

事件驱动策略之九——股权激励续篇

关注行权条件影响窗口，警惕超额收益边际递减



本篇报告对股权激励所涉及到的整个投资周期进行研究，寻找不同阶段的参与时点，并对行权条件、业绩基准设置等细则进行了系统分析。

- 股票超额收益集中在两个阶段反应，第一个阶段为实施日至第一个行权日（为期1年或稍长），这个时期投资逻辑在于激励对象通过诸种措施提高公司业绩，使得股权激励最终能够完成行权/解锁条件；第二个阶段在第一个行权日后的一年时间，投资逻辑在于高管推高公司股价，使得到手的奖励股票在能够卖出时高价出货。超越这两个投资周期之后，股权激励的刺激作用边际递减。
- 对于长期投资者而言，以一年为持有期，第一个超额收益时段买入点为首次实施公告后（规避最初的股价蛰伏期）；第二个买入点为行权日附近。
- 有些投资者受情绪波动或投资风格影响，难以做到长期持有，建议以2个月作为换手频率。有两个买点可以参与：第一个为首次实施公告后（规避最初的股价蛰伏期）；第二个为行权股票能够上市流通前2个月左右。
- 以实施日后买入为例，长短期持有策略的年化收益分别为45.48%，45.28%，收益相当。作为构建对冲策略的多头组合，短期持有高换手策略更优，相对沪深300战胜幅度稳定，对冲后年化收益约为43.6%。
- 行权条件的相关设置对第一个投资周期股票筛选起到至关重要作用。基准年份刻意挑选业绩较差年份的上市公司，实施日后至第一个行权时点之间表现明显较差；行权条件设置较为严格的股票，在第一个投资周期中表现大概率强于容易行权的股票。条件严格与否的标准，采用财务数据相对比较法更为有效，即对比未来财务指标要求是否要超越当年水平。上市公司行权或股票解锁后，这两个因素对股价的影响作用迅速衰减。
- 股票在第一次行权之前如果跌破行权价，存在着价格回补形成的绝对收益机会，但单纯通过股票多头投资依然难以完全摆脱系统风险，在市场下跌环境下无法取得绝对收益。需要借助期货做空工具。
- 所有跟踪结果在《事件价值评估量化快报》中更新，推荐大家关注！

相关研究

指数样本股调整交易机会研究——关注历史成交量较小的调入调出样本股

业绩预告研究之二——关注主板预减快报后的短期反弹机会以及中小板盈利公告

事件性选股策略之业绩预告——把握扭亏、预减公告、获取短期超额收益

事件驱动策略之四——ETF事件套利研究

事件驱动策略之五大股东增减持——关注增持比例较大的事件机会

事件驱动策略之六股权激励——规避预案陷阱，把握实施收益

目 录

1. 股权激励的投资周期分析	3
1.1 价值型投资者的投资周期分析	3
1.2 短线操作投资周期分析	4
1.3 两个买点的比较	5
2. 股权激励行权条件及业绩基准分析	5
2.1 期权类激励行权条件限制的影响分析	6
2.2 股票、期权激励业绩基准年份中的奥秘	8
2.3 行权条件/业绩基准与投资周期的关联	9
3. 公司股价跌破行权价后的绝对收益机会	9
4. 结论与策略指数展示	10

图 目 录

图 1 期权类激励股票不同买入时点持有 250 日的收益走势	3
图 2 期权类激励股票不同买入时点持有 40 日的收益走势	5
图 3 行权条件绝对打分 ≤ 1 分股票后期走势	7
图 4 行权条件相对打分法不同得分股票收益表现	8
图 5 基准年份业绩差异对后期股价走势影响	8
图 6 股价跌破行权价后股价走势	10
图 7 不同参数对股权激励股票收益的影响	11
图 8 两个买入时点策略指数	12
图 9 短期持有策略	12

表 目 录

表 1 跌破行权价股票价格回补数据	10
-------------------------	----

我们在今年4月份发布了关于股权激励这一事件的首篇专题研究报告《事件驱动策略之六股权激励——规避预案陷阱，把握实施收益》，针对该事件研究了投资介入时点、退出时点，收益贡献来源，股票激励数量以及折溢价水平这些因素对投资收益的影响。本篇报告继续对这类事件进行深入研究。前期我们仅将投资期限锁定在实施公告后一年，本篇我们将以股权激励的几行权期/股票解锁期为较长的时间窗口研究其收益情况，也将针对激励的具体行权条件等相关要素对事件进行详细的区分归类。

1. 股权激励的投资周期分析

股权激励不像多数短期事件，其涉及周期一般都在三年以上，这主要由股权激励的目的决定：激励高管推动公司业绩的长远发展。所以我们将投资周期延展到激励涉及到的整个期限上，完整考察事件对公司股价的影响。按照股权激励事件的激励标的对其进行分类，分别有股票、期权、股票增值权三类。其中股票增值权个数非常少，期权类占比最多。我们主要研究期权、股票这两大类标的的投资周期。

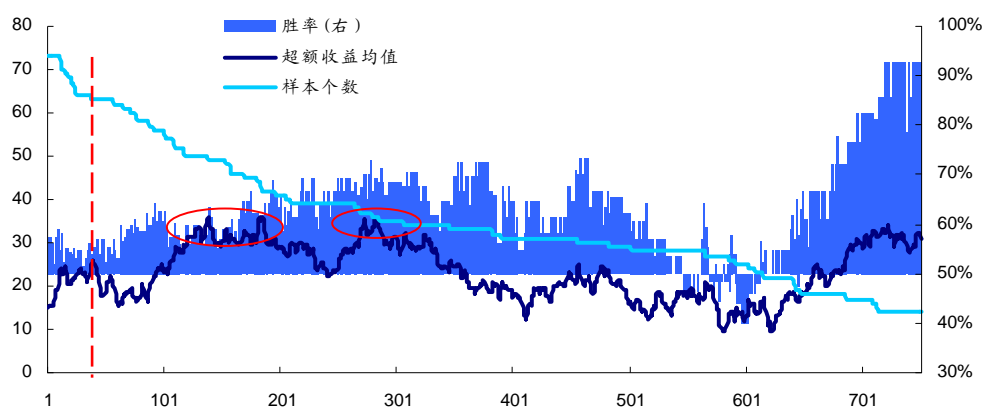
1.1 价值型投资者的投资周期分析

股权激励的本质是促进公司长期发展，我们把希望分享这个长期成果的投资者界定为价值型投资者。他们不倾向于过高的换手率，选定标的能够长期持有。关于持有期我们已经有过分析，认为一年时间对于价值型投资者而言是比较好的窗口，这也是股权激励投资最重要的时间窗口。这主要是因为一年是股权激励的限制期或是行权期的时间单位，每过一年都会进入到一个新的行权或是解禁时间区间。本节就主要针对这种类型的投资者，分析股权激励的投资周期。

