



## 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

## 规避预案陷阱，把握实施收益

本篇报告对股权激励事件进行研究，考察其对于股价的驱动作用。

- **首次实施公告披露后，股价存在较大超额收益空间供投资者参与。**股权激励预案公布后，投资者难以确定该计划是否最终能够得以实施。历史验证发现，无法实施的股票其后期股价并不具备参与价值。由于在预案初期难以预测哪些公司的激励计划最终能够得以实施，我们将投资时点设置在首次实施公告披露后。介入时点的延迟并不会导致超额收益大幅消耗，依然具备较高参与价值。
- **实施公告与预案公告之间的时间间隔，对后期股价走势有一定影响：间隔时间较短的公司后期走势更为稳定。**实施公告与预案公告时间间隔过长，不少超额收益会在间隔期中反应完毕，降低后期的参与价值。
- **激励股票数量占总股本的比例越高，对股价的驱动作用越明显，但由于观测到的样本股较少，风险波动相应也大幅提高。**多数上市公司的激励股票数量占比在 0-6% 的区间内分布，数量较高的股票对应激励对象能够获取的收益空间越大，相较小比例股票有一定优势，但不十分突出。激励占比分布在 6%-8% 区间的股票其数量占比处于历史分布的极高分位点，股价表现极为突出，但由于小样本不具备普遍性，投资者需警惕其中风险。
- **股权激励行权价相对股价的折溢价率对股价走势影响如下：溢价发行激励计划的股票，合理的溢价空间能够形成最终的促进作用，过高的溢价率很可能由于行权条件难以实现最终导致计划流产，对后期走势难以构成驱动；折价发行的股票，则有“多多益善”的现象，即折价越多，后期参与价值越大。**
- **考虑风格因素对收益的影响，采用沪深 300 作为主板激励股票的业绩基准，中小板综指作为中小板激励股票的业绩基准，发现股票标的均能够战胜其对应基准，股权激励事件确实是有效的驱动事件。**
- **根据影响股权激励的因素对股票进行筛选构建投资组合，组合最多容纳 20 只股票，双边交易成本合计 0.3%，设计了短持有期高换仓（持有 2 个月）、长持有期低换仓的策略（持有 9 个月）均大幅战胜指数。两个退出时点对应股价走势产生的两个高点。长期持有低换仓的策略自 2006 年 8 月以来累计收益 1687.4%，相对沪深 300 的超额收益 1309.4%，年化收益 67.2%，年化超额收益 59.7%。**

## 目 录

1. A股股权激励情况概述 .....	2
2. 股权激励事件对股价走势的影响 .....	2
2.1 预案公告日后股票的收益表现 .....	3
2.2 首次实施日后股票的收益表现 .....	4
3. 股权激励计划不同因素对股价的影响 .....	5
3.1 首次公告与实施公告的时间间隔 .....	5
3.2 激励股票数量 .....	6
3.3 行权价的折溢价水平 .....	7
3.4 板块效应 .....	8
4. 产品化策略指数及当前成分股 .....	8

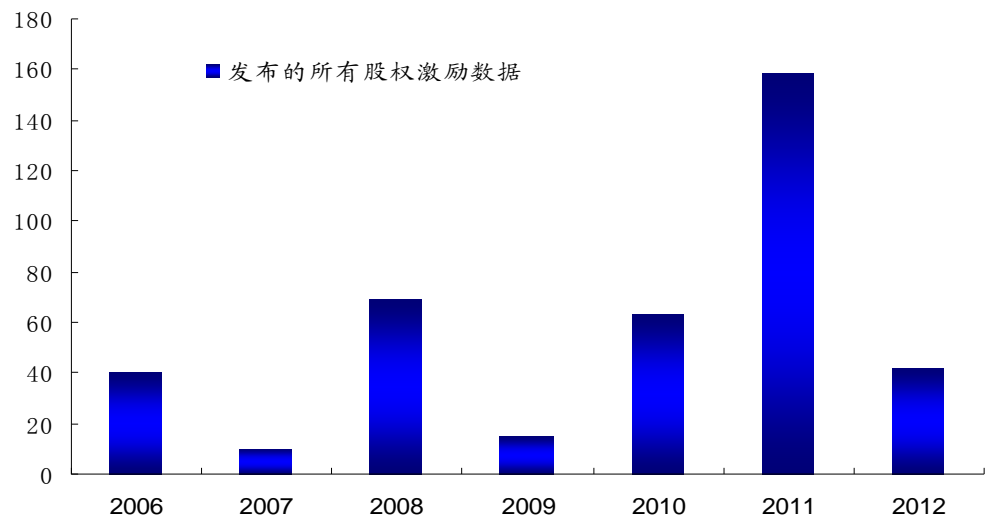
自 2011 年开始我们对事件驱动机会进行了诸多研究，已先后发布了关于业绩预告、业绩快报、指数样本股调整以及 ETF 多空等相关专题报告。本篇报告我们将对股权激励事件进行研究，探讨这类事件对于投资者而言是否具有投资价值。

## 1. A 股股权激励情况概述

股权激励是一种通过经营者获得公司股权形式给予企业经营者一定的经济权利。公司股东和管理人是一种委托代理管理，在该模式下，由于信息的不对称，股东和管理人的契约难以达到有效的水平，需要依赖管理人员的“道德自律”。股权激励的意图就是尽可能的同化股东和管理人的目标，驱使公司管理人员能够更多的关心股东的利益和企业的长期价值以使股东财富最大化。目前国内常用的股权激励方式有赋予公司的高级管理人员限制性股票、股票期权和股票增值权让管理人员也成为公司的股东或潜在的股东。

截止至 2012 年 2 月 28 号，A 股市场共有 403 例股权激励案例，其中 219 例（54%）已实施，104 例（26%）停止实施，10 例（2%）处于股东大会已通过阶段，70 例（17%）处于董事会预案阶段。图 1 中列示了这些股权激励的年度分布图。从图中分布可以看出，在 2007、2009 年的牛市行情中，激励事件数量较少，而 2008、2010、2011 这三年行情相对较差的时段，股权激励数量大幅提升，尤其 2011 年度是股权激励大爆发的一年，这说明上市公司更倾向于在市场表现不好的时候借助于股权激励实现股价推动作用。

