

## 证券IT拾级而上

## 最近一年行业指数走势



## 投资要点:

## ● 证券IT投资拾级而上。

证券IT涉及证券、基金、资产管理、期货、信托和银行理财子公司等主体的IT投资,主要指外购公司的软件产品和服务,其空间大小与下游行业的净利润变动有强相关性。

虽然在下游周期顶部时期投资额会大幅增加,但周期过后证券IT投资并不会随行业经营情况大幅波动,反而由于多种因素呈现逐年增加态势,截止2018年我国证券IT规模约为100亿元级别,7年复合增速为16.2%。

## ● 4因素推动行业发展。

证券监管政策频出、新业务不断推出、投资主体逐年增多以及技术变革导致使得系统复杂度提升,推动证券IT规模持续发展。

科创板、沪伦通、个股期权等业务以及资产管理新规、基金托管新规等监管政策变动带来数十亿元增量。

长期看人工智能等新技术与业务的结合,如量化交易、期权交易策略等将会产生远高于现有空间的价值。

## ● 网络效应铸就高壁垒。

证券IT格局相对稳定,恒生电子、金证股份、金仕达、顶点软件和赢时胜等公司脱颖而出,恒生电子是龙头,总体占有率或超40%。

由于存在极强的网络效应,BAT等巨头在较长时间内切入到该领域都会得不偿失,因此通过购入部分公司股权间接进入该行业。

我们判断未来网络效应会逐渐增强,客户总数、头部客户数、产品体系完善度会极大影响各自公司未来价值。

## ● 投资建议。

我们认为证券IT行业短期看是阶段性上升,长期看极可能与金融业务结合产生新的盈利模式,前景广阔。

基于此我们推荐具有较强产业地位的恒生电子(600570.SH)、金证股份(600446.SH)、顶点软件(603383)和同花顺(300033.SZ)。

## ● 风险提示:证券IT投资进度低于预期;宏观经济增速低于预期。

## 联系信息

赵成

分析师

SAC证书编号: S0160517070001

zhaoc@ctsec.com

蒋领

联系人

jiangling@ctsec.com

021-68592267

## 相关报告

- 1 《科创板细则落地,信息行业迎发展:计算机行业周报(2/25-3/1)》 2019-03-05
- 2 《监管逐步松绑,金融IT复苏在即:计算机行业周报(2/18-2/22)》 2019-02-25
- 3 《互联网+护理试点,医疗信息化加速发展:计算机行业周报(2/11-2/15)》 2019-02-18

表1:重点公司投资评级

代码	公司	总市值 (十亿元)	收盘价 (03.06)	EPS (元)			PE			投资评级
				2017A	2018E	2019E	2017A	2018E	2019E	
600570	恒生电子	55.4	89.70	0.76	1.00	1.17	118.03	89.70	76.67	增持
600446	金证股份	20.5	24.08	0.15	-0.14	0.43	160.53	-172.00	56.00	增持
603383	顶点软件	9.4	78.30	0.85	1.18	1.51	92.12	66.36	51.85	增持
300033	同花顺	47.0	87.50	1.35	1.18	1.33	64.81	74.15	65.79	增持

数据来源:Wind,财通证券研究所

请阅读最后一页的重要声明

以才聚财,财通天下

## 内容目录

1、 证券 IT 的内涵.....	4
1.1 证券 IT 主体 .....	4
1.2 证券 IT 的内涵 .....	4
2、 市场空间持续增长.....	6
2.1 证券 IT 投资呈阶梯上升 .....	6
2.2 狭义的证券 IT 占比有提升趋势 .....	7
3、 行业发展的四大驱动力.....	8
3.1 监管驱动.....	8
3.2 业务驱动.....	10
3.2.1 传统业务带来 IT 维护需求 .....	10
3.2.2 科创板或带来 8 亿元增量 .....	10
3.2.3 托管新规或带来 6 亿元增量 .....	11
3.2.4 沪伦通或带来 10 亿元增量 .....	12
3.2.5 个股期权或带来 20 亿元增量 .....	12
3.3 参与主体的驱动.....	12
3.3.1 现有机构稳定增长 .....	12
3.3.2 银行理财子公司或带来 10 亿元增量 .....	13
3.3.3 外资机构或大量涌入 .....	15
3.4 技术驱动.....	16
3.4.1 技术驱动交易效率提升 .....	16
3.4.2 技术驱动监管系统化 .....	17
4、 行业格局稳定.....	18
4.1 格局现状.....	18
4.2 空间小壁垒高.....	19
4.3 网络效应较强.....	20
5、 推荐标的梳理.....	20
5.1 恒生电子 (600570. SH) .....	20
5.2 金证股份 (600446. SH) .....	22
5.3 顶点软件 (603383. SH) .....	23
5.4 同花顺 (300033. SZ) .....	25
6、 风险提示 .....	26

## 图表目录

图 1: 证券 IT 的生态 .....	4
图 2: 广义证券 IT 组成.....	5
图 3: 证券投资流程 .....	6
图 4: 证券公司 IT 投入规模 .....	6
图 5: 上市券商 IT 人员变动 .....	7
图 6: 各金融行业净利润波动 .....	7
图 7: 2015 年证券 IT 投入 (亿元) .....	8
图 8: 2017 年证券 IT 投入 (亿元) .....	8
图 9: 中国证券监督管理文件数量.....	8
图 10: 监管场景 .....	8
图 11: 资产管理新规 .....	9
图 12: 证券市场业务发展.....	10
图 13: 科创板进程 .....	11

图 14: 托管新规.....	11
图 15: 沪伦通进程.....	12
图 16: 我国证券公司数量.....	13
图 17: 基金公司和期货公司数量.....	13
图 18: 我国历年开户人数.....	13
图 19: 2017 年交易占比.....	13
图 20: 银行理财子公司.....	14
图 21: 外资机构准入放宽.....	15
图 22: 历次技术浪潮的影响.....	17
图 23: 监管生态.....	18
图 24: 数据交互越来越频繁.....	18
图 25: 2017 年收入规模 (单位: 亿元).....	19
图 26: 恒生电子占有率.....	19
图 27: 2017 年各主要行业 IT 投资 (亿元).....	19
图 28: 2017 年巨头收入规模 (亿元).....	19
图 29: 网络效应.....	20
图 30: 客户数量决定产品成本.....	20
图 31: 恒生电子产品线.....	21
图 32: 恒生电子历年收入与净利润.....	22
图 33: 恒生电子主营业务占比 (2017 年报).....	22
图 34: 恒生电子研发投入变动.....	22
图 35: 恒生电子核心产品市占率.....	22
图 36: 金证股份历年收入与净利润.....	23
图 37: 金证股份收入结构 (2017 年报).....	23
图 38: 顶点软件历年收入与净利润.....	23
图 39: 顶点软件收入结构.....	23
图 40: 顶点软件产品线.....	24
图 41: 顶点软件研发投入变动.....	24
图 42: 顶点软件人员结构.....	24
图 43: 同花顺历年收入与净利润.....	25
图 44: 同花顺收入结构.....	25
图 45: 同花顺研发占比.....	26
图 46: 同花顺历年注册用户数.....	26

## 1、证券 IT 的内涵

### 1.1 证券 IT 主体

证券行业生态从上到下分别为监管机构、交易场所、经营机构、交易主体。

中国证券监督管理委员会为监管机构的主体，负责制定行业政策，监管各经营机构和交易主体的行为。

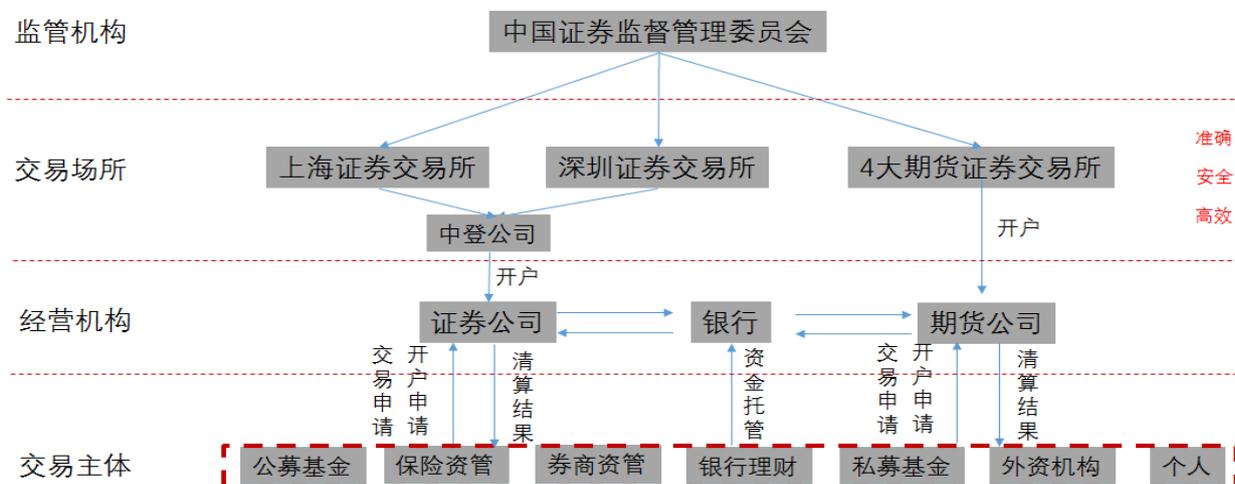
交易场所由股票交易所、期货交易所构成，股票交易所分为上海证券交易所和深圳证券交易所；期货交易所主要有郑州商品交易所、上海期货交易所、大连商品交易所和中国金融期货交易所。

