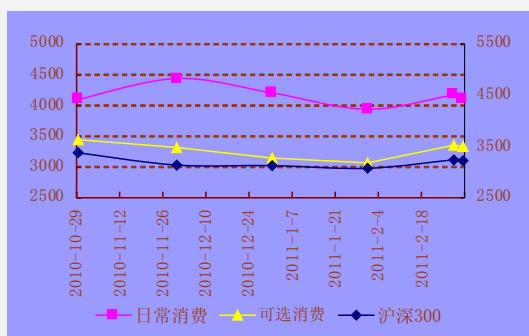




个税调整夯实消费基础 大消费时代悄然而至

——家电、零售板块或迎来三月小阳春

近半年该行业相对沪深 300 走势



● 内容提要

评级： 推荐

- 中国“十二五”规划纲要草案或将把提高居民消费率作为约束性指标写入其中，未来 5 年消费率提高的目标或将定在 2 到 3 个百分点；国务院总理温家宝 1 日主持召开国务院常务会议，讨论并原则通过《中华人民共和国个人所得税法修正案（草案）》；
- 时间序列上，国内消费率不断下降；空间比较上，我国消费率远小于国际水平，消费对中国 GDP 的拉动作用远小于投资对 GDP 的拉动作用；
- CPI 高企的压力下，上调个人所得税起征点以及增加税收级差差距将提高居民特别是农村居民的实际可支配收入。经过测算：我们预计起征点上调 500 元时，城镇居民消费支出可能增加 0.03%-0.45%，而农村居民消费支出则增加 1.46%-1.81%；当起征点上调 1000 元时，城镇居民消费支出可能增加 1.3%-1.72%，而农村居民消费支出则增加 2.51%-2.85%。
- 二级市场可能迎来新一轮消费板块上涨行情，可选消费比日常消费更具投资价值，看好中高端商业零售龙头和家用电器板块，重点推荐消费升级概念下的零售组合：大厦股份、天虹商场、友阿股份、苏宁电器、宏图高科以及皮革产业地产海宁皮城；低估值大家电组合：美的电器、格力电器、青岛海尔、海信电器；高成长性小家电组合：九阳股份、华帝股份、苏泊尔。

基础数据

总股本（百万股）	——
实际流通 A 股（百万股）	——
实际流通 A 股市值（亿元）	——

研 究 员 尹建辉

投资咨询证书号 S0620207050048

研 究 员 周 飞

电 话 (025)83367888-3305

M S N Zhou991985@hotmail.com

1, 消费不足成为国内经济增长的瓶颈, 提升居民消费能力或将改变经济增长方式, 增加消费对 GDP 的贡献

长期看, 我国居民的消费率不断下降。2009 年我国的消费率为 47.98%, 显著低于世界平均水平和中值谁。数据显示, 私人部门消费不足是国内消费率低下的主要原因, 私人部门居民消费率仅为 35.11%。

图 1: 消费率年年下降

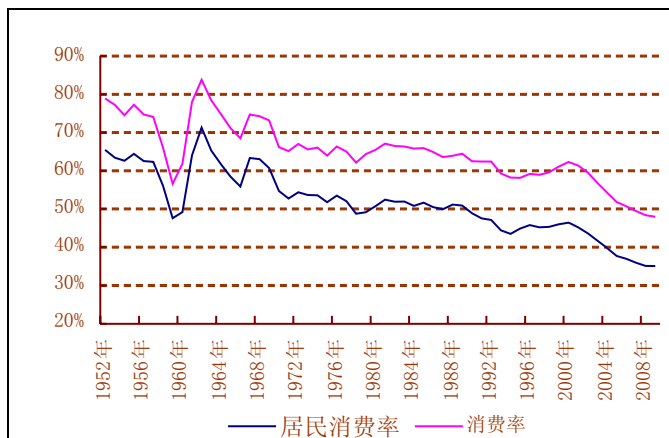
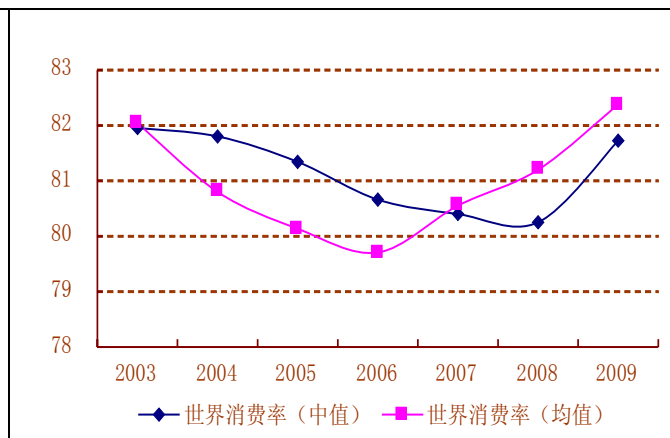


