

行业研究方法和思路

中信证券研究部 潘建平博士
二00八年

行业分析之序言

为什么？

- 个别企业的命运总是和它所从事的行业命运息息相关；
- 深入的行业研究是证券分析取得成功的先决条件，对行业状况的彻底了解有助于分析师对目标公司的股票估值。

怎么做？

- 行业分析通常只考察影响某个特定公司未来业绩的行业趋势；
- 对于跨行业经营的目标公司，对于公司涉及的每个不同业务领域都要进行独立行业分析。

行业分析框架

行业分类

生命周期阶段
经济周期

外部因素

技术
政府、社会、人口统计
国外

需求分析

最终用户
实际与名义增长率
趋势与趋势的周期性变化

供给分析

行业集中程度
行业进入的难易程度
行业容量

获利能力

供给/需求分析
成本因素
定价
国际市场与竞争

行业分析框架

行业分类

生命周期阶段
经济周期

外部因素

技术
政府、社会、人口统计
国外

需求分析

最终用户
实际与名义增长率
趋势与趋势的周期性变化

供给分析

行业集中程度
行业进入的难易程度
行业容量

获利能力

供给/需求分析
成本因素
定价
国际市场与竞争

行业分类：按行业生命周期分类

生命周期阶段

特征

初创期

- 产品的市场接受度值得怀疑，商业战略实施不清，存在高风险和许多破产事件

成长期

- 产品已被接受，业务拓展开始，销售额和盈利加速增长。商业战略实施仍有问题

成熟期

- 行业趋势与总体经济趋势相同。参与者在稳定的行业中争夺市场份额

衰退期

- 消费偏好的改变和新技术的出现使产品的需求逐步减少

行业分类：按对经济周期的反应分类

行为模式

特征

增长性

销售和利润独立于经济周期而超长增长。新技术和新产品是增长性行业的标志

防御性

在经济周期的上升和下降阶段经营状况都很稳定。防御性行业通常是出于成熟期的行业，主要包括(1)公用事业(2)食品、烟草业(3)与政府订立合同者

周期性

收益随经济周期的变化而变化，通常会夸大经济的周期性

行业分析框架

行业分类

生命周期阶段
经济周期

外部因素

技术
政府、社会、人口统计
国外

需求分析

最终用户
实际与名义增长率
趋势与趋势的周期性变化

供给分析

行业集中程度
行业进入的难易程度
行业容量

获利能力

供给/需求分析
成本因素
定价
国际市场与竞争

行业分析：外部因素分析

外部因素分析的必要性

任何行业的经营都要受到许多除经济变量之外的外部因素的制约。外部因素分析主要考察影响行业的非纯粹经济性的外部因素。

行业分析：外部因素分析（续）

外部因素分类

技术因素、政府因素、社会倾向因素、人口统计因素、国外因素

外部因素分析

- 重点对未来3-5年内影响行业趋势的外部因素进行分析
- 对外部因素对行业趋势的影响进行定量分析

技术因素分析

技术因素考察焦点

- 技术分析首先关注行业的可生存性：
 - 1 行业产品能否抵挡新技术带来的替代品的攻势？
 - 2 成熟行业：行业本身是否会因新技术的产生而趋于没落？
 - 3 初创行业：市场是否会接受创新？
- 外部技术对于行业发展的促进作用
生物科技技术—>农业；数字技术—>数字电视
- 外部技术可能给行业带来的潜在风险
核能技术—>电力企业
- 成熟期行业为应付新技术带来的竞争而制定的防御性措施
模仿竞争对手/买下竞争对手

