

大消费时代：新引擎，将行远



东方证券
ORIENT SECURITIES

研究结论

- **新三驾马车之一——大消费时代来临：**十二五的要义在于转型，中国增长的故事不会停止。在更新了的投资、出口、消费三架马车的基础上重启系统，这将是一个中长期可持续的向上趋势。
- **调整经济发展结构，扩大最终消费需求，以消费作为我国经济增长的新动力已成为共识。**随着中国经济的稳健增长，居民人均可支配收入不断增加，人民生活水平持续提高，再加上政府对消费服务给予越来越多的重视和政策鼓励，我们完全有理由相信，未来较长的一段时间都将是消费行业的黄金时代。
- 我们认为，更高的可支配收入以及人口结构的边际消费倾向提升为人性的需求充分释放提供了前提条件，“消费需求”被赋予更多新的内涵，新兴的消费理念和消费形态将推动我国的消费不断升级，总体而言可以体现为：**传统消费高端化与品牌化，健康普及服务的日常化与制度化，以及新兴消费的科技化与休闲化。**随着这种消费趋势的不断拓展，相关的产业会出现持续快速的发展。
- **传统消费高端化与品牌化：**衣食住行的传统消费领域一直在经历确定的升级，收入的提高和通胀的下行将推动传统消费加速升级。主要受益细分行业：服装、食品饮料、日化、家纺、珠宝首饰。
- **健康普及服务的日常化与制度化：**人口结构变化、消费理念变化辅以政策支持 and 收入上升，将提升医疗保健和疫苗的消费。主要受益细分行业：保健品、医疗器械、疫苗、保险。
- **新兴消费的科技化与休闲化：**短途休闲旅游、以移动互联网为代表的消费电子、终端和内容合一的文化消费都是蓬勃发展的新兴消费代表。主要受益细分行业：旅游、互联网、智能终端、传媒。
- **建议关注相关受益公司：**友阿股份（买入）、探路者（增持）、罗莱家纺（买入）、搜于特（买入）、古井贡酒（买入）、张裕 A（未评级）、双汇发展（未评级）、洽洽食品（买入）、好想你（未评级）、古越龙山（未评级）、伊利股份（增持）、江中制药（增持）、天士力（买入）、通策医疗（买入）、爱尔眼科（增持）、中国国旅（买入）、锦江股份（买入）、神州泰岳（买入）、乐视网（未评级）等。详见报告中表 3：建议关注的主要投资标的。

报告发布日期

2011 年 12 月 27 日星期二

证券分析师

邵宇

shaoyu@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860511110001

施红梅

shihongmei@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860511010001

施剑刚

shijiangang@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860510120024

郭洋

guoyang@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860510120033

王佳

wangjia@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860510120020

李淑花

lishuhua@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860510120034

杨春燕

yangy@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860510120004

周军

zhoujun@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860510120007

联系人

程刚

chenggang1@orientsec.com.cn

杨娜

yangna@orientsec.com.cn

王鹏

wangpeng@orientsec.com.cn

吴胜春

wushengchun@orientsec.com.cn

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

目 录

导言篇：策略核心观点	7
1. 我国正处于消费升级的新阶段	7
2. 收入提高是推动消费增长的第一动力	8
3. 中产阶级是消费升级的主要群体	9
4. 人口结构变化提高消费能力	9
5. 城市化驱动消费升级	11
6. 消费升级符合人性的需求和社会的发展	12
7. 未来趋势和投资建议	12
附录 我国促进消费的各项政策措施	14
传统消费升级篇	16
1. 连锁百货出现新的商业空间	16
连锁行业受益于产品的丰富、需求的差异化而不断创新业态	16
消费升级背景下连锁百货行业预期相关收益公司	16
预期相关收益公司	18
2. 服装消费走向品牌化	19
居民收入和衣着支出比重不断增长	19
国内服装市场销售的持续扩容	19
服饰消费理念的更新升级	19
消费升级背景下品牌服饰投资机会选择	20
预期相关受益公司	22
3. 食品饮料的宝塔型与普及化	23
高档酒受益于宝塔型消费升级	23
大众化食品饮料受益于普及化消费升级	24
消费升级背景下食品饮料的投资机会选择	25
预期相关受益公司	27
4. 奢侈品行业受益于国内中高端消费市场的未来前景	27
奢侈品市场容量巨大	27
奢侈品消费群体逐渐扩大	28
预期相关受益公司	30
健康服务普及篇	31
1. 医疗保健行业存在新驱动	31
老龄化是最大的内生动力	31
居民支付能力的提高也是重要内生驱动力	32
消费升级背景下医疗保健行业投资机会选择	33
预期相关受益公司	40
2. 疫苗行业面临新的发展前景	40
人口结构变化导致潜在的需求巨大	40
政策扶持催化疫苗市场上涨潜力	41
消费升级背景下疫苗行业投资机会选择	42
预期相关受益公司	43
新兴消费崛起篇	44
1. 旅游休闲化趋势明显	44
城市化加速带动旅游消费快速发展	44
旅游业落后于世界平均水平，潜力巨大	44
消费升级背景下旅游行业投资机会选择	45

预期相关受益公司	48
2.互联网消费快速渗透	49
网民增速放缓，二三线城市需要加速渗透	49
宽带建设：基础薄弱，十二五期间加快宽带扩容和光纤到户	50
消费升级背景下互联网行业投资机会选择	51
预期相关受益公司	56
3.文化传媒——终端普及+内容为王	57
新媒体时代的到来	57
新技术催生媒体新内容与新载体	57
消费升级背景下超级终端投资机会选择	58
预期相关受益公司	59
分析师申明	60
投资评级和相关定义	61
行业投资评级的量化标准：	61

图表目录

图 1： 最终消费支出对 GDP 贡献 (%)	7
图 2： 2009 年各国最终消费支出占 GDP 比重 (%)	7
图 3： 经济增长带来消费升级的三个阶段.....	8
图 4： 中国城镇居民人均可支配收入及家庭恩格尔系数	9
图 5： 中国农村居民人均纯收入及家庭恩格尔系数	9
图 6： 中国个人可投资资产超过 1 千万元的人口数量 (万人)	9
图 7： 2010 年发达地区人均可支配收入 (元)	9
图 8： 人口结构现状及预测	10
图 9： 25-69 岁人口占比不断提高	10
图 10： 1949-2048E 中国抚养比变化趋势.....	11
城镇化进程将推动商业空间快速增长 (%)	11
图 11： 电子商务与传统零售的剪刀差逐步扩大 (Walmart vs Amazon)	16
图 12： 城镇居民和农村居民人均衣着支出对比.....	19
图 13： 城镇人口可支配收入情况	19
图 14： 中国服装市场总销售额.....	19
图 15： 新旧服饰消费理念对比.....	20
图 16： 国内户外用品零售额	20
图 17： 各国家用纺织品占纺织品总体比重.....	21
图 18： 我国男装市场容量及增长率	22
图 19： 企业利润和财政收入的回升对高端酒消费有促进作用	23
图 20： 白酒潜在消费群体在扩大	23
图 21： 随着居民收入的不断增长， 高端酒价格可不断上涨.....	24
图 22： 社销总额保持稳健增长.....	24
图 23： 啤酒销量仍有很大发展空间	25
图 24： 人均葡萄酒销量至少可以翻番	26
图 25： 人均乳制品销量增长仍有空间.....	26
图 26： 中国奢侈品消费市场规模 (亿美元)	28
图 27： 奢侈品消费人群结构	28
图 28： 限额以上金银珠宝零售额	29
图 29： 2009 年奢侈品消费规模.....	29
图 30： 65 岁及以上老人占比逐年提高	32
图 31： 居民慢性病患率不断上升	32
图 32： 城镇居民可支配收入	33
图 33： 医药制造业收入和增速(亿元).....	33
图 34： 样本医院用药增速.....	33
图 35： 样本医院用药金额.....	34

图 36： 城市居民疾病类别死亡率（1/10 万）	34
图 37： 心血管病用药国际比例.....	35
图 38： 心血管病用药国内比例.....	35
图 39： 恶性肿瘤死亡率（1/10 万）	35
图 40： 中药饮片销售收入和增速	36
图 41： 中药饮片利润及增速	36
图 42： 医疗器械市场规模占比医药市场总规模.....	37
图 43： 医疗器械进出口总额和增速	37
图 44： 专科医院诊疗人数和医院整体诊疗人数增速	38
图 45： 准分子手术平均价格	38
图 46： 中美日准分子屈光手术推算对比表.....	39
图 47： 牙齿年种植体（万颗）	39
图 48： 我国公立、私营医院数量	39
图 49： 部分国家 65 岁以上人口流感疫苗接种率	41
图 50： 部分国家 5 岁以下儿童死亡率（1/1000）	41
图 51： 城镇居民和农村居民可支配收入	44
图 52： 城镇居民和农村居民人均旅游花费对比.....	44
图 53： 香港分行业零售指数变化	45
图 54： 台湾分行业销售环比增速变化.....	45
图 55： 韩国零售指数环比变化（按渠道和商品区分）	45
图 56： 新加坡主要商品零售指数环比变动.....	45
图 57： 旅游业收入和国内生产总值	46
图 58： 中国人均旅游花费.....	46
图 59： 2003-2012 经济型酒店门店数量（2011， 2012 年是估计值）	47
图 60： 经济型酒店行业龙头客房出租率	48
图 61： 2003-2010 年中国网民规模及渗透率	49
图 62： 2003-2010 年中国互联网经济规模及人均互联网支出	49
图 63： 光纤到户相关政策及运营商发展规划	51
图 64： 2005-2014 中国网络广告市场规模及预测.....	53
图 65： 2002-2010 年中国细分媒体市场结构	53
图 66： 2002-2010 年中国网络广告市场规模在中国广告市场占比	53
图 67： 2006Q3-2010Q4 中国主要网络服务季度使用时间占比变化情况	54
图 68： 2010 年 12 月份在线视频网站月度覆盖人数（UV）	54
图 69： 2010 年 Q1-2011 年 Q3 中国在线视频行业季度市场规模	54
图 70： 2009Q1-2010Q4 中国网络经济细分行业市场规模.....	55
图 71： 2009-2014 年中国 B2B 电子商务市场营收规模	55
图 72： 2009-2015 年中国 IPTV 用户规模增长	56
图 73： 平面媒体增速放缓.....	57

图 74： 中国微博注册用户快速增长（万人）	58
图 75： 移动互联网时代终端数量是互联网时代的 10 倍以上	58
表 1： 马斯洛的需求层次论	12
表 2： 消费发展按照趋势分类	13
表 3： 建议关注的主要上市公司	13
表 4： 百货行业相关公司盈利及估值预测	18
表 5： 品牌服饰相关公司盈利预测与评级	22
表 6： 高端酒消费对象和意图	23
表 7： 2011 年 1-5 月食品行业各细分行业主要经营指标（规模以上企业统计）	25
表 8： 部分细分行业发展分析及预测	26
表 9： 相关公司盈利预测和评级	27
表 10： 奢侈品相关公司盈利预测与评级	30
表 11： 慢性病患率与年龄呈高度正相关	31
表 12： 医疗行业相关公司的盈利及估值预测	40
表 13： 我国历期免疫计划	41
表 14： 旅游行业相关公司的盈利及估值预测	48
表 15： 2010 年中国不同省份网民渗透率	49
表 16： 2003-2010 年中国互联网经济规模及人均互联网支出	50
表 17： 2006-2010 年中国宽带用户数及对家庭用户渗透率	51
表 18： 2010 年全国各省份带宽接入速度测试	51
表 19： 2009-2013 年全球主要媒体广告投放规模及份额	52

导言篇：策略核心观点

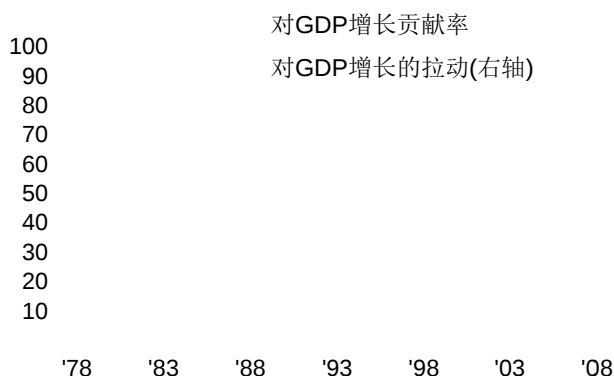
始于2008年的全球金融危机，在大规模刺激政策药效过去后，其后遗症正已发酵成为第二波冲击。而对于正处转型期的中国而言，正是当下面临的全球性大危机，才是变革的最佳时间窗口，中国及其民众在这场全球化游戏中，一直生存在“hard”模式下，这使得我们筹码最多，弹性更大。我们乐观地深信中国增长的故事不会戛然而止。

在减速过弯，以质量换速度的前提下，逐渐换装新的三驾马车发动机——以深度城市化替代传统城市化，以超级城市群的建设为抓手，解决困扰多时的城乡一体化和现代化巨型城市运营管理问题；以人民币国际化替换一般贸易出口，即在人民币国际化方向下，在巨额外汇储备的保驾护航下，向亚太和其他地区输入工程、服务、商品、资本和货币；以大消费和消费升级替换消费不足。在更新了的投资、出口、消费三架马车的基础上重启系统，这将是一个中长期可持续的向上趋势。

在经济增长方面，来自发达国家的需求减弱，自然会影响中国的出口行业。然而近几年，中国对出口的依赖已有所降低，来自欧美国家经济放缓的传导性可能被中国内部需求的强劲增长所替代。而近期市场对中国经济硬着陆的担忧加剧，主要也是由于中国的固定资产投资占GDP将近50%，而房地产投资却可能在明年有较为显著的放缓，这将会影响中国内部需求的增长。在此基础上，调整经济发展结构，扩大最终消费需求，以消费作为我国经济增长的新动力已成为共识。

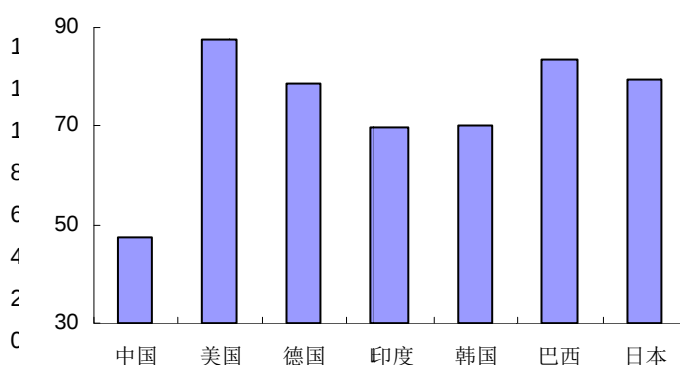
“十二五”规划的核心要义在于“转型”：经济增长方式转型就是从原来的出口导向、投资拉动的增长方式，转为以内需拉动、消费支撑的增长方式。作为拉动国民经济增长的“三架马车”之一——消费，在我国国民经济中所占比重长期偏低，而未来五年，居民消费率有望从现在的35%提高到50%，从而形成消费、投资的良性循环。随着中国经济的稳健增长，居民人均可支配收入不断增加，人民生活水平持续提高，再加上政府对消费服务给予越来越多的重视和政策鼓励，我们完全有理由相信，未来较长的一段时间都将是消费行业的黄金时代。

图1：最终消费支出对GDP贡献（%）



数据来源：WIND，东方证券研究所

图2：2009年各国最终消费支出占GDP比重（%）



数据来源：CEIC，东方证券研究所

1. 我国正处于消费升级的新阶段

消费升级，一般指消费结构的升级，是各类消费支出在消费总支出中的结构升级和层次提高，它直接反映了消费水平和发展趋势。从这一概念上讲，自改革开放以来，我国有三次消费升级，消费结构的升级带动了产业结构的演变和经济高速增长。

（1）第一次：改革开放之初。此时，粮食消费下降、轻工产品消费上升。这一转变强烈拉动了我国轻工、纺织产品的生产，带动了相关产业的迅速发展，并带动了第一轮经济增长。

(2) 第二次：20 世纪 80 年代末至 90 年代末。在这一阶段的前期，“老三件”(自行车、手表、收音机)和“新三件”(冰箱、彩电、洗衣机)分别是温饱和小康时期的标志性消费品，带动了相关产业的迅猛发展。随着经济的进一步发展，消费特点是：家用电器消费快速增加，耐用消费品向高档化方向发展，家用电器走向普及化。这一转变对电子、钢铁、机械制造业等行业产生了强大的驱动力，第二轮经济增长启动。

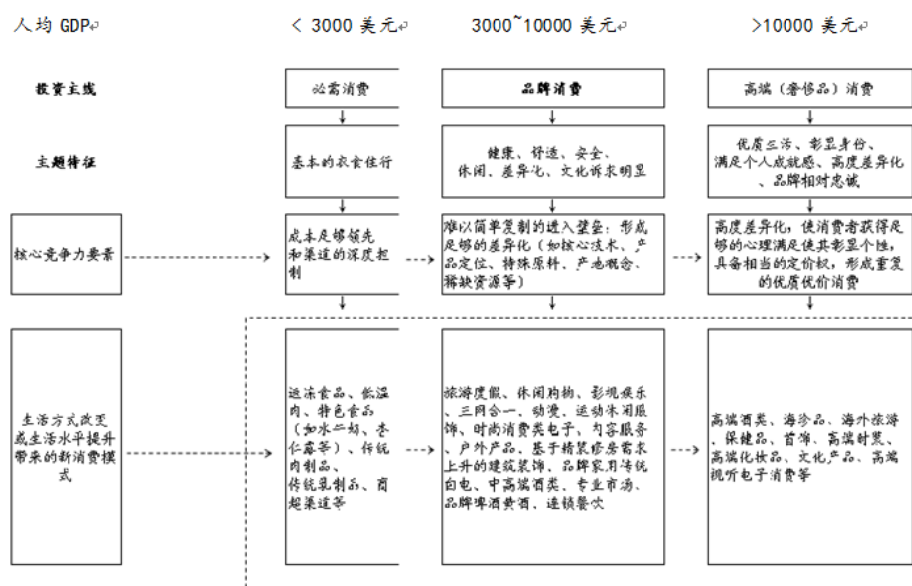
(3) 目前正处于第三次消费结构升级。

2. 收入提高是推动消费增长的第一动力

“十二五”规划提出居民收入增长与经济增长同步、劳动报酬增长与劳动生产率提高同步的目标。随着我国劳动力供求市场改善，劳动者报酬增幅将加快，而“80 后”所在的主消费群体上升，预示着未来我国社会刚性消费需求也持续上升。与此同时，伴随着多年社保加大投入的累积效应，以及不断上调了最低工资标准，预防型储蓄动力将逐步减弱，这有利于居民可支配收入的逐步提高，从而刺激国内消费的增长。

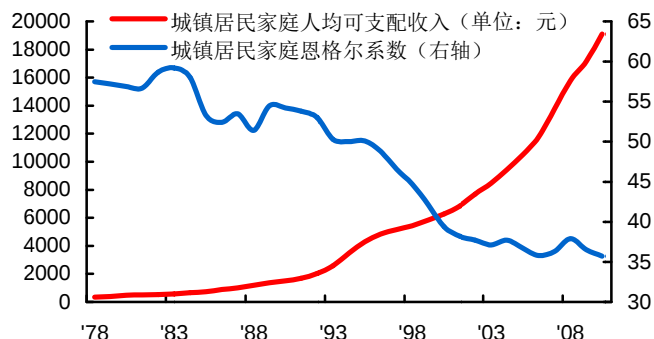
国民经济增长推动人均可支配收入的快速增长，但人均可支配收入的增长在各个阶层的差异却非常明显。过去 6 年最高收入阶层可支配收入的增长是最低和困难阶层的近 5 倍。尽管近年来不同收入阶层可支配收入的增长速度差异在缩小，但总体看中高收入群体收入的增长速度仍快于中低收入群体。从消费能力看，低收入群体和最高收入群体的消费能力并不强，消费能力最强的正是中产阶层。社会财富向中高收入群体的转移使得最具消费能力的中产阶层开始出现并迅速发展壮大。

图3：经济增长带来消费升级的三个阶段



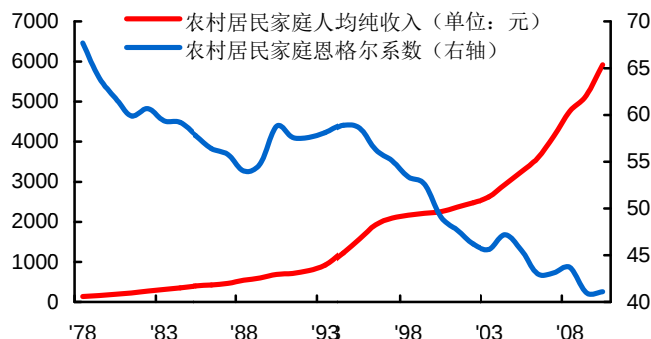
数据来源：东方证券研究所

图4：中国城镇居民人均可支配收入及家庭恩格尔系数



数据来源：WIND，东方证券研究所

图5：中国农村居民人均纯收入及家庭恩格尔系数

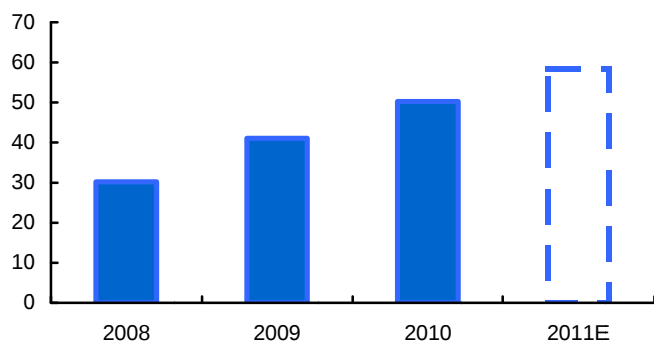


数据来源：WIND，东方证券研究所

3. 中产阶级是消费升级的主要群体

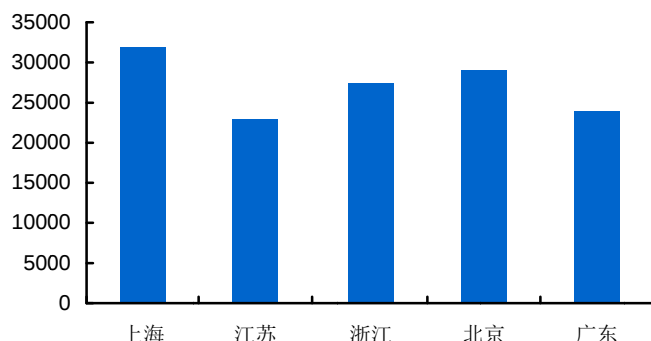
城镇化和工业化的继续推进、居民受教育程度的不断提高以及长期稳定的国内环境都为收入水平的提高提供了条件，从而使中产阶级的规模不断扩大。按照汽车保有量进行测算，我们估计目前中产阶层的数量在 1 亿以上。特别是东部一线城市的中产阶级将不断扩大，预计 2020 年中产阶层的数量将由 2010 年的 16.83% 增长到 26.34%，中产阶级及以上的阶层将由 23.77% 增加到 51.15%，未来我国有超过 6.5 亿的中产及以上阶层，未来将是潜在中产阶层逐步形成及培养消费意识的阶段。这些都有利于消费和服务的升级，医疗保健、休闲娱乐、高档消费品等需求在快速的释放，品牌消费、新兴消费等在消费支出中的占比将迅速扩大，中国恩格尔系数将进一步下降，居民的收入将更多的收入放在对于生活的改善之上。

图6：中国个人可投资资产超过 1 千万元的人口数量（万人）



数据来源：WIND，东方证券研究所

图7：2010 年发达地区人均可支配收入（元）

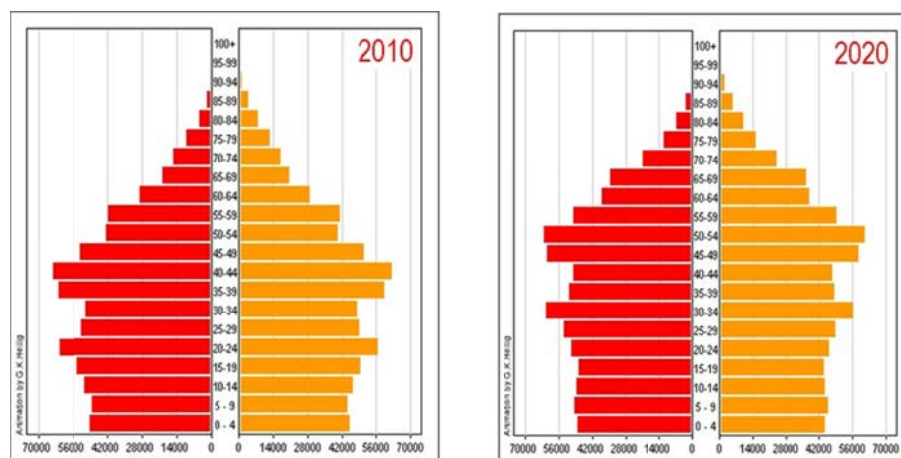


数据来源：WIND，东方证券研究所

4. 人口结构变化提高消费能力

我国目前的人口结构类似于塔型。60 岁以上的人口处于塔尖，占比迅速递减；10-60 岁的人口呈纺锤体状，其中 20-24 岁、35-39 岁、40-44 岁的人群为人口峰值；0-9 岁的人口数量呈稳定状态。未来十年，20-24 岁的人口将逐步过渡到 30-34 岁，35-49 岁的人口将逐步过渡到 45-59 岁。这意味着未来十年，我国 25-34 岁、40-54 岁的人口将逐步达到峰值；纺锤的中间部分将集中在 15-69 岁之间。

