

# EQUITY INVESTMENT: THE LEGEND OF CREATING BILLIONAIRE



随着创业板的推出，一张通过股权投资持有企业股票，借助企业在创业板上市，从而在资本市场实现财富巨幅增长的富豪名单也浮出水面，众多媒体也开始津津乐道于一个创业板公司究竟制造了多少个千万富翁。而更多的投资者则开始考虑有关参与私人股权投资的问题，以期有朝一日也能修得正果，令所投资的企业实现上市，创造又一个财富神话。

的确，中国的私人股权投资从来没有像现在这样受人关注，也从来没有像现在这样对资金具有极大的吸引力。那么，如何看待这波私人股权投资热呢？什么样的投资者才适合参与私人股权投资？进行私人股权投资最大的风险又是什么呢？笔者就股权投资的相关问题作如下解析。

# 旁观造富神话： 股权投资

文\_桂浩明 责任编辑\_张丽

## 私人股权投资

一般来说，私人股权投资是一种带有某种实业投资色彩的证券投资，其特点在于投资者在买入该企业股权时，这个企业并不是上市公司，也可能根本就没有上市的计划，或者那时也完全不符合上市要求。买此类企业的股权与投资该公司所从事的实业一样，就是一种实业投资活动。但它又有其特殊性，与实业投资相比，股权投资是以私人股权投资的形式介入投资者，所购入的股权数量一般不会多，因此股权投资只是一个财务投资者，通常不会参与公司的具体管理，而这与搞实业投资需亲历亲为是明显不同的。换言之，私人股权投资的逻辑起点是购买某个有限责任公司的股权，其盈利模式是通过公司的良好经营来获取红利回报，至于说到企业变为股份有限公司，最后能成功地实现上市，并在资本市场上兑现投资收益，那完全是将来的事。

现在，许多人看到一些公司在创业板上市以后，股价飞涨，当年不算太多的投入此时却迅速膨胀，资产增值几十倍。这次首批28个创业板公司上市，就有上百位公司股东一夜之间变得身价上亿，令旁人艳羡不已。其中一个案例是上海徐家汇商城被批准公开发行股票，公司股东中有文化界著名人士余秋雨，当年他花了200多万元认购了一部分公司股票，谁料到如今这部分股票的价值居然跃升至上亿元。要知道，余秋雨的这部分股票原来是公司一些内部职工所持有的，他们见股票迟迟未能上市，就要求退股，公司统一收购后由余秋雨转买过来。早知今日，何必当初，面对当前的市值，相信这些退股股东都不免有此感慨，不过这也道出了私人股权投资的一大特点：投资具有未来的极端不确定性。

## 别被高收益蒙蔽双眼

如果是投资实业的话，投资者一般对企业是比较了解的，而且多半还参与一定的经营管理，其身份往往既是所有者，又是经营者。在这种条件下，其风险首先表现为经营风险，而经营风险在某种情况下还是相对可控的；而进行私人股权投资则不同，投资者不参与经营管理，其收益就是股权分红。考虑到这种私人股权投资有时候还会溢价进行，因此在多数情况下，要通过公司的红利回报来实现投资收益的最大化是相当困难的。如果要让股权价值得到提升，出路就是让它上市，在实践中能够想到上市的企业很多，但真正能够上市的则少之又少。国内现在比较有规模的企业不少于50万家，但现在上市的还不到2000家，大致符合创业板上市条件的公司至少有上万家，但现在向证监会提交上市材料的只有100多家。显然，如果以上市为目的进行私人股权投资，就可能面临一个极大的风险，没有人知道上市的可能性有多大。从有限责任公司发展为股份有限公司，并且实现上市，这条路实在不好走。因此，如果以上市作为私人股权投资的逻辑目标，那么这种投资绝大多数是失败的。人们看到了克服重重困难，个别幸运儿终于挤入了上市公司的行列，但更要看到有无数公司是被关在上市的大门之外。所以，在企业上市实现股权价值飙升的同时，还要看到背后的巨大风险，如果无法实现上市，那么这部分私人股权投资就因为流动性严重不足成为“死钱”，而这对股权投资者来说是最为可怕的事。在当前私人股权投资不断升温的时候，指出这一点更是必要的，毕竟以高收益作为私人股权投资的重点，这本身就是违反私人股权投资规律的。

