

秋从悲中起

光大中小盘刘晓波团队



去年为一，今年是为二，故此出合集

团队介绍

首席分析师

刘 晓波

光大证券中小市值及农林牧渔行业负责人。上海财经大学世界经济硕士。2008-2010 年任职于上海某买方，先后三年历经消费、周期行业研究；2010 年加盟光大证券，负责农业研究；曾入围农业行业新财富最佳分析师，并获得金牛奖及水晶球奖。

2013 年组建光大证券中小市值研究团队。专注新兴产业研究及传统行业研究。2016 年中小盘新财富入围并获得金牛奖，2017 年再度获得金牛奖。

联系方式：刘晓波 13564763461（同微信）



研究特色：

研究功底扎实，熟悉周期、消费及成长研究方法，擅长产业逻辑及公司深度研究。

上市公司及产业人脉极强，紧贴市场需求和动向，每年大量公司及产业调研。

由于买方出身，更擅长从买方角度看公司和行业，力求投研一体，研究更好为投资服务。

团队核心成员

王 锐

吉林大学水文与水资源工程学士/北京师范大学环境科学硕士，光大证券机械首席分析师&中小盘分析师，2014年3月加入国泰君安公用事业及环保团队，2017年1月加入光大证券环保团队，2017年10月担任光大证券机械首席分析师&中小盘分析师，最好成绩是以团队一助身份获取2015年新财富公用事业第二+环保第五（同行唯一双料上榜团队），目前主要负责机械板块及其子行业研究，主推汽车电子自动化子行业，主要标的包括克来机电等。

谢 超

北京大学经济学博士，光大证券策略&中小盘分析师，主要负责大势判断与行业比较。2017年任策略&中小盘分析师；2016年，加入光大证券研究所，任宏观分析师；2015年，任中信证券宏观分析师；2013年，在国家电网从事产业组织与国企改革研究工作。

王 琦

华中科技大学管理学硕士。2013年开始从事金融研究，2016年加入光大证券研究所。2016年中小盘新财富入围并获得金牛奖，2017年获得金牛奖。

上 篇

研究的框架

前言

本篇投研框架仅为个人的一些拙见，还不太成熟，希望能得到大家的批评和指正。后续我们会陆续完善和细化我们的投研框架。

入行十年，兢兢业业，一直希望能追寻到投资和研究的真谛。但投研的世界浩瀚如海，所知始终不过皮毛，唯有勤奋和领悟并不断地去鞭策自己一步一步前行。我对这行始终保持着激情和热爱，也断然不会轻易放弃。

入行越久，越敬畏市场。深知投资和研究之不易，一直能够保持正确不失误，那是上帝。这些年取得的成绩也多归为运气不错、大家的指导以及团队的努力。

今年市场风格的转变让很多朋友一时难以适应。投资是个长期的事情，一时的输赢可以承受。难的是能够面对诱惑，坚守初心。

我们去年二月写了《芳菲尽，百花谢》，就此偏空中小成长。时至今日，市场悲观情绪弥漫，但我们此时更愿意多去找寻些机会。自古逢秋悲寂寥，我言秋日胜春朝。

我所理解的投资和研究的初衷

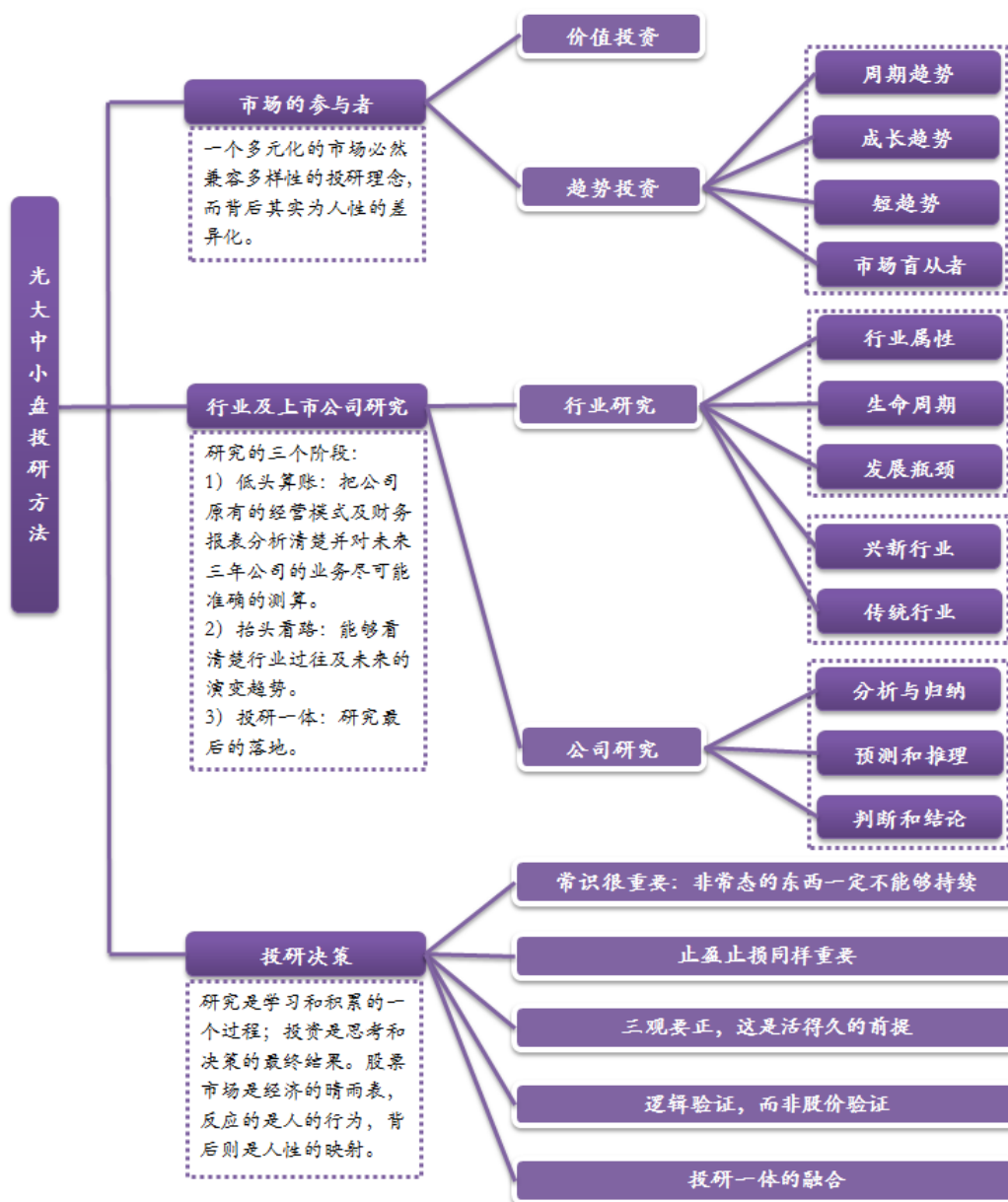
投资和研究本身就是一个多维度和复杂以及需要动态去对待的一个过程。人心会变，市场风格会变，唯一不变的就是变化。

