

## 商贸零售行业

## 商贸零售行业 1 月报

## 评级

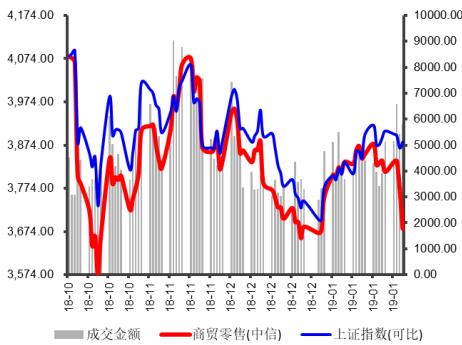
报告原因：定期报告

外资增量入市，偏好高 ROE 业绩稳健的龙头白马股 看好

2019 年 2 月 22 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

➤ 2019 年 1 月，沪深 300 指数回升 6.34%，与 2018 年同期相比小幅提振 0.26pct。CS 商贸零售行业下跌 0.11%，与 2018 年同期相比下降了 1.55pct，跑输大盘 6.46pct。1 月份中信一级 29 个行业有半数行业呈现上涨，市场表现持续好转。受 2018 年四季度以来社零增速明显换挡，模仿型排浪式消费阶段基本结束，居民收入下滑、消费信贷收缩、财富效应缩水等多重因素影响消费下滑，消费市场承压较大，CS 商贸零售行业 1 月市场表现弱于去年同期，在中信 29 个行业排名第 17 位，处于中下游水平。

#### 行业数据月报

➤ 2019 年 1 月，CPI 同比上涨 1.7%，涨幅比上月回落 0.2pct。其中，食品价格上涨 1.9%，非食品价格上涨 1.7%。环比看，受节假日因素的影响 CPI 上涨了 0.5%。食品方面受天气寒冷和临近春节等因素的影响，鲜菜、鲜果、水产品及牛羊肉蛋六项合计影响 CPI 上涨 0.32pct，仅鲜菜一项就上涨了 9.1%，而部分地区生猪禁运解除，供应增加导致猪肉价格下降 1.0%。非食品变动由降转升，影响 CPI 上涨约 0.19pct，寒假和春运期间出行需求增多，拉动飞机票、旅行社收费和长途汽车票价格分别上涨 15.9%、6.4% 和 2.8%。

➤ 商务部监测数据显示，除夕至正月初六（2 月 4 日至 10 日），全国商品市场保持平稳较快增长，零售和餐饮企业实现销售额约 10050 亿元，春节消费首次实现万亿元水平，比去年春节黄金周增长 8.5%，但与历年数据相比增速首次跌落两位数，同比增速下跌 1.7pct。当前经济环境下行压力较大，居民消费相比以往更加谨慎，但拉动内需与促进消费已成为当前经济新的增长点，值得关注的是三四线城市呈现出了巨大的消费潜力。春节黄金周消费的诸多亮点从品质消费、体验消费、智能消费三个维度展现了我国消费升级的大趋势。

#### 行业新闻回顾

- 苏宁易购收购万达百货剑指新零售；
- 侯毅：不搞价格战，精细化运营将是盒马今年重点；
- 阿里巴巴入股中金公司，占其总已发行股份 4.84%。

#### 投资建议

➤ 2018 年 Q4 以来，CS 商贸零售估值水平一路维持在 15X 左右震荡起伏，2019 年 1 月以来小幅回探至 16.35X，月末最后两天又跌落至 15.5X 附近，1 月整体基本保持上行趋势。截止 1 月 31 日，CS 零售估值水平重回 15.5X，仍处于历史估值低位水平。在消费促进政策释放效力、个人税收负担降低及节假日效应的提振之下，板块表现较为乐观。在外资持续流入的背景下，我们建议中长期关注业绩稳健，具有较强抗周期性的必选消费头部企业，以及有能力通过消化低线城市消费红利、持续提升行业集中度和供应链效率的优质龙头线下企业永辉超市、家家悦、天虹股份、苏宁易购。

