

### 3.3.1 区分行业类型-价值股

今天第31期内容是【区分行业类型】中的第一讲【价值股】。

本周的三次课程可谓是1斗的核心内容了：我们将股票大致区分为【价值股、成长股和周期股】三类股票，并且对这三类股票的赚钱方法做详细的解释。结合我们上两周的课程，我们还会介绍什么行业里容易出现什么类型的股票。

首先得跟大家强调的一点是，其实股票类型的划分没有绝对的标准，而且很多股票其实都兼具不同的特性，只能说主要是哪一种类型。抓准主要的点，其实就可以了。比如汽车股，在10年之前，肯定是成长股的属性更多，现在则更加像周期股了。同样的股票，在不同的时期分类也会有所差异。

本期我们要讨论的就是【价值股】，这种股票属于挣钱比较“无聊”的类型：业绩增速不快，不如成长股看着亮眼；价值股大部分又在成熟行业里，没有令人兴奋的概念题材；买点可能几年一遇，但碰到了就很容易挣钱。下面我们就来讲讲价值股的投资方法。

#### 【估值修复】

价值股挣钱的方法就是四个字：估值修复，也就是通过低估买入，等待高估时候再卖出。大家先记住这个概念，然后我们再抽丝剥茧，一步步解释这其中背后的原理。

首先我们来看价值股和其他两类股票最大的差异：业绩增速。如果说成长股的增速靠行业空间的广阔上限+公司自身优势鹤立鸡群，从而获得高于GDP增速、高于大行业整体增速的能力；而周期股全靠繁荣周期快速发展、衰退周期不破产就是胜利者的话，那么【价值股】就是【以稳取胜，增速很慢】。

这也就意味着，价值股大部分都出现在成熟行业、传统行业，因为发展空间很小了。比如银行（几百年的历史）、公用事业股（高速公路、发电厂、自来水厂等，其实就是支付水电煤气账单时涉及的行业）、消费行业龙头股等，它们是受经济环境冲击最小的一些行业，同时也是最没什么想象空间的行业。

银行发展要受制于央行的货币政策和政府的财政政策，不能肆无忌惮地贷款获利；高速公路上跑的车不会突然增大两倍，所以高速收费站的营收不会增长很

多；水电煤气更是如此，收费高了可要影响国计民生；消费品的龙头企业如果能一直提价（比如茅台和格力），还可以有一些想象空间，否则增速也不会很快。

细看增速，国内的银行里，龙头工行近五年的营收和净利润增速，大概为6%和4%；增速比较快的招商银行，两项增速为14%和9%。与那些动辄20%以上增速的新兴行业来说，并不起眼。这里注意，看行业增速的时候，看大行业的龙头就行，至于增速飞快的城商行，因为体量太小，无法当作行业参考。

另外一点就是增速一定要稳，这也是和成长股、周期股的一个显著的区别，后两者都属于“一时冲动”，很难维持稳定的、长达三五年的高速增长。低速又稳，所以价值股的估值一般都很低，也容易被市场的短期资金忽略。这是一个值得研究又不着急入手的股票类型。

但不是所有的低增速都可以叫价值股，行业濒临消亡或者失去业内竞争力的股票，增速也很低，甚至连年亏钱，这只能叫垃圾股。那么怎么区分？就看【分红】。我们之前介绍过一个指标，叫做【股息率】，来衡量一家公司的现金分红占当时股价的多少。

如果一家公司已经可以拿现金分给股东了，并且每年都能拿出一定比例的钱（股息率相对稳定），那就可以说明这个公司：首先不缺现金，假账风险小；其次经营状态良好，有利润，才有现金能分出来；公司愿意让股东长期持股，并且有信心长期分红，否则一旦不分红，股东就会跑掉不少。这就能筛掉大量的垃圾股了。

稳定分红一方面代表公司经营稳定，另一方面这类价值股吸引的是长期资金驻守于此（散户中最耐心的那批人、保险资金、社保养老金等），公司和股东两边算是各取所需。

这里需要再强调一下【股息率的计算：用一年内的现金分红总额，除以每日的总市值】，避免了由于总股本的变化而导致股息率不准确的问题。另外，只有现金分红计入股息率的计算，股票分红（送股）是不计入的；转增股本（转股）是拆分老股本，根本算不上分红。