经营机构主要指证券公司、期货公司，截止 2018 年底我国共有 142 家基金公司、131 家证券公司、146 家期货公司，A 股上市公司截止已达 3590 家，期货品种已覆盖农产品、石油化工、股指等产品。

交易主体由专业投资机构和个人投资者组成，其中公募机构、保险资管、券商资管、银行理财、私募基金发展较快，对外资投资机构逐步开放，个人投资者经历 2015 年急速增长后 2018 年接近 1.4 亿人。

证券 IT 主要指证券公司、公募基金、券商资管、银行理财等机构在 IT 上的投入，狭义的证券 IT 主要指投资机构外购外部产品和服务的部分。

图1：证券IT的生态



数据来源：财通证券研究所整理

### 1.2 证券 IT 的内涵

证券 IT 投资总体包括底层 IT 系统、办公软件和核心业务软件，其中核心业务软件是跟外部机构对接的主要的通道。

底层 IT 系统主要指服务器、数据库、终端和通信线路，目前看数据库领域基本被国外品牌占据，其他领域国内品牌已居于主导地位。

办公软件主要指财务管理软件、移动办公管理软件、人力资源管理软件等，供应商以国内企业为主，常见的有用友网络、金蝶软件等。

核心业务系统主要包括登记结算、交易系统、估值系统、风控系统、客户关系系统等，主要供应商有恒生电子、金证股份、金仕达、顶点软件、赢时胜等公司。

**图 2：广义证券 IT 组成**

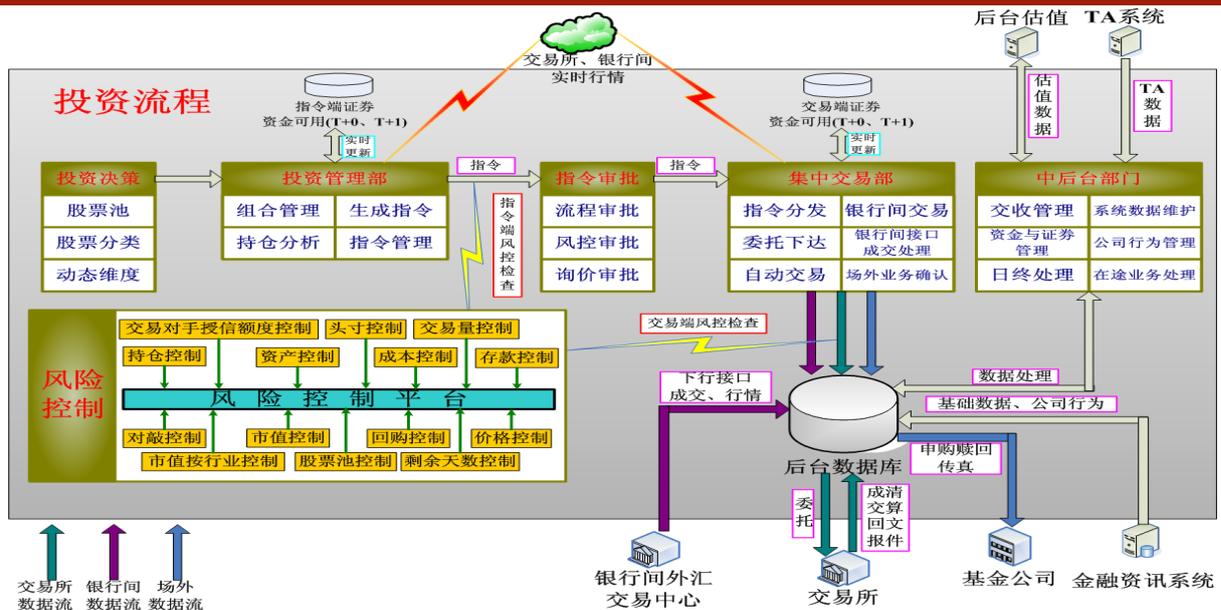
大类	细分	供应商
底层 IT 系统	服务器	浪潮、华为、戴尔、惠普、IBM 等
	数据库	Oracle、Sap
	终端	联想、戴尔、惠普等
	通信线路	华为、中兴通讯、中国移动、中国电信等
办公软件	ERP	用友网络、金蝶软件、Oracle、Sap 等
	OA	泛微网络、钉钉、微软
	HR	Sap、Oracle 等
核心业务软件	登记结算	恒生电子、金证股份、金仕达、顶点软件、赢时胜（各金融主体的侧重点不一样）
	交易系统	
	估值系统	
	风控系统	
	客户关系管理	

数据来源：财通证券研究所

证券 IT 系统涉及交易所、证券公司、托管机构、投资机构和个人之间的实时交易，信息传输量巨大，对系统实时性、安全性要求很高。机构对交易的反应时间都是在毫秒级，个人投资者虽然要求没这么高但要求在提高，即使是系统的短期中断都对市场造成较大的损失，因此与交易相关的核心交易系统是证券 IT 最为关键的部分。

证券 IT 一个重要的特性在于交易系统、估值系统等核心业务系统都须与最新的监管政策无缝对接，即证监会出台监管文件涉及的系统调整都必须在最短的时间内完成，否则会影响交易是否能进行。

图 3：证券投资流程



数据来源：网络资料整理、财通证券研究所

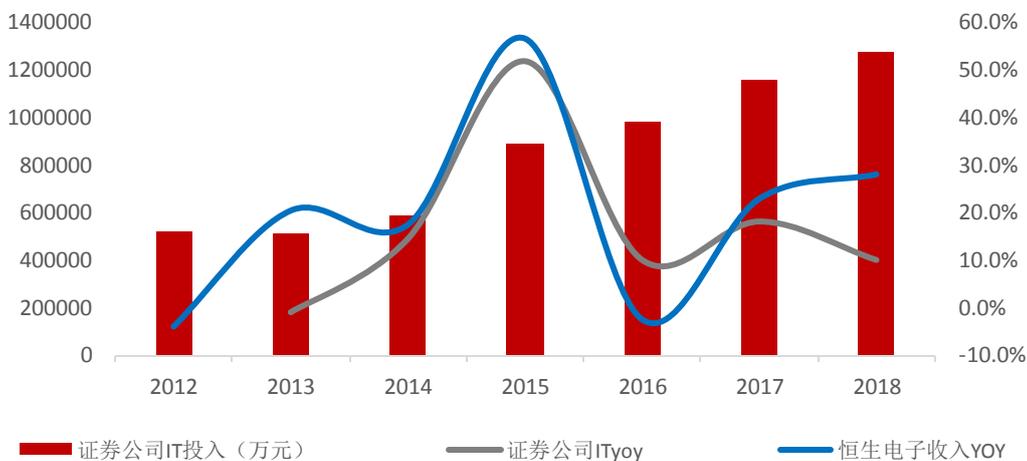
## 2、市场空间持续增长

### 2.1 证券 IT 投资呈阶梯上升

根据证监会要求证券机构 IT 投入不少于净利 6%或营收 3%的硬性要求，结合最近几年的行业净利润测算证券公司的 IT 投入在百亿级级别，如加上其他机构空间将超出百亿。

根据中国证监会的统计，2012 年-2018 年证券公司在 IT 投入上持续增长，6 年复合增长率超过 16%，2015 年牛市同比增长 50%以上，之后并未随市场走熊而减少投入，可见证券 IT 具有弱周期性。

图 4：证券公司 IT 投入规模

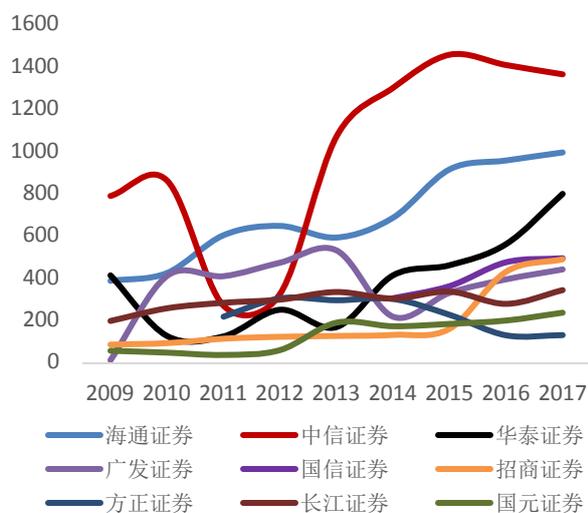


数据来源：Wind、财通证券研究所

我们从证券公司 IT 人员的变动也能看到 IT 投入的变动，我们统计了 2009-2017 年 9 年时间中上市公司券商的变动（新上市券商缺乏完整的数据，剔除）发现中信证券、海通证券、华泰证券、招商证券等头部券商 IT 人员数增速快于二线券商。

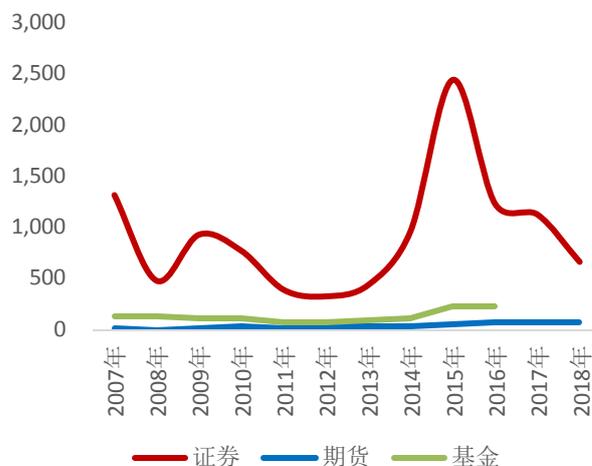
证券行业和基金行业是强周期行业，2015 年和 2012 年的净利润为例比较，2015 年净利润 2447 亿元，2012 年仅为 329 亿元，两者相差近 7 倍，但 IT 行业投资显然没有如此巨大的波动，2015 年证券 IT 投资增长 50% 以上，2016 增长在个位数，之后持续增长。