A股市场有根深蒂固的传销文化，短期的涨跌大多靠情绪的传递；中长期的涨跌则取决于逻辑和预期的验证。

权衡两件事，在自己的能力圈内基于确定和动态的角度去看待安全边际和风险收益比以及时间成本和机会成本。

投资和研究的初衷应该是忽略短期的波动尤其是外部行为对市场的短期扰动，而能够看清楚行业的趋势和公司的价值。

知道你的交易对手，了解你的研究对象，得出研究结论并指导决策。



第一部分 A 股市场的参与者

一个多元化的市场必然兼容多样性的投研理念，而背后其实为人性的差异化。

理念方法上大体可以分为：价值投资、技术投资、周期投资及成长投资等等。

一、价值投资

1、真正意义上的价值投资者愿意长期持有目标公司，并看重分红（为什么强调分红，赚再多钱的公司如果不分红对股东意义并不大的，因为一般情况来说是很难去私有化公司的。股东权利的价值就会被明显打折扣）。

2、风险厌恶，追求长期回报率，做时间的朋友（国人生性好赌，一夜暴富最理想，对于赚价值的钱大多等不来）。

长期看，价值投资是有效的，市场最终胜出的是活的久的。价值投资的出发点是公司持续创造价值的能力。

A 股市场伪价值投资占更多数，很多都是迫不得已从良了而已。

3、价值投资方法很看重的三个点：安全边际、确定性及持续性。

安全边际不仅仅是尽可能以最低的价格买入足够的股票（这点又不同于烟蒂投资方法）。便宜不是价值买入的理由，非充分也非必要条件。对于好的行业好的公司，估值才是最后应该考虑的。

安全边际还体现在目标公司本身的竞争力上，即我们常讲的护城河有多宽，具备多强的排他性或者壁垒，是否能够做别人做不了的业务或具备独特的经营模式。比如我们常讲的茅台、腾讯、格力等等。

