



CICC
中国国际金融有限公司
CHINA INTERNATIONAL CAPITAL
CORPORATION LIMITED

组合与量化策略

证券研究报告

2011年9月6日

A股市场

研究部

汪超* 分析师

SAC 执业证书编号: S0080210090003

wangchao@cicc.com.cn

事件驱动策略专题

股权激励前因后果: 寻找与管理层共赢的投资线索

投资要点:

- ▶ **我国股权激励制度 2006 年后得到迅速发展。**国内上市公司的激励方式主要分为三种, 即股票期权激励、限制性股票激励和股票增值权激励。目前实施股权激励的公司共 154 家, 其中以股票期权方式进行的股权激励占比最高, 约为 67%左右; 其次是以限售股方式进行的股权激励, 占比 29%; 以现金结算方式进行的股权激励占比最少, 只有 4%。从股权激励推出时间来看股权激励具有明显的周期性, 且与市场呈负相关, 弱市下更易出台股权激励方案。股权激励的性质以及实际数据也说明成长型企业更青睐推出股权激励方案。
- ▶ **股权激励过程通过资本市场的有效性可以简单总结为“管理层努力经营程度决定公司业绩 -> 公司业绩决定股价 -> 股价决定管理层报酬”。**股权激励的具体方案从四个方面影响上市公司业绩甚至股价: 1) **投资周期:** 长期跑赢市场, 强市下更显“强势”; 2) **股权激励的方式:** 限制性股票激励更能激发管理层做好公司业绩; 3) **设计的行权条件标准:** 行权条件宽紧程度直接影响股价表现。
- ▶ **股权激励事件存在公告日效应。**股权激励信息的披露说明了上市公司未来基本面可能出现变化, 而市场对此反应会有一定程度的滞后。2006 年至今的数据分析表明, 股权激励事件在预案、股东大会及授权公告日时间点上具有交易性机会; 但自 2011 年起股权激励公告日效应显著减弱, 投资者更重视股权激励本质。
- ▶ **股权激励事件“破发反转”效应明显。**分析表明, 股权激励类公司股价跌破行权价或限制性股票转让价之后存在明显的反转效应。有两个值得关注的现象: 第一, 限制性股票的跌破概率远小于期权激励。第二, 股票期权激励公司的跌破回补比例在 50%左右, 并没有明显的回补迹象。但若考虑到股权激励公司的盈利稳定性、破发时点以及行权状况, 破发回补的比例有明显提升。回溯验证“破发反转”策略获得超额收益为大概率事件。

相关报告:

2011.8.11 《事件驱动策略专题——业绩预告信息驱动的投资逻辑》

2011.6.29 《事件驱动策略专题——从定向增发的股票中寻找 alpha》

结合以上策略及中金研究员推荐, 我们给出如下 alpha 策略组合以供投资者参考 (见下页图表)

*报告贡献人:

李求索 liqs@cicc.com.cn

“股权激励事件 alpha 策略 + 中金研究员推荐”股票组合

代码	名称	中金评级	激励标的物	预案公告日	期权初始行权价/ 股票转让价	首次实施公告 日	当前价格	估算行权/账 面收益率*	股价变化(%)		市盈率(x)	
									上周	实施至今	11E	12E
000063.SZ	中兴通讯	推荐	股票	2006-10-26	16.06	2009-07-07	17.98	114.35%	(5.02)	13.25	18.00	15.03
000826.SZ	桑德环境	推荐	期权	2010-08-11	22.15	2010-12-22	25.02	13.42%	(4.43)	(25.03)	35.12	25.08
002056.SZ	横店东磁	推荐	股票	2010-09-27	8.92	2011-01-28	25.44	198.87%	(7.66)	(20.77)	22.33	19.04
600557.SH	康缘药业	审慎推荐	股票	2011-04-30	8.39	2011-05-21	16.40	104.27%	(3.59)	3.49	30.20	23.43
000039.SZ	中集集团	审慎推荐	期权	2010-09-02	12.39	2010-09-28	16.76	37.60%	(11.79)	24.80	10.19	8.68
002327.SZ	富安娜	推荐	期权	2011-01-25	34.24	2011-02-24	47.78	41.75%	(3.61)	28.57	32.92	24.53
002029.SZ	七匹狼	推荐	期权	2010-11-23	24.83	2011-01-07	35.72	44.77%	(3.17)	8.77	25.78	19.12
002311.SZ	海大集团	审慎推荐	期权	2011-04-19	32.15	2011-05-09	17.63	10.42%	(4.08)	23.26	39.64	30.79
600276.SH	恒瑞医药	推荐	股票	2010-06-10	20.28	2010-06-30	30.05	123.44%	(4.27)	14.92	36.08	27.19

资料来源：WIND，中金公司研究部（注：*收益率是已经考虑复权）

目录

股权激励驱动管理者关心企业长期价值	4
谨慎关注股权激励不同进程公告日的短期效应	11
注重股权激励的本质 把握长期投资价值	17
股权激励事件主题 alpha 策略股票组合	20

图表

“股权激励主题 alpha 策略 + 中金研究员推荐” 股票组合	2
图表 1: 2006 年以来我国股权激励政策发展历程	5
图表 2: 股票期权和限制性股票是股权激励的主要形式	6
图表 3: 市场走弱时相应的股权激励公司较多	6
图表 4: 成长型公司实施股权激励的比例较高	7
图表 5: 股权激励可以带来较好的长期回报	8
图表 6: 参与股权激励样本年化收益情况	9
图表 7: 不同行权条件标准下公司盈利增长对比	9
图表 8: 行权条件较严格企业长期股价表现较好	10
图表 9: 股权激励流程图	11
图表 10: 2006 年以来股权激励预案公告日前后绝对收益（左）及超额收益（相对沪深 300，右）趋势	12
图表 11: 2006 年以来股权激励股东大会公告日前后绝对收益（左）及超额收益（相对沪深 300，右）趋势	12
图表 12: 2006 年以来股权激励授权日前后绝对收益（左）及超额收益（相对沪深 300，右）趋势	13
图表 13: 2006 年以来股权激励在行权日前后绝对收益（左）及超额收益（相对沪深 300，右）趋势	13
图表 14: 2011 年股权激励预案公告日前后绝对收益（左）及超额收益（相对沪深 300，右）	15
图表 15: 2011 年股权激励股东大会公告日前后绝对收益（左）及超额收益（相对沪深 300，右）	15
图表 16: 2011 年股权激励授权公告日前后绝对收益（左）及超额收益（相对沪深 300，右）	15
图表 17: 2011 年股权激励第一行权公告日前后绝对收益（左）及超额收益（相对沪深 300，右）	16
图表 18: 参与股权激励样本年化收益情况	17
图表 19: 参与股权激励样本最低账面收益散点图	18
图表 20: 破发后股权激励绝对年化收益情况	18
图表 21: 破发后股权激励相对沪深 300 超额年化收益情况	18
图表 22: 破发后股权激励相对中小板指年化超额收益情况	18
图表 23: 股权激励特定因素与破发回补比例的关系	19
图表 24: “股权激励主题 alpha 策略 + 中金研究员推荐” 股票组合	20

我国股权激励制度的发展与现状

股权激励制度在激励与约束中寻找平衡

在市场经济中，股权激励是解决企业代理人“道德风险”的一种常用方式。对于上市公司来说，代理人指的是公司的管理层，委托人则是公司的所有股东。管理层和股东从理论上来说是一个代理的关系，股东委托管理者经营管理资产，由于信息不对称，仅从制度和合同规范管理者并不能很好调动其积极性，这是因为股东和管理者的目标存在差异，股东希望其持有的股票价值最大化，管理者则希望自身效用最大化，因此需要通过激励和约束机制来引导和限制管理者行为。为了使管理者维护股东利益，直接做法便是将管理者和股东的利益尽可能趋于一致。这就是股权激励产生的本质。通过使管理者持有股权，享受股权的增值收益，并在一定程度上承担风险，可以使管理者在经营过程中更加关心公司的长期价值。因此，股权激励对防止管理者的短期行为，引导其长期行为具有较好的激励和约束作用。

股权激励制度最早始于二十世纪七、八十年代的美国。在美国高科技行业，如通讯、能源、金融等领域，通过远远高于工资和奖金的股票期权来激励企业高管和核心员工。其中，高管的期权为工资和奖金之和的七倍，核心员工的期权也高达工资和奖金之和的两倍。用一种预期收益来激励企业的关键人员，从而将公司利益与员工利益有效结合在一起。有数据经验证明，不少企业采用股票期权激励的方式后，销售、利润都有大幅度提升。因此，在资本市场上，股权激励往往被理解为公司未来生产经营会得到改善的重要信号。但是，股权激励产生的风险同样不容忽视，如：冲击老股东利益，回购比例不好掌控（太小激励力度不大，过大又会触犯法律），业绩标准设置需谨慎（太高难以达到，太低损害股东利益）。不过我们应该认识到，股权激励只是企业做大做强的一种方式，又是一个复杂的系统工程，在分析其对上市公司的影响时需要辩证与客观。

