

# 转股价下修与提前赎回条款对转债价格的冲击路径解析

2017年4月5日

## 投资要点

- ❖ 在基础研究系列之三中我们重点分析了转债条款本身的设置情况，但投资者关注的焦点最终将集中在二级市场转债价格的变化，本篇报告主要关注转股价下修以及提前赎回这两类时点触发条款在短期内对转债价格的冲击。
- ❖ **下修对转债价格的驱动：多重路径博弈预期。在董事会下修议案的时点，**我们发现**在董事会下修议案日前平价呈较为明显的下行状态**。这也再次论证了正股价处于下跌通道并即将触发回售条款时董事会有较大概率提出下修议案的观点。但鉴于此时转债价格主要是受到债底支撑，并非基于平价定价，对于转债价格而言这一趋势却并不明显。**在董事会议案公告后转债价格整体上涨趋势明显**。董事会下修议案公告后，若下修顺利实施平价将会迅速提升，转债价格将从债性区间切换到股性区间，且下修进一步加强了转债的转股预期，因此董事会下修议案日后转债价格将会基于预期平价定价进而上涨，而非等到下修真正实施之日。**在股东大会审议下修议案的时点，既关注股东大会审议也需预判下修幅度**。我们认为有两条路径会对转债价格产生影响，一是转债议案股东大会审议是否能够通过，二是通过的议案转股价下修的程度。**从实践来看，下修预案被否属于小概率事件，但若被否短期会明显冲击转债价格**。历史上仅有三支转债下修议案在股东大会被否，分别为唐钢转债、澄星转债以及民生转债，被否决后无一例外转债价格在短时间内下跌明显。若下修议案被股东大会审核通过，基于转债价格上涨的一个前提假设，原本处于债性区间的个券通过转股价下修进入股性区间，这就要求下修后的转股价处于当时正股股价附近。实践中并非全部如此，不少个券下修后的平价依旧离面值较远。**当这一前提不成立时下修对转债价格的正向驱动略显乏力**。基于客观方面若正股短期持续下跌且幅度较大，或者PB显著小于1则下修后平价远离面值几乎板上钉钉，以及主观方面由于董事会下修议案需要提请股东大会审议，因此一般董事会需要在议案中明确下修后转股价确定的机制，主观溢价基本可以在董事会议案时便可判断。我们建议投资者**对下修幅度可以提前进行初步的预判并制定应对方案**。
- ❖ **提前赎回对转债价格的驱动：2006年以来共64支转债触发了提前赎回条款**，当此条款被触发后意味着个券即将迎来生命周期的终点。我们发现提前赎回对转债价格的驱动主要体现在：（1）赎回发生前转债的平价一般处于上行通道；（2）赎回公告日前10个交易日左右平价出现见顶迹象，之后便比较平稳，T日平价中位数在149元；（3）由于可转债触发提前赎回之前投资者就有预期，转股溢价率从30日之前会逐渐压缩，甚至在赎回发生前压缩至负数。**研究这一问题我们基于预期的公告效应**，我们分别统计了正股以及转债不同时点相对T日的涨跌幅，同时为了区分牛市与非牛市环境下赎回公告效应的差别，我们也对市场整体走势进行了区分。得出**公告效应将提前出现这一结论**：（1）对于正股而言赎回公告效应的存在，以T-5至T+2日最为明显。需要明确的是，赎回公告效应并非在公告日后发生，而是在公告日之前基于预期的判断便出现。（2）非牛市环境下赎回公告效应会提前5个交易日左右出现，且持续时间更长。（3）转债价格受到正股赎回公告效应以及溢价率压缩双重冲击，相关时间段表现明显弱于正股。
- ❖ 总结来看，转股价下修以及提前赎回对转债价格同属于时点冲击之列，其影响存在多重路径，既有正向效应也有存在负面冲击，核心皆在**做好预期判断并提前应对**。



## 中信证券研究部

联系人：明明

电话：010-60837202

邮件：mingming@citics.com

章立聪

电话：021-20262132

邮件：zhanglicong@citics.com

执业证书编号：S1010514110002

联系人：余经纬

电话：010-60836745

邮件：yujingwei@citics.com

## 相关研究

1. 转债基础研究系列之三：转债生命路径与转股价条款全解读.....2017-03-20
2. 可转债专题：转债基础研究系列——转债监管变革的三生三世.....2017-02-27
3. 可转债专题：转债基础研究系列——供给冲击的前世今生全解析.....2017-02-15

## 目录

<b>下修对转债价格的驱动：多重路径博弈预期 .....</b>	<b>1</b>
董事会议案公告后转债价格呈整体上涨趋势 .....	1
既关注股东大会审议也需预判下修幅度 .....	1
<b>提前赎回对转债价格的驱动：基于预期的公告效应 .....</b>	<b>4</b>
公告效应的提前出现 .....	5

