



## 亚洲场外交易市场的建设路径

### ⑤ 主要观点

2006年以前，纳斯达克市场一直是美国场外交易市场的核心。它的发展和壮大助推美国经济成功走出了上世纪70年代的滞涨期，并与后面几十年的高科技浪潮相生相伴，使得美国始终拥有促进科技升级和经济转型的利器。2010年10月，国务院下发《关于加快培育和发展战略性新兴产业的决定》，明确指出“发展战略性新兴产业已成为世界主要国家抢占新一轮经济和科技发展制高点的重大战略”，为此要求加快推进场外交易市场的建设。

事实上，场外交易市场的持续健康发展意义的确重大。简而言之，它能够有效缓解中小企业的融资困境，帮助它们渡过艰难的创业时期；完善公司治理，让小企业的科技创新不再遥远，助推我国当前经济转型升级；也符合我们建设多层次资本市场的需要。其中，全国中小企业股份转让系统（又称“新三板市场”）是我国场外股权交易市场的核心。在新三板专题系列报告中，我们将从纵向和横向两个角度集中对美国、英国、德国、日本、中国台湾、韩国、新加坡以及俄罗斯等八个代表性国家（地区）的场外交易市场的发展模式和演变路径进行梳理和比较分析，此外也将总结我国新三板市场的发展历程、现状、模式、困境等，以期能为我国资本市场的发展进步献出一点微薄的力量。

本篇为系列报告之三，主要介绍亚洲场外交易市场的构成、发展历程和现状特点等。

### 相关报告

分析师：赵莎莎  
执业证书号：S1490514030002  
电话：010-85556192  
邮箱：zhaoshasha@hrsec.com.cn

联系人：赵竞萌  
电话：010-85556101  
邮箱：zhaojingmeng@hrsec.com.cn

目录

---

一、日本场外交易市场的建设路径.....	4
1、日本多层次资本市场构成.....	4
2、日本场外交易市场发展历程.....	5
3、日本场外交易市场的特点.....	6
二、台湾场外交易市场的建设路径.....	7
1、台湾多层次资本市场构成.....	7
2、台湾场外交易市场发展历程.....	8
3、台湾场外交易市场的特点.....	9
三、韩国场外交易市场的建设路径.....	11
1、韩国多层次资本市场构成.....	11
2、韩国场外交易市场的发展历程.....	12
3、韩国场外交易市场的特点.....	13
四、新加坡场外交易市场的建设路径.....	14
1、新加坡多层次资本市场构成.....	14
2、新加坡场外交易市场的发展历程.....	15
3、新加坡场外交易市场的特点.....	15

## 图表目录

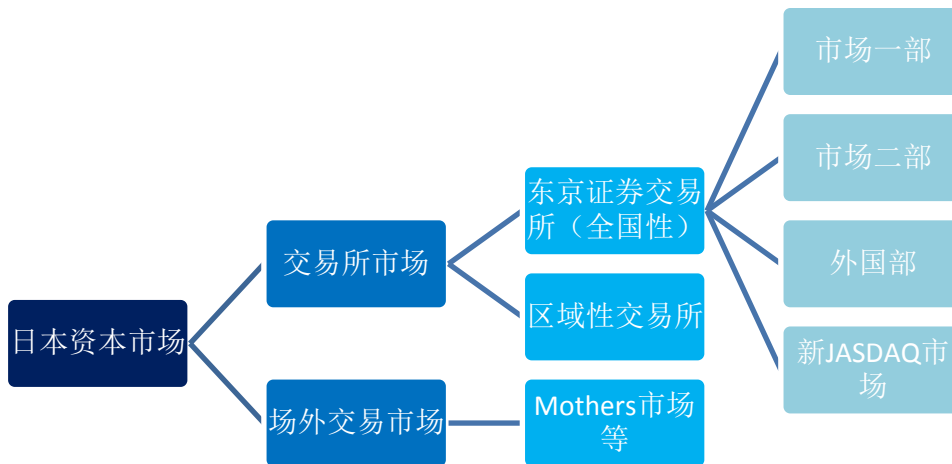
图表 1: 日本资本市场层次.....	4
图表 2: 东京交易所和场外交易市场挂牌企业数量.....	7
图表 3: 台湾证券交易所的市场结构.....	8
图表 4: 中国台湾各层次市场上柜（上市）公司市盈率.....	10
图表 5: 中国台湾各层次证券市场公司数量.....	10
图表 6: 韩国多层次资本市场.....	11
图表 7: 新加坡交易所组织结构.....	14

