

2020年05月31日

产品持续创新 创业板/“T+0”红利可期

恒生电子(600570)

▶ 年度新品发布会落幕，重磅产品凸显技术优势

5月28日，公司召开年度新品发布会，推出技术品牌 LIGHT，及高性能/云原生/区块链 ABS/数据中台四款产品。其中“恒生高性能”是极速交易基础设施 LDP，从进交易核心到交易所报盘的时延仅 6.8 微秒，LDP 推出利于公司深化交易系统卡位优势，并在逐步推动高频交易模式的渗透，打开新的增长空间。其他新品方面，“天鉴 3.0”作为云运维平台推出，将成为全面云化战略的关键支撑；“恒融易”区块链 ABS 平台是现有的 ABS 管理系统的区块链升级版，核心看点是底层链 HSL2.0；“iBrain”是数据中台核心品牌，集合了各类大数据/智能化服务。综合而言，强大的研发实力是公司核心基石，本次新品推出彰显研发基石持续夯实，看好新品提振创新业务增速。

▶ 制度改革红利不断，创业板改革、T+0 提振市场

近年资本市场改革新政频出，直接带动系统模块改造需求，公司坐拥高市占率与强护城河，增量业务不断落地。当前重点关注加速推进的创业板注册制改革和两会期间被提上日程的“T+0”改革，前者监管要求在 6 月 30 日前完成改造，Q2/Q3 项目进程及业绩兑现或超预期；后者带来大量的系统改造需求的同时还将提振市场流动性，金融 IT 景气度传导上行。

投资建议

公司为金融 IT 龙头，具有极高的传统业务市占率和领先的创新业务布局，同时全面受益制度改革红利，坚定看好 2020 年年业绩高增长与估值的高弹性。维持此前盈利预测不变：预计 2020-2022 年归母净利润分别为 14.4/19.7/27.5 亿元，对应 EPS 分别为 1.79/2.45/3.43 元。

风险提示

金融创新政策推进不及预期、创新业务进展不及预期。

盈利预测与估值

财务摘要	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	3,263	3,872	5,009	6,509	8,685
YoY (%)	22.4%	18.7%	29.4%	30.0%	33.4%
归母净利润(百万元)	645	1,416	1,438	1,967	2,751
YoY (%)	37.0%	119.4%	1.6%	36.8%	39.9%
毛利率 (%)	97.1%	96.8%	96.9%	97.1%	97.3%
每股收益(元)	0.80	1.76	1.79	2.45	3.43
ROE	20.3%	31.6%	24.3%	24.9%	25.9%
市盈率	131.06	59.74	58.81	43.00	30.74

资料来源：wind，华西证券研究所测算

评级及分析师信息

评级:	买入
上次评级:	买入
目标价格:	
最新收盘价:	105.31
股票代码:	600570
52 周最高价/最低价:	108.39/59.33
总市值(亿)	846
自由流通市值(亿)	846
自由流通股数(百万)	803



分析师：刘泽晶

邮箱：liuzj1@hx168.com.cn
SAC NO: S1120520020002
联系电话：13911090484

研究助理：刘忠腾

邮箱：liuzt1@hx168.com.cn
SAC NO: S1120520050001
联系电话：18988988780

研究助理：孔文彬

邮箱：kongwb@hx168.com.cn
SAC NO:
联系电话：13502696124

相关研究

- 恒生电子(600570)点评：Q1 业绩符合预期 再迎创业板改革红利
2020.04.28
- 恒生电子(600570)深度报告：强者恒强，金融 IT 龙头步入创新纪元
2020.04.26

正文目录

1. 年度新品发布会落幕，重磅产品凸显技术优势	3
1.1. 高性能/云/区块链/AI 四款产品推出	3
1.2. 研发基石不断夯实，技术优势凸显	5
2. 制度改革红利不断，创业板改革、T+0 提振市场	7
3. 投资建议及盈利预测	9
4. 风险提示	9

图表目录

图 1 基于企业级总线的 LDP	3
图 2 极速交易系统技术优势	3
图 3 云原生运维的特点	4
图 4 天鉴 3.0 功能	4
图 5 恒融易的技术融合	5
图 6 HSL 2.0 主要特性	5
图 7 数据资产智能搜索引擎简介	5
图 8 互联网搜索与企业内部搜索区别。	5
图 9 恒生电子研发投入（亿元）及占比	6
图 10 金融 IT 公司研发投入占比对比	6
图 11 金融 IT 公司研发人员占比对比	6
图 12 金融 IT 公司人均薪酬对比	6
图 13 恒生电子三季研发体系	7
图 14 “高研发 → 高市占率 → 高定价 → 高毛利”的正循环模式	7
图 15 资本市场政改以来，2018 年以来改革新政频密出台	8
图 15 券商集中交易系统涉及改造模块（创业板）	9

