

证券研究报告—深度报告

金融工程

数量化投资

金融工程专题研究

2013年10月15日

专题报告

相关研究报告:

《金融工程专题研究: 国债期货策略篇: 期现套利策略研究》——2013-10-10
 《个股期权海外概况和交易策略综述》——2013-10-10
 《多因子模型选股月报: 九月市场风格偏成长—多因子选股超额正收益 1.72%》——2013-10-08
 《结构性产品专题报告之三: 可转债的 Delta 对冲套利策略》——2013-10-08
 《金融工程专题研究: 国债期货的价格形成和运行机制研究》——2013-09-09

联系人: 吴子昱

电话: 0755-22940607

E-MAIL: wuziy@guosen.com.cn

证券分析师: 林晓明

电话: 021-60875168

E-MAIL: linxiaom@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码: S0980512020001

价值投资的长期策略、短期风险以及对冲标的衍生的特殊效应

● 价值投资是一种长期策略

股票的当前估值依赖于对上市公司未来业绩和分红的估计。投资者对公司未来业绩在一个财报季度之内不会有频繁地、剧烈地变化, 而且这种估计需要等到未来真正财报公布才能够得到验证。这间接导致了价值投资是一种长期的策略。

● 价值投资短期风险的诊断和修复

短期波动可以使用近似方法。特别是日波动, 可以用日振幅来近似。从而短期波动可以通过分析投资组合的日振幅序列, 究竟依赖于哪些风险因素的日振幅序列。找到诊断的线索之后, 对组合进行风险控制, 产生新的组合。进而可以对新的组合的日振幅进行监控和诊断。

● 对冲沪深 300 所衍生的特殊效应

沪深 300 作为衡量市场的指数, 在市值规模上是一个特殊的群体。价值投资 alpha 策略在对冲沪深 300 之后, 会产生二选一的负面效应:

1. 若完全对冲系统风险, 则 alpha 策略的表现将依赖于大小盘的相对波动性大小。大盘相对波动大时 alpha 策略表现更好。
2. 若优先消除策略的大小盘波动依赖性, 则无法完全对冲掉系统性风险。

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, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

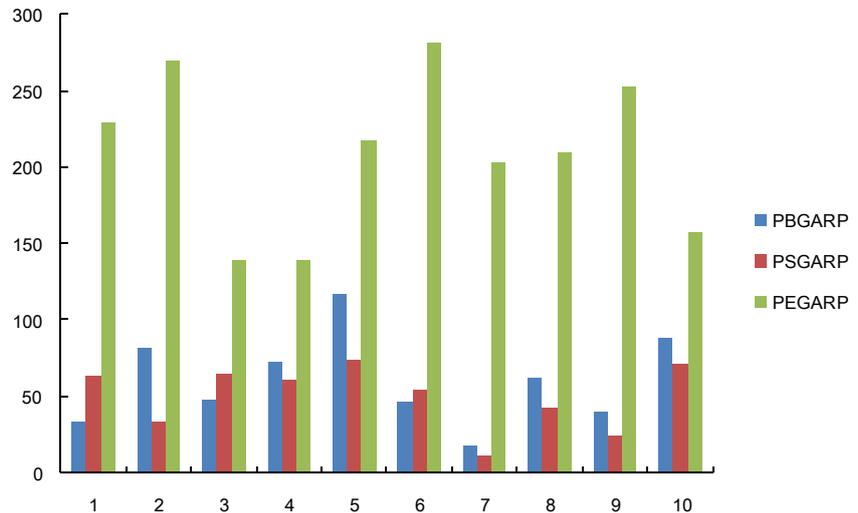
投资摘要

价值投资在中国并不算热门。但是在中国 A 股市场，如果能坚持价值投资，的确是一种能够长期跑赢市场的投资策略。股票的当前价值是取决于未来的业绩，估值必须基于对未来业绩做预测，而不是已经公布的历史业绩。所以，估值是一个后验的概念。估值的时候，是没有办法知道估值判断是否准确的。只有等实际报表公布时，回过头才能验证当时的估值判断。

国信 GARP 是一种“条件非常宽松”的价值投资策略。该策略把估值转化为下期净利润变动方向和静态估值两部分，即二维价值体系。然后使用基于 Bayes 后验条件概率分布来预测下期净利润的变动方向，结合静态估值给出当前估值。