## 一、日本场外交易市场的建设路径

### 1、日本多层次资本市场构成

日本资本市场起步较晚，在很多领域都借鉴了美国资本市场的体制建设经验。20 世纪 70 年代以前，日本金融体系主要以银行间接融资为主，商业银行占据了经济的核心地位。1975 年，为了推动经济的转型升级，日本政府开始发展债券市场。但是 1997 年亚洲金融危机的爆发，暴露了日本长期以来严重依赖间接融资的金融体系的脆弱性。日本政府由此认识到资本市场的重要性，直接融资和证券市场快速发展，并逐渐替代银行间接融资市场份额。截至目前，日本资本市场已经形成了由交易所市场和场外交易市场两大类构成的多层资本市场结构。

图表 1：日本资本市场层次



资料来源：华融证券

日本交易所市场以东京证券交易所（Tokyo Stock Exchange）为核心，大阪、名古屋、京都、广岛、福冈、新潟和札幌等七个区域性证券交易所为辅助。东京证券交易所成立于 1878 年，是全球最大的证券交易所之一。在东京证券交易所内，市场一部主要为主板公司服务，上市标准较高。截至 2014 年末，上市公司达 1,858 家。为了扩大股票市场的容量，1961 年东京证券交易所设立了市场第二部，上市标准较低，主要为有一定规模和成长性的中小企业服务，

可以视作日本的创业板市场。截至 2014 年末，市场二部上市公司达 541 家。外国部主要为跨国企业在东京证券交易所上市提供服务。截至 2014 年，外国部上市公司数量达 12 家。值得注意的是，在市场二部上市的企业规模达标后也可转板至市场一部挂牌上市。

## 2、日本场外交易市场发展历程

### (1) 起步时期（20 世纪 60 年代-20 世纪 70 年代）

日本场外市场起源于二战以后。为了发展和组织战后复苏的日本经济，日本政府推出了场外交易市场登记制度，用于规范非上市企业的股权交易活动。此后，监管层不断放宽场外交易市场的发行和交易限制，鼓励企业发行新股。1976 年，日本柜台交易证券有限公司成立，统一组织日本场外交易市场。

### (2) JASDAQ 市场建立（20 世纪 80 年代-20 世纪 90 年代末）

上世纪八九十年代，日本场外市场在技术支持和法制建设方面均取得了长足进步，并建立起以 JASDAQ 为核心的场外市场。1989 年，日本研发并在 OTC 二级市场上推广了 QUICK 系统，向市场实时报价所有在 OTC 市场发行的股票信息。1989 年，东京、大阪和名古屋的 3 个 OTC 市场报价系统合并，实现了全国场外市场的基本覆盖，有效地提升了市场效率。在法制建设方面，日本政府继续降低在 OTC 市场发行股票的门槛，放宽登记制度，鼓励中小企业上市募股。

为进一步推动场外市场的发展，1992 年，日本证券经纪人协会仿照美国的 NASDAQ 系统建立了日本证券交易自动报价系统（JASDAQ），以便为没有达到交易所上市标准的企业提供融资平台。同时，JASDAQ 也是日本风投企业最大的融资平台。

### (3) 现代化场外交易市场发展与成熟（20 世纪 90 年代——至今）

经过一段时间的实践摸索和经验学习，日本建立起了由日本证券业协会主管的 JASDAQ 市场和东京交易所主管的 Mothers（Market of the high-growth and emerging stocks）组成的现代化场外交易市场。

1997 年，日本证券交易审议会将 JASDAQ 明确定位为“店头买卖证券市场”，即场外交易市场，并在 1999 年推出了包括放宽准入标准、缩短审查时间、改革做市商制度、充分披露信息等在内的八条改革措施。2010 年，JASDAQ

和另外两个场外市场（Hercules 和 NEO）正式合并成为“新 JASDAQ 市场”，后逐步向交易所市场演变。目前新 JASDAQ 是日本最大的中小企业市场，内部又分为标准市场（JASDAQ Standard）和增长市场（JASDAQ Growth）。截至 2014 年，JASDAQ Standard 和 JASDAQ Growth 分别有 798 和 45 家挂牌企业。

在 JASDAQ 市场建成的同时，日本各主要交易所纷纷建立自己的场外市场体系，如名古屋证券交易所设立的 Centrex 市场、札幌证券交易所设立的 Ambitious 市场等。但这些场外市场的发展速度均不及 1999 年 11 月东京证券交易所成立的 Mothers 市场。截至 2014 年，Mothers 市场共有挂牌企业 205 家，已经代替 JASDAQ 成为高成长、潜力型小微企业的主要融资渠道和日本的主要场外交易市场。

