

2010 年 06 月 28 日

可选为剑，必需做盾

——下游消费投资逻辑

相关研究

《策略如何看乘用车——打造乘用车的“驱动力”和“信号验证”机制》—2010 年 6 月 1 日

《策略如何看房地产——打造房地产的“驱动力”和“信号验证”机制》—2010 年 5 月 6 日

《煤飞色舞，牛市之始；倒煤透顶，色即为空——上游投资逻辑》—2010 年 3 月 23 日

《策略如何看有色——打造有色的“驱动力”和“信号验证”机制》—2010 年 3 月 3 日

分析师

凌鹏（策略）(A0230209090482)
lingpeng@swsresearch.com

冯宇（策略）
fengyu@swsresearch.com

李鹏（金融工程）
lipeng@swsresearch.com

联系人

戴卉卉
(8621)23297818x7410
daihh@swsresearch.com

地址：上海市南京东路 99 号
电话：(8621)23297818
上海申银万国证券研究所有限公司

<http://www.swsresearch.com> (Law0788) 使用 1

主要内容：

- 下游消费需求是整个研究体系最重要的外生变量之一。消费品分可选和必需。长期看，收入增长和人口结构变化是驱动消费增长的核心因素，随着富裕人群壮大、新生消费群体崛起、城镇化提速、老龄化加剧，相关消费行业会受益。短期需求波动对股价影响更大，因此把握短期需求波动非常关键。
- 消费品研究关键在于把握可选消费品的短期需求变化，需要结合宏观判断、微观调研和行业横向比较做综合评定。宏观判断给出大致方向，微观调研验证并修正宏观假设，行业横向比较避免特殊因素扭曲判断。不同阶段，三种方法的作用不一。与上游的研究逻辑相反，下游消费品的研究逻辑是自下而上的四个层面，关键把握需求。
- 可选消费品需求随周期波动，有整体性机会，宜自上而下把握，进攻属性明显，牛市增配，弱市低配。具体到各行业，可选消费品各有逻辑，统一性不如上游能源大。总结来看，房地产把握政策拐点、乘用车踏准供应和需求的时间差、航空把握需求、成本、升值和整合四大因素、家用电器更适合自下而上选股。
- 必需消费品扮演防御角色，牛市是卖点，应降低配置；弱市是买点，应加大配置，但要警惕弱市后期必需消费品的补跌行情。重视选股，强调自下而上，策略分析员的作用弱于行业分析员。创新能力、品牌、营销和渠道分析是选股关键。投资消费品公司股票需要关注买卖时点：在业绩爆发增长前夜买入；利用“事件性利空”买入；卖出从成长期转入成熟期的公司股票。

目 录

1.需求研究：下游消费的核心	5
1.1 人口和收入是驱动消费需求的长期因素	6
1.2 短期需求靠宏观判断、微观调研和行业横向比较	8
2.可选自上而下进攻，必需自下而上防御	12
2.1 可选消费品：自上而下进攻	12
2.2 必需消费品：自下而上防御	16

图 表 目 录

图 1：研究体系包括两大块、六小块，每块研究重点和投资思路均有区别	4
图 2：富裕人群壮大、新生消费群体崛起、城镇化提速、老龄化加剧驱动相关消费行业	6
图 3：日本 50-70 年服装、饮料和汽车高增长	6
图 4：韩国 70-90 年消费开支显著增加	6
图 5：老龄化使日本医疗保健消费增加	7
图 6：老龄化使韩国医疗保健消费增加	7
图 7：富裕人群的消费观念、模式明显与众不同	7
图 8：“70 后”和“80 后”的消费观念不同	7
图 9：消费品主要行业的生命周期图	8
图 10：乘用车销售同比和宏观领先指标同步	9
图 11：乘用车销售同比和 M2 同比增速同步	9
图 12：乘用车销售同比和储蓄意愿同步反向	9
图 13：房地产销售同比和 M1 同比非常相关	9
图 14：申万航空票价折扣指数	10
图 15：房地产销售受政策影响大	10
图 16：航空需求受事件影响巨大	10
图 17：乘用车比房地产更好反映周期变动	11
图 18：乘用车与房地产、航空同步，领先白电	11
图 19：2008 上半年微观层面显示需求已经下滑	11
图 20：可选消费研究自下而上的四个层面	12
图 21：房地产股票超额收益与市场同向变动	13
图 22：汽车股票超额收益与市场同向变动	13
图 23：家用电器股票超额收益与市场同向变动	13
图 24：航空股票超额收益与市场同向变动	13
图 25：房地产超额收益和销售面积同比相关	14
图 26：香港内房股债券收益率在 08 年底飙升	14
图 27：乘用车超额收益和毛利率变化最相关	15

图 28：乘用车投资要把握需求和供给的错位	15
图 29：1996-2008 年航空需求复合增速为 11%	15
图 30：1996-2008，航空业亏多盈少	15
图 31：航空的投资环境是需求超预期、油价稳定、升值预期强烈、整合预期 ...	16
图 32：食品饮料、医药超额收益与市场反向	16
图 33：商业贸易超额收益与市场反向	16
图 34：餐饮股票超额收益与市场反向	17
图 35：传媒股票超额收益与市场反向	17
图 36：05-07 年间苏宁电器收入利润高速增长	17
图 37：高速成长期的谷歌估值突破传统	17
图 38：中国消费者“品牌驱动”特征明显	18
图 39：海信品牌影响力提升助推股票估值	18
图 40：电视广告是对中国消费者最有效的营销	18
图 41：蒙牛赞助超女的营销效果非常明显	18
图 42：03 年非典对于旅游行业是“事件性利空”	19
图 43：08 年毒奶粉对乳业是“事件性利空”	19
图 44：卖出从成长期向成熟期过渡的公司	20
图 45：90 年代末之后微软结束高成长期	20
 表 1：消费品分为必需、可选、奢侈和消费服务业	5
表 2：A 股的必需消费品和可选消费品流通市值具备相当规模	5

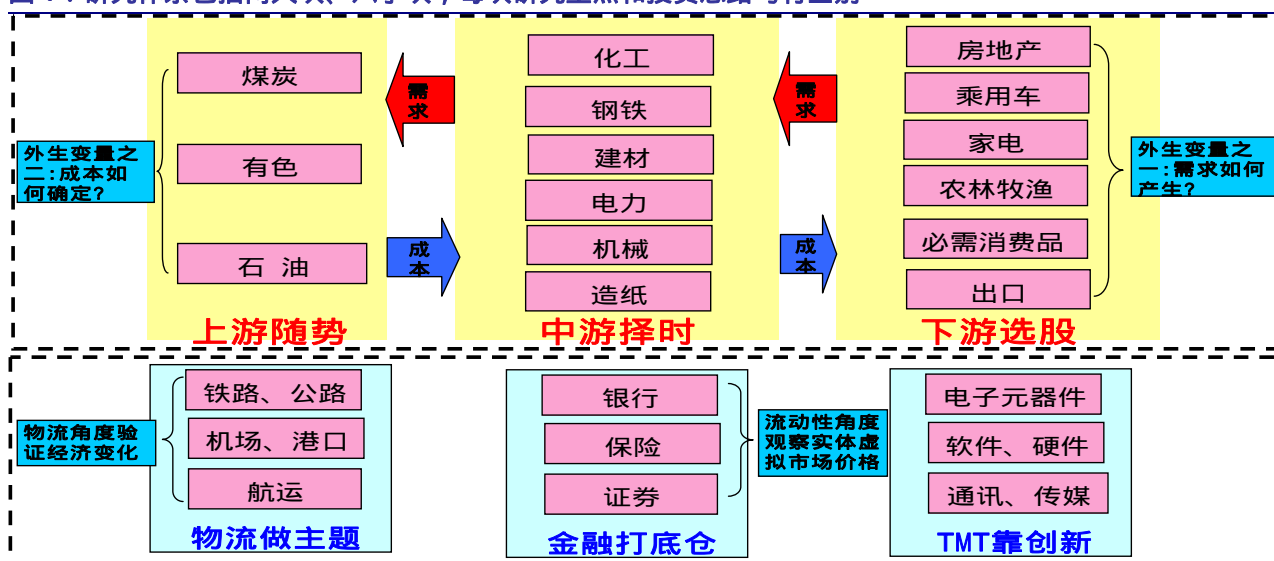
关于消费品的研究报告可谓汗牛充栋，中国消费必将崛起、消费股票具备长期价值的观点被反复论证。但是如何把握消费需求的短期波动？可选消费和必需消费的投资思路有何不同？消费品行业对宏观、策略和研究体系的意义何在？相应的思考和回答寥寥无几。在我们看来，对这些问题的理解是把握消费品行业研究和投资的关键所在。

下游消费需求是整个研究体系最重要的外生变量之一。我们在策略思考开篇之作《打造行业配置的“驱动力”和“信号验证”机制——策略研究的方法和体系》中提出：研究体系包括两大块、六小块，每块的研究重点、投资思路均有区别。

整个研究架构中，行业分析员强于微观调研，对供应把握较好、对需求难以做出很前瞻的判断。上游需求来自中游生产，中游需求来自下游订单，下游需求怎么判断？下游消费需求是最重要的外生变量，对其误判会导致整个体系的系统性风险。

中国经济的特点是投资驱动、制造业占主导，所以中游应为经济同步指标、下游视为领先指标、上游类似滞后指标。从研究角度，下游把握需求、上游盯住价格、中游观察毛利变化，交通运输从物流角度验证经济活力，金融从流动性角度体现实体和虚拟经济价格变动，TMT可跟踪美国和台湾的电子产业。这种全面、多层次、宏观——中观——微观的跟踪体系可使我们更深入了解经济和实体变化，为投资之本。从投资角度，上游‘顺势’、中游择时、下游选股，物流做主题、金融打底仓、TMT靠创新。长期的超额收益易出自下游，上游对流动性和周期最敏感，中游买了就要准备卖，物流和TMT常出主题投资机会，金融难以获得超额收益。