## 插图目录

图 1：董事会议案前平价呈下跌趋势 .....	1
图 2：董事会议案前转债价格波动有限 .....	1
图 3：唐钢转债下修博弈失败转债价格波动案例 .....	2
图 4：澄星转债下修博弈失败转债价格波动案例 .....	3
图 5：民生转债下修博弈失败转债价格波动案例 .....	3
图 6：下修后平价远离面值并不罕见 .....	4
图 7：下修幅度与转债价格后续表现明显相关 .....	4
图 8：提前赎回首次公告日至最后交易日期间 .....	5
图 9：赎回公告日前平价上涨 .....	5
图 10：赎回之前转股溢价率压缩至 0 以下 .....	5
图 11：正股赎回公告效应在 T-5 日左右出现 .....	6
图 12：非牛市环境下赎回公告效应将会提前 .....	6
图 13：提前赎回时转债价格受到双重冲击 .....	6
图 14：非牛市环境转债价格面临较大冲击 .....	6

## 表格目录

表 1：下修转股价被否案例 .....	2
附表 1：2006 年至今提前赎回转债列表 .....	7

在基础研究系列之三中我们重点分析了转债条款本身的设置情况，但投资者关注的焦点最终将集中在二级市场转债价格的变化，因此在基础研究系列三的基础上有必要进一步研究转债条款触发对转债价格的驱动作用，即俗称的“条款博弈”。本篇报告主要关注转股价下修以及提前赎回这两类时点触发条款在短期内对转债价格的冲击，考虑到监管环境的统一性，本文使用现行监管制度下即 2006 年以来的数据。

## 下修对转债价格的驱动：多重路径博弈预期

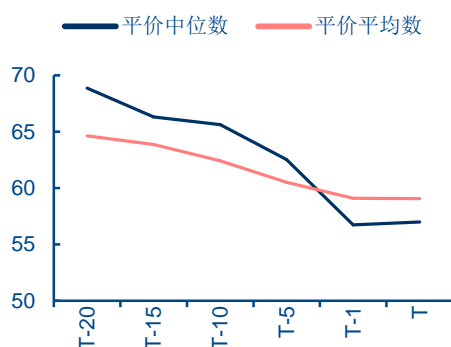
2006 年至今共发生 24 次转股价下修事件。从下修的流程来看，存在两个关键时间节点：一是董事会议案公告，二是股东大会决议。董事会议案中会列明下修的方案，包括下修后转股价如何确定。从董事会下修议案到召开股东大会时间间隔一般为两周以上，股东大会后一般隔一日便实施下修。股东大会对议案的审议是下修过程中存在的最大不确定性，若能够顺利通过，则根据议案确定最终下修后转股价格，若被股东大会否决则下修不能实施。

### 董事会议案公告后转债价格呈整体上涨趋势

在第一个关键时间节点即董事会下修议案日（本节以 T 日代替），我们发现 T 日前平价呈较为明显的下行状态。如图 1 所示，T-20 日均价与中位数已经跌破 70 元（回售触发价），T 日均价和中位数已经跌至 60 元之下。这也再次论证了我们先前提出的正股价处于下跌通道并即将触发回售条款时董事会有较大概率提出下修议案的观点。（详见《20170320 转债基础研究系列之三：转债生命路径与转股价条款全解读》）。但对于转债价格而言这一趋势却并不明显。鉴于平价已经跌至 70 元之下，此时转债价格主要是受债底支撑，并非基于平价定价。

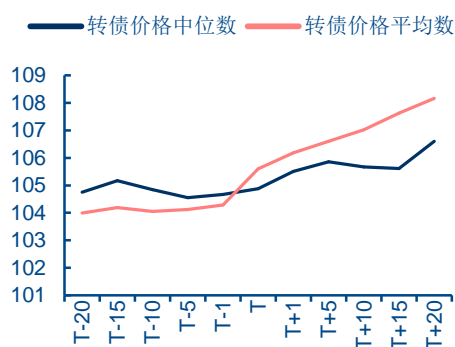
在董事会议案公告后转债价格整体上涨趋势明显。董事会下修议案公告后，若下修顺利实施平价将会迅速提升，转债价格将从债性区间切换到股性区间，且下修进一步加强了转债的转股预期，因此 T 日后转债价格将会基于预期平价定价立即出现上涨，而非等到下修真正实施之日。图 2 显示 T 日是明显的分界点，T 至 T+20 日平均涨幅达到 2.33%。

