



2010.08.16

从卖产品到卖服务

**张堃**

021-38676641

zhangkun@gtjas.com

S0880108023064

王丽妍

021-38674623

wangliyan008084@gtjas.com

本报告导读：

摘要：

苹果、IBM、惠而浦原先都是典型的产品生产企业，在经历竞争激烈、毛利下降、同行纷纷倒闭时他们不但没有倒下，反而获得了新的成长。他们的成功不在于其卖产品的成功，而在于他们成功转型，成功卖服务。

迈克尔-波特曾经指出，由于价值链的加工制造环节易被模仿，低成本优势通常是短期的，而服务环节尤其是研发、设计、营销、售后服务等不易被模仿，能够获得较长时期的差异化竞争优势。因此制造业企业为了获取竞争优势，往往以加工制造环节为起点，向研发、营销等服务环节延伸，从而将价值链由以制造为中心向以服务为中心转变。

中国目前虽还处于重工业时代，涉及服务的企业数占比远小于其他国家。但经济增长方式由重工业向服务业转型可能已不遥远。有学者研究表明在服务业的发展历程中，无论是就业比重还是增加值比重都存在一个明显的拐点：在人均 GNP 达到 4000~6000 美元时，第二产业增加值比重将出现饱和，而服务业产值比重面临加速增长的拐点；在人均 GDP2000 美元附近，第二产业就业人数比重的饱和点将到来，只有服务业就业人数还将持续增加。2009 年中国人均 GNP3315 美元，从这个角度上说，我国已具备服务业开始大发展的基础。个别企业也已经开始了他们从“卖产品”向“卖服务”转变的道路。

国内大部分消费者著作权意识淡薄，盗版盛行，因此面向消费者通过卖产品卖专业化服务的企业还不是很多。但国内的企业客户对产品的售后服务越来越重视，也越来越倾向于把一些非主营的运营维护工作外包给第三方，因此由不少系统和运营产品提供商业模式由生产、施工向运营、维护转变。我们在这儿分析了立思辰、万邦达、杰瑞股份和石基信息业务模式的转变方向。

因为没有好的投资机会，本期股票池不做调整。

本周不得不知的数据：

1.5 万亿元

中国中央政府计划未来 3-5 年内投入 1.5 万亿元人民币对广西壮族自治区基础设施和公共设施进行大规模开发以促进当地经济增长。广西境内铁路、公路、机场、桥梁、发电场和水库等基础设施将进行全面升级。

2 万亿

广东省政府近日公布珠三角五个一体化规划，即基础设施、产业布局、基本公共服务、城乡规划和环境保护，规划建设交通、能源、水利、信息化四类重大工程共 150 个项目，总投资 19767 亿元，力推珠三角一体化进程。近期规划目标到 2012 年，远期规划到 2020 年。

489 亿元

目前上市的 100 家创业板公司中，共计超募资金 489 亿元。超募资金占募集资金比例达 70%。6 个月内公布超募资金用途：有 15 家大手笔买地；有的把限定严格的超募资金变为自由资金；还有的设立各种名目子公司，名为扩大产能，实则风险暗藏；更有将超募资金存定期坐吃利息。

相关报告

《消费、政策与防通胀下继续看好旅游与农业》

2010.08.09

《洪水肆虐，关注水利股》

2010.08.02

《路演感想和财政扶弱》

2010.07.26

《弱市看重组，重组看中航》

2010.07.19

《降价与反商业贿赂影响下医药板块“捡漏”》

2010.07.12

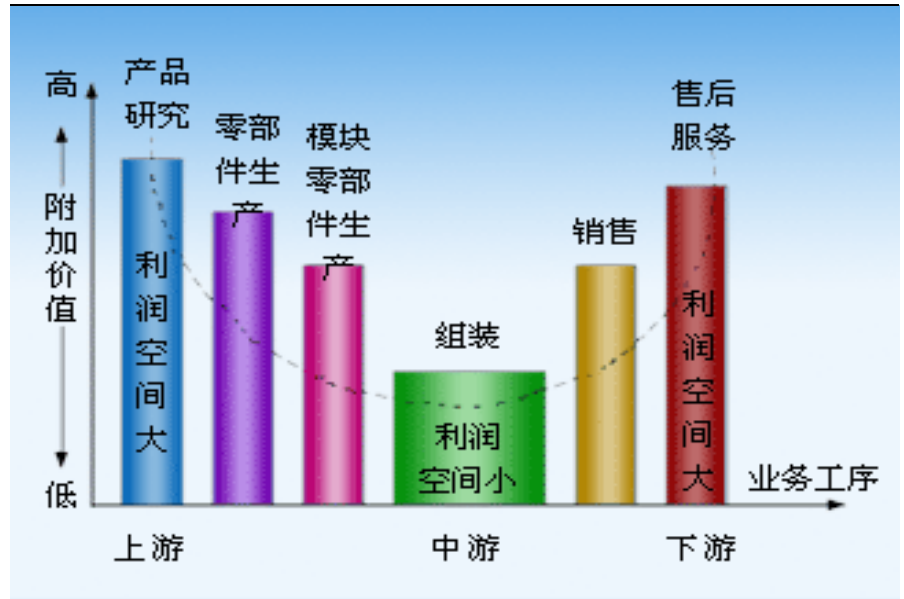
上周我的苹果笔记本遭遇到比较大的问题需要重装 XP 系统，结果发现这远比其他类型电脑要困难，原因在于其他类型的电脑只要将一张 Windows 安装光盘放入光驱然后以之作为启动盘即可，但苹果系统要装 Windows 之前必须先安装 MAC 系统，然后在此基础上安装 bootcamp 软件，最后在此基础上才能用 Windows 安装盘安装 XP 系统，问题还不仅限于此，因为 MAC 系统的安装盘只有在购买苹果电脑时附送一次，接下来如想跟上 MAC 系统的升级，都需要不断掏钱购买，且价格不菲，且 bootcamp 这种应用软件也存在到期需付费的问题，然而，苹果电脑如此难用的同时，苹果公司的股价却节节攀升，2010 年 5 月 26 日，苹果公司以 2213.6 亿美元的市值，一举超越了微软公司，成为全球最具价值的科技公司，然而仅仅是 7 年以前的 2003 年底，苹果公司的市值也不过 60 亿美元左右，是什么苹果市值猛增？

