

相关研究

《选股因子系列研究（九十）——理解红利投资，加入红利投资，超越红利投资》  
2023.11.19

《上证50的“价值”，深证50的“成长”：龙头指数的沉稳与飞扬》  
2023.11.15

《选股因子系列研究（八十九）——买入评级因子的改进及其在大盘股优选策略中的应用》  
2023.10.25

分析师:冯佳睿

Tel:(021)23219732

Email:fengjr@haitong.com

证书:S0850512080006

联系人:曹君豪

Tel:(021)23185657

Email:cjh13945@haitong.com

## 创业板综指：量化的下一站星光？

### 投资要点：

- **我国经济正由高速发展向高质量发展转型。**在这个过程中，新经济是实现转型的必经之路，而科技创新则是动力引擎。以科研成果和技术创新为内在驱动力的企业，将成为我国未来经济增长的支柱。因此，这些公司蕴含着较大的发展潜力和投资价值。在这样的背景下，科技创新企业的吸引力将会越来越大，而创业板正是新经济公司聚集的板块。创业板市场为具有较高成长性的中小企业和高科技企业提供融资服务，是不同于主板市场的独特的资本市场，具有前瞻性、高风险、监管要求严格以及明显的高技术产业导向的特点。与主板市场相比，在创业板市场上市的企业规模较小、上市条件相对较低，中小企业更容易上市募集发展所需的资金。
- **A股市场或将迎来新一轮成长风格的周期。**我们认为，在美联储有望结束加息周期、成长和价值指数之间的相对盈利差似有触底反弹之势和低估因子拥挤度正从历史高位下行，三个因素的共同驱动下，未来6-12个月，A股市场或将迎来新一轮成长风格的周期。因此，“主要服务成长型创新创业企业，支持传统产业与新技术、新产业、新业态、新模式深度融合”的创业板具备较高的投资价值。
- **创业板综（399102.SZ）是为了反映在深圳证券交易所创业板上市的全部股票的价格综合变动情况以及市场总体走势而编制的。**指数成分股在覆盖了创业板大盘龙头的同时，也兼顾了市值相对较小的公司，与创业板指差别较大。我们认为，相较创业板指，指数具备利润增长快、估值性价比高等特征。同时，指数无论是短、中、长期表现均优于创业板指，风险调整后收益佳。自基日（2010.05.31）以来，截至2023年11月7日，创业板综累积收益为166.1%，年化收益7.76%，相较创业板指，年化超额收益达到2.2%，长期收益明显较优。因此，我们认为，创业板综具备较高的投资价值。此外，创业板综成分股数量多、业绩分化较大，且机构覆盖度低，这些特征使量化策略更容易创造出超越指数的收益。
- **风险提示。**本报告所有分析均基于公开信息，不构成任何投资建议；权益产品收益波动较大，适合具备一定风险承受能力投资者持有。

## 目 录

1. 创业板投资价值分析.....	5
1.1 创业板定位符合中国新经济方向.....	5
1.2 改革后上市条件多元化，交易机制更优.....	6
1.3 注册制实施以来，直接融资更加高效便捷.....	7
1.4 成长风格或将引领市场开启反弹.....	7
2. 创业板综合指数投资价值分析.....	10
2.1 指数编制方案.....	10
2.2 指数分布特征：全面覆盖创业板上市企业.....	10
2.3 利润增长快，发展潜力足.....	11
2.4 近期估值大幅回落，性价比显著提升.....	12
2.5 指数收益表现稳定，风险调整后收益显著占优.....	13
2.6 成长属性鲜明，中小盘风格突出.....	14
2.7 适合量化增强策略施展.....	14
3. 总结.....	15
4. 风险提示.....	16

## 图目录

图 1	创业板上市公司首发募集资金（单位：家）	7
图 1	Wind 全 A 净值走势（2013.01.04-2023.11.07）	8
图 2	国证价值与国证成长指数累计收益差和 2 年期美债利率走势（2013.03.29-2023.11.07）	9
图 3	国证成长与国证价值指数单季度 ROE 差值（%，2010.03.31-2023.09.30）	9
图 4	低估值因子净值与因子复合拥挤度	10
图 2	创业板综成分股市值分布（2023.11.07）	10
图 3	创业板综成分股上市板块分布（2023.11.07）	10
图 4	创业板综成分股前十大行业分布（2023.11.07）	11
图 5	创业板指成分股前十大行业分布（2023.11.07）	11
图 6	创业板综与创业板指部分申万一级行业的权重差（2023.11.07）	11
图 7	创业板综归母净利润同比增速	12
图 8	创业板综市净率（截至 2023.11.7）	12
图 9	创业板综市盈率历史走势（2013.11.07-2023.11.07）	13
图 10	创业板综近年来收益表现（2023.11.07）	13
图 11	创业板综年化 Sharpe 比（2018.11.07-2023.11.07）	14
图 12	创业板综年化信息比率（2018.11.07-2023.11.07）	14
图 13	创业板综净值走势（2010.05.31-2023.10.26）	14
图 14	创业板综成分股的评级机构家数均值（家，截止 2023.11.07）	15

## 表目录

---

表 1	中国推进科技行业发展的国家政策 .....	5
表 2	创业板（改革后）上市条件与交易制度（主要部分） .....	6
表 3	国证风格指数的区间收益（2013.01.04-2023.11.07） .....	8
表 4	创业板综的 Fama-French 因子暴露（2012.12.31-2023.11.07） .....	14
表 5	创业板综指数的成分股个数及成分股日均波动率（截至 2023.11.07） .....	15

# 1. 创业板投资价值分析

## 1.1 创业板定位符合中国新经济方向

我国经济正由高速发展向高质量发展转型。在这个过程中，新经济是实现转型的必经之路，而科技创新则是动力引擎。以科研成果和技术创新为内在驱动力的企业，将成为我国未来经济增长的支柱。因此，这些公司蕴含着较大的发展潜力和投资价值。

国家政策层面，各部委多次出台政策文件支持企业向“新经济”转型，重点支持战略性新兴产业的发展。我们认为，作为我国经济转型的重要着力点，政策对科技创新的支持力度有望持续得到加强，这将进一步推动我国科技产业的发展。十九大后，国家对科技行业的政策支持全面提速，财税、产业、金融等各类政策纷纷向科技创新行业倾斜。

2015年，国务院发布《中国制造2025》，提出坚持“创新驱动、质量为先、绿色发展、结构优化、人才为本”的基本方针，实行五大工程。具体包括，制造业创新中心建设的工程、强化基础的工程、智能制造工程、绿色制造工程和高端装备创新工程，重点发展新一代信息技术产业、高档数控机床和机器人、节能与新能源汽车等十大科技领域。2016年，“新经济”一词首次写入我国政府工作报告。

2017年，中共十九大指出，我国经济已由高速增长阶段转向高质量发展阶段，必须坚持以供供给侧结构性改革为主线，着力加快建设实体经济、科技创新、现代金融、人力资源协同发展的产业体系，加快建设创新型国家，不断增强我国的经济创新力和竞争力。具体的配套政策如表1所示。

表1 中国推进科技行业发展的国家政策

内容	
产业政策	智能制造、工业互联网领域的三年发展计划，“新经济”产业示范区
财税政策	推进增值税改革、结构性减税、下调制造业增值税税率
金融政策	CDR试点、科创板、专项信贷支持、“新经济”产业基金
土地政策	土地租金年租制、产业用地弹性年期出让
人才政策	“专业技术人员知识更新工程”、“卓越工程师教育培养计划”

资料来源：海通证券研究所整理

在这样的背景下，科技创新企业的吸引力将会越来越大，而创业板正是新经济公司聚集的板块。创业板市场为具有较高成长性的中小企业和高科技企业提供融资服务，是不同于主板市场的独特的资本市场，具有前瞻性、高风险、监管要求严格以及明显的高技术产业导向的特点。与主板市场相比，在创业板市场上市的企业规模较小、上市条件相对较低，中小企业更容易上市募集发展所需的资金。

为了使板块的定位更清晰，2020年6月12日，证监会和深交所发布《创业板首次公开发行股票注册管理办法（试行）》等一系列规则，搭建起创业板改革及试点注册制的整体制度框架。改革把握“一条主线”和“三个统筹”，重点解决两个问题：一是在科创板的基础上，扩大注册制试点，为存量板块推行注册制积累经验；二是增强对创新创业企业的包容性，突出板块特色。