政府因素分析

- 政府因素侧重分析政府税收、法律和各项管理条例对行业影响。
包括：

政府对某些行业的限制—烟草业

政府对某些行业的管制带来行业繁荣：设定产品最低价、限制进口等

政府保护措施的取消对行业发展的影响

社会变迁因素

- 社会变迁因素主要评估生活方式和流行趋势变化对行业的影响
- 对流行趋势的判断要注意区分短期流行和长期趋势
玩具业、娱乐业、服装业等受流行趋势影响比较大

人口统计因素分析

- 人口统计因素分析研究有关人口分布、年龄和收入等统计数字变化趋势，找出不同行业的投资主题
- 人口统计显示的趋势易于辨认和追踪，但对行业影响程度难以确定

国外因素分析

- 着眼全球对某个行业进行评价，行业需求预测按国别予以加总，并从全球角度考察外部影响
- 适用于在全世界范围内交易的商品，如石油、金属、农产品等

外部因素分析小结

- 抓住影响行业发展趋势的重点因素，漫无目的的研究对股票估值毫无用处
- 使用“后视镜”方法由过去推知未来要特别注意发现可能使行业销售偏离历史轨迹的外部因素

需求分析

全景经济分析

行业生命周期分析

外部因素分析

客户研究

投入产出分析

产品需求分析

行业分析框架

行业分类

生命周期阶段
经济周期

外部因素

技术
政府、社会、人口统计
国外

需求分析

最终用户
实际与名义增长率
趋势与趋势的周期性变化

供给分析

行业集中程度
行业进入的难易程度
行业容量

获利能力

供给/需求分析
成本因素
定价
国际市场与竞争

需求分析：全景经济分析

- 找出影响行业销售的特定宏观经济变量
- 当收益与某一经济统计数字密切相关时，就不必寻找多个作为预测依据的变量

例：墨西哥水泥需求增长率是GNP增长率的1.7倍，分析人员可以在GNP预测数据的基础上预测水泥的需求

需求分析：行业生命周期分析

- 将行业按生命周期分类，给需求预测提供基本框架

例：互联网产业是“成长期”的行业，这一特点决定了互联网行业超出一般水平的销售增长率

需求分析：外部因素分析

- 外部因素既包括稳定的也包括不断变化的因素
- 将外部因素考虑到销售预测中是一个需要判断的定性过程

需求分析：客户研究

- 将客户划分入不同的子市场，重点研究影响每个子市场需求状况的少量因素，进而建立起对整个市场需求看法。

客户研究：划分子市场（续）

划分需求子市场的方法

- 1 按产品用途划分子市场
- 2 按客户特征和产品关联划分子市场
- 3 按地理区域划分子市场

注意

严谨起见，分析师最好在几种不同的市场划分标准的基础上研究需求，对预测结果进行交叉验证

客户研究：划分子市场（续）

例：通过考察产品用途子市场预测墨西哥水泥市场需求

子市场	需求估计数（百万吨）
住宅	10.5
商业	8.2
基础设施	7.3
其他*	2.2
出口	3.0
子市场总需求	31.2
基于GNP估算的总需求	30.4

*制造混凝土砌块，混凝土管道等

客户研究：划分子市场（续）

例：以地理划分为依据，进行墨西哥水泥需求预测

地区市场	需求估计（百万吨）
墨西哥中部地区	11.2
北部海湾地区	5.9
墨西哥南部地区	5.2
太平洋中部地区	3.2
太平洋北部地区	2.2
出口	3.0
地区市场总需求	30.7
子市场基准的总需求	31.2
GNP基准的需求	30.4

客户研究：捕捉重点

对处于不同生命周期的行业进行客户研究要善于捕捉市场中对应的驱动需求的因素

- 不同生命周期的行业：

成熟期行业

成长期行业

新兴行业

客户研究：捕捉重点（续）

客户研究：成熟期行业

- 分析师应与长期客户取得联系，找出每一子市场中驱动需求的因素
- 分析师可以从如下问题的答案中发现行业趋势
 - 消费者为何购买？
 - 消费者购买原因在各子市场有何差异？
 - 消费者的动机发生了怎样的变化？
 - 消费者的动机变化对行业收益有什么含义？

客户研究：捕捉重点（续）

客户研究：成长期行业

- 成长期行业还未渗透所有未来的子市场，除了研究现有的客户基础外，还要考虑行业产品新的销售渠道
- 发现新的用途和新用户群体对于确认成长性行业的上升趋势十分重要

客户研究：捕捉重点（续）

客户研究：新兴行业

- 首先确认新兴行业是否面向一种已存在而未被其他行业满足的需求
- 证实需求存在之后，参照相似行业的经历预测新兴行业的销售

需求预测：投入/产出分析

- 投入产出分析主要考察生产过程中商品和服务的流动，包括从原料变成成品的全过程。
- 如果一个行业是另一个行业的主要客户，利用“投入/产出”模型可以推导出对后者产品的部分需求。
- 对某一行业产品消费的增加，会刺激对它的互补品的需求，如：
录像机—>录像带出租业

