

垄断、周期与巴纳姆的核心资产

——策略方法论之四：长期超额收益的来源

策略深度

- ◆ **巴纳姆的核心资产**：巴纳姆效应是指，当算命者用一些含糊不清、内涵广泛的形容词来描述一个人的时候，人们往往很容易就接受这些描述，并认为描述中所说的就是自己。与巴纳姆效应相类似，“核心资产”概念内涵非常模糊、高度不固定，横向来看，几乎“千人千面”；从历史内涵演变来看，似乎是哪个标的涨的好就被纳入“核心资产”，哪个标的涨势变差就被剔除出“核心资产”，变成了一个“指哪打哪”的事后概念，对于投资决策前瞻指导意义或有限。
- ◆ **微观经济学视角的垄断和宏观经济学视角的比较优势是长期超额收益的来源**。“核心资产”由于内涵高度模糊，在有助于支持“核心资产一直涨”的观点同时，由于其不可证实或证伪，因而不符合波普尔的证伪主义精神，是个伪命题。但其反映的需求是真实的，市场希望能够配置一些有望获取长期超额收益的标的。长期来看，股市是称重机，是经济基本面的原因决定股价涨跌，而非短期的心理因素。从经济学的角度看，长期超额收益的来源有两个部分，一是微观经济学视角的垄断能力，另一个是出于宏观上具有比较优势的趋势上。
- ◆ **垄断造就护城河**。护城河的本质是有助于企业获取超过资本平均回报的收益，这在微观经济学层面上体现为垄断。只有垄断定价，才能将消费者剩余稳定的转化为生产者剩余，以获得超额收益。垄断通常来自于三个方面：一是少数生产者主导市场，例如中国家电产业；二是产品差异化，除了地产是天然产品差异化之外，更多的是靠品牌来形成产品辨识度，例如可口可乐、茅台等；三是靠进入壁垒来形成垄断，这种进入壁垒有三种具体形式，包括①行政垄断，例如创新药公司的专利垄断，中国国旅的全国免税店特许经营权垄断；②资源垄断，例如 Facebook 等网络巨头通过排他性占有大数据资源而形成的进入壁垒；③自然垄断，通常是因为产品特殊的物理属性决定了市场只有一家企业提供供给最经济，例如水泥行业。
- ◆ **周期决定护城河的成色**。即便企业在本行业内部具有垄断势力，如果行业处于衰落通道，企业也难以获取长期超额收益。目前，中国进入了劳动日益稀缺、资本日益过剩的新格局，意味着消费和科创是长期具有比较优势的产业：①消费才是真成长。新格局下，伴随着潜在增长率日益下行，消费占 GDP 的比重逐步上升，决定了消费的比较优势；②科创是政策所向。在结束了十年人口红利和十年金融周期之后，未来十年，要阻止潜在增长率过快下行，只能依靠科创来提升 TFP 进步率，这意味着科创将是未来十年政策持续发力的大方向，科创板是这个大方向的一大制度创新，也在加速十年新经济时代的到来。
- ◆ **可能具有长期超额收益的标的**：恒瑞医药、爱尔眼科、片仔癀、我武生物、贵州茅台、五粮液、海天味业、伊利股份、欧派家居、晨光文具、美的集团、格力电器、恒生电子、先导智能、安车检测、三环集团、中国国旅。
- ◆ **风险提示**：“核心资产”概念麻痹风险意识；垄断势力可能会遭受反垄断调查等政策风险，以及周期下行、消费者认知变化等经济风险。

分析师

谢超（执业证书编号：S0930517100001）
010-56513031
xiechao@ebscn.com

陈治中（执业证书编号：S0930515070002）
0755-23946159
chenzhz@ebscn.com

李瑾（执业证书编号：S0930518100001）
lijin@ebscn.com

联系人

黄亚铷
021-5252 3815
huangyr@ebscn.com

“方法论”系列报告

20190225：从政策经济周期，如何推导出的一季度修复？——“超悦策略”方法论系列之二

20190429：为何四月展望提出“市场高估6%，二季度风险”？——策略方法论研究系列之三·估值篇

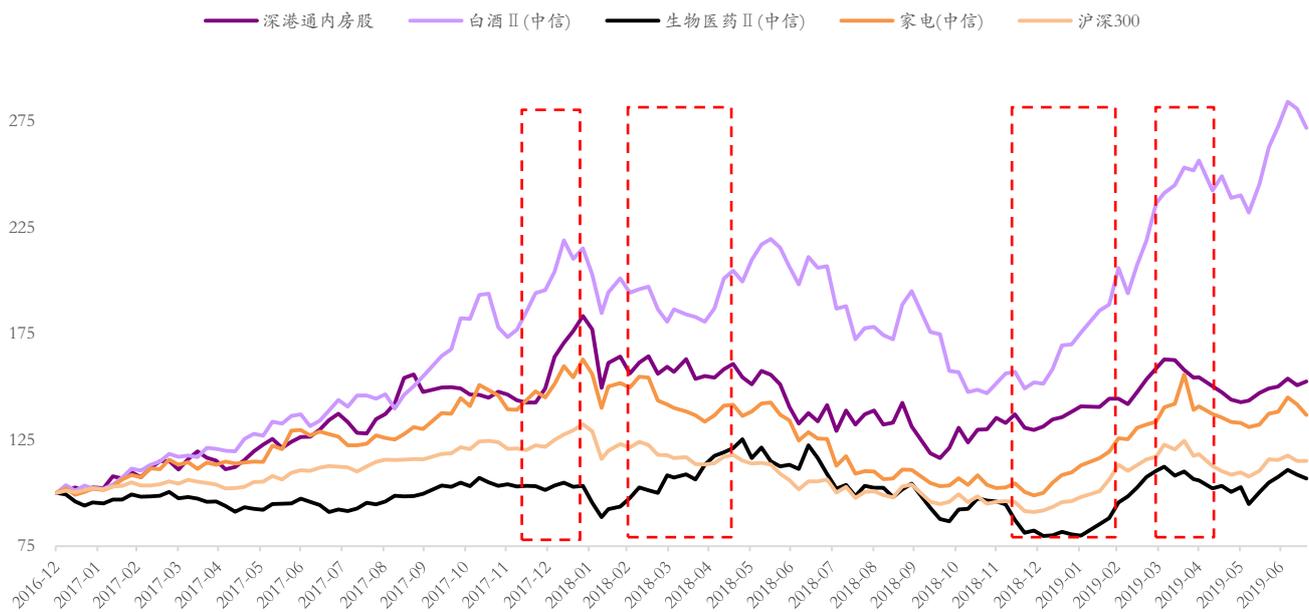
20190628：价值股创新高的动力能延续吗？

1、巴纳姆的“核心资产”

“核心资产”作为资本市场上的传说，最近越发成为市场瞩目的焦点，尤其是“核心资产一直涨”的观点似乎也是成立的，更加让“核心资产”成为神话般的存在。为什么“核心资产会一直涨”呢？我们首先来看一下所谓的“核心资产”的内涵。

一千个读者眼中会有一千个哈姆雷特，所谓的核心资产似乎也是千人千面。从行业的角度看，在2017年，内房股曾经大涨过一波，房地产股票一度被认为是核心资产，伴随着2018年政策在“房住不炒”方面体现出的定力以及内房股指数走弱，2018年开始没有人再提房地产是核心资产。在2018年上半年，医药股出现大涨，包括QFII资金在内一度将医药也视为中国的核心资产，但伴随着2018年下半年带量采购与医药股走弱，似乎也没有人再提这个观点。时间轮转到2019年1季度，家电和白酒联袂上涨，这个时候大家讲核心资产的时候似乎默认就是家电和白酒，但到了2019年Q2，食品、白酒一枝独秀，似乎核心资产天然指向食品饮料。

图1：不同时期的核心资产内涵似乎不一样¹



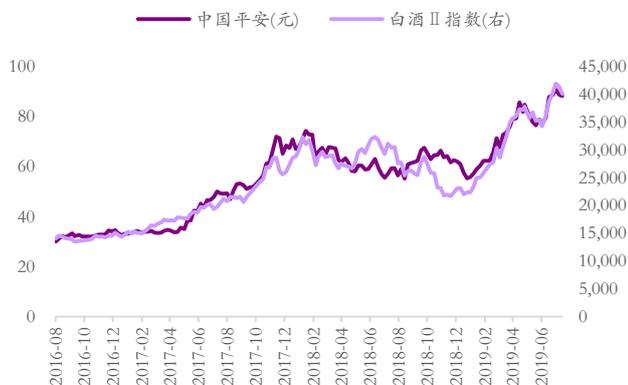
资料来源：Wind，光大证券研究所

但从个股的角度看，如果将核心资产锁定在食品饮料行业，钟爱中国平安、中国国旅的投资者会不认同；如果说核心资产与周期股无关，很多人会拿出海螺水泥和上海机场的反证。通过对上述演变过程的分析来看，核心资产的内涵似乎是把强势上涨标的纳入其中，而将下跌标的从核心资产中不做声张的剔除。简单来说，什么涨的好就是核心资产，什么涨的不好或者下跌就不是核心资产。所以，“核心资产一直上涨”这样的观点存在着因果关系

