

寻找商业中的寡头竞争格局



陈嘉禾

在2004年股东大会上,有人问沃伦·巴菲特一个问题:“我们在投资时,应该避免什么样的公司?”其实,这是价值投资中最核心的问题之一。让我们来看看,巴菲特是怎么回答的。

回避充分竞争的企业

巴菲特用纺织公司回答了这个问题:“在纺织行业里,我们(巴菲特开过纺织厂)总是去买一些能提高效率的新机器。我们以提高效率就意味着更多的利润,但是事实恰恰相反,更高的效率从来都没法让我们赚更多的钱,因为所有的纺织厂很快就买了同样的设备。”

巴菲特说:“这就好比站在人群中看热闹,每个人都把脚尖踮起来,最后没人看到更多的东西,但是每个人的腿都很酸。”

巴菲特之所以拿纺织企业打比方,是来自他自己一段惨痛的教训。

伯克希尔·哈撒韦公司原来是一个纺织厂,1955年由原来的哈撒韦工业公司和伯克希尔精纺联合公司合并而来。后来巴菲特收购了这家公司,在纺织厂的基础上逐步建立了今天的商业帝国。在这个过程中,巴菲特饱受纺织行业“内卷”之痛,所以在回答“投资时应该避免怎样的公司”这个问题时,第一时间就想到自己曾经受过的伤。

说句题外话,从这个例子可以看出,公司名字好不好听,和投资业绩好不好,一点关系都没有。所以,偶尔有朋友要成立投资公司或者私募基金,问我名字该怎么起,我总是说随便起一个,能在工商注册的时候不重名就好啦,你看伯克

希尔·哈撒韦名字怪怪的,但人家投资业绩好,大家都不觉得滚瓜烂熟?

寡头竞争格局有回报率

言归正传,巴菲特所描述的投资中所需避免的企业,就是存在充分竞争的企业。那么,怎样的企业会存在充分竞争?我们如何判断企业之间是否存在充分竞争?其中的商业要素有很多,但是有一项指标往往可以用来快速判断企业之间是否存在充分竞争——寡头竞争格局。

寡头竞争格局指的是在一个行业里,并没有许多资质差不多、规模差不多的企业在互相竞争,我们只看到两三个、最多三四个大企业之间竞争,而众多的小企业要么被排斥在主流竞争以外,要么压根不存在。

那么,为什么寡头竞争的格局更容易给企业带来更高的净资产回报率呢?道理很简单,都和企业是否愿意通过降价赢得市场份额有关。

让我们假设有两个市场A和B。A市场中有100个参与者,每个都有1%左右的市场份额。B市场中则只有2个参与者,每个有50%左右的市场份额。

这时候,A市场中的任何一家公司都会发现,只要自己降价,能从别人的市场份额中抢来一丁点,比如再抢来1%,那么自己的市场份额立即就可以扩大一倍,从1%变成2%。那么为什么不降价试试呢?这是A市场中更容易出现降价的第一个原因。

同时,对于A市场来说,由于有100个参与者的存在,市场的信息链条会比较长:一个参与者降价往往要通过很长时间,才被剩下99个参与者知晓。在这段时间里,率先降价的人已经吃到了一口肉。

所以,在A市场中,每个参与者都有动力在必要的时候降价,就像人群中

每个人都想踮一下脚一样。也就是说,充分竞争的市场有足够的短期动机,去诱使企业打价格战。但是,价格战打多了,企业就不好赚钱。

但是,在B市场,情况则完全不同,这种短期诱导动机是缺失的。

首先,由于每个参与者都有50%左右的市场份额,光靠降价也不可能从对手那里抢来太多,就算抢来5%的份额也意义不大,甚至不能弥补降价带来的原有市场份额的利润损失。

其次,由于市场参与者太少(在我们的模型里只有两个),因此双方往往都盯着对方的定价策略,你降价我就立即降价,让你的降价效果趋近于0。

于是,在这两个因素的作用下,在寡头竞争格局的市场中,企业就不容易选择降价作为竞争策略。而由于企业利润最根本的来源,就在于销售价格和成本之间的差额,因此价格战越少的时候,企业的净资产回报率就会越高。