行业分析框架

行业分类

生命周期阶段
经济周期

外部因素

技术
政府、社会、人口统计
国外

需求分析

最终用户
实际与名义增长率
趋势与趋势的周期性变化

供给分析

行业集中程度
行业进入的难易程度
行业容量

获利能力

供给/需求分析
成本因素
定价
国际市场与竞争

供给分析

- 从长期来看，行业供给会自动调节本身数量，最终与行业需求保持一致
- 从短期来看，部分资本密集型、智力密集型行业的供给可能受到资本和人才的限制而落后于需求的增长
 - 钢铁工业
 - 软件业

供给分析（续）

- 供给是由未利用的产能和增加新产能的潜力共同决定的
- 供给与需求预测相符，市场均衡；否则，行业产品的价格将会发生变动

例：水泥行业供给能力预测

➤ 两个前提

1. 只有从建造到投产时间很长的工厂才能够生产水泥
2. 水泥的运输半径只有250英里

➤ 预测

水泥的供给能力=本地水泥产能+未来3-5年计划增加的产能

供给分析（续）

例：1996年墨西哥水泥供给能力计算

单位：百万吨/年

	1996	1997	1998	1999
1996年产能	36	36	36	36
1997年净增额	-	1.0	1.0	1.0
1998年净增额	-	-	3.7	3.7
1999年净增额	-	-	-	1.3
预计总产能	36.0	37.0	40.7	42.0

注：增加额是扣除关闭工厂之后的净额

供给分析（续）

例：1996年墨西哥水泥供给/需求预测

单位：百万吨/年

	1996	1997	1998	1999
供给能力	36.0	37.0	40.7	42.0
预计需求量	31.0	33.0	35.5	38.0
产能利用率	86%	89%	87%	90.5%

