

继续看好国企改革机会，关注物业价值较高企业

——2019年2月商贸零售行业投资策略

行业动态

◆消费复苏放缓，零售行业承压

2018年四季度，中国消费市场的回暖受到压制，零售行业的复苏力度继续趋弱。根据国家统计局发布的数据，2018Q4社会消费品零售总额同比增长8.3%，增速较2018Q3下降0.7个百分点。2018Q4限额以上企业商品零售总额同比增长2.5%，增速较2018Q3下降3.2个百分点。扣除石油和汽车销售后，2018Q4限额以上企业商品零售总额同比增长7.0%，增速较2018Q3下降1.2个百分点。

◆超市整体表现相对稳健，百货和黄金珠宝行业分化严重

国家统计局发布的数据显示，2018年在限额以上零售业单位中，超市、百货店、专业店和专卖店零售额同比分别增长6.8%、3.2%、6.2%和1.8%，增速较2017年分别下降0.5、3.5、2.9和6.2个百分点。2019年一季度，我们认为可选消费复苏仍然处于减弱阶段，预计将显著影响多数百货公司的营收增速和净利润增速，预计业绩稳健的是具有技术与管理优势的龙头公司。超市行业方面，盒马等新业态项目的盈利能力仍然较弱，通胀水平仍处较低水平，不利于超市同店收入增速的提升。黄金珠宝行业的短期数据走弱，我们认为行业是否下行仍需春节数据验证，预计具有渠道拓展能力的龙头公司将继续保持优势。2018Q4家电销售数据有所回暖，但我们认为家电销售受地产后周期影响较大，家电3C连锁行业的营收增速预计难以持续维持高位。

◆投资策略：看好国企改革机会，关注物业价值较高企业

我们推荐从以下几个角度来配置组合：1)从细分品类来看，金饰具有消费和避险双重属性，受益于社会避险需求增长，预计增速最为稳健。2)从经营地域来看，中西部地区和三四线城市消费基数低，预计该地区消费增速更为稳健。3)从股权属性来看，国有企业抗风险能力更强，国企改革有望进一步提升经营效率。4)一些物业价值高，市净率低的公司已经步入价值投资区间，收购兼并或者国企改革有可能带来价值重估。

◆重点公司推荐：老凤祥、天虹股份、首商股份

我们推荐金饰销售规模最大、受益于避险需求的增长、国企改革有序推进的**老凤祥**，定位满足家庭生活、激励机制不断完善、加速扩张的**天虹股份**，货币资金充足、物业价值高、存在国企改革预期的**首商股份**。

◆风险提示：居民消费需求增速未达预期，地产后周期影响部分子行业销售增速，人工费用上涨速度高于预期。

证券代码	公司名称	股价(元)	EPS(元)			PE(X)			投资评级
			17A	18E	19E	17A	18E	19E	
600612	老凤祥	42.61	2.17	2.46	2.85	20	17	15	买入
002419	天虹股份	11.43	0.60	0.78	0.90	19	15	13	买入
600723	首商股份	6.12	0.54	0.59	0.64	11	10	10	买入

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2019年1月31日

增持（维持）

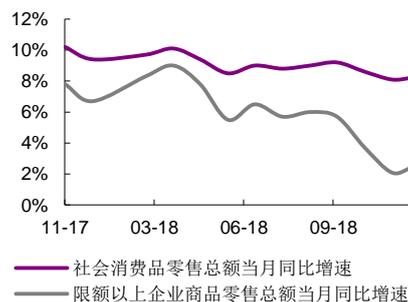
分析师

唐佳睿 CFA CAIA FRM
(执业证书编号：S0930516050001)
021-52523866
tangjiarui@ebsecn.com

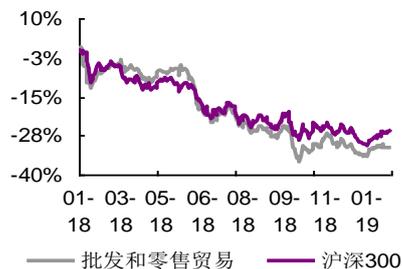
邬亮 (执业证书编号：S0930518040003)
010-58452047
wuliang16@ebsecn.com

孙路 (执业证书编号：S0930518060005)
021-52523868
sunlu@ebsecn.com

行业主要数据图



行业与上证指数对比图



资料来源：Wind

相关研报

行业复苏趋弱，精选稳健个股——商贸零售行业2019年投资策略

.....2018-12-18

目录

1、 消费复苏放缓，零售行业承压.....	4
1.1、 2018Q4 中国消费市场的回暖受到压制.....	4
1.2、 分品类来看，日用品与地产后周期品类表现稳健.....	5
1.3、 线上销售增速高于整体，但呈现下降态势.....	6
2、 超市整体表现相对稳健，百货和黄金珠宝行业分化严重.....	6
2.1、 百货行业：可选消费复苏力度继续减弱，预计龙头公司相对稳健.....	7
2.2、 超市行业：新业态项目盈利能力弱，通胀水平较低不利于同店收入增速的提升.....	10
2.3、 黄金珠宝行业：短期数据走弱，业内公司表现分化严重.....	11
2.4、 家电 3C 连锁行业：家电销售受地产后周期影响，预计难以维持高位.....	13
3、 A 股零售板块表现较为平淡.....	14
3.1、 2019 年 1 月零售行业表现在沪深市场位于中游.....	14
3.2、 细分行业中，家电 3C 连锁和超市表现相对稳健.....	15
4、 投资策略与重点推荐公司.....	16
4.1、 老凤祥：受益于避险需求增长，国企改革有序推进.....	17
4.2、 天虹股份：激励机制不断完善，扩张加速.....	18
4.3、 首商股份：货币资金充足、物业价值高.....	19
5、 风险提示.....	20

图表目录

图表 1：全国社会消费品零售总额增速（2013Q4-2018Q4）.....	4
图表 2：全国限额以上企业商品零售额增速（2013Q4-2018Q4）.....	4
图表 3：全国批发与零售业 GDP 当季同比增速（2013Q4-2018Q4）.....	4
图表 4：全国百家重点零售企业零售额增速（2014-2018）.....	4
图表 5：2018 年全国限额以上企业商品零售额占比（分品类）.....	5
图表 6：全国限额以上企业分品类销售额同比增速（%，2018Q3-2018Q4）.....	5
图表 7：全国网上零售额同比增速（2015-2018）.....	6
图表 8：全国实物商品网上零售额占社会消费品零售总额的比重（2015-2018）.....	6
图表 9：全国限额以上企业分业态零售额同比增速（%，2017-2018）.....	6
图表 10：百货行业单季度收入同比增速（2017Q3-2018Q3）.....	7

图表 11：百货行业单季度归母净利润同比增速（2017Q3-2018Q3）	7
图表 12：全国限额以上企业纺织服装和化妆品零售额季度同比增速（2013Q4-2018Q4）	8
图表 13：全国限额以上企业金银珠宝装零售总额季度同比增速（2013Q4-2018Q4）	8
图表 14：百货行业主要上市公司的门店情况（2017-2018）	8
图表 15：腾讯与天虹股份的合作内容	9
图表 16：天虹股份新开的大型门店（2018 年前三季度）	9
图表 17：天虹股份的单季度营收同比增速和毛利同比增速（2017Q2-2018Q3）	9
图表 18：天虹股份的单季度净利润同比增速（2017Q2-2018Q3）	9
图表 19：超市行业单季度收入同比增速（2017Q3-2018Q3）	10
图表 20：超市行业单季度归母净利润同比增速（2018Q1-2018Q3）	10
图表 21：全国 CPI 和食品 CPI 的当月同比增速（2013/12-2018/12）	10
图表 22：黄金珠宝行业单季度收入同比增速（2017Q3-2018Q3）	11
图表 23：黄金珠宝行业单季度归母净利润同比增速（2017Q3-2018Q3）	11
图表 24：周大福中国内地单季度同店销售额增速（2015Q4-2018Q4）	12
图表 25：六福集团中国内地单季度同店销售额增速（2015Q4-2018Q4）	12
图表 26：黄金珠宝行业主要上市公司的门店情况（2017-2018）	12
图表 27：家电 3C 连锁行业单季度收入和毛利同比增速（2017Q3-2018Q3）	13
图表 28：家电 3C 连锁行业单季度毛利率和期间费用率（2017Q3-2018Q3）	13
图表 29：全国限额以上企业家用电器类商品零售额同比增速（2013Q4-2018Q4）	13
图表 30：全国限额以上企业通讯器材类商品零售额同比增速（2013Q4-2018Q4）	13
图表 31：2019 年 1 月 A 股零售板块表现（截至 2019/01/31）	14
图表 32：A 股零售板块近三年动态市盈率（截至 2019/01/31）	14
图表 33：29 个中信一级行业的动态市盈率（2019/01/31）	15
图表 34：2019 年 1 月中信一级行业的涨幅（%）	15
图表 35：2019 年 1 月 A 股零售板块子行业表现（截至 2019/01/31）	15
图表 36：A 股零售板块子行业的动态市盈率（2019/01/31）	16
图表 37：2019 年 1 月零售行业涨幅前五名个股（截至 2019/01/31）	16
图表 38：老凤祥业绩预测和估值指标	17
图表 39：老凤祥近三年 PE-Band（截至 2019/1/31）	17
图表 40：老凤祥近三年 PB-Band（截至 2019/1/31）	17
图表 41：天虹股份业绩预测和估值指标	18
图表 42：天虹股份近三年 PE-Band（截至 2019/1/31）	18
图表 43：天虹股份近三年 PB-Band（截至 2019/1/31）	18
图表 44：首商股份业绩预测和估值指标	19
图表 45：首商股份近三年 PE-Band（截至 2019/1/31）	19
图表 46：首商股份近三年 PB-Band（截至 2019/1/31）	19

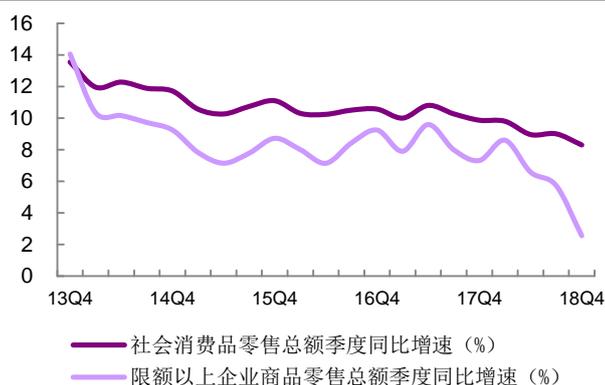
1、消费复苏放缓，零售行业承压

1.1、2018Q4 中国消费市场的回暖受到压制

2018 年四季度，中国消费市场的回暖受到压制，零售行业的复苏力度继续趋弱。根据国家统计局发布的数据，2018Q4 社会消费品零售总额同比增长 8.3%，增速较 2018Q3 下降 0.7 个百分点。2018Q4 限额以上企业商品零售总额同比增长 2.5%，增速较 2018Q3 下降 3.2 个百分点。扣除石油和汽车销售后，2018Q4 限额以上企业商品零售总额同比增长 7.0%，增速较 2018Q3 下降 1.2 个百分点。2018Q4 批发与零售业 GDP 当季同比增速为 5.5%，较 2018Q3 下降 0.7 个百分点。

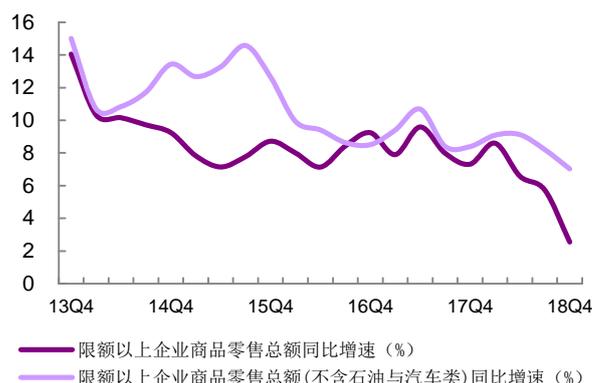
2018 年全年来看，2018 年社会消费品零售总额同比增长 9.0%，增速较 2017 年下降 1.2 个百分点。2018 年限额以上企业商品零售总额同比增长 5.7%，增速较 2018 年下降 2.5 个百分点。扣除石油和汽车销售后，2018 年限额以上企业商品零售总额同比增长 8.4%，增速较 2017 年下降 0.9 个百分点。根据中华全国商业信息中心发布的数据，2018 年全国百家重点零售企业零售额同比增长 0.7%，增速较 2017 年下降 2.1 个百分点。

图表 1：全国社会消费品零售总额增速 (2013Q4-2018Q4)



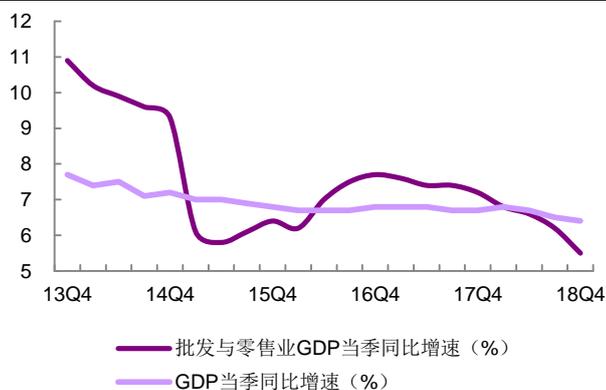
资料来源：国家统计局

图表 2：全国限额以上企业商品零售额增速 (2013Q4-2018Q4)



资料来源：国家统计局

图表 3：全国批发与零售业 GDP 当季同比增速 (2013Q4-2018Q4)



资料来源：国家统计局

图表 4：全国百家重点零售企业零售额增速(2014-2018)

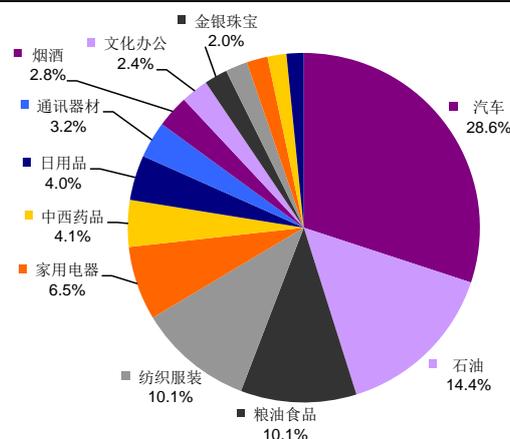


资料来源：中华全国商业信息中心

1.2、分品类来看，日用品与地产后周期品类表现稳健

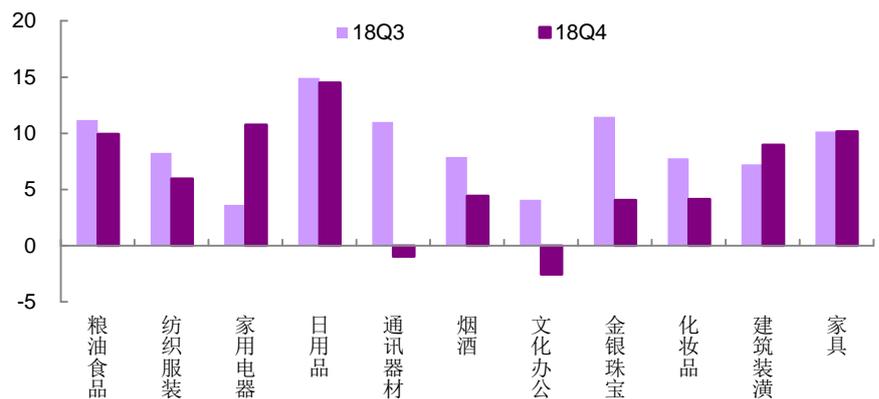
主要品类中，2018Q4 粮油食品零售额同比增长 9.9%，增速较 2018Q3 下降 1.2 个百分点。纺织服装零售额同比增长 6.0%，增速较 2018Q3 下降 2.3 个百分点。家电音响零售额同比增长 10.8%，增速较 2018Q3 上升 7.1 个百分点。日用品零售额同比增长 14.5%，增速较 2018Q3 下降 0.4 个百分点。通讯器材零售额同比下降 1.0%，增速较 2018Q3 下降 12.0 个百分点。烟酒零售额同比增长 4.4%，增速较 2018Q3 下降 3.4 个百分点。2018Q4 文化办公用品零售额同比下降 2.6%，增速较 2018Q3 下降 6.7 个百分点。2018Q4 金银珠宝零售额同比增长 4.1%，增速较 2018Q3 下降 7.4 个百分点。

图表 5：2018 年全国限额以上企业商品零售额占比（分品类）



资料来源：国家统计局

图表 6：全国限额以上企业分品类销售额同比增速（%，2018Q3-2018Q4）

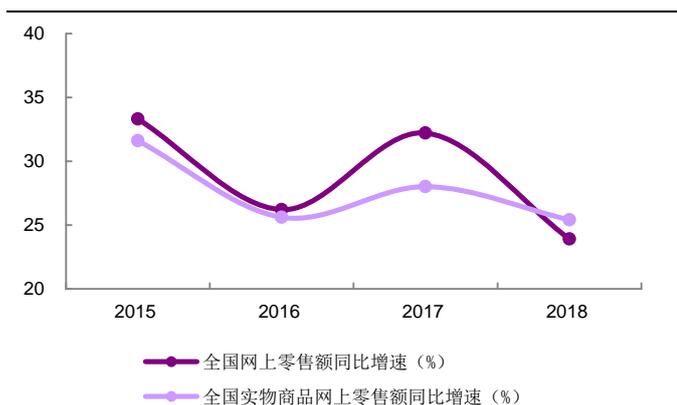


资料来源：国家统计局

1.3、线上销售增速高于整体，但呈现下降态势

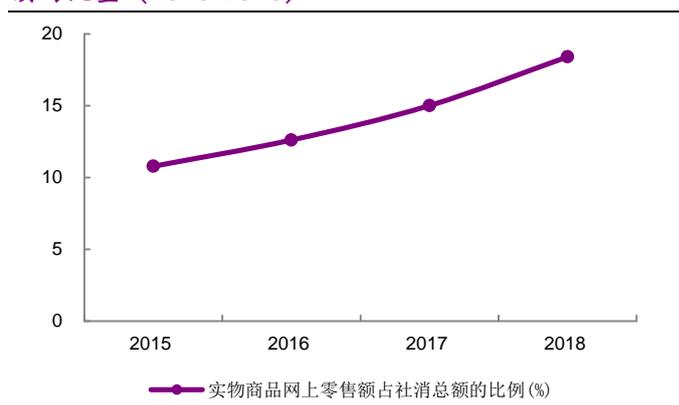
近年来，我国线上零售的销售额持续增长，但增速呈现下降态势，实物商品网上零售额占社会消费品零售总额的比重持续小幅提升。2018年全国网上零售额同比增长23.9%，增速较上年下降8.3个百分点，实物商品网上零售额同比增长25.4%，增速较上年下降2.6个百分点。全国实物商品网上零售额占社会消费品零售总额的比例为18.4%，较上年上升3.4个百分点。

图表7：全国网上零售额同比增速（2015-2018）



资料来源：国家统计局

图表8：全国实物商品网上零售额占社会消费品零售总额的比重（2015-2018）

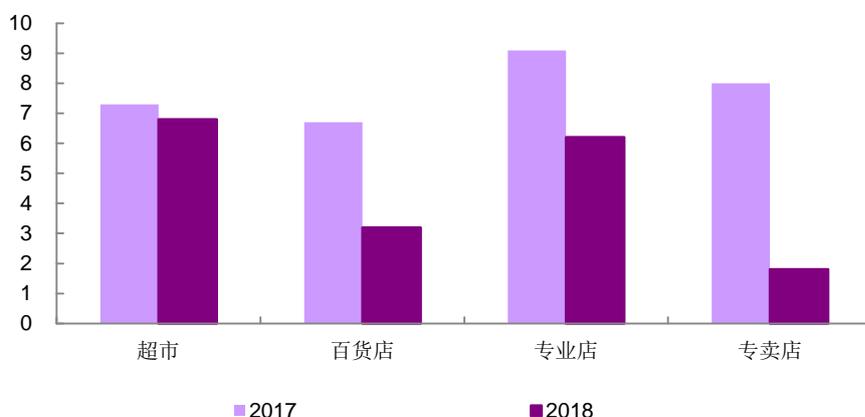


资料来源：国家统计局

2、超市整体表现相对稳健，百货和黄金珠宝行业分化严重

国家统计局发布的数据显示，在2018年限额以上零售业单位中，超市、百货店、专业店和专卖店零售额同比分别增长6.8%、3.2%、6.2%和1.8%，增速较2017年分别下降0.5、3.5、2.9和6.2个百分点。

图表9：全国限额以上企业分业态零售额同比增速（%，2017-2018）



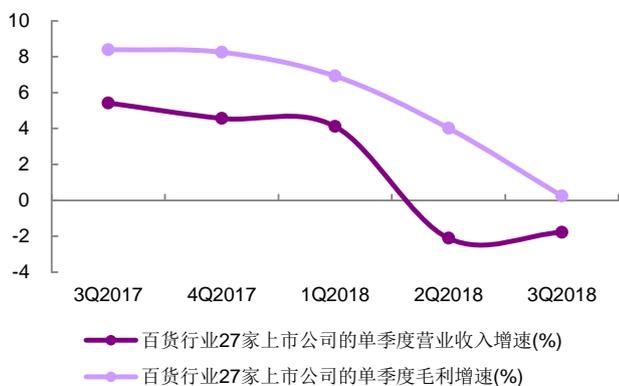
资料来源：国家统计局

2019 年一季度，我们认为可选消费复苏仍然处于减弱阶段，预计将显著影响多数百货公司的营收增速和净利润增速，预计业绩稳健的是具有技术与管理优势的龙头公司。超市行业方面，盒马等新业态项目的盈利能力仍然较弱，通胀水平仍处较低水平，不利于超市同店收入增速的提升。黄金珠宝行业的短期数据走弱，我们认为行业是否下行仍需春节数据验证，预计具有渠道拓展能力的龙头公司将继续保持优势。2018Q4 家电销售数据有所回暖，但我们认为家电销售受地产后周期影响较大，家电 3C 连锁行业的营收增速预计难以持续维持高位。

2.1、百货行业：可选消费复苏力度继续减弱，预计龙头公司相对稳健

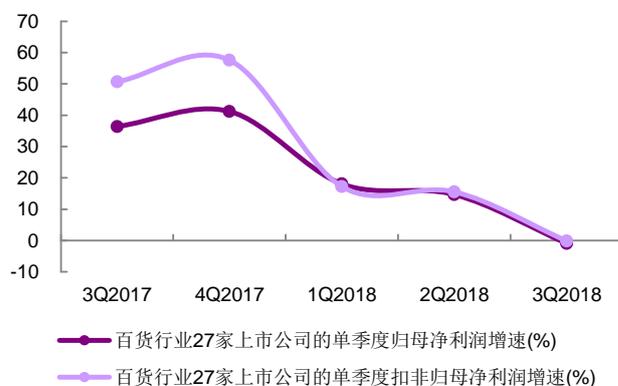
由于降价促销等原因，2018Q3 百货行业主要公司的营收降幅小幅收窄，但毛利增速较 2Q2018 显著下降，归母净利润增速已经由正转负。百货行业主要的 27 家上市公司 2018Q3 实现营业收入 494.66 亿元，同比减少 1.78%，降幅较 2Q2018 收窄 0.33 个百分点。实现毛利 115.37 亿元，同比增长 0.24%，增速较 2Q2018 下降 3.78 个百分点。实现归母净利润 14.29 亿元，同比减少 0.91%，而 2Q2018 同比增长 14.68%。实现扣非归母净利润 13.22 亿元，同比减少 0.13%，而 2Q2018 同比增长 15.55%。

图表 10：百货行业单季度收入同比增速
(2017Q3-2018Q3)



资料来源：Wind

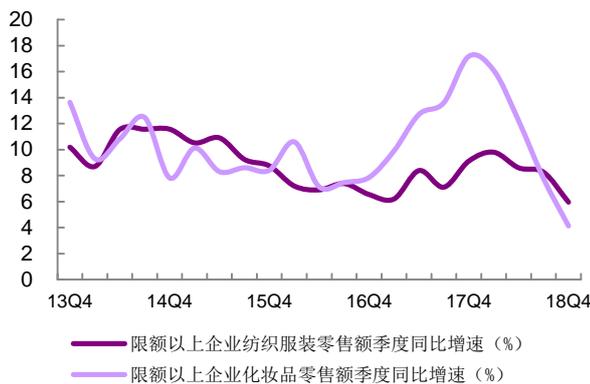
图表 11：百货行业单季度归母净利润同比增速
(2017Q3-2018Q3)



资料来源：Wind

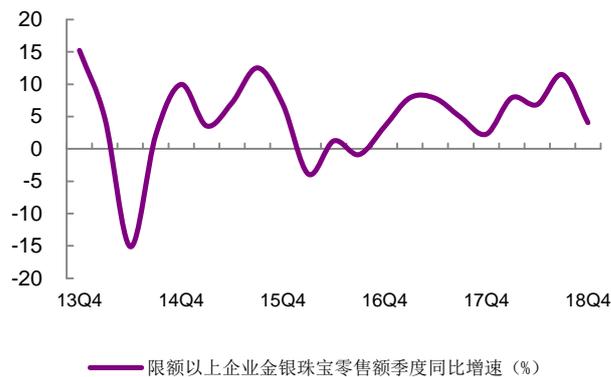
2018Q4 可选消费复苏力度继续减弱。纺织服装、化妆品和金银珠宝三个品类的销售是百货行业营业收入的主要来源。2018Q4 限额以上企业纺织服装零售总额同比增长 6.0%，增速较 2018Q3 下降 2.3 个百分点。2018Q4 限额以上企业化妆品零售总额同比增长 4.1%，增速较 2018Q3 下降 3.6 个百分点。2018Q4 限额以上企业金银珠宝品零售总额同比增长 4.1%，增速较 2018Q3 下降 7.4 个百分点。

图表 12: 全国限额以上企业纺织服装和化妆品零售额季度同比增速 (2013Q4-2018Q4)



资料来源: 国家统计局

图表 13: 全国限额以上企业金银珠宝零售额季度同比增速 (2013Q4-2018Q4)



资料来源: 国家统计局

图表 14: 百货行业主要上市公司的门店情况 (2017-2018)

	证券代码	公司简称	2017 年末 门店总数 (个)	2018 年最新 门店总数 (个)	2018 年最新 净增门店数量 (个)	备注
1	600859.SH	王府井	54	53	-1	2018 年 9 月末数据
2	600694.SH	大商股份	71	71	0	2018 年 6 月末数据
3	002419.SZ	天虹股份	74	78	4	2018 年 9 月末数据
4	000501.SZ	鄂武商 A	10	10	0	2018 年 6 月末数据
5	600697.SH	欧亚集团	38	39	1	2018 年 6 月末数据
6	600858.SH	银座股份	129	129	0	2018 年 6 月末数据
7	600828.SH	茂业商业	36	36	0	2018 年 6 月末数据
8	000417.SZ	合肥百货	23	24	1	2018 年 6 月末数据
9	600723.SH	首商股份	17	16	-1	2018 年 6 月末数据
10	600280.SH	中央商场	14	14	0	2018 年 6 月末数据
11	002277.SZ	友阿股份	12	12	0	2018 年 6 月末数据
12	002187.SZ	广百股份	22	24	2	2018 年 6 月末数据
13	601010.SH	文峰股份	13	13	0	2018 年 6 月末数据
14	600814.SH	杭州解百	4	4	0	2018 年 6 月末数据
15	600778.SH	*ST 友好	12	12	0	2018 年 6 月末数据

资料来源: 公司公告, 门店包括百货、购物中心、奥特莱斯等大型门店, 不包括超市、便利店等小型门店。

我们认为可选消费复苏仍然处于减弱阶段, 预计将显著影响多数百货公司的营收增速和净利润增速, 预计业绩稳健的是具有技术与管理优势的龙头企业。天虹股份已经与腾讯合作探索零售行业的新技术, 2018 年开始加速向三四线城市和县城扩张。2018 年, 主要百货公司新开门店较少, 而天虹股份 1-3Q2018 已经新开 4 个大型门店 (不含管理输出门店)。

图表 15: 腾讯与天虹股份的合作内容

领域	合作内容
智能识别	共同探讨智能识别技术在天虹全零售业态的应用, 包括前台顾客服务、中台适时智能管控、后台大数据采集分析应用。
数据	开展数据层面深度合作, 应用于天虹顾客洞察、精准营销、精细化运营和门店选址等领域。
金融	围绕微信支付、金融业务的零售场景开发新应用和打造案例。
微信	将天虹成熟的数字化技术应用产品和工具在微信平台模块化, 并基于微信生态适时进行赋能输出。

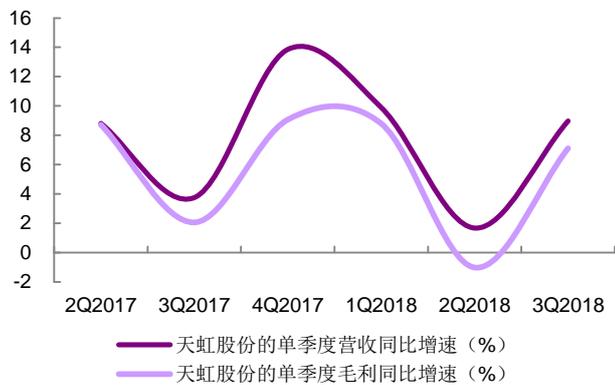
资料来源: 公司公告

图表 16: 天虹股份新开的大型门店 (2018 年前三季度)

名称	门店	业态	地址	开业日期	面积 (m ²)	经营模式	物业权属
长沙宁乡天虹	综合百货店	百货/超市	湖南省长沙市	2018/2/3	28537	直营	租赁物业
上饶余干天虹购物中心	购物中心店	购物中心/超市	江西省上饶市	2018/2/4	55411	直营	租赁物业
宜春天虹购物中心	购物中心店	购物中心/超市	江西省宜春市	2018/7/27	90154	直营	租赁物业
浏阳天虹购物中心	购物中心店	购物中心/超市	湖南省长沙市	2018/9/19	50588	直营	租赁物业

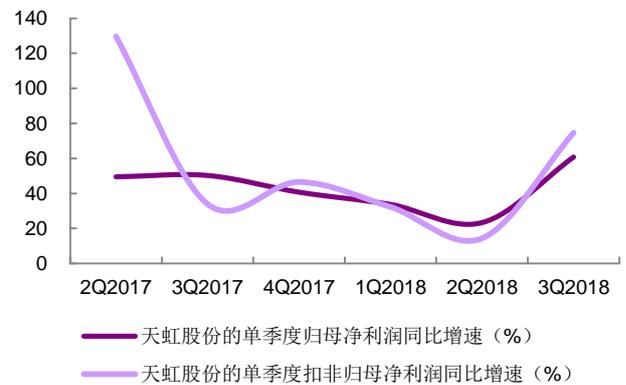
资料来源: 公司公告, 不含管理输出门店

图表 17: 天虹股份的单季度营收同比增速和毛利同比增速 (2017Q2-2018Q3)



资料来源: 公司公告

图表 18: 天虹股份的单季度净利润同比增速 (2017Q2-2018Q3)

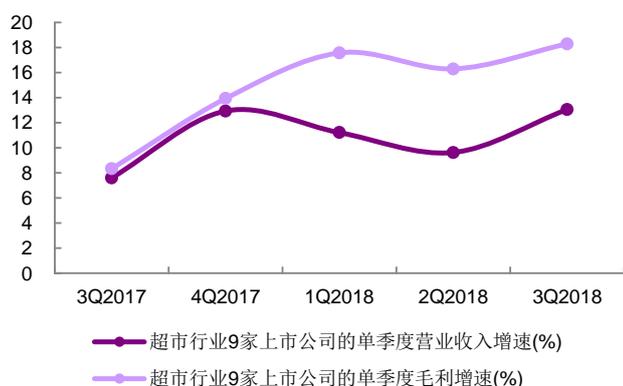


资料来源: 公司公告

2.2、超市行业：新业态项目盈利能力弱，通胀水平较低不利于同店收入增速的提升

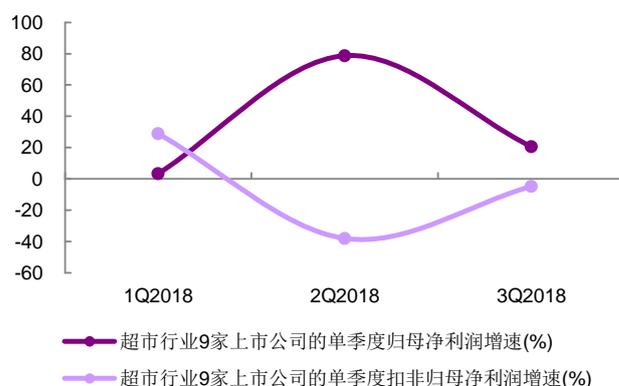
2018Q3 超市行业主要公司的营收增速，较 2Q2018 小幅上升，归母净利润增速大幅下降。超市行业主要的 9 家上市公司 2018Q3 实现营业收入 391.95 亿元，同比增长 13.05%，增速较 2Q2018 上升 3.43 个百分点。实现毛利 86.14 亿元，同比增长 18.29%，增速较 2Q2018 上升 1.99 个百分点。实现归母净利润 3.29 亿元，同比增长 20.62%，增速较 2Q2018 下降 58.07 个百分点。实现扣非归母净利润 2.34 亿元，同比减少 4.80%，降幅较 2Q2018 收窄 33.25 个百分点。

图表 19：超市行业单季度收入同比增速 (2017Q3-2018Q3)



资料来源：Wind

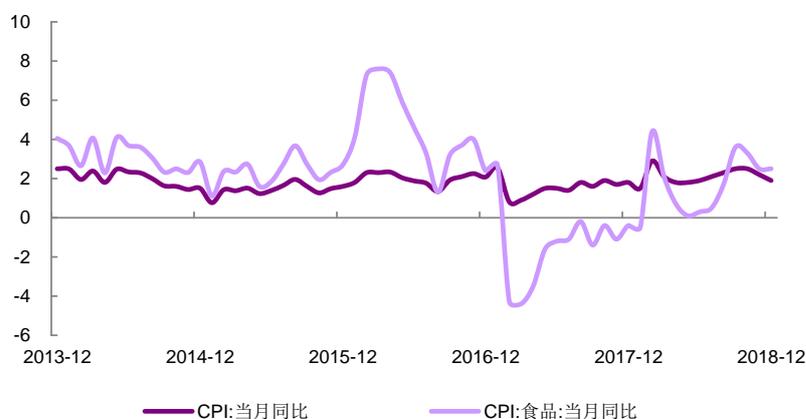
图表 20：超市行业单季度归母净利润同比增速 (2018Q1-2018Q3)



资料来源：Wind

通胀水平仍处较低水平，不利于超市同店收入增速的提升。根据国家统计局发布的数据，2018 年 12 月居民消费价格指数 (CPI) 同比上涨 1.9%，涨幅较 11 月下降 0.3 个百分点。2018 年 12 月食品 CPI 同比上涨 2.5%，涨幅与 11 月持平。从历史上看，超市企业的营收增速与 CPI 增速具有较强的相关性。

图表 21：全国 CPI 和食品 CPI 的当月同比增速 (2013/12-2018/12)



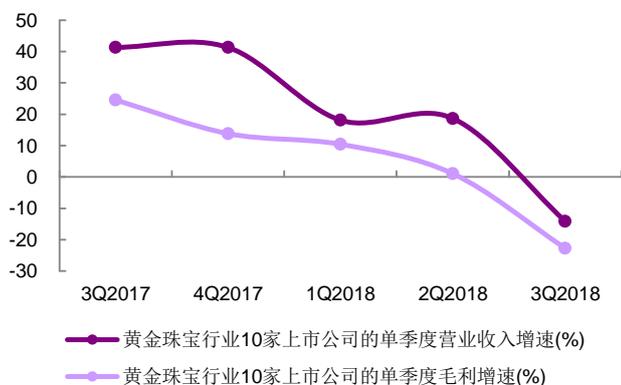
资料来源：国家统计局

当前超市行业处于业态变革期，但新业态项目盈利能力较弱。当前超市行业处于业态变革期，主要体现在：1) 阿里推出了盒马鲜生，许多零售企业也推出了类似的新模式超市门店，如永辉超市的超级物种、京东的7FRESH等，主要的改进之处包括提升生鲜比例，加强餐饮业务，提供配送服务，但这些新模式项目盈利尚需时日。2) 传统实体超市接入O2O平台(京东到家、多点Dmall)，这些O2O平台的流行将减少实体超市的人流量，我们对超市行业持谨慎观点。

2.3、黄金珠宝行业：短期数据走弱，业内公司表现分化严重

2018Q3 黄金珠宝行业主要上市公司的整体营收增速较 2Q2018 大幅下降，已经由正转负，归母净利润降幅扩大。黄金珠宝行业主要的 10 家上市公司 2018Q3 实现营业收入 203.34 亿元，同比减少 14.10%，而 2Q2018 同比增长 18.66%。实现毛利 23.32 亿元，同比减少 22.71%，而 2Q2018 同比增长 1.05%。实现归母净利润 2.78 亿元，同比减少 74.91%，降幅较 2Q2018 扩大 31.13 个百分点。实现扣非归母净利润 2.12 亿元，同比减少 78.47%，降幅较 2Q2018 扩大 27.64 个百分点。

图表 22：黄金珠宝行业单季度收入同比增速 (2017Q3-2018Q3)



资料来源：Wind

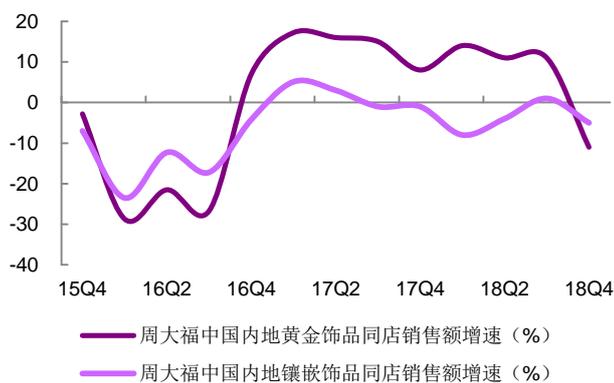
图表 23：黄金珠宝行业单季度归母净利润同比增速 (2017Q3-2018Q3)



资料来源：Wind

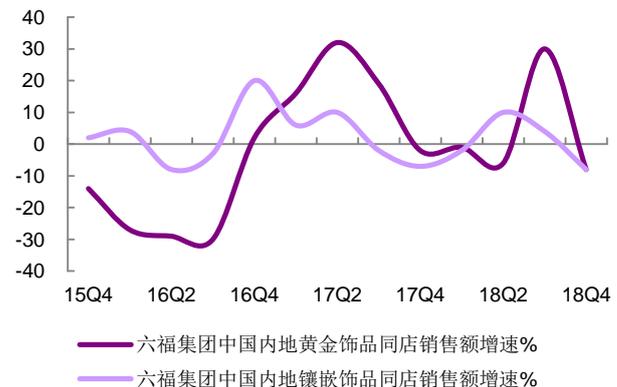
2018Q4 黄金珠宝销售数据走弱。2018Q4 全国限额以上企业金银珠宝零售额同比增长 4.1%，增速比 2018Q3 下降 7.4 个百分点。2018Q4 周大福中国内地同店销售增速为 -7%，较 2018Q3 下降 13 个百分点，其中黄金饰品的同店销售增速为 -11%，较 2018Q3 下降 22 个百分点，镶嵌饰品的同店销售增速为 -5%，较 2018Q3 下降 6 个百分点。2018Q4 六福集团中国内地同店销售增速为 -9%，较 2018Q3 下降 26 个百分点，其中黄金饰品的同店销售增速为 -8%，较 2018Q3 下降 38 个百分点，镶嵌饰品的同店销售增速为 -8%，较 2018Q3 下降 12 个百分点。

图表 24: 周大福中国内地单季度同店销售额增速 (2015Q4-2018Q4)



资料来源: 公司公告

图表 25: 六福集团中国内地单季度同店销售额增速 (2015Q4-2018Q4)



资料来源: 公司公告

业内分化严重, 预计龙头公司表现将继续优于中小公司。2018 年以来黄金珠宝行业出现严重的分化, 龙头公司表现显著优于中小公司。周大福、老凤祥、周大生 3 个龙头公司经营情况良好, 2018 年前 3 个季度的收入增速都高于 10%, 门店数量也持续增长, 而中小型公司经营情况日益恶化。黄金珠宝行业的短期数据走弱, 我们认为行业是否下行仍需春节数据验证, 具有渠道拓展能力的龙头公司将继续保持优势。

图表 26: 黄金珠宝行业主要上市公司的门店情况 (2017-2018)

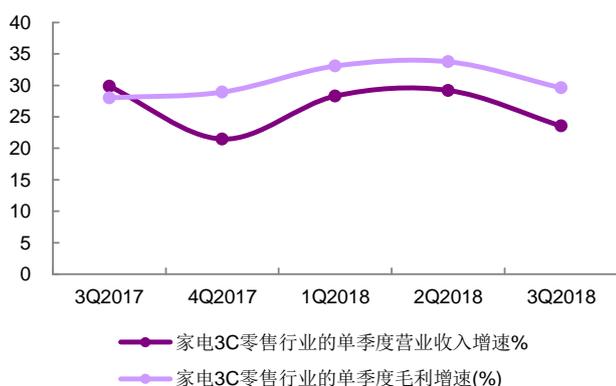
	证券代码	公司简称	主要黄金珠宝品牌	2017 年末门店总数 (个)	2018 年最新门店总数 (个)	2018 年已经净增门店数量 (个)	备注
1	600612.SH	老凤祥	老凤祥	3174	3278	104	2018 年 6 月末数据, 网点包括 160 个自营店
2	002867.SZ	周大生	周大生	2724	3190	466	2018 年 9 月末数据, 网点包括自营店 292 家, 加盟店 2898 家
3	1929.HK	周大福	周大福	2432	2941	509	2018 年 12 月末数据
4	600655.SH	豫园股份	老庙黄金 亚一珠宝	1828	1964	136	2018 年 6 月末数据
5	0590.HK	六福集团	六福珠宝	1547	1723	176	2018 年 12 月末数据
6	002345.SZ	潮宏基	潮宏基	818	850	32	2018 年 6 月末数据
7	603900.SH	莱绅通灵	莱绅通灵 蓝色火焰	712	758	46	2018 年 6 月末数据, 网点包括约 316 个直营店
8	002740.SZ	爱迪尔	IDEAL	563	710	147	2018 年 6 月末数据, 网点包括 702 家加盟店, 8 家直营店
9	002721.SZ	金一文化	金一	1218	692	-526	2018 年 6 月末数据, 网点包括 118 家自营连锁店
10	0116.HK	周生生	周生生	422	442	20	2018 年 6 月末数据
11	002731.SZ	萃华珠宝	萃华珠宝	422	409	-13	2018 年 6 月末数据, 网点包括 21 家直营店
12	0417.HK	谢瑞麟	谢瑞麟	NA	404	NA	2018 年 9 月末数据, 网点包括约 197 个直营店, 207 个加盟店

资料来源: 公司公告

2.4、家电 3C 连锁行业：家电销售受地产后周期影响，预计难以维持高位

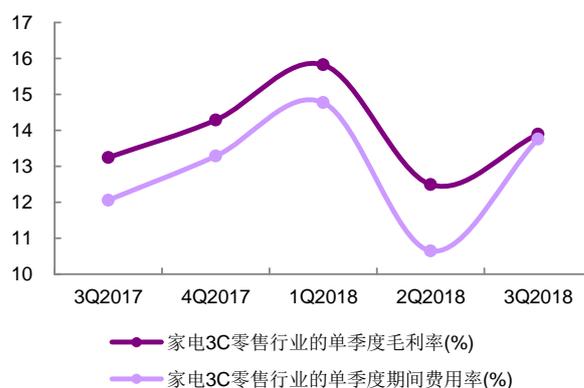
2018Q3 家电 3C 连锁行业的营收增速，较 2Q2018 环比小幅下降，主营业务的盈利能力继续处于低位。家电 3C 连锁行业主要的 2 家 A 股上市公司 2018Q3 实现营业收入 662.99 亿元，同比增长 23.53%，增速较 2Q2018 下降 5.66 个百分点。实现毛利 92.12 亿元，同比增长 29.60%，增速较 2Q2018 下降 4.14 个百分点。2018Q3 归母净利润为 -3.51 亿元，扣非归母净利润为 -7.85 亿元。家电 3C 连锁行业 2018Q3 的毛利率为 13.89%，较 2Q2018 上升 1.40 个百分点，期间费用率为 13.76%，较 2Q2018 上升 3.11 个百分点。

图表 27：家电 3C 连锁行业单季度收入和毛利同比增速 (2017Q3-2018Q3)



资料来源：Wind

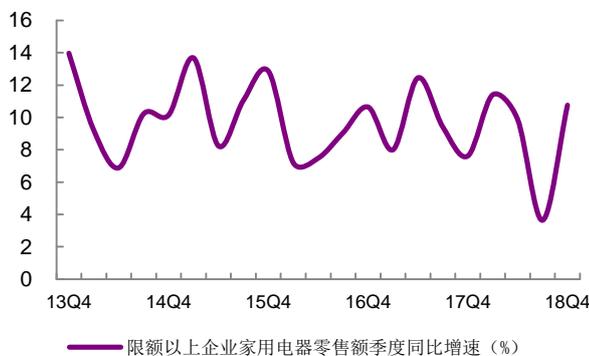
图表 28：家电 3C 连锁行业单季度毛利率和期间费用率 (2017Q3-2018Q3)



资料来源：Wind

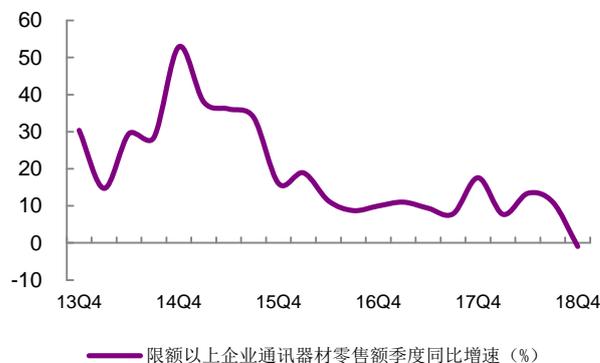
2018Q4 家电销售数据有所回暖，高增速预计难以维持。2018Q4 限额以上企业家用电器类零售总额同比增长 10.8%，增速较 2018Q3 上升 7.1 个百分点。2018Q4 限额以上企业通讯器材类零售总额同比下降 1.0%，增速较 2018Q3 下降 12.0 个百分点。由于地产受到调控后成交量下降，预计家电销售增速将难以维持高位。

图表 29：全国限额以上企业家用电器类商品零售额同比增速 (2013Q4-2018Q4)



资料来源：国家统计局

图表 30：全国限额以上企业通讯器材类商品零售额同比增速 (2013Q4-2018Q4)



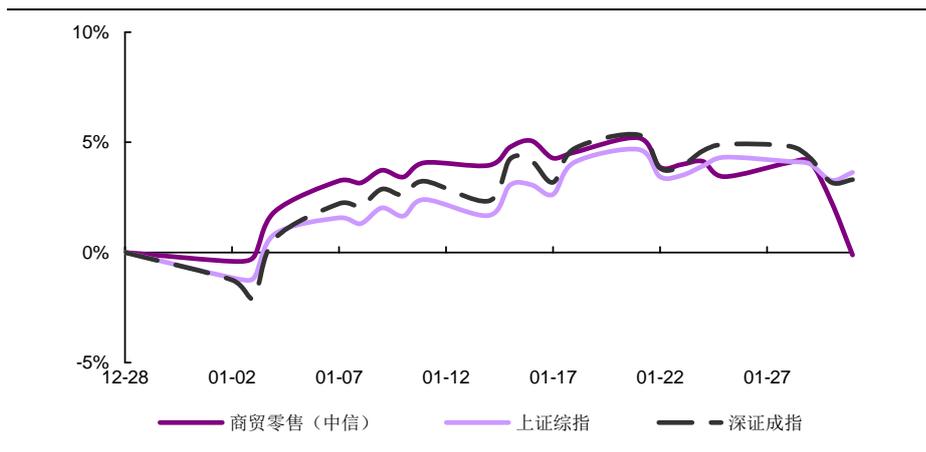
资料来源：国家统计局

3、A股零售板块表现较为平淡

3.1、2019年1月零售行业表现在沪深市场位于中游

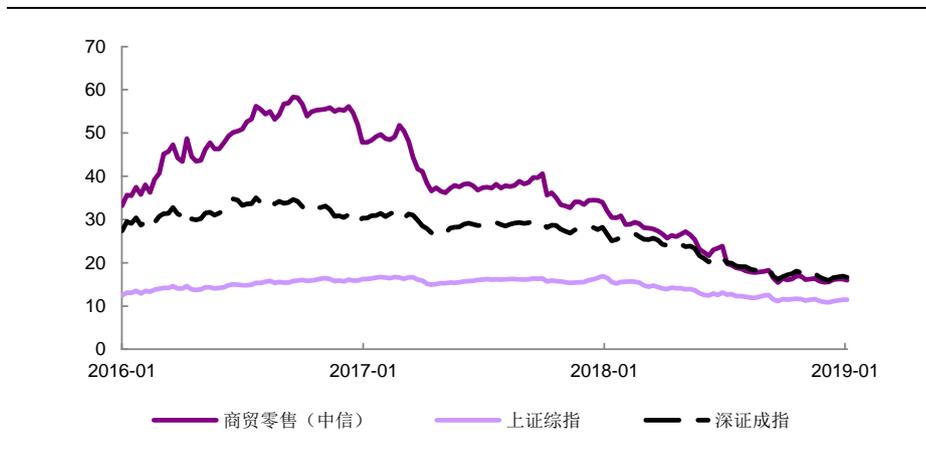
2019年1月（22个交易日），上证综合指数、深证成份指数涨幅分别为3.64%和3.31%，商贸零售（中信）指数的涨幅为-0.11%，跑输上证综指和深证成指。2019年1月31日，商贸零售行业的动态市盈率为16.0X，而上证综指为11.5X，深圳成指为16.6X。

图表 31：2019年1月A股零售板块表现（截至2019/01/31）



资料来源：Wind

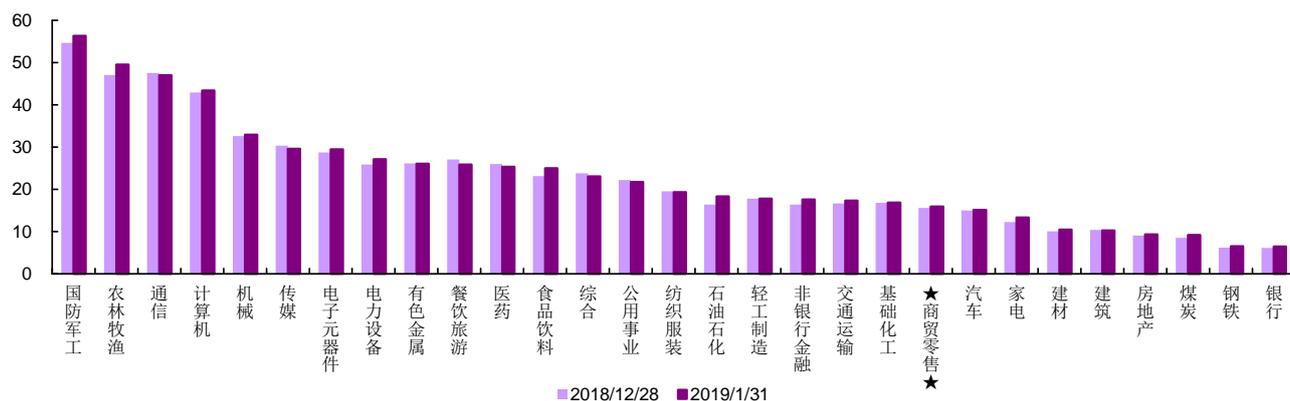
图表 32：A股零售板块近三年动态市盈率（截至2019/01/31）



资料来源：Wind

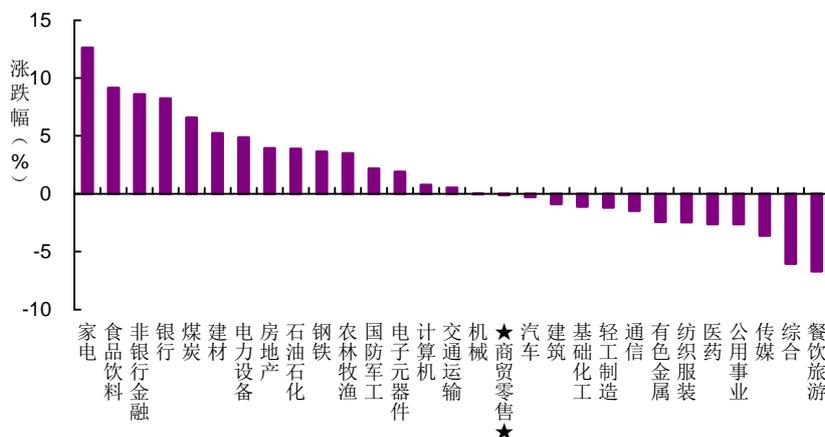
2019年1月，商贸零售行业涨幅为-0.11%，位列29个中信一级行业的第17位。2019年1月，29个中信一级行业中15个行业上涨，涨幅排名前三位的行业分别是家电、食品饮料和非银行金融，涨幅分别为12.62%、9.15%和8.60%。2019年1月，涨幅排名后三位的行业分别是餐饮旅游、综合和传媒，涨幅分别为-6.72%、-6.05%和-3.61%。2019年1月31日，商贸零售行业的动态市盈率为16.0X，位列29个中信一级行业的第21位。

图表 33: 29 个中信一级行业的动态市盈率 (2019/01/31)



资料来源: Wind

图表 34: 2019 年 1 月中信一级行业的涨幅 (%)

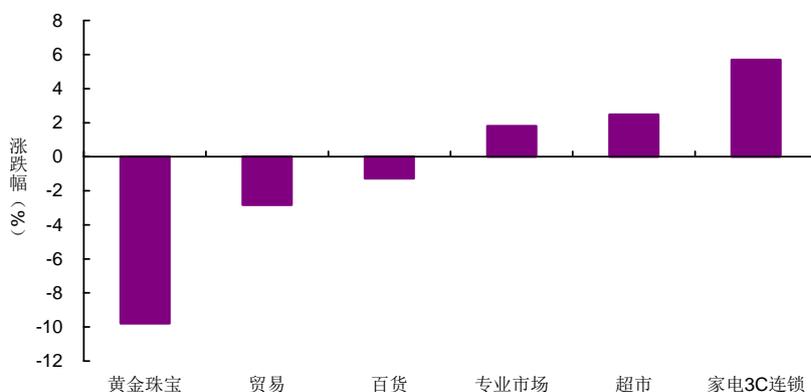


资料来源: Wind

3.2、细分行业中，家电 3C 连锁和超市表现相对稳健

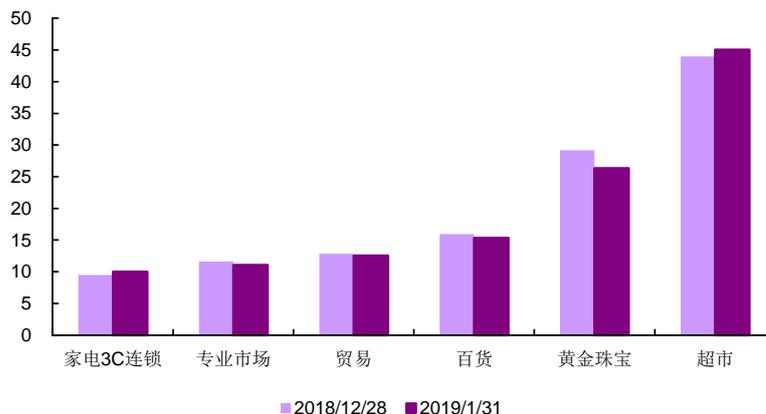
2019 年 1 月，零售板块子行业中，涨幅排名前三位的子行业分别是家电 3C 连锁、超市和专业市场，涨幅分别为 5.69%、2.47%和 1.80%。

图表 35: 2019 年 1 月 A 股零售板块子行业表现 (截至 2019/01/31)



资料来源: Wind

图表 36: A 股零售板块子行业的动态市盈率 (2019/01/31)



资料来源: Wind

2019年1月,零售行业主要的97家上市公司(不含2019年首发上市公司)中,36家公司上涨,4家公司持平,57家公司下跌。2019年1月,涨幅排名前三位的公司分别是武汉中商、兰州民百和南极电商,涨幅分别为56.20%、25.44%和22.87%。

图表 37: 2019年1月零售行业涨幅前五名个股(截至2019/01/31)

证券代码	证券简称	收盘价(元)	涨幅(%)	动态市盈率(X)	成交额(亿元/天)
000785.SZ	武汉中商	10.20	56.20	6.1	0.54
600738.SH	兰州民百	7.15	25.44	3.5	1.32
002127.SZ	南极电商	9.24	22.87	30.6	1.18
600361.SH	华联综超	3.88	14.45	34.4	0.41
600280.SH	中央商场	3.64	12.00	104.2	1.38

资料来源: Wind

4、投资策略与重点推荐公司

2019年2月,我们推荐从以下几个角度来配置组合:1)从细分品类来看,金饰具有消费和避险双重属性,受益于社会避险需求增长,预计增速最为稳健。2)从经营地域来看,中西部地区和三四线城市消费基数低,预计该地区消费增速更为稳健。3)从股权属性来看,国有企业抗风险能力更强,国企改革有望进一步提升经营效率。4)一些物业价值高,市净率低的公司已经步入价值投资区间,收购兼并或者国企改革有可能带来价值重估。

4.1、老凤祥：受益于避险需求增长，国企改革有序推进

老凤祥股份有限公司是中国黄金珠宝行业龙头企业，品牌、渠道优势明显。公司第一大股东和实际控制人是上海市黄浦区国资委，持股 42.09%。截至 2018 年 6 月底，公司的销售网点为 3278 家。

公司 1-3Q2018 实现营业收入 365.05 亿元，同比增长 10.73%；实现归母净利润 9.88 亿元，同比增长 10.14%；实现扣非归母净利润 9.53 亿元，同比增长 13.31%。单季度拆分看，公司 2018Q3 实现营业收入 112.56 亿元，同比增长 11.72%，增幅小于 2Q2018 增长的 12.03%；实现归母净利润 3.38 亿元，同比增长 7.52%，增幅小于 2Q2018 增长的 16.28%。

推荐逻辑：1) 金饰销售受益于避险需求的增长，公司金饰销售占比高。2) 龙头地位稳固。公司黄金珠宝业务营收在 A 股黄金珠宝股中连续排名第一。3) 国企改革有望加速。2018 年 8 月，公司入选国务院国资委国企改革“双百行动”名单。。

我们维持对公司 2018-2020 年全面摊薄 EPS 的预测，分别为 2.46/ 2.85/ 3.30 元，维持“买入”评级。

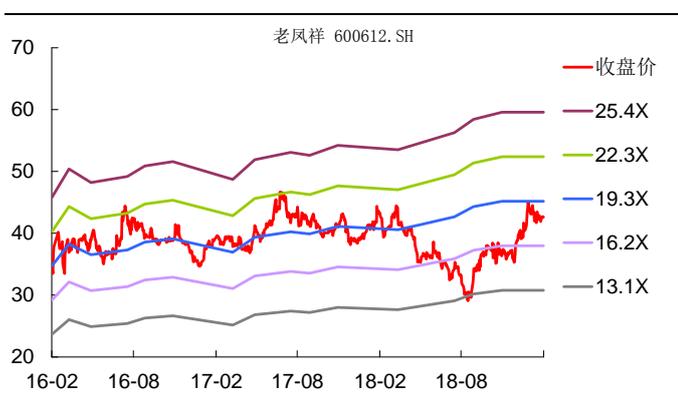
风险提示：居民消费增速未达预期，金价及人民币汇率波动大于预期。

图表 38：老凤祥业绩预测和估值指标

指标	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入（百万元）	34,964	39,810	44,352	49,043	53,918
营业收入增长率	-2.10%	13.86%	11.41%	10.58%	9.94%
净利润（百万元）	1,057	1,136	1,288	1,489	1,727
净利润增长率	-5.36%	7.44%	13.34%	15.65%	15.95%
EPS（元）	2.02	2.17	2.46	2.85	3.30
ROE（归属母公司）（摊薄）	20.89%	20.26%	20.29%	19.76%	19.35%
P/E	21	20	17	15	13
P/B	4.4	4.0	3.5	3.0	2.5

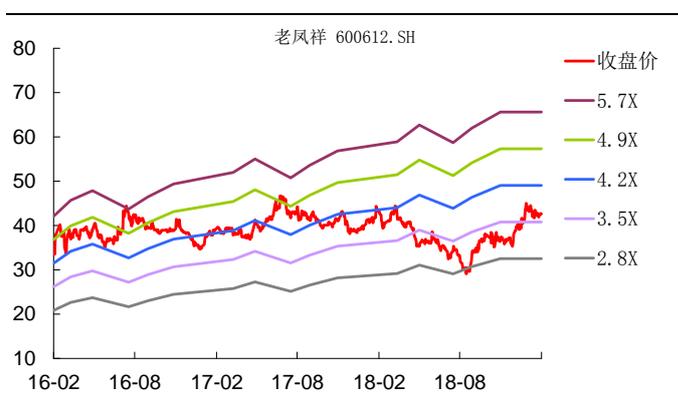
资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价为 42.61 元，日期为 2019 年 1 月 31 日

图表 39：老凤祥近三年 PE-Band（截至 2019/1/31）



资料来源：Wind

图表 40：老凤祥近三年 PB-Band（截至 2019/1/31）



资料来源：Wind

4.2、天虹股份：激励机制不断完善，扩张加速

天虹商场股份有限公司是著名连锁百货企业，第一大股东是中国航空技术深圳有限公司，持股比例为 43.4%，实际控制人为国务院国资委。截至 2018 年 9 月末，公司已进驻广东等 8 省的 25 个城市，共经营大型门店 78 家。

公司 1-3Q2018 实现营业收入 138.34 亿元，同比增长 6.92%，实现归母净利润 6.73 亿元，同比增长 36.94%，实现扣非归母净利润 5.90 亿元，同比增长 35.34%。单季度拆分来看，公司 2018Q3 实现营业收入 43.11 亿元，同比增长 8.97%，增幅大于 2Q2018 增长的 1.67%。2018Q3 实现归母净利润 1.88 亿元，同比增长 60.77%，增幅大于 2Q2018 增长的 23.34%。

推荐逻辑：1) 门店业态组合灵活，门店聚焦于满足家庭生活消费，用餐饮、娱乐、亲子吸引人流，集客能力强，传统百货商场扭亏效果好。2) 新店拓展加速。1-3Q2018 新开大型门店 4 家，新开大型门店数量在国内百货公司中居于首位。3) 激励机制不断完善，2017 年底推出第一期股票增持计划，2019 年初推出第二期股票增持计划。

我们维持对公司 2018-2020 年全面摊薄 EPS 的预测，分别为 0.78/ 0.90/ 1.02 元，维持“买入”评级。

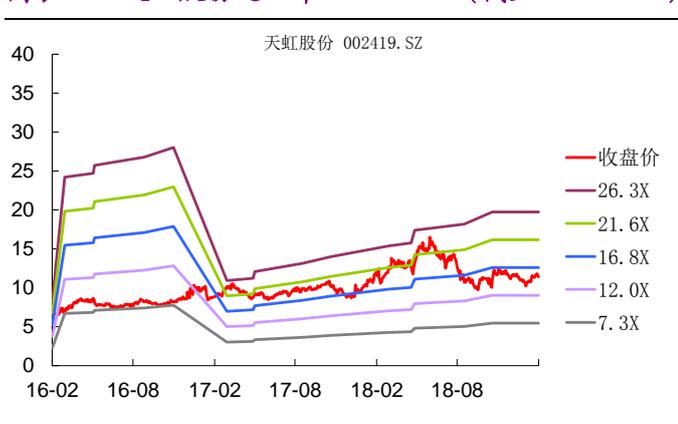
风险提示：公司创新业态发展未达预期，购物中心发展未达预期。

图表 41：天虹股份业绩预测和估值指标

指标	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	17,273	18,536	19,840	20,995	22,143
营业收入增长率	-0.71%	7.31%	7.04%	5.82%	5.46%
净利润(百万元)	524	718	934	1,078	1,230
净利润增长率	-56.63%	37.03%	30.12%	15.30%	14.14%
EPS(元)	0.44	0.60	0.78	0.90	1.02
ROE(归属母公司)(摊薄)	9.37%	11.92%	14.16%	14.66%	15.00%
P/E	26	19	15	13	11
P/B	2.5	2.3	2.1	1.9	1.7

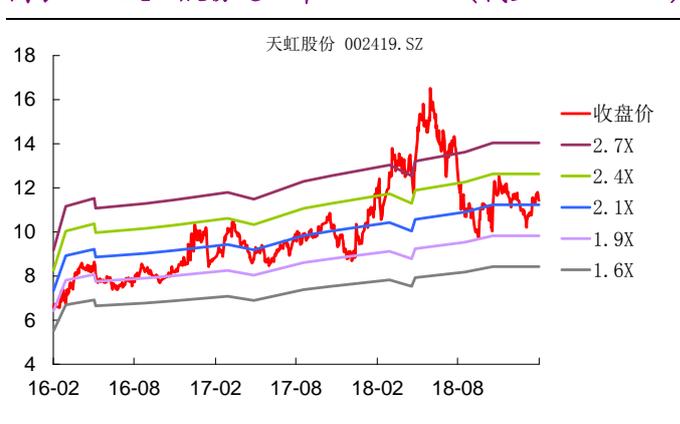
资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价为 11.43 元，日期为 2018 年 1 月 31 日

图表 42：天虹股份近三年 PE-Band (截至 2019/1/31)



资料来源：Wind

图表 43：天虹股份近三年 PB-Band (截至 2019/1/31)



资料来源：Wind

4.3、首商股份：货币资金充足、物业价值高

公司旗下拥有西单商场、友谊商店、燕莎商城等著名品牌，涉足都市百货、奥特莱斯、购物中心等多个业态。公司实际控制人是北京市国资委，第一大股东是首都旅游集团，持股 37.79%。

公司 1-3Q2018 实现营业收入 73.52 亿元，同比减少 0.90%，实现归母净利润 2.72 亿元，折合成全面摊薄 EPS 为 0.41 元，同比增长 11.54%，实现扣非归母净利润 2.32 亿元，同比增长 2.77%。单季度拆分来看，公司 2018Q3 实现营业收入 22.39 亿元，同比减少 1.86%，降幅大于 2Q2018 下降的 1.44%。2018Q3 实现归母净利润 0.62 亿元，同比减少 13.74%。

推荐逻辑：1) 2018 年 9 月底，公司货币资金约为 24 亿元，理财产品约为 20 亿，当前公司总市值约为 41 亿元。2) 2017 年末，公司自有物业门店的建筑面积为 22.7 万平方米，主要分布在北京核心商圈。公司当前 P/B 显著低于近三年均值 (1.6X)。3) 首旅集团旗下有王府井、首商股份等多家上市公司，已经承诺 2021 年 2 月前提出解决同业竞争问题的可行方案。

我们维持对公司 2018-2020 年全面摊薄 EPS 的预测，分别为 0.59/ 0.64/ 0.68 元，维持“买入”评级。

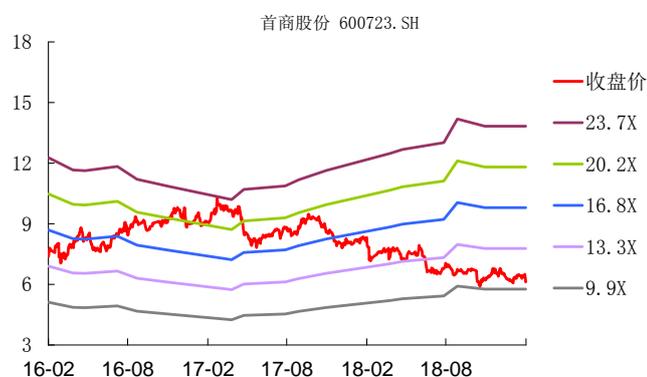
风险提示：门店整合速度未达预期，控股股东变动带来的不确定性。

图表 44：首商股份业绩预测和估值指标

指标	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入 (百万元)	10,077	10,209	10,118	10,220	10,364
营业收入增长率	-7.85%	1.31%	-0.90%	1.01%	1.41%
净利润 (百万元)	296	356	389	421	451
净利润增长率	-14.08%	20.42%	9.32%	8.18%	6.98%
EPS (元) (摊薄)	0.45	0.54	0.59	0.64	0.68
ROE (归属母公司)(摊薄)	8.50%	9.53%	9.71%	9.78%	9.74%
P/E	14	11	10	10	9
P/B	1.2	1.1	1.0	0.9	0.9

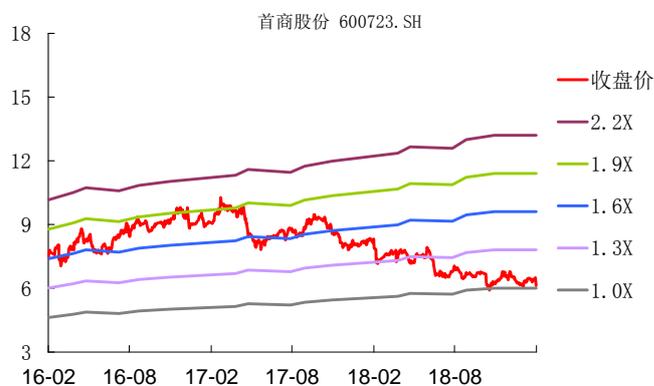
资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价为 6.12 元，日期为 2019 年 1 月 31 日

图表 45：首商股份近三年 PE-Band (截至 2019/1/31)



资料来源：Wind

图表 46：首商股份近三年 PB-Band (截至 2019/1/31)



资料来源：Wind

5、风险提示

1) 宏观经济增速和居民收入增速未达预期。宏观经济的增长、居民收入的提高是社会消费品零售额提升的根本原因。零售行业作为消费品销售的渠道，其营收增速在很大程度上由宏观经济增速、居民收入增速所决定。

2) 地产后周期影响部分子行业销售增速。家电、家居用品等消费品的销售额与地产周期关系较大，我国地产销售的高峰已经过去，与家电、家居用品销售密切相关的家电专业连锁、商业地产经营行业可能受到较大影响。

3) 人工费用增速高于预期。由于房租上涨、社保缴纳方式调整等因素，零售企业的人工费用增速可能高于预期。

行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上；
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%；
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%；
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 至 15%；
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上；
无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。

基准指数说明：A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，光大证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本证券研究报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就任何人依据报告中的内容而最终操作建议做出任何形式的保证和承诺。在任何情况下，本报告中的信息或所表达的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表达的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能会独立做出与本报告的意見或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，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客户。本报告仅向特定客户传送，未经本公司书面授权，本研究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。如欲引用或转载本文内容，务必联络本公司并获得许可，并需注明出处为光大证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

光大证券股份有限公司

上海市南京西路 1266 恒隆广场一期 49 楼 邮编 200040

机构业务总部	姓名	办公电话	手机	电子邮件
上海	徐硕	021-52523543	13817283600	shuoxu@ebscn.com
	李文渊		18217788607	liwenyuan@ebscn.com
	李强	021-52523547	18621590998	liqiang88@ebscn.com
	罗德锦	021-52523578	13661875949/13609618940	luodj@ebscn.com
	张弓	021-52523558	13918550549	zhanggong@ebscn.com
	黄素青	021-22169130	13162521110	huangsuqing@ebscn.com
	邢可	021-22167108	15618296961	xingk@ebscn.com
	李晓琳	021-52523559	13918461216	lixiaolin@ebscn.com
	郎珈艺	021-52523557	18801762801	dingdian@ebscn.com
	余鹏	021-52523565	17702167366	yupeng88@ebscn.com
	丁点	021-52523577	18221129383	dingdian@ebscn.com
	郭永佳		13190020865	guoyongjia@ebscn.com
	北京	郝辉	010-58452028	13511017986
梁晨		010-58452025	13901184256	liangchen@ebscn.com
吕凌		010-58452035	15811398181	lvling@ebscn.com
郭晓远		010-58452029	15120072716	guoxiaoyuan@ebscn.com
张彦斌		010-58452026	15135130865	zhangyanbin@ebscn.com
庞舒然		010-58452040	18810659385	pangsr@ebscn.com
中青雯		021-22169527	15921857444	shenqw@ebscn.com
深圳		黎晓宇	0755-83553559	13823771340
	张亦潇	0755-23996409	13725559855	zhangyx@ebscn.com
	王渊锋	0755-83551458	18576778603	wangyuanfeng@ebscn.com
	张靖雯	0755-83553249	18589058561	zhangjingwen@ebscn.com
	苏一耘		13828709460	suyy@ebscn.com
	常密密		15626455220	changmm@ebscn.com
国际业务	陶奕	021-52523546	18018609199	taoyi@ebscn.com
	梁超	021-52523562	15158266108	liangc@ebscn.com
	金英光		13311088991	jinyg@ebscn.com
私募业务部	周梦颖	021-52523550	15618752262	zhoumengying@ebscn.com
	安玲娴	021-52523708	15821276905	anlx@ebscn.com
	张浩东	021-52523709	18516161380	zhanghd@ebscn.com
	吴冕	0755-23617467	18682306302	wumian@ebscn.com
	吴琦	021-52523706	13761057445	wuqi@ebscn.com
	王舒	021-22169419	15869111599	wangshu@ebscn.com
	傅裕	021-52523702	13564655558	fuyu@ebscn.com
	王婧	021-22169359	18217302895	wangjing@ebscn.com
	陈潞	021-22169146	18701777950	chenlu@ebscn.com
	王涵洲		18601076781	wanghanzhou@ebscn.com
	黄小芳	021-52523715	15221694319	huangxf@ebscn.com