**风险提示：**宏观经济增速放缓及消费疲软；促消费政策落地效果不及预期；电商冲击及市场竞争加剧的风险。

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 春节黄金周消费数据 .....	8
3.行业动态回顾 .....	10
4.投资建议 .....	12
5.风险提示 .....	13

## 图表目录

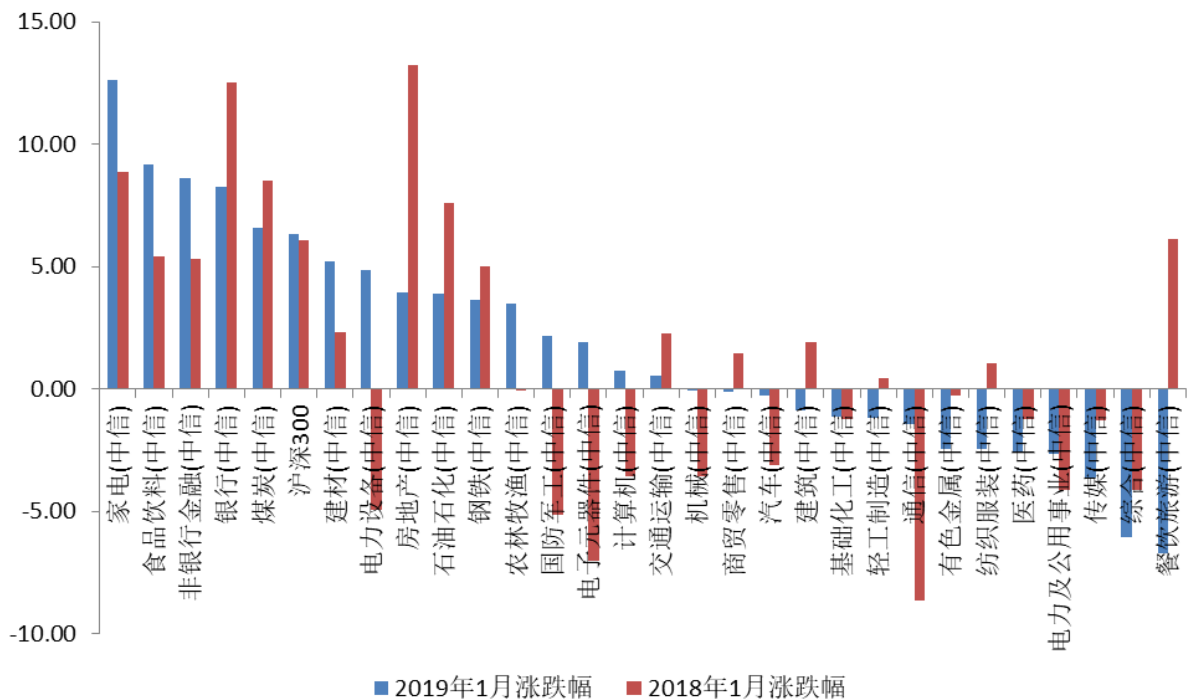
图 1 2019 年 1 月中信一级行业涨跌幅 .....	4
图 2 商贸零售子板块 2019 年 1 月涨跌幅 .....	5
图 3 商贸零售子板块 2018 年 1 月涨跌幅 .....	5
表 1 2019 年 1 月个股涨跌幅情况.....	5
表 2 2019 年 1 月个股资金流向情况.....	6
图 5 CPI 当月同比、环比 .....	8
图 6 CPI 当月同比按类别分.....	8
图 7 黄金周零售和餐饮企业销售额（亿元）及同比（%） .....	9
图 8 2014-2019 年春节黄金周全国百家重点大型企业零售额同比增速（%） .....	9
图 9 CS 商贸零售、上证综指历史估值水平 PE（TTM） .....	12

