

证券研究报告



分析师：

麦元勋

mai yx@xyzq.com.cn

S0190514030001

任瞳

rentong@xyzq.com.cn

S0190511080001

事件驱动策略系列报告—— 员工持股计划：择善而从、先破后立

2018年03月03日

报告关键点

本报告首先从公司特征、预案条款等维度对员工持股事件进行了深入分析，并探讨了计划实施前后公司基本面的变化，最后根据预案日事件效应和锁定期破发现象设计相应的投资策略。

相关报告

《事件因子系列报告之二：事件因子与多因子体系的结合》
2018-02-23

《量化角度如何看待美股调整对A股的影响？》2018-02-06

《市场情绪偏乐观——兴业期权水晶球预测日报 20180118》
2018-01-18

团队成员：

任瞳、麦元勋、徐寅、于明明、
王武蕾、周靖明、高智威、郑兆磊

投资要点

- 从公司特征看，目前发布员工持股预案的上市公司在中小板和创业板的占比最高，市值明显偏中小盘，数量最多的前五个行业分别是电子、医药生物、机械设备、计算机及化工，超过80%的公司属于民营企业。
- 从预案条款特征看，员工薪酬及自筹资金是最主要的资金来源方式，竞价转让是最主要的股票来源，员工认购平均比例为71%，超过80%的持股计划涉及杠杆，平均杠杆倍数为2倍。
- 在实施员工持股计划后，财务基本面向好的公司比例占优，盈利能力、盈利质量和偿债能力等方面的部分财务指标平均水平显著提升。
- 在董事会预案阶段，员工持股计划具有较明显的正向事件效应。我们提出了三个选股逻辑：“顺势而为”——选择低估值成长性好的股票、“一锤定音”——选择计划力度强的股票、“众人拾柴”——选择市场反应正向的股票。
- 在股份锁定阶段，股价破发现象具有较高的投资价值。我们提出了三个定期换仓的多头选股策略：“物极必反”——选择破发幅度深的标的、“蜻蜓点水”——选择破发持续时间短的标的、“卧薪尝胆”——破发后一直持有至解锁期。这三个策略回测表现良好，年化收益率分别为36.33%、32.85%和28.45%，夏普比率分别为0.92、0.89和0.82。

风险提示：模型结论是基于合理假设前提下结合历史数据推导得出，在市场环境转变时模型存在失效的风险。

本报告感谢实习生赵文楠提供的协助。

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

目 录

1、员工持股计划概述及其统计特征	4 -
1.1、员工持股计划的监管要求	4 -
1.2、员工持股计划的流程	4 -
1.3、员工持股计划的市场规模	5 -
1.4、员工持股计划的上市公司特征	6 -
1.5、员工持股计划的条款扫描	7 -
2、实施员工持股计划前后财务基本面的变化	9 -
3、择善而从：基于预案日事件效应的投资策略	11 -
3.1、事件效应的总体分析	11 -
3.2、投资标的再筛选	12 -
4、先破后立：基于锁定期破发的投资策略	16 -
4.1、员工持股计划破发现象较为普遍	16 -
4.2、员工持股计划破发事件效应	17 -
4.3、“物极必反”策略：基于破发幅度的投资策略	17 -
4.4、“蜻蜓点水”策略：基于破发持续时间的投资策略	19 -
4.5、“卧薪尝胆”策略：破发后持有至解锁期的投资策略	20 -
5、总结	21 -
附录、员工持股计划破发策略最新推荐组合	22 -
图 1、董事会预案阶段的通过时间	5 -
图 2、股东大会决议阶段的通过时间	5 -
图 3、员工持股计划的市场规模 VS 市场走势	6 -
图 4、上市公司的板块分布	6 -
图 5、上市公司板块分布的变动趋势	6 -
图 6、上市公司的市值分布	7 -
图 7、上市公司的行业分布	7 -
图 8、上市公司的公司属性分布	7 -
图 9、员工持股计划的资金来源	8 -
图 10、员工持股计划的股票来源	8 -
图 11、员工持股计划的持有人数分布	8 -
图 12、员工持股计划的持有人数占员工总数比例分布	8 -
图 13、普通员工认购比例的样本分布	9 -
图 14、员工持股计划预案的发布次数分布	9 -
图 15、二级市场型员工持股计划预案日后的绝对收益	11 -
图 16、二级市场型员工持股计划预案日后的超额收益	11 -
图 17、非公开发行型员工持股计划预案日后的绝对收益	12 -
图 18、非公开发行型员工持股计划预案日后的超额收益	12 -
图 19、相对市盈率对收益的影响	13 -
图 20、净利润增长率对收益的影响	13 -
图 21、占总股本比对收益的影响	14 -
图 22、高管持股比例比对收益的影响	14 -
图 23、流通市值对收益的影响	14 -

图 24、首日涨跌幅对收益的影响	- 15 -
图 25、发行次数对收益的影响	- 15 -
图 26、择善而从：基于预案日效应的投资逻辑及投资策略.....	- 15 -
图 27、员工持股计划的破发概况	- 16 -
图 28、员工持股计划的破发次数	- 16 -
图 29、员工持股计划不同破发幅度的样本分布.....	- 16 -
图 30、员工持股计划破发持续时间的样本分布.....	- 16 -
图 31、员工持股计划破发日后的绝对收益	- 17 -
图 32、员工持股计划破发日后的超额收益	- 17 -
图 33、破发幅度投资策略的净值走势	- 18 -
图 34、破发幅度投资组合的仓位变化及换手率变化.....	- 18 -
图 35、破发持续时间投资策略的净值走势	- 19 -
图 36、破发持续时间投资组合的仓位变化及换手率变化.....	- 19 -
图 37、持有至解锁期投资策略的净值走势	- 21 -
图 38、持有至解锁期投资组合的仓位变化及换手率变化.....	- 21 -
表 1、员工持股计划的监管要求	- 4 -
表 2、员工持股计划的锁定期分布	- 5 -
表 3、员工持股计划实施前后财务基本面的变化.....	- 10 -
表 4、员工持股计划破发日后持有 N 个交易日收益表现.....	- 17 -
表 5、员工持股计划破发幅度投资策略表现	- 18 -
表 6、员工持股计划破发持续时间投资策略表现.....	- 20 -
表 7、员工持股计划持有至解锁期投资策略	- 21 -
表 8、“物极必反”策略组合（2018 年 3 月）	- 22 -
表 9、“蜻蜓点水”策略组合（2018 年 3 月）	- 23 -
表 10、“卧薪尝胆”策略组合（2018 年 3 月）	- 24 -

报告正文

员工持股计划 (Employee Stock Option Plan, ESOP)，起源于 20 世纪 50 年代的美国，是指上市公司根据员工意愿，通过合法方式使员工获得公司股票并长期持有，股份权益按照约定分配给员工的制度安排。员工持股计划的参加对象为公司员工，包括管理层人员。实施员工持股计划的主要目的是员工成为公司股东后，公司利益与员工利益捆绑起来，从而激发员工的工作热情，促进公司业务发展。

自 2014 年以来，截至 2018 年 2 月底，我国 A 股市场已有 677 家上市公司发布了 858 次关于员工持股计划的董事会预案。本报告将对此事件作深入研究并提出相应的投资策略。

1、员工持股计划概述及其统计特征

1.1、员工持股计划的监管要求

2014 年 6 月，证监会发布《关于上市公司实施员工持股计划试点的指导意见》（下文简称《指导意见》），并提出在上市公司中开展员工持股计划试点。这意味着在我国已关闭 11 年之久的员工持股计划大门又重新打开。

根据《指导意见》，员工持股计划应具有三项基本原则：依法合作原则、自愿参与原则及风险自担原则。依法合作原则，是指上市公司实施员工持股计划，应当严格按照法律、行政法规的规定履行程序，真实、准确、完整、及时地实施信息披露。任何人不得利用员工持股计划进行内幕交易、操纵证券市场等证券欺诈行为。自愿参与行为，是指上市公司实施员工持股计划应当遵循公司自主决定，员工自愿参加，上市公司不得以摊派、强行分配等方式强制员工参加本公司的员工持股计划。风险自担原则，是指员工持股计划参与人盈亏自负，风险自担，与其他投资者权益平等。

证监会在《指导意见》中对员工持股计划的参与人员、资金来源、股票来源、持股期限及持股规模等关键问题作出了明确的要求，见表 1。

表 1、员工持股计划的监管要求

项目	内容
参与人员	全体员工
资金来源	员工的合法薪酬；法律、行政法规允许的其他方式
股票来源	上市公司回购本公司股票；二级市场购买；认购非公开发行股票；股东自愿赠与；法律、行政法规允许的其他方式
持股期限	每期员工持股计划的持股期限不得低于 12 个月；以非公开发行方式实施员工持股计划的，持股期限不得低于 36 个月
持股规模	上市公司全部有效的员工持股计划所持有的股票总数累计不得超过公司股本总额的 10%；单个员工所获股份权益对应的股票总数累计不得超过公司股本总额的 1%；

数据来源：证监会、兴业证券经济与金融研究院整理

1.2、员工持股计划的流程

员工持股计划一般要经过发布董事会预案阶段、股东大会决议阶段、股份锁定阶段和股份解禁阶段共四个阶段：

(1) **董事会预案阶段**：发布董事会预案，但股东大会尚未通过并公告。

(2) **股东大会决议阶段**：股东大会通过决议并公告，但员工持股计划尚未实施完毕。

(3) **股份锁定阶段**：员工持股计划已经实施完毕，但员工持股计划股票尚未解禁。

(4) **股份解禁阶段**：员工持股计划股票已经解禁。

样本分析结果显示，**董事会预案阶段的平均通过时间为 34 天**，中位数为 18 天，超过一半的员工持股计划于 20 日内通过该阶段，见图 1。**股东大会决议阶段的平均通过时间为 124 天**，中位数为 94 天，超过一半的员工持股计划需要 3 个月通过该阶段，见图 2。

图 1、董事会预案阶段的通过时间

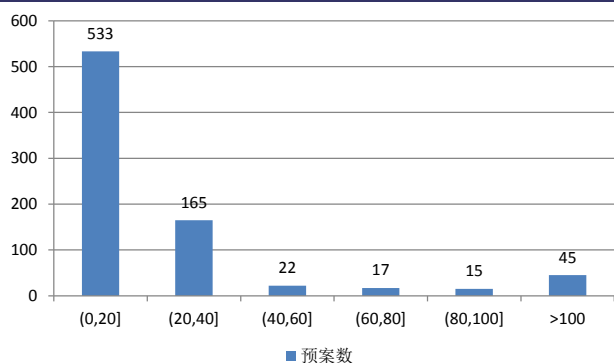
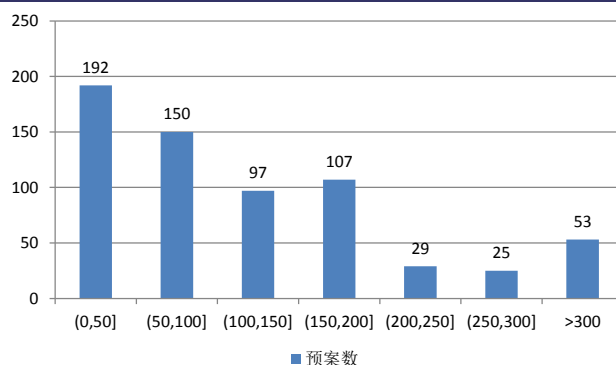


