



CICC
中国国际金融有限公司
CHINA INTERNATIONAL CAPITAL
CORPORATION LIMITED

投资策略报告

研究报告

2010年3月23日

投资策略

研究部

王汉锋, CFA

分析师, SAC 执业证书编号: S0080207120067

wanghf@cicc.com.cn

高挺

分析师, SAC 执业证书编号: S0080208070085

gaoting@cicc.com.cn

劳动力成本上升促转型、产业结构升级主题报告

看好消费买什么

中国消费升级图谱

投资亮点:

劳动力成本上升将给中国带来三大中长期产业趋势: 制造业占比萎缩, 传统制造业规模平稳增长但各行业进入重组与整合、行业集中度提升阶段; 高附加值、技术密集型制造业占比扩大和产品档次提升; 劳动者报酬改善支持消费和服务规模扩大与结构升级。

本报告重点分析上述第三个趋势, 即市场中与消费和服务相关的结构性机会, 并为“自下而上”地寻找在中国消费和服务规模扩大以及结构升级中的胜者提供一个“自上而下”的“图谱”。

我们将消费需求分类在传统的“衣食住行”基础上增加两项“康(医疗保健)”、“乐(休闲文化娱乐)”。消费与服务需求升级表现为“衣食”需求基本满足、整体增速趋缓, “住、行、康、乐”需求快速增长。

基于历史对比并结合中国的现状, 我们认为未来中国消费与服务升级的方向是: “更舒适、更方便、更清洁、更美观、更健康”。与汽车及零部件、“消费娱乐化”趋势相关的通信娱乐相关的消费电子及元器件、医疗保健、住房等领域将是寻找现阶段以及未来3-5年内受益于中国消费升级趋势超级明星股的领域。

基于消费各子行业分析员的分析, 我们梳理了中国A股市场中与“衣食住行康乐”消费升级相关的股票(中金已经覆盖或将覆盖)。根据中国消费升级图谱(第8页图表6), 我们基于已经覆盖的股票构建“中国消费升级组合”(第10页图表8), 建议长期投资者以此组合来抓住中国消费与服务升级带来的超越经济周期的结构性机会。

中国消费升级过程的特殊性: 人口与家庭基数的庞大(13亿与4.2亿)、收入分配不均带来中国消费升级过程中一些特殊性以及对投资的启示是

- ▶ 人口及家庭基数庞大, 使得一项消费品或者服务在中国一旦进入大众化消费阶段, 成长空间巨大, 且用历史趋势外推未来增长的方法容易低估增长趋势;
- ▶ 需求正在释放的阶段, 需求空间的巨大导致需求释放过快的风险高于需求不足的风险, 经济容易出现过热, 以至于在政策调控的节奏下产能过剩与产能不足转换较快, 股市波动风险较大。特别是房地产、汽车等上下游链条较长、在经济中占比较大的行业更是如此;
- ▶ 行业增长周期相对较长: 人口及家庭基数大带来需求空间大, 但同时收入分配不均, 行业增长周期持续一般会相对较长;
- ▶ 行业增长一般都要经历较长的“鱼龙混杂、万马奔腾”期, 最终才进入“一枝独秀”期。在行业规模快速扩张期, 居民收入分配的不均将导致产品档次分布较广, 行业规模成长是主导因素, 而行业内企业的竞争关系并不是最主要的矛盾, 行业选择重要性大于个股选择。而品牌、政策或技术等壁垒以及管理层战略与管理能力是挑选行业及行业内长期优胜者的三大主要因素。

我们在报告中同时提供(1)中国劳动力成本上升的中长期趋势的分析, 和(2)与其他国家(如日本、韩国等)在类似的发展阶段的比较所得到的中国未来产业发展趋势的判断。

目录

消费升级的方向: “更舒适、更方便、更清洁、更美观、更健康”	4
中国转型与股市结构	4
劳动者报酬改善助推消费规模扩大与结构升级	5
消费升级的趋势和方向	6
中国的独特性及对投资的含义	12
消费升级是劳动力成本上升趋势下三大产业趋势之一	21
中国农村可转移剩余劳动力为数已经不多	21
中国劳动力成本上升将全球化推进新阶段	22
“民工荒”的短期影响	23
劳动力成本提升促成三大中长期产业趋势	24
产业结构及经济状况的类似性	24
制造业相对萎缩, 传统制造业行业内重组与整合趋势促进行业集中度提升	26
制造业内高附加值装备制造及技术性产业进入快速发展期, 行业占比快速提升	28

图表目录

图表 1: 转型与调结构对于中国股市的结构含义	4
图表 2: 制造业将随着劳动力成本上升占比减小, 而服务业占比将提升	5
图表 3: 收入分配向居民部门倾斜有助于促进消费扩大和升级	6
图表 4: 农村居民消费倾向持续高于城镇居民	6
图表 5: 各消费类别下消费升级的趋势概述	7
图表 6: 中国消费升级图谱	8
图表 7: 中国消费升级相关板块股票梳理	9
图表 8: 消费升级概念股推荐组合	10
图表 9: 1973-1983 年间日本股市涨幅 10 倍以上股票一览	10
图表 10: 各地区恩格尔系数变化	11
图表 11: 新型农村合作医疗迅速推广、政府医疗保障支出绝对额和占比快速提升	11
图表 12: 中国六十岁以上老龄人口占比加速增加	11
图表 13: 中国与日本人口老龄化对比	12
图表 14: 日本 1963-1973 年间各类消费支出的增长情况	13
图表 15: 韩国 (1984-1994) 及台湾 (1978-1988) 年间各类消费支出的增长情况	13
图表 16: 中国家庭数目达到 4.2 亿,	14
图表 17: 汽车的家庭普及率与收入水平变化对比: 日本与中国	14
图表 18: 城镇居民人均收入已经是农村的 2.5 倍	14
图表 19: 中国城镇家庭收入分布	15
图表 20: 中国家庭数据众多、收入分配不均可能导致行业增长周期较长	15
图表 21: 各种家庭耐用消费品的普及过程对比: 日本、中国城镇、中国农村	16
图表 22: 年收入超过 7 万元人民币的城镇家庭占比迅速提升	17
图表 23: 中国移动、中国人寿、中信证券、万科所在行业的成长与股价图	17
图表 24: 上海汽车股价表现与中国汽车销量	18
图表 25: 房地产投资增速只有在危机状态下才出现过大幅下滑	18
图表 26: 中国电影票房收入近年的趋势	18
图表 27: 日本“食品饮料”各子类消费支出在 1963-1973 年间的年复合增长	19
图表 28: 日本“居住”相关 (左) 以及“行”相关 (右) 的各子类消费支出在 1963-1973 年间的年复合增长	19
图表 29: 日本“乐”相关 (左) 及“衣着”相关 (右) 各子类消费在 1963-1973 年间的年复合增长	20
图表 30: 对农村剩余劳动力的测算显示农村剩余劳动力已经大幅降低	21
图表 31: 中国农村劳动力分布	22
图表 32: 全球贸易量在中国加入 WTO 之后持续快速增长	22
图表 33: 城镇就业结构中“非正规”就业比例比较大	23
图表 34: 农村外出务工人员占比较大的行业受“民工荒”影响较大	23
图表 35: 制造业小时工资的国际比较	24
图表 36: 以购买力平价计算的各地区人均 GDP 水平	25

图表 37: 中国各产业结构占比与日本 (左)、韩国 (中)、台湾 (右) 当年的情况类似.....	25
图表 38: 劳动力成本上升背景下的产业变化趋势.....	26
图表 39: 日本 1960-70 年代传统产业与高附加值产业的趋势: 企业数目与从业人数.....	27
图表 40: 日本 1960-70 年代传统产业与高附加值产业的趋势: 工业产值与工业增加值.....	27
图表 41: 日本 1960 年代企业合并案例数量变化趋势.....	27
图表 42: 中国各行业行业集中度变化趋势及未来竞争格局简述.....	28
图表 43: 制造业将随着劳动力成本上升占比减小, 而附加值相对较高的产业占比提升.....	29
图表 44: 制造业小时工资的国际比较.....	29

消费升级的方向: “更舒适、更方便、更清洁、更美观、更健康”

“日本从大战以前就一直苦于劳动力过剩……,不过,在经济增长过程中,这种情况很快就改变了。首先,在自主经济的形成过程中,随着工业化的进展,对青年劳动者的需求增加了,不光是次子三子们,就是长子们也都离开了农村,到60年代初以后,除了长子们以外,甚至连户主们也到城市谋职了。另一方面,由于农业机械化,进而形成了只有老夫妇和儿媳在家务农的所谓“三老(老爸、老妈、老婆)农业”。

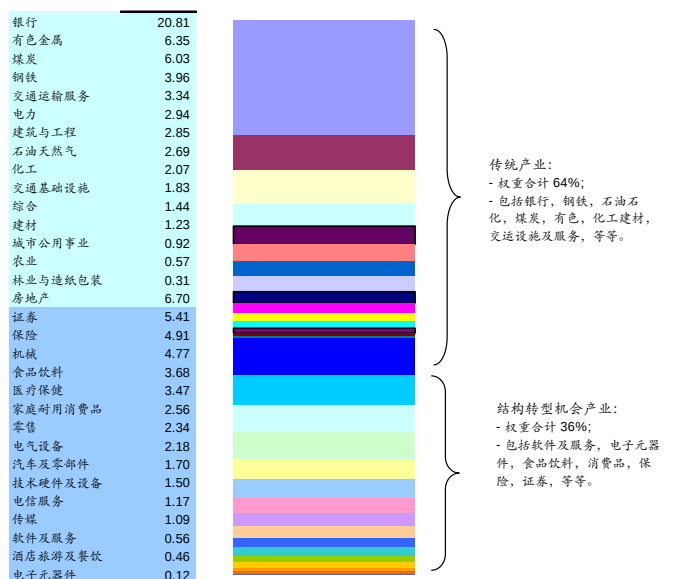
-----《日本通商产业政策史》中文版第1卷第57页,劳动者与经济增长

中国转型与股市结构

上面的文字是日本学者在描述日本1960年代初,农村劳动力持续向城市转移并出现劳动力供应紧张局面情形的一段话,与中国当前的情况类似。中国近期有关“民工荒”的报道此起彼伏,有关最低工资提高、劳动力成本上升的报道也屡见不鲜。农村劳动力从过剩走向结构性缺乏将是中国未来几年持续面临的趋势,劳动力成本上升必将自下而上的加速中国转变增长方式、产业结构调整,相关的趋势和投资机会值得持续关注。

年初至今A股市场呈现的结构性机会,代表小市值股票的中证500指数已经接近历史新高,但大盘股指数却持续萎靡不振。这种走势一定程度上是中国转变增长方式在现阶段市场的体现。在危机之后,劳动力成本上升使得中国转变增长方式既是自上而下的选择,也是自下而上的必然。从全年来看,对国际和国内“政策退出”以及在这种背景下经济增长持续性的讨论将是持续萦绕市场的话题,这将决定传统的周期性板块可能只是阶段性机会,而市场超越周期的持续性的机会将来自中国转变增长方式及产业结构的升级(见下图)。

图表 1: 转型与调结构对于中国股市的结构性含义



资料来源: WIND、中金公司研究部

本报告旨在根据历史的对比和分析,来看在中国出现“民工荒”、劳动力成本上升的背景下中国市场中的结构性机会,而重点则在为“自下而上”地寻找在中国消费和服务规模扩大以及结构升级中的胜者提供一个“自上而下”的“图谱”。对比与中国具有类似发展阶段的地区的经验并结合中国当前现实,劳动力成本上升将给中国带来下述三大产业趋势,本报告重点讨论的是第三个趋势。

- 1) 制造业占比萎缩特别是传统制造业规模平稳增长但各行业进入重组与整合、行业集中度提升阶段；
- 2) 高附加值、技术密集型制造业占比扩大和产品档次提升；
- 3) 劳动者报酬改善支持消费和服务规模扩大及结构升级。

我们同时在报告下一章节中提供（1）中国劳动力成本上升的中长期趋势的分析，和（2）与其他国家（如日本、韩国等）在类似的发展阶段的比较所得到的中国未来产业发展趋势的判断。

劳动者报酬改善助推消费规模扩大与结构升级

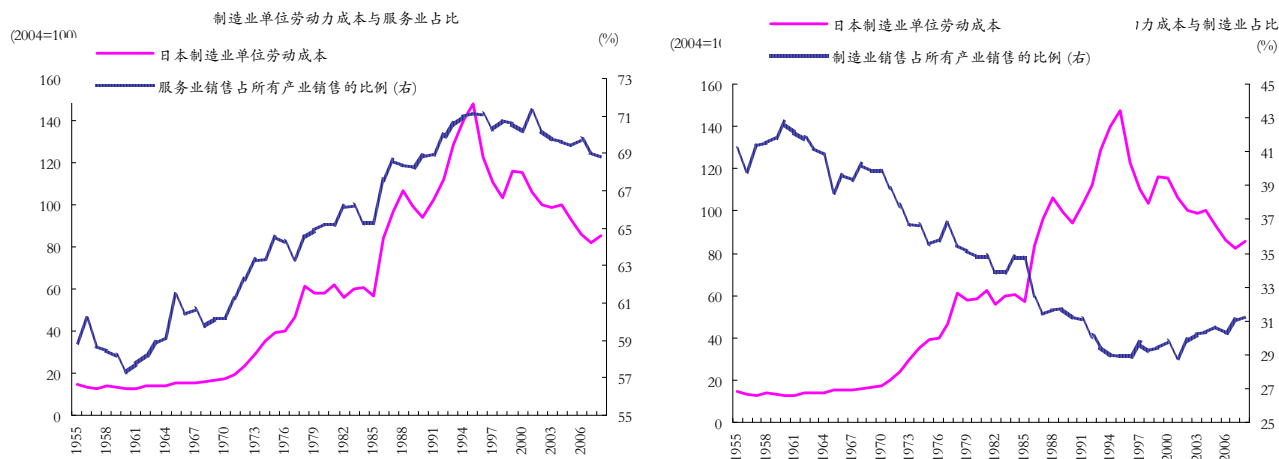
劳动者成本的上升虽然对制造业不利，但却有利于扩大消费和服务需求的规模，促进消费升级。这一点在日本等地区类似的发展阶段是比较明显的趋势。我们注意到，日本进入 1960 年代后，随着劳动者报酬的改善，制造业规模相对萎缩的同时，服务业规模迅速扩大。服务业在整个经济中的比重在 1960-1970 年间从 39% 提高到 45%，到 1980 年占比进一步提升到 53%（图表 2）。

在中国，劳动者收入偏低、占比下降一直是遏制消费的重要因素。过去近二十多年中，中国 GDP 虽然快速增长，但 GDP 中消费的占比持续降低，很重要的原因在于政府和企业收入分配中占比逐步扩大，而居民收入在 GDP 中的占比持续下降（图表 3）。从 1990 年代初至今，居民收入占 GDP 的比例已经从原来的 55% 下降到目前的略高于 40% 的水平，而对应地则是消费在 GDP 中的占比从 49% 下降到 37% 左右。

在中国劳动者供求关系的向供方倾斜，实际上是可以使得劳动者在收入分配中谈判能力增强，收入分配占比有望扩大，这将进一步推进消费和服务规模的扩大以及结构升级。日本、台湾等地区消费占 GDP 的比例与居民收入占 GDP 的比例关系比较密切，表明收入分配向劳动者倾斜有利于促进消费（图表 3）。

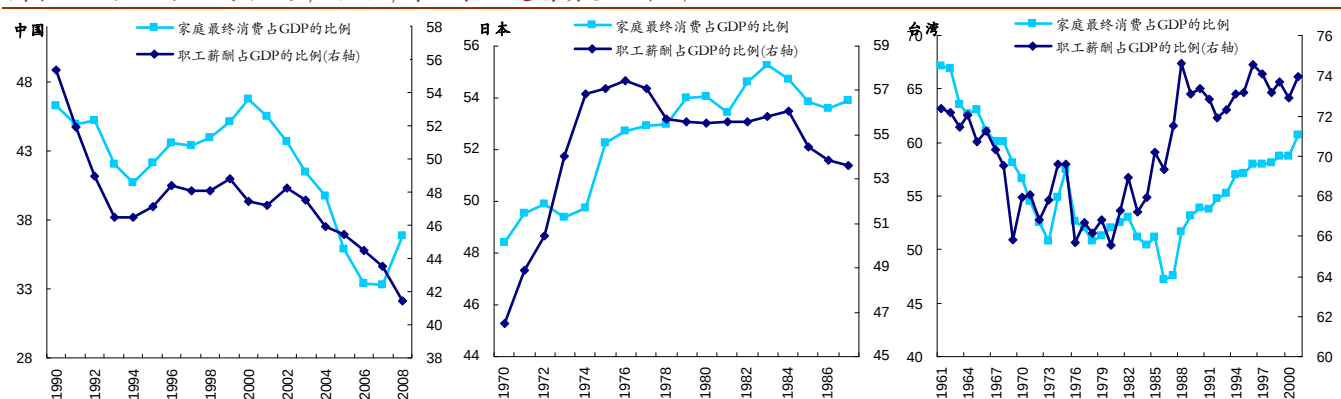
而且，目前劳动者特别是农村劳动者的报酬被低估，这部分群体边际消费倾向持续相对较高（图表 4）。收入分配向这部分居民倾斜对于消费的拉动作用将更加明显。

