

商业贸易

商贸零售 3 月投资策略

超配

(维持评级)

2019 年 03 月 15 日

一年该行业与沪深 300 走势比较



行业投资策略

减税政策逐步落地, 成长与弹性并重

相关研究报告:

- 《黄金珠宝行业深度: “Z 世代” 引领未来钻石消费》——2019-03-06
- 《商贸零售 2 月投资策略暨 2018 年报前瞻: 春节销售增速放缓, 持续聚焦龙头, 重视高股息品种》——2019-02-13
- 《商贸零售 2019 年年度策略: 整合集中加速, 聚焦头部企业》——2018-12-13
- 《商贸零售三季报总结暨 11 月投资策略: Q3 基本面稳健, 个股表现超预期》——2018-11-09
- 《商贸零售 10 月投资策略: 黄金周数据表现稳健, 持续聚焦优势企业》——2018-10-10

证券分析师: 王念春

电话: 0755-82130407
E-MAIL: wangnc@guosen.com.cn
证券投资咨询执业资格证书编号: S0980510120027
联系人: 刘馨竹
E-MAIL: liuxinz@guosen.com.cn

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 其结论不受其它任何第三方的授意、影响, 特此声明

● 社零增速企稳, 通胀相对温和

19 年 1-2 月, 2019 年 1-2 月份, 社会消费品零售总额 66064 亿元, 同比名义增长 8.2%, 增速环比持平。其中, 限额以上单位消费品零售额 23096 亿元, 增长 3.5%。城镇消费品零售额 56210 亿元, 同比增长 8.0%, 环比维持稳定; 乡村消费品零售额 9854 亿元, 增长 9.1%, 环比下降 0.2pct。实物商品网上零售额 10901 亿元, 增长 19.5%, 占社会消费品零售总额的比重为 16.5%, 环比小幅下滑。

分品类数据来看, 必选消费实现基本稳定, 食品粮油/服装鞋帽/日用品同比增速分别为 11.3%/1.8%/15.9%; 增速环比 0.7pct/-5.6pct/-0.9pct; 可选消费中, 化妆品类/金银珠宝类/家电和音像类同比增幅分别为 8.90%/4.40%/3.30%; 环比 +7.0pct/+2.1pct/-10.6pct。可选品类中化妆品最好。

2 月 CPI 环比基本持平, 增幅为 0.4%, 同比上涨 1.8%, 通胀相对温和。

● 市场行情: 2 月零售跑赢大盘, 白马股表现不佳

18 年 1-12 月, 社会消费品零售累积总额为 38.10 万亿元, 累积同比上年增长 9.0%, 扣除价格因素实际增长 6.9%。限额以上单位消费品零售额 14.53 万亿元, 累积同比上年增长 5.7%。12 月当月, 社零总额 3.59 万亿元, 同比增长 8.2%, 增速环比提升 0.1pct, 同比下滑 1.2pct。分品类数据来看, 必选消费实现基本稳定, 食品粮油/服装鞋帽/日用品同比增速分别为 11.30%/7.40%/16.80%。

据商务部监测, 2019 年春节黄金周期间, 全国商品市场保持平稳较快增长, 全国零售和餐饮企业实现销售额约 10050 亿元, 同比增长 8.5%, 增速同比下降 1.7pct。电商数据方面, 京东春节期间销售额同比增长 42.74%, 苏宁全渠道整体订单量增长 241.42%。

● 投资建议: 短期关注高速增长、弹性较大的细分龙头估值修复

前期由于市场宽信用预期上升而使得市场投资标的偏好发生较大改变, 但站在当前时点前期涨幅不大、具备长线竞争力的公司有望在消费企稳以及业绩公布密集期获得补涨。此外, 政策层面的一系列减税降费政策逐步兑现, 对终端消费复苏将带来积极影响。中长期我们认为行业集中度提升仍然是商贸零售的主旋律, 从整合集中提速的角度推荐高速展店、竞争优势明显的细分行业龙头。短期我们对组合进行调整, 加入增速较快、弹性较大的苏宁易购; 期待美凯龙、周大生的估值修复。重点推荐永辉超市、周大生、家家悦、美凯龙、苏宁易购。

