大宗商品与周期股投资方法论 20260906

基于资本开支与自由现金流的周期股投研框架及行业拐点预判

摘要

- 资本开支是预判商品价格走势的核心指标，石油/煤炭/化纤传导周期分别为 5 年/3-4 年/1-1.5 年。
- 石油供给拐点预判：2022-2023 年全球石油资本开支回升，预计 2027 年产出将迎来新一轮较快增长。
- 自由现金流（FCF）拐点领先利润底部：FCF 回升至利润见底的时间差是最佳投资窗口，需关注开工率爬坡信号。
- 周期股卖出信号：FCF 见顶是前瞻性预警，通常领先于利润高点；利润兑现且股价上涨动能减弱为直接卖点。
- 行业竞争格局：水泥行业恶化源于龙头技改降本引发价格战而非扩产，寡头应通过关停老旧产能维持价格稳定。
- 估值逻辑差异：相同财务数据下，业务叙事（如第二增长曲线）可导致估值差异超 200%；DCF 折现率应反映必要回报率。
- AI 硬件周期性：技术进步超前与配套基建滞后导致需求阶段性脱节，且技术迭代极快，资本开支周期显著短于传统行业。

Q&A

如何系统性地分析大宗商品价格的周期性波动，并识别其中最核心的驱动因素？

大宗商品价格的分析框架可将影响因素按时间维度划分为三类：趋势性或结构性力量、周期性力量以及短期扰动。趋势性或结构性力量，如技术进步，其影响周期长达十年以上。以电动车为例，自 2012 年底特斯拉 Model S 发布至今超过 13 年，电动车对全球石油需求的实际影响仅在 1%左右，说明一项划时代的技术进步需要漫长的时间才能显著改变产业基本面。短期扰动因素，如宏观经济政策（例如加息或降息）和地缘政治事件，其影响时效通常仅为 3 到 5 个月。 对于市场的投资决策而言，最核心的驱动因素是为期 3 到 5 年的周期性力量，这一动周期为投资者提供了充足的分析、决策和交易时间。在众多周期性因素

人在草木间

本开支是预测商品价格走势的关键。不同行业的资本开支周期不同，例如石油行业约为 5 年，煤炭和铜为 3 到 4 年，而涤纶、氨纶等部分化纤产品则仅需 1 到 1.5 年。通过跟踪特定行业的资本开支变化，可以预判未来供给端的增减，从而把握商品价格的主要趋势。

以石油行业为例，如何运用资本开支周期来预判油价的长期走势，以及当前市场对油价的分析存在哪些值得商榷的观点？

石油行业的资本开支是预判油价中长期走势的核心指标，其投资到产出的传导周期约为 5 年。回顾历史数据，2015 至 2016 年全球石油资本开支处于低位，这直接预示了 5 年后的 2020 至 2021 年石油产出将面临增长压力。尽管 2020 年受疫情影响油价一度低迷，但 2021 至 2022 年油价便回升至 2012 至 2014 年的高位水平，验证了资本开支作为先行指标的有效性。资本开支在 2022 年出现明显回升，并于 2023 年持续增长。根据 5 年的传导周期推算，预计到 2027 年全球石油产出将迎来新一轮较快增长，其中海湾国家（如阿联酋）将是主要的增产区域。 在 2024 年上半年，当油价维持在 80 美元/桶以上的高位时，市场曾出现两种主流观点。第一种观点认为，由于前期资本开支长期低迷以及 ESG 等因素，油价将很快重返并长期维持在 100 美元/桶以上。然而，这一观点忽视了 2022 年和 2023 年资本开支已经连续回升的事实。第二种观点则强调，新增资本开支中海上项目的占比提高，而海上投资强度更大，因此未来的产量增长将受限。但这种看法同样存在片面性，因为它并未充分考虑到海上项目中包含了大量与陆上开发差异不大的浅海项目。

