

中美股市对比系列之三：中国资本市场建设发展建议

核心要点：

回顾中美证券市场的发展历程，我们发现市场管理者均在其中扮演了重要角色，是促使市场逐步从混乱走向有序、从无效走向有效的关键力量。美国证券市场在 200 余年的发展历程中形成了较为完善的管理体系，而中国自改革开放以来才逐步建立起规范化的证券市场。在相对较短的时间内，我国迅速构建了资本市场管理体系，但对比美国管理措施的设立，我国在一些领域仍有较大的提升空间。

通过与美国市场管理经验的对比，我们认为中国资本市场管理目前存在以下可改进空间：其一，信息披露方面，可继续扩大强制披露范围、提高信息披露及时性、加大对披露不实的打击力度；其二，内幕交易方面，应完善内幕交易认定标准、通过立法提高违规成本；其三，投资者保护基金方面，可拓宽基金公司资金来源、规范化投资者索赔程序、扩大对投资者的保护范围；其四，做空机制方面，应进一步疏通做空交易渠道、参照美国经验设置适当且稳定的规范措施；其五，再融资和退市制度方面，可继续放宽上市公司增发门槛、平衡发展各项再融资工具，设置更加具体全面的退市标准、使退市流程进一步可操作化；其六，对外开放方面，应增加国际化交易产品、扩大外资金融机构准入、提升外资投资比例。

从近年来的发展趋势来看，我国未来的市场管理将一方面加快市场自由化和开放化，为境内外的投资者和融资者提供便利，并提升我国资本市场的活力与效率，强化我国在全球金融市场的影响力和定价权；另一方面，市场管理者也应在市场不断开拓创新的同时加强合理、适当的监管与限制，通过规则制定与执法实践的相辅相成不断完善市场管理体系，以更好地保护投资者权益并促进市场公平竞争。在市场管理的进一步完善下，我国资本市场将持续为资源配置和实体经济发展提供强有力的支撑。

分析师

洪亮 策略分析师

✉: hongliang@chinastock.com.cn

☎: (8610) 66568750

执业证书编号: S0130511010005

特此鸣谢

李卓睿

✉: lizhuorui_yj@chinastock.com.cn

☎: 18618268559

实习生: 劳越

近期报告

20190428 银河证券 A 股股票池及策略周报: 对市场保持谨慎乐观, 短期回调即入市机会

20190423 银河证券 A 股策略点评: 近期市场的净减持行为意味着什么?

20190422 银河证券 行业景气度追踪: 部分行业边际回暖, 全面企稳仍需驱动力

20190413 银河证券 A 股股票池及策略周报: 情绪无需过度悲观, 市场有望被基本面支撑

一、中美市场发展历程：

中美两国证券市场形成时间不同，美国证券市场已有 200 余年的历史，而中国自改革开放以来才逐步建立起规范化的证券市场。回顾两国市场发展历程，我们发现市场管理者均在其中扮演了重要角色，促使市场逐步从混乱走向有序、从无效走向有效。通过简单回顾中美市场管理的步步推进，我们可以对两国证券市场的发展历史和当前状况有所认识。

1) 美国市场的步步演变

美国证券市场自 18 世纪末初现雏形以来已有数百年的历史，在此期间，美国市场逐步从混乱无序的投机市场转变成健康成熟的投资市场，为资源配置和实体经济发展提供了重要支撑。这一转变主要得益于市场管理者一系列的制度设计，我们可以把美国证券市场的发展和管理大致分为以下六个阶段：

