日期：2020 年 08 月 19 日

创业板注册制改革对 A 股市场的影响

分析师： 刘骐豪
Tel： 021-53686132
E-mail： liuqihao@shzq.com
SAC 证书编号： S0870512090002

报告编号： liuqihao-ZTYJ18

相关报告：

首次报告日期：2012 年 10 月 10 日

一、创业板注册制与科创板主要规则比较

8 月 14 日深交所官宣计划于 8 月 24 日组织创业板注册制首批企业上市。创业板改革并试点注册制是首次将增量与存量改革同步推进的资本市场重大改革，涉及发行、上市、信息披露、交易、退市等一系列基础性制度。创业板注册制改革方向与科创板大体一致，具体细节方面有以下几点主要不同：

第一，市场定位方面。创业板和科创板都承担着服务创新发展和经济高质量发展的战略任务。虽然两者服务的企业范围有所重叠，但从板块定位看，创业板和科创板各有侧重。

第二，发行制度方面。创业板给出了三条上市标准，而科创板主要是五条标准。创业板注册制改革学习了科创板引入了市值的标准，同时还弱化了盈利的要求，但规定针对未盈利企业的上市标准在近一年内暂不实施。此外，创业板在继承科创板关于红筹企业回境内上市标准的基础上，量化了红筹企业营业收入快速增长的标准。

第三，交易制度方面。创业板效仿科创板实行上市前 5 个交易日不设涨跌幅，其后为 20%涨跌幅限制，明确了交易制度落地实施的时间。除此之外也放宽了对于单笔交易申报的数量限制，把 20%的交易制度也推开到两类创业板基金。投资者适当性要求上，创业板新增投资者开户门槛为 10 万元（存量投资者只需要重新签署风险揭示书），低于科创板的 50 万元。

第四，退市制度方面，创业板退市制度借鉴了科创板的退市制度，优化了整个退市的程序，包括取消暂停上市，恢复上市环节，对交易类退市不再设置退市整理期。与科创板不同的是，创业板注册制改革退市标准对财务类退市标准做了量化，科创板由于上市标准多样，因此在财务类退市制度中未设置量化指标，但对不同类型公司规定了有针对性的退市情形。

二、创业板现状描述与分析

截至 8 月 15 日，创业板共计 833 家上市公司。

行业分布看，分布于申万一级行业中的 25 家行业中。其中机械设备，计算机，电子，医药生物，化工等行业数量居前。区域分布看，广东省，江苏省，北京市，浙江省等省市数量居前。从募集资金看，2009 年上市以来创业板合计募集资金 11205 亿元，占整体 A 股募资金额比重的 8.5%。从市值变化看，创业板市值占全部 A 股的比重由 2010 年的 2.3%上升至目前的 11.3%。从成交额变化看，创业板成交金额占比由 2010 年的 1.9%上升至 2019 年的 18.3%。从融资余额看，创业板融资余额占比由 2013 年的 3.9%上升至目前的 12.1%。从业绩表现看，创业板的盈利增速波动明显大于整体 A 股。创业板的 ROE 水平和经营性

现金流占比均弱于整体 A 股。但创业板的研发占比明显高于 A 股的整体水平。

三、创业板注册制改革的可能影响

（一）创业板新股上市后的可能表现

借鉴科创板新股上市后的市场表现，标的的稀缺性加之上市前 5 日不设涨跌幅限制，科创板股票上市首日均出现大幅上涨。计算科创板新股上市首日后 5,10,20,60,120 日的市场表现,由于科创板首发市盈率明显高于所处行业的平均水平，首日炒作过后市场情绪回归理性，整体看科创板新股上市首日至 120 个交易日内表现一般，提醒我们注册制下新股上市后需注意次新股炒作的风险。

（二）创业板注册制改革或有利于市场风险偏好的提升

分析 2004 年 6 月 30 中小板上市,2009 年 10 月 30 日创业板上市,2013 年 12 月 31 日新三板全面扩容，2019 年 7 月 22 日科创板上市等资本市场重大改革时间点后 A 股市场走势表现。创业板上市，新三板全面扩容，科创板上市后 120 个交易日内，中证 500 指数的表现均强于上证综指的表现，反映出资本市场重大改革对市场风险偏好的提振。

（三）创业板注册制改革有利于价值投资和投资者结构的优化

注册制形成进出有序的资本市场生态将会明显遏制市场投机，为价值投资奠定更加良好的市场环境。此外，注册制涨跌幅限制放宽，市场波动风险加大也将使得投资者更加注重对投资标的基本面的选择，业绩良好的公司将更加受到资金的青睐享受估值的溢价，市场估值分化或将成为常态。信息披露是注册制的核心内容，如何更好的利用信息披露对标的进行筛选是未来投资的重要基点。注册制下的创业板公司大都与科技创新相关，需要更加专业的判断标准，从投资的难度和投资的风险两个角度对于普通投资者的影响比较大。

参考发达国家和地区注册制背景下的投资者结构，发达国家和地区普通个人投资者直接参与股票投资的占比较低,机构化投资的趋势明显。此外，由于注册制个股投资风险加大，发达国家和地区市场指数化投资趋势明显。

（四）创业板注册制改革为中国经济高质量发展提供动力，有助于夯实 A 股市场长期牛市的基础

注册制将有效解决我国融资结构不合理，企业面临的高杠杠率风险以及中小企业融资难融资贵等经济发展中的痛点，通过直接融资加快优化经济结构，为中国经济长期高质量发展提供动力，有助于夯实 A 股市场长期牛市的基础。

一、创业板注册制与科创板主要规则比较

2020 年 4 月 27 日，中央深改委审议通过了创业板试点注册制的实施方案。《创业板首次公开发行股票注册管理办法（试行）》《创业板上市公司证券发行注册管理办法（试行）》等规则向社会公开征求意见。6 月 12 日，证监会发布了《创业板首次公开发行股票注册管理办法（试行）》,《创业板上市公司证券发行注册管理办法（试行）》,《创业板上市公司持续监管办法（试行）》和《证券发行上市保荐业务管理办法》。与此同时，证监会、深交所、中国结算、证券业协会等发布了相关配套规则。6 月 15 日起深交所开始受理创业板在审企业的首次公开发行股票、再融资、并购重组申请。6 月 30 日起开始接收创业板新申报企业申请。8 月 14 日深交所官宣计划于 8 月 24 日组织创业板注册制首批企业上市。

创业板注册制改革推进速度超市场预期，彰显了监管层推动我国资本市场进一步深化改革的决心和效率。创业板改革并试点注册制是首次将增量与存量改革同步推进的资本市场重大改革，涉及发行、上市、信息披露、交易、退市等一系列基础性制度。创业板注册制改革方向与科创板大体一致,具体细节方面有以下几点主要不同:

第一，市场定位方面。创业板和科创板都承担着服务创新发展和经济高质量发展的战略任务。虽然两者服务的企业范围有所重叠，但从板块定位看，创业板和科创板各有侧重。科创板定位于面向世界科技前沿、面向经济主战场、面向国家重大需求，符合国家战略、突破关键核心技术、市场认可度高的科技创新企业。从行业来看，科创板重点吸收新一代信息技术领域、高端装备领域、新材料领域、新能源领域、节能环保领域、生物医药领域。创业板定位则要求”深入贯彻创新驱动发展战略，适应发展更多依靠创新、创造、创意的大趋势，主要服务成长型创新创业企业，支持传统产业与新技术、新产业、新业态、新模式深度融合”。创业板的兼容性相对更高，它采用的是负面清单管理的制度，设置了 12 个行业负面清单，剔除了诸如农林牧渔业，采矿业，房地产等传统行业（但如果传统行业与互联网、大数据、云计算、自动化、人工智能、新能源等新技术、新产业、新业态、新模式深度融合的创新创业企业，也可以申请创业板上市）。

第二，发行制度方面。创业板给出了三条上市标准，而科创板主要是五条标准。创业板注册制改革学习了科创板引入了市值的标准，同时还弱化了盈利的要求，但规定针对未盈利企业的上市标准在近一年内暂不实施，为存量市场改革提供了过渡期。此外，创业板在

继承科创板关于红筹企业回境内上市标准的基础上，量化了红筹企业营业收入快速增长的标准。由于创业板上市标准较科创板更严，因此创业板仅强制要求未盈利企业、特殊股权结构企业、红筹企业、高价发行企业等发行风险相对较高的企业实施保荐跟投，而科创板强制要求所有企业实施保荐跟投。

第三，交易制度方面。创业板效仿科创板实行上市前 5 个交易日不设涨跌幅，其后为 20%涨跌幅限制，明确了交易制度落地实施的时间，将在创业板注册制首只个股上市首日开始实施，而且会同步适用于整个存量的创业板市场。除此之外也放宽了对于单笔交易申报的数量限制，把 20%的交易制度也推开到两类创业板基金。投资者适当性要求上，创业板新增投资者开户门槛为 10 万元（存量投资者只需要重新签署风险揭示书），低于科创板的 50 万元。

第四，退市制度方面，创业板退市制度借鉴了科创板的退市制度，优化了整个退市的程序，包括取消暂停上市，恢复上市环节，对交易类退市不再设置退市整理期。与科创板不同的是，创业板注册制改革退市标准对财务类退市标准做了量化，科创板由于上市标准多样，因此在财务类退市制度中未设置量化指标，但对不同类型公司规定了有针对性的退市情形。

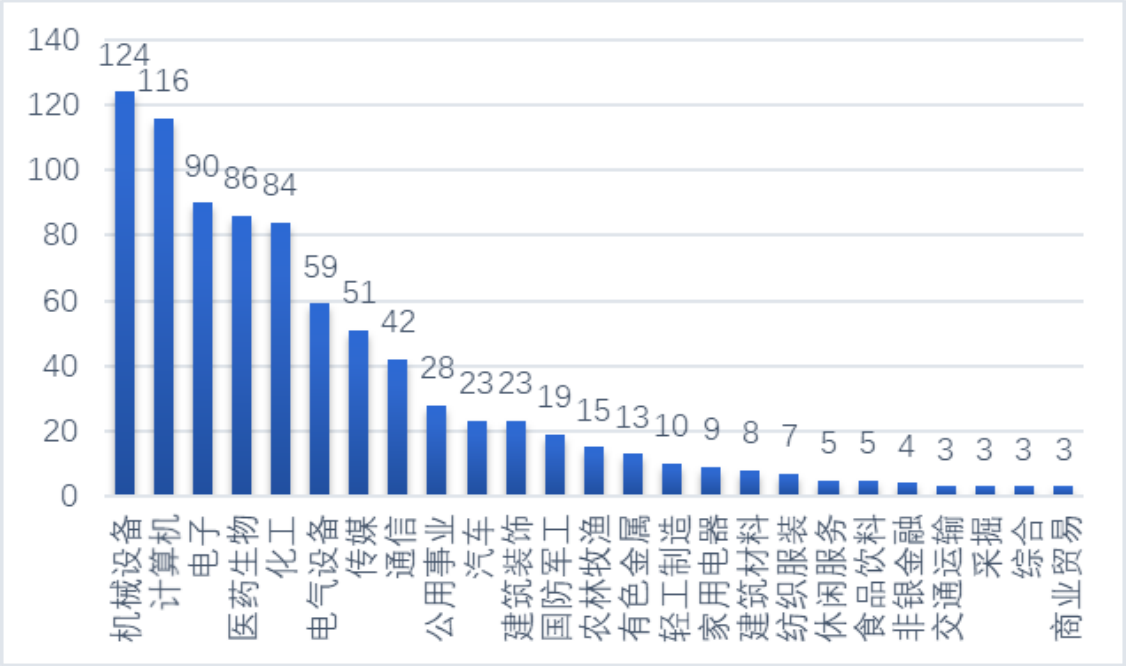
二、创业板现状描述与分析

截至 8 月 15 日，创业板共计 833 家上市公司。

行业分布看，分布于申万一级行业中的 25 家行业中（无房地产，银行、钢铁等三家行业）。其中机械设备（124 家，占比 15%），计算机（116 家，占比 14%），电子（90 家，占比 10.8%），医药生物（86 家，占比 10.3%），化工（84 家，占比 10.1%）等行业数量居前。

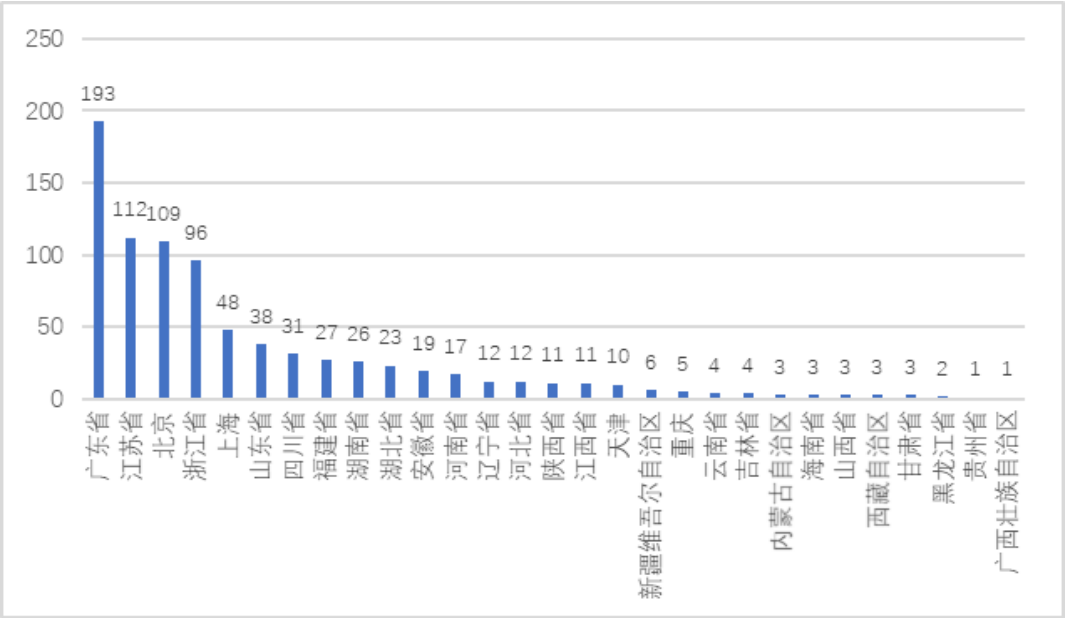
区域分布看，广东省（193 家，占比 23%），江苏省（112 家，占比 13.4%），北京市（109 家，占比 13.1%）,浙江省（96 家，占比 11.5%）等省市数量居前。

