

## 策略投资方法

实际上,市场上所有的股票都可以分为4类:概念股、成长股、周期股、稳定股,并对应4种投资模式。最理想的投资状态就是找到最适合自己的一种或几种方法,不断重复,滚雪球。掌握的策略越多,越有利于主动选择投资机会。很多投资人专注于一个领域,固守自己的一份收益,这样的专注是好事,但想要成为职业投资人,更应该了解市场的全貌,洞悉市场的整体生态,在不同的条件下选用不同的策略,方能百战百胜。

根据不同时期公司收入的高低,可以将股票分为 4 种类型: 概念股、成长股、周期股和稳定股。如表 3-1 所示,在企业成长的不同时期,收入会呈现出不同的状态。

表 3-1 股票的分类

| 类 别 | 时 期 | 收 入  |
|-----|-----|------|
| 概念股 | 孕育期 | 较少   |
| 成长股 | 成长期 | 增长   |
| 周期股 | 成熟期 | 波动剧烈 |
| 稳定股 | 稳定期 | 平稳   |

从图 3-1 可以更为直观地看到 4 种股票在不同时期的收入特征。

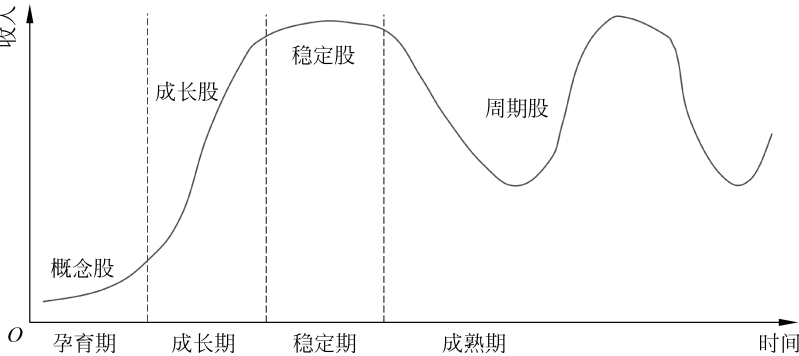


图 3-1 4 种股票在不同时期的收入特征

---

## 第一节 概念股

---

概念股是指具有某种特别内涵的股票。这是与业绩股相对而言的,业绩股需要有良好的业绩支撑,而概念股只是依靠热点题材进行炒作的一类股。关注度溢价效应是炒作的底层逻辑,即一只股票或一个板块在短期内关注的人越多,往往估值越高。

通常来说,概念股炒作前期会先进行利好的营造。由于市场交易不规范,存在一定的监管真空,通常会有知道内幕消息的投资者先行进场,做好埋伏。在利好发布的同时,还会有券商配合发布大量的研报进行推荐。这就会使股价在短时期内出现剧烈的波动。而当股价炒到高位的时候,甚至连管理层自己都觉得当前的股票不值这么多钱的时候,就会开始计划减持(一般还会配合利好,如高送转方案),获利出逃。

在减持类的利空消息出来之后,股价会出现大跌。因为市场默认管理层对于自己公司更具有信息优势,比普通投资者更了解自己公司前景,而大多数投资者无法知道减持之后收入是否会增长、是否有资金来托底,所以便会跟随管理层行动,开始“用脚”投票。

概念股的特征是鱼龙混杂,这里面既有机会,也有陷阱。通常无法用业绩高低来衡量这类股票的价格预期增长幅度,需要看市场对于相应概念的认可程度,其整体估值一般都偏高。而主力资金在概念板块内部进行选择时,也不一定会选择业绩最好或关联

度最强的股票,更多还是会从拉升成本的角度出发,选择没有其他机构入驻的阴跌股(没有获利盘)或次新股,同时偏好选择流通市值较小的品种,以最低的成本进行一波爆炒。

---

### 案例:合肥城建(002208)——真假“独角兽”

2018年3月,监管政策带来了一股春风,“独角兽”企业有了快速上市通道。消息一出,“独角兽”概念股连续三日暴涨。“独角兽”是美国风投界的定义,指估值在10亿美元以上的初创企业。“独角兽”的概念股分为3类:一是自身是某行业的“独角兽”;二是作为“独角兽”的影子股,要么是和拟上市公司有直接或间接的持股关系,要么是双方在某一领域有深入的合作;三是作为“独角兽”孵化器的众多创投公司。

不过,在涨停的许多“独角兽”概念股中,有些显然不符合真正受益的影子股条件,只是在炒作概念。以蚂蚁金服为例,蚂蚁金服作为“胡润排行榜”中2017年大中华区“独角兽”企业Top10、杭州地区“独角兽”Top1,估值或超千亿美元,是当之无愧的互联网金融帝国。当时与其沾边的市场龙头是合肥城建,其股东参股了蚂蚁金服的股东,这个关系其实有点远,实质受益程度很小,但合肥城建的股价却在短短20个交易日内翻了一番。

合肥城建的主营业务完全在房地产行业,而房地产行业是一个资源高度集中的行业,同样受政策影响较大。在2017年整体行业相对低迷的情况下,一线城市和热点二、三线城市密集出台以“限购、限贷、限价、限售”为核心的紧缩调控措施。同时,央行进一步加强金融监管,银行信贷持续收紧,房贷利率也有不同程度的提

升,使得当时热点“限价”城市房地产行业利润环比锐减。

合肥城建的整体盈利表现符合当年行业的整体水平,2017 年整体收益较 2016 年同期大幅下降。与此同时,合肥城建的股价走势也符合市场及经营规律——受业绩下滑的影响,其股价的整体走势呈下跌趋势(见图 3-2)。

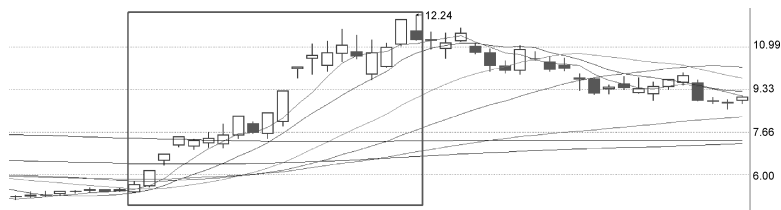


图 3-2 合肥城建“独角兽”炒作时期股价走势图

这样一个基本面存在众多瑕疵的股之所以能得到炒作,无非是因为它盘子小,流通市值不到 30 亿元,且经历了长达一年半的长期阴跌,处于标准的下跌通道。游资当时选择这个标的,只需要非常少的资金就可以将它的股价拉起来,并且因为获利盘抛压很小,成了独角兽概念股炒作的最佳选择。

概念股多产生于前沿的新兴产业。如果业绩如期兑现,概念股会成为优秀的成长股;如果业绩无法如期兑现,就意味着业绩增速无法支撑超高的估值,股价则面临崩溃的风险。所以,在参与概念炒作时要特别关注财务报表的披露进程。纯概念性炒作往往会哪里涨上来就从哪里跌下去,对于弱势股甚至还会矫枉过正。所以对于概念股的炒作,特别要防范高位的风险,一旦出现股价破位的情况,要及时离场,不宜作为价值股投资死拿在手里面。

