

专题策略

2011 年 5 月 6 日

人口三大趋势：婴儿回声潮、劳动高峰渐去、老年化加速

——第六次人口普查新起点看未来

核心结论：

以第六次人口普查数据为起点，建立人口矩阵模型，预测未来人口结构三大特征：第一，未来5年出现婴儿回声潮，婚育高峰引爆婚育消费；第二，劳动人口高峰即将过去，劳动力成本上升驱动机械取代人；第三，未来20年老年化加速，老年化催生“银发”产业。看好受益于人口结构变化的行业是：医药、旅游、儿童奶粉、家纺服装、玩具。建议组合是：恒瑞医药、天士力、丽江旅游、中国国旅、伊利股份、罗莱家纺、报喜鸟、星辉车模。

主要逻辑：

婴儿回声潮引爆婚育消费。未来5年1980-90年第三次婴儿潮的人将步入结婚和生育阶段，中国迎来第四次婴儿潮。20-29岁生育高峰人口将从2009年的1.8亿增长至2015年的2.1亿，未来5年每年结婚的新人将由2009年的1100万对增长到1400万对，每年新生儿将由2005-2006年低谷的1600万增长到1900万。新婚消费市场巨大，每年将超8000亿，家纺服饰、蜜月旅游受益。0-4岁婴幼儿消费市场规模超过万亿，儿童奶粉、儿童玩具、儿童药受益。

劳动人口高峰渐去催生“机械取代人”。随着1950-1970年第一、二次婴儿潮的人逐渐步入退休年龄，而1990年开始的新生儿锐减致使15岁以上的劳动力供给不足，劳动人口将出现“入不敷出”，2014年见高峰达到9.96亿。日本经验显示，劳动人口拐点叠加经济转型推动工资快速上涨，加速机械化。中国劳动力成本不断抬升下“机械取代人”长期趋势不变，短期行业盈利受压。

未来20年老年化加速驱动“银发”产业。按联合国标准，中国已经步入老年社会，由于峰值最高的第一、二次婴儿潮的人逐渐步入老年，未来20年中国老年化进入“加速陡峭坡”，2030年60岁以上人口占比将接近30%。老年化催生“银发”产业，老年化加速提升医疗需求，尤其老年高发的肿瘤和心脑血管等循环系统病。同时，老年化加速利于保费增长。

风险提示：

- 1) 计划生育政策大幅调整使生育率突变，影响人口结构；
- 2) 突发战争、自然灾害、疾病使死亡率突变，影响人口结构。

相关研究

策略高级分析师

荀玉根

SAC 执业证书编号：

S0850511040006

电话：(021) 23219658

Email: xyg6052@htsec.com

目录

1. 人口周期及未来三大趋势	4
1.1 人口的周期性及其模型预测	4
1.2 婴儿回声潮将持续 5 年	4
1.3 劳动人口高峰即将过去	6
1.4 老年化未来 20 年加速	7
2. 婴儿回声潮引爆婚育消费	8
2.1 婚育消费市场可观	8
2.2 新婚消费：家纺服饰、蜜月旅游	9
2.3 孕育消费：奶粉、玩具、儿童药	10
3. 劳动人口高峰渐去催生机械取代人	12
3.1 劳动力成本上升望加速	12
3.2 机械取代人长期趋势不变	14
4. 老年化加速驱动“银发”产业	15
4.1 医药：抗肿瘤、心脑血管	15
4.2 保险：老年化加速利于保费增长	16
5. 结 论	17

图目录

图 1 近 10 年总人口增速回落	5
图 2 近 20 年劳动人口占比不断提升	5
图 3 中国迎来结婚潮	5
图 4 生育高峰集中在 20-29 岁	5
图 5 婚育高峰年龄段人口未来 5 年大幅增长	6
图 6 第三次婴儿潮人口步入婚育引发第四次婴儿潮	6
图 7 90 年后的低出生导致劳动力供给不足	6
图 8 劳动人数“入不敷出”	6
图 9 预测 2014 年中国步入人口负债期	7
图 10 联合国预测 2015 年中国步入人口负债期	7
图 11 工作人口总数 2014 年达最高峰	7
图 12 中国人口红利消失早于印尼、印度	7
图 13 近 10 年 65 岁以上占比快速提升	7
图 14 中国已步入老年社会	7
图 15 第一、二波婴儿潮未来 20 年步入老年	8
图 16 60 岁以上人口快速增长	8
图 17 结婚花费越来越高	8
图 18 结婚消费不断攀升	8
图 19 婴幼儿消费市场空间大	9
图 20 未来 5 年 0-4 岁婴幼儿快速增长	9
图 21 未来 5 年年均结婚人数将达 1400 万对	9
图 22 婚礼消费结构	9
图 23 蜜月旅游集中在海南、云南	10
图 24 旅游消费空间很大	10

图 25 中国婴幼儿奶粉市场份额.....	10
图 26 婴儿刺激奶粉需求.....	10
图 27 中国儿童玩具市场空间很大.....	11
图 28 未来 5 年全球 0-14 岁儿童缓慢增长.....	11
图 29 0-4 岁儿童患病率高.....	12
图 30 儿童药销售收入持续较快增长.....	12
图 31 未来 5 年儿童解热镇痛药销售快速增长.....	12
图 32 解热镇痛类药中瑞芝清占有率第一.....	12
图 33 日本 1970 年步入劳动人口高峰拐点.....	13
图 34 日本 1970s 工资上涨幅度远高机械价格涨幅.....	13
图 35 1970s 年代日本劳动者报酬大幅提升.....	13
图 36 中国工资远低于其他国家 I.....	13
图 37 中国工资远低于其他国家 II.....	14
图 38 农民工工资涨幅.....	14
图 39 1970s 日本数控机床销售额大幅攀升.....	14
图 40 日本转型期电气设备快速增长.....	14
图 41 建筑机械 2010 年相对沪指累计超额收益 (%).....	15
图 42 建筑机械 2011 年前 4 月相对沪指累计超额收益 (%).....	15
图 45 45 岁以上人群医疗需求上升明显.....	15
图 46 保健类消费对收入增长弹性大.....	15
图 47 未来 5 年 45 岁以上人口高速增长.....	16
图 48 未来 5 年 60 岁以上人口高速增长.....	16
图 49 美国经验：老年化加速利于保费增长.....	16
图 50 中国未来 20 年为老年化加速期.....	16
图 51 日本 1990 年保险深度最深.....	17
图 52 中国 2020-2025 年人口中位数达日本 1990 年水平.....	17

4 月 28 日统计局公布全国第六次人口普查数据，数据显示中国人口结构正在发生明显变化。作为生产要素和消费群体，人口总量和结构的变化对经济增长、行业发展影响显著，因此研究人口因素非常重要。站在全国第六次人口普查数据的新起点上，我们主要展望未来人口演变的结构性特征及对行业的影响，从而指导相关投资。

我们的人口矩阵模型显示，未来人口结构呈现三大特征：

第一，未来 5 年出现婴儿回声潮。随着 1980 - 90 年第三次婴儿潮的人步入婚育阶段，未来 5 年每年结婚的新人将由 2009 年的 1100 万对增长到 1400 万对，每年新生儿将由 2005 - 2006 年低谷的 1600 万增长到 1900 万。婚育的集中期将引发新婚和幼儿消费。

第二，劳动人口高峰即将过去。随着 1950 - 1970 年第一、二次婴儿潮的人逐渐步入退休年龄，而 1990 年开始的新生儿锐减致使 15 岁以上的劳动力供给不足，劳动人口将出现“入不敷出”，2014 年见高峰。叠加经济结构转型下要素报酬改革，劳动力成本不断抬升将驱动机械取代人；

第三，未来 20 年老年化加速。按联合国标准，中国已经步入老年社会，由于峰值最高的第一、二次婴儿潮的人逐渐步入老年，未来 20 年中国老年化进入“加速陡峭坡”，2030 年 60 岁以上人口占比将接近 30%。老年化催生“银发”产业，如医药、保险。

综合分析，我们看好受益于人口结构变化的行业是：医药、旅游、儿童奶粉、家纺服装、玩具。结合行业研究员观点，建议组合是：恒瑞医药、天士力、丽江旅游、中国国旅、伊利股份、罗莱家纺、报喜鸟、星辉车模。

1. 人口周期及未来三大趋势

1.1 人口的周期性及模型预测

人口结构具有周期性。生命的周期性决定了人口结构一般呈现三个阶段周期变化，第一阶段新生人口大量增长，即为“婴儿潮”，这时 14 岁以下的年轻人口抚养率较高，整个人口负担较重；第二阶段，“婴儿潮”期出生的孩子们长大成人，带来大量劳动力供给，同时老龄人口并未显著增加，抚养率不断下降，进入“人口红利”期；第三阶段，“婴儿潮”人口进入退休阶段，老龄化人口比例不断增加，抚养率再度上升，进入老年化的“人口负债”阶段。

我们建立矩阵模型预测未来人口总量和结构变化。正时由于人口结构本身有周期性规律，对于未来人口的预测，我们采用矩阵模型，即以当前时点人口为基础，通过生育率、死亡率等参数，递推未来人口总量和结构变化。模型中最重要的两个变量是：

1) 各育龄女性的生育率，参考历史规律，该变量相对稳定，受到国家计划生育政策和人们生育理念的影响；

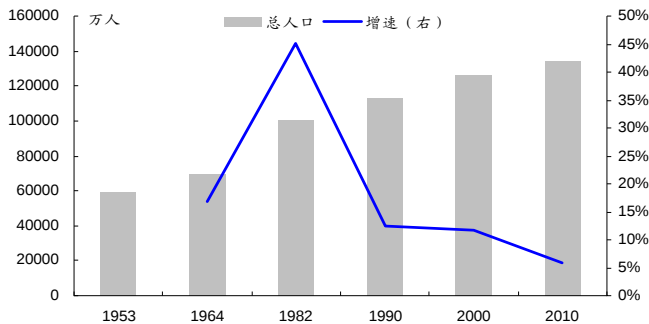
2) 各年龄段人口的死亡率，参考保监会最新的抽样调查结果，该变量也比较稳定，受医疗水平和战争、自然灾害等不可抗力影响。

