

股票投資智典

分析師及基金經理抽屜裡的私房書

彭宣衛博士◎著

 策滙傳信 One Press

第二章 行業分析

「由上而下」的投資法中，行業分析的重要性並不下於經濟分析，各行各業本身各有特色，譬如航運業與房地產會出現南轅北轍情況，某些行業在經濟景氣時反而發展緩慢，例如在經濟表現旺盛時，售賣廉價快餐的商店業務大概就不會很好。相反地，當經濟蕭條時，他們的銷售反而不俗。故此，某些讀者認為根本就是從來沒有行業分析這回事，各個行業都應該有各自的一套分析技巧，因此我亦應當按不同的行業而介紹不同的分析技巧，但由於這書的目的是概括地介紹有關股票投資知識的書籍，恕我不能分門別類地將各行各業的不同分析技巧詳細地列出及講述，只能針對幾個可用於整體行業的分析工具，不便之處，請讀者原諒。

本章介紹幾個能夠適用於各行業的分析技巧包括：

1. Porter的五項競爭力量框架（Porter's Five Forces of Competition Framework）
2. SWOT分析方法
3. PEST分析方法
4. STEER分析方法
5. 戰略定位與行動評估矩陣Strategic Position and Action

Evaluation Matrix (SPACE Matrix)

6. 波士頓顧問集團矩陣 (Boston Consulting Group Matrix)

行業的分析技巧當中，又以Michael Porter的「五項競爭力量框架」(Porter's Five Forces of Competition Framework)及SWOT分析法較流行，差不多所有分析員及策略師都會經常使用這些方法。故此在進行行業分析時，投資者可以不用，但不可不知。但在討論前，我必須強調這些分析工具只是透過分析幾個最重要的因素來試圖找出整體實況，要全面了解整個行業的實況還是需要考慮更多的因素，美國的投資管理及研究協會(AIMA)就曾經提出在行業分析時需要考慮以下因素。

表2.1：行業分析考慮因素

行業分類 (Industry Classification)	真實及名義增長 (Real and Nominal Growth)
產品週期 (Life Cycle Position)	走勢及循環因素 (Trends and Cyclical Variation Around Trends)
商業週期 (Business Cycle)	供應分析 (Supply Analysis)
外在因素 (External Factors)	集中度 (Degree of Concentration)
科技 (Technology)	其他競爭者參與障礙 (Ease of Entry)
政府政策 (Government)	市場容量 (Industry Capacity)
社會因素 (Social)	盈利能力 (Profitability)
人口因素 (Demographic)	供求情況 (Supply/Demand Analysis)
國外因素 (Foreign)	成本因素 (Cost Factors)
需求分析 (Demand Analysis)	價格 (Pricing)
用家分析 (End Users)	

(來源：美國投資管理及研究協會)

但假如我們將每個因素都詳盡考慮，耗時必然不菲。故此，本章介紹的分析技巧實屬捷徑。在介紹各種分析方法前，我先解釋市場的一般結構。從下表（表2.2）的分類方法顯示，市場可以分為：完全競爭市場（Perfect Competition Market），當中各競爭者買賣的產品性質是同性質的（Homogeneous）；寡頭市場（Oligopolistic Market），當中寡頭競爭者（Oligopolistic Competitors）的數目只是寥寥可數；雙頭壟斷市場（Duopolistic Competition Market），市場裏只有兩個競爭者；及壟斷市場（Monopolistic Market），其中壟斷者（Monopolist）的利潤很高。

表2.2：市場結構

	完全競爭市場	寡頭市場	雙頭壟斷市場	壟斷市場
競爭者數目	很多	只有數家	只有兩家	只有一家
入市及退市門檻	無門檻	有進退門檻	有進退門檻	有非常高的門檻
產品種類	產品性質及質量一致	產品性質及質量有差別	產品性質及質量有差別	產品性質及質量有差別
市場資訊	資訊全面開放	資訊流通有限制	資訊流通有限制	資訊流通有限制
競爭者盈利	◎低 只能在成本價上獲取微薄利潤	◎低至中 視乎各競爭對手的競爭策略	◎中至高 視乎其他競爭對手的競爭策略	◎高 除非政府對盈利有所限制
盈利	偏低	偏高	偏高	高