下图是该策略在不同市值规模股票中的长期超额收益情况。

图 1: GARP 策略在 2005-2013 年间相对沪深 300 的累计超额收益 (按规模分类)



资料来源：国信证券经济研究所整理

有了长期可以跑赢市场的价值投资 alpha 策略，直接的问题就是需要了解每个持仓期之内的短期风险。本报告介绍了一种便捷的，自适应的，可以自我诊断的短期风险分析方法——日振幅分析法。通过分析策略投资组合日振幅序列依赖于哪些风险因素，从而对现有投资组合作出进一步修正，如此不停地诊断，修正，直到达到风控目标为止。

最后，本文报告了价值投资 alpha 策略以沪深 300 作为对冲标的时一种特殊效应：“系统风险的选择性偏好”。就是最后的策略投资组合要么无法对冲干净系统性风险，要么组合表现将依赖于大小盘的相对波动性大小。

内容目录

价值投资的演变	5
传统价值投资	5
演变一：林奇（Peter Lynch）的价值思想	5
演变二：国信 GARP 的价值理念	5
二维价值体系	6
价值体系的有效性	6
估值的迷思	7
二维价值体系的建立	7
快速定位投资组合的系统性风险：利用日振幅序列分析现有组合的短期风险点	8
日振幅序列分析法	8
价值投资 alpha 策略的理想使用环境	10
现有环境下，alpha 策略的使用方法	10
使用 alpha 策略做中证 800 增强.....	10
使用 alpha 策略对冲沪深 300 股指期货.....	10
未来研究工作	11
消除基准指数带来的“系统风险的选择性偏好”	11
价值投资的形式与相应策略的风险收益特征	11
价值投资的长期风险分析	11
国信证券投资评级	12
分析师承诺	12
风险提示	12
证券投资咨询业务的说明	12

图表目录

图 2: GARP 策略在 2005-2013 年间相对沪深 300 的累计超额收益 (按规模分类) ...	2
图 2: 2005-2013, 静态估值单指标相对沪深 300 的累计超额收益 (按市值分类)	6
图 3: 2005-2013, GARP 策略相对沪深 300 的累计超额收益 (按市值分类)	7
图 4: 2013 年中证 800 的日波动率与日内振幅	8
表 1: 国信 GARP 策略在大小盘股不同波动情形下的表现	10

价值投资的演变

传统价值投资

“在各种股票估值的方法中，最广泛被接受的一种，就是对未来几年的平均盈利和分红做出估计，然后在一个合适的比率下将这些因素资本化”。

资料来源：Benjamin Graham, Two illustrative approaches to formula valuations of common stocks

格雷厄姆在半个世纪之前，就用简洁的语言阐述了股票的估值方法。其中，有两点值得注意：

1. 重点是未来的盈利和分红，而不是现在。虽然用现在的盈利和分红来衡量股票的过去价值是有意义的；但是，直接拿已公布的盈利和分红来衡量股票的当前价值是有失妥当的。
2. 要为当前的股票估值，就必须对未来盈利和分红进行估计。但估计的方法不限，估计的形式也不限，估计的时间长度也不限。留下了很大的空间。

演变一：林奇（Peter Lynch）的价值思想

彼得林奇是富达基金的明星投资经理。他提出了 PEG 的概念：

$$PEG = \frac{P(t)}{E(t) \times G(t+n)}$$

形式上即“未来业绩复合增长率和当前静态估值呈正比”，实际上强调了“要以盈利的增量来衡量股票的价值”。PEG 介于 (0, 1) 之间，即盈利的增速较高，市值并未透支成长的公司具有较高的投资价值。值得指出的是，林奇即强调了未来业绩增速要快（成长型投资），又强调了估值要低（价值型投资），因此，林奇的 GARP 属于价值-成长平衡策略。

演变二：国信 GARP 的价值理念

定位为：简洁的价值投资策略

$$\frac{P(t)}{E(t+1)} = \frac{P(t)}{E(t) \times (1+G)} = \frac{P(t)}{E(t)} \times c$$

