

商贸零售行业

商贸零售行业 12 月报

评级

报告原因：定期报告

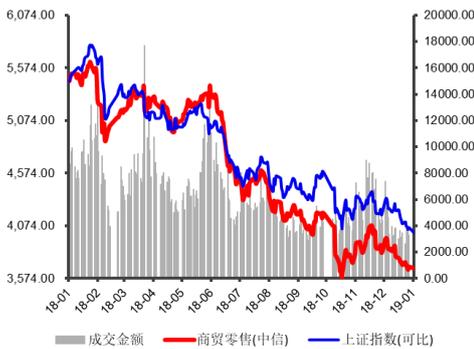
全年社零增速企稳 9%，承压之下聚焦优质龙头

中性

2019 年 1 月 25 日

行业研究/行业月报

行业近一年市场表现



报告要点

市场回顾

➤ 2018 年 12 月，CS 商贸零售行业下跌 4.02%，与 2017 年同期相比下降了 4.81pct，但跑赢大盘 1.09pct。CS 商贸零售行业 12 月市场表现弱于去年同期，在中信 29 个行业排名第 14 位。2018 年 CS 商贸零售行业下调了 31.99%，与 2017 年同期相比扩大了 20.18pct，跑输大盘 6.68pct。由于受到外部环境不确定性增强和内部宏观经济、社零增速持续放缓，以及行业内新零售转型、竞争加剧的影响，零售行业市场弱于去年同期，在中信 29 个行业中排名第 19 位，处于中下游水平。从子版块来看，12 月子版块中超市、百货、贸易 III 的涨跌幅分别为 2.25%、-4.92%、-4.96%，除连锁（-5.54%）外表现均强于沪深 300。

行业数据月报

- 2018 年 12 月，CPI 上涨 1.9%，涨幅比上月回落 0.3pct，其中食品价格上涨 2.5%，涨幅与上月相同，影响 CPI 上涨约 0.48pct；非食品价格上涨 1.7%，涨幅比上月回落 0.4pct，影响 CPI 上涨约 1.38pct。从环比看，CPI 由上月的下降 0.3% 转为持平状态，主要受天气转冷与成品油价格下调影响。2018 年全年 CPI 累计同比上涨 2.1%，涨幅比上年扩大 0.5pct，延续了 2012 年以来的温和上涨态势。分月来看，同比涨幅在 1.5%-2.9% 之间波动，全年各月同比涨幅呈现不对称“M”型走势。
- 2018 年 12 月社会消费品零售总额 35893 亿元，同比增长 8.2%，增速比 11 月份提高 0.1pct，其中限额以上单位消费品零售额 15084 亿元，增长 2.4%。2018 年全年，社会消费品零售总额超过 38 万亿元，市场总量稳步增加。从总量来看，社会消费品零售总额基本呈现逐季度升高态势，受国庆、“双 11”和年末传统销售旺季的影响，第四季度达到年内规模顶峰，当季消费品零售总额超过 10 万亿元，但累计增速却逐渐回落，在年底跌落至年内最低，较 2017 年下降 1.2pct，主要受占比较大的汽车类商品增速转负的影响。2018 年全国网上零售额 90065 亿元，比上年增长 23.9%。

行业新闻回顾

- 京东明确三大子集团，京东商城升级为京东零售；
- 苏宁战略签约联合利华，营销助力打造“魔发学院”IP；
- 阿里张勇达沃斯谈数字经济：中产消费者五年内将翻倍。

投资建议

➤ 2018 年以来，CS 商贸零售估值水平一路震荡下沉，从年初的 30 倍左右跌至年末的 15 倍左右，中间虽有几波小幅反弹，但整体承压下行。上半年估值水平相对平稳，下半年开始受到中美贸易战的不确定性因素对市场整体的冲击，以及居民收入支出增速放缓、社零增速持续走低、棚改货币化监管增强、P2P 频繁暴雷等等因素对相关消费板块带来不利影响，板块整体承受着较大的压力。截至 12 月 28 日，CS 零售 PE(TTM) 回落至 15.60X，处于五年来历史最低水平。我们建议中长期关注聚焦数字化变革，拓展全渠道运营的优质线下龙头企业天虹股份、永辉超市、家家悦和苏宁易购。

风险提示：宏观经济增速放缓及消费疲软；电商冲击；市场竞争加剧。

分析师：谷茜

执业证书编号：S0760518060001

Tel: 0351-8686775

Email: guqian@sxzq.com

地址：

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层

北京市西城区平安里西大街中海国际中心 7 层

山西证券股份有限公司

http://www.i618.com.cn

目录

1.行业市场表现	4
1.1 一级行业概况	4
1.2 子行业情况	5
1.3 个股表现	5
1.4 行业资金流向	6
2.行业数据月报	7
2.1 居民消费价格指数	7
2.2 社会消费品零售数据	8
2.3 全国大中型零售企业销售额数据	10
3.行业动态回顾	12
4.投资建议	14
5.风险提示	16

