

## 潜伏利好之四

2015年02月05日

## 时点数据修正后的定增收益全分析

由于现有大部分数据提供商提供的定向增发数据存在预案日等关键时点错位的问题，这对于有关定增的策略收益的回测产生了较大的影响。本报告通过文本挖掘技术对于定增流程中的关键时点进行重新定位，从而对于现有的定增数据进行一定的修正。在此基础上，本文从多方面对于投资者从二级市场参与定增股票投资的收益进行了分析。

报告首先对于定增事件的相关组成要素、事件关键时间节点以及相关法规进行了简述并对于回测时所使用的数据集以及现有数据集中存在问题以及修正方法进行了说明。

其次，本文从定增股票的企业属性、所属行业、自由流通市值、大股东参与认购比率、预案价下限溢价率以及定增年份这几个方面对于定增股票在不同持仓时间段上的收益进行了讨论和分析。通过分析可以看到，民营企业在样本中占比相对较高并且相关定增标的在各持仓时间段上都有着相对较高的平均持仓收益，而地方国企在各持仓时间段上表现较差。市值较小的定增股票在各持仓时间段上也有着相对较高的平均收益。此外，预案价下限溢价率也是一个较为有用的指标，在定增流程关键时点上选择预案价下限溢价率较低甚至为负的股票能够在后续持仓时间段上获得相对较高的平均持仓收益。

报告基于前文的分析还提出了结合多个指标选取定增股票的想法，并使用历史数据对于基于此种想法的简单策略进行了回测以及分析。策略平均收益为 9.21%，胜率为 48.21%，策略稳定性不高。

另外，报告还讨论了定增完成后投资者的相关参与机会并对于基于此种想法的一个简单策略进行了回测与分析。此策略平均收益 13.95%，胜率 60.81%。策略相对较为稳定。

最后，报告对于近期定增进行中的股票以及定增完成的股票的相关投资机会进行了提示。

## 相关研究

潜伏利好之一——潜伏业绩预增  
2014.10.08潜伏利好之二——高送转投资全攻略  
2014.11.21潜伏利好之三——高送转预案前投资机会  
2014.12.18

金融工程首席分析师

高道德

SAC 执业证书编号：  
S0850511010035

电话：021-23219569

Email: gaodd@htsec.com

金融工程核心分析师

吴先兴

SAC 执业证书编号：  
S0850511010032

电话：021-23219449

Email: wuxx@htsec.com

联系人

袁林青

电话：021-23212230

Email: ylq9619@htsec.com

---

## 目 录

---

1. 定向增发事件以及数据集简介 .....	5
2. 定向增发收益分析 .....	6
2.1 持仓时间段以及关键时点 .....	6
2.2 企业属性 .....	8
2.3 所属行业 .....	9
2.4 自由流通市值 .....	10
2.5 大股东参与认购比率 .....	10
2.6 定向增发目的 .....	11
2.7 预案价下限溢价率 .....	11
2.8 分年度收益分析 .....	12
3. 多方面选择定增标的 .....	13
4. 定向增发后的投资机会 .....	15
5. 近期市场投资机会 .....	16
6. 结论 .....	17

## 图目录

图 1 真实预案公布日 VS 现有预案公布日 .....	5
图 2 关键时间点间距分布统计 (单位: 天) .....	7
图 3 收益分布 .....	14
图 4 收益分位数分布以及尾部放大 .....	14
图 5 收益分布 .....	15
图 6 收益分位数分布以及尾部放大 .....	16

## 表目录

表 1 定增事件样本统计 (定增结果) .....	6
表 2 定增事件样本统计 (定增目的) .....	6
表 3 定增事件样本统计 (公司属性) .....	6
表 4 关键时点间距统计 (单位: 天) .....	7
表 5 不同企业属性的定增结果统计 .....	8
表 6 不同企业属性的股票在各持仓时间段上收益的统计 .....	8
表 7 不同企业属性的定增结果 .....	9
表 8 不同企业属性的各持仓时间段收益 .....	9
表 9 不同流通市值划分的定增结果 .....	10
表 10 不同流通市值划分在各持仓时间段上的收益 .....	10
表 11 不同大股东参与认购比率分组在各持仓时间段上的收益 .....	11
表 12 不同定增目的的定增结果 .....	11
表 13 不同定增目的的定增标的在各持仓时间段上的收益 .....	11
表 14 不同预案日预案价下限溢价率分组的持仓收益 .....	12
表 15 不同股东大会日预案价下限溢价率分组的持仓收益 .....	12
表 16 不同发审委日以及证监会日预案价下限溢价率分组的持仓收益 .....	12
表 17 不同年份的定增结果 .....	13
表 18 不同年份各持仓时间段上的平均收益 .....	13
表 19 收益分布统计 .....	13

表 20 收益分布统计 .....	15
表 21 定增完成的近期溢价率较低个股 .....	16
表 22 定增进行中的近期溢价率较低个股 .....	17

某些进行定向增发的公司的股票在近年来以极好的股价表现引起了投资者的关注。这些公司在公布定向增发预案后股价往往会出现大幅上涨，从二级市场参与的投资者也能够从中获取不菲的收益。但是我们不禁要问，总体上来看投资者从二级市场参与定向增发事件的收益到底有多高呢？如果要从二级市场参与的话，他们是否有什么需要关注的地方呢？投资者又是否只能在定增预案日前买入相关个股才能获取收益呢？为了能够更加全面的分析定向增发事件中投资者的参与机会以及参与定增事件所能获取的收益，我们在本篇报告中从多方面对于过去四年中大股东现金参与定增认购的股票进行了分析和讨论。

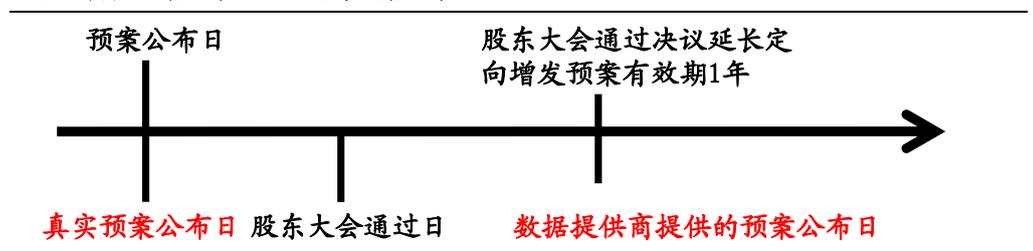
## 1. 定向增发事件以及数据集简介

定向增发（又称非公开发行）是指上市公司采用非公开的方式，向特定对象发行股票的行为。我们可以将有关于定向增发事件的重要组成要素归结为以下几点：

- **定向增发参与人：**非公开发行的特定对象需要符合股东大会决议规定的条件并且发行对象不超过十名。
- **认购股份锁定时间：**自发行结束之日起，控股股东、实际控制人及其控制的企业认购的股份，三十六个月内不得转让；其余投资者认购的股份，十二个月内不得转让。
- **发行价格：**发行价格不低于基准日前 20/60/120 个交易日股票均价的百分之九十。
- **基准日：**定价基准日可以为本次非公开发行股票董事会决议公告日、股东大会决议公告日，也可以为发行期的首日。
- **认购方式：**定增认购人可使用现金、资产、债权认购定向增发股份。

定向增发事件的整个流程基本可以归结为：1) 董事会预案；2) 股东大会通过；3) 证监会发审委通过；4) 证监会通过；5) 定增股份发行；6) 定增股份上市流通。对于个别公司，其定增流程可能会涉及国资委。由于定增事件整个流程中存在多个节点，所以整个定增流程中存在较多的不确定性。在整个定向增发申请流程中可能会出现以下情况：a) 预案的修订，b) 股东大会否决预案，c) 发审委审核不通过，d) 证监会审核不通过，e) 股东大会通过决议延长预案有效期，f) 公司由于各种原因停止实施定增。

