

行业研究基本方法探讨

黄燕铭
2010.1



主要内容

1. 股票分析师的定位与任务
2. 最基本的行业分析方法
3. 需求与供给分析
4. 市场结构分析
5. 市场行为分析
6. 行业的财务特征分析
7. 产业链分析
8. 产业政策与行业管理

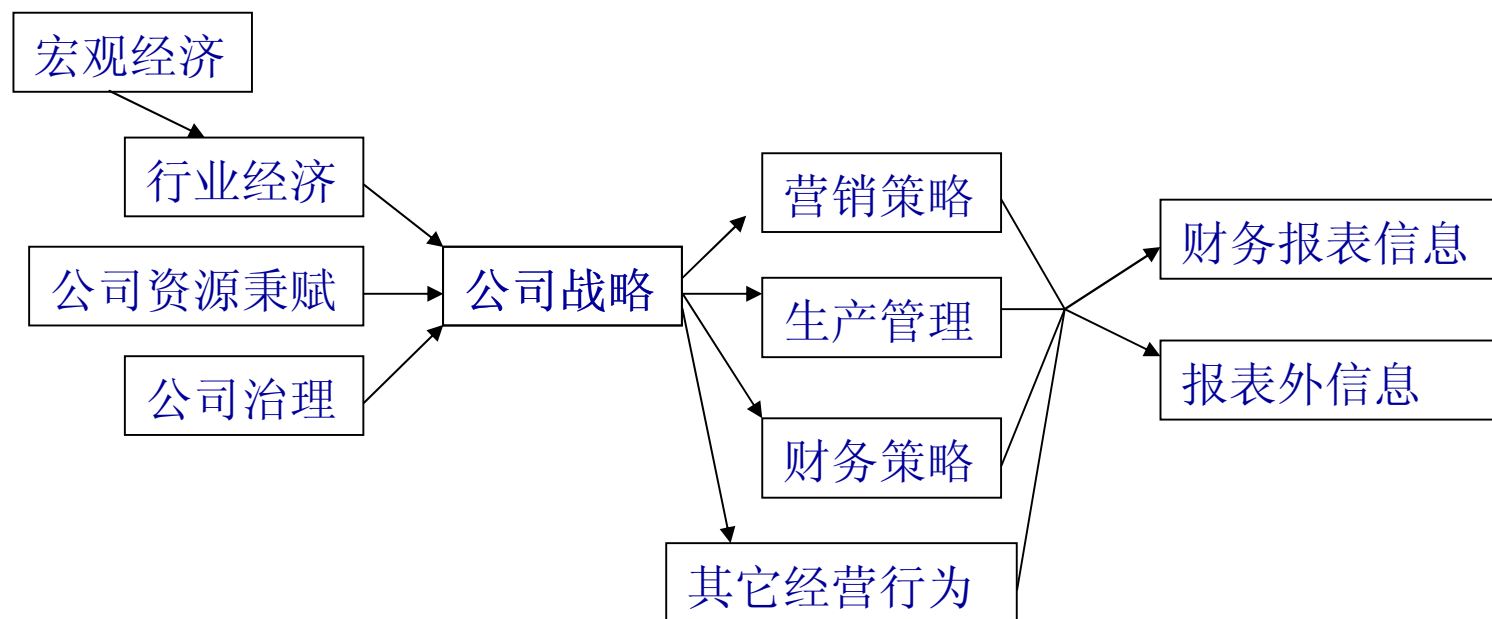
1.1 证券研究中的两大主题

- 掌握足够的资料与信息（基础）
- 掌握科学实用的研究方法（灵魂）

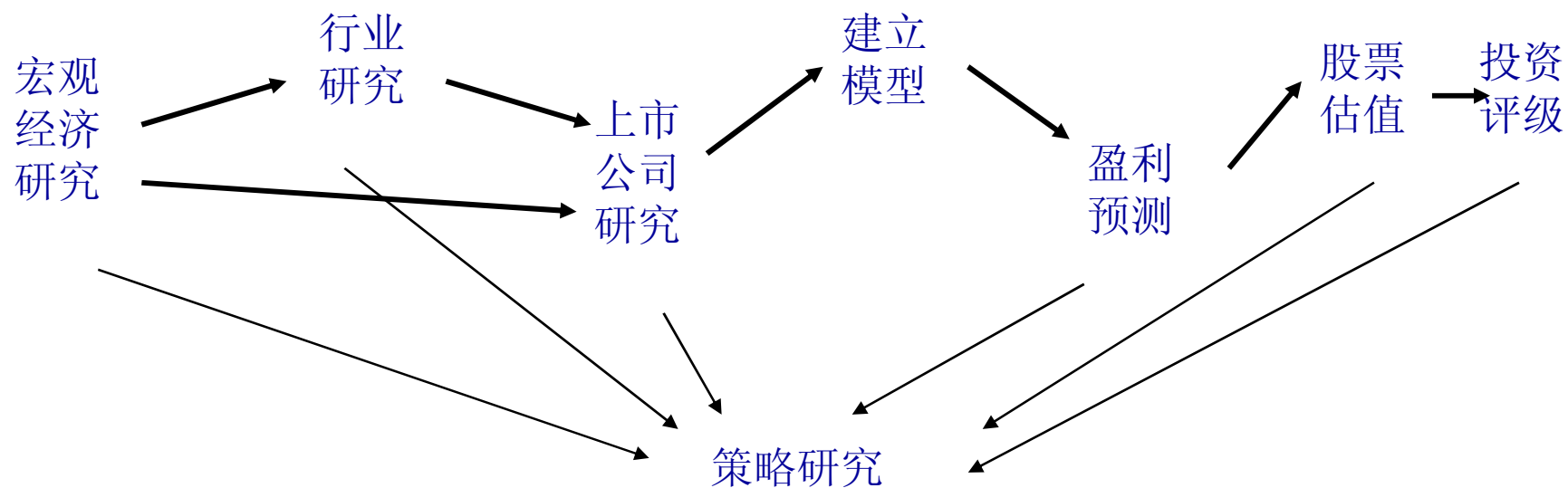
研究报告不是资料汇编

研究中的应变与创新

1.2 股票研究的基本产业链



1.2 股票研究的基本产业链



- 宏观经济研究和行业研究都需要对未来做预测
- 公司研究模型中的许多假设来自宏观和行业研究
- 公司业绩的核心驱动因素往往来自行业层面

1.3 从估值谈证券研究的一般原则

- 人们对未来的预期决定着股票的价格；前瞻性
- 预期形成的价格是当前的，不是未来的；方向性，可执行性
- 观察的增长率是时点增长率不是时段增长率；即时性
- 增长率的变化(Δg)真的很重要

