

2013-8-20 星期二

金融工程（深度报告）

寻找新股的“定价弱势” ——中小板新股小投行高收益

报告要点

■ “打新股”是宠儿

发行人与保荐机构非常有可能出于他们的立场给股票定价，一些可能的情况包括：发行人与保荐机构都有动力给股票定高价以募集更多资金并且获得更多的承销费用，等等，而二级市场的参与者是根据自身对股票的判断给新股定价，不同的定价方法是导致新股在一级市场与二级市场有价格差的根本原因。

■ 寻找一级市场的“定价弱势”

我们认为，拟上市公司的首发市盈率远低于相同行业的已上市公司的平均市盈率的定价就是“弱势”的。

新股的定价一方面是和当时的市场环境息息相关，参与申购的人多就会推高新股的价格，参与新股申购的人少就会迫使发行人降低发行价格。新股发行一直以来是“供不应求”的状况。新股的定价另一方面是参考已上市同行业的股票的市盈率，事实上，有接近三分之一的新股定价是低于同行业平均市盈率的，最低的甚至仅有行业市盈率的 0.08。面对新股“供不应求”的市场状况，远低于行业平均市盈率的定价无疑是“弱势”的。

■ 谁的定价是“弱势”的？

主板、中小板、创业板的定价有差异。


中小板股票的“定价弱势”有迹可循：经验略少的券商对新股的定价是“弱势”的，经验不足的保荐机构一般来说给新股的定价都是低于行业平均市盈率的。

我们对这个问题的看法是：有些保荐机构——经验略少规模不大的保荐机构会出于一些原因会定价偏低，这些原因包括：经验不足——在一级市场定价经验不足；求稳的心态——愿意牺牲一些保荐费来换取发行成功的概率。

■ 申购“定价弱势”的新股有高收益

在中小板上市的股票中，可以寻找具有一级市场“定价弱势”的新股进行申购，在二级市场卖出，获得一二级市场的价格差。


分析师：范辛亭


 (8621) 68751859

 fanxt@cjsc.com.cn


执业证书编号：S0490510120008

联系人：武丹

 (8621) 68751259

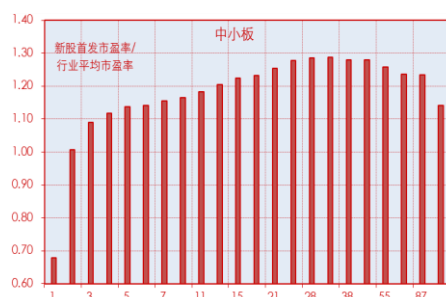
 Wudan2@cjsc.com.cn

联系人：杨靖凤

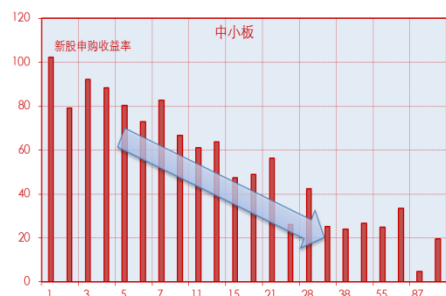
 (8621) 68751636

 yangjf@cjsc.com.cn

“定价弱势”随着保荐机构经验增多而降低



新股申购收益率随着保荐机构经验增多而降低



目录

一、前言——“打新股”是个宠儿？	3
二、寻找一级市场的“定价弱势”	4
1. 什么样的定价是“弱势”的？	5
2. 谁的定价是“弱势”的？	7
3. 保荐机构经验导致的“定价弱势”真的有高收益吗？	12

图表目录

图 1：2000 年到 2012 年首发新股数量	3
图 2：2000 年到 2012 年网下申购收益率与中签率	3
图 3：天银机电初步询价申购情况	5
图 4：兆日科技初步询价申购情况	6
图 5：新股首发市盈率与所在行业平均市盈率关系图	7
图 6：新股首发市盈率/所在行业平均市盈率与保荐机构经验关系图	9
图 6：新股首发市盈率/所在行业平均市盈率与保荐机构经验关系图	10
图 7：新股申购收益率与保荐机构经验关系图	12
表 2：主板、中小板、创业板的定价不同	8
表 1：保荐机构的经验指标对新股首发市盈率/行业市盈率回归	10
表 1：保荐机构的经验指标对新股首发市盈率/行业市盈率回归	11
表 3：保荐机构的经验指标对新股申购收益率回归	13

一、前言——“打新股”是个宠儿？

2004 年 2 月 1 日，证监会实施了《证券发行上市保荐制度暂行办法》，自此，我国开始正式实行股票发行保荐制度，也就是说，新股发行过程中，需要保荐机构与保荐代表负责发行人证券发行上市的推荐和辅导，经尽职调查核实公司发行文件资料的真实、准确和完整性，协助发行人建立严格的信息披露制度。

同年 12 月 4 日，中国证监会制定及发布《关于首次公开发行股票试行询价制度若干问题的通知》，确定了首次公开发行股票试行询价制度将于 2005 年 1 月 1 日正式施行，发行人及其保荐机构通过向询价对象询价的方式确定股票发行价格。

自此，逐步开始了一级市场的股票上市潮，2009 年伴随着创业板的上市达到了一级市场的井喷。

图 1：2000 年到 2012 年首发新股数量



资料来源：wind，长江证券研究部。

随着一级市场的蓬勃发展，“打新股”成了大家争相追逐的对象，我们统计了 2000 年以来的网下申购收益率，与 2005 年以来的网下申购中签率。下面是几个变量的计算方法：

