

深度报告

计算机

计算机行业 09 年中期投资策略

中性

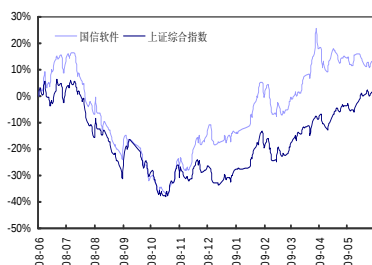
(维持评级)

2009 年 6 月 26 日

本报告的独到之处

- 认为软件股估值下调的概率极低
- 从估值、政策、基本面 3 方面分析了软件股下半年的走势和推荐的品种

一年该行业与上证综指走势比较



资料来源：国信证券经济研究所

相关研究报告：

《投资增长确定的公司》2009 年 1 季度计算机行业投资策略报告
-----20090309

分析师：凌晨

电话：021-68866235

E-mail: lingchen@guosen.com.cn

独立性声明：

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，其结论不受其它任何第三方的授意、影响，特此声明。

行业投资策略

配置具有安全边际的进攻性品种

● 软件行业局部发热，“不差钱”的行业继续唱主角

软件与服务行业中今年上半年受到金融危机影响在 09 年 1 季度普遍出现了增长率放缓的现象，我们预期 IT 支出的整体上扬要等到今年第四季度。未来几个“不差钱”的行业依然是几个最稳健的投资领域：电力、电信和医疗。我们认为上述几个行业的景气度至少还能够维持 1-2 年。

● 软件板块未来调整幅度相当有限

软件板块的估值压力在这一轮大盘的上攻中被快速消化了。要恢复到 35% 溢价的历史平均水平，大盘需要出现 20% 下调，相应的大盘需要下跌 576 点回到 2300 点左右，目前看来出现这种情况的概率极低。在大盘静态估值已经达到 30X 的情况之下，我们理应给软件板块一个相应的估值。

● 下半年政策面依然偏暖

我们预计新 18 号文会在出台，优惠范围和幅度可能进一步扩大。“核高基”第一批名单的也即将尘埃落定，国家从几个重大科技专项中表现出了前所未有的对高技术行业、对结构调整的关注和实质性大支持力度。

● 投资具有安全边际的进攻性品种

下半年我们从纯粹的强调防御性切换到防御和进攻并举。可以选择一些小行业中的小公司，和宏观经济关系不大同时业绩又有较强的弹性；外需好转对软件外包类企业会带来更明显的影响，因此我们也倾向于选择软件外包类的龙头公司。

● 投资组合 321

我们下半年的投资组合由核心组合（3 家）+外围组合（2 家）+重点关注（1 家）组成，简称“投资组合 321”。核心推荐组合的排序是第一石基信息（002153）、第二恒生电子（600570）、第三东软集团（600718），外围组合是科大讯飞（002230）和青岛软控（002073），建议大家重点关注的公司是川大智胜（002253）。

重点公司盈利预测及投资评级

代码	公司	总市值 (百万元)	昨收盘 2009-06-19	EPS		PE 2009	投资评级
002153	石基信息	7,202	32.15	0.91	1.17	35.3	推荐
600570	恒生电子	5,591	12.55	0.39	0.46	32.2	谨慎推荐
600718	东软集团	17,838	18.89	0.67	0.80	28.2	谨慎推荐
002230	科大讯飞	3,442	21.41	0.63	0.83	34.0	谨慎推荐
002073	青岛软控	6,388	19.36	0.93	1.22	20.8	谨慎推荐
600588	用友软件	12,037	19.84	0.89	0.66	22.3	中性
600271	航天信息	14,257	15.44	0.62	0.75	24.9	中性

资料来源：公司资料和国信证券预测

投资摘要

关键结论与投资建议

我们从估值、政策面、基本面 3 个方面对软件股下半年的走势和投资标的的选择进行了细致的分析。

从估值来看，目前软件股相对大盘 8% 的溢价远低于历史平均的 35%，意味着大盘需要大幅下修 20% 到 2300 点左右软件股的估值才达到平均水平，因此我们认为软件股估值下修的压力很小。政策面来看，下半年也将是暖风频吹，新 18 号文件即将出台，优惠政策不会逊于现有文件，核高基第一批项目也即将尘埃落定。政策面的持续向好也支撑了整个板块的估值。从基本面来看，软件行业整体增速下滑，因此维持“中性”评级。局部依然发热，电力、电信和医疗信息化投资依然强劲。此外日本经济近几个月强势反弹，为软件外包下半年的良好表现带来了一些希望。

因此我们下半年的整体思路是从纯粹的强调防御性转为防御和进攻并举，建议投资者可以开始逐渐加仓安全边际和进攻性兼备的品种。

首先是安全边际：我们对 09 年 PE 超过 35 倍的公司要谨慎对待。其次从进攻性来看，我们可以选择一些小行业中的小公司，和宏观经济关系不大同时业绩又有较强的弹性；其次虽然内需和外需在下半年都会好转，但由于外需好转对软件外包类企业会带来更明显的影响，因此我们更倾向于选择软件外包类的龙头公司。

核心假设或逻辑

我们做出上述判断的假设是今年下半年外需出现好转，特别是日本经济延续当前的反弹走势。

与市场预期的不同之处

市场认为软件股的估值水平偏高，但从我们对软件股的溢价水平的分析来看，软件股的相对溢价率处于历史低位，仅仅溢价 8%。因此我们认为目前软件股的估值水平完全合理。即使未来受制于市盈率的绝对水平的制约，但至少保证了软件股估值下修的压力非常之小。

股价变化的催化因素

我们认为在当前软件板块估值比较充分的情况下，下半年大部分公司主要的催化剂就是业绩能否超预期。对于不同的公司业绩超预期有不同的实现路径，一是下游需求反转行业环比快速增长，二是对于小公司来说则来自于订单的突然爆发。

核心假设或逻辑的主要风险

- 1、 下半年经济增长反弹乏力，陷入 L 型；
- 2、 如果下半年通胀提前抬头可能对软件公司的人力成本造成压力。

内容目录

软件板块未来调整幅度相当有限	5
A股近期的上涨让然间板块的估值压力大幅缓解	5
“核高基”背景下的冷门股飙升	6
行业增长：整体降温下的局部高温	6
增速下滑：经济对软件板块的滞后影响	6
工信部数据	6
上市公司数据	7
企业盈利情况好于收入情况	8
需求主要来自“不差钱”的行业	8
电力行业	8
电信行业	9
医疗行业	9
政策面：下半年依然偏暖	9
新 18 号文件下半年出台可能性极大	9
4 万亿投资结构性调整透露政府对产业转型的支持	10
核高基：普惠还是集中？	10
下半年的期待：期待民间投资和外需的好转	11
用友和金蝶是观察内需重要的指标性公司	12
外需开始缓慢回升	12
日本经济复苏超预期	13
日本软件外包的长期驱动力并未改变	14
下半年投资思路：具有安全边际的进攻性品种	15
投资组合 321：核心组合 3+外围组合 2+重点关注 1	15
石基信息（002153）：推荐（核心组合）	15
恒生电子（600570）：谨慎推荐（核心组合）	17
东软集团（600718）：谨慎推荐（提高评级，核心组合）	17
科大讯飞（002230）：谨慎推荐（外围组合）	18
青岛软控（002073）：谨慎推荐（外围组合）	18
川大智胜（002253）：谨慎推荐（重点关注）	19
航天信息（600271）：中性	19
重点公司盈利预测	19

