

## 资本市场改革系列报告之七

## 退市制度如何形成优胜劣汰——对比美、印退市经验

## 相关研究报告

资本市场改革系列报告之四：开放与危机：从历史三轮危机看A股市场开放趋势

资本市场改革系列报告之五：透视IPO新常态的表（量）与里（价）

资本市场改革系列报告之六：成长之路——从纳斯达克十年经验看科创板演绎路径

流水不腐，户枢不蠹——评退市制度修订

加大打击财务造假——评A股退市新规正式稿

## 证券分析师

**魏伟** 投资咨询资格编号  
S1060513060001  
021-38634015  
weiwei170@pingan.com.cn

**张亚婕** 投资咨询资格编号  
S1060517110001  
021-20661934  
zhangy ajie976@pingan.com.cn

## 研究助理

**郝思婧** 一般从业资格编号  
S1060119070043  
  
haosijing374@pingan.com.cn

**谭诗吟** 一般从业资格编号  
S1060120070034  
  
tanshiyin596@pingan.com.cn



■ **2020年末我国正式出台退市新规，对退市标准和退市流程进行优化和精简，未来A股将迎来优胜劣汰的新生态。但是退市制度的有效运行需要配套制度的共同协调，本文借鉴美国和印度退市经验，探究A股退市制度未来的演绎方向和市场影响。**

■ **美国经验：退市占比高，并购退市比重达到56%。**美国是全球退市规模最大的资本市场，1980-2017年间退市占比达到54%，并购退市占比超过一半，主要源于制度设计的市场化。一是退市标准操作性强，强制退市标准均为量化指标；二是多元化的退市渠道，并购重组和转板是美股公司退市的主要选择；三是退市成本较低，一方面，美股的注册制和SPAC等上市方式意味着较低的上市门槛；另一方面，美股上市公司每年投资者关系维护费（630万元）和信息披露费（50-100万元）均大幅高于A股和港股。**1998-2001年亚洲危机和互联网泡沫期间美股的集中退市加快尾部公司清退，龙头公司通过并购重组做大做强，2005年以来标普500指数平均ROE为13.8%，纳斯达克100指数达到近20%，显著高于全部美股的11.5%。**

■ **印度经验：两轮集中退市，重视投资者保护。**2003年印度出台退市指引，在此之后迎来2003-2004年和2016-2017年两轮集中退市，第一轮退市中违反上市协议规定为主因，第二轮是集中清退长期滞留在市场中的停牌公司，其余年份印度退市率不足1%。印度的退市特征与制度设计密切相关：一是重视公司的财务、合规等治理问题；二是退市成本高，退市后10年无法重新上市，且极其重视投资者保护，无论是强制退市还是主动退市均要求回购股份。退市成本高导致上市公司退市意愿有限，对公司合规和治理的重视导致部分经营状况良好的公司被强制退市。

■ **A股借鉴：建立健全投资者保护机制和转板机制，头部公司和优质成长企业长期受益。**目前A股市场每年退市率不足1%，2020年退市数量16家。借鉴美、印经验，我们认为A股配套制度将迎来进一步优化：第一，建立健全投资者保护机制。对于创新的特别代表人诉讼机制，可能针对投保机构建立激励保障机制，以提升投保机构的胜诉动力；第二，完善转板机制，增加高层次向低层次、交易所之间和交易所内部的转板。第三，加强公司信息披露的监督，加大财务造假的打击力度，建立有条件的做空机制。

■ **目前我国退市新规在制度设计上更接近美国，长期来看，在优胜劣汰的市场生态下，盈利确定性高的优质龙头公司将获得更多市场认可，成长企业更为受益于资本市场改革红利。风险方面，借鉴印度的经验并结合退市过渡期的安排，我们认为A股市场短期集中退市的风险有限，但是需要防范部分公司财务造假暴雷的风险。**

■ **风险提示：**1) 上市公司涉嫌财务造假受到行政处罚；2) 退市新规过渡期后上市公司集中退市；3) 部分科技龙头公司估值过高。

# 正文目录

<b>一、 美国经验：市场化的制度建设</b> .....	<b>4</b>
1.1 退市概况：40年退市率达54%，并购重组是主因.....	4
1.2 制度设计：退市渠道多元，退市成本较低.....	4
1.3 市场影响：互联网泡沫期间的集中退市.....	9
<b>二、 印度经验：公司治理为核心</b> .....	<b>11</b>
2.1 退市概况：两次集中退市，违反上市协议为主因.....	11
2.2 制度设计：重视公司治理，退市成本较高.....	12
2.3 市场影响：主动退市意愿有限，部分经营良好的公司强制退市.....	13
<b>三、 对A股的借鉴：完善配套制度，头部公司受益</b> .....	<b>14</b>
3.1 退市概况：退市率不足1%，连续亏损是退市主因.....	14
3.2 制度设计：建立健全投资者保护机制和转板机制.....	15
3.3 市场影响：龙头公司长期收益，防范财务造假风险.....	18
<b>四、 风险提示</b> .....	<b>19</b>

## 图表目录

图表 1	1998-2001 年间美股退市率达到 13%以上的历史高位.....	4
图表 2	纳斯达克精选层和纳斯达克全球市场退市触发条件.....	5
图表 3	纳斯达克资本市场退市触发条件.....	5
图表 4	纽交所退市触发条件.....	6
图表 5	1997-2000 年间美国并购数量达到 5.5 万起.....	7
图表 6	美国多层次资本市场结构.....	8
图表 7	美国场外市场基本信息.....	8
图表 8	纳斯达克多层次市场的多种可选上市财务标准.....	9
图表 9	美股上市费用和后期维护费用大幅高于中国市场.....	9
图表 10	互联网泡沫后纳斯达克指数波动上行.....	11
图表 11	ROE：龙头指数 ROE 高于市场整体（%）.....	11
图表 12	印度退市集中在 2003-2004 和 2016-2017 年间.....	12
图表 13	孟买交易所强制退市指标.....	13
图表 14	外国机构投资者证券投资净买入：2003 年以来海外资金加快流入印度证券市场（美元）.....	14
图表 15	2019 年以来 A 股市场退市力度加大.....	14
图表 16	退市率：A 股市场退市率不足 1%.....	15
图表 17	吸收合并和连续亏损为退市主因.....	15
图表 18	新旧退市制度对比.....	16
图表 19	全球市场投资者保护机制.....	17

## 一、美国经验：市场化的制度建设

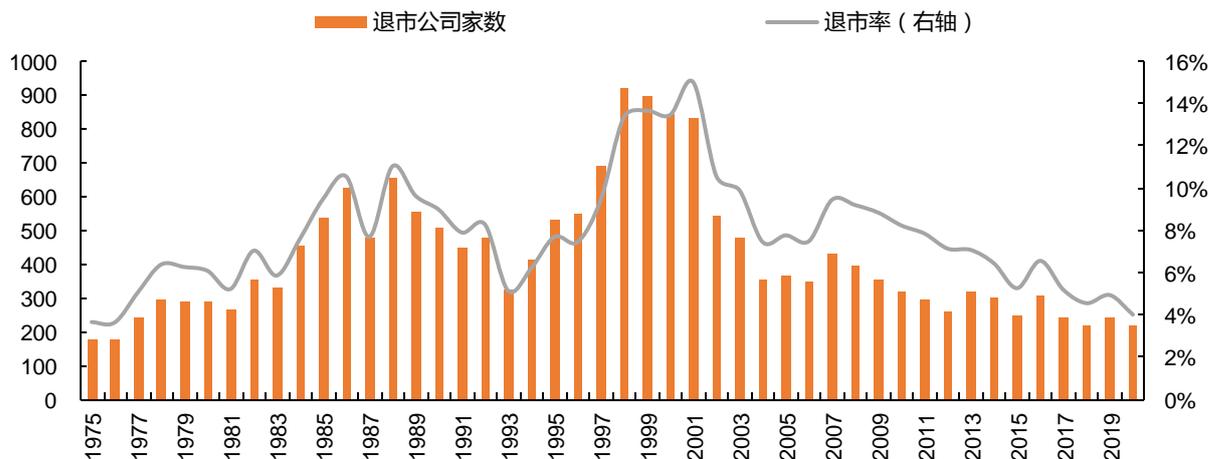
### 1.1 退市概况：40年退市率达54%，并购重组是主因

美股是全球退市规模最大的资本市场，近40年退市占比达到54%。根据上交所的研究报告，1980-2017年近四十年间，美股上市公司数量累计达到2.65万家，退市公司达到1.42万家，退市占比达到54%。其中纽交所退市3752家，纳斯达克退市1.04万家；剔除6898家存续状态不明的公司后退市数量占比达到72%。<sup>1</sup>

