

员工持股引关注，超额收益再深挖

——员工持股计划事件驱动策略研究

金融工程深度

员工持股计划有利于提高员工的工作积极性，长期来看对公司发展具有正面影响；高管较高的参与比例更是传递了对公司发展的信心。同时，作为国企混改的主要方式之一，员工持股计划已成为众多投资者所关注的事件，而通过量化的方法对该事件的股价效应进行统计分析，可以帮助投资者更准确地捕捉由此产生的投资机会。

- ◆ **认购非公开发行类型的员工持股计划近期数量减少。**2014年至2016年上半年，单季度认购非公开发行类型的员工持股计划数量占比基本可维持在25%以上，但近段时间这一比例持续下滑，至2017年一季度仅6.25%。主要是由于非公开发行的监管日趋严格，对该类型员工持股计划的实施有较大的抑制作用。
- ◆ **建议在员工持股计划预案发布时布局。**员工持股计划预案发布日股价效应最为显著。其中，二级市场类型的员工持股计划在预案公告日后具有持续稳定的超额收益，推荐长期持有；认购非公开发行类员工持股计划在预案公告日后，短期内具有明显超额收益，但持续性较差。
- ◆ **关注员工持股计划实施完成的股票，若完成当日低于持股计划收购均价，短期超额收益较可观。**购买完成日，上市公司将公布员工持股计划的股票收购均价，当二级市场价格低于收购均价时，市场对其股价回补的能力较为看好。短期内存在3.9%的超额收益，超额收益的胜率高达67%。但当二级市场价格重回收购均价之上后，价格的进一步上涨也将失去动力。
- ◆ **关注高杠杆率、高高管认购比例的员工持股计划。**相对于普通员工，高级管理人员具有更强的信息优势。高管认购比例越高，反映出其对公司未来的股价更有信心；另一方面，员工持股计划的优先资金往往是由上市公司大股东提供担保，杠杆率越高也体现出其对股价的表现更有信心。
- ◆ **关注第一大股东持股比例较高的上市公司所发布的员工持股计划。**第一大股东持股比例高的上市公司发布员工持股计划预案后，其股价效应显著强于该比例较低的上市公司。这是由于股权集中度高的公司，大股东对公司的控制力强，进而对股票价格的影响能力也越强。

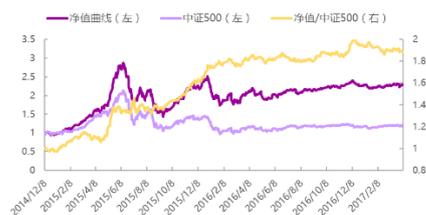
分析师

刘均伟 (执业证书编号：S0930517040001)
021-22169151
liujunwei@ebcn.com

联系人

周潇潇
021-22167060
zhouxiaoxiao@ebcn.com

策略表现(2014年12月至今)



资料来源：Wind 资讯，光大证券研究所

策略表现

指标	策略表现
年化收益率	44.25%
年化超额收益率	29.31%
年化波动率	35.62%
年化相对波动率	12.83%
信息比率	2.15
最大回撤率	50.34%

资料来源：Wind 资讯，光大证券研究所

目 录

1、员工持股计划概要	5
1.1、员工持股计划主要流程	5
1.2、员工持股计划 v.s.股权激励计划	6
1.3、员工持股计划要点总结	7
2、员工持股计划实施情况	7
2.1、认购非公开发行类型占比下滑	7
2.2、高新技术行业更偏好实施员工持股计划	8
2.3、实施员工持股计划的公司多为中盘股	9
3、员工持股计划事件效应全扫描	9
3.1、二级市场类型预案公告日后超额收益持续稳定	10
3.2、实施完成日无明显超额收益	11
3.3、完成购买日破发具有显著短期超额收益	13
3.4、持股计划条款：高杠杆率、高管认购比例提升收益表现	14
3.4.1、高管认购比例高短期收益表现好	15
3.4.2、持股数占比过高收益表现反而减弱	15
3.4.3、高杠杆率股价效应更为显著	16
3.5、公司特征：高股权集中度提升股价效应	16
3.5.1、股权集中度：第一大股东持股比例高收益表现更佳	17
3.5.2、地域分布：长三角地区上市公司短期股价效应更为显著	17
3.5.3、国企混改：国有企业优势不明显	18
3.6、效应总结	18
4、基于员工持股计划的投资策略	19
4.1、策略回溯规则	19
4.2、策略信号	19
4.3、基于员工持股计划策略回溯：信息比率可观	19
4.4、基于高杠杆员工持股计划策略回溯：收益表现更佳	20

图目录

图 1：员工持股计划主要流程.....	6
图 2：员工持股计划季度预案发布数量.....	8
图 3：员工持股计划预案发布的行业分布.....	9
图 4：二级市场类型员工持股计划预案公告日前后绝对收益.....	10
图 5：二级市场类型员工持股计划预案公告日前后超额收益.....	10
图 6：认购非公开发行类型员工持股计划预案公告前后绝对收益.....	11
图 7：认购非公开发行类型员工持股计划预案公告前后超额收益.....	11
图 8：二级市场类型员工持股计划完成购买日前后绝对收益.....	12
图 9：二级市场类型员工持股计划完成购买日前后超额收益.....	12
图 10：认购非公开发行员工持股计划实施完成前后绝对收益.....	12
图 11：认购非公开发行员工持股计划实施完成前后超额收益.....	12
图 12：完成购买日跌破收购均价前后绝对收益.....	14
图 13：完成购买日跌破收购均价前后超额收益.....	14
图 14：非完成购买日跌破收购均价前后绝对收益.....	14
图 15：非完成购买日跌破收购均价前后超额收益.....	14
图 16：基于员工持股计划策略历史仓位.....	20
图 17：基于员工持股计划策略历史收益情况.....	20
图 18：基于高杠杆员工持股计划策略历史仓位.....	21
图 19：基于高杠杆员工持股计划策略历史收益情况.....	21

表目录

表 1：员工持股与股权激励对比	6
表 2：员工持股计划按公司市值分类情况	9
表 3：预案公告日后持有 n 个交易日收益表现	11
表 4：实施完成日后持有 n 个交易日收益表现	12
表 5：跌破收购均价后持有 n 个交易日收益表现	14
表 6：高管认购比例高短期收益表现好（二级市场类型）	15
表 7：员工持股计划持股数占总股本比例低收益表现较好（二级市场类型）	16
表 8：员工持股计划杠杆率高收益表现更佳（二级市场类型）	16
表 9：第一大股东持股比例高收益表现更佳（二级市场类型）	17
表 10：长三角地区员工持股计划短期超额收益表现更佳（二级市场类型）	17
表 11：国有企业股价效应表现没有更显著（认购非公开发行类型）	18
表 12：不同参数下基于员工持股计划的策略信息比率	20
表 13：不同参数下基于高杠杆员工持股计划的策略信息比率	21

员工持股计划（Employee Stock Option Plan，简称 ESOP），起源于美国，是指通过让员工持有本公司股票和期权而使其获得激励的一种长期绩效奖励计划。2014 年 6 月 20 日证监会正式发布《关于上市公司实施员工持股计划试点的指导意见》以来，已有超过 600 家上市公司实施了员工持股计划。业界普遍认为，员工持股计划有利于提高员工的工作积极性，长期来看对公司发展具有正面影响；高管较高的参与比例更是传递了对公司发展的信心。据此，本文对员工持股计划事件在二级市场上的股价效应进行检验，并基于事件效应构建了投资策略。

1、员工持股计划概要

员工持股计划起源于美国，在我国的起步也较早，但在上市公司中发展缓慢，直至 2014 年 5 月，国务院发布的《关于进一步促进资本市场健康发展的若干意见》中，提出允许上市公司按规定通过多种形式开展员工持股计划；同年 6 月 20 日证监会发布正式《关于上市公司实施员工持股计划试点的指导意见》后，员工持股计划才开始在上市公司中快速发展起来。

1.1、员工持股计划主要流程

员工持股计划主要有三个关键时间节点：董事会预案公告日、股东大会公告日、实施完成日；两种主要类型：二级市场类型和认购非公开发行类型。其中，最为关注的是董事会预案公告日，因为董事会预案公告日是第一次将员工持股计划公示的时间，新的信息正是导致市场价格波动的源泉。

