



证券研究报告·金融工程专题

## 股东数量变化因子的有效性分析

## 金融工程研究

**公司股东数量的变化与二级市场筹码的流动以及相应的股价表现存在密切的关系**

股东户数反映了流通中股票的集中程度。一般认为，股东户数减少，户均持股比率上升，说明个人投资者在抛售这只股票，散户数量降低，大资金在吸收筹码。机构投资者吸纳了这些流通股，未来股价可能会得到一定程度的拉升；相反，股东户数增加，户均持股比率下降，往往意味着大量散户开始跟风购买，大资金开始出货，股票由机构投资者流向个人投资者，未来股价可能会下跌。这种双方的投资行为影响了市场上该股票的供求关系，从而影响股价。

**以公司披露股东数量减少超过5%作为一个事件，统计结果显示公告日后绝对收益明显，但相对收益较低**

我们把股东数量相对于上一次公告的数量减少大于5%作为一个相关的事件来研究，以公告日当天作为基准日，考察基准日前60个交易日到后60个交易日区间内事件标的绝对涨跌幅以及相对市值基准的涨跌幅。统计结果显示公告日后绝对收益明显，但相对收益较低。

**不同市值组股东数量变化的相对值可以部分反映对应季度市场的风格偏好**

如果机构资金抱团大市值股票，反映在股东变化率指标上应该对应大市值股票股东数量增加而小市值股票股东数量减少，并且小市值股票筹码增加的力度会更加明显，但就与实际风格指数的相关关系来说，仅存在弱相关关系。

**股东数量变化因子与大多数其它因子的多空收益差相关性较弱**

除了换手率因子与反转类因子之外，股东数量变化率因子总体上与其它各因子相关性较低。其中与换手率因子的高相关性表明股东数量减少较多的股票通常换手率比较低，股东数量增加较多的股票换手率较高。与反转类因子的负相关性说明股东数量减少的股票在筹码集中的过程中可能本身已经累计了一定的涨幅，后续股价表现更倾向于呈现动量效应。

**对股东数量因子多头增强效果最好的是盈利和成长因子**

统计结果显示，盈利因子与成长因子对股东数量因子多头的增强效果最好，其次是换手率因子，其余因子几乎没有产生增强效果。这表明，在筹码最集中的标的当中，业绩仍然是超额收益的主要来源。

丁鲁明

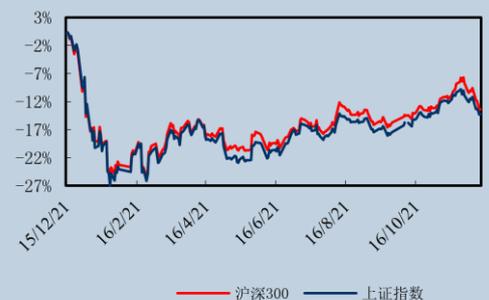
dingluming@csc.com.cn

021-68821623

执业证书编号：S1440515020001

发布日期：2017年9月21日

### 市场表现



### 相关研究报告

- 17.06.05 《多因子跟踪月报：盈利因子依然强势，股价动量效应延续（2017年6月）》  
《量化视角看本轮消费板块行情还能走多远——以白酒、家电为案例的量化基本面分析》
- 17.05.10 《管窥市场：从残差波动率角度看涨跌》
- 17.03.10 《从配置资产到配置风险——融合多策略的资产配置框架》
- 17.03.08 《新闻情绪选股的多空差策略》
- 17.03.02 《机器学习之贝叶斯文本分类算法的实现》
- 16.09.12 《基于投资时钟的股票行业配置》



## 目录

一、引言 .....	1
二、事件分析 .....	2
三、不同市值组股东变化率指标的走势分析 .....	3
四、股东变化率因子与其它选股因子的相关性分析 .....	6
五、股东变化率因子多头内的因子有效性分析 .....	8

## 图目录

图 1: 2017 年 1 季度股东数量变化率与股票市值的关系 .....	1
图 2: 股东数量减少超过 5% 的股票在公告前后 60 个交易日的区间表现 .....	2
图 3: 股东数量减少超过 5% 的股票在公告前后 60 个交易日的区间相对市值基准的表现 .....	3
图 4: 2017 年 1 季度各市值组股东变化率平均分位数 (中位数) .....	4
图 5: 前 3 个市值组历史上各季度股东变化率分位 (中位数) 走势 .....	4
图 6: 后 3 个市值组历史上各季度股东变化率分位 (中位数) 走势 .....	5
图 7: 大小市值指数涨跌幅差异走势 vs 第 1 市值组股东数量变化率 (相对分位) 走势 .....	6
图 8: 市值中性下的股东变化率因子多空收益 .....	7
图 9: ROE 因子对股东变化率多头的增强效果 .....	9

