

# 计算机应用

## 海外头部金融机构为什么自研 IT 系统？

中国资本市场 IT 行业百花齐放，孕育了以恒生电子、金证股份、顶点软件等优秀的资本市场 IT 公司；而发达国家资本市场发展更为成熟，却没有体量与之匹配的资本市场 IT 公司。截至 2021 年 3 月 5 日，恒生电子收盘市值为 930 亿元；美国金融 IT 龙头 FIS 收盘市值为 877 亿美元，以 2020 年 Capital Market Solutions 占总营收比重 19.4%、人民币兑美元 6.5:1 的比例进行换算，其资本市场 IT 对应市值 1,108 亿人民币，与美国资本市场发达程度并不相适应。

与国内券商、基金等金融机构倚重第三方 IT 服务商的情况不同，海外头部金融机构更倾向于自研 IT 系统。我们认为，海外头部金融机构之所以青睐 IT 自研，是由海外资本市场特殊的历史发展背景、以及审慎宽松监管环境下 IT 系统成为金融机构核心竞争力决定的，而这与我国的情况差别较大。

**就历史发展背景而言：**海外电子化交易兴起之时，第三方 IT 公司刚刚起步发展，而头部金融机构已然发展多年、规模较大、有一定的 IT 技术储备、且面临复杂的全球交易需求。金融机构日益增长的电子交易需求与第三方 IT 服务商不能满足该需求的矛盾使得头部金融机构选择自研 IT 系统。尤其是随着美国分业经营的终结，商业银行巨头切入证券交易领域更进一步加快了头部金融公司 IT 自研的趋势，资本市场 IT 公司并没有充足的发展时间。

而我国证券、基金等金融机构、第三方 IT 公司、以及交易所电子化交易几乎同时期开始发展，因此国内资本市场的历史发展背景决定了资本市场 IT 公司面临着更好的发展机遇，具备孕育巨头公司的可能。

**就金融机构核心竞争力而言：**海外较早开始的佣金自由化、最佳执行交易制度的制定使得 IT 系统成为影响交易成本、提供差异化服务的核心竞争力之一。而出于竞争的排他性、解决方案的一体化趋势、以及快速获取技术能力的需求，头部金融机构往往倾向于通过并购的方式获取竞争优势。因此许多资本市场 IT 公司被并购成为头部金融机构的一部分，失去了作为独立主体发展壮大可能。

反观我国，集中交易制度以及监管机构审慎监管的态度使得交易系统的重点在于风控，这使得 IT 系统在当前阶段并不构成金融机构核心竞争力。未来随着我国量化交易、被动管理、智能投顾等一系列差异化产品和服务的兴起，不排除头部金融机构通过 IT 系统获得差异化竞争优势的可能性。但无论是行业本身的变化，还是金融机构 IT 技术实力的积累，我们认为都需较长时间发展。

**风险提示：**1) 国内资本市场 IT 公司产品或技术发展不及预期；2) 交易规则或分业经营等政策变化；3) 并购或牌照批准宽松

### 重点标的推荐

股票代码	股票名称	收盘价	投资评级	EPS(元)				P/E			
				2019A	2020E	2021E	2022E	2019A	2020E	2021E	2022E
600570.SH	恒生电子	89.06	买入	1.36	1.18	1.27	1.66	65.49	75.47	70.13	53.65

资料来源：天风证券研究所，注：PE=收盘价/EPS

证券研究报告

2021 年 03 月 07 日

投资评级

行业评级 强于大市(维持评级)

上次评级 强于大市

作者

缪欣君 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110517080003  
miaoxinjun@tfzq.com

王倩雯 联系人  
wangqianwen@tfzq.com

行业走势图



资料来源：贝格数据

相关报告

- 《计算机应用-行业专题研究:科创板网络安全系列:奇安信,综合性的网安供应商》2020-05-18
- 《计算机应用-行业点评:前期研判获验证,工信部推出强力支持政策》2020-03-20
- 《计算机应用-行业点评:2019 试点示范项目出炉,工业互联网有望进入实质加速阶段》2020-02-26