1. 仅前瞻一个季度

前瞻的时间长度决定了估值的时间依赖性，进而决定了调仓的频率。自然的，该策略对应每个财报季度的调仓一次。

2. 活用静态估值

如上述表达式所示，以下期业绩 $E(t+1)$ 为单位的当前估值，可以通过增长率，与静态估值之间实现相互转换。因此，当前估值可以表示为静态估值和增长率的函数。

3. 避免过度预测

既然把当前估值表示为静态估值和增长率，那么预测的核心就落在了增长率上。增长率的预测形式很多，为了避免过度预测，采取最弱的形式。即将增长视为哑变量，仅考虑下一个季度业绩是否增长。对应到上面的数学表达式，就是考虑 G 大于 0 还是小于 0，等同于 c 小于 1 还是大于 1 的问题。

二维价值体系

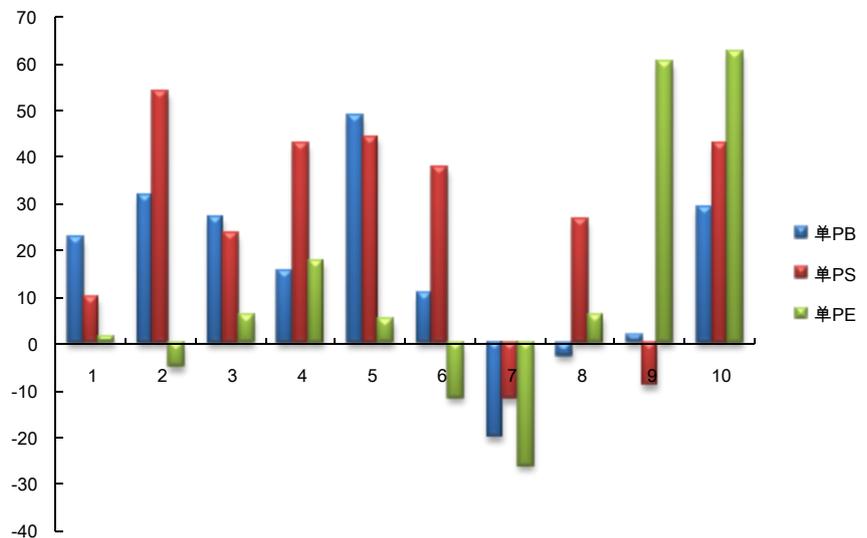
当前估值依赖于下一期的盈利，而下一期的盈利可以视为本期的盈利和下期增长的函数。所以，如果仅考虑下一期的话，那么股票的估值用已知的本期盈利和未知的下期增长两个维度来表示就足够了。

价值体系的有效性

静态估值体系

本节回溯了 2005 年至 2013 年间，将所有股票按照市值由小到大分成 10 档，在每一档当中投资静态估值最低的 20 只股票的结果。

图 2: 2005-2013 年，静态估值单指标相对沪深 300 的累计超额收益 (按市值分类)



资料来源: Wind 资讯, 国信证券经济研究所

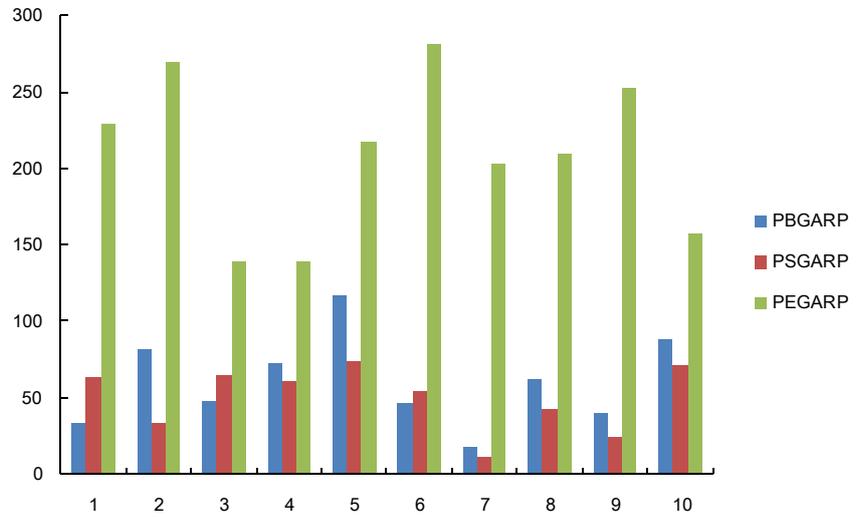
上图显示，静态 PB 和 PS 在市值最低的 60% 股票中，还是具有一定的预测性的。说明平均而言，小市值的净资产和营业收入增长的风险比较小，投资者对小市值股票净资产和营业收入增长的预期具有一定的一致性。