概念股的投资,比较适合小资金进出灵活的投资者、小型游资和私募机构。

---

## 第二节 成长股<sup>\*</sup>

---

成长股几乎是市场上最好的投资标的。它具有长期、稳定的成长性,波动性较小,适合长期投资。

成长股吸引投资者的原因有两点:第一,业绩增长稳健、快速,在成长期的任何时间点介入都会得到非常好的回报;第二,业绩与估值的双击(双重影响)会造成股价的迅猛增长,股票价格  $P = PE \times EPS$ ,即股价可以享受到市盈率和每股收益的乘数效应。如 T 年某企业每股收益 1 元,预期 3 年的复合增长率为 40%,如果当前市盈率为 10 倍,股价就为  $1 \times 10 = 10$  元。T+3 年市场给出 40 倍的市盈率,企业的每股收益为  $1 \times 1.4 \times 1.4 \times 1.4 = 2.744$  元,则此时股价为  $2.744 \times 40 = 109.76$  元,股价在 3 年时间翻了将近 10 倍。

成长股的投资机会来自高成长。A 股中拥有巨大成长空间的“新兴经济”板块,一直是资本市场追捧的成长股摇篮。目前,A 股中新兴经济板块的市值占比还比较低。截至 2017 年 10 月 25 日,A 股中新兴经济板块的市值占比约为 14%(见图 3-3),2017 年预测利润占比约为 7%(见图 3-4),但从增幅来看上升趋势显著(见

---

<sup>\*</sup> 表示本节为重点内容。

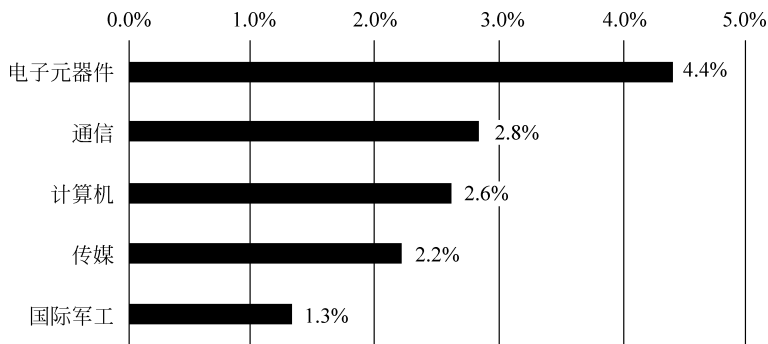


图 3-3 A 股新兴经济板块的市值占比(截至 2017 年 10 月 25 日)

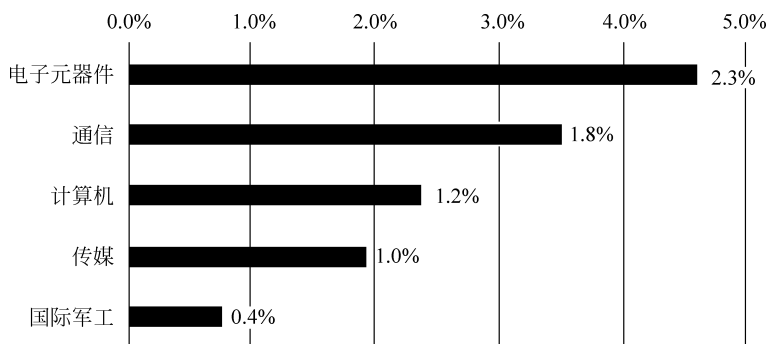
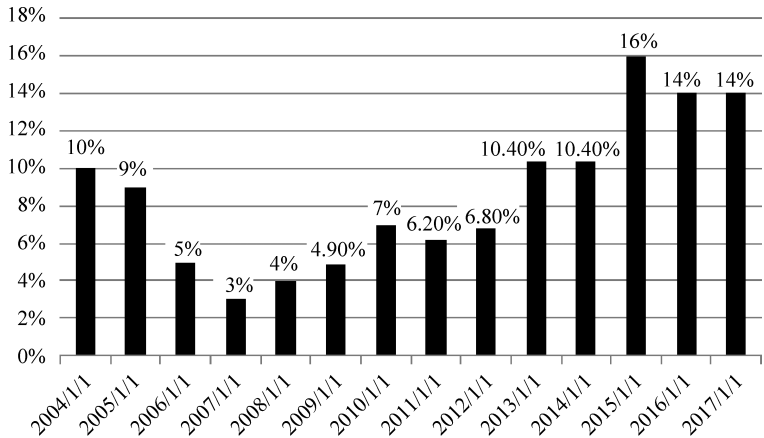


图 3-4 A 股新兴经济板块 2017 年预测利润占比

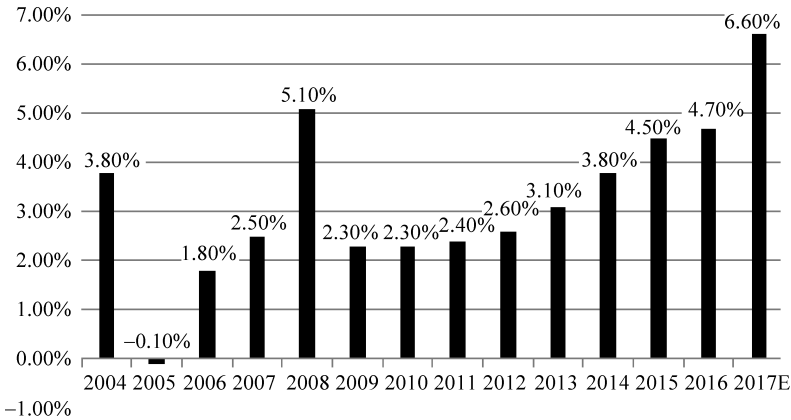
图 3-5 和图 3-6)。

“新兴经济”行业正处于快速发展的阶段，其中存在穿越周期的成长机会，在业绩释放的黄金时刻并未到来之前，估值会处于高位。投资成长股的人会预期自己所买的股票是崛起之中的“白马”。业绩与估值的双击是造就成长股行情的核心驱动力，当二者同时上升时，就会迎来“戴维斯双击”效应。然而事实上，成长股的崛起之路并非一帆风顺，风险往往来自于成长放缓和增速不及预



备注: 2017年的市值占比截止到2017/10/25

图 3-5 2003—2017 年 A 股新兴经济板块市值占比变化



备注: 2017年数据为WIND一致预期

图 3-6 2003—2017 年 A 股新兴经济板块利润占比变化

期,这时乐观预期带来的高估值与业绩的不匹配就可能导致“戴维斯双杀”<sup>①</sup>。所以,投资成长股需要关注的风险点是公司业绩的增速什么时候会出现放缓的预期。

2012年5月30日,国务院总理温家宝主持召开国务院常务会议,讨论通过了《“十二五”国家战略性新兴产业发展规划》,提出了节能环保、新一代信息技术、生物、高端装备制造、新能源、新材料及新能源汽车等七大战略性新兴产业的重点发展方向和主要任务,提出了20项重大工程。政策面的大力扶持,加上创业板公司业绩的连续5季度加速,2012年底至2014年初市盈率(PE)增长接近1倍。成长性和估值水平的同时提升,支撑了2012—2013年轰轰烈烈的成长股行情。

而在2014年,创业板公司业绩出现首次减速,半年报业绩增速低于一季度。当时创业板估值已经较高,加上盈利增速下滑,导致一轮“戴维斯双杀”。

---

### 案例：网宿科技(300017)——成长股神话破灭

要说起2015年大“牛市”中最热门的一只股票,非网宿科技莫属。网宿科技是一家互联网业务平台提供商,典型的知识和技术密集型的高新技术企业,其服务的大中型客户包括互联网企业、政府、传统企业及电信运营商。针对客户在IT部署及数据计算、传输、安全等方面的需求,该公司总结多年来服务各行业的经验,依