期权类激励有几个相关周期需要关注，分别为期权行权的限制期，第一个行权期，第二个行权期等。限制期一般为一或两年，行权期一般为三到六年不等，即投资周期可能长达八年之久。在之前的报告中我们以首次实施日作为第一个买入点提示机会，也就是限制期的起始点。在更长的时间周期上来看，是否存在更好的介入时点？我们需要对所有可以介入的投资时点进行遍历，考察其在未来一年的超额收益情况。

图1中为期权类型激励的收益走势，深蓝色线形图为股票在每个时点之后的250个交易日中相对沪深300超额收益的均值，柱状图为对应沪深300胜率，亮蓝色线形图为每个样本点上能够取得的样本数目。第一个时点为首次实施公告日。

图1 期权类激励股票不同买入时点持有250日的收益走势



资料来源：WIND，海通证券研究所

- 超额收益集中在前两个投资周期中

图中第 300 个时点数据为第 300 日买入持有 250 天的收益，卖出点为 550 天。300 日之后买入的股票，超额收益呈现递减趋势。在 700 日附近超额收益有所拉升，但该区间样本量过少，数据结果已不具备说服力。我们把一年界定为一个投资周期，绝大多数收益都在前两个投资周期中反应。两段对应时间分别为股权激励的限制期，以及第一个行权期。

• 两个投资周期分别具有不同逻辑的买入时点

第一个投资周期中，建议买入时点为红色虚线区域，这是我们在第一篇专题报告中采用的买入时点（实施公告后规避股价蛰伏期的买入点）。这个阶段股价上涨动力源自高管做高公司业绩，达到行权条件这个动机。前期报告中已有分析，这里不作赘述。

第一个红色圆圈标出区间，是一个超额收益高点。但纯粹通过数据优化取得的结果在投资过程中难以使投资者信服，其结果也很难持续，我们没有找到收益背后的逻辑支撑，不对这个区间进行推荐。

第二个红色圆圈，收益和胜率都达到高点，是第二个投资周期的买点。其背后上涨原因明确：它发生在 270-280 日附近，期权类激励大部分限制期都为 1 年，只有少数 1.5 年或是 2 年，250 天这个时点是第一个行权期时刻。到达行权期之后，上市公司还需要进行财务业绩考核，行权费用计算等行权准备，不会在 250 日立刻行权，故而期权的行权时点会有一定延后。这就形成了我们发现的收益高点——第一个行权时刻买入。激励对象通过一年努力达到行权条件，真正买入股票，随后需要做的就是推高公司股价，等待股票解禁卖出套现。投资者在这个时点参与进去便能够分享到这段收益。

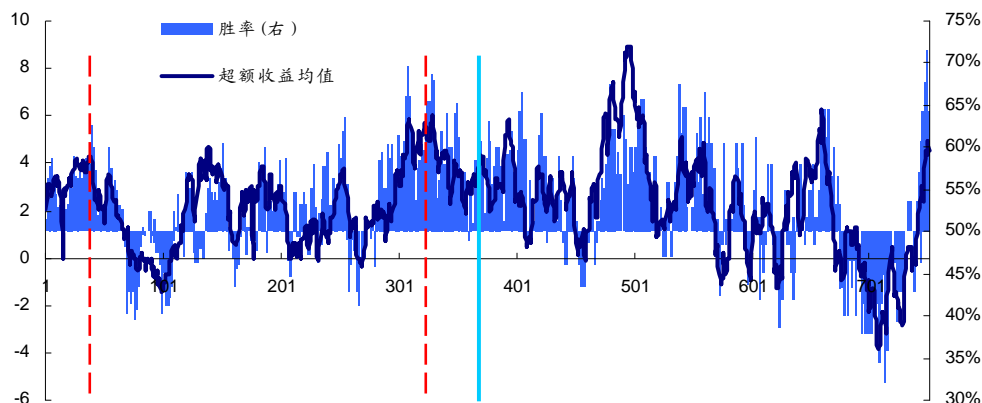
随后时间中超额收益表现较差，一个原因是当前 A 股市场上已经达到两年或以上行权期的股票数量较少，观测到的结果指导意义不大；另一个原因则是缘于后续行权期的重要性相较第一个有所下降，这如同边际效应递减过程，激励作用不断衰退。

股票类激励能够拿到的完整数据较少，不足 40 只，我们不再对股票类激励的投资周期进行区别对待，认为其投资逻辑与期权类相差不多，在未来的策略中采用同样的买入时点。

1.2 短线操作投资周期分析

对于有些投资者而言，一年的持有期难以坚持，我们另外设计了对于短线操作投资者适用的策略。前期报告推荐短线持有 40 个交易日（即 2 个月），这里我们依然以这个持有期对所有买入时点遍历。