年初至今我们坚定推荐金融 IT 绝对龙头恒生电子，主要逻辑是传统业务强者恒强+创新业务爆发，前者的驱动力是卡位优势下的资本市场改革红利，后者的驱动力则是产品云化、AI 化的持续推进。近期内外部因素的边际变化无疑进一步验证了这一逻辑，我们就恒生新品发布会和资本市场改革政策进行跟踪分析。

1. 年度新品发布会落幕，重磅产品凸显技术优势

1.1. 高性能/云/区块链/AI 四款产品推出

5 月 28 日，恒生电子召开年度新品发布会，正式发布“人工智能、大数据、云计算、区块链、高性能计算”等关键词的全新技术品牌 LIGHT，并同步推出多款重磅创新产品。LIGHT 品牌是公司战略规划的重要组成部分，强调开放、灵动以及前沿，是此前公司在云原生 (Move online)、基数中台、其他前沿技术 (AI、区块链、大数据) 等领域改革/创新成果的集中展现。LIGHT 品牌本身希望通过云原生帮助客户实现基础架构升级 (开放)，通过中台实现灵活地业务创新，并通过各类前沿技术提升生产力。本次重磅发布的相关产品共计四款，分别为“恒生高性能”、云原生统一运维平台“天鉴 3.0”、区块链 ABS 平台“恒融易”以及数据中台+“iBrain”。

1、“恒生高性能”，即极速交易基础设施 LDP

公司起步于证券交易系统，在交易系统领域具备深厚的技术积淀与极高的市场占有率 (2019 年券商核心交易系统市占率 50%)。此次推出的 LDP 是面向金融行业的低延时分布式开发平台，优势主要在两方面：一是速度极致，从进交易核心到交易所报盘小站，业务时延能够达到 6.8 微秒；二是双轮驱动，企业级服务总线 JRES3.0 既能支持互联网场景，又能支持高性能服务场景。

据公司在发布会上的披露，LDP 的推出是为了进一步扩展高频量化的应用场景。目前高频量化在中国市场的交易占比不足 10%，而在美国已经超过 50%，因此中国在高频量化、策略交易领域还有很大发展空间。此外，从体量来看，美国做高频交易的资产管理规模约为数千亿美元，国内则只有几百亿，同样具备极大提升空间。

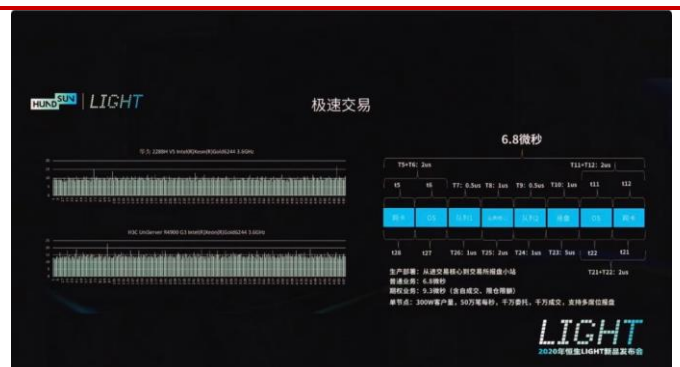
综合来看，LDP 的推出是利于公司进一步深化交易系统卡位、稳固经纪 (零售) 业务的技术壁垒，同时也有望在下一阶段逐步推动高频交易模式的渗透，打开新的增长空间。

图 1 基于企业级总线的 LDP



资料来源：恒生电子 2020 年新品发布会，华西证券研究所

图 2 极速交易系统技术优势



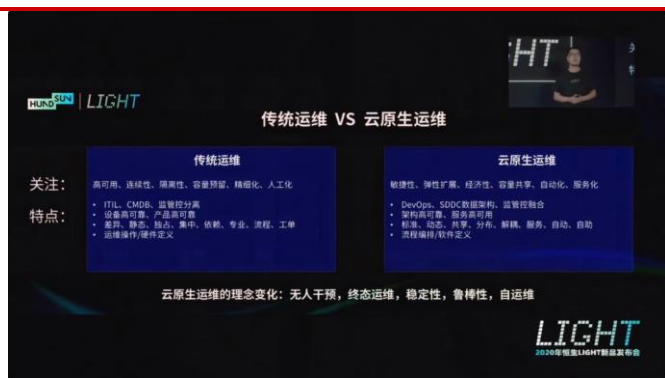
资料来源：恒生电子 2020 年新品发布会，华西证券研究所

2、云原生统一运维平台“天鉴 3.0”