---

<sup>①</sup> “戴维斯双杀”是指当公司的盈利和估值一起下行时,对股价造成的大幅杀跌的效应。同理,“戴维斯双击”指公司的盈利和估值同时提升时,对股价造成的大幅推涨的效应。

据不同的行业特点,相继推出面向手机直播、媒体、家电、汽车、电商、金融、消费电子、游戏、政务、教育等行业的整体解决方案,并为客户提供定制化服务,帮助客户提升互联网服务质量、简化维护管理流程、降低运维成本。

网宿科技于2009年10月30日上市,2010—2015年盈收复合增长率为48%,净利复合增长率为72%。从上市开盘价5.12元上涨至2016年底的53.61元,7年上涨超过10倍。

网宿科技股价具体走势如图3-7所示。由于2009年上市新股估值太高,因此2010—2012年均处于估值大幅回落阶段,PE从发行价的108倍回落到27倍。这3年,不论净利增速如何,股价涨幅均大幅落后于净利增速。伴随着2013年互联网的流量红利,当年净利增速环比提高,市盈率企稳并大幅提升,实现“戴维斯双击”效应,股价涨幅大幅超过净利增速。2014年净利增速继续保持,但股价涨幅远远落后于净利增速,主要原因是2013年估值提升,股价涨幅远超业绩增速,已严重透支2014年股价。2014年估值回落至发行价的36倍,对冲业绩涨幅,导致股价仅小幅上涨。2015年,“牛市”估值大幅提升,净利继续保持较好增速,实现“戴维斯双杀”,股价涨幅大幅超过净利增速。

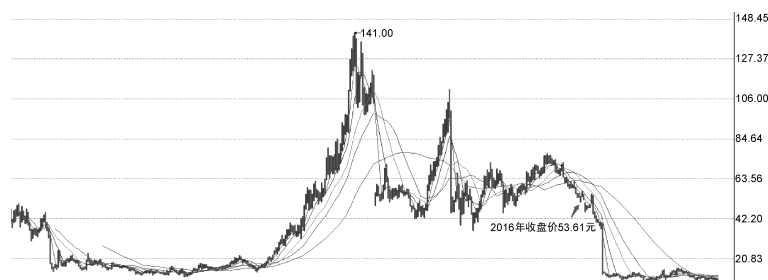


图 3-7 网宿科技股价走势图

到2016年,网宿科技的高点市值达600亿元,市盈率是50倍。基本面的拐点在这一年出现了,网宿科技的“护城河”不够深,其所在行业在以阿里巴巴为首的巨头介入后开始打价格战,行业“蓝海”渐变为“红海”。这导致网宿科技业绩不及预期,迎来“戴维斯双杀”。在网宿科技的业绩曝出下降之前,市场上先知先觉的资金已经看到了未来的行业趋势,开始抛售股票,股价开始第1轮杀跌,即杀估值。当网宿科技证实利润收缩时,股价开始第2轮下跌,即杀利润。当市场发现网宿科技不仅仅是增速放缓,而是无增长时,第3轮杀估值再次开始,网宿科技回归到一个平庸股票的估值水平,最终股价下跌70%。

---

当下我国正处于经济动能的转换时期,由注重经济增速转为注重经济发展的质量。未来由技术引领和创新驱动,以信息服务为代表的“新经济”是大势所趋。从基础科学方面来看,2006—2015年高质量论文被引用次数的国际排名靠前的国家分别是美国、中国、英国、德国,中国的增速排在首位;从技术应用方面来看,2016年PCT国际专利申请数量的国际排名靠前的国家分别是美国、日本、中国和德国,中国增速同样排在首位;1999—2016年,我国年度大学生毕业人数增长了7倍,年度科研经费投入增长了21倍。

随着人口数量的下滑、生产成本的提升,“新经济”已经从廉价劳动力为主的生产加工时代,步入具有自主知识产权、高附加值的智能时代。然而自动化制造业还不具备坚实的基础,科技发展的核心技术储备仍需积累。

成长股投资适合能够对基本面进行深入研究、追踪行业动态

的投资者。对于成长股对应的增长投资模式,将在第 4 章中进行详细讲解。

---

## 第三节 周期股<sup>\*\*</sup>

---

经济周期(Business Cycle)也称商业周期或景气循环,一般指经济活动沿着经济发展的总体趋势所经历的有规律的扩张和收缩。而周期股就是经营业绩随着经济周期的涨缩而变动的公司的股票。

具有周期股特征的公司或行业一般分为以下几种情况。

(1) 公司的经营状况易受整个经济周期变化的影响而出现波动,如建筑、资源、汽车等行业。

(2) 公司本身的经营状况有周期变动的特征,如冰箱、饮料、服装等行业。

(3) 除了行业的周期性以外,公司产品本身的生命周期较长,有时会出现集中交付或集中短缺的情况,如房地产、船舶等行业。

(4) 金融业也具有周期性,同样会受到宏观经济周期变化的影响而出现波动,并且对宏观调控政策非常敏感。A 股市场中主要涉及的金融业包括银行、券商和保险公司,其中券商是周期性最强的(见图 3-8)。

---

<sup>\*\*</sup> 周期股是最不适合散户投资的板块。

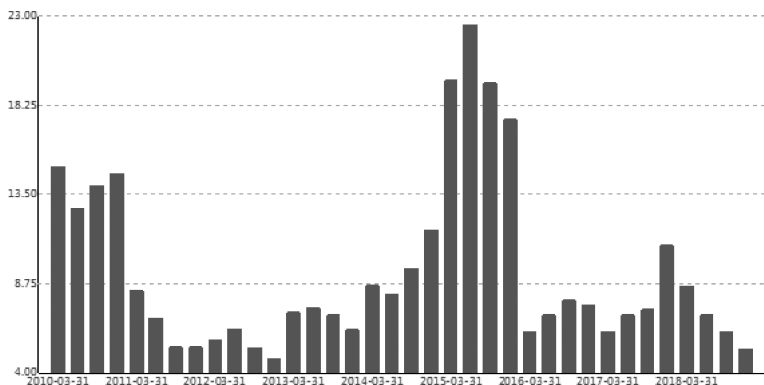


图 3-8 2018 年底处于周期低点的券商板块

周期股的特征是不具有成长空间，业绩和估值波动剧烈，无从参考，难以准确预测。繁荣时期，周期股的效益可观；萧条时期，周期股的收益降低。反映到股票的价格方面，则表现为股价波动幅度较大。周期股的投资模式为趋势投资。其投资机会来自于周期向上、企业大幅盈利的时候，但需要防范踩在高位，造成大幅亏损的风险。因此，在周期股的投资中，判断拐点是至关重要的。

从图 3-9 中可以很清晰地看到大宗商品的周期性。第 1 轮大“牛市”出现在 2002—2007 年。中国自 2001 年 12 月 1 日正式加入 WTO(世界贸易组织)，融入全球供应链。凭借着人口红利、城镇化、房地产私有化及出口扩张的利润，中国经济迎来了爆发式增长。而中国经济的强势发展使得对大宗商品的需求急剧增加。这是形成此轮“牛市”的重要原因之一。

2007—2008 年，国际金融危机时期，中国的期货市场曾迎来连续跌停。当时的市场背景是美国次贷危机逐渐演化成全球性的金



图 3-9 WIND 商品指数 2000—2019 年走势

融危机,而我国经济正处于下行阶段,外需的不景气让经济预期更加悲观。在这样的情况下,我国于 2008 年年底出台了 4 万亿元超强刺激政策,财政政策转向积极,货币政策转为适度宽松。与此同时,美国也开启了量化宽松政策。从 2009 年年中之后,宏观政策开始出现了转向,由刺激投资转向了鼓励消费,大宗商品渐渐开启了第 2 轮大“牛市”,一直反弹到 2010 年初。在这一轮“牛市”中,需求是不足的,主要的助推器是货币。