$$V = \sum_{t=1}^n \frac{CF_t}{(1+r)^t}$$

$$V = CF_1 / (r - g)$$

（稳定增长模型）

$r \downarrow$ 或者 $g \uparrow \Rightarrow V \uparrow$

思考：哪些因素会导致 r 下降？

哪些因素会导致 g 上升？ g 上升一定会导致 V 上升吗？

进一步的解释

- r ——投资的必要报酬率，与投资的风险相适应
 - 风险：系统性风险，非系统性风险
 - 计量：CAPM模型, 其它
- g ——CF的增长率
 - 投资者关注增长率的变化及由此导致的股票价值的变化
 - 增长率高只能表示公司有较高的股价（比如市盈率高），并不表示股价能够上升。
 - 增长创造价值的前提： $ROIC > WACC$

估值理论渗透于行业研究与公司研究之中

- 是什么驱动了股票市场？是“盈利的增长率”变化,而非“盈利”。更进一步讲,实际上是大众对盈利增长率的变化趋势的预期在驱动股票市场
- 分析师的任务:寻找大众对未来的预期曲线与我的预期曲线是否存在差异,以及跟踪大众的预期曲线与实际曲线之间是否存在差异
- 启示:股票估值方法给我们带来的并不仅仅是一套套的计算公式,而是思考证券市场许多问题的逻辑方法
- 股票分析师:从股票估值的角度看待行业研究与公司研究

1.4 行业研究的主要任务

- 帮助公司研究形成对未来的预期
- 行业分析与预期——公司资源禀赋条件与公司战略选择——公司经营行为——公司业绩预期——股票估值——投资评级
- 帮助公司研究寻找适用的股票估值方法以及参照系
- 行业比较，帮助制定投资组合的策略
- 提升对国民经济形势的理解以及对国民经济结构的评价

1.5 分析师的主要工作

- 查找资料，收集信息
- 调查，收集信息
- 讨论，交流信息、方法
- 分析，信息+方法，建立模型
- 预测，分析师的任务不是解读过去，而是预测未来
- 判断，在对未来预测的基础上对现在做判断
- 撰写报告
- 推介
- 公共关系
- 其它

我们不是读报机、传声筒、新闻记者、评论员、财经公关

1.6 股票分析师应当具备的知识结构

英语	
经济学	微观经济学；宏观经济学；产业经济学
管理学	管理学；公司战略；企业营销；公司治理
金融与财务	宏观金融——货币金融学；微观金融——公司理财，评估理论，投资分析与组合管理；行为金融学
会计学	基础会计、中级会计、高级会计；财务报表分析
税收	
法律与法规	公司法；证券法；行业管理；知识产权；进出口贸易；融资管理；证券投资咨询；其它
心理学	组织行为学；行为决策学
计算机应用	EXCEL，其它
数学	
行业专业技术	

行业研究与公司研究工作几乎涉及绝大部分这方面的知识与技能

主要内容

1. 股票分析师的定位与任务
2. 最基本的行业分析方法
3. 需求与供给分析
4. 市场结构分析
5. 市场行为分析
6. 行业的财务特征分析
7. 产业链分析
8. 产业政策与行业管理

