

看好消费买什么？调出必选换可选

民生精品---策略专题研究报告

2010 年 10 月 18 日

报告摘要:

● 短期视角：四季度是传统消费旺季

四季度是传统的消费旺季，同时也是股票市场消费行业表现最好的时间段。过去五年，有四年季度涨幅第一的是消费品行业，五年每年涨幅前三的 15 个行业中有 7 个是消费行业。

● 中期视角：消费高峰与人口生育高峰如影随行

我国经历的两次消费高峰分别源于建国以来的第一、第二次婴儿潮进入成家立业时期。第二、第三次婴儿潮的结构性周期决定了我国未来五年 20-29 岁的年轻人和 40-49 岁的中年人将达到高点，形成新一轮消费高峰的“主力军”。

● 长期视角：消费高峰与人口城镇化相伴而生

城镇化率的提高，有利于提高居民的收入水平，带来消费的增加效应和示范效应，从而带动农村需求市场的大幅扩张。当城镇化率达到 30%-60% 之间，城镇化进入加速阶段，房地产、汽车、家电等耐用消费品进入消费的增长繁荣期。

● 无论从八大类消费类行业的横向对比还是从各行业的历史比较来看，可选消费品均具有强烈的估值优势，建议超配航空运输、交运设备、房地产、家用电器

民生证券研究所

张 琢 策略分析师
 执业证号：S0130108043631
 电话：(8610)8512 7665
 邮箱：zhangzhuo@mszq.com

赵丽娜 助理研究员
 电话：(8610)8512 7665
 邮箱：zhaolina@mszq.com

孙洪湛 助理研究员
 电话：(8610)8512 7661
 邮箱：sunhongzhan@mszq.com

地址：北京市东城区建国门内大街 28 号
 民生金融中心 A 座 16 层 100005

沪深 300 收盘价走势



A 股市场数据

总市值 (万亿)	27.34
流通市值 (万亿)	14.87
市盈率 (TTM)	18.39
市净率 (MRQ)	2.79
本周日均换手率 (%)	4.35

目 录

一、短期视角：四季度是传统消费旺季.....	3
二、中期视角：消费高峰与人口生育高峰如影随行.....	4
三、长期视角：消费高峰与人口城镇化相伴而生.....	7
四、消费繁荣期带来消费行业投资机遇.....	10
五、可选消费品具有强烈的低估值优势，超配航空运输、交运设备、房地产和家用电器.....	15
插图目录	18
表格目录	18

四季度是传统的消费旺季，二级市场各子行业也往往有不错的表现。第二、第三次婴儿潮的结构性周期决定了我国未来五年 20-29 岁的年轻人和 40-49 岁的中年人将达到高点，形成新一轮消费高峰的“主力军”。随着政策的不断推出，我国城镇化进程加速，刺激房地产、汽车、家电等耐用消费品的需求市场不断扩张。这种人口的周期性和区域性特征决定了我国消费繁荣期的到来。目前必选消费品种经过前期的大幅上涨后已经处于高位，可选消费具备强烈的估值优势，我们看好四季度航空板块、房地产、交运设备和家用电器的投资机会。

一、短期视角：四季度是传统消费旺季

四季度是消费类行业股票市场表现最好的时段。过去五年中有四年消费行业季度涨幅排名第一，每年四季度涨幅前三的行业中必定有消费行业，五年每年涨幅前三的 15 个行业中有 7 个是消费行业。2005 年、2007 年、2008 年、2009 年涨幅第一名的行业都是消费类，分别是餐饮旅游、食品饮料和医药生物和家用电器。

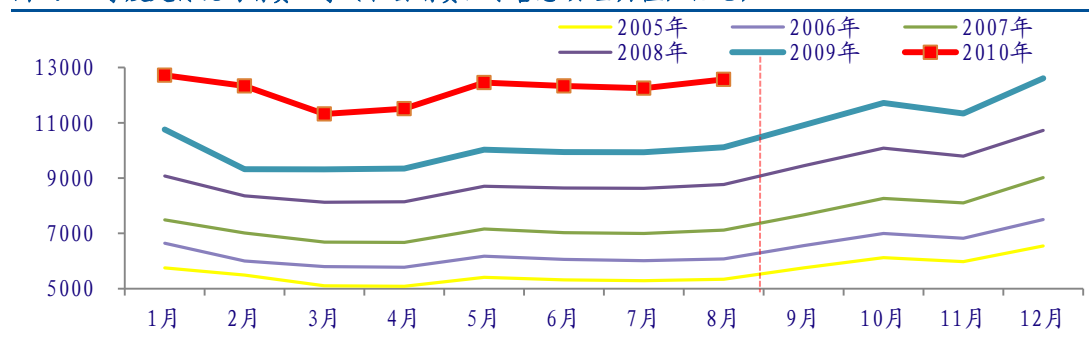
表 1：各行业第四季度消费行业表现

排名	05 年四季度	06 年四季度	07 年四季度	08 年四季度	09 年四季度
1	餐饮旅游 9.3%	金融服务 77.6%	食品饮料 13.7%	医药生物 9.7%	家用电器 41.3%
2	金融服务 7.8%	黑色金属 61.4%	信息服务 9.0%	建筑建材 1.9%	电子元器件 37.0%
3	采掘 5.6%	房地产 44.9%	农林牧渔 7.9%	机械设备 -3.0%	交运设备 34.6%
4	房地产 5.3%	食品饮料 41.4%	信息设备 7.1%	信息设备 -3.7%	餐饮旅游 32.1%
5	信息服务 4.0%	信息服务 34.8%	医药生物 5.6%	家用电器 -5.2%	农林牧渔 31.8%
6	有色金属 2.5%	建筑建材 27.8%	化工 3.6%	农林牧渔 -5.3%	黑色金属 31.7%
7	化工 2.3%	餐饮旅游 25.8%	机械设备 2.0%	信息服务 -5.7%	商业贸易 30.9%
8	电子元器件 0.6%	交通运输 24.5%	家用电器 0.3%	房地产 -5.8%	信息设备 29.9%
9	机械设备 -1.0%	采掘 24.2%	商业贸易 -0.1%	公用事业 -6.2%	轻工制造 29.7%
10	食品饮料 -1.2%	公用事业 24.1%	交通运输 -1.7%	商业贸易 -10.3%	纺织服装 29.2%
11	农林牧渔 -1.3%	家用电器 22.8%	建筑建材 -1.8%	交运设备 -11.6%	化工 28.1%
12	家用电器 -1.5%	有色金属 22.5%	公用事业 -2.1%	电子元器件 -13.8%	采掘 27.2%

资料来源：WIND，民生证券研究所

同时，从基本面来看，消费类行业具有明显的季节性特点。每年的二、三季度是消费淡季，四季度进入到消费的传统旺季，国庆、中秋、圣诞、元旦四个节日，使得消费在四季度里有望迎来两个小高峰，消费环比增速明显提升。

图 1：四季度是传统的消费旺季（社会消费品零售总额-当月值，亿元）



资料来源：wind，民生证券研究所

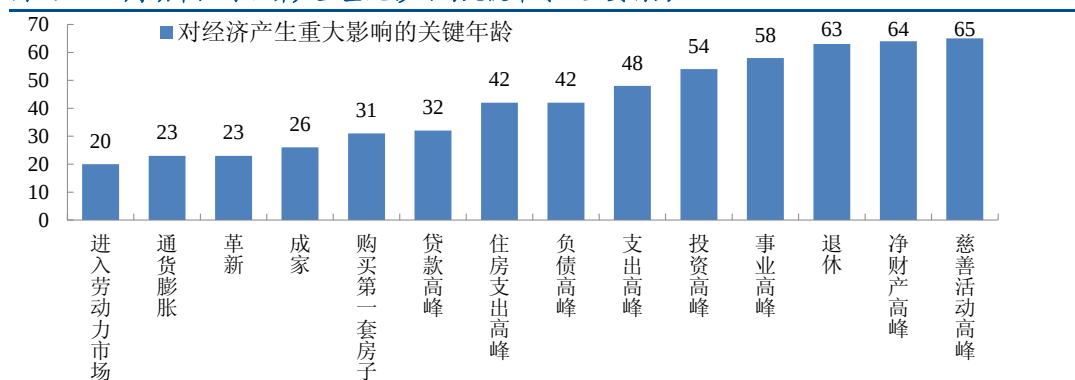
请务必阅读最后一页免责声明

二、中期视角：消费高峰与人口生育高峰如影随行

1、人口周期的行为特点

人口周期具有相应的行为特点。传统的生命周期理论认为，每个家庭都是根据一生的全部预期收入来安排自己的支出，每个家庭在每一时点上的消费和储蓄决策都反映了该家庭希望在其生命周期各个阶段达到消费的理想分布，以实现一生消费效应的最大化。劳动力一般在 20-25 岁进入市场，26 岁结婚带动公寓租赁和低端耐用品的销售，在 30 岁之前生育子女，31 岁时购买第一套房子，当需要装修房屋时，债务的上升速度是最快的。42 岁负债最高，那时我们刚刚买入和装修了一生中最大的住房。46 岁到 50 岁进入消费高峰，每年投资的金额在 54 岁左右是最高的，累计净财产在 64 岁左右达到最高点，职业或者事业的高峰在 58 岁左右。目前平均的退休年龄是 63 岁。