¹ 各指数在2016年12月30日的点位均标准化为100，数据截至2019年7月19日。

的误导，并不是一个标的是核心资产，所以它才会一直上涨，而是我们在做定义的时候把一直上涨的东西就叫做核心资产。

图 2：中国平安股价 VS 白酒 II 指数走势图



注：数据截至 2019 年 7 月 19 日

资料来源：Wind，光大证券研究所

图 3：海螺水泥股价 VS 白酒 II 指数走势图



注：数据截至 2019 年 7 月 19 日

资料来源：Wind，光大证券研究所

图 4：中国国旅股价 VS 白酒 II 指数走势图



注：数据截至 2019 年 7 月 19 日

资料来源：Wind，光大证券研究所

图 5：上海机场股价 VS 白酒 II 指数走势图



注：数据截至 2019 年 7 月 19 日

资料来源：Wind，光大证券研究所

因此，不同投资者眼中有不同“核心资产”，这与哈姆雷特式的“角色代入”无关，而是由“核心资产”内涵的天然不确定性导致的。核心资产这样一种千人千面的模糊内涵，好处在于成功的支持了“核心资产一直涨”的观点，因为只有一直涨的资产才被称为核心资产。不好的地方在于这样一种“成功”的背后不过是巴纳姆效应的体现。

作为一种心理学现象，巴纳姆效应通常可以用来解释算命行为的“准确性”，它指出：当算命者用一些含糊不清、内涵广泛的形容词来描述一个人的时候，人们往往很容易就接受这些描述，并认为描述中所说的就是自己。正如一位名叫巴纳姆的著名杂技师在评价自己的表演时说，他之所以很受欢迎是因为节目中包含了每个人都喜欢的成分，所以他使得“每一分钟都有人上当受骗”。

很显然，没有人会觉得自己中意的东西不是好资产，这大概就是核心资

产这个概念最成功的地方。但是，它并不属于科学命题的范围。按照波普尔的证伪主义方法论，他认为可证伪性是科学的不可缺少的特征，科学的增长是通过猜想和反驳发展的，理论不能被证实，只能被证伪。核心资产这个概念在通过巴纳姆效应成功的确保了自己一直上涨的正确性的同时，也将自己摒弃在了科学命题之外。因为这个概念既然千人千面、内涵高度不确定，那么自然既不可证实、也不可证伪，因此是个伪命题。

2、称重机：长期超额收益的来源

存在即合理，核心资产这个伪命题的出现，背后所体现的渴望却是真实的，它体现了我们对于长期超额收益的追求，我们希望能够持有一些能够长期获得超额收益的标的。好在，这样一种追求本身是可以继续探索的。摆脱了具有欺骗性的巴纳姆效应后，我们如何分析标的是否具有长期超额收益？这里需要借用格雷厄姆的一句话，股市短期是投票器，长期是称重机。

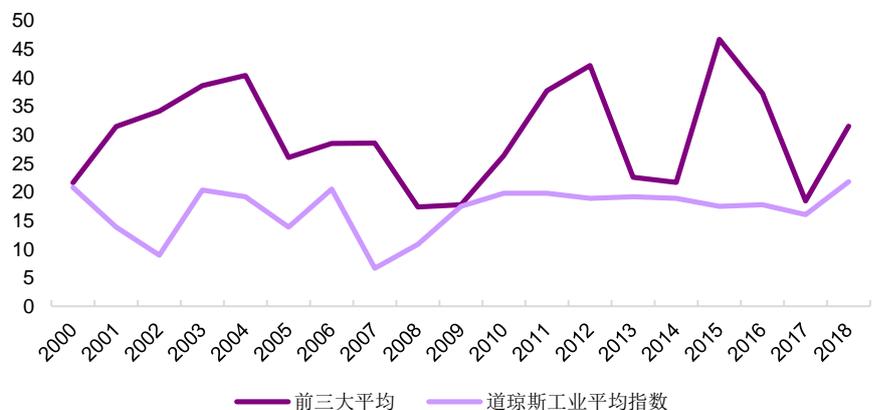
我们既然要考虑长期超额收益问题，就不需要过多的考虑由心理因素导致的短期投票问题，在长期中，超额收益来自于与心理因素关系不大的经济基本面。这样一个能够贡献长期超额收益的经济基本面来自于两个方面，一个是微观经济学的垄断，一个宏观经济学的周期。

2.1、垄断造就护城河

在《穷查理宝典》一书中，芒格多次讽刺将他和巴菲特的成功解读为运气的学院派做法，言外之意，这并非偶然。事实上，巴菲特多次阐述他的护城河的投资思想。但是这些阐述多是一些案例性的、思想性的，并没有系统的理论阐述。对此，芒格给出了一些启示，他对旨在预测宏观经济周期表示谨慎的同时，却不断的强调做投资要多学习微观经济学。

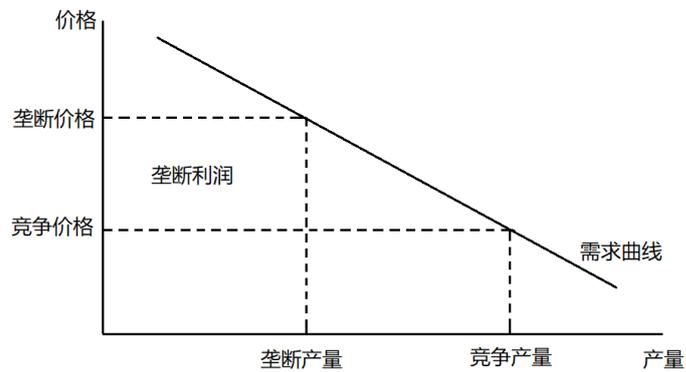
从微观经济学的角度看，巴菲特所讲的护城河基本上可以等同于垄断，因为垄断的本质就是将消费者剩余转化为生产者剩余，因此，只有垄断才能避免竞争导致的资本收益率的平均化，也意味着只有具有垄断势力的企业才有可能获取长期超额收益。要想获取长期超额收益，从微观经济学的角度看，就是要找到那些具有垄断势力且垄断势力非常强的企业。事实上，从巴菲特的前三大重仓持股上看，它们的 ROE 基本上是稳步跑赢市场。

图 6：伯克希尔前三大持仓平均 ROE 与道琼斯工业平均指数 ROE (%)



资料来源：Bloomberg，光大证券研究所

图 7：垄断造就超额利润



资料来源：光大证券研究所

不过，垄断在日常生活中被污名化了，这很有可能是巴菲特不用垄断而用护城河这个措辞的原因之一。其实，在微观经济当中，垄断只是一种客观的产业组织状态，而非价值判断的标准。熊彼特认为大企业的资源优势和垄断地位保证了大规模的研发投入，并使企业具有较强的风险抵御能力，技术创新与市场集中度之间存在正相关性，在保证技术创新成果方面，市场支配力是必需的。这意味着垄断可能是有利于技术创新的，进而给社会带来正面效果。

