

两年被“做空潮”严重影响的中概股正在走出困境。截至美国时间2014年3月11日收盘，美国3大交易所的201只中概股中有44只上涨，年初至今股价涨幅超过100%的有14只，68家中概股涨幅在20%以上。持续关注中概股的国内投资者喜笑颜开，这是“王者归来”的开始吗？



谁的第一单

谁的最后一单

齐平

万事开头难。

打破“中国式刚性兑付”僵局的口子从哪里撕开，一直令人颇费踌躇。但自从“11起日债”因不能按时全额支付第二期利息而包揽公募债市实质性违约的第一单之后，一切就没那么艰难了：自3月21日起，“11天威债”也将因公司连续两年亏损暂停上市；接下来也许还有华锐债，也许还有一长串低信用等级的公司债。

没人愿意看到金融产品违约的情况，但该来的总是会来的。长期以来，债市、信托等用非市场化手段支撑“零违约”，弊端已是显而易见：市场化违约机制不能正常发挥作用，就难以形成有效的风险分摊和合理的风险定价，金融市场的资源配置功能受到严重扭曲。

一个没有经历过违约事件考验的市场，不能算是真正的市场。毫不夸张地说，市场各方已经在期待这样一次违约事件的发生。

今年两会期间，中国银监会前主席刘明康委员在发言中说，中国债券市场的根本性缺陷之一是各种隐性担保，必须尽快实现各类债券的正常违约机制。

也曾有专家建言：“必须找出一两个信托产品，真正让它破产重组，让相关方、投资者受到一定的损失。通过这种方式逐步让市场知道信托产品有风险。”

说来有点残忍的是，“11起日债”确实是那个适合被“找出”的理想对象。经过一年多连续“吹风”，债券价格已有相当跌幅，而此次违约只涉及8000多万元利息，风险相对可控。有专家打了个比喻：这就像是在不断被吹大的气球上扎个小孔，让集聚的金融风险渐次释放，避免爆炸。

比喻很生动，但现实很冷酷。中国金融市场进步的这一个“小孔”，摊到每一位直接承受损失的投资者身上，可能就是吞噬个人和家庭幸福的“黑洞”。谁也没理由要求他们多么豁达。近日，超日债投资者接连起诉发行涉及的评级机构、保荐机构和证交所，还准备诉证监会“行政不作为”。

市场不相信眼泪。但要让投资者相信这一点，真的很难。空口白牙的教育难收实效，真金白银的教训才入脑入心。与债民的激愤形成强烈对比的是股民的沉默：同样以超日太阳公司为标的，3年间*ST超日股价跌去8成多，眼下还面临退市的风险，股民更多的是“打落牙齿和血吞”。这种境界不是天然养成，而是来自市场的历练。

从一些“吐槽”也可以看出，习惯“零风险”环境的投资者对亏损明显心理准备不足。比如：购买债券就是为了风险低——咱凭什么认为年回报近9%的投资会毫无风险？比如，AA级债券此前从未出现过违约风险——只看从前不想往后，本来就犯了投资的大忌。

种种迹象表明：一个为过去的“零风险”埋单的时刻正日益迫近，作为投资者，必须打破残留的“零风险意识”，抬升自己的风险容忍度。

但更重要的，“买者自负”的前提，必须是“卖者有责”。在劝说投资者接受“愿赌服输”的结局时，利益链条上的各方应当首先反省自己是否尽到了本分。即使在按有关方面回属于“典型的市场化事件”的超日债违约中，不仅有不可控的市场因素和企业经营风险，也掺杂着包装发行、业绩变脸等行业通病。在一个破旧底子上描绘出的“第一单”，意义难免大打折扣。

如果这打破刚性兑付的“第一单”，也能成为杜绝强势机构侵占中小投资者利益的“最后一单”，超日债投资者的付出才算值得。

本刊执行主编 刘溟
编辑 谢慧 常艳军 陈果静
联系邮箱 jrbmlm@live.cn



一大波中概股袭来

本报记者 周琳

比增长84%。

有的是IPO前较少盈利，或刚扭亏为盈。如2013年上半年去哪儿网净亏损1693万美元，58同城净利润仅为28万美元，在2013年第二季度刚刚扭亏为盈。兰亭集势在2012年第四季度首次实现季度盈利。

