

退市新规促分化 大浪淘沙见真金

——评关于完善创业板退市制度的方案（征求意见稿）

简评：

- 制度完善还股票以投资工具的本能。让创业板的股票越来越成为投资的标的，而非炒作的工具。不具有投资价值的公司最终会被市场所淘汰，而不会因其上市公司身份而金贵。
- 诚信指标仍有人治色彩。除了财务指标之外，增加了“衡量规范和诚信”的指标。创业板公司在最近 36 个月内累计收到交易所公开谴责三次的，其股票将终止上市。这一定程度上有利于遏制上市公司的不规范和不诚信。但谴责本身是人的行为，人治的方式也有其弊端。
- 新规拒绝僵而不死的“仙股”。连续 20 个交易日每日收盘价均低于每股面值的，其股票将终止上市。这增加了投资者用脚投票的筹码。
- 制度全面完善才是根本。退市新规固然很好，但上市制度及一级市场定价制度仍需完善，才能综合平衡地发挥作用，才能更好地解决募集资金不合理和股价不合理等问题。
- 对市场的影响：
 - （1）与鼓励分红类似，这是对绩优公司的制度性支持。符合经济社会发展趋势的绩优公司将更受青睐。维持“寻觅新蓝筹”的基本选股思路。
 - （2）创业板公司将出现大分化。这里，不仅仅是当期财务报表的安全性，更重要的是公司业务的可持续性和远景空间。这对于很多“傍大款”型代工公司提出了加强自我造血机制的要求。
 - （3）市场：预期短期内创业板出现分化，但不影响大盘指数走出底部的大趋势。
 - （4）有关寻找新蓝筹的思路，请参见《大浪淘沙 寻觅新蓝筹》等系列报告

分析师

孙建波 博士
首席策略分析师
☎：(8610) 83571306
✉：sunjianbo@chinastock.com.cn
执业证书编号：S0130511040002

秦晓斌
策略分析师 总监
☎：(8610) 6656 8746
✉：qinxiaobin@chinastock.com.cn
执业证书编号：S0130511030001

王皓雪
策略分析师
☎：(8610) 6656 8607
✉：wanghaoxue@chinastock.com.cn 执业证书编号：
S0130511030002

李亚明
策略分析师
☎：(8610) 8357 1404
✉：liyaming@chinastock.com.cn
执业证书编号：S0130511100001

特此鸣谢

王维诚 博士 策略研究员
☎：(8621) 2025 7809
✉：wangweicheng@chinastock.com.cn
张一凡 大宗商品策略研究员（兼）
☎：(8621) 20252682
✉：Zhangyifan@chinastock.com.cn

杨 岚
✉：Yanglan@chinastock.com.cn
对本报告的编制提供信息

附 1: 关于完善创业板退市制度的方案（征求意见稿）

为进一步健全创业板市场优胜劣汰机制，提高创业板市场质量，促进创业板市场长远健康发展，在研究借鉴主板、中小企业板和海外成熟市场退市制度经验和教训的基础上，提出如下完善创业板退市制度方案：

一、丰富退市标准体系，增加两个退市条件

创业板现行退市条件是根据《证券法》第五十六条的规定，在借鉴主板、中小企业板退市制度经验的基础上制定的，按照现行《创业板股票上市规则》，目前创业板主要退市条件如下：(1)连续亏损；(2)追溯调整导致连续亏损；(3)净资产为负；(4)审计报告为否定意见或拒绝表示意见；(5)未改正财务会计报告中的重大差错或虚假记载；(6)未在法定期限内披露年度报告或中期报告；(7)公司解散；(8)法院宣告公司破产；(9)连续 120 个交易日累计股票成交量低于 100 万股；(10)连续 20 个交易日股权分布或股东人数不符合上市条件；(11)公司股本总额发生变化不再具备上市条件。