◆ 董事会预案公告日（关注）

公司公布员工持股计划草案，详细介绍持股计划的相关细节，对持股计划的原则、参加者的资格、管理机构、财务政策、分配办法、员工责任、股份的回购等做出明确的规定。

◆ 股东大会公告日

草案提出后，先要通过股东大会。一般情况下，预案公告日到股东大会公告日的时间为 30 天以内。**股东大会表决通过后，员工持股计划进入实施阶段。**

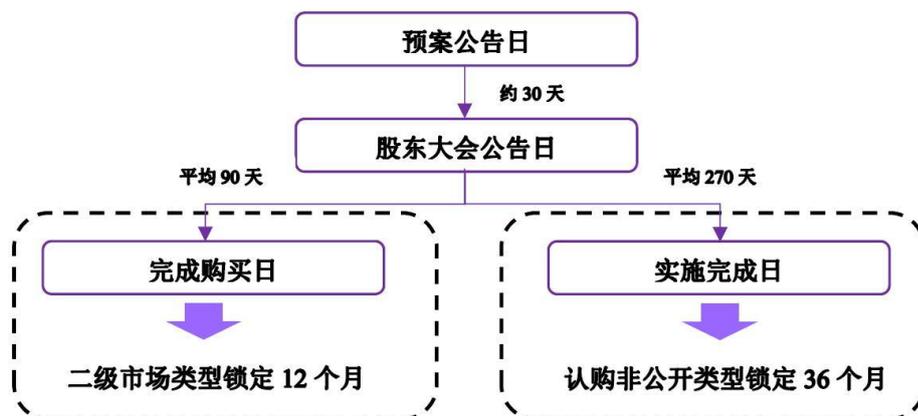
如果是通过认购非公开发行方式实施员工持股计划，那么接下来就会将定增方案提交证监会审核，待审核通过后才能正式实施计划。从股东大会到完成定向增发的时间较长，平均需要 270 个自然日。

如果是通过二级市场购买方式实施，则股东大会通过日即视为计划实施日。公司有义务每隔一段时间（一般一个月左右）披露委托资产管理机构的股票收购进展，并且需在股东大会通过草案后 6 个月内完成二级市场股票收购。

◆ 实施完成日

实施完成后，员工持股计划进入锁定期。通常情况下，股票来源为二级市场购买的，计划锁定期不低于 12 个月；股票来源为非公开发行的，计划锁定期不超过 36 个月。锁定期结束后，参与员工可按规定在存续期（即持股期限）结束前完成股票出售。

图 1：员工持股计划主要流程



资料来源：光大证券研究所

1.2、员工持股计划 v.s. 股权激励计划

在实施员工持股计划之前，很多公司以股权激励计划作为提高员工的工作积极性的一种激励手段，在 2014 年《关于上市公司实施员工持股计划试点的指导意见》发布以后，大量上市公司更多选择实施员工持股计划，主要是因为《指导意见》中，为员工持股计划放开了较多限制，使其开展更为灵活。表 1 对员工持股计划与股权激励计划的激励对象、审批制度、持股方式、股票来源、资金来源、风险因素进行了对比。

表 1：员工持股与股权激励对比

项目	员工持股计划	股权激励计划
激励对象	公司员工 (普通员工、监事、高管等)	公司董事、高管、核心技术人员 (不包括监事、大股东)
审批制度	不需要证监会审核	需要证监会审核
持股方式	间接持股为主	直接持股
股票来源	二级市场购买、认购非公开发行、 股东赠与等	定向增发、股东转让为主
资金来源	员工自筹、股东借款、外部杠杆融资等	自筹
风险因素	员工承担股票价格风险	不行权则无风险
税收	暂免征收个人所得税	按照“工资、薪金所得”项目征收

资料来源：光大证券研究所

- ◆ **员工持股计划激励对象更为广泛。**员工持股计划的激励对象相比股权激励计划更为广泛，公司普通员工均可参与，具有更广泛的群众基础，符合国家的政策导向：2013 年 11 月，中央发布的《关于全面深化改革若干重大问题的决定》，其中提出“允许混合所有制经济实行企业员工持股，形成资本所有者和劳动者利益共同体”。
- ◆ **员工持股计划可加杠杆。**对于二级市场类型的员工持股计划，其资金来源可采用分层设计，通过资产管理机构引入外部资金，外部资金拿固定收益部分，普通员工获得风险较低的夹层收益，高管往往拿收益、

风险较高的后端，满足更多人的风险偏好。而股权激励计划的资金来源源于自筹资金，杠杆方面操作性较低。

- ◆ **员工持股计划承担股票价格风险。**员工持股计划的参与者委托资产管理机构认购或直接购买股票，当股票价格下跌时，员工持股计划的账面价值将同步缩水；而股权激励计划则不要求参与者必须购买限制性股票或期权，有时会等到行权日时才予以授予和交割，这种机制对于公司高管来说就是只赚不赔的游戏。

由此，我们认为员工持股计划在操作灵活性、与政策的一致性、适应群体的广泛性上均有较大优势，预期在未来的时间里，员工持股计划依然将有较大的发展空间。

1.3、员工持股计划要点总结

综上所述，员工持股计划的股价效应研究主要可聚焦于如下几个方面：

- ◆ **关键日期前后的股价效应**

重点关注董事会预案公告日后的股价效应，因为董事会预案公告日是市场第一次公开员工持股计划具体内容的时间点，这一新的信息对证券价格的影响应该是最为显著的。

- ◆ **不同类型员工持股计划股价效应**

员工持股计划依据股票来源的不同可分为**二级市场类型**和**认购非公开发行类型**。由于二者在实施过程、计划锁定期均存在较大差异，二者在二级市场中的影响应该也是不尽相同的。

- ◆ **不同条款的员工持股计划股价效应**

由于员工持股计划在高管认购比例、杠杆率、计划持股占比等方面存在较大的操作空间，而当这些指标较高时，可向市场传递出高管对公司未来的发展所持有的乐观态度，因而其股价效应也是值得进一步分析的。

- ◆ **不同特征的公司实施员工持股计划股价效应**

立足于推进国企“混改”的政策基础之上，员工持股计划作为推行国企“混改”的重要手段，受到了更多投资者的关注，其股价效应也可能存在鲜明的特征。

2、员工持股计划实施情况

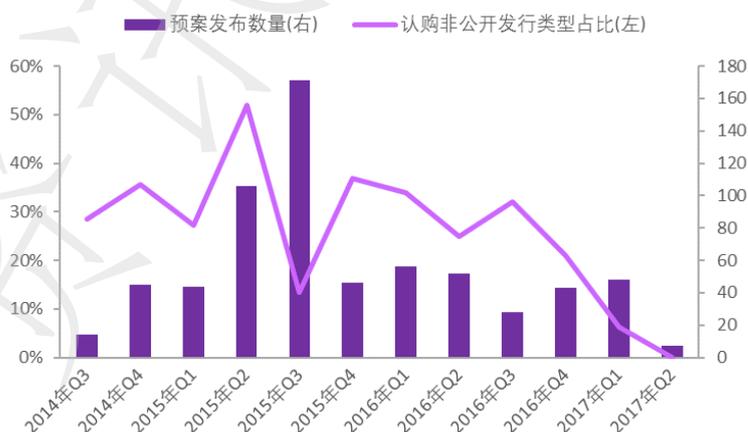
2.1、认购非公开发行类型占比下滑

截止2017年4月11日，A股上市公司中，共发布了660个员工持股计划草案（董事会预案公告）。其在时间上的分布如图2所示。除2015年的2季度和3季度外，各季度员工持股计划的预案发布数量较为稳定。2015年2季度的预案发布数量的增长可能是与二级市场的火爆有较大关系，由于二级市场价

格溢价较高，上市公司更多的采用认购非公开发行类型的员工持股计划；而2015年3季度预案数量的爆发，则是在市场大幅回调的背景下，员工持股计划是上市公司稳定股价的重要手段之一，这一时期认购非公开发行类型的预案数量占比正是低谷。