苹果公司一向以精巧独特的设计著称，但情愿为这种观赏性买单的人并不多，2001 年，乔布斯推出了设计极为精致的 iPod，进入音乐播放器市场，不过，这一举措并没有受到资本市场的追捧，当时已有两家公司推出过数字音乐播放器，苹果的 iPod 在功用上并没有特别之处，直到 2003 年，苹果公司还只是一家被“非主流”用户推崇的公司，但从 2003 年 3 月开端，苹果公司的市值终究开端飙升了！那一年，苹果推出了 iTunes。

如果说 iTunes 呈现之前，苹果只是一家产品公司，虽然其产品十分优秀，但在若干异样优秀的产品面前，苹果的产品是可以替换的。iTunes 则改动了这一切，iTunes 可以让消费者更方便地公开下载和整理音乐，同时也让唱片公司摆脱众多音乐盗版的纷扰，使得他们乐于为 iTunes 平台提供资源，丰富了用户的下载体验，两者形成正反馈将 iPod 和其他音乐播放器辨别开来，使其在短短几年迅速占领了近 90% 的市场，而苹果公司则即通过卖 iPod 产品赚硬件的钱，又通过卖 iTune 赚音乐的钱。其后几年苹果公司陆续推出 iPhone、iPad 延续了其颠覆传统的风格，使得苹果公司股价一飞冲天。

归结起来，苹果公司的成功不在于其卖产品的成功，而在于其卖服务的成功。迈克尔-波特曾经指出，价值链是由制造活动和服务活动组成的，由于价值链的加工制造环节易被模仿，通常是短期的低成本优势，而服务环节尤其是研发、设计、营销、售后服务等不易被模仿，能够获得较长时期的差异化竞争优势，因此制造业企业为了获取竞争优势，往往以加工制造环节为起点，向研发、营销等服务环节延伸，从而将价值链由以制造为中心向以服务为中心转变。

图 1：企业将向附加值高的服务转变



从国际跨国公司的视野来看，这种由卖产品向卖服务的转型屡见不鲜，这类公司转型也直接导致所在国的产业结构发生重大变化：

作为最典型的案例，IBM 长期以来一直定位为“硬件制造商”，但从 20 世纪 90 年代开始，IBM 陷入了前所未有的困境，公司濒临破产，在郭士纳的率领下，IBM 成功地由制造型企业转型为信息技术和业务解决方案型企业，其全球企业咨询服务部在 160 多个国家拥有专业的咨询顾问，是世界上最大的咨询服务组织。2006 年，IBM 的服务收入所占比例超过 70%。

美国惠而浦公司是世界著名的家电生产大公司，其生产的家电产品以质量优良而称誉市场。但由于市场竞争激烈，利润日益缩减，为此公司改变传统的商业模式，将产品送给客户，通过服务赚钱。他们将洗衣机送给大学、大企业，但要求对方给予足够的场地为学生和员工洗衣，通过洗衣服务换取现金流量。这就是卖服务送产品。

罗尔斯-罗伊斯公司是全球最大的航空发动机制造商。作为波音、空客等飞机制造企业的供货商，罗尔斯-罗伊斯公司并不直接向他们出售发动机，而以“租用服务时间”的形式出售，并承诺在对方的租用时间段内，承担一切保养、维修和服务。发动机一旦出现故障，不是由飞机制造商或航空公司来修理，而是发动机公司在每个大型机场都驻有专人修理，这样，发动机公司得以在发动机市场上精益求精，飞机制造商也“落得轻松”。也正因如此，廉价航空公司也才有发展的空间，因为它们不用专门养一批发动机维修队伍。公司销售的现代喷气发动机中 55% 以上都签订了服务协议，民用发动机订单有 80% 都含有服务协议；2007 年服务收入达到公司总收入的 53.7%。

福特汽车公司，对 VIP 客户实行特殊服务，主要是在客户汽车上装有控制软件，与公司的网管中心相连接，通过因特网可以随时跟踪汽车行驶，发现汽车零部件故障就提醒更换，汽车丢失可帮助寻找，有新的汽车软

