

# 深圳瑞捷 (300977)

证券研究报告

2024年01月02日

## IDI-TIS 业务能为公司带来多大成长性?

### 挖掘蓝海 IDI 保险市场，新业务厚植发展新动能，给予“买入”评级

深圳瑞捷切入 IDI 市场，我们认为该业务有三个核心看点：1) IDI 保险试点铺开带来市场扩容，我们测算 22-26 年国内 IDI 保险市场规模有望从 59 亿增长至 229 亿，CAGR 为 40%。2) 各地的 TIS 机构白名单构筑一定的门槛，中长期来看机构的服务能力仍是核心竞争力，瑞捷子公司广东瑞诚作为广州排名靠前的 TIS 机构，有望凭借优质服务及保险客户开拓更多 IDI 保险试点市场；3) 丰富的数据资产及保险风控服务平台有望为保险客户实现风险减量及精准定价。我们看好瑞捷 IDI-TIS 业务高成长性及多元业务布局，作为产业链前端有望优先受益于广深地区城中村项目落地，预计 23-25 年归母净利润为 0.52/0.8/1.52 亿元（前值为 0.51/0.81/0.98 亿），认可给予公司 25 年 25 倍 PE，目标价为 24.78 元，上调为“买入”评级。

### 全国 IDI 试点由点及面铺开，预计 22-26 年 IDI 市场 CAGR 为 40%

多省市工程缺陷保险制度稳步推进中，目前广州、上海、重庆、北京已明确强制执行，广州、北京将投保 IDI 列为土地出让条件，23 年 9 月住建部在宁波召开会议，确定 14 个房屋安全保险制度试点城市。IDI 保险虽增加建设方成本，但考虑到政府强制推行以及施工单位通过投保可以减少对工程总价款的 3%~5% 的资金占用，我们认为 IDI 保险有望在国内快速推行。我们测算 22-26 年国内 IDI 保险市场规模有望从 59 亿增长至 229 亿，CAGR 为 40%，考虑到保障房有望优先投保 IDI，我们预计 23-25 年保障房建设对 IDI 保费的贡献为 18/27/41 亿元，约占总市场的 23%。

### TIS 机构对 IDI 保险风险减量至关重要，瑞捷 TIS 业务厚植发展新动能

法国 IDI 保险多数年份净保费收入无法覆盖展业及理赔成本，因此过程中的 TIS 服务对于 IDI 保险风险减量至关重要。通常 TIS 评估费占总保费的 15%-30%，按照 15% 的 TIS 费率预测，对应 22-26 年国内 TIS 服务费市场分别为 8.8/11.6/19.0/26.6/34.4 亿，CAGR 为 40.41%。目前国内 TIS 机构执行“白名单机制”，瑞捷 TIS 业务主要集中在广州，我们认为瑞捷有望凭借良好的业内口碑及客户粘性持续提升 TIS 业务规模。瑞捷 IDI-TIS 业务创新搭建基于 CIP 模式的保险风控服务平台，形成保险+科技+服务的综合解决方案，有效降低保险公司赔付率。我们预计 23-26 年公司 IDI-TIS 业务的营收及净利润增速有望达 91% 和 100%。

### 业务布局多元化，丰富项目经验沉淀优质数据资产

2022 年以来，公司持续加大产品创新力度，在传统业务基础上，向市场推出了酒店品评，工程质量潜在缺陷风险评估、绿色建筑保险评估、安全履职评价等 40 余个细分产品，审慎收缩地产客户业务。公司加强信息化机数字化建设，沉淀优质数据资产，有望协助保险客户实现风险减量以及更精确的保费计量，持续为业务赋能。

**风险提示：**新业务拓展进度不及预期，政策落地不及预期，地产下行风险，坏账风险，市场竞争风险，测算具有一定主观性。

财务数据和估值	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	778.21	571.83	635.93	722.70	943.42
增长率(%)	35.89	(26.52)	11.21	13.64	30.54
EBITDA(百万元)	200.93	101.08	86.72	116.23	188.79
归属母公司净利润(百万元)	119.14	15.68	51.72	80.12	151.74
增长率(%)	(1.07)	(86.84)	229.89	54.91	89.39
EPS(元/股)	0.78	0.10	0.34	0.52	0.99
市盈率(P/E)	23.97	182.11	55.20	35.64	18.82
市净率(P/B)	2.05	2.06	1.94	1.88	1.76
市销率(P/S)	3.67	4.99	4.49	3.95	3.03
EV/EBITDA	13.39	8.31	19.98	14.61	8.73

资料来源：wind，天风证券研究所

### 投资评级

行业 建筑装饰/工程咨询服务 II

6 个月评级 买入（调高评级）

当前价格 18.69 元

目标价格 24.78 元

### 基本数据

A 股总股本(百万股)	152.77
流通 A 股股本(百万股)	38.78
A 股总市值(百万元)	2,855.21
流通 A 股市值(百万元)	724.72
每股净资产(元)	9.28
资产负债率(%)	8.94
一年内最高/最低(元)	29.64/15.27

### 作者

**鲍荣富** 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110520120003  
baorongfu@tfzq.com

**王涛** 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110521010001  
wangtao@tfzq.com

### 股价走势



资料来源：聚源数据

### 相关报告

- 《深圳瑞捷-半年报点评:Q2 扣非净利润同比增长 60%，盈利能力改善明显》2023-09-01
- 《深圳瑞捷-年报点评报告:业绩有所承压，看好公司长期成长》2023-04-28
- 《深圳瑞捷-半年报点评:上半年业绩承压，期待非房业务占比提升》2022-08-26

## 内容目录

1. IDI 保险市场扩容在即，挖掘百亿蓝海赛道.....	4
1.1. IDI 保险试点推行由点及面，市场腾飞在即.....	4
1.2. 海外市场渗透率较高，管理体系相对完善.....	7
1.3. 新开工每年约带动百亿 IDI 保费规模，保障房建设仍为 IDI 保险主要领域.....	9
2. TIS 为 IDI 保险的重要环节，保险市场扩容带动 TIS 服务费用增长.....	12
2.1. TIS 业务贯穿工程业务全周期，22-26 年 TIS 服务费市场 CAGR 有望达 40%.....	12
2.2. 当前部分城市存在白名单制度，中长期 TIS 机构服务水平是核心竞争力.....	14
3. 瑞捷 IDI-TIS 业务厚植发展新动能，沉淀优质数据资产.....	16
3.1. 瑞捷 IDI-TIS 业务提供五“全”解决方案，“保险+科技+服务”助发展.....	16
3.2. 数字化建设构建高质量发展护城河，丰富的项目经验沉淀优质数据资产.....	19
4. 盈利预测.....	21
5. 风险提示.....	23

## 图表目录

图 1：国内 IDI 保险“上海模式”发展的三个阶段.....	5
图 2：广州 IDI 保险项目各区分布图.....	9
图 3：TIS 机构风险服务流程.....	12
图 4：TIS 机构服务保险的全流程时间节点.....	13
图 5：深圳瑞捷为保险公司提供全流程风险管理.....	16
图 6：深圳瑞捷保险风控服务平台.....	17
图 7：深圳瑞捷全资子公司广东瑞诚与区质监站联动检查.....	18
图 8：深圳瑞捷质监站拜访交流.....	18
图 9：深圳瑞捷与保险公司合作业务.....	18
图 10：深圳瑞捷子公司广东瑞诚绿色建筑项目风控服务.....	19
图 11：深圳瑞捷的全生命周期、全专业类型风险管控流程.....	20
图 12：深圳瑞捷数字化建设.....	20
表 1：IDI 保险的组成要素.....	4
表 2：国内国外 IDI 条款对比.....	4
表 3：工程缺陷保险制度推行地区.....	6
表 4：强制推行地区 IDI 政策.....	6
表 5：法国、西班牙、日本 IDI 保险对比.....	7
表 6：2020 年法国建筑市场及“IDI”保险市场相关数据.....	8
表 7：2006-2021 法国“IDI”保险市场总体运行数据（单位：亿欧元）.....	8
表 8：法国《建设与住宅建设法》对强制技术监督规定.....	9
表 9：2022-2026 年 IDI 保险市场规模测算.....	10
表 10：保障性租赁住房带动的 IDI 保费市场预测.....	11

表 11: 传统监理机构与 TIS 的区别.....	13
表 12: 2022-2026 年 TIS 服务费用市场预测 .....	14
表 13: 广州六家 IDI 保险主承保单位.....	14
表 14: 广州 2023 年上半年 TIS 机构考核排名 .....	15
表 15: 广东瑞诚保险业务服务优势.....	17
表 16: 深圳瑞捷 IDI-TIS 业务对收入及利润贡献预测 .....	21
表 17: 深圳瑞捷收入及成本预测 .....	22
表 18: 公司核心指标预测值.....	22
表 19: 截至 2023/12/29 可比公司估值情况.....	22

**IDI 是提高居住感受的重要途径。**2023 年 6 月 28 日，住建部部长倪虹在《学习时报》发表文章，提出研究建立房屋体检、养老、保险三项制度，为房屋提供全生命周期安全保障，让人民群众的居住生活更加舒适美好。我国住房质量缺陷相关投诉常年占消费者投诉的很大比例，而缺陷事件发生后的各方责任推卸往往给居民带来不好的感受。从发达国家多年的发展经历来看，类似于车险，IDI 已逐步成为房屋不可或缺的一部分，而我国当前尚处于起步阶段，但发展形势积极可观。

**TIS 服务是 IDI 保险不可或缺的部分，TIS 市场有望随 IDI 市场的快速扩容而加速成长。**TIS, Technical Inspection Service, 是 IDI 承保保险公司需要的，在工程建设过程中，独立于工程建设五方责任主体的监督和风险评估与控制服务。由于保险公司对于工程建设技术与管理并不专业，其需要专业机构在工程建设过程中为其提前发现和控制潜在风险，降低后期赔付。我们认为在 IDI 保险市场扩容同时，TIS 市场面临成长机遇，率先重点布局该业务的深圳瑞捷未来有望深度受益。

## 1. IDI 保险市场扩容在即，挖掘百亿蓝海赛道

### 1.1. IDI 保险试点推行由点及面，市场腾飞在即

**物业保修金来维修无法满足建筑物维修需求，IDI 保险更好保障业主权益。**工程质量潜在**缺陷保险**，IDI (Inherent Defect Insurance)，是指由**建设单位投保**的，在保险合同约定的保险范围和保险期间内出现的，由于工程质量**潜在缺陷**所造成的投保工程的损坏，**保险公司承担赔偿责任**的保险。潜在缺陷通常指因设计、材料和施工等原因造成的**工程质量不符合工程建设强制性标准以及合同的约定，并在使用过程中暴露出的质量缺陷**。在 IDI 保险推行前，我国房屋建设在工程竣工后出现的质量问题主要依靠物业保修金来维修，保修期限最高为两年，无法覆盖房屋在期满后出现的质量问题。相比之下 IDI 保险的保险期限较长，且由保险公司先行赔付之后再向责任方代位求偿，能更好地维护广大业主的利益。