另一方面，静态 PE 在市值最高的 20% 股票中，也具有一定的预测性。也表明了，大市值股票的净资产、营业收入变动趋于稳定，抗风险能力强，只有净利润增长的预期具有一定的一致性。

国信 GARP 价值体系

本节回溯了 2005 年至 2013 年间，将所有股票按照市值由小到大分成 10 档，在每一档当中投资静态估值最低的 20 只股票的结果。

图 3: 2005-2013 年间, GARP 策略相对沪深 300 的累计超额收益 (按市值分类)



资料来源: Wind 资讯, 国信证券经济研究所

上图显示, 静态 PB 和 PS 在市值最低的 60% 股票中, 还是具有一定的预测性的。说明平均而言, 小市值的净资产和营业收入增长的风险比较小, 投资者对小市值股票净资产和营业收入增长的预期具有一定的一致性。

另一方面, 静态 PE 在市值最高的 20% 股票中, 也具有一定的预测性。也表明了, 大市值股票的净资产、营业收入变动趋于稳定, 抗风险能力强, 只有净利润增长的预期具有一定的一致性。

估值的迷思

如果我们使用静态估值的思维去看问题, 会遇到很多迷思。例如在某些行情中, 静态估值比较高的股票显著跑赢静态估值比较低的股票。但是, 考虑到当前的估值实际上是当前股价和未来业绩的综合反映。

1. 所以, 如果静态低估值的股票下期业绩无法维持增长, 那么当前估值其实并没有想象中的低;
2. 如果静态高估值的股票下期业绩能够保持增长, 则当前估值其实并没有想象中的高。

另外, 值得指出的是, 可以维持业绩增长这一条件并非等同于选择成长股。成长型策略的目标是寻找未来业绩增长最快的一批公司。

二维价值体系的建立

除了静态估值之外, 引入业绩是否增长这一虚拟变量。从而有

$$\text{当前估值} = \mathcal{F}\left\{\frac{P(t)}{E(t+1)}\right\} = \text{当前估值 (下期业绩是否增长, 静态估值)}$$

快速定位投资组合的系统性风险：利用日振幅序列分析现有组合的短期风险点

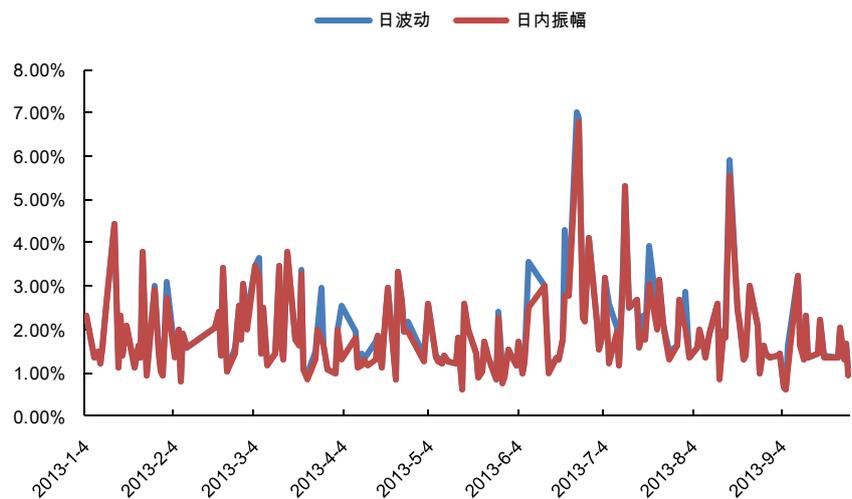
在中长期策略给定的基础上，希望可以快速的找到现有组合的风险点在哪里。为此，我们可以采取日振幅序列分析法。