## 内容目录

1. 海外资本市场特殊的历史发展背景.....	3
2. IT 系统是海外金融机构核心竞争力之一 .....	5
2.1. IT 系统是降低交易成本的关键.....	5
2.2. 审慎宽松的监管态度孕育了差异化竞争的土壤 .....	7
2.3. 金融机构倾向于通过并购获得独特竞争优势 .....	8
3. 风险提示.....	8

## 图表目录

图 1：头部金融科技公司信息技术人员及占比（单位：人） .....	6
图 2：2016 年全球各类资管产品机构集中度 .....	6
图 3：2017 年美国 Top 10 智能投顾机构 AUM（单位：百万美元） .....	7
图 4：美股在各交易市场的成交额占比.....	7
表 1：全球部分交易所电子交易发展历程 .....	3
表 2：主要资本市场 IT 公司成立时间 .....	4
表 3：以摩根大通为例说明混业经营前银行在 IT 系统方面的积累.....	4
表 4：我国资本市场发展历程 .....	5
表 5：美国佣金自由化之后，部分券商通过信息系统获取优势.....	5
表 6：头部资本市场 IT 公司被金融机构并购案例（部分） .....	8

中国资本市场 IT 行业百花齐放，孕育了以恒生电子、金证股份、顶点软件等优秀的资本市场 IT 公司；而发达国家资本市场发展更为成熟，却没有体量与之匹配的资本市场 IT 公司。截至 2021 年 3 月 5 日，恒生电子收盘市值为 930 亿元；美国金融 IT 龙头 FIS 收盘市值为 877 亿美元，以 2020 年 Capital Market Solutions 占总营收比重 19.4%、人民币兑美元 6.5:1 的比例进行换算，其资本市场 IT 对应市值 1,108 亿人民币，与美国资本市场发达程度并不相适应。

与国内券商、基金等金融机构倚重第三方 IT 服务商的情况不同，海外头部金融机构更倾向于自研 IT 系统。我们认为，海外头部金融机构之所以青睐 IT 自研，是由海外资本市场特殊的历史发展背景、以及审慎宽松监管环境下 IT 系统成为金融机构核心竞争力决定的，而这与我国的情况有所差别。

**就历史发展背景而言：**海外电子化交易兴起之时，第三方 IT 公司刚刚起步发展，而头部金融机构已然发展多年、规模较大、有一定的 IT 技术储备、且面临复杂的全球交易需求。金融机构日益增长的电子交易需求与第三方 IT 服务商不能满足该需求的矛盾使得头部金融机构选择自研 IT 系统。而我国证券、基金等金融机构、第三方 IT 公司、以及交易所电子化交易几乎同时期开始发展，因此国内资本市场的历史发展背景决定了资本市场 IT 公司面临着更好的发展机遇，具备孕育巨头公司的可能。

**就金融机构核心竞争力而言：**海外较早开始的佣金自由化、最佳执行交易制度的制定使得 IT 系统成为影响交易成本、提供差异化服务的核心竞争力之一；因此海外头部金融机构更倾向于通过自研或并购的方式获得独特的交易竞争优势，许多资本市场 IT 公司被并购成为头部金融机构的一部分，失去了作为独立主体发展壮大可能。反观我国资本市场，集中交易制度以及监管机构审慎监管的态度使得风险控制成为交易系统的核心，风控的标准化决定了交易系统的标准化；因而金融机构很难通过交易系统的差异化实现成本与服务的差异化。未来随着我国量化交易、被动管理、智能投顾等一系列差异化产品和服务的兴起，不排除头部金融机构通过 IT 系统获得差异化竞争优势的可能性。但无论是行业本身的变化，还是金融机构 IT 技术实力的积累，我们认为都需较长时间发展。

