

# 冷国邦:用PE眼光寻找潜力股

□本报记者 张莉



冷国邦,经济学博士,师从我国著名经济学家董辅初先生,有16年证券从业经验,具备深厚的宏观经济理论基础,对中国宏观经济具有深刻的认识。曾任大鹏证券研究所所长、世纪证券总裁助理。现任深圳智诚海威资产管理有限公司董事长,后者是一家以私募股权投资和证券市场投资为主的专业投资管理机构。

## 深挖行业细分的隐藏机会

对于私募机构而言,一级市场的投资经验无疑也可以映射到二级市场的投资思路之中。在冷国邦看来,股权投资过程中,对公司本身基本面细致入微的深入研究,对行业趋势性机会的准确把握,以及对高收益背后风险的警觉等要素,在二级市场投资中显得同样重要。

**中国证券报:** 长期调研一级市场的PE项目,如何借鉴到二级市场投资? 是否有相关案例?

**冷国邦:** 从个股考察而言,上市公司本身质地是投资的基本。在做股权投资的时候,由于投资人能充分与公司管理团队进行沟通,聘请专业机构对公司财务情况和运行情况进行调查,对公司的了解比一般券商的行业研究员更加深入和全面。因此,我们在对重点上市公司进行研究时,也会花费大量时间和精力对公司进行深入调研,力求获得公司全面的信息,并且建立起长期沟通的渠道,随时掌握公司的动态。实际上,这方面成功的案例非常多,包括2009年对新能源汽车行业战略性投资机会的把握,对医疗服务行业牛股的挖掘,以及当年对某LED行业龙头股的成功投资等,都获得了超过十倍的回报。

我们认为,投资长胜的关键还是长期持有。我们公司成功的股权投资周期是5年,按目前股价,收益率达到十几倍。而在公司二级市场产品中,有部分个股也是因为长期跟踪、长期持有而获得了很高的回报,例如我们早前产品组合中持有时间最长的一只医药股,持有5年多时间,收益也达到10倍。这就是买入好公司,然后长期持有的威力。

**中国证券报:** 为什么用PE的眼光去挑

选潜力股,成功率会更高一些?

**冷国邦:** 普通的卖方研究,可能会关注上市公司短期的业绩或某个事件驱动,但PE投资由于属性的限制,往往流动性较低,交易的风险和门槛实际更高。作为长期投资,私募机构需要更多考虑公司三到五年的成长性或者创新基因,而并非短期的财务指标。除了关注公司产品销售和业绩等定量指标之外,公司管理团队的水平和公司战略等定性指标也是需要纳入考虑的范畴。除此之外,私募机构参与PE项目后,其实也是成为公司的股东之一,对公司核心竞争力大小更看重,也会为公司发展提供增值服务。最后,从细节上来讲,PE投资对项目的跟踪性更强,安全边际相对更高,从而形成对项目的全方位把握,长期来看,成功率可能更高。

**中国证券报:** 如何用PE眼光寻找二级市场

市场的投资机会?  
**冷国邦:** 由于团队拥有多年在一级市场的投资经历,可以把对一级市场股权投资的一些重要经验运用在二级市场上,尤其是自下而上挖掘个股机会时,这些一级市场的投资方法和经验带来了非常好的效果。

股权投资往往需要对细分行业进行整体研究,因此智诚海威团队对包括移动互联、环保、新能源、医疗服务等细分市场有过深入了解,在这些细分市场出现变化的时候,智诚海威往往能够比一般投资者更早感受到。在二级市场上,有些熟悉的板块出现机会时,公司往往能够较早把握住。另外,由于对行业有深刻认识,即使二级市场板块出现一些波动,智诚海威团队也能够坚持下来。

## 集体决策 风控优先

无论是股权投资还是二级市场操作,冷国邦多次强调公司团队化管理、集体决策对风险控制的重要性。在他看来,团队中不同个性的投资管理者用各自的角度分析、解剖市场,在信息碰撞和结合后,才能形成了更为全面和清晰的观点,并做出相对准确的投资决策。

**中国证券报:** 无论是一级市场还是二级市场的投资,您反复提到了团队集体的分析和决策。能否简单介绍一下智诚海威的投研体系和团队情况?

**冷国邦:** 智诚海威是合伙人制,大家志同道合走到了一起,并撑起了公司的投研体系:我主要负责宏观和策略,把握大方向;投资总监张弩做自营出身,自下而上精选个股,能忍受个股波动而长期持有;具有23年券商从业经验的卢源以“快、准、狠”为特点,短线操作风格极其灵活;招商系出来的卢伟强一直做行业和上市公司研究,基本面分析能力颇强;海派派系上前则擅长金融工程和风控,整个团队基本覆盖了完整的投研架构。

我们认为,一个人往往很容易固化自己的投资理念,囿于原有的投资经验,个人的精力、时间、获取的信息也会影响每个人的投资决策。而团队采用集体决策,大家都用各自的角度看待市场,经过讨论后集体决策,虽然可能错过个别投资机会,但是减少了犯错的概率。这一点在市场波动大、黑天鹅事件较多的A股市场非常重要。

**中国证券报:** 在具体投资的过程中,团队集体决策的过程会起到什么作用?

**冷国邦:** 以一级市场的投资为例,由于

很多项目流动性极度缺乏,一旦投入就无法轻易退出,在做投资决策时必须更加小心谨慎,智诚海威在这方面执行的原则就是,“宁愿错过也不愿意随便投错”,由于注重风控,公司股权项目的成功率非常高。

