

证券研究报告



分析师:

任瞳

rentong@xyzq.com.cn

S0190511080001

徐寅

xuyinsh@xyzq.com.cn

S0190514070004

研究助理:

周靖明

zhoujm@xyzq.com.cn

胡顺泰

hushuntai@xyzq.com.cn

报告关键点

股东人数变化和户均持股变化这两个反映持股集中度的指标,可以部分反映主力资金的操作动向,对股票未来走势有一定的预测能力,相比与股东人数减少而言,我们更倾向于建议投资者尽量回避股东人数增加的股票。

相关报告

《试金石系列之三: Big Money = Smart Money? 》2016-06-01

《试金石系列之二: 三根阳线真的能改变信念吗? 》2016-05-20

《试金石: 底部放量, 成色几何? 》2016-03-25

从股东人数变化真的能洞察主力操作?

2016年07月05日

投资要点

- 不少投资者对上市公司股东人数非常关心,纷纷在上交所或深交所的投资者交流平台去咨询上市公司当前的股东人数。但是从**股东人数的变化数据真的能洞察主力操作,进而预测股票未来价格的走势吗?**我们“试金石”系列之四将和大家一起去探究这一问题。
- 通过我们的研究发现,股东人数变化和户均持股变化这两个反映持股集中度的指标,可以部分反映主力资金的操作动向,对股票未来走势有一定的预测能力,相比股东人数减少而言,我们更倾向于建议投资者**尽量回避股东人数增加的股票。**
- 从股东人数变化结合前期股价走势和成交额变化的分析结果,我们建议投资者关注**股东人数减少且成交缩量的股票,而尽量回避股东数据股东人数增加且股价上涨和成交放量的股票。**

请阅读最后一页信息披露和重要声明

目 录

1、前言.....	- 3 -
2、数据来源和说明.....	- 3 -
3、单纯的股东人数变化是否能预测股价走势？.....	- 4 -
4、户均持股变化效果如何？.....	- 5 -
5、结合前期股价走势呢？.....	- 6 -
6、结合前期成交额的变化呢？.....	- 8 -
7、同时考虑前期股价走势和成交额的变化呢？.....	- 10 -
8、结论.....	- 11 -
图 1、投资者交流平台问答示例.....	- 3 -
图 2、各月份股东人数变化不为 0 的股票数目.....	- 4 -
图 3、组合净值表现（基于股东人数变化）.....	- 5 -
图 4、组合净值表现（基于户均持股变化）.....	- 6 -
图 5、组合净值表现（股东人数变化结合股价走势）.....	- 8 -
图 6、组合净值表现（股东人数变化结合成交额变化）.....	- 10 -
图 7、组合净值表现（股东人数变化结合前期股价走势和成交额变化）.....	- 11 -
表 1、组合净值表现（基于股东人数变化）.....	- 4 -
表 2、组合超额收益表现（基于股东人数变化）.....	- 5 -
表 3、组合净值表现（基于户均持股变化）.....	- 5 -
表 4、组合月超额收益表现（基于户均持股变化）.....	- 6 -
表 5、组合净值表现（股东人数减少&股价滞涨）.....	- 7 -
表 6、组合净值表现（股东人数增加&股价上涨）.....	- 7 -
表 7、组合月超额收益表现（股东人数增加&股价上涨）.....	- 7 -
表 8、组合净值表现（股东人数减少&成交缩量）.....	- 9 -
表 9、组合月超额收益表现（股东人数减少&成交缩量）.....	- 9 -
表 10、组合净值表现（股东人数增加&成交放量）.....	- 9 -
表 11、组合月超额收益表现（股东人数增加&成交放量）.....	- 9 -
表 12、组合净值表现（股东人数减少&成交缩量）.....	- 10 -
表 13、组合净值表现（股东人数增加&成交放量）.....	- 11 -
表 14、组合月超额收益表现（股东人数增加&成交放量）.....	- 11 -

1、前言

通常认为股东人数的缩减，意味着持股集中度的增加，则未来股票上涨的概率大；而股东人数的增加，意味着持股更加分散，股票上涨压力大，则未来股票下跌的概率大。这一结论的得出，其实是基于投资者对“主力资金”操作手法的分析，主力资金在拉升股价之前通常都会进行所谓的“洗盘”和“吸筹”，经过洗盘和吸筹之后，主力以较低的成本获得散户手中的筹码，这时候股东人数下降，持股变得更加集中。随后主力开始拉抬股价，在浮盈达到一定水平之后，主力开始派发筹码，散户投资者成为接盘侠，这时候股东人数显著增加，持股也变得更加分散。这套逻辑貌似还是比较具有说服力的，因此不少投资者对上市公司股东人数也非常关心，纷纷在上交所或深交所的投资者交流平台去咨询上市公司当前的股东人数，如图 1 所示。但是从股东人数的变化数据真的能洞察主力操作，进而预测股票未来价格的走势吗？我们“试金石”系列之四将和大家一起去探究这一问题。