1.2 婴儿回声潮将持续 5 年

近 10 年人口增长率下降源于出生率低。第六次人口普查数据显示，2010 年 11 月 1 日全国人口为 13.39 亿，2000 年以来的人口年均增长率为 0.57%，比 1990-2000 年低 0.5 个百分点，人口增长率迅速下降。从人口模型看，这源于 2000 年以后的低出生率，1970 - 80 年是第 2 次和第 3 次的婴儿潮的中间段，新生儿新对较少，该部分人群是 2000

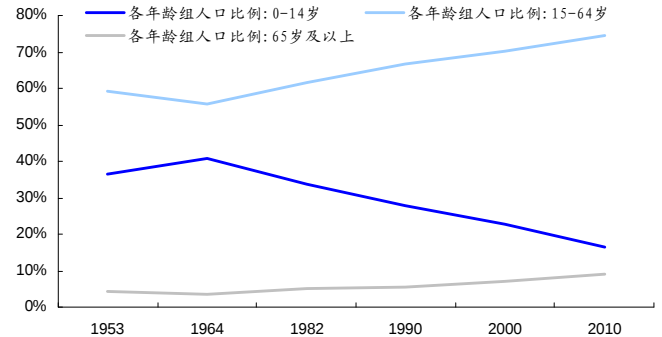
- 2010 年的孕育主力，对应了 10 年间新生儿人数明显回落，导致了人口增长率下降。

图 1 近 10 年总人口增速回落



资料来源：WIND 资讯，海通证券研究所

图 2 近 20 年劳动人口占比不断提升

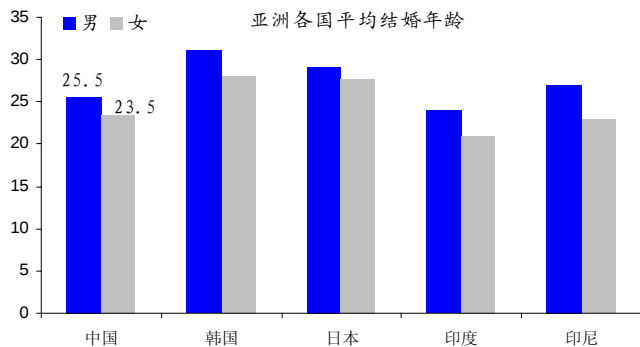


资料来源：WIND 资讯，海通证券研究所

未来 5 年步入婴儿回升潮。婴儿潮的人们进入适婚年龄段后，结婚而生育的婴儿称为“婴儿回声潮”。2009 年亚洲婚礼文化节统计数据显示，中国男女平均结婚年龄分别为 25.5 岁和 23.5 岁。国家统计局数据显示，中国生育率高峰处于 20-29 岁。未来 5 年 1980-90 年第三次婴儿潮的人将步入结婚和生育阶段，中国迎来第四次婴儿潮。

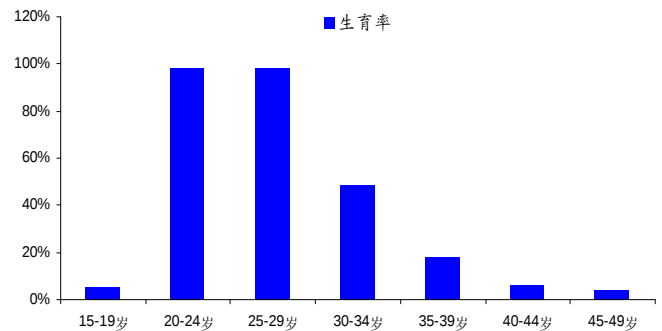
我们的人口模型显示，20-29 岁生育高峰人口将从 2009 年的 1.8 亿增长至 2015 年的 2.1 亿，未来 5 年每年结婚的新人将由 2009 年的 1100 万对增长到 1400 万对，每年新生儿将由 2005-2006 年低谷的 1600 万增长到 1900 万，0-4 岁的婴幼儿将从 2009 年的 7300 万增长至 2015 年的 9100 万。

图 3 中国迎来结婚潮



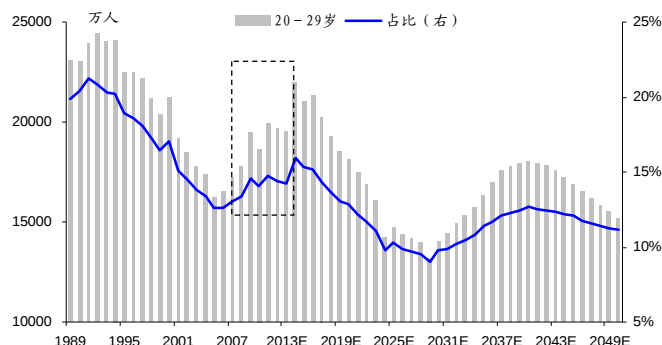
资料来源：2009 亚洲婚礼文化节，海通证券研究所

图 4 生育高峰集中在 20-29 岁



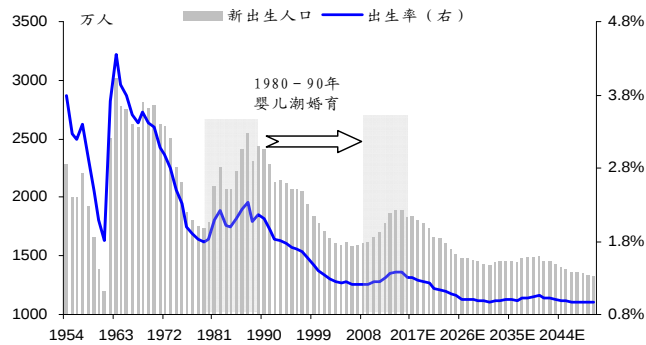
资料来源：WIND 资讯，海通证券研究所

图 5 婚育高峰年龄段人口未来 5 年大幅增长



资料来源：WIND 资讯，海通证券研究所

图 6 第三次婴儿潮人口步入婚育引发第四次婴儿潮

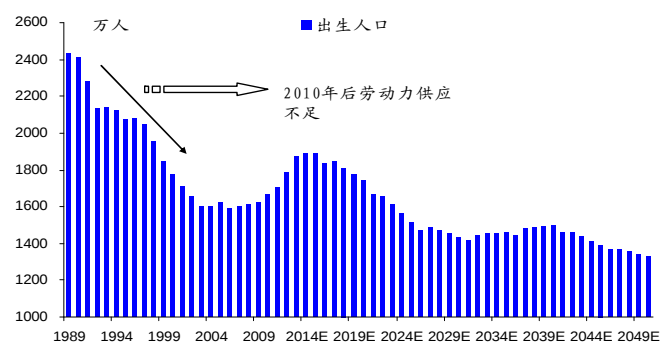


资料来源：WIND 资讯，海通证券研究所

1.3 劳动人口高峰即将过去

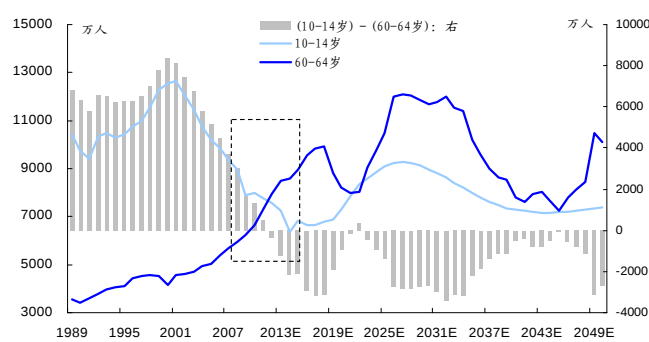
劳动人口“入不敷出”。按国际标准，劳动人口指 15-64 岁的人口。第六次人口普查数据显示，2010 年劳动人口占比达 74.53%，比 2000 年提高 4.38 个 BP，延续了 1980 年来的上升趋势。但是，由于 1950-1970 年第一、二次婴儿潮的人逐渐步入退休年龄，而 1990 年开始的新生儿锐减致使 15 岁以上的劳动力供给不足，劳动人口将出现“入不敷出”。我们人口模型显示，劳动人口 2014 年见高峰，达到 9.96 亿。

图 7 90 年后的低出生导致劳动力供给不足



资料来源：WIND 资讯，海通证券研究所

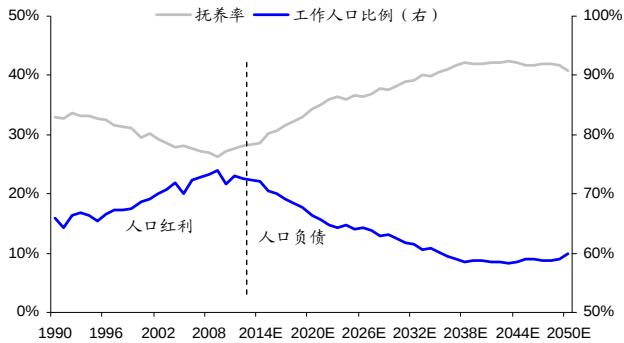
图 8 劳动人数“入不敷出”



