- 全球市场看，领先的国际检测机构市场占有率集中在1%-5%之间。2021年全球前四大检测机构依次为Eurofins、SGS、BV、Intertek，市占率分别为2.9%、2.8%、2.1%和1.4%，CR4仅9.2%，国内龙头华测检测在全球市场占比仅为0.2%；
- 国内市场，外资检测机构占比高达6.3%，内资机构中，龙头华测检测市占率也仅为1.1%，广电计量、国检集团、谱尼测试、苏试试验分别为0.55%、0.54%、0.49%，0.37%。

2021年全球检测检验认证行业市占率



■ Eurofins ■ SGS ■ BV ■ Intertek ■ 华测检测 ■ 广电计量 ■ 其他

2021年国内检验检测行业市占率

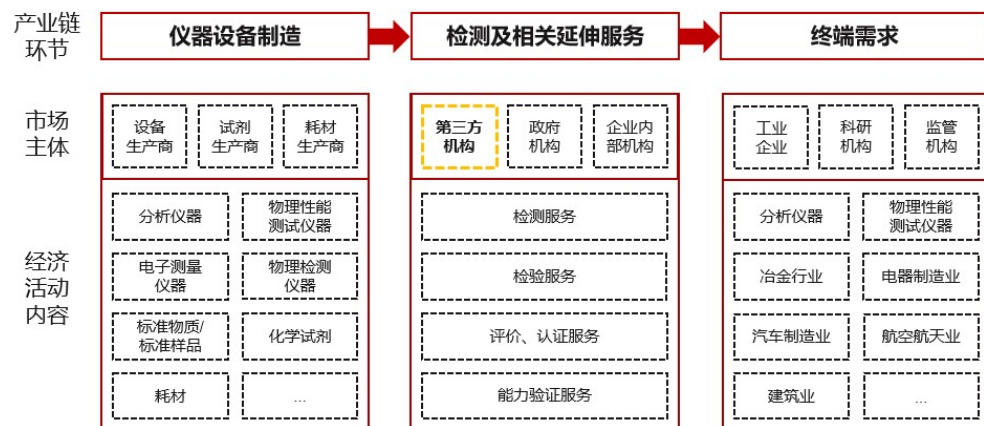


■ 外资 ■ 华测检测 ■ 广电计量 ■ 国检集团 ■ 谱尼测试 ■ 苏试试验 ■ 其他

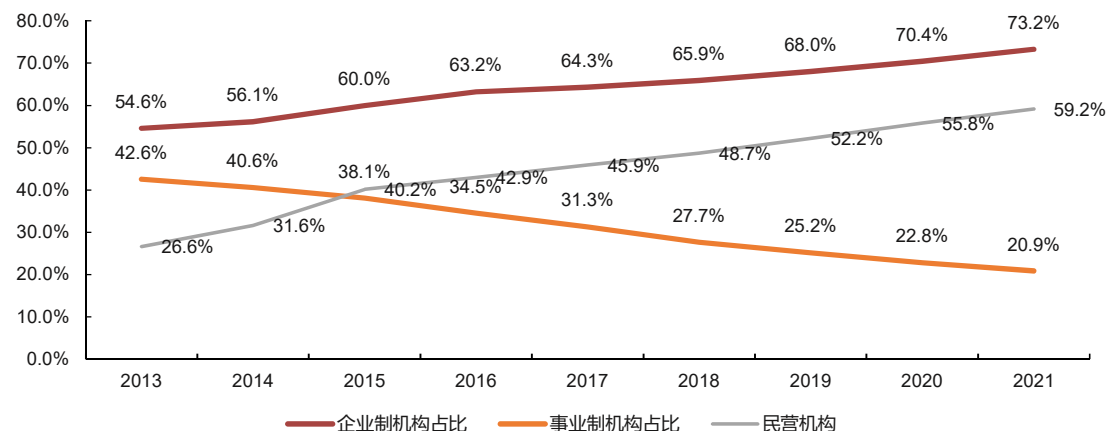
趋势一：市场结构进一步优化，民营检测机构占比提升，营收增速高于行业

- 根据市场主体分类，检测机构可以分为：**政府检测机构、企业内部检测机构、第三方检测机构。**
- **事业单位制检验检测机构比重进一步下降，企业制单位占比持续上升。**事业单位制检验检测机构占比从2013年的42.6%下降至2021年20.9%，呈明显的逐年下降趋势，事业单位性质检验检测机构市场化改革有序推进。
- **民营检验检测机构数量占比达59%，营收增速19%，高于行业。**截至2021年底，民营检验检测机构共30727家，同比增长12.5%，占全行业的59.15%。2021年，民营检测机构全年营收1656.9亿元，占行业总营收的41%，同比增长19%，高于行业营收年增长率4.97 PCT。