表 1: IDI 保险的组成要素

要素	内容
投保人	建设单位
受益人和索赔权益人	住宅或其他建设工程所有权人(业主)
保险标的	因建筑工程质量潜在缺陷导致使用时发生的损失
建筑工程质量潜在缺陷	因设计、材料和施工等原因造成的工程质量不符合工程建设强制性标准以及合同的约定，并在使用过程中暴露出的质量缺陷

资料来源：上海金融法院公众号，天风证券研究所

**国内通用 IDI 条款规定的合同金额仅包括建筑安装总造价，针对不同部位保险期限有差异。**IDI 保单均为长期保单，一般保险期限是自免赔期满开始十年，其中根据不同责任范围又分五年和十年两种，每个条款具体期限定义不同，**工程竣工验收合格两年后起保**。IDI 保险是按固定期限收费，**保险费=建筑安装工程总造价\*费率**，一般按工程金额的 1.25%-2.5%收费，**保障房参考费率为 1.25%，商品房≥1.35%**。基本承保范围和期限：地基基础、主体结构工程，保险责任期为 10 年；地下、屋面、厕浴间防水渗漏等保温和防水工程，保险责任期为 5 年；建筑装饰装修工程、给排水工程、建筑电气工程等，保险责任期 2 年。

表 2: 国内国外 IDI 条款对比

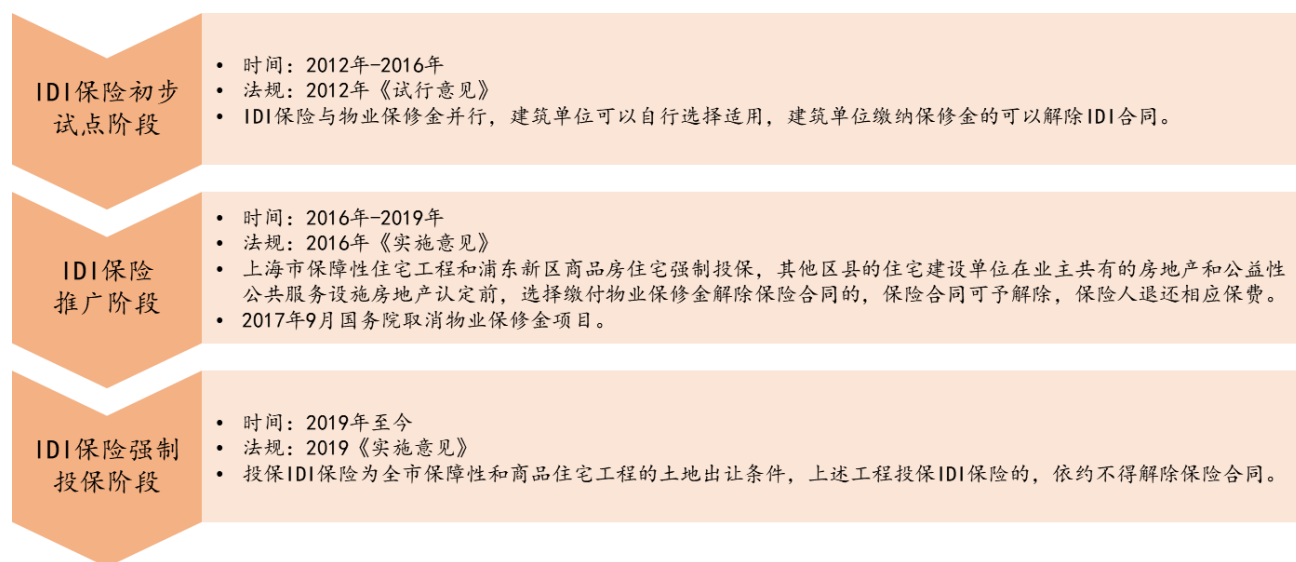
		损失事故起因			
		结构缺陷	防水缺陷	保温缺陷	附加工程缺陷
国外条款	结构损失	10 年	非保险责任	非保险责任	非保险责任
	防水损失	10 年	可扩展(3 年)	非保险责任	非保险责任
	保温损失	10 年	非保险责任	非保险责任	非保险责任
	附加工程损失	10 年	非保险责任	非保险责任	非保险责任

国内条款	结构损失	10 年	5 年	5 年	2 年
	防水损失	10 年	5 年	5 年	2 年
	保温损失	10 年	5 年	5 年	2 年
	附加工程损失	10 年	5 年	5 年	2 年

资料来源：中再产险季讯 ReSource《国内外 IDI 条款对比分析——方京、翁育峰、董力、郭劲钦、王震》，天风证券研究所

**IDI 保险由试点推广到全国，“上海模式”将投保 IDI 列入土地出让条件。**我国自 2002 年即开始试点推行 IDI 保险，在过渡期间物业保修金制度和 IDI 保险并行。直到 2017 年，国务院相关部委取消了物业保修金，住建部发布《关于开展工程质量安全提升行动试点工作的通知》，培育工程质量保险市场，明确“推动发展工程质量保险”并“选取 9 个地区开展工程质量保险试点，试点地区分别是上海、江苏、浙江、安徽、山东、河南、广东、广西、四川。上海作为国内较早试点该险种的城市，自 2012 年起就持续探索推进 IDI 保险的试点应用，通过出台规范性文件的方式，将投保 IDI 保险作为开发地产的前提条件，提升了上海市商品房和保障性住房建筑工程质量的管理服务水平，逐步形成了 IDI 保险“上海模式”。

图 1：国内 IDI 保险“上海模式”发展的三个阶段



资料来源：上海金融法院公众号，天风证券研究所

**多省市工程缺陷保险制度也在稳步推进中，目前广州、上海、重庆、北京已在住宅项目中强制执行。**广州地区，据《广州市简易低风险建设工程质量安全保险及服务规程》，广州市行政区域内的新建住宅工程（包括商品房、保障性住房、安置房），**建设单位（也就是开发商）都要购买建设工程质量潜在缺陷保险。**23 年 1 月广东省住建厅《广东省住宅工程质量潜在缺陷保险暂行管理办法（征求意见稿）》发布，23 年 12 月 1 日深圳建筑工程质量潜在缺陷保险（IDI）业务交流会圆满落幕，广东 IDI 迎来发展新机遇。北京地区，**IDI 被列为土地出让条件，并鼓励存量建筑投保 IDI，存量建筑领域或是 IDI 未来的新增市场。**重庆地区，2020 年出台《重庆市推行住宅工程质量潜在缺陷保险试行意见》，规定本市新建住宅工程项目，在土地出让合同中应当将投保缺陷保险列为土地出让条件。23 年 9 月住建部在宁波召开城镇房屋安全管理三项制度框架培训暨试点工作现场会召开，确定房屋安全保险制度试点为北京、上海、深圳、宁波、芜湖、株洲、苏州、杭州、合肥、青岛、武汉、长沙、广州、成都共 14 个城市，看好明后年 IDI 保险市场扩容。

表 3：工程缺陷保险制度推行地区

是否强制	地区名单
强制	北京、上海、广州、重庆
试点	浙江（杭州、宁波、嘉兴、金华、衢州、临海）、山东（济南、青岛、烟台、淄博、日照、德州）、广东（珠海横琴、深圳福田、深圳龙华、佛山）、海南（海口、三亚、儋州）、山西（阳泉、高平）、安徽、湖南（长沙、株洲、湘潭、岳阳、郴州、永州）、广西（河池、贵港、桂林、贺州）、四川（成都、绵阳市、乐山市、资阳市）、贵州（贵阳）、云南（昆明）、江苏（江阴、张家港）、广西（南宁、钦州）

资料来源：北京市住房和城乡建设委员会，上海市住房和城乡建设委员，广州市住房和城乡建设局，重庆市住房和城乡建设局，浙江省住房和城乡建设厅等，天风证券研究所

注：试点地区可能存在不完全统计。

表 4：强制推行地区 IDI 政策

地区	日期	政策	内容
北京	2019.04.24	北京市住宅工程质量潜在缺陷保险暂行管理办法	本市 <b>新建住宅工程项目</b> ，在土地出让合同中， <b>将投保缺陷保险列为土地出让条件</b>
	2022.03.15	关于进一步加强老旧小区改造工程建设组织管理的意见	<b>鼓励</b> 建设单位在办理 <b>老旧小区改造工程</b> 施工许可手续前，投保工程质量潜在缺陷保险，切实保障住宅工程产权所有人合法权益
	2022.04.21	关于印发 2022 年全市首批保障性住房开工项目计划的通知	各建设单位要 <b>按照要求投保工程质量潜在缺陷保险</b> ，增强保障性住房质量隐患治理保障
广州	2020.12.24	广州市住宅工程质量潜在缺陷保险管理暂行办法实施细则的通知	<b>土地出让条件：新建住宅工程（商品房、保障性住房、安置房）</b>
	2021.10.18	关于明确住宅工程质量潜在缺陷保险管理有关事项的补充通知	界定住宅工程质量潜在缺陷保险购买范围 <b>住宅工程公建配套项目</b> 购买住宅工程质量潜在缺陷保险；独栋的商业项目可自主选择是否购买住宅工程质量潜在缺陷保险； <b>城市更新实施主体单位</b> 应投保住宅工程质量潜在缺陷保险。
上海	2016.06.16	关于本市推进商品住宅和保障性住宅工程质量潜在缺陷保险的实施意见	本市在 <b>保障性住宅工程、浦东新区范围内的商品住宅工程</b> 中，推行工程质量潜在缺陷保险， <b>鼓励</b> 其他区县商品住宅推进
	2016.10.14	上海市建设工程质量风险管理机构管理办法（试行）	市建设行政管理部门应当向保险机构提供符合条件的风险管理机构名单。
	2021.04.14	关于加强本市住宅工程质量潜在缺陷技术风险信息管理的规定（试行）	住宅工程永久性标牌上，除了载明工程五方责任主体外，还应增 <b>加该项目的 IDI 主承保公司</b>
重庆	2020.03.02	重庆市推行住宅工程质量潜在缺陷保险试行意见	本市新建住宅工程项目，在 <b>土地出让合同中，应当将投保缺陷保险列为土地出让条件</b>