资料来源：WIND 资讯，海通证券研究所

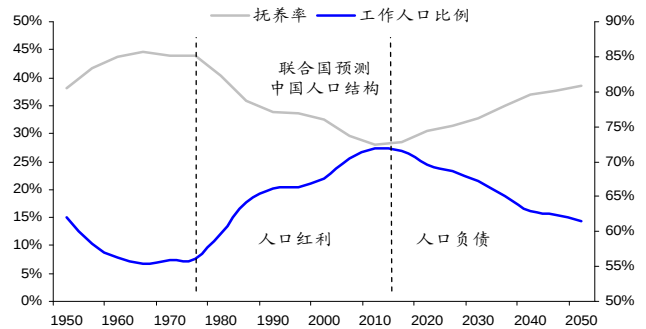
劳动人口占比 2014 年后开始下降。与此同时，人口模型数据显示，工作人口比重 2006-2013 年处于高峰阶段，2014 年开始下降，如依此来划分人口红利和人口负债，中国 2014 年将步入人口负债期。联合国人口预测数据显示，中国 2015 年开始步入人口负债期（数据以 5 年为单位），与我们模型测算结果基本一致，而印尼和印度分别到 2025 年和 2040 年人口红利才消失，中国比他们分别早了 10 年和 25 年。

图 9 预测 2014 年中国步入人口负债期



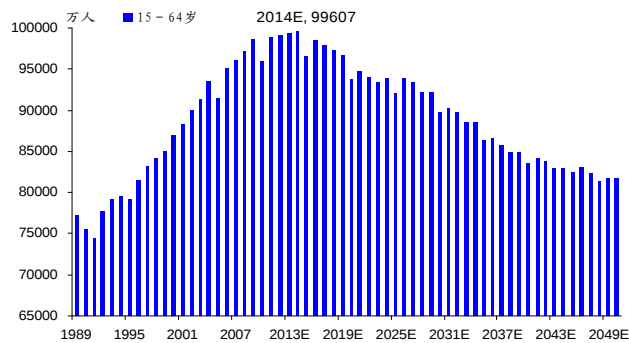
资料来源：WIND 资讯，海通证券研究所

图 10 联合国预测 2015 年中国步入人口负债期



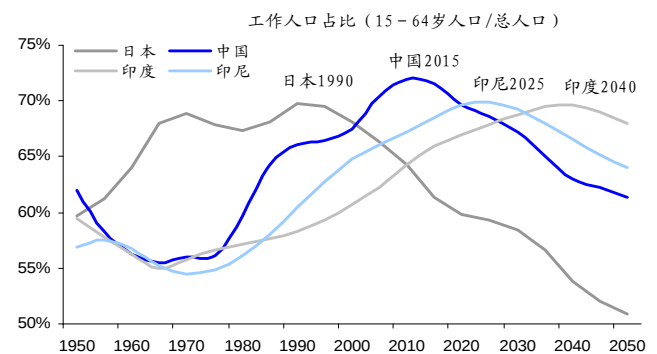
资料来源：联合国，海通证券研究所

图 11 工作人口总数 2014 年达最高峰



资料来源：WIND 资讯，海通证券研究所

图 12 中国人口红利消失早于印尼、印度

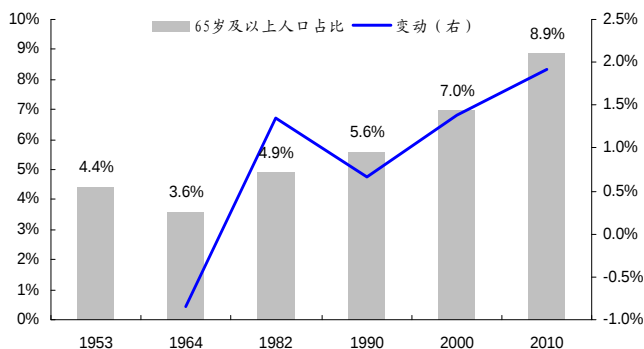


资料来源：联合国，海通证券研究所

1.4 老年化未来 20 年加速

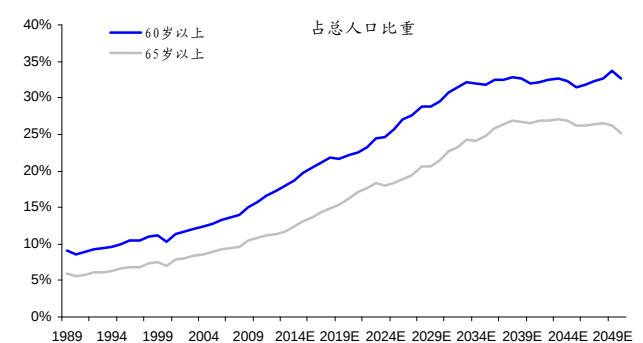
中国已经步入老年社会。第六次人口普查数据显示，2010 年 60 岁及以上人口占 13.26%，比 2000 年人口普查上升 2.93 个百分点，其中 65 岁及以上人口占 8.87%，比 2000 年人口普查上升 1.91 个百分点。这说明我国人口在快速老龄化。根据国际上老年化标准：60 岁以上人口占总人口比例达到 10% 或 65 岁以上人口占总人口比重达到 7%，中国早已经步入老年社会。

图 13 近 10 年 65 岁以上占比快速提升



资料来源：WIND 资讯，海通证券研究所

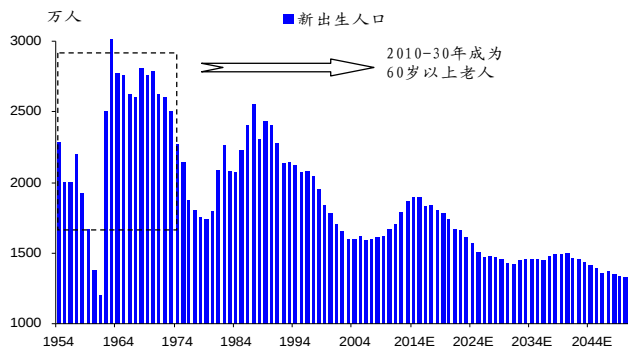
图 14 中国已步入老年社会



资料来源：WIND 资讯，海通证券研究所

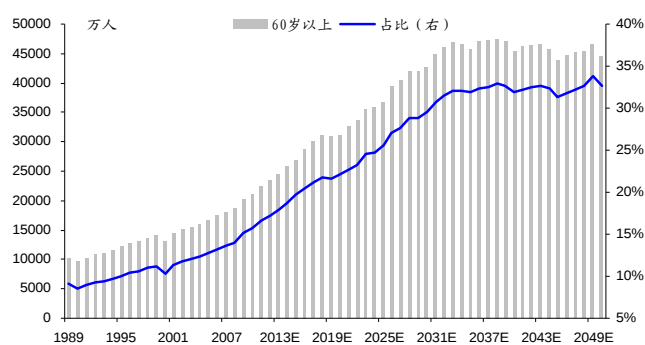
未来 20 年老年化加速。相比较老年化的标准，老年化的速度更值得关注。我们人口模型数据显示，由于峰值最高的第一、二次婴儿潮的人逐渐步入老年，未来 20 年中国老年化进入“加速陡峭坡”，2030 年 60 岁以上人口占比将接近 30%。

图 15 第一、二波婴儿潮未来 20 年步入老年



资料来源：WIND 资讯，海通证券研究所

图 16 60 岁以上人口快速增长



资料来源：WIND 资讯，海通证券研究所

2. 婴儿回声潮引爆婚育消费

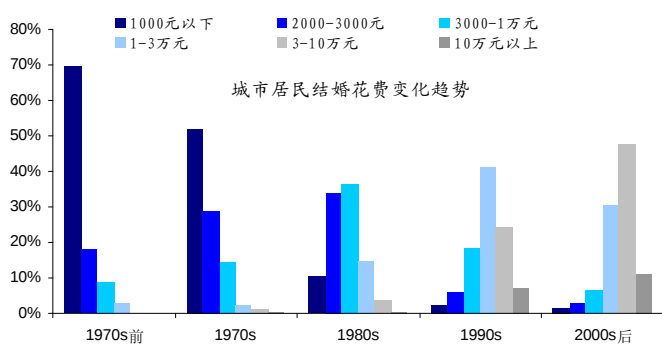
2.1 婚育消费市场可观

新婚消费市场巨大，每年将超 8000 亿。中国婚庆产业调查统计中心在“2010 春季中国婚博会”上公布的数据显示，2009 年全国城镇居民因结婚产生的直接消费(包括婚纱照、婚饰、婚纱礼服、婚宴、婚庆、蜜月旅游等)总额超过 6000 亿元。

北京朝阳区统计局对该区居民新婚人群的消费调查显示，2003 年一对新人的平均结婚费用为 8500 多元，2004 年涨至 2.3 万元，2005 年上涨至 3.6 万元，2006 年猛升至 5.5 万元，到了 2007 年飙升至 10.8 万元，5 年间的平均发展速度达到 88.8%。

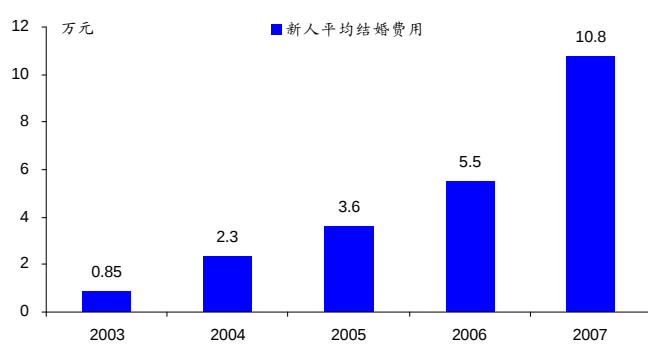
结婚被视为人生最重要的里程碑，利用男女双方甚至父母的多年储蓄（甚至负债）来铺设“洞房花烛夜”的辉煌是人之常情，与其它产业相比，结婚消费的非理性成分更多。尤其在“2+4”（4 个父母支持下的一对独生子女）的今天，几代人储蓄为子孙结婚消费也是不足为奇的，因而婚礼的档次越来越高，结婚消费必将逐年增长。考虑结婚人数的增长和收入水平的提高，预计未来 5 年每年结婚直接消费将超过 8000 亿。

