

证券研究报告—深度报告

金融工程

数量化投资

金融工程专题研究

2012 年 07 月 26 日

专题报告

相关研究报告:

《金融工程专题研究: 期权系列报告之海外期权市场发展概况》——2012-07-11

《国信投资时钟系列报告: 投资者在周期中的杠杆偏好》——2012-06-18

《国信价值投资系列报告: 基于 GARP 的价值投资选股策略》——2012-06-18

《金融工程专题研究: 基于动态时间规整的择时策略》——2012-06-14

《国信投资时钟系列报告: 千瓣之莲, 独自盛开》——2012-06-14

证券分析师: 林晓明

电话: 0755-82136165

E-MAIL: linxiaom@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码: S0980512020001

证券分析师: 戴军

电话: 0755-82133129

E-MAIL: daijun@guosen.com.cn

联系人: 陈志岗

电话: 0755-82136165

E-MAIL: chenzgang@guosen.com.cn

收益最高 100 牛股特征分析

● 收益最高 100 牛股

本文通过对牛股群体两段时间 (2005.1-2012.6、2008.10-2009.7) 的行业特征、规模特征、市场面特征 (换手率)、收益质量特征 (经营活动净收益 / 利润总额、所得税 / 利润总额、扣除非经常损益后的净利润 / 净利润)、资本结构特征 (权益乘数、非流动资产 / 总资产)、成长因子特征 (ROE(TTM)、ROA(TTM)、营业收入同比增长率、净利润同比增长率、经营活动产生的现金净流量同比增长率、毛利率、净利率) 以及价值因子特征 (利润总额 / 总市值 (E/P)、经营活动产生的现金流量净额 / 总市值 (CFO/P)、股东权益 / 总市值 (B/P)) 的分析, 得出以下结论:

1. 牛股的群体特征不是一成不变的, 而是与时间长度相关, 时间长度的不同会使得牛股表现出不同的群体特征, 我们不应仅仅只关注公司层面的特征, 更应该关注的是经济的发展, 时势造牛股。
2. 经济支柱、快速成长以及政策刺激增长的行业出牛股的机会会更大。
3. 牛股不一定是从小盘股成长为大盘股, 从相对长期的时间段来看 (2005-2012) 牛股规模的发展途径可能是从大盘至超大盘。
4. 牛股的非流动资产占比要明显小于全部 A 股, 这说明牛股在轻资产模式下产生的概率会较大。
5. 牛股都不便宜, 相对于全部 A 股, 两个牛股群体的估值都要“贵”一些。
6. 从相对长期的时间段来看 (2005-2012), 牛股群体的成长性要明显高于全部 A 股, 特别是成长因子中的 ROE 指标, 这说明从相对长期来看, 牛股的决定因素可能在成长方面。从短期 (特定) 来看 (2008-2009), 牛股的群体特征主要与当时市场的关注方面有关, 例如在 2008 年金融风暴之际, 牛股的群体特征可能与收益质量更相关。

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

内容目录

2005-2012 收益最高 100 牛股	5
数据样本	5
描述性统计	6
多元回归模型的建立与实证结果	12
2005-2012 牛股群体特征总结	13
2008-2009 收益最高 100 牛股	14
样本的选择	14
描述性统计	15
两段时间牛股群体特征分析总结	20
国信证券投资评级	21
分析师承诺	21
风险提示	21
证券投资咨询业务的说明	21

图表目录

图 1: 牛股主要分布在医药生物、有色金属、食品饮料等行业	6
图 2: 牛股组合主要分布在经济支柱行业与快速成长行业	7
图 3: 2005-2011 牛股与全部 A 股换手率特征季度对比	8
图 4: 2005-2011 牛股与全部 A 股(经营活动净收益 / 利润总额)特征对比	8
图 5: 2005-2011 牛股与全部 A 股(所得税 / 利润总额)特征对比	8
图 6: 2005-2011 牛股与全部 A 股(扣除非经常损益后净利润 / 净利润)特征对比	9
图 7: 2005-2011 牛股与全部 A 股 (剔除金融) 权益乘数特征季度对比	9
图 8: 2005-2011 牛股与全部 A 股 (剔除金融) 非流动资产占比特征季度对比	9
图 9: 2005-2011 牛股与全部 A 股 (剔除金融) ROE(TTM)对比	10
图 10: 2005-2011 牛股与全部 A 股 (剔除金融) ROA(TTM)对比	10
图 11: 2005-2011 牛股与全部 A 股营业收入同比增长率对比	10
图 12: 2005-2011 牛股与全部 A 股净利润同比增长率对比	10
图 13: 2005-2011 牛股与全部 A 股经营活动产生的现金净流量同比增长率对比	10
图 14: 2005-2011 牛股与全部 A 股毛利率 (剔除金融) 对比	10
图 15: 2005-2011 牛股与全部 A 股净利率 (剔除金融) 对比	11
图 16: 2005-2011 牛股与全部 A 股利润总额/总市值对比	11
图 17: 2005-2011 牛股与全部 A 股经营活动产生的现金流量净额/总市值对比	11
图 18: 2005-2011 牛股与全部 A 股股东权益/总市值季度对比	11
图 19: 牛股主要分布在有色金属、采掘、机械设备等行业	15
图 20: 牛股组合主要分布在政策刺激增长的行业	16
图 21: 2008-2009 牛股与全部 A 股 (剔除金融) ROE(TTM)对比	18
图 22: 2008-2009 牛股与全部 A 股 (剔除金融) ROA(TTM)对比	18
图 23: 2008-2009 牛股与全部 A 股营业收入同比增长率对比	18
图 24: 2008-2009 牛股与全部 A 股净利润同比增长率对比	18
图 25: 2008-2009 牛股与全部 A 股经营活动产生的现金净流量同比增长率对比	19
图 26: 2008-2009 牛股与全部 A 股毛利率 (剔除金融) 对比	19
图 27: 2008-2009 牛股与全部 A 股净利率 (剔除金融) 对比	19
图 28: 2008-2009 牛股与全部 A 股利润总额/总市值对比	19
图 29: 2008-2009 牛股与全部 A 股经营活动产生的现金流量净额/总市值对比	19
图 30: 2008-2009 牛股与全部 A 股股东权益/总市值季度对比	20

表 1: 2005-2012 收益率排名前 100 名牛股名单、行业属性及涨幅情况	5
表 2: 2005、2012 牛股在各自行业内的占比	6
表 3: 2005-2011 牛股的规模特征	7
表 4: 2005-2011 牛股与全部 A 股换手率特征年度对比	8
表 5: 统计分析	13
表 6: 方差分析	13
表 7: 参数估计	13
表 8: 2008-2009 收益率排名前 100 名牛股名单、行业属性及涨幅情况	14
表 9: 2008、2009 牛股在各自行业内的占比	16
表 11: 2008-2009 牛股的规模特征	16
表 12: 2008-2009 牛股与全部 A 股换手率特征对比	17
表 13: 2008-2009 牛股与全部 A 股收益质量的对比	17
表 14: 2008-2009 牛股与全部 A 股（剔除金融）资本结构对比	18

资本市场上每一位投资者都在使用各种方法寻觅自己心中的牛股，但何为牛股却没有一致的看法。那么何为牛股？我们认为在一段时间内股票的区间收益率排在全部 A 股前 100 名的个股即可称为牛股。

以 A 股市场来说，牛股所占的比例不足 5%。挖掘并持有潜在的牛股是所有投资者梦寐以求的，但是发现潜力牛股却并不容易。一个可行的思路是以古鉴今，即借鉴历史上牛股的表现特征来寻找未来的牛股。

2005-2012 收益最高 100 牛股

数据样本

本文以 2005 年 1 月 1 日的全体 A 股为样本，剔除历史上有过 ST 的股票，并对全体样本股 2005 年 1 月 1 日至 2012 年 6 月 30 日的收益率排名，选取排名前 100 名的个股定义为牛股。之所以选取 2005 年 1 月 1 日的全体 A 股为样本是为了使各股交易的起始日相同，从而使得各股路径可比；之所以剔除历史上的 ST 股票则是考虑到 ST 股票历史上可能进行重组，而重组对各股的收益率影响惊人，剔除历史上的 ST 股票能减少其它因素对牛股特征的影响。