资料来源：北京市住房和城乡建设委员会官网，上海市住房和城乡建设委员会官网，广州市住房和城乡建设委员会官网，重庆政府官网等，天风证券研究所

**IDI 保险减少社会资金沉淀，缓解施工单位压力，提高资金使用效率。**IDI 保险虽然一定程度上增加了建设方成本，但对于政府和居民仍拥有积极的正面效应，也是保险公司的重要增量市场，并且通过地方政策支持，业主方成本增加的压力也可得到一定缓解。一是建设单位缴纳的物业保修金占总造价的 3%左右，而 IDI 的保费仅为总造价的 1.2%左右，省下的 1.8%的资金可滚动再利用，以有效缓解企业资金压力。二是施工单位通过购置保险可以减少对工程总价款的 3%~5%的资金占用。对于投保 IDI 的工程，施工单位不再预留质量保证金，减轻了施工企业负担，盘活了市场，也解决了质保金长期沉淀带来的一系列问题。三是政府利用商业保险机制在化解社会大额风险的同时实现了资金的高效率流动，业主也可充分享受高质量维修服务。

## 1.2. 海外市场渗透率较高，管理体系相对完善

相较于我国刚刚起步，发达国家 IDI 保险市场已较为成熟，法国、西班牙等地强制实施，日本 IDI 保险的自主投保率达 98%。工程质量潜在缺陷保险起源于法国，目前在欧洲、亚洲、美洲、非洲、澳洲均有发展。许多国家或地区以法律形式强制要求投保，并结合其他建设工程领域相关的保险内容形成完整的工程质量保险体系。法国和西班牙均通过立法明确强制投保 IDI，而日本虽未强制投保，但法律规定了相关方对工程项目的十年质量责任，IDI 自主投保率高达 98%，日本采取非强制投保的原因在于，其保险制度完善，市场成熟，企业和个人通过保险规避风险的意识强。反观国内目前只有较少城市在强制实施 IDI 保险，国内 IDI 保险的扩容空间较大。

表 5：法国、西班牙、日本 IDI 保险对比

国家	法国	西班牙	日本
政策法规	《斯比那塔法》、《民法》、《保险法》、《建设与住宅建设法》	Ley de Ordenación de la Edificación	《住房质量保证法》
投保工程类型	建筑工程	建筑工程	新建住宅
工程质量潜在缺陷保险执行情况	强制	强制	鼓励
质量缺陷保险内容与年限	地基基础、主体结构和围护结构为 10 年；渗漏、设备为 2 年	1 年责任、3 年责任（防水、门窗、墙面）、10 年责任（结构安全）	长期保险十年（已注册住宅的基础、结构、承重结构及防水），短期保险 1-2 年（装修、配件等）
保险费率	固定	固定+浮动	浮动
质量缺陷保险免赔额	无	有	有
质量缺陷保险检查执行机构	由开发商委托的第三方质量检查机构	保险公司聘用独立的工程质量监督机构	OHw（住房保证机构）的专业检查机构
特点	法律体系完善，缺陷和责任险均强制	对业主设置了免赔，同一原因造成的累积损失低于投保金额的 1%者为免赔，超出部分保险公司才赔偿；固定+浮动费率	住宅保险市场完善，自主投保率高，费率浮动；以住房保证机构（OHw）为主导

资料来源：工保科技公众号，瀚联设计公众号，建保网公众号，《国外 IDI 发展现状及经验借鉴——方京 翁育峰 董力 郭劲钦 王震》，西班牙政府官网，天风证券研究所

法国建筑物损失（DO）和建筑质量责任（RCD）双强制保险机制，已形成完善的赔偿-追索-风险管理体系，我国的 IDI 保险更偏向建筑物损失保险。IDI 保险可追溯至 1978 年的《斯比那塔法》，法令创造性地确立了建筑物损失（DO）和建筑质量责任（RCD）双强制保险机制，同时借助于这一“双保险”机制，有效地保证了针对建筑物损失的快速赔付，即形成了损失赔偿“垫付”的规则，使赔付仅需基于建筑物损失的存在，而不再基于事故责任的划分，损失险保险人（DO）赔付后可再向建筑责任方（RCD）追偿，最大程度地保护了建筑物业主的利益，有效降低了因为建筑物质量问题引发的争议与诉讼。因此在法国，IDI 保险既对房屋质量形成了保障功能，还在一定程度上形成了对建筑承建商的选拔机制，提升了建筑业的整体发展质量。我们认为，目前我国的 IDI 保险更偏向于法国的建筑物损失险（DO），针对建筑物损失承保，保险公司起到主要的兜底作用。

法国的 IDI 市场主要以改扩建项目为主，为我国探索存量建筑物 IDI 保险提供经验。根据 2020 年法国建筑市场及“IDI”保险市场相关数据进行整理，可知法国建筑市场总保费约占当年建筑合同额的 1.81%，高于国内 1.2%-1.5%的保险费率。其中法国新建与改扩建的占比分别为 43%、57%，新建市场中住宅的比例为 60%，非住宅比例为 40%。目前我国广州、上海及其他试点城市多以保障房、商品房等新建住宅为对象，参考法国市场情况，未来我国有望逐渐探索老旧小区改扩建以及存量建筑的 IDI 保险。

表 6：2020 年法国建筑市场及“IDI”保险市场相关数据

	金额(亿欧元)	相关占比
合同额	1254	
新建住宅	322	
新建非住宅	213	
改扩建	719	
保费	22.64	1.81%
DO	6.31	0.50%
RCD	16.34	1.30%
投资收益	3.67	16.21%
赔款支出 (未考虑追偿)	17.03	85.49%
市场费用	2.72	12.01%

资料来源：Frad 咨询公众号，法国保险业联盟建筑保险市场分析报告，天风证券研究所

从法国的实践看，IDI 保险多数年份净保费收入无法覆盖展业及理赔成本，因此过程中的 TIS 服务非常重要。根据过往数据可知，如果用保费+投资收益-再保险费用-市场费用-赔款支出计算，可以发现，IDI 保险在行业角度盈利能力并不强，核心是赔款支出较多，净保费收入在多数年份是无法覆盖展业及理赔成本的，通过投资收益的手段可挽回一部分承保亏损。因此在施工过程中，通过 TIS 服务尽可能消除风险，或及时记录风险，便于后期赔付后的责任追索，对于保险公司而言重要性很高。法国的 TIS 机构（强制技术监督机构）是独立于建设单位、施工单位和设计单位的第三方质量检查机构，它的主要职责是在建设工程全寿命周期中，对其从设计到实施各个环节进行质量监督。

表 7：2006-2021 法国“IDI”保险市场总体运行数据（单位：亿欧元）

	A(保费)	B(再保费)	C(赔款+准备金)	D(市场费用)	A+B+C-D	管理费用	投资收益
2021	24.2	-12.7	13.2	4.2	-5.9	5.7	4.5
2020	20.5	-0.6	17.2	3.9	-1.2	5.3	3.4
2019	22	-1	15	4	2	6	5
2018	21	-1	16	4	0	5	6
2017	20	-1	17	4	-2	5	6
2016	20	-1	19	4	-4	5	6
2015	20	0	21	4	-5	5	6
2014	21	-1	20	4	-4	5	6
2013	22	-1	21	4	-4	6	6
2012	23	-1	19	4	-1	5	5
2011	23	0	20	4	-1	5	5
2010	22.54	-0.46	17.08	3.15	1.85	4.34	5.47
2009	23.13	-0.52	19.87	3.71	-0.97	5.17	5.43
2008	24.63	-1.37	22.39	3.85	-2.98	5.3	6.22
2007	24.6	-1.08	23.54	3.65	-3.67	5.08	7.42
2006	22.61	-0.2	24.28	3.46	-5.33	4.82	6.97

资料来源：Frad 咨询公众号，ACPR 年报，天风证券研究所



表 8: 法国《建设与住宅建设法》对强制技术监督规定

规定内容	具体说明
检查人员的责任	质量检查员对建设工程设计、施工、竣工等过程进行质量检查和风险评估，预防工程可能出现的潜在质量缺陷，降低工程质量风险
技术监督的强制性	必须 <b>实施强制质量检查</b> 的建设工程有三类：公共建筑、特殊结构建筑以及超过规范标准的建筑
质量检查的独立性	质量检查机构 <b>独立于</b> 建设工程相关参建单位
开发商的责任	<b>对于要求强制质量检查的建设项目，开发商没有聘请质量检查机构的，将按照法律规定接受严格的经济惩罚，甚至被处以监禁</b>

资料来源：《国外 IDI 发展现状及经验借鉴——方京、翁育峰、董力、郭劲钦、王震》，天风证券研究所

### 1.3. 新开工每年约带动百亿 IDI 保费规模，保障房建设仍为 IDI 保险主要领域

上海、广州为 IDI 保险的两大主要市场，目前尚无公开的针对 IDI 市场空间的完善统计。根据平安产险上海分公司公众号披露的数据，2022 年上海整个 IDI 行业承保项目 224 个，行业保单保费 16.25 亿元，挽回可能出现的质量风险的经济损失达到了 30.48 亿元。根据 IDI 信息平台统计，截至 2023 年 7 月 2 日，上海市购买 IDI 保险的住宅项目累计 1740 个，保费累计 89.21 亿，保额 7244 亿，承保面积达到 1.80 亿平方米。广州地区自 2020 年底开始试点以来，截至 23 年 9 月，广州市住宅工程潜在质量缺陷保险投保项目数已达 118 个，保费总额 8 亿，已为逾 30 万户住宅业主提供质量保障，为全国第二大市场。北京地区也已强制实施但目前公开资料较少，截至 2020 年底北京地区的 IDI 保费累计已近 4 亿元。23 年 12 月 1 日，深圳建筑工程质量潜在缺陷保险（IDI）业务交流会召开，加快研究推动深圳地区 IDI 制度。23 年 8 月，海南日报记者从三亚住建部获悉，三亚率先在全国推行工程建设质量引入保险监理模式，目前三亚已将购买工程质量保险纳入土地出让程序。

图 2: 广州 IDI 保险项目各区分布图



资料来源：瀚联设计公众号，天风证券研究所

我们预计 22-26 年 IDI 保险市场的复合增速为 40%，市场规模从 59 亿增长至 229 亿。我们测算 22 年全国 IDI 保险的保费总额为 59 亿，预计 26 年全国 IDI 保险市场的保费总额可达 229 亿，CAGR 为 40%。测算方法为 IDI 保险费=建筑新开工面积\*建安成本\*费率\*渗透率，四个关键指标的核心假设如下：