日振幅序列分析法

日内振幅是日波动率的一个很好的近似

考虑到 GARP 策略是以财报季度为换仓单位的投资策略，针对这一类策略，我们首先关心的是在两次换仓之间，策略的投资组合相对于基准指数的跟踪误差，或者叫做跟踪偏离的波动性。对于这种在一个财报季度以内的波动，我们可以采用日波动的尺度来进行研究。下面是 2013 年以来，中证 800 每日波动率和日振幅的对比情况：

图 4：2013 年中证 800 的日波动率与日内振幅



资料来源：Wind 资讯，国信证券经济研究所

可以看到，日波动率和日振幅的差别很小。

通过日振幅序列分析，对投资组合做自适应的修正

策略给定，基准给定，目标是要找出一个投资组合，使得该组合的短期风险能够控制在目标范围之内，并且使得主要暴露的风险与策略的目标相一致。

虽然像 Barra, Axioma 这类的软件可以帮助我们做组合的风控，但是如果我们需要一个简捷、自适应地方法来解决这一问题的话，日振幅序列分析是一个很方便的选择。具体步骤如下：

1. 建立策略的初始组合；
2. 建立因子风险池，并将因子用指数化的形式表达出来，例如市场用沪深 300 或者中证 800 指数，行业用申万行业指数，大盘用上证 50 或者中证 100 指数，小盘用中证 500 指数等。

3. 用初始组合的日振幅序列作为 y 变量，因子的日振幅序列所组成的矩阵作为 X 变量，采用逐步回归的方法，找出 $y \sim X$ 的表达式。
4. 表达式本身即说明了当前投资组合的日振幅对于哪些因子是敏感的，即在哪些因子上存在着显著的风险暴露。
5. 根据甄别出的风险，对冲掉其中不想暴露的风险，再次建立投资组合；
6. 用改进后投资组合的日振幅序列作为 y' 变量，因子的日振幅序列所组成的矩阵仍为 X 不变，通过逐步回归，找到 $y' \sim X$ 表达式。
7. 如此往复，直到所找到的投资组合满足或者足够接近策略的风控目标。

以全市场的 GARP 等权投资组合为例，取沪深 300 指数为基准，具体步骤如下：

1. 假设全市场的 GARP 等权投资组合的日振幅序列作为策略的 y 变量；
2. 考虑市场、行业、市值规模等风险因素，作为 x 变量；
 - a) 市场：沪深 300，中证 800
 - b) 行业：申万一级 23 个行业
 - c) 市值：中证 100，中证 200，中证 500，创业板指，中小板指
3. 采取逐步回归的方法，确定 $y \sim x$ 振幅序列的表达式；

$$\begin{aligned} \text{GARP 等权} = & -0.11 \times \text{沪深 300} - 0.522 \times \text{中证 500} + 0.388 \times \text{化工} \\ & + 0.294 \times \text{钢铁} + 0.189 \times \text{地产} + 0.457 \times \text{金融} \end{aligned}$$

上式告诉我们，投资组合主要的系统性风险来自于：

1. 市场沪深 300；
2. 小盘中证 500；
3. 行业金融、化工、钢铁、地产；

如果不想暴露小盘风险和行业风险，那么可以对冲市值和行业风险之后，得到新的投资组合，再用新投资组合做日振幅分析，如此往复，直至 GARP 组合的绝大部分日振幅可以被沪深 300 所解释为止。

风险因子池的完备性

需要强调的是，对日振幅序列进行逐步回归，最终的表达式虽然可能只得到了一个，但形式仍有可能不唯一。举个简单的例子，假设上述 $y \sim x$ 表达式为：

$$\begin{aligned} \text{GARP 等权} = & 1.377 \times \text{沪深 300} - 2.009 \times \text{中证 500} + 0.342 \times \text{中证 800} \\ & + 0.388 \times \text{化工} + 0.294 \times \text{钢铁} + 0.189 \times \text{地产} \\ & + 0.457 \times \text{金融} \end{aligned}$$