图 17 结婚花费越来越高



资料来源：零点调查，海通证券研究所

图 18 结婚消费不断攀升



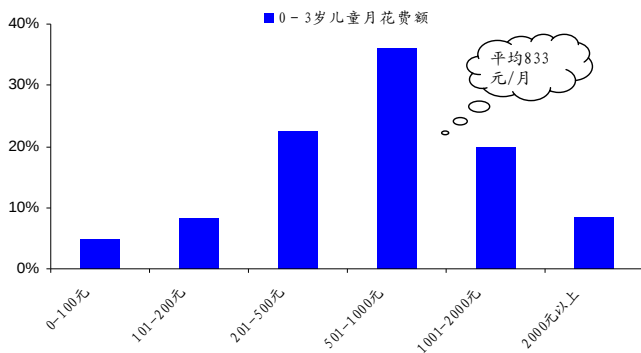
资料来源：北京朝阳区统计局，海通证券研究所

0-4 岁婴幼儿消费市场规模超过万亿。《中国婴童市场质量信誉调查报告》显示，中

国婴童市场目前仅次于美国为全球第二大婴童产品消费国，鉴于中国独特的人口规模，以及培育孩子占家庭消费支出中的比重不断增加，中国婴童经济依然以年增长率超过 30% 的高速发展，2010 年规模可达 1 万亿元。

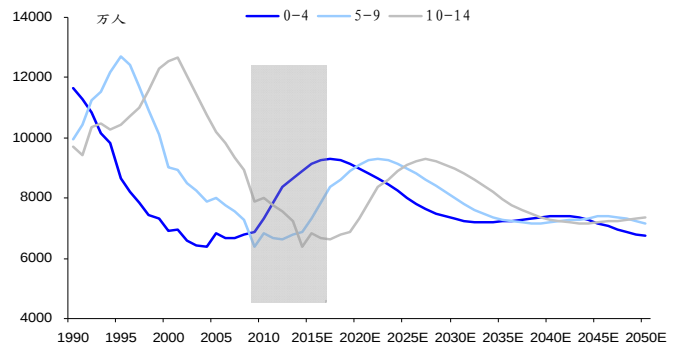
艾索少年儿童市场咨询公司《2007 年儿童快乐指数报告》显示，城市 0-3 岁儿童平均每月花销 833 元。我们人口模型测算，0-4 岁的婴幼儿将从 2009 年的 7300 万增长至 2015 年的 9100 万，考虑消费支出的自然增长，预计 2010 年中国 0-4 岁婴童消费市场 1.17 万亿，2015 年将达 1.67 万亿。

图 19 婴幼儿消费市场空间大



资料来源：艾索咨询，海通证券研究所

图 20 未来 5 年 0-4 岁婴幼儿快速增长



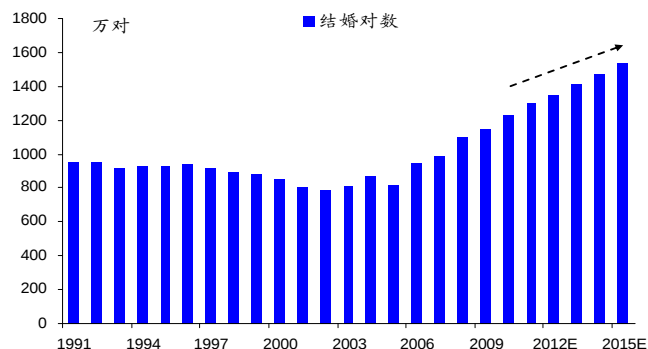
资料来源：WIND 资讯，海通证券研究所

2.2 新婚消费：家纺服饰、蜜月旅游

未来 5 年年均结婚人数将达 1400 万对。据中国民政部公布的数据，2000-2009 年均有 912 万对新人登记结婚，2009 年达 1145.8 万对，连续第二年突破 1000 万对大关。随着 1980-90 年的婴儿潮步入结婚年龄阶段，我们预计未来 5 年登记结婚对数将不断攀升。模型显示，20-29 岁生育高峰人口将从 2009 年的 1.8 亿增长至 2015 年的 2.1 亿，预计未来 5 年每年结婚的新人将增长到 1400 万对。

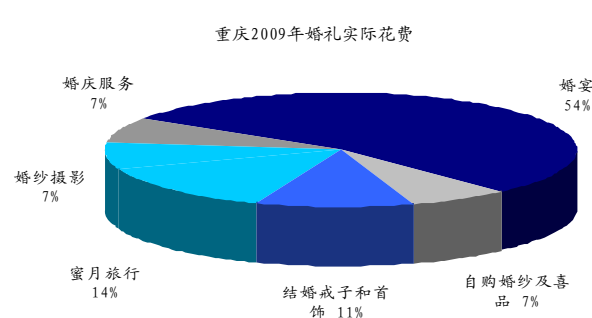
家纺服饰：罗莱家纺、报喜鸟。目前我国城镇居民的新婚消费中蜜月旅游、珠宝首饰、婚礼庆典、婚纱摄影、婚纱礼服等真正结婚消费不足 15.5%，仅 1.95 万元，与国外消费的比例相比，属非常小，因而增长空间较大。其中家纺行业受益于新婚消费，发展前景看好，每年增速保持在 15% 以上，目前行业集中度尚低，具有品牌优势的公司仍有跑马圈地的机会，如罗莱家纺。同时，20-29 岁的青年人快速增长驱动休闲服饰需求，看好其中盈利稳定、渠道扩张加速的报喜鸟。

图 21 未来 5 年年均结婚人数将达 1400 万对



资料来源：WIND 资讯，海通证券研究所

图 22 婚礼消费结构

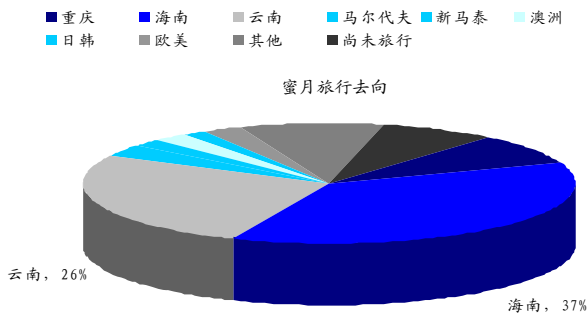


资料来源：2010 重庆婚庆消费市场调查报告，海通证券研究所

蜜月旅游：丽江旅游、中国国旅。《中国结婚产业发展调查报告 2006 - 2007》显示，67.66%的新人安排蜜月旅游。《2010 重庆婚庆消费市场调查报告》显示，海南三亚和云南丽江是重庆新人蜜月的首选旅游地，而马尔代夫则是选择国外度蜜月的首选地，蜜月旅行平均花费 8900 元。

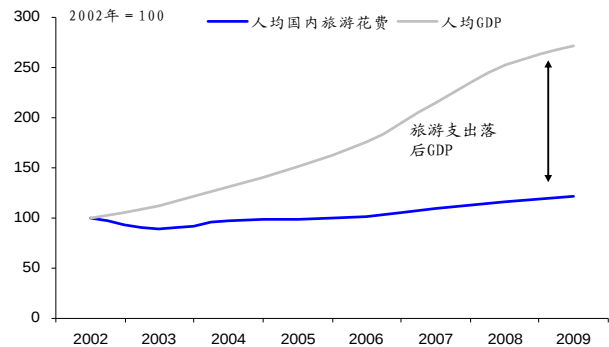
从消费升级角度看，随着人均 GDP 不断提升，作为可选消费的旅游支出将增长更快。尤其是，2002 年以来国内人均旅游花费远落后于人均 GDP，行业发展空间很大，看好其中的丽江旅游、中国国旅。

图 23 蜜月旅游集中在海南、云南



资料来源：2010 重庆婚庆消费市场调查报告，海通证券研究所

图 24 旅游消费空间很大



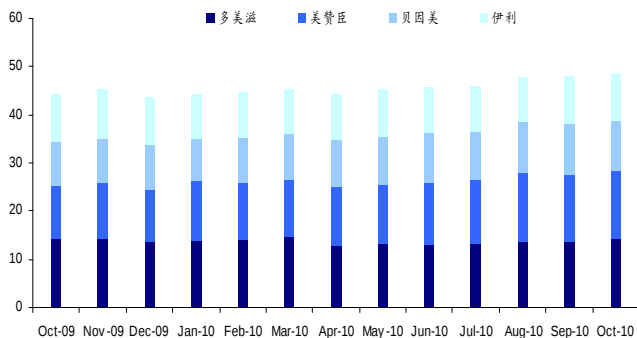
资料来源：WIND 资讯，海通证券研究所

2.3 孕育消费：奶粉、玩具、儿童药

婴幼儿奶粉：伊利股份。我国奶粉市场中婴儿配方粉约占 60%，成人配方粉约占 15%，成人普通粉约占 25%。未来 5 年新生儿的快速增长，婴儿奶粉需求将大增。新生婴儿 4 个月之后才可以开始食用其他辅食，婴幼儿配方奶粉是最接近母乳的食品，可谓刚性需求。而中国母乳哺育率高于世界平均水平，07 年为 60%多，而 02 年世界平均水平已经降至 35%，80 后的妈妈理念较新潮，母乳哺育率望下降。

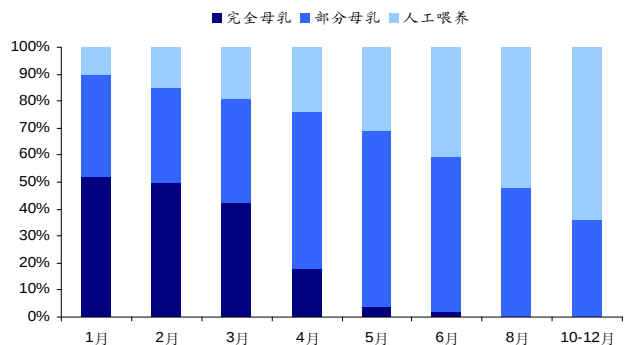
同时，04 年出现的大头娃娃等一系列奶粉事件后，中国的婴儿奶粉正不断走向专业化和高档化。Euromonitor 咨询公司预计 2010 - 13 年中国婴儿配方奶粉销售额复合增长率将达到 18.7%，2013 年婴儿配方奶粉销售额将达约 88 亿美元。伊利为 A 股市场唯一的婴儿奶粉公司，且市场份额较高。AC 尼尔森的统计数据显示，2010 年伊利市场份额为 9.6%，稳居第四。