下文将进行具体阐述：

## 1. 海外资本市场特殊的历史发展背景

海外头部金融机构进行 IT 系统自研的首要原因是特殊的历史背景下，金融机构日益增长的电子交易需求与第三方 IT 服务商不能满足该需求的矛盾。1982 年证券电子交易开始发展之时，海外头部金融机构已经具备相当规模，而第三方 IT 公司仍处于发展初期，很难为头部金融机构提供需要的系统。

我们借由交易所的电子化发展管窥全球各大主要市场的电子交易发展历程。交易所的历史可以追溯至 1558 年德国汉堡交易所的成立；电子交易的历史可以追溯至 1971 年纳斯达克成立&为场外市场提供电子报价服务（无撮合交易功能），直到 1982 年纳斯达克才推出全国市场系统，成为具备交易功能的场外交易中心。其后，各交易所纷纷追随纳斯达克，采用电子交易系统进行交易。

表 1：全球部分交易所电子交易发展历程

年份	事件
1971	• 纳斯达克交易所成立，为场外市场提供实时报价服务（无撮合交易功能）
1982	• 纳斯达克推出全国市场系统，成为具备交易功能的 OTC
1986	• 伦敦证券交易所采用 SEAQ 和 SEAQ International 系统，开始电子交易进程
1992	• 上交所 HP 计算机交易新系统正式启用； • 深交所正式启用电脑自动撮合竞价系统； • 法兰克福交易所首次采用电子化订单路由系统 BOSS

年份	事件
1997	<ul style="list-style-type: none"> <li>德交所引入全自动电子交易系统 Xetra;</li> <li>伦敦交易所推出 SETS (证券交易所电子自动对盘交易系统), 带来更高的速度和效率</li> </ul>
1999	<ul style="list-style-type: none"> <li>东京交易所转向全电子交易</li> </ul>

资料来源: 美国华亚金融集团, 格隆汇, 上海证券交易所, 深圳证券交易所, 财联社, 天风证券研究所

**1982 年全球股票电子化交易浪潮开启之时, 海外头部金融机构已经具备了相当的规模、有复杂的跨境交易需求、并拥有一定的 IT 技术储备。**以高盛和摩根士丹利举例说明:

1、高盛成立于 1869 年, 至 1982 年已有 113 年发展历史。期间, 高盛在伦敦、东京等地均设有分部, 公司 1983 年税前利润达到 4.62 亿美元 (美元: 人民币=1: 6.5 汇率下, 不考虑汇率变化, 与中信证券 2006 年利润总额水平近似)

2、摩根士丹利的证券历史可以追溯至 1924 年, 至 1982 年已有 60 年发展历史。期间, 公司在巴黎、东京等地设有分部, 并于 1962 年就为金融分析构建了第一个电脑模型。公司 1992 年主营业务收入达到 37.3 亿美元 (美元: 人民币=1: 6.5 汇率下, 不考虑汇率变化, 与中信证券 2009 年左右营收水平近似)

而海外资本市场 IT 公司相比头部金融机构起步晚, 没有现成的系统满足头部金融机构复杂的跨境交易需求。在这样供需错配&头部金融机构资金及技术储备充足的历史背景下, 不难理解摩根士丹利于 1984 年选择自研自动交易系统 TAPs; 高盛甚至于 1993 年开发了 SecDB 数据库, 以实现同步全球数据变化, 实时跟踪与管理全公司风险的需求。

表 2: 主要资本市场 IT 公司成立时间

资本市场 IT 公司	成立时间	擅长系统
Instinet	1967	暗池交易系统
Simcorp	1971	资产管理系统
SunGard	1983	卖方交易系统
Murex	1986	资金交易系统