图表目录

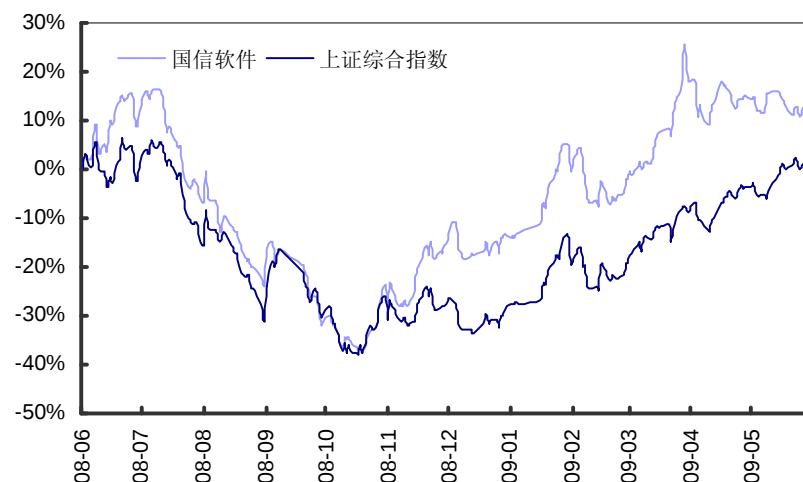
图 1:过去 1 年间软件板块相对涨幅	5
图 2: 软件板块与A股历史估值水平	5
图 3: 软件板块相对全部A股溢价低于长期均值	5
表 1: 年初至今涨幅排名前 10 位的软件股.....	6
图 4: 2007-2009 年软件产业业务收入增速	7
图 5: 2006-2009 一季度上市公司收入同比增速	7
图 6: 国家电网投资增速	8
图 7: 2005-2009 年电力行业信息化投资规模.....	8
图 8: 发改委 08 年 11 月对 4 万亿投资的分配方案	10
图 9: 发改委 09 年 3 月对 4 万亿投资的分配方案	10
图 10: 进出口同比增长率	11
图 11: 中小企业IT投资增速	11
图 12: 用友中端产品增长率	12
图 13: 金蝶K3 系列增长率	12
表 2: 世界主要发达国家与新兴发展中国家经济增长预测	13
图 14: 日本存货明显下降	13
图 15: 日本工业产出和产能利用回升	13
图 16: 日本PMI指数连续 4 月会回升.....	14
图 17: 日本实际出口环比大幅上升	14
图 18: 信息通讯行业是日本最贵的一个行业（千日元/月）	14
图 19: 日本人的工资是中国人的 4 倍（美元/年）	14
图 20: 日本人口金字塔 2000（左图男性，右图女性）	15
图 21: 日本人口金字塔 2050（左图男性，右图女性）	15
图 22: 在线旅游分销商市场份额（不计入电信系）	16
图 23: 在线旅游分销商市场份额（计入电信系）	16
表 3: 上海世博会 VS 北京奥运会	17
表 4: 2009 年下半年国信投资组合推荐	19

软件板块未来调整幅度相当有限

A 股近期的上涨让软件板块的估值压力大幅缓解

在过去一年中，软件股的防御性特征得到投资人的认可，因此累计跑赢大盘 10.8 个百分点。今年 4 月份在“核高基”等题材的刺激之下，软件股集体大涨，当时软件板块的集体溢价水平达到了 80%。而当估值水平达到近半年高点的 40 倍之后，进入 5、6 月份估值压力在这一轮大盘的上攻中被迅速地消化了。

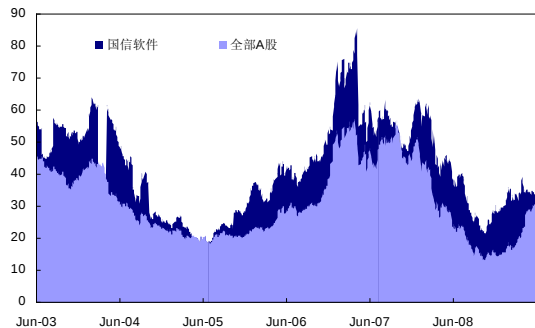
图 1:过去 1 年间软件板块相对涨幅



资料来源: WIND 资讯

我们对软件股的估值水平有两个考察的维度，一个是本身的市盈率水平，第二个是相对于大盘的溢价率。历史上，软件股的相对溢价率从没有低于过 1，也就是说从来没有相对大盘出现过负溢价，而虽然目前软件股 34 倍的估值水平并不便宜，但在最近一个月里面，软件板块相对大盘仅 8% 溢价率已经远低于 35% 的 6 年平均溢价率。

图 2: 软件板块与 A 股历史估值水平



资料来源: WIND 资讯

图 3: 软件板块相对全部 A 股溢价低于长期均值



资料来源: WIND 资讯

因此我们现在的观点是，即使大盘如我们策略团队所预测的出现季节性回调（短期内此风险被国有股转持的利好消息冲淡），但要恢复到 35% 溢价的历史平均水平，大盘需要出现 20% 下调，意味着大盘需要下跌 576 点回到 2300 点左右，

目前看来出现这种情况的概率极低。更为重要的一点是，在大盘静态估值已经达到 30X 的情况之下，为什么我们不能给某些下游需求良好、业绩有较大弹性、或者行业出现反转的公司一个更高的估值呢？言下之意就是，我们认为软件板块当前的估值水平是完全合理的，即使出现回调，下跌的空间也非常有限。

“核高基”背景下的冷门股飙升

虽然软件板块在 4 月份以前表现抢眼，但大部分的公募机构并未因此获益。究其原因，主要是由于这一轮的上涨是在以“核高基”为主的题材的支撑下相对冷门的股票的一轮暴涨，而这些股票本身的基本面通常乏善可陈，面对题材操作的不确定性和过大的相对涨幅，理性的投资人通常会不会选择追高参与。

从表 1 中我们可以看到，今年涨幅排名前 6 位的公司大多相对冷门，对其跟踪覆盖的分析师数量较少。进入下半年，我们相信随着核高基第一批名单的落实公布，相应的公司依然会出现交易性机会，但出现上半年一样的连续拉升的可能性较小，并且对整个板块的带动作用会明显降低。

08 年对软件板块的投资逻辑是“防御性”，因为其利润相对于周期性行业具有较强的稳定性，进入 09 年下半年我们认为投资逻辑最终将落到“业绩超预期”这个核心的催化剂。

表 1: 年初至今涨幅排名前 10 位的软件股

公司代码	公司名称	当前价格	52 周最高	52 周最低	年初至今涨幅
600536.SH	中国软件	28.05	33.90	5.24	211%
600756.SH	浪潮软件	13.99	17.88	3.44	211%
002232.SZ	启明信息	16.00	36.44	8.51	144%
600446.SH	金证股份	10.67	13.80	3.90	108%
000997.SZ	新大陆	6.82	8.20	2.61	107%
600571.SH	信雅达	7.24	8.20	2.41	104%
600570.SH	恒生电子	12.55	19.63	6.95	85%
002073.SZ	青岛软控	19.36	22.80	8.29	84%
600797.SH	浙大网新	5.58	7.33	2.66	75%
000948.SZ	南天信息	11.38	14.57	4.59	73%

资料来源：WIND 资讯，国信证券经济研究所，截至 09 年 6 月 19 日

行业增长：整体降温下的局部高温

无论是从工信部的宏观数据还是 A 股上市公司统计的营业收入同比增长数据来看，整个软件与服务板块在 09 年 1 季度普遍出现了增长率放缓的现象。虽然无论是从投资、消费、居民可支配收入的增长等几个指标来看宏观经济最坏的时间已经过去，但实际上 09 年 1 季度 GDP 增速比 08 年 4 季度下滑 2.9 个百分点，对于 2 季度 GDP 增长市场普遍预期为 7.1%，因此作为可选投资的 IT 支出环境依然没有得到改善，我们预期 IT 支出的整体上扬要等到今年第四季度。

