



阳光私募熊途逢生

国金证券 杨舒 张剑辉

在经历了过去几年的高速发展后，随着投资环境的低迷，阳光私募行业的发展较前几年明显放缓。

据国金证券统计，在769只运行超过一年的传统阳光私募中，共有368只产品2012年度绝对收益为负，占比达48%，对比市场的先抑后扬走势，意味着有半数甚至更高的私募管理人在过去一年没有业绩提成。而管理费中私募实际获取的或也有限，这对于动辄数百万元的公司运营成本而言无疑杯水车薪。一批中小型私募在本轮行业洗牌中被淘汰出局，也有部分大型私募在牛市中收益领跑却不善于熊市的生存之道，眼下同样面临经营入不敷出、人才流失等生存困境。

然而，正所谓“不破不立”，就在2012年资本市场最寒冷的严冬中，阳光私募行业迎来了新的发展契机，2013年或许是行业进一步快速发展的新起点。

法律地位确立

2012年12月28日，《基金法》修订通过，拟允许符合条件的证券公司、保险资产管理机构、私募证券投资基金管理机构三类机构直接开展公募基金管理业务，明确将非公开募集基金纳入监管。这意味着阳光私募的合法性首次得到确认。修改后的新《基金法》2013年年中即将实施，在监管更加规范、发行成本降低、产品创新及业务开展空间拓宽等一系列利好因素推动下，阳光私募行业的发展前景无疑更加值得期待。

2007年以来非公开募集基金快速崛起，管理规模逐步攀升，其中的阳光私募可谓中坚力量。但监管的缺席令这一行业成为灰色地带，个别私募的“丑闻”抹黑了私募业的社会形象。可以预见在有法可依的新格局之下，阳光私募行业得以“正名”，树立良好公信力，未来发展能够更加健康和规范，广大投资者的权益也能得到有效保护。

私募纳入监管后无需借道信托牌照实现“阳光化”，其发行成本将显著降低。此前因存量信托账户有限催生高额账户管理费，一度遏制了私募业发展。另外，多通道的提供也进一步加速了私募对

冲时代的开启。此前受制于信托在对冲工具方面的限制，私募熊市中只能通过控仓选股避险，做空机制难以实现。随着新《基金法》实施，私募在投资工具和套利方面的选择更加宽松，有利于在不同市场环境下实现绝对收益目标。新《基金法》规定非公开募集基金管理人达到规定条件，经核准可从事公募基金管理业务，为阳光私募发行公募基金产品预留了机会。这意味着私募的业务范围可延伸至公募领域，其未来发展空间得以进一步拓宽。

信托账户开闸

2012年8月31日，中国证券登记结算有限责任公司发布《关于信托产品开户与结算有关问题的通知》，标志着信托产品开户时隔三年正式恢复。按照《信托通知》，信托公司可自行开立证券账户参与证券交易，或按照市场化原则，自主选择委托基金公司专户理财、证券公司定向资产管理计划参与证券交易。为便于信托产品参与证券交易，《信托通知》规定：一个信托产品每委托一家证券公司或基金管理公司进行资产管理，可以在沪、深市场各开立一个专用账户。对于阳光私募而言，信托账户重新开放有利于降低产品发行成本，解

除私募行业发展的一大桎梏。

投资工具放开

自2011年银监会《信托公司参与股指期货交易业务指引》出台并施行以来，目前已有8家信托公司获准进入股指期货市场，阳光私募试水对冲领域的队伍规模正在不断壮大。参与股指期货意味着增加了套期保值和套利的策略，为阳光私募提供了避险工具。未来随着金融创新的进一步推进，阳光私募的投资方向及策略选择有望进一步拓宽，为私募行业的创新转型开启新的途径。

行业创新加速

在投资工具放开以及“穷则思变”等因素推动下，2012年阳光私募行业的最大亮点便是创新步伐加速，策略多元化的创新产品在证券市场的严冬中犹如雨后春笋涌现。根据国金分类，目前多种策略私募主要涉及宏观策略、市场中性策略、相对价值套利策略、固定收益策略、事件驱动策略等类别。其中，相对价值套利策略、固定收益策略、市场中性策略风险较低，事件驱动策略、（全球）宏观策略等风险