图 1 股权激励事件分布



资料来源：WIND，海通证券研究所

## 2. 股权激励事件对股价走势的影响

一般而言，股权激励的初衷总是为了同化公司管理者与股东的利益，驱动管理层推动公司业绩，同时带来股价上的同步表现，那么该类事件就应该具备参与价值。本篇报告主要研究通过参与该类事件，是否能够为投资者带来绝对或者超额收益。

对于这一事件，投资者可以考虑的要素有以下几个：参与时点、持有时长、股权激励类型、股权激励行权条件、激励股份数等。报告中我们将就不同要素对事件的影响进行深入的分析探讨，这里首先观察不同的参与时点，对于投资者可以获取的收益会产生什么样的影响。投资者有三个时点可以参与，分别为：预案公告日、股东大会公告日、首次实施公告日。在实施公告之后，也会有不定期的新公告伴随，如有些公司会由于行权条件难以到达发布停止实施公告，对于这类不确定性的公告，我们不进行系统统计。一般而言，投资者总会认为当一有利的事件发生后，参与越快，能够获取的收益也越高。但股权激励有其特殊性，即其未

来是否能够实施的不确定性会给投资者的组合带来波动风险。这就需要对于参与时点进行慎重考虑，也是本节的研究重点。我们首先来看首个介入机会出现后，股价是否能够形成上涨态势。

## 2.1 预案公告日后股票的收益表现

股权激励的预案公布之后，我们难以判定其后期的具体进展情况，最简单的参与方式即为公告后即参与。关于持有期的选择，我们不设置过长的持有期，主要原因是为了避免过长的持有期下，其他个股事件或是系统性风险引起的噪音使得我们难以区分股价收益是否是股权激励事件的贡献。而考虑到通过激励事件形成的股价上涨，并不是个短期效应，最终我们把观察窗口设定在一年（250个交易日）。

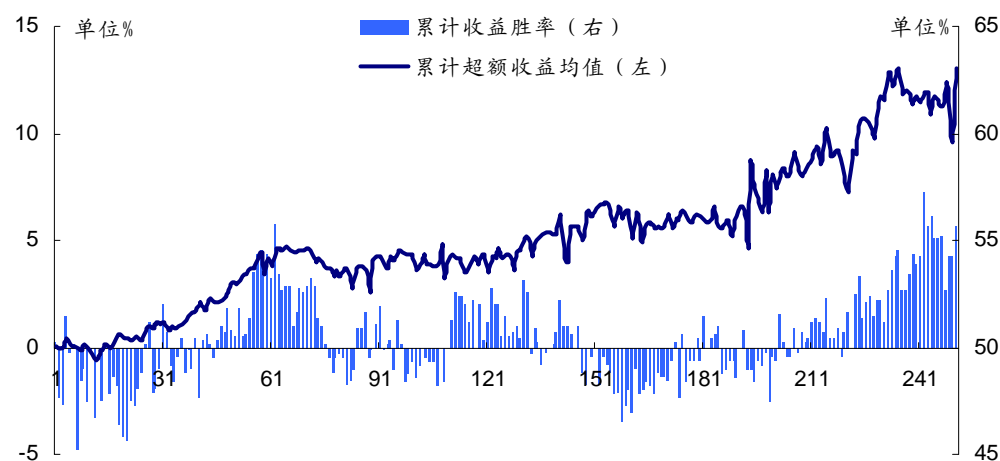
对于绝对收益策略的偏好者，总是希望能够通过股指期货对冲策略的系统性风险，故而在考察个股收益时，我们以同期的沪深 300 指数作为基准进行比较，方便后期进行对冲。图 2 中我们统计了预案公告日后第二日参与交易，持有至第 250 个交易日卖出的收益情况。图中的曲线为所有可交易股票在持有期中对比沪深 300 的累计超额收益平均值，如第 60 个交易日的收益，即为所有可以交易的股票买入后 60 天相对沪深 300 超额收益的均值。柱状图为股票相对沪深 300 的胜率。

从图中走势可以看到两个要点：

（1）预案公告后买入股票，超额收益均值不断提升，在第 60 个交易日达到第一个峰值，之后呈现震荡上行走势，在 180 个交易日后又有第二波较强势的上涨；

（2）股票相对沪深 300 的胜率在 40 个交易日之前，围绕 50% 上下波动，之后呈现显著递增趋势，在第 60 个交易日伴随着超额收益的均值一起达到第一个峰值，之后一段时间震荡。

图 2 预案公告日后股权激励组合累计超额收益



资料来源：WIND，海通证券研究所

由此，进行简单的统计之后我们即发现股权激励确实存在着超额收益空间可以参与。但这样的统计是将“钻石”和“石头”放在一篮子中得到的结果，我们需要找到真正贡献这些收益的来源，以对投资标的进行进一步的筛选。我们将股票按照其实施阶段的不同进行分类，分别为董事会预案、股东大会通过、实施和停止实施四个阶段。将四个阶段的股票构建合集，考察处于不同阶段的股票，其在预案公告之后，持有 250 个交易日的超额收益。

