

非银金融

证券研究报告/专题研究报告

2024年7月23日

评级：增持（维持）

分析师：蒋峤

执业证书编号：S0740517090005

Email: jiangqiao@zts.com.cn

分析师：戴志锋

执业证书编号：S0740517030004

Email: daizf@zts.com.cn

基本状况

上市公司数	85
行业总市值(百万元)	4337812
行业流通市值(百万元)	1926014

行业-市场走势对比



相关报告

1 《解读证监会最新文件：“两强两严，推市场高质量发展、建一流机构”》-2024.3.17

2 《政策专题|新“国九条”的方法、目的、核心内容和影响——形成资本市场的全面有效治理》-2024.4.14

3 《综述与各业务分析|券商 24 一季报：投行投资净利息承压，高基数下利润下滑三成》-2024.5.05

投资要点

■ **核心摘要：1、二十届三中全会《决定》金融政策论述符合预期，延续此前政策，对资本市场表述与“国九条”基本完全一致。2、预计严监管防风险的基调延续，通过政策落地见效来不断夯实市场底部。**

■ **二十届三中全会《决定》各项政策论述全面，符合预期。1、总体看，《决定》对金融的表述，延续此前政策基调。旨在通过深化改革，推动金融更好地服务实体经济；延续防风险、强监管，促进金融市场稳定和健康发展。2、对资本市场表述与“国九条”基本完全一致。3、制定金融法。强化监管责任和问责制度，加强央地协同，核心是筑牢防控系统性风险的金融稳定保障体系。4、优化国有金融资本管理体制，构建产业资本和金融资本“防火墙”，和去年末国资委强调央国企应聚焦主业基调一致。**

■ **“国九条”后系列政策分析。1、吴清主席陆家嘴论坛讲话。展现狠抓新“国九条”落地见效的决心，突出两严两强；发布“科八条”，引导投早、投小、投硬科技，服务新质生产力发展；鼓励现金分红、回购注销，推动上市公司提升价值；加强投资者保护，构建综合惩防体系。2、“科八条”主要内容及影响。强化科创板“硬科技”定位；优化发行承销及股债融资制度，大力支持并购重组，完善股权激励制度；完善交易机制，加强全链条监管，防范市场风险。3、围绕“国九条”系列政策落地。加强上市券商监管，强调功能性；减持新规发布，法律位阶提升，约束力增强，防范绕道减持；暂停转融券，逆周期调节呵护市场；程序化交易监管规定，实施差异化收费，减小高频交易对市场影响。**

■ **投资建议：二十届三中全会《决定》金融政策论述符合预期，对资本市场表述与“国九条”基本完全一致（《政策专题/新“国九条”的方法、目的、核心内容和影响——形成资本市场的全面有效治理》）；预计两严两强的基调延续，通过政策落地见效来不断夯实市场底部（《解读证监会最新文件：“两强两严，推市场高质量发展、建一流机构”》）。券商板块利润逐季走低，关注市场企稳带来业绩修复的机会，以及关注行业并购整合主线带来的投资机会（《综述与各业务分析|券商 24 一季报：投行投资净利息承压，高基数下利润下滑三成》）。标的建议关注头部金融机构如中信、中金、银河、华泰、国君等，及区域特色中小机构如财通、东吴等。**

■ **风险提示：经济超预期下滑；政策推进不及预期；权益市场大幅波动。**

## 内容目录

一、二十届三中全会金融政策分析：各项政策论述全面，符合预期 .....	- 4 -
二、吴清主席陆家嘴论坛讲话与“科八条”解读分析 .....	- 4 -
2.1 吴清主席在陆家嘴论坛的讲话 .....	- 5 -
2.2 “科八条”出台背景 .....	- 8 -
2.3 “科八条”解读分析 .....	- 12 -
三、新“国九条”后证监会相关政策解读 .....	- 14 -
3.1 《关于加强上市证券公司监管的规定》修订的分析 .....	- 14 -
3.2 减持新规政策分析 .....	- 17 -
3.3 暂停转融通政策分析 .....	- 21 -
3.4 《证券市场程序化交易管理规定（试行）》分析 .....	- 22 -
三、投资建议 .....	- 25 -
风险提示 .....	- 25 -

## 图表目录

图表 1:《中共中央关于进一步全面深化改革推进中国式现代化的决定》有关金融表述	- 4 -
图表 2:吴清主席在陆家嘴论坛讲话的主要内容	- 5 -
图表 3:科创属性评价指引历次修改情况一览	- 9 -
图表 4:2020 年至今科创 50 指数走势	- 12 -
图表 5:“科八条”主要内容	- 14 -
图表 6:关于修订《关于加强上市证券公司监管的规定》的决定中的重要变动	- 16 -
图表 7:关于修订《关于加强上市证券公司监管的规定》的决定	- 17 -
图表 8:《上市公司股东减持股份管理暂行办法》主要内容	- 19 -
图表 9:本次新修订的规则和废止的规则的对对应关系	- 20 -
图表 10:保证金比例变动要求	- 21 -
图表 11:两融余额占 A 股流通市值	- 21 -
图表 12:2024 年至今融券余额变化	- 22 -
图表 13:证券市场程序化交易管理规定(试行)核心内容	- 23 -
图表 14:证券市场程序化交易管理规定(试行)	- 24 -
图表 15:券商板块 PB 估值	- 25 -

## 一、二十届三中全会金融政策分析：各项政策论述全面，符合预期

2024年7月18日中国共产党第二十届中央委员会第三次全体会议在京举行。7月21日，《中共中央关于进一步全面深化改革推进中国式现代化的决定》（以下简称“《决定》”）发布。

二十届三中全会《决定》全文看，各项政策论述全面，符合预期。

1、总体看，《决定》对金融的表述，延续此前政策基调。旨在通过深化改革，推动金融及资本市场更好地服务实体经济；延续防风险、强监管，促进金融市场稳定和健康发展。

2、对资本市场表述与“国九条”基本一致。即通过强化对上市公司及股东行为监管，提升上市公司质量，增强市场内在稳定性，从而吸引长期资金入市，实现投融两端协调、增强投资者获得感。

3、制定金融法。强化监管责任和问责制度，加强央地协同，为金融行业的规范运作提供法律基础，筑牢防控系统性风险的金融稳定保障体系。

4、优化国有金融资本管理体制，构建产业资本和金融资本“防火墙”。去年末国资委强调央企应聚焦主业，对不能实现产融协同的金融主体应进行优化，关注后续国资主体聚焦主业优化非主业资产的改革动向。

**图表 1：《中共中央关于进一步全面深化改革 推进中国式现代化的决定》有关金融表述**

主题	具体内容
深化金融体制改革	加快完善中央银行制度，畅通货币政策传导机制。积极发展科技金融、绿色金融、普惠金融、养老金融、数字金融，加强对重大战略、重点领域、薄弱环节的优质金融服务。完善金融机构定位和治理，健全服务实体经济的激励约束机制。发展多元股权融资，加快多层次债券市场发展，提高直接融资比重。优化国有金融资本管理体制。
健全投资和融资相协调的资本市场功能，防风险、强监管，促进资本市场健康稳定发展	支持长期资金入市。提高上市公司质量，强化上市公司监管和退市制度。建立增强资本市场内在稳定性长效机制。完善大股东、实际控制人行为规范约束机制。完善上市公司分红激励约束机制。健全投资者保护机制。推动区域性股权市场规则对接、标准统一。
制定金融法	完善金融监管体系，依法将所有金融活动纳入监管，强化监管责任和问责制度，加强中央和地方监管协同。建设安全高效的金融基础设施，统一金融市场登记托管、结算清算规则制度，建立风险早期纠正硬约束制度，筑牢有效防控系统性风险的金融稳定保障体系。健全金融消费者保护和打击非法金融活动机制，构建产业资本和金融资本“防火墙”。推动金融高水平开放，稳慎扎实推进人民币国际化，发展人民币离岸市场。稳妥推进数字人民币研发和应用。加快建设上海国际金融中心。
完善准入前国民待遇加负面清单管理模式，支持符合条件的外资机构参与金融业务试点	稳慎拓展金融市场互联互通，优化合格境外投资者制度。推进自主可控的跨境支付体系建设，强化开放条件下金融安全机制。建立统一的全口径外债监管体系。积极参与国际金融治理。

来源：中国政府网，中泰证券研究所

## 二、吴清主席陆家嘴论坛讲话与“科八条”解读分析

## 2.1 吴清主席在陆家嘴论坛的讲话

2024年6月19日，陆家嘴论坛在上海开幕，中国证监会主席吴清在论坛上发表了演讲，演讲以金融高质量发展为中心，回顾了新“国九条”和资本市场“N+1”系列政策文件，总结了证监会现阶段推出的配套政策，并重点探讨了促进新质生产力发展、提升上市公司投资价值、保护投资者合法权益和加快建设上海“五个中心”等问题。