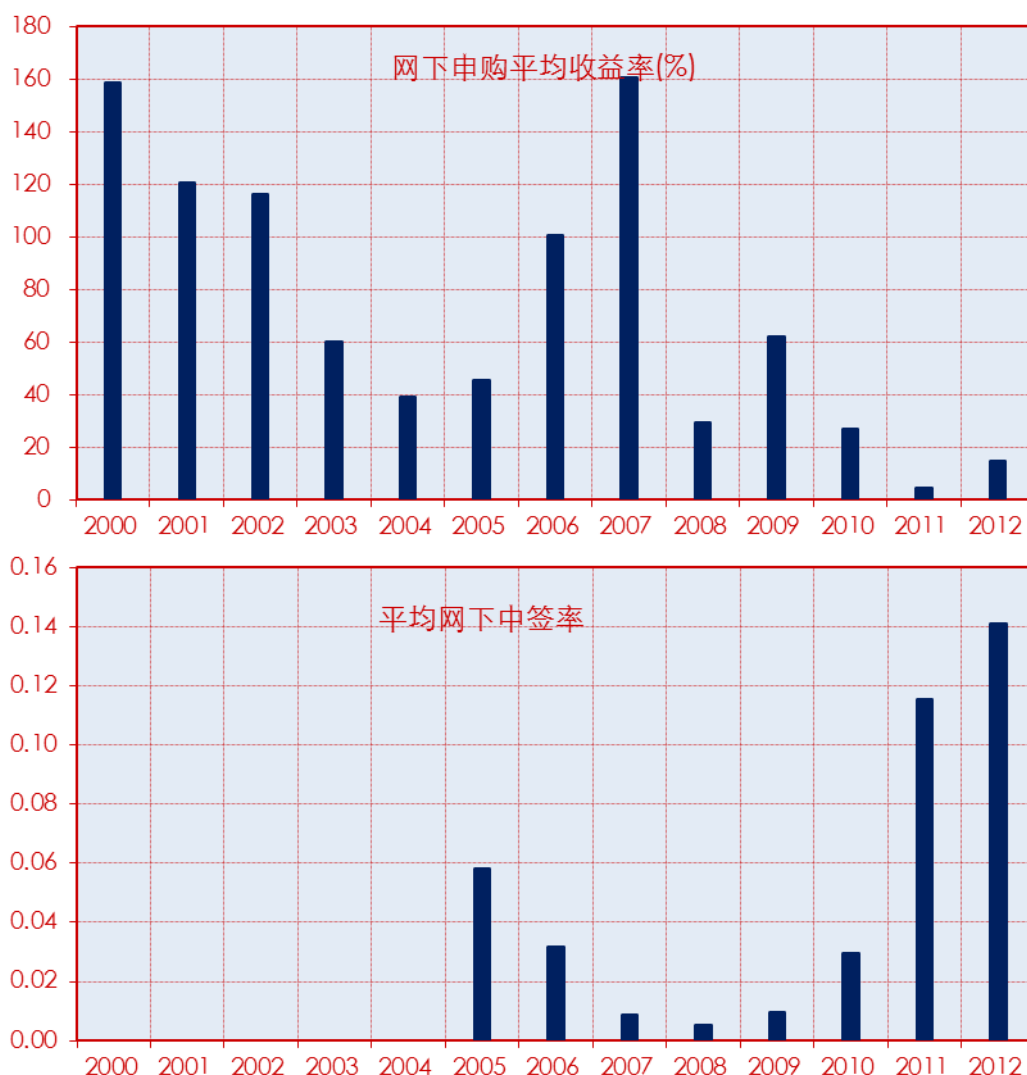
网下申购收益率 = 发行日三个月之后的第一个可交易日（剔除停牌）的成交均价/首发价-1；

网下申购中签率 = (首发数量-上网发行数量)/网下申购总量；

网下申购数量 = 网下冻结资金/首发价格。

网下申购的收益率在 2007 年达到历史的顶峰，当年的平均收益超过 150%，网下中签率也在 2008 年达到了历史的低谷，只有 0.5%。在 2007-2009 年，“打新”已经成为人人追逐的“香饽饽”。

图 2：2000 年到 2012 年网下申购收益率与中签率



资料来源：wind，长江证券研究部。

然而，在过去的两年里，新股破发频出，打新的收益骤降，盲目的打新已经成为了过去式，我们需要在新股中选出好股票去参与，这就类似于在二级市场选择好股票去买，然而，新股与已上市的股票唯一的不同就是：上市的股票的价格是所有参与者交易的结果，而新股的首发价格是发行人与保荐机构在询价之后确定的价格。

那么，发行人与保荐机构就非常有可能出于他们的立场给股票定价，一些可能的情况包括：发行人与保荐机构都有动力给股票定高价以募集更多资金并且获得更多的承销费用，等等，而二级市场的参与者是根据自身对股票的判断给新股定价，不同的定价方法是导致新股在一级市场与二级市场有价格差的根本原因。

二、寻找一级市场的“定价弱势”

打新股希望获得股票在一级市场与二级市场的定价差，一级市场申购新股是以新股的首发价格买入，之后持有到限售期结束在二级市场卖

出。如果假设在二级市场上，投资者对每只股票的定价大概率是理智的，那么选择去一级市场打新股无非是觉得一级市场的定价相比二级市场更便宜。

我们知道一级市场与二级市场的定价方法是不同的，一级市场新股的定价是由新股发行定价机制决定的，二级市场股票价格是所有参与者共同决策的结果，也就是说如果一级市场的定价者与所有投资者对股票的看法不同，就会造成一二级市场价格的不统一，就会带来获利空间。我们下面就来寻找在一级市场上被低估的股票，也就是说寻找一级市场的“定价弱势”。