### 3、日本场外交易市场的特点

日本场外交易市场相对交易所市场体量小，资本市场从规模上看呈现倒三角形态。主要原因有二：第一，日本经济发展过程中长期以大财阀为核心，企业筹资渠道严重依赖银行体系，直接融资受重视程度不够，资本市场基础薄弱；第二，日本的证券市场起步较晚，对美国证券市场发展模式采取了跨越式的借鉴，即优先和重点发展交易所市场，场外交易市场相对滞后。目前，日本场外市场呈现以下几个特点：

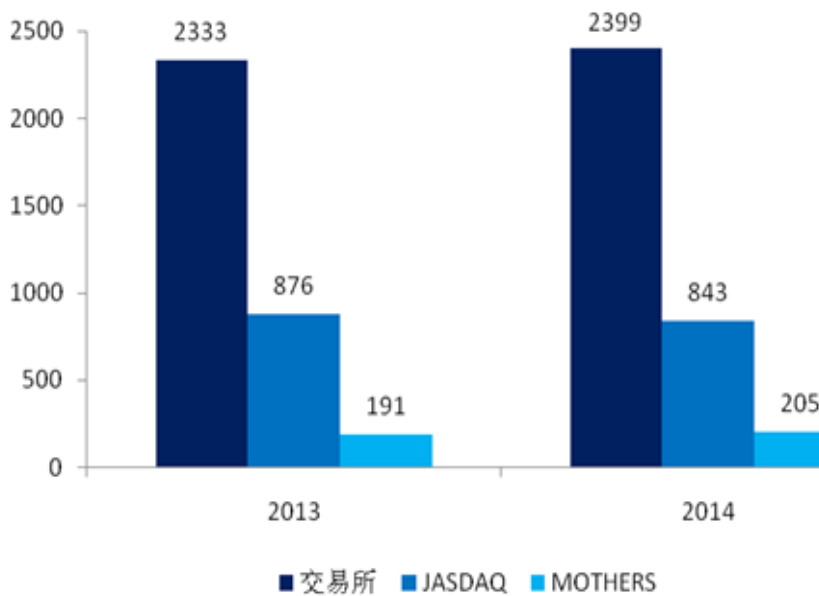
（1）上市公司数量较少。截至 2014 年底，在东京交易所上市的企业达 2,399 家，超过 JASDAQ 和 Mothers 挂牌企业数量之和的一倍以上。

（2）公司总市值低。截至 2014 年底，在东京交易所上市的企业总市值超过 520 万亿日元，为 JASDAQ 和 Mothers 挂牌企业市值的 40 余倍。

（3）成交活跃度不高。截至 2014 年底，东京交易所的日均成交量超过 2 万亿日元，而 JASDAQ 和 Mothers 日均成交量合计仅 2412 亿日元。

（4）个人投资者风险偏好下降。在日本，股市和汇市历来被认为是投机性强、风险高的市场，长期以来这些市场上的投资者多为抗风险能力较强的机构投资者。虽然，JASDAQ 市场曾经因为投资门槛低，交易机制灵活、投资回报高的特点，吸引过较多比例的个人投资者。但总体而言，由于日本经济在上世纪 90 年代遭遇债务危机后增长缓慢，内需不振导致居民收入增长缓慢。日本个人投资者的风险偏好开始下降，金融资产分布以储蓄和保险居多。