真实商业中的竞争格局

说完了模型,再来看看在现实商业中,充分竞争和寡头竞争格局的真实情况是怎样的。

比如,在全球市场中,商用飞机和芯片是两个典型的寡头竞争的行业,原因就在于资本投入太大:不投入上千亿美元根本做不出来,甚至投入了也不一定做出来。于是,这两个行业的新进入者很少,行业的寡头竞争格局也就此形成。

在商用飞机行业,原来全球只有两个旗鼓相当的对:波音和空客。现在,中国这个强大的经济体也开始进入这个市场,需要如此巨大资本投入的行业不是中小经济体所能负担的。不过,即使商用飞机行业有三个市场参与者,也仍然会维持典型的寡头竞争格局。

在国内,家电行业也是一个寡头垄断的竞争格局,原因一方面来自于比较大的资本投入(没有商用飞机和芯片那

么大,但是也不少);另一方面在于要在广阔的全国市场形成品牌认知,不是小公司容易做到的。结果,一些龙头企业,比如美的、格力、海尔等公司,就长期保持了高额的净资产回报率。

当然,庞大的资本投入不一定是形成寡头竞争格局的唯一原因,商业中还存在其他的原因,比如港口的天然垄断。

对于港口企业来说,由于重要经济体的海岸线就那么长,天然良港就那么少,同时水运的成本又远远低于陆运和空运,因此对于重要经济体的良港来说,在自己的一亩三分地几乎都不是寡头竞争,而是垄断竞争。不过,也恰恰由于其过于强大的竞争优势,政府一般会对港口公司的定价给出一个上限,否则整个区域经济里的钱要让港口赚走太多了。

不过,在商业中赚钱并不是一件容易的事情,存在寡头竞争格局的行业也永远是少数。相比较之下,存在充分竞争格局的行业则要多得多。

比如,就业门槛非常高、“985毕业生”一抓一大把的证券行业,其实是一个竞争非常充分的行业。在中国共有100多家证券公司,彼此之间在各个业务条线展开充分竞争,包括经纪业务、投资银行、资产管理等。在这些竞争中,价格因素往往是很重要的一环。因此,证券行业的净资产回报率也普遍不太高。

实际上,诸如证券行业这样存在充分竞争的行业,在我们的身边不胜枚举。菜市场各个摊位之间是极其充分的竞争,便利店和便利店,甚至和超市、线上“小时达购物”之间也是非常充分的竞争,网约车和网约车之间甚至达到了白热化的竞争。

所以,对于商业竞争来说,充分竞争是常态,寡头竞争是异态。如果想要找到长期净资产回报率更高的企业,在茫茫商海中找到存在寡头竞争的商业模式,不失为一个事半功倍的方法。(作者系九鼎创投首席投资官)

重卡板块高景气,缘何?

陈兰芳

今年以来,卡车指数上涨了35.77%,大幅跑赢沪深300的-8.22%、汽车指数的12.98%,分别实现了43.99%、22.79%的超额收益。其中重卡作为卡车的重要组成部分,今年虽然有所波动,但整体呈现高景气。如果时间倒推回2022年10月初,那么重卡产业链的主要公司(中国重汽、一汽解放、中集车辆、潍柴动力)均录得30%以上的正收益,背后是行业复苏、出口表现持续亮眼、天然气重卡异军突起的推动。

首先,经历了一年半的周期底部后,2023年成为重卡复苏的起点。回溯前两轮周期:

第一轮(2005年~2015年): 2005年~2010年处于上行周期,受益于中国经济的快速增长,2008年底4万亿刺激政策;2011年~2015年处于下行周期,主要是4万亿政策及三升级国四透支需求。

第二轮(2016年~2022年): 2016年~2020年6月处于上行周期,受益于治超新政、国五升级国六、蓝天保卫战淘汰国三等;2020年7月~2022年处于下行周期,主要是需求透支、疫情的影响。

预期今年成为重卡第三轮周期向上的起点:国六切换的透支已消化完毕,疫后预期经济恢复带来更新换代进入正常周期等利好因素推动。从数据看,2023年前9月重卡终端销量(交强险)达到47.2万辆,同比增长26%,月均