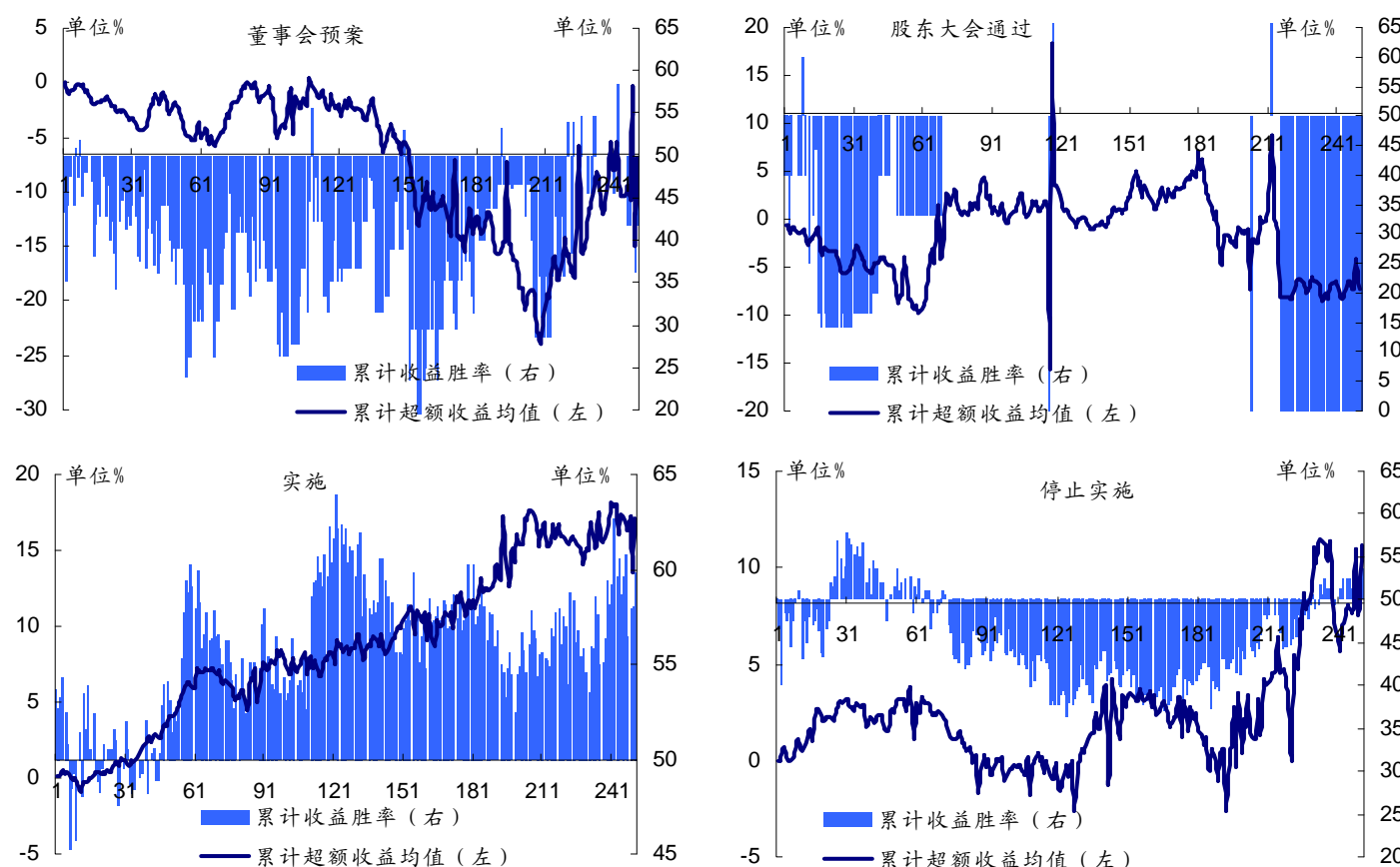
图 3 的四幅图中，分别为四类股票的收益表现。

(1) 董事会预案、股东大会通过这两个阶段的股票，其后期收益走势剧烈震荡，且胜率表现非常差，基本没有稳定超过 50% 的时期。这与采集到的样本数目偏少有一定的关系（尤其是股东大会通过阶段的样本数极少），但也能够说明这两个阶段的公司，其预案公布之后并不会立刻为投资者带来收益体现。

(2) 停止实施类的公司，在前 30 个交易日有微弱超额收益体现，后期迅速衰减且大幅震荡。

(3) 实施阶段的公司，超额收益贡献最为显著。胜率在第 40 个交易日之后显著提升，超额收益也快速上涨。190 个交易日后期收益没有明显上浮，但由于前期的积累，胜率基本全部维持在 50% 以上。可见我们在图 2 中统计的结果，主要的收益来源都是实施阶段的公司。

图 3 预案公告后不同阶段股票的累计超额收益



资料来源: WIND, 海通证券研究所

## 2.2 首次实施日后股票的收益表现

假定投资者能够在预案公告日即获悉哪些公司的股权激励计划能够最终得以实施，对这些标的进行投资，那么在持有 60 个交易日后，股票组合能够获得 60% 的胜率，以及相对沪深 300 五个点以上的平均超额收益。但这一预知能力难以实现，那我们不妨将投资时点后推，即推迟到确切知道哪些公司的激励计划已经实施后再对事件进行投资。介入时机的延迟很可能会降低收益，但这是考虑到信息确定性以及投资风险后作出的妥协，我们接下来考察，这种做法对于投资者而言是否依然能够贡献超额收益。

图 4 中以上市公司首次实施公告披露为起点，第二个交易日买入股票，持有 250 个交易日后平仓，统计到的股票收益情况。如果不对股票进行区分，只要监测到实施公告，即参与



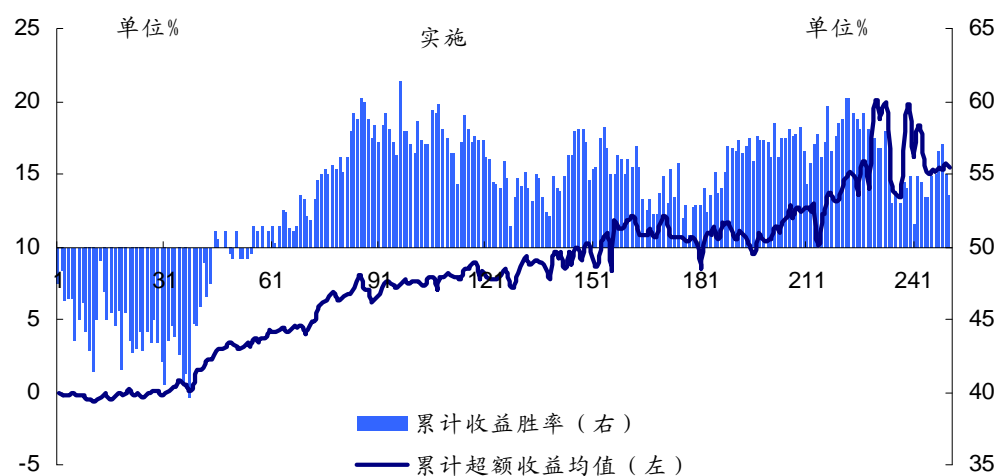
股票操作，这当中存在着一个问题，因为从历史上观测到有个别公司在激励计划实施后，由于行权条件难以实现而终止计划，全样本统计数据中会包含这样的停止实施数据。观测到这样的样本量仅有 9 条，而总体实施数据有 200 余条，对结果几乎没有影响。