图表 2：吴清主席在陆家嘴论坛讲话的主要内容

主题	具体内容
积极主动拥抱新质生产力发展	<p>一是要提升多层次市场的服务覆盖面和精准度。发展新质生产力不仅包括培育壮大新兴产业、布局建设未来产业，也包括传统产业的改造提升。<u>当务之急是深入研究相关企业的特点、发展规律及其在投融资、激励约束、公司治理等方面的需求，有针对性地丰富资本市场的工具、产品和服务。</u></p> <p>二是要壮大耐心资本。科技创新是发展新质生产力的核心要素，科技创新企业通常具有高投入、长周期、经营不确定性大等特征，与坚持“长期主义”的耐心资本在本质上是高度契合的。<u>我们将和有关方面一道，积极创造条件吸引更多中长期资金进入资本市场，围绕创业投资、私募股权投资“募投管退”全链条优化支持政策，引导更好投早、投小、投硬科技，促进“科技-产业-金融”良性循环。</u></p> <p>三是要从制度机制以及理念上解决包容创新的问题。创新本质上是面向未知领域的探索，只有营造鼓励创新、宽容失败的良好氛围，才能推动新质生产力的蓬勃发展。这需要各个方面凝聚共识，打通堵点卡点。今年是科创板设立5周年。5年来，科创板和注册制的改革效应不断放大。<b>我们将发布深化科创板改革的8条措施，进一步突出科创板“硬科技”特色，健全发行承销、并购重组、股权激励、交易等制度机制，更好服务科技创新和新质生产力发展。</b></p>
大力推动上市公司提升投资价值	<p>我们将进一步引导上市公司树立积极主动回报投资者的意识，加强与投资者沟通，提升信息透明度和治理规范性，更好运用现金分红、回购注销等方式回馈投资者。</p> <p><b>支持上市公司运用各种资本市场工具增强核心竞争力，特别是要发挥好资本市场并购重组主渠道作用，助力上市公司加强产业横向、纵向整合协同。我们将加快完善制度规则，创造更好的政策环境，推动形成更多示范案例。</b></p> <p><b>进一步加大对创新企业的支持力度，鼓励加强产业链上下游的并购重组，支持相关上市公司吸收合并。在支付工具上，鼓励综合运用股份、现金、定向可转债等多种方式，研究引入股份对价分期支付，为市场各方达成并购交易创造更好条件。</b></p> <p><b>这也要求投资银行等中介机构勤勉尽责，加快提升专业能力，在当好“看门人”的同时，更好发挥交易“撮合者”作用，通过更优质、更专业的服务，支持上市公司在推动产业创新的过程中做强主业、补链强链。</b></p>
坚持把保护投资者贯穿于资本市场制度建设和监管执法全过程	<p>必须把强监管放在更加突出的位置，在法治化的轨道上不断完善监管、加强监管，对各类风险“早识别、早预警、早暴露、早处置”，不断提升资本市场内在稳定性。对各类证券违法行为要依法从严打击，切实维护市场的公开公平公正。</p> <p><b>比如，上市公司财务造假是监管执法一以贯之的重点，我们正在会同相关部门进一步构建综合惩防体系，强化穿透式监管，鼓励“吹哨人”举报，压实投行、审计等中介机构“看门人”责任，汇聚部际协调、央地协同的合力，提高发现能力、惩处力度和防范水平。对于造假者和配合造假者，将一体查处，全方位立体化追责，对涉及犯罪的，坚决追究刑事责任。</b></p> <p><b>再如，交易监管方面，我们将充分考虑中小投资者占绝大多数这个最大的市情，强化对高</b></p>



	<p>频量化交易、场外衍生品等交易工具的监测监管，提升监管针对性和适应性。对各种利用技术、信息、持股等优势扰乱市场、非法牟利的行为，紧盯不放，露头就打。</p> <p>又如，大家都非常关心退市涉及的投资者保护，我们的态度非常鲜明，对其中的违法违规问题，必须“一追到底”，依法从严惩处相关责任人员，决不允许“浑水摸鱼”“一退了之”。同时，我们将主动加强与司法机关等方面协作，更好发挥投保机构的能动作用，推动更多证券特别代表人诉讼、先行赔付、当事人承诺等案例落地，为投资者获得赔偿救济提供更有力的支持。</p>
上海加快建设“五个中心”	<p>上海加快建设“五个中心”是党中央、国务院赋予的重要使命。证监会将与上海市建立常态化的协作工作机制，与有关各方一道，以更大力度、更实举措抓好落实。</p> <p>我们将积极支持在上海建设世界一流交易所，推动股票和债券市场高质量发展，更好发挥期货和衍生品市场作用，促进“上海价格”影响力不断提升。</p> <p>支持更多外资金融机构在上海展业，鼓励本土机构用好上海发展优势，加快培育一流投资银行和投资机构。</p> <p>我们坚信，在党中央、国务院的坚强领导下，在各方面共同努力下，上海“五个中心”建设一定会不断取得新成就，为推进中国式现代化贡献更大力量。</p>

来源：证监会，中泰证券研究所

### 1. 积极主动拥抱新质生产力发展

国家的一系列重要安排部署强调了发展新质生产力的重要性与迫切性。2023年12月，中央经济工作会议明确指出，“要以科技创新推动产业创新，特别是以颠覆性技术和前沿技术催生新产业、新模式、新动能，发展新质生产力。”2024年1月，总书记在二十届中央政治局第十一次集体学习时提到，“要聚焦国家战略和经济社会发展现实需要，以关键共性技术、前沿引领技术、现代工程技术、颠覆性技术创新为突破口，充分发挥新型举国体制优势，打好关键核心技术攻坚战，使原创性、颠覆性科技创新成果竞相涌现，培育发展新质生产力的新动能。”**2024年政府工作报告将加快发展新质生产力列为十大工作任务之首**，提出要“大力推进现代化产业体系建设，加快发展新质生产力。加快前沿新兴氢能、新材料、创新药等产业发展，积极打造生物制造、商业航天、低空经济等新增长引擎。制定未来产业发展规划，开辟量子技术、生命科学等新赛道。开展‘人工智能+’行动。”

**资本市场要加大力度服务新质生产力。**新“国九条”明确提出要发挥好资本市场功能作用，促进新质生产力发展，意在通过多项政策措施，打通权益市场资金的需求端和供给端，更好助力新质生产力发展，服务国家重大战略。《资本市场服务科技企业高水平发展的十六项措施》也提出要**更好服务科技创新，集中力量支持重大科技攻关，健全全链条“绿色通道”机制**，并从上市融资、并购重组、债券发行、私募投资等全方位提出支持性举措，旨在更好服务科技创新，促进新质生产力发展。

吴清主席在陆家嘴论坛上就发展新质生产力提出了三方面举措：**第一，提升多层次市场的服务覆盖面和精准度**，深入研究相关企业的特点、发展规律及其在投融资、激励约束、公司治理等方面的需求，有针对性地丰富资本市场的工具、产品和服务；**第二，壮大耐心资本**，吸引更多中长期资金入市；**第三，从制度机制以及理念上解决包容创新的问题**，特

别提出要发布深化科创板改革的 8 条措施,进一步突出科创板“硬科技”特色。

## 2. 大力推动上市公司提升投资价值

2024 年 4 月颁布的新“国九条”提出了要对上市公司实行全生命周期监管。在上市“入口关”,提高各板块上市标准,严格再融资审核把关,旨在从源头上提高上市公司质量。

对于已经完成上市的企业,加强存量管理,进行严格的持续监管。在股东减持方面,新“国九条”要求全面完善减持规则体系,不同类型股东分类施策,按照“实质重于形式”的原则坚决防范各类绕道减持,特别指出要“责令违规主体购回违规减持股份并上缴价差”,提高违规减持成本,进一步抑制违规减持发生。在企业分红方面,新“国九条”要求强化上市公司现金分红监管,对多年未分红或分红比例偏低的公司,限制大股东减持、实施风险警示;加大对分红优质公司的激励力度,多措并举推动提高股息率;增强分红稳定性、持续性和可预期性,推动一年多次分红、预分红、春节前分红。新“国九条”还要求加强信息披露和公司治理监管。在外部约束方面,构建资本市场防假打假综合惩防体系;在内部治理方面,督促上市公司完善内控体系,发挥独立董事监督作用。

在退市“出口关”,新“国九条”从退市标准、退市渠道、“借壳上市”、监管执法和投资者赔偿等方面做出要求。随后,证监会发布《关于严格执行退市制度的意见》对退市政策做出更加详细的规定,交易所也做出了配套规定。

此次,吴清主席在陆家嘴论坛重提大力推动上市公司提升投资价值,表现了监管部门对投资者合法权益的关切,充分体现了资本市场的政治性与人民性。吴清主席强调了并购重组在提升上市公司质量方面的重要性,表示要支持上市公司运用各种资本市场工具增强核心竞争力,特别是要发挥好资本市场并购重组主渠道作用,特别强调要加大对创新企业的支持力度,鼓励加强产业链上下游的并购重组,支持相关上市公司吸收合并,鼓励综合运用多种支付工具。鼓励上市公司并购重组对投资银行提出了更高的要求,作为中介机构,投资银行应加快提升专业能力,充分发挥“看门人”和“撮合者”的作用。

## 3. 坚持把保护投资者贯穿于资本市场制度建设和监管执法全过程

新“国九条”以强监管、防风险、促高质量发展为主线,突出“强本强基”和“严监严管”,涉及全主体、全周期和全链条,在加强上市公司监管、证券基金机构监管和交易监管等多个方面提出了具体要求。此次吴清主席在讲话中再次强调了“强监管”的重要性,提出要对各类风险“早识别、早预警、早暴露、早处置”,不断提升资本市场内在稳定性。具体来看,吴清主席强调加强对上市公司财务造假的监管,重点保护中小投资者的合法权益,强化对高频量化交易、场外衍生品等交易工具的监测

监管，依法严惩退市相关的违法违规问题。

#### 4. 上海加快建设“五个中心”

加快建设国际经济中心、金融中心、贸易中心、航运中心、科技创新中心，是党中央赋予上海的重要使命，也是上海实现高质量发展的必由之路。吴清主席在讲话中指出，证监会将与上海市建立常态化的协作工作机制，一方面，积极支持在上海建设世界一流交易所，推动股票和债券市场高质量发展，更好发挥期货和衍生品市场作用；另一方面，支持更多外资金融机构在上海展业，鼓励本土机构用好上海发展优势，加快培育一流投资银行和投资机构。