第 3 轮“牛市”出现在 2016 年的供给侧改革后,幅度低于前两轮,启动不久就陷入了宽幅震荡。原因是在这轮供给侧推动的“牛市”中,总需求和货币供给都显得尤为不足。

周期股的行情大起大落,投机性质很强,我们可以通过经济基本面的变化去寻找交易机会,但很少有周期股能具备长期投资价值。当前传统资源类企业的供给侧改革仍在继续,包括产业整合,淘汰落后产能。未来行业的集中度会逐步提升,行业龙头在此过

程中将会受益。

对于周期股,其投资方式和投资者最熟悉的价值投资模式刚好相反。例如,一家公司的未来现金流取决于商品的收益状况,那么很明显,如果很难对其净利润进行预测,就无法用未来现金流折现的方法对其进行估值。

下面来看一个案例。

---

### 案例：方大炭素(600516)的暴涨神话

方大炭素是国内炭素行业的龙头企业,主要从事石墨及炭素制品、铁矿粉的生产与销售,供产销体系独立、完整。在核心关键技术方面依法拥有自主知识产权,独立享有所有权与使用权。公司的主要产品包括石墨电极、高炉炭砖、炭素新材料和炭素用原料等,其中多项为国内首创。公司产品广泛应用于冶金、能源、化工、机械、医疗、生物等行业和高科技领域,畅销全国 30 多个省、市、自治区,并远销欧美、俄罗斯、东南亚、中东等 60 多个国家和地区。目前方大炭素已经发展成为世界前列的优质炭素制品生产供应基地,以及国内涉核炭材料科研生产基地。

方大炭素生产的炭素制品主要包括石墨电极、高炉炭砖和炭素新材料,其中石墨电极占比最高约为 90%,以 2018 年数据为例,公司炭素制品收入占总营业收入的 99.17%,是公司的主要收入来源。

公司的发展与炭素行业的周期变化息息相关。2017 年至今,炭素行业经历了先涨后跌的一轮周期。从石墨电极价格来看,如图 3-10 所示,在 2017 年前较长时间内处于低迷状态,2017 年初开

始飞速提升,至2017年9月达到历史高点,其中高功率石墨电极(600mm)价格达到120000元/吨,普通功率石墨电极(600mm)价格达到56250元/吨,2018年后震荡下行并趋于平稳。我国炼钢方式主要包括电弧炉和转炉炼钢两种,其中石墨电极为电弧炉炼钢的上游,因此石墨电极的周期受钢铁行业周期、供给侧改革及环保政策多重驱动力量的影响。2008年后我国的大规模刺激促使钢铁行业急速扩张。但刺激过后,伴随我国经济缓慢下行,钢铁需求逐渐减少,钢铁行业出现产能过剩及盈利下滑的局面,石墨电极价格长期处于低位。

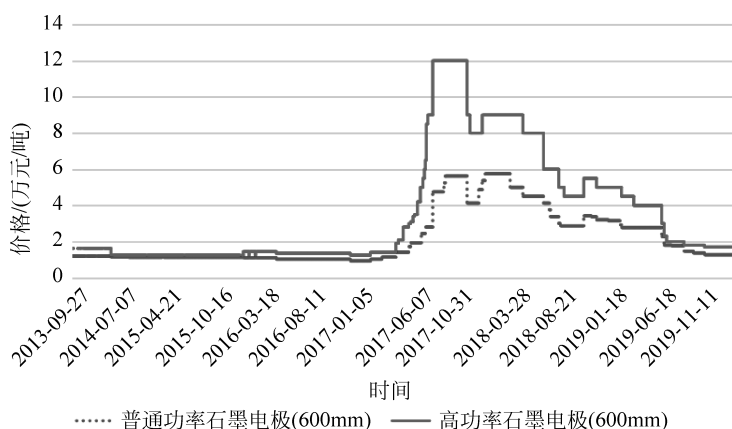


图 3-10 国内石墨电极价格走势(万元/吨)

2017年石墨价格的上涨包括需求上涨和供给不足两方面原因。从需求上看,电弧炉炼钢相较于转炉炼钢成本优势及环保优势逐渐显现,加之供给侧“去落后产能”,取缔中频炉产生的钢铁供需缺口使得冶炼环节盈利提高,钢企扩大生产需求及使用电炉替代转炉或中频炉的需求激增。从供给上看,在严格的环保要求下

大量炭素企业减产、关停,石墨产能难以短期提高。2018年后,伴随石墨产能逐渐恢复及电弧炉投产需求逐渐下降,石墨电极供需逐渐趋于平衡,价格逐渐下降并回归平稳。

另外,由于2017年初国家大力推广新能源汽车,新能源汽车产量和销量同比大幅增长,而石墨是电动车车载锂离子电池的核心材料。天然石墨的年产量约为120万吨,其中15%~20%的石墨将被用于制造电动车电池,为满足电池阳极石墨的需求量,每年需要额外生产250~300万吨石墨。石墨的需求量大幅超出当期的供给量,导致价格剧烈攀升。

对照石墨电极价格的走势来看方大炭素的股价表现,如图3-11所示,在石墨电极涨价之前的2016年,方大炭素的股价基本维持在4.7~7.9元的低位区间震荡,进入2017年后在1月16日跌至年内低点4.33元,随后在6月开始暴涨行情,并在9月12日上涨到历史高点25.03元,相较2017年初低点涨幅超过478%!值得注意的是,石墨电极价格的顶峰也是出现在2017年9月,随着石墨电极价格的见顶,方大炭素的股价也见了顶,两者时间基本保持一致。

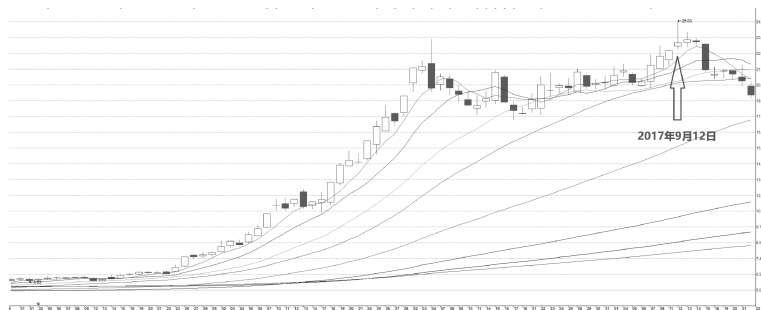


图 3-11 方大炭素 2017 年股价走势图

最后从方大炭素的业绩表现来看,如图 3-12 和图 3-13 所示,周期股的业绩受宏观经济影响较大,所以波动会非常剧烈。公司在 2016 年的净利润仅为 3 千万元,而受益于国家供给侧改革及去杠杆、去库存等调控政策,炭素制品价格的上涨叠加行业利润率的显著上升,使得方大炭素在 2017 年实现了近 40 亿的净利润,股价也从 2017 年 1 月 16 日 4.33 元的低点飙涨到 2017 年 9 月 12 日 25.03 元的最高点!然而,大部分散户对于炭素行业的周期性研究并不深入,对相关产品价格的跟踪也并不及时,所以很难提前把握住这种投资机会。只有对炭素行业非常了解的专业机构,才能做出相对精准的判断。所以我们说周期股适合对行业周期有深刻研究的机构进行投资,不适合中小散户进行投资。另外需要注意的是,一定不要把业绩上涨的周期股误判为成长股,那样会犯非常大的错误!