图表目录

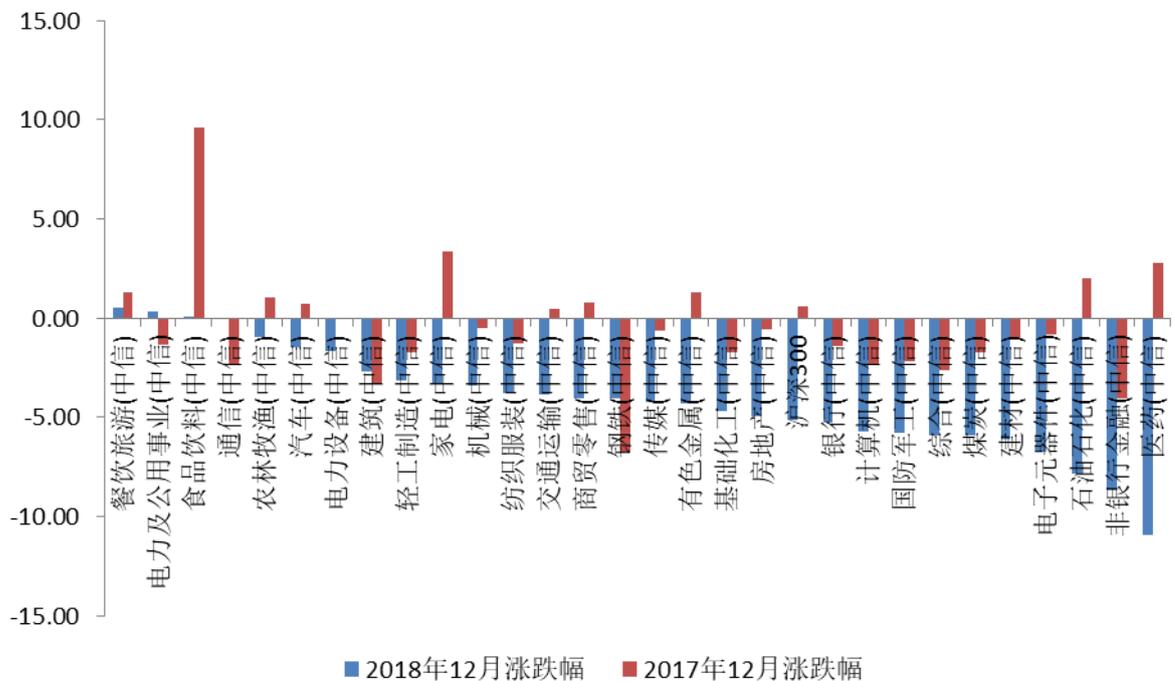
图 1 2018 年 5 月中信一级行业涨跌幅	4
图 2 商贸零售子版块 2018 年 5 月涨跌幅	5
图 3 商贸零售子版块 2017 年 5 月涨跌幅	5
表 1 2018 年 5 月个股涨跌幅情况.....	5
表 2 2018 年 5 月个股资金流向情况.....	6
图 5 CPI 当月同比、环比	8
图 6 CPI 当月同比按类别分.....	8
图 7 社会消费品零售总额/月（亿元）及同比（%）	9
图 8 限额以上企业消费品零售总额/月（亿元）及同比（%）	9
图 9 网上商品零售额累计值（亿元）及同比.....	10
图 10 网上商品零售额占社会消费品零售总额比重(%).....	10
图 11 全国 50 家重点大型零售企业零售额当月同比.....	11
图 12 全国 50 家重点大型零售企业零售额分商品	11
图 13 CS 商贸零售、上证综指历史估值水平 PE（TTM）	15

1. 行业市场表现

1.1 一级行业概况

2018年12月，沪深300指数回落5.11%，与2017年同期相比减少了5.73pct。CS商贸零售行业下跌4.02%，与2017年同期相比下降了4.81pct，但跑赢大盘1.09pct。12月份中信一级29个行业有3个行业呈现上涨，其余行业跌幅趋缓，市场表现有所好转。CS商贸零售行业12月市场表现弱于去年同期，在中信29个行业排名第14位。2018年下半年以来全行业均呈下跌状态，CS商贸零售行业下调了31.99%，与2017年同期相比扩大了20.18pct，跑输大盘6.68pct。由于受到外部环境不确定性增强和内部宏观经济、社零增速持续放缓，以及行业内新零售转型、竞争加剧的影响，零售行业市场弱于去年同期，在中信29个行业中排名第19位，处于中下游水平。