表 1：美国市场发展阶段

阶段	市场状况	管理措施
1886-1929 初步发展期	证券市场初步发展，但工业托拉斯逐渐形成，市场操纵和内幕交易比较严重，投机占据市场主流	1916 年通过《克莱顿法案》，剥夺金融托拉斯的权利 1932-1934 举行“皮科拉听证会”，揭露信息披露不充分、内部人员交易等不正当行为
1930-1954 市场规范期	证券市场监管框架初步建成，市场得到一定的规范化管理。股市进入投资时代，价值投资成为主流投资思想	1933 年出台《证券法》，规范发行人信息披露 1934 年出台《证券交易法》，对证券操纵和欺诈进行界定 1935 年制定《公共事业持股公司法》 1939 年制定《信托契约法》 1940 年制定《投资公司法》
1955-1972 稳定成长期	股市从动荡逐渐恢复稳定并进入成长投资时期，20 世纪 60 至 70 年代出现了 4 次成长股投资热潮	1968 年制定《威廉姆斯法》 1970 年制定《证券投资者保护法》
1973-1981 动荡调整期	随着 1971 年战后布雷顿森林体系的崩溃、美元贬值和 1973 年的第一次石油危机，美股进入了深度调整期，市场波动较为明显	1975 年通过《有价证券修正法案》，实行佣金协定制，经纪业务竞争加剧 1981 年推出“401K 计划”，养老金加快进入股市
1982-1999 市场过热期	大量外国投资银行进入美国市场，美股在 1989 年创出了历史新高，市场出现非理性增长	1984 年通过《内幕交易处罚法》 1988 年通过《内幕交易及证券欺诈制裁法》，引入行政处罚制度
2000 至今 规范调整期	2000 年美股随着网络股泡沫的破灭而开始下跌，经济也开始步入衰退。金融危机后监管在收紧和放松中调整	2002 年通过《萨班斯—奥克斯利法案》 2010 年通过《多德-弗兰克法案》，是大萧条以来最严厉的金融改革法案 2018 年特朗普对《多德-弗兰克法案》和“信托规则”进行全面审查，命令大幅缩减监管系统

资料来源：中国银河证券研究院

2) 中国市场的迅速发展

相比之下，中国证券市场发展历程较短，改革开放以来我国才逐步恢复并形成证券市场，近年来，中国证券市场经历了快速的发展建设和制度创新，为实体经济注入了新的活力。我国的证券市场发展和管理措施推进主要可分为以下几个阶段：

表 2：中国市场发展阶段

阶段	市场状况	管理措施
1978-1992 初步发展期	1978 年国债发行，1990 年上交所成立，1991 年深交所成立	没有专门管理机构，由上海、深圳地方政府进行一定管理
1992-2003 初步规范期	证券市场相继出现了一系列违规操作、市场混乱等问题，1992 年中国证监会成立，一系列规章制度开始形成，1997 年成立保监会，2003 年成立银监会，实施分业监管	1993 年发布《股票发行与交易管理暂行条例》、《证券交易所管理暂行办法》、《企业债券管理条例》 1997 年发布《证券投资基金管理暂行办法》 1998 年通过《证券法》，奠定了我国证券市场基本的法律框架 2002 年颁布《合格境外机构投资者境内证券投资管理暂行办法》，启动 QFII 2003 年通过《证券投资基金法》，培育机构投资者，完善股票发行和交易制度
2004-2008 规范发展期	这阶段一系列改革举措有力推动了证券市场的发展，以券商综合治理和股权分置改革为代表事件，但对市场认识的不深刻和监管的不完善也造成了市场的不理性。同时，2004 年设置中小板。	2005 年发布《关于上市公司股权分置改革试点有关问题的通知》 2006 年修订《证券法》、《公司法》 2007 年发布《证券公司分类监管工作指引（试行）》
2008-2012 制度创新期	2009 年推出创业板，2010 年推出融资融券、股指期货，2013 年新三板扩容至全国，产品创新不断推进	2013 年发布《关于进一步推进新股发行体制改革的意见》
2012-2016 自由创新期	2012 年召开券商创新大会，放松了行业管制，券商资管繁荣发展。2015 年大牛市积累了风险，开始降杠杆，泡沫破裂	2012 年颁布《证券公司客户资产管理业务管理办法》《证券公司集合资产管理业务实施细则》和《证券公司定向资产管理业务实施细则》 2015 年开始“降杠杆”，由鼓励创新变为稳中求进
2016-2018 强监管期	央行、证监会、银监会和保监会针对大量资金在金融体系内空转的现象，颁布一系列政策，引导资金脱虚向实，共同推进资管行业供给侧改革	2016 年颁布《证券期货经营机构私募资产管理业务运作管理暂行规定》，结构化产品杠杆比例大幅降低 2018 年出台《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》，开始整顿大资管

资料来源：中国银河证券研究院

二、当前管理制度对比：

回顾两国证券市场发展历程，我们发现中国在相对较短的时间内迅速构建了市场管理体系，在许多方面已经形成了比较完善的管理机制。但对比美国管理措施的设立，我国证券市场监督管理在一些领域仍有较大的提升空间。这里我们以信息披露、内幕交易、投资者保护基金、做空机制、再融资和退市制度、对外开放为例，探讨中美市场管理的差异和美国可供借鉴的管理经验：