图 2: 国内消费率显著低于世界水平



数据来源: 南京证券研究所

近 5 年, 城乡居民的消费增长速度都处在地位水平。2009 年城镇居民消费增速为 11.07%, 农村居民消费增速为 4.87%。较 2008 年, 城乡居民消费增长速度有进一步下降的趋势。近年来, 农民工不断进城就业, 成为城市的主要低收入人群。我们认为本次的个税改革将提高农村居民的消费支出, 有利于刺激国内消费经济的启动。

图 3: 城乡居民消费支出增速低位下滑

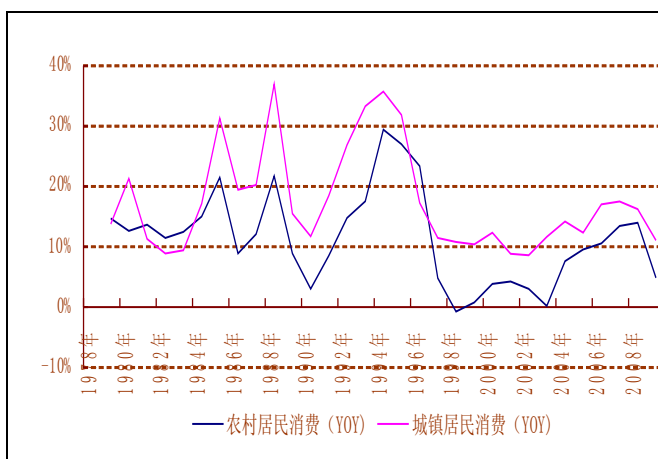
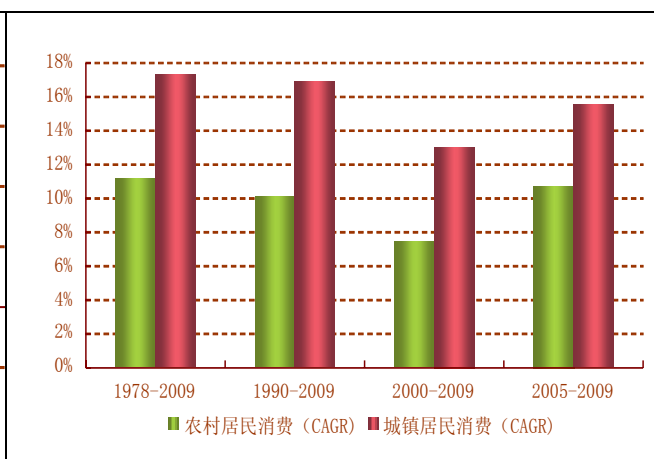


图 4: 农村消费潜力被长期抑制



数据来源: 南京证券研究所

消费不足使得消费对 GDP 的贡献率长期处于地位水平, GDP 增长较大部分依赖投资拉动和出口拉动。2009 年, 最终消费支出对 GDP 的贡献率为 45.4%, 拉动 GDP 增长

4.1%；投资对 GDP 的贡献率为 95.2%，拉动 GDP 增长 8.7%。

表 1：经济增长要素

年 份	最终消费支出		资本形成总额		货物和服务净出口	
	贡献率	拉 动	贡献率	拉 动	贡献率	拉 动
	(%)	(百分点)	(%)	(百分点)	(%)	(百分点)
1978	39.4	4.6	66.0	7.7	-5.4	-0.6
1980	71.8	5.6	26.4	2.1	1.8	0.1
1985	85.5	11.5	80.9	10.9	-66.4	-8.9
1990	47.8	1.8	1.8	0.1	50.4	1.9
1995	44.7	4.9	55.0	6.0	0.3	
2000	65.1	5.5	22.4	1.9	12.5	1.0
2001	50.2	4.2	49.9	4.1	-0.1	
2002	43.9	4.0	48.5	4.4	7.6	0.7
2003	35.8	3.6	63.2	6.3	1.0	0.1
2004	39.5	4.0	54.5	5.5	6.0	0.6
2005	37.9	4.3	39.0	4.4	23.1	2.6
2006	40.0	5.1	43.9	5.6	16.1	2.0
2007	39.2	5.6	42.7	6.1	18.1	2.5
2008	43.5	4.2	47.5	4.6	9.0	0.8
2009	45.4	4.1	95.2	8.7	-40.6	-3.7