“天鉴 3.0”作为云运维平台推出，是公司系列云化产品中的重要新品。与传统运维关注高可用、连续性、隔离性、容量预留、精细化、人工化不同，云原生运维更看重敏捷性、弹性扩展、经济性、容量共享、自动化和服务化。

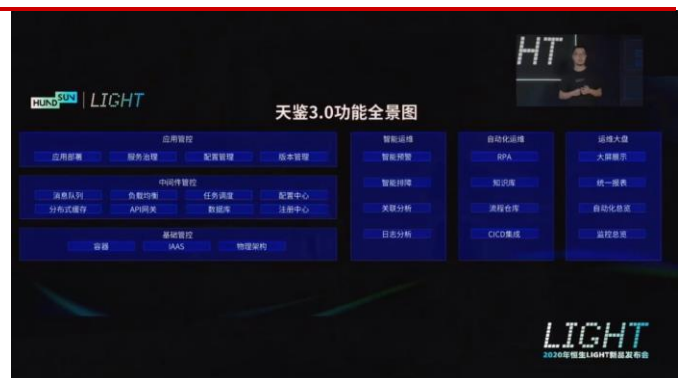
随着“云时代”的到来，公司早已开始积极布局云战略。一方面，全面云化是 Online 战略的绝对核心，背后的逻辑正是软件服务的商业模式演进，从单纯的“软件+服务”模式向“云平台运营”模式逐步过渡，而云原生运维正是模式转变的基石，“天鉴 3.0”的重要性不言而喻。此外，公司目前在 SaaS 和 PaaS 层均有布局，SaaS 层主要由云永、云毅、云英、云纪、云连、云赢，以及证投网络、芸擎等创新子公司负责，其中芸擎主要面向民生服务云计算，其他子公司针对不同客户类型提供云计算服务；PaaS 层主要通过 ARES 金融创新云平台实现，天鉴 3.0 将逐步和上述各线云子公司打通，全面构建云原生运维生态，极大提升云业务的运维效率与协同性。

图 3 云原生运维的特点



资料来源：恒生电子 2020 年新品发布会，华西证券研究所

图 4 天鉴 3.0 功能



资料来源：恒生电子 2020 年新品发布会，华西证券研究所

3、区块链 ABS 平台“恒融易”

“恒融易”区块链 ABS 可信管理平台是现有的 ABS 管理系统进行了区块链升级，将帮助原始权益人、计划管理人、律所、评级机构、会计师事务所、券商、托管行等 ABS 业务参与机构优化业务流程。

当前我国 ABS 发行规模不断攀升，市场空间极其广阔，但资产不透明的问题（尤其是面临海量数据的情况下）始终是制约行业健康发展的核心因素。而区块链技术及相关产品正是解决资产信息不透明问题的良方，“恒融易”的推出也是顺势而为。根据公司在发布会上的披露，“恒融易”区块链 ABS 可信管理平台能为业务参与方降低 30% 的人力成本，将常规操作风险减少 50%，数据输入需求减少 80%，业务流转效率提升 50%，文档制作效率提升 150%，产品设计效率提升 100%。

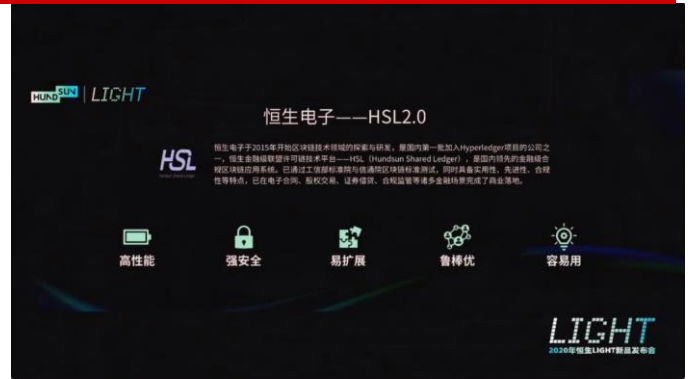
值得注意的是，“恒融易”的底层链正是此前公司重点推出的 HSL2.0。HSL2.0 是面向金融业务做的底层联盟链，通过工信部标准院与通信院区块链标准测试，已在多领域已产生了应用案例。特点包括高性能（1 万以上 TPS）、强安全、易扩展（动态扩展）、鲁棒优（满足金融级应用、容易用（一键部署、一键接入）。随着 HSL2.0 逐步趋于成熟，预计更多区块链产品将陆续推出，公司进一步抢占区块链技术高点。