图表 2: 东京交易所和场外交易市场挂牌企业数量



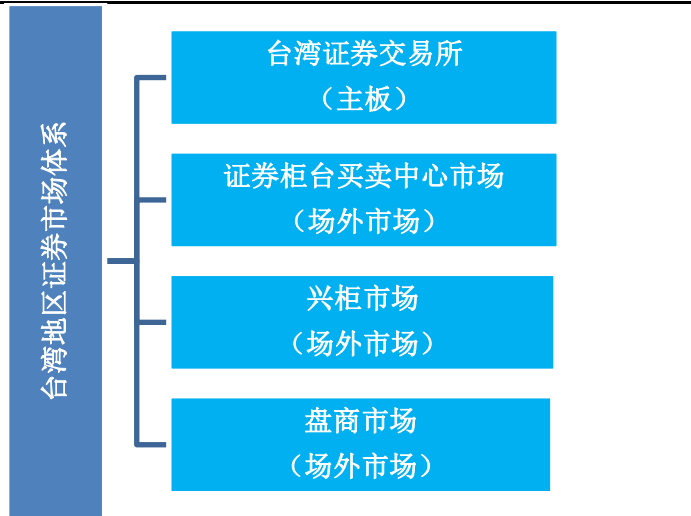
资料来源: <http://www.jpx.co.jp>, 华融证券

## 二、台湾场外交易市场的建设路径

### 1、台湾多层次资本市场构成

目前中国台湾的证券市场大致分为四个层次：第一层次是中国台湾证券交易所集中竞价交易市场，采取公司制形式；第二层次是证券柜台买卖中心市场，服务于规模较小的成长型企业，为财团法人制，交易方式以竞价制度为主，做市商制度为辅；第三层次是兴柜市场，为公开发行但未上市的公司提供交易场所，是上市或上柜的预备交易场所，交易采用议价成交方式，由柜台买卖中心代管；第四层次是盘商市场，为非公开的私人股权交易市场，以盘商为中介进行未上市且未上柜的股权交易的场所，盘商市场尚未获得监管当局的正式许可。

图表 3：台湾证券交易所的市场结构



资料来源：华融证券

## 2、台湾场外交易市场发展历程

台湾的场外交易市场兴起于民国时代，但在 20 世纪 80 年代才迎来快速发展。总体来看，台湾场外交易市场的发展经历了三个阶段，分别是缓慢发展时期、逐步复兴时期和创新发展时期。

### (1) 缓慢发展时期（1949-1981 年）

台湾场外交易市场起源较早，国民党刚刚进入台湾时，就有公债的场外市场交易。到 20 世纪 50 年代，场外交易市场品种增加了公营水泥、造纸等企业在民营化过程中发行的股票。1954 年，台湾制定并颁布了第一部证券法规《证券商管理办法》。1961 年台湾成立了公司制的证券交易所，全力发展场内交易，场外交易市场一度被禁。1968 年《证券交易法》颁布，明确了柜台交易的合法地位，但并没有配套的政策和措施实施。这段时间内，场外交易市场的发展曲折而缓慢。

### (2) 逐步复兴时期（1982-1999 年）

1982 年，台湾制定了《证券商营业处所买卖有价证券管理办法》，正式允许有价证券在场外交易市场交易，但只允许部分债券交易，最初并不允许股票买卖。1988 年，台北市证券商同业公会成立了柜台买卖服务中心，以处理有价证券场外交易业务。1989 年，台湾建宏证券信托公司股票正式上柜挂牌交易。



1994年，台湾将柜台买卖服务中心改制为台湾证券交易所、台湾证券集中报关公司、台北市证券商同业公会、高雄市证券商同业公会联合组建的独立公益财团法人性质的台湾柜台买卖中心，采用电子化方式进行交易。1995年，台湾柜台买卖中心正式公布柜台指数。1998年，允许侨资、外资投资上柜股票。1999年，允许通过信用交易买卖上柜股票。这段时期内，有关场外市场的法律相继颁布，投资主体范围也逐渐扩大，场外交易市场步入了有序发展的阶段。

### (3) 创新发展时期（2000年——至今）

随着台湾场外交易市场逐渐步入正轨后，制度创新成为重点。一方面台湾对柜台买卖中心的准入要求重新确定，降低中小企业上柜的门槛。二是加强对上柜公司的监管。三是研究转板制度，鼓励符合证券交易所上市条件的公司转至证券交易所上市。

另外除了制度创新，台湾还积极推动场外交易市场内部结构的调整。首先，设立了分层制度，在柜台买卖中心内部设立“台湾创新成长类企业股票市场”，它的上市标准更低，主要目的是为解决新兴产业的中小企业上柜融资问题，因此也被称为创业板中的创业板。其次，设立了比柜台买卖中心上柜门槛更低的“兴柜股票市场”。由于政府要求新申请上市、上柜的股票都必须先在兴柜市场挂牌交易至少达6个月，兴柜市场被赋予了上市/上柜预备市场的职能。

截至2014年末，台湾柜台买卖中心市场上柜公司数量达到686家。除2008年金融危机影响外，上柜公司数逐年增加，但增加数量并不多。截至2014年底，上柜公司市值总额为2.69万亿元，发行总股数为687亿股。

