

[2009.01.06]

择机布局刺激消费新热点

——2009 年 1 月投资策略报告

✍ 马静如

☎ 86-22-2845 1665

黄 锋

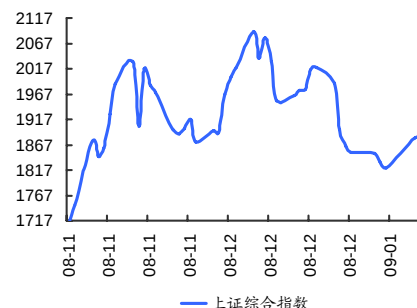
86-22-2845 1131

周 喜

86-22-2845 1972

投资要点:

- 始于 08 年 11 月底的反弹,主要受益于加大基建投资为主的“四万亿”财政刺激政策,受此影响,相关板块涨幅巨大;同时由于房地产板块提前有政策放松的预期,所以在政策出台前涨幅远超同期大盘。这给我们的启示:政策就是投资的方向。
- 未来进一步刺激经济政策的关键在于提升以消费为主的经济内生增长动力,于是刺激消费的政策成为我们未来关注的重点。我们判断在众多的刺激消费政策中,发放消费券,提高个税起征点可能是最先推出的政策。
- 尽管日本 1999 年发放消费券的效果并不显著,并没有促使国内消费增速出现显著回升,但是从《地域振兴券激励消费效果》的数据看来,消费券的发放还是引致了 32% 的新增消费。而 1998 年的数据则表明,消费券的发放促使日本国内消费、特别是零售额增速的显著反弹。
- 回顾日本消费券发放对行业指数的影响我们发现:1998 年 4 月消费券政策实施当年商业以及食品行业均出现强于指数的阶段性情况;另外,从 1999 年的指数走势来看与消费密切相关的商业板块的涨幅更是明显超越市场(这可能是因为 IT 泡沫所导致的牛市行情对消费券政策效应产生了放大效应)。
- 对一月份的市场,波动将主要来自于业绩持续走低以及对后续刺激经济政策的预期,此消彼长交互影响,震荡整理可能是主要的趋势特征。
- 我们认为 1 月的机会更多是结构性的,可能出现在以下几个方面:前期 4 万亿政策受益的相关板块经过深幅回调后的阶段性反弹机会,如基建、工程机械、电力设备,建筑钢铁等;第二轮刺激经济的政策可能围绕着直接刺激消费展开,受此预期影响与消费相关的板块应该成为我们一月关注的方向,而且即来的春节,也为这一板块提供了短线的交易性机会。

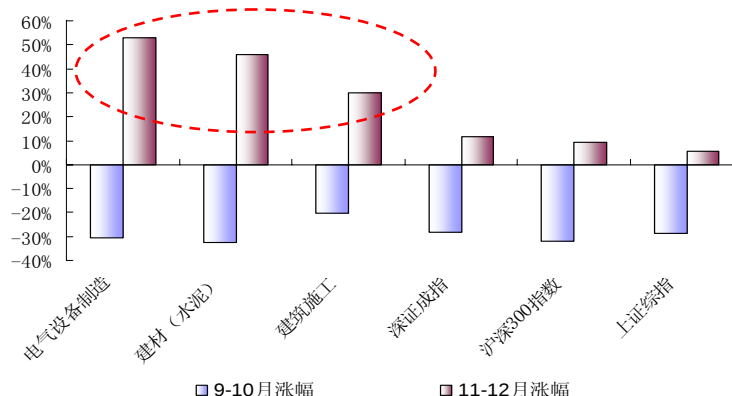


引言：政策仍将是 09 年的投资方向

始于 08 年 11 月底的反弹，主要受益于加大基建投资为主的“四万亿”财政刺激政策。受此影响，相关板块涨幅巨大。从图一可以看出，基建板块的巨大涨幅是在政策出来以后。

但是由于房地产板块提前有政策放松的预期，所以在政策出台前涨幅喜人，等到 12 月 18 日政策出台以后，房地产板块见顶回落。

图 1：政策出台前后 2 个月投资拉动直接受益板块平均涨跌幅统计



资料来源：Wind 资讯，渤海证券研究所

表 1：松绑政策积极预期下房地产板块出现较强补涨

	11月	12.1-12.17	12.18-12.31
房地产	20.57%	20.36%	-14.08%
上证综指	8.24	5.64%	-7.89%
深证成指	14.03%	9.43%	-10.99%
沪深300	9.99%	9.37%	-9.17%

资料来源：Wind 资讯，渤海证券研究所

我们认为未来市场能否走好主要取决于后续进一步的刺激经济的政策，以加大基建投资为主的财政政策虽然可以解中国经济的一时之急，但是帮助中国经济彻底度过难关的关键在于提升以消费为主的经济内生增长动力，于是刺激消费的政策成为我们未来关注的重点。我们判断在众多的刺激消费政策中，发放消费券，提高个税起征点可能是最先推出的政策。其对市场和相关板块的影响，值得我们重点关注。

1. 未来的政策展望：刺激消费扩大内需势在必行

1.1 经济增长形势持续恶化

虽然 2008 年已悄然走过，但是不仅始于 08 年初的漫漫熊市尚无结束的迹象，而且世界经济危机下中国经济的未来走向则更令国人担忧，尽管中央自 08 年 9 月起百日内五次放松银根并于 08 年 11 月初及时出台“四万亿”经济刺激政策以应对经济增长的急速放缓，但是近期数据表明经济急速恶化的趋势仍在加强，这无疑加强了各界对于 09 年一、二季度中国经济继续恶化的预期。

数据显示，08 年 11 月份进出口增速的大幅回落大大超过市场预期，进出口总额、出口总额以及进口总额增速分别是 2002 年 2 月、2001 年 6 月以及 2005 年 2 月以来的首次负增长。内外需的大幅回落直接导致 11 月工业增加值增速的显著下降，剔除每年 1、2 月份的春节扰动，5.4% 的当月增速创出 1995 年以来的 14 年新低；与此同时与工业生产密切相关各行业变量均显著恶化，11 月份生铁、粗钢和钢材产量分别下降 16.2%、12.4% 和 11%，汽车和轿车产量则分别下降 15.9% 和 10.1%，而正是重工业产品产量增速的下降，11 月份发电量增速同比下降 9.6%。