图 2、股东大会决议阶段的通过时间



数据来源：Wind、兴业证券经济与金融研究院整理

在通过率方面，**96.20%的员工持股计划在董事会预案发布后可以顺利通过股东大会审议**，**82.85%的员工持股计划在股东大会通过后可以成功实施员工持股计划**。

股票锁定阶段的时间长度由股票来源类型决定的。证监会规定，“以非公开发行方式实施员工持股计划的，持股期限不得低于 36 个月”。2014 年 7 月至今，以非公开发行方式实施的员工持股计划都以监管下限——36 个月作为锁定期限。同时，证监会规定，“对于其他方式实施员工持股计划的，持股计划不得低于 12 个月”，具体锁定期分布见表 2。

表 2、员工持股计划的锁定期分布

锁定期	案例数	比例
12 个月	618	74.28%
18 个月	5	0.60%
24 个月	14	1.68%
30 个月	1	0.12%
36 个月	193	23.20%
60 个月	1	0.12%

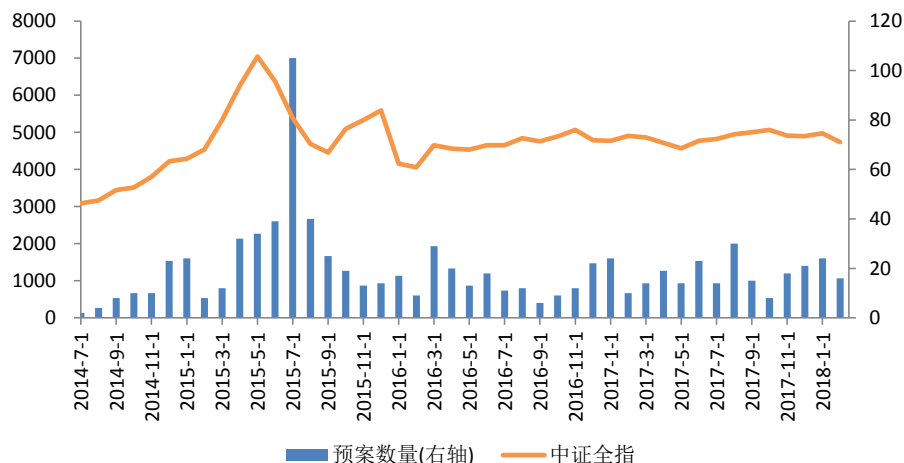
数据来源：WIND、兴业证券经济与金融研究院整理

1.3、员工持股计划的市场规模

自 2014 年证监会发布《指导意见》以来，截至 2018 年 2 月底，共有来自 677 家企业发布了 858 项员工持股计划的董事会预案。从年度数据来看，2014 年至 2018

年（截止至2月底）分别为57项、365项、178项、210项和40项。从月度数据来看，2014年至2015年7月，员工持股计划伴随着牛市热度逐步升高，2015年7月一个月内就发布了106项关于员工持股计划的董事会预案。2015年7月之后，员工持股计划预案公布数量逐步下降至每月平均20项左右，见图3。

图3、员工持股计划的市场规模 VS 市场走势



数据来源：Wind、兴业证券经济与金融研究院整理

1.4、员工持股计划的上市公司特征

图4、上市公司的板块分布

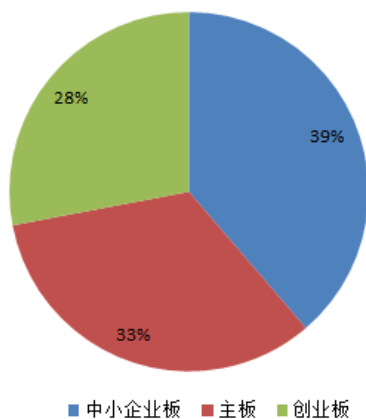
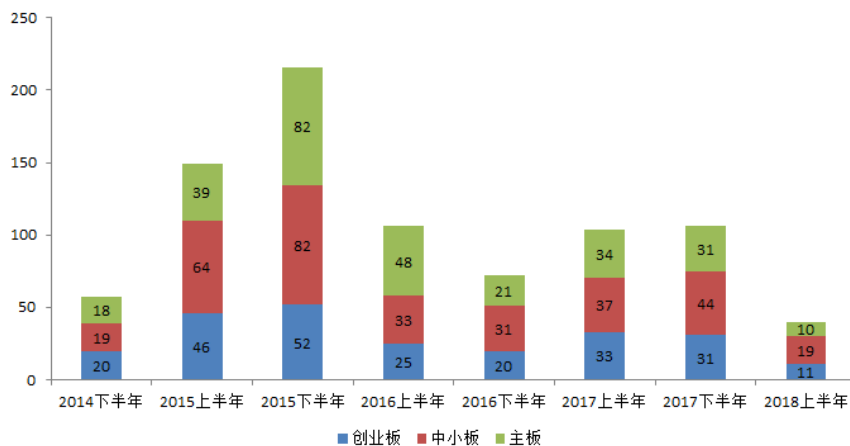


图5、上市公司板块分布的变动趋势



数据来源：Wind、兴业证券经济与金融研究院整理

从板块来看，发布员工持股计划的公司来源于中小板、主板及创业板的比例分别为39%、33%及28%。这个比例会随着时间有一定的波动，但有逐步“三分天下”的趋势，2017年上半年和下半年，三个板块的预案数量大体相当，见图4和图5。

从流通市值来看，发布员工持股计划的公司以小盘股居多，流通市值在50亿以下的有363项，占全部案例中的42.7%，流通市值50-100亿元、100-200亿

元、200-500 亿元、500 亿元以上的上市公司分别占据 27%、18.8%、9.2% 及 2.2%，见图 6。

从行业来看，发布员工持股计划的上市公司行业分布比较广泛，截至 2018 年 2 月底，全部 A 股上市公司中有 19.4% 的公司发布过员工持股计划，覆盖了全部申万一级行业。从行业分布看，员工持股计划预案数最多前五个行业分别是电子、医药生物、机械设备、计算机及化工，这五个行业发布的预案数都超过 60 项，其余行业发布的员工持股计划则相对较少，详见图 7。

图 6、上市公司的市值分布

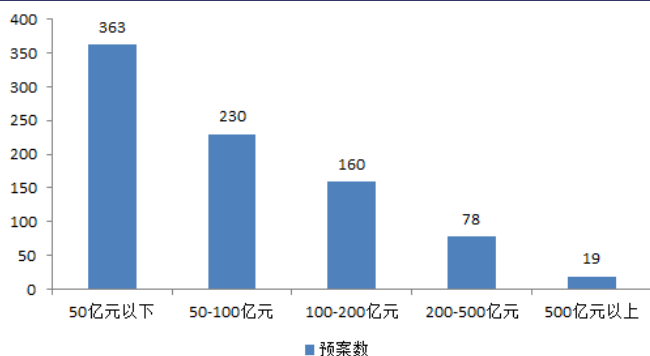
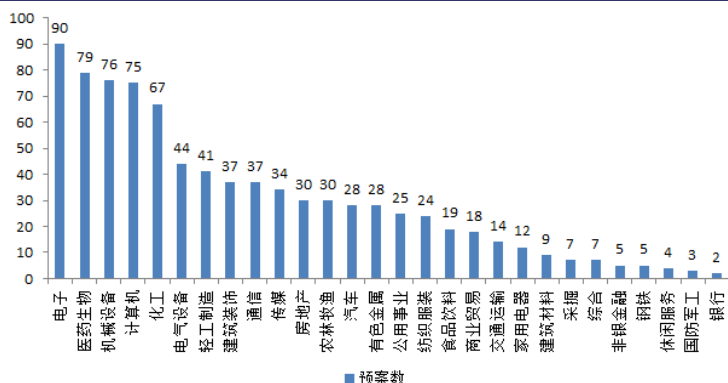


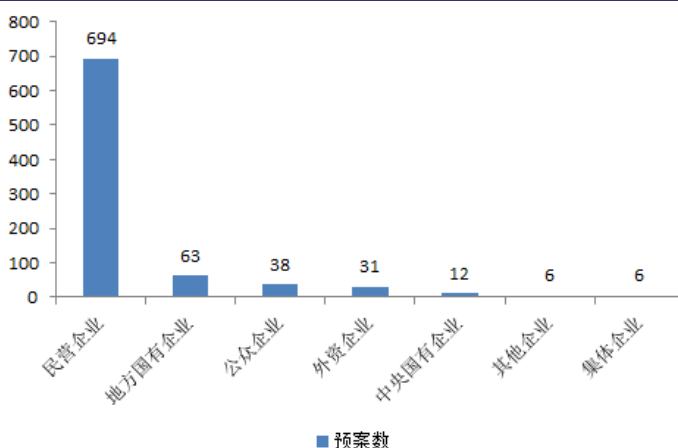
图 7、上市公司的行业分布



数据来源：Wind、兴业证券经济与金融研究院整理

从公司属性来看，在全部预案中，有 694 项是由民营企业发布，占比达到 81.6%；对于其他公司属性，发布的预案数由多到少分别是地方国有企业、公众企业、外资企业、中央国有企业、集体企业及其他企业，详见图 8。

图 8、上市公司的公司属性分布



数据来源：Wind、兴业证券经济与金融研究院整理

1.5、员工持股计划的条款扫描

从资金来源来看，主要分为四种：员工薪酬及自筹资金、股东或实际控制人借款、持股计划奖励金及向第三方融资。这四种方式涉及的预案数分别为：818、180、33 和 15，员工薪酬及自筹资金是最主要的方式，详见图 9。员工持股计划

的资金来源大多数是由上述四种类型中一种或多种组合而成，但资金来源包括了“员工薪酬及自筹资金”这一类别的样本占比高达 96.2%。

从**股票来源**来看，既有单一股票来源，有多种股票来源，主要方式可分为竞价转让、定向受让、认购非公开发行、上市公司回购、股东赠与及认购信托计划等 6 种。如果以至少包含一种股票来源进行计算，样本占比分别为 73.4%、40.8%、22%、2.24%、2%及 0.12%，竞价转让是最主要的股票来源，见图 10。

图 9、员工持股计划的资金来源

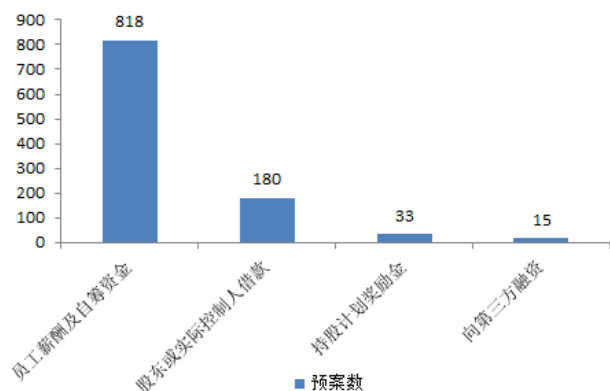
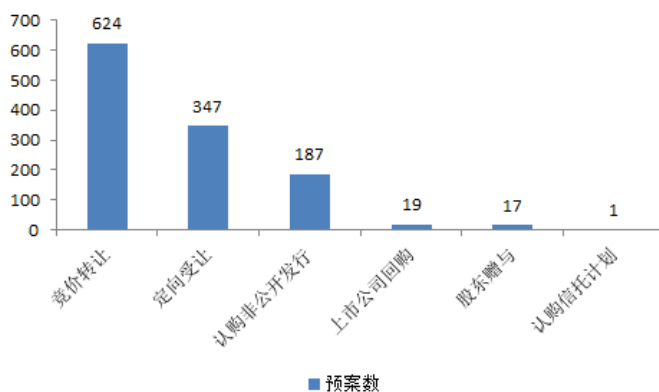