- 1) 建安成本：参考 23 年 9 月发布的《城中村：地产后周期活力激发，改造新需求生机释放》，按照 4000 元/平方米来测算；

2) 保险费率: 参考上海地区保险费率水平, 截至 2023 年 7 月 2 日上海市购买 IDI 保险的保费累计 89.21 亿, 保额 7244 亿, 上海市保费费率为  $89.21 \div 7244 \approx 1.23\%$ , 以及广州 2020 年 12 月 24 日发布的《实施细则》穗建质 [2020] 436 号文, 规定使用财政资金建设的住宅工程总基准费率为 1.25%, 商品住宅费率不低于 1.35%, 按照 1.25% 的 IDI 保险费率来测算。

3) 新开工面积: ①全国: 2023 年 1-11 月全国新开工面积同比 -21.2%, 假设 23 年全年新开工面积下滑 20%, 考虑到目前处于地产下行周期, 预测 24/25 年新开工面积分别下滑 10% 和 8%, 同时我们认为新开工触底 8 万平之后或将持续盘整; ②北上广深及三亚: 22 年北京、上海、三亚三地的新开工面积分别同比 -23%/-15%/+90%, 由此我们假设北上广深及三亚 23 年新开工面积下滑 20%, 我们认为五个城市为人口净流入的城市, 较全国其他地区受地产下行周期影响较弱, 因此预计 24、25、26 年五个城市新开工有望与 23 年基本持平。

4) 渗透率: ①假设北上广三个 IDI 保险强制执行的地区渗透率为 100%; ②深圳、三亚两地此前为 IDI 保险的试点地区, 考虑到试点地区仅部分项目中会购买 IDI 保险因此按照 5% 的渗透率来测算, 随着 23 年地方政府对于 IDI 保险重视程度提升, 预计 23 年渗透率为 30%, 同时我们认为受广州 IDI 保险推行的示范效应, 我们认为深圳与三亚两地有望率先复制并强制推行, 即预计 24、25、26 年的渗透率有望达 80%、100%、100%; ③其他城市: 假设 22 年其他城市 IDI 保险的基础渗透率为 5%。23 年 9 月住建部在宁波召开城镇房屋安全管理三项制度框架培训暨试点工作会, 确定房屋安全保险制度试点为北京、上海、深圳、宁波、芜湖、株洲、苏州、杭州、合肥、青岛、武汉、长沙、广州、成都共 14 个城市, 由此假设 24、25、26 年全国其他城市 IDI 保险的渗透率有望达 20%、35%、50%。

表 9: 2022-2026 年 IDI 保险市场规模测算

	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E
新开工面积测算 (万平)	120587	96470	86823	80000	80000
新开工同比 YOY	-39%	-20%	-10%	-8%	0%
北上广三城新开工 (万平)	6066	4946	4946	4946	4996
深圳、三亚新开工 (万平)	8264	6611	6611	6611	6611
其他城市新开工 (万平)	106258	84913	75266	68443	68327
建安成本(元/平)	4000				
渗透率预测	北上广三城	100%	100%	100%	100%
	深圳、三亚	5%	30%	80%	100%
	其他城市	5%	10%	20%	35%
IDI 保费市场 (亿元)	北上广三城	30	25	25	25
	深圳、三亚	2	10	26	33
	其他城市	27	42	75	120
	总市场规模	59	77	126	178
	总市场 YOY		31%	64%	40%

资料来源: Wind, 天风证券研究所

考虑到 IDI 保险有望优先应用于政府的保障房项目, 我们预计 23-25 年保障房建设对 IDI 保费的贡献分别为 18/27/41 亿元, 22-25 年复合增速为 37%, 约占全国 IDI 保险市场的 23%。核心假设如下:

- 1) 假设保障房的建安成本为 4000 元/平米, 套均面积为 60 平, IDI 保险费率为 1.25%。
- 2) 保障房套数: 据住建部统计, 2021 年、2022 年, 全国建设筹集 330 万套 (间) 保障性租赁住房, “十四五”期间全国初步计划建设筹集保障性租赁住房近 900 万套 (间), 2023 年全国计划筹集建设保障性租赁住房 204 万套 (间), 结合 2021 年、2022 年全国建设筹集 330 万套 (间), 因此 24、25 年还共需完成 366 万套, 假设每年平均完成

183 万套。北上广深四地十四五期间规划建设保障房分别为 52/70/66/54 万套，根据 21、22 年两年已经建成的保障房套数，剩余规划规模按照三年平均建设。

- 3) 保障房的 IDI 保险渗透率：假设北上广三地保障房的渗透率为 100%，考虑到政府主导的保障房项目有望优先投保 IDI 保险，预计深圳和三亚地区 23、24、25 年的渗透率分别为 40%、100%、100%。我们认为国内其他地区的保障房 IDI 保险渗透率高于该地区整体的 IDI 保险渗透率，且保障房项目的 IDI 渗透率提升速度将有望高于其他新开工项目，因此预计 23-25 年其他地区保障房渗透率为 20%、40%、70%。

表 10：保障性租赁住房带动的 IDI 保费市场预测

		2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
全国	增量（万套）	130	200	204	183	183
	单套建面（平方米）	60	60	60	60	60
	建安成本（元/平）			4000		
保障房套数（万套）	北上广合计	45	50	20	20	20
	深圳三亚	3.6	12.1	7	7	7
	其他地区保障房	82	137	177	156	156
保障房新建面积（万平）	北上广合计	2703	3008	1204	1204	1204
	深圳地区	216	726	406	406	406
	其他地区保障房	4907	8241	10630	9370	9370
IDI 保险渗透率	北上广	100%	100%	100%	100%	100%
	深圳三亚	20%	20%	40%	100%	100%
	其他地区保障房	10%	10%	20%	40%	70%
IDI 保费收入（亿）	北上广	13.5	15.0	6.0	6.0	6.0
	深圳三亚	0.2	0.7	0.8	2.0	2.0
	其他地区保障房	2.5	0.0	10.6	18.7	32.8
	总保费	16.2	15.8	17.5	26.8	40.8
	总保费 YOY		-3%	11%	53%	52%

资料来源：各地住建部官网等，天风证券研究所

## 2. TIS 为 IDI 保险的重要环节，保险市场扩容带动 TIS 服务费用增长

### 2.1. TIS 业务贯穿工程业务全周期，22-26 年 TIS 服务费市场 CAGR 有望达 40%

TIS 工作涵盖了从设计到施工最后到使用阶段的全周期，为 IDI 提供前期的风险管控服务。**质量风险控制服务** Technical Inspection Service (简称 TIS)，是 IDI 保险制度实施的技术核心，保险公司作为金融机构较难具备工程质量风险管控的能力和經驗，因此通过选择独立于建设工程五方责任主体之外的风险管理机构对建设工程在勘察阶段和施工阶段的各个环节进行工程质量潜在缺陷的风险管理，通过风险评估技术和风险控制措施调节工程质量潜在缺陷风险水平，对潜在缺陷风险进行评估并提出解决方案。TIS 机构资质要求，须独立于建筑所有者，施工方和设计方，具备相关技术专业背景、施工经验（或保险知识）的第三方，向保险公司提供专业、公正、技术意见，通常 TIS 评估费占总保费的 15%-30%，未来随着 TIS 市场竞争激烈后可能会有所下滑。

图 3：TIS 机构风险服务流程

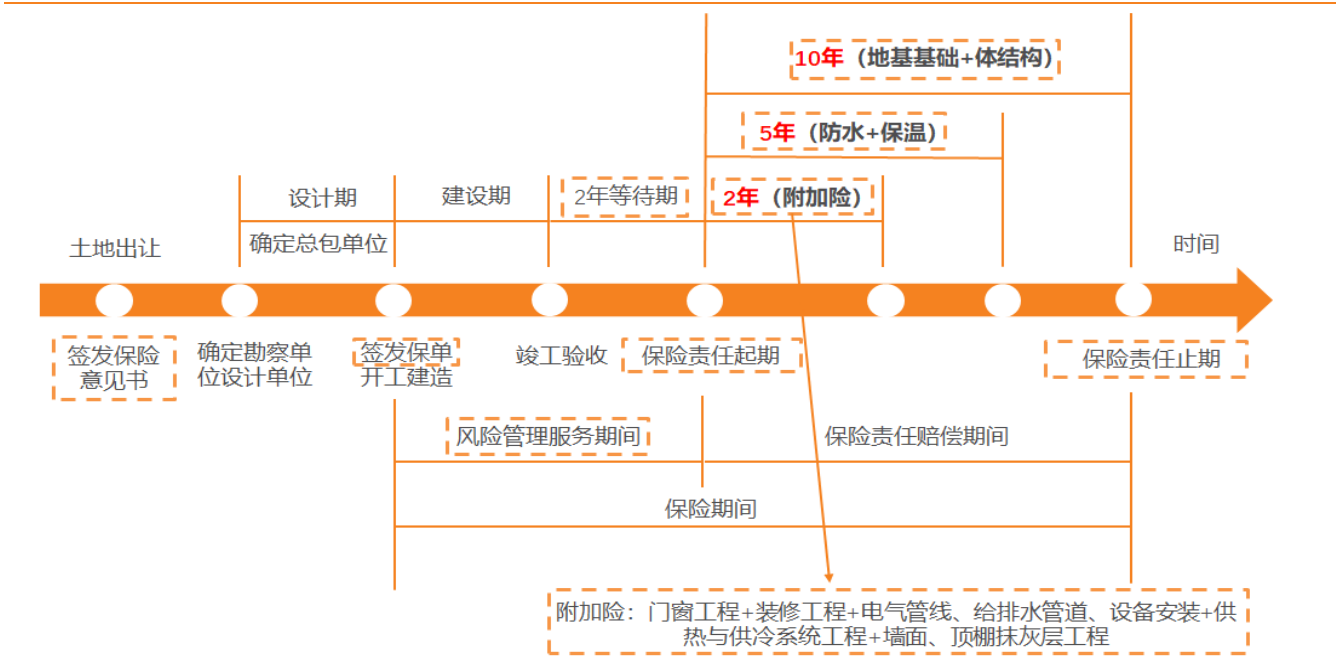


资料来源：《浅谈建立 TIS 机构风险管理服务评价标准体系的必要性——黄超》，天风证券研究所

TIS 机构服务贯穿 IDI 保险全过程。从时间轴来看，TIS 机构自保险合同生效后的保险期间，对建筑工程的设计、施工的各个环节的质量把控，并在理赔阶段协助保险公司定责及确认维修方案。