图 1 真实预案公布日 vs 现有预案公布日



资料来源：海通证券研究所

除了以上定增事件中的种种不确定性外，现在所能获取的大部分定增统计数据中还存在着定增预案日的错位。例如，在某些定增事件中，当公司延长预案有效期至下一年时，大多数据提供商会将原始的预案公布日替换成公司延长预案有效期的那一天。（参

考图 1) 这给回测定增事件时计算不同时点之间的持仓收益造成了很大的困难。若选择在预案日买入股票, 错误的时点数据会给回测结果带来不可估量的影响。为了能够得到更加真实的回测结果, 本报告通过使用海通量化团队开发的公告文本挖掘系统依据首次定增预案的相关文本特征进行匹配从而对于每次定增事件定位出公司首次发出定增预案的日期来对于数据进行一定的修正。

本篇报告在选取回测数据集时仅选取大股东现金参与定增的相关股票, 我们共选取过去 4 年内发生的定增事件 558 次。从定增结果来看, 整个样本中共有 285 次定增成功, 占总体的 51.17%, 停止实施共 193 次, 股东大会未通过共 31 次, 发审委未通过共 18 次, 证监会未通过 2 次, 证监会通过且增发失败共 28 次。表 1 至表 3 从定增结果、定增目的以及公司属性三个方面详细统计了样本的组成情况。

表 1 定增事件样本统计 (定增结果)

	成功	证监会通过且增发失败	证监会未通过	发审委未通过	股东大会未通过	停止实施
个数	285	28	2	18	31	193
占比	51.17%	5.03%	0.36%	3.23%	5.57%	34.65%

资料来源: 海通证券研究所, WIND 资讯

表 2 定增事件样本统计 (定增目的)

	项目融资	配套融资	补充流动资金	融资收购其他资产	实际控制人资产注入	引入战略投资者	集团公司整体上市
个数	295	101	74	51	21	10	4
占比	52.96%	18.13%	13.29%	9.16%	3.77%	1.80%	0.72%

资料来源: 海通证券研究所, WIND 资讯

表 3 定增事件样本统计 (公司属性)

	民营企业	地方国有企业	中央国有企业	公众企业	外资企业	其他企业
个数	254	152	96	31	16	6
占比	45.60%	27.29%	17.24%	5.57%	2.87%	1.08%

资料来源: 海通证券研究所, WIND 资讯

## 2. 定向增发收益分析

由于定增事件整个流程中存在多个重要的时间节点, 投资者其实可以在这些时间节点上决策是否要买入/卖出相关股票。例如, 对于某只已经公布定增预案的股票, 随着股东大会通过定增预案, 其定增可能性进一步增强从而投资者可以在这个时点买入股票并持有一段时间。由于定增事件中存在多个重要时间节点, 我们可以得到多个建仓、平仓时点。又由于我们对于每一个定增事件可以从多个角度对其进行分类研究 (公司属性、所属行业、大股东参与比例、预案价下限溢价率等), 所以我们将在本节中对于定向增发事件在不同方面讨论和分析不同持仓时间段上的收益。

### 2.1 持仓时间段以及关键时点

由于定向增发整个流程中的关键时点包括, 预案首次公布日、股东大会日、发审委公告日、证监会公告日, 本报告中共统计了定增股票在 6 个持仓时间段上的持仓收益, 即: 首次预案公告日至股东大会日, 首次预案公告日至发审委公告日, 首次公告日至证监会公告日, 股东大会日至发审委公告日, 股东大会日至证监会公告日, 发审委公告日至证监会日。

又由于定增事件关键时点上个股易出现涨停或跌停或停牌, 所以在实际计算各个持仓时间段收益时我们需要考虑到以上无法建仓或者平仓的情况。也即, 在进行回测时, 当标的股票出现涨停或者停牌时, 延后一天买入该股票。同理, 当标的股票出现跌停或

者停牌时，延后一天卖出该股票。

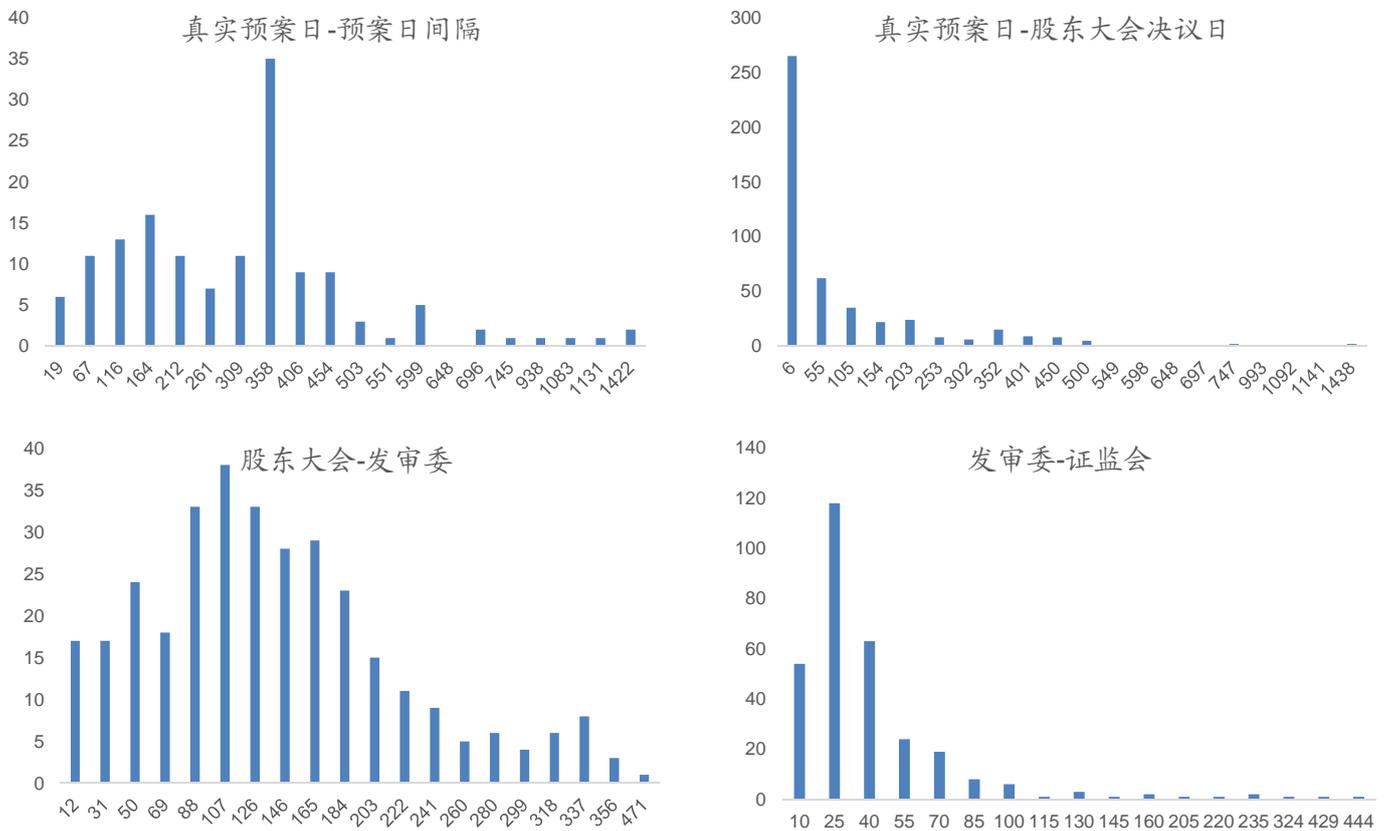
因为定增事件的不确定性，有时各个关键时点之间间距可能较大，由此可能导致较长的持仓时间段，所以在分析持仓收益之前需要对于各关键时点之间的时间间距有一定的了解。下表对于样本中所有定增事件的首次预案公告日，预案公告日（数据提供商提供的预案日），股东大会日，发审委公告日，证监会公告日这几个关键时点之间的间距分布以及几个关键分位数进行了统计。（见表 4、图 2）