政府检测机构、企业内部机构、第三方检测机构构成检测检验行业参与主体



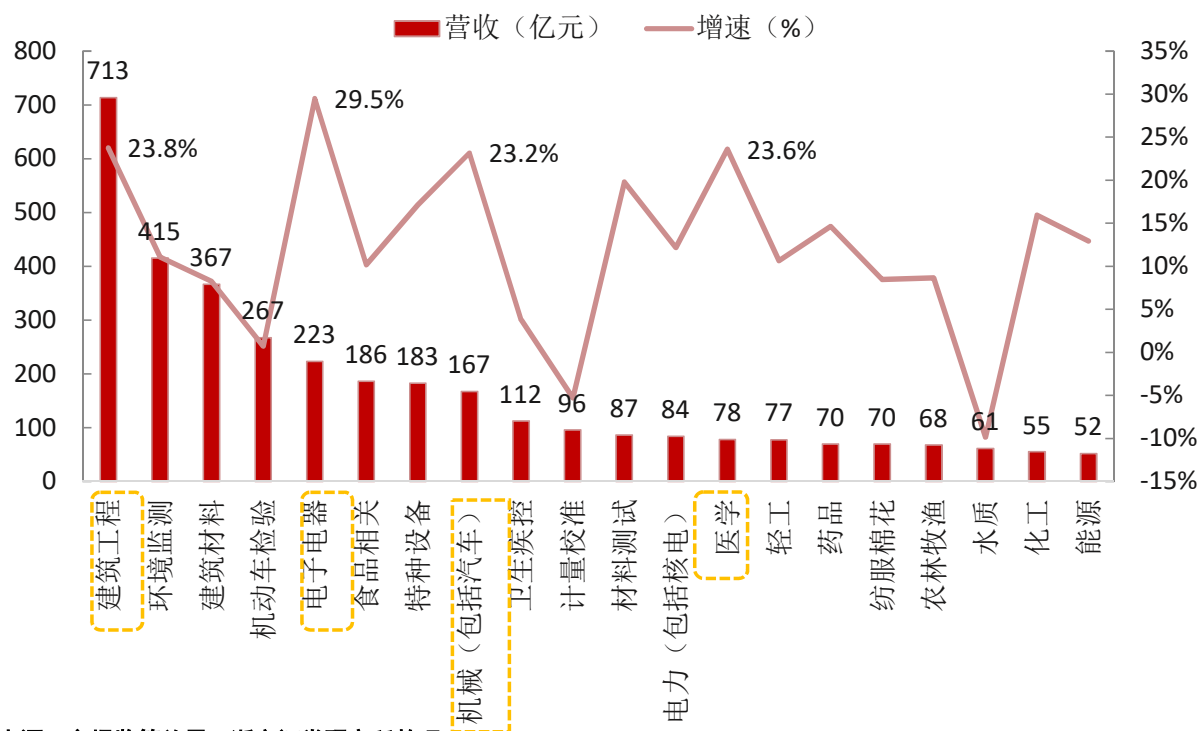
2013-2021年事业制机构数量占比下降至20.9%，民营机构数量占比提升至59.2%



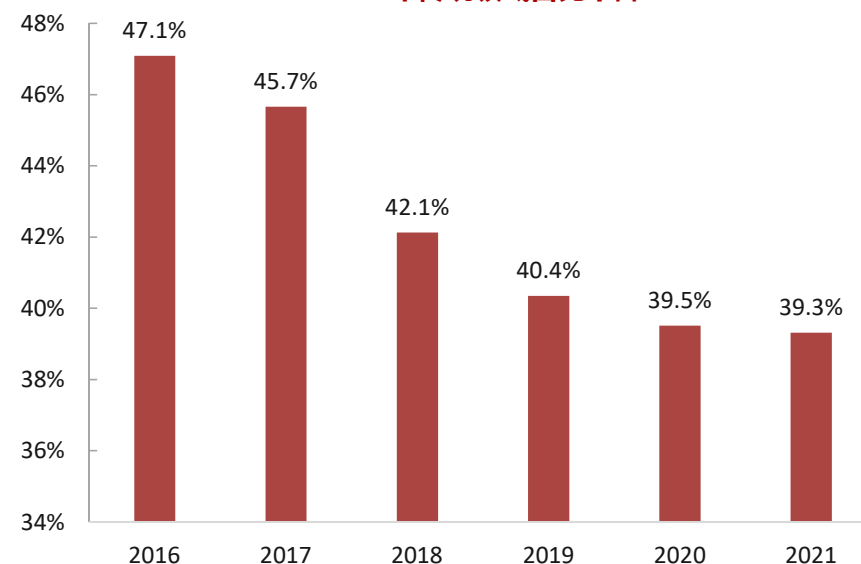
趋势二：新兴领域占比不断提升，电子电器、汽车、医学等领域增速超20%

- 检验检测认证行业下游细分领域众多，新兴领域占比不断提升且增速高于传统领域，具备传统竞争优势的企业在开拓新兴领域仍具优势。
- 新兴领域占比持续提升，增速高于传统领域。根据《2021年全国检验检测服务业统计报告》，新兴领域（包括电子电器、机械（包含汽车）、材料测试、医学、电力（包含核电）、能源和软件及信息化）实现营收737.7亿元，占行业总收入比重为18%，同比增长23.5%，增幅较2020年提高17.35PCT。
- 传统领域占行业总收入的比重呈现下降趋势，由2016年的47.1%下降到2021年的39.3%。传统领域〔包括建筑工程、建筑材料、环境与环保（不包括环境监测）、食品、机动车检验、农产品林业渔业牧业〕2021年共实现收入1608亿元，同比增长13.5%，增幅同比增加4.57PCT。