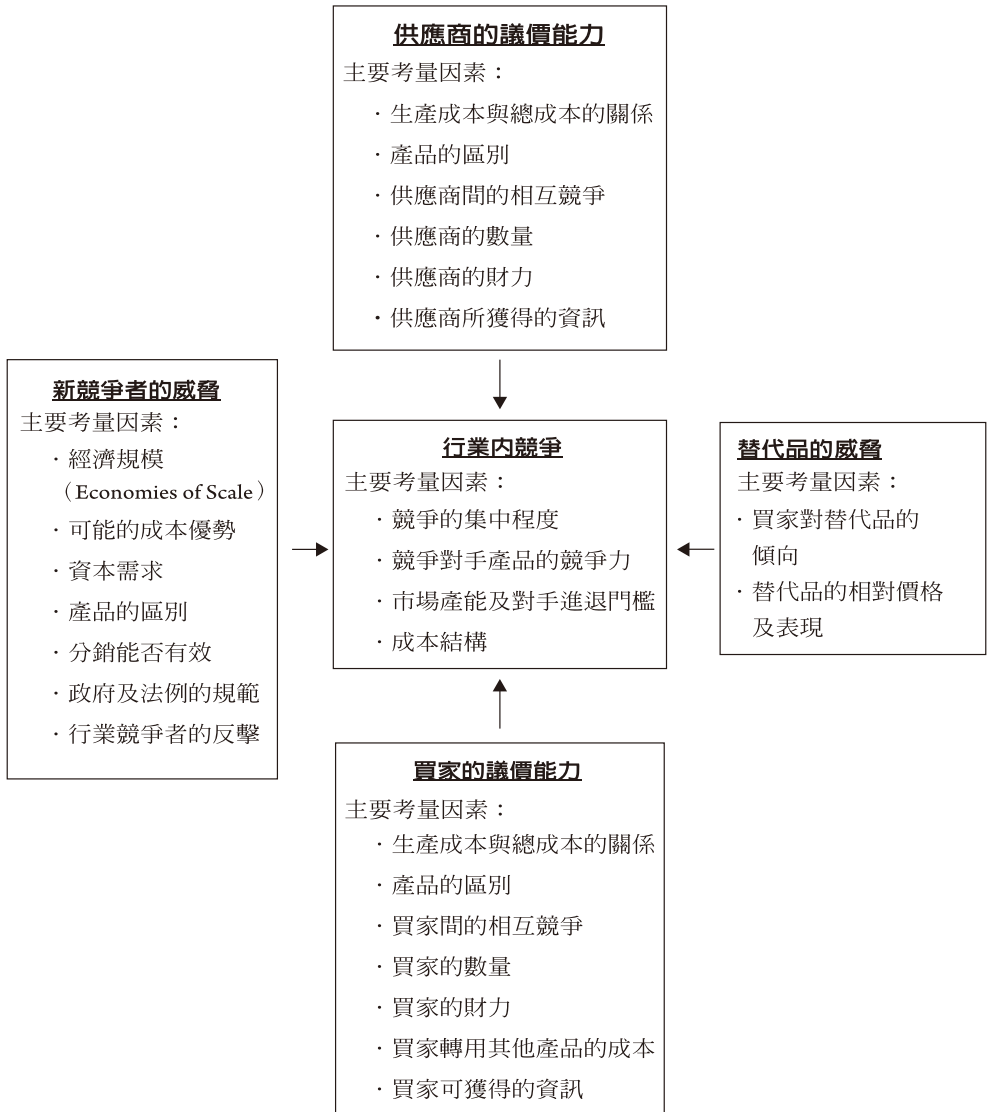
在股票投資中，最理想的是選取位處「寡頭市場」，「雙頭壟斷市場」及「壟斷市場」中企業的股份。

2.1 Porter的五項競爭力量框架

(Porter's Five Forces of Competition Framework)

Porter分析框架的主要方法是將市場的競爭力量分成五項，即替代品的威脅 (Threat of Substitutes)、新競爭者的威脅 (Threat of Entrants)、供應商的議價能力 (Bargaining Power of Suppliers)、購買者的議價能力 (Bargaining Power of Buyers) 及行業內的競爭 (Rivalry among Existing Competitors)。這框架可以用下面的圖2.1作出提要：

圖 2.1 Porter 市場競爭力解剖



這個框架簡單地綜合了一家企業所面對的競爭要項，在「橫」向（Horizontal）的競爭有替代品的競爭、新競爭者的競爭及行業內各企業間的競爭，而在「縱」向（Vertical）的威脅則包括供應商及買家的威脅。受限於篇幅，在此我並不會就每個主要考量因素（Structural Variable）分別詳細解釋。讀者可自行參閱Michael Porter教授的Competition Strategy：Techniques for Analyzing Industries and Competitors（由Free Press出版）。