件，及时提供升级，等等。这样，客户的汽车开到哪里，就服务到哪里。当然，服务是要花钱的，这为公司赚取大量利润。

横向比较来看，中国的服务业发展还相当落后，相比美国约 60% 的企业涉及服务业，中国涉及服务业的企业数占比还不到 5%。国内有学者在世界 92 国的统计数据基础上得出的三次产业增加值方程的结果表明，在服务业的发展历程中，无论是就业比重还是增加值比重都存在一个明显的拐点。在人均 GNP 达到 4000~6000 美元时，第二产业增加值比重将出现饱和，而服务业比重面临加速增长的拐点；在人均 GDP2000 美元附近，第二产业就业比重的饱和点将到来，服务业面临大发展的拐点，从这个角度上说，我国已具备服务业开始大发展的基础。

图 2：美国三大产业占比

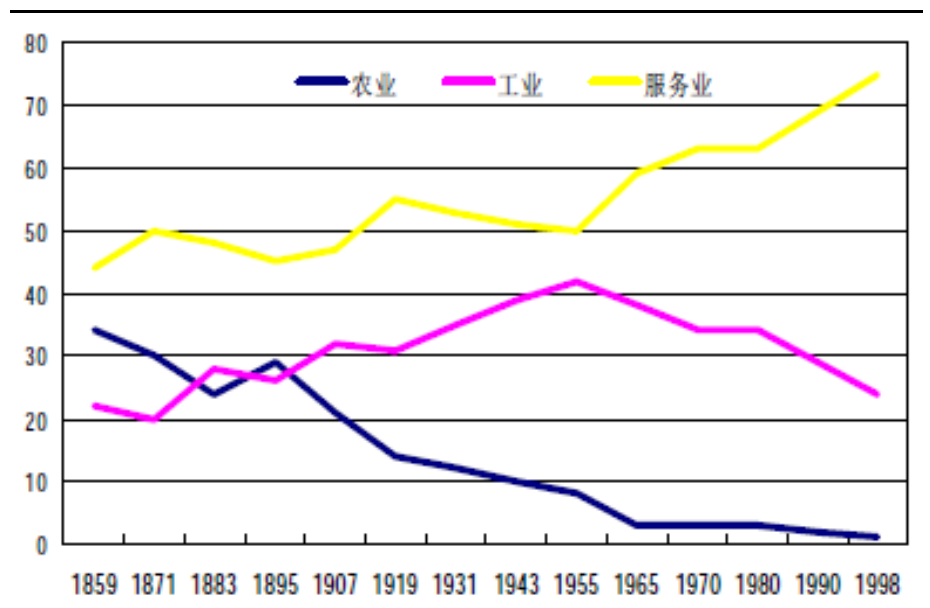


图 3：中国涉及服务的企业占比较其他国家明显偏低

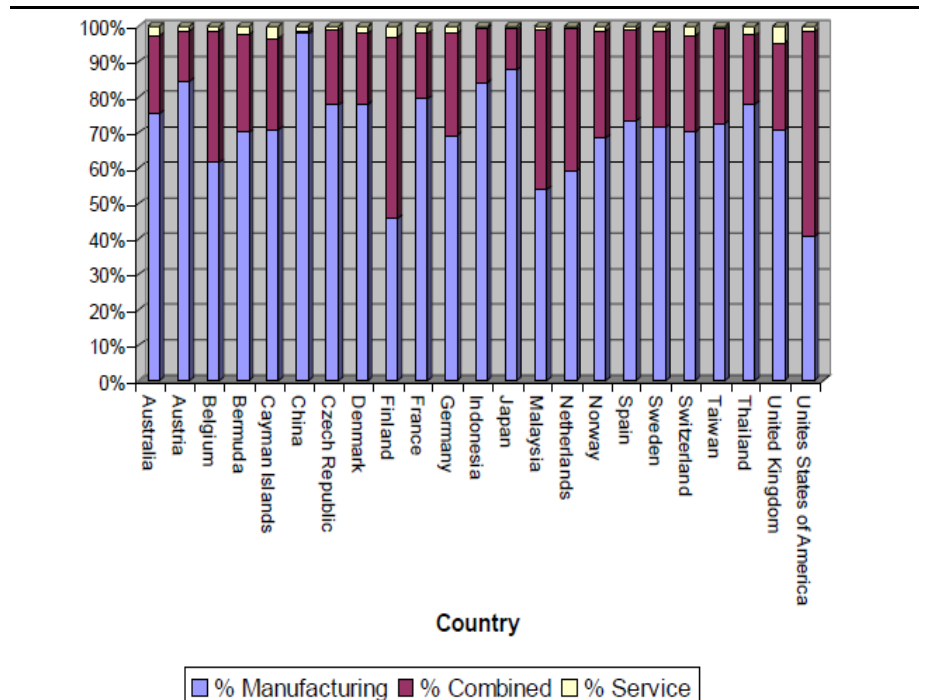


图 4：人均 GNP 超过 6000 美元时服务业产值占比将出现拐点

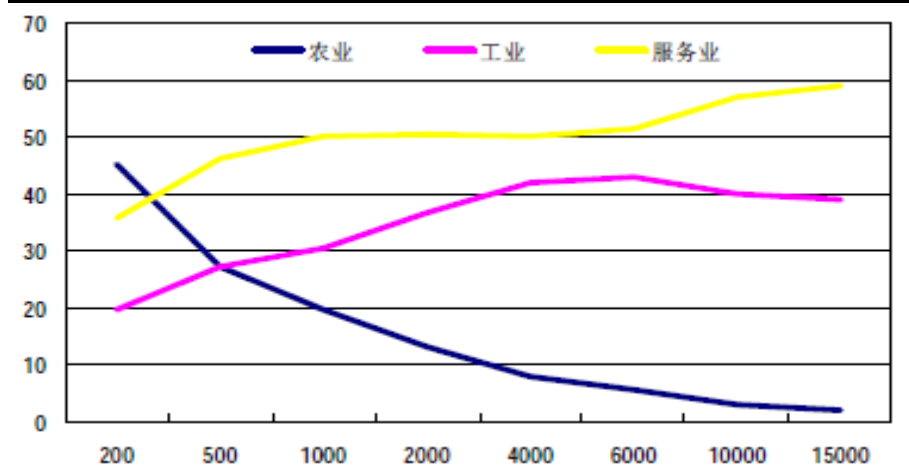
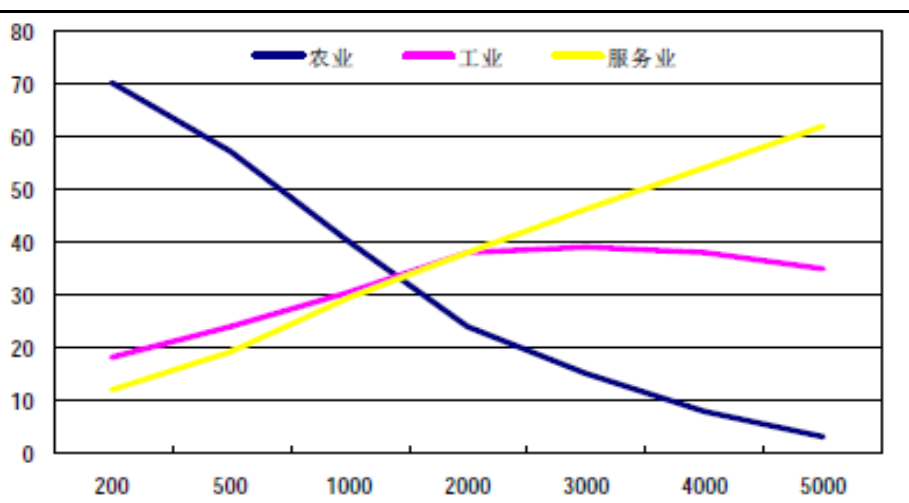


图 5：人均 GDP 超过 2000 美元时工业就业人数占比不再上升



另外，由于服务业属于轻资产行业，人力成本占了服务企业成本中的很大比重，因此，服务业在三次产业中占比的上升，必然使得劳动报酬在 GDP 中的占比上升而企业盈余的占比下降，这与我国当前提高劳动者收入的政策取向是一致的。

接下来，我们将试图从上市公司中找出一些有望能从“卖产品”成功转型“卖服务”的公司。国内像苹果这样面向个人消费者的企业并不是很多。这是因为国内法律对著作权的保护不够，大部分消费者著作权意识淡薄，还习惯使用盗版软件、享受盗版书籍盗版影像，这就使得苹果、微软难以将软件卖给国内个人消费者，亚马逊等内容提供商业难以在中国快速发展。