图 5：上市券商 IT 人员变动



数据来源：Wind，财通证券研究所

图 6：各金融行业净利润波动



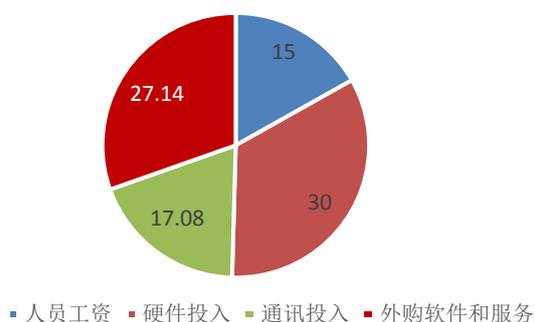
数据来源：Wind，财通证券研究所

## 2.2 狭义的证券 IT 占比有提升趋势

根据中国证券业协会数据，证券公司的 IT 投入主要分为人员工资、硬件投入、通讯投入、外购软件和服务（公募基金行业没有公开数据），狭义的证券 IT 市场指证券公司从外购进的部分。

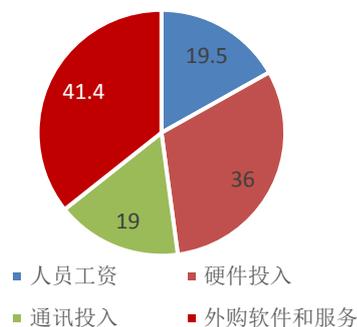
我们以 2015 年和 2017 年两年的数据分析，发现外购软件和服务占比呈上升趋势，由 2015 年的 30% 提升到 2017 年的 35.7%，在外购软件和服务中可以细分为软件产品和服务，我们判断软件产品的部分会更高些（按 1 万人员外包量，每个员工年工资 10 万元，对应外包服务总空间为 10 亿元）。

图7：2015年证券IT投入（亿元）



数据来源：Wind、财通证券研究所

图8：2017年证券IT投入（亿元）



数据来源：Wind、财通证券研究所

### 3、行业发展的四大驱动力

#### 3.1 监管驱动

中国证券监督管理委员会网站显示，证监会历年出台的文件较多，其中关于股票发行的文件 12899 个，基金监管 8904 个，上市公司监管 4512 个，证券经营机构监管 2574 个，交易监管 53 个，这些文件涉及到金融机构客户、个人客户等投资全生命周期。

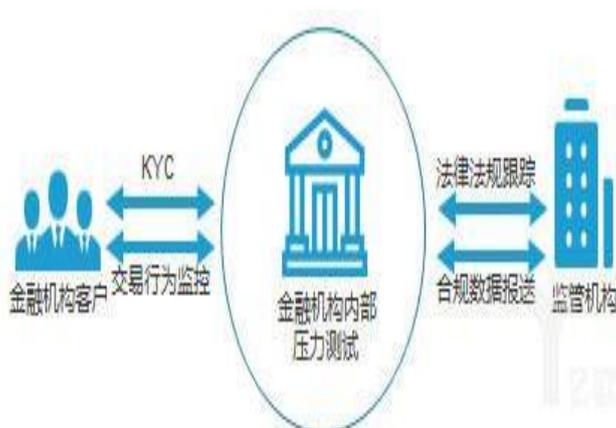
现有的监管政策出台都会固化到证券公司、基金公司的内部风险控制系统、业务流程系统、交易系统等环节中，另外金融机构需要定期向监管机构提供合规数据，格式和数据参数会随需求进行变动，也需要与原有 IT 系统进行对接改造。

图9：中国证券监督管理文件数量

	历年监管文件
发行监管	12899
创业板监管	1312
公众公司监管	637
证券交易监管	53
证券经营机构监管	2574
上市公司监管	4512
基金监管	8904
期货监管	2680
私募基金监管	69
公司债券监管	1741

数据来源：中国证监会官网、财通证券研究所

图10：监管场景



数据来源：亿欧智库、财通证券研究所

2018 年 4 月 27 日，央行、银保监会、证监会、外汇局联合发布《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》（简称“资管新规”）；2018 年 7 月 20 日，央行发布《关于进一步明确规范金融机构资产管理业务指导意见有关事项的通知》并进行说明，银保监会发布《商业银行理财业务监督管理办法（征求意见稿）》并公

开征求意见，证监会发布《证券期货经营机构私募资产管理业务管理办法（征求意见稿）》《证券期货经营机构私募资产管理计划运作管理规定（征求意见稿）》并公开征求意见。

资管新规是非常典型的监管政策变动导致的 IT 需求增加的案例，按照每个银行 200 万 IT 投入，1000 家银行则对应 20 亿元投入。

**图11：资产管理新规**

序号	重要内容	详细规则
1	明确打破刚性兑付	1、要求金融机构不得承诺保本保收益，产品出现兑付困难时不得以任何形式垫资兑付。 2、引导金融机构转变预期收益率模式，强化产品净值化管理，并明确核算原则。 3、明示刚性兑付的认定情形，包括违反净值确定原则对产品进行保本保收益、采取滚动发行等方式保本保收益、自行筹集资金偿付或委托其他机构代偿等。 4、分类进行惩处。存款类金融机构发生刚性兑付，足额补缴存款准备金和存款保险保费，非存款类持牌金融机构由金融监督管理部门和中国人民银行依法纠正并予以处罚。
2	非标准化债权类资产投资	在非标准化债权类资产投资方面，《意见》明确标准化债权类资产的核心要素，提出期限匹配、限额管理等监管措施，引导商业银行有序压缩非标存量规模。
3	在产品净值化管理方面	要求资产管理业务不得承诺保本保收益，明确刚性兑付的认定及处罚标准，鼓励以市值计量所投金融资产，同时考虑到部分资产尚不具备以市值计量的条件，兼顾市场诉求，允许对符合一定条件的金融资产以摊余成本计量。
4	在消除多层嵌套方面	统一同类资管产品的监管标准，要求监管部门对资管业务实行平等准入，促进资管产品获得平等主体地位，从根源上消除多层嵌套的动机。同时，将嵌套层级限制为一层，禁止开展多层嵌套和通道业务。
5	在合理设置过渡期方面	过渡期延长至 2020 年底，给予金融机构充足的调整和转型时间。
6	其他调整	1、资管新规关于资产管理业务的最新定义在银行、信托、证券、基金、期货、保险资管等基础上新增金融资产投资公司类型，或意味着银行资管子公司落地值得期待。 2、私募基金、产业基金另行规定 3、人民币、外币资管产品均适用于资管新规 4、资管新规不适用于养老金产品 5、公募投资范围放宽，支持私募投资债转股 6、信息披露要求更细致：固定收益、权益类、商品及衍生品类、权益类，均要求“通过醒目方式”告知投资者。 7、合格投资者要求更严格：合格投资者具有 2 年以上投资经历，且满足以下条件之一：家庭金融净资产不低于 300 万元，家庭金融资产不低于 500 万元，或者近 3 年本人年均收入不低于 40 万元。 8、智能投顾监管明确：不得借助人工智能业务夸大宣传资产管理产品或者误导投资者。金融机构应当向金融监督管理部门报备人工智能模型的主要参数以及资产配置的主要逻辑。

数据来源：网络资料整理、财通证券研究所

### 3.2 业务驱动

#### 3.2.1 传统业务带来 IT 维护需求

我国资本市场经历近 30 年发展，业务类型和产品种类都得到了极大的丰富。从业务类型上看，目前股票、债券、期货等发展较为成熟。

从产品类型上看，我们以股票为例，截止 2019 年 3 月 4 日 A 股上市总数达到 3590 家，数量仍在缓慢增加，2004 年和 2009 年分别推出中小板和创业板，截止目前数量分别达到 928 和 745 家，市值合计约为 13.74 万亿，占比达 25% 以上。

期货市场方面我国在 2010 年推出股指期货，2018 年推出石油原油期货，标志我国期货市场体系更为健全。

业务类型和产品种类几何级数增加，系统变得更为复杂，对 IT 系统产生长远影响，每年需要大量的维护费用。

**图 12：证券市场业务发展**

	里程碑	现状
股票市场	1、1984 年发行飞乐音响 2、1990 年成立上海证券交易所、深圳证券交易所 3、1992 年建立 B 股市场，2001 年对国内开放 4、2004 年 5 月经国务院批准设立中小板 5、2009 年 3 月 31 日，中国证监会正式发布创业板管理办法。 6、2010 年 3 月 30 日，上交所、深交所分别发布公告，将于 2010 年 3 月 31 日起正式开通融资融券交易系统 7、2012 年国务院决定扩大非上市公司股份转让试点。 8、2014 年 4 月 10 日中国证监会正式批复沪港通 9、2016 年 12 月 5 日深港通正式启动	1、A 股股票数量超 3600 支、市值超过 57 万亿、2018 年成交 90 万亿元 2、B 股 100 支，市值 8000 亿，成交金额 3、中小板共计 928 支，市值共计 8.78 万亿元 4、创业板共计 745 支，市值共计 4.96 万亿 5、沪港通共计 579 支，深港通 741 支 6、截止 2019 年 2 月 28 日，融资余额 7947 亿元
期货市场	1、1990 年引入期货交易机制 2、1999 年我国期货交易所再次精简合并为 3 家，即郑商所、大商所和上期所，期货品种亦由 35 个降至 12 个 3、中国金融期货交易所于 2006 年 9 月在上海挂牌成立 4、2010 年 4 月推出了沪深 300 股票指数期货 5、2018 年 3 月 26 日上海国际能源交易中心推出原油期货	1、目前共计 46 个品种 2、成交额从 1993 年的 5,522 亿元增长到 2018 年的 210.82 万亿元，增长 382 倍。 3、股指期货 2018 年成交 7.83 万亿，同比增长 74%。 4、原油期货 2018 年交易额突破 10 万亿。