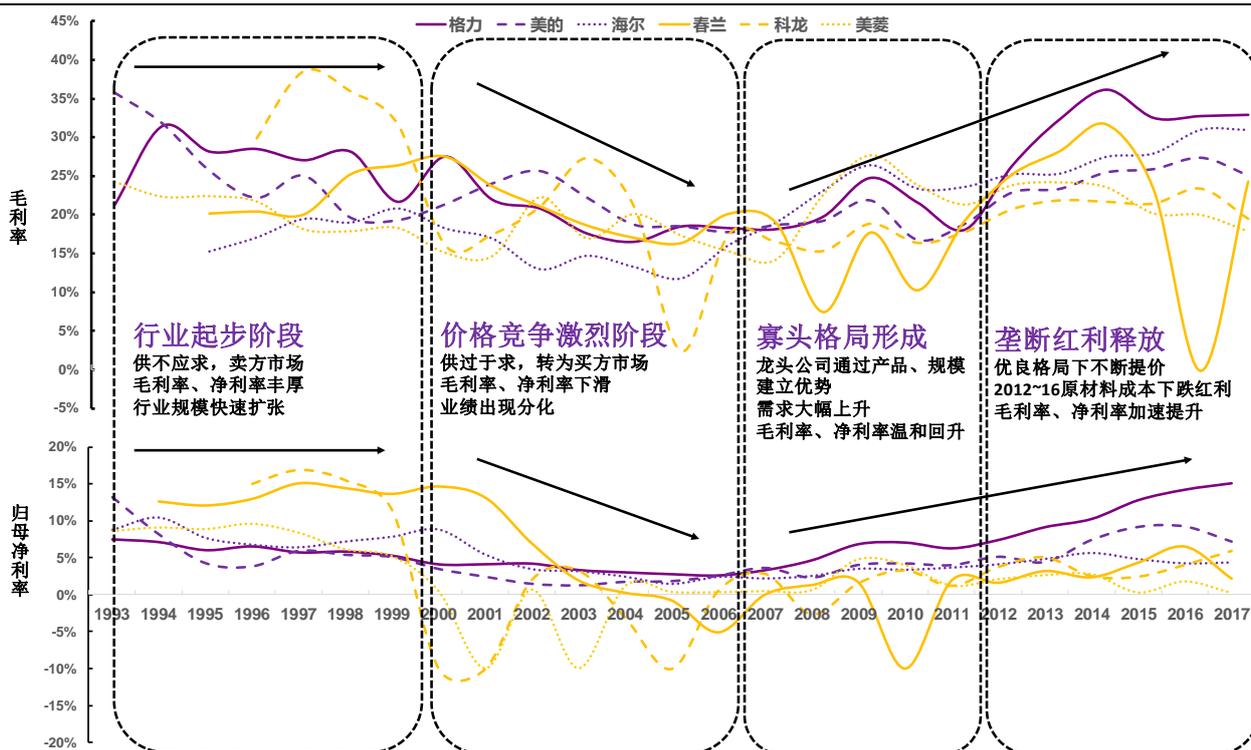
要研究垄断，就要了解竞争。在微观经济学中，完全竞争需要同时具备三个条件：第一，市场上买卖者数量众多；第二，产品无差异；第三没有进出壁垒。垄断则是竞争的对立面，只要不符合完全竞争的三个条件，我们就认为企业在一定程度上具有垄断能力。

2.1.1、生产者数量减少形成的垄断

尽可能减少卖家的数量，无疑是减少竞争、形成垄断势力的最经典方法，但这种垄断地位形成之前，通常是惨烈的价格战。中国家电行业的寡头垄断格局是这种垄断形式的典型代表。自 1990 年代末到 2005 年，中国家电行业进行了长达数年的激烈“价格战”。以空调行业为例，从 20 世纪初的春兰、华宝，到当前的格力、美的，无数空调企业在惨烈的“价格战”中经历了洗牌。最终，质量领先、渠道能力强大的企业从中脱颖而出，实现份额提升与规模扩张，并进一步加固其规模壁垒，直至最终形成品牌壁垒，演化成如今的寡头格局²。

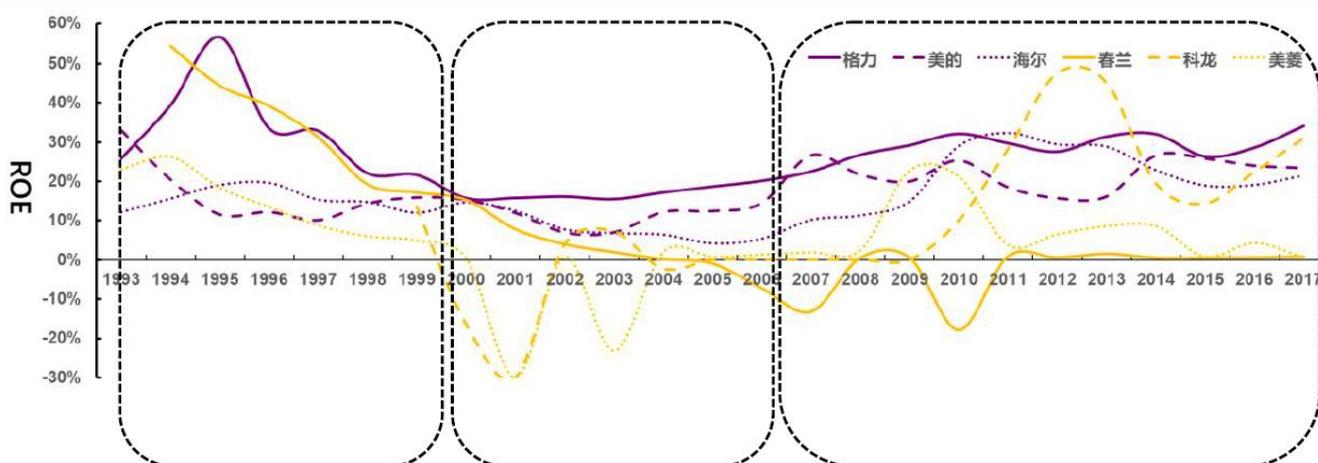
² 本段关于家电行业价格战的阐述及图、均引自光大证券研究所家电团队的研究报告《家电/家居的下一个十年：从深度分销走向高效零售》。

图 8：1996-2017 年空调行业毛利率、净利率变化历史



资料来源：Wind，光大证券研究所。注：春兰、科龙、美菱均出现过净利率大幅为负的状况，为方便作图效果，低于-10%的净利率统一用-10%表示。

图 9：1996-2017 年空调行业主要厂商净资产收益率 (ROE)



资料来源：Wind，光大证券研究所

寡头垄断格局造就了家电行业的护城河，使得家电龙头具备稳定的将生产者剩余转化为消费者剩余的能力，这是为什么家电也是很多人心中的核心资产的重要原因。我们对增值税减税效应的实证研究也印证了这一点，双向固定效应面板回归模型的实证分析结果显示，如果将全部上市公司作为一个整体来看，在剔除周期扰动后，增值税税率的下调并不会对整体的盈利产生

统计意义上的显著影响，但对家电行业的盈利能力会产生显著正面影响³。这背后很重要的原因就是因为在家电行业具有寡头垄断的产业结构，有能力将减税红利更多的转化为企业盈利，而不是像其他行业那样更多的让渡给消费者。

表 8：各行业流转税负对盈利指标的回归系数

行业	ROE	净利增速	营收增速
石油石化	—	—	-1.26
煤炭	—	—	—
有色金属	—	—	—
电力及公用事业	—	—	—
钢铁	—	—	—
基础化工	—	—	—
建筑	—	—	—
建材	—	—	—
轻工制造	—	—	—
机械	-0.34	—	—
电力设备	—	—	—
国防军工	-0.59	—	—
汽车	—	—	—
商贸零售	—	—	-4.37
交通运输	—	—	—
计算机	—	—	-4.65
通信	—	—	—
家电	-1.66	—	—
纺织服装	-0.31	—	—
医药	—	—	—
食品饮料	—	—	—
农林牧渔	—	-1.10	—
房地产	—	—	—
电子元器件	—	—	—
传媒	—	-0.01	—
餐饮旅游	-1.41	—	-0.06
银行	—	-7.82	—
非银行金融	—	—	—

注：已分别控制年份和企业固定效应，空值表示在 5%水平下未表现负向显著

资料来源：wind，光大证券研究所

2.1.2、产品差异化造成的垄断

如果产品是完全无差异的，消费者买哪家的产品都一样，自然没有任何一个企业能够获得超过平均利润率的超额利润，也就不可能成为有助于投资者战胜市场的理想标的。因此，产品差异化是形成企业垄断势力的重要因素。这样一种差异化来自于天然和人为两个方面。其中，房地产是产品天然差异化的典型，其空间位置异质性的特点决定了每一栋房子都是独一无二的，甚

³ 谢超、李瑾、黄亚伽：《削减增值税，显著改善企业盈利？——基于静态测算、实证分析和最终税负的视角》，2018年12月4日。

至是户型设计完全一样的两套房子，只要是在空间上不重叠，即便是紧挨着或者上下楼，也决定了这是两个天然差异化的产品，这也就意味着房地产开发商具备了相当强的垄断能力，可以通过歧视性定价来尽可能的将消费者剩余转化为垄断利润。这意味着，房地产企业天然具备了垄断这一护城河，所以，地产企业一度被视为核心资产也就毫不奇怪了。从微观经济学的角度看，十九大以来的“房住不炒”政策可以看成是对具有天然垄断性的一种监管政策，降低了房企的垄断势力，因此很少有人能在“房住不炒”的政策定力体现出来后依旧将房地产企业视为核心资产。

在市场经济条件下，更常见的产品差异化来自于品牌，这种差异化通常来自于通过广告宣传或者长期口碑形成的产品认知度。曾经有一个著名的盲猜试验，在不给出可乐标签的情况下，让大众去品尝可乐，很少有人能分辨出究竟哪个是可口可乐，甚至很多时候大家会觉得百事可乐的口感好于可口可乐⁴。这意味着在脱离了“可口可乐”这个品牌之后，可口可乐的产品似乎并没有那么大的竞争优势。