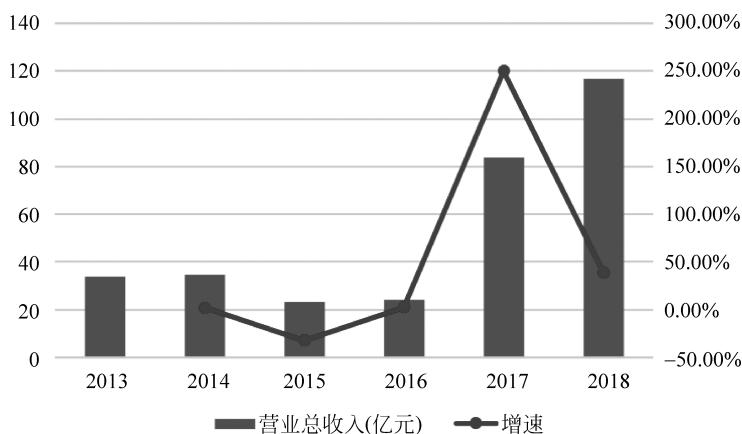


图 3-12 方大炭素 2013—2018 年营业收入及增速

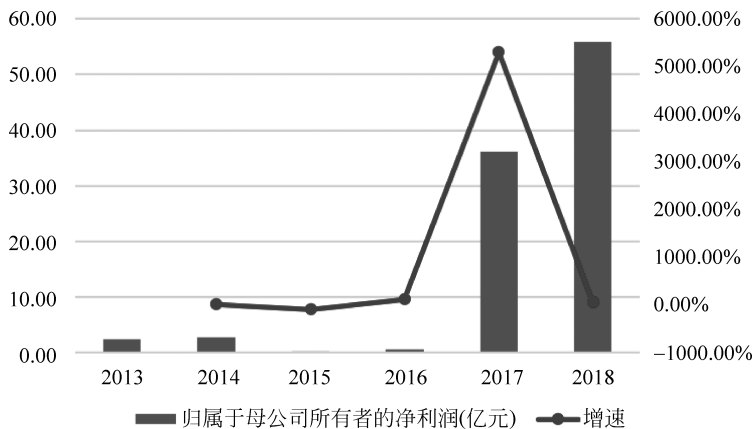


图 3-13 方大炭素 2013—2018 年归母公司的净利润及增速

再来看一个实例——江西铜业(600362)。从图 3-14 可以看出,该公司在 2005 年取得微利;2007 年受益于商品“牛市”,盈利状况有所改善;2008 年受到次贷危机影响,出现亏损;后面几年受益于经济刺激计划,盈利又出现暴涨;接下来几年,随着中国经济

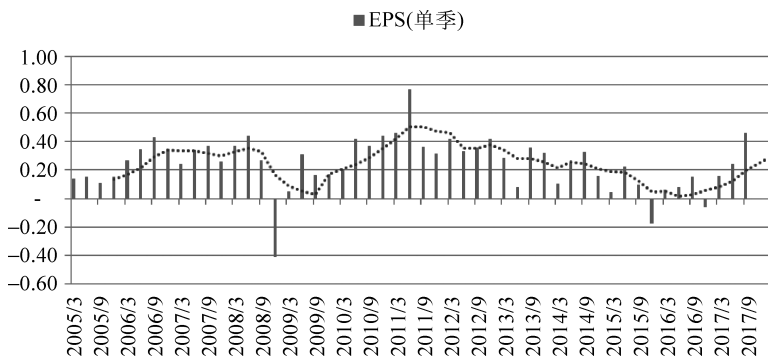


图 3-14 江西铜业 2005—2017 年 EPS 变化情况

转型、重点发展新经济,其利润又出现下滑;2016年后受益于供给侧改革,利润再次回升。EPS表现特征为大起大落,波动十分剧烈。

在这样的情况下,江西铜业的估值变化自然也就表现得十分剧烈。从图 3-15 可以看到,江西铜业 PB 最高达 12,最低只有 1;PE 最高超过 100 倍,最低时为负。

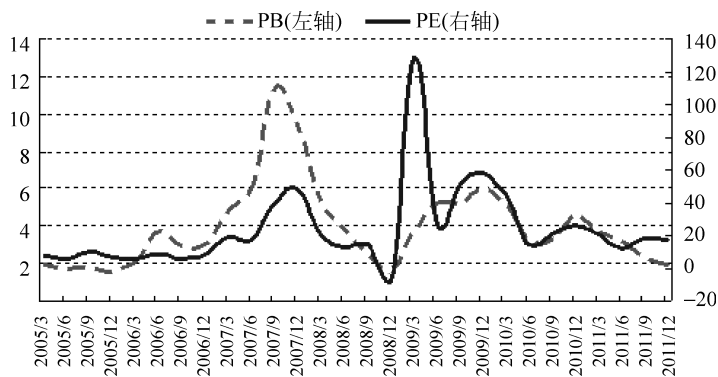


图 3-15 江西铜业 2005—2017 年估值变化情况

那么究竟怎样来看周期股呢？答案是看周期,也就是分析当前的经济周期处于哪个阶段,行业的周期处于哪个阶段,以及当下股市的“牛”“熊”情况。理想情况下,选择在股市低谷、行业也是最差的时候进入,等待拐点出现;待宏观经济转好,行业走出萧条,股市走牛,周期性企业的业绩有了提升,自会提振投资者的乐观情绪,股价也会水涨船高。这种模式和价值投资的买卖点相反,即在估值极高也就是利润最低行业最不景气时进入,在估值极低时退出。但对于普通投资者来说,很难把握合适的进入点和退出点。如果在错误的周期阶段购买了周期股,很可能会面临腰斩的局面,并且要等待很多年才能等到下一个繁荣期。例如 A 股从 2017 年

的顶部下行,周期股是跌幅最大的板块之一。

A 股市场上的一些典型公司,如三一重工、中国船舶、云南铜业、方大炭素,在世界上都是具有较大影响力的公司,但公司业绩因为行业的周期性波动非常明显,股价也随之剧烈波动,有些年份会出现巨大的亏损。普通投资者的特点是:用业余时间和闲钱投资,主要时间和精力用于本职工作,无法盯盘,也不能密切关注行业动态,因此较难把握行业的周期拐点。周期股投资更适合对宏观经济研究深入的投资者,因为周期分析本质上离不开对宏观经济和货币政策的深入分析,需要投资者有宏观思维。

---

### 案例:中远海控(601919)的大起大落

中远海运控股股份有限公司是中国远洋运输(集团)总公司(全球第二大综合性航运公司)的上市旗舰和资本平台,目前已成为全球领先的航运与物流供货商。公司旗下的集装箱航运板块,主要经营国际、国内海上集装箱运输服务及相关业务,共经营 230 多条国际航线(含国际支线)、50 多条中国沿海航线及 80 多条珠江三角洲和长江支线,在全球 90 多个国家和地区的 290 多个港口均有挂靠,旗下集装箱船队运力规模排名稳居世界前列,集装箱码头年总吞吐量排名连续多年蝉联世界第一。在“全球化、端到端、数字化、双品牌”四大发展战略指引下,该公司致力于推动公司整体提质增效,不断提升为客户创造价值服务的能力,努力将自身打造成为世界一流的集装箱海运综合服务商。

集运行业是典型的周期性行业,历史上一直伴随着经济的繁荣和衰退演绎着行业的高潮和低谷,循环往复。波罗的海干散货

指数(Baltic Dry Index, BDI)是航运业的经济指标,反映了其干散货交易量的变化,成为代表国际干散货物运输市场走势的晴雨表。由于BDI一向是散装原物料的运费指数(散装船运以运输钢材、纸浆、谷物、煤、矿砂、磷矿石、铝矾土等民生物资及工业原料为主),因此散装航运业营运状况与全球经济景气、原物料行情息息相关,所以波罗的海指数可视为经济领先指标。

如图3-16所示,中远海控在2007年6月26日上市首日收盘价为16.38元;当年10月25日上涨至最高价67.84元;随后一路下跌,2013年7月30日跌至最低价3.24元;但在2015年4月最高反弹至17.43元,涨幅超过437%!如果能够把握拐点,就可以抓住这个4倍的投资机会。按照周期股的投资策略考虑,投资者应该在最差的时候进入,那么究竟多差才算最差呢?