图 2：人口周期中，对经济产生重大影响的关键年龄及主要行为



资料来源：《下一个大泡泡》，民生证券研究所

2、消费高峰与人口生育高峰如影随形

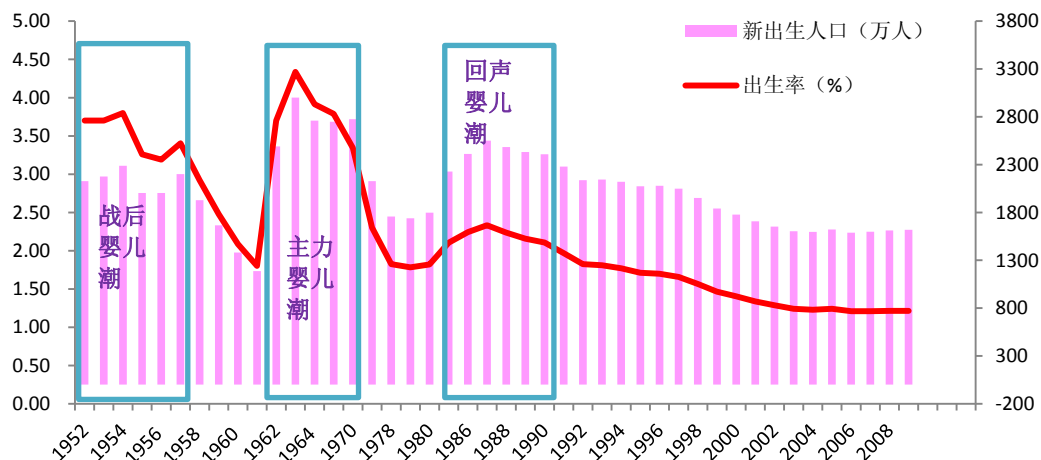
从 1949 年新中国成立至今，我国共经历了两次消费高峰和三次人口生育高峰。每一代婴儿潮长大成人，步入成家立业时期，总会带来消费的增长高潮。

第一次生育高峰是 1949 至 1957 年（平均生育率为 3.56%）。新中国成立后，政府鼓励生育的政策使得我国人口出生率维持在较高水平。由于当时中国人口基数仅 4 亿，新增人口绝对数量小，这是建国后出现的第一次生育高峰，被称为“战后婴儿潮”。

第二次生育高峰是 1962 至 1973 年（平均生育率 3.23%）。三年自然灾害过后的补偿性生育使得十年全国共出生 2.6 亿人，人口增长进入建国以来前所未有的高峰期。被称为“主力婴儿潮”。主力婴儿潮是我国历史上出生人口最多、对后来经济影响最大的一代人。

第三次生育高峰是 1982 至 1990 年（平均生育率 2.13%）。我国这时已开始实行计划生育，但是由于基数庞大的主力婴儿潮成家立业，陆续进入生育年龄，产生了第三次婴儿潮，被称为“回声婴儿潮”。

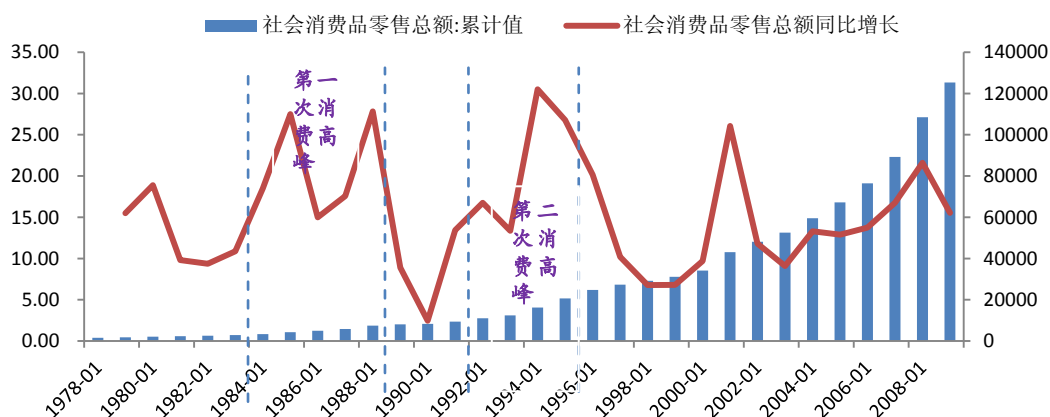
图 3：第三次人口高峰人群即将大规模进入成家立业时期



资料来源：CEIC, 民生证券研究所

建国后我国第一次消费高峰发生在 1984 年至 1988 年，第二次消费高峰在 1992 年至 1997 年，分别对应我国第一和第二个人口生育高峰人群成家立业的时期，这两次消费高峰满足了居民对于食品、服装等生活必需品的需求。

图 4：社会消费品零售总额同比增长率



资料来源：wind, 民生证券研究所

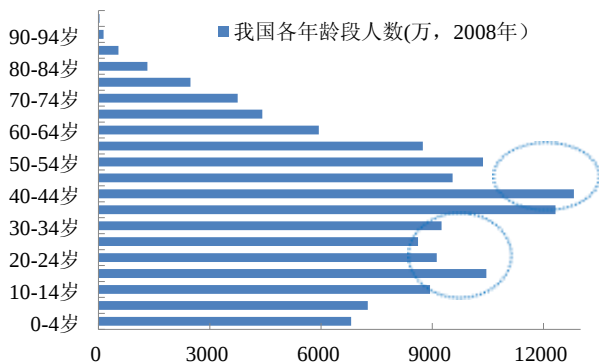
目前“主力婴儿潮”正处于 37 至 48 岁中年时期，收入水平和消费能力都处于强势阶段。“回声婴儿潮”正值 20 至 28 岁，即将进入成家立业的黄金时期，是新一轮消费高峰的“主力军”。同时由于第三次生育高峰出生的人群大多是 80 后的独生子女，加之经济的发展和收入水平的提高，他们的消费观念更加时尚开放。第三次消费高峰将满足人们对品质、品牌、时尚、娱乐、智能、便捷的需求，住房、汽车等高档次耐用消费品和其他奢侈品都将成为人们进一步关注的重点。

3、未来五年我国人口的两个结构性高峰

观察我国居民的消费方式，更多的是集中力量实现几个阶段效用的最大化，大额度的消费支出与一生中的几件大事紧密联系：结婚、供养子女以及退休等。回顾 1960 年后我

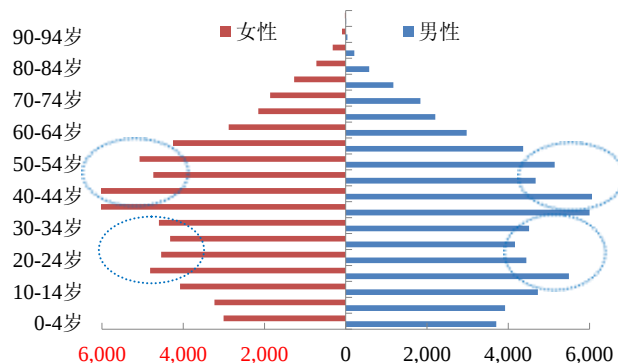
国的两个人口高峰：“主力婴儿潮”和“回声婴儿潮”，分别出现在 60 年代以及 80 年代中后期。这就导致了目前在我国的年龄结构中，20 多岁的年轻人以及 40 多岁的中年人所占比重最高。未来五年中，我国 20-29 岁的年轻人和 40-49 岁的中年人将达到阶段性高点。