但护城河也是动态的变化：此时的护城河也可能会成为彼时的拖累。所以做企业和做投资有一个共同点：不断的动态去看待新的变化，不断的去改变和适应。

出于对行业、公司竞争力及管理层执行力的认可，价值投资需要做时间的朋友，在一定安全边际下，追求大概率上的确定性，追求长期的有效的盈利模式以及大格局上的胜利。

综合而言，即我们经常所说的好生意、好公司和好价格。

二、趋势投资

基本可以分为周期趋势、成长趋势以及短趋势。

趋势投资者和投机交易者往往是市场的放大器。

（一）周期趋势

方向上的胜利，把握正确的方向比努力更为重要。

周期性行业：追随量价齐升，对应高估值底部，低估值顶部。

周期投资执着数据和事实，步步求证。因为一步错，步步错，翻身的机会要再等一个周期。

对于周期行业的逻辑：理论上只看大周期，忽略短期波动（也不排除短周期波动推动股价30%以上的）。

短期波动带来的交易性机会很难赚钱，除了手快。股价上涨的空间取决于情绪传递和短期事件性冲击。

配置周期性行业要注意边际效应的弱化，越后期的价格上涨对股价的影响越会钝化。

周期性行业的研究一定要有大局观：必须搞清楚周期所处的位置，就是要明白对于一个抛物线型的轨迹已经处在上行的左边还是下行的右边还是高位。

（二）成长趋势

梦想总要有的，大胆假设，小心求证，验证则是两三年后的事情。

新兴产业投资方法：估值不是那么重要，比如 PE 之类的，往往到最后会发现 PS 估值也不那么重要，往往是最后的盛宴。

但凡预期能够构建新的商业模式，颠覆原有的生态圈，就是相对无边际的公司，短期无法证伪。比如互联网类的公司一般用收入增速、用户数等指标衡量，利润指标不一定那么重要。

成长投资的过程往往伴随泡沫化的过程。能够坚持到最后的不多。对于投资看不清的未来，毕竟需要极强的理念和信仰作为支撑。

最初自己构建了一个自己都不信的蓝图，但随着参与的人越来越多，自己都信了。最终有两种结局：一是摸着石头过了河；另一种则是摸到了沟里。

很多人会给自己设想一种场景：这就是公司的未来。但一厢情愿的事情则往往意味着痛苦的结果。

（三）短趋势

性格决定成败。

一般是交易者，成功的交易者一般与性格和本身的思维方式有关，是他人很难学习的，这是一种禀赋。

这类人更理性，更决断，洞悉人性，随时会否定自己，前提绝对不会违背市场。

（四）市场盲从者

没有人愿意承认追涨杀跌。行为取决于情绪波动及噪音的扰动。

第二部分 行业及上市公司研究

我所理解的研究的三个阶段：

第一个阶段：低头算账：这是做研究最基本的技能。能够把公司原有的业务经营模式及财务报表分析清楚，并对未来三年公司的业务尽可能准确的测算是每一个研究员入行的基本要求。