资料来源: 上海证券交易所, Simcorp 官网, SEC 官网, Murex 官网, 天风证券研究所

随着美国分业经营的终结, 商业银行巨头切入证券交易领域进一步加快了头部金融机构 IT 自研的趋势。1986 年联邦储备委员会通过了一项允许商业银行提供投资银行有限业务的政策, 但投资银行业务的收入不能超过证券子公司两年平均收入的 5%; 《1987 年银行公平竞争法》进一步允许商业银行有条件地涉足证券投资等银行非传统领域。1987 年距 1982 年纳斯达克进行电子交易仅相隔 5 年, 并未给资本市场 IT 公司留出足够的发展时间。而头部商业银行如摩根大通、花旗等相较摩根士丹利、高盛等发展更为悠久、资本积累更为充足, 且银行在电子交易领域的技术储备更为深厚。因而无论是基于资本实力还是技术实力, 当时头部金融机构均无需依赖第三方 IT 公司。

表 3: 以摩根大通为例说明混业经营前银行在 IT 系统方面的积累

年份	事件
1961	引入电子数据处理系统, 早于 1968 年成立的 FIS
1969	开始使用 ATM 机
1983	上线自研的线上银行平台 Pronto
1985	提供家庭电子银行服务

资料来源: 摩根大通官网, FIS 官网, 天风证券研究所

反观我国资本市场, 电子交易启动时间、券商/基金公司开始成立时间、第三方 IT 厂商成立时间三者非常相近, 第三方 IT 厂商有充分的时间与金融机构共同成长, 这与海外资本市场 IT 公司面临的发展机遇差别很大。



表 4：我国资本市场发展历程

年份	事件
1987	深圳经济特区证券公司成立（中国首家券商）
1990	上交所、深交所相继成立
1992	第三方 IT 服务商新利软件成立
1995	第三方 IT 服务商恒生电子、金仕达成立
1998	首批基金公司成立

资料来源：政协深圳市委员会办公厅，上海证券交易所，深圳证券交易所，新利软件官网，恒生电子官网，金仕达官网，博时基金官网，天风证券研究所

## 2. IT 系统是海外金融机构核心竞争力之一

信息技术成为美国金融机构核心竞争力之一起源于 1975 年券商佣金自由化，发展于 SEC 审慎宽松的监管态度；这两者分别使得交易成本与差异化服务（如保密性）成为券商竞争的焦点。由于 IT 技术的差异化是成本与服务差异化的关键，因而头部金融机构纷纷选择自研或并购的方式构筑独特的竞争壁垒。

### 2.1. IT 系统是降低交易成本的关键

1975 年美国实行券商佣金自由化，使得交易佣金成为券商的竞争焦点。如本文第一部分所述，当时资本市场 IT 公司仍处于发展初期，没有成熟的电子交易系统。在此背景下，部分券商将自研 IT 系统作为降低交易成本的手段，通过提供廉价交易服务获取竞争优势。

盈透证券就抓住了这一波电子化发展机遇，从而跻身全球头部券商之一。盈透证券自 1977 年成立之初就致力于开发专用软件，实现了相当一部分流程的自动化，包括开户流程、最佳交易价格的获取与执行、从单一账户对全球各类型证券与货币的无缝交易、自动实时的风险管理与合规服务等。而当时很多券商依靠仍需人工实现上述功能，于是盈透证券成为当时成本最低的经纪-交易服务提供商之一，交易量获得大幅提升。

2007 年盈透证券上市之时，公司的股票期权交易量约占全球交易所上市股票期权交易量的 14.1%。据 IHS Markit 统计，2020 年上半年通过 IB SmartRouting 执行客户交易可较同业节省 0.47 美元净值/每 100 股。并且，公司认为开发、维护与提升专有技术是其适应市场环境变化的重要竞争优势。