图 2：出口连续低于进口增速（亿元）

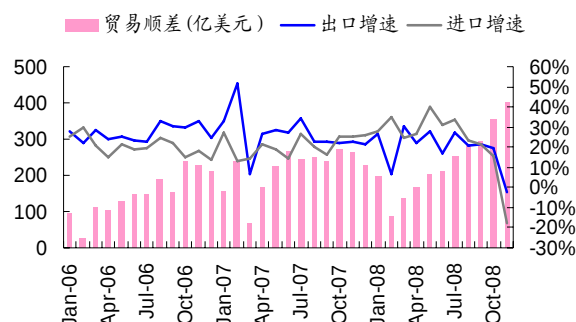
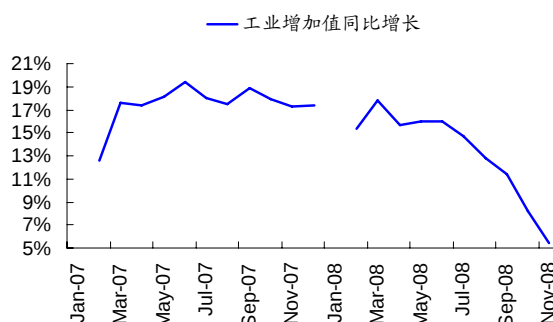


图 3：工业增加值同比增速持续回落



资料来源：Wind 资讯，渤海证券研究所

图 4：各行业工业增加值增速回落趋势有所放缓

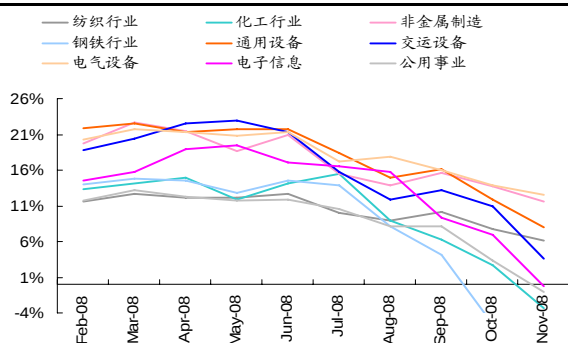
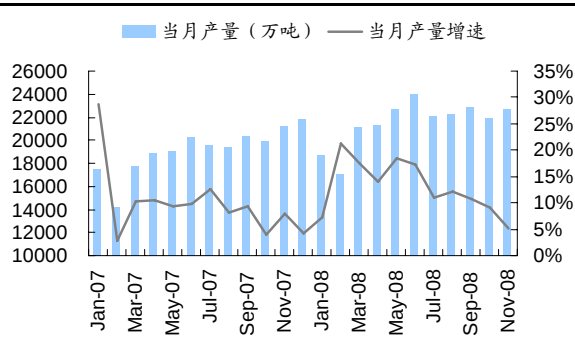


图 5：原煤产量继续走低

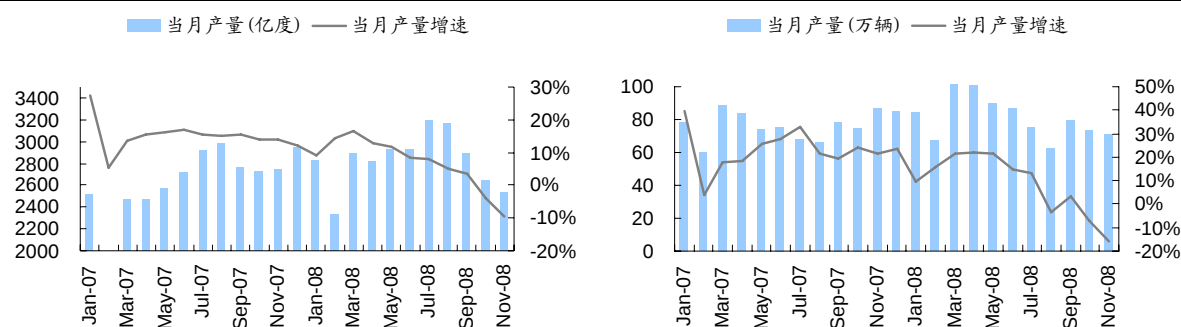


资料来源：Wind 资讯，渤海证券研究所

图 6：发电量增速持续走低

图 7：汽车产量增速继续回落

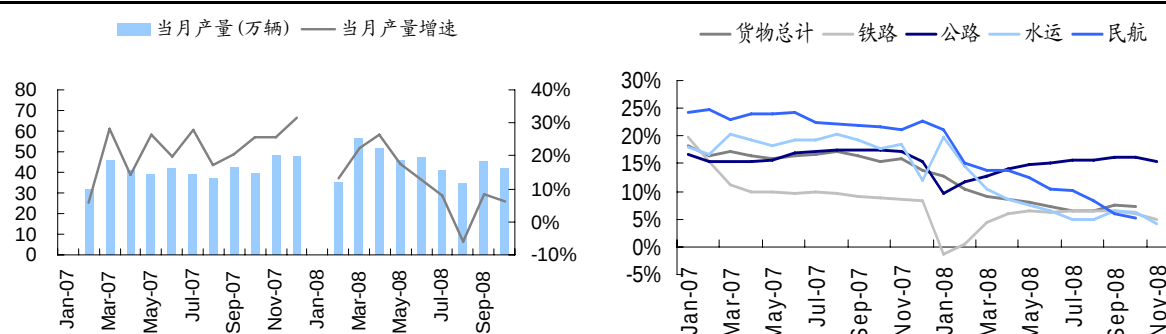
2009 年 1 月份投资策略报告



资料来源: Wind 资讯, 渤海证券研究所

图 8: 轿车产量大幅继续回落

图 9: 货运周转量增速继续回落



资料来源: Wind 资讯, 渤海证券研究所

1.2 消费持续下滑

从中国消费者信心-消费增长的数据看, 虽然, 中国消费者信心指数, 由 2007 年 6 月的 97.4, 经历一年半才回落了 5.1%, 但从趋势看, 属于持续下滑状态, 且 2008 年 7 月之后, 下滑速度明显加快, 7 月该数据为 94.5, 10 月已滑落到 92.4, 预计会继续滑落。同时, 我们看到, 中国的消费增长也出现较明显的下滑, 9 月该数据为 23.2%, 但 10 月、11 月分别只有 22.0% 和 20.8%。

表 2: 中国消费者信心—消费增长双双下滑数据

时间	消费增长 (%)	消费者信心指数
2007-06	16.00	97.40
2007-07	16.40	96.70
2007-08	17.10	97.30
2007-09	17.00	96.90
2007-10	18.10	96.50
2007-11	18.80	96.00
2007--12	20.20	96.90
2008-01	21.20	95.60
2008-02	19.10	94.30
2008-03	21.50	94.50
2008-04	22.00	94.00
2008-05	21.60	94.30