图1：研究体系包括两大块、六小块，每块研究重点和投资思路均有区别



资料来源：申万研究

¹ 按照研究计划，我们在一季度完成上游研究，分别是策略思考第三、四和五篇；二季度完成下游研究，分别是策略思考第六、七和八篇；第三季度将研究中游，分别是策略思考第九（钢铁）、十（化工）和十一（中游投资逻辑）；第四季度研究银行，并贯穿体系。明年初有相应的数据库。

1. 需求研究：下游消费的核心

消费品可分为必需消费品、可选消费品、奢侈消费品和消费服务业，涉及行业、需求波动特征及其驱动因素总结如下。

表 1：消费品分为必需、可选、奢侈和消费服务业

类别	涉及行业	需求波动特征及驱动因素
必需消费品	食品饮料、中低档服装、普通家化用品、医药	单价较低、消耗量大、购买频繁 与消费群体生活习惯关系密切、受制度影响 需求增速受制于人均可支配收入等长期因素，平稳
可选消费品	大宗可选：普通住房、轿车 一般可选：家具、家电、中高档服装、电子产品	单价较高，购买前需积蓄资金 购买后在相当长时间内不重复购买 需要贷款支持，受货币政策影响大 与经济周期相关度大，需求短期会产生较大波动
奢侈消费品	高档住宅、珠宝首饰、高档服饰	价格高昂、品牌价值突出、消费者群体固定且较小 除非发生经济危机，否则需求增长较稳定且持续 在通胀较严重时，需求会阶段性加速
消费服务业	旅游、餐饮、航空、传媒、零售	地区或产品垄断性较强 一旦获得品牌优势，收入将实现高增长 投资的固定成本较高，而单位变动成本不大，因此 客流规模增长将能够带来倍增的利润增长

资料来源：申万研究

零售、餐饮、传媒等消费服务业的收入增长较稳定，类似必需消费品；旅游、航空的收入增长受经济周期、突发事件影响巨大，可归入可选消费品。由此消费品主要分为必需消费品、可选消费品和奢侈消费品。因奢侈消费品特殊性，涉及上市公司有限，故本报告不做分析。

表 2：A 股的必需消费品和可选消费品流通市值具备相当规模

类别	申万行业	流通市值占比
必需消费品	食品饮料	3.56%
	医药生物	5.24%
	商业贸易	3.11%
	服装	0.50%
	餐饮	0.04%
	传媒	0.63%
可选消费品	房地产开发	4.31%
	乘用车	1.26%
	家用电器	1.34%
	航空运输	0.97%
	景点	0.08%
合计		21.04%

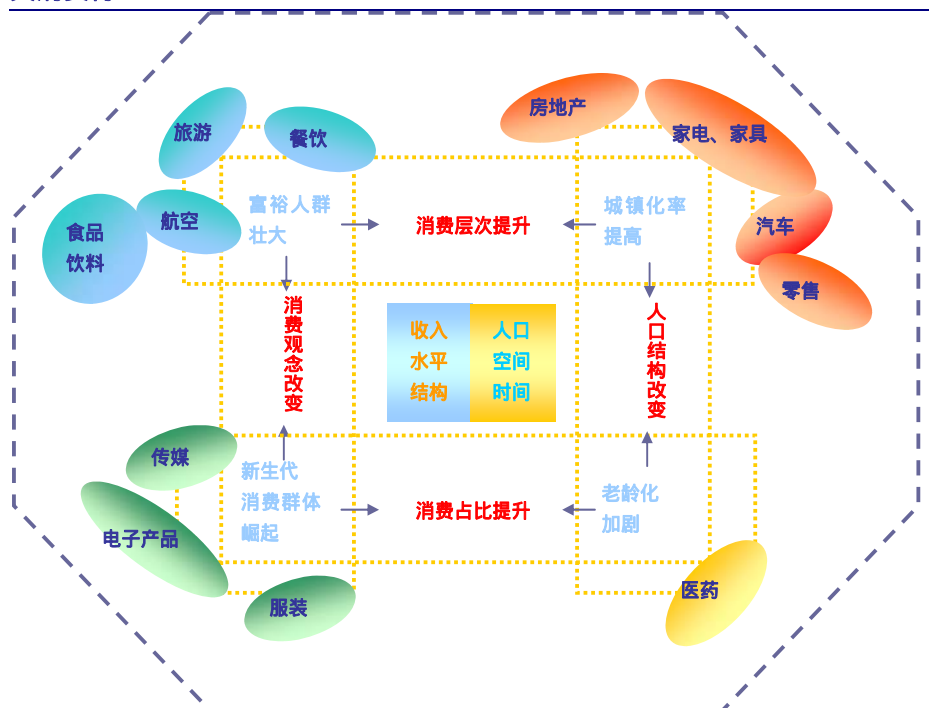
注：截至 2010 年 5 月 31 日

资料来源：Wind，申万研究

1.1 人口和收入是驱动消费需求的长期因素

毋庸置疑，收入增长和人口结构变化是驱动一国消费增长的核心因素。整体水平收入固然重要，收入结构分布同样关键（富裕人群消费能力更强）；人口的时间分布（年青人群和老龄化）和空间分布（城镇化）也是重要驱动力。随着富裕人群壮大、新生消费群体崛起、城镇化提速、老龄化加剧，相关消费行业会受益。之前已有大量宏观研究，在此不再累述。

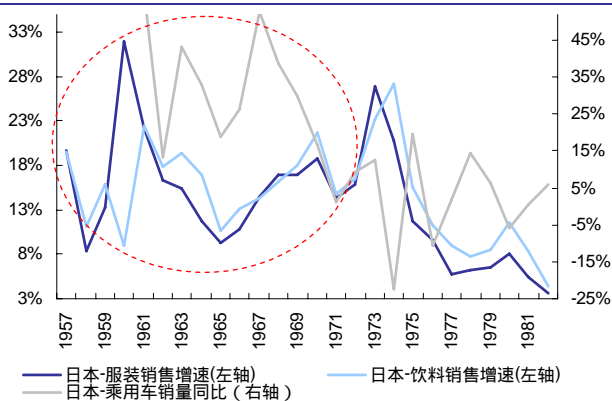
图 2：富裕人群壮大、新生消费群体崛起、城镇化提速、老龄化加剧驱动相关消费行业



资料来源：申万研究

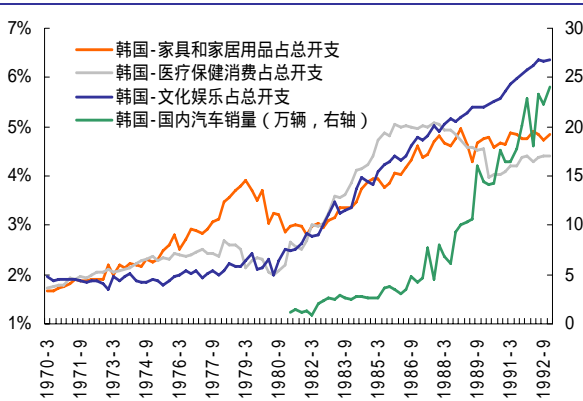
日韩案例清晰显示出城镇化、老龄化对大宗可选消费和医药的驱动。日、韩分别在 50—70 年代和 70—90 年代步入城镇化加速阶段，人均可支配收入大增，带动服装、饮料、汽车、家具等消费支出明显增加。此外，日韩中老年群体的扩大使医疗保健支出稳步上升。

图 3：日本 50-70 年服装、饮料和汽车高增长



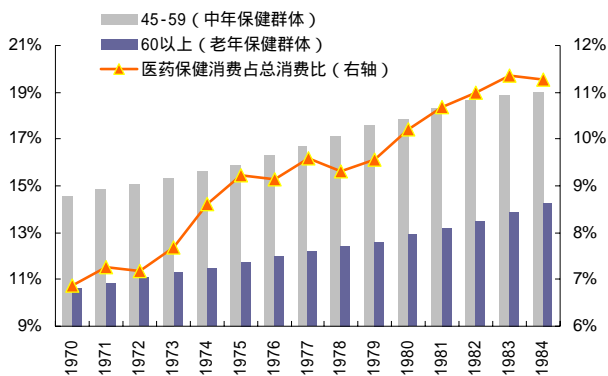
资料来源：日本通商产业政策史，申万研究

图 4：韩国 70-90 年消费开支显著增加



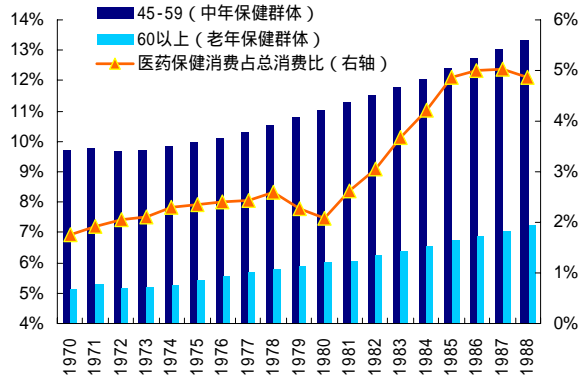
资料来源：CEIC，申万研究

图5：老龄化使日本医疗保健消费增加



资料来源：CEIC，申万研究

图6：老龄化使韩国医疗保健消费增加



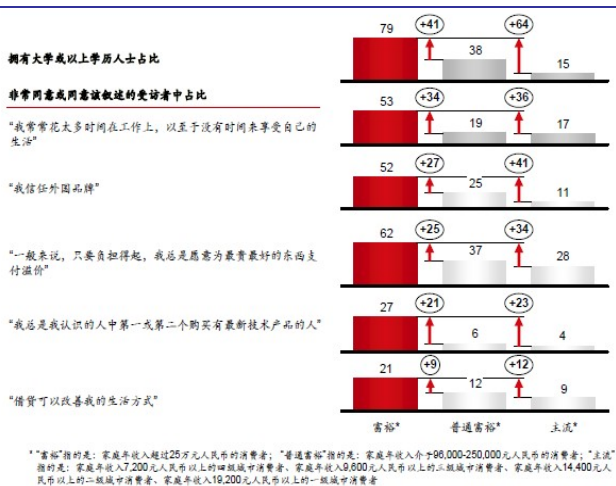
资料来源：CEIC，申万研究

关于新生消费群体崛起和富裕人群比重提高带来消费观念的变化，麦肯锡的微观调研可供借鉴。

所谓富裕人群是年收入超过25万人民币的家庭，2008年在中国有160万，2015年将超过400万。富裕人群与普通大众的消费观念有明显差异，据麦肯锡调研，富裕人群更愿意为高质量产品支付溢价、引领新技术潮流、更多使用借贷消费；富裕人群在个人护理、休闲娱乐、餐饮等高层次消费支出更多。