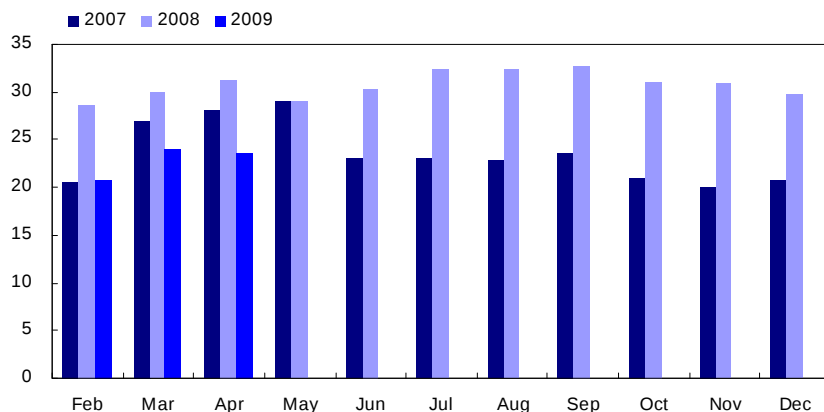
增速下滑：经济对软件板块的滞后影响

工信部数据

从工信部披露的截至至 09 年 4 月的数据显示，今年前 4 个月软件产业的软件

业务收入增长率为 23.5%，业务总收入达到 2550 亿元。这个增长率不仅低于去年同期 7.7 个百分点，也低于 08 年全年增长率 5.3 个百分点。

图 4: 2007-2009 年软件产业业务收入增速



资料来源: 工信部

软件技术服务收入 470.5 亿元, 同比增长 27.6%, 增速比去年同期低 20.6 个百分点, 但占总收入比重由去年同期的 17.9% 提高到 18.4%。其中, 软件外包服务收入 44.4 亿元, 增长 29.7%, 增速比上月回落 6.6 个百分点。

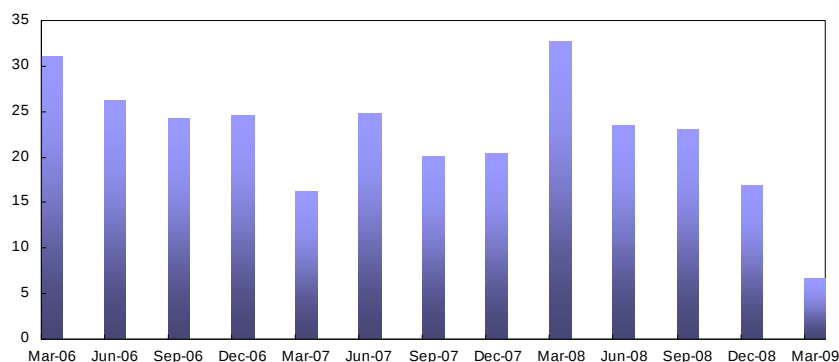
由于整机市场下滑明显, 嵌入式软件增长放慢, 1-4 月累计完成收入 471.9 亿元, 同比增长 18.6%, 低于去年同期增速 0.9 个百分点; 系统集成收入 610.7 亿元, 同比增长 22.7%, 低于去年同期增速 10.4 个百分点; IC 设计业收入 73 亿元, 同比增长 22.9%, 增速高于去年同期 8.8 个百分点, 但比 1-3 月增速回落 2 个百分点。

工信部的数据整体上反应了软件产业的整体景气度下滑的事实, 但其中也不乏正面的信息。软件技术与服务市场的增速依然保持强劲, 这说明软件与服务中的刚性需求部分并没有受到压抑。

上市公司数据

来自上市公司层面的统计数据也指向同一个事实。今年一季度, 国信重点关注的上市公司 (共 18 家) 的营业收入增长率仅为 6.6%, 远低于过去 3 年的平均增长率。

图 5: 2006-2009 一季度上市公司收入同比增速



资料来源: WIND 资讯, 国信证券经济研究所

从微观层面上来讲, 软件板块的“三大件”东软集团、航天信息、用友软件都受到内需和外需不同层面的影响, 对整个软件板块的增速下滑产生较大的拖累。排名第四的石基信息同样也是受到了内需不济的困扰, 特别是在中高星级酒店开业进入

一个季节性的低潮之时。

企业盈利情况好于收入情况

不过从净利润的角度来看，软件公司的整体状况要优于从收入反应出来的数据。因为在与大部分上市公司的交流与沟通中我们了解到几乎所有的公司在 09 年都冻结了招聘计划，而部分公司的在职员工甚至是出现了负增长，因此在费用与收入增长不同步的前提之下，我们不必对上市公司今年的盈利情况过于悲观。

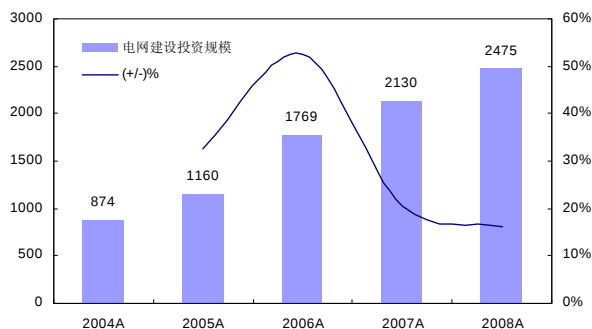
需求主要来自“不差钱”的行业

上半年提到的几个“不差钱”的行业依然是几个最稳健的投资领域，它们主要是电力、电信和医疗，还是集中在政府垄断的投资密集型行业。这几个垂直行业表现好的根本原因也就是在于上半年固定资产投资的大幅增长。在政策和投资周期的作用之下，我们认为上述几个行业的景气度至少还能够维持 1-2 年。

电力行业

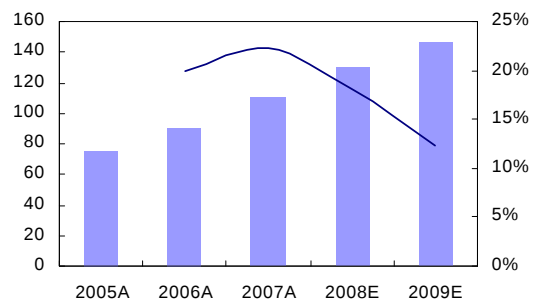
按照电力行业“十一五”信息化规划，多数项目将在 2009 年底初步完成，许多项目进入攻坚首位阶段。电力行业最大的项目——国家电网“SG186 工程”将于今年已经在各个省份陆续验收，可以说在 2009 年 SG186 进入了最后冲刺阶段，某些第三批上线的省份也要求在年内验收。总的来说，09 年电力行业的信息化投资增速会比 08 年略有下降，但总规模将上升到 130 亿元以上。

图 6: 国家电网投资增速



资料来源：国家电网

图 7: 2005-2009 年电力行业信息化投资规模



资料来源：计世资讯 200901

而国资委在 4 月 28 日发布的 2009【102】号文《关于进一步推进中央企业信息化工作的意见》应该说是从一定程度上消除了大家对电力行业信息化高峰年之后投资规模的一个担心，提升对电力行业信息化投资长期增长的预期，对相关企业无疑将产生积极的效果。

《指导意见》中明确要求目前的 142 家中央企业根据 2007 年信息化水平评价结果，制订各自企业信息化发展的“登高计划”，并于 6 月底前上交国资委备案。“登高计划”主要包括：信息化水平登高目标、主要任务、采取的措施及达到目标的时间进度等内容。信息化水平处于 E 级和 D 级的企业，“登高计划”目标要在 2010 年底以前达到 C 级以上。处于 C 级、B 级的企业要制订达到上一级别的“登高计划”。

据了解，南网在国资委排名得分为 C，公司内部已经明确要求各分子公司用两年时间实现南方电网公司整体信息化水平达到 B+。广东电网和贵州电网都启动了“登高计划”，而随着广东电网更是启动了“创先工作”，其中信息化也是一个模块，可能要 3 年达到 A 级水平，这些无疑会让信息化相对落后的南网也将掀起一股信

息化建设热潮。

而在国电方面在国资委信息化企业评选中获得了第四名，因此“十二五”肯定是瞄准所谓的国外先进水平，所有的省公司都要向上海、江苏、浙江等信息化先进企业看齐，先进的要根据信息化“登高计划”，并与国际一流水平对标，达到国际先进水平。

“登高计划”对电力行业产生的正面积极的意义在此无需多言。首先从规模上看，国家电网负责 26 个省份的上网输电业务，而南方电网则负责其余 5 个省份，广东、广西、贵州、云南和海南五省的 GDP 大约是全国 GDP 的 20%，这与国家电网 1329 亿美元的收入（是南方电网 4 倍左右）相吻合，因此我们推测南方电网在电网的投资额上也会是国网的 1/4 左右。其次“登高计划”对电力 IT 供应商的现有的竞争格局也会产生影响，新一轮的招投标对所有的厂商又是一个从起跑线开始的全新机会。图 7 中 CCW 对电力行业信息化的预测是在 09 年 1 月做出的，当时发改委并没有明确提出“登高计划”这一说，因此我们相信电力行业的信息化投资增速比图中的预测要高。