数据来源：Wind、财通证券研究所

#### 3.2.2 科创板或带来 8 亿元增量

2019 年 3 月 1 日证监会发布了《科创板首次公开发行股票注册管理办法(试行)》，科创板已正式登上历史舞台，2019 年下半年将会看到首批科创板公司登陆，在此之前证券公司、基金公司、资产管理公司都需要进行系统的改造、新增科创板登记结算系统。

我们按 400 家机构进行测算，保守估计 200 万/公司，则对应新增市场需求为 8 亿元。

**图 13：科创板进程**

时间	进展
2018 年 11 月 5 日	上海证券交易所表示将认真落实习近平总书记指示，在中国证监会的指导下，积极研究制订科创板和注册制试点方案，向市场征求意见并履行报批程序后实施。
2019 年 1 月 23 日	中共中央总书记、国家主席、中央军委主席、中央全面深化改革委员会主任习近平主持召开中央全面深化改革委员会第六次会议并发表重要讲话，会议审议通过了《在上海证券交易所设立科创板并试点注册制总体实施方案》、《关于在上海证券交易所设立科创板并试点注册制的实施意见》。
2019 年 1 月 30 日	中国证监会就《科创板上市公司持续监管办法（试行）》和《科创板首次公开发行股票注册管理办法（试行）》公开征求意见；同日，上海证券交易所就设立科创板并试点注册制相关配套业务规则公开征求意见。
2019 年 3 月 1 日	证监会发布了《科创板首次公开发行股票注册管理办法（试行）》（以下简称《注册管理办法》）和《科创板上市公司持续监管办法（试行）》（以下简称《持续监管办法》），自公布之日起实施。经证监会批准，上交所、中国结算相关业务规则随之发布。

数据来源：网络资料整理、财通证券研究所

### 3.2.3 托管新规或带来 6 亿元增量

自 2017 年底开始，证监会指导上海、深圳证券交易所启动新设公募基金管理人证券交易模式转换试点，2019 年 2 月证监会下发《关于新设公募基金管理人证券交易模式转换有关事项的通知》，通知要求新设立的公募基金公司应当采用券商结算模式，并鼓励老基金公司在发行新产品时也采用新交易模式。

此前托管机构一直是银行体系，托管新规给了券商准入的信号，打破了银行的垄断，长期看所有证券公司都将建设自己的托管清算系统，保守估计券商行业能占有 20% 的份额，按现有 10 万亿的公募基金托管总规模计算，合计能拿到 2 万亿元，如果按 1% 的托管费计算则增加 200 亿元证券公司的收入，对应拉动 IT 投资 6 亿元左右。

**图 14：托管新规**

序号	对基金产品管理人的要求
1	按照证券交易金额计算和支付交易佣金，交易佣金不得与证券公司销售业绩、保有规模等挂钩。基金产品管理人可免于执行《关于完善证券投资基金交易席位制度有关问题的通知》第二条的分仓规定，但应当在定期报告中按规定公开披露佣金支付（包括费率、金额等）情况以及是否与证券公司存在关联关系。
2	妥善控制头寸分布。管理人存放在证券公司资金账户内的资金可纳入现金类资产进行流动性风险管理。
3	原则上应当使用证券公司提供的交易终端进行证券交易业务，但经证券公司评估同意其使用自身投资管理系统接入交易的除外。在上述情况下，基金产品管理人不得将相关系统转让、出借给第三方使用或为第三方提供接入服务，不得借助证券公司提供的接入服务违规出借账户或违法从事证券基金业务活动。
4	对证券交易指令进行检查，确保符合本公司风险管理要求后发出委托指令，主动避免可能的异常交易，积极配合证券公司的交易管理行为。

数据来源：网络资料整理、财通证券研究所

### 3.2.4 沪伦通或带来 10 亿元增量

2015 年 12 月沪伦通提上日程，在 2018 年基本成型，虽未能正式推出，但我们判断这是大势所趋，目前证监会和交易所的工作重心在科创板上。

我们判断未来 2 年时间沪伦通、深伦通落地的概率极大，按每家证券公司 1000 万的投入，则带来 10 亿左右增量。

**图 15：沪伦通进程**

时间	重要事件
2015 年 12 月 29 日	上海市常务副市长屠光绍在上海市人民政府新闻发布会上介绍上海自贸区金融改革情况时说，上海市近期正会同中国证监会在研究推出“沪伦通”，支持上海证券交易所加快推出战略新兴板。
2016 年 9 月 10 日	上海证券交易所第七次会员大会在上海东郊宾馆举行，距离 1999 年的第六次会员大会召开已时隔 17 年了。中国证监会主席刘士余发表讲话提到，上海也在加快沪伦通的研究，沪伦通是中国资本市场加速国际化，并乐于参与到国际金融市场运作中去的标志
2016 年 11 月	英国财政大臣菲利普·哈蒙德宣布，中国境外首个股市联通计划，即沪伦通（伦敦—上海股市联通计划）将进入下一阶段。
2018 年 5 月 29 日	证监会副主席方星海表示证监会正在加紧工作，争取年底前推出“沪伦通”首款产品
2018 年 8 月 31 日	证监会发布《上海证券交易所和伦敦交易所市场互联互通存托凭证业务规定》，向社会公开征求意见。
2018 年 10 月 12 日	证监会正式发布《关于上海证券交易所与伦敦证券交易所互联互通存托凭证业务的监管规定（试行）》（以下简称《沪伦通监管规定》），自公布之日起施行。
2018 年 10 月 12 日	证监会正式发布《上海与伦敦证券市场互联互通存托凭证业务监管规定》且上交所和中国结算根据该规定制定了配套业务规则并自 10 月 12 日起向社会公开征求意见。

数据来源：网络资料整理、财通证券研究所

### 3.2.5 个股期权或带来 20 亿元增量

美国是全球最大的个股期权市场和 ETF 期权市场，其中 ETF 期权的交易量占到了全球的 99% 以上，个股期权也占据了 60% 以上的市场。

我国在 2015 年 2 月，首个股票期权产品上证 50ETF 在上海证券交易所上市，标志着我国资本市场进入现货与衍生品交易共同发展的新时代，也为一个多元化投资和风险管理的资本市场新阶段拉开了序幕。

但针对个股的期权还没有推出，我们判断未来 3-5 年全面推出个股期权也是大概率事件，按每个机构投资 1000 万元（期权是单独平台，和原有系统联系紧密），200 家机构对应 20 亿元投资。

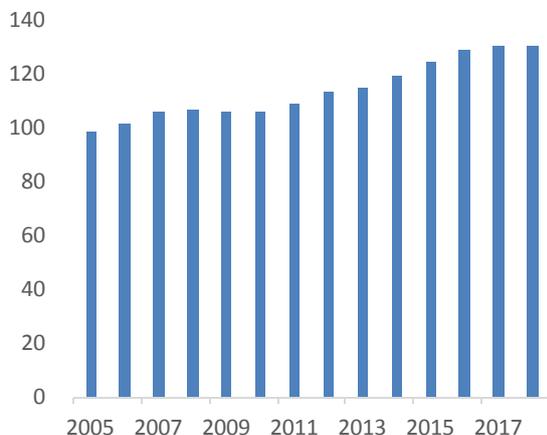
## 3.3 参与主体的驱动

### 3.3.1 现有机构稳定增长

我国证券公司、基金公司、期货公司等投资机构总体而言在逐年增加，证券公司稳步增多，基金公司自 1998 年以来，几乎每年都会有新基金公司成立，期货公司数量在 2009 年后就稳定不再增长。

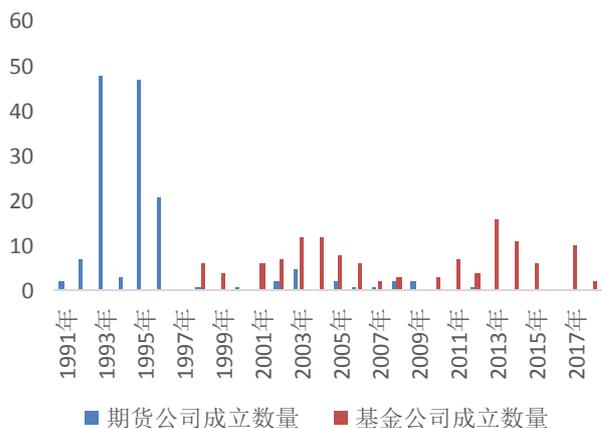
每个证券投资机构无论规模大小，IT 系统是必配的，只是根据发展不同的阶段配置有高低，建立时期有比较大的一次性投入，后续每年都有升级和维护费用，直接推动了证券 IT 的发展。

图16：我国证券公司数量



数据来源：Wind、财通证券研究所

图17：基金公司和期货公司数量

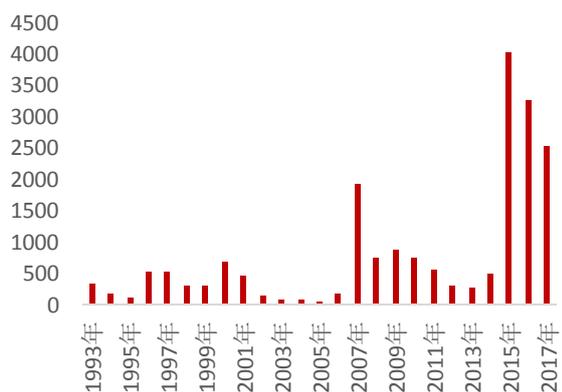


数据来源：Wind、财通证券研究所

我国证券市场自然人股东是重要的组成部分，其开户数量向来是市场景气度的重要指标，我们看到在 2007 年和 2015 年新增开户都较其前一年激增。根据上海证券交易所的统计，2017 年自然人投资者交易占比 82%，机构投资者占比为 14.76%，投资基金占比 4.15%，可以推断自然人投资交易更为频繁。