举个计算的例子，之前我们在讲细分龙头时提到过的九阳股份（002242），它在2017年度中分了两次红，而且比较特殊的是，一次是在三季度末，一次是在2017年报时，这和一般股票每年仅在年报时发布分红信息，或半年报和

年报两次分别分红还不太一样，不过本质上都是在2017这个年度里进行现金分红。

注意这里是2017“年度”分红，而不是2017“年”，年度包括了2017年的四个季度的定期报告，以及一些特别分红（会有单独的公告，关键字“特别”）。在九斗数据的股票【资金面】里可以看到这两次的分红信息，以及目前的股息率：

技术面 50	基本面 45	资金面 100	消息面 30
2018/06/11	大股东均价16.16元增持，总额5,747万元，占股比0...		
2018/05/28	每股派0.7元		
2018/02/22	大股东均价16.24元增持，总额7,289万元，占股比0...		
2018/02/22	大股东发布增持计划，占股比1.00%		
2017/12/05	每股派0.6元		
2016/05/17	每股派0.7元		
2015/06/17	每股派0.6元		
2014/05/05	每股派0.5元		
2013/06/03	每股派0.5元		
2012/05/10	每股派0.13元		
2011/09/29	每股派0.7元		
股息率 7.98%	高送转 --	6个月解禁 0.00%	

其中两次分红，我们可以从公告中找到分红总金额。2017年前三季度的分红是单独发的公告《2017年前三季度权益分派实施公告》，约4.61亿：

月30日总股本767,523,000股，扣除公司拟回购注销的限制性股票12,000股，即767,511,000股为基数，拟按每10股派发现金股利人民币6元（含税），合计派发现金股利460,506,600元（含税），本次利润分配不送红股，也不进行资本公积金转增。

2017年全年分红在2017年的年报中体现，约9.94亿：

公司近三年（包括本报告期）普通股现金分红情况表

分红年度	现金分红金额（含税）	分红年度合并报表中归属于上市公司普通股股东的净利润
2017 年	994,264,328.00	688,918,657.33
2016 年	0.00	697,726,767.34
2015 年	537,308,100.00	620,040,924.13

这里的9.94亿已经包含了上次三分季度的分红金额4.61亿，计算现金分红时，要用税前，或者说含税的金额。税后金额根据持股时间不同，扣的红利税也不一样，具体的算法在最开始的分红送转课程中介绍过。

根据18/8/20的数据，九阳的总市值是124.6亿，用 $9.94/124.6=7.98\%$ ，也就是上面九阳资金面截图中股息率8.02%（实际计算时取数更精准，而不是仅仅取到亿位）。当然平常更方便的方法，直接打开九斗数据看股息率就可以了。

如果一年只有一次分红，计算要比上述九阳的一年两次分红更简单了，找到那次分红金额，除以当天的总市值就可以得到股息率。这里就不再举例。

回顾完股息率的计算，我们可以根据每一天的总市值变化，和现金分红总额的变化（例如发布现金分红预案后），得到一条股息率的历史统计图。通过这张图，我们可以很清楚的看到，目前的股息率高低位置。

在稳定现金分红的前提下，股价越低（总市值越低），股息率就越高，那么股息率位于历史高位时，一般就是价值股低估的时候。这里我们确定一个标准，



如果股息率在4%左右，可以当作价值股的一个【股息率中枢】。因为这个利率目前来看，略低于银行理财，大致等于余额宝（市场无风险利率）。

股息率中枢会随着市场无风险利率的增减而变化，大家参考余额宝、银行理财利率都可以。以4%的中枢为例，股息率高于4%的时候，例如5%，这时候价值股开始显露出一定的低估特点。

我们看工商银行的股息率历史走势：



红线为5%的股息率，最高处为7.65%左右的股息率。在2012年底到2014年间，无风险利率走势一路向上，从3%到5%，而工行的股息率一直比无风险利率高大约2%以上，也就是处于低估的状态。在2014年的4-8月期间，股息率稳定在7.5%以上，我们从K线图上可以看到这时股价确实是一个黄金坑：