数据来源：国家统计局

2，长期以来，个税增长率显著高于居民收入增长率，调高个人所得税起征点和征收级差将直接增加居民消费能力

1999-2010 年，国家财政个人所得税收入 CAGR 为 25.05%，城镇居民人均可支配收入 CAGR 为 11.35%，农村居民人均纯收入 CAGR 为 9.37%，国家个人所得税税收收入增长速度远高于居民收入增长速度。2011 年，在国内通胀压力尚未减轻的环境下，调整个税征收将有利于保障和提升社会整体消费水平。

图 5：居民收入增速低于个人所得税增速

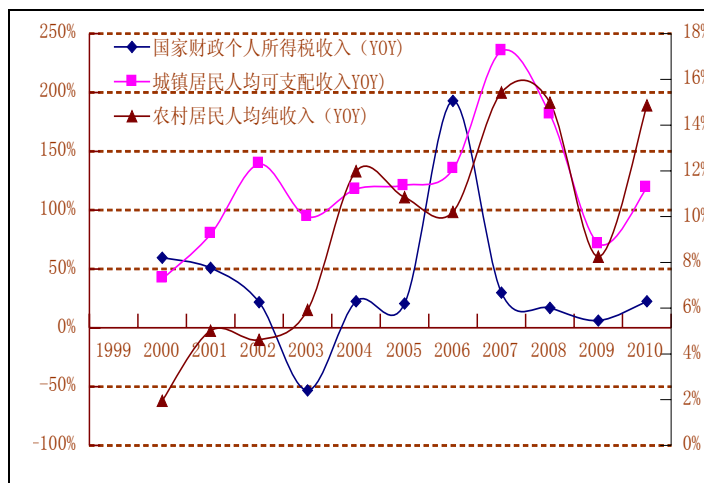
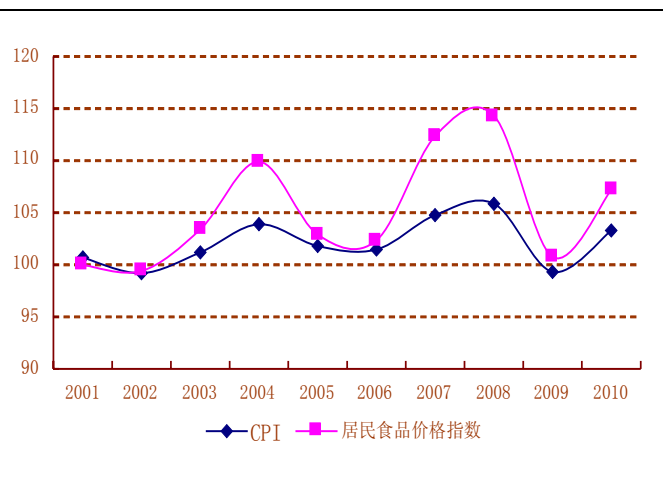


图 6：国内通胀压力犹存



数据来源：南京证券研究所

税收从 1980 年起我国开始征收个人所得税至今，个人所得税税率经历过两次调整，2006 年个人所得税免征额标准从 1980 年确定的 800 元提高至 1600 元，2008 年 3 月 1 日至今个人所得税免征额标准是 2000 元。但是，随着物价的上涨，生活成本的增加，2000 元的个人所得税起征点对于以工资和薪酬为主要收入的人来说显得偏低。根据的 2008 年的通胀水平，我们预期此次个人所得税征收起点可能调整 500-1000 元。