56%的公司通过并购重组退市，15%因财务问题被退市。根据上交所的数据，1980-2017年间，美股退市的上市公司中56%的公司因被并购而退市，其中约有一半的并购方同样为上市公司，意味着公司退市后其标的仍然在二级市场交易中；15%因财务问题（资本、盈余、股本）退市；11%因市场因素（股价、做市商数量、股东数量等）退市；自愿退市占7.6%。

美股退市集中在亚洲危机和互联网泡沫期间。从美股市场的历史退市率来看，美股三大交易所退市率在1998-2001年期间达到历史最高，退市率在13%以上，2001年互联网泡沫期间达到最高值15%。近年来美股退市率逐年下滑，2020年为4%。

图表1 1998-2001年间美股退市率达到13%以上的历史高位



资料来源: Dojidge et al. The U.S. listing gap, Journal of Financial Economics 2017, WIND, 平安证券研究所

### 1.2 制度设计：退市渠道多元，退市成本较低

整体来看，美股市场退市制度运行顺畅，优胜劣汰机制下上市公司数量维持在4000-5000家。我们认为美股退市率较高主要源于以下三点原因：一是退市标准操作性强；二是多元化的退市渠道；三是相对较低的退市成本。

先来看美国的退市标准和退市制度的运行情况：

<sup>1</sup> 上交所《全球主要资本市场退市情况研究及对科创板的启示》

第一，美股退市制度量化指标占比高，重视市场影响力，退市流程精简可操作性强。退市标准方面，美国量化指标占比较高，纳斯达克和纽交所的退市触发条件均对公众持股数量、公众持股市值、市值和盈利能力等指标设置了量化约束，整体来看重视上市公司的影响力。退市流程方面，美国退市流程精简，无暂停上市和恢复上市环节，但给予企业复核申请的权利。

第二，美股机构投资者占比高，针对尾部公司的投资炒作行为较少，退市制度运行顺畅。根据美联储的数据，截至 2020 年末，美国机构投资者持股市值占比在 60% 以上，远高于 A 股市场的 13.8%<sup>2</sup>，在机构主导的市场中，投资者对于即将退市的尾部公司炒作投机行为较少，退市机制运行更为顺畅。

第三，投资者保护机制健全，集团诉讼制度降低退市对于公众投资者的冲击，利益双方的冲突通常能得到有效解决。一方面，完备的集团诉讼制度极大地降低了受害者的法律诉讼成本。在集团诉讼制度的设计上，美国采用“明示放弃，默示参加”原则，意味着只要有一个人发起诉讼，最后胜诉或和解协议也默认覆盖所有股东。集体诉讼通常由代表原告的律师事务所主动推动，案件受理费、律师费及鉴定费用均由原告律师垫付，这对于无力负担诉讼费用的中小股东来说相对友好。另一方面，美国设有专门的投资者保护法，财务造假和欺诈退市将给予中小投资者赔偿。美国于 1970 年出台了《证券投资者保护法》，设立 SIPC（美国证券投资者保护公司），体现对投资者保护的重视。在退市过程中，若公司涉及财务造假和欺诈等违规行为，投资者可通过诉讼的方式获得理赔，安然事件中，投资者通过集体诉讼获得高达 71.4 亿美元的赔偿。

图表2 纳斯达克精选层和纳斯达克全球市场退市触发条件

	基于股东权益标准	基于市值标准	基于总资产和营收标准
股东权益	1000 万美元	-	-
市值	-	5000 万美元	-
资产和营收（最近一财年或最近三财年中的两年）	-	-	总资产 5000 万美元，且总收入 5000 万美元
公众持股	75 万股	110 万股	110 万股
公众持股市值	500 万美元	1500 万美元	1500 万美元
每股价格	连续 30 个交易日低于 1 美元	连续 30 个交易日低于 1 美元	连续 30 个交易日低于 1 美元
股东数量	400	400	400
做市商数量	2 家	4 家	4 家
公司治理标准	要求	要求	要求

资料来源：WIND，平安证券研究所

图表3 纳斯达克资本市场退市触发条件

	基于股东权益标准	基于市值标准	基于总资产和营收标准
股东权益	250 万美元	-	-
市值	-	3500 万美元	-
净利润（最近一财年或最近三财年中的两年）	-	-	50 万美元
公众持股	50 万股	50 万股	50 万股
公众持股市值	100 万美元	100 万美元	100 万美元
每股价格	连续 30 个交易日低于 1 美元	连续 30 个交易日低于 1 美元	连续 30 个交易日低于 1 美元
股东数量	300	300	300

<sup>2</sup> 此处 A 股的机构投资者占比为境外资金、保险资金和公募基金持仓占比之和，数据截至 2020 年末

做市商数量	2家	2家	2家
公司治理标准	要求	要求	要求

资料来源：WIND，平安证券研究所

图表4 纽交所退市触发条件

股东结构（情况之一）	以净利润标准获得上市资格的企业（同时触发）	以市值/收入和现金流标准获得上市资格的企业（情况之一）	以市值/收入标准获得上市资格的企业（情况之一）	以关联公司标准获得上市资格的企业（同时触发）
股东数量小于 400	连续 30 天总市值低于 5000 万美元	连续 30 天总市值低于 2500 万美元；同时总收入在过去 12 个月中低于 2000 万美元	连续 30 天总市值低于 3.75 亿美元；同时总收入在过去 12 个月中低于 1500 万美元	上市公司母公司或关联公司不再控股该公司，或者母公司或关联公司不再符合上市条件
股东数量小于 1200，并且过去 12 个月月均成交量小于 10 万股	股东权益低于 5000 万美元	平均总市值在过去 30 天中低于 7500 万美元	平均总市值在过去 30 天中低于 1 亿美元	平均总市值在过去 30 天中低于 7500 万美元，同时股东权益低于 7500 万美元
公众持股数量小于 60 万股	-	-	-	-

资料来源：WIND，平安证券研究所

其次，美股退市渠道相对丰富，具体包括并购重组退市、转板退市和私有化退市等。

第一，并购退市是美股上市公司最主要的退市方式，年均占比在 50%以上。美国学者 Craig Doidge 的论文数据显示，1975-2012 年间，美国上市公司并购退市占全部退市公司比例均在 50%以上。<sup>3</sup>美股并购退市占比高主要源于两方面因素：一是企业做大做强意愿较高。被并购方能够获得继续交易的机会，而并购方也能够通过收购整合业务、扩大规模以提升竞争力。1997-2000 年亚洲危机和互联网泡沫期间，美国并购重组合计达到 5.5 万起；二是注册制和中小股东保护机制促使并购方更愿意买断上市公司股份。一方面，在注册制的背景下，美股上市门槛较低，非上市企业通过并购重组借壳上市的积极性有限；另一方面，美国的小股东保护机制和集体诉讼制度对于控股股东的关联交易具有严格限制，在特拉华公司法下，一旦构成控股股东的关联交易，控股股东必须举证证明交易对于中小股东彻底公平，或者通过决策程序让小股东支持交易决策，在这样的限制下，控股股东更愿意收购上市公司的全部股权。<sup>4</sup>

<sup>3</sup> 数据来源：Doidge et al. The U.S. listing gap, Journal of Financial Economics 2017

<sup>4</sup> The Law and Finance of Corporate Acquisitions.