根据监管实践并借鉴海外市场经验，拟增加两个反映公司规范运作情况和市场效率的退市条件，以丰富创业板退市标准体系。

1. 连续受到交易所公开谴责

创业板公司在最近 36 个月内累计受到交易所公开谴责三次的，其股票将终止上市。

2. 股票成交价格连续低于面值

创业板公司股票出现连续 20 个交易日每日收盘价均低于每股面值的，其股票将终止上市。

二、完善恢复上市的审核标准，不支持通过“借壳”恢复上市

为避免创业板公司暂停上市以后通过各种调节财务指标的方式规避退市，拟完善创业板公司恢复上市的审核标准，对暂停上市公司恢复上市的财务标准，参照首次公开发行和再融资的计算方法，以扣除非经常性损益前后的净利润孰低作为盈利判断标准。同时，不支持暂停上市公司通过借壳方式恢复上市。

三、缩短现行部分退市条件的退市时间，加快退市速度

1. 触发净资产为负退市条件的，一旦经审计的年度财务会计报告显示公司净资产为负，则其股票暂停上市；连续两年净资产为负，则其股票终止上市。

将现行《创业板股票上市规则》中规定的连续两年净资产为负则暂停上市，连续两年半净资产为负则终止上市的退市时间予以缩短。

2. 一旦出现连续 120 个交易日累计股票成交量低于 100 万股情形的，将终止上市。

触发连续 120 个交易日累计股票成交量低于 100 万股的退市条件的，一旦达到上述标准，则直接终止上市。

四、改进创业板退市风险提示方式

创业板目前采用与主板、中小企业板相同的“退市风险警示处理”方式提示上市公司的退市

风险，即“*ST”制度。为避免存在退市风险的创业板公司与主板、中小企业板被实施“*ST”的公司相混同，创业板将不再实施现行的“退市风险警示处理”方式。同时，为了更好的保护投资者权益，充分揭示退市风险，拟实施以下措施：

1. 强化退市信息披露，及时提示退市风险

不再实施“退市风险警示处理”后，为了保护投资者的利益，充分揭示公司的退市风险，拟要求创业板公司在知悉即将触及退市条件时及时披露有关信息，刊登退市风险提示性公告，并在此后每周披露一次退市风险提示公告，以警示公司的退市风险。

2. 深化创业板投资者适当性管理，充分揭示退市风险

建立创业板投资者适当性管理的长效机制，强化退市风险揭示，拟要求证券公司利用短信、电子邮件等方式，将有关创业板公司的退市风险提示公告通知持有退市风险公司股票的投资人，以充分揭示退市风险。

五、实施“退市整理期”制度，设立“退市整理板”

为了保证投资者在创业板公司退市前拥有必要的交易机会，使投资者有充足的时间处理手中持有的股票，拟实施“退市整理期”制度，即在交易所做出公司股票终止上市决定后，公司股票终止上市前，给予 30 个交易日的“退市整理期”。在“退市整理期”，其股票移入“退市整理板”进行另板交易。“退市整理板”相关交易制度要点如下：

1. 交易期间为 30 个交易日。在交易所对公司股票做出终止上市决定后，给予 30 个交易日的股票交易时间，交易期满后公司股票终止上市。

2. 交易行情实行另板揭示。为了方便投资者对退市公司股票进行识别和风险揭示，设立专门的“退市整理板”，对进入退市整理期的公司股票进行集中交易，并另板揭示，其股票不再在创业板股票行情中显示。

3. 涨跌幅限制为 10%。在 30 个交易日中，股票交易涨跌幅限制仍为 10%。

六、明确退市公司去向安排

创业板公司终止上市以后拟统一平移至代办股份转让系统挂牌，给投资者提供一个可以进行股份转让的渠道和平台。

附 2：现行创业板退市条件和退市程序表

退市条件	退市风险警示处理	暂停上市	终止上市
连续亏损	两年	三年	四年(年度报告)
追溯调整导致连续亏损	两年	三年	四年(年度报告)
净资产为负	一年	两年	两年半(中期报告)
审计报告为否定或拒绝表示意见	一年	两年	两年半(中期报告)