2021年国内营收50亿元+的检测领域，电子电器、建筑工程、汽车、医学增速均超过20%



2021年传统领域占比下降至39.3%

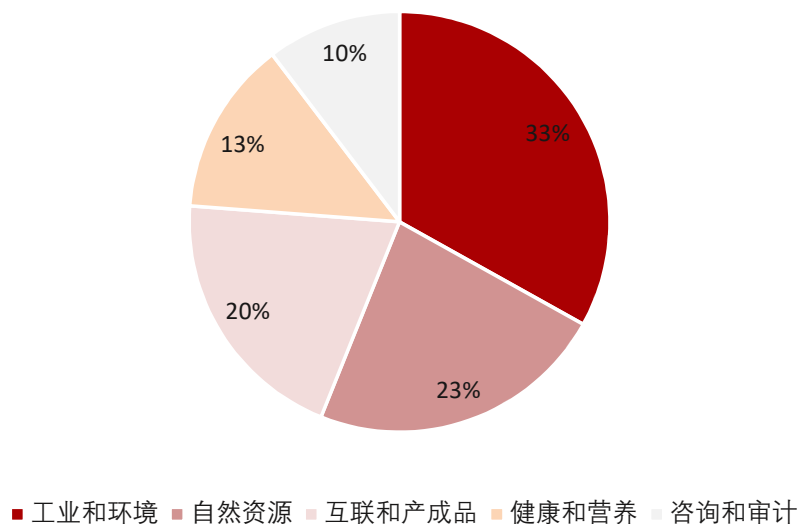


资料来源：市场监管总局、浙商证券研究所整理

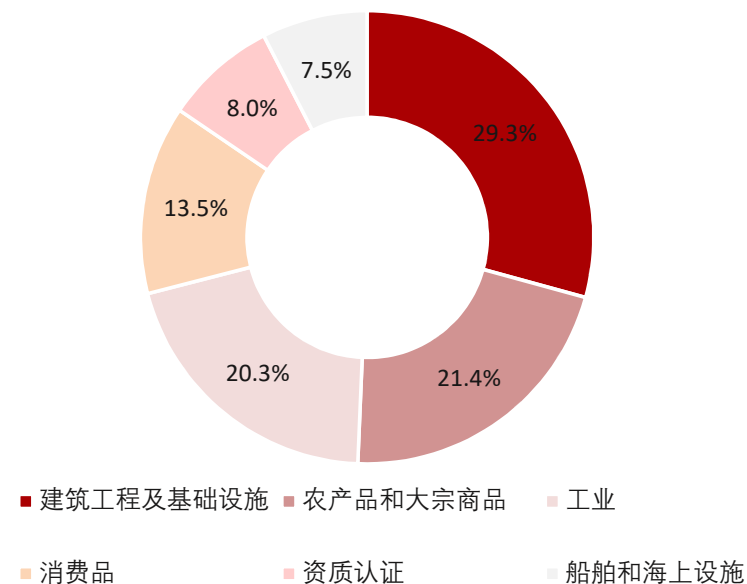
参考全球龙头：打造一站式、综合平台型公司为王道

- **SGS**：全世界最大的检验检测机构，业务范围涵盖工业与环境、自然资源板块、健康和营养以及咨询等；
- **BV**：在全球覆盖建筑工程、农产品和大宗商品，工业服务，消费品、资质认证船舶和海上设施等领域；
- **Eurofins**：在食品、生物制药、环境等检测领域具备国际领先地位，近年来向规模更大、增长更快的临床诊断市场布局发展。

2021年SGS业务范围和营收构成



2021年BV业务范围和营收构成

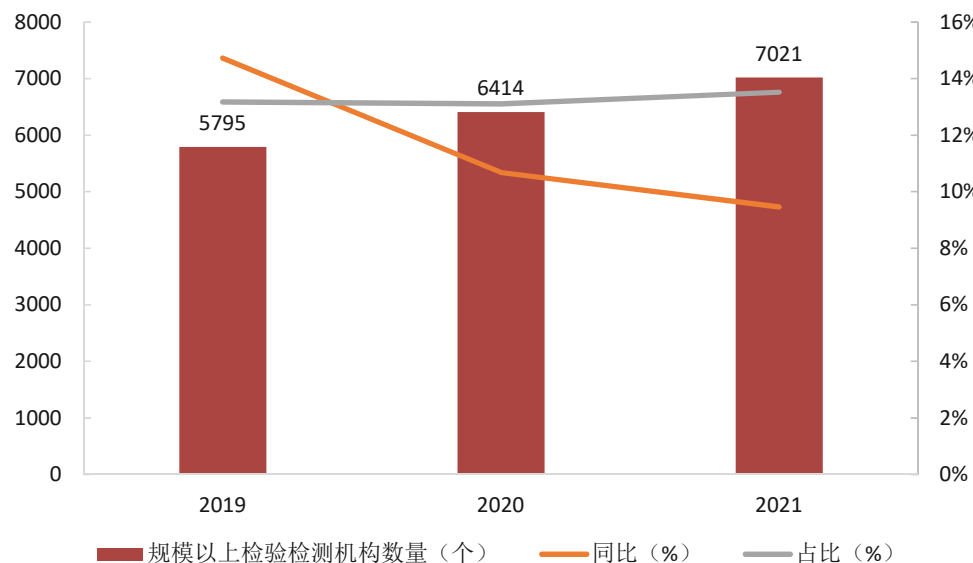


数据来源：各公司年报、浙商证券研究所

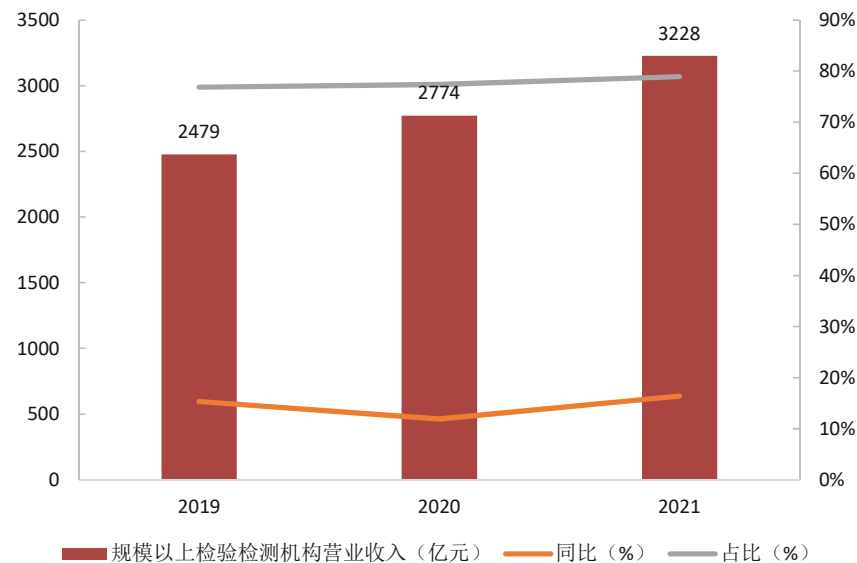
趋势三：集约化发展势头强劲，国际化进程任重道远

- **国内集约化发展势头强劲，规模以上检测机构数量和营业收入占比均提升。**2021年，全国规模以上检验检测机构达到7021家，同比增长9.5%，营收3228亿元，同比增长16.4%。**规模以上检验检测机构数量仅占全行业13.5%，但营收占比高达78.9%。**2019-2021年，在机构数量和营收层面都表现出集约化发展趋势。
- **国内机构国际竞争力与海外龙头差距较大。**根据《2021年全国检验检测服务业统计报告》，从服务半径来看，**73.16%**的检验检测机构仅在本省区域内提供检验检测服务，“本地化”色彩仍占主流。检验检测业务范围涉及境内外的检验检测机构仅436家，国内检验检测机构走出国门仍然任重道远，需进一步提升自身的国际竞争力、品牌知名度、公信力。