# EQUITY INVESTMENT: THE LEGEND OF CREATING BILLIONAIRE

## 理的清，才能把握投资

私人股权投资的意义在于，它为企业发展提供了一种特殊的资金平台，也就是说，搞实体经济最大的难处就是资金不足，而市场上的确有那么一部分闲置资金存在，这部分资金需要寻找出路，如果资金进入到私人股权投资领域，那么从小而论是支持了具体的企业发展，从大而论则是启动了民间投资。作为一种资金的配置形式，私人股权投资对于改善投资结构、促进国家经济的发展有着重大意义。

但是私人股权投资毕竟是一种非常复杂的投资行为，所投资的对象在经营上未必是稳定的，而且还缺乏足够的信息披露渠道，以至于人们很难对企业有一个整体上的把握。有人说，买某个公开上市公司的股票，也许只要看准宏观形势，同时对公

司三个月的经营比较了解就可以投资了。但是进行私人股权投资买的是非上市公司股权，那么至少要对公司未来三年的经营有所把握，否则就会陷入流动性陷阱。事实也的确是这样，私人股权投资的时间周期往往是以5年、10年来计算，而在这5年—10年中，不要说企业的状况，即便是行业局面也可能出现巨大变化。在这种情况下，要长期持有某一个非上市公司的股权，并不是每个投资者都能够做到的。

显然，作为只是业余从事交易所股票买卖的普通投资者是不适合参与私人股权投资的，因为他既缺乏专业判断能力，无法很好地把握所投资公司的发展前景，同时又不具备全面掌握公司经营状况的条件，无法预测投资的风险所在，甚至没有起码的回避风险的能力，要坚持数年的长期投资，这也不是业余投资者都具备的条件。因此，这种私人股权投资并不适合一般人士，而应该由专业投资者来进行。当然，普通投资者也可以参与，但一般不是直接投资，而是通过购买产业基金、创投基金等形式间接地进行。从中国现状来看，现在私人股权投资比较活跃，但缺乏专业的私人股权投资基金，而且现有的那些基金多数也不够成熟。因此，在看到私人股权投资升温的同时，还应该看到国内从事私人股权投资的环境并不是很好，而这又在很大程度上放大了私人股权投资的风险。在这种情况下，怎样培育专业的私人股权投资基金组织，应该成为有关方面工作的重点。而对于普通投资者而言，则需要明确私人股权投资所存在的风险，并且了解这种风险甚至比投资创业板风险更大。

### ■ 创业板造富风云榜前十位

创业板造富速度惊人，首批28家公司已于10月23日当周全部发行完毕，按照发行价统计，一夜之间74名亿万富翁诞生，前十大股东中，自然人股东居多，鲜有机构投资者。截至10月23日当周，排在前十位的分别是：

排序	公司简称	股东姓名	持股数量(股)	发行价	发行价市值(万元)
1	乐普医疗(300003)	蒲忠杰	60436700	29	175266.43
2	华谊兄弟(300027)	王忠军	43908000	28.58	125489.064
3	神州泰岳(300002)	王宁	17609656	58	102136.0048
4	神州泰岳(300002)	李力	17609656	58	102136.0048
5	红日药业(300026)	姚小青	12809254	60	76855.524
6	爱尔眼科(300015)	陈邦	23800000	28	66640
7	宝德股份(300023)	赵敏	30600000	19.6	59976
8	网宿科技(300017)	陈宝珍	23605242	24	56652.5808
9	立思辰(300010)	池燕明	31460000	18	56628
10	神州泰岳(300002)	齐强	9225130	58	53505.754