注意到，沪深 300、中证 500 和中证 800 的自由度是 2，存在下面的关系：

$$\text{中证 800} = 0.74 \times \text{沪深 300} + 0.26 \times \text{中证 500}$$

因此，一方面要注意充分性，是否把所有要监测的风险因子的类型都纳入池子中了；另一方面要注意必要性，是否存在一些重复的因子，降低了风险自由度。

价值投资 alpha 策略的理想使用环境

价值投资 alpha 策略的目标是通过主要暴露价值方面的主动风险，以获取相应的回报。因此，上一节通过日振幅分析法，将国信 GARP 策略的短期系统性风险，在有限的风险备选池中做了诊断。下面我们来梳理一下价值投资 alpha 策略的理想使用环境。包括以下四个方面：

1. 市场风险、大小盘风险、行业风险是价值投资 alpha 策略的主要系统性风险来源。
2. 从主板选股的范围，拓宽至中小板、创业板，在短期风险上面并无显著的增加。也就是说，中小板选股和创业板选股，不会显著增加额外的系统性风险来源。
3. 用沪深 300 作为市场基准会带来大盘偏好。因此，若将沪深 300 视作市场基准，那么，alpha 对冲沪深 300 的组合将面临市场中性和大小盘中性无法兼顾的两难境地。如果优先满足市场中性，那么由于大盘偏好的存在，沪深 300 波动相对较大时，对 alpha 策略有利；而中证 500 波动相对较大时，对 alpha 策略不利。

表 1: 国信 GARP 策略在大小盘股不同波动情形下的表现

条件	日均超额收益/基点
整体平均	4.0
沪深 300 日振幅大于中证 500 时	5.7
沪深 300 日振幅小于中证 500 时	2.8

资料来源：国信证券经济研究所整理

上表统计数据验证了前面的分析。可以看出，沪深 300 的大盘偏好所带来超额收益的规模依赖性还是非常明显的。

4. 若将中证 800 作为市场基准，那么，大盘偏好会显著降低。进一步地，如果用“沪深 300 - 中证 500 等权指数”，即

$$\text{等权指数} = 50\% \times \text{沪深 300} + 50\% \times \text{中证 500}$$

那么，对冲“沪深 300 - 中证 500 等权指数”的组合将不存在明显的大盘或者小盘偏好。

现有环境下，alpha 策略的使用方法

使用 alpha 策略做中证 800 增强

在市场和大小盘两方面而言，中证 800 是一个很好的指数。将中证 800 作为市场基准，不会有特别明显的大盘偏好；从而使用 alpha 策略时，在牛市/熊市，大盘/小盘行情，某些行业持续走强时，都能够有持续性强地、较为稳定地表现。

使用 alpha 策略对冲沪深 300 股指期货

如前面章节所述，以沪深 300 作为市场基准时，使用 alpha 策略做对冲，必须从以下两个负面结果中选择一项：

1. 优先消除大小盘偏好，则市场风险对冲不完全。Beta 偏离 1。
2. 优先对冲沪深 300 风险，则 alpha 策略具有较强的大盘股波动依赖性。

对于第一种情况，市场风险对冲不完全的问题，存在减小问题矛盾的解决办法。可以引入 beta 策略，进行 alpha-beta 策略合成，允许一定额度的市场风险的存在。这样的话，反而可以增加综合策略在各种市场、行业、大小盘环境下表现的稳定性。

未来研究工作

消除基准指数带来的“系统风险的选择性偏好”

本报告仅是发现了以沪深 300 作为市场基准指数时，如果优先完全对冲市场风险，会为 alpha 策略引入“系统风险的大盘波动偏好”。并通过 GARP 类价值投资策略的例子，证实了这种偏好对 alpha 策略在大盘/小盘股不同波动性条件下的迥异表现。但是，沪深 300 作为中国 A 股市场的主流对冲品种，这种系统风险的选择性偏好将会持续的存在，如何尽量减小这种因素的影响，值得进一步深入研究。

价值投资的形式与相应策略的风险收益特征

本报告介绍了国信 GARP 价值投资，以静态估值和未来业绩是否增长建立二维价值体系，然后围绕该体系建立起一种“条件非常宽松”的形式。对于这类形式，制订相应的策略，并通过一系列的自适应的风险分析，找出适合该策略的低风险中等收益的特征。

