



## ■ 财经时评 | Finance Commentary

# 未来数年将迎来资产价格大牛市

□瑞银投资银行中国区  
副总经理 张化桥

我很崇拜的一位基金经理曾经告诫我,Analyze, but do not predict(分析,但不要预测)。他说,对政治、经济和企业我们都要认真研究,但不要预测未来,不要预测股票指数的点位,或者单个股票或者房子在未来的价格,更不要用钱去表达你的预测。

当然,这位智者的意思不是叫我完全不做预测。作为投资者,我必须有一个最起码的预测,我的投资终究能赚钱。否则,把钱存到银行不是更好吗?这位智者解释道,优秀公司的股票终究会上涨,但是在时间上你是无法把握的。在有些情况下,你可能只需要等几天或几周,但在另外的情况下,你可能要等几年甚至更久。很多人声称自己是长线投资者,但真正做到长期投资的人太少了,因为耐心的等待也许是一个考验人的孤独的游戏。当贵的股票变得越来越贵,便宜的股票变得越来越便宜时,即使最有信心的人们也终于放弃了他们的信念。九十年代,很多投资者一直成功地抵抗了

互联网泡沫的诱惑,但在那个泡沫即将破灭的关键时刻突然意志薄弱,功亏一篑。世界上有大量的对冲基金用数学模型作为投资的主要甚至唯一指导。比如,两只股票的价格的相互关系,两种货币的相互关系,股票与可转换债券的关系,几种不同的利率之间的关系,不同商品的比价变动,等等。在一般情况下,聪明的基金经理们可以通过数学模型或者回归分析等找到这样和同样的规律。让我举一个过分简化的例子。在过去10年,甲股票一般比乙股票贵40%,如果有一段时间,甲股票突然比乙股票贵了70%,这时候就会有对冲基金抛空甲股票,买入乙股票,等待这种巨大的差距恢复到原来的40%。但是,问题在于,世界上的例外太多了。这种差距不仅有可能得不到恢复,还有可能加大。在2008年前的几十年里,不同类别的资产,如黄金,其他矿产品,和股票的价格似乎不相干。所以,以哈佛大学和耶鲁大学的基金会为代表的投资者们在最近十年里基本上把他们的风险分散策略建立在这些资产的价格相对独立的前提之下。当然,这种独立性也包括各种资产在地域上

的分散化。但是,2008年全球银行危机爆发时,所有这些相对的独立性以及原有的资产价格比例关系全部破裂了,使大量的资产管理公司蒙受了巨大的损失,或者被迫关门。有人可能辩解,可是2008年的大危机是百年不遇的,只有在这种时候,那些规律才被打破”。真的吗?在本人不算长的投资银行生涯里(16年),我就经历过了1997年的亚洲危机,2000年互联网泡沫的破灭,2008年全球性的危机,以及若干比较小型的动荡。资本市场上多数规律或相关关系都会被这些动荡所冲破。最后留下来的只有一条规律:“世事不确定,不可测”。如果你一定要做预测,明智的办法是,不做短期预测,只做中长期预测,只做中长期方向性的模糊预测。我们经常看到评论员们急于频繁地发布他们的预测,而且是短期内(几个月内)各种资产价格(股价,楼价,铜价或汇率)的预测。当然,做这样的预测,出错误是必然的,不出错误是偶然的。市场上有深谙其道的人们常常讲此笑话,你可以预测时间,你也可以预测价格,但千万不要同时预测两者”。

买窝轮或者权证就是做短期预

测的实际表现,因为窝轮一般只有几个月的期限,过了期限它们就变得一文不值。预测股票在一两年内的目标价格当然也属于高危行为。只做中长期预测(而在短期内,比如一两年内,完全把自己当傻瓜),这也需要你有抗风险的能力,不能靠借贷来购买股票,或者把负债率控制在安全的范围内。

对基本面的分析已经十分不容易,而即使你把它弄明白了,它也可以被各种因素拖后或者抵消。这就使投资预测变成了双倍的困难。很多人自吹自擂,去年我成功地预见了这或那,而忘记了一个大实话:一个完全停止了的钟每天也会有两次的正确”。大量的所谓专家都是碰运气,把什么事情蒙对了一两次而荣升专家的。我在1998年以后,也因为在股市上蒙对了一两回,而连续5年被国际基金经理们评为最佳中国分析师,而且人们很慷慨,完全忘记我屡屡出错的时候。要获得专家头衔真容易。

在此,笔者斗胆做个长期预测:未来数年我们将迎来资产价格的大牛市!