這個分析框架創自1979，迄今已有30多年的歷史，但其依然是大部份商學院教材中的指定讀物，故此我們對此不容忽視。當然這個框架亦有缺失，Kevin P. Coyne及Somu Subramaniam 就曾經指出這個框架是基建於三個值得商榷的假設，即：

1. 在框架內，買家、競爭者及供應者是完全獨立並沒有關係的，但他們可能是互有關連的。
2. 企業的真正價值是透過構建進退門檻而達成，即保持所謂結構性優勢（Structural Advantage）。
3. 整個框架中的各項主要考量因素（Structural Variables）相對地穩定，因此，對競爭者的來臨似可以預知及防範。但市場卻是互動的，那會是這麼容易就能預測市場變化！

亦有人提出第六個力量：其一是「互補者」（Complementor）的力量，就是說各競爭對手或威脅者可能會組成策略聯盟；其二是Martyn Richard Jones的「政府」（全國性或地區性）及壓力團體（Pressure Group）的力量。

我覺得上述爭論只是流於學術，因為在現實的開放市場環境中，原來的五個力量是足夠的，而可供考慮的實際因素多的是，這就好像是1%與1.1%間的爭論，分別根本不大。

2.2 SWOT分析方法

SWOT是「優勢」(Strengths)，「劣勢」(Weakness)，「機會」(Opportunities)及「威脅」(Threats)的合成簡稱，這個由Albert Humphrey在60年代建立的分析方法，至今依然廣為分析員、策略師奉為圭臬之使用工具。

SWOT分析方法原來的目的是透過考察各種內在因素(Internal Factors)及外在因素(External Factors)來判斷一個投資項目或一項商業行為能否達到目標，但現在卻被很多分析員或策略員用作分析一家企業外在及內在的利弊因素。

內在因素是「優勢」及「劣勢」，即企業本身(或項目本身)的有利因素或不利因素，如有豐厚的資金但沒人才；外在因素是「機會」及「威脅」，如通貨膨脹正在加劇，導致息口即將上升。一般的分析員或策略員只會用列表的方式將一家企業的「優」、「劣」、「機」及「脅」全部列出比較，下表是一個較典型的指標式例子。

表2.3：SWOT分析比較一例子

優勢	劣勢
◎財力資源豐富	◎高級管理人員已屆退休年齡
◎產品素質較高	◎產品零售價格高
◎有固定及忠心客源	◎產品缺乏創新
◎不受季節性消費影響	◎生產成本較高
機會	威脅
◎有同行較小型競爭者全盤出售，可供購買	◎國外同業有意進軍本地市場
◎短期內同類產品供應因出口國罷工而導致短缺	◎通貨膨脹導致成本進一步攀升

從上面的分析方法，我們可以就目標企業的優劣來檢查外在因素對該企業的潛在影響。此外，在運用SWOT分析方法時，我們亦需要瞭解企業的策略能否配合，雖然這不是行業分析的範疇，但透過相互關係，我們可以評估行業中企業的策略，這種方法稱為SWOT／TOWS矩陣，策略有以下四項：

- 優-脅策略（S-T Strategies）：利用企業本身優勢去減低市場的不利因素。
- 優-機策略（S-O Strategies）：利用本身優勢去獲取最大機會。
- 劣-脅策略（W-T Strategies）：採取防衛性策略以避免問題的惡化。
- 劣-機策略（W-O Strategies）：把握機會改善本身劣勢。

2.3 PEST分析方法及STEER分析方法

PEST分析方法是一種很多分析員及策略員經常使用的分析框架，其內容分為四項：

- P（政治Political）：影響整體經營環境的政治因素
- E（經濟Economic）：影響整體經營環境的經濟因素
- S（社會Social）：影響整體經營環境的社會因素
- T（科技Technology）：影響整體經營環境的科技因素

有些學者將L（法律Legal）加上，變成SLEPT；亦有學者再加上E（環境Environment），變成PESTEL或PESTLE；甚至有再加上E（教育Education）及D（人口Demographic Factors），變成STEEPLE和STEEPLED。

我們從上面可以看到簡單的分析框架似乎不足以滿足市場的需要，在進行分析時，我們根本不需要執著要哪一個分析方法是最好的。事實上我們可以不停地把不同的考量因素加入框架裏，而它們大致上可以歸納為以下五大類：

- S（社會及文化因素Socio-cultural Factors）
- T（科技因素 Technological Factors）
- E（經濟因素Economic Factors）