- **投保前期**，土地出让阶段需要保险机构签发保险意见书，在确定勘察、设计和总包单位之后，正式签发保单，进入开工建造阶段。
- **建设期间以及 2 年的保险等待期**，IDI 保险由保险公司委托第三方 TIS 机构，对工程质量潜在缺陷风险进行识别、分析、评估、控制等一系列管理服务。施工建设阶段，TIS 机构进行定期风险勘察并识别质量风险，同时进行风险追踪，并督促施工单位进行整改以此促进工程质量的提升，针对建筑工程里最容易出现的渗漏、沉降问题，提前做出监控，将建筑风险前置解决，减少和避免质量事故发生。竣工验收阶段，在竣工验收之前 TIS 机构实行竣工检查。2 年保险等待期，回访阶段 TIS 机构需要定期进行工程质量检查。
- **保险责任赔偿期间**，附加险包括，建筑装饰装修工程、给排水工程、建筑电气工程等，保险责任期 2 年；地下、屋面、卫浴间防水渗漏等保温和防水工程，保险责任期为 5 年；地基基础、主体结构工程，保险责任期为 10 年。在此期间发生的工程质量事故，保险公司派出由理赔专员和 TIS 专家组成的理赔服务小组开展查勘，确认属于 IDI 保险责任，制定维修方案以及完成所有维修工作。

图 4：TIS 机构服务保险的全流程时间节点



资料来源：众智澄城公众号，天风证券研究所

TIS 的委托人为保险公司，而工程监理的委托人为建设单位，TIS 对于保险公司的重要性明显高于监理对业主的重要性。TIS 机构并非受建设单位或开发商委托，服务时具有相对独立性；其次 TIS 工作范围/深度/方式不同，TIS 的前期工作涵盖了设计审图，TIS 的后期工作包括了竣工后 2 年的质量检查，TIS 的过程检查中包含了一部分检测工作，最后 TIS 是周期性检查。而工程监理是常驻现场，工作成果向建设单位进行汇报，对建设单位负责，但实际上，由于监理在业务开展时要通过合同受托于建设单位，因此有可能受到建设单位的制约，从而弱化监理公正客观的独立地位。相对于为地产商服务的传统工程监理业务，TIS 机构服务于保险机构。我们认为，对保险公司而言，TIS 机构是其控制赔付损失风险的重要依托，而并非仅仅是政策法规要求下的产物，因此其相比于监理机构，未来有望获得更加合理的定价，优秀的 TIS 机构也有望获得保险公司的相对稳定的份额。

表 11：传统监理机构与 TIS 的区别

工程阶段	TIS 机构	传统监理
立项阶段	不参与	不参与
土地出让阶段	不参与	不参与
工程设计阶段	对勘察及设计成果文件进行风险评估，并向保险人提供初步风险评估报告	不参与
工程实施阶段	以强制性技术要求以及设计文件内容为依据，对施工过程中存在的技术缺陷、质量缺陷进行记录与评估，并向保险人提供阶段性风险报告	按照强制性技术要求以及设计文件内容对工程实施全过程的质量、安全、进度、投资、环保、协调等负有重要的管理职责
竣工验收阶段	根据施工过程中积累的风险评估成果和整改情况，对竣工验收时潜在的质量缺陷问题进行分析与报告，并负责向保险人提供最终风险评估报告	参与工程竣工验收工作并按照监理合同以及项目管理制度提交相关的工程质量文件
保修期阶段	根据回访与复查情况，负责对保修期发生的工程质量事故进行责任与损失评估，并向保险人提供书面报告	根据监理合同实施

资料来源：筑龙监理公众号，天风证券研究所

中性假设下我们预计 22-26 年 TIS 服务费市场规模复合增速为 40.41%。按照上文对于 IDI 收费市场预测，通常 TIS 服务费占总保费的 15%-30%，按照保守/中性/乐观假设下 TIS 服务

费占总保费的比例分别是 10%/15%/20%，因此中性假设下预测 22-26 年 TIS 评估费用市场分别为 8.8/11.6/19.0/26.6/34.4 亿元，CAGR 为 40%。考虑到保障房等政府民生项目有望优先投保 IDI 保险，测算可得 22-25 年由保障房带动的 TIS 服务费市场分别为 2.36/2.62/4.02/6.13 亿元，CAGR 为 37.35%，中长期我们看好 TIS 服务费市场放量。

表 12：2022-2026 年 TIS 服务费用市场预测

	TIS 服务费占比	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E
新开工（亿元）	保守 10%	5.9	7.7	12.6	17.8	22.9
	中性 15%	8.8	11.6	19.0	26.6	34.4
	乐观 20%	11.8	15.4	25.3	35.5	45.8
保障房新开工（亿元）	保守 10%	1.58	1.75	2.68	4.08	
	中性 15%	2.36	2.62	4.02	6.13	
	乐观 20%	3.15	3.49	5.36	8.17	

资料来源：Wind，各地住建部官网，天风证券研究所

## 2.2. 当前部分城市存在白名单制度，中长期 TIS 机构服务水平是核心竞争力

IDI 主承保单位的服务资质需经住建部门的认定，具备一定的认证门槛。2021 年 4 月 8 日，广州市住建局公布了广州市第一批主承保单位的名单，2021 年 4 月 21 日，广州 IDI 首张保单签发。2023 年 2 月 10 日，又增补中国人寿广州分公司为主承保单位。截至 23 年 11 月，广州市住宅工程质量潜在缺陷保险主承保单位总共有 6 家，分别是平安、太保、人保、大地保险、联合保险、人寿保险。

表 13：广州六家 IDI 保险主承保单位

中国平安财产保险股份有限公司广东分公司
中国太平洋财产保险股份有限公司广东分公司
中国人民财产保险股份有限公司广州市分公司
中国大地财产保险股份有限公司广东分公司
中华联合财产保险股份有限公司广州中心支公司
中国人寿财产保险股份有限公司广州分公司

资料来源：Frad 咨询公众号，天风证券研究所

TIS 机构的服务资质也需经相关机构的批准认证，上海广州均执行 TIS 机构“白名单”机制。2017 年上海市住建委公布首批建设工程质量安全风险管理机构（TIS 机构）名单，上海建科、上海建工监理等 13 家中外资机构入选，标志着 IDI 风险管理职能正式落地。2021 年 12 月 10 日经广州市房地产协会、广州市建设监理行业协会、广州 IDI 主承保单位共同批准，首批广州市 TIS 名单正式公布，有效期一年。目前广州地区 TIS 名单共发布至第二期，第二期共遴选 34 家 TIS 机构进行风险管理服务。广州市房地产协会针对每期 TIS 机构皆会组织第三方进行考核并公布成绩（下表），TIS 机构的考核排名对承保机构的 TIS 机构选择具有指导性的意义并且有助于 TIS 机构工作的监管和优化。在广州 2023 年上半年 TIS 机构考核中排名靠前的广东瑞诚工程科技有限公司为深圳瑞捷全资子公司，奠定了深圳瑞捷广州 TIS 市场的良好口碑，后续或有望随着深圳、海南等地政策落地有望开辟更大 TIS 市场。

表 14：广州 2023 年上半年 TIS 机构考核排名

排名	公司
1	广东瑞诚工程科技有限公司
2	北京中集大房工程管理有限公司广州分公司
3	北京和信安诚风险管理技术有限公司广东分公司
4	上海熙鹏建筑技术咨询有限公司广州分公司
5	上海瀚联建筑设计咨询有限公司广东分公司
6	广州珠江监理咨询集团有限公司
7	广州穗峰建设工程监理有限公司
8	广东粤能工程管理有限公司
9	法利投资(上海)有限公司广州分公司
10	盛安保险技术股份有限公司广东分公司

资料来源：北京中集大房工程管理有限公司官网，天风证券研究所

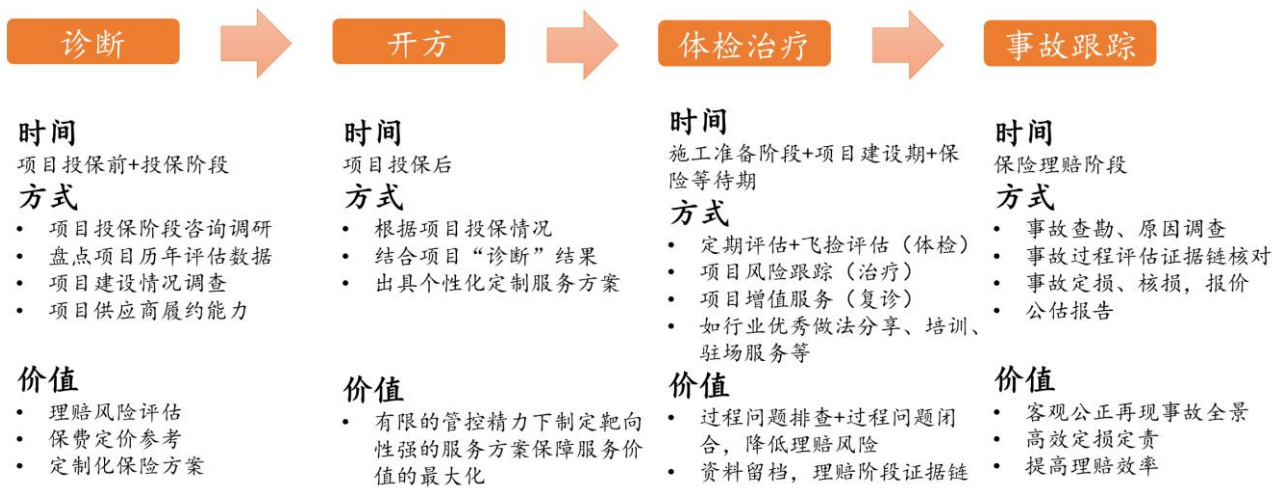
我们认为，TIS 机构市场进入仍具备一定的壁垒，深圳瑞捷的业内口碑及客户粘性为核心优势。①从潜在进入者来看，受到地方政府 TIS 白名单限制，白名单之外的企业想要进入地方的 TIS 白名单仍需等到地方相关部门认可，因此如何取得地方相关部门的认可至关重要，深圳瑞捷在广州市建设工程 2022 年度质量安全风险管理机构考核中获得排名第一的佳绩，为后续进入其他地市白名单奠定较好的业内口碑。②从业务壁垒角度来看，监理、检测业务与 TIS 服务有部分重合，但 TIS 机构的工作更注重为保险公司进行风险减量。同时 TIS 机构还需在缺陷责任期内对暴露的质量缺陷进行汇总并进行评估，因此过往丰富项目数据的积累更为关键，这些数据资产或可为保险公司提供更精准的保费定价。③从客户粘性来看，IDI 保险主要的承保人为国内体量较大的财险企业，且保险公司对工程质量缺陷方面的核查经验较少，对 TIS 机构服务的依赖程度较深，因此高效精准地对接客户需求成为保险公司筛选 TIS 机构的重要标准，深圳瑞捷有望充分发挥专业优势，积极探索信息化、数字化的智慧查勘体系，有效地提升了查勘效率和结果准确度，助力保险风控业务提质增效，形成较好的客户粘性，为拓展其他地区财险分公司打下基础。