对此，深谙心理学的芒格在复盘可口可乐的成功时说的更直白，它的成功不过是巴甫洛夫效应的体现。芒格在《穷查理宝典》中这样阐述到：在条件反射建立后，喂狗时即便仅仅打铃而不给它食物，巴甫洛夫用来做实验的那条狗也会分泌出唾液。通过广告来树立品牌形象也是这个道理，一旦品牌形象确立后，即便是原本完全无差异的产品甚至是口感比不上对手的产品，也会因为品牌的原因而获得巨大的差异化效果进而获得垄断优势。

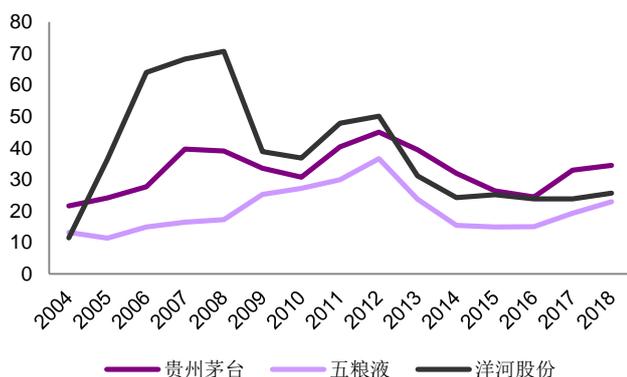
事实上，这种由巴甫洛夫效应造成的品牌差异，在食品饮料领域普遍存在。以酒为例，无论是在白酒还是红酒领域，都有一种职业叫品酒大师，酒的好坏由这些专业人士来确定，但这些所谓的专业人士并不是酒的主要消费群体。因此，这种职业的存在本身就意味着对于大众而言，其实很难区别出酒的本质的本质的高低。

另外一个品牌的重要性例证在于假酒的广泛存在。如果酒和酒之间的差异化真那么大，那么假酒就不可能有广泛的存身之地，因为消费者能够通过口感等物理属性辨别，就像矿泉水无论如何都难以伪装成可乐一样，它们之前的物理差别达到根本不需要通过品牌来辨识。但是再假的酒一旦贴上知名品牌依旧可以高价销售。

相类似的逻辑是，如果剔除了品牌之后，产品依旧是高度差异化的，那么厂商大可增强自己的口感辨识度等酒本身的物理属性，但事实上大多数厂商是通过包装等酒以外的东西来加强防伪，这恰恰说明了品牌之于酒类产品的关键意义。一旦有了品牌辨识度，原本生产无差异产品或者差异并非显而易见产品的厂商便获得了垄断能力。

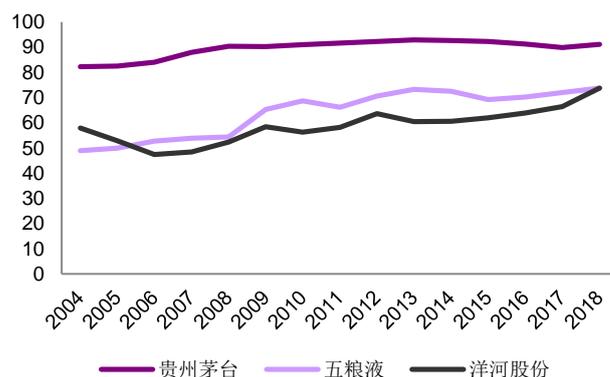
⁴ 参见《兰德决策——机遇预测与商业决策》。

图 10: 白酒市值 Top3 公司 ROE (%)



资料来源: wind, 光大证券研究所

图 11: 白酒市值 Top3 公司毛利率 (%)



资料来源: wind, 光大证券研究所

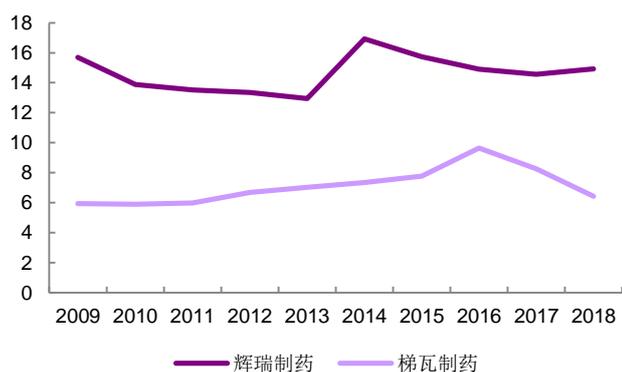
2.1.3、进入壁垒造成的垄断

由进入壁垒造成的垄断较复杂些,主要有三种形式的进入壁垒,即行政垄断、资源垄断和自然垄断。

(1) 行政垄断造成的进入壁垒

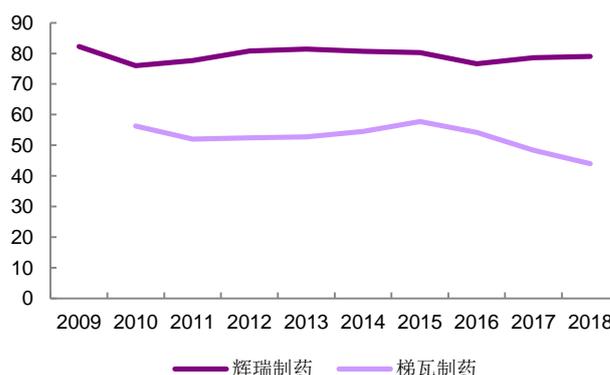
由行政垄断造成的进入壁垒具体又分为两种形式,即专利垄断和特许经营权垄断。专利是市场经济通过垄断来激励创新的有效制度安排,也是熊彼特假说的良好印证,代表性行业是医药。基本的逻辑是,企业研发投入高则获取技术专利的概率越大,越有可能获取、强化专利壁垒造成的垄断能力,进而实行垄断定价,获取高毛利率。

图 12: 辉瑞和梯瓦研发费用/主营收入 (%) 对比



资料来源: wind, 光大证券研究所

图 13: 辉瑞和梯瓦毛利率 (%) 对比

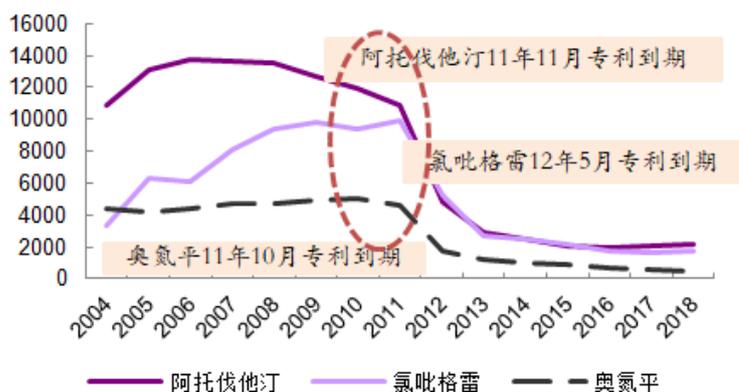


资料来源: wind, 光大证券研究所

以创新药龙头辉瑞制药 (Pfizer) 和仿制药龙头梯瓦制药 (Teva) 的 2018 年年报数据为例,辉瑞制药的研发支出与主营收入之比高达 15%,是梯瓦制药 2.4% 的 2.3 倍;与此同时,高研发投入所构筑的进入壁垒也给辉瑞制造带来了高达 80% 的毛利率,是梯瓦制药 44% 的 1.8 倍。创新药龙头和仿制药龙头的这种差别体现了专利带来的技术壁垒。一旦撤除专利权所形成的进入壁垒,仿制药等潜在竞争者的涌入将导致这种垄断能力荡然无存,原本获得专

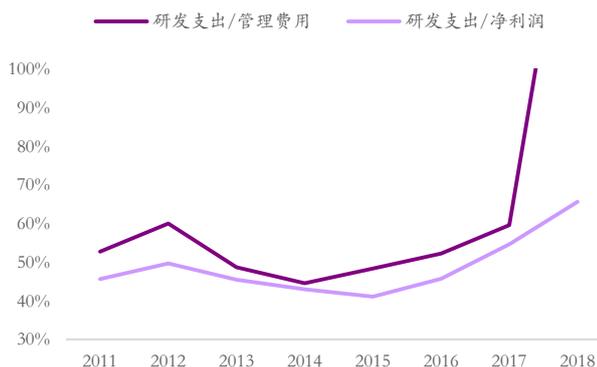
利保护药品的市场份额也会一落千丈，这种“专利悬崖”现象也是对专利形成进入壁垒的良好佐证。