图 1、投资者交流平台问答示例

问	宋城演艺 300144	Guest	请问，截至6月 十五日，公司的股东人数是多少？谢谢
答	宋城演艺 300144	宋城演艺	您好，截止2016年6月15日，公司股东总户数为31,865户。

资料来源：兴业证券研究所

2、数据来源和说明

● 数据来源

我们所使用的股东户数数据来源于 wind 金融工程数据库中的“中国 A 股股东户数”表，数据库中股东户数的更新主要来源于上市公司定期报告、机构调研报告以及上交所和深交所的投资者交流平台。根据我们所获得的股东户数数据以及对应数据的公告日期，我们整理得到上市公司的月度股东户数数据，每个公司的月度股东数据为当月月末所能获得的该公司股东户数的最新数据。

● 数据处理

通过我们整理得到的每月月末的股东户数，计算每月股东户数变化率：

$$\text{股东户数变化率} = \frac{\text{本月股东户数}}{\text{上月股东户数}} - 1$$

在户均持股指标的基础之上，我们计算每月的户均持股变化率：

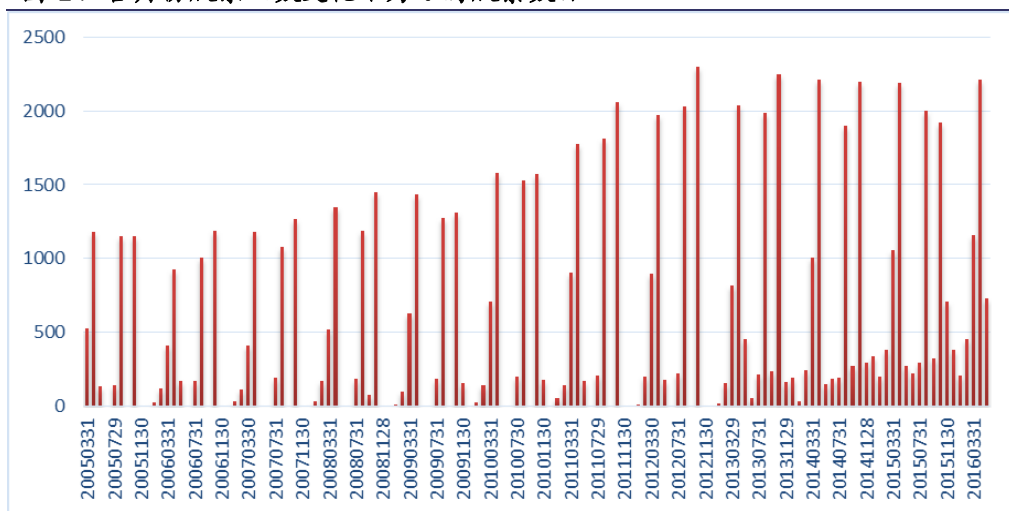
$$\text{户均持股变化率} = \frac{\text{本月户均持股数}}{\text{上月户均持股数}} - 1$$

● 研究框架

由于上市公司股东户数数据的更新主要来源是上市公司定期报告的披露，因

此对于定期报告密集披露的月份，如3月和4月（年报和一季报披露）、8月（中报披露）和10月（三季报披露），股东户数变化率非0的股票较多，而对于其他月份则大多数股票的股东户数变化率均为0（如图2所示）。因此，如果采取我们常用的因子IC的分析方法，会面临股东户数变化率因子值为0的股票数目过多，从而影响分析的结果。为此我们采取**构建投资组合**的方式进行研究，研究区间为2005年3月至2016年5月；组合的调仓月份定为3月、4月、8月和10月，在调仓月月底根据指标取值进行选股来构建投资组合，通过对投资组合收益的分析来判断相应指标是否会影响股价走势。

图2、各月份股东人数变化不为0的股票数目



资料来源：兴业证券研究所

3、单纯的股东人数变化是否能预测股价走势？

首先，我们考察单纯依靠**股东人数的变化**是否能预测股价未来的走势。在每个调仓月月底分别选出**股东户数变化率小于0**和**股东户数变化率大于0**的股票，作为组合1和组合2的成份股，此外我们将所有股票的等权组合作为基准组合。表1和表2给出了组合1、组合2和基准组合的表现。