表 1：2005-2012 收益率排名前 100 名牛股名单、行业属性及涨幅情况

股票代码	股票名称	收益率（%）	所属行业	股票代码	股票名称	收益率（%）	所属行业
000869.SZ	张裕 A	5057	食品饮料	000858.SZ	五粮液	792	食品饮料
600111.SH	包钢稀土	4970	有色金属	600261.SH	阳光照明	788	电子
000527.SZ	美的电器	4715	家用电器	600157.SH	永泰能源	787	化工
000157.SZ	中联重科	3730	机械设备	000002.SZ	万科 A	780	房地产
600547.SH	山东黄金	3380	有色金属	000895.SZ	双汇发展	775	食品饮料
600031.SH	三一重工	3173	机械设备	600141.SH	兴发集团	774	化工
600216.SH	浙江医药	2520	医药生物	600153.SH	建发股份	770	商业贸易
600030.SH	中信证券	2360	金融服务	600478.SH	科力远	759	有色金属
002024.SZ	苏宁电器	2310	商业贸易	002011.SZ	盾安环境	724	家用电器
600809.SH	山西汾酒	2301	食品饮料	600585.SH	海螺水泥	711	建筑建材
000651.SZ	格力电器	2077	家用电器	600300.SH	维维股份	711	食品饮料
000877.SZ	天山股份	2067	建筑建材	600348.SH	阳泉煤业	708	采掘
600489.SH	中金黄金	2050	有色金属	600056.SH	中国医药	700	商业贸易
600315.SH	上海家化	1840	化工	600316.SH	洪都航空	698	交通运输
000848.SZ	承德露露	1837	食品饮料	600251.SH	冠农股份	697	化工
600750.SH	江中药业	1709	医药生物	600383.SH	金地集团	696	房地产
002007.SZ	华兰生物	1709	医药生物	600859.SH	王府井	695	商业贸易
002029.SZ	七匹狼	1709	纺织服装	002013.SZ	中航精机	690	交通运输
002038.SZ	双鹭药业	1653	医药生物	000006.SZ	深振业 A	683	房地产
600252.SH	中恒集团	1625	医药生物	600062.SH	华润双鹤	670	医药生物
600395.SH	盘江股份	1540	采掘	002032.SZ	苏泊尔	662	家用电器
600570.SH	恒生电子	1529	信息服务	000983.SZ	西山煤电	659	采掘
600549.SH	厦门钨业	1428	有色金属	600298.SH	安琪酵母	651	农林牧渔
000623.SZ	吉林敖东	1292	金融服务	600783.SH	鲁信创投	651	金融服务
600739.SH	辽宁成大	1264	金融服务	000807.SZ	云铝股份	645	有色金属
600276.SH	恒瑞医药	1212	医药生物	000999.SZ	华润三九	638	医药生物
600497.SH	驰宏锌锗	1174	有色金属	600123.SH	兰花科创	634	采掘
600511.SH	国药股份	1143	医药生物	000768.SZ	西飞国际	632	交通运输
600436.SH	片仔癀	1143	医药生物	600458.SH	时代新材	627	化工
000987.SZ	广州友谊	1113	商业贸易	000876.SZ	新希望	625	农林牧渔
002022.SZ	科华生物	1093	医药生物	000690.SZ	宝新能源	621	公用事业
000417.SZ	合肥百货	1088	商业贸易	600309.SH	烟台万华	619	化工
600406.SH	国电南瑞	1038	机械设备	600331.SH	宏达股份	618	有色金属
600519.SH	贵州茅台	1013	食品饮料	600572.SH	康恩贝	613	医药生物
600582.SH	天地科技	970	机械设备	600059.SH	古越龙山	611	食品饮料

000538.SZ	云南白药	950	医药生物	600238.SH	海南椰岛	603	食品饮料
600546.SH	山煤国际	917	采掘	000933.SZ	神火股份	602	采掘
600702.SH	沱牌舍得	900	食品饮料	600468.SH	百利电气	596	机械设备
000528.SZ	柳工	897	机械设备	600741.SH	华域汽车	592	交运设备
600143.SH	金发科技	892	化工	600456.SH	宝钛股份	586	有色金属
600535.SH	天士力	884	医药生物	000970.SZ	中科三环	583	有色金属
000792.SZ	盐湖股份	877	化工	600690.SH	青岛海尔	568	家用电器
000661.SZ	长春高新	853	医药生物	000425.SZ	徐工机械	568	机械设备
600256.SH	广汇能源	849	化工	600612.SH	老凤祥	566	轻工制造
600588.SH	用友软件	848	信息服务	000028.SZ	国药一致	566	医药生物
000060.SZ	中金岭南	832	有色金属	600326.SH	西藏天路	563	建筑建材
600366.SH	宁波韵升	826	有色金属	000852.SZ	江钻股份	560	机械设备
600160.SH	巨化股份	824	化工	600435.SH	北方导航	553	交运设备
000963.SZ	华东医药	808	医药生物	002028.SZ	思源电气	551	机械设备
600079.SH	人福医药	792	医药生物	600729.SH	重庆百货	546	商业贸易

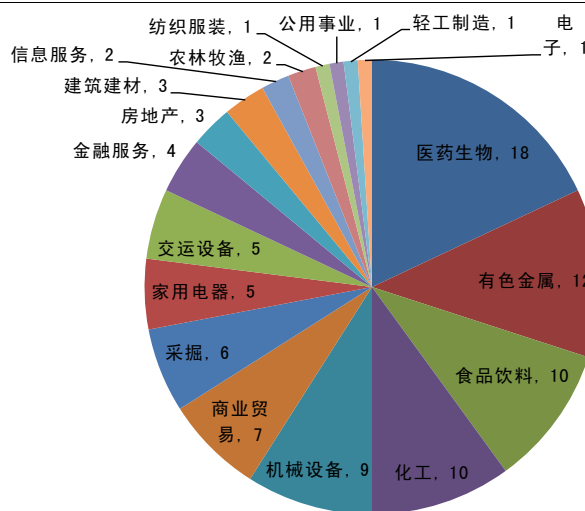
资料来源：Tinysoft 天软科技、国信证券经济研究所整理。

描述性统计

行业特征

从行业分布来看，牛股组合主要分布在经济支柱行业与快速增长行业。牛股组合包括 18 个行业的股票，但主要分布在医药生物、有色金属、食品饮料、化工、机械设备、商业贸易、采掘、家用电器和交运设备等九个行业，约占总额的 82% 左右。由于我国正处在工业化后期，城镇化进程加速，产业结构调整 and 消费升级主导着经济发展，再加之国家行业政策的大力扶持，使得这些行业近五年来得到了长足发展。图 2 表明绝大多数牛股都出现在 5 年中涨幅较大的行业之中，行业涨幅与行业中的牛股数目两者相关系数为 0.67，正所谓“时势造英雄”。

图 1：牛股主要分布在医药生物、有色金属、食品饮料等行业



资料来源：WIND 资讯、国信证券经济研究所整理。

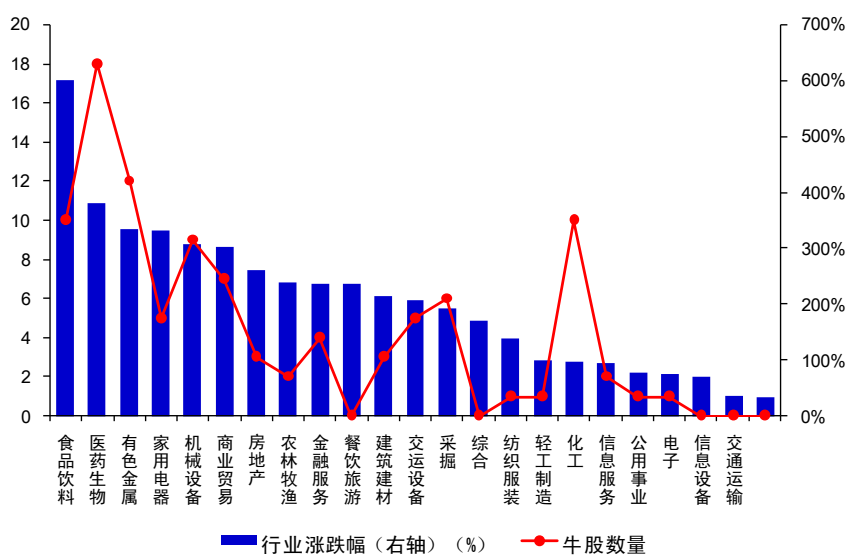
表 2：2005、2012 牛股在各自行业内的占比

行业名称	2005 牛股在各自行业内的占比	2012 牛股在各自行业内的占比	行业名称	2005 牛股在各自行业内的占比	2012 牛股在各自行业内的占比
金融服务	36.36%	3.92%	农林牧渔	3.92%	0.00%

采掘	28.57%	28.30%	房地产	3.85%	6.25%
有色金属	28.57%	22.37%	电子	2.38%	1.56%
食品饮料	22.22%	1.69%	轻工制造	2.38%	2.35%
医药生物	15.93%	2.23%	纺织服装	1.82%	2.63%
家用电器	15.63%	0.00%	公用事业	1.54%	2.25%
商业贸易	9.33%	2.15%	黑色金属	0.00%	8.82%
交运设备	7.69%	4.10%	信息设备	0.00%	4.35%
机械设备	7.20%	2.98%	交通运输	0.00%	1.18%
化工	6.67%	4.12%	餐饮旅游	0.00%	0.00%
建筑建材	4.17%	5.04%	综合	0.00%	0.00%
信息服务	4.17%	2.16%			

资料来源：Tinysoft 天软科技、国信证券经济研究所整理。

图 2：牛股组合主要分布在经济支柱行业与快速成长行业



资料来源：WIND 资讯、国信证券经济研究所整理。

规模特征

我们把全部 A 股按总市值排序，以最小的 30% 为小盘股，最大的 30% 为大盘股，其他的为中盘股。从结果上来看，牛股的分布更偏向于大盘股。

表 3：2005-2011 牛股的规模特征

年份	大盘股数目	中盘股数目	小盘股数目
2005	51	32	17
2006	63	28	9
2007	62	33	6
2008	65	30	5
2009	72	26	2
2010	84	15	1
2011	89	11	0

资料来源：WIND 资讯、同花顺 iFind、国信证券经济研究所整理

市场面特征

对于市场面特征的衡量主要体现在价、量两个方面，由于牛股是通过价（收益率）的方式选出，那么对牛股市场面特征的分析主要就体现在量的方面，本文

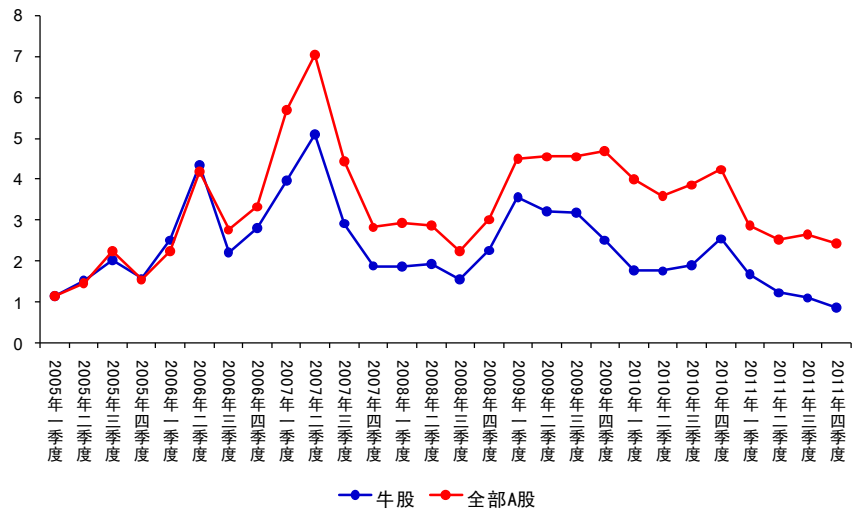
从换手率的方面讨论牛股市场面的特征。从结果上来看，牛股的整体换手率要明显小于全部 A 股。

表 4: 2005-2011 牛股与全部 A 股换手率特征年度对比

区间换手率 (%)	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
牛股	1.5768	2.8859	3.3872	1.8993	3.1241	1.9952	1.2126
全部 A 股	1.6256	3.3696	5.1205	2.7753	5.1393	4.3375	2.9708

资料来源: WIND 资讯、同花顺 iFind、国信证券经济研究所整理

图 3: 2005-2011 牛股与全部 A 股换手率特征季度对比

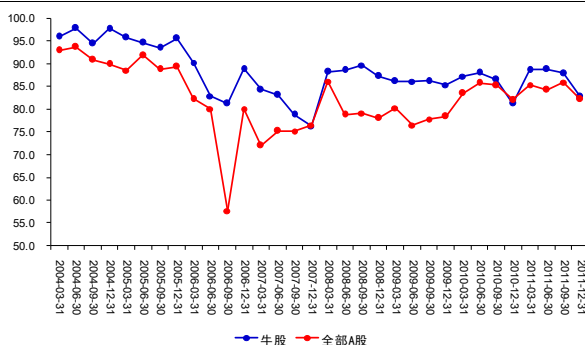


资料来源: WIND 资讯、同花顺 iFind、国信证券经济研究所整理

收益质量特征

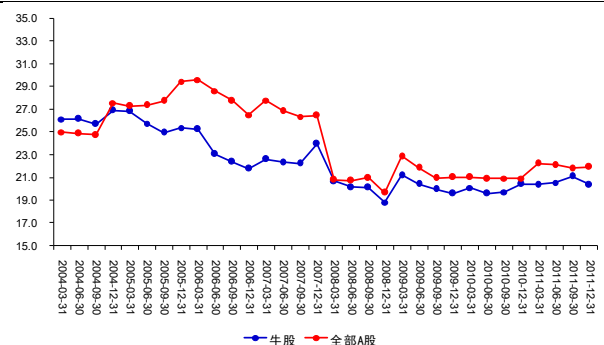
我们分别从经营活动净收益 / 利润总额、所得税 / 利润总额、扣除非经常损益后的净利润 / 净利润三个指标来分析牛股收益质量特征。从结果上来看，在经营活动净收益 / 利润总额方面牛股比全部 A 股高，而税率与扣除非经常损益后的净利润 / 净利润比全部 A 股低。牛股与全部 A 股在三个收益质量指标的判断上不一致值得我们注意。

图 4: 2005-2011 牛股与全部 A 股(经营活动净收益 / 利润总额)特征对比



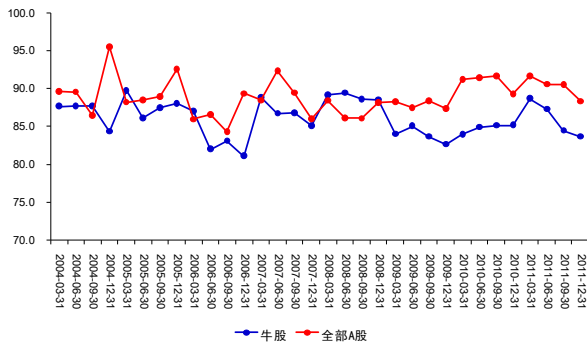
资料来源: WIND 资讯、同花顺 iFind、国信证券经济研究所整理

图 5: 2005-2011 牛股与全部 A 股(所得税 / 利润总额)特征对比



资料来源: WIND 资讯、同花顺 iFind、国信证券经济研究所整理

图 6: 2005-2011 牛股与全部 A 股(扣除非经常损益后净利润/净利润)特征对比

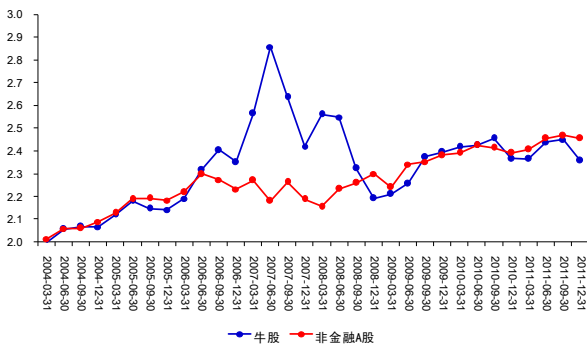


资料来源: WIND 资讯、同花顺 Find、国信证券经济研究所整理

资本结构特征

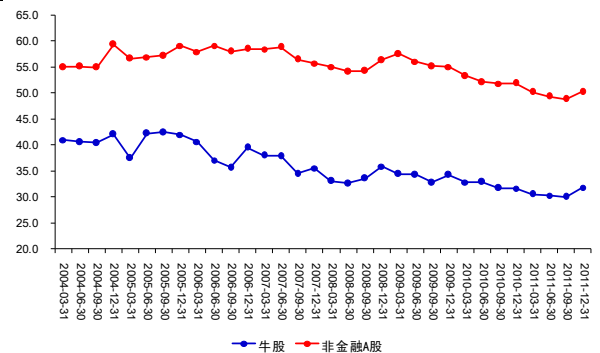
我们分别从权益乘数与非流动资产/总资产两个指标来分析牛股与全部 A 股(剔除金融服务业)资本结构特征的异同。之所以剔除金融服务业主要是考虑到金融行业更多是负债经营;使用权益乘数是因为权益乘数能衡量资产、负债与权益三者之间的关系;使用非流动资产/总资产则主要是考虑企业经营模式的选择问题(轻资产、重资产)。从结果上来看,在 2006 年至 2008 年期间,牛股与全部 A 股(剔除金融服务业)的权益乘数差异非常巨大,但在其它期间权益乘数差异不大。对于非流动资产在总资产的占比而言,牛股要明显小于全部 A 股(剔除金融服务业)。这说明牛股、全部 A 股(剔除金融服务业)对负债的选择在大部份时期是相近,但对经营模式的选择差异很大。牛股更偏向于轻资产模式。

图 7: 2005-2011 牛股与全部 A 股(剔除金融)权益乘数特征季度对比



资料来源: WIND 资讯、同花顺 Find、国信证券经济研究所整理

图 8: 2005-2011 牛股与全部 A 股(剔除金融)非流动资产占比特征季度对比

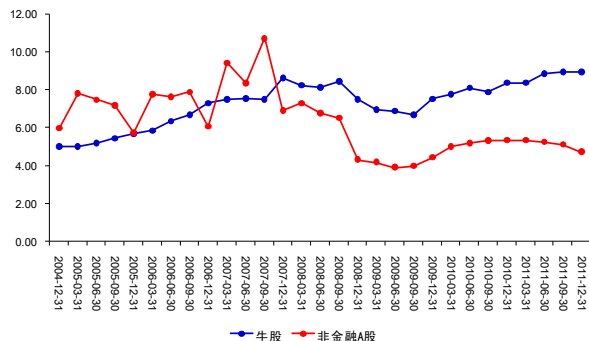


资料来源: WIND 资讯、同花顺 Find、国信证券经济研究所整理

成长因子特征

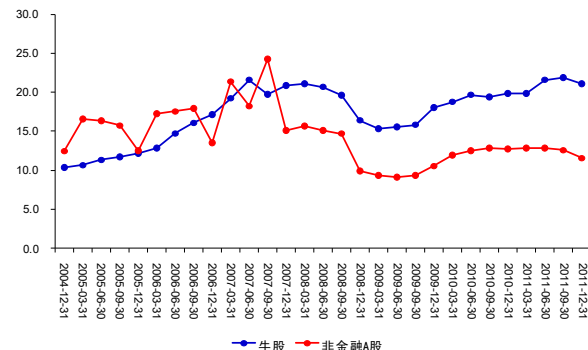
我们分别从 ROE (TTM)、ROA (TTM)、营业收入同比增长率、净利润同比增长率、经营活动产生的现金净流量同比增长率、毛利率与净利率七个指标来对比牛股与全部 A 股之间成长因子的特征。从结果上来看,相对于全部 A 股,牛股在成长性方面具有比较明显的优势。

