

前瞻研究

ESG 披露：国际社会披露标准与政策

- **ESG 评价体系可更全面、长效地评估企业的品质和管理能力，有效地填补传统市场评价标准的局限性。**不同企业披露的数据类型可能存在很大差异，全球可持续发展报告标准的统一亟待解决。围绕 ESG 理论体系，全球目前已形成了 ESG 信息披露、ESG 评级和指数开发以及 ESG 投资三大应用模式，以及完整的 ESG 生态系统；包括框架制定者、标准制定者、审计公司、数据供应商、ESG 代理投票等服务机构，以及投资者联盟等利益相关方。
- **GRI 标准是全球使用最广泛的可持续发展报告标准**，目前已被 100 多个国家和地区的上万个组织使用。GRI 标准体系由通用标准、行业标准和 33 个议题标准构成，组织可以利用其识别对其经济、环境、社会影响最大的议题，并进一步利用细分标准进行披露和报告。**与 GRI 标准相比，SASB 标准更侧重于财务性。**SASB 标准确定了针对 77 个行业公司的可持续发展问题，以投资者为中心，关注可能影响投资者的 ESG 和气候风险的财务重要性，致力于提供跨行业和特定于行业并重的、有效益的、有助于市场决策的标准。
- **2023 年 1 月 5 日，欧盟企业可持续发展报告指令（CSRD）生效。**受 CSRD 约束的企业必须根据欧洲可持续发展报告标准（ESRS）进行报告。强化了有关企业必须报告的社会和环境信息的规则，要求大公司和上市中小企业、以及在欧盟市场上的收入超过 1.5 亿欧元的非欧盟企业报告具有财务重要性以及影响重要性的信息。**2024 年 3 月 6 日，美国证券交易委员会（SEC）通过了关于气候信息披露的最终规则**，要求注册人在注册申请表和年度报告中披露气候相关信息。最终规则参考国际气候披露标准，融入财务报告框架，并突出气候风险对财务决策的影响程度。
- 结合投资者对 ESG 披露法规、ESG 数据重要性、ESG 与财务数据整合报告以及 ESG 数据鉴证的支持趋势，我们认为**高碳排放行业中可持续发展相关技术较强的企业**有望在偏好 ESG 表现更佳企业的投资市场中获得优势。

风险提示：全球 ESG 政策变动及相关政策推进不及预期；ESG 相关信息披露不完善

相对大盘走势



作者

分析师：郭荆璞

执业证书编号：S0590523070003

邮箱：jgguo@glsc.com.cn

相关报告

- 1、《前瞻研究：ESG 披露：中国的政策与实践》2024.04.26
- 2、《前瞻研究：甲烷减排：国际气候行动新焦点（一）——政策篇》2024.04.07

正文目录

1. ESG 披露	3
1.1 ESG 评价体系与 ESG 信息披露	3
1.2 全球已形成完整 ESG 生态系统.....	3
2. 国际现行主流 ESG 信息披露框架	4
2.1 GRI——使用最广泛的可持续发展报告标准	4
2.2 SASB——更注重财务性的标准	6
3. 欧美现行 ESG 披露标准	9
3.1 欧盟企业可持续发展报告指令生效	9
3.2 美国证监会气候披露规则出台	11
4. 利好高碳排放行业中可持续发展相关技术较强企业	12
5. 风险提示	13

图表目录

图表 1: ESG 生态系统利益相关方及其代表	4
图表 2: GRI 发展时间线	5
图表 3: GRI 标准体系结构	6
图表 4: SASB 标准覆盖议题	7
图表 5: SASB 标准下金属与采矿业应披露的议题	7
图表 6: SASB 标准下证券和商品交易所应披露的议题	8
图表 7: SASB 标准下证券和商品交易所部分应披露指标	8
图表 8: IFRS S1 披露要求及 SASB 标准	9
图表 9: CSRD 披露生效日期	10
图表 10: ESRS 现有标准的十大主题	11
图表 11: TCFD 披露框架	12

1. ESG 披露

1.1 ESG 评价体系与 ESG 信息披露

ESG 是基于环境 (Environment)、社会 (Social) 和治理 (Governance) 三大因素的评价体系，可以在国家、城市、行业、企业、项目等层面，反映主体在可持续发展领域的能力和实践，评估其非财务风险和机遇。利用 ESG 评价标准，可以更全面、长效地评估企业的品质和管理能力，有效地填补传统市场评价标准的局限性。