图 25 中国婴幼儿奶粉市场份额



资料来源：AC 尼尔森，海通证券研究所

图 26 婴儿刺激奶粉需求

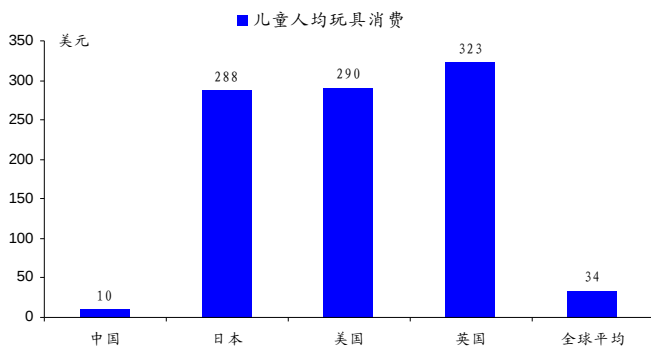


资料来源：WIND 资讯，海通证券研究所

儿童玩具：星辉车模。相对与欧美国家和日本，中国玩具消费水平很低，每年人均玩具消费仅 10 美元，远低于全球均值 34 美元。随着中国第四次婴儿潮的到来，及收入水平提高后休闲娱乐性消费升级，中国玩具消费的提升空间很大。同时联合国数据显示，全球 0-14 岁的儿童也由 2010 年的 18.6 亿增长至 2015 年的 19 亿。

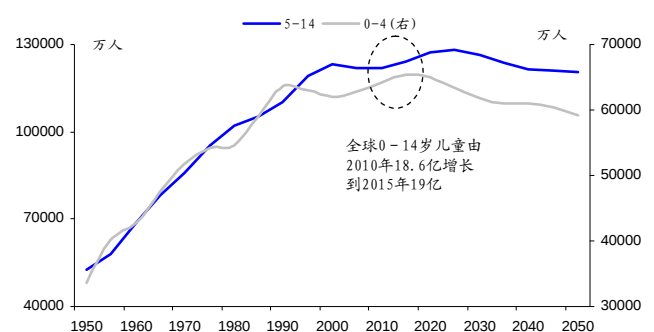
品牌和研发是玩具市场的核心竞争力。玩具产品成千上万，要使自己产品脱颖而出，只有通过个性化的产品设计，且玩具由于产品单位价值低，一般不进行售后服务，因此产品设计和品牌的创造的附加价值更加关键。欧美日的经验显示，成功的玩具企业依靠强大的研发支持，如美泰、日本的 Tomy、Kokuyo 等。同时，80 后的新生代消费理念新潮，追求生活品质，为人父母后在为子女挑选玩具时更加注重品牌。中国大部分玩具企业以 OEM 生产为主，研发和设计能力薄弱。A 股中我们看好研发势力强，且有自主品牌的星辉车模。

图 27 中国儿童玩具市场空间很大



资料来源：《奥飞动漫》公司招股说明书，海通证券研究所

图 28 未来 5 年全球 0-14 岁儿童缓慢增长



资料来源：联合国，海通证券研究所

表 1 A 股玩具类上市公司

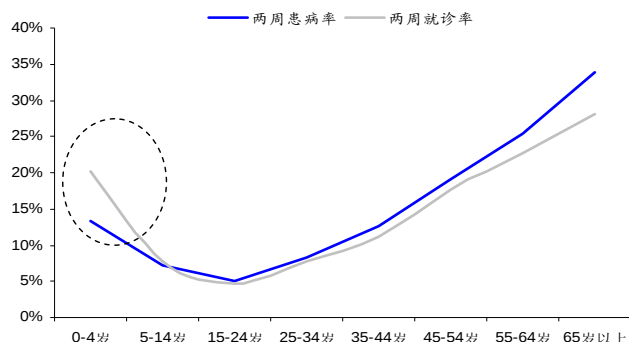
公司	主营产品	研发费用占比	研发团队
奥飞动漫	动漫玩具，占比 70%	5%	100 名以上
高乐股份	电动火车、机器人等，3-8 岁儿童	2%	78 名
星辉车模	车模，占比超 70%	4%	167 名

资料来源：海通证券研究所

儿童医疗：未来空间大。根据卫生部数据，0-4 岁儿童两周患病率 133%，就诊率高达 200%，随着年龄的增大 5-14 岁儿童的患病率就下降到 72%了，45 岁以上的患病率才开始高于 0-4 岁儿童。根据南方医药经济研究所预测，未来 5 年我国儿童药销售额还将继续保持年均两位数以上的增长速度，2015 将达到 668.93 亿元。

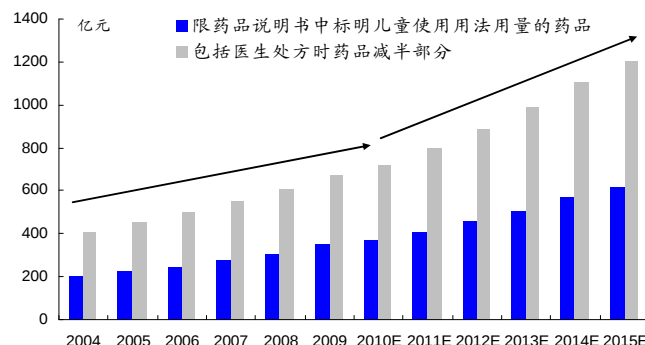
儿童患病主要是集中在呼吸系统疾病，根据南方医药经济研究所医院和零售市场用药分析数据，在儿童患者群体中，约有 86% 的儿童所患疾病为呼吸系统疾病和消化系统疾病。根据南方医药经济研究所的预测，到 2010 年和 2015 年，我国儿童解热镇痛类药品的市场销售额将分别达到 34.53 亿元和 59.06 亿元。A 股上市公司中只有康芝药业的瑞芝清（尼美舒利颗粒）为小儿解热镇痛类，结合行研对公司综合分析，短期偏谨慎。

图 29 0-4 岁儿童患病率高



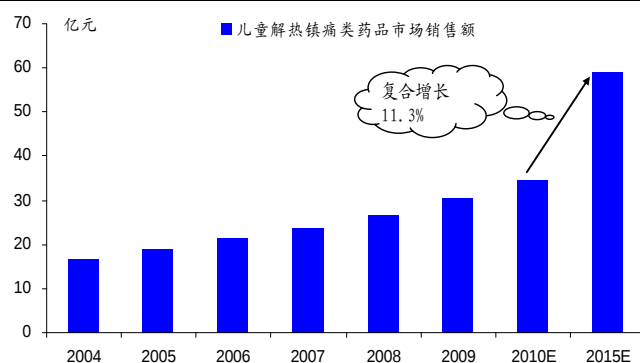
资料来源：WIND 资讯，海通证券研究所

图 30 儿童药销售收入持续较快增长



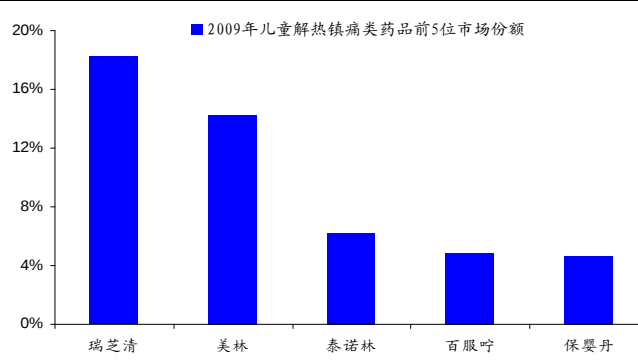
资料来源：南方医药经济研究所，海通证券研究所

图 31 未来 5 年儿童解热镇痛药销售快速增长



资料来源：南方医药经济研究所，海通证券研究所

图 32 解热镇痛类药中瑞芝清占有率第一



资料来源：南方医药经济研究所，海通证券研究所

表 2 儿童常见疾病分布

疾病种类	0-4 岁		5-14 岁	
	患病率 (‰)	疾病分布比例 (%)	患病率 (‰)	疾病分布比例 (%)
呼吸系统疾病	160.91	79.82	74.41	73.96
消化系统疾病	20.43	10.13	9.15	9.09
传染病	5.9	2.93	4.8	4.77
皮肤和皮下组织疾病	5.37	2.66	2.54	2.52
损伤和中毒	2.2	1.09	2.01	2
眼及附器疾病	1.5	0.74	2.24	2.23
其他	5.3	2.63	5.32	5.43
总体	201.61	100	100.47	100

