

上市首日大涨67%

燃料电池商Bloom Energy获资金青睐

□本报实习记者 曾秀丽

“我们是电力供应商，但我们不是电网，我们是一家科技公司，是独一无二的。”燃料电池生产商Bloom Energy曾在路演时反复强调其无与伦比的科技属性，Bloom Energy作为美国新型清洁能源创新企业的领军者，也吸引了美股投资者的目光。7月25日，Bloom Energy登陆纽交所首日大涨66.67%，对此市场分析人士表示，燃料电池市场的增长前景向好，看好该公司未来盈利能力。

在Bloom Energy拉动下，美股清洁能源板块其他公司股价也结束了连日来的颓势开始反弹，其中普拉格能源上涨2.62%、燃料电池能源上涨1.48%，巴拉德动力系统上涨0.33%。

### 盈利料持续向好

实际上，燃料电池早在1838年就已发明，美国航空航天局（NASA）曾用其为阿波罗宇宙飞船提供电力。然而成本一直是阻碍其发展的最大障碍，但Bloom Energy却较好地解决了这一难题。据Bloom Energy上月递交的S-1上

市文件显示，自2009年以来其已将能源服务材料成本降低了75%。

Bloom Energy创始人团队曾经受美国航天研究局邀请，负责研究和制造可以在火星上进行的生命维持技术，他们建立了可以由电力产生空气和燃料，或从空气和燃料产生电力的装置。研发成功之后，Bloom Energy继续改进，使其应用于地球环境。其中eBay自2009年中期改用Bloom Energy能源服务器后，节省了大量电费。上市文件显示，截至2018年3月31日，公司客户群包括财富100强企业中的25家，如AT&T和家得宝等。自2001年成立以来，公司已得到包括KPCB、高盛、GSV资本、Apex风投等知名机构投资。

上市文件显示，公司今年一季度总收入为1.69亿美元，同比增长135%，主要源于ITC（投资税减免）一次性收益4550万美元，公司收入主要来自产品、安装、服务、电力四大业务板块，其中产品部分收入最高，为1.21亿美元，占总收入的72%；同期公司毛利润为0.44亿美元，同比增长575%，除ITC收入外，公司表示这种改善通常是产品利润率提高的结果。

市场分析人士称，燃料电池市场的增长率

远不止十倍。市场调研机构Marketline表示，电力市场是全球最大的行业之一，2016年的总收入为2.4万亿美元，预计2021年将继续以每年4.3%的复合增长率增长至2.9万亿美元。在用电量上涨的同时，电价也在大幅上扬，据美国能源信息管理局（EIA）预计，到2026年美国商业和工业用电网电价预计将增长40%以上。对此Bloom Energy表示，公司可以向客户提供更低的电力成本，因此将得到良好的成长机会。另据美国能源部燃料电池技术办公室，2018年作为美国能源部工作之一，该部门将继续加大氢能燃料电池技术的商业化。

### 后市风险犹存

尽管独角兽Bloom Energy的技术和成长前景被看好，但由于其目前仍大幅依赖补贴，因此被看做高风险投资。有业内人士称，Bloom Energy公司决定立即上市是由于今年2月其获得了燃料电池联邦税收减免政策的延续。此前由于燃料电池的税收优惠在2015年没有得到更广泛的重新授权，公司曾于当年收入大幅下降。

市场分析人士指出，最近恢复的燃料电池

世界黄金协会董事总经理登普斯特：

## 避险属性突出 全球央行将持续“购金”

□本报记者 张枕河

针对全球央行对于黄金储备的前景展望，多币种储备系统中的黄金将有何变化等热点问题，中国证券报记者日前专访了世界黄金协会中央银行和公共政策事务董事总经理娜塔莉·登普斯特（Natalie Dempster）。

她指出，黄金是非常特殊的一种资产，它可以完全不受具体的某一个国家和地区的政治、经济风险的影响，因此全球央行近年来也越来越重视黄金资产储备。未来黄金仍将是避险属性最突出的资产之一，黄金在避险方面要好于其他国家的主权债券。

### 全球央行不断增加黄金储备

中国证券报：当前全球黄金储备出现何种变化？

登普斯特：过去十年以来，最明显的趋势就是全球央行在不断地买入黄金作为其储备。最主要的时点无疑是在全球金融危机，即在2008年之后出现了这样的变化，全球主要央行从原来的净卖出逐渐转为净买入，并且以每年300吨-400吨的数量购买黄金，过去十年中一共购买了约4000吨黄金。非常明显的例子是，在金融危机之后，欧洲央行停止抛售黄金，开始增加黄金储备。