从板块定位角度来看，对比此前“自主创新企业及其他成长型创业企业”的笼统表述，《创业板股票发行上市审核规则》中进一步明确其定位“三创四新”，即深入贯彻创新驱动发展战略，适应发展更多依靠创新、创造、创意的大趋势，主要服务成长型创新创业企业，支持传统产业与新技术、新产业、新业态、新模式深度融合，进一步实现板块的差异化发展。

特别地，深交所还在《创业板企业发行上市申报及推荐暂行规定》中明确设置行业负面清单，原则上不支持农林牧渔、采矿、电力热力燃气、房地产等传统行业企业申报

创业板上市（与互联网、大数据、云计算、自动化、人工智能、新能源等新技术、新产业、新业态、新模式深度融合的创新创业企业除外），支持和引导传统行业转型升级。我们认为，此次转型，与中国当下推进科技行业发展的国家政策相辅相成，定位符合中国新经济方向。

## 1.2 改革后上市条件多元化，交易机制更优

创业板实施改革后，精简优化了发行条件和交易机制。在使上市条件更为多元化的同时，有效保障市场平稳运行。根据海通综合金融服务团队的报告《创业板试点注册制，资本市场改革快速推进》，主要改革内容如下。

**首发进一步强化信息披露要求。**1) 将发行条件中可以由投资者判断的事项转化为更加严格的信息披露要求；2) 对注册程序作出制度安排，实现受理和审核全流程电子化和全流程公开，减轻企业负担，提高审核透明度；3) 严格落实发行人等相关主体在信息披露方面的责任，制定针对创业板企业特点的差异化信息披露规则。

**再融资区分对象，精简发行条件。**1) 再融资区分向不特定对象发行和向特定对象发行，差异化设置再融资条件。2) 明确发行上市审核和注册程序，深交所审核期限为二个月，证监会注册期限为十五个工作日，同时针对“小额快速”融资设置简易程序。

**持续监管补充“三创四新”内容。**持续监管办法要求建立具有针对性的信息披露制度，上市公司应当结合所属行业的特点，充分披露行业经营信息，尤其是针对性披露技术、产业、业态、模式等能够反映行业竞争力的信息。持续监管补充要求与创业板支持“三创四新”企业上市融资的定位相适应。

**放宽股票、相关基金涨跌幅比例至 20%，前 5 个交易日不设价格涨跌幅限制。**根据《深圳证券交易所创业板交易特别规定》，自首只注册制创业板股票上市日起，股票、相关基金涨跌幅比例调整至 20%。创业板首次公开发行上市的股票，上市后前五个交易日不设价格涨跌幅限制，针对无涨跌幅限制的股票，深交所实施盘中临时停牌制度，阈值分别为 30%、60%，单次停牌时间为 10 分钟。

下表详细展示了创业板（改革后）对于不同类型企业的上市条件与交易制度。

表 2 创业板（改革后）上市条件与交易制度（主要部分）

上市条件	一般企业 (符合其一)	1. 最近两年净利润均为正，且累计净利润 $\geq$ 5000 万元； 2. 预计市值 $\geq$ 10 亿元，最近一年净利润为正且营业收入 $\geq$ 1 亿元； 3. 预计市值 $\geq$ 50 亿元，且最近一年营业收入 $\geq$ 3 亿元。
	红筹及存在表决权差异安排企业上市条件	1. 已在境外上市的大型红筹企业，市值 $\geq$ 2000 亿元人民币；尚未在境外上市的红筹企业，最近一年营业收入 $\geq$ 30 亿元且估值 $\geq$ 200 亿元； 2. 营业收入快速增长，拥有自主研发、国际领先技术，同行业竞争中处于相对优势地位的尚未在境外上市的红筹企业，及存在表决权差异安排企业（符合其一）：1) 预计市值 $\geq$ 100 亿元，且最近一年净利润为正；2) 预计市值 $\geq$ 50 亿元，最近一年净利润为正且营业收入 $\geq$ 5 亿元。 *明确营业收入快速增长标准（符合其一）：1) 最近一年营业收入 $\geq$ 5 亿元的，最近三年营业收入复合增长率 10%以上；2) 最近一年营业收入低于 5 亿元的，最近三年营业收入复合增长率 20%以上；3) 受行业周期性波动等因素影响，行业整体处于下行周期的，发行人最近三年营业收入复合增长率高于同行业可比公司同期平均增长水平。
交易制度	投资者适当性要求	参与证券交易满 2 年，申请权限开通前 20 个交易日证券账户及资金账户内的资产日均 $\geq$ 10 万元并签署《投资风险揭示书》。
	交易方式	1. 竞价交易； 2. 盘后固定价格交易（即指在收盘集合竞价结束后，交易所交易系统按照时间优先顺序对收盘定价申报进行撮合，并以当日收盘价成交的交易方式）； 3. 大宗交易。

涨跌幅限制	竞价交易价格涨跌幅限制比例为 20%，首次公开发行上市的股票上市后的前 5 个交易日不设价格涨跌幅限制。无价格涨跌幅限制的股票盘中设定 30%、60% 两档临时停牌标准。
单笔申报数量	1. 限价申报，单笔买卖申报数量≤30 万股；2. 市价申报，单笔买卖申报数量≤15 万股；3. 盘后定价申报，单笔申报数量≤100 万股。

资料来源：深圳证券交易所，海通证券研究所

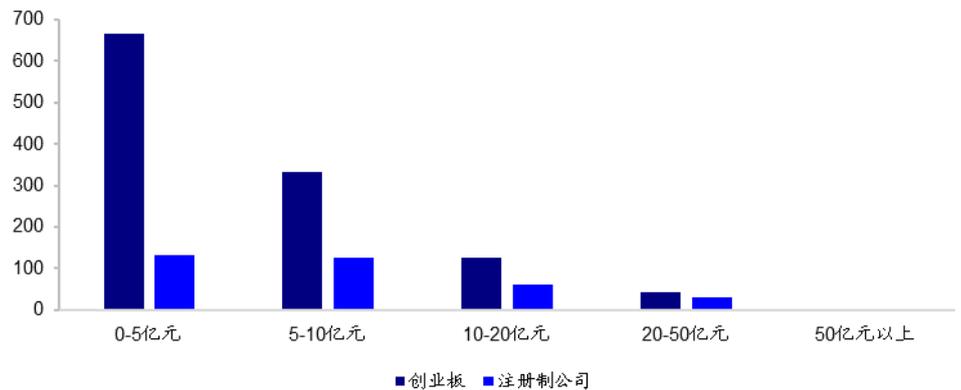
创业板实施改革后，上市条件更为多元化，实现了对不同成长阶段创新创业企业的支持。同时，改革后的创业板进一步优化交易机制，有效保障市场平稳运行。具体包括，明确提出投资者资产要求，将 10% 的涨跌幅限制放宽至 20%，引入盘后定价交易方式，并设置单笔最高申报数量上限等，已实现与科创板的全面接轨。

### 1.3 注册制实施以来，直接融资更加高效便捷

根据海通证券金融工程团队报告《与创新创业企业共同成长》，深圳证券交易所于 2022 年 8 月 25 日披露，创业板上市公司首发募集资金累计超 7500 亿元，平均首发募集资金 6.46 亿元，其中，注册制下新上市公司首发募集资金近 3300 亿元，平均首发募集资金 9.26 亿元。

进一步从首发募集资金分布来看，所有创业板上市公司中，首发募集资金在 0-5 亿元区间的公司最多，共 667 家，数量占比 56.9%；而在注册制下新上市的公司中，首发募集资金在 5-10 亿和 10-20 亿区间的公司数量占比分别为 35.7% 和 17.6%，较创业板整体（28.5% 和 10.7%）明显更高。因此，我们认为，注册制实施以来，首发募集资金有较大幅度提升。