我国股权激励制度 2006 年后得到迅速发展

中国引入西方意义的股权激励制度最早的实践是深圳万科股份有限公司于 1993 年起草的《职员股份计划规则》。2006 年 1 月颁布的《上市公司股权激励管理办法》（试行）可以称得上是上市公司股权激励的正式开端。《办法》对股权激励的定义、监管法则、实施要求、激励对象等方面都做出了比较全面的规定，也是从这一年开始，上市公司的股权激励才逐渐发展起来，06 年至 08 年期间，证监会和国资委等又连续发布了如《国有控股上市公司境内实施股权激励试行办法》以及 3 个股权激励有关事项备忘录等政策，进一步规范了国内股权激励的实施条件，较为有效的解决了股权激励中潜在利益输送、信息不对称及消息泄露等制度问题。

根据《上市公司股权激励管理办法》，董事会审议通过股权激励计划后，上市公司应将有关材料报中国证监会备案，同时抄报证券交易所及公司所在地证监局。中国证监会自收到完整的股权激励计划备案申请材料之日起 20 个工作日内未提出异议的，上市公司可以发出召开股东大会的通知，审议并实施股权激励计划。在上述期限内，中国证监会提出异议的，上市公司不得发出召开股东大会的通知审议及实施该计划。

拟实行股权激励计划的上市公司，可以根据本公司实际情况，通过以下方式解决标的股票来源：（1）向激励对象发行股份；（2）回购本公司股份；（3）法律、行政法规允许的其他方式。上市公司全部有效的股权激励计划所涉及的标的股票总数累计不得超过公司股本总额的 10%。非经股东大会特别决议批准，任何一名激励对象通过全部有效的股权激励计划获授的本公司股票累计不得超过公司股本总额的 1%。

图表 1: 2006 年以来我国股权激励政策发展历程

时间	政策	内容
2006年1月1日	《上市公司股权激励管理办法》（试行）	· 该办法对上市公司股权激励的各个方面进行了较为详细的规定。该办法分为七章，总则、一般规定、限制性股票、股票期权、实施程序和信息披露、监管处罚和附则。该办法对于股权激励的合规性、对象、构成要件、程序、信息披露以及违规处罚等方面进行了详细的规定。 · 首次明确了上市公司股权激励的具体方案和实施原则
2006年3月1日	《国有控股上市公司境外实施股权激励试行办法》	· 为指导国有控股上市公司（境外）依法实施股权激励，建立中长期激励机制。 · 特别对授予高管人员的股权数量作出规定：高管人员预期股权激励收益水平原则上应控制在其薪酬总水平的40%以内；上市公司高管人员的股票期权应保留一定比例在任职期满后根据任期考核结果行权，任职（或任期）期满后的行权比例不得低于授权总量的20%；任何持有上市公司5%以上有表决权的股份的人员，未经股东大会批准，不得参加股权激励计划。
2006年9月30日	《国有控股上市公司境内实施股权激励试行办法》	· 指导国有控股上市公司（境内）规范实施股权激励制度，建立健全激励与约束相结合的中长期激励机制，进一步完善公司法人治理结构。 · 对激励幅度作出了明确界定，即不得超过薪酬总水平的30%。 · 国有控股上市公司股权激励需要获取履行国有资产出资人职责机构的批准。
2008年3月17日	股权激励有关事项备忘录1号	· 内容主要包括提取激励基金问题；主要股东、实际控制人成为激励对象问题；限制性股票授予价格的折扣问题；分期授予问题；行权指标设定问题；授予日问题；激励对象资格问题；股东大会投票方式问题。 · 参照现行《上市公司证券发行管理办法》中有关定向增发的定价原则和锁定期要求确定价格和锁定期，同时考虑股权激励的激励效应，规定发行价格不低于定价基准日前20个交易日公司股票均价的50%；新增了“非经股东大会表决通过，持股5%以上的主要股东或实际控制人原则上不得成为激励对象”的条款，原则上实施股权激励后的业绩指标不低于历史水平，并鼓励公司采取市值指标和行业比较指标。
2008年3月17日	股权激励有关事项备忘录2号	· 内容主要包括激励对象问题；股权激励与重大事项间隔期问题；股份来源问题以及其他问题。 · 规定了行权业绩指标不低于历史水平；无特殊原因不得预留股份；无特殊原因不得预留股份；上市公司监事不得成为激励对象等问题。上市公司重大利好公布前突击激励被叫停。
2008年9月16日	股权激励有关事项备忘录3号	· 内容主要包括股权激励计划的变更与撤销；股权激励会计处理；行权或解锁条件问题；行权安排问题；同时采用两种激励方式问题；附条件授予权益问题以及激励对象范围合理性问题。 · 董事、高级管理人员、核心技术（业务）人员以外人员成为激励对象的上市公司应在股权激励计划备案材料中逐一分析其与上市公司业务或业绩的关联程度，说明其作为激励对象的合理性；“股票期权等待期或限制性股票锁定期内，各年度归属于上市公司股东的净利润及归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润均不得低于授予日前最近3个会计年度的平均水平且不得为负。
2008年10月21日	关于规范国有控股上市公司实施股权激励制度有关问题的通知	主要内容包括严格股权激励的实施条件，加快完善公司法人治理结构；完善股权激励业绩考核体系，科学设置业绩指标和水平；合理控制股权激励收益水平，实行股权激励收益与业绩指标增长挂钩浮动；进一步强化股权激励计划的管理，科学规范实施股权激励。

资料来源：中金公司研究部通过公开信息整理

股票期权激励是国内股权激励的主要方式

从股权激励形式来看，国内上市公司的激励方式主要分为三种，即**股票期权激励**、**限制性股票激励**和**股票增值权激励**。目前实施股权激励的公司共 154 家，其中以股票期权方式进行的股权激励占比最高，约为 67%左右；其次是以限售股方式进行的股权激励，占比 29%；以现金结算方式进行的股权激励占比最少，只有 4%。

股票期权激励是指上市公司授予激励对象在未来一定期限内以预先确定的价格和条件购买本公司一定数量股票的权利。其之所以能成为国内最广泛的股权激励方式主要是三个原因，一是激励性较强且风险相对较小。股票期权具有杠杆性，激励力度比较大。而且对于激励对象而言，不行权就没有损失。二是赋权时企业没有现金支出，不影响公司的现金流，较受企业青睐。三是期权激励模式比较适合成长型企业，这在目前 A 股市场的非国有上市公司中占有较大比例。

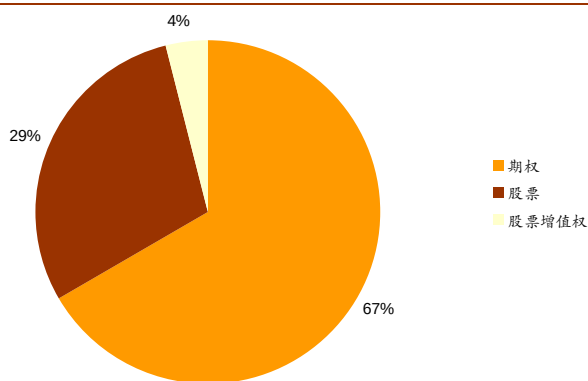
限制性股票激励是指上市公司按照预定条件授予被激励对象一定数量的股票，被激励对象只有在未来业绩符合该条件时才可出售。这意味着限制性股票存在一定的惩罚性，在激励对象用自有资金或者公司用激励基金购买股票后，若股价下跌将造成激励对象的直接资金损失。限制性股票在不能满足预定业绩条件将无法获得或被公司回购注销。因此，这种风险和收益较为对称，激励和约束相对平衡的设计模式适合于发展较稳定的盈利型公司，而由于此类公司的业绩比较稳定，因此推行股权激励的动力相对弱于成长型企业。

股票增值权激励是指上市公司在预定时期和条件下授予激励对象规定数量的股票价格上升所带来的收益的权利，股权激励对象不拥有这些股票的所有权。激励对象不用为行权支付现金，行权后由公司支付现金、股票或股票和现金的组合。虽然相对于股票期权激励模式，股票增值权激励更为简单，易于操作，但由于股票增值权的收益来源是公司提取的奖励基金，公司的现金支付压力较大，因此只有在现金流较为充裕的上市公司才会青睐这种股权激励方式，由于做股权激励的公司往往是由于企业现阶段经营情况不佳或是有较大幅度的提升空间，因此公司的现金流通常比较紧张，这也是企业很少选择股票增值权激励方式的主要原因。

弱市下更易出台股权激励方案

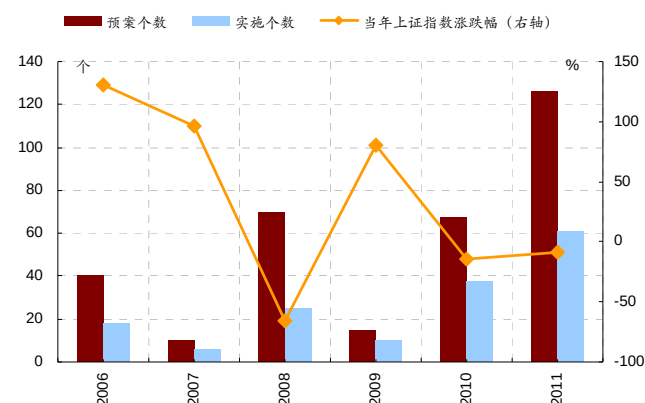
2011年股权激励进行的如火如荼，截止9月初，2011年已发布股权激励预案126个，实施股权激励家数为61家，若按此频率做简单平均则2011年全年新增的股权激励的预案和实施个数可能接近2007-2010四年之和。从股权激励推出时间来看股权激励具有明显的周期性，且与市场呈负相关。在市场表现较好的2007和2009年公布和实施股权激励公司家数较少，在2008、2010和2011年市场走势萎靡时明显增多。其内在因素显而易见：首先，公司往往是在业绩或股价表现不佳或者认为其未来成长空间较大时推出股权激励以希望管理者能够更好的经营公司，因此某一时点推出股权激励的公司越多，整体市场的盈利或股价水平处于相对较低状态的可能性越高。其次，在公司股价相对较高时，股东对未来形势较为乐观，公司推行股权激励的动机不足，而且此时推行股权激励需要较高的期权行权价或限制性股票赋予价，成本较高。最后，由于政策规制股权激励的行权条件往往要包括业绩的绝对和相对水平以防止公司与高管间的利益输送，因此公司经常会选择在业绩较差的年份推行股权激励，以保证其未来业绩相对较好的概率较大。