图 1：董事会议案前平价呈下跌趋势



资料来源：Wind，中信证券研究部

图 2：董事会议案前转债价格波动有限



资料来源：Wind，中信证券研究部

### 既关注股东大会审议也需预判下修幅度

需要明确的是在股东大会审议之前，董事会下修议案前皆是预期影响，股东大会则是见分晓的第二个关键时间节点。我们认为有两条路径会对转债价格产生影响，一是转债议案股东大会审议是否能够通过，二是通过的议案转股价下修的程度。

从实践来看，下修预案被否属于小概率事件，但一旦被否短期对转债价格造成明显冲击。同时受主客观因素影响，转股价下修后平价依旧远离面值的情况并不罕见，此时转债价格难言受益，但好在下修幅度可以提前进行预判并做好准备。

### 下修被否明显负面冲击

历史上虽然绝大多数转债下修转股价获得通过，但仍有三支下修议案在股东大会被否，分别为唐钢转债、澄星转债以及民生转债。被否决后无一例外转债价格在短时间内出现明显下跌。

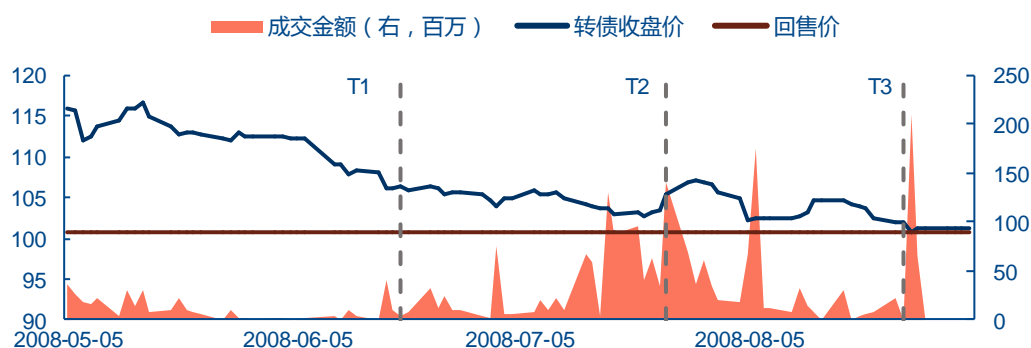
表 1：下修转股价被否案例

转债名称	触发下修 条款日 T1	董事会 决议日 T2	触发回售 条款日	回售 公告日	股东大会 否决日 T3	回售张数 (比例)	否决次日转债 下跌幅度 (%)
唐钢转债	2008-06-19	2008-07-25	2008-07-25	2008-07-29	2008-08-26	12 (0%)	1.17
澄星转债	2008-08-29	2008-10-10	2008-10-13	2008-10-14	2008-10-27	964910 (22%)	4.40
民生转债	2014-01-09	2014-01-10	—	—	2014-02-27	—	9.17

资料来源：Wind，中信证券研究部

唐钢转债（125709.SZ）于 2008 年 6 月 19 日触发下修条款，2008 年 7 月 25 日董事会决议下修转股价，但是同日触发回售条款。2008 年 7 月 29 日发布回售公告，并于 8 月 1 日至 7 日实施回售，回售价 100.8 元。审议下修议案的股东大会于 8 月 26 日召开，在此次股东大会下修议案被否决，唐钢转债次日下跌 1.19 元，但得益于债底较高（92 元左右），转债价格勉强维持在 100 元之上。

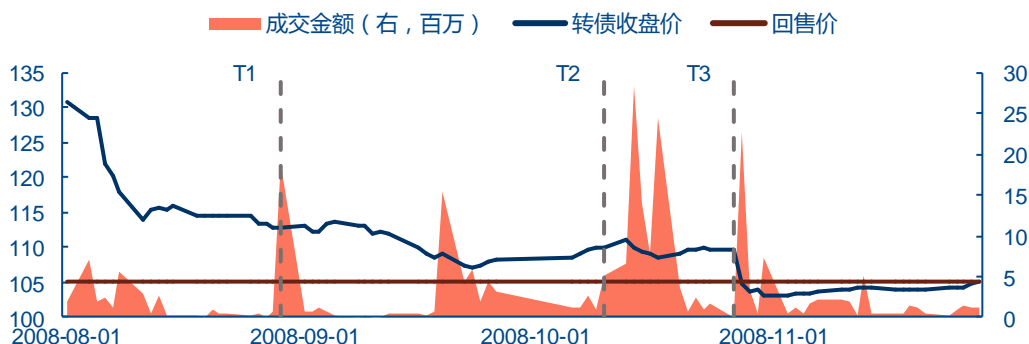
图 3：唐钢转债下修博弈失败转债价格波动案例



资料来源：Wind，中信证券研究部

澄星转债（110078.SH）于 2008 年 8 月 29 日触发下修，董事会 10 月 10 日决议下修转股价，10 月 14 日公告回售。不同于唐钢转债的是澄星转债 10 月 21 日至 10 月 28 日实施回售，而审议下修议案的股东大会在回售结束期前 10 月 27 日召开，因此转债投资者纷纷等待下修议案表决结果出台再决议是否回售。10 月 27 日股东大会否决下修议案，28 日转债价格跌至 104.95 元，处于回售价格附近，同时大量转债投资者选择回售，最终回售比例占发行数的 21.93%。