图5 恒融易的技术融合



资料来源：恒生电子2020年新品发布会，华西证券研究所

图6 HSL 2.0 主要特性



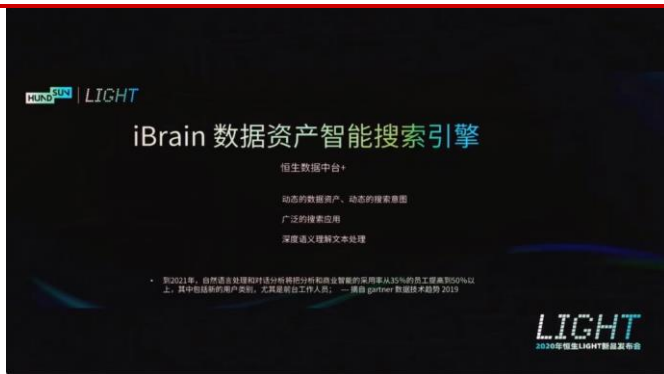
资料来源：恒生电子2020年新品发布会，华西证券研究所

4、数据中台+“iBrain”

本次公司正式确定将“iBrain”作为数据中台全新品牌推出，是大中台战略的进一步推进。iBrain 集合了各类大数据/智能化服务，可以说是 Online 转型及大中台战略的集大成之作。以旗下 iBrain 数据资产智能搜索引擎为例，考虑到企业内部专业领域搜索面临的数据资产种类不稳定、训练语料少、意图多、冷启动训练样本少等难点，iBrain 数据资产智能搜索引擎通过分布式并行多级加速、NLP 技术、语义联想等，可实现秒级索引增量更新、毫秒级结果展现，并深刻理解用户查搜意图，将极大改善数据应用体验。

展望未来，以数据为基础的行业数字化转型已经成为趋势，iBrain 将通过内外互联、降本增效，实现真正数字化转型，并逐步成为金融业新基础设施的标杆。

图7 数据资产智能搜索引擎简介



资料来源：恒生电子2020年新品发布会，华西证券研究所

图8 互联网搜索与企业内部搜索区别。

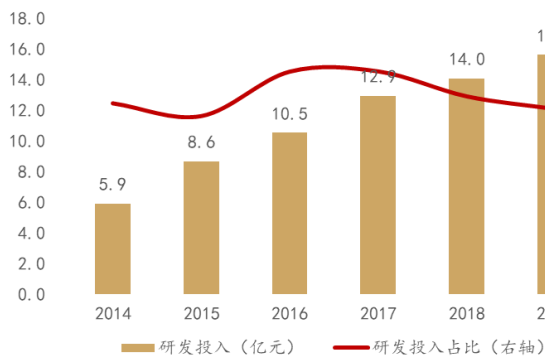


资料来源：恒生电子2020年新品发布会，华西证券研究所

1.2. 研发基石不断夯实，技术优势凸显

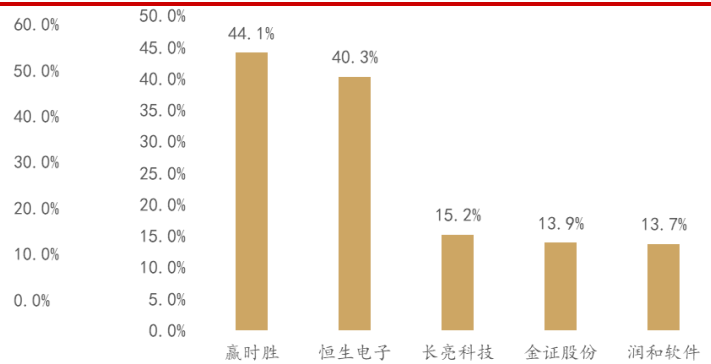
公司历年新品发布会屡屡推陈出新，彰显强大的技术优势，而这与其背后的高研发投入、强研发体系是密不可分的。2014-2019 年年间，公司研发投入占比基本稳定在 40%以上，且横向比较而言，公司在 2019 年 40.3%的研发投入占比在业内仅次于基数较小的赢时胜 (44.1%)，大幅领先其他竞争者，且对直接对手金证股份 (13.9%) 更是保持绝对优势。