图表2：股票期权和限制性股票是股权激励的主要形式



资料来源：WIND，中金公司研究部

图表3：市场走弱时相应的股权激励公司较多



资料来源：WIND，中金公司研究部

截止2011年9月，停止实施的股权激励计划的公司共有85家。从股票期权激励来看，目前已经实施236家期权激励的公司，排除其中31家已经实施但尚未到第一行权日的公司，剩余公司中可行权的有111家，占比54.15%。从统计数据来看停止实施股权激励计划的原因主要有以下几种：一是由于国内外经济形势和证券市场的变化，激励计划不具有操作性从而停止实施；二是随着证监会股权激励备忘录1、2、3号文件的发布，激励计划不符合文件规定，从而停止实施；三是公司业绩指标没有达到激励计划要求，如净资产收益率或净利润增长率未达到授予条件，导致股权激励计划停止实施；四是由于增发暂停；五是一些其他原因，包括长时间没有收到核准意见、因大股东占用资金导致回购或者国资委的评审意见停止实施。

成长型企业更青睐股权激励

什么样的企业会青睐股权激励？这从股权激励的两方面特征可以找到答案。第一，股权激励是对管理者尤其是高端管理层的激励。因此股权激励比较适合对管理层依赖度较强的企业，这主要包括新兴产业以及处于起步和发展周期中的企业。第二，由于股权激励主要是提升代理人的工作热情，提高管理方式和劳动效率，因此股权激励也比较适合对劳动生产率弹性较高的企业，这主要包括一些高端技术行业及房地产、高端消费等人力资源为主的行业。综合来看，股权激励较为适合成长型行业。从图表 4 也可以看出，通信科技等成长型企业占比较高的行业进行过股权激励的公司比例最高，实施过股权激励的企业达到 78 家，接近整个市场的 1/4 比例。其次是对人力资源较为依赖的可选消费和房地产行业。而以盈利增长为主的金融、公用事业、能源和交运行业中实施股权激励的公司比例最低，均未超过 10%。

图表 4：成长型公司实施股权激励的比例较高

股权激励公司行业占比	股权激励（总计）	期权激励	限制性股票激励	股票增值权激励
通信科技	28.7% 78	55	19	1
可选消费	17.7% 59	45	12	2
房地产	17.4% 26	24	6	0
工业	15.9% 65	44	18	3
医疗保健	13.9% 23	14	9	0
日常消费	12.4% 17	10	6	1
基础材料	11.0% 49	32	15	2
金融	9.8% 4	2	2	0
公用事业	7.1% 6	4	2	0
能源	4.9% 3	2	1	0
交通运输	1.3% 1	1	0	0
总计	331	236	90	9

资料来源：WIND，中金公司研究部

股权激励与上市公司业绩、股价的关系

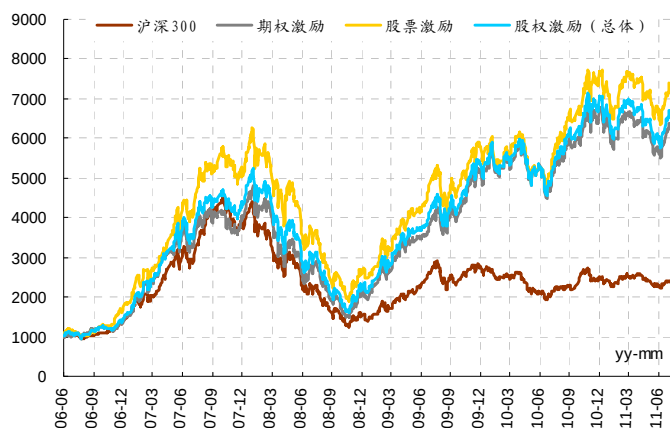
关于管理层股权激励与企业业绩及公司价值是否存在显著相关性的问题，国内外学者都对此进行过大量的实证分析。Morek 等学者在 1988 年对世界 500 强企业进行实证分析发现，企业业绩随管理层股权激励水平的提高先上升后下降；而且大部分研究表明管理层股权激励能够影响企业业绩。国内研究结果与国外不尽相同，早期（2000 年左右）研究者分歧较大，不过自 2006 年后的分析结果得出的结论较为一致：管理层股权激励水平与上市公司业绩统计意义上是显著正相关的。我们知道，股权激励下的业绩增长大致来自两个方面：一是公司管理层加倍努力，使上市公司经营状况逐步向好，从而提升业绩；另一方面即是利用会计调节手法，轻松实现自我激励。但不管哪一种方式，最终都将表现为上市公司的业绩提升。无论采取何种股权激励方式，最终都会涉及两项重要指标：一是业绩起点，二是股价起点。

归纳来看，股权激励过程通过资本市场的有效性可以简单总结为“管理层努力经营程度决定公司业绩→公司业绩决定股价→股价决定管理层报酬”。因此，股权激励的具体方案从三个方面影响上市公司业绩甚至股价：1) 投资周期；2) 股权激励的方式；3) 设计的行权条件标准。

1) 长期跑赢市场，强市下更显“强势”

我们以 2006 年《上市公司股权激励管理办法》（试行）出台后第一支期权类股权激励型股票的授权日，即 2006 年 6 月开始计算股票期权激励型公司、限制性股票激励型公司、所有股权激励型公司与沪深 300 的累积收益情况，如图表 5 所示，股权激励型公司在单边上扬的市场上表现与市场基本一致，期权激励型公司的整体走势甚至略弱于沪深 300 走势，但从 08 年至今的下跌与震荡型为主的市场表现来看股权激励型公司的整体表现明显好于市场，股权激励对上市公司的影响较为长期，一般不会出现立竿见影的效果，但实施股权激励方案的公司最终会得到市场的认可，其股价表现也是明显好于市场整体水平。不过明显在市场向好时，投资者会给成长股估值溢价，而股权激励方案往往给投资者一个“成长”的定心丸，因而股价也能表现更为强势。

图表 5：股权激励可以带来较好的长期回报



资料来源：WIND，中金公司研究部

2) 限制性股票激励更能激发管理层做好公司业绩

如前所述，股权激励方案主要有股票期权、限制性股票及股票增值权三种形式，股票增值权在 A 股市场实施案例比较少，暂时不予考虑；主要考虑前两种形式的差别。为说明两种方式对股价的影响，我们进一步简单假设投资者在股权激励授权日/限制性股票

授予日当天买入该公司股票，持有至第一行权日/第一次股票解禁日卖出。如图表 6 所示，从我们跟踪的 06 年至今的样本表现来看，持有股权激励公司的绝对年化收益高达 88% 以上，相比沪深 300 的超额收益略低但也在 30% 左右。其中参与股票激励的超额收益要好于期权收益，可以达到 33%。其内在原因也显而易见：限制性股票激励带有一定的惩罚性，其风险要高于期权激励。因此实施限制性股票激励的管理者要比期权激励管理者更加关心公司业绩和二级市场股价。

图表 6：参与股权激励样本年化收益情况

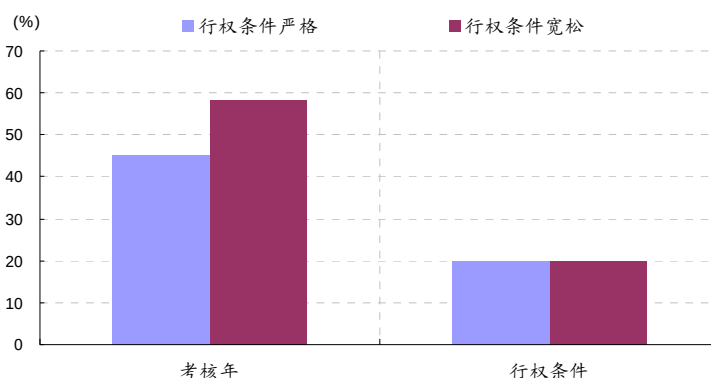
	期权激励	股票激励	所有股权激励
绝对年化收益率	93.8%	75.0%	88.0%
超额年化收益率	29.7%	33.2%	30.8%
获得绝对正收益概率	76.5%	73.9%	75.7%
获得超额正收益概率	64.7%	65.2%	64.8%