1) 信息披露

美国证券市场通过建立公开透明的信息体系从源头控制了市场风险，使投资者利益得到有效保护、市场得以稳定运转。美国 1933 的《证券法》、1934 的《证券交易法》以及后续一系列法案对信息披露范围和流程做出了详细规定，而我国目前逐步形成了以《证券法》为主体、行政法规和部门规章等为补充的上市公司信息披露制度体系。

首次信息披露方面，中美两国都要求在招股说明书中公开大量公司财务及管理信息，但美国要求公司将与投资者投资决策相关的所有信息完全公开，信息披露具有强制性，而我国推行强制性信息披露和合规性管理的有机结合，**以强制披露为主，自愿披露为辅**。举例而言，美国强制要求披露管理层关于公司财务和经营状况的详细分析和讨论，而中国只要求披露相应的结论性意见。持续信息披露方面，两国都要求上市公司发布定期报告和临时报告，以帮助投资者及时了解上市公司经营和财务状况，但美国要求上市公司在会计年度结束后 90 天内提交年报，而中国的报告时限为 120 天。虽然我国目前在信息披露细则方面的要求仍然不及美国完备，但我们看到证监会对科创板的信息披露要求已经逐步趋严，**要求建立具有针对性的信息披露制度，强化行业信息和经营风险的披露，提升信息披露制度的弹性和包容度。**

同时，我国目前仍然存在不少信息造假、披露不实的情形，主要表现为虚构购销业务、滥用会计准则等，这与市场监管者对信息披露不实的打击力度密切相关。在对信息披露违规违法的处理问题上，美国注重相关责任人的民事责任承担，对违反规定的上市公司及其管理人员实施严厉的民事处罚，要求违法者加倍返还非法所得。我国对上市公司虚假陈述的惩罚以行政处罚为主，主要是警告、罚款、没收非法所得、停牌退市等，**民事责任一直以来相对较轻**。近年来，证监会加大了对信息披露违法案件的查处力度，2018 年上半年共立案 39 件，同比增长 50%。因此，我们预计我国的信息披露标准会逐步趋严，信息披露违法成本将继续提高。

2) 内幕交易

对内幕交易的界定和限制是规范市场行为并保护投资者权益的另一大管理制度。美国的《证券交易法》、《内幕交易处罚法》和《内幕交易及证券欺诈制裁法》等对内幕交易进行了

限制，我国的《证券法》、《股票发行与交易管理暂行条例》、《禁止证券欺诈行为暂行办法》等法律法规也对相关行为做出了规定。

内幕交易的认定方面，美国将内幕信息界定为非公开的重要信息，该重要性应有“被合理的投资人认为会严重改变整体信息背景的充分可能性”，美国法律法规禁止内部人士利用内幕信息直接实施交易或将内幕信息透露给他人并间接实施交易。我国对内幕信息的定义基本与美国保持一致，并将内幕交易行为认定为“证券交易内幕信息知情人或非法获取内幕信息的人，在内幕信息公开前买卖相关证券，或者泄露该信息，或者建议他人买卖相关证券的行为”。实践中我国对相关行为的认定显得尤为困难，主要原因在于举证责任不同导致我国对内幕信息人的认定、信息形成时点的认定及交易者是否“利用”内幕信息的判别比较困难，不过证监会逐步通过执法实践丰富了内幕信息的类型、明确了非法获取内幕信息的认定标准，从而逐步填补了法律规范的模糊之处。

在概念定义较为模糊的情况下，美国对内幕交易行为的处罚力度十分严厉，从而给市场参与者施加了极大的威慑力。美国 1984 的《内幕交易处罚法》要求对内幕交易获利者处以违法所得 3 倍的罚款；1988 的《内幕交易及证券欺诈制裁法》引入了行政罚款制度，自然人和法人可罚金额分别达到 100 万美元和 250 万美元；2002 年的《萨班斯—奥克斯利法案》规定可对内幕交易获益者处以最多 25 年的监禁。相比之下，中国《证券法》仅仅规定对内幕交易者没收违法所得并处以一倍以上五倍以下的罚款，没有违法所得或者违法所得不足 3 万元的处以 3 万元以上 60 万元以下的罚款。近年来，证监会对内幕交易的处罚力度逐渐增大，案件数量不断攀升、查处及时性有所提高、处罚金额迅速上升，预计高压态势将继续保持。