图 5：我国人口结构中的各年龄阶段分布



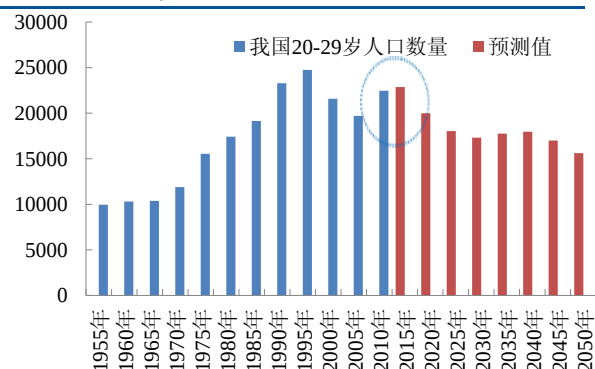
资料来源：联合国，民生证券研究所

图 6：我国人口的金字塔结构（万，2008 年）



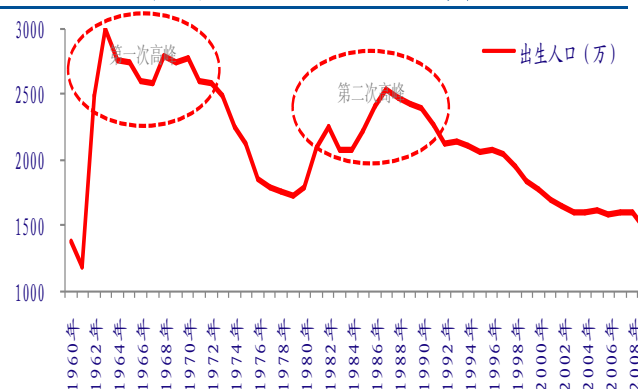
资料来源：联合国，民生证券研究所

图 7：我国 20-29 岁人口数量（万人）



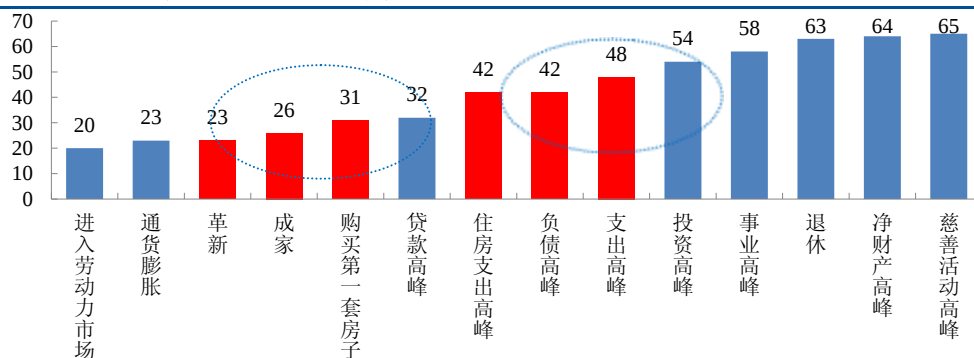
资料来源：联合国，民生证券研究所

图 8：1960 年以来我国的两次人口出生高峰



资料来源：联合国，民生证券研究所

图 9：未来五年中我国人口两个小高峰对应的主要行为特点



资料来源：民生证券研究所

40-50 岁的人口高峰：1963-1970 年间我国每年的平均出生人口在 2700 万以上，目前这代人处于 40-50 岁之间，具备了充分的消费能力，也处于支出消费的高峰，面临对汽

车、住房等耐用消费更新换代的要求，对保健、医疗、旅游、服务类行业也有充足的需求。

20-29 岁的人口高峰：第三次人口出生高峰出现在 80 年代。目前“80 后”已经不再是幼稚的小孩，他们已经纷纷走上工作岗位、迈入而立之年，这将从消费层面上带来两个变化：一是消费观念的升级，作为中国的第一代独生子女群，“80 后”已经基本上摆脱了上一代家长们“节俭”的消费理念，追求舒适、时尚、个性已经成为年轻人普遍的消费理念，消费态度也更为大胆和开放；二是结婚潮到来。25-30 岁是结婚的密集年龄段，中国人往往把结婚看成是一生之中的头等大事，结婚潮不仅仅带来婚庆市场、酒店旅游的异常火爆，更包括住房、装修装饰、家用电器、汽车等一系列耐用消费品的繁荣。

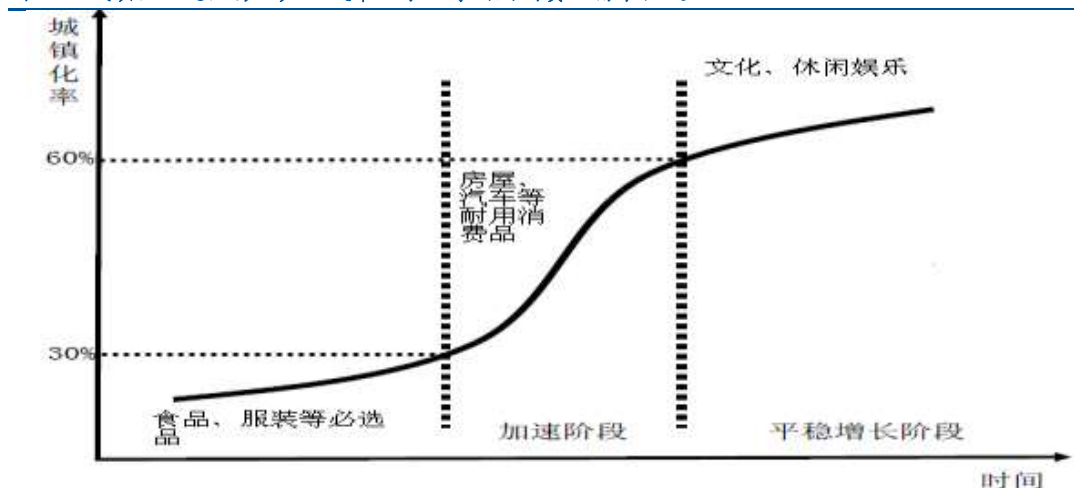
三、长期视角：消费高峰与人口城镇化相伴而生

城镇化率的提高，可以极大地扩张消费市场的需求。据测算，一个城市居民的消费相当于三个农村人口消费量的总和，城市化率每提高一个百分点，将带动消费增加 1000 多亿元，消费将增加约 0.8 个百分点。

1、城镇化加速带来消费的繁荣期

根据经典城镇化理论，在城镇化率未达到 30% 之前，城镇化发展比较缓慢，每年大约增长 0.2%，主要利好低端消费品；在城镇化率从 30% 提高至 60% 时，城镇化加速，房地产、汽车、家电等耐用消费品需求崛起；当城镇化率超过 60% 以后，社会进入后工业化阶段，城镇化增长率区域缓慢，经济主要靠第三产业拉动，文化娱乐产业将迎来快速发展时期。

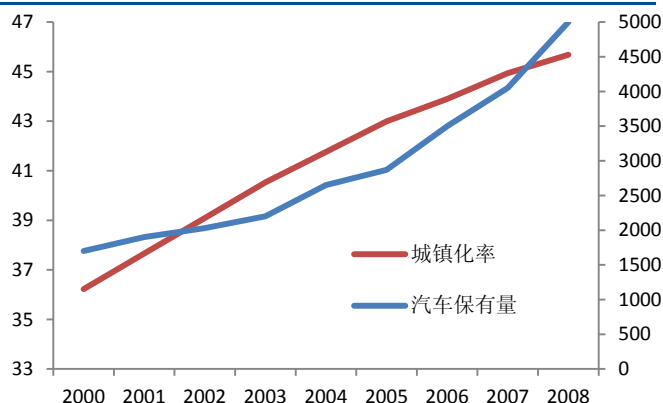
图 10：城镇化加速，房地产、汽车、家电等耐用消费品需求崛起



资料来源：民生证券研究所

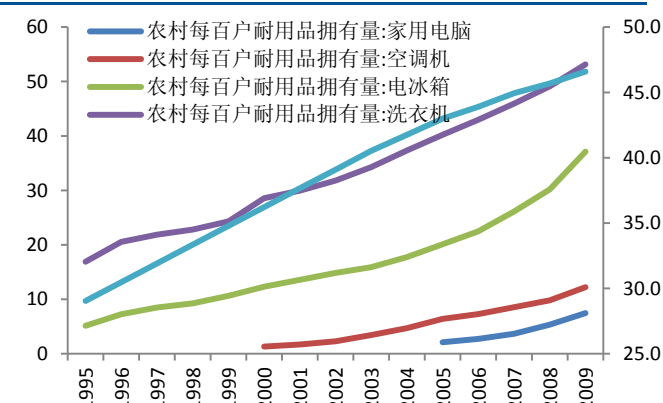
此外，汽车、家电等耐用消费品的保有量与城镇化率存在高度正相关关系。随着更多的农村人口进入城市，在示范效应下，他们生活方式会逐渐向城市趋同，对汽车、家电等耐用消费品的消费量将快速提升。

图 11: 我国汽车保有量与城镇化率高度正相关



资料来源: CEIC, 民生证券研究所

图 12: 家电等耐用消费品的保有量与城镇化率高度正相关



资料来源: CEIC, 民生证券研究所

城市化发展对消费增长的作用主要体现在以下几个方面:

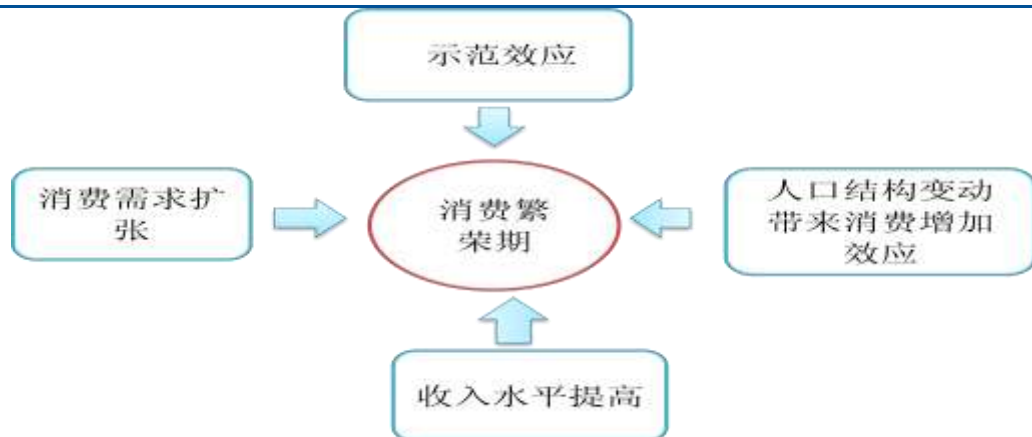
第一, 城镇化会形成消费的示范效应。进入城市的农民, 购买各种消费品时, 不仅会与同一阶层的城市居民比较, 而且还会受到较高收入阶层消费时尚的影响。他们会采用更加美观快捷的替代品。这种影响将会改变新迁入者的消费习惯, 向高消费率转变。

第二, 城镇化有利于提高居民的收入水平。在边际消费倾向不变的情况下, 收入的增加会引致需求数量的增加。

第三, 城镇化能够刺激消费需求不断扩张。伴随农村人口迁入转移, 农民的生活空间和消费环境将会发生巨大变化, 消费需求更加强烈。

第四, 城镇化导致的人口结构的变动带来消费增加的效应。农村人口的城镇化, 会通过改变收入预期和消费行为而扩大社会需求。

图 13: 城市化发展对消费增长的作用主要体现在以下四个方面



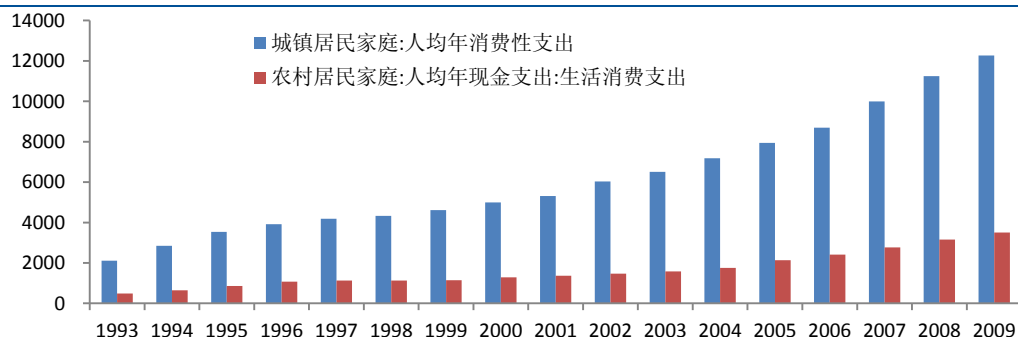
资料来源: 民生证券研究所

2、当前我国城乡消费存在较大差异

我国长期的二元经济体制, 导致了我国城乡生活水平和生活方式的差异。无论从消费总量还从消费结构来看, 农村与城镇相比存在较大差距。

就城镇和农村家庭的人均消费支出总量来看，2009 年农村人均年现金支出为 3504.8 元，城镇人均年消费性支出为 12264.6 元，是农村的 3.5 倍。

图 14: 1993 年以来城乡人均消费支出绝对量对比



资料来源: 国家统计局, 民生证券研究所

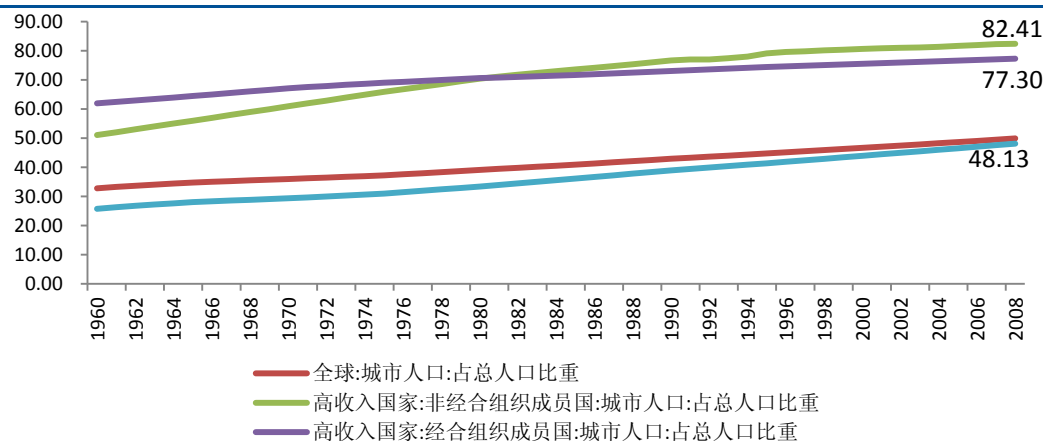
城乡消费的差距不仅体现在总量上, 更体现在结构上。就 2008 年的情况来看, 农民用于食品开支的比重达 44%, 用于居住的占 19%, 用于交通和通讯的占 10%, 而城市人口用于食品的开支占比为 38%, 用于居住的为 10%, 用于交通和通讯的开支占 39%。可见, 农村消费开支中可选消费所占比重大于城市, 城市消费开支中可选消费所占比重大于农村。因此农村人口进入城市, 不仅消费水平将会大幅提高, 消费结构也将发生明显变化, 体现在生活必需品开支下降, 交通通讯等可选消费品开支上升。

3、政策推动加速我国城镇化进程

按照目前统计口径计算, 中国城镇人口已经到达 6.22 亿。2009 年中国城镇化水平为 46.59%, 比 2005 年上升 3.6%, “十一五”期间平均每年的提高接近 1%。但同国际中等收入国家相比, 我国城镇化率仍处于较低水平。随着 2009 年国家区域性政策的密集出台, 城镇建设力度加大, 保守预计到“十二五”末中国城镇化水平将提高到 50%以上。

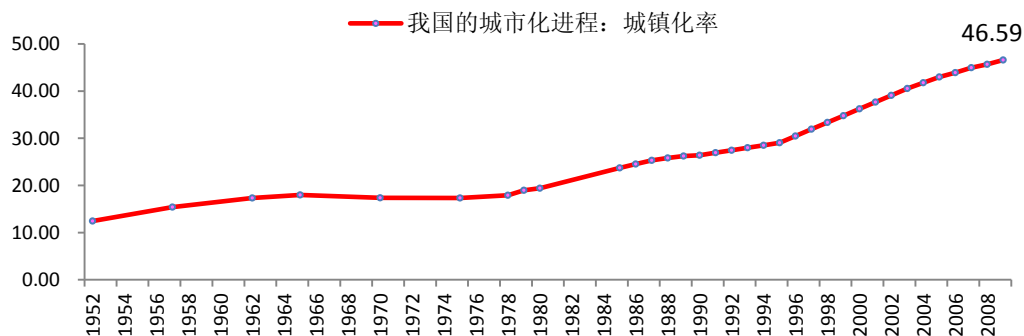
根据经典城镇化理论, 目前我国的城镇化率为 46.95%, 进入城镇化加速阶段, 有望驱动房地产、汽车、家电等耐用消费品进入需求快速增长的繁荣期。同时政策的大力推进将加速我国的城镇化进程, 进一步提升文化、教育、旅游等现代服务业的市场需求空间。