电信行业

从电信行业的投资特点来看，属于网络基础硬件设备领域的上游器件(如基站器件和光器件)、基站主设备、配套传输设备和光纤缆、机房配套设备等将较早迎来投资最高峰，无线覆盖设备、网络支撑和测试系统等稍滞后，而终端、SIM 卡、SP/CP 需求启动最晚。因此对于软件系统来说，在经过上半年多个运营商的集中系统招标之后，投资的高峰期可能会滞后出现，因此我们判断 3、4 季度电信的 IT 系统投资会达到一个高峰期。

医疗行业

医疗行业的基本面和上半年没有太多变化，在未来 3 年 8500 亿的医改方案支撑之下，今年的医疗信息化建设开展的卓有成效，其中 09 年医疗改革的新增投入达到 1700 亿元。目前全国共有 29000 家乡镇医院，5000 家县级医院，它们的 IT 系统都有待加强。在医疗 IT 市场的主要参与公司普遍预测在医改将来带在 IT 方面 3 年大约为 100 亿的需求。

政策面：下半年依然偏暖

而从政策面来看，下半年也将是暖风频吹。新 18 号文的出台、4 万亿投资分配朝自主创新结构调整的倾斜到“核高基”第一批名单的尘埃落定，都对整个行业构成持续性的利好，也支撑了我们软件板块估值不可能做大幅度调整的判断。

新 18 号文件下半年出台可能性极大

2000 年出台的 18 号文将于 2010 年底到期，因此政策如何延续、是否有新的优惠政策出台成为大家关注的焦点。这个话题从今年的两会开始就成为代表们一个热议的话题。对于新 18 号文的出台，有以下几点可以明确：

温家宝总理之前已经明确的提出：如果没有比原先更好的文件，就沿用原先的文件，一直到 2012 年。言下之意就是对软件企业的优惠政策到 2012 年之前不会

取消，只有可能变得更好。

此外我们从业内人士发言中发现大家对把非产品类的软件与服务也纳入税收优惠的范围内呼声非常高。从行业的增长率来看，目前软件服务是 IT 支出里面增长最快的一部分，下游客户对于软件服务的价值越来越认可，服务占整个 IT 的占比也越来越大。在两化融合的大背景之下，社会逐渐走向信息化社会，未来无论是硬件产品还是业务系统都对软件的依赖程度越来越高，是否对这部分软件也进行税收优惠也是政策制定者们要考虑的问题。

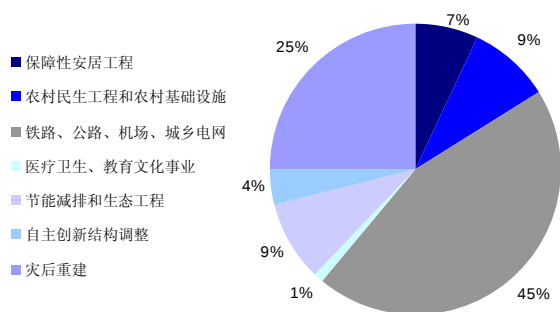
在原有政策还有 1 年就到期的情况之下，我们认为新文件年内出台的概率极高，并且如果优惠范围和力度较原先有所扩大的话，将会对相应的受益公司带来交易性机会。

4 万亿投资结构性调整透露政府对产业转型的支持

政策面对于软件等高科技行业一件比较有意义的事情是国家在去年 11 月与今年 5 月对 4 万亿投资的结构做出了一些调整，这其中透露出来的信号是非常明确的。

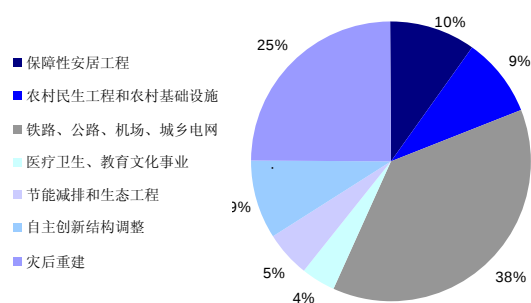
图 8 是 08 年 11 月国家发改委主任张平在国新办新闻发布会上详解 4 万亿元分配方案时透露的投资方向，图 9 是今年 3 月发展改革委通报 4 万亿元投资重点投向和资金测算时的最新数字。一个非常明显的变化是：自主创新和结构调整的投资金额从 1600 亿元上升到了 3700 亿元，占比从 5% 提高到了 9%；同时铁路、公路、机场、城乡电网的等基础建设的投资额从 18000 亿下调到了 15000 亿，占比也下降了 7 个百分点。

图 8：发改委 08 年 11 月对 4 万亿投资的分配方案



资料来源：国信证券经济研究所

图 9：发改委 09 年 3 月对 4 万亿投资的分配方案



资料来源：国信证券经济研究所

核高基：普惠还是集中？

对于核高基即国家 01 专项，市场预期颇高，特别是对中国软件（600536）市场一直传闻该公司能够一次性获得数亿元甚至十亿元的资金。如果从行业的层面来看，核高基肯定是一件好事，我们非常认可这是一个行业性的利好的事实。不过在具体资金的分配方面，我们可以从国家对科技专项的一些操作思路上来寻找一些端倪。

首先比较明确的是在软交会上透露出来的一些信息，中国软件协会理事长陈冲说 09 年核高基在软件方面的投入会是 10 个亿左右，而项目整体资金规模是在 40 亿。需要明确的一点是：10 个亿已经包括了地方的配套资金。

从之前了解的一些信息来看，国家对重大专项的申请上更多的是希望以点带

面，在牵头企业周围同时拉动一批其他企业，对整个产业形成带动作用，而不仅仅是惠及特定的某家公司。如果这个思路在基础软件的课题申报上依然延续，一家公司能否获得巨大的资金规模我们不得不产生一些疑问。

此外资金一次性下发的可能性也比较小。国家会根据项目的进度定期进行检查和验收，如果效果达不到预期则会停止专项资金的拨付。当然也不排除公司持续申请课题持续中标而导致经费大量流入的情况发生。

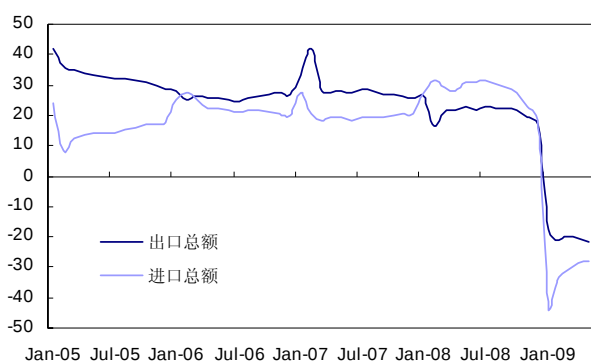
另外在资金配套方面，地方政府对某一个项目或某一个企业一下子配套几个亿也是非常大的压力。企业、地方政府、中央政府都存有各自的利益攸关点，各个方面和各个企业内部之间的平衡才是科技专项资金拨付的关键所在，另外企业自己的配套资金也会对企业形成压力。

从整个下半年政策面的情况来分析，对于整个行业绝对称得上暖风阵阵。不论是新 18 号文、投资结构的调整还是“核高基”等几个科技专项的不断落实，对于整个软件板块来说都是构成了政策面的利好与对当前估值水平的强力支撑，同时随着具体政策的出台会对整个板块带来一些投资机会。一个非常明显的信号是，国家不光认识到了结构调整的重要性，并且是从资金和政策各个层面加以了落实和促进，整个软件行业未来将在国民经济中扮演越来越重要的地位。