图1 创业板上市公司首发募集资金（单位：家，2022.08.25）

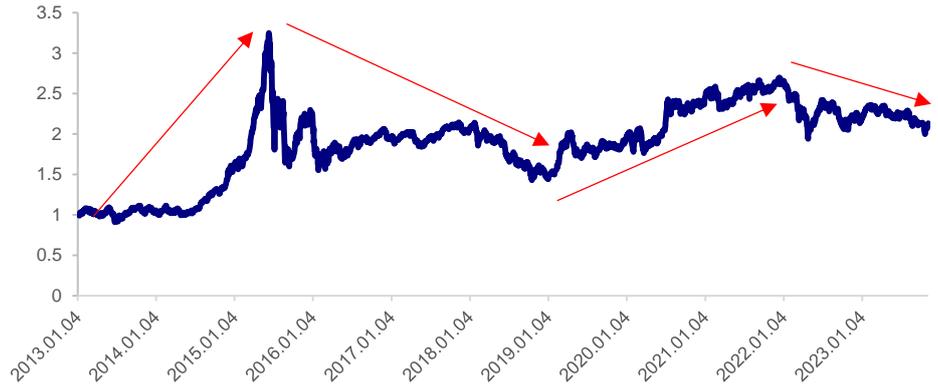


资料来源：深圳证券交易所，海通证券研究所

同时，深圳证券交易所数据显示（截至 2022.08.25），创业板注册制实施以来，共受理创业板公司再融资申请 525 家。369 家再融资已注册生效，拟募集资金近 4100 亿元，其中 319 家实施完成，实际融资近 3400 亿元。不仅如此，56 家注册制下新上市公司也披露了再融资方案，拟合计募集资金近 440 亿元。我们认为，这些数据都证明，创业板改革在较大程度上优化了中小企业的融资过程。

### 1.4 成长风格或将引领市场开启反弹

我们以国证风格指数代表 A 股市场较为常见的 6 种投资风格，验证在各市场环境下，不同投资风格的表现。首先，我们把 Wind 全 A 视作市场指数，将其 2013.01.04-2023.10.26 的净值走势粗略分为 4 个阶段：2013.01.04-2015.06.12，2019.01.30-2022.01.04 为市场上行阶段；2015.06.15-2019.01.29，2022.01.05-2023.11.07 为市场下行阶段。

**图1 Wind全A净值走势（2013.01.04-2023.11.07）**


资料来源：Wind，海通证券研究所

我们分别计算 6 个国证风格指数在上述四个阶段的收益率(表 3)，并得到如下结论。

- 第一阶段属于全市场普涨，成长和价值风格的累计涨幅差异较小，中小盘风格相对占优。
- 第二阶段，市场大幅下行，大盘价值风格表现出较强的抗跌能力。
- 第三阶段，A 股市场触底反弹，成长风格的弹性显著优于价值风格。其中，大盘成长风格的累计收益尤为突出。

**表 3 国证风格指数的区间收益（2013.01.04-2023.11.07）**

	大盘成长	大盘价值	中盘成长	中盘价值	小盘成长	小盘价值
2013.01.04-2015.06.12	75.6%	104.7%	173.6%	220.1%	278.8%	232.2%
2015.06.15-2019.01.29	-41.0%	-17.1%	-62.5%	-57.5%	-69.2%	-57.3%
2019.01.30-2022.01.04	121.6%	12.7%	102.4%	31.7%	94.9%	55.8%
2022.01.05-2023.10.26	-37.4%	-12.3%	-37.9%	-18.0%	-33.4%	-17.9%

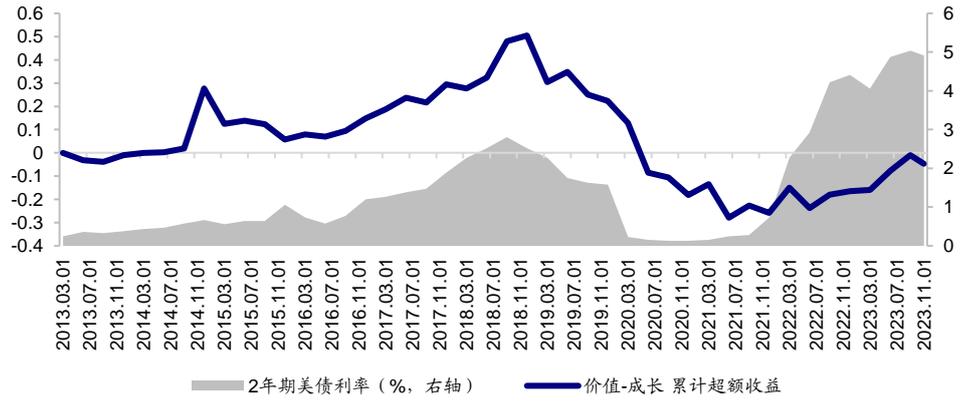
资料来源：Wind，海通证券研究所

目前，股市处于第四阶段，各类投资风格的整体表现与第二阶段较为相似，尤其是成长风格的回撤幅度均显著高于价值风格。我们认为，当前适当左侧布局成长风格的赔率较高，主要理由有以下三条。

首先，根据现金流折现模型，利率是影响估值的重要因素。利率下行，股票的估值上升，股价上涨；反之，估值下降，股价下跌。进一步，成长股的现金流通常在更远的将来，因此，利率的变化对其股价的影响更大。即，在利率下行期，成长股的潜在涨幅要高于价值股；反之，则价值股表现更好。

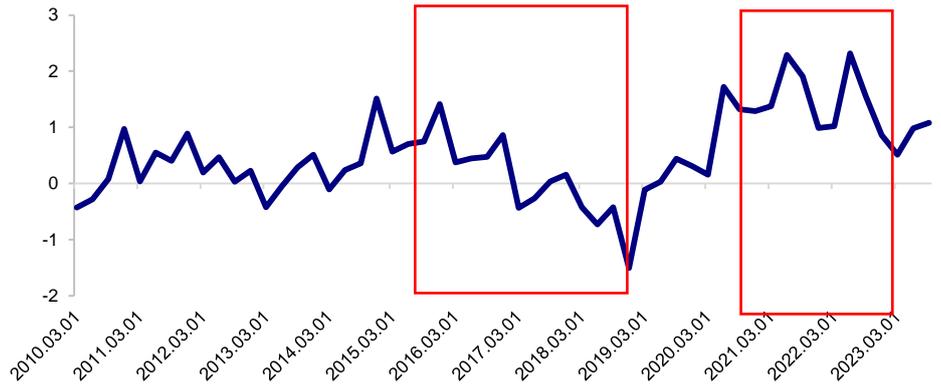
据此，我们将价值风格相对成长风格的超额收益走势和 2 年期美债利率对比。如图 2 所示，2013.03.29-2023.11.07 期间，两者显著正相关，相关系数高达 25%。两个美债利率上行周期内（2016.03.01-2018.07.01；2022.03.01-2023.07.01），A 股市场的价值风格明显优于成长风格；而下行周期内（2019.12.31-2021.09.30），成长风格的表现则更为出色。

目前，根据 Wind，近期，美国国债收益率已升至 2007 年（金融危机爆发之初）以来“从未见过的水平”。同时，美联储多位官员表示“利率可以保持在目前水平”；而根据芝加哥商品交易所集团的数据，市场定价显示，首次降息可能在 2024 年到来。因此，我们认为，美联储的加息周期已接近尾声，美债利率有望进入下行周期，A 股市场的成长风格或将重新占优。

**图2 国证价值与国证成长指数累计收益差和 2 年期美债利率走势 (2013.03.29-2023.11.07)**


资料来源: Wind, 海通证券研究所

其次,我们认为,中长周期视角下,盈利趋势的分化是决定风格切换的重要指标。如图3所示,价值风格占优的阶段中(2015.12.31-2018.12.31;2022.03.31-2023.03.31),国证成长与国证价值指数的 ROE 差值相较前期,出现了明显的下行。而截至 2023Q3,两者之间的相对盈利差值在经历两年多的震荡下行后,似有触底反弹之势。因此,我们认为,在未来的 6-12 个月, A 股市场或将迎来新一轮成长风格的周期。

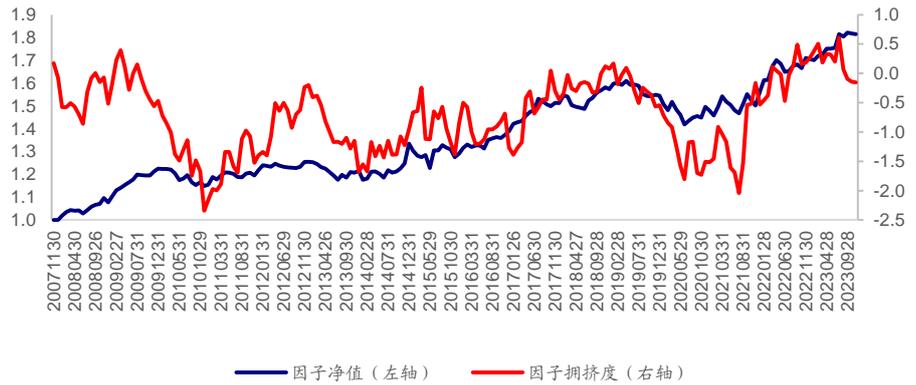
**图3 国证成长与国证价值指数单季度 ROE 差值 (% , 2010.03.31-2023.09.30)**