图 15: 世界银行统计不同经济发展水平下的城镇化水平



资料来源: wind, 民生证券研究所

图 16：我国当前的城镇化水平较低，未来发展空间大



资料来源：wind, 民生证券研究所

四、消费繁荣期带来消费行业投资机遇

在我国特殊的人口周期特征和区域特征下，消费的繁荣期已经到来，汽车、住房、医药、保险、航空旅游、食品饮料等都面临巨大的发展机遇。

（1）人口结构与汽车需求

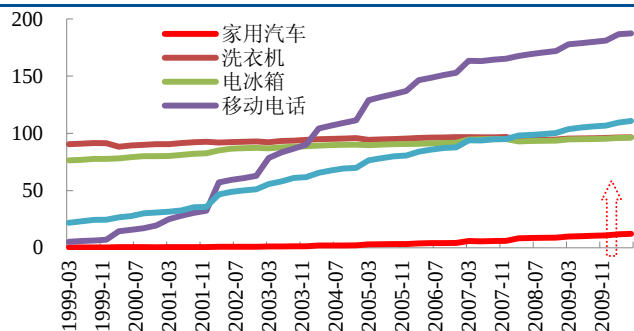
无论是按照购买汽车的人口结构、汽车渗透的 S 型曲线，还是行业传统的 R 值定律抑或是经典的城镇化理论来看，我国汽车产业都将迎来高速发展时期。

从居民购车平均年龄分布来看，25-29 岁居民首次购买汽车的高峰期，30-39 岁则是汽车购买的更新换代期。未来五年我国 20-29 人口数量将达到一个小高峰，汽车消费需求旺盛。

从汽车的市场渗透率来看，目前我国城镇居民平均每百户拥有汽车仅为 12 辆，远低于洗衣机、电冰箱、空调 90 以上的市场渗透水平。从国际对比来看，我国每千人乘用车的保有量也远低于巴西、俄罗斯、南非等其他新兴市场国家。如果按照技术渗透的 S 型曲线来看，当某种技术或者产品的渗透率达到 10% 以上就进入爆发期，那么我们刚刚处于这一爆发期的初始阶段。

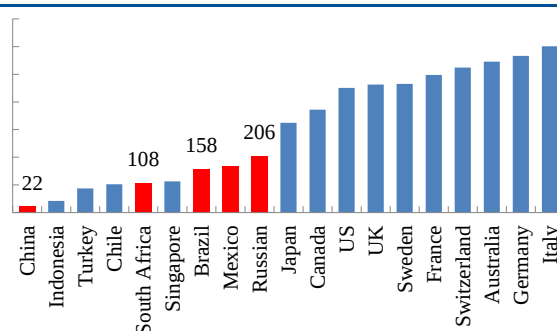
从汽车市场平均价格与人均 GDP 比值（又称 R 值）来看，按照国际上汽车市场发展规律，当 R 值越靠近 5 时，汽车将加快普及的节奏。我国 GDP 不断增长和新车平均售价逐年下滑之下，多个省市的 R 值已经接近于 5，这也意味着今年国内汽车市场将有望开启新一轮的普及潮，国内车市的新增长点将由传统的一线城市转移至东部地区的二三线甚至四线城市。

图 17: 我国城镇居民平均每百户拥有汽车 12 辆



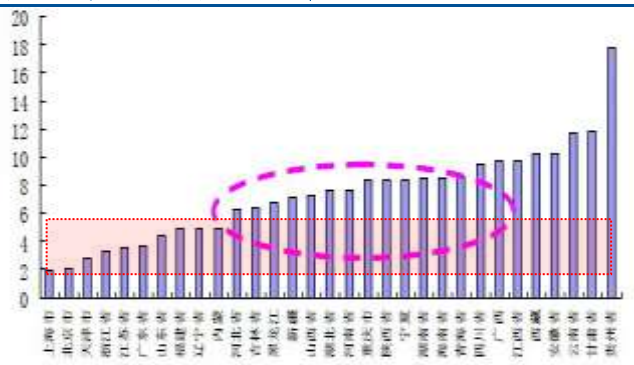
资料来源: 国家统计局, 民生证券研究所

图 18: 全球主要国家每千人汽车保有量 (2007 年)



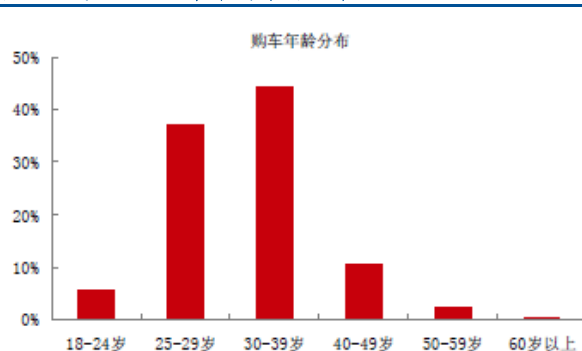
资料来源: 世界银行, 民生证券研究所

图 19: 我国各省 R 值 (2009 年)



资料来源: 国家统计局, 民生证券研究所

图 20: 我国居民购车平均年龄分布



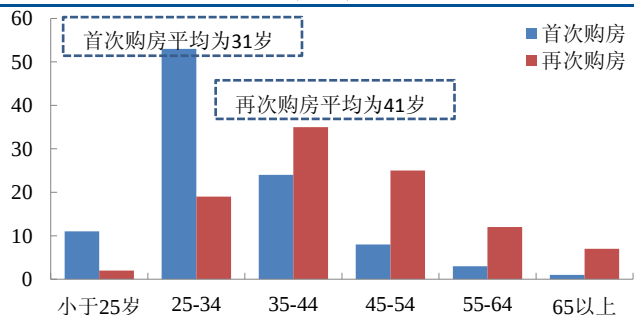
资料来源: 国家统计局, 民生证券研究所

(2) 人口结构与房地产需求

人口的持续增长构成商品房需求的根本动力。根据国外的经验, 不同年龄组集中购买房屋数量集中在 25-45 岁之间。其中, 首次购房房屋的平均年龄为 31 岁, 再次购买房屋的平均年龄为 41 岁。1960 年以来我国的人口出生出现的两个高峰意味着未来五年中我国 20-29 岁的年轻人和 40-49 岁的中年人将达到小高峰。

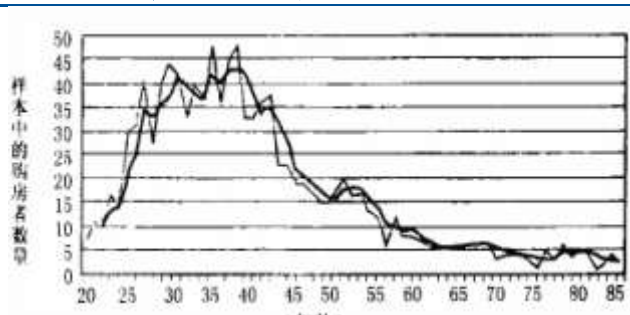
以 2008 年底的人口统计数据来分析, 我国 25-35 岁的人口占比为 13.75%, 而 35-45 岁之间的人口占比为 19.45%, 二者之和 33.21%, 这两个年龄阶段的人口正处于目前刚性需求和改善性需求的高峰期。而 0-25 岁的人口大概占比为 32.80%, 他们将是未来 10-30 年刚性需求的释放者。

图 21: 首次购房与再次购房平均年龄



资料来源: 美国房地产行业工会, 民生证券研究所

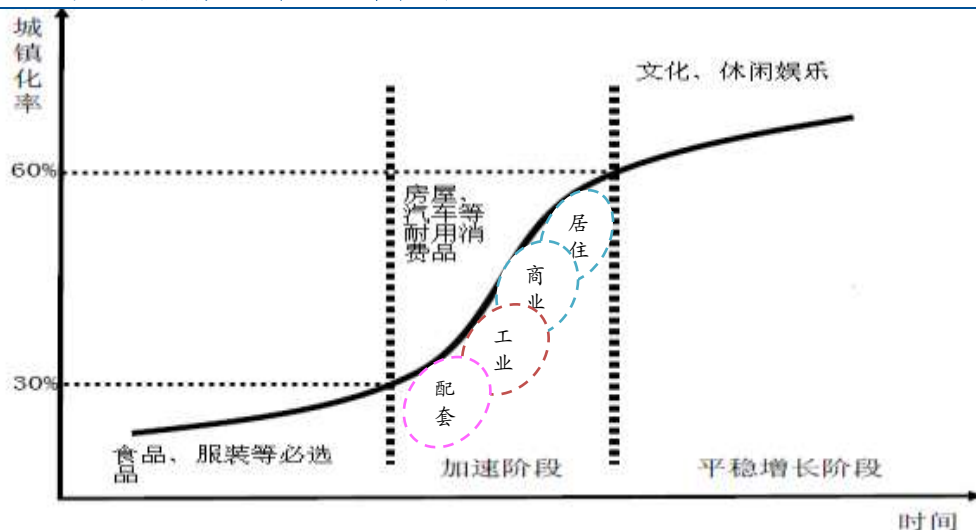
图 22: 不同年龄组的购房者数量



资料来源: 美国劳工统计局, 民生证券研究所

从人口的区域化特征来看，当前我国处于城镇化加速阶段，按照经典城镇化理论，这个阶段工业化将推动房地产需求的崛起。一方面，大幅新增的城镇人口将大幅提振居住性房产以及相应配套基础设施需求，另一方面城镇化带来的第二、三产业向城镇聚集的过程中，将产生大量商业、工业地产需求，城镇规模以及数量的扩张又将衍生出大量城市基础设施需求。