有观点认为，由于近年来海上油田在新油田资本开支中的占比提高，而海上油田的资本效率低于陆上油田，导致同样的资本开支无法带来同等的产出增量，从而支撑油价维持高位。请问这一逻辑是否存在问题？

这一逻辑存在片面性，因为它可能只观察了新油田的资本开支结构，而忽略了存量老油田的资本开支情况。如果将新油田与老油田的资本开支合并分析，会发现陆上油田（不含页岩油）的资本开支总额仍然高于海上油田，并且其增长速度也更快。因此，从全部油田的整体资本开支来看，海上部分的占比并未出现显著提高。单一分析新油田资本开支中海上占比提升这一因素，虽然数据和推理本身可能正确，但由于其影响不足以主导全局，因此得出的结论可能存在偏差。

在分析大宗商品价格时，应如何抓住不同时间尺度下的主要影响因素，特别是对于三至五年周期的价格变动，关键的分析维度是什么？

分析不同时间尺度的大宗商品价格波动，需要识别并聚焦于该尺度下的核心驱动因素。在三至五年的中长期维度内，资本开支是影响价格走势最关键的因素，其重要性可能超过其他所有因素的总和。因此，分析师应优先审视过去相应年限的资本开支变化，并结合具体产业的规律，判断资本开支转化为有效产出所需的时间，从而对未来的供给情况做出预测。对于其他时间尺度，例如五到六个月至三

年，或五年至十年之间，由于多个因素共同作用且没有单一主导因素，分析会变得非常复杂，通常会选择规避此类情况。根据数据显示，2024 年的总资本开支仍在增长。

从资产定价的角度，如何理解周期股的投资收益来源及其剧烈波动的根本原因？

资产的价值可视为其未来自由现金流的折现。对于股票而言，其市值约等于收入、净利润率和市盈率的乘积，因此股东回报可分解为收入增速、利润率扩张、PE 倍数扩张以及股本变动的总和。周期股的投资机会通常表现为产品价格上涨带来的收入增长，更重要的是利润率的急剧扩张。例如，产品价格从 10,000 元上涨至 15,000 元，利润可能从 500 元增长至 4,000 元，利润率扩张速度远超收入增速。这种利润率的快速扩张会进一步带动 PE 倍数的提升，从而共同造就周期股“三年五倍”的巨大涨幅。其剧烈波动的根源在于，投资者可能在错误的时点对利润率和 PE 的扩张做出过度乐观的预期，当利润率扩张见顶时，若市场继续给予更高的 PE 预期，则会导致股价的大幅回调。此外，周期性不仅限于成熟期企业，高速成长期的行业（如半导体）同样会受到剧烈的周期性影响。

如何运用自由现金流模型来分析和预判周期性行业的景气拐点，并识别投资机会？

可以通过构建一个分析模型，对比企业的归母扣非净利润与自由现金流（经营性现金流减资本开支）的走势来预判周期。在该模型中，归母扣非净利润与自由现金流之间的差值，在剔除营运资本变动和财务费用的长期影响后，主要反映了扩张性资本开支（即总资本开支减去维持性资本开支，后者约等于折旧与摊销）。当利润曲线显著高于自由现金流曲线时，通常意味着行业正在进行大规模的资本开支和产能扩张。这种扩张将在未来形成新的供给，从而压低产品价格和利润空间，引发新一轮的下行周期。

在运用自由现金流模型分析周期股时，存在哪些关键规律可以帮助投资者捕捉最佳的介入时点？

该模型揭示了两个关键规律。第一，周期性行业自由现金流的底部相对恒定。这主要源于两方面：一是行业亏损存在底线，当产品价格跌至一定程度（如亏损 500-800 元），企业会选择停产，从而阻止经营性现金流无限制恶化；二是企业在周期底部通过融资进行资本开支的能力有上限，银行等金融机构的授信额度相对固定，这限制了资本开支的峰值，也即自由现金流的负值极限。第二，自由现金流的底部通常领先于利润的底部出现。自由现金流的拐点往往出现在资本开支达到顶峰、新项目开始投产之时。此刻，资本开支的滚动值开始下降，同时新项目贡献经营性现金流，推动自由现金流回升。然而，新项目投产初期，由于开工率爬坡需要时间，而折旧费用已按 100%计提，因此在损益表上会产生负贡献，导致企业利润继续下滑。从自由现金流见底回升到利润见底回升的这段时间差，