图1 2018年12月中信一级行业涨跌幅

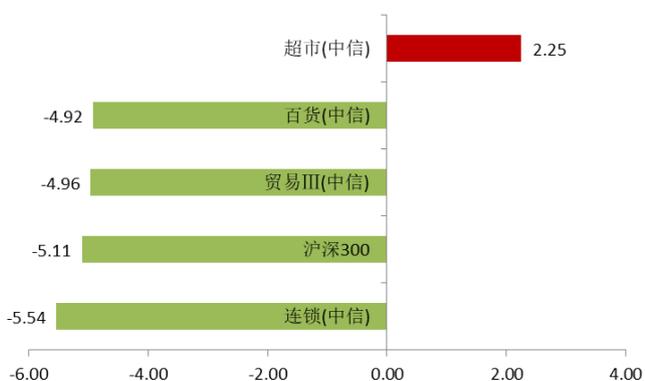


数据来源：Wind，山西证券研究所

1.2 子行业情况

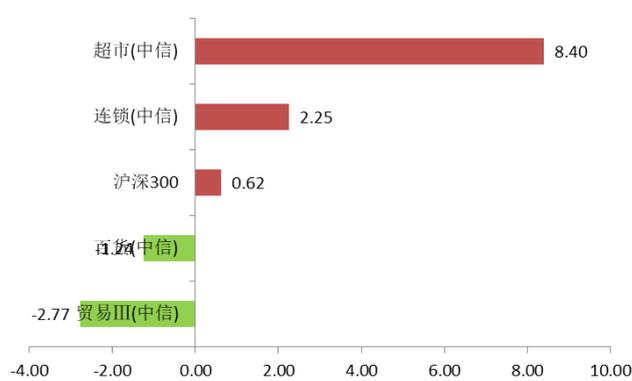
从子版块来看，12月CS零售4个三级子行业中超市、百货、贸易III、连锁的涨跌幅分别为2.25%、-4.92%、-4.96%、-5.54%，其中超市、百货、贸易III板块表现均强于沪深300。2018年零售子版块方面亦均呈下跌，其中超市板块跌幅最浅，也有30.35%；连锁板块次之，跌幅31.54%；百货板块表现最平，跌幅达32.23%。整体来看板块间跌幅差距不大，但与2017年相比表现不佳，尤其超市板块2017年涨幅13.10%，今年却深跌30%以上。

图2 商贸零售子版块2018年12月涨跌幅



数据来源：Wind，山西证券研究所

图3 商贸零售子版块2017年12月涨跌幅



数据来源：Wind，山西证券研究所

1.3 个股表现

从个股来看，12月仅有12家上市公司收涨，其中有老凤祥、南纺股份和秋林集团的月涨幅超过10%，有84家上市公司收跌，其中我爱我家、汇鸿集团、宏图高科的月跌幅超过15%。2018年全年，仅有8家零售业上市公司收涨，其中爱婴室以29.18%领涨零售板块，紧随其后的是芒果超媒、汇嘉时代、重庆百货、老凤祥和天虹股份，年涨幅均高于10%；而南京新百、金洲慈航、宏图高科跌幅均深于60%，其中南京新百跌幅达76.61%。

表1 2018年12月个股涨跌幅情况

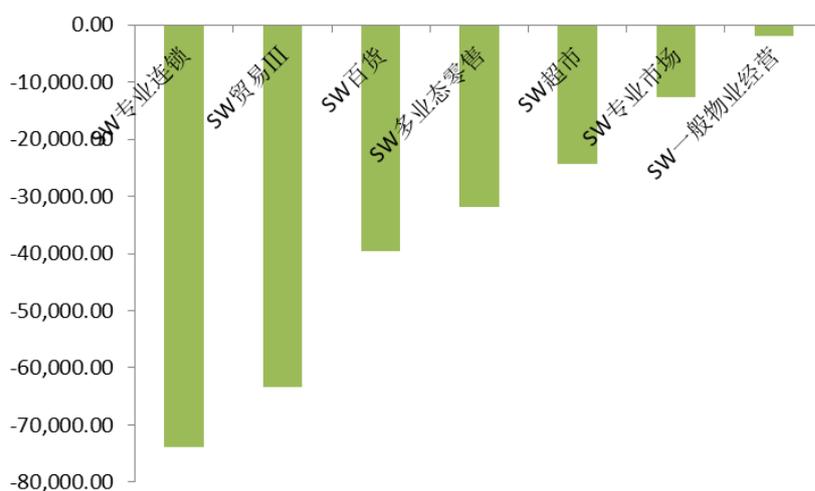
12 月份涨幅前十的个股			12 月份跌幅前十的个股		
代码	简称	月涨跌幅%	代码	简称	月涨跌幅%
600612.SH	老凤祥	18.42	000560.SZ	我爱我家	-17.64
600250.SH	南纺股份	12.01	600981.SH	汇鸿集团	-16.70
600891.SH	秋林集团	11.51	600122.SH	宏图高科	-15.38
601933.SH	永辉超市	9.00	600682.SH	南京新百	-13.92
600605.SH	汇通能源	4.96	600247.SH	*ST 成城	-13.84
300413.SZ	芒果超媒	4.40	600785.SH	新华百货	-13.72
002721.SZ	金一文化	4.08	600086.SH	东方金钰	-12.69
600738.SH	兰州民百	3.64	603101.SH	汇嘉时代	-12.48
600655.SH	豫园股份	2.78	000587.SZ	金洲慈航	-12.31
002091.SZ	江苏国泰	0.90	600280.SH	中央商场	-12.16

数据来源：Wind，山西证券研究所

1.4 行业资金流向

从行业资金流向来看，12 月 SW 商业贸易主力净流入额为-24.75 亿元。12 月全部三级行业主力资金均为流出状态，其中 SW 一般物业经营资金净流出额为 1975.81 万元，是主力净流出资金最少的子行业，SW 专业连锁板块主力净流出额最多，为 7.39 亿元。

图 4 SW 商业贸易子行业 2018 年 12 月主力净流入额（万元）



数据来源：Wind，山西证券研究所

从个股资金流向来看，12 月主力资金净流入额超过 5000 万元的个股仅有重庆百货，为 5935.28 万元；主力资金净流出额超 1 亿元的

个股有芒果超媒、永辉超市、宏图高科、新华锦、苏宁易购 5 家，其中苏宁易购流出额为 4.21 亿元。

表 2 2018 年 12 月个股资金流向情况

12 月资金流入前十的个股			12 月资金流出前十的个股		
代码	简称	主力净流入额 (万元)	代码	简称	主力净流入额 (万元)
600729.SH	重庆百货	5,935.28	002024.SZ	苏宁易购	-42,074.10
603708.SH	家家悦	2,382.28	600735.SH	新华锦	-19,582.89
600058.SH	五矿发展	1,578.85	600122.SH	宏图高科	-17,837.63
002818.SZ	富森美	1,151.37	601933.SH	永辉超市	-15,061.07
300622.SZ	博士眼镜	962.11	300413.SZ	芒果超媒	-14,940.05
600605.SH	汇通能源	625.96	600120.SH	浙江东方	-8,050.18
603123.SH	翠微股份	579.85	603101.SH	汇嘉时代	-7,041.81
600814.SH	杭州解百	443.41	000151.SZ	中成股份	-6,806.82
600415.SH	小商品城	361.65	600682.SH	南京新百	-6,166.27
600858.SH	银座股份	276.78	002419.SZ	天虹股份	-4,695.96