### 流动性才是主角

既然说到私人股权投资的风险，那么这里再谈一谈这些风险的表现形式。其实，私人股权投资的最大风险不在于公司经营，而是流动性。通常只要公司经营比较稳健，不是过于冒险，能够如实向参与投资的各方披露经营情况，那么经营方面的风险基本上还是可控的，这与上市公司相比并没有本质上的差异。但是私人股权投资毕竟是以私募形式进行的，其股权自然也就缺乏相应的流动性。现实情况是，在大多数情况下，企业的私人股权是很难真正流动起来的，即便是上了产权交易所也很难找到合适的买主，更不要说会有一个合理的交易价格了。这里的问题在于，因为没有合适的交易平台，私人股权就无法实现真正意义上的流动，有的公司上市前股票价格极低，但一有上市信息便开始上涨，等到真的上市时，已经较原价格高出好几倍。在这一过程中，公司的基本面并没有什么变化，改变的只是其上市预期而已，但却带来了流动性的巨大改善。所以在进行股权投资时，一定要充分考虑所投资的对象是否缺乏流动性。如果投资方没有经过有效测算，没有对自身未来的现金流量有准确的把握，那么他所进行的私人股权投资无疑是风险极大的。买了上市公司股票，效益不佳还可以亏本出局，但在私人股权投资领域，则连这种机会也少有。上文提到非专业人士不适合直接参与，部分原因也是考虑到其资金规模小，无法做到分散投资，若资金高度集中在一个品种上，那么风险就非常大了。而通过产业基金间接参与，至少可以回避一部分这方面的风险。

私人股权投资的兴起是近几年的事，应该说这是一项有前途的事业，有可能给投资者带来很好的收益。但是它所蕴含的风险也是巨大的，每个试图进入私人股权投资领域的投资者，对此一定要看得透彻，才能投得准确。MCE

# How To Choose The Most Valuable Stock

## 天然是“活体”的价值股票

文\_李晔斌 责任编辑\_张丽

美国科幻片《红色星球》中描述，人类将在2050年移民火星，而那时人生存的基础竟然是地衣，因为地衣的生存能力和繁殖能力都特别强，它们改变了火星大气的成分，让火星能够适应地球移民的生存。这个故事听起来有些不可思议，可欧洲空间局的科学家正打算这么做，他们希望把地衣移栽到火星上，让地衣成为人类移民外星的“先遣部队”。

地衣，作为一种真菌和藻类的共生植物，一般生长很慢，数年内才长几厘米。但它却能忍受长期干旱，干旱时休眠，雨后则恢复生长。因此，在高山带、冻土带和南北极，其他植物都不能生存，唯独地衣能生长繁殖，在不知不觉中就会形成一望无际的广大地衣群落。

联系到投资市场，就像赖以生存的地衣长期被忽视一样，对股息收益和利润增长视而不见者也大有人在。但事实上，一份统计数据 displays，从1871年至1997年，美国企业的股息和年利润率剔除通胀因素，平均能达到6.7%，接近股市所给予的7%的真实收益率，其他因素长期影响其实微不足道，你会惊奇

地发现，原来股票跟地衣一样也是活体，它也会在不知不觉中自己生长。

在日常投资中，短线投资者总是希望通过交易来获取股票增值收益，但频繁的波段操作、趋势投资往往只会换来事倍功半的效果。既然如此，为何不让股票自己生长呢？对此，投资大师巴菲特也有异曲同工比喻，“我的人生就像滚雪球一样，这么多年来一直努力让自己的雪球在一片正确的雪地上越滚越大，最好能一边前进一边选择积雪皑皑的地方，因为我们不会回到山顶重新开始滚雪球。”那些伴随巴菲特一生的优秀股票其实也就是一个活体，它能够自己成长，并不需要投资者做什么，只需要长期持有。“这就像滚雪球，雪球会自己向下滚，并在这个过程中不断成长壮大，但关键是要有‘很湿的雪’和‘很长的坡’。”巴菲特一语道破了投资的真谛。