图 2 期权类激励股票不同买入时点持有 40 日的收益走势



资料来源：WIND，海通证券研究所

● 两个可以参与的买入点

图 2 中看到两条红色虚线位置为胜率和超额收益的两个高点，这两个位置的投资逻辑明确，后期第 500 天的高点样本量较少，不做详细分析。

第一个买入点遵从实施公告蛰伏期后的投资逻辑，先前报告中已做过研究。第二个买入点的投资逻辑可以参看图中亮蓝色实线位置。股票期权行权后，股票一般情况具有半年锁定期，即以行权价买入的股票半年内不得卖出，锁定期结束后方可交易。蓝色线为第一个行权期对应的解锁位置。它与红色买入点时间间隔大约为 40 个交易日，这段行情捕捉的就是激励对象在解锁日即将到达时所做的最终“冲刺”，一旦股票解锁，激励对象获得的奖励便成为“活钱”，都可兑现。

1.3 两个买点的比较

由于我们将股权激励界定为长期价值型投资事件，且长期持有收益相较短期总能战胜，后面的分析主要以长线持有为分析对象。我们推荐了两个买点，从收益表现来看，第二个买点的胜率和收益都高于第一个，为什么我们依然将第一个买点推荐给大家？这里进行详细说明。

之前的分析主要从组合角度出发，本节则从股票自身的纵向维度比较两个投资时点。针对同一只股票，检验在两个不同时点进入后，能够获取的超额收益。总共 52 个完整样本数据，发现第二个投资周期能够战胜第一个投资周期的胜率仅为 51.9%。两个阶段超额收益相减，52 只股票这个数据的平均也在零值附近。这说明对于个股而言，两个投资时点都是非常好的参与时机，我们后期会持续跟踪考察。

2. 股权激励行权条件及业绩基准分析

本篇报告第一部分针对投资者可以参与的投资周期进行分析，本节具体分析事件相关要素对投资者收益的影响。前期报告中，我们分析了折溢价率和激励股票数量与收益的关系，本节则将重点放在激励最终能否兑现/是否容易兑现的行权条件设置上，相关的有两条重要信息：一是期权类激励具体的行权条件限制；二是行权条件对比业绩基准的选择。从股权激励动机来看，一则通过激励刺激高管布局公司长期战略发展，二则更多的倾向于给予高管变相奖金。如若公司激励动机以二居多，对于投资者而言长期投资价值必然大幅降低。通过行权条件的研究，挖掘的就是激励行权的难易程度。过于容易兑

现的激励，我们将其动机归为第二类。

2.1 期权类激励行权条件限制的影响分析

期权类激励在实施之后（即授予期权之后），在每一个可行权年份有详细的行权条件限制，只有达到行权条件之后，激励对象方可行使期权权利，以行权价买入股票，如果没有达到行权条件，则当年度不可行权。本节详细分析不同的行权条件对投资价值的影响。综合来看历史上的股权激励数据，对于行权条件的限制主要集中在以下财务数据上：

- a、上市公司行权前一个财务年的加权 ROE；
- b、扣除非经常性损益后的 ROE；
- c、净利润增长率；
- d、扣除非经常性损益后的净利润增长率；
- e、主营业务增长率；
- f、研发费用增长率；
- g、每股收益、每股收益增长率

一般而言前五个财务指标出现概率极高，而研发费用和每股收益的相关数据出现频率相对较低，我们集中对 a-e 这五个财务要求进行标准化分析。

不同上市公司对于行权年份财务数据的要求松紧差异较大，有的上市公司对 3-4 个财务指标均有最低水平限制，有些则仅有一条数据规定，这直接关系到行权时的难易程度。直观理解限制越多的公司，其激励对象如若最终希望达到行权标准，在业绩上做出的努力相应较多，对应股价应有联动利好走势。我们针对这些财务指标的规定严格与否，对上市公司行权条件严苛程度构建系统打分体系，观察量化后行权条件有所区分的公司股价能否拉开差异。

增长率类指标（净利润增长率、扣非后净利润增长、主营业务增长率）的设置水平一般为固定年份业绩的同比增速，三个指标的分布规律类似，大致可以划分区间如下：

小于等于 20%，给予行权条件分数 1 分；

20%至 30%，给予行权条件分数 2 分；

大于 30%的区间，给予行权条件分数 3 分。

盈利类指标（ROE、扣非 ROE）的打分方法分为两类：一为**绝对法**：即当年 ROE 的绝对水平需抵达的标准，划分区间如下：[5%，10%]，[10%，15%]，[大于 15%]，按照不同区间分别给予分数 1、2、3 分。二为**相对法**，即当年 ROE 的水平相对于业绩基准年份的 ROE 而言，是有所提高、大幅提高还是有所下降。

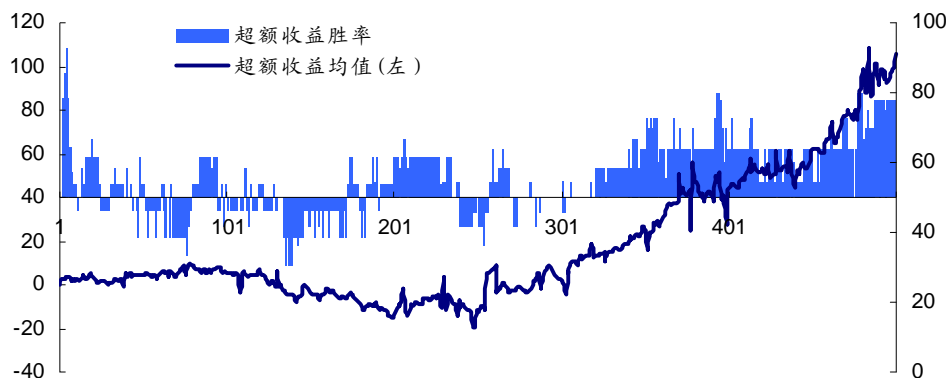
● 行权条件绝对打分法横向比较股票，规避得分最低股票

绝对打分法对股票进行横向对比，比较每只股票行权条件在市场上所处位置。对结果分析发现，分数得分较高的股票（即行权条件严格）其后期走势并没有如意料一般大幅走强。而得分非常低的股票（即行权条件过于宽松）其第一段投资周期（即第一个行

