



国联证券
GUOLIAN SECURITIES

穿越康波周期的 百年巨头企业

分析师：包承超、邓宇林、周长民

证券研究报告

2024年09月12日

请务必阅读报告末页的重要声明

核心观点

✓ 社会基础需求、消费和资本品龙头更能穿越康波周期

➤ 如何体现行业能够穿越康波周期？——直观来看，我们认为存续时间足够长的行业更能穿越周期。在各国行业结构变迁中，要么该行业长期企业数量占比很高，要么该行业长期企业数量占比稳定。通过总结美、日、英、德四国行业结构变迁，我们发现，尽管各国产业发展重心不同，但社会基础需求类、消费品和资本品龙头类的企业数量占比长期较高；细分行业中，资本品、原材料和食品饮料更为突出。其中，以能源、公用事业为代表的社会基础需求类企业占比长期稳定，受经济的兴衰影响较小。

✓ 需求刚性、技术积累和行业垄断成就百年巨头企业

➤ 为什么这些行业能够穿越康波周期？——需求刚性、技术积累和行业垄断是其背后的根本原因。我们通过复盘和分析发现，这些穿越周期的行业至少具备刚需、技术壁垒、垄断中的一个特点。具体来看，能源、食品饮料属于需求刚性的行业，公用事业是刚需+行业垄断，医疗保健是刚需+技术积累，资本品则是技术壁垒+行业垄断。

✓ 能够穿越康波周期的企业，有显著的超额收益

➤ 穿越康波周期的企业资本市场表现如何？——康波周期组合具备优秀的超额收益，叠加各国的产业优势则更明显。我们构建了四个国家的康波周期组合，回测结果显示，英国和美国的信息技术和可选消费、日本的通信服务、德国的消费板块超额收益优势明显。



社会基础需求、消费和资本品龙头
更能穿越康波周期

穿越康波周期的百年巨头企业

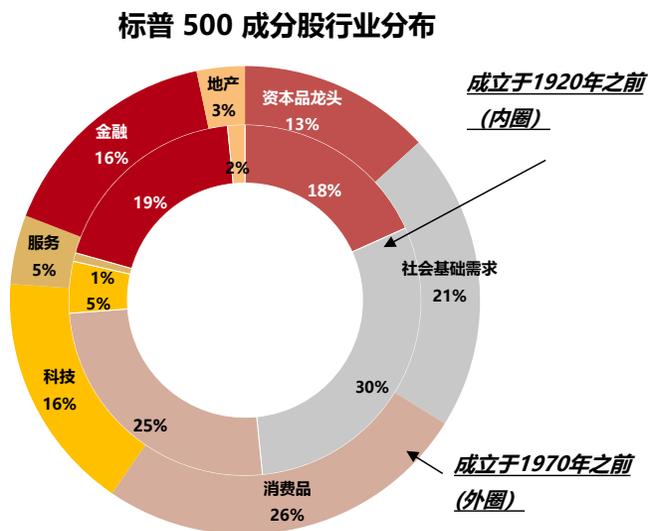
➤ 可长时间穿越周期的行业或板块通常能够较大限度地抵御各种不确定性的风险因素，包括时代变迁、经济结构变化、经济周期更迭、战乱或其他社会环境的重大变化等。这些伟大的百年巨头企业通常也在股票市场中表现优异，给投资者带来丰厚的超额收益。本篇报告尝试分析这些百年巨头企业的特点，简单总结其能穿越周期仍屹立不倒的原因，并回测康波周期策略在权益市场中的表现。

□ 能够穿越周期的行业结构相似

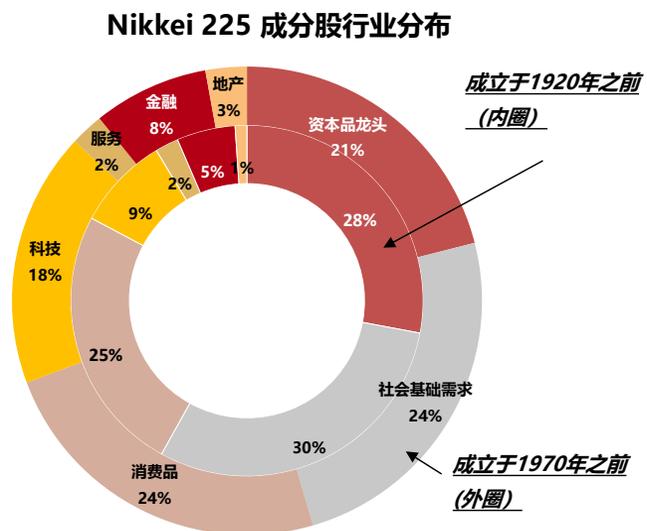
➤ 尽管不同国家的发展重心不同，但存续时间较长、具备穿越周期能力的行业结构基本相似。从行业属性来看，社会基础需求类、消费品类和资本品龙头类长期稳定，细分行业中资本品、原材料和食品饮料表现优异。

➤ 我们分别统计了标普 500、日经 225、富时 350、德国 DAX 最新成分股中成立于 1920 年之前和 1970 年之前的比例，以期在成立时间较长的公司中寻找行业规律。

图：标普500：1920年后，科技股显著增加，资本品、社会基础需求类减少



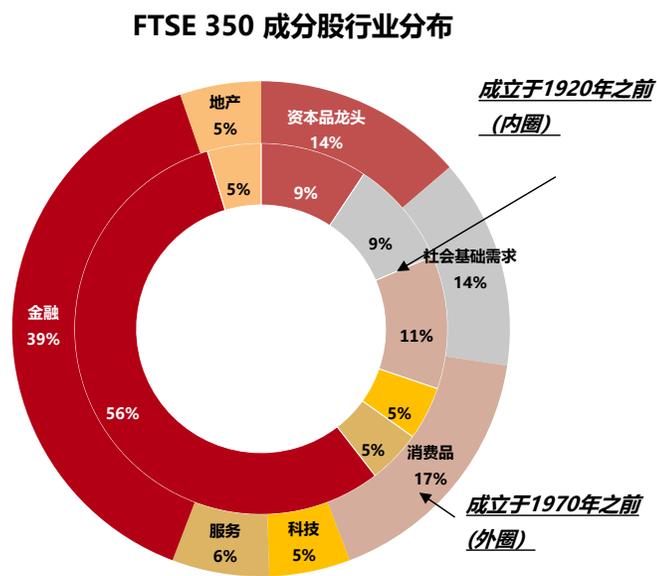
图：日经225成立时间在1920年和1970年之前的成分股行业属性占比



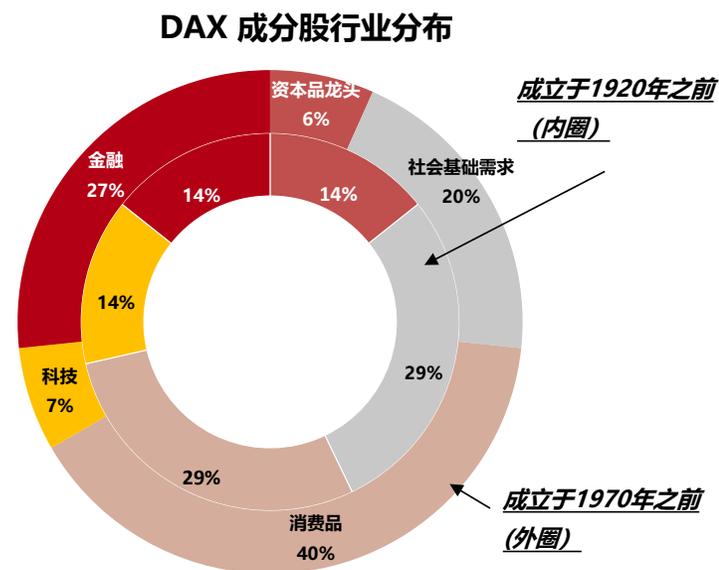
社会基础需求、消费和资本品龙头更能穿越康波周期

- 1) 除美国和日本科技板块占比提升较快外，成立 100 年和 50 年的行业大类结构类似：成立于 1920 年之前和 1970 年之前公司的行业属性类似，但近几十年美国和日本科技发展迅速，占比迅速提高。
- 2) 除英国市场金融占比明显较高外，全球不同市场行业大类结构基本相同：剔除掉英国市场金融过高的占比后，整体行业属性分布与美国、日本、德国相似。
- 3) 社会基础需求类、消费品类和资本品龙头类通常存续时间较长：成立于 1920 年之前的公司中，社会基础需求类在美国、日本、德国占比最高，分别为 30%、30%、29%；消费品类在美国、日本、德国也有较高占比，分别为 25%、25%、29%；资本品龙头类在美国、日本、德国占比分别为 18%、28%、14%。