## 表目录

表 1: 股东数量变化率因子多空收益差与其它因子的相关关系 .....	7
表 2: 其它因子对股东变化率因子的增强效果 .....	9

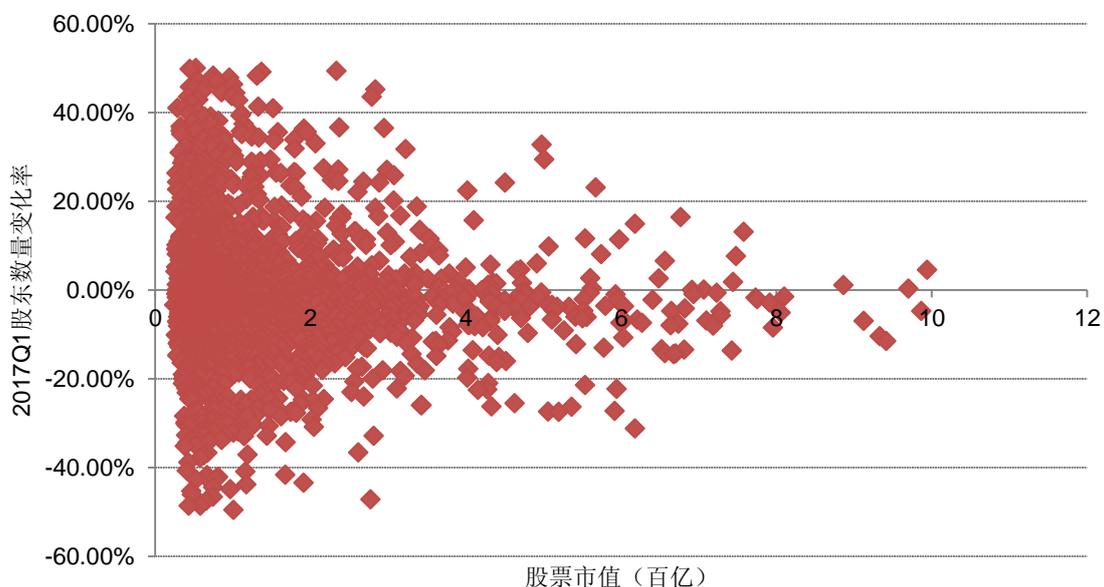


## 一、引言

在股价驱动指标中，股权指标作为一个大类，包含股权集中度，股东户数，户均持股数等指标。股东户数反映了流通中股票的集中程度。一般认为，股东户数减少，户均持股比率上升，说明个人投资者在抛售这只股票，散户数量降低，大资金在吸收筹码。机构投资者吸纳了这些流通股，未来股价会得到一定程度的拉升；相反，股东户数增加，户均持股比率下降，往往意味着大量散户开始跟风购买，大资金开始出货，股票由机构投资者流向个人投资者，未来股价可能会下跌。这种双方的投资行为影响了市场上该股票的供求关系，从而影响股价。

本篇研究的目的在于挖掘股东数量变化这一指标与股票未来收益率的相关关系、大盘股与小盘股之间股东数量变化如何相互作用、股东变化率因子与其它常用选股因子之间的相关性以及它们如何共同影响未来股价表现。我们在分析这些规律时，始终保持市值中性的原则，即在市值相近的股票之间进行比较。这样做的好处有两点；其一，过去很长一段时间 A 股存在明显的市值风格效应，即小市值股票涨幅超过大市值股票，我们把比较的对象限定为同一市值组，能够尽可能避免市值风格波动对结果产生的干扰。其二，我们选取的指标是每个季度上市公司财报公布的股东数量数据，然后根据连续两个季度的指标算出变化率。由于大市值股票往往股东数量较多，二级市场的筹码转换行为对百分比变化的影响一般要小于股东数量较少的小市值股票，因此就百分比的绝对值来说，变化最大的总是小市值股票，也就难以捕捉大市值股票的筹码集中行为，下图的结果验证了这一猜想。

图 1：2017 年 1 季度股东数量变化率与股票市值的关系



数据来源：wind 资讯，中信建投证券研究发展部

在图 1 中，我们提取沪深两市公司 2017 年 1 季报和 2016 年 4 季报公布的股东数量数据，计算股东数量变化的百分比，并与公司的市值大小一起形成一个散点图。为了避免极端值的影响，我们剔除了股东数量变化率绝对值大于 50% 以及公司总市值大于 1000 亿的样本。结果显示市值小的公司更有可能出现股东数量百分比的剧

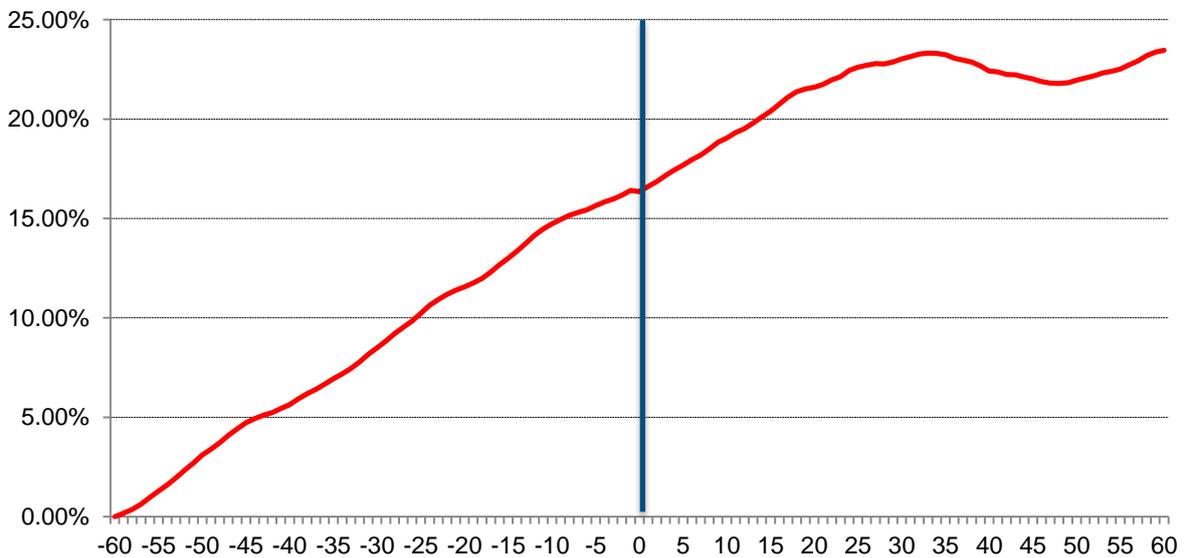


烈变化，这也表明我们在比较之前做适当的市值中性处理是有意义的

## 二、事件分析

为了研究股票筹码的分布变化与股价的相关关系，我们首先把每次股东数量的披露作为一个相关的事件来研究，以公告日当天作为基准日，考察基准日前 60 个交易日到后 60 个交易日区间内事件标的绝对涨跌幅以及相对市值基准的涨跌幅。具体地，我们这里定义事件为股东数量相对于上一次公告的数量减少大于 5%，并且剔除公告日下一个交易日停牌或涨停的样本，下图为历史上自 2003 年以来，触发该事件的股票在基准日前 60 个交易日到后 60 个交易日的平均绝对涨跌幅：