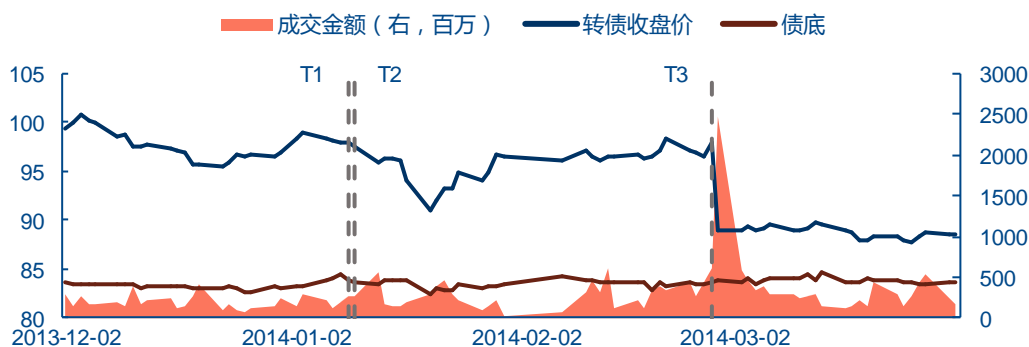
图 4：澄星转债下修博弈失败转债价格波动案例



资料来源：Wind，中信证券研究部

民生转债(110023.SH)于 2014 年 1 月 9 日触发下修条款,1 月 10 日董事会决议下修,速度之快表明董事会推动转股价下修之决心,股东大会 2 月 27 日审议下修议案但最终否决议案。股东大会召开前一周民生转债价格在 96 元之上,下修被否后,28 日民生转债下跌 8.97% 至 88.89 元,转债持有人损失惨重。从被否原因看,民生银行股权分散增加了投票的不确定性,最终导致下修被否。

图 5：民生转债下修博弈失败转债价格波动案例



资料来源：Wind，中信证券研究部

## 下修不足对转债价格正向驱动略显乏力

若下修议案被股东大会审核通过貌似皆大欢喜,从前述的转债价格表现来看总体呈明显的上涨趋势无疑。但从逻辑而言,转债价格的上涨是基于一个前提假设:原本处于债性区间的个券通过转股价下修进入股性区间,这就要求下修后的转股价处于当时正股股价附近。但是实践中并非全部如此,不少个券下修后的平价依旧离面值较远。当这一前提不成立时下修对转债价格的正向驱动略显乏力。

一方面是客观规则限制。根据规定,下修后的转股价不得低于股东大会召开日前 20 个交易日公司股票交易均价和前 1 个交易日的交易均价以及最近一期经审计的每股净资产孰高者。这就导致正股处于下跌趋势中或 PB 小于 1 的个券修正后的转股价依旧明显高于当时正股股价。另一方面则是发行人主观选择,例如双良转债下修后的转股价为股东大会召开日前 20 日股票交易均价(11.36 元/股)和前一交易日均价(10.90 元/股)高者的 120%确定。

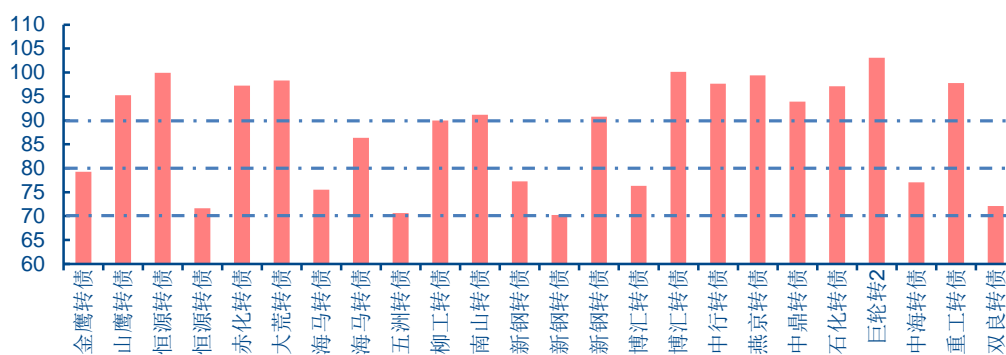
我们以转债价下修实施首日的平价高低来判定个券实际下修程度。24 次下修中 11 次下修后平价不到 90 元,其中有 9 次更是在 70-80 元区间之内。由此可见下修后平价远离面值