图8：人口结构现状及预测

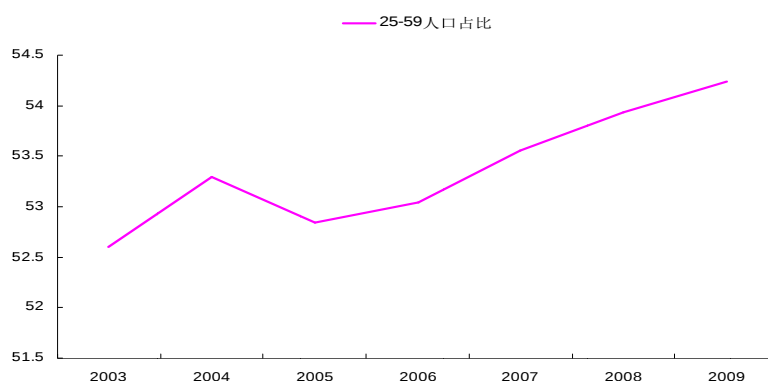


数据来源：WIND，东方证券综合分析

一般而言,一个人的消费量与消费能力存在一定时间上的不一致,因而造成了边际消费倾向的差异。从国外的历史数据来看, 25-59 岁的人口边际消费倾向比较高。对于这个年龄段而言, 25 岁以上年龄层的边际消费倾向会逐渐增大。我们认为, 随着中国 1985 年婴儿潮一代逐渐步入而立之年, 消费会逐渐步入增速器。而边际消费倾向的增大很大一部分体现在对于非食品类产业的增长上, 并在科技消费以及医药保健上增加投入。从新加坡的经验来看, 2000 年以来, 销售势头较好的行业包括通讯产品、传媒书籍、旅游度假以及珠宝首饰, 而药品和书籍也成为仅有的两个销售指数从未下滑的行业。

根据家庭生命周期理论, 消费者在不同的年龄阶段, 会随着家庭生命周期的变化而呈现出该阶段普遍的消费特征。未来 5 到 10 年, 现在 20-24 岁的人口高峰将逐步进入婚育年龄, 他们步入社会、进入婚育的需求将拉动服装、旅游、家居家电、运动娱乐、珠宝首饰、婴幼儿用品及服务需求。由于他们的收入逐步提高及家庭消费需求旺盛, 这部分人将是未来消费的主力军。

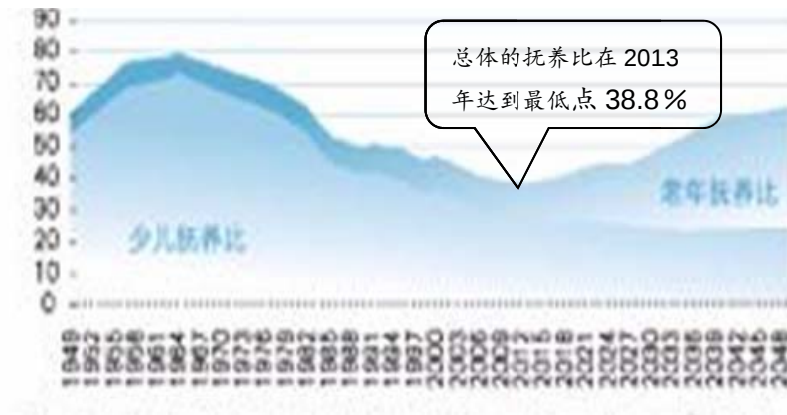
图9：25-69 岁人口占比不断提高



数据来源：CEIC，东方证券研究所

此外, 中国的抚养比在 2013 年前将持续下降。社科院人口研究所认为中国社会的总体抚养比正处于下降之中, 在 2013 年达到 38.8% 的最低点。之后随着老年抚养比的上升, 总体抚养比将出现回升。抚养比的下降意味着可支配收入中更大比重可用于当期消费。

图10：1949—2048E 中国抚养比变化趋势



数据来源：蔡昉，21 世纪中国经济增长如何持续

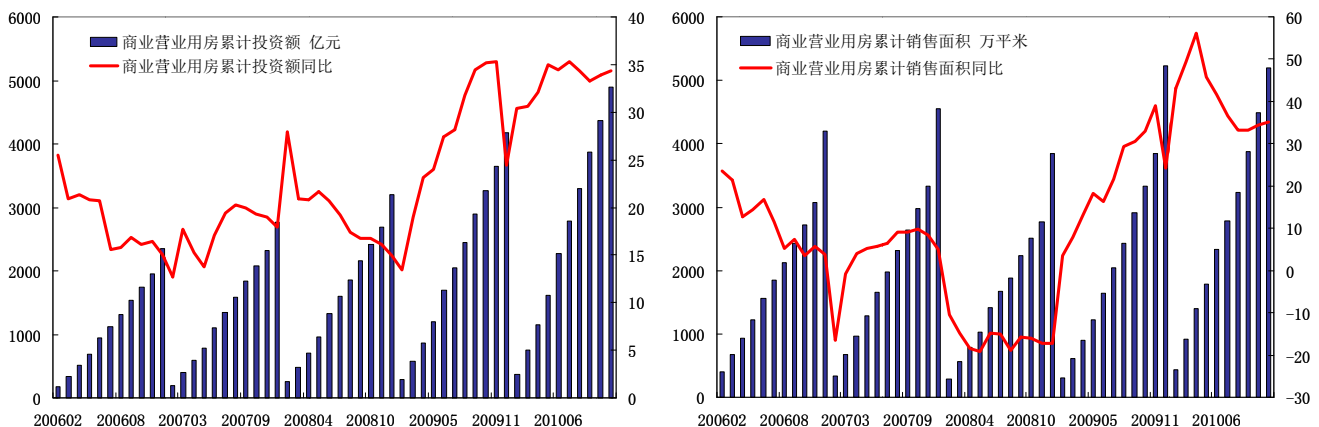
5. 城市化驱动消费升级

随着国民经济的快速增长，工业化的逐渐完成，未来推动经济增长的必然是城市化，大批人口涌入城市，2010 年我国城市化率为 50% 左右，借鉴西方国家的相关经验，城市化率在达到 50% 以后会进入深度城市化阶段，而城市化的加速与深化将拉动起基础设施的完善和城镇居民生活水准、消费能力的持续改善。城市居民的衣、食、住、行、医药、教育、娱乐、旅游等消费将成为拉动经济增长的强劲引擎。

城镇化率提高，农村消费城镇化趋势凸显，政府促消费下居民可支配收入水平的提高，此时原先的偶发性消费产品将普及化，在我国人口规模庞大的情况下，消费行业将受益极大，销量将会保持几何级增长。

在国家促进消费、扩大内需的环境下，农民和城镇中低收入者的收入水平将会快速提高，其更高的平均消费倾向将使消费支出迅速增加，所以在这一阶段，消费品的投资机会将会非常显著。

城镇化进程将推动商业空间快速增长 (%)



数据来源：国家统计公告，东方证券综合分析

随着 2000 年后房地产市场的快速发展，到 2007 年前后在我国一、二线城市核心商圈以大型购物中心为代表的现代商业空间已基本布局完毕。近年随着城市化、城镇化进程的不断深化，开发重点逐步向二三线城市核心商圈以及一二线城市的次新商圈转移，主要表现为依托城市轨道交通及城市

新规划区域向外铺展的，集购物、餐饮、休闲、停车、展示、办公等功能于一体的综合空间不断出现。

以上海为例，2006 年底上海拥有 47 个购物中心，558 万平米建筑面积。其中核心商圈型 16 家，区域商圈型 17 家，社区型 14 家；按照位置分，内环以内 27 家，内中环件 3 家，中外环间 8 家，外环以外 9 家。

进一步有关城市化驱动消费升级的内容，请参考我们推出的另一篇策略主题报告《深度城市化：投资引擎新升级》。

6. 消费升级符合人性的需求和社会的发展

我们认为，消费升级是人性本质上的需求。根据马斯洛对于人类五个层次需求的解释，人类的随着自身束缚的减少而不断释放自身的需求。

表1：马斯洛的需求层次论

层次	需求	主要内容
第一层	生理层需求	即对衣食住行及其他基本生存条件的需求，这一层次消费者心态表现为物有所需和物美价廉
第二层	安全层需求	即对自身安全的保护、身体健康的需求，这一层次消费者心态表现为务求其效，保证质量、价格公道（即经济安全）
第三层	归属与爱的需求	即对归属团体、得到感情的需要，这一层次消费者心态表现为需要亲切真诚的服务，需要在人文关怀基础上建立的商品关系
第四层	尊重与地位的需求	即受尊重的地位和名誉的需要，这一层次消费者心态表现为为用户利益至上、顾客就是上帝
第五层	自我实现的需求	即自我完全满足的需要，这一层次消费者心态表现为在消费中追求体验和自我价值实现

数据来源：东方证券研究所

目前，中国社会已经基本解决温饱问题，整体而言中国处于第二至第三阶段，即对自身安全的保护、身体健康的需求和对归属团体、得到感情的需要，这一时期消费心态表现为务求其效，保证质量、价格公道（即经济安全）和需要亲切真诚的服务，需要在人文关怀基础上建立的商品关系。当前社会对食品安全和医疗体制改革的高度关注表明社会正处于或将超越这个阶段。

一线城市和中产阶级已处于第四至第五阶段，他们对品牌消费品和奢侈品的追捧不断兴起，表明其消费过程中注重受尊重的地位和名誉的需要，消费过程也是自我价值实现的过程。

7. 未来趋势和投资建议

新经济的发展赋予“消费需求”更多新的内涵，推动相关行业进化。如：电子、信息、网络的高度发达使消费形式不断升级、消费内容也得到扩展：电子配送、网上交易、网上游戏……更新的社会环境和社会阶层将对消费理念形成潜移默化的影响，同时国家政策导向对所在国消费者和生产者均会产生推动或约束，而这种调控的手段越科学越易于产生效果。例如中国政府过去推行的黄金周以及现在倡导的节能社会等；消费者个人注重教育、培训、提高的趋向。

我们认为，更高的可支配收入以及人口结构的边际消费倾向提升为人性的需求充分释放提供了前提条件，新兴的消费理念和消费形态将推动我国的消费不断升级，总体而言可以体现为：**传统消费高端化与品牌化，健康普及服务的日常化与制度化，以及新兴消费的科技化与休闲化**。随着这种消费趋势的不断拓展，相关的产业会出现持续快速的发展。

表2：消费发展按照趋势分类

主要趋势	可能受益的细分行业	主要逻辑
传统消费高端化与品牌化	服装、食品饮料、家纺、珠宝首饰	对高品质商品的需求、对消费环境和购物体验要求的提升使得品牌消费成为中产阶层消费的主体需求，由此从生产到流通领域的品牌产品将获得快速的发展。生产领域的品牌服饰、饰品，流通领域的 Mall 和高档百货均会快于行业的发展。中高价商品如奢侈品、金银饰品同时也是品牌商品，随着居民购买力的提高，这部分品牌商品也将面临更好的发展机遇。
健康普及服务的日常化与制度化	保健品、医疗器械、疫苗、保险	健康一直是人类最基本的需求，在消费升级的推动下，健康意识已经深入人们各种消费行为中，并逐步从健康向保障发展。如，对健康的关注将使医药行业出现快速发展，其中保健品、疫苗、医药商业均有较好发展机会；人口老龄化的出现将进一步推动老年性药品的增长；在食品方面，更为健康的番茄酱、海珍品、肉制品和乳制品的长期发展势头较好；在健康保障方面具有优势的寿险业务前景也非常广阔。
新兴消费的科技化与休闲化	智能终端、传媒、旅游、互联网	当前中国城市人口三分之一的时间处于休闲状态，随着人均可支配收入的增长，更多的休闲娱乐在消费者行为中具有明显趋势性变化。旅游、传媒、互联网、休闲服装、饰品和轿车等行业将面临较好发展机会。其中旅游行业中休闲度假类公司、传媒行业具有数字电视收费概念或休闲网络游戏概念的公司、IT 流通领域类公司如网络购物等都将有更快的发展。

数据来源：东方证券研究所

表3：建议关注的主要上市公司

消费大类	细分行业	涉及的主要上市公司
商业贸易	商业连锁	苏宁电器（002024 买入）、海印股份（000861 买入）、步步高（002251 增持）、永辉超市（601933 增持）、新华都（002264 增持）
	百货	重庆百货（600729 未评级）、欧亚集团（600697 未评级）、友阿股份（002277 买入）、豫园商城（600655 买入）、王府井（600859 未评级）、
	户外	探路者（300005 增持）
品牌服饰	家纺	罗莱家纺（002293 买入）、富安娜（002327 买入）、梦洁家纺（002397 增持）
	女装	朗姿股份（002612 增持）
	休闲服	美邦服饰（002269 买入）、森马服饰（002563 增持）、搜于特（002503 买入）
	男装	九牧王（601566 买入）、七匹狼（002029 买入）、报喜鸟（002154 增持）
	饰品	瑞贝卡（600439 增持）
食品饮料	中档、中低档白酒	古井贡酒（000596 买入）、老白干酒（600559 未评级）、酒鬼酒（000799 未评级）、金种子酒（600199 买入）、沱牌舍得（600702 未评级）
	葡萄酒	张裕 A（000869 未评级）
	啤酒	青岛啤酒（600600 买入）、燕京啤酒（000729 未评级）
	屠宰及肉制品	双汇发展（000895 未评级）、得利斯（002330 未评级）
	速冻食品、休闲食品	三全食品（002216 未评级）、洽洽食品（002557 买入）、好想你（002582 未评级）
	酵母、调味品	安琪酵母（600298 未评级）、恒顺醋业（600305 未评级）
	黄酒	古越龙山（600059 未评级）、金枫酒业（600616 增持评级）
	乳制品	光明乳业（600597 增持）、伊利股份（600887 增持）
	中成药	江中药业（600750 增持）、天士力（600535 买入）、康美药业（600518 买入）
	医疗器械	鱼跃医疗（002223 增持）、乐普医疗（300003 增持）、
医疗保健	医疗服务	通策医疗（600763 买入）、爱尔眼科（300015 增持）

疫苗	天坛生物（600161 未评级）、智飞生物（300122 未评级）、沃森生物（300142 未评级）、华兰生物（002007 增持）
旅游 景区	中国国旅（601888 买入）、中青旅（600138 买入）、宋城股份（300144 买入）、峨眉山 A（000888 增持）、首旅股份（600258 买入）
休闲 经济型酒店	锦江股份（600754 买入）
互 联 网	IPTV、网络广 广电信息（600637 买入）、焦点科技（002315 买入）、神州泰岳（300002 买入）、东方财富网（300059 未评级）
文化 传媒	乐视网（300104 未评级）、华谊兄弟（300027 未评级）、蓝色光标（300058 未评级）、光线传媒（300251 未评级）

数据来源：东方证券研究所

附录 我国促进消费的各项政策措施

收入政策-增加消费能力	
扩大就业	2011 年中央财政拟投入 423 亿元，用于扶助和促进就业。继续把高校毕业生就业放在首位，做好重点人群就业工作。加强劳动保障监察执法，完善劳动争议处理机制，依法维护劳动者权益，构建和谐劳动关系。
提高基本收入	着力提高城乡低收入群众的基本收入。稳步提高职工最低工资、企业退休人员基本养老金和城乡居民最低生活保障标准。建立健全职工工资正常增长机制（详见十二五规划纲要），严格执行最低工资制度。
减税	增值税转型改革：在全国所有地区、所有行业全面实施增值税转型改革，鼓励企业技术改造，减轻企业负担 1200 亿元。 个人所得税改革：提高个人所得税工薪所得费用扣除标准，提高个税起征点，合理调整税率结构，切实减轻中低收入者税收负担。
补贴	加大农业补贴力度。将补贴对象扩大到国有农林场职工，增加补贴品种，大幅提高补贴品种最高限价。
社会保障-增加消费意愿	
保障性住房	进一步扩大保障性住房建设规模。今年要再开工建设保障性住房、棚户区改造住房共 1000 万套，改造农村危房 150 万户。重点发展公共租赁住房。中央财政预算拟安排补助资金 1030 亿元，比上年增加 265 亿元。各级政府要多渠道筹集资金，大幅度增加投入。
社会低保	完善城乡低保制度。将孤儿养育、教育和残疾孤儿康复等纳入财政保障范围。继续推进残疾人社会保障体系和服务体系建设。大力发展慈善事业。
医疗卫生	一是在基层全面实施国家基本药物制度。建立完善基本药物保障供应体系，加强药品监管，确保用药安全，切实降低药价。二是抓好公立医院改革试点。完善医疗纠纷调处机制，改善医患关系。三是提高基本医疗保障水平。稳定提高城镇职工、居民医保参保率和新农合参保率。今年要把新农合和城镇居民医保财政补助标准提高到 200 元。四是完成农村三级卫生服务网络和城市社区卫生服务机构建设任务。今年全国人均基本公共卫生服务经费标准提高到 25 元。五是鼓励社会资本举办医疗机构。放宽社会资本和外资举办医疗机构的准入范围。完善和推进医生多点执业制度，鼓励医生在各类医疗机构之间合理流动和在基层开设诊所。
养老保险	加快健全覆盖城乡居民的社会保障体系。将新型农村社会养老保险试点范围扩大到全国 40% 的县。推进城镇居民养老保险试点，解决集体企业退休人员养老保障的历史遗留问题，建立企业退休人员基本养老金正常调整机制。积极推进机关和事业单位养老保险制度改革。将国有企业、集体企业“老工伤”人员纳入工伤保险制度。
扩大农村消费的措施	
家电下乡工程	从 2009 年 2 月 1 日起，将家电下乡从 12 个省（区、市）推广到全国。同时，把摩托车、电脑、热水器（含太阳能、燃气、电力类）和空调等产品列入家电下乡政策补贴范围，由各省（区、市）根据当地需求从中选择增加部分补贴品种。 在家电下乡的基础上进一步实现家电和汽车的以旧换新，提高汽车以旧换新补贴标准。
万村千乡工程	进一步扩大“万村千乡”市场工程农家店覆盖面，2009 年、2010 年再新建和改造一批农家店和农村商品配送中心。强化农村商品配送中心的商品采购、储存、加工、编配、调运、信息等功能，增加统一配送的商品品种，降低经营成本。推进“万村千乡”网络与供销、邮政、电信等网络的结合，提高农家店的综合服务功能。引导生产企业开发符合农民消费特点的产品，增加简包装、低成本、质量好的商品供给，进一步扩大农村消费。
双百市场工程	完善农产品运输绿色通道政策，降低农产品流通成本和损耗，着力解决农产品“卖难”问题，促进农民增收。继续实施“双百”市场工程和农产品批发市场升级改造工程，在重点销区和产区再新建或改造一批农产品批发市场和农贸市场，加强冷藏保鲜、卫生、质量安全可追溯、检验检测、物流等设施建设。积极推动“农超对接”，支持大型连锁超市、农产品流通企业与农产品专业合作社建立农产品直接采购基地，培育自有品牌，促进产销衔接。建设从鲜活农产品生产基地到超市的冷链系统、物流配送系统和快速检测系统，提高流通效率，保证产品质量和安全。
完善农业生产资料流通体系	继续推进农业生产资料连锁经营，重点培育大型农业生产资料流通企业，加强农业生产资料现代物流设施建设，保障市场供应。加强农业生产资料市场调控和监管，促进市场竞争，降低流通成本，切实减轻农民负担。引导和鼓励农业生产资料流通企业为农民提供技术、农机具租赁等多样化服务。
扩大城市消费的措施	
城市社区便民服	积极推进家政服务网络建设，鼓励大中城市依托大型服务企业建设家政服务网络中心，整合资源，提供安全便利的家政服务。实施标

务设施	准化菜市场示范工程，在地级以上城市选择一批菜市场进行标准化改造，让城市居民便利消费、放心消费。倡导餐饮企业承担社会责任，开办早餐服务。鼓励餐饮龙头企业在在地级以上城市发展主食加工配送中心，推进早餐经营规模化、规范化，为居民提供价廉物美、方便快捷、安全卫生的早餐服务。
促进城市耐用品消费升级换代	正确处理扩大消费与可持续消费的关系，引导社会形成科学消费、循环消费的模式。健全旧货流通网络，在城市社区建立旧货收购点和慈善捐助站，在大中城市及城乡结合部建立旧货交易市场，满足低收入家庭和贫困群体消费需要。支持龙头企业通过连锁经营等形式，新建和改造一批统一规范的社区废旧物品回收站点、专业化分拣中心和跨区域集散市场。鼓励生产和零售企业开展“收旧售新”、“以旧换新”业务，带动新产品销售和资源节约。
积极促进汽车消费	完善汽车品牌销售管理办法，促进汽车消费稳定增长。支持二手车市场改造，倡导汽车品牌经销商开展新旧汽车置换业务，建立二手车信息平台，升级改造二手车交易市场。加大对汽车报废更新的资金扶持，提高补贴标准，增加补贴范围，加快淘汰“黄标车”，促进汽车更新换代。对报废汽车回收拆解企业升级改造给予必要的支持，提高回收的技术水平。
流通体系建设—创造消费环境	
提高市场调控能力，维护市场稳定	健全居民生活必需品储备机制。切实增强市场应急调控能力。
切实改善市场环境，促进安全消费	狠抓流通企业食品安全：完善流通领域市场信息系统和监管公共服务平台，加强对流通企业食品质量安全的监管。加快“放心肉”监管体系建设；积极推动市场诚信体系建设，严厉打击销售假冒伪劣商品、商业欺诈等各类违法违规行为，维护良好的市场秩序和交易环境，提振消费信心，促进安全消费；加快建立统一开放竞争有序的市场体系，打破地区封锁，维护公平竞争，保障商品自由流通；规范零售企业经营行为，加快制订零售商供应商公平交易管理法规，推广商品购销合同示范文本，取消对供应商的不合理收费，引导零售企业规范促销行为。
培育大型流通企业集团	通过股权置换、资产收购等方式，支持流通企业跨区域兼并重组，做大做强，尽快形成若干家有较强竞争力的大型流通企业和企业集团。支持流通企业加快创立自主品牌，发展销售和物流网络。鼓励流通企业发展连锁经营和电子商务等现代流通方式，形成统一规范管理、批量集中采购和及时快速配货的经营优势，降低企业经营成本和销售价格，让利于消费者，促进居民消费。
支持中小商贸企业发展	扶持和促进中小商贸企业发展，充分发挥其便利消费、稳定市场的作用。推动金融机构产品和服务方式创新，加大对符合条件的中小商贸企业融资支持力度。金融机构要根据商贸流通企业特点，制定差异化的授信条件，创新担保方式，通过动产、应收账款、仓单质押等方式，解决中小商贸企业贷款抵押问题；安排专项资金，支持符合条件的中小商贸企业发展。
其他刺激消费措施	
实行商业与工业用电、用水同价政策	尽快落实对列入国家鼓励类的商业用电与工业用电同价政策，有条件的省份要在 2009 年内落实对列入国家鼓励类的商业用水与工业用水同价政策，切实减轻企业负担。
积极培育和发展新的消费热点	及时发布市场供求信息，引导企业调整产品结构，开发适销对路商品和服务，引导消费结构升级。拓展电子信息、通信产品、教育培训、家政服务、文化娱乐、体育健身、休闲旅游等消费。引导个性化、时尚化、品牌化消费，培育和发展定制类消费。开展“名品进名店”、“品牌产品下乡”等活动。推动特色商业街建设，扶持“老字号”的创新发展。配合安居工程建设，扩大和带动家具、家电、家纺、家饰等消费。
大力促进节假日和会展消费	利用节假日闲暇时间多、喜庆气氛浓、群众购买欲望强的特点，积极开展各类营销活动，扩大市场销售。2009 年元旦、春节期间，在全国大中城市组织零售和服务企业开展“佳节购物季”活动。整合社会资源，因地制宜开展形式多样、内容丰富的消费促进活动。促进会展业发展，带动相关的住宿、餐饮、交通、通信等消费。
进一步促进银行卡使用	加强银商合作，提升电子结算水平，扩大银行卡使用范围，方便刷卡消费。完善对银行卡刷卡的配套支持政策，引导经营者采用银行卡结算，方便消费者使用银行卡支付。鼓励竞争，改善电子支付环境，进一步提高金融服务效率。
大力发展信用销售	积极推动国内贸易信用保险业务发展，促进和规范商业信用服务的发展，支持建立信用风险分担机制，有效防范信用风险，促进信用销售发展，缓解企业资金周转压力。推进信用卡消费。
加大财政资金投入，支持流通业发展	增加农村物流服务体系发展专项资金和促进服务业发展专项资金规模。采取以奖代补和贴息方式，调动地方和社会投入积极性，支持农村流通体系和城市服务体系发展。具体由商务部会同财政部落实。
优化发展商贸服务业	优化城市综合超市、购物中心、批发市场等商业网点结构和布局，支持便利店、中小超市、社区菜店等社区商业发展。鼓励和支持连锁经营、物流配送、电子商务等现代流通方式向农村延伸，完善农村服务网点，支持大型超市与农村合作组织对接，改造升级农产品批发市场和农贸市场。引导住宿和餐饮业健康规范发展。支持发展具有国际竞争力的大型商贸流通企业。