图 1 创业板行业分布



数据来源：Wind 资讯 上海证券研究所

图 2 创业板区域分布



数据来源：Wind 资讯 上海证券研究所

从募集资金看（包括 IPO，增发，配股，优先股，可转债，可交换债），2009 年上市以来创业板合计募集资金 11205 亿元，占整体 A 股募资金额比重的 8.5%。

就 IPO 金额看，2009 年以来创业板 IPO 数量 4349 亿元，占整体 A 股 IPO 比重的 22.8%。

表 1 2009 年以来创业板募集资金统计

时间	创业板募集资金(亿元)	全部 A 股募集资金(亿元)	创业板募集资资金占比
2009	242.81	4,757.45	5.1%
2010	967.65	10,412.37	9.3%
2011	733.75	7,061.93	10.4%
2012	353.65	4,951.47	7.1%
2013	81.77	4,476.71	1.8%
2014	528.78	8,807.75	6.0%
2015	1,642.45	17,601.19	9.3%
2016	2,115.85	22,306.75	9.5%
2017	1,629.70	16,095.15	10.1%
2018	988.51	10,831.72	9.1%
2019	965.33	15,609.43	6.2%
2020	955.35	9,037.80	10.6%
平均	933.80	10,995.81	8.5%
合计	11,205.58	131,949.72	8.5%

数据来源：Wind 资讯 上海证券研究所

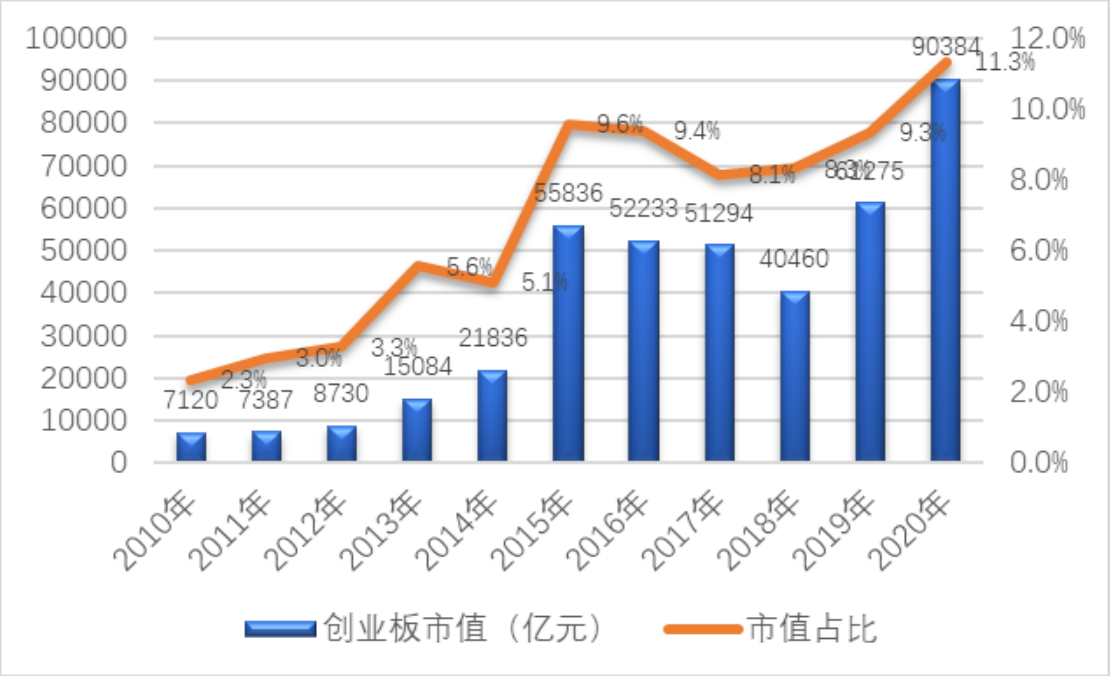
表 2 2009 年以来创业板 IPO 统计

• 时间	创业板首发家数(家)	创业板首发募集资金(亿元)	全部 A 股首发家数(家)	全部 A 股首发募集资金(亿元)	家数占比	募集资金占比
2009	41	243	109	1,879	37.6%	12.9%
2010	115	968	341	4,862	33.7%	19.9%
2011	124	734	273	2,601	45.4%	28.2%
2012	72	340	148	991	48.6%	34.3%
2013	—	—	—	—	—	—
2014	50	157	124	666	40.3%	23.5%
2015	86	308	220	1,578	39.1%	19.5%
2016	86	290	248	1,634	34.7%	17.8%
2017	135	499	419	2,186	32.2%	22.8%
2018	28	281	103	1,375	27.2%	20.5%
2019	52	301	202	2,534	25.7%	11.9%
2020	43	228	181	2,591	23.8%	8.8%
平均	76	395	215	2,081	35.1%	19.0%
合计	832	4,349	2,368	22,895	35.1%	19.0%

数据来源：Wind 资讯 上海证券研究所

从市值变化看，创业板市值由 2010 年的 7120 亿元增长至 2020 年（截至 8 月 13 日）的 90384 亿元，年均复合增长 28%。市值占全部 A 股的比重也由 2010 年的 2.3%上升至目前的 11.3%。

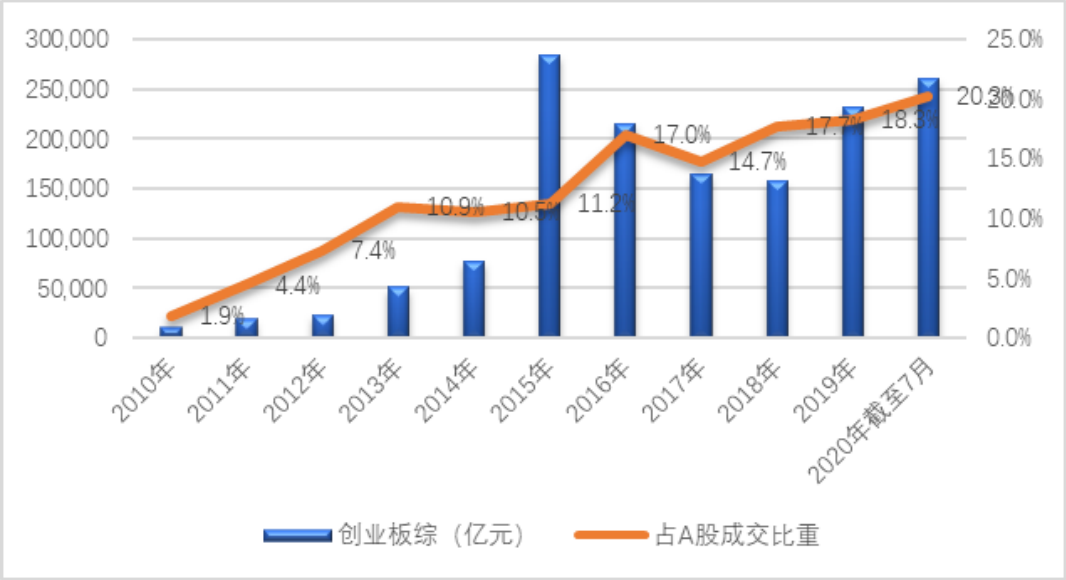
图 3　2010 年以来创业板市值变化



数据来源：Wind 资讯 上海证券研究所

从成交额变化看，创业板成交金额由 2010 年的 10359 亿元上升至 2019 年的 230885 亿元，成交金额占比由 2010 年的 1.9%上升至 2019 年的 18.3%。