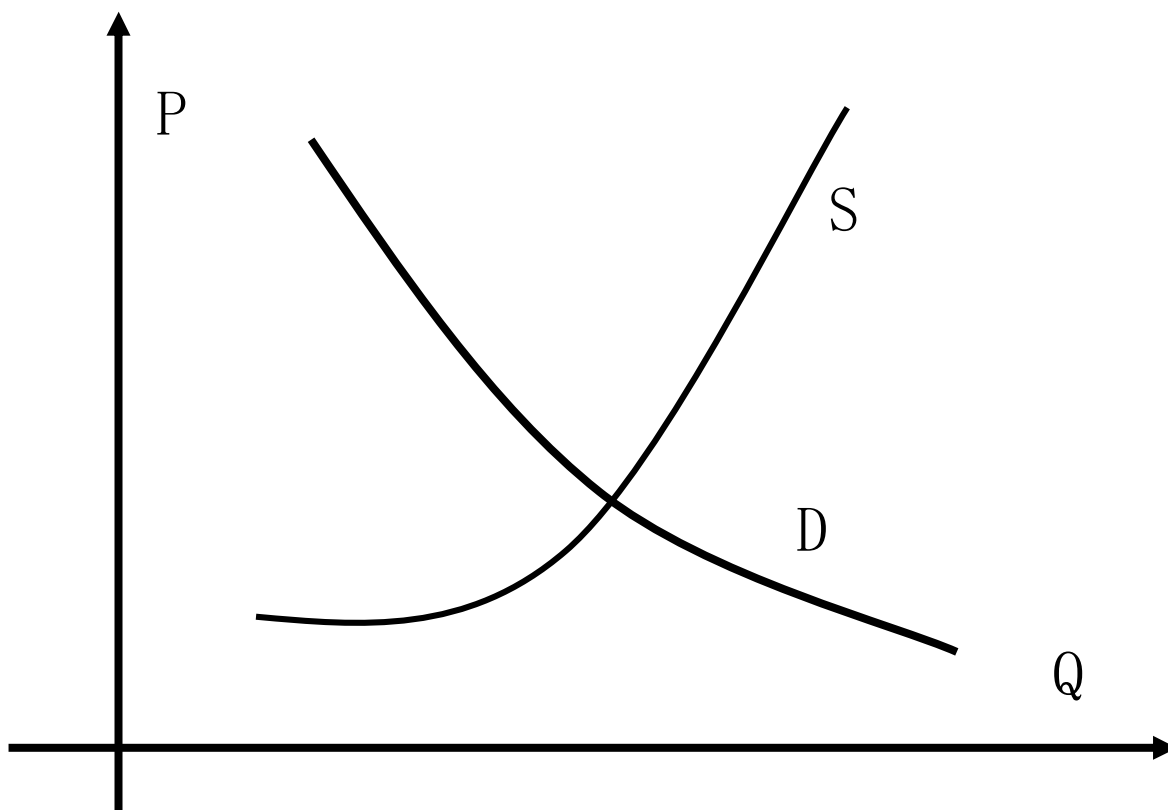
2.1 “需求与供给”依然是最基本的分析方法

- 变动分析
- 弹性分析
- 蛛网定理
- 价格管制
- 征税效应
- 不同行业的差异

思考：

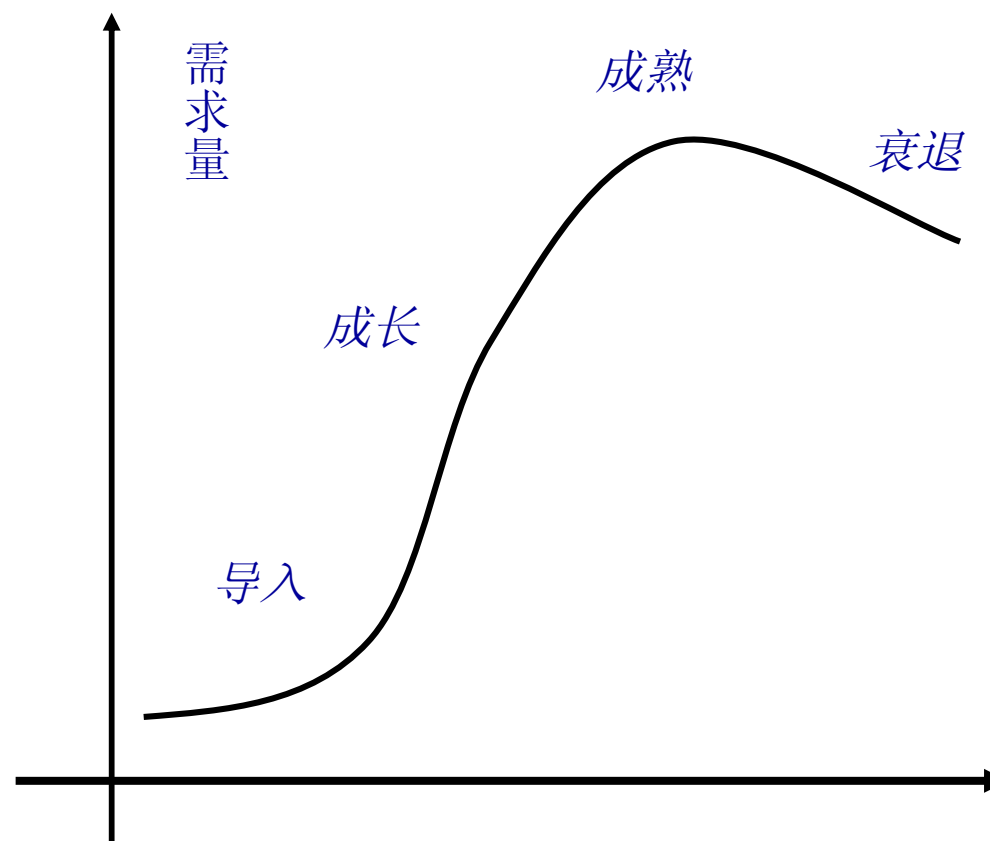
钢铁、酒店行业的
短期供给曲线？

需求变动与需求量
变动的本质差异？



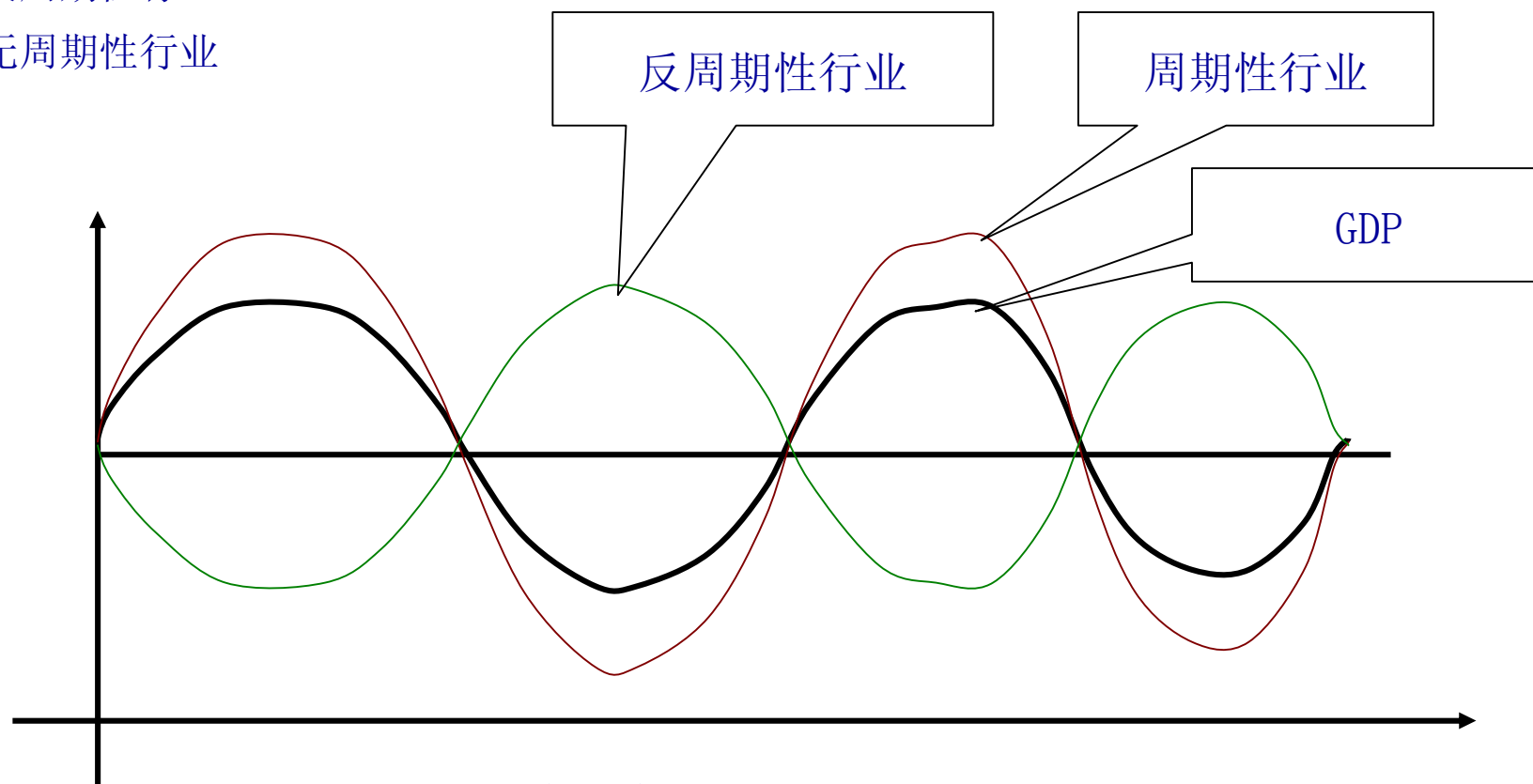
2.2 分析行业的成长阶段

- 新兴行业（导入，成长）
- 成熟行业
- 衰退行业
- 主要根据需求量的变化及未来趋势来判断
- 行业结构的演变与行业发展的生命周期密切相关
- 不同阶段吸引不同性质的资金