虽然我明白做预测是很危险

的,但我还是忍不住做一个长期的,方向性的,模糊的预测。我认为,未来几年或者十年我们有可能经历世界上少见的资产价格大牛市。我的理论基本上可以分为这样几个内容:(1)全球长期的经济增长率在放慢,资产回报率在下降,投资机会在减少;(2)厂商承担得起并愿意支付的利率已经永久性地下降了;(3)在银行费用率相对稳定的情况下,存款利率也已经永久性地下降了;(4)各中央政府和地方政府的高负债也决定了中央银行必须(和必然)尽量保持低利率,以便减少政府还本付息的压力;(5)中长期的低利率必然导致资产价格的上涨。市场会迫使我们改变我们长期以来所习惯的市盈率(粗金回报率,等等);(6)香港的资产价格有可能长期跑赢国内的资产价格,因为两地有利率环境(通货膨胀率)的巨大差异。

作者简介:张化桥,现任瑞银投资银行中国区副总经理。在担任瑞银中国研究部主管期间,曾连续四年(2001-2004年)荣膺《亚洲货币》评选的“最佳中国分析师”殊荣。著有《一个分析师的醒悟》。

或许黄光裕与陈晓两人作为中国家电连锁零售业的商业英雄,在江湖风云际会中走到了一起,却又发现两个本质上的老板其实并不能各安其位、和平共处,这是一种遗憾,也是一种无奈,更是一种逻辑上的必然。9·28大决战揭晓在即,无论结果如何,希望具有非凡命运的黄陈两位能够坦然面对、泰然处之。有道是:“度尽劫波兄弟在,相逢一笑泯恩仇”。

所以,在如今中国职业经理人阶层正在形成的过程中,我们关注“国美大争”,我们讨论事情的前因后果,我们拭目以待事情的进展,但更有价值的是以“黄陈之争”的案例为鉴,使其发挥“惩前毖后”的作用。

作者简介:胡刚,原任国美电器决策委员会发展战略研究室主任兼经营管理研究室主任,现任江苏新日电动车股份有限公司副总经理。

## 第一股之争

1984年11月18日,经中国人民银行上海市分行批准,上海飞乐音响公司成立,并向社会发行每股面值50元的股票1万股,筹集了50万元资本。飞乐股票是我国改革开放新时期第一只真正意义上的股票,坊间一直有声音说,最早发行的股票不是飞乐音响,至于究竟是谁,又分别有“抚顺红砖”、“深圳宝安”、“北京天桥”之说。

资料显示,“文革”后,经济开始恢复发展,抚顺红砖一厂年产量800万块红砖已不能满足市场2300万块的需求量,要扩大生产能力需资金1800万元。当时中国人民银行抚顺办事处向市建委、市人行报告,要求发行180万股股票来解决。市建委觉得此法较好,建议发行280万股股票。1979年10月20日和12月27日,市领导两次召集有关人员开会研究发行股票之事。与会人员也表示同意,会上原则达成购股260万股。1980年1月1日红砖股票正式发行。1月28日有200多家企业认购,280万股股票认购一空,大功告成。新中国改革开放后最早的股票问世了。但是由于种种原因,红砖股票没有上市。

此后全国各地又先后发行了成都工展股票(1980年4月,后改为蜀都股票上市)、深圳宝安股票(1983年7月)、北京天桥股票(1984年7月)和上海飞乐股票(1984年11月)。