是最佳的投资窗口。此时市场普遍悲观，但企业基本面已在改善。投资者可以通过调研确认开工率提升、产品价格未因新增产能而大幅下滑等积极信号，从而提前布局。

这一自由现金流分析框架在农药等化工行业的具体应用效果如何，它揭示了怎样的投资时点？

该分析框架在化工行业具有良好的实证效果。以农药行业为例，在 2020 年年报披露后（即 2021 年上半年），模型显示该行业的自由现金流已开始回升，而利润仍在下滑。尽管当时万华化学等龙头公司股价已开始下跌，整个化工板块从 2021 年至 2023 年经历了大幅回调，但农药行业的样本企业利润却从约 30 亿元增长至 80 亿元，实现了超过一倍的增长，相关公司股价表现良好。根据该模型，当观察到 2024 年第三季度报告（约 2024 年 10-11 月）的数据时，应再次关注农药行业。而到了 2025 年第一季度，随着利润开始确认上升，最容易获利的时间窗口可能已经过去。这个时间差的长度由产业规律决定，例如氮肥的开工率爬坡期约为一年，而磷肥则可能在三个月以内，这段时间为调研和建仓提供了宝贵的机会。

在分析周期性行业时，为何仅观察是否存在扩张性资本开支并不足以判断行业健康状况？以水泥行业为例，2014 年至 2020 年间行业几乎没有扩张性资本开支，为何后期基本面依然显著恶化？

观察扩张性资本开支并非判断行业健康状况的唯一指标。以水泥行业为例，尽管从 2014 年到 2020 年，行业的扩张性资本开支（体现为投资现金流出约等于折旧摊销）几乎为零，但行业状况在 2022 至 2023 年期间依然显著恶化。问题的根源在于，虽然行业整体未出现产能扩张，但龙头企业通过技术改造降低了自身高成本生产线的成本。在一个区域市场中，当龙头企业降低其部分生产线的成本后，可能会引发价格竞争，导致整个市场的价格中枢下移，甚至影响到其自身原有低成本生产线的盈利能力。这种由龙头企业降本而非扩产引发的竞争加剧，是导致行业基本面恶化的重要原因。

从现金流角度分析，水泥行业基本面的拐点出现在何时？这与房地产市场的宏观数据是否存在时间差，具体原因是什么？

从现金流数据来看，水泥行业的经营性净现金流在 2019 年已经见顶回落。这一时间点早于房地产市场的宏观数据拐点。例如，2021 年房地产销售额相较于 2020 年仍有约 10%以上的增长，而 2022 年新开工面积相较于 2021 年也仍在增长。这表明，水泥行业在 2019 年开始出现问题，并非由房地产终端需求见顶直接导致，而是源于行业内部的竞争格局变化，即龙头企业通过技术改造降低成本，从而引发了价格竞争。

在寡头垄断格局下，龙头企业应如何通过管理自身产能来维持市场秩序和价格稳定，而不是引发破坏性竞争？

在一个寡头垄断的市场中，龙头企业为维持价格稳定，应当主动管理其产能组合。理想的做法是，在持续降低其低成本生产线成本的同时，选择性地关停一部分成本最低的产能。这些成本最低的生产线通常已使用多年，折旧已基本计提完毕。通过主动关停这部分产能，龙头企业可以向市场释放明确的减产信号，威慑潜在的价格战发起者。此举相当于表明，若市场出现价格战，其有能力重启这些边际成本极低的产能进行反击，从而维护市场秩序，将产品价格维持在远高于边际成本的水平。沙特阿拉伯通过关停自身约 30%的产能（相当于全球约 3%的产能）来维持石油价格，是这一策略的成功实践。