数据来源: Wind, 山西证券研究所

2.行业数据月报

2.1 居民消费价格指数

2018 年 12 月, CPI 同比上涨 1.9%, 涨幅比上月回落 0.3pct, 其中食品价格上涨 2.5%, 涨幅与上月相同, 影响 CPI 上涨约 0.48pct; 非食品价格上涨 1.7%, 涨幅比上月回落 0.4pct, 影响 CPI 上涨约 1.38pct。在食品中, 鲜果和蔬菜合计影响 CPI 上涨约 0.26pct, 牛羊肉、禽类和水产合计影响 CPI 上涨约 0.18pct, 而猪肉和鸡蛋合计影响 CPI 下降约 0.05pct。在非食品中, 居住价格影响 CPI 上涨约 0.48pct, 教育文化和娱乐、医疗保健价格合计影响 CPI 上涨约 0.48pct, 汽油和柴油价格由上月的两位数涨幅 12.8% 和 14.2% 转为下降 0.5% 和 0.3%。

从环比看, CPI 由上月的下降 0.3% 转为持平状态。受到天气转冷因素影响, 食品价格上涨 1.1%, 其中鲜菜影响 CPI 上涨约 0.09pct, 猪牛羊鸡和鲜果水产合计影响 CPI 上涨约 0.10pct; 非食品中, 成品油调价影响汽油和柴油价格分别下降 10.1% 和 10.8%, 合计影响 CPI 下降

约 0.22pct。

图 5 CPI 当月同比、环比

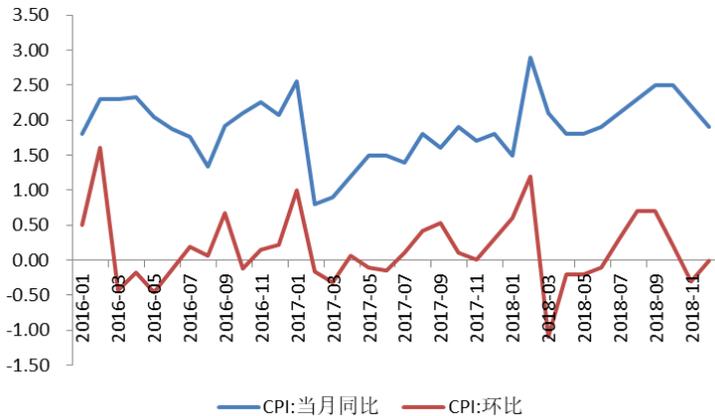
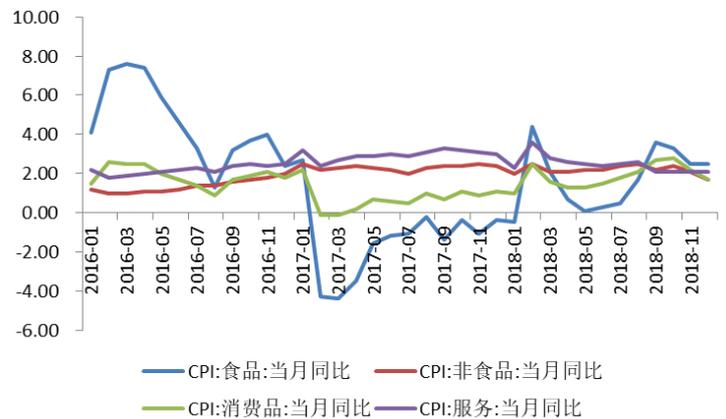


图 6 CPI 当月同比按类别分



数据来源：国家统计局，山西证券研究所

数据来源：国家统计局，山西证券研究所

2018 年全年 CPI 累计同比上涨 2.1%，涨幅比上年扩大 0.5pct，延续了 2012 年以来的温和上涨态势。分月来看，同比涨幅在 1.5%-2.9% 之间波动，全年各月同比涨幅呈现不对称“M”型走势。1 月涨幅年内最低，受春节错月及去年基数较高影响，CPI 同比上涨 1.5%；2 月涨幅年内最高，受春节和雨雪天气带来的大范围降温影响，鲜菜价格大幅上涨强势推动 CPI 同比上涨 2.9%；受年初雨雪及年中洪涝灾害影响，鲜菜价格由降转升，之后随着天气转暖，食品、能源价格上涨推动带来的一系列影响，CPI 涨幅逐月扩大，至 9、10 月份达到 2.5%，为年内次高点；四季度以来，能源价格回落，CPI 同比也随之回落。