### 2.2 “科八条”出台背景

2024年6月19日，吴清主席在陆家嘴论坛的讲话中提到将发布深化科创板改革的8条措施，随后，证监会发布《关于深化科创板改革 服务科技创新和新质生产力发展的八条措施》（以下简称“科八条”）。

#### 1. 科创板的“硬科技”属性和“试验田”作用

科创板以支持“硬科技”为使命，有力支撑了科创类企业发展。自2018年11月宣布设计并试点注册制以来，科创板一直将支持和鼓励“硬科技”企业上市作为首要任务。2019年6月13日，肩负改革“试验田”和推动经济创新转型两大使命的科创板正式开板。截至2024年7月，科创板共有575家企业IPO上市，IPO净募资额为8527亿元，其中有85家企业实现定向增发，定向增发净募资额为1019亿元。科创板在满足科创类企业的融资需求方面发挥了重要作用。

注册制走深走实需要持续发挥科创板“试验田”作用。2023年召开的中央金融工作会议指出，要“优化融资结构，更好发挥资本市场枢纽功能，推动股票发行注册制走深走实”，这为下一步注册制改革指明了方向。科创板自设立之初就承担了支持科技创新和制度“试验田”的重要使命，5年前，注册制改革就是从科创板试点起步，形成了以信息披露为核心、交易所审核和证监会注册相衔接的注册制基本框架和主要制度规则，并逐步复制推广到其他市场板块。本次科创板改革的深化，“试验田”先行先试的特点依旧明显。无论是开展深化发行承销制度试点，在科创板试点调整适用新股定价高价剔除比例，还是优化科创板上市公司股债融资制度，推动再融资储架发行试点案例率先在科创板落地，科创板对于注册制改革的探索持续向前推进。

#### 2. 各政策层致力于促进新质生产力发展

培育新质生产力成为2024年以来各政策层共同发力的方向。从中央角度看，与大国核心科技竞争力密切相关的“颠覆性技术、前沿性技术”



是中央层面“新质生产力”关注的重点所在。去年年底中央经济会议强调，要以科技创新推动产业创新，特别是以颠覆性技术和前沿技术催生新产业、新模式、新动能，发展新质生产力。

除了培育“颠覆性技术、前沿性技术”之外，新质生产力代表的是摆脱传统经济增长方式、生产力发展路径，具有高科技、高效能、高质量特征，符合新发展理念的先进生产力质态。以全要素生产率大幅提升为核心标志，本质是先进生产力。

### 3. 《科创属性评价指引》出台和多次修订

《科创属性评价指引》出台和多次修订，明确了企业科创属性评价标准。2020年3月，证监会首次发布实施《科创属性评价指引（试行）》（以下简称《指引》），此后，《指引》经过三次修正，在对市场各方明晰科创属性评价标准，坚守科创板板块定位，凸显科创板“硬科技”特色等方面发挥了重要作用。与2021年和2022年两次科创属性评价指引修订相比，2024年修订对申报科创板企业的研发投入金额、发明专利数量以及营业收入增长率设置了更高标准，同时更加强调科研成果的转化能力，旨在进一步引导中介机构提高申报企业质量，凸显科创板“硬科技”特色。

图表 3：科创属性评价指引历次修改情况一览

版本文件	详细规定
科创属性评价指引（试行）（2020）	<p>一、支持和鼓励科创板定位规定的相关行业领域中，同时符合下列 3 项指标的企业申报科创板上市：</p> <p>（1）最近三年研发投入占营业收入比例 5%以上，或最近三年研发投入金额累计在 6000 万元以上；</p> <p>（2）形成主营业务收入的发明专利 5 项以上；</p> <p>（3）最近三年营业收入复合增长率达到 20%，或最近一年营业收入金额达到 3 亿元。</p> <p>采用《上海证券交易所科创板股票发行上市审核规则》第二十二条第（五）款规定的上市标准申报科创板的企业可不适用上述第（3）项指标中关于“营业收入”的规定；软件行业不适用上述第（2）项指标的要求，研发占比应在 10%以上。</p> <p>二、支持和鼓励科创板定位规定的相关行业领域中，虽未达到前述指标，但符合下列情形之一的企业申报科创板上市：</p> <p>（1）发行人拥有的核心技术经国家主管部门认定具有国际领先、引领作用或者对于国家战略具有重大意义；</p> <p>（2）发行人作为主要参与单位或者发行人的核心技术人员作为主要参与人员，获得国家科技进步奖、国家自然科学奖、国家技术发明奖，并将相关技术运用于公司主营业务；</p> <p>（3）发行人独立或者牵头承担与主营业务和核心技术相关的“国家重大科技专项”项目；</p> <p>（4）发行人依靠核心技术形成的主要产品（服务），属于国家鼓励、支持和推动的关键设备、关键产品、关键零部件、关键材料等，并实现了进口替代；</p> <p>（5）形成核心技术和主营业务收入的发明专利（含国防专利）合计 50 项以上。</p>
科创属性评价指引（试行）（2021 修订）	<p>一、支持和鼓励科创板定位规定的相关行业领域中，同时符合下列 4 项指标的企业申报科创板上市：</p> <p>（1）最近三年研发投入占营业收入比例 5%以上，或最近三年研发投入金额累计在 6000 万元以上；</p>

	<p>(2) 研发人员占当年员工总数的比例不低于 10%；</p> <p>(3) 形成主营业务收入的发明专利 5 项以上；</p> <p>(4) 最近三年营业收入复合增长率达到 20%，或最近一年营业收入金额达到 3 亿元。</p> <p>采用《上海证券交易所科创板股票发行上市审核规则》第二十二条第（五）款规定的上市标准申报科创板的企业可不适用上述第（4）项指标中关于“营业收入”的规定；软件行业不适用上述第（3）项指标的要求，研发投入占比应在 10%以上。</p> <p><b>二、支持和鼓励科创板定位规定的相关行业领域中，虽未达到前述指标，但符合下列情形之一的企业申报科创板上市：</b></p> <p>(1) 发行人拥有的核心技术经国家主管部门认定具有国际领先、引领作用或者对于国家战略具有重大意义；</p> <p>(2) 发行人作为主要参与单位或者发行人的核心技术人员作为主要参与人员，获得国家科技进步奖、国家自然科学奖、国家技术发明奖，并将相关技术运用于公司主营业务；</p> <p>(3) 发行人独立或者牵头承担与主营业务和核心技术相关的国家重大科技专项项目；</p> <p>(4) 发行人依靠核心技术形成的主要产品（服务），属于国家鼓励、支持和推动的关键设备、关键产品、关键零部件、关键材料等，并实现了进口替代；</p> <p>(5) 形成核心技术和主营业务收入的发明专利（含国防专利）合计 50 项以上。</p> <p><b>三、限制金融科技、模式创新企业在科创板上市。禁止房地产和主要从事金融、投资类业务的企业在科创板上市。</b></p>
科创属性评价指引（试行） （2022 修订）	<p><b>一、支持和鼓励科创板定位规定的相关行业领域中，同时符合下列 4 项指标的企业申报科创板上市：</b></p> <p>(1) 最近三年研发投入占营业收入比例 5%以上，或最近三年研发投入金额累计在 6000 万元以上；</p> <p>(2) 研发人员占当年员工总数的比例不低于 10%；</p> <p>(3) 应用于公司主营业务的发明专利 5 项以上；</p> <p>(4) 最近三年营业收入复合增长率达到 20%，或最近一年营业收入金额达到 3 亿元。</p> <p>采用《上海证券交易所科创板股票上市规则》第 2.1.2 条第一款第（五）项规定的上市标准申报科创板的企业，或按照《关于开展创新企业境内发行股票或存托凭证试点的若干意见》等相关规则申报科创板的已境外上市红筹企业，可不适用上述第（4）项指标的规定；软件行业不适用上述第（3）项指标的要求，研发投入占比应在 10%以上。</p> <p><b>二、支持和鼓励科创板定位规定的相关行业领域中，虽未达到前述指标，但符合下列情形之一的企业申报科创板上市：</b></p> <p>(1) 发行人拥有的核心技术经国家主管部门认定具有国际领先、引领作用或者对于国家战略具有重大意义；</p> <p>(2) 发行人作为主要参与单位或者发行人的核心技术人员作为主要参与人员，获得国家科技进步奖、国家自然科学奖、国家技术发明奖，并将相关技术运用于公司主营业务；</p> <p>(3) 发行人独立或者牵头承担与主营业务和核心技术相关的国家重大科技专项项目；</p> <p>(4) 发行人依靠核心技术形成的主要产品（服务），属于国家鼓励、支持和推动的关键设备、关键产品、关键零部件、关键材料等，并实现了进口替代；</p> <p>(5) 形成核心技术和应用于主营业务的发明专利（含国防专利）合计 50 项以上。</p> <p><b>三、限制金融科技、模式创新企业在科创板上市。禁止房地产和主要从事金融、投资类业务的企业在科创板上市。</b></p>
科创属性评价指引（试行） （2024 修订）	<p><b>一、支持和鼓励科创板定位规定的相关行业领域中，同时符合下列 4 项指标的企业申报科创板上市：</b></p> <p>(1) 最近三年研发投入占营业收入比例 5%以上，或最近三年研发投入金额累计在 8000 万元以上；</p>