如何定义和识别“周期成长股”，其自由现金流呈现出哪些典型特征？公司实现“阿尔法”的来源主要有哪些？

“周期成长股”是指同时具备显著周期性和长期成长趋势的公司。其自由现金流的典型特征表现为震荡上行：首先，它存在明显的周期性波动，每一轮周期的低点可能会低于上一轮周期的高点；其次，它具备成长性，表现为周期的平均值和波动的低点在长期趋势上是抬升的。当一个行业内公司的自由现金流低点呈现波动中上行，而非持平状态时，这通常意味着该公司具备“阿尔法”。公司“阿尔法”的来源主要有四种：第一，新技术应用带来的单位利润提升；第二，规模优势，主要通过占用上下游资金改善现金流；第三，产业链并购，即纵向一体化，通过向产业链上下游延伸来平滑各环节的供需波动，从而收窄波峰与波谷，抬高现金流低点；第四，多元化或新产品，通过业务拓展降低整体经营波动。

对于某些周期性公司，其经营周期呈现出相对固定的时间规律，例如三年，其背后的驱动因素是什么？投资者应如何利用这种周期性规律进行分析？

某些公司呈现出固定的经营周期，例如三年，其主要驱动因素是资本开支的建设周期。通常，建设一个新工厂或新车间需要大约三年的时间。当企业盈利丰厚决定投资新项目时，未来三年由于持续的资本开支，其自由现金流会受到压制。项目建成投产后，现金流则会显著改善。这种由资本开支驱动的周期性规律为投资分析提供了框架。投资者可以在公司经营最差、自由现金流处于低谷时，评估其基本面是否存在根本性问题。若无，则可能是较好的介入时点；待一到两年后，新项目投产，市场预期达到顶峰时，则可能是退出的时机。例如，某公司在 2020 年底处于周期底部，2022 年回升，至 2024 年再次回落，其周期性表现非常清晰。

在运用自由现金流框架分析周期股时，除了关注目标公司自身的数据，为何还需要分析行业内其他公司，尤其是龙头企业的动态？

在分析周期性行业时，不能孤立地看待单个公司，必须将整个行业的周期性规律和龙头企业的行为纳入考量。因为行业的周期低点往往由龙头企业的资本开支行

为所决定。例如，某化工公司的自由现金流低点出现在 2016 年前后，但该时点并非其自身的资本开支高点。通过与同行业的龙头企业（国联民生）对比发现，该公司的自由现金流低点与龙头企业的低点高度重合，而龙头企业在当时有大规模的资本开支。这表明，作为行业寡头，其投资决策会直接影响到其他跟随型企业的经营状况。因此，正确的分析路径是先确定整个行业的周期低点，再基于此来判断目标公司的周期位置和未来走势。

运用自由现金流分析框架筛选周期股投资机会的核心目的是什么？它在整个投资决策流程中扮演何种角色？

这套自由现金流分析框架的核心目的，并非提供一套精确的量化交易指标，而是一种高效的筛选工具。其作用是从 A 股市场约 1,500 至 2000 家周期性较强的上市公司中，筛选出未来一个季度内最值得优先关注和深入调研的 10 到 20 个标的。它帮助研究员在正确的时间点关注正确的公司。最终的投资决策，必须建立在行业研究员对产业规律的深刻理解、现场调研以及市场调研的基础之上，而非单纯依赖量化指标。