图：富时350成立时间在1920年和1970年之前的成分股行业属性占比

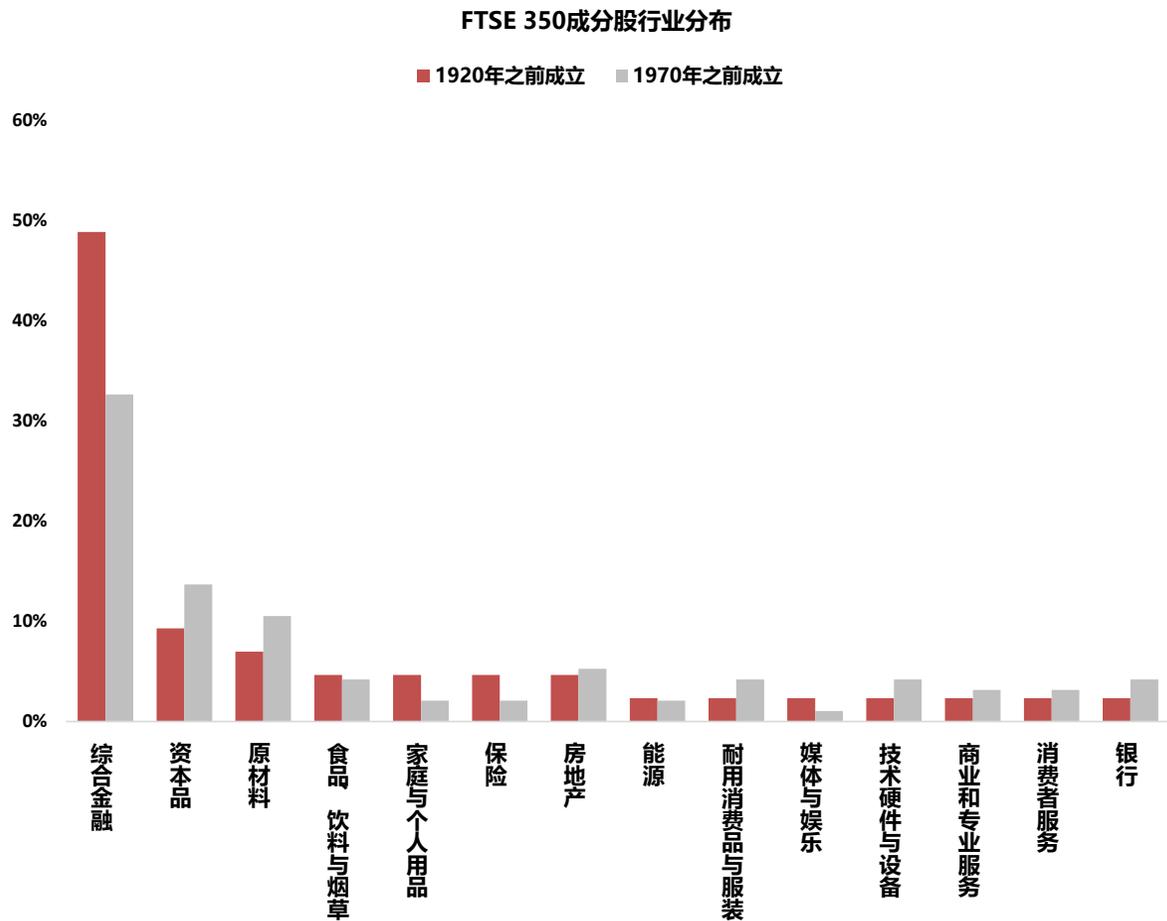


图：德国DAX成立时间在1920年和1970年之前的成分股行业属性占比

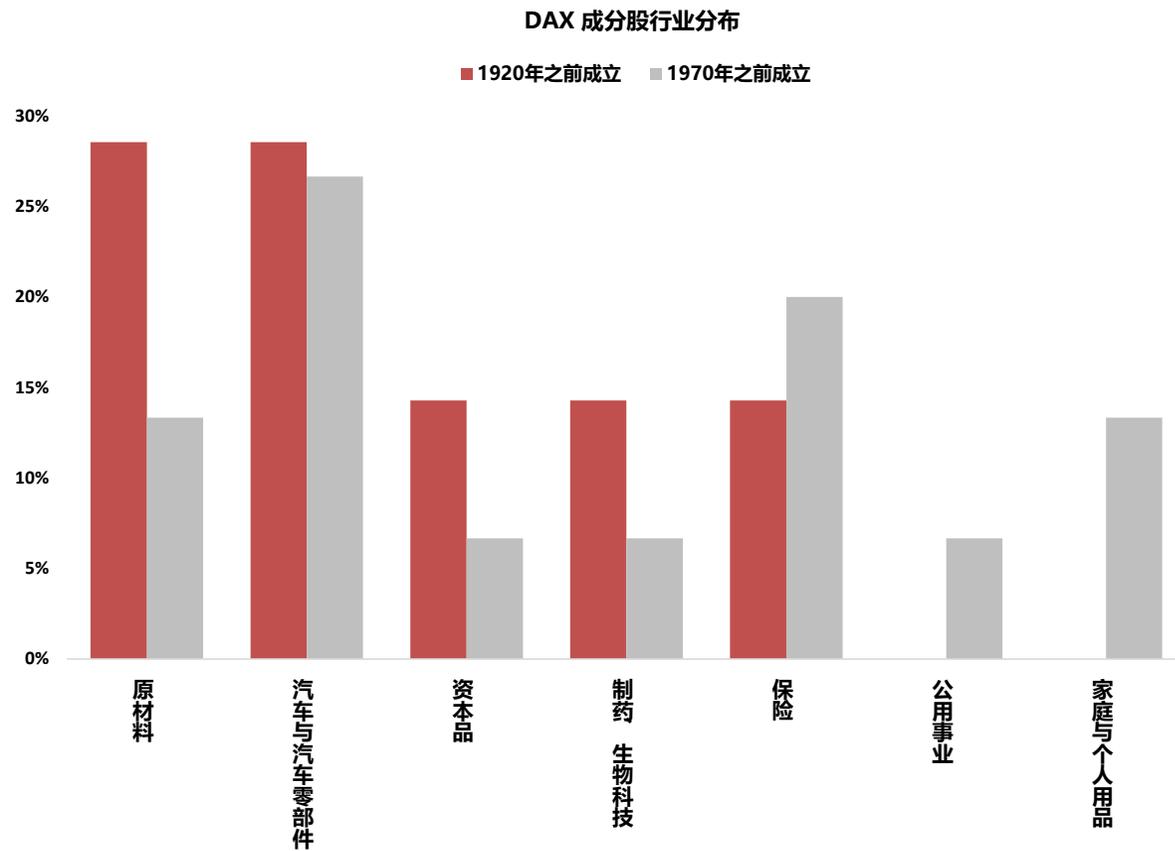


能够穿越周期的行业结构相似

图：富时350成立时间在1920年和1970年之前的公司GICS二级行业分布



图：德国DAX成立时间在1920年和1970年之前的公司GICS二级行业分布



标普500成分股里哪些公司成立于1920年之前?

