



在资源约束下，寻求消费升级的方向 ——2011 年大消费行业投资策略

研究报告——专题研究

发布日期： 2010 年 11 月 29 日

证券研究所策略部

李俊 执业证书编号：S0730209090115
021-50588666-8109 lijun@ccnew.com

刘锋 执业证书编号：S0730209090111
021-50588666-8012 liufeng@ccnew.com

方夏虹 执业证书编号：S0730208090068
021-50588666-8042 fangxh@ccnew.com

联系人：

顾彦冰 电话：021-50588666-8113
张青 电话：021-50588666-8040

传真：021-50587779

地址：上海浦东新区世纪大道 1600 号 18 楼
邮编：200122

●投资大消费，关键是要把握中国未来消费升级趋势。

➤居民收入水平不断提高趋势下，城乡居民的交通通信、医疗保健以及居住支出未来有望获取较快增长，食品、衣着的增速相对较慢，而其他几类支出增速在城乡居民中有所不同。

➤城镇化趋势下，看好房地产以及家庭住宅装修市场的未来发展前景；天然气作为一种清洁能源，正越来越受到人们的青睐；家庭设备用品与服务支出中的诸多子项在城镇化进程中也会受益。

➤人口老龄化趋势下，居民的医疗保健支出会大幅增加，尤其“可选消费”性质的医疗保健支出。保险支出也受益于人口老龄化趋势下的消费升级。

➤消费潮流化趋势下，农村居民的消费理念会不断向城镇居民趋同，尤其是在穿着、居住以及交通工具这类较具流行特征与炫耀性特征支出方面。但受制于收入水平限制，可能依然只停留在“量”的层面，尚未达到“质”的高度。因而农村居民这类消费支出中，预计中低端品牌较具增长潜力。

➤资源约束下，“衣食住行”等传统物质性消费将会面临资源条件约束，而服务型、发展型消费由于资源消耗较小，最有可能呈现爆发式增长。

●2011 年投资大消费行业原则：寻找增长较为确定性的行业与个股，以化解高估值风险；把握抗通胀投资主题；采用防御+进攻策略，以应对宏观经济的多变性。

●推荐投资组合：贵州茅台、黑牛食品、九芝堂、中国人寿、烽火通讯、恒宝股份、时代出版、电广传媒、王府井、苏宁电器。

随着人均收入的逐年提高以及政府出台的各项消费刺激政策的贯彻落实，消费总量持续快速增长，消费支出占 GDP 比重大幅提高已成为市场共识。

1. 大消费匹配相关行业

整个大消费行业的构成，可直观的如图 1、图 2 表示：

图 1：大消费行业构成

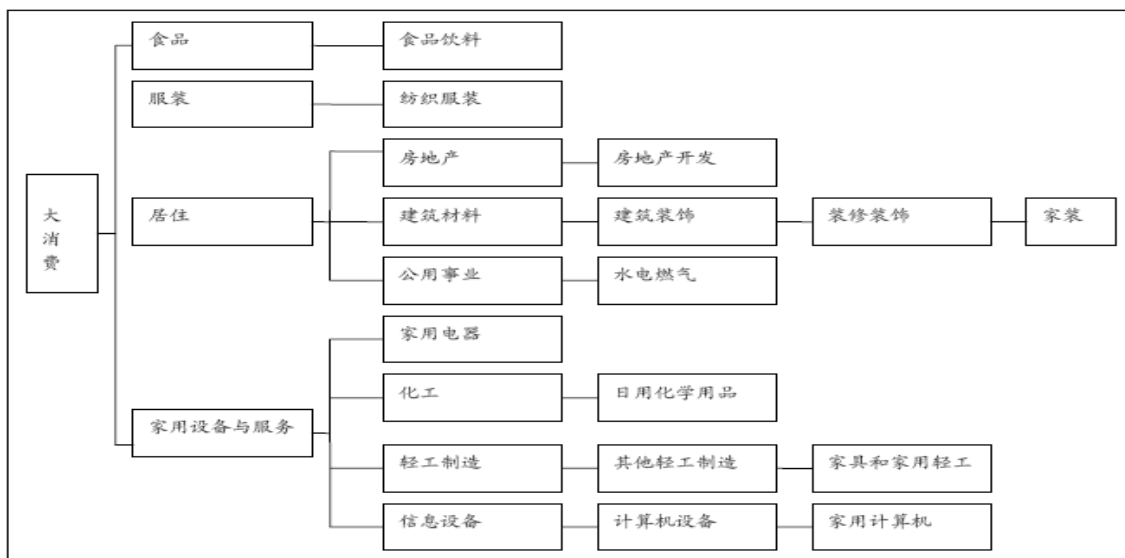
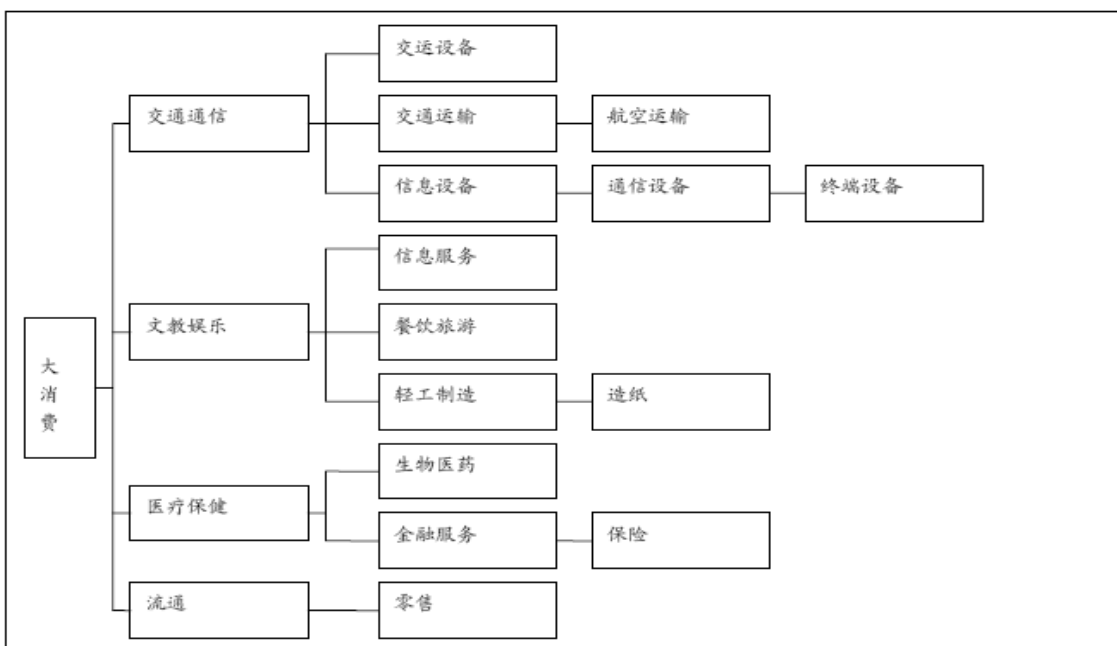