从表1所示的组合净值表现来看，组合1的表现优于基准组合，而基准组合的表现优于组合2；进一步地我们计算了组合1、2相对基准的超额收益，以及组合1相对组合2的超额收益，结果如表2所示。可以发现，组合1相对于基准组合的超额收益为正，但是不显著，而组合2相对于基准组合具有显著的负收益，同时组合1相对于组合2也有显著的正收益。

以上结果表明，股东人数的变化率指标对股票未来的收益具有一定的预测作用，整体来看，股东人数变少的公司所构成的组合未来相对于基准具有一定的正向超额收益，但超额收益并不十分显著；而相反，股东人数增加的公司所构成的组合未来相对基准则具有显著的负收益。

表1、组合净值表现（基于股东人数变化）

组合名称	总收益率	年化收益率	年化波动率	Sharpe 比率	胜率	最大回撤率
组合1	1207.27%	25.88%	37.19%	0.70	60.45%	67.08%

组合 2	757.79%	21.22%	37.74%	0.56	59.70%	67.09%
基准组合	1068.71%	24.63%	37.33%	0.66	60.45%	66.91%

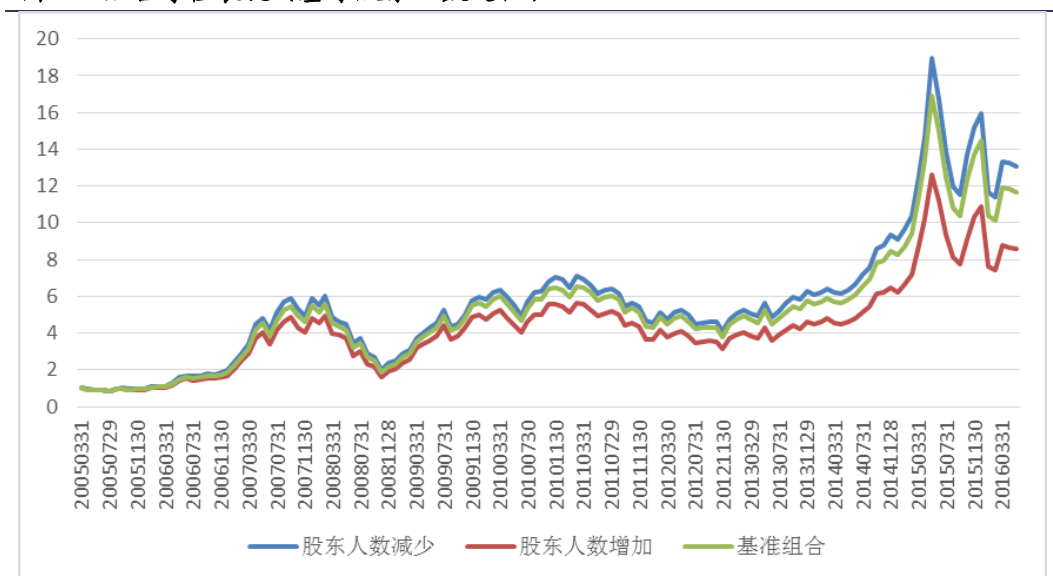
资料来源：兴业证券研究所

表 2、组合超额收益表现（基于股东人数变化）

超额收益	均值	标准差	t 值
组合 1-基准	0.08%	0.76%	1.20
基准-组合 2	0.22%	0.89%	2.83
组合 1-组合 2	0.30%	1.45%	2.37

资料来源：兴业证券研究所

图 3、组合净值表现（基于股东人数变化）



资料来源：兴业证券研究所

4、户均持股变化效果如何？

除了股东人数之外，另外一个常用来衡量持股集中度的指标为户均持股，接下来我们来考察户均持股的变化对公司未来股价的预测能力。同样地，我们在每个调仓月的月末分别选择户均持股变化率大于0和户均持股变化率小于0的股票，作为组合 1 和组合 2 的成份股，组合 1、组合 2 以及基准组合的净值表现和月超额收益表现如表 3 和表 4 所示。

表 3 和表 4 所示的结果与前面基于股东人数变化的结果类似，户均持股变化指标对股票未来的收益同样具有一定的预测作用，户均持股增加（持股集中度增加）的公司所构成的组合未来相对于基准具有一定的正向超额收益，但超额收益并不显著；而相反，户均持股减少（持股集中度降低）的公司所构成的组合未来相对基准则具有显著的负收益。

表 3、组合净值表现（基于户均持股变化）

组合名称	总收益率	年化收益率	年化波动率	Sharpe 比率	胜率	最大回撤率
------	------	-------	-------	-----------	----	-------

组合 1	1169.93%	25.56%	37.18%	0.69	60.45%	66.91%
组合 2	742.77%	21.03%	37.69%	0.56	59.70%	67.12%
基准组合	1068.71%	24.63%	37.33%	0.66	60.45%	66.91%