资料来源: Wind, 海通证券研究所

第三,根据海通量化团队前期发布的专题报告《选股因子系列(四十二)——因子失效预警:因子拥挤》,我们使用估值价差、配对相关性、长期收益反转、因子波动率四个指标度量因子拥挤程度。

如图4所示,低估值因子净值自2022年以来显著上升,表明价值风格在该阶段持续占优。但近期,低估值因子拥挤度冲高回落,从0.61(2023.07.31)降至-0.15(2023.11.03)。根据过往的规律,在拥挤度达到高位后的6-12个月,因子拥挤度将逐步下降,因子净值也往往会呈现回撤,预示着风格发生切换。因此,站在当下,我们认为,价值风格可能正在逐渐步入尾声。

图4 低估值因子净值与因子复合拥挤度



资料来源：Wind，海通证券研究所

综上所述，我们认为，在美联储有望结束加息周期、成长和价值指数之间的相对盈利差似有触底反弹之势和低估值因子拥挤度正从历史高位下行，三个因素的共同驱动下，未来 6-12 个月，A 股市场或将迎来新一轮成长风格的周期。因此，“主要服务成长型创新创业企业，支持传统产业与新技术、新产业、新业态、新模式深度融合”的创业板具备较高的投资价值。

## 2. 创业板综合指数投资价值分析

### 2.1 指数编制方案

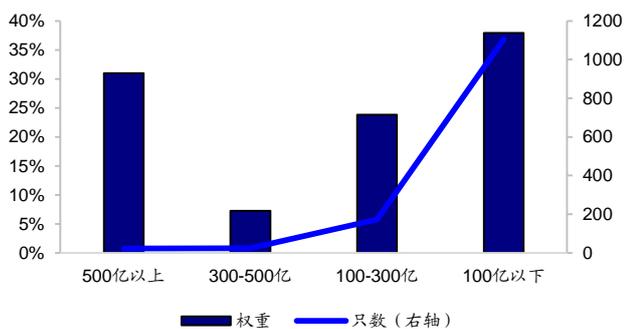
创业板综合指数（399102.SZ，简称创业板综）以 2010 年 5 月 31 日为基日，基点为 1000 点，2010 年 8 月 20 日开始发布。创业板综合指数反映了在深圳证券交易所创业板上市的全部股票的价格综合变动情况以及市场总体走势，为市场提供了全面而客观的业绩衡量基准和投资参考工具。

指数成分股包括在深圳证券交易所创业板上市的全部股票。如有新股上市，则在上市后第十一个交易日纳入指数计算。截至 2023 年 11 月 7 日，指数共有 1325 只成分股。

### 2.2 指数分布特征：全面覆盖创业板上市企业

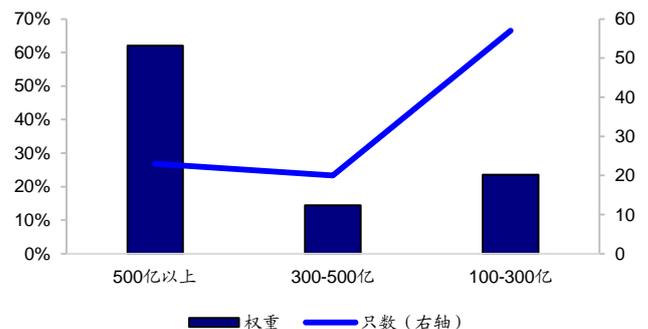
我们以截至 2023 年 11 月 7 日的指数最新成分股及权重，观察其分布特征。从市值分布来看，500 亿以上的成分股数量为 23 只，权重占比为 31.0%；100-500 亿的成分股共有 196 只，权重占比达到 31.1%；100 亿以下的成分股数量最多，共有 1106 只，权重占比 37.9%。我们认为，指数成分股在覆盖创业板大盘龙头的同时，也兼顾了市值相对较小的公司。

图2 创业板综成分股市值分布（2023.11.07）



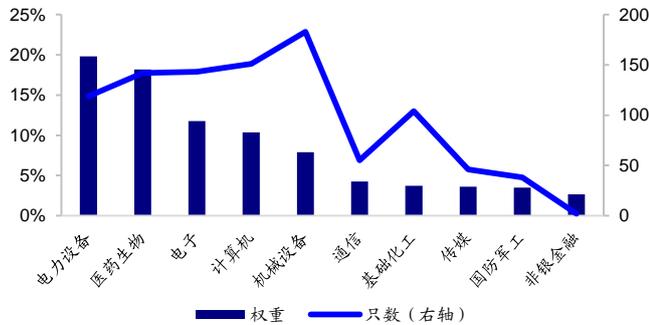
资料来源：Wind，海通证券研究所

图3 创业板综成分股上市板块分布（2023.11.07）

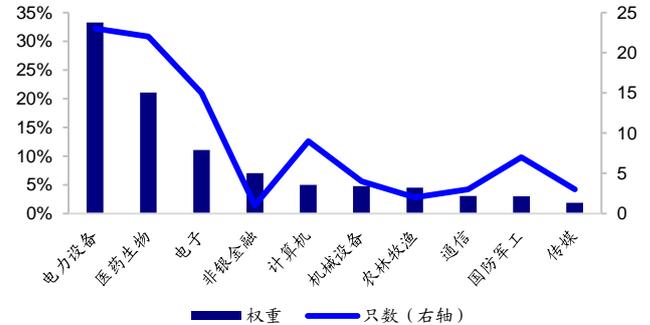


资料来源：Wind，海通证券研究所

我们选取同属创业板的创业板指数（399006.SZ，简称创业板指）与其进行对比（权重数据截至 2023.11.07）。创业板指成分股的市值全部为 100 亿元以上，其中，500 亿以上的有 23 只，权重占比达到 62.0%；300-500 亿的成分股共有 20 只，权重占比 14.5%；100-300 亿的成分股有 57 只，权重占比为 23.5%。由此可见，创业板综与创业板指成分股的市值整体分布差别较大。创业板指的权重整体更偏向于 500 亿以上的创业板龙头企业，创业板综的成分股市值分布则更为均衡，对中小盘股也有充分的覆盖。

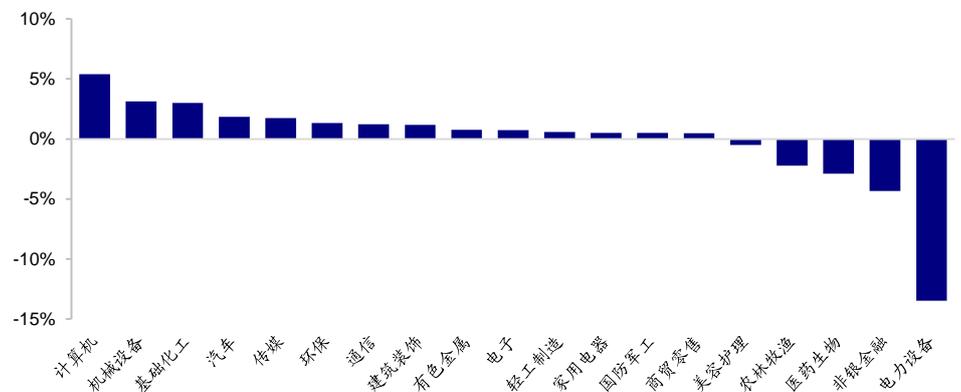
**图4 创业板综成分股前十大行业分布（2023.11.07）**


资料来源：Wind，海通证券研究所

**图5 创业板指成分股前十大行业分布（2023.11.07）**


资料来源：Wind，海通证券研究所

从申万一级行业分布来看，截至 2023 年 11 月 7 日，创业板综共覆盖 29 个行业，权重最高的四个行业依次为电力设备、医药生物、电子和计算机，占比分别为 19.8%、18.2%、11.8%和 10.4%，单个行业权重最高不超过 20%，前四大行业占比合计 60.1%，行业分布较为均衡。而创业板指共覆盖 17 个行业，其中，权重最高的四个行业分别为电力设备、医药生物、电子和非银金融（33.3%、21.1%、11.1%和 7.0%），权重合计占比高达 72.4%，行业集中度相对较高。