## 1. 行业市场表现

### 1.1 一级行业概况

2019年1月，沪深300指数回升6.34%，与2018年同期相比小幅提振0.26pct。CS商贸零售行业下跌0.11%，与2018年同期相比下降了1.55pct，跑输大盘6.46pct。1月份中信一级29个行业有半数行业呈现上涨，市场表现持续好转。受2018年四季度以来社零增速明显换挡，模仿型排浪式消费阶段基本结束，居民收入下滑、消费信贷收缩、财富效应缩水等多重因素影响消费下滑，消费市场承压较大，CS商贸零售行业1月市场表现弱于去年同期，在中信29个行业排名第17位，处于中下游水平。

图1 2019年1月中信一级行业涨跌幅

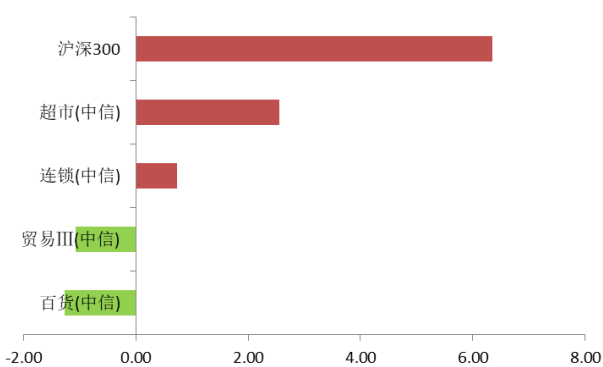


数据来源：Wind，山西证券研究所

## 1.2 子行业情况

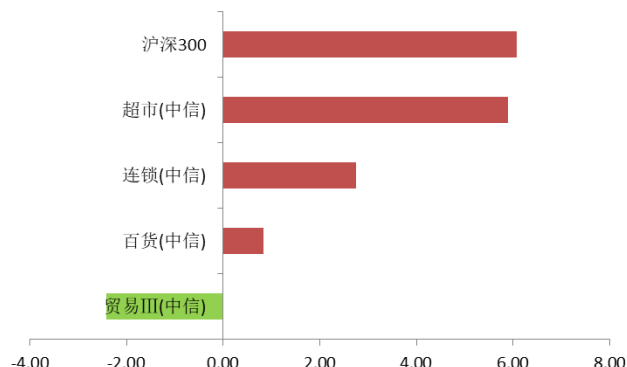
从子版块来看，1月CS零售4个三级子行业中超市、连锁、贸易III、百货的涨跌幅分别为2.56%、0.73%、-1.07%、-1.27%。子行业表现有升有降，其中超市板块涨幅相对凸显，百货板块与去年同期相比由正转负承压较大，但均弱于沪深300指数。

图2 商贸零售子版块2019年1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2018年1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34家上市公司收涨，其中有武汉中商、兰州民百、南极电商的月涨幅均超过20%，武汉中商月涨幅达56.20%；有59家上市公司收跌，其中东方金钰、汇嘉时代、汉商集团的月跌幅超过20%，还有金一文化、宏图高科、国美通讯等9家公司跌幅超过10%。

表1 2019年1月个股涨跌幅情况

1月份涨幅前十的个股			1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%
000785.SZ	武汉中商	56.20	600086.SH	东方金钰	-37.74
600738.SH	兰州民百	25.44	603101.SH	汇嘉时代	-26.51
002127.SZ	南极电商	22.87	600774.SH	汉商集团	-24.91
600361.SH	华联综超	14.45	002721.SZ	金一文化	-18.97
600280.SH	中央商场	12.00	600122.SH	宏图高科	-18.46
002251.SZ	步步高	9.84	600898.SH	国美通讯	-15.14

