

编者按:2011年是“十二五”规划实施元年。可以预见的是,积极的财政政策与稳健的货币政策将有助于我国经济结构的调整。随着居民收入的提升和消费观念的改变,消费升级将成为我国经济增长的一个长期主线。
国海证券研究所认为,以追求身体健康为终极目的“健康产业”,以追求精神愉悦、放松休闲为终极目的“快乐产业”,以追求自身形象和居住环境提升为终极目的“美丽产业”,将在资本市场并驾齐驱,绽放消费升级的花蕾。

# 美丽+健康+快乐:消费升级一个都不能少

国海证券研究所

2009年初以来,我国经济在积极的货币财政政策刺激下迅速走出底部,但也出现了经济增长过度依赖投资和货币投放的局面。在调结构和潜在通胀压力面前,宏观政策开始逐步收紧。2009年4季度,GDP摸高至12.1%增速之后开始回落。2010年1-3季度,GDP同比增速分别是11.9%、10.3%、9.6%。国海证券宏观研究预计,我国全年经济增长约在10.1%左右。宏观经济景气指数、发电量、PMI等指标都显示,我国宏观经济已经显著复苏。

另一方面,在巨量M2累积和房地产严控政策对流动性的挤出双重效应下,大量热钱涌入实体经济,特别是商品流通领域,CPI迅速上扬。国家统计局12月11日发布的数据显示,11月份居民消费价格同比上涨5.1%,环比上涨1.1%,创年内新高。在显著的通胀压力下,市场对央行加息的预期加大,货币政策整体将趋于稳健。

2011年是“十二五”规划实施元年。可以预见,积极的财政政策与稳健的货币政策将有助于我国宏观经济在总量平稳发展中,逐步实现经济结构调整。国海证券宏观研究预计,我国2011年经济增长为9.6%,经济增长波动幅度趋窄,全年呈现“中间高两边略低”的格局。由于外国经济复苏缓慢和人民币升值压力,出口增速将有所回落,贸易顺差对GDP的贡献率将有所降低,明

年经济增长将主要依靠投资和消费。

自2008年全球金融危机以来,主要经济体大多采取了量化宽松的货币政策来刺激经济。目前来看,虽然最困难的谷底时期已经过去,但全球经济复苏的基础仍不算牢固。以美国为代表的发达国家经济增长缓慢,失业率高企,全球贸易增长疲软。此外,人民币升值压力持续存在,对我国出口型企业来说更是雪上加霜。因此,综合外部环境和汇率等方面的因素,外需难以在未来一两年内对我国经济增长形成实质性的贡献。

国家“十二五规划”已经充分认识到内需扩张的巨大潜力和对调整经济结构的意义,明确提出了“坚持扩大内需战略,保持经济平稳较快发展”的方针。其中,“扩大内需”更是首次成为独立章节,表明中国将此战略上升到一个新高度。这不仅着眼于消费、投资与出口平衡拉动中国经济,更着眼于让更多民众分享改革发展成果。

此外,近期已有舆论显示,民众呼唤已久的个税改革有望最早明年推出。中低收入者税负有望减轻,这对居民消费能力的提升意义不言而喻。综合看来,在清晰的国家政策导向下,未来5年,随着我国居民收入水平的稳步提高和消费意愿的上升,中国将真正迎来大消费时代,消费对经济增长的贡献度将稳步上升。



## 朝阳公司的培养基

在生活方式改变和观念更新背景下,随着人们收入和生活水平的提高,特别是我国人均GDP已经突破4000美元之后,消费需求增长最强劲的热点将逐渐从满足基本衣食住行,向满足更高层次身心健康需求的消费品转移。反映基本需求的食品消费比重将不断降低,我国城乡居民持续了30年之久的恩格尔系数降低过程将持续。

我们前期归纳了新消费的3个发展方向:以追求身体健康为终极目的的“健康产业”;以追求精神愉悦、放松休闲为终极目的的“快乐产业”;以追求自身形象和居住环境提升为终极目的的“美丽产业”。我们在此重申这一主线,这三大产业以传统消费品行业多年的积淀为基础,顺应了人们追求美好生活的天性,涵盖范围非常广。在我国人民恩格尔系数不断降低的长期过程中,蕴藏着朝阳行业崛起的大量机会。