销量5万辆以上,体现出终端的韧性和复苏态势。

其次,中国重卡的竞争力持续提升,车企海外布局效果体现,出口表现持续亮眼。2023年1月~9月重卡出口销量(海关总署数据)24.0万辆,同比增长78%。一方面是供给短缺的俄罗斯贡献了重要增量,前9月同比增加7.1万辆;另一方面是中国重卡的高性价比优势,叠加前几年以重汽为代表的企业海外渠道布局的效果显现,使得前9月剔除俄罗斯后的销量同比增长30%。

最后,在运价低迷、油气价差持续扩大下,天然气重卡的性价比显现,渗透率明显提升。今年以来天然气价格降幅较大,油气价差最高达到4.5元/千克,当前北方供暖季带动气价有所回升,但油气价差也在2元/千克以上。在今年货运需求未明显改善下,运价低迷,使得天然气重卡的性价比优势显现,月度渗透率(交强险)从1月的11.5%提升至9月的41.9%。

2023年前10月重卡销量达到78.8万辆,同比增长38%,展望全年预计将达到95万辆左右,同比增长40%左右,而明后年在更新替代正常化、天然气重卡性价比持续提升、出口继续稳中有升推动下,预计销量会继续向上,在规模效应和结构改善下重卡产业链的盈利能力也将持续改善,重卡板块将持续高景气。(作者系杭银理财研究员)

物流业拉动商用车市场回暖 业内料明年景气度有望延续

证券时报记者 黄翔

今年以来,我国宏观经济复苏,物流运营环境好转,带动商用车销量回暖,产业链景气度逐步回升。

“回顾今年商用车市场情况,1~10月份商用车相关行业中,货运量和物流业景气指数持续向好,牵引车销量出现较大增幅。”在日前召开的潍柴动力2024年商务大会上,潍柴动力相关负责人表示。

据中国汽车工业协会数据显示,今年前三季度,商用车产销分别完成290.7万辆和293.9万辆,分别同比增长19.8%和18.3%。在商用车主要品种中,客车、货车产销均呈两位数同比增长,而部分细分市场则呈现分化。

前述潍柴动力相关负责人介绍,2023年以来,物流业景气指数在波浪式状态中持续增长,数据显示,今年10月物流业景气指数为52.9,维持在景气区间,扭转了三季度以来的稳中趋缓局面。“当前,虽然货运从公路转向铁路,在调整,但实际上公路运输始终保持在75%左右的稳定占比,依旧占据货物运输的主导地位。因此,今年牵引车的销售比重提高。”

其他细分市场方面,自卸车、载货车、搅拌车、专用车则出现不同程度下滑。“工程车销量下滑主要受房地产行业低迷影响,而水泥行业开工率降低使得今年搅拌车的销量惨不忍睹。”该负责人分析,从运价上看,目前煤炭、钢材、有色金属以及工业品装备等货物的公路运价持续低位运行,车多货少的局面短期难以改善,承运方的议价能力处于偏弱状态,唯独工业品及装备产品的公路运价较今年4月略有回升。

在利好和利空因素预期上,据分析,2024年治超力度持续加码,法规执行日趋严格;油气价格方面,2023年以来国内LNG价

格走低,柴油价格保持平稳。同时,基建投资、淘汰补贴、路权、环保等因素,也为商用车市场带来了机遇和挑战。

“综合而言,2024年我们也看到了许多市场机会,一是整体经济形势在稳中向好,重卡和轻卡行业全年销量会呈现小幅增长,预计将呈现‘前高后低’的市场走向;二是新能源车销量出现较大增幅。”在日前召开的潍柴动力2024年商务大会上,潍柴动力相关负责人表示,“该负责人表示,从细分市场来看,明年牵引车仍是最大比重的细分车型,将持续贡献增量。记者了解到,为抢抓物流市场机遇,潍柴动力专门推出了WP6Hs/T/Q和WP12H/T/Q两款发动机,分别面向载货车和牵引车两大细分市场。据相关负责人介绍,载货车是潍柴动力2024年重点攻坚的市场,此前公司已准备了WP4.6N和WP7H两款产品,此次推出的WP6Hs/T/Q产品则是为载货运行业打造的专属动力。”

