

主题策略

哪些上市红筹可能回归 A 股？

“中概东归”后，“红筹北上”终成行

我们在年初分析过中概股回归港股（“中概东归”）的主题（参见《中概股回归港股六问》），最近有海外上市的红筹龙头科技宣布启动 A 股上市，标志着市场期待多年的上市红筹回归 A 股（“红筹北上”）最终成行。我们在本文中分析红筹回归 A 股的潜在体量及影响。

红筹股回归 A 股经历的曲折历史

红筹企业指注册地在境外、主要经营活动在境内的企业。虽然红筹股回归早在 2001 年就提上了证监会的议程，但多年来境外红筹公司想要在中国境内上市，需要拆除红筹结构，把控制权转回境内。然而，拆除红筹架构通常涉及较为繁琐的程序以及境内外法规的监管，红筹回归的吸引力不足。近年来，在 A 股推进国际化及开放、增加包容性的背景下，具体推进红筹企业回归 A 股的政策陆续出台。2018 年，《国务院办公厅转发证监会关于开展创新企业境内发行股票或存托凭证试点若干意见的通知》正式允许试点红筹企业按程序在境内资本市场发行股票或者存托凭证上市，但对市值和行业要求的门槛仍然较高。2019 年 7 月，随着科创板落地，红筹企业科创板上市政策逐步出台，拓宽了红筹企业 A 股发行股票或者 CDR 实现上市的途径。今年五一前出台的创业板注册制试点文件正式允许红筹企业在创业板上市，并且明确了对已上市和未上市的境外红筹企业赴创业板上市的标准。随即，证监会发布《关于创新试点红筹企业在境内上市相关安排的公告》，显著降低了已境外上市红筹企业的市值要求。除了原本 2000 亿元的市值要求外，市值达到 200 亿元且具有较强的科技创新能力也可选择回归。

解析红筹股回归 A 股的几个选择

1) CDR vs. 直接发行股票？在不拆除红筹架构的情况下，目前红筹企业可以考虑以发行存托凭证（CDR）和直接发行股票的渠道回归上市。红筹公司采用 CDR 模式发行，多一步存托手续，此外还涉及到 CDR 本身处于发展初期的顾虑，近期我们认为多数红筹企业更愿意选择直接境内发行股票回归上市。今年二月，华润微电子以直接发行股票的形式在科创板上市。**2) 回归目标板块？**市值水平、领域不同的红筹股可能会选择回归的 A 股板块也不同。我们认为市值大于 2000 亿元传统红筹企业有可能会选择回归主板，而创新型红筹企业可能在创业板和科创板中选择。

筛选上市红筹企业：红筹回归提高 A 股上市公司质量、促进优胜劣汰

我们将海外已经上市的红筹股（包括中概股及香港上市的红筹股）按照下面两套标准分别进行了梳理：1) 市值大于 2000 亿元，如图 8；2) 市值大于 200 亿元的创新型企业（且符合创业板和/或科创板上市条件），如图 9 所示。第一类企业合计市值 12.3 万亿元，第二类企业合计市值 1.5 万亿元，如果这些企业回归 A 股平均新发行 5% 股份，合计融资额将达到 6800 亿元，我们预计在未来 2-3 年内逐步成行。我们认为大市值红筹和部分创新红筹回归 A 股，将促进资本市场支持实体经济、支持创新升级，丰富 A 股的投资品种、提高整体上市公司质量，同时会对那些质地欠佳的偏小市值个股造成继续进一步资金稀释，促进优胜劣汰，中长期将改善中国股市生态。