传统消费升级篇

1. 连锁百货出现新的商业空间

连锁行业受益于产品的丰富、需求的差异化而不断创新业态

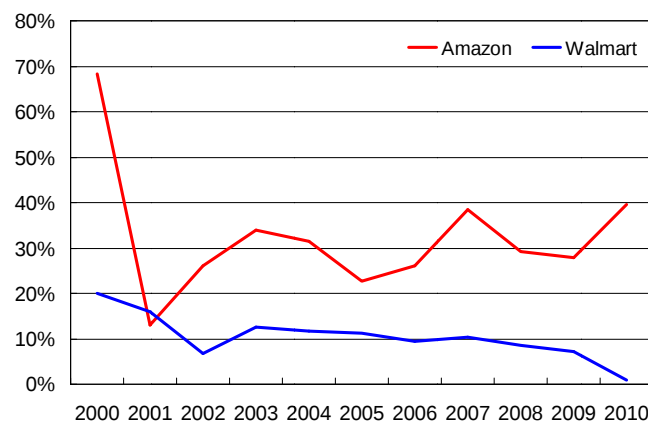
十二五规划指出，未来“要加强市场流通体系建设，发展新型消费业态，拓展新兴服务消费，完善鼓励消费的政策，改善消费环境，保护消费者权益，积极促进消费结构升级。”

1996年后大卖场业态的引入，短短数年之内在一线城市基本颠覆了传统的生鲜、日用品流通体系和消费习惯，并且在全国范围内成就了一大批销售收入超过50亿元的连锁超市企业；2006年后网购的快速发展，造就了京东、新蛋这样业绩连年翻番的购物网站，甚至迫使苏宁国美这样的线下巨头也参与到网上购物的竞争中来。

以上每一次的业态创新，其收入增速都是远远快于当时的传统业态和整体社销增速水平的。换句话说，整个行业的收入，在快速向新业态集中，不光是增量部分，存量部分也在不断被分食。

美国的情况也是这样。2001年以来，电子商务的代表亚马逊的收入增速一直显著快于传统零售企业的代表沃尔玛，而且2009年以来这样的增速剪刀差逐步扩大。

图11：电子商务与传统零售的剪刀差逐步扩大 (Walmart vs Amazon)



数据来源：公司网站，东方证券综合分析

目前阶段，与商业氛围与文化更为成熟的国外市场，以及经营成熟的国外企业相比，国内零售业的差距主要表现在业态的不完备和企业核心能力的不完善上，这恰恰也是未来数年内国内企业实现突破的机会所在。并且零售业态的创新，也有助于零售企业进一步细分市场，做实网络，提升整体份额。

消费升级背景下连锁百货行业预期相关收益公司

商业连锁行业：

苏宁电器（买入）：

家电上游不景气对苏宁或是利好：从毛利率等指标来看，今年以来苏宁电器的毛利率提升明显，甚至国美中报综合毛利率也提升1.70%，印证我们之前关于上游不景气也许对苏宁是某种程度的利好因素的判断。

上下游博弈中，产业链上的议价能力和利润分配将阶段性地向渠道段倾斜：苏宁作为渠道龙头，上游不景气其实更提升了其议价能力，未来有望带动毛利率持续提升。

我们预计公司持续提升毛利率的时间窗口有 2-3 年：目前阶段上游正面临着产能的集中释放，我们预计这一轮产能压力的逐步消化要到 2013 年，为苏宁这样的龙头企业提升毛利率水平提供了 2-3 年的时间窗口。

海印股份（买入）：

商业物业运营业务：

运营模式独特：轻资产模式下，长租约低成本拿下物业，打散出租，等于赚批零差价；重资产模式下，开发出售+持有经营合理配比，出租出售的钱都赚到，现金流互补

业绩稳健往上，基本没有向下风险：公司拥有 50%-70%的毛利率，30%以上的净利润，目前 20 多个项目还没有出现不旺、亏损的先例。

核心能力+品牌：其轻资产模式的空间在于，珠三角各个核心商业物业需要专业机构来运营。其重资产模式的空间在于，做政府希望做、开发商不会做也不想做的商业配套，因而可以屡屡低成本获取大型项目。

高岭土业务：

目前已经是国内最大的高岭土储备企业，未来规划持续增加储备。

产能扩张+新品研发同步进行：2010 年产销 40 万吨，2011 年估计 55-60 万吨。现在低端产品 200 多/吨，高端 1800 左右，正在研发的添加剂项目预计可以卖到 3000+，会带动未来吨价和毛利率的显著提升。

步步高（增持）：

业绩向上拐点确立：今年逐季度的数据来看公司已在拐点右侧，我们相信公司经营已经进入一个良性周期，有望维持至少两至三年的较快增长。

内生外延并举，是业绩增长的主要动力：公司逐步回归外延式扩张，全年我们预计新增门店 15 家左右，同时经营费用率已经进入持平再下降的阶段。

永辉超市（增持）：

经营上，生鲜为主的商品组合符合市场需求，且能够与不断下沉的外资错位竞争：公司目前生鲜产品销售占比 50%以上，加上包装食品等，销售占比超过 80%，为本土超市企业中特有模式。同时永辉通过模式差异化，可以避免与外资企业的直接竞争，甚至可以在外资占优的一线城市实现份额快速增长。

模式上，生鲜为主的商品组合突破外延扩张天花板：生鲜为主、商品直采的模式同时突破了产业链分散及经销模式两大壁垒。现在公司在北京为代表的一线城市和安徽、福建为代表的二三线市场均获得成功，相信公司未来外延扩张无遭遇天花板之虞。

增长点，现有区域布局梯度完整，快速扩张之余也开始注重品类扩张以提升毛利率、小店策略带来收入双轮驱动，几点均有助于保持业绩稳定增长。

新华都（增持）：

公司经营规模初具：新华都一直以来是上市超市企业中经营规模偏小的一家，但是经过过去两年的较快扩张，目前公司门店网络已经超过 100 家，预计年内销售规模接近 60 亿元，公司已经渡过超市类企业一个规模效应逐步显现的临界点。

规模效应推动费用率仍有下降空间：公司经营费用率持续下降，前三季度同比下降0.72%至16.38%，此为规模效应的典型表现，我们预计年内公司整体费用率仍有下降空间。

毛利率显著提升之后趋于稳定：中报公司毛利率同比上升0.28%，三季度这一增幅得以维持，综合毛利率达到20.17%，为近年最高水平。我们预计全年公司毛利率有望维持在目前水平。

百货行业：

目前所处经济阶段是百货超市发展黄金时期，高档百货和购物中心兴起。我国人均GDP在2008年超过3000美元，这意味着我国居民收入和生活水平逐步进入宽裕小康，社会经济面临巨大转型。中国部分城市已经过了国际上连锁超市和仓储超市的发展和成熟阶段，到了购物中心和高档百货的兴起和发展阶段（国际上以10000美元人均GDP为兴起阶段，12000美元为快速发展期），上述两种业态是经济发达城市消费升级的明显受益者。

中产阶级的兴起和独生子女消费潮的来临带来的消费升级潮，不仅促使人们少量的购买奢侈品，而且将改变中国整体社会的消费取向，也就是意味着社会各阶层均会部分购买超越阶层需求的商品，促使高品质商品成为流行的大众的商品，这种趋势在北美和欧洲都曾经出现。相应的消费者将更加注重商品品牌和档次。伴随消费升级而来的，还有对消费环境和购物体验要求的提升，零售企业的品牌价值将开始显现，服务附加值开始提升。作为投资者我们必须把握能够紧跟时代潮流的提升商品档次和服务档次以及高档定位的企业。由于中产阶层收入要高于大众一倍左右，伴随中产阶层的壮大，我们认为在消费升级进程中高档百货、购物中心的发展速度将是普通百货的2倍。

未来十年，由于面临外资品牌和国内同行的激烈竞争，我国百货行业将会出现跨区域的整合，形成全国性的行业龙头，同时部分经济条件较好的区域如北京、上海、深圳等地，大型购物中心将逐渐繁荣。

预期相关收益公司

受益于中西部崛起：合肥百货（未评级）、重庆百货（未评级）、欧亚集团（未评级）、友阿股份（买入）

稀缺资源的拥有者，有跨区域并购能力：豫园商城（买入）、王府井（未评级）、大商股份（未评级）

表4：百货行业相关公司盈利及估值预测

代码	名称	收盘价	EPS			P/E		评级
			2010A	2011E	2012E	2010	2011	
600655	豫园商城	9.68	0.47	0.61	0.73	20.7	15.8	买入
600697	欧亚集团	27.00	0.83	1.03	1.35	32.6	26.2	未评级
002277	友阿股份	20.53	0.62	0.86	1.13	31.5	23.7	买入
000417	合肥百货	18.29	0.60	1.00	1.01	33.3	18.3	未评级
600694	大商股份	40.18	0.41	1.37	1.91	96.9	29.4	未评级
600729	重庆百货	39.47	1.41	1.79	2.30	27.9	22.1	未评级
600859	王府井	39.09	0.95	1.38	1.91	48.1	28.3	未评级
601933	永辉超市	31.77	0.40	0.68	0.98	79.1	46.1	增持

注：未评级公司相关数据取自 Wind 资讯。

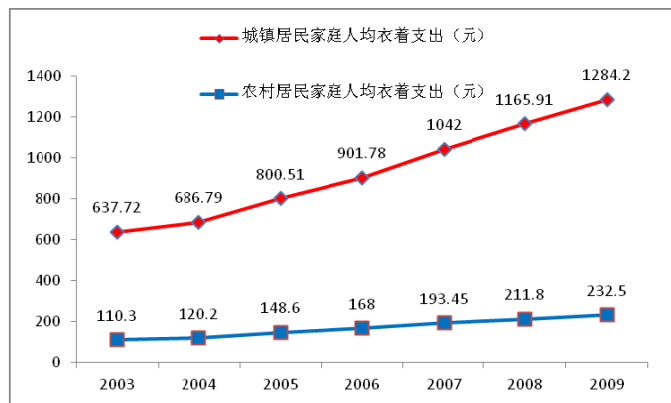
数据来源：Wind，东方证券研究所

2. 服装消费走向品牌化

居民收入和衣着支出比重不断增长

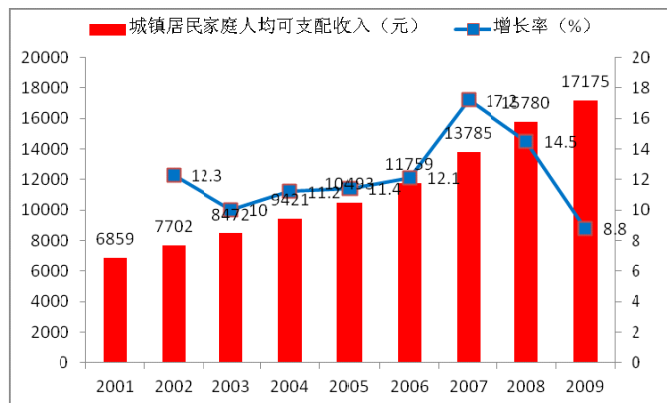
特别是城镇人口可支配收入持续提高，推动国内服装零售总额的提升，同时收入的提高也带动了服饰消费模式的转变。

图12：城镇居民和农村居民人均衣着支出对比



数据来源：WIND，东方证券研究所

图13：城镇人口可支配收入情况

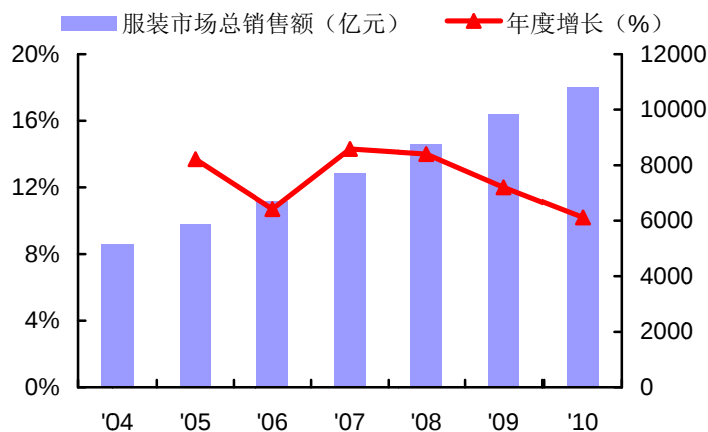


数据来源：WIND，东方证券研究所

国内服装市场销售的持续扩容

国内服装市场销售总额逐年上升，在 2009 年即已突破 1 万亿元。

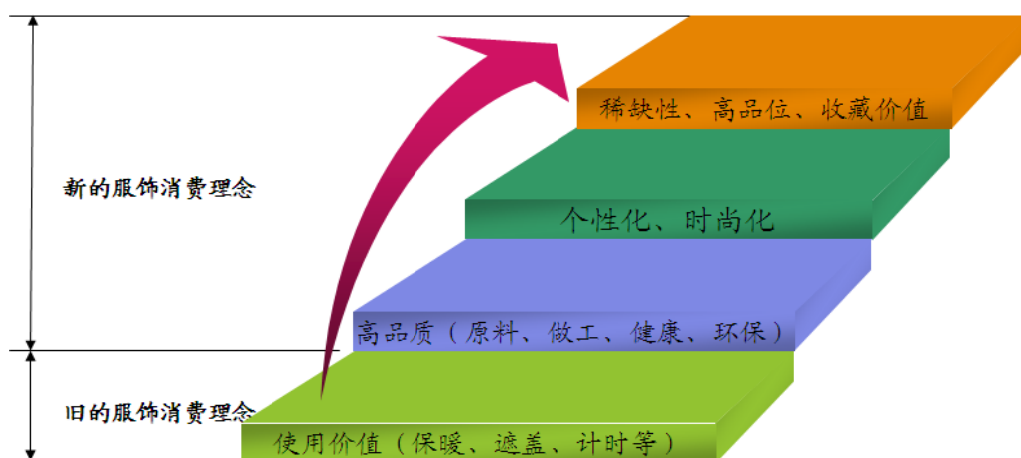
图14：中国服装市场总销售额



数据来源：东方证券研究所

服饰消费理念的更新升级

随着可支配收入的增长和生活方式的变化，城镇居民消费心理和消费行为也发生了明显变化，传统的服饰消费理念正在逐步改变，新的服饰消费理念正在逐步形成，对于服饰的消费开始追求高品质、个性化、时尚化、稀缺性和高品位。注重美观和舒适，更加注重内心和情感上的满足，希望通过外在的商品体现自身的风格和生活品质。对于价格的敏感度下降，对于品牌的认知度上升。

图15：新旧服饰消费理念对比


数据来源：东方证券研究所

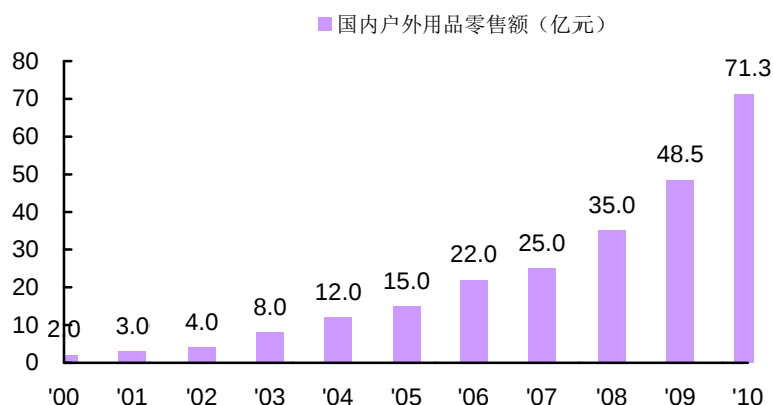
基于以上理由，我们中长期看好国内品牌服饰未来的增长。

消费升级背景下品牌服饰投资机会选择

细分子行业方面，我们看好户外、家纺、中高端女装、休闲、男装和饰品等领域。

户外用品行业

中国拥有丰富的旅游资源，具备成为户外运动大国的客观基础。随着国内生活水平的提高，对积极健康生活方式的追求，户外运动正逐渐被越来越多的人所接受，户外用品市场的容量也不断扩大。根据 COCA《中国户外用品市场 2010 年度调查报告》提供的数据，中国户外用品行业从 2000 年到 2010 年市场零售总额实现了年均 47.33% 的增长，2010 年全行业实现了 71.3 亿元的零售总额。未来 5 年随着户外运动参与人数的持续增多，行业有望继续保持高速增长，业内预计未来 8 至 10 年内，中国可能成为继美国和欧洲后世界第三大户外市场。

图16：国内户外用品零售额


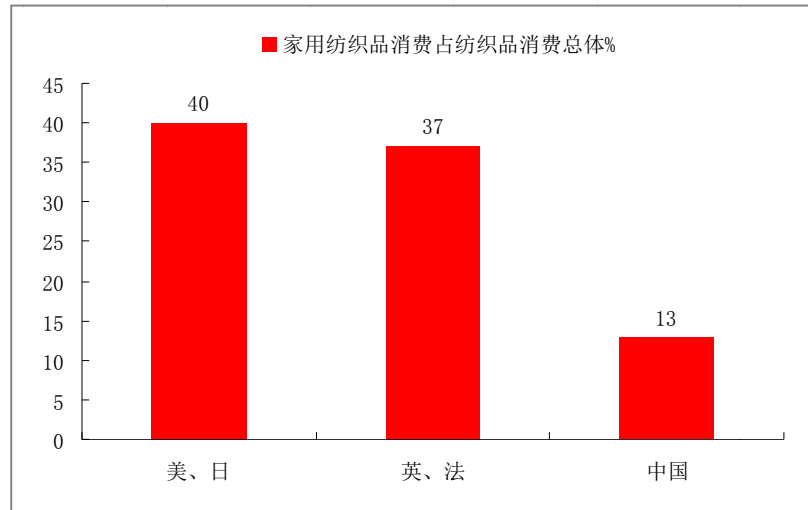
数据来源：东方证券研究所

家纺行业

尽管我国家纺业近几年发展较快，但根据中国家用纺织品行业协会调查，我国人均家用纺织品的消费占消费性支出的比例不到 1%，远低于世界 1.36% 的平均水平。在发达国家，家用纺织品消费与

服装用纺织品、产业用纺织品“三分天下”，其中美国和日本家用纺织品消费比例高达 40%左右，已超过服装成为第一大消费领域，英、法等国的消费量也稳定在 35—38%之间，而我国目前服装类纺织品消费约占总量的 65%，家用纺织品消费仅约占 13%。

图17：各国家用纺织品占纺织品总体比重



数据来源：东方证券研究所

中高端女装

中高端女装品牌的主流客户人群是 30 岁~45 岁的女性，这部分人群也是消费群体中购买单件服装价值最高的群体，经济基础最为雄厚，有较强的购买欲望，同时已经形成较为成熟的消费观和审美观。同时中高端女装行业因品牌带来的溢价较高，毛利率一般都在 40%以上。

从未来发展趋势看，越来越多的城市女性具有更大的经济独立性和消费选择，并且随着 80 后等新一代消费群体女装需求逐步向高端化成熟化转型，未来 5 年过年中高端女装的消费规模将不断扩大，我们预计增速水平将保持 30%以上。

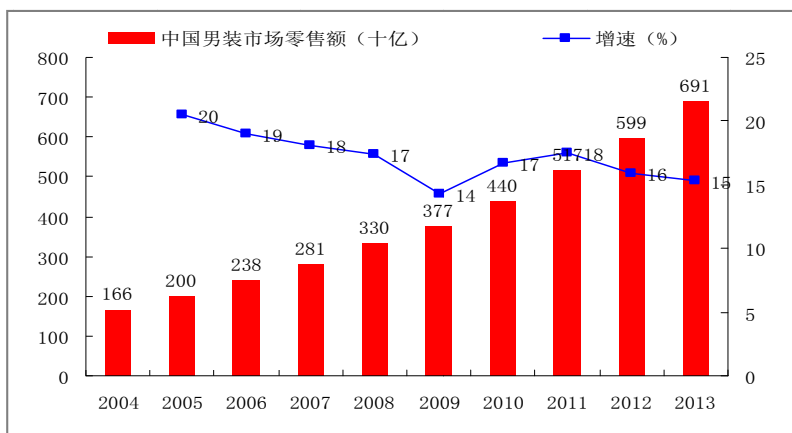
休闲服

休闲服自 20 世纪 90 年代起逐步成为服装消费的主流产品，目前 20 到 40 岁的中青年是我国服装消费的主导群体，占服装消费总量的 50%，而中青年正是追求生活休闲和个性化的主导群体，直接拉动了休闲服的销售。2000 年以来国内休闲服行业的年销售平均增长率在 20%以上，明显高于服装行业 15%左右平均水平。未来行业有望继续保持 20%左右的增长速度。目前国内休闲服装占服装总量的比重（20%）远低于国际水平（40%左右）。未来市场容量巨大。

男装

男性越来越注重其外表，得体的外表已经成为男性身份和品位的体现，根据 Euromonitor International 的数据显示，2009 年中国男装市场零售额为 3776 亿元，占服装总零售额的市场份额从 2004 年的 39.2%增加到 2009 年的 47.6%；预计在未来五年，中国男装市场将继续保持高于整个市场的发展速度，2009-2013 的年复合平均增长率预计为 16.3%，比整体服装市场 2009-2013 的年复合平均增长率高 2.3%，占整体服装市场的份额预计将增加到 51.8%。

图18：我国男装市场容量及增长率



数据来源：东方证券研究所

饰品

消费品的需求逐步由物质向精神层面提升，个性化饰品正是迎合了人们对时尚和美的追求。发达国家饰品行业及消费较为成熟，饰品业年贸易量达到 1000 亿美元。而粗略统计，目前我国国内的饰品消费量只有几百亿人民币，未来上升空间很大。国内饰品的人均占有率偏低，以女性为例，饰品人均占有率不足 15%，远低于东京 68.2%、新加坡 48%、香港 54%、马来西亚 47%、韩国 68%、泰国 68% 的同类指标水平。而国内具有明显需求的人数至少有 5 亿人。

预期相关受益公司

户外（探路者）、家纺（罗莱家纺、富安娜、梦洁家纺）、女装（朗姿股份）、休闲服（美邦服饰、森马服饰、搜于特）、男装（九牧王、七匹狼、报喜鸟）、饰品（瑞贝卡）。

表5：品牌服饰相关公司盈利预测与评级

股票名称	2010 年 EPS	2011 年 EPS	2012 年 EPS	2010 年 PE	2011 年 PE	2012 年 PE	三年盈利复合增长率	投资评级
报喜鸟	0.41	0.60	0.78	34.76	23.75	18.27	34%	增持
七匹狼	1.00	1.40	1.85	39.99	28.56	21.62	33%	买入
美邦服饰	0.75	1.22	1.65	41.37	25.43	18.81	42%	买入
罗莱家纺	1.71	2.71	3.81	49.42	31.18	22.18	45%	买入
森马服饰	1.67	1.94	2.65	29.88	25.72	18.83	33%	增持
瑞贝卡	0.23	0.34	0.47	38.09	25.76	18.64	39%	增持
富安娜	0.95	1.62	2.24	56.44	33.10	23.94	47%	买入
梦洁家纺	0.61	0.93	1.27	49.72	32.61	23.88	42%	增持
星期六	0.28	0.32	0.42	32.39	28.34	21.60	27%	增持
探路者	0.20	0.36	0.58	95.15	52.86	32.81	65%	增持
上海家化	0.65	0.95	1.35	56.89	38.93	27.39	42%	买入
九牧王	0.63	0.91	1.22	42.68	29.55	22.04	30%	买入
希努尔	0.72	0.96	1.32	32.24	24.18	17.58	35%	增持
搜于特	0.72	0.97	1.48	51.32	38.09	24.97	52%	买入