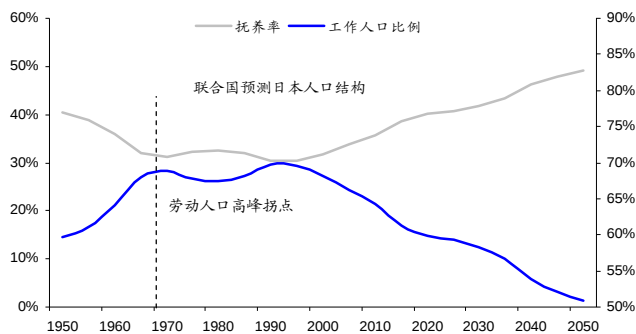
资料来源：卫生部，海通证券研究所

3. 劳动人口高峰渐去催生机械取代人

3.1 劳动力成本上升望加速

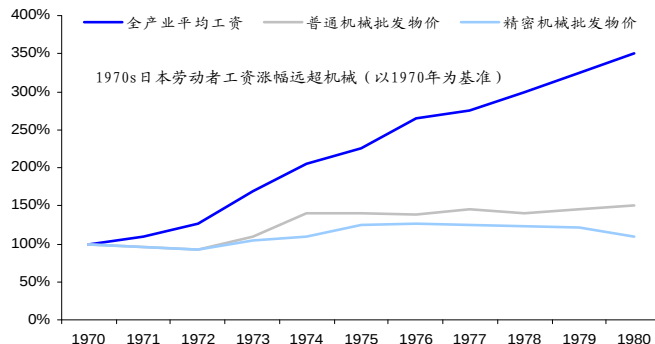
日本经验：劳动人口拐点叠加经济转型推动工资快速上涨。日本 1970 年左右劳动人口占比结束上升期走平，叠加 1970-80 年代经济结构转型，使日本劳动者工资快速上涨，涨幅远远超过机械产品价格涨幅，劳动者报酬占 GDP 比重从 1961 年的 46.5% 提升到 1980 年的 67.8%。

图 33 日本 1970 年步入劳动人口高峰拐点



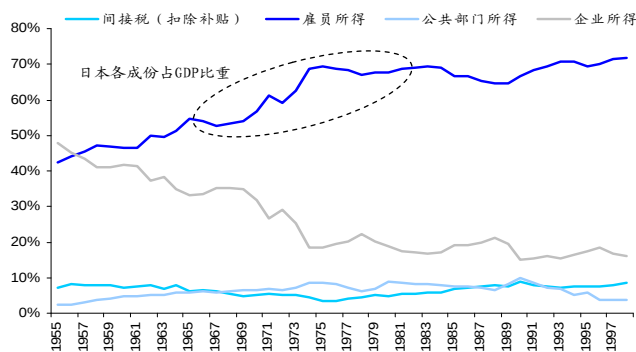
资料来源：WIND 资讯，海通证券研究所

图 34 日本 1970s 工资上涨幅度远高机械价格涨幅



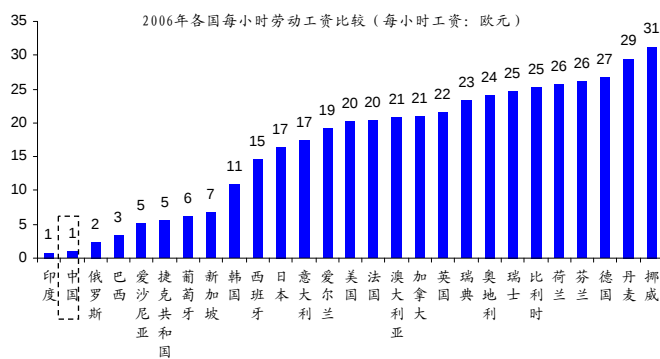
资料来源：《日本通商产业政策史》，海通证券研究所

图 35 1970s 年代日本劳动者报酬大幅提升



资料来源：WIND 资讯，海通证券研究所

图 36 中国工资远低于其他国家 I

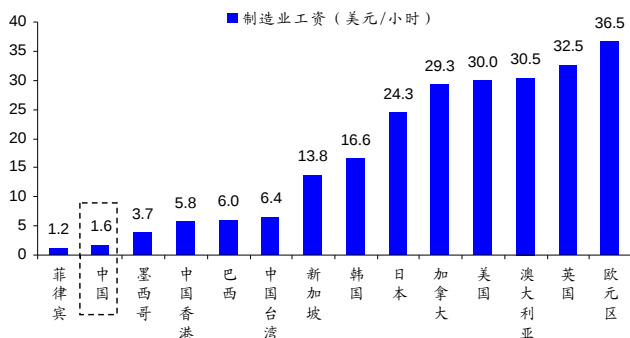


资料来源：芬兰工商业联合会，海通证券研究所

中国劳动者工资望快速上涨。1980 年代以来中国一直处于人口红利期，15-64 岁的工作人口数和占比不断上升，但 2008 年-2013 年工作人口占比步入平稳期，2014 年劳动人口高峰过去，劳动力无限供给状态消失和抚养比上升将导致资本与劳动力生产要素价格的变化出现逆转，劳动者报酬水平客观上将会提高，加上政府“调结构”政策的引导，劳动者报酬改善并形成消费驱动性增长结构将是必然趋势。

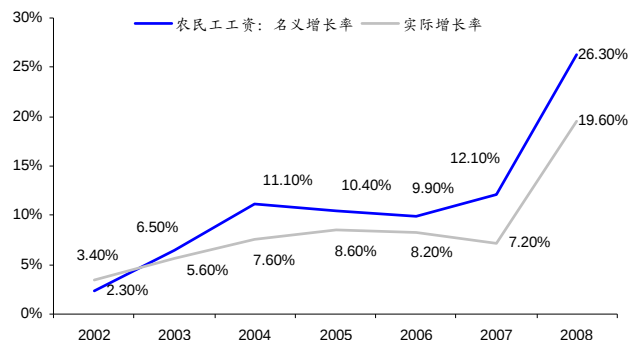
中国社科院蔡昉研究员《中国发展的挑战与路径：大国经济的刘易斯转折》中统计的农民工工资率变化趋势说明，中国的“刘易斯拐点”或许已经出现。而且，从绝对值水平来看，中国工资提升空间较大，芬兰工商业联合会数据显示，2006 年中国制造业工资仅相当于挪威的 1/31，德国的 1/26，且低于巴西、墨西哥。

图 37 中国工资远低于其他国家 II



资料来源: www.bls.com, 海通证券研究所

图 38 农民工工资涨幅

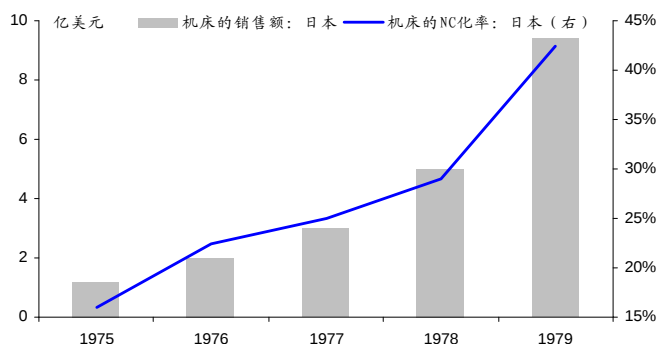


资料来源:《中国发展的挑战与路径: 大国经济的刘易斯转折》

3.2 机械取代人长期趋势不变

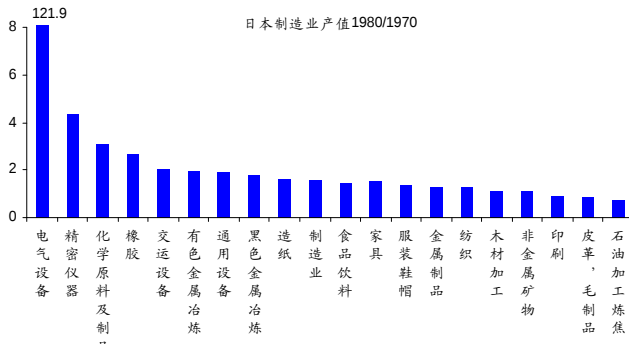
日本经验: 劳动力成本上升阶段, 机械化加速。1970-80 年间日本中工资涨幅远远超过了机械价格上涨幅度, 从而推动机械化和自动化。1975 年到 1980 年, 日本数控机床的销售额增长了 7 倍多, 数控机床销售额在机床销售额中的比率从 16% 上升到 43%。半导体元件和集成电路产值从 1975 年的 2.764 亿日元增长到 1981 年的 10.673 亿日元, 年均增长率达到 25.3%。

图 39 1970s 日本数控机床销售额大幅攀升



资料来源:《日本通商产业政策史》, 海通证券研究所

图 40 日本转型期电气设备快速增长

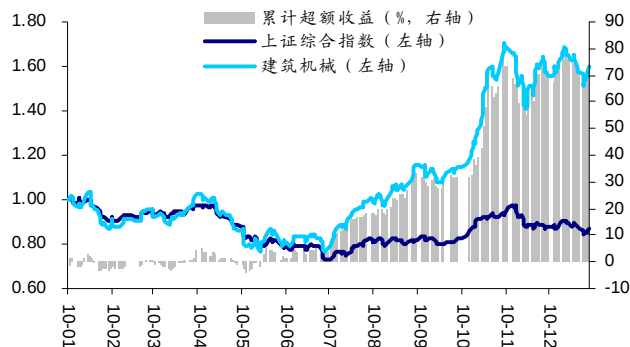


资料来源: BLOOMBERG, 海通证券研究所

中国目前 60 岁以上人口比重已经达到日本 1970 年水平, 而劳动年龄段的人口高峰也即将过去, 劳动力成本上升将推动资本替代劳工, 从而加速经济活动的机械化。

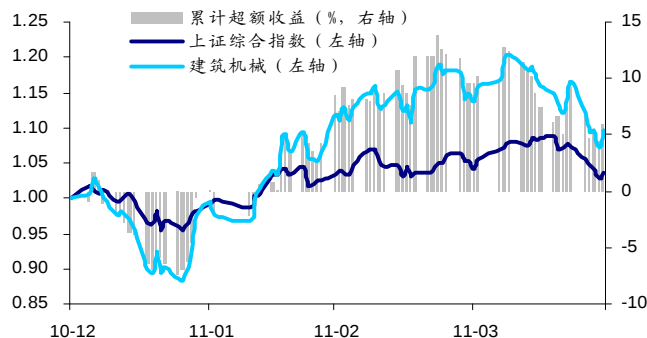
机械行业长期受益于“机械取代人”, 短期盈利受压。结合行业研究员对机械行业自身判断, 由于我国经济目前正处于通胀中后期阶段, 成本的上升已开始影响到下游的需求, 导致中游制造业成本转嫁能力亦下滑, 机械行研大多数子行业毛利率开始出现下滑, 收入增速亦下滑, 该情况将维持到通缩结束。在此期间, 机械全行业以阶段性反弹行情为主, 仅有部分下游行业需求旺盛及有个性的子行业及公司具有基本面向上而带来的机会。2011 年余下时间重点关注受益于大宗原材料价格上涨滞后效应的煤机行业、石油钻采设备, 相对经济景气复苏反应最快的工程机械行业, 一旦调控放松望最先反弹。