分析员

王汉锋, CFA

SAC 执证编号: S0080513080002

SFC CE Ref: AND454

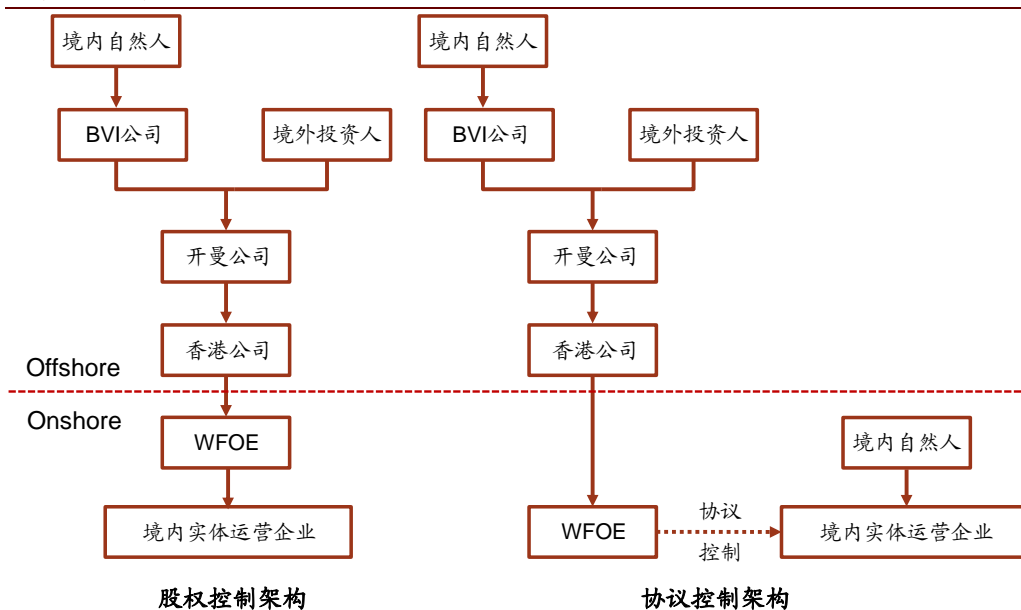
hanfeng.wang@cicc.com.cn

红筹股回归 A 股监管变化

红筹股定义

红筹企业指注册地在境外、主要经营活动在境内的企业。形式上，红筹企业是境外注册实体，也即外国法律实体。按照对境内实体运营企业的具体控制方式，又分为协议控制架构（VIE）和股权控制架构。协议控制架构是指红筹企业通过协议方式实际控制境内运营企业，而股权架构是指红筹企业通过直接或者间接持股的方式控制境内实体运营企业的模式。

图表 1：红筹公司两种架构模式



资料来源：金杜律师事务所，中金公司研究部

红筹股回归 A 股：从“困难重重”到“多重选择”

2001-2017：红筹股回归搬上日程，但“困难重重”

早在 2001 年前后，红筹股回归就已经提上了证监会的研究日程，但并没有出台具体的文件。2007 年 6 月，证监会向部分券商下发了《境外中资控股上市公司在境内首次公开发行股票试点办法（草案）》，为红筹股回归 A 股上市初步制定了门槛和规范。《试点办法》规定，香港红筹股发行 A 股需要同时满足四个条件：股票已在联交所上市交易一年以上；市值不低于 200 亿港元；最近三个会计年度累计净利润不低于 20 亿港元；50% 以上的经营性资产在境内，或者 50% 以上的利润来源于境内业务。2009 年 3 月，人民银行发布《2008 年国际金融市场发展报告》，指出将进一步研究红筹企业回归 A 股市场。

虽然这些文件明确了鼓励红筹股回归 A 股的大趋势，但是红筹股回归仍面临重重实际操作上的困难。按照当时中国证监会的监管规定，境外红筹公司想要在中国境内上市，需要拆除红筹结构，把控制权转回境内。然而，拆除红筹架构通常涉及原境外投资者的退出、境内外法律法规的遵守（包括但不限于国内外汇、商务、税务合规性的核查判断等）、所涉及成本（涉及税收成本）。实际操作中，如果个别小股东不配合还会导致架构拆除的失败。

2018-2020：进一步“清除”回归的阻碍，吸引创新型企业回归

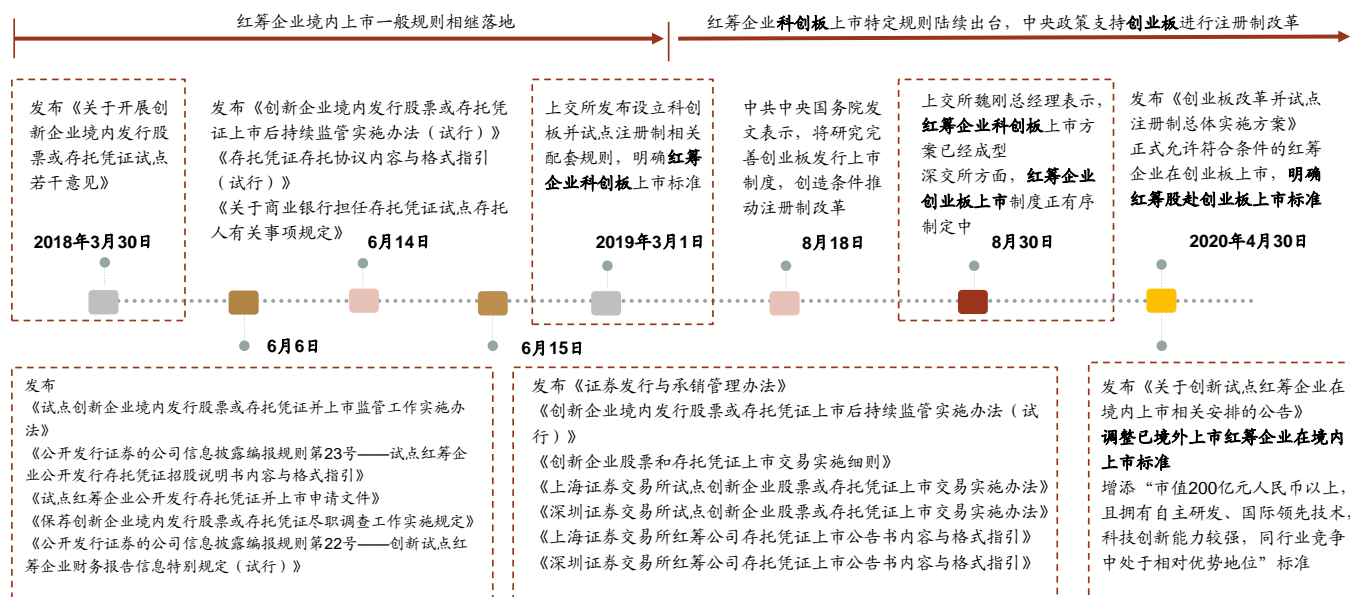
经过长时间的酝酿后，具体的推进红筹企业回归 A 股的政策在近两年陆续出台。2018 年，《国务院办公厅转发证监会关于开展创新企业境内发行股票或存托凭证试点若干意见的通知》正式允许试点红筹企业按程序在境内资本市场发行股票或者存托凭证上市。《意见》对试点企业的行业属性（属于互联网、大数据、云计算、人工智能、软件和集成电路、高端装备制造、生物医药等高新技术产业和战略性新兴产业）及量化标准要求（境外上市大型红筹企业市值不低于 2000 亿元，未上市红筹企业估值不低于 200 亿元且营收不低于 30 亿元）。虽然通过发行 CDR 红筹企业不再需要拆除红筹架构，但是存托凭证的发行流程较为复杂。由于国内存托凭证体系发展处于初期，发行后也存在不确定性。目前尚未有红筹企业通过发行 CDR 成功上市（九号智能的 CDR 上市申请还未正式获批）。