E（生態環境因素 Ecological Factors）

R（法例規管因素 Regulatory Factors）

將它們合成，即簡稱為STEER分析方法。

相較其他的行業分析工具，PEST或STEER分析方法多用於分析宏觀市場狀況；在分析個別行業及企業情況時，很多分析員與策略員會將此方法配合SWOT分析方法一併使用。在SWOT分析法中，考量的因素分為內在因素（Internal Factors）及外在因素（External Factors），而PEST或STEER就是用於分析外在因素，並決定「機會」或「威脅」。

影響PEST分析法的因素：

1. 政治因素

市場人士經常問：「究竟在甚麼情況下政府會對社會經濟進行干預呢？而又可以如何干預？」這問題正就是所謂政治因素的考量。

具體地說政治因素可以劃分為區域性及國家性，前者例如透過個別地區的稅收政策、勞工法、環境法、商業制約、關稅和穩定的政治環境來發揮影響力；後者則是政府的國防、教育和基礎設施決策。

2. 經濟因素

包括經濟增長、利率、兌換率和通貨膨脹率等，這些因素足以影響一家企業的運作和作出的決定。例如利率會影響企業在市場籌集資金的費用，從而在一定程度上影響企業的業務增長和擴展計劃。外匯兌換率影響出口物品的費用和成本，並對進口物品的供應和價格構成壓力。

3. 社會因素

包括文化層面，並且概括了健康認知、人口生長率、年齡分佈、對職業安全的態度等。人口趨勢在社會因素上會直接影響市場及私人市場的產品需求，例如人口老化會逐步減少市場的勞動力，長遠會令勞動成本增加。在此情況下，私人企業或公營部門均有可能需要改變管理策略來配合社會趨向，例如吸納年長的工作者擔任勞動力。

4. 技術因素


包括生態學和環境兩方面，例如研究及發展（Research & Development，簡稱R&D）活動、自動化和技術變動效率等。高技術可以確保高入行門檻（Barrier to Entry）及高效率的生產水平等。

5. 環境因素

包括天氣和氣候變化，最受這項因素影響的產業，例如有旅遊業、農業和保險業等等。

6. 法律因素

包括歧視法律、消費者法律、反壟斷法律、僱傭法律及健康與安全法律。這些法律因素的考慮可能會影響到企業經營的成本費用，和市場對產品的需求。



2.4 戰略定位與行動評估矩陣 Strategic Position and Action Evaluation Matrix (SPACE Matrix)

「戰略定位與行動評估矩陣」可以幫助企業決定其市場戰略定位。利用這矩陣，我們可以知道一家企業所屬的行業是否有吸引力，並瞭解企業在該行業裏是否仍具有競爭力。

這矩陣的用法頗為簡單，分析員只須透過一連串問題來決定一家企業的定性，即保守性、進取性、防衛性或競爭性。將結果與商品週期相併合，我們便可以認定這家企業是否具投資吸引力。例如一家保守或防衛性的企業在經濟蓬勃的市場應該只會獲得較低的盈利增長；反之，一家進取或好競爭的企業在疲弱的市道可能會造成大量資金流失。用者可以自行釐定問題的內容去評估一家企業的市場定位，亦可以參考下列問題作指標。

表2.4：SPACE矩陣分析中參考的評估問題
 經商環境的穩定程度
 (Environmental Stability Factors, 簡稱ES)

科技的改變	很多	1	2	3	4	5	6	很少
通貨膨脹程度	高	1	2	3	4	5	6	低
需求的變化度	大	1	2	3	4	5	6	小
可替代商品的價格幅度	大	1	2	3	4	5	6	小
市場參與障礙	高	1	2	3	4	5	6	低
競爭壓力	高	1	2	3	4	5	6	低
價格需求彈性	高	1	2	3	4	5	6	低

企業財務實力 (Financial Strength Factors, 簡稱FS)

投資回報	低	1	2	3	4	5	6	高
負債率	低	1	2	3	4	5	6	高
資金流動性	低	1	2	3	4	5	6	高
所需資金／可用資金比率	高	1	2	3	4	5	6	低
現金流量	低	1	2	3	4	5	6	高
撤離行業的可能性	困難	1	2	3	4	5	6	容易
企業的其他風險	高	1	2	3	4	5	6	低