图 14：美国创新药销售额专利悬崖现象（百万美元）⁵



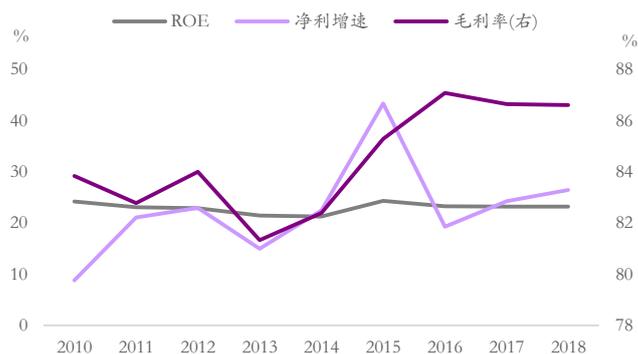
资料来源：Bloomberg、光大证券研究所

图 15：恒瑞医药研发投入高增长



资料来源：Wind，光大证券研究所

图 16：恒瑞医药业绩非常稳定

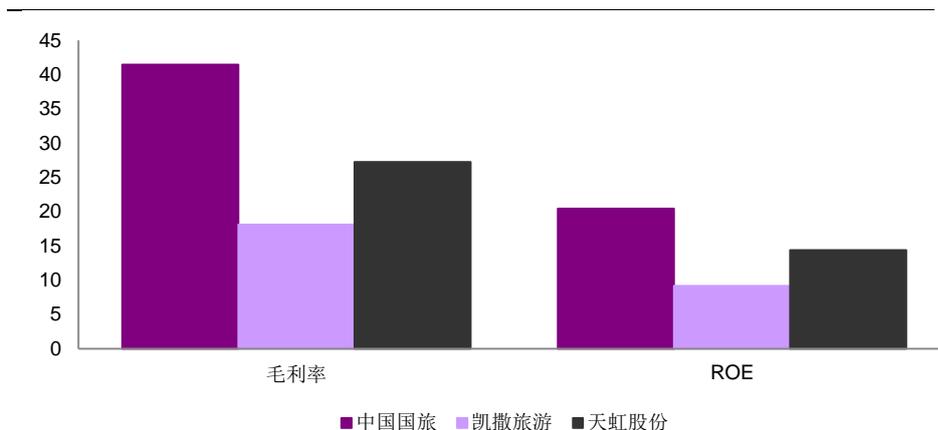


资料来源：Wind，光大证券研究所

另外一种行政手段造成的进入壁垒是特许经营权。“特许经营”是指业务开展需要对口部门审批，由此获得排他性的垄断能力，例如中国国旅。目前全国共 6 家公司可以经营免税业务，中国国旅拥有独家全国免税经营牌照，深免、珠免、海免、中出服、港中旅等 5 家公司销售范围被限制在指定区域内。免税收入占中国国旅营业收入的比重高达 70%，公司 2018 年毛利率为 41%，其中免税业务毛利率 53%；相比之下，没有特许经营权壁垒的旅行社行业龙头凯撒旅游毛利率仅为 18%、零售业龙头天虹股份为 27%；ROE 方面，国旅依旧是远超没有特许经营权壁垒的凯撒旅游和天虹股份。

⁵本图引自光大证券研究所医药团队报告《新旧动能转换期，新机制下再平衡》。

图 17：2018 年毛利率和 ROE (%)



资料来源：Wind，光大证券研究所

(2) 资源垄断造成的进入壁垒

今年 6 月 5 日，美国司法部与联邦贸易委员会(FTC)表示将对亚马逊、脸书、谷歌等科技巨头进行反垄断调查，此次调查范围之广，堪称史无前例⁶。调查具体的内容与最终是否会被裁定为实施了垄断行为，我们不得而知。但从微观经济学的角度来看，互联网巨头无论是否滥用了垄断地位，但它们确实是拥有垄断能力的，这种垄断能力来自于资源垄断。

在微观经济学理论中，资源垄断通常是指由于企业排他性的占据了某些特殊资源而形成了进入壁垒，导致其他企业难以与之竞争，进而形成了垄断势力。在经典阐述中，通常是指企业排他性占据了某些特殊的自然资源，在数字经济时代，大数据是最重要的资源，互联网巨头垄断地位的形成通常是因为排他性的占据了大数据资源。

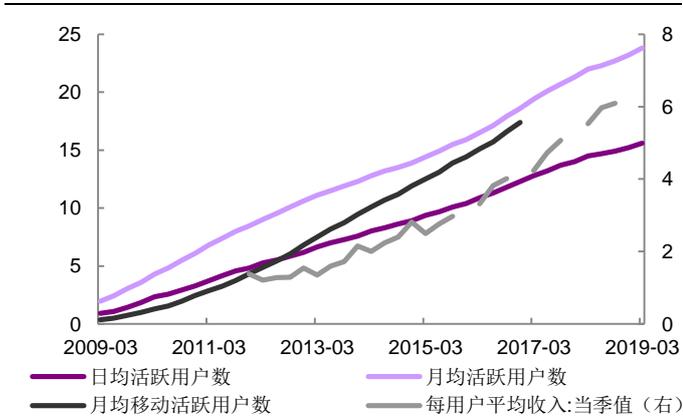
在数字经济时代，网络公司虽然起步时需要大量投入以获得初始数据，不过一旦业务顺利展开，云大物移（云计算、大数据、物联网、移动互联网等）技术就会使数据成为生产过程的副产品。并且，云大物移的技术特点，决定了大数据采集、加工、储存与使用具有明显的规模经济与网络经济特性，也即伴随着参与主体数量的日益增多、主体间联系的日益广泛，单位数据生产成本将以更快速度下降、数据质量将以更快速度提升。

这种特点决定了互联网巨头的竞争力将得益于大数据生产的规模效应与网络效应日益增长，最终凭借不断自我增强的大数据优势来实现行业垄断地位的不断固化和增强。对于潜在竞争者而言，这种由占据了大数据资源造成的进入壁垒，仅靠资金投入难以短时间克服，也造就了互联网巨头的高毛利率，Facebook 无疑是大数据壁垒造就的资源垄断型巨头的典范。

⁶

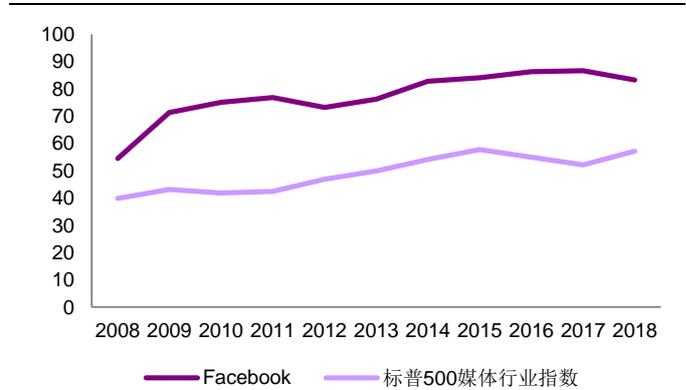
<https://edition.cnn.com/2019/06/04/politics/washington-turn-against-tech-companies/index.html>

图 18: Facebook 用户数 (亿人) 及户均收入 (美元/人)



资料来源: Wind, 光大证券研究所

图 19: Facebook 及所属行业的毛利率 (%)



资料来源: Bloomberg, 光大证券研究所

根据 2019 年 1 季报披露, 每天都有 15.6 亿用户活跃在 Facebook 的社交平台上, 每月有 23.8 亿用户频繁的使用 Facebook 的网络产品, 几乎占到了全球总人口的四分之一。巨大的用户网络不但造就了潜在竞争者难以进入的数据壁垒, 以至于当其要发行 Libra 时, 连主权国家的政府都要对其忌惮几分⁷。即便 Libra 宣称要挂钩美元, 美国国会依旧对其抱有极为谨慎的态度。这就是因为 Facebook 的大数据壁垒已经坚固到商业上难逢对手、甚至可以对公权力形成挑战的地步。

(3) 自然垄断下的进入壁垒

在微观经济学中, 自然垄断通常是指某些产品和服务由单个企业生产经营比多个企业同时生产经营更有效率的现象。多发生在电力、热力、自来水供应等公用事业领域, 需要受到政府的严格监管。在竞争性领域中, 也有一些小众市场基本上符合这种垄断的特点。

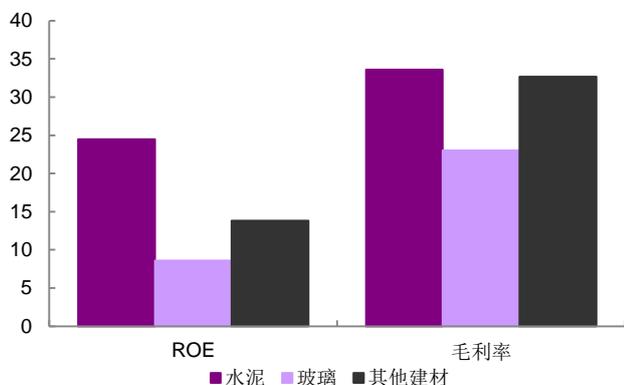
例如, 彼得·林奇曾经在《彼得·林奇的成功投资学》中这样阐述他对石料加工工厂的看法: 相比较而言, 我更愿意拥有一家地方性石料加工场的股票而不愿拥有 20 世纪福克斯公司的股票, 因为电影公司的竞争对手非常多, 而石头加工场却有一个“壁垒”: 即它不会碰到太多的竞争对手。石头加工场之所以赚钱是因为它没有竞争对手。最近的竞争对手离你有两个镇的距离那么远, 但是他不会把他的石头拖到你的石场上来, 因为这样做花费的运费会使他赚不到一分钱。