图 9: 2005-2011 牛股与全部 A 股 (剔除金融) ROE(TTM) 对比



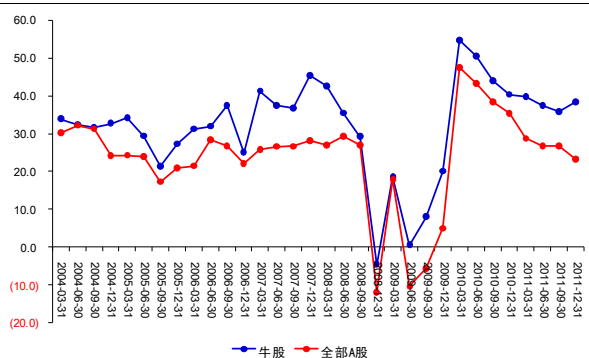
资料来源: WIND 资讯、同花顺 FInd、国信证券经济研究所整理

图 10: 2005-2011 牛股与全部 A 股 (剔除金融) ROA(TTM) 对比



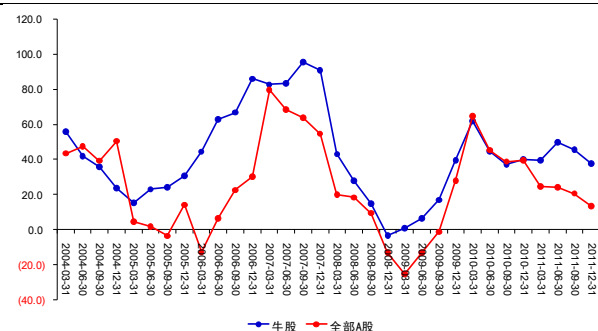
资料来源: WIND 资讯、同花顺 FInd、国信证券经济研究所整理

图 11: 2005-2011 牛股与全部 A 股营业收入同比增长率对比



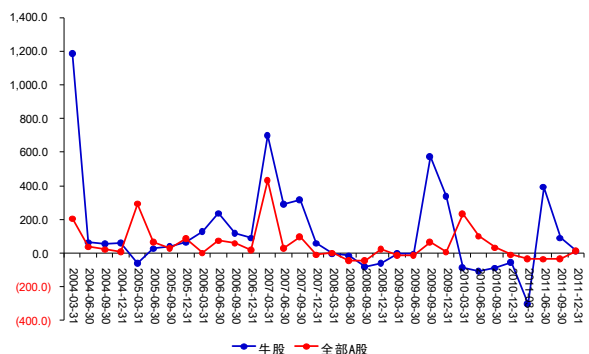
资料来源: WIND 资讯、同花顺 FInd、国信证券经济研究所整理

图 12: 2005-2011 牛股与全部 A 股净利润同比增长率对比



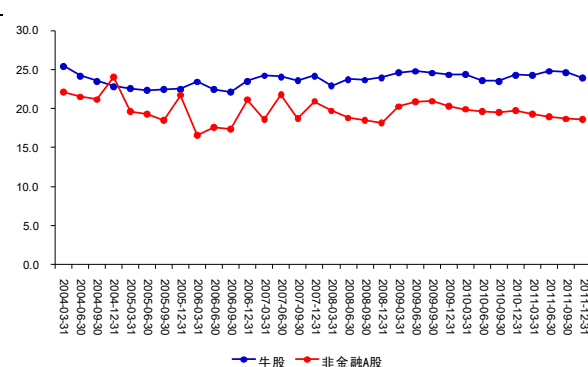
资料来源: WIND 资讯、同花顺 FInd、国信证券经济研究所整理

图 13: 2005-2011 牛股与全部 A 股经营活动产生的现金净流量同比增长率对比



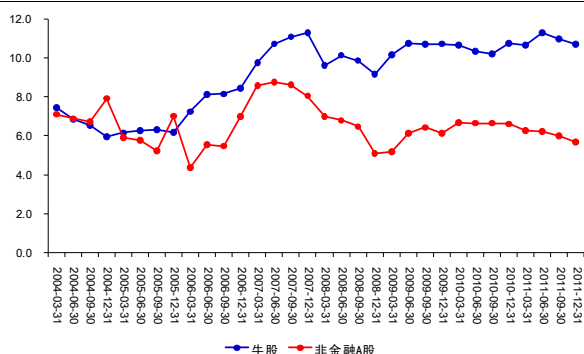
资料来源: WIND 资讯、同花顺 FInd、国信证券经济研究所整理

图 14: 2005-2011 牛股与全部 A 股毛利率 (剔除金融) 对比



资料来源: WIND 资讯、同花顺 FInd、国信证券经济研究所整理

图 15: 2005-2011 牛股与全部 A 股净利率 (剔除金融) 对比

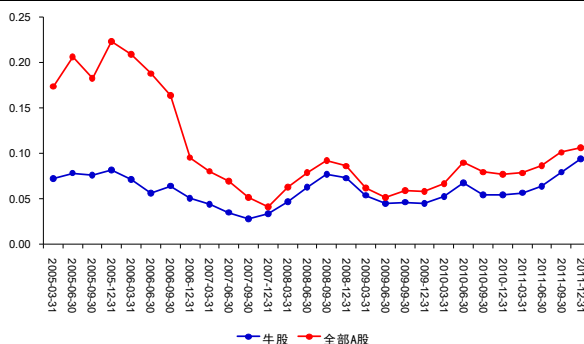


资料来源: WIND 资讯、同花顺 Find、国信证券经济研究所整理

价值因子特征

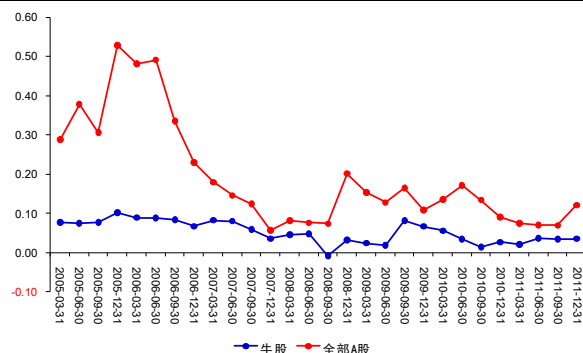
我们分别从利润总额/总市值 (E/P)、经营活动产生的现金流量净额/总市值 (CFO/P)、股东权益/总市值 (B/P) 三个估值指标来分析牛股与全部 A 部之间价值因子的特征。从结果上来看, 相对于全部 A 部, 牛股的估值要“贵”一些。

图 16: 2005-2011 牛股与全部 A 股利润总额/总市值对比



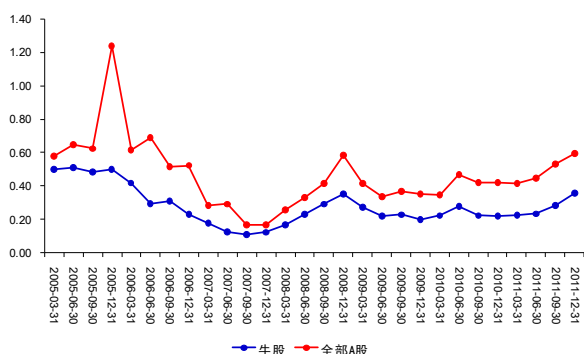
资料来源: WIND 资讯、同花顺 Find、国信证券经济研究所整理

图 17: 2005-2011 牛股与全部 A 股经营活动产生的现金流量净额/总市值对比



资料来源: WIND 资讯、同花顺 Find、国信证券经济研究所整理

图 18: 2005-2011 牛股与全部 A 股股东权益/总市值季度对比



资料来源: WIND 资讯、同花顺 Find、国信证券经济研究所整理

描述性统计总结

通过对牛股与全部 A 股的分析对比，我们认为牛股与全部 A 股在换手率、收益质量、资产结构、成长性与价值性方面有较大的差异，下面我们将通过建模来反映牛股超额收益与这些因子这间的关系。

多元回归模型的建立与实证结果

多元回归模型的一般形式

$$Y_i = \beta_0 + \beta_1 X_{1i} + \cdots + \beta_k X_{ki} + \mu_i \quad i = 1, 2, \dots, n$$