图内是2011年开始到2017年末工行的K线走势，黄框内为股息率最高的2014年4月之后。恰好股息率的高位对应了价格的低位，这时就是一个很好的买点。

如果说找不到这么精确的低估点位，那么从2012年底开始，股息率高于无风险利率时开始关注工行，待股息率4%以上开始轻仓介入（左侧买法，由于银行几乎没有破产风险，可以越跌越买），或者等待2014年黄框处60日均线朝上+股价站上60日均线时买入（右侧买入，等趋势出现），都可以买在低位。

注意，如果是上述的左侧买入，从2012年底到2014年趋势反转向上，时间上需要消耗一年多到两年，越跌越买的情况下，浮亏大概在10%以内，极限为20%（只买一笔，买在最高点），这也是做价值股需要熬时间的一个特点。不过看K线，后续的回报还是相当丰厚。

如果有经历过2015年牛市的会员应该记得，2014年小盘股已经涨了两年多，创业板指翻了一倍还多，但大盘股丝毫未动，直到2014年下半年才开始全面爆发，大盘小盘一起把牛市推到顶峰。而工行的股息率最高点，也恰好是大盘股爆发的前夜。

我们再看一个高速公路股，宁沪高速（600377）的股息率图：



2011年4月份前后，股息率上升至5%以上，当时的无风险利率在3%左右，也符合了低估的标准。由于2009年四万亿刺激计划后，国内无风险利率低至2%左右，属于异常情况，此时如果按3%算低估，可能蒙受一些损失。



图内为宁沪高速2010年开始的K线图。如果按照3%的买法，就是左侧的黄框处，此时的最高点离右侧的大底大概还有40%的下跌空间，有点吓人，就算是越低越买，两年时间忍受这种浮亏也需要一定的耐性。所以无风险利率不太正常（比如上一段说的2%）的时候，股息率需要更高，才能算作低估。

或者干脆等到无风险利率正常时再去以股息率做低估参考，也就是图上右边的黄圈。在宁沪高速股息率不断抬升（2012年10月，股息率7%+）的时候，股价也不断下沉，最终买到了一个阶段性的大底。

有了好的买点，卖点就比较轻松了。可以用移动止损的25/8不断向上爬坡，或者简单一些，只看60日均线，跌破60日均线+60日均线向下时卖出也可以，不同股票股性不同，价值股相对走得更稳更慢，60日均线的卖法比较合适。

还有一种情况，对于那些从成长股转化为价值股没几年的股票来说，分红还没几年，股息率历史区间参考意义不大。等他们连续分红三五年了，再来看分红区间来判断高估低估，比较准确一些。当然最准确的还是像工行这样经历过两轮牛熊，在熊市大底还能坚持分红的情况。

另外，这几年在监管的督促下，加上制度上的规定（股票想定增必须先分红），A股的现金分红金额不断扩大，2010年不足5000亿；2011-2015年，从6000亿到近8000亿；2016年9565亿元；2017年突破万亿大关，达到10705亿元。2018年分红总额继续上涨7.4%，达到11493亿元。这促使很多个股也有了自己的股息率历史走势，方便投资者参考其估值水平。

这里再次强调，看到高股息率，不要一股脑就认为低估了，要么是周期股赶上业绩好了（主营矿业、化工、石油这类大宗商品，或者券商这样靠牛市吃饭的行业），要么就是突击分红不可持续（翻番历史分红记录）。

目前来看，工行股息率4%,5%左右，招行3%左右，银行股的大底还没到来，只能说可以慢慢买了；而刚才提到的宁沪高速，股息率5%左右，离五年内7%的股息率高点还有点距离，如果是左侧买法，同样可以慢慢买了。但熊市大底尚远，买完浮亏不用慌，从历史来看，价值股低估后解套，怎么也得一两年呢。