下半年的期待：期待民间投资和外需的好转

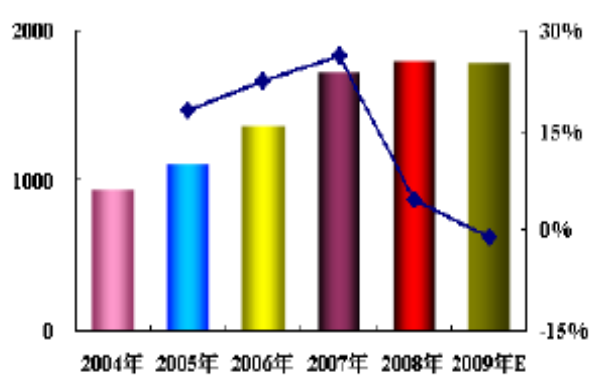
从 5 月份的经济指标看，内需增长明显好于市场预期。其中 5 月份工业增加值、社会消费品零售总额以及固定资产投资分别同比增长 8.9%、15.2% 和 38.7%，人民币贷款单月增加 6645 亿元，皆显著好于市场预期。数据显示 1-5 月房地产开发投资同比增长 6.8%，单月增长 11.9%，远高于 4 月单月 6.5% 的涨幅。只有出口同比下降 26.4%，差于预期，显示外需尚无起色，呈现出外冷内热局面。

图 10：进出口同比增长率



资料来源：WIND 资讯

图 11：中小企业 IT 投资增速



资料来源：计世资讯 200901

虽然经济外冷内热，但是对于大部分的软件公司来说依然没有体会到经济好转带来的暖意。究其原因，就在于本轮经济好转大部分是由于政府投资拉动的，外需的继续萎缩和工业增加值在低位徘徊导致大量的中小企业开工率依然不足，订单并无明显增加，中小企业主继续执行“不扩张、不更新、不投入”的 IT 政策，因此对于广大服务于中小企业的 IT 公司来说，依然需要继续等待。

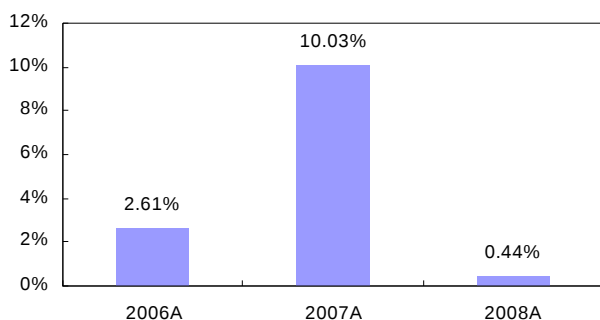
用友和金蝶是观察内需重要的指标性公司

用友和金蝶是国内两大财务软件提供商，下游客户基本上都集中在国内，因此对于这两家公司财务指标的观察基本上可以代表了国内需求的情况。从具体产品上来分解，NC 和 EAS 主要面对高端客户，收入 10 亿元以上，以房地产、银行为主；U8 和 K3 针对中小型企业，行业上没有什么太大的限制，因为中小企业都比起大企业来说要简单不少；TONG 和 KIS 都是全分销的套装软件，安装简便，单价便宜基数大。

09 年 3 块产品的表现将继续分化。确定性最高的还是高端产品，原因是面对的下游客户收到经济危机的影响很小。中端产品中偏高端的表现尚可，但偏低端的产品受到的影响较大。低端产品由于是全分销因此会受到经销商的库存影响，从 1Q09 的情况来说，行业经历了一波去库存化的过程之后经销商订单又有好转的迹象，总的来说我们认为低端的情况会介于高端和中端产品之间，不过在 3 季度不排除另一次小范围的去库存化发生。

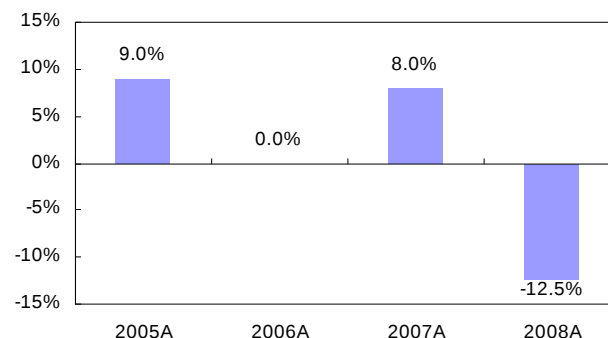
所以，我们比较期待的是用友和金蝶两家公司的半年报中 U8 和 K3 两款产品的表现，这和宏观经济的走势将会是直接正相关的。由于 IT 作为一种可选投资，我们认为对于这两家公司，需求真正出现上升会是在今年 4 季度。

图 12: 用友中端产品增长率



资料来源：公司报告，中端产品包括 U8、U9、U6

图 13: 金蝶 K3 系列增长率



资料来源：公司报告

外需开始缓慢回升

虽然外需在 5 月份依然处于衰退之中，但我们认为未来半年进出口应该开始逐渐恢复。全球贸易萎缩渐近底部，发达国家的进口跌幅已远超过 40 年以来的低谷，最近数据显示它们的进口下滑深度可能已近底部。从国内的出口数据来看，出口增速从 08 年 7 月就开始高点回落，到现在正好接近 1 年时间，从亚洲经济危机和 IT 泡沫这两轮危机的历史来看，外需很可能已经见底，在未来的一年时间将走入上升通道。

表 2: 世界主要发达国家与新兴发展中国家经济增长预测

	2007A	2008A	2009E	2010E
全球	5.2	3.2	-1.3	1.9
发达国家	2.7	0.9	-3.8	0
其中: 美国	2.0	1.1	-2.8	0
欧元区	2.7	0.9	-4.2	-0.4
日本	2.4	-0.6	-6.2	0.5
英国	3.0	0.7	-4.1	-0.4
新兴及发展中国家	8.3	6.1	1.6	4
其中: 俄罗斯	8.1	5.6	-6	0.5
中国	13.0	9	6.5	7.5
印度	9.3	7.3	4.5	5.6
巴西	5.7	5.1	-1.3	2.2

资料来源: IMF

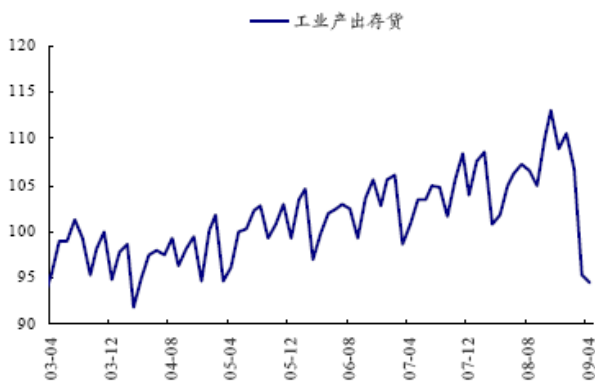
日本经济复苏超预期

国内的软件出口同日本经济的相关度非常高,而日本经济在最近 4 个月的表现让我们看到了软件外包行业中下半年的一些希望。

随着外需下滑的速度有所放缓,4 月份日本出口呈现显著增长,尤其是实际出口量连续 2 个月上升,4 月大幅增长,此亚洲经济进口需求的改善可能是日本出口增长的主要原因。

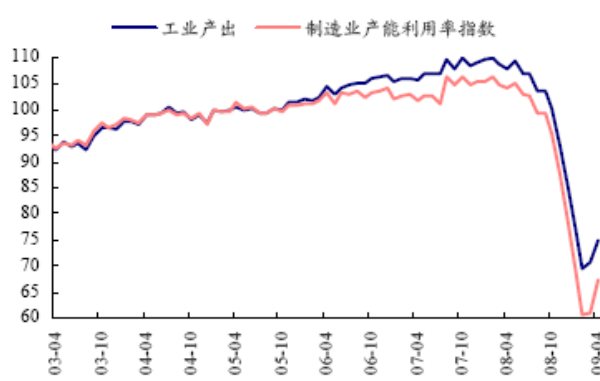
外需改善及存货大幅调整使日本产出压力进一步缓解。日本存货水平已快速调整至 10 年均值以下,且基本接近上一次存货周期的底部,成为日本工业的一线曙光。日本 PMI 连续 4 个月反弹,而 4 月份经向上调整的产能利用率指数已出现显著反弹。由于工业周期性特征很强,其改善可能使第二季度经济萎缩幅度显著缩小,甚至可能在本季度实现环比增长。