对于周期性较强的公司，其股价、利润和市盈率之间通常呈现何种关系？投资者应如何识别最佳卖点？

周期性公司的股价上涨通常早于利润的实际增长。由于市场存在一定的前瞻性，股价会提前反映对未来利润改善的预期。这意味着在利润尚未完全释放时，股价已经上涨，导致市盈率倍数随股价同步攀升。因此，投资回报最丰厚的阶段往往发生在估值从低到高的扩张过程中，而非传统观念中“高点低估值”所描述的从高估值向低估值回归的阶段。 识别卖点主要有两个关键信号。第一，当利润兑现时，股价的上涨动能通常会减弱，这是一个直接的卖出信号。第二，一个更具前瞻性的指标是自由现金流见顶。以一个股价上涨了四至五倍的公司为例，其自由现金流的高点出现在 2020 年第三季度，远早于利润高点，而其股价则在 2021 年第一季度见顶。这表明自由现金流的拐点是一个非常有效的预警信号。

如何在财务报告发布前，通过分析资本开支来预判公司自由现金流的顶部，并识别潜在的卖出时机？

预判自由现金流的顶部，关键在于分析资本开支的变化。自由现金流的计算大致可视为经营性现金流减去资本开支，因此资本开支的高点往往预示着自由现金流的拐点。当一家公司启动大规模资本开支计划时，通常是为了未来 10 至 20 年的增长，但相关支出会在短期内（如两三年）集中发生，这必然导致自由现金流状况恶化。 投资者可以通过公司公开披露的资本开支计划进行预测。当资本开支开始大幅增长时，核心的分析任务是判断经营性现金流的增长能否跟上资本开支的增速。如果不能，自由现金流就可能已经见顶。例如，当前市场对美国大型科技公司的担忧之一，正是其在保持高盈利的同时，资本开支开始大幅增长。自由现金流见顶但仍为正数时，市场往往最具欺骗性，因为公司表面上依旧非常赚钱，

但内部经营压力已然增加，项目和费用审批会趋于严格。此时，资本市场对公司的预期通常达到顶峰，认为公司在完成一项伟大成就后即将开启新的篇章，这反而构成了一个绝佳的卖点。

如果投资者仅依赖已发布的财务报表，错过了自由现金流顶部的最佳预判时机，是否还有后续的卖出机会？

是的，即使仅依赖财报确认自由现金流见顶，通常也存在较好的卖出机会。例如，某公司的自由现金流在 2020 年第三季度见顶，当 2021 年第一季度的报表公布并确认这一趋势时，其股价虽然已从高点回落，但之后往往会有一个反弹，为投资者提供了卖出的“右肩”位置。 这种现象的产生与库存周期有关。在前期产品价格和股价同步上涨的过程中，渠道中会不自觉地累积库存。产品价格上涨会刺激需求增速加快，而这种需求增长部分是由囤积库存驱动的。对于储存周期超过一个季度的商品，这种效应尤为明显。当市场最终意识到需求增速的虚高是源于库存累积时，价格才会真正反转。因此，从自由现金流见顶到产品价格真正反转之间存在一个时间差，这为投资者提供了离场的窗口期。

在进行行业与公司分析时，应如何结合宏观与微观视角，并如何处理产业内部人士的观点？

结合宏观与微观分析的关键在于识别并理解一个行业的长期规律，即所谓的“暴露限”。单个企业在短期内可能表现出剧烈震荡，但将产业内大量企业（如全球上千家氮肥企业）综合分析时，便能发现其长期遵循的周期性规律。分析的重点是厘清一个行业的周期长度，通常 3 到 5 年长度的周期比较适合深入研究，因为这能为分析师提供在市场反应之前研究透彻并进行观察验证的时间。 在分析过程中，应优先判断时间维度，其次再估算空间。例如，通过资本开支计划可以相对准确地预测新项目投产的时间点，这对未来两三年的产业供给有很强的指导意义。相比之下，预测产品价格能涨多高或跌多深则困难得多，只能大致判断其不应长时间低于边际成本。 进行调研时，应侧重于获取基本面信息，而非完全听取产业内部人士对未来的预测。身处行业之中的人，其判断可能受限于当前周期位置而倾向于线性外推。此外，还需警惕管理层可能做出非理性的决策，例如在行业已出现过度扩张迹象时，仍选择借贷进行新一轮投资。