这就是微观经济学所描绘的自然垄断型行业的典型特征, 即由于这家企业所生产的产品的特殊物理性原因, 导致了这个行业天然的不是统一市场, 而是被分割为区域性的市场, 不同区域之间的厂商可竞争性不强, 进而形成区域垄断与自然壁垒。水泥基本上属于这样一种自然垄断型行业, 由于水泥的物理性原因, 它不容易运输和储藏, 属于天然被高度分割的市场, 这就是

⁷ 7月2日, 美国国会众议院金融服务委员会 4 名民主党议员联名向 Facebook 高管致函, 要求 Facebook 立即中止开发数字货币 Libra 及数字钱包 Calibra。

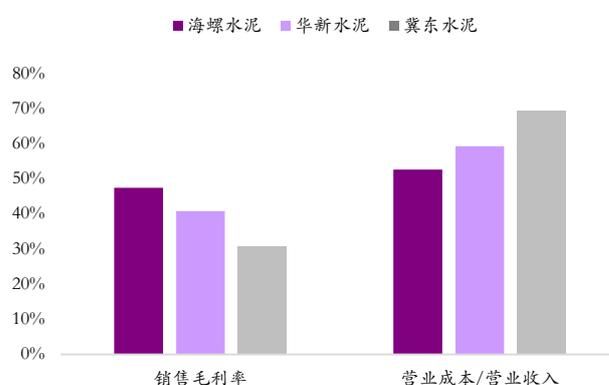
自然垄断型壁垒。因此，同样是建材，水泥企业通常比玻璃和其他建材的财务表现要好些，如果是像海螺水泥这种能够将自己的成本做的很低，则有望在多个分割的区域市场获得相当程度的垄断势力，进而获取超越行业的超额收益。

图 20: 建材二级行业 2018 年财务指标 (%)



资料来源: Wind, 光大证券研究所

图 21: 水泥行业市值 TOP3 公司盈利能力对比



注: 2018 年报数据

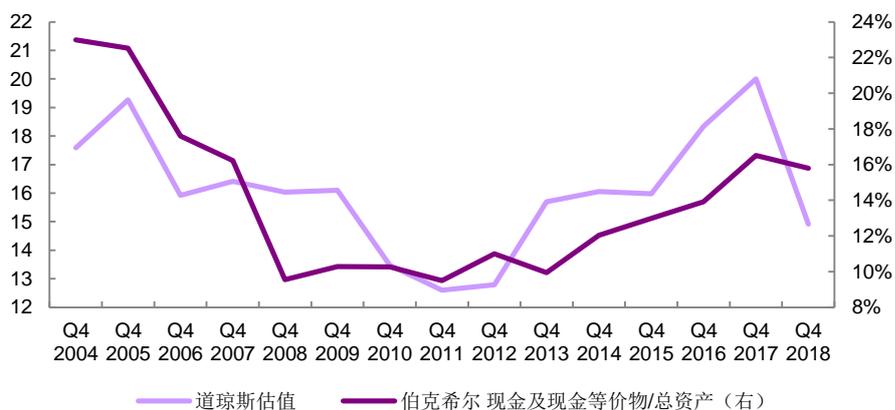
资料来源: Wind, 光大证券研究所

2.2、周期决定护城河的成色

2.2.1、确保方向大致正确有利于获取超额收益

芒格虽然对微观经济学在投资中的价值推崇备至，但芒格也和巴菲特一样，不止一次的直率表达了对宏观预测的怀疑态度。事实上，这并不意味着他们不在意大势判断，从伯克希尔资产中的现金占比来看，巴菲特应该不只做自下而上的选股，也做自上而下的择时。当道琼斯指数估值上升的时候，伯克希尔总资产中的现金占比上升，反之则下降。

图 22: 伯克希尔总资产中的现金占比与道琼斯工业指数的估值



资料来源: Bloomberg, 光大证券研究所

为什么会有这种看似言行不一的矛盾呢？正如霍华德·马克斯所说：调查发现，除了取胜的那一次外，胜利者通常预测的并不准确。即使我们不能

预测周期性波动的时间和幅度，尽力弄清楚我们处于周期的哪个阶段并采取相应的行动也是很重要的。这意味着巴菲特等人反对的是对于宏观指标标榜精确的预测，而不是反对把握大势。这种反对是合理的，因为社会科学的“人心难测”属性决定了没有人能够精准的预测。但是他们的行为和理念意味着把握大势方向大致准确是至关重要的。

也就是说，依据所谓的精准预测来做小择时和频繁择时大概率是不靠谱的，但依据对大致方向的相对准确把握来做大择时，对于获取长期超额收益而言可能是重要的。如果大的周期不利于某些行业或者企业，即便是被称为“奥马哈先知”的巴菲特，也难以拯救走在没落大势上的美国纺织企业。如果行业处于周期上升大势，则垄断对于企业获取超额收益会有事半功倍的效果，如果行业处于周期下降通道，则垄断对于企业获得超额收益而言，只能是事倍功半。

2.2.2、从政策经济周期看大小风格

当前的抱团现象，从周期大势的角度看，部分程度上可以看做是一种大小风格分化。从政策经济周期的角度看，对于市场风格变化而言，风险溢价的变动可能发挥着重要作用。当风险溢价上升时，市场风格偏向于大企业，反之则偏向于小企业。

图 23：风险溢价 (%) 与市场风格



注：数据截至 2019 年 7 月 19 日

资料来源：Wind，光大证券研究所

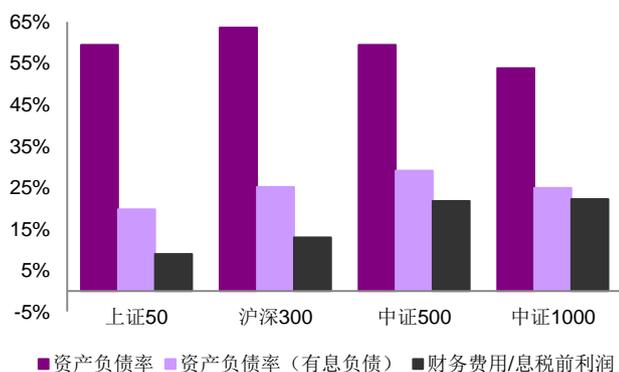
这样一个特征事实背后，可能来自于风险溢价对大小企业盈利能力的不同影响。我们考察了上证 50、沪深 300、中证 500 和中证 1000 剔除金融之后的资产负债率和财务费用/息税前利润。基本上越往中小企业方向走，资产负债率越低，财务费用占息税前利润的比重越重。即便是从有息负债的角度看，以财务负担衡量的中小企业财务压力也是较大企业重的。其中原因很大程度上来自于中小企业获取信贷资源的成本较高，也就是风险溢价的作用⁸。

过去三年以来，中国风险溢价进入了持续上升通道，背后是去杠杆的推动。在 2015-2016 年间，中国非金融企业部门的宏观杠杆率达到顶点，之后转而下降，与此同时，风险溢价也基本上在同一时间开始转而向上，市场风

⁸谢超、陈治中、黄亚铷、李瑾：《大博弈下的弱元起——2019 年下半年 A 股投资策略》，2019 年 6 月 13 日。

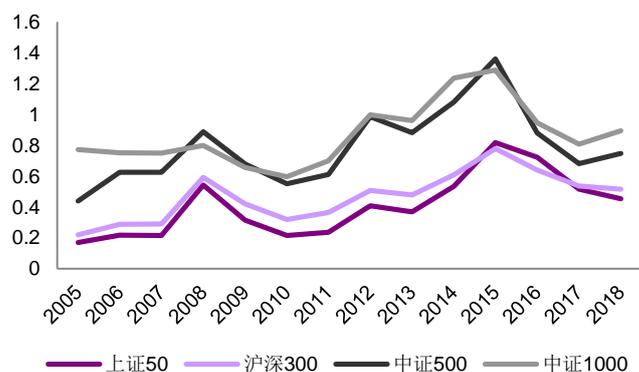
格开始明显转向大市值股票。在“大博弈催化政策再调整”的逻辑下，“去杠杆”逐步向“结构性去杠杆”转变，尤其是在去年年底的中央民企工作会之后，以10年期AA-企业债衡量的风险溢价有见顶回落的迹象，但在今年5月底包商银行事件的冲击下，风险溢价一度高位上行。