经过简单的测算，起征点调整为 2500 元时，居民收入增长幅度在 1.14%-1.98% 之间。一般情况下，由于税基向中低收入倾斜，我们倾向于认为居民收入的增幅在 1.4% 左右；起征点调整为 3000 元时，居民收入增长幅度在 2.28%-3.21% 之间。一般情况下，由于税基向中低收入倾斜，我们倾向于认为居民收入的增幅在 2.6-2.7%。

表 2：居民收入增长敏感性分析

应纳税额	3000	4000	5000	6000	7000	8000	9000	10000
起征点（2000）	75	175	325	475	675	825	1025	1225
起征点（2500）	25	125	250	400	550	725	925	1125
收入增加	1.71%	1.31%	1.60%	1.36%	1.98%	1.39%	1.25%	1.14%
起征点（3000）	0	75	175	325	475	625	825	1025
收入增加	2.56%	2.61%	3.21%	2.71%	3.16%	2.79%	2.51%	2.28%

数据来源：南京证券研究所

我们进一步测算了起征点调整对城乡居民消费支出影响。当起征点调整为 2500 元时，城镇居民消费支出可能增加 0.03%-0.45%，而农村居民消费支出则增加 1.46%-1.81%；当起征点调整为 3000 元时，城镇居民消费支出可能增加 1.3%-1.72%，而农村居民消费支出则增加 2.51%-2.85%。

表 3：居民消费支出敏感性分析

起征点（2500）	居民收入增加	城镇居民消费支出增加（2009）	农村居民消费支出增加（2009）
	1.20%	0.03%	1.46%
	1.40%	0.24%	1.64%
	1.60%	0.45%	1.81%
起征点（3000）	居民收入增加	城镇居民消费支出增加（2009）	农村居民消费支出增加（2009）
	2.40%	1.30%	2.51%
	2.60%	1.51%	2.68%
	2.80%	1.72%	2.85%

数据来源：南京证券研究所

本次个税除了调整起征点外，还将加大征收级差，增加中低收入者的可支配收入。从目前的个税级差看，月收入处于 5000-10000 元的中低等收入群体应该按照 20% 的税率累进计税。如果提高征收级差，处于中低端的收入人群将一定程度上受益。

表 4：工资、薪金所得适用个人所得税九级超额累进税率表

级数	全月应纳税所得额（含税所得额）	税率%	速算扣除数（元）
一	不超过500元	5	0
二	超过500元至2000元	10	25
三	超过2000元至5000元	15	125
四	超过5000元至20000元	20	375
五	超过20000元至40000元	25	1375
六	超过40000元至60000元	30	3375
七	超过60000元至80000元	35	6375
八	超过80 000元至100000元	40	10375
九	超过100000元	45	15375

数据来源：南京证券研究所

表 5：个体工商户的生产、经营所得和对企事业单位的承包经营、承租经营所得适用

级数			
一	全月应纳税所得额(含税所得额)	税率%	速算扣除数(元)
二	不超过5,000元的	5	0
三	超过5,000元到10,000元的部分	10	250
四	超过10,000元至30,000元的部分	20	1, 250
五	超过30,000元至50,000元的部分	30	4, 250
	超过50,000元的部分	35	6, 750

数据来源：南京证券研究所

表 6：劳务报酬所得适用

级数

一	全月应纳税所得额(含税所	税率	速算扣除数(元)
二	不超过20,000元的	20	0
三	超过20,000元到50,000元的	30	2,000
	超过50,000元的部分	40	7,000

数据来源：南京证券研究所

3，经济危机后，国内消费市场加速恢复，收入分配改革可能刺激新一轮消费高峰的提早到来

3.1，2010 年，国内社会消费品累计零售总额为 154553.7 亿元，同比增长 18.4%。2011 年 1 月，千家核心商业企业零售指数为 26.6%，创出近三年历史新高。在国家让利于民的税收政策下，消费市场的基础将更加牢靠，消费市场的下一轮消费高峰的提早到来