图表 2：制造业将随着劳动力成本上升占比减小，而服务业占比将提升



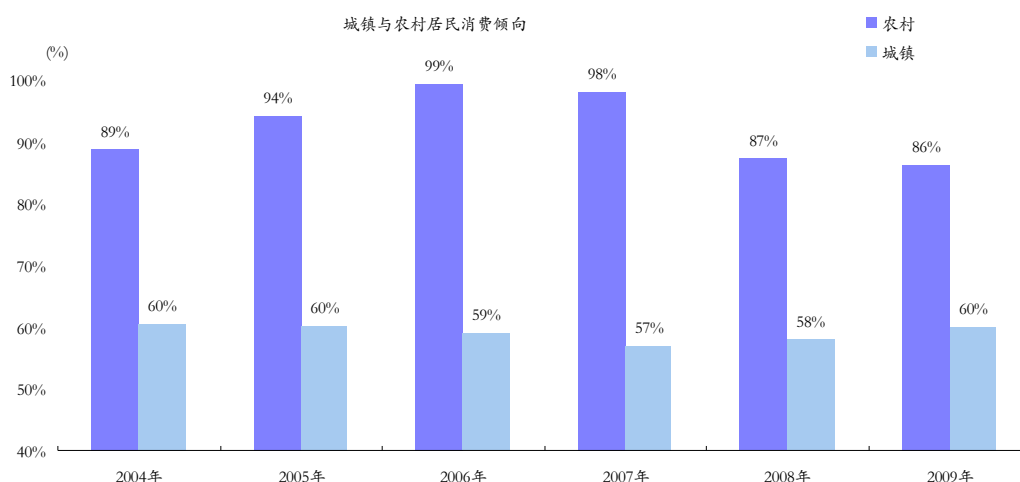
资料来源：CEIC、中金公司研究部

图表 3: 收入分配向居民部门倾斜有助于促进消费扩大和升级



资料来源: CEIC、中金公司研究部

图表 4: 农村居民消费倾向持续高于城镇居民



资料来源: CEIC、中金公司研究部

消费升级的趋势和方向

我们对比了日本、韩国、台湾在收入水平类似、产业结构可比的情况下, 消费升级的趋势, 有如下特征:

- 1) 在人均 GDP 达到 6500 美元左右 (按照购买力平价转换到可比单位), 日、韩、台都出现了明显的消费和服务升级的趋势。日本 (1963)、韩国 (1984)、台湾 (1978) 等这些时段与中国当前的人均 GDP 具有可比性, 而且消费支出结构也类似。
- 2) 如果将个人的需求, 分成“衣、食、住、行、康、乐”等六大类, 分别代表“穿着、饮食、居住、交通与沟通、健康、休闲娱乐”六大类别, 在收入水平达到一定的阶段后, 消费和服务的升级体现在“衣、食”需求已经基本满足, 而“住、行、康、乐”的需求在快速的释放, 在消费支出中的占比迅速扩大。当前中国居民的支出中, 食品支出占总支出的比例 (恩格尔系数) 平均在 40% 左右 (图 10), 与日本 (1963)、韩国 (1984)、台湾 (1978) 等地区类似。在这之后, 这些地区的消费升级都具有上述的特征。
- 3) 消费和服务升级均是朝着“更舒适、更方便、更清洁、更美观、更健康”的方向。

根据日本等地区在收入水平达到一定阶段后出现的消费升级趋势, 参考中国当前的现状, 未来消费升级在各个消费类别下有望体现的特征如下表所示:

图表 5：各消费类别下消费升级的趋势概述

类别	消费升级特征概述
“食”	在“食”这一大类整体增速比较平稳，消费结构升级主要表现一下几个趋势：1) 普通粮食、油料及调味品等增速低于平均，但肉类、鱼及海鲜、贝类、水果及奶制品快于平均水平，休闲类及加工食品的消费进入快速增长阶段；2) 饮料中，茶、咖啡、果汁、乳酸菌类饮料及高档酒消费处于快速增长之中；3) 在外就餐支出有望成为“食”增速最快的子门类之一
“衣”	整体增速也相对比较平稳，消费升级趋势体现为品牌化和高档化，女性服装及鞋类、儿童及婴儿装、男士休闲装是支出增速较快的子类别；
“住”	住房及住宅相关的消费需求进入快速释放的阶段。与“住”相关的三个子类别，即住房、水电煤气等支出、家具及家庭用品中，住房支出是增长最快的类别。水电煤气等支出中，水电等支出比较平稳，但煤气支出增长较快。家具及家庭用品中，传统的耐用消费品依然在快速普及，增长相对较快的是“厨卫升级”需求，包括家具、厨房及卫生间用的用品，包括燃气灶、陶瓷碗、卫浴、毛巾等品种，而家庭用非耐用消费品中，纸巾及卷纸以及清洁剂、除虫剂等日用化工品也都处于快速增长的阶段。
“行”	大类包括交通和通信，这均是支出快速增长的两个门类。交通类支出，包括汽车、汽车辅助设备（导航等）、汽油、汽车保险以及航空都是增速较快的子类。通信类支出，包括通信设备及通信费用支出，都保持较快的增长。
“康”	指人们为了保持身体更健康的各种支出。医疗保健支出的快速增长是在收入水平达到一定阶段之后，人们更加关注身体健康的结果，整体增速快于平均支出。医药、保健及营养品、医疗器材与设备、医疗诊断与服务是主要的支出项目。保健及营养品、医疗器材与设备等方面的支出是增长最快的品种。
“乐”	主要指休闲、文化、娱乐方面及其它的支出，包括休闲娱乐用的设备、器具、用品及费用的支出以及个人护理方面的支出。消费升级重要的体现人们对生活质量和休闲需求提升，相关的设备及用品，包括电视、音响、摄像机、照相机、个人电脑、乐器、影视游戏及软硬件、旅行及旅行用品（箱包等）、体育装备及体育赛事方面的消费快速增长，而个人护理方面，为了更健康 and 更美观的外表的个人护理用品、化妆品及饰品等，都处于需求快速释放的阶段。

资料来源：中金公司研究部

总体上看，消费与服务升级的方向是追求“更舒适、更方便、更健康、更清洁、更美观”。消费与服务需求升级表现为“衣食”需求基本满足、整体增速趋缓，“住、行、康、乐”需求快速增长。

同时，这六大类别内部也呈现出结构分化的特征。消费升级受益的门类众多，对比日本等地区消费升级中出现的行业趋势以及中国现阶段的状况，我们汇总在各个类别中有望胜出的子门类，见“中国消费升级图谱”的表格（图表 6）。根据行业分析员筛选，我们梳理了中国 A 股上市与“衣食住行康乐”消费升级相关股票（已经覆盖或将覆盖），分类列示如图表 7，以供自下而上地寻找消费升级的受益股提供框架。日本在消费升级趋势明显的 1963-1973 年期间各子门类消费支出增长的情况请参看图表 27-29。

在这些子门类中，对比日本等国的经验以及中国的现状，我们认为，**汽车及零部件、与“消费娱乐化”趋势相关的通信娱乐相关的消费电子及元器件、医疗保健、住房等领域**将是寻找现阶段以及未来 3-5 年内受益于中国消费升级趋势超级明星股的领域。基于消费各子行业分析员的分析，我们并根据中金所覆盖的股票构建“中国消费升级组合”，如图表 8 所示。建议长期投资者以此组合来享受中国消费与服务升级带来的穿越经济周期的中长期结构性机会。

对于中国医药行业的中长期机会有必要多强调一点。中国由于社会保障体制的缺乏，居民医疗保健方面的需求受到了一定压制。但同时由于看病与医药方面费用昂贵，居民在医疗保健方面的支出占比并不低。但以下三方面情况可能使得情况正在缓解，有望使得医疗保健行业进入快速增长期：

- 收入水平提高导致居民对健康状况的关注日益提高，他国的经验都支持这一点；
- 医改逐步实现，医疗保障覆盖面积的扩大，政府投入的加大（图表 11）；
- 人口老龄化趋势正在逐步体现，最近今年 60 岁以上的老年人口占比加速增加（图表 12-13）。

图表 9 列示了日本当年股市涨幅排名靠前的股票名单，日本在消费升级趋势明显的 1970 年代，涨幅在 10 倍以上且涨幅居前的 35 只股票中，通信及消费电子及电子元器件相关股票约占一半，医疗保健相关股占四分之一，汽车及零部件约占十分之一。这些历史经验也为选择中国当前的消费升级受益股提供了参考。

图表 6: 中国消费升级图谱

消费类别	消费大类	简评	消费子类	概述	消费或者服务项目
消费支出					
食	食品饮料	饮食方面的整体消费支出增速将慢于平均，消费支出占比将下降，但在外就餐和饮料方面的支出增长将好于饮食平均增速。	食品	整体增速不算突出，结构升级体现在肉类、鱼及海鲜、贝类、乳制品、水果等消费增加。休闲食品如米饼消费增速有望好于平均。	肉类及肉加工品 鱼及海鲜、贝类 鲜奶、奶粉及酸奶等 休闲食品包括（米饼、燕麦等） 水果
			饮料	饮料是食品饮料大类中增速有望好于平均的品种，结构上看，高糖酒、果汁、乳酸菌饮料以及茶等增速快于平均水平。	茶 咖啡 果汁 乳酸菌饮料 高糖酒 啤酒 葡萄酒 威士忌
			在外就餐	在外就餐的消费有望快速增长	
			男装		男士休闲装（夹克及休闲裤）、领带 男士毛衣 女士长袍、套装、外套 女士衬衣及毛衣 内衣（男士女士） 女士长袜 女鞋
			女装		女士长袍、套装、外套 女士衬衣及毛衣 内衣（男士女士） 女士长袜 女鞋
衣	衣着及鞋类	整体增速并不突出，但升级体现在消费品辟化、高格化，类别上男士休闲装与夹克、女士服装包括正装、休闲装、鞋、饰品，儿童婴儿服装、内衣等类别增速较快。	儿童及婴儿装		儿童及婴儿装
			住房	住房相关的支出有望保持快速增长的态势	房屋建筑、中介服务
			燃料、照明及水等开支	在这一类别支出中，传统的电、照明方面的需求增长稳定，而使得家庭环境更清洁、更环保的支出增长较快（燃气的引入）。	燃气供应及管道
			家庭耐用消费品	家庭耐用消费品在城市的普及率已经较高，但家庭耐用消费品在中国农村依然处于快速普及的阶段。	电气炊具 煤气炊具 冰箱 洗衣机 电熨斗 缝纫机 空调 家具 照明灯具 家用装饰品（钟表、地毯等） 餐具，如碗、碟等 厨房用品（如壶、锅等） 卫浴 毛巾 纸巾及卷纸 清洁剂 除臭剂
			家居用品	对家具、家居装饰用品、厨房、卫浴用品的需求有望快于平均增速	家具 照明灯具 家用装饰品（钟表、地毯等） 餐具，如碗、碟等 厨房用品（如壶、锅等） 卫浴 毛巾 纸巾及卷纸 清洁剂 除臭剂
住	家具及家庭用品	家庭耐用消费品在中国普及的程度特别是在农村地区的普及程度还有进一步提升的空间。特别是随着生活水平的提高，对家居、厨房、卫生间相关的舒适、美观、清洁、方便等方面的需求会增加。	家庭非耐用消费品	对清洁卫生等方面的日用化工品需求增加	纸巾及卷纸 清洁剂 除臭剂
			交通	对于出行和沟通需求的增加，使得交通通信方面的支出快速增长，汽车、燃油、汽车保险、航空、通信设备以及通信费用支出均将进入快速增长阶段。	汽车 燃油 汽车保险 汽车零部件及辅助设备(如GPS等) 航空 通信设备（手机等） 电话费支出
			通信		通信设备（手机等） 电话费支出
			医药	将是增速高于平均的大类别。随着人们收入增加，人们对健康的关注将提高，增加对医药、医疗设备及医疗服务的需求。	外伤及皮肤用药 膏药 口气清新剂及含片 医疗器械及器械 眼镜、隐形眼镜等
			保健及营养品		医疗器械及器械 眼镜、隐形眼镜等
行	交通通信	对于出行和沟通需求的增加，使得交通通信方面的支出快速增长，汽车、燃油、汽车保险、航空、通信设备以及通信费用支出均将进入快速增长阶段。	医药		外伤及皮肤用药 膏药 口气清新剂及含片 医疗器械及器械 眼镜、隐形眼镜等
			保健及营养品		医疗器械及器械 眼镜、隐形眼镜等
			医疗设备用品		医疗器械及器械 眼镜、隐形眼镜等
			医疗服务及诊断		医疗器械及器械 眼镜、隐形眼镜等
			教育		电视机 组合音响 个人电脑 照相机 摄像机 钢琴 其它乐器 体育用品、运动装备 玩具 影视游戏及软硬件 宠物及相关 书籍 酒店费用 旅行 各类培训费用 电影 体育赛事、游戏、文化活动、娱乐公园入场 花篮 互联网接入 洗发水 护肤品 润肤露 粉底等化妆品 唇膏 其它化妆品 个人护理用品 手提包 旅行箱 个人饰品
康	保健医疗	将是增速高于平均的大类别。随着人们收入增加，人们对健康的关注将提高，增加对医药、医疗设备及医疗服务的需求。	教育		电视机 组合音响 个人电脑 照相机 摄像机 钢琴 其它乐器 体育用品、运动装备 玩具 影视游戏及软硬件 宠物及相关 书籍 酒店费用 旅行 各类培训费用 电影 体育赛事、游戏、文化活动、娱乐公园入场 花篮 互联网接入 洗发水 护肤品 润肤露 粉底等化妆品 唇膏 其它化妆品 个人护理用品 手提包 旅行箱 个人饰品
			休闲、娱乐设备		电视机 组合音响 个人电脑 照相机 摄像机 钢琴 其它乐器 体育用品、运动装备 玩具 影视游戏及软硬件 宠物及相关 书籍 酒店费用 旅行 各类培训费用 电影 体育赛事、游戏、文化活动、娱乐公园入场 花篮 互联网接入 洗发水 护肤品 润肤露 粉底等化妆品 唇膏 其它化妆品 个人护理用品 手提包 旅行箱 个人饰品
			文化、休闲、娱乐项目支出		电视机 组合音响 个人电脑 照相机 摄像机 钢琴 其它乐器 体育用品、运动装备 玩具 影视游戏及软硬件 宠物及相关 书籍 酒店费用 旅行 各类培训费用 电影 体育赛事、游戏、文化活动、娱乐公园入场 花篮 互联网接入 洗发水 护肤品 润肤露 粉底等化妆品 唇膏 其它化妆品 个人护理用品 手提包 旅行箱 个人饰品
			其它支出		电视机 组合音响 个人电脑 照相机 摄像机 钢琴 其它乐器 体育用品、运动装备 玩具 影视游戏及软硬件 宠物及相关 书籍 酒店费用 旅行 各类培训费用 电影 体育赛事、游戏、文化活动、娱乐公园入场 花篮 互联网接入 洗发水 护肤品 润肤露 粉底等化妆品 唇膏 其它化妆品 个人护理用品 手提包 旅行箱 个人饰品
			提高生活质量的个人消费，包括美容、美发、护理以及休闲用品，如包、旅行箱、个人装饰品等方面的支出将快速增长。		电视机 组合音响 个人电脑 照相机 摄像机 钢琴 其它乐器 体育用品、运动装备 玩具 影视游戏及软硬件 宠物及相关 书籍 酒店费用 旅行 各类培训费用 电影 体育赛事、游戏、文化活动、娱乐公园入场 花篮 互联网接入 洗发水 护肤品 润肤露 粉底等化妆品 唇膏 其它化妆品 个人护理用品 手提包 旅行箱 个人饰品
乐	文教娱乐	随着收入水平的提高，人们对文教、娱乐的需求会加速增长，支出占比提升，其中对旅行、影音、体育竞赛、体育运动、演出、游戏、书籍等方面入场费、耐用消费品及相关方面消费增长较快。	休闲、娱乐设备		电视机 组合音响 个人电脑 照相机 摄像机 钢琴 其它乐器 体育用品、运动装备 玩具 影视游戏及软硬件 宠物及相关 书籍 酒店费用 旅行 各类培训费用 电影 体育赛事、游戏、文化活动、娱乐公园入场 花篮 互联网接入 洗发水 护肤品 润肤露 粉底等化妆品 唇膏 其它化妆品 个人护理用品 手提包 旅行箱 个人饰品
			文化、休闲、娱乐项目支出		电视机 组合音响 个人电脑 照相机 摄像机 钢琴 其它乐器 体育用品、运动装备 玩具 影视游戏及软硬件 宠物及相关 书籍 酒店费用 旅行 各类培训费用 电影 体育赛事、游戏、文化活动、娱乐公园入场 花篮 互联网接入 洗发水 护肤品 润肤露 粉底等化妆品 唇膏 其它化妆品 个人护理用品 手提包 旅行箱 个人饰品
			其它支出		电视机 组合音响 个人电脑 照相机 摄像机 钢琴 其它乐器 体育用品、运动装备 玩具 影视游戏及软硬件 宠物及相关 书籍 酒店费用 旅行 各类培训费用 电影 体育赛事、游戏、文化活动、娱乐公园入场 花篮 互联网接入 洗发水 护肤品 润肤露 粉底等化妆品 唇膏 其它化妆品 个人护理用品 手提包 旅行箱 个人饰品
			提高生活质量的个人消费，包括美容、美发、护理以及休闲用品，如包、旅行箱、个人装饰品等方面的支出将快速增长。		电视机 组合音响 个人电脑 照相机 摄像机 钢琴 其它乐器 体育用品、运动装备 玩具 影视游戏及软硬件 宠物及相关 书籍 酒店费用 旅行 各类培训费用 电影 体育赛事、游戏、文化活动、娱乐公园入场 花篮 互联网接入 洗发水 护肤品 润肤露 粉底等化妆品 唇膏 其它化妆品 个人护理用品 手提包 旅行箱 个人饰品
			其它支出		电视机 组合音响 个人电脑 照相机 摄像机 钢琴 其它乐器 体育用品、运动装备 玩具 影视游戏及软硬件 宠物及相关 书籍 酒店费用 旅行 各类培训费用 电影 体育赛事、游戏、文化活动、娱乐公园入场 花篮 互联网接入 洗发水 护肤品 润肤露 粉底等化妆品 唇膏 其它化妆品 个人护理用品 手提包 旅行箱 个人饰品