图 2：股东数量减少超过 5% 的股票在公告前后 60 个交易日的区间表现



数据来源：wind 资讯，中信建投证券研究发展部

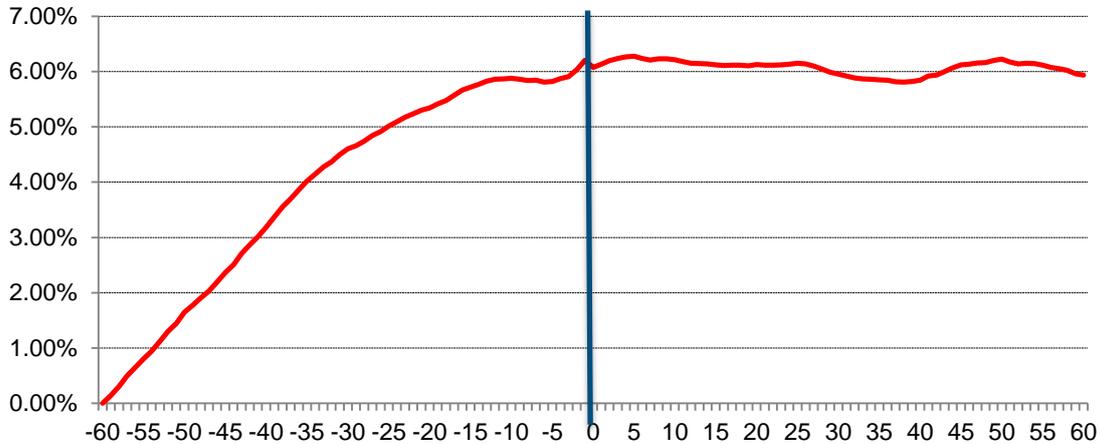
图中显示在公告基准日之前的 60 个交易日至后 30 个交易日，股东数量变化减少超过 5% 的股票在平均意义上确实能够带来比较稳定的收益，但是就像我们在第一节中提到的，这部分收益可能来源于过去几年小市值占优的市场风格，因为小市值股票的股东数量变化率更有可能超过 5%，因此我们下面将该涨跌幅与对应的市值基准进行比较，其中市值基准的定义和计算方法如下：

- (1) 每个月末将所有股票按照市值大小分成 20 个组；
- (2) 在每个交易日，以个股所在市值分组里的股票平均涨跌幅作为其对应的市值基准；
- (3) 个股涨跌幅减去同期市值基准涨跌幅作为剔除掉市值风格的超额收益

用该超额收益代替之前的绝对涨幅，重新得到公告日【-60，60】区间的相对涨跌幅如下：



图 3：股东数量减少超过 5% 的股票在公告前后 60 个交易日的区间相对市值基准的表现



数据来源：wind 资讯，中信建投证券研究发展部

图中显示，股东数量减少超过 5% 作为一个事件带来的真实超额收益主要集中在公告前，而在公告后平均而言几乎没有明显的超额收益，因此作为事件类信号而言，该指标更多地被认为是一个同步的选股指标。

### 三、不同市值组股东变化率指标的走势分析

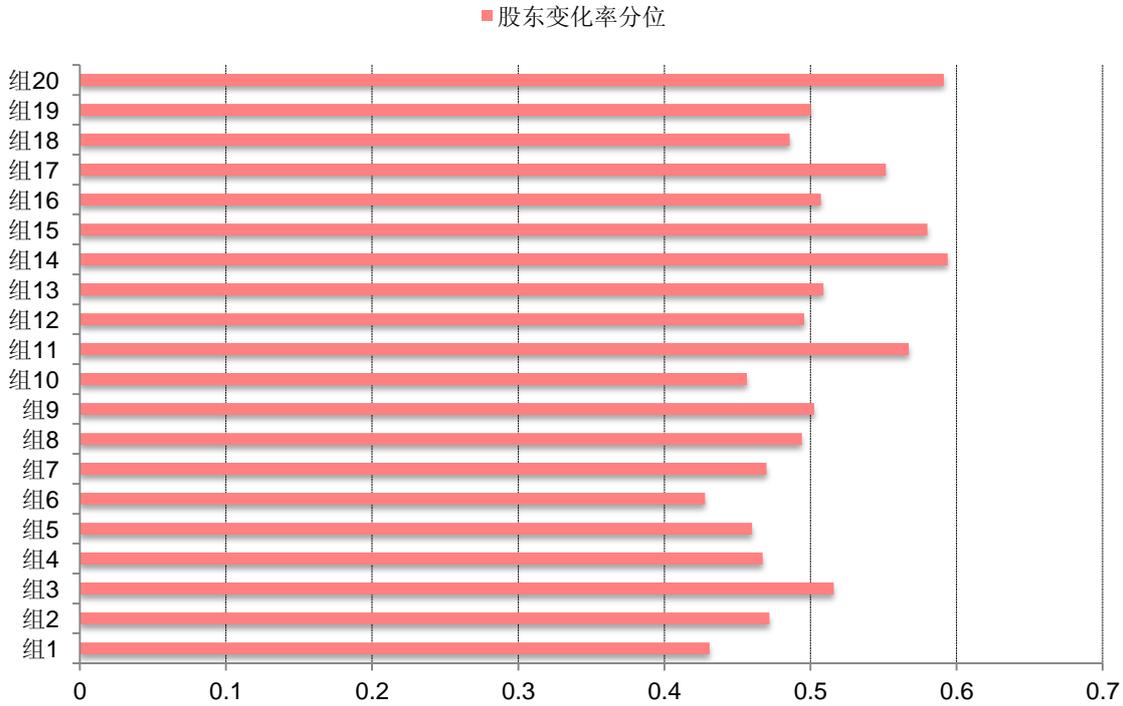
第一节中我们已经看到股东变化率指标在不同的市值区间有着不一样的分布，2017 年 1 季度的数据显示小市值股票在该指标的波动较为剧烈，但就平均意义来看，小市值与大市值的差异并不十分明显。如果股东数量的减少代表筹码的集中，那么通过比较不同市值组该指标的平均值，能否反应出当季度市场风格的走向？在理想状态下，如果假设机构资金一定，那么仓位的调整反应在股东数量变化上意味着一些股票筹码的分散（机构卖出）和另一些股票筹码的集中（机构买入）。进一步，如果机构资金抱团大市值股票，反映在股东变化率指标上应该对应大市值股票股东数量增加而小市值股票股东数量减少，并且小市值股票筹码增加的力度会更加明显。下面我们通过数据对上述猜想进行验证。