(2) 研发人员占当年员工总数的比例不低于 10%；

(3) 应用于公司主营业务并能够产业化的发明专利 7 项以上；

(4) 最近三年营业收入复合增长率达到 25%，或最近一年营业收入金额达到 3 亿元。

采用《上海证券交易所科创板股票上市规则》第 2.1.2 条第一款第（五）项规定的上市标准申报科创板的企业，或按照《关于开展创新企业境内发行股票或存托凭证试点的若干意见》等相关规则申报科创板的已境外上市红筹企业，可不适用上述第（4）项指标的规定；软件行业不适用上述第（3）项指标的要求，但研发投入占比应在 10%以上。

**二、支持和鼓励科创板定位规定的相关行业领域中，虽未达到前述指标，但符合下列情形之一的企业申报科创板上市：**

(1) 发行人拥有的核心技术经国家主管部门认定具有国际领先、引领作用或者对于国家战略具有重大意义；

(2) 发行人作为主要参与单位或者发行人的核心技术人员作为主要参与人员，获得国家科技进步奖、国家自然科学奖、国家技术发明奖，并将相关技术运用于公司主营业务；

(3) 发行人独立或者牵头承担与主营业务和核心技术相关的国家重大科技专项项目；

(4) 发行人依靠核心技术形成的主要产品（服务），属于国家鼓励、支持和推动的关键设备、关键产品、关键零部件、关键材料等，并实现了进口替代；

(5) 形成核心技术和应用于主营业务，并能够产业化的发明专利（含国防专利）合计 50 项以上。

**三、限制金融科技、模式创新企业在科创板上市。禁止房地产和主要从事金融、投资类业务的企业在科创板上市。**

来源：证监会，中泰证券研究所

#### 4. 回应市场关切

**科创板设立五周年之际回应市场关切。**回溯我国科创板发展历程，2019 年 6 月 13 日，科创板正式开板；2019 年 7 月 22 日，科创板首批公司上市；今年 6-7 月是科创板设立 5 周年的时间节点。从当前科创板的发展现状看，科创 50 指数今年最低跌至 635.74 点，2024 年 7 月 16 日，科创 50 指数收盘价为 732.06 点，市净率接近历史最低水平。正如证监会指出，市场对于新股发行高价超募、活跃并购重组市场、加强上市公司监管等问题反映较为集中。“科八条”在科创板设立五周年之际作出了相应安排，积极回应市场关切，进一步突出科创板“硬科技”特色，健全发行承销、并购重组、股权激励、交易等制度机制，提升对新产业新业态新技术的包容性，也为下一步全面深化资本市场改革积累经验、创造条件，体现了政策层对科创板的高度重视。

图表 4：2020 年至今科创 50 指数走势



来源：ifind，中泰证券研究所

### 2.3“科八条”解读分析

“科八条”旨在进一步深化改革，提升对新产业新业态新技术的包容性，发挥资本市场功能，更好服务中国式现代化大局。从内容上看，“科八条”旨在进一步突出科创板“硬科技”特色，分别从入口、融资、投资、交易、监管等角度出发，健全发行承销、并购重组、股权激励、交易等制度机制，更好服务科技创新和新质生产力发展。

#### 1. 入口端：精准识别“硬科技”，支持优质未盈利企业上市

强化科创板“硬科技”定位，进一步完善科技型企业精准识别机制，严把“入口关”。除了提出要严格执行科创属性“4+5”公开标准，“科八条”还指出要优先支持新产业新业态新技术领域突破关键核心技术的“硬科技”企业在科创板上市，对“硬科技”给出了较为清晰的界定。截至2024年7月，科创板上市企业数量达到573家（2家退市），其中，专精特新企业数量达到254家。未来硬科技含量有望进一步提升。

明确“未盈利”≠“不合格”。新质生产力相关企业具有投入大、周期长、不确定等特点，“科八条”支持具有关键核心技术、市场潜力大、科创属性突出的优质未盈利科技型企业上市，提升制度包容性，有利于形成关键技术突破的未盈利企业得到进一步发展。

#### 2. 融资端：优化新股发行定价机制，推动再融资储架发行试点

科技公司可能存在估值溢价。科技企业作为成长性企业，其往往享受对未来技术落地带来的盈利增长、核心技术壁垒的稀缺而带来的“估值溢价”。基于产业发展维度，科技企业往往处于快速发展的行业，具有较大的市场潜力，投资者愿意为未来的高增长预期支付溢价。



**优化科创板上市公司股债融资制度，推动再融资储架发行试点。**“科八条”指出要建立健全开展关键核心技术攻关的“硬科技”企业股债融资、并购重组“绿色通道”。探索建立“轻资产、高研发投入”认定标准，支持再融资募集资金用于研发投入。这一举措为“硬科技”企业再融资提供了便利。再融资储架发行试点是对A股资本市场基础性制度的探索。以美国为鉴，“一次注册、分次发行”的再融资储架发行制度赋予企业灵活安排各阶段证券发行规模的自主权，同时降低企业融资成本，可平缓限售股解禁后的集中减持对二级市场的冲击，稳定资本市场。

### 3. 投资端和交易端：大力支持并购重组，完善股权激励制度和交易机制

**大力度支持并购重组。**支持科创板上市公司开展产业链上下游的并购整合，适当提高科创板上市公司并购重组估值包容性，支持科创板上市公司着眼于增强持续经营能力，收购优质未盈利“硬科技”企业。鼓励综合运用股份、现金、定向可转债等方式实施并购重组。关于估值包容性，传统产业并购估值定价过程中，监管对于市盈率、市净率和评估增值率的关注度很高，但是这些指标在并购科技型企业、尤其是未盈利的科技型企业的多种场景中不太适合，科创板或将在这些方面尝试突破。

可以预见，资本市场会出现一轮聚集科技领域的并购重组。本轮并购重组的投资逻辑并非是2014-2015年创业板并购重组逻辑的重现。2014年3月，证监会简化并购重组审核程序，鼓励上市公司通过并购重组实现产业转型升级。然而，当时市场对并购重组的方式是“炒早炒小炒新”。在当时的“互联网+”模式热潮之下，市场对跨界并购给予高溢价，传统行业公司通过并购进入新兴产业，相关概念股受到追捧。本次科技领域的并购重组或更加偏向具有核心技术的优秀企业，市场投资方式会更加理性，故针对本轮科技领域并购重组的投资更要侧重“右侧”的布局机会。

**完善股权激励制度和交易机制。**在股权激励方面，“科八条”指出要提高对核心团队、业务骨干等的激励精准性，与投资者更好实现利益绑定。同时完善科创板上市公司股权激励实施程序，优化适用短线交易、窗口期等规定，研究优化股权激励预留权益的安排。在交易机制方面，“科八条”规定要加强交易监管，研究优化科创板做市商机制、盘后交易机制，同时丰富科创板指数、ETF品类及ETF期权产品。

### 4. 监管端：加强科创板上市公司全链条监管，积极营造良好市场生态

**在提升科创板上市公司质量方面，**要严厉打击科创板欺诈发行、财务造假等市场乱象，引导创始团队、核心技术骨干等自愿延长股份锁定期限，优化私募股权创投基金退出“反向挂钩”制度，严格执行退市制度。**在优化市场生态方面，**推动优化科创板司法保障制度机制，深入实施“提质增效重回报”行动，促进形成科创板良好的市场文化和投资文化。



图表 5：“科八条”主要内容

主题	具体内容
(一) 强化科创板“硬科技”定位	严把入口关，坚决执行科创属性评价标准，优先支持新产业新业态新技术领域突破关键核心技术的“硬科技”企业在科创板上市。进一步完善科技型企业精准识别机制，发挥好市场机制作用。适应新质生产力相关企业投入大、周期长、研发及商业化不确定性高等特点，支持具有关键核心技术、市场潜力大、科创属性突出的优质未盈利科技型企业上市，提升制度包容性。
(二) 开展深化发行承销制度试点	优化新股发行定价机制，在科创板试点调整适用新股定价高价剔除比例。完善科创板新股市值配售安排，增加网下投资者持有科创板股票市值要求。在科创板试点对未盈利企业公开发行股票锁定比例更高、锁定期限更长的网下投资机构，相应提高其配售比例。加强询价行为监管，研究建立网下专业投资者“白名单”制度，对频繁高报价机构从严采取资格限制等措施。
(三) 优化科创板上市公司股债融资制度	建立健全开展关键核心技术攻关的“硬科技”企业股债融资、并购重组“绿色通道”。严格再融资审核把关，提高科创企业再融资审核效率。探索建立“轻资产、高研发投入”认定标准，支持再融资募集资金用于研发投入。推动再融资储架发行试点案例率先在科创板落地。
(四) 更大力度支持并购重组	支持科创板上市公司开展产业链上下游的并购整合，提升产业协同效应。适当提高科创板上市公司并购重组估值包容性，支持科创板上市公司着眼于增强持续经营能力，收购优质未盈利“硬科技”企业。丰富支付工具，鼓励综合运用股份、现金、定向可转债等方式实施并购重组，开展股份对价分期支付研究。支持科创板上市公司聚焦做优做强主业开展吸收合并。鼓励证券公司积极开展并购重组业务，提升专业能力。
(五) 完善股权激励制度	健全激励约束机制，鼓励科创板上市公司积极使用股权激励，与投资者更好实现利益绑定。强化对股权激励定价、考核条件及对象的约束，提高对核心团队、业务骨干等的激励精准性。完善科创板上市公司股权激励实施程序，对股权激励的授予及归属优化适用短线交易、窗口期等规定，研究优化股权激励预留权益的安排。
(六) 完善交易机制，防范市场风险	加强交易监管，促进科创板平稳运行。研究优化做市商机制、盘后交易机制。将科创板 ETF 纳入基金通平台转让。完善指定交易机制，提高交易便利性。持续丰富科创板指数品种，完善指数编制方法，健全“上海指数”体系。丰富科创板 ETF 品类及 ETF 期权产品，研究适时推出科创 50 指数期货期权。优化科创板宽基指数产品常态化注册机制。
(七) 加强科创板上市公司全链条监管	落实监管要“长牙带刺”、有棱有角，从严打击科创板欺诈发行、财务造假等市场乱象，进一步压实发行人及中介机构责任，更加有效保护中小投资者合法权益。完善信息披露豁免制度，支持科创板上市公司依法依规豁免披露商业秘密等敏感信息。强化监管政策正向激励，引导创始团队、核心技术骨干等自愿延长股份锁定期限。优化私募股权创投基金退出“反向挂钩”制度，对合理减持诉求予以支持。严格执行退市制度，坚决防止“害群之马”“僵尸空壳”在科创板出现。
(八) 积极营造良好市场生态	推动优化科创板司法保障制度机制，支持上海金融法院在涉科创板相关金融案件中创新金融审判体制机制，支持上海金融仲裁院在科创板开展仲裁试点。加强与地方政府、相关部委的协作，常态化开展科创板上市公司走访，帮助科创企业解决实际困难，共同推动提升科创板上市公司质量。深入实施“提质增效重回报”行动，加强投资者教育服务，积极倡导理性投资、价值投资、长期投资理念，促进形成科创板良好的市场文化和投资文化。