图9 恒生电子研发投入（亿元）及占比



资料来源：wind，华西证券研究所

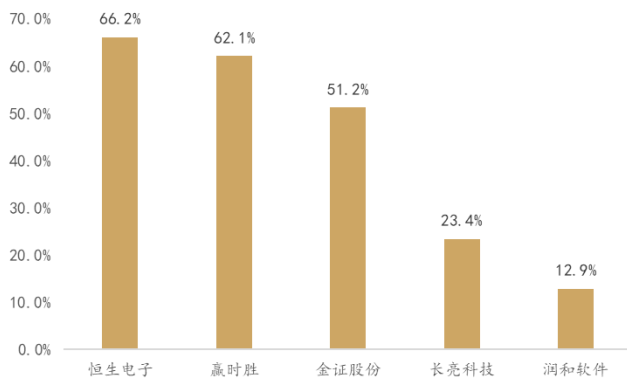
图10 金融IT公司研发投入占比对比



资料来源：wind，华西证券研究所

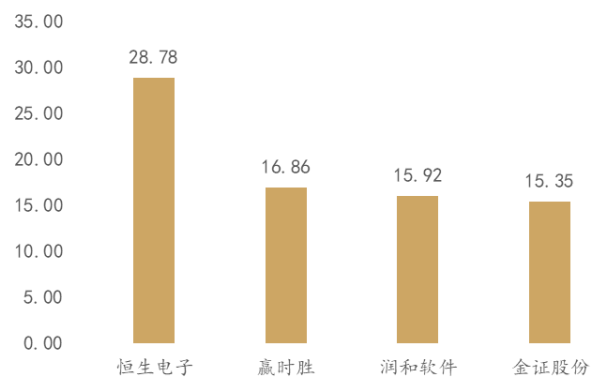
此外，高研发投入还体现在研发人员的高薪酬水平上。随着公司规模持续扩张，研发人员及其薪酬均快速增加，研发人员占比也不断提高。截至2019年末公司员工人数已经达到7357人，其中研发人员4867人，占比66.2%。公司研发人员的待遇在业内颇有口碑，2019年人均薪酬高达28.78万元也可见一斑。

图11 金融IT公司研发人员占比对比



资料来源：wind，华西证券研究所

图12 金融IT公司人均薪酬对比（万元）



资料来源：wind，华西证券研究所

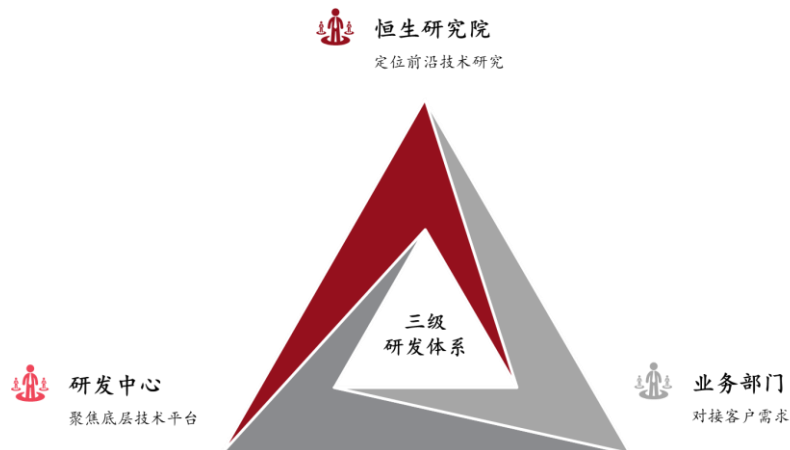
为了更好地整合研发投入和技术人员实力，公司进一步构建三级研发架构体系：

1、恒生研究院：定位是恒生前沿技术的先驱，由行业高端专业人才组成，并和高等院校开展合作，覆盖区块链、高性能计算、大数据、人工智能、金融工程等领域。本次发布会的四款重磅产品主要由恒生研究院主导。

2、研发中心：聚焦于技术平台和底层平台，与蚂蚁金服合作重点推出新一代JRES3.0技术平台，全面满足互联网云服务架构的新一代技术框架，正在着力推进适应金融领域全业务场景的产品。

3、业务部门平台：致力于打造金融行业大中台以对接客户需求，提供整体解决方案。公司各大产品线都进行了新一代平台的开发和推广，包括经纪业务平台UF3.0、一站式资管平台045等。