在巴菲特的字典里，“湿雪”就是指那些被低估的股票，相比“干雪”，“湿雪”内部几乎没有空气，放在手心上会感到沉甸甸的，就像没有泡沫的股票一样。巴菲特几乎

每一笔投资都用了安全边际来进行衡量。按照他的投资思路，他认为付出的是价格，得到的是价值，当得到的比付出的要多时，那就是价值投资。虽然找到了“湿雪”，但如果没有给予其足够积累空间的“长坡”，“活体”股票同样没有生长空间，而巴菲特眼中的“长坡”指的就是企业未来持续经营的能力，或者说是一家公司未来长期的生存价值。事实上，这类股票的魅力就在于，以一般的价格买入一家像“地衣”那样的好公司。在巴菲特看来，像“地衣”一样的上市公司的主要特征就是能保持销售增长率的能力、好的经营管理及研发的能力，这些指标都可以用来衡量股票的长期潜力。

价值投资者执着于选择具有活体特性的股票，对于他们而言，股价的低估与公司的优秀二者缺一不可，以低估或合理的价格买入超级明星公司，无论市场如何变化都能够坚持持有，让这个雪球越滚越大，这是投资走向成功的唯一机会，也只有这样，我们才能分享到股票价值内在成长的硕果和喜悦。• 本文由国泰基金管理有限公司提供 MCB

# Keep Up With Economic Recovery

## 跟上复苏步伐

文\_赵峰 责任编辑\_张丽

2009年11月3日,成立一年多的友邦华泰价值增长股票型证券投资基金进行了分红,其中每10份基金份额分红达3.1元。友邦价值成立于2008年7月16日,尽管当时金融危机狂潮四起,波及全球金融市场,但迄今为止,业绩稳定,并且凭借着独特的系统化资产配置分析框架、较强的资产配置能力,友邦华泰价值增长基金获得了可观的收益。本刊记者就基金相关问题采访了友邦华泰投资部副总监汪晖先生。

### 震荡期投资者收获果实

**EL:** 从晨星的数据来看,友邦价值的排名表现一直不错,您可以谈一下主要的投资策略吗?

**汪晖:** 友邦价值取得不错的业绩主要在于较强的资产配置能力和独特的系统化资产配置分析框架。在整个投资流程中,我们通过在资产配置框架下系统化地精选个股,主要投资于趋势良好或出现良性转折、价格相对低估、基本面趋势认同度逐步或加速提高的优质公司股票。

### 市场可能在震荡探底后向上

**EL:** 目前市场从整体来看仍处于震荡整理时期,您怎样看待这种震荡?

**汪晖:** 市场目前正处于从政策主导经济复苏到市场主导经济复苏的过渡期,市场对政策退出的恐惧和经济复苏的怀疑是正常的,市场一定会有较大幅度的震荡。但是我

们认为这个震荡期不会持续太久,股票市场将会对经济未来运行方向作出选择,向上抑或是向下,市场极有可能在震荡探底后选择向上运行,主要有几个理由:第一,中央经济工作会议将对2010年的政策进行定调,未来的政策取向逐渐明朗;第二,在月度新增信贷投放降至4000亿元后,未来几个月的经济数据表现可能仍将强劲,并提振市场信心;第三,10月末上市公司三季报公布完毕,利润增速可能继续保持较高水平,经济复苏体现在上市公司的业绩增长上,市场对2010年业绩预期将打开估值上升空间。

### 前瞻性布局

**EL:** 您怎样看待2010年的市场?又将如何操作呢?

**汪晖:** 从目前已经出炉的第三季度经济运行数据来看,中国经济强劲复苏的态势没

有改变,回升趋势更加稳固,增长的动力来自内需。物价水平的回升,CPI和PPI随之将在年内转正,通缩已经结束,通胀预期将快速上升。对于2010年,投资者应前瞻性地看到经济增长与通货膨胀的相互关系,应该重点关注以下几个方面:第一,经济增长的动力仍然靠内需增长,但出口开始复苏,2010年可能对经济增长的贡献率大幅度提高;第二,政策将提前收缩,管理通胀预期成为宏观调控的内容之一。10月21日召开的国务院常务会议提出要管理通胀预期,表明政府将对潜在的通胀压力采取一系列应对措施,与2009年相比,2010年货币及财政政策会相对收紧。