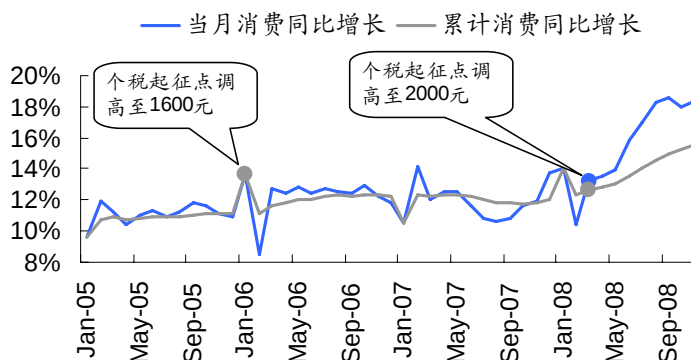
2008-06	23.00	94.10
2008-07	23.30	94.50
2008-08	23.20	93.70
2008-09	23.20	93.40
2008-10	22.00	92.40
2008-11	20.80	

资料来源：国家统计局，渤海证券研究所

1.3 未来的政策期待：以刺激消费为主的政策

由于近期经济继续下行，而此前颁布的 4 万亿基础设施建设方案效用尚未立刻显现，政府推出第二套经济刺激方案应该是大概率事件，包括减免税收、允许地方政府发债、对低收入民众发放一定期限的消费券等。目前来看，政府所采取的首项措施很可能是发放消费券或者提高所得税门槛。目前，成都已经宣布向包括部分低收入人群在内的 38 万人发放价值 100 元的消费券。而我国历史数据表明，提高个税起征点方案出台以及方案正式实施对于消费的刺激作用并不显著，因此如果出于刺激消费以保持经济增长的考虑，尝试出台消费券政策的可能性更大。

图 10：个税起征点对消费增速影响不显著



资料来源：Wind 资讯，渤海证券研究所

1.3.1 日本借鉴：发行消费券可抑制经济下滑步伐

面对内外需萎缩导致的经济下滑，加大基建投资无疑是孤木难支，其主要原因在于基建投资仅占总投资额的四分之一，而房地产以及制造业投资则占到总投资的 50% 以上，基建投资增速的提升难以完全抵消两者投资增速的放缓，于是在外部需求明显放缓的趋势下，保持 09 年经济增长无疑需要提升消费这一马车的动力。

为此，12 月初召开的中央经济工作会议明确表示“必须把保持经济平稳较快发展作为明年经济工作的首要任务，要着力在保增长上下功夫”，同时强调“要把扩大内需作为保增长的根本途径”，并“坚持扩大内需为主和稳定外需相结合”以便“进一步增强抵御外部经济风险能力”。同时会议提出多项措施以刺激消费，诸如：① 要以提高居民收入水平和扩大最终消费需求为重点，调整国民收入分配格局；② 要

支持能够扩大最终消费需求、带动中间需求的项目；③大力促进农民消费，稳定住房消费和汽车消费，着力发展服务消费和旅游消费，不断增强最终消费能力。

而此前“四万亿”财政刺激政策中也包含通过完善社会保障体制而提升居民消费的相关内容，但是社会保障体制的健全在短期内难以实现，因此目前我国有必要实施一些见效快的消费刺激政策以应对经济增长急速下降的不利现状，以国际经验而言，提高个人所得税起征点、发放消费券、加大对低收入群体的补贴以及推行适宜的产业政策刺激住房以及汽车消费等均可在一定程度上对消费产生刺激作用。

案例一：1998 年消费券发放刺激日本消费效果明显

98 年 4 月东京港区政府推出购物券计划，可用于该地区 2000 家商店使用，对于购买了 10 万日元礼券的买家，政府会额外奖励其 10% 的礼券，而购买 100 万日元以上礼券的买家则可获得额外 20% 的奖励，同期其他地方政府也相继效仿以刺激消费。政策推出后效果较为明显，数据显示，1998 年 4 月份日本零售额同比增速为 -1.6%，较 3 月份回升近 13 个百分点，而 4 月份东京地区百货商店销售额的同比增速为 7.4%，较 3 月份回升近 29 个百分点。

图 11：98 年消费券发放使零售业增速显著反弹

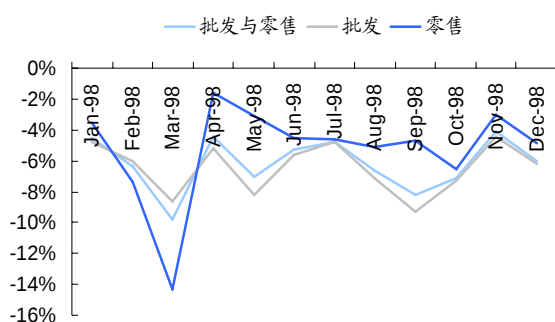
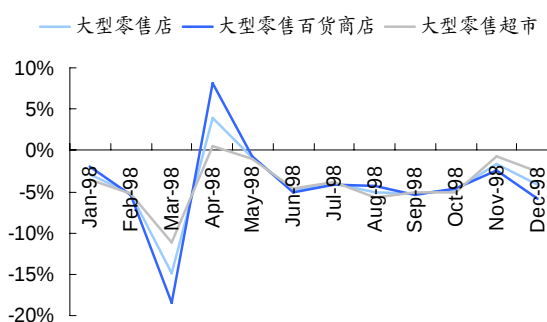


图 12：98 年消费券发放使零售业增速显著反弹（续）



资料来源：彭博资讯，渤海证券研究所

图 13：98 年消费券发放使零售业增速显著反弹（续）

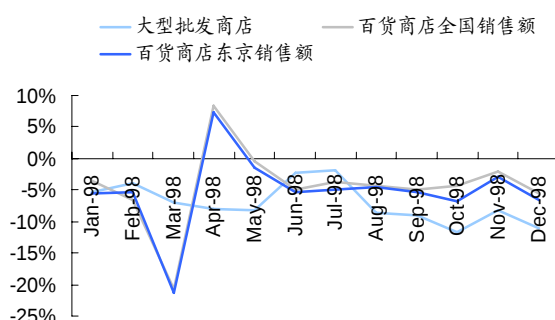
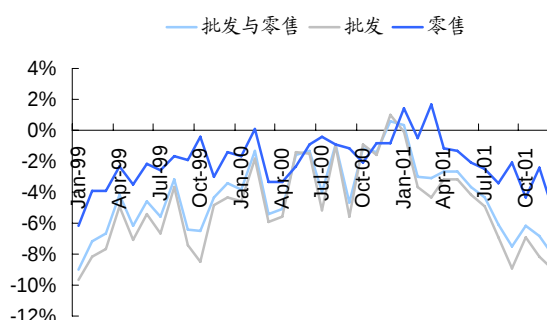