1. 什么样的定价是“弱势”的？

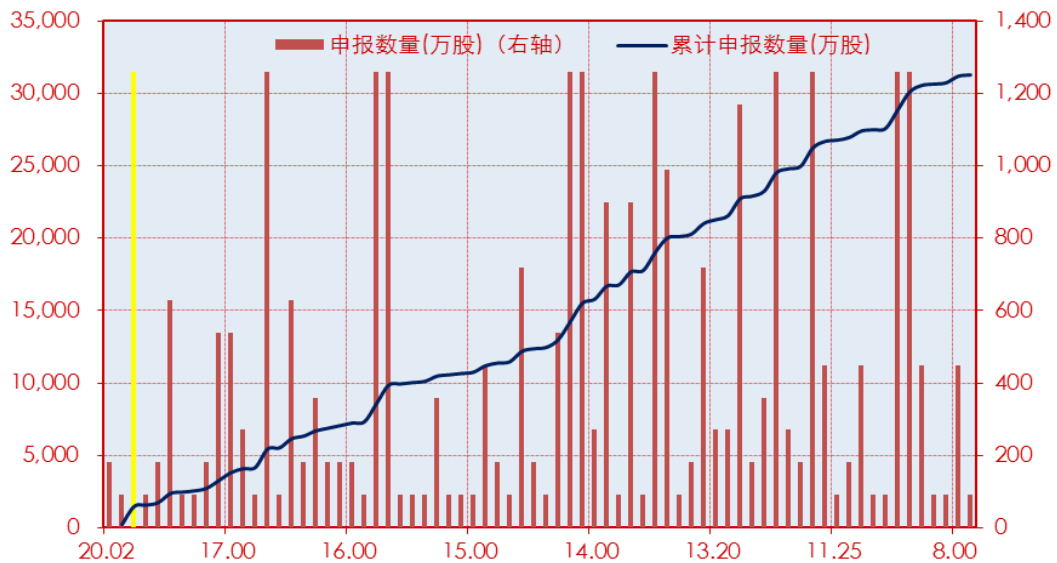
我们认为，拟上市公司的首发市盈率远低于相同行业的已上市公司的平均市盈率的定价就是“弱势”的。

(1) 给新股定价时，发行人与保荐机构面临的是新股的“供不应求”

从 2005 年 1 月开始执行询价制度之后，新股发行价格是由发行人与保荐机构通过询价的方式确定，询价过程中，机构根据自身的判断给新股定价，最直接的方式就是将拟上市公司与同行业的上市公司作比较，给出相应的价格。询价过程之后，发行人和保荐机构一般可以直接确定发行价格，从这几年的中签率（网下发行量与网下有效申购比例）来看，询价过程中给出高于最终发行价的机构非常多，也就是说，发行人总是在面对“供不应求”的情况下制定出了首发价格。

下面是一个股票的例子：天银机电（300342.sz）在 2012 年 7 月上市交易，首发价格是 17 元，预计网下配售数量是 1260 万股，在首次询价阶段，机构最高报价 20.02 元，最低报价 7.5 元，并且 19 元以上的申购量已经超过网下发行总量，而发行人最终定价 17 元，报价 17 元及以上的申购量是 4230 万股，远超预计发行量 1260 万股。

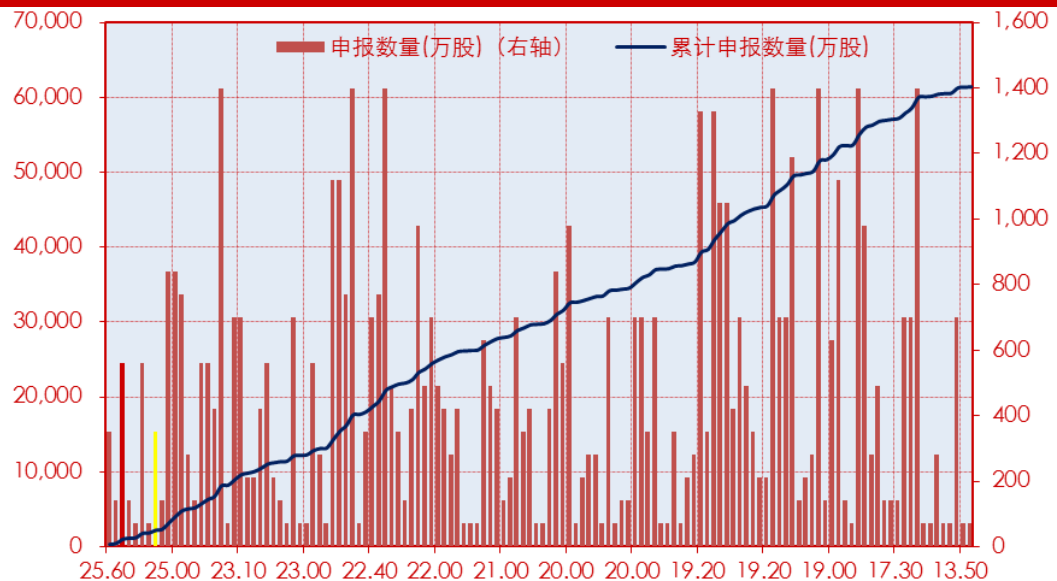
图 3：天银机电初步询价申购情况



资料来源：wind，长江证券研究部。

另一只股票兆日科技的情况也是如此，发行价格是 23 元，在询价阶段 25 元以上的申购量已经超过网下预计的申购量。

图 4：兆日科技初步询价申购情况



资料来源：wind，长江证券研究部。

上面两个股票并不是特例，中签率很低的事实其实已经可以说明这一点：在给新股定价的过程中，发行人与保荐机构面临的情况是“供不应求”——也就是说新股发行量不足以满足投资者的需求。