注意到之前我们假设理想状态下场内资金数量不变，如果场内资金净增加或净减少，情况相对复杂。具体地，个人资金的入场会让整个市场的筹码更加分散，机构资金的入场会让整个市场的筹码更加集中。如果单纯比较股东数量变化的百分比，那么在机构资金大幅入场的时段，市场整体会出现筹码集中的趋势，单个股票股东数量减少不能够充分反映市场偏好的转换，因此这里我们对每个季度所有股票股东数量变化率指标进行排序，计算每只股票的因子值在当季度所有样本中所处的相对分位点，用 0~1 之间的一个数值表示，小于 0.5 代表股东数量的增加（减少）小于（大于）市场平均，大资金对该股票的偏好高于市场平均，相反，大于 0.5 代表股东数量的增加（减少）大于（小于）市场平均，大资金对该股票的偏好低于市场平均。

同样，我们将市场上所有的股票按市值大小分成 20 个市值组，第 1 组代表市值最大的组，第 20 组代表市值最小的组，然后统计各市值组内股东变化率分位值的中位数，该值可以大致反映每个季度机构资金对不同市值组股票的平均偏好。下图统计的是 2017 年 1 季度的结果，可以看出，后 10 个市值组普遍出现筹码分散，而前 10 个市值组大多表现出筹码集中。股东数量下降最明显的是第 1 组和第 6 组，上升最明显的是第 11 组、第 14 组、第 15 组、第 17 组以及第 20 组。从实际同期股价表现来看，第 1 组中的银行股和中字头股票确实出现了较大的涨幅，而第 20 组最小市值股票跌幅亦十分明显。



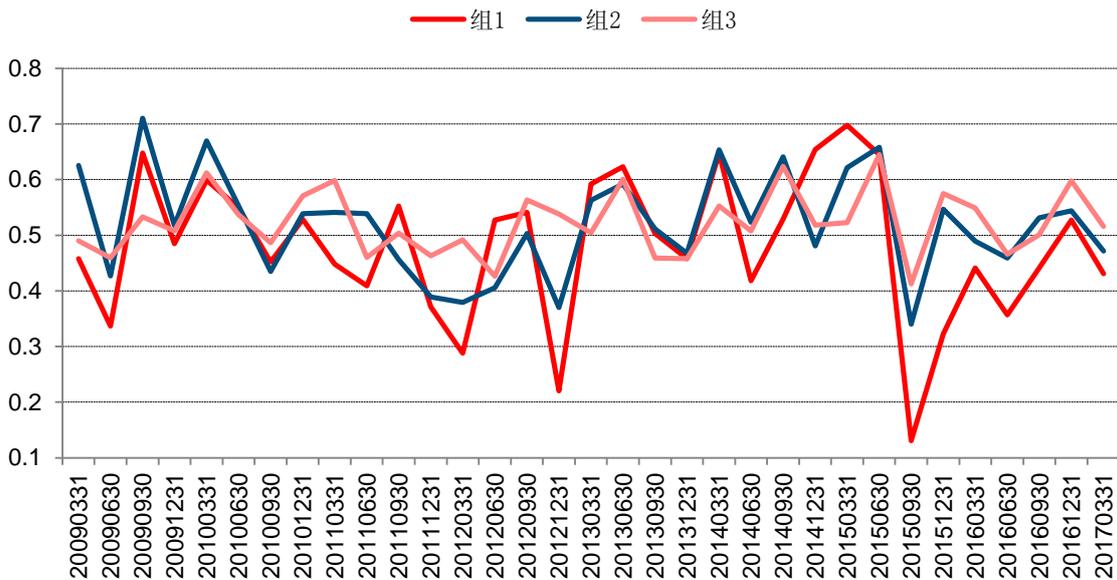
图 4：2017 年 1 季度各市值组股东变化率平均分位数（中位数）



数据来源：wind 资讯，中信建投证券研究发展部

对 2009 年以来每个季度都进行类似的统计，我们可以得出大市值组和小市值组历史上的股东变化率分位走势，下图显示的是前 3 个市值组与后 3 个市值组的统计结果：

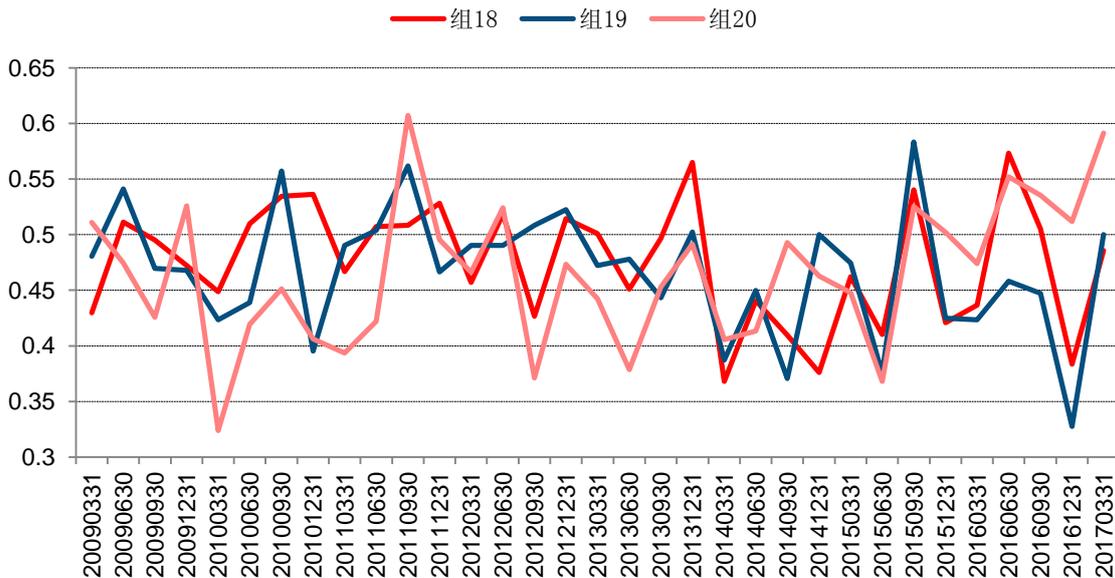
图 5：前 3 个市值组历史上各季度股东变化率分位（中位数）走势



数据来源：wind 资讯，中信建投证券研究发展部

从图中可以看出，从 2015 年 2 季度的牛市顶点到 3 季度的过程中，3 个大市值组的股东变化率指标出现了从高位到低位的回落，而 3 个小市值组的股东变化率指标出现从低位到高位上升，与实际市场风格转换相吻合。2014 年四季度市场也出现了风格转换，但就股东变化率指标来看机构资金并没有显示出从小市值股票转向大市值股票，最大市值组的股票筹码出现明显分散，第 18 组小市值股票筹码出现明显集中，事实上在随后的一个季度，市场风格又再次回到了小市值股票。