图 7：消费品市场基本恢复危机前水平

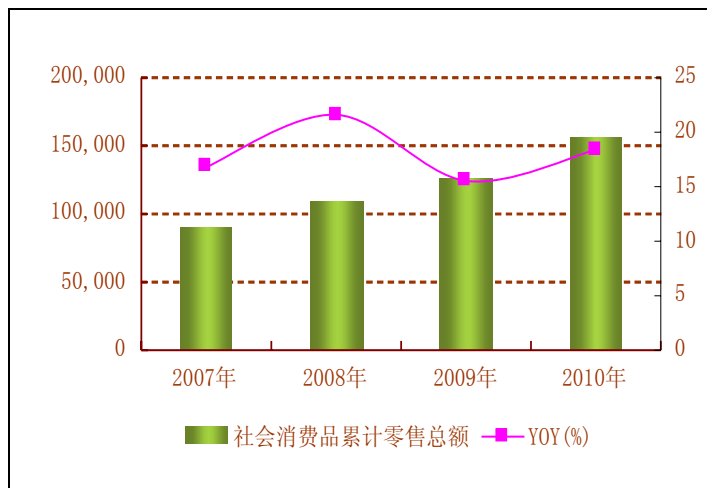
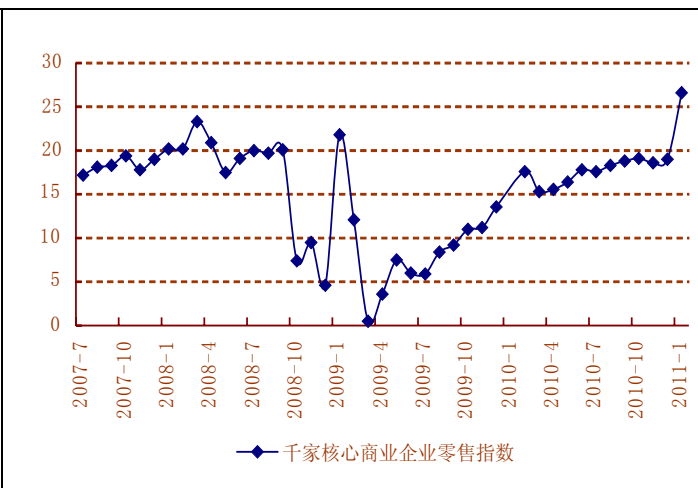


图 8：2011 年消费或将更强劲



数据来源：南京证券研究所

3.2，二级市场可能迎来新一轮消费板块上涨行情，可选消费比日常消费更具投资价值，看好中高端商业零售龙头和家用电器板块。

长线看，2010 年，Wind 日常消费指数在 Wind 一级行业中表现优越，涨幅为 22.01%，排名第二；Wind 可选消费指数在 Wind 一级行业中表现一般，涨幅仅为 11.37%，排名第六，处于中游水平。中线看，过去的 60 个交易日内，Wind 日常消费指数在 Wind 一级行业中表现较差，涨幅为-8.28%，排名倒数第一；Wind 可选消费指数在 Wind 一级行业中表现一般，涨幅仅为 1.64%，排名第六，处于中游水平。短线看，过去 10 个交易日内，Wind 日常消费指数在 Wind 一级行业中表现一般，涨幅为 0.11%，排名中游水平；Wind 可选消费指数在 Wind 一级行业中出色，涨幅仅为 2.34%，排名第一。

从二级市场的综合表现看，我们认为 2010 年日常消费的上涨已经表明市场对消费启动的预期，而随着国家税收等政策的相继出台，以可选消费为代表的消费升级概念可能会受到市场的追捧。