从图 4 中可以看到，

(1) 实施公告后期，股票相对沪深 300 的胜率在第 40-50 个交易日后基本处于稳定上升通道，超额收益基本保持同样趋势。第 90-100 个交易日，组合的胜率达到高点，之后在 50% 之上的区间内震荡。超额收益均值在 90 个交易日之前经历一个快速上涨阶段，之后小幅递增，在第 220 个交易日左右到达第二个高点，幅度最高约 20%。这说明将投资时点后推，依然还存在着不少超额收益空间可以介入。

(2) 实施公告公布初期，胜率没有良好表现，超额收益也没有体现。我们观察了实施公告公布前后期的股价，发现在公告公布前后各一个月的区间范围内（即围绕公告日的 2 个月左右时间），胜率持续下降，收益空间亦不具备吸引力。而时间继续前推，股价表现具有亮点，时间后推，也有参与价值。我们认为前期股票的涨幅主要缘于信息不对称，不少投资者能够提前布局，对于该类投资者，公告释放之后是较好的出货时机。本篇报告的重点是利用市场公开信息发掘投资价值，不对股权激励的公告进行预测，故而将收益考察重点放在公告之后。股票后期的涨幅，更多的来源于公司层面因素（管理层推高股价亦或是财务指标的改善吸引投资者介入），这也是投资者更能够把握的涨幅。公告日前后的平庸走势，说明从市场层面而言，股权激励实施公告的释放，对投资者并不是个短期利好消息，不建议作为短期驱动因素参与。

图 4 首次实施公告日后股权激励组合累计超额收益



资料来源：WIND，海通证券研究所

### 3. 股权激励计划不同因素对股价的影响

在第 2 节中我们主要对投资的介入时点进行了分析，发现在实施公告公布后投资者介入会有较好的稳定性保障，同时超额收益空间也值得参与。接下来我们具体看几个与激励计划相关的要素是否对股价走势有一定影响：1、股权激励董事会预案提出后与真正实施时间的间隔；2、激励计划的股票数量；3、行权价的折溢价率；4、采用激励计划的上市公司所属板块。

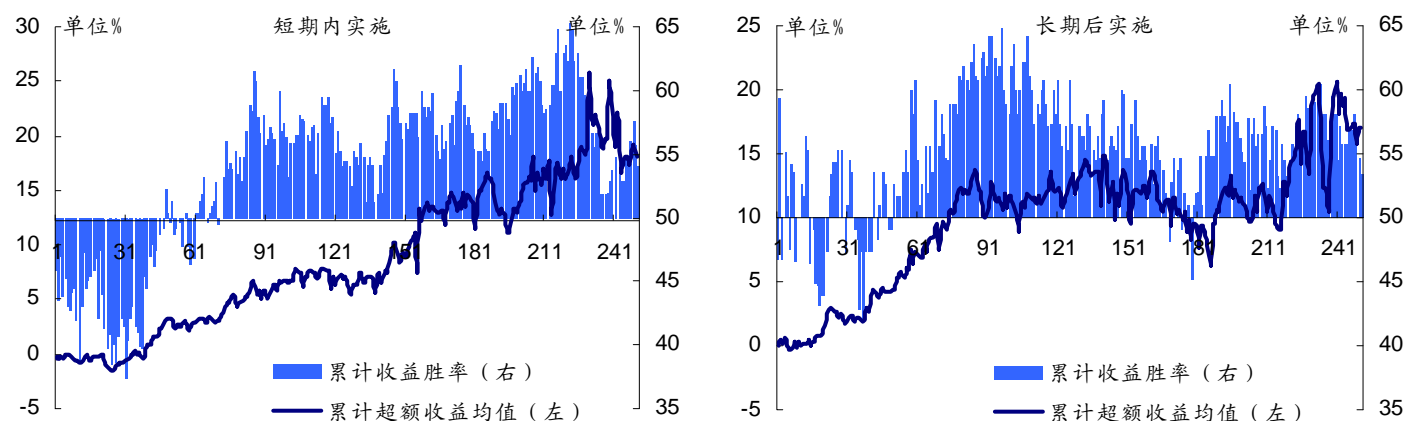
#### 3.1 首次公告与实施公告的时间间隔

将首次公告（董事会发布股权激励计划预案）的时间与实施公告的时间间隔作为考虑因

素之一，是因为我们的投资时点为实施公告后第二个交易日，这对于首个可以参与的投资时点而言已经有所延迟，如果上市公司的实施时间相隔太久，担心会出现收益消耗的现象。对此我们进行如下划分：预案公告后较短时间内即实施；预案公告后经历了较长时间才予以实施两种标的。

图 5 中展示了实施时间不同的股票标的后期超额收益走势。从趋势上来看，两者没有本质区别，胜率和超额收益均值都随着持有期的增长而逐渐累计。但**短期内实施的股票标的**，其后期超额收益以及胜率的波动幅度相较于长期后实施的股票稳定性更高，这与其参与时间拉的过长有关，部分超额收益在预案日与实施日之间已经反应。