2.2 社会消费品零售数据

国家统计局数据显示，2018 年 12 月社会消费品零售总额 35893 亿元，同比名义增长 8.2%，增速比 11 月份提高 0.1pct，其中限额以上单位消费品零售额 15084 亿元，增长 2.4%。2018 年 1-12 月，社会消费品零售总额 380987 亿元，比上年增长 9.0%，增速比 1-11 月略低 0.1pct，消费市场涨势稳定。分品类看，必选消费类的产品诸如日用品、粮油食品保持仍两位数增速，分别是 16.8% 和 11.3%，服装类增速也有 7.4%；可选消费类的产品除家用电器类受季节性因素影响增速 13.9% 以外，

其余如化妆品、金银珠宝类增速仅有 1.9%、2.3%，还有文化办公用品、通讯器材、汽车等呈现负增长，分别是-4%、-0.9%、-8.5%，诚然有去年基数较高的因素影响，但消费数据的转淡也体现了消费升级趋势下居民消费正在呈现两极分化，随着零售行业渠道下沉战略的日渐明晰，城镇居民消费回归理性，而乡村居民正在逐渐走向大众消费时代。

全年累计来看，必选消费品中的粮油食品累计增速 10.2%，较上年持平，日用品和服装鞋帽针纺织品类类的累计增速分别是 13.7% 和 8.0%，与去年同期相比分别提升 5.7pct 和 0.2pct，供应商的渠道战和零售商的价格战使得食品和一般日用品受益较多，但却在很大程度上冲击了服装的销售，下半年以来服装品类的增速持续承压下行。可选消费品类也同样承受着较大的压力，除金银珠宝累计增速 7.4% 高出去年 1.8pct 以外，其余多呈现不同程度的回落，化妆品、家用电器、通讯器材和汽车类累计增速分别为 9.6%、8.9%、7.1%、-2.4%，较去年分别回落 3.9pct、0.4pct、4.6pct 和 8pct。受居民可支配净收入持续走低影响，可选消费的增速表现持续平淡，2019 年初受春节因素影响有望小幅提振。

图 7 社会消费品零售总额/月（亿元）及同比（%）

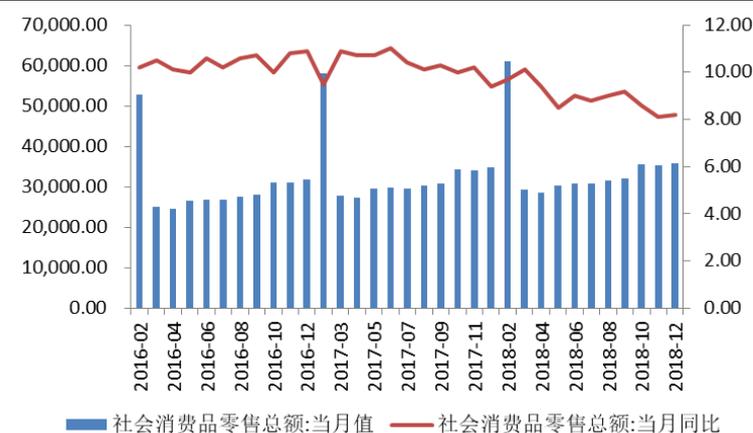


图 8 限额以上企业消费品零售总额/月（亿元）及同比（%）



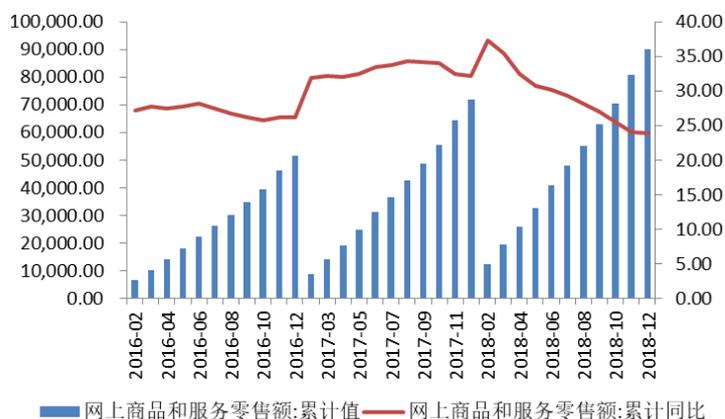
数据来源：国家统计局，山西证券研究所

数据来源：国家统计局，山西证券研究所

2018 年全年，社会消费品零售总额超过 38 万亿元，市场总量稳步增加。从总量来看，社会消费品零售总额基本呈现逐季度升高态势，受国庆、“双 11”和年末传统销售旺季的影响，第四季度达到年内规

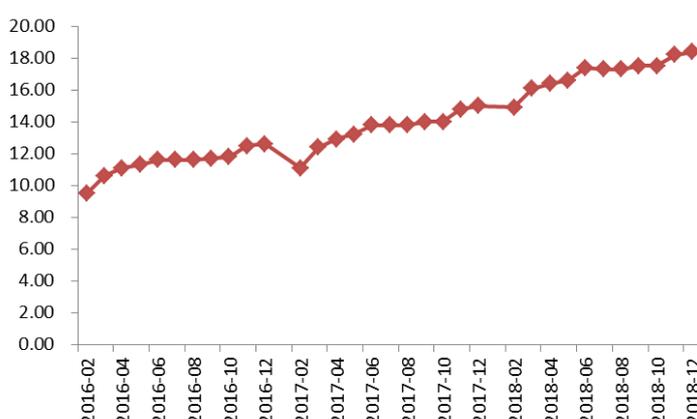
模顶峰, 当季消费品零售总额超过 10 万亿元, 但累计增速却逐渐回落, 在年底跌落至年内最低, 较 2017 年下降 1.2pct, 主要受占比较大的汽车类商品增速转负的影响。2018 年汽车类商品增速比上年回落 8.0pct, 主要受到保有量不断提高、用车成本增加和部分地区国六环保标准年末实施等多重因素叠加影响。若剔除汽车类产品, 2018 年社零总额同比增长 10.3%, 较上年同等口径回落 0.4pct。据测算, 2018 年最终消费支出对经济增长的贡献率为 76.2%, 比上年提高 18.6pct, 消费继续稳居经济增长的第一驱动力。