资料来源：WIND，中金公司研究部

3) 行权条件宽松程度直接影响股价表现

行权条件是股权激励尤其是期权激励中一个重要的参考指标，一般来说，行权条件相对公司现状的要求越高，说明股东对管理者的期望以及对企业未来的前景越看好，同时，管理者为了达到行权条件，也必须付出更多的努力做好业绩。对市场而言，股权激励的相对要求越高，投资者对企业未来的信心越强，对未来的股价预期也就越高，也就越容易受到资金追捧；相反的，股权激励条件宽松则可能无益于企业成长甚至会起到一定程度的相反效果。这是因为：首先，若股权激励行权条件相对宽松，对管理者来说只需要做到和此前差不多的业绩就可以得到奖励，自然而然就体现不出股权激励到来的能动性。其次，若股权激励相对宽松，则市场对公司未来的预期成长水平也相对较低甚至会因为股权激励增加的额外管理成本出现负面预期。最后，相对宽松的股权激励有潜在的利益输送嫌疑，在信息不对称的影响之下其负面效果可能会被放大，尤其在相对弱势的市场中，普通投资者会更加在意与大股东和管理者之间的相对收益。

图表 7：不同行权条件标准下公司盈利增长对比



资料来源：WIND，中金公司研究部

我们将目前股权激励的行权条件按其公司过去三年的表现进行分类，如果其激励条件要高于该公司过去三年的绝对盈利（一般用扣除非经常性损益的加权平均净资产收益率表示）与相对盈利（一般用扣除非经常性损益的净利润同比增长表示）平均水平，则将其视为行权条件较为严格的激励方式，相反，则视为行权条件较为宽松的激励方式。如图表 8 所示，我们从历史数据可以明显看到行权条件相对较严的股权激励公司其股价走势长期要明显好于行权条件相对宽松的公司。

图表 8： 行权条件较严格企业长期股价表现较好



资料来源：WIND，中金公司研究部

当然，股权激励方案的推出本身是有成本的，《企业会计准则第 11 号—股份支付》是对实施股权激励上市公司的财务处理的直接规范。通常情况下，在股权激励的授权日会公告相关股权激励费用的计算和分摊方法，因此，股权激励对未来业绩的影响是既定的事实。这本身就会影响到上市公司考核年份业绩的实现情况，也是必须分析的变量之一。

股权激励事件的公告日效应

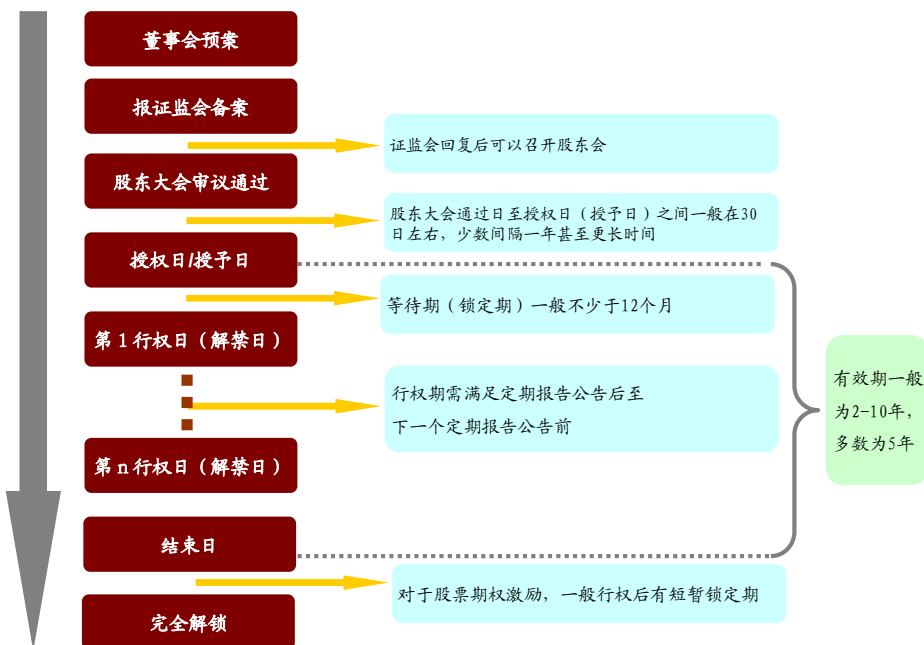
虽然不同股权激励方式在流程上有一定的差别，不过在初期的董事会预案至授权日期间是大致相同的，均需要经过董事会预案->证监会审批->股东大会审批->授权（授股）四个流程。从预案公告日到股东大会的时间间隔波动较大，从统计数据来看，董事会预案到股东大会审批的时间有 50% 在 20 天左右，少数则需要半年甚至 1 年多的时间。从股东大会到授权（授股）日的时间间隔波动更大，最短在 1 周内即可完成，最长甚至需要近 3 年的时间。由于股权激励的目的是实现公司的长期价值，因此整个股权激励的有效期限很长，大多数股权激励的有效期限在 5 年左右，个别企业甚至设定了长达 10 年的有效期限。

股票期权激励从预案到上市基本上通过 5 个流程：**董事会预案->证监会审批->股东大会审议->授权日->行权日**。其中行权日一般为 2 至 4 个，行权日的时间间隔大多在一年左右。

限制性股票激励的一般流程为：**董事会预案->证监会审批->股东大会审议->授股日->解锁日**。通常授股日只有 1 个，之后有 2-6 个解锁日，解锁日的时间也基本为一年。少数公司也会设定多个授权日对应多个解锁日的激励方案，这样做虽然增加了会计和管理成本以及不确定性，但好处是可以使得授予股票价格随时间推移一直接近市场价，对于成长性较高或未在不确定性较大的公司来说可以节省激励成本。

股票增值权激励的流程与期权激励流程类似，同样为**董事会预案->证监会审批->股东大会审议->授权日->行权日**。只不过在部分环节的会计处理上股票增值权激励的方式要显得简便一些。

图表 9：股权激励方案实施流程图



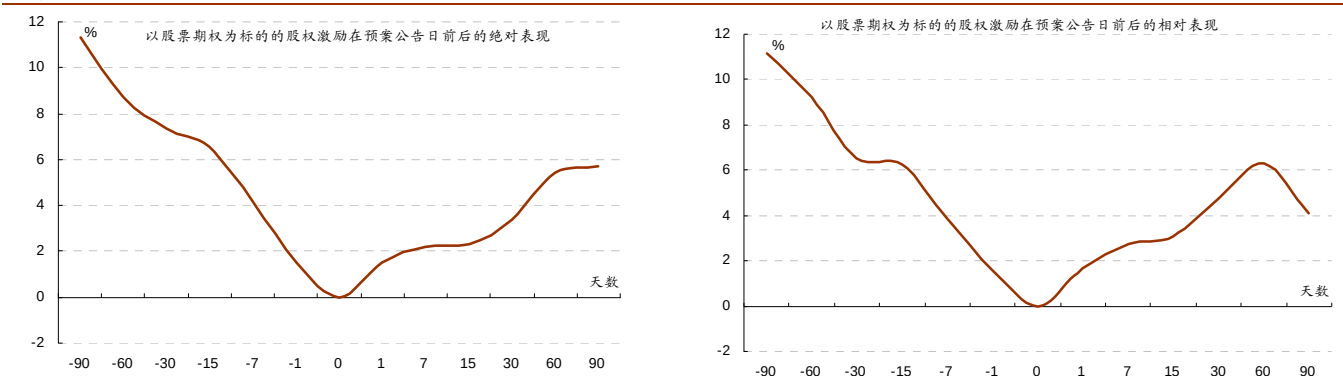
资料来源：中金公司研究部整理

对于通过二级市场公告信息参与股权激励的投资者而言，可以根据不同类型的股权激励进程选择性参与。在 2006 年至 2007 年间，由于制度及市场监管的不完善，市场常常会在信息公布之前会有反应，其中董事会预案公告前的反应最为明显，随着 2008 年证监会连发 3 个备忘录后，这种现象有所好转但并未完全消失。但无论如何，市场仍然会出

现阶段性“非完全有效”状态，股权激励信息的披露说明了上市公司未来基本面可能出现变化，而市场对此反应会有一定程度的滞后。为此，我们通过对不同类型的股权激励具体分析，得出结论如下：

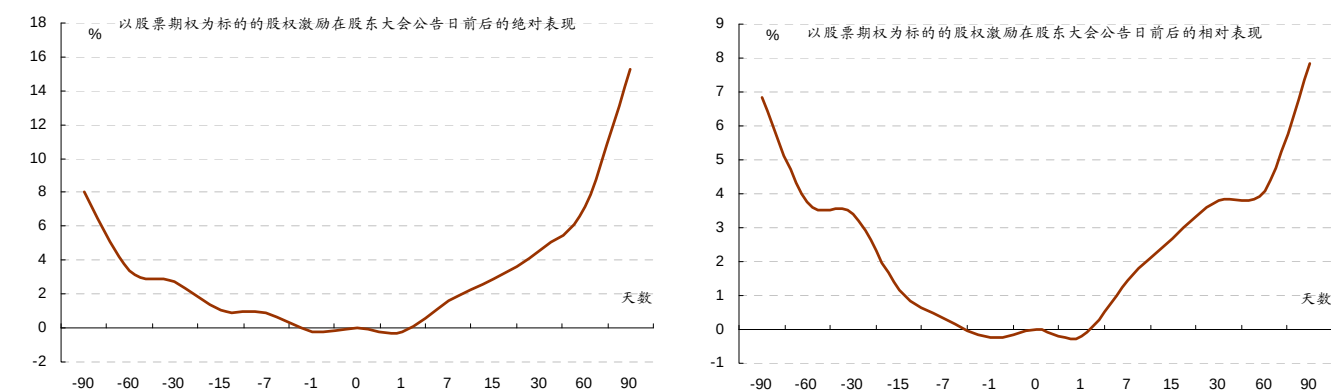
- 1) **股权激励事件在预案、股东大会及授权公告日时间点上具有交易性机会。**如图所示，参与股票期权类股权激励的股票在预案公告时间、股东大会公告日、授权日前后均有不错的绝对或超额收益表现，这说明二级市场投资者对此前的期权股权激励总体上持乐观态度，在重要消息公告日之后存在一定的阶段投资机会，不过由于2008年以前由于企业对重大信息监管不力，致使股票往往在公告之前便出现异动，部分透支了股票期权类激励的短期投资机会。