供给分析（续）

结论

- 供给—需求分析用来判断未来行业的盈利能力
- 供给—需求同步，行业盈利将按趋势线发展；供给过剩预测意味着产品价格走低，进而限制行业投资

获利能力、定价和行业分析

行业获利能力重要性

- 供给/需求关系，成本因素和价格弹性是决定行业未来获利能力的关键因素。没有盈利，行业就无法负担发展所需的一切资金。
- 盈利前景不佳的行业不能作为投资对象。

行业分析框架

行业分类

生命周期阶段
经济周期

外部因素

技术
政府、社会、人口统计
国外

需求分析

最终用户
实际与名义增长率
趋势与趋势的周期性变化

供给分析

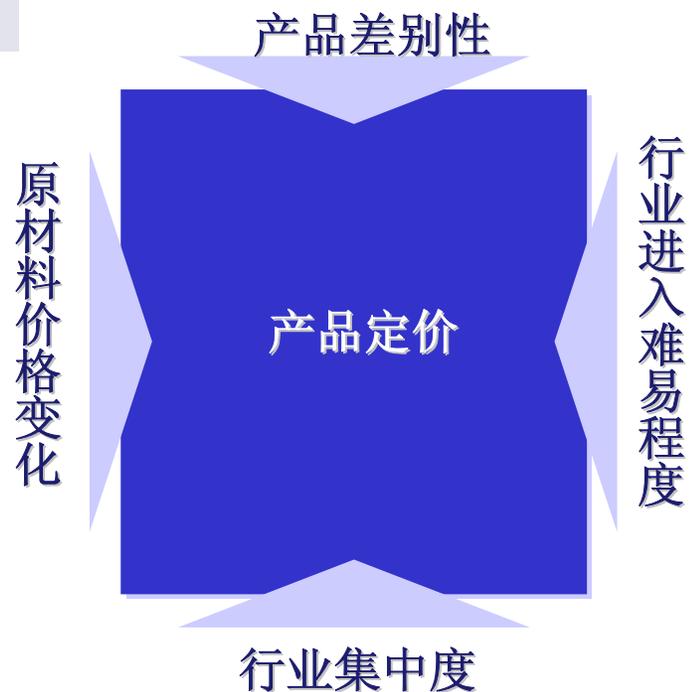
行业集中程度
行业进入的难易程度
行业容量

获利能力

供给/需求分析
成本因素
定价
国际市场与竞争

产品定价分析

影响产品定价的因素



产品定价分析（续）

产品差别性

- 大部分行业都利用品牌、声誉或服务区别不同的产品以制定更高的价格

行业集中度

- 集中程度高的行业很少出现价格波动

行业壁垒

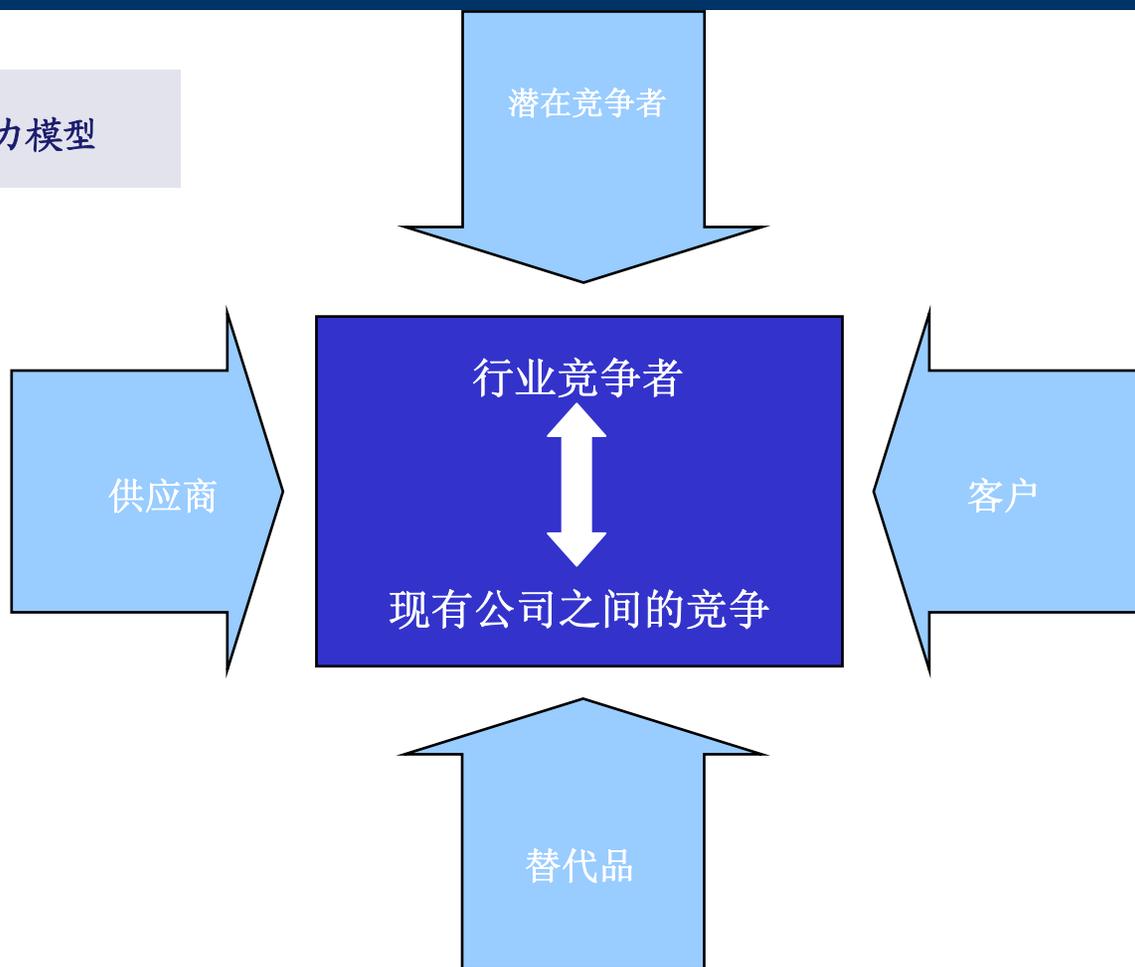
- 进入行业的难易程度是决定价格变动是否符合自由市场模型的关键变量

原材料成本

- 过度依赖于某种特定原材料的行业，原材料价格变化会影响公司的成本和获利能力
- 部分行业可以通过提高产品价格的方式转嫁原材料成本上升的风险