另一值得关注的现象是“80后”、“90后”消费群体的形成。目前中国“80后”、“90后”人口数已接近3亿，其消费行为和消费心理与“60后”、“70后”有很大区别。“80后”、“90后”突破了传统的节俭、保守消费理念，提倡超前消费。这些“敢于消费”的新群体崛起，保证中国消费快速增长。

图7：富裕人群的消费观念、模式明显与众不同



资料来源：麦肯锡，申万研究

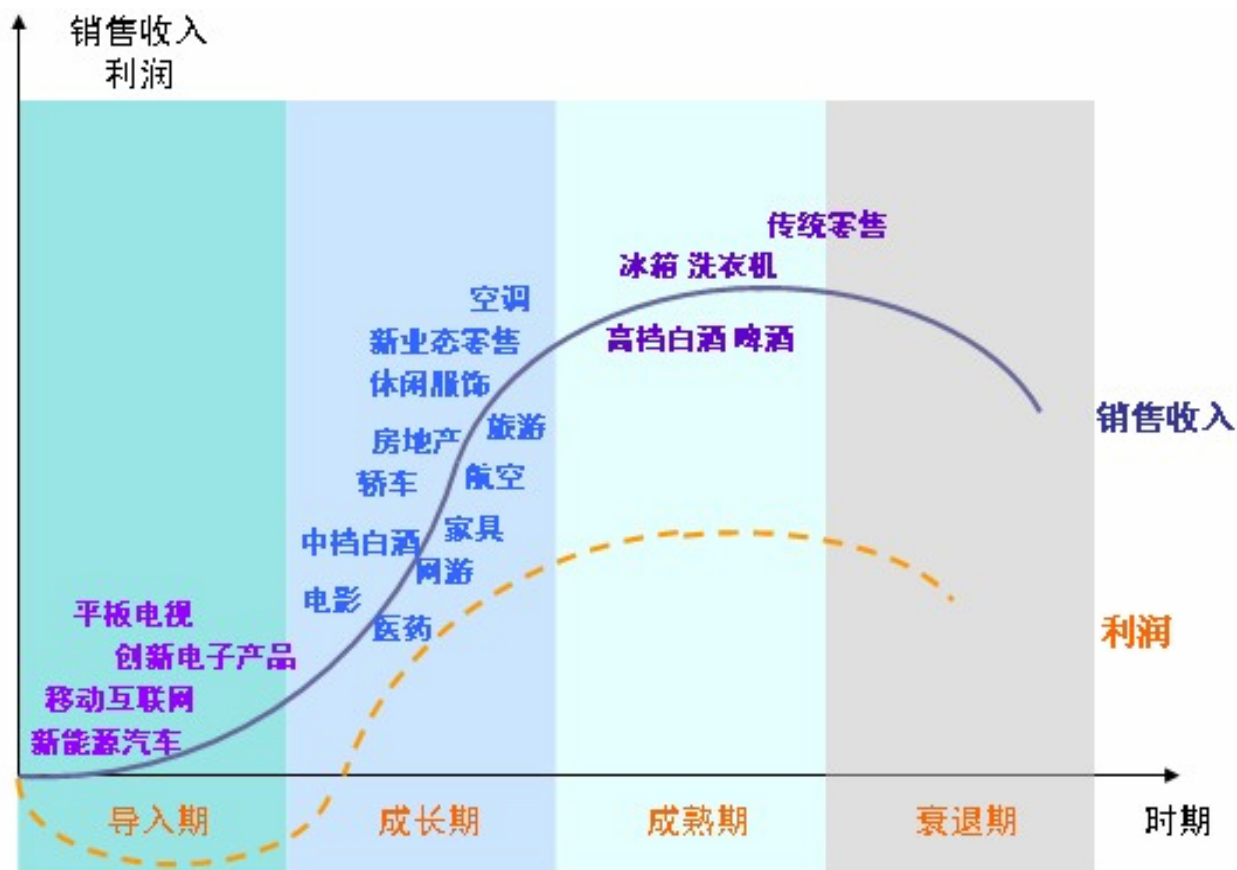
图8：“70后”和“80后”的消费观念不同

	“70后”	“80后”
消费观念	实用主义	感官主义 时尚主义
消费模式	量入为出	超前消费 透支消费
支付方式	基本依靠个人收入支付	个人支付+父母赞助/买单
购买途径	传统商场卖场	越来越多 通过网络购物

资料来源：申万研究

一般说来，行业发展需经历导入期、成长期、成熟期、衰退期四个阶段，消费品的投资机会集中在处于导入期和成长期。通过与申万消费品分析员自下而上的沟通，我们绘制了中国主要消费品行业所处的生命周期图。

图9：消费品主要行业生命周期图



资料来源：申万研究

1.2 短期需求靠宏观判断、微观调研和行业横向比较

长期因素仅能确定方向，谁也不确定质变什么时候会发生。而短期的需求波动会改变人们对长期的看法，并引发股价波动。所以把握需求的短期波动对整个体系至关重要。

从逻辑上讲，可选消费需求波动大，其固定资产投资对中游行业的拉动明显。研究下游消费的短期需求变动就是要把握可选消费品的需求变化，我们需要结合宏观判断、微观调研和行业横向比较。

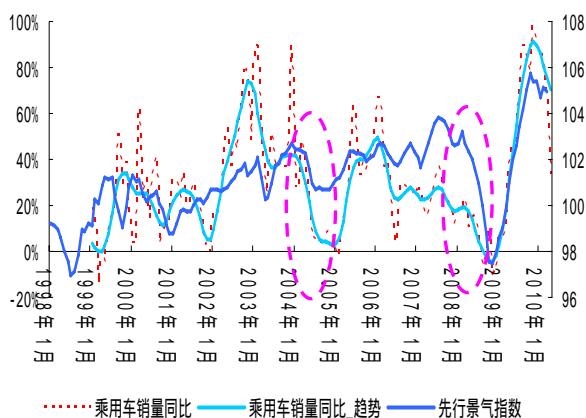
第一，宏观判断给出大致方向，提出可被证伪的假说。

可选消费品对经济周期敏感，有一定金融属性，受货币政策影响明显。在第六、七篇策略思考报告中，我们发现申万经济领先指数、 M_2 、储蓄意愿、 M_1 对乘用车和房地产销售变动关系紧密。所以，宏观应该首先对经济周期、货币政策做大致判断，然后据此判断可选消费短期需求的变化方向。

但这种判断有两个缺陷。其一，房地产、乘用车等可选消费的需求是宏观的领先指标，其变动会影响经济波动，所以用宏观来判断这些需求的变动有本末倒置之嫌。其二，货币政策会根据宏观和微观变化做调整，并非纯粹的外生

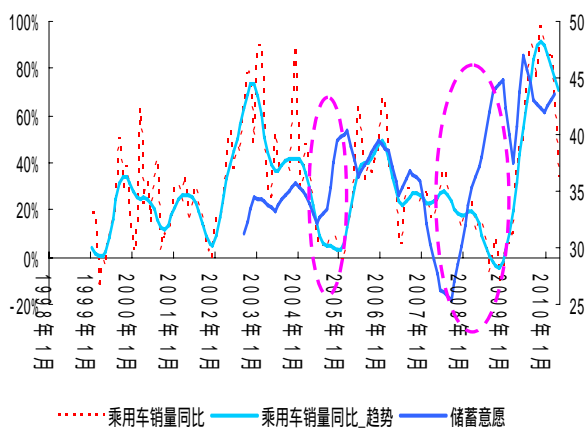
变量。虽有上述缺陷，宏观判断依然可作为逻辑证伪的起点，否则将陷入毫无结果的循环。