图 5 预案日与实施日间隔对股价影响

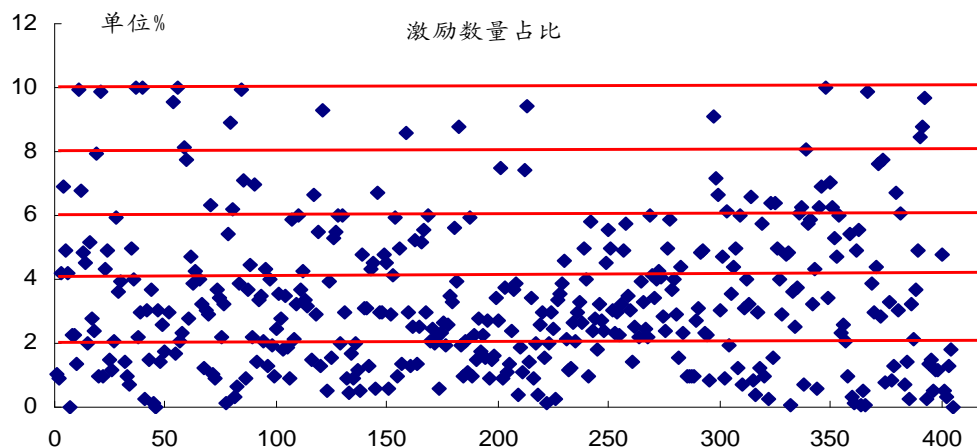


资料来源：WIND，海通证券研究所

### 3.2 激励股票数量

一般而言，我们认为股权激励计划涉及到的股票数量越多，受益人的相关获益空间会越大，相应的对股价的刺激作用会提升。故而这里将股票数量作为参考因素之一，我们以数量相对总股本的占比作为考察指标，以对不同公司之间进行比较。图 6 中为迄今为止的 400 余条股权激励数据股票数量占比的分布情况。绝大多数股票激励比例集中于 0-4% 的区间中，往上递减。我们以 2% 的步长作为划分区间的依据，分别考察比例处于 [0,2%], [2%,4%], [4%,6%], [6%,8%], [8%,之上] 这几个区间中的股票走势。

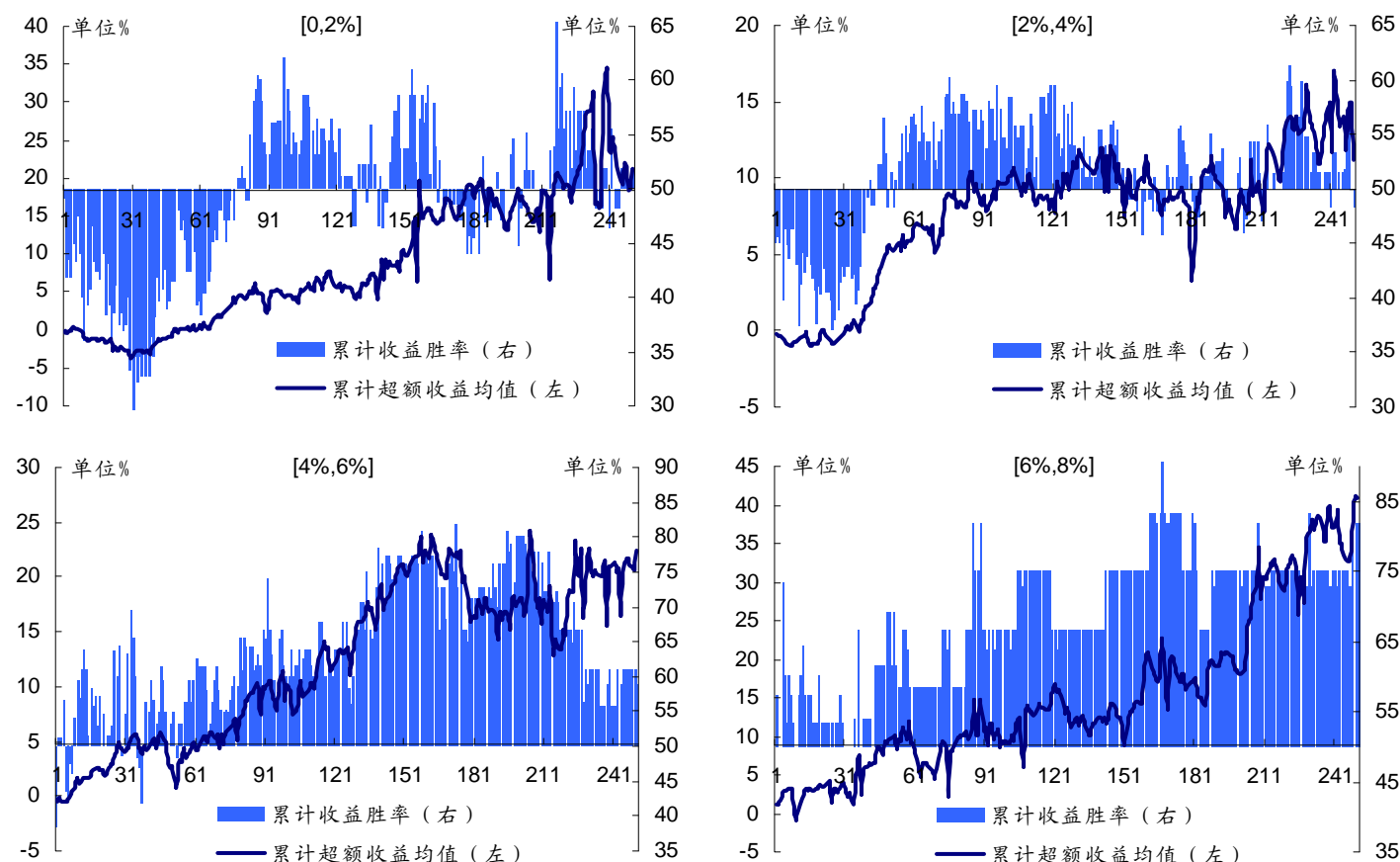
图 6 股票数量占比分布



资料来源：WIND，海通证券研究所

图 7 中为四个区间上股票走势。8%以上的股票数量很少，不做单独列示。从胜率的稳定性来看，4%-8%的区间具有较好表现；从超额收益的均值来看，6%-8%区间收益最高，但该区间样本数量少，其表现不具有普遍性；其他三个区间，[0,2%]和[4%,6%]两个区间的收益水平不相伯仲。综合来看，激励股票数量越多，相应可能的获利空间也越大，但激励数量显著高于平均水平的样本股票过少，对于投资者而言可选择标的十分有限，这势必就会提高组合风险。6%以下的上市公司，激励水平对收益的影响存在差异，但并不十分明显，缘于该区间股票相当集中，激励数量上的细小差别难以“鹤立鸡群”，吸引投资者关注。