图 6：后 3 个市值组历史上各季度股东变化率分位（中位数）走势



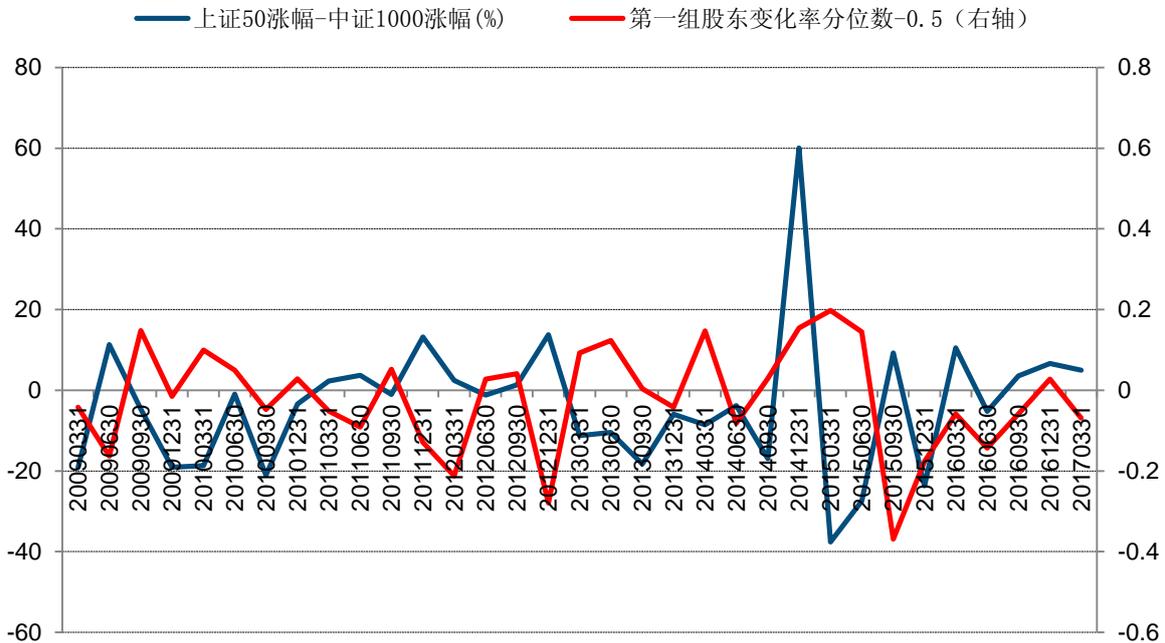
数据来源：wind 资讯，中信建投证券研究发展部

在第一节中我们就 2017 年 1 季度的数据来看，发现小市值股票股东数量变化率的波动远大于大市值股票，但是从上面的时间序列表现看，小市值股票股东数量变化率中位数的波动范围要小于大市值股票。上面两张图显示，最大市值组的变化率指标中位数在 2012 年 1 季度、2012 年 4 季度以及 2015 年 3 季度小于 0.3，在 2009 年 3 季度、2013 年 2 季度、2014 年 1 季度和 4 季度、2015 年 1 季度和 2 季度大于 0.6，最小市值组的变化率指标中位数仅在 2011 年 3 季度超过 0.6，其余时间均在 0.3~0.6 的范围内震荡。这表明市场对小市值组内股票的偏好较为分散，即使在整体风格偏向小市值的时期，大资金对具体标的的存在较为明显的筛选行为，表现在筹码分散和集中的股票数量相当，而在整体风格偏向大市值的时期，资金对大市值内标的的筛选程度较弱，表现出整个组内各个股票出现大范围筹码集中。

以上，我们的对大小市值组历史上筹码的流动有了一个直观的认识，但是筹码的集中多大程度上意味着股价的上涨，二者的相关性有多高？我们用每个季度上证 50 与中证 1000 的涨跌幅差值代表市场风格偏向大市值股票的程度，用最大市值组股票股东变化率的中位数（这里减去 0.5 使得该指标在 0 上下波动）代表实际机构资金对大市值股票的偏好程度，二者之间的走势关系如下图所示：



图 7：大小市值指数涨跌幅差异走势 vs 第 1 市值组股东数量变化率（相对分位）走势



数据来源：wind 资讯，中信建投证券研究发展部

图中显示二者之间的走势存在较弱的负相关性，相关系数仅-0.23，也就是说，机构筹码在大小市值股票之间的流动与实际涨跌幅差值并不存在必然的关系。

## 四、股东变化率因子与其它选股因子的相关性分析

上一节我们从整个市值组的角度分析了股东数量变化率的中位数与市场对该市值组股票偏好的相关关系，以下我们具体到个股探究市值组中股东变化率最多的股票具有什么样的性质，其中本节主要探索股东变化率指标本身能否作为一个区分股票未来涨跌幅的因子，并统计该因子与其它既有选股因子之间的相关性。下一节我们考察哪些其它因子能够对该因子进行显著增强，即在股东数量减少最多的股票池当中，哪些选股指标能够产生稳定的 alpha。