图 4 2010 年以来创业板成交金额变化



数据来源：Wind 资讯 上海证券研究所

从融资余额看，创业板融资余额由 2013 年的 127 亿元上升至 2020 年（截至 8 月 13 日）的 1551 亿元，融资余额占比由 2013 年的 3.9%，上升至目前的 12.1%。

图 5 2013 年以来创业板融资余额变化

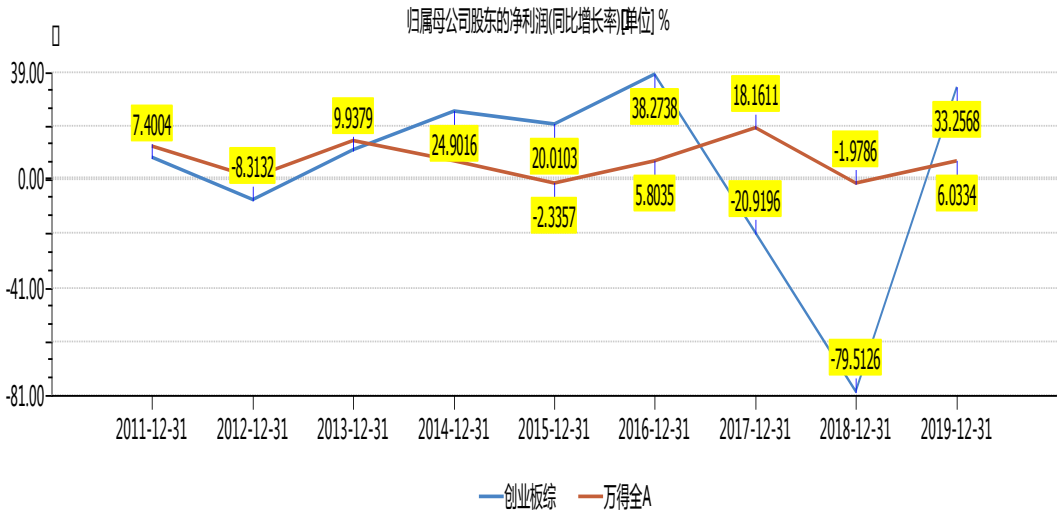


据来源：Wind 资讯 上海证券研究所

从业绩表现看，创业板的盈利增速波动明显大于整体 A 股。从相对盈利增速看，创业板相对盈利增速呈现周期性的变化，2011 至 2013 年创业板盈利增速弱于整体 A 股，2014 年至 2016 年创业板盈利增