图表5 1997-2000 年间美国并购数量达到 5.5 万起



资料来源: imaa, 平安证券研究所

第二，美股的转板机制也为退市提供了更为多元的渠道，为退市企业提供心理“缓冲垫”和继续交易的机会。美股市场按照公司的上市标准、公司规模和市场的开放程度大致可分为三层：第一层次是由纽交所、纳斯达克全球精选层和纳斯达克全球市场组成的全国性市场，主要面向跨国的大型企业；第二层是由全美证券交易所和纳斯达克资本市场构成的全国性市场，主要面向高科技企业和中小企业；第三层由 OTCBB 和 OTC Markets 构成，主要是面向美国小型公司的场外市场，其中 OTC Markets 由高到低进一步分为 OTCQX, OTCQB 和 OTCPink 三个市场，OTCQX 为精选板，有财务准入要求和较高信息披露要求，其次是 OTCQB，财务要求相对较低，也需要满足信息披露要求，OTCPink 无财务要求和信息披露要求。其次，转板退市为公司提供了继续交易的机会，研究表明，美股股票一旦退市，价格平均折损一半，交易成本上升三倍，但是波动性也会翻倍，从主板退市至场外市场的公司依然能够享受活跃的交易。<sup>5</sup>

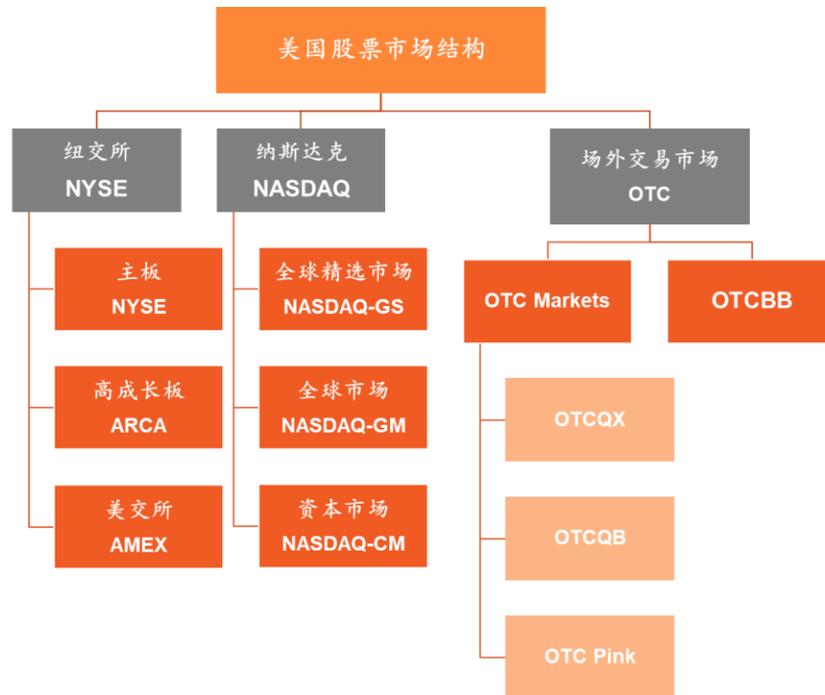
美股转板可分为升级转板、降级转板、平级转板和内部转板四类。升级转板指从场外市场转至具有“国家证券交易所”牌照的交易所上市；降级转板指从国家证券交易所转至场外市场；平级转板指不同交易所之间的转板；内部转板包括纳斯达克内部三个板块之间的转板、同属于纽交所泛欧集团板块之间的转板、以及在 OTC Markets 中从较低层次的 OTCPink 板块升级到 OTCQX 和 OTCQB 板块。

但是场外市场升级转板门槛较高，2018-2020 年间升板成功的比例不足 0.4%。美股退市转板既包括场内场外的转板，也包括同一交易所不同板块间的转板，主动退市可以选择平级转板，而强制退市通常只能转到次级的交易场所进行交易。纽交所和纳斯达克上市公司一旦触发退市条件，可以选择退至场外市场进行交易。场外市场满足一定条件也有机会升至纽交所或纳斯达克进行交易，例如，场外市场升板至纳斯达克需要满足以下五个条件：（1）企业的净资产达到 500 万美元或年税后利润超过 75 万美元或市值达 5000 万美元；（2）流通股达 100 万股；（3）90 个交易日内最低股价为 4 美元（纳斯达克资本市场）/5 美元（纳斯达克全球市场和全球精选层）；（4）股东超过 300 人（纳斯达克资本市场）/400 人（纳斯达克全球市场和全球精选层）；（5）有 3 个以上的做市商等。但是从实践效果来看，从场外市场升板至纽交所和纳斯达克难度较高，2018 年-2020 年期间 OTC Markets

<sup>5</sup> Macey et al, Down an Out in the Stock Market: The Law and Economics of the Delisting Process, Journal of Law & Economics 2008.

转板至纽交所或纳斯达克的公司分别为 45 家、29 家和 45 家，平均每年 40 家，占场外市场公司的比重不足 0.4%。

图表6 美国多层次资本市场结构



资料来源：WIND，平安证券研究所

图表7 美国场外市场基本信息

市场	运营方	子板块	财务要求	披露要求	数量
OTCBB	FINRA (美国金融监管局)	-	有	较高	4212
OTC Markets	OTC Markets (OTC 市场集团公司)	OTCQX	有	较高	513
		OTCQB	较低	中	962
		OTC Pink	无	无	10447

资料来源：OTC Markets 官网，OTCBB 官网，WIND，平安证券研究所

注释：数据截至 2021 年 3 月 3 日

另外，美股注册制背景下 IPO 门槛较低，上市后维护费用较高，整体来看退市成本低。一方面，美国 IPO 采用注册制，适用多套财务条件，予以企业较大的选择权。近 5 年美国每年 IPO 数量都在 300 家以上，2020 年由于 SPAC 上市的火爆达到 746 家。从上市流程来看，美股上市公司从申报到注册平均用时 3-5 个月不等，上市效率较高。另一方面，美股上市公司每年需要支付较高的后期维护费用，例如每年投资者关系维护费约为 630 万元，信息披露费用约为 50-100 万元，审计费用在 160 万元左右，大幅高于我国的 5-10 万元、12 万元和 30-40 万元，上市公司维持上市的成本较高，一定程度上也提高了企业对于退市的容忍度。