表 4 关键时点间距统计（单位：天）

	计数	均值	25%分位数	50%分位数	75%分位数
真实预案日至预案日	146	337	181	349	398
真实预案日至股东大会	471	118	20	43	133
股东大会至发审委	329	147	93	135	187
发审委至证监会	308	49	27	37	52

资料来源：海通证券研究所，WIND 资讯

图 2 关键时间点间距分布统计（单位：天）



资料来源：海通证券研究所，WIND 资讯

通过图 2 以及表 4 可以发现，对于过去四年发生的大股东现金参与的定增事件，其中共有 146 次出现真实预案日的错位（即数据商提供的预案日相对于首次预案日发生偏离），而且每当发生偏离有大概率出现 300 天以上的偏离。这也从侧面体现除了对于时点数据进行修正的重要性。

对于首次预案日至股东大会日，有过半的样本是小于 43 天的，但同样有大约 25% 的样本超过 133 天。对于股东大会日至发审委日，有超过 50% 的样本大于 135 天。对于发审委日至证监会日，此时间段相对较短，有大约 50% 的样本小于 37 天，仅有 25%

的样本高于 52 天。

## 2.2 企业属性

对于样本中定增股票的企业属性进行统计可以发现，民营企业占比较高，达 45.60%，地方国企以及央企占比次之，分别为 27.29% 以及 17.24%。此外，公众企业占比 5.57%，外资企业占比 2.87%，其他企业占比 1.08%，集体企业占比 0.36%。表 5 对于不同企业的定增结果进行了详细统计。

表 5 不同企业属性的定增结果统计

	成功	证监会通过且增发失败	证监会未通过	发审委未通过	股东大会未通过	停止实施
民营企业	99 (39%)	9 (4%)	0 (0%)	16 (6%)	14 (6%)	116 (46%)
地方国有企业	96 (63%)	9 (6%)	1 (1%)	2 (1%)	11 (7%)	33 (22%)
中央国有企业	61 (64%)	7 (7%)	0 (0%)	0 (0%)	3 (3%)	25 (26%)
公众企业	16 (52%)	1 (3%)	1 (3%)	0 (0%)	2 (6%)	11 (35%)
其他企业	5 (83%)	0 (0%)	0 (0%)	0 (0%)	0 (0%)	1 (17%)
外资企业	8 (50%)	2 (13%)	0 (0%)	0 (0%)	1 (6%)	5 (31%)
集体企业	0 (0%)	0 (0%)	0 (0%)	0 (0%)	0 (0%)	2 (100%)

资料来源：海通证券研究所，WIND 资讯

通过表 5 可以发现，民营企业成功率并不是特别高仅有 39% 而地方国企及央企成功率相对较高，分别为 63% 和 64%。对于民营企业，其停止实施的概率极大，达到 46%，这也从一方面反映出了民营企业参与定增后结果的不确定性较高。那么对于不同企业属性的定增标的，它们的定增收益又如何呢？

表 6 对于不同企业属性的定增标的在各个持仓时间段上的收益进行了统计。

表 6 不同企业属性的股票在各持仓时间段上收益的统计

	预案至股东大会	预案至发审委	预案至证监会	股东大会至发审委	股东大会至证监会	发审委至证监会
民营企业	0.46%	8.72%	9.47%	8.35%	10.28%	3.41%
地方国有企业	-5.28%	-0.34%	2.03%	3.76%	5.50%	1.34%
中央国有企业	-3.42%	6.56%	6.49%	8.05%	8.65%	1.27%
公众企业	2.29%	4.63%	5.38%	0.02%	1.07%	1.22%
其他企业	-3.42%	-0.57%	-1.55%	-2.72%	-3.43%	-0.61%
外资企业	-1.18%	22.74%	22.66%	15.60%	16.02%	1.93%
集体企业	15.17%	无	无	无	无	无

资料来源：海通证券研究所，WIND 资讯

根据表 6 的统计结果，民营企业在各个持仓时间段上都有着相对较高的平均持仓收益率，而地方国有企业在各持仓时间段上表现较差，央企表现介于民营企业与地方国企之间。进一步分析各个持仓时间段上的平均收益，可以发现各企业属性的定增标的在预案至股东大会持仓时间段上表现较差，平均收益基本为 0 或者为负。相比而言，股东大会至发审委持仓时间段上各企业属性的定增标的都能有较好的表现，民营企业以及央企都能达到 8% 左右的平均持有期收益而表现较差的地方国企也能有 5% 左右的平均持仓收益。对于发审委至证监会持仓时间段，各企业属性的持仓时间段平均收益差异并不明显，民营企业平均收益相对较高（3.41%）。

结合表 5、表 6 的分析结果，民营企业在样本中占比相对较高并且相关定增标的在各持仓时间段上都有着相对较高的平均持仓收益，而地方国企在各持仓时间段上表现较差。预案至股东大会持仓时间段，各企业属性的标的平均收益普遍较低，股东大会至证监会持仓时间段收益较高。

## 2.3 所属行业

对于样本中定增股票所属的行业进行统计可以发现，化工（10.23%）、机械设备（7.00%）、有色金属（6.46%）、电气设备（6.46%）、电子（6.28%）、医药生物（6.10%）占比相对较高。表 7 详细统计了各行业股票定增的结果。

表 7 不同企业属性的定增结果

	成功	证监会通过且增发失败	未通过	发审委未通过	股东大会未通过	停止实施
交通运输	14	1	0	0	0	3
休闲服务	2	2	0	0	0	5
传媒	4	0	0	0	0	6
公用事业	19	0	1	0	4	5
农林牧渔	8	1	0	0	2	4
化工	26	3	0	2	3	23
医药生物	21	3	0	0	3	7
商业贸易	11	0	0	2	3	8
国防军工	5	1	0	0	0	5
家用电器	6	3	0	0	1	2
建筑材料	9	0	0	0	0	7
建筑装饰	5	0	0	0	1	2
房地产	2	0	0	1	2	7
有色金属	18	2	0	2	0	14
机械设备	24	1	0	0	1	13
汽车	9	0	0	1	3	4
电子	21	1	0	2	2	9
电气设备	18	2	0	0	0	16
纺织服装	3	1	0	2	0	9
综合	4	1	1	3	1	9
计算机	7	1	0	1	2	9
轻工制造	9	1	0	0	0	8
通信	5	0	0	1	0	5
采掘	8	0	0	0	0	7
钢铁	5	3	0	0	1	1
银行	6	0	0	0	0	2
非银金融	8	1	0	1	0	1
食品饮料	8	0	0	0	2	2