今年重卡行业快速复苏,海外市场需求饱满,出口销量持续增长,作为产业链上游,潍柴动力今年有望创下新高。

潍柴动力在大会中表示,今年潍柴集团的营收、发动机销量、发动机出口均大幅度增长,预计全年将创最好水平。在细分的燃气天然气重卡、大马力柴油牵引车、矿卡发动机领域,市场份额持续提升,M系列大缸径发动机销量再创新高。

据介绍,目前潍柴发动机的产品覆盖了2L~579L,功率范围覆盖了18kW~10000kW,燃料覆盖了柴油、天然气、甲醇、混动、氢燃料等多种燃料,应用场景覆盖了商用车、工程机械、农机装备、船舶动力等领域。相关负责人称,“面对2024年重卡行业机遇,潍柴打造了排量从2L~17L、全系列、全场景覆盖的国六商用车动力系统,打造国六动力系统解决方案。”

如何打造内外资竞相投资的良好局面

表1: A股上市公司的强制退市数据 (2003~2022)

年度	A股上市公司家数	强制退市数量	强制退市率
2003	1263	4	0.33%
2004	1353	8	0.63%
2005	1358	10	0.74%
2006	1411	5	0.37%
2007	1527	6	0.43%
2008	1602	0	0.00%
2009	1696	0	0.00%
2010	2041	0	0.00%
2011	2320	0	0.00%
2012	2472	0	0.00%
2013	2468	2	0.08%
2014	2592	1	0.04%
2015	2808	2	0.08%
2016	3034	1	0.04%
2017	3467	2	0.07%
2018	3567	4	0.12%
2019	3760	9	0.25%
2020	4181	16	0.43%
2021	4685	17	0.41%
2022	5067	41	0.88%

张毅峰

近日,在2023年上海证券交易所国际投资者大会上,证监会副主席方星海表示,欢迎外资来华投资,提升跨境投融资便利化,吸引更多外资金融机构和长期资本来华展业兴业。同时,证监会将大力推进投资端改革,加快打造一支强大的内资投资者队伍,形成内资、外资竞相投资的良好局面。

作为世界上最发达、最成熟的股票市场,在吸引内资、外资的长期投资者方面,美股市场发展经验值得国内资本市场借鉴学习。

让上市公司优胜劣汰

股市的赚钱效应来自于两方面:估值提升和上市公司的盈利增长。从中短期来看,估值提升确实能够让投资者快速获得盈利,但股市的长期盈利主要来自上市公司的盈利增长。因此,吸引最优秀的公司来A股上市,同时淘汰不合格的上市公司,是实现股市长期成长的核心要素。

在加强上市公司的淘汰率、执行强制退市制度方面,美股的经验值得学习。根据Craig Doidge统计,在美股(包

括纽交所、纳斯达克交易所、美国证券交易委员会)1975年~2012年长达38年的统计中,美股上市公司平均年退市率为8.22%,其中非自愿退市率(即扣除合并退市、自愿退市)高达3.35%。

另一方面,一个健康发展的股市还应吸引行业内最优秀的公司来上市,投资者自然可以通过这些优秀企业的成长,来获得长期收益。美股之所以能成为境外投资者最重要的投资目的地,一个重要的原因是它能够吸引全世界最优秀的公司来美国的交易所上市,为非本土公司赴美上市打开方便之门,尤其是为高科技公司提供融资便利,实现发行人与投资者的双赢。

我们比较了标普500指数成份股在1990年底与2023年11月17日总市值的前10名。

可以看出,美股30年间沧海桑田,随着信息技术行业的兴起,美国的证券交易所为这些当时的未来之星提供了便利的融资渠道,助力了美国信息技术行业在全球独领风骚的地位。同时,这些公司的上市,让投资者获得丰厚的投资回报,可谓相得益彰。