图表8 纳斯达克多层次市场的多种可选上市财务标准

标准	纳斯达克全球精选市场	纳斯达克全球市场	纳斯达克资本市场
统一标准	每股投标买价至少 4 美元	公众持股数至少 110 万股；持股 100 股以上的股东人数至少 400 人；每股投标买价至少 4 美元	公众持股数至少 100 万股；股东人数至少 300 人
标准一	<b>获利能力</b> ：近 3 年税前净利均不可为负，且合计超 1100 万美元；近 2 年每年税前净利均不低于 220 万美元	<b>获利能力</b> ：近 1 年或近 3 年中有两年的税前净利至少 100 万美元；股东权益至少 1500 万美元；公众持股市值至少 800 万美元；做市商至少 3 名	<b>股东权益</b> ：公司股东权益至少 500 万美元；公众持股市值至少 1500 万美元；公司成立至少满 2 年；每股投标买价至少 4 美元或者结算价至少 3 美元；做市商至少 3 名
标准二	<b>市值及现金流量</b> ：近 3 年现金流量均不可为负，且总额至少 2750 万美元；近 12 个月平均市值至少 5.5 亿美元；近 1 年营业收入至少 1.1 亿美元	<b>股东权益</b> ：公司股东权益至少 3000 万美元；公众持股市值至少 1800 万美元；做市商至少 3 名；公司设立至少满 2 年	<b>市值</b> ：股东权益至少 400 万美元；公众持股市值至少 1500 万美元；挂牌有价证券市值至少 5000 万美元；每股投标买价至少 4 美元或者结算价至少 2 美元；做市商至少 3 名
标准三	<b>市值及营业收入</b> ：近 12 个月平均市值至少 8.5 亿美元；近 1 年营业收入至少 9000 万美元	<b>市值</b> ：挂牌有价证券市值至少 7500 万美元；公众持股市值至少 2000 万美元；做市商至少 4 名	<b>获利能力</b> ：股东权益至少 400 万美元；公众持股市值至少 500 万美元；近 1 年或近 3 年中有 2 年的税前净利至少 75 万美元；每股投标买价至少 4 美元或者结算价至少 3 美元；做市商至少 3 名
标准四	<b>资产及权益</b> ：公司市值至少 1.6 亿美元；总资产至少 8000 万美元；股东权益至少 5500 万美元	<b>资产及收入</b> ：公司资产至少 7500 万美元，或者近 1 年或近 3 年中有 2 年营业收入至少 7500 万美元；公众持股市值至少 2000 万美元；做市商至少 4 名	

资料来源：《美国证券市场相关制度（2019 年 7 月）》，平安证券研究所

图表9 美股上市费用和后期维护费用大幅高于中国市场

费用	A 股	香港主板	纽交所	纳斯达克
上市费用占融资额比例	4%-5%	15%-20%	15%-25%	9%-16%
每年投资者关系维护费	5-10 万元	25 万元	630 万元	630 万元
每年上市费用	0.6-3 万元	8-90 万元	24-315 万元	17-63 万元
每年法律顾问费用	10 万元	60-100 万元	160 万元	160 万元
每年审计费用	30-40 万元	100 万元	160 万元	160 万元
每年信息披露费用	12 万元	30-50 万元	50-100 万元	50-100 万元

资料来源：周焯申星《中国企业海外退市思考：进退之间的徘徊》2012，WIND，平安证券研究所

### 1.3 市场影响：互联网泡沫期间的集中退市

1998-2001 年亚洲金融危机和互联网泡沫时期美股上市公司退市率达到 13%以上。1992-1996 年间，在政策鼓励创新型企业上市融资的背景下，大量未盈利的中小科技型企业上市融资，期间美股新上

市公司数量占比均在 10%以上。亚洲危机爆发和互联网泡沫破裂后美股退市率升值历史最高位，1998-2001 年间年均退市率达到 13%以上。

**互联网泡沫破裂后，大量中小企业破产退市，大多为具有互联网概念但是负债过高、盈利能力欠缺的上市公司，最终因股价不足 1 美元被市场清退，典型案例如 Pets.com。**Pets.com 成立于 1998 年 8 月，创建目的是通过互联网出售宠物食品和配件，用户可以浏览不同类别的产品并选择自己喜欢的产品将其运送到家中，Pets.com 在建立时获得了极高的品牌认可，不仅成为了亚马逊的会员，还获得亚马逊消费者购买习惯数据库的访问权，凭借公司自身和亚马逊的知名度，Pets.com 相较竞争者具有充分的先发优势。公司于 2000 年 2 月作为未盈利企业在纳斯达克上市，2000 年 6 月，Pets.com 收购竞争对手 Petstore.com，获得了客户的数据库，域名，商标等，但是 Pets.com 始终未能扭亏为盈，最终于 2000 年 11 月宣布破产。Pets.com 的失败主要源于商业模式不可持续，高昂的运输成本和营销支出使得公司难以盈利，最终公司股价由上市时的 11 美元跌破 1 美元，并在 11 月破产。

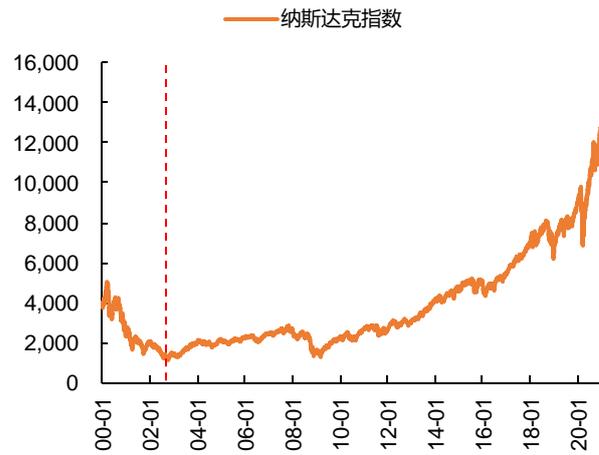
与 Pet.com 类似，在线玩具零售商 eToys.com 在 1999 年 5 月上市，到 1999 年 10 月其股价已达到 84 美元，最终因销售费用过高、盈利能力不足被市场证伪，2001 年 2 月公司股价跌至 0.09 美元。社交媒体 theGlobe.com 也因新颖社交媒体概念获得 87 美元的首发定价，2001 年 8 月因股价未能达到 1 美元从纳斯达克退市。

**但部分公司依靠出色的经营能力存活下来，并成为未来 20 年的头部公司。**亚马逊于 1997 年 5 月以每股 18 美元的价格上市，在泡沫的鼎盛时期，亚马逊的股价飙升至每股 107 美元。与其他互联网公司类似，当时的亚马逊并不专注于盈利，因此当泡沫破灭时，其股价跌至 7 美元以下，在此背景下贝佐斯重新调整管理结构，精简物流中心，放缓新产品上线，将注意力集中在盈利能力和现金流上。2003 年，亚马逊净利润达到 3530 万美元，较 2002 年亏损 1.5 亿美元大幅改善。截至 2021 年 2 月末，亚马逊的股价达到 3093 美元，市值达到 1.6 万亿美元。

**期间龙头公司通过并购重组扩大市场优势，互联网泡沫后头部公司优势渐显，龙头指数 ROE 高于整体水平。**一方面，上市公司通过并购重组整合业务，1998-2001 年间，并购退市公司数量占比平均为 7.7%，达到历史最高点。期间并购重组更多的是强强联合的战略性横向并购，例如，1996 年 12 月，波音公司以 133 亿美元并购麦道公司，并购后波音成为占世界民用客机 75% 市场份额的最大飞机制造商；1998 年 3 月，花旗银行与旅行者集团公司合并成为世界上最大的金融服务公司，交易金额高达 830 亿美元。<sup>6</sup>另一方面，互联网泡沫加快尾部公司出清，头部公司快速崛起。纳斯达克指数在 2002 年 10 月达到最低点 1108 后波动上行，截至 2021 年 2 月末累计上涨近 11 倍。龙头公司的优势也愈发显著，2005 年以来标普 500 指数 ROE 均高于市场整体，纳斯达克 100 指数年均 ROE 达到近 20%，显著高于整体的 11.5%。

