

走出头脑中的  
确定性世界

交银制造基金经理 王少成



测不准原理是量子力学中的一个基本原理,其描述了微观世界的观察中,粒子的位置与动量不可同时被确定。与日常生活的经验不同,微观世界的粒子处于一种或然性的存在状态,宣示了随机性或不确定性是微观世界的基础图景。

从外部世界回到股票市场,同样能发现类似的测不准原理,甚至类似的问题在股市中表现得更为突出。

在股市中,投资者表面上交易的是股票,其更为本质的交易对象是基于事实的不同看法或者基于共同观念的不同事实。所以,对于投资者来说,大部分时候是难以分辨投资价值的依据到底是事实还是观念。作为职业投资者,日日反省自身的投资逻辑,也经常彷徨于事实和观念之间,无法自拔。

偏执于事实和观念,对于A股投资者来说都不是很好的选择。经典的价值投资者坚信基本面对股价的单向决定作用,无惧市场的恐惧和贪婪。不过,依据客观尺度投资所面临的困境是,其需要忍受的时间长度可能远远超过一个职业投资者的职业生涯。

而另一个极端,完全以他人为尺度,跟随市场追涨杀跌,沉迷于凯恩斯式的选美游戏或所谓的拼图抢答游戏,虽然已经成为A股众多职业投资者的生存之道,可稍微分析一点长周期的数据就会发现,这种投资模式对长期稳定的收益并无贡献。

那么A股职业投资者的出路在哪里?关于这个问题,笔者也没有结论。在经历了2013年以来A股创业板的疯狂后,相信很多投资者感觉到迷惘。笔者认为现在重要的是需要在反馈的视角下重新思考众多投资相关的基本范畴,以积极适应未来各种投资机会的涌现。

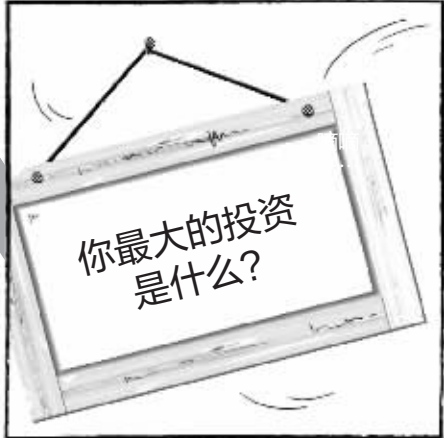
人类社会本身就是一个远离平衡态的耗散系统,用静态和均衡的方法来解释,局限性很明显。

当下中国正经历深刻的改革和转型,又恰逢移动互联网大潮,既有权利体系正被解构,社会结构也在发生深刻变革,以往的经验和方法都需要重新检验其适用性。反映在A股市场的投资上,需要认真对待市场中的不确定性,不能静态均衡地去生搬硬套,而是用动态的、演化的、反馈的视角反复审视和辨析,勇敢地走出自身头脑中的确定性世界,这样才有可能逐步接近未来真实的市场。



最大的投资

跌涨停 / 志 / 峰



传统上看,风险投资是将资本投向蕴藏着失败风险的高新技术及其产品的研究开发领域,促使高新技术成果尽快商品化、产业化,以获得高资本收益。但也有风投机构在项目选择上另辟蹊径,走上了一条区别于传统风投的道路……

风投的另类生意

本报记者 何 川

英特尔、苹果、谷歌……这一个个影响时代的科技巨头背后,作为创新型科技企业“孵化器”的风险投资机构(VC/PE),如红杉资本、KPCB和安德森·霍洛维茨基金等功不可没。随着上个世纪90年代国外风投机构陆续进入我国市场,以及新浪、腾讯、百度等互联网企业相继登陆资本市场,“天使投资人”、“GP/LP”等术语也逐渐为人所熟知。



跟着国家补贴跑

通常而言,风投机构运作项目的整个流程主要包括四个阶段,即募资、投资、管理和退出等。对于风投机构而言,如何选择合适的项目是其考虑的重点。

“在投资项目的选择上,我们比较倾向于国家‘十二五’规划重点扶持的节能环保、新一代信息技术等战略性新兴产业,及行业内有望形成核心竞争力的公司。这类项目符合经济结构转型升级的大趋势,能享受一定财政补贴等优惠,退出预期也相对看好。”力合清源创业投资管理有限公司投资总监蒋宇表示,项目投资要讲究顺势而为。