我们对股东变化率因子的构建同样保持市值中性的思想，主要分为以下几个步骤：

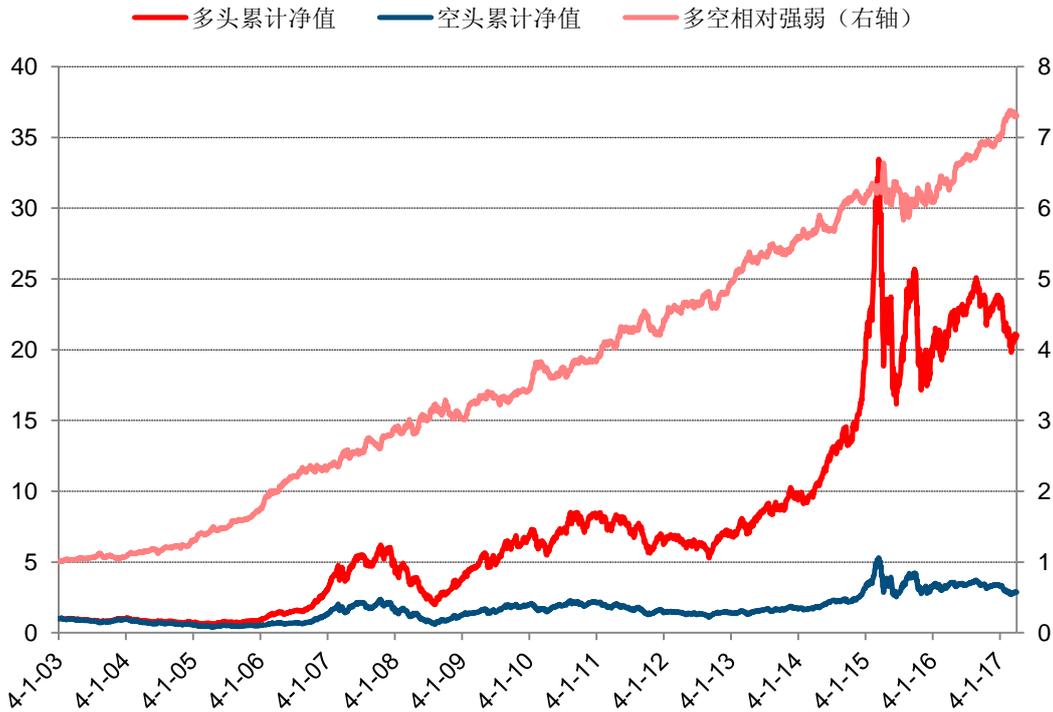
1. 首先在每个季度末把市场上所有股票按照市值大小排序，依次分为 20 个市值组，第 1 组代表市值最大的组，第 20 组代表市值最小的组。
2. 统计每个季度财报中各股票股东数量相对上一个季度的变化的百分比。
3. 在每个市值组中选出，股东数量变化率下降最多的前 20% 只股票作为股票多头，下降最少（增加最多）的 20% 只股票作为股票空头，将每个市值组的多头合并作为该因子的股票多头，每个市值组的空头合并作为该因子的空头。
4. 计算每个季度因子多头涨幅与因子空头涨幅，形成两个净值序列，这两个序列的比值为多头与空头的相对强



弱。

下图给出了 2003 年一季度以来，股东数量变化率因子多头、因子空头以及多空相对强弱的净值曲线。

图 8：市值中性下的股东变化率因子多空收益



数据来源：wind 资讯，中信建投证券研究发展部

总体来看，在控制市值影响因素之后，股东数量下降最多的 20% 股票相对于增加最多的 20% 股票存在长期稳定的超额收益，年化多空收益差高达 14.36%，仅在 2015 年 3 季度有比较明显的回撤，而这段时间因为股灾期间股票大面积停牌，有效样本大幅减少，不能充分证明因子的失效。

为了进一步考察该因子的特性，我们按照类似的方法计算了既有因子库内其它因子的多空收益序列，并统计这些序列与股东数量变化率多空收益序列的相关性，结果如下表所示：

表 1：股东数量变化率因子多空收益差与其它因子的相关关系

	ROA	ROE	毛利率	净利率	EPS	
年化多空收益差	7.91%	9.35%	6.21%	6.42%	10.24%	
与股东数量变化因子的 相关系数	0.06	0.16	0.06	0.00	0.14	
	Delta_ROA	Delta_ROE	Delta 毛利率	Delta 净利率	Delta_EPS	主营业务收 入增长率
年化多空收益差	7.46%	7.75%	7.93%	6.72%	9.87%	12.04%
与股东数量变化因子的	0.11	0.06	0.11	0.16	0.14	0.00



相关系数

	资产负债率	资产周转率	销售费用	管理费用	每股净资产			
年化多空收益差	-0.75%	2.45%	2.94%	-0.04%	7.17%			
与股东数量变化因子的 相关系数	0.17	0.06	0.15	0.03	0.04			
	PB	PE	总市值	A股流通市值				
年化多空收益差	9.56%	6.96%	2.58%	0.89%				
与股东数量变化因子的 相关系数	(0.10)	0.19	(0.06)	(0.01)				
	1个月日均换手率	三个月日均换手率	一个月股价反转	三个月股价反转	六个月股价反转	DIF	DEA	MACD
年化多空收益差	23.64%	19.15%	19.13%	15.04%	7.63%	18.01%	15.28%	10.06%
与股东数量变化因子的 相关系数	0.45	0.46	(0.24)	(0.27)	(0.24)	(0.26)	(0.24)	(0.19)

数据来源：中信建投证券研究发展部

表中显示，除了换手率因子与反转类因子之外，股东数量变化率因子总体上与其它各因子相关性较低。其中与换手率因子的高相关性表明股东数量减少较多的股票通常换手率比较低，股东数量增加较多的股票换手率较高。与反转类因子的负相关性说明股东数量减少的股票在筹码集中的过程中可能本身已经累计了一定的涨幅，后续股价表现更倾向于呈现动量效应。