图 41 建筑机械 2010 年相对沪指累计超额收益 (%)



资料来源：WIND 资讯，海通证券研究所

图 42 建筑机械 2011 年前 4 月相对沪指累计超额收益 (%)



资料来源：WIND 资讯，海通证券研究所

4. 老年化加速驱动“银发”产业

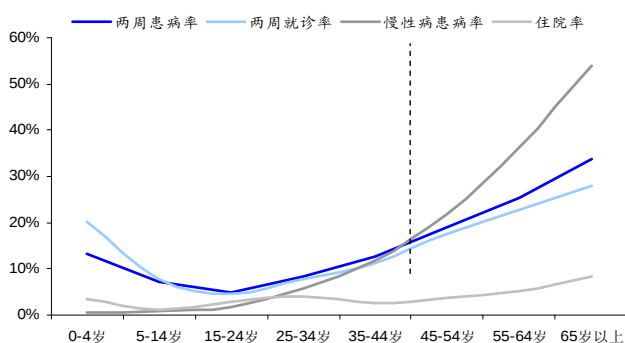
4.1 医药：抗肿瘤、心脑血管药

老年化加速推升医疗需求。随着年龄的增长，人们的患病率和就诊率都会大幅上升。国家统计局数据显示，45 岁后就诊的需求开始快速上升，55-64 岁人群的两周患病率和就诊率分别为 25.5% 和 22.8%，65 岁以上达 33.8% 和 28.1%。

我们人口模型数据显示，45 岁以上年龄人口未来 5 年保持快速增长。面对快速增长的潜在需求，针对中老年的医药、医疗器械、医疗服务将受益。其中，保健类消费对收入增长弹性大。虽然医疗消费金额随收入增长而增加，但结构上存在差异，国家统计局收入分级的家庭医疗消费细项显示，保健器具和滋补保健品需求对收入增长的弹性较大。

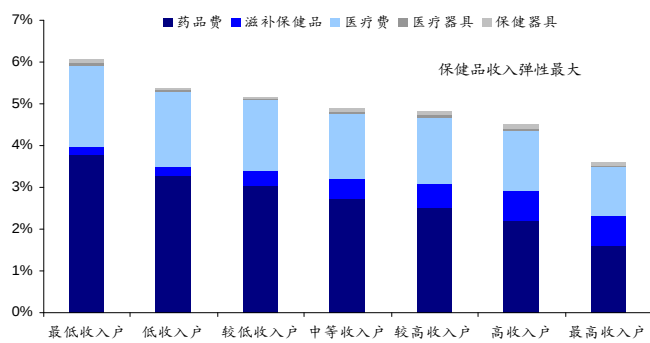
肿瘤和心脑血管等循环系统病是最主要的老年病，结合行业研究员观点，推荐恒瑞医药、天士力。

图 43 45 岁以上人群医疗需求上升明显



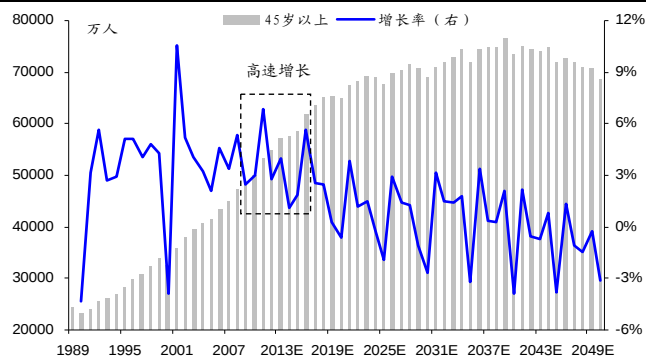
资料来源：WIND 资讯，海通证券研究所

图 44 保健类消费对收入增长弹性大



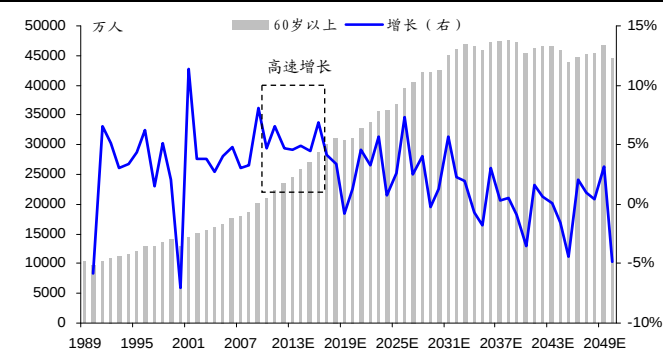
资料来源：国家统计局，海通证券研究所

图 45 未来 5 年 45 岁以上人口高速增长



资料来源：WIND 资讯，海通证券研究所

图 46 未来 5 年 60 岁以上人口高速增长



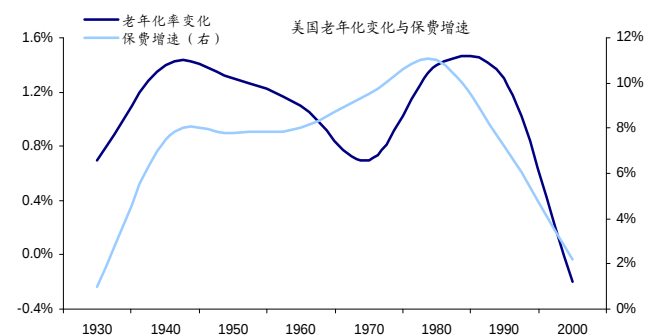
资料来源：WIND 资讯，海通证券研究所

4.2 保险：老年化加速利于保费增长

老年化加速期保费增长加速。美国 20 世纪老年化和保费增长的对比显示，保费增速与老龄化速度正相关，老龄化加速阶段保费快速增长，老龄化速度稳定下来后保费增速快速下降。21 世纪的中国将是一个不可逆转的老龄社会，从老年化速度看，可以划分为三个阶段：1990-2009 年是老龄化不断提到但速度较慢，2010-2030 年老龄化加速，2035 年后是稳定的重度老龄化阶段，老龄化水平稳定在 30% 左右。

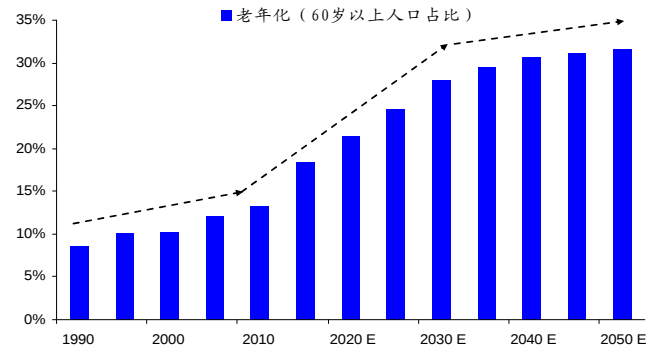
中国年龄结构距保险深度高峰还有 15 年。日本的经验看，人口年龄中位数 35 - 40 岁是保险需求的分界线，之前保险深度往往加速，之后保险深度趋稳或下降。日本保险深度达到最高峰在 1990 年，彼时年龄中位数在 35 - 40 岁，此后的保险深度就开始走向下降。中国目前年龄中位数为 34 岁，根据联合国预测 2025 年达 39 岁，未来 15 年将是寿险业需求的黄金时期。

图 47 美国经验：老年化加速利于保费增长



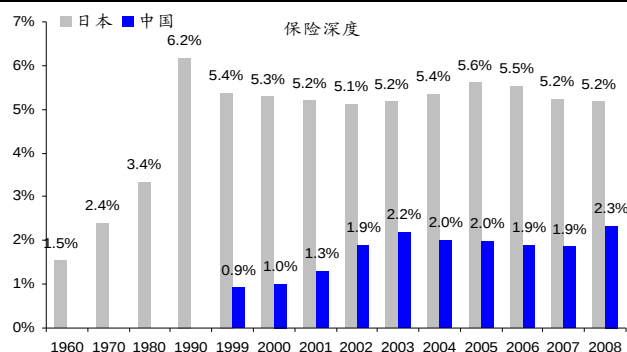
资料来源：ACLL，海通证券研究所

图 48 中国未来 20 年为老年化加速期



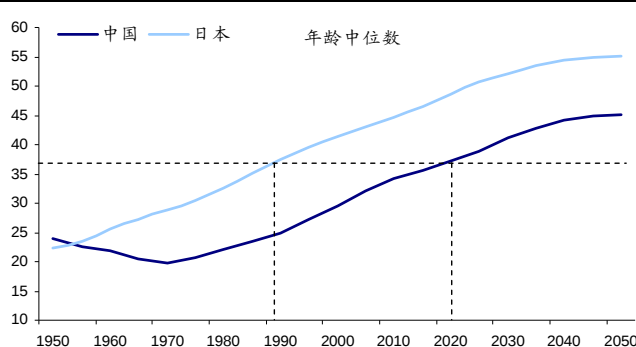
资料来源：WIND 资讯，海通证券研究所

图 49 日本 1990 年保险深度最深



资料来源：日本寿险协会，中国保监会，海通证券研究所

图 50 中国 2020 - 2025 年人口中位数达日本 1990 年水平



资料来源：联合国，海通证券研究所

5. 结论

综上所述，我们的人口矩阵模型显示，未来人口结构呈现三大特征：

第一，未来 5 年出现婴儿回声潮。随着 1980 - 90 年第三次婴儿潮的人步入婚育阶段，未来 5 年每年结婚的新人将由 2009 年的 1100 万对增长到 1400 万对，每年新生儿将由 2005 - 2006 年低谷的 1600 万增长到 1900 万。婚育的集中期将引发新婚和幼儿消费。