成立于1920年之前的公司 (美国)	总市值 (亿美元)	GICS一级行业	GICS二级行业	成立年份	成立于1920年之前的公司 (美国)	总市值 (亿美元)	GICS一级行业	GICS二级行业	成立年份	成立于1920年之前的公司 (美国)	总市值 (亿美元)	GICS一级行业	GICS二级行业	成立年份
莫尔森库尔斯饮料公司	122	日常消费品	食品、饮料与烟草	1786	信安金融	200	金融	保险	1879	Archer-Daniels-Midland公司	485	日常消费品	食品、饮料与烟草	1902
道富集团	274	金融	综合金融	1792	波尔	194	原材料	原材料	1880	福特汽车	661	非日常生活消费品	汽车与汽车零部件	1903
信诺集团	922	医疗保健	医疗保健设备与服务	1792	PVH公司	48	非日常生活消费品	耐用消费品与服装	1881	纽威尔品牌公司	89	非日常生活消费品	耐用消费品与服装	1903
科迪华公司	449	原材料	原材料	1802	Evergy股份有限公司	163	公用事业	公用事业	1881	罗克韦尔自动化	299	工业	资本品	1903
高露洁棕榄	689	日常消费品	家庭与个人用品	1806	邱博保险集团	831	金融	保险	1882	公共服务企业集团	343	公用事业	公用事业	1903
哈特福德金融服务	225	金融	保险	1810	埃克森美孚石油公司	3812	能源	能源	1882	亿滋国际	904	日常消费品	食品、饮料与烟草	1903
花旗集团	1052	金融	银行	1812	克罗格公司	351	日常消费品	食品与主要用品零售	1883	杜克能源	863	公用事业	公用事业	1904
联合爱迪生	355	公用事业	公用事业	1823	PPG工业	322	原材料	原材料	1883	美国银行公司	2944	金融	银行	1904
CSX公司	737	工业	运输	1827	FMC公司	143	原材料	原材料	1883	帕卡	330	工业	资本品	1905
韦莱韬悦惠悦公共有限公司	241	金融	保险	1828	江森自控国际有限公司	410	工业	资本品	1885	罗宾逊全球物流有限公司	146	工业	运输	1905
公民金融集团股份有限公司	199	金融	银行	1828	美国自来水股份有限公司	290	公用事业	公用事业	1886	纽柯公司	380	原材料	原材料	1905
McKesson公司	537	医疗保健	医疗保健设备与服务	1833	爱迪生国际	274	公用事业	公用事业	1886	世邦魏理仕	285	房地产	房地产	1906
国际香料	317	原材料	原材料	1833	可口可乐	2812	日常消费品	食品、饮料与烟草	1886	霍尼韦尔	1372	工业	资本品	1906
迪尔	1131	工业	资本品	1837	马拉松石油公司	482	能源	能源	1887	美国电力	537	公用事业	公用事业	1906
宝洁	3597	日常消费品	家庭与个人用品	1837	Marathon石油公司	156	能源	能源	1887	雪佛龙	3062	能源	能源	1906
史丹利百得公司	153	工业	资本品	1843	强生	4406	医疗保健	制药、生物技术和生命	1887	Oneok股份有限公司	283	能源	能源	1906
切近社威股份有限公司	215	日常消费品	家庭与个人用品	1846	Howmet航空航天股份有限公司	161	工业	资本品	1888	家乐氏	258	日常消费品	食品、饮料与烟草	1906
菲利普莫里斯国际集团公司	1577	日常消费品	食品、饮料与烟草	1847	北美信托	216	金融	综合金融	1889	联合包裹服务股份有限公司	1795	工业	运输	1907
辉瑞制药	2798	医疗保健	制药、生物技术和生命	1849	味好美股份有限公司/马里兰州	248	日常消费品	食品、饮料与烟草	1889	通用汽车公司	568	非日常生活消费品	汽车与汽车零部件	1908
美国运通	1240	金融	综合金融	1850	艾默生电气	534	工业	资本品	1890	威廉姆斯公司	418	能源	能源	1908
康宁公司	316	信息技术	技术硬件与设备	1851	L3Harris Technologies股份有限公司	458	工业	资本品	1890	Xcel能源	421	公用事业	公用事业	1909
富国银行	1747	金融	银行	1852	荷美尔食品有限公司	277	日常消费品	食品、饮料与烟草	1891	穆迪	591	金融	综合金融	1909
奥的斯电梯公司	344	工业	资本品	1853	默克	2295	医疗保健	制药、生物技术和生命	1891	卡夫亨氏公司	476	日常消费品	食品、饮料与烟草	1909
旅行家集团	412	金融	保险	1853	安信龙集团	91	金融	保险	1892	Vulcan材料	237	原材料	原材料	1909
M&T银行	336	金融	银行	1856	阿默普莱斯金融公司	313	金融	综合金融	1894	惠而浦	96	非日常生活消费品	耐用消费品与服装	1911
中点能源	207	公用事业	公用事业	1866	好时公司	473	日常消费品	食品、饮料与烟草	1894	伊顿	610	工业	资本品	1911
抗庭顿银行	209	金融	银行	1866	JM 斯马克公司	147	日常消费品	食品、饮料与烟草	1897	国际商业机器	1233	信息技术	软件与服务	1911
宣传公司	664	原材料	原材料	1866	碧迪	763	医疗保健	医疗保健设备与服务	1897	伊利诺伊工具股份有限公司	676	工业	资本品	1912
大都会集团	540	金融	保险	1868	陶氏公司	403	原材料	原材料	1897	Entergy公司	249	公用事业	公用事业	1913
西屋制动公司	176	工业	资本品	1869	杜邦公司	314	原材料	原材料	1897	高乐氏公司	184	日常消费品	家庭与个人用品	1913
高盛	1219	金融	综合金融	1869	芝加哥商业交易所	738	金融	综合金融	1898	开利全球公司	374	工业	资本品	1915
特灵科技公共有限公司	388	工业	资本品	1871	国际纸业	163	原材料	原材料	1898	波音	1022	工业	资本品	1916
英格索兰股份有限公司	219	工业	资本品	1872	VF公司	186	非日常生活消费品	耐用消费品与服装	1899	标普全球	1297	金融	综合金融	1917
Truist金融公司	690	金融	银行	1872	Equifax股份有限公司	264	工业	商业和专业服务	1899	派克汉尼汾公司	393	工业	资本品	1918
金佰利	464	日常消费品	家庭与个人用品	1872	登士柏西诺德公司	79	医疗保健	医疗保健设备与服务	1899	塞拉尼斯公司	128	原材料	原材料	1918
AO史密斯公司	99	工业	资本品	1874	惠好	275	房地产	房地产	1900	康明斯	328	工业	资本品	1919
保德信金融集团	394	金融	保险	1875	雅培制药	1962	医疗保健	医疗保健设备与服务	1900	美国国际集团	454	金融	保险	1919
康菲石油	1295	能源	能源	1875	沃博联股份有限公司	363	日常消费品	食品与主要用品零售	1901	哈利伯顿	256	能源	能源	1919
Phillips 66	430	能源	能源	1875	塔吉特公司	836	非日常生活消费品	零售业	1902	高特利	824	日常消费品	食品、饮料与烟草	1919
礼来	2948	医疗保健	制药、生物技术和生命	1876	3M公司	856	工业	资本品	1902	康尼格拉品牌股份有限公司	169	日常消费品	食品、饮料与烟草	1919
通用电气	889	工业	资本品	1878	Ameren公司	248	公用事业	公用事业	1902					

资料来源: Bloomberg, FactSet, 国联证券研究所, 数据截止至2022年8月。

日经225成分股里哪些公司成立于1920年之前?

成立于1920年之前的公司 (日本)	总市值 (亿美元)	GICS一级行业	GICS二级行业	成立年份	成立于1920年之前的公司 (日本)	总市值 (亿美元)	GICS一级行业	GICS二级行业	成立年份	成立于1920年之前的公司 (日本)	总市值 (亿美元)	GICS一级行业	GICS二级行业	成立年份
日本永旺集团	176	日常消费品	食品与主要用品零售	1758	雅马哈	74	非日常生活消费品	耐用消费品与服装	1887	日野汽车	28	工业	资本品	1910
武田药品工业	437	医疗保健	制药、生物科技和生命	1781	三菱仓库	22	工业	运输	1887	出光兴产株式会社	77	能源	能源	1911
高岛屋	18	非日常生活消费品	零售业	1831	住友重工有限公司	26	工业	资本品	1888	日本水产	13	日常消费品	食品、饮料与烟草	1911
鹿岛建设	54	工业	资本品	1840	任天堂	506	通信服务	媒体与娱乐	1889	夏普有限公司	49	非日常生活消费品	耐用消费品与服装	1912
石川岛播磨重工	38	工业	资本品	1853	尤尼吉可株式会社	1	非日常生活消费品	耐用消费品与服装	1889	荏原制作所	37	工业	资本品	1912
伊藤忠商事	418	工业	资本品	1858	久保田	198	工业	资本品	1890	住友化学有限公司	68	原材料	原材料	1913
丸红株式会社	171	工业	资本品	1858	东京建物有限公司	33	房地产	房地产	1896	日本精工	29	工业	资本品	1914
瑞穗金融集团	298	金融	银行	1864	住友电气工业有限公司	92	非日常生活消费品	汽车与汽车零部件	1897	安川电机株式会社	94	工业	资本品	1915
日本邮政控股有限公司	253	金融	保险	1871	大阪瓦斯	74	公用事业	公用事业	1897	横河电机	46	信息技术	技术硬件与设备	1915
株式会社资生堂	164	日常消费品	家庭与个人用品	1872	东武铁道	51	工业	运输	1897	电化株式会社	21	原材料	原材料	1915
大成建设	59	工业	资本品	1873	大日本住友制药	32	医疗保健	制药、生物科技和生命	1897	五十铃汽车	89	非日常生活消费品	汽车与汽车零部件	1916
王子控股株式会社	41	原材料	原材料	1873	宇部公司	15	原材料	原材料	1897	斯巴鲁汽车公司	139	非日常生活消费品	汽车与汽车零部件	1917
三井金属	13	原材料	原材料	1874	大隈控股株式会社	13	工业	资本品	1898	龟甲万	127	日常消费品	食品、饮料与烟草	1917
大日本印刷	59	工业	商业和专业服务	1876	日本电气(NEC)株式会社	99	信息技术	软件与服务	1899	东陶	59	工业	资本品	1917
札幌控股有限公司	17	日常消费品	食品、饮料与烟草	1876	凸版印刷株式会社	56	工业	商业和专业服务	1900	尼康	43	非日常生活消费品	耐用消费品与服装	1917
盐野义制药有限公司	157	医疗保健	制药、生物科技和生命	1878	日清制粉集团	36	日常消费品	食品、饮料与烟草	1900	横滨橡胶	27	非日常生活消费品	汽车与汽车零部件	1917
川崎重工	32	工业	资本品	1878	电通集团株式会社	94	通信服务	媒体与娱乐	1901	三井造船	3	工业	资本品	1917
太平洋水泥株式会社	18	原材料	原材料	1881	第一生命控股株式会社	177	金融	保险	1902	Panasonic株式会社	197	非日常生活消费品	耐用消费品与服装	1918
日立造船	10	工业	资本品	1881	大和证券	67	金融	综合金融	1902	日电工公司	98	原材料	原材料	1918
冲电气工业	5	信息技术	技术硬件与设备	1881	神户制钢	18	原材料	原材料	1905	帝人	21	原材料	原材料	1918
东洋纺织株式会社	7	原材料	原材料	1882	麒麟控股	137	日常消费品	食品、饮料与烟草	1907	东海碳素	16	原材料	原材料	1918
三菱重工	119	工业	资本品	1884	AGC股份有限公司	82	工业	资本品	1907	松井证券	15	金融	综合金融	1918
同和控股	23	原材料	原材料	1884	日本制钢	16	工业	资本品	1907	NTN 株式会社	10	工业	资本品	1918
古河电气工业	13	工业	资本品	1884	住友大阪水泥	9	原材料	原材料	1907	德山株式会社	10	原材料	原材料	1918
日本邮船株式会社	130	工业	运输	1885	DIC株式会社	18	原材料	原材料	1908	日本板硝子株式会社	3	工业	资本品	1918
东京瓦斯	83	公用事业	公用事业	1885	铃木	175	非日常生活消费品	汽车与汽车零部件	1909	奥林巴斯	285	医疗保健	医疗保健设备与服务	1919
藤仓株式会社	19	工业	资本品	1885	味之素	151	日常消费品	食品、饮料与烟草	1909	住友商事有限公司	176	工业	资本品	1919
新日本制铁株式会社	145	原材料	原材料	1886	京成电铁	47	工业	运输	1909	川崎汽船	64	工业	运输	1919
花王	215	日常消费品	家庭与个人用品	1887	日立	494	工业	资本品	1910	大和控股	61	工业	运输	1919
日产化学	78	原材料	原材料	1887	京王电铁	49	工业	运输	1910	日本碍子	46	工业	资本品	1919

资料来源: Bloomberg, FactSet, 国联证券研究所, 数据截止至2022年8月。

富时350成分股里哪些公司成立于1920年之前?