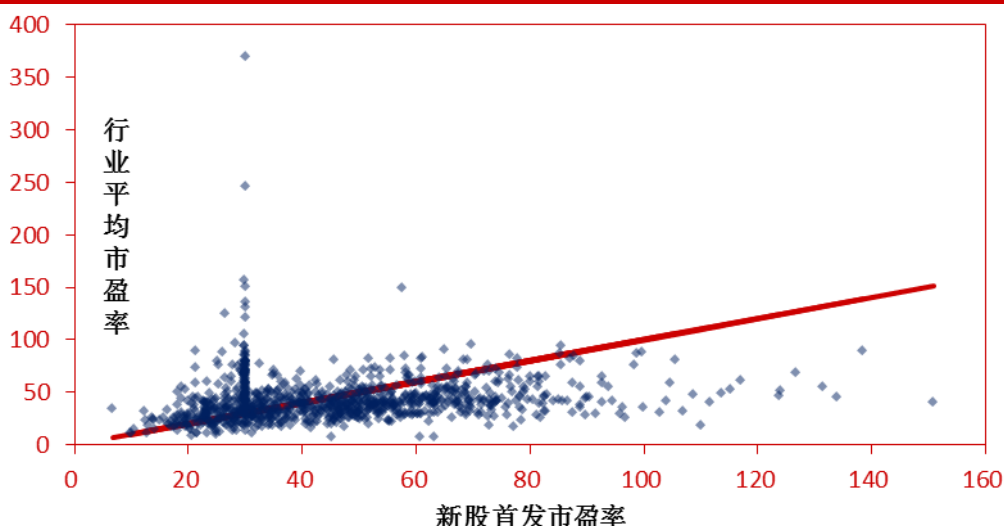
(2) 面临“供不应求”的情况，有些股票的定价却是“弱势”的

一个商品的供不应求会直接导致商品的价格上升达到供求平衡，同样的，新股的“供不应求”，会直接导致新股的首发价格上升，这是一

个很直接的过程。

然而，我们却发现，有将近 1/3 的新股首发市盈率是低于所在行业平均市盈率的，下图是新股的首发市盈率与新股所在行业平均市盈率的散点图，有三分之一的新股首发市盈率低于所在行业平均市盈率。

图 5：新股首发市盈率与所在行业平均市盈率关系图



资料来源：wind，长江证券研究部。

我们统计的 1025 只新股中，共有 418 只股票首发市盈率低于所在行业平均市盈率，余下的 607 只股票市盈率高于行业平均，首发市盈率与行业平均市盈率比值最低的一只是 0.08，最高的是 8.09。

一般来说，新股的定价一方面是和当时的市场环境息息相关，参与申购的人多就会推高新股的价格，参与新股申购的人少就会迫使发行人降低发行价格。而事实上，我们前文已经提过，新股发行一直以来是“供不应求”的状况，也就是说，按照新股的供需情况，新股的定价会被推高。

新股的定价另一方面是参考已上市同行业的股票的市盈率，一般来说不会与同行业的平均市盈率差距太大，然而，有接近三分之一的新股定价是低于同行业平均市盈率的，最低的甚至仅有行业市盈率的 0.08。面对新股“供不应求”的市场状况，远低于行业平均市盈率的定价无疑是“弱势”的。

2. 谁的定价是“弱势”的？

是什么原因导致了这些“弱势定价”的存在？我们先从新股的定价机制看一看。

2005 年 1 月开始实行询价方式确定新股发行价格，2006 年 9 月开始中小板股票可以初步询价之后直接确定发行价格，2010 年 10 月开始创业板股票可以初步询价之后直接确定发行价格。

一般来说，深交所上市的股票（中小板、创业板）采取初步询价之后发行人与保荐机构直接确定发行价格之后摇号中签的方法发行，上交所上市的股票（主板）采取初步询价、之后发行人与保荐机构确定价格区间之后，累计投标询价确定最终发行价格并且按比例配售的方法发行。

(1) 主板、中小板、创业板的定价是否有差异？

由于主板、中小板、创业板上市规则与定价机制略有不同，我们将三个板分开来看。下面首先统计了 2005 年到 2012 年 5 月份，主板、中小板、创业板上市的股票数目，以及国企数目占比（上市时企业的实际控制人非个人的企业均归类为国企），以及相应的新股首发市盈率/行业平均市盈率的均值与标准差：

表 1：主板、中小板、创业板的定价不同

新股首发市盈率/ 行业平均市盈率	主板	中小板	创业板
股票数目	76	630	319
国企数目占比	38%	15%	3%
均值	1.2044	1.0906	1.4985
标准差	0.5172	0.5985	0.7830

资料来源：wind，长江证券研究部。

相比而言，主板、中小板、创业板之间的差异较大，创业板的相对市盈率最高，波动率也最大，主板次之，中小板最低，主板与中小板的波动性基本一致。

我们认为，这种现象背后的原因有二：

- 第一、创业板要求较高的成长性，同时要求最近两年连续盈利并且持续增长，而主板与中小板上市要求中并无利润增长的要求，因此考虑到较高的成长性，创业板股票的首发市盈率会比主板与中小板高。
- 第二、如果比较主板与中小板的情况，主板与中小板在上市要求的区别上面没有严格的规定。从国企数目占比来看，主板国企居多，接近 40%，而国企的首发价格制定时具备政府属性，或多或少会受到非市场化的干预。或者换句话说，主板的的企业发行时不愁卖不出去，定价相比中小板高。