资料来源：中金公司研究部

图表 7：中国消费升级相关板块股票梳理

消费类别	消费大类	细分类别	对应的股票
消费支出			
食	食品饮料	牛猪鸡等饲养、加工、屠宰	福成五丰、新五丰、圣农发展*
		生物化工产品	丰原生化
		饲料的生产和销售及养殖、良种繁育	新农开发、通威股份、海大集团*
		粮食作物及种子	北大荒、登海种业*、敦煌种业*
		农副产品深加工	中粮屯河
		绿化苗木	绿大地
		肉类加工	双汇发展
		海洋水产品	獐子岛、东方海洋、好当家
		速冻食品	三全食品
		糖	南宁糖业
		酵母	安琪酵母*
		酱油	恒顺醋业
		乳制品	光明乳业、*ST伊利
		软饮料	承德露露、国投中鲁
		白酒	顺鑫农业、泸州老窖、五粮液、古越龙山、贵州茅台、水井坊、山西汾酒、洋河股份
		啤酒	燕京啤酒、青岛啤酒
		葡萄酒	张裕A
衣	衣着及鞋类	保健酒	海南椰岛*
		高级休闲男装	七匹猴
		服装面料	众和股份、鲁泰A
		男装正装、衬衫	雅戈尔、报喜鸟*
住	住房	鞋	星期六*
	燃料、照明及水等开支		房地产及建筑相关个股
			陕天然气*
	家具及家庭用品	彩电、数字电视	深康佳A、TCL集团、四川长虹、广电信息*
		空调	格力电器
		洗衣机	小天鹅A*、合肥三洋*
		电冰箱	美菱电器*、澳柯玛*
		家电综合	美的电器、苏泊尔、青岛海尔、海信电器、ST科龙*、九阳股份*
		智能小家电	德豪润达
		无氟压缩机	华意压缩*
		照明	佛山照明、浙江阳光*、飞乐音响*
		厨房用具	华帝股份*
		数字电视机顶盒	同洲电子*
		家纺	罗莱家纺*、富安娜*
行	交通通信	客车	金龙汽车、宇通客车
		商务车、轿车等	江淮汽车、江铃汽车、长安汽车、一汽轿车、一汽夏利、上海汽车、长丰汽车*、海马股份*
		轮胎及橡胶配件	风神股份、玲珑轮胎、青岛双星、中鼎股份
		汽车玻璃	福耀玻璃
		汽车设备	华域汽车、一汽富维、东安动力、万向钱潮*、金马股份*、宁波华翔*、东风科技*、凤帆股份*、贵航股份*、万丰奥威*
		摩托车	钱江摩托*、宗申动力*、中国嘉陵*
		航空	中国国航、南方航空、东方航空
		机场	深圳机场、白云机场、上海机场、厦门空港
		通信设备综合	中兴通讯
		银行磁条、IC卡等	恒宝股份
		网管改造客户体验	亿阳信通
		3G用户服务器支持	华胜天成
		网络测试	中创信测
		光纤缆、电缆	亨通光电、中天科技
		光通信设备	烽火通信
		SIM卡等	东信和平*
		网络优化	三维通信*
		标签读写器	通望谷*
		光器件	光迅科技*
		手机及配件	*ST波导*
		通信产品、POS机等	上海普天*
		移动通信服务	中国联通
		手机增值服务	北纬通信
康	保健医疗	保健酒、保健食品	东阿阿胶、千金药业*、吉林敖东*、太极集团*、交大昂立*、江中药业*、双鹤药业*、奇正藏药*
		皮肤科用药	三九医药*
		骨药	羚锐制药*
		动植物类中药制剂	康缘药业、片仔癀、同仁堂、云南白药、马应龙*、武汉健民*、桂林三金*、九芝堂*、亚宝药业*
		医药制造	恒瑞医药、康美药业*、三精制药*、仁和药业*
		生物诊断试剂	达安基因*
		医疗器械	鱼跃医疗*
		医药电子商务	海虹控股*
乐	文教娱乐	电脑	长城电脑*、方正科技*、七喜控股*、同方股份*、宏图高科*
		软件产品及服务	用友软件、拓维信息、水晶光电、石基信息*、川大智胜*、青岛软控*、启明信息*、卫士通*、科大讯飞*
		出版	新华传媒、出版传媒
		酒店	华天酒店、锦江股份
		旅游	华侨城A、峨眉山A、黄山旅游、中青旅、首旅股份、ST张家界*、西安旅游*、桂林旅游*、丽江旅游*、三特索道*、大连圣亚*、西藏旅游*、中国国旅*
		电视剧\电影\出版	中视传媒、华谊兄弟
		动漫	奥飞动漫
		互联网	焦点科技*、三五互联*、汉王科技*、神州泰岳*、生意宝*
		网游	博瑞传播、中青宝*
		有线网络	天威视讯、广电网络、广电传媒、东方明珠、歌华有线
		广告代理	蓝色光标*
		金融软件及服务	同花顺*、恒生电子*、东软软件*
	其它支出	专营零售及其他	天音控股
		百货及购物中心	广州友谊、百联股份、大商股份、王府井、合肥百货、华联股份、新世界*、鄂武商A*
		家电零售	苏宁电器*
		超市	华联综超*
		化妆品	上海家化*

资料来源：中金公司研究部

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。我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。本报告亦可由(1)中国国际金融香港证券有限公司于香港提供，及(2)中国国际金融（新加坡）有限公司提供于符合 Financial Advisers Regulations and the Securities and Futures Act and Regulations 定义下的 accredited investors and/or institutional investors。发布本报告于此类投资者，有关财务顾问将不需要根据新加坡之 Financial Advisers Act 第 36 条就任何利益及/或其代表就任何证券利益进行披露。有关本报告之任何查询，新加坡的收件人可向中金新加坡公司提出。本报告的版权仅为我公司所有，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。

图表 8: 消费升级概念股推荐组合

公司名称	股票代码	行业	股价(元)	股价变化(%)			市盈率(x)				市净率(x)				分红收益率		
			10-3-19	一周	YTD	08A	09E	10E	11E	08A	09E	10E	11E	08A	09E	10E	11E
獐子岛	002069.SZ	农业	46.5	3.8	23.9	84.0	66.0	38.5	30.1	8.4	7.9	6.8	6.0	0.8%	0.6%	1.3%	1.7%
贵州茅台	600519.SH	食品饮料	158.8	-2.0	-6.5	39.4	31.7	23.9	18.7	13.3	10.1	7.6	5.8	0.7%	0.9%	1.2%	1.5%
七匹狼	002029.SZ	家庭耐用消费品	25.8	6.1	11.3	47.8	38.2	29.2	24.2	6.1	5.3	4.5	3.8	0.4%	0.0%	0.0%	0.0%
格力电器	000651.SZ	家庭耐用消费品	26.9	3.5	-7.0	25.7	19.3	16.0	14.6	6.9	5.5	4.4	3.6	1.1%	1.5%	1.9%	1.9%
海信电器	600060.SH	家庭耐用消费品	25.3	-1.5	-1.8	55.6	31.7	24.1	19.6	4.2	2.6	2.3	2.0	0.5%	0.6%	0.6%	0.6%
苏泊尔	002032.SZ	家庭耐用消费品	19.2	0.4	-7.8	36.0	27.6	21.6	17.6	4.4	3.0	2.8	2.5	1.0%	1.3%	1.6%	2.0%
上海汽车	600104.SH	汽车及零部件	20.4	-0.1	-22.0	375.3	20.3	14.3	13.0	3.9	3.4	2.9	2.6	1.0%	0.4%	1.5%	2.1%
华域汽车	600741.SH	汽车及零部件	9.1	1.3	-21.8	21.9	15.9	14.3	12.7	3.1	2.0	1.8	1.5	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
福耀玻璃	600660.SH	汽车及零部件	12.5	3.0	-16.1	102.0	22.7	14.7	12.0	7.7	5.9	4.5	3.5	0.5%	1.3%	2.0%	2.5%
中兴通讯	000063.SZ	技术硬件及设备	43.1	0.3	-3.9	34.9	31.3	23.7	19.7	4.1	4.7	4.1	3.5	0.5%	0.4%	0.4%	0.0%
中国联通	600050.SH	电信服务	6.5	0.8	-11.1	7.0	35.1	49.7	41.2	2.0	1.9	1.9	1.8	1.0%	0.9%	0.6%	0.8%
北纬通信	002148.SZ	电信服务	36.0	2.8	4.3	78.9	76.7	57.2	41.7	7.3	6.9	6.6	5.9	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%
康缘药业	600557.SH	医疗保健	22.6	1.1	7.9	50.9	39.4	28.1	21.5	7.6	6.2	5.6	4.8	0.6%	1.3%	1.8%	2.3%
恒瑞医药	600276.SH	医疗保健	39.4	2.9	-9.7	57.8	36.7	29.1	24.1	12.3	9.4	7.0	5.5	0.3%	1.1%	1.4%	1.7%
锦江股份	600754.SH	酒店旅游及餐饮	27.0	2.9	14.5	59.6	46.4	42.2	45.7	5.9	5.8	5.6	5.5	1.3%	1.1%	1.4%	0.0%
华谊兄弟	300027.SZ	传媒	57.9	10.8	4.5	142.9	116.2	72.1	51.2	39.2	6.8	6.2	5.5	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
天音控股	000829.SZ	零售	13.5	3.6	1.1	92.4	68.5	25.2	16.5	8.3	7.7	6.3	5.0	0.0%	0.4%	1.2%	1.8%
合肥百货	000417.SZ	零售	14.6	-1.5	-0.3	58.3	34.9	28.7	22.2	8.0	6.8	5.8	4.8	0.8%	0.7%	0.8%	1.1%

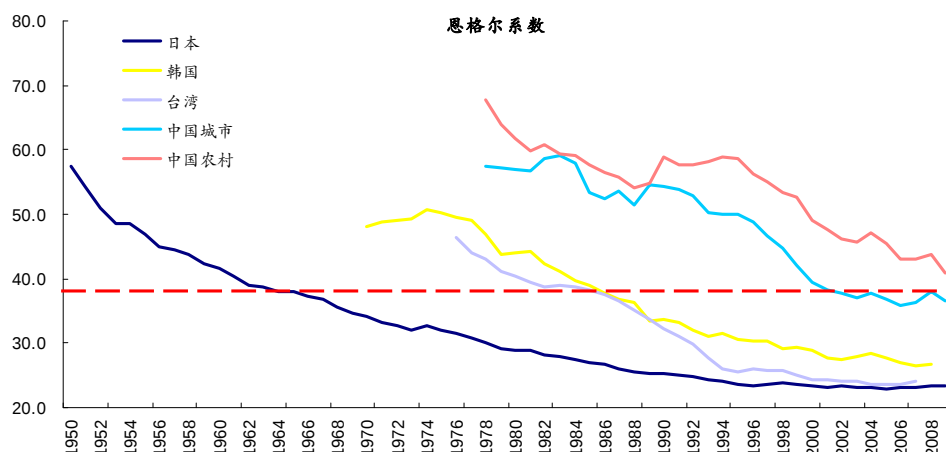
资料来源: Tx info, 中金公司研究部

图表 9: 1973-1983 年间日本股市涨幅 10 倍以上股票一览

股票名称	股票代码	一级行业	二级行业	细分行业	1973-1983 年涨幅 (倍)
MURATA MANUFACTURING	6981 JP Equity	信息技术	技术硬件及设备	电子元器件	37.9
MATSUSHITA KOTOBUKI ELTN. DEAD - DELIST.25/09/02	6783 JP Equity	非日常生活消费品	耐用消费品与服装	消费电子	37.1
DAINIPPON SUMIT. PHARMA	4506 JP Equity	医疗保健	制药、生物技术和生命科学	医药	36.4
KYUSHU MATSUSHITA ELEC. DEAD - DELIST.25/09/02	6782 JP Equity	信息技术	技术硬件及设备	电子元器件	24.8
TOSHIBA TEC	6588 JP Equity	信息技术	技术硬件及设备	电子设备	24.3
KAKEN PHARMACEUTICAL	4521 JP Equity	医疗保健	制药、生物技术和生命科学	医药	23.1
SANTEN PHARM.	4536 JP Equity	医疗保健	制药、生物技术和生命科学	医药	22.1
ANRITSU	6754 JP Equity	信息技术	技术硬件及设备	通信设备	21.4
ONO PHARM.	4528 JP Equity	医疗保健	制药、生物技术和生命科学	医药	21.2
JVC KENWOOD HOLDINGS	6632 JP Equity	非日常生活消费品	耐用消费品与服装	消费电子	19.2
KYOCERA	6971 JP Equity	信息技术	技术硬件及设备	电子元器件	19.2
CANON	7751 JP Equity	信息技术	技术硬件及设备	电子办公设备	18.3
DEISEO	6902 JP Equity	非日常生活消费品	汽车与汽车零部件	汽车零部件	18.0
IMAKINO MILL. MACHINE	6135 JP Equity	工业	资本品	工业机械	18.0
IWATSU ELECTRIC	6704 JP Equity	信息技术	技术硬件及设备	通信设备	16.8
TOSHIBA CERAMICS DEAD - DELIST.16/03/07	5213 JP Equity	信息技术	半导体产品与设备	半导体	15.7
NEOMAX DEAD - DELIST.27/03/07	6875 JP Equity	原材料	原材料	有色金属	15.9
CLARION	6796 JP Equity	非日常生活消费品	耐用消费品与服装	汽车零部件	15.7
MATSUSHITA COMMS. INDL. DEAD - DELIST.25/09/02	6781 JP Equity	信息技术	技术硬件及设备	通信设备	14.8
CASIO COMPUTER	6952 JP Equity	非日常生活消费品	耐用消费品与服装	消费电子	14.8
ALPS ELECTRIC	6770 JP Equity	信息技术	技术硬件及设备	电子元器件	14.5
SHARP	6753 JP Equity	非日常生活消费品	耐用消费品与服装	消费电子	14.0
ASTELLAS PHARMA	4503 JP Equity	医疗保健	制药、生物技术和生命科学	医药	13.4
OLYMPUS	7733 JP Equity	医疗保健	医疗设备与服务	医疗设备	12.2
HITACHI KOKUSAI ELECTRIC	6756 JP Equity	信息技术	技术硬件及设备	通信设备	12.1
CHUGAI PHARM.	4519 JP Equity	医疗保健	制药、生物技术和生命科学	医药	11.7
TOYAMA CHEMICAL DEAD - DELIST.11/08/08	4518 JP Equity	医疗保健	制药、生物技术和生命科学	医药	11.6
SUMITOMO METAL MINING	5713 JP Equity	原材料	原材料	有色金属	11.1
MINOLTA DEAD - MERGER W/932322	7753 JP Equity	非日常生活消费品	耐用消费品与服装	娱乐用品	10.9
STANLEY ELECTRIC	6923 JP Equity	非日常生活消费品	汽车与汽车零部件	汽车零部件	10.7
HOYA	7741 JP Equity	信息技术	技术硬件及设备	电子元器件	10.6
总计				医药保健相关	8
				通信、消费电子及电子元器件	17
				汽车及零部件	3
				其它	3