图 14: 日本存货明显下降



资料来源: BLOOMBERG

图 15: 日本工业产出和产能利用回升



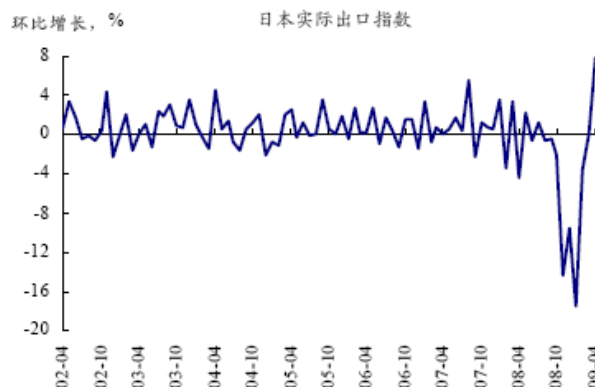
资料来源: BLOOMBERG

图 16: 日本 PMI 指数连续 4 月会回升



资料来源: BLOOMBERG

图 17: 日本实际出口环比大幅上升



资料来源: BLOOMBERG

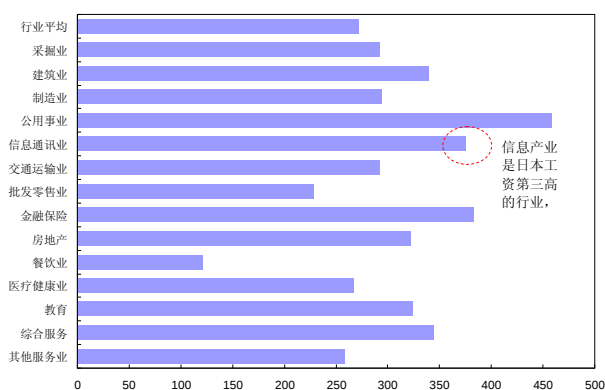
日本软件外包的长期驱动力并未改变

国内的离岸软件外包公司中 65%左右的业务是来自于日本, 因此从 4Q08 到 1Q09 国内的软件外包行业受到了较大的冲击, 增速从前几年的 30%以上滑落到 0 左右, 甚至是负增长, 此外虽然没有行业性的数据, 但从微观层面的了解来看, 不少公司在去年 4 季度甚至出现了亏损。

不过虽然短期内出现波动, 对日软件外包发展的长期驱动力并没有受到此次金融危机影响而发生改变: 工资套利和日本的老龄化的趋势将迫使日本将较为低端的非核心业务继续发包给中国。

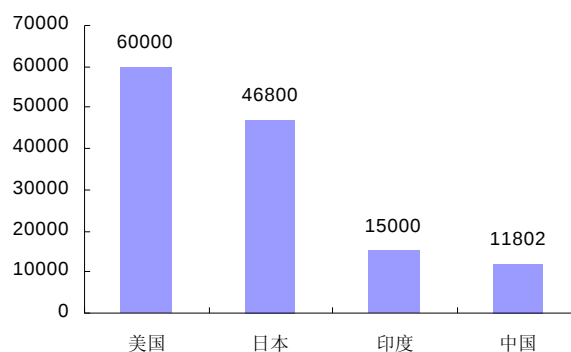
信息产业从业人员是日本所有行业中工资最高的人员之一, 平均工资在 375,700 日元/月, 折合人民币为 26,300 元/月, 简直是天价。按年薪来算, 一年相当于是 46,800 美元, 相当于与美国软件工程师的 60,000 美元的 78%。

图 18: 信息通讯行业是日本最贵的一个行业(千日元/月)



资料来源: 劳动厚生省, 国信证券经济研究所

图 19: 日本人的工资是中国人的 4 倍(美元/年)

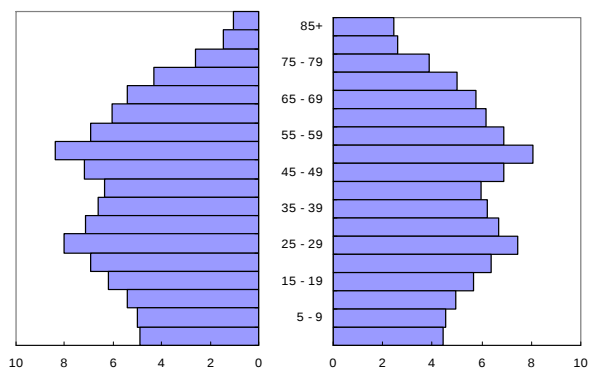


资料来源: 国信证券经济研究所

第二个重要的长期驱动力是, 日本国内的人口老龄化的趋势不可逆转。到 2050 年, 日本 60 岁以上人口将增加 1247 万, 而主要劳动人口 20 岁-60 岁之间人口将在 50 年内将减少 2768 万人! 从人口金字塔来看, 到了 2050 年日本的年龄结构的金字塔已经严重的偏移了。这在工作人口供给大量减少的同时给日本社会带来了巨大的社会福利的压力, 势必影响企业的成本控制行为。因此从劳动力供给和社会成本两个角度来分析, 日本对中国发包一定是一个长期的趋势。

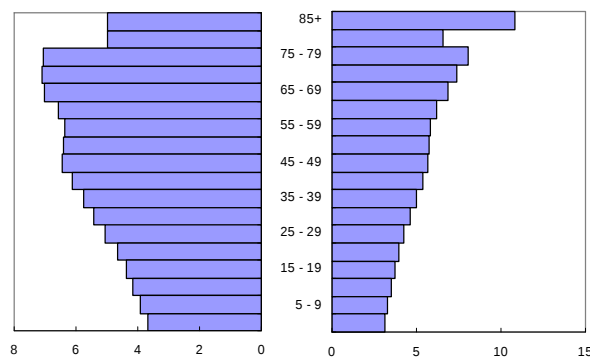
所以我们认为,软件外包行业的衰退和困难是短暂的,而增长和繁荣是长期的。一旦外围经济好转,日本对中国的发包增长率又会恢复到 20%一线。在那种情况下,对日软件外包的发展的瓶颈一定不是在需求端,而是企业能不能招聘和保留住合适的人才,特别是高端的人才保留至关重要。此外我们也希望国内的企业进一步利用资金的优势去进行并购,迅速的扩大规模。

图 20: 日本人口金字塔 2000 (左图男性, 右图女性)



资料来源: OECD, 国信证券经济研究所

图 21: 日本人口金字塔 2050 (左图男性, 右图女性)



资料来源: OECD, 国信证券经济研究所

下半年投资思路: 具有安全边际的进攻性品种

我们的 09 年 1 季度投资策略是《投资增长确定的公司》，而以上的投资策略在 09 年下半年依然适用，但是整体思路有所调整，从纯粹的强调防御性转为防御和进攻并举，建议投资者可以开始逐渐加仓安全边际和进攻性兼备的品种。

首先是安全边际: 我们对 09 年 PE 超过 35 倍的公司要谨慎对待。其次从进攻性来看，我们可以选择一些小行业中的小公司，和宏观经济关系不大同时业绩又有较强的弹性; 其次虽然内需和外需在下半年都会好转，但由于外需好转对软件外包类企业会带来更明显的影响，因此我们更倾向于选择软件外包类的龙头公司。

投资组合 321: 核心组合 3+外围组合 2+重点关注 1

我们下半年的投资组合由核心组合+外围组合+重点关注组成，简称投资组合 321。核心推荐组合的排序是第一石基信息 (002153)、第二恒生电子 (600570)、第三东软集团 (600718)，外围组合是科大讯飞 (002230) 和青岛软控 (002073)，建议大家重点关注的公司是川大智胜 (002253)。

以上组合共同的特点是估值都处于合理范围之内，为大家提供了可靠的安全边际。核心组合更类似于一个软件板块的蓝筹股，但上述 3 家公司在未来半年都存在基本面改善或者大幅提升的可能性，特别是石基信息是我们长期看好的一个优质品种。外围组合一个是业绩弹性股，一个是业绩确定股，两者需要的都是催化剂。重点关注的川大智胜，我们非常看好公司的基本面，但基于估值的原因，观望是现阶段最佳的操作策略。