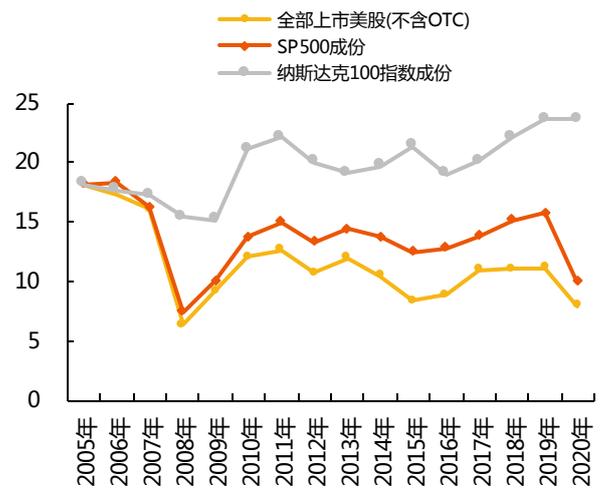
<sup>6</sup>上交所 《美国百年并购历史回顾及启示》

图表10 互联网泡沫后纳斯达克指数波动上行



资料来源：WIND，平安证券研究所

图表11 ROE：龙头指数 ROE 高于市场整体 (%)



资料来源：WIND，平安证券研究所

## 二、 印度经验：公司治理为核心

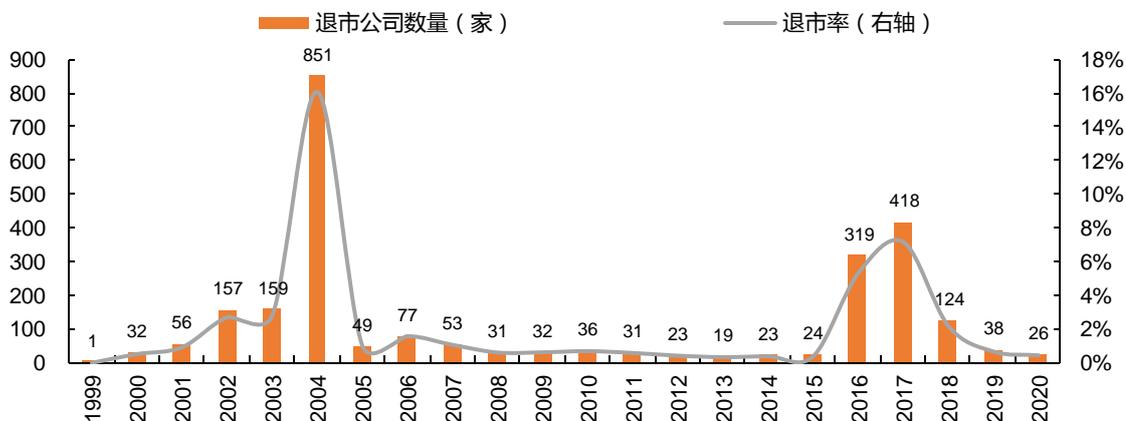
### 2.1 退市概况：两次集中退市，违反上市协议为主因

印度全面实施注册制与完善退市制度的时点间隔 11 年。印度自 1992 年起全面推行注册制，此后 5 年新增上市公司逐年增加，分别达到 316 家、549 家、968 家、1281 家和 1105 家，但是退市制度仍未完善，2000-2002 年间，印度交易所的退市公司数量仅 26 家，与新增上市公司数量差距较大。在此背景下印度证券交易委员会于 2003 年出台了《证券退市指引》，对证券退市的程序和退出价格做出了规定，2009 年出台了《印度证券交易委员会（股权退市）规则》，对退市制度进行进一步完善。

退市指引颁布后，印度迎来 2003-2004 年和 2016-2017 年两轮集中退市，其中违反上市协议规定为主要原因。2004 年印度孟买交易所共有 851 家企业退市，退市率达到 16%，绝大多数公司因违反上市协议规定被暂停交易超过 3 年而退市。孟买交易所 2001-2010 年间退市的 1522 家公司中，因未遵守上市协议被强制退市的共计 876 家，占比达到 57%；并购重组退市的共计 243 家，占比 15.4%；破产退市共计 228 家，占比为 15%。2005-2015 年，孟买交易所退市数维持在平均 36 家的低位水平，平均退市率不足 1%。2016-2017 年孟买交易所迎来第二轮集中退市，年均退市率为 6.3%，主要是交易所集中清退前期暂停交易而长期滞留市场中的上市公司。<sup>7</sup>

<sup>7</sup> 数据来源：上交所《印度股票退市制度研究》

图表12 印度退市集中在 2003-2004 和 2016-2017 年间



资料来源：孟买证券交易所官网，平安证券研究所

## 2.2 制度设计：重视公司治理，退市成本较高

印度的两轮集中退市与其退市制度的设计密不可分，整体来看，孟买交易所退市制度有以下特点：一是退市标准重视对市场的影响；二是退市惩罚严厉；三是重视投资者保护。

**第一，印度强制退市标准采用量化与定性相结合的方式，重视公司的财务、合规等治理问题。**印度强制退市在考虑流通股比例、流动性和公司的财务业绩等定量指标外，还强调遵守上市协议（如按时提交财务报告、支付上市费用等）、违法违规、与交易所联系中断等定性指标，在衡量定量指标时，专门成立的退市小组也会根据公司情况同时参考市场份额、股价高低、市值等指标，主观性较强灵活度高。

**第二，印度退市成本高，退市后 10 年无法重新上市。**其一，印度上市公司被强制退市后，该上市公司的董事、发起人以及他们所发起成立的所有公司，在 10 年内都不得以直接或间接方式进入证券市场或申请重新上市。其二，公司和托管人不得通过出售、质押等方式进行转让。其三，冻结发起人持有的任何股权和公司利益，如股息、权利、红利、分割等，直至向公众股东提供退出机会；其四，董事及发起人不得在向公众投资者提供退出机会前担任其他上市公司董事。

**第三，重视投资者的保护，公司退市需要回购股份。**在强制退市情形下，印度证券交易所将委任独立的评估团队对被强制退市公司的股票进行估值，被退市公司必须以该团队的评估价格在退市决定下达的三个月内向所有公共持股者回购其公司股票，除非投资者自愿继续持有该公司股票。在发起人及董事在按照法律法规给与公众投资者退出机会前，不得出售、馈赠资产或进行分红、股权激励等。在主动退市的情形下，股票退出价格由公众投资者询价机制决定，意味着退出价格将由公众投资者共同决定，这一制度安排为印度独有。申请退市公司需在宣布退市后建立一个托管账户，根据计算得出的收购底价与需要回购的股票数量，将规定金额存入这一账户。在此后的一定期限（至少 3 天）内，回购窗口开启，公众投资者进行竞价。发起人可以选择是否接受价格，若接受则需以该价格回购所有报价小于等于这一价格的股票，若不接受，则退市失败。<sup>8</sup>

在整个退市流程方面，印度证券交易所较大的自主裁量权。各证券交易所成立专门的小组来决定是否对上市公司采取强制退市措施，由于印度的退市标准在部分指标方面并未设置具体的量化指

<sup>8</sup> 上交所《印度股票退市制度研究》

标，例如在流通股比例标准方面需要参考公司的实收资本、市值和股价等因素，财务业绩标准会参考过去 2-3 年的收入、利润和分红等指标，退市小组在上述方面的判断与衡量有较强的决定权，但是这也会削弱退市标准的可操作性，且容易滋生利益双方之间的内幕交易。

图表 13 孟买交易所强制退市指标

指标	具体内容
流通股比例标准	公共投资者的持股比例低于 25%，同时参考公司现有实收资本、市场份额、股价高低、股票市值；
流动性标准	股票流动性不足，过去三年未达到最低的成交水平要求；
财务业绩标准	上市公司的财务表现不达标，例如公司净资产为负且连续三年亏损，公司过去 2-3 年的收入、利润、现金储备以及分红情况，以及公司有形资产规模都是衡量其财力的参考指标；
未遵守上市协议	上市公司未按约定履行上市协议所规定的责任与义务，例如按时提交审计或为审计的财务报告、支付上市费用、投资者服务等，超过 6 个月；
违法违规	上市公司发起人董事存在内幕交易、操纵市场等严重违规行为；
与交易所联系中断	上市公司发起人或董事消失或与交易所断联，或该公司地址失效，无法被交易所找到；
金融或运营风险	上市公司出现债务风险，无法再为经营提供足够的融资，或在过去 2-3 年内未支付本息，或已停业，已无员工或清算者；