其中，**环境方面**主要关注温室气体排放、空气污染、水污染、陆地污染、资源使用、森林砍伐、生物多样性等问题，聚焦主体如何确保产品全生命周期的可持续性，鼓励循环经济。**社会方面**主要关注产品产业链设计的劳动标准、健康和标准等，以及主体对弱势社会群体的关注度。**治理方面**主要关注股东权益、董事会成员的多元化、腐败问题、反竞争行为等，以及公司高管的薪酬是否与公司可持续发展的绩效挂钩。

ESG 评价标准由社会责任投资发展而来，最初是为投资者评估上市公司可持续发展相关特点而开发的框架。ESG 信息披露是上市公司面向各类投资主体和利益相关方进行全方位沟通、交流的重要渠道，如今，随着对 ESG 评估意识提升，对企业/项目的 ESG 相关信息披露的需求也不断增加。

目前，全球还没有公认的标准 ESG 信息披露框架，只对其所涵盖的问题达成了广泛的共识，故不同企业披露的数据类型可能存在很大差异。因此，可持续发展报告标准的制定和统一亟待解决。

为完成报告方式及内容受认可的信息披露，企业的 ESG 信息披露报告通常应用一个或多个框架来完成。目前，最常用的报告框架是全球报告倡议组织 (GRI) 和可持续发展会计准则委员会 (SASB) 的报告标准。企业 ESG 信息的披露通常以发布可持续发展报告的形式完成；除了报告标准化以外，越来越多的企业还通过公开公司 ESG 绩效网页的形式来披露数据。

1.2 全球已形成完整 ESG 生态系统

围绕 ESG 理论体系，全球目前已形成了 ESG 信息披露、ESG 评级和指数开发以及 ESG 投资三大应用模式，以及完整的 ESG 生态系统，包括框架制定者、标准制定者、审计公司、数据供应商、ESG 代理投票等服务机构，以及投资者联盟等利益相关方。

其中，**框架制定者**提供关于 ESG 和可持续发展原则的理念，从长期创造价值的角度探索企业最佳的信息披露方式，并决定 ESG 信息披露在传统公司年报中的地位与重要性。**标准制定者**发布 ESG 披露指南，发布用于衡量 ESG 指标的方法，帮助公

司了解如何完成 ESG 信息披露、应披露哪些 ESG 相关信息，以及监管机构应该关注哪些 ESG 指标，在 ESG 信息披露中起到指导方针的作用。**审计公司**向公司提供披露 ESG 数据的专业建议，并为公开披露的非财务信息提供鉴定和担保。**ESG 代理投票等服务机构**为投资者提供分析和其他服务，如代理投票，在其中可能具体关注董事会多样性、薪酬计划等投资者所关心的问题。**数据供应商**收集并提供表征市场走向（股票、固定收益、外汇等）或环境、社会、治理中一个/多个方面的数据，或提供 ESG 研究与分析、ESG 评级、ESG 指数等相关产品和服务。**投资者联盟**聚集了投资者，共同探讨、解决与 ESG 相关的投资者问题。此外，生态系统中还包括一系列关注 ESG 的**其他组织与机构**，通过能力建设等服务，帮助公司了解如何改进其 ESG 实践、更好地报告其 ESG 绩效，并鼓励组织关注 ESG 话题。

图表1：ESG 生态系统利益相关方及其代表

框架构建者	• UNGC, IIRC, TCFD, CDSB, SBTi, Future-Fit, CRD, HKEX, SGX...
标准制定者	• GRI, SASB, ISO, GHG Protocol...
第三方鉴证	• KPMG, PwC, EY, ERM CVS, Deloitte, Bureau Veritas, LRQA...
市场数据提供者	• Bloomberg, MSCI, Thomson Reuters, FTSE Russell, S&P...
ESG数据提供者	• Sustainalytics, Arabesque, RobecoSAM, CSRHub, Vigeo Eiris...
行业数据提供者	• CDP, RepRisk, Carbon Delta, Trucost...
企业服务	• Glass Lewis, Hermes EOS, ISS...
其他联盟和相关方	• Natural Capital, B Lab, WBCSD, CERES, SHCC, IMP, WBA...
投资者联盟和相关方	• GSIA, IFC, UNEP FI, IAHR, ASFI, GIC, UN PRI, Climate Action 100+, PDC, ICGN...