成立于1920年之前的公司 (英国)	总市值 (亿美元)	GICS一级行业	GICS二级行业	成立年份
英仕曼集团	38	金融	综合金融	1783
庄信万丰	50	材料	原材料	1817
RHI MAGNESITA	11	材料	原材料	1834
PRUDENTIAL	327	金融	保险	1848
TP ICAP	15	金融	综合金融	1868
SCOTTISH AMERICAN INV	11	金融	综合金融	1873
F&C INVESTMENT	58	金融	综合金融	1879
JPMORGAN AMERICAN IT	18	金融	综合金融	1881
MERCANTILE INVESTMENT TST	19	金融	综合金融	1884
PZ CUSSONS	11	日常消费	家庭与个人用品	1884
帝亚吉欧	1059	日常消费	食品、饮料与烟草	1886
JPMORGAN GLOBAL GWTH & INC	9	金融	综合金融	1887
HENDERSON SMALLER COS INV TST	8	金融	综合金融	1887
ALLIANCE	37	金融	综合金融	1888
BANKERS INV TST	17	金融	综合金融	1888
EDINBURGH INV TST	13	金融	综合金融	1889
LAW DEBENTURE	12	金融	综合金融	1889
AVI GLOBAL	12	金融	综合金融	1889
THE GLOBAL SMALLER COMPANIES TRUST	10	金融	综合金融	1889
MERCHANTS TRUST	9	金融	综合金融	1889
CITY OF LONDON INVESTMENT TRUST	23	金融	综合金融	1891

成立于1920年之前的公司 (英国)	总市值 (亿美元)	GICS一级行业	GICS二级行业	成立年份
联合利华(英国)	1207	日常消费	家庭与个人用品	1894
HALMA	104	信息技术	技术硬件与设备	1894
伟尔集团	51	工业	资本品	1895
巴克莱	333	金融	银行	1896
培生集团	78	可选消费	媒体与娱乐	1897
MITCHELLS & BUTLERS	14	可选消费	消费者服务	1898
HISCOX保险	38	金融	保险	1901
GRAFTON	23	工业	资本品	1902
RELX	552	工业	商业和专业服务	1903
泰特利乐	39	日常消费	食品、饮料与烟草	1903
TR PROPERTY INV TST	16	金融	综合金融	1905
CHEMRING	11	工业	资本品	1905
BLACKROCK SMALLER COMPANIES TST	9	金融	综合金融	1906
MURRAY INTERNATIONAL TRUST	19	金融	综合金融	1907
SYNTHOMER	12	材料	原材料	1908
英国石油	978	能源	能源	1909
苏格兰抵押贷款信托公司	157	金融	综合金融	1909
WITAN INV TST	20	金融	综合金融	1909
COATS	12	可选消费	耐用消费品与服装	1909
GRAINGER	26	房地产	房地产	1912
史密斯集团	69	工业	资本品	1914

德国DAX成分股里哪些公司成立于1920年之前？

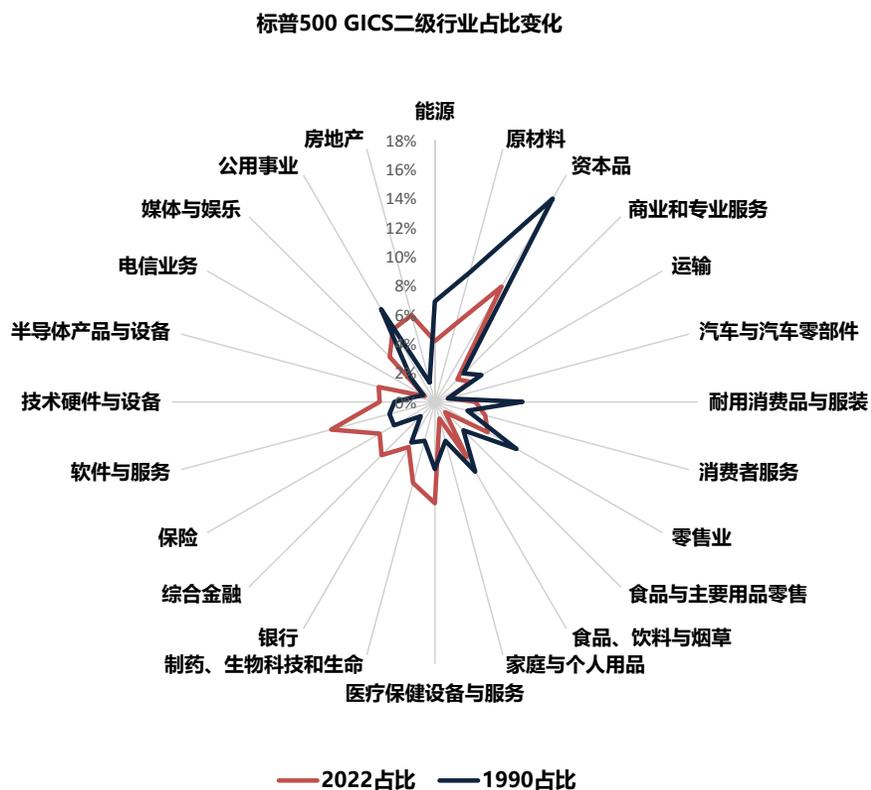
成立于1920年之前的公司（德国）	总市值（亿美元）	GICS一级行业	GICS二级行业	成立年份
拜耳	543	医疗保健	制药、生物科技和生命科学	1863
巴斯夫	410	材料	原材料	1865
德国大陆	137	可选消费	汽车与汽车零部件	1871
海德堡水泥	99	材料	原材料	1889
安联保险	748	金融	保险	1890
西门子	917	工业	资本品	1897
宝马集团	534	可选消费	汽车与汽车零部件	1916

社会基础需求属性的行业更为稳定

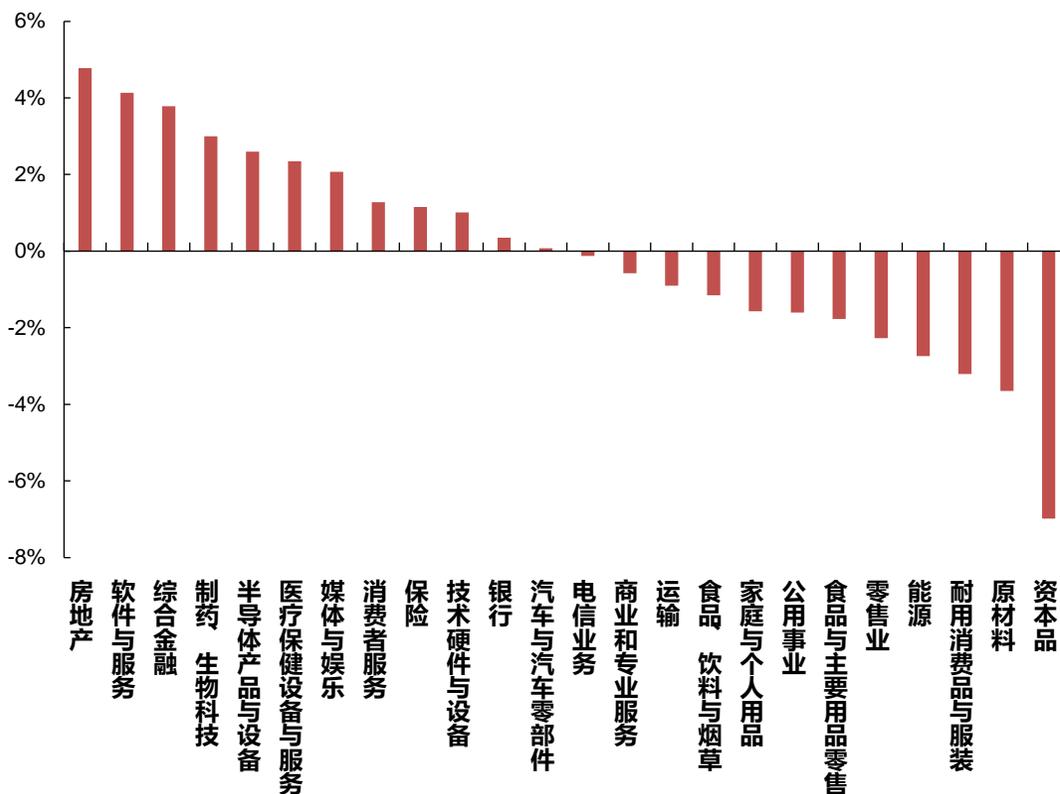
➤ 而细分二级行业中：

➤ 1) 美国（2022年 vs 1990年）：地产、综合金融、科技（如软件与服务、半导体）和医药类占比提升较大；汽车及零部件、电信业务、运输等占比变化不大；资本品、原材料占比减少最多。

图：标普500成分股GICS二级行业占比



图：标普500成分股GICS二级行业占比变化(2022年-1990年)