2019-2021年国内规模以上检测机构数量稳步增加



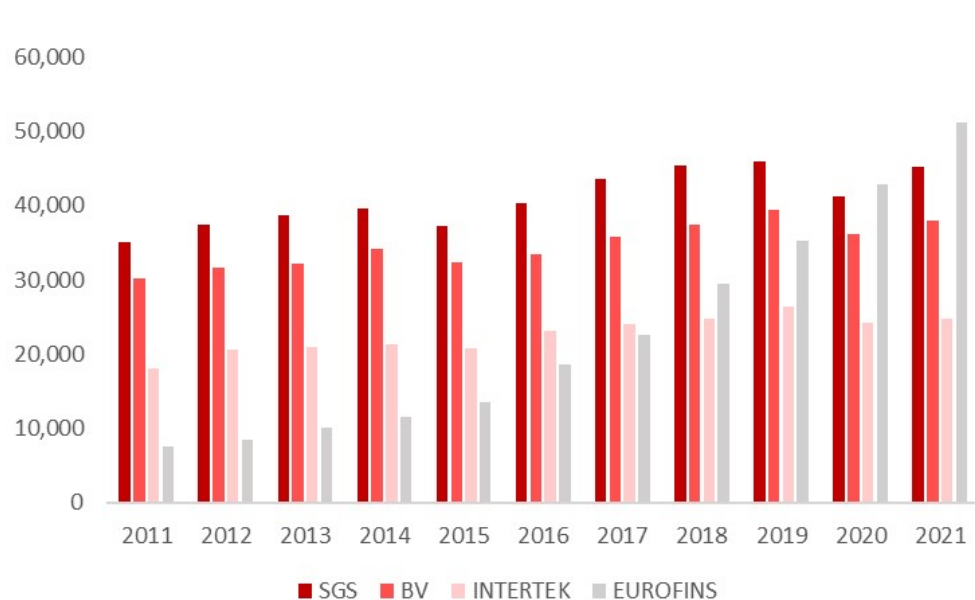
2019-2021年国内规模以上检测机构营收占比持续提升



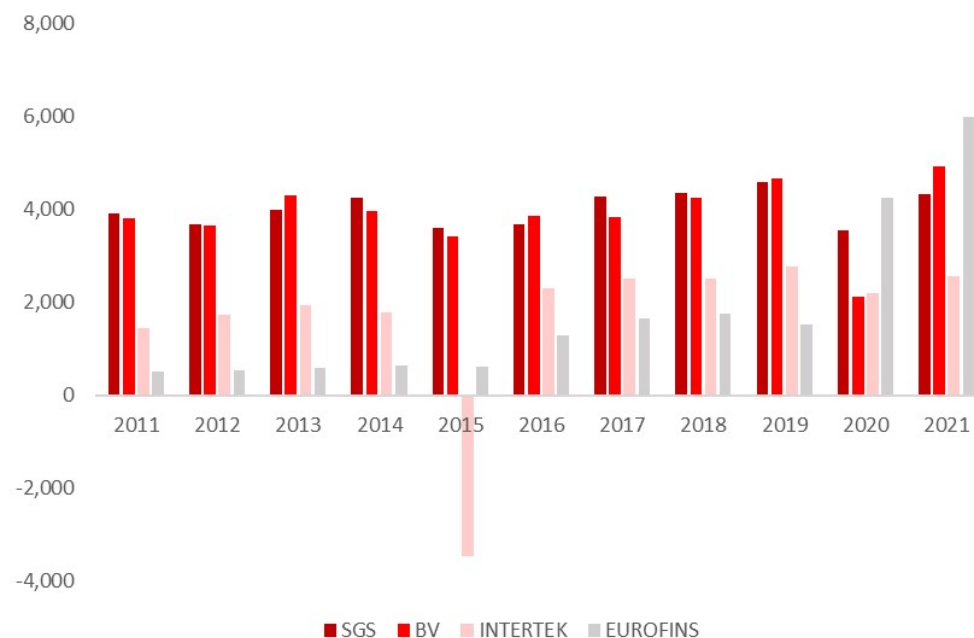
外延并购：全球检测龙头扩张的必经之路，关注国内检测公司并购进展

- **全球的第三方检测机构龙头有Eurofins、SGS、BV、Intertek。**2021年Eurofins、SGS、BV、Intertek的营业收入分别为512.2亿元、451.8亿元、379.8亿元、247.2亿元，净利润分别为59.7亿元、43.2亿元、49.2亿元、25.6亿元。而我国第三方检测龙头华测检测2021年营业收入为43.3亿元，不到Eurofins、SGS的1/10，未来增长空间广阔。
- 全球四大检测机构的发展历史，也是一部并购扩张史，**国内公司未来的发展和壮大必然伴随持续的外延并购。**