图 23：我国当前的城镇化水平较低，未来发展空间大



资料来源：民生证券研究所

（3）人口结构与医疗保健

20-29 岁新一轮生育高峰到来。“80 后”新一代的“宝宝高峰”已经到来。与上一代生育高峰相比，两地婚姻增多、双方父母远离子女的比例加大，家政服务、医疗保健、教育、食品饮料的需求大幅增加。

40-50 岁的人口的医疗需求高峰。根据我国国家统计局的调查，45-55 岁年龄段的居民患病率明显提升，较 35-44 岁增加 52%，到医院的就诊率也较 35-44 岁增加 50%以上，相关的医疗支出也大幅增加。

表 2：我国居民两周就诊率

项 目	合 计	城 市	农 村
两周就诊率 (%)	133.8	118.1	139.2
0-4 岁	202.4	156.2	212.8
5-14 岁	77.4	55.1	82.0
15-24 岁	47.0	31.8	51.1
25-34 岁	78.3	47.8	88.9
35-44 岁	112.6	75.0	126.6
45-54 岁	176.2	125.2	196.0
55-64 岁	227.5	191.1	243.6
65 岁及以上	280.6	287.7	276.2

资料来源：国家统计局，民生证券研究所

表 3：我国居民两周患病率

项 目	合 计	城 市	农 村
两周患病率 (%)	143.0	153.2	139.5
0-4 岁	133.0	104.2	139.5
5-14 岁	72.2	60.9	74.5
15-24 岁	49.8	40.4	52.4
25-34 岁	82.5	59.5	90.4
35-44 岁	126.2	100.0	135.9
45-54 岁	191.5	163.1	202.6
55-64 岁	251.8	258.1	249.0
65 岁及以上	338.3	396.9	302.1

资料来源：国家统计局，民生证券研究所

(4) 消费示范效应带动家电需求再次进入快速成长期

城镇居民满足吃和穿的生存型消费需求阶段已经结束,逐步向以发展型和享受型消费阶段过渡。城镇消费市场中新兴家用电器消费品增长明显,正在取代传统电器的位置成为现阶段的消费热点。然而农村市场传统电器的普及尚未完成。随着农民收入水平的不断提高,城镇化进程的加速推进,农村消费市场发展潜力巨大。

在我国当前城镇、农村二元经济下,城镇家电市场趋于饱和,但就农村每百户拥有的家电数量来看,农村市场普及范围较小,需求前景值得期待。例如,城镇地区在洗衣机、电冰箱、彩色电视、空调器、淋浴热水器等家庭必需耐用品消费上涨已经接近或达到饱和状态,而农村市场正处于成长阶段。我们认为,随着城镇化进程的逐步推进,在消费示范效应的作用下,农村家电市场有望步入快速增长轨道。

表 4: 家电产品城镇市场渗透率远大于农村,在城镇化加速的背景下,农村家电市场广大

每百户拥有量 (市场渗透率)		1985	1990	1995	2000	2005	2009	2009 年全国 市场普及率
洗衣机	城镇	48.29	78.41	88.97	90.50	95.51	96.01	73.11
	农村			16.90	28.58	40.20	53.14	
电冰箱	城镇	6.58	42.33	66.22	80.10	90.72	95.35	64.24
	农村			5.15	12.31	20.10	37.11	
彩电	城镇	17.21	59.04	89.79	116.60	134.80	135.65	121.38
	农村			16.92	48.74	84.00	108.94	
空调	城镇		0.34	8.09	30.80	80.67	106.84	56.31
	农村				1.32	6.40	12.23	
家用电脑	城镇				9.70	41.52	65.74	34.61
	农村					2.10	7.46	
抽油烟机	城镇			34.47	54.10	67.93	80 (估)	42.48
	农村				2.75	5.98	9.75	
照相机	城镇	8.52	19.22	30.56	38.40	46.94	41.68	21.96
	农村			1.42	3.12	4.05	4.76	

资料来源: 国家统计局, 民生证券研究所

(5) 人口结构和餐饮旅游、交通通信、航空

我国居民消费结构面临升级,人们开始追求发展型和享受型的消费产品。2009 年我国城镇居民家庭恩格尔系数已经下降至 36.5%。通过对日本恩格尔系数达到 36.8%后的五到十年进行研究,我们发现 36%的恩格尔系数水平已经达到了居民消费结构升级的临界点,居民消费结构将不可避免地向发展型和享受型转变。

日本与中国人的消费习惯比较接近,日本在 1967 年的恩格尔指数与我国目前水平相当,日本的消费升级过程对于我国具有重要的借鉴意义。

日本大类支出构成的变动形态。从日本整个消费升级的过程来看,必选消费所占消费支出比重持续下降,可选消费持续上升。这与其他国家的消费升级趋势相吻合,与马斯洛的需求层次理论是一致的。

表 5：1967 年后的五至十年间，住房、医疗、交通通信和休闲娱乐占比大幅增加

All Japan(%)	食品	居住	水电 煤气	家具 家电	服装	医疗 保健	交通 通信	教育	休闲 娱乐	其他 支出
1967	36.80	4.52	4.78	4.78	9.68	2.47	4.33	3.61	7.64	21.40
1968	35.51	4.83	4.56	4.90	9.63	2.51	4.64	3.27	8.01	22.14
1969	34.59	4.97	4.45	4.96	9.53	2.70	4.79	2.94	8.68	22.39
1970	34.06	4.87	4.39	5.00	9.46	2.67	5.20	2.73	9.03	22.59
1971	33.34	4.81	4.49	5.20	9.56	2.64	5.55	2.70	8.90	22.81
1972	32.65	5.03	4.30	5.07	9.57	2.69	5.81	2.63	8.71	23.53
1973	31.92	5.00	4.19	5.39	10.00	2.65	6.22	2.56	8.53	23.55
1974	32.60	5.12	4.20	5.41	9.56	2.48	5.75	2.64	8.32	23.91
1975	31.95	4.86	4.49	4.97	9.15	2.50	6.10	2.75	8.41	24.81
1976	31.64	4.74	4.58	4.63	9.17	2.61	6.48	3.06	8.36	24.73
1977	30.79	4.70	4.81	4.51	8.63	2.55	7.43	3.24	8.26	25.08
5年后占比变动	-11.27	0.11	-0.10	0.06	-0.01	0.09	0.34	-0.27	0.14	0.10
10年后占比变动	-16.33	4.03	0.63	-5.51	-10.89	3.33	71.64	-10.40	8.17	17.20

资料来源：日本统计局，民生证券研究所

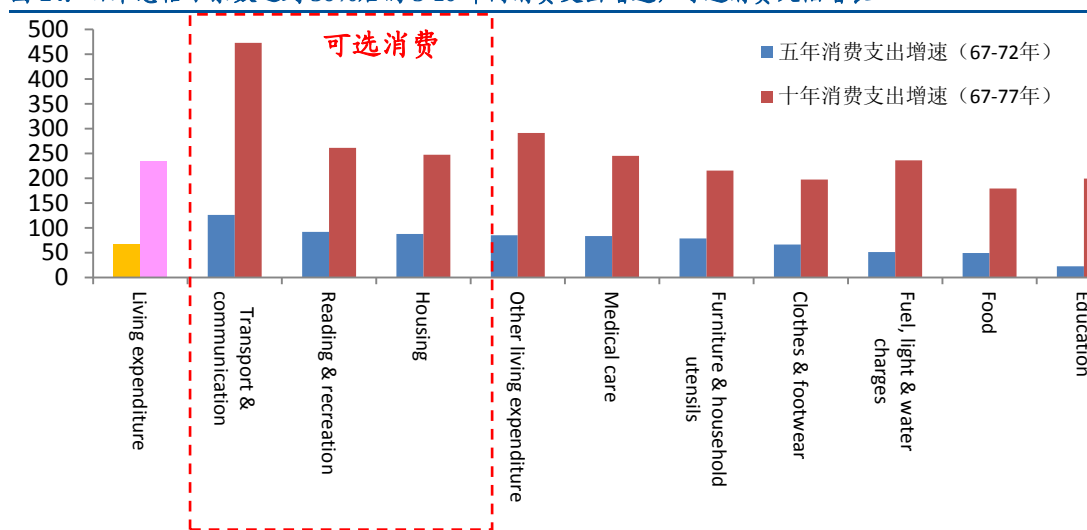
从日本食品支出占消费支出的比重达到 36% 后的五至十年，必选消费类如食品、水电煤气、服装、教育等的支出占比呈现趋势性下降，而可选消费类如住房、家具家电、医疗保健、交通通信和休闲娱乐的支出占比显著上升。其中涨幅最大的是交通通信和休闲娱乐。