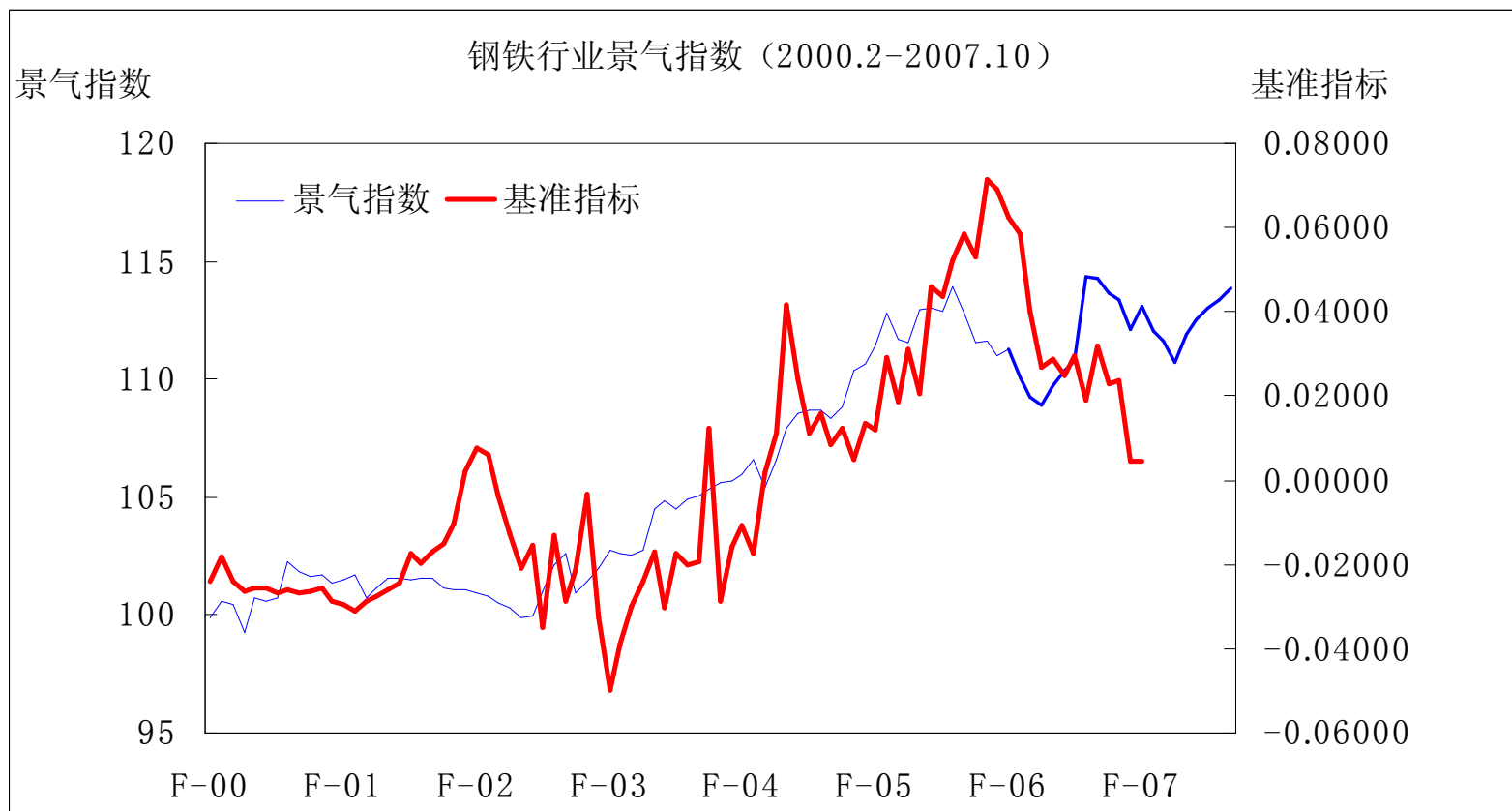
2.3 行业的周期性分析

- 周期性行业
- 反周期性行业
- 无周期性行业



行业的周期性分析与行业景气的预测

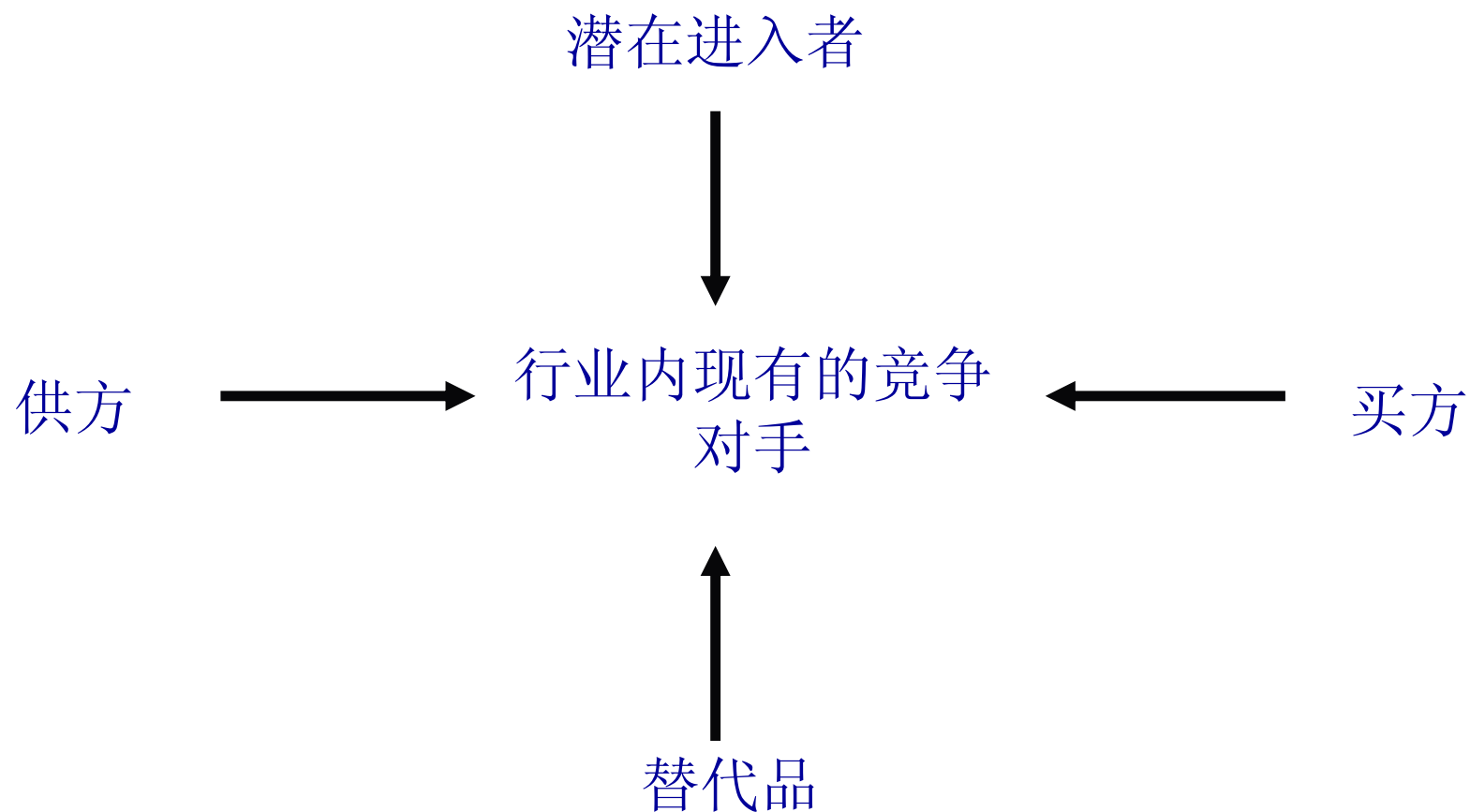
申银万国钢铁行业景气指数模型



申银万国钢铁行业景气指数模型

终选指标		领先月数
领先	铁矿石进口量(万吨)	-6
	42.5水泥价格(元/吨)	-6
	国际钢价指数	-4
	钢材+钢坯出口量	-6
	工业增加值	-3
	钢铁库存同比变化率	-12
	中国沿海(散货)运价指数同比变化	-12
	FAI同比增速	-12
	单月民用船舶产量	-6
	钢材综合价格	-4
	粗钢产量同比增速	-4
	单月房地产开发投资总额	-4
	单月汽车产量	-3
滞后	黑色金属材料类购进价格指数同比变化	3

2.4 一个实用的分析模型：波特模型



2.5 行业的外部环境分析

- 任何行业都是存在于一定的环境之中
- 波特五要素的分析应当与环境分析相结合

政治与法律环境	经济环境
税法，外贸法规，外商投资法，环境保护法，反垄断法，特许，国内与国际政治局势，产业政策	利率，汇率，货币供应，通胀，失业率，居民可支配收入，能源危机
社会文化环境	技术环境
人口变动，收入分配，生活方式的改变，劳动保护，社会福利，教育水平，劳动力素质，消费习惯	政府对技术的重视，新技术开发，知识产权保护，一般生产线的建设周期、使用周期与投资规模要求，技术更替

2.6 行业研究的SCP范式---实用性与局限性

- SCP：行业的**市场结构**（structure）决定企业的**市场行为**（conduct），在一个给定的市场结构下，市场行为又是**市场绩效**（performance）的决定因素。