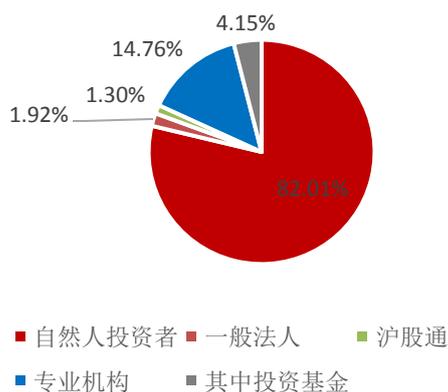
投资机构和自然人投资的增多，加上交易频率的提升，对券商、交易所的系统性能都提出更高的要求，一旦出现宕机就会造成不小的影响，因此证券投资机构会在交易系统的维护上持续大力投入。

图18：我国历年开户人数



数据来源：上海证券交易所、财通证券研究所

图19：2017年交易占比



数据来源：上海证券交易所、财通证券研究所

### 3.3.2 银行理财子公司或带来 10 亿元增量

2018 年 4 月 27 日，央行、银保监会、证监会、外汇局联合发布《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》（简称“资管新规”），政策的改变使得投资主体变

多，银行理财子公司参与投资交易已是大势所趋。

自 2018 年 3 月开始，国有银行、股份制和城商行都纷纷加入申请银行理财子公司行列，目前已经超过 30 家银行机构获得该资格。

我们判断未来 3-5 年仍然是申请的高峰，每家银行获得资格后就会带来 IT 投资，空间我们在 3.1 小节中已经测算过为 10 亿元量级。

**图 20：银行理财子公司**

银行类别	银行名称	公告时间	注册资本（亿元，多数为不超过）
国有行	交通银行	2018 年 5 月	不超过 80
	中国银行	2018 年 11 月	不超过 100
	建设银行	2018 年 11 月	不超过 150
	农业银行	2018 年 11 月	不超过 120
	工商银行	2018 年 11 月	不超过 160
	邮储银行	2018 年 12 月	不超过 80
股份制	中信银行	2015 年 11 月	不超过 50
	招商银行	2018 年 3 月	不超过 50
	华夏银行	2018 年 4 月	不超过 50
	光大银行	2018 年 6 月	不超过 50
	平安银行	2018 年 6 月	不超过 50
	民生银行	2018 年 6 月	不超过 50
	广发银行	2018 年 7 月	不超过 50
	兴业银行	2018 年 8 月	不超过 50
	浦发银行	2018 年 8 月	不超过 100
	徽商银行	2018 年 10 月	不超过 20
城商行	江苏银行	2016 年 2 月	
	北京银行	2018 年 4 月	不超过 50
	宁波银行	2018 年 5 月	不低于 10
	南京银行	2018 年 6 月	不低于 10
	杭州银行	2018 年 8 月	不低于 10

	青岛银行	2018 年 12 月	不低于 10
	重庆银行	2018 年 12 月	不低于 10
	长沙银行	2018 年 12 月	不低于 10
	吉林银行	2018 年 12 月	不低于 10
	成都银行	2019 年 1 月	不低于 10
农村金融机构	顺德农商	2018 年 12 月	
	广州农商	2018 年 12 月	10 亿

数据来源：网络资料整理、财通证券研究所

### 3.3.3 外资机构或大量涌入

我国政府从最高领导人到金融机构负责人在多个场合均表示在金融行业对加大改革开放的力度，对外资进入中国的条件正在逐步放开。

国外机构到国内从事资产管理必须在 IT 系统上与国内现有系统保持一致，这意味着会带来新的增量，我们判断这是一种长期的趋势。

**图 21：外资机构准入放宽**

时间	政策
2018 年 4 月	博鳌亚洲论坛开幕式的主旨演讲中，国家主席习近平明确将金融业的对外开放列为扩大开放的首位，指出在服务业特别是金融业方面，2017 年年底宣布的放宽银行、证券、保险行业外资股比限制的重大措施要确保落地，同时要加大开放力度，加快保险行业开放进程，放宽外资金金融机构设立限制，扩大外资金金融机构在华业务范围，拓宽中外金融市场合作领域。
2018 年 4 月	中国人民银行行长易纲提出了中国金融业对外开放的具体措施和时间表，并强调了推进金融业对外开放三项原则。同时提出在 2018 年底实现：一是鼓励在信托、金融租赁、汽车金融、货币经纪、消费金融等银行业金融领域引入外资；二是对商业银行新发起设立的金融资产投资公司和理财公司的外资持股比例不再设上限；三是大幅度扩大外资银行的业务范围；四是不再对合资券商的业务范围单独设限，内外资一致；五是全面取消外资保险公司设立前须开设两年代表处的要求。
2018 年底	瑞银集团 2018 年 12 月宣布，此前其获得证监会批准增持内地合资证券公司——瑞银证券，持股比例由 24.99% 增加至 51%。
2019 年 1 月	证监会宣布拟合并合格境外机构投资者 (QFII) 和人民币合格境外机构投资者 (RQFII) 制度，并放宽准入条件、扩大投资范围。
2019 年 2 月 1 日	中国银行间市场交易商协会发布“熊猫债”指引，明确“熊猫债”发行的核心制度安排，熊猫债市场发展进一步规范

2019 年 2 月 2 日

央行、外汇局联合发文明确了境内上市公司外籍员工参与股权激励所涉资金的管理原则，实行登记管理，并且可由外籍员工自主选择参与资金来源。

数据来源：网络资料整理、财通证券研究所

### 3.4 技术驱动

#### 3.4.1 技术驱动交易效率提升

1990 年至今信息技术经历了多个领域的多次升级，技术的升级使得交易效率上万倍的提升。

通信角度而言经历了固网时代、移动电话普及、移动互联网普及，对应的则是 3G、4G 发牌等事件，每次升级都使得信息交换速度几何级数的增长，尤其是未来 5G 时代信息传输速率会增长至少 50 倍以上。

2007 苹果推出的智能手机标志着正式进入移动互联网时代，终端的普及改变大大提升了各环节的生产效率，同时大数据、云计算等技术兴起改变了企业的架构，分布式计算能力的强弱成为重要竞争力之一。

移动互联网的兴起叠加政策开放和市场好转，导致了新开户数激增，交易量 10 倍以上的提升，系统的处理峰值提升 100 倍，目前报单的系统处理速度基本都不低于 10000 笔/秒，意味着 10 笔/毫秒。

从未来角度看，人工智能、大数据等技术会逐步渗透到交易、日常监管等各环节，进一步提升行业效率和投资效率。就目前而言机构内部管理系统、业务系统仍比较复杂，各系统之间的兼容性不强，我们判断综合管理系统平台建设将会是重要趋势，同时会叠加更多人工智能因素。

从更长期来看，我们观察发现美国高盛公司高度重视技术对金融行业的影响，2017 年高盛公司拥有的工程师就超过 1 万名，占公司总人数的三分之一，交易员则由 2000 年的 600 名减少为现在的个位数，工程师的增加主要是增强对交易流程、交易策略的研究，其已经将 IT 人员定位由以前的成本中心转向为收入中心，尤其在量化交易策略、期权交易策略等领域。

**图22：历次技术浪潮的影响**

时间跨度	时代	技术普及	交易方式	对证券交易影响
1990-1998年	电话普及时代	1、固定电话迅速普及 2、处于通信行业发展初期	现场交易、电话委托	1、证券公司营业部分布式交易 2、现场交易和大量电话委托交易 3、现场开户
1998-2008年	桌面互联网时代	1、PC、笔记本快速普及 2、3G 发牌，为移动互联网做铺垫	固定场所网上委托交易	1、证券公司实现集中交易 2、开始摆脱人工处理阶段，效率极大提升
2008-2018年	移动互联网时代	1、智能手机快速普及，截止到 2018 年超过 90% 2、2008 年 3G 发牌和 2013 年 4G 发牌，网络速度得到极大提升	移动网上委托交易	1、证券公司交易系统升级，交易所 IT 系统升级，处理海量并发数据。 2、手机开户和智能终端交易效率大幅度提升，此时期当年开户高峰达 4000 万人，成交量高峰时超过 2 万亿元。 3、支持制度创新、产品创新和交易创新，比如推出沪港通、深港通、股指期货、期权、ETF 等产品。 4、监管难度加大
2018 至今	人工智能时代	1、人工智能技术大发展 2、5G 将发牌，交易速率进一步提升	交易方式面临升级	1、监管更为智能化 2、开户和交易效率维持 3、投资和研究效率将大幅提升

数据来源：网络资料整理、财通证券研究所

### 3.4.2 技术驱动监管系统化

2018 年 8 月，中国证监会发布《中国证监会监管科技总体建设方案》，标志着证监会进入监管科技全面实施阶段。

监管科技工作的核心是要建设高效的监管大数据平台，依据电子交易记录，运用数据挖掘技术，对市场参与各主体进行全方位监控和画像，辅助监管人员及时发现市场主体涉嫌内幕交易、市场操作等违法违规行为。