图表 2：2018 年 3 月出台的《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》允许试点红筹企业在境内发行股票或者存托凭证上市

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	
试点对象及选取机制	<p>1. 主要针对少数符合国家战略、具有核心竞争力、市场认可度高，属于互联网、大数据、云计算、人工智能、软件和集成电路、高端装备制造、生物医药等高新技术产业和战略性新兴产业，达到相当规模的创新企业</p> <p>2. 选取标准方面，一是已境外上市的红筹企业，市值不低于 2000 亿元人民币。二是尚未在境外上市的创新企业（包括红筹企业和境内注册企业），最近一年营业收入不低于 30 亿元人民币，且估值不低于 200 亿元人民币；或收入快速增长，拥有自主研发、国际领先技术，同行业竞争中处于相对优势地位</p> <p>3. 选取机制方面，证监会成立科技创新产业化咨询委员会，甄选试点企业</p>
试点企业的发行条件和审核机制	<p>1. 允许试点红筹企业按程序在境内资本市场发行存托凭证上市</p> <p>2. 具备股票发行上市条件的试点红筹企业也可申请在境内发行股票上市</p> <p>3. 解决试点企业因可能存在的尚未盈利和未弥补亏损问题存在的上市障碍</p>
试点企业的信息披露和日常监管	发行股票或 CDR 均纳入现行证券法规规范范围
试点的投资者保护要求	尚未盈利试点企业的控股股东、实际控制人和董事、高级管理人员在企业实现盈利前不得减持上市前持有的股票

资料来源：证监会，中金公司研究部

图表 3：2018-2020 年出台的政策旨在拓宽可以考虑回归 A 股上市的已上市或未上市红筹公司的范围



资料来源：证监会，中金公司研究部

2019 年 7 月，随着科创板落地，红筹企业科创板上市政策正在逐步出台，更加拓宽了红筹企业 A 股发行股票或者 CDR 实现上市的途径。同年 8 月，国务院发文支持深交所创业板注册制改革，再次放开红筹企业境内上市标准。具体的上市要求我们在下图中有详细梳理，但是对于已在境外上市的红筹企业回归 A 股的市值要求门槛仍旧很高，需不低于

2000 亿元。

今年 4 月 30 日，证监会发布《关于创新试点红筹企业在境内上市相关安排的公告》，降低了已境外上市红筹企业的市值要求。根据公告，已在境外上市的红筹企业，若要申请在境内发行股票或者 CDR，市值需满足两类标准之一：（1）市值不低于 2000 亿元人民币；（2）市值在 200 亿元以上，且拥有自主研发、国际领先技术，科技创新能力较强，在同行业竞争中处于相对优势地位。此次对于市值规模要求的显著降低后，更多的上市红筹股现已满足回归 A 股的条件。