重点公司盈利预测及投资评级

公司代码	公司名称	投资评级	昨收盘 (元)	总市值 (百万元)	EPS		PE	
					2018E	2019E	2018E	2019E
601933	永辉超市	买入	8.25	78,956	0.17	0.28	48.53	29.46
002867	周大生	买入	30.43	14,829	1.64	2.12	18.55	14.35
603708	家家悦	买入	22.49	10,525	0.86	1.00	26.15	22.49
601828	美凯龙	买入	13.08	41,980	1.27	1.40	10.30	9.34
002024	苏宁易购	买入	12.04	112,093	1.44	1.85	8.36	6.51

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

内容目录

社零增速企稳，通胀相对温和	4
市场行情：2月零售跑赢大盘，白马股表现不佳	6
板块行情：2月零售板块跑赢大盘.....	6
板块估值：行业估值仍处历史低位.....	7
个股行情：白马龙头表现不佳.....	7
二月投资组合回顾与三月投资组合.....	8
投资建议：减税政策逐步落地，成长与弹性并重	8
投资建议：减税政策逐步落地，成长与弹性并重.....	8
超市行业投资建议：建议关注永辉超市、家家悦.....	9
百货行业投资建议：推荐天虹股份，关注王府井长线布局机会.....	10
黄金珠宝投资建议：持续聚焦竞争格局变化，推荐周大生.....	10
专业连锁投资建议：高速增长、弹性较大的细分龙头.....	11
国信证券投资评级	13
分析师承诺	13
风险提示	13
证券投资咨询业务的说明	13

图表目录

图 1: 社会消费品零售总额同比变化情况 (%)	4
图 2: 限额以上企业商品零售总额及必需消费品类当月同比情况 (%)	5
图 3: 限额以上企业商品零售额及可选消费品类当月同比情况 (%)	5
图 4: 5000 家重点零售企业零售指数 (%)	5
图 5: 超市行业重点流通企业销售额当月同比 (%)	5
图 6: 百货行业重点流通企业销售额当月同比 (%)	5
图 7: 专业店重点流通企业销售额: 当月同比 (%)	5
图 8: 实物商品网上零售额累积同比及占社零比重 (%)	6
图 9: 近年来月度消费者指数情况	6
图 10: 近年来 CPI 当月同比情况 (%)	6
图 11: 近年来 CPI 环比情况 (%)	6
图 12: 2019 年以来板块指数 (申万二级) 走势变化 (%)	6
图 13: 2019 年以来板块指数 (申万三级) 走势变化 (%)	6
图 14: 2 月板块指数 (申万二级) 走势变化 (%)	7
图 15: 2 月板块指数 (申万三级子行业) 走势变化 (%)	7
图 16: 2019 年 1 月申万一级行业市盈率 (截至 2 月 28 日) (TTM, 整体法)	7

社零增速企稳，通胀相对温和

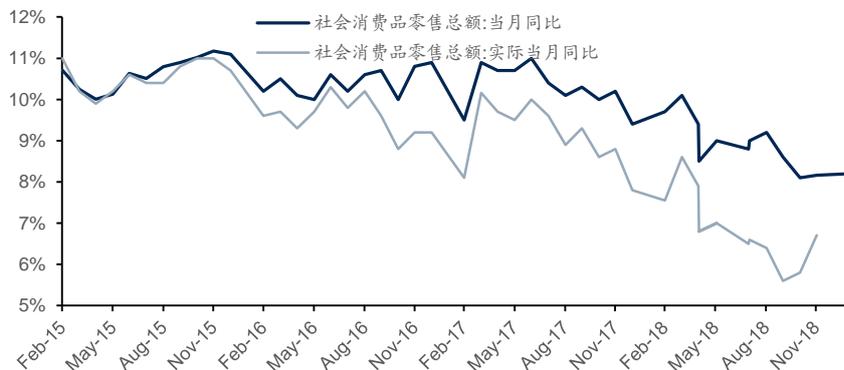
19年1-2月，2019年1-2月份，社会消费品零售总额66064亿元，同比名义增长8.2%，增速环比持平。其中，限额以上单位消费品零售额23096亿元，增长3.5%。