第二个阶段：抬头看路：能够看清楚行业过往及未来的演变趋势是对研究员眼光的考验。

第三个阶段：投研一体：研究最后的落地，能够指导投资决策这是最难的。一千个观众眼里有一千个哈姆雷特。同一个公司一起去调研得出的结论也不尽相同。

一、行业研究

（一）行业属性

行业的盈利模式为何，未来会如何演变。行业竞争格局及产业链分工如何。

（二）生命周期

行业所处生命周期的位置，未来的发展空间与增速，国内外比较是否有差异。

（三）发展瓶颈

目前行业面临的最大问题是什么，如何突破，突破之后会对产业链内部利益分配产生什么影响。

我们简单将行业分为传统行业与新兴产业来看：

1、传统行业

分析框架和方法相对地成熟，难以有大的突破。目前都是在原有基础上修修补补，以期更加完善。现在还有人不断再梳理。

有时候，研究本身把简单的事情复杂化，但这明显违背了投资的精髓：把复杂事情简单化。

传统产业供给上分析基本两种情况：

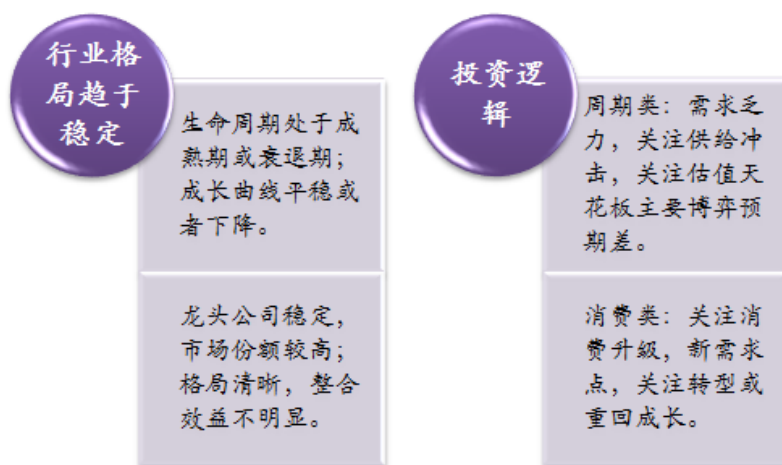
1) 行业饱和，蛋糕不能再做大

关注点：龙头公司竞争优势较为明显，体现为规模经济（成本决定竞争力）或一定地溢价力。

产能主动性或被动性的淘汰，周期拉长，行业趋于集中，优势公司加速并购，集中度逐步提升。现金流对公司至关重要，尤其是行业冬天临近。典型的行业如钢铁、煤炭等等。

2) 稳步增长

行业格局也渐渐清晰，品牌力是核心竞争优势，产品升级换代带来新的机会，比如渗透率逐步提升的家电、汽车、纺织等行业。



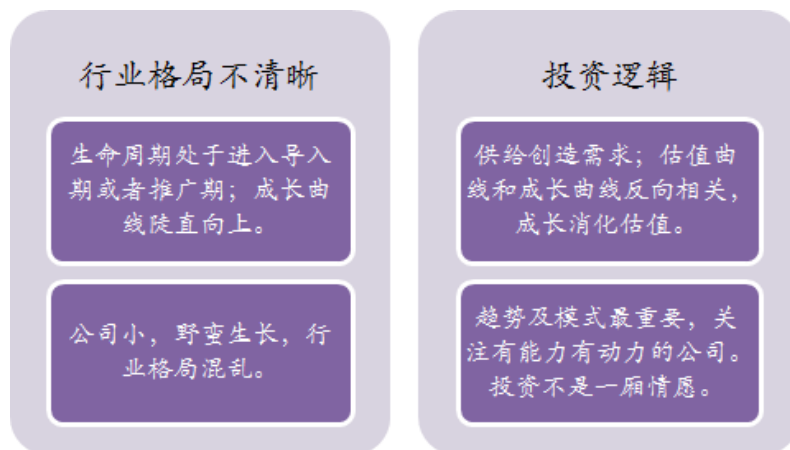
2、新兴行业

边学习边实践或者说“干”中“学”，几个关注点：

我们一般会首先关注行业天花板有多高。

但这其中我们往往会忽略掉最为关键的一点：理性与现实有多远，比如商业模式排他性、壁垒是否足够强，是否能够真正去落地，是否可以不断复制。

行业所处生命周期哪一个阶段，过早介入也有可能熬不过去。前瞻研究不是概念研究。



二、公司研究

公司研究的主要目的之一是为了给公司合理的定价。定价是定量分析与定性分析的相结合体，是科学又是艺术。

公司研究搭建的框架基本是三步：分析、归纳，预测、推理，结论和判断。

（一）分析和归纳

1、公司研究绝对不是孤立的研究。我们对其行业进行研究，包括宏观经济及上下游对行业作用与反作用。

2、公司的资源禀赋是什么，定价力如何：技术、研发壁垒还是成本优势或者品牌优势等等，商业模式可复制性多强，管理层能力。

3、公司的盈利能力分析：各项利润率、ROA、ROE 及 ROIC。

4、波特五力分析：

（1）行业壁垒；

（2）是否有替代品还是替代别人；

（3）对上游客户的议价能力如何；

（4）行业对下游用户的议价能力如何；

(5) 行业内部竞争如何，市场集中度，国内外比较。

5、竞争战略：行业最有效的竞争战略是什么；是低成本竞争（资源、规模），还是差异化（技术创新、服务营销等）。公司的竞争战略和核心能力，如何体现在具体的经营活动中；如何评价竞争对手；最看好哪家同行；公司在那些地方超越了同行。

(二) 预测和推理

1、建立模型是第一步，拆分模型也是最为关键的。

2、收入预测：价格、量（参考营销能力和产能投放）。

3、成本预测：固定成本分拆；变动成本分拆：数量和单耗。尽可能的分拆至细。费用预测：参考过往，但不拘于固定。核心是动态的去看公司。具体看：

1) 收入利润：收入和利润的驱动因素是什么，是销量还是价格；未来几年的增长速度与长期发展空间。

2) 成本构成：主要产品的原材料、辅料、人工、折旧所占比例，波动最大的部分是什么，未来发展趋势；公司占款能力（预付与应付）供应是否存在瓶颈；原材料是否存在替代品，原材料价格走势如何。若原材料价格波动剧烈，公司的对策是什么。

3) 产品价格：价格的决定因素，未来 3-6 个月的价格走势如何；公司是否具有定价能力；公司是否能够转嫁成本压力。

4) 主要客户：主要客户（至少 3 家）是谁；与客户之间的议价能力（预收与应收）；公司的具体对策。

5) 资本开支：未来公司的资本开支计划，对应的具体项目与进展；资金来源；预期收益。

6) 公司治理：实际控制人的背景与发展思路。

(三) 判断和结论：公司的定价

投资逻辑及评级：从行业、公司两个层面，侧重中长期（6 个月以上）与短期（3-6 个月）两个视角分析公司的投资价值所在。

公司自身如何看待公司股票在未来二级市场上的投资机会；最适用的什么估值方法；合理价值区间。

1、经常用的相对估值法：

1) $PE=P/EPS$

这个是我们经常用到的指标，相比于盈利预测难以精准测算，最难的莫过于 PE，其实这个指标也挺主观的。

根据所谓三年增速给多少 PE，增速都不一定靠谱，更别说合理 PE 了。

2) $PB=P/BVE$

用的比较少，会辅助作为参考。更多时候周期底部看不清楚，看 PB。很多资产型公司，我们也会比较看重资产重置带来安全边际。

PE 与 PB 估值法特点：（1）简单直接，短期情绪决定；（2）容易受公司财务调控影响。

2、内含价值法，在 A 股市场一般用到不多，可做参考：

FCFE（权益自由现金流折现法）、EVA（经济利润附加值法）、DDM（股利折现法）、AE（超额收益法）、APV（调整现值法）……

第三部分 投研决策

公司和行业研究清楚未必能在股票上赚到钱。

研究是学习和积累的一个过程；投资是思考和决策的最终结果。股票市场是经济的晴雨表，反应的是人的行为，背后则是人性的映射。

投资中我们需要把握的几个基本点：

一、常识很重要：非常态的东西一定是不能够持续的

最为典型的就是周期性行业高点的价格或只是昙花一现。最终能够兑现的和年化最高利润相距甚远。

1、周期股拐点：利/润顶部对应股价顶部，利润底部对应股价底部，错位周期 3-6 个月左右。

2、成长股拐点：利润周期与生命周期同步，但大多时候滞后于股价周期。尤其是技术创新型的成长标的，初期会脱离估值约束。

很多新兴产业标的的股价顶部会提前利润周期 1-2 年左右。需求推动型的成长标的则不甚明显。

我经常想起那则很有意思的笑话：台风足够大可以吹起猪，而猪却以为自己会飞了，却忘记了屠夫正在盯着那些肥大的喊得最有力的猪。

二、止盈止损同样重要

人的心理预期往往会随着股价上下不断自我强化。

A 股市一个有效的市场，但也会有效过度，表现在其盲目性，炒概念追主题。但凡有一点苗头，一定会被夸大，并随着股价走势不断自我强化，预期膨胀，最后一地鸡毛。在一个波动率较高的市场里，入戏不能太深，始终要恪守理性、客观和决绝。