国内的企业客户对产品的售后服务越来越重视，也越来越倾向于把一些非主营的运营维护工作外包给第三方，而这些系统、运营产品的提供商对此最为熟悉，基本上都能获得这份外包业务，外包服务的毛利往往元高于产品毛利。因此由不少系统和运营产品提供商业务模式由生产、施工向运营、维护转变。

表 1: 国内典型的由“卖产品”向“卖服务”转型的企业

代码	股票名称	业务模式	服务占比	毛利比较
002153	石基信息	提供酒店管理系统软件，收取系统维护费；另外“畅联”酒店预订自动化系统按预定量收取服务费	34.33%	77.88%
300010	立思辰	为客户提供文件管理系统，并外包后续文件管理，提供耗材、维护系统、升级软件等，每月按张收取费用	文件管理外包业务占比 40% 左右，但其中也有部分设备销售的收入	34%
002152	广电运通	生产销售 ATM 机，保质期 3 年，3 年以后公司收取维护费和清机费，维护费 7%-10% 一年（不包括零件更换），清机包括现金清分、清机加钞、技术服务监管、全面 VI 维护等	9%	61.79%
002197	证通电子	销售 E-POSE 机、自助终端、LED 等，公司铺设 E-POSE120 万台，这些终端用过证通平台与银联进行数据交换，现在盈利模式处于运维阶段，自助终端以后可能发展成第三方服务平台	8.37%	79.92%
300055	万邦达	为煤化工、石油化工行业提供污水处理系统的设计和施工，目前已开始为客户提供托管运营服务	2.36%	60.70%
300070	碧水源	为客户提供污水处理厂方案和工程设计、技术实施和系统集成、运营技术支持和托管运营服务等，一旦用它的设计方案用它的 MBR 膜，以后的耗材就还由它提供	无数据	
002353	杰瑞股份	根据客户作业习惯等设计生产固井、压裂等油田专用设备，并提供设备维修服务，同时公司提供海上油田钻采平台工程作业服务	维修和配件销售占比 29.3%，油田工程技术服务 17.7%	维修 29.9%，油田工程技术服务 67.65%
002362	汉王科技	目前尚无。未来可能会学习亚马逊，限定需在其网站下载正版图书		