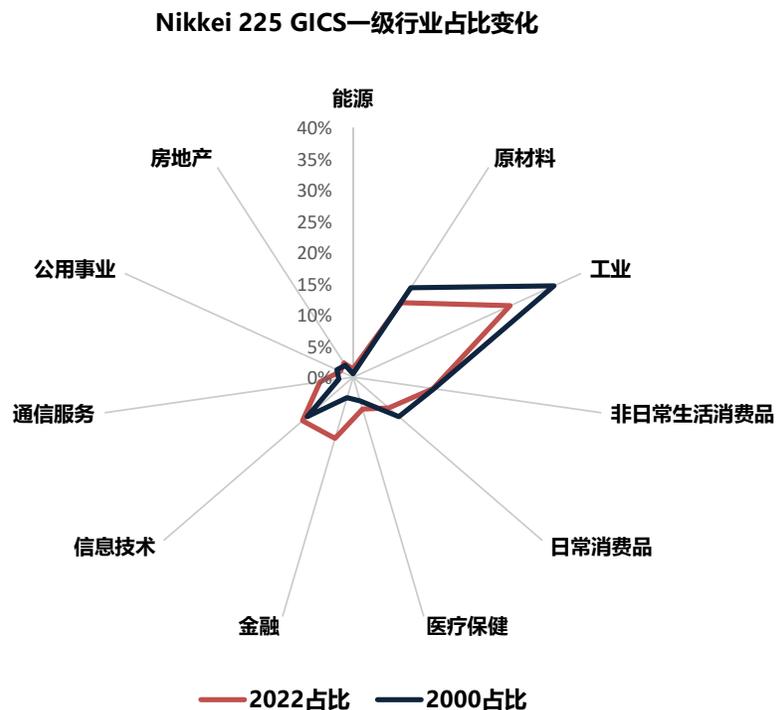


资料来源：Bloomberg, FactSet, 国联证券研究所

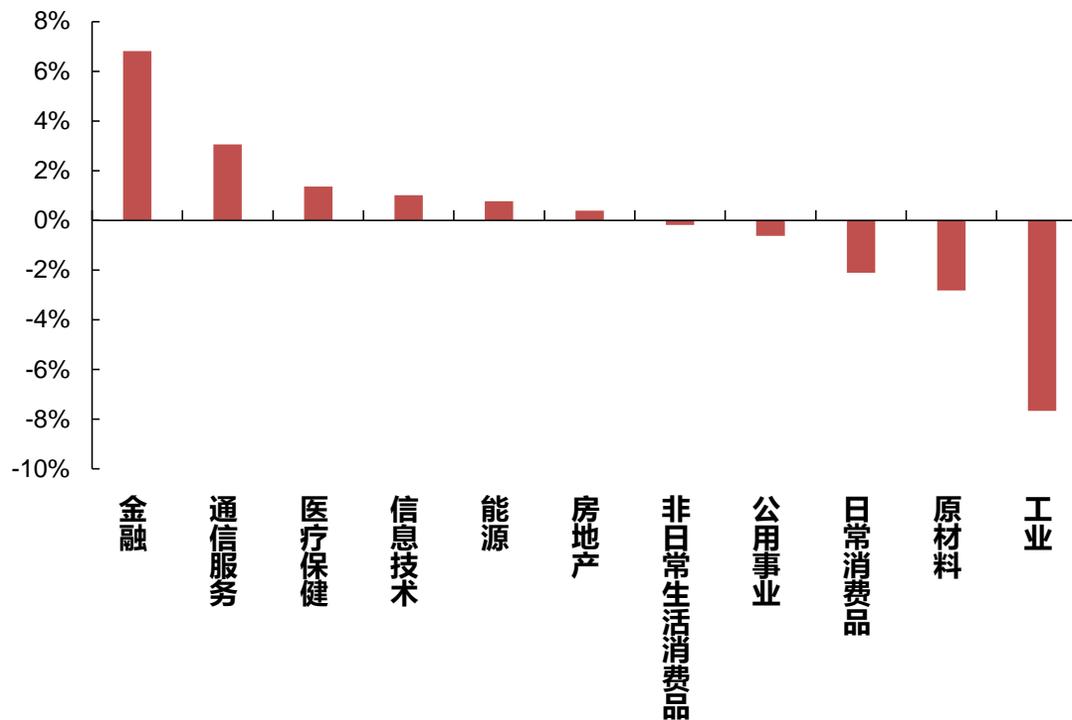
社会基础需求属性的行业更为稳定

➤ 2) 日本 (2022年 vs 2000年)：金融占比提升；可选消费、公用事业占比变化不大；工业占比减少较多。

图：日经225成分股GICS一级行业占比



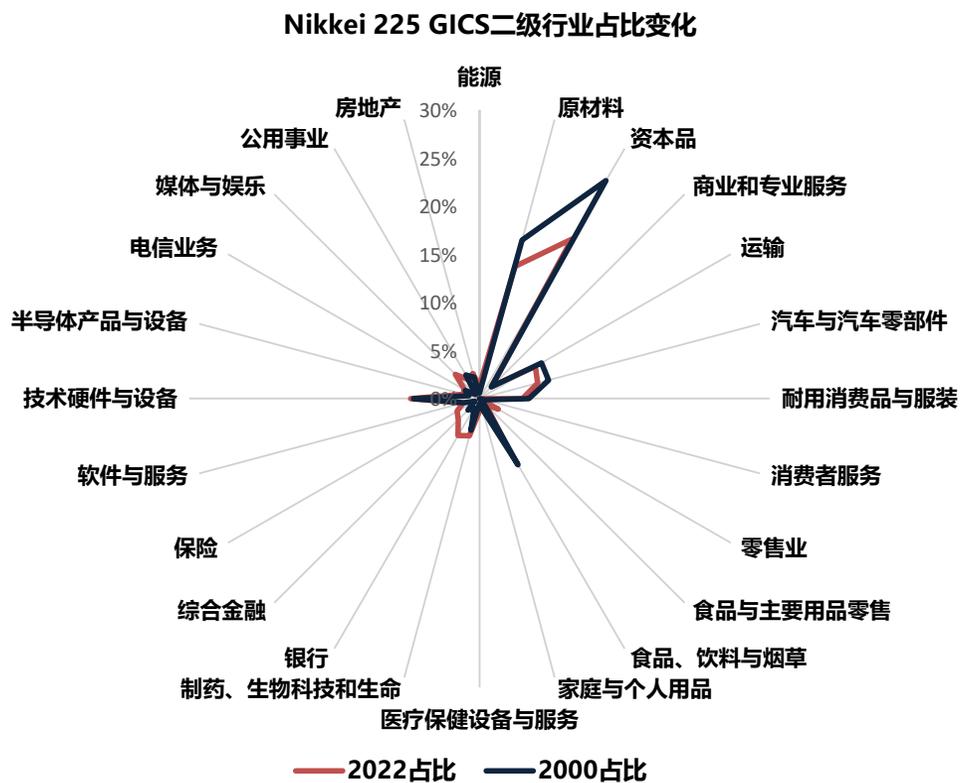
图：日经225成分股GICS一级行业占比变化(2022年-2000年)



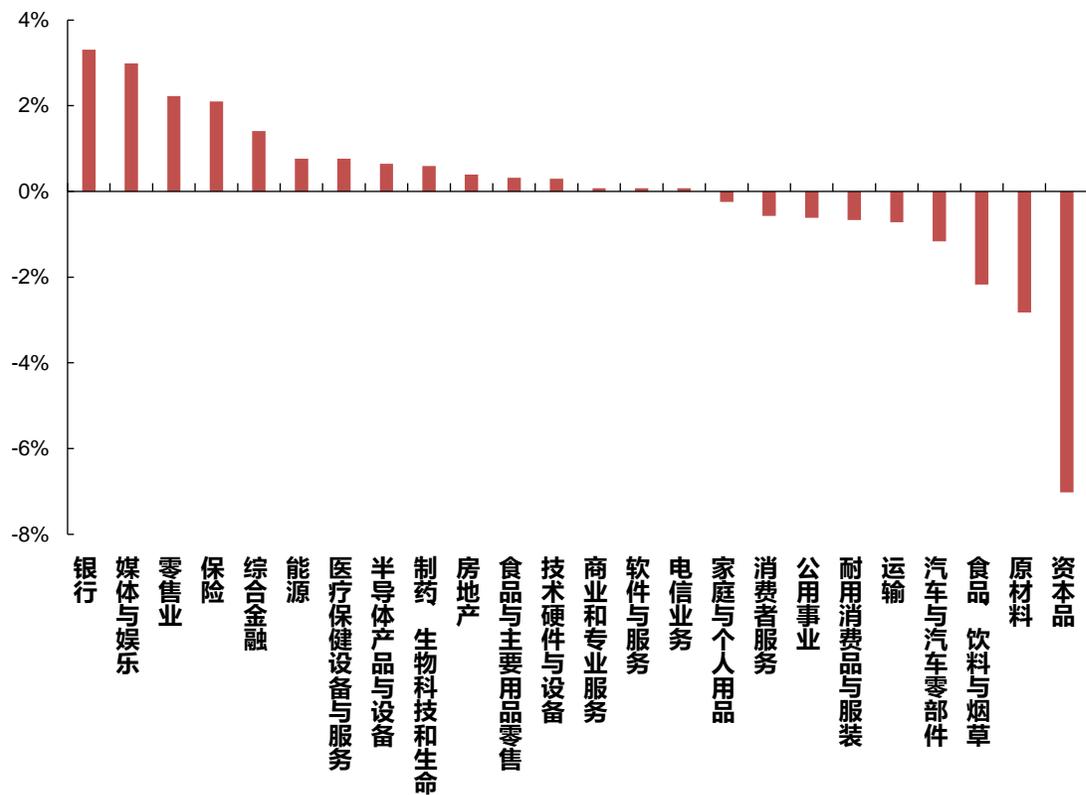
社会基础需求属性的行业更为稳定

➤ 2) 日本 (2022年 vs 2000年)：银行、零售业、媒体与娱乐占比提升较大；技术硬件与设备、软件与服务等科技类占比变化不大；资本品、原材料类占比减少较多。