图 2：大消费行业构成（续）



2. 中国消费现状描述

2.1 城镇居民消费现状

国家统计局将城乡居民的消费支出划分为八类，分别为食品、衣着、居住、家庭设备用品及服务、文教娱乐、医疗保健、交通通信以及杂项商品与服务。

在城镇居民的大类消费支出中，可以明显看到食品支出占比呈现显著下降态势，随着人均收入的不断提高，食品支出整体处于“被消费升级”的地位。

衣着、家庭设备用品及服务支出占比也呈下滑趋势，不过与食品支出占比变动趋势相比，下滑速率有所趋缓。衣着支出的占比趋于平稳，基本维持在 10.34% 左右，而家庭设备用品及服务的支出则表现出“稳中有升”的态势，近 5 年的平均占比为 5.99%。

居住支出占比经历了一个先升后降的过程，从 2002 年开始，基本维持在 10.24% 左右；文教娱乐的支出占比则在 2002 年到达一个阶段性顶峰，达到 14.96%，之后逐年下滑，至 2009 年下滑至 12.01%；医疗保健支出的变动趋势与居住及文教娱乐相似，也是经历了一个先升后降的过程，但近三年基本稳定在 6.99% 左右；交通通信支出占比历年持续上升，2009 年迅速上升至 13.72%，再创历史新高。

杂项商品与服务支出中，主要由个人护理与美容用品构成，至 2009 年上升至 3.87%。

表 2：城镇居民消费支出构成

年份	食品	衣着	居住	家庭设备用品及服务	文教娱乐	医疗保健	交通通信	杂项商品与服务
1995	50.09%	13.55%	8.02%	7.44%	9.36%	3.11%	5.18%	3.25%
1996	48.60%	13.47%	7.68%	7.61%	9.57%	3.66%	5.08%	4.35%
1997	46.41%	12.45%	8.57%	7.57%	10.71%	4.29%	5.56%	4.44%
1998	44.48%	11.10%	9.43%	8.24%	11.53%	4.74%	5.94%	4.55%
1999	41.86%	10.45%	9.84%	8.57%	12.28%	5.32%	6.73%	4.96%
2000	39.44%	10.01%	11.31%	7.49%	13.40%	6.36%	8.54%	3.44%
2001	38.20%	10.05%	11.50%	7.09%	13.88%	6.47%	9.30%	3.51%
2002	37.68%	9.80%	10.35%	6.45%	14.96%	7.13%	10.38%	3.25%
2003	37.12%	9.79%	10.74%	6.30%	14.35%	7.31%	11.08%	3.30%
2004	37.73%	9.56%	10.21%	5.67%	14.38%	7.35%	11.75%	3.34%
2005	36.69%	10.08%	10.18%	5.62%	13.82%	7.56%	12.55%	3.50%
2006	35.78%	10.37%	10.40%	5.73%	13.83%	7.14%	13.19%	3.56%
2007	36.29%	10.42%	9.83%	6.02%	13.29%	6.99%	13.58%	3.58%

2008	37.89%	10.37%	10.19%	6.15%	12.08%	6.99%	12.60%	3.72%
2009	36.52%	10.47%	10.02%	6.42%	12.01%	6.98%	13.72%	3.87%

资料来源：国家统计局

2.2 农村居民消费现状

与城镇居民食品支出占比的变动态势相一致，农村居民的食品支出占比也整体呈现下滑趋势，2009年下降至40.97%。

衣着支出在 1997~1999 年经历了相对明显的下滑，之后则保持平稳，基本维持在 5.77%左右。家庭设备用品及服务支出占比变动则以 2000 年为拐点，之前持续下滑，之后相对平稳，尤其是从 2004 年开始又逐步上升，不过 2008 年受国际金融危机影响占比暂时回落，2009 年又重新上升。

居住支出从2006开始占比加速上升；医疗保健支出，不同于城镇居民的先升后降，而是呈现逐年上升态势；文教娱乐支出与城镇居民类似，均呈现先升后降的特征；交通通讯支出占比也呈现快速上扬态势。