图表 10：2006 年以来股权激励预案公告日前后绝对收益（左）及超额收益（相对沪深 300，右）趋势



资料来源：WIND，中金公司研究部

图表 11：2006 年以来股权激励股东大会公告日前后绝对收益（左）及超额收益（相对沪深 300，右）趋势



资料来源：WIND，中金公司研究部

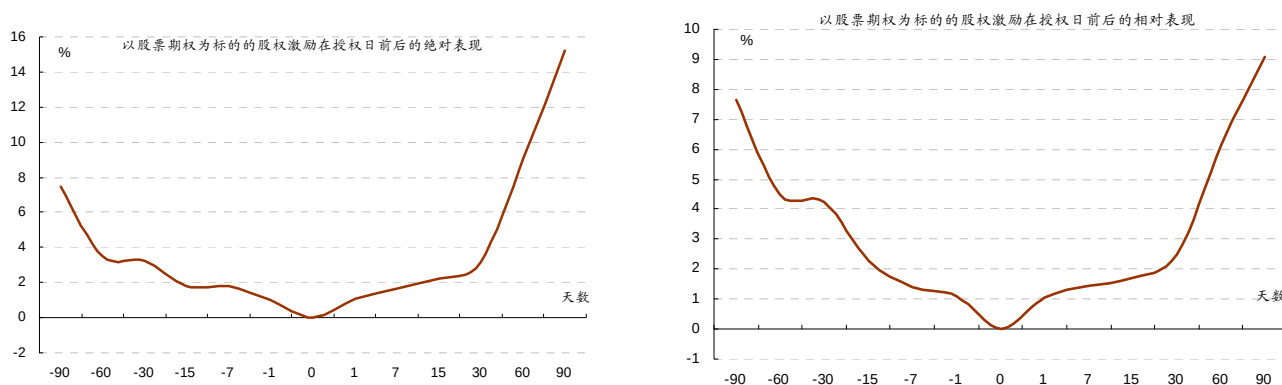
行权日的效应明显弱于前面几个进程，在行权日之前一段时间，股价便有显著反应，这不排除管理层在行权日来到之前主动释放利好消息以刺激股价，获取更高超额收益。行权日之后，管理层若实施行权则明显稀释原有股东利益，对股价造成压力；实证也说明这一点。

- 2) **2011 年股权激励公告日效应显著减弱，投资者更重视股权激励本质。**通过分析 2011 年的样本数据，我们发现期权股权激励的时间点投资机会已经基本消失，期权类股权激励在预案公告时间、股东大会公告日、授权日以及第一行权日的随后表现均无超越市场表现甚至略差于市场。形成这种现状的原因我们认为是多方面的：

- (1) 首先，2006 年至今股权激励已经有了 5 年的发展时间，市场对股权激励的作用已经有所认知，股权激励的目的是解决股东与管理者长期利益一致性。这从本质上来说便与时点交易机会这种短线投资方式存在一定冲突。

- (2) 其次，股权激励的奖励对象是公司管理者，虽然长期来看，这种方式可通过管理者改善企业盈利的方式使得股东和代理者实现双赢，但从短期内来说股东需要牺牲部分利益来激励管理者，这对短期投资者而言是利空而非利多。
- (3) 再次，股权激励增加了管理费用，这会影响到公司阶段性盈利，尤其对一些成长性较好但短期业绩较差的企业来说，股权激励产生的管理费用甚至会使公司盈利由正转负。
- (4) 最后，由于信息不对称，再加国内市场尚不完善，上个别公司可能依然存在借股权激励之名实为利益输送或在计划股权激励之前管理层刻意隐瞒业绩等行为，这种负面因素在市场情绪悲观时会被放大，使得投资者对参与股权激励顾虑重重。

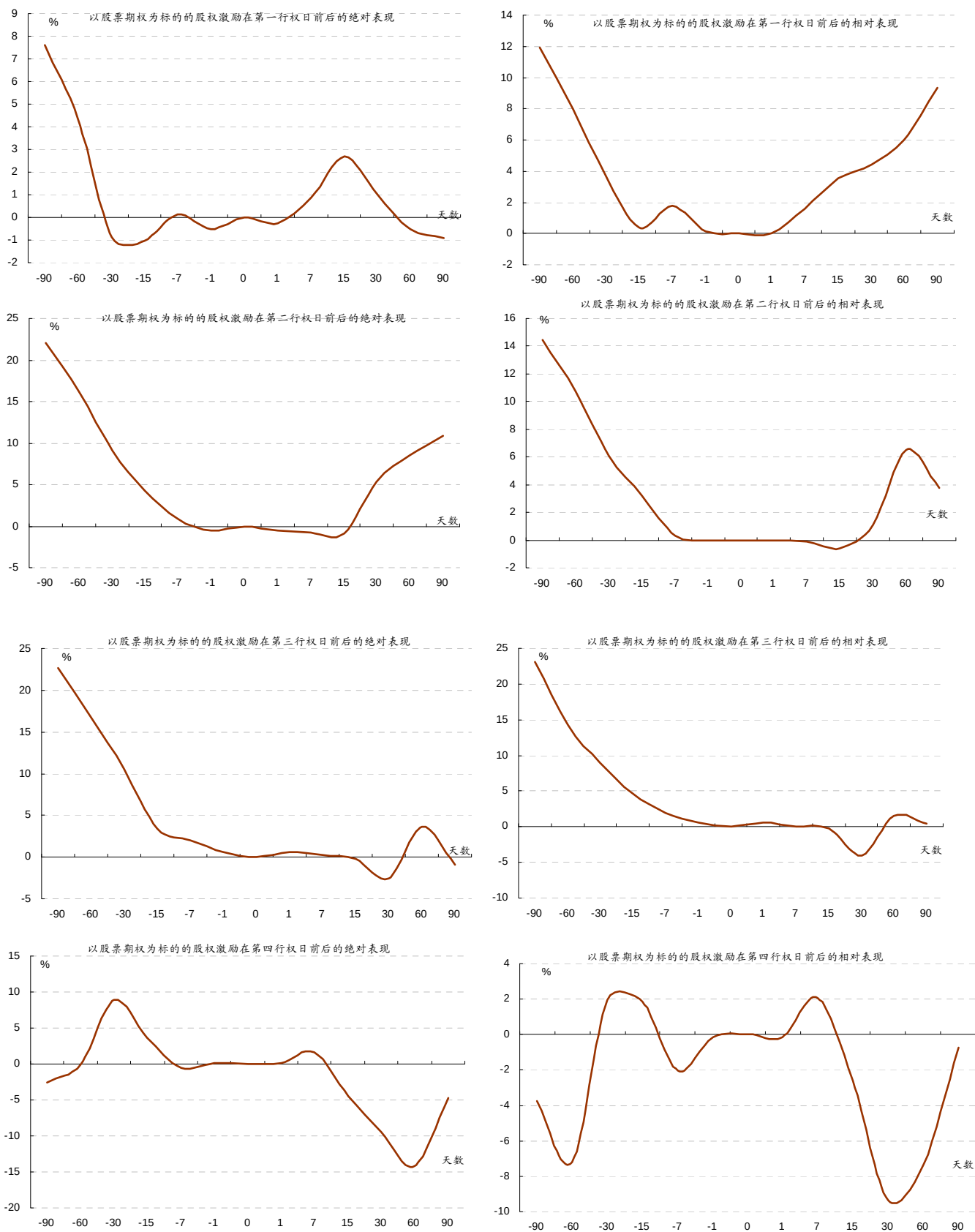
图表 12：2006 年以来股期权激励授权日前后绝对收益（左）及超额收益（相对沪深 300，右）趋势



资料来源：WIND，中金公司研究部

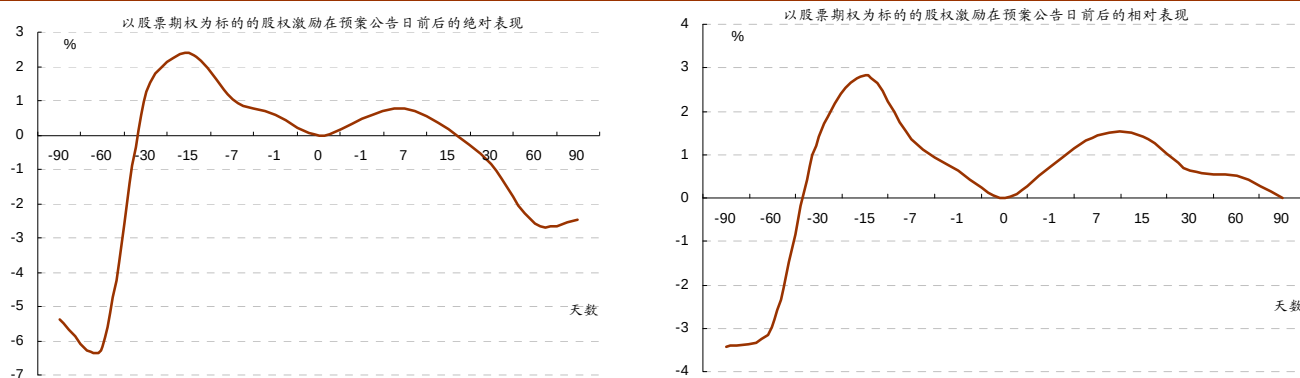
值得注意的是虽然股权激励在 2011 年以后并未表现出时点效应，但我们仍然关注股权激励在预案公告日推出后的短期股价表现。这是因为由于预案公告日是市场接触到该信息的第一时间，因此市场反应很大程度上可以看做是市场对该股权激励的初步观点。如果公司股价后期表现明显好于当天大盘走势，说明市场比较认可该股权激励方案，认为其对公司有利好作用，反之，若股价后期表现明显差于市场，则说明投资者并不认可该激励方案。以网宿科技为例，公司在 2010 年 12 月推出股权激励后股价半个月大幅下挫 23%，股权激励门槛过低有输送利益之嫌是市场不买单的主要原因。