图 10：乘用车销售同比和宏观领先指标同步



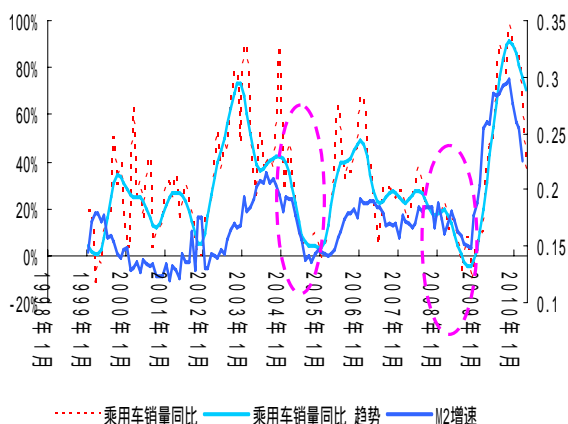
资料来源：中汽协，WIND，申万研究

图 12：乘用车销售同比和储蓄意愿同步反向



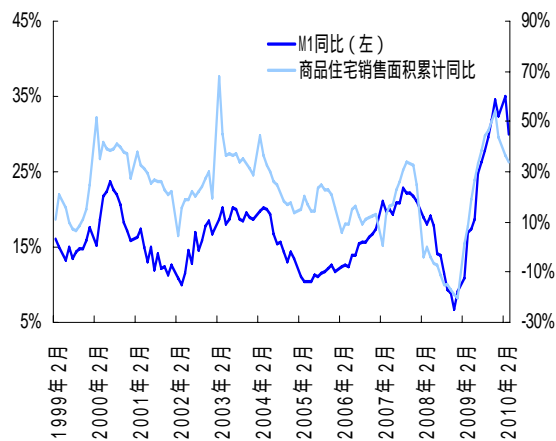
资料来源：中汽协，WIND，申万研究

图 11：乘用车销售同比和 M₂ 同比增速同步



资料来源：中汽协，WIND，申万研究

图 13：房地产销售同比和 M₁ 同比非常相关



资料来源：CEIC，申万研究

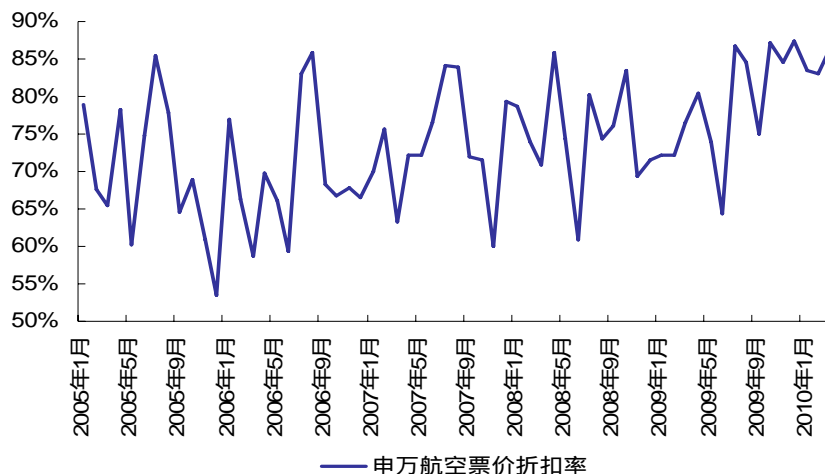
第二，微观调研验证宏观判断。

微观主体的反应最终导致宏观结果的出现。宏观有了判断后，需要调研微观主体的行为变化和预期变动，验证并修正宏观假设。

对于可选消费品，调研环节通常有两类：销售环节（向地产中介调研看房人群购买需求、按揭贷款情况、投资客/自住客比例；向4S店询问销售、客流、库存和折扣情况）和生产环节（向房地产开发商调研资金状况、库存、新开工状况和新盘去化速度；向汽车厂商调研产能投放、资本开支计划等）。

另外我们可以根据微观调研编制出调研指数，关注变化。比如申万将员工出差的机票价格编制成指数，反映机票折扣情况，从而说明航空需求的变化。

图 14：申万航空票价折扣指数



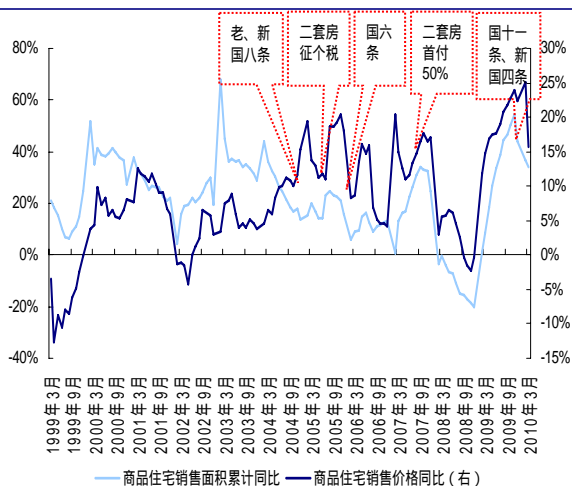
资料来源：申万研究

微观调研有两个缺点。其一，微观主体一般较盲目，不可能太前瞻，对大周期更加无所适从。此时宏观判断更重要，逻辑是唯一的领先指标。其二，样本可能无法反映整体，像房地产等分散度极大的行业，调研样本容易产生偏差。

第三，综合跟踪多个行业，避免行业特殊因素扭曲判断。

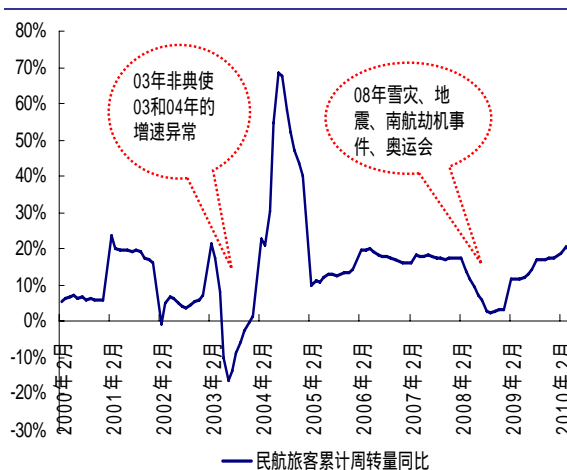
每个行业的需求波动都有其特殊的影响因素，这种特殊因素引发的需求波动并不能反映宏观环境和整体需求的变化，所以必须综合几个行业横向比较。房地产需求受政策影响太大，金融属性较强；航空需求受事件因素影响巨大。

图 15：房地产销售受政策影响大



资料来源：CEIC，申万研究

图 16：航空需求受事件影响巨大

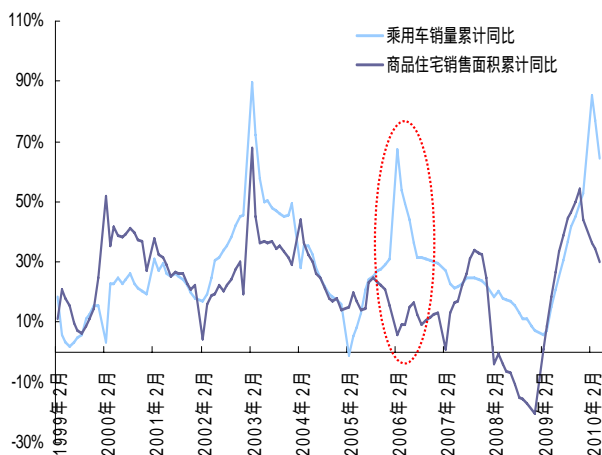


资料来源：CEIC，申万研究

相对房地产和航空，乘用车的需求变化能够比较真实反映经济周期的变化。从图 17 可见，1999 年来房地产和乘用车的销售趋势基本相同，和经济周期非常一致。但在 2006 年，随着经济周期走强，乘用车销售变好，房地产销售并没有随之上升，主要是受政策压制所致。

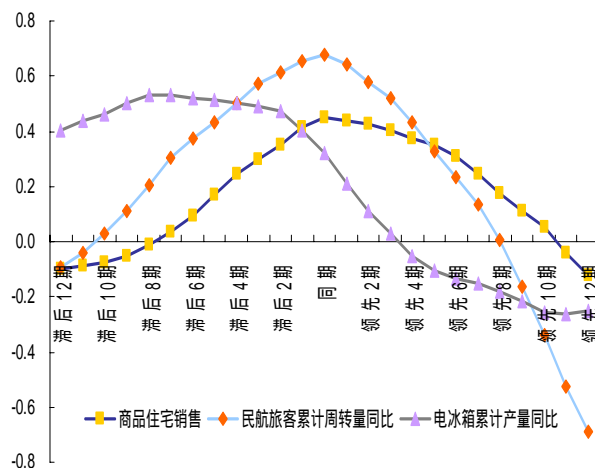
观察可选消费品需求变化，应以乘用车为基石，以房地产和航空为两翼。历史数据表明，乘用车与房地产、航空的需求变化基本一致，领先白色家电。

图 17：乘用车比房地产更好反映周期变动



资料来源：CEIC，申万研究

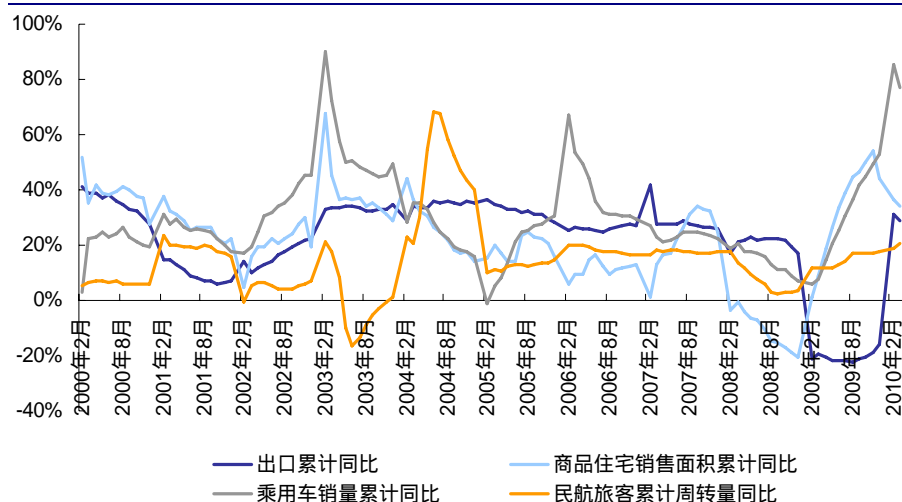
图 18：乘用车与房地产、航空同步，领先白电



资料来源：CEIC，申万研究

综上所述，三种方法均有缺点，我们需要综合宏观判断、微观调研和行业横向比较来把握下游需求的短期变化。不同阶段，三种方法的作用不一。如 08 上半年，出口没有下滑、政策没有放松、次贷危机还未深化，但实体需求已发生悄然变化，房地产、乘用车和航空需求数据均开始下滑，此时行业横向比较比宏观判断和微观调研更有意义。而 08 年底需求数据和微观调研均无信心，对“四万亿”等政策力度的信任使宏观做出更前瞻判断。