图：日经225成分股GICS二级行业占比



图：日经225成分股GICS二级行业占比变化(2022年-2000年)

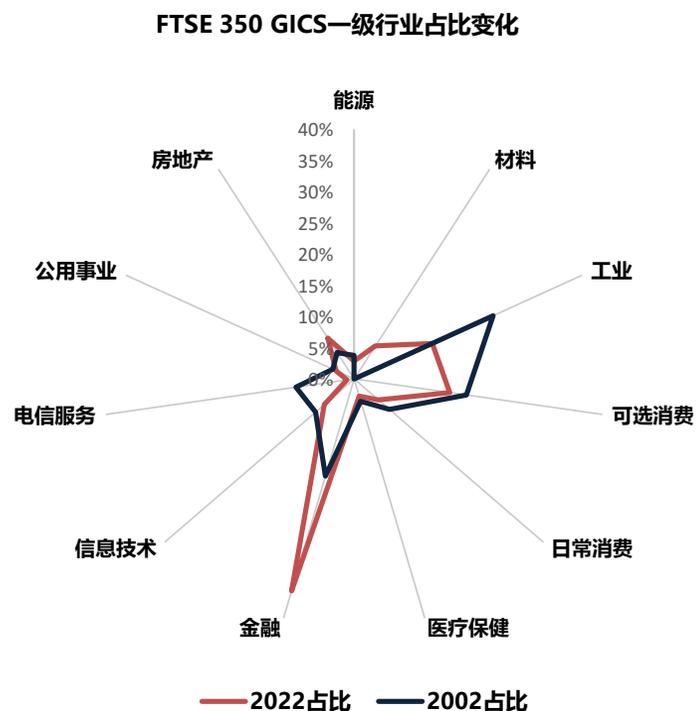


资料来源：Bloomberg, FactSet, 国联证券研究所

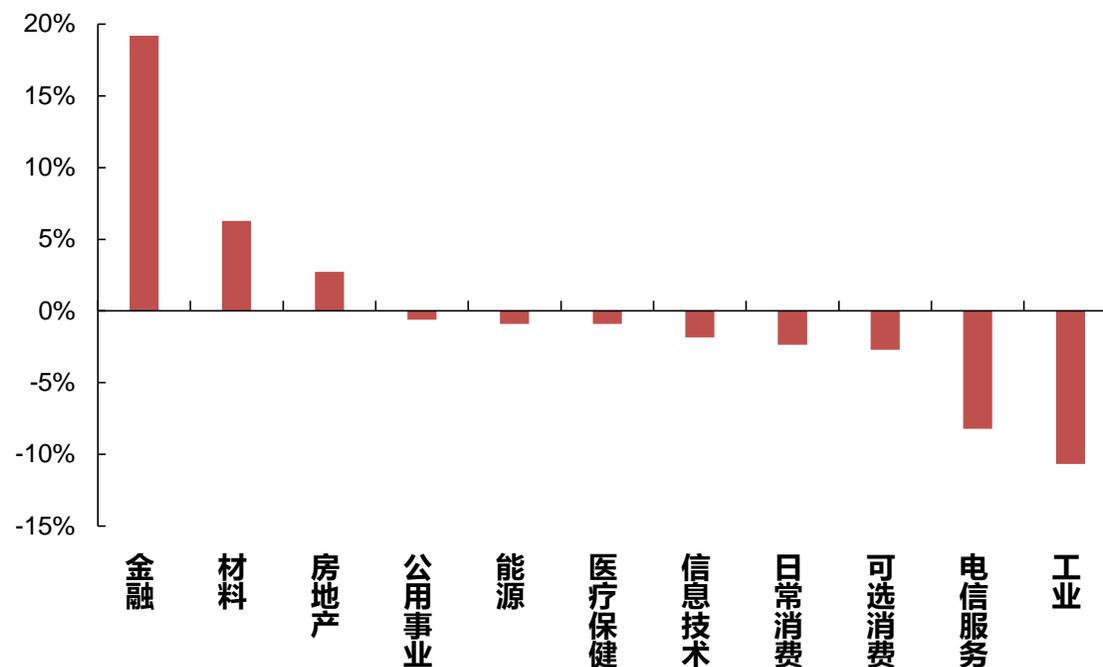
社会基础需求属性的行业更为稳定

➤ 3) 英国 (2022年 vs 2002年)：金融占比进一步提升；能源、公用事业占比变化不大；工业、电信服务占比减少较多。

图：富时350成分股GICS一级行业占比



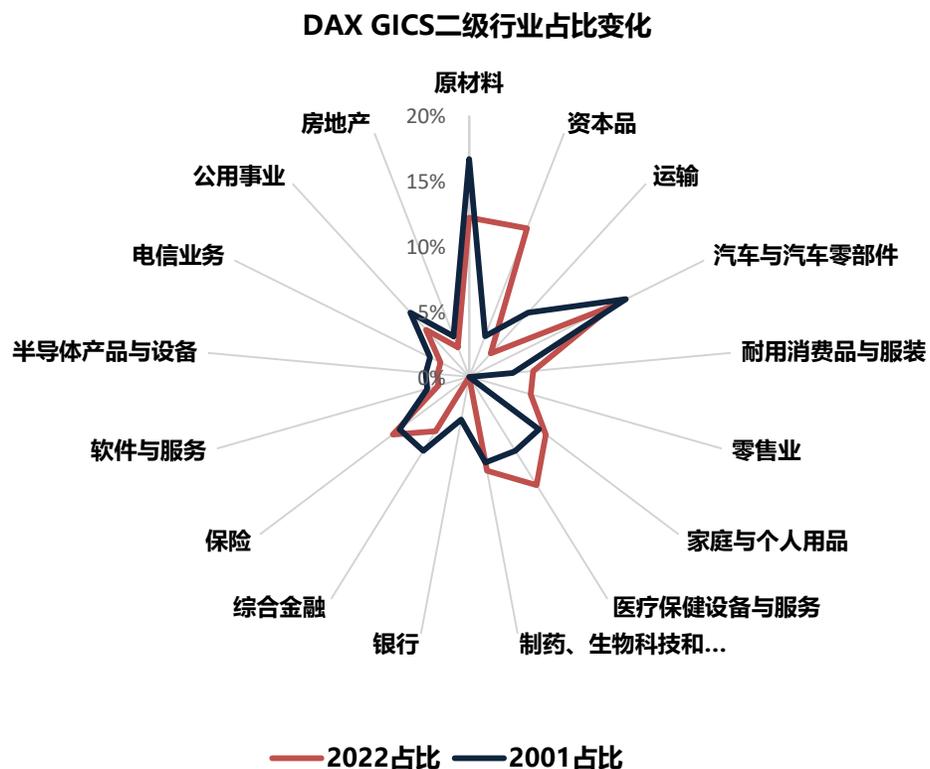
图：富时350成分股GICS一级行业占比变化(2022年-2002年)



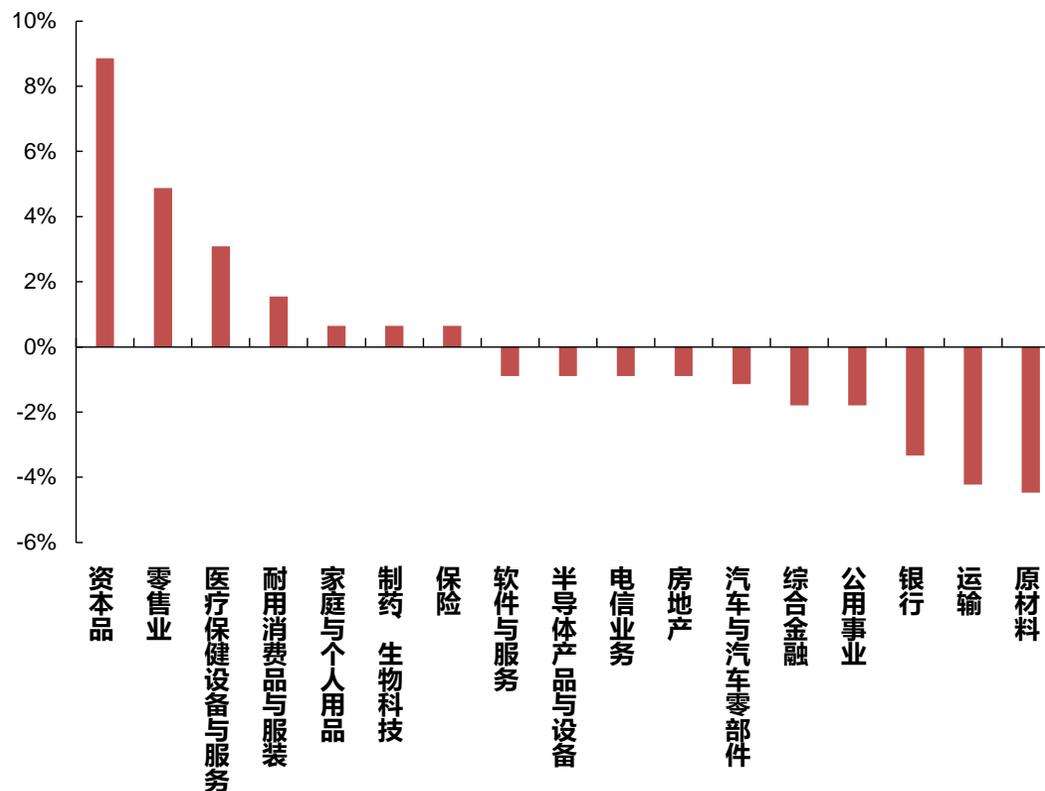
社会基础需求属性的行业更为稳定

- 4) 德国（2022年 vs 2001年）：资本品、零售业、医疗保健占比提升较多；软件与服务、半导体占比变化不大；原材料和运输占比减少较多。

图：德国DAX成分股GICS二级行业占比



图：德国DAX成分股GICS二级行业占比变化(2022年-2001年)