- 对SCP的批判：决定市场结构和市场绩效的基本因素是**企业效率**。而且，企业之间的市场行为并不仅仅单纯由市场结构决定，在更多情况下，企业的市场行为与其对手的行为密切相关（**非合作博弈**）。

2.7 行业研究的两个基本层面

- 考察整个行业的状况 + 不同行业间的结构与关联关系
- 同一行业内的企业与企业之间的市场关系

主要内容

1. 股票分析师的定位与任务
2. 最基本的行业分析方法
3. 需求与供给分析
4. 市场结构分析
5. 市场行为分析
6. 行业的财务特征分析
7. 产业链分析
8. 产业政策与行业管理

3.1 需求分析是行业研究的第一步

- 需求的估计与预测
(市场调查, 权威资料, 数理模型, 经验估计, 注意经验的局限性)
- 影响需求变化的因素
(购买能力, 消费倾向, 替代产品, 消费习惯, 消费政策)
- 消费品行业与投资品行业的预测差异
- 注意行业内的需求结构变化 (彩电产品不断升级换代)
- 注意行业间的需求结构变化 (随经济增长的行业变迁, 关注新兴行业的出现, 例: 网络股、文化、娱乐)

3.2 关注产能变动

供给与产量和产能的关系

- 当前的产能利用水平（产量与产能之比）
- 正在建设的产能
- 企业未来的投资冲动
- 一般生产线的使用周期、新建周期与资本要求（水泥，钢铁）
- 寻找产能与需求之间的差距（正，负）
- 行业的长期与短期如何确定？
- 注意产能的结构

以上任何一个因素都不应被忽视

3.3 观察产销量、销售收入的变动

- 这些指标影响着人们对未来需求量变化的预期
- 产销量特别注意产销比率及产销量的增长率的变化
(充分利用权威机构的统计资料。例：2002上半年的统计资料显示，汽车产销量爆发性增长)
- 销售收入