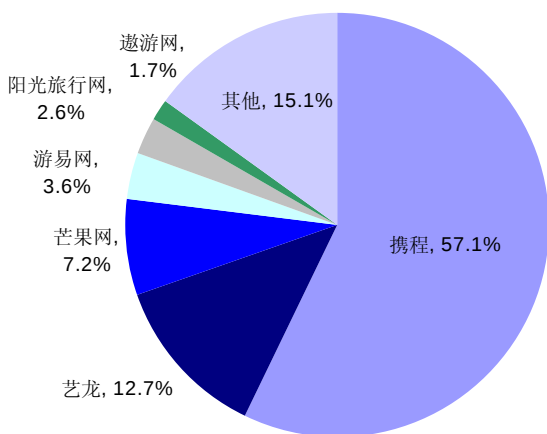
石基信息 (002153): 推荐 (核心组合)

畅连呼之欲出

目前畅连项目已经出现实质性的进展：从销售推广阶段进入了安装实施阶段。据了解，畅连在引擎的响应时间、连接的渠道数、签约的酒店数、预订实际流量方面较去年年底已经有了较大的上升，更为重要的是酒店和渠道对畅连的认可度也大大提高，畅连——下一代酒店前台信息系统——呼之欲出。

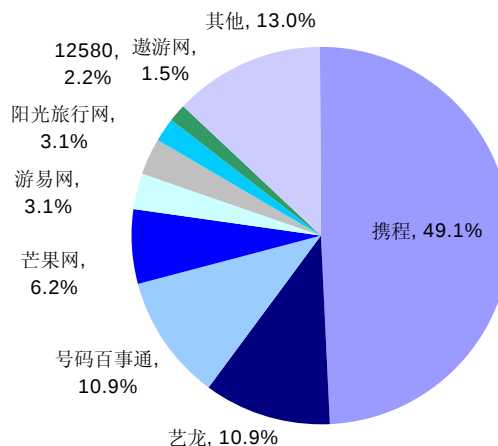
此外在线旅游分销市场上，传统的竞争格局已经在逐渐松动，最为明显的变化就是电信系渠道的异军突起。根据我们的测算，如果计算入号码百事通和 12580，携程在在线旅游分销市场上的市场份额已经低于 50%。畅连的未来演进道路已经变得非常清晰，将沿着“部分渠道”——“所有渠道”——“覆盖传统分销商”的道路不断前进，目标市场和旅游行业的在线分销比例都将不断扩大。而公司在年初定下的“力争使畅联成为具有一定行业影响力的酒店分销在线处理平台”的目标是一个在今年势必实现的目标。

图 22：在线旅游分销商市场份额（不计入电信系）



资料来源：公司数据，国信证券经济研究所

图 23：在线旅游分销商市场份额（计入电信系）



资料来源：公司数据，国信证券经济研究所

传统业务：7000 万人的世博会 VS 652 万人的奥运会

在传统业务方面，数据显示从去年下半年到今年上半年酒店行业的入住率一直在低于历史平均（62%）不到 50%的水平徘徊，这在短期内确实影响到了投资方对酒店投资的热情。不过从长期来看，酒店业的投资并不是取消，仅仅是滞后，投资者对中国酒店的投资热情并没有因此而消退。洲际、万豪、香格里拉等酒店管理集团宣布的开业酒店数目都要远远超过集团在中国的已开业酒店数量。

另外我们在 4 月 24 日的报告《增长将逐季加速》中已经明确指出今年公司传统业务前低后高的走势。08 年上半年是酒店开业的高峰对应的是奥运会，而 09 年下半年到 10 年上半年在长三角地区将有数十家酒店开业，为的是迎接世博会的客流。

事实上一个令人惊讶的情况是，根据北京旅游局统计，在去年 8 月当月国内住宿者为 70.8 万人，同比下降 42%，入境住宿者为 23.5 万人，同比下降 33%！当月星级酒店入住率下降 7.4 个百分点，奥运会不但对旅游业的人流形成正面影响，反而不亚于一“小非典”。

世博会在历时时间、参会群体和活动特征与奥运会存在明显的不同。据统计，

08 年北京奥运会共计接待中外游客观众 652 万，其中入境游客 38.2 万。2010 年上海世博会的客流量预计 7000 万人次，其中 5-10% 为境外人流。在过去的 5 年多时间里，中国和全球经济经历了一个高涨期和一次深度衰退期，09 年全球经济处于衰退期，但如果 2010 年全球经济如期复苏的话，我们乐观预计参会人员规模可能达到 8000-1 亿人次。

表 3: 上海世博会 VS 北京奥运会

	2010 年上海世博会	2008 年北京奥运会
历时时间	6 个月	16 天
投资规划		
主题工程建设	180 亿元	170 亿元
运营支出	106 亿元	217 亿元
城市基础配套及环保	2700 亿元	2513 亿元
合计	2986 亿元	2900 亿元
接待人数	预计达 7000 万，为历届世博会之最	接待中外游客观众 652 万（入境游客 38.2 万）
参会人员	各参展国家代表、参展商、各省市企业、以白领为主、具备消费能力	运动员、代表团工作人员、观众游客为主
活动特征	经济、科技、文化交流；出行便利，不影响市民日常购物习惯	体育、文化交流；人车流量受到限制，可选择在家观看赛事，而减少外出购物

资料来源：国信证券经济研究所

因此我们认为今年下半年到明年上半年中国的酒店业又将进入新一轮的开业高峰期，石基信息的传统业务将在下半年强势复苏。

盈利预测与投资评级

在不考虑畅连业务贡献的情况下我们对公司 2009、2010、2011 年盈利预测分别为 0.91 元、1.17 元、1.51 元，对应 PE 为 35X、28X、21X。基于畅连业务即将到来的突破，我们继续对公司的“推荐”评级（最高评级）。

恒生电子（600570）：谨慎推荐（核心组合）

业绩超预期概率较大

现在市场对恒生电子的增长率的预期普遍不高，在我目前的盈利预测中也没有包含任何可能出现的利好因素，因此实际上这家公司的业绩面临的上行风险较大。近的来看，收购上海力铭将增厚今年业绩 3 分钱左右，而我们并不排除公司今年继续收购其他公司的可能性。IPO 开闸同时也意味着许多筹划已久的金融产品近期推出的可能性大大增大，无论是股指期货、融资融券还是基金的一对多业务，都将可能成为公司业绩超预期的动力。

盈利预测与投资评级

公司作为金融行业 IT 龙头理应获得一定溢价，看好其长期发展空间，维持“谨慎推荐”评级。而短期内收购兼并、股权激励、新金融产品的推出都将进一步提升公司估值水平和盈利预期。我们预计公司 09-11 年的 EPS 分别为 0.39、0.46 和 0.54 元，对应 PE 为 35X、27X、23X。

东软集团（600718）：谨慎推荐（提高评级，核心组合）

国内业务进展良好

在最近的交流之中，我们了解到东软集团的国内业务的实际进展情况要好于预期。电力、电信和医疗方面的信息化需求非常旺盛。特别是针对三年新医改投入的

8500 亿元带来了巨大的市场，东软特别成立了“医药卫生业务发展中心”，整合了集团内的医疗设备和信息化两块医疗团队，这体现了东软对市场热点的前瞻和把握能力。

外包市场份额将在这次危机中继续提高

外包方面，今年完成 10% 的增长应该说是一个保底的目标，据《沈阳日报》报道，今年 1—4 月，东软集团软件及服务外包出口额同比增长 22.3%，应当说这是一个令人乍舌的增长速度。与此相对应的是其竞争对手的营收在 1 季度继续出现较大的下滑，因此东软的逆势成长成就了其中业内地位的继续提升，事实上客户在当前的经济环境下继续选择甚至增加发包给东软已经证明了东软在外包领域国内第一的明显优势。

盈利预测与投资评级

从宏观面看，国内国外需求都已经有了触底回升的迹象，从公司层面来看增长要超过之前的预期，而外包出口额同比实现大幅增长更是给了投资者一个甜蜜的惊喜。我们相信，此次经济危机给东软带来的更多的是在国内解决方案与外包出口两方面的地位的进一步巩固和提升，并且经济一旦回暖业绩弹性较大收益最为明显的品种，因此我们上调东软集团的投资评级从“中性”到“谨慎推荐”。我们维持对公司 09 年 0.67 元的盈利预测、提高公司 10、11 年的盈利预测至 0.80 元 (+2.6%) 和 0.99 元 (+2.1%)，对应 PE 为 28X、24X、19X。