企業競爭優勢（Competitive Advantage Factors，簡稱CA）

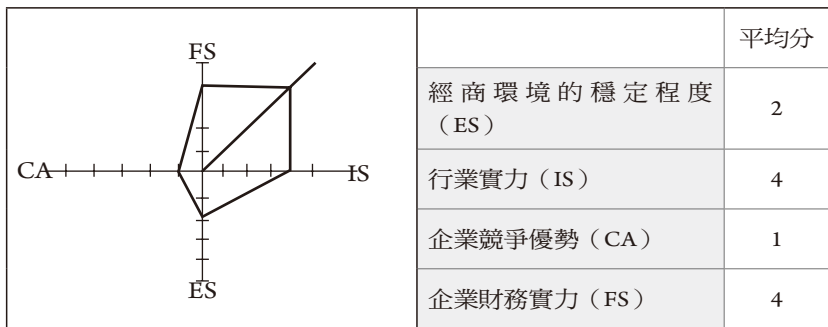
市場佔有率	少	-1	-2	-3	-4	-5	-6	多
產品質素	差	-1	-2	-3	-4	-5	-6	好
產品週期	晚期	-1	-2	-3	-4	-5	-6	前期
產品的被取代性	能	-1	-2	-3	-4	-5	-6	不能
客戶的忠心度	低	-1	-2	-3	-4	-5	-6	高
競爭對手的生產能力	低	-1	-2	-3	-4	-5	-6	高
科技知識	低	-1	-2	-3	-4	-5	-6	高
一條龍生產方式	低	-1	-2	-3	-4	-5	-6	高

行業實力（Industry Strength Factors，簡稱IS）

增長潛力	低	-1	-2	-3	-4	-5	-6	高
盈利潛力	低	-1	-2	-3	-4	-5	-6	高
財政穩定程度	低	-1	-2	-3	-4	-5	-6	高
科技知識	單純	-1	-2	-3	-4	-5	-6	複雜
資源的運用	低效	-1	-2	-3	-4	-5	-6	有效
資本密集	高	-1	-2	-3	-4	-5	-6	低
市場參與程度	容易	-1	-2	-3	-4	-5	-6	困難
生產力	低	-1	-2	-3	-4	-5	-6	高

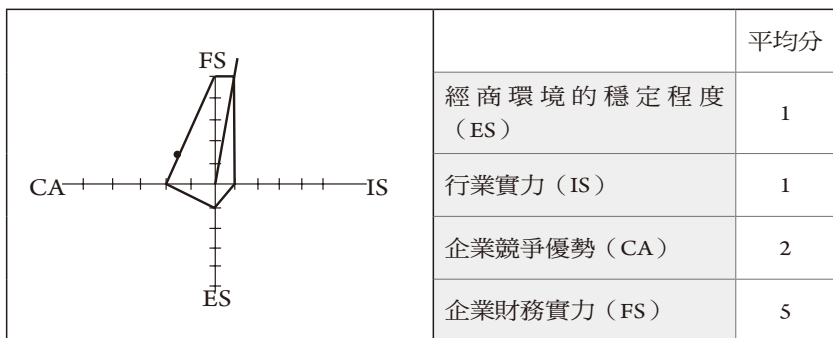
在回答上述各項提問後，我們可將各項的得分計出平均數（Average），然後以星形圖方式畫出，並進行分析。分析的方法並非很嚴格，以下便是些分析例子：