现在再来确定谁是真正的第一股可能意义已经不大,但通过“第一股之争”这个现象,可以看到在那几年中,北京、上海、成都、深圳、抚顺都已经开始涌动股票潮,第一批股票在20世纪80年代初期就已经胎动。图为2001年,李樟皓手拿红砖股票采访发行红砖股票的当事人。(供图/李樟皓)

## 国美大争 经理人成长疫苗

□胡刚

和几个朋友闲聊当下正热的“国美大争”,却有人联想到了唐骏——一个因“牛转乾坤”也曾占领过媒体头条的职业经理人,由此展开了围绕唐骏和陈晓的讨论。

关于唐骏,有媒体报道说,从他履职微软大中华区技术支撑中心经理起,其职业生涯无论法人如何变化,一个确定的事实是他都能带给法人较大的利益回报,这些利益不

仅是单纯的营收和利润指标,还包含着不少战略贡献。在盛大,助陈天桥成功上市,在新华都,不仅助陈发树在资本市场风生水起。然唐骏虽功绩显赫,却宣称职业经理人永远是老二”,其成人之美的胸怀令人称道,而且严格地把自己定位为职业经理人,把个人职业风险降低到最低,这也是唐骏老江湖的表现。

最近有媒体以“国美之争,一场光明正大的商业大片”为名,为陈晓的上位之争贴上“遵循商业法

则”的标签,似乎中国的职业经理人不这么做,就永远屈服于商业潜规则和无法成熟为规则经理人”。这样的论调笔者难以苟同。

市场经济的鼻祖亚当·斯密认为,随着商业的发达,市场社会的国民在经济上自立为生的过程中自然会具备道德涵养,勤勉、谨慎等美德也会自然而然地养成。辅佐齐桓公春秋称霸的管仲也说过,“仓廪实则知礼仪,衣食足则知荣辱”。换言之,在企业财富的积累

中,职业经理人的道德应该变得更加高尚,而不应以民众的眼界低看自己的职业道德水准,用最赤裸裸的经济利益法则要求自己。

郎咸平曾说过:“中国的职业经理人缺乏信托责任”。有人虽不以为然,但终归还是有了陈晓的案例佐证,在当下也算是给自以为大权在握的老板们提了一个醒。

所以,在如今中国职业经理人阶层正在形成的过程中,我们关注“国美大争”,我们讨论事情的前因后果,我们拭目以待事情的进展,但更有价值的是以“黄陈之争”的案例为鉴,使其发挥“惩前毖后”的作用。

股票简称:宁波港 股票代码:601018



# 宁波港股份有限公司

Ningbo Port Company Limited  
(宁波市北仑区明州路301号)

## 首次公开发行A股股票上市公告书

### 保荐机构(主承销商) 中银国际证券有限责任公司

上海市浦东新区银城中路200号中银大厦39层

控股股东情况

本公司的控股股东为宁波港集团。宁波港集团的前身为宁波港务管理局,成立于1979年,直属交通部运输局;1987年更名为宁波港务局,2004年3月17日,

根据宁波市人民政府《关于同意成立宁波港集团有限公司的批复》(甬政发[2004]23号),以宁波港务局的全部资产和企业为主体组建宁波港集团有限公司为国有独资有限责任公司;2004年4月6日,宁波市工商局向宁波港集团核发《企业法人营业执照》(注册号3302001002758),宁波港集团依法成立。宁波港集团目前的注册资本为6,000,000,000元,注册地址为宁波市江东区昌乐路266号宁波国际航运服务中心九楼,法定代表人为李令红。经营范围:港口经营管理,引水领航,拖驳船,码头租赁,装卸搬运服务,船舶代理,仓储,船舶电讯服务,港口铁路施工,港口机械、集装箱维修,港口工程设计与监理,船舶垃圾清理。