图 3-16 中远海控 2007—2019 年股价走势图

从表3-2可以看到,公司在2011—2012年均是巨额亏损,2013年扭亏为盈。在这期间,如果过早进入会产生巨大的机会成本,同时还要忍受心理上的亏损压力,会使人难以下手。因此做判断前需要对基本面有更多的跟踪和了解。

表 3-2 中远海控(601919)2009—2018 年指标一览

| 年<br>指标           | 2009      | 2010      | 2011       | 2012     | 2013      | 2014      | 2015      | 2016      | 2017      | 2018       |
|-------------------|-----------|-----------|------------|----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|------------|
| 营业收入/百万元          | 55 734.63 | 80 578.43 | 68 908.18  | 72 056.8 | 61 934.14 | 64 374.46 | 57 489.92 | 71 160.18 | 90 463.96 | 120 829.53 |
| 增速                |           | 44.60%    | -14.50%    | 4.60%    | -14.00%   | 3.90%     | -10.70%   | 23.80%    | 27.10%    | 33.60%     |
| 净利润/百万元           | -6737.13  | 7994.30   | -8838.83   | -8137.44 | 2879.42   | 1550.82   | 1791.50   | -9101.23  | 4830.69   | 3026.36    |
| 增速                |           | -218.70%  | -210.60%   | -7.90%   | -135.40%  | -46.10%   | 15.50%    | -608.00%  | -153.10%  | -37.40%    |
| 归属于母公司所有者的净利润/百万元 | -7541.29  | 6760.96   | -10 448.86 | -9559.16 | 235.47    | 362.53    | 283.39    | -9906.00  | 2661.94   | 1230.03    |
| 增速                |           | -189.70%  | -254.50%   | -8.50%   | -102.50%  | 54.00%    | -21.80%   | -3595.50% | -126.90%  | -53.80%    |
| 年末股价/元            | 13.9      | 9.4       | 4.68       | 4.41     | 3.3       | 7.2       | 9.02      | 5.24      | 6.77      | 4.04       |
| 市盈率PE (TTM)       | -10.01    | 28.2      | -13.08     | -3.73    | -6.5      | 45.55     | 76.47     | -5.87     | 33.74     | 52.34      |
| 净资产收益率(年化)        | -15.89    | 14.93     | -25.35     | -31.95   | 0.95      | 1.49      | 1.16      | -46.1     | 13.65     | 5.65       |

总结：周期股因其业绩受宏观经济影响很大，业绩波动非常剧烈，所以适合对行业周期有深刻研究的机构进行投资，不适合散户投资者。另外一定不要把业绩上涨的周期股误判为成长股，那样会犯非常大的错误！

---

## 第四节 稳定股

---

稳定股又称价值股，指经营状况相对稳定的公司的股票。企业经过高速发展和利润规模很大增速之后，利润开始逐渐降低，股息很难提高，只能利用完备的管理维持一定的股息水准，因此股价波动也较小。

稳定股的普遍特征是成长空间不大，ROE(净资产收益率)稳定，能够产生较好的现金流和股利，多分布于电力、铁路、港口、建筑、银行等行业。稳定股的投资机会来自于分红收益和 ROE 的提升，风险来自于安全边际失效。一般来说，一些投资固定收益类产品的机构、养老基金和低风险偏好的个人投资者会偏好稳定股的投资。

股东长期持有某公司的股票，一般来说出于以下两个目的。

一个目的是为了掌握对该公司的经营权、控制权。股东要有一定数量的资格股才能在公司担任董事或其他重要职位，即股东必须持有一定数量的股票，且股票数占公司总股份的比例要达到一定程度，才能在公司担任要职。因此，股东如果想控制公司，就必须长期持有一定数量该公司的股票。

另一个目的是股东长期持有该公司的股票作为其固定收入的来源。长期持有该公司的股票,作为股东的前提条件是该公司经营状况良好,股息率稳定,可以每年给股东分红。或者公司当前经营状况虽然不太好,但从长远的角度看有较大的发展潜力,其经营状况会逐渐改善,股票的收益及其价格会逐渐随其经营的改善而不断提高。这些被长期持有的股票就成了稳定股。

由于稳定股每年的利润稳定,基本不变或波动很小,在估值时可以作为类债券资产,用每年的净利润除以货币基金收益率,就是公司的合理市值。当得到公司的合理市值后,就可以根据这一基准判断出公司股票估值情况,并据此做出买进或卖出的决策。

从市场环境来看,“熊市”时,市场资金的平均风险偏好降低,市场风格向价值股倾斜。考虑到未来 A 股中的大型机构和高净值投资者会越来越多,稳定股在享有“确定性溢价”之外,也会享有越来越多的“流动性溢价”,应该引起大家的重视。

在 2016 年到 2017 年的两年间,A 股市场的改革再次提速,监管层力图和国际成熟市场接轨,塑造股市“慢牛”格局和健康市场。对恶意炒作的打压以及对价值投资的倡导,使得市场上的投资主导因素变成了业绩和市值,出现了超级“白马”和大蓝筹的行情。

对于稳定股对应的价值投资模式,将在第 4 章进行讲述。

下面来看一个格力电器的案例。

---

### 案例：格力电器(000651)——长期持有的赚钱机器

格力电器是多元化、科技型的全球工业集团,拥有格力、TOSOT、晶弘三大品牌。公司成立初期,主要靠生产组装家用空

调发展,现已发展成为多元化的工业集团,产业覆盖空调、高端装备、生活品类、通信设备等领域,产品远销 160 多个国家和地区。格力电器拥有国家重点实验室、国家工程技术研究中心、国家级工业设计中心、国家认定企业技术中心、机器人工程技术研发中心各 1 个,同时又是国家通报咨询中心研究评议基地。近年来,公司加快推进产业布局转型升级,自 2013 年起,相继进军智能装备、通信设备、模具等领域,目前格力智能装备已为家电、汽车、食品、3C 数码、建材卫浴等众多行业提供服务,格力已经从专业的空调生产企业迈入多元化的高端技术产业时代。

其实,对于价值投资者而言,真正需要关心的不是大盘的牛熊,也不是股价的涨跌,而是企业的盈利增长。公司的股价表现,必将随着业绩的上涨而上涨,即使短期内出现偏离,在长期来看价格也终究要回归。那么如何判断一家企业是否具有盈利持续提升的优质成长能力呢?这要重点考察企业的核心竞争力。核心竞争力既是推动公司业绩扩张的原动力,也是维持企业占据所处行业龙头地位的保障。