对于投入巨额资金进行“从 0 到 1”式新项目的公司，投资者应如何进行分析？

“从 0 到 1”类型的投资机会，即公司投入历史上前所未有的资金建设新项目，是卖方分析师偏好的推荐类型。这类投资如果判断正确，回报潜力巨大。然而，其对分析师的专业判断能力要求极高，核心在于评估项目最终能否成功落地并产生预期回报。这是一种理想化的投资模式，成功案例的特点是公司在投入巨额资金的同时，依然能保持良好的现金流状况，并最终实现可观的投资回报。

在周期性行业中，为何要关注并购价值？在运用 DCF 等绝对估值模型时，应重点关注哪些方面？

在周期性行业中，并购活动频发，如近年来黄金和矿业领域的多个案例，因此对企业并购价值的评估变得日益重要。 在运用 DCF（现金流折现）等绝对估值模型时，其核心价值不仅在于得出一个绝对估值数字，更在于通过反向推导来理解市场情绪。通过一个股票的当前交易价格，可以反推出市场对其隐含的增长率、永续增长率和折现率等关键假设。将这些市场隐含的预期与分析师自己的独立判断进行对比，就能清晰地评估市场是过于乐观还是悲观。例如，单纯看 30 倍的市盈率很难判断其高低，但将其拆解为对未来增长和风险的预期后，判断就变得更为具象和有据可依。 在进行并购估值时，无论是采用 FCFE（股权自由现金流）还是 FCFF（公司自由现金流）模型，核心在于对调整项的处理。二级市场的并购交易分析中，许多投资者甚至分析师往往忽略了必要的调整，例如对少数股东权益的调整。如果发现市场交易并未充分考虑某些关键的调整项，或者对未来的预期过于悲观，就可能意味着存在投资机会。因此，建立自己严谨的估值框架，并与市场普遍的估值逻辑进行对比，是发现价值的关键。

在进行 DCF 估值时，应如何理解和设定折现率（discount rate），尤其是在股权资本成本的计算中，有哪些常见的误区和需要特别注意的因素？

在 DCF 估值模型中，折现率常被视为一个直接输入的模型假设，但其构成与含义值得深入探讨。折现率本质上是资本成本，其中股权资本成本的计算公式为：无风险收益率 + 行业风险溢价 + 企业自身溢价。 实践中存在几个关键问题： 首先，许多模型忽略了“企业自身溢价”这一项，仅使用无风险收益率和行业风险溢价进行计算。这导致对同一行业内的不同企业使用相同的折现率，而实际上企业间的差异是显著的。例如，同属白酒行业，茅台与金种子酒、老白干酒的企业自身溢-价显然不同，这种差异可以是正向或负向的。 其次，折现率应被理解为“必要回报率”（Required Rate of Return）。它反映了投资者投资于该股权资产时，为对应该风险所期望获得的回报。因此，若将折现率设得过低，例如在部分模型中仅为 5%-6%，则意味着投资者对该股票的预期回报率极低，这与投资股票以获取较高回报的初衷相悖。通常，股权资本成本应要求高于 10%，在某些情况下甚至会调整至 15%-17%，以反映投资者对股票投资的合理回报预期。 最后，折现率与无风险收益率相关，但并非简单的正相关关系。在无风险收益率较低的环境下，企业的经营风险未必会随之降低。例如，在低利率环境中，金融机构的经营风险反而可能升高。因此，在设定折现率时，必须充分考虑这些宏观环境对企业经营风险的实际影响，而不能仅仅因为无风险收益率下降就直接调低折现率。