宁波港集团的主要业务为股权管理,港口铁路施工、环境监测和物业管理工作等。

三、股东情况

(一)本次A股发行前后,本公司的股本结构

股东名称	本次发行前股份数量(股)	持股比例(%)	本次发行后股份数量(股)	持股比例(%)
宁波港集团(SSI)	9,720,000,000	90.00	9,529,725,158	74.45
招商局码头(宁波)	583,200,000	5.40	583,200,000	4.55
中信信托(SSI)	194,400,000	1.80	190,594,503	1.49
宁波宇兴(SSI)	108,000,000	1.00	105,885,835	0.83
宁波投控(SSI)	108,000,000	1.00	105,885,835	0.83
宁波开发(SSI)	32,400,000	0.30	31,765,751	0.25
宁波城投(SSI)	32,400,000	0.30	31,765,751	0.25
舟山港务(SSI)	21,600,000	0.20	21,177,167	0.16
社会公众股	-	-	2,000,000,000	15.63
全国社会保障基金理事会	-	-	200,000,000	1.56
合计	10,800,000,000	100.00	12,800,000,000	100.00

注:SSI是State-owned Shareholder的缩写,表示国有股东。

根据《境内证券市场转持部分国有股充实全国社会保障基金实施办法》(财企[2009]94号)有关规定,经宁波市国资委以《关于宁波港股份有限公司转持部分国有股充实全国社会保障基金的批复》(甬国资函[2009]46号),在本次发行并上市时,本公司将向全国社会保障基金转持部分国有股减持义

务,上述股东分别将持有的本公司股份190,274,842股、3,805,497股、2,114,165股、2,114,165股、634,249股和422,833股划转给全国社会保障基金理事会。

(二)本次发行后,上市前十大A股股东持股情况

序号	股东账户名称	持股数量(股)	持股比例(%)
1	宁波港集团(SSI)	9,529,725,158	74.45
2	招商局码头(宁波)	583,200,000	4.55
3	全国社会保障基金理事会	200,000,000	1.56
4	中信信托(SSI)	190,594,503	1.49
5	宁波宇兴(SSI)	105,885,835	0.83
6	宁波交投(SSI)	105,885,835	0.83
7	华泰证券股份有限公司	93,183,159	0.73
8	中国建设银行-工银瑞信信用添利债券型证券投资基金	44,727,905	0.35
9	中国南方电网公司企业年金计划-中国工商银行	37,341,254	0.29
10	中国建设银行股份有限公司企业年金计划-工商银行	37,337,254	0.29

第四节 股票发行情况

一、发行数量:2,000,000,000股

二、发行价格:3.70元/股

### 三、发行方式

本次发行采用网下向询价对象配售与网上资金申购相结合的方式进行,其中网下向询价对象配售900,000,000股,网上向社会公众投资者发行1,100,000,000股。

### 四、募集资金总额及注册会计师对资金到位的验证情况

1、本次募集资金总额为7,400,000千元。

2、普华永道中天会计师事务所有限公司于2010年9月20日对本次发行的资金到位情况进行了审验,并出具了普华永道中天验字[2010]第244号验资报告。

### 五、发行费用总额及项目、每股发行费用

1、本次发行费用总额为187,018千元,其中:承销费用和保荐费用150,590千元,审计及验资费用10,770千元,评估费用5,700千元,律师费用10,300千元,信息披露费用4,250千元,发行手续费70千元,股份托管登记费用1,730千元,印花税0.608千元。

### 六、募集资金净额:7,212,982千元。

七、发行后每股净资产:1.73元。

八、发行后每股收益:0.13元。

九、2010年度扣除非经常性损益前后孰低的净利润:以本次发行后总股本计算。

### 第五节 其他重要事项

根据《上海证券交易所上市公司募集资金管理制度》,本公司将在募集资金到账后两周内与保荐机构公司及开户银行签订《募集资金专户存储三方监管协议》,并在该协议签订后两个交易日内公开披露该协议的主要内容。

本公司在招股意向书刊登日至上市公告书刊登前,没有发生可能对本公司有较大影响的重要事项,具体如下: