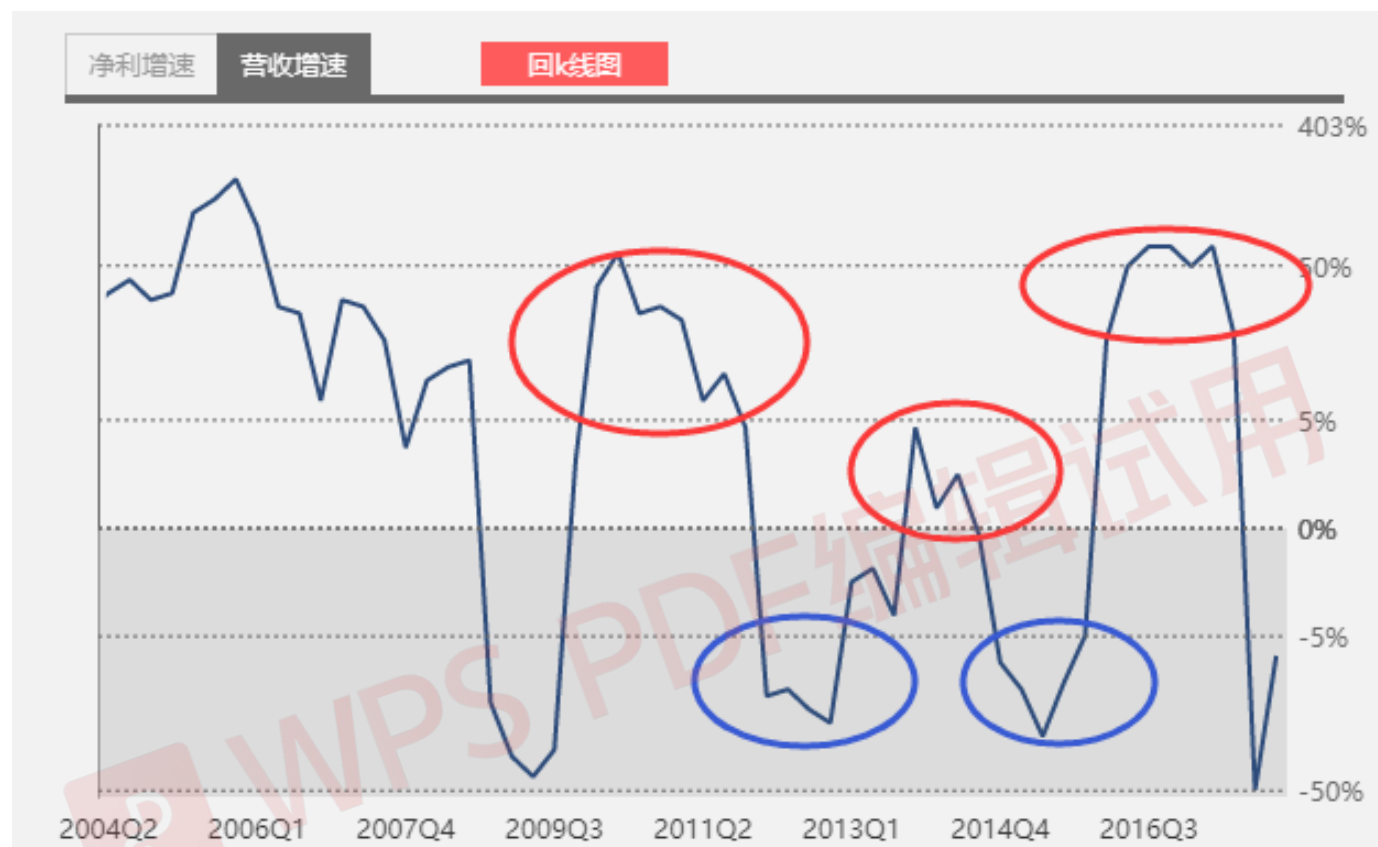


3.3.3 区分行业类型-周期股

今天第33期内容是【区分行业类型】中的第三讲【周期股】。

价值股业绩稳定，成长股业绩持续增长，那么【周期股】的业绩特点就是，摇摆不定。



上图是宝钢股份的营收增速变化，呈现出明显的波动。

近期A股大跌，市场又想念起已经过世的分析师“周天王”周金涛，凭借对经济周期的深刻把握，他曾经预测了2008年的全球金融危机。在2016年去世前，他分析商品周期即将见顶，未来几年将步入萧条阶段。股市作为经济发展预期的风向标，最近几个月确实遭遇了重大考验。