资料来源：海通证券研究所，WIND 资讯

根据表 7 的数据，化工、电气设备以及有色金属停止实施的占比较高，而医药生物定增成功占比相对较高。表 8 对于不同行业定增股票在各持仓时间段的收益进行了统计。

表 8 不同企业属性的各持仓时间段收益

	预案至股东大会	预案至发审委	预案至证监会	股东大会至发审委	股东大会至证监会	发审委至证监会
交通运输	-2.80%	-5.16%	-1.35%	-2.79%	0.97%	3.98%
休闲服务	-4.59%	-3.15%	-2.05%	9.85%	10.45%	-0.43%
传媒	0.99%	42.59%	74.27%	37.32%	70.47%	24.18%
公用事业	-2.81%	-0.80%	-1.08%	3.81%	3.32%	-0.12%
农林牧渔	-4.28%	-5.78%	-8.70%	0.14%	-3.25%	-3.29%
化工	-6.84%	3.00%	4.10%	5.94%	7.73%	2.86%
医药生物	5.93%	20.79%	22.10%	19.68%	21.23%	1.47%
商业贸易	-2.49%	3.95%	-4.71%	3.16%	-4.53%	-5.47%
国防军工	-15.08%	-14.63%	-19.87%	4.09%	-1.85%	-5.77%
家用电器	-3.63%	-3.12%	-2.38%	-0.79%	-0.16%	0.02%
建筑材料	-3.95%	9.27%	18.11%	7.78%	16.60%	9.39%
建筑装饰	-2.26%	-0.72%	3.72%	-1.06%	3.32%	4.45%
房地产	-0.39%	31.92%	21.67%	8.90%	11.63%	-0.71%
有色金属	0.95%	2.48%	0.13%	2.83%	0.74%	-1.51%
机械设备	-5.60%	-3.73%	-2.34%	2.47%	3.54%	0.82%
汽车	-4.70%	-1.46%	4.62%	3.02%	9.43%	5.77%

电子	-5.32%	7.26%	-0.29%	10.42%	7.96%	2.45%
电气设备	3.23%	16.41%	26.09%	11.82%	20.55%	8.21%
纺织服装	-11.88%	9.36%	4.43%	18.77%	10.45%	3.63%
综合	1.65%	0.35%	11.68%	2.23%	11.06%	4.52%
计算机	9.61%	61.54%	64.64%	29.34%	33.94%	3.90%
轻工制造	-3.35%	-7.58%	-5.22%	-6.66%	-3.46%	2.48%
通信	-1.98%	6.68%	14.00%	12.02%	12.82%	-1.07%
采掘	5.59%	-3.26%	0.56%	-6.59%	-3.17%	3.82%
钢铁	-7.48%	-6.31%	-13.93%	-5.66%	-13.08%	-7.96%
银行	-6.64%	-6.84%	-6.25%	-1.47%	-1.10%	0.83%
非银金融	3.46%	-3.59%	-2.86%	10.83%	9.96%	-0.22%
食品饮料	12.36%	17.11%	25.73%	4.48%	12.46%	7.46%

资料来源：海通证券研究所，WIND 资讯

根据表 8 的统计数据，传媒、医药生物、房地产、电气设备、计算机、食品饮料在各持仓时间段上都有着较高的平均持仓收益。特别是传媒，其股东大会至证监会持仓时间段上的平均持仓收益甚至达到了 70.47%。对比同一个行业在不同持仓时间段上的收益可以发现，预案至股东大会持仓时间段上的平均收益相对较低而股东大会至发审委持仓时间段上的平均收益相对较高。

## 2.4 自由流通市值

本部分根据自由流通市值对于样本内股票进行划分并统计分析大市值以及小市值的股票在各持仓时间段上的平均收益。以 50 亿为划分，可将所有样本股票进行区分。表 9 对于这两种股票的定增结果进行了统计。

表 9 不同流通市值划分的定增结果

流通市值划分	成功	证监会通过且增发失败	未通过	发审委未通过	股东大会未通过	停止实施
小于 50 亿	223 (49%)	22 (5%)	2 (0%)	16 (3%)	29 (6%)	167 (36%)
大于等于 50 亿	62 (63%)	6 (6%)	0 (0%)	2 (2%)	2 (2%)	26 (27%)

资料来源：海通证券研究所，WIND 资讯

表 9 的统计显示自由流通市值小于 50 亿的股票其定增成功率相对较低，定增停止实施概率较大，而大市值股票成功率达 63%，相对较高。表 10 对于不同市值划分的定增股票在各持仓时间段上的平均收益进行了统计。

表 10 不同流通市值划分在各持仓时间段上的收益

流通市值划分	预案至股东大会	预案至发审委	预案至证监会	股东大会至发审委	股东大会至证监会	发审委至证监会
小于 50 亿	-1.37%	6.83%	7.49%	7.28%	8.79%	2.19%
大于等于 50 亿	-3.43%	0.12%	2.36%	3.21%	4.25%	1.39%

资料来源：海通证券研究所，WIND 资讯

根据上表，不难发现流通市值小于 50 亿的股票在各持仓时间段上都有相对较好的表现。当然这也可能与前期的市场风格有一定的关系。对于同一个市值分组，我们同样可以看到预案至股东大会持仓时间段收益较小而股东大会至发审委持仓时间段收益相对较高。

## 2.5 大股东参与认购比率

本节将根据定向增发大股东参与认购的比率（以 30% 为划分）来对于定增事件收益进行研究。由于 WIND 仅提供定增成功的股票的大股东参与认购比率，我们在本节仅对定增成功的股票在不同持仓时间段上的收益进行分析。表 11 统计了样本内定增股票在各持仓时间段上的收益。

**表 11 不同大股东参与认购比率分组在各持仓时间段上的收益**

认购比率划分	预案至股东大会	预案至发审委	预案至证监会	股东大会至发审委	股东大会至证监会	发审委至证监会
小于 30%	-2.63%	6.81%	10.54%	9.71%	13.43%	3.59%
大于等于 30%	0.27%	5.52%	6.77%	5.06%	6.28%	1.86%

资料来源：海通证券研究所，WIND 资讯

虽然大股东认购比率越高、大股东越有激励提升公司股价，但是表 11 的统计结果显示大股东认购比率较低的定增标的在绝大部分持仓时间段上都有着相对较高的平均持仓收益。此外，我们还可以发现预案至股东大会持仓时间段上的持仓收益相对较小，而股东大会至发审委以及股东大会至证监会持仓时间段上的收益相对较高。

## 2.6 定向增发目的

对于样本中定增事件的定增目的进行统计，项目融资占比 52.96%，配套融资占比 18.13%，补充流动资金占比 13.29%，融资收购其他资产占比 9.16%，实际控制人资产注入占比 3.77%，引入战略投资者占比 1.80%，集团公司整体上市占比 0.72%，公司间资产置换重组 0.18%。表 12 对于不同定增目的的定增结果进行了统计。

**表 12 不同定增目的的定增结果**

定增目的	成功	证监会通过且增发失败	未通过	发审委未通过	股东大会未通过	停止实施
项目融资	179 (61%)	22 (7%)	1 (0%)	5 (2%)	16 (5%)	72 (24%)
配套融资	22 (22%)	2 (2%)	1 (1%)	4 (4%)	2 (2%)	70 (69%)
补充流动资金	42 (57%)	1 (1%)	0 (0%)	7 (9%)	8 (11%)	16 (22%)
融资收购其他资产	20 (39%)	2 (4%)	0 (0%)	1 (2%)	1 (2%)	27 (53%)
实际控制人资产注入	12 (57%)	0 (0%)	0 (0%)	1 (5%)	3 (14%)	5 (24%)
引入战略投资者	6 (60%)	0 (0%)	0 (0%)	0 (0%)	1 (10%)	3 (30%)
集团公司整体上市	3 (75%)	1 (25%)	0 (0%)	0 (0%)	0 (0%)	0 (0%)
公司间资产置换重组	1 (100%)	0 (0%)	0 (0%)	0 (0%)	0 (0%)	0 (0%)

资料来源：海通证券研究所，WIND 资讯

根据上表，对于样本中占比较高的项目融资，其定增成功率高达 61%，而同样占比较大的配套融资，定增停止实施的概率高达 69%。表 13 对于不同定增目的的股票在各持仓时间段上的收益进行了统计。

**表 13 不同定增目的的定增标的在各持仓时间段上的收益**

定增目的	预案至股东大会	预案至发审委	预案至证监会	股东大会至发审委	股东大会至证监会	发审委至证监会
项目融资	-3.56%	3.77%	5.61%	5.76%	7.74%	2.38%
配套融资	20.51%	34.26%	42.47%	11.68%	18.62%	4.46%
补充流动资金	0.96%	2.93%	1.51%	3.17%	1.85%	2.12%
融资收购其他资产	1.92%	23.52%	23.29%	17.16%	19.16%	0.72%
实际控制人资产注入	3.93%	10.43%	7.25%	5.68%	2.42%	0.28%
引入战略投资者	5.61%	9.33%	18.41%	5.55%	14.41%	8.66%
集团公司整体上市	-2.67%	-16.93%	-25.54%	-14.53%	-22.52%	-9.79%
公司间资产置换重组	-27.37%	-26.02%	-29.86%	1.86%	-3.43%	-5.19%

资料来源：海通证券研究所，WIND 资讯

根据统计结果，配套融资的定增标的在各持仓时间段上有着较高的平均持仓收益，而占比最高的项目融资定增标的在各持仓时间段上表现较为一般。对比各持仓时间段，大部分情况下股东大会至发审委持仓平均收益较高。

## 2.7 预案价下限溢价率

在定向增发中，我们可以将预案价下限作为定增参与认购人认购股份的成本下限，当相关标的股价大幅低于预案价下限或股价溢价率较小时公司会更有激励去提升股价。

基于这个想法，我们可以在各关键时点买入股价相对于预案价下限的溢价率较小或出现折价的定增标的并持有一定时间。此处可定义**预案价下限溢价率**：

$$\text{预案价下限溢价率} = \text{股票价格} / \text{定增预案价下限} - 1$$

本节将分别在预案日、股东大会日、发审委日、证监会日四个关键时点计算预案价下限溢价率并在溢价率低于 20% 时买入相关股票并持有一段时期。需要说明的是，由于在定增过程中公司可能会选择停止实施定增，在本节计算持仓收益时我们新加入“XX 至停止”持仓时间段，即为从 XX 至停止实施日，若在证监会日前未停止实施则持有至证监会日。

表 14 统计了以预案公告日溢价率为筛选标准时定增标的的持仓收益。显而易见，预案日溢价率小于 20% 的股票在后续不同长度的持仓时间内都能够获得相对较高的平均收益。此外，同样可以观察到预案日至股东大会日持仓收益相对较低，而后续持仓时间段上的平均收益较高。

**表 14 不同预案日预案价下限溢价率分组的持仓收益**

预案日溢价率	预案至股东大会	预案至发审委	预案至证监会	预案至停止
小于 20%	3.05%	14.20%	15.49%	12.17%
大于等于 20%	-8.24%	-5.37%	-4.32%	-1.47%

资料来源：海通证券研究所，WIND 资讯

表 15 统计了以股东大会日溢价率为筛选标准时定增标的的持仓收益。同样可以看到，溢价率小于 20% 的股票在后续的持仓时间段内都能有相对较高的收益。

**表 15 不同股东大会日预案价下限溢价率分组的持仓收益**

股东大会日溢价率	股东大会至发审委	股东大会至证监会	股东大会至停止
小于 20%	8.20%	9.91%	8.15%
大于等于 20%	4.85%	6.14%	7.63%

资料来源：海通证券研究所，WIND 资讯

表 16 统计了以发审委日溢价率以及证监会日溢价率为筛选标准时定增标的的持仓收益。我们依旧可以看到溢价率小于 20% 的股票在后续持仓时间段内有着相对较高的平均持仓收益。

**表 16 不同发审委日以及证监会日预案价下限溢价率分组的持仓收益**

发审委日溢价率	发审委至证监会	发审委至停止	证监会日溢价率	证监会至停止
小于 20%	3.66%	7.28%	小于 20%	4.90%
大于等于 20%	0.93%	1.49%	大于等于 20%	0.09%

资料来源：海通证券研究所，WIND 资讯

结合上述统计，我们认为在定增流程关键时点上选择预案价下限溢价率较低甚至为负的股票能够在后续持仓时间段上获得相对较高的平均持仓收益。

## 2.8 分年度收益分析

本节将分年度（以真实预案日）对于定增结果以及各持仓时间段上的定增收益进行统计从而观察是否在年度上呈现出一定趋势或规律。表 17 统计了样本定增结果，而表 18 统计了定增标的在各持仓时间段上的平均收益。

表 17 不同年份的定增结果

年度	成功	证监会通过且增发失败	未通过	发审委未通过	股东大会未通过	停止实施
2007	0 (0%)	0 (0%)	0 (0%)	1 (100%)	0 (0%)	0 (0%)
2008	1 (50%)	0 (0%)	0 (0%)	0 (0%)	0 (0%)	1 (50%)
2009	35 (95%)	0 (0%)	0 (0%)	1 (3%)	1 (3%)	0 (0%)
2010	41 (84%)	2 (4%)	0 (0%)	0 (0%)	1 (2%)	5 (10%)
2011	48 (40%)	17 (14%)	0 (0%)	2 (2%)	9 (7%)	45 (37%)
2012	70 (51%)	7 (5%)	0 (0%)	6 (4%)	7 (5%)	46 (34%)
2013	73 (49%)	2 (1%)	2 (1%)	2 (1%)	5 (3%)	64 (43%)
2014	17 (27%)	0 (0%)	0 (0%)	6 (10%)	8 (13%)	32 (51%)

资料来源：海通证券研究所，WIND 资讯

根据表 17 的数据，可以发现从 11 年以来，越来越多的公司公布了定增预案，同时我们也可以看到定增成功的比率逐年下降，而停止实施的比例越来越高。

表 18 对于不同年度定增相关标的在各持仓时间段上的平均收益进行了统计。

表 18 不同年份各持仓时间段上的平均收益

年度	预案至股东大会	预案至发审委	预案至证监会	股东大会至发审委	股东大会至证监会	发审委至证监会
2007	-24.90%	-14.99%	无	13.19%	无	无
2008	-24.58%	0.00%	-41.62%	0.00%	-41.62%	-41.62%
2009	-0.24%	11.63%	12.05%	10.91%	12.10%	2.05%
2010	4.19%	14.23%	15.88%	8.19%	10.01%	1.58%
2011	-13.41%	-16.29%	-16.91%	-4.89%	-6.55%	-1.27%
2012	0.45%	5.80%	6.10%	5.79%	7.21%	3.45%
2013	2.29%	11.39%	12.96%	10.01%	12.51%	2.50%
2014	1.80%	21.03%	32.40%	18.71%	31.56%	9.31%

资料来源：海通证券研究所，WIND 资讯

根据上表，可以看到定增相关股票在 2013、2014 年都有着相对较高的平均持仓收益，这也十分符合我们所观察到的近年来投资者对于定增事件的追捧。然而，同样值得注意的是 2011 年定增事件的表现，可以看到定增股票在各持仓时间段上的表现极差，这也从侧面反映出了整体市场环境对于参与定增事件的收益的影响。

### 3. 多方面选择定增标的

基于前文中对于定增收益的分析，在选择买入的定增股票时可以从多个方面综合考虑。由于作者还未形成十分成熟的投资策略，本节仅通过下述的一个简单策略对于这种定增标的的选择方法进行阐述，希望能够为各位投资者提供更多的灵感。

本节根据定增股票的企业性质、自由流通市值、预案价下限溢价率三个方面对于样本进行筛选并计算所选出的样本在预案日至证监会日/停止实施日之间的持有期收益。为了能够更加贴近实际，计算收益时要求涨停、停牌不买入，跌停、停牌不卖出。详细选择标准如下：

- 企业性质：非地方国企
- 自由流通市值：小于 50 亿
- 预案价下限溢价率：小于 20%

根据上述标准，选出的股票样本的持有期收益相关统计量如下：（见表 19）

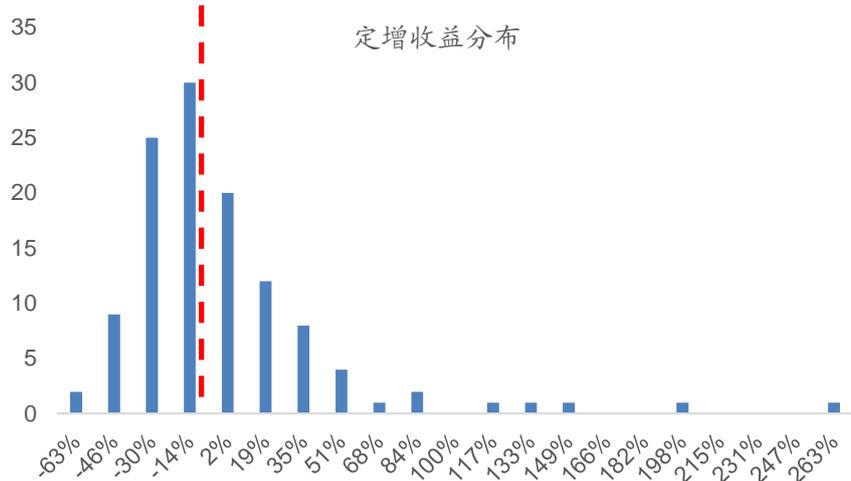
表 19 收益分布统计

平均收益	胜率	平均正收益	平均负收益	25%分位数	50%分位数	75%分位数
9.21%	48.31%	38.42%	-18.09%	-16.28%	-0.59%	23.27%

资料来源：海通证券研究所，WIND 资讯

根据上表可以发现虽然平均收益和胜率并不是特别令人满意，但是平均正收益以及平均负收益都有着较高的绝对值。这再次反映出参与定增事件的收益并不是特别的稳定，有一定概率会产生极高的收益但同时也有可能造成极大的亏损。图 3 展示了相关股票的收益分布。图 3 中收益分布的形状也与前文中的分析相符。

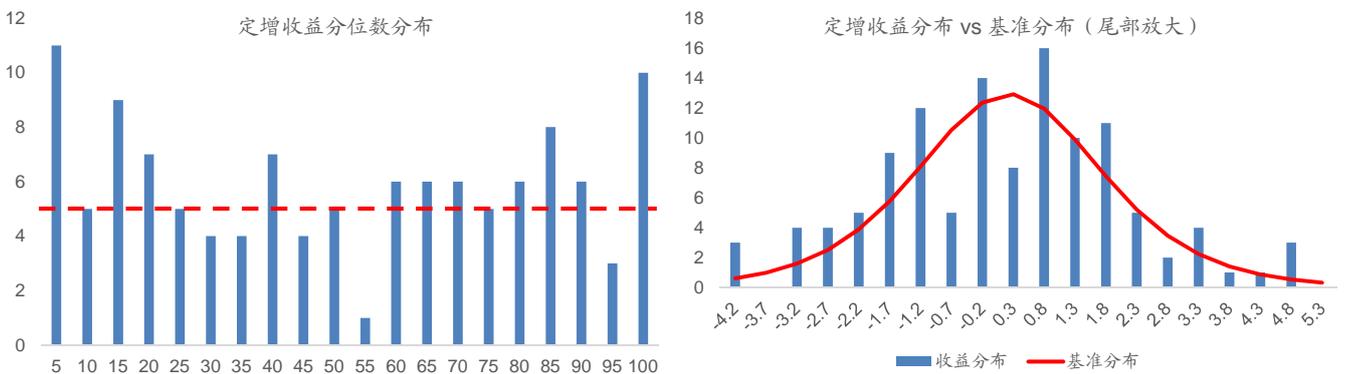
图 3 收益分布



资料来源：海通证券研究所

为了能够进一步分析所选出的股票的收益，我们对于每只选出的股票计算其持有期收益在同期市场上所有股票收益中的分位数。例如，股票 A 的收益分位数为 90，那么这表示股票 A 的持有期收益比同期市场中 90% 的股票获得的收益都要高。图 4（左）对于收益分位数分布进行了展示。又由于分位数两段样本相对集中，图 4（右）对于分位数分布进行了变换从而放大了分布的尾部。图 4 表明收益的分位数分布在两端是明显偏离基准分布的，这也体现出了通过此种方式参与定增事件收益的不稳定性。

图 4 收益分位数分布以及尾部放大



资料来源：海通证券研究所

## 4. 定向增发后的投资机会

前文中讨论了那么多定增过程中投资者可以参与的机会，那么在定增完成以后是否就没有投资机会了呢？显然不是，本节将提供一个定增股票发行后的参与机会供各位投资者参考。

由于定增参与人在认购股份后，依照规定存在锁定期。详细规定如下：“自发行结束之日起，控股股东、实际控制人及其控制的企业认购的股份，三十六个月内不得转让；其余投资者认购的股份，十二个月内不得转让。”基于上述规定，若将增发价看作是定增参与人的成本，那么在增发后股份解禁前若股价相对于增发价出现折价时公司会更有激励去提升股价。也就是说，在定增后解禁前，若股价相对于定增价出现大幅折价，那么投资者就可以买入相关股票并持有一段时间。此处我们使用以下规则对于样本进行回测：

- 企业性质：非地方国企
- 自由流通市值：小于等于 50 亿
- 增发价溢价率：小于 20%
- 持仓时间：向后持有 250 个交易日
- 调入调出限制：停牌不调入调出，涨停不调入，跌停不调出

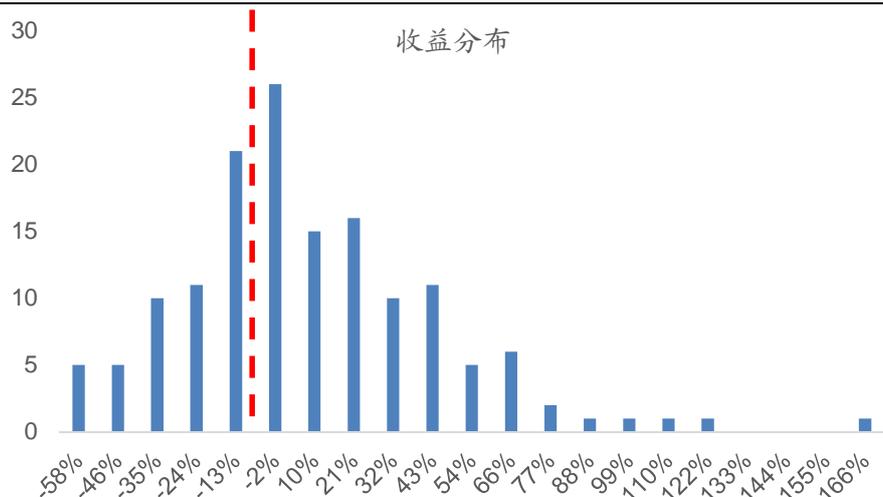
根据上述标准，选出的股票样本的持有期收益相关统计量如下：（见表 20）

表 20 收益分布统计

平均收益	胜率	平均正收益	平均负收益	25%分位数	50%分位数	75%分位数
13.95%	60.81%	35.13%	-19.25%	-8.91%	8.22%	33.14%