**图6 创业板综与创业板指部分申万一级行业的权重差（2023.11.07）**


资料来源：Wind，海通证券研究所  
注：仅展示区别绝对值大于 0.5% 的行业

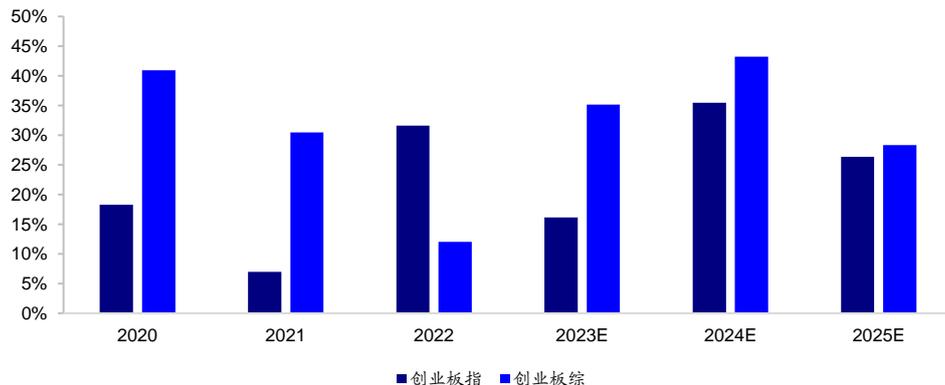
如图 6 所示，创业板综在计算机、机械设备、基础化工、汽车等新兴高端制造行业中的权重占比，相对创业板指的差值分别为 5.4%、3.1%、3.0%、1.8%；而在创业板大市值企业居多的电力设备、非银金融、医药生物行业中，权重占比差值分别为 -13.5%、-4.3%和 -2.9%。我们认为，这不难看出，创业板综的行业分布更多地集中于中小型新兴科技行业，和创业板指相比，未来的成长空间可能更大。

### 2.3 利润增长快，发展潜力足

如下图所示，创业板综 2020-2022 年的归母净利润同比增速分别为 40.96%、30.47%、12.06%，除 2022 年外，均高于创业板指（18.31%、7.00%、31.65%）；根据 Wind 一致预测数据，截至 2023.11.07，指数 2023-2025 年的归母净利润同比增速

(35.17%、43.22%、28.35%) 同样高于创业板指 (16.17%、35.50%、26.39%)。我们认为，无论是从历史数据还是预测数据出发，指数的基本面表现均优于创业板指。

图7 创业板综归母净利润同比增速 (2023.11.07)

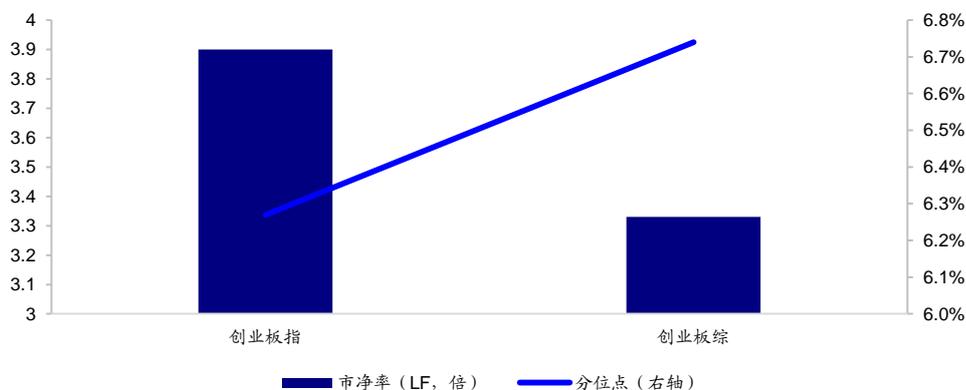


资料来源: Wind, 海通证券研究所  
 注: 采用 Wind 一致预测数据

## 2.4 近期估值大幅回落，性价比显著提升

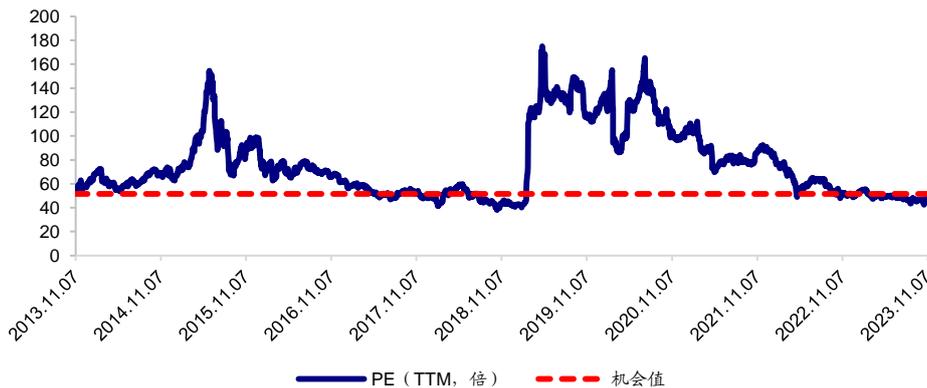
截至 2023 年 11 月 7 日，创业板综的市净率 (LF, PB) 为 3.33 倍，低于创业板指 (3.9 倍)；指数目前的估值位于近十年的 6.74% 分位点，与创业板指 (6.27%) 基本持平，均处于历史低位，估值性价比较高。

图8 创业板综市净率 (截至 2023.11.7)



资料来源: Wind, 海通证券研究所  
 注: 市盈率历史分位点区间为 2013.11.07 - 2023.11.07

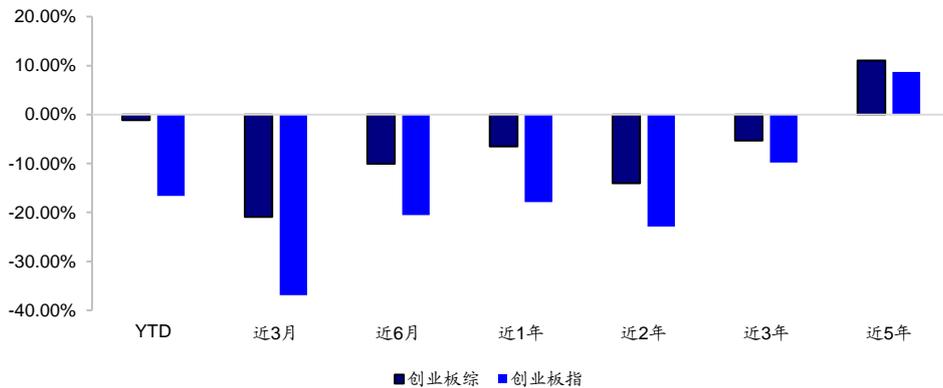
我们从指数历史市盈率 (TTM, 下同) 走势出发，进一步分析指数的估值水平。如下图所示，指数估值于 2019 年至 2020 年 6 月期间向上攀升，最高达到近 175 倍，远高于当前。2022 年以来，A 股市场出现较大幅度回调，指数估值也显著下降，处于较低水平，大致与 2019 年年初持平。根据 Wind 计算，目前指数市盈率估值水平已经低于机会值 (20% 历史分位点)，我们认为，指数具备较高的投资性价比。

**图9 创业板综市盈率历史走势（2013.11.07-2023.11.07）**


资料来源：Wind，海通证券研究所

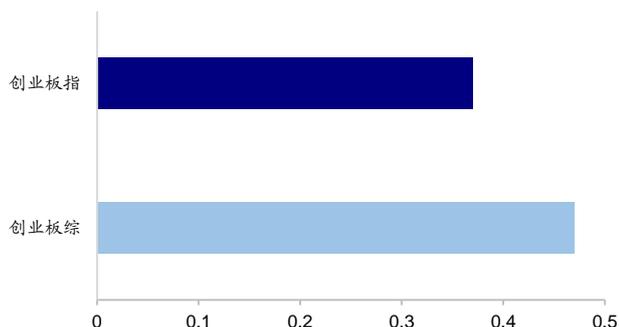
## 2.5 指数收益表现稳定，风险调整后收益显著占优

截至 2023.11.07，创业板综无论是短、中、长期表现均优于创业板指。指数近 1、3、5 年收益分别为-6.51%、-5.35%、11.04%，均大幅领先创业板指（-17.87%、-9.82%、8.70%）。值得一提的是，今年以来，A 股整体表现不佳，创业板指的跌幅达到-16.65%，而创业板综的跌幅仅为-1.16%。我们认为，得益于指数成分股权重较为分散，创业板综韧性较强，在市场震荡时表现更为稳定。