听起来研究周期似乎很有意思，找到波动规律就能挣钱。而且事实上周期股确实是孕育阶段性“几倍股”的大摇篮，典型的汽车股，航空股，钢铁股都在前两年出现了翻倍行情。

但实际上周期股的投资，比想象中要复杂很多。因为其不仅涨得快，也跌得快。稍不留心，买到周期顶点，就会损失惨重。

从整个大的市场环境来说，所有股票都是周期股，都在受周期波动的影响。繁荣阶段的时候，大部分行业都欣欣向荣；经济衰退，覆巢之下安有完卵，破产、停工，整个社会都在承受衰退的影响。

开头我们说的“周天王”，就是研究宏观经济的大周期，跨度几十年；大周期里又套着小周期，不同级别的周期，影响广度和深度也不一样。因为是1斗的内容，经济学的理论就不多讲了，有兴趣的可以自己看看，也可以报名参加我们赢家会的5斗。

【为什么会产生周期】

周期的产生，主要源于市场经济下价格的波动，会导致“供给”和“需求”的失衡。通常，建设周期越长的行业，周期性越强。比如生产日化产品的周期就比生产钢铁/化工产品的周期性要短。

之前我们讲银行股的时候，就有个关于周期最浅显的例子。当时提到，银行股是周期的“助推器”。经济好的时候，银行愿意多给企业放贷，多挣利息；企业也愿意借此扩大规模，赚更多的钱。

规模扩大到了一定程度，如果社会总需求没有跟上供给的增加，那么最终市场供过于求，价格下跌，多余的供给卖不出去，行业开始有停产甚至破产的现象，整个周期又走向衰退。

衰退时期，银行怕风险，不愿意贷款，企业停工越来越多，直到供需重新平衡或供小于求，行业从低潮慢慢起来。这种繁荣到衰退再到繁荣，就算是一个简单的周期了。

这也是为什么，国家经常出台各种政策，扶持A产业、抑制B产业，指导银行贷款方向，就是希望能减少周期波动对国计民生带来的负面影响。

具体到某个行业，在行业相关产品价格好的时候，各个厂商都愿意而且有钱去扩产能，这样就会导致需求过剩，价格下跌。之后再降产能，价格回升，完成一个周期的波动。

【周期股在哪】

而本期内容要讨论的周期，远没有几十年那么长，毕竟在这个新兴市场，环境风云变幻，企业龙头更迭迅速，那种能拿十年的股票，少之又少。只要清楚现在大概处在一个什么样的周期就可以了。目前来看最重要的政策就是“去杠杆”，GDP增速也已经下滑，肯定说不上是繁荣的阶段。至于是复苏结束，还是衰退开始，这个问题不重要，重要的是投资的股票，所处行业景气度如何。

所以这里的周期股，指主营业务有明显周期性，周期在5-10年左右。这类股票最大的特征就是随周期起伏而动，上升阶段歌舞升平，市场一片叫好；下降阶段风雨飘摇，甚至有破产的可能性。

这类股票抵御周期波动风险的能力很差，【行业指数和个股走势往往十分类似】，周期行业内的企业，业务相似性很强。这类行业，常见的有大宗商品（石油产业链、化工、钢铁煤炭、有色金属等原材料企业），还有一个比较特殊的，因为中国股市牛熊市波动而产生的周期行业——券商。

刚才我们提到政策调节周期波动，对周期股而言同样如此，影响周期的因素，【一个是供需，另一个就是政策】。不同的周期股，受两个因素的影响也不一样。比如几年前大热的太阳能概念，其上游材料硅的生产，受行业政策的影响更多，补贴减少后，这个行业破产的公司数不胜数，因为在真实的市场中太阳能的需求其实没那么多。

