

湘财证券研究所

食品行业研究员

姓名：赵军

Tel: 021-68634510-8562

E-Mail: zj2890@xcsc.com

姓名：朱毅

Tel: 021-68634510-8638

E-Mail: zy2831@xcsc.com

投资要点

- **经济结构调整的关键在于收入分配。**加入世界贸易组织以来中国的消费率持续走低，投资消费比率失衡成为中国经济结构的主要问题之一。而投资增速快于消费增速的主要原因是出口迅速增加所致。不过成也萧何，败也萧何。经济对外依存度的升高使得中国经济更易受世界经济所影响。为了迅速摆脱08年的金融危机中国政府在财政和货币政策上的极度宽松的政策挽救的中国经济和世界经济，然而获得世界赞誉的时候也付出了巨大的成本，众多行业出现产能过剩，房地产行业的泡沫不断变大。目前国家对房地产行业的调控和外围经济的不确定使得投资和出口作用的衰减，而这让消费成为未来的关注点。消费的影响因素有很多，而核心问题是收入的增长问题。
- **人口红利拐点、行业准入政策调整、资源税改革和减征个税共同推进收入分配机制改革。**研究发现中国在2010年前后进入劳动力市场的人口大幅减少600万，而退出劳动力市场的人口大幅增加约300万，两者相加劳动力实际的供给环比将减少900万，巨大的数字瞬间扭转了劳动力市场的供求关系，各地相继出现用工荒，而各地政府大幅提高最低工资标准的措施则是工资上涨的催化剂；此外“新三十六条”对于某些垄断性行业的进入门槛的放低使得投资和就业增加，并有助于改变中国的收入分配结构；而资源税和个税的改革将从税收的角度促进中国收入分配的改革，因此中国收入分配体系的改革全面展开，其趋势不可逆转，而收入分配结构的变化必将带来消费的大幅增加，而消费如果想恢复到常态的话，其增速必然要快于投资，从而促使中国经济回复均衡。
- **消费先于投资复苏，而食品板块又较家电、汽车和医药等消费性行业具有很大的投资机会。**行业比较让食品板块充满了巨大的投资机会，给予行业“买入”评级，子行业白酒中的中低端白酒企业“买入”评级，奶业和葡萄酒行业“买入”评级，而高端白酒行业“增持”评级，但已经是战略性建仓的最好时机，啤酒行业、黄酒行业和肉制品行业“增持”评级

目录

一、经济结构调整的关键在于收入分配.....	4
二、人口红利拐点、行业准入政策调整、资源税改革和减征个税共同推进收入分配机制改革	7
2.1、人口红利的拐点出现为劳动报酬 GDP 占比的提高成为可能.....	7
2.2、“新三十六条”从行业准入方面帮助调整国民经济分配结构.....	8
2.3 资源税改革将转移垄断资源型企业高盈利	9
2.4 个税调整预计可以进入倒计时	10
2.5、小结	11
三、经济结构调整、人口红利现拐点使食品行业充满巨大投资机会	11
四 风险提示.....	14
重要声明	16

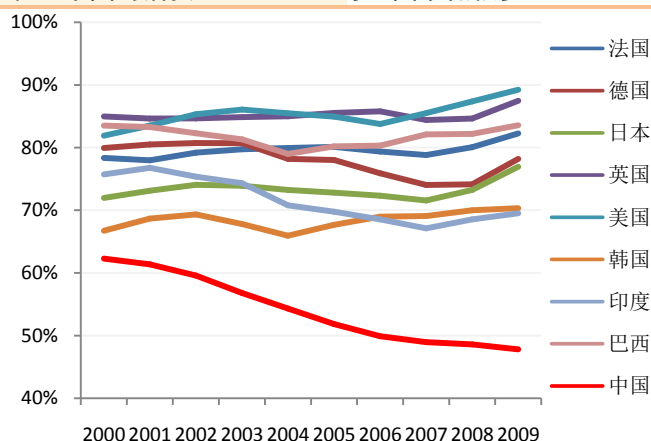
图目录

图 1 中国的消费 GDP 比重比可比国家低很多	4
图 2 消费 GDP 比重（消费率）快速下滑从 2000 年开始	4
图 3 消费率下降的原因是投资增速 2000 年开始快于消费	4
图 4 剔除价格因素后的投资增速仍快于消费增速	4
图 5 投资增速大幅走高乃 02 年开始的出口高涨所致	5
图 6 人民币升值后的投资增速略有放缓	5
图 7 出口带动投资占比上升而消费占比下降	5
图 8 出口出现问题时投资刺激政策使得经济下滑延缓	5
图 9 收入实际增长低于 GDP 增长	7
图 10 收入增速低于 GDP 增速导致劳动报酬 GDP 比重占比不断下降	7
图 11 粗看我国人口红利还有一段时间才消失	8
图 12 细看我国人口红利已经出现了拐点，红利即将消失	8
图 13 石油和天然气开采业、交通运输及仓储业、金融业的营业盈余/劳动报酬和营业盈余投入比比值远高于平均水平	9
图 14 一季度消费增速大幅提速二季度消费增速或超投资	12
图 15 一季度消费增速大幅提速二季度消费增速或超投资	12
图 16 2000 年开始的投资增速快于消费或将改变	12
图 17 最终消费占比恢复常态的需求需要消费快于投资	12
图 18 消费引发的食品上涨和以租代购引发的租金上涨或将推动 CPI 走高	13
图 19 猪肉价格的企稳回升或将抵消蔬菜价格的回落，而粮食价格的上涨将推动食品价格的上涨	13
图 20 向消费的转变使投资板块短期内丧失吸引力	13
图 21 向消费的转变使食品业具有较大的投资机会	13

一、经济结构调整的关键在于收入分配

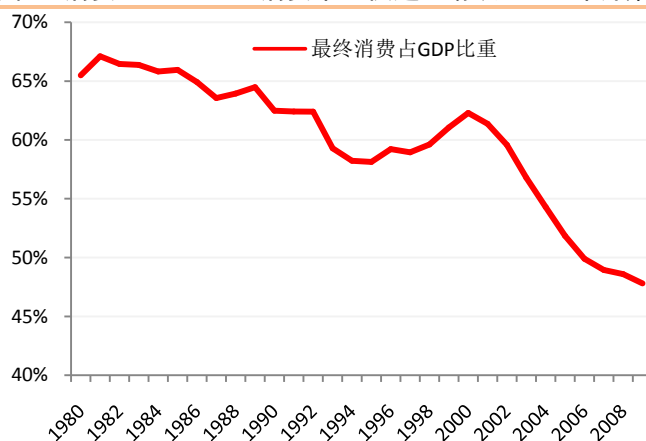
消费率持续走低，投资消费比率失衡是中国经济结构的主要问题之一。2009年我国的消费 GDP 占比只有 47.80%，远低于发达国家和新兴国家韩国、印度和巴西。从图 2 中消费率的走势可以发现，2000 年之前消费率大概在 60%-70% 之间波动，而在 2000 年之后就持续走低，到 09 年时，消费居然没有产出的一半。消费率过低意味着消费远低于产出，出现的现象就是产能过剩，因此，投资消费失衡是中国经济结构的主要问题之一。

图 1 中国的消费 GDP 比重比可比国家低很多



资料来源：IMF，国家统计局，湘财证券研究所

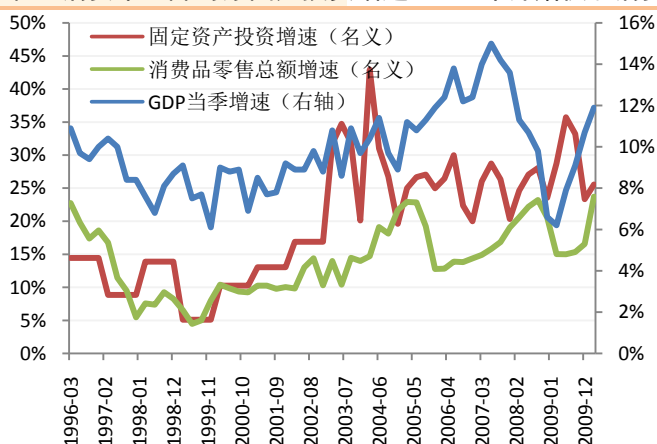
图 2 消费 GDP 比重（消费率）快速下滑从 2000 年开始



资料来源：国家统计局，湘财证券研究所

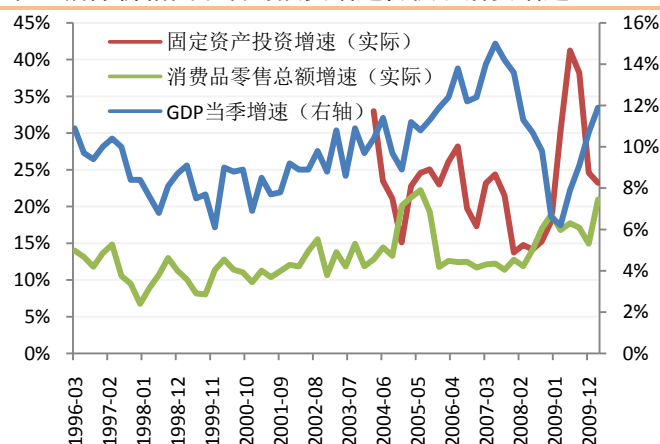
消费率走低、投资率上升、经济增长开始依赖投资是融入世界经济(加入 WTO)之后的事情。在 2000 年之后，我们发现投资增速开始快于消费增速（图 3），从而使得投资和消费在 GDP 中的比率发生变化。而图 4，则显示，随着投资在 GDP 中的比重越来越大，投资周期与 GDP 周期开始变得极为相似，可以说中国的经济增长开始依赖于投资。

图 3 消费率下降的原因是投资增速 2000 年开始快于消费



资料来源：国家统计局，湘财证券研究所

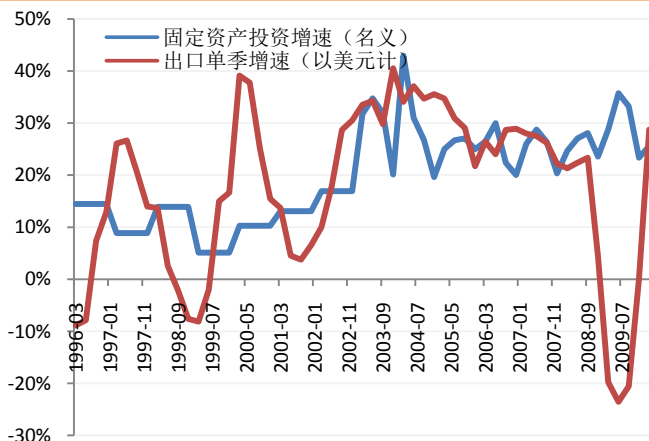
图 4 剔除价格因素后的投资增速仍快于消费增速



资料来源：国家统计局，湘财证券研究所

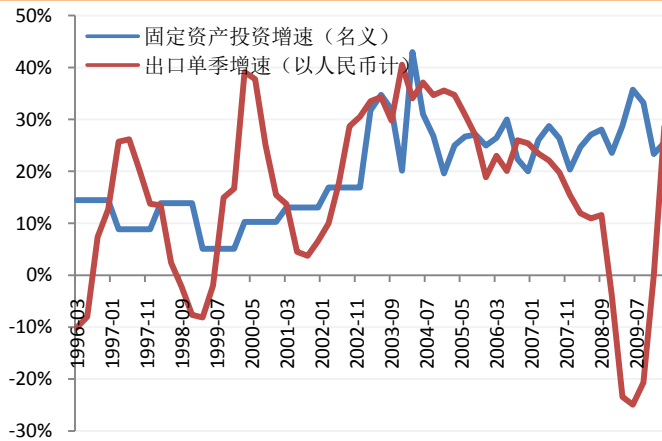
投资增速快于消费增速的主要原因是出口迅速增加所致。图 5 显示从 2000 年开始，出口开始出现迅速增长的态势，如果不考虑 2001 年美国网络泡沫破灭对出口的负面作用的话，出口单季增速一直维持在 30% 以上，而 05 年开始的人民币升值使得出口增速略有回落，但也维持在 20%-30% 的高位。出口的迅速增加，国内产品的总需求变得旺盛，从而资本在利润的驱动下就有了投资的冲动，从而就出现了投资增速快于消费增速的情况。

图 5 投资增速大幅走高乃 02 年开始的出口高涨所致



资料来源：国家统计局，湘财证券研究所

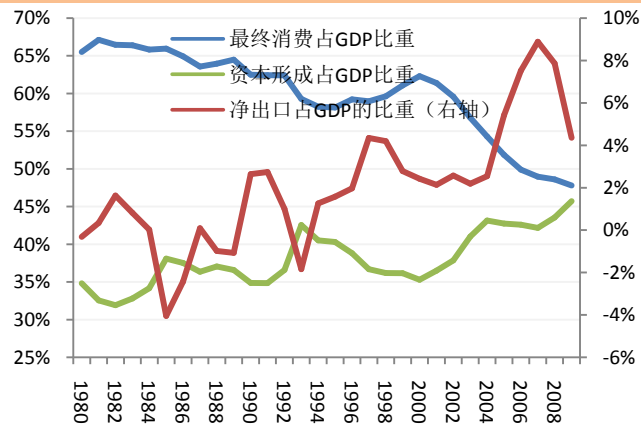
图 6 人民币升值后的投资增速略有放缓



资料来源：国家统计局，湘财证券研究所

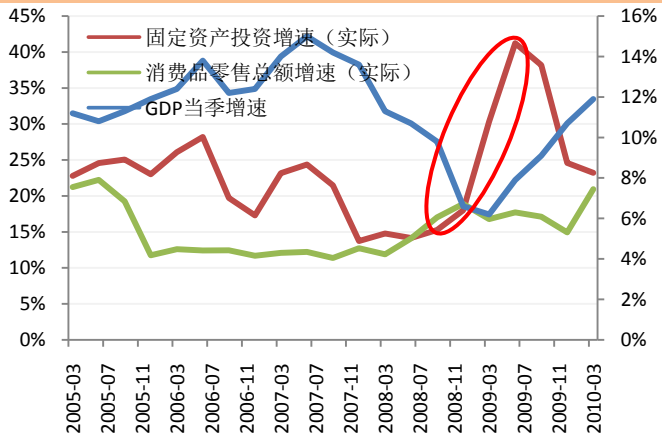
成也萧何，败也萧何。经济对外依存度的升高使得中国经济更易受世界经济所影响。出口的迅速增长逐步表现为贸易盈余，体现为净出口占 GDP 的比重从 02 年开始迅速增加，从 2% 增加到 9% 左右，另一方面，也使得投资比重不断上升，而消费比重不断下降。融入世界经济，出口迅速增长的效果直接体现为贸易盈余占比的增加和投资占比的增加。然而 2008 年开始，随着美国经济的问题逐步暴露和人民币升值效应逐步显现等问题发生，出口形势逐步严峻，直接表现为实际投资的下滑，08 年年初开始出现实际投资增速下滑到 15% 左右，实际此时的经济增速已经下滑，最终在 08 年 9、10 月份出口数据出现恶化时，经济面临了空前的衰退威胁。

图 7 出口带动投资占比上升而消费占比下降



资料来源：国家统计局，湘财证券研究所

图 8 出口出现问题时投资刺激政策使得经济下滑延缓



资料来源：国家统计局，湘财证券研究所

迅速摆脱金融危机获得世界赞誉的时候也付出了巨大的成本，众多行业出现产能过剩，房地产行业的泡沫不断变大。为了阻止经济衰退，08年四季度的“四万亿”和金融“国九条”直接带动了大规模的基础设施建设和房地产市场的红火，宏观指标固定资产投资实际增速迅速拉高，并冲破40%关口。巨大的投资规模使得中国经济迅速企稳回升，然而“四万亿”和“国九条”带来的后果是众多行业的产能过剩和房地产的泡沫风险。

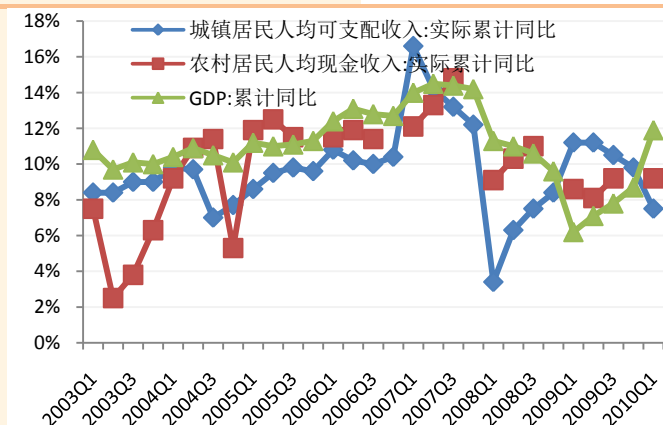
地产调控趋势确定。为应对房价过快上涨，国家4月份出台了“新国十条”，有史以来最严厉调控之称，房地产行业成交量急跌，虽然短期内房价大幅下跌的可能性不大。我们认为地产业对中国经济的贡献短期内难以恢复，因为如果此轮房市调控不能达到目的的话，那么人们将会更加坚信房价只涨不跌的预期，而房地产的泡沫只会越吹越大，未来潜在的经济风险将愈发不可收拾。所以我们认为本轮地产调控已经没有回旋的余地了。

行业产能过剩。由于之前的出口带动的投资结构影响，还有大量的基础设施建设带来的大量中上游产业投资，目前**钢铁、水泥、平板玻璃、煤化工、多晶硅以及风电设备制造等六大行业**出现产能过剩，此外还有四大潜在产能过剩行业。因此，我们认为投资驱动中国经济的模式将会在产能过剩面前面临一定的阻力。此外大量基础设施的建设如果没有足够的利用率的话，恐怕也是对投资效果的否定，对地方财政的压力也会逐步体现。

投资和出口作用的衰减让消费成为未来的关注点。房地产泡沫及调控、中上游行业产能过剩使得投资继续拉动中国经济面临很大的困境。而外需方面，美国经济的高失业率、次贷危机坏账的继续消化、经济结构调整的难度使得其未来增长充满不确定性，欧洲由于债务危机或许消费短期内也难以大幅增长。因此出口想恢复往日的辉煌恐怕是不可能了。所以在投资和出口难以为继时，消费理应成为中国经济的重要引擎，也是解决中国结构性问题的关键所在。

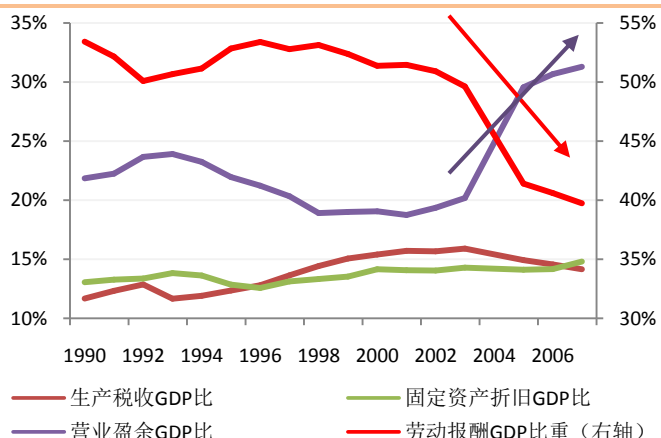
消费的影响因素有很多，而核心问题是收入的增长问题。消费的因素有很多，例如收入水平，收入预期，未来支出预期（教育、医疗和社会保障等），价格波动预期等，然而其中最核心的还是收入。中国经济消费率的下降，其中有一点就是收入在国民收入中的占比大幅下降。受益于中国近些年来的三农政策，农村的收入增速与GDP增速较为接近，而城市的人均可支配收入增速就持续低于GDP增速，从而导致总体劳动报酬的增速低于GDP增速，其直接的表现就是劳动报酬占GDP比重呈走低态势，02年是该占比大幅下滑的拐点，01年的劳动报酬GDP占比还有51.45%，到07年时已经急剧下降为39.74%，五年下降高达11.71个百分点。与此形成鲜明对比的是营业盈余GDP占比大幅上升，从01年的18.76%迅速上升到07年的31.29%。（接下来的研究会发现，营业盈余大幅上升而劳动报酬占比不断下降的原因在于中国的人口结构及相应的静态和动态的劳动力结构。见图12）**营业盈余恐怕更多的将表现为投资冲动，而劳动报酬才是推动消费的中坚力量。因此，中国经济结构调整中提高消费比重的核心问题是收入分配问题。**

图 9 收入实际增长低于 GDP 增长



资料来源: 国家统计局, 湘财证券研究所

图 10 收入增速低于 GDP 增速导致劳动报酬 GDP 比重占比不断下降



资料来源: 国家统计局, 湘财证券研究所

二、人口红利拐点、行业准入政策调整、资源税改革和减征个税共同推进收入分配机制改革

2.1、人口红利的拐点出现为劳动报酬 GDP 占比的提高成为可能

看人口红利一般是从劳动力人口的角度来看问题的, 但考虑到劳动力数据获取的难度和其易变性, 我们采取年龄人口代替劳动力人口的方法, 即假定各年龄的劳动力人口占该该年龄人口的比重大致保持稳定。

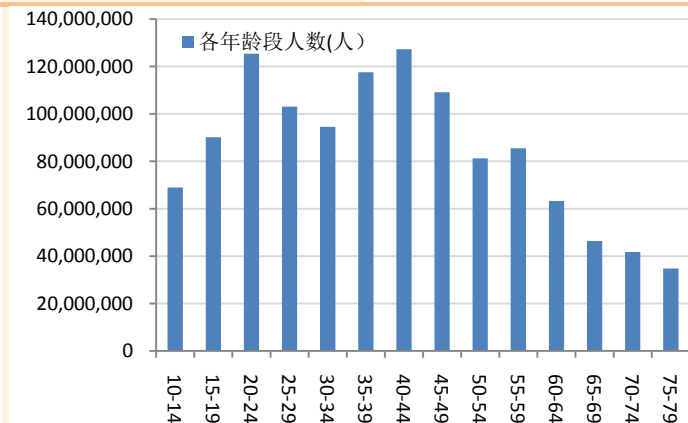
粗看, 中国的人口红利还有一段时间才会出现拐点。从图 11 中似乎看不出中国人口红利的消失, 例如 20-24 岁年龄段明显是一个高峰, 而且未来新进入的劳动队伍的人口 (15-19 岁) 又高于即将退出劳动队伍的人口 (55-59 岁), 因此市场认为中国目前的人口红利还大量存在。

细看, 中国目前正处于人口红利的拐点上。然而, 我们认为, 影响劳动力供给的是每年新增的进入劳动力大军的劳动人口的变化。我们发现, 19 岁的人口比 20 岁的人口明显大幅减少, 20 岁的人口约为 2600 万, 而 19 岁的人口却一下子下降为 2000 万, 一下子就减少了 600 万的人口, 这对于一向充裕的劳动力供给无疑为一个重要的拐点。如果考虑退出劳动力大军的人口, 59 岁的即将推出劳动力年龄的人口为 1440 万, 而 58 岁的人口约为 1720 万, 即退出劳动力人口的数字将大幅增加 300 万左右。这样实际发生变化的进出劳动力人口的数字将会在 900 万左右, 结合目前某些地方出现的用工荒情况可以判断中国的人口红利开始出现拐点。

02 年开始的每年不断扩大的新增劳动年龄人口境况已经一去不复返了。我们发现, 02 年开始的劳动报酬 GDP 占比的不断下降, 实际上是中国的人口年龄结构决定的, 新增的动力供给大于劳动力需求而造成劳动力市场上劳动者

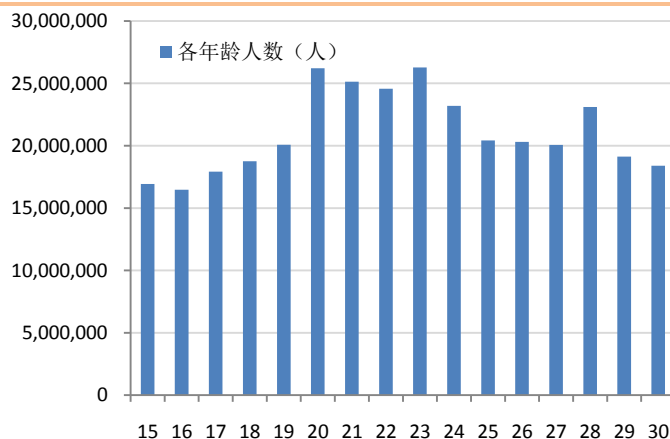
的议价能力几乎为零。因此人口结构带来的劳动力静态和动态结构共同演绎了 02-08 年的国民收入分配结构变化图（见图 10）。

图 11 粗看我国人口红利还有一段时间才消失



资料来源：国家统计局，湘财证券研究所

图 12 细看我国人口红利已经出现了拐点，红利即将消失



资料来源：国家统计局，湘财证券研究所

实际经济方面表现出的用工荒是对人口红利拐点论最有力的支撑。2010 年一季度，在订单回升、季节性用工难、劳动力求职人数下降等多种因素的作用下，珠三角出现持续“招工难”。在东莞、佛山、深圳等地出现反季节“招工潮”，但还是满足不了众多企业的“胃口”。长三角地区一些城市遭遇的“用工荒”更是前所未遇。据相关部门统计，仅浙江湖州用工缺口目前已经达到 5.3 万。民营经济重地台州市仅市区企业提供的岗位数就有 4.5 万个，而进场求职的农民工只有 1.4 万人，供需比为 1:3。杭州市外来劳动力市场更是创造了劳动力供需比的新纪录 1:20。（2010 年 02 月 25 日 中国青年报）

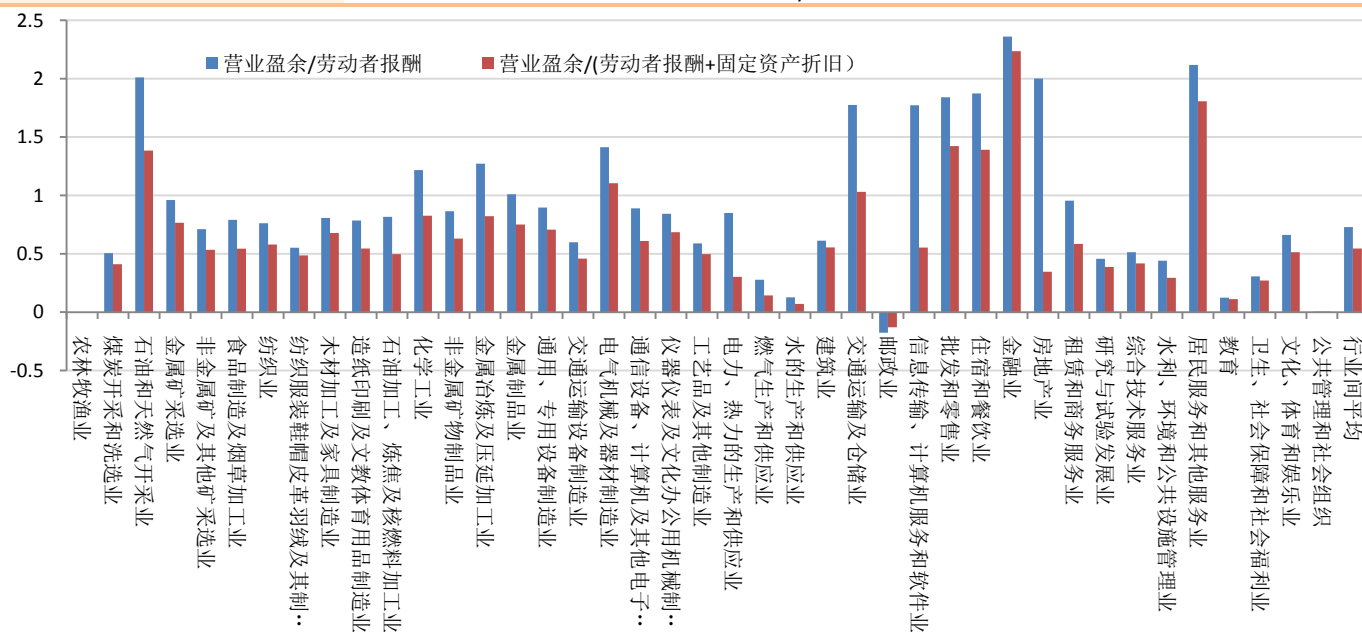
各地方政府上调最低工资标准是工资上涨的催化剂。此外，随着今年年初江苏省在全国率先确定上调最低工资标准，一季度以来，宁夏、吉林、山西、上海、浙江、福建、广东、天津等省市自治区相继调高了最低工资标准，调整幅度都在 10% 以上，一些省份超过 20%。据国家人力资源和社会保障部新闻发言人尹成基日前透露，有 20 个省份计划在年内适时调整最低工资标准。

人口红利拐点的出现是当前和未来工资上涨的核心因素。如果将人口红利拐点出现、用工荒、各地上调最低工资标准联系起来看，最低工资上调就不是以前的地方政府一厢情愿的行政性上调了，其本质原因是劳动力的供求关系正在发生变化，中国人口红利拐点的出现让用工荒在 07 年之后又一次上演，而用工荒必然会使企业提高劳动工资，不管有没有地方政府的此轮上调最低工资标准行为，全社会工资水平上调的历史性变化即将来临，这对正处于结构调整中的中国经济可谓是件幸事，我们预计中国未来经济的高速发展的机遇将会在国民收入分配结构和经济结构调整中展开。

2.2、“新三十六条”从行业准入方面帮助调整国民经济分配结构

行业进入壁垒是某些行业分配结构不合理的主要原因。02 年开始，营业盈余占 GDP 比重在不断上升，而劳动报酬占 GDP 比重不断降低，直接表现为盈余报酬比（营业盈余/劳动报酬）不断上升，02 年时盈余报酬比还只有 0.38，07 年时已经急剧上升为 0.78。为了将行业间的劳动资本比的差异剔除，我们采用盈余投入比（营业盈余/劳动者报酬+固定资产折旧）来衡量盈利较大的行业，经比较，我们发现石油和天然气开采业、交通运输及仓储业、金融业和居民服务和其他服务业的盈余投入比大于 1，这或许是行业准入政策所致。（其中：电气机械及器材制造业可能是因技术含量高或其他原因而享受高盈余，而废品废料也可能是因是新兴行业因而享受高盈余，而批发零售和住宿餐饮业则可能是因行业过快发展而劳动力成本较低而享受高盈余。这种高盈余有的是合理的；而不合理的，从长期来看，则会因潜在的趋利竞争者加入行业而消失）。

图 13 石油和天然气开采业、交通运输及仓储业、金融业的营业盈余/劳动报酬和营业盈余投入比比值远高于平均水平



资料来源：国家统计局，湘财证券研究所

“新三十六条”从行业准入方面帮助调整国民收入的分配结构。五月，国务院下发《关于鼓励和引导民间投资健康发展的若干意见》（简称“新三十六条”），明确鼓励民间资本进入基础产业和基础设施领域、市政公用事业和政策性住房建设领域、社会事业领域、金融服务领域、商贸流通领域、国防科技工业领域、重组联合和参与国有企业改革。我们认为“新三十六条”如果能够得到深入彻底的推行将有助于降低石油和天然气开采、交通运输及仓储业、金融业的营业盈余投入比，对于纠正营业盈余和劳动报酬之间的分配比例有着重要的作用。从而间接推动中国国民收入的分配向更加合理的发展方向。

2.3 资源税改革将转移垄断资源型企业高盈利

从量征收资源税不利于国民收入的分配结构。根据 1994 年 1 月 1 日起施行的《中华人民共和国资源税暂行条例》，目前资源税的征税范围主要包括石油、煤炭、天然气、金属、非金属类等 6 种矿产品以及生产盐，征收办法为“计量征收”，即以数量乘以单位税额。从量计征的资源税收模式本意是反映企业对资源的使用量，即开采资源多的企业多缴税，从而激励企业提高资源开采效率。但这一税制征收安排最大的局限在于没有考虑企业在生产过程中的浪费和对环境的破坏成本，也不能反映资源价格的变动。突出表现在，投资需求旺盛引发的资源的巨大需求时，国家无法从中获益，资源品价格上涨带来的巨大收益完全留在了企业而成为利润，使得劳动者和资本在国民收入中的分配出现非均衡性，从而不利于后续消费的启动，一方面不利于国民享受经济增长好处，另一方面也使得消费对经济增长的贡献下降。

今年国务院《关于 2010 年深化经济体制改革重点工作的意见》中明确提出，将出台资源税改革方案。我们认为这将有利于调整资源性行业的劳动和资本的分配，并使得国家享受更多资源的价值，从而为以后的减税（例如个税起征点的提高）成为可能。所以，资源税表面是财政部增加税收的一种手段，而另一方面如果财政部如果合理使用增加的资源税的话，就有利于实现国民收入的分配向劳动者倾斜。

2. 4 个税调整预计可以进入倒计时

我国个人所得税的起征点最近一次调整在 2008 年 3 月，目前是 2000 元/月。而 2008 年全国职工平均工资为 29229 元/月，折算为每月工资已达 2435 元/月，已经大幅超过个税起征点。所以未来调整个税起征点是大势所趋。此外，最近各地纷纷上调最低工资标准，例如广州市的最低工资今年已上调 21.1% 至 1030 元/月。可以设想，某些工资略高农民工的收入很可能已经进入个税起征范围。因此**个税改革势在必行**。

今年全国两会期间，人保部副部长杨志明透露，人保部正在配合财政部等部门研究提高个人所得税起征点，减轻普通劳动者的税务负担。而总理温家宝在 5 月 13 日在天津考察时指出面对当前经济运行中存在的矛盾和问题应该把握四点，其中**第四点（标本兼治注重实效）**背后蕴含的意思给人留下想象的空间。

此外随着央企已渡过金融危机难关，央企分红政策改革被提上日程。今年，国务院首次向全国人大报告了中央国有资本经营预算。全国人大财经委副主任委员、人大常委会预算工委主任高强直言，国企税后上缴比例较低，“今后应逐步扩大覆盖范围，提高上缴比例，规范企业税后利润分配”。随后，财政部将“研究提高中央企业税后利润上缴比例”作为 2010 年工作要点，并将央企红利首次写入“国家账本”。

改变资源税征收方法大幅提高资源税税额和提高央企利润分红率等未来一系列出台的政策对个税的影响，一方面从财力上保证财政有能力来减少个税，

另一方面也会使得个税减免的幅度有可能大幅提高。市场预期会在起征点会上调至 4000-5000 元/月之间。但我们认为如果国务院看到，劳动力供给结构发生的积极变化，未来工资上涨很可能超过过去的话，有可能将会进一步提高起征点，也许会超出市场预期；此外，改变收入分配结构，提高消费对中国经济的拉动作用，提高个税起征点的幅度超出市场预期也是有可能的。

2.5、小结

人口红利拐点的出现提高了劳动者在国民收入中的议价能力，使未来提高劳动报酬比率成为可能。劳动报酬的提高将会促进消费，从而使得消费在收入中的比重有可能得到提升。

“新三十六条”放宽某些行业的准入门槛，让民营资本进入，如果能够真正得到贯彻执行，其政策在国民收入分配方面的贡献将是减少垄断行业与其它竞争性行业之间的盈余投入比，从而帮助提高国民收入中的劳动报酬比率。此外新的投资领域的开辟也会带来对劳动力的新增需求，进而使劳动力市场的变化更加有利于劳方，这或许将会进一步贡献中国经济的发展。

而资源税的征收则是对行业盈余的一种再分配，有利于改善目前的国民收入在行业间的分配结构，同时也为未来的减征个税提供了财力上的支持。

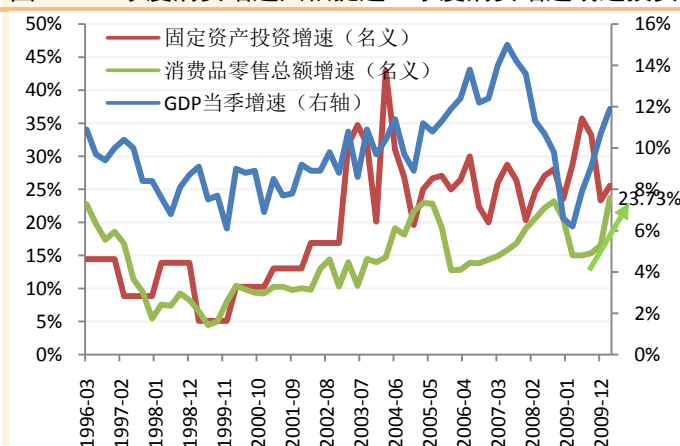
最后在工资不断提升的大背景下，现行的个税起征点显然已经大大落后于中国经济的需要，而不断增加的中央财力和调整收入结构的需要，使得未来将个税起征点提高至 4000-5000 元/月是基本可以确定的，甚至有超出市场预期的可能。

总之，中国人口红利拐点的出现是中国经济未来的曙光，也是中央调整经济结构最有利的最市场化的因素，更是指导未来市场投资的关键因素之一。而“新三十六条”、资源税征收方法的变化与个税起征点的提高均是促进未来消费的积极因素。

三、经济结构调整、人口红利现拐点使食品行业充满巨大投资机会

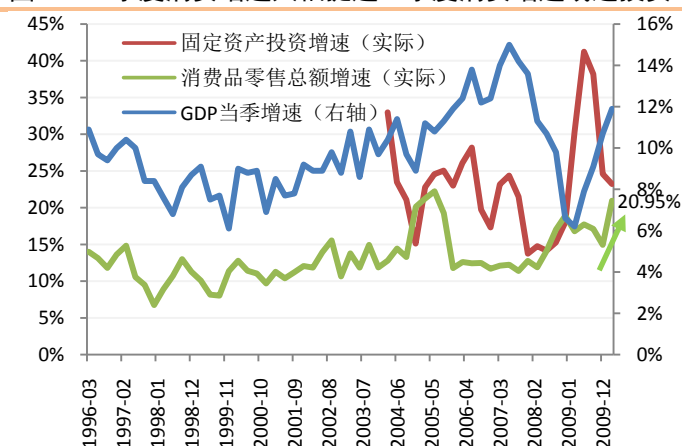
从一季度的消费增速可以看出中国的消费黄金期将真正来临。一季度消费同比增长高达 23%，实际增长也高达 21%，几乎接近投资的增速 25% 的名义增速和 23% 的实际增速。同时未来投资由于去年二季度高基数（41%）而存在进一步回落的可能，而消费则没有此困扰，去年二季度同期增速只有 15%，因此二季度消费增速超过投资增速是大概率事件。