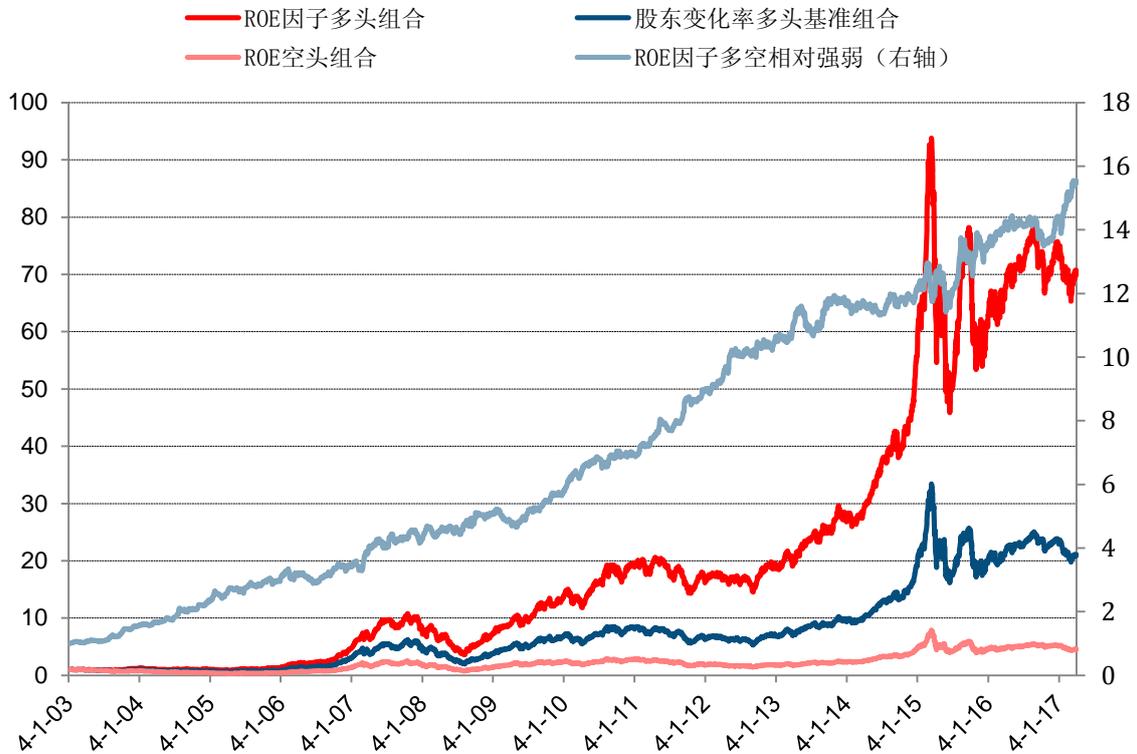
## 五、股东变化率因子多头内的因子有效性分析

之前的统计结果已经说明股东数量变化率这个因子多空收益差是比较稳定的，且与大多数既有因子多空收益差相关性较低，本节我们在股东变化率因子选出的多头基础上进一步寻找有效的因子，对多头收益做进一步增强。我们的分析仍然保持市值中性，把每个市值组选出的股东减少数量最多的股票作为新的股票池，在新的股票池中选取因子排名前的 20% 股票作为因子多头，排名后 20% 的股票作为因子空头，计算每个季度的因子多空收益累计净值以及多空相对强弱。

以 ROE 因子为例，在每个季度末，我们首先按照第三部分的方法选出每一个市值组中的多头组合，在每个市值组产生的多头组合中，选取 ROE 最大的前 20% 股票作为该市值组内的 ROE 因子多头组合，ROE 最小的 20% 股票作为该市值组内的空头组合。然后将所有市值组选出的 ROE 因子多头结合起来作为一个因子多头组合，类似地可以构造 ROE 因子的空头组合。通过计算每个季度 ROE 多头组合、空头组合的累计净值以及多空相对强弱，我们可以考察 ROE 因子对股东数量变化率因子的增强作用，结果如下图所示：



图 9：ROE 因子对股东变化率多头的增强效果



数据来源：wind 资讯，中信建投证券研究发展部

图中显示，在股东数量下降比例最大的股票中，ROE 较高的股票未来一个季度的收益要明显好于 ROE 低的股票，且这种效应自 2003 年以来一直十分稳定。除此之外，ROE 较高的股票也能够一直稳定跑赢基准组合。具体地，ROE 因子的年化多空收益差高达 21.90%，ROE 因子多头组合相对于基准的增强达到年化 9.14%。这表明，在大资金对不同股票筹码进行吸收的过程中，ROE 较高的股票未来上涨的潜力更大，因此可以作为一个有效的增强因子。我们用同样的方法对既有的 26 个因子都进行类似的测试，结果如下表所示：

表 2：其它因子对股东变化率因子的增强效果

	ROA	ROE	毛利率	净利率	EPS	主营业务	
年化多空收益差	24.69%	21.90%	14.19%	18.67%	25.18%	收入增长	Delta 净收入
年化多头增强	10.04%	9.14%	7.04%	7.14%	10.72%	率	
	Delta_ROA	Delta_ROE	Delta 毛利率	Delta 净利率	Delta_EPS		
年化多空收益差	18.63%	19.03%	20.97%	18.98%	24.06%	21.73%	25.34%
年化多头增强	9.11%	8.70%	10.85%	7.56%	12.03%	10.91%	12.06%
	资产负债率	资产周转率	销售费用	管理费用	每股净资产		
年化多空收益差	-6.38%	5.96%	0.78%	-0.91%	9.80%		
年化多头增强	-4.81%	2.84%	1.15%	-0.91%	2.16%		



	PB	PE	总市值	A 股流通市值	
年化多空收益差	6.66%	9.29%	2.34%	0.01%	
年化多头增强	1.69%	-0.67%	1.77%	-1.83%	
	1 个月日均换 手率	三个月日均换 手率	一个月股价反 转	三个月股价反 转	六个月股价反 转
年化多空收益差	12.85%	11.19%	6.67%	7.56%	0.96%
年化多头增强	4.72%	4.04%	1.96%	1.93%	-0.34%

数据来源：中信建投证券研究发展部

结果显示，盈利因子与成长因子对原基准的增强效果最好，其次是换手率因子，其余因子几乎没有产生增强效果。这表明，在筹码最集中的标的当中，业绩仍然是超额收益的主要来源。