格力电器的核心竞争力首先源于它对空调产品 27 年持续专注的研发、生产和销售。格力电器自 1991 年成立后便深耕制冷空调领域,十分注重研发投入,公司 2017 年研发支出达 57.7 亿元,占营业收入的 3.89%,高于美的集团的 3.51% 和青岛海尔的 2.88%。同时,公司十分注重对客户的服务,在中国质量协会和全国用户委员会发布的 2017 年空调产品满意度测评结果中,格力空调获得了空调品牌顾客满意度最高分,并连续七年蝉联顾客满意度第一。在消费升级的大背景下,格力品牌的影响力将对市场占有率和产品溢价带来积极正面的作用。从当前格力电器的市场地

位来看,格力家用空调产销量自1995年起连续23年位居中国空调行业第一,自2005年起连续13年领跑全球。此外,格力商用空调的市场占有率也已经连续6年保持全国第一。

格力电器的规模效应和全产业链布局也体现了它的核心竞争力,使得格力电器具有显著的成本优势和强大的抗风险能力。格力电器显著领先行业的产能以及出货量为其带来巨大的规模优势,主要体现在成本控制和生产效率提升上,规模化可有效降低人工成本摊销和固定资产摊销。据格力电器年报显示,在引入工业机器人和自动化生产线后,格力累计减员1200人。其次,格力的规模优势还体现在对产业链上下游企业的强势地位上:公司对原材料实行集中采购,充分发挥公司规模优势,提高采购议价能力。此外,公司通过应付账款科目占用上游原材料企业的资金,获取无息财务杠杆,降低了财务成本。同时,随着产能规模的不断扩张,格力电器逐渐实现全产业链的自主生产和供应。

另外,格力电器拥有享誉全球的世界名牌,为进一步拓展国际市场与多元化布局奠定品牌基础。品牌不仅是一种符号,更是企业核心价值的重要载体。从“好空调,格力造”到“格力,掌握核心科技”到“让天空更蓝,大地更绿”再到“让世界爱上中国造”,格力电器坚持实施“精品战略”,以卓越的品质和国际领先的科技来打造品牌、树立品牌,让格力品牌享誉全球。此外,格力还拥有卓越的研发体系,能为集团注入源源不断的创新动力,持续引领技术及产品更新换代。同时,格力电器始终坚持自主管控、互利共赢的销售渠道建设及合作模式,构建起稳固的线上、线下业务布局,线上线下两种渠道互补并深度融合,为格力市场份额的稳健增长奠定坚实的渠道基础。更重要的是,格力拥有全球规模最大的空调生

产线与完善的家电产业链,为加快拓展相关产业领域提供庞大而健全的上下游保障。

核心竞争力让格力电器拥有极为优秀的成长能力。从业绩表现来看,随着公司销售规模的持续扩大,市场份额持续提升;同时受益于规模效应带来的成本优势,及自主生产和供应的全产业链优势,格力的净利率也逐步提升,这使得公司的营业收入和净利润都持续高速增长。如图 3-17 和图 3-18 所示,从 1996—2018 年,格力电器营业收入的年复合增长率达到 11.8%,归属母公司所有者的净利润年复合增长率高达 29.6%,发展势头极为强劲。

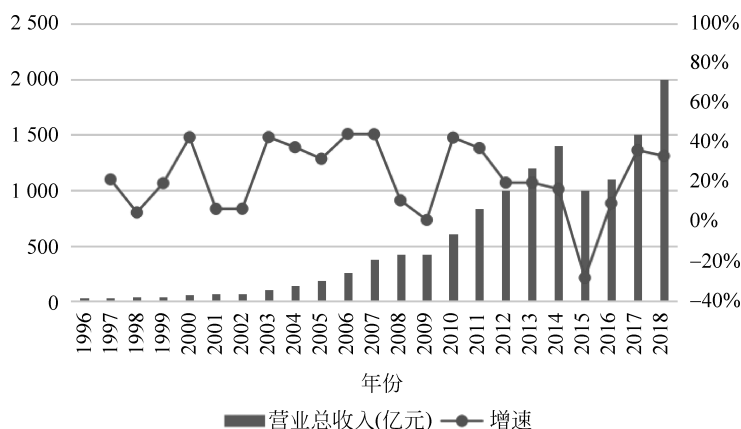


图 3-17 格力电器上市至今营业收入及增速

如表 3-3 所示,从同业对比来看,格力电器也拥有着极为优秀的盈利能力。公司近三年 ROE 水平都位于行业前列,同时毛利率也维持稳定,这主要是因为公司主要产品空调的毛利率较高,占比较大,且市场占有率极高。而且公司近年来财务、销售、管理费用率总体呈下降趋势,费用控制能力极强,盈利能力优于同业。从营

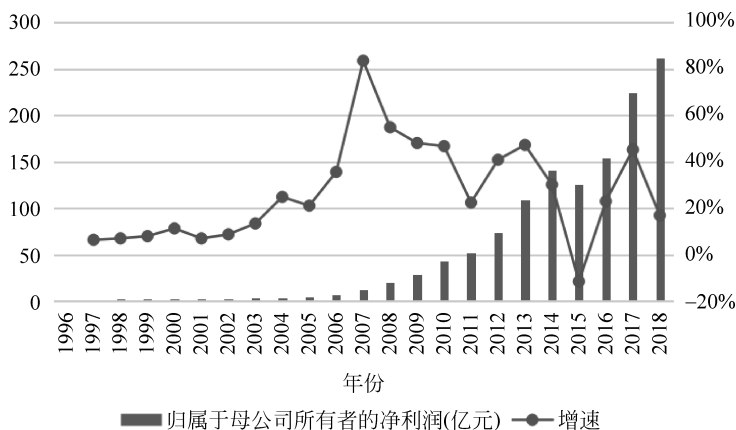


图 3-18 格力电器上市至今归属于母公司所有者的净利润及增速

业收入规模来看，格力电器的营业收入仅次于美的集团，但从净利润规模来看格力电器却高于美的集团，这也可见格力电器的利润率水平远优于美的集团。

从未来发展来看，空调市场仍有较大的提升空间。首先对于国内市场，一方面，随着居民消费升级进程的加快，更多的消费者会对空调的品牌认可度以及产品品质提出更高的要求，同时对空调的节能、健康、舒适性和智能化等方面提出更高的标准，表现出强烈的更新换代需求；另一方面，新型城镇化进程的持续推进，也会推动家电在三四级市场的扩容不断加快。对于外销市场，目前全球经济的复苏正在为空调市场的增长提供持续动力，同时“一带一路”战略的推进也为中国企业“走出去”创造了绝佳的契机。面对未来持续增长的空调市场，格力电器凭借其稳固的龙头地位以及超于同业的市场占有率，将具有极大的领先优势，公司中长期稳定的盈利增长可期。