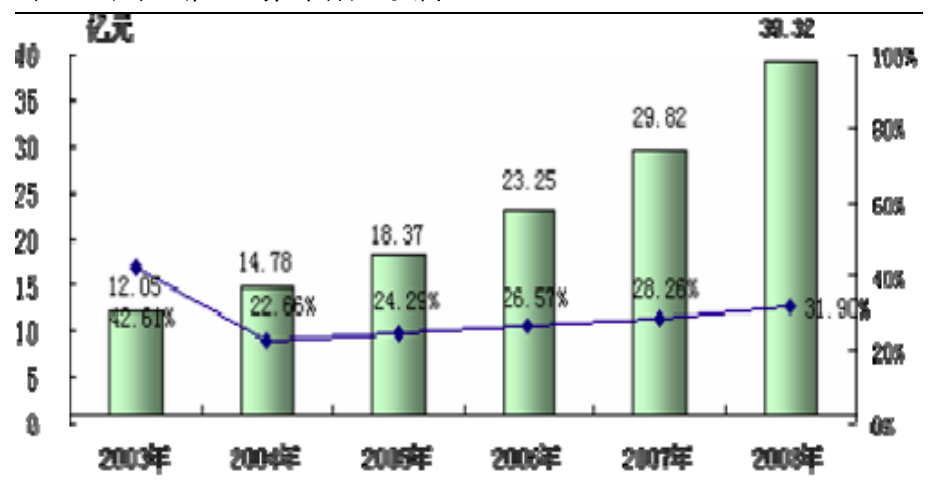
立思辰

立思辰是典型的由卖产品向卖服务转型的公司，且转型已经成功。公司在 05 年之前主要代理销售打印机等办公设备，后行业内竞争激烈毛利快速下降，公司开始增加耗材零件替换和设备维修升级业务，随后公司将自己定位为“整合设计、专业外包、长期服务”的文件管理外包服务商。同时，公司与腾博等原先代理的视频通讯供应商开展合作，为客户提供企业级视频会议解决方案，设计及支持企业视音频会议系统。

文件管理外包和视音频系统潜在需求很大。这两个行业在国内都属于新兴行业，世界 500 强中已有 85% 采用了文件管理外包服务，而国内大型国企中只有 6% 使用。研究表明 500 人以上的企业使用文件管理外包都能得到效率的提高，这样的企业国内至少有 5 万家。对于视音频系统，美国有 91% 的有异地分支机构的企业使用视音频系统，国内有 3 万多家

这样的企业，目前使用率不足 30%。两方面市场空间都很大，且需求增速在加快。

图 6：国内视音频业务持续快速增长



立思辰在未来竞争中非常有优势。目前在文件管理外包业务中富士施乐包揽了大部分外企，占近一半的市场份额。立思辰主要服务于政府、国企等新兴需求，占 5.68% 市场份额，位于第二位。未来需求增长主要来自于政府和国内企业，公司有较好的客户积累，其中文界面设计较富士施乐等外资企业更适合中国企业使用。同时公司拥有“涉及国家秘密的计算机信息系统集成资质证书”，也方便未来开展业务。在视音频系统方面市场比较分散，立思辰占据 8.78% 市场氛围为第一位，但和后两位差距不大。优势在于公司是博腾在大陆四个代理商之一，博腾产品较受中国客户喜欢，目前市场占有率排名第四。

地域扩张将给公司带来快速增长。公司目前业务集中在北京、上海和广州，此次募集资金后将在天津、西安等 7 个城市开设二级分公司，在济南、深圳等开设三级分公司，这将更有益于公司开拓客户。

预计公司 2010 年业绩增速不会很快，而将在 2011 年分公司正常运转后实现业绩爆发，增长率将超过 40%。目前估值为 2010 年 EPS 的 42 倍。

万邦达

公司为煤化工、石油化工和电力行业提供污水处理解决方案，它提供从系统设计、设备集成、建设安装到托管运营的全方位服务，产品应搞范围集排水、给水、中水回用为一体。公司未来的看点在于：

1. **行业成长空间很大。**煤化工、石油化工和电力行业的水污染处理得到越来越多的重视，09 年行业容量估计 600 亿元。目前行业内竞争有限，与公司一样拥有环境工程（水污染防治工程）设计专业甲级资质的专业环保公司只有 10 家左右。
2. **公司在煤化工、石油化工行业积累了丰富的经验，**水样数据库、专利技术、专有技术和装置技术都给公司带来竞争优势。
3. **神华集团和中石油和公司长期以来建立了良好的合作关系，**其下子公