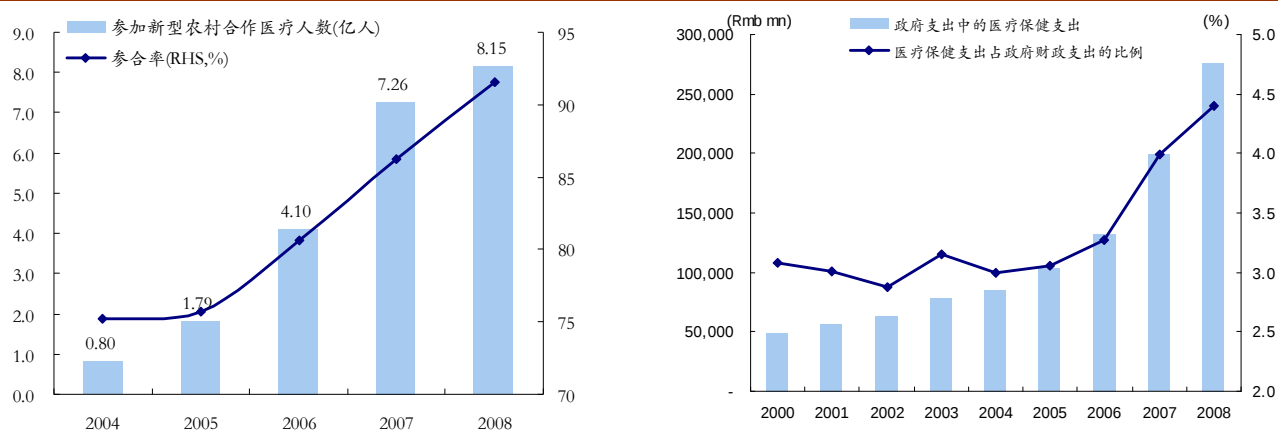
资料来源: Datastream, 中金公司研究部

图表 10: 各地区恩格尔系数变化



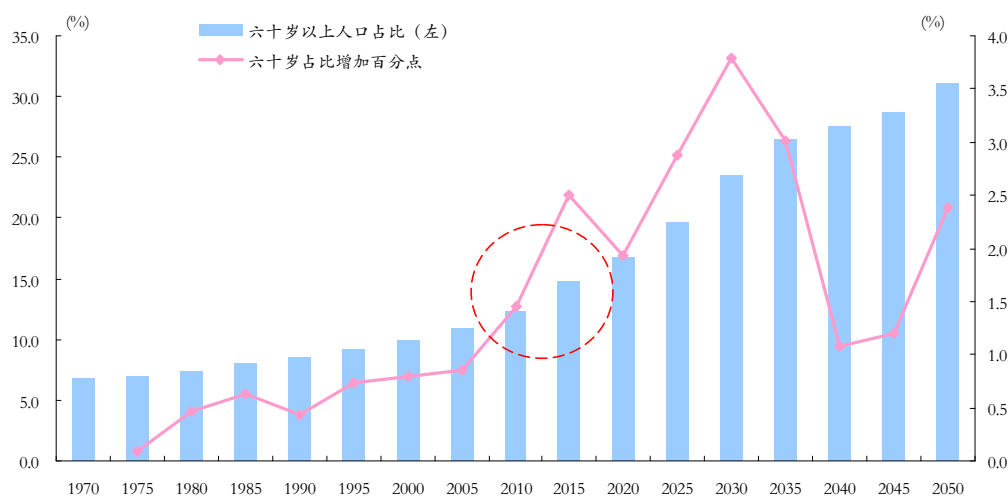
资料来源: CEIC、中金公司研究部

图表 11: 新型农村合作医疗迅速推广, 政府医疗保障支出绝对额和占比快速提升



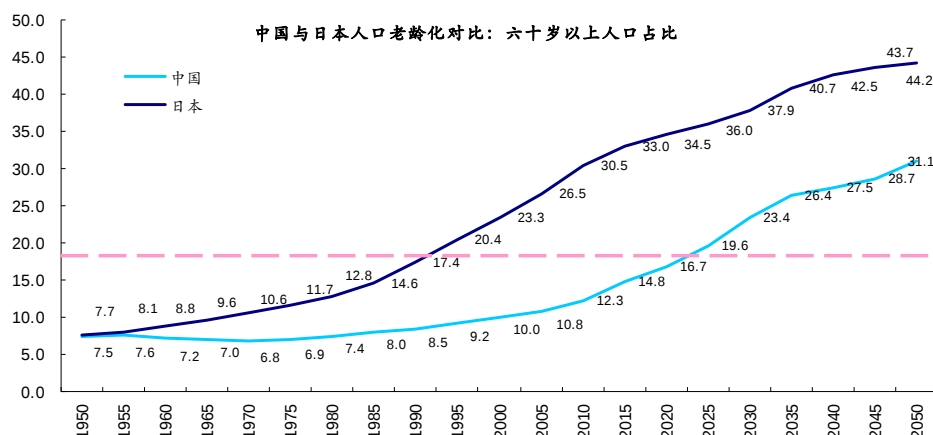
资料来源: 中金公司研究部

图表 12: 中国六十岁以上老龄人口占比加速增加



资料来源: Population Division of the Department of Economic and Social Affairs of the United Nations Secretariat, World Population Prospects: The 2008 Revision, 中金公司研究部

图表 13: 中国与日本人口老龄化对比



资料来源: Population Division of the Department of Economic and Social Affairs of the United Nations Secretariat, World Population Prospects: The 2008 Revision, 中金公司研究部

中国的独特性及对投资的含义

我们上面的分析中对比了各地区消费升级可能面临的共同趋势。我们相信,中国以下几个方面的特征,可能使得中国的消费和服务的升级的过程出现一些独特的特征。

1) 中国的人口基数庞大,居民户数众多

中国消费升级涉及到的人口和家庭数目众多,使得以个人或者家庭为单位的消费空间巨大,这是目前世界上没有国家能够比拟的。中国目前总人口约 13 亿,约归属于 4.2 亿个家庭(图表 16)。这意味着一项消费和服务一旦在中国开始进入大众化消费的阶段,行业的消费增长空间和增速将是惊人的,例如汽车、通信与娱乐用的各类消费电子产品、休闲娱乐类的服务,如旅游、电影(图表 26)、体育产业。对比汽车的价格和家庭收入的情况,以及日本等地区当年汽车快速普及的经验,汽车等耐用消费品正在中国进入大众化消费的阶段(图表 17)。

2) 收入分配不均,地区差异较大

在中国,另外一个比较显著的特征是收入分配不均,首先表现为城乡收入差别较大。十年前农村家庭人均收入是 3100 元左右,城镇家庭人均收入是农村的两倍;截至 2009 年,城镇家庭人均收入已经扩大到农村地区的 2.5 倍。而且即使是在收入水平相对较高的城镇居民家庭中收入分配也是相对不均(图表 18)。虽然近些年来城镇家庭收入有“均匀化”的趋势,但收入较低的家庭和收入较高的家庭占比都比较高,表现出比较明显的肥尾特征(图表 19)。区域上,也表现为东部地区省份收入水平相对较高,而中西部地区省份收入水平相对落后的特征。

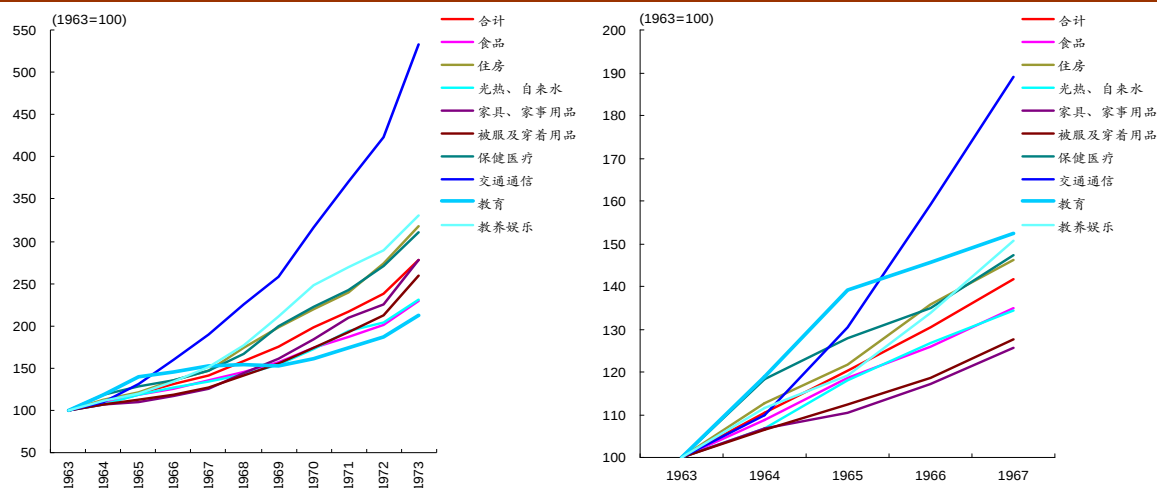
人口基数庞大、居民户数众多,同时收入分配不均,地区差异巨大,这些特征对投资消费及相关行业有如下含义:

- ▶ “中国式成长”: 一项消费品或者服务在中国一旦进入大众化消费阶段,成长空间巨大,且用历史趋势外推未来增长的方法容易低估增长趋势。以中国移动 2002-2007 年间的成长为例,回顾来看,2002-2007 年是移动电话在中国快速普及的阶段。从 2003 年到 2005 年中国移动股价翻倍,在 2005 年年底时候市场上比较流行的看法是以历史的方法外推中国的移动用户数增长,并习惯性地认为在好年景后不会有更好的年景。但是此后的中国移动的用户数增长以及业绩表现却屡次超出预期,股价继续上升并在 2006-2007 年加速上扬,2003-2007 年间股价累计上扬超过 10 倍,这就是典型的“中国式成长”。其它类似的案例,包括 2002 年至今的中国人寿、中信证券、万科等行业龙头个股,见图表 23-24。我们认为,中国目前正处于住房以及汽车消费进入大众化的阶段,中长期来看,这些行业龙头个股有望带来“穿越”周期的增长机会。
- ▶ 需求正在释放的阶段,需求空间的巨大导致需求释放过快的风险高于需求不足的风险,经济容易出现过热,宏观调控难度加大,股市波动风险较大。特别像房地产(图表 25)、汽车这样上下游产业链条较长、占经济比重比较高的行业,在需求释放的阶段,如果调节不当,一旦需求释放过快,容易暂时出现产能不足和经济过热的风险,而一旦调控过度,又容易压制需求、导致产能出现暂时过剩,宏观调控的难度加大,从而加大股市的波动。2002

年至今中国对房地产以及相关行业的宏观调控周期，与股市周期非常生动地说明了这一点。未来预计随着房地产和汽车等行业需求的进一步释放，这样的特征还会持续一段时间。

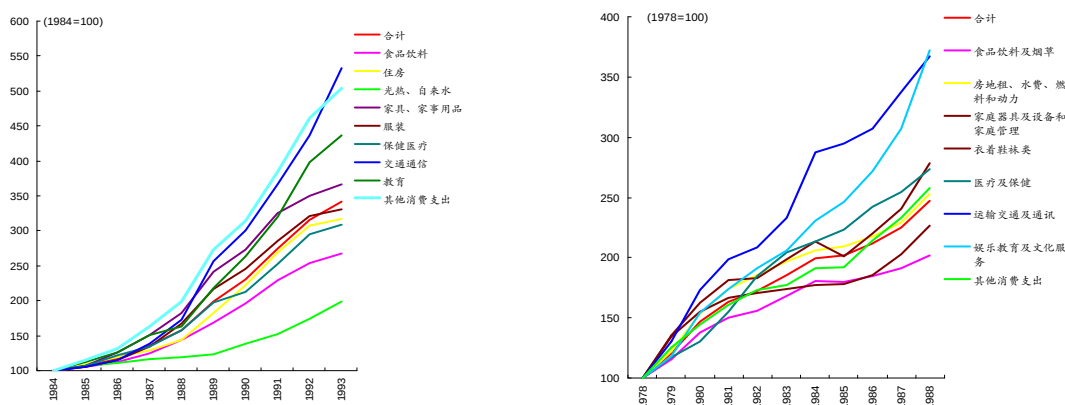
- 行业增长周期长：人口及家庭基数大带来需求空间大，同时收入分配不均，一般来说，行业增长周期会相对比较长。这些我们从家电、冰箱、洗衣机等耐用消费品在中国的普及历史可以看出一些端倪，例如，在日本彩电在1960-70年代从引入到普及达到接近100%只花了10年左右的时间，而在中国电视机达到目前的普及率走了近20多年的时间，其它一些耐用消费品如冰箱、洗衣机等的普及也呈现出类似的特征（图表20）。下面的图表21中列示了中国的各类耐用消费品在城乡普及的差异以及与日本的对比。中国城镇家庭普通家庭耐用消费品，如冰箱、洗衣机、电视、空调、热水器、个人电脑等普及率已经接近日本当年或者目前的水平，但农村地区的普及率还在近一步的提升中。
- 产品档次分布广，行业竞争激烈，行业增长一般都要经历较长的“鱼龙混杂、万马奔腾”期，最终才进入“一枝独秀”期。在行业规模快速增长的“鱼龙混杂”期，行业需求空间巨大，同一类型产品档次分布广，往往使得各行业内企业的竞争关系并不是最主要的矛盾，行业选择重要性大于个股选择。在行业规模扩充速度开始减速之后，行业内的竞争，如价格战等趋势才会更加明显，变成主要矛盾，而品牌、政策或技术等壁垒以及管理层战略与管理能力是挑选行业及行业内长期优胜者的三大主要因素。这一点一般是所有行业成长的共同特点，但在中国将体现得更加突出。中国的家电产业从1980年代至今的成长经历，也非常生动地说明了这一点。我们认为，中国汽车、房地产行业、与通信娱乐等相关的消费耐用品目前正处于行业规模快速提升阶段，行业规模增长带来的行业成长机会高过行业内之间竞争带来的威胁。