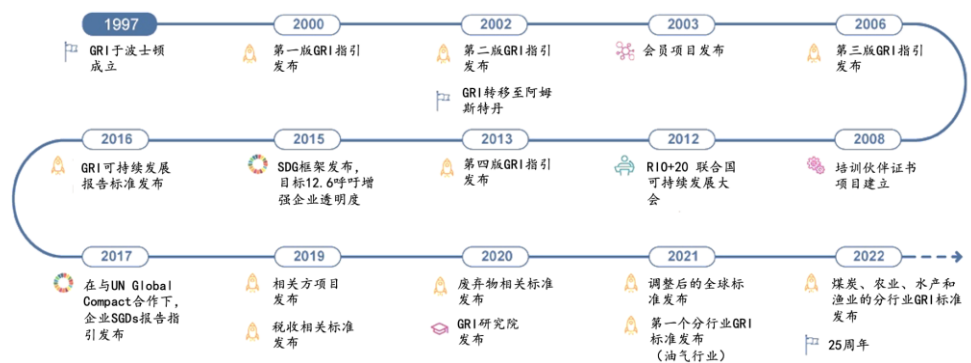
资料来源：World Economic Forum, 国联证券研究所

2. 国际现行主流 ESG 信息披露框架

2.1 GRI——使用最广泛的可持续发展报告标准

GRI 标准是全球使用最广泛的可持续发展报告标准。全球报告倡议组织（GRI）成立于 1997 年，并于 2000 年发布了第一版 GRI 指南，也是可持续发展报告的第一个全球框架。2016 年，GRI 提供的可持续发展报告指南转变为第一个可持续发展报告全球标准——GRI 标准。至今，GRI 持续与企业、投资者、政策制定者、劳工组织和其他专家合作，持续推出、完善 GRI 标准。GRI 旨在创建可持续发展报告的全球通用标准，通过提升透明度和关于企业影响的对话来实现可持续的未来。目前，GRI 标准已被 100 多个国家和地区的上万个组织使用，用于推进可持续发展报告的实践。

图表2：GRI 发展时间线



资料来源：GRI，国联证券研究所

GRI 标准体系由通用标准、行业标准和 33 个议题标准构成。使用 GRI 标准进行可持续报告时，组织可以利用三套标准，识别对其经济、环境、社会影响最大的议题，并进一步利用细分标准进行披露和报告。

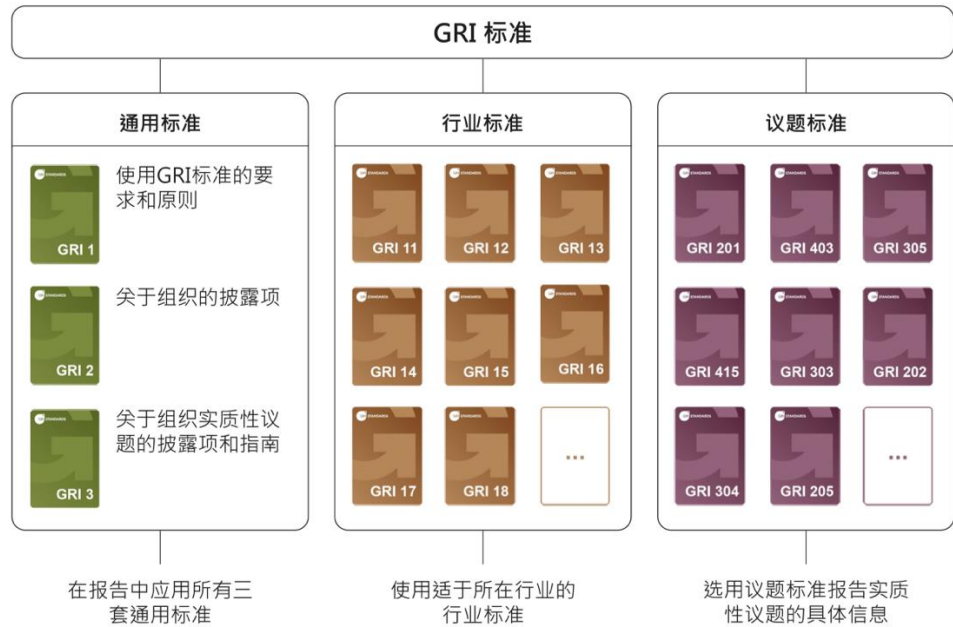
通用标准于 2021 年公布，阐述了利用该标准进行报告时的重要制定原则，指导有关组织背景信息的披露，如规模、活动、治理和利益相关方参与，并支持组织选定其应披露的实质性议题。