全球四大检测机构营业收入（百万人民币）



全球四大检测机构净利润（百万人民币）



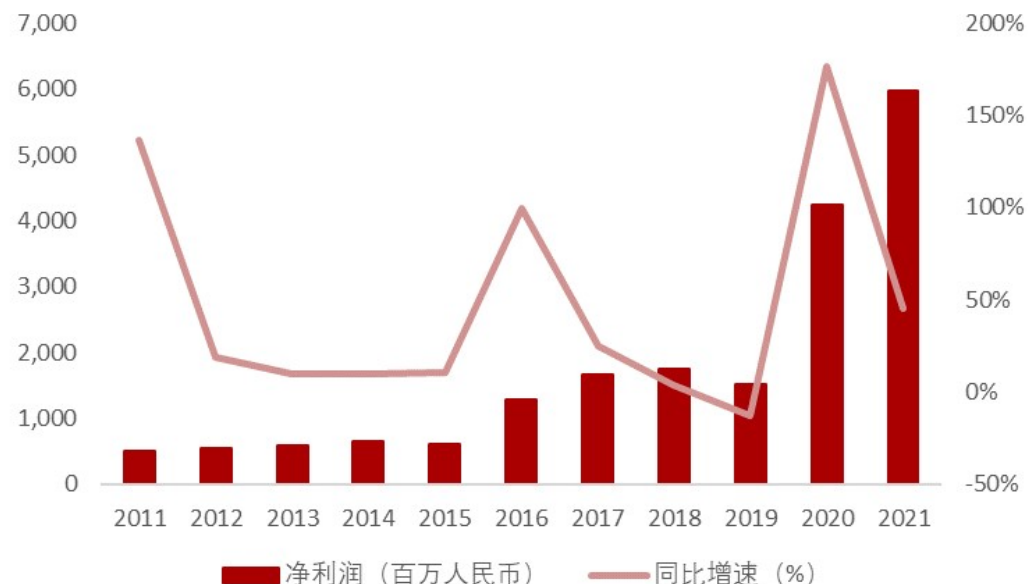
外延并购：全球检测龙头扩张的必经之路，关注国内检测公司并购进展

- Eurofins（欧陆科技集团）是全球四大第三方检测企业发展最迅猛的公司，其发展历史对我国第三方检测公司极具借鉴意义。Eurofins通过30年的发展，由最初的4人，1个实验室发展到如今50,000多名员工，**900个实验室**。营业额从1997年IPO时的670万欧元增长到2021年的67.2亿欧元，**营收CAGR为33%**。股价从1997年上市到2021年的20年间翻了**595倍**，**年复合增长率达到30.5%**。