图表 4: 2018-2020 年出台的政策旨在拓宽可以考虑回归 A 股上市的已上市或未上市红筹公司的范围

日期	文件名	具体规定
2018.3	《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》	<ul style="list-style-type: none"> 试点企业应当是符合国家战略、掌握核心技术、市场认可度高，属于互联网、人工智能、高端装备制造、生物医药等高新技术产业和战略性新兴产业，且达到相当规模的创新企业； 其中，已在境外上市的大型红筹企业，市值不低于2000亿元人民币； 尚未在境外上市的创新企业（红筹企业和境内注册企业），最近一年营业收入不低于30亿元人民币且预计市值不低于200亿元人民币，或者营业收入快速增长，拥有自主研发、国际领先技术； 股权结构、公司治理、运行规范等事项可适用境外注册地公司法等法律法规规定，但关于投资者权益保护的安排总体上应不低于境内法律要求； 存在投票权差异、协议控制架构或类似特殊安排的，应于首次公开发行时，在招股说明书等公开发行文件显著位置充分、详细披露相关情况
2019.3	《上海证券交易所科创板股票上市规则》	<ul style="list-style-type: none"> 行业要求：高新技术产业和战略新兴产业 市值和规模要求： <ul style="list-style-type: none"> - 已在境外上市的红筹公司，市值不低于2000亿元； - 尚未在境外上市的红筹公司，最近一年营收不低于30亿元且估值不低于200亿元 - 营业收入快速增长，拥有自主研发、国际领先技术，同行业竞争中处于相对优势地位的尚未在境外上市的红筹公司，应至少满足下列标准之一：（1）预计市值不低于100亿元；（2）预计市值不低于50亿元，且最近一年营业收入不低于5亿元
2020.4	《创业板改革并试点注册制总体实施方案》	<ul style="list-style-type: none"> 正式允许符合条件的红筹企业在创业板上市。红筹企业赴创业板上市的财务指标须满足：预计市值不低于100亿元，最近一年净利润为正；或者预计市值不低于50亿元，最近一年净利润为正且营业收入不低于5亿元
2020.4	《关于创新试点红筹企业在境内上市相关安排的公告》	<ul style="list-style-type: none"> 已境外上市红筹企业的市值要求调整为符合下列标准之一： <ul style="list-style-type: none"> （一）市值不低于2000亿元人民币； （二）市值200亿元人民币以上，且拥有自主研发、国际领先技术，科技创新能力较强，在同行业竞争中处于相对优势地位

资料来源：证监会，中金公司研究部

红筹股回归 A 股：CDR vs. 直接发行？回归目的地？

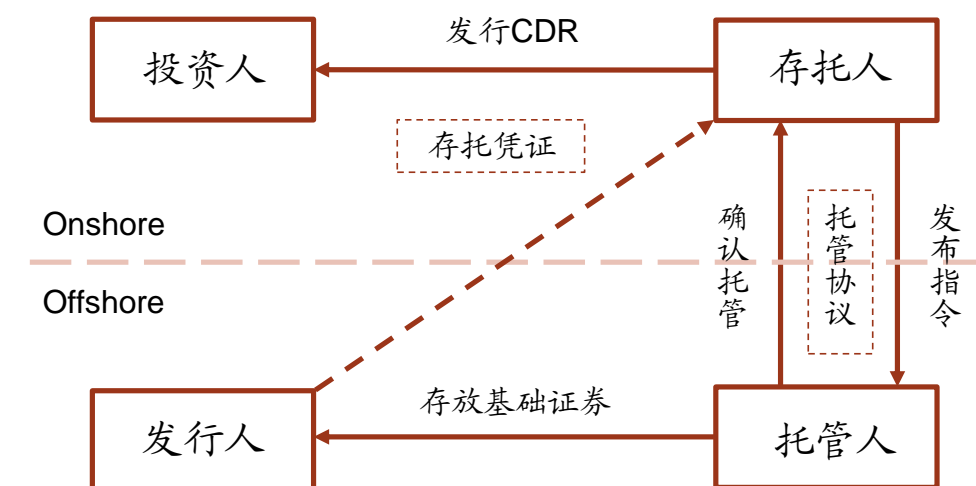
CDR vs. 直接发行股票

由于 CDR 是解决红筹企业难以直接在 A 股市场上市的折中做法，红筹公司采用 CDR 模式运行，多一步存托手续，此外还涉及到 CDR 本身处于发展初期的顾虑，因此长期而言，我们认为红筹企业更愿意选择直接境内发行股票回归上市。

CDR 上市程序相比直接发行股票更为繁琐

- ▶ 整个程序需要多部门的配合协调，涉及发行主体、CDR 投资者、存托机构、托管机构、证券经纪机构等参与主体。
- ▶ 申请程序上，除了直接发行股票需要的材料外，拟上市企业需要提交本次发行的存托凭证已经中国结算存管的证明文件、经签署的存托协议、托管协议文本以及托管人出具的存托凭证所对应基础证券的托管凭证文件。
- ▶ 发行步骤上，发行人在境内和发行地本地的存托人签署存托协议，在境外与托管人签署托管协议，委托其将基础证券进行托管。确认托管后，托管人通知存托人，后者发行可自由交易的 CDR，再委托给承销商销售。

图表 5: CDR 发行流程



资料来源：证监会，中金公司研究部

CDR 发展尚不成熟，存在不确定性

- ▶ CDR 与基础证券可转换型：目前 CDR 和境外基础证券尚未实现转换，主要原因是在人民币资本尚未开放的情况下，若完全转换，可能引发规模较大且难以预计的资金跨境转移。然而，不可转换的模式并不利于 CDR 的长期发展，因为国内和境外市场的脱节导致 CDR 和基础股票间存在较大价差，降低基础股票发行人发行 CDR 的意愿。
- ▶ 资金汇兑：CDR 采取人民币进行定价，有助于推动人民币国际化的进程。但由于目前资本项下人民币尚未实现完全可兑换，境外公司通过 CDR 募集的人民币资金在自由汇兑出境上存在限制。此外，CDR 涉及的资本账户是“居民境外购买”，这在一定程度上对 CDR 的发行数量也有所限制。
- ▶ 跨部门、跨境协同监管：CDR 制度虽然已经落地，但是相关的监管还有待完善。CDR 涉及证监会、外管局、发改委等部门的合作。由于 CDR 的基础证券位于境外，对发行主体的监管还需要与海外监管部门的交流和合作。