图 14 一季度消费增速大幅提速二季度消费增速或超投资



资料来源：国家统计局，湘财证券研究所

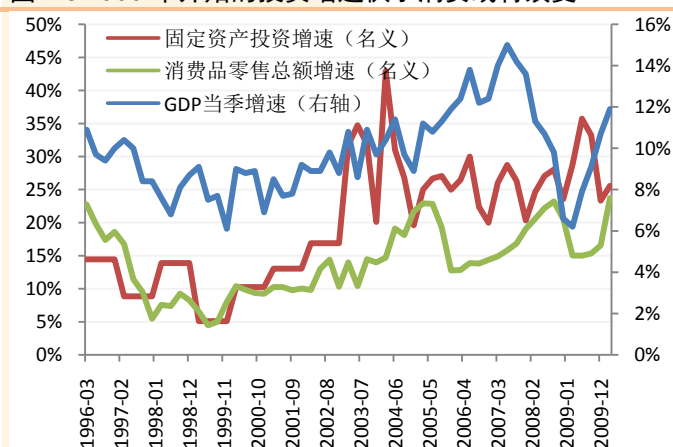
图 15 一季度消费增速大幅提速二季度消费增速或超投资



资料来源：国家统计局，湘财证券研究所

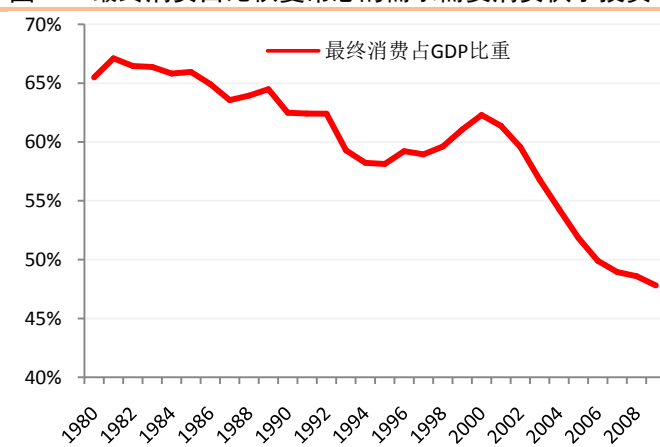
此外，在出口增长前景不明朗的情况下，指望投资拉动中国经济恐怕只会带来更多的产能过剩，因此只有消费才是挽救中国经济的关键所在。而中国人口红利拐点的出现为中国整体工资水平的提高、中国劳动者收入的提高、消费的提高、消费与投资比重返回正常状态提供了一种可能，我们预计这很有可能是中国下一个黄金十年的开始，而这个黄金十年显然将属于消费，并由消费拉动投资从而引领未来经济的可持续增长。

图 16 2000 年开始的投资增速快于消费或将改变



资料来源：国家统计局，湘财证券研究所

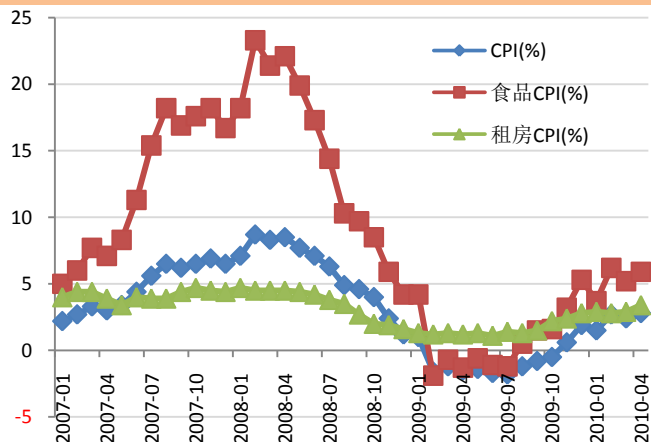
图 17 最终消费占比恢复常态的需求需要消费快于投资



资料来源：国家统计局，湘财证券研究所

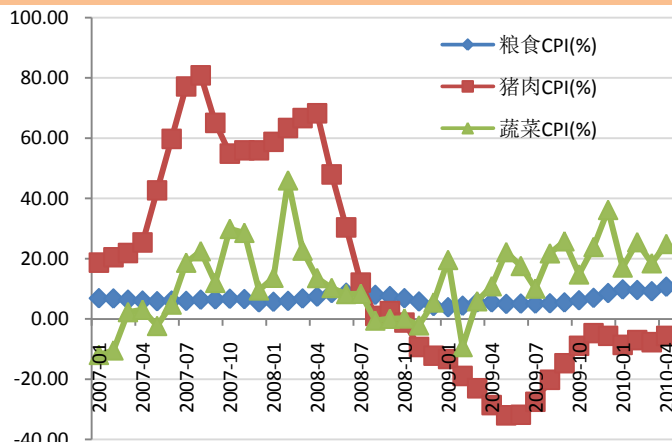
加息似乎将不可避免。如果我们所指出的人口红利拐点出现的话，未来消费必将会出现持续的高增长，其中对食品和粮食的需求或许将会推动中国原本供求基本平衡的粮食市场；而房地产新政引发的刚性购买需求延后带来的“以租代购”引发房租价格上涨，这将不同于房价的上涨，因为租金的上涨将直接进入CPI，到时，粮食价格的波动和房租的上涨将会给中国目前2.8%的CPI构成更大的压力，蔬菜价格的下降或许也难以缓解未来的CPI价格上涨，而预期中资源税的征收也有可能小幅推动资源品价格的变化，进而间接影响物价，因此，加息成为必然的选择。

图 18 消费引发的食品上涨和以租代购引发的租金上涨或将推动 CPI 走高



资料来源：国家统计局，湘财证券研究所

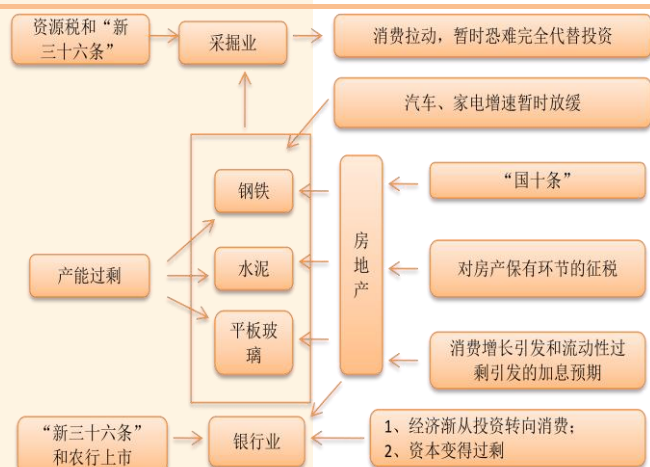
图 19 猪肉价格的企稳回升或将抵消蔬菜价格的回落，而粮食价格的上涨将推动食品价格的上涨



资料来源：国家统计局，湘财证券研究所

加息预期将使投资板块短期内难有大的起色，而工资水平提高带来的消费高速增长或将引发消费板块的投资机会（图 20 和图 21）。然而消费板块中的医药因防御性角色的充分体现，年初至今不仅没有跌，而且还上涨了 2.24%；而汽车板块和家电板块因前期的刺激消费政策影响，其增长或因去年部分消费被提前而使得今年的增长在高消费出现的情况下也不会太高，但未来仍可能有高速增长，只是出现的时点可能要相对滞后些，毕竟当收入的增长逐步抵消了刺激政策的负面效果后将会恢复常态，从而使行业受益收入和消费的高增长；而食品板块中的酒去年下半年遭到了消费税征收办法的改革和严查酒后驾车等负面因素影响，后因涨价预期而有部分涨幅，但因年报或一季报低于市场预期而受到市场大幅的减持（茅台和五粮液），目前股价的回落已经释放了相关的风险，投资机会正在显现。因此我们认为食品板块的投资机会即将到来，而洋河一季度亮丽的业绩就是最好的证明，中端和低端酒必将在加工贸易中低劳动工资的上涨中（人口红利出现拐点所致）而获益，因此我们认为下半年食品板块将会在第一批跑赢大盘的行业中，因此给予行业“买入”

图 20 向消费的转变使投资板块短期内丧失吸引力



资料来源：湘财证券研究所

图 21 向消费的转变使食品业具有较大的投资机会



资料来源：湘财证券研究所

评级。

白酒和乳业将会是最具有进攻性的子行业，给予“买入”评级。其中中端和低端白酒企业将率先受益收入和消费的增长，如洋河股份（002304）、山西汾酒（600809）、金种子酒（600199）和古井贡酒（000596）、酒鬼酒（000799）、沱牌曲酒（600702），给予或维持“买入”的投资评级；中高端白酒企业可能有待消费将整个经济拉动以后才能迎来高速增长，鉴于其略高于大盘的未来走势，给予“增持”的投资评级，如贵州茅台（600519）、五粮液（000858），虽然评级不高，但目前似乎是最佳的建仓时间。而水井坊（600779）如果相关的股权转让获批的话，对公司是一大利好，而且我们认为获批的可能性较大，维持之前“买入”的评级；

奶业方面，给予*ST 伊利（600887）和皇氏乳业（002329）、黑牛食品（002387）“买入”的投资评级，上调光明乳业（600597）至“增持”的投资评级；而三元股份（600429）的投资价值或将显现，建议重点关注，我们将在深入研究后给予评级。

啤酒因人均消耗量已相当大，未来继续受益收入分配改善的空间有限，投资的机会还在于行业整合和产品的结构升级，给予全行业“增持”的投资评级；

给予黄酒板块“增持”评级，同时积极关注古越龙山在迈出黄酒地域化消费的努力；

给予肉制品行业“增持”的投资评级。我们认为高金食品（002143）地产业务和土地整理业务的风险已经在股价中有所表现，猪肉价格的走高有利于企业摆脱冻肉部分的亏损，买入的时点可能将会来临，但暂时维持“增持”的投资评级，未来不排除上调公司评级至“买入”。双汇发展（000895）处于停牌状态，暂不予评级，因一旦恢复交易，其股价可能一步到其价值附近，在业绩方面，我们认为其也将受益于消费时代的到来。得利斯（002330）东北项目的市场开拓情况有待调研确认，暂时维持之前的“增持”评级。

葡萄酒行业可能会在中端白酒之后，在高端白酒之前进入高速增长状态，即也会率先大盘增长，因此给予“买入”的投资评级。看好张裕 A（000869）和莫高股份（600543）。*ST 中葡（600084）的投资价值还有待观察。

此外，继续看好功能性食品行业，维持保龄宝（002286）“买入”的投资评级，给予承德露露（000848）、安琪酵母（600298）“买入”的投资评级，维持恒顺醋业（600305）“中性”的投资评级。

四 风险提示

房地产调控引发固定资产投资大下降，而保障性住房建设的速度或规模没有能够及时弥补这部分的投资下降，引发失业激增，从而影响人口红利拐点对中国经济从投资转向消费的平稳性，消费的腾飞或许会因此而延后。

大量一线城市从事房地产投资和投机的资金在一线城市严厉的行政性调控下，专攻二三线城市，引发新一轮投资潮从而使投资盖过消费，从而使食品行业落后于房地产板块的报复性反弹。我们认为这种可能性有，但不会很大。因为中央政府或许应该从前一轮房地产刺激政策的负面效果中吸取了经验，即使如果二三线城市地方政府没有能够全面执行房地产调控政策的话，新一轮的房地产投机潮将会带来新的泡沫从而使中国经济面临更大的经济风险。此外我们对加息趋势的判断如果正确的话，这种房地产投机资金的暂时性转移必将以失败而告终。

湘财证券投资评级体系

买入：未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
增持：未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
中性：未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
减持：未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；
卖出：未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。
市场比较基准为沪深 300 指数。

重要声明

本研究报告仅供湘财证券有限责任公司的客户使用。

本报告由湘财证券有限责任公司研究所编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证所载信息之精确性和完整性。湘财证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。

在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见仅供参考，并不构成所述证券买卖的出价或征价。公司及其关联机构、雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风险。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，我公司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。

本报告版权归湘财证券所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“湘财证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。