公开资料显示，证监会目前已基本建成监管科技 3.0 的规章制度体系，明确了七个重要分析方向：行政许可类辅助分析、公司信息披露违规及财务风险分析、经营机构违规行为及财务风险分析、证券期货服务机构尽职行为分析、市场运行分析、违法交易行为分析。七个研究方向下设定 32 个应用场景，明确要建设关联账户分析、财务报表分析、实体画像、交易异常检测、舆情分析、金融文档分析等六大基础分析能力。

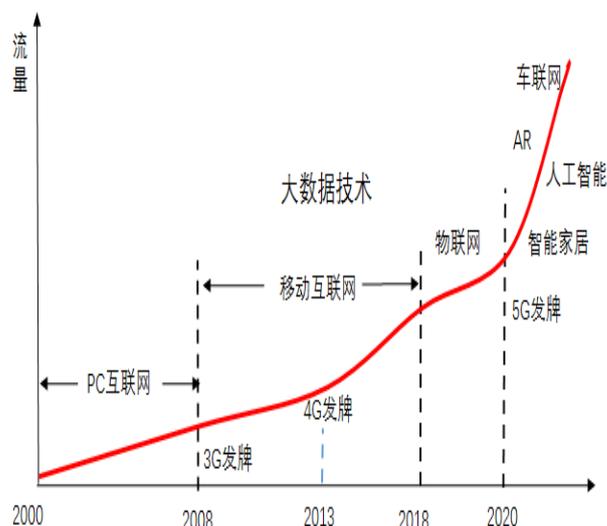
可以推测，证监会监管科技建设才刚刚开始，未来对 IT 需求量会逐渐增大，带来新的增量。

图23：监管生态



数据来源：网络资料整理、财通证券研究所

图24：数据交互越来越频繁



数据来源：财通证券研究所

## 4、行业格局稳定

### 4.1 格局现状

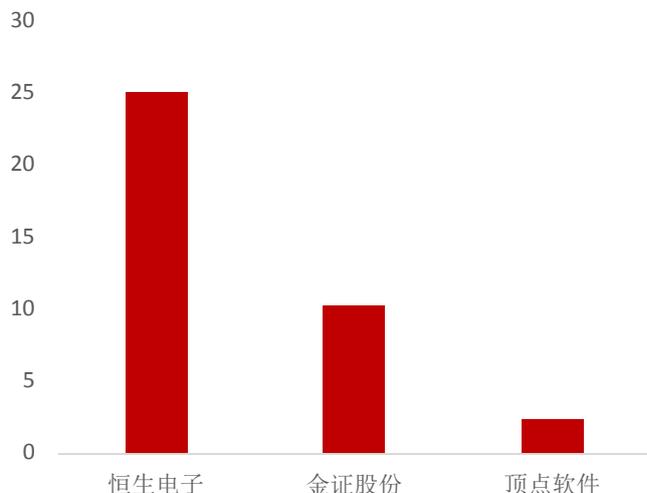
证券IT市场目前没有准确的统计口径，我们选取恒生电子、金证股份、顶点软件等公司的收入规模会更为直观些。（我们只提取软件及服务收入部分）

恒生电子收入规模接近25亿元，金证股份约为10亿元级别，顶点软件涉及金融和期货的收入接近2亿元，金仕达无公开数据。从恒生电子在2018年接受公开调研中透露的数据显示，恒生电子在各项产品的市场占有率较高，除了期货市场占比比较低外，其余均在40%以上，尤其在基金、保险、银行、信托等领域占比均高达70%以上。

现有的格局在2003-2008年期间就已经奠定，尤其是恒生电子和金证股份在2003-2005年占据了证券公司集中交易系统，2005-2008年期间恒生电子占据了基金公司的TA等核心业务系统，使得各自公司都有了很强的根据地，2008年之后基本是客户数量拓展、新产品升级换代等策略使得各自公司保持稳定增速。同时需要关注的是恒生电子和金证股份在2013年均上市，获得的资金优势更进一步巩固了其行业地位。

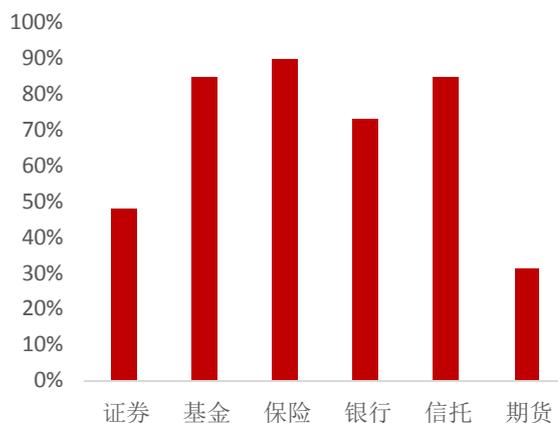
我们判断这种格局短期内会较为稳定：一是行业外竞争对手难以进入，二是BAT巨头实际已通过股权方式进入进一步增强了进入壁垒，三是证券交易强监管的属性导致体系外公司几乎无法全程跟踪和处理证监会监管政策变动带来的IT系统变动。

图25：2017年收入规模（单位：亿元）



数据来源：Wind、财通证券研究所

图26：恒生电子占有率



数据来源：恒生电子官网、财通证券研究所

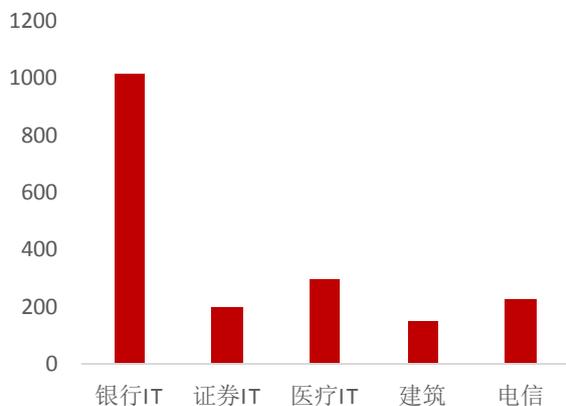
#### 4.2 空间小壁垒高

证券 IT 系统软件产品市场一直是国产软件公司的天下，行业空间规模呈阶梯式上升，现在的规模接近 100 亿元，跟银行、医疗、建筑和电信等领域相比，空间较小。

这个空间对于 BAT 巨头的收入贡献而言实在杯水车薪，比如腾讯、阿里巴巴等公司收入规模 2017 年都在 2000 亿以上，即使全部拿掉也只能给其贡献 5% 的收入。

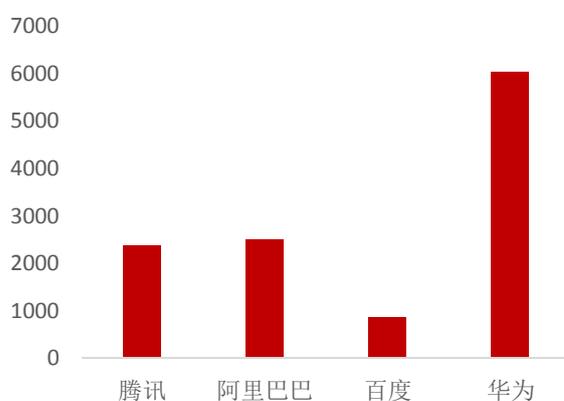
当然还有更为重要的原因是 BAT 面向 C 端客户，而证券 IT 是典型的产业互联网范畴，面向 B 端客户，这个行业生态有其特有的发展规律。即使 BAT 现在投入研发团队开发出新产品，现有客户出于监管、安全、性能等综合考虑，使用新产品的概率较小，因此对 BAT 的性价比较小。

图27：2017年各主要行业IT投资（亿元）



数据来源：IDC、财通证券研究所

图28：2017年巨头收入规模（亿元）



数据来源：Wind、财通证券研究所

### 4.3 网络效应较强

网络效应是以色列经济学家奥兹·夏伊 (Oz Shy) 在《网络产业经济学》(The Economics of Network Industries) 中提出的。

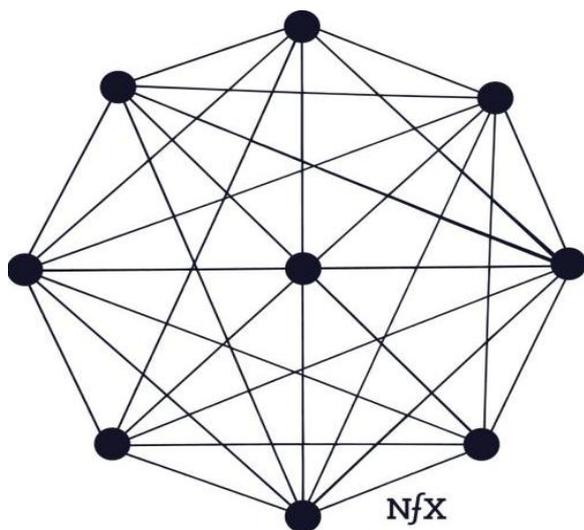
网络效应即某种产品对一名用户的价值取决于使用该产品的其他用户的数量，是指随着用户数量的增加，这种不利于规模经济的情况将不断得到改善，所有用户都可能从网络规模的扩大中获得了更大的价值。此时，网络的价值呈几何级数增长。

在具有网络效应的产业中，“先下手为强”(first-mover advantage) 和“赢家通吃”(winner-takes-all) 是市场竞争的重要特征。

证券 IT 行业也是如此，主要观察指标是产品线长度和深度、客户数量和头部客户数量，占有的头部客户越多其反馈问题和关注点就越多，对公司产品改进会有极大推动作用，公司的总体成本就会越低。