虽然 CDR 的发展还处在初期，但机制的存在也给红筹企业更多的选择。如果股东趋向于配置海外资产、搭建相对复杂的协议控制架构或者主要业务位于海外的红筹企业，这部分红筹企业可能更倾向于选择发行 CDR，而非直接在境内发行股票。另外，政策方面也在积极支持 CDR 试点，我们认为未来 CDR 机制也有望进一步成熟，以上提及的问题也会得以改善。

回归目的地：老经济、大红筹回归主板，新经济小红筹回归科创板和创业板

根据最新的创新红筹企业回归试点文件，红筹股可以选择回归主板、中小板、创业板和科创板。因此，市值水平不同的红筹股会选择回归的 A 股板块也不同。市值大于 2000 亿元的“大红筹”企业业务较为成熟，同时具有优质的基本面指标，我们认为这部分公司有望回归主板。

另一方面，市值大于 200 亿元的创新型“小红筹”企业可能在科创板和创业板之间选择。此前，科创板比创业板更具有吸引力的主要原因是注册制上市。科创板上市从申报到审核通过一般仅需要半年左右的时间，此外在同业竞争、关联交易、盈利指标等方面的审核要求更为宽松。由于创业板近期才在注册制改革文件中正式宣布允许红筹企业回归上市，目前还没有企业申请在创业板上市。短期内，有意回归的小市值红筹企业可能更加倾向于科创板，但是随着创业板注册制试点计划的落地，科创板和创业板的上市流程将慢慢趋同。

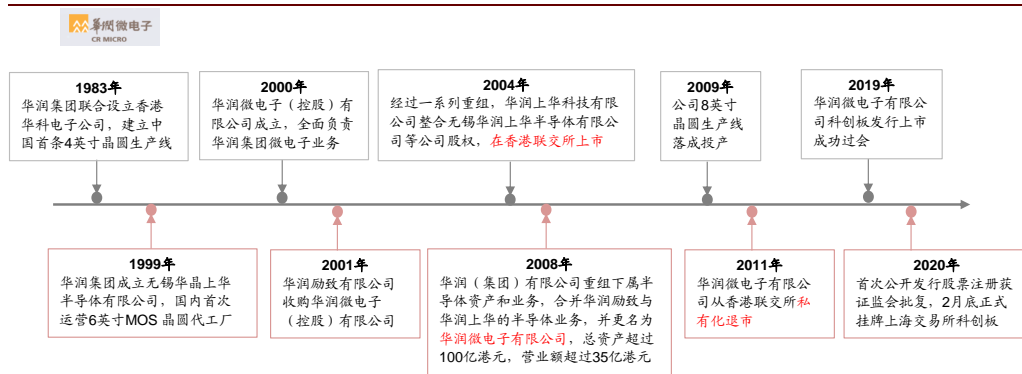
近期成功回归的红筹股案例 - 华润微电子

华润微电子是中国领先的拥有芯片设计、晶圆制造、封装测试等全产业链一体化经营的半导体企业，产品聚焦于功率半导体、智能传感器与智能控制领域，为客户提供丰富的半导体产品与系统解决方案。同时是国内最大的功率器件企业，国内少数覆盖完整产业链业务的半导体企业。以销售额计，华润微电子在 2018 年中国本土半导体企业排名中位列第 10，是前 10 名中唯一一家 IDM 模式为主经营的企业。

公司主营业务分为产品及方案和制造及服务，（1）产品及方案包括功率半导体、智能传感器、智能控制的研发、制造及销售，公司产品应用于智能传感、新能源、消费电子、工业、无线通讯等领域；（2）制造及服务主要提供半导体开放式晶圆制造、封装测试等服务，专注于模拟半导体特种工艺，是国内前三的本土晶圆制造企业，6 英寸晶圆产能在国内居于前列。