而供给侧改革前的钢铁煤炭行业，就属于严重的供大于求，导致行业里不管大龙头还是小公司，大家都不挣钱。各地的散兵游勇大部分关停后，价格自然就上去了。

这也是16年来宝钢股份等钢铁股上涨的核心逻辑：



这类公司由于大部分位于产业链的上游，想挣钱必须扩产，扩产就要投入大量的资本，所以是【重资产】公司。

因此，衡量周期股的一个指标就是【市净率PB】，当周期股的PB处于历史低位的时候，也就是它相对低估的时候了。

因为之前讲业绩拐点的时候，提到过钢铁行业的例子，钢铁股的复苏，和钢价的上涨有直接的关系。这次我们再说券商这个独特的周期股。

我们从“中国证券业协会”的网站里“行业数据”这个栏目，可以看到中国的券商靠什么挣钱，下图是2017年的营收分布：

中国证券业协会发布证券公司2017年经营数据

近日，中国证券业协会对证券公司2017年经营数据进行了统计。证券公司未经审计财务报表显示，131家证券公司当期实现营业收入3,113.28亿元，各主营业务收入分别为代理买卖证券业务净收入（含席位租赁）820.92亿元、证券承销与保荐业务净收入384.24亿元、财务顾问业务净收入125.37亿元、投资咨询业务净收入33.96亿元、资产管理业务净收入310.21亿元、证券投资收益（含公允价值变动）860.98亿元、利息净收入348.09亿元，当期实现净利润1,129.95亿元，120家公司实现盈利。

据统计，截至2017年12月31日，131家证券公司总资产为6.14万亿元，净资产为1.85万亿元，净资本为1.58万亿元，客户交易结算资金余额（含信用交易资金）1.06万亿元，托管证券市值40.33万亿元，受托管理资金本金总额17.26万亿元。

大部分业务都和股市行情息息相关，其中代理买卖的821亿，就是券商作为客户和股票市场的中介，挣的类似“渠道费”的钱，行情越火热，挣得越多；资管

和自营业务，是券商拿着客户的钱去做投资，股市好，券商的分成也多。

我们再来看2015年牛市时候券商的收入分布：

中国证券业协会发布2015年度证券公司经营数据

近日，中国证券业协会对证券公司2015年度经营数据进行了统计。证券公司未经审计财务报表显示，125家证券公司全年实现营业收入5,751.55亿元，各主营业务收入分别为代理买卖证券业务净收入2,690.96亿元、证券承销与保荐业务净收入393.52亿元、财务顾问业务净收入137.93亿元、投资咨询业务净收入44.78亿元、资产管理业务净收入274.88亿元、证券投资收益(含公允价值变动)1,413.54亿元、利息净收入591.25亿元，全年实现净利润2,447.63亿元，124家公司实现盈利。

据统计，截至2015年12月31日，125家证券公司总资产为6.42万亿元，净资产为1.45万亿元，净资本为1.25万亿元，客户交易结算资金余额(含信用交易资金)2.06万亿元，托管证券市值33.63万亿元，受托管理资金本金总额11.88万亿元。

上述三块收入都有不小的增长，特别是代理买卖，要超过2017年两倍多，也难怪当时券商发年终奖，都是几十个月的工资奖金了。券商的收入极大的依赖行情，从而让这一行业的周期性十分明显。

所以有人戏言，买券商股类似买大盘指数，牛市的时候，券商股一定会疯涨。这话算是说对一半，券商股的股价波动，要远大于指数的波动。定投券商也是在熊市最稳健的投资策略之一，这个在二斗内容会再详细讲到。

【周期股的买卖】

从买入策略上来讲，赢家会内容一直在强调低估买入：价值股和成长股低估买入更加安全，甚至成长股如果正在高速增长，但估值也很高的情况下，我们都不建议参与，一切都是为了安全边际。