## 3、台湾场外交易市场的特点

台湾地区的场外交易市场主要分为两个层次：证券柜台买卖中心市场和兴柜市场，盘商市场由于未获得监管局的正式许可，我们不做详细介绍。其中，柜台买卖中心是台湾地区场外交易市场的高级形态，主要服务于规模较小的成长型企业。证券柜台买卖中心市场的交易品种除公司股票外，还有公债、公司债、金融债、可转债、认股权证、衍生品等。兴柜市场则是柜台市场体系的低级形态，由柜台买卖中心代管。公司到兴柜市场挂牌交易，须先向柜台买卖中心提出登录申请。

上柜公司的市盈率要高于上市公司的平均市盈率。中国台湾上市公司平均市盈率在15倍左右，而上柜公司平均市盈率在30倍左右。2008年由于金融危机上柜公司平均市盈率为负，这也反映了场外市场公司相较于场内交易市场的盈利稳定性更差的特点。

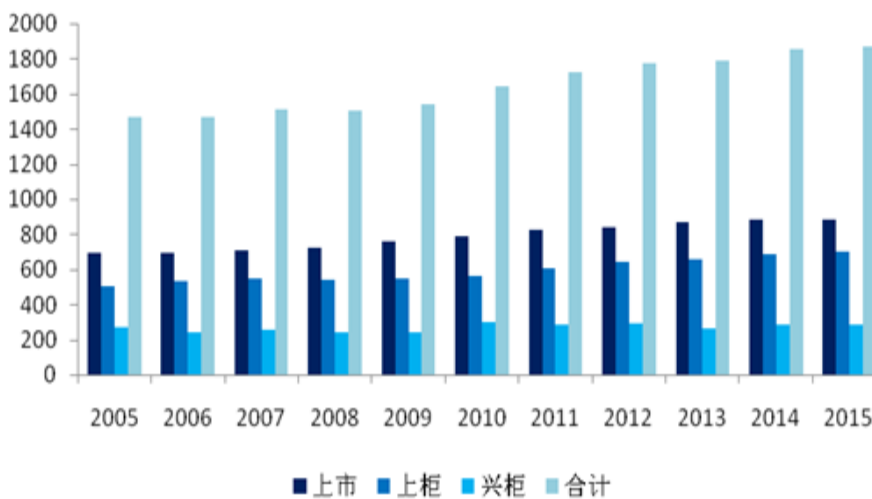
图表 4：中国台湾各层次市场上柜（上市）公司市盈率



资料来源：wind, 华融证券

自成立之后，兴柜市场的挂牌公司数量一直稳定在 240-290 家左右，但作为上市或上柜公司的预备级市场，兴柜市场自成立以来挂牌公司数量也一直呈现“大进大出”的状态，公司整体的流通渠道畅通。一般来说，符合上市或上柜条件的公司在兴柜市场挂牌交易 6 个月后大都申请到交易所上市或柜台买卖中心上柜，而那些经营较差、不再符合兴柜市场挂牌标准的公司被摘牌的也很多。

图表 5：中国台湾各层次证券市场公司数量



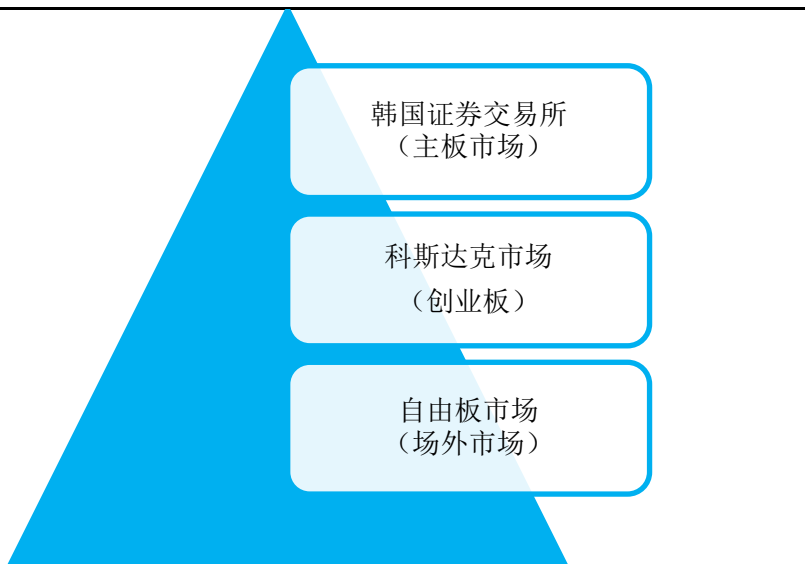
资料来源：wind, 华融证券

### 三、韩国场外交易市场的建设路径

#### 1、韩国多层次资本市场构成

韩国资本市场体系主要分为三层：第一层次是韩国证券交易所主板市场，上市要求较高；第二层次是证券交易所的创业板科斯达克(Korean Securities Dealers Automated Quotations, KOSDAQ)，其地位类似于美国的 NASDAQ 和日本的 JASDAQ，是韩国的创业板市场；第三层次是韩国的场外交易市场自由板市场 (Free Board)，主要为非上市公众公司提供转让服务。