而从二级市场投资看,团队决策的优势更加明显。作为私募机构,如果单独做决策的话,考虑问题难免受到个人的局限,产品的波动很大,一旦决策错了,整个产品系列都会面临巨大的风险。而在智诚海威中,投资决策需要通过制度、程序、基金经理的权限和量化模型控制等因素来进行,这种策略在波动比较大的市场,回撤控制就会做得比较好。

**中国证券报:** 如何看待市场的风险? 在经历过去一年的股市波动后,是否会对风险管理有新的认识?

**冷国邦:** 从投资机构自身而言,这次股市的波折对于未来的制度建设、对于机构的风控制度也有着很多启发和警示作用。随着中国资本市场的市场化和国际化进程提速,产品越来越多,产品也越来越复杂,盈利模式趋于多元化。这也就意味着更多的可能性会出现,这就要求我们必须依据多元化的手段思考未来的投资,并根据多元化的思维进行风险管理。

我们要让风险评估变成投资决策的一部分,变成日常必备的工作。除此之外,随着产品规模越来越大,在进行组合投资时,我们必须考虑单个持仓品种和整个组合的流动性,要经常对各种可能出现的极端情况进行压力测试。

## 多维度解构投资标的成长性

在经历了市场的大幅波动后我们发现,市场中的博弈性逐步加强,短期不确定性增加。对于多数参与者而言,如果从价值投资角度考虑,二级市场的投资需要忍受频繁的波动,对投资能力的考验巨大。如今新股上市形势趋稳,并购市场活跃,越来越多的私募机构开始重视一级市场PE项目的投资。

**中国证券报:** 据悉,早在5年前公司便参与了部分股权投资项目,当初如何做出的决策?

**冷国邦:** 选公司的前提实际上是选行业。例如在2010年,公司就已经作为财务投资者投资了当时属于规模还较小的一家新能源汽车公司,经过5年时间的持有,该公司通过上市公司并购重组的方式实现了间接上市。上述投资背景是由于我们团队非常看好新能源汽车的发展前景。在5、6年前,新能源汽车还处于起步阶段,国际上真正量产的车型也很少,行业还处于萌芽阶段,当时要对这个行业进行真金白银的投入,一定是对新能源汽车产业有了深刻的认识和强大的信心。

在看好新能源汽车的前提下,智诚海威团队对动力电池、各种正负极材料、隔膜、电机电控等细分领域也都进行了详细的研究和论证,看过很多相关项目,最后考虑到电池本身的制造水平和技术线路的不确定性,我们选择了电机电控作为投资标的。事实证明,我们的选择是正确的。

**中国证券报:** 在投资项目的过程中,遭遇过怎样的困境? 如何确保项目投资的可靠性?

**冷国邦:** 虽然对新能源车前景很看好,但是为了进一步

论证行业前景,我们拜访了3位国家863“节能与新能源汽车”重大项目监理咨询专家组的专家,拜访了新能源汽车生产厂家,对新能源汽车的前景、技术线路、产业结构以及国家政策等进行了充分的了解和沟通,经过再三的论证,智诚海威认为项目本身的质地最重要,准备投资的公司技术和团队方面都具有极大优势,而投资价格是其次的,并且在早期阶段用市盈率估值并不合理,因此我们接受了被投资方的报价。事实也证明,股权投资最重要的绝对不是价格,而是项目能否成长和成功。现在公司每年盈利过亿,当时的估值大现在来看已经非常便宜了。

**中国证券报:** 很多人认为PE投资的难度较大,项目或者公司难选,您怎么看?

**冷国邦:** 由于被投资企业为未上市公司,股权投资的一个重要特点是被投资企业的公开信息较少,财务数据不完整,公司历史沿革也往往比较复杂。有时候由于企业所处的细分行业比较特殊,行业方面的资料也非常欠缺。虽然投资人有时会聘请外部专业机构如会计师或者律师等对相关问题进行尽职调查,但是总体上由于公开信息不够,对投资机构的判断会造成一定困扰,这些困难都需要投资机构一一克服。多数情况下,需要借助外脑来对行业和技术等问题进行分析,供智诚海威决策参考,但是外部专家提供的只是参考意见,而且往往局限于某部分领域,而项目投资需要的是综合的、全面的分析和判断,这是最考验人的时候。

在过去一年的动荡市场中,无数参与者倒在了路上,只有一部分人凭借对风险的敏感和对市场的敬畏坚持了下来,更少的人则在长期的市场经验积累中找到了机会。2016年伊始,智诚海威资产管理公司陆续收到消息称,过去曾参与的两个PE项目,一个已经过会,另一个则被上市公司收购实现间接上市,公司预计将从中获得超过十倍的回报。

在智诚海威董事长冷国邦看来,PE投资的成功经验可以借鉴到二级市场的投资思路中去。因为PE投资往往需要耗费长周期调研公司、甄别项目,对于私募机构的投资能力考验更大。而通过一二级市场的联动和相互借鉴,利用私募自身股权投资业务优势,来寻找二级市场中的潜力个股,成功率可能更高。

一直以来,智诚海威的投资风格以“稳健投资、合理风控”为著称,尤其是长期产品的回撤幅度不高,在几轮市场起伏中仍有稳定持续的业绩回报。“团队的集体决策让我们减少了犯错的概率。在投资过程中,对市场始终持有敬畏之心,宁可错过也不可投错。”冷国邦表示。