图 19：2008 上半年微观层面显示需求已经下滑



资料来源：Wind，申万研究

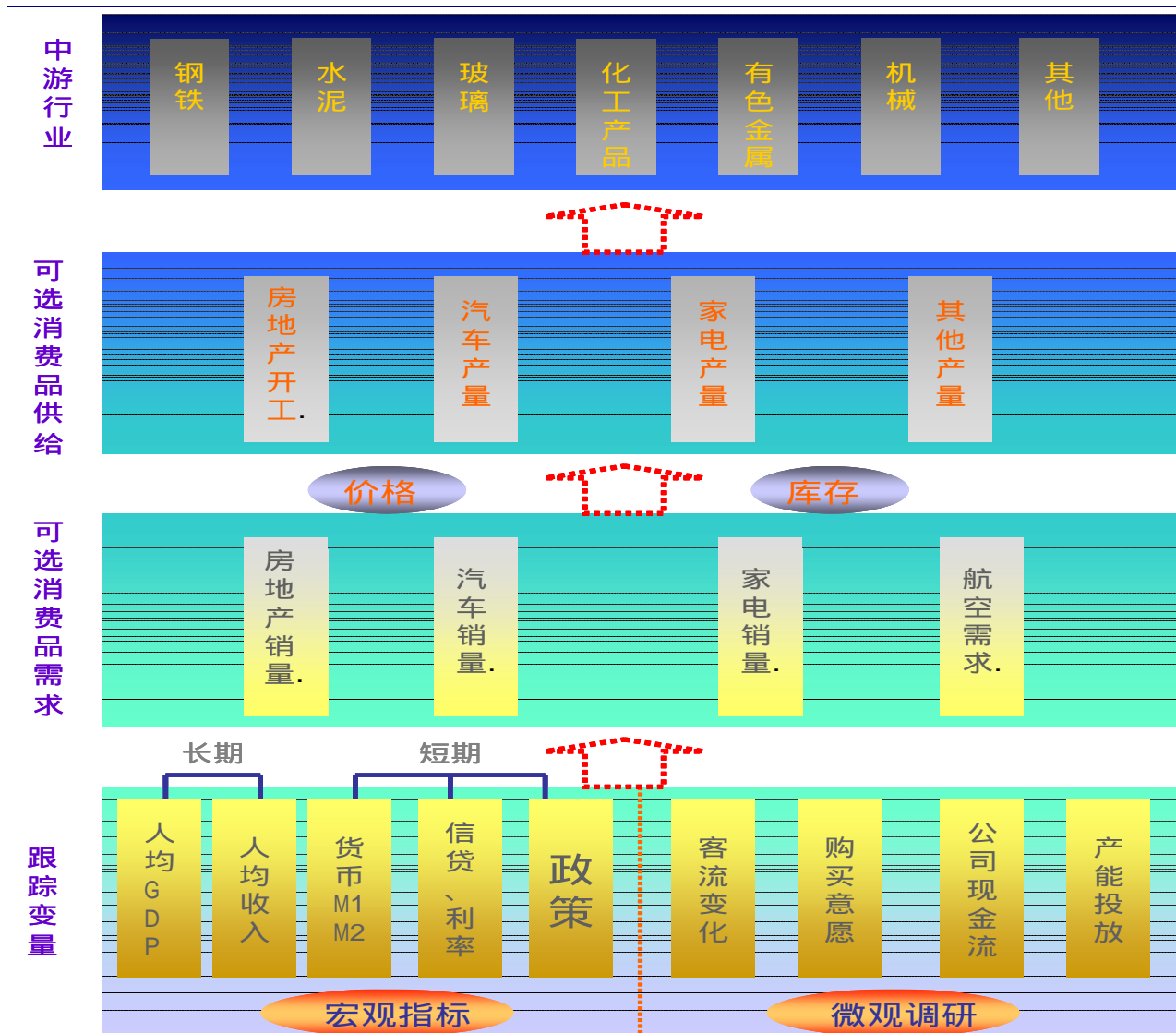
我们不可能找到简单公式来计算需求变化，也不能仅跟踪单个变量，必须前前后后反复论证，跟踪不同层面数据。

与上游的研究逻辑²相反，下游消费品的研究逻辑是自下而上的四个层面，**关键把握需求**。第一层面，借助宏观判断和微观调研给出需求短期变化方向。第二层面跟踪四大可选消费品的需求变化，对第一层面的判断做修正。第三层面是可选消费品的供应，需要微观调研产能变化情况，把握从供应到需求的时间

² 关于上游投资逻辑，参见 2010 年 3 月 23 日的《煤飞色舞，牛市之始；倒煤透顶，色即为空——上游投资逻辑》

滞；此外，可选消费的供应是对中游行业的需求，直接影响中游景气。第四层面是中游行业消耗量，需要通过中游数据反向验证可选消费品产能变化状况。比如房地产施工进度加快会带来钢铁、水泥、重卡、挖掘机的销量增加。

图 20：可选消费研究自下而上的四个层面



资料来源：申万研究

2. 可选自上而下进攻，必需自下而上防御

可选消费品需求随周期波动，有整体性机会，宜自上而下把握；必需消费品个股特征明显，自下而上选股为主，策略分析员作用弱于行业分析员。

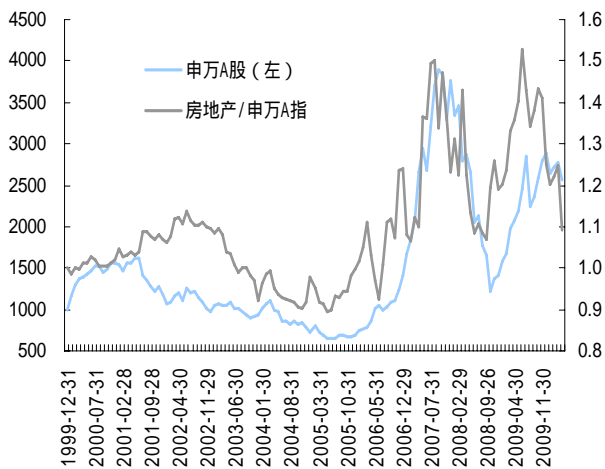
2.1 可选消费品：自上而下进攻

我们用申万 A 指刻画市场趋势，用行业指数和申万 A 指的比值代表行业超额收益。比值上升说明行业跑赢指数，获得超额收益。

从下图可清晰看出，2000 年以来（特别是 2005 年中以来），房地产、乘用车、家电和航空的超额收益指数与市场指数基本同步。说明可选消费品（特

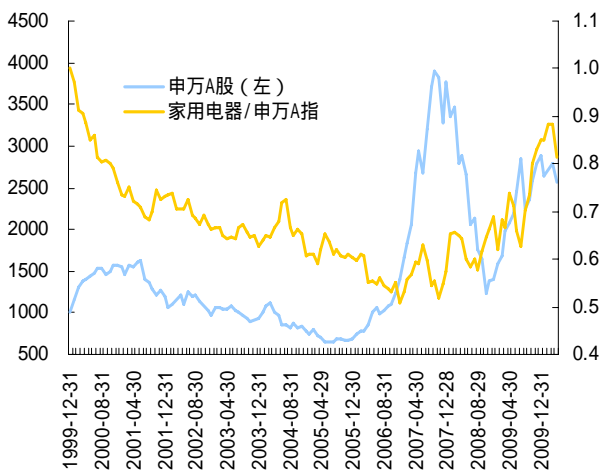
别是房地产和汽车)体现出明显的进攻属性,在牛市中跑赢指数、熊市中跑输指数。这一点与投资品类似,故可选消费品应牛市增配,弱市低配。

图 21：房地产股票超额收益与市场同向变动



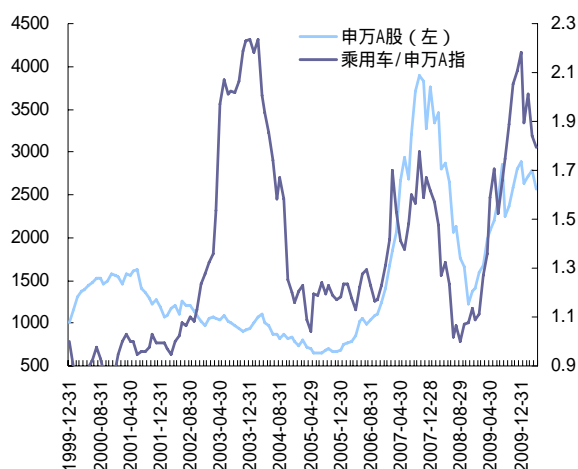
资料来源：Wind，申万研究

图 23：家用电器股票超额收益与市场同向变动



资料来源：Wind，申万研究

图 22：汽车股票超额收益与市场同向变动



资料来源：Wind，申万研究

图 24：航空股票超额收益与市场同向变动



资料来源：Wind，申万研究

具体到各行业,可选消费品各有逻辑,统一性不如上游能源大。过去十年,乘用车、家用电器和房地产均跑赢指数,航空跑输指数。乘用车超额收益最大,家用电器累计超额收益超过房地产。

2.1.1 房地产股票投资：关注政策拐点，关注流动性

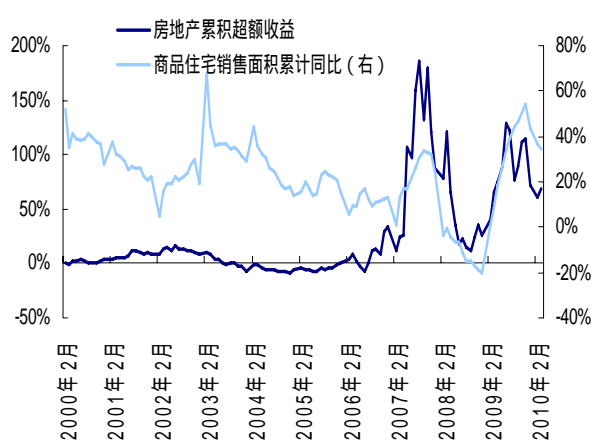
房地产股票超额收益和房地产销量同比非常相关。房地产股波动剧烈,赚钱容易,亏钱也快。2007年大牛市中,房地产股票指数居然跑输申万A指1.9%;2009年房地产行业惊天大逆转,量价齐升,但房地产股票指数仅跑赢申万A指10.7%。根源在于这两年的最后几月中房地产股票指数跌幅巨大,吞噬前面积累的超额收益。导致利润回吐的根源是政策变化,所以投资房地产股关键要关注政策变化³。