图表 6：韩国多层次资本市场



资料来源：华融证券

目前韩国的场外交易市场自由板市场成立于 2005 年 1 月，取代原先的 KOTCBB，为不符合韩国证券期货交易所 (Korea Exchange, KRX) 上市条件的企业及交易所退市的企业提供融资和股份转让服务。韩国自由板市场 (Free Board) 起源于 KOTCBB，主要为创新型中小企业提供融资服务，特别是支持初创期公司和创新型企业提供流动性需求，同时给投资者提供风险资本的退出渠道，投资者可以在企业上市前购买公司股权，获得企业上市的高风险高收益的投资机会。自由板市场还为主板或科斯达克退市的公司提供股权交易平台。

## 2、韩国场外交易市场的发展历程

### (1) 韩国证券交易所发展历程

韩国证券交易所成立于1956年，成立之初仅有12家上市公司和3只政府债券交易，共49家券商参与。韩国证券交易所为了活跃有价证券的流通和形成公正的价格，改善了交易方法，1997年9月开始全部施行电算系统。

1992年开始外国商人直接在韩国的股市上自由交易，1996年上市股价指数期货市场，1997年又开设股价直属期权市场，使韩国的证券交易所成了名副其实的世界性交易所。美国，英国，日本等60多个国家的国内外投资者通过国内外分布的50多个会员证券公司买卖韩国证券交易所上市的股票。

### (2) 韩国科斯达克市场的发展历程

1987年，韩国证券商协会为规范场外交易市场设立了股票场外交易系统。1996年，韩国证券业协会（Korea Securities Dealers Association, KSDA）设立了科斯达克市场（KOSDAQ，并于1997年1月正式开市。韩国证券业协会是KOSDAQ市场的法定设立者，同时也是KOSDAQ证券市场股份有限公司的最大股东。2000年3月韩国证券交易商协会设立柜台市场KOTCBB（Korea Over-the-Counter Bulletin Board），主要为不能达到韩国证券交易所和科斯达克上市或上柜标准的公司、退市公司以及新兴产业公司提供挂牌转让股票的服务。

韩国的科斯达克（KOSDAQ）履行创业板职能，主要为高新技术产业，特别是中小型企业提供直接融资服务。2005年1月，韩国证券交易所（KSE）与韩国期货交易所（KOFES）、韩国创业板（KOSDAQ）合并，成立韩国证券期货交易所（KRX），有1600多家企业上市。

### (3) 韩国场外交易市场的发展历程

KOTCBB最初定位于提供便捷的场外交易平台，但随着科斯达克的蓬勃发展，KOTCBB的市场参与者兴趣减退，场外市场的发展停滞。针对场外市场发展缓慢的情况，2004年韩国政府颁布了对创业公司的税收优惠和财政支持政策，政府开始重组场外市场，改进管理系统。2005年1月，自由板市场（Free Board）成立，成为韩国新的场外证券交易市场，由韩国证券业协会（即现在的韩国金融投资协会KOFIA）管理，基本制度类似于KOTCBB。

### 3、韩国场外交易市场的特点

公司在自由板市场融资的方式有两种，一是在自由板市场挂牌，通过一级市场发行股票或者通过二级市场配股、定增等方式进行融资；二是登记成为预上市公司，吸引投资者在上市前投资。

自由板市场挂牌公司数量在 2002 年达到顶峰，共有 183 家公司。但是，随着互联网发展的减速，风险创业泡沫破裂，创业热潮消退，截至 2011 年 12 月底，挂牌公司已跌至 63 家。与之相反，韩国的创业板市场科斯达克市场挂牌公司数量持续上升，交投活跃。

#### (1) 自由板市场挂牌条件和信息披露要求相对宽松

自由板市场并没有严格的挂牌准入条件，仅在信息披露与股份转让方面有所要求。韩国证券业协会负责对申请在自由板挂牌公司是否符合条件进行审批，它要求发行人必须使用韩国证券托管所标准的股权凭证，发行人必须与股权转让代理机构签订转让代理服务，发行人公司章程不能有股权转让的限制性条款。