从这些现象及原因看到，我们有必要将主板、中小板、创业板分开来讨论，这三个市场上，谁的定价是“弱势”的。

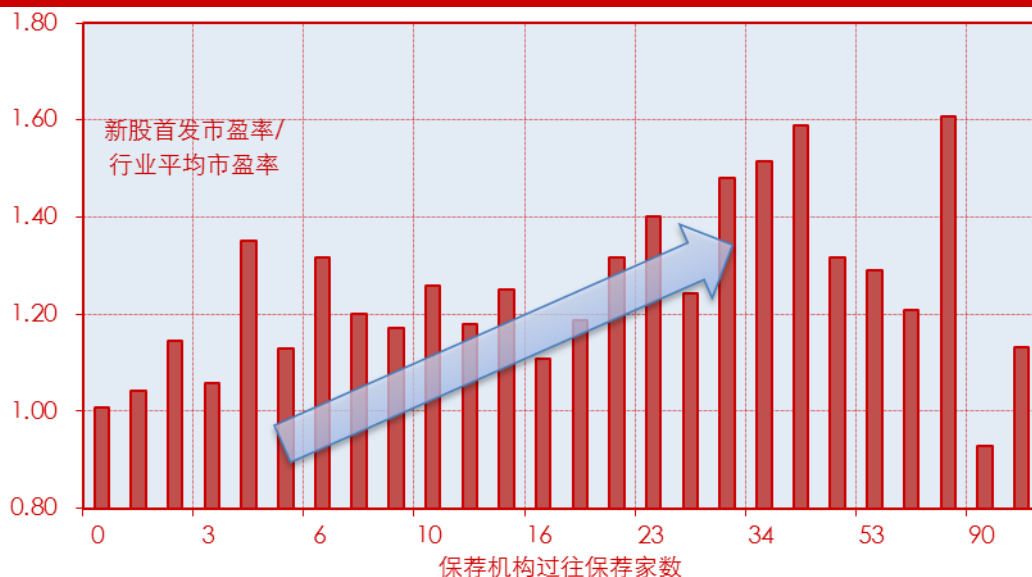
(2) 中小板股票的“定价弱势”有迹可循

从新股定价机制可以看出，发行人与保荐机构是关键的决定因素。初步询价之后，发行人与保荐机构会选择一个价格作为新股发行价，或者确定价格区间（即最低价格）之后累计投标询价，而发行人与保荐机构都有定价高的动力：对发行人来说，发行价格越高意味着可以首次融资可以越多，对公司未来发展更有利；对保荐机构来说，做 IPO 项目最大的贡献在于可以给公司贡献收入，而保荐费、承销费用都是与发行规模有关的，因此发行价格越高意味着保荐机构收入越高。

也就是说，很大程度上可以左右发行价格的人都有动力把股价定高，那么在这样的情况下，为什么有些股票的定价仍旧是“弱势”的？我们对这个问题的看法是：有些保荐机构——经验略少规模不大的保荐机构会出于一些原因故意定低价，这些原因包括：经验不足——在一级市场定价经验不足；求稳的心态——愿意牺牲一些保荐费来换取发行成功的概率。