图 10、员工持股计划的股票来源



数据来源：Wind、兴业证券经济与金融研究院整理

从**持有人数**来看，员工持股计划涉及的员工人数总体分布左偏特征明显。在公布员工参与人数的 804 项预案中，有 588 项涉及人数少于 400 人，比例超过了 70%。但是，也有 36 项预案涉及的员工数超过 2000 人，见图 11。其中，有三项员工持股计划涉及员工人数超过了万人：温氏股份（300498.SZ，2016 年 2 月 3 日公布预案，员工人数 19090 人）、上港集团（600018.SH，2014 年 11 月 18 日公布预案，员工人数 16082 人）、铜陵有色（000630.SZ，2015 年 10 月 23 日公布预案，员工人数 11000 人）。

图 11、员工持股计划的持有人数分布

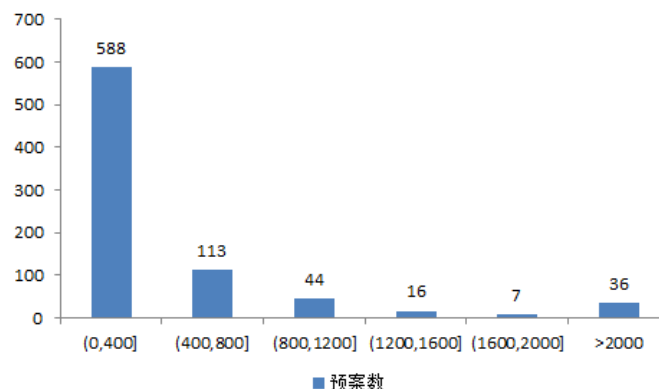
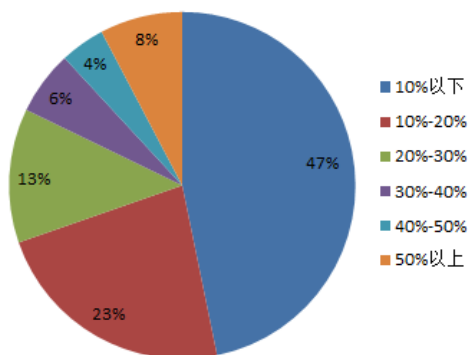


图 12、员工持股计划的持有人数占员工总数比例分布



数据来源：Wind、兴业证券经济与金融研究院整理

从**参与员工占总员工比例**看，在 10%以下的样本占比为 47%，参加比例在 10%-20%的样本占比为 23%，但也有 8%的员工持股计划涉及了该公司一半以上的员工，见图 12。平均来看，员工持股计划平均涉及公司员工总数的 17.4%。

从**认购比例**来看，在有数据的 775 项预案中，高管认购比例平均为 28%，员工认购比例为 71%。其中普通员工认购比例在 75%以上、50%-75%、25%-50%、25%

以下的样本占比分别为 50%、32%、13%及 5%，可见员工持股计划的“大半壁江山”都由普通员工所占据，见图 13。

从预案发布次数来看，自 2014 年 7 月以来，共有 677 家上市公司发布过员工持股计划预案，其中，不少公司发布次数不止一次，具体见图 14。目前，发布次数最多的是欧菲光（002456.SZ），该公司先后发布 7 次关于员工持股计划预案。

从杠杆来看，有 85.06%的员工持股计划涉及杠杆，平均杠杆倍数为 2 倍。

图 13、普通员工认购比例的样本分布

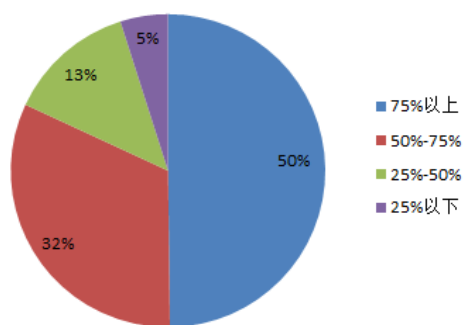
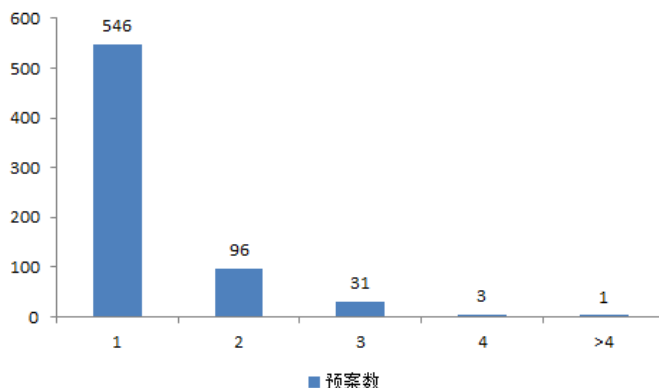


图 14、员工持股计划预案的发布次数分布



数据来源：Wind、兴业证券经济与金融研究院整理

2、实施员工持股计划前后财务基本面的变化

公司实施员工持股计划，其主要目的是将员工利益和公司利益捆绑起来，激励员工为提升公司业绩加倍努力。下面我们将从**每股指标、盈利能力、收益质量、偿债能力、成长能力**等五个方面来探讨公司实施员工持股计划前后财务基本面的变化。

为尽量保持样本容量的稳定和可比性，我们选取在 2016 年 12 月 31 日前成功实施并锁定股份的**员工持股计划**，并剔除在锁定期开始后一年内出现兼并收购或资产重组事件的样本，最终样本数量为 350 项。我们比较的是**锁定期之前最近的报表和该报表对应的一年后报表**。例如，海普瑞（002399.SZ）于 2014 年 9 月 23 日股票锁定，我们比较的是 2014 年中报和 2015 年中报的财务数据。为了能够更好地比较财务数据并能体现最新的财务状况，对利润表数据使用 TTM 数据（报表报告日前连续十二个月的数据）。

为了分析**实施员工持股计划前后财务指标的平均水平**是否有显著变化，我们采用**配对 t 检验**：

原假设：实施员工持股计划前后财务指标的平均水平没有显著变化

备择假设：实施员工持股计划前后财务指标的平均水平有显著变化

$$t = \frac{\bar{d}}{\sqrt{\frac{\sum d^2 - (\sum d)^2}{n(n-1)}}} \sim t(n-1)$$

其中 t 为检验统计量，d 为员工持股计划实施前后财务指标的变化，n 为样本总数。如果 t 值足够大并成功拒绝原假设，可以判定实施员工持股计划前后财务指标的平均水平有显著变化。

为了分析在**员工持股计划实施前后一项财务指标的上升比例和下降比例**是

否显著不同，引用非参数符号检验。

原假设：实施员工持股计划后，财务指标正负向变动的上市公司数基本相同

备择假设：实施员工持股计划后，财务指标正负向变动的上市公司数显著不同

$$z = \frac{S - n * 0.5}{\sqrt{n * 0.5 * 0.5}} \sim N(0,1)$$

其中 z 为检验统计量， S 为实施员工持股计划后某一变动方向的样本数， n 为总样本数。如果 z 值足够大并成功拒绝原假设，可以判定这个财务指标向好或者向坏可能是样本中的主流。

350 项员工持股计划在实施员工持股计划前后财务指标的统计结果见表 3。

表 3、员工持股计划实施前后财务基本面的变化

类 型	指标名称	实施前 均值	实施后 均值	配对 t 检验	增长样 本比例	减少样 本比例	符号检 验
每 股 收 益	每股盈利（基本）	0.26	0.26		55.48%	44.52%	↑↑
	每股盈利（稀释）	0.25	0.25		55.48%	44.52%	↑↑
	每股净资产	4.45	4.40		63.23%	36.77%	↑↑↑
盈 利 能 力	销售毛利率（%）	29.31	30.29	↑↑↑	53.23%	46.77%	↑
	销售净利率（%）	8.64	13.05	↑	54.84%	45.16%	↑↑
	净资产收益率（%）	7.32	8.04		49.68%	50.32%	
	总资产净利率（%）	6.05	6.24		47.74%	52.26%	
盈 利 质 量	经营活动净收益/利润总额（%）	57.13	57.67		43.87%	56.13%	
	价值变动净收益/利润总额（%）	12.90	23.33	↑↑	62.90%	37.10%	↑↑↑
	扣除非经常损益的净利润/利润总额（%）	63.98	57.73		53.23%	46.77%	
偿 债 能 力	流动比率	2.62	2.70		45.81%	54.19%	
	速动比率	2.08	2.18		47.42%	52.58%	
	归属母公司股东的权益/负债合计	2.55	2.55		51.94%	48.06%	
	息税折旧摊销前利润/负债总计	0.11	0.12		55.10%	44.90%	↑↑
	经营活动产生的现金流量净额/负债合计	0.05	0.06	↑↑↑	50.65%	49.35%	
	已获利息倍数（EBIT/利息费用）	115.28	142.17	↑↑↑	59.59%	40.41%	↑↑
成 长 能 力	每股收益（基本）同比增长率（%）	27.40	26.71		56.13%	43.87%	↑↑
	每股收益（稀释）同比增长率（%）	33.60	51.86		53.65%	46.45%	↑
	营业收入同比增长率（%）	27.40	26.71		56.13%	43.87%	↑↑
	净利润同比增长率（%）	55.42	71.48		53.65%	46.45%	↑
	扣非同比增长率（%）	62.20	67.15		53.65%	46.45%	↑
	扣非归属母公司同比增长率（%）	93.94	100.49		53.65%	46.45%	↑

注：↑↑↑为 99%置信水平显著增长；↑↑为 95%置信水平显著增长；↑为 90%置信水平显著增长；

数据来源：Wind、兴业证券经济与金融研究院整理

根据上述结果，可以得出以下具有统计学上显著性的结论：

1. 盈利能力、成长能力、盈利质量、每股收益指标、偿债能力等方面，在实施员工持股计划前后，财务基本面向好的公司占优；
2. 在实施员工持股计划前后，上市公司的盈利能力、盈利质量和偿债能力等方面的部分财务指标的平均水平会显著提升。

由此可见，员工持股计划对于公司的基本面总体来说是利好的，盈利能力、成长能力、盈利质量、每股收益、偿债能力等方面都有所改善，为公司股价的提升奠定了坚实的基础。

3、择善而从：基于预案日事件效应的投资策略

预案日是上市公司首次披露员工持股预案的重要时间节点。如果前期的市场预期不强烈或者方案力度较大，预案公布后往往会较明显的事件效应。本部分我们将分析其中存在的投资机会。