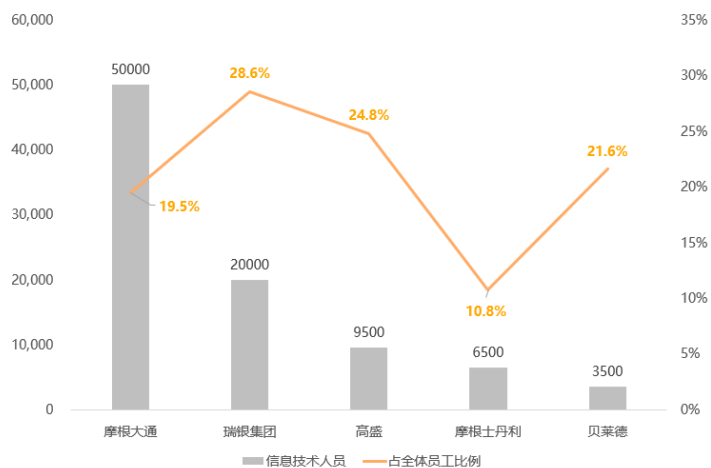
表 5：美国佣金自由化之后，部分券商通过信息系统获取优势

券商	信息系统优势
嘉信理财	1975 年之后，公司成功研发出委托与交易系统，实现了股票下单和交易分析的电子化操作，成为提供 24 小时服务并基于计算机提供证券交易的券商
宏达理财	1975 年进入零售证券经纪业务，建立了自营交易处理平台，该平台降低了每笔交易的运营成本，并具有高度可扩展性
盈透证券	推出 IBKR Pro，通过 IB SmartRouting（智能路由）帮助投资者获取最佳执行价格，从而降低客户总体交易成本，提升交易量和利润。

资料来源：wind，宏大理财年报，华锐金融科技研究所，天风证券研究所

头部金融公司也通过进行科技投入以减少整体人力成本，而今信息技术人员已占据员工总数的 20% 左右。2000 年，高盛纽约总部的现金股票交易柜台雇佣了 600 名交易员；而 2017 年，由 200 名计算机工程师支持的自动化交易程序接管了大部分工作量。同样地，2017 年贝莱德也裁去 40 名主动型基金部门员工，并通过引进量化人才将主动管理的 80 亿美金转变成量化管理产品。

