



关于四大类公司的护城河及其周期，毛利率和增长

资源类公司，大制造类公司，消费品类公司，平台和服务类公司

资源类公司的护城河和周期

资源类公司，主要指能源和矿产。能源是石油和煤炭。资源类公司的护城河，应该是体现在商业模式有根，全周期高毛利率。

商业模式有根，是在可采贮备上，相对主要竞争对手有巨大的优质贮备，长期的可以开采开发的零成本或极低成本的优质储备。比方说陕煤的优质贮备相对来说是业内最好的，其最优质煤矿也许可以开发三十年，五十年。

高毛利率，体现在公司的毛利率上，就是其核心产品在极端低迷的年度价格下都是可以实现大规模的高毛利。比方说中海油，在 20 年年度的历史低油价，可以实现油气业务 41% 的高毛利率。

在优秀资源类公司的上升周期，由于供给紧张或者需求增长，资源价格向好并长期增长，也许是三年（12 个季度），也许更长的时间，季度的毛利率不断上升或者处于高位，推动公司年度大规模盈利，快速改善原来有问题的资产负债表，推动市场的行业情绪和公司情绪转向乐观，实现公司股票价格的在上升周期的大幅增长。在上升周期的后期，投资者可以大规模兑现股票获取现金。下跌周期，由于供需关系逆转，资源价格大幅下跌，对投资这来说，可能有重大的投资机会，但是需要长期的等待，等待供需关系的再次逆转，也许是三年，也许是五年，像 2015 年的中海油，也许是 10 年，像 2013 年的中远控股。最大的资源是石油，然后是煤炭。石油煤炭都是能源大类。其次可能是黄金和铜。

每一次世界范围的重大供需变化都会带来石油价格的巨大波动。98 年亚洲金融危机对经济的影响，08 美国的金融危机对世界经济的影响，14 年美国石油行业的页岩油革命带来的供给冲击，18 年美国对中国的贸易战对经济的影响，20 年新冠疫情对石油的冲击。每次重大低迷之后油价也总能逐步恢复。

中海油，中国神华，陕西煤业等是有根有护城河的。美国的 XOM, CVX 等公司也是有护城河的。长江电力也是有护城河的。澳洲的 FMG 也是有护城河的。作为资源类公司的护城河就是在任何资源价格波动的情况下都是有高毛利，并且在未来 30 年到 50 年根本不用担心资源问题。

大制造类公司的护城河和周期

大制造类公司：物理加工类制造，化工类制造，工具设备装置和装备制造，综合制造（芯片）

设计技术工艺类护城河，在需求的长期景气的推动下，带来高毛利。高毛利可能是一个阶段，也可能是一个时代。正周期量增价亦升，负周期，带来行业的艰难或大量供给的出清。

万科曾经长期高毛利，但现在是个位数毛利率，供求逆转。长江实业还是高毛利，但是没有增长了，香港还是有行业自律的？电脑时代英特尔有长期的高毛利率和高增长，但是现在没有增长了，风头早已不再；智能手机时代高通是高毛利率和高增长，但是现在没有增长了，也风头不再；英伟达现在是高毛利同





时还有超高增长，所以估值就很贵。阿斯麦，台积电都是长期高毛利还有高增长，还是卖方市场。宁德多年前曾经有高毛利和高增长，现在没有高毛利了也没有高增长了，万华化学曾经有高毛利和高增长，现在好像高毛利也没有了。苹果产业链曾经也有高毛利和高增长，现在也都很难有了。迈瑞医疗，还是高毛利，说明还是卖方市场，恒瑞医药，高毛利，道理不太懂，阳光电源，目前的电池材料中仅有的相对高毛利的公司，难道真的有技术上的护城河？中芯国际，现在就是低毛利，所谓的高科技怎么会是买方市场？

这个大类的公司的护城河，都在我们的能力范围之外。这些公司的护城河的宽度和深度，和行业的兴起和衰落，我们只能后知后觉，对他们的判断和投资，不在我们的能力范围之内。

消费品类公司护城河

可选消费，日常消费

品牌护城河，高毛利，正周期量增，负周期，机会

平台和服务类公司护城河

平台护城河，高毛利，高边际利润率，正周期量增，平台边际利润大幅提高，负周期，机会

收回汇丰，银行。从风控科。交自己。

优秀龙头公司的关键是有没有护城河。有护城河，有会有长期的高毛利率，未来可预见的高毛利率，即时在行业不景气的时候也能确信未来仍旧可以获得高毛利。或综合资源优势，或综合技术优势，或综合品牌优势，或综合平台优势，优势的体现就是有长期高毛利率，可以预期的未来的高毛利率并增长。

美日欧，高价，还有低价的饭吃。中国产业化后，产业就没有了，价格屠夫