图 9 网上商品零售额累计值 (亿元) 及同比



数据来源: 国家统计局, 山西证券研究所

图 10 网上商品零售额占社会消费品零售总额比重 (%)



数据来源: 国家统计局, 山西证券研究所

2018 年全国网上零售额 90065 亿元, 比上年增长 23.9%。其中, 实物商品网上零售额 70198 亿元, 增长 25.4%, 占社会消费品零售总额的比重为 18.4%; 在实物商品网上零售额中, 吃、穿和用类商品分别增长 33.8%、22.0%和 25.9%。随着网购用户规模稳步扩大和物流配送体系不断完善, 网上零售仍能保持较快的增长速度。2018 年全国实物商品网上零售额增长 25.4%, 增速比社零总额高 16.4pct, 占社零总额比重达 18.4%, 比上年同期提高 3.4pct。据测算, 实物商品网上零售额对社零总额增长的贡献率超过 45%。

2.3 全国大中型零售企业销售额数据

中华商业信息中心的监测数据显示, 2018 年实体店消费品零售额

增长 5.9%，增速较 1-11 月份放缓 0.1pct。其中，12 月份同比增长 4.4%，增速较上月放缓 0.9pct。据统计，2018 年全国百家重点大型零售企业零售额增长 0.7%，增速较 1-11 月份放缓 0.3pct。12 月全国百家重点大型零售企业零售额同比下降 2.4%，降幅较上月略扩大 0.1pct。2018 年消费品市场呈现限额以下单位消费品市场增速快于大型零售企业的特征。

图 11 全国百家大型零售企业零售额当月同比

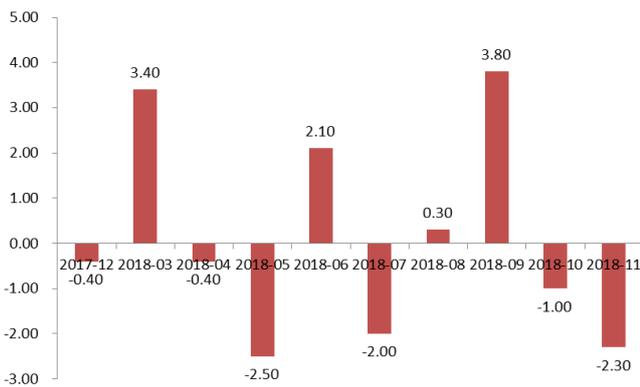
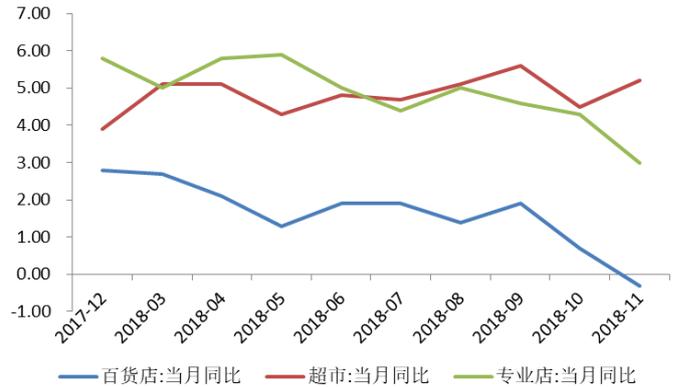


图 12 重点流通企业零售额当月同比分业态



数据来源：中华商业信息网，山西证券研究所

数据来源：商务部，山西证券研究所

在大数据、人工智能和移动互联网等新技术推动以及日益完善的物流配送体系支撑下，超市、专业店等传统业态积极拓宽销售渠道，新业态和传统业态融合发展成为当前消费方式多样化的重要体现，单月数据来看，融合了新零售的超市业态保持逆势增长，专业店业态则缓步下行，而百货店承受着可选消费表现不佳的压力增速转负。2018 年全年来看，包括超市、专卖店、专业店等在内的限额以上单位实体零售业态零售额比上年增长 4.6%。其中，限额以上超市、便利店、专业店的零售额分别增长 6.8%、11.5% 和 6.2%，增速分别比实体零售平均增速高 2.2、6.9 和 1.6pct；百货店、专卖店等业态在上年恢复性增长的基础上继续保持增长态势。据测算，2018 年，限额以上单位通过互联网实现的商品零售额占限额以上单位消费品零售额的比重为 10.2%，比上年提升 2.3pct。

3.行业动态回顾

➤ 京东明确三大子集团 京东商城升级为京东零售

据悉，京东已宣布将京东商城升级为零售子集团，未来京东集团将出现京东零售、京东物流、京东数字科技三驾马车齐头并进的状态。“过去的 15 年，京东能够快速地成长，主要来自对用户体验的关注，以及在技术和业务模式上的不断创新，最终使成本和效率得到了优化，获得了消费者的信任。未来我们将以信赖为基础，以用户为中心，不断创造更大的价值。”京东商城 CEO 徐雷在达沃斯对来自全球的合作伙伴和潜在的供应商这样说道。