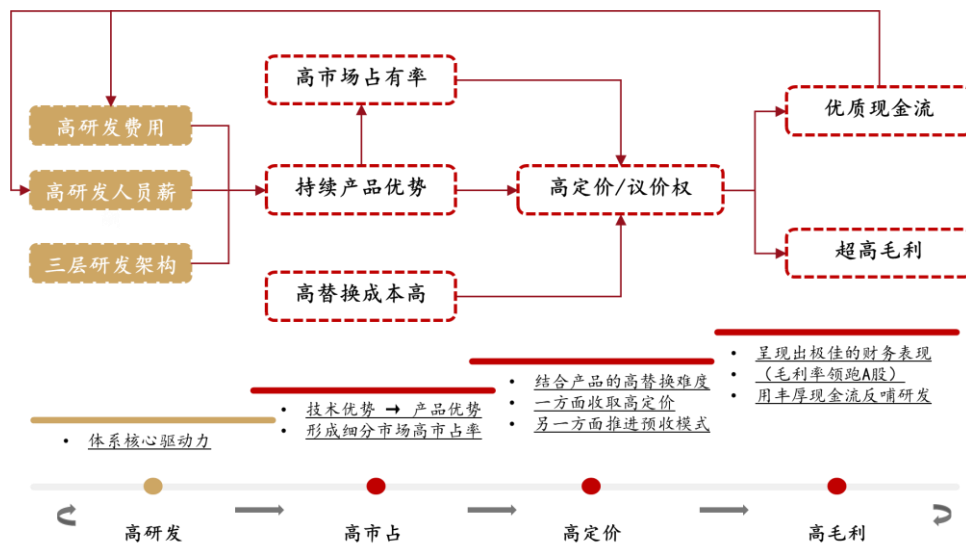
图 13 恒生电子三级研发体系



资料来源：华西证券研究所

综合来看，我们认为强大的研发实力是公司“高研发 → 高市占率 → 高定价 → 高毛利”的正循环模式的基石所在，本次重磅新品推出也是公司研发基石进一步夯实的证明，看好公司新品提振创新业务增速，打开云、AI 等业务的成长空间。