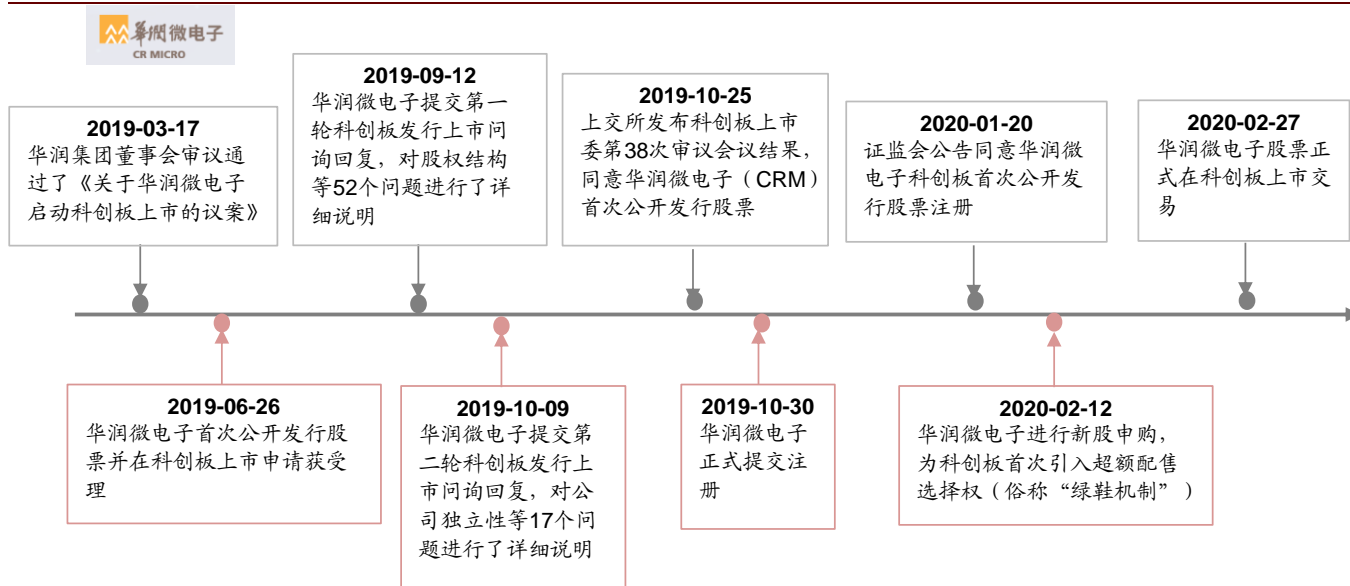
华润微电子通过直接发行股票上市，从申请到受理到正式过会，用时不到半年。审核过程也相对顺利，且引入超额配售选择权（俗称“绿鞋机制”）。2020 年 2 月 27 日，华润微电子股票正式在科创板上市交易，成为“红筹第一股”。华润微电子还是第一家港元而非人民币为面值的 A 股上市公司，以及第一家有限公司而非股份有限公司。

图表 6: 华润微电子发展历程



资料来源：万得资讯，中金公司研究部

图表 7: 华润微电子上市流程时间线



资料来源：万得资讯，中金公司研究部

可能回归 A 股的上市红筹股筛选

筛选市值大于 2000 亿元的红筹企业

此类企业（图 8）共计 11 家，合计市值 12.3 万亿元，行业涉及信息技术、电信、能源、可选消费。

图表 8：市值大于 2000 亿元且已在香港或美国上市的红筹企业

代码	公司名称	行业	年初至今表现 (%)	2020E 净利润一致预期近 1 个月调整 (%)	总市值 (亿人民币)	3 个月日均成交额 (百万美元)	P/E 2020E	P/B 2020E	ROE 2020E (%)	EPS 增速 2020E (%)
港股										
0700.HK	腾讯控股	信息技术	14.8	2.6	37,580.9	1,263.4	33.7	6.8	20.3	19.7
0941.HK	中国移动	电信服务	(13.1)	0.4	10,667.9	221.8	9.9	0.9	9.1	0.7
0883.HK	中国海洋石油	能源	(28.1)	-16.4	3,806.8	144.7	9.0	0.8	9.1	-30.3
1810.HK	小米集团-W	信息技术	17.4	0.5	2,786.2	247.1	25.0	3.0	12.0	11.0
3690.HK	美团点评-W	可选消费	23.5	-12.0	6,705.9	354.5	336.8	6.4	1.9	-11.0
中概股										
BABA.N	阿里巴巴	可选消费	2.4	0.3	41,319.5	3,717.9	33.1	2.8	8.4	54.2
JD.O	京东	可选消费	54.0	5.1	5,625.9	813.4	62.3	5.8	9.3	5.8
PDD.O	拼多多	可选消费	66.8	17.3	5,358.0	347.4	(142.0)	23.6	(16.6)	64.1
NTES.O	网易	信息技术	29.4	0.2	3,623.6	269.9	26.9	4.9	18.4	-28.7
BIDU.O	百度	信息技术	(13.2)	-8.2	2,691.4	520.8	23.6	3.3	13.8	662.8
TAL.N	好未来	可选消费	16.1	-17.9	2,347.6	238.2	81.8	11.9	14.5	2.0

注：数据截至 2020 年 5 月 22 日，估值数据基于市场一致预期；资料来源：万得资讯，彭博资讯，中金公司研究部

筛选市值大于 200 亿元的创新型红筹企业

此类企业（图 9）共计 23 家，合计市值 1.5 万亿元，主要来自信息技术和医疗保健行业。除了满足大于 200 亿元的市值条件外，这些企业还具有自主研发、国际领先技术，科技创新能力较强，同行业竞争中处于相对优势地位。