我们对于每一只新股，找到其保荐机构过去保荐公司的家数，统计了新股发行市盈率/行业市盈率的比值与其保荐机构历史保荐的公司家数的关系图：

图 6：新股首发市盈率/所在行业平均市盈率与保荐机构经验关系图



资料来源：wind，长江证券研究部。

如果用保荐机构过去保荐首次公开发行并上市公司的家数作为对其经验的衡量，用这个变量对首发市盈率/行业市盈率进行回归，发现回归系数显著：

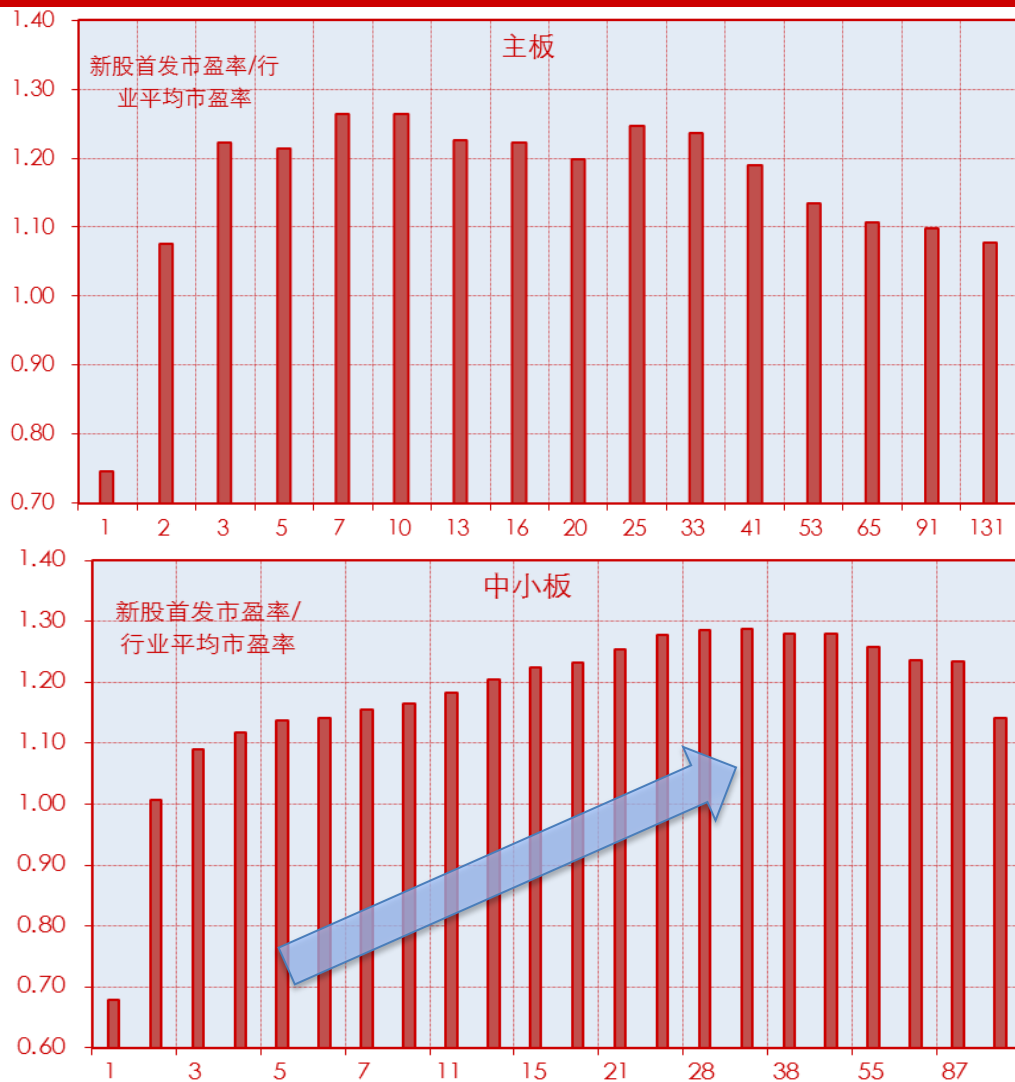
表 2：保荐机构的经验指标对新股首发市盈率/行业市盈率回归

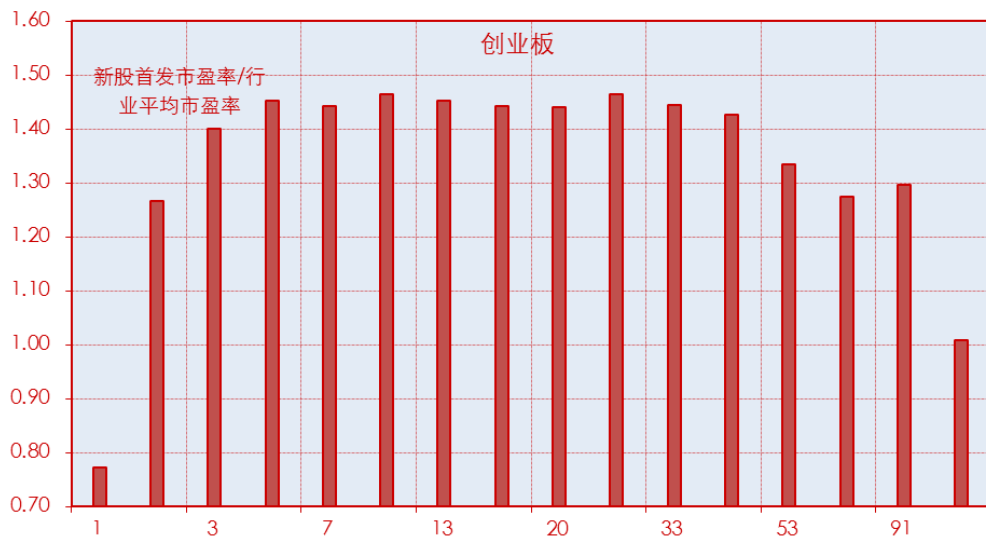
因变量：新股首发市盈率/行业市盈率	自变量：保荐机构过去保荐首次公开发行并上市公司的家数
系数	0.0015
T 值	1.9949
R2	0.0038

资料来源：wind，长江证券研究部。

然而，我们前面分析了，主板、中小板、创业板的定价情况不同，需要分开处理，我们分市场统计保荐机构的经验与新股首发市盈率/行业平均市盈率比值的关系：

图 7：新股首发市盈率/所在行业平均市盈率与保荐机构经验关系图





资料来源：wind，长江证券研究部。

上述三张图表现出三个市场的明显差异：保荐机构的经验对中小板股票的定价影响是非常大的：随着保荐机构越来越有经验，新股定价弱势在慢慢减小，而主板与创业板由于前面讨论的两个特殊的定价情况表现并不明显。

用保荐机构过去保荐首次公开发行并上市公司的家数作为对其经验的衡量，用这个变量对首发市盈率/行业市盈率进行回归，发现中小板的回归系数显著：

表 3：保荐机构的经验指标对新股首发市盈率/行业市盈率回归

因变量：新股首发市盈率/行业市盈率； 自变量：保荐机构过去保荐首次公开发行并上市公司的家数	主板	中小板	创业板
系数	-0.0007	0.0041	-0.0036
T 值	-0.4150	4.2959	-2.5623
R2	0.0023	0.0285	0.0203

资料来源：wind，长江证券研究部。

从这个统计结果基本可以得出这样的结论：中小板股票上市定价中，保荐机构的作用是非常明显的。

经验略少的券商对新股的定价是“弱势”的，经验不足的保荐机构一般来说给新股的定价都是低于行业平均市盈率的。

我们认为，这样的结果是由下面一些原因导致的：

第一、经验少的保荐机构对新股的定价能力弱于经验丰富的保荐机构。新股的首发价格，类似于上市后的交易价格，收到多方面因素的影响，不仅决定于公司本身的质地，还与发行期

间的整个市场的流动性、情绪、所在版块的风险等等很多方面的因素有关，因此，保荐公司家数越少，越难以综合评估这些因素，给出合理估值。

第二、经验少的保荐机构更愿意牺牲部分收入换取新股发行成功的概率。一个 IPO 项目对经验少的保荐机构的意义是大于成熟的保荐机构的，因此，保荐机构一定会十分谨慎地对待，做任何决策都会相对保守。定价方面也不例外，在初步询价之后，在可选的价格范围内，一定是选取一个较低的价格，尽量避免价格定得过高而没人来申购的尴尬。