图 14 “高研发 → 高市占率 → 高定价 → 高毛利”的正循环模式



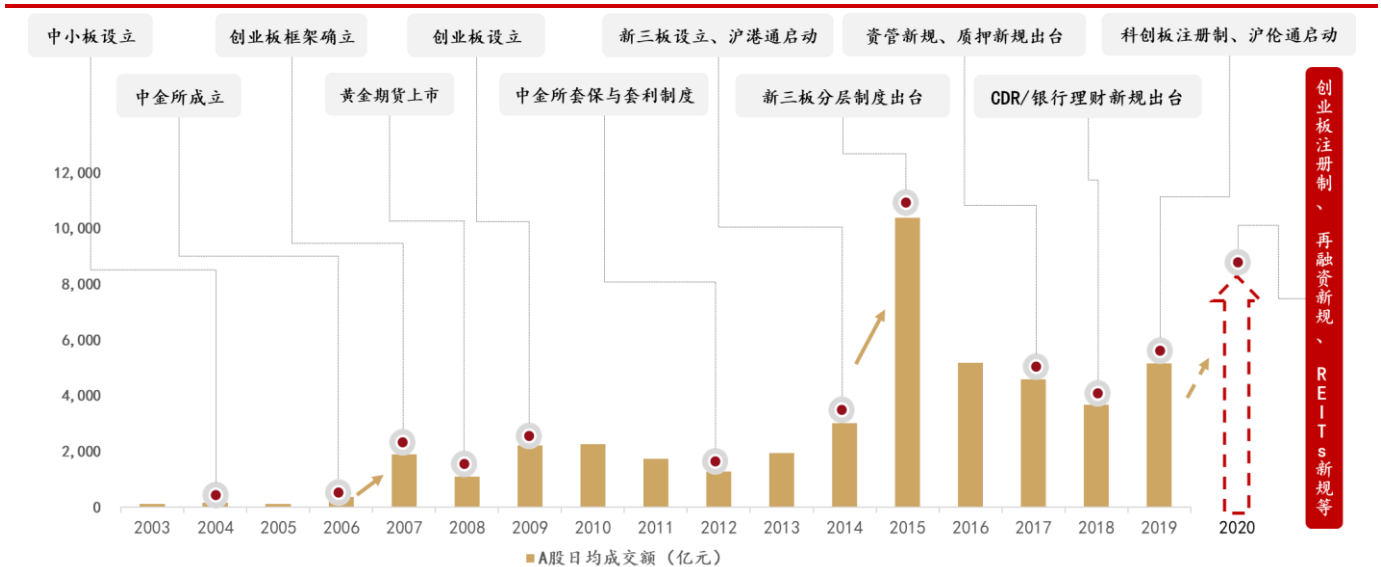
资料来源：wind，华西证券研究所

2. 制度改革红利不断，创业板改革、T+0 提振市场

长周期来看，我国证券、基金市场仍处发展初期，市场改革、发展红利将持续释放。2018 年至今资本市场改革新政频出，一方面刺激市场交投活跃，带动下游金融

机构景气度提升，另一方面也直接带来了各类系统模块改造需求，公司坐拥高市占率与强护城河，增量业务不断落地。

图 15 资本市场政改以来，2018 年以来改革新政频密出台



资料来源: wind, 华西证券研究所

当前来看，我们应重点关注加速推进的创业板注册制改革，以及在两会期间被提上日程的“T+0”改革。

1、创业板注册制：2020 年 4 月 27 日，习近平主持召开中央全面深化改革委员会第十三次会议强调，深化改革健全制度完善治理体系，善于运用制度优势应对风险挑战冲击。会议审议通过了《创业板改革并试点注册制总体实施方案》。从目前透露的信息看，在板块定位上，实施注册制后的创业板定位有所变化，将强调“二板属性”主要发行成长性高、科技含量高，以及新经济、新服务、新农业、新材料、新能源和新商业模式的“两高六新”企业，但没有具体的行业限制。毫无疑问，本轮创业板试点注册制改革是向科创板的全面看齐。尽管创业板注册程序和科创板有所不同（见图 1），但整体交易制度将基本参照科创板，即注册制下创业板新上市公司前五日不设涨跌幅，之后涨跌幅限制从目前的 10%调整为 20%（存量企业将同步实施）。此外，投资者门槛层面，明确新申请开通创业板交易权限的个人投资者，权限开通前 20 个交易日证券账户及资金账户内的资产日均不低于人民币 10 万元，并参与证券交易 24 个月以上。

本轮创业板改革必然带来相应的系统改造业务，参照 2019 年科创板对应的改造模块，本轮改造将至少涉及券商的集中交易系统、统一账户系统、融资融券系统，同时快速订单系统、行情网关、综合运营平台、热自助、转融通等模块也要进行调整，预计单家的模块体量少则几十万大则上百万。此外，各类资管机构（券商资管、保险资管、公募基金等）对资管投资系统也要进行相应改造，进一步打开业务空间。此前我们在深度报告《恒生电子（600570）：强者恒强，金融 IT 龙头步入创新纪元》中曾指出科创板系统模块改造合计将为公司带来 7.2 亿增量业务，判断本轮改造拉动的业务空间大概率将不亚于科创板，公司作为资本市场 IT 龙头持续受益。不仅如此，考虑到当前监管层要求市场主要参与者技术系统应在 6 月 30 日前内部就绪，7 月底前可以投产就绪，改造项目进程或加速推进，公司 Q2/Q3 业绩或超预期提前兑现。

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

图 16 券商集中交易系统涉及改造模块（创业板）

核心功能模块	是否进行模块修改	辅助功能模块（部分）	是否进行模块修改
集中交易	√	快速订单	√
三方存管		行情网关	√
统一账户	√	综合运营	√
融资融券	√	热自助	√
运行监控		转融通	√

资料来源：证券业协会、恒生电子、公开资料、华西证券研究所

2、两会期间重提“T+0”：2020年5月29日，上交所官网发表题为《江畔鸣锣看两会 | 资本市场“关键词”：科创板、注册制、净化生态、指数表征》的文章，并提及“适时推出做市商制度、引入单次T+0交易”，一度引发市场热议。

具体而言，上交所在回应中提出将从优化“资本供给”和“制度供给”入手推动下一步工作。“资本供给”层面包括构建更为高效的并购重组和再融资制度、研究推出鼓励吸引长期投资者的制度、完善股份减持制度。而“制度供给”层面则包括制定更有针对性的信息披露政策、加大股权激励制度的适应性、适时推出做市商制度、研究引入单次T+0交易，保证市场的流动性。

关于“T+0”交易改革的呼声由来已久。所谓“T+0”即“日内回转交易”，而目前提及的单次“T+0”略有不同，所谓单次预计指在同一标的的买卖上，限定日内仅能回转交易一次，即当日买入后可当日卖出（目前允许当日卖出后买回）。作为折中方案，单次“T+0”有利于投资者在科创板市场当日波动下及时操作，提升定价效率，同时限定单次回转，利于防范操纵市场和过度投机等风险。

我们认为本次是上交所自科创板推进以来首次提出研究引入单次“T+0”交易制度，若能得以实施，将再次带来大量的系统升级、调试等技IT改造需求，对金融IT服务商构成重大利好，公司凭借高市占率极大受益。不仅如此，“T+0”和做市商制度均有望增加市场流动性，下游券商收入端也将受提振，景气度向上游传导可期。

从高层的系列表态来看，后续资本市场深改政策有望持续超预期，包括创业板注册制进程和市场基础制度（T+0）、长期资金引入等多个方面，市场风险偏好和金融IT行业景气度同步提升。