第二，劳动人口高峰即将过去。随着 1950 - 1970 年第一、二次婴儿潮的人逐渐步入退休年龄，而 1990 年开始的新生儿锐减致使 15 岁以上的劳动力供给不足，劳动人口将出现“入不敷出”，2014 年见高峰。叠加经济结构转型下要素报酬改革，劳动力成本不断抬升将驱动机械取代人；

第三，未来 20 年老年化加速。按联合国标准，中国已经步入老年社会，由于峰值最高的第一、二次婴儿潮的人逐渐步入老年，未来 20 年中国老年化进入“加速陡峭坡”，2030 年 60 岁以上人口占比将接近 30%。老年化催生“银发”产业，如医药、保险。

综合分析，我们看好受益于人口结构变化的行业是：医药、旅游、儿童奶粉、家纺服装、玩具。结合行业研究员观点，建议组合是：恒瑞医药、天士力、丽江旅游、中国国旅、伊利股份、罗莱家纺、报喜鸟、星辉车模。

表 3 人口结构变迁受益个股组合

股票代码	股票名称	5 月 5 日收盘价 (元)	11 年 EPS (元)	12 年 EPS (元)	13 年 EPS (元)	11 年 PE (元)	12 年 PE (元)	13 年 PE (元)
600276	恒瑞医药	32.18	0.85	1.07	1.40	37.86	30.07	22.99
600535	天士力	40.99	1.22	1.51	1.92	33.60	27.15	21.35
002033	丽江旅游	21.83	0.77	0.86	1.02	28.38	25.34	21.50
601888	中国国旅	27.19	0.70	1.07	1.68	38.84	25.41	16.18
600887	伊利股份	37.17	1.32	1.68	2.12	28.16	22.13	17.53
002293	罗莱家纺	74.00	2.41	3.50	4.15	30.71	21.14	17.83
002154	报喜鸟	28.25	1.22	1.62	2.10	23.16	17.44	13.45
300043	星辉车模	15.78	0.51	0.78	1.02	30.94	20.23	15.47

资料来源：海通证券研究所

信息披露

分析师声明

海通策略研究团队 荀玉根

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司（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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

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，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，海通证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络海通证券研究所并获得许可，并需注明出处为海通证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

海通证券股份有限公司研究所

汪异明 所长
(021) 63411619
wangym@htsec.com

高道德 副所长
(021) 63411586
gaodd@htsec.com

路 颖 副所长
(021) 23219403
luying@htsec.com

江孔亮 所长助理
(021) 23219422
kljiang @htsec.com

宏观经济研究团队
李明亮 (021) 23219434
lml@htsec.com
汪 辉 (021) 23219432
wanghui@htsec.com
刘铁军 (021) 23219394
liutj@htsec.com

联系人
高 远 (021) 23219669
gaoy@htsec.com
李 宁 (021) 23219431
lin@htsec.com

策略研究团队
陈瑞明 (021) 23219197
chenrm@htsec.com
吴一萍 (021) 23219387
wuyiping@htsec.com
单 磊 (021) 23219428
shanl@htsec.com
荀玉根 (021) 23219658
xyg6052@htsec.com

联系人
王 旭 (021) 23219396
wx5937@htsec.com
汤 慧 (021) 23219733
tangh@htsec.com

基金研究团队
娄 静 (021) 23219450
loujing@htsec.com
单开佳 (021) 23219448
shankj@htsec.com
吴先兴 (021) 23219449
wuxx@htsec.com
倪韵婷 (021) 23219419
niyt@htsec.com
杨俭秋 (021) 23219605
yangjq@htsec.com
罗 震 (021) 23219326
luozh@htsec.com
唐洋运 (021) 23219004
tangyy@htsec.com
联系人
徐益璠 (021) 23219443
xuyj@htsec.com
陈 瑶 (021) 23219645
chenyao@htsec.com

金融工程研究团队
周 健 (021) 23219444
zhouj@htsec.com
丁鲁明 (021) 23219068
dinglm@htsec.com
郑雅斌 (021) 23219395
zhengyb@htsec.com
联系人
冯佳睿 (021) 23219732
fengjr@htsec.com
朱剑涛 (021) 23219745
zhujt@htsec.com

固定收益研究团队
姜金香 (021) 23219445
jiangjx@htsec.com
邱庆东 (021) 23219424
qiuqd@htsec.com

政策研究团队
陈久红 (021) 23219393
chenjiuhong@htsec.com
陈峥嵘 (021) 23219433
zrchen@htsec.com

计算机及通信行业
陈美凤 (021) 23219409
chenmf@htsec.com
联系人
袁兵兵 (021) 23219454
ybb6053@htsec.com
蒋 科 (021) 23219474
jiangk@htsec.com

煤炭行业
刘惠莹 (021) 23219441
liuhy@htsec.com
联系人
朱洪波 (021) 23219438
zhb6065@htsec.com

批发和零售贸易行业
路 颖 (021) 23219403
luying@htsec.com
潘 鹤 (021) 23219423
panh@htsec.com
汪立亭 (021) 23219399
wanglt@htsec.com

建筑工程行业
江孔亮 (021) 23219422
kljiang@htsec.com
联系人
赵 健 (021) 23219472
zhaoj@htsec.com

石油化工行业
邓 勇 (021) 23219404
dengyong@htsec.com

机械行业
龙 华 (021) 23219411
longh@htsec.com
舒 灏 (021) 23219171
shuh@htsec.com
联系人
何继红 (021) 23219674
hejh@htsec.com
熊哲颖 (021) 23219407
xzy5559@htsec.com

农林牧渔行业
丁 频 (021) 23219405
dingpin@htsec.com
联系人
夏 木 (021) 23219748
xiam@htsec.com

纺织服装行业
联系人
唐爽爽 (021) 23219716
tangss@htsec.com

非银行金融行业
董 乐 (021) 23219374
dl5573@htsec.com

电子元器件行业
邱春城 (021) 23219413
qiucc@htsec.com
联系人
张孝达 (021) 23219697
zhangxd@htsec.com

互联网及传媒行业
王茹远 (010) 58067935
wangry@htsec.com
联系人
白 洋 (021) 23219646
baiyang@htsec.com

交通运输行业
钮宇鸣 (021) 23219420
ymniu@htsec.com
钱列飞 (021) 23219104
qianlf@htsec.com
联系人
虞 楠 (021) 23219382
yun@htsec.com

汽车行业
赵晨曦 (021) 23219473
zhaocx@htsec.com
冯梓钦 (021) 23219402
fengzq@htsec.com

食品饮料行业
赵 勇 (0755) 82775282
zhaoyong@htsec.com
卢媛媛 (021) 23219610
lyy5991@htsec.com
联系人
齐 莹 (021) 23219166
qiy@htsec.com

钢铁行业
刘彦奇 (021) 23219391
liuyq@htsec.com

医药行业
联系人
刘 宇 (021) 23219608
liuy4986@htsec.com
刘 杰 (021) 23219269
liuj5068@htsec.com
冯皓琪 (021) 23219709
fhq5945@htsec.com

有色金属行业
杨红杰 (021) 23219406
yanghj@htsec.com
联系人
刘 博 (021) 23219401
liub5226@htsec.com

基础化工行业
曹小飞 (021) 23219267
caoxf@htsec.com
联系人
易团辉 (021) 23219737
yith@htsec.com

家电行业
陈子仪 (021) 23219244
chenzy@htsec.com
联系人
孔维娜 (021) 23219223
kongwn@htsec.com

建筑建材行业
蒲世林 (021) 23219054
pusl@htsec.com

电力设备及新能源行业
张 浩 (021) 23219383
zhangh@htsec.com
联系人
房 青 (021) 23219692
fangq@htsec.com

公用事业		银行业		社会服务业
陆凤鸣 (021) 23219415	lufm@htsec.com	联系人		罗少平 (021) 23219390
白瑜 (021) 23219430	baiy@htsec.com	刘瑞 (021) 23219635	lr6185@htsec.com	luosp@htsec.com

房地产业		造纸轻工行业	
涂力磊 (021) 23219747	tl5535@htsec.com	联系人	
谢盐 (021) 23219436	xiey@htsec.com	徐琳 (021) 23219767	xl6048@htsec.com
联系人			
贾亚童 (021) 23219421	jiayt@htsec.com		

海通证券股份有限公司机构业务部

陈苏勤 总经理
(021) 63609993
chensq@htsec.com

贺振华 总经理助理
(021) 23219381
hzh@htsec.com

深广地区销售团队		上海地区销售团队		北京地区销售团队
蔡铁清 (0755) 82775962	caitq@htsec.com	高溱 (021) 23219386	gaoq@htsec.com	孙俊 (010) 58067988
刘晶晶 (0755) 83255933	liujj4900@htsec.com	季唯佳 (021) 23219384	jiwj@htsec.com	张广宇 (010) 58067931
辜丽娟 (0755) 83253022	gulj@htsec.com	胡雪梅 (021) 23219385	huxm@htsec.com	殷怡琦 (010) 58067944
		黄毓 (021) 23219410	huangyu@htsec.com	
		朱健 (021) 23219592	zhuj@htsec.com	
		肖文宇 (021) 23219442	xiaowu@htsec.com	

海通证券股份有限公司研究所

地址: 上海市黄浦区广东路 689 号海通证券大厦 13 楼
电话: (021) 23219000
传真: (021) 23219392
网址: www.htsec.com