中国证券报：在国家资产储备中，黄金达



到怎样的比例是适宜的？

登普斯特：这主要取决于黄金在整个储备资产组合当中所扮演的角色，我会认为5%到10%是合适的，这会对于一个储备资产组合带来非常好的风险调整后的收益。因为黄金可以令资产组合带来多样性，一方面可以使相关央行不再只依赖于传统的债券类资产，另一方面黄金加入资产组合之后可以帮助各大央行满足在资产安全、流动性等方面的需求。

中国证券报：此前金融危机和随后的债务危机使得欧洲一些央行购买黄金的速度加快，

当前欧洲如意大利和英国都面临自己的政治问题，这对欧洲央行储备黄金有何影响？

登普斯特：近期所发生的危机，尤其在意大利所发生的动荡凸显出任何一种主权债务都会受到政治、经济以及其他事件发展所带来的影响，这些因素会影响到这个国家的债券评级以及信贷评级。但是黄金是非常特殊的一种资产，它可以完全地不受这些政治、经济或者实质风险的影响，这也是为何央行会如此看重黄金作为一种储备。

中国证券报：近来全球主要央行的货币政策处在一个变化期，更多央行可能收紧货币政策，这种趋势对于黄金市场和黄金储备有什么影响？

登普斯特：我不确定货币政策变化是否会对黄金购买以及黄金储备产生直接影响，但它更关键的影响体现在贸易格局方面的变化。作为外汇储备，其主要目的就是用于支付向进口国进口的商品，而如果这个国家的贸易伙伴的格局发生变化，它的外汇储备也要做出调整。全球逐渐会经历从基于美元到一个多币种外汇储备的时期，在不确定时期可能会更多地选择黄金作为储备资产。

### 黄金避险优势突出

中国证券报：黄金的避险优势是否仍然突出，与主要国债相比，全球央行和其他投资者是否仍青睐黄金？

## 贝莱德：关注高质量风险资产

□本报记者 倪伟

7月26日，贝莱德全球首席投资策略师董立文（Richard Tumill）领衔的贝莱德团队在接受中国证券报记者采访时表示，利率上调造成的全球金融环境收紧和日益升温的贸易紧张局势，使未来全球宏观经济前景黯淡。建议投资者关注高质量风险资产，并提高投资组合的长期抗风险能力。

### 流动性与贸易摩擦是主要风险

贝莱德团队表示，今年以来，宏观前景的各种不确定性开始扩大，一方面，美国推行高额的财政刺激措施，经济增长提高了企业盈利，美国仍然担负着全球经济增长的引擎作用。另一方面，美国的财政刺激措施引发经济过热，因此产

生的通胀压力可能促使美联储加快加息的步伐，并且推动当前商业周期的结束。随着美联储继续推行货币政策的正常化，较高的利率、较强的美元限制了金融系统的资金流动，导致金融环境进一步变得严峻。美元的进一步上涨可能会给市场带来更多痛苦，包括以美元融资的银行业以及一些有巨大外部融资需求的新兴经济体。

同时，全球贸易风险也给未来的全球投资前景带来压力。全球贸易风险的进一步升级很可能会破坏目前的经济扩张。一方面，商业信心下降可能导致公司推迟或取消投资计划；另一方面，关税会推高成本，并抑制市场需求。目前全球供应链错综复杂，可能会放大这种影响。

此外，“欧洲分裂”的风险依然存在。这些因素都造成了未来全球宏观经济增长的不确定性。

### 应提高投资组合抗风险能力

对于今年下半年，贝莱德表示已下调投资风险承受水平，根据数据统计来看，贝莱德表示目前市场投资情绪虽然普遍变得谨慎，但并不过分糟糕。因此如何提高投资组合的抗风险能力，将是下半年投资时必须重点考虑的因素。

在股票市场方面，贝莱德表示更看好美国股票市场，并且更倾向于高质量的风险敞口。“在宏观不确定性上升和避险情绪升温时，优质股表现总是优于大市。在美国的市场上，我们发现了许多这样的公司，其中税收改革带来的盈利增长提供了优势。”贝莱德表示：“拥有良好防御能力要求股票能够抵御市场波动和超过通货膨胀，这意味着需要关注公司质量和股息增长。而‘高质量’的公司能够在保持健康的资产负债表的同时产生和增加自由现金流。同时，‘能够并且愿意’增加股息的公司似乎更容易抵御波动。”