权期的前一年) 收益表现最差, 后续时段股价有所回复。

下图中为得分小于等于 1 分的股票, 在第一个行权期前一年买入股票, 两年的投资周期中, 相对沪深 300 累计超额收益均值以及胜率分布。如第 200 个时刻的数据, 代表买入后持有 200 个交易日, 所有股票相对沪深 300 超额收益的平均以及战胜沪深 300 的概率。考察两年的时间周期, 是因为股权激励具有边际效应, 主要超额收益都集中在前两年。得分小于等于 1, 说明股票行权条件至多只有一个限制, 且限制指标落在极易实现的区间内。从图中看到, 第一个投资周期(即买入后第一年) 超额收益走势震荡下行, 行权日附近(即图中第 250 天附近) 累计超额收益均值为负。一年中胜率也没有稳定走势, 围绕在 50% 上下波动。进入第二个投资周期后, 股价开始呈现一定的长期价值。结论即是: **绝对打分法对于识别行权条件过于宽松的股票更为有效, 该类股票的第一个投资周期应该予以规避。**其对于行权条件严格(即得分高) 的股票, 识别效果不显著, 我们认为原因在于采用指标为横向比较。对于不同公司而言, 同样的 ROE 水平达到的难易程度相差较大, 需要对比公司历史盈利情况才能确认当年的盈利类财务指标是否过于苛刻。

图 3 行权条件绝对打分 ≤ 1 分股票后期走势



资料来源: 海通证券研究所

• 行权条件相对打分法纵向比较股票, 条件严苛组合表现更好

相对打分法需要考虑公司历史业绩, 对行权条件严苛程度给予评估。该方法更合理的分析盈利指标的制定是否存在“放水”成分, 一般而言公司的盈利情况逐年应该保持或是不断提高, 如果阈值水平相较历史甚至有所下降, 其鞭策作用可能微乎其微。依此分为三重标准:

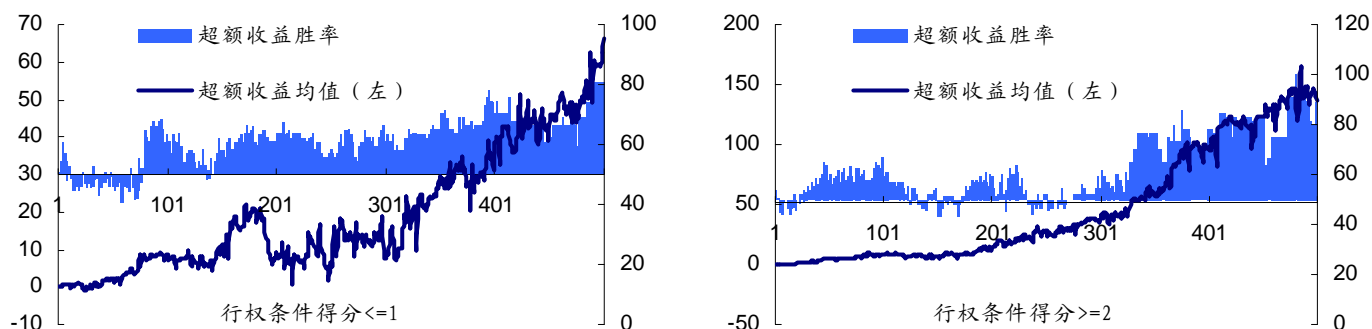
ROE/扣非后 ROE 大于业绩基准年份 ROE, 给予 1 分, 行权条件较为严苛;

ROE/扣非后 ROE 小于业绩基准年份 ROE 的一半, 给予-1 分, 行权条件过于宽松;

其他区间内, 给予 0 分, 认为指标正常。

我们仅对指标较为极端的股票进行打分判断, 意在找到两个极端的股票, 寻找差异化。下图中比对了行权条件得分 ≤ 1 以及 ≥ 2 股票后期走势的差异。从稳定性来看, 较为严苛的股票其收益走势更为平滑, 宽松条件的股价走势风险波动偏大, 在第一个投资周期中最为明显; 从累计超额收益幅度看, 严苛类股票最终能够达到的累计超额收益均值可高达 150%, 相比宽松类最高点 60% 是显著超越。参考了公司历史盈利能力的相对打分法对于股票的区分效果更好, 后期建议关注行权条件得分 ≥ 2 的股票标的。

图 4 行权条件相对打分法不同得分股票收益表现



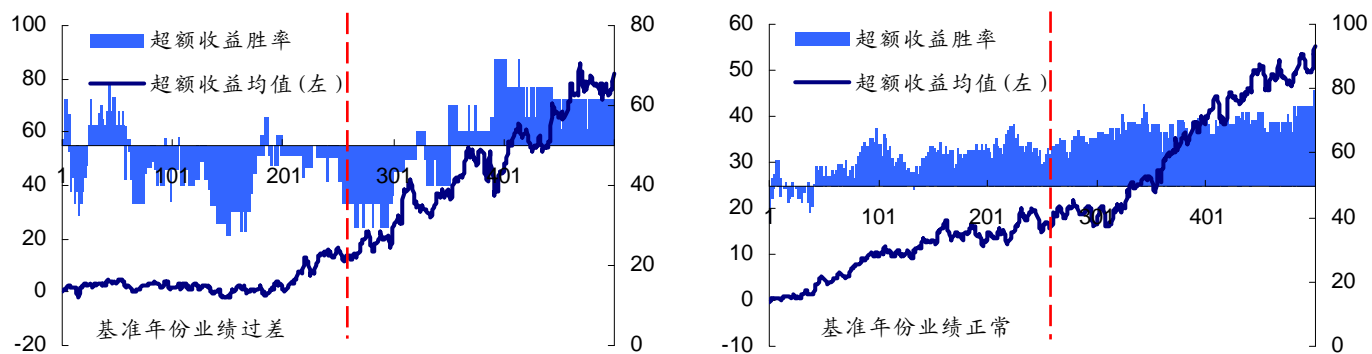
资料来源：WIND，海通证券研究所

2.2 股票、期权激励业绩基准年份中的奥秘

有关行权条件的研究，另外一个重要指标即是业绩基准年份的选取。这个指标对于股权、期权类激励同等适用。对于期权类激励，其为行权年份参照的业绩基准；对于股票类激励，其为解禁期业绩参照的基准。行权条件设置的基础都是通过比较基准年份的业绩得到，上市公司在发布股权激励计划时，在这个指标选取上的机动性直接涉及行权难易程度，对于我们寻找激励动机是个非常好的指标。如果公司刻意选取了盈利与成长性都表现较差的年份作为基准年份，其行权条件/解禁条件即便设置较高，却只是行权条件严苛的假象。故而我们需要对基准年份中的隐藏信息进行发掘，才能够真正识别行权的真实难易度。