自由板市场的信息披露要求相对宽松，仅要求提供年报和半年报两项定期报告和 16 类事项的临时报告。但是若挂牌公司未完成披露义务则有较为严格的处罚措施，其中包括警告、尽职交易、告知投资者、甚至摘牌的处罚。

2008 年，韩国金融投资协会和韩国科技园区协会颁布政策，自由板市场可以作为中小型高新技术企业的预上市阶段，吸引投资者投资。预上市股票并不在自由板市场交易，因此不需要达到自由板挂牌标准及信息披露要求。不同于其他类型的中小企业，高新技术企业挂牌条件更低。但如果企业在预上市阶段持续两年无法吸引投资，将被取消资格。

#### (2) 自由板市场摘牌制度相当严格

虽然自由板市场挂牌条件比较宽松，但挂牌企业摘牌标准则非常严格，挂牌公司如有破产、不能满足挂牌公司信息披露要求、企业架构发生重大变化或企业自愿申请摘牌，公司将被摘牌，股票也不能在自由板市场继续交易。2005 年以来，自由板市场每年都有十余家企业被摘牌。在自由板市场中，公司治理不完善或者因投资者不认可导致交易量不活跃的挂牌公司都会被淘汰。自由板严格的摘牌制度一定程度上保证了自由板挂牌公司的质量。

#### (3) 自由板市场并没有引入做市商制度

自由板市场没有引入做市商制度，而纳斯达克则是竞价交易制度为主，在一定条件下主承销商需要履行做市义务。自由板市场有价格涨跌幅限制和报价范围限制，其每日价格波动限制在基准价上下 30% 范围内。而纳斯达克每日价格波动为基准价上下 15% 范围内。

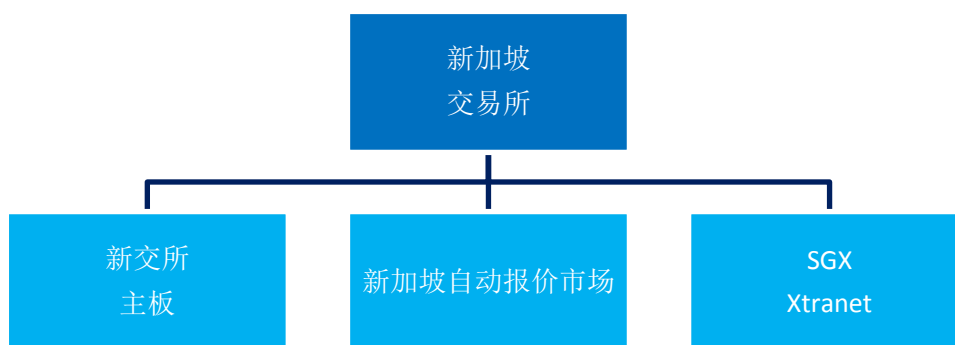
自由板市场的股票通过报价系统 (Quotation Intermediation System, QIS) 进行报价交易，采用非竞价交易方式，通过证券公司进行报价，采取价格优先、时间优先的原则，买卖价格完全匹配则通过电子交易系统自动完成交易。

## 四、新加坡场外交易市场的建设路径

### 1、新加坡多层次资本市场构成

新加坡资本市场层次较为简单，主要是新加坡交易所 (SGX) 和新加坡自动报价系统 (Stock Exchange of Singapore Dealing and Automated Quotation System, SESDAQ)。新加坡股票交易所是新加坡的一板市场，被分为第一交易部和第二交易部。在第一部交易的上市公司股票必须符合较高的标准。如果一家上市公司不再符合第一部标准，则从第一部转入第二部。新加坡自动报价系统是新加坡的二板市场，履行着场外市场的职能。

图表 7：新加坡交易所组织结构



资料来源：新加坡文献馆，华融证券

新加坡的场内交易市场主要指新加坡股票交易所，新加坡股票交易所由三个主要机构进行管理和监督。第一个是新加坡金融管理局，它主要对交易所进行管理和监督。第二个是证券行业委员会 (SIC)。它成立于 1973 年，是金融管理局的顾问机构。第三个机构是交易委员会，是新加坡股票交易所的自律性机构。

新加坡证券交易所（SGX，或“新交所”）有三个交易板块，包括新交所主板（SGX 主板），新加坡证券交易及自动报价市场系统（SGX SESDAQ）和 SGX Xtrinet。SGX SESDAQ 建立于 1987 年，其目的在于使那些不能满足新交所主板上市资格的公司能够向公众募集资金，属于新加坡的二板市场。SGX Xtrinet 建立于 2001 年，用来为挂牌基金（ETFs）或 SPDR 提供报价。SPDR 是基于股票市场指数的上市基金，通常以信托的形式存在。