图 7 激励数量占比对股价影响



资料来源：WIND，海通证券研究所

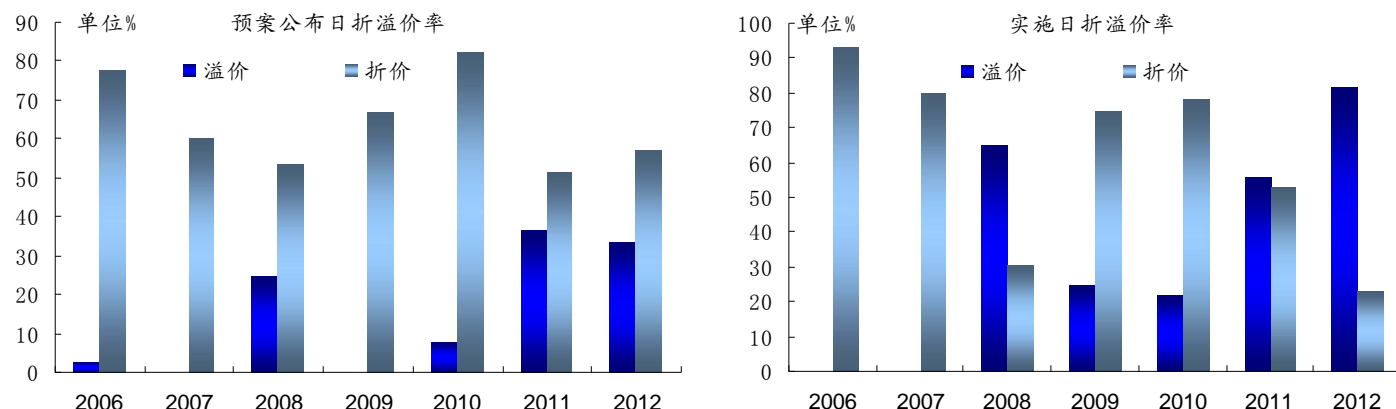
### 3.3 行权价的折溢价水平

行权价的折溢价水平对于股权激励而言是个重要因素，这直接涉及到激励对象的工作积极性从而影响公司的股价波动。历史上来看，股权激励折价发布的概率明显高于溢价发行的概率，即上市公司实行股权激励的方式倾向于允诺给管理层当前可见的收益空间，而非设定过高的行权价以鞭策管理层推动股价。

我们可以关注两个折溢价水平，一个是预案发布时行权价相对当时股价的折溢价率，另一个是实施时刻的折溢价率。图 8 的年份统计图显示，预案公布日折价发行股权激励计划的比率显著高于溢价比例，溢价发行数量在熊市中会有一定幅度的提高。2008、2011、2012 年在激励计划初次公布时多数是折价公布，等到真正的实施时刻，由于经历了市场较大跌幅而有了溢价空间。



图 8 股权激励行权价的折溢价分布



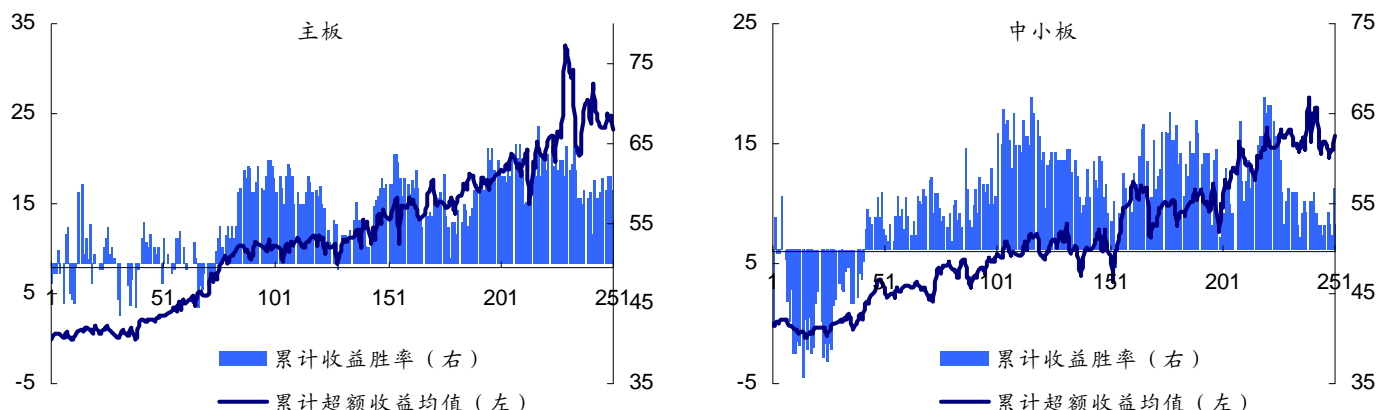
资料来源: WIND, 海通证券研究所

折溢价率的具体水平也会对股价产生影响。研究发现大多数股票在实施股权激励时, 折溢价率集中于 $[-60\%, 60\%]$ 的区间中。对具体区间的股票表现深入剖析, 发现对于溢价股票而言, 溢价幅度不宜过高, 过高的溢价幅度很可能会导致激励计划的最终流产, 其激励管理层的初衷难以得到兑现, 合理的溢价幅度对于激励对象能够形成实际动力, 驱动后期股价上涨。对于折价股票而言, 折价幅度则越大越好, 其可见的收益空间类似“糖果”的作用, 每多一分股价的上涨, 就多一分获利空间, 激励效果显著。