从目前收入角度看，我们判断恒生电子、金证股份、顶点软件等公司存在较强的网络效应。

图29：网络效应



数据来源：网络资料整理、财通证券研究所

图30：客户数量决定产品成本



数据来源：CNNIC、财通证券研究所

## 5、推荐标的梳理

### 5.1 恒生电子 (600570.SH)

公司是中国领先的金融软件和网络服务供应商，聚焦于财富资产管理，致力于为证券、期货、基金、信托、保险、银行、交易所、私募等机构提供整体的解决方案和服务，为个人投资者提供财富管理工具。

公司产品主要分为经纪业务、资产管理业务、财富管理业务、交易所业务和银行业务等 5 类产品，其中经纪业务是公司最早的产品，目前占比较为稳定，资产管理和财富管理业务产品是最近 3-5 年发展较快的产品，两者合计约占收入 50% 比例。

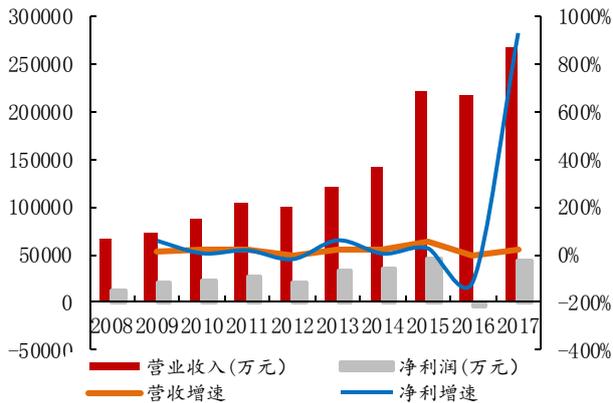
**图31：恒生电子产品线**

	产品	应用领域
经纪业务	经纪业务运营平台 UF2.0	证券、期货
	iSee 明白机器人投顾	
	PBOX 系统	证券
	移动端一站式投资交易终端“投资赢家”	证券、期货
资产管理业务	投资系统	证券、基金、保险
	PB 业务平台	证券、基金
	估值产品	银行、保险、信托、基金
	风险管理产品	证券
财富管理业务	CBS 私募综合业务管理系统	私募
	销售系统	信托、公募
	数据中心	信托、公募
	TA 系统	信托、公募、第三方公司
	新版 TA、智能投顾、智能客服、资产配置、运营管理	证券、银行、基金
	统一支付业务	第三方公司、期货
交易所业务	云销售系统	
	现货交易产品	交易所
	大宗供应链综合系统	交易所
银行业务	云交易、云清算服务	交易所
	综合理财系统	银行
	对公综合服务平台（基于财资管理）	银行
	银行票据交易管理系统	银行
	消费金融系统	银行、信托、金控
	智能投顾	银行

数据来源：恒生电子官网、财通证券研究所

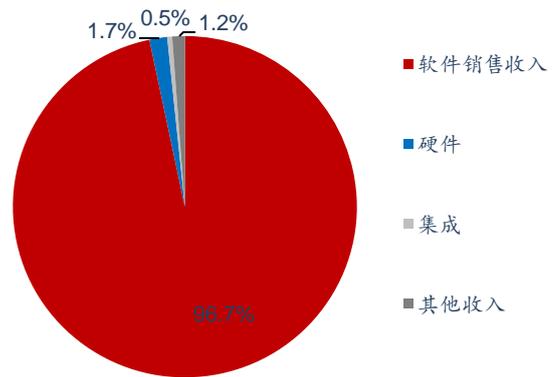
公司 2008-2017 年收入和净利润复合增长率为 16.6% 和 14.9%，得益于市场行情较好，证券投资机构加大了对 IT 的投入，2015 年营收增速 50% 以上，随后稳步向上，与行业投资波动幅度相近；公司净利润在 2015 年出现比较的波动，2016-2018 年净利润恢复到正常状态。

图32：恒生电子历年收入与净利润



数据来源：Wind、财通证券研究所

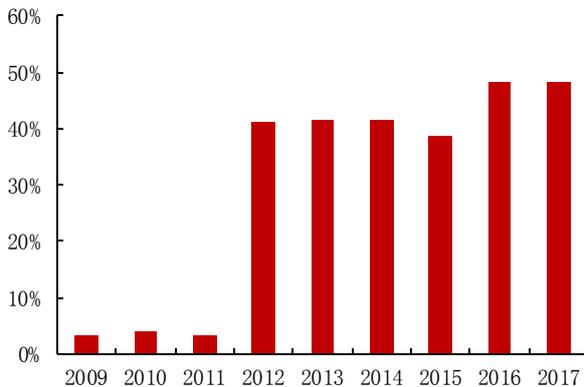
图33：恒生电子主营业务占比（2017年报）



数据来源：Wind、财通证券研究所

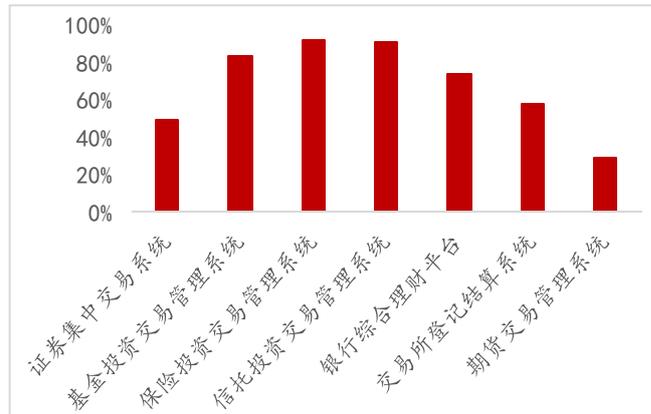
恒生电子研发投入占比较大，研发投入占营业收入比重自2011年后迅速提升，目前占比在40%以上，近6年保持稳定，公司不断在尝试新业务，布局云计算、大数据等新技术，我们看到公司有多个业务板块与云计算相关，通过恒生聚源较早布局了金融大数据业务。正是公司长期持续的投入使得公司核心产品占有率较高。

图34：恒生电子研发投入变动



数据来源：Wind、财通证券研究所

图35：恒生电子核心产品市占率



数据来源：公开资料整理、财通证券研究所

## 5.2 金证股份(600446.SH)

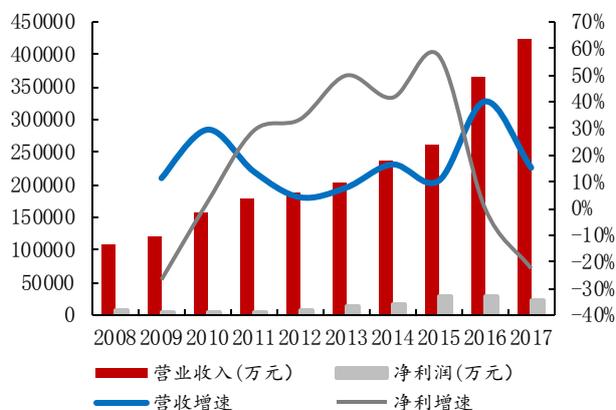
公司是国内金融科技领军企业，业务已广泛覆盖证券、基金、银行、期货、保险、信托、综合金融、监管机构等领域，同时以软件技术为优势，带动智慧城市、IT运维等业务迅速发展。

公司收入和净利润保持稳定增长，2017年收入规模已达40亿元，净利润在近2年出现较大波动，但我们判断公司处于谨慎性原则计提商誉，之后业绩将恢复正常。

公司与证券IT相关的收入来自于定制软件、系统维护和服务，其占据70%左右

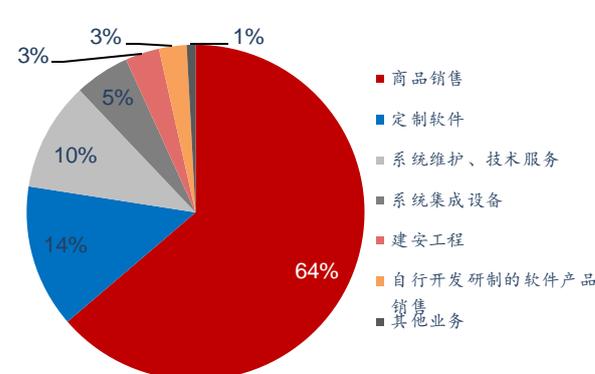
的毛利，是最主要的利润来源。行业排名来看公司排名证券 IT 第二，得益于公司抓住了 2000-2005 年的证券公司实行集中交易的历史机遇，其后扩展客户群和升级产品性能。

图 36：金证股份历年收入与净利润



数据来源：Wind、财通证券研究所

图 37：金证股份收入结构（2017 年报）



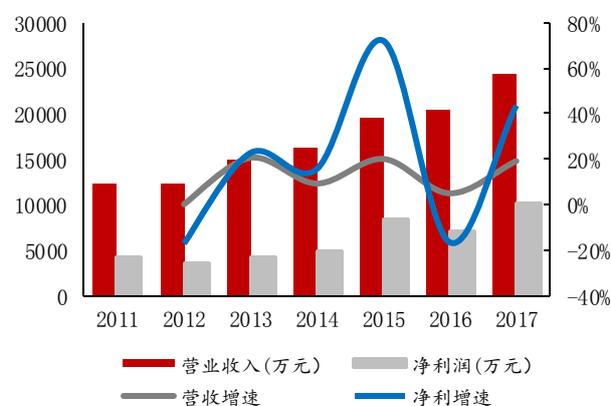
数据来源：Wind、财通证券研究所

### 5.3 顶点软件(603383.SH)

公司主营业务主要涉及证券、期货、银行、信托、电子交易市场等多个行业和领域，业务范围涵盖前、中、后台等多个层次，提供针对互联网化应用支持、集中交易、高端客户交易、业务运营中台、柜台市场、区域市场、投融资业务、财富管理等多种业务领域的软件产品及服务。