保荐机构经验少导致的“定价弱势”只存在中小板，而主板与创业板不明显，创业板甚至从数据上看是反过来的结果。对此，我们有两点解释：

第一、保荐机构的经验对主板上市股票定价不明显的原因，我们认为这是由于主板上市的公司中国企数目占比较多造成的。国企的首发价格的制定，保荐机构的参与度与主导度相对较小，因此从保荐机构出发寻找“定价弱势”可以说就走错了路。

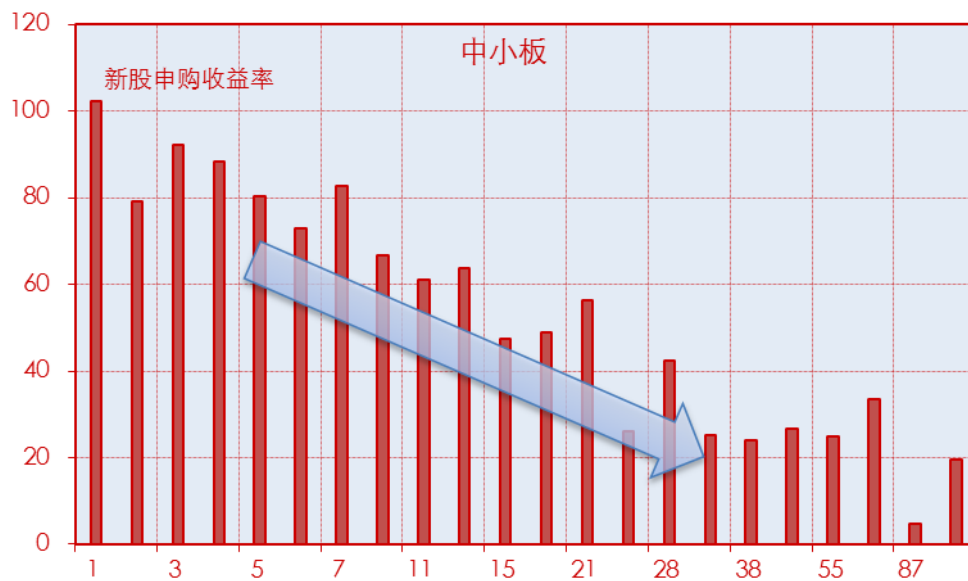
第二、保荐机构的经验对创业板上市股票定价不明显的原因，我们认为创业板的股票上市定价考虑到它的高成长，因此，使用股票首发市盈率/行业平均市盈率作为创业板股票发行定价是否“弱势”的参考是欠缺的。

3. 保荐机构经验导致的“定价弱势”真的有高收益吗？

经过前面的讨论，我们得到了这样的结论：在中小板上市的新股“定价弱势”是有迹可循的：经验较少的保荐机构对新股的定价是“弱势的”——新股的首发市盈率相比同行业市盈率偏低。那么，去申购这些“定价弱势”的新股是否有正的收益？

我们按照保荐机构过往保荐公司家数对新股的申购收益率进行排序，如下图，发现随着保荐机构的经验越来越丰富，保荐公司的家数越来越多，申购其保荐的新股收益越来越低。

图 8：新股申购收益率与保荐机构经验关系图



资料来源：wind，长江证券研究部。

如果用保荐机构过去保荐的公司数作为自变量，用这个变量对申购新股的收益率进行回归，发现回归系数显著：

表 4：保荐机构的经验指标对新股申购收益率回归

因变量：新股申购收益率	自变量：保荐机构过去保荐首次公开发行并上市公司的家数
系数	-0.9175
T 值	-7.7473
R2	0.0872

资料来源：wind，长江证券研究部。

这个结果可以说明这个现象：在中小板上市的股票中，可以寻找具有一级市场“定价弱势”的新股进行申购，在二级市场卖出，获得一二级市场的价格差。

寻找“定价弱势”可以从保荐机构入手，寻找经验略少的保荐机构，我们发现经验少的保荐机构的新股“定价弱势”非常明显。我们使用保荐机构过去保荐首次公开发行并上市公司的家数这个指标作为保荐机构经验的衡量，寻找具有“定价弱势”的保荐机构。

三、IPO 开闸后哪些新股有可能会有“定价弱势”？

截止到 2013 年 8 月 8 日，中小板 IPO 申报企业共有 311 家我们去找这些企业的保荐机构历史经验较少的企业，

我们发现，这 311 家企业中，有六家企业的保荐机构保荐首次公开发行并上市公司的家数为零，这八家企业是如下表所示，保荐机构江海

证券有限公司、摩根士丹利华鑫证券有限责任公司、中山证券股份有限公司历史的保荐首次公开发行并上市公司的家数为零。我们认为，这六只新股在一级市场的定价将会是“弱势”的，申购这些新股有高的收益的概率较大。附录是保荐首次公开发行并上市公司的家数小于十的券商保荐的新股信息。