按经营单位所在地分，1-2月份，城镇消费品零售额56210亿元，同比增长8.0%，环比维持稳定；乡村消费品零售额9854亿元，增长9.1%，环比下降0.2pct。2019年1-2月份，全国网上零售额13983亿元，同比增长13.6%。其中，实物商品网上零售额10901亿元，增长19.5%，占社会消费品零售总额的比重为16.5%，环比小幅下滑；在实物商品网上零售额中，吃、穿和用类商品分别增长20.2%、15.6%和20.8%。

分品类数据来看，必选消费变现基本稳定，除服装鞋帽以外的品类增速较好，食品粮油/服装鞋帽/日用品同比增速分别为11.3%/1.8%/15.9%；增速环比0.7pct/-5.6pct/-0.9pct；可选消费中，化妆品类/金银珠宝类/家电和音像类同比增幅分别为8.90%/4.40%/3.30%；环比+7.0pct/+2.1pct/-10.6pct。可选品类中化妆品最好。

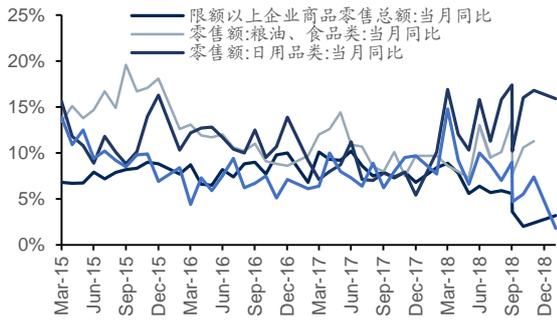
19年2月CPI同比提升1.50%，环比提升1.0%，核心CPI环比持平0.4%，同比上涨1.8%，通胀相对温和。19年1月消费者信心指数、消费者满意指数、消费者预期指数分别为123.70、118.40、127.20，环比呈现向好趋势。

图1：社会消费品零售总额同比变化情况（%）



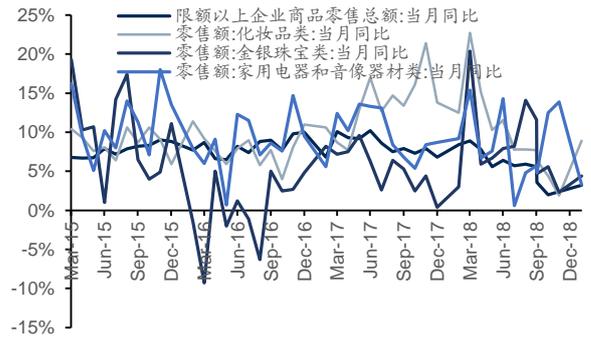
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图 2: 限额以上企业商品零售总额及必需消费品类当月同比情况 (%)



数据来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 3: 限额以上企业商品零售额及可选消费品类当月同比情况 (%)



数据来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 4: 5000 家重点零售企业零售指数 (%)



数据来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 5: 超市行业重点流通企业销售额当月同比 (%)



数据来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 6: 百货行业重点流通企业销售额当月同比 (%)



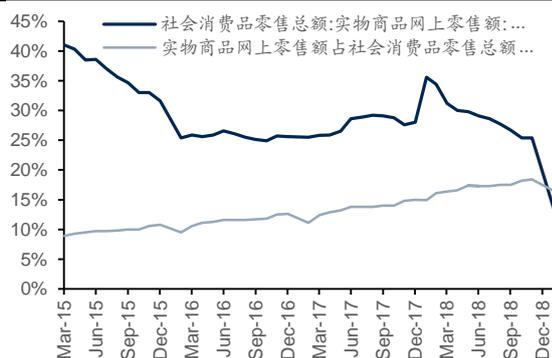
数据来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 7: 专业店重点流通企业销售额: 当月同比 (%)