图表 13：2006 年以来股权激励在行权日前后绝对收益（左）及超额收益（相对沪深 300，右）趋势



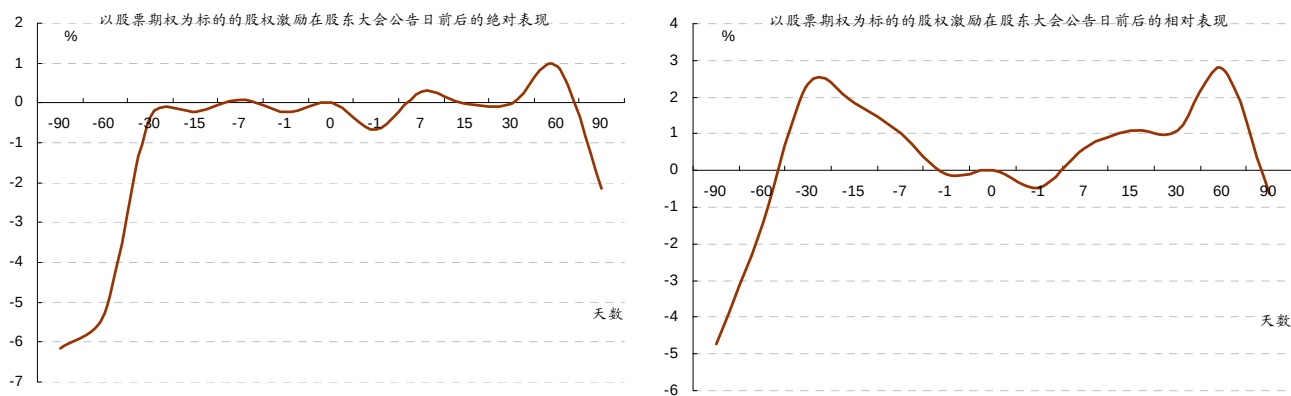
资料来源：WIND，中金公司研究部

图表 14：2011 年股权激励预案公告日前后绝对收益（左）及超额收益（相对沪深 300，右）



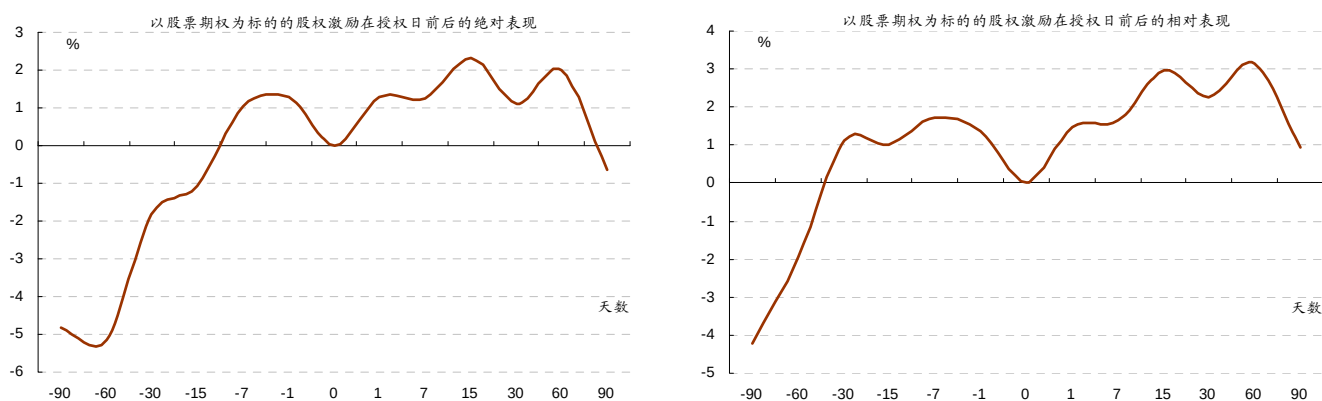
资料来源：WIND，中金公司研究部

图表 15：2011 年股权激励股东大会公告日前后绝对收益（左）及超额收益（相对沪深 300，右）



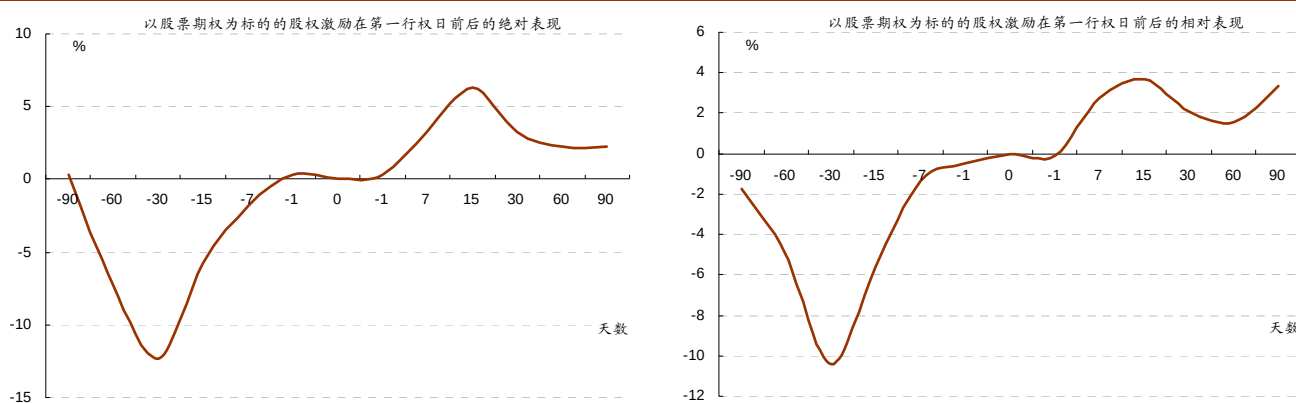
资料来源：WIND，中金公司研究部

图表 16：2011 年股权激励授权公告日前后绝对收益（左）及超额收益（相对沪深 300，右）



资料来源：WIND，中金公司研究部

图表 17：2011 年股权激励第一行权公告日前后绝对收益（左）及超额收益（相对沪深 300，右）



资料来源：WIND，中金公司研究部

股权激励事件的“破发反转”效应

股权激励类公司股价跌破行权价（限制性股票转让价）之后存在反转效应

二级市场的股价与股权激励能否真正实施密切相关，当股价接近或跌破期权行权价及限制性股票的授予价时，股权激励便失去了其应有的效果，即使公司的盈利绝对值和增长符合了股权行权或股票解禁条件，管理层的收益也不会增加，限制性股票激励的管理者甚至会出现亏损的风险。因此从理论上来说，当这种情形发生时，企业管理者有动力通过释放业绩或其他利好消息等方式来确保在行权日或解禁日到来时能够获益或避免损失。

通过我们对 2006 年以来已经实施的所有股权激励的统计数据来看，已经实施的期权激励公司共 111 家，其中有 72 家股价在股权激励有效期内跌破过行权价，占比 64.86%。截止 2011 年 8 月 31 日仍有 35 只股价在行权价之下，跌破回补比率为 51.39%。已经实施的限制性股票激励公司共 42 家，其中有 4 家股价在股票解禁期内跌破过股票授予价，占比 9.52%。截止 2011 年 8 月 31 日仍有 2 只股价在行权价之下，跌破回补比率为 50%。

图表 18：参与股权激励样本年化收益情况

	授权/授予公司个数	有效期间内跌破行权价个数	跌破比率	截至今日仍跌破个数	回补比率
期权激励	111	72	64.86%	35	51.39%
限制性股票激励	42	4	9.52%	2	50.00%