3.1、事件效应的总体分析

如前所述，员工持股计划的股票来源分为竞价转让、定向受让、认购非公开发行、上市公司回购、股东赠与及认购信托计划等五种。我们将员工持股计划分成“二级市场型”（股票来源不含“认购非公开发行”类型）和“非公开发行型”（股票来源包含“认购非公开发行”类型）两类。

我们以董事会预案公告日为事件日，对于“二级市场型”和“非公开发行型”两类员工持股计划，分别统计样本在预案日至预案日180个交易日后 $[T, T+180]$ 之间的平均绝对收益和平均超额收益（比较基准为所处申万一级行业指数）。

从图15和图16可知，二级市场型的平均绝对收益大致呈S型上升。在 $[T, T+45]$ 区间内，收益率基本围绕1%上下波动；进入 $[T+45, T+163]$ 区间，收益率不断上升；在 $T+163$ 日，绝对收益达到16.99%；但之后，绝对收益就开始下降。相对而言，二级市场型的平均超额收益在董事会预案公告日后呈稳步提升趋势，至 $T+180$ 日时平均累积收益达到约9.80%。

图 15、二级市场型员工持股计划预案日后的绝对收益

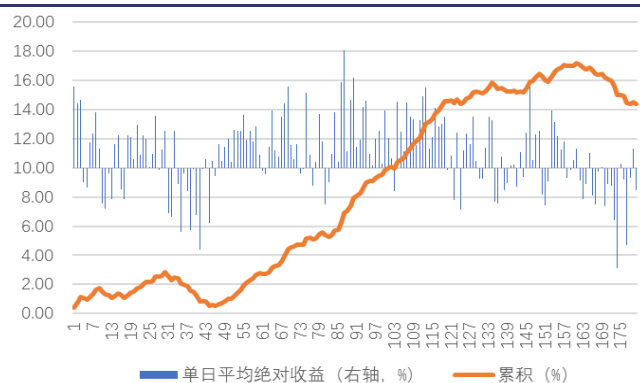
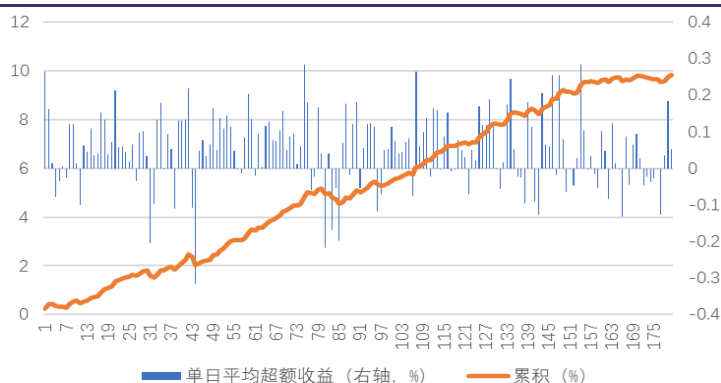


图 16、二级市场型员工持股计划预案日后的超额收益



数据来源：Wind、兴业证券经济与金融研究院整理

对于非公开发行型员工持股计划，预案公告日后短期内具有显著的绝对收益

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

和超额收益。预案公告日 20 个交易日内，超额收益和绝对收益分别达到约 12% 及 14%。但在 20 个交易日后，绝对收益和超额收益开始长达 30 日的大幅衰减，之后虽有小幅波动，但收益窗口不明显，见图 17 及图 18。

因此，在投资二级市场型员工持股计划的投资窗口应为董事会预案公告日后的 160 个交易日，而投资非公开发行型员工持股计划的投资窗口应为董事会预案公告日后的 20 个交易日。

图 17、非公开发行型员工持股计划预案日后的绝对收益

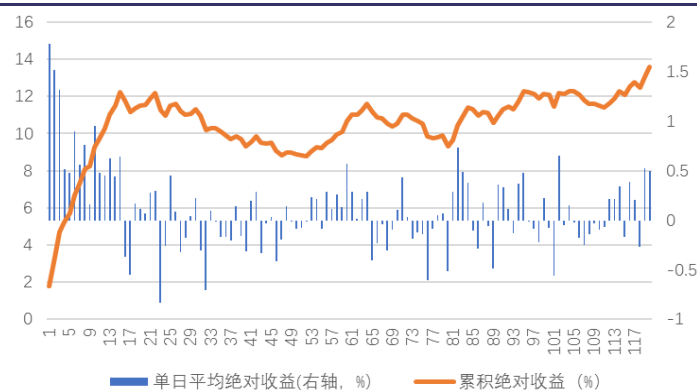
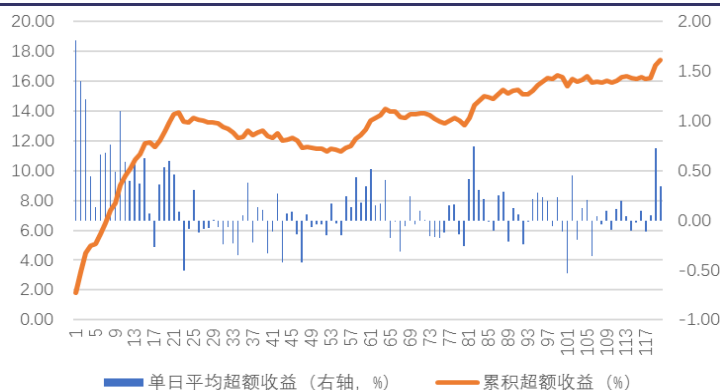


图 18、非公开发行型员工持股计划预案日后的超额收益



数据来源：Wind、兴业证券经济与金融研究院整理

3.2、投资标的再筛选

一般情况下，投资所有发布员工持股计划的股票是不现实的。为了获得更高的收益，我们需要从多个不同维度对股票进行筛选。经过研究，我们提出以下 3 种投资策略。

3.2.1 顺势而为——选择估值低、成长性好的上市公司

上市公司实施员工持股计划的目的是，使得员工成为公司“真正的主人”，激励员工工作热情，提升公司绩效，实现上市公司的良性向上发展。从第二部分的探讨可知，上市公司在实施员工持股计划后，成长能力、盈利能力、盈利质量等财务指标都有显著提高。但是，对于处于不同发展阶段的企业，员工持股计划的效果可能存在差异。

根据伊查克·爱迪思（Ichak Adizes）提出的企业生命周期理论，可以将企业的发展与成长动态轨迹分为萌芽期、成长期、成熟期及衰退期。已经处于成熟期及之后的上市公司，收入和盈利已经不会有很大的增长空间，市场整体规模已经趋于稳定。因此，实施员工持股计划只是能提升公司的“主观能动性”，而并不能突破市场整体规模这一“天花板”，因此渴望通过实施员工持股计划使公司业绩有大幅提升并不现实。但是，对于估值低、成长性好的上市公司，所处的市场规模也在不断的扩大，充满着机会和希望，上市公司可以通过实施员工持股计划为公司快速发展提供助推力。

我们用**相对市盈率**（上市公司市盈率与所处行业的平均市盈率的比值）来衡量上市公司的估值是否被低估、用最近一期财务报表的**净利润增长率（ttm）**来衡量上市公司的成长性。相对市盈率越低说明上市公司越被低估，净利润增长率越高说明成长能力更强。对于二级市场型和非公开发行业型的员工持股计划，我们分别统计了上市公司在发布员工持股计划预案后 60 天内的投资收益，统计结果如图 19、图 20：

图 19、相对市盈率对收益的影响

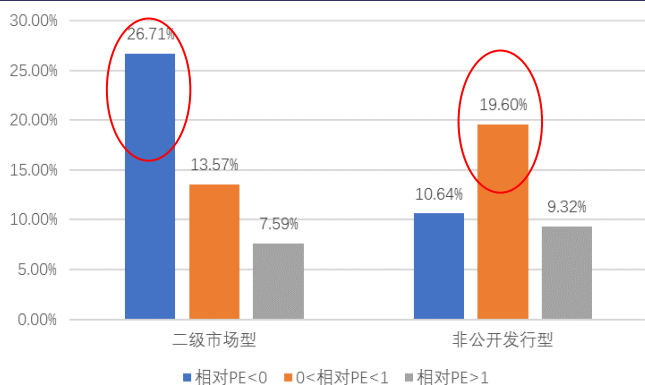
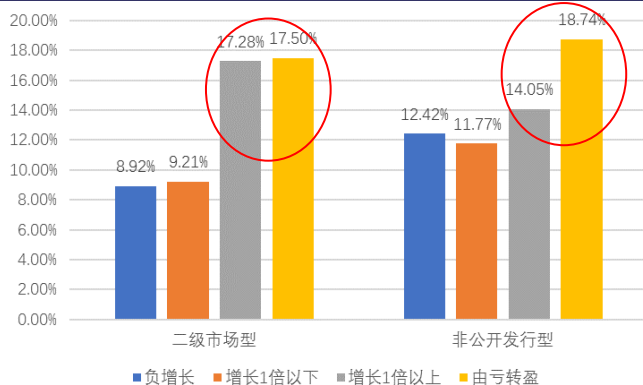


图 20、净利润增长率对收益的影响



数据来源：Wind、兴业证券经济与金融研究院整理

从估值角度来看，二级市场型员工持股计划在相对 $PE < 0$ 时表现较好，平均收益高达 26.71%，非公开发行型员工持股计划在市盈率低于所处行业平均水平时表现较好。从成长性来看，无论是二级市场型还是非公开发行型，净利润增长率超过 1 倍的和由盈转亏的上市公司发布的员工持股计划收益率较高。总体来看，和我们提出的逻辑整体吻合。因此，我们提出“顺势而为”策略：

1. **二级市场型**：从估值角度来看，要关注市盈率小于 0、市盈率低于所处行业平均水平的上市公司发布的员工持股计划；从成长性角度来看，要关注净利润增长率增长 1 倍以上以及由亏转盈的上市公司发布的员工持股计划。

2. **非公开发行型**：从估值角度来看，要关注市盈率低于所处行业平均水平的上市公司发布的员工持股计划；从成长性角度来看，要关注由亏转盈的上市公司发布的员工持股计划。

3.2.2 一锤定音——选择实施力度大的员工持股计划

员工持股计划的实施力度是存在差异的，其市场反应也不尽相同。我们用**高管占股比例、占总股本比例以及上市公司的流通市值**这三个指标来衡量计划的实施力度。

如果一项员工持股计划占总股本比例过小，好似隔靴搔痒，只是星星之火而不可燎原。反之，如果占总股本比例较大，这一项员工持股计划则会起到举足轻重的作用，牵一发而动全身。此外，如果一项员工持股计划高管占股比例越少，普通员工占股比例越多，那么所惠及的员工就越多、更多的员工会因为成为公司的股东而受到激励，更能团结成一股力量，“一锤定音”砸开公司业绩快速发展的“希望之门”。当然，如果上市公司的流通市值这一基本盘过大，“力量再足”的员工持股计划也只是螳臂当车。

同样，对于二级市场型和非公开发行型的员工持股计划，我们分别统计了上市公司在发布员工持股计划预案日后 60 天内的投资收益，统计结果如图 21、图 22、图 23：