注意是存量企业带来的增长还是增量企业带来的增长

(案例：2002上半年国内笔记本电脑的产销量增长——引伸的话题：外资对中国经济的影响)

3.4 注意行业的周期波动

- 波动的周期特征
- 波动的根源
- 预期未来
- 谁在影响价格

主要内容

1. 股票分析师的定位与任务
2. 最基本的行业分析方法
3. 需求与供给分析
4. 市场结构分析
5. 市场行为分析
6. 行业的财务特征分析
7. 产业链分析
8. 产业政策与行业管理

4.1 常见的市场结构（企业之间的关系）

- 规模经济性与市场集中（规模经济不仅要看绝对产能，还要看单位产品成本的下降趋势）
- 完全竞争，垄断竞争，寡头垄断，完全垄断（案例：有色金属，移动通信）
- 不同市场结构下，企业行为产生的绩效不同
- 不同市场结构下的政府管制

4.2 进入壁垒与退出障碍

■ 进入壁垒

资本规模 市场准入 市场渠道 特别资源 网络效应

■ 退出障碍

资产转换 政府限制 巨额沉淀成本 人员负担 未履约合同

注意壁垒与障碍的时效

计划经济的历史对许多行业的市场结构产生不利的影响（如彩电等）

增加公司价值的关键在于设计一种商业模式使超额利润尽可能持久

4.3 行业的区域分布与区域评价

- 产业布局理论：区位选择的三个成本因素是运输费用，劳动力费用和聚集力
- 决定最优区位的因素并不仅仅是成本因素，市场因素对产业布局的影响同样不容忽视
- 循环累积因果论：市场经济力量的正常趋势与其说是缩小区域间的差异，不如说是扩大区域间差异
- 随着国家经济发展，区域间增长差异呈倒U形变化

案例：水泥行业

思考：如何确定一个行业的区域？

4.4 行业的特性分析

- 行业能力分析
- 潜在优势矩阵
- 成功关键因素分析
- 波士顿矩阵
- SWOT分析
- 价值链

主要内容

1. 股票分析师的定位与任务
2. 最基本的行业分析方法
3. 需求与供给分析
4. 市场结构分析
5. 市场行为分析
6. 行业的财务特征分析
7. 产业链分析
8. 产业政策与行业管理

5. 市场行为

- 企业战略选择
- 价格（价格变动，定价权）
- 研究与开发
- 企业联合与重组
- 多元化
- 产业技术及其进步

5.1 企业竞争战略选择的行业特征

- 成本领先战略
 - 差别化战略（竞争的主要手段，物理，品牌，产地，售后服务）
 - 聚焦战略
- 企业战略—企业财务分析—企业竞争力评价—业绩预期—股票估值

5.2 价格

- 谁在确定价格？买方、卖方、政府？
- 读懂价格背后的信息
- 主要产品的价格
- 标准产品的价格
- 价格指数

案例：谁在影响铜的价格？

- 世界经济（美国？欧洲？亚洲？中国？）
- 美元汇率
- 国际游资炒作
- 南美工人大罢工
- 铜矿企业开采计划
- 国际主要铜冶炼企业的生产计划
- 能源供应与能源价格
- 国际干散货运输价格
- 其它