的情况较为常见。若下修后平价低于 80 元同时也低于个券的债底，很难认为下修显著提高了个券的股性。从图 7 可以发现，相关个券即使转股价成功下修对二级市场转债价格的驱动也显乏力，大多依旧延续了之前的跌势。

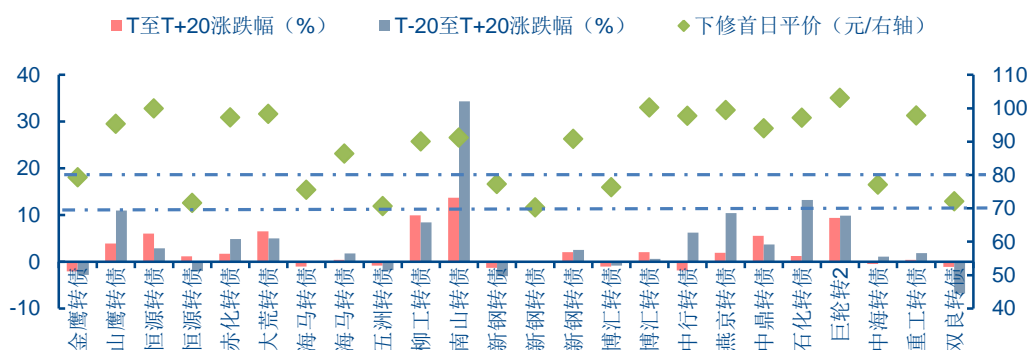
对于下修幅度可以提前进行初步预判的观点受到主客观两方面的支持。客观方面若正股短期持续下跌且幅度较大，或者 PB 显著小于 1 则下修后平价远离面值几乎板上钉钉，主观方面由于董事会下修议案需要提请股东大会审议，因此一般董事会需要在议案中明确下修后转股价确定的机制，主观溢价基本可以在董事会议案时便可判断。

图 6：下修后平价远离面值并不罕见



资料来源：Wind，中信证券研究部。同一个券多次出现是由于其曾多次下修

图 7：下修幅度与转债价格后续表现明显相关



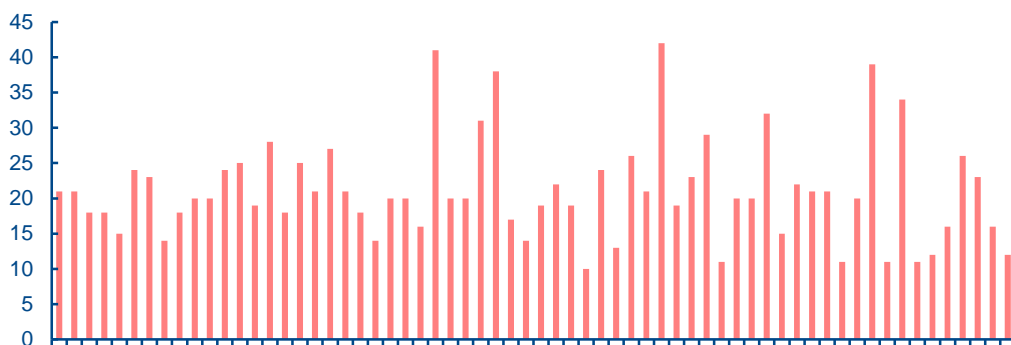
资料来源：Wind，中信证券研究部。同一个券多次出现是由于其曾多次下修

## 提前赎回对转债价格的驱动：基于预期的公告效应

2006 年以来共 64 支转债触发了提前赎回条款，当此条款被触发后意味着个券即将迎来生命周期的终点。理论上个券共有两种结束方式，被发行人赎回或是转股，但由于提前赎回价格远低于转股能够获得的收益，因此理性的投资者会选择转股，因此提前赎回条款也是促转股条款。同样，转债持有者也会在转债与正股之间比对，若转债价格高于平价，则直接卖出转债获利更多，若转债价格低于平价则理论上转换成正股再卖出获利更多，这也导致了转股溢价率被动压缩的趋势。

当个券触发提前赎回条款后，从首次公告日到最终赎回日一般会预留一定时间供投资者转股或者直接卖出转债，但需要注意的是由于个券持续的转股，很有可能导致存量余额小于 3000 万元而在最后赎回日之前便停止交易。我们统计了 64 支个券首次公告日到最后交易日之间的时长，平均在 20 个交易日左右，但最短的仅有 11 个交易日。