对于今年下半年，贝莱德表示已下调投资风险承受水平，根据数据统计来看，贝莱德表示目前市场投资情绪虽然普遍变得谨慎，但并不过分糟糕。因此如何提高投资组合的抗风险能力，将是下半年投资时必须重点考虑的因素。

在股票市场方面，贝莱德表示更看好美国股票市场，并且更倾向于高质量的风险敞口。“在宏观不确定性上升和避险情绪升温时，优质股表现总是优于大市。在美国的市场上，我们发现了许多这样的公司，其中税收改革带来的盈利增长提供了优势。”贝莱德表示：“拥有良好防御能力要求股票能够抵御市场波动和超过通货膨胀，这意味着需要关注公司质量和股息增长。而‘高质量’的公司能够在保持健康的资产负债表的同时产生和增加自由现金流。同时，‘能够并且愿意’增加股息的公司似乎更容易抵御波动。”

新兴市场方面，贝莱德认为，由于新兴市场股票价格普遍滞后于强劲的盈利增长，目前主要地区的股票估值有所下降，投资优质新兴市场股票可以提高投资组合的弹性。

对于欧洲市场，贝莱德预计欧元区今年将陷入困境，主要是因为欧盟内部缺乏共识。虽然“分裂”不会一定会发生，但短期内进一步整合前景黯淡。此外贝莱德警告称，目前欧盟尚未准备好应对大型主权债券市场的系统性银行倒闭或压力，银行仍在努力应对资产负债表不稳定，而美元融资成本上升以及贷款需求疲软，这些因素都将促使欧洲资产前景恶化。

对于固定收益市场，贝莱德表示继续看好美国短期债券，并建议增持优质信贷资产。

对于今年下半年，贝莱德表示已下调投资风险承受水平，根据数据统计来看，贝莱德表示目前市场投资情绪虽然普遍变得谨慎，但并不过分糟糕。因此如何提高投资组合的抗风险能力，将是下半年投资时必须重点考虑的因素。

在股票市场方面，贝莱德表示更看好美国股票市场，并且更倾向于高质量的风险敞口。“在宏观不确定性上升和避险情绪升温时，优质股表现总是优于大市。在美国的市场上，我们发现了许多这样的公司，其中税收改革带来的盈利增长提供了优势。”贝莱德表示：“拥有良好防御能力要求股票能够抵御市场波动和超过通货膨胀，这意味着需要关注公司质量和股息增长。而‘高质量’的公司能够在保持健康的资产负债表的同时产生和增加自由现金流。同时，‘能够并且愿意’增加股息的公司似乎更容易抵御波动。”

新兴市场方面，贝莱德认为，由于新兴市场股票价格普遍滞后于强劲的盈利增长，目前主要地区的股票估值有所下降，投资优质新兴市场股票可以提高投资组合的弹性。

对于欧洲市场，贝莱德预计欧元区今年将陷入困境，主要是因为欧盟内部缺乏共识。虽然“分裂”不会一定会发生，但短期内进一步整合前景黯淡。此外贝莱德警告称，目前欧盟尚未准备好应对大型主权债券市场的系统性银行倒闭或压力，银行仍在努力应对资产负债表不稳定，而美元融资成本上升以及贷款需求疲软，这些因素都将促使欧洲资产前景恶化。

对于固定收益市场，贝莱德表示继续看好美国短期债券，并建议增持优质信贷资产。

投资税收抵免政策，或将随着时间的推移而逐渐消失。公司在风险提示中也表示，目前公司业务仍受退税、税收抵免和其他财政激励影响，如果政府经济刺激减少、修改或消除可能导致公司收入下降。

据媒体提供的数据，Bloom Energy估值在2014年时约为30亿美元，而在本周三首次亮相之前为16亿美元，在交易首日结束时，公司市值达26.52亿美元。

从行业来看，美股清洁能源板块的部分公司——普拉格能源、燃料电池能源、巴拉德动力系统今年的表现堪忧，截至7月25日，三家公司的股价年初至今分别累计下滑16.95%，19.41%，30.84%，且公司业绩普遍处于亏损状态。不过随着技术革新，该行业或带来增长机会，其中巴拉德动力系统年初表示，在此前燃料电池发动机的成本降低67%后，2018年将是下一代技术开发的重要一年。然而据资产管理公司Bilbao表示，只有燃料电池能源公司才与Bloom Energy具有可比性，并且是其竞争对手，不过燃料电池能源最新财报显示，公司于2018财年中期仍亏损1735.7万美元。