国际竞争与市场

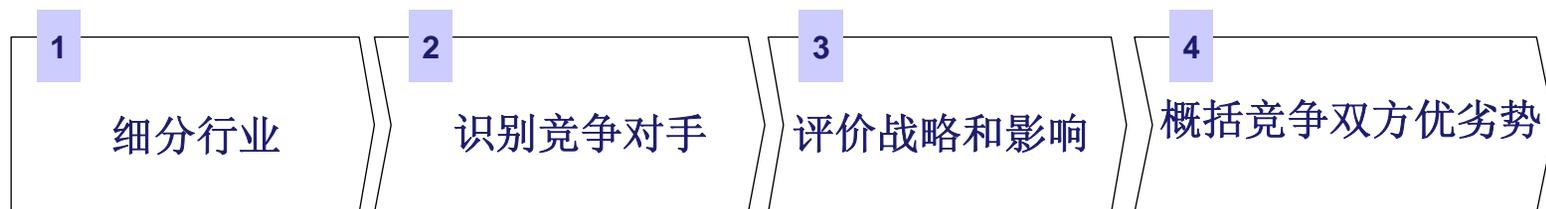
波特五力模型



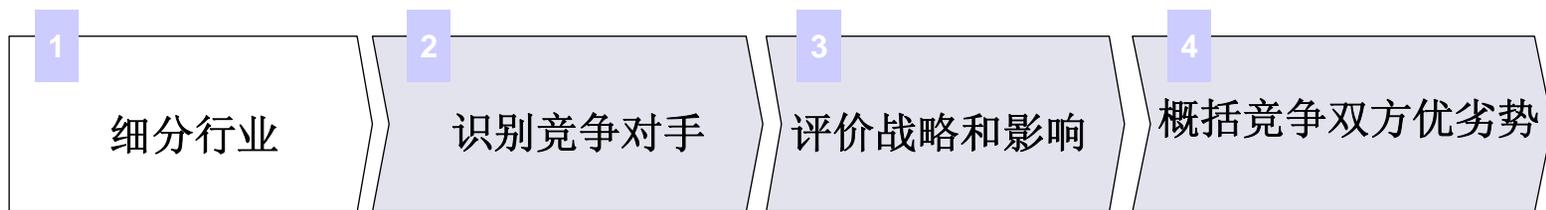
国际竞争与市场（续）

竞争分析过程

以波特五力模型为基础，进行目标公司的竞争能力分析分为四步



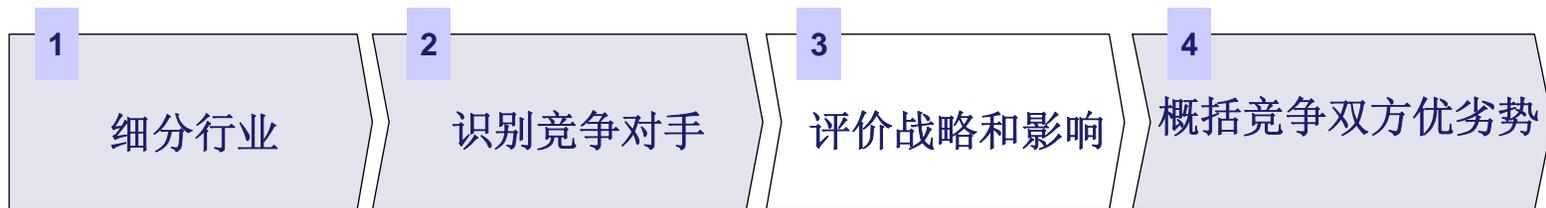
国际竞争与市场：目标公司竞争分析



- 明确定义行业，将目标行业进行细分

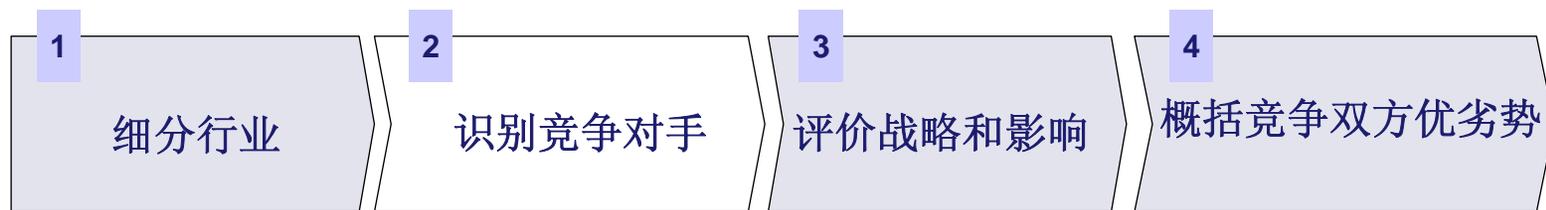
例：计算机行业：计算机服务、数据网络、互联网、PC硬件等

国际竞争与市场：目标公司竞争分析（续）



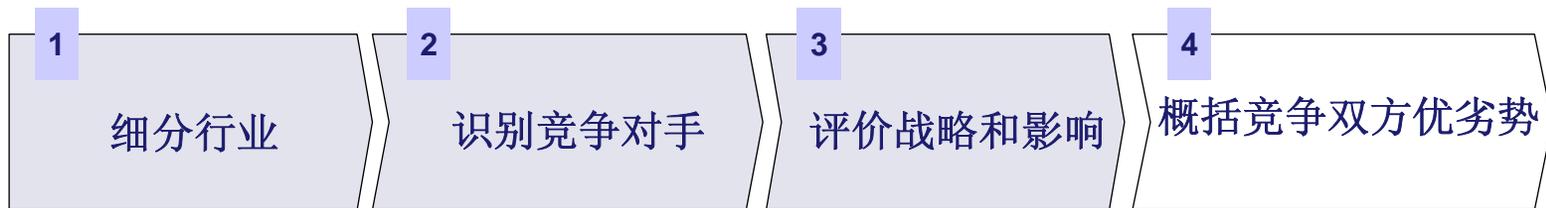
- 对每个竞争对手，分析师都要评价它的商业战略和它对目标公司的影响

国际竞争与市场：目标公司竞争分析（续）



- 将目标公司划分到细分子行业中去，明确目标公司的竞争公司

国际竞争与市场：目标公司竞争分析（续）



- 综合考虑各种因素，概括出行业参与者各自的优势与劣势
- 每一行业都可以从企业的创新能力、管理水平、生产运营状况、营销能力等方面找出一些主导成功的因素。分析师必须考察目标公司在上述几个方面和竞争公司的相对情况

国际竞争与市场：目标公司竞争分析（续）

市场参与者的优势与劣势

创新

技术产品或服务优势

新产品开发的可能性

研究与开发

技术

专利

管理

中、高级管理层人员素质

行业知识

企业文化

战略目标和计划

企业家进取精神

规划/操作系统

忠诚度—员工流动性

战略决策质量

国际竞争与市场：目标公司竞争分析（续）

市场参与者的优势与劣势（续）

生产

成本结构

生产经营的灵活性

设备

原材料的来源渠道

垂直一体化

职工工作态度与动力

生产能力

营销

产品质量声誉

产品特点/差别性

品牌认同程度

产品系列—系统性

营销能力

客户针对性

分类/集中

销售

与零售商的关系

销售队伍

客户服务/产品支持

国际竞争与市场：目标公司竞争分析（续）

市场参与者的优势与劣势（续）

融资—资本来源

客户基础

来自经营过程

规模与忠诚度

来自留存资金

市场份额

借贷与股票融资的能力

服务对象的拓展

国际竞争分析

- 随着全球化的浪潮，很多行业都越来越反映出全球化的主题，尤其是石油、金属和食品等行业
- 对于全球化运营的行业，分析师必须把目光延伸至国外，关注目标公司在海外的运营状况，关心国际潮流的变化对本行业影响

总结

- 行业分析是全景分析法的继续，通过研究行业以及行业的外部环境、需求与供给的平衡、可能的获利能力和在竞争中的地位，分析师作出行业是否适合投资的判断？
- 在对行业状况有了了解之后，分析师进而考察行业的参与者，找出最适合投资的个股：哪些行业参与者是胜利者？哪些是失败者？