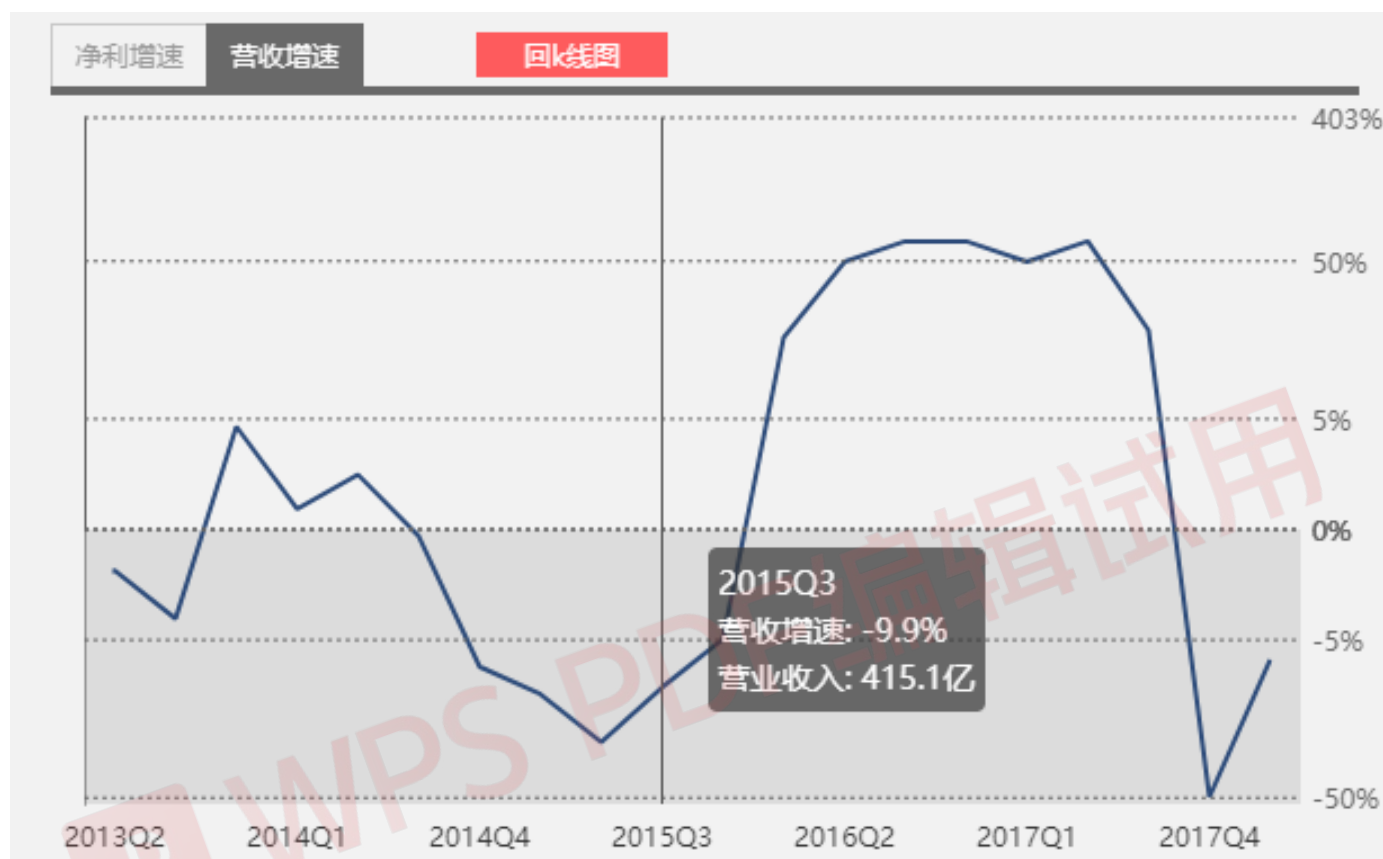
那么对于周期股，买入策略要更加严格，因为不论是散户还是分析师，都不知道周期什么时候变化。这也是投资周期股的最大难点，像周天王这样的分析师，几年也不见得有一个。

所以这里给一个更简便的方法：同时关注估值和拐点。如果同时出现PB处于历史估值底部，而且业绩出现拐点，就可以开始关注了。

在一轮炒作之后，周期股归于平静，大宗商品的价格也从高位撤退。这种情况持续一两年左右。

关于拐点，需要随时关注周期股的【单季度营收增速拐点】，一旦出现负增速收窄，或者负增速转正增速，就需要随时注意了。我们在业绩拐点的内容里提到的钢铁股，就是一个典型的情况。

下图是宝钢股份的营收增速变化情况，从15年Q3就开始出现拐点了。



之所以看营收而不看净利润，是因为营收更直接的反应的销量和价格的变动，而净利润还得用营收加加减减，观察效果往往不明显。

针对刚才说的行业低迷时单个企业的破产风险，如果是需求不会消失的行业，建议一次【多买几个同行业的股票】，或者是这个行业的ETF，这样能确保在行业复苏时，你手里还有“胜利的种子”，而不是压中了一个破产的股票，没有挺过寒冬。