并购交易的实质是什么？在并购估值中，如何理解协同效应与控制权溢价的关系，以及它们如何影响最终的交易结构？

并购交易的实质是资产负债表、控制权与话语权的重组。具体而言，并购是将两个公司的资产负债表合并，而分拆（spin-off）则是将一个公司的资产负债表拆分为两个。 在这一过程中，控制权溢价是核心概念之一。收购方之所以愿意支付溢价以获得对被收购企业的控制权，其根本原因在于预期能够产生协同效应。协同效应是指 A 公司与 B 公司合并后的整体价值大于两家公司独立价值之和（A+B ＞ A + B）。收购方为获取控制权所支付的溢价，理论上不应超过协同效应所带来的增值部分，否则将损害收购方股东的利益。 协同效应的来源主要有五个方面：收入增加、成本降低、流程改善、财务节省和风险降低。一个常见的例子是财务节省，合并后新公司的体量增大，在进行融资时可能获得更低的借贷成本。协同效应的大小直接决定了控制权溢价的合理范围。 这种价值重估最终会体现在话语权的重组上。例如，若合并前两家公司的规模比例为 7:3，由于被收购方获得了控制权溢价，合并后新公司的股权分配比例可能变为 6:4。当最终的股权比例与合并前的业务规模比例不一致时，就清晰地反映出并购交易的定价核心在于对控制权和话语权的评估。杠杆并购则是引入了财务投资者，这类投资者通常要求优先退出且不谋求控制权，是并购交易中的一种特殊形式。

企业内部不同的业务组合方式如何影响其市场估值？请通过案例说明业务叙事对估值差异的决定性作用。

即使企业的整体财务数据（如增长率、自由现金流、收入、利润等）完全相同，不同的业务组合与业务叙事也会导致市场估值出现巨大差异。以下通过三个财务数据完全一致、总体年增长率均为 5%的公司案例进行说明： 第一个案例是“平稳增长型公司”。该公司业务单一，利润从 1 亿美元缓慢增长至 20 年后的 2 亿多美元。市场对此类公司的估值通常在 6 亿至 8 亿美元之间，若有分红可能会略高。 第二个案例是“现金牛与希望之星组合型公司”。该公司拥有一块每年能稳定贡献 1 亿美元利润的“现金牛”业务，同时培育一块初期几乎不盈利、但未来利润有望增长至 1 亿多美元的“希望之星”业务。在这种叙事下，现金牛业务本身可估值约 7-8 亿美元，而希望之星业务则可能采用 PS 或 PE 等方式进行估值。因此，该公司的整体估值大约在 10 亿至 16 亿美元之间。 第三个案例是“衰退业务与第二增长曲线组合型公司”。该公司原有业务处于衰退期，利润从 1 亿美元逐渐萎缩至 2000 万美元；但同时，公司成功开拓了“第二增长曲线”，新业务增长迅猛。若对这条新的成长曲线业务给予 3 倍 PS 估值，整个公司的估值可以达到 20 亿美元。 对比这三个财务基本面完全相同的公司，其估值可以从 6 亿美元到 20 亿美元，差异超过 200%。这种差异的根源在于不同的业务分布和市场叙事。这也揭示了并购估值的深层逻辑：它不仅是对财务报表的合并，更是对重组后企业资产组合与话语权重组的价值评估。尤其在 A 股市场，上市公司之间的并购案例逐渐增多，如何准确评估协同效应、合理出价以及未来话语权重组的合理性，是并购估值中的核心议题。

对于 AI 硬件这类行业，是否可以运用周期性分析框架进行研究？

是的，可以对 AI 硬件行业进行周期性分析。尽管 AI 硬件等行业可能处于高速成长期，甚至被视为“明星企业”所在的领域，但它们同样存在周期性。 首先，一个普遍的观点是“万物皆周期”，经济周期本身的存在会影响到所有行业。 其次，周期的产生与资本开支密切相关。当一个行业在某段时间内进行大规模、快速的资本开支扩张后，几乎必然会在随后的某个阶段面临需求增长跟不上供给增长的局面，从而引发周期性波动。AI 硬件行业同样遵循这一规律。

在 AI 硬件等前沿科技行业中，为何会出现需求跟不上增长的周期性现象，以及这种周期性与传统行业的资本开支周期有何不同？

前沿科技行业之所以会出现周期性，其根本原因在于技术进步的超前性与配套基础设施建设的滞后性之间的矛盾。当一项技术实现划时代的进步，例如人工智能或类比于 30 年前的光纤技术，其发展速度远超其他相关领域，导致配套设施未能及时跟上，从而使得潜在需求无法被完全释放。以电动车为例，尽管其技术发展了十几年，但仅替代了 1%的石油消费，正是因为其配套的基础设施建设尚未完善。 此外，高科技行业的周期性还源于其极快的技术迭代速度。传统行业的投资折旧年限通常为 10 至 15 年，芯片行业约为 5 至 6 年，而 AI 硬件等领域可能在两三年内，原有的投资设备就已不再先进。这种快速迭代的特性与传统财务报表中设定的折旧年限存在显著差异。因此，在分析 AI 硬件等行业的资本开支周期时，必须认识到其与传统周期性行业的资本开支周期完全不同，需要进行独立的、更为审慎的评估。

在当前的周期性板块中，电解铝和碳酸锂这两个领域存在哪些具体的投资机会？

电解铝板块的机会主要体现在两个方面。首先，在铜价高企的背景下，铝与铜之间的比价关系扩大到一定水平时，可能会引发部分领域的“铝代铜”现象，从而为铝的需求提供支撑。其次，即便在当前的铝价水平下，A 股市场中部分电解铝上市公司的估值仍然非常低，且分红情况良好。若铝价能维持在相对合理的水平，其分红回报已相当可观。 碳酸锂板块的机会则源于市场对其供给增长的分析可能存在偏差。市场普遍担忧其产能扩张，但通过对比 2023 年至 2026 年期间的多份行业研究报告可以发现，许多原先预期投产的项目进展并不及预期。例如，2023 年时预期在 2026 年投产的项目，到 2026 年 8 月仍有许多未实际落地。同样，原计划于 2027 年或 2028 年投产的项目，其当前进展也值得深入研究。目前市场对这些供给端项目的实际进展情况研究得非常不充分，这其中可能蕴含着投资机会。

如何系统性地寻找并识别周期性行业中的大牛股？

寻找周期大牛股的第一步是深入研究产品及其所处的行业周期。可以利用公开数据构建筛选模型，例如，寻找那些经营性净现金流减去构建固定资产、无形资产

和长期待摊资产支出后，自由现金流已经开始上升，但利润仍在下滑的公司。筛选出这类公司后，再逐一深入研究其产品和行业周期，核心是理解其供求关系，特别是资本开支周期，以确认自由现金流上升和利润下滑是否由资本开支周期的变化所驱动。 在筛选出十几个目标公司后，应进行现场调研，与公司管理层交流两方面内容：一是确认公司经营是否已真实好转，因为财务数据上自由现金流可能已出现改善迹象；二是观察管理层的情绪，如果他们仍处于悲观状态，这通常是一个很好的投资时机。 要抓住大牛股，一个关键前提是起始估值极低，即市场给予了接近破产的定价，但经过判断后认为公司并无生存危机，如同段永平投资网易的案例。周期股在一轮 3 至 5 年的周期中，涨幅达到 5 到 10 倍的难度非常大，因此低估值是获取高回报的基础。在周期性投资中，企业经营的好坏对单轮周期回报的影响相对有限，把握周期的收益远高于企业经营本身带来的超额收益。

如何理解“涨多了会跌，跌多了会涨”这句关于周期的论述？

“涨多了会跌，跌多了会涨”是周期性规律的核心体现，但其本质揭示的并非空间上的涨跌幅度，而是时间维度上的规律。这句话更深层次的含义是：下跌的时间长了才会上涨，上涨的时间长了才会下跌。这强调了时间在周期轮动中的决定性作用。科技股同样遵循这一周期性规律，未来也必然会经历一次周期性的巨大变化。