根据经常用到的财务指标 ROE、收入/利润增长，我们对基准年份的业绩考察也从两个方向入手：净利润增长幅度、净资产收益率提高与否。类似于行权条件，我们主要希望考察极端情况下股票的差异，即基准年份业绩表现过差 VS 业绩表现相对较好。基准年份业绩过差的定义为：净利润负增长 & ROE 相对前一年有所倒退；业绩表现较好的定义为：净利润正增长 & ROE 相对前一年有所提高。一般而言，公司当年净利润和 ROE 同比都出现负增长，说明该年业绩明显较差，从公司发展角度这样的情况应该极力避免。而当出现这样的年份之后，公司选择其业绩作为行权对比的基准业绩，其中隐藏信息可见一斑。

图 5 基准年份业绩差异对后期股价走势影响



资料来源：WIND，海通证券研究所

上述两幅图对比了两种基准年份的股票后期走势。红色虚线为第一年和第二年的分

界线。走势主要差异在第一年中体现：基准年份业绩过差的股票组合基本不存在稳定超额收益，一年中的胜率基本都在 50% 以下，仅在靠近行权日的时候有一波拉升行情；业绩正常的公司，第一个投资周期中超额收益稳定上升，胜率维持在 50% 之上。**基准年份的业绩考察，对于希望参与到第一个投资周期中的投资者而言，是个重要参数。**历史上已经实施的 200 多只股票中，仅有 15% 不到的公司被我们界定到基准年份有所调整的标的范围，目前来看该事件的发生概率并不高。

2.3 行权条件/业绩基准与投资周期的关联

在 2.1 以及 2.2 的研究中我们都发现一个共同点：行权条件和业绩基准这两个要素在第一个投资周期中（即第一个行权日/解禁日前一年）对于股票的筛选效果更突出，而第二个投资周期之后，股价走势都呈现大概率向上趋势，尽管超额收益幅度有所差异。深究其背后原因，主要是两段投资周期股价上涨的逻辑有所区别。

第一个周期中，我们参与的是高管令股权激励生效或是能否最终实施的投资逻辑。**首要任务是使得股权激励生效**，其次才是价格有效：期权类激励使得到达行权期时行权价低于股价；股票类激励使得股票解禁时股价高于股票转让价。如果首要目标无法达成，激励则无意义可言。行权条件的严苛程度以及基准年份的业绩，涉及到的关键就是激励能否完成。条件可轻松达到的上市公司，高管在这个周期中通过做业绩达到目标的动力明显较弱，故而股价在这个阶段的表现不够吸引人。**第二个周期，我们参与的是高管得到激励股票之后，希望做高股价，从而以高回报退出的逻辑。**这个阶段中，公司业绩表现与第二个行权期/解禁期的生效条件相关，但更为直接的是股价上涨后的套现刺激。所以这个阶段激励对象都被现金收益这个逻辑共同驱动，行权条件上的限制已经不是关注重点。这也就是我们发现该类要素在第一个投资周期中更值得关注的原因。

3. 公司股价跌破行权价后的绝对收益机会

在之前的研究中，我们对折溢价率做过分析，认为买入时点的折溢价率对后期股价判别有启示作用：折价股票或是合理范围的溢价股票后期相对于大幅溢价标的更具有投资价值。本节我们动态考虑折溢价这个因素，无论最初的折溢价水平如何，观测投资周期中股价一旦跌破行权价后，在达到行权日之前，激励对象是否会采取措施使得股价回归到激励有效区间（即超越行权价）。直观感觉，激励对象不会放任股价在行权价下长久运行导致股权激励流产（除非股价相对行权价溢价过多），那么在跌破行权价后，应该存在着绝对收益机会。

考察标的限定在有行权价/股东转让价格的激励类型。期权类股票参考价格为行权价，股票类激励为股票转让价格/定向发行股票价格。没有行权价的激励方式为上市公司提取激励基金买入流通 A 股。

所有实施数据中，投资活跃期有跌破行权价这一条件被触发的公司共有 138 家。这里的投资活跃期，我们定义为期权第一个行权日期/股票第一个解禁日的前一年至第一个行权日/解禁日，为期一年。我们主要以第一个行权日前的时间作为观察窗口，原因一是其后的时间已经经历过一次行权，跌破行权价的概率较小，二是这个时间区间内样本量较多，其三，不再考察更久以前的收益，是为了降低资金占用成本，仅在临近行权时参与。

对于这 138 家公司，我们以跌破行权价的第一日作为该只股票的买入点，观察后期收益。**动态考察买入后每个时间点上的收益，有机会在投资活跃期内获取收益大于 0 的概率，即能够取得绝对收益的概率高达 92.75%。**可见参与跌破行权价，赌注压在高管最终要使股权激励正常实施所采取的措施上，投资胜率非常高。在组合投资上，不得不考虑资金占用成本以及费用问题，绝对收益仅仅大于 0 远远达不到投资者期望。统计后期绝对收益大于 10% 的概率，63% 的股票能够实现。根据价格大概率回补规律，我们制