图 21、占总股本比对收益的影响

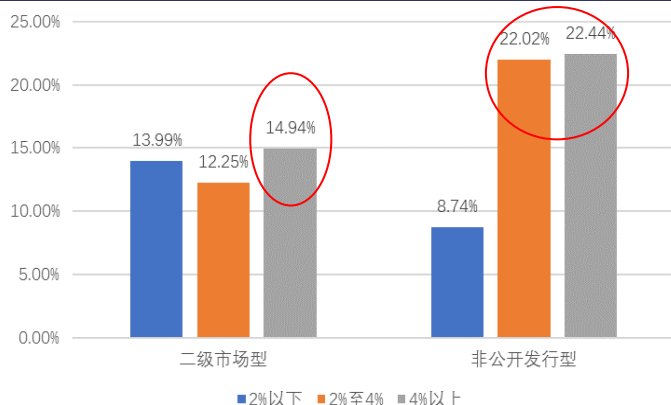
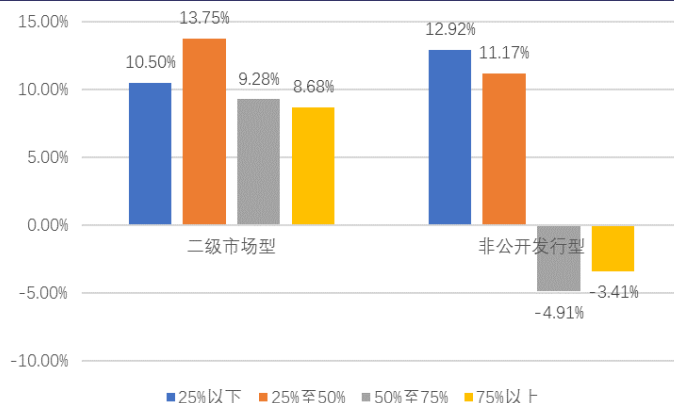
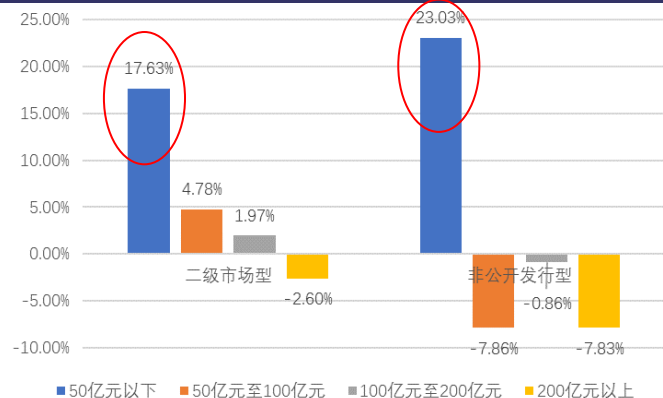


图 22、高管持股比例比对收益的影响



数据来源：Wind、兴业证券经济与金融研究院整理

图 23、流通市值对收益的影响



数据来源：Wind、兴业证券经济与金融研究院整理

我们可以看出：从员工持股计划涉及股本占总股本的比例来看，对于两种类型的持股计划，占总股本越高，投资收益越高；从高管持股比例来看，二级市场型员工持股计划的投资收益与高管持股比例的关系并不明显，非公开发行型员工持股计划的投资收益随着高管持股比例的升高而降低；从市值来看，随着流通市值的减少，二级市场型和非公开发行型的投资收益都会大幅增加。流通市值 50 亿元以下的上市公司发行的员工持股计划，二级市场型和非公开发行型分别达到了 17.63% 及 23.03%。基于此，我们提出“一锤定音”策略：

1. 对于二级市场型，要选择流通市值小的上市公司实施的员工持股计划；
2. 对于非公开发行型，要选择流通市值小的上市公司实施的占股本比例高、高管持股比例低的员工持股计划。

3.2.3 众人拾柴——选择市场反应积极的员工持股计划

员工持股计划是否能作为一个具有投资价值的事件，关键在于其市场反应。如果市场对于事件的反应积极，那么后续的超额收益才能有所指望。反之，市场反应冷淡甚至消极，则员工持股计划不能成为好的投资事件。在预案公告日的股价变动可以直观反应市场对于员工持股计划的态度。我们统计了二级市场型和非公开发行型的员工持股计划于发布预案日后第一个非涨停日或跌停日到预案日后第六十个交易日（[T 后第一个非停牌日,T+60]）的累计收益，见图 24。

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

我们可以发现，如果首日涨停，那么二级市场型及非公开发行型之后的投资收益则会非常高，分别达到 23.02% 及 22.35%；反之，如果当日股价下跌，后续的投资收益也表现得十分不好。这与我们的投资逻辑完全吻合。因此，我们提出“众人拾柴”策略：**积极关注董事会预案日股价涨停的员工持股计划，积极规避董事会预案日股价跌停的员工持股计划。**

如前所述，部分公司会实施多次员工持股计划。从市场来看，由于上市公司已经实施过员工持股计划，股价已经包含了市场对实施员工持股计划的态度。当再次公布预案时，市场反应可能比第一次更为平缓。为了验证这个猜想，我们统计了两种类型的员工持股计划与董事会预案日的[T, T+60]投资区间内的投资收益，见图 25。

结果发现：非第一次发行的二级市场型员工持股计划明显比其他类型的员工持股计划的投资收益低，仅为 1.34%，符合我们猜想。非公开发行型的多次实施员工持股计划样本数很少，因此不具有参考意义。因此，我们建议：**尽量规避非首次实施的二级市场型员工持股计划。**

图 24、首日涨跌幅对收益的影响

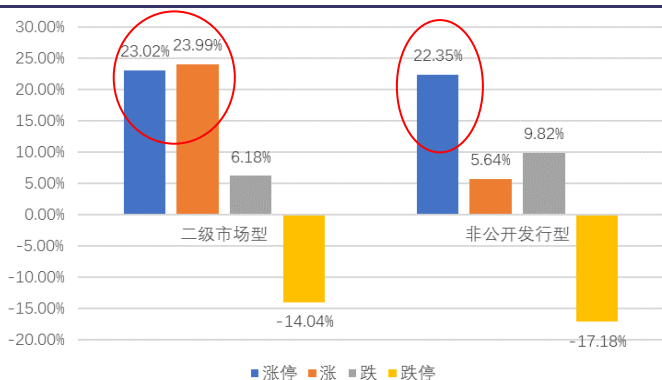
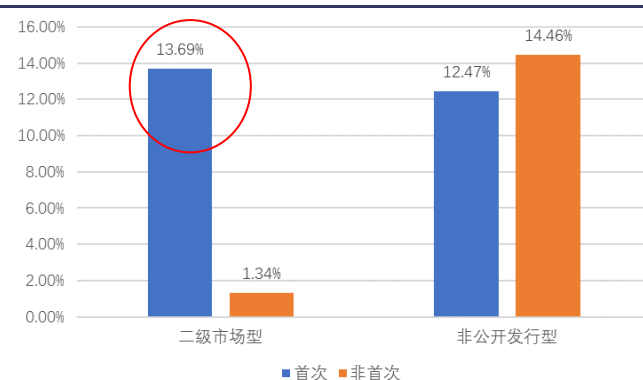
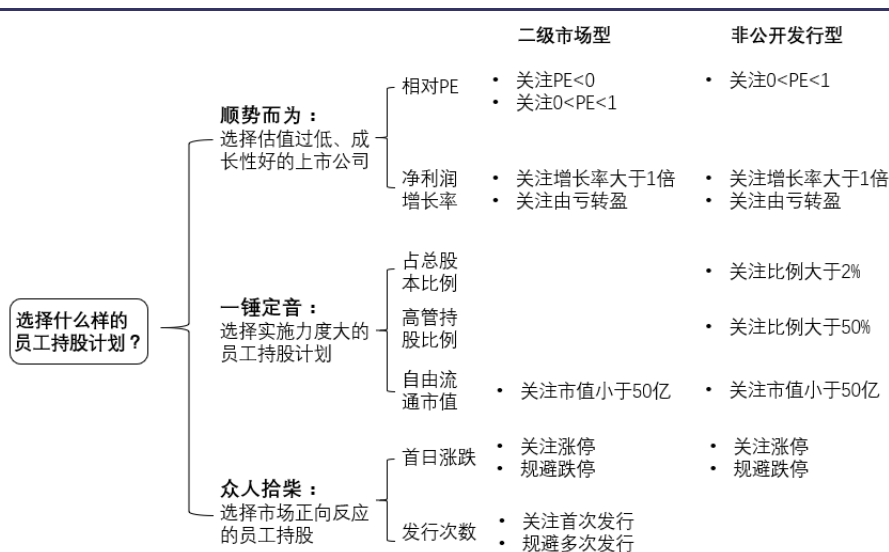


图 25、发行次数对收益的影响



数据来源：Wind、兴业证券经济与金融研究院整理

图 26、择善而从：基于预案日效应的投资逻辑及投资策略



数据来源：Wind、兴业证券经济与金融研究院整理

图 26 总结了关于员工持股计划预案日的投资逻辑及投资建议。

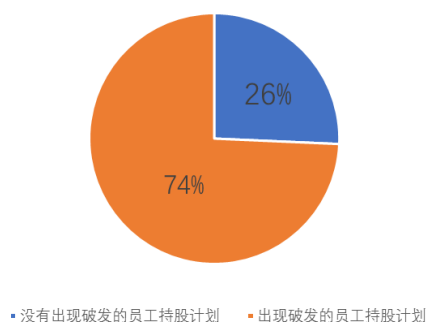
4、先破后立：基于锁定期破发的投资策略

员工持股计划实施完成后，其持股成本价是确定的。如果在股票锁定阶段，股票价格出现持续下跌，甚至低于员工持股计划的成本价，即出现“员工持股计划的破发现象”，参与项目的员工将会蒙受损失。因此，上市公司可能会有动力将股价维持在员工持股计划的成本价以上。本部分将对这种投资机会进行研究。

4.1、员工持股计划破发现象较为普遍

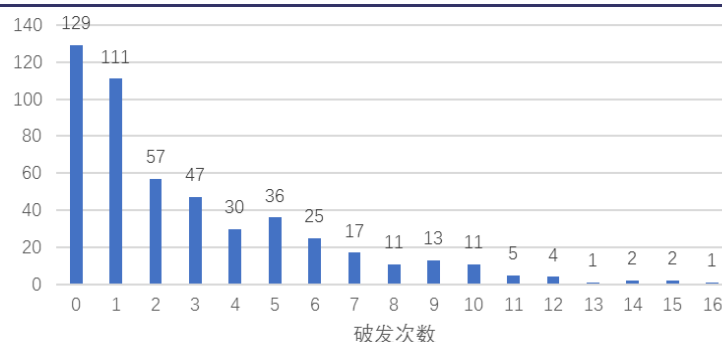
在员工持股计划中，持股成本价一般会在员工持股计划实施完成公告里披露。我们统计了样本期内完成实施的员工持股计划破发情况，如图 27 所示。可见，近四分之三的员工持股计划在股票锁定阶段曾出现破发。从破发次数来看，绝大多数员工持股计划的破发次数都小于 5 次，破发次数最多达 16 次，详见图 28。