来源：证监会，中泰证券研究所

## 三、新“国九条”后证监会相关政策解读

### 3.1 《关于加强上市公司监管的规定》修订的分析

2024 年 5 月 10 日，证监会发布关于修订《关于加强上市公司监管的规定》（以下简称“《规定》”）的决定，自公布之日起施行。

#### 1. 政策背景

上市证券公司具有证券公司和上市公司的双重属性，因此要受到适用于证券公司和上市公司双重监管。2009 年，证监会首次发布《关于加强上市公司监管的规定》，并分别于 2010 年、2020 年进行了两次修订。

但从实施效果看，我国上市券商在资金使用效率、投资者保护、信息披露、合规风控等方面与国际一流投行仍存在较大差距。本次修订旨在缩小这一差距，根据当前的政策要求与行业发展趋势，进一步完善《关于加强上市证券公司监管的规定》。

## 2. 主要修订内容

**把功能性放在首要位置。**上市证券公司要端正经营理念，聚焦主责主业，处理好盈利性和功能性之间的关系，把功能性放在首要位置，积极发挥金融服务实体经济的功能作用。

**提高资金使用效率。**市场融资应当合理审慎，提高资金使用效率，把有限的资源更好配置在助力科技自立自强、促进经济高质量发展、服务居民财富管理等重点领域，审慎开展高资本消耗型业务。

**信息披露更加透明。**要求上市证券公司立足行业功能定位和风险特征，提高信息披露的针对性和有效性，及时披露净资本和流动性等相关核心风控指标和财务运营状况，确保公司运作更加透明，财务报表更加规范，市场约束更加有效。

**合规风控更加严格。**落实全面风险管理要求，加强对各类境内外子公司的管理，完善人员管理及长效激励约束机制。

**重视股东回报，提高投资者保护水平。**重视提高现金分红水平，鼓励形成实施股份回购的机制性安排，积极通过一年多次分红及回购注销的方式提升股东回报、优化治理结构；要求上市券商建立、健全投资者关系管理活动相关制度及程序，并建立健全信息管理制度。

## 3. 行业影响

**加强监管与风险防控。**《规定》作为新“国九条”“1+N”制度体系中“N”的一部分，将完善资本市场制度建设，引领证券行业高质量发展。《规定》强调了对上市证券公司的监管，公司的合规风控以及信息披露提出了更加严格的要求，引导公司提升自身的管理水平、加强内部管理，防范化解潜在风险。

**或改善券商板块估值和市场表现。**新规落地将进一步引导上市证券公司树立正确的经营理念，规范融资行为，提高资金使用效率，预计将提升投资者的信息。同时，新规要求证券公司加强信息披露，提高信息披露的质量与透明度，这将有助于投资者更准确地评估公司的价值，或对券商板块估值产生积极影响。

**图表 6：关于修订《关于加强上市证券公司监管的规定》的决定中的重要变动**

要点	内容
正文第一段修改	上市证券公司具有证券公司与上市公司的双重属性，应同时适用证券公司和上市公司的监管相关法规；上市证券公司把功能性放在首要位置，积极发挥金融服务实体经济的功能作用。
第一条修改	增加一款：证券公司 IPO 和再融资行为，应当结合股东回报和价值创造能力、自身经营状况、市场发展战略等，合理确定融资规模和时机，严格规范资金用途，聚焦主责主业，审慎开展高资本消耗型业务，提升资金使用效率。
第三条修改	任何单位或者个人未经国务院证券监督管理机构核准，成为证券公司主要股东或者公司的实际控制人的，应当限期改正。
增加一条为第六条	上市证券公司应当持续健全公司治理，完善人员管理及长效激励约束机制
增加一条为第十三条	上市证券公司应当牢固树立回报股东的意识，重视提高现金分红水平，积极通过一年多次分红及回购注销的方式提升股东回报、优化治理结构。
增加一条为第十四条	上市证券公司应当建立、健全投资者关系管理活动相关制度及程序，在保证信息披露合规性和公平性的基础上，以积极、认真、专业的态度回应投资者关注，客观、真实、准确、完整地介绍和反映公司的实际状况。

来源：证监会，中泰证券研究所

**图表 7：关于修订《关于加强上市公司监管的规定》的决定**

要点	内容
正文第一段修改	正文第一段修改为“ <b>上市证券公司具有证券公司与上市公司的双重属性</b> ，作为证券公司，要适用证券公司监管相关法规；作为上市公司，要适用上市、发行监管相关法规。为做好相关法律法规的协调和衔接，加强对上市证券公司的监管，督促上市证券公司端正经营理念， <b>聚焦主责主业，把功能性放在首要位置，积极发挥金融服务实体经济的功能作用，突出价值创造、股东回报和投资者保护</b> ，落实全面风险管理与全员合规管理要求，提升信息披露有效性，在规范公司治理等方面发挥标杆示范作用，现规定如下：”
第一条修改	第一条修改为：“证券公司首次公开发行并上市（以下简称 IPO）和上市后发行新股、可转换公司债券等再融资行为，应当同时符合《证券法》《证券公司监督管理条例》《首次公开发行股票注册管理办法》《上市公司证券发行注册管理办法》等法律法规关于发行等行政许可规定的条件，向监管部门申请出具监管意见书，提供包括监管意见书在内的相关注册申请材料。IPO 和再融资行为涉及证券公司变更主要股东或者公司的实际控制人的，还应当按照《证券公司股权管理规定》相关规定，报送相关资质审核材料。”并增加一款：“ <b>证券公司 IPO 和再融资行为，应当结合股东回报和价值创造能力、自身经营状况、市场发展策略等，合理确定融资规模和时机，严格规范资金用途，聚焦主责主业，审慎开展高资本消耗型业务，提升资金使用效率。</b> ”
第三条修改	第三条修改为：“上市证券公司应当根据《证券公司监督管理条例》《证券公司股权管理规定》有关规定在章程中载明， <b>任何单位或者个人未经国务院证券监督管理机构核准，成为证券公司主要股东或者公司的实际控制人的，应当限期改正</b> 。改正前，不得行使股东（大）会召开请求权、表决权、提名权、提案权、处分权等权利。”并增加一款“ <b>上市证券公司股东、股东的实际控制人及其他关联方不得通过资金占用、要求证券公司提供违规融资、违规担保等任何方式侵占上市证券公司利益及客户合法权益。</b> ”
第四条修改	第四条修改为：“上市证券公司应当根据《公开发行证券的公司信息披露内容与格式准则第 2 号——年度报告的内容与格式》等规定 <b>编制上市公司年度报告</b> ，同时上市证券公司还应根据《证券公司年度报告内容与格式准则》等规定编制证券公司监管年度报告，在规定期限之内先按上市公司要求披露上市公司年度报告，然后再向监管机构报送证券公司监管年度报告，并按要求将其中的审计报告、经审计的会计报表及附注在中国证券业协会网站和公司网站进行信息公开。如果向社会公开披露的年度报告和向监管部门报送的年度报告存在重大数据差异，上市证券公司应当及时 <b>以临时报告方式披露并充分说明产生差异的原因</b> 。上市证券公司财务报表的编制和披露应当符合企业会计准则和相关信息披露规则的规定，公允反映公司的财务状况、经营成果和现金流量。”
第五条修改	第五条修改为：“根据《公开发行证券的公司信息披露内容与格式准则第 2 号——年度报告的内容与格式》规定， <b>上市公司应当披露主要控股参股公司及控制的结构化主体情况</b> 。上市证券公司由于国家秘密、商业秘密等特殊原因导致确实不便披露的，可以不予披露，但应当在相关章节详细说明原因。”
增加一条为第六条	增加一条为第六条：“上市证券公司应当 <b>持续健全公司治理</b> ，建立股权结构清晰、组织架构精简、职责边界明确、信息披露健全、激励约束合理、内控制衡有效、职业道德良好的公司治理架构，健全组织架构运行机制，保证公司运作独立性、稳健性，落实全面风险管理要求，加强对各类型境内外子公司的管理。上市证券公司应当 <b>完善人员管理及长效激励约束机制</b> ，严禁短期激励、过度激励等不当激励行为，持续健全考核问责机制和声誉风险管理体系，依照法律、行政法规、中国证监会及证券交易所的规定披露薪酬有关信息。”
将原第十条调整为第十一条	将原第十条调整为第十一条，并修改为“上市证券公司应当根据《上市公司信息披露管理办法》的规定，及时披露重大行政许可事项的相关情况，即公司应当在作出行政许可申请的决议或决定、监管部门作出行政许可决定后，及时在证券交易所的网站和符合规定条件的公开披露相关情况。对于一般行政许可事项，上市证券公司应当在中期报告和年度报告中公开披露监管部门的行政许可决定。”
删去原第十一条	删去原第十一条。
第十二条修改	第十二条修改为：“上市证券公司应当根据《上市公司信息披露管理办法》《证券公司风险控制指标管理办法》等规定披露其风险控制指标变化、被采取的监管措施等重大事项。其中：1.上市证券公司应当在 <b>季度报告、中期报告和年度报告中披露净资本等主要风险控制指标的具体情况和达标情况</b> ；日常经营中，当风险覆盖率、资本杠杆率、流动性覆盖率、净稳定资金率等 <b>核心风险控制指标不符合规定标准的，应当及时以临时公告方式披露，说明原因、目前的状态和可能产生的影响</b> 。”并增加一款“上市证券公司经监管部门认可或要求，以合并数据为基础编制风险控制指标监管报表，或采取内部模型法等风险计量高级方法计算相关风险控制指标的，应当在披露时就相关口径及差异化安排进行说明。”
增加一条为第十三条	增加一条为第十三条：“ <b>上市证券公司应当牢固树立回报股东的意识</b> ，根据《上市公司监管指引第 3 号——上市公司现金分红》《上市公司股份回购规则》等规定，结合公司经营情况，制定对股东回报的合理规划，对经营利润用于自身发展和回报股东进行合理平衡， <b>重视提高现金分红水平，鼓励形成实施股份回购的机制性安排</b> ，积极通过 <b>一年多次分红及回购注销</b> 的方式提升股东回报、优化治理结构。”
增加一条为第十四条	增加一条为第十四条：“上市证券公司应当建立、健全投资者关系管理活动相关制度及程序，在保证信息披露合规性和公平性的基础上， <b>以积极、认真、专业的态度回应投资者关注，客观、真实、准确、完整地介绍和反映公司的实际状况</b> 。上市证券公司投资者关系管理工作人员应当具备履行职责所必需的专业知识，具有良好的职业素养。证券公司母公司为上市公司的，证券公司应当指定专人配合，就涉及证券公司经营等相关事项作出专业回应。”