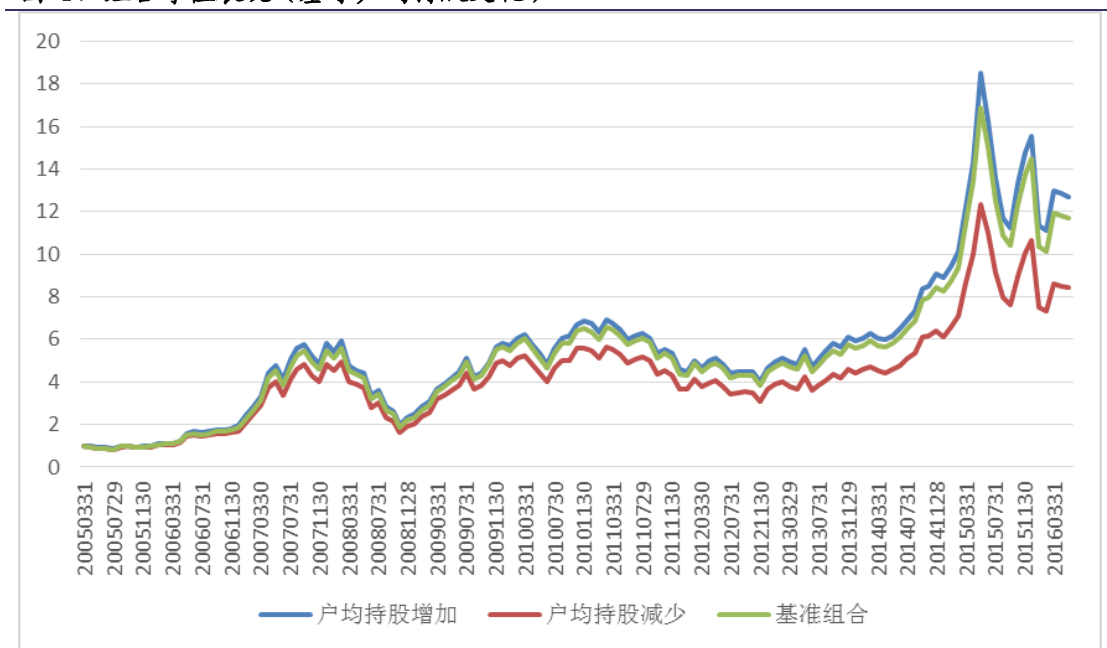
资料来源：兴业证券研究所

表 4、组合月超额收益表现（基于户均持股变化）

超额收益	均值	标准差	t 值
组合 1-基准	0.06%	0.70%	0.94
基准-组合 2	0.23%	0.90%	2.99
组合 1-组合 2	0.29%	1.39%	2.40

资料来源：兴业证券研究所

图 4、组合净值表现（基于户均持股变化）



资料来源：兴业证券研究所

5、结合前期股价走势呢？

前面我们对股东人数变化以及户均持股变化这两个衡量持股集中度的指标的有效性进行了研究，但有投资观点认为这两个指标不应单独来作为对未来股价走势的判断指标，还应该结合前期股价的走势。通常认为主力资金在进行吸筹操作时，股票的集中度增加，而与此同时为了尽量降低获得筹码的成本，主力资金会使得股价滞涨，甚至下跌。而在主力拉高股价并逐渐派发筹码的过程中，股票的集中度降低，股价不断上涨。下面我们就具体分这两种情形来构建投资组合进行分析。

● 股东人数减少&股价滞涨

首先，我们考察第一种情形，即股东人数减少且前期股价下跌，根据我们前

面的分析，通常符合这一条件的股票未来上涨的概率较大。我们在每个调仓月，选择股东人数变化率小于0且过去一个月收益率为负的股票作为组合1的成份股，作为对比我们选择股东人数变化率小于0的股票作为组合2的成份股。表5给出了组合1和组合2的净值表现。

从表5所示的结果可以看到，在我们加入了过去一个月收益为负这一条件之后，组合的收益相对于单纯的股东人数减少组合（组合2）的收益反倒下降了，组合的总收益甚至低于基准组合。表明从整体上来看，股东人数减少且前期股价滞涨的股票所构成的组合相对基准并不能获得正超额收益。

表5、组合净值表现（股东人数减少&股价滞涨）

组合名称	总收益率	年化收益率	年化波动率	Sharpe 比率	胜率	最大回撤率
组合1	956.33%	23.50%	38.21%	0.62	57.46%	66.55%
组合2	1207.27%	25.88%	37.19%	0.70	60.45%	67.08%
基准组合	1068.71%	24.63%	37.33%	0.66	60.45%	66.91%