图 27、员工持股计划的破发概况



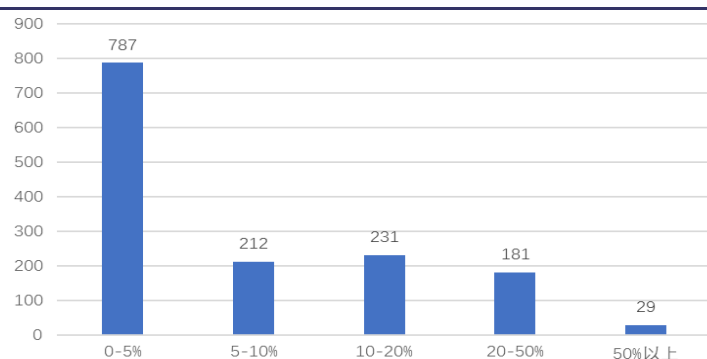
数据来源：Wind、兴业证券经济与金融研究院整理

图 28、员工持股计划的破发次数



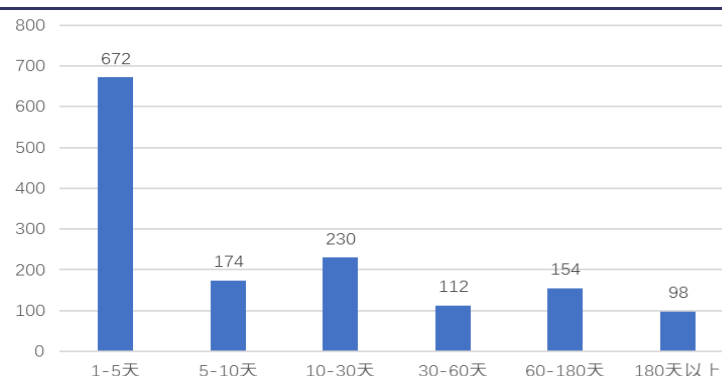
从图 29 可知，超过一半的员工持股计划破发的破发幅度都在 0-5% 以内。但是也有 29 次破发的破发幅度超过了 50% 以上。从图 30 可知，员工持股计划破发的持续时间超过一半小于 5 天，但是也有 98 次破发持续时间超过半年。

图 29、员工持股计划不同破发幅度的样本分布



数据来源：Wind、兴业证券经济与金融研究院整理

图 30、员工持股计划破发持续时间的样本分布



4.2、员工持股计划破发事件效应

下面我们首先对员工持股计划破发的事件效应进行分析。我们以破发日为 T 日，统计了破发当日至公告日后 180 个交易日的绝对收益和超额收益（以申万一级行业等权指数为基准）。

从绝对收益来看，员工持股计划破发后，平均累积绝对收益在经过 5 个交易日的小幅回调后，在破发日后 5 个交易日至 120 个交易日时段内持续上涨，120 日时累积收益率达 7.09%。破发日 120 个交易日后，绝对收益出现回调，增长趋势不再明显，详见图 31。

从超额收益来看，大致呈先抑后扬走势。破发日后 54 个交易日内的平均超额收益一直上下震动，但是之后短期内具有显著超额收益，收益窗口窄。在 T+54 至 T+115 内，累积短期收益上涨 3.51%。之后，超额收益出现回调，见图 32。

图 31、员工持股计划破发日后的绝对收益

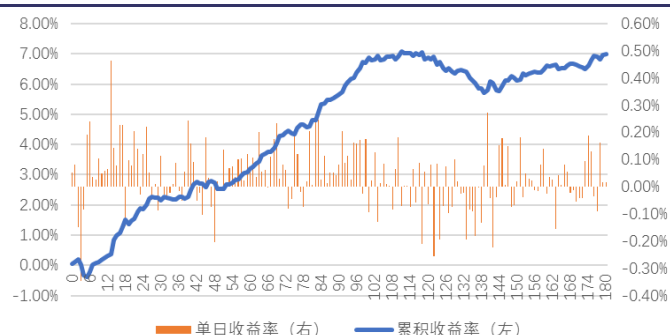
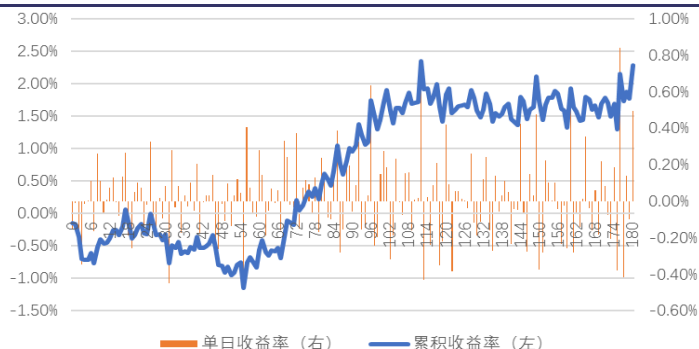


图 32、员工持股计划破发日后的超额收益



数据来源：Wind、兴业证券经济与金融研究院整理

经过统计，员工持股计划破发日后的各段时间的交易表现如表 4：

表 4、员工持股计划破发日后持有 N 个交易日收益表现

N	绝对收益	绝对收益胜率	绝对收益赔率	超额收益	超额收益胜率	超额收益赔率
5	-0.40%	40.00%	0.56	-0.72%	20.00%	0.00
10	0.20%	70.00%	0.50	-0.47%	40.00%	0.89
30	2.24%	77.42%	1.01	-0.33%	48.38%	0.90
60	3.22%	68.85%	1.40	-0.55%	49.18%	0.90
120	6.89%	72.73%	1.34	1.84%	52.60%	1.12
180	6.99%	65.19%	1.26	2.28%	51.38%	1.10

数据来源：Wind、兴业证券经济与金融研究院整理

4.3、“物极必反”策略：基于破发幅度的投资策略

员工持股计划在实施后如果破发幅度越深，参与计划的员工损失越大，工作积极性越易受到打击。为了避免与实施目的背向而驰，上市公司就越有动力将股价维持在员工持股计划的成本价以上。基于如此，我们建立基于员工持股计划破发幅度的投资策略，建立方法如下：

建仓原则：于每月第一个交易日收盘时，调入所有现在处于破发状态的员工持股计划对应股票。但如果该交易日股票出现涨停则不调入。

平仓原则：于每月第一个交易日收盘时，调出组合内现在不处于破发的员工

持股计划对应股票。如果该交易日股票出现跌停则不调出。

破发大幅度组合：将组合内股票第一交易日时破发幅度最大的 50%调入该组合。

破发小幅度组合：将组合内股票第一交易日时破发幅度最小的 50%调入该组合。

比较基准 1——锁定总体：全部处于锁定状态的员工持股计划。

比较基准 2——破发总体：全部处于破发状态的员工持股计划。

组合原则：每一组合建仓日时，每支股票权重相同。每个月第一个交易日收盘时调整组合内股票及其对应权重。

回测时间：2015 年 1 月 1 日至 2017 年 2 月 28 日。

交易成本：双边各千分之三

经过测算，策略表现如图 33、图 34 和表 5 所示。可以发现：

1. **破发大幅度组合表现比较抢眼。**2015 年 1 月至 2018 年 2 月短短三年时间累积收益率就达到了 166.81%，年化收益率达 36.33%，夏普比率达 0.92。

2. **破发大幅度组合收益表现远远优于破发小幅度组合。**破发小幅度组合累积收益率为 37.22%，年化收益率为 10.51%，夏普比率为 0.31。破发大幅度组合的累积收益率、年化收益率及夏普比率是破发小幅度组合的 4.48 倍、3.46 倍、2.96 倍。

3. **破发大幅度组合相比锁定总体和破发总体都获得了一定的超额收益。**破发大幅度组合相比锁定总体和破发总体的超额年化收益率为 21.24%、15.15%。

图 33、破发幅度投资策略的净值走势

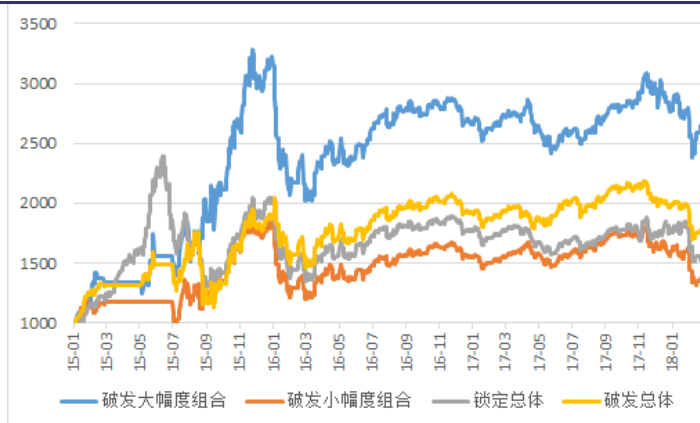
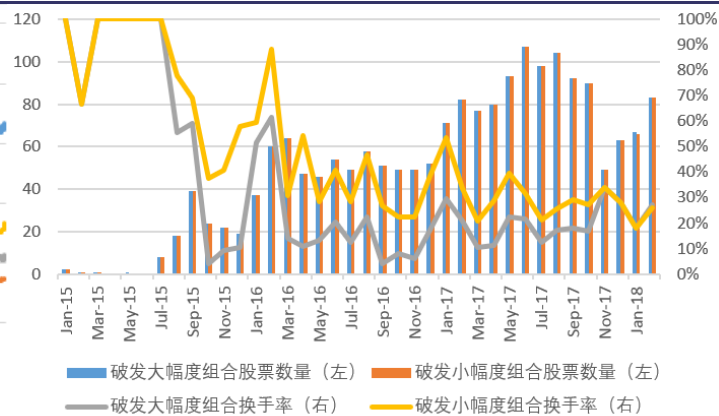


图 34、破发幅度投资组合的仓位变化及换手率变化



数据来源：Wind、兴业证券经济与金融研究院整理

表 5、员工持股计划破发幅度投资策略表现

指标	破发大幅度组合	破发小幅度组合	锁定总体	破发总体
累积收益率	166.81%	37.22%	56.06%	83.72%
年化收益率	36.33%	10.51%	15.09%	21.18%
年化波动率	39.33%	33.67%	37.32%	35.81%
夏普比率	0.92	0.31	0.40	0.59
最大回撤	38.57%	35.98%	47.55%	35.86%
换手率	37.25%	52.86%		
平均成分股数	45.71	45.68		

数据来源：Wind、兴业证券经济与金融研究院整理

破发大幅度和破发小幅度的组合股票数量变化几乎相同，于 2015 年 7 月开始

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

没有再出现空仓情况，近两年的组合内股票数量不断增长，两者的平均成分股数为 50.18 和 50.13。破发大幅度组和破发小幅度的换手率近年来逐渐降低，这是由于近年来破发持续时间越来越长导致的。总体来看，破发大幅度组合换手率低于破发小幅度组合，两者平均的换手率分别为 37.25% 及 52.86%。

4.4、“蜻蜓点水”策略：基于破发持续时间的投资策略

员工持股计划平均破发持续时间较短，有超过一半的破发不会超过 5 天，一旦出现破发会在很短的时间内股价维持至成本价以上。如果员工持股计划持续时间很长，那么很可能公司已经无力维持股价至成本价以上。**破发持续时间越短，上市公司日后维持股价至成本价以上的可能性越大。**基于此，我们建立基于员工持股计划破发持续时间的投资策略，建立方法如下：