圖2.2A：例一



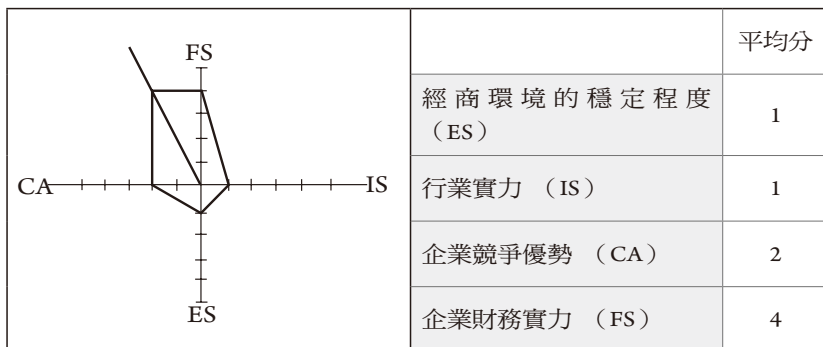
解釋：代表一家處於行業增長、並擁有良好競爭力及雄厚實力的企業

圖2.2B：例二



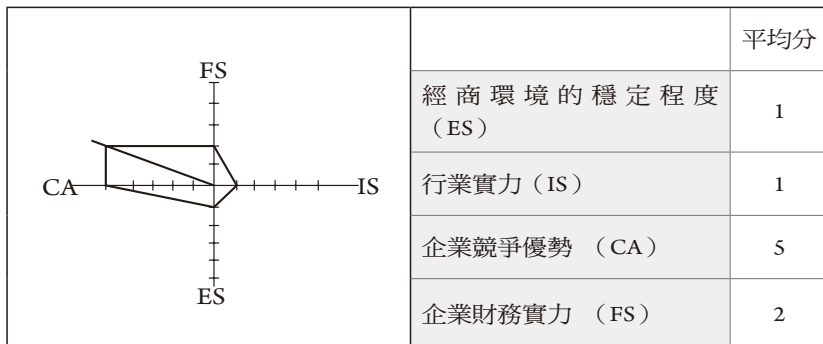
解釋：代表一家在所屬行業內擁有強大財政實力的企業

圖2.2C：例三



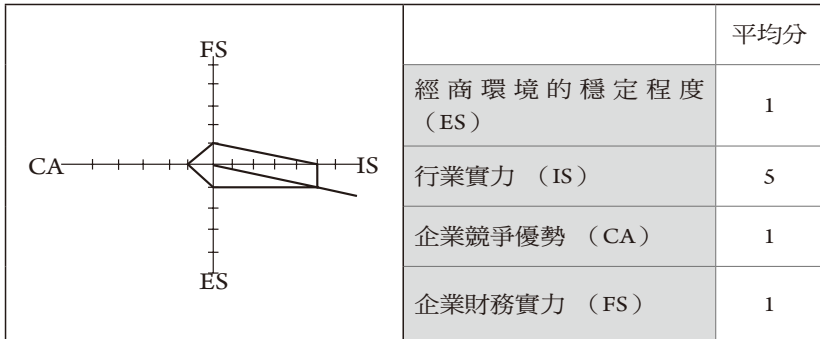
解釋：代表一家擁有雄厚實力的企業，卻處於低增長行業並缺乏競爭力

圖2.2D：例四



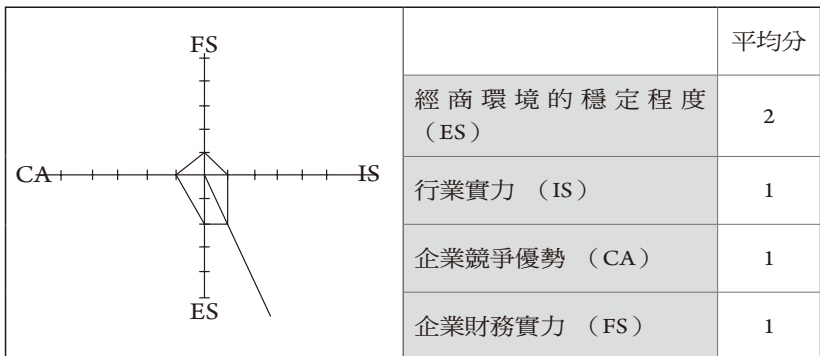
解釋：代表一家缺競爭力並處於低增長行業內的企業

圖2.2E：例五



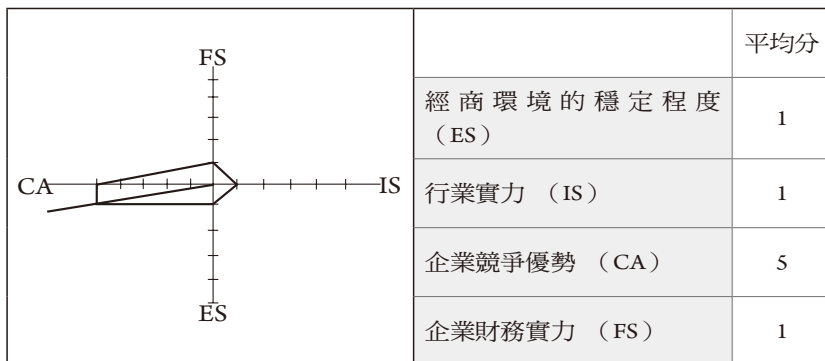
解譯：代表一家位處於高增長行業，並具競爭力的企業

圖2.2F：例六



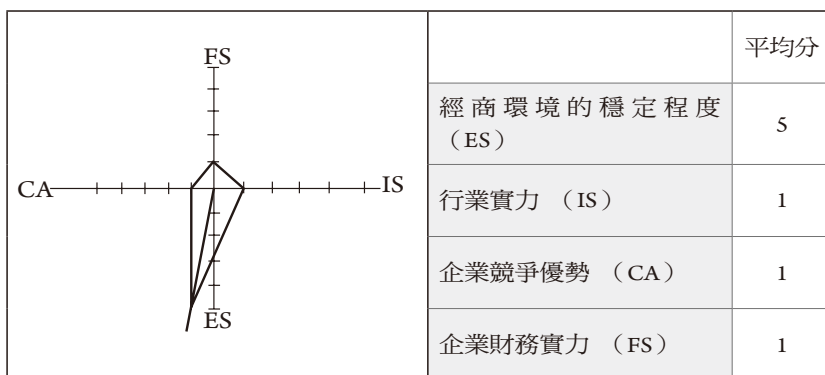
解譯：代表一家頗具競爭力但位處不穩定的行業的企業

圖2.2G：例七



解譯：代表一家缺競爭力並位處負增長的行業中的企業

圖2.2H：例八



解譯：代表一家財政有問題並處於不穩定的市場中的企業

(資料來源：圖例改編及取材P.136，自Rowe, H, Mason R, 及Dickel, K, Strategic Management and Business Policy: A Methodological Approach, Addison-Wesley Publishing Co, Inc. 1982；第155頁)

2.5 行業週期分析



這是一個描述及分辨一個行業盛衰週期的系統，簡單來說，每一行業大致可分為四個發展時期，即發展初期、成長期、成熟期及衰退期，當行業處於成長期，我們可稱這行業為「朝陽行業」，表示行業發展強勁並且會持續成長；相反地，當行業踏入衰退期，這行業稱為「夕陽行業」，指出整體行業將會持續衰落，身處其中的企業毛利率亦會下降。

下面列表就按企業所在行業之競爭力來標示出它們在各發展週期的特徵及可考慮的商業策略。

表2.5：行業產品週期

	發展初期 (Embryonic)	增長期 (Growth)
能全面控制市場的企業	<ul style="list-style-type: none"> 快速增長 開展業務 (Start-up) 	<ul style="list-style-type: none"> 快速增長 爭取成本優勢 更新 防衛市場佔有率
處於強勢的企業	<ul style="list-style-type: none"> 開展業務 發展產品特色 快速增長 	<ul style="list-style-type: none"> 快速增長 追趕市場領導者爭取成本優勢 發展產品特色