注意关键原料价格及产品价格变动

- 原料价格、能源价格

（例：炼铝：氧化铝、电力➡铝锭；炼油：原油➡成品油）

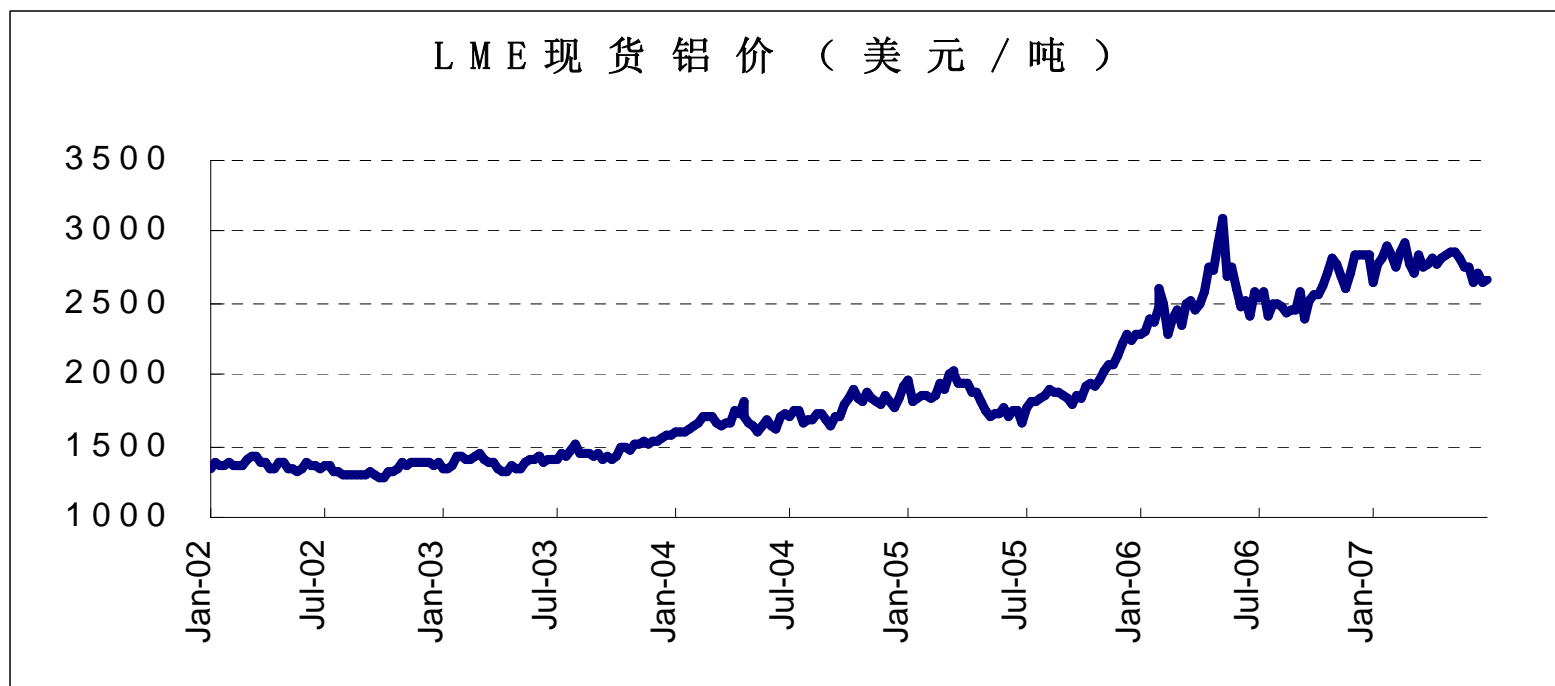
- 产品价格

（例：有色金属➡伦敦金属期货交易所）

- 注意影响它们变动的因素

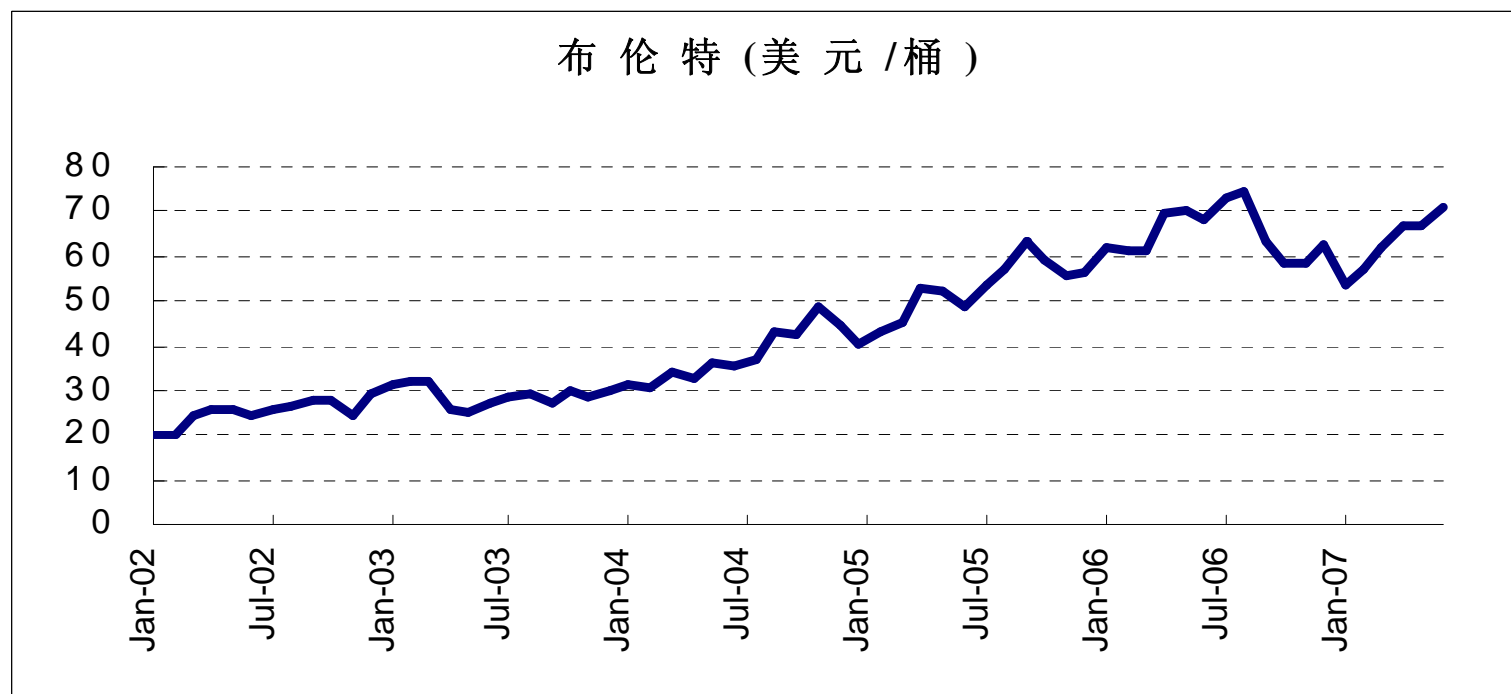
（例：美铝➡氧化铝价格，中东局势➡原油价格）

02至07年国际铝现货价格走势



- 是什么因素推动国际铝价在过去5年的攀升？
- 铝价的上升带来了哪些影响？
- 中国为什么要限制铝出口？

02至07年布伦特原油价格走势



- 是什么因素推动国际原油在过去5年的价格攀升？
- 原油价格的上升带来了哪些影响？

5.3 研究与开发以及新技术对行业的影响

- 研究与开发的支出
- 新技术改变企业的效率
- 新技术促进行业的融合
- 新技术改变产品、人员、企业、行业的生命周期

5.4 多元化

- 多元化种类
- 多元化的理由
- 对多元化的批判
- 多元化是好是坏？

多元化战略——理想与现实有差距

- 虽然传统的公司战略理论认为多元化有诸多好处，但是大量的实证研究不能证明多元化有利于提高企业价值

企业投资的多元化远比股票投资人通过投资组合实现的多元化要困难得多。（Stephen、Lang等）

多元化战略损害企业价值（Lang, Stulz, 1994）；多元化程度越高，企业价值的损害程度越大。（Berger, Ofek, 1995）

多元化公司相对于一篮子单一行业的公司组合，市场价格更低。（Karl Lins等, 1999）

- 国内最新的实证研究结果：

多元化程度与资产收益率（ROA）间呈显著的负相关关系。（姚俊等, 2004；张翼等, 2005）

虽然多元化降低了企业风险，但其受益者是债权人，而不是股东，因此多元化可能并不为股东所欢迎。（姜付秀、陆正飞, 2006）

多元化经营的动因，是理解多元化行为的关键。为降低市场交易成本和不确定性的企业垂直整合，显著地提高了公司的业绩；向政府寻租动机下的企业多元化，可提高公司的市场价值。（黄俊, 2006）