市场的波动总会被放大，低估到合理到泡沫到破裂到回归到低估，反复循环。

度的把握始终最为关键。每次泡沫来时，总是存在两种人：一种人不停地指出泡沫会很快破灭，另一种人欣然在泡沫中游泳。前一种人越来越聪明，后一种人越来越有钱。过早的离场也会错过许多。得失之间，始终难权衡。

三、三观要正，这是活得久的前提

研究和投资力求严谨，遵循框架和逻辑，追求可复制性。盲目无目的的随机游走是最危险的。

这好比：如老年暴走军团在马路上大步向前，你根本搞不清楚什么时候就驶来一辆车，或从前面或从后面。

四、逻辑验证，而非股价验证

市场一直有很多无厘头的上涨，但并不意味着一定要每一个都去抓的住。股价上涨不一定代表逻辑的正确。

投资和研究更多着重逻辑而非股价上涨来判断一个公司的价值。

五、投研一体的融合

1、研究乐观，投资谨慎：

矛盾的二分体。研究是基础，投资是验证和试错。

我一直主张做研究的可以乐观些，积极去看待和发现机会。但做投资的一定要谨慎和小心翼翼，活的久最重要。

研究注重调研和前瞻力以及分析力。投资最核心的：一是不亏钱，二是不亏钱，三是参考前两条。

2、研究到投资：

我比较认可的一句话可以分享给大家：判断基于事实和数据两个维度，落实却是在情绪的第三维和梦想的第四维。

A股有根深蒂固的传销文化和炒屎的习惯，切记盲从，顺从内心。短期涨跌大多时候没必要去解读，情绪的传递很重要。

3、权衡两件事：

在自己能力圈内基于确定性和动态角度看待安全边际和风险收益比及时间成本和机会成本。

投资方法无优劣，但投资要关注确定性与可复制性。研究的过程是去伪存真，投资的过程是去繁留简。

4、牛市、熊市和震荡市：

牛市享受泡沫，熊市规避价值陷阱，震荡市考验眼光。

投资收益曲线与性格相关：优秀的投资者追求尽量平滑的收益曲线。

但无论对传统还是新兴产业，等一个趋势逐渐清晰了再去布局，需要的是胆量和魄力；而等趋势尚不明朗去布局则需要的是眼光和洞察力。

下 篇

投研的融合

前言

去年的总结中，更多的是搭建了关于行业研究和公司研究的框架，但投资部分匆匆收尾，颇有遗憾。所以今年的《二》中，更多地会从市场或投资的角度来做一些总结。投资和研究还是有很多差别的，自己入行先做过三年买方后入卖方更深知这一点：研究要多谋，投资要善断；研究要乐观，投资要谨慎；研究要细节化，投资要简单化……

之前助理经常问我股价和基本面为什么会背离。我们看到涨跌只是结果，背后的逻辑和驱动因素更为重要。上升到理念的角度，更多的反映人性、三观和认知的差异。在一个复杂的市场中，每个人买卖的出发点不同：有人只是做了个交易，在逻辑验证中逐步兑现离场；有人则更愿意看的长远点，不同的人也因自己不同的估值体系给出不同的价值区间，并随着行业或公司的变化不断调节自己的定价模型。说白了，预期很重要，预期变化很重要。

第一部分 方法和理念无优劣

投资和研究的方法颇多，很多人都可以写出自己的框架和体系，哪怕是做交易的也都会有自己严格的交易准则。众多不同方法和理念的投资人汇集在一个市场中从而形成众多流派和体系。最终博弈的结果：市场会有千千万万的赚钱机会和亏钱方式。正确的时候做正确的事情：节奏把握对了，乐视和茅台都会是价值投资。同样，趋势投资和价值投资以及单纯交易的人都可以在茅台上赚到钱，出发点不同，但可以各取所需。

十多年前，招行认沽权证几周时间上涨几十倍，随后又快速归零。当年自己也参与其中，从KTV到ICU短短一两月。时至今日仍在反思：其实这种机会不见得没有价值，只是不适合自己。投资和研究方法上无优劣，适合自己的才最好。

去年的《一》中，我讲过自己所理解的研究的三个阶段：第一个阶段低头算账；第二个阶段抬头看路；第三个阶段投研一体。对于投资角度，我理解的也大体分三个阶段：一是赚市场的钱，涨跌是交易或博弈的结果，背后则是人性；二是赚公司的钱，能够对行业或商业模式进行理解；三是赚取大时代的钱，这是更超长周期的把握，与政府宏观调控及产业指引紧密相关。