资料来源：海通证券研究所，WIND 资讯

图 5 收益分布



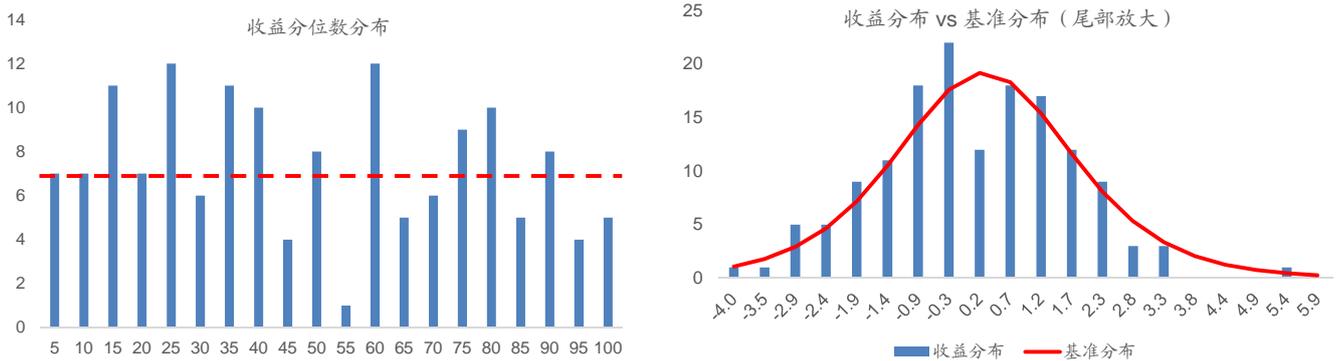
资料来源：海通证券研究所

根据前文所述思路选出的股票平均收益达 13.95%，而选股胜率达到 60.81%。从胜率以及平均收益来看，此投资逻辑存在一定的有效性。我们还需要注意到的是样本选股

平均正收益为 35.13%而样本平均负收益达-19.25%。可以进一步观察选股收益分布图（图 5）。

根据上图我们可以看到，选出的股票收益分布呈现出了十分明显的右偏态势。为了能够进一步分析所选出的股票的收益，我们可以对于其收益分位数的分布进行计算。（详见图 6（右））为观察分布的尾部，可以进一步对于分位数分布进行变化从而放大尾部。（详见图 6（左））

图 6 收益分位数分布以及尾部放大



资料来源：海通证券研究所

观察图 6 可知，选股收益分位数分布在分位数极大处以及分位数极小处并未明显偏离基准分布，收益分布仅在分位数大于 15 小于 60 区间上有所偏离。在对于尾部进行放大后，同样可以得到上述结论。总的来说，此种筛选方法虽并不能选出持有期收益极高的股票，但是其选出的股票的收益相对较为稳定。

## 5. 近期市场投资机会

本篇报告中，我们多次提到了股价相对于增发价或者预案价下限的溢价率这个指标。若将增发价或者预案价下限看成是定增参与人以及大股东认购增发股份的成本，那么当公司股价相对于增发价或者预案价下限的折价率较高时公司本身会更有激励去提升股价。换句话说，投资者可以在折价率较高时买入相关个股并期望股价出现回升。结合近期市场中相关定增股票的价格，投资者可以重点关注以下预案价下限溢价率较低的个股（见表 21、22）。

表 21 定增完成的近期溢价率较低个股

个股名称	发行日期	上市流通日	增发价(后复权)	现价(后复权)	溢价率
厦工股份	2012/2/23	2015/3/5	77.85	52.14	-33%
金牛化工	2012/9/5	2015/9/11	36.41	29.99	-18%
英力特	2012/3/29	2015/4/21	48.79	43.40	-11%
宇顺电子	2014/10/24	2017/11/12	19.40	18.23	-6%
斯米克	2014/1/14	2017/2/20	10.18	9.59	-6%
雏鹰农牧	2014/1/17	2017/1/30	63.10	61.05	-3%
康缘药业	2014/12/9	2017/12/22	172.43	172.93	0%
冀中能源	2014/7/3	2017/7/18	41.05	41.53	1%
新赛股份	2014/12/3	2017/12/18	23.09	23.57	2%
青岛双星	2014/10/28	2017/11/18	28.90	29.67	3%

资料来源：海通证券研究所，WIND 资讯

**表 22 定增进行中的近期溢价率较低个股**

名称	预案公告日	方案进度	预案价下限(后复权)	现价(后复权)	溢价率
江粉磁材	2014/12/30	董事会预案	12.70	11.11	-12%
中青宝	2014/7/26	股东大会通过	72.47	66.68	-8%
方大集团	2014/12/25	股东大会通过	57.88	53.77	-7%
隆鑫通用	2014/12/19	董事会预案	15.66	14.70	-6%
亚威股份	2015/1/13	股东大会通过	42.47	40.33	-5%
光洋股份	2014/12/9	董事会预案	24.86	23.98	-4%
兄弟科技	2014/11/27	股东大会通过	27.68	26.77	-3%
华昌化工	2014/10/27	股东大会通过	13.77	13.37	-3%
星星科技	2014/12/16	董事会预案	25.02	24.35	-3%
新宙邦	2014/12/23	股东大会通过	60.71	59.22	-2%

资料来源：海通证券研究所，WIND 资讯

(注：1.计算溢价率时使用的是 2015 年 2 月 4 日收盘数据;2.定增价是以发行日为基准进行复权的;3.预案价是以预案日为基准进行复权的。)

## 6. 结论

在对于定增事件的流程进行了梳理以及对于过去定增事件的重要时点数据进行了修正的基础上，本篇报告从多个时间节点、多个方面（公司属性、流通市值、关键时点溢价率等）对于投资者从二级市场参与定向增发的收益进行了分析与讨论。基于分析，我们认为可以通过结合公司以及定增事件多方面的指标来对于相关股票进行筛选。此外，我们还认为即使在定增结束后相关标的依旧有参与机会。当相关公司完成定增但定增股份还未解禁时，投资者可以调入股价相对于定增价的溢价率较低的相关股票并获取收益。最后，本篇报告还结合近期市场环境给出了近期溢价率较低的相关个股供广大投资者参考。

## 信息披露

### 分析师声明

高道德、吴先兴：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

路颖 所长 (021) 23219403 luying@htsec.com  
 高道德 副所长 (021) 63411586 gaodd@htsec.com  
 姜超 副所长 (021) 23212042 jc9001@htsec.com  
 江孔亮 所长助理 (021) 23219422 kljiang@htsec.com