不同于城镇居民杂项与商品服务支出占比近年来持续上升的态势，农村居民在该项支出占比上并无明显趋势可言，不过其平均值只有2.35%，在各大类消费支出中占比较小。

表 3: 农村居民消费支出构成

年度	食品	衣着	居住	家庭设备用品及服务	交通通讯	文教娱乐	医疗保健	其他商品与服务
1995	58.62%	6.85%	13.91%	5.23%	2.58%	7.81%	3.24%	1.76%
1996	56.33%	7.24%	13.93%	5.36%	2.99%	8.43%	3.71%	2.02%
1997	55.05%	6.77%	14.42%	5.28%	3.33%	9.16%	3.86%	2.12%
1998	53.43%	6.17%	15.07%	5.15%	3.82%	10.02%	4.28%	2.07%
1999	52.56%	5.83%	14.75%	5.22%	4.36%	10.67%	4.44%	2.18%
2000	49.13%	5.75%	15.47%	4.52%	5.58%	11.18%	5.24%	3.14%
2001	47.71%	5.67%	16.03%	4.42%	6.32%	11.06%	5.55%	3.24%
2002	46.25%	5.72%	16.36%	4.38%	7.01%	11.47%	5.67%	3.14%
2003	45.59%	5.67%	15.87%	4.20%	8.36%	12.13%	5.96%	2.21%
2004	47.23%	5.50%	14.84%	4.08%	8.82%	11.33%	5.98%	2.21%
2005	45.48%	5.81%	14.49%	4.36%	9.59%	11.56%	6.58%	2.13%
2006	43.02%	5.94%	16.58%	4.47%	10.21%	10.79%	6.77%	2.23%
2007	43.08%	6.00%	17.80%	4.63%	10.19%	9.48%	6.52%	2.30%
2008	43.67%	5.79%	18.54%	4.75%	9.84%	8.59%	6.72%	2.09%
2009	40.97%	5.82%	20.16%	5.13%	10.09%	8.53%	7.20%	2.11%

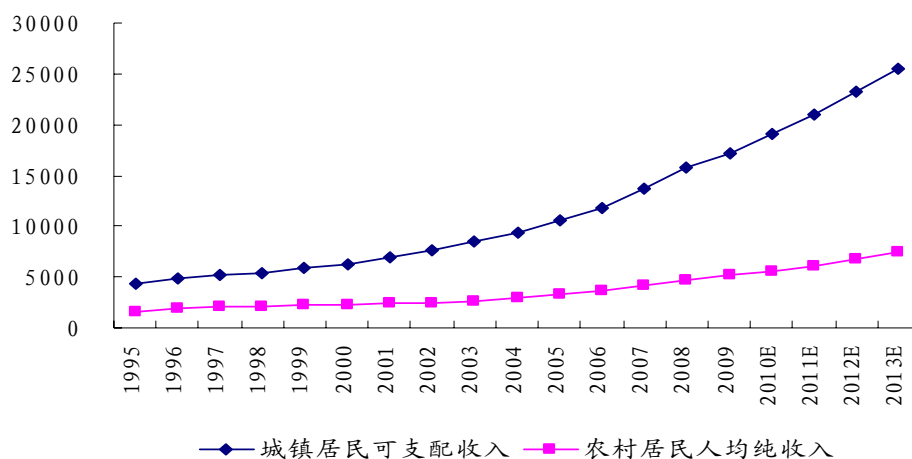
资料来源：国家统计局

3. 把握中国未来消费升级方向

3.1 收入增长趋势下的消费升级方向

基于历史数据，我们采用曲线拟合技术，构建出一个居民可支配收入的二次项模型，预测2010年至2013年的城乡居民收入。

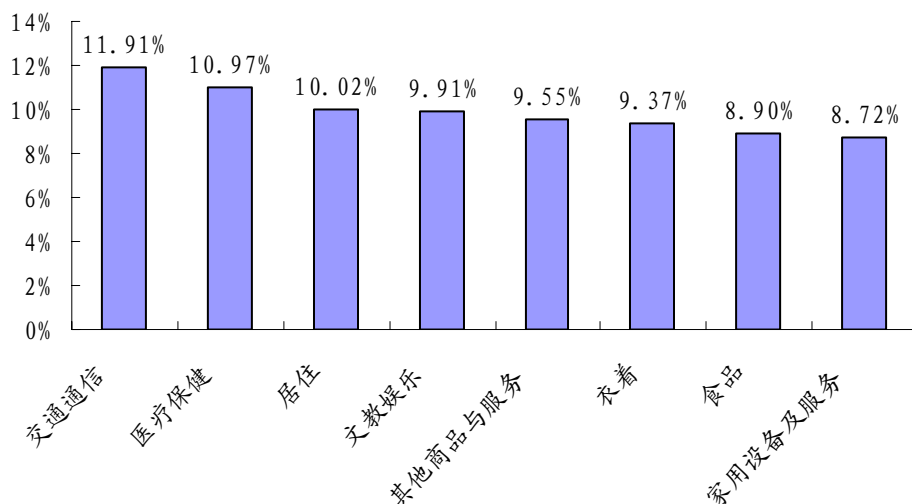
图3：城乡居民可支配收入预测



资料来源：中原证券研究所

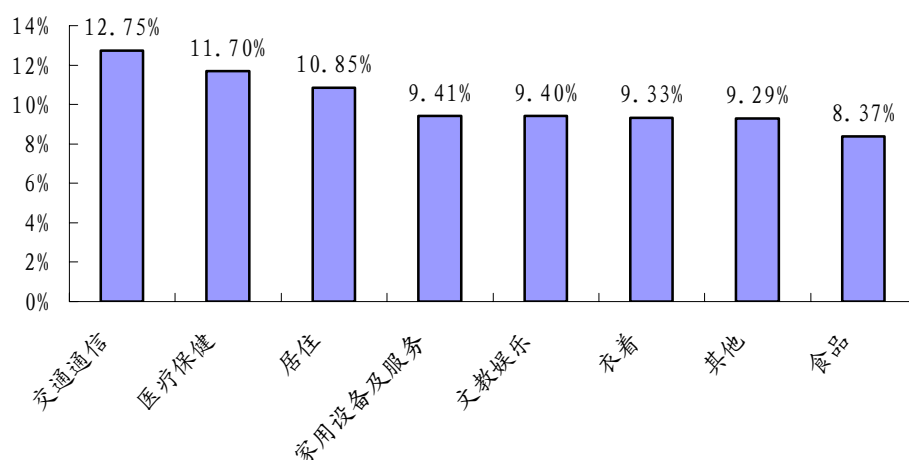
结合我们所构建的消费支出模型，可以进一步计算出未来三年城乡居民各类消费支出的平均增速，以此来推测可能的消费升级方向。