图 14：99 年消费券发放刺激消费效果一般



资料来源：彭博资讯，渤海证券研究所

案例二：1999 年日本消费券发放刺激消费效果一般

1999 年遭逢泡沫经济后，日本为了刺激消费与照顾弱势族群，发放名为“地域振兴

券”的消费券，每张面额 1000 日元，总额 2 万亿日元（约合 170 亿美元），限半年内使用完毕。其发放标准为：

- ◇ 15 岁以下的儿童（1983 年 1 月 2 日以后出生者）；
- ◇ 符合请领，老龄福祉年金、障害基础年金、遗族基础年金、母子年金、准母子年金、遗儿年金、儿童抚养津贴、障害者福祉津贴、特别障害者津贴的受给者。
- ◇ 被日本政府进行生活保护或安置于社会福利机构者。
- ◇ 满 65 岁以上（1934 年 1 月 1 日以前出生者），市町村民税的非课税者。

与 1998 年消费券发放后即刻促使国内零售消费额增速大幅反弹不同，此次消费券的发放对于消费的刺激效用一般，零售额增速的反弹程度有限。事后日本政府针对 9000 个领取家庭进行问卷调查并完成的《地域振兴券激励消费效果》报告显示，“如果没有地域振兴券就不会购买”的消费金额合计为 14%，“因为有地域振兴券才增加购买数量，或是才购买较高价格产品”的消费金额合计为 18%，也就是说因为地域振兴券而“额外”增加的消费金额合计为 32%；其余 68%为即使没有发放“地域振兴券”，仍将会进行的消费。

1.3.2 我国也有可能发放消费券提升消费增长

尽管日本 1999 年发放消费券的效果并不显著，并没有促使国内消费增速出现显著回升，但是从《地域振兴券激励消费效果》的数据看来，消费券的发放还是引致了 32% 的新增消费。而 1998 年的数据则表明，消费券的发放促使日本国内消费、特别是零售额增速的显著反弹。因此我们认为，虽然消费券的发放无法改变消费的整体走势，但是短期内的确可以促使消费以抑制其增速回落，甚至可促使其增速的大幅反弹，于是在外需显著萎缩的现状下，我国有必要通过发放消费券等方式积极刺激消费以提升内需，从而确保 09 年经济的稳定增长。

2. 刺激消费政策对股市影响分析

2.1 日本借鉴：消费券发放支持相关行业强于大盘

刺激消费政策的出台在对消费产生刺激作用的同时,还将直接促使相关上市公司股价的上涨,回顾日本消费券发放对行业指数的影响我们发现:1998年4月消费券政策实施当年商业以及食品行业均出现强于指数的阶段性情况,就行业而言,对于政策的预期使得批发行业率先启动,而后随着政策效应的逐渐显现零售以及食品行业逐渐走出超越市场的行情;另外,从1999年的指数走势来看与消费密切相关的商业板块的涨幅更是明显超越市场(这可能是因为IT泡沫所导致的牛市行情对消费券政策效应产生了放大效应)。由此我们认为,消费券政策的实施将对相应上市公司股价产生推动作用,而且该作用在股指向上的牛市行情中更为明显。

图 15: 消费券发放促使日本消费行业表现强劲

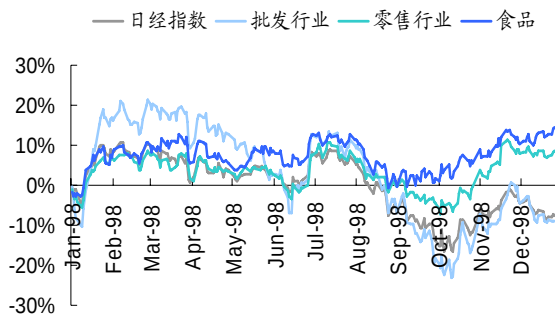
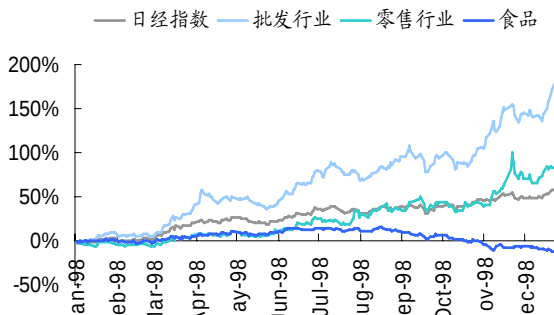


图 16: IT 泡沫下消费券政策效果显著



注：上两图中数据均为年内各指数累计涨幅
资料来源：彭博资讯，渤海证券研究所

2.2 中国经验：提高个税起征点对股市影响不大

图 17: 提高个税起征点对中国股市影响不明显

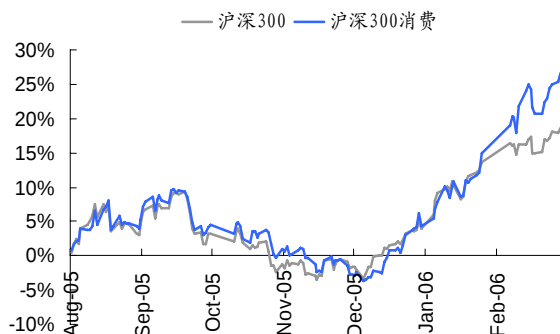
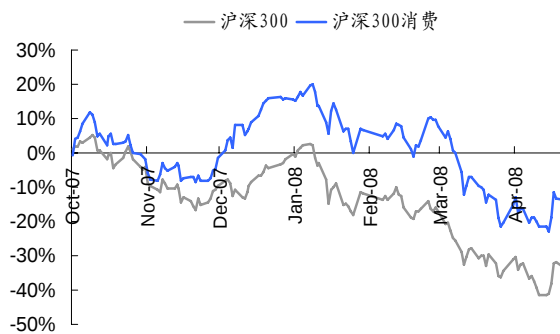


图 18: 提高个税起征点对中国股市影响不明显（续）



资料来源：彭博资讯，渤海证券研究所

就中国而言,虽然消费券依然是一个新鲜事物,但是自1980年9月1日第五届全国人民代表大会第三次会议通过并公布了《中华人民共和国个人所得税法》以来,我国个税起征点已经经历了两次调整,一次是自2006年1月1日起由800元提高