### 3. 瑞捷 IDI-TIS 业务厚植发展新动能，沉淀优质数据资产

#### 3.1. 瑞捷 IDI-TIS 业务提供五“全”解决方案，“保险+科技+服务”助发展

深圳瑞捷的 TIS 业务为保险企业提供五“全”解决方案助力风险管理，促进建筑品质提升。五“全”方案包括“全生命周期管控+全流程风险管控+全方位管控风险+全专业覆盖管控+全链条增值服务”，全面促进建筑质量提升。深圳瑞捷子公司广东瑞捷主要为保险公司提供 TIS 服务，业务流程包括承保前的技术咨询（前期诊断）、承保后风险管理服务（开方集体检治疗）以及理赔阶段咨询及公估（事故追踪）。以其在广州的风控服务为例，通过风险的实时流转，政府监管部门、保险机构、风险管理服务机构、投保主体已形成良性互动，形成新工程监管模式。截至 23 年 9 月，深圳瑞捷及其子公司广东瑞捷与人保、平安、太保、国寿财、大地等国内主流保险公司及部分保险经纪公司均有业务合作，服务标的超过 170 个，累计提供风险报告近一千份，发现风险问题五千余项。通过深圳瑞捷信息化平台，以及风险跟踪措施下，综合风险整改率超过 95%，切实降低风险，降低理赔概率。

图 5：深圳瑞捷为保险公司提供全流程风险管理



资料来源：深圳瑞捷官网，天风证券研究所

深圳瑞捷创新建立国内基于 CIP 模式的保险风控服务平台，形成保险+科技+服务的综合解决方案，有效降低保险公司客户赔付率。瑞捷风控服务平台通过项目管理、风险查勘、风险管理、行业分析四大模块内容，致力于实现业务管理线上化、风险数据可视化、服务成果集成化，赋能风险管理。开发内容涵盖工程质量潜在缺陷保险、安责险、绿色建筑性能责任保险、工程一切险等保险服务类型。公司参与了多个保险风险减量服务细分行业标准的编制，建立了多维度的风险控制服务模式及评价体系，通过风险数据多维分析并动态呈现，增强了保险服务效率，降低了保险公司客户赔付率，强化了保险风控效果。瑞捷保险风控服务平台已完成项目管理、风险查勘、风险管理、行业分析、主题编码、隐患-事故框架体系、蒙特卡洛模拟方法建立工程项目质量评价模型等主要信息化建设。截至 23 年上半年，公司保险风控服务业务先后落地广州、深圳、长沙、三亚等地，累计服务全国各地 42 个项目，累计进行保险风控服务 306 次，保险风控服务平台已覆盖了 26 个重点项目，上传保险服务报告 300 余份、项目资料 1 万余份，上传工程风险问题 2 千余条，严重风险、正常风险问题闭合率达 100%。



图 6：深圳瑞捷保险风控服务平台



资料来源：深圳瑞捷公众号，天风证券研究所

子公司广东瑞诚拥有强大的工程风险大数据库为保费精准核定提供数据参考，科学的检查手段全面排查承保标的风险。广东瑞诚自有行业级工程风险大数据库平台，涵盖工程勘察、设计、建造、运维各阶段，数据维度覆盖质量、安全、绿色建造、成本、进度、管理等，可为保险客户核保、过程风险管理、理赔定损提供全方位数据资讯，提供定制化、专业化服务方案，降低风险概率。广东瑞诚科学的排查手段综合应用氦离子检测仪、实测机器人、卫星遥感技术、X 光检查技术、红外热成像技术等。对于特定项目，可采用智慧工地远程巡查、智能穿戴设备等，全面排查承保标的风险。同时背靠深圳瑞捷 13 年知识沉淀，依托海量工程评估、驻场管理、管理咨询和数字化服务案例及经验，深入总结沉淀成完善的风险解决方案。

表 15：广东瑞诚保险业务服务优势

优势	内容
深厚的理论基础	指导过程风险管理，全面降低风险概率
丰富的知识沉淀	立足经验沉淀及行业研究，沉淀成完善的风险解决方案
强大的工程风险大数据库	提供定制化、专业化服务方案，降低风险概率
专业的信息化服务能力	通过 SAAS 化部署，协助客户实现多维风险管控
科学的检查手段	常规+创新风险排查手段，全面排查承保标的风险

资料来源：深圳瑞捷官网，天风证券研究所

瑞捷与政府及保险企业建立良好沟通机制，联动勘察机制促使项目品质提升。TIS 机构与政府监管部门之间形成固定的联动查勘模式，在特定阶段由 TIS 机构与政府质量监管部门协同到项目进行联合检查，相互交流、相互补充，进一步提高效率。且 TIS 查勘可以作为质监站监督间隔中的一个补充，风险问题获得质监站认可后，通过质监站下发整改单强制整改，共同促进项目品质提升。广州 IDI 风险管理服务实践中，深圳瑞捷（TIS 机构）、保险机构与政府监管部门之间已经建立了完善的沟通机制，形成良性互动。沟通机制包括但不限于：

- 日常汇报：所有服务项目，均已与各项目对应的监督员对接，进行日常查勘工作汇报、反馈重大问题等、以及重大问题跟踪整改闭合情况。
- 定期总结：定期总结分析风险管理数据，汇报本区所有服务项目的共性和典型问题，为政府监管部门制定质量监管措施提供依据。
- 深度交流：协同保险公司，与各区质监站深度交流，认真听取质监站对工程质量的监

管要求，汇报 TIS 服务情况，探讨政府质量监管与 TIS 工作相互协作、相互补充、相互融合的模式与方法。

图 7：深圳瑞捷全资子公司广东瑞诚与区质监站联动检查



资料来源：深圳瑞捷公众号，天风证券研究所

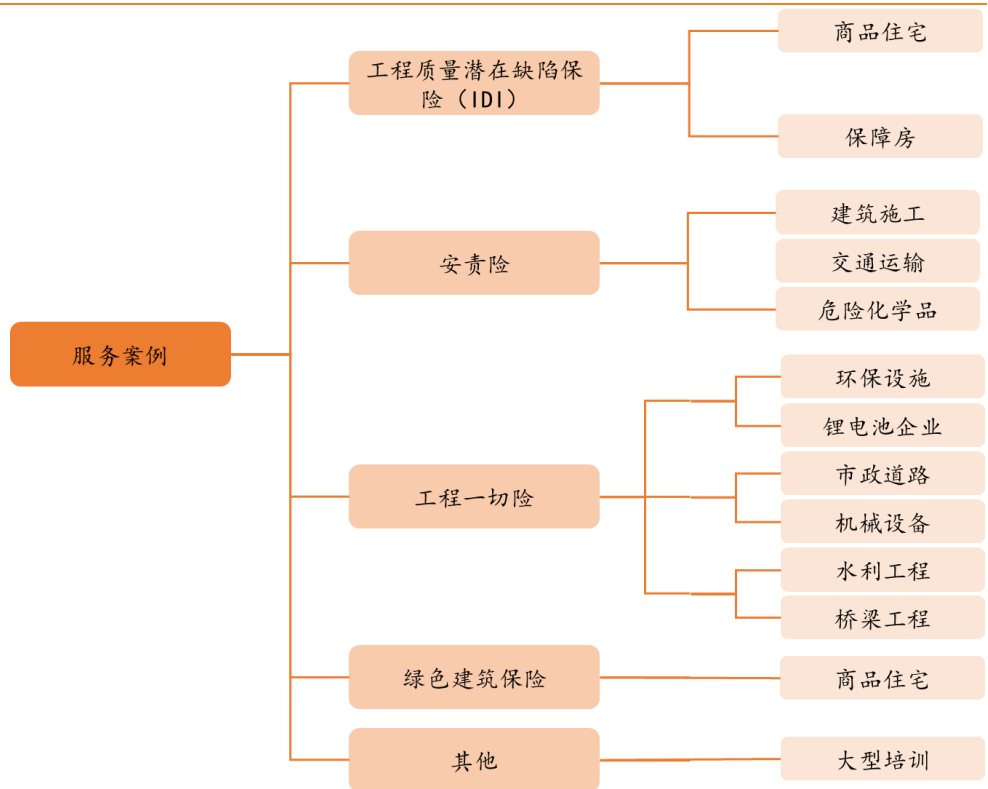
图 8：深圳瑞捷质监站拜访交流



资料来源：深圳瑞捷公众号，天风证券研究所

瑞捷的保险服务按专业分为主控模块，质量、安全、材料、进度、履约等辅助深化模块，多类型建筑工程保险的落地为行业转型升级带来新契机。除了 IDI 保险之外，瑞捷开拓安责险绿色建筑项目、绿色建筑保险、工程一切险、企财险、履约保证保险等。以工程质量潜在缺陷保险（IDI）为例，较多合作的是广州地区的保险机构，主要集中在商品住宅和保障房项目，与湖南地区保险公司合作的项目为保障房项目。安责险目前合作的范围主要包括建筑施工、交通运输、危险化学品这三个领域。绿色建筑保险主要集中在商业住宅领域。

图 9：深圳瑞捷与保险公司合作业务



资料来源：深圳瑞捷公众号，天风证券研究所

- **绿色建筑保险**，服务对象主要针对于绿色建筑、超低能耗建筑、装配式建筑以及既有建筑节能绿色改造等，深圳瑞捷及其子公司广东瑞诚联合相关参与方积极创新项目全

周期保险体系，提供绿色建筑全流程风控服务，通过设计审查+施工监督+运营指导等服务，预先规避质量缺陷，联合各方实现风险闭环管理。根据 22 年住建部发布的《“十四五”建筑节能与绿色建筑发展规划》，到 2025 年，完成既有建筑节能改造面积 3.5 亿平方米以上，建设超低能耗、近零能耗建筑 0.5 亿平方米以上，装配式建筑占当年城镇新建建筑的比例达到 30%，我们认为绿色建筑保险也将是未来建筑业保险的蓝海市场，TIS 机构有望扩展为保险客户服务的范围。