图4：城镇居民2011~2013年消费性支出年平均增长率



资料来源：中原证券研究所

图5：农村居民2011~2013年消费性支出年平均增长率



资料来源：中原证券研究所

从模型预测出的未来三年大类消费支出结构的收入增速上来看，城乡居民的交通通信、医疗保健以及居住支出未来都有望获取较快增长，食品、衣着的增速相对较慢，而其他几类支出增速在城乡居民中有所不同。

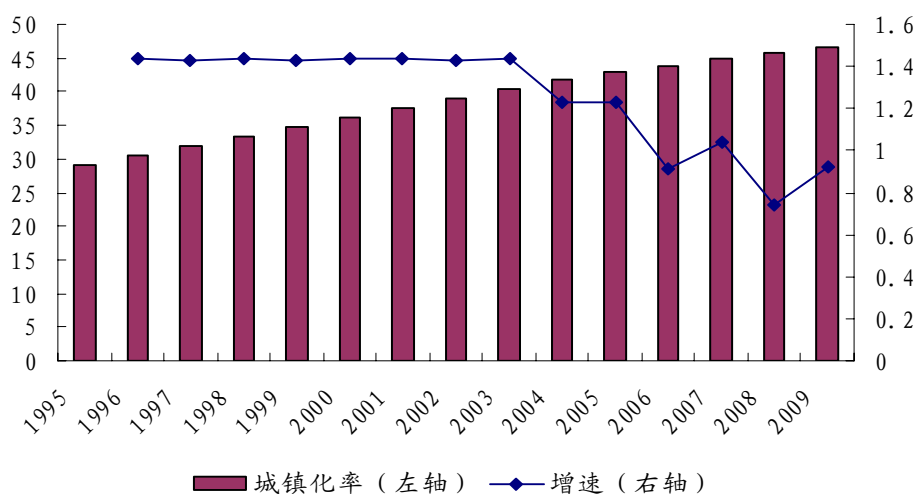
3.2 城镇化趋势的消费升级方向

近年来我国城镇化率稳步上升，1995年为29.04%，2009年则上升为46.60%，不过比之欧美发达国家80%以上的城镇化率依然有较大提升空间。根据《21世纪世界城市发展报告》预测，至2025年中国城镇化率将达到55%，城市人口将达到8.3亿至8.7亿，至2050年中国城市化率将达到65%。倘若按照13亿人口基数以及城镇居民人均25~30平方米的住宅面积计算，城镇化率每增长1%，我们估算将会带来2.5~3.9亿平方米的住房需求。

城镇化趋势下，那些与居民居住支出相关的行业将率先受益，我们看好房地产以及家庭住宅装修市场的未来发展前景，尤其是住宅装修市场。

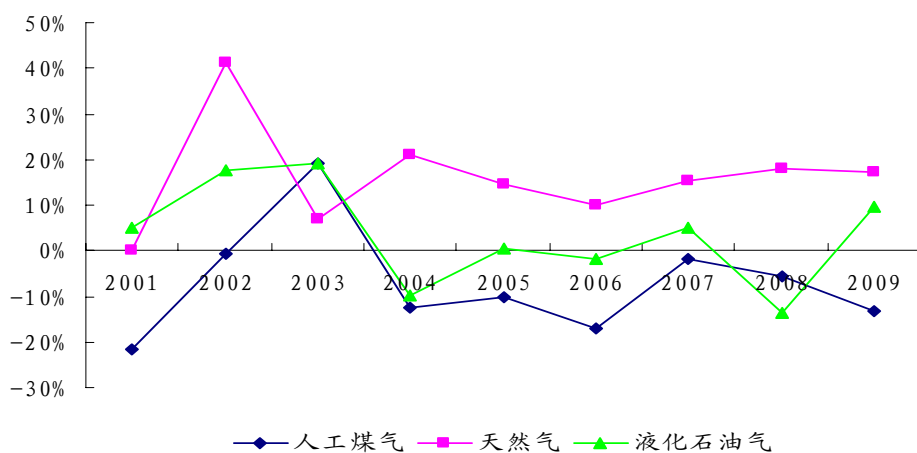
其次，天然气作为一种清洁、高效、便宜的能源，正越来越受到人们的青睐。目前全国有配气管网的城市很少，大多数城市的燃气配送以罐装为主。随着国民经济的快速发展，改变能源结构、改善大气质量的问题已引起政府和社会各界的广泛关注。人工煤气由于成本高、气质差以及气源厂在生产过程中污染环境，正在逐步退出人们的视线。

图6：我国近年来城镇化率及增速



资料来源：中原证券研究所

图7：三种城市燃气的历年增速比较

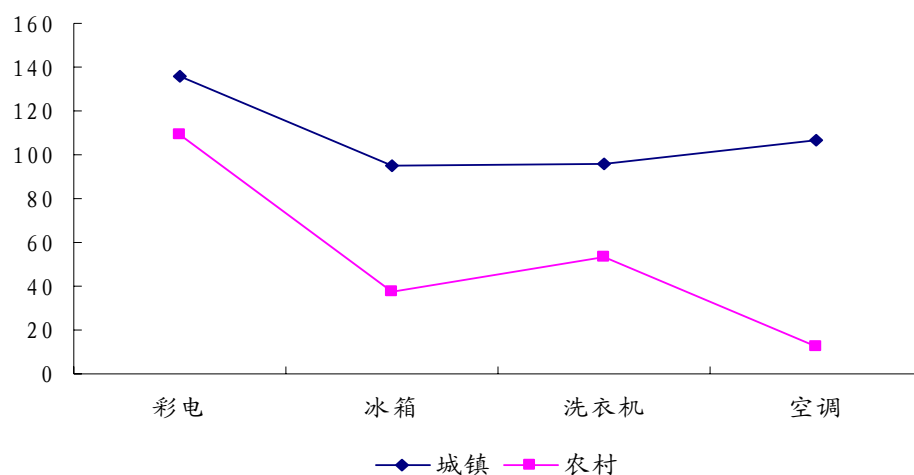


资料来源：国家统计局

最后，家庭设备用品与服务支出中的诸多子项在城镇化进程中也受益较大。

第一，大件家电上，虽然城镇居民的保有量已经接近发达国家水平，但农村居民家用电器保有量依然偏低，尤其是空调保有量上最低，2009年每百户农村居民只拥有12.23台空调，而同期城镇居民则拥有106.84台。

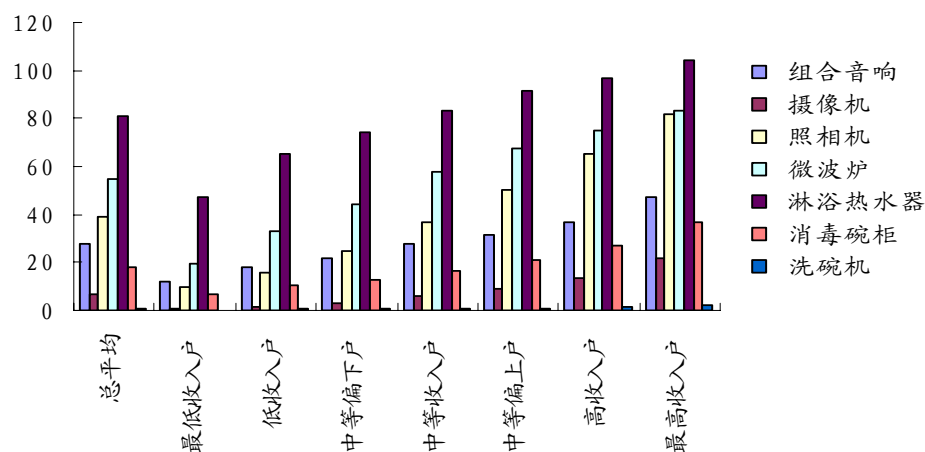
图8：2009年城乡居民大件家电每百人拥有量比较



资料来源：国家统计局

第二，小家电对居民收入较为敏感，弹性较大，故随着居民收入水平的整体提高，拥有量的上升空间相当大。

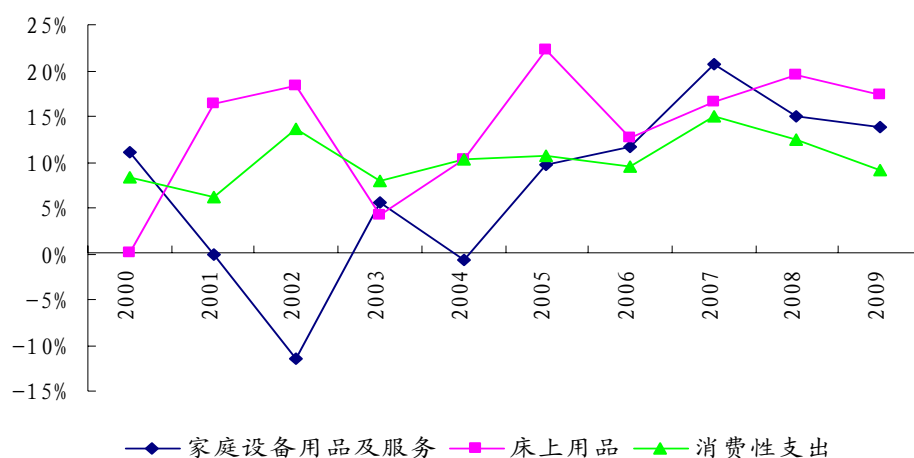
图9：2009年城镇居民不同收入等级部分小家电每百人拥有量比较



资料来源：国家统计局

第三，在家居用品领域（包括日用杂品、家具、床上用品以及室内装饰品），家纺市场未来发展前景较为广阔。

图10: 城镇居民床上用品支出增速较快

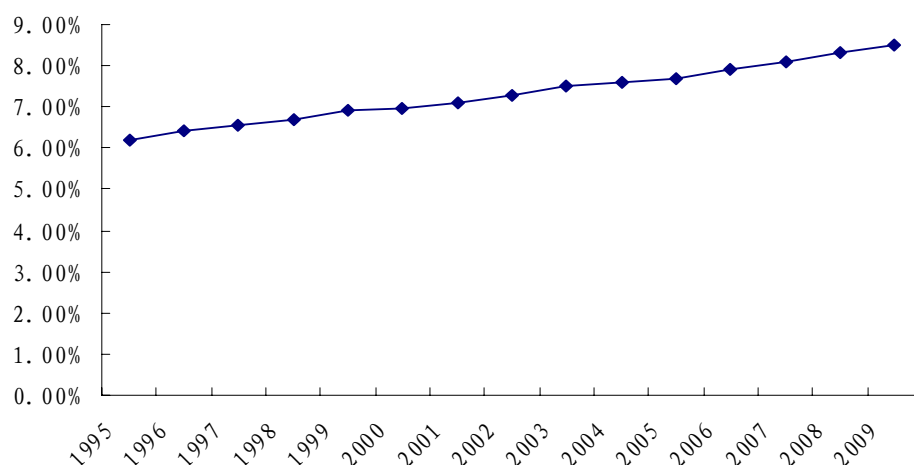


资料来源: 国家统计局

3.3 人口老龄化趋势下的消费升级方向

中国已经逐渐步入了人口老龄化阶段。老龄化人口占比持续攀升, 至2009年已攀升至8.50%。根据联合国最新的人口预测, 2010年中国60岁及以上人口占比将达到12%, 虽然低于经济合作与发展组织 (OECD) 的平均水平, 但在2011年之后的30年里, 中国人口老龄化将呈现加速发展态势, 60岁及以上人口占比将年均增长16.55%。2030年, 中国65岁以上人口占比将超过日本, 成为全球人口老龄化程度最高的国家。

图11: 65岁以上人口占总人口比例



资料来源: 国家统计局

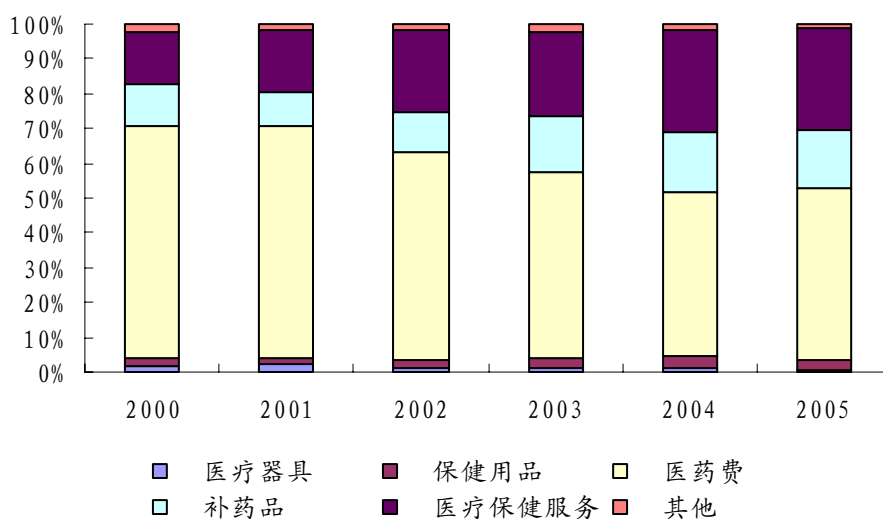
老龄化趋势下，居民的医疗保健支出无疑会大幅增加，看好相关行业面临的发展空间。

根据国家统计局公布的居民医疗保健支出数据，可细分为医疗器具、保健用品、医药费、补药品、医疗保健服务以及其他等6类。从北京地区可比年份的数据来看，2000~2005年（目前全国城镇居民的消费水平相当于2000年的北京）北京城镇居民医疗保健支出中，医药费占比呈现显著下滑态势，从2000年的66.73%下降至2005年的49.46%；医疗器具支出占比也呈现下滑态势，从2000年的1.48%下降至2005年的0.78%；相比之下，补药品、保健用品以及医疗保健服务占比逐年上升，其他支出占比相对稳定。

从医疗保健各细分支出项的增速来看，也是具备“可选消费”性质的医疗保健支出增长较快，而医药费以及医疗器械这些必需品则增长相对缓慢。

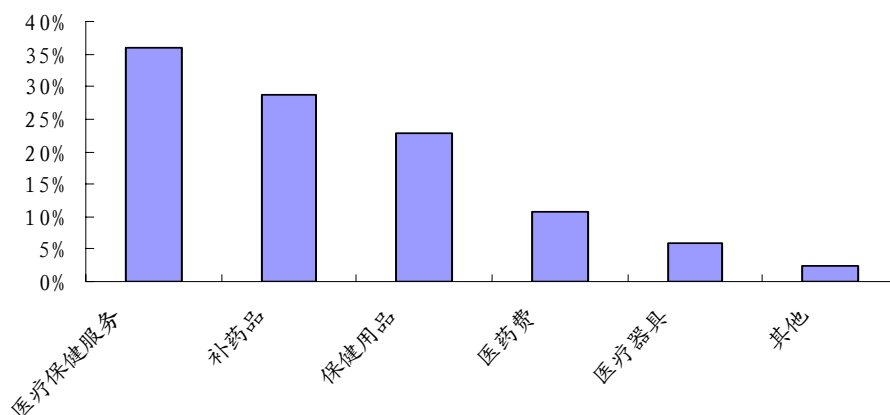
故我们预计，消费升级趋势下居民在保健药品、器具及服务方面的支出会增长较快。

图12：北京城镇居民医疗保健细分支出占比



资料来源：北京统计局

图13: 北京城镇居民医疗保健细分支出平均增速比较

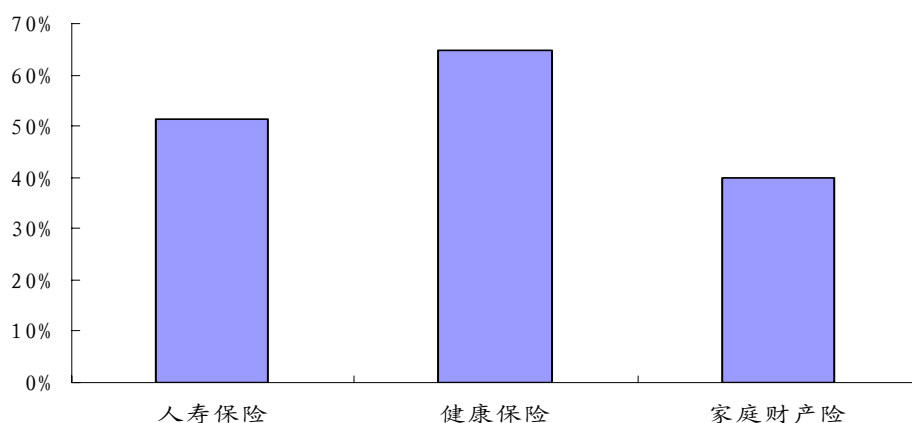


资料来源: 北京统计局

人口老龄化趋势下, 居民保险支出也有望获取较快增长。依然以北京地区为例, 我们比较了保险公司在人寿保险、健康险以及财产险的平均增长率。其中健康保险的增长最快, 2002~2005年的平均增长率为64.72%, 人寿保险次之, 平均增速为51.42%, 而家庭财产险增长最慢, 平均增长率为39.78%。

可见, 未来居民保险支出中, 最具增长潜力的主要在人身保险支出上, 尤其是其中的健康保险增长最快。

图14: 北京地区保险公司三种保险收入的平均增速比较



资料来源: 北京统计局

3.4 消费潮流化趋势下的升级方向

消费并不完全取决于当期收入，而是具有强烈的示范效应，会受来自于其他社会阶层以及相邻地区居民消费的影响。尤其是当一种新的消费理念、消费时尚在发达地区形成后，会逐渐传播至经济落后地区，进而被模仿，也即消费具有潮流化趋向。