第二部分 投資和研究盡量看得遠

在投資和研究上，我們更多地講究遵循體系性和邏輯的完整性及延續性，更多地尋求可複製性和可持續性的機會。我們深知投資是長跑，活的足夠久才足夠優秀。喝最烈的酒進最好的醫院，也是很痛苦的。長期來看，可以少賺，但最好盡量規避風險。而不是在最樂觀時候盲目看多。否則一致預期的人太多就必然會擁擠，也會很容易發生踩踏。

A 股這個市場一年一倍的公司很多，可是三年一倍的公司卻很少。以前剛入行，年少輕狂，覺得 A 股很容易賺錢，巴菲特的業績放 A 股太一般了。後來才明白：如果幾十年能夠保持 20% 以上的複合增速，是何其難的事情。我強調的是幾十年，這個時間跨度越長越好，越短則越沒意義。

之前和一朋友聊天收穫蠻多，他看公司會看三年利潤翻十倍的機會。我最認同的就是這種邏輯：看清公司和行業三到五年，賺確定性增長的錢。買了股票三五年不動的人至少從理念和信仰上讓我敬畏。

復利和可持續性是投資追求的極致。糾結短期風格或預測市場都是比較投機的。投資應該看得要遠要長。所以不要輕易以一年的好壞論輸贏。以前韓寒說：想虐潘曉婷的那個晚上，卻一直在開球。在大媽和基金經理投資能力上，我更願意相信基金經理。

行業研究員要更多關注基本面的變化來預判公司的價值，但會常常受到短期股價波動的影響，而不斷反復修正基本面預期，這一點實在不可取。

很多年前做買方的時候，當時我們這邊某天在買一只通訊的標的，可能買的有點急迅速帶起跟風盤立馬封板，結果那天聯通都暴漲，整個通訊暴動。十分鐘後收到某賣方郵件對通訊板塊各種解讀，反正各種不靠譜。那天我們就是做了個交易影響到了板塊。時至今日，賣方仍沉浸於這種當天波動的解讀，可大多數時候人家就僅僅只是做了個交易。基本面還是那個基本

面。

如今估值体系的重构，市场对选择公司的标准会越来越苛刻。单纯的讲公司一两年能够增长的逻辑或许不见得有效了，越来越多的投资人会倾向看得更久。很多基金经理也坦言投资做得越久，心里会越沉得下去，更希望看得远、看得更清楚，而非靠博弈。

第三部分 价值投资的困惑

价值投资者所秉承的理念是：考虑一定的安全边际，愿意长期持有目标公司，时间是最好的试金石。

安全边际不仅仅是尽可能以最低的价格买入足够的股票（这点又不同于烟蒂投资方法）。便宜不是价值买入的理由。安全边际还体现在目标公司本身的竞争力上，即我们常讲的护城河有多宽，具备多强的排他性或者壁垒，是否能够做别人做不了的业务或具备独特的经营模式。比如我们常讲的茅台、腾讯、格力等等。但护城河也是动态的变化：此时的护城河也可能成为彼时的拖累。所以做企业和做投资有一个共同点：不断的动态去看待新的变化，不断的去改变和适应。

确定性和可持续性是指盈利模式的稳定及可复制，从而可以预期一个相对稳定的回报率或者说公司具备持续创造价值的能力。

之前看到一组统计数据，大概是讲 05~17 年以来所有行业的年化收益率，差别还是蛮大的。前三名：食品饮料、家电、医药当之无愧的消费品三驾马车，年化收益率 20%。后三名：交运、煤炭、钢铁，周期里的扛把子，年化收益率 4%~5%。巧合的是 17 年消费与周期共舞，这几个行业刚好也是去年市场表现最好的。单从某年来看，难以判断孰好孰坏。但拉长周期则见分晓。并非有意贬周期抬高消费：对的时候做对的事情，这句话最适合周期投资。在周期里坚持显然比在消费里坚持要痛苦得多。

价值投资也会遇到短期的瓶颈：过去两年价值投资崛起，很多人迫不得已从良转投价值蓝筹。所以去年买了茅台、格力的人很多都是伪价值投资者。这群不安定的人始终是市场波动的放大器。以至于价值投资真的很热，也很拥挤。三年中价值投资演绎完成三部曲：价值发现---趋势投资---游资参与。当风格投资战胜理念投资，价值投资也会到极致巅峰。但最终也还是

躲不过轮回，毕竟估值的锚不会偏离太远。

在经过去年戴维斯双击后，2018 年或者接下来我们难免会遇到这样的问题：对价值白马的担心在于增速一旦放缓则估值会受挤压。所以新的一年价值白马更多表现为业绩增长与估值下降带来的相互对冲。又叠加紧缩去杠杆，资金池整体水位下降，所以今年对于价值投资的坚守也是颇为痛苦。但价值投资很多时候不是一味地追求短期收益率，而是也会基于安全性角度去考虑配置。巴菲特持有可口可乐曾六年没有赚过钱。

第四部分 周期的逻辑从未变过

周期可以指行业周期、政策周期以及产业生命周期等等。在此仅分析行业周期。

供给侧改革，周期行业久旱逢甘霖。去年三季度股价与产品价格双高位，比较尴尬的是好像提估值也比较难了。我当时学到了一个新的知识点：供给收缩，煤炭、钢铁等行业将因产品价格持续维持高位，行业盈利稳定或可以类比公用事业行业。反正我是不敢苟同。我可是周期行业老司机：十几年了没见过周期价格能稳的像条直线的时候。当然不是说我不懂得变化和接受变化，时间维度上可能会有所变化，只是有些运行规律变不了。