2021年，Eurofins营收512亿元，2017-2021CAGR=22%

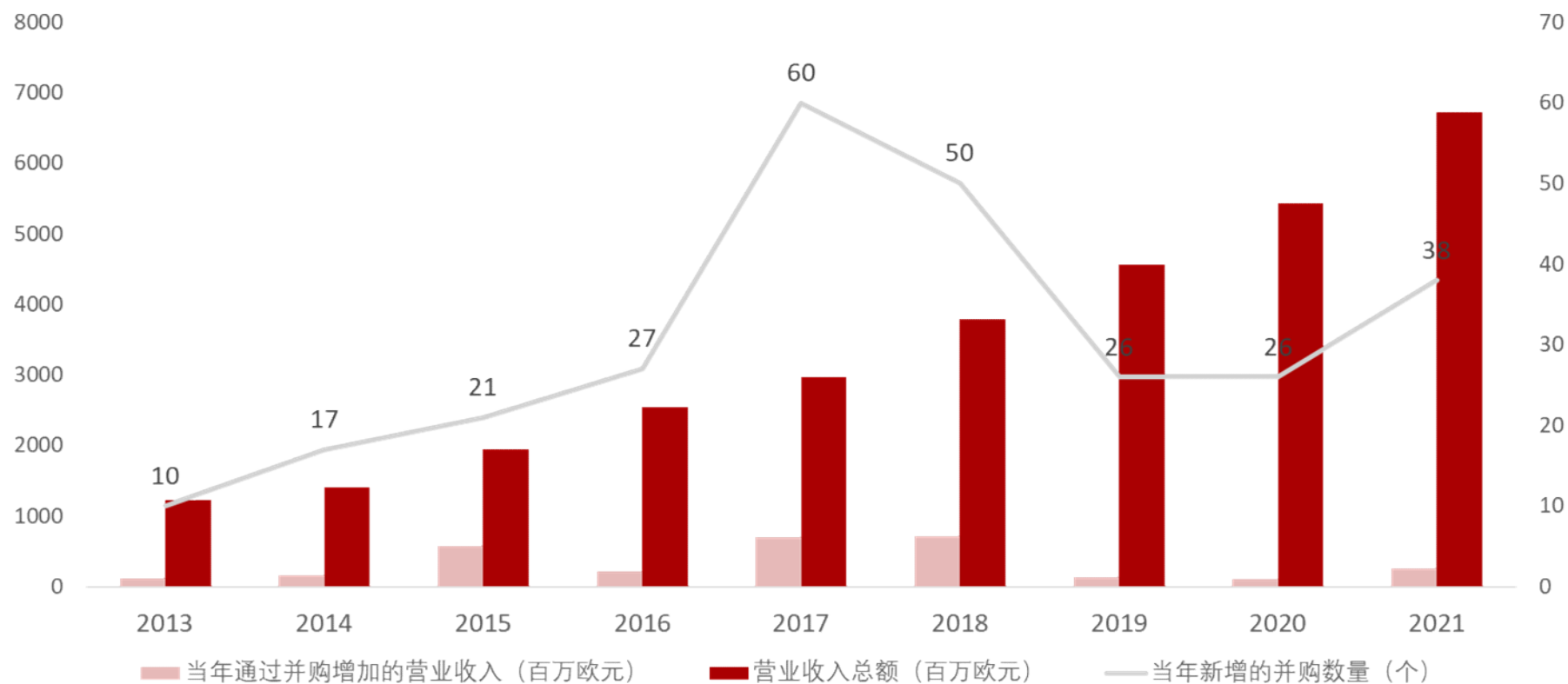


2021年Eurofins净利润近60亿元，2017-2021CAGR36%



外延并购：全球检测龙头扩张的必经之路，关注国内检测公司并购进展

Eurofins历年并购数量及对营收的贡献



外延并购：全球检测龙头扩张的必经之路，关注国内检测公司并购进展

华测检测近十年主要外延并购历程

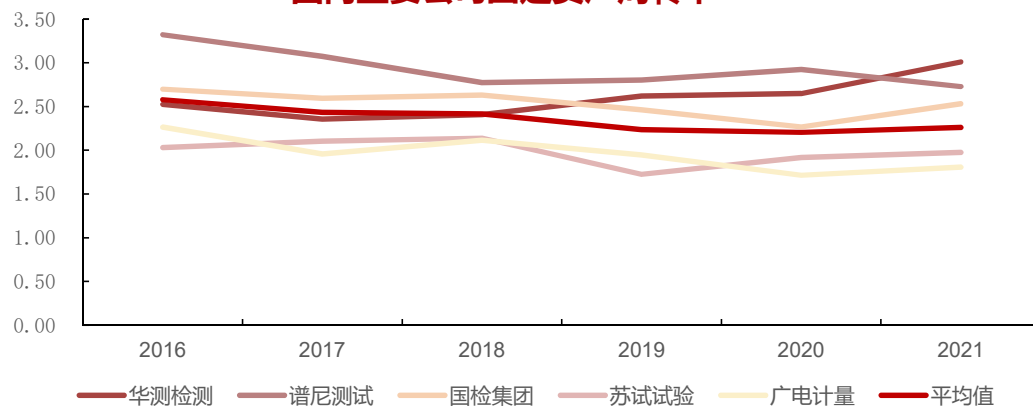
并购时间	公司名称	出资额 (万元)	股权比例	公司简介
2013	英国 CEM INTERNATIONAL LIMITED	564.29	70%	无线通信检测
2013	苏州安评化学品技术服务有限公司	577.3	100%	化学物质检测
2013	西安东仪综合技术实验室有限责任公司	440	22%	军工设备检测
2014	新加坡 POLYNDT LIMITED	1701	70%	船舶无损探伤检测
2014	大连华信理化检测中心有限公司	811	100%	环境检测
2014	黑龙江省华测检测技术有限公司	1300	100%	食品检验
2014	杭州华安无损检测技术有限公司	18000	100%	特种设备检测、工业工程检测
2015	广州市衡建工程检测有限公司	780	65%	工程检测
2015	河南华测检测技术有限公司	550	100%	技术检测
2015	福州特安泉检测技术有限公司	120	51%	无损检测技术研发
2015	舟山市经纬船舶服务有限公司	1020	60%	船舶检测
2015	浙江久正工程检测有限公司	1000	51%	工程检测
2016	镇江华测金太医学检测所有有限公司	1020	51%	医学检测
2016	江阴华测职安门诊部有限公司	1000	66.67%	健康信息咨询、医学检测、健康体检诊疗
2016	北京华测食农认证服务有限公司	319	100%	农产品、食品领域
2016	华测电子认证有限责任公司	7100	71%	电子认证服务
2016	宁波唯质检测技术服务有限公司	4387	100%	纺织、食品、玩具检测
2016	福建尚维测试有限公司	1173	51%	立足福建的，独立第三方检测机构
2016	浙江盛诺检测技术有限公司	296	51%	建筑工程安全检测、无损检测
2017	四川华测建信检测技术有限公司	918	68%	专业技术服务业；科技推广和应用服务业
2018	浙江方圆电气设备检测有限公司	7600	13%	工业电器检验
2019	浙江远鉴检测有限公司	961	51%	燃烧测试
2020	Maritec	27448	100%	船用油品检测
2020	四川华测建信检测技术有限公司	918	68%	专业技术服务业；科技推广和应用服务业
2021	上海复胜蓝软件股份有限公司	6500	12.1%	应用软件开发
2021	德国易马	14500	91%	机动车测试
2022	灏图企业管理咨询有限公司	1920	60%	日用品和食品
2022	迈格安(南通)汽车安全检测有限公司	3500	100%	汽车零部件、座椅等