處於有利地位的企業	<ul style="list-style-type: none"> 開展業務 發展產品特色 專注 快速增長 	<ul style="list-style-type: none"> 發展產品特色，專注 追趕市場領導者 與行業共同增長
處於不利地位的企業	<ul style="list-style-type: none"> 開展業務 與行業共同增長 專注 	<ul style="list-style-type: none"> 收成，追趕市場領導者 緊守有利市場，堅持 尋找有利市場 轉型 專注 與行業共同增長
處於弱勢的企業	<ul style="list-style-type: none"> 尋找有利市場 追趕市場領導者 與行業共同增長 	<ul style="list-style-type: none"> 轉型 裁員

表2.5：行業產品週期

	成熟期 (Mature)	衰退期 (Ageing)
能全面控制市場的企業	<ul style="list-style-type: none"> • 防衛市場佔有率 • 爭取成本優勢 • 更新 • 快速增長 	<ul style="list-style-type: none"> • 防衛市場佔有率 • 專注 • 更新 • 與行業共同增長
處於強勢的企業	<ul style="list-style-type: none"> • 爭取成本優勢 • 更新，專注 • 發展產品特色 • 與行業共同增長 	<ul style="list-style-type: none"> • 尋找有利市場 • 緊守有利市場 • 堅持 • 與行業共同成長 • 收成
處於有利地位的企業	<ul style="list-style-type: none"> • 收成，堅持 • 尋找有利市場並緊守有利市場 • 更新，轉型 • 發展產品特色，專注 • 與行業共同增長 	<ul style="list-style-type: none"> • 裁員 • 轉型
處於不利地位的企業	<ul style="list-style-type: none"> • 收成 • 轉型 • 尋找有利市場 • 裁員 	<ul style="list-style-type: none"> • 結束投資 • 裁員
處於弱勢的企業	<ul style="list-style-type: none"> • 退出市場 • 結束投資 	<ul style="list-style-type: none"> • 退出市場

(資料來源：Arthur D. Little)

在股票投資方面，進取的投資者會投資處於發展初期的企業所發行的股票，較保守的投資者則大多只會投資在處於繁榮階段的企業所發行的股份。另一方面，進取的投資者亦會在行業踏入成熟期以前就開始減少（甚至停止）投資位處於該行業的企業，但亦有些專以收取股息為主的投資者，他們可能會選擇一些處於衰落期但又願意分派大量股息的企業（由於發展機遇不大，很多時這類企業會派發股息來回饋股東，尤其對主要持股股東特別慷慨）。