资料来源：WIND，中金公司研究部

统计数据中有两个值得关注的现象：**第一，限制性股票的跌破概率远小于期权激励。**其内在因素很好理解：首先，由于股权本身带有一定的杠杆效应，且股票激励的风险要高于期权激励，因此一般实施股票激励的公司其股票授予价的折价率一般要大于期权激励，也就是说股票激励的安全边际往往要略高一些，因此跌破授予价的概率自然较低；其次，由于股票激励带有一定的风险，被激励者若经营不善可能导致亏损，而期权激励管理者最多只是无法行权，没有损失，因此对于大多处于风险偏好规避的管理者来说，股票激励的管理者在治理公司的主动性上要强于期权激励的公司。最后，由于实施股票激励的公司往往是盈利性公司，业绩比较稳定，因此二级市场的股价波动也较小，股价不易跌破授予价，而实施期权激励的公司往往是成长性公司，业绩波动较大，在市场出现波动时其股价振幅也较大。**第二，股票期权激励公司的跌破回补比例在 50% 左右，并没有明显的回补迹象。**如图表 19 所示，通过对 72 只股价跌破行权价的公司其出现的最低账面收益（最低账面收益=激励有效期内股价最小值/行权价格-1）观察来看，并未出现明显的下跌底线，个别股票收益甚至接近-80%，截止 8 月 31 日这些股票的回补比例也只有 50%，我们认为出现这种现象的原因有以下几点：首先，由于期权激励对被激励者来说最小收益为 0，因此若市场形势不好或公司业绩较差导致股价深跌时，管理者在没有信心使得股价大幅回涨的情况下没有足够动力去针对股价做出补救，因为跌至一定程度后股权激励对被激励者已经失去了作用。即使能够努力回补使股价勉强升至行权价之上，被激励者也可能放弃行权，这是因为一般的公司都会要求期权行权后有几个月的短暂锁定期，被激励者同样会担心行权后的时间成本。其次，股价大幅下挫的一个重要原因很可能是公司基本面发生较坏变化，在这种情况下，管理者即使可以通过其他利好消息等方式提振公司股价，但在业绩不满足行权条件时同样无法行权。

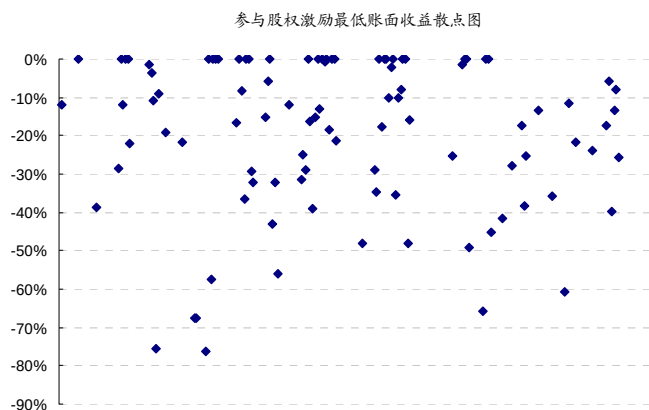
由于股票激励的破发样本较少，缺乏统计依据，因此我们暂时不考虑这种情况。

破发买入策略获得超额收益为大概率事件

虽然从前文的统计分析可知股权激励破发（这里破发指二级市场股价低于期权行权价或限制性股票授予价）后并未出现明显的回补效应，但是若我们假设投资者在股权激励出现破发当天买入，则历史数据显示其持有收益要好于简单的授权日买入长期持有策略。如图表 20-22 所示，我们统计了 2006 年至今所有股权激励型公司破发后的表现情况，

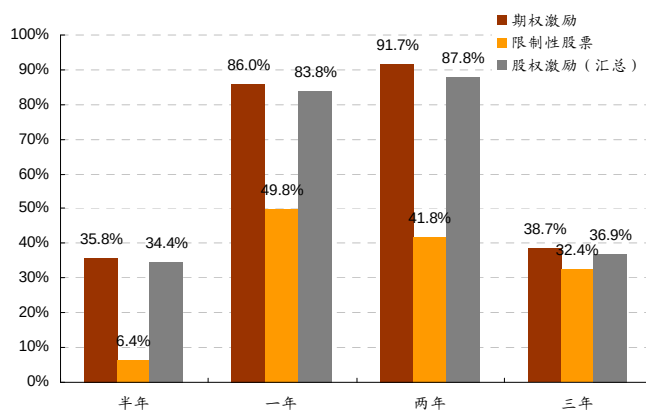
可以看到期权激励和限制性股票激励的长期绝对收益非常可观，期权激励在破发后买入，持有一年的情况下其绝对年化收益高达86%，持有两年的年化收益更是达到了惊人的91.7%。持有半年和三年的绝对年化收益也均在30%以上，限制性股票虽然收益略少但是其一年和两年期的破发持有策略年化绝对收益也在40%以上。即使考虑相对沪深300的超额收益，其期权激励的两年期破发持有策略的超额年化收益也高达69.3%。半年期、一年期和三年期的超额年化收益分别为16.4%、37.7%和27.2%。产生如此可观收益的原因虽然有一部分是由于这些股票出现破发的时点基本集中在08年9月至12月的市场筑底时期，不过我们仍然看到即使是相对于2008年底之后市场表现最好的中小板指，股权激励类股票也均表现为正超额收益且两年期相对中小板指的超额年化收益仍在30%以上。我们认为这种策略可获得可观收益的内在原因有以下两个方面：首先，股票出现破发除了公司基本面上的因素外，市场因素也不容忽略，尤其是当市场出现较多股权激励类股票破发时，往往意味着市场处在情绪悲观，恐慌性抛盘出现，市场筑底阶段，因此，和定向增发类似的是，股权激励破发也可成为市场见底的信号。其次，前文已经多次提到，股权激励股票主要出现在股价和业绩波动较大的成长性公司，因此此类公司出现破发时，股价很可能到了相对低估区间，未在上涨概率大于下跌概率。

图表 19：参与期权激励样本最低账面收益散点图



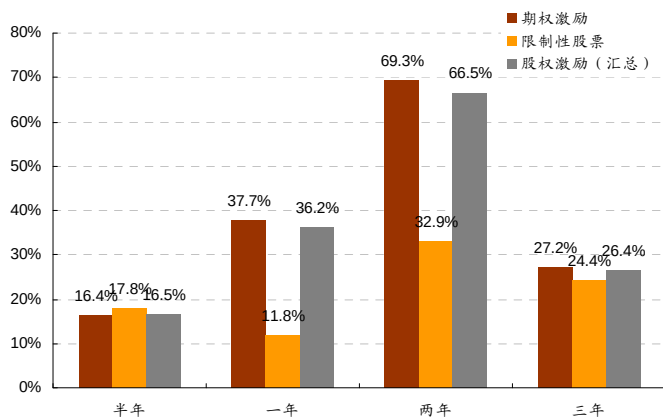
资料来源：WIND，中金公司研究部

图表 20：破发后股权激励绝对年化收益情况



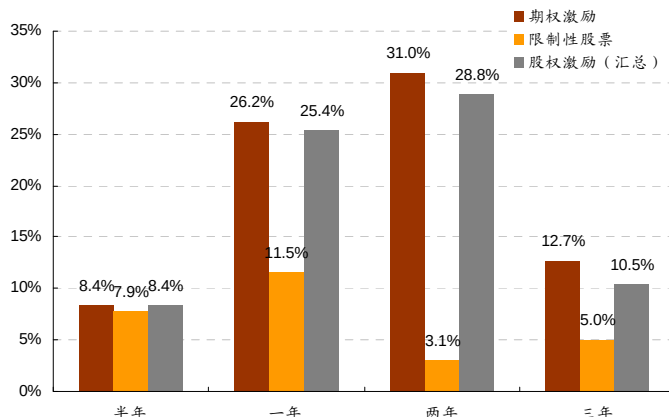
资料来源：WIND，中金公司研究部

图表 21：破发后股权激励相对沪深 300 超额年化收益情况



资料来源：WIND，中金公司研究部

图表 22：破发后股权激励相对中小板指年化超额收益情况

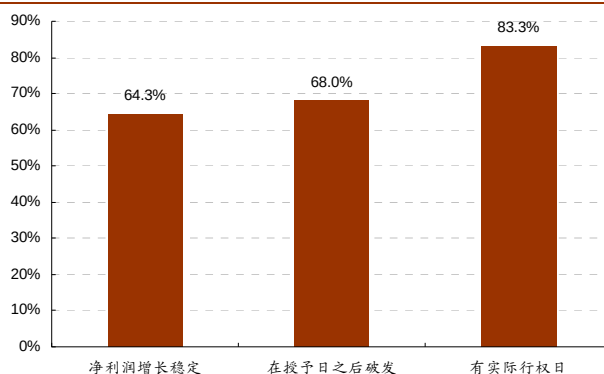


资料来源：WIND，中金公司研究部

把握股权激励内在联系有助于进一步优化破发选股策略

从统计数据来看，股票期权激励的破发回补比例只有 51.39%（图表 18）。这意味着简单应用此前的破发买入策略虽然整体来看能够获得较高的绝对和超额收益，但是要面临较大的单个项目损失风险。因此，我们可以试着从股权激励的各种特定因素出发试图找到能够增加破发回补比例的有效信号。如图 23 所示，我们发现有三个特定因素可以有效的增加破发回补概率。这三个因素分别为：1）**基准年份前三年净利润增长均在行权激励条件之上的股票回补比例较高，可以达到 64.3%**。我们认为这是由于股权激励破发大多发生在弱市环境下，此时基本面较好，业绩增长稳定的股票相对安全边际较高，股价相对确定性较大，容易得到风险规避的投资者认可。2）**在授权日之后破发的股票其回补概率更高一些，可达到 68%**。在市场环境出现剧烈波动时，会产生预案时确定好的行权价格高于授权日收盘价的现象，换句话说，这意味着高管在得到激励性股票期权时其内在价值已经为零。因此显然这样的股权激励难以对管理者起到实际效果。3）**能够实际行权的股票其破发回补概率最高，可达到 83%**。其内在原因不难理解，实际可行权的股票意味着在股权激励有效期内，该企业确实可以满足此前的股票激励条件，在绝对盈利（ROE）和相对盈利（净利润增速）上都有着更高的确定性和更好的安全边际。在实际行权后投资者也会对被激励层产生更高的信任感，得到市场的认可。