司资源丰富。2010 年的工程项目进展顺利,大庆石化、呼石化、宁夏石化和宁东二期四个项目的确认收入基本确定,今年业绩有望超预期。中石油和神华的潜在订单将保证 2011 年的业绩。今年 6 月公司与隶属于中石油的中国寰球工程公司建立战略伙伴关系,中国寰球工程是一家致力于石化、电力、建筑、商业等方面项目工程总承包的国际工程公司,将会对其客户推荐万邦达水污染治理工程,预计能为公司带来更多业务。

4. 托管运营业务带来稳定利润来源,且随着新施工项目完成,公司会拿到更多的托管运营项目,托管运营业务利润增长可能翻倍。公司目前已签订托管运营服务 7 单,总金额约 1.4 亿。托管运营服务周期在 15 年以上,为公司提供稳定的利润来源。公司也开始 BOT 项目,如“神华宁东煤化工基地(A 区)污水处理工程 BOT 项目”,约定在特许经营期 20 年内以 BOT 模式为神华宁东煤化工基地(A 区)提供污水处理厂的建设和运营。该项目今年年中建成,后 19 年中每年预计可为公司带来 3472 万收入,1459 万利润。今年托管项目能带来的利润预计就有 6000 万左右,相当于去年经利润的 3/4。

由专业第三方运营可以通过专业知识节省耗材,提高运营质量,越来越多的企业选择将污水处理外包托管,预计这一块新订单在未来几年增速很快。

表 2: 公司已经拿到的托管运营项目

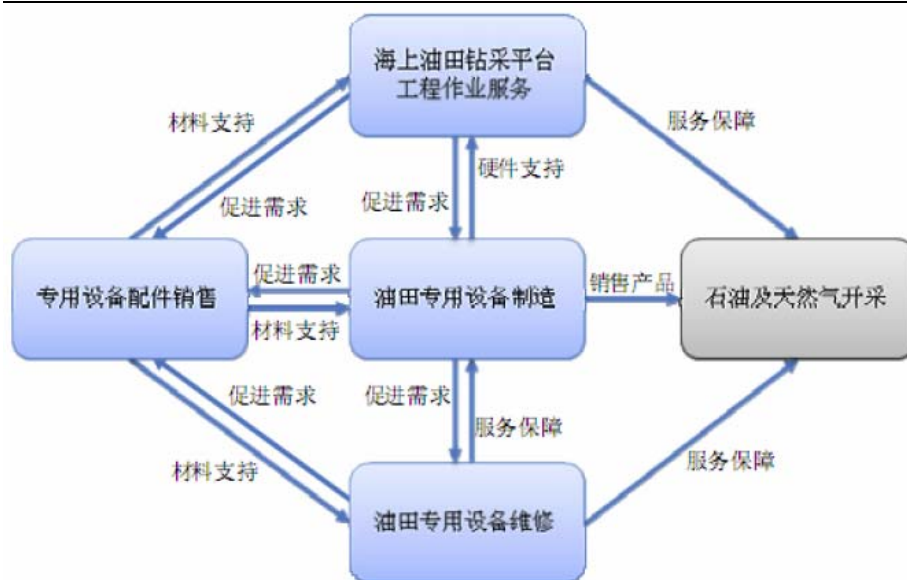
项目名称	项目进展情况	运营时间	合同金额
单纯托管运营业务			
神华宁煤煤基烯烃项目水处理系统运营	2009 年 6 月开始试运营,目前正在运营过程中,状况良好	15 年	约 6,300 万元/年
神华宁煤二甲醚项目水处理系统运营	2009 年 6 月开始试运营,目前正在运营过程中,状况良好	15 年	约 2,500 万元/年
6 万吨/年聚甲醛项目水处理系统运营	已签订正式合同,预计 2010 年 9 月开始试运营	15 年	约 1,800 万元/年
25 万吨/年甲醇项目水处理系统运营	2010 年 3 月开始试运营	15 年	约 2,200 万元/年
中石油庆阳石化 300 万吨/年炼油搬迁改造集中加工项目污水处理及回用系统运营	已签订意向协议书,水处理系统正在承建,预期 2010 年中期开始运营	15 年	约 1,500 万元/年
BOT 业务			
神华宁东煤化工基地(A 区)污水处理工程 BOT 项目	施工建设即将完工,预计 2010 年下半年开始运营	19 年	约 3,400 万元/年
EPC+C 业务			
中煤黑龙江公司“水处理系统优化、综合污水回用改造项目技术研究、工程总承包及协助运营”EPC+C 项目	2010 年初开始承建水处理系统,预计 2011 年末进入试运营	15 年以上	未确定

2010 年-2012 年是公司业绩的高成长期,预计 2010 年净利润增长可能超过 110%,2011 年、2012 年业绩增速也能达到 50%。目前股价对应 2010 年 EPS52 倍。介于公司的高成长性,可以给予一定的估值溢价。

杰瑞股份

杰瑞股份和其他几家有所不同，它是以油田及矿山配件代理和配件维修业务起家，后向附加值较高的油田设备制造进军，同时提供设备维修等服务。公司已成为国内第二大油田设备制造商，仅次于中石化旗下的四机厂。