### 3.4 板块效应

在前期的对比中, 为了方便对冲我们把业绩基准选择为沪深 300 指数, 这样很难看到中小板股票获取的超额收益是来自于事件的贡献还是小盘股自身的风格所贡献。这里我们将主板和中小板、创业板股票分别采用不同的业绩基准比较超额收益, 主板对比沪深 300, 中小板和创业板与中小板综指进行对比, 以便更明确的看到股权激励事件的贡献程度。图 9 显示, 剔除了板块效应之后, 事件确实存在着比较稳定的收益, 无论在主板或是中小板中, 收益均值和胜率都有较稳定的趋势性延续。

图 9 剔除板块效应的收益走势



资料来源: WIND, 海通证券研究所

## 4. 产品化策略指数及当前成分股

根据前面的研究, 确认股权激励事件确实有着不少超额收益空间可以参与。参与时点,

选定为首次实施公告披露后。我们不在实施公告披露之后立即参与，主要是为了规避公告后股价的蛰伏期（亦或是前期已埋伏投资者的出货期），当股价开始启动之后才买入参与。标的选择标准根据上述对影响因素的研究进行设定，分别包含了实施公告相对预案公告的延迟时间，折溢价率以及激励的股票数量。进入组合样本的股票之间采用等权重加权。买入股票之后，投资者有两个退出时点供选择：（1）短期内退出（买入后 2 个月退出），针对高换手投资者设计，倾向于投资最新公布的股票标的，对换手率没有较高要求；（2）长期后退出（买入后 9 个月退出），针对低换手投资者设计，倾向于长期持有看好股票，不需要不断换股以持有最新公告的股票。设计两个退出时点的原因，是发现历史上在第一个退出时点之前，股价以及胜率都有快速上涨的趋势呈现，过了第一个时点之后，超额收益的累计速度明显下降，呈现缓慢上升态势，在第二个退出时点形成第二个高点。不同类型的投资者可选择不同策略。

考察组合中最多持有 20 只股票，组合保持满仓运作，当有最新股票进入时，调整组合股票权重容纳新股票，交易费用记为 0.3%。保持策略满仓操作，而非空出部分资金等待补足，主要因为股权激励的时间难以确定，出现可投资标的的时间可能间隔很长，产生的资金占用成本较大，故而不预留资金。如若组合容纳量达到上限，则等待有股票退出后采用退出资金容纳新股票。图 10 中为策略结果，其中“短期退出”对应最多持有 20 只股票，买入后持有较短时间平仓的净值走势，“短期退出 VS 沪深 300”为该净值对应同期沪深 300 的相对强弱走势。表 1 中列示了长期退出策略的相关统计数据。

表 1 策略统计数据

	累计收益	相对 300 超额收益	年化收益	相对 300 年化超额收益
收益数据	1687.4%	1309.4%	67.2%	59.7%
	绝对收益	相对 300	相对中小板	
最大回撤	-40.3%	-26.0%	-14.8%	
回撤发生时间	2008 年 11 月	2007 年 9 月	2009 年 1 月	

资料来源：WIND，海通证券研究所

自 2006 年以来，扣除费用后策略指数相对沪深 300 分别战胜了 4 倍和 5 倍，其中超额收益主要来自于 2008、2009 以及 2010 年的贡献。2007 和 2011 年，策略基本与 300 指数持平。观察最大回撤发生的几个时点：

（1）2007 年 7、8、9 三个月沪深 300 指数涨幅 48%，同期策略组合含有 6 只股票，在这样的大牛市中精选极少个股超越市场，仅仅通过股权激励这一偏长期投资价值的事件很难实现。相对沪深 300 的最大回撤即发生在这段时期。

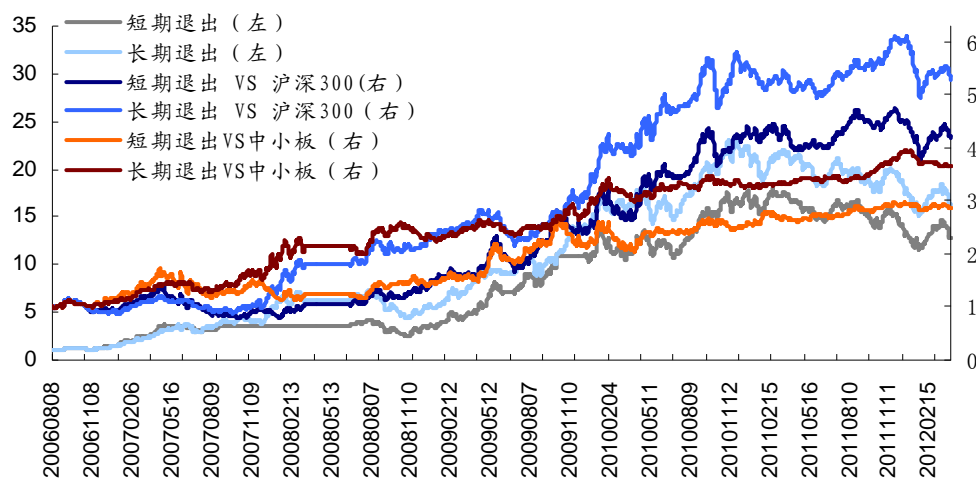
（2）2008 年的绝对收益回撤缘于市场因素，不具体分析。

（3）策略指数相对中小板指数的最大回撤发生在 2009 年 1 月份，中小板指数 2008 年 11 月至最大回撤发生点涨幅 35%，沪深 300 涨幅 9%，该段时间是熊市过后小盘股大幅反弹的阶段，而组合中仅有 20% 的股票来自中小板，整体风格偏大盘，故而相对中小板的最大回撤产生。

2011 年策略指数相对沪深 300 走势差强人意。这一年是股权激励大爆发的一年，一年中实施公告共有 104 条。其中 74 条都为中小板或创业板股票，比例高达 71%。2011 年中小板综指跑输沪深 300 十个点，虽然股权激励的中小板股票能够战胜中小板综指（从图 10 中相对中小板指数的相对强弱有所体现），但由于风格整体跑输大盘，使得组合很难在 2011 年大幅战胜 300 指数。