登普斯特：目前黄金是除了美国国债和日本国债之外的，具有相当好流动性的避险资产。这三种资产避险优势突出、颇受投资者青睐。在交易最为频繁的伦敦OTC市场中，黄金的单日交易量仅次于美国国债和日本国债，超过了其他主要国家主权债券。

中国证券报：黄金与日债都被认为是具有避险属性的资产，但与后者近期走势却出现负相关性，你对此怎么看？

登普斯特：我是不会将黄金与日本国债简单地做比较。究其原因，虽然与多数国债相比，日本国债风险较低，但它仍然会受到政治、经济或者其它发展因素的影响，所以它还是会具备一定风险性，但黄金就完全不同，黄金可以完全不会受到具体的一个国家的风险因素的影响。

中国证券报：今年上半年黄金价格表现不佳，你对于下半年的黄金价格和需求有何展望？

登普斯特：对于黄金价格，现在它是在一个季节性的疲软时期，也受制于实质需求的疲软，同时它也受到了强美元的一些影响。展望未来，我们认为黄金需求依然是强劲的，长期会影响黄金价格走势的一个重要因素就是全球经济的发展情况，尤其是像印度和中国这样的新兴国家的经济表现。目前趋势来看，我们对于长期黄金的需求仍然非常乐观。此外，我们也观察到了一些通胀要抬头的初步迹象，而黄金堪称比较好的对冲通胀的资产。

### 欧央行维持货币政策不变

□本报记者 张枕河

欧洲央行在26日结束的月度货币政策会议后宣布，维持存款利率于-0.4%，主要再融资利率于0%，边际贷款利率于0.25%不变，同时维持资产购买规模不变。上述措施均符合市场此前预期。

欧央行行长德拉吉指出，只要有必要，就将对到期债券进行再投资，再投资将一直持续到量化宽松措施（QE）结束后很长一段时间。欧央行确认QE将在今年12月底结束，该行将维持利率不变至少到2019年夏天，每月300亿欧元的资产购买规模将持续到9月份、10月份至12月份的月度资产购买规模为150亿欧元。

法国巴黎银行在随后发布的最新报告中预测称，虽然年初时复苏步伐持续慢于预期，但欧元区经济持续扩张仍为大趋势。在内需，特别是企业投资的提振下，欧元区内部贸易逐步扩大，在国际油价上涨的背景下，欧元区通胀上行，但核心通胀表现仍低迷。欧洲央行将持续进行资产购买，至少将持续至今年年底，首次加息预计将于2019年四季度进行。

### 瑞银：中国在线课外辅导市场潜力巨大

□本报记者 张枕河

瑞银证券内地/香港中小盘股研究主管谌戈26日表示，预计到2025年中国内地在线课外辅导市场规模将从2017年的290亿元人民币升至7140亿元，且整合度将高于当前线下市场。

他指出，在各垂直行业中，K12教育在线渗透率最低。但随着近期该领域融资动作频频及线下龙头积极布局，教育线上化转型在即的讨论再度升温。此前UBS Evidence Lab调查显示，目前家长认为在线教育质量不及线下因而普遍选择后者。不过随着技术演变（如AI、VR、面部识别等），在线教育质量及用户体验有望得到改善，未来几年在线/线下关系或有改变。到2025年，随着精通互联网的家长群体扩大，在线教育有望进一步普及，预计届时在线模式在课外辅导市场中所占比例（按课外辅导时间计算）将从2017年的约13%升至约50%。

### 高盛警告

### 流动性缩减推升美股波动性

□本报记者 倪伟

26日，高盛发布最新研究报告表示，市场流动性指标与市场波动性上涨呈现负的相关性，市场流动性的缺失可能反过来加剧市场波动性。高盛针对今年2月的美股闪崩进行研究后认为，市场流动性缩减或许才是引发市场大跌的原因（而不仅仅是市场大跌的结果），投资者应该密切关注相关指标的变化。

高盛表示，市场流动性既难以界定，也难以监控。衡量流动性唯一真正的方式是实际进行的大额交易。但该交易行为本身也会改变流动性条件。所以，高盛认为流动性可以被监控但不能被测量，而一个合理的观测指标是市场买/卖深度（指在某一特定市场价格下与之相关的订单或合约数目）。

通过观测市场买/卖深度指标，高盛研究今年的2月美股闪崩事件，数据确实支持了买/卖深度指标与市场波动性呈负相关。低流动性意味着市场很容易受到冲击。当波动性大幅增加时，流动性减弱会使增量交易对市场的影响更大，进一步推高波动性。高盛认为，这暗示着下次市场大跌时，当市场正需要流动性时，市场的流动性可能大幅减少，这可能反过来加剧市场的不确定性。其建议投资者应该密切关注相关指标的变化，用好好对冲工具和相对的期权工具进行资产配置。