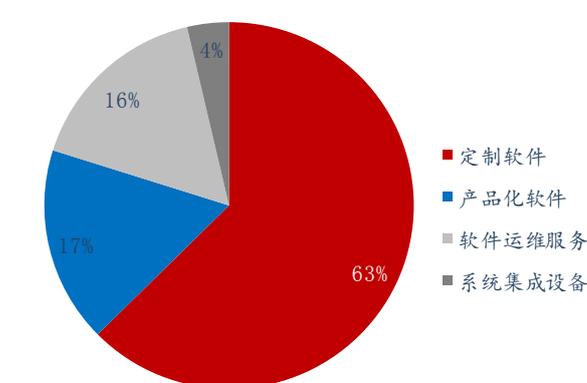
公司总体业务发展非常稳健，2011-2017 年 6 年复合增长率为 12%和 16%，2017 年上市后，收入和净利润增速在加快，2018 年 Q3 数据显示公司收入和净利润同比分别增长 28.4%和 47.2%，公司在金融以外领域的拓展在加速。

图 38：顶点软件历年收入与净利润



数据来源：Wind、财通证券研究所

图 39：顶点软件收入结构



数据来源：Wind、财通证券研究所

公司主要应用领域为证券公司和期货公司，涉及托管清算系统、交易系统、CRM

等软件产品，得益于公司的软件产品战略和 LiveBOS 灵动业务架构平台战略，公司毛利率和净利率都维持极高的水平，2018 年 Q3 显示公司的毛利率和净利率分别为 75.23%和 35.2%，较前期下降，主要是因为公司仍处扩张期。

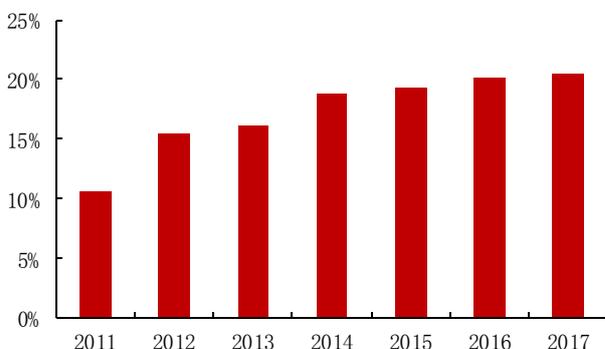
图40：顶点软件产品线

	产品
证券	资金支付系统
	托管清算系统
	移动终端、金融产品商城、各类业务自助受理终端、客户画像、投资者数据服务、在线客服、智能投顾
	集中运营系统
证券、期货	集中交易系统
	内存快速交易系统
	CRM
期货	证券个股期权解决方案
电子交易市场	股权交易系统
	登记托管系统
	金融资产交易综合系统
	现货大宗商品交易系统
银行、信托	客户建档与预授信系统
	客户营销管理系统
	精准营销系统
私募基金	私募股权投资管理系统
教育信息化	业务流程管理系统
	财务预算管理系统
	人力资源管理系统
企业信息化	招生与迎新系统
	教务管理系统

数据来源：顶点软件招股说明书、财通证券研究所

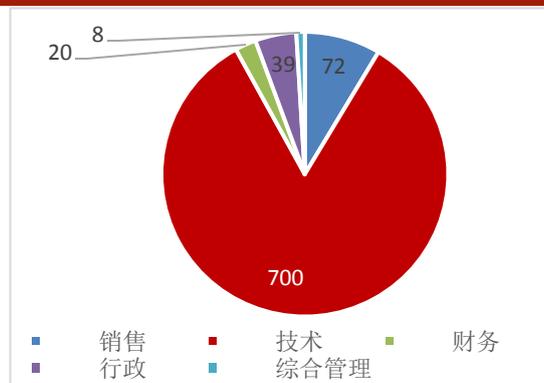
证券 IT 是竞争非常激烈的行业，公司能在 20 多年的竞争中能获得一席之地，我们认为得益于公司长期的研发投入，2012 年以后研发投入占收入比重就一直维持在 15%以上，逐年稳步增长，从 2017 年公司人员结构看技术人员占比超过 80%，上市以来公司还在一线城市大量招聘技术人员，因此我们判断后劲十足。

图 41：顶点软件研发投入变动



数据来源：Wind、财通证券研究所

图 42：顶点软件人员结构



数据来源：Wind、财通证券研究所

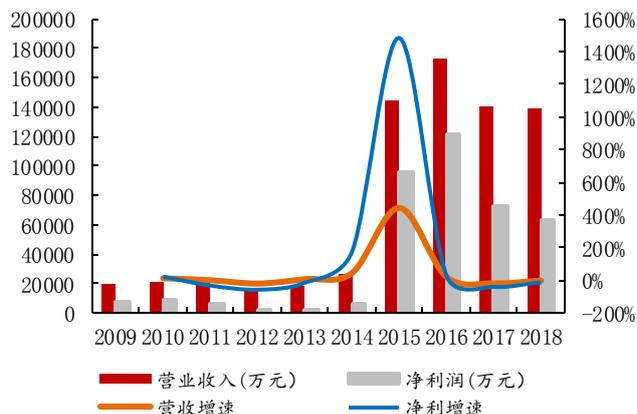
#### 5.4 同花顺 (300033.SZ)

公司是国内领先的互联网金融信息服务提供商，在业内拥有完整的产业链，产品及服务覆盖产业链上下游。主要客户涵盖金融市场的各层次参与主体，包括券商、基金、私募、银行、保险、政府、科研院所、上市公司等机构客户和广大的个人投资者用户。

公司主要为国内外的各类机构客户提供软件产品及系统维护服务、金融数据服务、智能推广服务，为个人投资者提供金融资讯以及各种投资理财分析工具。公司收入和净利润在 2015 年出现极大幅度的提升，当年收入和净利润增长分别为 4.42 倍和 14.83 倍，得益于公司在 2012-2015 年中顺应了移动互联网的趋势，大力开拓移动互联网客户，与下游券商、基金形成广泛合作。

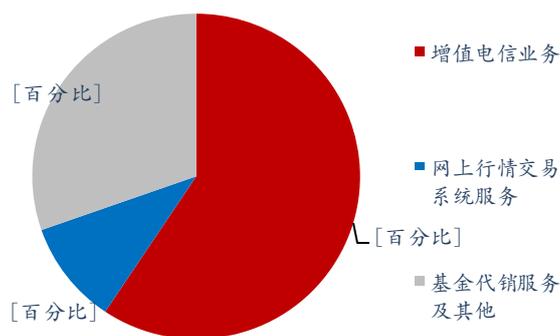
公司 2018 年电信增值收入占 60% 的比重，基金代销业务占 30%，其余占据 10% 的比重，可见公司业务重心为增值电信业务。

图 43：同花顺历年收入与净利润



数据来源：Wind、财通证券研究所

图 44：同花顺收入结构



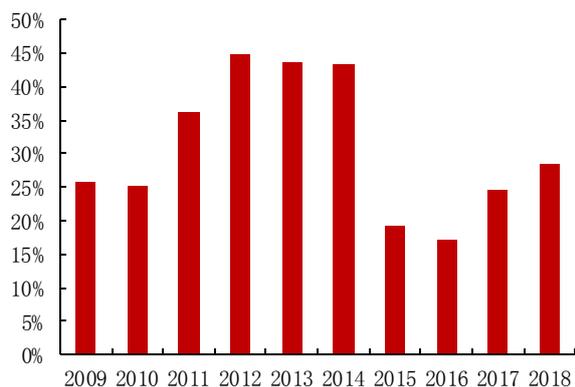
数据来源：Wind、财通证券研究所

公司极为重视研发，2015 年之前研发投入占比一直在 25% 以上，尤其 2012-2014 年研发投入接近 40%，这段时期公司在大力投入移动互联网，发展互联网用户，到 2015 年投入占比下降到 20% 以下，主要因为收入急速上升，从 2018 年数据看，公司研发人员和薪资都呈现上涨。

公司注册用户数一直呈现快速的增长态势，10 年间注册用户数提升 14 倍，由 2009 年的 3172 万人提升到 2018 年的 4.4 亿人，周活跃用户数提升近一倍到 1400 万人次，月活跃用户数超过 3000 万人（远超东方财富网），是我国最大最活跃的金融类平台。

我们认为公司在证券 IT 领域的独特价值在于其拥有巨大的用户数，长期业绩增长有保障，不排除个别年份的爆发性增长。

图 45：同花顺研发占比



数据来源：Wind、财通证券研究所

图 46：同花顺历年注册用户数



数据来源：Wind、财通证券研究所

## 6、风险提示

证券投资机构投资低于预期；宏观经济环境表现低于预期。

**信息披露****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，并注册为证券分析师，具备专业胜任能力，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。本报告清晰地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，作者也不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

**资质声明**

财通证券股份有限公司具备中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。

**公司评级**

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15% 以上；  
增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5% 与 15% 之间；  
中性：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 -5% 与 5% 之间；  
减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 -5% 与 -15% 之间；  
卖出：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅低于 -15%。

**行业评级**

增持：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5% 以上；  
中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平 -5% 与 5% 之间；  
减持：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平 -5% 以下。

**免责声明**

本报告仅供财通证券股份有限公司的客户使用。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。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司不保证该等信息的准确性、完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的邀请或向他人作出邀请。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本公司通过信息隔离墙对可能存在利益冲突的业务部门或关联机构之间的信息流动进行控制。因此，客户应注意，在法律许可的情况下，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。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。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。在任何情况下，本公司不对任何人使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告仅作为客户作出投资决策和公司投资顾问为客户提供投资建议的参考。客户应当独立作出投资决策，而基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前应咨询所在证券机构投资顾问和服务人员的意见；

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。