数据来源：东方证券研究所

3.食品饮料的宝塔型与普及化

高档酒受益于宝塔型消费升级

高端白酒销量增长有空间

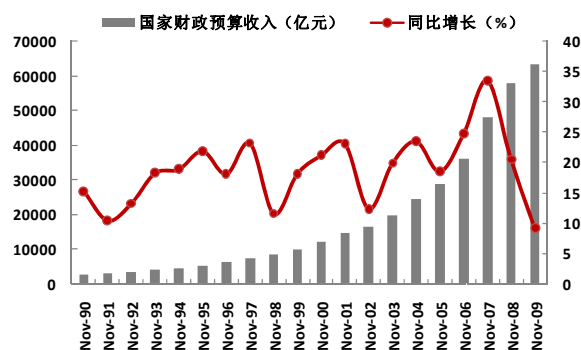
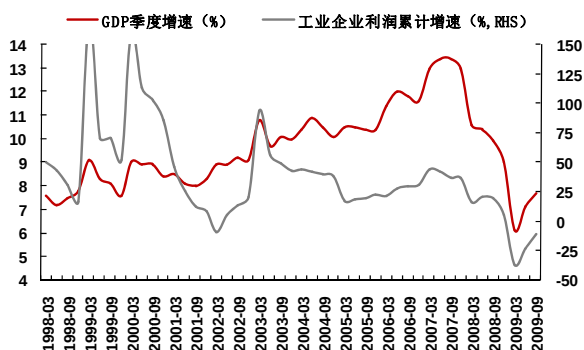
促进高端酒消费的三驾马车财政、企业和个人的收入水平在回升，我们判断消费升级引致高端白酒消费在增加，近年来高端白酒的金融属性正在增强，投资需求拓宽了高端白酒的需求面。

表6：高端酒消费对象和意图

基本用途	消费群体和场合	产品选择因素	消费效果
宴请	政府行政部门、军队等的 公务活动	宴会上职位最高的人的品牌偏好	尊贵
	企业对政府职能部门或企业之间	在高档酒中根据被宴请者品牌偏好	诚意
礼品	求人办事、民间往来等	送礼者对品牌的理解和猜测受礼者品牌偏好	诚意
品鉴	亲戚、朋友间	首次推荐尝试或买者对口味、品牌偏好	
投资收藏	经济实力强	稀缺性的产品，收藏者偏好	

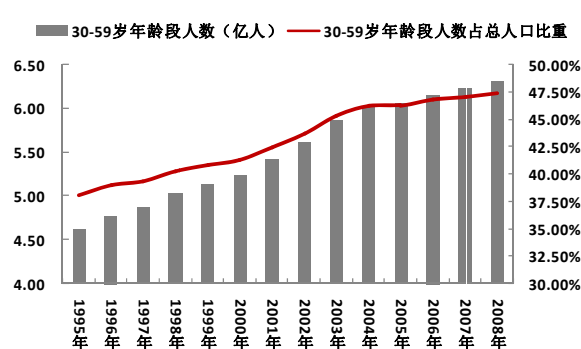
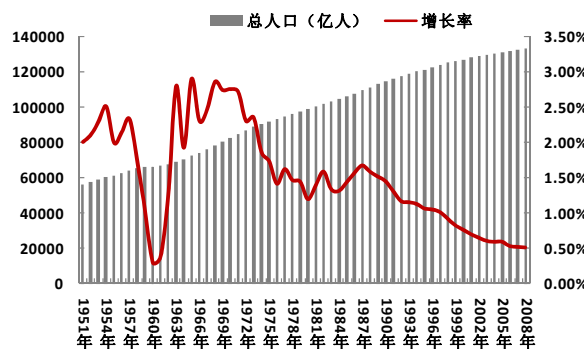
数据来源：东方证券研究所

图19：企业利润和财政收入的回升对高端酒消费有促进作用



数据来源：东方证券研究所

图20：白酒潜在消费群体在扩大



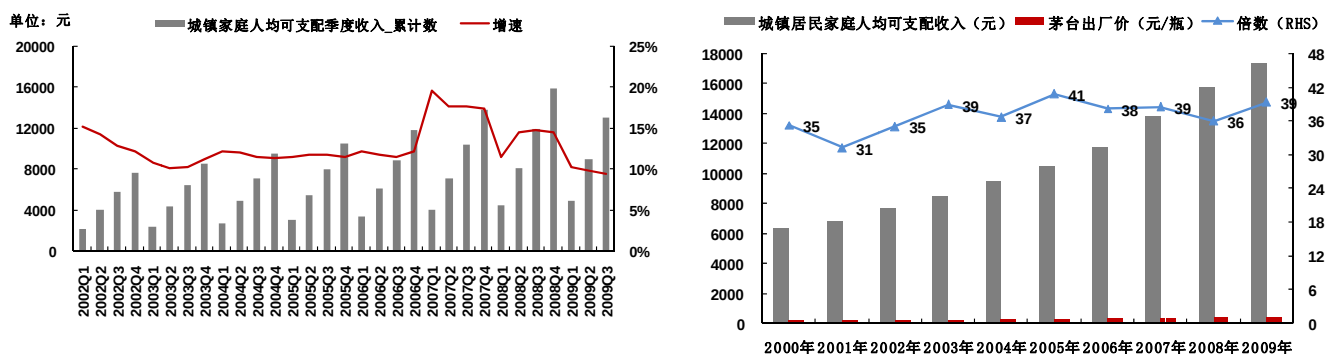
数据来源：东方证券研究所

一般而言，30-59岁人口被认为是白酒消费的主流群体，这个群体受白酒消费文化的熏陶，对白酒情有独钟。从统计数据看，在未来一段时间，这个群体的人数将保持高位，并持续增加，可以保证未来相关长一段时间白酒的消费，在消费升级的背景下，引致的对高端酒需求可以期待。

高端白酒提价无“天花板”

高端白酒出厂价和终端价格不断上涨，带来的疑问是价格是否有“天花板”。以茅台酒为例，随着居民收入水平的提高，以2000年的收入可以买35瓶53°茅台酒，而2009年可以买到39瓶，从这个角度看，高端酒为了保持其产品定位，只要居民收入水平不断提高，其持续提价是应采取的主要措施，而且提价不会影响消费群体的购买力。

图21：随着居民收入的不断增长，高端酒价格可不断上涨



数据来源：东方证券研究所

大众化食品饮料受益于普及化消费升级

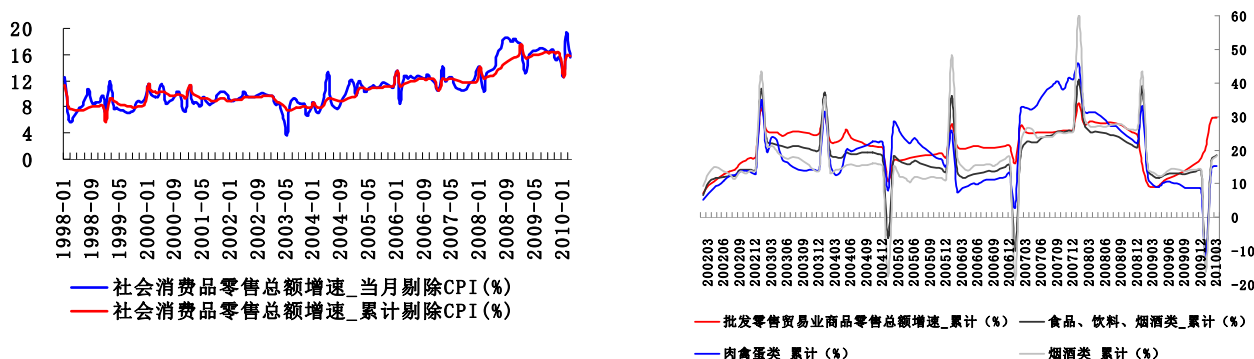
我们认为在收入水平快速上升推动消费增长的过程中，中档、中低档产品等大众消费品的增速更快，此类消费品更受益于即将展开的消费盛宴。

就食品饮料行业而言，公司规模的扩大和业绩成长来自两个方面：一是市场规模的扩大，即做大市场“蛋糕”，现阶段中国独有；二是来自于行业内整合，即优势企业的市场“侵吞”，市场份额的扩大。

行业业绩增长确定性更强

在促进消费的大环境下，食品饮料的消费环境更加良好。长期以来，社会零售品销售总额保持稳健的增长。

图22：社销总额保持稳健增长



数据来源：东方证券研究所

表7：2011年1-5月食品行业各细分行业主要经营指标（规模以上企业统计）

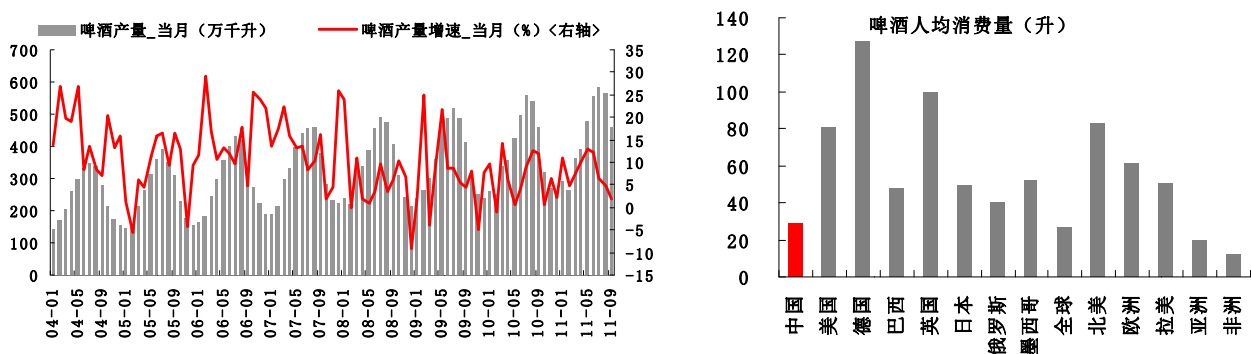
细分行业	销售收入增速	10年同期	利润总额增速	10年同期	毛利率	10年同期	税前利润率	10年同期
饮料制造	33.01% ↑	26.18%	38.97% ↑	25.17%	26.86% ↑	26.60%	9.91% ↑	9.28%
白酒行业	36.38% ↓	41.96%	38.92% ↓	45.18%	34.82% ↑	32.13%	15.23% ↑	14.48%
黄酒行业	16.67% ↓	22.16%	45.81% ↑	18.69%	43.56% ↑	34.40%	10.79% ↑	8.65%
啤酒行业	22.74% ↑	8.24%	47.82% ↑	19.06%	30.03% ↓	30.98%	6.05% ↑	4.98%
葡萄酒行业	29.01% ↑	22.49%	35.29% ↑	22.72%	31.06% ↑	30.95%	13.78% ↑	12.56%
软饮料制造	35.08% ↑	18.29%	34.44% ↑	-5.90%	21.40% ↓	23.30%	7.20% ↓	7.23%
食品制造	33.27% ↑	29.11%	37.35% ↑	19.74%	20.69% ↑	20.25%	6.83% ↑	6.36%
液体乳及乳制品	21.34% ↑	17.71%	45.06% ↑	-10.37%	22.78% ↑	22.47%	5.67% ↑	4.62%
速冻食品	25.75% ↓	30.82%	20.91% ↓	55.31%	15.26% ↓	16.21%	6.19% ↑	4.77%
罐头制造	31.54% ↓	33.87%	28.22% ↑	-1.11%	13.78% ↓	15.12%	3.95% ↓	3.99%
调味品、发酵制品	30.47% ↓	31.41%	34.66% ↑	14.02%	16.73% ↑	16.74%	6.88% ↑	6.23%
食品加工	33.79% ↑	30.53%	41.41% ↓	44.62%	11.60% ↑	11.40%	4.79% ↑	4.52%
制糖业	43.47% ↑	24.19%	61.04% ↓	1459.60%	23.61% ↓	24.18%	14.86% ↑	13.36%
畜禽屠宰	33.60% ↑	32.53%	52.81% ↑	55.82%	10.60% ↓	10.20%	4.21% ↑	3.57%
肉制品及副产品加工	28.25% ↓	30.66%	7.86% ↓	43.73%	11.76% ↑	10.97%	4.83% ↓	5.29%

数据来源：东方证券研究所

消费升级背景下食品饮料的投资机会选择

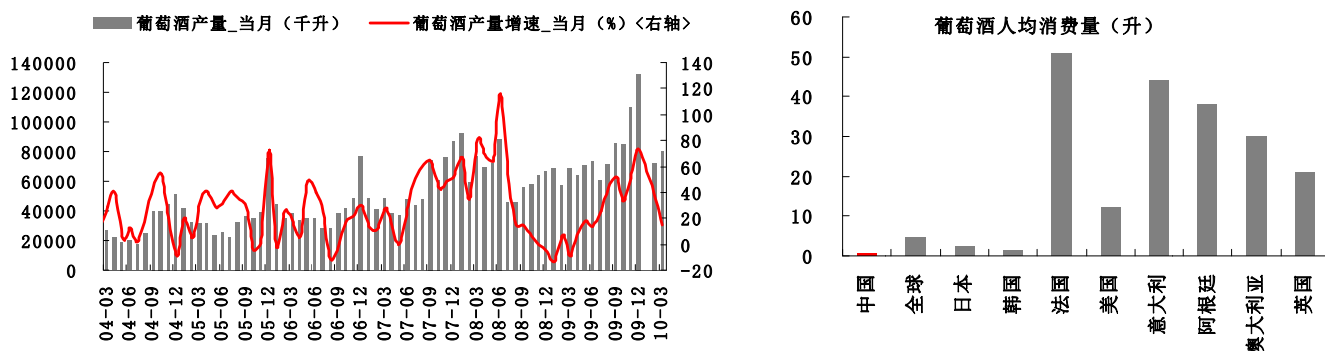
就目前我国居民消费食品饮料的量看，我国主要食品饮料人均销量仍然偏低，未来发展空间仍然巨大。我们认为由于中国人口的巨大规模和庞大的消费体量，我们认为在不久的将来食品饮料行业将诞生出一大批世界级规模的企业。

图23：啤酒销量仍有很大发展空间



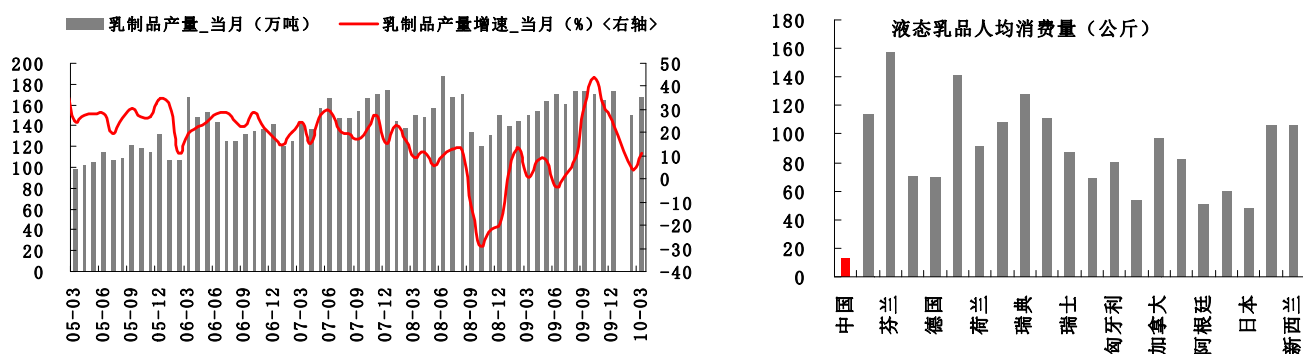
数据来源：东方证券研究所

图24：人均葡萄酒销量至少可以翻番



数据来源：东方证券研究所

图25：人均乳制品销量增长仍有空间



数据来源：东方证券研究所

我们始终认为，随着中国居民收入整体水平的上升，消费率的提高，以我国庞大的消费群体而论，食品饮料行业将在不久的将来涌现出一大批世界性的顶级企业，如乳制品行业（蒙牛全球排名 19 位）；啤酒行业（华润雪花全球销量第一、青岛啤酒第七）；葡萄酒行业（张裕销售额全球第七）等等。

表8：部分细分行业发展分析及预测

细分行业	发展现状	未来趋势	受益消费的情况	受益公司
中档、中低档白酒	行业发展迅速，规模扩大，优质企业显现	白酒行业产品结构趋势为“橄榄”形，竞争加剧，行业增速加速	受益于消费升级、区域性品牌中期发展无忧	古井贡酒、老白干酒、酒鬼酒、金种子酒、沱牌曲酒
葡萄酒	规模偏小	增速快，行业规模扩大空间大、进口酒强力加入竞争	全国和区域性龙头的市场分割，区域性品牌的业绩弹性显现	张裕 A
啤酒	基数大，行业集中度高	进一步扩大行业规模、将进入新一轮业内整合	行业龙头	青岛啤酒、燕京啤酒
屠宰及肉制品	规模大，集中度过低	低温肉、冷鲜肉产品是消费趋势，行业整合加剧	全国和区域性龙头公司	双汇发展、得利斯
速冻食品、休闲食品	人均量不足，行业集中度高	传统小吃工业化生产、消费品牌化概念增强、产品创新不断出现蓝海细分市场，行业规模和集中度提高	行业龙头	三全食品、洽洽食品、好想你
酵母、调味品	酵母行业集中度高，调味品	酵母规模收益其他食品饮料行业发展，调味	行业龙头	安琪酵母、恒顺醋业

	混战	品集中度提高		
黄酒	区域性消费	增速慢，走出区域是关键	能够开拓新市场、推出创新产品企业	古越龙山、金枫酒业
乳制品	规模大，寡头垄断	增速减慢、农村市场	行业龙头，奶粉、酸奶等高附加值具备竞争优势的龙头企业	光明乳业、伊利股份

数据来源：东方证券研究所

预期相关受益公司

表9：相关公司盈利预测和评级

代码	公司名称	评级	股价 (元)	EPS (元)				PE (倍)			
				2010A	2011E	2012E	2013E	2010A	2011E	2012E	2013E
000568	泸州老窖	买入	41.61	1.58	2.08	2.83	3.52	26	20	15	12
000858	五粮液	买入	37.11	1.16	1.69	2.34	2.85	32	22	16	13
000596	古井贡酒	买入	90.25	1.34	2.44	3.85	5.40	67	37	23	17
600199	金种子酒	买入	19.04	0.30	0.68	1.02	1.45	63	28	19	13
600600	青岛啤酒	买入	35.18	1.13	1.33	1.59	1.90	31	26	22	19
002557	洽洽食品	未评级	25.70	1.01	0.79	1.03	1.41	25	33	25	18
600519	贵州茅台	增持	204.75	5.35	7.48	9.77	12.52	38	27	21	16
600779	水井坊	增持	22.54	0.48	0.65	0.82	0.95	47	35	27	24
600887	伊利股份	增持	21.92	0.97	1.12	1.34	1.60	23	20	16	14
600597	光明乳业	增持	8.98	0.19	0.23	0.32	0.49	47	39	28	18
600616	金枫酒业	增持	9.96	0.30	0.37	0.41	0.48	33	27	24	21

注：未评级公司相关数据取自 Wind 资讯。

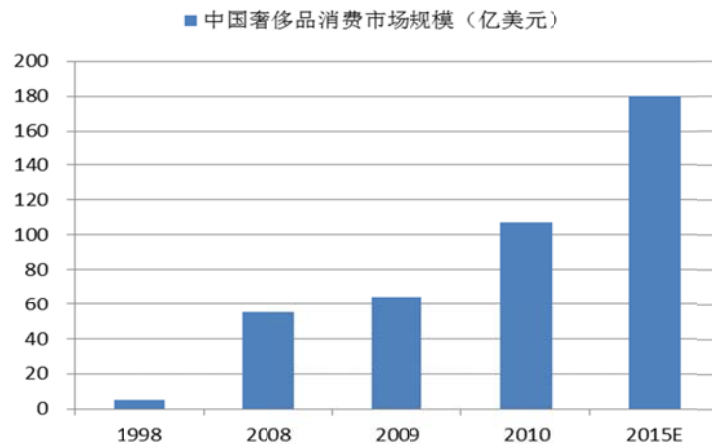
数据来源：Wind，东方证券研究所

4.奢侈品行业受益于国内中高端消费市场的未来前景

奢侈品市场容量巨大

2010 年我国境内居民人均 GDP 接近 4400 美元，北京、上海等地更是超过 10000 美元；城镇人均可支配收入约 2800 美元。按照国际经验，此阶段居民消费升级将成为常态，中高端可选消费品将长期受益于消费结构的升级转型。世界奢侈品协会称，中国内地去年的奢侈品市场消费总额已经达到 107 亿美元，占全球份额的四分之一，预计中国将在 2012 年超过日本，成为全球第一大奢侈品消费国。

图26：中国奢侈品消费市场规模（亿美元）

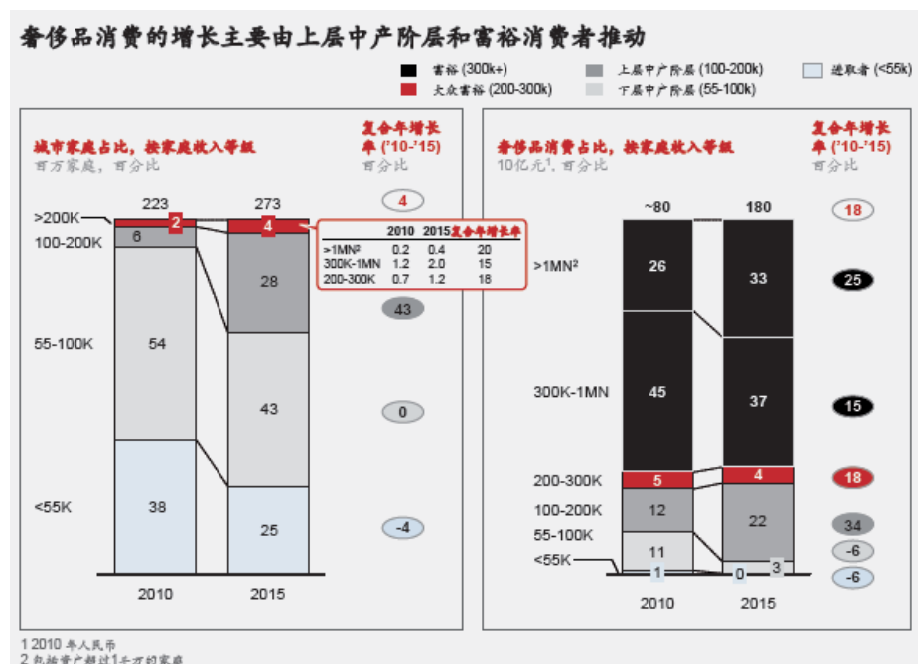


数据来源：麦肯锡，东方证券研究所

奢侈品消费群体逐渐扩大

根据麦肯锡的研究报告，中国富裕家庭的数量正在迅速增加，年收入在 30-100 万元的家庭正在以每年 15% 的速度扩大，预计到 2015 年将有 560 万户家庭达到这一收入级别，而年收入大于 100 万的极端富裕家庭的增长速度更快，在 20% 左右，预计到 2015 年将有 100 万户家庭达到这一收入级别。届时，这两部分人群将贡献约 126 亿美元的奢侈品消费。

图27：奢侈品消费人群结构

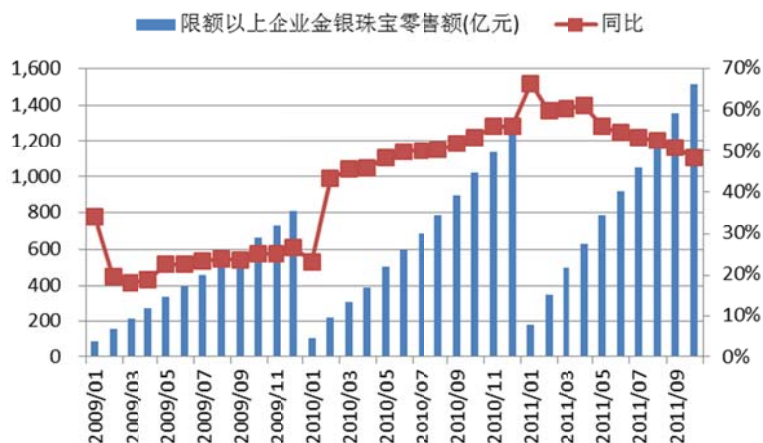


数据来源：麦肯锡，东方证券研究所

目前，中国是世界上重要的珠宝首饰生产国和消费国。得益于我国人均可支配收入的快速增长和消费结构的升级，精美、高贵集消费与投资一体的金银珠宝首饰消费正在从奢侈消费向习惯消费过渡，铂金、钻石、翡翠、白玉等饰品摆件开始以时尚的面貌进入中国人的生活，成为继住房、汽车之后