资料来源：兴业证券研究所

● 股东人数增加&股价上涨

接下来，我们讨论第二种情形，即股东人数增加且前期股价上涨，通常认为符合这一条件的股票未来下跌的概率较大。同样地，我们在每个调仓月份选择股东人数变化率小于0，且过去一个月收益为正的股票作为组合1的成份股，作为对比，选择股东人数减少的股票作为组合2的成份股，选择股价下跌的股票作为组合3的成份股。组合的表现如表6和表7所示。

从表6所示的结果表现来看，在加入了前期股价上涨这一条件之后，组合的表现相对于股东人数增加组合（组合2）和前期股价上涨组合（组合3）均有明显的恶化。从表7所示的组合月超额收益来看，组合2和基准组合相对于组合1的超额收益均显著为正，t值分别为3.32和3.03。组合3相对于组合1同样具有正超额收益，但是显著性稍弱。

表6、组合净值表现（股东人数增加&股价上涨）

组合名称	总收益率	年化收益率	年化波动率	Sharpe 比率	胜率	最大回撤率
组合1	437.91%	16.26%	36.95%	0.44	60.45%	73.93%
组合2	757.79%	21.22%	37.74%	0.56	59.70%	67.09%
组合3	581.04%	18.74%	36.52%	0.51	60.45%	72.26%
基准组合	1068.71%	24.63%	37.33%	0.66	60.45%	66.91%

资料来源：兴业证券研究所

表7、组合月超额收益表现（股东人数增加&股价上涨）

超额收益	均值	标准差	t 值
组合2-组合1	0.67%	2.33%	3.32
组合3-组合1	0.16%	1.35%	1.38
基准-组合1	0.59%	2.26%	3.03

资料来源：兴业证券研究所

从股东人数变化结合前期股价走势的分析来看，股东人数减少且前期股价滞涨的股票构成的组合并不能获得相对基准的正超额收益收益，而相反股东人数增加且前期股价上涨的股票构成的组合则相对于基准有显著的负超额收益。组合净值图如下图所示。

图 5、组合净值表现（股东人数变化结合股价走势）



资料来源：兴业证券研究所

6、结合前期成交额的变化呢？

除了过去的股价走势之外，我们还可以结合股票成交额的变化来进行研究。通常认为随着主力资金资金不断低位吸筹，持股集中度增加，主动卖出的筹码减少，股票的成交额会出现缩减。而随着主力拉抬股价并逐渐派发筹码，不断有散户投资者接盘，持股的集中度降低，股票的成交额也将会出现放大。下面我们也讲对以上两种情绪来进行分析。

我们构建成交额变化率指标来衡量股票成交额的变化，如下公式所示：

$$\text{成交额变化率} = \frac{\text{过去一个月日均成交额}}{\text{过去三个月日均成交额}}$$

● 股东人数减少&成交缩量

首先，我们考察股东人数减少且前期成交额缩小的情形，通常符合这一条件的股票未来上涨的概率较大。我们在每个调仓月选择股东人数变化率小于 0，且成交额变化率小于 1 的股票作为组合 1 的成份股，作为对比，选择股东人数减少的股票作为组合 2 的成份股，选择成交额变化率小于 1 的股票作为组合 3 的成份股。组合的表现如表 8 和表 9 所示。

从表 8 所示的结果来看，在加入了成交额缩小这一条件之后，组合相对于股东人数增加组合（组合 2）和成交缩量组合（组合 3）的收益均具有明显的提升。而从表 9 所示的组合月超额收益表现来看组合 1 相对于组合 2 和组合 3 均具有正超额收益，但是显著性稍弱，而组合 1 相对于基准组合则具有显著的正超额收益。

表 8、组合净值表现（股东人数减少&成交缩量）

组合名称	总收益率	年化收益率	年化波动率	Sharpe 比率	胜率	最大回撤率
组合 1	1583.76%	28.77%	39.09%	0.74	61.94%	66.75%
组合 2	1207.27%	25.88%	37.19%	0.70	60.45%	67.08%
组合 3	1253.50%	26.28%	39.17%	0.67	60.45%	66.59%
基准组合	1068.71%	24.63%	37.33%	0.66	60.45%	66.91%

资料来源：兴业证券研究所

表 9、组合月超额收益表现（股东人数减少&成交缩量）

超额收益	均值	标准差	t 值
组合 1-组合 2	0.24%	2.53%	1.11
组合 1-组合 3	0.16%	1.17%	1.60
组合 1-基准	0.32%	1.84%	2.03