3. 投资建议及盈利预测

公司目前稳居国内资本市场IT领域龙头位置，具有极高的传统业务市占率和领先的创新业务布局，同时在当前资本市场深化改革的大背景下，公司全面受益政策红利，2020年创业板改革首当其冲带来业绩确定性，坚定看好全年业绩高增长与估值的高弹性。盈利预测方面，暂时维持此前预测不变：预计2020-2022年营收分别实现29.4%/30.0%/33.4%的同比增长，净利润分别实现1.6%/36.8%/39.9%的同比增长，归母净利润分别为14.4/19.7/27.5亿元，对应EPS分别为1.79/2.45/3.43元。

4. 风险提示

金融创新政策推进不及预期的风险、创新业务进展不及预期的风险。

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E	现金流量表 (百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E
营业总收入	3,872	5,009	6,509	8,685	净利润	1,415	1,438	1,966	2,750
YoY (%)	18.7%	29.4%	30.0%	33.4%	折旧和摊销	70	55	62	70
营业成本	125	156	190	238	营运资金变动	131	649	818	1,181
营业税金及附加	47	73	98	143	经营活动现金流	1,071	1,723	2,250	3,168
销售费用	927	1,127	1,367	1,694	资本开支	-367	-168	-173	-158
管理费用	486	601	716	869	投资	-93	-103	-270	-365
财务费用	3	-2	-5	-9	投资活动现金流	-244	160	169	329
资产减值损失	-15	0	0	0	股权募资	93	0	0	0
投资收益	475	451	586	782	债务募资	264	29	50	50
营业利润	1,528	1,552	2,148	3,037	筹资活动现金流	-75	49	78	84
营业外收支	-1	2	2	2	现金净流量	756	1,933	2,496	3,582
利润总额	1,527	1,554	2,149	3,039	主要财务指标	2019A	2020E	2021E	2022E
所得税	112	117	183	289	成长能力 (%)				
净利润	1,415	1,438	1,966	2,750	营业收入增长率	18.7%	29.4%	30.0%	33.4%
归属于母公司净利润	1,416	1,438	1,967	2,751	净利润增长率	119.4%	1.6%	36.8%	39.9%
YoY (%)	119.4%	1.6%	36.8%	39.9%	盈利能力 (%)				
每股收益	1.76	1.79	2.45	3.43	毛利率	96.8%	96.9%	97.1%	97.3%
资产负债表 (百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E	净利率	36.6%	28.7%	30.2%	31.7%
货币资金	1,329	3,261	5,757	9,339	总资产收益率 ROA	16.9%	13.6%	14.5%	15.5%
预付款项	10	17	21	24	净资产收益率 ROE	31.6%	24.3%	24.9%	25.9%
存货	26	30	34	38	偿债能力 (%)				
其他流动资产	3,178	3,242	3,551	3,940	流动比率	1.43	1.69	1.94	2.16
流动资产合计	4,542	6,550	9,363	13,341	速动比率	1.42	1.68	1.92	2.15
长期股权投资	862	950	1,030	1,130	现金比率	0.42	0.84	1.19	1.51
固定资产	490	535	573	583	资产负债率	41.5%	40.2%	39.0%	37.8%
无形资产	110	110	110	110	经营效率 (%)				
非流动资产合计	3,817	4,030	4,233	4,433	总资产周转率	0.46	0.47	0.48	0.49
资产合计	8,359	10,580	13,597	17,774	每股指标 (元)				
短期借款	21	0	0	0	每股收益	1.76	1.79	2.45	3.43
应付账款及票据	180	224	273	342	每股净资产	5.58	7.37	9.82	13.24
其他流动负债	2,975	3,655	4,565	5,824	每股经营现金流	1.33	2.15	2.80	3.95
流动负债合计	3,176	3,879	4,839	6,166	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	202	252	302	352	估值分析				
其他长期负债	88	118	158	208	PE	59.74	58.81	43.00	30.74
非流动负债合计	290	370	460	560	PB	13.94	14.29	10.73	7.95
负债合计	3,466	4,249	5,299	6,727					
股本	803	803	803	803					
少数股东权益	414	414	413	413					
股东权益合计	4,893	6,331	8,298	11,048					
负债和股东权益合计	8,359	10,580	13,597	17,774					

资料来源: wind, 华西证券研究所

分析师与研究助理简介

刘泽晶（首席分析师）：2014-2015年新财富计算机行业团队第三、第五名，水晶球第三名，10年证券从业经验。

刘忠腾（研究助理）：计算机+金融复合背景，3年IT产业+3年证券从业经验，深耕云计算和信创产业。

孔文彬（研究助理）：金融学硕士，2年证券研究经验，主要覆盖金融科技、网络安全研究方向。

分析师承诺

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

评级说明

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

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

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

华西证券免责声明

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

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

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

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

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