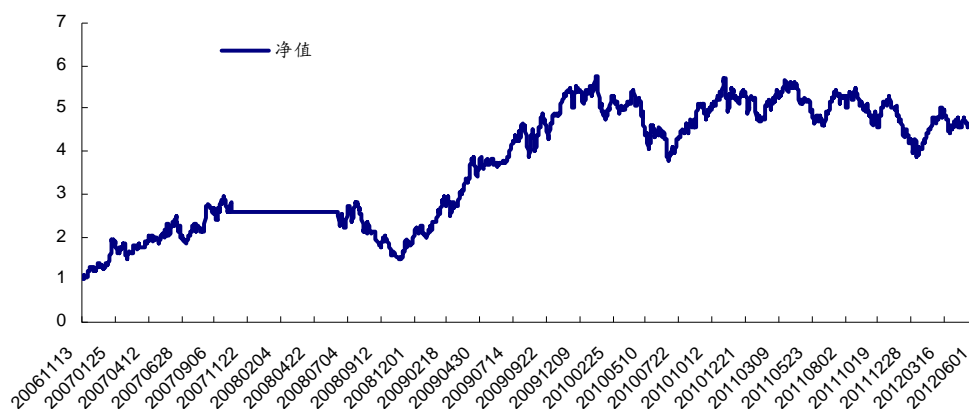
定绝对收益策略如下：

买入点：当投资活跃期内观测到当日均价跌破行权价超过 5%，买入；之所以不在跌破行权价后立刻买入，是因为这个时候回补幅度较小，当与行权价有一定差异后介入，不仅可能拉大收益，资金占用时间也会有效降低；

持有期：持有到第一个行权期所在时点；

加权方式：股票之间采用等权重加权。

图 6 股价跌破行权价后股价走势



资料来源：WIND，海通证券研究所

从图中来看，策略至 2006 年年底以来累计净值达到 5，主要收益都在 2010 年以前贡献。2010 年之后策略保持震荡走势，没有贡献绝对收益。这说明价格回补现象依然无法完全摆脱系统性风险。我们对比了同期沪深 300 走势，策略能够战胜市场，可构建对冲组合参与。但作为纯多头绝对收益策略（即不采用期货对冲），是否要参与这一机会仍然需要仔细斟酌。

表 1 跌破行权价股票价格回补数据

	买入后收益大于 0 概率	买入后收益大于 10% 概率
收益数据	92.75%	63%

资料来源：WIND，海通证券研究所

4. 结论与策略指数展示

通过对股权激励事件的进一步深入系统研究，有如下结论：

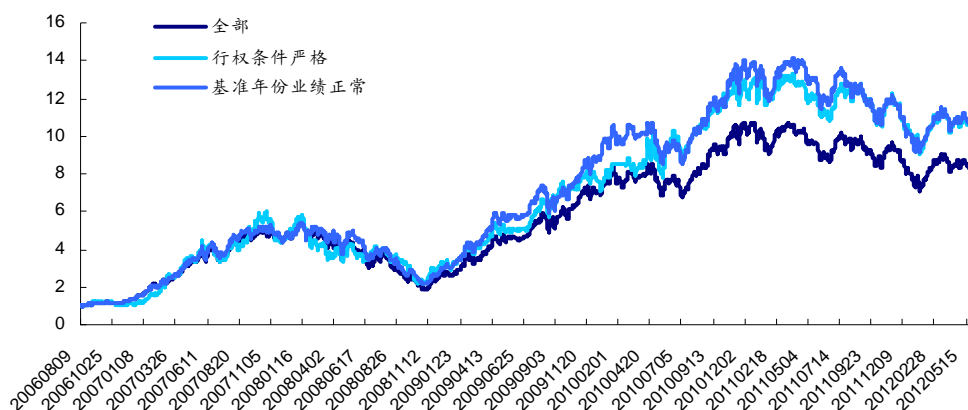
- (1) 事件投资周期较长，股价上涨逻辑来自公司股东刺激高管推进长远发展，这个成长过程一般需要较长时间才能逐渐呈现。
- (2) 股票超额收益集中在两个阶段反应，第一个阶段为实施日至第一个行权日（为期 1 年或稍长），这个时期投资逻辑在于激励对象通过诸种措施提高公司业绩，使得股权激励最终能够完成行权/解锁条件；第二个阶段在第一个行权日后的一年世家，投资逻辑在于高管推高公司股价，使得

到手的奖励股票在能够卖出时能够高价出货。

- (3) 对于长期投资者而言，建议持有期一年，第一个超额收益时段买入点为首次实施公告后（规避最初的股价蛰伏期）；第二个买入点为行权日附近。
- (4) 有些投资者受情绪波动或投资风格影响，难以做到长期持有，建议以 2 个月作为换手频率。有两个买点可以参与：第一个为首次实施公告后（规避最初的股价蛰伏期）；第二个为行权买入股票能够上市流通前 2 个月左右。以第二个买入时点构建策略样本股相对较少，跟踪时间短，我们以实施公告后期的介入点比较长、短期持有策略收益，长期策略年化收益 45.48%，短期策略年化收益 49.28%，收益相当。
- (5) 行权条件的相关设置对第一个投资周期股票筛选起到至关重要的作用。基准年份刻意挑选业绩较差年份的上市公司，其实施日后至第一个行权时点之间表现明显较差；行权条件设置较为严格的股票，在第一个投资周期中表现大概率强于容易行权的股票。条件严格与否的标准，采用财务数据相对比较法更为有效，即对比未来财务指标要求是否要超越当年水平。上市公司行权或股票解锁后，这两个因素对股价的影响作用迅速衰减。
- (6) 股票在第一次行权之前如果跌破行权价，存在着价格回补形成的绝对收益机会，但单纯通过股票多头投资依然难以完全摆脱系统风险，在市场下跌环境下无法取得绝对收益。需要借助期货做空工具。

根据上述研究，我们构建股权激励策略指数跟踪这一事件投资机会，**策略每日走势以及最新参与机会的推荐，我们都会在《事件价值评估量化快报》中予以更新，建议大家关注。**图 7 中根据我们筛选出对收益影响较大的因素，构建出不同策略指数。买入时点为首次实施公告后，因为这几个要素与股价联动关系主要在第一个投资周期中体现。