图表 23：股权激励特定因素与破发回补比例的关系



资料来源：WIND，中金公司研究部

股权激励事件主题 alpha 策略股票组合

根据前面分析，我们制定了参与股权激励事件的投资策略：

1) **选择性参与实施股权激励方案的上市公司**。在授权日买入，长期持有，其获得超额收益为大概率事件，从历史数据来看期权激励相比沪深 300 的超额年化收益在 25%左右；股票激励的超额年化收益可以达到 33%。如果从行权条件标准与过往业绩以及研究员给予的业绩预测进行综合考虑，将股权激励方案作为选股的一个重要切入点，势必也将提高投资组合的成功概率。

2) **关注“破发”股带来的安全边际**。即使是在股权激励类股票破发当天买入，其长期持有这样的简单策略也有不错的绝对和超额收益。从历史数据来看股权激励类公司相比沪深 300 的两年期超额年化收益高达 69.3%，相比中小板指的两年期超额年化收益为 31%。弱市下实施股权激励的股票“破发”（股票期权类跌破行权价、限制性股票类跌破授予价）反倒给投资者一个重要的安全边际价格作为参考。如**东陵粮油**、**潮宏基**还有一些房地产类股票如**万科 A**、**金地集团**、**冠城大通**、**荣盛发展**等目前其二级市场价格已经跌破了其行权价格，而且复权后相比行权价格甚至有 20% 的折让，建议投资者可以重点关注这类股票。

3) **把握预案、股东大会及授权日的公告日短期交易性机会**。从历史回溯分析，上述进程存在短期的公告日效应，尽管 2011 年由于市场弱势整理导致效应有所趋弱，但在目前的市场环境下，根据公告日效应博取短期 alpha 收益，是相对安全的策略。

结合以上策略及中金研究员推荐，我们给出如下 alpha 策略组合以供投资者参考。

图表 24：“股权激励事件 alpha 策略 + 中金研究员推荐”股票组合

代码	名称	中金评级	激励标的物	预案公告日	期权初始行权价/ 股票转让价	首次实施公告日	当前价格	估算行权/账面 收益率*	股价变化(%)				市盈率(x)
									上周	实施至今	11E	12E	
000063.SZ	中兴通讯	推荐	股票	2006-10-26	16.06	2009-07-07	17.98	114.35%	(5.02)	13.25	18.00	15.03	
000826.SZ	桑德环境	推荐	期权	2010-08-11	22.15	2010-12-22	25.02	13.42%	(4.43)	(25.03)	35.12	25.08	
002056.SZ	横店东磁	推荐	股票	2010-09-27	8.92	2011-01-28	25.44	198.87%	(7.66)	(20.77)	22.33	19.04	
600557.SH	康缘药业	审慎推荐	股票	2011-04-30	8.39	2011-05-21	16.40	104.27%	(3.59)	3.49	30.20	23.43	
000039.SZ	中集集团	审慎推荐	期权	2010-09-02	12.39	2010-09-28	16.76	37.60%	(11.79)	24.80	10.19	8.68	
002327.SZ	富安娜	推荐	期权	2011-01-25	34.24	2011-02-24	47.78	41.75%	(3.61)	28.57	32.92	24.53	
002029.SZ	七匹狼	推荐	期权	2010-11-23	24.83	2011-01-07	35.72	44.77%	(3.17)	8.77	25.78	19.12	
002311.SZ	海大集团	审慎推荐	期权	2011-04-19	32.15	2011-05-09	17.63	10.42%	(4.08)	23.26	39.64	30.79	
600276.SH	恒瑞医药	推荐	股票	2010-06-10	20.28	2010-06-30	30.05	123.44%	(4.27)	14.92	36.08	27.19	

资料来源：WIND，中金公司研究部

法律声明

一般声明

本报告由中国国际金融有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但中国国际金融有限公司及其关联机构（以下统称“中金公司”）对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成所述证券买卖的出价或征价。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，中金公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，中金公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

中金公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。中金公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。中金公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告亦可由受香港证券和期货委员会监管的中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。

本报告亦可由受新加坡金融管理局监管的中国国际金融（新加坡）有限公司（“中金新加坡”）仅向符合新加坡《证券期货法》及《财务顾问法》定义下的认可投资者及/机构投资者提供。提供本报告于此类投资者，有关财务顾问将无需根据新加坡之《财务顾问法》第 36 条就任何利益及/或其代表就任何证券利益进行披露。有关本报告之任何查询，在新加坡获得本报告的人员可向中金新加坡提出。

本报告亦可由受英国金融服务监管局监管的中国国际金融（英国）有限公司（“中金英国”）仅向中金英国分类为专业投资者及/或合格对手方的客户提供，本报告并未提供或者打算提供给任何他人使用。

中金公司亦可依据其他国家或地区的法律法规和监管要求于该国家或地区提供本报告。

特别声明

在法律许可的情况下，中金公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到中金公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

研究报告评级分布可从 <http://www.cicc.com.cn/CICC/chinese/operation/page4-4.htm> 获悉。

评级标准：分析员估测 12 个月之内绝对收益 20% 以上为“推荐”、10%~20% 为“审慎推荐”、-10%~-10% 为“中性”、-20%~-10% 为“减持”、-20% 以下为“回避”。

本报告的版权仅为中金公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

北京

中国国际金融有限公司
北京市建国门外大街1号
国贸写字楼2座28层
邮编: 100004
电话: (86-10) 6505-1166
传真: (86-10) 6505-1156

Singapore

China International Capital
Corporation (Singapore) Pte. Limited
#39-04, 6 Battery Road
Singapore 049909
Tel: (65) 6572-1999
Fax: (65) 6327-1278

上海

中国国际金融有限公司上海分公司
上海浦东新区陆家嘴环路1233号
汇亚大厦32层
邮编: 200120
电话: (86-21) 5879-6226
传真: (86-21) 5888-8976

United Kingdom

China International Capital
Corporation (UK) Limited
Level 25, 125 Old Broad Street
London EC2N 1AR, United Kingdom
Tel: (44-20) 7367-5718
Fax: (44-20) 7367-5719

香港

中国国际金融(香港)有限公司
香港中环港景街1号
国际金融中心第一期29楼
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

北京建国门外大街证券营业部

北京市建国门外大街甲6号
SK大厦1层
邮编: 100022
电话: (86-10) 8567-9238
传真: (86-10) 8567-9235

杭州教工路证券营业部

杭州市教工路18号
世贸丽晶城欧美中心1层
邮编: 310012
电话: (86-571) 8849-8000
传真: (86-571) 8735-7743

成都滨江东路证券营业部

成都市锦江区滨江东路9号
香格里拉办公楼1层、16层
邮编: 610021
电话: (86-28) 8612-8188
传真: (86-28) 8444-7010

武汉解放大道证券营业部

武汉市硚口区解放大道634号
新世界中心写字楼4层
邮编: 430032
电话: (86-27) 8334-3099
传真: (86-27) 8359-0535

佛山季华五路证券营业部

佛山市禅城区季华五路2号
卓远商务大厦一座12层
邮编: 528000
电话: (86-757) 8290-3588
传真: (86-757) 8303-6299

上海淮海中路证券营业部

上海淮海中路398号
邮编: 200020
电话: (86-21) 6386-1195
传真: (86-21) 6386-1180

南京中山北路证券营业部

南京市中山北路1号
绿地广场2层
邮编: 210008
电话: (86-25) 8316-8988
传真: (86-25) 8316-8397

厦门莲岳路证券营业部

厦门市思明区莲岳路1号
磐基中心商务楼4层
邮编: 361012
电话: (86-592) 515-7000
传真: (86-592) 511-5527

重庆洪湖西路证券营业部

重庆市北部新区洪湖西路9号
欧瑞蓝爵商务中心10层及
欧瑞蓝爵公馆1层
邮编: 401120
电话: (86-23) 6307-7088
传真: (86-23) 6739-6636

天津南京路证券营业部

天津市和平区南京路219号
天津环贸商务中心(天津中心)10层
邮编: 300051
电话: (86-22) 2317-6188
传真: (86-22) 2321-5079

深圳福华一路证券营业部

深圳市福田区福华一路6号
免税商务大厦裙楼107、201
邮编: 518048
电话: (86-755) 8832-2388
传真: (86-755) 8254-8243

广州天河路证券营业部

广州市天河区天河路208号
粤海天河城大厦40层
邮编: 510620
电话: (86-20) 8396-3968
传真: (86-20) 8516-8198

青岛香港中路证券营业部

青岛市市南区香港中路9号
香格里拉写字楼中心11层
邮编: 266071
电话: (86-532) 6670-6789
传真: (86-532) 6887-7018

长沙三一大道证券营业部

长沙市开福区三一大道459号
骏豪花园A6栋1层
邮编: 410003
电话: (86-731) 8878-7088
传真: (86-731) 8878-7090

大连金马路证券营业部

大连市经济技术开发区金马路128号B
邮编: 116000
电话: (86-411) 8755-5088
传真: (86-411) 8801-7568



中国国际金融有限公司
CHINA INTERNATIONAL CAPITAL
CORPORATION LIMITED