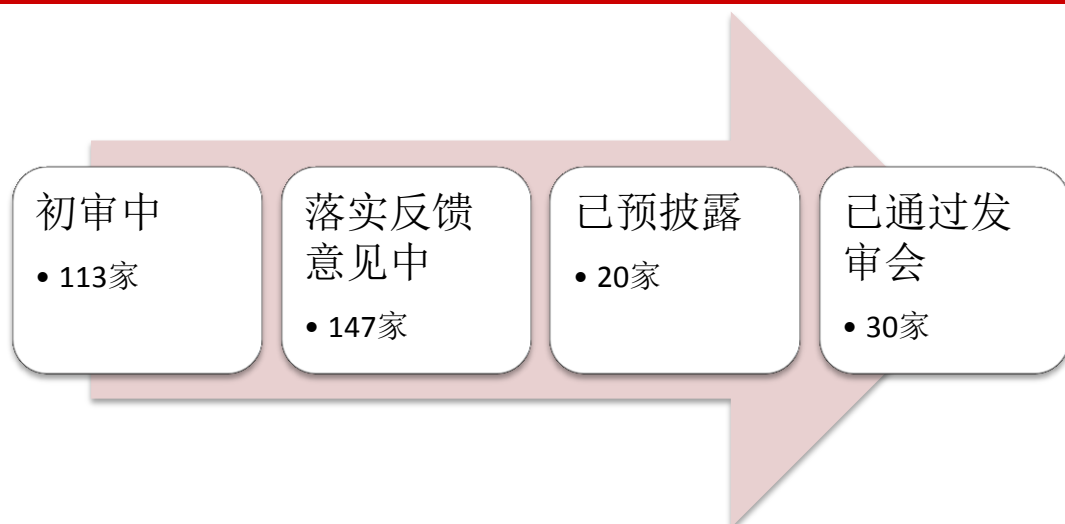
表 5：六家企业的保荐机构保荐首次公开发行并上市公司的家数为零

申报企业	所属行业	保荐机构	备注
南京中油恒燃石油燃气	燃气生产和供应业	江海证券有限公司	初审中
江苏可一文化产业集团	新闻与出版业	江海证券有限公司	初审中
浙江德宏汽车电子电器	电机制造业	摩根士丹利华鑫证券有限责任公司	初审中
广西康华农业*	种植业	摩根士丹利华鑫证券有限责任公司	落实反馈意见中
淮安嘉诚高新化工	化学原料及化学制品制造业	中山证券有限责任公司	落实反馈意见中
广州华工百川科技	专用设备制造业	中山证券有限责任公司	落实反馈意见中

资料来源：证监会网站，长江证券研究部。

这 311 家企业审核流程如下图，绝大部分的企业处于初级阶段,已通过发审会的企业有 30 家,。

图 9：中小板 IPO 申报企业所处的审核流程



资料来源：证监会网站，长江证券研究部。

我们可以从已通过发审会的 30 家企业中找到对应的保荐机构经验较少的企业，如下表：

表 6：处于“已通过发审会”阶段的六家企业

申报企业	所属行业	保荐机构	过往保荐首次公开发行并上市公司的家数
广东珠江桥生物科技	调味品行业	德邦证券有限责任公司	3
广东新宝电器	家用电器制造业	东莞证券有限责任公司	4
怀集登云汽配	汽车零部件行业	新时代证券有限责任公司	6
云南鸿翔一心堂药业（集团）*	医药行业	信达证券股份有限公司	6
甘肃宏良皮业*	制造业	华龙证券有限责任公司	9
常州光洋轴承	机械制造业	齐鲁证券有限公司	9

资料来源：证监会网站，长江证券研究部。

因此，我们强烈建议参与新股申购的企业有六个：南京中油恒燃石油燃气、江苏可一文化产业集团、浙江德宏汽车电子电器、广西康华农业*、淮安嘉诚高新化工、广州华工百川科技；这些企业还处于审核阶段的初期。在已通过发审会的企业中，我们推荐的是：广东珠江桥生物科技、广东新宝电器、怀集登云汽配、云南鸿翔一心堂药业（集团）*、甘肃宏良皮业*、常州光洋轴承。

对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部

姓名	分工	电话	E-mail
周志德	主管	(8621) 68751807 13681960999	zhouzd1@cjsc.com.cn
甘 露	副主管	(8621) 68751916 13701696936	ganlu@cjsc.com.cn
杨 忠	华东区总经理	(8621) 68751003 18616605802	yangzhong@cjsc.com.cn
鞠 雷	华南区总经理	(8621) 68751863 13817196202	julei@cjsc.com.cn
程 杨	华北区总经理	(8621) 68753198 13564638080	chengyang1@cjsc.com.cn
鲍 丽	上海私募总经理	(8621) 68751860 13701828281	baoli@cjsc.com.cn
张 晖	深圳私募总经理	(0755) 82766999 13502836130	zhanghui1@cjsc.com.cn

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：
看 好：	相对表现优于市场
中 性：	相对表现与市场持平
看 淡：	相对表现弱于市场
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：
推 荐：	相对大盘涨幅大于 10%
谨慎推荐：	相对大盘涨幅在 5%~10%之间
中 性：	相对大盘涨幅在-5%~5%之间
减 持：	相对大盘涨幅小于-5%
无投资评级：	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。



长江证券研究部/机构客户部

上海

浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 21 楼
(200122)

电话: 021-68751100

传真: 021-68751151

武汉

武汉市新华路特 8 号长江证券大厦 9 楼
(430015)

传真: 027-65799501

北京

西城区金融大街 17 号中国人寿中心 606 室
(100032)

传真: 021-68751791

深圳

深圳市福田区福华一路 6 号免税商务大厦 25 楼
(518000)

传真: 0755-82750808

0755-82724740

重要声明

长江证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：Z24935000。

本报告的作者是基于独立、客观、公正和审慎的原则制作本研究报告。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。

本公司及作者在自身所知范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为长江证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。