未改正财务会计报告中的重大差错或虚假记载	两个月	四个月	六个月
未在法定期限内披露年度报告或中期报告	法定披露期限结束后当天	两个月	三个月
公司解散	披露可能被解散公告后次一交易日	——	公司因故解散
法院宣告公司破产	披露相关破产受理公告后的次一交易日	——	公司被法院宣告破产
连续 120 个交易日累计股票成交量低于 100 万股	连续 120 个交易日	——	再次出现连续 120 个交易日
连续 20 个交易日股权分布或股东人数不符合上市条件	提出解决方案获我所同意，恢复交易当天	解决方案公布后六个月仍不符合上市条件	十二个月仍不符合上市条件
公司股本总额发生变化不再具备上市条件		一旦发生，即暂停上市	在本所规定的期限内仍不能达到上市条件

附 3：完善后的创业板公司退市条件和退市程序表

退市条件	暂停上市	终止上市	备注
连续亏损	三年	四年	
追溯调整导致连续亏损	三年	四年	
净资产为负	一年	两年	暂停上市缩短一年，终止上市缩短半年
审计报告为否定或拒绝表示意见	两年	两年半	
未改正财务会计报告中的重大差错或虚假记载	四个月	六个月	
未在法定期限内披露年度报告或中期报告	两个月	三个月	
公司解散	——	公司因故解散	
法院宣告公司破产	——	公司被法院宣告破产	
连续 120 个交易日累计股票成交量低于 100 万股	——	连续 120 个交易日	出现一次即终止上市，比现行制度出现两次终止上市的时间缩短
连续 20 个交易日股权分布或股东人数不符合上市条件	解决方案公布后六个月仍不符合上市条件	十二个月仍不符合上市条件	

公司股本总额发生变化不再具备上市条件	一旦发生，即暂停上市	在本所规定的期限内仍不能达到上市条件	
36 个月内累计受到交易所公开谴责三次	—	36 个月内	新增
连续 20 个交易日每日收盘价均低于每股面值	—	连续 20 个交易日	新增

附 4：香港创业板和美国纳斯达克股市退市制度

市场	首次退市通知	自救规定
美国纳斯达克小型资本市场	1, 有形净资产低于 200 万美元; 2, 市值低于 3500 万美元; 3, 净收益最近一个会计年度或最近三个会计年度中的两年低于 50 万美元; 4, 公众持股量低于 50 万股; 5, 公众持股市值低于 100 万美元; 6, 最低报买价低于 1 美元 30 天; 7, 做市商数少于 2 个; 8, 股东人数少于 300 个。	被告的公司如果在告发出的 90 天里，仍然不能采取相应的措施进行自救以改变其股价，将被宣布停止股票交易。这也称“一美元退市规则”。
香港创业板	1, 发行人(上市公司)未能遵守《上市规则》，而情况属严重者; 2, 最低公众持股量占已发行股本的低于 25%(市值少于 40 亿港元的公司，低于 3000 万港元)。至于市值相等或超过 40 亿港元的公司，最低公众持股量低于 20%，或 10 亿港元; 3, 发行人进行的业务活动或拥有的资产不足以保持其证券继续上市; 4, 发行人或其业务不再适宜上市。	若交易所拟向长期停牌的创业板公司行使其除牌权力，交易所一般会给予创业板公司通知，要求有关公司需于某段时间(一般为 6 个月)内补救该等引致交易所打算行使其除牌权力的事项。

附 5：深交所《关于完善创业板退市制度的方案》答记者问

为进一步推进创业板市场制度建设，促进创业板市场持续、健康、稳定发展，深交所总结主板、中小企业板市场退市制度实践的基础上，借鉴成熟资本市场经验，制定了《关于完善创业板退市制度的方案》(以下简称《方案》)。

1.为什么要完善创业板退市制度?

