



TLG 视野

2011年9月

本版中...

当顾问团队在考量影响发电厂的价值各类因素时，无论是新建或现有的项目，有时盲目的思维占了上风，取代了冷静的思考。前者只图完成交易，而忽略了该交易是否增值之类的细节。

在本期TLG视野中，我们反观来自实际生活中却经常被掩饰的五个失败的电力投资模式。

作者：

唐迈珂 (Mike Thomas)
+852 9226 2513
mthomas@lantaugroup.com

www.lantaugroup.com

五个失败的电力投资模式

之一：受吹捧的卡纽特国王和潮汐的故事

“我们将比目前的业主更好地调度该电厂。”

一个调峰电厂正在被出售。经复核对比市场价格和历史调度数据显示，该厂偶尔错过了市场价格高于其生产成本的出售机会，从而错失赚钱的机会。

交易团队既没有研究或也未进一步审议，就认定他们的交易人能够更好地抓住市场机遇减少错失价值，以获取比之前任何时候高出5%的价值。当被问及原因时，他们的反应只是他们的团队更聪明。（也许他们原计划聘请一个年轻聪明无所不知的能人 - 而根本没考虑到这样的一个人可能会要求比正常薪资更多的东西）。

这里的问题不在于该假设的对错。新的团队可能会做得更好-但缺乏有关数据意味着我们无法对二者作出判断。相反，这一事例体现的问题是盲目乐观葬送了买方引以为憾的胜算。关键参数假设的证实必须始终是非常明确的，且交易团队必须训练有素地将这些假设贯穿于整个尽职调查过程中的公开辩论。



之二：孤注一掷地追求价值

“这估值似乎太低了，换顾问吧。”

在交易上花了大量时间、精力和资源，方才顿悟这是一桩糟糕的交易，这难免会令人泄气，甚至令人沮丧和愤怒。各个公司和机构会以不同的方式应对失望的交易。其中一种对策就是，投资者聘请了新的顾问班子提供一种奇迹般地产生更高的价值的替代模型。当结果达到了他们的期待值，就不再需要进一步的尽职调查了。为什么有这么神奇的效果？因为一旦协议已经签署尘埃随之落定，再反过来重申模型的时候才发现原来替代模型中存在的漏洞是导致估值上扬的真正原因。

可是，协议已经签了。

在不同时期和不同程度上，人类偏信直觉，以丢弃客观分析的结果为代价，并因此深受其害。有时我们的直觉是对的；但有时是错的。

只有那些鲜有并且真正成功的机构才能做到无论在财政或精神压力下都具有避免回归到用所有动物都具有的本能-直觉-来做决策的自我意识。因此，这些机构能够真正地持续地做出更好的决策。这就是一个成功的、可持续的、注重长期发展的企业如何一步步建成的。

否则的话，商业就无异于拉斯维加斯式的赌博。

之三：花时间做规划到底有多难？

“对不起，我们两个月前没有回复你，我们一直忙于决定该怎么做。一个星期后就要投标了，你们可以马上开始吗？”

有时候顾问被要求让时间倒流。尽管我们偶尔可以做到这一点，但是当你不能给你的咨询团队足够的时间或资源时，你是在冒更大的风险。假定你的顾问总是能够创造圣经中“五条面包和两条鱼的奇迹”无异于是用你自己的钱在下赌注。终归是种瓜得瓜种豆得豆。

严酷的现实是，审慎的电力行业投资决策需要在一个信息充分的研究过程，精心准备，注重细节，及时、深入地分析以及吸纳广泛的技能和专业经验。这些都需要时间也涉及成本。

准备对各方都是重要的。用一些时间去思考如何使用你的顾问将让你从他们那里获取更多的价值。

之四：技术官僚

“你假设10年后的热效率是多少？”

有时争议往往集中在热效率和降解速率，而那些更大的（但不明确的）风险几乎根本没人关注。另外一些时候，像低热值（LHV）和高热值（HHV）之间的差别这样简单的概念也经常被混淆。人们着迷于精密性，却以牺牲准确性为代价。要指导一个团队做到两者兼顾就意味着不应该制造一种氛围使原本优秀的团队会害怕承认和纠正重大的错误。你必须意识到，直到最后一分钟你的估价都可能有大变动。意外总是不能避免的。重要的是解决问题和向前推进。

另外需要腾出时间来考虑第三组问题，通常也是更为重要且更难考量的。这就是团队如何评估因燃料、技术、增长率、法规或政策引起发生市场变化所带来的风险？很多情况下，这样的风险不仅不容易控制，而且直接影响评估价值。但是模糊性和不确定性会使结果看起来更不科学和稳固。清晰的、层次分明的和情景分析的思维是必需的。

而这三类问题往往没有得到适度的重视和资源分配。例如，我们可以相当肯定从来没有电力行业投资者因为在热效降解上花了太少的时间而导致破产或退出市场，或在出售资产时出现重大损失。但我们的确知道许多导致这些结果的例子是因为建立具有高度集中监管风险的投资组合，或者采纳了涉及燃料、需求增长或竞争对手行为的不切实际的假设——这些话题“太难”和篇幅所限而不能在此进一步进行讨论。

在之前的TLG视野中，我们讨论过市场模型平台的选择既可能把你束缚在对价格无关紧要的细节上，也可能节省出时间去关注对价值有巨大影响的因素和情景分析。细节并非不重要。但如果你只有有限的时间和资源，你必须选择最重要的事情。

之五：趋众效应

任何人都无法同一时间在越南和印度尼西亚取胜。中国电力规模虽大并不等于就一定具有商业吸引力。新加坡电力市场管理得井然有序，但这也意味着更多的竞争者会选择这个市场投资。

在那些相对较少国际投资者关注的其他市场，最近招标过程中参与者有限，其结果是几乎可以完全肯定不是完全由市场决定的。这是又一个在环境和其他监管风险政策不确定的阴云下进行的交易。招标的结果是中标者本人多没有意料到自己会是赢家。

引用沃伦·巴菲特的的一句话：交易的吸引力并不在于资产本身的状况，而是在适当的价位收购它的可能性，也就是以远远低于公平价值的价格收购。

如果你愿意观察，整个亚洲地区都有机会。韩国需要满足基荷的电厂。西澳大利亚州的容量价格(Capacity Payment)一直是出类拔萃的。经过五年运营和规划，以及在私有化率超过70%后，菲律宾电力批发现货市场（WESM）的发展已远远超出了怀疑论者最初的看法，并可望日益壮大和引人注目。马来西亚面临到期的电力购买合同（PPA）、天然气耗竭和税费上涨的三重打击。其他国家会发现越来越难以维持不受补贴的电费，而由此引发的不满可能轻而易举地强化对招标和由市场决定的商业机会公开化的要求。

在过去十年中，很多这样的市场机会一直被撇在一边。一旦他们如我们所预期的出现了，最好的准备者才是赢家。

免责声明：

本刊提供之行业信息仅供参考。本刊不可视为正式咨询意见，读者请依据专业咨询建议决策。如果您有问题或需要了解进一步的信息和有关事宜，请与作者或您的TLG顾问联系。本文可以被视为广告性宣传。

欲了解更多有关TLG咨询集团的信息，请访问
www.lantaugroup.com

封面图片 ©Imagestock/hazimnsn