

收入与消费专题分析报告

宏观策略专题报告

本报告的主要看点：

1. 定量测算了收入分配改变对居民收入增长的影响。
2. 分析了收入对居民消费的驱动机制。
3. 定量测算了各类消费品的增长情况，提供了各类行业之间进行比较的框架。

收入决定消费习惯

基本结论

- 我们尝试对未来居民收入增长和各类消费品的表现作出定量的分析。
- 居民收入的增长一方面取决于经济的增长，另一方面取决于收入分配。受到劳动力拐点临近和政策推动的影响，未来居民收入占比将有所提高。我们尝试做了定量的测算，在居民收入占比每年上升 2.5% 的假设下，未来城镇居民收入增长有望达到 16.8% 左右，农村达到 20.8% 左右，这将大大促进消费的增长。
- 收入的增长将在两个方面改变人们的消费，一是消费层次的提升，即从基本生存需求向享乐发展需求演进；二是，消费档次的提升，更加注重产品的质量、美观、品牌等因素。这在日本消费演进的历史中已经有所表现。
- 我们通过消费的需求收入弹性考察了居民的消费习惯，发现：城镇居民享乐需求弹性偏低，未来可能得到提升；落后地区模仿发达地区的消费习惯非常明显，并且呈现“量先质后”的特征，这意味这未来产品档次需要提升；低收入人群的“享乐发展”需求并不像普遍认为的那么低。
- 人口增长、收入增长、需求收入弹性是驱动消费的三个主要动力，即：

$$\text{商品的需求增速} = (1 + \text{人口增速}) * (1 + \text{居民人均可支配收入增速} * \text{商品的需求收入弹性}) - 1$$

- 我们据此定量测算了各区域各类消费品的成长性。从结果来看：
 - **低收入群体消费的成长性最好。**成长性最高的子市场主要集中在农村市场，其中增长最快的是交通通信、衣着、家庭设备和医疗保健，这可能意味着相应的低端产品会面临比较好的增长前景。
 - **城镇的交通通信设备和衣着支出增长也很快。**这可能意味着高端交通工具例如汽车、航空等的增长前景较好，较高档次的衣着需求增长也会较好。
 - **成长慢的行业存在消费档次提升的结构性机会。**城镇地区的医疗保健和食品支出增长较慢，但这可能意味着结构性的机会，主要是产品的档次需要提升。
 - **在消费增长加快的地区商贸行业同样存在机会，这主要集中在农村和中西部城镇地区。**
- 结合行业研究员自下而上的分析，我们筛选了中长期的投资标的，包括：七匹狼、伟星股份、青岛海尔、美的电器、苏泊尔、科伦药业、中新药业、长安汽车、东安动力、宁波华翔、中国国航、神州泰岳、伊利股份、古井贡酒、山西汾酒、黑牛食品、友好集团、鄂武商、新华百货、苏宁电器等。

王晓辉 分析师 SAC 执业编号：S1130210010312
 (8621)61038297
 wangxh@gjzq.com.cn

徐炜 分析师 SAC 执业编号：S1130208040232
 (8621)61038251
 xuwei1@gjzq.com.cn

陶敬刚 分析师 SAC 执业编号：S1130210070002
 (8621)61038296
 taojg@gjzq.com.cn

内容目录

1 收入分配是收入和消费增长的关键	5
1.1 收入增长缓慢制约消费增长	5
1.2 收入分配是制约收入增长的重要因素	6
2 收入分配占比上升将推动收入和消费增长	7
2.1 劳动力供给减速推动劳动报酬增长	7
2.2 劳动力报酬上升的微观观察	9
2.3 二次分配推动居民收入上升	11
2.4 未来居民收入和消费增长的测算	12
3 收入如何影响各类商品的需求	14
3.1 商品需求增长的驱动力	14
3.2 收入水平决定需求层次	15
3.3 日本的实证经验	17
4 中国居民收入与消费习惯的观察	20
4.1 收入水平改变消费层次，城镇“享乐”需求弹性偏低	20
4.2 消费习惯模仿，“量”先“质”后，暗含档次升级机会	23
4.3 低收入者“低档享乐发展”需求并不少	26
5 消费子行业的比较与投资策略	28
5.1 大类消费市场的“纵横”比较	28
5.2 各行业的基本情况	29
5.3 涉及公司的基本情况	37

图表目录

图表 1：居民人均可支配收入和人均 GDP	5
图表 2：居民收入增速和人均 GDP 增速	5
图表 3：近年来的国民收入分配格局（二次分配后）	6
图表 4：消费占 GDP 的比重	6
图表 5：近年来劳动者报酬占比	7
图表 6：15-64 岁劳动力供给拐点将在 2015 年出现	8
图表 7：15-44 岁青壮年劳动力供给拐点已经出现	8
图表 8：1980-2007 年城乡居民总量	8
图表 9：1990-2007 年城乡就业人口比例	8
图表 10：日本劳动报酬占比	9

图表 11：日本 15-64 岁人口数量与增速	9
图表 12：劳动力供给趋紧	9
图表 13：各类职业岗位供求人数比	10
图表 14：各年龄组的供求人数比	10
图表 15：纺织业工资增速与工资占总产值的比重	11
图表 16：低端劳动力工资水平增长较快	11
图表 17：城镇和农村居民收入增速	12
图表 18：未来五年各地区收入增速的预测	13
图表 19：近两年中西部 GDP 增速有所加快	13
图表 20：居民收入和社会消费品零售总额同比增速	14
图表 21：居民收入和消费增速	14
图表 22：近年来东中西部城镇人口增速	15
图表 23：近年来城乡人口增速	15
图表 24：马斯洛需求层次理论	16
图表 25：收入水平与消费需求	16
图表 26：日本人均实际可支配收入和食品支出	18
图表 27：日本实际可支配收入与服装支出	18
图表 28：日本实际可支配收入与家庭耐用品支出	18
图表 29：日本实际可支配收入与居住支出	18
图表 30：日本实际可支配收入与水电气支出	19
图表 31：日本实际可支配支出与交通通信支出	19
图表 32：日本实际可支配收入与医疗支出	19
图表 33：日本实际可支配收入与教育娱乐支出	19
图表 34：日本各类消费品的需求收入弹性（五年移动平均）I	19
图表 35：日本各类消费品的需求收入弹性（五年移动平均）II	20
图表 36：上海实际食品支出与收入	21
图表 37：上海实际衣着支出与收入	21
图表 38：上海实际设备居住支出与收入	21
图表 39：上海实际医疗支出与收入	21
图表 40：上海实际交通通信支出与收入	21
图表 41：上海实际教育娱乐支出与收入	21
图表 42：上海各类消费品需求的收入弹性（五年移动平均）	22
图表 43：全国城镇“享乐”需求收入弹性大幅低于上海	23
图表 44：城镇享乐需求增长的情景分析	23
图表 45：全国和上海城镇居民人均可支配收入	24
图表 46：城镇居民食品需求收入弹性	24
图表 47：城镇居民衣着需求收入弹性	24
图表 48：城镇居民家庭设备与服务需求收入弹性	24
图表 49：城镇居民教育娱乐需求收入弹性	25

图表 50：城镇居民交通通信需求收入弹性	25
图表 51：城镇居民的医疗保健需求收入弹性	25
图表 52：城镇居民居住需求收入弹性	25
图表 53：全国和上海城镇食品消费量（千克）	26
图表 54：农村居民、上海城镇和全国城镇居民人均可支配收入	27
图表 55：上海城镇、全国城镇、全国农村各类消费的需求收入弹性	27
图表 56：08 年每百户农村和城镇居民交通工具保有量	27
图表 57：农村各类需求收入测算	28
图表 58：居民各类消费支出实际增长的测算（黄色代表高成长，绿色代表低成长）	29
图表 59：2008 年城居民人均服装购买件数	30
图表 60：2008 年按收入等级分的人均服装购买件数	30
图表 61：2009 年每百户洗衣机保有量	31
图表 62：2009 年每百户电冰箱保有量	31
图表 63：2009 年每百户彩色电视机保有量	31
图表 64：2009 年每百户空调保有量	31
图表 65：2008 年医疗卫生业人均消费额	32
图表 66：2008 年各地区医疗卫生业的需求收入弹性	32
图表 67：2009 年乘用车行业千人年购买量	32
图表 68：乘用车的需求收入弹性	32
图表 69：2009 年各国人均乘机次数	33
图表 70：我国航空旅客结构比例变化	33
图表 71：2009 年电信行业人均消费额	33
图表 72：2008 年人均手机拥有量	33
图表 73：09 年智能手机普及率（部/百人）	34
图表 74：人均鲜奶消费量	34
图表 75：酒的人均消费量	34
图表 76：旅游餐饮业人均消费额	35
图表 77：旅游餐饮业需求的收入弹性	35
图表 78：消费需求对零售业态的传导路径	36
图表 79：各区域上市公司销售收入增速	36
图表 80：各区域上市公司净利润增速	36
图表 81：涉及公司的基本情况	37

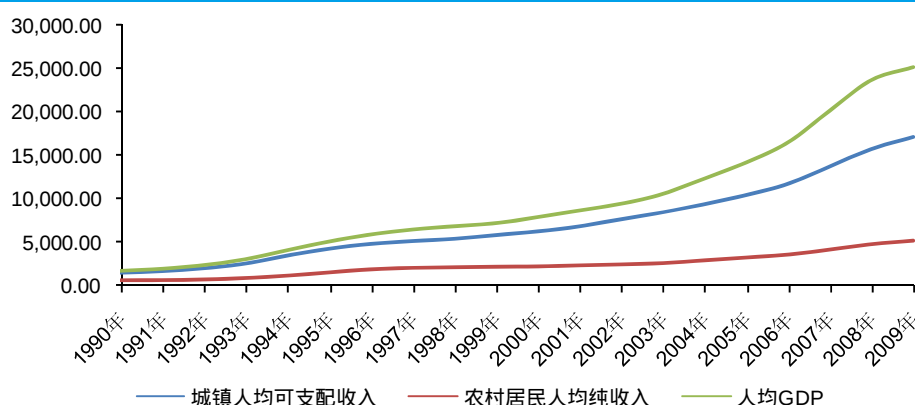
1 收入分配是收入和消费增长的关键

1.1 收入增长缓慢制约消费增长

多年以来，中国居民人均可支配收入的增长都低于人均 GDP 的增长。在 1990-2009 年期间，城镇人均可支配收入增长了 11.4 倍，农村增长了 7.5 倍；而人均 GDP 增长了 15.32 倍。

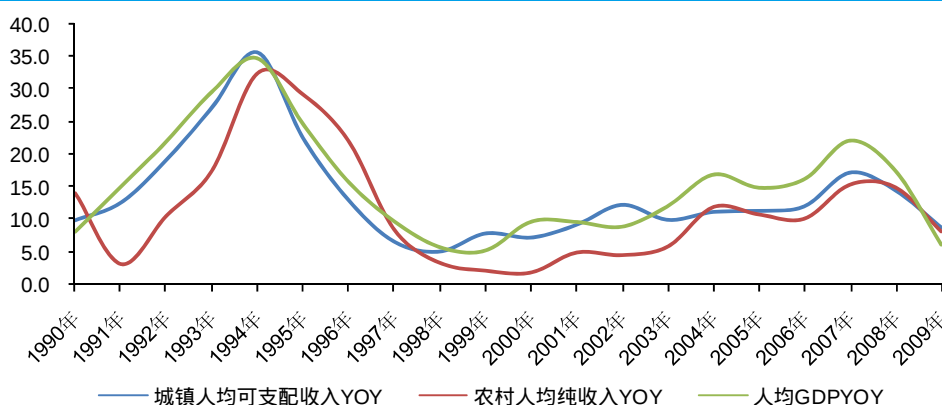
从增速来看，90 年代以来人均 GDP 平均高于城镇人均可支配收入增速 1.7 个百分点，高于农村 3.7 个百分点。近年来，这种趋势甚至有所加剧，2003-2008 年期间，人均 GDP 增速高出城镇人均可支配收入增速 4 个百分点；高出农村 5.2 个百分点。

图表1：居民人均可支配收入和人均 GDP



来源：国金证券研究所

图表2：居民收入增速和人均 GDP 增速



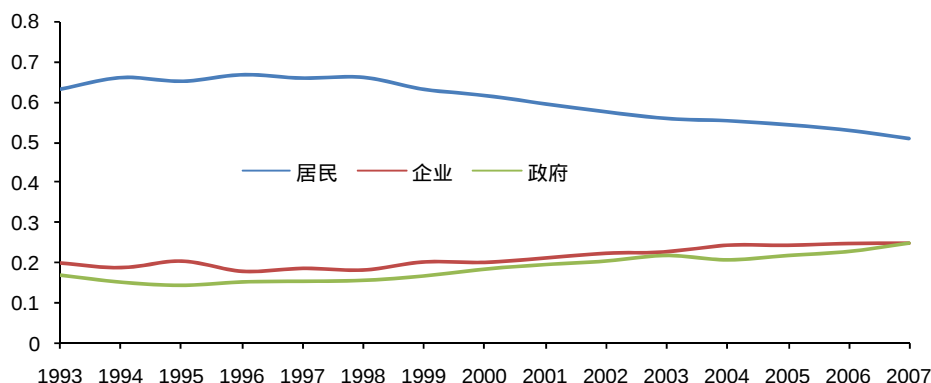
来源：国金证券研究所

人均可支配收入增长缓慢导致居民收入（人均可支配收入*人口数，人口增长每年仅为 0.5%左右）在国民收入中的占比不断下降。从白重恩（2009）的估算来看，居民在国民收入中的占比在 1996 年后就持续下降，从 1996 年的 66.83% 下降到 2005 年的 54.12%，2007 年则进一步下跌到 50.63%。与此同时，企业占比从 17.8% 上升到 24.63%，政府占比从 15.36% 上升到 24.74%。

收入占比的下降致使消费不足，占 GDP 的比重不断下降。2000 年时，最终消费占 GDP 的比重为 62.3%，而 08 年仅为 48.4%，下降了接近 14 个百分点。

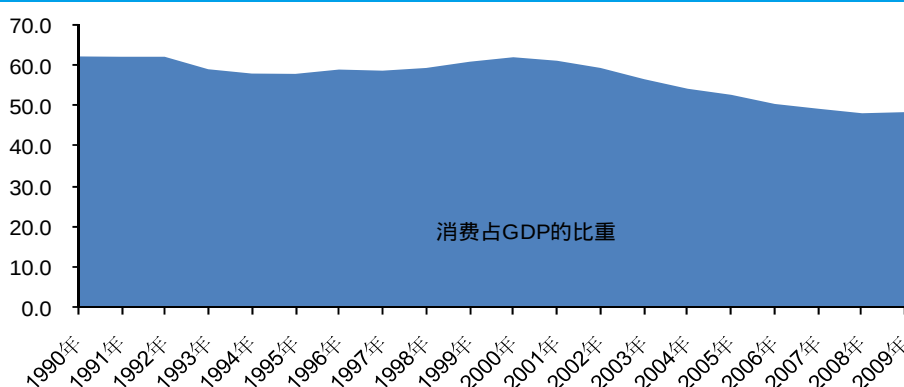
消费占比较低，使得中国对投资和出口的依赖程度较大，这在一定程度上加剧了经济的波动性。

图表3：近年来的国民收入分配格局（二次分配后）



来源：国金证券研究所

图表4：消费占 GDP 的比重



来源：国金证券研究所

1.2 收入分配是制约收入增长的重要因素

从来源上看，居民可支配收入来自两个层面：

- 初次分配领域，主要包括劳动者报酬、财产收入和经营性留存；其中劳动者报酬是主要的，占到总收入 85%以上。
- 二次分配领域，主要来自政府的转移收入；同时居民也会通过收入税、社保等方式将一部分收入转移出去。

居民可支配收入增长缓慢主要是两方面的原因：

- 在初次分配中劳动力报酬占比持续下降

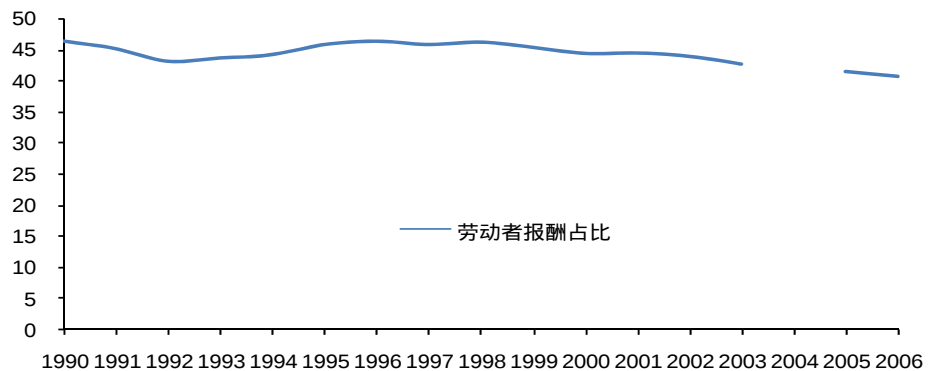
初次分配中，近年来劳动报酬的占比持续下降，从资金流量表来看，在 96-2005 年期间，劳动报酬占比下降了接近 6 个百分点，这能够解释居民可支配收入占比降幅的 47%。

除此以外，财产收入和经营性留存的占比也有所下降，在 96-05 年期间，前者占比下降了 3 个百分点，后者下降了 1.6 个百分点。

■ 在二次分配中，居民收入占比继续被削弱

在二次分配的过程中，居民收入占比同样没有获得提升。在 96-05 年期间，居民社保缴款占比上升了 2.05 个百分点，但是获得的社保补助仅上升了 1.43 个百分点，其净效果是促使政府部门收入占比上升。

图表5：近年来劳动者报酬占比



来源：国金证券研究所

2 收入分配占比上升将推动收入和消费增长

2.1 劳动力供给减速推动劳动报酬增长

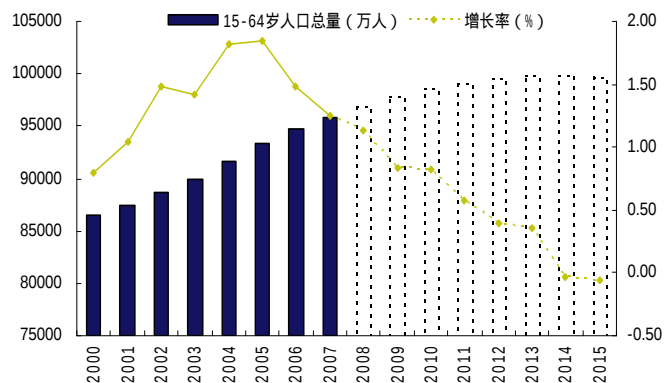
大量而廉价的劳动力一直是中国制造的核心，强大的比较优势使得中国制造的成成本十分低廉，这也推动了出口和经济的快速增长。与此相对的是，在过去的几十年中，由于大量剩余劳动力的存在，中国居民在收入分配中始终处于劣势。

目前来看，劳动力供给的拐点正在出现，这有助于提高劳动力在收入分配中的话语权，劳动报酬占比过低的局面有望得到改变。

- **15-64 岁劳动力拐点将在 2014 年左右出现。**从图表 6 可以看到，2005 年以来 15-64 岁适龄劳动力的增长速度已经大幅放缓，目前年均增长速度不到 1%。按照这种情况，2014 年 15-64 岁劳动力供给将出现负增长。
- **15-44 岁青壮劳动力的拐点已经出现。**根据我们宏观组的测算，15-44 岁年龄段的人口总量在 2007 年已经接近于零增长，从 2008 年开始就出现了负增长并进入长期的下降通道。
- **农村剩余劳动力减少。**农村剩余劳动力向工业转移一直是中国劳动力供给的重要组成部分。不过最近几年来，农村剩余劳动力的转移也在发生改变。90 年代中后期，农村就业比例开始快速上升，剩余劳动力开始大量涌入城镇。但是当 2005 年乡村就业比例达到 65%之后，农民进城务工的趋势逐渐变缓。主要原因是农业从业人员的平均年龄已经接近 41 岁，农村留守的基本以老人，小孩，和少量不愿意进城务工的青年。其次，制造业

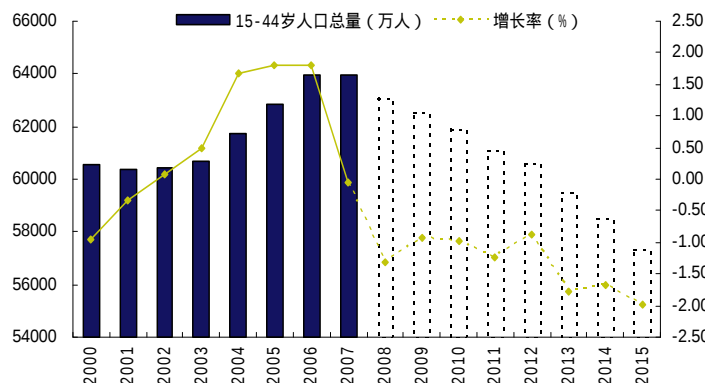
出于降低成本的原因开始向农村转移，非农就业机会的增加，使得更多的农村青年可以本地就业。因此，可以判断目前农村剩余劳动力已经大幅减少。

图表6：15-64岁劳动力供给拐点将在2015年出现

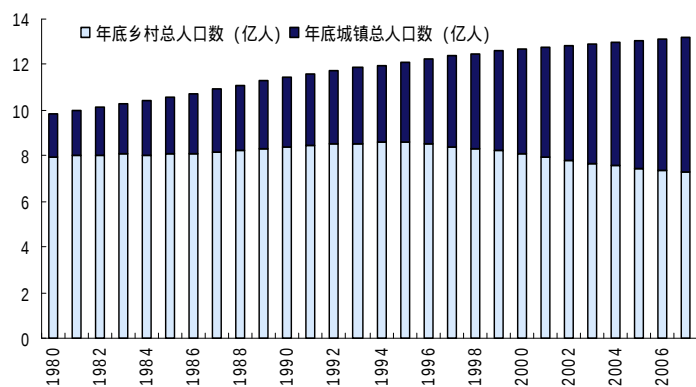


来源：国金证券研究所

图表7：15-44岁青壮年劳动力供给拐点已经出现

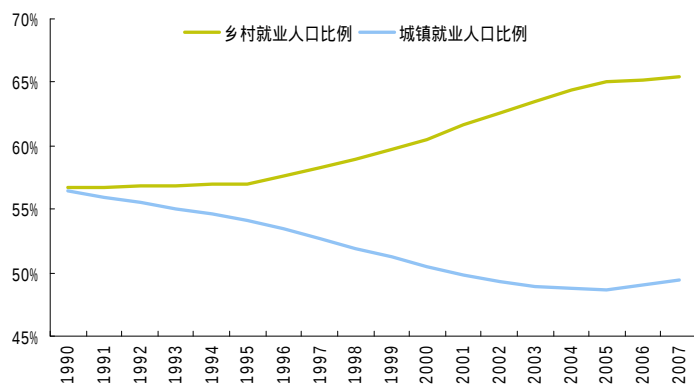


图表8：1980-2007年城乡居民总量



来源：国金证券研究所

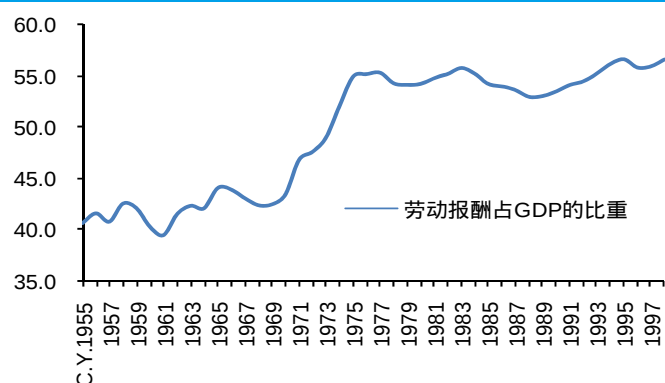
图表9：1990-2007年城乡就业人口比例



从日本的经验来看，劳动力供给拐点的出现将会导致 GDP 中劳动报酬占比上升。

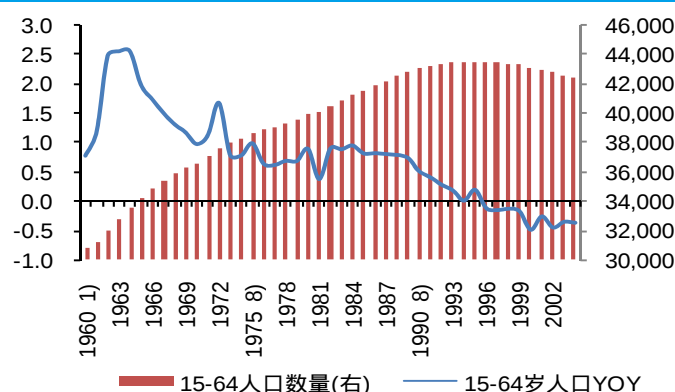
- 日本劳动力供给减缓期间，劳动报酬占比迅速上升。日本劳动力人口增速在 1964 年以后趋势性下降，与此相对应的是劳动报酬占比在 1970 年左右快速上升。在 1970-1975 年期间，劳动报酬占比累积上升了 12.5 个百分点，平均每年上升 2.1 个百分点。
- 从 1964 年前后开始，日本劳动力增速开始放缓，一直到 1996 年劳动力才开始负增长。而中国的这一过程会快很多，劳动力增速从 06 年开始下滑，但是到 2015 年就会出现负增长。因此，保守估计，未来劳动报酬占比的提升也会有 2 个百分点。

图表10：日本劳动报酬占比



来源：国金证券研究所

图表11：日本15-64岁人口数量与增速



2.2 劳动力报酬上升的微观观察

从以上的分析我们看到，中国劳动力供给已经接近拐点，而青壮年劳动力的供给拐点已经出现，劳动力报酬的占比将上升。那么这种情况的出现，是否已经对中国的劳动力成本产生影响？我们观察了中国人力资源市场信息检测中心的一些数据，发现劳动力成本的上升已经出现并且十分明显。

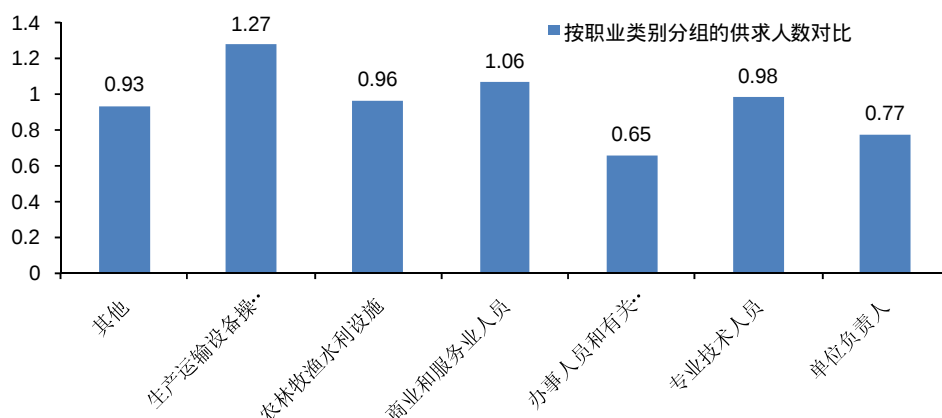
- **劳动力的供求关系发生逆转。**人力资源市场信息监测中心对全国 100 个城市的职业供求信息进行了统计。从岗位空缺与求职人数的比例来看，中国劳动力市场的供求关系已经从供过于求转变为了供不应求。在 2001 年经济复苏之时，岗位和求职人数比例为 0.65，工作岗位的供给远小于需求；到 2007 年左右供求关系就趋于平衡，2007 年岗位求职比例已经达到 0.98；而 2010 年 1 季度，岗位求职比例已经达到了 1.04，即空缺岗位数已经超过了求职人数。
- **低端劳动力的供求关系更加紧张。**从各职业劳动力供求对比来看，越是低端的劳动力越是供不应求。例如生产运输设备操作工、商业和服务业人员的岗位求职比分别为 1.27 和 1.06。而办事人员的供求比仅为 0.65。
- **青壮年劳动力供给更加紧张。**从各年龄组劳动力的供给来看，25-34 岁人员的供给最紧张，其岗位空缺和求职比为 1.16；而 45 岁以上人员的比例为 0.69

图表12：劳动力供给趋紧



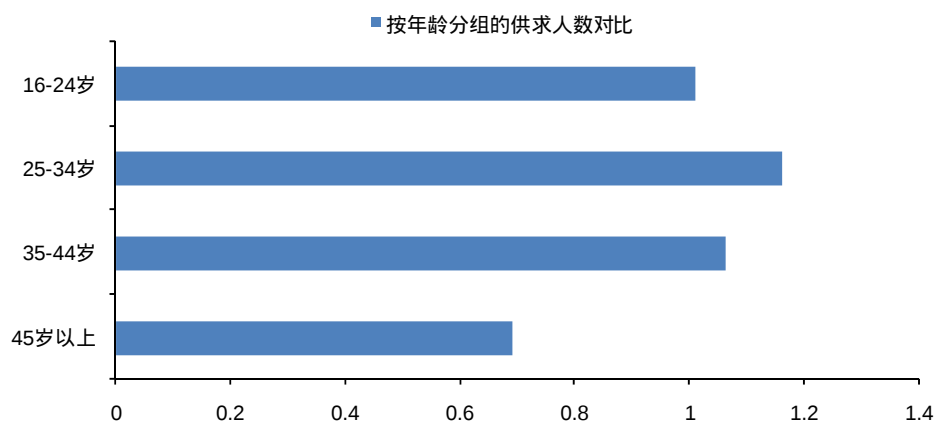
来源：国金证券研究所，人力资源市场信息检测中心

图表13：各类职业岗位供求人数比



来源：国金证券研究所，人力资源市场信息检测中心

图表14：各年龄组的供求人数比

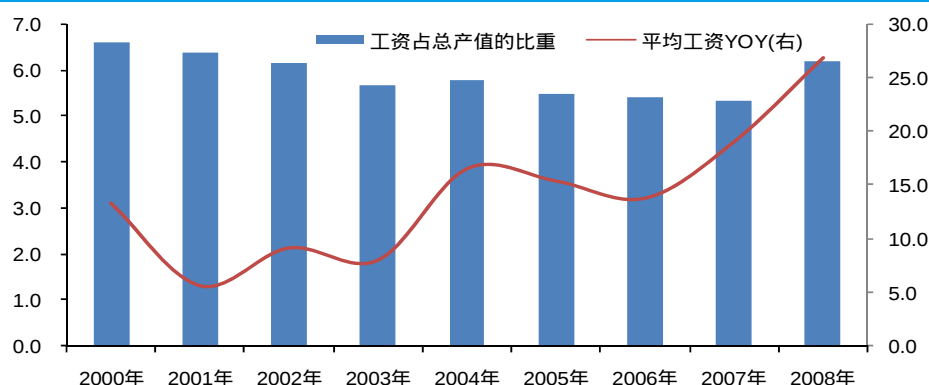


来源：国金证券研究所，人力资源市场信息检测中心

劳动力供给的变化确实导致了劳动力成本的提高：

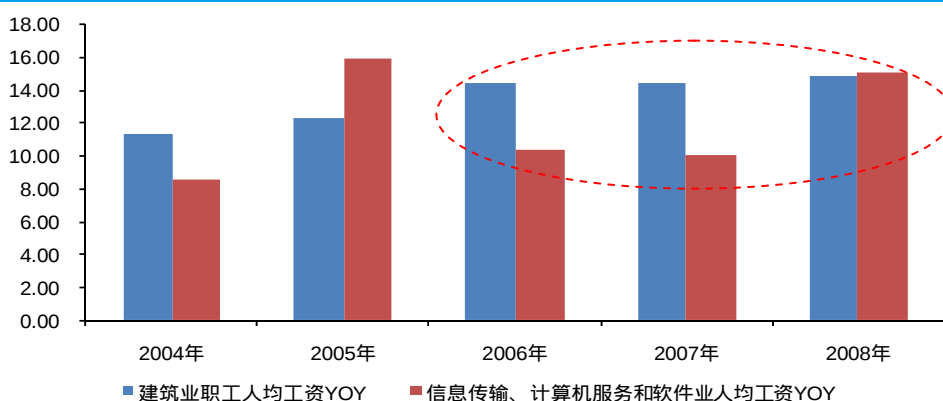
- **劳动力供给推动居民收入水平上升的典型例证来自纺织业。**其中，工资总额占总产值的比重在 2004 年之前出现了快速的下跌，而在 05 年后则基本保持稳定。“用工荒”也是在这一期间才出现，显然在 05 年后劳动力在劳资关系中逐渐获得优势。与此相对的是纺织业平均工资水平在 04 年后快速上升，其中 08 年增速高达 26%。
- **建筑工人的工资涨幅超过软件行业。**另外，同低端劳动力供给紧张相对应的是，低端劳动力的收入水平也上涨较快。从建筑工人和计算机软件人员的工资水平来看，06 年以来前者的工资涨幅高于后者。

图表15：纺织业工资增速与工资占总产值的比重



来源：国金证券研究所，国家统计局

图表16：低端劳动力工资水平增长较快



来源：国金证券研究所，国家统计局

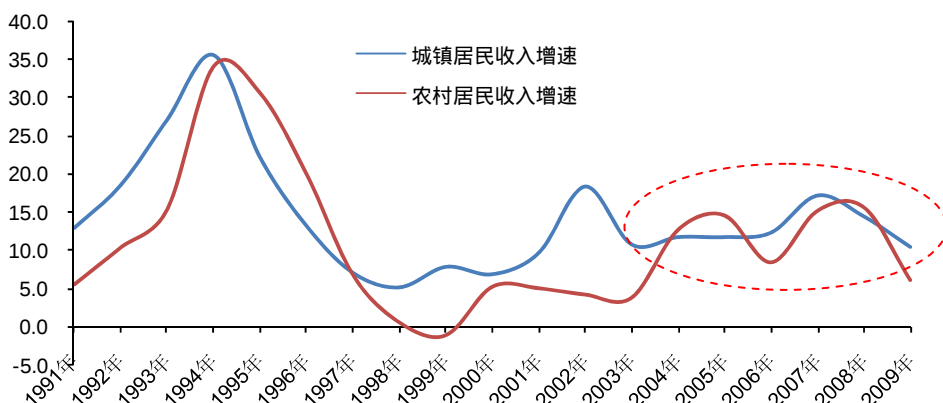
2.3 二次分配推动居民收入上升

我们在之前的分析中已经指出，二次分配也是导致居民可支配收入占比下降的重要原因。目前，政府正在制定收入分配改革的方案，显然政府已经意识到了这一问题。我们预计，政策将会在这方面有所作为，推动居民可支配收入的增长。

在二次分配领域，政策主要是通过加大社保支出、降低收入税等方式增加居民的可支配收入。

实际上，类似的措施已经在农民群体上实施过，并且对提高农民收入水平起到了非常重要的作用。自从 04 年以来，政府加大了对农业的扶持力度，并且在 05 年实施了农业税减免和农作物补贴等多种惠农政策，这促进了农民收入水平的提高。在 04 年之前，农民收入增速一直低于城镇居民，从 04 年开始，农民收入增速开始超过居民收入增速。

图表17：城镇和农村居民收入增速



来源：国金证券研究所

2.4 未来居民收入和消费增长的测算

总的来看，我们认为未来，居民可支配收入在收入分配中的比重将上升，这将有助于收入水平的增长。

我们尝试对未来居民收入增速作出定量的预测，预测过程包括三个步骤：一是GDP，二是通胀水平，三可支配收入占比上升幅度

- **未来五年 GDP 增速仍将保持 9%左右。**从生产角度来看，虽然劳动力供给增速放缓，但是中国投资回报率仍然较高、同发达国家间的技术差距较大，因此固定资产投资和技术进步都不会大幅下滑。从需求角度来看，城镇化仍将是未来拉动经济增长的重要力量。因此，国金宏观组认为未来 5 年中国 GDP 增长仍然有望保持在 9%左右的水平。从区域来看，由于产业转移和中西部城镇化较低，未来东部增速可能较低，中西部较快；国金宏观组预计东部在 8%左右，中西部在 10%左右，其中西部略微快于中部，参考过去几年中西部 GDP 增长的差距，我们认为中部可能在 9.8%左右，西部在 10.2%左右。
- **通胀水平将在 3%-5%。**考虑到劳动力成本上升等因素，国金宏观经济组预测未来 5 年中国 CPI 将在 3-5%左右，由于 PPI 水平会高一些，GDP 平减指数会比 CPI 略高。在评估收入增长时，我们采用 CPI 4%，GDP 平减指数 5%的预测。
- **可支配收入占比的提升幅度可能达到每年 2.5%左右。**日本在 1970-1975 年左右，劳动报酬占 GDP 的比重平均每年上升 2.1 个百分点。从人均 GDP 来看，中国目前所处的情况与日本 1970 年左右类似，但是**未来劳动力增速下降的幅度可能会更加剧烈**，日本劳动力增速从 60 年代初开始下降，90 年代初才出现负增长，时间跨度 30 年；中国可能只需 10 年左右的时间就可以完成。因此，我们保守预计，未来 5 年中国劳动报酬占比可能保持每年上升 2 个百分点左右的提升幅度。另外，日本居民可支配收入（劳动报酬是可支配收入的一部分）占比一直都高达 78%左右；美国也是保持在 73%左右的水平。因此，在劳动报酬占比上升的基础上，中国还可以通过提高财产性收入、减税、增加转移支付等方式增加居民可支配收入在 GDP 中的比重，我们保守估计这一贡献为每年 0.5 个百分点左右。这样，五年后居民可支配收入占 GDP 的比重有望提升 12.5 个百分点到 63%左右。
- **农村居民收入增速会比城镇快 4 个百分点左右。**由于劳动力供给增速放缓首先从低端劳动力开始，同时转移支付也是向低收入群体倾斜，因此农村居民可支配收入的增长速度应该更快。在 91-04 年期间，农村居民收入占

城镇居民收入的比重平均每年下降 0.8 个百分点；而在 04 年以后已经趋于稳定，同时用工荒也逐渐出现，那么随着劳动力供给的进一步紧张，我们假设未来五年农村居民纯收入占城镇的比重每年上升 1 个百分点，那么农村居民收入增速应当比城镇快 4 个百分点左右。

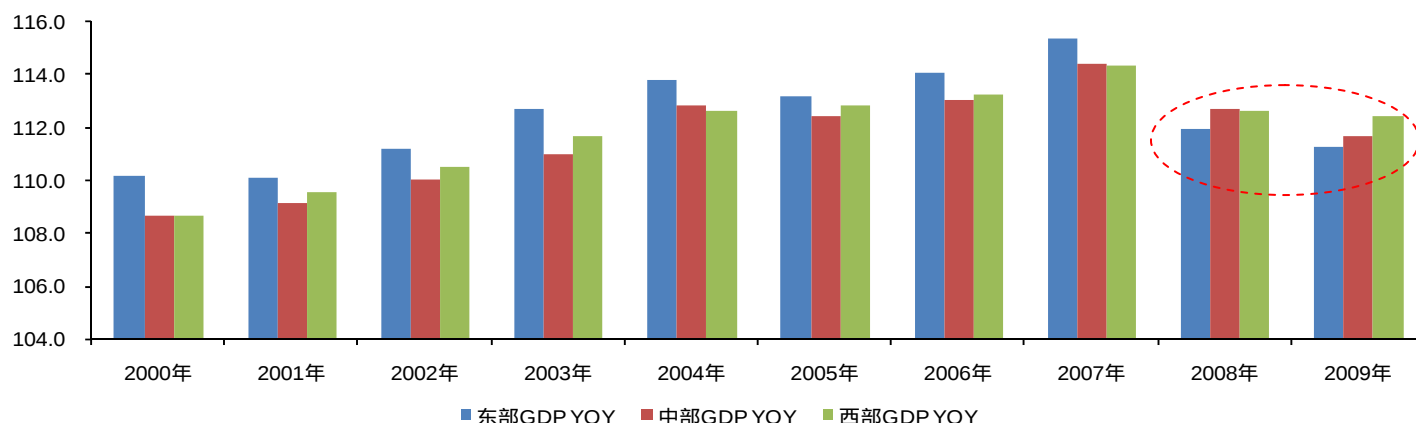
- 在以上的假设下，我们对中国居民人均可支配收入作了测算，如图表 18 所示：未来城镇居民收入增长有望达到 16.8% 左右，农村达到 20.8% 左右，这将大大促进消费的增长。

图表18：未来五年各地区收入增速的预测

	全国城镇	全国农村	东部城镇	中部城镇	西部城镇
实际 GDP	9%		8%	9.8%	10.2%
GDP 平减指数	5%				
名义 GDP	14.5%		13.4%	15.3%	15.7%
居民收入占 GDP 的比重每年提升幅度	2.5%				
居民人均可支配收入增速（名义）	16.8%	20.8%	15.7%	17.7%	18.1%
CPI YOY	4%	4%	4%	4%	4%
居民人均可支配收入增速（实际）	12.3%	16.2%	11.3%	13.2%	13.6%

来源：国金证券研究所

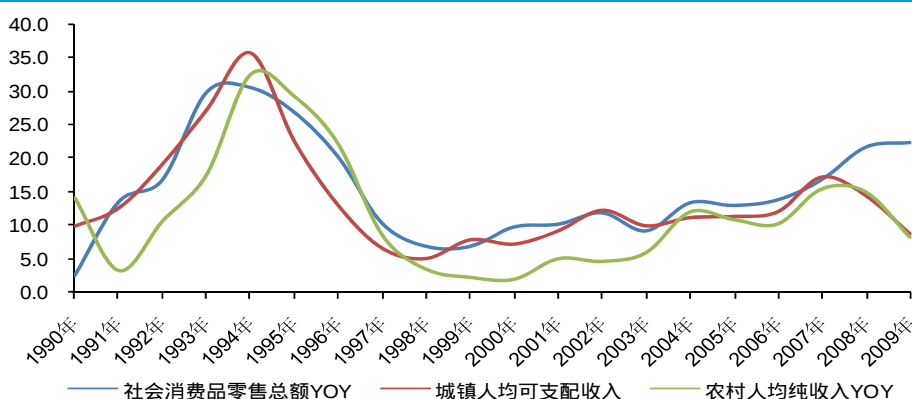
图表19：近两年中西部 GDP 增速有所加快



来源：国金证券研究所

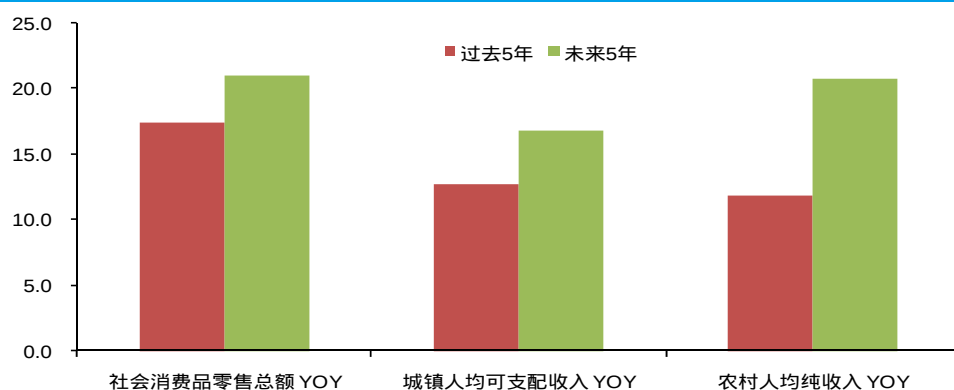
- 从历史数据来看，社会消费品零售总额同居民可支配收入的关联性很强。我们利用 1990 年以来的社会消费品零售总额同城镇和农村收入做回归，拟合度达到 0.84。
- 未来五年社会消费品零售总额名义增速可能达到 21.1% 左右。根据我们之前预测的全国城镇和农村居民收入增速，我们预计未来五年社会消费品零售总额同比增速有望达到 21.1% 左右，显著高于过去五年平均 17.5 的水平。

图表20：居民收入和社会消费品零售总额同比增速



来源：国金证券研究所

图表21：居民收入和消费增速



来源：国金证券研究所

3 收入如何影响各类商品的需求

3.1 商品需求增长的驱动力

从上文的分析可以看到，居民收入增速将得到显著加快，这也会推动消费总量的快速增长。那么在这种情况下，哪些消费品会表现更好？为了回答这个问题，我们需要了解收入推动消费增长的机制。因此，我们对商品需求的增长做了如下分解，即：

商品的需求增速

$$= (1 + \text{人口增速}) * (1 + \text{居民人均可支配收入增速} * \text{商品的需求收入弹性}) - 1$$

从这个公式可以看到，某种商品的需求增长取决于人口增速、人均居民收入增速、以及该种商品的需求收入弹性。

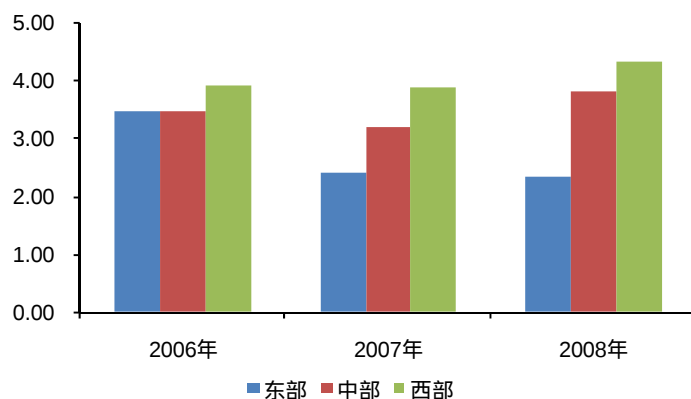
人口是消费增长的重要推动力。人口增速取决于人口的自然增长率和人口的迁入境。对于全国来说，人口的自然增长率是主要的，近几年人口自然增长率基

本稳定在 0.5%左右。对于区域来说，人口的迁移就非常重要，这在城镇就是人口的流入，也就是城镇化水平的提高；而对于农村来说，则是人口的流出，这会削弱农村的消费能力。近五年全国城镇人口增长率平均在 2.9%左右；中西部较高，但即使近年来城镇人口增长较快的河南、安徽等省，增速也只在 5%左右。因此，人口因素对城镇消费增长的推动力应当在 5%以内，平均在 2.9%左右；而对农村消费的增长则是“负作用”。

收入是消费增长的主要推动力。近五年来，城镇居民收入增速高达 13%，而未来有可能保持 16.8%左右的增速，在收入弹性为 1 的情况下（整体消费的弹性基本处于这一水平），这会推动消费增长 16.8%。可见收入仍是推动消费增长的主要力量。

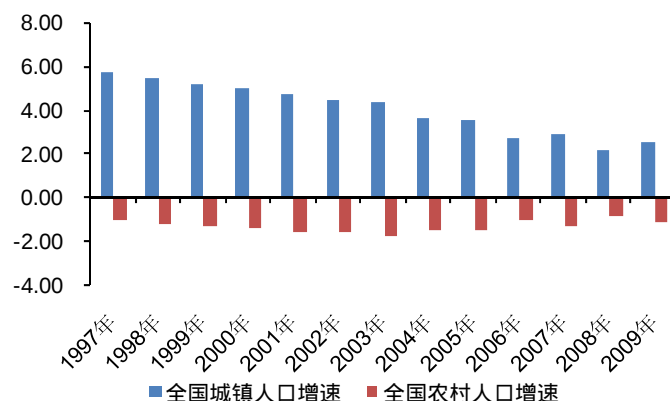
商品的需求收入弹性，是宏观分析和微观分析的纽带，是决定具体产品消费增长的核心变量。收入对消费的影响包含两个部分，收入增长和需求弹性。其中收入增速是宏观变量，它对整个地区的消费增长产生普遍的影响。而商品的需求收入弹性则决定了各种产品的需求增速，它是联系宏观变量和微观分析的纽带。居民收入增长在前文已有充分的论述，这里主要讨论商品的需求收入弹性。

图表22：近年来东中西部城镇人口增速



来源：国金证券研究所

图表23：近年来城乡人口增速



3.2 收入水平决定需求层次

商品的需求收入弹性主要用于衡量商品需求对收入变动的敏感程度，其计算公式为：

$$\text{需求收入弹性} = \text{需求量的变动率} / \text{收入水平的变动率}$$

商品的需求收入弹性往往具有很大的差异，不同产品的需求收入弹性不同，即使是同一产品，在经济发展的不同阶段也有所不同。另外，居民的消费习惯、政策的变化都会对需求收入弹性造成影响。

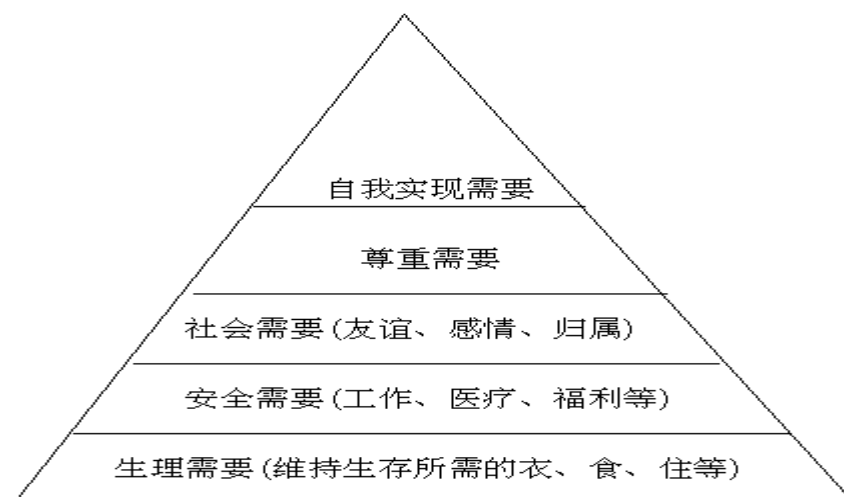
但总的来说，商品需求收入弹性的变化遵循马斯洛需求层次理论，即随着收入水平的提高，居民的需求层次也不断上升，高层次产品的收入弹性也会较大。具体来讲，商品需求收入弹性呈现如下的变动规律：

- 收入水平越高，满足基本生活需求的商品的需求收入弹性越低，满足娱乐、发展、享受的产品和服务的需求收入弹性越高。在贫困阶段时，居民收入的增加会大部用于食品消费，这一时期食品的需求收入弹性最大；而随着温饱问题的解决，“穿”、“用”等需求将会上升，相应的收入弹性

最大；在“穿、用”得到解决后，居民的需求会进一步转向“住、行”需求；最后当达到富裕阶段后，居民的需求会侧重在娱乐、教育等享乐和发展需求上。因此，随着居民收入和生活水平的提高，娱乐发展等享受型产品和服务的成长性会更好。

- **收入水平越高，低档产品的需求收入弹性越低，高档产品的需求收入弹性越高。**随着收入水平的提高，居民对同类产品的需求也会表现出向更高档次演进的特征。以洗衣为例，收入水平较低时，可能会购买搓衣板；之后会更换为洗衣机；随着收入水平的进一步提升，会再次更换为全自动洗衣机。在这个过程中，更高档次产品的需求收入弹性会更大，从而成长性更好。

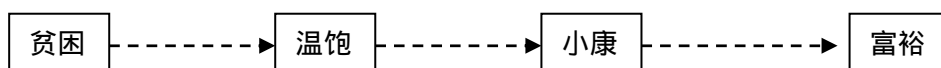
图表24：马斯洛需求层次理论



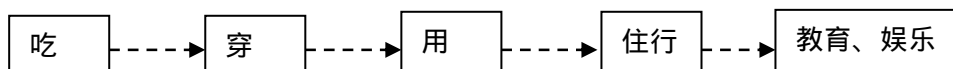
来源：国金证券研究所

图表25：收入水平与消费需求

收入水平



需求类型



产品档次



来源：国金证券研究所

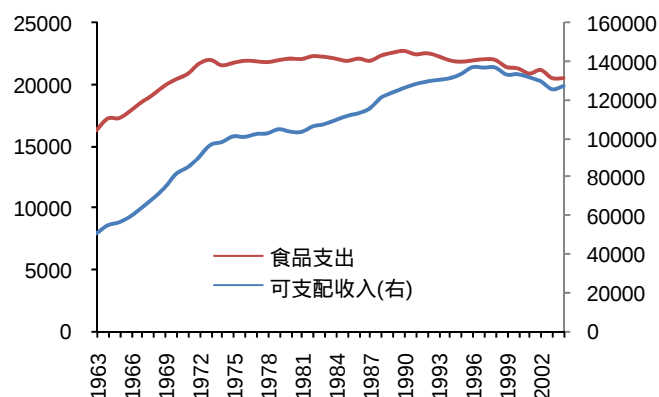
3.3 日本的实证经验

从 1963-2004 年期间，日本居民实际可支配收入和各类产品实际消费额（2005 年价格）的情况来看，居民收入水平的提升确实推动了消费的升级，高端消费和服务的需求收入弹性会更高：

- **随着收入水平的提高，食品需求收入弹性逐级下降，居民的食品需求经历了缓慢增长、饱和、下降三个阶段：**
 - 1963-1975，需求收入弹性大于 0，小于 1。在这期间，居民对食品的需求仍未饱和，人均食品支出随着可支配收入的增长而缓慢上升，收入弹性稳定在 0.4 左右。
 - 1975-1993，需求收入弹性接近 0。这一时期，居民对食品的需求趋近饱和，收入增长对食品需求的影响几乎为 0，需求的收入弹性为 0
 - 1993 以后，需求的收入弹性为负。这一时期，收入仍在增长，但是食品支出却开始下降，这可能同日本老龄化的加剧以及生活习惯趋向节俭有关。90 年代初，日本家庭户主的平均年龄已经上升到 45 岁。
- **随着收入水平的提高，服装需求收入弹性同样逐渐下降：**
 - 1963-1975，服装需求基本上跟随收入增长而缓慢增长，需求的收入弹性在 0.5 左右。
 - 1975-1992，需求缓慢回落。在此期间，服装需求基本保持稳定，并略有回落，需求收入弹性为-0.6 左右。
 - 1992 以后。服装需求快速萎缩，需求收入弹性降低到-2 左右。在此期间，收入仍在上升，但是服装需求开始下降，这可能也同日本年龄结构的变化有关，老年人为服装需求开始减少。
- **在收入水平上升的过程中，家庭耐用品和家具的需求收入弹性基本稳定在 1 左右。**从历史上看，随着收入的增长家庭耐用消费品的需求收入弹性比较稳定，平均来说稳定在 1 左右。历史上比较长的高增长期出现在 1967-1973，当时的需求收入弹性达到 1.2 左右；1979-1982 年期间，需求的收入弹性为 1.7。
- **随着收入水平的提高，教育需求收入弹性呈现“倒 U”型。**
 - 1963-1983 年，平均需求收入弹性为 0.2。这一时期，收入上升对教育支出的拉动很小，在个别年份，收入上升对居民教育支出的影响为零。
 - 1978-1992 年，平均需求收入弹性为 1.2。这一时期，人均收入水平也进一步上升，居民对教育的投入大大增加。另外，这一时期的日本经济正处在向高端制造业和服务业升级的阶段，对高素质人才的需求增加，对教育的投入能够和收入形成正反馈机制，这也促使了教育投入的增加。
 - 1993 以后，平均需求收入弹性为-0.5。93 年以后，居民对教育的投入大为减少，这一方面可能是因为人口老龄化，教育需求减弱，另一方面也可能是因为日本经济逐渐进入瓶颈期，产业结构升级已经到位，对高端教育人才的需求增长减弱。
- **在收入水平上升的过程中，交通通信、医疗、娱乐支出持续增长，平均需求收入弹性为 3.5、1.7、1.4。**同基本需求的回落相比，同“提高生活质量”相联系的需求一直保持了较好的增长，这体现在医疗、娱乐、交通通信支出的持续增长方面，这三项需求随着可支配收入的增长而持续增长，即使在 90 年代末 21 世纪初收入有所回落的情况下，这三项需求仍然保持了增长。从消费的需求收入弹性来看，交通通信支出最高，平均为 3.5 左右；医疗为 1.7；娱乐为 1.4。

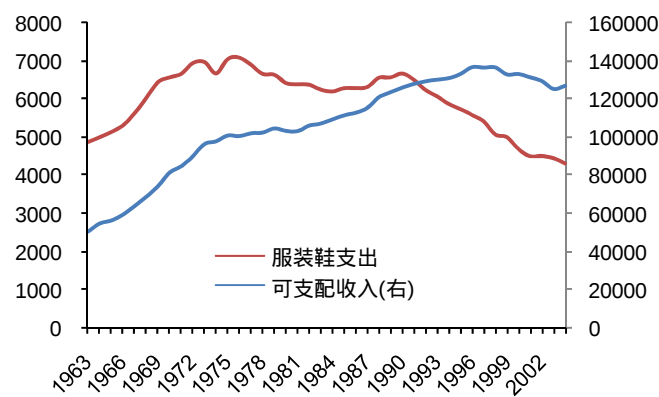
总的来说，日本这 40 年来消费变化的经验，显示出消费结构由低级向高级演进的规律。以食品、衣着、居住为主的基本生存需求在 1975 年前后基本得到满足，当时人均收入水平达到 6700 美元左右（2005 年美元）；在此之后基本需求品的消费收入弹性都有大幅度的下降。而以教育、交通通信、医疗、娱乐等为主的发展和享乐需求则持续保持了高速的成长。

图表26：日本人均实际可支配收入和食品支出

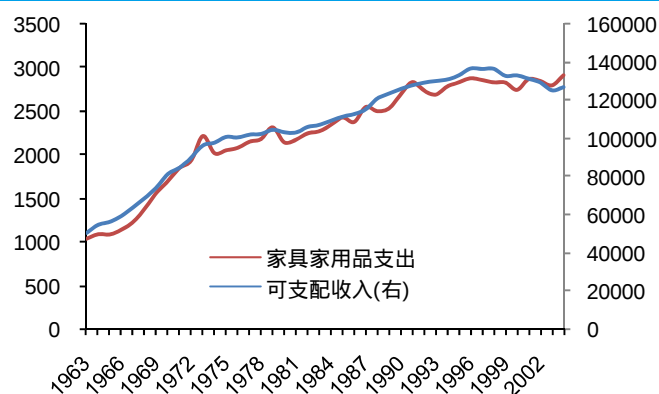


来源：国金证券研究所

图表27：日本实际可支配收入与服装支出

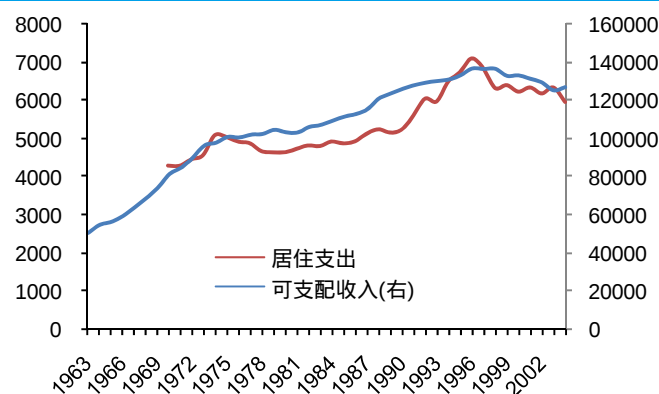


图表28：日本实际可支配收入与家庭耐用品支出

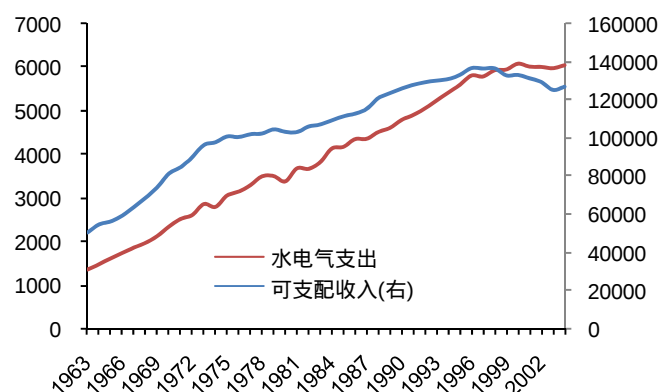


来源：国金证券研究所

图表29：日本实际可支配收入与居住支出

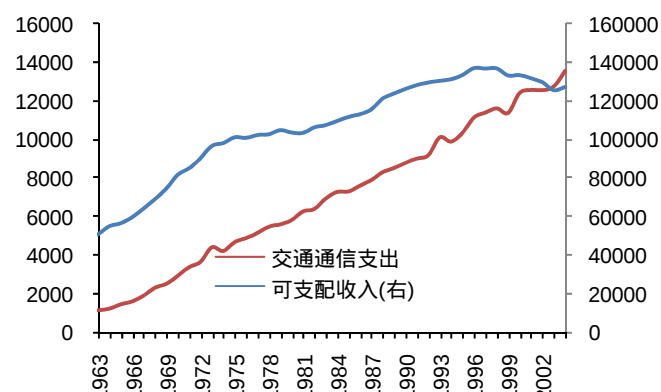


图表30：日本实际可支配收入与水电支出

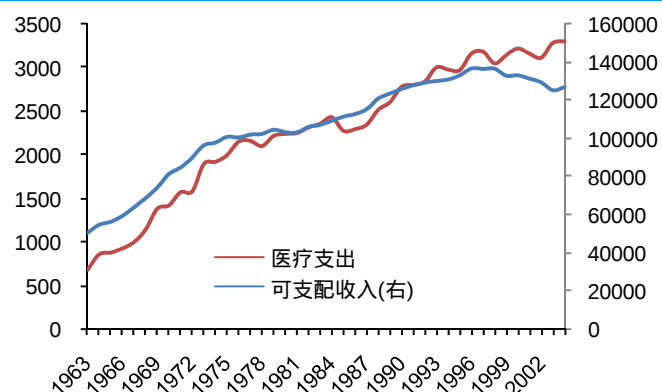


来源：国金证券研究所

图表31：日本实际可支配收入与交通通信支出

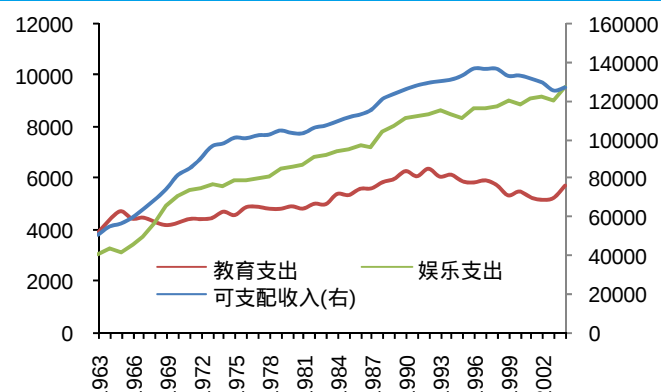


图表32：日本实际可支配收入与医疗支出

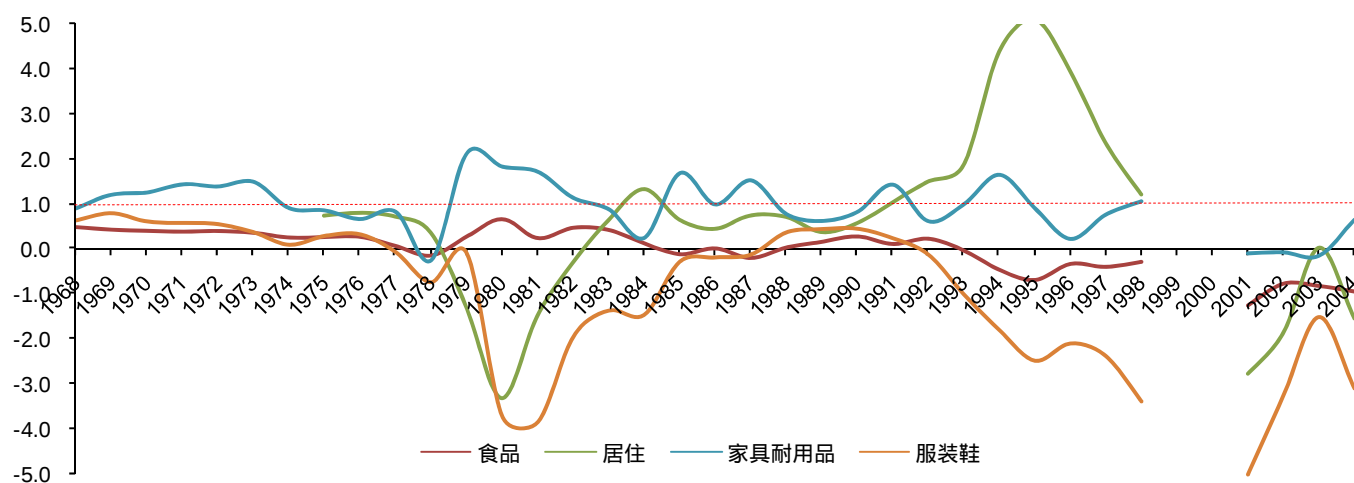


来源：国金证券研究所

图表33：日本实际可支配收入与教育娱乐支出

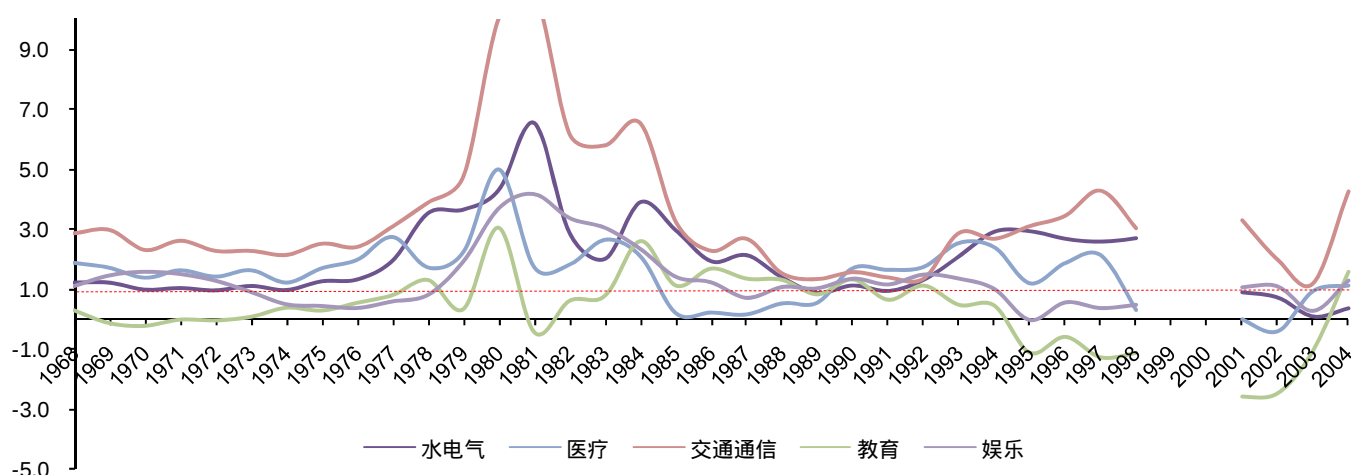


图表34：日本各类消费品的需求收入弹性（五年移动平均）I



来源：国金证券研究所

图表35：日本各类消费品的需求收入弹性（五年移动平均）II



来源：国金证券研究所

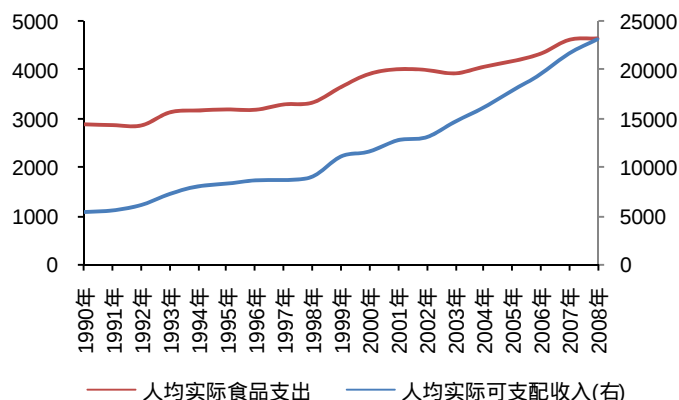
4 中国居民收入与消费习惯的观察

4.1 收入水平改变消费层次，城镇“享乐”需求弹性偏低

在中国，收入的提升对高端需求的促进同样十分明显，上海在过去 20 年中的消费变化是一个很好的例证。而作为中国经济最发达的地区之一，上海消费结构演变的规律对全国以及落后地区的消费发展路径具有重要的借鉴意义。

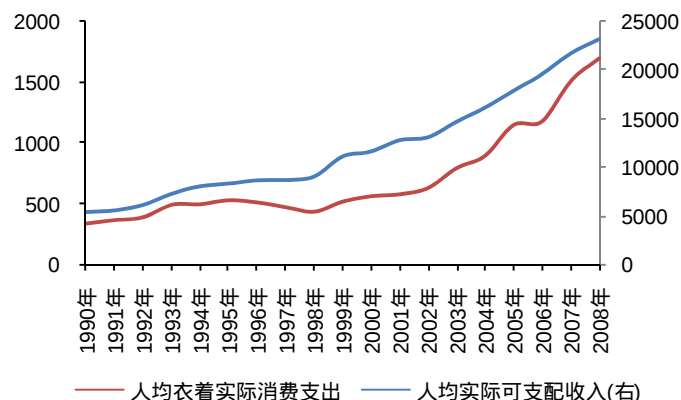
- 随着收入增长，食品需求收入弹性不断下降。从 90 年代以来，居民食品支出增长缓慢，需求收入弹性不断下降，从 90 年代中后期的 0.4 左右，下降到近五年的 0.2 左右。
- 90 年代中期至 90 年代末，家庭耐用消费品需求收入弹性快速上升。从 90 年代中期开始，居民对家庭耐用消费品的需求收入弹性迅速上升，在 95-99 年期间弹性系数达到 3 左右，之后耐用消费品的需求收入弹性有所下降，基本稳定在 0.8 左右，这比日本的长期均衡水平略低。
- 90 年代中期至 20 世纪初，医疗保健和教育娱乐的需求收入弹性快速上升。在 90 年代中期医疗保健和教育需求快速上升，持续时间还要长于家庭耐用消费品。其中医疗支出从 90 年代初持续到 2002 年左右，需求的收入弹性高达 6.6 左右，之后有所回落。教育娱乐支出在 97 年前后开始加速，持续到 2000 年，平均收入弹性达到 4.8 左右。医疗和教育支出的收入弹性在近年来都有所回落，这可能是因为中国的医疗还停留在保持基本身体健康的层次，属于刚性需求，而不是为了更好的身体素质等发展类的需求，随着收入水平的提高，医疗需求弹性仍将保持较高水平。而教育支出的回落，在一定程度上是因为最近几年义务教育学杂费的减免，而且中国经济依然停留在重工业化阶段，随着产业结构向高端制造业和服务业发展，高等教育的支出会增加，教育需求收入弹性仍会上升。
- 20 世纪初，交通通信需求收入弹性上升。20 世纪初医疗、教育、耐用消费品的增长都开始放缓，而交通通信支出开始快速上升，成为居民消费支出增长的主要动力。在 2002-2009 年期间，交通通信需求的收入弹性高达 4.3 左右。
- 总的来说，随着收入水平的提高，上海居民消费演进的路径表现为：家庭耐用消费品——>医疗、教育娱乐——>交通通信。

图表36：上海实际食品支出与收入

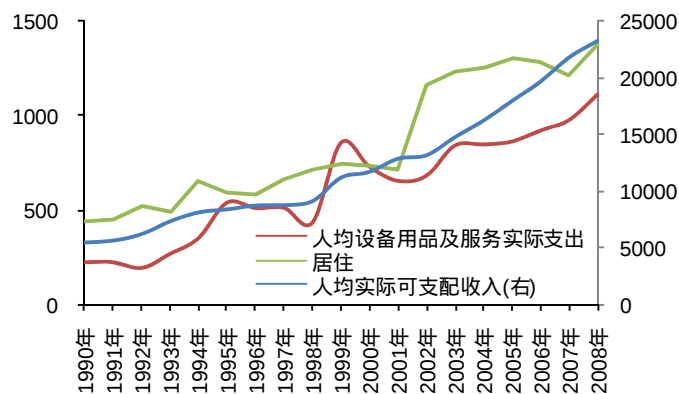


来源：国金证券研究所

图表37：上海实际衣着支出与收入

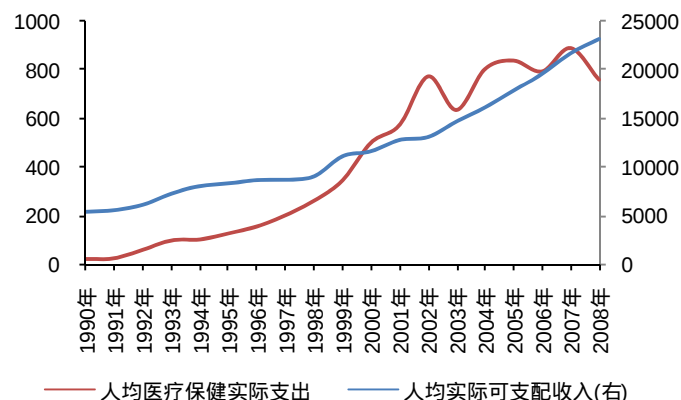


图表38：上海实际设备居住支出与收入

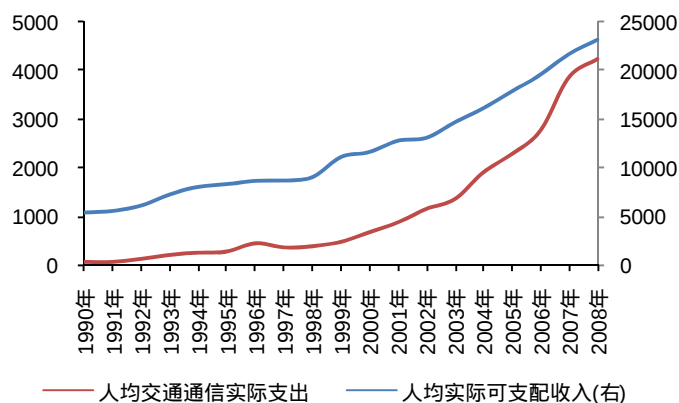


来源：国金证券研究所

图表39：上海实际医疗支出与收入

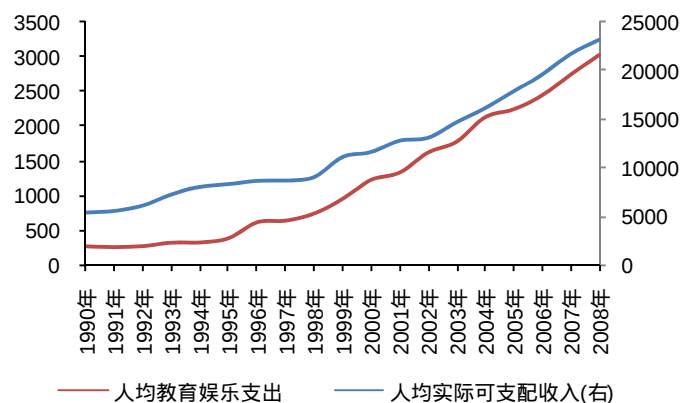


图表40：上海实际交通通信支出与收入

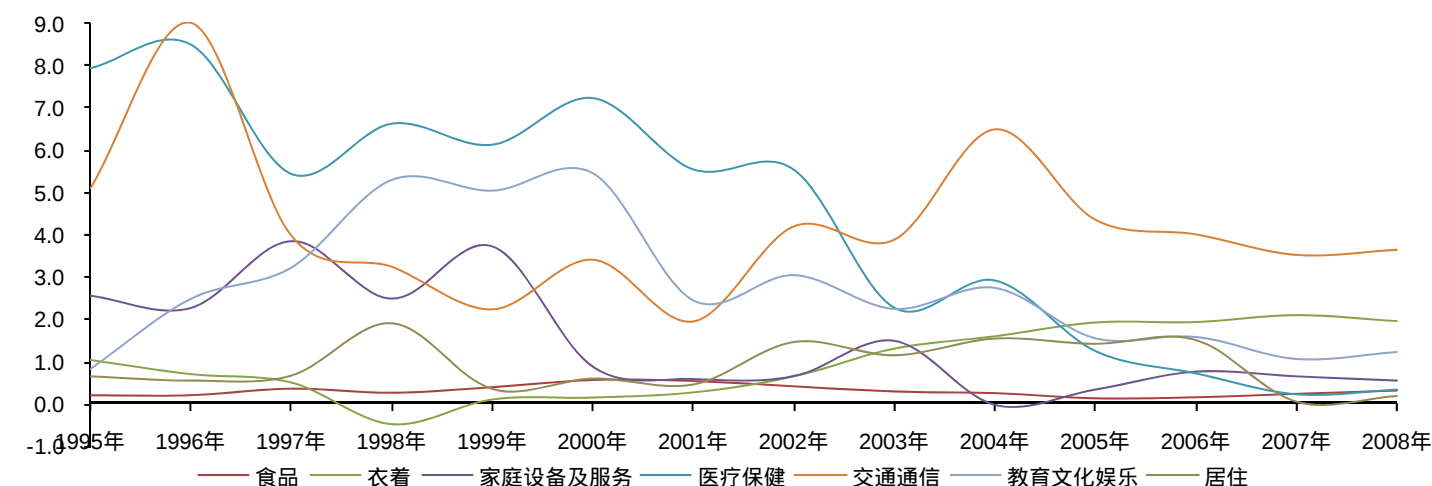


来源：国金证券研究所

图表41：上海实际教育娱乐支出与收入



图表42：上海各类消费品需求的收入弹性（五年移动平均）

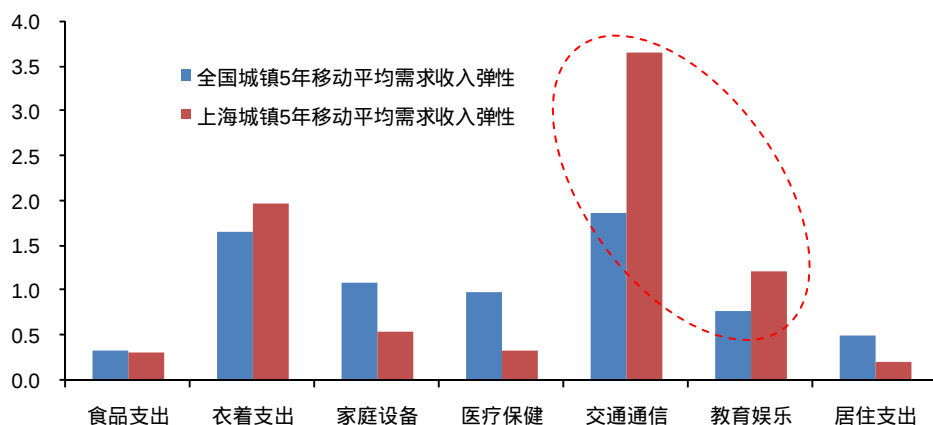


来源：国金证券研究所

从全国的情况来看，中国城镇居民在交通通信、教育娱乐方面的需求弹性较上海低出很多，随着收入水平的提高，未来需求弹性可能得到提升，从而促进该类需求的增长。

- 全国城镇交通通信和教育娱乐的需求弹性大大低于上海。过去 5 年中，全国城镇居民在交通通信、教育娱乐方面的需求收入弹性分别为 1.9 和 0.8，分别比上海同期低 1.8 和 0.5。
- 随着收入水平的提升，“享乐”需求的收入弹性有望提升。09 年全国城镇居民人均可支配收入为 17174 元，从可比价格来看，相当于上海 03 年左右的水平，差距并不大，随着全国城镇居民收入的增长，未来“享乐”需求的需求收入弹性有望提升。
- 我们对交通通信和教育娱乐需求的增长做了情景分析。在全国城镇居民交通通信需求收入弹性从过去 5 年的 1.9 提升到 2.5、教育娱乐需求弹性从 0.8 提升到 1 的假设下，交通通信的人均实际支出增速提升了 9.7 个百分点，教育娱乐提升了 3.6 个百分点。而中西部地区由于收入增速较快，需求弹性提升空间大，支出增速提升的幅度会更大。考虑到人口增长后（假设为过去三年的平均水平），全国城镇交通通信和教育娱乐的需求量增速将达到 34% 和 15%（详细请见表 44）。

图表43：全国城镇“享乐”需求收入弹性大幅低于上海



来源：国金证券研究所

图表44：城镇享乐需求增长的情景分析

	全国城镇		东部城镇		中部城镇		西部城镇	
	过去五年	未来五年	过去三年	未来五年	过去三年	未来五年	过去三年	未来五年
名义收入增速		16.8%		15.7%		17.7%		18.1%
CPI YOY		4.0%		4.0%		4.0%		4.0%
实际收入增速		12.3%		11.3%		13.2%		13.6%
人口增速		2.5%		2.7%		3.5%		4.0%
需求收入弹性								
交通通信	1.9	2.5	1.3	2.6	1.3	2.3	1.4	2.3
教育娱乐	0.8	1.0	0.9	1.1	0.7	0.9	0.3	0.7
人均实际支出增速								
交通通信	21.1	30.77	11.6	29.25	14.4	30.30	14.2	31.18
教育娱乐	8.7	12.31	8.3	12.38	8.2	11.86	3.4	9.49
实际总需求量增速								
交通通信		34.0		32.7		34.9		36.4
教育娱乐		15.1		15.4		15.8		13.9

来源：国金证券研究所

4.2 消费习惯模仿，“量”先“质”后，暗含档次升级机会

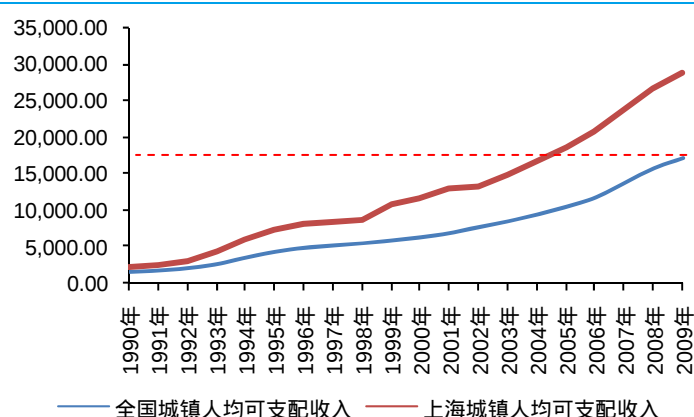
中国在不同收入群体间呈现出收入不同，消费习惯趋同，但是价格又不同的特征。

- 收入增长滞后，消费习惯同步。居民消费习惯的变化并不完全取决于收入的高低。从上海和全国的对比情况来看，虽然 08 年全国城镇居民人均可

支配收入仅相当于上海 2004 年左右的水平，滞后了 4 年左右；但是在各类消费品的需求收入弹性上却表现出相当的同步性。

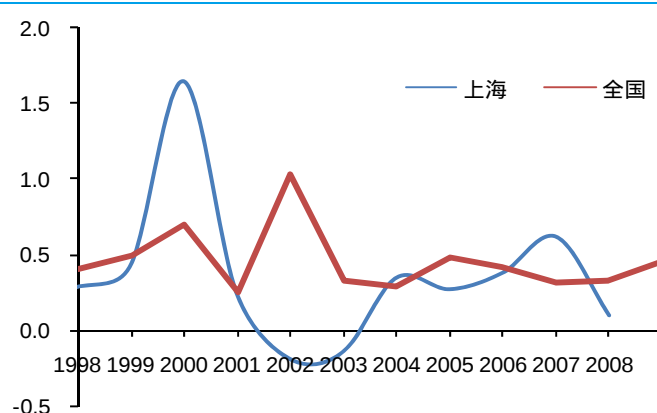
- **食品、家庭设备需求收入弹性的变化方面，全国滞后于上海 2 年左右。**从图表 46、48 可以看到，全国城镇居民在食品和家庭设备方面的需求弹性变化，基本上追随了上海的变化，前者滞后于后者 2 年左右。
- **衣着需求弹性的变化方面，全国滞后于城镇 1 年或者同步。**衣着在消费习惯方面的传导性似乎更强，从图表 47 可以看到，全国城镇居民衣着需求弹性的变化基本上与上海同步。
- **居住、教育娱乐、医疗保健、交通通信需求收入弹性的变化，全国与上海同步。**居民在享乐和发展需求上的习惯保持了更高的同步，从图表 49-52 的情况来看，全国城镇居民在居住、教育娱乐、医疗保健、交通通信方面的需求收入弹性的波动同上海保持一致。

图表45：全国和上海城镇居民人均可支配收入

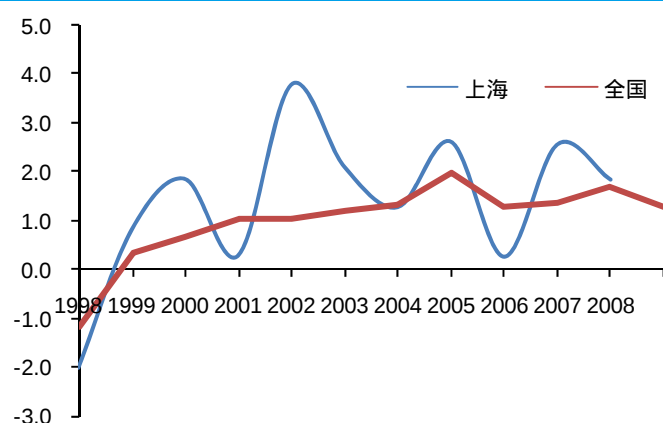


来源：国金证券研究所

图表46：城镇居民食品需求收入弹性

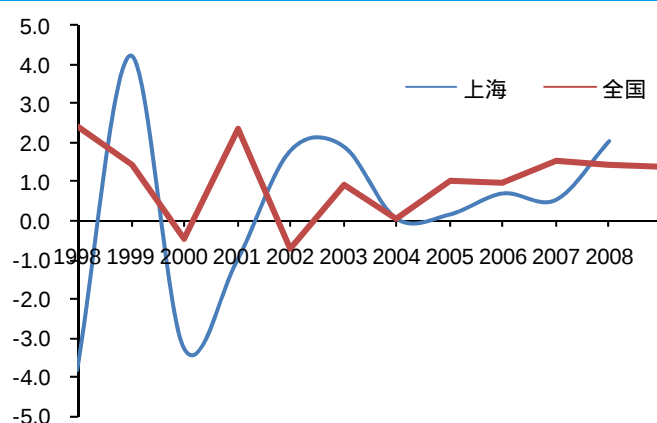


图表47：城镇居民衣着需求收入弹性

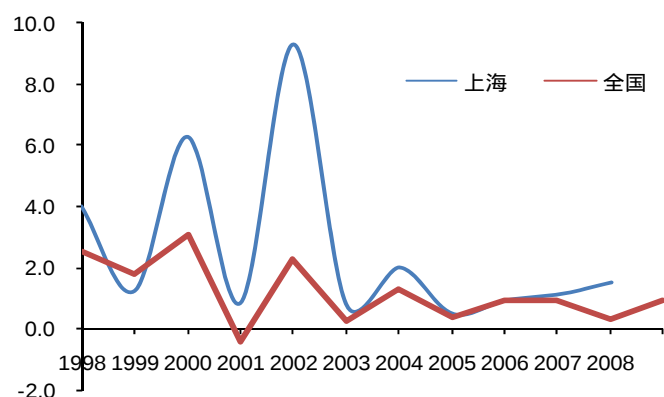


来源：国金证券研究所

图表48：城镇居民家庭设备与服务需求收入弹性

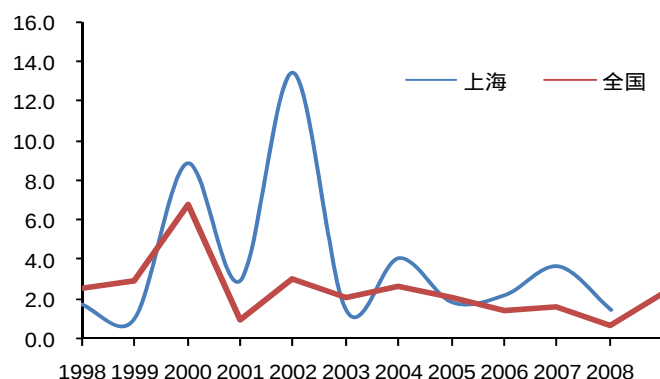


图表49：城镇居民教育娱乐需求收入弹性

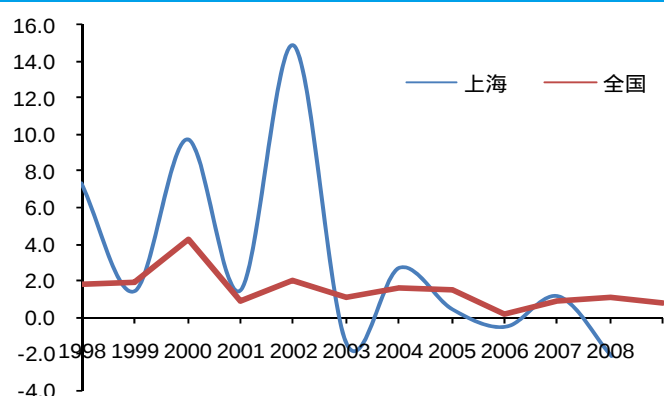


来源：国金证券研究所

图表50：城镇居民交通通信需求收入弹性

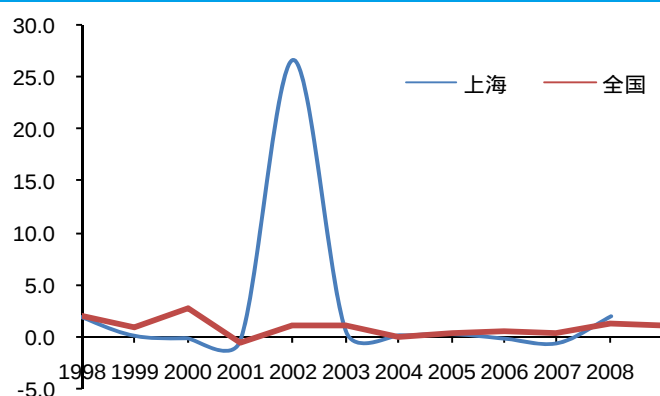


图表51：城镇居民的医疗保健需求收入弹性



来源：国金证券研究所

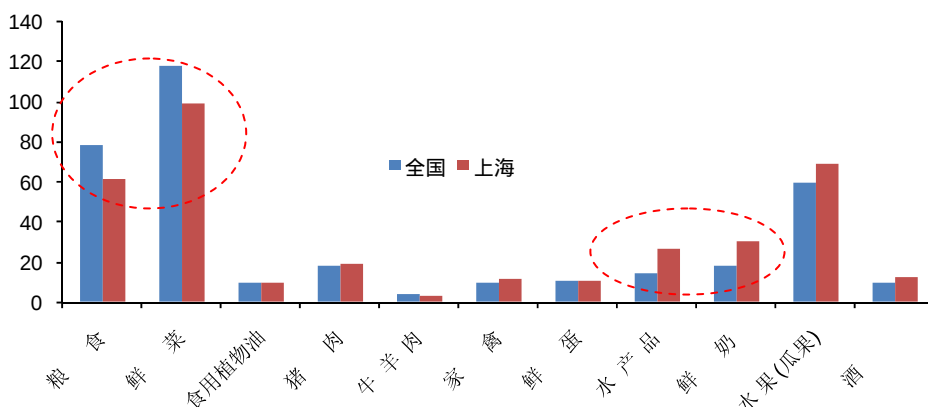
图表52：城镇居民居住需求收入弹性



这种情况的出现意味着，当上海居民增加在汽车上的支出时，中西部落后地区的居民几乎同步的增加了汽车的消费。这似乎同我们之前的分析结论不符，因为低收入群体应当将更多的收入投向必需消费品领域而不是可选消费。

- **消费习惯模仿，“量”先“质”后。**我们认为，之所以出现这种情况是因为，消费的示范效应很强，当一种消费习惯在发达地区产生时，它会迅速传播到欠发达地区，并被这些地区的居民所模仿。但是受到收入水平所限，这些居民不大可能消费同样档次的产品，而会选择档次较低的产品，质量和外观等方面会较差。也就是说在落后地区在模仿发达地区的消费习惯时，是先满足“量”，后满足“质”。
- 以食品为例，低收入地区的居民消费更多的粮食而不是肉类。2007年全国城镇居民人均消费 77.6 千克，而上海消费 60.7 千克；全国消费鲜奶 17.75 千克，上海消费 29.7 千克。
- 以服装为例，低收入地区居民消费更多的非品牌服装。一个明显的例子是，在丽江香格里拉看到的冲锋衣大都是仿冒的品牌，价格在 200 元左右；而在上海的商场里，正品需要 1000-2000 元。
- 随着城镇居民收入水平的上升，产品消费档次的升级可能是城镇特别是中西部城镇未来消费的主要趋势。

图表53：全国和上海城镇食品消费量（千克）



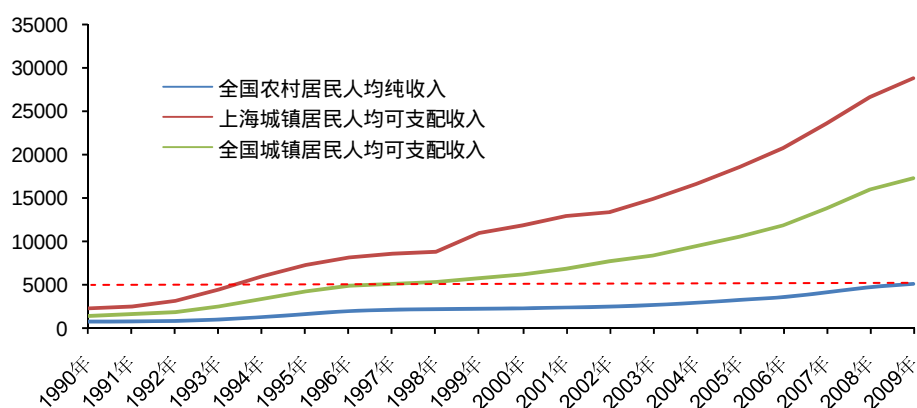
来源：国金证券研究所

4.3 低收入者“低档享乐发展”需求并不少

一些观点认为，低收入者收入增加主要拉动对食品、服装等低端消费品的增长，但从数据来看，情况可能并非如此。

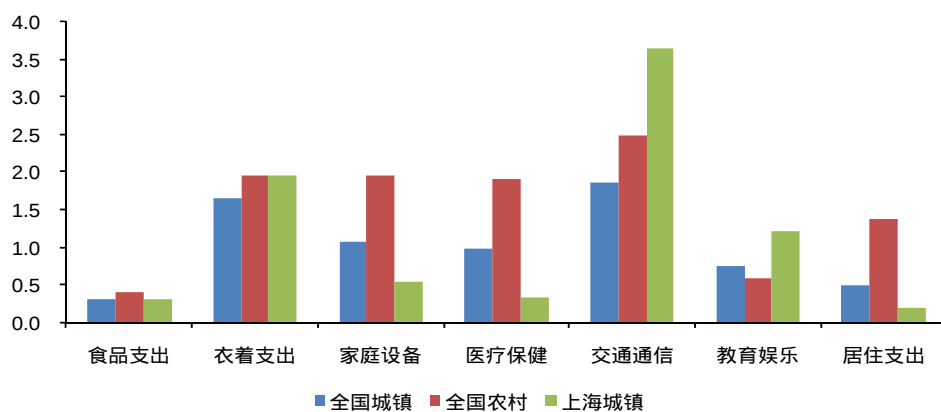
- **低收入者主要集中在农村家庭。**中国低收入者主要集中在农民和农民工群体，他们的收入和消费情况在农村居民生活调查中体现。因此，我们同过农村居民消费支出情况，来讨论低收入者的消费习惯。
- **农村居民收入水平大大低于城镇地区。**09 年农村居民人均纯收入为 5153 元，相当于上海 94 年前后的水平，按照可比价格，甚至相当于上海 80 年代的水平。
- **农村居民在交通通信、家庭设备与服务、衣着、医疗保健方面的需求收入弹性较大，高于城镇水平。**在农村家庭中，需求收入弹性最大的消费品分别是交通通信（2.5）、家庭设备与服务（2.0）、衣着（2.0）、医疗保健（1.9）、居住（1.4），这一水平甚至高于城镇地区；教育娱乐和食品的需求收入弹性最低，分别为 0.6 和 0.4。这意味这农村居民收入增长会将更多的钱投入交通通信、家庭设备等领域，而非传统的食品领域。
- **农村居民在“享乐”领域的消费应当是低档产品。**虽然农村居民愿意将更多的增收用于交通通信等高端领域，但受到收入水平所限，他们不打可能和城市消费同类档次的产品。以交通工具而言，农村居民可能购买的是摩托车，而城镇居民则购买的是汽车。从 08 年交通工具的保有量来看，摩托车保有量农村高于城市，而汽车保有量农村非常低。
- **我们测算了在农村收入增长加快的情况下，农村各类消费品的增长情况（图表 58）。**我们假设未来一段时间，农村居民消费的需求收入弹性保持不变，那么在农村居民人均收入增长 20.8%左右，实际增长 16.2%左右，人口增长-1.1%（过去三年的平均水平）的假设下，未来交通通信需求量的增长最快，达到 38.9%，衣着和家庭设备为 30.4%左右，医疗保健为 29.6%。

图表54：农村居民、上海城镇和全国城镇居民人均可支配收入



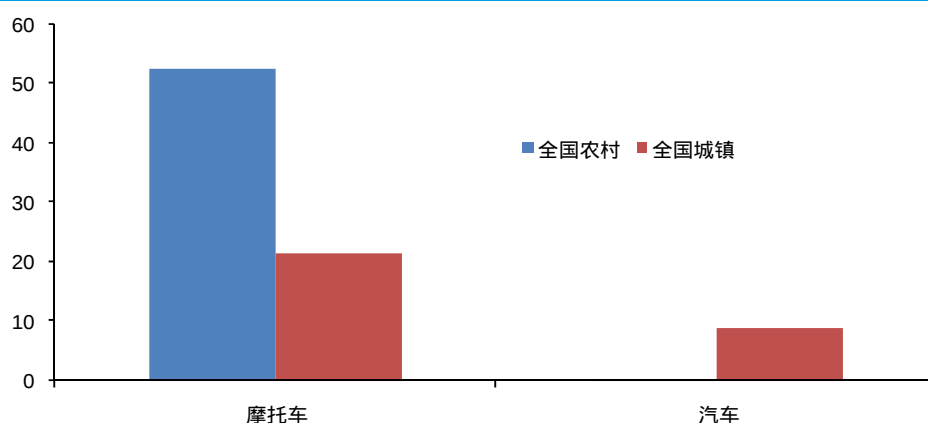
来源：国金证券研究所

图表55：上海城镇、全国城镇、全国农村各类消费的需求收入弹性



来源：国金证券研究所

图表56：08年每百户农村和城镇居民交通工具保有量



来源：国金证券研究所

图表57：农村各类需求收入测算

	名义收入增速	CPI YOY	收入实际增速	人口增速	需求的收入弹性	人均需求实际增速	总需求增速
总消费支出	20.8%	4%	16.2%	-1.1%	1.1	17.92	16.6
食品支出					0.4	6.58	5.4
衣着支出					2.0	31.90	30.4
家庭设备					2.0	31.92	30.5
医疗保健					1.9	31.00	29.6
交通通信					2.5	40.48	38.9
教育娱乐					0.6	9.74	8.5
居住支出					1.4	22.31	21.0

来源：国金证券研究所

5 消费子行业的比较与投资策略

5.1 大类消费市场的“纵横”比较

我们尝试对居民各类消费支出的增长做了测算，其前提假设包括：

- 收入增速：前文的预测。
- 人口增速：过去三年的平均水平
- 需求收入弹性：交通通信和教育娱乐弹性的判断见上文，其余为上一年度的5年移动平均数

从居民实际总支出（需求量）增速的测算结果来推断，可以有以下的结论：

- **低收入群体消费的成长性最好。**成长性最高的子市场主要集中在农村市场，其中增长最快的是交通通信、衣着、家庭设备和医疗保健，这可能意味着低端的交通通讯工具、衣着、家电品牌和医疗产品会面临比较好的增长前景。
- **城镇的交通通信设备和衣着支出增长也很快。**这可能意味着高端交通工具例如汽车、航空等的增长前景很好，较高档次的衣着需求增长也会较好。
- **成长慢的行业存在消费档次提升的结构性机会。**城镇地区的医疗保健和食品支出增长较慢，但这可能意味着结构性的机会，主要是产品的档次需要提升。例如食品，未来城镇居民将更多的消费牛奶而非粮食；或者更多的外出就餐，从而带来餐饮业的机会；中高档白酒的快速增长也是消费档次提升的结果；品牌食品的增长应该也会加快。
- **在消费增长加快的地区商贸行业同样存在机会，这主要集中在农村和中西部城镇地区。**

图表58：居民各类消费支出实际增长的测算（黄色代表高成长，绿色代表低成长）

	全国城镇	东部城镇	中部城镇	西部城镇	全国农村
名义收入增速	16.8%	15.7%	17.7%	18.1%	20.8%
CPI YOY	4.0%	4.0%	4.0%	4.0%	4.0%
实际收入增速	12.3%	11.3%	13.2%	13.6%	16.2%
人口增速	2.5%	2.7%	3.5%	4.0%	-1.1%
需求收入弹性					
总消费支出	0.8	0.7	0.8	0.7	1.1
食品支出	0.3	0.2	0.3	0.4	0.4
衣着支出	1.7	1.7	1.3	1.8	2.0
家庭设备	1.1	1.3	1.6	1.2	2.0
医疗保健	1.0	0.5	1.1	0.6	1.9
交通通信	2.5	2.6	2.3	2.3	2.5
教育娱乐	1.0	1.1	0.9	0.7	0.6
居住支出	0.5	0.7	0.8	0.4	1.4
人均实际支出增速					
总消费支出	9.82	8.28	10.40	9.79	17.92
食品支出	4.05	2.63	4.13	5.27	6.58
衣着支出	20.46	19.45	16.83	24.14	31.90
家庭设备	13.35	14.63	21.58	16.58	31.92
医疗保健	12.22	5.72	14.43	8.66	31.00
交通通信	30.77	29.25	30.30	31.18	40.48
教育娱乐	12.31	12.38	11.86	9.49	9.74
居住支出	6.18	7.56	10.50	5.03	22.31
实际总需求量增速					
总消费支出	12.6	11.2	14.3	14.2	16.6
食品支出	6.6	5.4	7.8	9.5	5.4
衣着支出	23.5	22.7	20.9	29.1	30.4
家庭设备	16.2	17.7	25.8	21.2	30.5
医疗保健	15.0	8.6	18.4	13.0	29.6
交通通信	34.0	32.7	34.9	36.4	38.9
教育娱乐	15.1	15.4	15.8	13.9	8.5
居住支出	8.8	10.5	14.4	9.2	21.0

来源：国金证券研究所

5.2 各行业的基本情况

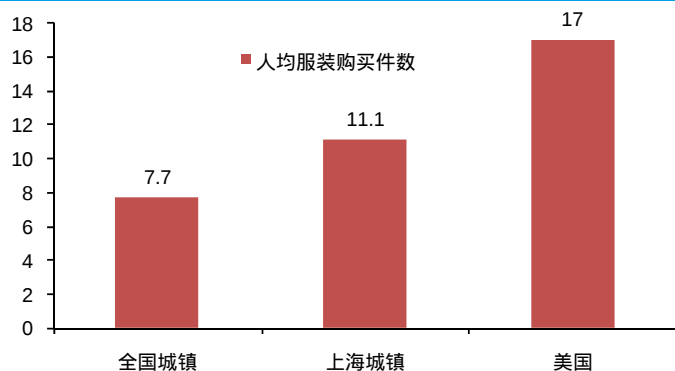
■ 纺织服装（张斌、刘宇袖）

整体上来看，中国城镇居民人均服装购买件数同发达地区和国家仍有较大的差距，08年全国城镇居民每年人均购买服装7.7件，而上海和美国分别为11.1和17件左右。从收入水平来看，低收入者购买服装件数更加少，08年城镇低收入户人均购买服装仅为6.4件。因此，目前看来服装的发展空间还很大。而且随着收入水平的提高居民对品牌的意识更强，品牌服装面临很好的发展机遇

我们认为，未来服装零售行业增速将保持在 20%的水平：一方面，消费服务行业占宏观经济比重逐渐提高，消费日益成为拉动经济发展的主要动力；以及中国城镇化进程继续等等宏观因素确保未来品牌服装将迎来一个新的发展高峰期。另一方面中短期，几个已经上市的各个细分子行业的龙头企业将充分享受金融危机影响下一些中小品牌倒闭空出了客户资源、代理商资源和店铺资源，业绩增速有望超过 30%。

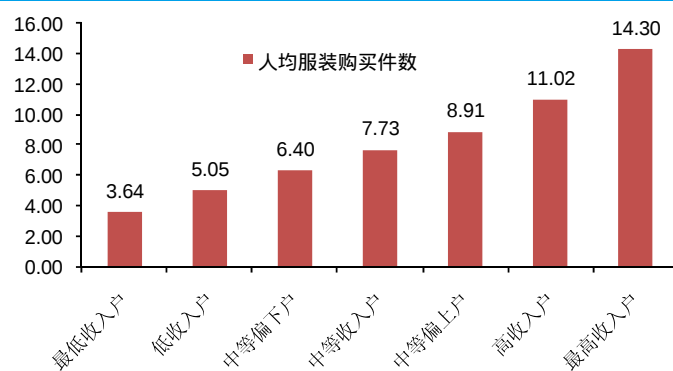
在这样的行业背景下，我们推荐七匹狼、伟星股份等。

图表59：2008 年城镇居民人均服装购买件数



来源：国金证券研究所

图表60：2008 年按收入等级分的人均服装购买件数



■ 家电（王晓莹）

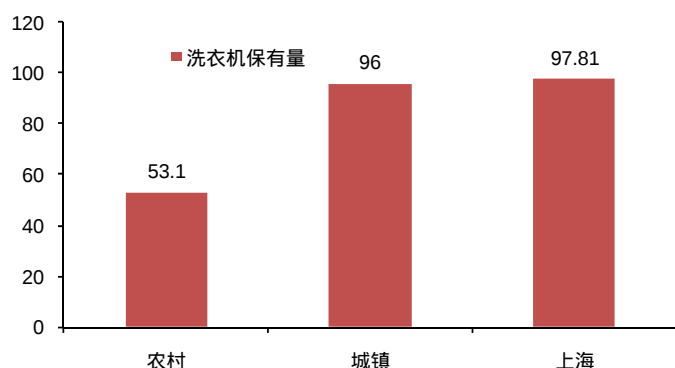
从保有量来看，城镇地区主要家电产品的保有水平同发达地区已经非常接近，而农村地区同城镇和发达地区仍有较大差距。

09-12 年由于有消费补贴的刺激，我们认为家电消费的增速能够保持在 15-20%的水平上，同时农村市场启动，即使在补贴政策退出后我们认为家电保有量也会继续快速缩小与城镇的差距。不过由于届时城镇市场已经以更新需求为主，因此 2012 年以后的全国消费增速可能会下降到 10%左右的水平。分产品来看，空调的保有量即便在城镇也未达到饱和，长期来看大家电中持续增长性最强的还是空调。

小家电的成长性也很强，小家电在欧美家庭的保有量是每家有 30 件左右，但在中国目前只有 3-4 件，因此还有很大的增长空间。

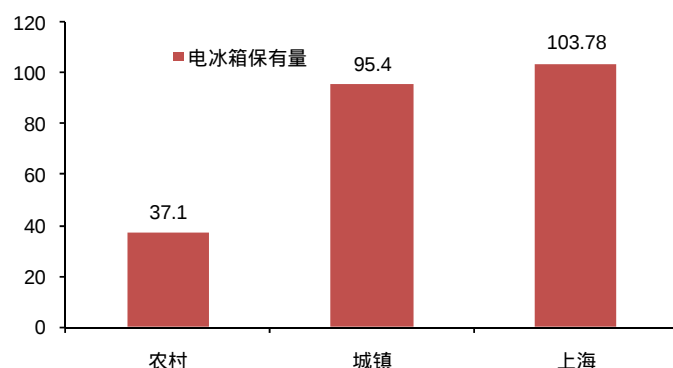
我们看好大家电中的青岛海尔、美的电器，小家电中的苏泊尔。

图表61：2009年每百户洗衣机保有量

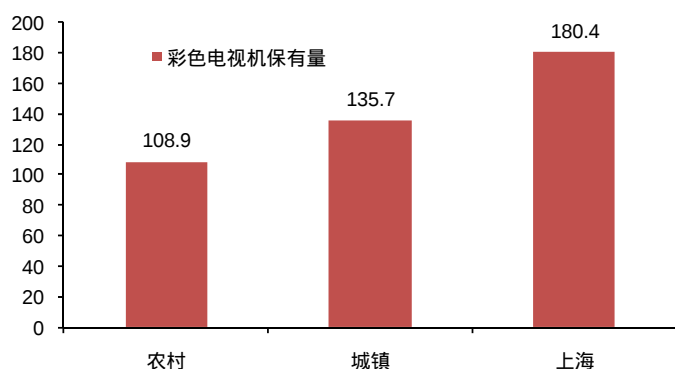


来源：国金证券研究所

图表62：2009年每百户电冰箱保有量

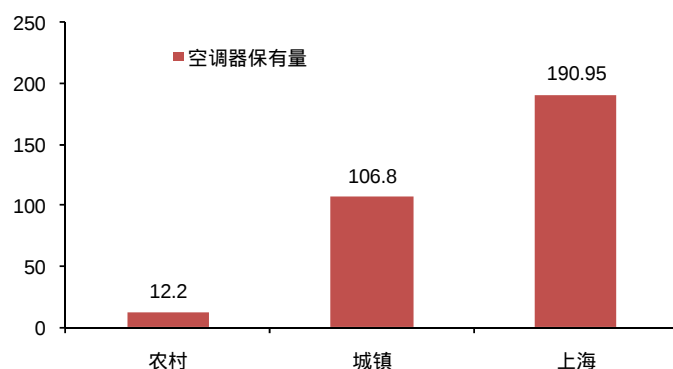


图表63：2009年每百户彩色电视机保有量



来源：国金证券研究所

图表64：2009年每百户空调保有量



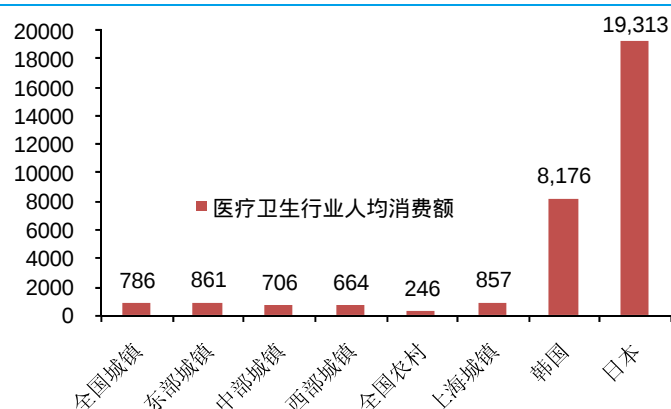
■ 医药（黄挺、李敬雷、李龙俊）

从医疗卫生人均消费额来看，中国同发达地区和国家水平仍然具有较大的差距。从分地区的情况来看，低收入的农村市场需求弹性较大、收入增长较快，因此成长会更快一些。

从农村市场的角度来看，中新药业可能受益，该公司正在进行农村销售网络的建设，未来将会受益于农村市场的快速增长。另外，从中期角度来看，三九药业、云南白药、华润三九也可能受益，但是短期内可能会受到医疗补贴政策低于预期的影响。

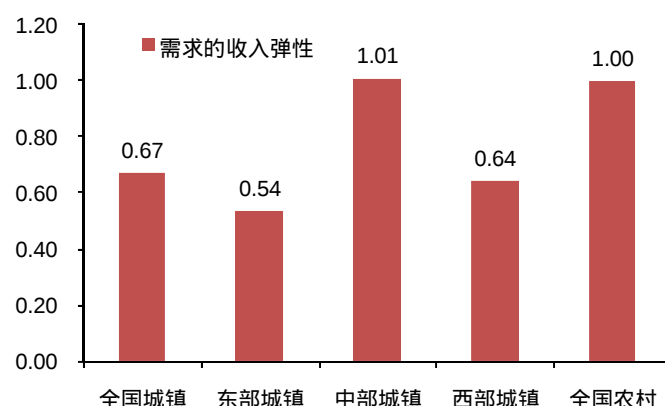
另外，随着收入水平的提高，居民将会对医疗产品的安全性等提出更高的要求。因此，我们看好大输液行业中的科伦药业，该公司生产的直立式软袋相比传统的玻璃瓶、塑瓶具有明显的优点；而且在行业集中度提高的过程中，该公司也会受益。

图表65：2008年医疗卫生业人均消费额



来源：国金证券研究所

图表66：2008年各地区医疗卫生业的需求收入弹性



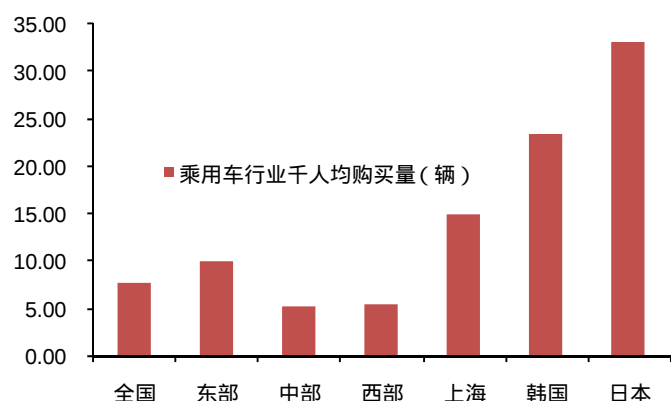
■ 汽车（张锦）

目前全国城镇地区每千人乘用车购买量仅为 7.7 辆，而上海地区为 15 辆，韩国 23 辆、日本 33 辆，显然中国汽车行业还远没有饱和。分地区来看，东部千人购买量较高，中西部较低。从需求的收入弹性来看，中西部的收入弹性也较高。

长期来看，随着居民收入特别是低收入群体和地区的收入增速加快，农村汽车消费和二三线城市汽车消费将逐渐兴起，微车、自主品牌乘用车将会有更为广阔的发展机会（长安汽车、东安动力）。另外，乘用车非核心零部件将更具“进口替代”的潜力和空间。

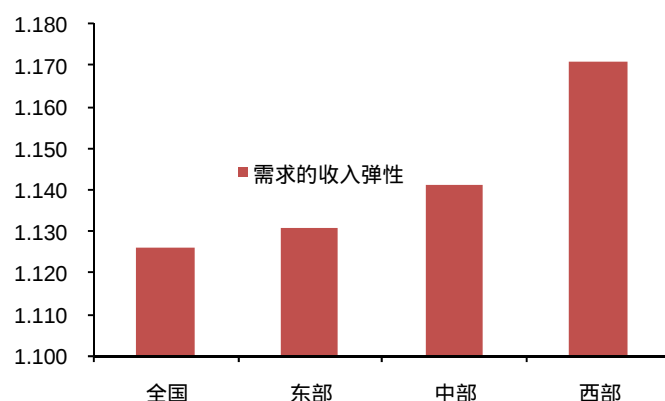
基于以上的逻辑，我们长期看好长安汽车、东安动力、宁波华翔。

图表67：2009年乘用车行业千人年购买量



来源：国金证券研究所

图表68：乘用车的需求收入弹性



■ 航空（黄金香）

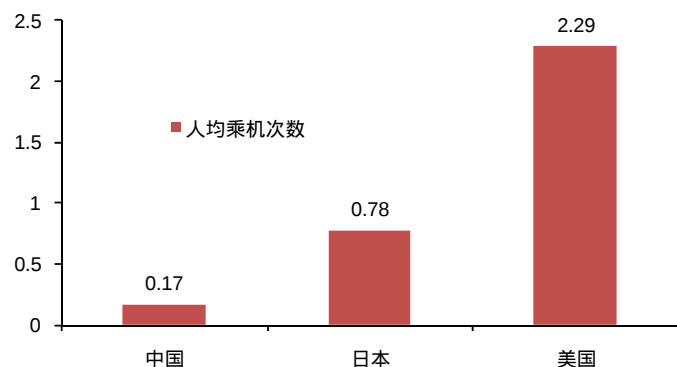
中国目前人均乘机次数为 0.17 次/年，相当于日本的 22%，美国的 7%。从日本和美国的经验来看，在这一阶段后，航空旅客运输量仍将保持较快的增长。

从旅客的结构来看，2000 年到 2007 年，商务旅客的增速仅为 8.3%，而旅游探亲旅客增速高达 26%，旅游探亲旅客占总旅客量的比例由 2000 年的 45% 上升到了 2007 年的近 60%。这反映了居民在交通方面消费升级的情况。未来随

着收入的增长，航空业仍将保持较快增长，但在 2012 年可能需要注意高铁的冲击。

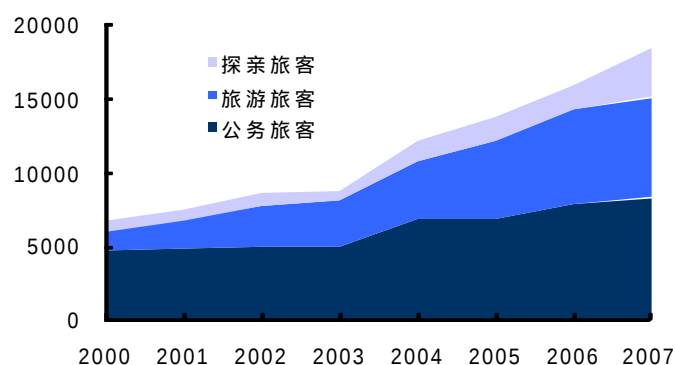
在这样的情况下，我们在中长期仍然看好国航、南航、东航，其中首推国航，原因是国航航线的区域结构更好，另外未来国际航线的增长可能更快。

图表69：2009 年各国人均乘机次数



来源：国金证券研究所

图表70：我国航空旅客结构比例变化



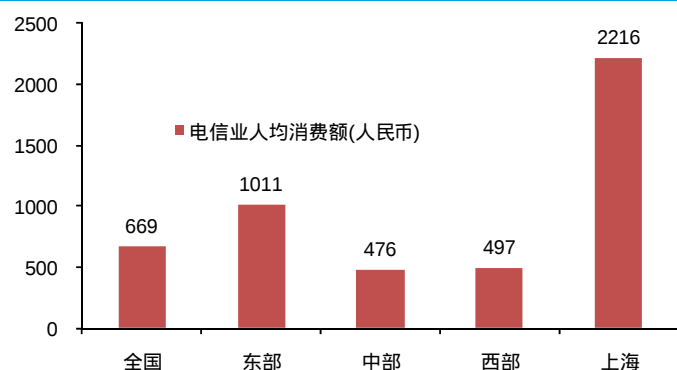
■ 通信（陈云红、陈寒罡）

从人均电信消费来看，中国地区差异很大，全国仅相当于上海地区 30%，而落后的中西部地区消费水平更低，因此电信行业的发展空间还很大。

从中长期来看，手机增值业务发展空间巨大，我们看好专注于这一领域的神州泰岳。

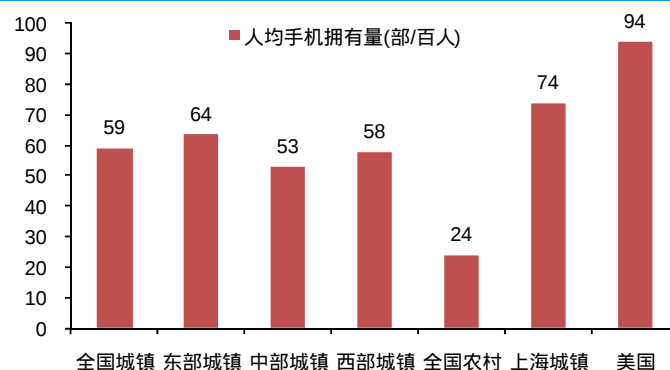
另外，从手机的普及率来看，中国同发达地区和国家还有较大的差距，尤其是智能手机领域差距更大。据我们估算，09 年中国智能手机普及率仅为 1.78 部/百人，而美国已经达到 20.5 部/百人，在香港等地区普及率甚至更高。因此，中兴通讯可能在中长期受益于这一领域的增长，目前手机业务收入占其总收入的 20% 左右。

图表71：2009 年电信行业人均消费额

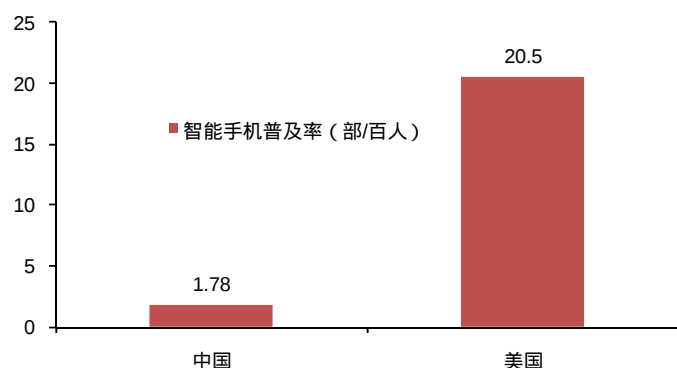


来源：国金证券研究所

图表72：2008 年人均手机拥有量



图表73：09年智能手机普及率（部/百人）



来源：国金证券研究所

■ 食品饮料（陈刚、肖喆）

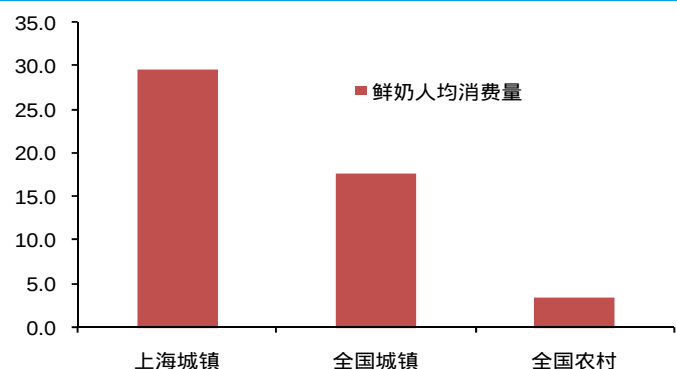
食品需求的收入弹性较低，即使收入水平增速加快，居民食品支出也很难出现快速的增长；但是随着居民收入水平的提高，居民在食品结构和食品档次上的提升将是显著的，因此结构性机会将会很多。

从地区的对比来看，低收入地区的鲜奶消费量要比发达地区低很多，随着收入水平的提升，居民在鲜奶上的消费将会有所提升，从这个角度来看，伊利股份的成长性会较好。

从酒类的消费来看，在收入水平不同的地区间，人均酒类消费量没有显著的差异，因此未来酒类的增长更多的是结构性机会。我们看好消费升级受益的古井贡酒、山西汾酒等中高端白酒。

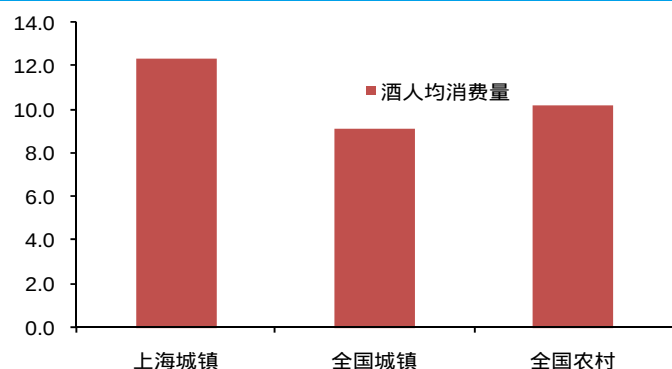
另外，在低收入地区收入增长加快的情况下，黑牛食品等关注于二三线城市和农村市场的公司会长期受益。

图表74：人均鲜奶消费量



来源：国金证券研究所

图表75：酒的人均消费量



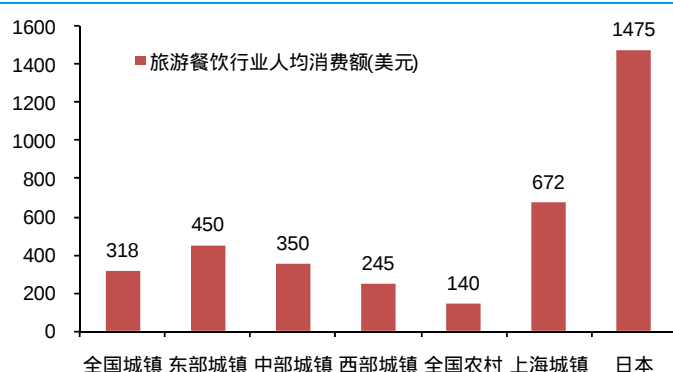
■ 旅游（毛峥嵘、苏超）

从人均消费额来看，中国旅游餐饮业同发达地区和国家间仍有较大差距，成长空间巨大。在收入增长加快的情况下，居民会增加对旅游的消费。从需求的收入弹性来看，中西部城镇居民更乐于增加旅游餐饮的消费。

从这个角度来看，位于西部，且休闲旅游（受到收入增长影响更加明显）比例较高的峨眉山将会受益；同时，高铁的开通也将为峨眉山带来更多的人流。

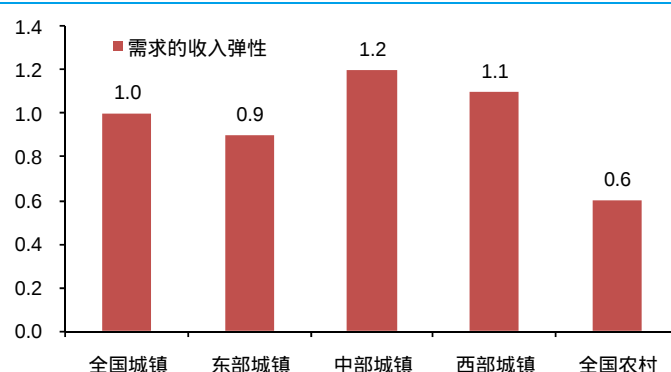
另外，在旅游行业整体持续高景气的情况下，黄山旅游、中国国旅、锦江股份等公司也值得关注。

图表76：旅游餐饮业人均消费额



来源：国金证券研究所

图表77：旅游餐饮业需求的收入弹性



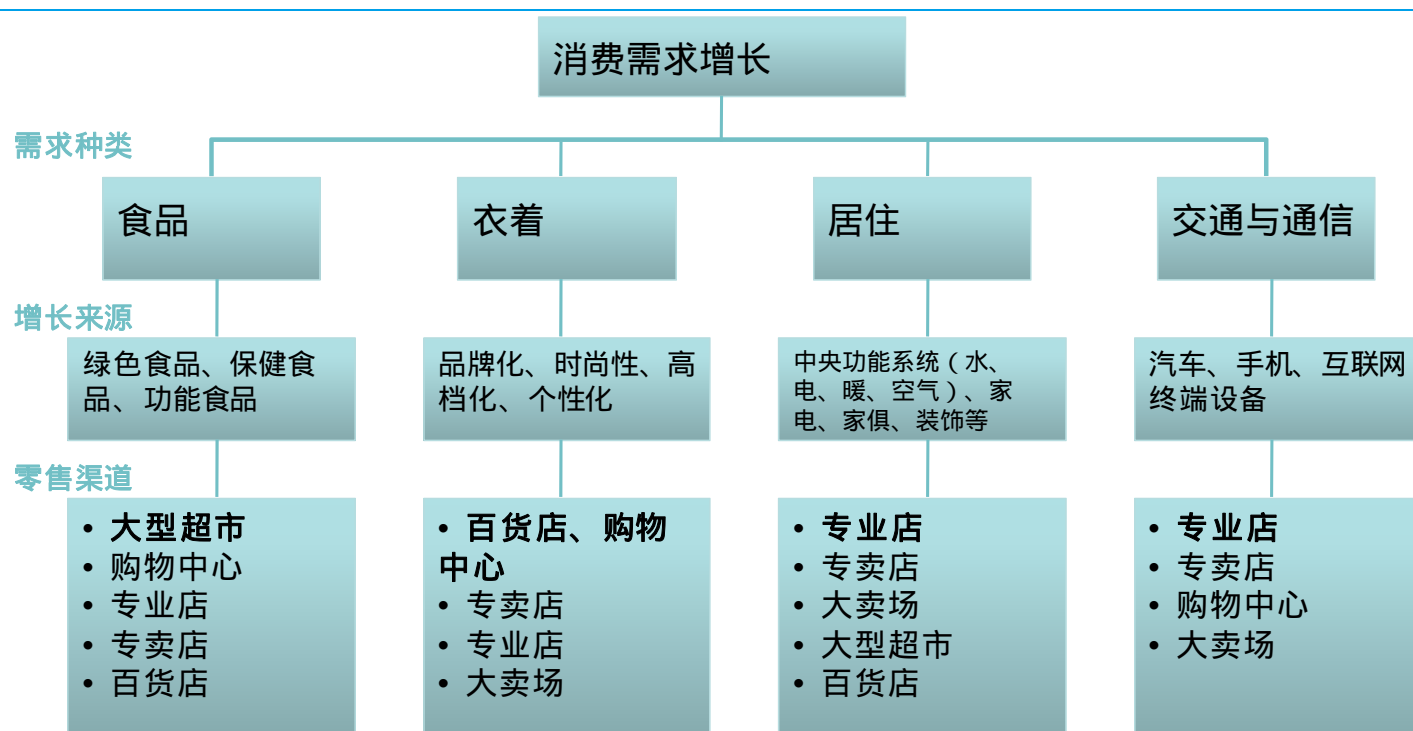
■ 商贸行业（文瑶、贾仁栋）

从传导路径来看，由于未来增长最快的消费品将是交通通信、衣着、家庭设备等，因此专业店、百货和购物中心受益最大；另外从国外业态竞争的发展规律来看，随着居民收入水平的提高，专业店、专卖店和购物中心会获得更多的发展空间。

从地域来看，我们预计未来东部零售业的增长趋向缓和，管理能力是竞争核心，中部零售业保持高速增长，扩张能力决定企业价值，西部企业的成长空间巨大，政策推动是重点。

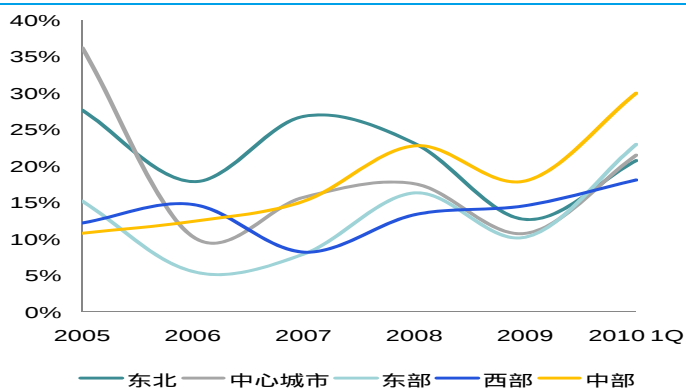
综合来看，中西部地区高成长性的零售企业值得关注，包括友好集团、鄂武商、新华百货等；另外，专业店中的苏宁电器也值得关注。

图表78：消费需求对零售业态的传导路径



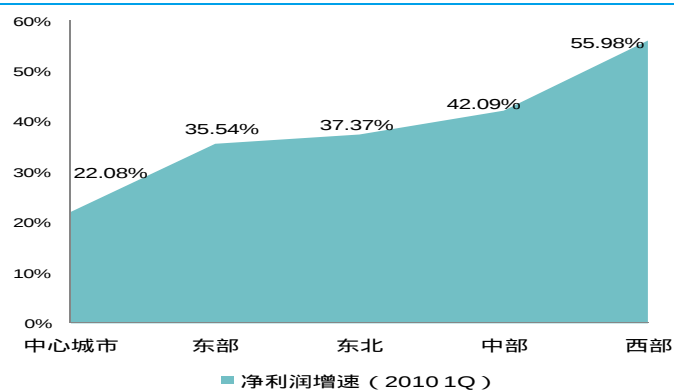
来源：国金证券研究所

图表79：各区域上市公司销售收入增速



来源：国金证券研究所

图表80：各区域上市公司净利润增速



5.3 涉及公司的基本情况

图表81：涉及公司的基本情况

行业名称	公司名称	10EPS	当前股价 (8月9日)	10PE	未来三年复合增长率
休闲服	七匹狼	0.96	35.15	37	30%以上
服装辅料	伟星股份	1.14	23.82	21	20%
冰箱、洗衣机、空调	青岛海尔	1.30	22.23	17	25%
空调、冰箱、洗衣机	美的电器	0.91	13.83	15	20%
小家电	苏泊尔	0.73	19.48	27	30%
医药	科伦药业	2.75	113.45	41	40%
医药	中新药业	0.42	14.16	33	30%以上
乘用车整车	长安汽车	0.93	10.50	11	12%
乘用车零部件	东安动力	0.80	12.73	16	17%
乘用车零部件	宁波华翔	0.61	12.04	20	25%
航空	中国国航	0.93	12.13	13	15%
通信	神州泰岳	1.26	59.66	47	45%
通信	中兴通讯	1.03	23.18	23	30%
奶制品	伊利股份	1.13	32.98	29	20%
白酒	古井贡酒	1.12	60.38	54	40%
白酒	山西汾酒	1.59	52.66	33	40%
食品饮料	黑牛食品	0.65	47.01	72	40%
旅游	峨眉山	0.55	18.95	34	32%
商业零售	友好集团	0.40	15.22	38	56%
商业零售	鄂武商	0.59	17.88	30	25%
商业零售	新华百货	1.02	35.65	35	25%
商业零售	苏宁电器	0.60	13.13	22	25-30%

来源：国金证券研究所

特别声明：

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，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。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告亦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任何人作出邀请。国金证券未有采取行动以确保于此报告中所指的证券适合个别的投资者。国金证券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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。国金证券及其关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息、所载资料或意见。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载的观点并不代表国金证券的立场，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

上海

电话：(8621)-61038311

传真：(8621)-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：200011

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹
国际大厦 7 楼**北京**

电话：(8610)-66215599-8832

传真：(8610)-61038200

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100032

地址：中国北京西城区金融街 27 号
投资广场 B 座 4 层**深圳**

电话：(86755)-82805115

传真：(86755)-61038200

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区金田路 3037 号
金中环商务大厦 2805 室