

■人物 | Characters |

深圳明曜投资董事长曾昭雄:

经济L型是股市慢牛基础

证券时报记者 陈楚

在经济高速增长的阶段,股票市场很容易呈现暴涨暴跌的特征,相反,在经济L型阶段,优秀的企业更容易脱颖而出,加上低通胀和低利率,慢牛的形成就容易了。”深圳明曜投资董事长曾昭雄向证券时报记者表示,中国经济未来的L型阶段,一大批具有新商业模式的科技、消费和服务类公司将经历从“优秀”到“伟大”的过程,这些领域将牛股辈出。A股市场的调整已经基本结束,选股比择时显得更为重要。

经济L型是慢牛基础

在曾昭雄看来,中国经济60%以上已经由消费来驱动,在投资和出口增速趋缓的背景下,指望中国经济像过去那样发生周期性反转,可能在未来5到10年之内都不太现实,这就决定了A股未来5到10年都不太可能走出以往那种周期性的大牛市。假设未来经济增长速度在6%左右,通胀在1.5%~2%区间附近,整个社会的收入增长在8%左右,景气行业增速在15%左右。那么,这些景气行业里面的龙头公司,增速可能在20%以上,而这些景气行业里面的龙头公司,其投资价值不言而喻。实际上,美国的牛市,大部分时间都发生在经济L型期间,这期间消费和服务行业往往都能获得超高速增长,相关的龙头公司,就能给投资者带来超额收益。在经济高速增长期间,大部分行业都会很火,这样反而不利于优质企业的成长。相反,在经济发展的L型期间,有核心竞争力的企业会相对比较容易提高自己的市场份额,显示出自身的优势。从这个角度来说,经济L型实际上是慢牛产生的基础。

更进一步讲,经济L型下不会出现恶性通胀,全球经济在处于低通胀、低利率的背景之下,大部分行业都处于供过于求的状况,民间投资下滑、实业投资回报率较低,资金极易流向资本市场。曾昭雄认为,A股估值整体水平目前虽然不是历史的底部,但在低利率的环境下,整体的资产定价会发生变化。假设存款利率为3%,A股估值整体为20倍,这显然不算便宜;但是当存款利率降低到1.5%,理财产品的收益率降低到3%以下时,你会发现,A股市场20倍的PE其实很便宜。这也就是说,低利率会改变资产的定价,全社会无风险收益率降低,长期利润的变化就会影响

资产的估值。因此,A股市场的整体估值水平,不大可能回落到2014年6月份的水平。

展望后市,曾昭雄认为,A股市场会呈现出缓慢上涨的特征,市场大概率会在未来三年创出新高,A股市场的调整已经基本结束。每次股票市场的底部,短期看多或者看空都会有各种各样的理由,曾昭雄的策略很简单:选好的公司,然后买入!同时,基于利率下行的判断,明曜投资坚持成长性价值投资,重点关注新兴行业里能做大做强龙头公司。经过前期大幅下跌之后,一些优质公司因为被错杀或者自身经营业绩发生波动,股价已经跌下来了,甚至估值遭到了腰斩,投资价值却显现出来。同时,一些优质的公司即便股价下跌了,但估值还是高达40.50倍,虽然并不便宜,但并不意味着没有投资机会。优秀的成长性公司跌到20.30倍固然很好,但跌到50、60倍,如果未来三五年能实现业绩的快速增长,也是很好的投资机会,这就是A股市场的“独角兽”。

奉行成长型价值投资

曾昭雄是完完全全的证券市场老人,上个世纪90年代开始,他就投身到证券市场,从2000年开始,曾昭雄就开始进入机构进行专业投资,他先后在招商基金、信达澳银基金等多家基金公司任职,从基金经理到分管投资的副总经理,在投研岗位历练二十一年。作为中国最早的一批公募基金基金经理,曾昭雄也尝试过多种投资策略和投资理念,最终形成了他独特的成长型价值投资风格。

曾昭雄认为,股票的价格不是对上市公司的过去和现在进行定价,而是对公司的未来进行定价。他提到,一个创业型团队去年盈利高达1亿美元,而在3年前,这家公司的创始人团队靠着借债和透支信用卡积累了10万元的创业资金,创始人团队主要来自于一帮掌握比特币挖掘核心技术的高校毕业生。如果3年前对这家公司进行估值,以当时的情况进行估值,肯定不会像现在这么高。这个案例说明,对一家公司进行估值,根本上还是要着眼于未来,这就需要投资人具有极强的前瞻性眼光和预判能力。

到底哪些方面会影响到对一家企业进行估值?如果是以下资产的价值进行,比如分红能力、盈利能力,这仅仅只是狭义的价值投资,而广义的价值投资是基于公司未来利润的增长所带来的价值的提升,然后把把这些未来的价值折现回来,进行估值。如果公司的增长率低于折