以LED照明行业为例,近年来LED路灯采购招标、半导体照明“十二五”规划等

利好政策频出,2012年发布的《国家基本公共服务体系“十二五”规划》提出安排22亿元补贴资金支持推广节能灯和LED灯。一时间,各路风投资金纷纷入驻LED行业。

“当时我们看中LED照明行业的创业型公司,一方面在政府产业政策引导下,其财政补贴对提升公司业绩能有实质性利好;另一方面,当时这类企业在上市方面也具比较优势,利于投资项目退出后的增值兑现。”一家PE机构的内部人士说。

据统计,仅2012年一季度,就有茂硕电源、长方照明、聚飞光电等8家LED企业获得上市或者过会待发,这比2011年全年LED企业上市总数还多。提前布局LED

企业的同创伟业、保腾创投、长飞投资等PE机构也因此赚得盆满钵满。

投中集团分析师李玲表示,虽然政府财政补贴是支持创业企业发展的一种有效方式,但风投在投资时应着重考察其盈利模式,那些主要靠政府补贴及获得政府订单的企业未来所面临的不确定性较大。

“对于受政策影响较大的行业,我们会仔细分析公司营收中政府补贴占比的大小。如果逾七成的盈利来自于政府各种形式补助,说明公司盈利能力有限,一般不会考虑这样的企业。”上述PE人士说,即使纯粹依靠政策导向做项目,风投也会思考一哄而上之后,行业未来是否面临产能过剩等问题。

投资不避“烂苹果”

据清科研究中心数据统计,今年一季度成长型投资有89起,PIPE(私人股权投资)已上市公司股份)策略投资有22起,另外还出现两起并购。虽然PIPE的投资案例数目不及传统的成长型投资,但其资金投资占总额的47.1%,超过了成长型投资。

“区别于传统的投资未上市公司项目,PE投资已上市公司定增这种PIPE投资近年来已逐渐升温。”李玲认为这与风投行业面临的投资和退出环境有关,一方面经历过前些年行业的“野蛮生长”后,优质的Pre-IPO机会已大幅减少;另一方面停滞滞逾一年之久的IPO重启后仍是磕磕绊绊,PE在一、二级市场套利前景不如以前明朗。

但归根到底,定增项目带来可观的回报是风投选择PIPE策略的根本原因。PE机构深创投在去年一季度参与上市公司欧菲光的定增项目,总投资额约1.92亿元,交易价格为37元/股。截至今年4月18日收盘,欧菲光每股股价已达46.9元,给深创投带来良好回报。

“风投采取PIPE投资能增加PE资本流动性,提高PE资本的变现能力。同时,从已投资项目所处的孵化、成长和成熟等不同阶段考虑,PIPE投资还能平衡公司自身资产组合,以平抑风险。”蒋宇说。

李玲表示:“对于很多风投机构而言,以创投业务为核心、衍生上下游产业链是其未来发展方向,而参与上市公司定增项目是风投涉足二级市场最直接有效的方式,未来PIPE投资将有良好的发展前景。”

今年一季度,新兴产业成为风投投资的密集区,仅互联网领域就有26起投资案例,排名第二的为生物技术/医疗健康,共有11起,电信及增值业务有9起,与机械制造并列第三。虽然战略性新兴产业最为受宠,但仍有一些风投逆市而行,对一些传统行业中的成熟期企业,甚至是业绩亏损而需要政府补贴的公司“情有独钟”。

以平安创新资本为例,去年12月,公司耗资约6亿元申购重庆钢铁定向增发的2.12亿股,投资占股比例为4.78%。重庆钢铁公告称,此次向平安创新资本等5家

机构实施股份增发是为完成向大股东重钢集团收购相关资产的运作,实现重钢集团钢铁资产整体上市。

但重庆钢铁近年来的业绩不尽如人意。年报显示,2011年重庆钢铁亏损14.7亿元,2012年由于收到20亿元的巨额政府补贴,公司实现净利润9881万元,但2013年公司再度大幅亏损24.99亿元。从二级市场表现上看,自申购当日至4月18日收盘,公司股价已下跌11.83%。

“目前传统行业整体并不景气,部分上市公司经营困难,风投增资入股这类企业,或主要是看好公司重组后的表现,尽管短期可能变化并不明显。”李玲说,由于这类上市公司股价大多处于低位,风投能以较低成本入驻,风险偏小,未来退出时较IPO也相对容易。