速强于整体 A 股，2017 至 2018 年盈利增速弱于整体 A 股水平。

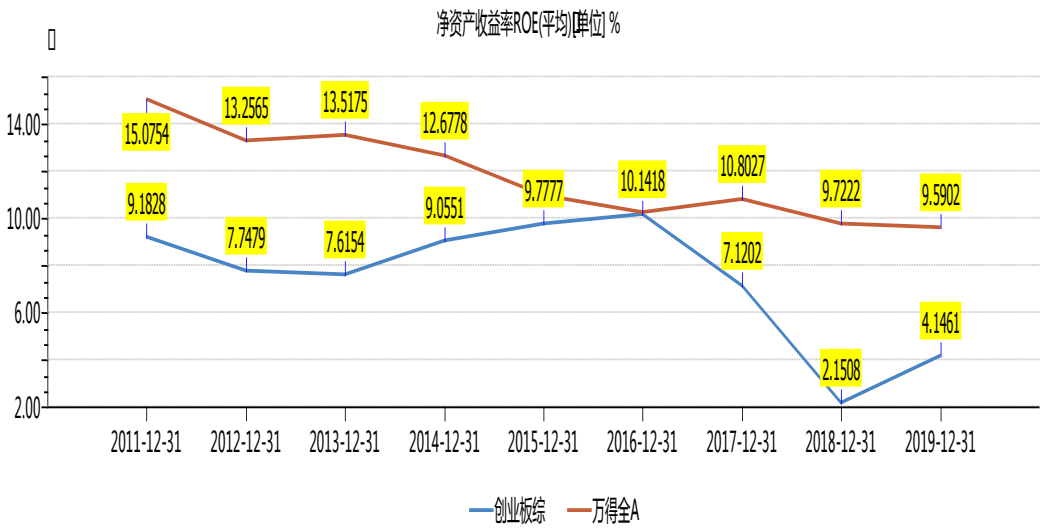
图 6　2011 年以来创业板与全部 A 股盈利增速表现



数据来源：Wind 资讯 上海证券研究所

从 ROE 水平和现金流情况看，创业板的 ROE 水平和经营性现金流占比均弱于整体 A 股。但创业板的研发占比明显高于 A 股整体水平。

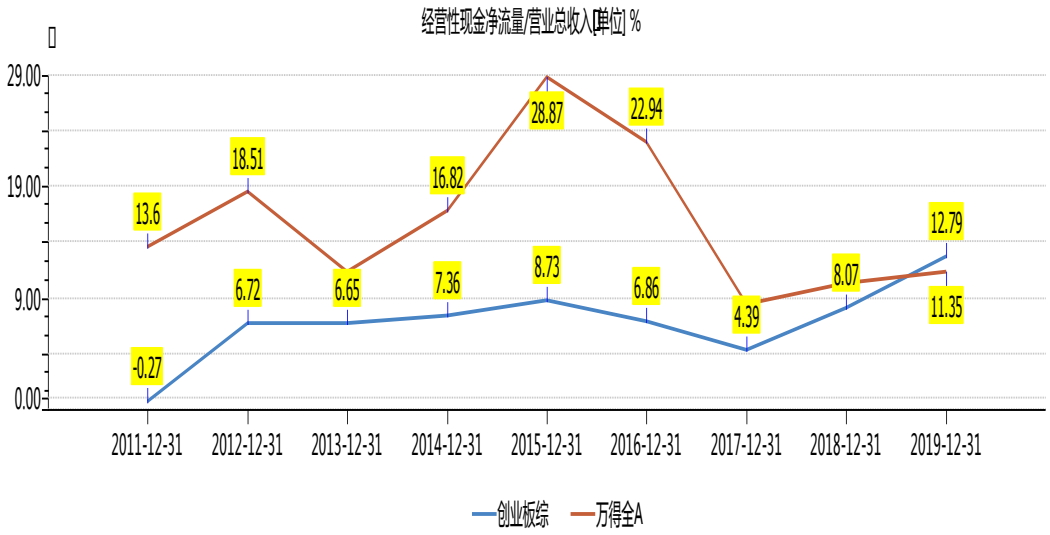
图 7 2011 年以来创业板与全部 A 股 ROE



数据来源:Wind

据来源：Wind 资讯 上海证券研究所

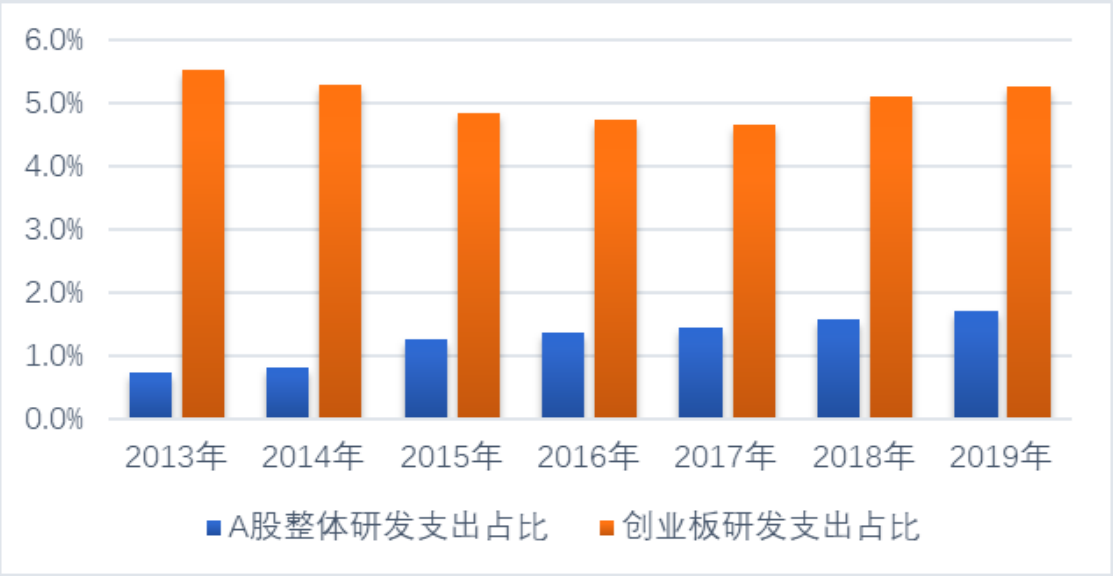
图 8 2011 年以来创业板与全部 A 股经营性现金流占比



数据来源:Wind

数据来源：Wind 资讯 上海证券研究所

图 9　2013 年以来创业板与全部 A 股研发支出占比



数据来源：Wind 资讯 上海证券研究所

三、创业板注册制改革的可能影响

（一）创业板新股上市后的可能表现

样本选择 2016-2019 年上市的创业板股票统计其上市后的表现，由于市盈率的限制新股首发市盈率均明显低于行业整体水平，加之涨跌停幅度的限制，创业板新股上市后出现持续涨停（平均 11 个涨停板），计算新股开板首日后 5,10,20,60,120 日的市场表现，整体看自开板至 120 个交易日内创业板新股表现一般，平均收益为负数。

借鉴科创板新股上市后的市场表现，标的的稀缺性加之上市前 5 日不设涨跌幅限制，科创板股票上市首日均出现大幅上涨。计算科创板新股上市首日后 5,10,20,60,120 日的市场表现，由于科创板首发市盈率明显高于所处行业的平均水平，首日炒作过后市场情绪回归理性，整体看科创板新股上市首日至 120 个交易日内表现一般，提醒我们注册制下新股上市后需注意次新股炒作的风险。

表 3 创业板新股上市后的表现

创业板	首发市盈	首发时所属	上市首日	新股未开	开板后 N 日	开板后 N	开板后 N 日	开板后 N	开板后 N

	率(摊薄)	行业市盈率[单位]倍	涨跌幅[单位]%	板涨停板天数[单位]天	涨跌幅[天数]5[单位]%	日涨跌幅[天数]10[单位]%	涨跌幅[天数]20[单位]%	日涨跌幅[天数]60[单位]%	日涨跌幅[天数]120[单位]%
算术平均	22.41	48.67	44.0	11.38	1.58	1.87	-0.31	-3.59	-7.25
中位数	22.98	47.13	44.0	11.00	0.08	-2.43	-6.64	-12.93	-18.46

数据来源：Wind 资讯 上海证券研究所

表 4 科创板新股上市后的表现

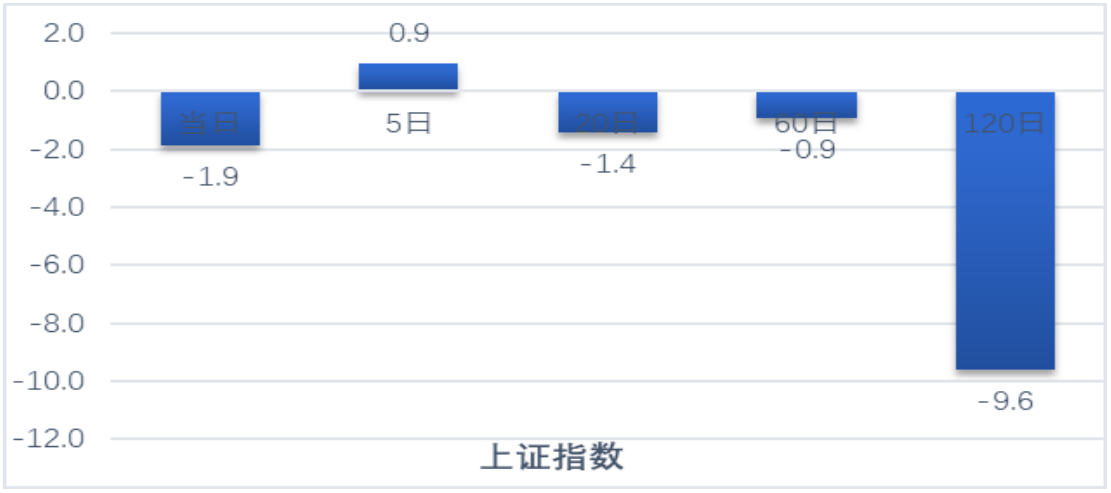
科创板	首发市盈率(摊薄)	首发时所属行业市盈率[单位]倍	上市首日涨跌幅[单位]%	上市后N日涨跌幅[天数]5[单位]%	上市后N日涨跌幅[天数]10[单位]%	上市后N日涨跌幅[天数]20[单位]%	上市后N日涨跌幅[天数]60[单位]%	上市后N日涨跌幅[天数]120[单位]%
算术平均	70.7	38.8	168.6	-2.0	3.3	-2.5	0.4	6.1
中位数	47.5	36.9	131.6	-4.5	-2.7	-8.1	-12.4	-8.1