的第三大消费热点。第三次人口高峰期带来的大量适婚人群的婚庆消费也将推升珠宝首饰需求。2010 年我国城市居民结婚相关直接消费总额超过 6500 亿元,珠宝首饰作为结婚必备品,按 4%-5% 的消费总额占比计算,每年可产生 300 亿元左右的消费需求。我们认为,我国珠宝首饰行业正处于加速增长阶段并将持续一段时间,预计未来三年年均增速有望达到 30% 以上。

图28：限额以上金银珠宝零售额

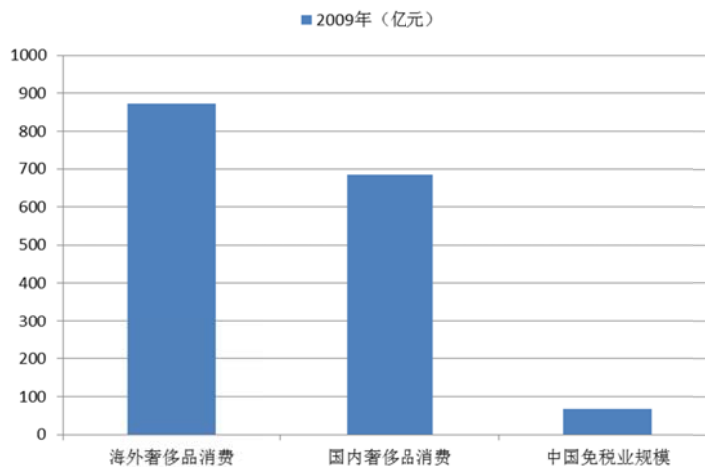


数据来源：WIND，东方证券研究所

同时,我国免税业自 2000 年开始进入快速发展时期。由于免税商品免去的恰好是造成价差的主要税种,因此我们认为免税业有望作为“把中高端消费留在国内”的一种有效方式,在“十二五”期间取得重大发展,预计中国免税业在未来几年将继续保持年均 20% 以上的增长率。按 2009 年国人境外奢侈品消费 872 亿元计算,每 8% 转化为国内免税商品消费,我国免税业的市场规模就可以增加 1 倍,成长空间巨大。

我国免税业的市场规模仅为境外奢侈品消费的十分之一。

图29：2009 年奢侈品消费规模



数据来源：贝恩，东方证券研究所

预期相关受益公司

表10：奢侈品相关公司盈利预测与评级

证券代码	证券名称	股价	总市值 (亿元)	EPS				PE				未来 3 年 CAGR	评级
				2010	2011E	2012E	2013E	2010	2011E	2012E	2013E		
600612.SH	老凤祥	34.44	150	0.87	1.21	1.52	1.85	40	28	23	19	28.6%	买入
601888.SH	中国国旅	27.42	241	0.47	0.80	1.23	1.60	58	34	22	17	50.4%	买入
000026.SZ	飞亚达 A*	16.71	66	0.34	0.44	0.63	0.88	49	38	27	19	37.3%	未评级
600655.SH	豫园商城	9.68	139	0.47	0.62	0.76	0.91	21	16	13	11	24.6%	买入
002345.SZ	潮宏基	29.98	54	0.57	0.84	1.16	1.51	53	36	26	20	38.4%	买入

注：未评级公司相关数据取自 Wind 资讯。

数据来源：Wind, 东方证券研究所

健康服务普及篇

1. 医疗保健行业存在新驱动

老龄化是最大的内生动力

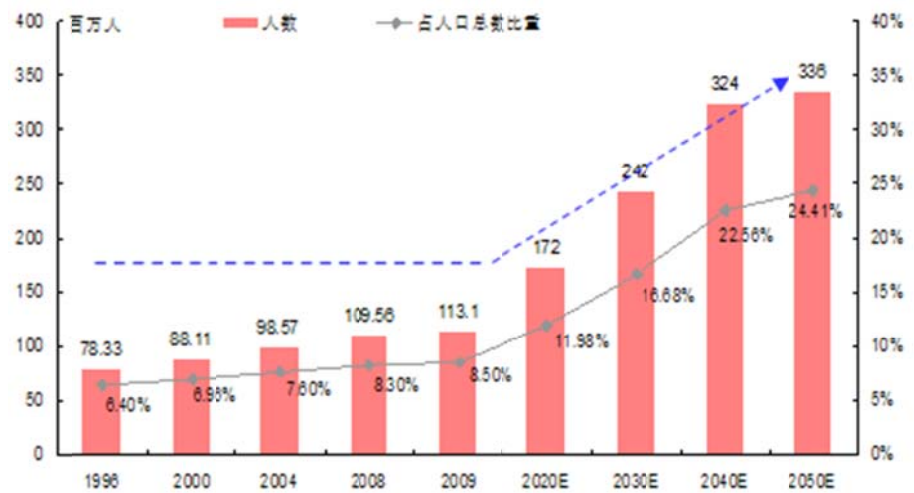
老年人口占比将快速提高。而老龄化带来的必然是慢性病的患病人群基数提升以及随之而来的诊疗需求的提升。慢性病患率高低与年龄呈现高度正相关，卫生部统计数据显示，我国 65 岁以上老年人慢性病患率是 25-34 岁青壮年人口的 12.6 倍。

表11：慢性病患率与年龄呈高度正相关

指标名称	合计			
	2008 年	2003 年	1998 年	1993 年
慢性病患率				169.8
按人数计算	157.4	123.3	128.2	
按例数计算	199.9	151.1	157.5	
分性别慢性病患率				
男性	177.3	133.5	141.6	152.3
女性	222.5	169.0	173.9	187.6
年龄别慢性病患率				
0-4 岁	6.4	6.3	13.4	19.2
5-14 岁	8.7	9.6	18.6	19.2
15-24 岁	20.2	18.0	25.8	26.0
25-34 岁	51.3	58.3	72.5	66.4
35-44 岁	121.7	117.1	142.2	162.0
45-54 岁	259.5	219.5	232.0	263.4
55-64 岁	419.9	362.1	386.5	430.5
65 岁及以上	645.4	538.8	517.9	540.3

数据来源：东方证券研究所

图30：65岁及以上老人占比逐年提高



数据来源：东方证券研究所

从患病率上来判断，慢性病的发病率正呈现逐年上升的趋势，这与老龄化是密不可分的。

图31：居民慢性病患病率不断上升

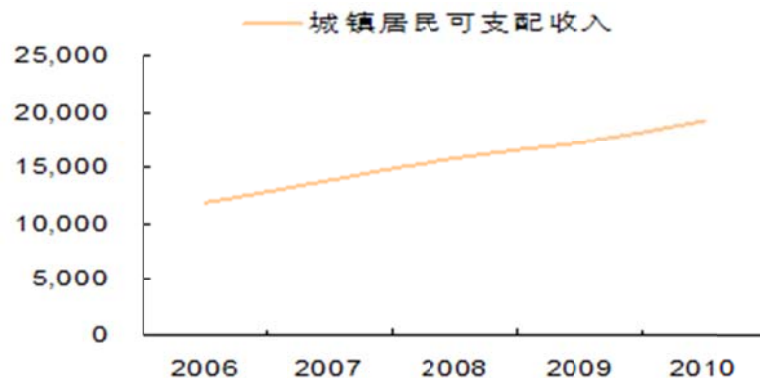
指标名称	合计				城市小计			
	2008年	2003年	1998年	1993年	2008年	2003年	1998年	1993年
居民慢性病患病率(‰)								
传染病计	2.7	2.7	4.8	5.3	1.7	2.4	5.8	5.2
寄生虫病计	0.1	0.1	0.5	0.4	0.1	0.2	0.3	0.3
恶性肿瘤计	2.0	1.3	1.2	1.0	3.3	2.5	2.3	2.1
良性肿瘤计	1.2	0.8	0.9	0.9	1.8	1.1	1.9	1.9
内分泌、营养、代谢及免疫	12.9	7.5	4.7	3.1	31.4	20.3	13.1	8.7
其中：糖尿病	10.7	5.6	3.2	1.9	27.5	16.3	9.8	6.4
血液、造血器官疾病计	2.0	1.9	2.9	3.1	1.6	1.6	3.3	3.4
精神病小计	2.1	1.9	1.9	1.8	2.3	2.4	2.4	2.1
神经系统计	4.2	3.9	5.0	5.5	4.0	4.6	5.8	6.4
眼及附器疾病	2.7	2.8	4.3	3.4	4.0	4.6	9.4	6.7
耳和乳突疾病	0.5	0.6	0.9	1.0	0.5	0.9	1.5	107.0
循环系统疾病	85.5	50.0	38.8	31.4	153.3	105.8	93.6	78.6
其中：心脏病	17.6	14.3	14.2	13.1	34.4	32.8	34.5	33.8
高血压	54.9	26.2	15.8	11.9	100.8	54.7	39.3	29.8
脑血管病	9.7	6.6	5.9	4.0	13.6	13.0	13.1	9.8

数据来源：东方证券研究所

居民支付能力的提高也是重要内生驱动力

除了 2009 年开始的新医保不断提高医保覆盖面积外，居民自身的支付能力也在不断提高，从而增强了非医保项目的发展，居民可支配收入的提升使居民对于非医保医疗项目、高级医疗器械、保健品的需求不断扩大。

图32：城镇居民可支配收入

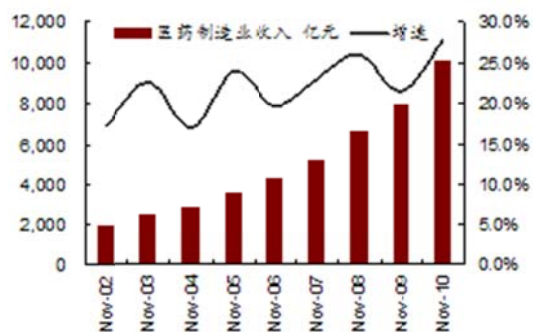


数据来源：东方证券研究所

消费升级背景下医疗保健行业投资机会选择

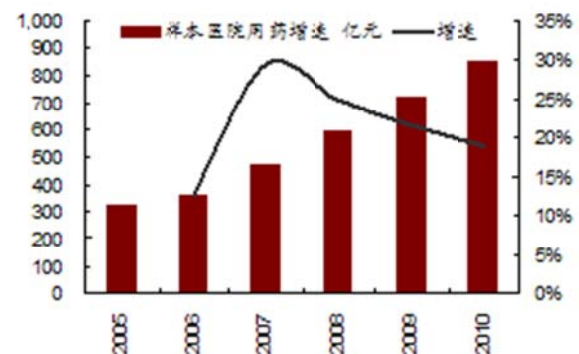
虽然 2001 年以来医药行业经历了多次的政策调整，但是行业仍然维持了稳健的增长势头。从统计局的行业数据来看，医药工业近 5 年来维持了 20% 以上的增长，而样本医院的终端数据也显示，自 2006 年受反商业贿赂重击以来，样本医院的终端增长也维持在 20% 左右，目前 22 城市样本医院用药金额已达 800 亿以上。

图33：医药制造业收入和增速(亿元)



数据来源：东方证券研究所

图34：样本医院用药增速



数据来源：东方证券研究所

处方药：大病种仍具成长前景，有效的高端仿制药仍将看好

虽然目前抗感染类药品仍然是我国第一大药品品类，但在国家调控的影响下，未来增速可能不及心脑血管、肿瘤、内分泌等慢性病的用药增速。

图35：样本医院用药金额

22城市样本医院用药金额	2005	2006	2007	2008	2009	2010
合计 亿元	327	368	476	595	724	860
抗感染药	8,523,450,381	9,031,761,028	11,839,945,147	14,651,761,529	17,584,077,038	19,995,291,987
心血管系统用药	4,530,925,894	4,861,150,971	6,108,305,856	7,620,381,155	9,175,491,838	11,152,561,261
血液和造血系统用药	3,511,958,136	4,197,787,932	5,156,226,597	6,262,992,592	7,711,581,881	9,270,129,070
抗肿瘤药	2,380,746,568	3,092,370,423	4,199,031,578	5,346,797,925	6,417,396,490	7,626,344,978
消化系统用药	2,557,717,333	2,913,991,182	3,839,073,361	4,790,539,535	5,728,804,479	6,722,400,519
免疫调节剂	2,491,916,959	2,667,911,978	3,227,743,741	4,049,960,523	5,165,613,469	6,011,133,381
神经系统用药	1,623,378,415	1,780,381,767	2,652,122,685	3,515,225,345	4,395,761,628	5,519,328,147
内分泌及代谢调节用药	1,734,974,409	2,076,264,652	2,649,829,936	3,272,736,875	4,025,748,056	4,853,181,194
杂类	1,522,953,957	1,565,488,299	1,961,886,262	2,373,752,174	2,897,765,627	3,431,549,584
呼吸系统药物	594,839,252	731,157,220	1,007,661,384	1,324,302,932	1,635,151,820	2,156,022,465
骨骼与肌肉用药	552,063,925	713,281,946	1,029,117,404	1,347,164,492	1,629,800,990	2,014,365,960
生物技术药物	538,346,515	653,288,338	904,194,639	1,206,243,659	1,606,788,334	2,008,842,796
麻醉药及其辅助用药	392,761,552	474,800,013	633,589,978	833,439,471	1,107,133,149	1,373,640,031
精神障碍用药	490,797,726	607,518,468	768,924,474	958,131,222	1,081,486,759	1,330,677,669

数据来源：东方证券研究所

心血管用药：预防用药和规范用药将快速增长

从死亡率的角度来看：目前 CVD 是全球死亡的首要原因，占死亡原因的三成左右；国内的数据来看，2008 年心脏病死亡率每 10 万人 128.82，仅次于肿瘤的 169.89（另外，脑血管病死亡率为每十万人 126.27，如果加起来，心脑血管疾病的死亡率高居第一位）。因此我们相信心脏疾病的治疗和预防会引起人们的重视，通过用药、手术其死亡率是可以降低的，更为重要的是，预防用药和规范用药的增加同样会带动心血管用药的增长。

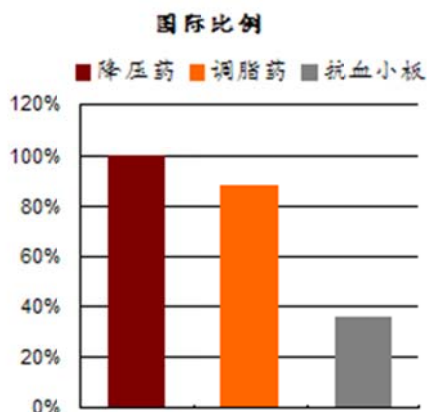
图36：城市居民疾病类别死亡率（1/10 万）

城市居民年龄别疾病死亡率(1/10万)(合计)	2003	2005	2007	2009
疾病名称(ICD-10)	合计	合计	合计	合计
总计	564.30	549.11	617.76	620.32
传染病和寄生虫病小计	7.13	6.51	7.89	6.78
其中：传染病计	7.04	6.45	7.11	6.29
寄生虫病计	0.09	0.06	0.78	0.49
肿瘤小计	125.81	125.98	179.35	169.89
内分泌、营养和代谢疾病小计	12.71	13.75	20.38	20.33
其中：糖尿病	11.38	12.61	19.01	19.17
精神障碍小计	3.47	5.19	5.35	3.60
神经系统疾病小计	4.75	4.60	5.86	6.89
循环系统疾病小计	212.03	227.93	224.99	266.69
其中：急性风湿热	0.71	0.72	0.26	0.37
心脏病计	92.69	98.22	100.61	128.82
内：慢性风湿性心脏病	3.98	2.83	2.81	2.71
高血压性心脏病	5.38	7.16	5.77	8.79
急性心肌梗死	23.20	21.48	23.42	43.14
其他冠心病	22.90	20.84	41.25	51.82
肺源性心脏病	17.40	23.90	10.33	10.67
其他心脏病	19.84	22.20	17.02	11.69
其他高血压病	15.33	16.67	11.08	9.38
脑血管病	102.44	111.02	111.47	126.27
循环系统的其他疾病	0.86	1.29	1.57	1.84
呼吸系统疾病小计	94.39	69.00	80.94	65.40

数据来源：东方证券研究所

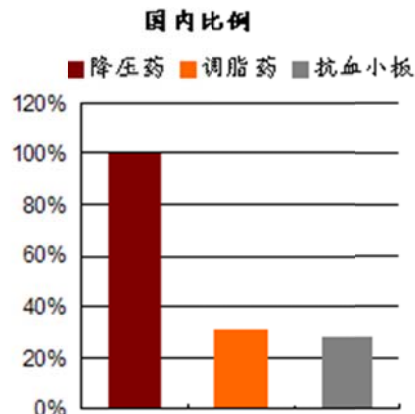
从国际的比例来看，我们认为，调脂药和抗血栓药品的增长前景可能会更好。

图37：心血管病用药国际比例



数据来源：东方证券研究所

图38：心血管病用药国内比例



数据来源：东方证券研究所

肿瘤用药：生物类药物增长迅速

从患病率的角度来看：虽然患病率不及心血管疾病，但根据卫生部的统计，恶性肿瘤患病率的上升速度却很快。2008年，我国患病率达到每千人2人，而2003年是1.3，在1998年是1.2，呈现出快速上升的态势。

从子领域来看，肺癌无疑是死亡率最高的癌症，2009年数字显示其死亡率为每10万人49.6人，较2007年仍在升高，显示肺癌治疗用药市场仍具有很大吸引力；其他肝癌、胃癌以及其他消化系统癌症死亡率也较高，但较2007年均有所下降；死亡率不高，但仍处于上升势头的癌症是乳腺癌、宫颈癌、膀胱癌等泌尿生殖系统癌症，显示在这些领域仍有很大的药品需求。

图39：恶性肿瘤死亡率（1/10万）

其中：恶性肿瘤计	124.06	124.86	176.23	167.57
内：鼻咽癌	1.66	1.27	2.52	1.76
食道癌	10.48	10.57	10.91	8.38
胃癌	17.32	18.12	22.87	18.17
结肠、直肠和肛门癌	7.87	8.31	14.90	14.45
肝癌	24.12	25.17	25.47	22.77
肺癌	31.78	31.44	47.54	49.60
乳腺癌	3.24	3.09	4.72	4.93
宫颈癌	1.13	1.82	1.11	1.48
膀胱癌	1.49	1.59	2.38	2.55
白血病	3.21	3.07	4.27	4.17

数据来源：东方证券研究所

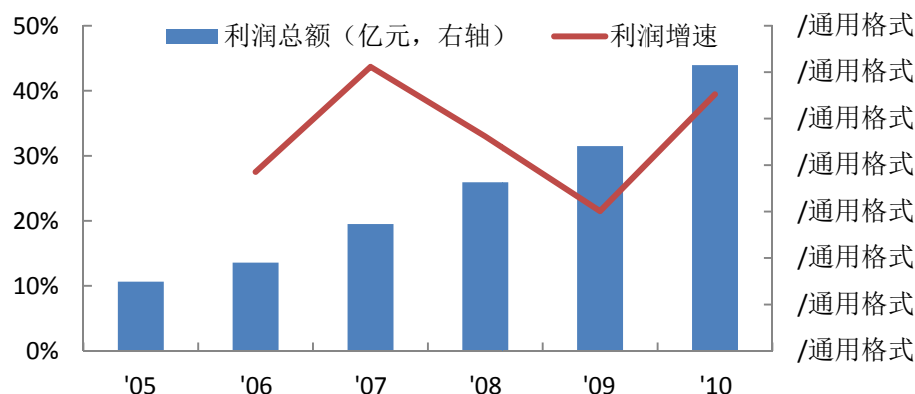
整体肿瘤药市场增长稳定，单抗类药物增长迅速。2010年抗肿瘤药物样本医院终端用药金额达到86亿元，整体增速在20%左右；考虑到整体老龄化趋势，肿瘤患病人群有可能继续增加，行业未来仍将维持稳定的增长。分行业来看，增长最快的类别来自于生物类药物，尤其是单抗类抗肿瘤药物，2006-2009年增长率在50%以上，2010年也保持了25%以上的较高增长速度。与其他治疗领域不同，在很多细分肿瘤治疗小类中，仍然缺乏非常有效，副作用低的药物，因此，一些靶向性强，

毒性低，疗效确切的药物被发明或被发现后往往会有很好的表现，并替代原有的疗法。即使在医疗费用控制的情况下，也将会有比较好的发展。

中药：长期利好于中药饮片行业

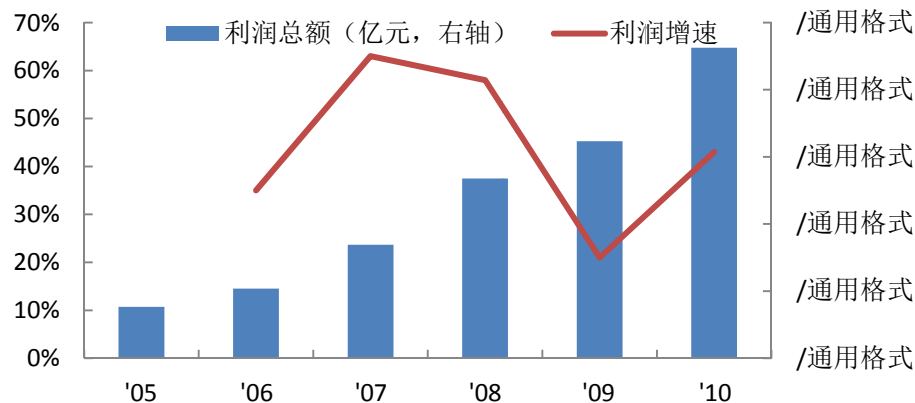
中药饮片是医药各子行业中最小的一个，2010 年销售收入和利润总额分别占行业总体的 1.4%和 2.3%。近几年中药饮片行业收入和利润增速较快，由于毛利率稳步提升和期间费用率得到较好控制，利润总额的增速明显高于收入增速，2009 年以来，二者增速趋同，盈利水平稳步提升。

图40：中药饮片销售收入和增速



数据来源：东方证券研究所

图41：中药饮片利润及增速



数据来源：东方证券研究所

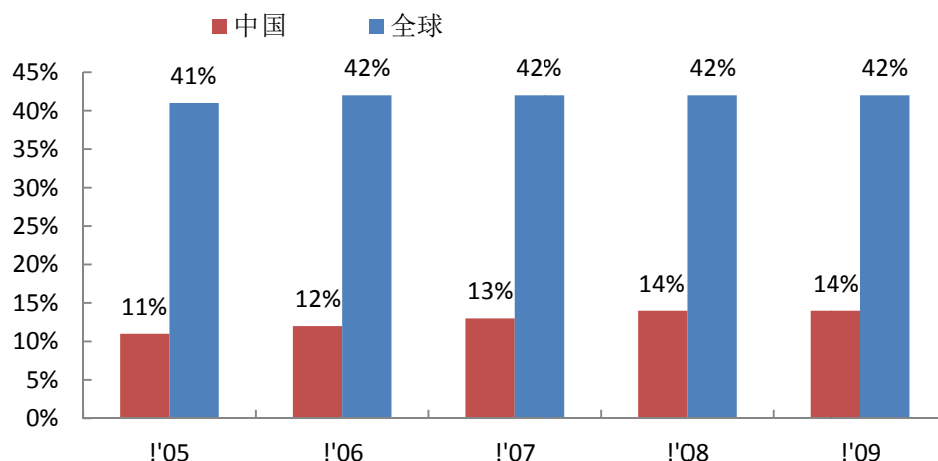
新医改大环境下，中医药在业内关注度得到明显提升，在大健康领域中占有越来越重要的地位，中医药产业链也得到了进一步延伸，从传统中药和现代中药这类纯预防、治疗的业态逐渐发展到了中药大健康产业，业务多元化，业务“跨界”、“融合”，药酒、中药保健品、中药药妆、中药概念的快消品等业态层出不穷，可谓“老树发新芽”。我们认为，在新机遇面前，行业内会涌现不少优质企业。中医药经过几千年的传承和积累，已形成了一套完整的体系。但在原理阐述和质量控制方面仍需完善，近几年有关提高质量标准 and 以医改为主题的中药行业支持政策频繁出台，将促进具有优势的大企业做大做强，长期利好中药饮片行业。

在中药领域我们主要推荐**康美药业（买入）**和**天士力（买入）**。

医疗器械：潜力巨大，受益于十二五规划

从医疗器械市场规模与药品市场规模的比较来看,全球医疗器械市场规模约为全球医药市场规模的40%，而我国这一比例近年来虽然有所提高，但是仍然不到 15%，与全球市场相比绝对不均衡，医疗器械占比极低，有很大的提升空间，未来医疗器械行业潜力巨大，高速发展是大概率事件。

图42：医疗器械市场规模占比医药市场总规模

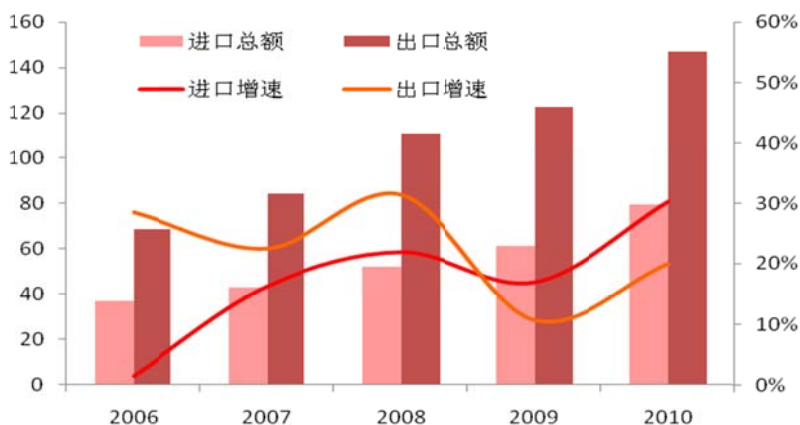


数据来源：东方证券研究所

《“十二五”医疗器械产业科技发展专项规划》即将出台，由于基层医院的基础建设已经基本完成，与之相匹配的器械将是规划的重中之重，我们长期看好行业，认为现有上市公司中可能会出现强势的企业，未来 3-5 年内行业内上市公司的估值都应该会维持较高水平。2011 年，在医保覆盖面提高，基层医疗器械配置率逐步提升，行业和上市公司都呈现良好发展态势。

2010 年我国医疗器械进出口增速已基本恢复到国际金融危机前的水平，但我国出口主要以技术含量较低的中小型产品为主，目前全球普遍在卫生保健领域推行支出控制，因此基础医疗器械市场增长迅速，我国的医疗器械企业具有一定的竞争优势。

图43：医疗器械进出口总额和增速



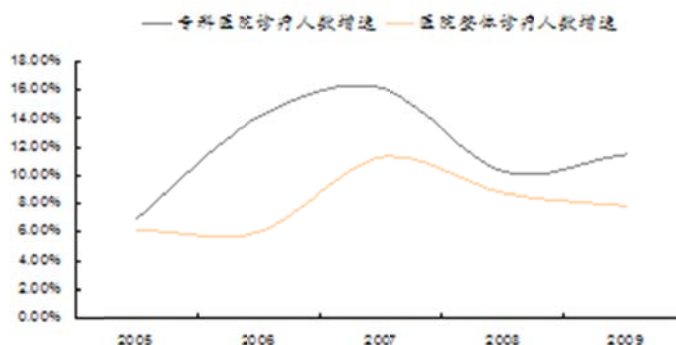
数据来源：东方证券研究所

在医疗器械领域我们主要推荐**鱼跃医疗（增持）**和**乐普医疗（增持）**。同时关注**和佳股份（未评级）**、**新华医疗（未评级）**。

医疗服务：受益于支付能力提高和国家政策，专科医疗领域有望迎来快速发展契机。首先，专科医疗领域不会受到国家医保的限制（多数是自费项目），因此在消费能力升级的带动下，很多原来并不普及的消费项目现在会在中国快速的展开。这也是专科医疗服务领域的两大动力的源泉。

动力一是意识的觉醒：这种意识的觉醒比较难以量化，但医疗保健意识的普及的确可以体会到；（比如激光近视手术、洗牙美白、预防体检等等诸多方面）这一趋势可能部分体现在专科医疗机构诊疗人数增速高于整体诊疗人数增速的结论上。

图44：专科医院诊疗人数和医院整体诊疗人数增速



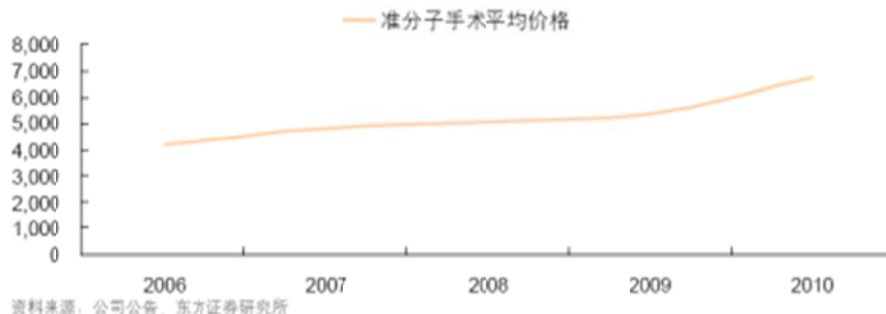
数据来源：东方证券研究所

动力二是消费的升级：消费能力和消费理念的提升会带动患者对于更好服务的而需求，而技术的不断进步带动产品服务升级，正迎合了消费者的需求。服务产品附加值的提高也是医疗服务行业内生增长的主要动力。

眼科领域：飞秒激光：普通 lasik 最低只需 2000-3000 元单眼，但最新的飞秒激光安全性精确性更高，需要 8000-10000 元

口腔领域：种植牙：种植牙一颗要 8000-10000 元，最普通的隐形义齿制药 300 元左右。但种植牙比隐形义齿更方便，更耐用

图45：准分子手术平均价格



资料来源：公司公告，东方证券研究所

数据来源：东方证券研究所

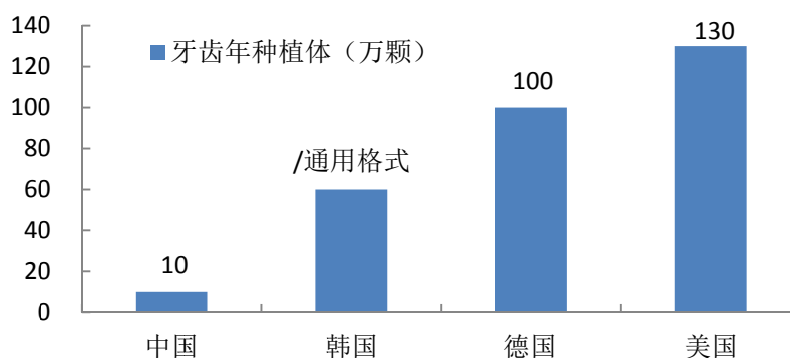
从国外的市场空间来看，眼科和牙科为代表的专科医疗市场空间巨大。以准分子手术为例，与美国这样的成熟的市场，国内的市场大约还有 1 倍左右的发展空间；口腔市场更大，以种植体为例，中国目前一年只有 10 万颗种植牙，而韩国确有 60 万颗，美国、德国均超过 100 万颗，再考虑到中国的人群基数，市场前景巨大。

图46：中美日准分子屈光手术推算对比表

万人/例	中国	美国	日本
佩戴眼镜人数	30,000~40,000	18,000	6,000
适合激光屈光手术人数	>10,000	6,400	2,133
累计手术数	500-1000	740~1100	140~200
目前手术量	~110	110	40~50
龙头最高市场份额	4%	15%/12%	65%
龙头企业	爱尔眼科	TLC/LCA	品川

数据来源：东方证券研究所估计

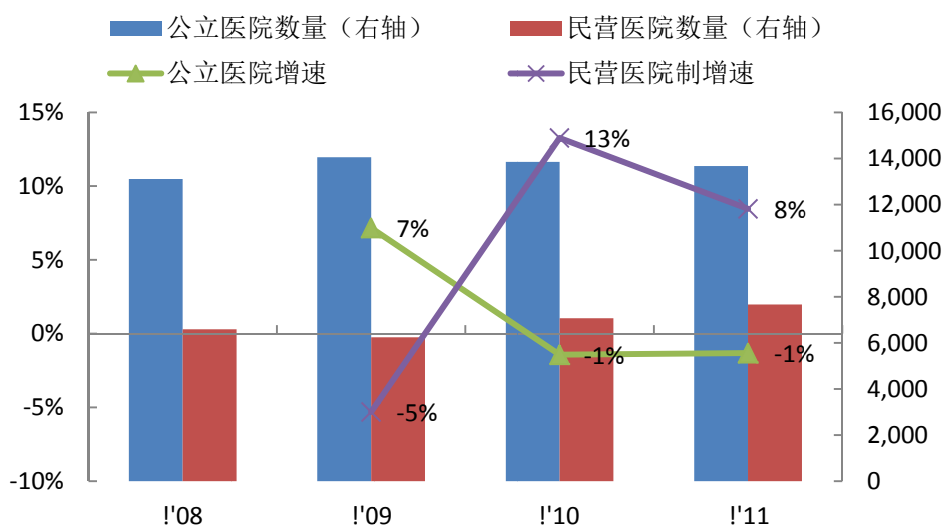
图47：牙齿年种植体（万颗）



数据来源：东方证券研究所

其次，国家的公立医院改革大力推进社会资本办医，鼓励民营资本参与公立医院改制，给予民营医院以平等的待遇。这些也将带动民营专科医院的快速发展。

图48：我国公立、私营医院数量



数据来源：东方证券研究所

在医疗服务领域我们主要推荐通策医疗（买入）和爱尔眼科（增持）。

预期相关受益公司

表12：医疗行业相关公司的盈利及估值预测

公司名称	2011 EPS	2012 EPS	2013 EPS	2011 PE
恒瑞医药	0.81	1.00	1.21	37
华东医药	0.95	1.17	1.45	29
双鹭药业	1.51	1.54	2.16	22
康美药业	0.52	0.75	1	26
天士力	1.30	1.62	2.02	34
鱼跃医疗	0.63	0.95	1.4	39
通策医疗	0.43	0.61	0.82	54
爱尔眼科	0.43	0.64	0.98	58

数据来源：东方证券研究所

2.疫苗行业面临新的发展前景

疫苗已成为全球增长最快的医药子行业，我国二类疫苗消费处于快速增长初期，未来成长空间巨大。我国疫苗市场仅占整个药品市场的 1%，远低于全球 2.7% 的水平，预计 5 年后能达到 2%，疫苗市场规模将达到 350 亿元。我国健康消费升级、国家政策宣传和扶持、民众疾病预防意识苏醒都对疫苗消费形成拉动。

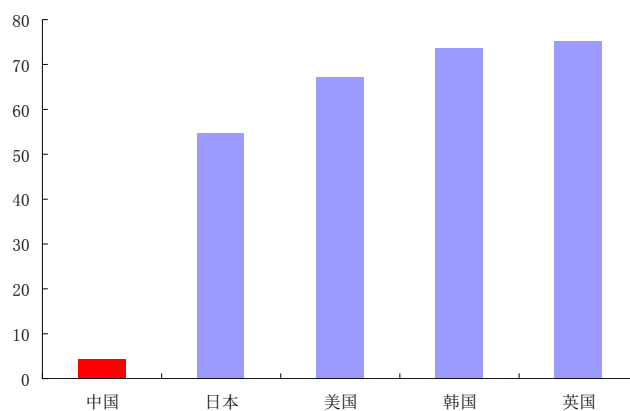
人口结构变化导致潜在的需求巨大

2011 年 4 月，国家统计局最新公布的第六次全国人口普查结果显示，我国 60 岁及以上人口突破 1.77 亿人，占人口总量的 13.26%，其中 65 岁及以上人口接近 1.2 亿人，占 8.87%。按国际标准，65 岁以上人口占总人口比例超过 7% 或 60 岁以上人口超过 10%，就意味着进入老龄化社会。据中国老龄办预测，2001-2020 年中国处于快速老龄化阶段，2020 年老龄化率将达到 17.2%，而 2050 年将达到 30% 以上。

世界卫生组织公布的数据显示，因流感导致死亡的病例中，95% 以上发生在 60 岁以上的老年人群。2009 年“国际健康生活方式博览会”中国疾病预防控制中心专家表示：截至 2008 年底，中国流感疫苗接种率不到 2%，低于发展中国家 3% 的平均水平，老龄人口接种率不到 5%。这一数字远远低于美国。其流感疫苗接种率是全国人口的约 30%（其中老龄人口接种率达到 66.9%）。以流感疫苗为例，WHO 推荐的目标是：65 岁以上人口流感接种率超过 50%，中国还远低于这个水平，未来市场空间巨大。

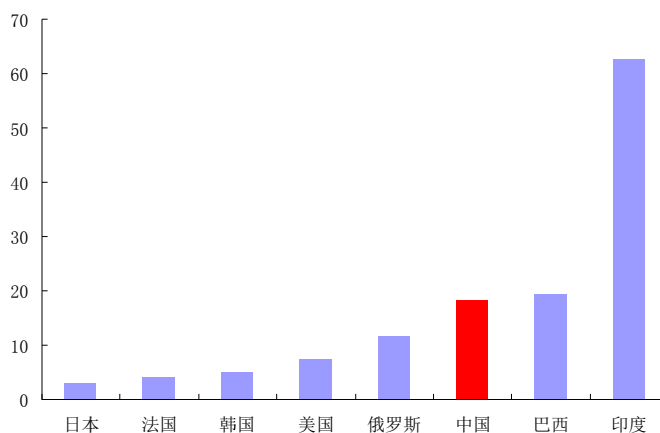
2009 年中国新出生人口数为 1619.04 万人，出生率为 12.13%，虽然出生率在下降，但是由于人口基数巨大，育龄妇女数量处于高位，计划生育政策的放松等原因，所以在未来 5 年内，中国新出生人口数仍然巨大。儿童免疫目前又是国内疫苗市场的最主要构成部分，从 2008 年起，国家推出了广泛的免疫计划，扩大了免疫范围，为疫苗行业的持续增长提供了稳定的需求。

图49：部分国家 65 岁以上人口流感疫苗接种率



数据来源：经济合作与发展组织、东方证券研究所

图50：部分国家 5 岁以下儿童死亡率 (1/1000)



数据来源：WHO、东方证券研究所

表13：我国历期免疫计划

时间	免疫疫苗数目	免疫疫苗种类
70 年代中期-1992 年	4 种	百白破、卡介苗、麻疹、脊髓灰质炎疫苗
1992 年-2008 年	6 种	百白破、卡介苗、麻疹、脊髓灰质炎、乙肝、白破疫苗
2008 年-至今	15 种	百白破、卡介苗、麻疹、脊髓灰质炎、乙肝、白破、甲肝、流脑、乙脑、麻腮风（麻风、麻腮、麻疹）、出血热、炭疽和钩端螺旋体疫苗

数据来源：东方证券研究所

政策扶持催化疫苗市场上涨潜力

受益于一系列疫苗行业政策，我国一类疫苗和二类疫苗市场均在高速发展，2006 年至 2009 年疫苗市场 CAGR（复合年均增长率）达 42%。受益于医疗模式转变、政策扶持和新产品上市，预计

未来几年疫苗行业将持续高速发展。当前二类疫苗是市场主体，流感疫苗、狂犬疫苗和乙肝疫苗等迅速崛起。新型疫苗和治疗性疫苗是未来发展方向，宫颈癌等癌症疫苗、肺炎疫苗、治疗性乙肝疫苗、治疗性艾滋病疫苗等陆续进入临床，备受市场关注。

2010 年 10 月发布的《关于加快医药行业结构调整的指导意见》，在生物技术药物领域重点支持：研发基因工程药物、抗体药物和新型疫苗，争取有 15 个以上新的生物技术药物投放市场。在科研立项、经费补助、新药审批、进入医保目录和技术改造投资上给予支持。鼓励开展基础研究和开发共性、关键性以及前沿性重大医药研发课题。支持企业加强技术中心建设，通过产学研整合技术资源，推动企业成为技术创新的主体。

卫生部召开 2011 年工作会议，《医药卫生体制五项重点改革 2011 年度主要工作安排》明确 2011 年和未来 5 年医疗卫生事业的发展目标，促进基本公共卫生服务逐步均等化，扎实做好卫生应急、重大疾病防控和妇幼卫生工作被提到了 2011 年和未来 5 年的工作重点计划当中。

根据 2011 年 10 月份国务院常务会议通过的《疫苗供应体系建设规划》，中央财政将投入 94 亿元资金，用于鼓励重点疫苗品种研发、提高已有 EPI 疫苗的实际接种率，强化疫苗应急生产保障能力、加强生产和物流配送环节监控等方面。我们预计目前在研的疫苗品种中，EV71 疫苗（即手足口病疫苗，中生集团等单位在研，即将开展 III 期临床实验）、IPV 疫苗（即注射脊髓灰质炎疫苗，昆明所、中生集团在研，其中昆明所已进入 III 期临床）、HPV 疫苗（即宫颈癌疫苗）、幽门螺旋杆菌疫苗、登革热疫苗、肺炎疫苗等品种将有望获得重点支持。

2011 年 3 月 1 日，世界卫生组织（WHO）宣布中国疫苗监管体系通过了 WHO 的评估，自此中国疫苗企业可以自行向 WHO 申请预认证，加入 WHO 的全球采购体系。目前联合国系统每年采购的疫苗金额较大（约为 8 亿美金），主要用于非洲、拉丁美洲等缺乏疫苗生产和监管能力国家中的计划免疫项目。现阶段联合国系统优先采购的品种包括 OPV、IPV、百白破+乙肝+Hib 联合苗、部分流脑疫苗、多价肺炎苗、轮状病毒苗、黄热病苗等品种，而流感疫苗（含 H5N1 禽流感苗）、百白破+乙肝+IPV 联合苗等品种也具有一定采购可能性。

消费升级背景下疫苗行业投资机会选择

产品创新拉动需求

全球疫苗行业的增长很大程度上得益于一批高品质的创新疫苗出现。2008 年批准上市的全球首个五联疫苗——赛诺菲巴斯德的 Pentacel，用于婴儿和出生 6 周~4 岁儿童对白喉、破伤风、百日咳、脊髓灰质炎及 Hib 的免疫，上市第二年 2009 年销售额就达到了 5.07 亿美元。而作为高品质疫苗代表的两款产品——Prevnar7/Prevnar13 和 Gardasil，2009 年销售总额为 14 亿美元，2010 年更是达到 47 亿美元，同比增长 233%。两款产品占 2010 年全球疫苗市场规模的近 18%，对 2010 年全球疫苗市场增长的贡献率达到近 85%。

近年来，国内疫苗企业与国际巨头展开了兼并重组、合资建厂、分销代理等多种形式的合作。浙江天元、重庆智飞和海王英特龙等国内主要企业多有涉及。可以看到国际巨头在中国的布局主要在肺炎疫苗、流感疫苗等国际主流疫苗上。我们认为国内企业和国际企业的合作是一个双赢的结果，为双方都带来了更大的机遇。

随着疫苗安全事件的不断发生，国内的疫苗标准也在不断提高，新版药典的颁布对疫苗产品提出了更高的安全标准，对于整个疫苗行业产生了巨大的影响，不论国内还是国外企业的产品都存在一个升级过程，各企业疫苗的批签发都受到了一定的影响。长期来看，企业只有不断提高自身产品标准和优化生产工艺，才能长期稳健发展。

治疗性疫苗和联合疫苗倍受关注

国内治疗性疫苗的研发正进入高潮，占到目前在研疫苗比重的 1/3。治疗性疫苗和联合疫苗等有望成为行业重点方向。

国内生物医药企业积极参与治疗性疫苗研发，治疗性乙肝疫苗，目前国内已有三个产品进入了临床实验，且作用机理各不相同。国内疫苗巨大的产能和市场前景将不再是传染性疫苗，而是治疗性疫苗，如乙肝疫苗、肿瘤疫苗、艾滋病疫苗等。目前，传统预防性疫苗市场是保守的，而《生物医药产业十二五规划》等将对生物技术产业提供重点扶持，作为生物技术的重要分支，治疗性疫苗有望拓展疫苗业的市场前景。

从世界发展趋势看，联合疫苗必定将成为中国疫苗产业的重点。目前，联合疫苗主要包括多价联合疫苗和多疾病联合疫苗，前者可以用一针预防同一种疾病的不同类型，后者可以用一针预防多种疾病。在我国，如果使用单种疫苗，一个婴儿在 2 岁前需注射 20 多针次。而联合疫苗可以有效解决婴幼儿注册针次过多的现象。

预期相关受益公司

基于以上逻辑，我们重点关注创新能力强，与国际疫苗企业有良好合作关系，公司研发项目倾向于治疗性疫苗和联合疫苗的企业，相关受益公司有：天坛生物（未评级）、智飞生物（未评级）、沃森生物（未评级）、华兰生物（增持）。

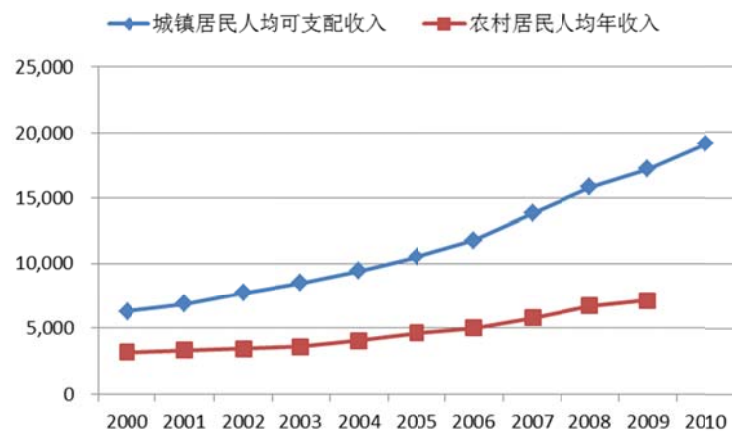
新兴消费崛起篇

1. 旅游休闲化趋势明显

城市化加速带动旅游消费快速发展

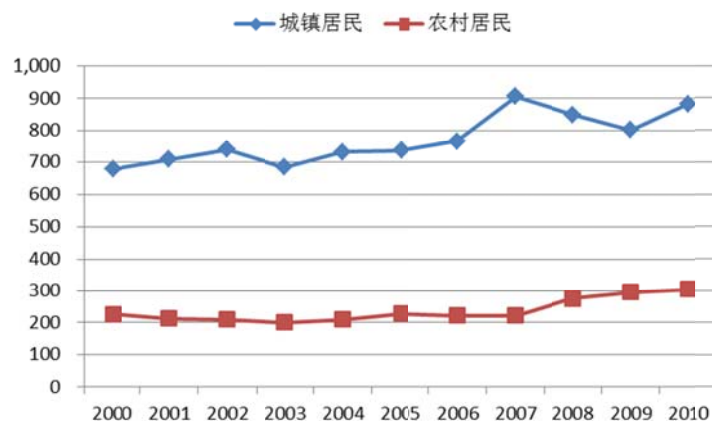
随着我国城市化率的持续提高，城市化的发展，城镇居民数量稳步增加，而通常国内城镇居民可支配收入较高，对休闲旅游的消费需求也远高于农村居民，因此其人数的持续增长将带动国内旅游市场消费快速发展。

图51：城镇居民和农村居民可支配收入



数据来源：东方证券研究所

图52：城镇居民和农村居民人均旅游花费对比



数据来源：东方证券研究

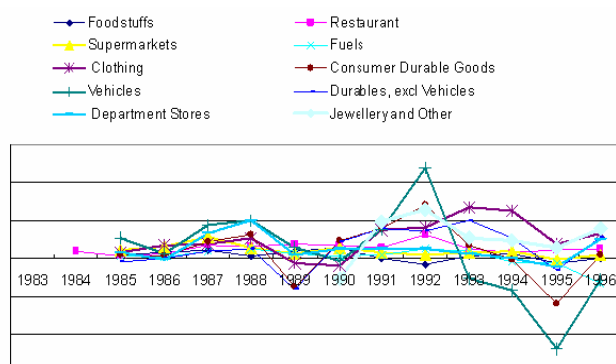
旅游业落后于世界平均水平，潜力巨大

从国际发展趋势看，我国旅游业与世界平均水平相比仍有较大差距，未来发展潜力仍很大。近 20 年，全球旅游业持续以高于经济增长的速度快速发展，成为全球最大的产业之一，旅游经济总量占全球 GDP 的 10% 以上。而我国当前旅游占 GDP 的比重仅为 3.79%，“十二五”的发展目标为旅游业总收入年均增长 12% 以上，旅游业增加值占全国 GDP 的比重提高到 4.5%。在绝对数量上，

我国人均出游率仅为 1.5 次，远远低于美、日、韩等国家的人均出游 7 次，未来具有很大的发展空间。

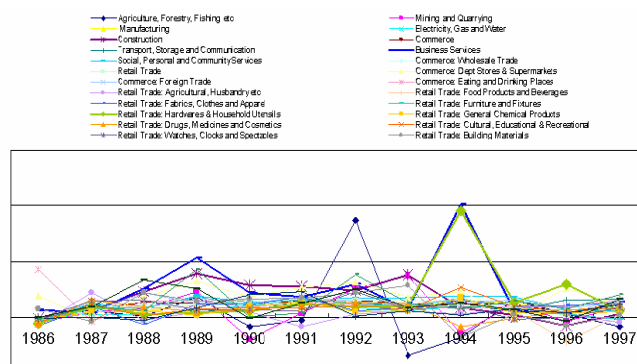
另外，我们研究亚洲四小龙的经验发现，经济兴起过程中率先启动并获得持续增长的行业有商业、食品、服装、医药、社会服务等行业，珠宝等奢侈品的消费一旦出现也将呈爆发性增长。我国与四小龙地域相近、文化相似，因此我们认为，他们经历的行业的发展变迁过程一定程度上会在中国重现。

图53：香港分行业零售指数变化



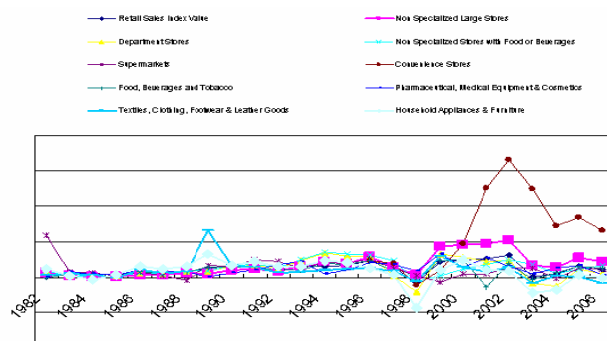
数据来源：CEIC，东方证券研究所

图54：台湾分行业销售环比增速变化



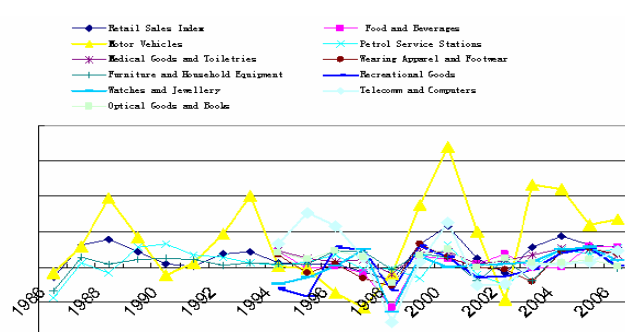
数据来源：CEIC，东方证券研究所

图55：韩国零售指数环比变化（按渠道和商品区分）



数据来源：CEIC，东方证券研究所

图56：新加坡主要商品零售指数环比变动

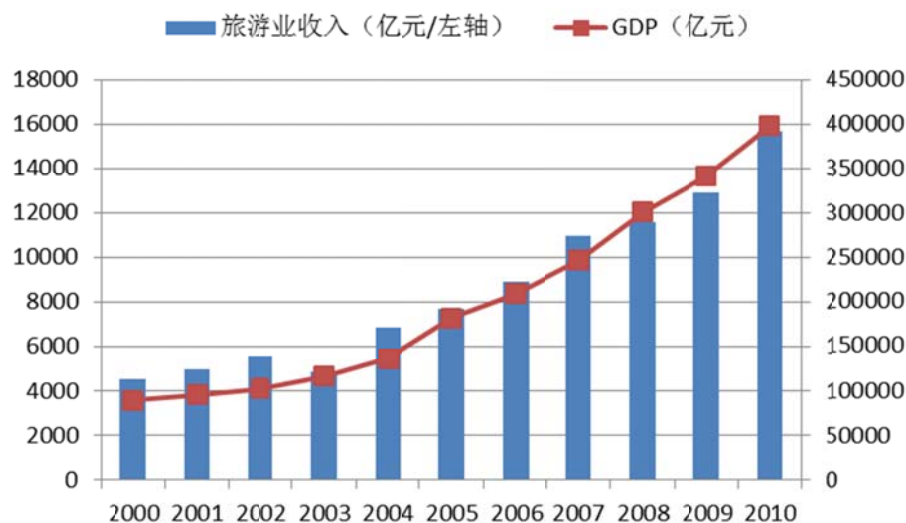


数据来源：CEIC，东方证券研究所

消费升级背景下旅游行业投资机会选择

休闲文化旅游：看好“景区+文化”模式

旅游行业收入随 GDP 同步增长，中长期看好国内旅游市场。

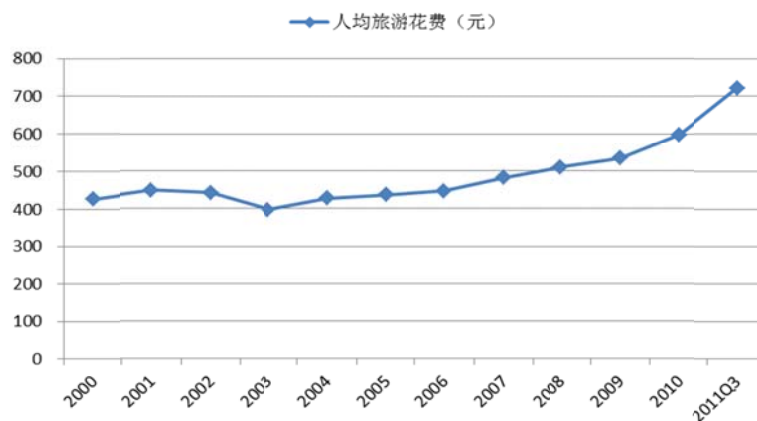
图57：旅游业收入和国内生产总值


数据来源：国家统计局，东方证券研究所

按经济学界认识：人均 GDP 达到 1000 美元，进入国内旅游需求增长期，旅游形态主要是观光旅游；人均 GDP 达到 2000 美元，旅游形态开始向休闲旅游转化，进入出国旅游增长期；人均 GDP 达到 3000 美元，旅游形态开始向度假旅游升级；人均 GDP 达到 5000 美元，开始进入成熟的度假经济时期。

2008 年我国境内居民人均 GDP 首次超过 3000 美元，至 2010 年达到 4384 美元，全国有 17 省区人均 GDP 达 4000 美元以上，观光旅游处于快速发展时期并开始逐步转向休闲度假旅游。

景区拥有不可替代的自然资源垄断属性，将成为各地旅游发展的载体。首先，从旅游行业的发展规律看，各地旅游的发展往往是通过景区的发展带动周边酒店、购物、休闲度假等一系列延生产业的发展，景区有着独一无二的带动先发优势。其次，当前全国旅游景区近 2 万个，但真正用于度假的预计仅 5%，其中高品质的休闲度假类景区尤其稀缺，供需矛盾决定了景区具有很大的溢价能力。最后，国内旅游市场正在经历从观光游到休闲游的转变，游客愿意花更多的钱享受高品质的旅游服务，人均消费的增长有利于景区收入的增加。

图58：中国人均旅游花费


数据来源：国家统计局，中国旅游研究院，东方证券研究所

此外，随着物质生活水平的不断提高，国民对精神文化的需求日益强烈，中国的旅游业也慢慢向文化与旅游相结合的方向转型。十七届六中全会提出，要积极发展文化旅游，发挥旅游对文化消费的促进作用。国家旅游局局长邵琪伟也表示：文化是旅游的灵魂，旅游是文化的重要载体；没有旅游的文化就没有活力，没有文化的旅游就没有魅力。当前，寻求文化享受已成为旅游者的一种风尚，一个巨大的市场正在形成。

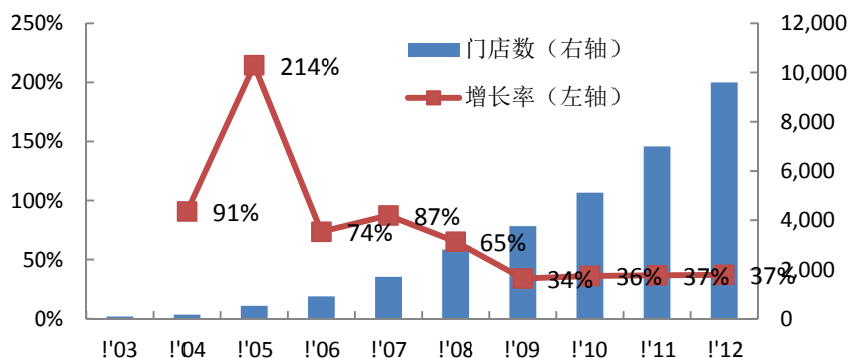
我们认为，休闲文化旅游符合国民消费需求转变的趋势，是行业未来的发展方向。重点推荐：“景区+文化演艺”的宋城股份，“景区+古镇文化”的中青旅以及“景区+佛教文化”的峨眉山 A 和首旅股份。

经济型酒店：行业景气，发展空间依然巨大

过去十年，经济型酒店行业一直处于高速发展阶段：全国经济型酒店的门店数和客房数分别翻了 223 倍和 168 倍。根据盈蝶的统计数据，今年前三季度，我国新增经济型酒店 1523 家，新增客房 144095 间，较去年年底分别增长 29.75% 和 26.48%。未来随着中小企业的增多和国民出游率的提升，经济型酒店行业有望延续这一增长势头，预计增速将维持在 20-30%。

尽管我国经济型酒店增长势头惊人，但对比相对成熟的欧美市场，中国的经济型酒店仍然拥有很大的发展潜力。在成熟的美国酒店业，经济型酒店与所有星级酒店的数量比例是 7:3，而《2008 年中国经济型酒店调查报告》显示，中国经济型酒店超过 2000 家，星级酒店为 1.4 万家，两者关系与美国的数据形成倒挂。此外，2008 年中国每千人城镇人口拥有 0.52 个经济型酒店客房，而在美国这一数字为 3.04 个；尽管 2010 年中国这一数据提高至 0.82，但仍与美国有很大差距。我们认为，在国内现有规模的基础上，要达到美国酒店市场的成熟比例，那么经济型酒店数量将在现有的规模上至少再膨胀 3 倍，提升空间非常广阔。

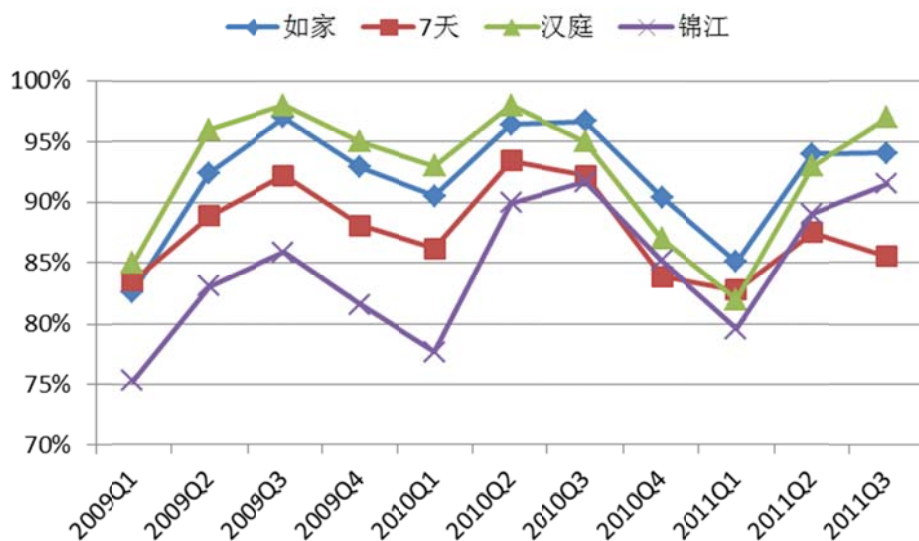
图59：2003—2012 经济型酒店门店数量（2011，2012 年是估计值）



数据来源：艺旅，东方证券研究所

经济型酒店的 RevPAR 还有进一步提升的空间，既可以来自客房出租率的提高，也可以来自平均房价的上涨。从行业龙头公布的三季报数据来看，剔除世博会影响，如家、汉庭和锦江上海以外地区的客房出租率较去年同期均有不同程度的提升，接近历史最高水平。而酒店行业物业租金和人工成本的上涨已经是大势所趋，在不影响出租率的前提下，我们预计经济型酒店的客房价格有望每年提高 3-5%，并且提价后的大部分收入将转化成酒店的利润，盈利能力进一步增强。

图60：经济型酒店行业龙头客房出租率



数据来源：公司公告，东方证券研究所

我们看好大型品牌连锁经济型酒店，行业经历完第一轮快速发展，目前刚完成资源的初步整合，这些酒店未来将凭借其先发优势，通过品牌加盟、兼并收购等手段加速发展，继续扩大自身的市场占有率。

预期相关受益公司

表14：旅游行业相关公司的盈利及估值预测

证券代码	证券名称	股价	总市值 (亿元)	EPS				PE				未来3年 CAGR	评级
				2010	2011E	2012E	2013E	2010	2011E	2012E	2013E		
景区													
300144.SZ	宋城股份	24.08	89	0.44	0.66	0.82	1.06	55	36	29	23	34.1%	买入
600138.SH	中青旅	15.30	64	0.64	0.73	0.94	1.13	24	21	16	14	20.9%	买入
000888.SZ	峨眉山 A	17.90	42	0.47	0.63	0.72	0.85	38	28	25	21	21.9%	增持
600258.SH	首旅股份	15.57	36	0.81	0.44	0.56	0.69	19	35	28	23	-5.2%	买入
经济型酒店													
600754.SH	锦江股份	19.20	99	0.63	0.73	0.95	1.10	30	26	20	17	20.4%	买入

数据来源：东方证券研究所

2.互联网消费快速渗透

我们总体认为，中国互联网对来自一线城市和经济发达省份的、易于转化为网民的人群渗透已达较高水平。未来中国互联网用户的增长速度将逐年放缓。新网民将更多的产生于二三线城市及经济不发达省份。但由于当地居民收入较低，网络基础差，进一步渗透难度加大。

但网民增速放缓并不意味着行业投资机会的结束。电子商务、社交网络等服务的蓬勃发展带动了人均互联网支出（等于网络经济规模除以网民数量，不含上网费用）不断提升。行业由用户拉动式的粗放增长逐渐进入对产品设计、营销推广、技术研发进行深耕细作的阶段。用户需求升级推动产品服务革新（如视频网站、社交媒体替代传统门户）从而产生新的投资机会

另外，我国带宽接入速度不高一直制约着互联网体验的提升及视频、语音通讯等服务的普及。“十二五”期间，电信运营商加大投资开展全国范围的宽带扩容及光纤到户，带来了一次重大发展机遇，IPTV等相关产业受益。

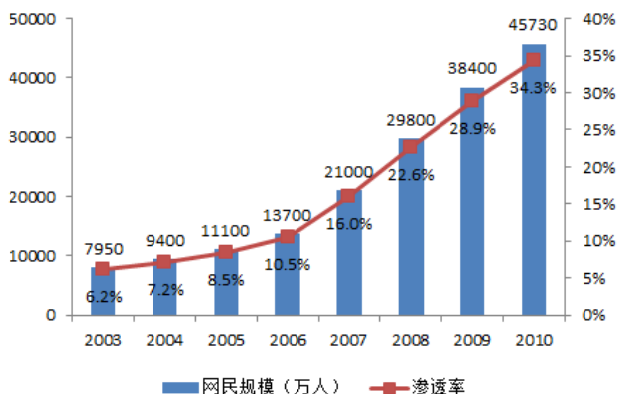
网民增速放缓，二三线城市需要加速渗透

截止 2010 年底，中国网民规模达到 4.57 亿，占全国总人口的 34.3%，高于美国人口总数。从 2005 至 2010 年网民年复合增长率达到 32.7%。

从网民普及率来看，中国网民占总人口比重达到 36.2%（截止 2011 年 6 月），超过世界平均水平。若保持这一增速，将于 2 年后网民普及率接近 50%。这意味着互联网用户普及进入成熟期。

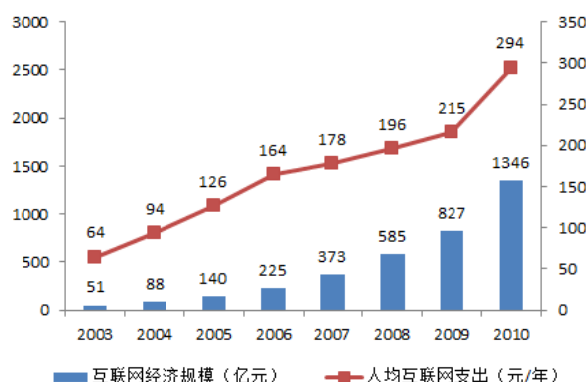
从地区分布结构看，一线城市和经济发达省份网民普及率接近欧美，进一步提升空间有限。但仍有三分之一省份落后于世界平均水平。贵州、云南等偏远省份的普及率仅与巴基斯坦相当。这些偏远及经济不发达地区将是未来新网民的主要来源。

图61：2003—2010 年中国网民规模及渗透率



数据来源：CNNIC，东方证券研究所整理

图62：2003—2010 年中国互联网经济规模及人均互联网支出



数据来源：CNNIC，东方证券研究所整理

表15：2010 年中国不同省份网民渗透率

2010 年渗透率排名前五省份				2010 年渗透率排名后五省份			
省份	网民数 (万)	渗透率	增长率	省份	网民数 (万)	渗透率	增长率
北京	1218	69.4%	10.5%	四川	1998	24.4%	22.2%
上海	1239	64.5%	5.8%	安徽	1392	22.7%	30.2%
广东	5324	55.3%	9.5%	云南	1021	22.3%	20.9%

浙江	2786	53.8%	13.6%	江西	950	21.4%	20.2%
天津	648	52.7%	14.8%	贵州	751	19.8%	31.1%

数据来源：CNNIC，东方证券研究所

表16：2003—2010 年中国互联网经济规模及人均互联网支出

国家	2010 年网民规模（百万）	年增长率	渗透率
中国	457	19%	34%
印度	88	43%	8%
尼日利亚	45	2%	28%
俄罗斯	60	0%	42%
伊朗	37	31%	49%
美国	244	2%	79%
巴西	79	4%	41%
菲律宾	23	292%	25%
墨西哥	35	24%	31%
巴基斯坦	29	43%	17%

数据来源：KPCB，东方证券研究所

宽带建设：基础薄弱，十二五期间加快宽带扩容和光纤到户

我国宽带用户规模虽大，但宽带对家庭渗透率并不高。2010 年底我国宽带用户达到 1.26 亿，占固定电话用户总数的 43%，占家庭总数的 29.2%，仍存在较大提升空间。更重要的是，我国宽带接入速度较慢。国际电联 CTU 报告显示，2010 年中国的宽带速度在全球 159 个国家中位居第 79 位。而根据中国互联网信息中心 (CNNIC) 的统计，2010 年底全国平均互联网连接速度仅为 100.9 KB/s，远低于全球平均连接速度(230.4 KB/s)。

在国务院及工信部政策指导下，国内三大电信运营商提出了规模宏大的宽带改造和光纤到户计划。其中，电信提出了“宽带中国·光网城市”战略。联通投资百亿实施全国宽带升级提速工程。铁通方面，中国移动计划 2011 年给予铁通 150 亿元宽带业务投资支持。宽带网络的大规模建设将使得相关产业链受益。

图63：光纤到户相关政策及运营商发展规划



数据来源：东方证券研究所整理

表17：2006—2010 年中国宽带用户数及对家庭用户渗透率

	2006	2007	2008	2009	2010
宽带用户数（万户）	5,190	6,646	8,343	10,323	12,634
中国家庭用户数（万户）	40,621	41,265	41,920	42,589	43,217
宽带渗透率	12.8%	16.1%	19.9%	24.2%	29.2%

数据来源：工信部，东方证券研究所

表18：2010 年全国各省份带宽接入速度测试

排序	省份	连接速度(KB/s)	排序	省份	连接速度(KB/s)
1	河南	131.2	6	黑龙江	115.7
2	湖南	128.2	7	广西	115.5
3	河北	124.5	8	海南	110.1
4	天津	120.4	9	辽宁	109.0
5	四川	116.9	10	广东	108.1
全国平均		100.9			

数据来源：CNNIC，东方证券研究所

消费升级背景下互联网行业投资机会选择

网络广告：

仍然是商业模式最为成熟的细分领域，正在取代纸媒广告；社交媒体广告未来可期。

全球趋势：纸质媒体广告规模整体呈现负增长，占全球广告市场份额不断萎缩；电视媒体广告市场份额保持稳定；互联网广告依然发展较快，侵蚀纸媒广告份额。

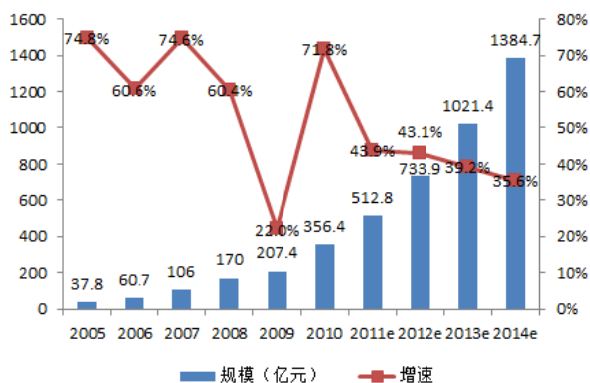
表19：2009—2013 年全球主要媒体广告投放规模及份额

全球主要媒体	2009	2010	2011e	2012e	2013e
报纸（亿美元）	972.4	942	930.2	923	919.1
增长率（%）	23.0%	-3.1%	-1.3%	-0.8%	-0.4%
份额（%）		21.3%	20.1%	19.0%	18.0%
杂志（亿美元）	438.4	431.8	426.4	423.7	423.0
增长率（%）	10.4%	-1.5%	-1.3%	-0.6%	-0.2%
份额（%）		9.7%	9.2%	8.7%	8.3%
电视（亿美元）	1652.6	1802.8	1912	2023.8	2138.8
增长率（%）	39.1%	9.1%	6.1%	5.8%	5.7%
份额（%）		40.7%	41.3%	41.6%	41.8%
广播（亿美元）	318.6	319.8	325.8	338.2	350.5
增长率（%）	7.5%	0.4%	1.9%	3.8%	3.6%
份额（%）		7.2%	7.0%	6.9%	6.8%
影院（亿美元）	21.0	22.6	23.9	25.4	26.8
增长率（%）	0.5%	7.6%	5.8%	6.3%	5.5%
份额（%）		0.5%	0.5%	0.5%	0.5%
户外（亿美元）	281.2	293.2	309.5	328.2	345.5
增长率（%）	6.7%	4.3%	5.6%	6.0%	5.3%
份额（%）		6.6%	6.7%	6.7%	6.7%
互联网（亿美元）	542.1	618.8	705.2	806.7	915.2
增长率（%）	12.8%	14.1%	14.0%	14.4%	13.4%
份额（%）		14.0%	15.2%	16.6%	17.9%
总计（亿美元）	4226.3	4431	4633	4869	5118.9

数据来源：ZenithOptimedia2010.12，东方证券研究所整理

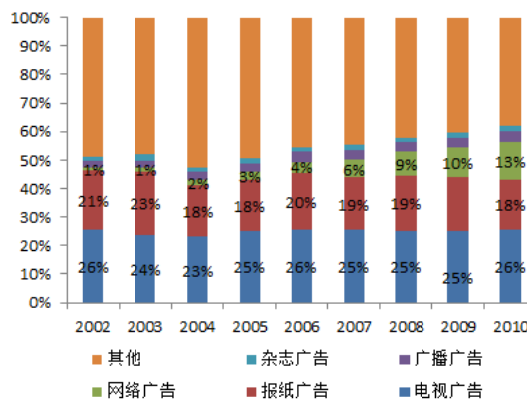
国内趋势：2010 年中国网络广告市场规模达到 356.4 亿，同比 2009 年暴涨 71.8%。进入 2011 年，网络广告增速依然较快，第三季度规模达 137.4 亿元，同比增 54.9%；预计全年规模将超过 470 亿。同时，网络广告市场规模在中国总体广告市场中的占比不断攀升。从 2002 年 0.7%增长至 2010 年 13.3%。未来广告主将在网络营销分配更多预算，网络广告的占比将进一步上升。

图64：2005—2014 中国网络广告市场规模及预测



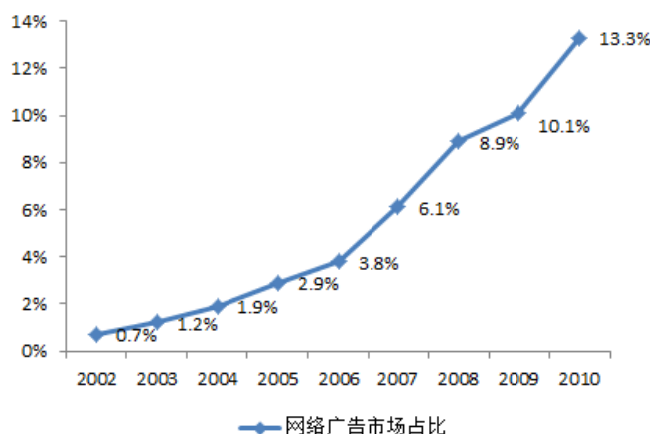
数据来源：iResearch, 东方证券研究所

图65：2002—2010 年中国细分媒体市场结构



数据来源：iResearch, 东方证券研究所

图66：2002—2010 年中国网络广告市场规模在中国广告市场占比



数据来源：iResearch, 东方证券研究所

全球社交媒体势不可挡。市场研究公司 comScore 的数据显示，Facebook 以 2970 亿的曝光量居美国显示广告发行商之首，占据显示广告市场 23.1% 的数量份额。据 InsideFacebook 估计，Facebook 广告收入至少将实现 1 倍增长。

社交媒体将是国内网络广告最有增长潜力的细分领域之一。社交媒体主要有微博和 SNS 网站两种形态。国内来看，微博的受众覆盖和影响力日益广泛。截至 2011 年 6 月底，中国微博用户数量达到 1.95 亿，半年内增长超过两倍。众多企业开始选取微博平台开展热点事件营销活动。微博的营销潜力巨大。社交网站用户增长虽遭遇瓶颈，但龙头企业（如人人网）的广告主数量和广告投放仍增长明显。

在线视频：

用户使用深度增加；流量格局总体稳定；版权投入热情不减

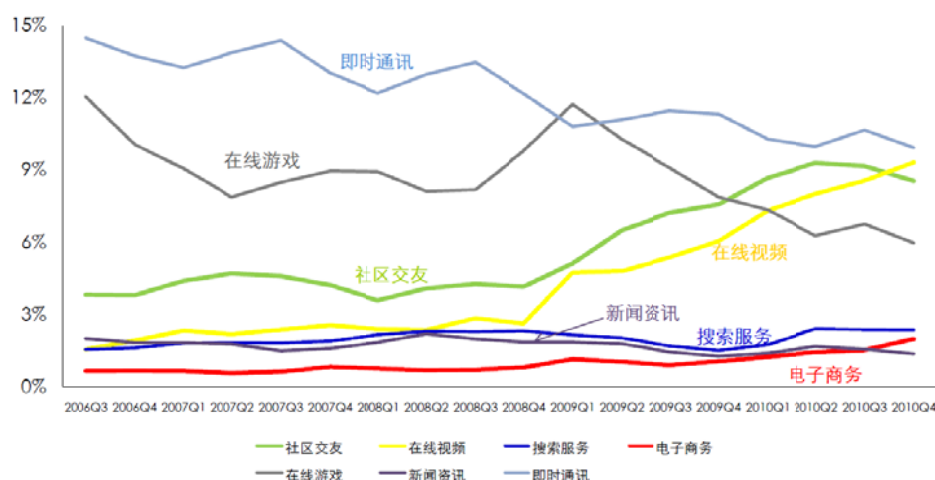
中国互联网市场正出现结构性的改变，用户从即时通讯和网游服务转向视频和社区服务。截止 2011 年 6 月中国网络视频用户达 3.01 亿，对网民渗透率为 62.1%。用户使用深度显著增加，按用户累

积使用时间占比计算，截止去年底在线视频占所有网络服务使用时间的比例达到接近 9%，比 08 年底翻了一番。

从网站覆盖人数（UV）看，在线视频网站竞争格局总体稳定，优酷、土豆等行业龙头领先优势明显。但长期来看，奇艺、搜狐视频、腾讯视频等背景雄厚的视频网站/频道具有挑战领先者的潜力。

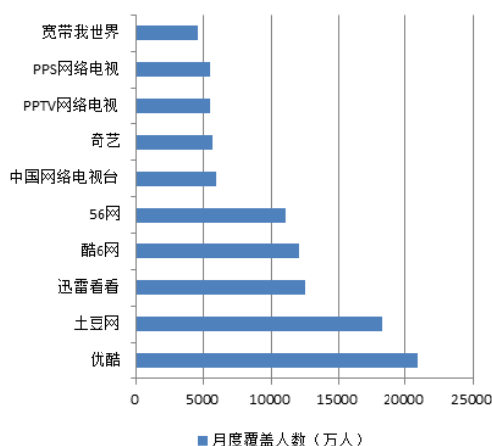
由于行业竞争过度，在线视频网站对版权的争夺异常激烈，这推动了影视节目网络版权价格的猛增。部分版权储备深厚的企业（如乐视网）通过运营分销获得了巨大受益。据艾瑞咨询数据显示，2011 年第三季度国内网络版权运营的市场规模达到 2.4 亿元。在线视频行业竞争并未有明显减缓迹象，我们预计视频企业版权投入依然会维持高位。

图67：2006Q3—2010Q4 中国主要网络服务季度使用时间占比变化情况



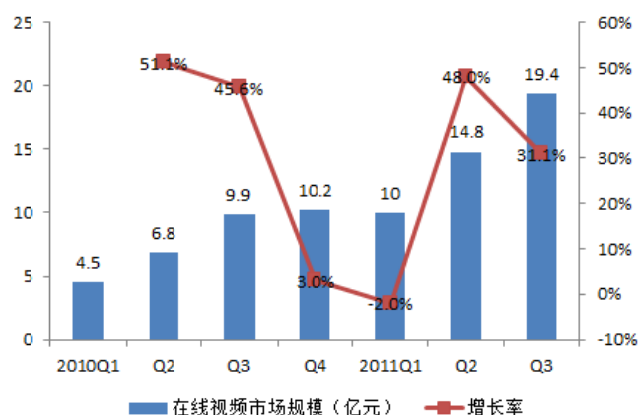
数据来源：iResearch, 东方证券研究所

图68：2010 年 12 月份在线视频网站月度覆盖人数（UV）



数据来源：iResearch, 东方证券研究所

图69：2010 年 Q1—2011 年 Q3 中国在线视频行业季度市场规模



数据来源：iResearch, 东方证券研究所

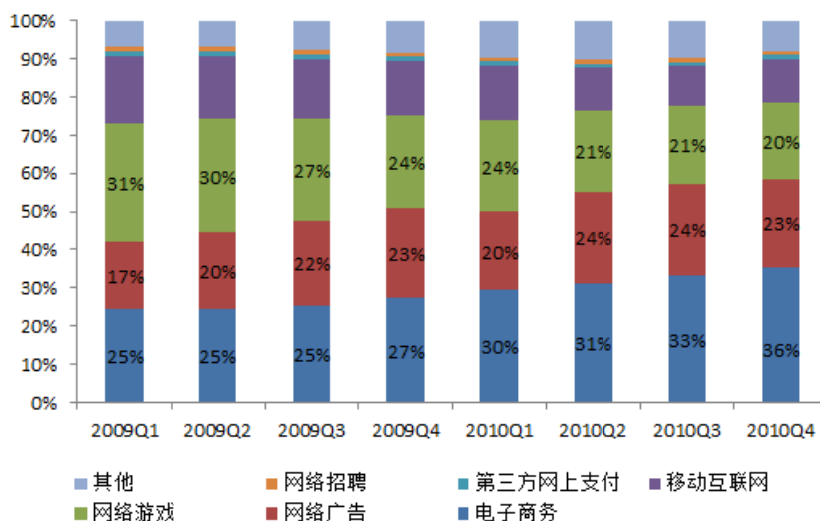
电子商务：

B2C 革新零售业；B2B 艰难转型

B2C 革新零售业。据中国互联网研究中心（CNNIC）数据显示，2011 年上半年中国网络购物用户规模达到 1.73 亿，互联网普及率达 35.6%。另据艾瑞咨询的数据，2011 年第三季度中国网络购物

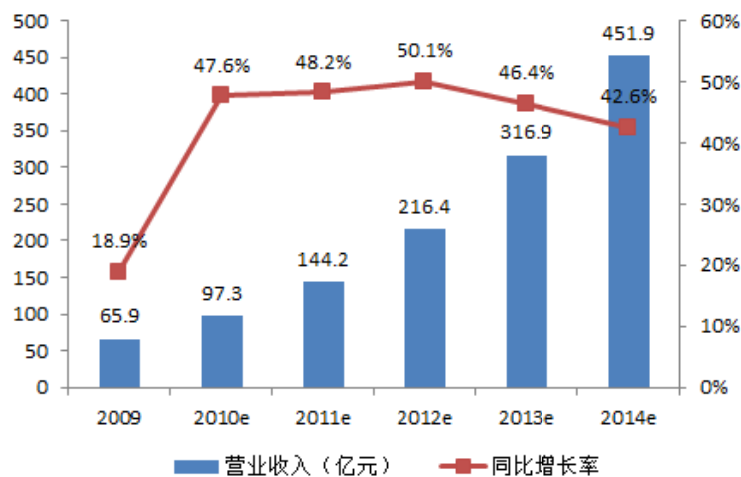
市场交易规模已接近 2000 亿。淘宝商城、京东商城、苏宁易购等领先线上 B2C 企业迅猛扩张，年销售额均可实现翻番以上增长。线上零售正在颠覆网民的购买习惯和交易行为。传统线下零售渠道面临巨大挑战。

图70：2009Q1—2010Q4 中国网络经济细分行业市场规模



数据来源：iResearch, 东方证券研究所

图71：2009—2014 年中国 B2B 电子商务市场营收规模



数据来源：iResearch, 东方证券研究所

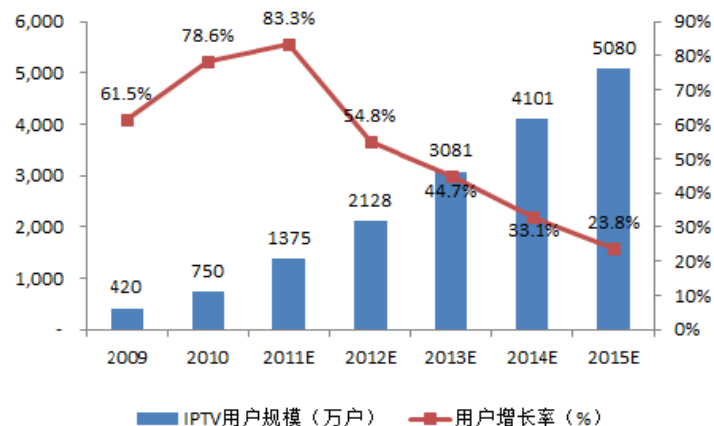
B2B 艰难转型。传统的 B2B 电子商务模式已趋于稳定。主要 B2B 企业正在谋求从信息中介向在线交易以及围绕中小企业提供交易配套服务（物流、信贷等）转型。但转型过程需投入不菲的资金与人力，并且由于中小企业之间交易环节更为复杂，阿里巴巴企业等 B2B 企业尚在探索之中，转型面临诸多不确定性。

IPTV:

网络扩容是 IPTV 发展的先导因素。政策鼓励下，各电信运营商提出规模宏大的宽带改造和光纤到户计划，“十二五”期间累计投资将过千亿，覆盖用户超过 1 亿。随着中国光纤时代的来临，以 IPTV 为代表的基于三网融合的新媒体应用，其爆发增长的技术条件和用户基础已完全具备。

IPTV 行业进入高速成长期。当前三网融合政策面积积极向好。电信运营商处于锁定用户和兑现收益的需要，正在部署推广 IPTV 业务。根据我们测算，截止今年年底全国 IPTV 用户将达到 1375 万，预计至 2015 年用户规模增至 5080 万，年复合增长率为 38.6%。

图72：2009–2015 年中国 IPTV 用户规模增长



数据来源：东方证券研究所

预期相关受益公司

广电信息（买入）：

电信运营商实施“光纤到户”为 IPTV 提供了强大产业动力。公司作为 IPTV 内容播控平台，与电信运营商紧密合作，公司在业内具有先发优势、牌照壁垒和集控平台核心能力。预计公司的 2011-2013 年的 EPS 分别为：0.35、0.56 和 0.74，给予公司 2012 年 30 倍 PE 的估值水平，目标价 16.8 元。

焦点科技（买入）：

长期来看，公司是一个高速发展的第三方 B2B 电子商务平台，航运拼单、认证服务、保险等业务符合未来 B2B 电子商务“三流合一”的发展趋势。预计公司的 2011-2013 年的 EPS 分别为：1.75、2.28 和 3.10，给予公司 2011 年 40 倍 PE 的估值水平，目标价 70 元。

神州泰岳（买入）：

收入高增长，主要系飞信在高基数上继续增长，加上运维领域积极拓展。宁波普天的收购增厚业绩，奇点国际布局物联网，后续的收购工作将进一步提升公司的业绩。预计公司 2011 年至 2013 年的 EPS 为 1.02、1.29 和 1.64 元，给予公司 2011 年 40 倍 PE，目标价 40 元。

东方财富网（未评级）：

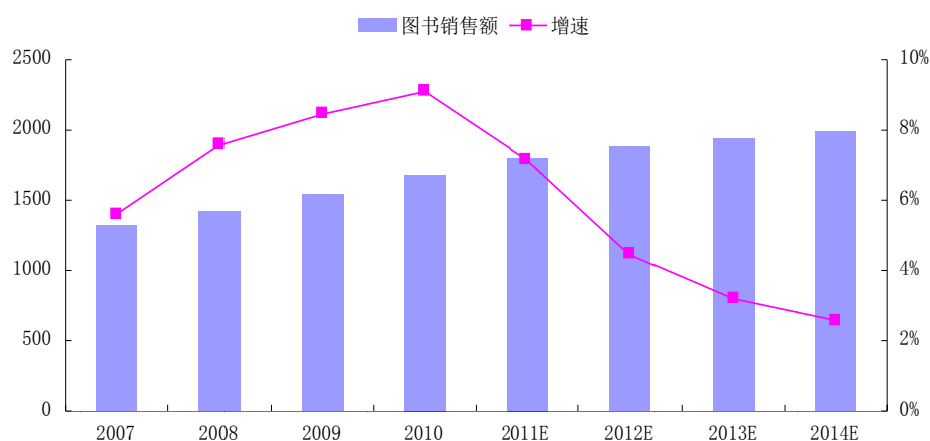
公司网站以及旗下股吧、天天基金网是目前国内流量最大的财经类网络媒体；明年将推出低端版收费东方财富通，以及针对机构客户的数据终端；第三方基金销售明年上半年有望正式启动，公司通过旗下天天基金网，在基民群体中具有广泛知名度，有望取得基金第三方销售领先地位。

3. 文化传媒——终端普及+内容为王

新媒体时代的到来

新媒体是新的技术支撑体系下出现的媒体形态，如数字杂志、数字报纸、数字广播、移动电视、3G 网络、桌面视窗、数字电视、数字电影、移动媒体等。新媒体正在占据文化传媒的最前沿，旧的平面媒体增速缓慢，旧传媒正在择时变革。移动传媒、3G 时代、三网融合成为新传媒的发展方向，新的媒体内容，新的媒体平台正在占据我们的生活。随着互联网的迅猛发展，移动媒体的时代到来，微博、社区网络等新兴媒体内容的出现，智能手机、平板电脑等新兴媒体平台的普及，消费者对文化传媒的消费习惯、浏览习惯正在改变，消费者的消费升级趋势明显。新媒体能带给消费者全新的消费体验，满足消费者逐渐升级的需求。

图73：平面媒体增速放缓



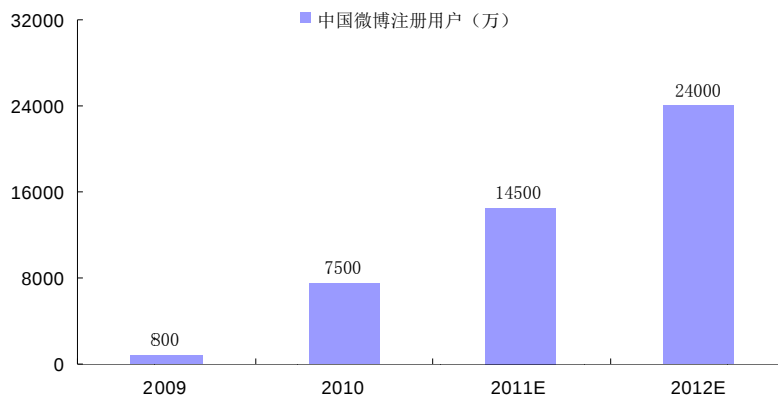
数据来源：东方证券研究所

新技术催生媒体新内容与新载体

云计算、Web3.0、3G 网络等新的技术发展，文化传媒的革命正在进行时。新媒体的时代正在改变人们获取知识的方式和途径，正在改变人们阅读内容的倾向。以 iphone、ipad、itouch 等为代表的移动终端将占领消费者的口袋，移动终端将文化传媒以全新的途径和方式传播给他们，在他们手里玩出不同的花样生活，也将开启一个触手可及的商业时代。

新的思维方式和理念，催生了新兴的媒体内容，以微博、社区网络 SNS 等为代表的传媒内容，更多的传媒内容通过微博和社区网络在消费者之间传播，更社区化、互动化的方式，更海量、多样的内容，对人们的吸引力不言而喻。

图74：中国微博注册用户快速增长（万人）



数据来源：东方证券研究所

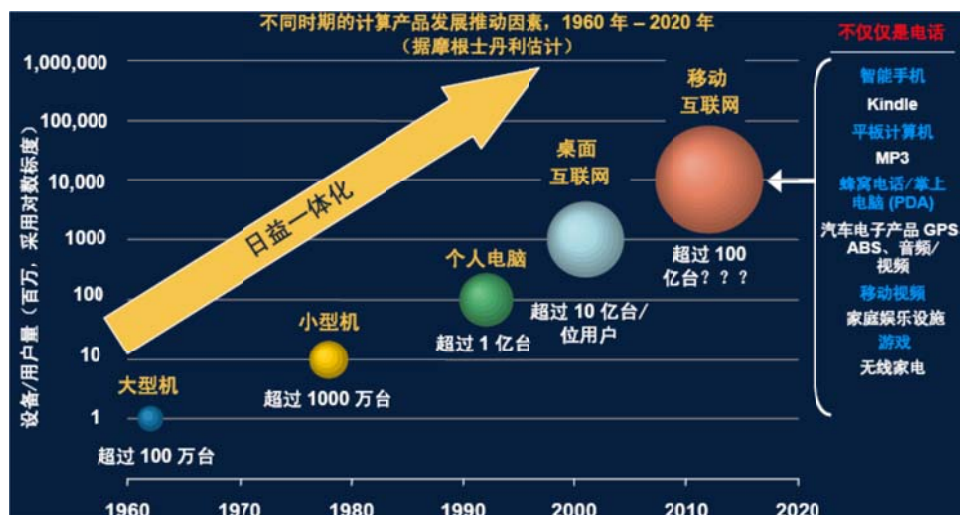
消费升级背景下超级终端投资机会选择

伴随着新媒体时代的发展，新媒体正在改变我们的文化，也在改变文化传媒行业的发展。

移动媒体——移动终端成为新媒体时代的主要参与者

移动终端符合了新媒体时代的数字化浪潮，智能手机终端作为典型的代表，为新媒体提供了是到最具普及性、最快捷、最为方便的平台，它的发展空间将非常巨大。未来的两到三年内，3G 手机逐渐普及，手机媒体将成为普通人在日常生活中获得信息的重要手段。除了 手机，电子阅读器和平板电脑等未来能够承载媒体内容的终端也在日益多元化。

图75：移动互联网时代终端数量是互联网时代的 10 倍以上



数据来源：Morgan Stanley，东方证券研究所

毫无疑问，移动互联网的时代已经到来。不管是手机网民的数量，还是移动终端的销量，都已清晰地说明这个问题。CNNIC 得到数据显示：截止 2011 年 6 月，中国移动互联网网民数量已达 4.77 亿，其中手机网民达 3.26 亿。多家权威市场调查公司则预计，今年全球智能手机的销量将达 4.2

亿部，将超过 PC；平板电脑的销量将达到 5350 万台，较去年增长 3 倍。而随着低端智能手机芯片的成熟，明年国内智能手机将会迎来爆发式增长，并有望在 2014 年，销量超越 PC。

移动媒体不仅是对其他媒体在传播形式上的延伸，同时移动媒体的移动性、广覆盖等特点是其他媒体无法比拟的，拥有广阔的前景。移动媒体作为继电视、广播、报纸/杂志、互联网之后的新兴媒体，经过近几年的发展已经迅速成长为传媒行业的重要力量，其所占产业比重不断上升。未来几年，移动互联网的流量和关注度将超越传统互联网，成为继互联网之后的又一个新兴产业，在三屏合一和精准营销的时代下，以归属地定向投放、拥有领先移动媒体资源等各项移动屏增值服务的手机富媒体广告的应用传播，将会帮助广告主对目标群实现精准传播，也必将渗透到人们生活的各个角落。

新华传媒在做好文字和图片报道的同时，积极拓展电视新闻产品，从推出视频新闻专线、英语电视线路、电视通稿线路、电视成品线路，到开通手机电视台，再到新华新闻电视网的开通，一系列战略性举措引人注目。尤其是新华新闻电视网积极与 iPhone、iPad 等新媒体终端合作，并不断拓展境外播出渠道，成功在亚洲、欧洲和北美洲等地区播出，表现出强劲势头。

内容为王——优质内容抢占市场

1996 年，比尔·盖茨在他的文章《内容为王》中写到：“我预期内容的传播能在互联网上带来可观的利润”。而市场的表演者将由内容服务来充当，内容所带来的个性化愈发重要。

内容是第一位的，文化传媒企业如何以优质的内容吸引企业才是生存之道。随着文化传媒内容的不断丰富，消费在海量的信息里苦苦挣扎，只有优质的信息最终才能抓住消费的眼球。

2010 年 CNTV 在众多的网络视频厂商当中脱颖而出，尤其是 2010 年第二季度，单季广告市场份额冲到了第三位的位置，达到了历史最好表现。而且需要指出的是，这当中并未包括 CNTV 借助世界杯赛事内容的授权收入。CNTV 能够实现如此成绩，很大程度上依赖于独有内容资源的垄断。一方面说明传统媒体在内容方面仍然强势，另一方面也从侧面说明，传统媒体的新媒体转型仍然停留在吃老本的阶段。内容是重要，但是即使有了内容，也只是获得了媒体的受众而已，这里需要注意的是：受众并不等于用户。传统媒体之所以面临受众流失的问题，互联网的互动性、灵活性等也只是发挥了推动作用，受众流失的真正原因在于互联网更了解用户需求，更知道为他们提供什么内容，并保持更高的用户粘性。新媒体业务之所以对传统媒体那么重要，就在于这是传统媒体将其受众变成用户的有效路径。这当中，传统媒体需要去思考，如何将内容优势有效地转化为竞争的核心基础，并在此之上培养粘住用户的核心竞争力。

文化传媒的传播形式在变，但“内容为王”的实质不会变。作为内容和思想的提供者，传统媒体必须抓住当前稍纵即逝的机遇，开发自身的内容优势，以新终端为载体，实现数字化转型，让内容适应不断变化的读者口味和消费需求，正在掌握终端时代的发展趋势。

预期相关受益公司

基于以上逻辑，我们重点关注在移动传媒和内容提供方面有优势的文化传媒企业。相关受益公司有：中视传媒（未评级）、新华传媒（未评级）、出版传媒（未评级）、博瑞传播（未评级）、乐视网（未评级）等。

信息披露

依据《发布证券研究报告暂行规定》以下条款：

发布对具体股票作出明确估值和投资评级的证券研究报告时，公司持有该股票达到相关上市公司已发行股份1%以上的，应当在证券研究报告中向客户披露本公司持有该股票的情况，

就本证券研究报告中涉及符合上述条件的股票，向客户披露本公司持有该股票的情况如下：

截止本报告发布之日，本公司或东证资管仍持有欧亚集团（600697.SH）股票达到相关上市公司已发行股份1%以上。

截止本报告发布之日，本公司或东证资管仍持有罗莱家纺（002293.SZ）股票达到相关上市公司已发行股份1%以上。

截止本报告发布之日，本公司或东证资管仍持有伊利股份（600887.SH）股票达到相关上市公司已发行股份1%以上。

提请客户在阅读和使用本研究报告时充分考虑以上披露信息。

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本报告由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本研究报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。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，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者需自行承担风险。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东方证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888*1131

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：wangjunfei@orientsec.com.cn