到 1600 元,第二次是自 2008 年 3 月 1 日期由 1600 元提高到 2000 元。回顾个税起征点调整方案出台以及正式实施前后股指走势,我们发现个税起征点的上调并没有促使沪深 300 消费类股票指数显著强于沪深 300 指数走势,因此就历史经验而言个税起征点上调对于我国股市走势的影响不大。

3. 一月份市场趋势判断：震荡整理、期待政策

我们认为在国家出台刺激经济政策背景下，投资者信心有所恢复，成交趋于活跃，但由于 09 年 1 月 A 股市场面临的内外宏观环境趋于恶化，经济增速下行、限售股压力巨大，投资者对于上市公司盈利水平的担忧，会在一定程度上抵消政策面带来的利好影响。

对一月份的市场，波动将主要来自于业绩持续走低以及对后续刺激经济政策的预期，此消彼长交互影响。1 月份的市场不会因为短期的反弹受阻而大幅下跌，对政策的预期会成为大幅下跌的最好保护；但对上市公司盈利的担心又将使市场不断承受负面冲击，震荡整理可能是主要的趋势特征。理由主要包括：

第一：一月中旬，08 年较难看的四季度经济数据会出来，将会对市场带来负面影响；另外最新数据显示，沪深股市已公布 2008 年度业绩预告的 550 家上市公司中，首亏 86，续亏 35，预减 79，略减 49，合计 249 家预计全年业绩下降或亏损，占已预告公司总数的比例高达近五成。

第二：一月份由于春节假期，该月只有 15 个交易日，属于休假月，不确定性大，持币过年可能成为市场共识。

第三：政策的边际效应在递减。回顾 08 年 11 月，我们看到政府出台了多种救经济的政策，伴随着持续的政策刺激，A 股市场也出现了强劲的反弹。但我们认为政府下一步的举措将围绕刺激消费政策开展，这些政策的出台对相关板块和行业会带来正面影响，但对 A 股市场的整体影响不大，政策的边际效用会逐渐递减。如果不是超预期的刺激方案，市场的反映会比较平淡。

第四：一月份政策出台密度降低，只有等到 2 月份及两会期间会有较多刺激经济政策出来。

4. 一月份操作策略

我们认为 1 月的机会更多是结构性的，结构性的机会可能出现在以下几个方面：

(1) 前期 4 万亿政策受益的相关板块经过深幅回调后的阶段性反弹机会，如基建、工程机械、电力设备、建筑钢铁等。

(2) 第二轮刺激经济的政策可能围绕着直接刺激消费展开，受此预期影响与消费相关的板块应该成为我们一月关注的方向，而且即来的春节，也为这一板块提供了短线的交易性机会。

4.1 商业

受国际金融危机的影响，世界许多国家都出现了消费大幅受挫的现象。例如美国，在经济危机面前，消费增速和 GDP 增速双双明显下滑，并且消费增速下降的程度甚至远大于 GDP。而我们国家的消费情况并没有想象中那样糟。如图所示，虽然 GDP 增速略有下滑，但零售额依然保持 20% 以上的增速，未出现明显衰落迹象。其原因主要为，其一是经营范围主要覆盖二三线城市和农村市场的限额以下批零企业对批发零售贸易行业整体增速屡创新高贡献度较大；其二是中国作为高储蓄国家，居民储蓄存款成为缓冲器，避免了消费支出随当期收入剧烈波动；其三是我国恩格尔系数仍然较高表明食品支出占总消费支出的比重还是很大，而食品支出相对衣着等具有一定的刚性。展望 2009 年，中国消费增长的趋势会随着收入增长预期的下降而放缓，但中国国内消费所受金融危机的冲击并不会像其他国家那样大。

图 19: 中国 GDP 与消费统计

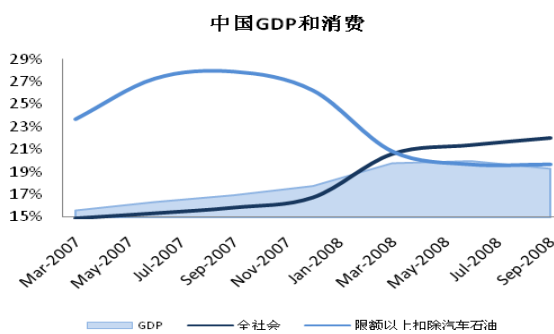
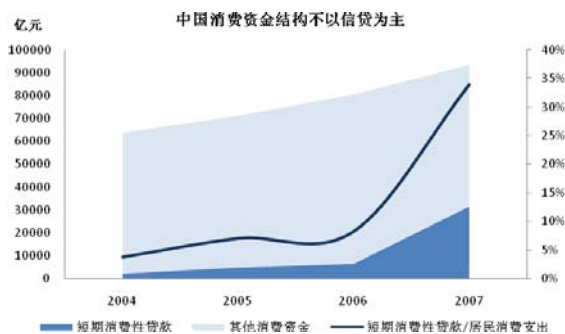


图 20: 中国居民用于消费的资金来源



资料来源：CEIC，Wind 资讯，渤海证券研究所

4.1.1 超市

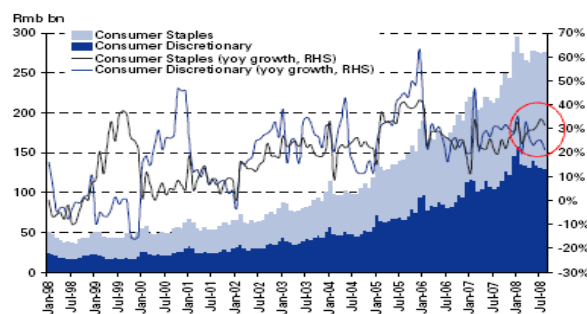
目前超市公司业绩增长的主要推动力仍然是店铺扩张。虽然物价回落，特别是食品价格的回落将会使超市收入增长预期降低，但对比而言，超市公司仍具有较明显的优势：第一，超市所售商品需求量的弹性较小，相比百货具有抗周期性；第二，快销品相比家电周转快，库存压力小，价格变动灵活，毛利率的空间能够保持；第三，从支出结果角度分析，农村和城镇居民消费差距主要在中低档的食品和衣着，而这

两部分正是构成大型综超的主要产品。随着城市低收入阶层和农民收入的保障政策落实，这部分人群成为超市的销售对象。

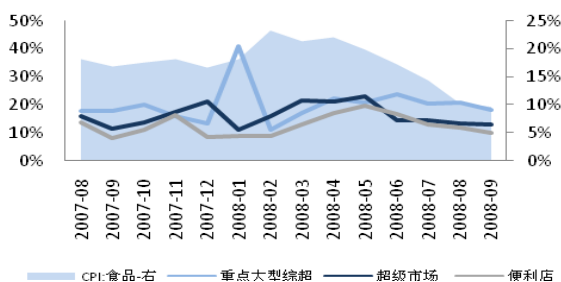
我们判断，09 年食品价格继续回落的空间不大，超市的最坏日子已经过去。因此，我们看好在富裕三线和城乡结合部提前布局的超市零售商，如武汉中百、合肥百货。

图 21：日常消费品的需求依然获得良好支撑

日常消费品与可选消费品


图 22：超市销售增速随食品价格剧烈波动

大卖场超市便利店销售增速



资料来源：Goldman 商务部 渤海证券研究所

4.1.2 百货

短期不利因素至少影响到 09 年上半年。全球经济减缓导致的居民实际收入增长放缓以及负面的财富效应将在短期内继续损害消费者的信心。而消费者在服装和鞋帽类商品上的支出更受消费者预期指数影响。由于销售额增长放缓可能引发更多的降价活动，零售商利润率可能面临压力。因而我们认为，百货店、服装和鞋类企业在 09 年将面临更严峻的不利形式。

然而长期增长的积极因素仍可持续。我们认为行业的推动因素，中产阶层的扩大、城市化率的上升、现代零售业渗透率等不足仍将保持完好。百货行业的联营模式使得其经营风险较低。食品价格的下降能够使居民消费开支转向百货店，将促使百货店的同店增长在 09 年下半年有所回升。

我们期待百货行业的整合者。目前我国百货行业竞争市场极为分散、区域分割严重。由于百货行业对门店位置、建筑面积、结构等要求非常高，因此百货行业通过收购来获得网点资源的意义就比超市大。而在经济下滑时期，企业盈利的加速分化和资产价格的回落，就会给现金流状况好的企业一个很好的并购契机。因此我们认为行业领袖和部分区域的百货整合者是我们投资者应该重点关注的对象。

4.2 家电

全球经济增长放缓明显影响中国家电出口。以白色家电为例，白色家电出口比例高，受外需下滑影响显著。至 08 年 10 月份，多数家电产品的出口量均出现了下降。其中，10 月份电风扇的出口量同比下降 33.1%，空调当月出口量同比减少 10.9%，冰箱 10 月当月出口量同比减少 6.7%，洗衣机当月出口量同比仅增加了 12.4%。

预计 09 年，冰箱、空调的出口将同比减少 5%-10%，洗衣机出口同比增长将仅为 5% - 10%。

国内经济增长放缓降低城镇居民家电需求。原有的城镇居民的家电普及率较高，城镇需求主要由新增城镇居民带来的和产品更新换代带来的。其中冰箱、空调的需求主要来自新增城镇居民，而洗衣机与彩电，产品更新换代带来的需求较大（平板彩电替代 CRT 彩电，滚筒洗衣机替代波轮洗衣机）。下半年以来，国内空调、冰箱内销量同比持续负增长。平板彩电、洗衣机在更新换代需求推动下，销量仍保持较快增长。09 年预计居民收入预期下降，新增城镇居民减少，城镇居民的家电需求总体上将负增长。

“家电下乡”将拉动农村家电消费。农村洗衣机普及率每提高一个百分点，则销量增加 180 万台，占 07 年总销量的 5.3%。农村冰箱普及率每提高一个百分点，则销量增加 180 万台，占 07 年总销量的 3.9%。我们预计 09 年农村洗衣机、冰箱普及率将提高 5 个百分点。

在洗衣机、冰箱总销量中，国内农村市场的占比在 20%左右。在 08 年的洗衣机销量中，出口占比最高（36.8%），其次是更新需求（25.2%），再次是由城镇化带来的城镇新增需求（24.2%），农村新增需求占 13.8%。在 08 年的冰箱销量中，出口占比也是最高（42.5%），其次是城镇新增需求（31%），农村新增需求与更新需求占比都在 13%左右。更新需求部分来自于农村居民。由于 09 年家电出口大多为负增长，城镇需求疲软，农村增长较快，预计洗衣机、冰箱、空调的总销量将在零增长的边缘挣扎，我们对 09 年白色家电行业给予“中性”评级。

受国际需求放缓影响，液晶电视全球销量增长放缓，使上游的面板出现过剩，这改善了没有面板生产能力的中国彩电厂商的盈利情况。然而，我们预计 09 年液晶电视的销量增速将显著回落。家电下乡主要影响的是 CRT 电视的销量，CRT 电视正受到液晶电视替代，难以成为彩电厂商的长期增长点，政策只能改善短期的财务绩效。因此给予黑色家电行业“中性”评级。

小家电代工厂受外需疲软影响，业绩出现明显下滑，预计 09 年情况将继续恶化。但是由于小家电是国内需求增长潜力最大的家电产品，国内小家电品牌正在逐步成长，已经形成品牌优势的小家电厂商未来成长空间巨大。因此 09 年小家电厂商业绩将继续分化。

4.3 食品饮料

07 年 10 月份金融危机爆发以来，全球经济形势不断恶化，我国实际 GDP 增速从 07 年三季度开始逐步下滑，受此影响食品饮料行业增速也显著放缓。截止到 08 年 10 月底，三季报数据显示申万食品饮料行业上市公司单季实现主营业务收入和净利润分别为 401.29 亿元和 23.54 亿元，同比增长了 11.87%和-4.45%，增速比 07 年 3 季度和今年 2 季度均有所回落。

我们认为，09 年伴随着经济增速的下降，食品饮料各行业的增速也会降低。原因主要包括：第一，经济增长降低，居民收入增速将会放缓。第二，消费者信心不足；受物价上涨、宏观经济增速放缓等因素影响，我国消费者信心指数、满意指数和预期指数 08 年以来持续下滑。虽然目前国家出台了 4 万亿投资拉动内需的方案，可以缓解 09 年劳动就业压力，同时加大对民生工程的投资、完善社会保障体系可以减轻居民负担，长期来看可以提高其消费能力，但短期内对提振居民消费作用有限。第三，所得税改革、价格等因素导致 08 年较高的增长基数；08 年是所得税改革的第一年，所得税率从 33% 降至 25%，并且白酒行业的广告费用也可以税前扣除，整个食品饮料行业的实际税率从 37% 降至 30%，如果不考虑其他因素，仅这一项就提高了行业净利润 11%，而 09 年这一因素将不再存在。

由于目前我国城市化进程仍在持续进行，居民消费能力还有较大提高余地，农村居民的消费层次比城市落后很多，我国食品饮料行业未来增长潜力巨大。同时，经济下行对快消品为代表的日常消费品影响相对较小。因此，我们制定了 09 年投资的三个思路：①适度转向防御，配置快消品，尤其是关注受益成本原材料下降的行业，如啤酒、肉制品等；②关注长期发展空间大的行业，如乳品、葡萄酒等；③等待机会购买高端消费品便宜龙头，如白酒。

4.3.1 啤酒

目前我国啤酒人年均消费量为 30 升，与世界平均水平基本持平。但是销售区域主要集中在城市和东南沿海；农村人均消费量低于城市消费良。受产品提价、自然灾害、凉夏以及奥运会等因素的影响，啤酒行业 08 年上半年销量增速仅为 3.64%，而 07 年啤酒销量增速为 13.15%。根据目前销售状况，产品提价因素已经消化，作为基本消费品啤酒消费或者受经济下行影响程度较轻业销量受影响较小，增速可能会有所回升，乐观估计 09 年全行业销量增速能达到 10%。

当前进口和国产啤麦价格均出现回落，其中国产大麦价格回落幅度达到 20%。另外随着原油价格的下降，包装和运输等成本也将出现回落，09 年啤酒行业的成本压力将得到有效缓解，行业的综合毛利水平预计将有所上升。粗略测算按照目前行业毛利率水平，如果大麦价格下降 20%，运输成本和包装材料下降 10%，毛利率将上升到两个百分点到 36% 左右。行业景气较高时产能扩张过快，如果未来终端销售前景不乐观不排除行业进行降价促销，促销行为将会削弱行业的盈利能力。

4.3.2 肉制品

09 年预计生猪收购价格在中期之前将会持续下降，同时随着生猪供应量的逐渐恢复，屠宰量将会有所回升。但是由于肉制品行业竞争更加激烈，更容易存在捆绑销售、降价促销等行为。对肉制品行业来说，成本下降固然是好，如果产品售价亦跟着下降到一定程度，将会影响行业盈利能力。

4.3.3 乳品

从乳品的消费情况来看,未来我国乳品行业发展空间巨大。第一,目前国际人均奶类产品占有量已经达到 100 公斤以上,而我国还处在 21.7 公斤的水平,按照日本人年均 50 千克奶制品消费量来看,我国乳品行业还有一倍发展空间;第二,在品种结构上,国外除了液态奶作为大众消费的主要产品之外,干酪、奶油也是大宗产品,但在中国只有液态奶是主要产品,干酪、奶油很少,目前我国乳品消费升级趋势明显,酸奶销量增长远高于常温液态奶;第三,我国城乡消费不平衡,2006 年农村奶及制品人均消费量为 3.15 千克,而同期城镇居民人均鲜奶消费量已达到 18.32 千克,在北京、上海等大城市人均奶制品年消费量超过 25 千克。因此未来乳品行业发展空间主要在二三线城市以及农村市场。

三聚氰胺事件暴露出我国乳制品行业过快发展导致上游环节薄弱,重创了消费信心和乳品行业,但不会改变居民消费习惯。短期看三聚氰胺事件带给乳品企业带来的不良影响并未全部显现。其一是行业对三聚氰胺事件造成的损失刚刚开始计提;08 年三季报显示伊利和光明分别计提减值准备分别为 1.53 亿元和 1.54 亿元,还有大部分存货积压在销售渠道,预计年底还会计提;其二是亏损可能会给公司带来资金周转压力,这是威胁公司正常运转的最大风险;其三是需求不足导致倒奶宰牛的现象又有发生,原奶供应存在较大风险,不利于乳品行业的长期发展。

由于短期内行业存在的不确定性太大,因此我们对行业仍然持“中性”的投资评级。随着三聚氰胺事件对上市公司的影响逐步暴露,预计 09 年一季度可能是行业最糟糕的时期,二级市场可能会有过度反应。

4.3.4 葡萄酒

我国葡萄酒人均消费量仅为 0.38 升,不到世界平均水平的 1/10,且消费分布不均衡,葡萄酒主要消费城市均集中在东部地区以及北京、上海等大城市,即经济发达地区;统计局数据显示,随收入上升居民葡萄酒消费量逐渐上升,年葡萄酒消费量越高,葡萄酒对白葡萄酒替代作用明显。如果按行业内人均年消费量 1.5 升计算我国葡萄酒仍有将近 300%的增长空间。

我国葡萄酒消费理念不成熟,对葡萄酒质量分辨率较低,品牌以及销售渠道建设成为葡萄酒生产厂商在行业竞争中制胜的关键。我国葡萄酒行业集中度较高,排名前三的公司分别是张裕、王朝和中粮长城,这三家公司的销量占将近 50%的市场份额,利润总额则占到行业的 70%。这三家国产品牌通过超市等多渠道的扩张,建立了良好的品牌效应,可以充分分享行业的增长。

09 年宏观经济不景气也会对整个葡萄酒行业的增长产生影响,并且产品的高端化进程将会有所放缓,预计中低档酒所受影响相对较小。张裕 A 在原料基地建设、产品体系、市场份额上都占据行业龙头地位,并且建立在其三级营销管理体制上的强大的营销能力,在全国以 38 家销售分公司下辖 350 家经销处,1400 多名销售人员负责维护全国 3900 名经销商,触角延伸到二三线城市甚至农村市场,使公司未来能充分分享行业成长。

4.3.5 白酒

受国内外宏观经济不景气的影响，居民的消费能力将会下滑，消费需求将会减弱，从而白酒行业亦将面临需求下滑的局面。但是程度将取决于宏观经济的不景气程度以及持续时间。在这种背景下，高端白酒的提价步伐势必会放缓，销量增速也会下降。

由于高端白酒市场格局基本成熟，后进入者将受限于自身优质基酒资源，面临高额的广告宣传投入已进行品牌建设，并且需要建立适应的营销渠道，市场导入期比较长，短期内市场格局发生变化的可能性比较小。经过近两年的发展，高端白酒的市场需求基本已经满足，未来的增长寄希望于经济发展以及收入增长带来的消费人群的扩张。未来市场更多的变化将体现在现有主要品牌的此消彼长。

白酒公司的发展也依赖于品牌拉力和渠道建设。在白酒主要上市公司中，品牌拉力较强的公司主要有贵州茅台和五粮液，渠道建设能力较强的公司有泸州老窖和水井坊。在经济下行时期我们重点关注团购及党政军酒占比较大的贵州茅台以及发展势头较好、营销能力和渠道建设最强的泸州老窖。目前水井坊的估值显著低于行业内其他白酒公司也值得投资者留意。五粮液的股价短期内取决于与集团之间关联交易的解决，长期则取决于股权激励、销售体系建设。