地产股人气高的时候，我去路演听到了一个新的逻辑：因为政府限价同时又不得不高价拿地，所以地产企业会加速拿地开发，加速周转，因此地产就有了制造业的逻辑，就意味着可以提估值了：从十倍往二十倍提。出去一圈总是能够长见识的，虽然我也不是很认同这个逻辑。但不得不说这个还是挺创新的。充分表明金融研究一直都是一个不断学习和进化的行业。

以前主攻农业，尤其偏爱养殖行业，因为弹性大、波动大，周期底到周期高点的股价波动 1-3 倍。能在养殖行业里把握大机会的人我见到过。我 13 年下半年写过一篇民和股份的报告，题目很有意思《站也要站在鸡粪的海洋里》，但恰逢禽流感叠加速生鸡事件，周期底部被拉长。某基金经理 8 块钱买入，股价跌到不到 7 块，但其一直深信大周期会来。两年后股价涨到 30，实现三年三倍，全身而退。而我也见到很多人 30 冲进去因为发现淡季不淡，所以更看好后面。再后来经过两年又跌回了 8 块钱。周期轮回。我上次见到他，他还很淡定的说养殖的周期几年一轮，不会不来，只会迟到，下次机会也同样努力去把握。

对于周期投资很多人倾向于顺势而为，起来后再去追，推波助澜的确不会承受左侧和底部的煎熬，但往往也会把自己挂在高点。所以前瞻研究和预判很重要。之前在《投资和研究的方

法》中我们就提到周期性行业的研究一定要有大局观和方向感。方向不对越努力越差。

周期研究看似简单：看供给看需求判断价格，看所处位置……其实中间环节变量很多。

就像大家忽略强制换羽错判鸡周期；低估 PSY 影响，单纯盯存栏错判猪周期一样。

我们还经常从价格引发因素是供给冲击还是需求拉动来判断是大周期还是短周期。

如果落实到投资上还必须考虑到是底部涨价周期、中位涨价还是高位周期，位置越高，股价反应越不敏感。就像供给侧改革导致钢铁、煤炭价格高位，但股价却不再反应。而禽行业的盈利刚刚复苏，股价却能迅速反应价格上涨。

不要轻易去猜测一个周期底部会很快结束，在没有外界因素干扰情况下，周期底部出清一定需要极其惨烈的亏损周期，亏到龙头企业都快扛不下去，从而行业主动收缩产能。我是很难相信行业赚了三年亏半年，刚伤及皮毛就能去产能的行业。对周期行业不要抱有太乐观，尤其是投资角度。

周期的魅力就在于波动，上下皆会搞过头，而且顶部容易让人疯狂，底部会让人绝望。作为周期的老司机向来不太建议大家去硬扛一个一两年甚至更久的底部，因为绝大部分人是扛不住的，底部往下也有可能还有 30%左右。周期里往往会出现很多长期逻辑陷阱，而且有些周期可能会长期平在那。底部出清是个很漫长的痛苦过程，极端的就如航运。所以不要轻易去等待一个周期底部。

可以去博弈短期反弹但手要快；最好去把握反转机会，比如今年的禽养殖，毕竟短期波动不重要，方向是对的。

第五部分 中小创还有春天吗

创业板火的时候，谁还没看好过一两个有梦想的公司。

初设创业板，我们都开玩笑：买了创业板，从此就开始创业。回头看，真正的好公司少之又少，讲故事的倒不少。新公司讲故事接受度高一些，是因为不熟悉。现在一批又一批的新股加速发行，A股从来不缺故事，也不缺信故事的人。

我们常常抱着这样的心态：长期投资每年10%~15%的复利很了不起，但通过风格优选和行业轮动并结合自下而上的策略能够获得超额收益。可事实是：运气并不是一直存在。大部分的行业或公司是靠预期和情绪在波动，是很难长大的。最终是兜了圈子。

虽然两年多的下跌，我们仍然强调不看好中小创整体表现是因为估值还是没有吸引力以及对业绩增长可持续性的担忧。估值体系的重构是很重要的推动因素，而这将持续打破13年创业板指数与沪深300相对估值的低点。历史可以参考，但不一定会简单重复。

自下而上的或许有机会，但是小概率机会。我去年上半年讲到过一个观点：中小创的公司看多了，确定性和可控性要差很多。市场越来越愿意给价值确定性和流动性溢价，并对过去市场过度投机小票的行为纠偏。以前我们讲小而美，快速成长或者成长弹性会越来越难；龙头公司从大而不倒到大而通赢。以后留给小公司的时间和机会也真不多了，龙头公司有些会上下游通吃。未来行业竞争格局、公司本身所处产业链位置及竞争优势至关重要。