图表 14：日本 1963-1973 年间各类消费支出的增长情况



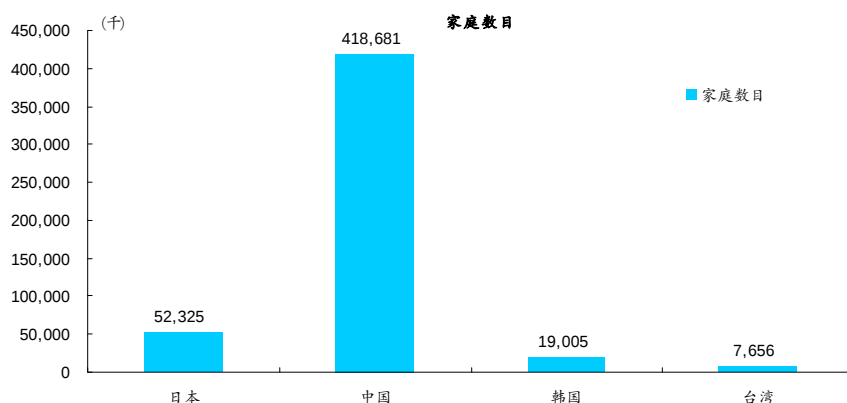
资料来源：CEIC、中金公司研究部

图表 15：韩国（1984-1994）及台湾（1978-1988）年间各类消费支出的增长情况



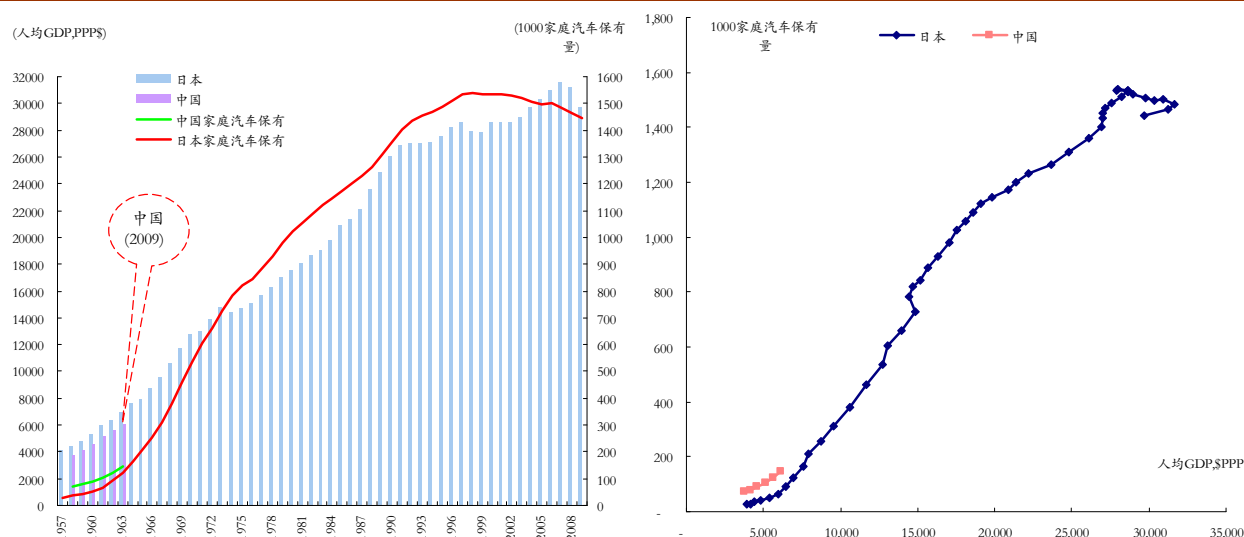
资料来源：CEIC、中金公司研究部

图表 16: 中国家庭数目达到 4.2 亿,



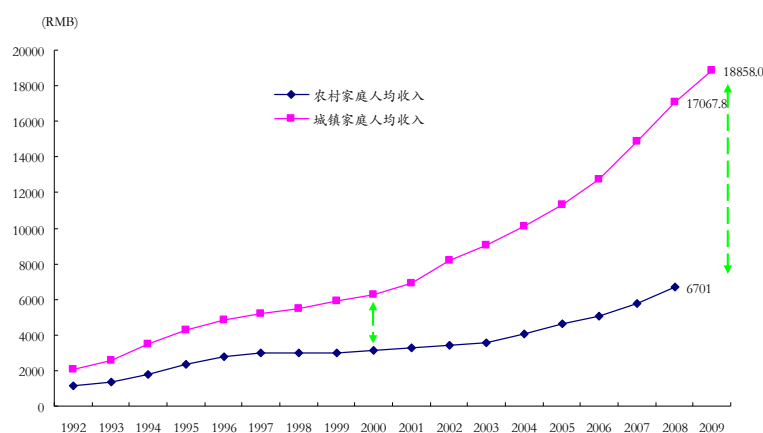
资料来源: CEIC、中金公司研究部

图表 17: 汽车的家庭普及率与收入水平变化对比: 日本与中国



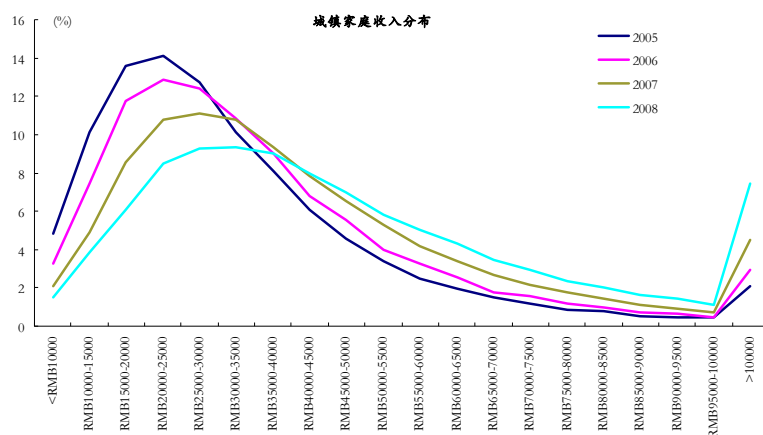
资料来源: CEIC、中金公司研究部

图表 18: 城镇居民人均收入已经是农村的 2.5 倍



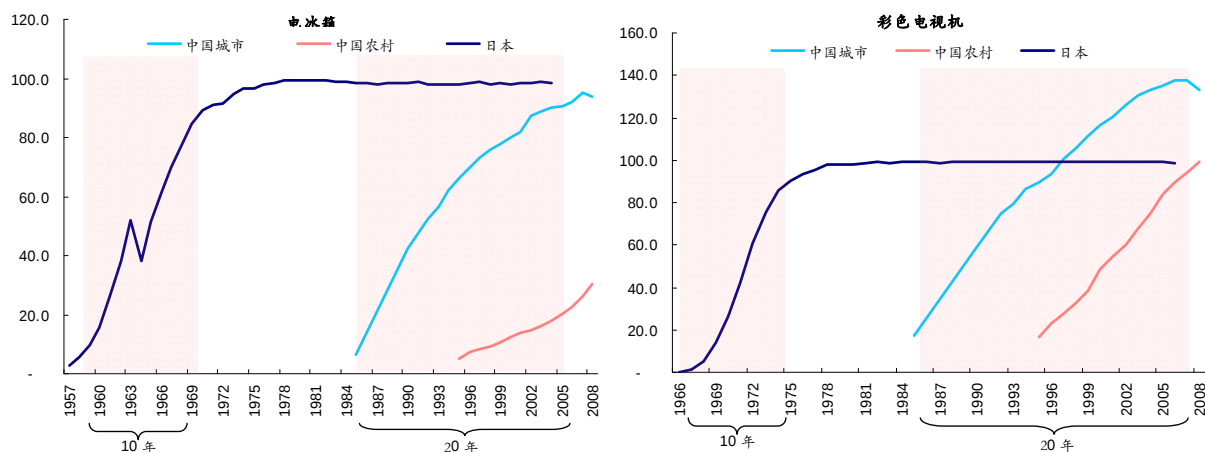
资料来源: CEIC、中金公司研究部

图表 19: 中国城镇家庭收入分布



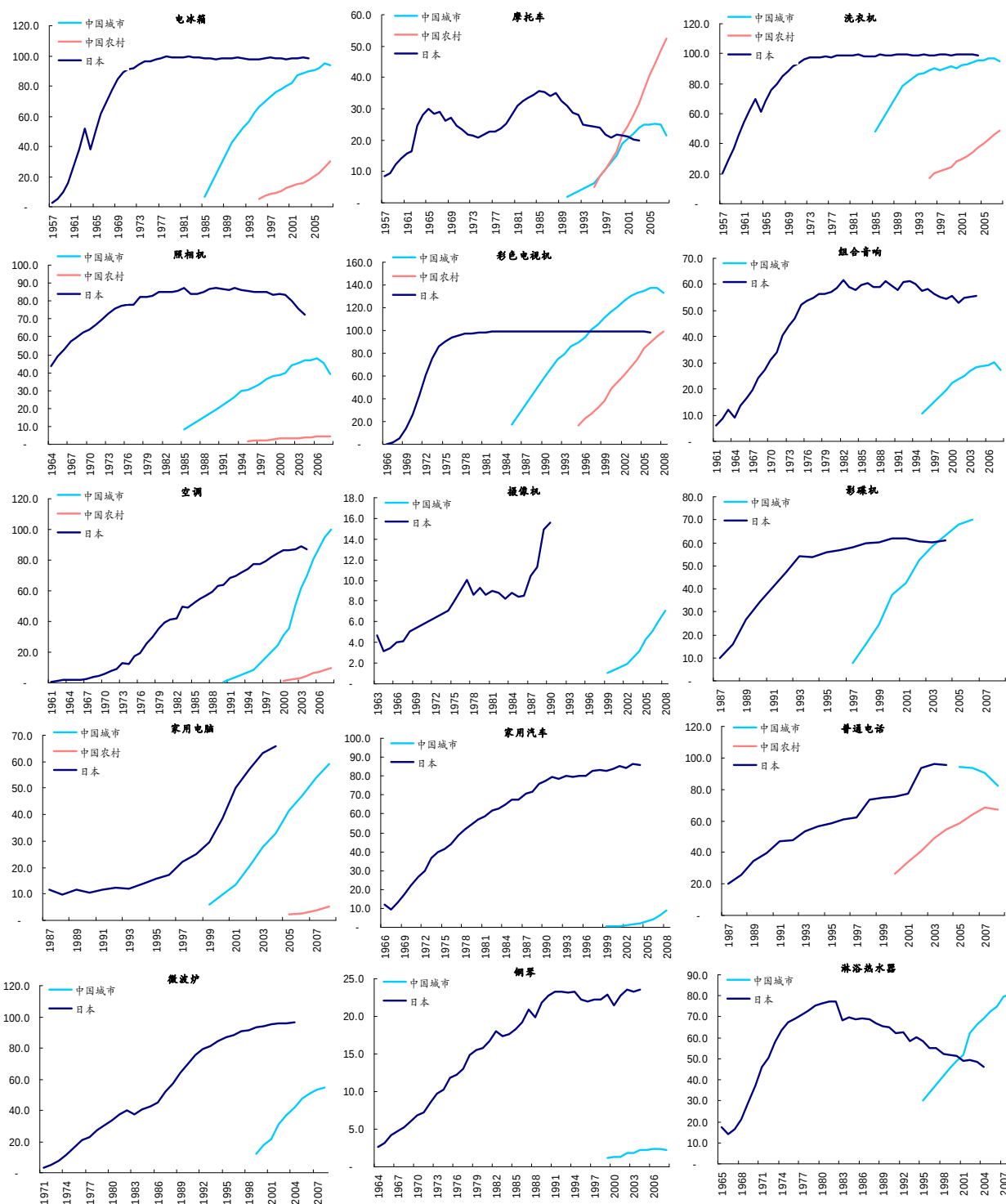
资料来源: CEIC、中金公司研究部

图表 20: 中国家庭数据众多, 收入分配不均可能导致行业增长周期较长



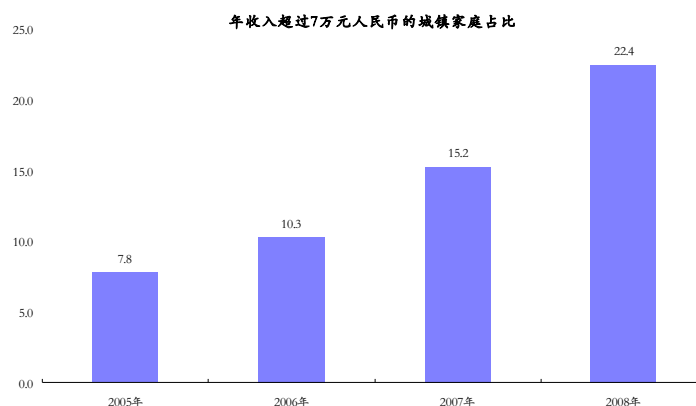
资料来源: CEIC、中金公司研究部

图表 21: 各种家庭耐用消费品的普及过程对比: 日本、中国城镇、中国农村



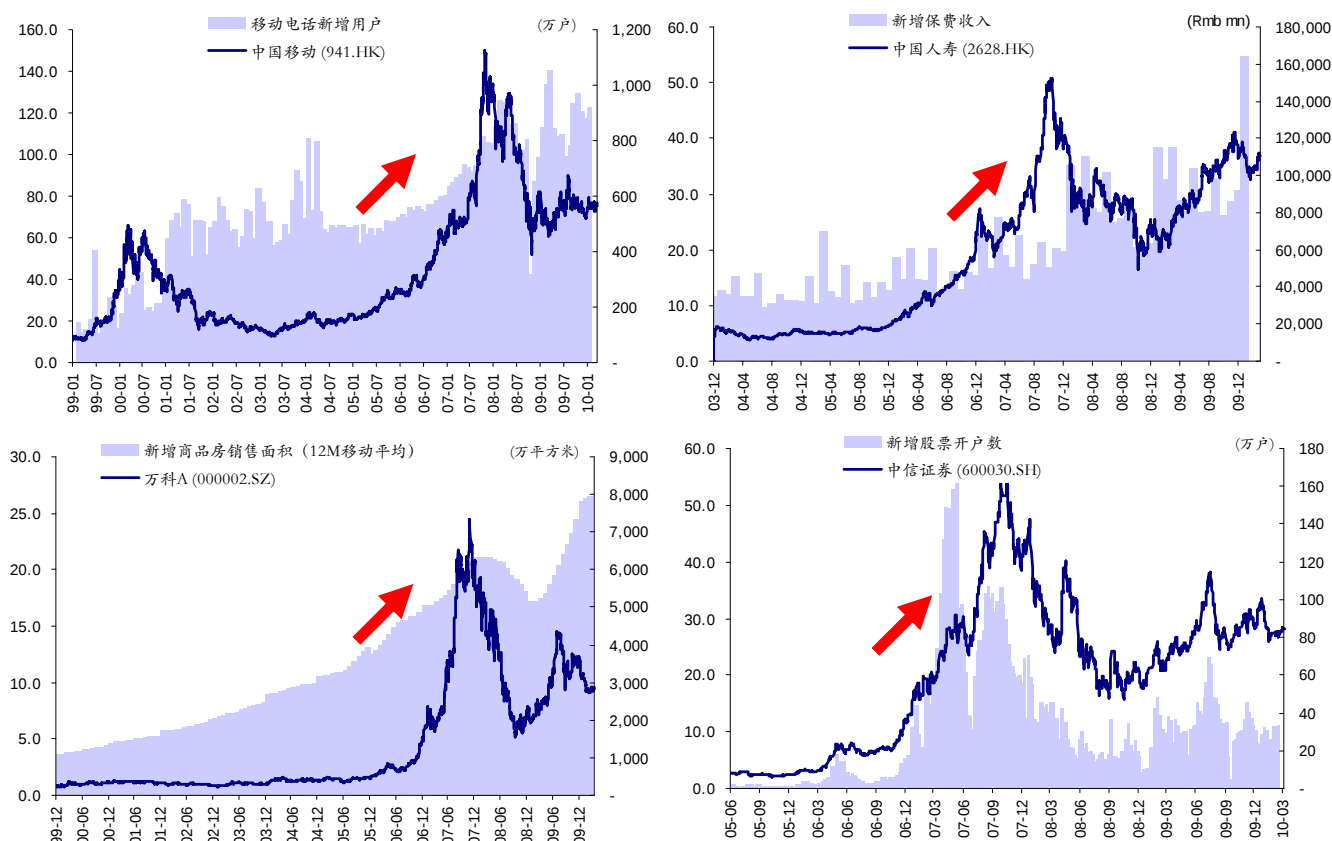
资料来源: CEIC、中金公司研究部

图表 22: 年收入超过 7 万元人民币的城镇家庭占比迅速提升



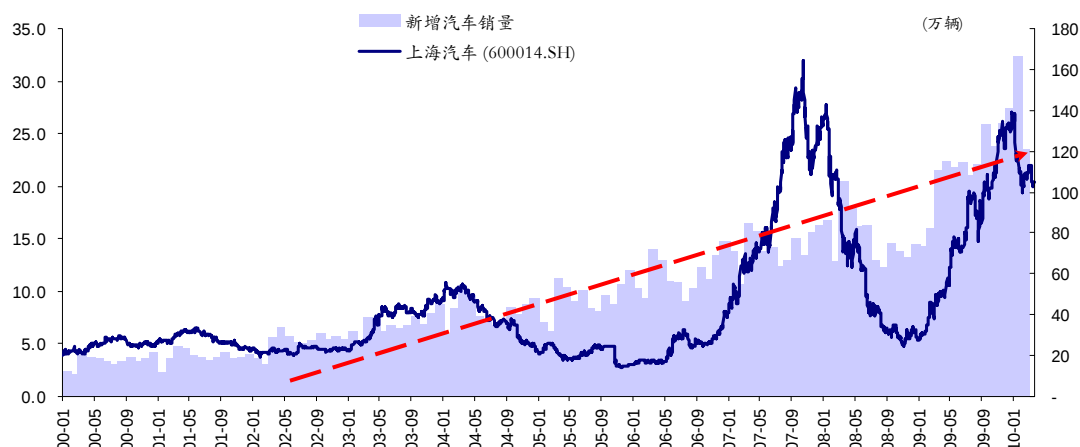
资料来源: 中金公司研究部

图表 23: 中国移动、中国人寿、中信证券、万科所在行业的成长与股价图



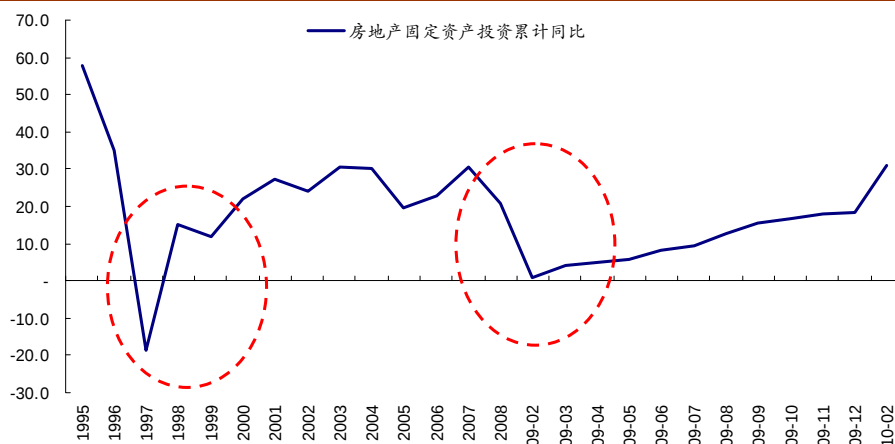
资料来源: 中金公司研究部

图表 24: 上海汽车股价表现与中国汽车销量



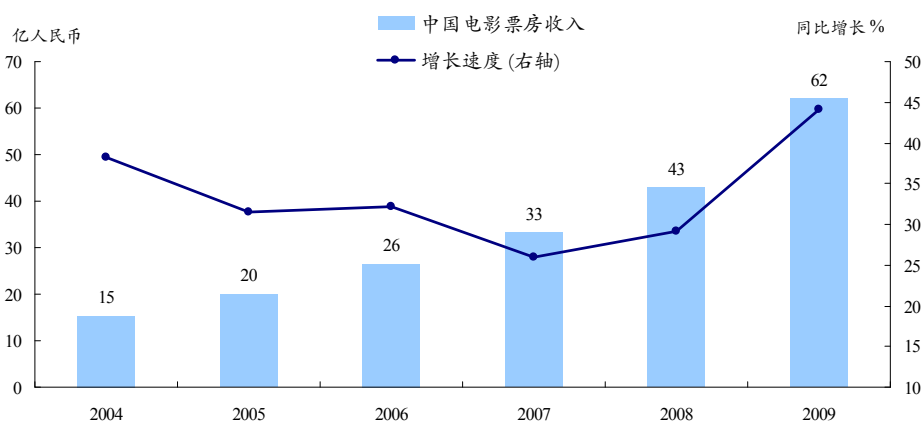
资料来源: CEIC、中金公司研究部

图表 25: 房地产投资增速只有在危机状态下才出现过大幅下滑



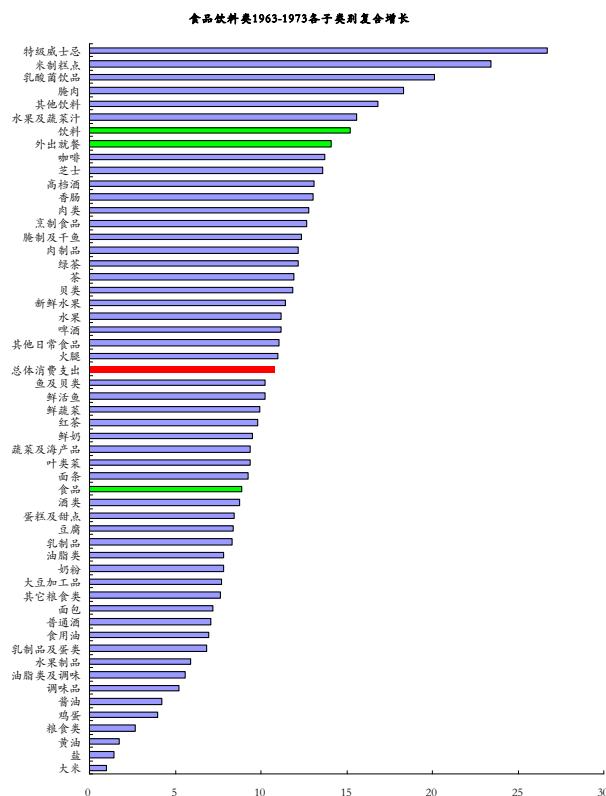
资料来源: WIND, 中金公司研究部

图表 26: 中国电影票房收入近年的趋势



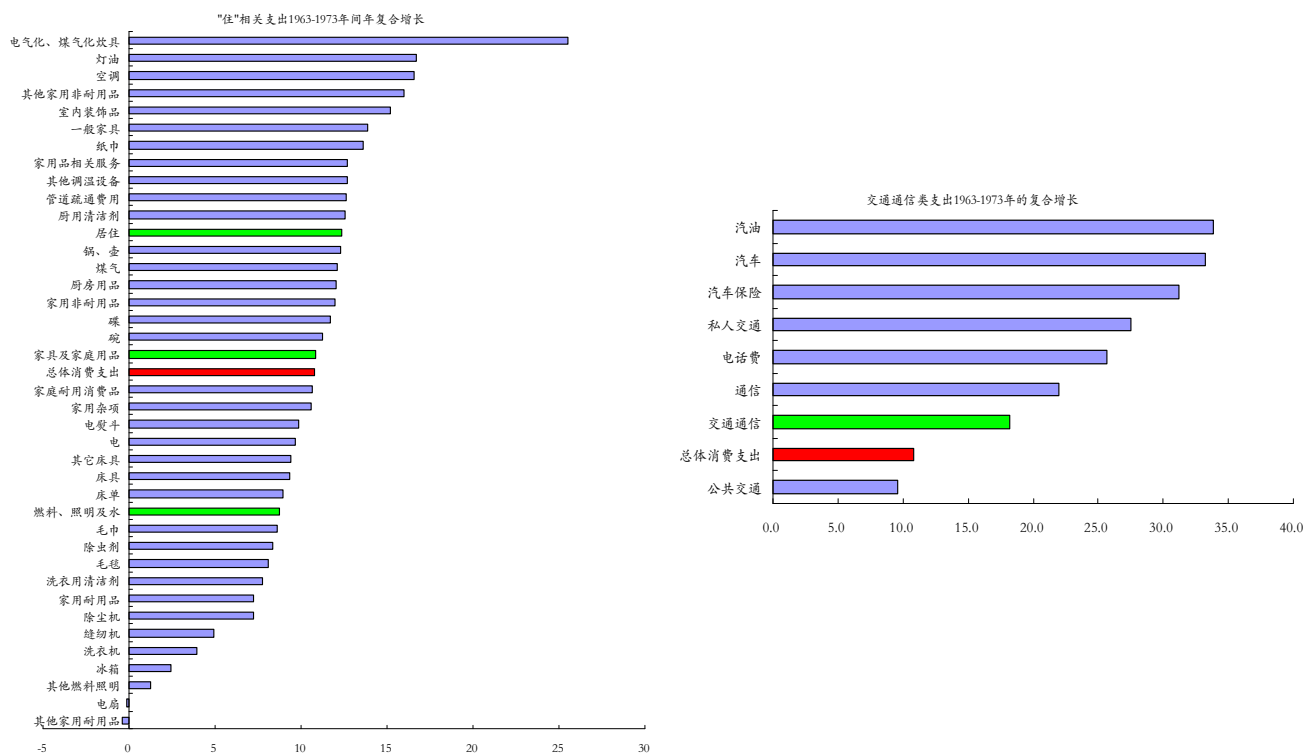
资料来源: CEIC、中金公司研究部

图表 27：日本“食品饮料”各子类消费支出在 1963-1973 年间的年复合增长



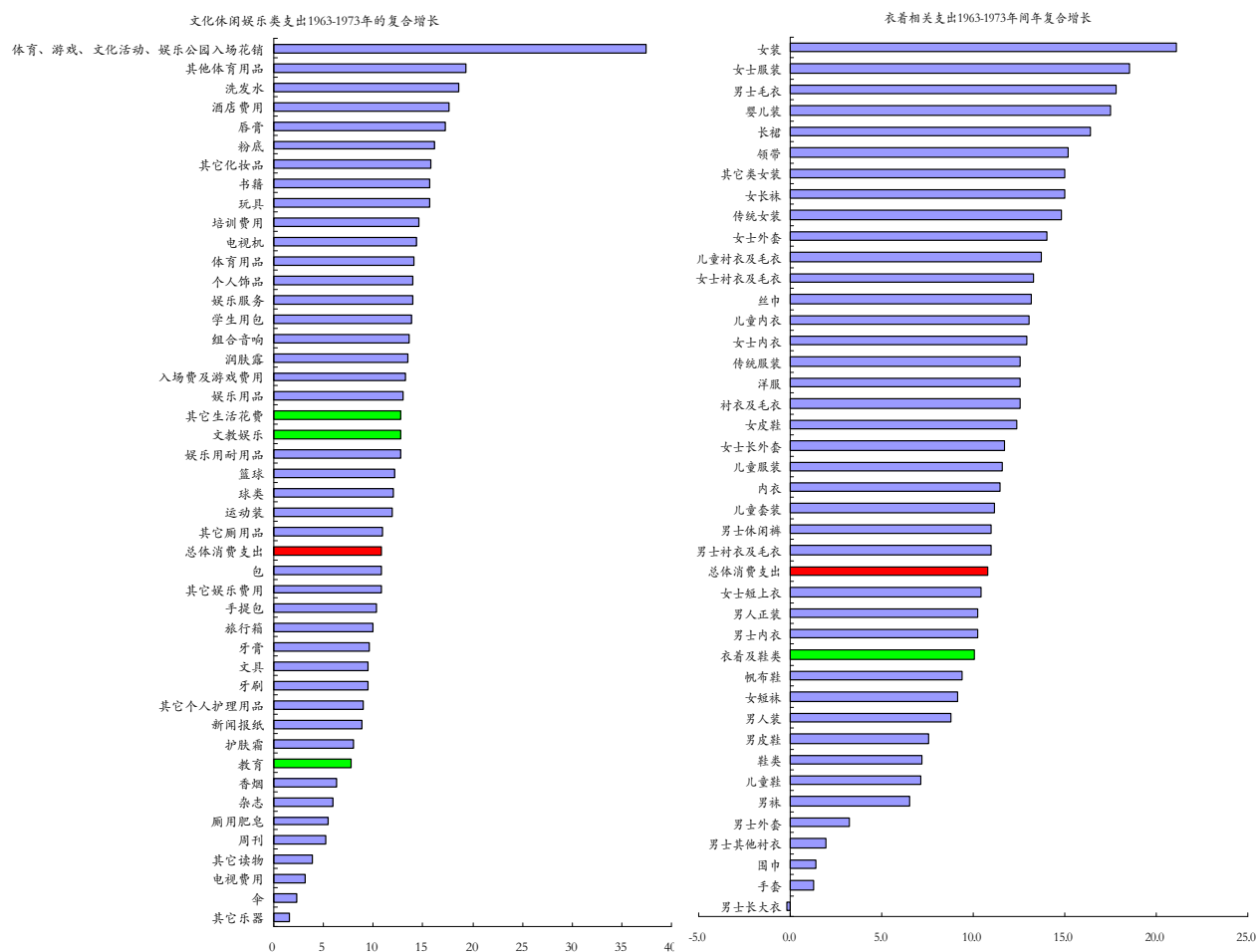
资料来源：CEIC、中金公司研究部

图表 28：日本“居住”相关（左）以及“行”相关（右）的各子类消费支出在 1963-1973 年间的年复合增长



资料来源：CEIC、中金公司研究部

图表 29: 日本“乐”相关(左)及“衣着”相关(右)各子类消费在 1963-1973 年间的年复合增长



资料来源: CEIC、中金公司研究部

消费升级是劳动力成本上升趋势下三大产业趋势之一

根据我们对日本、韩国以及台湾等地区在劳动力成本开始提升之后出现的产业趋势，特别是日本产业趋势的研究，在居民收入水平和传统制造业发展到一定阶段后，消费与服务规模的扩大与结构升级劳动力成本上升趋势下三大产业趋势之一，另外两大产业趋势包括：制造业相对规模萎缩，传统制造业行业规模进入平稳增长期，产业内进入重组与整合、行业集中度提升的阶段；高附加值装备制造及技术性产业的壮大和产品档次提升。我们在此对这两趋势进行简单讨论，并在将来对这两个主题进行更深入的后续研究。

中国农村可转移剩余劳动力为数已经不多

农村剩余劳动力转移支持中国经济快速发展。中国过去十几年的快速发展，很大程度上基于在劳动生产力相对低下下的农业部门大量剩余劳动力不断向制造业部门的转移。中国经济在这种劳动力要素投入快速增加以及技术进步因素的作用下实现了长达几十年的持续快速增长。

农村劳动力逐步从过剩走向结构性缺乏。自 2003 年以来，不断有东部省份报道“民工荒”现象出现。2010 年春节之后继续有报道称东部沿海地区继续出现“民工荒”问题，招工工资也出现明显上涨¹。自 1990 年代初就一直有对中国农村剩余劳动力的估计，估算的结果从当时的 1-2 亿的范围，逐步在降低。最近，中国社会科学院学者蔡昉等 2007 年的一项研究²显示基于 2005 年的数据测算显示中国农村可转移劳动力只有 4357 万。这些年农村劳动力年龄结构逐步老化；2005 年-2008 年中国经济的快速发展继续吸收了部分农村劳动力；中国在 2008 年年底以来的大幅刺激政策，中西部经济体快速反弹，也消化了不少当地农村劳动力，这些因素综合起来使得总体可继续转移的农村劳动力应该进一步减少。虽然具体数字难以估算，我们认为中国农村劳动力已经出现结构性缺乏。实际上，2007 年新的《劳动合同法》能够出台，反应的也是在劳动力市场上供求关系向供给方倾斜的背景下，劳动力谈判能力增强的趋势。

图表 30：对农村剩余劳动力的测算显示农村剩余劳动力已经大幅降低

作者	年份	估计方法	数据来源	剩余数量
邓一鸥	1991	劳均耕地法等	全国资料	1987年1亿左右
钟甫宁	1995	简单计算法	全国资料	1990年大于2亿
卡特等	1998	劳均耕地法	全国资料	1990年为1.39亿 ~ 1.72亿
章铮	1995	劳均耕地法	全国资料	1992年9000万
罗斯基等	1997	劳均耕地法等	全国资料	1993年大于1亿
刘建进	1997	生产函数法	农户资料	1994年1.1亿
王红玲	1998	生产函数法	农户资料	1994年1.2亿
杜鹰等	2000	劳均耕地法	分省资料	1998年1.52亿，2000年1.8亿
国家统计局	2002	生产函数法	全国资料	1999年1.7亿
王检贵、丁守海	2005	混合方法	农业部数据	2000年为3500万~4600万
章铮	2005	劳均耕地法	全国数据	2003年为7700万
蔡昉	2007	总量分解方法	全国数据	2007年4000多万

资料来源：《中国人口与劳动问题报告 No.9》，中金公司研究部

¹ <http://finance.sina.com.cn/nz/farmworker/index.shtml>

² 《中国人口与劳动问题报告 NO.9》，蔡昉，社会科学文献出版社

图表 31: 中国农村劳动力分布

可供转移的农村劳动力: 分年龄组和受教育水平的情形

年龄和教育分组	劳动力资源 (万人)	外出概率	可转移数量 (万人)
16~20岁	1,716	-	497
小学及以下	444	0.189	84
初中	1,203	0.315	378
高中及以上	69	0.505	35
21~30岁	5,008	-	1,118
小学及以下	1,539	0.142	218
初中	3,224	0.248	799
高中及以上	246	0.410	101
31~40岁	8,896	-	1,344
小学及以下	3,946	0.109	431
初中	4,669	0.178	829
高中及以上	282	0.298	84
41~50岁	7,648	-	829
小学及以下	3,986	0.078	310
初中	3,052	0.123	376
高中及以上	610	0.235	143
50岁以上	9,370	-	569
小学及以下	7,630	0.053	404
初中	1,551	0.084	130
高中及以上	188	0.182	34
合计	32,639	-	4,357