说到破产可能很多只抄A股的可能没什么感觉，因为A股再融资和重组相对容易。但是在美股港股就要多的多了。比如之前数一数二的太阳能企业中概股尚德和LDK，美股著名的博彩企业美高梅都在周期低点破产了。

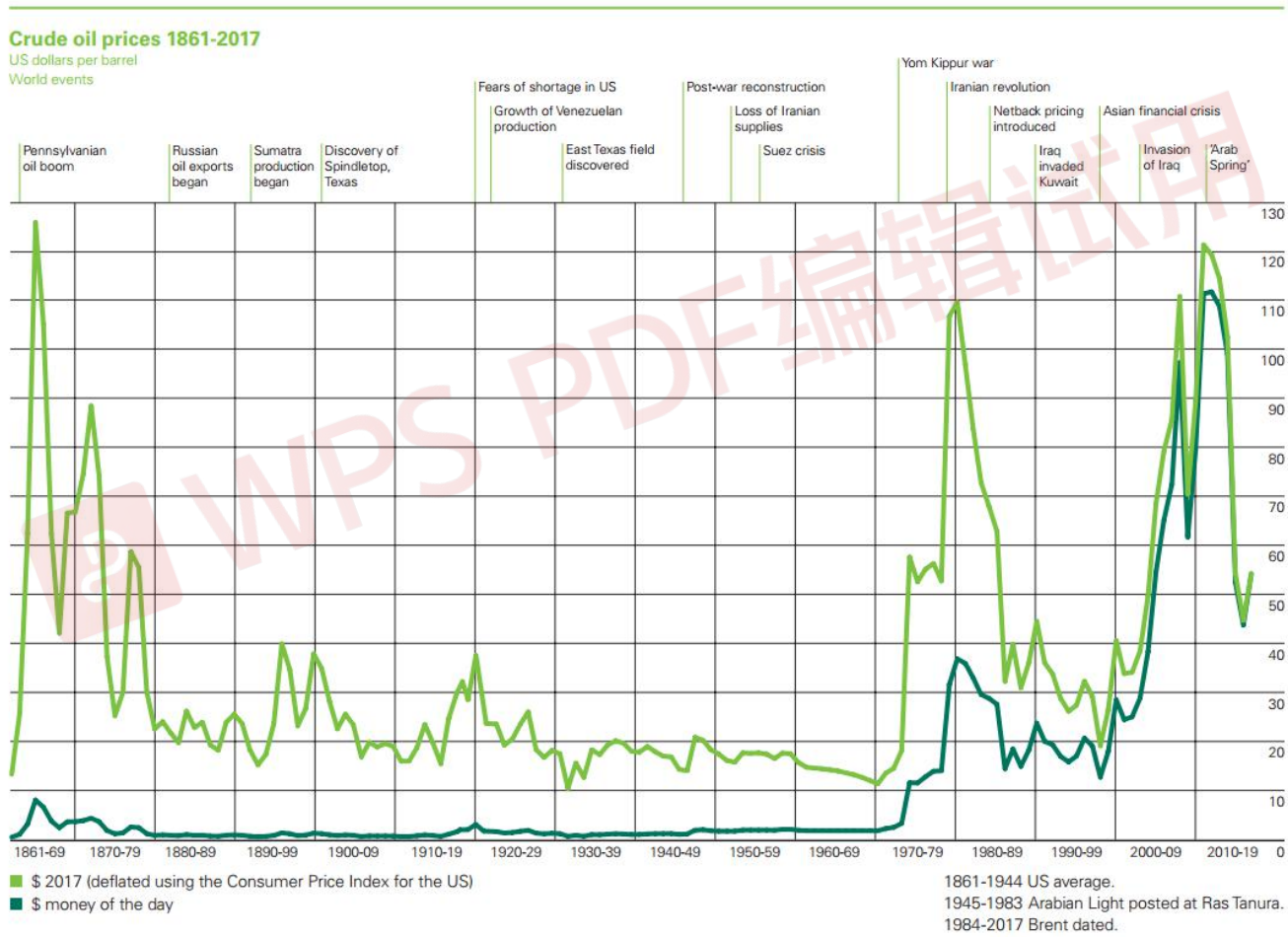
哪些公司容易破产？行业低谷期，大部分公司都是亏损的，只能靠下您撑着过冬，等待春天的到来，所以那些现金不足，负债率高，或者长期经营活动现金