深圳明曜投资董事长曾昭雄

现率,企业未来价值就等于零;如果企业的增长率高于折现率,未来的投资价值就高于现值。简言之,一家上市公司的投资价值,大部分体现为未来的价值。

曾昭雄挖掘未来投资机会的核心,就是挖掘到一批未来三年每股盈利复合增长率在30%左右甚至更高的优质企业,这将是持续高增长的“一门生意”。

基于以上逻辑,曾昭雄重点关注两大领域的投资机会:一是那些未来业绩能持续稳健增长的公司,此类上市公司倾向于选择非周期性行业;二是真正能够代表未来经济发展趋势的优质成长性公司,这些公司从“优秀”到“伟大”的过程,也是牛股诞生的过程。日本经济虽然持续二十一年下滑,但过去十年、过去五年仍然产生了一批牛股,这些牛股主要集中在互联网、科技、新型连锁商业、消费、服务等领域。在A股市场,未来十年的投资,很多行业是可以忘记的,但新型经济的机会则会接连出现。那些曾经被市场追捧,如今估值腰斩的公司,内在价值会被重估;那些成长性的公司,其商业模式如果有了创新,内在价值也会受到重视。

因此,曾昭雄尤其看好科技、服务(如体育、教育、文娱)、消费(有新的商业模式)、医药(生物医药、创新药、医疗信息化等)、科技这些领域在未来的投资机会。我们不会纠结于市场短期的涨或者跌,A股市场快牛、疯牛、快熊、疯熊、股灾的阶段都已经过去了,市场接下来会进入震荡向上的慢牛阶段。选股比择时更重要!”曾昭雄说。

A股市场更应注重社会财富管理功能

证券时报记者 陈楚

作为资本市场的老人,曾昭雄以股东身份参加过多家上市公司的股东大会,当上市公司大股东出现违背中小股东利益时,他多次代表中小股东积极维权,深知中小股东维权之不易。他认为,当上市公司大股东出现违规、违法行为时,大股东和上市公司的董事会都负有相应的责任。法律和制度建设应该加大对上市公司大股东的惩戒、处罚力度。同时明确各种上市公司大股东违法违规的边界,完善中小股东维权的具体举措。

在曾昭雄看来,现有的证券法规对上市公司大股东行为提出了一定的要求,但没有更细致地规定对应的责任,比如上市公司大股东不履行相关承诺,如何进行处罚,很多时候并不清楚;其次,同业竞争和关联交易如何损害上市公司的利益?如何进行量化?投资者如何进行索赔?对中小投资者产生的损失如何界定?这些都需要进一步细化;第三,上市公司的大股东和上市公司董事会往往存在千丝万缕的联系,这就导致上市公司大股东很容易侵犯上市公司和中小股东的利益,而中小股东的集体诉讼制度又付之阙如,中小股东的维权之路非常艰难。曾昭雄认为,证券市场设立

之初主要的目的是为国有企业解困,主要的功能是为企业融资,这就导致证券法规从一开始主要是着眼于为企业融资配套服务的。但经过了二十多年的发展之后,证券市场正在从筹资市场变为社会财富管理的市场。随着养老金的逐步进入,A股市场社会财富管理的功能发挥将越来越彰显,从而让筹资市场的角色和功能越来越弱化。此外,A股市场还应该发挥让社会资源得到优化配置的功能。理论上,市场会比政府更加聪明,要让市场力量引导社会资本涌入最有前景的行业。从这个角度而言,A股市场的功能排序应该是:社会财富管理、社会资源优化配置、发行人和上市公司融资。如果一个证券市场将发行人和上市公司的融资功能放在第一位,就会产生很多不公平的现象,比如中小股东利益很容易受到上市公司大股东的侵害、中小股东维权艰难等等。

“中小投资者也是公众投资者,他们相对上市公司大股东来说处于弱势地位,只要一个证券市场的法制从根本上保护好中小股东的利益,这个市场的社会财富管理功能和优化社会资源配置的功能才能得到最大化发挥。”曾昭雄表示。

■淘楼淘金 | Gold Rush |

深圳写字楼投资小散们高攀不起

证券时报记者 陈英

如果个体投资者想投资写字楼,赶紧下手。因为现在,或许你还买得到好地段。未来几年,即便你想投资,也未必有楼可售;即便有楼,也未必买得起。”这是仲量联行深圳董事总经理夏春毅在6年前跟记者说的话。时间走到2016年,一语成真,如今深圳甲级写字楼基本是金融、保险、IT等行业的天下,整栋“扫楼”的现象愈演愈烈。