资料来源：兴业证券研究所

● 股东人数增加&成交放量

同样地，我们可以分析股东人数增加且成交放量的情形，通常符合这一条件的股票未来下跌的概率较大。我们在每个调仓月选择股东人数变化率大于 0，且成交额变化率大于 1 的股票作为组合 1 的成份股，作为对比，选择股东人数增加的股票作为组合 2 的成份股，选择成交额变化率大于 1 的股票作为组合 3 的成份股。组合的表现如表 10 和表 11 所示。

从表 10 所示组合的表现来看，在增加了成交额放大的条件之后，组合相对于股东人数增加组合（组合 2）和成交放量组合（组合 3）表现均出现显著的下降。而从表 11 所示的组合月超额收益表现来看，组合 2、组合 3 和基准相对于组合 1 的正超额收益均十分显著，t 值分别为 4.79、3.01 和 5.36。

表 10、组合净值表现（股东人数增加&成交放量）

组合名称	总收益率	年化收益率	年化波动率	Sharpe 比率	胜率	最大回撤率
组合 1	388.33%	15.26%	37.67%	0.41	57.46%	72.21%
组合 2	757.79%	21.22%	37.74%	0.56	59.70%	67.09%
组合 3	626.42%	19.43%	37.46%	0.52	58.21%	70.59%
基准组合	1068.71%	24.63%	37.33%	0.66	60.45%	66.91%

资料来源：兴业证券研究所

表 11、组合月超额收益表现（股东人数增加&成交放量）

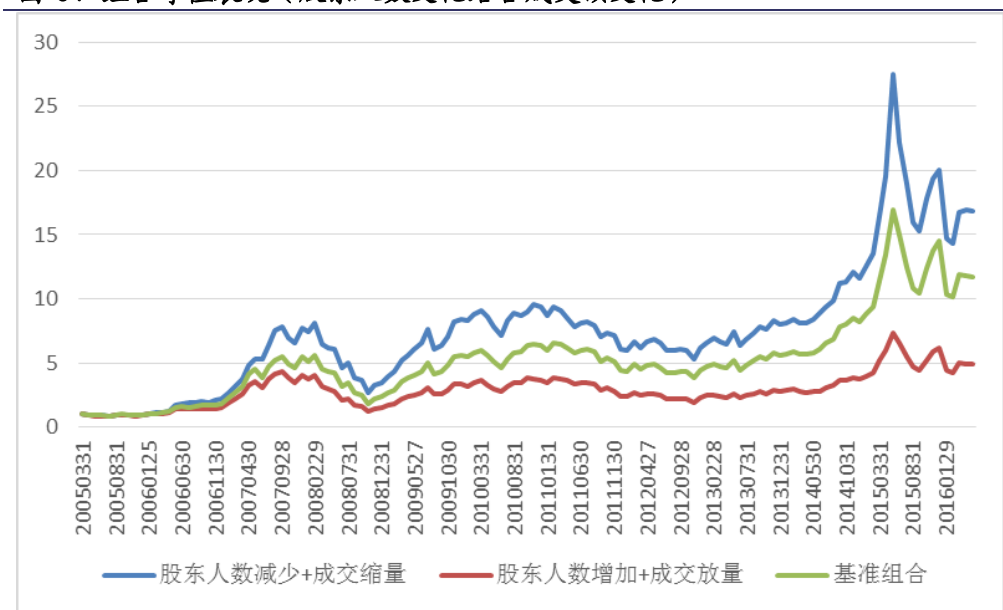
超额收益	均值	标准差	t 值
组合 2-组合 1	0.73%	1.76%	4.78
组合 3-组合 1	0.29%	1.12%	3.01
基准-组合 1	0.65%	1.40%	5.36

资料来源：兴业证券研究所

从股东人数变化结合成交额的变化的分析来看，股东人数减少且成交缩量的股票构成的组合能获得相对基准的正超额收益，而相反股东人数增加且成交放量的

的股票构成的组合则相对于基准有显著的负超额收益。组合净值图如下图所示。

图 6、组合净值表现（股东人数变化结合成交额变化）



资料来源：兴业证券研究所

7、同时考虑前期股价走势和成交额的变化呢？

前面我们分别对股东人数变化结合前期股价走势和成交额的变化进行了研究，那么如果同时结合前期股价走势和成交额的变化又会有怎样的结论呢？

● 股东人数减少&前期股价滞涨&成交缩量

首先，我们考察股东人数减少，同时股价滞涨且成交额缩小的情形，通常符合这一条件的股票未来上涨的概率较大。我们在每个调仓月选择股东人数变化率小于 0，过去一个月收益率为负且成交额变化率小于 1 的股票作为组合 1 的成份股，组合的表现如表 12 所示。