具体来说：

第一，日本 1963~1972 年间，无论是从各类消费支出占比的变动上来看，还是从支出增速上来看，均表现为由必需消费品逐步转向可选消费品。这一消费升级趋势是人均收入达到一定水平后的必然结果。我国未来的消费升级也必然表现出类似规律。

第二，重点关注可选消费中的交通通信，休闲娱乐和房地产板块。这三类支出是典型的可选消费品，更是未来消费升级的代表方向。尤其是交通通信，不仅支出占比十年间增长近 72%，绝对支出额更是增长了 4.7 倍，位居所有大类消费支出之首，最具爆发式增长潜力。

图 24：日本恩格尔系数达到 36% 后的 5-10 年内消费支出增速，可选消费大幅增长

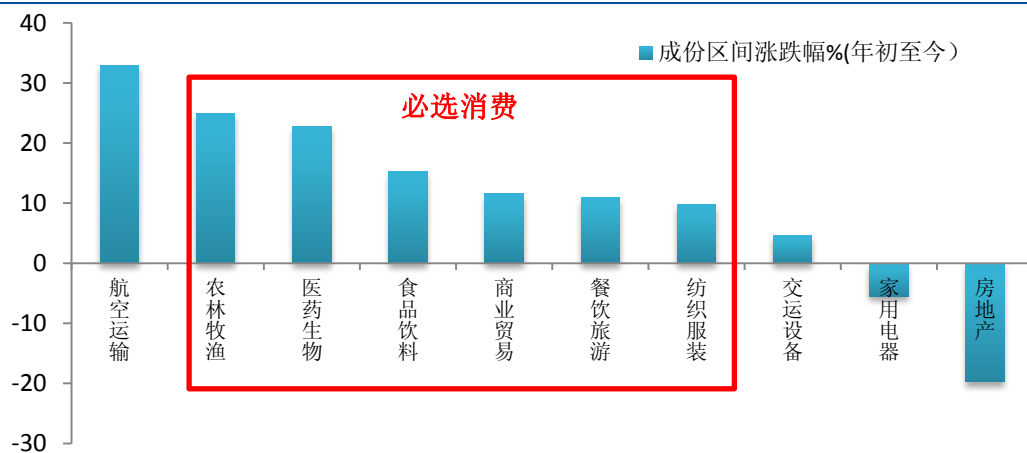


资料来源：Wind，民生证券研究所

五、可选消费品具有强烈的低估值优势，超配航空运输、交运设备、房地产和家用电器

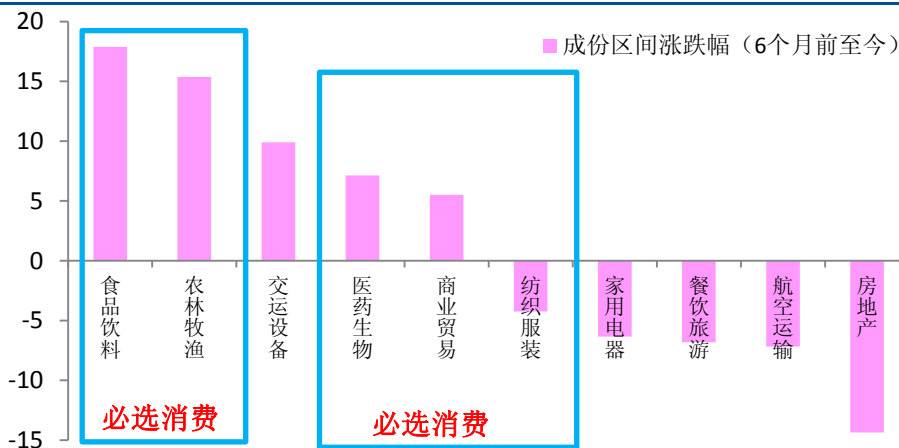
人口的结构性周期下消费繁荣期的到来已无疑问，但是今年上半年和第三季度，消费板块已经走出了强势上涨的行情，使得很多投资者对这一板块的后续空间产生了疑问。事实上，消费品的表现呈现出明显分化，无论从年初至今还是从前六个月的市場表现来看，必选消费涨幅均明显大于可选消费。从当前的估值来看，在八大类消费类行业中，必选消费品已处于高位，但可选消费品具有强烈的估值优势。其中，房地产行业的当前估值只有历史均值的一半，航空运输、家用电器、交运设备的当前估值也处于历史均值的 70% 以下。我们看好交运设备、房地产、家用电器和航空运输的投资机会。

图 25：在年初至今的市场表现中，消费行业出现分化，必选消费涨幅明显居前



资料来源：wind, 民生证券研究所

图 26：在前 6 个月的市场表现中，消费行业出现分化，必选消费涨幅明显居前

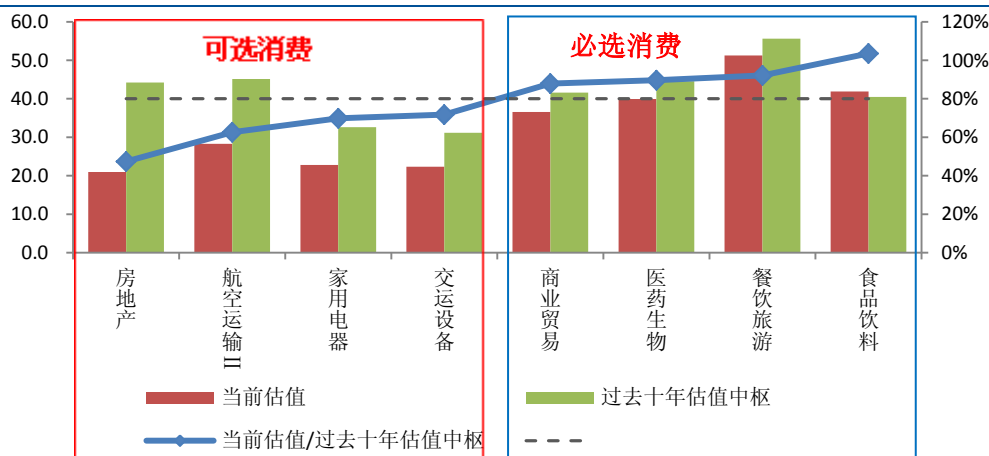


资料来源：wind, 民生证券研究所

无论从当前消费类行业的横向对比还是从各行业的历史比较来看，可选消费品均具有强烈的估值优势。首先，从八大类消费类行业的横向比较来看，必选消费品已经处于高位，而可选消费品仍具有明显的估值优势。其次，从各行业的历史比较来看，房地产行业的当前估值只有历史均值的一半，航空运输、家用电器、交运设备的当前估值也处于历史