如果从股息率的变化还很难看出高估或低估，那么可以用最基本的PE来看。对于一个零增长的股票，由于GDP和物价的增长，PE可以大概给10倍；有5-10%的业绩增长，就可以给15倍PE了。再高的增速，价值股特征逐渐减弱，成长股特征逐渐走强。

如果一个低增速的价值股PE超过15甚至20倍，就可以认为是高估了，此时应当收紧止盈条件，或者不怕踏空的话直接卖出图个心安。像茅台这样从错杀的9倍PE到现在的30倍以上，实属罕见，当然这也归功于它业绩也并不像价值股（2017年净利增速62%），所以市场愿意给这么高的估值。



最后我们解释一下开始提到的【估值修复】。为什么说价值股赚钱就靠这四个字？之前我们提到股息率，提到PE，都在说低估，也就是低估的时候买入，高估时卖出。如果是估值合理时买入，也很难挣钱，或者说，花了很长时间，挣不到太多钱。

高估卖出，而不是合理估值就卖，也是因为买的好，买的低，所以要耐心持股，辛辛苦苦收集的便宜筹码，不能随便放走，要等到高估了再卖掉。

当然这一切的前提是，手里这个股票还是价值股，经营状况没什么重大利空。否则耐心持股，持的却是垃圾股，就全砸手里了。这个也是很多新手亏损连连的主要原因，以为自己拿的是价值股，但其实股票质地比较差，经营在走下坡路。这个时候如果越跌越买，非常危险。更多的案例，我们会在2斗进行介绍。

## 【投资思考：历史故事】

2015年股灾过后，A股掀起一股险资“举牌”的风潮。所谓举牌，就是买入后占上市公司总股本比重大于5%，而且每5%都要举牌一次，通知市场已经买入这家公司了，而不是偷偷摸摸的当别人的大股东、二股东。

“险资”，指的就是保险公司的资金。保险行业是一个十分复杂的行业，一方面从客户那里收到保费，卖给对方保险，在对方发生意外时进行赔付，这是保险行业建立的初衷。

另一方面，保险公司持有客户的大量保费，是A股市场一股重要的投资势力，特别是在万能险占据市场之后，保险公司宣传这种保险又具有保障性、还带有投资性，实际上就是在收集客户的资金做投资，又带有一些券商自有资金炒股的意味（当然不能叫“炒”，险资一般都属于中长期持股）。因为万能险这样带有投资目的险种的利率都高一些，所以保险公司挑中的股票，必须获得足够稳定的回报，覆盖给客户的利息才行。

在2015年底的举牌行情中，险资举牌的大部分股票都是地产和银行股，这两类股票在牛市崩盘后跌出了价值，险资挑选的还是其中估值低、股息率较高的股票，其中银行股其实就是我们今天所说的价值股低估买入。

这其中最有名的就是宝万之争：宝能的姚老板大战万科的王老板。前者“野蛮人”的称号怕是一辈子也洗不掉了，通过宝能旗下前海人寿自身高杠杆的资

金，不断买入万科股票，最多达到了25%以上的股份，气势汹汹似乎要夺取万科的控制权。

但在万科老股东华润，以及王老板的各种周旋之下，保监会发号施令，对万能险进行规范，对险资举牌做了限制。万科还引进了深圳地铁做救兵，牢牢掌握了万科的控制权。最终王老板出走，但好在没有让他心里的“野蛮人”控制万科。

即便如此，宝能因为买的低，还是在万科身上挣了不少钱。目前估算宝能系（前海人寿+宝能旗下资管计划）持股成本20元，即便最近万科跌的惨兮兮，宝能仍有一定的浮盈，其中今年宝能资管减持10多次，预估获利30多亿元离场。买的低，就是底气足，耗得起啊。

## 【知识点总结】

- 1.价值股的特点：增速不快，分红稳定
- 2.价值股典型行业：银行、公用事业、消费龙头
- 3.价值股的PE指标：业绩零增长， $PE < 10$ ；业绩低增速（10%以下）， $PE < 15$
- 4.价值股的股息率：3-4%无风险利率情况下，5%以上股息率属于低估区间
- 5.价值股的获利手段：低估买入，高估卖出，估值修复