从表 12 所示的结果来看，结合了前期股价走势和成交额的变化之后，组合的收益相对于单独考虑前期股价走势和成交额的变化而言，并没有提升，反而有所下降，也明显低于基准组合。

表 12、组合净值表现（股东人数减少&成交缩量）

组合名称	总收益率	年化收益率	年化波动率	Sharpe 比率	胜率	最大回撤率
组合 1	763.25%	21.29%	37.00%	0.58	60.45%	66.39%
基准组合	1068.71%	24.63%	37.33%	0.66	60.45%	66.91%

资料来源：兴业证券研究所

● 股东人数增加&前期股价上涨&成交放量

同样地，我们可以分析股东人数增加，前期股价上涨且成交放量的情形，通常符合这一条件的股票未来下跌的概率较大。我们在每个调仓月选择股东人数变化率大于 0，过去一个月收益为正且成交额变化率大于 1 的股票作为组合 1 的成份股，组合的表现如表 13 和表 14 所示。

从表 13 所示组合的表现来看，综合股东人数变化、前期股价走势以及成交额变化以后，相对于单独考虑股价走势以及成交额变化而言，组合的收益出现了进一步的下降。而从表 14 所示结果来看，基准相对于组合具有非常显著的正超额收益。

表 13、组合净值表现（股东人数增加&成交放量）

组合名称	总收益率	年化收益率	年化波动率	Sharpe 比率	胜率	最大回撤率
组合 1	264.49%	12.28%	37.61%	0.33	55.97%	74.34%
基准组合	1068.71%	24.63%	37.33%	0.66	60.45%	66.91%

资料来源：兴业证券研究所

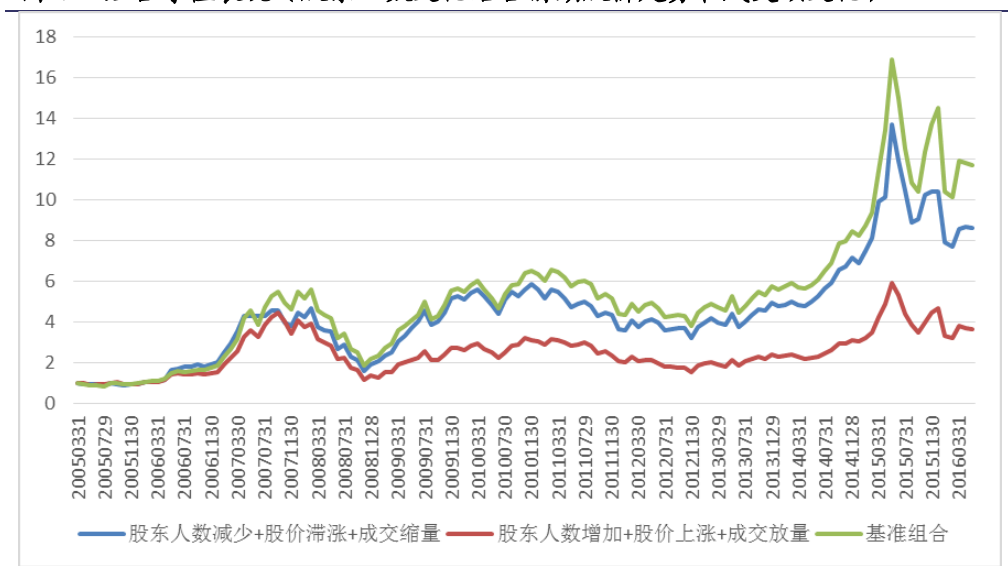
表 14、组合月超额收益表现（股东人数增加&成交放量）

超额收益	均值	标准差	t 值
基准-组合 1	0.87%	2.90%	3.47

资料来源：兴业证券研究所

从股东人数变化同时结合前期股价走势和成交额的变化分析来看，股东人数减少，前期股价滞涨且成交缩量的股票构成的组合依旧不能获得相对基准的正超额收益，而相反股东人数增加，前期股价上涨且成交放量的股票构成的组合则相对于基准有显著的负超额收益。组合净值图如下图所示。

图 7、组合净值表现（股东人数变化结合前期股价走势和成交额变化）



资料来源：兴业证券研究所

8、结论

通过我们前文的研究，我们可以得到以下结论：

- 股东人数变化和户均持股变化这两个反映持股集中度的指标，可以部分反映主力资金的操作动向，对股票未来走势有一定的预测能力，相比与股东人数减少而言，我们更倾向于建议投资者尽量回避股东人数增加的股票。

- 从股东人数变化结合前期股价走势和成交额变化的分析结果，我们建议投资者关注股东人数减少且成交缩量的股票，而尽量回避股东数据股东人数增加且股价上涨且成交放量的股票。

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上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