3 关于房地产股票的投资逻辑详见5月6日发表的《策略如何看房地产——打造房地产的“驱动力”和“信号验证”机制》

不同阶段投资者的心态不同，运用的估值方法也不同。在最悲观的时候，投资者重视开发商的现金和可变现资产，严重的破产风险使公司债券大打折扣；待销售企稳，开发商资金链紧张有所缓解，投资者开始用 PB 估值法；待销售回升，房价上涨，投资者觉得 Book Value 不能体现土地增值预期，用 P/RNAV 估值法，RNAV 随房价上涨越调越高；再接下来用 PE 估值法；最后地王频现，投资者直接用地王+利润法给股票估价。

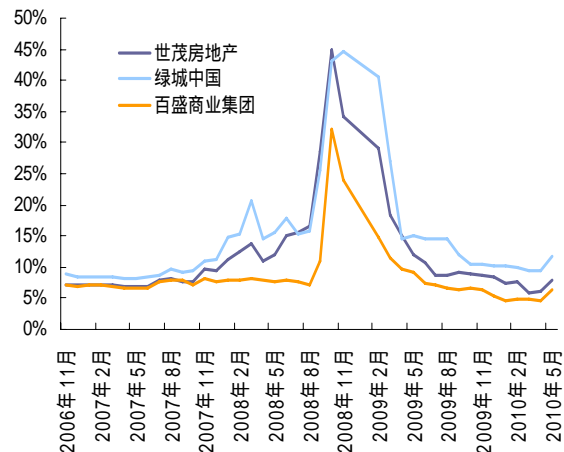
这是流动性泛滥的正向循环机制，股市的流动性推高股价，楼市泡沫推高房价，使 RNAV 和 EPS 上调速度快于股价上涨速度，所以股票越涨越便宜；而一旦流动性逆转，则越跌越贵。这种现象在下游消费品比较少见，对上游能源品较普遍，即所谓的资源重估法。所以，一旦人民币升值预期起来、流动性泛滥，资源（上游能源）和资产（房地产、带物业的商贸）会得到重估。

图 25：房地产超额收益和销售面积同比相关



资料来源：CEIC，申万研究

图 26：香港内房股债券收益率在 08 年底飙升



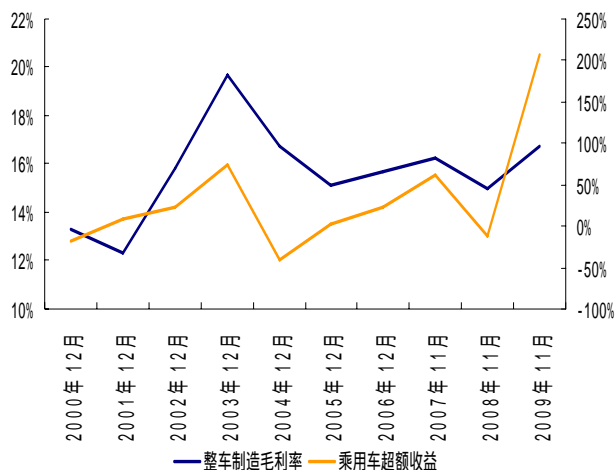
资料来源：Bloomberg，申万研究

2.1.2 乘用车股票投资：踏准供应和需求的时间差

乘用车的超额收益和毛利率最相关。2004 年和 2008 年毛利率下滑导致超额负收益，2009 年毛利率达到五年最高，超额收益为 207%。当然，毛利率是结果，由成本和价格决定，价格由需求和供应决定。投资汽车股要踏准供给和需求的时间差。供不应求，毛利率上行是投资汽车股的最佳时机，恰如 2009 年；供过于求，毛利率下滑是卖出汽车股的时候，正如 2004 年。但需求难以判断，成功的投资不能仅把赌注放在对需求的判断上，供应也是布局的关键。在供应不足的年份，需求稍微不错，毛利率就会上行，超额收益就可能产生；在供应充足的年份，需求必须超乎寻常好，否则毛利率很难改善。供应能被统计，对供应有判断后，跟踪需求才是可行之道。供应决定布局，需求决定收益。

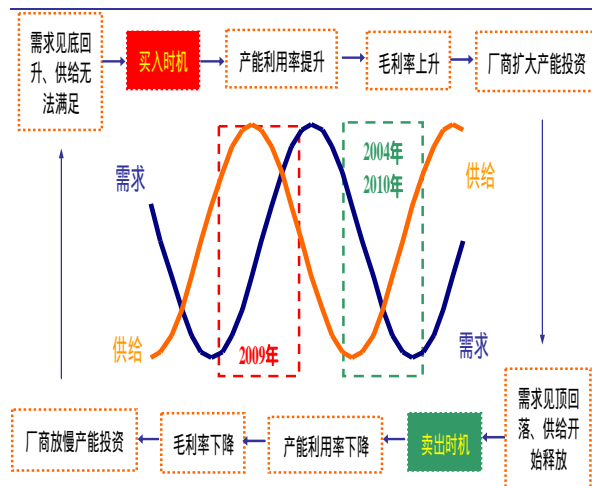
⁴ 关于乘用车股票的投资逻辑详见 6 月 1 日发表的《策略如何看乘用车——打造乘用车的“驱动力”和“信号验证”机制》

图 27：乘用车超额收益和毛利率变化最相关



资料来源：CEIC，申万研究

图 28：乘用车投资要把握需求和供给的错位



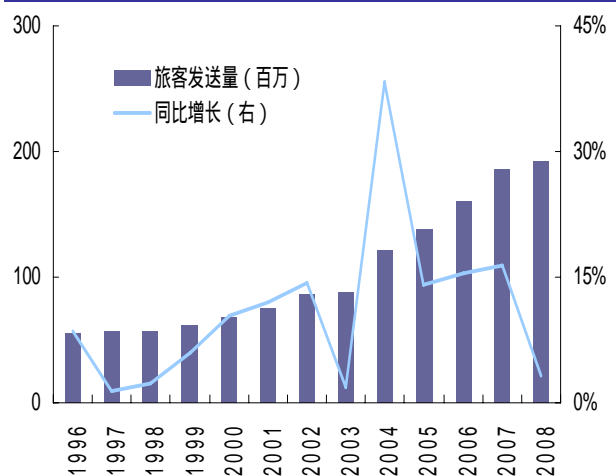
资料来源：申万研究

可选消费品产能投放的周期比较长。一般而言，房地产从开工到竣工结算需要两年、航空从订购到投入使用需要三年，所以供应和需求的时间差应该是一个很好的视角。只可惜房地产从新开到竣工中间有太多可调空间，航空毛利率受成本影响太大，所以只有乘用车比较适合从这一角度把握投资机会。

2.1.3 航空股票投资：需求超预期、油价稳定、升值和整合

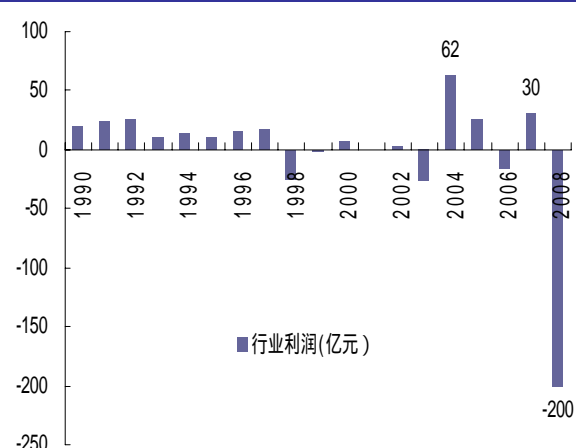
过去十几年，航空需求一直稳定增长，但没有形成相应的盈利增长，主要是由于：（1）无序的运力扩张，损害了票价和客座率，过于复杂的机型结构也增加了成本；（2）2004 下半年-2008 上半年，用油成本的快速上升直接带来了毛利率的下降，并导致主业亏损；（3）所有的航空公司 IPO 之后都无法达到再融资条件，缺乏资本金补充，而过高的资本支出又导致了负债率的不断提高，从而侵蚀净利润。（4）90 年代后期开始的持续不断的航空业重组并购，整合成本消耗过高，尚未形成合适的盈利模式。