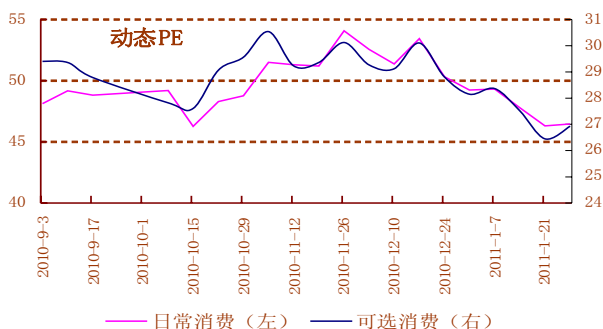
表 7：Wind 一级行业表现

Wind 可选消费指	最新	52周最高价	52周最低价	5 日涨跌幅	10日涨跌幅	20日涨跌幅	60日涨跌幅	120日涨跌幅	250日涨跌幅
能源指数	3,849.62	4,410.64	2,851.15	-0.03%	-2.20%	2.64%	5.76%	17.00%	-6.50%
材料指数	3,694.72	4,023.44	2,266.25	1.22%	1.39%	13.89%	7.37%	28.23%	18.74%
工业指数	3,259.22	3,407.92	2,175.92	0.76%	-1.50%	8.00%	5.66%	20.75%	17.65%
可选消费指数	3,368.19	3,665.27	2,343.90	2.94%	2.34%	12.56%	1.64%	10.35%	11.37%
日常消费指数	4,156.45	4,626.47	2,787.57	0.00%	0.11%	8.28%	-6.18%	16.62%	22.02%
医疗保健指数	4,366.76	5,042.68	2,979.19	0.53%	0.60%	8.25%	-8.62%	11.93%	22.87%
金融指数	2,260.04	2,730.23	2,081.83	3.37%	1.22%	4.64%	2.00%	2.85%	-12.25%
信息技术指数	1,757.45	1,899.05	1,198.75	-0.09%	0.65%	12.42%	-2.72%	17.05%	20.49%
电信服务指数	2,548.00	2,952.55	2,110.21	1.88%	-0.82%	0.74%	12.09%	13.96%	-11.39%
公用事业指数	2,283.17	2,577.14	1,930.17	1.69%	1.58%	8.33%	-0.96%	5.63%	-5.11%

数据来源：Wind 资讯

估值看，消费板块的估值风险正在逐渐释放。但我们认为较日常消费板块而言，可选消费板块的估值偏低。目前可选消费的动态 PE 为 27X 不到，在国内消费整体看好的前提下，可选消费的高弹性将提升其估值水平。

图 9：可选消费具备更好的投资价值



数据来源：Wind 资讯、南京证券研究所

行业公司面上，我们看好零售行业的成长空间，特别是中高端零售业和电器电子消费产品连锁商，建议关注大厦股份、天虹商场、友阿股份、苏宁电器、宏图高科以及皮革产业地产海宁皮城等；除此以外，我们看好低估值的黑白电龙头企业（美的电器、格力电器、青岛海尔、海信电器）以及以厨卫和热水器为代表小家电企业（九阳股份、华帝股份、苏泊尔）。

表 8：公司估值

指标	2010	2011	2012	2010	2011	2012	2010	2011	2012
时间	苏泊尔			华帝股份			九阳股份		
EPS	0.72	0.95	1.21	0.54	0.62	0.76	0.84	1.01	1.19
PE	35.93	27.44	21.46	26.85	23.39	19.08	20.43	17.03	14.45
PEG	1.09	0.84	0.79	——	1.58	0.84	6.57	0.83	0.73
	美的电器			格力电器			青岛海尔		
EPS	1.04	1.28	1.56	1.37	1.67	1.92	1.44	1.82	2.22
PE	19.43	15.80	12.98	15.62	12.87	11.19	21.51	17.01	13.98
PEG	0.24	0.65	0.58	0.44	0.52	0.83	0.31	0.66	0.70
	海信电器			大厦股份			苏宁电器		
EPS	0.70	0.84	0.93	0.47	0.59	0.70	0.57	0.76	0.95
PE	19.86	16.55	14.86	25.15	20.21	17.03	24.00	18.19	14.58
PEG	0.54	0.88	0.81	1.08	0.77	0.76	0.58	0.59	0.56
	友阿股份			天虹商场			宏图高科		
EPS	0.63	0.85	1.21	1.21	1.59	2.06	0.43	0.63	0.85
PE	37.18	27.61	19.26	38.50	29.33	22.58	36.06	24.30	18.12
PEG	0.78	0.86	0.42	41.40	0.89	0.73	1.38	0.18	1.40

数据来源：南京证券研究所



南京证券行业投资评级的说明：

- 强烈推荐：预期未来 6 个月内该行业指数超越沪深 300 指数 20%以上；
- 推 荐：预期未来 6 个月内该行业指数超越沪深 300 指数 5%—20%；
- 中 性：预期未来 6 个月内该行业指数与沪深 300 指数相比涨幅在±5%之间；
- 回 避：预期未来 6 个月内该行业指数与沪深 300 指数相比跌幅大于 5%。

南京证券上市公司投资评级标准：

- 强烈推荐：六个月内预计涨幅大于 30%；
- 推荐：六个月内预计涨幅为 10%-30%之间；
- 中性：六个月内预计涨幅为-10%- 10%之间；
- 回避：六个月内预计涨幅为-10%及以下。