从认购非公开发行类型的员工持股计划预案数占比发展趋势来看，上市公司越来越少地选择该类型员工持股计划，这主要是因为监管部门近年来逐步加强了对非公开发行的监管。2017年2月17日，证监会对《上市公司非公开发行股票实施细则》进行了修订，取消将董事会决议公告日、股东大会决议公告日作为上市公司非公开发行股票定价基准日的规定，明确定价基准日只能为本次非公开发行股票发行期的首日；同时，从非公开发行的规模、周期、募资用途也进行了限制。自2017年2月17日至今，尚未有认购非公开发行类型的员工持股计划预案发布。因此，我们认为未来员工持股计划还是以二级市场类型为主，并在本研究中也重点关注二级市场类型的员工持股计划。

图2：员工持股计划季度预案发布数量

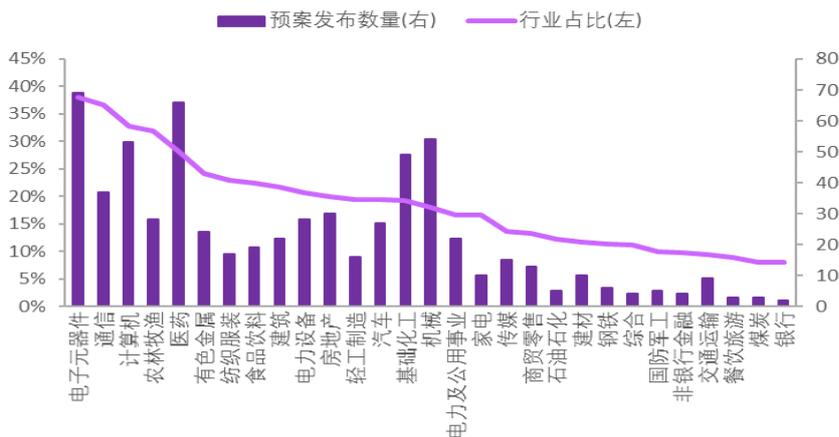


资料来源：Wind 资讯，光大证券研究所

2.2、高新技术行业更偏好实施员工持股计划

本节我们主要统计了员工持股计划在各行业的分布情况，行业标准选择中信一级行业。从占比来看，电子元器件、通信、计算机行业实施员工持股计划的占比最高。从发布数量上看，实施员工持股计划的公司数最大的三个行业是电子元器件、医药、机械，数量分别是69个、66个、54个。而餐饮旅游、煤炭、银行则是实施员工持股计划的数量最少的三个行业。可见，TMT等高新技术行业是实施员工持股计划的主力军，主要是因为高新技术行业对人才的需求最大，对核心技术的依赖性较强，更需要对人才实施有力的激励。

图 3：员工持股计划预案发布的行业分布



资料来源：Wind 资讯，光大证券研究所

2.3、实施员工持股计划的公司多为中盘股

我们以沪深 300 指数成分股中，市值最小的公司作为大盘股和中盘股的分界线；以中证 500 指数成分股中，市值最小的公司作为中盘股和小盘股的分界线。员工持股计划的预案数量在公司规模上的分布如表 2 所示。

从公司规模上看，中盘股发布员工持股计划预案数量最大，占比达 44.39%，大盘股占比较小，约 31.39%。因此，在后续的研究中，沪深 300 等规模指数给予不同规模的股票的权重不同，并不适合用来当作基准。我们将采用**中信一级行业的等权指数作为基准**，这一基准的设定相较规模指数更为严格。

表 2：员工持股计划按公司市值分类情况

规模分类	数量	占比
大盘股	207	31.36%
中盘股	293	44.39%
小盘股	160	24.24%

资料来源：Wind 资讯，光大证券研究所

接下来，将对员工持股计划的股价效应进行全方位扫描，通过对不同类型员工持股计划在不同时间节点上的效应挖掘，寻找在员工持股计划实施过程中的良好投资机会。

3、员工持股计划事件效应全扫描

通过前面的分析，可发现员工持股计划在二级市场的股价效应主要集中于董事会预案公告日、实施完成日这两个关键时间点（股东大会公告日与董事会预案公告日距离较近，不单独进行研究）。同时，不同的公司特征、员工持股计划方案的特征又对股价效应有较大影响。因此，在后面的研究中，将先按员工持股计划的关键时间点进行分类统计，再对不同的公司特征、计划方案特征进一步分析。

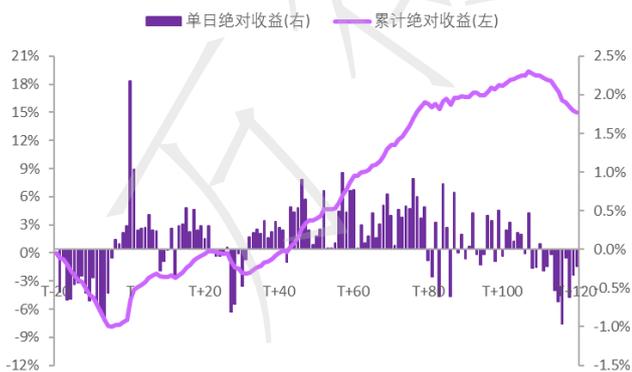
3.1、二级市场类型预案公告日后超额收益持续稳定

董事会预案公告日一般认为是事件开始的节点，由于二级市场类型与认购非公开发行类型的员工持股计划差别较大，我们将分别对这两种类型的预案日股价效应进行分析。以预案公告日为T日，统计了预案公告日前20个交易日至公告日后120个交易日的股价效应（如图4、图5所示）。

为了度量各类员工持股计划在预案公告日之后的股票表现，在此采用绝对收益和超额收益（以中信一级行业等权指数为基准）两种方式对股票收益进行统计。

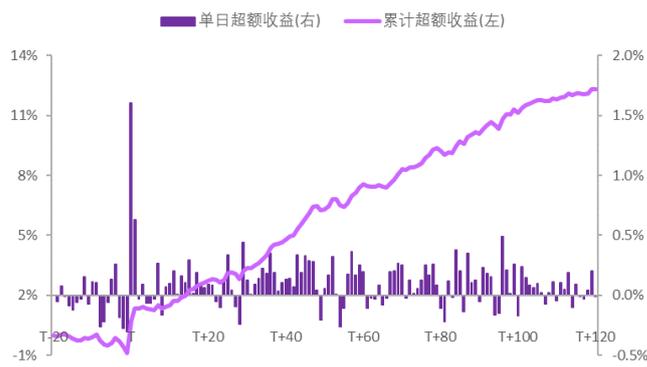
- ◆ **二级市场类型的员工持股计划预案公告日超额收益显著。**绝对收益在预案公告日前5个交易日开始出现正收益，很可能是由于存在部分投资者提前获悉员工持股计划，并提前进行了布局。预案公告日当天的绝对收益与超额收益均非常显著，并且在一段时间内绝对收益均可维持为正。
- ◆ **绝对收益小幅回调后有更大幅度上涨。**绝对收益虽然在预案公告日后20至30个交易日出现小幅回调，但随后马上出现更大幅度上涨。我们认为这很可能是由于员工持股计划在股东大会表决通过后，开始进入实施阶段的股价效应。
- ◆ **超额收益持续稳定。**从超额收益的表现来看，预案公告日后，累计超额收益持续稳定上升，回撤小。如表3所示，对于二级市场类型员工持股计划，预案公告日后持有时间越长，超额收益率、胜率越高。持有60个交易日的超额收益可达7.37%，胜率达62.32%。因此，我们推荐在预案公告日开始布局实施二级市场类型员工持股计划的公司股票。