现行退市制度的建立和实施对提高我国上市公司整体质量，初步形成优胜劣汰的市场机制发挥了积极作用。但是随着资本市场发展改革的逐步深化，现行退市制度在实际运行中也还存在一些问题，主要表现在退市效率较低，退市难现象突出。目前的退市程序比较复杂，退市周

期较长，存在上市公司通过各种手段调节利润以规避退市的现象，导致上市公司“停而不退”，并由此引发了“壳资源”的炒作，以及相关的内幕交易和市场操纵行为，在一定程度上影响了市场的正常秩序和理性投资理念。

为配合资本市场的改革进程，使市场保持有进有出、吐故纳新、动态平衡的合理状态，促进优胜劣汰机制的形成，推动市场规范、健康、稳定发展，改进和完善上市公司退市制度势在必行。现行创业板退市制度与主板退市制度一脉相承，其框架和主要内容基本一致，如果不加以改进和完善，在主板市场退市制度运行过程中存在的问题完全有可能在创业板市场重现。

退市制度作为创业板市场的一项重要制度，自创业板启动以来一直广受关注，市场对于创业板实施更加严格的退市制度寄予很高的期望。创业板作为一个全新的市场，没有历史包袱，尽快在创业板先行先试，探索建立符合我国资本市场实际的退市制度，将有利于创业板市场的长远健康发展，同时也将对主板退市制度的改革完善发挥探索及示范作用。此外，也有利于培育投资者和整个市场的风险意识，遏制投机炒作行为，形成以业绩为基础的投资理念，促进理性投资文化的建立，维护市场正常秩序，从根本上保护中小投资者的利益。

2.完善创业板退市制度的总体思路是什么？主要从哪几个方面进行完善？

经过近两年来的研究论证，深交所提出了完善创业板退市制度的《方案》。《方案》针对现行退市制度存在的主要问题，充分借鉴成熟资本市场经验，在现有法律框架基础上，坚持市场化的方向，以优化市场资源配置，提高创业板上市公司整体质量。

《方案》主要从以下方面对创业板退市制度进行完善。一是在创业板现有连续亏损、净资产为负、注册会计师出具否定意见或无法表示意见的审计报告等 11 项退市条件的基础上，增加连续受到交易所公开谴责和股票成交价格连续低于面值两个退市条件。二是完善恢复上市的审核标准，以扣除非经常性损益前后的净利润孰低作为恢复上市的盈利判断标准，同时不支持暂停上市的公司通过借壳实现恢复上市。三是对资不抵债的上市公司加快退市速度，缩短退市时间。四是设立退市整理板块，公司终止上市前，给予一定的“退市整理期”，在此期间，将其股票移入“退市整理板”进行另板交易。五是改进创业板退市风险提示方式，调整“*ST”制度，通过强化上市公司退市风险信息披露以及深化投资者适当性管理的方式充分揭示退市风险。

3.创业板现在有哪些退市条件？为什么要增加两个退市条件？

创业板现行退市条件是根据《证券法》第五十六条的规定，在借鉴主板、中小板退市制度经验的基础上制定的，按照现行《创业板股票上市规则》，目前创业板主要退市条件如下：(1)连续亏损；(2)追溯调整导致连续亏损；(3)净资产为负；(4)审计报告为否定意见或拒绝表示意见；(5)未改正财务会计报告中的重大差错或虚假记载；(6)未在法定期限内披露年度报告或中期报告；(7)公司解散；(8)法院宣告公司破产；(9)连续 120 个交易日累计股票成交量低于 100 万股；(10)连续 20 个交易日股权分布或股东人数不符合上市条件；(11)公司股本总额发生变化不再具备上市条件。上述退市条件在主板的基础上已经增加了净资产为负、审计报告为否定意见或拒绝表示意见、连续 120 个交易日累计股票成交量低于 100 万股等三个退市条件。

《方案》在上述基础上又增加了两个规范运作方面和市场效率方面的退市条件：连续受到交易所公开谴责和股票成交价格连续低于面值。在退市标准的多元化和市场化方面又迈进了一步。

(1)关于连续受到交易所公开谴责的退市条件

规范运作是上市公司最基本、最重要的要求，也是投资者合法权益得以保护的基础。现行退市条件中缺乏有关上市公司规范运作的指标，部分上市公司虽然财务指标没有达到退市标准，但经常发生重大不规范行为，严重损害投资者利益，因此非常有必要增加相应的指标作为退市条件，以将此类“害群之马”清除出市场，并提高监管的威慑力。由于规范运作涉及到公司运作的诸多方面，难以全面列举，因此以受到交易所公开谴责这一综合性的指标作为一项退市条件的操作性更强。