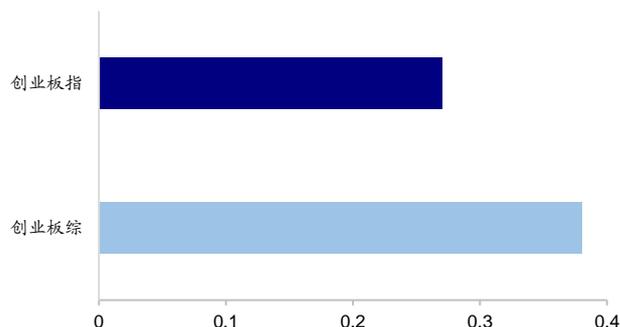
**图10 创业板综近年来收益表现（2023.11.07）**


资料来源：Wind，海通证券研究所

经风险调整后，创业板综的 Sharpe 比率为 0.47，信息比率为 0.38，均高于创业板指（0.37，0.27）。

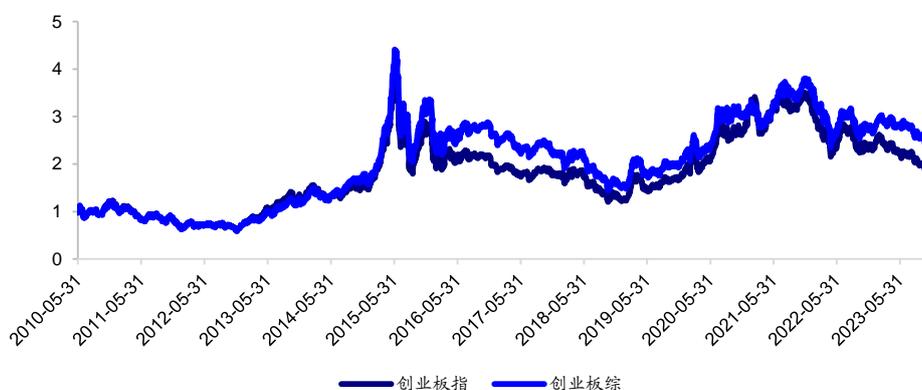
**图11 创业板综年化 Sharpe 比 (2018.11.07-2023.11.07)**


资料来源: Wind, 海通证券研究所

**图12 创业板综年化信息比率 (2018.11.07-2023.11.07)**


资料来源: Wind, 海通证券研究所

基日 (2010.05.31) 以来, 截至 2023 年 11 月 7 日, 创业板综累积收益为 166.1%, 年化收益 7.76%, 相较创业板指, 年化超额收益达到 2.2%, 长期收益更优。

**图13 创业板综净值走势 (2010.05.31-2023.10.26)**


资料来源: Wind, 海通证券研究所

## 2.6 成长属性鲜明, 中小盘风格突出

我们将创业板综和创业板指视为投资组合, 采用经典的 Fama-French 五因子模型, 检验指数 2012.12.31-2023.11.07 的投资风格。如表 4 所示, 创业板综和创业板指均在小市值因子上存在正向暴露, 而在低估值、盈利和投资因子上暴露为负, 与创业板新兴科技股较多的特点相符, 具备鲜明的成长属性。值得注意的是, 创业板综在小市值因子上的暴露度为 43.78%, 远高于创业板指 (2.46%), 说明创业板综的市值覆盖面更广, 整体市值偏小, 中小盘成长风格更加突出。

**表 4 创业板综的 Fama-French 因子暴露 (2012.12.31-2023.08.31)**

	截距项	市场因子	小市值因子	低估值因子	盈利因子	投资因子
创业板综	0.25%	91.68%	43.78%	-64.63%	-31.56%	-35.23%
创业板指	0.28%	91.58%	2.46%	-77.35%	-40.48%	-51.62%
差值	-0.04%	0.09%	41.31%	12.72%	8.92%	16.39%

资料来源: Wind, 海通证券研究所

## 2.7 适合量化增强策略施展

我们认为, 相较于创业板指, 创业板综更适合量化增强策略施展, 主要有以下两大原因。

- 股票数量多, 业绩分化大, 需要也利于量化策略从中择优

对比创业板指，创业板综的成分股数量更多，且业绩分化更大。如表 5 所示，创业板综的成分股共 1325 只，显著高于创业板指。并且，在我们统计的三个时间维度下（近 6 个月、近 1 年、近 2 年），这 1325 只个股的日均波动率都高于创业板指。我们认为，这种分散化的特征给予量化策略较为充分的施展空间。

**表 5 创业板综指数的成分股个数及成分股日均波动率（截至 2023.11.07）**

	股票数量（只）	近 6 个月	近 1 年	近 2 年
创业板综	1325	0.25	0.22	0.19
创业板指	100	0.16	0.16	0.09

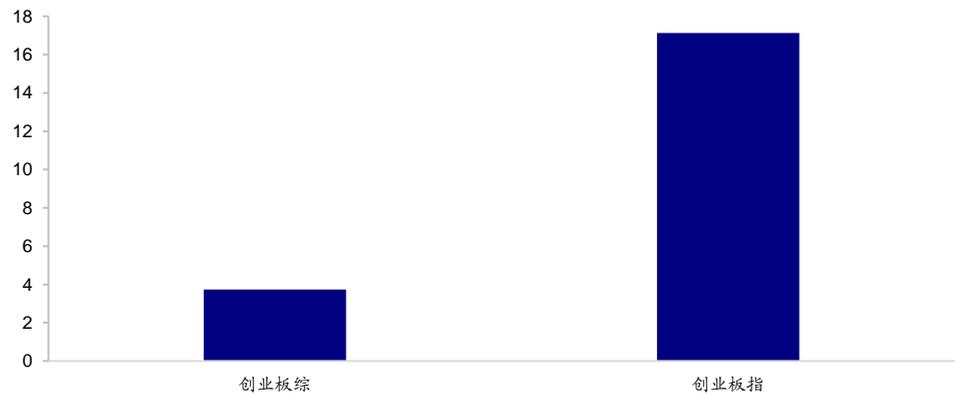
资料来源：Wind，海通证券研究所

注：近 6 个月区间为 2023.05.07-2023.11.07，近 1 年区间为 2022.11.07-2023.11.07，近 2 年区间为 2021.11.07-2023.11.07

### ➤ 机构覆盖度低，量化策略潜在的超额收益空间更大

对比创业板指，机构对创业板综成分股的覆盖度较低。如图 14 所示，截至 2023.11.07，对创业板综成分股给出投资评级的机构家数平均为 3.7 家，显著小于创业板指（17.1 家）。我们认为，和创业板指相比，创业板综成分股可能仍存在一定程度的定价偏差，这意味着量化策略在该领域的潜在超额收益空间更大。

**图14 创业板综成分股的评级机构家数均值（家，截止 2023.11.07）**



资料来源：Wind，海通证券研究所

综上所述，创业板综（399102.SZ）是为了反映在深圳证券交易所创业板上市的全部股票的价格综合变动情况以及市场总体走势而编制的。指数成分股在覆盖创业板大盘龙头的同时，也兼顾了市值相对较小的公司，与创业板指差别较大。我们认为，相较创业板指，指数具备利润增长快、估值性价比高等特征。同时，指数无论是短、中、长期表现均优于创业板指，风险调整后收益佳。自基日（2010.05.31）以来，截至 2023 年 11 月 7 日，创业板综累积收益为 166.1%，年化收益 7.76%。相较创业板指，年化超额收益达到 2.2%，长期收益更优。因此，我们认为，创业板综具备较高的投资价值。此外，创业板综成分股数量多、业绩分化较大，且机构覆盖度低，这些特征使量化策略更容易创造出超越指数的收益。