## 2、新加坡场外交易市场的发展历程

新加坡交易所(SGX)成立于 1999 年 12 月,是由前新加坡股票交易所(SES)和前新加坡国际金融交易所(SIMEX)合并而成的。新加坡交易所证券市场的交易活动由其属下的两家子企业——新加坡证券交易有限企业和中央托收私人有限企业共同负责管理。

1999 年 12 月 1 日,新交所作为一家控股公司正式成立。原交易所公司(即新加坡证券交易所 (SES)、新加坡国际金融交易所 (Simex) 和证券结算及电脑服务公司 (SCCS)) 的部分股本撤出。

新加坡的二板市场的建设与美国以外的其他市场相比,起步较早。由新加坡股票交易所建立的自动报价市场——SESDAQ 市场,于 1987 年 2 月 18 日正式运作,完全采用计算机无票交易方式。

新加坡自动报价市场的建立,主要是为具有良好发展前景的新加坡中小型企业融资,以扩展其业务的发展。新加坡自动报价市场上市标准较为宽松和灵活,没有具体的公司规模要求,进入成本和年度上市费用也较低。

## 3、新加坡场外交易市场的特点

新加坡自动报价系统最大的特点是完全采用电脑无票交易方式,其建立的目的是为具有良好发展前景的新加坡中小型企业筹集资金,支持其业务的拓展。

自动报价系统另一大特点是对外开放程度很高,基本属于完全对外开放。自动报价市场刚成立时只允许新加坡注册的公司申请上市。1988 年 3 月,SESDAQ 市场与美国 NASDAQ 市场联网。自此新加坡的投资者可以直接买卖美国场外交易市场的上市股票。1997 年,新交所开放外国公司上市。自此不论新加坡本地公司还是外国公司都可以申请在主板上市,或在自动报价系统挂牌。

与其他国家场外交易市场类似,自动报价系统上市条件较为宽松和灵活,

对公司的规模没有具体的要求，进入的成本和年度上市费用均低于主板市场。自动报价系统要求上市公司有 3 年以上的经营记录，但并不强制要求包括盈利预测。

准备进入自动报价系统的企业如果进入公众募股，应向社会公布招股说明书，详细介绍公司状况、历史、经营业主和财务状况；但是如果企业拥有足够的合适股东和资本，不实施公众募股，则需要准备一份与招股说明书类似的通告，上交交易所以供公众查阅。



## 投资评级定义

公司评级		行业评级	
强烈推荐	预期未来 6 个月内股价相对市场基准指数升幅在 15% 以上	看好	预期未来 6 个月内行业指数优于市场指数 5% 以上
推荐	预期未来 6 个月内股价相对市场基准指数升幅在 5% 到 15%	中性	预期未来 6 个月内行业指数相对市场指数持平
中性	预期未来 6 个月内股价相对市场基准指数变动在 -5% 到 5% 内	看淡	预期未来 6 个月内行业指数弱于市场指数 5% 以上
卖出	预期未来 6 个月内股价相对市场基准指数跌幅在 15% 以上		

## 免责声明

赵莎莎，在此声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿等。华融证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）已在知晓范围内按照相关法律规定履行披露义务。华融证券股份有限公司（以下简称本公司）的资产管理和证券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和建议不一致的投资决策。本报告仅提供给本公司客户有偿使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本公司会授权相关媒体刊登研究报告，但相关媒体客户并不视为本公司客户。本报告版权归本公司所有。未获得本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制、传播，不得以任何形式侵害该报告版权及所有相关权利。本报告中的信息、建议等均仅供本公司客户参考之用，不构成所述证券买卖的出价或征价。本报告并未考虑到客户的具体投资目的、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。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时可就研究报告相关问题咨询本公司的投资顾问。本公司市场研究部及其分析师认为本报告所载资料来源可靠，但本公司对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，也不承担任何投资者因使用本报告而产生的任何责任。本公司及其关联方可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务，敬请投资者注意可能存在的利益冲突及由此造成的对本报告客观性的影响。

### 华融证券股份有限公司市场研究部

地址：北京市朝阳区朝阳门北大街 18 号 15 层 (100020)

传真：010-85556173      网址：[www.hrsec.com.cn](http://www.hrsec.com.cn)