建仓原则：于每月第一个交易日收盘时，调入所有现在处于破发状态的员工持股计划对应股票。但如果该交易日股票出现涨停则不调入。

平仓原则：于每月第一个交易日收盘时，调出组合内现在不处于破发的员工持股计划对应股票。如果该交易日股票出现跌停则不调出。

破发长时间组合：将组合内股票第一交易日时破发持续时间（该次破发首日至该交易日的天数）最长的 50% 调入该组合。

破发短时间组合：将组合内股票第一交易日时破发持续时间（该次破发首日至该交易日的天数）最短的 50% 调入该组合。

组合原则：每一组合建仓日时，每支股票权重相同。每个月第一个交易日收盘时调整组合内股票及其对应权重。

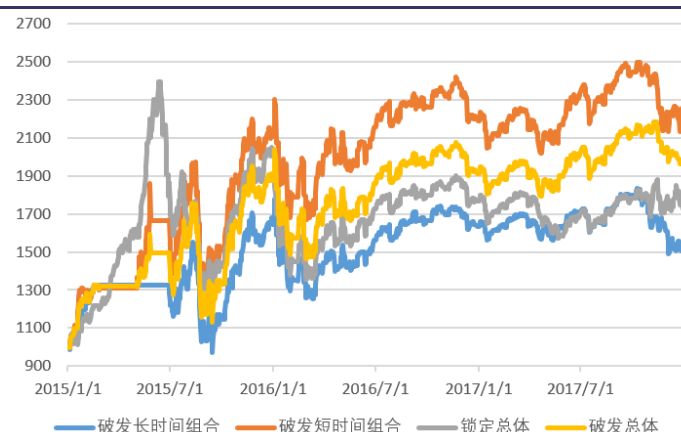
比较基准 1——锁定总体：全部处于锁定状态的员工持股计划。

比较基准 2——破发总体：全部处于破发状态的员工持股计划。

回测时间：2015 年 1 月 1 日至 2017 年 2 月 28 日。

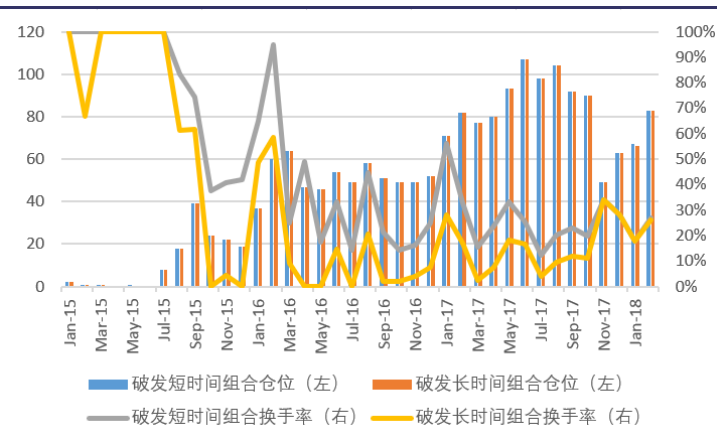
交易成本：双边各千分之三。

图 35、破发持续时间投资策略的净值走势



数据来源：Wind、兴业证券经济与金融研究院整理

图 36、破发持续时间投资组合的仓位变化及换手率变化



经过测算，策略表现如图 35、图 36 和表 6 所示。经过统计可以发现：

1. **破发短时间组合表现较为抢眼。**2015 年 1 月至 2018 年 2 月短短三年时间累积收益率就达到了 145.88%，年化收益率达 32.85%，夏普比率高达 0.89。

2. **破发短时间组合表现优于破发长时间组合。**破发长时间组合累积收益率为 65.44%，年化收益率为 17.23%，夏普比率为 0.51。破发大幅度组合的累积收益率、年化收益率及夏普比率是它的 2.22 倍、1.9 倍、1.75 倍。

3. **破发短时间组合相比锁定总体和破发总体获得了一定的超额收益。**破发短时间组合相比锁定总体和破发总体的超额年化收益率为 17.76%、1.58%。

表 6、员工持股计划破发持续时间投资策略表现

指标	破发长时间组合	破发短时间组合	锁定总体	破发总体
累积收益率	65.44%	145.88%	56.06%	116.15%
年化收益率	17.23%	32.85%	15.09%	31.27%
年化波动率	33.59%	39.91%	37.32%	36.75%
夏普比率	0.51	0.89	0.40	0.85
最大回撤	37.38%	35.08%	47.55%	35.86%
换手率	31%	47%		
平均成分股数	50.18	50.13		

数据来源：Wind、兴业证券经济与金融研究院整理

破发长时间组合和破发短时间组合内股票数量变化几乎相同，于 2015 年 7 月开始组合内股票数量不断增长，两者的平均成分股数为 50.18 和 50.13。破发长时间组合和破发短时间组合的换手率逐年降低，总体来看，破发长时间组合的换手率要低于破发短时间组合，两者平均的换手率分别为 31%及 47%。

4.5、“卧薪尝胆”策略：破发后持有至解锁期的投资策略

在员工持股计划对应标的跌破成本价后，上市公司有动力在解锁期前提升股价至成本价，使得参与员工持股计划的员工不受损失。我们统计了员工持股计划对应标的股票从第一次出现破发一直持有至解锁期结束的累积收益，经过统计平均收益为 3.28%。基于此，我们建立**员工持股计划破发后持有至解锁期的投资策略**，建立方法如下：

建仓原则：于每月第一个交易日收盘时，调入所有出现第一次破发状态的**员工持股计划**对应股票。但如果该交易日股票出现涨停则不调入。

平仓原则：于每月第一个交易日收盘时，调出组合内处于锁定期满的**员工持股计划**对应股票。如果该交易日股票出现跌停则不调出。

组合原则：每一组合建仓日时，每支股票权重相同。每个月第一个交易日收盘时调整组合内股票及其对应权重。

比较基准 1——锁定总体：全部处于锁定状态的**员工持股计划**。

比较基准 2——破发总体：全部处于破发状态的**员工持股计划**。

回测时间：2014 年 10 月 1 日至 2017 年 10 月 31 日。

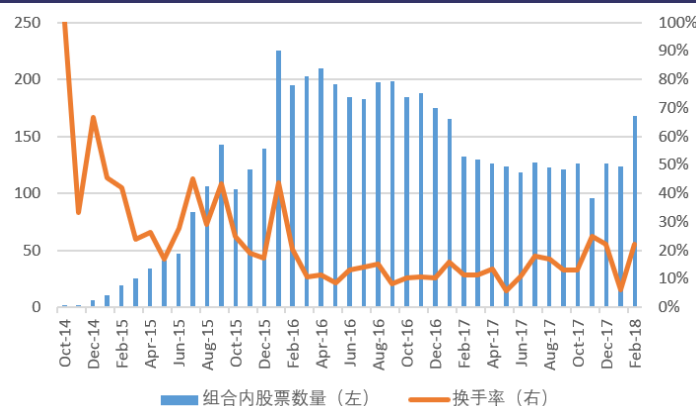
交易成本：双边各千分之三

经过测算，策略表现如图 37、图 38 和表 7 所示。经过统计可以发现：**投资策略表现较为优秀。2014 年 10 月至 2018 年 2 月短短三年多时间累积收益率就达到了 135.26%，年化收益率高达 28.45%，夏普比率高达 0.82。相比锁定总体和破发总体的超额年化收益率为 14.40%、5.91%。**

图 37、持有至解锁期投资策略的净值走势



图 38、持有至解锁期投资组合的仓位变化及换手率变化



数据来源：Wind、兴业证券经济与金融研究院整理

表 7、员工持股计划持有至解锁期投资策略

指标	持有至解锁组合	锁定总体	破发总体
累积收益率	135.26%	56.72%	100.29%
年化收益率	28.45%	14.05%	22.54%
年化波动率	34.69%	34.56%	22.03%
夏普比率	0.82	0.41	1.02
最大回撤	46.02%	47.55%	35.86%
换手率	23.71%		
平均成分股数	123		

数据来源：Wind、兴业证券经济与金融研究院整理

持有至解锁期策略的平均换手率为 23.01%，平均成分股数为 123 只。

5、总结

本报告首先从公司特征、预案条款等维度对员工持股事件进行了深入分析，并探讨了计划实施前后公司基本面的变化，最后根据预案日事件效应和锁定期破发现象设计投资策略，主要结论如下：

1、从公司特征看，目前发布员工持股预案的上市公司在中小板和创业板的占比最高，市值明显偏中小盘，数量最多的前五个行业分别是电子、医药生物、机械设备、计算机及化工，超过 80% 的公司属于民营企业。

2、从预案条款特征看，员工薪酬及自筹资金是最主要的资金来源方式，竞价转让是最主要的股票来源，员工认购平均比例为 71%，超过 80% 的持股计划涉及杠杆，平均杠杆倍数为 2 倍。

3、在实施员工持股计划后，财务基本面向好的公司比例占优，盈利能力、盈利质量和偿债能力等方面的部分财务指标平均水平显著提升。

4、在董事会预案阶段，员工持股计划具有较明显的正向事件效应。我们提出了三个选股逻辑：“顺势而为”——选择低估值成长性好的股票、“一锤定音”——选择计划力度强的股票、“众人拾柴”——选择市场反应正向的股票。

5、在股份锁定阶段，股价破发现象具有较高的投资价值。我们提出了三个定期换仓的多头选股策略：“物极必反”——选择破发幅度深的标的、“蜻蜓点水”

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

——选择破发持续时间短的标的、“卧薪尝胆”——破发后一直持有至解锁期。这三个策略回测表现良好，年化收益率分别为 36.33%、32.85%和 28.45%，夏普比率分别为 0.92、0.89 和 0.82。

风险提示：模型结论是基于合理假设前提下结合历史数据推导得出，在市场环境转变时模型存在失效的风险。

附录、员工持股计划破发策略最新推荐组合

表 8、“物极必反”策略组合（2018 年 3 月）

代码	名称	代码	名称	代码	名称
000040.SZ	东旭蓝天	002654.SZ	万润科技	300306.SZ	远方信息
000523.SZ	广州浪奇	002658.SZ	雪迪龙	300307.SZ	慈星股份
000606.SZ	神州易桥	002661.SZ	克明面业	300311.SZ	任子行
002024.SZ	苏宁易购	002661.SZ	克明面业	300337.SZ	银邦股份
002026.SZ	山东威达	002733.SZ	雄韬股份	300362.SZ	天翔环境
002132.SZ	恒星科技	002858.SZ	力盛赛车	300382.SZ	斯莱克
002169.SZ	智光电气	300001.SZ	特锐德	300390.SZ	天华超净
002183.SZ	怡亚通	300050.SZ	世纪鼎利	300420.SZ	五洋停车
002197.SZ	证通电子	300057.SZ	万顺股份	300444.SZ	双杰电气
002201.SZ	九鼎新材	300064.SZ	豫金刚石	300506.SZ	名家汇
002212.SZ	南洋股份	300115.SZ	长盈精密	300525.SZ	博思软件
002256.SZ	兆新股份	300119.SZ	瑞普生物	300563.SZ	神宇股份
002261.SZ	拓维信息	300128.SZ	锦富技术	600393.SH	粤泰股份
002272.SZ	川润股份	300131.SZ	英唐智控	600693.SH	东百集团
002317.SZ	众生药业	300145.SZ	中金环境	600713.SH	南京医药
002367.SZ	康力电梯	300159.SZ	新研股份	600721.SH	百花村
002381.SZ	双箭股份	300173.SZ	智慧松德	600794.SH	保税科技
002414.SZ	高德红外	300178.SZ	腾邦国际	600965.SH	福成股份
002421.SZ	达实智能	300199.SZ	翰宇药业	601500.SH	通用股份
002474.SZ	榕基软件	300200.SZ	高盟新材	601579.SH	会稽山
002489.SZ	浙江永强	300218.SZ	安利股份	601717.SH	郑煤机
002528.SZ	英飞拓	300238.SZ	冠昊生物	603258.SH	电魂网络
002552.SZ	宝鼎科技	300244.SZ	迪安诊断	603315.SH	福鞍股份
002573.SZ	清新环境	300269.SZ	联建光电	603388.SH	元成股份
002592.SZ	八菱科技	300269.SZ	联建光电	603979.SH	金诚信
002612.SZ	朗姿股份	300299.SZ	富春股份		