作为一种战略，多元化是中性的，但过度多元化会损害公司价值。（余鹏天等, 2005）

多元化战略——理想与现实有差距

- ## ■ 可以看到的现象——分析师不愿跟踪研究多元化的公司

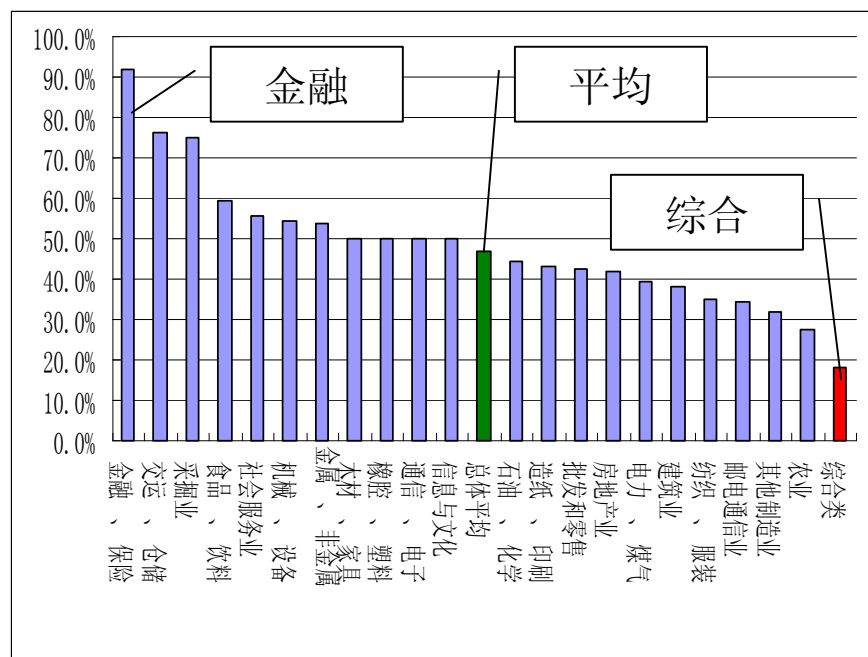
图：分析师跟踪研究公司占所有公司数之比

The chart displays two trends over time from 2002 to 2006:

- Top Line (Pink):** 基金重仓股市值占所有A股流通市值的比率 (Ratio of fund heavy stock market value to all A-share market value). This ratio shows a general upward trend, starting around 2.0% in 2002 and peaking at approximately 9.2% in early 2005, before fluctuating between 7.0% and 8.5% through 2006.
- Bottom Line (Blue):** 基金重仓综合类股票市值占所有综合类股票流通市值的比率 (Ratio of fund heavy comprehensive stock market value to all comprehensive stock market value). This ratio remains very low (below 1.0%) until early 2005, where it spikes to about 2.2%, then fluctuates between 2.0% and 2.4% through 2006.

Time Period	基金重仓股市值占所有A股流通市值的比率 (%)	基金重仓综合类股票市值占所有综合类股票流通市值的比率 (%)
02-4Q	2.0	0.4
03-2Q	2.4	0.4
03-4Q	3.0	0.2
04-2Q	4.6	0.2
04-4Q	4.3	0.4
05-2Q	5.4	0.6
05-4Q	6.6	0.8
06-2Q	8.2	0.5
06-4Q	8.5	0.8
07-2Q	7.2	0.7
07-4Q	8.2	0.7
08-2Q	9.2	2.2
08-4Q	8.2	2.1
09-2Q	8.9	2.1
09-4Q	8.0	2.1
10-2Q	7.2	2.0
10-4Q	8.2	2.4

资料来源：申万研究



资料来源：申万研究

主要内容

1. 股票分析师的定位与任务
2. 最基本的行业分析方法
3. 需求与供给分析
4. 市场结构分析
5. 市场行为分析
6. 行业的财务特征分析
7. 产业链分析
8. 产业政策与行业管理

6.1 行业的财务特性

- 变动成本与固定成本
- 特定的融资环境（比如融资的行业优惠）
- 产业链关系
- 从竞争战略到财务指标再到企业的竞争力评价

思考：为什么航空公司常打价格战？

如何做好同行业公司的财务数据比较分析？

6.2 部份容易进行盈余管理的行业

- 软件
- 建筑工程
- 传媒
- 农业
- 其它

主要内容

1. 股票分析师的定位与任务
2. 最基本的行业分析方法
3. 需求与供给分析
4. 市场结构分析
5. 市场行为分析
6. 行业的财务特征分析
7. 产业链分析
8. 产业政策与行业管理

7. 产业链结构的变动

■ 产业链上行业之间的关系

- 多对多（多数行业）
- 一对多（移动通信服务商与手机用户）
- 多对一（通信设备商与通信服务商）

影响供给、需求、定价权等诸多因素

■ 利润总额在产业链上的分配结构

案例：手机产业链

核心技术设计—芯片生产—外观设计组装—销售

主要内容

1. 股票分析师的定位与任务
2. 最基本的行业分析方法
3. 需求与供给分析
4. 市场结构分析
5. 市场行为分析
6. 行业的财务特征分析
7. 产业链分析
8. 产业政策与行业管理

8.1 产业政策

- 产业政策的出现
- 合理评估产业政策对经济增长的作用（有限的）
- 日本的经验：推动日本经济增长的不是产业政策，而是良好的市场机制加上日本式的企业家精神

8.2 行业管理结构的变革

- 行业主管部门及主管人员的变动（例：中石化与中石油的成立）
- 主管部门的意图变动（例：有色金属工业局在1999年进行的属下上市公司的重组，电力行业、民航业在2001及2002年的重组）
- 行业政策变动（包括产业政策、税收政策等，会改变需求、供给、竞争格局、产业链的关系等）
- 在危机中孕育的变革

——行业重组

总 结

- 从行业研究角度发现投资机会，只是寻找投资机会的一种方法，但绝对不是唯一的
- 行业研究必须落实到公司研究的层面
- 注意上市公司的行业代表性
- 多从宏观研究角度，看看行业的地位与发展趋势

信息披露

分析师承诺

黄燕铭：副总经理

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司在知晓范围内履行披露义务。客户可索取有关披露资料 compliance@swsresearch.com。

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的6个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入（Buy）：相对强于市场表现20%以上；

增持（outperform）：相对强于市场表现5%~20%；

中性（Neutral）：相对市场表现在-5%~+5%之间波动；

减持（underperform）：相对弱于市场表现5%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好（overweight）：行业超越整体市场表现；

中性（Neutral）：行业与整体市场表现基本持平；

看淡（underweight）：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数： 沪深300指数

法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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。

申万研究 • 拓展您的价值

SWS Research • CHINA Value Revealed



上海申银万国证券研究所有限公司
黄燕铭
huangym@swsresearch.com