我们认为,具有朝阳行业特征的新

消费板块有望成为未来伟大公司的培养基。参照国外经验和国内的消费升级趋势,消费品板块是诞生伟大公司的高概率培养基,很适合长期投资。特别是刚刚显现出需求的各朝阳子行业。基于行业本身规模扩张和业内整合的双重效应,其龙头公司的成长空间不可限量。甄别并坚定长期持有这些公司是实现“投资中国”梦想,并持久分享我国消费升级果实的良好载体。

根据传统的行业划分体系,食品饮料、餐饮旅游、农林牧渔、商业贸易、家用电器、服装、轻工制造和文化传媒等八个消费品板块的估值水平和市值情况各有不同。从PE估值倍数角度来看,绝大多数消费品行业都对整体市场存在一定程度的溢价。特别是传媒、旅游、家用轻工、视听电子和装饰装修等满足较高层次需求的子行业,较高PE溢价体现着市场对其高速增长预期,也是我们寻找新消费朝阳龙头公司的重要着力点。



## 城乡消费升级驱动力强劲

城市化进程持续进行

2010年以来,我国的消费者信心和居民收入增速触底反弹。前9个月,城镇居民人均可支配收入达到14300元,同比增速10.5%;前10个月,社会消费品零售总额更是高达12.5万亿元,同比增长18.3%,明显快于2000年以来约15%的平均增速。此外,受经济景气度和流动性驱动等因素影响,我国物价不仅迅速摆脱了去年中期的负增长,近几个月更是开始加速上扬。11月份CPI同比增长5.1%,粮棉油肉蛋奶等生活必需品和以之为原料的下游产品都呈现普涨态势。

在通胀预期业已形成的背景下,各类中高端消费品的价格也都开始上涨。在收入提升和消费升级日益深入人心的作用下,全国范围内中高端消费品呈现持续旺销和价格上涨的现象。如高端白酒价格坚挺和游艇产品供不应求,一线城市茅台酒的零售价格已突破千元,高端家纺产品也在棉花价格压力驱动下整体涨价近20%。可以预见,在一致通胀预期下,消费品特别是具有品牌化、高端化等消费升级特征的品种有望保持量价同步增长的态势,从而会以超过中低端消费品的速度增长,我国居民的恩格尔系数也会因此呈现稳步下降态势。

经过改革开放多年来发展,我国目前城市化率已达到46.6%,而发达国家的城市化率普遍在70%以上,或城乡差距很小。未来我国城市化进程进入第二个高速发展期,预计将以每年不少于1%的速度增长。未来3年内,城市化率将突破50%,到本世纪中

叶有望达到75%的水平。城市化对经济发展的集约促进作用有目共睹,集中的城市生活方式不仅有利于各种资源的配置,更对新城农民的观念形成更新。其在具备消费能力之后,消费观念向城市消费人群靠拢,从而为扩大内需和消费升级奠定更坚实基础。

城乡差距弥合 赋予消费升级动力

自改革开放以来,我国城乡居民收入均出现了持续大幅增长。但由于城市在经济初期具备先天优势,城市居民的年均收入增长(13.9%),快于农村居民(12.9%)。2009年,城市居民人均可支配收入17175元,是农村居民5153元的3.33倍,高于1978年时的2.57。从发达国家经验和国家政策导向来看,提高农村居民收入缩小城乡差距是大势所趋。农村居民占我国人口一半多,其整体消费水准和城市人口差距明显,很多处于小康的初级阶段。城市生活的示范效应,将引领农村居民进行新一轮消费升级,诸如品牌化的家电、食品饮料、服装、家纺、消费类电子等在城市里已经普及率很高的消费将在新农村大有可为。

从人均电器拥有量和酒类乳类人均消费量来看,我国城乡整体消费水平存在着较大差距。我们认为,未来城市和农村将对消费升级呈现不同的演绎:城市特别是一线城市的大众消费品需求已基本满足,消费品将向着高端化、享受型的方向发展;在农村下乡等政策刺激下,农村居民则沿着城市居民走过的路径完成初次消费升级。在此过程中,如家电、啤酒等品牌大众消费品存在大的机遇。