### 美经济增长上季或触顶

□本报实习记者 曾秀丽

路透于25日发布的调查数据显示，美国经济增长目前仍然强劲，但这种增速将很快失去后劲，不过接受调查的分析人士预计，未来两年美国经济衰退的几率只有三分之一。

这项于7月18日-23日的调查显示，美国经济第二季度增速有望达到4.1%，之后增速将逐季放慢，到2019年第四季度将降至目前4.1%水平的一半左右。

“即将公布的美（第二季）GDP数据可能有不俗表现，但我们预计未来几个季度无法达到类似增速。”大和资本市场首席经济分析师Michael Moran称：“我们怀疑，二季度是经济增长的最后冲刺，而不是更强劲增长轨迹的起点。”

考虑到去年底通过对企业和个人大规模减税的计划，分析师上调了对美国第二季度经济增长的预测。在路透最新调查中，对第二季度经济增长率的平均预测值低于美国在2014年第三季所创下的GDP增长5%；金融危机后的最高增长率是2009年第四季度GDP增长5.6%。

■ 深交所投资者教育专栏·“财务知识一点通”系列（6）

## 从三张财务报表解读上市公司基本面（上）

□深交所投资者教育中心

投资股票，投资者们通常都各有偏好，有的凭其灵敏的嗅觉从细节发现机会，有的依赖于独到信息收集、分析方法。然而无论何种方式，如果能结合三张财务报表研究上市公司基本面以佐助决策，就无异于给投资上了一道双保险。

在之前的文章中，我们介绍了企业的主要三张财务报表，即资产负债表、利润表和现金流量表。如果说一张报表就是一台相机，展示的是企业财务数据“静态二维图像”，那么三张报表加上附注就是一台智能3D打印机，呈现的则是企业的“三维立体”财务数据。通过综合分析这些“立体”的财务数据，能够帮助我们更加清楚的了解优质企业的“蓄力”过程，进一步解读上

市公司基本面。

首先，请跟随我们的“3D打印机”，从聚焦资产负债表开始我们的解读旅程。资产是可以为企业带来收入的资源，企业的经营，就是利用资产创造收入。企业能够量化的资产如生产线、专利技术和商标等，体现为资产负债表上的长期资产。一家处于“蓄力”的企业，前期的关键资产储备往往是不可或缺的。我们可以关注企业资产负债表中在建工程、固定资产或无形资产等长期资产，是否有新增或者在建的关键生产线、是否取得了先进的重要技术使用权、是否正在申请或已取得新的重要专利技术等。当资产负债表有类似上述关键的新增资产，就有可能意味着释放了一个未来增长的信号。

除了企业关键资产的变化情况，我们还可以进一步分析资产的“质量”。这时我们“3D打

印机”就逐渐聚焦到了侧面，即利润表。当企业的关键资产开始投入使用，为企业创造收入时，资产通过折旧摊销变成当期的费用，而收入和费用二者中间的差额就是资产能给企业带来的价值。资产为企业创造的利润越大，那么资产就越优质。我们可以通过利润表，结合企业的收入增长表现，分析净利润增长的表现和毛利率增长的表现是否与目标资产的投入使用相关。如果一系列资产的投入使用，使得企业收入、净利润及毛利率都有所增长，那么有可能说明该资产比企业原有资产更为优质，其转化为利润的能力更强，企业的盈利能力相应也会提升。

看完了正面和侧面，我们的“3D打印机”还可以从俯视的角度，即从现金流量表的角度来做一个完美收官。如同我们在现金流量表中提到过的，对比两家净利润相同的企业，其经营活

动现金净流入越多，其净利润就相对更加扎实，而经营活动现金净流量少的，就可能需要怀疑一下净利润是不是存在着“水分”。现金流量表再往下走，就是企业的投资活动现金流，这里能看到很多企业对资产投资的数据线索，比如企业是否有重大的投资现金流出，这种现金流出是否持续，展现出企业投资理念和持续获得优质资产的能力等等。从投资活动现金净流量，我们又得到了企业“获得”资产的线索，带着这些线索再回到资产负债表，这样三张财务报表的分析就形成了一条回路，不仅三张财务报表环环相扣、互相印证，还能把企业的成长变化以数据的方式更加形象地展现在我们面前。

下一篇我们将从股价升值收益和股利收益的角度继续解读上市公司基本面，敬请关注。

（毕马威华振会计师事务所朱昕诺供稿）