

# 拆“成本”墙补“需求”墙 谁能“拆补”成功



【成本下移】

高通胀的警报刚刚解除，券商机构们就已迫不及待地要提前展示成本下移所催生的投资机会。于是，在2012年的券商年度策略报告中，成本下移便成为炙手可热的关键词。这其中，除了申万及国信证券旗帜鲜明地提出关注成本下移的投资机会外，潜在提示关注成本下移因素的券商也不在少数。而事实上，成本下移所催生的投资机会，无非是基于通胀趋势性下降给行业成本“减负”所带来的投资机会，而众所周知，在成本下降的同时，需求端也会出现一定程度的萎缩，因此真正能享受成本下降的好处的应该是能傲然应对需求端下滑的行业。整体而言，上中下游都会出现一定程度的成本下降，不过相较而言，中下游行业将更受益于成本端的下降，尤其是下游消费品。

□本报记者 魏静

大众消费

## 成本下降助推盈利稳步增长

尽管通胀在回落，但劳动力成本上升的趋势并没有改变，而通胀回落本来也是需求回落的过程，因此在通胀回落的大背景下，需求端比较刚性的行业，典型如大众消费品和轻工消费，或更具备投资机会，具体如一些中低端的消费品，如食品中的乳制品、肉制品及其他产品等，零售中的超市业态、农产品相关的流通业态等。

乳制品

我们认为，乳制品未来总量的提升空间主要来自于潜力巨大的农村市场，而农村市场的增长主要来自于以下三个方面：一是收入水平已经达到大规模消费乳品的临界点；二是人口结构中0-14岁乳制品消费主力人群占比更高；三是城镇化的推动。整体而言，农村市场增量、城市市场增利的逻辑长期成立。

2011年我们观测到乳业一个现象便是，龙头企业纷纷加大了对新产能的投入。伊利和光明在2011年分别公布了50亿和14亿的增发扩产计划，行业自2008年以来进入新一轮产能投放期。中短期来看，由于奶源供应的相对刚性（新生儿长成至泌乳牛需2年时间），新增的需求（新产能的达产）使得原奶价格在相当长的时间内恐难言回落。长期来看，新增产能将使得行业集中度进一步提升。（申银万国）

肉制品

我国肉制品的市场空间较大，目前深加工肉制品和包装肉占全国肉类总产量的10%左右，中低温肉制品仅占全国肉类总产量的3%-5%。根据《农产品冷链物流发展规划》和《产业结构指导目录（2011）》，预计到2015年，深加工肉制品和包装肉占全国肉类总产量达到17.5%，中低温肉制品（冷链）占比达到10%左右。按2015年全国屠宰量30000万头（110kg）计算，肉制品消费量复合增长率为18.2%，其中中低温肉制品增速要高于高温。肉制品企业2012年将受益于生猪价格的回落。以双汇上市公司口径数据为例，猪价与双汇毛利率和净利率水平呈较为明显的负相关走势。2011年猪价涨幅超预期使得肉制品企业均面临较大的成本压力。截至2011年11月23日，生猪价格为16.8元，同比上涨22.3%，年初以来涨幅20.9%。展望2012年，我们预计生猪价格全年均价将会回落10%左右，肉制品企业将会明显受益。（申银万国）

超市

在通胀冲高回落期，超市销售价格逐步企稳，超市销售额的增速将从价格上涨转向销售量的增长上来。对于主要销售生活必需品的超市行业来说，超过消费者平均收入增长幅度的销售价格上升以及价格上升带来的销售增长是不可持续的。价格短期快速上涨带来的销量下滑明显，但销售产品的需求弹性很小，在消费者短期排斥心理渐缓后，价格逐步稳定，销量也将逐步回升。我们认为，2012年超市行业的主旋律依旧是“扩张”，而“供应链”将是行业的长期发展趋势。从配置上来看，遵循短期配置具有扩张潜力的公司，长期配置具有供应链优势的公司”的原则，外延扩张带来的营收和业绩提升在短期内体现更为明显。（平安证券）

我们认为，超市企业的核心竞争力是高效强大的供应链管理能力，包括与上游供应商的采购议价能力、整合能力，能否越过众多的分销环节，直接与品牌供应商对接，是否有完善的物流配送系统，终端卖场的营运是否有标准化流程，后端是否有强大的IT系统和数据挖掘系统等。高效强大的供应链能否助推超市企业快速发展和形成强大的规模壁垒，供应链管理能力越强，其“护城河”越宽。超市子行业我们首选供应链管理能力和跨区域扩张能力强的永辉超市。（中信证券）



周期品制胜法宝

## 需求稳定VS成本下移

众所周知，在经济下行的过程中，大类周期品难以获得良好的表现，但是周期下行导致的成本下滑将使某些需求相对稳定的周期品获得收益，因此需求稳定而成本下行将成为周期品投资的重要线索。

民爆行业

民爆行业也具有这种“逆周期”的特质。根据规划，未来五年民爆行业将不再新增产能，动态调整产能结构，强调科技创新，进一步推进兼并重组，因此民爆行业龙头企业将面临一个良好的市场环境和持续扩张的需求。在经济下滑的过程中，民爆产品原材料价格将出现明显的下降，成本下行将提升民爆产品的毛利水平，因此民爆行业景气可能会逆市上升，且具备较好的防御价值。（申银万国）

## 长期受益消费升级

大众消费品多被打上必需消费品的标签，而旅游、服装、医疗服务及消费电子等行业则多数被打上可选消费品的标签，后者在通胀回落的过程中，除了享受成本端下移的利好，同时还要承担劳动力成本的上升，因而这类行业的投资机会，必须伴随着中产阶级的壮大和三四线城市消费主体的壮大。

服装家纺

服装家纺行业2011年表现较好，2012年我们依然看好男装行业业绩增速的持续高增长。当前服装家纺相对估值处于较高位置，但考虑到年末稳定增长类行业估值将切换，服装家纺2012年相对估值接近历史均值。2012年男装行业仍将维持高增长，2011年订货会需求增速持续上升，这为其2012年业绩增长提供了保证，因此我们仍然看好2012年男装行业的投资机会。（申银万国）

医疗服务

在政策影响不甚明朗的2012年，医药板块的行情将主要体现为结构性行情，我们看好的子行业包括医疗服务行业。事实上，在过去的一年中，各地政府陆续出台了各种政策推动社会资金进入医疗服务领域，在民营医院纳入教学体系、民营医院评三甲医院等都有了实质性的进展。整体而言，医疗服务行业仍是黄金投资时期。（中投证券）

随着医疗需求的持续释放，医疗服务市场将保持稳定增长。公立医院改革和鼓励民营资本进入医疗服务领域的政策，为医疗服务行业的发展带来了新机遇。我们看好医疗服务行业未来的发展，建议关注专注于医疗服务领域的两家上市公司，爱尔眼科和通策医疗。（国都证券）

旅游

尽管旅游行业通常被认为是典型的顺周期行业之一，但鉴于中国旅游行业尚属朝阳产业，受宏观经济的影响相对较小。同时在经济结构向消费转型的大背景下，经济环境较不确定、经济增速呈现放缓趋势，反而会推动无论是国家和地方政府积极地力求发挥旅游行业的经济带动作用，并更倾向于最大化旅游行业的乘数效应，以抵御经济波动的影响。因而我们认为，宏观经济调整对旅游行业发展的影响有限，相反旅游行业在不确定的经济环境中具有较高的成长确定性。

国内游将是未来2-3年中国旅游行业维持快速增长的主要动力，国内游收入占比将进一步提升，预计2012年中国旅游总收入将达到2.11万亿，同比增长15.3%。（中信证券）

消费电子

电子产品尤其是消费类电子产品的生命周期较为短暂，新品推出后毛利率随价格的下降而逐步下调，销量也会受到竞争者的进入受到挤压。因此，终端消费电子厂商希望通过不断研发新品来保持较高的盈利能力并维持销量。这不仅需要企业的整体研发能力，更需要持续的创新能力；事实证明，一款类似于现有产品的“新品”并不会被消费者追捧。这其中，典型案例就是苹果公司，它是众多追求利润最大化的电子终端企业之一，拥有强大的研发团队，更重要的是在传奇人物乔布斯带领下的创新能力与创新眼光。

具体而言，那些具备成本控制能力的企业，包括技术革新、管理水平、规模效应等，将在未来的竞争中享受到行业快速增长带来的收益。（国泰君安证券）