## 萌芽-隐形-升级-跟随:四视角挖掘投资机会

在关注优秀传统消费品投资机会的同时,我们将更多精力投入于寻找新兴消费崛起背景下的高成长板块和个股机会,即具备明显朝阳行业特征的标的。结合前期提及的健康、美丽和快乐三大消费升级方向,我们建议投资者从以下几个视角去挖掘系统性的投资机会。

萌芽消费股:国内市场刚刚启动

由于生活方式和消费阶段的不同,很多提升生活品质、彰显个性和身份的消费品在西方发达国家已经得到普及。而在我国则处于导入初期,中外人均产品消费量和保有量存在巨大差距。这些消费品和对应公司包括:发制品类瑞贝卡、艺术陶瓷类长城集团、工艺蜡烛类青岛金王、Outlets类友阿股份、电影类华谊兄弟、网游动漫类拓维信息、游艇类太阳鸟、上海佳豪、住宅精装修类金螳螂、广田股份等。这些产品具备朝阳行业特征,标的公司初步具备龙头气质,持久增长空间明确,但也普遍存在着静态估值不便宜的现象。我们的建议是,可以适当淡化静态估值的压力,关注其长期趋势,选择合适的时机进入并长期持有。

隐形消费股:提供上下游配套产品

这些公司往往不被市场认为是直观的消费企业,它们并不直接参与消费品本身的生产或经营,但又是其完成使用功能过程中不可或缺的一环。通过和主产业的高度关联,这些标的公司也可以享受与之对应的成长。我们倾向于把此类公司称之为隐形消费股,代表品种有日化产品塑料包装龙头类通产丽星、以及环保涂料类彩虹精化、专用染料类浙江龙盛和酒店服务业专用软件类石基信息等。这类公司的选取关键是,主业服务于前途光明的朝阳消费品行业,和其关联度很高,并且通过核心竞争力打造锁定优质高价的高端客户,从而可以通过一定的定价权,从容分享主行业的成长与升级过程。

升级消费股:对传统消费品补充升级

随着生活水平的提高,人们对自身健康等的关注日益上升。以前一些旧生活方式下的消费品逐渐被更具健康、环保等符合消费升级特征的产品所替代,或是对传统生活方式的补充。此类升级消费股包括健康调味品中鸡精对味精,及功能糖对糖的替代类佳隆股份、保龄宝、量子高科、整体厨房对传统厨卫家电的替代类华帝股份、植物蛋白对动物蛋白的替代类天宝股份、黑牛食品、对缺乏营养人群的膳食添加剂补充类汤臣倍健、对传统碳酸等替代的茶饮料类深深宝、对传统白酒的替代类蒸馏葡萄酒类ST中葡等。这些公司的产品都具备有利于健康的特征,在人均收入提升,对健康重视度不断提升的年代,长期增长空间确定。

跟随消费股:农村包围城市”现实版

很多朝阳行业的前途已经被产业资本充分认可,诸如化妆品、时装、鸡粉等,兼具前瞻性和资本力优势的国际资本往往已经在一线城市和高端消费者中完成布局。对于想分一杯羹而实力又相对弱小的民族资本而言,采取跟随并避其锋芒的策略,不失为立足初期的可行之道。借用中国革命史和企业发展史上著名的“农村包围城市”思想,我们认为,可以格外关注这些实力尚无法和国际巨头正面对抗,但却在市场空隙里默默积蓄力量的跟随消费股。

这些公司对所在行业的认识深刻,并充分利用三线以下城市的强力竞争对手空白,发展性价比高的产品迅速占领市场。他们把时尚、健康、快捷等带下乡,从发展强势大众型产品占据中低端市场入手,逐步完成原始积累和实力经验的提升,并在实力具备向一二线城市进军,有望在我国波澜壮阔的消费升级过程中演绎“农村包围城市”的现实版。这方面的公司,有民族化妆品型公司上海家化,把时尚服装带下乡的搜于特等。