行业标准帮助组织了解该行业的特征，并引导组织在其所在行业中进一步确定该行业应披露的实质性议题，以及每个主题下应报告的内容。例如，按照 GRI 标准进行报告的石油公司，必须使用石油和天然气的行业标准。GRI 计划为 40 个行业制定行业报告标准，目前完成了其中 4 个：对可持续发展影响最大的石油与天然气行业、煤炭行业以及农业、水产养殖和渔业三个行业率先完成了标准的制定，针对采矿业的行业标准也于 2024 年 2 月推出。

议题标准包含一系列该议题下的披露项，向组织阐释该项目的披露原则以及组织应如何管理其相关的影响。组织应利用通用标准中的 GRI 3 确定自己应选择的议题标准。例如，企业可以使用关于水和废水的 GRI 标准来报告其对环境的影响，因为其从面临水资源压力的地区取水，以及如何管理这些影响。最先制定的标准议题标准包括水资源和污水（原 GRI 306，现 GRI 303）、废弃物（GRI 306）、经济绩效（GRI

201)、市场表现 (GRI202)、采购实践 (GRI204)、反腐败 (GRI205)、反竞争行为 (GRI206)、能源 (GRI302)、生物多样性 (原 GRI304, 现 GRI101) 等。

图表3: GRI 标准体系结构



资料来源: GRI, 国联证券研究所

GRI 还提供培训、服务、工具等全方位报告服务支持, 为编写可持续发展报告的组织提供指导, 帮助他们使用 GRI 标准来理解完整的报告流程、编写更好的可持续发展报告。产品包括线上、线下的 GRI 学院培训及专业认证计划, 报告与标准的一致性检查、支持和指导研讨会等。

2.2 SASB——更注重财务性的标准

与 GRI 标准相比, SASB 标准更侧重于财务性。可持续发展会计准则委员会 (SASB) 是一家成立于 2011 年的非营利组织, 致力于制定和维护特定于行业的标准, 从而指导公司向投资和和其他财务利益相关方披露有重大财务意义的可持续发展信息。SASB 标准通过基于证据的研究, 以及公司、投资者和专家的参与制定后, 确定了针对 77 个行业公司的可持续发展问题, 涉及可持续发展的 5 个关键维度——环境、社会资本、人力资本、商业模式和创新, 以及领导力和治理; 并覆盖当中的 26 个议题。

图表4: SASB 标准覆盖议题



资料来源: OECD, 国联证券研究所

使用 SASB 标准时, 企业首先在 11 个行业分类描述的索引下, 找到自身生产线在 77 个行业标准中的定位, 如提取物和矿物加工分类下的石油和天然气勘探与生产, 再在该行业对应的标准下找到自身应披露的议题。如对于金属与采矿业来说, 应披露温室气体排放 (范围 1)、空气质量影响、水和废水管理、生态影响、人权与社区关系、劳工实践、员工健康与安全、商业伦理, 以及重大事件风险管理; 而对证券和商品交易所来说, 则只需披露产品设计和生命周期管理、商业伦理以及系统性风险管理 3 个相关议题。

图表5: SASB 标准下金属与采矿业应披露的议题

环境	社会资本	人力资本	商业模式与创新	领导与治理
温室气体排放	人权与社区关系	劳工实践		商业伦理
空气质量		员工健康与安全		重大事件风险管理
能源管理				
水和废水管理				
废物和危险材料管理				
生态影响				

资料来源: SASB, 国联证券研究所

图表6：SASB 标准下证券和商品交易所应披露的议题

环境	社会资本	人力资本	商业模式与创新	领导与治理
			产品设计和生命周期管理	商业伦理
				系统性风险管理

资料来源：SASB，国联证券研究所

此外，SASB 标准还设定了该行业可持续相关风险和机遇的量化指标，分为以可持续发展相关议题与指标和行动指标，以提升公司在披露的主题下相关绩效的可比性。如对于证券及商品交易所来说，需披露自动交易的百分比、对于公开发布信息的警报政策、平均每日的交易量等。