因为市场环境已经发生了一系列变化,我们希望能经济复苏和通货膨胀预期的市场大背景下提前部署,力争获取长期超额收益。■

# Macro Economy Trend

## 把脉宏观经济

文\_李燕 责任编辑\_张丽

随着中国经济市场化进程的日益深入,以及中国资本市场的不断扩大,资本市场越来越多地反映了宏观经济基本面的变化。对宏观经济研究而言,如果处于经济周期的上行或下行阶段,股票和债券等大类资产配置是相对稳定的,股票市场将基于比较稳定的宏观经济环境崇尚“自下而上”的研究方法,个股和行业选择是获得超额收益的主要来源,债券市场将延续之前既定的策略而进行操作。但如果处于经济周期的交替时期,股票市场“自下而上”的研究方法可能滞后于经济基本面的重大变化,而这一时期“自上而下”的宏观经济分析立足于逻辑推理具有一定的超前性,如果推理准确,据此作出的股票和债券等大类资产战略配置将领先于市场大部分参与者,从而获得可观的系统性超额收益。

社会稳定——就业——保八——固定资产投资——信贷,如果将它反过来,正是2009年实际经济的运行轨迹。将其展开来说,就是在我国社保体系没有完全建立之前,为了保持社会稳定,就必须保证一定的经济增长;在消费具有刚性、出口难以掌控的情况下,只能通过固定资产投资来保证8%的经济增速;在财政收入下降的情况下,只能通过信贷来启动固定资产投资。这个链

条的核心是固定资产投资,当时许多机构对固定资产投资抱有极低的预期,大都预估为10%—13%,远低于前几年25%的水平,其理由是1998年亚洲金融危机时期,政府也通过刺激固定资产投资来拉动经济,但1999年固定资产投资的增速从上年的13.9%下降到5.1%,经济的增速也相应地由上年的7.8%下降到7.6%。为此,我们仔细研究了1998年和1999年整体的宏观形势和政策,找到了坚定我们信念的依据,那就是1999年固定资产投资增速下降主要是由于信贷增速的下降,信贷增速由上年的22.9%下降到4.8%,信贷增速的下降并不是政府有意收紧货币,而是当时的银行存贷比已高达90%以上。通过这一研究,我们确信政府要启动投资必须先启动信贷,而且要确保信贷增长的可持续性。

2009年已接近收尾,如果将每个月的宏观经济数据放在一张表格上,我们发现实际经济的运行轨迹如此吻合我们当初的构想:

在包括信贷、M2、投资、M1、工业增加值、GDP、工业企业利润、消费、CPI等众多宏观经济数据在内的一张表格上,这些数据最低增速出现的时间呈渐次的阶梯状,即信贷和M2首先在政策干预下脱离底部然后回升,其次是投资脱离底部然后回升,再次是工业增加值、企业利润、消费和CPI逐渐脱离底部然

后回升。当前,信贷、M2和投资增速已在高位稳定,未来将下行,但投资对经济的带动作用显现出工业增加值、企业利润、消费和CPI增速仍处于上升的过程中。预测全年的宏观运行,我们认为GDP呈V型的右边边,CPI在7月份见底后逐月向上并于年底前转正,企业盈利增速在下半年显著提升,流动性总量充裕,政策取向由年初的宽松到四季度逐渐转向中性。正是基于对宏观基本面的判断,我们认为2009年股票和债券两大类资产配置的策略是:一季度为股债的切换期,股市将从底部起来,债市将从顶部下去,布局股市撤离债市;二、三、四季度宏观环境均有利于股市而不利债市,要加大股票投资,减少债券投资。回过头看,虽然市场几多波折,但股票市场的收益远远高于债券市场的收益,从年初到10月30日,新华富时国债指数从97.87下降到94.80,上证综合指数从1880.72上升至2995.85。