图4：二级市场类型员工持股计划预案公告日前后绝对收益



资料来源：Wind 资讯，光大证券研究所

图5：二级市场类型员工持股计划预案公告日后超额收益



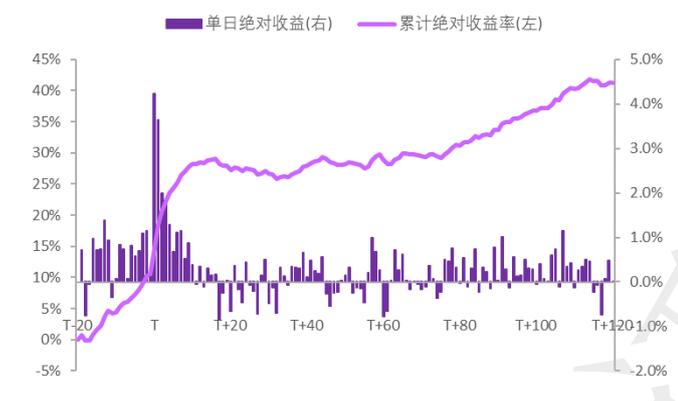
资料来源：Wind 资讯，光大证券研究所

接下来关注认购非公开发行类型的员工持股计划在预案公告日后的股价效应。

- ◆ **认购非公开发行类型员工持股计划预案公告日后短期内具有显著超额收益，收益窗口窄。**预案公告日后20个交易日内，具有极为

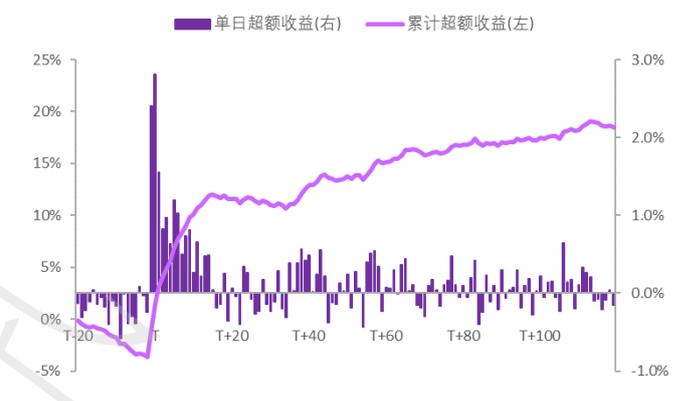
显著的绝对收益和超额收益。但在 20 个交易日后，绝对收益与超额收益衰减较为严重，后期收益较薄。如表 3 所示，对于认购非公开发行类型员工持股计划案例，在预案公告日后，其超额收益主要集中于前十个交易日，更长时间的持有，累计绝对收益与累计超额收益均鲜有增加。

图 6：认购非公开发行类型员工持股计划预案公告前后绝对收益



资料来源：Wind 资讯，光大证券研究所

图 7：认购非公开发行类型员工持股计划预案公告前后超额收益



资料来源：Wind 资讯，光大证券研究所

表 3：预案公告日后持有 n 个交易日收益表现

分类	N	绝对收益	绝对收益 胜率	超额收益	超额收益 胜率	超额收益 显著性	数量
二级市场 类型	10	2.13%	55.78%	0.79%	51.02%	1.324	441
	30	2.87%	56.21%	2.75%	54.10%	3.176	427
	60	12.16%	66.50%	7.37%	62.32%	6.612	406
认购 非公开发 行类型	10	11.07%	64.25%	11.05%	60.89%	5.850	179
	30	9.62%	62.01%	12.45%	60.89%	5.761	179
	60	11.72%	60.67%	16.34%	67.42%	6.642	178

资料来源：Wind 资讯，光大证券研究所

3.2、实施完成日无明显超额收益

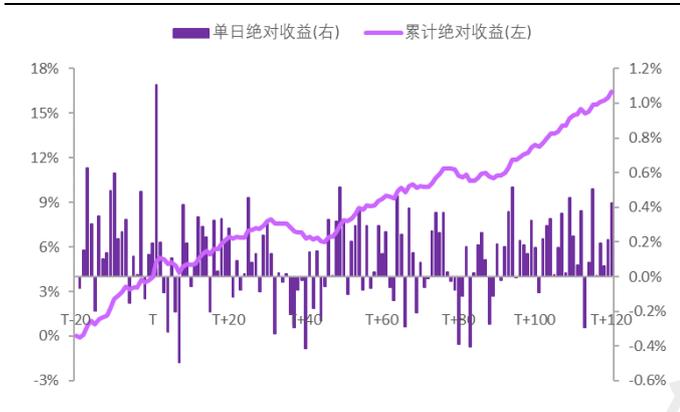
员工持股计划实施完成，对于二级市场类型的员工持股计划，意味着在二级市场完成了股票购买，进入不低于 12 个月的锁定期；对于认购非公开发行类型的员工持股计划，意味着已完成非公开发行股份的过户，进入不低于 36 个月的锁定期。

我们首先关注二级市场类型员工持股计划，在完成股票购买（T）后，是否存在特定股价效应（如图 8，图 9）。

- ◆ **购买前，具有显著的超额收益。**从绝对收益的图中，无法辨别 T 日前后的显著差异；但观察超额收益的表现，可以发现完成购买日之前，股票具有明显的超额收益，这主要是由员工持股计划在实施二级市场购买时，所引发的效应。
- ◆ **购买完成后超额收益薄弱。**如图 9 所示，在完成购买后，马上迎来小幅回调，但随后马上出现一定幅度上涨。虽然通过统计在购买完

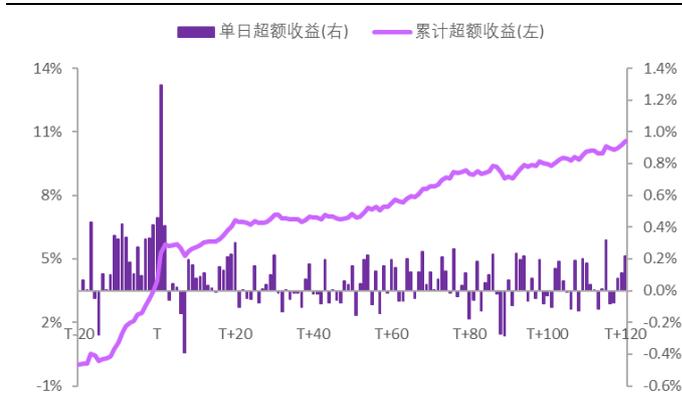
成日后持有 30 个交易日可获得显著超额收益，但这部分超额收益相对薄弱，且胜率仅 53%，因此不作推荐。

图 8：二级市场类型员工持股计划完成购买日前后绝对收益



资料来源：Wind 资讯，光大证券研究所

图 9：二级市场类型员工持股计划完成购买日前后超额收益

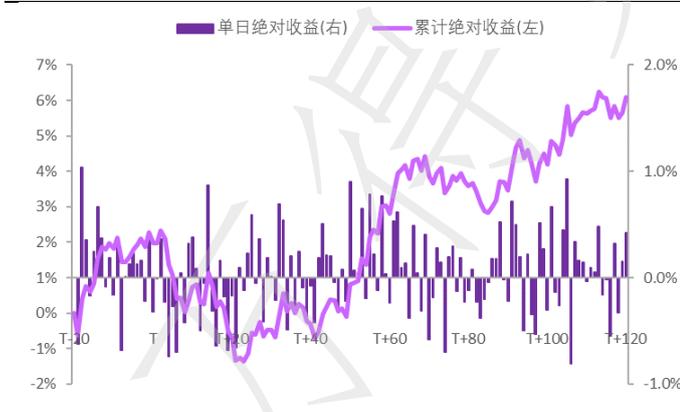


资料来源：Wind 资讯，光大证券研究所

接下来观察认购非公开发行的员工持股计划在实施完成后的收益表现。

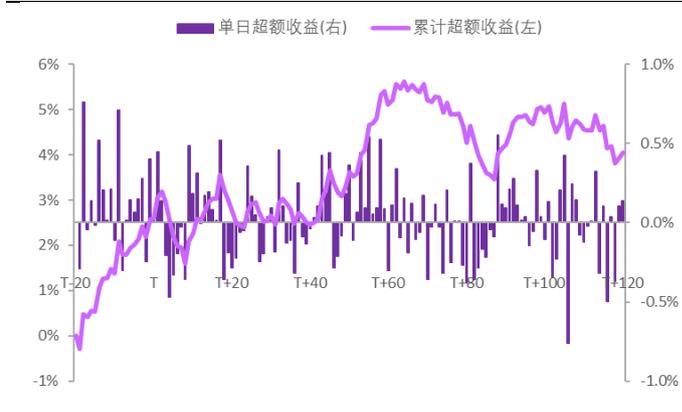
◆ **实施完成后，无显著超额收益。**如图 10、图 11 所示，认购非公开发行的员工持股计划在实施完成后，并无明显超额收益；通过对实施完成后持有 30 个交易日的收益统计，进一步发现实施完成后，短期超额收益不显著，胜率极低。