在谈及京东商城最大的挑战时，徐雷表示：“从未来角度，我们认为整个商业模式还会不断地演进，在加大力度创新的同时我们也希望有一个变化，就是用更开放的方式赋能给在场以及全球的合作伙伴，给大家带来更多的利润，与他们一道持续不断地去吸引消费者的认可和信任。”在与沃尔玛全球总裁兼 CEO Doug McMillon 的单独会面中，徐雷说，京东无界零售的终极目标是在“知人、知货、知场”的基础上，重构零售的成本、效率、体验。京东与沃尔玛的强强联合正是打通双方资源，重构人、货、场关系的重要探索。接下来双方将围绕全渠道融合、供应链合作、会员打通、数据及科技等领域全面推进合作。

（联商网）

➤ 苏宁战略签约联合利华，营销助力打造“魔发学院”IP

1 月 22 日，苏宁战略合作伙伴联合利华，由北亚区数字营销与电子商务副总裁吴雅婷带队到访苏宁总部，与苏宁零售集团副总裁卞农签订 2019 年联合生意计划。双方约定，2019 年将以数据驱动为基础，深入营销合作及品类建设，线上线下齐发力，携手 2019 年高增长。

2018 年，苏宁成为联合利华全渠道增长最快的合作伙伴。联合利华全品类全品牌齐发力，在年货节、世界杯、年中庆、818 发烧节、双十一、双十二、全民 5 折天等营销节点上，表现出色。其中 10 月

25日超级品牌日创造了高增长，实现O2O融合，品牌价值与销售额实现了双丰收。2019年，双方将利用各自的优势资源，通过IP打造、数据驱动会员运营、产品深度定制、全渠道拓展等方式，实现品牌价值和业务额的快速、协同发展。

在IP打造方面，2019年联合利华将助力苏宁，深度联合品牌资源，打造个护发水品类全年营销IP“魔发学院”，挖掘电商渠道新玩法，共创电商最TOP美发盛事；在数据驱动会员营销方面，苏宁将利用会员银行圈定精准人群，通过靶心、聚宝客、会员360等营销工具实现精准人群触达，并通过全年大牌粉丝日的营销活动承接，增加粉丝粘性，实现会员银行的数据沉淀；在产品层面，联合利华将优先向苏宁提供新品首发、定制品、专供品等产品资源，并依据苏宁大数据对消费者需求的深度挖掘与研究，在个性化定制、新品研发、产品的持续优化与完善等方面实现全面合作，充分满足消费者的个性化需求；在全渠道拓展方面，势头强劲的苏宁小店被寄予厚望。（联商网）

➤ 阿里张勇达沃斯谈数字经济：中产消费者五年内将翻番

1月24日，阿里巴巴集团CEO张勇在出席达沃斯世界经济论坛时指出，蓬勃发展的数字经济和中国消费市场将给全球经济带来巨大的希望。作为数字经济最有力的倡导者和推动者，阿里巴巴被视为今年达沃斯最重要的商业力量。1月24日下午，张勇与达沃斯创始人兼执行主席克劳斯·施瓦布将展开题为《数字信任与转型》的对话，探讨全球化4.0时代的数字经济发展。据悉，施瓦布选择与之对谈的另一位企业家是微软CEO纳德拉。来自中美两国的这两位企业家作为代表，这被视为数字经济推动世界发展的明证。

在北京时间1月24日凌晨的一场会谈中，张勇谈到了对全球经济和中国经济的看法。他表示，与其他国家相比，中国的消费力依然强劲。随着中国房地产市场渐渐回归住房本质，与购房相关的家具家电购买需求出现下降。但同时，提升人们生活品质的商品越来越受欢迎。

“例如电动牙刷，牙科健康行业的快速增长说明人们越来越在意生活

品质”。张勇举例道。在他看来，这是中国消费者行为变化的典型信号。

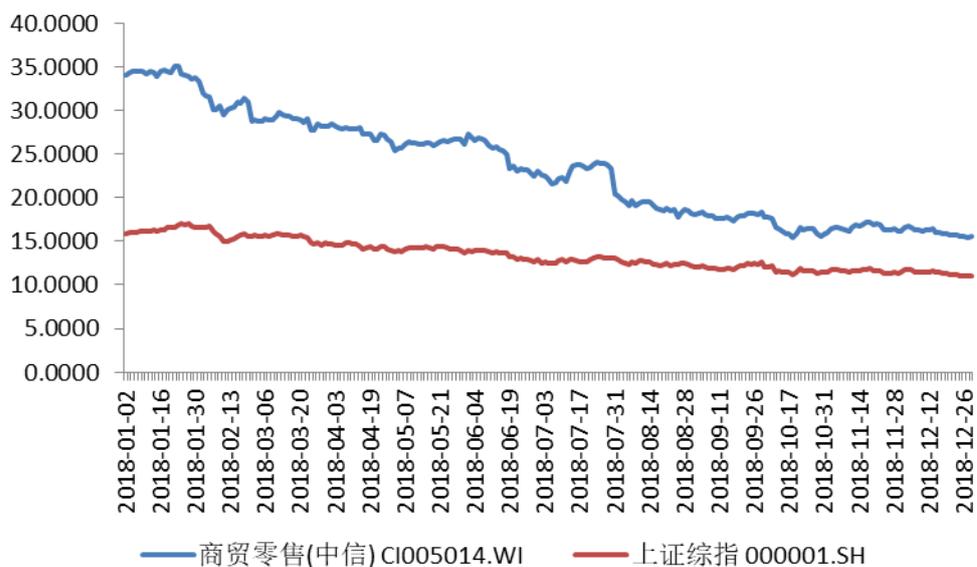
这种消费升级需求的驱动力，很大程度上来自中国中产消费者的扩大。近日国家统计局数据显示，是有测算标准的，以中国典型的三口之家（为例），年收入在 10 万元-50 万元之间中等收入群体，中国有 4 亿人，1.4 亿家庭。张勇认为，中国数以亿计的中产消费者，“预计会继续增长，五年内会翻番，这是消费背后的驱动力”。（联商网）