近期,深圳楼市在“地王”效应下开始出现一些回暖的信号,但高房价带来的忧虑依旧难以散去,就在此时,深圳甲级写字楼市场频繁出现大单交易,更是引起市场的高度关注。据不完全统计,深圳写字楼市场有史以来最大的6笔购楼交易,5宗都与金融机构有关。就在去年11月,华夏保险购入京基滨河时代大厦高层10层,签约金额接近20亿元。就深圳保险行业而言,截至2015年底深圳共有保险公司法人机构22家,各类保险经营主体70家,保险公司法人机构资产总额达3.15万亿元,继续位居全国第二。有着雄厚资产背景的保险资金进军地产领域,险资“扫楼”个案越来越多。近几个季度以来,继北京上海后,全国办公楼投资市场热点趋向深圳。以目前相对比较活跃的保险资金为例,其自用和投资需求相结合的投资特点成为新趋势。

由于租户预算缩减以及P2P企业退租等原因,今年第二季度全国写字楼市场总体需求相较前几个季度有所减弱。在仲量联行跟踪的20个城市中,有10个城市的净吸纳量出现环比下降。但一线城市非中央商务区市场的租赁表现依然活跃,许多面积需求较大的租户,尤其是来自制造、贸易、医药、IT等行业的企业,选择搬迁至租金相对较低的新兴中央商务区。如今年年初时所预计的,仲量联行认为,今年一线城市的租金表现将弱于2015年。本季度,受到需求减弱的影响,一线城市中,深圳租金出现连续三个季度的环比下滑。但从仲量联行2016年第二季度深圳房地产市场报告来看,上两个季度相对疲软的深圳写字楼租赁需求在本季度其实是得到改善的,这主要得益于,深圳经济整体发展稳中向前,第一季度全市GDP同比增速8.4%,创近三年最高。在经济基本面良好的情况下,2016年前5个月深圳企业注册数量同比增幅约27%,使得深圳整体办公楼需求获得支持。

尤其是甲级办公楼方面,高科技类公司的租赁需求稳定,证券、银行、保险等传统金融类企业的询盘量较第一季度有所上升,优质单一业权的甲级办公楼需求获得支持。但在深圳福田CBD,租金敏感的中小型租户外迁搬到福田CBD边缘或南山中心新落成的办公楼的情况导致部分大厦空置率上升。同时,中小型互联网金融公司退租及注册受限对办公楼空置压力的影响稍获缓解。在整体租赁需求稳定、企业自用需求增加的情况下,本季度深圳市整体净吸纳量近12万平方米,甲级办公楼空置率轻微下降0.1个百分点至13.3%。

继北京上海后,全国办公楼投资市场热点趋向深圳。以目前相对比较活跃的保险、银行业为例,其自用和投资需求相结合的投资特点成为新趋势。但是由整体资产价格目前处于高位,深圳全市资本值升幅基本维持不变。夏春毅认为,金融与科技行业购买优质可售物业自用的需求将持续支撑投资市场发展。下半年,预计将有近80万平方米的新增供应投放市场。但是,深圳经济基本面维持良好发展及P2P企业倒闭影响逐渐减弱,预期租赁需求保持乐观。加上总部企业自用需求外,银行、保险等行业活跃的自用购买需求将在一定程度上降低空置率压力。预期年末全市甲级办公楼空置率上升,但仍保持在20%以内。受上述因素影响,虽然优质单一业权的甲级办公楼租金仍有一定上涨空间,但预计下半年整体租金下调压力仍然存在。投资市场方面,投资需求活跃,机构性投资者和自用型企业用户持续看好深圳市场。投资者仍然看好核心区域物业未来的升值潜力。另一方面,金融与科技行业仍然积极寻找优质可售物业用于自用,该方面需求将继续支撑投资市场发展。

有业内分析人士表示,虽然写字楼的流动性较差,但是可以作为长期投资,不仅有增值空间还能获得稳定的租金,而且这也符合险资投资运用的安全性原则要求。此外,深圳楼市的长期投资价值获得了大机构资金认同,这是一个非常健康的良性循环。鉴于当前住宅价格攀高,投资风险累积,加之调控政策的出台,部分资金充裕的机构或个人投资者转向写字楼市场,住宅市场和写字楼市场的“跷跷板效应”显现。投资者未来可以关注一些新兴区域,例如深圳前海总部基地、深圳湾超级总部基地、前海及光明新区。南山区作为高新科技集中区域,市政府和南山区政府将继续加大力度引入总部,随着传统科技园区域的成熟,总部渐渐外溢到前海总部基地和深圳湾超级总部基地。而前海深港合作区,作为国家重点发展区域,近几年也是备受全国乃至全世界的关注,目前在前海注册的企业已达7万多家。而光明新区作为未来的高新区,将承载深圳高新科技产业,随着中山大学、中山医院以及高铁站的开通,将极大推动光明新区的发展。

■寻宝 | Treasure Hunt |

微商驾到 外来和尚没经念

孔伟

不是我不明白,这世界变化快——前些年比较流行的这句话,放在如今的和田玉微商身上恐怕再贴切不过了。

同样是玉商小东北,同样的“玉都”河南南阳石佛寺之行,其间不过相隔3个月左右,带回信息却有着天壤之别。一帮玉友不由感叹:变化快俺们都知道,但这不是也忒快了点儿啊?