说明: 本表所说的农村劳动力是指在本地从事农业生产的劳动力。

资料来源: 根据2005年1%人口抽样调查数据计算得到。

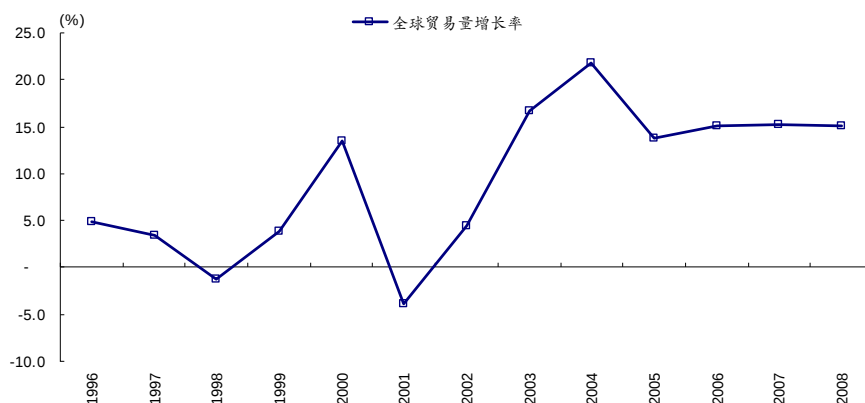
资料来源: 《中国人口与劳动问题报告 No.9》, 中金公司研究部

实际感受也显示可转移的农村劳动力为数不多。笔者老家是地处湖北东北部一个小村庄, 当地家庭传统的收入主要以务农为主, 收入水平基本上处于全国的平均水平, 该村近些年的变迁对于分析农村劳动力转移的情况有一定的代表性。在十年前也就是2000年左右, 该村庄一共有20户人家, 常住总人口约80余人。到2010年年初, 村里的常住人口只有35人左右, 总户数下降到10家, 人口结构以儿童和50岁以上的中老年人为主, 基本再无继续可以转移到外地的劳动力。人口和家庭户数的减少, 主要是人口转移(迁往县城或者省城, 或者其他城市, 要么因为自身收入增加外地购房置业, 要么因为有子女受高等教育之后外地就业而迁出)、外出务工、自然死亡等三大原因导致。

中国劳动力成本上升将全球化推进新阶段

中国劳动力成本的上升将带来深远的影响。支持全球化快速推进的基石之一——发展中国家的剩余劳动力这一因素因为中国劳动力出现结构性缺乏而将面临转变。东西方政治壁垒逐步降低背景下的东西方市场融合、互联网以及交通通信技术的革命以及发展中国家的剩余劳动力进入国际分工体系, 是过去几十年中全球化进程的三大基石。随着中国劳动力逐步出现短缺、劳动力报酬开始上升, 这三大基石中的第三个已经开始在动摇。我们相信这方面的影响将是深刻的。在本文的分析中, 我们将重点分析这种结构性变化对中国自身的影响以及在这种趋势下的结构性机会。

图表 32: 全球贸易量在中国加入 WTO 之后持续快速增长

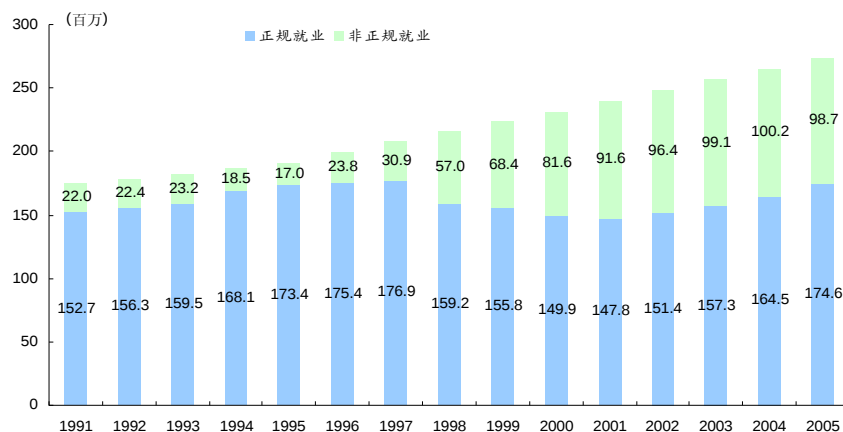


资料来源: CEIC、中金公司研究部

“民工荒”的短期影响

“民工荒”短期内对那些对民工依赖程度比较高的行业影响偏负面。我们根据中国社科院蔡昉等学者的研究³来看民工荒对各行业影响的大小。中国劳动力从过剩走向结构性缺乏，这件事情本身的影响将在中长期内体现，我们将在下面的章节中具体讨论。根据蔡昉等的研究和调查，随着农民工逐年前往城镇就业，在城镇就业中，非正规的就业（即以民工为主的，无固定劳动合同，或者有就业合同但无完善的各类保障的就业）占比逐年上升。按照他们的测算，2005 年城镇就业人数的 2.73 亿人口中，有 9870 万属于这种劳动关系比较松散的“非正规就业”，占比已经到达约 36%。如果我们假设在劳动力供求关系紧张之后，这些原本谈判能力不强的“非正规就业”人均成本上升 20%，而其他条件保持不变，中国城镇就业人工总成本可能上升 7% 左右。

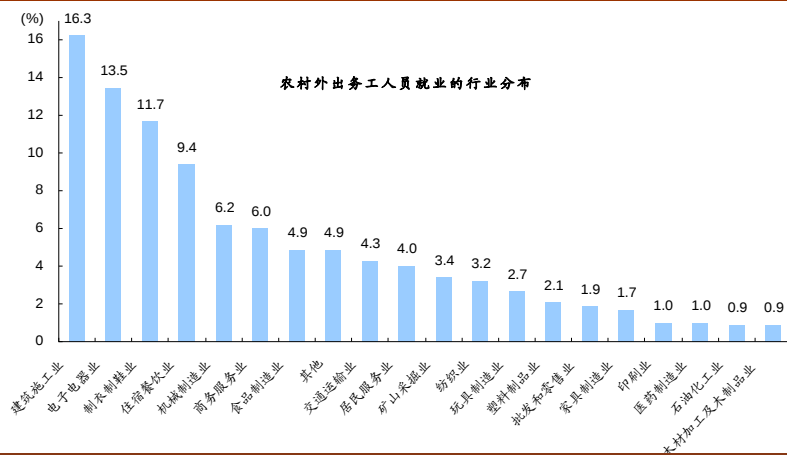
图表 33：城镇就业结构中“非正规”就业比例比较大



资料来源：蔡昉等《刘易斯转折点及其政策挑战》第 197 页、中金公司研究部

行业方面，建筑施工业、电子电器行业、制衣制鞋业住宿餐饮等吸引农村外出务工人员比较大的行业受冲击相对较大。由于农村外出务工人员往往是“非正规就业”人员的主体，那些农村外出务工人员比较集中的行业受“民工荒”的影响相对比较大。根据中国社会科学院基于对全国各地的 5000 多名农村外出务工人员及 2600 多家企业所做的调查⁴，农村外出务工人员比较集中的行业及所占的比重分别为：建筑业 16.3%，电子电器 13.5%，制衣制鞋 11.7%，住宿餐饮 9.4%，在以上四个行业就业的农村外出务工人员占比达 50.9%。另外农村务工人员占比比较高的行业还有：机械制造 6.2%，商务服务业 6%，食品制造业 4.9%。

图表 34：农村外出务工人员占比较大的行业受“民工荒”影响较大



资料来源：蔡昉等《刘易斯转折点及其政策挑战》第 5 页、中金公司研究部

³ 《刘易斯拐点及其政策挑战》，社会科学文献出版社

⁴ 蔡昉等《刘易斯转折点及其政策挑战》上篇专题报告一“农村外出务工人员 2006 年就业情况和企业 2007 年春季用工需求调查分析”。

劳动力成本提升促成三大中长期产业趋势

劳动力结构性短缺导致劳动力成本上升, 必将对依赖发展中国家廉价劳动力的全球化方式造成冲击, 在中国内部必将加剧中国转变增长方式的迫切性, 推动中国的产业结构升级。而实际上, 劳动力成本上升是一把“双刃剑”。一方面, 劳动力成本上升对依赖低成本劳动力的传统制造业造成压制, 同时劳动力报酬上升对消费和服务的需求增加, 将为消费和服务总需求的扩大和结构的升级带来动力。

在这一点上, 中国与出口导向型发展模式的亚洲其它几个地区所经历的发展路径有类似之处, 典型的如日本、韩国和台湾等。在传统二元社会的发展模式下, 农业社会的劳动生产率相对低下而劳动力富余, 这些剩余劳动力逐步转向相对先进的工业和制造业部门(出口部门), 支持这些部门和整个经济体的快速发展。当传统农业部门的剩余劳动力转移完毕, “刘易斯拐点”出现, 劳动力成本将出现上升。

值得注意的是, 虽然目前中国劳动力成本在上升之中, 但从绝对水平上看, 中国制造业工人工资在全球依然具有较强竞争力, 相对主要贸易伙伴以及亚洲周边主要国家, 劳动力成本的优势依然明显。再加上目前中国劳动力人口基数庞大, 除印度外几乎找不到可以相匹配的国家, 因此其它国家对中国制造业转移承接的能力也将有限。中国工人的工资上涨, 对制造业往海外转移的趋势进展将比较缓慢。

图表 35: 制造业小时工资的国际比较

制造业工人小时薪酬 (单位: 美元)						
国家或地区	2003	2004	2005	2006	2007	06/03
中国(调整后)	0.69	0.74	0.75	0.88	1.62*	1.28
主要贸易伙伴						
美国	22.48	28.94	29.74	29.98	30.56	1.33
日本	20.32	25.59	25.56	24.32	23.95	1.20
澳大利亚	19.79	27.45	29.44	30.48	34.75	1.54
英国	21.29	30.05	31.27	32.50	36.66	1.53
加拿大	19.60	24.20	26.73	29.27	31.91	1.49
欧元区	24.55	34.50	34.93	36.53	40.71	1.49
周边国家和地区						
韩国	9.69	12.04	14.30	16.59	18.36	1.71
新加坡	7.23	13.15	13.22	13.77	15.43	1.90
菲律宾	0.79	0.97	1.06	1.21	1.37	1.53
斯里兰卡	0.51	0.52	0.54	-	-	-
中国香港	5.54	5.51	5.65	5.78	-	1.04
中国台湾	5.69	5.98	6.42	6.43	-	1.13
主要发展中国家						
巴西	2.74	3.81	5.01	5.99	7.13	2.19
墨西哥	2.44	3.34	3.57	3.72	3.91	1.52

资料来源: 美国劳工部劳动统计局

*中国2007年数据是根据制造业人均年工资进行估算的

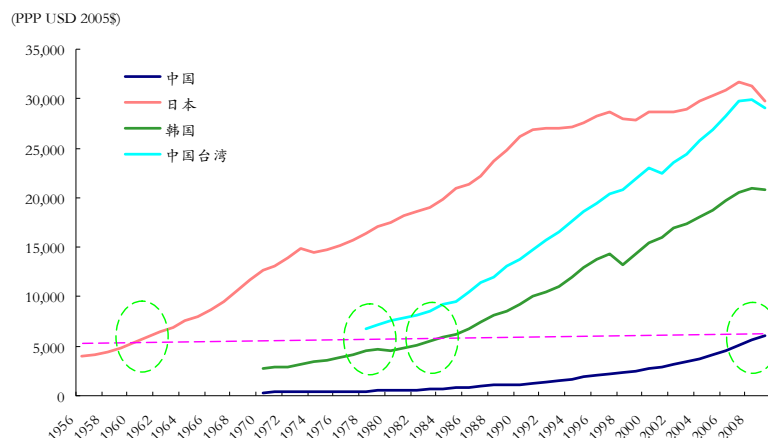
资料来源: www.bls.gov、中金公司研究部

产业结构及经济状况的类似性

目前中国的产业结构与 1960 年代的日本、1970 年代末期的台湾、1980 年代初的韩国具有类似性。

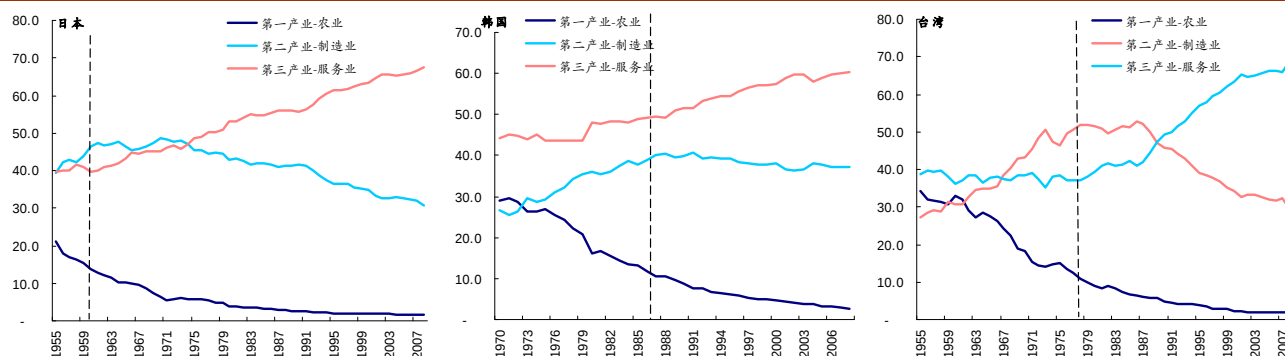
中国目前以购买力平价计算的人均 GDP 水平, 与 1962 年的日本、1978 年的台湾以及 1984 年的韩国具有可比性, 均在 6500 美元的水平。而从第一产业(农林牧渔)、第二产业(采掘与制造业)、第三产业(服务业)在经济中的占比来看, 中国目前的产业结构也基本上与这三个地区当时的水平类似, 基本的结构是, 第一产业占比 10%左右, 第二产业占比约 50%, 而第三产业占比约 40%。

图表 36：以购买力平价计算的各地区人均 GDP 水平



资料来源：Global Insight、中金公司研究部

图表 37：中国各产业结构占比与日本（左）、韩国（中）、台湾（右）当年的情况类似



资料来源：Global Insight、中金公司研究部

我们注意到，在这些年份之后三个地区产业结构都出现了同样的趋势，那就是第一产业和第二产业占比的逐步下降，而第三产业的逐步提升，到目前为止，第一产业占比都会降低到 5% 以下，而第三产业占比提升到 60% 以上，第二产业占比在 30-40%。

根据我们对日本、韩国以及台湾等地区在劳动力成本开始提升之后出现的产业趋势，特别是日本产业趋势的研究，我们认为在居民收入水平和传统制造业发展到一定水平之后，劳动力成本提升将给中国带来三大中长期趋势：

- 1) 制造业进入规模平稳提升和产业内重组整合促进行业集中度提高的阶段，在经济中占比逐步萎缩，传统制造业行业内重组与整合趋势更为明显。
- 2) 高附加值装备制造及技术密集性产业规模迅速壮大与产品档次提升；
- 3) 消费和服务总量的扩大与结构的升级。