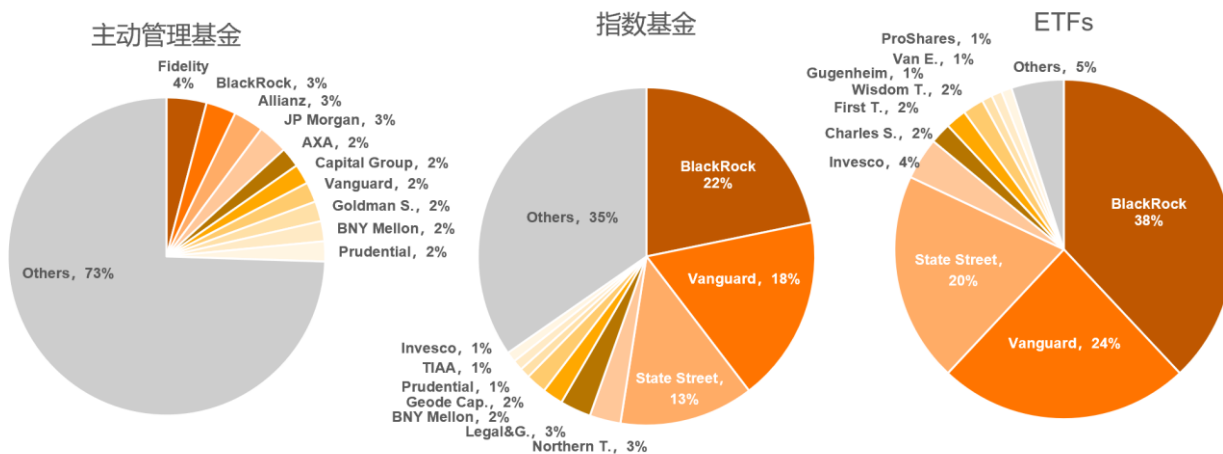
图 1：头部金融科技公司信息技术人员及占比（单位：人）



资料来源：华锐金融科技研究所，天风证券研究所

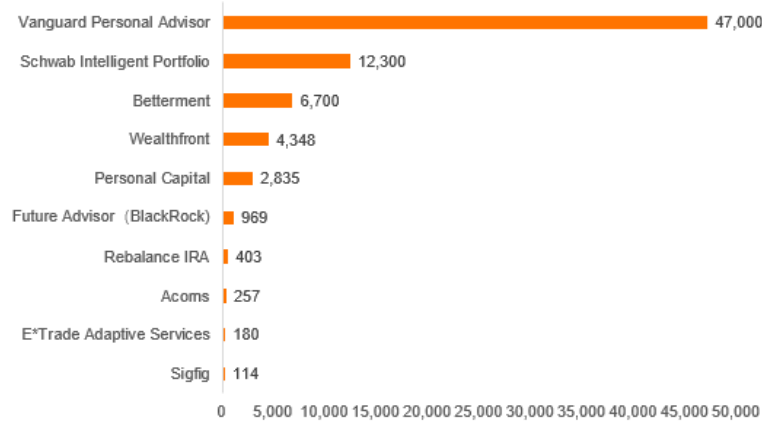
经纪业务之外，IT 系统对降低资产管理成本也发挥着重要作用。随着资产管理行业的发展，被动管理基金（指数基金、ETFs）以及智能投顾取得长足进步。主动管理基金的核心竞争力在于产品收益率，人才的分散以及个人资产管理能力的局限性使得主动管理基金呈现出分散的竞争格局。而被动管理基金的核心竞争力在于费率，智能投顾的核心竞争力在于费率和拥有产品的丰富程度，由于存在规模效应，管理的规模越大、边际成本越低，因而被动管理基金及智能投顾往往呈现出赢者通吃的局面。大规模资产管理及数据分析需求非常倚重 IT 系统的功能，头部金融机构更倾向于自研系统以获取相对竞争优势。

图 2：2016 年全球各类资管产品机构集中度



资料来源：《Asset Management as a Digital Platform Industry: A Global Financial Network Perspective》，天风证券研究所

图 3：2017 年美国 Top 10 智能投顾机构 AUM (单位：百万美元)



资料来源：ETF.com，天风证券研究所

## 2.2. 审慎宽松的监管态度孕育了差异化竞争的土壤

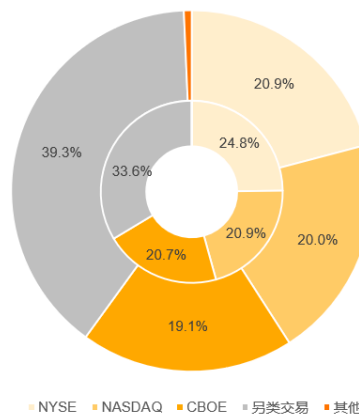
2005 年 SEC 修订美国全国市场系统规则( Regulation National Market System, Reg NMS ) 将集中交易规则改为最优执行规则。在**最优执行规则**下，交易的速度、成本、差异化服务等均为影响交易份额的重要因素，交易平台之间的竞争进一步加剧。

为了减少交易费用、提供差异化服务（如交易保密），海外经纪商倾向于通过构建内部交易系统将客户订单进行内部化处理。根据 SEC 分类标准，美国交易平台共分为三种：全国性证券交易所、另类交易系统（ATs,包括 ECN 和暗池）以及经纪商内部撮合平台。对于美国资本市场而言，上市公司在哪个交易所上市与在哪个交易场所交易并没有必然联系。