总之,由于2009年我们较好地领悟了政府的意图和决心,准确地把握了宏观经济运行的脉络和轨迹,从而为市场投资提供了有价值的服务。展望未来,扑朔变幻的国内国际经济形势对宏观经济研究提出了更高要求,唯有把握好宏观经济,才能更好地布局未来。• 本文由嘉实基金管理有限公司提供 MCB

# Quantitative Investment Thinking

## 用思想量化投资

文\_陈诗林 责任编辑\_张丽

不知不觉间，“量化投资”已经成为热门词汇，国内首只采用量化策略进行主动增强的指数型基金产品——富国沪深300增强基金，于11月11日公开发售。至此，国内量化基金已经增加至5只，其中有4只都诞生于2009年。作为富国基金量化团队带头人、另类投资部总监李笑薇认为：量化投资最重要的是人的思想，在于你对投资的理解、理念和经验。量化只是一个方式和工具，真正在投资的是人的思想。

### 投资要有想法

简单来说，量化投资是将人的投资思想反映在数量模型中，并利用电脑处理大量信息来进行投资决策。1971年，BGI（巴克莱国际投资管理公司）发行了世界上第一只被动定量投资产品。短短30年后，这一投资方法便在全球投资中占比超过30%，成为绝对的主流之一。若没有良好的业绩表现，我们很难想象它会取得如此神速的发展。

与定性投资一样，量化投资也是管理人智慧的结晶，但它更强调科学性，需要用大量历史数据对人们的投资经验与直觉进行验证。量化投资能够屏蔽交易时投资者的情绪波动问题，克服人性中的贪婪与恐惧。定量模型是“人脑”+“电脑”的模式，使其具有处理大量信息的优势，从而扩大其投资广度。量化投资的核心是模型设计，其中主要包含投资理念，不同市场所适用的理念是不完全相同的。在模型设计完成后，管理人还需要根据市场进行调整。比如，2007年的A股市场模型与2008年相比是不同的，因为市场已经发生变化。因此，量化投资的核心还是在人，在于管理人对市场以及对模型构建的了解，对模型在市场中应用的经验是搭建一个理想模型的关键。

### 分享中国经济

作为一只指数增强型基金，富国沪深300增强基金以沪深300指数作为追踪标的，其股票投资比例不低于基金资产的90%，投资于沪深300指数成分股和备选成分股的资产不低于组合的80%，它的年跟踪误差不超过7.75%，这些并无特殊，但是其投资方法是不同的，该基金是国内第一只采用主动量化方法进行增强的指数基金，并利用富国定量投资模型进行主动增强，采用多因子模型选择股票，通过风险估测模型来有效控制风险预算，运用交易成本模型控制成本、保护业绩。

相比定性的投资方法，量化投资在对成分股指数进行增强方面以及控制跟踪误差方面具有很强的优越性。目前，市场上同类产品的业绩基准多为“沪深300指数收益率×95%+银行同业存款利率×5%”，富国沪深300增强基金的业绩标准为“沪深300指数收益率×95%+1.5%”，这可能是同类产品中最高的。

### 追踪标的

沪深300指数成分股由上交所和深交所从沪深两市中选择300只流通规模大、流动性好的股票组成，这也是2009年市场高度关注的一类指数。目前，该指数成分股净利润已占到A股上市公司净利润的94%，总市值占到了81%，相对较能代表市场的整体水平，从一定程度上讲，沪深300指数对经济增长的代表性也要强一些，与未来经济趋势更吻合一些，它的成分股在各个行业的配置比例都比较均衡，占到40%左右，集中度相对较低，进一步起到分散投资的效果，而且更能均衡地分享行业轮动所带来的投资收益。此外，沪深300指数估值水平跟整个市场相比要低一些，为长期投入资金提供了一个相对安全的空间。·本文由富国基金管理有限公司提供 MCB