来源：证监会，中泰证券研究所

### 3.2 减持新规政策分析

2024年5月24日，为贯彻落实《国务院关于加强监管防范风险推动资本市场高质量发展的若干意见》《关于加强上市公司监管的意见（试行）》，证监会发布《上市公司股东减持股份管理暂行办法》（简称《减持管理办法》）、《上市公司董事、监事和高级管理人员所持本公司股份及其变动管理规则》（简称《持股变动规则》），自发布之日起施行。

## 1. 主要内容

《减持管理办法》针对市场反应的主要问题完善了相关部分的内容：

**一是严格规范大股东减持。**明确控股股东、实际控制人在破发破净、分红不达标等情形下不得通过集中竞价或者大宗交易减持，但减持集中竞价买入的股份或者因不存在相关情形已经披露减持计划的除外；增加大股东大宗交易减持前的预披露义务；要求大股东、实际控制人的一致行动人与大股东共同遵守减持要求；优化大股东禁止减持的情形，明确控股股东、实际控制人在上市公司和自身违法违规情形下都不得减持，一般大股东在自身违法违规情形下不得减持。

**二是有效防范绕道减持。**明确因离婚、法人或非法人组织终止、公司分立等原因减持股份后，相关方应当持续共同遵守减持限制，另有规定的除外；明确一致行动关系解除后各方在6个月内继续共同遵守减持限制；明确协议转让后受让方锁定6个月，丧失大股东身份的出让方在6个月内继续遵守相关限制；明确司法强制执行、质押融资融券违约处置等按照减持方式的不同遵守《减持管理办法》，明确司法强制执行被动处置的预披露时点；禁止大股东融券卖出或者参与以本公司股票为标的物的衍生品交易，禁止限售股转融通出借、限售股股东融券卖出。

**三是细化违规责任条款。**明确对违规减持可以采取“责令购回并向上市公司上缴价差”的措施；增加监管谈话、出具警示函等监管措施；细化应予处罚的具体情形，加大对违规减持的打击追责力度。

**四是强化大股东、董秘的责任。**要求上市公司大股东规范、理性、有序实施减持，充分关注上市公司及其中小股东的利益；要求上市公司董事会秘书定期检查大股东减持本公司股票的情况，发现违法违规的及时报告。



**图表 8：《上市公司股东减持股份管理暂行办法》主要内容**

要点	核心内容
严格规范大股东减持	明确控股股东、实际控制人在破发、破净、分红不达标等情形下不得通过集中竞价交易或者大宗交易减持股份 增加大股东通过大宗交易减持前的预披露义务 要求大股东的一致行动人与大股东共同遵守减持限制
有效防范绕道减持	要求协议转让的受让方锁定六个月 明确因离婚、法人或非法人组织终止、公司分立等原因减持股份后，相关方应当持续共同遵守减持限制 明确司法强制执行、质押融资融券违约处置等根据减持方式的不同分别适用相关减持要求 禁止大股东融券卖出或者参与以本公司股票为标的物的衍生品交易 禁止限售股转融通出借、限售股股东融券卖出
细化违规责任条款	明确对违规减持可以采取“责令购回并向上市公司上缴价差”的措施 细化应予处罚的具体情形，加大对违规减持的打击追责力度
强化大股东、董秘的责任	要求上市公司大股东规范、理性、有序实施减持 求上市公司董事会秘书定期检查大股东减持本公司股票的情况

来源：证监会，中泰证券研究所

《持股变动规则》充分吸收了《减持规定》中有关规范董监高减持股份的要求，并进行了整合：

**一是规范减持行为。**将《减持规定》第七条、第八条规定的内容移至《持股变动规则》，并参考《减持规定》的改革方向，明确董监高在自身违法、上市公司违法以及重大违法强制退市、未足额缴纳罚没款等情形下不得减持；明确董监高在集中竞价或者大宗交易减持前都应当预先披露；明确董监高离婚后双方持续共同遵守相关减持限制。

**二是优化窗口期规定。**将上市公司年度报告、半年度报告的窗口期调整为“公告前十五日内”，将季度报告、业绩预告、业绩快报的窗口期调整为“公告前五日内”。

**三是严格法律责任。**明确董监高违反规则转让股份的，可以采取行政监管措施；细化应予处罚的具体情形，依照《证券法》第一百八十六条实施处罚。

## 2. 行业影响

减持新规的出台体现了对大股东及关键人员股份减持的监管变得更加严格。新规在具体规则中限制了特定的减持行为，同时提出了更高标准的披露要求，明确具体的处罚措施和情形，提升政策的执行效果，有助于避免潜在的违规行为，提高了政策的威慑性。新规有助于保护中小投资者的利益，促使控股股东与实际控制人遵守法规规章，防范内部人员提前减持给公司带来的不利影响，进而推动上市公司的高质量发展与资本市场信心的回升，促进资本市场稳定、健康发展。

**图表 9：本次新修订的规则和废止的规则的对对应关系**

减持新规及配套文件（现行有效）	废止规则（已失效）
《上市公司股东减持股份管理暂行办法》（证监会令【第224号】）	《上市公司股东、董监高减持股份的若干规定》（证监会公告〔2017〕9号）
《上市公司董事、监事和高级管理人员所持本公司股份及其变动管理规则》（证监会公告〔2024〕9号）	《上市公司董事、监事和高级管理人员所持本公司股份及其变动管理规则》（证监会公告〔2022〕19号）
《上海证券交易所上市公司自律监管指引第15号——股东及董事、监事、高级管理人员减持股份》（上证发〔2024〕72号）	《上海证券交易所上市公司股东及董事、监事、高级管理人员减持股份实施细则》（上证发〔2017〕24号）
	《〈上海证券交易所上市公司股东及董事、监事、高级管理人员减持股份实施细则〉问题解答（一）》（上证函〔2018〕66号）
	《〈上海证券交易所上市公司股东及董事、监事、高级管理人员减持股份实施细则〉问题解答（二）》（上证函〔2023〕2530号）
《关于进一步规范股份减持行为有关事项的通知》（上证发〔2023〕151号）	
《上海证券交易所中国证券登记结算有限责任公司科创板上市公司股东以向特定机构投资者询价转让和配售方式减持股份业务指引（2024年5月修订）》	《上海证券交易所中国证券登记结算有限责任公司科创板上市公司股东以向特定机构投资者询价转让和配售方式减持股份业务指引（2023年8月修订）》（上证发〔2023〕139号）
《深圳证券交易所上市公司自律监管指引第18号——股东及董事、监事、高级管理人员减持股份》（深证上〔2024〕395号）	《深圳证券交易所上市公司股东及董事、监事、高级管理人员减持股份实施细则》（深证上〔2017〕820号）
	《关于进一步规范股份减持行为有关事项的通知》（深证上〔2023〕924号）
	《关于就〈深圳证券交易所上市公司股东及董事、监事、高级管理人员减持股份实施细则〉答记者问》
	《关于就〈深圳证券交易所上市公司股东及董事、监事、高级管理人员减持股份实施细则〉答记者问（二）》
《关于就〈深圳证券交易所上市公司股东及董事、监事、高级管理人员减持股份实施细则〉答记者问（三）》	
《北京证券交易所上市公司持续监管指引第8号——股份减持和持股管理》（北证公告〔2024〕30号）	《北京证券交易所上市公司持续监管指引第8号——股份减持和持股管理》（北证公告〔2023〕75号）