然而，价值投资的形式是多种多样的，未来值得进一步尝试各种不同形式的价值投资策略，找出这些策略所适合的风险收益特征，进行对比。

价值投资的长期风险分析

在风险方面，本报告着重分析了价值投资的短期风险。主要的目的是希望了解在一个持有期之内（即连续两次换仓之间），找到一些快速而准确的方法，能够甄别价值投资策略净值的波动主要取决于哪些风险因素，然后有针对性地处理它。

本报告并未涉及各类风险随时间的变化情况。特别是长期风险来源。究竟哪些风险的量度是会长期大幅度波动的？哪些风险长期比较稳定？这也是下一步需要研究的问题。

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

分析师承诺

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，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本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。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

证券投资咨询业务的说明

证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所团队成员

固定收益		交通运输		机械	
赵婧	021-60875174	郑武	0755-82130422	郑武	0755-82130422
		岳鑫	0755-82130432	陈玲	021-60875162
		糜怀清	021-60933167	杨森	0755-82133343
基础化工及石化		医药		电子	
朱振坤	010-88005317	贺平鸽	0755-82133396	刘翔	021-60875160
		丁丹	0755-82139908	陈平	021-60933151
		杜佐远	0755-82130473	卢文汉	021-60933164
		胡博新	0755-82133263		
		刘勍	0755-82133400		
计算机		传媒		零售、纺织服装及快销品	
高耀华	010-88005321	陈财茂	010-88005322	朱元	021-60933162
		刘明	010-88005319		
电力及公共事业		非银行金融		银行	
陈青青	0755-22940855	邵子钦	0755-82130468	王婧	
		童成墩	0755-82130513		
轻工		建筑工程及建材		家电	
邵达	0755-82130706	邱波	0755-82133390	王念春	0755-82130407
		刘萍	0755-82130678		
通信		电力设备		新能源	
程成	0755-22940300	杨敬梅	021-60933160	张弢	010-88005311
食品饮料		旅游		农业	
龙飞	0755-82133920	曾光	0755-82150809	杨天明	021-60875165
		钟潇	0755-82132098	赵钦	021-60933163
金融工程		基金评价与研究			
戴军	0755-82133129	李腾	010-88005310		
林晓明	021-60875168	钱晶	021-60875163		
秦国文	0755-82133528	潘小果	0755-82130843		
张璐楠	0755-82130833-1379				
陈志岗	0755-82136165				
马瑛清	0755-22940643				
吴子昱	0755-22940607				

国信证券机构销售团队

华北区（机构销售一部）		华东区（机构销售二部）		华南区（机构销售三部）	
王立法	010-66026352 13910524551 wanglf@guosen.com.cn	郑毅	021-60875171 13795229060 zhengyi@guosen.com.cn	魏宁	0755-82133492 13823515980 weining@guosen.com.cn
王晓健	010-66026342 13701099132 wangxj@guosen.com.cn	叶琳菲	021-60875178 13817758288 yelf@guosen.com.cn	邵燕芳	0755-82133148 13480668226 shaoyf@guosen.com.cn
李文英	010-88005334 13910793700 liwying@guosen.com.cn	刘塑	021-60875177 13817906789 liusu@guosen.com.cn	段莉娟	0755-82130509 18675575010 duanlj@guosen.com.cn
赵海英	010-66025249 13810917275 zhaohy@guosen.com.cn	崔鸿杰	021-60933166 13817738250 cuihj@guosen.com.cn	郑灿	0755-82133043 13421837630 zhengcan@guosen.com.cn
原祎	010-88005332 15910551936 yuanyi@guosen.com.cn	李佩	021-60875173 13651693363 lpei@guosen.com.cn	徐冉	0755-82130655 13923458266 xuran1@guosen.com.cn
甄艺	010-66020272 18611847166	汤静文	021-60875164 13636399097 tangjingwen@guosen.com.cn	颜小燕	0755-82133147 13590436977 yanxy@guosen.com.cn
杨柳	18601241651 yangliu@guosen.com.cn	梁轶聪	021-60873149 18601679992 liangyc@guosen.com.cn	赵晓曦	0755-82134356 15999667170 zhaoxi@guosen.com.cn
王耀宇	18601123617				
陈孜譞	18901140709				