其中 K 为解释变量的数目， $\beta_j (j = 1, 2, \dots, k)$ 称为回归系数。

通过对描述性统计的分析，为了查看各自变量对因变量的解释程度，我们令 $\beta_0 = 0$ ；

Y_i 为第 i 季，牛股组合的超额收益，即牛股组合收益-全部 A 股收益；

X_{1i} 为第 i 季，牛股组合的超额换手率，即牛股组合换手率-全部 A 股换手率；

X_{2i} 为第 i 季，牛股组合的超额经营活动净收益 / 利润总额；

X_{3i} 为第 i 季，牛股组合的超额所得税 / 利润总额；

X_{4i} 为第 i 季，牛股组合的超额扣除非经常损益后的净利润 / 净利润；

X_{5i} 为第 i 季，牛股组合的超额非流动资产占比；

X_{6i} 为第 i 季，牛股组合的超额 ROA(TTM)；

X_{7i} 为第 i 季，牛股组合的超额 ROE(TTM)；

X_{8i} 为第 i 季，牛股组合的超额营业收入同比增长率；

X_{9i} 为第 i 季，牛股组合的超额净利润同比增长率；

X_{10i} 为第 i 季，牛股组合的超额经营活动产生的现金净流量同比增长率；

X_{11i} 为第 i 季，牛股组合的超额毛利率；

X_{12i} 为第 i 季，牛股组合的超额净利率；

X_{13i} 为第 i 季，牛股组合的超额利润总额/总市值；

X_{14i} 为第 i 季，牛股组合的超额经营活动产生的现金流量净额/总市值；

X_{15i} 为第 i 季，牛股组合的超额股东权益/总市值；

多元回归结果

回归结果显示：

- 1、模型显著，F 值为 3.96，P 值为 0.01；
- 2、模型的解释能力相对较优，R 方为 0.82，修正后 R 方为 0.55；
- 3、参数估计中，从显著度来看 ($\alpha = 0.1$)，超额经营活动净收益 / 利润总额、超额 ROA、超额经营活动产生的现金流量净额/总市值、超额 ROE、超额经营活动产生的现金净流量同比增长率、与超额股东权益/总市值等 6 个因子显著。其中，前三个因子与超额收益率负相关，而后三个因子与超额收益率正相关。
- 4、值得注意的是超额 ROA 与 ROE 的系数符号相反，超额经营活动产生的现金流量净额/总市值与超额股东权益/总市值的系数符号相反。从这点来看，回归的结果与描述性统计的结果存在一定的矛盾。

表 5: 统计分析
回归统计

Multiple R	0.91
R Square	0.82
Adjusted R Square	0.55
标准误差	7.29
观测值	28

资料来源: WIND 资讯、同花顺 iFind、国信证券经济研究所整理

表 6: 方差分析
方差分析

	df	SS	MS	F	Significance F
回归分析	15	3154.06	210.27	3.96	0.01
残差	13	690.30	53.10		
总计	28	3844.36			

资料来源: WIND 资讯、同花顺 iFind、国信证券经济研究所整理

表 7: 参数估计

	Coefficients	标准误差	t Stat	P-value	Lower 95%	Upper 95%
Intercept	0	-	-	-	-	-
X Variable 1	9.74	11.36	0.86	0.41	-14.81	34.29
X Variable 2	-0.93	0.42	-2.20	0.05	-1.83	-0.02
X Variable 3	-2.54	2.30	-1.10	0.29	-7.50	2.43
X Variable 4	-0.96	1.58	-0.61	0.55	-4.38	2.46
X Variable 5	-0.14	0.58	-0.24	0.81	-1.39	1.11
X Variable 6	-12.05	5.73	-2.10	0.06	-24.42	0.32
X Variable 7	6.21	2.38	2.61	0.02	1.07	11.34
X Variable 8	0.08	0.53	0.14	0.89	-1.06	1.22
X Variable 9	-0.49	0.30	-1.64	0.13	-1.13	0.16
X Variable 10	0.02	0.01	2.34	0.04	0.00	0.04
X Variable 11	0.77	2.26	0.34	0.74	-4.11	5.64
X Variable 12	1.62	3.78	0.43	0.67	-6.54	9.78
X Variable 13	0.61	1.27	0.48	0.64	-2.14	3.36
X Variable 14	-1.28	0.50	-2.57	0.02	-2.35	-0.20
X Variable 15	0.53	0.28	1.88	0.08	-0.08	1.15

资料来源: WIND 资讯、同花顺 iFind、国信证券经济研究所整理

2005-2012 牛股群体特征总结

通过以上分析,我们认为 2005 年 1 月 1 日至 2012 年 6 月 30 日牛股群体特征主要体现在以下几个方面:

- 1、行业特征:从行业分布来看,牛股组合主要分布在经济支柱行业与快速增长行业。
- 2、规模特征:牛股的分布更偏向于大盘股。
- 3、市场面特征:从描述性统计来看,牛股的换手率要小于全部 A 股的换手率,但从回归模型来看超额换手率的回归系数为正,这与直观感觉不相符,但模型显示参数不显著。
- 4、收益质量特征:从描述性统计来看,牛股的经营净收益 / 利润总额要比全部 A 股高,并且税率比全部 A 股低,但扣除非经常损益后的净利润 / 净利润要比全部 A 股低。从回归分析来看,三个因子的回归系数均为负值,但只有超额经营净收益 / 利润总额因子显著。

- 5、资产结构特征：从描述性统计来看，牛股的非流动资产占比要明显小于全部 A 股，并且从回归模型来看超额非流动资产占比的回归系数为负，这与描述性统计结果相似，即相对于全部 A 股，非流动资产占比较低，可能获得超额收益，但模型显示参数不显著。
- 6、成长因子特征：从描述性统计来看，牛股的成长因子均要优于全部 A 股；从回归模型来看超额 ROA、超额 ROE 与超额经营活动产生的现金净流量同比增长率是显著的；总的来看回归结果与描述性统计的结果是一致的。
- 7、价值因子特征方面，从描述性统计来看，牛股在大多数情况下都要比全部 A 股要“贵”；从回归模型来看，因子超额经营活动产生的现金流量净额/总市值与因子超额股东权益/总市值显著，总的来看回归结果与描述性统计的结果是一致的。

2008-2009 收益最高 100 牛股

样本的选择

本文接下来进一步研究 2008 年 10 月 28 日上证指数 1664 点至 2009 年 7 月 31 日 3412 点（最近一波小牛市）的牛股群体特征。

我们以 2008 年 10 月 28 日的全体 A 股为样本，剔除历史上有过 ST 的股票，并对全体样本股 2008 年 10 月 28 日至 2009 年 7 月 31 日的收益率排名，选取排名前 100 名的个股定义为牛股（以下简称牛股（100））。之所以选取 2008 年 10 月 28 日的全体 A 股为样本是为了使各股交易的起始日相同，从而使得各股路径可比；之所以剔除历史上的 ST 股票则是考虑到 ST 股票历史上可能进行重组，而重组对各股的收益率影响惊人，剔除历史上的 ST 股票能减少其它因素对牛股特征的影响。

表 8：2008-2009 收益率排名前 100 名牛股名单、行业属性及涨幅情况

股票代码	股票名称	收益率（%）	所属行业	股票代码	股票名称	收益率（%）	所属行业
000671.SZ	阳光城	659	房地产	000878.SZ	云南铜业	375	有色金属
002166.SZ	莱茵生物	647	医药生物	002218.SZ	拓日新能	369	机械设备
601699.SH	潞安环能	637	采掘	000937.SZ	冀中能源	369	采掘
002226.SZ	江南化工	604	化工	000661.SZ	长春高新	368	医药生物
002128.SZ	露天煤业	595	采掘	000630.SZ	铜陵有色	367	有色金属
002249.SZ	大洋电机	569	机械设备	002155.SZ	辰州矿业	366	有色金属
600546.SH	山煤国际	569	采掘	600756.SH	浪潮软件	363	信息服务
002089.SZ	新海宜	557	信息设备	600326.SH	西藏天路	363	建筑建材
600252.SH	中恒集团	556	医药生物	600520.SH	中发科技	362	机械设备
000961.SZ	中南建设	556	房地产	600480.SH	凌云股份	355	交运设备
002192.SZ	路翔股份	553	化工	000807.SZ	云铝股份	353	有色金属
002168.SZ	深圳惠程	539	机械设备	600502.SH	安徽水利	352	建筑建材
600432.SH	吉恩镍业	535	有色金属	000066.SZ	长城电脑	352	信息设备
002237.SZ	恒邦股份	532	有色金属	000800.SZ	一汽轿车	352	交运设备
600783.SH	鲁信创投	514	金融服务	002091.SZ	江苏国泰	351	商业贸易
600300.SH	维维股份	506	食品饮料	600123.SH	兰花科创	351	采掘
002096.SZ	南岭民爆	493	化工	000686.SZ	东北证券	350	金融服务
000531.SZ	穗恒运 A	492	公用事业	000758.SZ	中色股份	350	有色金属
600489.SH	中金黄金	483	有色金属	002031.SZ	巨轮股份	349	机械设备
002258.SZ	利尔化学	482	化工	000960.SZ	锡业股份	349	有色金属
000042.SZ	深长城	479	房地产	600311.SH	荣华实业	346	有色金属
002005.SZ	德豪润达	477	电子	600487.SH	亨通光电	346	信息设备
000786.SZ	北新建材	472	建筑建材	600246.SH	万通地产	345	房地产
600536.SH	中国软件	470	信息服务	002196.SZ	方正电机	342	机械设备
000983.SZ	西山煤电	469	采掘	600383.SH	金地集团	340	房地产