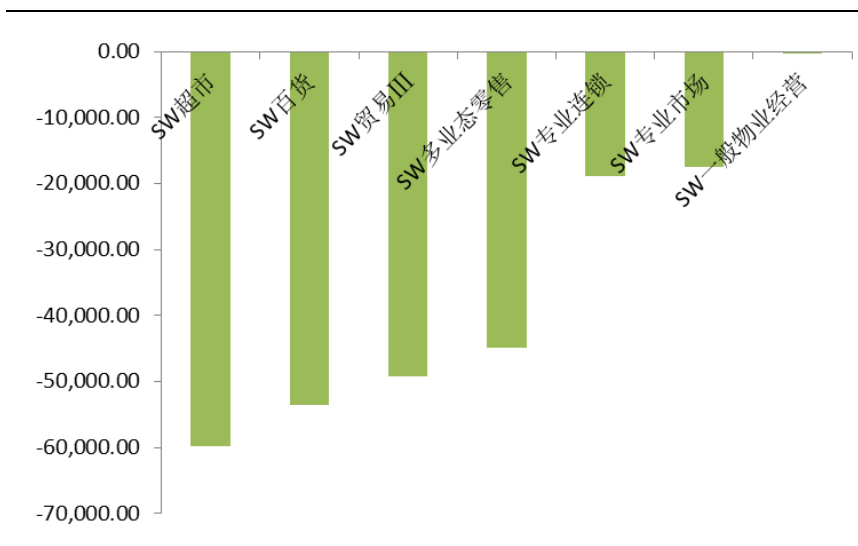
002731. SZ	萃华珠宝	6.24	600891. SH	秋林集团	-14.31
600859. SH	王府井	5.97	300413. SZ	芒果超媒	-13.00
000715. SZ	中兴商业	5.85	600306. SH	商业城	-12.11
002024. SZ	苏宁易购	5.69	002345. SZ	潮宏基	-12.08

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，1月SW商业贸易主力净入额为-24.42亿元。1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350.18万元，是主力净流出资金最少的子行业，SW专业超市板块主力净流出额最多，为5.98亿元。

图4 SW商业贸易子行业2019年1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，1月主力资金净流入额超过1亿元的个股仅有苏宁易购，为1.80亿元；主力资金净流出额超1亿元的个股有永辉超市、兰州民百、王府井、汇嘉时代和宏图高科5家，其中永辉超市净流出额为4.98亿元。

表2 2019年1月个股资金流向情况

1月资金流入前十的个股			1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）
002024. SZ	苏宁易购	17,977.66	601933. SH	永辉超市	-49,766.21

600753. SH	东方银星	3,384.93	600738. SH	兰州民百	-14,486.22
000058. SZ	深赛格	3,313.80	600859. SH	王府井	-13,354.90
603708. SH	家家悦	2,766.99	603101. SH	汇嘉时代	-13,276.14
600415. SH	小商品城	2,577.46	600122. SH	宏图高科	-10,015.49
600858. SH	银座股份	2,536.21	000785. SZ	武汉中商	-8,205.03
000560. SZ	我爱我家	1,024.71	600280. SH	中央商场	-7,270.11
300755. SZ	华致酒行	767.50	600120. SH	浙江东方	-6,610.35
600827. SH	百联股份	767.37	002127. SZ	南极电商	-6,557.87
600790. SH	轻纺城	748.40	002264. SZ	新华都	-6,533.17