需求刚性、技术积累和行业垄断
成就百年巨头企业

社会基础需求

- 1. 公用事业：需求刚性和行业垄断是公用事业的特征，因此其受经济周期、外部冲击等不确定性因素的影响非常低。
- i) 需求刚性：公用事业涵盖领域均为一些底层基础设施，处于满足消费者最基本的需求层面，具有非常大的需求刚性。
- ii) 行业垄断：受资源、规模经济效益以及政府对社会发展规划要求的制约，公用事业在经营上不太可能形成充分的竞争，从而具有一定的垄断性。市场对价格的影响非常有限，企业和居民只能被动地接受价格。公用事业一般都是当地生产、当地销售、当地消费。由于各地影响公用事业价格的因素有很大差异，公用事业的成本和价格在各地区之间有较大差别，具有较强的地域性。虽然现代技术发展侵蚀了传统公用事业的一些自然垄断方面，如发电、电力零售、电信。同时某些类型的公共交通和邮政服务在一些国家变得具有竞争力，公共事业的自由化，放松管制和私有化的趋势正在增长。但是，用于分发大多数公用事业产品和服务的基础设施基本上仍然是垄断的。

图：当前各国成分股中典型的公用事业公司

所属国家	公司名称	总市值 (亿美元)	GICS二级行业	成立年份	存续时长 (年)
美国	新纪元能源公司	1779	公用事业	1984	38
	杜克能源	863	公用事业	1904	118
	南方公司	860	公用事业	1945	77
	Dominion能源股份有限公司	710	公用事业	1983	39
	美国电力	537	公用事业	1906	116
	桑普拉能源	531	公用事业	1996	26
日本	关西电力	84	公用事业	1951	71
	东京瓦斯	83	公用事业	1885	137
	大阪瓦斯	74	公用事业	1897	125
	东京电力控股株式会社	59	公用事业	1951	71
英国	英国国家电网	516	公用事业	2000	22
	苏格兰及南方能源集团	235	公用事业	1989	33
	公共事务联合集团	94	公用事业	2008	14
	塞伦特	91	公用事业	1989	33
德国	莱茵集团	300	公用事业	1999	23
	意昂集团	253	公用事业	1929	93

社会基础需求

- 2. 能源：需求刚性是能源行业最大的特征之一。尽管近年来可再生能源发展迅速，但短期内仍无法扭转传统能源需求刚性的局面。同时排除特殊情况下（战乱、工业革命等）对能源需求的快速增长，能源的供需结构长期相对稳定，因此我们认为能源长期稳定且受周期波动较小。
- 需求刚性：能源是几乎所有行业必不可少的基础条件，其需求具有相当大的广度和刚性。尽管近年来可再生能源发展迅速，但短期内仍无法扭转传统能源需求刚性的局面。对于不可再生能源（石油、天然气等），由于资源的有限性，供给相对弹性不大（即使石油短期内可以一定程度的增产或减产），而需求弹性也相对较小，供需结构相对稳定。我们认为，在特殊情况下（如战乱、工业革命）会较大地促进能源的需求向上增长，而在正常情况下，能源需求却很难大幅下滑，因此这种需求端的不对称性形成了能源需求侧的向下刚性，叠加供给端的相对刚性，我们认为能源行业也是长期较稳定的、长期内受周期波动较小的行业。

图：当前各国成分股中典型的能源公司

所属国家	公司名称	总市值 (亿美元)	GICS二级行业	成立年份	存续时长 (年)
美国	埃克森美孚石油公司	3812	能源	1882	140
	雪佛龙	3062	能源	1906	116
	康菲石油	1295	能源	1875	147
	EOG资源	659	能源	1985	37
	西方石油	592	能源	1920	102
	Pioneer 自然资源公司	547	能源	1997	25
	斯伦贝谢公众有限公司	503	能源	1926	96
日本	国际石油开发帝石控股	151	能源	2008	14
	ENEOS控股株式会社	118	能源	2010	12
	出光兴产株式会社	77	能源	1911	111
英国	壳牌	1910	能源	2002	20
	英国石油	978	能源	1909	113
	HARBOUR ENERGY	858	能源	2002	20

消费品

- 1. 食品饮料：食品饮料行业绝大部分属于必选消费品，属于人类最基本的物质生活需求，受经济周期波动的影响相对较小。

图：当前各国成分股中典型的食品饮料公司

所属国家	公司名称	总市值 (亿美元)	GICS二级行业	成立年份	存续时长 (年)
美国	可口可乐	2812	食品饮料	1886	136
	百事可乐	2489	食品饮料	1965	57
	亿滋国际	904	食品饮料	1903	119
	Keurig Dr Pepper有限公司	568	食品饮料	2007	15
日本	朝日集团控股株式会社	182	食品饮料	1949	73
	味之素	152	食品饮料	1909	113
	麒麟控股	138	食品饮料	1907	115
英国	帝亚吉欧	1059	食品饮料	1886	136
	英国联合食品集团	158	食品饮料	1934	88

- 2. 医疗保健：需求刚性和技术积累是医疗保健的特征，因此其具备穿越周期的能力。
- i) 需求刚性：作为维持人类生命健康的重要保障，医疗保健行业有着举足轻重的基础地位，其需求刚性的特点显而易见。
- ii) 技术积累：在国外发达经济体，老牌医疗企业的护城河非常坚实，他们不仅拥有较为强大的研发实力和巨额的研发经费投入，且拥有数量非常庞大的专利库，能够在保证足够创新实力的同时为企业带来源源不断的现金流。且由于部分技术领域的垄断性，这种护城河带来的巨大优势将很难被侵蚀，在经济周期波动或外部冲击下仍能较大概率保证公司正常健康发展。

图：当前各国成分股中典型的医疗保健公司

所属国家	公司名称	总市值 (亿美元)	GICS一级行业	GICS二级行业	成立年份	存续时长 (年)
美国	联合健康集团	5108	医疗保健	医疗保健设备与服务	1977	45
	强生	4406	医疗保健	制药、生物科技和生命	1887	135
	礼来	2948	医疗保健	制药、生物科技和生命	1876	146
	辉瑞制药	2798	医疗保健	制药、生物科技和生命	1849	173
	艾伯维公司	2520	医疗保健	制药、生物科技和生命	2011	11
	Thermo Fisher Scientific公司	2359	医疗保健	制药、生物科技和生命	1960	62
	默克	2295	医疗保健	制药、生物科技和生命	1891	131
	丹纳赫	2186	医疗保健	制药、生物科技和生命	1984	38
	雅培制药	1962	医疗保健	医疗保健设备与服务	1900	122
	百时美施贵宝公司	1583	医疗保健	制药、生物科技和生命	1933	89
	CVS健康公司	1397	医疗保健	医疗保健设备与服务	1963	59
	AMGEN-T	1352	医疗保健	制药、生物科技和生命	1980	42
	美敦力	1266	医疗保健	医疗保健设备与服务	1949	73
Elevance健康股份有限公司	1181	医疗保健	医疗保健设备与服务	1944	78	
日本	奥林巴斯	292	医疗保健	医疗保健设备与服务	1919	103
	泰尔茂株式会社	265	医疗保健	医疗保健设备与服务	1921	101
	M3 株式会社	254	医疗保健	医疗保健设备与服务	2000	22
英国	阿斯利康	2055	医疗保健	制药、生物科技和生命	1992	30
	葛兰素史克	694	医疗保健	制药、生物科技和生命	1999	23
	施乐辉	111	医疗保健	医疗保健设备与服务	1937	85
德国	德国默克	814	医疗保健	制药、生物科技和生命	1995	27
	SIEMENS HEALTHINEERS	585	医疗保健	医疗保健设备与服务	2017	5
	拜耳	543	医疗保健	制药、生物科技和生命	1863	159
	SARTORIUS PRE	309	医疗保健	医疗保健设备与服务	1990	32

资本品龙头

- **资本品：**尽管资本品行业的竞争非常激烈，且随着时代进步和技术的发展，行业内部更迭并不慢。但拥有技术积累和行业垄断地位的企业仍能持久的存续下去。
- **技术积累和行业垄断：**尽管行业竞争十分激烈，但我们认为对于具有较强研发实力、较大量产规模、较大垄断优势的资本品龙头企业而言，他们拥有相当坚固的护城河。虽然一定程度上会因经济周期的波动影响下游需求端，但受益于基本生产的刚性需求，以及龙头公司较大的规模优势和技术积累，龙头资本品企业依然有能力穿越周期的束缚。以美国企业为例，有相当比例的龙头资本品公司历史都非常悠久，且都能较持久地占据行业垄断地位。