图 7：公司的服务业务、维修业务和设备销售业务相辅相成



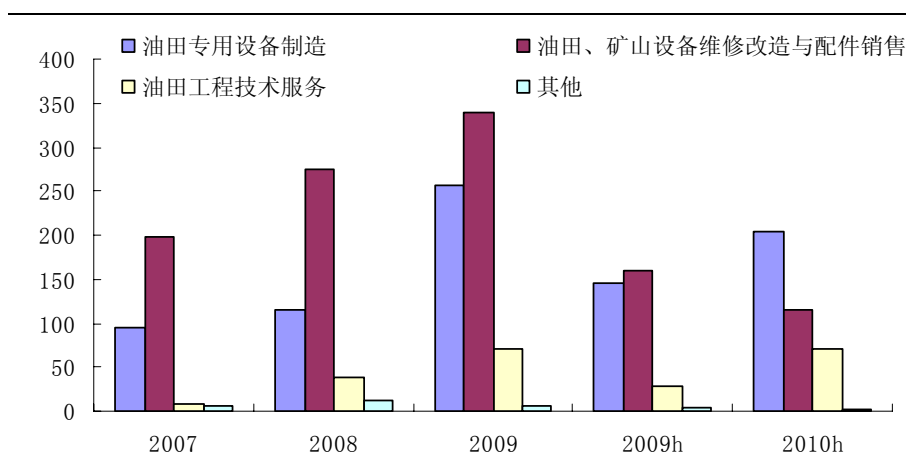
公司的专用设备近几年将持续高速增长。公司主攻海洋油气领域专用设备，该领域需要根据客户的不同作业环境和作业习惯定制生产，技术含量高、服务附加值高，公司在该领域有很强的先行优势。该行业总体来说处在进口替代过程中。国外企业如哈里伯顿和 S&S 在国内原来因技术强占有较大市场分额，但现在性价比不如国内后起的企业，售后服务也跟进不及时，市场竞争力逐步削弱。公司 08 年固井设备市场占有率 20%，牙列设备市场占有率 6%，未来替代趋势不变。目前公司在手订单饱满，存量订单在 3 亿左右，IPO 增加产能后能完全消化订单，全年预计增长 70%-80%。

油田设备的损耗是比较大的，维修和配件替换需求较大。维修需要对设备的工作原理和零配件非常熟悉，能在短时间内提出维修方案并找到替换货源。因此设备的提供方往往能做维修和配件替换服务。预计随着公司设备业务的增长，维修业务也会快速增长。

海上油田服务的业务模式较新，公司是国内唯一的海上油田岩屑回注和泵送服务提供商，在国内岩屑回注这一细分领域中具有较强的竞争优势。今年上半年收入 6971 万，是去年全年收入的 98%。目前存量订单还有 1.1 亿左右，预计全年增长 100%。虽然目前公司这块收入不大，但是市场十分广阔。以我国三大石油生产企业 2009 年的勘探开发支出计划计算，2009 年国内的油田工程技术服务的市场容量约为 1700 亿元，且未来油田技术服务外包会渐成趋势，公司这块业务前景非常乐观。

公司 10 年上半年业绩增长只有 38.24%，主要原因是 09 年海外订单下滑，今年初存量较去年少 0.9 亿。10 年中订单数已经恢复。

图 8: 各业务收入变化



由于专用设备和海上油田服务订单充足, 配件销售订单需求恢复, 预计 10 年能保持 50% 左右的增长, 未来几年海上油田服务业务将快速增加, 油田设备进口替代形势良好, 中国的石油公司还有可能向外发展业务而扩大市场, 公司产能还可继续释放, 因此预计未来三年都能保持 40% 以上的增长。目前估值对应 10 年业绩 40 倍, 还有一定的空间。

石基信息

石基信息是目前国内最主要的酒店信息管理系统全面解决方案提供商之一。公司是最典型的销售系统、并提供系统维护和支持收取维护费用的 IT 企业, 系统支持和维护费用占营业收入的 34% 以上。

2003 年公司与全球酒店软件市场领头羊 Micros 公司签订独家技术授权协议, 使公司一开始就拥有强大的技术优势, 在国内酒店软件市场成为毫无疑问的老大哥。公司也在加强自主软件产品的开发, 自主开发了 CRS、CRM 软件, 今年收购了银行收单软件供应商南京银石, 获得了自由的 POS 和 PGS 软件。今年公司与 Micros 公司续签合同至 2017 年 6 月, 到期后可能还将续签。预期较长时间内公司的技术优势将一直保持。

公司收入主要来自于新开酒店的管理系统需求和已有的中低星级酒店的系统更换需求。公司在国内五星级酒店市场占有率达到 80% 以上, 难以再提高; 中低星级酒店市场占有率 20% 左右, 还有较大空间。今年因世博效应新开星级酒店数目较去年大幅增加, 预计今年这块业务收入增加近 50%, 未来两年公司拓展低星级酒店业务则可维持增长率 30% 以上。

表 3: 近几年知名星级酒店扩张计划

酒店集团	2010 年在华扩张计划	远期在华扩张计划
高星级酒店/综合性酒店集团		
万豪	新增 7 家酒店	未来 5 年新增 60 家酒店
喜达屋	新增 20 家酒店	至 2012 年新增 55 家酒店
戴斯	新增 22 家酒店	未来 5 年新增 68 家酒店
洲际	新增 16 家酒店	未来 5 年新增 130 家酒店
香格里拉	新增 5 家酒店	至 2012 年新增 26 家酒店