所以这个对中小创的研究的思路上将发生深刻的认识，包括次新股，大概只有3%-5%的公司能够真正成长为大公司。目前市场对于次新股的逻辑还是偏投机和简单粗暴的：关注业绩去年、今年的高增长，进而线性顺推往后三年高速增长。其实做一个简单统计就能够看的清楚：如果真有那么好多好公司，试问目前中小创这么多伪成长公司哪里来的。绝大部分的公司拿到募投，产能扩产，维持两年左右的成长，然后就没有然后了。

最近很多人也问我一些关于中小创估值的困惑：为什么某些看似朝阳的行业可以给很高的估值，而与其类似模式甚至产品属性差不多的但已经趋于成熟的行业只能给二十倍或十几倍的估值。其实市场里有很多这样的估值定价存在：投资者倾向于按照产业生命周期所处的不同的阶段给予不同的估值方法，同时本身估值又是一个略带主观性的定价方式。很多公司在行业成长期估值匹配本身增速给到 40~60 倍，但随着行业进入稳定期，估值会随自身增速快速降到 20~30 倍，成熟期会到 15~20 倍。有可能后面市值还不如前面市值大。

很多看似能够长大的行业或公司最终没有长大，在市场里这还是大概率事件，所以 A 股才有那么多中小市值的公司始终在兜圈子。大部分投资人的心态也只是只在乎曾经拥有，不在乎天长地久。此外，很多人对估值理解过于简单，估值背后其实更多是关于商业模式、盈利能力、公司壁垒、品牌力、管理能力等等诸多的因素支撑。

第六部分 投資之難

一朋友告訴我今年不太會做投資了：年初剛學會的價值投資，結果小甜甜變牛夫人，中小創起來了；終於再度試圖說服自己擁抱成長，結果獨角獸、工業互聯網這些主題又倒下了；三季度周期又起來打臉。想起那個段子：剛把自己閹了，大清就亡了。今年的市場都快轉成了電風扇。

投資之難在於變數太多。在 A 股這個市場，從眾心理或者說羊群效應非常的典型，風格轉換太快。去年的機會是漲出來的，今年的機會有可能是跌出來的。

今年的風險：

1、首先國內經濟形勢的不確定性。

2、大股東股权质押的風險，质押比例過高，很容易爆。15 年消滅投資者，18 年考驗上市公司大股東資金鏈壓力。

3、A 股港股化在一定程度上還是存在這樣傾向的：小股票的流動性越來越差，折價會越來越明顯，很多公司被邊緣化。

4、價值藍籌時間換空間，去年的 300 今年的 30 或 20 有機會；周期維持寬幅震盪，經歷去年上漲後，價格驅動不再明顯；前期不錯的主題投資當前位置略尷尬，基本面跟不上漲幅。存量（減量）資金騰挪，會有活躍板塊但不好操作。情緒面較為悲觀。

5、大家都講賽道很重要，但不要忽略時間兌現周期，很多只是看上去很美。過於前瞻不如活在當下。

6、整體看市場向下風險不一定多大，但個股雷比較多，黑天鵝不可控。

7、賺錢效應不是特別明顯，很多人一旦逃离火場就不会轻易回来，也可能导致市场不具备强劲反弹的动能。

国内紧信用去杠杆，国际上与美国贸易争端，今年市场整体回报为负。市场走熊，分歧加大，有人星夜抄底，有人止损离场。

熊市抄底做好两手准备，股价到了合理位置甚至低估的区间，不排除仍然有向下的可能。经历过 08 年的都知道，指数 6000 跌到 3000，接下来还会跌一半。不要觉得估值便宜，我们曾经见过更便宜，毕竟连茅台也到过 8 倍的估值。熊市下跌和基本面不见得有多大关系，情绪上杀跌更容易让人绝望。

市场的极速涨跌很多时候受情绪和预期等决定。所以为什么用中长期的逻辑来解释短期的股价往往没有意义。情绪性的波动期，资金比基本面更重要。同样用短期股价波动来想象、推测公司或行业中长期空间也是不可取的。

我们常讲要用长远的眼光来把握公司及行业，但我们也最好具备规避中短期风险的能力。

在下跌过程中，抄底简单来说取决于几个方面：

- 1、国内外当前的经济形势和政策趋向，这个主要是影响经济预期，长期逻辑会短期化作用于市场。
- 2、市场及公司的基本面情况，主要看估值水平和估值变化。最简单的是静态估值历史比较，但需同时权衡动态估值水平，也就是对未来增长的预期。
- 3、市场的资金面或仓位情况。
- 4、整体的情绪面悲观程度。
- 5、判断错误后，悲观情况下预期下跌空间。如果抄底失败，他们将成为新一轮杀跌主力。
- 6、反弹空间预期。

市场抱团取暖却实属无奈，久之高处毕竟不胜寒。很多人还在争论熊市到底来没来，怕的就是已经身处其中却还不知。不是每次熊市都是暴跌一通，有时候是温水煮青蛙慢慢煮。长期磨底的市场了解一下。

当前投资有几种思路：一是看短做短，寻找短期确定性强的品种；二是看长做短，长期逻辑看短期股价，赚钱了可以走。套住了，看长期；三是看长做长，希望业绩考核期足够长。



团队联系方式



刘 晓波
S0930512080003
021-22169177
liuxb@ebcn.com



王 锐
S093051705000
010-56513153
wangrui3@ebcn.com



谢 超
S0930517100001
010-56513031
xiechao@ebcn.com