2.6 產品週期分析



產品週期分析是從產品角度來看整個行業市場中的參與者。它對分析個別行業具一定作用，主要按行業發展分成不同階段；在「開發期」，即某種產品開始推出市場，例如當移動電話初推出市場時，市場上出現不同功能、外型型號，對市場參與者來說，他們需要付出大量資金，希望研發出能夠搶佔大份額市場佔有率的產品；在「增長期」，市場產品種類減少並出現標準化。在上面的例子中，在增長期時，移動電話的種類減少而產品的功能、外型亦趨於標準化；競爭失敗者相繼離場時，勝出的企業多會達到收支平衡。在「成熟期」產品種類繼續減少，此階段容許大規模生產，在此階段，競爭者著眼於如何壓抑成本。在「衰退期」，產品變得單一化，而市場的需求亦會相繼地萎縮。

對於股份投資者來說，主要是投資於在「增長期」中勝出的競爭者及在「成熟期」能夠控制成本的企業。

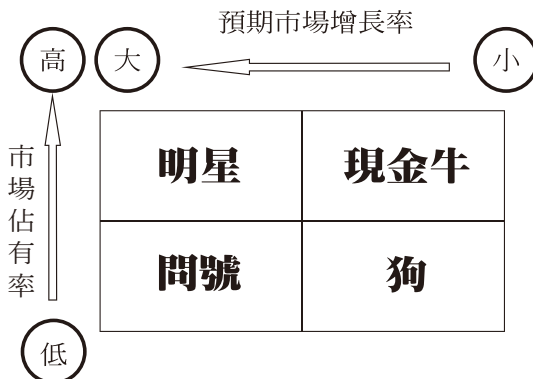
表2.6：產品週期

階段	開發期	增長期	成熟期	衰退期
市場增長速度	• 緩慢	• 快速	• 緩慢	• 負增長
市場結構	• 散亂	• 少量競爭者	• 少量競爭者變為「寡頭競爭者」	• 市場變成「寡頭」或「獨家」競爭情況
產品種類	• 不同種類產品充斥市場	• 產品品種減少，但同時，標準產品開始出現	• 產品品種大幅減少	• 產品種類統一化
財務影響	• 大量投入資金	• 盈利增長，但再投資額亦相對增加	• 盈利仍在增長，但再投資額相對減少	• 部份企業演變成現金企業
現金情況	• 大量現金支出	• 收支平衡	• 大量現金收入	• 部份企業仍有現金收入
生產力	• 少量生產並且不穩定	• 生產成本下降	• 著力於成本及效率控制	• 市場需求減少
產品研究及發展	• 大量研發工作	• 注意生產	• 少量	• 除非不得已，否則不會花費

2.7 波士頓顧問集團矩陣（Boston Consulting Group Matrix），簡稱BCG矩陣

BCG矩陣是波士頓顧問集團在1968年提出用作分析企業產品或業務單位的戰略性位置。這方法雖頗具歷史，但市場中不少分析員依然採用它作描述企業戰略位置之用。矩陣由一橫軸（代表企業在同行中所佔的相對市場佔有率Relative Market Share）及一縱軸（代表企業預期未來市場增長率Expected Market Growth Rate）的組成。兩軸相交所形成的四個區域按戰略意義分成「現金牛」（Cash Cows），「狗」（Dogs），問號（Question Marks）及「明星」（Stars），以圖示為：

圖2.2：BCG矩陣，預期市場增長率



矩陣中：

- 「現金牛」是指那些位處於緩慢增長的市場，但擁有較大份額市場佔有率的企業。它們未來大概不會再有高增長的盈利，但卻能產生足夠營運所需的現金。這類企業通常採納高派息政策，多為追求高股息收入的投資者所喜愛。
- 「狗」是指那些位處於緩慢增長的市場中，而且只佔有少量市場佔有率的企業，一般為投資者所捨棄。
- 「明星」是指那些位處於高增長市場中，佔有較大市場份額的企業，為市場投資者所追捧的寵兒。
- 「問號」，又稱為「問題兒童」（Problem Children）或「野貓」（Wild Cats），是指那些位處於高增長市場，但市場份額較低的企業。在競爭中，它們可能成為明日之星，但又可變成失敗者，故被稱為「問號」。

從上面我們可以看到BCG矩陣的基本假設是企業的競爭能力變化不大，可以說是比較靜態的分析，相對今天的動態社會，這方法可以說是有點落後。