均值的 70% 以下。我们看好交运设备、房地产、家用电器和航空运输的投资机会。

图 27：八个主要消费类行业中，可选消费品具有强烈的估值优势



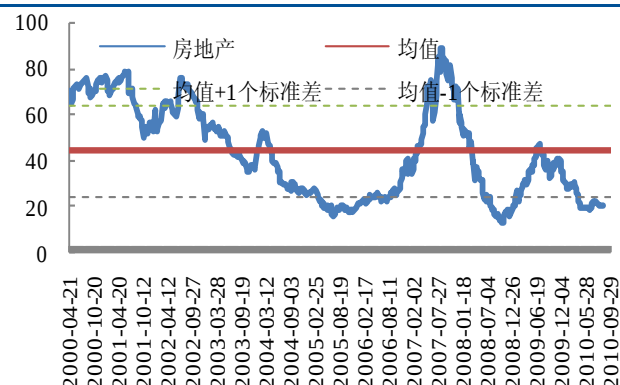
资料来源：wind, 民生证券研究所

图 28：交运设备当前估值远低于历史均值



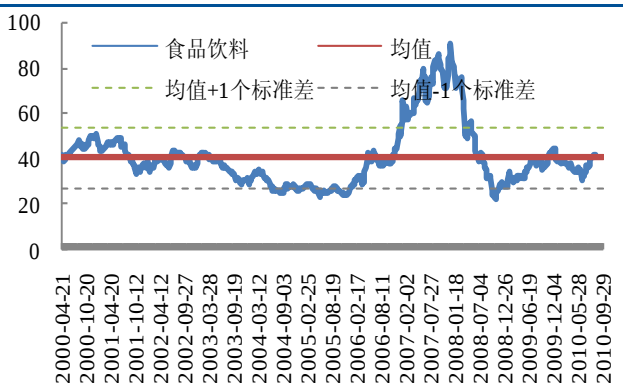
资料来源：wind, 民生证券研究所

图 29：房地产当前估值远低于历史均值



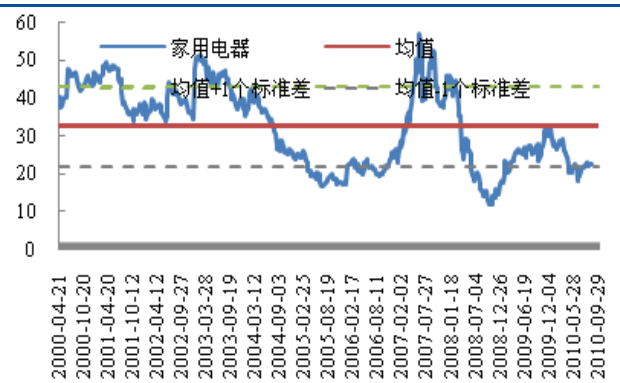
资料来源：wind, 民生证券研究所

图 30：食品饮料当前估值与历史均值相当



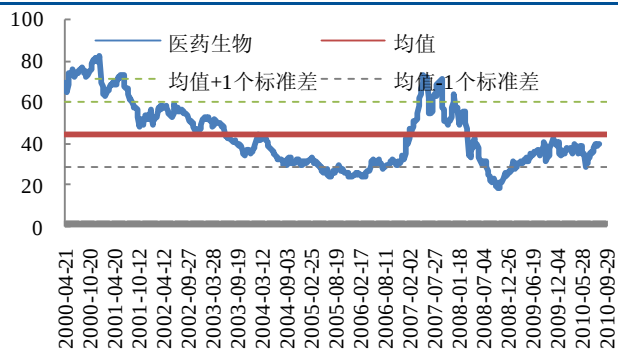
资料来源：wind, 民生证券研究所

图 31：家用电器当前估值远低于历史均值



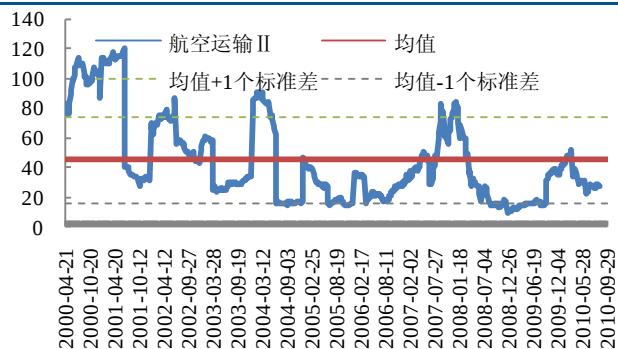
资料来源：wind, 民生证券研究所

图 32: 医药生物当前估值与历史均值相当



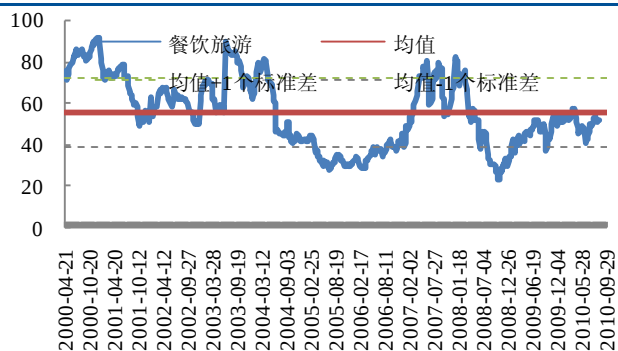
资料来源: wind, 民生证券研究所

图 33: 航空运输当前估值低于历史均值



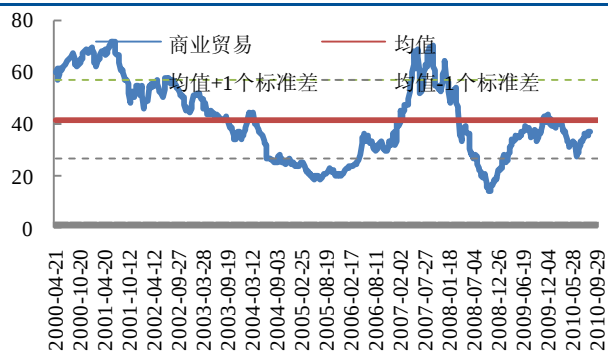
资料来源: wind, 民生证券研究所

图 34: 餐饮旅游当前估值与历史均值相当



资料来源: wind, 民生证券研究所

图 35: 商业贸易当前估值与历史均值相当



资料来源: wind, 民生证券研究所

插图目录

图 1: 四季度是传统的消费旺季(社会消费品零售总额-当月值, 亿元)	3
图 2: 人口周期中, 对经济产生重大影响的关键年龄及主要行为	4
图 3: 第三次人口高峰人群即将大规模进入成家立业时期	5
图 4: 社会消费品零售总额同比增长率	5
图 5: 我国人口结构中的各年龄阶段分布	6
图 6: 我国人口的金字塔结构(万, 2008 年)	6
图 7: 我国 20-29 岁人口数量(万人)	6
图 8: 1960 年以来我国的两次人口出生高峰	6
图 9: 未来五年中我国人口两个小高峰对应的主要行为特点	6
图 10: 城镇化加速, 房地产、汽车、家电等耐用消费品需求崛起	7
图 11: 我国汽车保有量与城镇化率高度正相关	8
图 12: 家电等耐用消费品的保有量与城镇化率高度正相关	8
图 13: 城市化发展对消费增长的作用主要体现在以下四个方面	8
图 14: 1993 年以来城乡人均消费支出绝对量对比	9
图 15: 世界银行统计不同经济发展水平下的城镇化水平	9
图 16: 我国当前的城镇化水平较低, 未来发展空间大	10
图 17: 我国城镇居民平均每百户拥有汽车 12 辆	11
图 18: 全球主要国家每千人汽车保有量(2007 年)	11
图 19: 我国各省 R 值(2009 年)	11
图 20: 我国居民购车平均年龄分布	11
图 21: 首次购房与再次购房平均年龄	11
图 22: 不同年龄组的购房者数量	11
图 23: 我国当前的城镇化水平较低, 未来发展空间大	12
图 24: 日本恩格尔系数达到 36% 后的 5-10 年内消费支出增速, 可选消费大幅增长	14
图 25: 在年初至今的市场表现中, 消费行业出现分化, 必选消费涨幅明显居前	15
图 26: 在前 6 个月的市场表现中, 消费行业出现分化, 必选消费涨幅明显居前	15
图 27: 八个主要消费类行业中, 可选消费品具有强烈的估值优势	16
图 28: 交运设备当前估值远低于历史均值	16
图 29: 房地产当前估值远低于历史均值	16
图 30: 食品饮料当前估值与历史均值相当	16
图 31: 家用电器当前估值远低于历史均值	16
图 32: 医药生物当前估值与历史均值相当	17
图 33: 航空运输当前估值低于历史均值	17
图 34: 餐饮旅游当前估值与历史均值相当	17
图 35: 商业贸易当前估值与历史均值相当	17

表格目录

表 1: 各行业第四季度消费行业表现	3
表 2: 我国居民两周就诊率	12
表 3: 我国居民两周患病率	12
表 4: 家电产品城镇市场渗透率远大于农村, 在城镇化加速的背景下, 农村家电市场广大	13
表 5: 1967 年后的五至十年间, 住房、医疗、交通通信和休闲娱乐占比大幅增加	14

分析师简介

张 琢，策略分析师，中国人民银行研究生部金融学硕士，2010年加盟民生证券研究所。

赵丽娜，助理策略分析师，中央财经大学金融工程专业硕士，2010年加盟民生证券研究所。

孙洪湛，助理策略分析师，大连理工大学理学学士，北京师范大学经济学硕士，2010年加盟民生证券研究所

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供民生证券有限责任公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、推测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。本公司版权所有并保留一切权利。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	推荐	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%之间
	回避	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	推荐	相对沪深 300 指数涨幅 5%以上
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%之间
	回避	相对沪深 300 指数下跌 5%以上

机构销售

	北京	上海	深圳
联系人	郭 明	孟 辉	韦珂嘉
电 话	010-85127661	021-64274383	010-85127650
手 机	13401098997	13916107040	13701050353
E-mail	guomingyjs@mszq.com	menghui@mszq.com	weikejia@mszq.com