图 24：各指数非金融部分 2018 年资产负债率、有息负债的资产负债率和财务费用/息税前利润



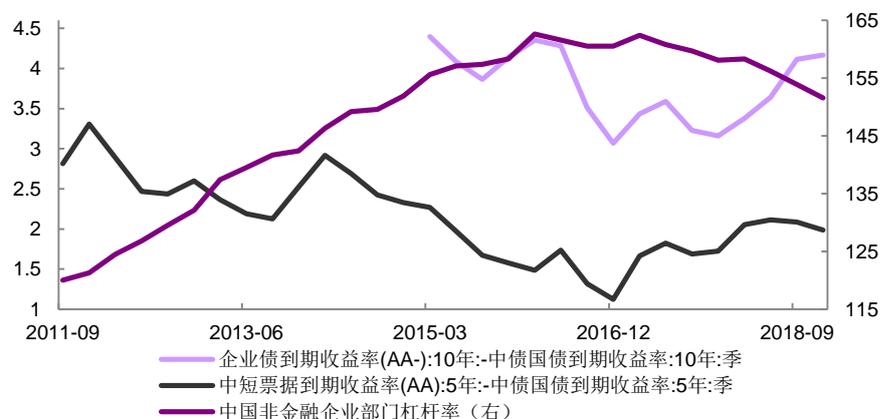
资料来源：Wind，光大证券研究所

图 25：各指数非金融部分的财务负担= (财务费用/息税前利润) / 资产有息负债率



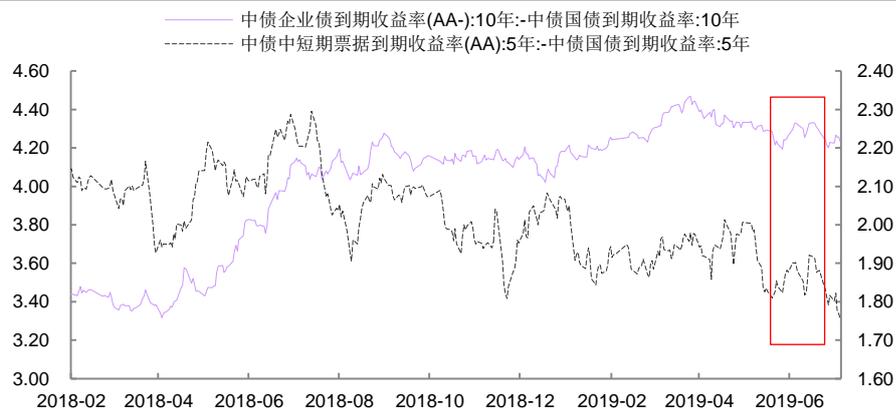
资料来源：Wind，光大证券研究所

图 26：非金融企业部门杠杆率与风险溢价 (%)



资料来源：BIS、Wind，光大证券研究所

图 27：包商银行事件推动风险溢价再次上行（%）



资料来源：Wind，光大证券研究所

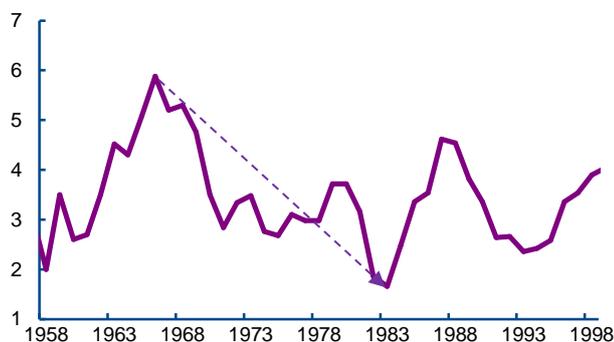
展望下半年，从政策经济周期的角度看，伴随着前期央行与商业银行扩表滞后影响的体现，预计下半年政策引导无风险利率下行的效果有限，在由“数据弱、政策松”走向“数据强、政策松”的过程中，“政策松”的含义将主要体现为风险溢价的下降或保持在低位。尤其是在经过年中包商银行事件的非正常扰动之后，三季度风险溢价冲高回落的概率较大；与此同时，在中美尚未正式签订阶段性缓和协议之前，预计“大博弈催化政策再调整”的逻辑不会轻易变化，也有助于三季度风险溢价下降。年底伴随着中国经济暂时企稳、大博弈阶段性缓和的态势进一步确认，届时有可能继续出清金融风险，风险溢价有可能再次提升。综合来看，我们认为下半年总的来看，中小创的赢面可能更大一些。

2.2.3、新格局：消费才是真成长，科创是政策所向

从周期的角度看，核心资产这一概念出现的背景与美国 1970 年代的“漂亮 50”如出一辙，也正是基于这一判断，我们在 2018 年年初发布的报告《新格局下的价值重估——2018 年 A 股投资策略展望》中提出“消费才是真成长”的概念，并提出了科创将是长期受到政策眷顾的地方。

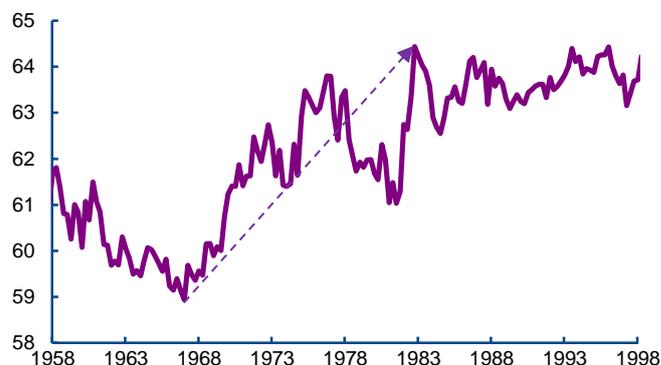
美国之所以能够产生以消费股为主的“漂亮 50”，并非一个偶然现象，是对应着经济结构的显著变化。在 1968-1982 年间，美国 GDP 增速下台阶，但消费占 GDP 的比重由 59% 逐步上升到约 65%，此后消费占 GDP 的比重基本走平，GDP 增速回升，漂亮 50 时代结束。因此，美国漂亮 50 时代的一个重要启示是，增长逐步下台阶的背景下，消费稳定增长比较优势会凸显。

图 28：“漂亮 50”时期美国 GDP 增速下台阶
(%，5 年移动平均)



资料来源：Wind，光大证券研究所

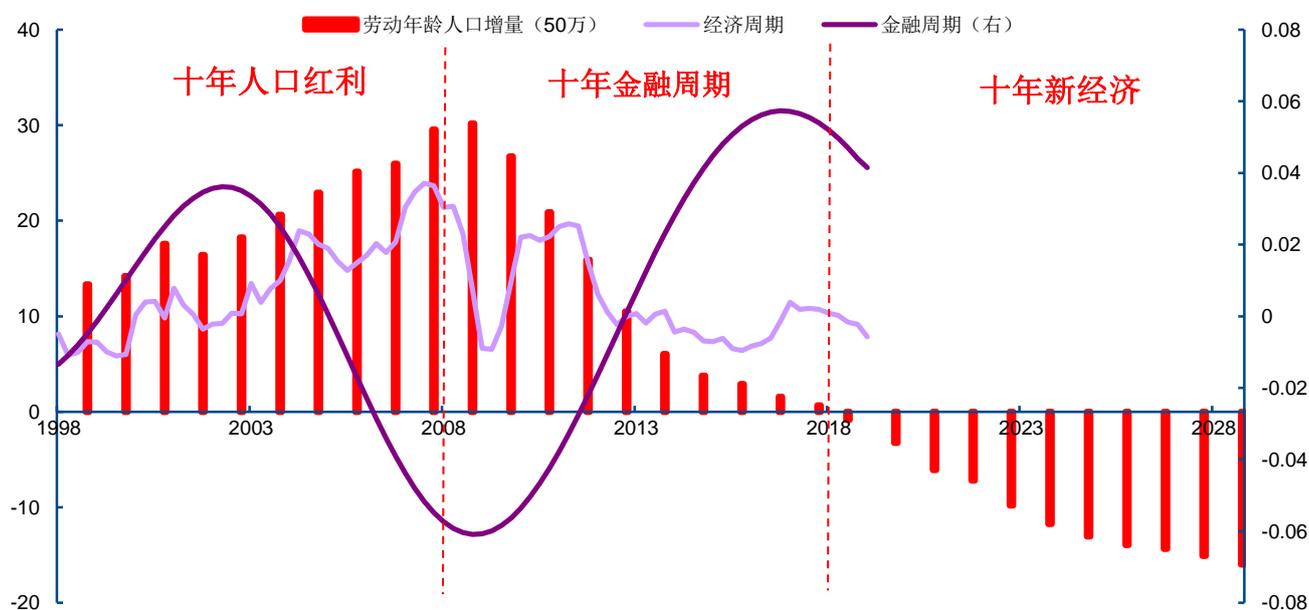
图 29：“漂亮 50”时期美国 GDP 中私人消费占比上升
(%)