## 3. 总结

我国经济正由高速发展向高质量发展转型。在这个过程中，新经济是实现转型的必经之路，而科技创新则是动力引擎。以科研成果和技术创新为内在驱动力的企业，将成为我国未来经济增长的支柱。因此，这些公司蕴含着较大的发展潜力和投资价值。在这样的背景下，科技创新企业的吸引力将会越来越大，而创业板正是新经济公司聚集的板块。创业板市场为具有较高成长性的中小企业和高科技企业提供融资服务，是不同于主板市场的独特的资本市场，具有前瞻性、高风险、监管要求严格以及明显的高技术产业导向的特点。与主板市场相比，在创业板市场上市的企业规模较小、上市条件相对较低，中小企业更容易上市募集发展所需的资金。

我们认为，在美联储有望结束加息周期、成长和价值指数之间的相对盈利差似有触底反弹之势和低估因子拥挤度正从历史高位下行，三个因素的共同驱动下，未来 6-12 个月，A 股市场或将迎来新一轮成长风格的周期。因此，“主要服务成长型创新创业企业，支持传统产业与新技术、新产业、新业态、新模式深度融合”的创业板具备较高的投资价值。

创业板综（399102.SZ）是为了反映在深圳证券交易所创业板上市的全部股票的价格综合变动情况以及市场总体走势而编制的。指数成分股在覆盖了创业板大盘龙头的同时，也兼顾了市值相对较小的公司，与创业板指差别较大。我们认为，相较创业板指，指数具备利润增长快、估值性价比高等特征。同时，指数无论是短、中、长期表现均优于创业板指，风险调整后收益佳。自基日（2010.05.31）以来，截至 2023 年 11 月 7 日，创业板综累积收益为 166.1%，年化收益 7.76%，相较创业板指，年化超额收益达到 2.2%，长期收益明显较优。因此，我们认为，创业板综具备较高的投资价值。此外，创业板综成分股数量多、业绩分化较大，且机构覆盖度低，这些特征使量化策略更容易创造出超越指数的收益。

## 4. 风险提示

本报告所有分析均基于公开信息，不构成任何投资建议；权益产品收益波动较大，适合具备一定风险承受能力投资者持有。

## 信息披露

### 分析师声明

冯佳睿 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)23185717 luying@haitong.com

邓勇 副所长  
(021)23185718 dengyong@haitong.com

荀玉根 副所长  
(021)23185715 xyg6052@haitong.com

余文心 所长助理  
(0755)82780398 ywx9461@haitong.com

汪立亭 所长助理  
(021)23219399 wanglt@haitong.com

孙婷 所长助理  
(010)50949926 st9998@haitong.com

涂力鑫 所长助理  
021-23185710 tll5535@haitong.com

### 宏观经济研究团队

梁中华(021)23219820 lzh13508@haitong.com  
应稼娟(021)23185645 yjx12725@haitong.com  
李俊(021)23154149 lj13766@haitong.com  
侯欢(021)23185643 hh13288@haitong.com  
联系人  
李林芷(021)23185646 llz13859@haitong.com  
王宇晴(021)23185641 wyq14704@haitong.com  
贺媛(021)23185639 hy15210@haitong.com

### 金融工程研究团队

冯佳睿(021)23219732 fengjr@haitong.com  
郑雅斌(021)23219395 zhengyb@haitong.com  
罗蕾(021)23185653 ll9773@haitong.com  
余浩淼(021)23185650 yhm9591@haitong.com  
袁林青(021)23185659 ylq9619@haitong.com  
黄雨薇(021)23185655 hyw13116@haitong.com  
张耿宇(021)23183109 zgy13303@haitong.com  
联系人  
郑玲玲(021)23185656 zll13940@haitong.com  
曹君豪(021)23185657 cjh13945@haitong.com  
卓伊莹(021)23183938 zyx15314@haitong.com  
马毓婕 myj15669@haitong.com  
付欣郁 02123183940 fxy15672@haitong.com

### 金融产品研究团队

倪韵婷(021)23185605 niyt@haitong.com  
唐洋运(021)23185680 tangyy@haitong.com  
徐燕红(021)23185600 xyh10763@haitong.com  
谈鑫(021)23185601 tx10771@haitong.com  
庄梓恺(021)23219370 zzk11560@haitong.com  
谭实宏(021)23185676 tsh12355@haitong.com  
江涛(021)23185672 jt13892@haitong.com  
张弛(021)23185673 zc13338@haitong.com  
吴其右(021)23185675 wqy12576@haitong.com  
滕颖杰(021)23185669 tyj13580@haitong.com  
章画意(021)23185670 zhy13958@haitong.com  
联系人  
陈林文(021)23185678 clw14331@haitong.com  
魏玮(021)23185677 ww14694@haitong.com  
舒子宸(021)23185679 szc14816@haitong.com  
赵佳俊 zjj15910@haitong.com

### 固定收益研究团队

王巧喆(021)23185649 wqz12709@haitong.com  
孙丽萍(021)23185648 slp13219@haitong.com  
张紫睿(021)23185652 zzz13186@haitong.com  
姜珮珊(021)23154121 jps10296@haitong.com  
联系人  
王冠军(021)23154116 wgc13735@haitong.com  
藏多(021)23185647 zd14683@haitong.com

### 策略研究团队

杨锦(021)23185661 yj13712@haitong.com  
余培仪(021)23185663 ypy13768@haitong.com  
王正鹤(021)23185660 wzh13978@haitong.com  
荀玉根(021)23185715 xyg6052@haitong.com  
高上(021)23185662 gs10373@haitong.com  
郑子勋(021)23219733 zzx12149@haitong.com  
吴信坤 021-23154147 wxk12750@haitong.com  
联系人  
刘颖(021)23185665 ly14721@haitong.com  
陈菲(021)23185707 cf15315@haitong.com

### 中小市值团队

钮宇鸣(021)23219420 ymniu@haitong.com  
王园沁(021)23185667 wyq12745@haitong.com

### 政策研究团队

李明亮(021)23185835 lml@haitong.com  
吴一萍(021)23185838 wuyiping@haitong.com  
朱蕾(021)23185832 zl8316@haitong.com  
周洪荣(021)23185837 zhr8381@haitong.com  
李姝醒(021)23185833 lsx11330@haitong.com  
联系人  
纪尧(021)23185836 jy14213@haitong.com  
何韫露 hyl15943@haitong.com

### 石油化工行业

邓勇(021)23185718 dengyong@haitong.com  
朱军军(021)23185963 zjj10419@haitong.com  
胡歆(021)23185616 hx11853@haitong.com  
联系人  
张海榕(021)23185607 zhr14674@haitong.com

### 医药行业

余文心(0755)82780398 ywx9461@haitong.com  
郑琴(021)23219808 zq6670@haitong.com  
贺文斌(010)68067998 hwb10850@haitong.com  
朱赵明(021)23154120 zzm12569@haitong.com  
梁广楷(010)56760096 lgk12371@haitong.com  
孟陆 010-58067975 ml13172@haitong.com  
周航(021)23185606 zh13348@haitong.com  
联系人  
彭婷(021)23185619 pp13606@haitong.com  
肖剑铨(021)23185638 xzj14562@haitong.com  
张澄(010)58067988 zc15254@haitong.com  
江珅(021)23185638 js15833@haitong.com  
陈铭 cm15886@haitong.com

### 汽车行业

王猛(021)23185692 wm10860@haitong.com  
房乔华(021)23185699 fqh12888@haitong.com  
张觉尹(021)23185705 zjy15229@haitong.com  
刘一鸣(021)23154145 lym15114@haitong.com  
联系人  
石佳艺 sjy15440@haitong.com  
潘若婵 prc15750@haitong.com

### 公用事业

吴杰(021)23183818 wj10521@haitong.com  
傅逸帆(021)23185698 fuf11758@haitong.com  
联系人  
阎石(021)23185741 ys14098@haitong.com  
胡鸿程(021)23185962 hhc15605@haitong.com

### 批发和零售贸易行业

汪立亭(021)23219399 wanglt@haitong.com  
李宏科(021)23154125 lhk11523@haitong.com  
曹蕾娜 cln13796@haitong.com  
联系人  
张冰清(021)23185703 zbq14692@haitong.com  
李艺冰 lyb15410@haitong.com  
王逸欣 wyx15478@haitong.com

**互联网及传媒**

毛云聪(010)58067907 myc11153@haitong.com  
 陈星光(021)23219104 cxg11774@haitong.com  
 孙小雯(021)23154120 sxw10268@haitong.com  
 康百川(021)23212208 kbc13683@haitong.com

**有色金属行业**

陈先龙 02123219406 cxl15082@haitong.com  
 甘嘉尧(021)23185615 gjy11909@haitong.com  
 联系人  
 张恒浩(021)23185632 zhh14696@haitong.com  
 梁琳(021)23185845 ll15685@haitong.com