4.4 小结

总体来看，提高个税起征点与发放“消费券”等刺激消费的新政策都将有助于消费类行业业绩的增长，但比较而言，个税起征点的提高将在中长期对消费增长产生推动作用，超市、百货、家电、肉制品、乳品、酒类等行业将受益，而我们更看好“消费券”推出后短期对超市、百货等行业消费的明显刺激效果。

依据上市公司股本、价格、估值、股东人数变化、限售股解禁等因素、资本运作预期，我们对超市、百货两个“消费券”政策受益最明显行业，按照基金与游资两个市场机构类别进行筛选关注的股票如下表所示。

2009 年 1 月份投资策略报告

表 3: 基金与游资分别关注的股票统计

			流通股 本(亿)	总股本 (亿)	1 月 5 日 收盘价 (元)	08 年 EPS (元)	09 年 EPS (元)	08 年 PE	09 年 PE	08 年中期 股东户数 增长率	08 年三季 度股东户 数增长率	股改时间	资本运作预期
基金 关注	武汉中百	000759	5.31	5.61	9.44	0.32	0.42	29.50 倍	22.48 倍	-18.48%	7.50%	06.03.28	—
	合肥百货	000417	2.53	3.69	8.73	0.34	0.47	25.68 倍	18.57 倍	-18.68%	-10.38%	06.02.28	—
	友谊股份	600827	1.50	4.29	9.79	0.51	0.64	19.20 倍	15.30 倍	2.73%	-10.93%	06.07.03	—
	小商品城	600415	1.50	3.40	51.68	1.64	2.1	31.51 倍	24.61 倍	-22.37%	11.57%	06.08.14	—
	华联综超	600361	3.86	4.85	6.66	0.46	0.56	14.48 倍	11.89 倍	-24.55%	2.81%	05.08.29	—
	新华都	002264	0.27	1.07	18.91	0.61	0.84	31.00 倍	22.51 倍	—	—	—	—
游 资 关 注	长百集团	600856	1.82	2.35	2.98	—	—	—	—	66.04%	-2.45%	06.08.31	大股东变更, 定 向增发中止
	汉商集团	600774	1.19	1.75	3.21	—	—	—	—	-2.35%	-2.86%	06.05.23	—
	兰州民百	600738	2.07	2.63	3.32	—	—	—	—	2.05%	-1.04%	06.06.08	大股东变更, 增 持股份
	南宁百货	600712	0.81	1.45	4.38	—	—	—	—	-8.27%	6.40%	07.01.05	大股东拟变更
	宝商集团	000796	2.04	2.47	3.08	—	—	—	—	11.21%	-3.98%	06.09.12	资产置换
	武汉中商	000785	1.61	2.51	4.59	—	0.24	—	19.13 倍	2.54%	-3.95%	06.04.03	—
	中山公用	000685	1.53	5.99	13.11	—	—	—	—	19.45%	10.49%	06.01.24	资产重组完成
	中兴商业	000715	1.70	2.79	7.34	—	0.43	—	17.07 倍	0.23%	-4.46%	06.08.18	小股东举牌、大 股东增持股份
	渤海物流	000889	3.06	3.39	4.23	—	—	—	—	2.46%	-4.325	06.06.21	小股东增持股 份
	上海九百	600838	3.22	4.01	3.80	—	—	—	—	-0.27%	5.80%	06.03.22	—

资料来源: Wind 资讯, 渤海证券研究所

渤海证券股票投资评级说明

- 1、买入：未来 12 个月内股价超越大盘 15%以上；
- 2、中性：未来 12 个月内股价相对大盘波动在-5%~5%之间；
- 3、卖出：未来 12 个月内股价落后大盘 15%之间；

渤海证券行业投资评级说明

- 1、增持：行业股票指数超越大盘；
- 2、中性：行业股票指数基本与大盘持平；
- 3、减持：行业股票指数明显弱于大盘。

重要声明：本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，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询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保。我公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发表之前已经使用或了解其中的信息。本报告的版权归渤海证券有限责任公司所有，未获得渤海证券有限责任公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“渤海证券有限责任公司”，也不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

渤海证券有限责任公司研究所

所长·研究策划 周华敏 +86 22 2845 1869	副所长·基金 谢富华 +86 22 2845 1985	副所长·宏观策略 马静如 +86 22 2845 1665	副所长·行业 吴鹏飞 +86 10 5836 2786
商业旅游行业研究 陈慧 +86 22 2845 1135	电子信息行业研究 崔健 +86 22 2845 1618	交通运输行业研究 齐艳莉 +86 22 2845 1132	食品饮料行业研究 闫亚磊 +86 22 2845 1975
煤炭行业研究 张顺 +86 22 2845 1625	机械行业研究 李强 +86 22 5836 2766	有色行业（铝、小金属）研究 张延明 +86 22 2845 1653	石油化工行业研究 刘威 +86 10 5836 2155
医药行业研究 马霏霏 +86 22 2845 1945	金融行业研究 张继袖 +86 22 2845 1849	房地产行业研究 周户 +86 10 5836 2768	有色行业（贵金属、铅锌、铜）研究 靳海明 +86 10 5836 2778
汽车、航空制造行业研究 张立平 +86 10 5836 2780	通信、传媒、家电行业研究 张晓亮 +86 10 5836 2156	电力、电力设备行业研究 李新渠 +86 10 5836 2760	钢铁行业研究 马涛 +86 10 5836 2789
建筑建材行业研究 唐笑 +86 10 5836 2159	金融工程与权证研究 何翔 +86 22 2845 1808	股指期货与衍生产品研究 房振明 +86 22 8837 0816	股指期货与衍生产品研究 徐莉莉 +86 22 2845 1659
产品设计和可转债研究 章辉 +86 22 2845 1977	债券研究 徐华 +86 22 2845 1137	宏观策略研究 黄锋 +86 22 2845 1131	金融策略与创新、证券理论研究 吕玉忠 +86 22 2845 1857
策略研究 周喜 +86 22 2845 1972	营销主管 郭靖 +86 22 2845 1879		
博士后工作站:			
资产证券化研究 刘惠杰博士 +86 22 2845 1632	私募股权基金研究 黄亚玲博士 +86 22 2836 5293		

渤海证券研究所

天津

天津市河西区宾水道三号

邮政编码: 300061

电话: (022) 28451888

传真: (022) 28451615

北京

北京市西城区丰汇园 11 号楼东翼 1107

邮政编码: 100032

电话: (010) 58362786

传真: (010) 58362157

渤海证券研究所网址: www.ewww.com.cn