4.投资建议

2018 年 A 股各大指数均承受着不同程度的压力，沪深 300 指数下跌 25.31%，与 2017 年同期相比下降了 47.08pct。上半月中信一级 29 个行业仍有休闲服务、医药生物和食品饮料三个行业指数呈现上涨，下半年以来全行业均呈下跌状态。其中餐饮旅游跌幅最轻，为-8.69%；综合指数下跌 42.45%，跌幅最深。2018 年 CS 商贸零售行业下调了 31.99%，与 2017 年同期相比扩大了 20.18pct，跑输大盘 6.68pct。截至 5 月底零售板块仅下跌 0.28%，但 6 月份受外部贸易战环境影响，市场波动较大，仅 6 月 CS 商贸零售就跌落了 15.29%，下半年以来零售行业跌幅逐渐扩大，但 11 月一波超跌反弹小幅回暖。由于受到外部环境不确定性增强和内部宏观经济、社零增速持续放缓，以及行业内新零售转型、竞争加剧的影响，零售行业市场弱于去年同期，在中信 29 个行业中排名第 19 位，处于中下游水平。

2018 年以来，CS 商贸零售估值水平一路震荡下沉，从年初的 30 倍左右跌至年末的 15 倍左右，中间虽有几波小幅反弹，但整体承压下行。上半年估值水平相对平稳，下半年开始受到中美贸易战的不确定性因素对市场整体的冲击，以及居民收入支出增速放缓、社零增速持续走低、棚改货币化监管增强、P2P 频繁暴雷等等因素对相关消费板块带来不利影响，板块整体承受着较大的压力。截至 2018 年 12 月 28 日，CS 零售 PE(TTM)回落至 15.60X，处于五年来历史最低水平。

图 13 CS 商贸零售、上证综指历史估值水平 PE (TTM)



数据来源：Wind，山西证券研究所

在这样一个外部环境严峻，内部结构性调整的历史时期，我们建议关注政府出台的刺激消费的政策及 2019 年减税降费的全面实施对于消费者信心的提振作用，只有居民消费信心充足才能从需求端上刺激消费增长和消费进一步升级。伴随着增速趋缓的收入水平和居高不下的房价，债务的累积极大的抑制了消费水平，对消费产生挤出效应，使得居民消费两极分化，一面是追求理性消费与体验升级的小资产的新中产群体，另一面则是追求品质升级和大众消费的北五环以外广大普通群众。从供给端来看，供给侧改革的持续深化有效推动了商业环境的改善，全渠道变革和数字化运营推动了企业经营效率的提升，在需求创造和引领消费上释放潜力。

在 2019 年初，我们建议中长期关注聚焦数字化变革，拓展全渠道运营的优质线下龙头企业。建议关注不断更新迭代业态组合，积极进行数字化改造，构建实体门店体验价值，并优化升级供应链系统的**天虹股份**；双线双轨发展满足大众消费和部分差异化消费群日常需求，以股权激励+合伙人机制+智慧供应链平台维持自身良好的造血能力，用逐年递增的现金流支撑公司外延扩张的脚步的**永辉超市**；在山东地

区持续巩固区域布局密度、多业态互补、生鲜特色及供应链方面的优势，2019年持续加速推进西部战区新门店铺展计划的**家家悦**；把握低线城市消费崛起和社交电商风口的市场机会，打造了覆盖各市场级别以及线上线下的全渠道网络，坚定实施智慧零售战略，自营与开放相结合，并注重金融、物流服务能力的提升，头部规模优势十分显著的**苏宁易购**。

5.风险提示

- 1) 宏观经济增速放缓、消费疲软；
- 2) 电商对实体零售的冲击；
- 3) 市场竞争加剧的风险。

投资评级的说明：

——报告发布后的 6 个月内上市公司股票涨跌幅相对同期上证指数/深证成指的涨跌幅为基准

——股票投资评级标准：

买入： 相对强于市场表现 20%以上
增持： 相对强于市场表现 5~20%
中性： 相对市场表现在-5%~+5%之间波动
减持： 相对弱于市场表现 5%以下

——行业投资评级标准：

看好： 行业超越市场整体表现
中性： 行业与整体市场表现基本持平
看淡： 行业弱于整体市场表现

免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“本公司”)具备证券投资咨询业务资格。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。入市有风险,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。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本所于发布本报告当日的判断。在不同时期,本所可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司所发行的证券或投资标的,还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。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。本公司在知晓范围内履行披露义务。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。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。否则,本公司将保留随时追究其法律责任的权利。