为了使“连续受到交易所公开谴责”的退市标准能够得到更好地执行，深交所已经于 2011 年 4 月对外公布了《深圳证券交易所创业板上市公司公开谴责标准》，以保证制度的透明和公正。《公开谴责标准》中还专门增加了有关上市公司对深交所做出的公开谴责决定不服的，可以向深交所上诉复核委员会申请复核的规定。被处罚对象提出复议时，上诉复核委员会要召开听证会议，相关人员可以在会上进行申诉。

(2)关于股票成交价格连续低于面值的退市条件

借鉴国际证券市场的普遍做法，在《方案》中新增了一个市场交易方面的退市条件，即“连续 20 个交易日每日收盘价均低于每股面值”，创业板公司股票交易一旦出现上述情况，将终止上市。增加这一反映市场效率的退市条件，有利于建立科学的多元化退市指标体系。

4.为什么要完善恢复上市的审核标准，如何完善？不支持暂停上市公司通过借壳来实现恢复上市，是否意味着创业板公司不能进行重大资产重组？

目前，主板暂停上市的公司通过各种调节财务指标的方法实现恢复上市的现象较为普遍。鉴于主板、创业板股票上市规则均没有规定以扣除非经常性损益前后的净利润孰低来判断是否达到恢复上市的条件，因此不少上市公司通过政府补贴、大股东输送利润、资产处置等非经常性收益调节利润，以规避退市。这类公司虽然在财务指标上暂时实现了盈利，但是并不具备持续盈利的能力，其实现恢复上市对市场的健康稳定发展非常不利。为此，《方案》完善了创业板恢复上市的标准，明确以扣除非经常性损益前后的净利润孰低作为恢复上市的盈利判断标准，防止创业板公司通过一次性的交易、关联交易等非经常性收益调节利润规避退市的行为。

主板暂停上市公司通过借壳上市式的资产重组实现恢复上市的现象比较普遍，与此同时也出现了“借壳炒作”现象，相关的内幕交易和市场操纵行为极易发生，在一定程度上影响了二级市场定价机制和资源配置功能的发挥。为了避免类似现象在创业板出现，非常有必要明确不支持暂停上市的创业板公司通过借壳的方式恢复上市。

创业板公司在正常情况下是可以进行资产重组的，而且深交所非常鼓励创业板公司通过重大资产重组的方式进行同行业并购、上下游产业链的整合等，以提高创业板公司的核心竞争力，促进创业板公司进一步做大做强。但是，创业板公司一旦进入暂停上市状态，深交所不支持这类公司进行重大资产重组，并通过借壳的方式实现恢复上市，以避免“借壳炒作”的现象在创业板重现。

5.为什么要对净资产为负和股票累计成交量过低两项退市条件进一步缩短退市时间？

《方案》对净资产为负和累计成交量过低的两个退市条件缩短了退市时间。

一是净资产为负的退市条件。上市公司出现净资产为负的现象说明公司已经资不抵债，丧失了持续经营的基础。一般而言，净资产为负远比连续三年亏损的情形更为严重，因此有必要加快此类公司的退市速度。现行《创业板股票上市规则》规定，上市公司经审计的年报显示公司出现净资产为负即实施“退市风险警示处理”措施，第二年年报显示净资产继续为负即暂停上市，暂停上市之后的首个中期报告公司净资产继续为负即终止上市。为加快此类公司的退市速度，《方案》规定，创业板公司经审计的年报显示公司出现净资产为负即暂停上市，第二年年报显示净资产继续为负即终止上市。

二是股票累计成交量过低的退市条件。现行《创业板股票上市规则》规定，创业板公司股票出现连续 120 个交易日累计成交金额低于 100 万股的情形即实施“退市风险警示处理”措施，其后再次出现连续 120 个交易日累计成交金额低于 100 万股的情形即终止上市。出现此类情形反映公司股票流动性严重不足，市场效率低下，不利于投资者权益的保护，为加快退市速度，《方案》规定创业板公司股票出现连续 120 个交易日累计成交金额低于 100 万股的情形即终止上市。