600376.SH	首开股份	466	房地产	600307.SH	酒钢宏兴	339	黑色金属
600362.SH	江西铜业	464	有色金属	600499.SH	科达机电	338	机械设备
600990.SH	四创电子	461	交运设备	002179.SZ	中航光电	337	电子
600997.SH	开滦股份	449	采掘	002228.SZ	合兴包装	337	轻工制造
600348.SH	阳泉煤业	443	采掘	000933.SZ	神火股份	337	采掘
002149.SZ	西部材料	438	有色金属	002163.SZ	中航三鑫	336	建筑建材
600459.SH	贵研铂业	434	有色金属	002229.SZ	鸿博股份	336	轻工制造
002246.SZ	北化股份	433	化工	601003.SH	柳钢股份	334	黑色金属
600481.SH	双良节能	427	机械设备	600510.SH	黑牡丹	333	纺织服装
000065.SZ	北方国际	417	建筑建材	600435.SH	北方导航	332	交运设备
601666.SH	平煤股份	415	采掘	002146.SZ	荣盛发展	332	房地产
002042.SZ	华孚色纺	415	纺织服装	600256.SH	广汇能源	326	化工
600166.SH	福田汽车	413	交运设备	002030.SZ	达安基因	324	医药生物
601001.SH	大同煤业	411	采掘	600522.SH	中天科技	322	信息设备
002169.SZ	智光电气	401	机械设备	000608.SZ	阳光股份	321	房地产
002250.SZ	联化科技	401	化工	600547.SH	山东黄金	321	有色金属
601918.SH	国投新集	396	采掘	002063.SZ	远光软件	321	信息服务
000060.SZ	中金岭南	396	有色金属	600961.SH	株冶集团	320	有色金属
600971.SH	恒源煤电	396	采掘	600985.SH	雷鸣科化	319	化工
600969.SH	郴电国际	393	公用事业	600395.SH	盘江股份	318	采掘
600507.SH	方大特钢	390	黑色金属	002233.SZ	塔牌集团	316	建筑建材
002206.SZ	海利得	386	化工	002133.SZ	广宇集团	316	房地产
600575.SH	芜湖港	385	交通运输	000679.SZ	大连友谊	315	商业贸易
600331.SH	宏达股份	380	有色金属	600475.SH	华光股份	314	机械设备
000615.SZ	湖北金环	377	化工	002207.SZ	准油股份	314	采掘

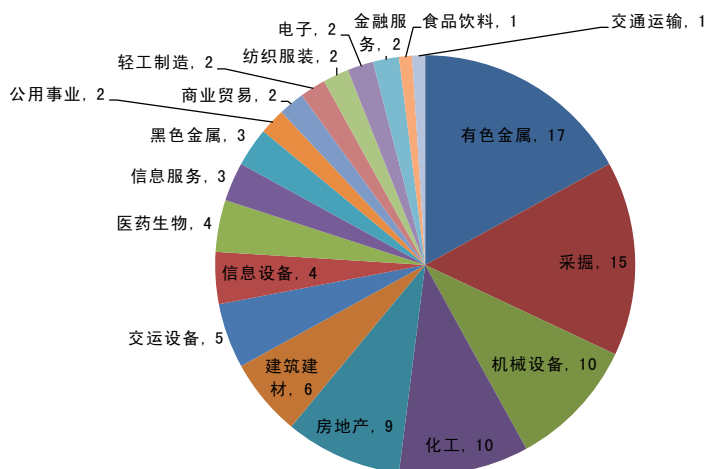
资料来源：天软科技、国信证券经济研究所整理

描述性统计

行业特征

从行业分布来看，牛股组合主要分布在政策刺激增长的行业。牛股组合包括 19 个行业的股票，但主要分布在有色金属、采掘、机械设备、化工、房地产、建筑建材、交运设备、信息设备和医药生物等九个行业，约占总额的 80%左右。由于 2008 年底我国推出“四万亿”计划，进行大量的投资行为，极大程度的扩大了内需，使得这些行业在 2009 年取得极大的收益。图 20 表明绝大多数牛股都出现在 2009 年涨幅较大的行业之中，行业涨幅与行业中的牛股数目两者相关系数为 0.68。

图 19：牛股主要分布在有色金属、采掘、机械设备等行业



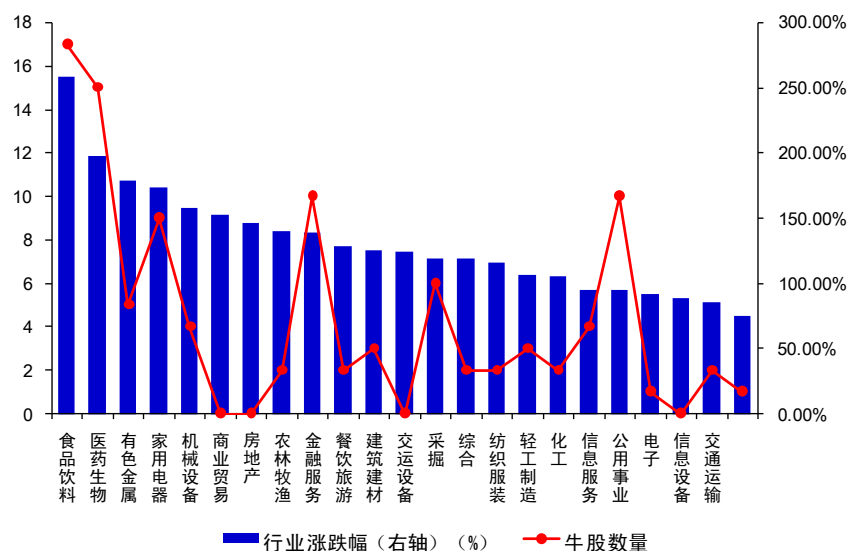
资料来源：WIND 资讯、国信证券经济研究所整理。

表 9: 2008、2009 牛股在各自行业内的占比

行业名称	2008 牛股在各自行业内的占比	2009 牛股在各自行业内的占比	行业名称	2008 牛股在各自行业内的占比	2009 牛股在各自行业内的占比
采掘	41.67%	40.54%	纺织服装	3.33%	3.28%
有色金属	26.15%	28.33%	电子	3.17%	2.86%
黑色金属	8.57%	7.89%	医药生物	3.01%	2.99%
房地产	7.96%	7.96%	公用事业	2.74%	2.67%
建筑建材	7.23%	7.23%	商业贸易	2.53%	2.44%
信息设备	6.78%	6.56%	食品饮料	2.17%	2.13%
机械设备	6.58%	6.37%	交通运输	1.37%	1.37%
交运设备	6.25%	6.10%	农林牧渔	0.00%	0.00%
金融服务	5.41%	5.13%	家用电器	0.00%	0.00%
化工	5.29%	5.29%	餐饮旅游	0.00%	0.00%
信息服务	4.76%	5.00%	综合	0.00%	0.00%
轻工制造	3.39%	3.33%			

资料来源：天软科技、国信证券经济研究所整理

图 20: 牛股组合主要分布在政策刺激增长的行业



资料来源：WIND 资讯、国信证券经济研究所整理。

规模特征

我们把全部 A 股按总市值排序,以最小的 30% 为小盘股,最大的 30% 为大盘股,其他的为中盘股。从结果上来看,牛股的分布更偏向于小盘股。

表 10: 2008-2009 牛股的规模特征

时间	大盘股个数	中盘股个数	小盘股个数
2008-08-29	22	29	49
2008-09-26	24	29	47
2008-10-31	28	24	48
2008-11-28	31	25	44
2008-12-31	28	25	47
2009-01-23	27	24	49
2009-02-27	29	27	44
2009-03-31	28	33	39

2009-04-30	29	27	44
2009-05-27	28	22	50
2009-06-30	29	21	50
2009-07-31	30	25	45

资料来源：WIND 资讯、同花顺 iFind、国信证券经济研究所整理

市场面特征

对于市场面特征的衡量主要体现在价、量两个方面，由于牛股是通过价（收益率）的方式选出，那么对牛股市场面特征的分析主要就体现在量的方面，本文从换手率的方面讨论牛股市场面的特征。从结果上来看，牛股的换手率相对较高，在 2008 年三季度至 2009 年二季度期间，其日均换手率比全部 A 股平均要高 0.76%。

表 11：2008-2009 牛股与全部 A 股换手率特征对比

区间日均换手率（%）	全部 A 股	牛股
2008 年三季度	2.24	2.41
2008 年四季度	3.02	3.55
2009 年一季度	4.51	5.63
2009 年二季度	4.55	5.79

资料来源：WIND 资讯、同花顺 iFind、国信证券经济研究所整理

收益质量特征

我们分别从经营活动净收益 / 利润总额、所得税 / 利润总额、扣除非经常损益后的净利润 / 净利润三个指标来分析牛股收益质量特征。从结果上来看，在收益质量方面，牛股与全部 A 股的差异相当明显，从整体来看，牛股的收益质量要明显好于全部 A 部。