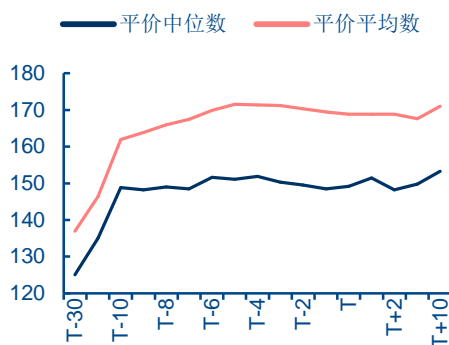
图 8：提前赎回首次公告日至最后交易日间隔



资料来源：Wind，中信证券研究部。按照交易日统计

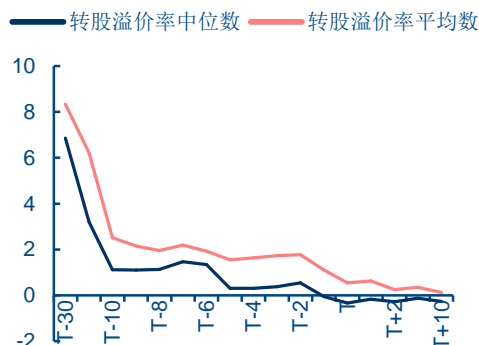
进一步通过统计分析 64 支提前赎回的转债，我们发现提前赎回对转债价格的驱动主要体现在：（1）赎回发生前转债的平价一般处于上行通道（否则便无法触发赎回）；（2）赎回公告日（本节以 T 日代替）前 10 个交易日左右平价出现见顶迹象，之后便比较平稳，T 日平价中位数在 149 元；（3）由于可转债触发提前赎回之前投资者就有预期，转股溢价率从 30 日之前会逐渐压缩，甚至在赎回发生前压缩至负数。

图 9：赎回公告日前平价上涨



资料来源：Wind，中信证券研究部

图 10：赎回之前转股溢价率压缩至 0 以下



资料来源：Wind，中信证券研究部

## 公告效应的提前出现

值得注意的是 T 日前转债平价出现见顶迹象，一种理论是转债的赎回公告效应，由于提前赎回条款需满足一定条件触发，一个典型的触发条件是在连续三十个交易日内有十五个交易日正股收盘价超过转股价的 130%，因此正股投资者可能已经开始预期提前赎回条款的最终触发会导致大量转债集中转股并在二级市场抛售，随之给正股价格带来压制作用，进而会传导至转债价格，此为赎回公告效应。

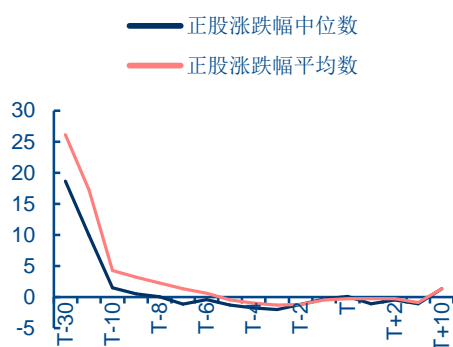
我们分别统计了正股以及转债不同时点相对 T 日的涨跌幅，同时为了区分牛市与非牛市环境下赎回公告效应的差别，我们也进行了区分：将 2006 年至 2007 年以及 2014 年下半年至 2015 年上半年定义为牛市环境，其余时间定义为非牛市环境。

(1) 对于正股而言赎回公告效应的存在，以 T-5 至 T+2 日最为明显。需要明确的是，赎回公告效应并非在公告日后发生，而是在公告日之前基于预期的判断便出现。

(2) 非牛市环境下赎回公告效应会提前 5 个交易日左右出现，且持续时间更长。

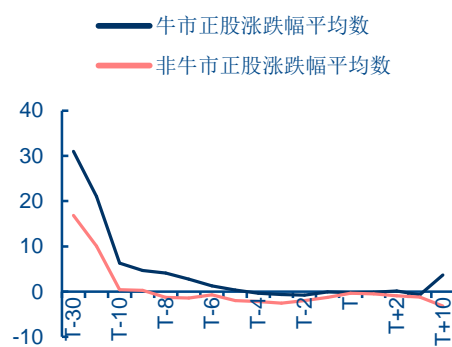
(3) 转债价格受到正股赎回公告效应以及溢价率压缩双重冲击，相关时间段表现明显弱于正股。