图 10：深圳瑞捷子公司广东瑞诚绿色建筑项目风控服务



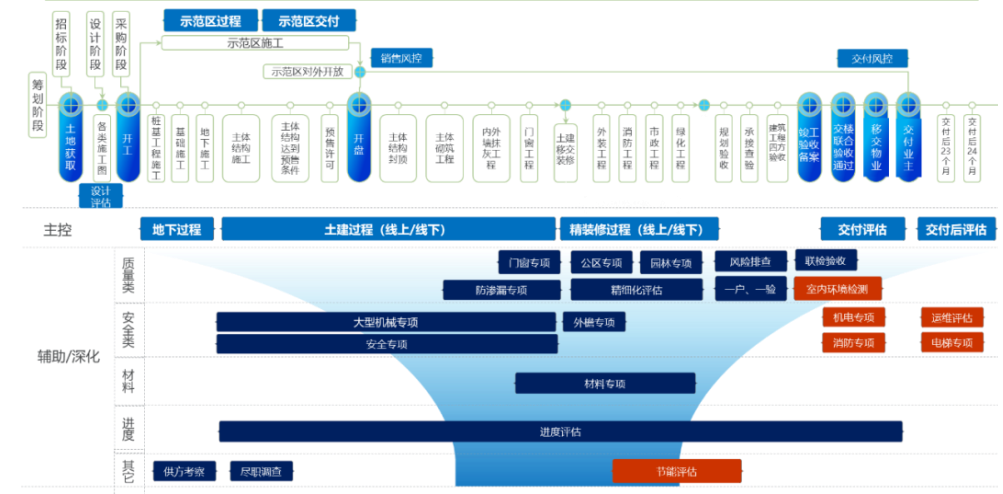
资料来源：深圳瑞捷官网，天风证券研究所

- **安全生产责任保险**（简称“安责险”），是指保险机构对投保的生产经营单位发生的生产安全事故造成的人员伤亡和有关经济损失等予以赔偿，并且为投保的生产经营单位提供事故预防服务的商业保险。根据 21 年 6 月《关于修改〈中华人民共和国安全生产法〉的决定》第三次修正，国家鼓励生产经营单位投保安全生产责任保险；属于国家规定的高危行业、领域的生产经营单位，应当投保安全生产责任保险。考虑到建筑行业属于八大高危行业，同时保险机构必须为投保单位提供事故预防技术服务，我们认为未来 TIS 机构或有望为保险公司提供安全评估服务。

### 3.2. 数字化建设构建高质量发展护城河，丰富的项目经验沉淀优质数据资产

加快建立信息化平台，拥有全生命周期、全专业类型风险项管控能力，实现风险闭环。结合政府质量监管需求，TIS 机构在施工过程中提出的风险技术问题，要求施工单位在信息平台上传整改照片、视频及整改措施，再由建设单位、监理单位进行复核监督，最终再由 TIS 风险管理机构在信息平台上进行销项。信息平台的建立使得政府监管部门能有效地对建设工程中出现的各类质量风险进行大数据采集，为建筑工程风险质量事故预防打下夯实基础；风险信息化流转，健全了 IDI 模式下的工程质量管控体系，使得各参建方共同参与风险问题的整改，保障工程质量水平。基于建设项目开发流程，瑞捷保险风控服务平台涵盖从勘察设计到项目运维全生命周期风险数据，通过服务动作标准化，风险录入规范化实现专业化风险管理。具体阶段管控重点如下：1) 项目勘察设计阶段设计风险管理，对风险源头进行控制；2) 施工过程全周期管理，全面提升质量；3) 运维期风险管理，降低赔付率。

图 11：深圳瑞捷的全生命周期、全专业类型风险管控流程



资料来源：深圳瑞捷公众号，天风证券研究所

**优质丰富的数据资产沉淀，提升决策效率和服务品质。**深圳瑞捷在工程建设行业拥有十三年的业务积淀，建立了覆盖全国 700 多个城市，包含超 40 万标段次的工程质量安全风险评估数据及数百个驻场及咨询项目经验的“瑞捷数据库”，打造了细分行业最全案例库与数据库。23 年上半年更新了 250 多家客户的 780 多套评估体系、重大风险案例库数据 1.8 万条，新增了 30 余万个风险案例及 6400 余个优秀案例，收集了工程质量及安全数据超过 260 万条。公司认为，①随着数据底座能力的不断加强，将进一步提高洞察客户需求的能力，大幅增进决策效率与改善决策品质，优化业务流程，降低不必要的成本投入。②业务赋能方面，数字化工具的应用，将提高服务效率和服务质量，推动产品和业务创新，进一步提升客户体验感，增加客户粘性。

图 12：深圳瑞捷数字化建设



资料来源：深圳瑞捷公众号，天风证券研究所

## 4. 盈利预测

**IDI-TIS 业务营收及盈利预测**，23 年随着广州地区 IDI 保险业务的扩张，我们预计明后年深圳、三亚等其他试点城市有望大面积铺开，同时公司也布局湖南、四川、浙江等地，我们预计深圳瑞捷 23-26 年 IDI-TIS 业务的订单增长率分别为 20%/85%/120%/70%，订单收入转化按照 3 年时间来预测，对应营业收入增长率为 83%/101%/88%/86%。我们认为，TIS 服务相较传统的工程管理业务毛利率较高，回款较好，参考 23 年上半年工程评估业务毛利率为 41.49%，我们预测 23-26 年 IDI-TIS 业务毛利率为 45%，费用率及税率参考公司整体的费用率及税率预测，即 23-26 年费用率约在 20%左右，税率为 13%左右，对应 IDI-TIS 业务净利润分别为 701/ 1463/3048/5602 万元，增速分别为 169%/109%/108%/84%，23-26 年 CAGR 为 100%，业务增长潜力较大。

表 16：深圳瑞捷 IDI-TIS 业务对收入及利润贡献预测

	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E
订单 (万)	5000	6000	11100	24420	41514
订单增速 YOY		20%	85%	120%	70%
IDI-TIS 营收 (万)	2000	3667	7367	13840	25678
增速 YOY		83%	101%	88%	86%
毛利率	45%	45%	45%	45%	45%
其他费用率	30%	23%	22%	20%	20%
税率	10%	14%	14%	13%	14%
贡献净利润 (万)	260	701	1463	3048	5602
增速		169%	109%	108%	84%

资料来源：Wind，天风证券研究所

结合上文分析，我们对公司盈利预测做出核心假设：

1) **工程评估**：公司在工程评估业务受 22 年疫情影响开工率不足致收入增速下滑，我们认为随着疫情后业务正常开展、存量市场进一步打开，未来工程评估业务仍有望保持较高增长，但行业竞争激烈程度会增加，预计 23-26 年工程评估收入增长 5%/10%/30%/30%。毛利率方面：公司在全国各大区域设立分支机构，缩短工作半径，有效降低运营成本，23 年上半年工程评估业务毛利率为 41.49%，我们认为全国化布局逐步开展有望带动工程评估业务毛利率维持较高水平，我们看好工程评估业务对整体盈利的贡献，预计公司 23-26 年工程评估毛利率分别为 41%左右。

2) **驻场管理**：公司 22 年驻场管理业务收入增速 12.13%，毛利率为 34.6%，主要房地产企业减少土地投资，项目开发推迟导致收入增速放缓。我们判断随着公司市占率进一步提升，超高的客户黏性将带来更多的驻场管理项目，23 年上半年驻场管理业务毛利率为 32.32%，同比提升 5.41pct，因此我们预计 23-26 年驻场管理业务收入增速分别为 5%/5%/10%/5%，毛利率有望维持在 32%左右。

3) **管理咨询**：公司管理咨询业务 22 年收入达 0.24 亿元，yoy+0.24%，公司开展该业务时间相对较短，考虑到地产下行压力较大，我们预计未来管理咨询业务扩张速度保持平稳增长，23-26 年管理咨询业务收入增速分别为 0%/0%/5%/5%。毛利率预测，由于公司管理咨询业务收入主要来自于为客户提供的评估培训业务，内容较为专业，因此评估培训业务单价较高，且负责培训人员通常较少，公司管理咨询业务的毛利率整体处于较高水平，22 年公司该业务毛利率为 46.53%，预计 23-26 年毛利率分别为 46%/43.2%/43%/43%。

表 17：深圳瑞捷收入及成本预测

营业收入		2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E	2026E
工程评估	收入/亿元	4.74	6.22	3.99	4.19	4.61	5.99	7.79
	毛利率/%	45.31%	41.36%	37.55%	41.00%	40%	41.00%	41.00%
	同比增长/%	12.32%	31.21%	-35.85%	5.00%	10.00%	30.00%	30.00%
驻场管理	收入/亿元	0.92	1.33	1.49	1.56	1.64	1.81	1.90
	毛利率/%	39.84%	34.92%	34.57%	32.00%	32.00%	32.00%	30.00%
	同比增长/%	33.33%	44.35%	12.13%	5.00%	5.00%	10.00%	5.00%
管理咨询	收入/亿元	0.07	0.23	0.24	0.24	0.24	0.25	0.26
	毛利率/%	51.12%	60.71%	46.53%	46.00%	43.20%	43.00%	43.00%
	同比增长/%	40.00%	235.57%	0.24%	0.00%	0.00%	5.00%	5.00%
合计	收入/亿元	5.7	7.8	5.7	6.4	7.2	9.4	12.5
	毛利率/%	44.68%	40.84%	37.14%	39.20%	38.67%	39.92%	40.20%
	同比增长/%	15.52%	35.81%	-26.57%	11.21%	13.64%	30.54%	32.71%

资料来源：Wind，天风证券研究所

4) **费用率**：我们认为全国化布局和线上业务的开展有助于公司降低差旅成本，未来收入的较快增长有望在销售费用上体现规模效应，22 年销售费用率为 7.41%，我们预计 23-26 年销售费用率为 5.42%/5.21%/4.1%/4.1%。职工薪酬占据管理费用的大部分，从 18 年开始人员扩张速度逐年放缓，未来随着人均产值的进一步提高，管理费用率有望小幅下降，我们预计 23-25 年管理费用率 11.8%/11.8%/11.2%/11%。技术优势是公司的核心竞争力，我们预计随着收入快速增长，公司研发费用率有望被摊薄，预计 23-25 年研发费用率为 5%左右。22 年公司资产减值损失（含信用减值损失）达到 5130 万元，随着公司减值出清，预计公司 23-26 年资产减值损失（含信用减值损失）占营收的比逐步降低。

表 18：公司核心指标预测值

	2021	2022	2023E	2024E	2025E	2026E
销售费用率	4.64%	7.41%	5.42%	5.21%	4.10%	4.10%
管理费用率	11.61%	17.85%	11.80%	11.80%	11.20%	11.00%
研发费用率	4.42%	5.34%	5.20%	5.00%	4.50%	4.50%
资产减值损失(含信用减值损失)占营收的比	6.07%	8.97%	2.55%	1.67%	0.42%	0.16%