相对略高。

市场中性策略

目前最为普遍，现有私募多利用量化对冲手段追求阿尔法收益，在波动较大的市场环境中往往能取得更好效果。2012年国金统计范围内共有市场中性策略私募22只，其中部分业绩好于同期市场及传统型私募。而且，该策略产品的风控水平具备优势，波动率、下行风险及最大回撤等指标均明显低于同期市场。该类型私募中，倚天阁投资管理的西部信托·信合东方年度收益超过20%表现抢眼，北京尊嘉资产凭借平稳收益及良好的回撤控制，在冷清的发行市场中实现管理规模稳步上升，策略经受规模的有效考验。

相对价值套利策略

重点强调时效性，对程序化模型、套利平台等技术均有很高要求，目前国内尚处于初步发展阶段。截至12月底，纳入国金统计的相对价值套利策略产品共计36只，主要涉及ETF套利、分级基金套利、股指期货套利中的跨期套利及期现套利策略。从实际运作效果来看，套利品种各阶

年报季 学学财报点穴手

中瑞岳华会计师事务所 张连起

随着价值投资理念逐渐凸显，上市公司的业绩状况与股价变动相关，年报成为反映公司内在价值的“温度计”。如果把资产负债表比喻为人体的“骨骼”，利润表就是“肌肉”，现金流量表则是“血液”。仔细分析关键指标间的关系，普通投资者也能如同庖丁解牛一般在其中游刃有余。

财报中“花招”不少。分析关键财务指标之间的关系，可以得出如下结论：没有营业收入增长支持的净利润增长不值钱；没有经营性现金净流量支撑的净利润不可靠；没有导致净资产增加的净利润则是数字游戏。不论是净利润增幅偏离营收增幅，还是净利润偏离现金流量，都需要投资者擦亮眼睛，看出蹊跷的所在。下面的四个关键分析方法将助你“功力大增”。

【偿债能力分析】 用速动比率衡量更科学

流动比率=流动资产／流动负债。流动比率过低说明公司的偿债能力较差，流动资金不够充足，短期财务状况不佳；流动比率过高则表明公司的管理可能过于保守，将资金过多地使用在流动性较强的资产上，而放弃了某些投资的机会。

速动比率=速动资产（流动资产－存货）／流动负债。存货能否在不受损失的情况下变成现金以支付债务具有不确定性，不同性质的存货对于企业来说具有不同意义。用扣除了存货的速动比率衡量公司短期偿债能力比流动比率更科学。

【盈利能力分析】 关注毛利率和股东权益收益率

盈利能力是指企业获取利润的能力，

企业的盈利能力越强，则其给予股东的回报越高，企业价值越大。

毛利率是一个举足轻重的参考项，销售毛利率=（销售收入－销售成本）／销售收入。

毛利率的升降，直接反映了上市公司主营业务盈利能力的变化，人为操纵的空间较小。尽管也可以通过操纵存货结转成本的手段虚增毛利率，但是相比操纵减值准备和其他非经营性损益，难度更大，因此毛利率的变化相对更加客观。

有些上市公司为了粉饰营业收入会有意从事一些交易金额很大但毛利率很低的商品流通或交易代理业务。当看到企业营业收入出现大幅上涨时，别激动，看毛利率有没有明显下降的情况。

股东权益收益率=税后净收益／股东权益，其是与股东关系密切的一个财务指标，反映公司所有股东投入资本的收益状况，如果偏低，说明上市公司不能给股东提供足够的报酬，也就不能吸引潜在的投资者。

【投资收益分析】 每股净收益和市盈率

每股净收益=税后净收益／股票数量。每股净收益一部分以股息形式派发给普通股股东，一部分以留存收益的形式留在上市公司用于再生产。它的高低是发放股息和股票升值的基础。

市盈率=每股市价／每股净收益，其表示投资者愿意为公司1元钱的净收益支付多少元的股价。市盈率是投资者评价股票价值常用的依据，市盈率高说明公司盈利能力较低或是股价偏高；市盈率低说明公司盈利能力强或是股价偏低。