来源：证监会，中泰证券研究所

### 3.3 暂停转融通政策分析

证监会批准中证金自 7 月 11 日起暂停转融券，存量转融券合约 9 月 30 日之前了结。交易所融券保证金率由 80% 提升至 100%，私募基金由 100% 提升至 120%，7 月 22 日实施。

图表 10：保证金比例变动要求

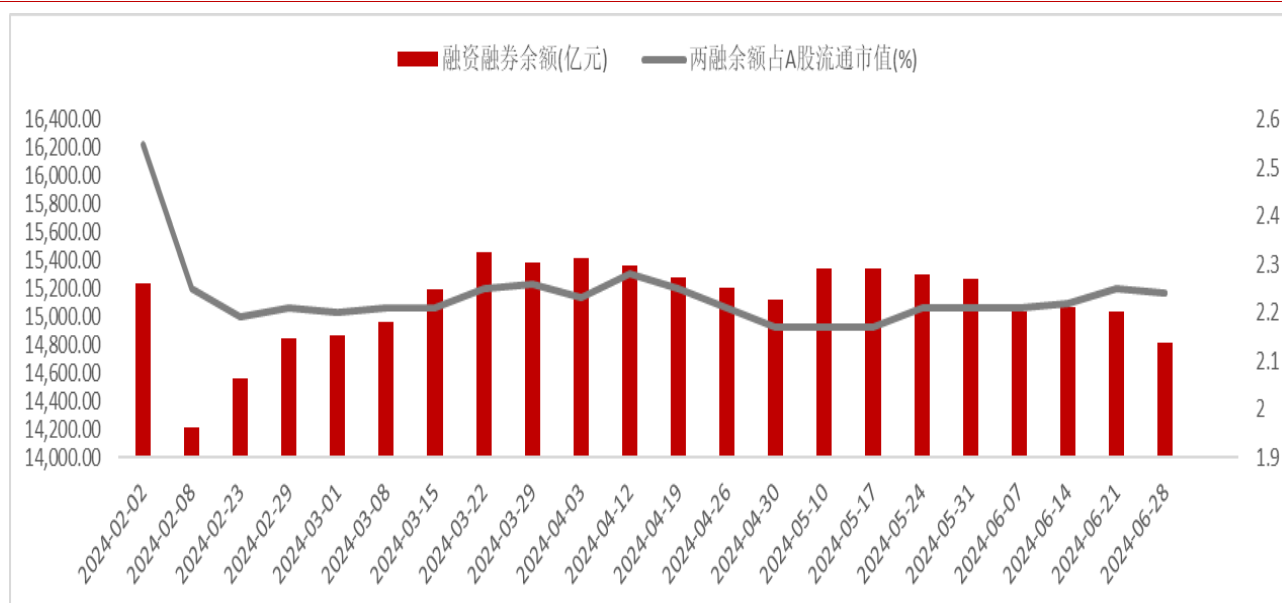
对象	证监会要求
证券交易所	保证金比例由不得低于80%上调至100%
私募基金	保证金比例由不得低于100%上调至120%

来源：证监会，中泰证券研究所

#### 影响分析：

对市场影响短期内偏积极，有利于提振市场信心。截至 7 月 12 日，沪深两市融券余额为 309.67 亿元，融券卖出额占沪深两市成交金额的 0.21%，对于市场的影响已大幅减弱，暂停转融券业务具备条件与环境。转融券暂停并整体调高融券保证金率有助于市场情绪提振；对于存量业务的新老划断安排有助于风险防范，确保市场稳健运行。此外，证监会对于融券业务的强化监管将使得投资者对于私募基金及其他机构投资者通过融券卖出的担忧减少，中小投资者的合法权益得到保护，同样也有助于提振投资者信心。另外，预计量化多空策略受影响。保证金率调高或使得资金利用效率下降，多空策略的收益率可能因此降低，预计多空策略规模或将收缩。

图表 11：两融余额占 A 股流通市值



来源：ifind，中泰证券研究所

图表 12：2024 年至今融券余额变化



来源：iFind，中泰证券研究所

### 3.4 《证券市场程序化交易管理规定（试行）》分析

为促进程序化交易规范发展，维护证券交易秩序和市场公平，2024 年 5 月 15 日证监会制定发布《证券市场程序化交易管理规定（试行）》（以下简称《管理规定》），自 2024 年 10 月 8 日起正式实施。

7 月 10 日证监会出台 5 举措：指导交易所尽快落地实施细则、指导交易所尽快公布和实施程序化异常交易监控标准、抓紧制定北向资金程序化交易报告指引、对高频量化交易额外收费、强化交易行为监测监管。

#### 影响分析

**市场活跃度或提升，利于资本市场高质量发展。**程序化交易是证券市场的重要交易方式，有助于提供流动性和促进价格发现。然而，高频交易相对中小投资者具有明显的技术、信息和速度优势，一些时点还存在策略趋同和交易共振等问题，给市场带来不稳定性。在此背景下，《管理规定》出台，旨在贯彻《证券法》和《国务院关于加强监管防范风险推动资本市场高质量发展的指导意见》，规范程序化交易，防范市场操纵和异

常交易行为，确保市场公平，保护投资者，维护证券市场交易秩序。强化市场交易行为监管有助于提升市场活跃度，增加市场流动性，进而推动资本市场高质量发展。

**减小高频交易对市场的影响，保护中小投资者权益。**在保护投资者权益方面，《管理规定》从交易行为和信息系统两个维度对程序化交易进行规范和管理，不仅是为了防范市场操纵行为，也是为了限制程序化交易相对中小投资者的过度优势，维护市场正常秩序和投资者的合法权益，从而增强投资者信心。

**对交易系统提出更为严格的要求，新增重点实时监测监控。**相较于征求意见稿，《管理规定》在几个方面进行了更进一步的明确和深化：第一，增加了重点实时监测监控情形，要求证券交易所对程序化交易实行实时监测监控，对异常交易行为重点监控；第二，对程序化交易系统提出了更加严格的技术要求，包括验资验券、阈值管理、异常监测、应急处置等功能；第三，明确了合规风控要求，要求机构建立专门的业务管理和合规风控制度，并要求合规风控人员对机构及客户的程序化交易合规性进行审查、监督和检查；第四，明确了高频交易的标准，并授权交易所实施差异化收费政策；第五，明确了北向程序化交易的管理原则，要求按照内外资一致性原则纳入报告管理体系。基金公司需按照规定要求，优化自身的程序化交易系统，建立健全的内控与风险管理制度，确保合规风控有关责任人员履行相应职责，从而提高操作的透明度，维护市场的公平性，推动资本市场健康稳定的发展。

**图表 13：证券市场程序化交易管理规定（试行）核心内容**

要点	内容
建立报告管理制度	要求程序化交易投资者应当真实、准确、完整、及时报告账户基本信息、账户资金信息、交易策略、证券公司联系方式等关键信息
实行实时监测	证券交易所需要对于可能影响证券交易所系统安全或者交易秩序的异常交易行为予以重点监控，证券公司需要严格按照证券交易所规定进行程序化交易委托指令审核等
完善风险防范管理机制	既要对程序化交易的合规性进行审查、监督和检查，也要对程序化交易技术系统进行充分测试，预设应急处置等
对于高频交易作出额外的特别规定	明确了高频交易的特征，需额外报告高频交易系统服务器位置、系统测试报告和系统故障时的应急方案等信息；指导证券交易所对高频交易实施差异化收费