图 10：认购非公开发行员工持股计划实施完成前后绝对收益



资料来源：Wind 资讯，光大证券研究所

图 11：认购非公开发行员工持股计划实施完成前后超额收益



资料来源：Wind 资讯，光大证券研究所

表 4：实施完成日后持有 n 个交易日收益表现

分类	N	绝对收益	绝对收益 胜率	超额收益	超额收益 胜率	超额收益 显著性	数量
二级市场 类型	10	0.84%	53.50%	1.60%	50.98%	3.381	357
	30	3.48%	56.00%	3.10%	53.14%	4.281	350
	60	4.87%	57.14%	3.87%	52.38%	3.698	336
认购 非公开发 行类型	10	-1.13%	44.33%	-0.35%	42.27%	-0.443	97
	30	-2.24%	42.11%	0.01%	37.89%	0.006	95
	60	0.57%	51.69%	3.12%	49.44%	1.841	89

资料来源：Wind 资讯，光大证券研究所

3.3、完成购买日破发具有显著短期超额收益

员工持股计划实施完成后，上市公司将公告股票购买均价，其中，二级市场类型的，取其在二级市场购买股票的成交均价；认购非公开发行的，则取其认购非公开发行股份的价格。

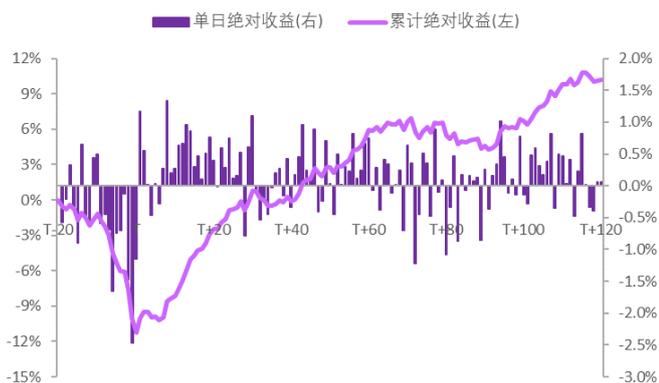
由于认购非公开发行类型的员工持股计划，非公开发行股份价格通常控制得较低，历史上跌破该价格线的案例数非常少，只有 19 个案例，不具有统计意义。因此在本部分研究中，**仅关注二级市场类型的员工持股计划。**

对于二级市场类型破发的案例，又存在两种可能，一种是在完成购买日时，就已低于购买均价，说明上市公司是在股票价格下行的过程中逐步收购的；一种是在完成购买日二级市场价格高于收购均价，而在锁定期内跌破该防线的。本部分依据其二级市场价格跌破收购均价的时间是否为完成购买日当天进行分类，研究二级市场价格第一次跌破收购均价日（T）后的股价效应。

- ◆ **完成购买日跌破均价的案例，短期具有显著超额收益。**如图 12、图 13 所示，完成购买当日的二级市场价格就已低于收购均价的案例，短期内具有明显的超额收益。如表 5 所示，完成购买日跌破收购均价后，持有该股票 10 个交易日可获得 3.9% 的超额收益，超额收益胜率高达 67%。这主要是因为二级市场类型员工持股计划购买完成后公布员工持股计划的收购均价，当投资者发现上市公司员工持股计划的收购价格高于当前二级市场的股票价格时，对股价回补至员工持股成本价的潜力较为看好。
- ◆ **完成购买日跌破均价的案例，长期超额收益不可持续。**如图 13 所示，完成购买日 20 个交易日之后，累计超额收益没有更多的提升，而是波动于一定水平线上。这也从另一个角度反映了短期的显著超额收益来源于收购价格高于二级市场股票价格对投资者信心的提振，而当二级市场价格重回收购价格之上时，股票价格也失去了进一步抬升的动力。

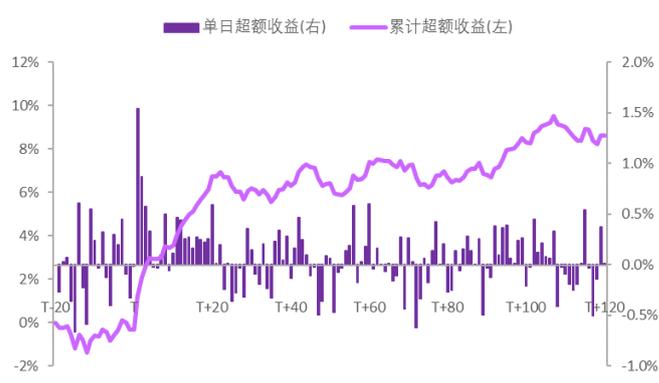
非完成购买日跌破均价的案例，短期超额收益薄弱，胜率低。如图 14、图 15 所示，非完成购买日跌破收购均价的案例，在 T 日前绝对收益负向更为显著，说明当时市场环境较为悲观。当二级市场价格跌破收购均价的防线后，收购均价对股价具有一定的支撑作用，但短期小幅反弹不能持续。从跌破收购均价持有 10 个交易日的表现来看，超额收益薄弱，胜率不高。

图 12: 完成购买日跌破收购均价前后绝对收益



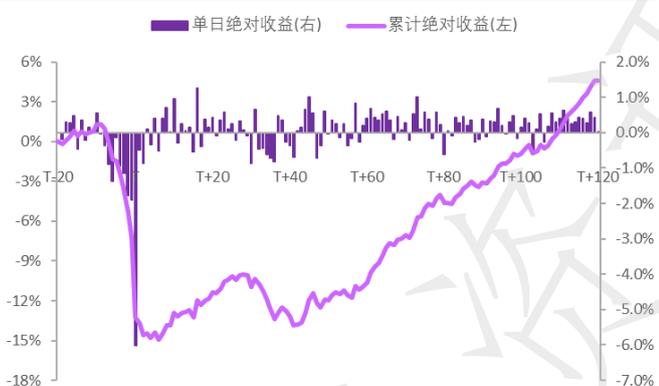
资料来源: Wind 资讯, 光大证券研究所

图 13: 完成购买日跌破收购均价前后超额收益



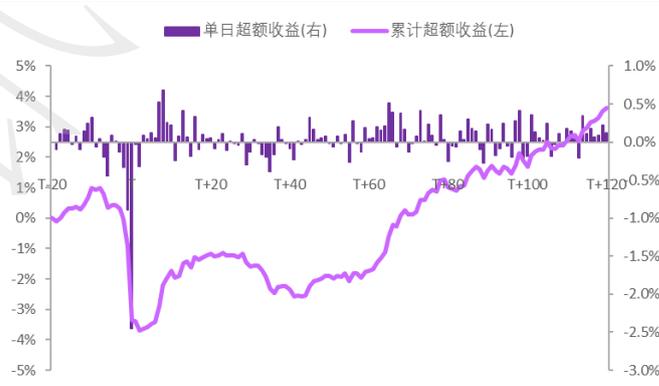
资料来源: Wind 资讯, 光大证券研究所

图 14: 非完成购买日跌破收购均价前后绝对收益



资料来源: Wind 资讯, 光大证券研究所

图 15: 非完成购买日跌破收购均价前后超额收益



资料来源: Wind 资讯, 光大证券研究所

表 5: 跌破收购均价后持有 n 个交易日收益表现

分类	N	绝对收益	绝对收益 胜率	超额收益	超额收益 胜率	超额收益 显著性	数量
完成购买	10	2.80%	55.68%	3.90%	67.05%	4.139	88
	30	10.69%	68.97%	6.73%	62.07%	4.250	87
当日跌破	60	15.58%	78.57%	8.31%	61.90%	3.984	84
	非完成购	10	0.31%	51.83%	1.64%	50.00%	2.367
买当日	30	2.11%	51.85%	1.79%	51.39%	1.985	216
	跌破	60	2.60%	58.91%	2.13%	50.50%	1.704