其中增强效果最明显的因子是 Delta 净收入因子，年化多空收益差高达 25.34%，多头相对基准的年化超额收益为 12.06%，说明在机构资金相对集中的股票中，成长性较好的公司未来股价会有相对强势的表现，除此之外 Delta 毛利率、Delta\_EPS 在多头上的年化增强也超过了 10%。盈利因子中，ROA 和 EPS 对多头的年化增强效应最好，分别是 10.04% 和 10.72%，其余各因子也有 7% 以上的增强。相比之下，换手率因子和反转类因子对基准的增强不是十分明显，这与单因子多空收益差的表现有所不同。

从表 1 中我们看到就单因子多空收益差来说，换手率与反转因子的表现普遍好于盈利和成长因子，但是在对股东数量变化率的增强效果上，盈利和成长因子要更胜一筹。关于这一现象的解释可以结合前一节中的相关性分析来看。因为单因子的测试结果显示换手率因子与股东数量变化率因子存在较强的正相关性，股东数量变化率因子选出的多头组合可能本身就具有低换手的特点，即大资金在决定吸收筹码时倾向于选择前期市场关注度较低的标的，并且在筹码集中之后，散户资金占比的减少也会降低股票的波动率。于是在此多头基础上，换手率因子对多头组合收益的进一步增强是有限的。再来看反转因子，通过前一节的相关性分析我们发现，股东数量变化率因子是与反转因子负相关的，也就是说股东数量变化率多头所产生的超额收益通常存在一定的动量效应，在该因子多头组合上叠加反转因子反而可能会对增强效应有所削弱。最后，对于盈利因子和成长因子，它们相对于股东数量因子具备较强的独立性，因此叠加之后的增强效果也更加明显。



## 分析师介绍

**丁鲁明：**同济大学金融数学硕士，中国准精算师，现任中信建投证券研究发展部金融工程方向负责人，首席分析师。9年证券从业，历任海通证券研究所金融工程高级研究员、量化资产配置方向负责人；先后从事转债、选股、高频交易、行业配置、大类资产配置等领域的量化策略研究，对大类资产配置、资产择时领域研究深入，创立国内“量化基本面”投研体系。多次荣获团队荣誉：新财富最佳分析师 2009 第 4、2012 第 4、2013 第 1、2014 第 3 等；水晶球最佳分析师 2009 第 1、2013 第 1 等。

## 研究服务

### 社保基金销售经理

彭砚苹 010-85130892 pengyanping@csc.com.cn

姜东亚 010-85156405 jiangdongya@csc.com.cn

### 机构销售负责人

赵海兰 010-85130909 zhaohailan@csc.com.cn

### 北京非公募组

张博 010-85130905 zhangbo@csc.com.cn

朱燕 010-85156403 zhuyan@csc.com.cn

李祉瑶 010-85130464 lizhiyao@csc.com.cn

李静 010-85130595 lijing@csc.com.cn

赵倩 010-85159313 zhaopian@csc.com.cn

周瑞 18611606170 zhourui@csc.com.cn

刘凯 010-86451013 liukaizgs@csc.com.cn

### 北京公募组

黄玮 010-85130318 huangwei@csc.com.cn

黄杉 010-85156350 huangshan@csc.com.cn

任师蕙 010-85159274 renshihui@csc.com.cn

王健 010-65608249 wangjianyf@csc.com.cn

罗刚 15810539988 luogang@csc.com.cn

### 上海地区销售经理

陈诗泓 021-68821600 chenshihong@csc.com.cn

邓欣 021-68821600 dengxin@csc.com.cn

黄方禅 021-68821615 huangfangchan@csc.com.cn

戴悦放 021-68821617 daiyuefang@csc.com.cn

李岚 021-68821618 lilan@csc.com.cn

肖垚 021-68821631 xiaoyao@csc.com.cn

吉佳 021-68821600 jijia@csc.com.cn

朱丽 021-68821600 zhuli@csc.com.cn

杨晶 021-68821600 yangjingzgs@csc.com.cn

谈祺阳 021-68821600 tanqiyang@csc.com.cn

翁起帆 021-68821600 wengqifan@csc.com.cn

### 深广地区销售经理

胡倩 0755-23953859 huqian@csc.com.cn

张苗苗 020-38381071 zhangmiaomiao@csc.com.cn

许舒枫 0755-23953843 xushufeng@csc.com.cn

王留阳 0755-22663051 wangliuyang@csc.com.cn

廖成涛 0755-22663051 liaochengtao@csc.com.cn



## 评级说明

以上证指数或者深证综指的涨跌幅为基准。

买入：未来 6 个月内相对超出市场表现 15% 以上；

增持：未来 6 个月内相对超出市场表现 5—15%；

中性：未来 6 个月内相对市场表现在-5—5% 之间；

减持：未来 6 个月内相对弱于市场表现 5—15%；

卖出：未来 6 个月内相对弱于市场表现 15% 以上。

## 重要声明

本报告仅供本公司的客户使用，本公司不会仅因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证本报告所包含的信息或建议在本报告发出后不会发生任何变更，且本报告中的资料、意见和预测均仅反映本报告发布时的资料、意见和预测，可能在随后会作出调整。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成投资者在投资、法律、会计或税务等方面的最终操作建议。本公司不就报告中的内容对投资者作出的最终操作建议做任何担保，没有任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，据本报告做出的任何决策与本公司和本报告作者无关。

在法律允许的情况下，本公司及其关联机构可能会持有本报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式翻版、复制和发布本报告。任何机构和/或个人如引用、刊发本报告，须同时注明出处为中信建投证券研究发展部，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和/或修改。

本公司具备证券投资咨询业务资格，且本文作者为在中国证券业协会登记注册的证券分析师，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了作者的研究观点。本文作者不曾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。

股市有风险，入市需谨慎。

## 地址

### 北京中信建投证券研究发展部

中国北京 100010

东城区朝内大街 2 号凯恒中心 B 座 12 层

电话：(8610) 8513-0588

传真：(8610) 6518-0322

### 上海中信建投证券研究发展部

中国上海 200120

浦东新区浦东南路 528 号上海证券大厦北塔 22 楼 2201 室

电话：(8621) 6882-1612

传真：(8621) 6882-1622