服装的潮流化特征最为显著。不仅体现为中国超富裕人群服装消费紧跟国际化潮流，一举成为奢侈品第一大国上，更体现为农村居民消费理念的显著变化上。近年来，受城镇居民服装消费理念的影响，农村居民也开始追求质量、品牌等非价格因素，服装消费走向时尚化与个性化，而不再是过去以单纯追求“实用”为目的。

然而，农村居民在追逐潮流的同时，又不可避免的受到自身收入水平的约束，进而使其消费行为体现出“潮流化”趋势下的中低端消费特征。例如在追逐服装消费时尚化与个性化的同时，又对价格较为敏感，那些“物美价廉”的中低档品牌服装最受青睐，再如在城镇居民掀起汽车购买热潮的感染下，农村居民的汽车保有量也得以提升，但购买的多以廉价小轿车和面包车为主。

故潮流化趋势下，农村居民的消费理念会不断向城镇居民趋同，尤其是在穿着、居住以及交通工具这类较具流行特征与炫耀性特征支出方面。但受制于收入水平限制，可能依然只停留在“量”的层面，尚未达到“质”的高度。因而农村居民这类消费支出中，预计中低端品牌较具增长潜力。

3.5 资源约束下的消费升级方向

居民消费不仅取决于消费需求，还取决于市场供给。

从供给层面来看，人口众多，资源匮乏是制约我国消费的一个现实因素。面对资源约束，再加上政府大力推动资源节约型社会建设的主基调下，“衣食住行”这类传统的物质性消费的增长不可能会呈现井喷式增长，否则将会大幅超越环境的承载能力。

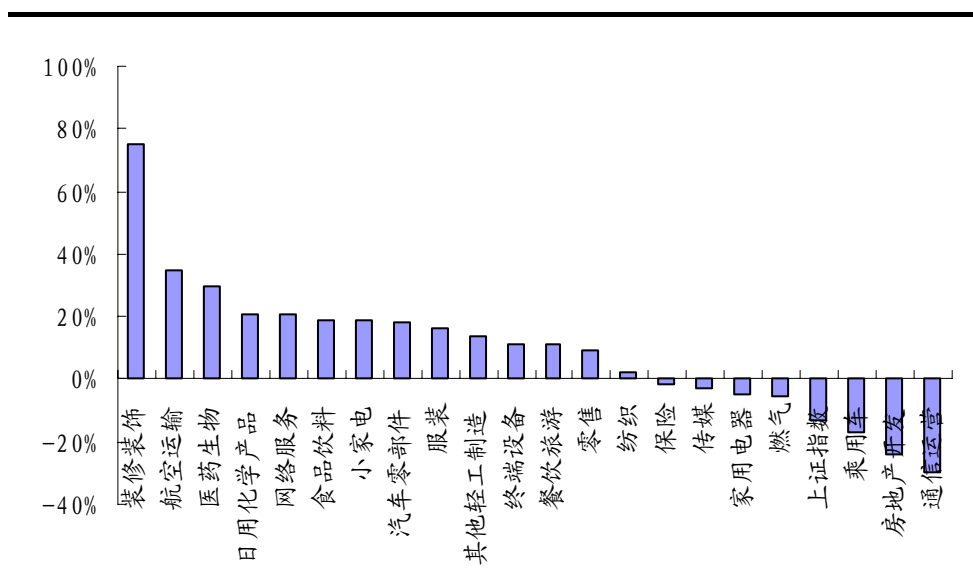
调结构背景下，不仅宏观经济结构面临调整，实际上居民的消费结构也要面临调整。“扩大内需”的关键是要促使居民消费模式、消费结构从物质型、享受型消费逐步转向资源消耗较小的精神型、服务型消费，如通讯、文化及娱乐。

4. 2011年大消费行业投资策略

从战略配置角度来看,符合消费升级方向的相关行业与个股预计未来都有望获取超额收益,尤其是那些资源消耗较小,不受资源约束的服务型、发展型消费。然而,当我们把投资周期缩短为1年,从战术角度考虑大消费行业配置时,就必须在把握消费升级的整体趋势基础上,进一步结合市场的特定因素来确定2011年的投资策略。

从二级市场的表现来看,大消费行业2010年涨幅普遍超越大盘。装修装饰、航空以及医药生物板块涨幅遥遥领先,分别超越大盘88.30%、47.98%以及42.86%。相比之下,通讯运营、房地产以及乘用车表现较差,跑输大盘。

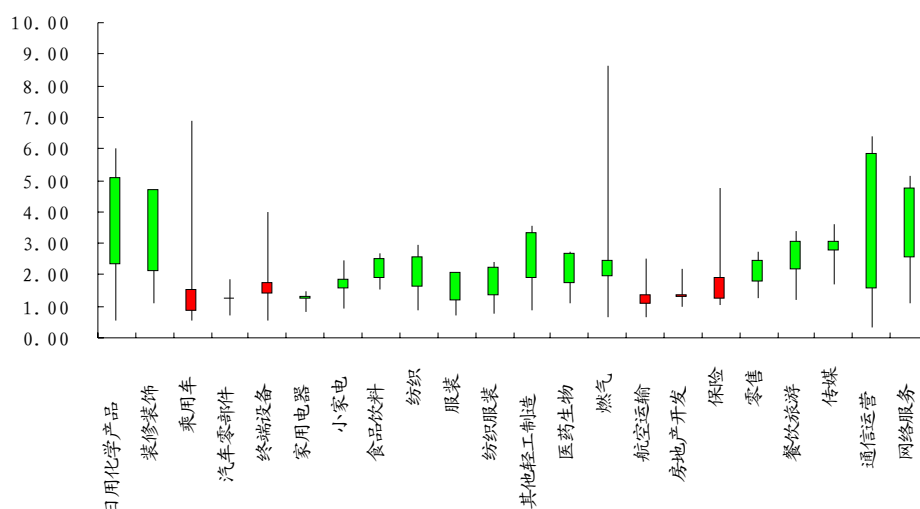
图15: 主要消费品行业的市场涨幅比较(流通市值加权平均)



资料来源: 中原证券研究所

行业的大幅上涨,也推高了估值水平,绝大部分消费品行业的相对PE均超越了历史均值,其中日用化学产品、装修装饰、网络服务等估值压力较大,而乘用车、保险等的估值还处于历史均值之下(图16中阳线代表估值处于历史平均水平之下,阴线代表估值处于历史平均水平之上)。

图16：主要消费品行业相对PE（TTM，整体法）



资料来源：中原证券研究所

2011 年大消费行业投资一个首要原则就是选择那些未来增长较为明确的细分行业与个股，通过高增长来化解目前的高估值风险。其次，预计明年通胀压力依然较大，建议把握抗通胀主题投资；最后，为应对宏观经济的易变性，建议采用防御+进攻的行业配置组合，即一方面配置具有必需消费品性质的行业个股，抵御市场系统性风险，另一方面则相应配置进攻性较强的可选消费品领域行业个股，从而牟取超额收益。建议配置食品、医疗保健、通讯、文教娱乐支出以及零售领域相关个股。

1、食品

从消费升级趋势来看，居民食品支出整体处于“被升级”地位，支出占比呈现下滑态势，将其纳入我们的大消费投资组合，是考虑到食品饮料行业良好的防御特征。在食品饮料的诸多子行业中，看好明年白酒行业的投资机会。与其他酒水饮料相比，白酒受原材料价格上涨影响最小，较高的毛利率使得通胀背景下行业整体受益，而那些具有定价能力的龙头公司不仅能够抵御成本上涨压力，还存在适时提价的可能。

乳制品行业的投资价值也在不断凸现。从我国发达地区过去几年该项支出的增速上来看，增长较为强劲，未来中国乳制品消费增长空间巨大，是居民食品支出消费升级的一个重要方向。

2、医疗保健

首先，医疗保健消费兼具必需消费与可选消费双重特征，符合所设定的投资思路；其次，人口老龄化趋势下，预计未来几年该项支出将保持较快增速，代表着我国消费升级的基本方向。最后，生物产业为七大战略新兴产业之一，政策上的利好为行业长期增长提供了持续动力。生物医药的防御性特征有望为带来阶段性的超额收益。

为治理通胀，明年持续加息成为大概率事件，这将直接提升保险公司在银行存款、债券投资以及贷款的净收益率，使得保险公司的回报率趋于上升。

3、通讯

从通讯行业的发展趋势来看，随着手机在我国的逐渐普及，传统语音话务支出增速将明显放缓，未来行业将不断转向数据服务业务，通讯与娱乐将日益融合，娱乐电子化成为一种新的消费时尚。看好通讯领域的宽带与移动增值服务的投资机会。

4、文教娱乐

我们较看好传媒行业的投资机会。数字化时代，传统出版行业面临着重大变革，未来数字化图书将成为居民日常生活中的一项重要消费支出。三网融合下，影视行业也面临较大发展机会。

5、零售

零售业态包含多种形式，超市、便利店、百货、专业店、购物中心、直销中心等。从战略层面来看，未来哪种业态最具增长潜力，关键取决于居民的哪些消费支出增长较快。预计未来居民交通通讯、医疗保健、居住以及娱乐支出增长最快，而传统的食品支出增速则较慢。因此，未来百货、购物中心以及专业店受益最为明显。

表4: 2011年大消费行业投资组合

居民支出	推荐个股	2010PE	2011PE	2012PE	投资亮点
食品	贵州茅台	29.05	23.17	19.14	白酒行业标志性企业，业绩增长确定，受益通胀，有较强的提价预期。
食品	黑牛食品	56.23	37.31	26.76	公司战略明晰，定位二三线城市；车销模式新颖，渠道控制能力不断增强；受益于消费升级以及乳饮料市场的迅速发展，双蛋白液态豆奶成为公司未来增长亮点。
医疗保健	九芝堂	25.16	20.42	17.18	著名老字号中药企业，拥有知名品牌资源和丰富的产品资源，正致力于内部调整增效工作，随着公司改革调整效果的逐渐显现，公司未来的业绩增长将获得加速。
医疗保健	中国人寿	18.57	15.99	13.55	受益加息周期，债权收益率有望提升；公司寿险业务优势显著，居民收入水平提高将给公司带来长期增长动力；未来养老保险税收优惠政策有望取得实质性进展，利好保险行业。
通讯	烽火通讯	42.30	31.83	25.14	受益于电信运营商大规模宽带投资，行业发展前景广阔，公司是行业领军企业之一；产业链完整，具有深厚的技术积累与研发实力，未来有望继续获取政府专项补贴。
通讯	恒宝股份	46.94	28.17	21.13	国内最大的银行卡和SIM卡供应商。3GSIM卡、移动支付和EMV迁移将打开公司业绩增长空间。公司布局银行卡、通信卡、移动支付、物联网等领域的布局，并逐步开拓海外市场。
文教娱乐	时代出版	27.23	24.82	22.21	优质内容提供商，以内容为基础平台全力打造全媒体运作，积极进军数字出版领域。
文教娱乐	电广传媒	146.63	86.89	58.65	受益三网融合，同时公司投资设立电广传媒影业投资（北京）有限公司，随着国内未来电影市场的高速发展，将进一步完善公司传媒主业，利于公司内容业务的快速发展。
零售	王府井	39.81	30.79	25.66	专注于百货业态的国内龙头企业。经营战略清晰稳健，发展势头良好，近几年不断加快在优势区域和二三线城市的布局，区域经济崛起和消费升级的主要受益者，成长性值得期待。
零售	苏宁电器	23.17	17.16	15.11	3C家电连锁零售行业领先者，期成长价值来自于公司不断拓展市场空间，优化供应链管理和前瞻性应道行业发展。2010年公司开店速度再次提速，将为未来的高成长奠定基础。

资料来源：中原证券研究所

免责条款

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告的版权仅为本公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表或引用。