数据来源：Wind 资讯 上海证券研究所

（二）创业板注册制改革或有利于市场风险偏好的提升

分析 2004 年 6 月 30 中小板上市，2009 年 10 月 30 日创业板上市，2013 年 12 月 31 日新三板全面扩容，2019 年 7 月 22 日科创板上市等资本市场重大改革时间点后 A 股市场走势表现。使用上证综指代表大盘股票，中证 500 代表小盘股票，创业板上市，新三板全面扩容，科创板上市后 120 个交易日内，中证 500 指数的表现均强于上证综指的表现，反映出资本市场重大改革对市场风险偏好的提振。

图 10　2004 年 6 月 30 中小板上市后市场的表现



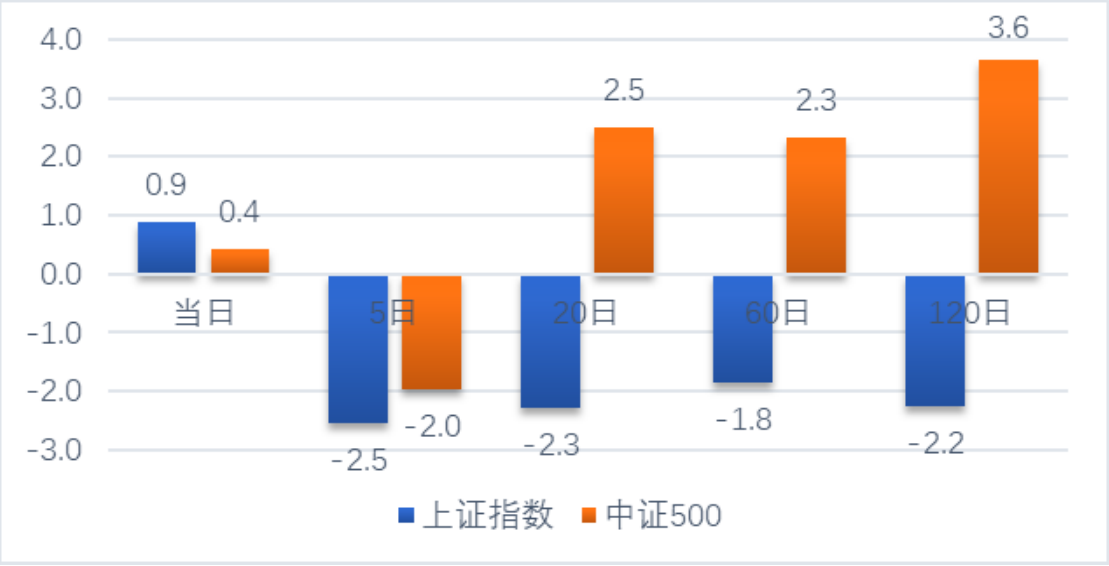
数据来源：Wind 资讯 上海证券研究所

图 11　2009 年 10 月 30 日创业板上市后市场的表现



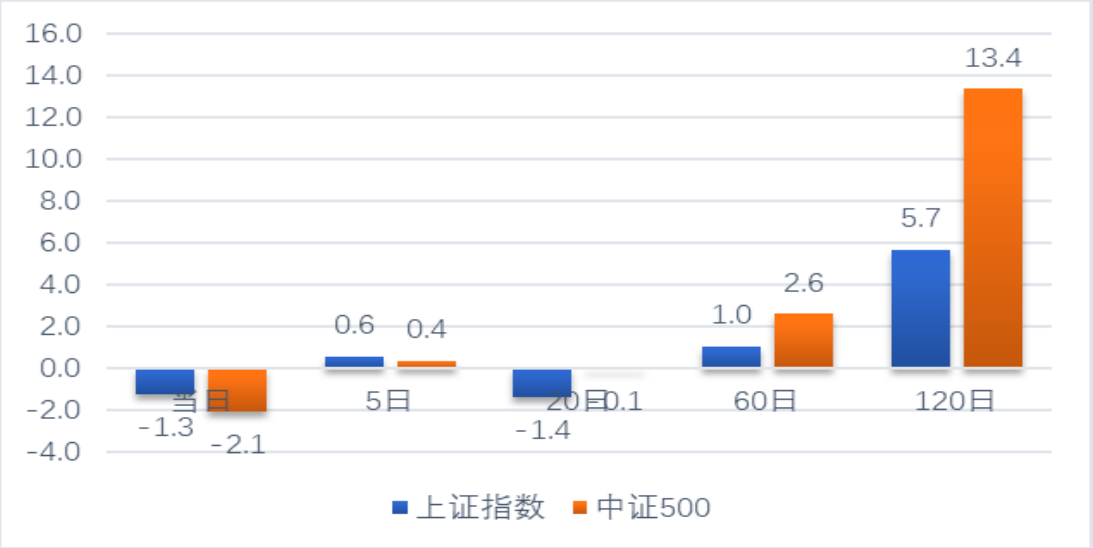
数据来源：Wind 资讯 上海证券研究所

图 11　2013 年 12 月 31 日新三板全面扩容后市场的表现



数据来源：Wind 资讯 上海证券研究所

图 13　2019 年 7 月 22 日科创板上市后市场的表现



数据来源：Wind 资讯 上海证券研究所

（四）创业板注册制改革有利于价值投资和投资者结构的优化

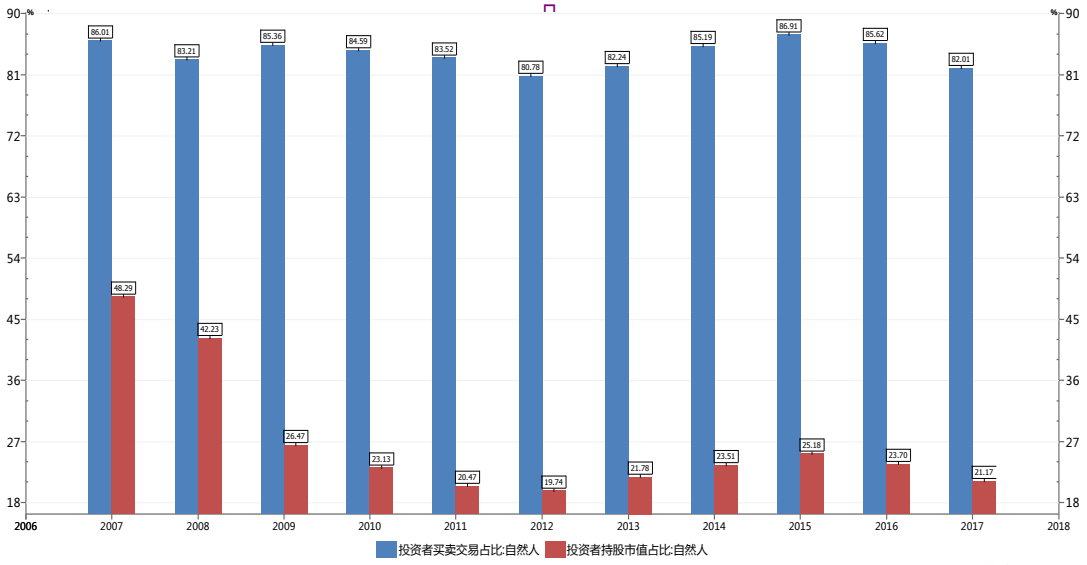
注册制改革前 A 股市场退市周期长，退市效率低助长投机，容易引发炒壳，炒垃圾股等现象。注册制形成进出有序的资本市场生态将会明显遏制市场投机，为价值投资奠定更加良好的市场基础。此外，注册制涨跌幅限制放宽，市场波动风险加大也将使得投资者更加注重对投资标的基本面的选择，业绩良好的公司将更加受到资金的青睐享受估值的溢价，市场估值分化或将成为常态。