【现金流量分析】 首先要观察现金的净增加额

如果把公司盈利看做汽车的“速度仪”，经营活动产生的现金流量就好似“油箱中的油”。“速度仪”可能好看，油却没了。如果企业的现金净增加额主要来自生产经营活动产生的现金流量净额，可以反映出企业营销能力一般较强；如果企业的现金净额主要是投资活动产生的，甚至是由处置固定资产、无形资产和其他长期资产而增加的，这可能反映出企业生产经营能力削弱，但也可能是企业为了走出困境而调整资产结构；如果企业现金净增加额主要是由于筹资活动引起的，意味着企业将支付更多的利息或股利，它未来的现金流量净增加额必须更大，否则，企业就可能承受较大的财务风险。

现金流量净增加额也可能是负值，即现金流量净额减少，这一般是不良信息，因为至少企业短期偿债能力会受到影响。但如果企业经营活动产生的现金流量净额是正数，且数额较大，而企业整体上现金流量净减少并不意味着企业经营能力不佳，而是意味着企业未来可能有更大的现金流入。如果企业现金流量净减少主要是由于偿还债务及利息引起的，这就意味着企业未来用于满足偿付需要的现金可能将减少，企业财务风险变小，只要企业营销状况正常，企业不一定就会走向衰退。当然，短时期内使用过多的现金用于偿债，可能引起企业资金周转困难。

财富观点

争吵了一年的银行股投资价值问题，随着近期A股的反弹有了初步结果。在银行股上大获其利的史玉柱甚至总结说，买股很简单，只要看有没有增长前景和价值低估就行了。这让不少投资者开始重新审视“价值投资”理念。

计然之计

张忱

春秋时期，越王勾践被困于会稽山，开始任用计然、范蠡师徒以求东山再起。计然建议说，“知斗则修备，时用则知物，二者形则万货之情可得而观已”。也就是说，知道要打仗，就要做好战备；了解货物何时为人需求购用，才算懂得各种商品和货物的价值。善于将“时”与“用”相对照，那么各种货物的价值就能看得很清楚。

计然之言，当然重在治国之道。但就像范蠡说的，计然的策略，施于国可求富强，用之家可得财富，范蠡自己后来的经历就是一个有力的佐证。将“时”“用”对照来看，“旱则资舟，水则资车”，利用“时”的周期性变动来反向投资获利，就是计然价值投资理念的体现。在他看来，岁时有旱涝不同，年景也就有丰饥之别。好年景和坏年景都在周期性的变化，没有什么可以永恒。面对这变动不居的行情，不能追涨杀跌，而要旱时备船以待涝；涝时备车以待旱。究其原因，也不难理解。干旱的时候，航道阻滞，船价自然下跌，此时大量买船，待到雨丰水涨，陆路不通之时，曾经被贱卖的船就可以迎来价值回归，投资者也可坐收“渔利”。

但在计然的理念里，投资也不能只看“时”，也要看“用”，也就是投

资标的的内在价值。之所以车船可以在低价时大量囤积，是因为车船属于交通运输工具，无论旱涝，都有相对刚性的市场需求，而且车船都可以长期使用，损耗比较小，其内在价值相对恒定。如果物品的内在价值不确定，或随着时间的推移，有很大的贬值风险，即使价格再低，也不能贸然买进。

计然的“贵出如粪土，贱取如珠玉”的看法，与巴菲特的价值投资理念有相通之处。巴菲特就认为，应该利用市场的愚蠢，进行有规律的投资，而且投资标的的未来收益，必须有很高的确定性。

当然，在现代社会，市场变得越来越复杂，影响市场的因素也要比农业社会复杂很多。以股市为例，其波动有时极大有时极小，有时极快有时极慢，几乎无法预测。“忧”和“贪”的情绪也会周期性的爆发，让投资者的损失增加。但波动再大，价值也会回归，总有合适的“车”“船”，一旦机会来临，投资者就能获得丰厚的回报。在国内A股市场，近期创出新高的上海家化和格力电器等股票就是例子。所以，市场和价格的波动并不可怕，可怕的是找不到判断“车”“船”的办法，和丧失买入“车”“船”的信心。

风险提示：本刊数据、观点不构成投资依据，入市投资盈亏自负