资料来源：上交所《印度股票退市制度研究》，平安证券研究所

### 2.3 市场影响：主动退市意愿有限，部分经营良好的公司强制退市

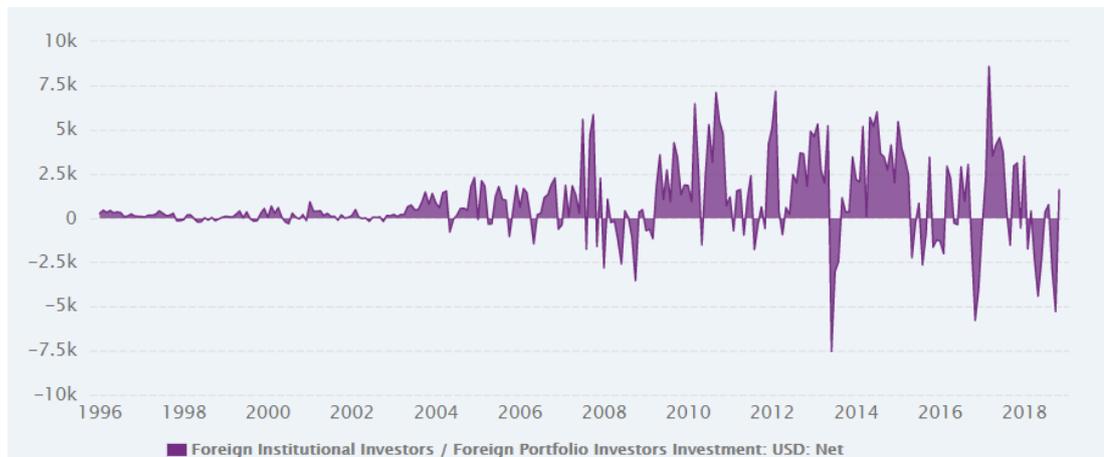
集中退市对于印度市场的短期影响有限，SENSEX30 指数短期下行 10%后开启持续 17 年的牛市。2003 年 2 月 17 日，印度 SEBI 出台《证券退市指引》后，孟买 SENSEX30 指数波动下行 10%左右，自 2003 年 5 月初开启 17 年的长牛。印度市场长期的上行趋势很大程度上源于资本市场制度的不断完善，2002 年印度实施 T+2 结算制度与国际接轨，2006 年允许海外公司在印度上市，在资本市场改革的进程中退市制度无疑也是重要一环。在此背景下海外机构投资者自 2003 年起加快流入印度证券市场，成为印度股市的重要支撑。

结构性方面，退市制度的完善有助于形成优胜劣汰的市场，资金对龙头公司的认可度提升。截至 2020 年 9 月，印度排名前 100 的股票占 Nifty 500 指数的 77.3%，而标准普尔 500 指数的市值排名前 100 名的股票占 71.2%，印度龙头股集中度高于美股。

但是印度较高的退市成本限制公司主动退市意愿。印度退市后 10 年禁止上市的惩罚以及强制回购使得上市公司较为珍惜上市地位，一些计划主动退市的公司也会因股价较高而放弃退市，除两次集中退市外，印度退市率长期不足 1%。可以看到印度两轮集中退市的主因在于未遵守上市协议和长期停牌的强制退市，公司主动退市意愿不足，维持上市状态对于公司来说有仍然有较强吸引力。

另外，印度退市制度对于投资者的保护力度较大，导致部分经营良好的公司因违反上市协议被强制退市。印度退市规则更加重视公司治理对于市场的影响，尤其是对于违反上市公司协议等合规性问题，主因在于印度退市制度以投资者保护为核心，认为上市公司违反协议规定将导致信息披露不透明不及时等问题，进而影响投资者作出判断。但是这也会导致部分具有持续经营能力的公司被强制退市，上交所的研究表明，印度部分因违规停牌退市的企业经营状态健康良好。

图表14 外国机构投资者证券投资净买入：2003年以来海外资金加快流入印度证券市场（美元）



资料来源：CEIC，平安证券研究所

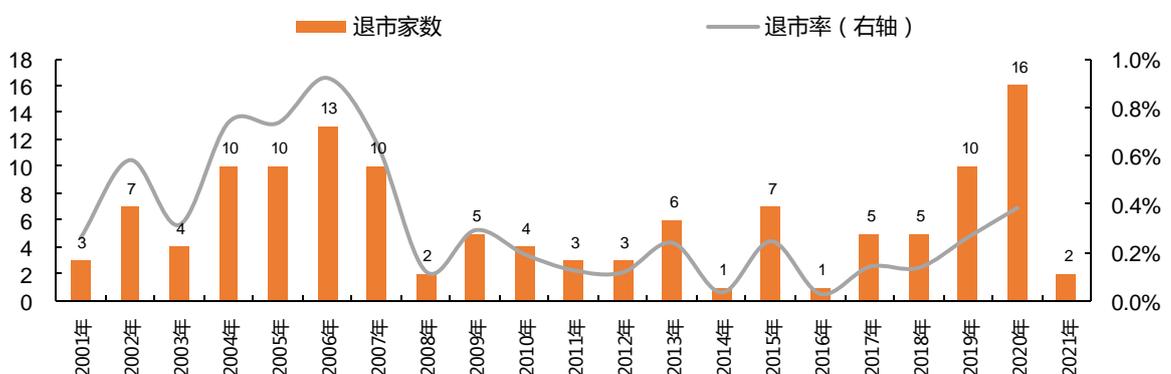
### 三、对 A 股的借鉴：完善配套制度，头部公司受益

#### 3.1 退市概况：退市率不足 1%，连续亏损是退市主因

2019年以来我国退市力度明显加大，但是退市率仍然不足 1%。2019年以来，A股市场退市家数连续 2 年超过 10 家，2020 年达到 16 家，为 2001 年以来历史最高水平，但是 A 股当前退市率仍然不足 1%。全球对比来看，2007-2018 年 10 月期间，上交所和深交所退市率分别为 0.3% 和 0.1%，同期伦敦证券交易所退市率达到 9.5%，美国纳斯达克和纽交所分别 7.6% 和 6.6%，位列主要市场的退市率前三。

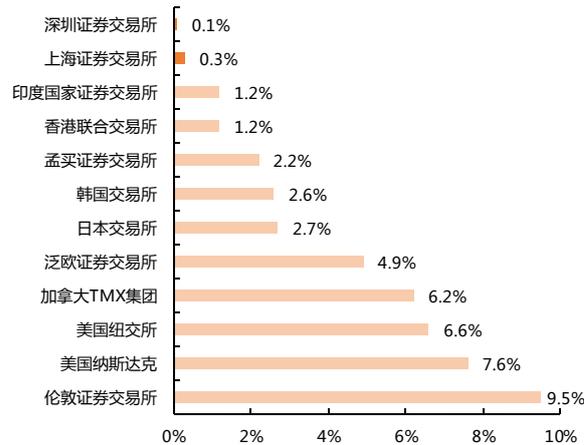
从退市类型来看，吸收合并、连续亏损是退市的主要原因。从退市类型来看，2000 年以来 A 股退市公司中，吸收合并占比为 28%，连续四年亏损占比 17%，私有化退市、未披露定期报告、股价低于面值等原因占比都在 10% 以下。整体来看，A 股上市公司退市更多源于盈利能力不足。

图表15 2019 年以来 A 股市场退市力度加大



资料来源：WIND，平安证券研究所

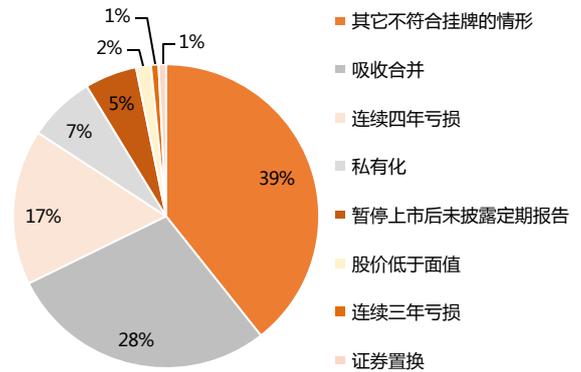
图表16 退市率：A股市场退市率不足1%



资料来源：上交所，WIND，平安证券研究所

注释：数据为2007-2018.10

图表17 吸收合并和连续亏损为退市主因



资料来源：WIND，平安证券研究所

### 3.2 制度设计：建立健全投资者保护机制和转板机制

2020年12月31日，沪深交易所发布退市新规正式稿，整体来看改革思路有四方面：一是坚持市场化方向，完善面值退市指标，新增市值退市指标。二是出清壳公司。完善财务类退市标准，力求出清壳公司，通过营业收入和扣非净利润的组合指标，力求准确刻画壳公司。三是严格退市执行，压缩规避空间。在交易类、财务类、规范类以及重大违法类指标等方面体现严格监管，特别是通过财务类指标和审计意见类型指标的交叉适用，打击规避退市。四是简化退市流程。取消了暂停上市和恢复上市环节，加快退市节奏。

从具体措施来看，退市指标进一步完善。一是财务类指标设置多元化并可交叉使用。取消了原来单一的净利润、营业收入指标，新增扣非前后净利润为负且营业收入低于人民币1亿元的组合财务指标，同时对实施退市风险警示后的下一年度财务指标进行交叉适用（2019年年报涉及上述相关指标且未被风险警示的上市公司约为20+）。二是交易类指标明确“1元退市”。将原来的面值退市指标修改为“1元退市”指标，同时新增“连续20个交易日在本所的每日股票收盘总市值均低于人民币3亿元”的市值指标（均未有未被风险警示的上市公司触及）。三是规范类指标更注重信息披露。新增信息披露、规范运作存在重大缺陷且拒不改正和半数以上董事对于半年报或年报不保真两类情形。四是重大违法类退市指标新增“造假金额+造假比例”的量化指标，考察的时间周期为三年。

其次是精简退市流程。一是取消暂停上市和恢复上市环节，明确上市公司连续两年触及财务类指标即终止上市；二是取消交易类退市情形的退市整理期设置，退市整理期首日不设涨跌幅限制，将退市整理期交易时限从30个交易日缩短为15个交易日；三是将重大违法类退市连续停牌时点从收到行政处罚事先告知书或法院判决之日，延后到收到行政处罚决定书或法院生效判决之日；四是同步取消可转债暂停上市。

相较于征求意见稿，正式稿在财务造假方面做出进一步优化。正式稿将造假年限由3年减少为2年，造假比例由100%降至50%，造假金额合计数由10亿元降为5亿元，同时在原先净利润、利润总额和资产负债表的基础上新增营业收入指标。需要注意的是，退市并非打击造假的唯一方式，上交所也表示“打击造假需要综合体系、多种工具共同发挥作用，根据造假的严重程度和实际情况，综合采取包括诚信档案、监管措施、行政处罚、移送刑事、集体诉讼等多种措施，而不是只要造假就退市”。

图表18 新旧退市制度对比

	旧规	征求意见稿	正式稿
财务类	连续 2 年净利润为负或营业收入低于 1000 万元	连续 2 年净利润亏损（扣非前后孰低）且营业收入低于 1 亿元，营业收入需要扣除与主营业务无关的业务收入和不具备商业实质的关联交易收入	进一步明确营业收入扣除项规定为“与主营业务无关的业务收入和不具备商业实质的收入”，并要求公司在扣非净利润为负值时，应当在年度报告中披露营业收入扣除情况及扣除后的营业收入金额，会计师应当对营业收入扣除出具专项核查意见，以明确区分会计责任与审计责任。
	-	下一年度交叉使用	
交易类	连续 20 个交易日每日股票收盘价低于面值	连续 20 个交易日的每日 <b>收盘价低于 1 元</b>	无变化
	-	连续 20 个交易日股票收盘 <b>总市值均低于 3 亿元</b>	
规范类	-	新增信息披露、规范运作存在重大缺陷且拒不改正和半数以上董事对于半年报或年报不保真两类情形。	无变化
违法类	IPO 造假、财报造假	明确财务造假判定标准：披露的年度报告存在虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏，连续 3 年虚增净利润每年均超过当年年度报告对外披露净利润金额的 100%，且 3 年合计虚增净利润金额达到 10 亿元以上；或连续 3 年虚增利润总额每年均超过当年年度报告对外披露利润总额金额的 100%，且 3 年合计虚增利润总额金额达到 10 亿元以上；或连续三年资产负债表各科目虚假记载金额合计数每年均超过当年年度报告对外披露净资产金额的 50%，且三年累计虚假记载金额合计数达到 10 亿元以上(前述指标涉及的数据如为负值，取其绝对值计算)	将造假年限由 3 年减少为 2 年；将造假比例由 100%降至 50% 造假金额合计数由 10 亿元降为 5 亿元，新增营业收入指标
退市流程	设置暂停上市和恢复上市环节	<b>取消</b> 暂停上市和恢复上市环节	无变化
	连续 2 年触及财务指标类退市标准被实施退市风险警示	1 年触及财务类退市指标即被实施退市风险警示，连续 2 年触及财务类退市指标则直接终止上市	
	退市已整理期为 30 个交易日，退市整理期首日设置涨跌幅限制，交易类退市有退市整理期	退市整理期缩短至 <b>15 个交易日</b> ，退市整理期首日不设置涨跌幅限制，同时取消交易类退市情形的退市整理期	

资料来源：WIND，平安证券研究所

整体来看，此次退市制度改革在退市指标、退市流程方面与美国等发达国家看齐，制度设计上更重视公司对市场的影响，对信息披露、流动性等方面的重视度提升而淡化公司短期盈利能力。但是退市制度的顺畅运行也取决于其他配套制度的协同，目前来看我国配套制度有望迎来进一步优化。

**第一，建立健全投资者保护机制，完善集体诉讼制度。**投资者保护制度是退市制度能够顺畅运行的核心，从美国和印度的制度来看，两国对于投资者保护均设有专门的法律，但是印度强制所有退市公司回购公众投资者股份可能会大幅抬升上市公司成本，阻碍退市制度的执行。美国仅对于财务造假和欺诈的情形给予投资者赔偿，其余情形视为投资者需自行承担的风险，相较之下利益双方博弈力量更为均衡。

**借鉴美国经验，我们认为建立激励与保障机制、加强原告代表人的积极性是诉讼制度的关键点。**修订后的《证券法》设专章制定投资者保护制度，并且创设了我国的证券集体诉讼制度。2020年7月31日，最高人民法院正式发布《关于证券纠纷代表人诉讼若干问题的规定》，我国的集体诉讼制度

就此落地实施。《规定》规范了普通代表人诉讼和特别代表人诉讼程序，特别代表人诉讼采取“默示加入，明示退出”原则，以投资者保护机构作为原告代表，通过维权组织来发动对于证券违法行为的诉讼，投资者无需预付案件受理费。与美国律师主导的集团诉讼相比较，以投资者保护机构为抓手的诉讼制度有两方面优势，一是投资者保护机构公益性足以有效避免集团诉讼普遍存在的滥诉问题，二是投资者保护机构可以更好地协调其与其他执法资源之间的关系，尤其有利于和政府监管、市场约束等执法机制的协同发展，既弥补现有的执法机制之不足，也避免执法资源的浪费。但是投保机构的公益性意味着无法从诉讼中获得额外经济利益，可能会使得胜诉动力不足，投保机构如何与各方资源协调也需要进一步细化；其次，我国目前仅有两家投保机构，无法满足所有中小投资者的诉讼需求，如何发挥特别代表人诉讼的作用有待进一步探索。

**第二，建立健全转板机制，发挥多层次资本市场的作用。**美国成熟的转板机制一方面拓宽上市公司退市渠道，另一方面也有效提升退市效率，在全国性交易所退市的公司自动转入场外市场，省却了退市整理和利益双方的协调程序。当前我国的多层次资本市场初现雏形，科创板和创业板注册制改革已经落地实施，深主板和中小板也即将合并，各个板块之间的功能定位日渐清晰，建立板块间的转化机制是下一步的发力重点。

**如今新三板内部转板和精选层升板机制已经完成，未来我国转板机制可能在降板和同级转换方面有所突破。**2021年2月26日，证监会正式发布《全国中小企业股份转让系统挂牌公司转板上市监管指引》，沪深交易所正式发布《转板上市办法》，明确转板上市各项制度安排，规范转板上市行为。转板范围限制于科创板和创业板；转板上市条件包括“连续挂牌一年以上”、“股东人数不低于1000人”、“股本总额不低于3000万元”“董事会审议转板上市相关事宜决议公告日前六十个交易日累计成交量不低于1000万股”；转板程序方面，无需经证监会核准或注册，由交易所审批决定。**借鉴美股市场经验，未来我国转板机制将不仅限于低层次市场向高层次市场转板，还会包括高层次向低层次、交易所之间和交易所内部的转板。**

**第三，加强对公司信息披露的监督，加大财务造假的打击力度，建立有条件的做空机制。**从注册制的理念来看，只要上市公司遵循信息披露准则，不存在虚假披露和财务造假的现象，监管层就应当给予公司持续上市的权利，其余的选择权交于市场，让投资者自己做出选择并承担相应的后果。当前我国退市制度对于财务造假仍有一定的容忍空间，退市制度规定的退市标准是“连续2年财务造假，营收、净利润、利润、资产负债表虚假记载金额总额达5亿元以上，且超过相应科目两年合计总额的50%”，对于市场“财务造假是否应当一退到底”的争议，我们认为对于财务造假的惩罚更多的应在民事诉讼赔偿和罚款方面体现，退市制度的最终意图是清退缺乏持续经营能力的劣质公司。在此背景下，加强对公司信息披露的监督，建立有条件的做空机制来降低上市公司的造假意愿是未来趋势。

**图表19 全球市场投资者保护机制**

法律形式	国家或地区	名称	法律依据	
有专门的法规	美国	证券投资者保护公司(SPIC)	1970年《证券投资者保护法》	
	澳大利亚	证券交易担保公司(SEGC)	1987年《国家担保基金法》	
	欧盟	投资者赔偿计划	1997年《投资者赔偿计划指引》，(ICSD)	
	德国	证券交易赔偿基金(EdW)	1998年《存款保护和投资者赔偿法案》	
	爱尔兰	投资者赔偿公司(ICCL)	1998年《投资者赔偿法》	
	印度		投资者教育保护基金(IEPF)	1956年《公司法》
				1999年修改《公司法》
2001年《投资者教育及保护法规》				
台湾	证券投资人保护基金	2002年《证券投资人及期货交易人保护法》		
依托于证券法	香港	香港交易所赔偿基金	1974年《证券条例》第10条	

或公司法	英国	金融服务赔偿计划 (FSCS)	1986 年《金融服务法》 2000 年《金融服务和市场法 (FSMA)》
	日本	证券投资者保护基金	1998 年《证券交易法》
根据其他法律	加拿大	加拿大投资者保护基金 (CIPF)	加拿大尚未颁布专门针对投资者保护方面的法律，因此 CIPF 的操作主要遵循加拿大破产清算法及其他事宜的法律

资料来源：《证券市场导报》，平安证券研究所

### 3.3 市场影响：龙头公司长期收益，防范财务造假风险

当前我国退市制度设计与美国更接近，公司本身的治理能力和经营状况是市场定价的标杆，长期来看盈利确定性高的优质龙头公司将获得更多认可，优质成长企业更加受益于资本市场改革红利。美国退市原因除并购重组外大多源于财务问题和市场因素，其中市场因素主要是公司的经营状况不尽人意，进而导致市场认可度下降，股价跌至 1 美元以下触发退市标准。因此我们认为公司自身的经营能力是公司定价的根本，在退市制度愈发市场化的背景下，经营能力出色、现金流健康、未来有盈利确定性的公司将获得更高的市场定价，而行业龙头公司具备获取广泛资源的能力，在产业链中也拥有更强的话语权，在愈发优胜劣汰的市场环境中更为受益，龙头股优势的凸显也意味着 A 股龙头指数可能在未来的长时间里呈现波动上行的趋势。另一方面，注册制和退市制度改革后，政策对成长企业的支持力度加大，未盈利科技型公司上市门槛降低，在复合退市指标下因盈利能力不足而退市的概率降低，优质成长企业将长期受益于资本市场改革。

从印度经验和当前退市新规的过渡期设置来看，A 股市场短期集中退市风险相对有限，但需要防范部分公司财务造假的风险。交易所对于新旧退市制度设置了相应的过渡期安排：（1）未触及新规退市风险警示且未触及原规则暂停上市的，撤销退市风险警示；（2）未触及新规其他风险警示情形的，撤销其他风险警示；（3）未触及新规退市风险警示，但触及旧暂停上市规则的，不暂停上市，实施其他风险警示；（4）触及新规退市风险警示和其他风险警示，按照新规实施风险警示。对于已经暂停上市的公司，在 2020 年年报披露后，仍按照此前股票上市规则相关规定判断其股票是否符合恢复上市条件或触及终止上市标准，并按照规则规定的程序实施恢复上市、终止上市。意味着除了触及旧规、已经被暂停上市的公司外，其余公司均不会在 2020 年年报披露后被终止上市，在此背景下短期市场出现集中退市的概率不大。但是需要防范部分公司财务造假暴雷的风险，退市制度的有效运行要求配套措施的同步完善，未来随着投资者保护机制的完善和财务造假惩处的落实，需要防范部分财务造假的公司标的。截至 2021 年 3 月 3 日，实施退市风险警示（\*ST）的公司共计 133 家，被实施其他风险警示（ST）的公司共计 84 家。

#### 四、风险提示

- 1) 上市公司涉嫌财务造假被监管层查处。监管层不断释放对财务造假零容忍的信号，未来财务造假的成本和难度都将大幅提升，需防范公司涉及财务造假并卷入诉讼案件的风险。
- 2) 退市过渡期后上市公司集中退市。退市过渡期后，上市公司可能因触发退市新规标准被强制退市，需要防范尾部公司集中退市的风险。
- 3) 部分科技龙头公司估值过高。当前部分科技型龙头公司估值处于历史最高水平，在流动性收紧的背景下短期公司估值持续向上的空间有限。

## 平安证券研究所投资评级：

### 股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在  $\pm 10\%$ 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

### 行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%以上）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在  $\pm 5\%$ 之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

### 公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师(一人或多人)就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险，投资需谨慎。

### 免责条款：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2021 版权所有。保留一切权利。

## 平安证券

### 平安证券研究所

电话：4008866338

#### 深圳

深圳市福田区福田街道益田路 5023 号平安金融中心 B 座 25 层  
邮编：518033

#### 上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融大厦 26 楼  
邮编：200120  
传真：(021) 33830395

#### 北京

北京市西城区金融大街甲 9 号金融街中心北楼 15 层  
邮编：100033