### 重点子行业分析

## 游艇行业:分享国内消费升级

根据国家海事局2008年7月发布的数据,我国大陆目前共有私人游艇102艘,相当于1270万人拥有1条私人游艇。而全球发达国家已达到平均每171人拥有1条游艇,挪威、芬兰则高达6-7人拥有1艘。从中外人均消费水平来看,我国游艇产业可以说是还处在起跑线上,发展空间巨大。

目前国内游艇市场大约30亿的市场规模,并按照平均每年30%的速度增长,预计我国游艇产业在下一个十年将达到400-500亿的产业规模。现阶段,国内游艇生产主要集中在中低端,规格主要在24-48英尺(7.3-14.6米)之间,价格在100-400万人民币之间,以对外出口为主。不过,超过50英尺(15米)的游艇销量也在增长。但80英尺(24米)以上的高端游艇市场基本被国外厂商垄断,这种游艇的售价一般

都在千万以上,利润丰厚。国内厂商已经开始具备向此类优质优价游艇涉足的实力,一旦取得突破,业绩的持续增长将获取强大驱动力。

根据国内的实际情况,游艇产业发展初期主要呈现“奢侈消费”的特征,购买者多为资产雄厚的富翁。胡润研究院报告显示,截至2010年,中国内地的千万富豪人数已达87.5万人,亿万富豪达5.5万。在这5.5万人中,有一半的富豪表示打算购买游艇,其巨大的市场潜力由此可见。国家近年对游艇产业也给予了更多重视,上海、山东、福建、辽宁、浙江、广东等东部沿海省份纷纷制定游艇产业的相关规划,大量水域将有望放开,配套设施也将逐步跟上。综合来看,我国游艇产业将迎来发展高峰,相关公司未来几年的业绩成长可期。

## 功能糖行业:替代传统糖前景广阔

功能食品行业是营养产业的一个分支,可以作为替代食品或辅助食品。低聚糖和膳食纤维属于营养健康配料中的“益生元”系列,是功能食品的两类。其中,低聚糖具有低甜度低热量、促进双歧杆菌增殖、促进钙吸收和防龋齿的功能。在人们日益重视远离高糖高热量的今天,其替代传统糖的广阔市场前景已经被广泛认可。

政策支持将促进行业的发展。世界卫生组织近年来一直在全球倡导人们应减少对抗生素的依赖,通过以益生菌抑制有害菌的健康医疗方式改善公众健康。自2006年以来,我国持续出台推进公众营养改善的政策,促进了功能食品行业的发展。

消费升级有效拉动需求。随着经济

的发展和居民收入水平的提高,居民会更加关注健康,健康需求已从治疗到注重预防,通过消费有利于营养健康的功能食品达到预防疾病的目的。消费者对健康的关注转化为对功能食品的需求是行业发展的重要拉动力。经济增长,为人们追求营养、改善生活质量提供了物质支撑,创造了新的有效需求。

人口老龄化和亚健康人群增多将提高功能食品的需求。在日本和美国,功能糖已经是比较成熟的行业。从两国的发展历程看,快速发展的一个重要契机是人口的老齡化。据统计,2013年我国也将进入人口老龄化时代,将带来功能食品需求的持续上升。此外,随着生活的改善,我国糖尿病、高血压和虚胖患者逐渐增多,也增加了对功能食品的需求。

## 海珍品行业:保持高景气度

随着经济的复苏和人们对养生的重视度上升,海珍品的需求也将保持高景气度,特别是具有消费升级概念的高档海参、鲍鱼等。在需求的带动下,2010年11月,山东威海水产品批发市场海参价格创下新高,达到200元/公斤。鲍鱼价格虽较2009年底有所下降,但维持在高位。我们预计,明年海珍品价格将继续维持在高位。2008、2009年的寒

冬使海产品养殖受到严重的损害。海参、鲍鱼有2-4年的养殖周期,虽2010年产量有所恢复,但根据养殖周期计算,明年依然处于恢复期。随着人均收入水平提高,居民对健康越来越重视,其对养品类高端海产品的需求将稳步增加。海珍品价格将在需求旺盛和供给短缺双重作用下持续坚挺,相关公司的业绩也有望稳健增长。

三大投资方向代表的主题特征和覆盖子行业



山东威海海珍品价格持续坚挺 (元/千克)