**房地产行业**

谢盐(021)23185696 xiey@haitong.com  
 涂力磊 021-23185710 tll5535@haitong.com  
 联系人  
 曾佳敏(021)23185689 zjm14937@haitong.com  
 陈昭颖(021)23183953 czy15598@haitong.com

**电子行业**

张晓飞 zxf15282@haitong.com  
 李轩(021)23154652 lx12671@haitong.com  
 华晋书(021)23185608 hjs14155@haitong.com  
 薛逸民(021)23185630 xym13863@haitong.com  
 文灿(021)23185602 wc13799@haitong.com  
 肖隽翀(021)23154139 xjc12802@haitong.com  
 崔冰睿(021)23185690 cbr14043@haitong.com  
 联系人  
 郇奕滢 lyy15347@haitong.com  
 张幸 zx15429@haitong.com

**煤炭行业**

李淼(010)58067998 lm10779@haitong.com  
 王涛(021)23185633 wt12363@haitong.com  
 联系人  
 朱彤(021)23185628 zt14684@haitong.com

**电力设备及新能源行业**

吴杰(021)23183818 wj10521@haitong.com  
 房青(021)23185603 fangq@haitong.com  
 徐柏乔(021)23219171 xbj6583@haitong.com  
 马天一(021)23185735 mty15264@haitong.com  
 胡惠民 hhm15487@haitong.com  
 余致翰(021)23185617 ywh14040@haitong.com  
 联系人  
 姚望洲(021)23185691 ywz13822@haitong.com  
 马菁菁(021)23185627 mjj14734@haitong.com  
 吴志鹏(021)23215736 wzp15273@haitong.com  
 罗青(021)23185966 lq15535@haitong.com  
 孔淑媛(021)23183806 ksy15683@haitong.com

**基础化工行业**

刘威(0755)82764281 lw10053@haitong.com  
 张翠翠(021)23185611 zcc11726@haitong.com  
 孙维容(021)23185389 swr12178@haitong.com  
 李智(021)23185842 lz11785@haitong.com  
 李博(021)23185642 lb14830@haitong.com

**计算机行业**

郑宏达(021)23219392 zhd10834@haitong.com  
 杨林(021)23183969 yl11036@haitong.com  
 洪琳(021)23185682 hl11570@haitong.com  
 杨蒙(021)23185700 ym13254@haitong.com  
 联系人  
 夏思寒(021)23183968 xsh15310@haitong.com  
 杨昊翊(021)23185620 yhy15080@haitong.com

**通信行业**

余伟民(010)50949926 ywm11574@haitong.com  
 杨彤昕 010-56760095 ytx12741@haitong.com  
 于一铭 021-23183960 yym15547@haitong.com  
 联系人  
 夏凡(021)23185681 xf13728@haitong.com  
 徐卓 xz14706@haitong.com

**非银行金融行业**

何婷(021)23219634 ht10515@haitong.com  
 任广博(010)56760090 rgb12695@haitong.com  
 孙婷(010)50949926 st9998@haitong.com  
 曹锐 010-56760090 ck14023@haitong.com  
 联系人  
 肖尧(021)23185695 xy14794@haitong.com

**交通运输行业**

虞楠(021)23219382 yun@haitong.com  
 陈宇(021)23185610 cy13115@haitong.com  
 罗月江(010)58067993 lyj12399@haitong.com  
 联系人  
 吕春雨 lcy15841@haitong.com

**纺织服装行业**

梁希(021)23185621 lx11040@haitong.com  
 盛开(021)23154510 sk11787@haitong.com  
 联系人  
 王天璐(021)23185640 wtl14693@haitong.com

**建筑建材行业**

冯晨阳(021)23183846 fcy10886@haitong.com  
 申浩(021)23185636 sh12219@haitong.com

**机械行业**

毛冠锦 021-23183821 mgj15551@haitong.com  
 赵靖博(021)23185625 zjb13572@haitong.com  
 赵玥炜(021)23219814 zyw13208@haitong.com  
 联系人  
 丁嘉一 021-23180000 djy15819@haitong.com  
 刘绮雯(021)23185686 lqw14384@haitong.com

**钢铁行业**

刘彦奇(021)23219391 liuyq@haitong.com

**建筑工程行业**

张欣劼 18515295560 zxj12156@haitong.com  
 联系人  
 曹有成(021)23185701 cyc13555@haitong.com  
 郭好格(010)58067828 ghg14711@haitong.com

**农林牧渔行业**

李淼(010)58067998 lm10779@haitong.com  
 巩健(021)23185702 gj15051@haitong.com  
 冯鹤 fh15342@haitong.com  
 联系人  
 蔡子慕(021)23183965 czm15689@haitong.com

**食品饮料行业**

颜慧菁(021)23183952 yhj12866@haitong.com  
 张宇轩(021)23154172 zyx11631@haitong.com  
 程碧升(021)23185685 cbs10969@haitong.com  
 联系人  
 张嘉颖(021)23185613 zjy14705@haitong.com  
 苗欣 mx15565@haitong.com

**军工行业**

张恒暄(021)23183943 zhx10170@haitong.com  
 联系人  
 刘砚菲(021)23185612 lyf13079@haitong.com  
 胡舜杰(021)23155686 hsj14606@haitong.com  
 李雨泉(021)23185843 lyq15646@haitong.com

**银行行业**

林加力(021)23154395 lj12245@haitong.com  
 董栋梁(021)23185697 ddl13206@haitong.com  
 联系人  
 徐凝碧(021)23185609 xnb14607@haitong.com

**社会服务行业**

汪立亭(021)23219399 wanglt@haitong.com  
 许樱之(755)82900465 xyz11630@haitong.com  
 王祎婕(021)23185687 wyj13985@haitong.com  
 联系人  
 毛弘毅(021)23183110 mhy13205@haitong.com

**家电行业**

陈子仪(021)23219244 chenzy@haitong.com  
 李阳(021)23185618 ly11194@haitong.com  
 刘璐(021)23185631 ll11838@haitong.com  
 联系人  
 吕浦源(021)23183822 lpy15307@haitong.com

**造纸轻工行业**

郭庆龙 gq13820@haitong.com  
 高翩然 gpr14257@haitong.com  
 王文杰(021)23185637 wwj14034@haitong.com  
 吕科佳(021)23185623 lkj14091@haitong.com

**环保行业**

戴元灿(021)23185629 dyc10422@haitong.com  
 联系人  
 杨寅琛(021)23188562 yyc15266@haitong.com

**研究所销售团队**

## 深广地区销售团队

伏财勇(0755)23607963 fcy7498@haitong.com  
蔡铁清(0755)82775962 ctq5979@haitong.com  
辜丽娟(0755)83253022 gulj@haitong.com  
刘晶晶(0755)83255933 liujj4900@haitong.com  
饶伟(0755)82775282 rw10588@haitong.com  
欧阳梦楚(0755)23617160  
oymc11039@haitong.com  
巩柏含 gbh11537@haitong.com  
张馨尹 0755-25597716 zxy14341@haitong.com

## 上海地区销售团队

胡雪梅(021)23219385 huxm@haitong.com  
黄诚(021)23219397 hc10482@haitong.com  
季唯佳(021)23219384 jiwj@haitong.com  
黄毓(021)23219410 huangyu@haitong.com  
胡宇欣(021)23154192 hyx10493@haitong.com  
马晓男 mxn11376@haitong.com  
邵亚杰 23214650 syj12493@haitong.com  
杨祎昕(021)23212268 yyx10310@haitong.com  
毛文英(021)23219373 mwy10474@haitong.com  
谭德康 tdk13548@haitong.com  
王祎宁(021)23219281 wyn14183@haitong.com  
张歆钰 zxy14733@haitong.com  
周之斌 zzb14815@haitong.com

## 北京地区销售团队

殷怡琦(010)58067988 yyq9989@haitong.com  
董晓梅 dxm10457@haitong.com  
郭楠 010-5806 7936 gn12384@haitong.com  
张丽莹(010)58067931 zlx11191@haitong.com  
郭金垚(010)58067851 gjy12727@haitong.com  
高瑞 gr13547@haitong.com  
上官灵芝 sglz14039@haitong.com  
姚坦 yt14718@haitong.com  
董晋 dj15843@haitong.com  
王勇 wy15756@haitong.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