来源：证监会，中泰证券研究所



图表 14：证券市场程序化交易管理规定（试行）

要点	内容
程序化交易投资者定义	<p>本规定所称程序化交易投资者，是指下列进行程序化交易的投资者：（一）<b>私募基金管理人及其管理的私募基金、合格境外投资者等证券公司的客户</b>；（二）<b>从事自营、做市交易或者资产管理等业务的证券公司</b>；（三）<b>使用证券交易所交易单元进行交易的公募基金管理人、保险机构等其他机构</b>；（四）<b>证券交易所认定的其他投资者</b>。</p>
报告管理	<p>程序化交易投资者应当真实、准确、完整、及时报告以下信息：（一）<b>账户基本信息</b>，包括投资者名称、证券账户代码、指定交易或托管的证券公司、产品管理人等；（二）<b>账户资金信息</b>，包括账户的资金规模及来源、杠杆资金规模及来源、杠杆率等；（三）<b>交易信息</b>，包括交易策略类型及主要内容、交易指令执行方式、最高申报速率、单日最高申报笔数等；（四）<b>交易软件信息</b>，包括软件名称及版本号、开发主体等；（五）<b>证券交易所规定的其他信息</b>，包括证券公司、投资者联络人及联系方式等。程序化交易投资者报告信息发生重大变更的，应当及时进行变更报告。证券公司的客户进行程序化交易，<b>应当按照证券交易所的规定和委托协议的约定，将有关信息向接受其委托的证券公司报告</b>。证券公司收到报告信息后，<b>应当按照证券交易所的规定及时对客户报告的信息进行核查</b>。证券公司核查无误的，<b>应当及时向客户确认，并按照规定向证券交易所报告</b>。客户收到证券公司确认后<b>方可进行程序化交易</b>。证券公司核查发现客户未按要求报告或者报告信息不实的，<b>应当督促客户按规定报告</b>。经督促仍不改正的，<b>证券公司应当按照证券交易所的规定和委托协议的约定，拒绝接受委托并向证券交易所报告</b>。证券公司和<b>使用证券交易所交易单元进行交易的公募基金管理人、保险机构等其他机构</b>应当按照证券交易所的规定，<b>向证券交易所报告程序化交易有关信息，经证券交易所确认后</b>方可进行程序化交易。证券公司应当对收到的报告信息及时予以确认，并定期开展数据筛查，<b>对程序化交易投资者的交易行为和其报告的交易策略、频率等信息进行一致性比对</b>。证券交易所可以对涉及程序化交易的相关机构和个人进行现场或者非现场检查，<b>对频繁出现报告信息与交易行为不符等情况的相关机构和个人进行重点检查</b>。</p>
交易监测和风险管理	<p>证券交易所对程序化交易实行实时监测监控，<b>对下列可能影响证券交易所系统安全或者交易秩序的异常交易行为予以重点监控</b>：（一）<b>短时间内申报、撤单的笔数、频率达到一定标准，或者日内申报、撤单的笔数达到一定标准</b>；（二）<b>短时间内大笔、连续或密集申报并成交，导致多只证券交易价格或交易量出现明显异常</b>；（三）<b>短时间内大笔、连续或密集申报并成交，导致证券市场整体运行出现明显异常</b>；（四）<b>证券交易所认为需要重点监控的其他情形</b>。程序化交易异常交易监控标准由证券交易所另行规定。证券公司接受客户程序化交易委托的，<b>应当与客户签订委托协议，约定双方的权利、义务等事项，明确证券公司对客户的管理责任和风险控制要求</b>。中国证券业协会应当就程序化交易制定并及时更新委托协议范本，供证券公司参照使用。证券公司应当加强客户程序化交易行为的监控，<b>严格按照证券交易所规定进行程序化交易委托指令审核</b>，及时识别、管理和报告客户涉嫌异常交易的行为，并配合证券交易所采取相关措施。证券公司、公募基金管理人、私募基金管理人、合格境外投资者等机构应当<b>就程序化交易制定专门的业务管理和合规风控制度，完善程序化交易指令审核和监控系统，防范和控制业务风险</b>。证券公司、公募基金管理人、私募基金管理人、合格境外投资者等机构负责合规风控的有关责任人员，<b>应当对本机构和客户程序化交易的合规性进行审查、监督和检查，并负责相关风险管理工作</b>。投资者进行程序化交易，<b>因不可抗力、意外事件、重大技术故障、重大人为差错等突发性事件，可能引发重大异常波动或影响证券交易正常进行的，应当立即采取暂停交易、撤销委托等处置措施</b>。证券公司的客户应当及时向其委托的证券公司报告，其他程序化交易投资者应当及时向证券交易所报告。证券公司发现客户出现前款情形的，<b>应当立即按照委托协议的约定，采取暂停接受其委托、撤销相关申报等处置措施，并及时向中国证监会派出机构和证券交易所报告</b>。证券交易所应当明确针对前款情形采取<b>技术性停牌、临时停市、取消交易、通知证券登记结算机构暂缓交收</b>等处置措施的具体程序和要求。</p>
信息系统管理	<p>用于<b>程序化交易的技术系统</b>应当符合证券交易所的规定，具备有效的<b>验资验券、权限控制、阈值管理、异常监测、错误处理、应急处理</b>等功能，保障安全持续稳定运行。程序化交易投资者使用相关技术系统，<b>应当按照前款要求进行充分测试，并按照证券交易所规定报告测试记录</b>。证券公司应当按照规定<b>对交易单元进行统一管理</b>，按照公平、合理原则为各类投资者提供相关服务，<b>不得为程序化交易投资者提供特殊便利</b>。证券交易所提供<b>主机交易托管服务</b>的，应当遵循安全、公平、合理的原则，公平分配资源，并对使用主机托管服务的主体加强管理。证券公司应当按照证券交易所的规定，合理使用主机交易托管资源，保障不同客户之间的交易公平性。对一段时间内频繁发生异常交易、程序化交易系统发生重大技术故障或者违反证券交易所相关规定的客户，<b>证券公司不得向其提供主机托管服务</b>。证券公司通过<b>交易信息系统接入等技术手段为客户程序化交易提供服务的，应当纳入合规风控体系，建立健全尽职调查、验证测试、事前审查、交易监测、异常处理、应急处理、退出安排等全流程管理机制</b>。与证券公司系统对接的程序化交易客户<b>不得利用系统对接非法经营证券业务，不得招揽投资者或者处理第三方交易指令，不得转让、出借自身投资交易系统或者为第三方提供系统接入</b>。实施交易信息系统接入的证券公司、与证券公司系统对接的程序化交易客户应当遵守有关规定。程序化交易投资者使用证券交易所增值行情信息的，<b>应当按照规定缴纳费用</b>。对申报、撤单的笔数、频率达到一定标准的程序化交易，<b>证券交易所可提高收费标准，具体标准由证券交易所另行规定</b>。</p>
高频交易特别规定	<p>本规定所称高频交易是指具备以下特征的程序化交易：（一）<b>短时间内申报、撤单的笔数、频率较高</b>；（二）<b>日内申报、撤单的笔数较高</b>；（三）<b>证券交易所认定的其他特征</b>。证券交易所应当明确并适时完善高频交易的认定标准。投资者在进行高频交易前，除本规定第七条规定的报告信息外，还应当<b>报告高频交易系统服务器所在地、系统测试报告、系统发生故障时的应急方案等信息</b>。适应高频交易特征，<b>证券交易所可对高频交易实施差异化收费</b>，适当提高交易收费标准，并可收取撤单费等其他费用。具体标准和方式由证券交易所另行规定。证券交易所对高频交易行为实施重点监管。高频交易投资者发生异常交易行为的，<b>证券交易所可按相关规定从严管理</b>。</p>
监督管理	<p>证券交易所、中国证券业协会、中国证券投资基金业协会根据自律管理需要，<b>可对程序化交易相关机构和个人开展约谈提醒或现场检查</b>。程序化交易相关机构和个人违反有关规定要求的，<b>证券交易所、中国证券业协会、中国证券投资基金业协会应当按照规定采取口头警示、书面警示、责令改正、限制交易</b>等管理措施。中国证监会及其派出机构可依法对程序化交易相关机构和个人进行检查或调查，并可委托有关机构协助开展评估、监测等工作，相关机构和个人应当予以配合。<b>证券公司及其负责合规风控等职责的相关人员未履行程序化交易合规风控和客户管理等职责，违反本规定第七条、第八条、第九条、第十二条、第十三条、第十四条、第十五条、第十六条、第十七条、第十八条第二款、第十九条、第二十条、第二十二条款等要求的，中国证监会及其派出机构可以按照《证券法》《证券公司监督管理条例》《证券公司和证券投资基金管理公司合规管理办法》等规定依法采取监管措施</b>。<b>公募基金管理人、私募基金管理人、合格境外投资者等程序化交易相关机构和个人违反本规定第七条、第八条、第九条、第十四条、第十五条、第十六条、第十九条、第二十条、第二十二条款等要求的，中国证监会及其派出机构可以按照《证券法》《证券投资基金法》《私募投资基金监督管理条例》《合格境外机构投资者和人民币合格境外机构投资者境内证券期货投资管理办法》等有关规定依法采取监管措施</b>。<b>程序化交易相关机构和个人影响证券交易所系统安全或者正常交易秩序的，中国证监会及其派出机构可以根据《证券法》第一百九十条的规定进行处罚。构成内幕交易、利用未公开信息交易、操纵证券市场等违法行为的，根据《证券法》第一百九十一条、第一百九十二条等规定进行处罚。违反法律、法规或本规定，情节严重的，可以根据《证券法》第二百二十一条的规定对有关责任人员采取证券市场禁入的措施</b>。</p>
内外资一致	<p>通过内地与香港股票市场交易互联互通机制在内地证券市场进行程序化交易的投资者，<b>应当按照内外资一致的原则，纳入报告管理，执行交易监控有关规定</b>，对其异常交易行为开展跨境监管合作。其他管理事项参照适用本规定。具体要求由证券交易所另行规定。</p>

来源：证监会，中泰证券研究所

### 三、投资建议

投资建议：二十届三中全会《决定》金融政策论述符合预期，对资本市场表述与“国九条”基本完全一致（《政策专题新“国九条”的方法、目的、核心内容和影响——形成资本市场的全面有效治理》）；预计两严两强的基调延续，通过政策落地见效来不断夯实市场底部（《解读证监会最新文件：“两强两严，推市场高质量发展、建一流机构”》）。券商板块利润逐季走低，关注市场企稳带来业绩修复的机会，以及关注行业并购整合主线带来的投资机会（《综述与各业务分析 | 券商24一季报：投行投资净利息承压，高基数下利润下滑三成》）。标的建议关注头部金融机构如中信、中金、银河、华泰、国君等，及区域特色中小机构如财通、东吴等。

图表 15：券商板块 PB 估值



来源：wind，中泰证券研究所

### 风险提示

- 经济超预期下滑。宏观经济受产业变化、国际形势等变化影响，经济变化影响企业盈利及市场偏好，对板块形成影响。
- 政策推进不及预期。券商各项业务开展与资本市场政策相关，资本市场政策对证券行业发展趋势有影响。
- 权益市场大幅波动。券商业务与市场表现关联度高，权益市场波动将对报表形成影响。

**投资评级说明：**

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15% 以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15% 之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 -10%~+5% 之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10% 以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10% 以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 -10%~+10% 之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10% 以上

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。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，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

**重要声明：**

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。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，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在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。本公司及其本公司的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。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。事先未经本公司书面授权，任何机构和个人，不得对本报告进行任何形式的翻版、发布、复制、转载、刊登、篡改，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。