图 29：1996-2008 年航空需求复合增速为 11%



资料来源：WIND，申万研究

图 30：1996-2008，航空业亏多盈少

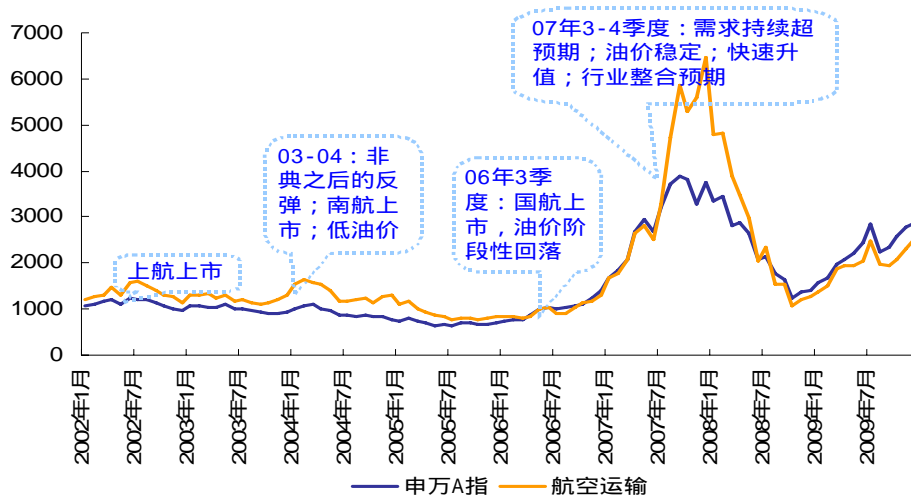


资料来源：WIND，申万研究

因此，投资者一直不把航空股当作消费品，非但 PE 不能用，连 PB 也不能用，航空股被作为趋势投资的典型代表。航空股最好的投资环境是需求超预期、

票价折扣减少、油价稳定、人民币升值预期强烈、有整合预期。这种环境在 2007 年三、四季度最明显，航空股也取得了难得的超额收益⁵。

图 31：航空的投资环境是需求超预期、油价稳定、升值预期强烈、整合预期



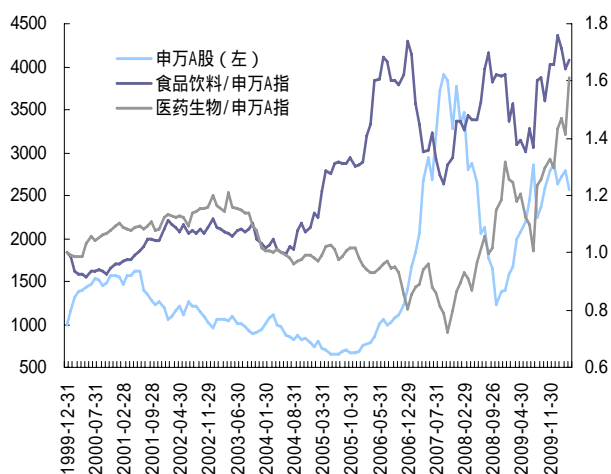
资料来源：Wind，申万研究

家用电器尽管属于可选消费品，但在投资中还是更应自下而上把握个股机会。总结来看，房地产把握政策拐点、乘用车踏准供应和需求的时间差、航空把握四要素、家用电器更适合自下而上选股。

2.2 必需消费品：自下而上防御

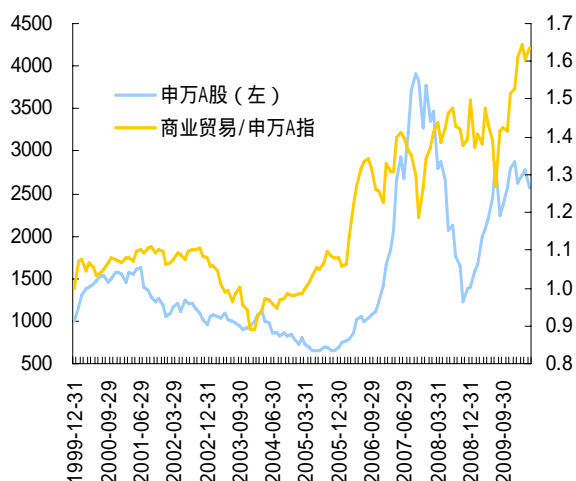
观察食品饮料、医药、商贸零售、餐饮、传媒等必需消费品超额收益指数和市场指数的走势，发现两者背道而驰。这说明，必需消费品扮演防御的角色。

图 32：食品饮料、医药超额收益与市场反向



资料来源：Wind，申万研究

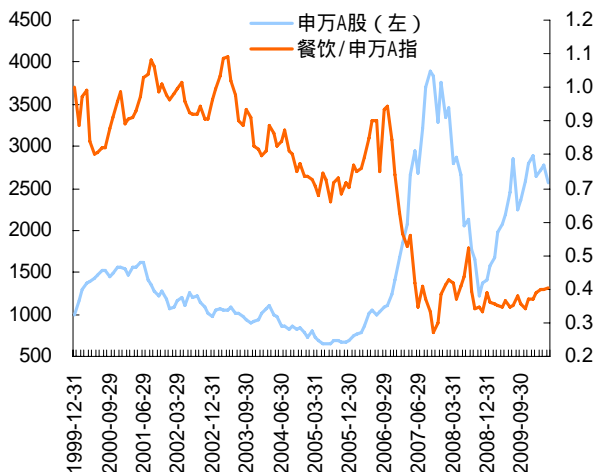
图 33：商业贸易超额收益与市场反向



资料来源：Wind，申万研究

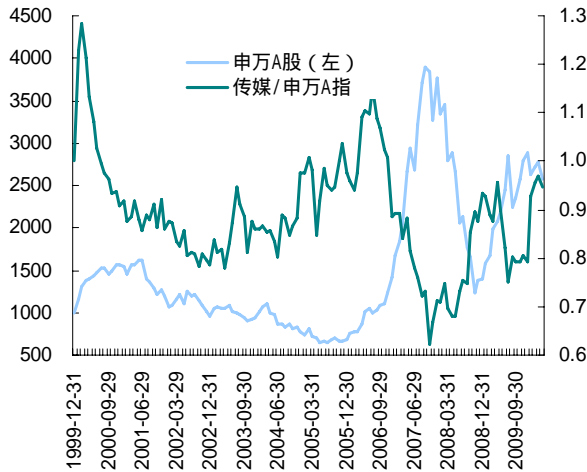
⁵ 关于航空股的投资逻辑参见申万李树荣 2009 年 9 月 2 日深度报告《变革的航空业进入盈利向上期》

图 34：餐饮股票超额收益与市场反向



资料来源：Wind，申万研究

图 35：传媒股票超额收益与市场反向



资料来源：Wind，申万研究

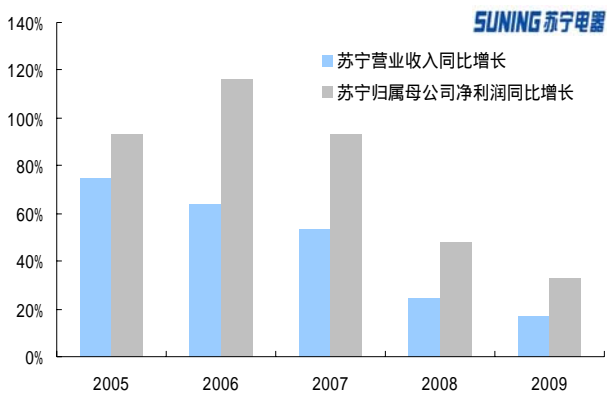
对于食品饮料、医药、服装、商贸零售、餐饮、传媒等必需消费品，牛市是卖点，应降低配置；弱市是买点，应加大配置，但要警惕弱市后期必需消费品的补跌行情。一般而言，防御策略有两种：选择防御性行业和降低股票仓位。在市场下跌初期，投资者不确定环境有多恶劣，往往选择调结构——抛弃进攻性行业，配置防御性行业，此时必需消费品上涨。随着经济继续恶化，预期降到冰点，调结构已不足以规避系统性风险，投资者开始降低股票仓位，前期上涨的必需消费品会“补跌”。

必需消费品重视选股，强调自下而上，策略分析员的作用弱于行业分析员。从菲尔·费舍尔到詹姆斯·卡里纳，众多投资大师替我们总结了伟大公司的特征，这里我们不再累述理论，而是借助案例⁶进行分析。

2.2.1 选股法则一：非凡的创新力带来惊人回报

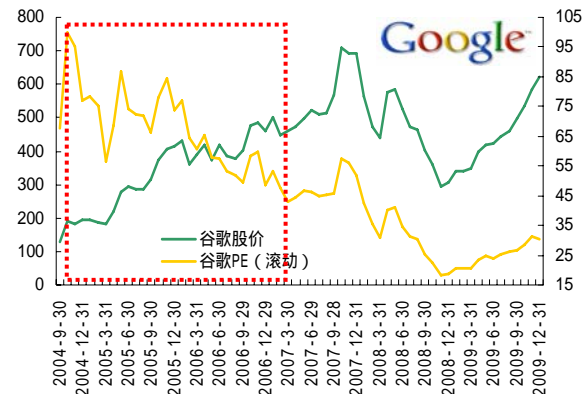
创新能力非凡的公司的股票估值远超出市场和行业平均水平，投资者更关注收入和利润高增长的持续性，创新是保证高增长持续的关键。对这类股票，传统估值方法并不适用，投资者需要打破固有的思维模式。

图 36：05-07 年间苏宁电器收入利润高速增长



资料来源：Wind，申万研究

图 37：高速成长期的谷歌估值突破传统



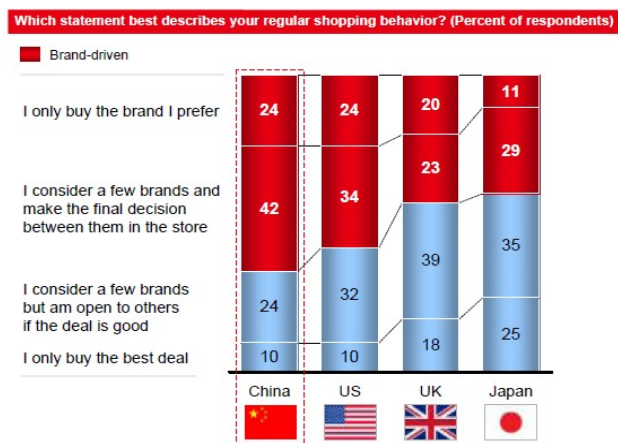
资料来源：Wind，申万研究

⁶ 家电和消费电子产品，虽属于可选消费品，但投资上更强调自下而上选股，我们在此一并分析。

2.2.2 选股法则二：成功的品牌是公司收入和利润的稳定保证

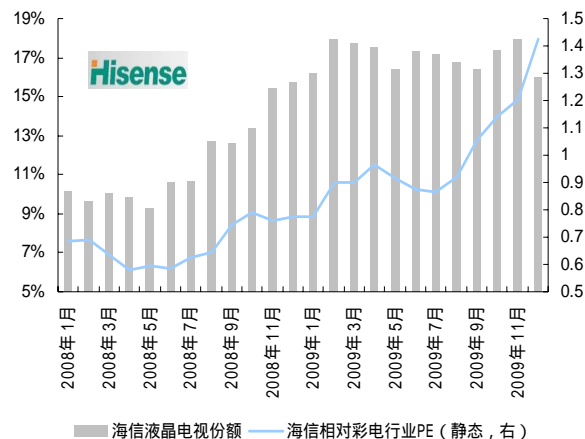
品牌影响力是消费品公司赖以创造价值的核心战略。麦肯锡调研发现，中国消费者具有典型的“品牌驱动”特征，中国消费者倾向于选择他们信赖的品牌。即使对于新产品而言，2/3 的中国消费者在购物时只会购买一个或少数几个品牌的物品，这一比例在英国或日本不到一半。品牌影响力不断增强的过程，是公司产品市场占有率不断提高的过程，股票估值也会得到正向提振。08 年来海信在液晶电视的市场份额不断提高，股票相对彩电行业的 PE 也获得提升。