流不好的企业，在其流动资产无法覆盖其流动负债的时候，就很危险了。简而言之就一句，找现金流好的，现金储备足的。

讲完了买入，接着看卖出。

那么什么时候卖出比较好？一方面还是关注营收增速的拐点，增速出现向下的拐点时候卖出。

另一方面关注价格，在价格处于历史相对高位的时候开始逐步卖出。周期产品的价格涨不到天上去，观察商品价格的历史区间（注意一定要看至少一个周期，时间越长越好），对“天花板”就可以有个大概了解。



我们看这张油价图，从1860年代开始到2017年的原油价格历史。这张图好就好在，对历史的原油价格做了扣除通胀影响的处理，就是图里那根浅绿线。这弥补了上世纪六七十年代几块钱（美元）的原油和前几年上百美元油价无法比较的缺陷。

可以看到历史油价上限在100美元以上，最高处在120美元。而近期油价以及位于70-80美元，处在历史价格较高的位置上。所以说油价还能提升多少，空间肯定不如前两年50美元时候多了，而且触顶的风险也越来越大。

前两年油价暴跌的时候，市场上喊的是锂电池要取代石油，或者什么绿色能源逐步替代石油这种高污染的燃料等等。但市场最后选择的是，更便宜、更易用、更成熟的能源，最后油价还是走着它自己的周期。

这也是投资周期股的一个常见误区：市场通常只有半个周期的记忆。他们早就忘了石油危机的时候，油价怎么疯涨；各种新能源层出不穷，却没有一个能挑战石油在世界能源体系的地位。也许有一天有更廉价、更清洁的能源出现，但在此之前，历史价格区间仍然是最重要的参考指标。

和油价紧密相关的大宗商品，其价格和油价亦步亦趋，相关性极强。所以投资周期股，通过油价判断天花板，是个重要的参考手段。

另外一个误区是关于估值，周期股常用PB而不是PE，事实上很多周期股PE的高点反而是PB的低点，这一点和之前讲成长股或价值股看PE找低估，恰好相反。

最后，我们稍微提一下产业链上下游的问题。大部分行业的上游是原材料开采，以周期股为主；中游加工原材料，制造产品；下游运输分销。如果下游需求减少，导致价格下降，那么中游产量就需要缩减，原材料的需求同样减少。

但上游原材料生产企业，大部分又是重资产特征，一旦需求减少，只好停工停产，利润将受到严重挤压甚至亏钱。这就是下游需求传导至上游，导致上游周期性增强的规律。

对于石油来说需求还算稳定，因为什么行业都需要用石油和它的衍生品。像硅片之于太阳能、锂矿之于新能源汽车，下游需求减少，总会对上游行业产生影响，从而影响价格。即使还有芯片要用硅、还有消费电子产品要用锂，但影响依然存在。

这也是为什么投资周期股比较难的原因之一：下游需求变动会放大对原材料的影响，手里的那只周期股，就有可能立刻遭受冲击。

【知识点总结】

1.周期股的估值指标：PB，注意查看PB所处的历史估值位置

2.周期股的风向标：看单季度营收增速拐点

3.周期股的交易策略：周期大行情结束后，关注PB处于低位的周期股，在拐点向上时买入，在拐点向下时卖出，但需要对周期有一定的认识，不能照本宣科只看拐点

4.周期股的几个误区：商品价格的天花板、PE对于周期股和价值股、成长股的不同运用

今天的内容，给大家一个周期股的入门指引。在实际的投资中，你会发现不同的周期性行业其实各有不同的特点，远比我们今天在这说的要复杂得多。如果你对想要投资的周期股相关行业不太了解，建议还是把更多的精力放在价值股和成长股的投资上。

自此，我们本周的三节课就带大家看了一遍主要的三种股票类型。大家看完本周的内容之后，应该会发现不同的股票，要用不同的估值方法。但是相同的点在于，都要在【低估】时买入。不管股票类型是哪一种，都有挣钱的机会。

最后，股票类型的划分，其实在很多时候是会有些模糊的。有些股票兼具两种类型的特征，这个时候，我们要更综合地去看。