3) 投资者保护基金

除上述对信息披露的强制要求和对内幕交易的严令禁止等“硬手段”之外，美国还通过各种“软措施”最大程度保护投资者权益并降低投资风险，其中包括美国证券投资者保护基金的设立。美国证券投资者保护基金公司是一个非营利性组织，资金来源既包括国会、财政部和联邦储备银行，也包括会员公司缴纳的会费以及公司的投资收益。该基金会的宗旨是防范证券公司破产带来的投资人非交易损失，其业务范围涵盖股票、政府债券、共同基金、票据、股权、期权、货币市场基金和可转让存单等。当一家经纪机构面临倒闭时，基金公司将帮助客户按登记的证券规模索取剩余客户资产，并在机构资产不足以满足索赔要求时用自身储备基金进行补充分配。作为美国投资者保护体系的重要组成部分，该基金公司截止 2001 年已共计预付超过 5 亿美元资金，为大约 433200 各投资者提供了保护。

2005 年，我国国务院参照美国经验出资设立了中国证券投资者保护基金公司，公司主要职责包括：筹集、管理和运作基金；监测证券公司风险并参与证券公司风险处置工作；证券公司被撤销、被关闭、破产或被证监会实施行政接管、托管经营等强制性监管措施时，按照国家

有关政策规定对债权人予以偿付；组织、参与被撤销、关闭或破产证券公司的清算工作；管理和处分受偿资产，维护基金权益；发现证券公司经营管理中出现可能危及投资者利益和证券市场安全的重大风险时，向证监会提出监管、处置建议；对证券公司运营中存在的风险隐患会同有关部门建立纠正机制。但中国证券投资基金公司的运作目前仍然面临一些尴尬：一方面，长期以来我国证券公司的风险积累导致中国证券投资基金的资金需求量较大，但由于证券公司风险评级困难导致只能就低收取费用，且基金公司收入来源较窄，故公司资金运转方面仍存在一定的改进空间；另一方面，如何在实践中有效界定赔付范围仍有待探索，后续应进一步规范索赔程序以保护投资者求偿权利。

4) 做空机制

在通过各项手段保护投资者权益的同时，市场管理者还须对投资者及其交易行为作出完善的管理规定，以期保证证券市场的公平、效率和透明，并降低市场系统性风险。作为成熟市场管理者，美国证券管理委员会认为正常情况下的做空交易对证券市场的健康发展具有积极意义，因其可在资产价值被高估时进行修正，在需求激增时为市场提供流动性，且可用来构建对冲产品等。但是，美国市场管理者对“裸空”等市场操纵行为和杀跌等过度投机行为进行了有效且适当的限制和规范：首先，美国证券管理委员会规定券商必须在执行卖空前书面记录可靠的券源，同时对抛售后三日未送达买方的“裸空”有严格限制；其次，美国的卖空交易需要缴纳高额手续费，费率显著高于做多交易；最后，股价下跌超过 10% 之后，当天和下一个交易日所有做空行为将被暂时禁止。

目前，中国 A 股市场严格来说是不允许做空的，但投资者可通过融券卖空或股指期货方式实现类似效果。2010 年股指期货及融资融券业务推出之初，我国对类似做空交易行为的限制较少，在“裸空”、做空手续费等方面没有实行与美国做空机制相应的相关限制。2015 年，股市的疯涨与暴跌反映出了当时融资融券和股指期货交易存在的漏洞，管理层对相关交易做出了一系列规范要求。其中，融资融券方面，证监会及上交所紧急出台了《证券公司融资融券业务管理办法》修订版和相应的交易细则，建立融资融券逆周期调节机制，要求证券公司融资融券业务规模不得超过净资本的 4 倍，并对合约展期及强制平仓办法进行了完善；股指期货方面，中金所宣布单个产品单日开仓交易量超过 10 手构成异常交易行为，并提高了持仓交易保证金标准及日内平今手续费标准，降低了期指交易热度。但近年来，严格的管理措施使期指市场流动性滞缓，期货难以实现对现货市场的减振，故 2017 年起股指期货交易规则又开始逐步常态化。通过实践试错与借鉴海外经验，我国融资融券及股指期货业务逐步推进，管理措施在逐步完善，未来如何进一步形成科学化、稳定化的做空交易机制仍有待探索。