表 12：2008-2009 牛股与全部 A 股收益质量的对比

时间	经营活动净收益 / 利润总额（整体法）（%）		所得税 / 利润总额（整体法）（%）		扣除非经常损益后的净利润 / 净利润（整体法）（%）	
	牛股	全部 A 股	牛股	全部 A 股	牛股	全部 A 股
2008-09-30	98.71	79.13	23.67	20.97	92.2	86.07
2008-12-31	99.06	78.08	25.22	19.66	94.68	88.16
2009-03-31	94.29	80.24	26.89	22.85	89.13	88.27
2009-06-30	93.19	76.46	24.6	21.83	89.43	87.47

资料来源：WIND 资讯、同花顺 iFind、国信证券经济研究所整理

资本结构特征

我们分别从权益乘数与非流动资产/总资产两个指标来分析牛股与全部 A 股（剔除金融服务业）资本结构特征的异同。之所以剔除金融服务业主要是考虑到金融行业更多是负债经营；使用权益乘数是因为权益乘数能衡量资产、负债与权益三者之间的关系；使用非流动资产/总资产则主要是考虑企业经营模式的选择问题（轻资产、重资产）。从结果上来看，权益乘数差异不大，但非流动资产在总资产的占比差异极大，这说明牛股与全部 A 股（剔除金融服务业）对负债的选择与之相近，但经营模式的选择差异很大。牛股更偏向于轻资产模式。

表 13: 2008-2009 牛股与全部 A 股（剔除金融）资本结构对比

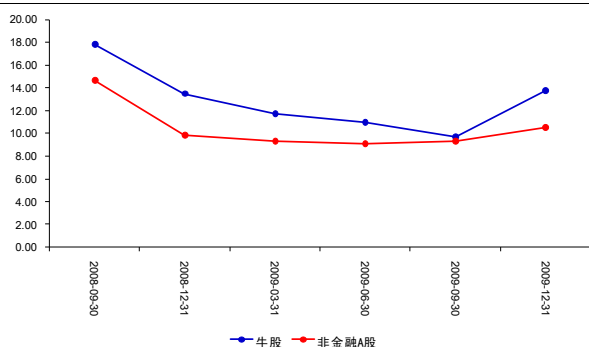
时间	权益乘数（整体法）		非流动资产/总资产（整体法）（%）	
	牛股	非金融 A 股	牛股	非金融 A 股
2008-09-30	2.44	2.26	40.66	54.25
2008-12-31	2.31	2.24	46.06	56.34
2009-03-31	2.45	2.34	45.07	57.5
2009-06-30	2.29	2.30	42.27	56.03

资料来源：WIND 资讯、同花顺 iFind、国信证券经济研究所整理

成长因子特征

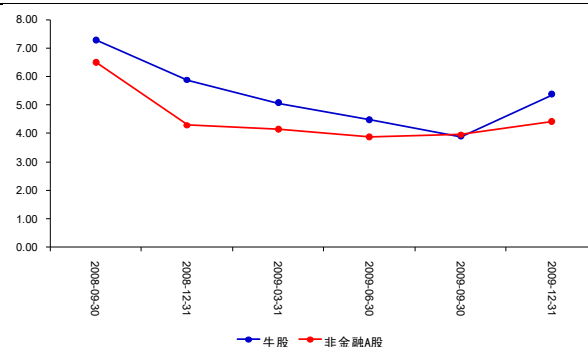
我们分别从 ROE（TTM）、ROA（TTM）、营业收入同比增长率、净利润同比增长率、经营活动产生的现金净流量同比增长率、毛利率与净利率七个指标来对比牛股与全部 A 股之间成长因子的特征。从结果上来看，相对于全部 A 股，牛股在 ROE、ROA、经营活动产生的现金净流量同比增长率、净利率方面具有明显优势；在营业收入同比增长率、净利润同比增长率方面与全部 A 股相当；在毛利率方面要劣于全部 A 股。但总的来看，牛股在成长性方面具有一定的优势。

图 21: 2008-2009 牛股与全部 A 股（剔除金融）ROE(TTM) 对比



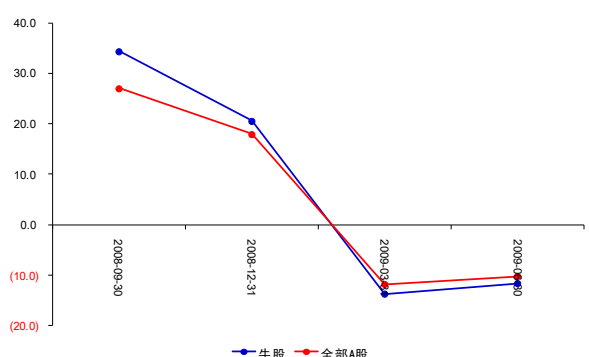
资料来源：WIND 资讯、同花顺 iFind、国信证券经济研究所整理

图 22: 2008-2009 牛股与全部 A 股（剔除金融）ROA(TTM) 对比



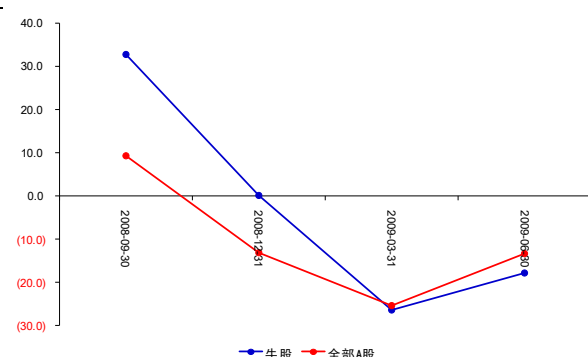
资料来源：WIND 资讯、同花顺 iFind、国信证券经济研究所整理

图 23: 2008-2009 牛股与全部 A 股营业收入同比增长率对比



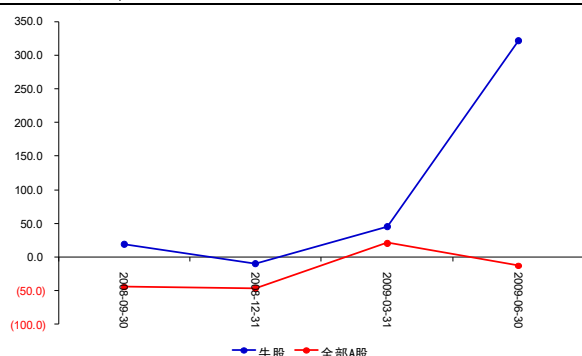
资料来源：WIND 资讯、同花顺 iFind、国信证券经济研究所整理

图 24: 2008-2009 牛股与全部 A 股净利润同比增长率对比



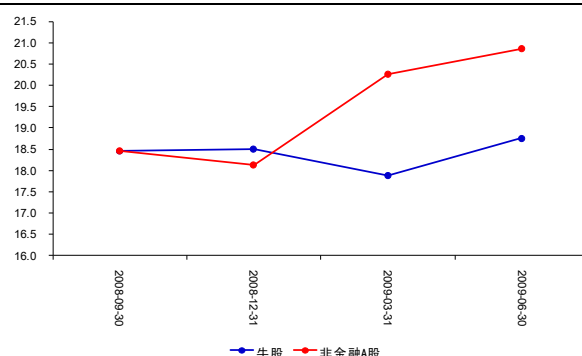
资料来源：WIND 资讯、同花顺 iFind、国信证券经济研究所整理

图 25: 2008-2009 牛股与全部 A 股经营活动产生的现金净流量同比增长率对比



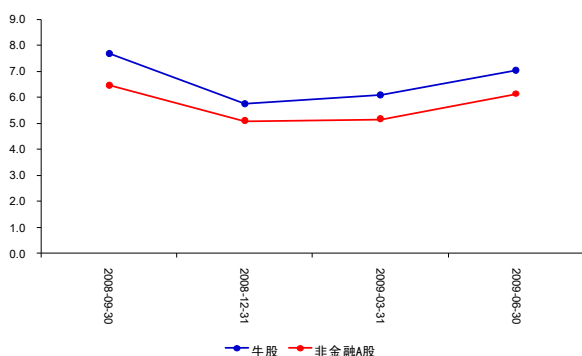
资料来源: WIND 资讯、同花顺 FInd、国信证券经济研究所整理

图 26: 2008-2009 牛股与全部 A 股毛利率 (剔除金融) 对比



资料来源: WIND 资讯、同花顺 FInd、国信证券经济研究所整理

图 27: 2008-2009 牛股与全部 A 股净利率 (剔除金融) 对比

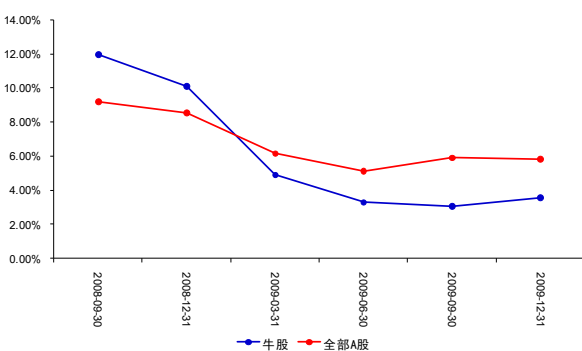


资料来源: WIND 资讯、同花顺 FInd、国信证券经济研究所整理

价值因子特征

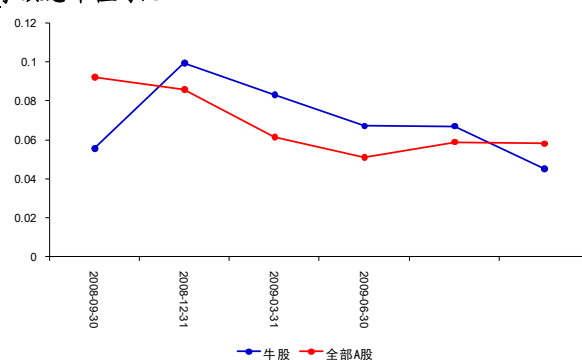
我们分别从利润总额/总市值 (E/P)、经营活动产生的现金流量净额/总市值 (CFO/P)、股东权益/总市值 (B/P) 三个估值指标来分析牛股与全部 A 股之间价值因子的特征。从结果上来看, 相对于全部 A 股, 牛股的估值要“贵”一些。