雅高	新增 30-40 家酒店	至 2011 年新增 90 家酒店
凯宾斯基	待定	至 2012 年新增 12 家酒店
希尔顿	待定	至 2012 年新增 22 家酒店
凯莱	待定	未来 5 年新增 30 家酒店
中低星级酒店/连锁经济型酒店		
7 天	新增 200 家酒店	待定
如家	新增 200 家酒店	至 2012 年新增 420 家酒店
汉庭	新增 300 家酒店	至 2012 年新增 500 家酒店
格林豪泰	新增 200 家酒店	待定
锦江之星	新增 200 家酒店	未来 3-5 年新增 600 家酒店
宜必思	待定	至 2012 年新增 50 家酒店

“畅联”酒店预订系统 09 年上线，该系统连接酒店和艺龙等酒店预订渠道商，实现数据的实时更新，收费按照预定数量对总的预定费用进行分成。“畅联”的酒店预订系统已经获得 30 个酒店集团、74 家单体酒店、18 个渠道的合作；除了携程网之外，所有的主要酒店渠道均是“畅联”的合作伙伴。10 年开始将正式贡献利润，预计将超过 500 万。随着市场开拓，预计未来能达到 3000 万的收入。

预计公司 10 年业绩增长 60%左右，未来两年看公司在中低星级酒店的开拓情况和“畅联”系统的发展，保守估计能维持 25%以上的增长。目前市盈率为 10 年业绩的 36 倍，已经比较合理。值得注意的是公司在今年 1 月实施股权激励计划，对净利润增长的要求是每年不低于 20%，很容易实现。而行权价 45 元，目前价格 36.55 元。

截止 2010.8.13 收盘，我们的虚拟帐户持仓状况如下：（单位：元，%，万股，万元）

配置类型	首次买入日期	股票代码	股票名称	平均成本	当前价格	收益率	持仓股数	持仓市值	买入成本	本期派现	累计派现
核心	2010/7/23	600068	葛洲坝	8.73	9.25	6.0%	400	3700	3492	0	0
核心	2010/7/16	600765	中航重机	11.73	14.55	24.1%	200	2910	2345	0	0
核心	2010/7/16	600523	贵航股份	16.82	18.53	10.2%	100	1853	1682	0	0
核心	2010/5/28	600125	铁龙物流	14.99	14.06	-6.2%	100	1406	1499	0	0
核心	2010/5/20	300074	华平股份	66.04	67.58	2.3%	25	1690	1651	0	0
核心	2010/7/2	600827	友谊股份	15.48	16.88	10.3%	60	1013	929	0	12
核心	2010/5/28	002042	华孚色纺	22.30	20.96	-6.0%	80	1677	1784	0	0
核心	2010/6/25	000869	张裕 A	79.40	92.01	15.9%	5	460	397	0	0
核心	2010/5/7	600778	友好集团	10.84	15.18	40.1%	80	1214	867	0	0
核心	2010/5/20	002024	苏宁电器	11.77	13.30	13.0%	200	2660	2354	0	0
核心	2010/5/28	000829	天音控股	14.01	16.10	14.9%	70	1127	981	0	0
核心	2010/6/4	600276	恒瑞医药	37.43	44.69	19.4%	40	1788	1497	0	0
卫星	2010/6/18	600309	烟台万华	17.76	16.10	-9.3%	50	805	888	0	0
卫星	2010/6/18	002163	中航三鑫	12.64	15.61	23.5%	50	781	632	0	0
卫星	2010/6/25	002326	永太科技	52.60	50.82	-3.4%	10	508	526	0	0
卫星	2010/6/25	600360	华微电子	7.82	7.70	-1.5%	60	462	469	0	0
卫星	2010/6/25	002184	海得控制	13.83	13.86	0.3%	40	554	553	0	0

卫星	2010/6/25	600553	太行水泥	10.16	10.81	6.4%	100	1081	1016	0	0
卫星	2010/6/25	002106	莱宝高科	24.95	29.23	17.2%	20	585	499	0	0
卫星	2010/5/14	600267	海正药业	24.38	32.53	33.4%	50	1627	1219	0	0
卫星	2010/6/4	600521	华海药业	13.00	16.03	23.3%	60	962	780	0	0
卫星	2010/5/14	000790.SZ	华神集团	13.03	13.96	7.1%	100	1396	1303	0	0
卫星	2010/8/6	600054.SH	黄山旅游	20.93	20.99	2.2%	30	630	616	0	0
卫星	2010/8/6	601888.SH	中国国旅	24.27	24.04	0.1%	30	721	721	0	0
卫星	2010/8/6	000978.SZ	桂林旅游	11.33	11.13	-1.0%	30	334	337	0	0

(账户总资产¥102,452 万元，其中持仓市值¥31942 万元，现金¥70510 万元，仓位 31.2%)

由于本期涉及的公司估值基本到位，我们不将其调入股票池，也不对股票池已有股票作调整。

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（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本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。

	评级	说明
股票投资评级	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
行业投资评级	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		