5) 再融资和退市制度

对于上市公司的持续管理，再融资制度和退市制度不可或缺。上市公司通过配股、增发和可转债等方式进行再融资可为公司持续发展提供有力支持，而合适的退市制度则对上市公司提供了鞭策并为资本市场质量提供了保障。

再融资方面，美国市场管理者认为增发等再融资行为有助于提高资本市场活力并保护中小股东利益，故上市公司只需要符合有关法律法规即可随时发股筹资，发行不受时间和比例的限制。反观我国，针对上市公司过度融资等问题，2017 年修订的《上市公司非公开发行股票实施细则》明确拟发行股份数量不得超过本次发行前总股本的 20%，且距离前次募资到位日不得少于 18 个月，2018 年 11 月推出的《监管问答》又将募资间隔限制由 18 个月放宽至 6 个月，未来我国应进一步探索如何在放松门槛的基础上保证融资适当。同时，相比美国等成熟资本市场，我国再融资的股权偏好仍然较为明显，债权融资占比较低，今后应进一步平衡发展各种融资方式，使再融资结构进一步合理化。

退市方面，我国股市的退市情况非常罕见，据不完全统计，从 2001 年至 2018 年 A 股仅有 51 家退市企业，导致市场该退未退、借壳上市等情形屡有发生，而美国市场则一直实施相对成熟的退市制度，市场以“宽进严出”机制著称。退市标准方面，美国的量化指标更加具体化，除持续经营指标外还包含流动性、持股市值等反映市场动态的指标，而中国“连续三年亏损”的标准较为单一；退市程序方面，美国公司的退市程序一般由证交所直接启动，而我国的退市程序需要由国务院证券管理部门决定，且在退市前有暂停上市机制的缓冲，因此退市实际发生次数较少。目前，科创板开始尝试更为严格的退市制度，包括对存在欺诈发行、重大信息披露违规等行为的公司及成交量、收盘价、市值等指标不达标企业实施强制退市，故我国退市制度正在逐步趋严，未来可形成更加合理的市场退出机制。

6) 对外开放

中美资本市场的另一重大区别在于开放程度的不同，美国市场是全球开放程度最高的成熟市场之一，而我国资本市场在前期发展阶段保持了一定的封闭性，在近些年才开始逐渐打开。从第一只国际化原油期货产品的推出，到中国政府在博鳌论坛宣布的金融开放举措，到易纲在刚刚结束的中国发展高层论坛的表态，我国的资本市场开放正在稳步且快速地推进。

从产品交易来看，以期货产品为例，美国是全球期货市场最为成熟的国家，其完备的监管法律体系对期货交易进行了规范管理，而我国期货发展历程较短，相关法律法规仍在完善中。美国丰富的期货产品在全球范围内开放交易，境外成交量相当活跃，而我国近两年来才逐步在原油期货、铁矿石期货、PTA 期货等特定成熟期货品种中引入境外交易者，期货产品开放范围非常有限。同时，美国芝加哥商业交易所在世界各地拥有办事处和客户群体，境外交易者可在各地开户并投资美国期货市场，而我国的境外交割区域仍有待扩宽。另外，美国商品交易所的交易品种繁多，能充分满足交易者投资需求，而我国的期货产品种类仍然有限，如占美国期货

成交量 12.2% 的外汇期货产品在国内仍处于开发阶段。

从金融机构来看，美国金融机构外资持股比例原则上不受限制，但海外公司收购 25% 以上有投票权的股份须经美联储批准，审批时对公司资本标准、内部管理制度、信息披露等有严格的要求。去年以来，外资金融机构进入我国市场取得明显进展，《外商投资证券公司管理办法》将外资持股比例限制提高至 51%，同时业务范围逐步拓宽至本币业务、零售业务等。在未来，我国将进一步推进银行、证券和保险业对外资的全面放开，并扩大外资银行的业务范围。在此过程中，我国可参考美国经验，在审批标准和程序设计方面做出详细规定并进行严格把控，以保证外资金金融机构的质量和进入过程中的规范。