中长期，红筹股的回归将继续优化中国资本市场

我们认为大市值红筹和部分创新红筹回归 A 股，将促进资本市场支持实体经济、支持创新升级，丰富 A 股的投资品种、提高整体上市公司质量，同时对那些质地欠佳的偏小市值个股造成继续进一步资金稀释、促进优胜劣汰，中长期将改善中国股市生态。

图表 9: 市值大于 200 亿元且已上市的信息技术、医疗保健等具有一定创新业务的红筹企业

代码	公司名称	行业	年初至今表现 (%)	2020E净利润一致预期近1个月调整 (%)	总市值 (亿人民币)	3个月日均成交额 (百万美元)	P/E 2020E	P/B 2020E	ROE 2020E (%)	EPS增速 2020E (%)
港股										
3692.HK	翰森制药	医疗保健	23.7	0.0	1,735.4	20.3	56.0	11.4	20.3	21.3
2269.HK	药明生物	医疗保健	27.2	0.0	1,493.5	119.0	104.4	11.5	11.0	41.1
1177.HK	中国生物制药	医疗保健	4.6	-2.0	1,312.1	88.7	38.1	0.9	2.4	27.1
2382.HK	舜宇光学科技	信息技术	(22.2)	-0.9	1,053.6	159.7	22.1	6.6	30.0	19.6
1833.HK	平安好医生	医疗保健	76.8	0.0	981.2	91.2	(145.7)	10.8	(7.4)	8.3
1093.HK	石药集团	医疗保健	(17.7)	-4.4	872.9	74.7	19.5	4.0	20.7	20.8
1801.HK	信达生物-B	医疗保健	53.1	0.0	499.3	24.3	(46.8)	12.7	(27.0)	38.0
0992.HK	联想集团	信息技术	(23.5)	-5.8	439.6	28.6	8.5	2.9	34.1	9.5
2018.HK	瑞声科技	信息技术	(41.4)	-12.2	440.6	83.1	18.2	2.1	11.4	8.7
0772.HK	阅文集团	信息技术	37.7	-0.4	415.8	25.2	34.9	2.0	5.8	8.7
0268.HK	金蝶国际	信息技术	65.5	-5.7	392.3	32.7	128.4	6.4	5.0	-17.9
0853.HK	微创医疗	医疗保健	154.6	0.0	373.2	48.3	132.9	10.1	7.6	-14.5
3888.HK	金山软件	信息技术	27.5	25.0	323.4	54.7	136.2	2.1	1.6	115.3
0285.HK	比亚迪电子	信息技术	2.0	59.9	315.0	34.7	9.0	1.6	17.7	118.0
1548.HK	金斯瑞生物科技	医疗保健	(10.7)	7.4	274.0	15.0	(19.9)	20.5	(103.2)	-100.5
3320.HK	华润医药	医疗保健	(40.2)	-4.4	248.4	7.1	6.7	0.9	13.5	23.9
1789.HK	爱康医疗	医疗保健	160.8	0.8	232.9	24.0	66.5	1.9	2.9	31.1
0867.HK	康哲药业	医疗保健	(20.8)	0.0	200.9	7.3	8.4	1.8	21.5	21.8
中概股										
BGNE.O	百济神州	医疗保健	1.8	5.1	927.0	4.0	(13.5)	5.0	(37.4)	-
ZLAB.O	再鼎医药	医疗保健	82.9	55.2	395.2	-	(19.8)	-	-	-1.8
CBPO.O	泰邦生物	医疗保健	(5.7)	0.0	299.2	23.9	25.7	2.6	10.0	34.2
NIO.N	蔚来	可选消费	(8.2)	0.0	278.5	-	(4.2)	23.4	(559.0)	38.1

注: 数据截至 2020 年 5 月 22 日, 估值数据基于市场一致预期; 资料来源: 万得资讯, 彭博资讯, 中金公司研究部

法律声明

一般声明

本报告由中国国际金融股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但中国国际金融股份有限公司及其关联机构（以下统称“中金公司”）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、意见等均仅供投资者参考之用，不构成对买卖任何证券或其他金融工具的出价或征价或提供任何投资决策建议的服务。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或投资操作性建议。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，自主审慎做出决策并自行承担风险。投资者在依据本报告涉及的内容进行任何决策前，应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，并就相关决策咨询专业顾问的意见对依据或者使用本报告所造成的一切后果，中金公司及/或其关联人员均不承担任何责任。

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，相关证券或金融工具的价格、价值及收益亦可能会波动。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，中金公司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。

本报告署名分析师可能会不时与中金公司的客户、销售交易人员、其他业务人员或在本报告中针对可能对本报告所涉及的标的证券或其他金融工具的市场价格产生短期影响的催化剂或事件进行交易策略的讨论。这种短期影响的分析可能与分析师已发布的关于相关证券或其他金融工具的目标价、评级、估值、预测等观点相反或不一致，相关的交易策略不同于且也不影响分析师关于其所研究标的证券或其他金融工具的基本面评级或评分。