数据来源：Wind、公司年报、浙商证券研究所

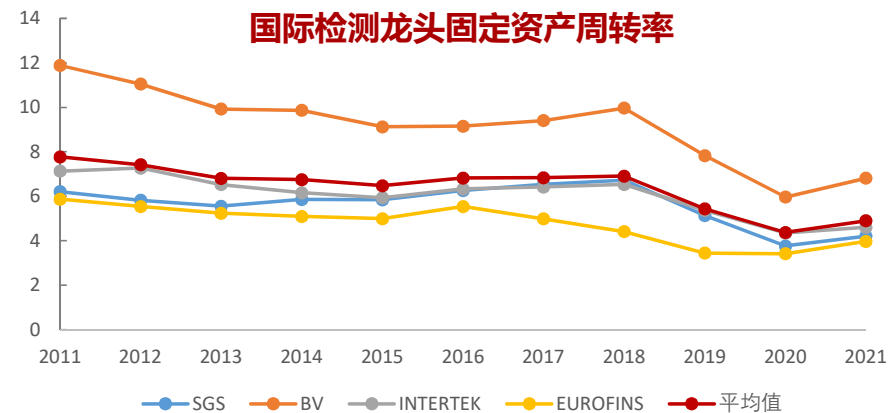
内生增长：关键在于管理效率提升

■ 检测检验企业技术密集型，重资产的商业模式，决定了公司的人效和实验室利用率是企业经营发展的关键。

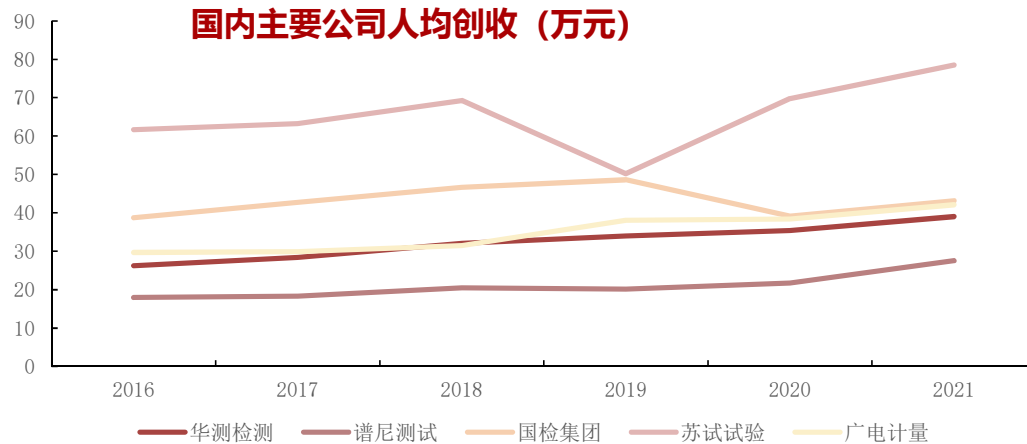
国内主要公司固定资产周转率



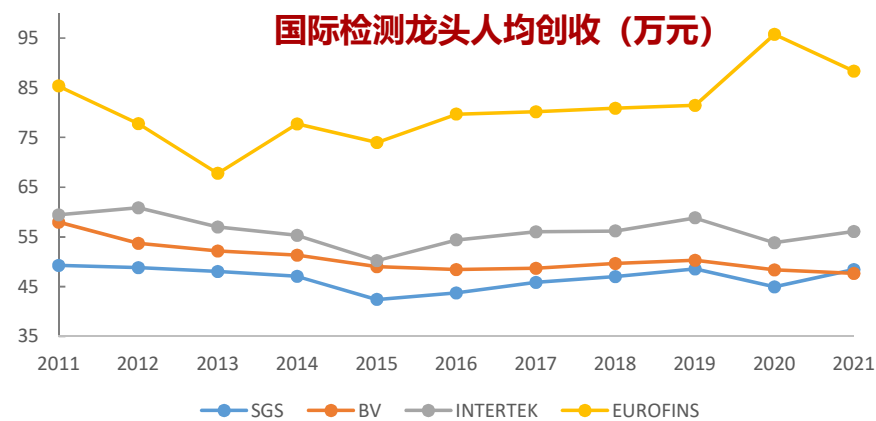
国际检测龙头固定资产周转率



国内主要公司人均创收 (万元)



国际检测龙头人均创收 (万元)