资料来源：Wind，天风证券研究所

根据以上假设，我们预计深圳瑞捷 23-26 年归母净利润为 0.52/0.8/1.52/2.12 亿元，对应增速为 230%/55%/90%/40%，归母净利润复合增速为 60%。我们选取 A 股内业务较为接近的检测类公司华测检测、国检集团、广电计量，以及广深地区设计检测公司华阳国际、施工监理公司建发合诚作为可比公司。根据 Wind 一致预期，可比公司 23-25 年 PEG 均值为 1.3 倍。我们看好公司 IDI-TIS 业务未来的高成长型，同时深圳瑞捷处于产业链前端有望充分受益于广深城中村建设，取 0.35 倍作为深圳瑞捷 PEG，对应 2025 年 PE 为 25 倍，目标价为 24.78 元，上调公司评级为“买入”评级。

表 19：截至 2023/12/29 可比公司估值情况

股票代码	股票简称	23PE	24PE	25PE	23-25PEG	23-25 年归母净利润复合增速
300012.SZ	华测检测	22.75	18.53	15.41	1.39	21%
603060.SH	国检集团	24.77	19.68	16.05	3.26	24%
002967.SZ	广电计量	31.48	22.56	16.91	0.64	36%
002949.SZ	华阳国际	15.95	12.92	10.87	0.30	21%

603909.SH	建发合诚	38.08	25.77	19.94	1.02	38%
平均		26.61	19.89	15.84	1.32	28%
300977.SZ	深圳瑞捷	55.20	35.64	18.82	0.22	71%

资料来源：Wind，天风证券研究所

注：除深圳瑞捷外，其余均为 Wind 一致预期。

## 5. 风险提示

**新业务拓展进度不及预期：**目前各地市 TIS 机构的白名单机制仍限制深圳瑞捷进入其他地区 TIS 市场，若无法进入其他地市白名单，将会限制公司新业务开拓。

**政策落地不及预期：**目前 IDI 保险仍处于试点解读，后续仍需关注各地政策落地速度及政策实际推行力度。

**地产下行风险：**23 年 1-11 月新开工面积下滑超 20%，若新开工持续大比例下滑将直接影响 IDI 保险市场从而影响公司 TIS 业务推行。

**坏账风险：**截至 23Q3 公司应收账款为 2.99 亿元。尽管主要客户为国内大型房地产开发企业和公共工程建设单位，信誉较好，但受房地产行业债务危机影响，存在坏账风险，可能导致部分账款无法及时收回。

**市场竞争风险：**公司在新兴的第三方工程评估领域具有强大竞争力，但随着行业市场化加速，可能面临更多竞争对手涌入、技术进步冲击等挑战。若公司未能持续满足市场需求，可能导致更激烈竞争、业务减少、收费下降，进而影响公司未来盈利能力。

**测算具有一定的主观性。**

## 财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E	利润表(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	248.69	95.94	158.12	173.21	210.99	营业收入	778.21	571.83	635.93	722.70	943.42
应收票据及应收账款	371.50	322.90	383.69	427.34	489.88	营业成本	460.36	359.65	386.64	443.25	566.85
预付账款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	营业税金及附加	4.18	3.09	3.50	3.90	5.03
存货	1.26	0.84	5.17	1.72	7.10	销售费用	36.09	42.38	34.47	37.65	38.68
其他	892.80	900.46	856.20	852.99	831.68	管理费用	90.33	102.08	75.04	85.28	105.66
<b>流动资产合计</b>	<b>1,514.26</b>	<b>1,320.13</b>	<b>1,403.19</b>	<b>1,455.26</b>	<b>1,539.65</b>	研发费用	34.38	30.54	33.07	36.14	42.45
长期股权投资	6.93	7.38	7.93	8.58	9.36	财务费用	(5.77)	(0.72)	2.46	(0.04)	(0.36)
固定资产	5.14	4.34	2.97	2.31	1.93	资产/信用减值损失	(47.28)	(51.30)	(16.22)	(12.10)	(4.00)
在建工程	0.00	0.00	0.60	1.56	2.14	公允价值变动收益	3.97	3.47	(29.77)	(12.00)	(10.00)
无形资产	10.60	18.02	16.17	13.63	10.40	投资净收益	7.47	24.69	5.66	1.50	4.00
其他	76.98	284.94	231.68	241.03	250.25	其他	56.62	40.08	0.00	0.00	0.00
<b>非流动资产合计</b>	<b>99.65</b>	<b>314.68</b>	<b>259.35</b>	<b>267.11</b>	<b>274.07</b>	<b>营业利润</b>	<b>137.87</b>	<b>17.86</b>	<b>60.43</b>	<b>93.93</b>	<b>175.10</b>
<b>资产总计</b>	<b>1,613.91</b>	<b>1,650.78</b>	<b>1,662.54</b>	<b>1,722.37</b>	<b>1,813.72</b>	营业外收入	0.03	0.00	0.06	0.03	0.03
短期借款	2.48	120.34	50.00	30.00	20.00	营业外支出	0.07	0.26	0.11	0.15	0.17
应付票据及应付账款	22.12	18.58	6.34	17.05	6.25	<b>利润总额</b>	<b>137.83</b>	<b>17.60</b>	<b>60.38</b>	<b>93.81</b>	<b>174.96</b>
其他	176.35	113.95	127.31	152.26	161.80	所得税	18.69	1.82	8.35	13.21	22.31
<b>流动负债合计</b>	<b>200.94</b>	<b>252.86</b>	<b>183.65</b>	<b>199.31</b>	<b>188.05</b>	<b>净利润</b>	<b>119.14</b>	<b>15.78</b>	<b>52.03</b>	<b>80.60</b>	<b>152.65</b>
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	少数股东损益	0.00	0.10	0.31	0.48	0.92
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>119.14</b>	<b>15.68</b>	<b>51.72</b>	<b>80.12</b>	<b>151.74</b>
其他	11.12	5.52	8.00	7.00	6.00	每股收益(元)	0.78	0.10	0.34	0.52	0.99
<b>非流动负债合计</b>	<b>11.12</b>	<b>5.52</b>	<b>8.00</b>	<b>7.00</b>	<b>6.00</b>						
<b>负债合计</b>	<b>218.05</b>	<b>266.63</b>	<b>191.65</b>	<b>206.31</b>	<b>194.05</b>	<b>主要财务比率</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>
少数股东权益	0.00	0.10	0.30	0.61	1.21	<b>成长能力</b>					
股本	68.38	102.21	152.77	152.77	152.77	营业收入	35.89%	-26.52%	11.21%	13.64%	30.54%
资本公积	997.70	967.04	968.32	968.32	968.32	营业利润	-2.10%	-87.05%	238.45%	55.42%	86.43%
留存收益	366.94	335.26	368.71	419.96	519.13	归属于母公司净利润	-1.07%	-86.84%	229.89%	54.91%	89.39%
其他	(37.16)	(20.46)	(19.20)	(25.61)	(21.76)	<b>获利能力</b>					
<b>股东权益合计</b>	<b>1,395.86</b>	<b>1,384.15</b>	<b>1,470.90</b>	<b>1,516.05</b>	<b>1,619.67</b>	毛利率	40.84%	37.10%	39.20%	38.67%	39.92%
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>1,613.91</b>	<b>1,650.78</b>	<b>1,662.54</b>	<b>1,722.37</b>	<b>1,813.72</b>	净利率	15.31%	2.74%	8.13%	11.09%	16.08%
						ROE	8.54%	1.13%	3.52%	5.29%	9.38%
						ROIC	67.09%	5.39%	17.35%	23.18%	42.61%
						<b>偿债能力</b>					
<b>现金流量表(百万元)</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	资产负债率	13.51%	16.15%	11.53%	11.98%	10.70%
净利润	119.14	15.78	51.72	80.12	151.74	净负债率	-17.18%	2.24%	-6.98%	-9.24%	-11.72%
折旧摊销	3.12	6.91	7.61	10.25	10.04	流动比率	7.32	5.12	7.64	7.30	8.19
财务费用	0.57	2.57	2.46	(0.04)	(0.36)	速动比率	7.31	5.11	7.61	7.29	8.15
投资损失	(7.47)	(24.69)	(5.66)	(1.50)	(4.00)	<b>营运能力</b>					
营运资金变动	(224.83)	(310.12)	14.58	(22.12)	(66.87)	应收账款周转率	2.42	1.65	1.80	1.78	2.06
其它	171.12	265.18	(29.46)	(11.52)	(9.08)	存货周转率	371.52	543.09	211.47	209.63	213.99
<b>经营活动现金流</b>	<b>61.66</b>	<b>(44.36)</b>	<b>41.25</b>	<b>55.19</b>	<b>81.46</b>	总资产周转率	0.74	0.35	0.38	0.43	0.53
资本支出	3.91	18.25	2.52	9.00	8.00	<b>每股指标(元)</b>					
长期投资	3.21	0.45	0.54	0.65	0.78	每股收益	0.78	0.10	0.34	0.52	0.99
其他	(932.86)	(181.31)	57.15	7.85	8.22	每股经营现金流	0.40	-0.29	0.27	0.36	0.53
<b>投资活动现金流</b>	<b>(925.75)</b>	<b>(162.61)</b>	<b>60.21</b>	<b>17.50</b>	<b>17.00</b>	每股净资产	9.14	9.06	9.63	9.92	10.59
债权融资	14.71	118.71	(73.98)	(22.16)	(11.64)	<b>估值比率</b>					
股权融资	892.56	14.76	34.71	(35.44)	(49.04)	市盈率	23.97	182.11	55.20	35.64	18.82
其他	13.23	(81.39)	0.00	0.00	0.00	市净率	2.05	2.06	1.94	1.88	1.76
<b>筹资活动现金流</b>	<b>920.49</b>	<b>52.08</b>	<b>(39.27)</b>	<b>(57.60)</b>	<b>(60.68)</b>	EV/EBITDA	13.39	8.31	19.98	14.61	8.73
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	EV/EBIT	13.54	8.79	21.90	16.02	9.22
<b>现金净增加额</b>	<b>56.40</b>	<b>(154.90)</b>	<b>62.18</b>	<b>15.09</b>	<b>37.78</b>						

资料来源：公司公告，天风证券研究所



### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户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，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、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。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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。

### 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

### 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

### 天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	A 栋 23 层 2301 房	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	邮编：570102	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	电话：(0898)-65365390	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com