“风投大手笔参与业绩较差的上市公司定增,也不排除存在着某种‘买壳’意味。”蒋宇表示,与一般PE不同,这类风投会参与买壳重组的过程,通过借壳上市后再实现退出。

风投眼中的财务报表

彭 江

人的公司,风投基金仅仅是在公司的发展阶段予以资金帮助,待公司成长后再通过并购、上市转让股份获利。所以,作为公司的创始人应注意股权结构的合理构建,一定要牢牢把控住公司的控股权。一个成长的公司,在获取风投支持时往往是通过好几轮融资、好几家风投基金参与。如果在A轮融资中,创始人就丧失了控股权,就算公司再好,别的风投基金也可能望而却步。

**第二句话是,问渠哪得清如许,为有源头“活水”来**

风投关注公司的未来。未来如何,得看有没有“活水”,也就是公司的现金流。公司在成长阶段往往自身规模小、资产少、负债能力弱,但是这没有关系,风投经理看重的是未来的盈利能力,现金流量表中的现金流是其重点关注的对象。

有句话叫做有技术不等于有产品,有产品不等于有市场。科学家得变成企业家,企业才能成功。拥有先进技术的公司很多,但能把先进技术转换成产品卖出去的公司就比较少了。很多公司关门不是因为技术不好,也不是因为行业不景气,而是因为无法获得市场的认可,无法实现从产品到商品那惊险的一跳。在风投经理眼中,公司只有实现现金的流入才能说明这个公司有力量卖出产品,而能将产品卖出去的公司才是好公司、有发展前途的公司。一个卖不出去产品的公司,风投是不敢贸然投资的。

风投其实并不神秘,创业融资也并非难事。如果你成立了公司,公司股权结构良好,又拥有良好的现金流,对未来的销售市场可以实现良好的把控,那风投基金就可能助你实现公司的腾飞和壮大。

二季度  
金融产品投资  
你看上了谁?

国金证券 张 宇 王聘聘

立足4月,从全球市场来看,由于欧洲和美国在经济与货币政策方面的平衡,预计美元指数二季度略强,美元较新兴国家货币继续保持强势。基于全球经济的低相关性,由于新兴市场国家的风险和地缘政治风险,美股在二季度的波动有望加大。但是,美国经济高质量的复苏,使得美股下行的空间有限。总体上,二季度全球风险资产的波动性风险加大,投资者应更加关注安全边际较高的低估值蓝筹板块和低风险品种。

风格资产上,近期标普500指数的下跌板块集中在前期表现好的医疗保健板块和科技板块。一方面由于进入季报公布期,投资者对于科技等成长股的高估值产生忧虑,拖累纳斯达克指数创2011年11月以来最大单日跌幅。

另一方面,在经历了2013年的高涨幅之后,美股投资者积累的获利盘也有释放压力。

在大类资产的选择上,二季度在股票市场中建议多看价值股,看空成长股;商品市场中则看多农产品和黄金。其中,农产品今年以来的表现一直领先与天气变化有关;而黄金可以用来对冲未来全球股票市场波动率增大的风险。

综合以上分析,在4月份的投资品种上,对开放式权益类基金,建议采取相对防御的策略,降低权益类资产的配置比例,在类型搭配上适当增加灵活配置型或者保守配置型基金,强调整体的灵活性及防御性。其中以主题投资为策略且具备良好投资管理能力的基金,可作为配置的重点。

而对开放式债券型基金,维持“提高组合信用等级”的投资思路,建议优选侧重利率债或高评级债的基金,这样既能够在一定程度上规避去杠杆和信用违约风险,也可以获取相对稳定的票息收益,同时还可以通过波段交易获取阶段性资本利得收益。

统计结果显示,诺安债券、招商收益、中银增利、华安债券、工银添利等基金可重点关注。

理财类债基收益短期则难有表现,其相对更适合于对资金流动性没有较高要求的投资者,可重点关注易方达、富国、南方、中银、招商、广发等管理人旗下产品。

证券投资基金私募基金二季度机会与风险并存,建议投资者维持常态仓位,以股票多头策略产品的配置为主。

京津冀一体化、优先股试点、8000亿铁路投资、沪港通等一系列政策的出台,均利好蓝筹股,蓝筹股存在估值修复行情;在经济转型的背景下,成长股值得长期持有,但是短期面临调整的风险,建议投资者均衡配置价值、成长风格产品。

在券商集合理财产品上,适当回避风险较高的指数型、定向增发型产品,以业绩稳定性较高、市场相关程度相对较小的债券型、货币型、保本策略以及量化对冲套利类型的品种作为投资重点;海外市场QDII基金,建议配置成熟市场农业、消费品行业基金,以及黄金主题基金。