科大讯飞 (002230): 谨慎推荐 (外围组合)

畅言业务市场空间巨大

科大讯飞我们也维持之前深度报告《新战略拓展市场空间》中的观点，即未来业绩爆发性很大。未来 3 年语音市场面对的是一个十几个亿的巨大市场，畅言业务即使只实现预期的一半，公司未来 3 年的盈利每年都具有 25% 以上的上调空间。

盈利预测与投资评级

维持公司 09-11 年 EPS 分别至 0.63 元、8.3 元、1.01 元的盈利预测，对应 PE 为 34X、26X、21X。维持“谨慎推荐”的投资评级。

青岛软控 (002073): 谨慎推荐 (外围组合)

下游行业反转，跨行业保证长期增长

对于青岛软控，我们继续维持一贯的观点，认为这是一家值得长期看好的公司，但缺乏的就是催化剂。轮胎行业受汽车热销带动，4 月份单月增幅已经达到 12.7%，回暖迹象明显。与青岛伊科思新材料股份有限公司金额为 2.6 亿元的有限公司 10 万吨/年异戊橡胶联合装置的一期工程进行正常，跨行业发展进展顺利。

盈利预测与投资评级

对于大家担心的应收款公司认为更多的是体现了一种行业性的特征，但从绝对估值的角度来看，营运资本金的占用的确对估值有较大影响。公司目前也非常重视对应收款的管理问题，对这个股价潜在的催化剂我们拭目以待。维持公司 09-11 年分别是 0.93 元、1.22 元、1.50 元，对应 PE 为 21X、16X、13X。同时维持“谨慎推荐”的投资评级。

川大智胜（002253）：谨慎推荐（重点关注）

塔台视景模拟机公司竞争力强，盈利爆发要在 2010 年

公司的民航空管自动化主用系统已在太原机场和贵阳机场获得成功应用，正在向其他小型机场推广。因此从技术层面，公司认为自己已经完全具备了承担主系统的能力。

从订单情况来看，今年增长明确的是智能交通领域，有一些 5000-6000 万的大单，相对空管系统盈利能力一般；空管系统的发展规律决定了目前订单还没有到爆发期。短期内市场前景比较明确的是塔台视景模拟机，我们计算全国共需要 175 台塔台视景模拟机，而目前全国只有 3 台。在这个领域公司产品在国内独树一帜，因此我们比较看好这块市场对公司未来的贡献。

盈利预测与投资评级

我们预计 1H09 公司业绩增长应该在 10%以内（主营可能不增长），全年增幅超预期的可能性较小，业绩爆发要等到 2010 年。首次评级给予“谨慎推荐”，主要理由是公司收入和利润规模很小，未来 2-3 年内公司业绩存在爆发点。但由于公司相对不透明的业务类型，未来会对此公司进行紧密的跟踪。暂对公司没有进行盈利预测。

航天信息（600271）：中性

降价幅度是最大的不确定性

在当前经济形势之下，航天信息的防伪税控系统的降价势在必行。除此之外，随着设备和服务费双降而来的一个可能的风险是：配套商品和配套率的下降。在此情况下，公司 09 年业绩释放动力也会降低。

盈利预测与投资评级

维持去年 11 月 21 日调研简报中给出的“中性”评级，并首次给予 2009-2011 年 0.62 元、0.75 元和 0.83 元的盈利预测，对应 PE 为 25X、21X、19X。

重点公司盈利预测

详见表 4。

表 4：2009 年下半年国信投资组合推荐

代码	公司名称	股价	EPS08	EPS09E	EPS10E	EPS11E	PE09E	PE10E	PE11E	推荐评级
002153	石基信息	32.15	1.38	0.91	1.17	1.51	35.3	27.5	21.3	推荐
600570	恒生电子	12.55	0.45	0.39	0.46	0.54	32.2	27.3	23.2	谨慎推荐
600718	东软集团	18.89	0.52	0.67	0.80	0.99	28.2	23.6	19.1	谨慎推荐
002230	科大讯飞	21.41	0.65	0.63	0.83	1.01	34.0	25.8	21.2	谨慎推荐
002073	青岛软控	19.36	0.79	0.93	1.22	1.50	20.8	15.9	12.9	谨慎推荐
600588	用友软件	19.84	0.85	0.89	0.66	0.86	22.3	30.1	23.1	中性
600271	航天信息	15.44	0.90	0.62	0.75	0.83	24.9	20.6	18.6	中性

资料来源：WIND 资讯，国信证券经济研究所，截至 09 年 06 月 19 日

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 5%-10% 之间
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 5\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上

免责声明

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归国信证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。

国信证券经济研究所研究团队

宏观			策略			交通运输		
杨建龙			汤小生	021-68864595		唐建华	0755-82130468	
林松立	010-82254212		黄海培	021-68864598		孙菲菲	0755-82133400	
任泽平	010-82254206		崔嵘	021-68866202		高健	0755-82130678	
周炳林	0755-82133339		廖喆	021-68866236		黄金香	010-82252922	
			赵谦	021-68866295				
银行			房地产			计算机		
邱志承	021-68864597		方焱	0755-82130648		凌晨	021-68866233	
黄飙	0755-82133476		陈林	0755-82133343		电子元器件		
谈煜	010-82254212		区瑞明	0755-82130678		王俊峰	010-82254205	
戴志锋	0755-82133343							
有色金属			汽车及零配件			钢铁		
彭波	0755-82133909		李君	021-68866235		郑东	010-82254160	
李洪冀	010-82252922		左涛	021-68866253		秦波	010-82252922	
商业贸易			基础化工			非银行金融		
胡鸿轲	021-68866206		邱伟	0755-82133263		武建刚	010-82250828	
吴美玉	010-82252911		陆震	0755-82130532		王一峰	010-82250828	
石油与石化			电力设备			传媒		
李晨	021-68866252		彭继忠	021-68866203		陈财茂	021-68866236	
严蓓娜	021-68866253		皮家银	021-68866205		廖绪发	021-68866237	
机械			电力与公用事业			医药		
余爱斌	0755-82133400		徐颖真	021-68864007		贺平鸽	0755-82133396	
李筱筠	010-82254205		谢达成	021-68866236		丁丹	0755-82130678	
通信			造纸			家电		
严平	021-68865025		李世新	0755-82130565		王念春	0755-82130407	
纺织服装			建材			旅游		
方军平	021-68866202		杨昕	021-68864596		陈财茂	021-68866236	
						廖绪发	021-68866237	
中小股票			食品饮料					
高芳敏	021-68864586		黄茂	0755-82133476				
陈爱华			谢鸿鹤	0755-82130646				
农业			煤炭			建筑		
张如	021-68866233		李然	0755-82130681		邱波	0755-82133390	
固定收益与基金			金融工程			金融工程		
皮敏	021-68864011		葛新元	0755-82133332		王军清	0755-82133297	
张旭	010-82254210		董艺婷	021-68866946		黄志文	0755-82130532	
杨涛	0755-82133339		戴军	021-68864585		林晓明		

国信证券经济研究所机构销售部

华南区			华东区			华北区		
万成水	0755-82133147		盛建平	021-68864592		王立法	010-82252236	
	13923401205			15821778133			13910524551	
	wancs@guosen.com.cn			shengjp@guosen.com.cn			wanglf@guosen.com.cn	
刘宇华	0755-82130818		马小丹	021-68866025		王晓建	010-82252615	
	13823380182			13801832154			13701099132	
	liuyh@guosen.com.cn			maxd@guosen.com.cn			wangxj@guosen.com.cn	
邵燕芳	0755-82133148		郑毅	021-68866205		谭春元	010-82254209	
	13480668226			13795229060			13810118116	
	shaoyf@guosen.com.cn			zhengyi@guosen.com.cn			tancy@guosen.com.cn	
庞博	0755-82130818		黄胜蓝	021-68866011		焦骥	010-82254209	
	0755-82133343			13761873797			13601094018	
	pangb@guosen.com.cn			huangsl@guosen.com.cn			jiaojian@guosen.com.cn	
祝彬	0755-82133456		刘塑	021-68866236				
	15814403667			13817906789				
	zhubin@guosen.com.cn			liusu@guosen.com.cn				