资料来源: Wind 资讯, 光大证券研究所

3.4、持股计划条款: 高杠杆率、高管认购比例提升收益表现

通过以上分析可知, 员工持股计划的效应主要集中于预案公告日后以及实施完成日二级市场股价低于收购均价时。本部分研究将进一步探析员工持股计划本身的特征对该计划的股价效应的影响, 由于实施完成日二级市场股

价低于收购均价的案例不多，若进一步细分也难有统计意义，因此，本部分主要关注预案公告日后的股价效应。

另一方面，由于认购非公开发行类型的员工持股计划受到监管的限制日趋严格，且其股价效应与非公开发行的关系更为密切，因此，本部分的讨论也主要集中于二级市场类型的员工持股计划。

员工持股计划本身的特征主要包括：**高管认购比例、持股计划持股数占总股本的比例、杠杆率**等。本部分研究主要依据以上指标对员工持股计划案例进行分类，观察不同组中，员工持股计划预案公告日后持有股票 N 个交易日（N=10, 30, 60）的收益表现。

3.4.1、高管认购比例高短期收益表现好

由于员工持股计划允许普通员工、高级管理人员同时参与，由于高管具有更大的信息优势，高管在员工持股计划中所认购的份额占总份额的比例便成了投资者所关注的指标，称为高管认购比例。

- ◆ **高管认购比例高，短期超额收益表现好。**如表 6 所示，依据员工持股计划中高管的认购比例进行分类，为了使两组案例数相对接近，我们以 25% 为临界值，并发现高管认购比例高的案例，超额收益表现更好。主要是因为相较于一般员工，高管的信息优势更大，其认购比例可以反映对公司未来股价的信心，因而较高的高管认购比例应更具上升潜力。

表 6：高管认购比例高短期收益表现好（二级市场类型）

高管认购比例	N	绝对收益	绝对收益胜率	超额收益	超额收益胜率	超额收益显著性	数量
0-25%	10	1.42%	54.76%	0.59%	53.33%	0.657	210
	30	2.31%	57.56%	2.15%	52.68%	1.787	205
	60	10.85%	64.95%	6.85%	58.76%	4.173	194
25-100%	10	3.28%	57.29%	1.54%	50.25%	1.756	199
	30	4.15%	54.74%	4.16%	56.84%	3.005	190
	60	13.79%	66.48%	8.48%	65.93%	5.107	182

资料来源：Wind 资讯，光大证券研究所

3.4.2、持股数占比过高收益表现反而减弱

员工持股计划预案公告中，会公布每期持股计划的股票来源与预计持有股票数量，员工持股计划持有股票数量占总股本的比例也是投资者较为关注的指标之一。

- ◆ **员工持股计划持股数占总股本比例越低，超额收益表现越好。**如表 7 所示，依据员工持股计划持股数量占总股本的比例进行分类，并发现员工持股计划持股数占总股本比例低于 1% 时，在预案公告日后持有 10、30、60 个交易日的绝对收益与相对收益均高于另外两组。

表 7: 员工持股计划持股数占总股本比例低收益表现较好 (二级市场类型)

持股数量 占总股本	N	绝对收益	绝对收益 胜率	超额收益	超额收益 胜率	超额收益 显著性	数量
0-1%	10	3.23%	58.54%	1.71%	56.71%	1.481	164
	30	4.80%	58.54%	3.93%	57.32%	2.764	164
	60	17.41%	71.95%	10.06%	67.07%	5.504	164
1-2%	10	1.24%	54.78%	-0.51%	50.43%	-0.444	115
	30	2.32%	59.13%	2.44%	58.26%	1.433	115
	60	10.53%	67.54%	6.71%	62.28%	3.199	114
>2%	10	0.87%	47.44%	0.48%	51.28%	0.418	78
	30	1.84%	51.28%	1.53%	55.13%	1.102	78
	60	9.27%	59.74%	5.62%	62.34%	2.589	77

资料来源: Wind 资讯, 光大证券研究所

3.4.3、高杠杆率股价效应更为显著

员工持股计划的方案灵活多样, 资金来源除了员工自筹外, 还有提取激励奖金、股东借款、参与资管计划劣后端等方式。我们以员工持股计划的资金总额与员工自筹 (或提取激励奖金) 资金的比值作为员工持股计划的杠杆率, 以反映上市公司对股价提升所具有的更高诉求

- ◆ **员工持股计划杠杆率高的超额收益表现更佳。**如表 8 所示, 依据员工持股计划杠杆率高低进行分类, 发现杠杆率超过 3 的案例, 其绝对收益、相对收益的表现均高于另外两组。主要是因为加入杠杆的员工持股计划, 其产品的优先级收益多是上市公司大股东担保的, 杠杆越高, 大股东和高管对股价的提升便具有更高的诉求。

表 8: 员工持股计划杠杆率高收益表现更佳 (二级市场类型)

杠杆率	N	绝对收益	绝对收益 胜率	超额收益	超额收益 胜率	超额收益 显著性	数量
无杠杆	10	0.21%	57.14%	-0.88%	49.45%	-0.662	91
	30	0.14%	59.30%	0.85%	52.33%	0.515	86
	60	12.02%	73.81%	5.85%	63.10%	2.826	84
(1,3)	10	1.31%	53.98%	0.26%	50.57%	0.302	176
	30	-0.52%	48.54%	0.61%	46.78%	0.438	171
	60	7.92%	60.87%	4.28%	54.66%	2.491	161
≥3	10	4.36%	57.41%	2.33%	53.09%	2.174	162
	30	7.86%	61.64%	5.94%	62.89%	4.018	159
	60	16.27%	67.55%	10.94%	68.87%	5.470	151

资料来源: Wind 资讯, 光大证券研究所

3.5、公司特征: 高股权集中度提升股价效应

由于不同上市公司具有自身的特性, 实施员工持股计划的股价效应也有所差异。本部分研究将从**股权集中度**、**地域分布**、**公司属性**三个角度讨论上市公司特征对员工持股计划股价效应的影响。

3.5.1、股权集中度：第一大股东持股比例高收益表现更佳

对于股权集中度的研究，这里采用第一大股东持股比例指标。第一大股东持股比例越高，说明上市公司股权集中度越高，其对上市公司的控制力更强，对股票价格的影响力也越强。

- ◆ **第一大股东持股比例越高，超额收益表现越好。**如表 9 所示，依据第一大股东持股比例进行分类，发现第一大股东持股比例高于 40% 的案例，在员工持股计划预案公告日后持有 N 个交易日 (N=10, 30, 60) 的超额收益远高于另外两组，反映出第一大股东控制力的提升，对其影响股价的能力有明显的促进作用。

表 9：第一大股东持股比例高收益表现更佳（二级市场类型）

第一大股东持股比例	N	绝对收益	绝对收益 胜率	超额收益	超额收益 胜率	超额收益 显著性	数量
0-25%	10	-0.01%	50.00%	0.22%	52.99%	0.239	134
	30	0.23%	48.41%	1.87%	51.59%	1.299	126
	60	8.89%	66.39%	4.16%	57.98%	2.291	119
25-40%	10	1.95%	55.17%	0.73%	48.28%	0.713	174
	30	2.40%	59.06%	1.84%	50.88%	1.219	171
	60	12.09%	63.58%	6.68%	60.49%	3.680	162
>40%	10	4.54%	62.41%	1.46%	52.63%	1.259	133
	30	6.04%	60.00%	4.79%	60.77%	3.258	130
	60	15.37%	70.40%	11.32%	68.80%	5.373	125

资料来源：Wind 资讯，光大证券研究所

3.5.2、地域分布：长三角地区上市公司短期股价效应更为显著

对于地域分布方面的研究，我们主要比较位于北京、长三角、珠三角周边经济区的上市公司，实施员工持股计划的股价效应是否存在一定差异。考虑到公司的地域以及案例的个数，我们将位于上海、江苏、浙江的上市公司分为一组，共 143 个案例（由于部分案例预案发布后不满 10 个交易日，故而统计数量仅 141 个）；位于广东省的上市公司分为一组，共 100 个案例；位于北京、山东、黑龙江、吉林、辽宁、河北、河南的上市公司分为一组，共 88 个案例。