图 11：正股赎回公告效应在 T-5 日左右出现



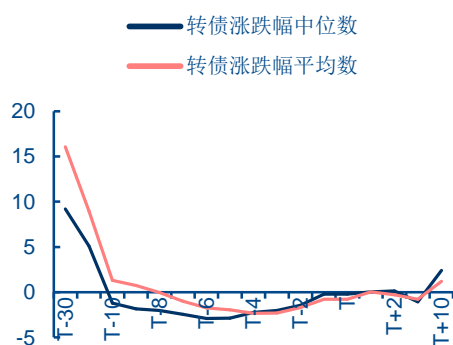
资料来源：Wind，中信证券研究部

图 12：非牛市环境下赎回公告效应将会提前



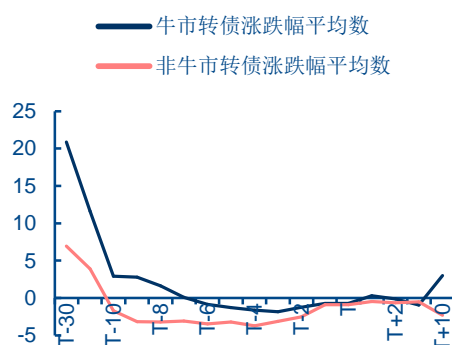
资料来源：Wind，中信证券研究部

图 13：提前赎回时转债价格受到双重冲击



资料来源：Wind，中信证券研究部

图 14：非牛市环境转债价格面临较大冲击



资料来源：Wind，中信证券研究部

总结来看，无论是转股价下修或是提前赎回，对转债价格同属于时点冲击之列，存在多重影响路径，既有正向效应也存在负面冲击，核心皆在做好预期判断并提前应对。



附表 1：2006 年至今提前赎回转债列表

代码	简称	上市日期	赎回首次公告日	实施赎回日
110423.SH	柳化转债	2006-08-10	2007-03-05	2007-04-03
110325.SH	华发转债	2006-08-11	2007-03-05	2007-04-03
110398.SH	凯诺转债	2006-08-30	2007-09-13	2007-10-16
125024.SZ	招商转债	2006-09-11	2007-04-24	2007-05-25
110488.SH	天药转债	2006-11-10	2007-06-01	2007-06-22
110232.SH	金鹰转债	2006-12-06	2009-04-04	2009-05-12
110021.SH	上电转债	2006-12-19	2007-07-13	2007-08-15
128031.SZ	巨轮转债	2007-01-19	2009-08-08	2009-08-28
125717.SZ	韶钢转债	2007-03-02	2007-09-06	2007-10-09
125960.SZ	锡业转债	2007-05-29	2010-11-05	2010-12-03
110026.SH	中海转债	2007-07-12	2008-02-28	2008-03-27
110567.SH	山鹰转债	2007-09-17	2009-12-28	2010-02-01
110971.SH	恒源转债	2007-10-12	2009-11-14	2009-12-21
110227.SH	赤化转债	2007-10-23	2009-04-27	2009-05-23
110598.SH	大荒转债	2007-12-28	2010-01-20	2010-03-08
125572.SZ	海马转债	2008-01-30	2009-05-04	2009-06-01
110368.SH	五洲转债	2008-03-14	2009-05-26	2009-07-02
125528.SZ	柳工转债	2008-05-06	2009-05-20	2009-06-22
110002.SH	南山转债	2008-05-13	2009-08-12	2009-09-18
110004.SH	厦工转债	2009-09-11	2010-08-24	2010-09-24
110005.SH	西洋转债	2009-09-21	2010-04-19	2010-05-14
110006.SH	龙盛转债	2009-09-25	2010-04-15	2010-05-06
125969.SZ	安泰转债	2009-10-12	2010-05-13	2010-06-10
110008.SH	王府转债	2009-10-30	2010-09-20	2010-10-28
128004.SZ	久立转债	2014-03-14	2014-12-02	2014-12-24
113001.SH	中行转债	2010-06-18	2014-12-31	2015-03-09
125731.SZ	美丰转债	2010-06-25	2013-03-14	2013-04-15
126630.SZ	铜陵转债	2010-08-06	2011-02-24	2011-03-24
113002.SH	工行转债	2010-09-10	2014-12-31	2015-02-13
128233.SZ	塔牌转债	2010-09-16	2011-04-06	2011-05-31
126729.SZ	燕京转债	2010-11-03	2015-05-07	2015-06-05
110011.SH	歌华转债	2010-12-10	2015-04-09	2015-04-28
110012.SH	海运转债	2011-01-20	2015-04-14	2015-05-12
110013.SH	国投转债	2011-02-15	2013-06-03	2013-07-06
125887.SZ	中鼎转债	2011-03-01	2014-07-04	2014-08-01
110015.SH	石化转债	2011-03-07	2015-01-29	2015-02-12
110016.SH	川投转债	2011-03-31	2014-07-31	2014-09-03
129031.SZ	巨轮转 2	2011-08-04	2013-05-18	2013-06-06
125089.SZ	深机转债	2011-08-10	2015-04-22	2015-05-29
110017.SH	中海转债	2011-08-12	2015-01-12	2015-02-10
110018.SH	国电转债	2011-09-02	2014-12-19	2015-02-26
110019.SH	恒丰转债	2012-04-12	2015-03-28	2015-04-25
113003.SH	重工转债	2012-06-18	2014-10-28	2014-11-28
110020.SH	南山转债	2012-10-31	2015-01-22	2015-03-11
110022.SH	同仁转债	2012-12-18	2015-02-10	2015-03-04
127001.SZ	海直转债	2013-01-07	2014-08-22	2014-09-22
128001.SZ	泰尔转债	2013-01-28	2014-10-16	2014-11-13
110023.SH	民生转债	2013-03-29	2015-05-09	2015-06-25
128002.SZ	东华转债	2013-08-19	2015-04-29	2015-05-25
128003.SZ	华天转债	2013-08-28	2014-10-27	2014-11-28
110024.SH	隧道转债	2013-09-30	2014-11-13	2014-12-12
127002.SZ	徐工转债	2013-11-15	2015-01-08	2015-02-06
113005.SH	平安转债	2013-12-09	2014-12-24	2015-01-10
113006.SH	深燃转债	2013-12-27	2015-04-02	2015-05-01
128005.SZ	齐翔转债	2014-05-13	2015-04-20	2015-06-03