通过建立自己的暗池交易系统，经纪商不仅能够为客户的交易保密（最优报价不会在交易所和 ECN 等透明的交易平台中显示）、还能规避在交易所进行交易带来的费用，使自己在**与其他经纪商的竞争中处于优势地位**（平台组织者的订单优先成交）。因而我们可以观察到，高盛（Sigma X）、摩根士丹利（MSPool）、瑞银（PIN）等头部金融机构纷纷自建暗池交易系统，且有 200 多家经纪商拥有内部撮合平台。另类交易系统成交额占美股总交易额的比重逐年提升，而纽交所+纳斯达克股票成交额占美国股市总成交额的比重由 1998 年的 92% 下跌至 2020 年 10 月的 40%。

为了应对场外另类交易系统对交易所份额的侵蚀、并与纽交所展开竞争，纳斯达克甚至在 2005 年收购了 Instinet Group（其于 1986 年建立了第一个暗池系统 After Hours Cross）。

图 4：美股在各交易市场的成交额占比



资料来源：上海证券交易所，天风证券研究所

说明 1：内圈为 2016 年初数据，外圈为 2020 年 10 月数据

说明 2：另类交易主要包括 ECN、暗池、经纪商内部撮合平台

说明 3：其他主要指近几年成立的交易所，如投资者交易所（IEX）、长期证券交易所（LTSE）、会员交易所（MEMX）、迈阿密证券交易所（MIAX）

### 2.3. 金融机构倾向于通过并购获得独特竞争优势

出于竞争的排他性（并购技术公司能获得相应的平台客户，甚至获取技术营收）、解决方案的一体化趋势、以及快速获取技术能力的需求，头部金融机构往往倾向于通过并购的方式获取竞争优势。因而许多资本市场 IT 公司被并购成为头部金融机构的一部分，失去了作为独立主体发展壮大的可能。

表 6：头部资本市场 IT 公司被金融机构并购案例（部分）

资本市场 IT 公司	擅长系统	被并购事件
Future Advisor	智能投顾	2015 年被 BlackRock 并购
Kensho	智能投研	2018 年以 5.5 亿美元被 S&P Global 并购
eFront	另类投资管理软件	2019 年以 13 亿美元被 BlackRock 并购
Charles River	投资管理平台	2019 年以 26 亿美元被 State Street 并购
E-Trade	在线证券交易	2020 年以 130 亿美元被 Morgan Stanley 并购

资料来源：国际在线，亿欧网，cfo.com, barrons.com, forbes.com, 天风证券研究所

反观我国资本市场，集中交易制度以及监管机构审慎监管的态度使得风险控制成为交易系统的核心，风控的标准化决定了交易系统的标准化；因而金融机构很难通过交易系统的差异化实现成本与服务的差异化。未来随着我国量化交易、被动管理、智能投顾等一系列差异化产品和服务的兴起，不排除头部金融机构通过 IT 系统获得差异化竞争优势的可能性。但无论是行业本身的变化，还是金融机构 IT 技术实力的积累，我们认为都需较长时间发展。

### 3. 风险提示

- 1) **国内资本市场 IT 公司产品或技术发展不及预期**：若国内资本市场 IT 公司产品或技术不能紧跟业务发展变化，头部金融公司可能会选择组建团队进行自研。未来若国内资本市场 IT 公司不能提供行业通用的技术底座，使得金融公司在通用技术底座上进行个性化开发，则随着金融公司的发展，差异化业务需求可能带来差异化 IT 产品需求。
- 2) **交易规则或分业经营等政策变化**：若国内交易规则或分业经营等政策发生变化，如将集中交易规则修改为最优执行规则，交易系统可能会如海外一样成为各家金融机构差异化竞争的关键，届时不排除头部金融 IT 公司自研的可能。如将分业经营修改为混业经营，IT 技术沉淀深厚的银行及保险公司入局证券、基金行业，可能会加重头部金融公司自研的倾向。
- 3) **并购或牌照批准宽松**：若国内并购或牌照批准宽松，部分资本市场 IT 公司可能与金融公司合并，从而改变当前竞争格局，如西藏同信证券与东方财富信息股份有限公司合并成为东方财富证券。



## 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	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com