图 38：中国消费者“品牌驱动”特征明显



资料来源：麦肯锡，申万研究

图 39：海信品牌影响力提升助推股票估值

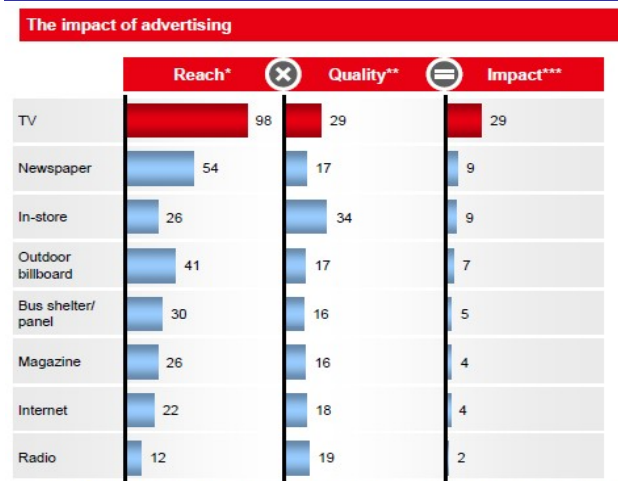


资料来源：Wind，申万研究

2.2.3 选股法则三：营销和渠道是分析消费品公司的重点

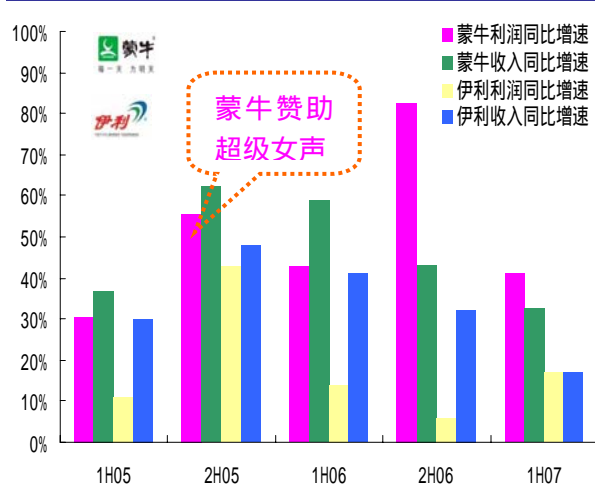
消费行业的分析点不在生产环节，而在销售环节，“能不能卖出去”比“能不能产出来”更重要。合适的营销策略、渠道的广泛程度、渠道模式的选取是关键。麦肯锡调研发现，电视是营销的必要方式，几乎一半的中国消费者只有在电视上看到广告才会去购买新产品。赞助比赛和电视节目也是有效的方式，蒙牛采取赞助超女的营销效果可谓经典。市场调研数据显示，在赞助前蒙牛只在 10%的消费者心目中是顶级品牌，赞助后这一比例上升至 18%，超过了伊利。

图 40：电视广告是对中国消费者最有效的营销



资料来源：麦肯锡，申万研究

图 41：蒙牛赞助超女的营销效果非常明显



资料来源：Bloomberg，Wind，申万研究

此外，公司管理层的激励机制也非常重要。消费品公司的渠道控制和营销费用较高，且普遍不透明，存在较大的内部人利益空间，只有对那些充分了解和掌控这些利益空间的管理层进行激励，才能杜绝利润漏出。

2.2.4 利用事件利空买入，盈利拐点是买卖时点

很多人认为，好的消费品公司股票可以永远持有。但只要是股票，就有被高估的时候，买卖时点永远值得一个成熟投资者关注。从个股角度，消费品公司的买点有两个：

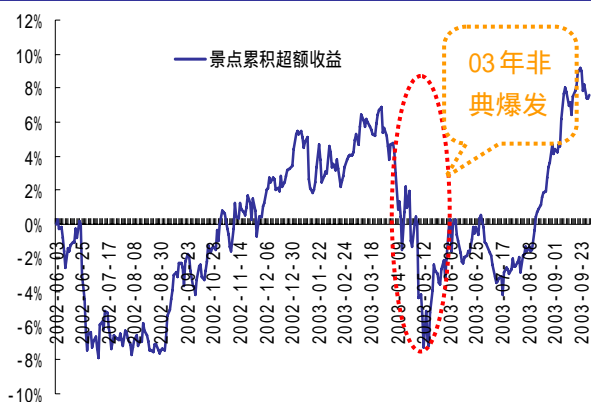
盈利增长爆发前夜买入

收入和利润增速的提升是很好的买点，这会促使估值提升。关键在于，如何判断是爆发前夜？这需从创新、品牌、营销、渠道和管理层战略等角度去评估，能否在较短的未来使广大消费者接受和购买该公司提供的产品服务，最终是否会给公司带来爆发式的收入和利润增长。

利用“事件性利空”买入长期看好的公司

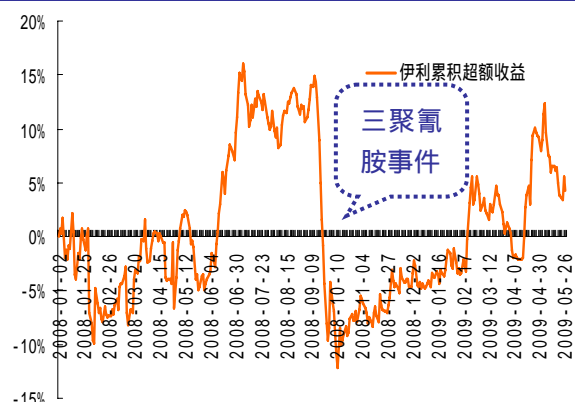
质地良好的消费类公司，因其具有持续的增长能力，股票估值往往较高，合适的买点不多。所以当“事件性利空”引发股价大幅下跌，只要不改变公司的长期驱动因子，就是一个千载难逢的买点。

图 42 :03 年非典对于旅游行业是“事件性利空”



资料来源：Wind，申万研究

图 43：08 年毒奶粉对乳业是“事件性利空”



资料来源：Wind，申万研究

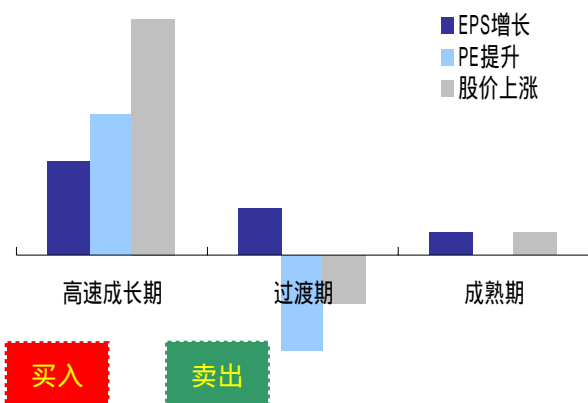
卖出从成长期向成熟期过渡的公司股票

一个公司从导入期进入成长期，EPS 的增速会提高，市场会给予更高的估值，此时股价享受盈利和估值的双重提升。当公司步入成熟期，EPS 增速会下一台阶，估值也会急剧萎缩，此时股价要下跌。伟大的公司在成熟期依然保持较高增长，但估值无法提高，投资者可以长期持有享受 EPS 的稳定增长。三个阶段赚钱的方式不一样，第二个阶段是卖出公司股票时机。

微软便是例证。上世纪 90 年代，微软的收入和利润高增长，估值提升，股价走高；进入 2000 年，微软进入成熟期，收入和利润增速下一台阶，估值下降。任何一个伟大的公司在某个阶段都会让一批投资者蒙受损失，美国上世

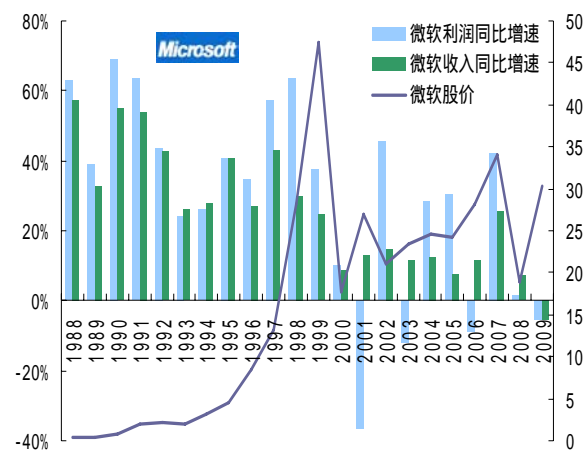
纪 70 年代初的蓝筹泡沫 (Nifty Fifty) 就非常典型。如果投资人买入的时间是 1969 年的最高点, 经历 1973-1974 年的崩盘后, 投资人必须等待 12 年才能解套。

图 44：卖出从成长期向成熟期过渡的公司



资料来源：申万研究

图 45：90 年代末之后微软结束高成长期



资料来源：Bloomberg，申万研究

信息披露

分析师承诺

凌鹏：A股策略。

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司在知晓范围内履行披露义务。客户可索取有关披露资料 compliance@swsresearch.com。

法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（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。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、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。

客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。

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。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

市场有风险，投资需谨慎。

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。

若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本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。