- ◆ **长三角地区短期超额收益显著。**如图 10 所示，上海及周边地区的上市公司发布员工持股计划预案后，持有股票 10 个交易日，超额收益胜率可达 54.61%，平均超额收益达 1.96%。
- ◆ **珠三角地区中长期收益表现更佳。**在员工持股计划预案发布后，持有股票更长时间，如 30 个交易日，此时珠三角地区上市公司收益表现更佳，绝对收益达 6.41%，超额收益达 3.16%。

表 10：长三角地区员工持股计划短期超额收益表现更佳（二级市场类型）

地域	N	绝对收益	绝对收益 胜率	超额收益	超额收益 胜率	超额收益 显著性	数量
上海及周边	10	4.44%	60.99%	1.96%	54.61%	1.810	141
	30	1.92%	52.55%	2.35%	53.28%	1.502	137
	60	11.48%	67.16%	7.09%	61.94%	3.618	134

广东省及 周边	10	2.59%	56.70%	0.85%	50.52%	0.878	97
	30	6.41%	62.77%	3.16%	52.13%	2.354	94
	60	16.99%	73.56%	8.91%	62.07%	4.080	87
北京及北 方地区	10	-1.17%	52.94%	-0.48%	50.59%	-0.309	85
	30	-1.70%	49.38%	1.34%	51.85%	0.562	81
	60	8.50%	58.44%	6.84%	57.14%	2.236	77

资料来源：Wind 资讯，光大证券研究所

3.5.3、国企混改：国有企业优势不明显

国企混改正处于风口浪尖，而员工持股计划恰是国企混改的重要途径之一。当国有企业实施员工持股计划时，是否存在更强的股价效应？由于地方国有企业与中央国有企业发布的员工持股计划预案共 68 个，而其中认购非公开发行类型的案例占比最大，达 55 个。因此，讨论国有企业进行员工持股计划的股价效应，主要聚焦于认购非公开发行类型的员工持股计划。

- ◆ **国有企业实施员工持股计划的股价效应没有更显著。**如表 11 所示，依据公司属性，将上市公司分为国有企业与民营企业，发现国有企业发布员工持股计划的预案后，其短期超额收益不如民营企业，超额收益胜率也没有优势。

表 11：国有企业股价效应表现没有更显著（认购非公开发行类型）

杠杆率	N	绝对收益	绝对收益 胜率	超额收益	超额收益 胜率	超额收益 显著性	数量
国有企业	10	9.16%	60.00%	7.18%	45.45%	2.175	55
	30	12.09%	70.91%	10.56%	52.73%	2.713	55
	60	11.56%	60.00%	10.55%	58.18%	2.408	55
民营企业	10	11.91%	66.13%	12.76%	67.74%	5.570	124
	30	8.52%	58.06%	13.29%	64.52%	5.101	124
	60	11.79%	60.98%	18.93%	71.54%	6.406	123

资料来源：Wind 资讯，光大证券研究所

3.6、效应总结

以上，我们对员工持股计划关键时间节点的股价效应、不同持股计划特征的股价效应、不同公司特征的股价效应进行了分析，并得出如下主要结论：

- ◆ **员工持股计划预案发布日股价效应最为显著。**其中，二级市场类型的员工持股计划在预案公告日后具有持续稳定的超额收益，推荐长期持有；认购非公开发行类员工持股计划在预案公告日后，短期内具有明显超额收益，但更长是时间段内难以持续。
- ◆ **二级市场类完成收购当日破发，短期内反弹可期。**购买完成日上市公司将公布员工持股计划收购均价，当发现二级市场价格低于收购均价时，对投资者信心具有极强的提振作用。但当二级市场价格重回收购均价之上后，价格的进一步上涨也将失去动力。
- ◆ **高杠杆率、高高管认购比例的员工持股计划股价效应更强。**相对于普通员工，高级管理人员具有更强的信息优势。高管认购比例越高，反映出其对公司未来的股价更有信心；另一方面，员工持股计划的优先资金往

往是由上市公司大股东提供担保，杠杆率越高也体现出其对股价的抬升具有更高诉求。

- ◆ **第一大股东持股比例越高，员工持股计划的股价效应越强。**第一大股东持股比例高的上市公司发布员工持股计划预案后，其股价效应显著强于该比例较低的上市公司。很可能是由于股权集中度高的公司，控股股东对公司的控制力强，进而对股票价格的影响能力也越强。

由于当前非公开发行类的员工持股计划在定增新政的影响下数量骤减。因此，在随后的策略构建部分，我们将以二级市场类型员工持股计划的预案公告为投资信号，构建投资策略，并利用历史数据进行回溯。

4、基于员工持股计划的投资策略

4.1、策略回溯规则

我们构建了一个动态调仓策略对历史数据进行回溯。策略构建规则如下：

- ◆ **建仓：**买入信号发出后的下一交易日均价买入，若股票买入当日发生停牌或涨停无法买入的情况，则放弃该股票的买入。
- ◆ **建仓仓位：**当持有股票数量 n 低于 N 时，单只股票建仓仓位为 $1/N$ ；当持有股票数量 n 超过 N 时，单只股票建仓仓位为 $1/n$ 。
- ◆ **平仓：**卖出信号触发后的下一交易日均价卖出，若股票卖出当日发生停牌或跌停无法卖出的情况，则顺延至下一个可以卖出的交易日卖出。
- ◆ **平仓后现金管理：**若平仓后持有股票数不低于 N ，则将卖出股票获得的现金等权买入持有的股票，保持满仓；若平仓后持有的股票数低于 N ，则持有现金。
- ◆ **交易费用：**双边 0.6%

4.2、策略信号

- ◆ **建仓条件**
上市公司发布二级市场类员工持股计划预案时，触发买入信号。
- ◆ **平仓条件**
股票买入后，持有至第 M 个交易日时，触发卖出信号。

4.3、基于员工持股计划策略回溯：信息比率可观

本节对基于员工持股计划的策略历史表现进行回溯，回溯时间段为 2014 年 7 月 1 日至 2017 年 4 月 11 日。

策略回溯系统中，主要有两个重要参数，一个是满仓时至少持有股票数 N ；一个是最长持有交易日数 M 。在此，将以不同参数对策略进行回溯，通过比较不同参数下的信息比率，检验策略对参数的敏感性。

如表 12 所示，当 N 取 30，M 取 80 时，策略信息比率表现最优，当 N 在 20-30 范围内，M 在 60-100 范围内，信息比率表现稳定，说明信息比率对参数的敏感性并不强。

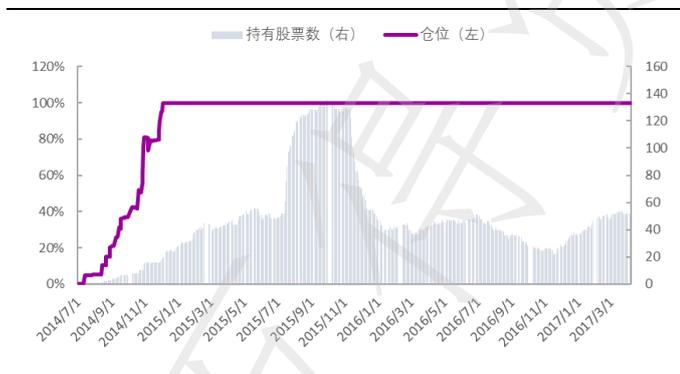
表 12：不同参数下基于员工持股计划的策略信息比率

	N=5	10	15	20	25	30
M=50	1.470	1.555	1.698	1.800	1.876	1.857
60	1.701	1.715	1.721	1.949	1.992	2.055
70	1.835	1.821	1.841	2.063	2.047	2.075
80	1.875	1.861	1.897	2.050	2.119	2.219
90	1.756	1.740	1.776	1.918	1.997	2.026
100	1.699	1.681	1.716	1.845	1.964	1.998
110	1.607	1.584	1.618	1.742	1.863	1.876
120	1.565	1.539	1.572	1.695	1.815	1.839

资料来源：Wind 资讯，光大证券研究所

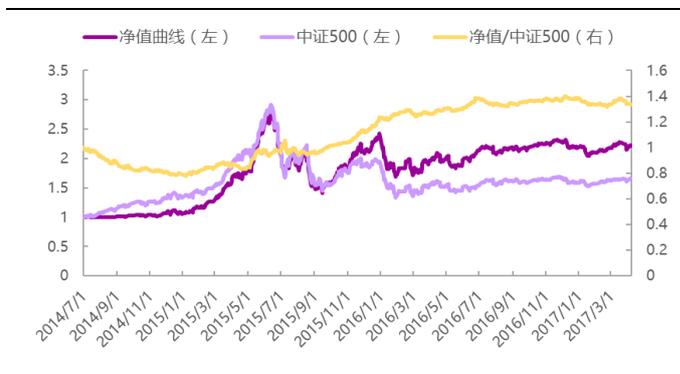
若取 N=20，M=80 为例，其历史表现如图 16、图 17 所示。该策略自 2014 年 12 月 2 日开始，均处于满仓状态，策略的年化收益率为 34.01%，年化超额收益率为 22.95%，年化波动率为 35.61%，相对收益波动率为 10.74%，信息比率达 2.04，最大回撤率 49.67%。（注：以上策略指标均从策略满仓后开始计算）。

图 16：基于员工持股计划策略历史仓位



资料来源：Wind 资讯，光大证券研究所

图 17：基于员工持股计划策略历史收益情况



资料来源：Wind 资讯，光大证券研究所

4.4、基于高杠杆员工持股计划策略回溯：收益表现更佳

根据股价效应部分研究可知，高杠杆率员工持股计划的股价效应更为显著，本节对基于杠杆率高于 3 的员工持股计划的事件驱动投资策略进行回溯，回溯事件段为 2014 年 7 月 1 日至 2017 年 4 月 11 日。

如表 13 所示，当 N 取 15，M 取 100 时，策略信息比率表现最优。当 N 在 10-20 范围内，M 在 60-100 范围内，信息比率表现稳定，说明信息比率对参数的敏感性不强。

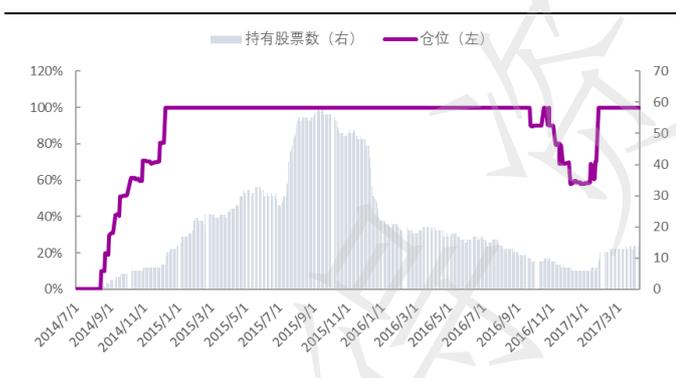
表 13: 不同参数下基于高杠杆员工持股计划的策略信息比率

	N=5	10	15	20	25	30
M=50	1.227	1.960	1.532	0.880	0.440	0.360
60	1.200	2.049	1.734	1.244	0.847	0.704
70	1.385	1.934	1.893	1.738	0.644	0.830
80	1.280	1.878	1.841	1.796	1.697	1.263
90	1.376	1.929	2.052	1.828	1.747	1.494
100	1.517	2.156	2.236	2.034	1.866	1.961
110	1.343	1.960	2.056	1.824	1.714	1.759
120	1.312	1.902	2.052	1.846	1.706	1.686

资料来源: Wind 资讯, 光大证券研究所

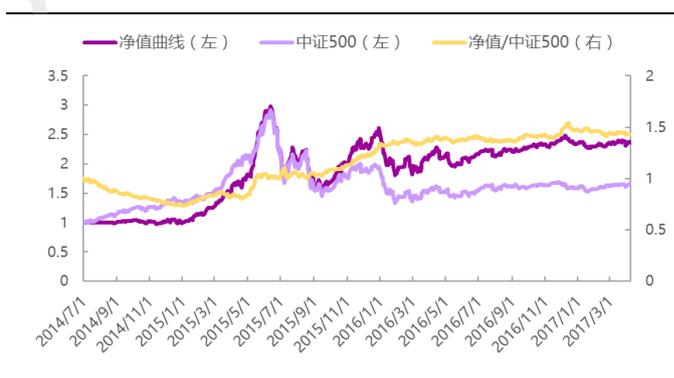
若取 N=10, M=100 为例, 其历史表现如图 18、图 19 所示。该策略自 2014 年 12 月 8 日开始, 均处于满仓状态, 策略的年化收益率为 44.25%, 年化超额收益率为 29.31%, 年化波动率为 35.62%, 相对收益波动率为 12.83%, 信息比率达 2.15, 最大回撤率 50.34%。(注: 以上策略指标均从策略满仓后开始计算)。

图 18: 基于高杠杆员工持股计划策略历史仓位



资料来源: Wind 资讯, 光大证券研究所

图 19: 基于高杠杆员工持股计划策略历史收益情况



资料来源: Wind 资讯, 光大证券研究所

分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点有直接或间接的联系。

分析师介绍

刘均伟 金融工程首席分析师，复旦大学学士，上海财经大学硕士，10年金融工程研究经验。现任职于光大证券研究所，研究领域为衍生品及量化投资。

行业及公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；

增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；

中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；

卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；

无评级—因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，致使无法给出明确的投资评级。

市场基准指数为沪深 300 指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于1996年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。公司经营业务许可证编号：Z22831000。

公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本证券研究报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅供本公司的客户使用。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就任何人依据报告中的内容而最终操作建议作出任何形式的保证和承诺。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的唯一参考因素。

在任何情况下，本报告中的信息或所表达的建议并不构成对任何投资人的投资建议，本公司及其附属机构（包括光大证券研究所）不对投资者买卖有关公司股份而产生的盈亏承担责任。

本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理部和投资业务部可能会作出与本报告的推荐不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在作出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

本报告的版权仅归本公司所有，任何机构和个人未经书面许可不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表、篡改或者引用。

光大证券股份有限公司研究所销售交易总部

上海市新闻路1508号静安国际广场3楼 邮编200040

总机：021-22169999 传真：021-22169114、22169134

销售交易总部	姓名	办公电话	手机	电子邮件	
上海	陈蓉	021-22169086	13801605631	chenrong@ebsecn.com	
	濮维娜	021-62158036	13611990668	puwn@ebsecn.com	
	胡超	021-22167056	13761102952	huchao6@ebsecn.com	
	周薇薇	021-22169087	13671735383	zhouww1@ebsecn.com	
	李强	021-22169131	18621590998	liqiang88@ebsecn.com	
	罗德锦	021-22169146	13661875949/13609618940	luodj@ebsecn.com	
	张弓	021-22169083	13918550549	zhanggong@ebsecn.com	
	黄素青	021-22169130	13162521110	huangsuqing@ebsecn.com	
	邢可	021-22167108	15618296961	xingk@ebsecn.com	
	陈晨	021-22169150	15000608292	chenchen66@ebsecn.com	
	王昕宇	021-22167233	15216717824	wangxinyu@ebsecn.com	
	北京	郝辉	010-58452028	13511017986	haohui@ebsecn.com
		梁晨	010-58452025	13901184256	liangchen@ebsecn.com
		郭晓远	010-58452029	15120072716	guoxiaoyuan@ebsecn.com
王曦		010-58452036	18610717900	wangxi@ebsecn.com	
关明雨		010-58452037	18516227399	guanmy@ebsecn.com	
张彦斌		010-58452026	15135130865	zhangyanbin@ebsecn.com	
深圳	黎晓宇	0755-83553559	13823771340	lixyl@ebsecn.com	
	李潇	0755-83559378	13631517757	lixiao1@ebsecn.com	
	张亦潇	0755-23996409	13725559855	zhangyix@ebsecn.com	
	王渊锋	0755-83551458	18576778603	wangyuanfeng@ebsecn.com	
	张靖雯	0755-83553249	18589058561	zhangjingwen@ebsecn.com	
	牟俊宇	0755-83552459	13827421872	moujy@ebsecn.com	
国际业务	陶奕	021-22167107	18018609199	taoyi@ebsecn.com	
	威德文	021-22167111	18101889111	qidw@ebsecn.com	
	金英光	021-22169085	13311088991	jinyg@ebsecn.com	
	傅裕	021-22169092	13564655558	fuyu@ebsecn.com	