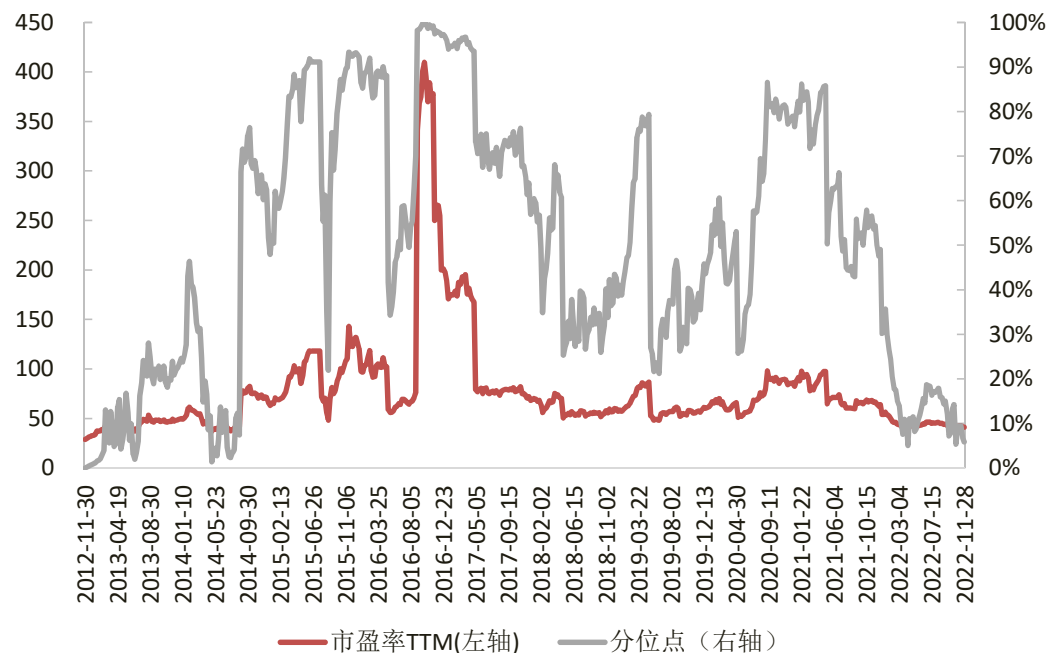


数据来源：Wind、Bloomberg、浙商证券研究所

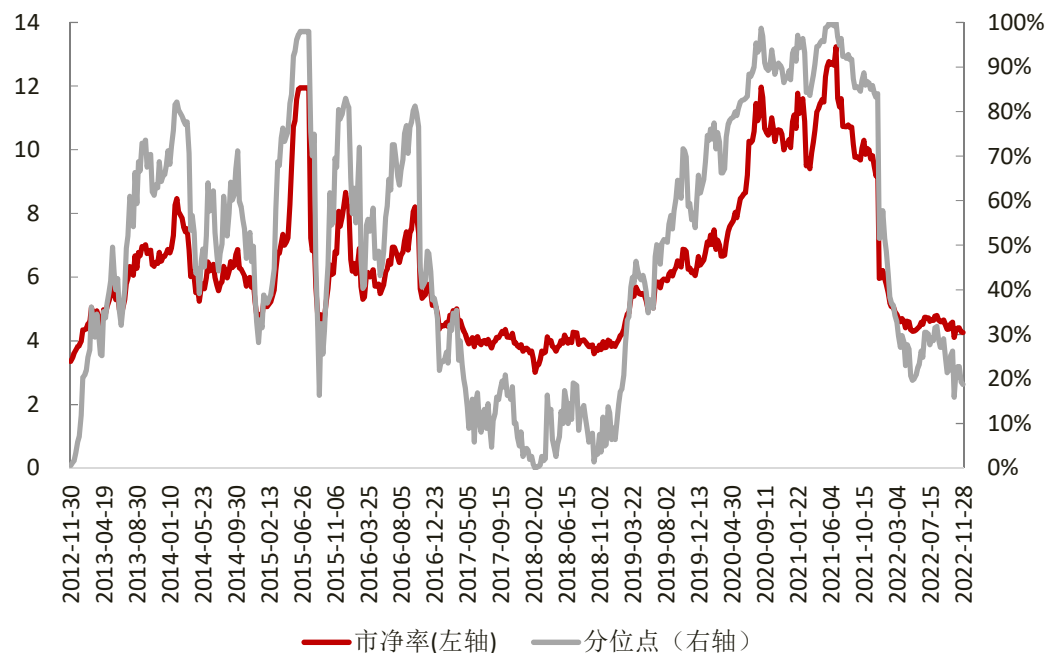
检验检测行业估值：PE（TTM）41倍，处于历史估值6%分位

浙商证券股份有限公司
ZHESHANG SECURITIES CO.LTD

检验检测行业PE（TTM）41倍，处于历史PE6%分位



检验检测行业PB 4.26，处于历史PB19%分位



资料来源：WIND，时间范围为2012/11/30-2022/11/28，浙商证券研究所整理

投资建议：推荐华测检测，看好苏试试验、谱尼测试、广电计量、国检集团

- 经济发展促进检测覆盖领域增加+检测化率提升，增速约为同期GDP增速的1.5-2倍，中国市场增速高于全球市场，预计中期行业增速维持10%左右。
- 第三方检测渗透率持续提升，行业集中度低，龙头市占率提升空间大。
- 针对检测检验行业的特点以及参考国际先进检测龙头企业的发展运营经验，综合核心管理团队、赛道选择、管理效率、盈利能力、成长潜力等维度，推荐**华测检测**，看好**苏试试验、谱尼测试、广电计量、国检集团**

可比公司盈利预测与估值

2022/11/25				归母净利润（亿元）					PE				PB	ROE (2021)
证券代码	公司名称	市值 (亿元)	股价 (元/股)	2021	2022E	2023E	2024E	2022-2024 年复合增速	2021	2022E	2023E	2024E		
300012.SZ	华测检测	350	20.82	7.46	9.13	11.37	14.17	24%	47	38	31	25	6.7	18.2%
300416.SZ	苏试试验	121	32.65	1.90	2.69	3.67	4.83	36%	64	45	33	25	6.6	14.7%
300887.SZ	谱尼测试	110	38.49	2.20	3.13	4.16	5.51	36%	50	35	27	20	3.3	11.5%
002967.SZ	广电计量	103	17.98	1.82	2.47	3.67	4.84	38%	57	42	28	21	3.1	8.6%
603060.SH	国检集团	79	10.84	2.53	2.82	3.58	4.41	20%	31	28	22	18	5.0	15.8%
均值				3.18	4.05	5.29	6.75	29%	50	38	28	22	4.9	13.3%

资料来源：华测检测为浙商证券已经覆盖标的，其余参考Wind一致预期、浙商证券研究所整理

华测检测：综合性检测龙头，内生+外延促业绩稳健高增

■ 传统业务精耕细作保持领先优势，医药医学、消费品测试等新兴领域预计增速较快

(1) **传统业务**：环境检测业务保持业内领先，上海实验室全项通过NEAC土壤专项能力验证，体现公司土壤检测技术实力。已有23个实验室入围国家第三次土壤普查公示名录，为国家第三次土壤普查准备充分，预计23年开始行业将迎较大机会。食品板块大客户战略推进顺利，其中化妆品和宠物食品检测表现突出。

(2) **新兴领域**：1) **医药医学**：医药领域通过自建产能、合作共建等模式加快发展，自建的药品实验室已陆续获得行业需求和签单，出资参股猴场为生物医药创新发展提供资源保障等；医学领域发挥优势，不断拓宽服务范围，并以合资的方式布局细胞检测领域。预计未来医药医学板块将延续高增态势。2) **消费品测试**：汽车电子产品检测疫情期间逆势高增，已获国内主要新能源厂商认可及重要零部件供应商订单，持续受益新能源车行业高景气。3) **工业测试**：公司双碳和ESG业务行业领先，竞争优势显著。随着行业规范化、成熟化，有望充分受益我国碳达峰碳中和目标驱动。4) **贸易保障**：传统项目优势继续保持；拟收购蔚思博100%股权，强化布局半导体检测领域。

■ 内生外延双轮驱动加速，加码布局重点战略领域，持续推进国际化

1) **外延并购**：公司2022年上半年，公司收购迈格安100%股权完成股权交割，增强公司汽车座椅及被动安全实验领域实力；2021年底收购德国易马90%的股权，业务整合稳步推进中，与国内汽车检测业务形成协同效应。

2) **内生驱动**：全球范围内拥有实验室150多间，服务网络超260个，上半年新设7家子公司。

■ 投资建议

预计2022-2024年营收为52/62/74亿元，同比增长20%/20%/19%；归母净利润为9.1/11.4/14.2亿元，同比增长22%/25%/25%，复合增速24%，对应PE为38/31/25倍。长期看好公司在优秀管理层带领下市场份额持续提升，维持“买入”评级。

■ 风险提示

下游细分领域恶性竞争加剧、规模扩大带来的管理能力挑战

1) 国内疫情反复

疫情反复影响宏观经济，对企业经营造成影响。部分检测或者计量校准业务需要外派员工到客户现场，部分业务样品邮寄到实验室对时效性要求较高，疫情管控期间实验室维持运营成本增加等都可能影响公司正常经营。

2) 行业竞争格局恶化

检测行业集中度低，参与者众多，如果对市场秩序的规范程度提升不及预期，可能导致恶性竞争，影响企业盈利。

3) 并购整合不及预期

检测行业碎片化特征明显，细分行业相对独立，并购是行业常态，如果对并购标的整合不充分，可能无法形成较好的协同效应，影响企业盈利水平。

行业的投资评级

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深300指数表现 + 10%以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10%以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10%以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本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、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。



联系方式

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

邮政编码：200127

电话：(8621)80108518

传真：(8621)80106010

浙商证券研究所：<http://research.stocke.com.cn>