图：当前各国成分股中典型的资本品公司

所属国家	公司名称	总市值 (亿美元)	GICS一级行业	GICS二级行业	成立年份	存续时长 (年)
美国	雷神技术公司	1403	工业	资本品	1922	100
	霍尼韦尔	1372	工业	资本品	1906	116
	洛克希德马丁	1167	工业	资本品	1961	61
	迪尔	1131	工业	资本品	1837	185
	卡特彼勒	1043	工业	资本品	1925	97
	波音	1022	工业	资本品	1916	106
	通用电气	889	工业	资本品	1878	144
	3M公司	856	工业	资本品	1902	120
日本	大金工业	560	工业	资本品	1924	98
	日立	498	工业	资本品	1910	112
	三菱商事	473	工业	资本品	1999	23
	伊藤忠商事	423	工业	资本品	1858	164
	三井物产	367	工业	资本品	1947	75
	发那科株式会社	348	工业	资本品	1958	64
	三菱电机	228	工业	资本品	1921	101
	小松制作所	204	工业	资本品	1921	101
英国	久保田	200	工业	资本品	1890	132
	英国宇航系统	303	工业	资本品	1979	43
	ASHTeAD	245	工业	资本品	1984	38
	本泽商贸	128	工业	资本品	1940	82
德国	斯派莎克工程	100	工业	资本品	1958	64
	西门子	917	工业	资本品	1897	125
	空客集团	887	工业	资本品	1998	24
	BRENNTAG	112	工业	资本品	2006	16
	MTU航空发动机	108	工业	资本品	2003	19

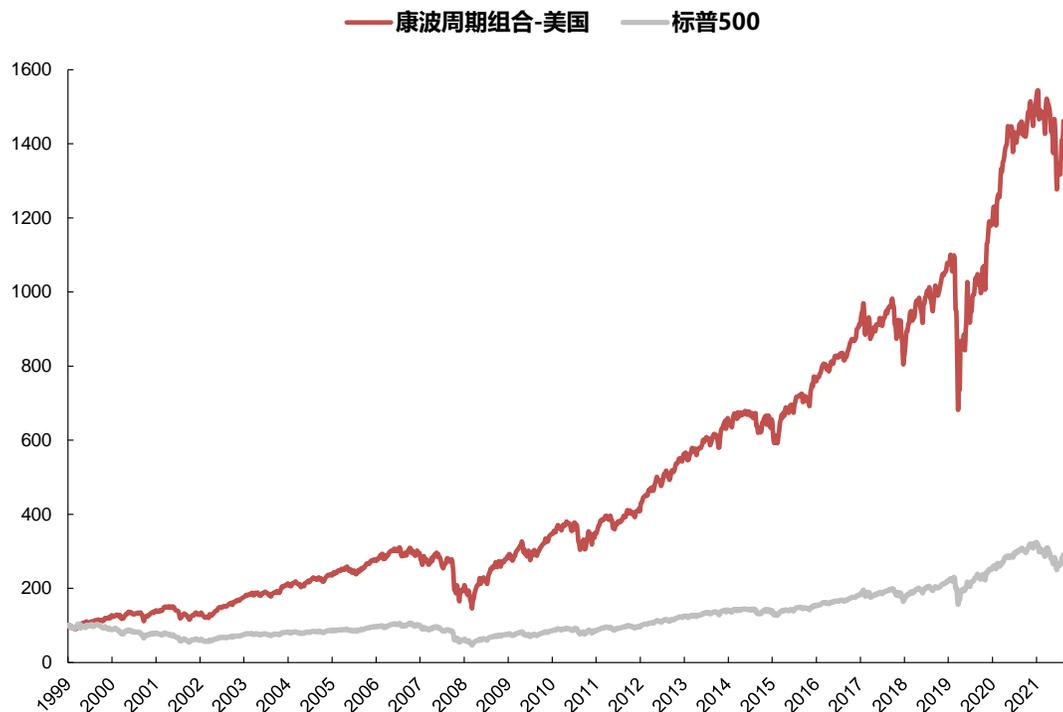


能够穿越康波周期的企业，
有显著的超额收益

康波周期组合超额收益明显

- 康波周期组合具备优秀的超额收益，各个国家的优势产业有更高的超额收益。其中英美的信息技术和可选消费板块、日本的通信服务超额收益优势明显，德国的消费板块表现更佳（因指数成分股数量较少，德国康波周期组合和基准指数表现差异较小，参考价值较低）。

图：康波周期策略回测结果（美国）



图：康波周期策略回测结果（日本）



康波周期组合超额收益明显

- 我们选取当前标普500、日经225、富时350和德国DAX成立时间在1970年之前（存续时间50年以上）的成分股作为美国、日本、英国和德国的康波周期组合。综合评判康波周期组合：
 - 1) **超额收益**：无论是相对于宽基指数还是行业指数，每个国家的康波周期组合基本均有明显的超额正向收益。
 - 2) **胜率**：除德国DAX指数成分股较少，参考性较低外，美国、日本和英国康波周期组合的周度涨跌幅胜率大多高于50%。
 - 3) **最大回撤**：横向比较来看，必选消费和医疗保健的回撤较小。
 - 4) **夏普比率**：以各国十年国债收益率作为无风险利率，或因消费和医疗保健的收益较为稳定，其夏普比率较高。

图：康波周期策略回测结果（英国）



图：康波周期策略回测结果（德国）



康波周期组合超额收益明显

图：无论是相对宽基指数还是行业指数，康波周期策略均有正向的超额收益，同时多数情况能够跑赢指数

美国	收益率 (年化)	年化超额收益率 (年化)	胜率 (相对指数)	最大回撤	年化夏普比率 (年化)
整体	12%	7%	59%	53%	47%
能源	9%	5%	54%	76%	20%
原材料	12%	6%	54%	56%	42%
工业	14%	9%	59%	56%	48%
可选消费	15%	8%	51%	60%	47%
必选消费	9%	3%	53%	31%	44%
医疗保健	13%	7%	56%	42%	59%
金融	8%	6%	55%	74%	19%
信息技术	14%	8%	55%	57%	42%
通信服务	4%	4%	50%	58%	2%
公用事业	7%	4%	51%	43%	20%

日本	收益率 (年化)	年化超额收益率 (年化)	胜率 (相对指数)	最大回撤	年化夏普比率 (年化)
整体	8%	5%	49%	60%	31%
能源	-	-	-	-	-
原材料	6%	4%	55%	67%	21%
工业	8%	5%	55%	63%	30%
可选消费	7%	6%	52%	64%	24%
必选消费	8%	3%	53%	50%	38%
医疗保健	9%	7%	54%	41%	41%
金融	6%	8%	53%	77%	17%
信息技术	5%	5%	53%	69%	15%
通信服务	7%	11%	52%	63%	28%
公用事业	3%	4%	52%	71%	10%

英国	收益率 (年化)	年化超额收益率 (年化)	胜率 (相对指数)	最大回撤	年化夏普比率 (年化)
整体	9%	7%	58%	54%	30%
能源	0%	0%	50%	70%	-10%
原材料	15%	8%	52%	63%	51%
工业	10%	7%	53%	54%	33%
可选消费	10%	9%	53%	78%	27%
必选消费	7%	1%	49%	44%	24%
医疗保健	6%	4%	51%	47%	12%
金融	6%	8%	55%	49%	15%
信息技术	11%	18%	53%	67%	33%
通信服务	-	-	-	-	-
公用事业	-	-	-	-	-

德国	收益率 (年化)	年化超额收益率 (年化)	胜率 (相对指数)	最大回撤	年化夏普比率 (年化)
整体	4%	1%	50%	60%	9%
能源	-	-	-	-	-
原材料	3%	1%	50%	70%	3%
工业	1%	0%	49%	74%	-5%
可选消费	6%	3%	53%	73%	14%
必选消费	5%	2%	50%	50%	10%
医疗保健	1%	-1%	48%	82%	-3%
金融	0%	3%	52%	73%	-7%
信息技术	-	-	-	-	-
通信服务	-	-	-	-	-
公用事业	-2%	-1%	50%	86%	-16%

数据来源：Wind，国联证券研究所。预测盈利增速为Wind一致预期，样本区间为2014年-2021年

风险提示

- 全球地缘政治出现重大变化，导致全球市场风险偏好急剧变化；
- 美国通胀超预期上升，美联储超预期紧缩，导致全球降息周期延后；
- 政策刺激后地产需求难以企稳，居民消费意愿较弱，国内经济复苏不及预期。

分析师和联系人

分析师 包承超

SAC: S0590523100005

分析师 邓宇林

SAC: S0590523100008

分析师 周长民

SAC: S0590524030003

办公地址

上海

上海市虹口区杨树浦路188号星立方大厦8楼

北京

北京市东城区安定门外大街208号中邮政安广场
A座4楼

深圳

福田区益田路4068号卓越时代广场13层

无锡

江苏省无锡市金融一街8号国联金融大厦12层

评级说明和声明

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

评级说明

投资建议的评级标准	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的6到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A股市场以沪深300指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准；韩国市场以柯斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	买入	相对同期相关证券市场代表指数涨幅20%以上
	增持	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于5%~20%之间
	持有	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~5%之间
	卖出	相对同期相关证券市场代表指数跌幅10%以上
	强于大市	相对同期相关证券市场代表指数涨幅10%以上
	中性	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~10%之间
	弱于大市	相对同期相关证券市场代表指数跌幅10%以上

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属国联证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“国联证券”）。未经国联证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为国联证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，国联证券不因收件人收到本报告而视其为国联证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国联证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国联证券及其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，国联证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

国联证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。国联证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国联证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，国联证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到国联证券及其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

版权声明

，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、转载、刊登和引用。否则由此造成的一切不良后果及法律责任有私自翻版、复制、转载、刊登和引用者承担。



国联证券
GUOLIAN SECURITIES

致 谢!