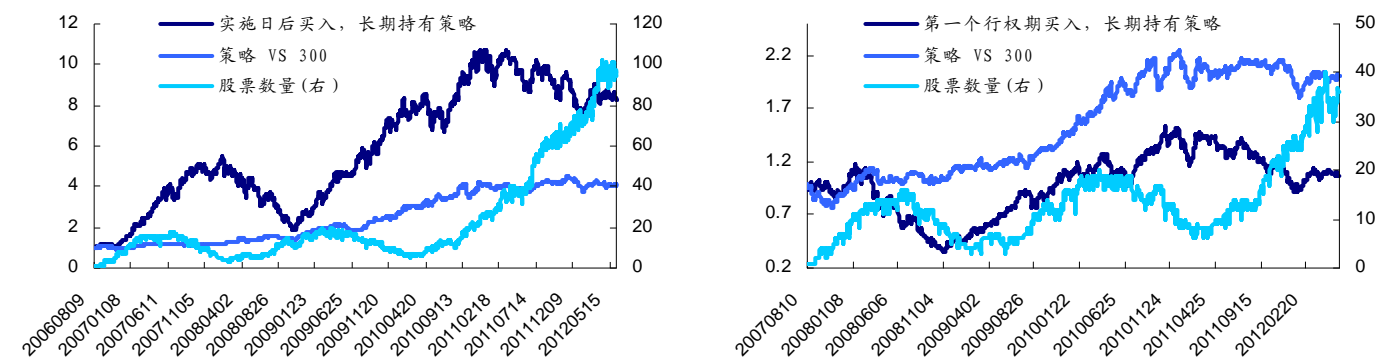
图 7 不同参数对股权激励股票收益的影响



资料来源：WIND，海通证券研究所

图 8 中为实施公告、第一个行权期两个时点买入后持有一年时间策略走势。2011 年以前策略相对沪深 300 持续走强，2011 年保持震荡行情，主要缘于当年 70% 的激励股票为小盘股，风格因素使得策略难以战胜沪深 300，策略相对中小板综指还是能够跑赢。

图 8 两个买入时点策略指数



资料来源: WIND, 海通证券研究所

图 9 中为实施公告后买入股票持有 2 个月策略走势。趋势与长期持有策略一致, 相对于沪深 300 的战胜幅度更为明显且走势稳健, 对冲后年化收益约为 43.6%, 是对冲策略的良好多头组合。

图 9 短期持有策略



资料来源: WIND, 海通证券研究所

信息披露

分析师声明

郑雅斌：金融工程

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司（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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司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、价值及投资收入可能会波动。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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，海通证券及其所属关联机构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。

本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所书面授权，本研究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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络海通证券研究所并获得许可，并需注明出处为海通证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

海通证券股份有限公司研究所

汪异明 所长
(021) 63411619
wangym@htsec.com

高道德 副所长
(021) 63411586
gaodd@htsec.com

路颖 副所长
(021) 23219403
luying@htsec.com

江孔亮 所长助理
(021) 23219422
kljiang@htsec.com

宏观经济研究团队
李明亮 (021) 23219434
汪辉 (021) 23219432
刘铁军 (021) 23219394
高远 (021) 23219669

lml@htsec.com
wanghui@htsec.com
liutj@htsec.com
gaoy@htsec.com

联系人
李 宁 (021) 23219431
周 霞 (021) 23219807

lin@htsec.com
zx6701@htsec.com

策略研究团队
陈瑞明 (021) 23219197
吴一萍 (021) 23219387
荀玉根 (021) 23219658

联系人
王 旭 (021) 23219396
汤 慧 (021) 23219733
李 珂 (021) 23219821

chenrm@htsec.com
wuyiping@htsec.com
xyg6052@htsec.com

wx5937@htsec.com
tangh@htsec.com
lk6604@htsec.com

基金研究团队

娄 静 (021) 23219450
单开佳 (021) 23219448
倪韵婷 (021) 23219419
罗 震 (021) 23219326
唐洋运 (021) 23219004
王广国 (021) 23219819
孙志远 (021) 23219443
陈 亮 (021) 23219914

联系人
陈 瑶 (021) 23219645
伍彦妮 (021) 23219774
桑柳玉 (021) 23219686
曾逸名 (021) 23219773
陈韵聘 (021) 23219444

loujing@htsec.com
shankj@htsec.com
niyt@htsec.com
luozh@htsec.com
tangyy@htsec.com
wgg6669@htsec.com
szy7856@htsec.com
cl7884@htsec.com

chenyao@htsec.com
wyn6254@htsec.com
sly6635@htsec.com
zym6586@htsec.com
cyc6613@htsec.com

金融工程研究团队
吴先兴 (021) 23219449
丁鲁明 (021) 23219068
郑雅斌 (021) 23219395
联系人
冯佳睿 (021) 23219732
朱剑涛 (021) 23219745
张欣慰 (021) 23219370
周雨舟 (021) 23219760

wuxx@htsec.com
dinglm@htsec.com
zhengyb@htsec.com

fengjr@htsec.com
zhujt@htsec.com
zxw6607@htsec.com
zyh6106@htsec.com

固定收益研究团队
姜金香 (021) 23219445
徐莹莹 (021) 23219885
联系人
武 亮 (021) 23219883
黄 轩 (021) 23219886

jiangjx@htsec.com
xyy7285@htsec.com

wl7222@htsec.com
hx7252@htsec.com

政策研究团队

陈久红 (021) 23219393
陈峥嵘 (021) 23219433

联系人
倪玉娟 (021) 23219820

chenjiuhong@htsec.com
zrchen@htsec.com

nyj6638@htsec.com

计算机行业
陈美凤 (021) 23219409
联系人
蒋 科 (021) 23219474

chenmf@htsec.com
jiangk@htsec.com

煤炭行业
朱洪波 (021) 23219438
刘惠莹 (021) 23219441

zhib6065@htsec.com
liuhy@htsec.com

批发和零售贸易行业

路 颖 (021) 23219403
潘 鹤 (021) 23219423
汪立亭 (021) 23219399
联系人
李宏科 (021) 23219671

luying@htsec.com
panh@htsec.com
wanglt@htsec.com
lhk6064@htsec.com

建筑工程行业
江孔亮 (021) 23219422
联系人
赵 健 (021) 23219472
张显宁 (021) 23219813
张光鑫 (021) 23219818