代码	简称	上市日期	赎回首次公告日	实施赎回日
110025.SH	国金转债	2014-06-03	2014-12-15	2014-12-30
128006.SZ	长青转债	2014-07-09	2015-02-26	2015-04-16
110027.SH	东方转债	2014-07-25	2015-01-31	2015-02-17
110028.SH	冠城转债	2014-08-01	2015-04-08	2015-04-24
128007.SZ	通鼎转债	2014-09-05	2015-05-29	2015-07-07
113007.SH	吉视转债	2014-09-25	2015-05-30	2015-07-08
128008.SZ	齐峰转债	2014-10-10	2015-05-06	2015-06-08
110029.SH	浙能转债	2014-10-28	2015-05-05	2015-05-27
113501.SH	洛钼转债	2014-12-16	2015-06-24	2015-07-10

资料来源：wind，中信证券研究部；

## 分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

## 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。	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 20%以上；
	增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 5%~20%之间
	持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~5%之间
	卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上；
	强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 10%以上；
	中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间；
	弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上

## 其他声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含 CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

## 法律主体声明

**中国：**本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。

**新加坡：**本研究报告在新加坡由 CLSASingaporePteLtd（公司注册编号：198703750W）分发。作为资本市场经营许可持有人及受豁免的财务顾问，CLSA Singapore Pte Ltd 仅向新加坡《证券及期货法》s.4A（1）定义下的“机构投资者、认可投资者及专业投资者”提供证券服务。根据新加坡《财务顾问法》下《财务顾问（修正）规例（2005）》中关于机构投资者、认可投资者、专业投资者及海外投资者的第 33、34、35 及 36 条的规定，《财务顾问法》第 25、27 及 36 条不适用于 CLSA Singapore Pte Ltd。如对本报告存有疑问，还请联系 CLSA Singapore Pte Ltd（电话：+65 6416 7888）。MCI (P) 033 11 2016。

## 针对不同司法管辖区的声明

**中国：**根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

**新加坡：**监管法规或交易规则要求对研究报告涉及的实际、潜在或预期的利益冲突进行必要的披露。须予披露的利益冲突可依照相关法律法规要求在特定报告中获得，详细内容请查看 <https://www.clsa.com/disclosures.html>。该等披露内容仅涵盖 CLSA group, CLSA Americas 及 CL Securities Taiwan Co., Ltd 的情况，不涉及中信证券及/或其附属机构的情况。如投资者浏览上述网址时遇到任何困难或需要过往日期的披露信息，请联系 [compliance\\_hk@clsa.com](mailto:compliance_hk@clsa.com)。

**美国：**本研究报告由中信证券编制。本研究报告在美国由中信证券（CITIC Securities International USA, LLC（下称“CSI-USA”）除外）和 CLSA group of companies（CLSA Americas, LLC（下称“CLSA Americas”）除外）仅向符合美国《1934 年证券交易法》下 15a-6 规则定义且分别与 CSI-USA 和 CLSA Americas 进行交易的主要美国机构投资者“分发”。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。任何从中信证券与 CLSA group of companies 获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当分别联系 CSI-USA 和 CLSA Americas。

**英国：**本段“英国”声明受英国法律监管并依据英国法律解释。本研究报告在英国须被归为营销文件，它不按《英国金融行为管理手册》所界定、旨在提升投资研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在欧盟由 CLSA（UK）发布，该公司由金融行为管理局授权并接受其管理。本研究报告针对《2000 年金融服务和市场法 2005 年（金融推介）令》第 19 条所界定的在投资方面具有专业经验的人士，且涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告的内容。

## 一般性声明

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许该研究报告发送、发布的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为出售任何证券或金融工具的要约，或者证券或金融工具交易的要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具的分析，本报告的收件人须保持自身的独立判断。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适用所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券 2017 版权所有。保留一切权利。