数据来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

表 9、“蜻蜓点水”策略组合（2018 年 3 月）

代码	名称	代码	名称	代码	名称
000413.SZ	东旭光电	002434.SZ	万里扬	300309.SZ	吉艾科技
000523.SZ	广州浪奇	002450.SZ	康得新	300309.SZ	吉艾科技
000524.SZ	岭南控股	002461.SZ	珠江啤酒	300335.SZ	迪森股份
000593.SZ	大通燃气	002463.SZ	沪电股份	300335.SZ	迪森股份
000669.SZ	金鸿控股	002474.SZ	榕基软件	300337.SZ	银邦股份
000678.SZ	襄阳轴承	002502.SZ	骅威文化	300366.SZ	创意信息
002090.SZ	金智科技	002506.SZ	协鑫集成	300381.SZ	溢多利
002138.SZ	顺络电子	002573.SZ	清新环境	300382.SZ	斯莱克
002145.SZ	中核钛白	002651.SZ	利君股份	300506.SZ	名家汇
002152.SZ	广电运通	002661.SZ	克明面业	300525.SZ	博思软件
002165.SZ	红宝丽	002682.SZ	龙洲股份	300563.SZ	神宇股份
002166.SZ	莱茵生物	002705.SZ	新宝股份	600035.SH	楚天高速
002169.SZ	智光电气	002741.SZ	光华科技	600055.SH	万东医疗
002171.SZ	楚江新材	002751.SZ	易尚展示	600259.SH	广晟有色
002212.SZ	南洋股份	300014.SZ	亿纬锂能	600337.SH	美克家居
002237.SZ	恒邦股份	300046.SZ	台基股份	600400.SH	红豆股份
002261.SZ	拓维信息	300056.SZ	三维丝	600400.SH	红豆股份
002272.SZ	川润股份	300064.SZ	豫金刚石	600475.SH	华光股份
002273.SZ	水晶光电	300117.SZ	嘉寓股份	600490.SH	鹏欣资源
002310.SZ	东方园林	300128.SZ	锦富技术	600687.SH	刚泰控股
002317.SZ	众生药业	300197.SZ	铁汉生态	600713.SH	南京医药
002341.SZ	新纶科技	300219.SZ	鸿利智汇	600728.SH	佳都科技
002353.SZ	杰瑞股份	300237.SZ	美晨生态	600731.SH	湖南海利
002355.SZ	兴民智通	300269.SZ	联建光电	600963.SH	岳阳林纸
002356.SZ	赫美集团	300290.SZ	荣科科技	600965.SH	福成股份
002431.SZ	棕榈股份	300306.SZ	远方信息	603388.SH	元成股份

数据来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

表 10、“卧薪尝胆”策略组合（2018 年 3 月）

代码	名称	名称	名称	名称	名称	代码	名称	代码	名称
000040.SZ	东旭蓝天	002272.SZ	川润股份	002661.SZ	克明面业	300241.SZ	瑞丰光电	600315.SH	上海家化
000413.SZ	东旭光电	002273.SZ	水晶光电	002661.SZ	克明面业	300244.SZ	迪安诊断	600337.SH	美克家居
000413.SZ	东旭光电	002310.SZ	东方园林	002663.SZ	普邦股份	300269.SZ	联建光电	600346.SH	恒力股份
000523.SZ	广州浪奇	002311.SZ	海大集团	002682.SZ	龙洲股份	300269.SZ	联建光电	600388.SH	龙净环保
000524.SZ	岭南控股	002313.SZ	日海通讯	002696.SZ	百洋股份	300269.SZ	联建光电	600388.SH	龙净环保
000593.SZ	大通燃气	002317.SZ	众生药业	002705.SZ	新宝股份	300287.SZ	飞利信	600393.SH	粤泰股份
000603.SZ	盛达矿业	002327.SZ	富安娜	002707.SZ	众信旅游	300290.SZ	荣科科技	600400.SH	红豆股份
000606.SZ	神州易桥	002341.SZ	新纶科技	002717.SZ	岭南园林	300296.SZ	利亚德	600400.SH	红豆股份
000630.SZ	铜陵有色	002353.SZ	杰瑞股份	002725.SZ	跃岭股份	300299.SZ	富春股份	600475.SH	华光股份
000669.SZ	金鸿控股	002355.SZ	兴民智通	002733.SZ	雄韬股份	300306.SZ	远方信息	600490.SH	鹏欣资源
000678.SZ	襄阳轴承	002356.SZ	赫美集团	002741.SZ	光华科技	300307.SZ	慈星股份	600491.SH	龙元建设
000690.SZ	宝新能源	002367.SZ	康力电梯	002751.SZ	易尚展示	300309.SZ	吉艾科技	600518.SH	康美药业
000703.SZ	恒逸石化	002381.SZ	双箭股份	002838.SZ	道恩股份	300309.SZ	吉艾科技	600535.SH	天士力
000818.SZ	方大化工	002399.SZ	海普瑞	002858.SZ	力盛赛车	300311.SZ	任子行	600687.SH	刚泰控股
000826.SZ	启迪桑德	002410.SZ	广联达	300001.SZ	特锐德	300335.SZ	迪森股份	600687.SH	刚泰控股
000902.SZ	新洋丰	002414.SZ	高德红外	300014.SZ	亿纬锂能	300335.SZ	迪森股份	600693.SH	东百集团
000939.SZ	凯迪生态	002421.SZ	达实智能	300017.SZ	网宿科技	300337.SZ	银邦股份	600713.SH	南京医药
000961.SZ	中南建设	002431.SZ	棕榈股份	300041.SZ	回天新材	300347.SZ	泰格医药	600721.SH	百花村
002003.SZ	伟星股份	002434.SZ	万里扬	300046.SZ	台基股份	300362.SZ	天翔环境	600728.SH	佳都科技
002024.SZ	苏宁易购	002439.SZ	启明星辰	300050.SZ	世纪鼎利	300366.SZ	创意信息	600731.SH	湖南海利
002026.SZ	山东威达	002450.SZ	康得新	300056.SZ	三维丝	300381.SZ	溢多利	600771.SH	广誉远
002031.SZ	巨轮智能	002456.SZ	欧菲科技	300057.SZ	万顺股份	300382.SZ	斯莱克	600794.SH	保税科技
002036.SZ	联创电子	002461.SZ	珠江啤酒	300064.SZ	豫金刚石	300382.SZ	斯莱克	600963.SH	岳阳林纸
002086.SZ	东方海洋	002463.SZ	沪电股份	300073.SZ	当升科技	300388.SZ	国祯环保	600965.SH	福成股份
002090.SZ	金智科技	002474.SZ	榕基软件	300102.SZ	乾照光电	300390.SZ	天华超净	600966.SH	博汇纸业
002127.SZ	南极电商	002474.SZ	榕基软件	300113.SZ	顺网科技	300420.SZ	五洋停车	601500.SH	通用股份
002132.SZ	恒星科技	002474.SZ	榕基软件	300115.SZ	长盈精密	300444.SZ	双杰电气	601579.SH	会稽山
002138.SZ	顺络电子	002489.SZ	浙江永强	300117.SZ	嘉寓股份	300495.SZ	美尚生态	601717.SH	郑煤机
002145.SZ	中核钛白	002502.SZ	骅威文化	300119.SZ	瑞普生物	300506.SZ	名家汇	603258.SH	电魂网络
002152.SZ	广电运通	002506.SZ	协鑫集成	300128.SZ	锦富技术	300525.SZ	博思软件	603309.SH	维力医疗
002165.SZ	红宝丽	002511.SZ	中顺洁柔	300128.SZ	锦富技术	300563.SZ	神宇股份	603315.SH	福鞍股份
002166.SZ	莱茵生物	002528.SZ	英飞拓	300131.SZ	英唐智控	300568.SZ	星源材质	603368.SH	柳州医药
002169.SZ	智光电气	002548.SZ	金新农	300145.SZ	中金环境	300577.SZ	开润股份	603377.SH	东方时尚
002171.SZ	楚江新材	002552.SZ	宝鼎科技	300159.SZ	新研股份	300578.SZ	会畅通讯	603388.SH	元成股份
002183.SZ	怡亚通	002557.SZ	洽洽食品	300173.SZ	智慧松德	300607.SZ	拓斯达	603555.SH	贵人鸟
002197.SZ	证通电子	002573.SZ	清新环境	300178.SZ	腾邦国际	300651.SZ	金陵体育	603568.SH	伟明环保
002201.SZ	九鼎新材	002583.SZ	海能达	300197.SZ	铁汉生态	600035.SH	楚天高速	603766.SH	隆鑫通用
002212.SZ	南洋股份	002592.SZ	八菱科技	300199.SZ	翰宇药业	600055.SH	万东医疗	603866.SH	桃李面包
002223.SZ	鱼跃医疗	002612.SZ	朗姿股份	300200.SZ	高盟新材	600117.SH	西宁特钢	603959.SH	百利科技
002237.SZ	恒邦股份	002626.SZ	金达威	300218.SZ	安利股份	600143.SH	金发科技	603959.SH	百利科技
002240.SZ	威华股份	002630.SZ	华西能源	300219.SZ	鸿利智汇	600179.SH	安通控股	603979.SH	金诚信
002256.SZ	兆新股份	002651.SZ	利君股份	300221.SZ	银禧科技	600259.SH	广晟有色		
002261.SZ	拓维信息	002654.SZ	万润科技	300237.SZ	美晨生态	600282.SH	南钢股份		
002264.SZ	新华都	002658.SZ	雪迪龙	300238.SZ	冠昊生物	600290.SH	华仪电气		

数据来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

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。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级(另有说明的除外)。评级标准为报告发布日后的12个月内公司股价(或行业指数)相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中：A股市场以上证综指或深圳成指为基准，香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%
		审慎增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~15%之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
		无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

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。

使用本研究报告的风险提示及法律声明

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。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。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。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，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

本报告所载的资料、意见及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、价值及投资收入可升可跌，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、意见及推测不一致的报告；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。

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。分析中所做的回报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。

特别声明

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。

兴业证券研究

上海	北京	深圳
地址：上海浦东新区长柳路36号兴业证券大厦15层	地址：北京西城区锦什坊街35号北楼601-605	地址：深圳福田区中心四路一号嘉里建设广场第一座701
邮编：200135	邮编：100033	邮编：518035
邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn