

## 相关研究

《大类资产配置及模型研究（四）——2017，全球对冲基金的新纪元？》  
2017.07.25

《量化研究新思维（三）——与 Beta 为敌》2017.07.24

《价值投资系列之二——历史盈利对股票收益预测的影响》2017.07.17

## 选股因子系列研究（二十三）——历史财务信息对股票收益的预测能力

### 投资要点：

本文主要考察基于 Piotroski (2000) 体系构建的基本面综合因子在 A 股市场的选股效果。整体而言，历史基本面表现越好的公司，未来基本面向好的可能性越大；从二级市场表现来看，后期股票价格上涨的可能性和幅度也越大。

- **基本面综合因子的单因子选股效果显著。** 基本面综合因子值最高的 1/10 股票相对因子值最低的 1/10 股票月均超额 1.74%，月胜率逾 70%，统计显著。从相关性分析来看，当月因子值与次月股票收益率的平均相关系数为 0.0511，秩相关系数为 0.0664，统计显著。
- **横截面回归结果与筛选法结果一致。** 通过横截面回归模型发现，上市公司综合基本面因子每提高一个标准差，月均收益提高 0.47%；且这种现象在 A 股市场长期存在。由此表明，历史财务信息对未来二级市场收益具有一定预测能力。
- **基本面综合因子可增加收益率模型的预测能力。** 从多因子模型角度来看，在收益率预测模型中增加基本面综合因子，可明显改善预测模型的精度。而且相比于仅增加盈利因子 ROE、dROE 的模型，其预测能力改善幅度更大。
- **敏感性分析。** 从因子构建方式来看，采用位序加总所得的基本面综合因子与采用 zscore 加总所得的因子具有同样的选股效果，在全市场范围内两者差异并不明显。从选股范围来看，该因子在沪深 300 指数成分股、中证 500 指数成分股以及全市场范围内，都存在显著的选股效果。
- **风险提示。** 因子历史规律失效风险、模型失效风险。

分析师:冯佳睿

Tel:(021)23219732

Email:fengjr@htsec.com

证书:S0850512080006

分析师:罗蕾

Tel:(021)23219984

Email:ll9773@htsec.com

证书:S0850516080002

## 目 录

1. 历史财务因子 .....	5
2. 因子分组收益统计 .....	5
2.1 历史财务信息的延续性 .....	5
2.2 单因子 IC .....	6
2.3 Factor_F 因子分组收益 .....	7
3. 横截面回归的风险溢价 .....	7
3.1 横截面回归结果 .....	7
3.2 收益预测模型的改进 .....	8
4. 敏感性分析 .....	8
4.1 位序加法 .....	8
4.2 沪深 300 成分股内的选股效果 .....	9
4.3 中证 500 成分股内的选股效果 .....	10
5. 总结 .....	11
6. 风险提示 .....	11

## 图目录

图 1	Factor_F 分组组合下期 Factor_F 均值.....	6
图 2	Factor_F 组合月均收益 .....	7
图 3	高低 Factor_F 组合相对强弱 .....	7
图 4	Factor_F 月溢价序列 .....	8
图 5	Factor_F 多头等权组合相对净值（沪深 300 成分股） .....	9
图 6	Factor_F 多头市值加权组合历史表现（沪深 300 成分股） .....	9
图 7	Factor_F 多头等权组合相对净值（中证 500 成分股） .....	10
图 8	Factor_F 多头市值加权组合历史表现（中证 500 成分股） .....	10

## 表目录

表 1	基本因子列表.....	5
表 2	因子截面 IC (季度) .....	6
表 3	因子截面 IC (月度) .....	6
表 4	高低 Factor_F 组合月均收益 .....	7
表 5	Fama-MacBeth 截面回归结果 .....	7
表 6	收益率预测模型的 IC、rankIC 对比.....	8
表 7	引入不同构建方法下的 Factor_F 因子对收益率预测模型的影响 .....	9
表 8	沪深 300 成分股内, Factor_F 因子的选股效果.....	9
表 9	沪深 300 指数成分股内多头组合分年度表现 .....	10
表 10	中证 500 成分股内, Factor_F 因子的选股效果.....	10
表 11	中证 500 指数成分股内多头组合分年度表现 .....	11

本文主要分析历史财务信息对股票未来收益是否具有预测作用。实证结果表明，当前基本面向好的公司，未来基本面向好的可能性更大；因此，投资者更加青睐历史财务表现较好的股票。

## 1. 历史财务因子

单个财务指标或财务比率并不能捕捉公司整体的基本面情况，存在许多干扰信息，因此 2000 年以后，国外学者们将基本面重心转移至“综合因子”的研究，即将多个财务指标组合成单一因子，用以检验历史基本面与股票未来收益之间的关系。其中，应用最广泛的是 Piotroski(2000)提出的 FSCORE 以及 Mohanram(2005)提出的 GSCORE 因子。本文主要在 FSCORE 体系下对中国市场的基本面因子进行探讨研究。

FSCORE 体系从 3 个方面衡量了公司的基本面情况：盈利能力、杠杆/流动性以及营运有效性。

在盈利能力方面上，Piotroski 使用了 4 个指标，它们分别是 ROA (ROE)、dROA (dROE)、CFO 以及 ACC。其中，ROA (ROE) 为总(净)资产收益率，dROA (dROE) 为净资产收益率同比增长率。CFO 是经营净现金流量与总资产之比，ACC 为 ROA 与 CFO 之差。

美国市场存在“应计异象”，即平均而言应计项目低的公司收益率会高于应计项目高的公司，在 FSCORE 体系下表现为，ACC<0 的股票后期收益率理应更优。但实际上 A 股并不存在这种现象：2009 年 1 月至 2017 年 6 月间，ACC>0 的股票月均收益为 2.22%，ACC<0 的股票月均收益为 2.13%，两者收益差仅为 0.09%（相应 t 值为 0.5998），A 股并不存在显著的应计异象。

源于上述原因，我们对盈利能力指标进行更改。具体而言，本文研究的基本指标有 8 个，分别列于下表。

表 1 基本因子列表

类别	因子简称	因子含义
盈利能力	ROE	净资产收益率
	dROE	净资产收益率同比增长率
	dCFO	每股经营活动现金流同比增长率
	EPS	每股收益
杠杆	dLEVER	权益乘数同比增长率
流动性	LIQUID	流动比率
营运有效性	dMARGIN	销售净利率（单季度）同比增长率
	dTURN	固定资产合计周转率同比增长率

资料来源：Wind，海通证券研究所

我们将上述 8 个指标横截面标准化，然后以回归的方式剔除风险因子（市值和 PB）影响，取残差等权加总后构建基本面综合因子，记之为 Factor\_F。

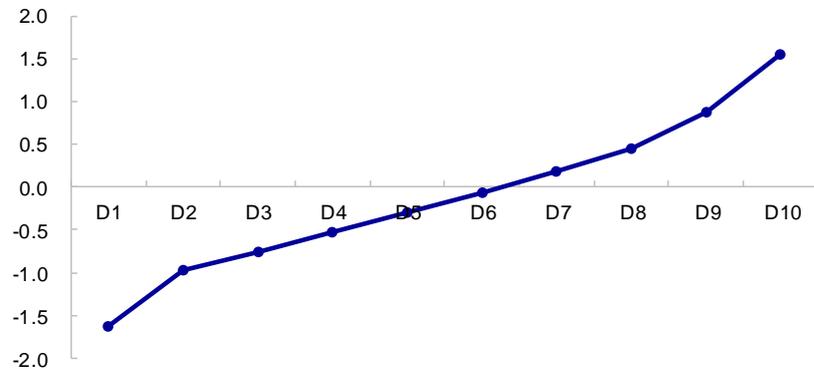
## 2. 因子分组收益统计

### 2.1 历史财务信息的延续性

投资者之所以会参考历史基本面信息作出投资决策，主要源于财务信息的延续性。历史综合基本面较好的公司，未来基本面向好的可能性更大。实际上，我们以定期报告披露结束日（每年的 4、8、10 月底）为分界点，考察当期 Factor\_F 与下期 Factor\_F 的相关性，结果显示两者相关系数达 51.57%，秩相关系数达 58.52%。

图 1 展示了基于当期 Factor\_F 因子将全市场股票等分为 10 组，每一组股票下期的 Factor\_F 因子均值。从中可看出，下期 Factor\_F 值与当期 Factor\_F 值呈现明显的正相关关系，由此表明，历史财务信息具有较好的延续性：历史综合基本面较好的公司，未来平均基本面表现越优。

图1 Factor\_F 分组组合下期 Factor\_F 均值



资料来源：Wind，海通证券研究所

## 2.2 单因子 IC

我们以 4、8、10 月份为调仓日，统计调仓日的因子值与下期收益率的（秩）相关系数；其中，下期收益率是指当前调仓日至下期调仓日间的收益率。结果列于下表。从中可看出，复合因子 Factor\_F 与收益率之间存在显著的正相关关系，历史基本面综合表现越好，股票后期收益率越高。该因子 IC 均值达 0.0989，相应的 t 统计量为 6.05。

从单个因子来看，表现最好的是 EPS、ROE 和 dROE，它们的 IC 序列和 rank\_IC 序列均显著大于 0，IC 均值分别为 0.0882、0.0669 和 0.0537。对比来看，综合因子的 IC 均值、稳定性均优于任一单个因子。

表 2 因子截面 IC（季度）

		dCFO	EPS	dLEVER	LIQUID	dMARGIN	dTURN	ROE	dROE	Factor_F
IC	均值	0.0215	0.0882	0.0401	0.0207	0.0269	0.0454	0.0669	0.0537	0.0989
	标准差	0.0570	0.0849	0.0614	0.0953	0.0704	0.0807	0.1006	0.0729	0.0833
	t 值	1.93	5.29	3.33	1.11	1.95	2.87	3.39	3.75	6.05
rankIC	均值	0.0235	0.1251	0.0520	0.0183	0.0491	0.1022	0.0895	0.1075	0.1270
	标准差	0.1113	0.0976	0.0795	0.1007	0.1041	0.1605	0.1198	0.1403	0.0946
	t 值	1.08	6.54	3.33	0.93	2.41	3.25	3.81	3.91	6.85

资料来源：Wind，海通证券研究所

由于常见的多因子模型均为月度换仓，为便于与其它因子比较，下表统计了基本面因子的月度 IC 情况。月度相关性分析与季度结果一致，综合因子的表现优于任一单个因子，月度 IC 均值为 0.0511，相应的 t 值为 6.61，具有显著的选股能力。

表 3 因子截面 IC（月度）

		dCFO	EPS	dLEVER	LIQUID	dMARGIN	dTURN	ROE	dROE	Factor_F
IC	均值	0.0079	0.0446	0.0247	0.0092	0.0223	0.0260	0.0331	0.0282	0.0511
	标准差	0.0454	0.0835	0.0688	0.0932	0.0875	0.0779	0.0910	0.0589	0.0782
	t 值	1.75	5.40	3.62	1.00	2.57	3.36	3.68	4.85	6.61
rankIC	均值	0.0051	0.0666	0.0318	0.0085	0.0407	0.0552	0.0442	0.0615	0.0664
	标准差	0.0880	0.0982	0.0845	0.0940	0.1191	0.1350	0.1082	0.1046	0.0881

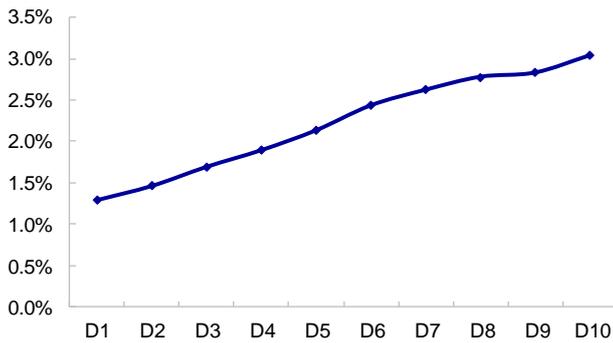
t 值      0.59      6.85      3.79      0.91      3.45      4.13      4.12      5.94      7.61

资料来源: Wind, 海通证券研究所

## 2.3 Factor\_F 因子分组收益

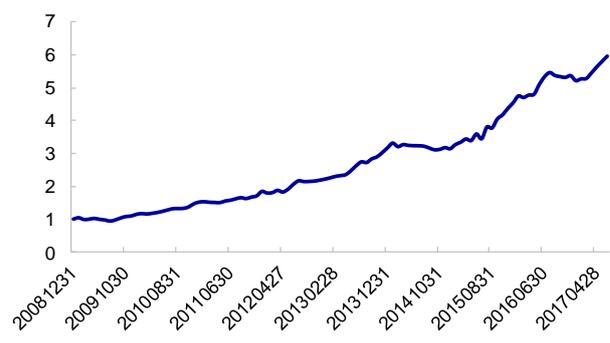
Factor\_F 越大, 反应公司历史基本面表现越好。下图展示了基于 Factor\_F 将所有股票分为 10 组, 每组股票的月均收益, 以及 D10 (因子值最高的 1/10 股票) 组合与 D1 (因子值最低的 1/10 股票) 组合的相对强弱走势。与相关系数统计结果一致, Factor\_F 与股票收益率正相关, 分组组合收益率呈现明显的单调上升态势。

图2 Factor\_F 组合月均收益



资料来源: Wind, 海通证券研究所

图3 高低 Factor\_F 组合相对强弱



资料来源: Wind, 海通证券研究所

样本期间 (2009 年初至 2017 年 6 月), 高 Factor\_F 组合月均收益为 3.04%, 低 Factor\_F 组合月均收益为 1.30%, 多空组合月均收益差为 1.74%, 显著大于 0。月胜率 达 71.6%, 高 Factor\_F 组合持续跑赢低 Factor\_F 组合。

表 4 高低 Factor\_F 组合月均收益

D1 月均收益	D10 月均收益	D10-D1	月胜率	T 统计量
1.30%	3.04%	1.74%	71.57%	6.26

资料来源: Wind, 海通证券研究所

## 3. 横截面回归的风险溢价

为考察控制其他风险因子值后, Factor\_F 因子的边际效应, 本部分我们将构建 Fama-MacBeth 横截面回归模型, 考察该因子的风险溢价; 并从多因子模型的角度出发, 探讨增加该因子后, 收益率预测模型的改进效果。

### 3.1 横截面回归结果

回归模型中使用的控制变量包括: 市值、波动率、换手率、非线性市值、反转和流动性, 下表列示了 Fama-MacBeth 回归结果。结果显示, Factor\_F 月均溢价显著为正, Factor\_F 越高, 股票次月收益越大, 与分组筛选法呈现一致的效果; Factor\_F 每上升 1 个截面标准差, 股票收益平均上升 0.47%。

表 5 Fama-MacBeth 截面回归结果

	市值	波动率	换手率	非线性市值	反转	流动性	Factor_F
月均溢价	-0.0081	-0.0029	-0.0043	0.0070	-0.0047	-0.0054	0.0047
T 统计量	-5.05	-2.98	-2.80	5.98	-3.00	-3.43	5.80

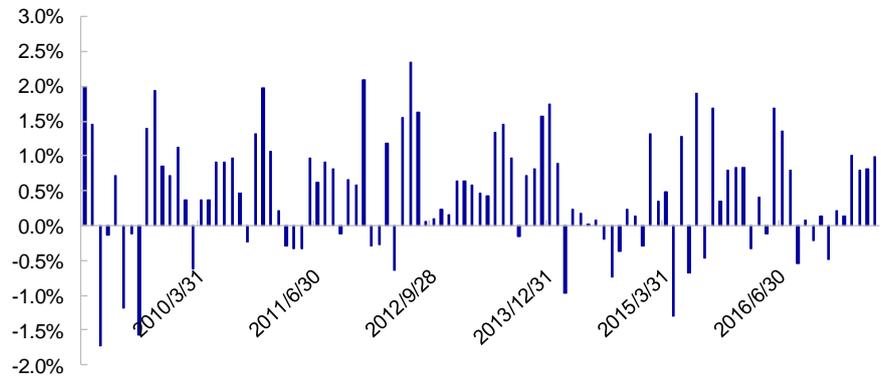
资料来源: Wind, 海通证券研究所

图 4 为 Factor\_F 的月度溢价时间序列。在大部分月份 (占比 72.8%), Factor\_F 能

请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明

够提供正向的溢价，较为稳定。

图4 Factor\_F 月溢价序列



资料来源：Wind，海通证券研究所

### 3.2 收益预测模型的改进

常见的多因子框架由收益率预测和风险管理两部分组成，引入新 alpha 因子的目的在于提高收益率模型的预测能力。由于常见的收益率模型为线性模型，因此最常用的考察多因子模型预测能力的指标是 IC 和 rankIC，即复合因子值与下期股票收益率的相关系数和秩相关系数。

为了评估 FSCORE 体系下，基本面综合因子对收益率预测模型的改进效果，我们对比了引入该因子前后预测模型 IC 和 rankIC 的相关统计指标，并对比了仅引入包含 ROE 和 dROE 盈利因子后的效果。结果列于下表，其中，“初始模型”是指包含市值、波动率、换手率、非线性市值、反转和流动性 6 个因子的预测模型，“引入 ROE、dROE”是指在初始模型基础上增加 ROE 和 dROE 两个因子后的预测模型，“引入 Factor\_F”则是指在初始模型基础上引入 Factor\_F 因子的预测模型。

表 6 收益率预测模型的 IC、rankIC 对比

		均值	月胜率	标准差	T 统计量
IC	初始模型	0.1016	79.41%	0.1400	7.32
	引入 ROE、dROE	0.1048	80.39%	0.1340	7.90
	引入 Factor_F	0.1156	87.25%	0.1229	9.49
rankIC	初始模型	0.1320	83.33%	0.1489	8.96
	引入 ROE、dROE	0.1348	85.29%	0.1423	9.57
	引入 Factor_F	0.1450	90.20%	0.1310	11.18

资料来源：Wind，海通证券研究所

统计结果显示，引入 Factor\_F 因子后收益率预测模型的 IC (rankIC) 均值增加、月胜率上升、波动性下降，各项评估指标均得到明显提升。此外，对比仅引入盈利因子 ROE、dROE 模型的相关指标可发现，反映了公司盈利能力、杠杆、流动性和营运有效性的综合财务因子，对收益率预测模型增加的边际效应更强。

## 4. 敏感性分析

本部分主要对选股范围、Factor\_F 因子的构建方式等可能影响因子效果的因素进行敏感性分析。

### 4.1 位序加法

前文中 Factor\_F 因子是通过加总 8 个单因子的 zscore 获取，实际上我们还可以加总单因子的位序值来构建基本面综合因子。表 7 统计了引入不同构建方法下的 Factor\_F 因子后，收益率预测模型的 IC 和 rankIC 相关指标。从中可看出，无论是位序加总，还是 zscore 加总，引入 Factor\_F 因子都能明显增加收益率模型的预测效果。

表 7 引入不同构建方法下的 Factor\_F 因子对收益率预测模型的影响

		均值	月胜率	标准差	T 统计量
IC	初始模型	0.1016	79.41%	0.1400	7.32
	位序加总	0.1156	87.25%	0.1229	9.49
	zscore 加总	0.1162	85.29%	0.1235	9.50
rankIC	初始模型	0.1016	79.41%	0.1400	7.32
	位序加总	0.1450	90.20%	0.1310	11.18
	zscore 加总	0.1465	91.18%	0.1314	11.26

资料来源：Wind，海通证券研究所

## 4.2 沪深 300 成分股内的选股效果

下表统计了在沪深 300 指数成分股内，基于 Factor\_F 因子分组后的多头（因子值最高的 1/5 股票）、空头（因子值最低的 1/5 股票）组合收益以及 IC 表现情况。从中可看出，无论采用 zscore 加总还是位序加总，基本面复合因子 Factor\_F 在沪深 300 成分股内均存在显著的选股效果。多空组合月均超额收益逾 1.6%，月胜率超过 73%，IC 均值超过 6.5%，统计显著。

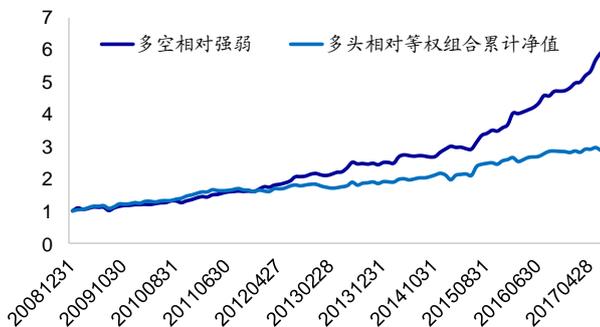
表 8 沪深 300 成分股内，Factor\_F 因子的选股效果

	空头超额	多头超额	IC 均值	多空超额			rankIC		
				均值	月胜率	T 统计量	均值	月胜率	T 统计量
zscore 加总	-0.87%	0.80%	6.87%	1.67%	73.53%	5.77	8.40%	74.51%	7.99
位序加总	-0.83%	1.00%	7.80%	1.83%	75.49%	4.99	9.13%	76.47%	7.92

资料来源：Wind，海通证券研究所

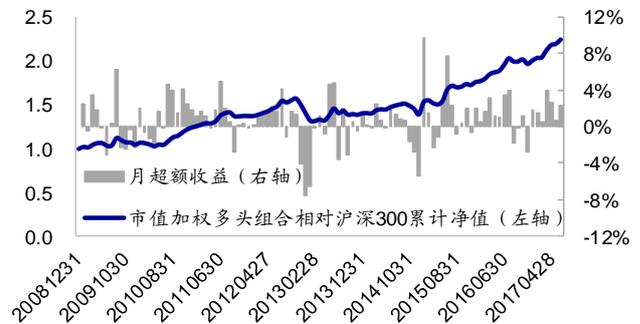
图 5 和图 6 展示了沪深 300 指数成分股内 Factor\_F 多头组合的历史累计净值。结果显示，多头组合相对空头组合的累计净值呈现稳定增长态势。分年度来看，多头等权组合相对样本股等权组合每年均可获得正向超额收益，多头市值加权组合除 2013、2014 年略微跑输沪深 300 指数外，其余各年份均显著跑赢基准。

图 5 Factor\_F 多头等权组合相对净值（沪深 300 成分股）



资料来源：Wind，海通证券研究所

图 6 Factor\_F 多头市值加权组合历史表现（沪深 300 成分股）



资料来源：Wind，海通证券研究所

**表 9 沪深 300 指数成分股内多头组合分年度表现**

	市值加权组合			等权组合		
	多头组合	沪深 300	超额收益	多头组合	等权组合	超额收益
2009	106.19%	96.71%	9.48%	144.37%	93.76%	50.62%
2010	3.90%	-12.51%	16.42%	9.41%	-11.20%	20.61%
2011	-17.22%	-25.01%	7.80%	-23.24%	-27.87%	4.63%
2012	10.16%	7.55%	2.60%	19.15%	10.63%	8.52%
2013	-7.78%	-7.65%	-0.14%	-0.13%	-7.43%	7.30%
2014	50.38%	51.66%	-1.28%	53.49%	38.61%	14.89%
2015	33.45%	5.58%	27.87%	42.97%	16.25%	26.72%
2016	1.13%	-11.28%	12.41%	-2.80%	-10.40%	7.59%
2017.1-2017.6	23.92%	10.78%	13.15%	13.41%	10.93%	2.48%

资料来源: Wind, 海通证券研究所

### 4.3 中证 500 成分股内的选股效果

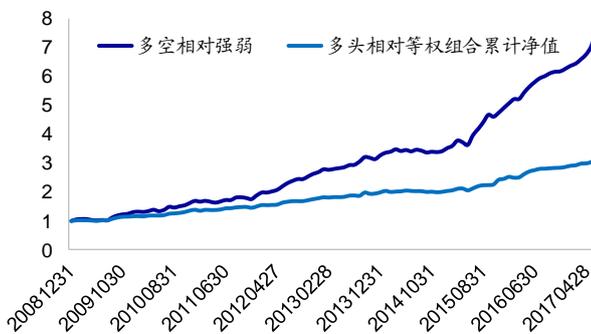
下表统计了在中证 500 指数成分股内, 基于 Factor\_F 因子分组后的多头 (因子值最高的 1/5 股票)、空头 (因子值最低的 1/5 股票) 组合收益以及 IC 表现情况。从中可看出, 无论采用 zscore 加总还是位序加总, 基本面复合因子 Factor\_F 在中证 500 成分股内均存在显著的选股效果。相对而言, 在 500 成分股内, 位序加总形式的 Factor\_F 因子效果更优, 月均多空收益差达 1.91%, 月胜率 77.45%。

**表 10 中证 500 成分股内, Factor\_F 因子的选股效果**

	空头超额	多头超额	IC 均值	多空超额			rankIC		
				均值	月胜率	T 统计量	均值	月胜率	T 统计量
zscore 加总	-0.78%	0.69%	5.84%	1.47%	76.47%	6.52	7.06%	77.45%	7.94
位序加总	-0.91%	1.00%	7.21%	1.91%	77.45%	8.70	8.44%	79.41%	9.46

资料来源: Wind, 海通证券研究所

图 7 和图 8 展示了中证 500 指数成分股内 Factor\_F 多头组合的历史累计净值。结果显示, 多头组合相对空头组合的累计净值呈现稳定增长态势。分年度来看, 多头组合除 2014 年跑输基准外, 其余各年份均可产生可观的超额收益。需要注意的是, 为与上文方法保持一致, 此部分的 Factor\_F 因子采用 zscore 加总方法构建; 实际上, 对于中证 500 成分股, 若是采用位序加总形式, 则多头组合每年均可产生稳定的超额收益。

**图 7 Factor\_F 多头等权组合相对净值 (中证 500 成分股)**


资料来源: Wind, 海通证券研究所

**图 8 Factor\_F 多头市值加权组合历史表现 (中证 500 成分股)**


资料来源: Wind, 海通证券研究所

**表 11 中证 500 指数成分股内多头组合分年度表现**

	市值加权组合			等权组合		
	多头组合	中证 500	超额收益	多头组合	等权组合	超额收益
2009	145.36%	131.27%	14.09%	170.80%	132.84%	37.96%
2010	22.50%	10.07%	12.43%	22.17%	9.06%	13.11%
2011	-26.97%	-33.83%	6.86%	-25.16%	-33.86%	8.70%
2012	12.83%	0.28%	12.55%	14.92%	0.72%	14.21%
2013	30.89%	16.89%	14.01%	27.73%	16.69%	11.04%
2014	26.18%	39.01%	-12.83%	32.97%	38.52%	-5.55%
2015	64.71%	43.12%	21.60%	77.44%	45.48%	31.96%
2016	-8.81%	-17.78%	8.97%	-5.30%	-18.86%	13.56%
2017.1-2017.6	7.51%	-2.00%	9.52%	5.53%	-2.05%	7.57%

资料来源: Wind, 海通证券研究所

## 5. 总结

本文主要考察基于 Piotroski (2000) 体系构建的基本面综合因子在 A 股市场的选股效果。整体而言, 历史基本面表现越好的公司, 未来基本面向好的可能性越大; 从二级市场表现来看, 后期股票价格上涨的可能性和幅度也越大。

基本面综合因子 Factor\_F 值最高的 1/10 股票相对因子值最低的 1/10 股票月均超额 1.74%, 月胜率逾 70%, 统计显著。从相关性分析来看, 当月因子值与次月股票收益率的平均相关系数为 0.0511, 秩相关系数为 0.0664, 统计显著。

通过横截面回归模型发现, 上市公司综合基本面因子每提高一个标准差, 月均收益提高 0.47%; 且这种现象在 A 股市场长期存在。由此表明, 历史财务信息对未来二级市场收益具有一定预测能力。

从多因子模型角度来看, 在收益率预测模型中增加 Factor\_F 因子, 可明显改善预测模型的精度。而且相比于仅增加盈利因子 ROE、dROE 的模型, 其改善幅度更大。

从因子构建方式来看, 采用位序加总所得的 Factor\_F 因子与采用 zscore 加总所得的 Factor\_F 因子具有同样的选股效果, 从全市场范围来看, 两者差异不明显。从选股范围来看, 该因子在沪深 300 指数成分股、中证 500 指数成分股以及全市场范围内, 都存在显著的选股效果。

## 6. 风险提示

因子历史规律失效风险、模型失效风险。

## 信息披露

### 分析师声明

冯佳睿 金融工程研究团队  
罗蕾 金融工程研究团队

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 副所长  
(021)23219422 klijiang@htsec.com

邓勇 所长助理  
(021)23219404 dengyong@htsec.com

荀玉根 所长助理  
(021)23219658 xyg6052@htsec.com

钟奇 所长助理  
(021)23219962 zq8487@htsec.com

### 宏观经济研究团队

姜超(021)23212042 jc9001@htsec.com  
顾潇啸(021)23219394 gxx8737@htsec.com  
于博(021)23219820 yb9744@htsec.com  
梁中华(021)23154142 lzh10403@htsec.com  
联系人  
李金柳(021)23219885 lj11087@htsec.com  
宋潇(021)23154483 sx11788@htsec.com

### 金融工程研究团队

高道德(021)63411586 gaodd@htsec.com  
冯佳睿(021)23219732 fengjr@htsec.com  
郑雅斌(021)23219395 zhengyb@htsec.com  
余浩淼(021)23219883 yhm9591@htsec.com  
袁林青(021)23212230 ylq9619@htsec.com  
罗蕾(021)23219984 ll9773@htsec.com  
沈泽承(021)23212067 szc9633@htsec.com  
联系人  
周一洋(021)23219774 zyy10866@htsec.com  
姚石(021)23219443 ys10481@htsec.com  
吕丽颖(021)23219745 lly10892@htsec.com  
张振岗(021)23154386 zzg11641@htsec.com  
颜伟(021)23219914 yw10384@htsec.com  
史霄安 sxa11398@htsec.com

### 金融产品研究团队

高道德(021)63411586 gaodd@htsec.com  
倪韵婷(021)23219419 niyt@htsec.com  
陈瑶(021)23219645 chen Yao@htsec.com  
唐洋运(021)23219004 tangyy@htsec.com  
宋家骥(021)23212231 sjj9710@htsec.com  
薛涵 xh11528@htsec.com  
联系人  
谈鑫(021)23219686 tx10771@htsec.com  
皮灵(021)23154168 pl10382@htsec.com  
王毅(021)23219819 wy10876@htsec.com  
蔡思圆(021)23219433 csy11033@htsec.com  
徐燕红(021)23219326 xyh10763@htsec.com  
庄梓恺 zzk11560@htsec.com

### 固定收益研究团队

姜超(021)23212042 jc9001@htsec.com  
周霞(021)23219807 zx6701@htsec.com  
朱征星(021)23219981 zzx9770@htsec.com  
张卿云(021)23219445 zqy9731@htsec.com  
姜珺珊(021)23154121 jps10296@htsec.com  
联系人  
杜佳(021)23154149 dj11195@htsec.com

### 策略研究团队

荀玉根(021)23219658 xyg6052@htsec.com  
钟青(010)56760096 zq10540@htsec.com  
高上(021)23154132 gs10373@htsec.com  
联系人  
郑英亮(021)23154147 zyl10427@htsec.com  
姚佩(021)23154184 yp11059@htsec.com  
唐一杰 021-23219406 tyj11545@htsec.com  
李影(021)23154147 ly11082@htsec.com

### 中小市值团队

钮宇鸣(021)23219420 ymniu@htsec.com  
张宇(021)23219583 zy9957@htsec.com  
刘宇(021)23219608 liuy4986@htsec.com  
孔维娜(021)23219223 kongwn@htsec.com  
联系人  
王鸣阳(021)23219356 wmy10773@htsec.com  
程碧升(021)23154171 cbs10969@htsec.com  
潘莹练(021)23154122 pyl10297@htsec.com  
相姜(021)23219945 xj11211@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  
王旭(021)23219396 wx5937@htsec.com

### 石油化工行业

邓勇(021)23219404 dengyong@htsec.com  
联系人  
朱军军(021)23154143 zjj10419@htsec.com  
毛建平(021)23154134 mjp10376@htsec.com  
殷奇伟(021)23154139 yqw10381@htsec.com

### 医药行业

余文心(0755)82780398 ywx9461@htsec.com  
郑琴(021)23219808 zq6670@htsec.com  
孙毅(021)23154170 sj10968@htsec.com  
师成平(010)50949927 scp10207@htsec.com  
联系人  
贺文斌(010)68067998 hwb10850@htsec.com  
刘浩(010)56760098 lh11328@htsec.com

### 汽车行业

邓学(0755)23963569 dx9618@htsec.com  
杜威 0755-82900463 dw11213@htsec.com  
联系人  
谢亚彤(021)23154145 xyt10421@htsec.com  
王猛(021)23154017 wm10860@htsec.com

### 公用事业

张一弛(021)23219402 zyc9637@htsec.com  
联系人  
赵树理(021)23219748 zsl10869@htsec.com  
张磊(021)23212001 zl10996@htsec.com

### 批发和零售贸易行业

汪立亭(021)23219399 wanglt@htsec.com  
王晴(021)23154116 wq10458@htsec.com  
李宏科(021)23154125 lkh11523@htsec.com  
联系人  
史岳(021)23154135 sy11542@htsec.com

### 互联网及传媒

钟奇(021)23219962 zq8487@htsec.com  
郝艳辉(010)58067906 hyh11052@htsec.com  
许樱之 xyz11630@htsec.com  
联系人  
孙小雯(021)23154120 sxw10268@htsec.com  
强超廷(021)23154129 qct10912@htsec.com  
毛云聪(010)58067907 myc11153@htsec.com  
刘欣(010)58067933 lx11011@htsec.com  
唐宇(021)23219389 ty11049@htsec.com

### 有色金属行业

施毅(021)23219480 sy8486@htsec.com  
联系人  
杨娜(021)23154135 yn10377@htsec.com  
李姝醒(021)23219401 lsx11330@htsec.com

### 房地产行业

涂力磊(021)23219747 tll5535@htsec.com  
谢益(021)23219436 xiey@htsec.com  
贾亚童(021)23219421 jiyat@htsec.com  
联系人  
杨凡(021)23219812 yf11127@htsec.com  
金晶(021)23154128 jj10777@htsec.com

**电子行业**

陈平(021)23219646 cp9808@htsec.com  
 联系人  
 谢磊(021)23212214 xl10881@htsec.com  
 张天闻 ztw11086@htsec.com  
 尹苓(021)23154119 yl11569@htsec.com

**煤炭行业**

吴杰(021)23154113 wj10521@htsec.com  
 李淼(010)58067998 lm10779@htsec.com  
 联系人  
 戴元灿(021)23154146 dyc10422@htsec.com

**电力设备及新能源行业**

杨帅(010)58067929 ys8979@htsec.com  
 房青(021)23219692 fangq@htsec.com  
 徐柏乔(021)32319171 xbj6583@htsec.com  
 联系人  
 曾彪(021)23154148 zb10242@htsec.com  
 张向伟(021)23154141 zwx10402@htsec.com

**基础化工行业**

刘威(0755)82764281 lw10053@htsec.com  
 刘强(021)23219733 lq10643@htsec.com  
 联系人  
 刘海荣(021)23154130 lhr10342@htsec.com  
 张翠翠 zcc11726@htsec.com

**计算机行业**

郑宏达(021)23219392 zhd10834@htsec.com  
 谢春生(021)23154123 xcs10317@htsec.com  
 鲁立 ll11383@htsec.com  
 联系人  
 黄竞晶(021)23154131 hjj10361@htsec.com  
 杨林(021)23154174 yl11036@htsec.com  
 洪琳 hl11570@htsec.com

**通信行业**

朱劲松(010)50949926 zjs10213@htsec.com  
 联系人  
 庄宇(010)50949926 zy11202@htsec.com  
 余伟民(010)50949926 ywm11574@htsec.com

**非银行金融行业**

孙婷(010)50949926 st9998@htsec.com  
 何婷(021)23219634 ht10515@htsec.com  
 联系人  
 夏昌盛(010)56760090 xcs10800@htsec.com  
 李芳洲(021)23154127 lfz11585@htsec.com

**交通运输行业**

虞楠(021)23219382 yun@htsec.com  
 张杨(021)23219442 zy9937@htsec.com  
 联系人  
 童宇(021)23154181 ty10949@htsec.com

**纺织服装行业**

唐苓(021)23212208 tl9709@htsec.com  
 梁希(021)23219407 lx11040@htsec.com  
 于旭辉(021)23219411 yxh10802@htsec.com  
 联系人  
 马榕(021)23219431 mr11128@htsec.com

**建筑建材行业**

邱友锋(021)23219415 qyf9878@htsec.com  
 冯晨阳(021)23212081 fcy10886@htsec.com  
 钱佳佳(021)23212081 qjj10044@htsec.com  
 联系人  
 周俊 0755-23963686 zj11521@htsec.com

**机械行业**

沈伟杰(021)23219963 swj11496@htsec.com  
 余炜超(021)23219816 swc11480@htsec.com  
 耿耘(021)23219814 gy10234@htsec.com  
 联系人  
 杨震(021)23154124 yz10334@htsec.com

**钢铁行业**

刘彦奇(021)23219391 liuyq@htsec.com  
 联系人  
 刘璇(021)23219197 lx11212@htsec.com  
 周慧琳(021)23154399 zhl11756@htsec.com

**建筑工程行业**

杜市伟 dsw11227@htsec.com  
 联系人  
 毕春晖(021)23154114 bch10483@htsec.com

**农林牧渔行业**

丁频(021)23219405 dingpin@htsec.com  
 陈雪丽(021)23219164 cxl9730@htsec.com  
 陈阳(010)50949923 cy10867@htsec.com  
 联系人  
 关慧(021)23219448 gh10375@htsec.com  
 夏越(021)23212041 xy11043@htsec.com

**食品饮料行业**

闻宏伟(010)58067941 whw9587@htsec.com  
 孔梦遥(010)58067998 kmy10519@htsec.com  
 成珊(021)23212207 cs9703@htsec.com

**军工行业**

徐志国(010)50949921 xzg9608@htsec.com  
 刘磊(010)50949922 ll11322@htsec.com  
 蒋俊(021)23154170 jj11200@htsec.com  
 联系人  
 张恒暄(010)68067998 zhx10170@htsec.com  
 张宇轩 zyx11631@htsec.com

**银行业**

林媛媛(0755)23962186 lyy9184@htsec.com  
 联系人  
 林瑾璐 ljl11126@htsec.com  
 谭敏沂 tmy10908@htsec.com

**社会服务行业**

李铁生(010)58067934 lts10224@htsec.com  
 联系人  
 陈扬扬(021)23219671 cyy10636@htsec.com  
 顾熹闽 021-23154388 gxm11214@htsec.com

**家电行业**

陈子仪(021)23219244 chenzy@htsec.com  
 联系人  
 李阳 ly11194@htsec.com  
 朱默辰 zmc11316@htsec.com

**造纸轻工行业**

曾知(021)23219810 zz9612@htsec.com  
 联系人  
 朱悦(021)23154173 zy11048@htsec.com  
 赵洋(021)23154126 zy10340@htsec.com

**研究所销售团队**

## 深广地区销售团队

蔡铁清(0755)82775962 ctq5979@htsec.com  
伏财勇(0755)23607963 fcy7498@htsec.com  
辜丽娟(0755)83253022 gulj@htsec.com  
刘晶晶(0755)83255933 liujj4900@htsec.com  
王雅清(0755)83254133 wyq10541@htsec.com  
饶伟(0755)82775282 rw10588@htsec.com  
欧阳梦楚(0755)23617160  
oymc11039@htsec.com  
巩柏含 gbh11537@htsec.com  
宗亮 zl11886@htsec.com

## 上海地区销售团队

胡雪梅(021)23219385 huxm@htsec.com  
朱健(021)23219592 zhuj@htsec.com  
季唯佳(021)23219384 jiwj@htsec.com  
黄毓(021)23219410 huangyu@htsec.com  
漆冠男(021)23219281 qgn10768@htsec.com  
胡宇欣(021)23154192 hyx10493@htsec.com  
黄诚(021)23219397 hc10482@htsec.com  
蒋炯 jj10873@htsec.com  
毛文英(021)23219373 mwy10474@htsec.com  
马晓男 mxn11376@htsec.com  
杨祎昕(021)23212268 yyx10310@htsec.com  
方烨晨(021)23154220 fyc10312@htsec.com  
慈晓聪 021-23219989 cxc11643@htsec.com  
张思宇 zsy11797@htsec.com  
王朝领 wcl11854@htsec.com

## 北京地区销售团队

殷怡琦(010)58067988 yyq9989@htsec.com  
吴尹 wy11291@htsec.com  
陈铮茹 czr11538@htsec.com  
陆铂锡 lbx11184@htsec.com  
杨羽莎(010)58067977 yys10962@htsec.com  
张丽莹(010)58067931 zlx11191@htsec.com  
张明 zm11248@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 9 楼  
电话: (021) 23219000  
传真: (021) 23219392  
网址: www.htsec.com