总体来看，除去风格因素的影响，股权激励事件在绝大多数时间都能够贡献超额收益，值得投资者对此类事件进行关注。

图 10 策略指数走势



资料来源：WIND，海通证券研究所

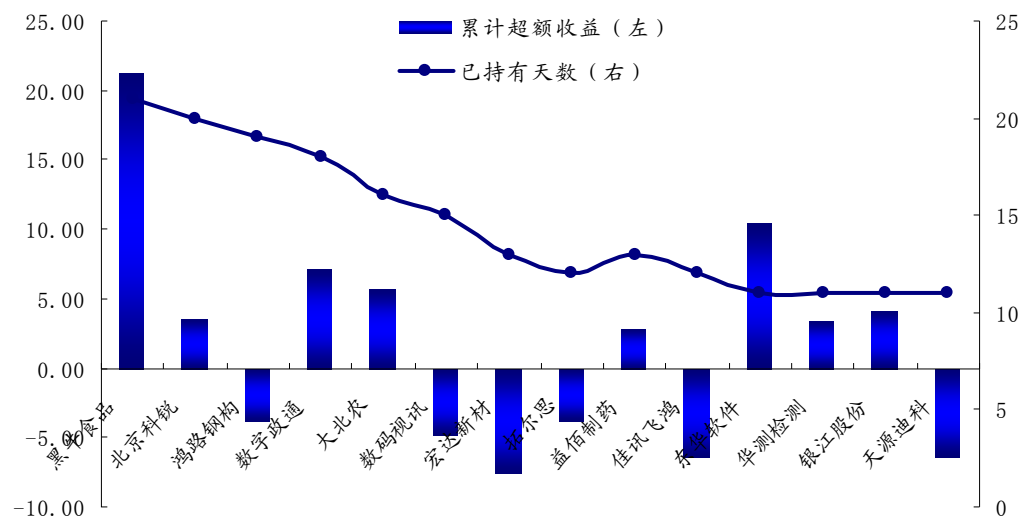
表 1 中列出了 2012 年以来公告中经过筛选后的投资标的。表 1 中超额收益的计算标准如下：主板股票对比沪深 300，中小板及创业板股票对比中小板综指。

表 2 2012 年最新投资标的

股票名称	股票代码	累计绝对收益 (%)	累计超额收益 (%)
黑牛食品	002387	16.92	21.32
北京科锐	002350	-2.13	3.52
鸿路钢构	002541	-9.47	-3.82
数字政通	300075	-0.79	7.10
大北农	002385	0.64	5.65
数码视讯	300079	-9.28	-4.80
宏达新材	002211	-15.36	-7.48
拓尔思	300229	-11.70	-3.82
益佰制药	600594	-1.40	2.79
佳讯飞鸿	300213	-12.02	-6.42
东华软件	002065	4.69	10.42
华测检测	300012	-2.31	3.42
银江股份	300020	-1.68	4.05
天源迪科	300047	-12.14	-6.41

资料来源：WIND，海通证券研究所

图 11 2012 新标的股票的累计超额收益



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

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  
陈韵骋 (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](mailto: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](mailto: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](mailto: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

longh@htsec.com  
hejh@htsec.com  
xzy5559@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](mailto: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

zhaoyong@htsec.com  
qiy@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

<b>家电行业</b> 陈子仪 (021) 23219244 联系人 孔维娜 (021) 23219223	chenzy@htsec.com  kongwn@htsec.com	<b>建筑建材行业</b> 联系人 赵健 (021) 23219472	zhaoj@htsec.com	<b>电力设备及新能源行业</b> 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  <a href="mailto:fangq@htsec.com">fangq@htsec.com</a> xbg6583@htsec.com
<b>公用事业</b> 陆凤鸣 (021) 23219415 联系人 汤砚卿 (021) 23219768	lufm@htsec.com  tyq6066@htsec.com	<b>银行业</b> 联系人 刘瑞 (021) 23219635 汤婧 (021) 23219809	lr6185@htsec.com tj6639@htsec.com	<b>社会服务业</b> 林周勇 (021) 23219389 联系人 胡宇飞 (021) 23219810	lzy6050@htsec.com  hyf6699@htsec.com
<b>房地产业</b> 涂力磊 (021) 23219747 谢盐 (021) 23219436 联系人 贾亚童 (021) 23219421	tll5535@htsec.com xiey@htsec.com  jiayt@htsec.com	<b>造纸轻工行业</b> 徐琳 (021) 23219767 联系人 马浩博 (021) 23219822	xl6048@htsec.com  mhb6614@htsec.com	<b>通信行业</b> 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](mailto:chensq@htsec.com)

贺振华 总经理助理  
 (021) 23219381  
[hzh@htsec.com](mailto:hzh@htsec.com)

<b>深广地区销售团队</b> 蔡铁清 (0755) 82775962 刘晶晶 (0755) 83255933 辜丽娟 (0755) 83253022 高艳娟 (0755) 83254133 伏财勇 (0755) 23607963 邓欣 (0755) 23607962	ctq5979@htsec.com liujj4900@htsec.com gulj@htsec.com gyj6435@htsec.com fcy7498@htsec.com dx7453@htsec.com	<b>上海地区销售团队</b> 高溱 (021) 23219386 姜洋 (021) 23219442 季唯佳 (021) 23219384 胡雪梅 (021) 23219385 黄毓 (021) 23219410 张亮 (021) 23219397 朱健 (021) 23219592 王丛丛 (021) 23219454 卢倩 (021) 23219373	gaoqin@htsec.com jy7911@htsec.com jiwj@htsec.com huxm@htsec.com huangyu@htsec.com zl7842@htsec.com zhuj@htsec.com wcc6132@htsec.com lq7843@htsec.com	<b>北京地区销售团队</b> 孙俊 (010) 58067988 张广宇 (010) 58067931 王秦豫 (010) 58067930 隋巍 (010) 58067944 张楠 (010) 58067935	sunj@htsec.com zgy5863@htsec.com wqy6308@htsec.com sw7437@htsec.com zn7461@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](http://www.htsec.com)