推荐: 相对表现优于市场;
中性: 相对表现与市场持平
回避: 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上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

买入: 相对大盘涨幅大于15%;
增持: 相对大盘涨幅在5%~15%之间
中性: 相对大盘涨幅在-5%~5%;
减持: 相对大盘涨幅小于-5%

机构销售经理联系方式

机构销售经理联系方式					
机构销售负责人			邓亚萍	021-38565916	dengyp@xyzq.com.cn
上海地区销售经理					
姓名	办公电话	邮箱	姓名	办公电话	邮箱
罗龙飞	021-38565795	luolf@xyzq.com.cn	盛英君	021-38565938	shengyj@xyzq.com.cn
杨忱	021-38565915	yangchen@xyzq.com.cn	王政	021-38565966	wangz@xyzq.com.cn
冯诚	021-38565411	fengcheng@xyzq.com.cn	王溪	021-20370618	wangxi@xyzq.com.cn
顾超	021-20370627	guchao@xyzq.com.cn	李远帆	021-20370716	liyuanfan@xyzq.com.cn
胡岩	021-38565982	huyan@xyzq.com.cn	王立维	021-38565451	wanglw@xyzq.com.cn
地址：上海市浦东新区民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 20 层（200135）传真：021-38565955					
北京地区销售经理					
姓名	办公电话	邮箱	姓名	办公电话	邮箱
朱圣诞	010-66290197	zhusd@xyzq.com.cn	郑小平	010-66290223	zhengxiaoping@xyzq.com.cn
肖霞	010-66290195	xiaoxia@xyzq.com.cn	陈杨	010-66290197	chenyang@xyzq.com.cn
刘晓浏	010-66290220	liuxiaoliu@xyzq.com.cn	吴磊	010-66290190	wulei@xyzq.com.cn
何嘉	010-66290195	hejia@xyzq.com.cn			
地址：北京西城区锦什坊街 35 号北楼 601-605（100033）传真：010-66290220					
深圳地区销售经理					
姓名	办公电话	邮箱	姓名	办公电话	邮箱
朱元戩	0755-82796036	zhuyy@xyzq.com.cn	李昇	0755-82790526	lisheng@xyzq.com.cn
杨剑	0755-82797217	yangjian@xyzq.com.cn	邵景丽	0755-23836027	shaojingli@xyzq.com.cn
王维宇	0755-23826029	wangweiyu@xyzq.com.cn			
地址：福田区中心四路一号嘉里建设广场第一座 701（518035）传真：0755-23826017					
海外销售经理					
姓名	办公电话	邮箱	姓名	办公电话	邮箱
刘易容	021-38565452	liuyirong@xyzq.com.cn	徐皓	021-38565450	xuhao@xyzq.com.cn
张珍岚	021-20370633	zhangzhenlan@xyzq.com.cn	陈志云	021-38565439	chanchiwan@xyzq.com.cn
曾雅琪	021-38565451	zengy@qi@xyzq.com.cn	申胜雄		shensx@xyzq.com.cn
赵新莉	021-38565922	zhaoxinli@xyzq.com.cn			
地址：上海市浦东新区民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 20 层（200135）传真：021-38565955					
私募及企业客户负责人			刘俊文	021-38565559	liujw@xyzq.com.cn
私募销售经理					
姓名	办公电话	邮箱	姓名	办公电话	邮箱
徐瑞	021-38565811	xur@xyzq.com.cn	杨雪婷	021-20370777	yangxueting@xyzq.com.cn
唐恰	021-38565470	tangqia@xyzq.com.cn	韩立峰	021-38565840	hanlf@xyzq.com.cn
地址：上海市浦东新区民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 20 层（200135）传真：021-38565955					

港股机构销售服务团队

机构销售负责人			丁先树	18688759155	dingxs@xyzq.com.hk
姓 名	办公电话	邮 箱	姓 名	办公电话	邮 箱
郑梁燕	18565641066	zhengly@xyzq.com.hk	阳烜	18682559054	yanghan@xyzq.com.hk
王子良	18616630806	wangzl@xyzq.com.hk	周围	13926557415	zhouwei@xyzq.com.hk
孙博轶	13902946007	sunby@xyzq.com.hk			
地址: 香港中环德辅道中 199 号无限极广场 32 楼 3201 室 传真: (852)3509-5900					

【信息披露】

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

【分析师声明】

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。本报告清晰准确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。

【法律声明】

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供兴业证券股份有限公司（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。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.xyzq.com.cn> 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934 年美国《证券交易所》第 15a-6 条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本公司的销售人员、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。本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。

本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或建议不一致的投资决策。

本公司系列报告的信息均来源于公开资料，我们对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们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，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。

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/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。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。