美国投资者总希望在赴美上市的中国公司中找寻美国模式的“镜子公司”。最早打开美股市场大门的中国公司，基本上依靠编织美国同类商业模式的故事获得青睐。大家熟知的百度与谷歌、新浪和推特、人人网和脸谱网站，正是如此。

“这些看似有‘抄袭’嫌疑的商业模式一度被嘲笑为C2C，即复制到中国(Copy to China)，在本轮上市的8家公司中，有相当一部分互联网公司看似源自美国版的‘镜子’，但实际上他们都有独门秘籍。”

互联网分析师黄渊普说，汽车之家正在从专做线上的“一站式”汽车资讯平台，向线上至线下O2O(online to offline)整合的汽车电商转型；500彩票网与国外的Bwin、威廉希尔等博彩网站有相似之处，但已改变自身坐庄模式，采用销售分发渠道代售再收取佣金发展；以垂直搜索引擎起家的去哪儿网可以比作Priceline公司，目前正借助TTS模式(Total Solution)分享在线旅游代理商的蛋糕；58同城可谓中国的Craigslist公司，也正在由分类信息平台向综合交易平台转型。

而另一个特点是这些公司上市的故事，都在围绕时下流行的互联网垂直领域寻找投资人喜欢的噱头。“垂直，说白了就是分众化，不去针对所有消费群体、覆盖所有行业，而是针对某一特定领域。垂直网站就是专业网站，力求成为关心某一领域网民的首站。”

寻找投资机遇

从被“猎杀”到走上恢复通道，中概股用的时间似乎不长。长期投资美国股市的国泰基金QDII基金经理吴向军认为，这波“猎杀”热潮并没有真正“伤”到在美国纽约证券交易所、纳斯达克证券交易所、美国证券交易所等3大证券交易所上市的中概股，主要受影响的是在PINK板和OTCBB板上上市的320余只中概股。由于此前交易量不活跃、财报造假预期增加等因素，PINK板和OTCBB板的中概股更容易成为潜在的做空对象。

最新统计显示，以百度、搜狐、网易等30家上市公司为成分股的i美股中概30指数，由2013年2月19日的674.05点迅速回升至2014年2月17日的

1278.83点，近1年时间涨幅达89.6%，恢复迅速。

个股方面，Wind资讯统计，在201只美国中概股中，年初至3月11日收盘，涨幅超过20%的达68只，其中纳斯达克上市的中概股41家、纽约交易所19家、美国证券交易所8家。绝大多数在3大交易所上市的高科技股、光伏业股票都恢复迅速。但也有部分老牌中概股走势不尽如人意。例如，新浪累计跌幅达16.91%。

那么，现在是投资中概股的好时机吗？

吴向军认为，从已经披露的2013年第四季度财报看，美国3大交易所的中概股业绩都不错，其中，网易、搜狐、携程等公司的营业总收入和净利润指标都比去年同期大幅增加，具备阶段性行情投资机会。

3大证券交易所上市的中概股主要集中在互联网、新能源、传媒、房地产、制药等行业。随着并购的增多，传统行业的中概股有减少趋势。应特别注意并购题材的高科技股、光伏行业的政策利好以及传媒业转型发展的趋势。

但是，应该看到，未来中概股仍有一定投资风险。

雪球财经i美股网站内容总监钟日昕认为，围绕中概股财务问题的争议并未烟消云散，今年1月22日的美国证券交易委员会拟暂停四大会计师事务所中国业务的事件，让中概股走势蒙上了阴影，并可能持续影响其在2014年的表现，投资者应谨慎出手。

迎接财富管理的“私人定制”

李锋

年纳入统计的72家基金公司中，特定客户资产管理规模已接近2000亿元；2013年以来，专户产品得到迅猛的发展，专户业绩也突飞猛进，据全景网统计，专户业绩去年最高达47%，平均收益达15%。良好的业绩表现使得专户产品规模快速增长，中登公司统计数据显示，2013年末，专户账户总数已达3859户，创下基金专户的新高。