信息披露是注册制的核心内容，如何更好的利用信息披露对标的进行筛选是未来投资的重要基点。注册制下的创业板公司大都与科技创新相关，需要更加专业的判断标准，从投资的难度和投资的风险这两个角度来说，对于普通投资者的影响比较大。

截至 2019 年 2 月末，A 股市场共有投资者 14,807.48 万人，其中自然人 14,771.98 万人。根据上交所数据，2017 年自然人持股市值占比 21.17%（同期投资基金持股市值占比 3.26%），自然人买卖交易占比高达 82.01%，远高于成熟市场水平，A 股散户化特征明显。

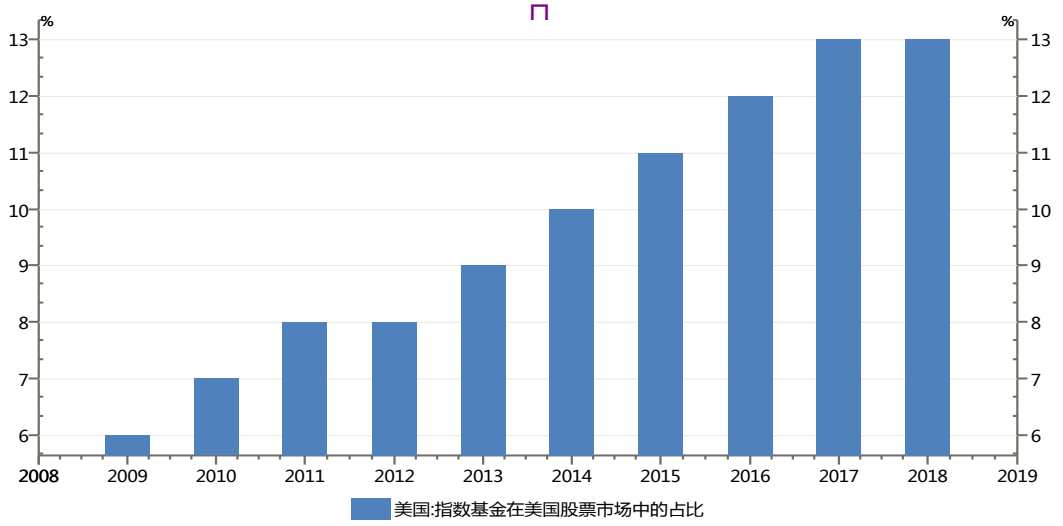
参考发达国家和地区注册制背景下的投资者结构，发达国家和地区普通个人投资者直接参与股票投资的占比较低，机构化投资的趋势明显。此外，由于注册制个股投资风险加大，发达国家和地区市场指数化投资趋势明显。结构方面看，发达国家和地区市场二八分化，市场龙头股长期表现强于整体。