对于第三点，我们不再详细分析，而简要分析第一、二点。

图表 38: 劳动力成本上升背景下的产业变化趋势



资料来源: 中金公司研究部

制造业相对萎缩, 传统制造业行业内重组与整合趋势促进行业集中度提升

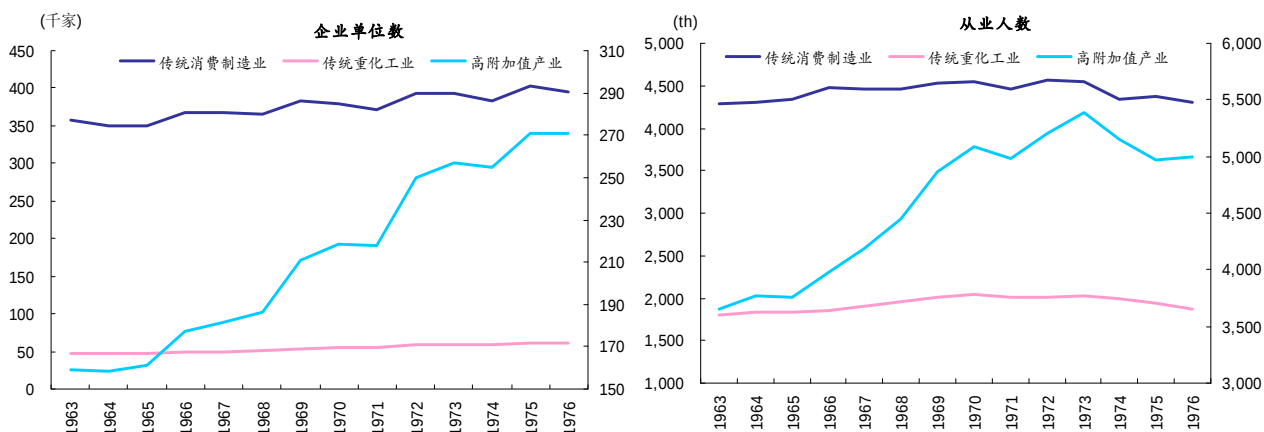
如第二章开篇所描述的情景, 中国当前面临与日本在 1960 年代初类似的问题, 那就是农村劳动力向城市的转移正在接近尾声, 全社会整体的劳动力成本在趋于上升。在这之后, 我们发现从 1960 年代开始, 日本制造业占 GDP 的比例进入稳定阶段, 从 1970 年开始迅速下降。制造业占 GDP 的比例从 1960 年年初接近 50% 下降到 1980 年代的 40% 左右。

除了制造业整体规模占比萎缩外, 随着劳动力成本以及其它相关成本的提升, 制造业内规模扩大空间不大、附加值相对较低的产业随着成本上升带来的压力将进入产业内的重组与整合、行业集中度提升的阶段。这一趋势在日本当年也反映得非常明显。我们注意到进入 1960 年代以后, “厚重长大”型的重化工业以及满足普通消费需求的传统消费品制造业, 虽然行业销售和产值绝对规模在扩大, 但行业内的企业数据增加得非常缓慢, 表现为产业内收购兼并与重组的力量使得行业集中度提高、单个企业的平均规模提升 (图表 39、40)。

对于这一阶段内这种行业趋势, 《日本通常产业政策史》第十卷里对 1960 年代日本有如下的描述: “产业重新改组的目的虽然是为了适应上述内外各种条件变化, 但在这一过程中, 则需要按企业种类促进企业的大规模化和集中化……, 这一倾向在 1955-1965 年期间已越来越明显……”。1960 年代日本企业兼并重组活动也进入高峰时期 (图表 41), 并购案例急剧膨胀, 反映的就是这种趋势。

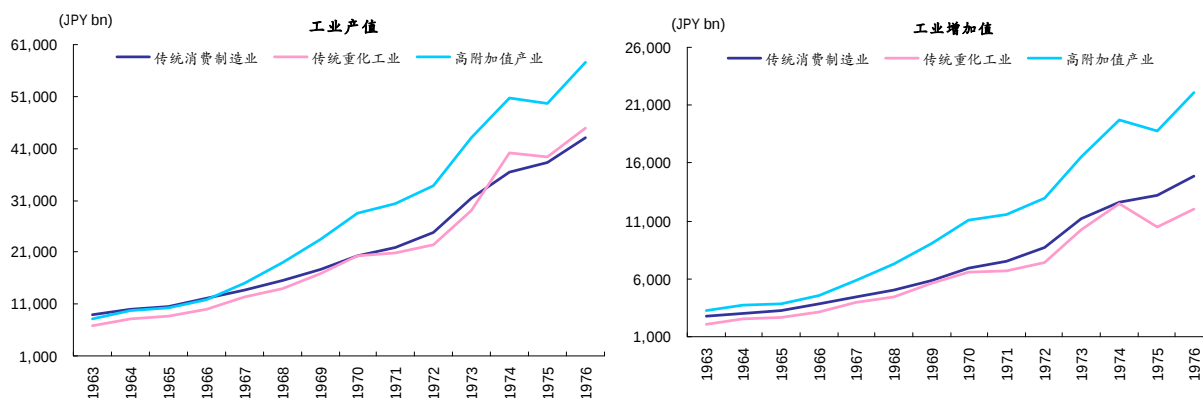
我们系统梳理了中国各产业的行业集中度历史趋势 (不仅包括制造业, 也包括众多服务业), 如图表 42 所示。我们认为传统制造业领域, 包括钢铁、煤炭、建材、食品饮料、纺织服装等将是未来中国兼并与重组案例密集发生的行业, 已经处于行业龙头地位、资产负债表与现金流状况相对较好的企业将有望受益于这种趋势。

图表 39: 日本 1960-70 年代传统产业与高附加值产业的趋势: 企业数目与从业人数



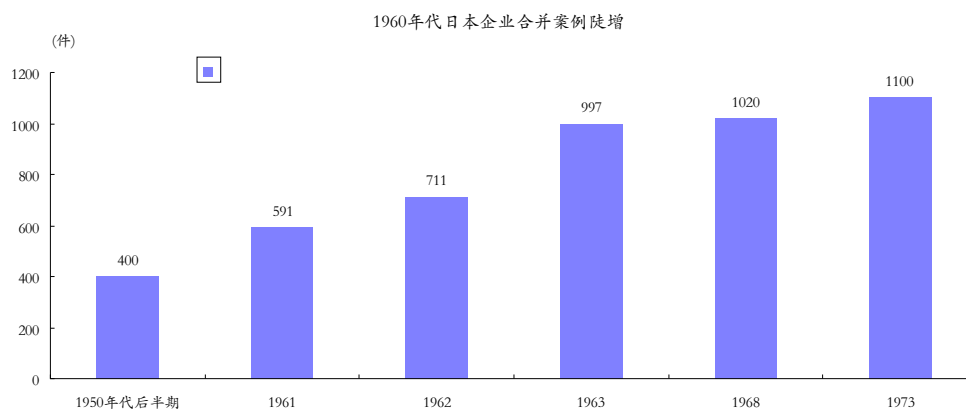
资料来源: 日本统计局网站、中金公司研究部

图表 40: 日本 1960-70 年代传统产业与高附加值产业的趋势: 工业产值与工业增加值



资料来源: 日本统计局网站、中金公司研究部

图表 41: 日本 1960 年代企业合并案例数量变化趋势



资料来源: 《日本通商产业政策史》中文版第十卷第 81 页、中金公司研究部

图表 42: 中国各行业行业集中度变化趋势及未来竞争格局简述

行业集中度变化

用↑表示行业集中度上升(↑↑表示幅度大的上升), ↓表示集中度下降, -表示集中度变化不大。

行业	行业集中度		投资机会
	历史变化	未来趋势	
石油天然气	-	-	保持高集中度, 中海油在原油上游的市场份额提升蕴含投资机会。
煤炭	↑	↑↑	行业重组整合将持续推进, 投资机会在于重组、注资等一系列题材。
电力	↑↑	↑	竞争格局变化不大, 投资关注电价改革、五大集团资产整合收购以及地方电企兼并重组。
钢铁	↓	↑↑	国家政策扶持行业整合, 集中度提高利好龙头企业。
有色金属	↑	↑	集中度将继续提高, 投资机会在于具备区域整合能力、海外资源获取能力强的企业。
建筑	↑↑	-/↑(房建)	集中度继续提升, 中国建筑在房建领域市场份额提升空间较大。
工程机械	↑↑	↑	行业整体增幅放缓、竞争趋烈, 关注将发展成为全产品系列制造商的三一重工及中联重科等。
重型机械	-	↑	七大重在细分市场各占龙头, 行业格局难有实质变化。
航空	↑	-	行业趋势应该是三大航收购兼并小型航空公司, 投资机会需把握行业基本面的周期。
机场	↓	↓	集中度因中小型机场发展而降低, 区位优势决定的龙头企业地位不可撼动。
港口	↓	↓	行业规模扩大、集中度下降, 行业不会迎来整体行情。
公路	-	↓	区域发展状况决定行业竞争格局, 集中度变化的影响不大。
房地产	-	↑↑	竞争压力将驱使行业的低集中度出现提升, 投资机会在于国企重组、资产注入以及品牌公司。
银行	↓	↓	竞争格局取决于利率市场化进程, 关注拥有负债优势的大银行和风险定价能力的专业化小银行。
证券	-	↓	创新业务将成为主要驱动因素, 重点关注拥有较多资本、较强创新能力和较好风险控制能力的证券公司。
保险	↓	↓	集中度下降, 竞争格局难发生实质性变化, 竞争将更趋激烈。
零售	↑↑	↑	集中度快速上升, 未来会进一步提升。百货/超市行业集中度相对较低, 有望出现较明显的投资机会。
纺织服装	↑↑	↑↑	低集中度将提升, 企业趋向产业集群化、产业链一体化。
家电	↑↑	↑	未来竞争格局持续向好, 各细分行业程度不一。
食品	↓	↓	整体市场规模扩大促使集中度降低, 总体竞争激烈。比较清晰的投资机会在于享受垄断地位的企业。
医药	↑	↑	集中度提升, 投资机会关注商业领域的国有大型企业、工业领域的研发创新企业。
汽车	↑	↑	商用车关注中重卡龙头; 乘用车行业竞争激烈, 投资机会在于竞争力持续提升的自主品牌企业。
电信	-	-	稳固的高集中度, 竞争格局不会发生实质性变化。
传媒	-/↑(新媒体)	↑	看好传统媒体集中度的提升和盈利能力的潜在改善, 投资机会为跨地域和跨媒体带来的盈利和估值的提升。

当前各行业集中度分布 (top5)

<5%	(5%, 15%)	(15%, 30%)	(30%, 40%)	(40%, 50%)	(50%, 60%)	(60%, 80%)	>80%
房地产 纺织服装	食品 医药 零售-百货 零售-超市	建筑 重型机械 煤炭 钢铁 传媒-图书出版	机场 公路 证券 传媒-有线网络	电力 工程机械 港口	有色金属 银行	保险 零售-家电零售 家电 汽车	石油天然气 航空 电信

资料来源:《日本通商产业政策史》中文版第十卷第81页, 中金公司研究部

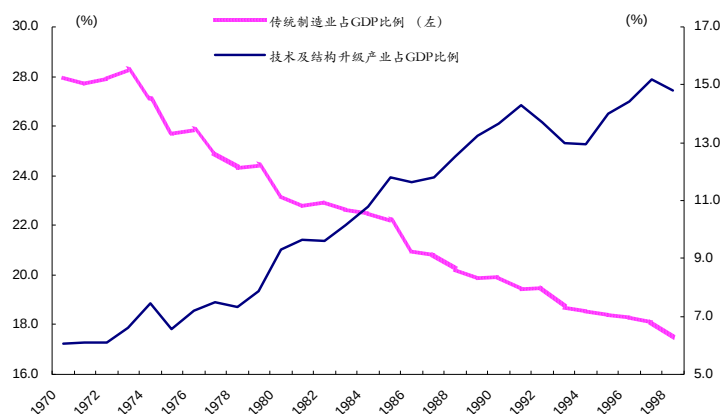
制造业内高附加值装备制造及技术性产业进入快速发展期, 行业占比快速提升

虽然劳动力成本的提升使得制造业在经济中占比相对下降, 但高附加值的装备及消费品制造业占比却依然上升, 表现为整个制造业结构向更高的方向升级的趋势。就日本的案例来说, 1970-1980年间, 虽然传统的制造业(重化工业以及传统消费品制造业)占比大幅萎缩, 但交通运输设备、机械设备、精密仪器制造等高附加值制造业产值在GDP中占比从5%左右提高到15%左右。

实际上, 受益于劳动力成本优势的持续以及出口制造业多年的技术累积, 中国装备制造业将是未来出口结构升级趋势下的表现最突出的板块。相比技术领先的发达国家, 中国具备劳动力成本优势, 而相比更广大的发展中国家, 中国具备一定的技术优势, 这使得中国未来几年内在同时需要劳动力成本优势和技术积累的装备制造业具备一定的竞争优势。具体来看, 这些行业包括机械、电气设备、通讯设备、汽车整车及零部件制造等。

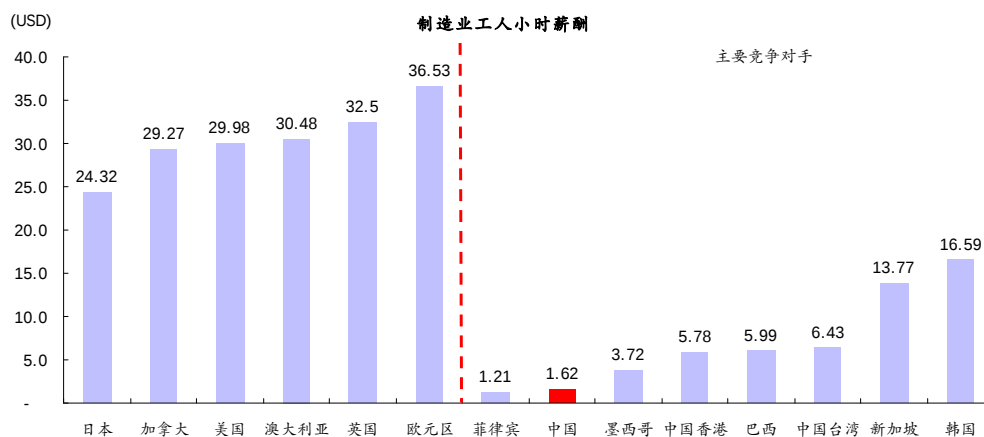
随着劳动力成本的提升, 中国制造业占比将萎缩, 但结构上将向相对高附加值的产业逐步转变, 交通运输设备、机械以及通信设备及消费电子制造等附加值相对较高的产业占比将有望提升。我们将在单独的报告中分析这一趋势下的投资机会。

图表 43: 制造业将随着劳动力成本上升占比减小, 而附加值相对较高的产业占比提升



资料来源: CEIC、中金公司研究部

图表 44: 制造业小时工资的国际比较



资料来源: www.bls.gov、中金公司研究部 (中国制造业小时工资为根据制造业平均工资估算)

北京

中国国际金融有限公司
北京市建国门外大街1号
国贸写字楼2座28层
邮编: 100004
电话: (8610) 6505-1166
传真: (8610) 6505-1156

上海

中国国际金融有限公司上海分公司
上海市陆家嘴环路1233号
汇亚大厦32层
邮编: 200120
电话: (8621) 5879-6226
传真: (8621) 5888-8976

香港

中国国际金融香港证券有限公司
香港中环港景街1号
国际金融中心第一期29楼
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

香港

中国国际金融香港资产管理有限公司
香港中环港景街1号
国际金融中心第一期29楼
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

新加坡

中国国际金融（新加坡）有限公司
新加坡百得利路6号39层4号
邮编: 049909
电话: (65) 6572-1999
传真: (65) 6327-1278

北京建国门外大街证券营业部

北京市建国门外大街甲6号
SK大厦1层
邮编: 100022
电话: (8610) 8567-9238
传真: (8610) 8567-9235

上海淮海中路证券营业部

上海市淮海中路398号
世纪巴士大厦裙楼1-B、2-B
邮编: 200020
电话: (8621) 6386-1195
传真: (8621) 6386-1180

深圳福华一路证券营业部

深圳市福田区福华一路6号
免税商务大厦裙楼107、201
邮编: 518048
电话: (86755) 8832-2388
传真: (86755) 8254-8243

杭州教工路证券营业部

杭州市教工路18号世贸丽晶城
欧美中心1层
邮编: 310012
电话: (86571) 8849-8000
传真: (86571) 8735-7743

南京中山北路证券营业部

南京市中山北路1号
绿地广场2层
邮编: 210008
电话: (8625) 8316-8988
传真: (8625) 8316-8397

广州天河路证券营业部

广州市天河区天河路208号
粤海天河城大厦40层
邮编: 510620
电话: (8620) 8396-3968
传真: (8620) 8516-8198



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。我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。本报告亦可由(1)中国国际金融香港证券有限公司于香港提供，及(2)中国国际金融（新加坡）有限公司提供于符合Financial Advisers Regulations and the Securities and Futures Act and Regulations定义下的accredited investors and/or institutional investors。发布本报告于此类投资者，有关财务顾问将不需要根据新加坡之Financial Advisers Act第36条就任何利益及/或其代表就任何证券利益进行披露。有关本报告之任何查询，新加坡的收件人可向中金新加坡公司提出。本报告的版权仅为我公司所有，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。