古人云:“流水不腐,户枢不蠹。”有进有出的证券交易所,才能更加健康地发展。一方面,支持未来新兴产业相关公司的融资,提供融资便利,打开上市之门,尤其是吸引境外优秀公司来国内上市。2023年10月底召开的中央金融工作会议,明确提出“加强对新科技、新

赛道、新市场的金融支持,加快培育新动能新优势”,可谓一语中的。另一方面,淘汰不合格的上市公司,实行常态化强制退市制度,保护投资者利益。

壮大专业投资者队伍

从投资者结构来看,美股与A股类似,个人投资者(包括非营利部门)的持仓占比均在40%左右,但机构投资者的构成差异巨大。

根据东方财富的测算,2022年末A股市场一般个人投资者比例为33.5%;其余的机构投资者,包括产业资本、政府持股、专业投资机构、个人大股东持股占比分别为32.7%、5.5%、21.6%、6.8%,合计持股66.5%。其中产业资本和政府持股占据大部分份额(合计38.2%),而专业投资机构(包括公募基金、私募基金、保险公司和外资机构等)合计占比只有21.6%。

而美股市场2022年末的家庭部门(基本为一般个人投资者)及非营利组织的持仓比例为40.9%;其余的59.1%基本为专业投资机构所占据,包括共同基金的18.4%、境外投资者的16.7%、养老金的9.8%、ETF的7.8%等。

从投资者行为角度看,产业资本、政府及个人大股东的持仓周期很长,其盈利动机与专业机构投资者相比明显不足,因此往往能够进行逆周期投资,在市场低点时买进,一定程度上充当了市场稳定器的作用。但是,另一方面,专业投资者的壮大,由于其明显的盈利动机,更

表2: 标普500指数市值前十大的成份股

1990/12/31				2023/11/17			
排名	公司	总市值 (十亿美元)	行业	排名	公司	总市值 (十亿美元)	行业
1	IBM	64.57	信息技术	1	苹果	2950.20	信息技术
2	埃克森美孚	64.43	能源	2	微软	2748.82	信息技术
3	沃尔玛	34.23	消费	3	谷歌	1713.94	信息技术
4	百事美施贵宝	33.42	医疗保健	4	亚马逊	1500.30	信息技术
5	默克	32.95	医疗保健	5	英伟达	1217.66	信息技术
6	可口可乐	31.07	消费	6	脸书	861.01	信息技术
7	宝洁	29.82	消费	7	特斯拉	744.82	汽车
8	强生	23.90	医疗保健	8	礼来	561.72	医疗保健
9	百事	20.50	消费	9	联合健康	496.03	医疗保健
10	礼来	19.57	医疗保健	10	伯克希尔·哈撒韦	469.63	金融
	汇总	354.46			汇总	13264.12	

资料来源:万联证券 翟超/制图

能促进股票市场的公允定价,促进市场流动性,实现上市公司的优胜劣汰,有利于整个股市的长期健康发展。

其次,我们比较了中美两国境外股票投资者在整个股市中的占比,可以看出,A股市场的境外投资者持仓占比虽然逐步提升,但总比例仍在5%以下。而美股的境外投资者持仓占比常年保持在10%~20%之间,这其中私人部门投资占到80%~90%。因此,破除境外投资者投资国内股市的障碍,提升跨境投资的便利性和积极性,无疑有利于国内股市的长远发展。

美股经验值得借鉴

股票市场作为直接融资市场,既是为实体经济提供融资的重要渠道,也是让投资者,尤其是普通居民实现资产配置、促进财富增值的重要工具。

在打造一支强大的内外资投资者队伍方面,美股的经验值得借鉴。

一方面,吸引全社会、全世界的优秀企业来美国上市,从而聚集一大批优秀的新兴产业上市公司,实现发行人与投资者的共赢;同时,常态化强制淘汰一批不合格、不符合上市标准的公司,实现证券交易所的“有进有出”,实现良性循环。

在投资者结构方面,与A股相比,美股的专业机构投资者占据主要地位,促进了股市的流动性;同时,由于专业机构投资者的盈利动机,通过市场化的行为,实现优胜劣汰,进而支持了优秀企业的长期发展。

(作者系万联证券总裁)