宏观经济研究团队 姜超(021)23212042 jc9001@htsec.com 顾潇啸(021)23219394 gx8737@htsec.com 联系人 王丹(021) 23219885 wd9624@htsec.com 于博(021) 23219820 yb9744@htsec.com 固定收益研究团队 姜超(021)23212042 jc9001@htsec.com 李 宁(021)23219431 lin@htsec.com 周 霞(021)23219807 zx6701@htsec.com 联系人 张卿云(021)23219445 zqy9731@htsec.com 朱征星(021)23219981 zzx9770@htsec.com	金融工程研究团队 吴先兴(021)23219449 wuxx@htsec.com 郑雅斌(021)23219395 zhengyb@htsec.com 冯佳睿(021)23219732 fengjr@htsec.com 朱剑涛(021)23219745 zhujt@htsec.com 张欣慰(021)23219370 zwxw6607@htsec.com 曾逸名(021)23219773 zym6586@htsec.com 纪锡靓(021)23219948 jxj8404@htsec.com 联系人 杜 昊(021)23219760 dg9378@htsec.com 余浩淼(021) 23219883 yhm9591@htsec.com 沈泽承(021) 23212067 szc9633@htsec.com 袁林青(021)23212230 ylq9619@htsec.com	金融产品研究团队 单开佳(021)23219448 shankj@htsec.com 倪韵婷(021)23219419 niyt@htsec.com 罗 震(021)23219326 luozh@htsec.com 唐洋运(021)23219004 tangyy@htsec.com 孙志远(021)23219443 szy7856@htsec.com 陈 亮(021)23219914 cl7884@htsec.com 陈 瑶(021)23219645 chenyaoyao@htsec.com 伍彦妮(021)23219774 wyn6254@htsec.com 桑柳玉(021)23219686 sly6635@htsec.com 陈韵婷(021)23219444 cyc6613@htsec.com 田本俊(021)23212001 tbj8936@htsec.com 联系人 冯 力(021)23219819 fl9584@htsec.com 宋家骥(021)23212231 sjj9710@htsec.com
策略研究团队 荀玉根(021)23219658 xyg6052@htsec.com 汤 慧(021)23219733 tangh@htsec.com 王 旭(021)23219396 wx5937@htsec.com 刘 瑞 (021)23219635 lr6185@htsec.com 李 珂(021)23219821 lk6604@htsec.com 张华恩(021)23212212 zhe9642@htsec.com	中小市值团队 钮宇鸣(021)23219420 nyum@htsec.com 何继红(021)23219674 hejh@htsec.com 孔维娜(021)23219223 kongwn@htsec.com	政策研究团队 李明亮(021)23219434 lml@htsec.com 陈久红(021)23219393 chenjiuhong@htsec.com 吴一萍(021)23219387 wuyiping@htsec.com 朱 蕾(021)23219946 zl8316@htsec.com 周洪荣(021)23219953 zhr8381@htsec.com
批发和零售贸易行业 汪立亭(021)23219399 wanglt@htsec.com 李宏科(021)23219671 lhk6064@htsec.com 路 颖(021)23219403 luying@htsec.com 潘 鹤(021)23219423 panh@htsec.com	石油化工行业 邓 勇(021)23219404 dengyong@htsec.com 王晓林(021)23219812 wxl6666@htsec.com	非银行金融行业 丁文韬(021)23219944 dwt8223@htsec.com 吴绪越(021)23219947 wxy8318@htsec.com 王维逸(021)23212209 wwy9630@htsec.com
电力设备及新能源行业 周旭辉(021)23219406 zxh9573@htsec.com 牛 品(021)23219390 np6307@htsec.com 房 青(021)23219692 fangq@htsec.com 徐柏乔(021)23219171 xqb6583@htsec.com	有色金属行业 钟 奇(021)23219962 zq8487@htsec.com 施 毅(021)23219480 sy8486@htsec.com 刘 博(021)23219401 liub5226@htsec.com	钢铁行业 刘彦奇(021)23219391 liuyq@htsec.com
机械行业 龙 华(021)23219411 longh@htsec.com 徐志国(010)58067934 xzg9608@htsec.com 熊哲颖(021)23219407 xzy5559@htsec.com 联系人 韩鹏程(021)23219963 hpc9804@htsec.com 赵 晨(010)58067988 zc9848@htsec.com	医药行业 周 锐(0755)82780398 zr9459@htsec.com 余文心(0755)82780398 ywx9460@htsec.com 刘 宇(021)23219608 liuy4986@htsec.com 王 威(0755)82780398 ww9461@htsec.com 郑 琴(021)23219808 zq6670@htsec.com	建筑工程行业 赵 健(021)23219472 zhaoj@htsec.com 张显宁(021)23219813 zxn6700@htsec.com 联系人 金 川(021)23219957 jc9771@htsec.com
计算机行业 陈美凤(021)23219409 chenmf@htsec.com 蒋 科(021)23219474 jiangk@htsec.com 王秀钢(010)58067934 wxg8866@htsec.com	房地产业 涂力磊(021)23219747 tll5535@htsec.com 谢 盐(021)23219436 xiey@htsec.com 贾亚童(021)23219421 jiayt@htsec.com	食品饮料行业 闻宏伟(010)58067941 whw9587@htsec.com 马浩博(021)23219822 mhb6614@htsec.com 联系人 戚 珊(021)23212207 cs9703@htsec.com
汽车行业 邓 学(0755)23963569 dx9618@htsec.com 廖瀚博(0755)82900477 lhb9781@htsec.com	农林牧渔行业 丁 频(021)23219405 dingpin@htsec.com 夏 木(021)23219748 xiam@htsec.com 联系人 陈雪丽(021)23219164 cxl9730@htsec.com	社会服务业 林周勇(021)23219389 lzy6050@htsec.com

<b>银行业</b> 林媛媛(0755)23962186 王宇轩(021)23219383 lyy9184@htsec.com wyx9965@htsec.com	<b>基础化工行业</b> 曹小飞(021)23219267 张 瑞(021)23219634 caoxf@htsec.com zr6056@htsec.com	<b>建筑建材行业</b> 邱友锋(021)23219415 周 煜(021)23219972 qyf9878@htsec.com zy9445@htsec.com
<b>交通运输行业</b> 虞 楠(021)23219382 姜 明(021)23212111 yun@htsec.com jm9176@htsec.com	<b>家电行业</b> 陈子仪(021)23219244 宋 伟(021)23219949 chenzy@htsec.com sw8317@htsec.com	<b>通信行业</b> 徐 力(010)58067940 xl9312@htsec.com
<b>纺织服装行业</b> 焦 娟(021)23219356 唐 苓(021)23212208 jj9604@htsec.com tl9709@htsec.com	<b>电子行业</b> 董瑞斌(021)23219816 陈 平(021)23219646 drb9628@htsec.com cp9808@htsec.com	<b>造纸轻工行业</b> 曾 知(021)23219473 zz9612@htsec.com
<b>互联网及传媒行业</b> 张杰伟(021)23219775 联系人 王幽悠(021)23212210 zjw9915@htsec.com wyy9632@htsec.com	<b>煤炭行业</b> 朱洪波(021)23219438 zhb6065@htsec.com	<b>公用事业</b> 联系人 张一弛(021)23219402 韩佳蕊(021)23212259 zyc9637@htsec.com hjr9753@htsec.com

## 海通证券股份有限公司机构业务部

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

贺振华 董事副总经理  
 (021)23219381  
 hzh@htsec.com

### 深广地区销售团队

蔡铁清 (0755)82775962 ctq5979@htsec.com  
 刘晶晶 (0755)83255933 liujj4900@htsec.com  
 辜丽娟 (0755)83253022 gulj@htsec.com  
 高艳娟 (0755)83254133 gyj6435@htsec.com  
 伏财勇 (0755)23607963 fcy7498@htsec.com  
 邓 欣 (0755)23607962 dx7453@htsec.com

### 上海地区销售团队

贺振华 (021)23219381 hzh@htsec.com  
 季唯佳 (021)23219384 jiwj@htsec.com  
 胡雪梅 (021)23219385 huxm@htsec.com  
 黄 毓 (021)23219410 huangyu@htsec.com  
 朱 健 (021)23219592 zhuj@htsec.com  
 黄 慧 (021)23212071 hh9071@htsec.com  
 孙 明 (021)23219990 sm8476@htsec.com  
 孟德伟 (021)23219989 mdw8578@htsec.com  
 黄胜蓝(021)23219386 hsl9754@htsec.com  
 张 杨(021)23219442 zy9937@htsec.com  
 杨 洋(021)23219281 yy9938@htsec.com

### 北京地区销售团队

赵 春 (010)58067977 zhc@htsec.com  
 隋 巍 (010)58067944 sw7437@htsec.com  
 江 虹 (010)58067988 jh8662@htsec.com  
 杨 帅 (010)58067929 ys8979@htsec.com  
 张 楠 (010)58067935 zn7461@htsec.com  
 许诺 (010)58067931 xn9554@htsec.com  
 杨 博 (010)58067996 yb9906@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