原来,3个多月前,小东北从石佛寺回来,对两年前去石佛寺“蹲点”的两位同行的生意羡慕不已:“好到爆!当地玉商、维族玉商排着队给他们送和田玉成品、原石,十天半月之后再结账,既不压资金又提升了货品的档次,喝着茶聊着天戳几下手机就把钱赚了,连填快递单、发货这些琐事也可以雇人做。我啥时候也有这样好的生意,睡着了都会笑醒!”

光羡慕没用,这位仁兄也开始发奋,除了不断地上新货,还从网上下载一些段子贴上去,并且时不时晒几张练腹肌甚至吃饭的“艳照”,既赚眼球也赚钱。”

再有就是打广告,在一个比较有名的和田玉贴吧里每月扔几千大洋做推广,你还别说,粉丝数量迅速暴增。这些粉丝都是潜在客户,而不是只看买的“围观粉”甚至“僵尸粉。”看着日渐增长的销售量,小东北对自己的“跟随行动”满意加得意。

然而,前几天再次进货回来的他,不仅对自己这次进货的货品成色横看竖看不顺眼,就连对他一直景仰的蹲点石佛寺的“大佬”也似乎没有半个好字了。

怎么回事?“喝茶聊天时候,大家都有些奇怪。其实道理也简单。你想啊,几个外乡人跑到别人的地盘里抢生意,还做得风生水起,人家能不

眼红?你这套模式又没有太高的技术含量,克隆起来还不容易?怎么说人家至少也还占着地利、人和之便,天时上虽然不占先机,但不是有个成语叫后来居上嘛?”

在小东北夹叙夹议的言语中,我们逐渐听明白了:就在这几个月里,原本只是蓝海的石佛寺和和田玉微商市场,一下子如雨后春笋般冒出数百家大大小小的微商,且都是同一个经营模式,很快整个市场就被拼杀成了一片血红血红的红海。而这些变化仅仅发生在短短三个多月时间里,让置身其中者着实有一种坐过山车般的感觉。

还有一个关键的问题是,现在货价被他们拉高了不少,好东西却几乎见不着了,因为货头(一批货里成色好的部分)都在微商那儿呢。这次去进货,好些摊位上的老板都在谈论这事,有的唉声叹气,说货压在微商那里走不动,资金周转不过来,又不好意思去拿回来,别的

买家要货的时候只能干着急;有的则是一见微商上门赊货(微商数量骤增,供需关系迅速倒置,以前供货商求着微商销货,现在微商到批发商店里或摊上找货,时不时还得看人家脸色)就猛涨价,说是既然一半会见不到现银,不如把利润看高点,好歹也是一种补偿。”

以后你们去进货,砍价的时候最好拍拍口袋,说一句‘现金交易’,或者晃晃手机告诉他微信转账,砍价会轻松很多。这么说吧:比方某件货他们给微商的结算价是5000元,你付现金或者转账最多4000元就能搞定。”小东北给大家面授机宜。

激烈竞争不仅苦了供货商,也苦了微商。据石佛寺的玉商朋友反映,如今不仅进货价高了不少,还存在一个供货商选择微商的问题:谁的生意好,走货快,谁就是大爷;要是人家放你这里的货十天半月一件也卖不出去,下次谁还理你?”

我最近就收到好几个微商朋友发

来的信息,说是朋友圈里发的那些东西,要是看上了直接进货价转:‘赚不赚钱无所谓,没销量就真没法玩了!’”

不久前还在悠闲数钞票的两位蹲点石佛寺的玉友,如今成天念叨的就是四个字:压力山大。他们甚至想到了开辟新战场,转战全国著名的玉器加工地苏州。这些年来和田玉市场迅猛发展,大大小小的玉雕工作室几乎遍布苏州的大街小巷。然而在中国经济明显刹车的大环境下,玉器市场也感受到了阵阵寒意,不少昔日里牛气冲天的工作室如今都快揭不开锅了。“一些工作室的成品几乎就是在原料的基础上稍稍加

点工费,很少有以前耳熟能详的所谓创意、设计的附加值了,一切以养活工作室里的师傅为目的(名头响当当的大师作品例外)。而市场上他们的作品还是很受玩家青睐的,我们正在考虑是不是该去苏州蹲点,在那里开辟‘第二战场’?”两位仁兄再一次给人以先知先觉的印象。