图 14 A 服市场自然人投资市值占比，自然人交易占比



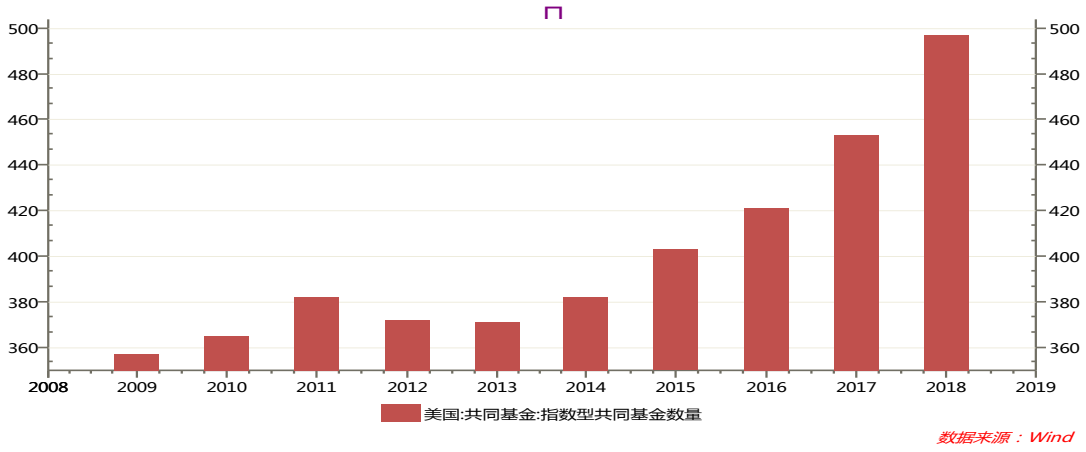
数据来源：Wind 资讯 上海证券研究所

图 15 指数基金在美国股票市场中的占比



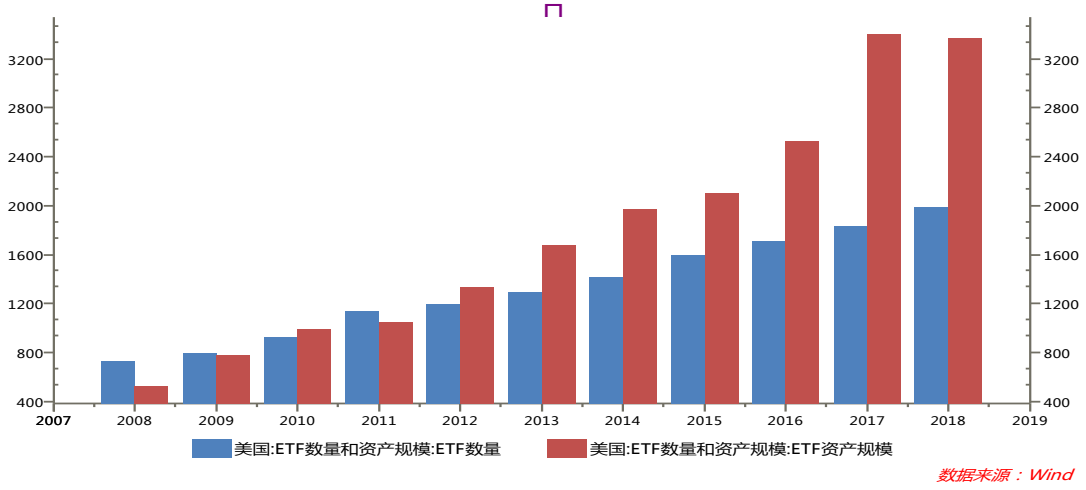
数据来源：Wind 资讯 上海证券研究所

图 16 美国指数型共同基金数量



数据来源：Wind 资讯 上海证券研究所

图 17 美国 ETF 数量和资产规模



数据来源：Wind 资讯 上海证券研究所

图 18 罗素 1000 指数成份/罗素 3000 指数成份



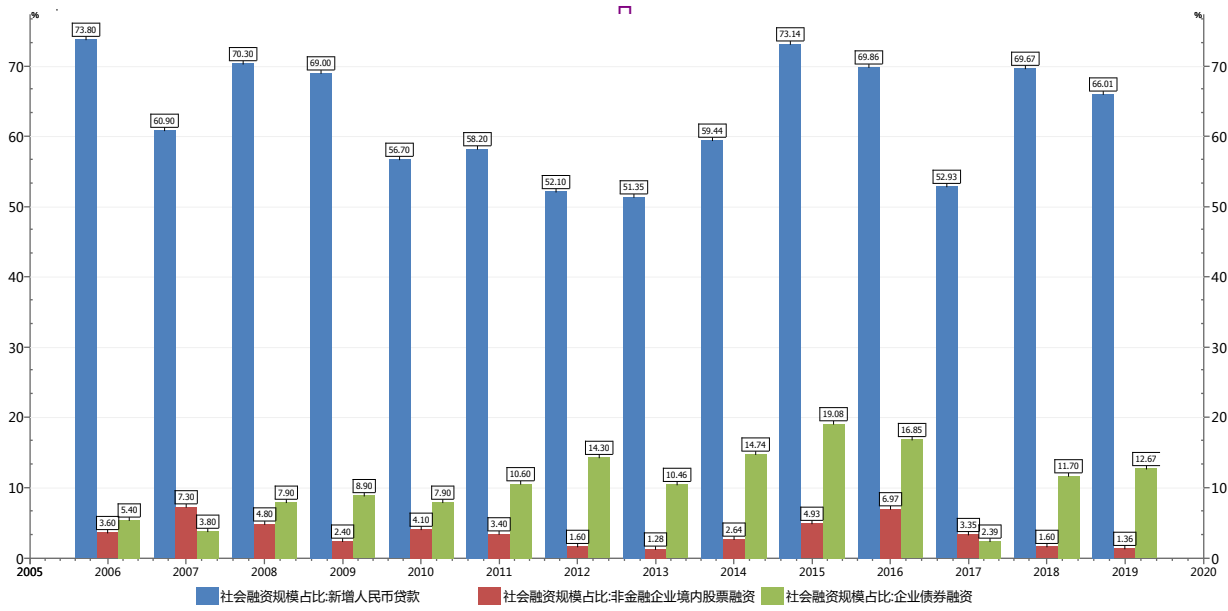
数据来源：Wind 资讯 上海证券研究所

（四）创业板注册制改革为中国经济高质量发展提供动力，有助于夯实 A 股市场长期牛市的基础

中国的融资结构以间接融资为主，主要依靠银行渠道，这一情况是同中国经济过去以重资产为主、企业具备抵押品相适应的。但当前中国经济正在迈入高质量发展阶段，经济中的新动能正在不断酝酿，新兴行业正在不断崛起，而这些行业和企业的总体特征是研发投入大，轻资产且以人力资本为核心，这与传统的以间接融资为主的融资方式不相适应。2019 年新增人民币贷款占社会融资规模比重达 66.01%，而同期非金融企业境内股票融资占社会融资规模比重仅为 1.36%。失衡的融资结构是造成国内企业杠杆率居高不下的重要原因，截至 2019 年末，中国非金融企业部门杠杠率 149.30%，明显高于发达经济体的 91.70%和新兴经济体的 98.8%。显然，融资结构的严重失衡将对中国经济的转型造成巨大的障碍，此外，过高的债务水平将加重银行体系负担加大系统性金融风险。因此必须要从间接融资转向直接融资，大力发展资本市场助力企业发展。

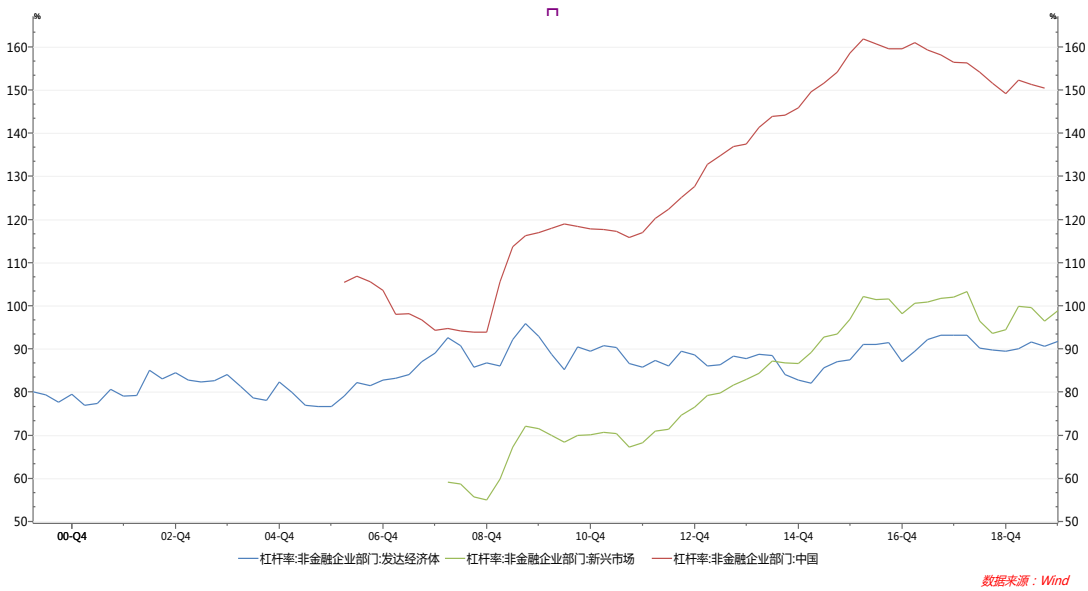
创业板注册制将有效解决我国融资结构不合理，企业面临的高杠杠率风险以及中小企业融资难融资贵等经济发展中的痛点，通过直接融资加快优化经济结构，为中国经济长期高质量发展提供动力，有助于打造 A 股市场长期牛市的基础。

图 19　社会融资规模占比



数据来源：Wind 资讯 上海证券研究所

图 20　非金融企业部门杠杆率



数据来源：Wind 资讯 上海证券研究所

分析师声明

刘骐豪

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询资格或相当的专业胜任能力，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告，并保证报告采用的信息均来自合规渠道，力求清晰、准确地反映作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响。此外，作者薪酬的任何部分不与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

投资评级	定　义
增持	股价表现将强于基准指数 20%以上
谨慎增持	股价表现将强于基准指数 10%以上
中性	股价表现将介于基准指数±10%之间
减持	股价表现将弱于基准指数 10%以上

行业投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准沪深 300 指数表现的看法。

投资评级	定　义
增持	行业基本面看好，行业指数将强于基准指数 5%
中性	行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数±5%
减持	行业基本面看淡，行业指数将弱于基准指数 5%

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责声明

本报告仅供上海证券有限责任公司(以下简称“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。

本报告版权归本公司所有，本公司对本报告保留一切权利。未经书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。如经过本公司同意引用、刊发的，须注明出处为上海证券有限责任公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

在法律许可的情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券或期权并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供多种金融服务。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见和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、价值或投资收入可升可跌。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、意见或推测不一致的报告。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。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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责，投资者据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的唯一参考因素，也不应当认为本报告可以取代自己的判断。