kljiang@htsec.com
zhaoj@htsec.com
zxn6700@htsec.com
zgx7065@htsec.com

石油化工行业
邓 勇 (021) 23219404
联系人
王晓林 (021) 23219812

dengyong@htsec.com
wxl6666@htsec.com

机械行业

龙 华 (021) 23219411
联系人
何继红 (021) 23219674
熊哲颖 (021) 23219407
胡宇飞 (021) 23219810

longh@htsec.com
hejh@htsec.com
xzy5559@htsec.com
hyf6699@htsec.com

农林牧渔行业
丁 频 (021) 23219405
联系人
夏 木 (021) 23219748

dingpin@htsec.com
xiam@htsec.com

纺织服装行业
联系人
杨艺娟 (021) 23219811

yyj7006@htsec.com

非银行金融行业

董 乐 (021) 23219374
联系人
黄 媚 (021) 23219638
陈通行 (021) 23219800

dl5573@htsec.com
hm6139@htsec.com
cth7221@htsec.com

电子元器件行业
邱春城 (021) 23219413
联系人
张孝达 (021) 23219697
郑震湘 (021) 23219816

qiucc@htsec.com
zhangxd@htsec.com
zzx6787@htsec.com

互联网及传媒行业
联系人
白 洋 (021) 23219646
薛婷婷 (021) 23219775

baiyang@htsec.com
xtt6218@htsec.com

交通运输行业

钮宇鸣 (021) 23219420
钱列飞 (021) 23219104
联系人
虞 楠 (021) 23219382
李 晨 (021) 23219817

ymniu@htsec.com
qianlf@htsec.com
yun@htsec.com
lc6668@htsec.com

汽车行业
赵晨曦 (021) 23219473
冯梓钦 (021) 23219402
联系人
陈鹏辉 (021) 23219814

zhaocx@htsec.com
fengzq@htsec.com
cph6819@htsec.com

食品饮料行业
赵 勇 (0755) 82775282
齐 莹 (021) 23219166
联系人
马浩博 (021) 23219822

zhaoyong@htsec.com
qiy@htsec.com
mhb6614@htsec.com

钢铁行业

刘彦奇 (021) 23219391
联系人
任玲燕 (021) 23219406

liuyq@htsec.com
rly6568@htsec.com

医药行业
联系人
刘 宇 (021) 23219608
刘 杰 (021) 23219269
冯皓琪 (021) 23219709
郑 琴 (021) 23219808

liuy4986@htsec.com
liuj5068@htsec.com
fhq5945@htsec.com
zq6670@htsec.com

有色金属行业

联系人
刘 博 (021) 23219401

liub5226@htsec.com

基础化工行业

曹小飞 (021) 23219267
联系人
易团辉 (021) 23219737
张 瑞 (021) 23219634

caoxf@htsec.com
yith@htsec.com
zr6056@htsec.com

家电行业 陈子仪 (021) 23219244 联系人 孔维娜 (021) 23219223	chenzy@htsec.com kongwn@htsec.com	建筑建材行业 联系人 赵健 (021) 23219472	zhaoj@htsec.com	电力设备及新能源行业 张浩 (021) 23219383 牛品 (021) 23219390 联系人 房青 (021) 23219692 徐柏乔 (021) 23219171	zhangh@htsec.com np6307@htsec.com fangq@htsec.com xbq6583@htsec.com
公用事业 陆凤鸣 (021) 23219415 联系人 汤砚卿 (021) 23219768	lufm@htsec.com tyq6066@htsec.com	银行业 联系人 刘瑞 (021) 23219635	lr6185@htsec.com	社会服务业 林周勇 (021) 23219389 联系人 汤婧 (021) 23219809	lzy6050@htsec.com tj6639@htsec.com
房地产业 涂力磊 (021) 23219747 谢盐 (021) 23219436 联系人 贾亚童 (021) 23219421	tl5535@htsec.com xiey@htsec.com jiayt@htsec.com	造纸轻工行业 徐琳 (021) 23219767	xl6048@htsec.com	通信行业 袁兵兵 (021) 23219770 联系人 侯云哲 (021) 23219815	ybb6053@htsec.com hyz6671@htsec.com

海通证券股份有限公司机构业务部

陈苏勤 总经理
(021) 63609993
chensq@htsec.com

贺振华 总经理助理
(021) 23219381
hzh@htsec.com

深广地区销售团队		上海地区销售团队		北京地区销售团队				
蔡铁清	(0755)82775962	ctq5979@htsec.com	高 溱	(021)23219386	gaoqin@htsec.com	孙 俊	(010)58067988	sunj@htsec.com
刘晶晶	(0755)83255933	liujj4900@htsec.com	姜 洋	(021)23219442	jy7911@htsec.com	张广宇	(010)58067931	zgy5863@htsec.com
辜丽娟	(0755)83253022	gulj@htsec.com	李唯佳	(021)23219384	jiwj@htsec.com	王秦豫	(010)58067930	wqy6308@htsec.com
高艳娟	(0755)83254133	gyj6435@htsec.com	胡雪梅	(021)23219385	huxm@htsec.com	隋 巍	(010)58067944	sw7437@htsec.com
伏财勇	(0755)23607963	fcy7498@htsec.com	黄 毓	(021) 23219410	huangyu@htsec.com	张 楠	(010)58067935	zn7461@htsec.com
邓 欣	(0755)23607962	dx7453@htsec.com	张 亮	(021)23219397	zl7842@htsec.com			
			朱 健	(021)23219592	zhuj@htsec.com			
			王丛丛	(021)23219454	wcc6132@htsec.com			
			卢 倩	(021)23219373	la7843@htsec.com			

海通证券股份有限公司研究所

地址：上海市黄浦区广东路 689 号海通证券大厦 13 楼

电话：(021) 23219000

传真：(021) 23219392

网址：www.htsec.com