数据来源: Wind, 山西证券研究所

## 2.行业数据月报

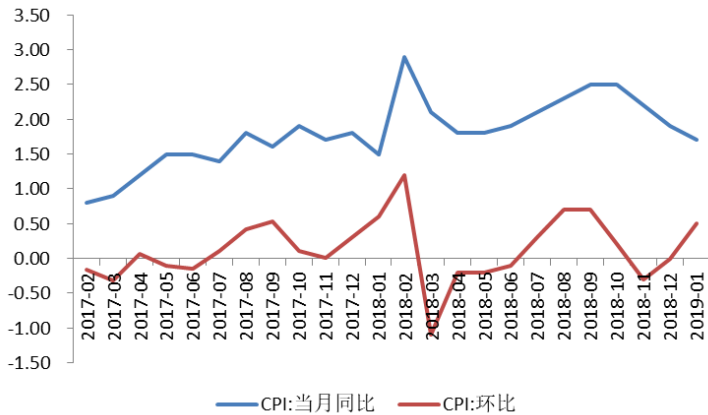
### 2.1 居民消费价格指数

2019年1月, CPI同比上涨1.7%, 涨幅比上月回落0.2pct。其中, 食品价格上涨1.9%, 非食品价格上涨1.7%。食品价格涨幅较去年同期回落0.6pct, 影响CPI上涨约0.38pct, 鲜菜、鲜果、水产品及牛羊肉蛋六项合计影响CPI上涨约0.34pct; 非食品价格涨幅与去年同期持平, 影响CPI上涨约1.36pct, 其中教育文化和娱乐、医疗保健、居住价格分别上涨2.9%、2.7%和2.1%, 合计影响CPI上涨约1.0pct, 汽油和柴油价格分别下降6.2%和6.5%, 已连续2个月同比下降。据测算, 在1月份1.7%的同比涨幅中, 去年价格变动的翘尾影响约为1.2pct, 新涨价影响约为0.5pct。

从环比看, 受到节假日因素的影响CPI上涨了0.5%。其中食品价格上涨1.6%, 非食品价格上涨0.2%。食品涨幅较上月扩大0.5pct, 影响CPI上涨约0.31pct, 受到天气寒冷和临近春节等因素的影响, 鲜菜、鲜果、水产品及牛羊肉蛋六项合计影响CPI上涨0.32pct, 仅鲜菜一项就上涨了9.1%, 而部分地区生猪禁运解除, 供应增加导致猪肉价格下降1.0%。非食品变动由降转升, 影响CPI上涨约0.19pct, 寒假和春节期间出行需求增多, 拉动飞机票、旅行社收费和长途汽车票价格分别上涨15.9%、6.4%和2.8%, 合计影响CPI上涨约0.15pct, 春节前城市

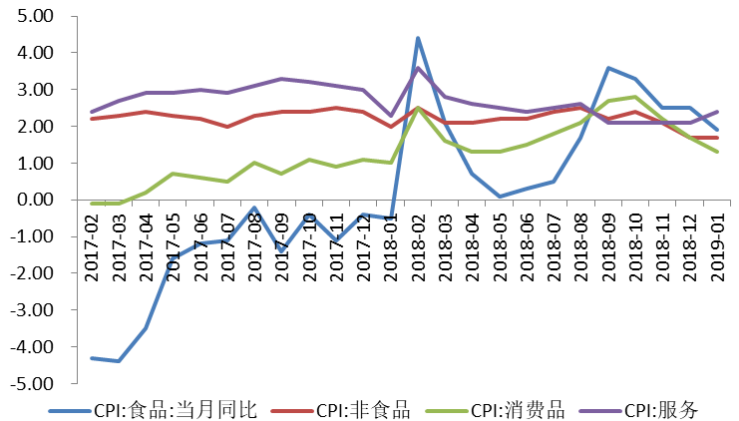
务工人员集中返乡，部分服务价格上涨明显，家政服务、理发价格分别上涨 5.8%、5.4%，受到成品油调价影响，汽油和柴油价格分别下降 3.7%和 4.0%。

图 5 CPI 当月同比、环比



数据来源：国家统计局，山西证券研究所

图 6 CPI 当月同比按类别分



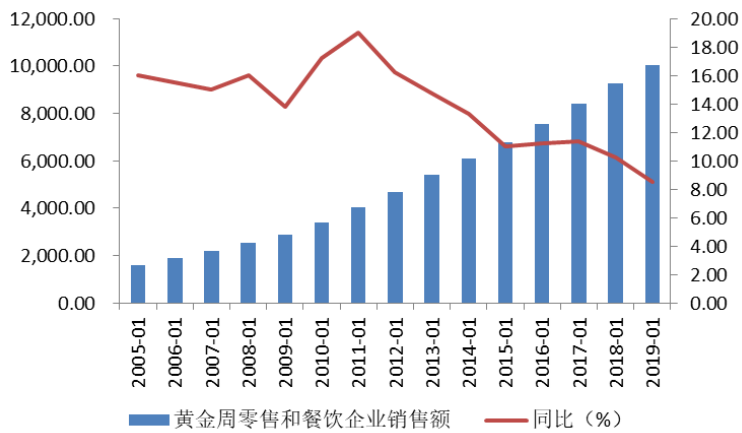
数据来源：国家统计局，山西证券研究所

## 2.2 春节黄金周消费数据

商务部监测数据显示，除夕至正月初六（2月4日至10日），全国商品市场保持平稳较快增长，零售和餐饮企业实现销售额约 10050 亿元，春节消费首次实现万亿元水平，比去年春节黄金周增长 8.5%，但与历年数据相比增速首次跌落两位数，同比增速下跌 1.7pct。当前经济环境下行压力较大，居民消费相比以往更加谨慎，但拉动内需与促进消费已成为当前经济新的增长点，值得关注的是三四线城市呈现出了巨大的消费潜力。天猫数据显示，从消费力来看，广东、浙江、江苏、山东、福建等沿海经济大省位居天猫年货消费前五省份。从城市维度来看，三四线城市年货消费增速均达到 55%，均超过一线城市的 51%和二线城市的 54%。五线城市也呈现增长势头，年货消费增速为 53%。阿里本地生活服务数据显示，三线城市餐饮和新零售订单增长迅猛，超过了一二线城市。在消费升级的趋势下，春节消费体现了“从量变到质变”的过程，除了地域上的均衡发展，核心消费人群也显示出年轻化趋势。



图 7 黄金周零售和餐饮企业销售额（亿元）及同比（%）



数据来源：商务部，山西证券研究所

图 8 2014-2019 年春节黄金周全国百家重点大型企业零售额同比增速（%）



数据来源：中华全国商业信息中心，山西证券研究所

春节黄金周消费的诸多亮点从品质消费、体验消费、智能消费三个维度展现了我国消费升级的大趋势。春节黄金周期间，传统年货、绿色食品、智能家电、新型数码产品、地方特色产品等销售保持较快增长。安徽、云南重点监测企业家电销售额增长 15% 左右，宁夏重点监测企业通讯器材销售额增长 14.2%。河北保定、湖北潜江重点监测企业绿色有机食品销售额同比分别增长 40% 和 18.6%，居民品质消费的水准进一步提升；集购物、餐饮、娱乐等功能于一体的购物中心、奥特莱斯等新兴业态受到消费者青睐，上海重点监测的 7 家购物中心、奥特莱斯销售额同比增长 20% 以上，安徽重点监测大型购物中心销售额增长 11.6%，体验式消费的范围进一步扩大；各大电商平台坚持春节不打烊，让消费者在节日期间也能享受到便捷的网购服务。某电商平台春节期间销售额同比增长 40% 左右，智能手机、中高端家电、家居产品、时尚服饰等商品热销，智能便利的消费需求进一步增强。

中华全国商业信息中心数据肖女士，2019 年春庆黄金周期间，全国百家重点大型零售企业（以百货业态为主）零售额相比去年同期下降 1.3%，降幅与去年基本持平。在调查的 100 家大型零售企业中，有 39 家零售额实现同比正增长，另外 61 家为负增长。主要商品销售方面，各品类商品零售额有增有降。其中化妆品类零售额同比增长最快，

增速为 8.7%，金银珠宝类、日用品类和食品类也分别实现了 4.3%、3.0% 和 1.8% 的同比正增长；服装类零售额增速相比上年同期回落较多；家用电器类零售额仍为同比下降，但降幅相比上年有所收窄。从近几年的产品销售结构来看，生活必需品市场供应充足、品类丰富，食品、化妆品类等礼品型产品在春节假期消费需求旺盛，线上购物节的频繁攻势降低了线下服装的集中购买热度，同时也减少了线下家用电器类产品的购买频率。

### 3.行业动态回顾

#### ➤ 苏宁易购收购万达百货剑指新零售

2月12日，苏宁易购董事长张近东在新春团拜会上宣布，苏宁易购正式收购万达百货有限公司下属全部 37 家百货门店，构建线上线下一店到手全场景的百货零售业态，为用户提供更丰富的数字化、场景化购物体验。苏宁的收购，将为万达百货注入全新的数字化变革，也是苏宁业态融合创新的全新探索，更是其全场景零售能力全面输出的最新案例。

这是苏宁 2019 全场景零售布局的重要落子。苏宁一直致力于构建全场景智慧零售生态系统，实现从线上到线下，从城市到乡镇的全覆盖，为用户搭起随时可见、随时可触的智慧零售场景，满足在任何时间、任何地点、任何服务的需求。而此次收购万达百货，毫无疑问在快速锁定优质线下场景资源的同时，进一步推进商品供应链变革，更能够为上市公司带来收益增厚。公开资料显示，万达百货在全国的 37 家门店大都位于一、二线城市的 CBD 或市中心区域，会员数量超 400 万人。近两年，万达百货销售规模稳中有升，净利润水平持续提升。

#### ➤ 侯毅：不搞价格战 精细化运营将是盒马今年重点

在 2019 亚布力中国企业家论坛上，盒马鲜生 CEO 侯毅谈及新零售和传统零售的区别时表示，新零售更提倡健康消费，享受最好的商

品、最好的服务，放弃价格战。新零售从来不参加像电商的 618、双 11，新零售提供优质商品为主，而不是提供价廉物美的商品。面临新宏观形势的挑战，侯毅认为生鲜行业天生具备抗周期的特点，中国消费市场足够大，消费升级需求旺盛。但发展到今天的规模，“一套武功打天下”已经难以适应新的发展阶段，因此精细化运营将是盒马今年的重点。

根据阿里巴巴财报，截至 2018 年 12 月 31 日，盒马已经在 20 个城市开出 109 家门店，服务 1000 万以上用户。其中，既有上海、北京、深圳这样的发达一线城市，杭州、成都这样的新一线城市，还有西安、贵阳这样的西部内陆城市，以及宁波、苏州等东部发达城市。侯毅称，在规模起来的时候，盒马必须更加坚持客户第一，坚持品质第一，坚持价值创造。每个城市都有其与众不同的生活习惯和消费特点，同一个城市的不同地段，用户群的不同也会带来不同的消费特性。因此，要最大程度提升效率，发挥线上线下一体化的优势，本地化、精细化运营势在必行。

#### ➤ 阿里巴巴入股中金公司 占其总已发行股份 4.84%

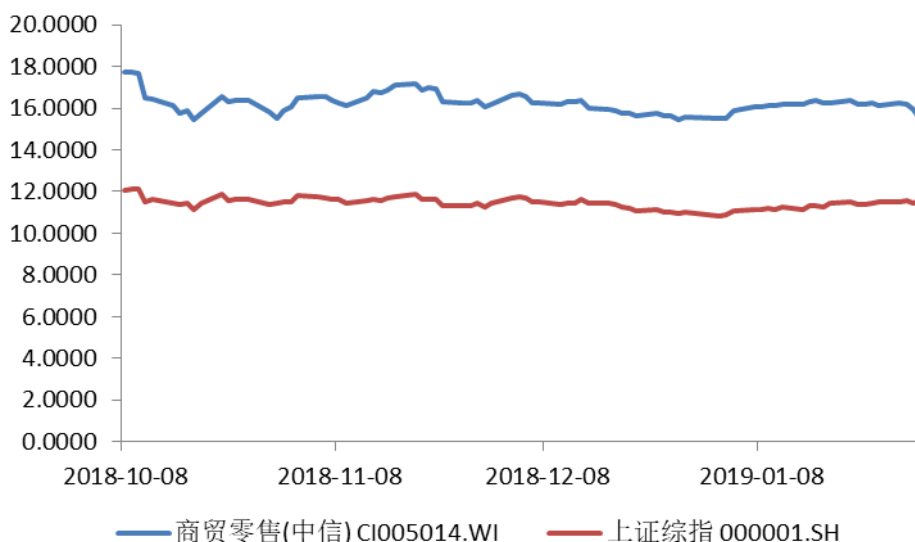
2 月 19 日，据阿里巴巴集团透露，已于近日完成对中国国际金融股份有限公司（3908.HK，“中金公司”）的入股，持有中金公司港股约 2.03 亿股，占其港股的 11.74% 和总已发行股份的 4.84%。阿里巴巴集团和中金公司此前有多年业务合作。中金公司作为中国顶尖的投资银行机构，在金融服务领域具备行业领先能力、丰富经验以及创新基因。通过本次入股能结合双方各自在金融、科技、数据等领域的专长，为客户提供更创新、更全面的产品及服务。

根据中金公司官网信息，截至 2018 年 12 月 31 日，中金公司股权结构中前三大股东分别为中央汇金投资有限责任公司、Tencent Mobility Limited，以及 TPG Asia V Delaware, L.P.，分别持股 55.68%、4.95%、4.10%。此次阿里巴巴入股后占中金公司总发行股份的 4.84%，将成为中金公司第三大持股 5% 以上比例股东。（联商网）

## 4.投资建议

2018年Q4以来,CS 商贸零售估值水平一路维持在 15X 左右震荡起伏,2019年1月以来小幅回探至 16.35X,月末最后两天又跌落至 15.5X 附近,1月整体基本保持上行趋势。截止1月31日,CS 零售估值水平重回 15.5X,仍处于历史估值低位水平。在消费促进政策释放效力、个人税收负担降低及节假日效应的提振之下,板块表现较为乐观。当前制约消费增长的因素仍然比较突出,居民按揭贷款的快速增长导致居民部门杠杆水平上升,对居民消费支出能力造成挤出效应,而房地产和汽车两大重头消费需求仍将受到较高基数和较强监管政策的抑制,同时股票市场的调整与理财产品收益率的持续走低也将影响到居民财产性收入的增长。

图9 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

2019年我国的宏观政策将向促进消费增长方面倾斜,从供给结构难以满足居民日益升级的消费需求角度出发,推出了《进一步优化供给推动消费平稳增长 促进形成强大国内市场的实施方案(2019年)》,《方案》提出了六方面 24 项具体措施以顺应居民消费升级的大趋势,其中包括以稳定汽车消费为基础托起商品消费的“大头”,以稳定城镇

消费来稳住区域消费的“面”，以农村消费升级疏通城乡消费联动增长的“链条”，以新品消费来打造高品质消费的“增量”，以优质产品和服务供给优化现有消费的“存量”，以及完善政策体系，优化消费市场环境六大方向，进一步优化供给，在稳固城市存量消费的同时，促进农村增量消费的提质升级，进一步释放农村消费的潜力。

2019年1月底，银保监会发言人表示银保监会鼓励保险公司使用长久期账户资金，增持优质上市公司股票和债券，并将适当拓宽专项产品投资范围；据此前安排，MSCI计划分两阶段将A股大盘股纳入因子从5%扩大到20%，在MSCI扩容在即叠加QFII额度翻倍的催化下，外资增量加速流入A股市场。险资及外资的偏好较为稳定，对于市值和ROE水平较高，估值偏低，收益稳定的龙头白马股较为青睐。在外资持续流入的背景下，我们建议中长期关注业绩稳健，具有较强抗周期性的必选消费头部企业，以及有能力通过消化低线城市消费红利、持续提升行业集中度和供应链效率的优质龙头线下企业。建议关注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店铺展计划的**家家悦**；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**；把握低线市场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) 促消费政策落地效果不及预期;
  - 3) 线上电商冲击、线下市场竞争加剧。

**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。