资料来源：CEIC，光大证券研究所

中国目前也面临着类似的情况。新格局下大举投资的经济性下降，这造成了投资再难高增长与潜在经济增长率下滑。反映在增长动能上，就是投资对增长的贡献逐步下滑，消费对增长的拉动力日渐上升。虽然增长下台阶，但投资与消费占比结构改善，增长动能逐步由投资切换到消费上，这样一种比较优势造就了新格局下“消费才是真成长”。

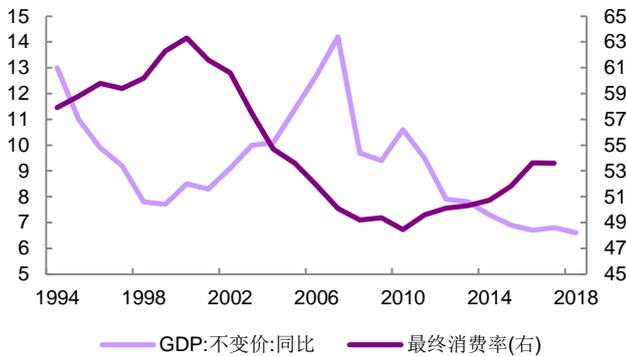
图 30：中国经济新格局⁹



资料来源：Wind、BIS、联合国人口署，光大证券研究所

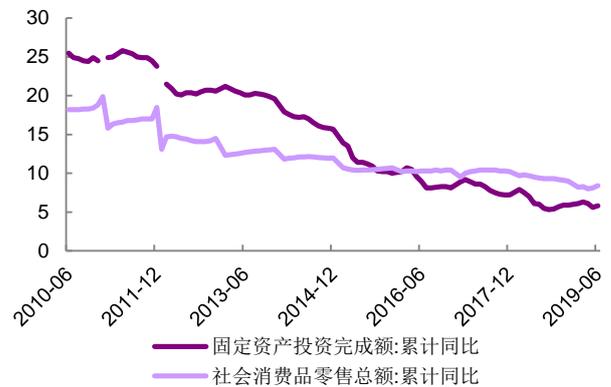
⁹ 左轴一个单位代表劳动年龄人口增量 50 万或名义 GDP 增速 1 个百分点。

图 31：中国经济增长与居民消费占比 (%)



资料来源：Wind，光大证券研究所

图 32：消费稳定增长的比较优势凸显 (%)



资料来源：Wind，光大证券研究所

从宏观大周期的角度看，另一个大势所趋在于科创。新格局下，我国的要素禀赋已经正式进入资本过剩、劳动稀缺的新格局。在人口红利丰厚的时代，要素推动型增长模式向 TFP 推动型增长模式转变。现在，我国劳动年龄人口已经开始负增长，而且未来十年这个负增长的幅度将会越来越大。这个背景下，如果不投入大量资源去提升 TFP，如果转不到 TFP 推动的增长模式上去，中高速增长也未必能够实现，很有可能落入中等收入陷阱。因此，中国创设了科创板，希望能通过“科创+资本”的方式助力中国高科技产业加速发展。因此，科创也是宏观大周期决定的大势所趋，只是这个趋势和“消费才是真成长”不一样，它并非新格局决定的自发趋势，而是新格局决定的政策持续发力的方向。

3、可能具有长期超额收益的标的

根据上述分析，我们认为个股长期超额收益，可能来自于两个维度：一是宏观的周期趋势，二是微观的垄断势力。宏观的周期大趋势，决定了长期而言，科创和消费是最有可能或有超额收益的品种。从微观的角度看，垄断的本质是获取超过平均利润率的回报，应该会有良好的财务表现。

具体而言，在《价值股创新高的动力能持续吗？》筛选的 46 个标的的基础上¹⁰，我们进一步结合相关行业分析师对个股微观垄断势力的判断，以及对未来宏观周期大趋势的判断，进一步将可能获取长期超额收益的标的缩减到 17 个。如下表所示。

¹⁰ 具体筛选的标准是行业龙头、近 5 年 ROE 中位数超 15%、近 5 年营收复合增长率超 10%、2014~2018 年自由现金流为负不超过 3 年、销售毛利率高于所属中信一级行业平均水平。

表 9：标的筛选结果

代码	简称	总市值(↓, 亿元)	所属中信行业	2014~2018年 ROE 中位数(%)	2014~2018年净利润复合增速(%)	2014~2018年平均毛利率(%)
600519.SH	贵州茅台	12,007.6179	食品饮料	30.34	18.39	91.4
000858.SZ	五粮液	4,740.9960	食品饮料	17.49	10.92	71.55
000333.SZ	美的集团	3,648.2500	家电	24.8	30.64	26.23
000651.SZ	格力电器	3,260.5261	家电	32.32	19.24	32.87
600276.SH	恒瑞医药	2,919.9419	医药	22.49	26.84	85.59
603288.SH	海天味业	2,738.4445	食品饮料	31.61	22.13	43.69
600887.SH	伊利股份	1,966.3228	食品饮料	21.56	15.1	36.3
601888.SH	中国国旅	1,676.7860	餐饮旅游	16.72	19.04	28.93
300015.SZ	爱尔眼科	920.8428	医药	19.65	35.18	46.18
600436.SH	片仔癀	620.0894	医药	17.97	21.61	46.31
600570.SH	恒生电子	542.2044	计算机	13.67	14.82	95.1
603833.SH	欧派家居	443.7223	轻工制造	27.71	45.69	33.87
603899.SH	晨光文具	363.4920	轻工制造	23.02	23.54	26.04
300408.SZ	三环集团	349.1556	电子元器件	20.26	18.42	49.59
300450.SZ	先导智能	312.9599	机械	27.79	81.72	41.86
300357.SZ	我武生物	162.7299	医药	23.09	26.97	95.6
300572.SZ	安车检测	87.2971	机械	15.83	28.52	47.99

注：总市值日期为 2019 年 7 月 19 日

资料来源：wind，光大证券研究所

4、风险提示

霍华德·马克斯曾经这样阐述道：通常，人们所提到的“高质量”公司指的是过去表现良好的公司。未来往往大不相同。许多曾经被认为是“高质量”“基业长青”的公司早已不复存在。因此，投资者应避免使用“质量”这个词。所谓的质量，不过是资产所付出的价格问题。因此，狂热的公众意见不仅是潜在的低收益的源泉，还是高风险的源泉。巴菲特在 2010 年也曾经这样说：居高不下的价格就像是一剂麻醉剂，影响着上上下下的推理能力。我们认为，作为一种典型的巴纳姆效应，“核心资产”的风险已经被这两句话完全指出。

作为一种内涵高度不确定的标的集合，每个人心中自己中意的“核心资产”其实本身并不是风险，风险就来自于“核心资产”这个概念本身，因为一旦贴上了这标签，似乎就可以一直高枕无忧，似乎就会永远不会发生变化，似乎就会一直低风险、高收益，就像巴菲特所说的“麻醉剂”一样麻痹着我们的推理能力和风险意识。最后原本不应该风险过大的资产，就因为这样一种风险麻痹作用而积累了过大的风险，美国 1970 年代的“漂亮 50”最终因此泡沫破裂。

因此，我们梳理了长期超额收益的来源，并希望通过可定义、可观察、可证伪的归因分析，来形成校核目录，以帮助我们定期检查这些资产是否还

具备获取长期超额收益的能力，以及这种能力是在增强，还是在减弱。具体每一种垄断能力的分析如下。

表 10：不同垄断类型所面临的风险

垄断势力来源		典型行业	风险提示
产业集中度		家电	作为一种典型的可选消费，受房地产的影响较大，在金融周期结束十年上升阶段后，需要注意金融周期下行对家电的影响
产品区别度		食品饮料	需要保持观测品牌辨识度是否可以持续，一旦消费者对品牌的认知逻辑发生变化，则企业的垄断势力有可能会被侵蚀
进入壁垒	行政壁垒	专利权	研发失败风险；政策风险：特朗普称政府将发布行政命令，使美国药品价格降到世界最低，特朗普指责医药公司“长期从药品体系中攫利”
		特许经营权	特许经营权扩围风险
	资源壁垒	网络公司	反垄断风险
	自然壁垒	电网、水泥等	周期风险、反垄断风险

资料来源：光大证券研究所

行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上；
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%；
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%；
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 至 15%；
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上；
无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。

基准指数说明：A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不曾与、不与、也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司 2019 版权所有。

联系我们

上海	北京	深圳
静安区南京西路 1266 号恒隆广场 1 号写字楼 48 层	西城区月坛北街 2 号月坛大厦东配楼 2 层 复兴门外大街 6 号光大大厦 17 层	福田区深南大道 6011 号 NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