以上数据表明，随着非公业务盈利能力和资产规模的扩大，国内资产管理行业进入“私人定制”时代。

首先，专户产品设计灵活，更能贴近客户的实际需求。与公募产品主要是契合市场上大部分投资者的需求进行产品设计不

同，专户产品主要是针对一个或特定数量的高净值客户进行产品开发，因此专户产品是名副其实的“私人定制”，产品创新与客户需求的吻合度更高。

其次，专户产品一般以绝对收益为主，确实为客户提供符合其风险收益特征的绝对收益产品。与公募产品一般注重相对收益不同，专户产品更贴近客户的收益预期，考核及收益的分享也专注于产品的绝对收益。

再次，专户产品比公募产品有更灵活的投资比例和仓位设置，公募产品一般都需要明确的各类资产的投资比例、最低和最高的仓位限制，以及现金资产的最低额

度等，在一定程度上降低了公募产品的投资和操作灵活性、投资效率。专户产品则设置更加灵活，对各类资产并没有明确的比例限制和仓位控制，可以根据市场的变化采取有效的投资策略，大幅提高投资效率和效果。

最后，专户产品实行更加市场化的业绩分享机制。对于公募产品来说，基金管理公司一般按照规模提前管理费收入，与产品的收益水平之间是间接的关系。

专户产品则会设置更加市场化的费率与业绩激励机制，基金公司的收入与产品的业绩表现直接挂钩，更有利于促进双方的合作。

猎杀中概股

2011年1月份至2012年4月份，在美国上市的中国概念股经历了几轮前所未有的“做空潮”。股票的做空是指投资者预期未来股票的价格下跌，将手中股票按目前价格卖出，待行情跌后买进，获取差价利润。其交易行为特点为先卖后买。

资深互联网分析师洪波介绍，这些“做空”潮的基本盈利模式有3步。首先充分调研，找到某家中概股公司的财务漏洞和虚假数据，确定做空个股并卖出。其次，发布做空报告，致使股价下跌，并通过集体诉讼等形式促使股价再次下跌。最后，低价买进获取差价利润。这其中的关键是要做好研究，选择精准“猎杀”目标。

东方纸业、绿诺科技、中国高速频道成为第一批被机构猎杀的对象，随后市场恐慌波及几乎所有中概股。截至2012年3月份，在美国上市的263只中概股中，有202只股票的每股价格下跌至5美元以下，占比近77%。

“此轮做空是纯粹的商业行为，但对财报、业绩真实的中概股来说无疑不公平，对即将上市的国内公司来说影响也是持久的。2012年赴美上市的中国公司总数仅为2家，与2010年、2011年相比，无论是融资额还是家数都小得可怜。后续许多有意上市的中国企业家都如履薄冰，生怕被做空机构盯上。美国有关方面对中国公司的审查也更为严格。”洪波说。

重返华尔街

直到2013年初，中概股才渐渐恢复元气。郭去疾、杨崇和、姚劲波、庄辰超、秦致等一批国内企业家掀起重返华尔街的热潮。在6个月时间内，先后有兰亭集势、澜起科技、58同城、去哪儿网、久邦数码、500彩票网和汽车之家等8家国内公司成功在美国股市IPO。

“本轮上市热潮中，公司数量和融资规模可谓比上不足比下有余，盈利能力有待进一步考察。”中国互联网络信息中心(CNNIC)分析师朱妮说，上市的8家中国公司融资总额约为8亿美元，而2012年仅有两家中国公司、融资额仅为1.53亿美元。2011年公司数量达11个，融资总额超过20亿美元。2010年公司数量达43家，融资总额近40亿美元。

“从个体看，此前呼声较高的几家公司，有匆忙上市之感，而且除了久邦数码外，单个公司的融资额并不很大。”朱妮说。兰亭集势、500彩票网、澜起科技、58同城、去哪儿网、汽车之家、久邦数码的融资额分别为8625万美元、1.2亿美元、7100万美元、2.3亿美元、1.25亿美元、1.3亿美元、4.58亿美元。

“尽管中国公司在美上市规模仍低于2010年和2011年的水平，但已经显现出明显的复苏态势。”中央财经大学金融学院教授郭田勇说。

这批赴美上市公司中，有的财大气粗，账面很漂亮。汽车之家2013年前3季度营收约1.3亿美元、净利润约5500万美元，分别较2012年同期增长62%和近200%。澜起科技2013年上半年营收同比增加33%，净利润超过800万美元。500彩票网在2013年前3个季度营收为2670万美元，较2012年同比增长25%，净利润同比增长96%。久邦数码2013年前3季度营收约3800万美元，同