中金公司的销售人员、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。中金公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。中金公司的资产管理部门、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不一致的投资决策。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本报告提供给某接收人是基于该接收人被认为有能力独立评估投资风险并就投资决策能行使独立判断。投资的独立判断是指，投资决策是投资者自身基于对潜在投资的目标、需求、机会、风险、市场因素及其他投资考虑而独立做出的。

本报告由受香港证券和期货委员会监管的中国国际金融香港证券有限公司（“中金香港”）于香港提供。香港的投资者若有任何关于中金公司研究报告的问题请直接联系中金香港的销售交易代表。本报告作者所持香港证监会牌照的牌照编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

本报告由受新加坡金融管理局监管的中国国际金融（新加坡）有限公司（“中金新加坡”）于新加坡向符合新加坡《证券期货法》定义下的认可投资者及/或机构投资者提供。提供本报告于此类投资者，有关财务顾问将无需根据新加坡之《财务顾问法》第 36 条就任何利益及/或其代表就任何证券利益进行披露。有关本报告之任何查询，在新加坡获得本报告的人员可联系中金新加坡销售交易代表。

本报告由受金融服务监管局监管的中国国际金融（英国）有限公司（“中金英国”）于英国提供。本报告有关的投资和服务仅向符合《2000 年金融服务和市场法 2005 年（金融推介）令》第 19（5）条、38 条、47 条以及 49 条规定的人士提供。本报告并未打算提供给零售客户使用。在其他欧洲经济区国家，本报告向被其本国认定为专业投资者（或相当性质）的人士提供。

本报告将依据其他国家或地区的法律法规和监管要求于该国家或地区提供。

特别声明

在法律许可的情况下，中金公司可能与本报告中提及公司正在建立或争取建立业务关系或服务关系。因此，投资者应当考虑到中金公司及/或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。

与本报告所含具体公司相关的披露信息请访 <https://research.cicc.com/footer/disclosures>，亦可参见近期已发布的关于该等公司的具体研究报告。

中金研究基本评级体系说明：

分析师采用相对评级体系，股票评级分为跑赢行业、中性、跑输行业（定义见下文）。

除了股票评级外，中金公司对覆盖行业的未来市场表现提供行业评级观点，行业评级分为超配、标配、低配（定义见下文）。

我们在此提醒您，中金公司对研究覆盖的股票不提供买入、卖出评级。跑赢行业、跑输行业不等同于买入、卖出。投资者应仔细阅读中金公司研究报告中的所有评级定义。请投资者仔细阅读研究报告全文，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠评级来推断结论。在任何情形下，评级（或研究观点）都不应被视为或作为投资建议。投资者买卖证券或其他金融产品的决定应基于自身实际具体情况（比如当前的持仓结构）及其他需要考虑的因素。

股票评级定义：

- 跑赢行业（OUTPERFORM）：未来 6~12 个月，分析师预计个股表现超过同期其所属的中金行业指数；
- 中性（NEUTRAL）：未来 6~12 个月，分析师预计个股表现与同期其所属的中金行业指数相比持平；
- 跑输行业（UNDERPERFORM）：未来 6~12 个月，分析师预计个股表现不及同期其所属的中金行业指数。

行业评级定义：

- 超配（OVERWEIGHT）：未来 6~12 个月，分析师预计某行业会跑赢大盘 10%以上；
- 标配（EQUAL-WEIGHT）：未来 6~12 个月，分析师预计某行业表现与大盘的关系在-10%与 10%之间；
- 低配（UNDERWEIGHT）：未来 6~12 个月，分析师预计某行业会跑输大盘 10%以上。

研究报告评级分布可从<https://research.cicc.com/footer/disclosures> 获悉。

本报告的版权仅为中金公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

V190624
编辑：赵静

中国国际金融股份有限公司

中国北京建国门外大街1号国贸写字楼2座28层 | 邮编: 100004

电话: (+86-10) 6505 1166

传真: (+86-10) 6505 1156

美国

CICC US Securities, Inc

32th Floor, 280 Park Avenue

New York, NY 10017, USA

Tel: (+1-646) 7948 800

Fax: (+1-646) 7948 801

英国

China International Capital Corporation (UK) Limited

25th Floor, 125 Old Broad Street

London EC2N 1AR, United Kingdom

Tel: (+44-20) 7367 5718

Fax: (+44-20) 7367 5719

新加坡

China International Capital Corporation (Singapore) Pte. Limited

6 Battery Road, #33-01

Singapore 049909

Tel: (+65) 6572 1999

Fax: (+65) 6327 1278

香港

中国国际金融（香港）有限公司

香港中环港景街1号

国际金融中心第一期29楼

电话: (852) 2872-2000

传真: (852) 2872-2100

上海

中国国际金融股份有限公司上海分公司

上海市浦东新区陆家嘴环路1233号

汇亚大厦32层

邮编: 200120

电话: (86-21) 5879-6226

传真: (86-21) 5888-8976

深圳

中国国际金融股份有限公司深圳分公司

深圳市福田区益田路5033号

平安金融中心72层

邮编: 518048

电话: (86-755) 8319-5000

传真: (86-755) 8319-9229