图 28: 2008-2009 牛股与全部 A 股利润总额/总市值对比



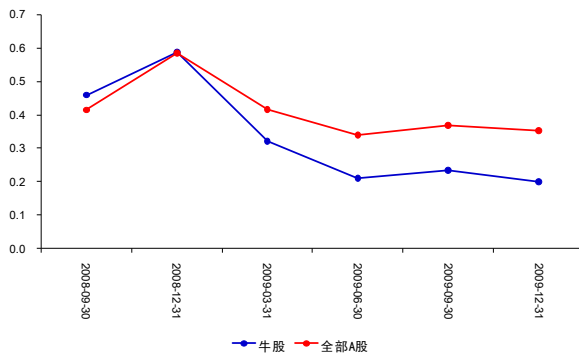
资料来源: WIND 资讯、同花顺 FInd、国信证券经济研究所整理

图 29: 2008-2009 牛股与全部 A 股经营活动产生的现金流量净额/总市值对比



资料来源: WIND 资讯、同花顺 FInd、国信证券经济研究所整理

图 30: 2008-2009 牛股与全部 A 股股东权益/总市值季度对比



资料来源: WIND 资讯、同花顺 iFind、国信证券经济研究所整理

描述性统计总结

通过对牛股与全部 A 股的分析对比,我们认为在 2008 年 10 月 28 日至 2009 年 7 月 31 日区间,牛股与全部 A 股在换手率、收益质量、资产结构、成长性与价值性方面有比较大的差异。由于数据有限,我们无法通过建模进一步确认,牛股的超额收益来源于哪些方面。

我们认为推动 09 年牛市的主要因素是“四万亿”,在流动性泛滥,风险偏好上升的情况下,牛股的特征可能会在行业层面得到更多的解释。

两段时间牛股群体特征分析总结

通过对两个时间区间的牛股群体特征的分析,我们认为能够得出以下结论:

- 1、牛股的群体特征不是一成不变的,而是与时间长度相关,时间长度的不同会使得牛股表现出不同的群体特征,我们不应仅仅只关注公司层面的特征,更应该关注的是经济的发展,时势造牛股;
- 2、经济支柱、快速成长以及政策刺激增长的行业出牛股的机率会更大;
- 3、牛股不一定是从小盘股成长为大盘股,从相对长期的时间段来看(2005-2012)牛股规模的发展途径可能是从大盘至超大盘;
- 4、牛股的非流动资产占比要明显小于全部 A 股,这说明牛股在轻资产模式下产生的概率会较大;
- 5、牛股都不便宜,相对于全部 A 股,两个牛股群体的估值都要“贵”一些;
- 6、从相对长期的时间段来看(2005-2012),牛股群体的成长性要明显高于全部 A 股,特别是成长因子中的 ROE 指标,这说明从相对长期来看,牛股的决定因素可能在成长方面;
- 7、从短期(特定)来看(2008-2009),牛股的群体特征主要与当时市场的关注方面有关,例如在 2008 年金融风暴之际,牛股的群体特征可能与收益质量更相关。

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 5%-10%之间
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 5\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

证券投资咨询业务的说明

证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所团队成员

宏观			固定收益			策略		
周炳林	0755-82130638		张旭	010-88005313		黄学军	021-60933142	
崔嵘	021-60933159		侯慧梯	021-60875161		林丽梅	021-60933157	
张嫻	0755-82133259		赵婧	021-60875168		技术分析		
						闫莉	010-88005316	
交通运输			机械			商业贸易		
郑武	0755-82130422		郑武	0755-82130422		孙菲菲	0755-82130722	
陈建生	0755-82133766		陈玲	0755-82130646		常伟	0755-82131528	
岳鑫	0755-82130432		杨森	0755-82133343				
糜怀清	021-60933167		后立尧	010-88005327				
汽车及零配件			钢铁及新材料			房地产		
左涛	021-60933164		郑东	010-66025270		区瑞明	0755-82130678	
			陈健	010-88005308		黄道立	0755-82133397	
基础化工及石化			医药			计算机及电子元器件		
刘旭明	010-66025272		贺平鸽	0755-82133396		段迎晟	0755-82130761	
张栋梁	0755-82130532		丁丹	0755-82139908		高耀华	010-88005321	
吴琳琳	0755-82130833-1867		杜佐远	0755-82130473		刘翔	021-60875160	
罗洋	0755-82150633		胡博新	0755-82133263		欧阳仕华	0755-82151833	
朱振坤	010-88005317		刘勍	0755-82133400				
传媒			有色金属			电力及公共事业		
陈财茂	010-88005322		彭波	0755-82133909		谢达成	021-60933161	
刘明	010-88005319		龙飞	0755-82133920				
非银行金融			轻工			建筑工程及建材		
邵子钦	0755-82130468		李世新	0755-82130565		邱波	0755-82133390	
田良	0755-82130470		邵达	0755-82130706		刘萍	0755-82130678	
童成墩	0755-82130513					马彦	010-88005304	
家电及通信			电力设备与新能源			食品饮料		
王念春	0755-82130407		杨敬梅	021-60933160		黄茂	0755-82138922	
			张弢	010-88005311				
旅游			金融工程			基金评价与研究		
曾光	0755-82150809		戴军	0755-82133129		杨涛	0755-82133339	
钟潇	0755-82132098		林晓明	0755-82136165		康亢	010-66026337	
			黄志文	0755-82133928		李腾	010-88005310	
			秦国文	0755-82133528		刘洋	0755-82150566	
			张璐楠	0755-82130833-1379		潘小果	0755-82130843	
			周琦	0755-82133568		蔡乐祥	0755-82130833-1368	
			郑亚斌	021-60933150		钱晶	0755-82130833-1367	

国信证券机构销售团队

华北区（机构销售一部）			华东区（机构销售二部）			华南区（机构销售三部）		
王立法	010-66026352 13910524551 wanglf@guosen.com.cn		盛建平	021-60875169 15821778133 shengjp@guosen.com.cn		魏 宁	0755-82133492 13823515980 weining@guosen.com.cn	
王晓健	010-66026342 13701099132 wangxj@guosen.com.cn		马小丹	021-60875172 13801832154 maxd@guosen.com.cn		邵燕芳	0755-82133148 13480668226 shaoyf@guosen.com.cn	
焦 戡	010-66026343 13601094018 jiaojian@guosen.com.cn		郑 毅	021-60875171 13795229060 zhengyi@guosen.com.cn		段莉娟	0755-82130509 18675575010 duanlj@guosen.com.cn	
李文英	010-88005334 13910793700 liwying@guosen.com.cn		黄胜蓝	021-60875166 13761873797 huangsl@guosen.com.cn		郑 灿	0755-82133043 13421837630 zhengcan@guosen.com.cn	
原 玮	010-88005332 15910551936 yuanyi@guosen.com.cn		孔华强	021-60875170 13681669123 konghq@guosen.com.cn		王昊文	0755-82130818 18925287888 wanghaow@guosen.com.cn	
赵海英	010-66025249 13810917275 zhaohy@guosen.com.cn		叶琳菲	021-60875178 13817758288 yelf@guosen.com.cn		甘 墨	0755-82133456 15013851021 ganmo@guosen.com	
甄 艺	010-66020272 18611847166		崔鸿杰	021-60933166 13817738250 cuihj@guosen.com.cn		徐 冉	0755-82130655 13923458266 xuran1@guosen.com.cn	
杨 柳	18601241651 yangliu@guosen.com.cn		李 佩	021-60875173 13651693363 lipei@guosen.com.cn		颜小燕	0755-82133147 13590436977 yanxy@guosen.com.cn	
			刘 塑	021-60875177 13817906789 liusu@guosen.com.cn		林 莉	0755-82133197 13824397011 linli2@guosen.com.cn	
			汤静文	021-60875164 13636399097 tangjingwen@guosen.com.cn		赵晓曦	0755-82134356 15999667170 zhaoxxi@guosen.com.cn	
			梁轶聪	021-60873149 18601679992 liangyc@guosen.com.cn				