表 3-3 格力电器与同行业公司对比

| 证 券 简 称 | ROE(%)  |         |         |         |  | 销售毛利率(%) |        |        |        |       | 营业利润率(%) |        |        |      |  |
|---------|---------|---------|---------|---------|--|----------|--------|--------|--------|-------|----------|--------|--------|------|--|
|         | 2019    | 2018    | 2017    | 2016    |  | 2019     | 2018   | 2017   | 2016   | 2019  | 2018     | 2017   | 2016   |      |  |
|         | 三季报     | 年报      | 年报      | 年报      |  | 三季报      | 年报     | 年报     | 年报     | 三季报   | 三季报      | 年报     | 年报     |      |  |
| 格力电器    | 23.02   | 33.40   | 37.51   | 30.42   |  | 29.61    | 29.61  | 32.17  | 31.80  | 15.61 | 14.90    | 17.37  | 12.57  |      |  |
| 石头科技    | 58.53   | 62.16   | 34.11   | —       |  | 34.46    | 28.33  | 21.33  | 19.11  | 22.37 | 12.31    | 7.60   | -7.74  |      |  |
| 美的集团    | 23.51   | 25.80   | 25.63   | 26.62   |  | 28.67    | 27.08  | 24.59  | 26.81  | 10.21 | 8.59     | 7.50   | 9.55   |      |  |
| 飞科电器    | 20.90   | 33.72   | 37.79   | 39.37   |  | 38.54    | 38.59  | 38.70  | 37.37  | 23.22 | 25.81    | 27.24  | 23.36  |      |  |
| 苏泊尔     | 20.34   | 30.07   | 26.86   | 24.05   |  | 30.20    | 30.42  | 29.08  | 30.00  | 9.91  | 10.09    | 10.07  | 10.36  |      |  |
| 海尔智家    | 18.44   | 20.78   | 23.65   | 20.53   |  | 28.76    | 28.67  | 30.65  | 30.62  | 5.37  | 5.31     | 5.40   | 5.18   |      |  |
| 老板电器    | 17.48   | 26.07   | 31.12   | 33.07   |  | 54.67    | 53.08  | 53.23  | 56.80  | 20.01 | 19.21    | 22.10  | 21.95  |      |  |
| 九阳股份    | 16.83   | 20.43   | 19.63   | 20.77   |  | 32.08    | 31.72  | 32.44  | 32.19  | 9.85  | 7.16     | 9.36   | 9.81   |      |  |
| 欧普照明    | 13.23   | 22.56   | 20.13   | 20.47   |  | 36.15    | 36.14  | 40.19  | 40.49  | 7.91  | 8.94     | 10.10  | 9.00   |      |  |
| 新宝股份    | 12.92   | 13.17   | 12.77   | 17.19   |  | 22.54    | 19.86  | 18.75  | 19.52  | 8.55  | 7.11     | 6.20   | 6.63   |      |  |
| 总收入(亿元) |         |         |         |         |  |          |        |        |        |       |          |        |        |      |  |
| 证 券 简 称 | 2019    | 2018    | 2017    | 2016    |  | 2019     | 2018   | 2017   | 2016   |       | 2019     | 2018   | 2017   | 2016 |  |
|         | 三季报     | 年报      | 年报      | 年报      |  | 三季报      | 年报     | 三季报    | 年报     |       | 三季报      | 年报     | 三季报    | 年报   |  |
|         | 1554.55 | 1982.82 | 1485.07 | 1086.83 |  | 221.17   | 262.03 | 224.02 | 154.21 |       | 224.02   | 224.02 | 154.21 |      |  |
|         | 2204.82 | 2602.02 | 2405.02 | 1587.65 |  | 213.16   | 202.31 | 172.84 | 146.84 |       | 172.84   | 172.84 | 146.84 |      |  |
|         | 1482.13 | 1824.59 | 1584.46 | 1183.78 |  | 77.73    | 74.40  | 69.26  | 50.37  |       | 69.26    | 69.26  | 50.37  |      |  |
|         | 147.96  | 177.38  | 140.93  | 118.57  |  | 12.48    | 16.70  | 13.08  | 10.78  |       | 13.08    | 13.08  | 10.78  |      |  |
|         | 67.76   | 83.70   | 81.54   | 69.32   |  | 5.19     | 5.03   | 4.08   | 4.31   |       | 4.08     | 4.08   | 4.31   |      |  |
|         | 62.31   | 81.20   | 71.86   | 72.60   |  | 6.18     | 7.54   | 6.89   | 6.98   |       | 6.89     | 6.89   | 6.98   |      |  |
| 老板电器    | 57.46   | 79.64   | 69.11   | 54.40   |  | 6.02     | 8.99   | 6.81   | 5.06   |       | 6.81     | 6.81   | 5.06   |      |  |
| 九阳股份    | 55.79   | 73.54   | 69.51   | 57.27   |  | 10.86    | 14.74  | 14.61  | 12.07  |       | 14.61    | 14.61  | 12.07  |      |  |
| 欧普照明    | 30.17   | 30.32   | 11.14   | 1.83    |  | 5.82     | 3.01   | 0.71   | -0.09  |       | 0.71     | 0.71   | -0.09  |      |  |
| 新宝股份    | 27.01   | 39.44   | 38.14   | 33.34   |  | 5.30     | 8.45   | 8.35   | 6.13   |       | 8.35     | 8.35   | 6.13   |      |  |

价值投资大师巴菲特说过,“以合理的价格买入优秀或伟大企业的股票,胜过以便宜的价格买入平庸企业的股票”。上文中对行业地位和财务表现的分析,已经足以说明格力电器是一家极为优秀的企业。如图 3-19 所示,如果从估值的合理性来看,自从格力电器进入稳步发展阶段,其股票估值仅在 2007 年最高冲至近 60 倍市盈率,以及在 2009—2010 年维持在 20~30 倍市盈率附近,随后的近 10 年来其估值水平长期低迷,市盈率始终维持在 20 倍以下。而这 10 年来格力电器的净利润增长却超过 10 倍,无疑是被市场低估的优质长线牛股。作为一家估值水平处于低位的家电龙头企业,从格力电器稳定的市场地位和确定性极高的盈利增长能力来看,未来其估值仍将具有极大的提升空间。

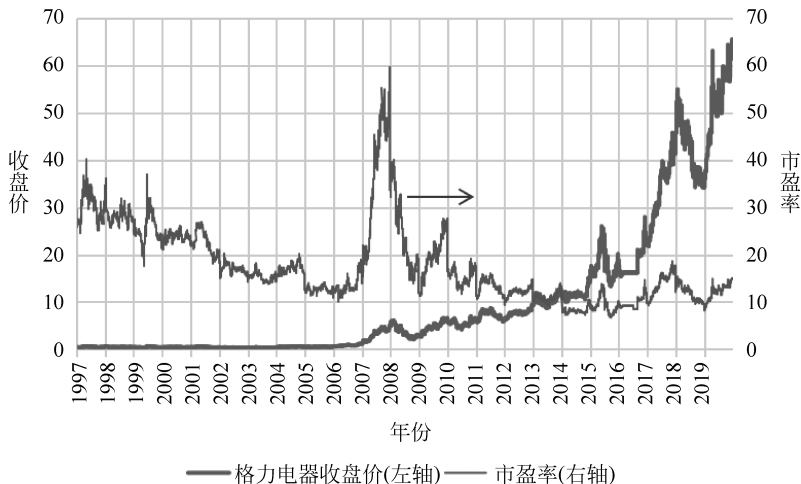


图 3-19 格力电器上市至今股价及市盈率走势图

总的来说,这4类股票基本涵盖了A股市场的所有股票,投资这四类股,应采用完全不同的投资研究方法。投资者应先分辨清楚投资标的的类型,再采用对应的方法进行分析。如果产生了错配,就会产生很危险的错误。实际上,很多公司都具有一定的周期性,比如3.2节中举例的网宿科技,其主营业务CDN<sup>①</sup>实际上是具有周期性的,其周期性一方面取决于流量的增加,另一方面取决于技术的变化。如果太注重它的成长性,而忽略了周期性,就会产生错误的判断。

---

<sup>①</sup> CDN 全称为 Content Delivery Network,即内容分发网络。通过在网络各处放置节点服务器所构成的在现有的互联网基础之上的一层智能虚拟网络,CDN 系统能实时根据网络流量和各节点的连接、负载状况及到用户的距离和响应时间等,将用户的请求导向离用户最近的服务节点上,解决网络拥挤状况,提高网络响应速度。