图表7：SASB 标准下证券和商品交易所部分应披露指标

话题	计量方法	类别	单位	代码
鼓励透明、有效的资本市场	(a) 停止公开发布信息和 (b) 与波动性相关的暂停的 (1) 数量和 (2) 平均持续时间	定量	数字，分钟	FN-EX-41 0a.1
	通过自动交易系统产生交易的百分比	定量	百分比 (%)	FN-EX-41 0a.2
	有关公开发布信息的时间和性质的警报政策的描述	讨论和分析	n/a	FN-EX-41 0a.3
	有关鼓励上市主体公开披露 ESG 信息的政策的描述	讨论和分析	n/a	FN-EX-41 0a.4
管理利益冲突	有关欺诈、内幕交易、反垄断竞争行为等其他相关行业法律法规诉讼有关的损失总额	定量	货币	FN-EX-51 0a.1
	讨论利益冲突的识别过程	讨论和分析	n/a	FN-EX-51 0a.2
商业可持续和技术风险管理	重要市场扰动的 (1) 数量和 (2) 市场	定量	数量，小时 (H)	FN-EX-55 0a.1
	数据泄露的 (1) 数量 (2) 其中个人数据泄露的百分比 (3) 影响的顾客数	定量	数字，百分比 (%)	FN-EX-55 0a.2
	描述技术错误、安全漏洞和市场扰动的预防措施	讨论和分析	n/a	FN-EX-55 0a.3

资料来源：SASB，国联证券研究所

2021 年，国际财务报告准则 (IFRS) 联合气候披露标准委员会 (CDSB) 和价值报告基金会 (VRF, SASB 的制定方) 的力量，成立了国际可持续发展标准委员会 (ISSB)，进行财务报告中 ESG 非财务信息的整合和标准化。VRF 并入 IFRS 基金会

后，SASB 标准由 ISSB 监督负责。

ISSB 倡导简化的投资标准，以投资者为中心，关注可能影响投资者的 ESG 和气候风险的财务重要性，致力于提供跨行业和特定于行业并重的、有效益的、有助于市场决策的标准。ISSB 制定的 IFRS 可持续发展报告标准中的前两项，即可持续相关财务信息披露的一般要求（IFRS S1）和气候相关披露（IFRS S2）将对 2024 年 1 月 1 日起使用 IFRS 准则进行披露的报告生效。目前，SASB 标准是用于完成 ISSB 报告框架中 IFRS S1 报告需求的实用工具。ISSB 鼓励企业和投资者参考 SASB 标准以确定自身应披露的可持续风险与机遇相关信息，以满足 IFRS S1 中的要求。

图表8：IFRS S1 披露要求及 SASB 标准



资料来源：IFRS，国联证券研究所

3. 欧美现行 ESG 披露标准

3.1 欧盟企业可持续发展报告指令生效

2023 年 1 月 5 日，欧盟企业可持续发展报告指令（CSRD）生效。受 CSRD 约束的企业必须根据欧洲可持续发展报告标准（ESRS）进行报告。CSRD 强化了有关企业必须报告的社会和环境信息的规则，要求大公司和上市中小企业、以及在欧盟市场上的收入超过 1.5 亿欧元的非欧盟企业报告具有“双重重要性”的信息，即“财务重要性”——其面临的气候、环境、社会风险，以及“影响重要性”——企业的生产活动如何影响环境与人类社会。

图表9：CSRD 披露生效日期

对象	生效日期
所有欧盟监管市场上市企业（微型企业除外；中小型企业可在 2028 年之前可自愿退出）	上市大型企业已经受《非财务报告指令》（NFRD）制约，需从 2024 年 1 月 1 日起披露数据（2025 年披露 2024 年的数据）中小型企业需从 2026 年 1 月 1 日起开始披露（2027 年报告 2026 年的数据）
大型企业 （不论是否为上市公司；满足以下三个标准中的两个：资产总额超过 2000 万欧元；净营业额超过 4000 万欧元；员工人数超过 250 人）	需从 2025 年 1 月 1 日起披露数据（2026 年披露 2025 年的数据）
保险企业和信贷机构	已受《非财务报告指令》（NFRD）制约，需从 2024 年 1 月 1 日起披露数据（2025 年披露 2024 年的数据）
在欧盟每年创造超过 1.5 亿欧元营业额且在欧盟设有年营业收入超过 4000 万欧元的分支机构或设有大型子公司或上市子公司的 非欧盟企业	需从 2028 年 1 月 1 日起披露数据（2029 年披露 2028 年的数据）

资料来源：EY，国联证券研究所

欧洲可持续发展报告标准（ESRS）是公司遵守 CSRD 所需要采取的披露方式，目前的 ESRS 标准包含 10 个主题，涵盖环境、社会、治理方面，为组织的可持续发展实践、影响、计划提供了标准化、透明化的报告框架。包括 ESRS 1:一般要求，即企业的最低报告要求，包括公司治理、战略、业务模式、风险管理、公司目标等内容；ESRS 2:一般披露中说明了准备完整的可持续发展生命的披露要求，对公司治理结构、战略、绩效指标、目标、价值链等的披露提出了更详细的要求。另外的八项标准包括气候变化、污染、水和海洋资源、生物多样性和生态系统、资源利用和循环经济、企业自有员工、价值链中的工人、受影响的社区、消费者和终端用户，以及商业行为。

截至目前，ESRS 尚不包括针对特定行业的标准，以及针对中小型企业的特别标准。为不同行业提供更详细、相关的报告标准，以及更适用于中小企业的、更实用的标准，和针对非上市小微企业的自愿性报告标准均在制定当中，预计将作为第二套 ESRS 的一部分于 2026 年发布。

图表10: ESRS 现有标准的十大主题

跨领域标准	专题标准		
	环境	社会	治理
一般要求: ESRS 1			
一般披露: ESRS 2	E1: 气候变化	S1: 自身劳动力	G1: 商业行为
	E2: 污染	S2: 价值链中的劳动力	
	E3: 水和海洋资源	S3: 受影响的社区	
	E4: 生物多样性和生态系统	S4: 消费者和最终用户	
	E5: 资源利用与循环经济		

资料来源: Coolset, 国联证券研究所

3.2 美国证监会气候披露规则出台

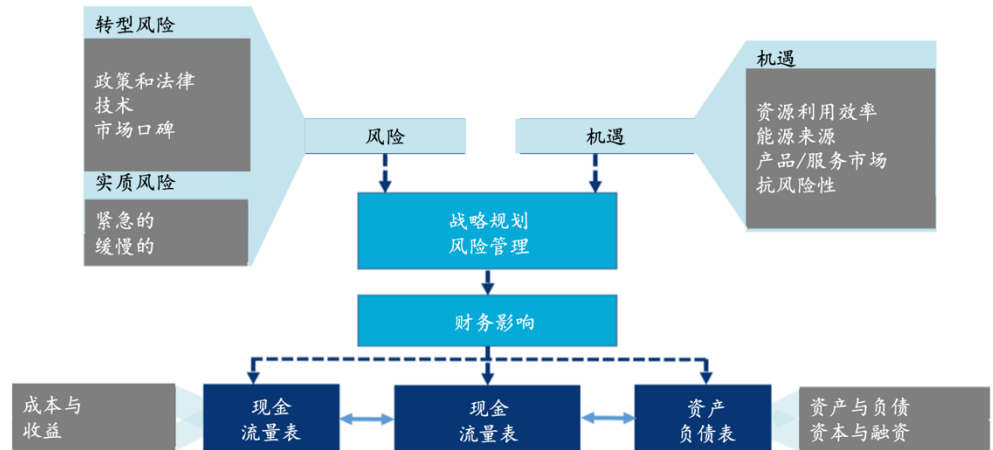
2024年3月6日,美国证券交易委员会(SEC)通过了一项关于气候信息披露的最终规则(下称“最终规则”),要求注册人在注册申请表和年度报告中披露气候相关信息。最终规则将在《联邦公报》上公布60天后正式生效。最终规则要求申报人在其年度报告和注册表中提供与气候相关的信息披露,可能包括气候相关风险及其对业务战略和前景的影响、与气候相关的缓解或适应行动、与气候相关的目标以及气候相关风险监督和治理,具体披露情况视该信息对机构重大情况而定。最终规则还要求在企业经审计的财务报表中添加新的附注,将极端天气事件(如飓风、龙卷风、洪水、干旱、野火、极端温度和海平面上升)和其他自然条件的财务影响分类披露,并披露财务报表编制时使用的估计和假设与极端天气事件及其他自然条件相关的风险和不确定性。

与之前的意见征求稿相比,最终规则在四方面存在较明显改动。1)对气候相关风险披露、董事会监督和风险管理披露要求等披露内容,使用规范性较低的要求;2)根据重要性,对提供部分气候披露的要求进行限定,如气候风险影响的披露、情景分析的使用以及内部碳定价的披露等;3)从所有注册人披露范围1和范围2排放的要求调整为仅对大型加速申报人和加速申报人要求此类披露;4)取消范围3排放的拟议披露要求。

最终规则参考国际气候披露标准,并融入财务报告框架。最终规则融合了现有的披露标准——温室气体协议和气候相关财务披露工作组建立的TCFD框架,引用

了TCFD建议中“治理、战略、风险管理、指标与目标”四项核心要素；并采用温室气体核算体系（GHG Protocol）的碳核算方法论。最终规则将气候信息披露作为新的子部分纳入原有的注册人财务报告体系当中，与管理层讨论与分析、财务估计和假设等财务报告框架常见概念相结合。

图表11：TCFD披露框架



资料来源：OECD，国联证券研究所

最终规则突出气候风险对财务决策的影响程度。最终规则沿用 SEC 对于“重要性”的定义来评估气候风险对注册人的影响，即如果理性投资者在决定是否购买或出售证券或如何投票时很有可能认为某个信息事项很重要，或者理性投资者会认为该信息的遗漏已经很大程度上改变了所得信息的整体组合，那么该信息事项就具有“重要性”。这样的界定突出了对财务决策的影响程度，强调了气候披露的投资者导向性质；但同时缩小了气候信息强制性披露的主体范围，亦可能影响同一注册人逐年披露的连续性。

4. 利好高碳排放行业中可持续发展相关技术较强企业

当前，越来越多的投资者将企业 ESG 表现纳入投资决策当中。一项针对北美地区收入超过 2.5 亿美元的公司高管和机构投资者的调查发现，超过 80% 的北美投资者表示支持涌现的 ESG 披露法规，90% 的投资者认为其将帮助他们做出更明智的投资决策。ESG 数据在投资决策中的重要性逐渐提升。约 90% 的投资者认为 ESG 数据对于评估公司的长期财务前景很重要，88% 的投资者表示 ESG 数据应该像财务数据一样严格对待。投资者支持整合财务报告和 ESG 报告以及第三方鉴证。88% 的投资者表示更有可能投资具有整合报告的公司，同样比例的投资者表示更有可能投资获得 ESG 数据鉴证的公司。

更多 ESG 新法规的实施对企业业务报告技术提出更高要求，这是许多企业较难达到的。调查发现，74% 的高管表示来年遵守监管报告要求将更加困难，65% 的高管表示担心他们公司目前使用的业务报告技术不足以满足新的监管报告要求。可持续

发展数据的复杂性或有望成为公司整合财务和 ESG 数据方面面临的主要障碍。

利好高碳排放行业中可持续发展相关技术较强企业。员工可持续发展专业知识较充分，ESG 数据收集能力强、数据准确性有保障，能够整合财务与 ESG 报告并取得第三方鉴证的企业有望在偏好 ESG 表现更佳企业的投资市场中获得优势。公共事业等高碳排放行业企业更为社会所关注，可持续发展方面提升空间较大；其做好高质量 ESG 披露、关注自身 ESG 合规性并作出相应改善措施，可向社会释放积极信号。

5. 风险提示

全球 ESG 政策变动及相关政策推进不及预期；ESG 相关信息披露不完善。

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。

评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的6到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A股市场以沪深300指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准；韩国市场以柯斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表指数涨幅20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表指数跌幅10%以上
	行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表指数涨幅10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表指数跌幅10%以上

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属国联证券股份有限公司（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“国联证券”）。未经国联证券事先书面授权，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国联证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，国联证券不因收件人收到本报告而视其为国联证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国联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，国联证券及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，国联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。

国联证券的销售人员、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。国联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。国联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，国联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，投资者应当考虑到国联证券及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。

版权声明

未经国联证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、转载、刊登和引用。否则由此造成的一切不良后果及法律责任有私自翻版、复制、转载、刊登和引用者承担。

联系我们

北京：北京市东城区安定门外大街208号中粮置地广场A塔4楼

无锡：江苏省无锡市金融一街8号国联金融大厦12楼

电话：0510-85187583

上海：上海浦东新区世纪大道1198号世纪汇一座37楼

深圳：广东省深圳市福田区益田路4068号卓越时代广场1期13楼