

本节课为 1 斗赢家会的第三十三期内容分享：

3.3.3 行业观察-区分行业类型-【周期股】

<div>9</div> <div>【1斗赢家会 合货】课程总表</div>				
课程模块	周主题&日期	周二	周四	周六
交易体系	看懂行情 第1周：04/15-04/21	分时K线	成交换手	指数奥秘
	计算下单 第2周：04/22-04/28	交易背后	股价突变	收益误区
	析投资流派 第3周：04/29-05/05	格雷厄姆	利弗莫尔	老手心态
	辨买点卖点 第4周：05/06-05/12	左侧交易	右侧交易	止盈止损
业绩公告	找准最新业绩 第5周：05/13-05/19	搜财报	看快报预告	知未来业绩
	预警业绩变化 第6周：05/20-05/26	估值本质	增速拐点一	增速拐点二
	评判业绩质量 第7周：05/27-06/02	赚钱来源	利润陷阱	收款风险
	猜透市场 第8周：06/03-06/09	一致预期	靴子落地	业绩泄露
行业观察	寻找龙头 第9周：06/10-06/16	A股行业	A股龙头	细分龙头
	挖地三尺 第10周：06/17-06/23	世界工厂	消费升级	享乐主义
	区分行业类型 第11周：06/24-06/30	价值股	成长股	周期股
	发掘增长动力 第12周：07/01-07/07	进口替代	地域扩张	模式转变

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，但实际上周期股的投资方法，比想象中要复杂很多。

【周期为王】

在讨论周期股的时候，首先需要圈定一个讨论范围。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。

之前我们将银行股的时候，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。

而本期内容讨论的周期，远没有几十年那么长，毕竟在这个新兴市场，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，所处行业增速如何。

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，但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。这次我们就来说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股市行情，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。

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。

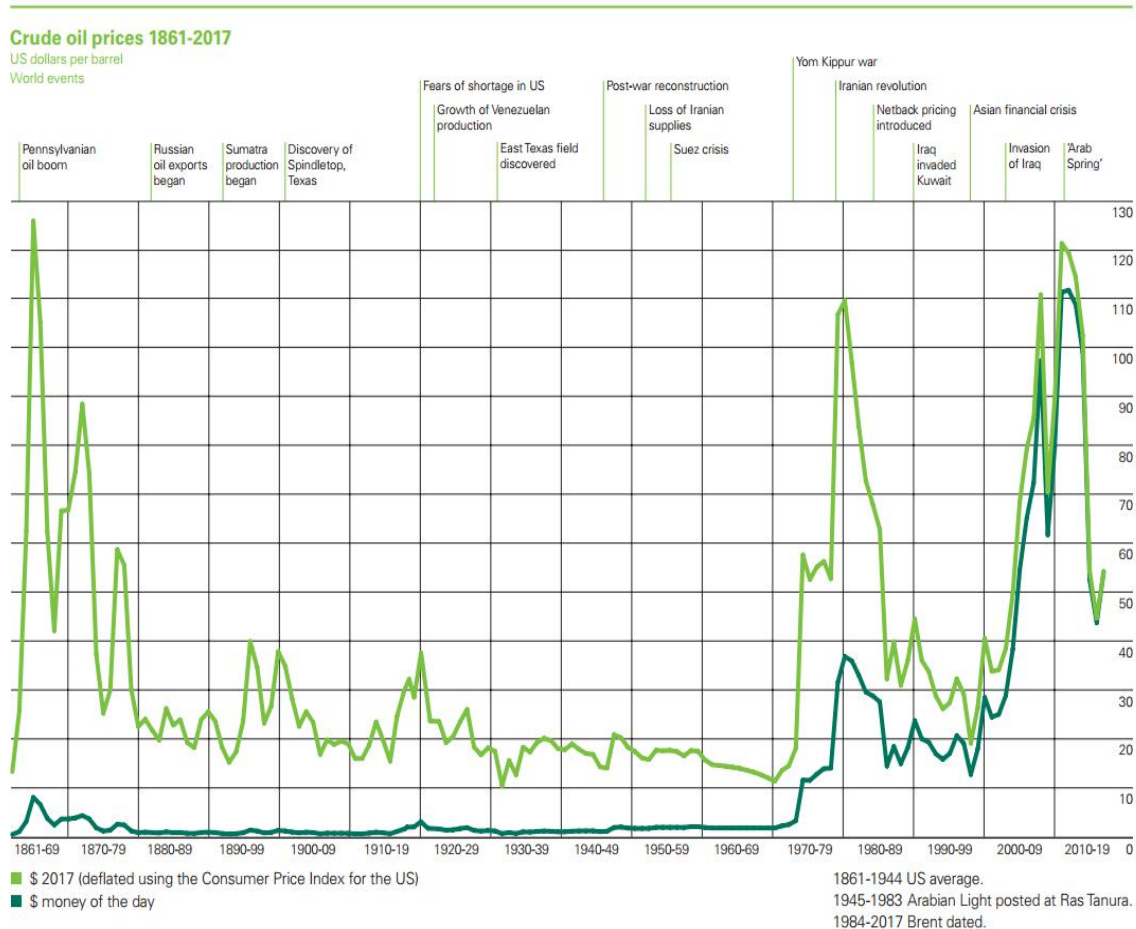
这也是投资周期股的最大难点，像周天王这样的分析师，几年也不见得有一个。

所以这里给一个更简便的方法：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，如果【周期股的 PB 开始回归历史低估区间】，就可以开始关注了。对研究有兴趣的会员，可以随时关注行业动态，抓住周期反转的时机。

或者可以随时关注周期股的【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。

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。

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，有能力的投资者可以跟踪行业信息；另一方面，价格涨不到天上去，观察商品价格的历史区间，对“天花板”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
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