6.为什么要改进创业板公司的退市风险提示方式，不再实施“退市风险警示处理”措施？不再实施“退市风险警示处理”措施后，如何向投资者提示创业板公司的退市风险？

“退市风险警示处理”措施是我国特有的一项制度安排，设计“退市风险警示处理”措施的初衷是为了充分提示退市风险，保护投资者的利益。从实际运行情况来看，该制度确实起到了一定的风险揭示作用，但是也存在一些问题。由于普遍存在资产重组预期，不少被实施“退市风险警示处理”的股票出现了恶性炒作现象，个别“*ST”公司市盈率甚至一度达到 1000 倍以上，并形成了板块炒作效应，时常出现群体性的暴涨暴跌，其风险提示作用难以得到有效的发挥。

在创业板退市制度先行先试的情况下，如果创业板继续采用现行的“退市风险警示处理”措施，那么存在退市风险的创业板公司将在股票简称和行情揭示上和主板公司相混同，这不利于投资者识别并规避此类公司。为此，创业板将不再实施“退市风险警示处理”措施。

不再实施“退市风险警示处理”措施后，为了更加充分地揭示公司的退市风险，将采取以下两个配套措施：一是强化上市公司信息披露，一旦出现退市风险，要求创业板公司及时披露退市风险提示公告，并在此后每周披露一次退市风险退市公告；二是深化创业板投资者适当性管理，充分利用创业板这一特有的制度安排，要求证券公司利用短信、电子邮件等方式，将有关公司的退市风险提示公告通知持有退市风险公司股票的投资人，这种方式可以更加充分和精确地揭示退市风险。通过以上两种方式，完全能够达到充分揭示退市风险，保护投资者利益的目的。

7.为什么要设立“退市整理期”和“退市整理板”？“退市整理期”的制度设计要点是怎么考虑的？

为了保证投资者在创业板公司退市前拥有必要的交易机会，使投资者有更加充足的时间处理手中持有的股票，同时有充裕的时间来实现退市公司股价的回归，化解高价退市的风险，我们借鉴境外证券交易所的做法，设立“退市整理期”，在交易所做出公司股票终止上市决定后，公司股票终止上市前，给予 30 个交易日的股票交易时间，在此期间不再受理公司重组申请。

同时设立“退市整理板”，将进入“退市整理期”的股票集中到“退市整理板”进行交易，行情

上实行另板揭示，不再与其它创业板公司股票一同显示行情。

对于“退市整理板”的涨跌幅限制问题，考虑到现行 5% 的涨跌幅限制不足以实现股价的回归，而完全不设涨跌幅限制可能存在暴涨暴跌的风险，因此将与正常股票相同维持 10% 的涨跌幅限制，以便于退市风险得到合理的释放。

8. 创业板公司退市后，公司的去向怎样安排？是否有仍然可以进行股票转让的渠道？

目前主板公司退市后，均统一平移 to 代办股份转让系统进行交易，以保证持有退市公司股票的投资人仍然有进行转让的渠道。而现行《创业板股票上市规则》对创业板公司退市后的去向未做统一的安排，如果公司符合代办股份转让系统挂牌条件的，可以自愿申请。

评级标准

银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

中性：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%-20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来 6-12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来 6-12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

孙建波、秦晓斌、王皓雪、李亚明，策略分析师。本人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，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接受任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

银河证券有权在发送本报告前使用本报告所涉及的研究或分析内容。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究部机构请致电：

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座北京地区：傅楚雄 010-83574171 fuchuxiong@chinastock.com.cn

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 26 楼 上海地区：于淼 021-20257811 yumiao_jg@chinastock.com.cn

深圳市福田区福华一路中心商务大厦 26 层 深广地区：詹璐 0755-83453719 zhanlu@chinastock.com.cn

公司网址：www.chinastock.com.cn