从外资管制而言，我国资本市场最初对资本有严格的限制，后续逐步开通了外资进入中国市场的两个主要渠道，即 QFII/RQFII 和互联互通机制，并在近些年加速提高两大机制的资金限额，同时通过 A 股入摩、入富进一步吸引外资流入，促使境外资金流入变得更加通畅。对照美国，虽然在特朗普政府管理下美国对境外投资的审查有所趋紧，但除特定行业和特殊情况外美国对外资进入基本没有限制，我国未来应从 QFII 等过渡阶段管制措施出发，逐步发展形成全面畅通的外资流入流出机制。

三、我国市场管理前景：

纵观中美证券市场的发展历程，两国市场管理者均在各个阶段对市场进行了适当的规范管理，从而使市场从混乱无序逐步走向公平高效。在中国证券市场初现雏形以来的几十年里，我国迅速设立市场制度和法律法规，通过借鉴成熟市场经验并从实践中不断探索，管理者对市场的规范调控卓见成效。预期未来我国将一方面加快资本市场的自由化、开放化，另一方面加强监管和把控，以进一步维护投资者利益、促进证券市场公平效率、并降低市场的不正常波动。

市场化、开放化是成熟资本市场的标志，也是我国市场不断发展的必然趋势。我们看到，我国市场管理正在交易机制、产品设计、外资引入等方面逐步放宽门槛：股指期货交易正常化等规则使市场更加稳定、风险得到有效对冲；产品种类和融资渠道的逐渐丰富使投资者和公司的选择更加充分，投融资需求得到更大程度的满足；资本市场开放力度的加大则有助于形成以价值为主的投资理念，提高资本市场的稳定性和竞争力。因此，深化我国资本市场改革，完善市场交易制度，扩大金融对外开放是我国资本市场管理的总体发展方向，是促使金融市场更好地服务实体经济的重要举措。今年以来，MSCI 扩大纳 A、科创板的推出等事件继续释放市场化信号，同时易纲行长在中国发展高层论坛中宣布的缩减负面清单、扩大金融业开放等利好政策意味着我国资本市场的自由化和开放化进程正在加速。

在市场不断发展的过程中，有效且有力的市场管理不可或缺。我国首先需要进一步建立健

全相关法律法规体系,从制度建设角度对市场问题作出更加全面、更加具体的规范。近些时间,我们看到证监会在科创板推出后迅速发布了一系列针对性的规章制度,充分体现了我国在管理规则制定上的效率提升和经验成熟。其次,我们发现中美市场管理在对违法违规行为的认定和惩治方面仍然存在差异,美国对市场不当行为的威慑和打击更为严厉。从近年的发展趋势来看,我国证监会和其它管理机构正在逐步加强对高发违法行为的打击力度,未来可进一步构建资本市场风险预警体系并加强多方合作监管。最后,我国亦可根据实践经验开拓创新管理方式,以更好地适应我国资本市场的发展状况。例如,3月29日证监会宣布成立投资者保护工作领导小组,旨在加强证监会对投资者保护工作的指导和落实,这意味着市场管理者将加强对市场各个方面的协调统筹,更切实地保护投资者利益。综合看来,我国对资本市场的监管正在趋于完善,对市场行为的规范和对投资者的保护能基本适应市场的迅速发展和持续创新。

通过与美国市场管理经验的对比,我们认为中国资本市场管理目前存在以下可改进空间:其一,信息披露方面,可继续扩大强制披露范围、提高信息披露及时性、加大对披露不实的打击力度;其二,内幕交易方面,应完善内幕交易认定标准、通过立法提高违规成本;其三,投资者保护基金方面,可拓宽基金公司资金来源、规范化投资者索赔程序、扩大对投资者的保护范围;其四,做空机制方面,应进一步疏通做空交易渠道、参照美国经验设置适当且稳定的规范措施;其五,再融资和退市制度方面,可继续放宽上市公司增发门槛、平衡发展各项再融资工具,设置更加具体全面的退市标准、使退市流程进一步可操作化;其六,对外开放方面,应增加国际化交易产品、扩大外资金融机构准入、提升外资投资比例。

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。

洪亮，策略证券分析师。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到任何形式的补偿。（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 研究院

深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层
上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 层
北京西城区金融大街 35 号国际企业大厦 C 座
公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：崔香兰 0755-83471963 cuixianglan@chinastock.com.cn
上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn
北京地区：耿尤繇 010-66568479 gengyouyou@ChinaStock.com.cn