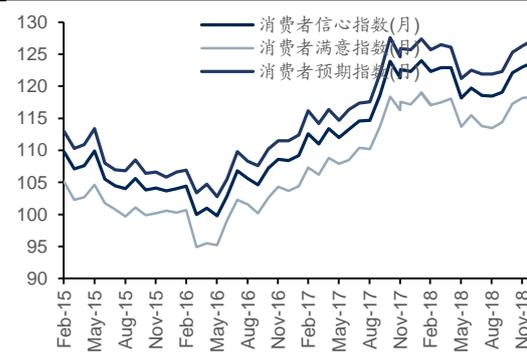
数据来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 8: 实物商品网上零售额累积同比及占社零比重 (%)



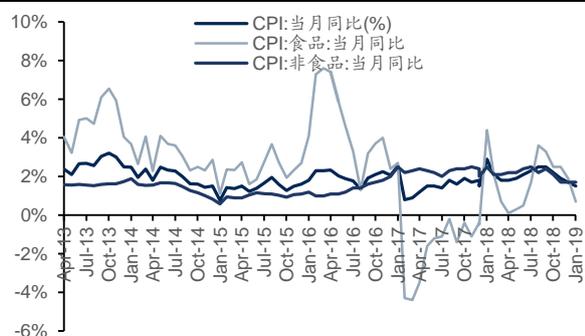
数据来源: Wind、国家统计局、国信证券经济研究所整理

图 9: 近年来月度消费者指数情况



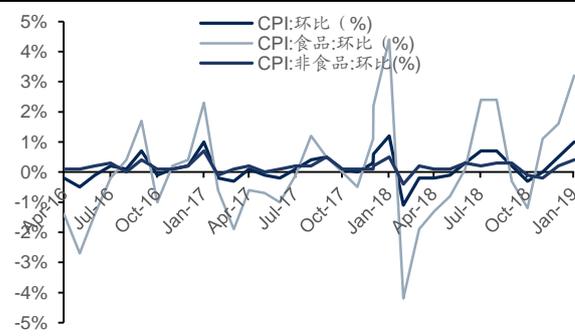
数据来源: Wind、国家统计局、国信证券经济研究所整理

图 10: 近年来 CPI 当月同比情况 (%)



数据来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 11: 近年来 CPI 环比情况 (%)



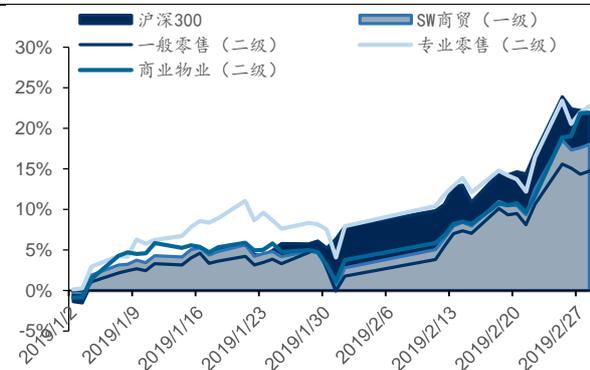
数据来源: Wind、国信证券经济研究所整理

市场行情: 2月零售跑赢大盘, 白马股表现不佳

板块行情: 2月零售板块跑赢大盘

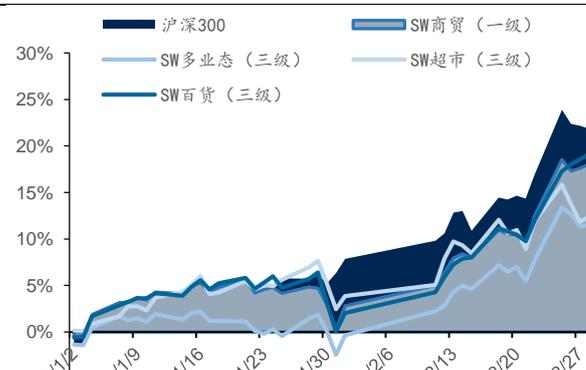
18年2月, SW 商贸指数上涨 17.66%, 沪深 300 上涨 14.61%, 板块跑赢。分子行业来看, 商业物业 (二级) 表现最好, 月度上涨 20.51%, 而一般零售 (二级) 表现不佳, 涨幅仅为 14.81%; 三级子行业中百货涨幅领先。

图 12: 2019 年以来板块指数 (申万二级) 走势变化 (%)



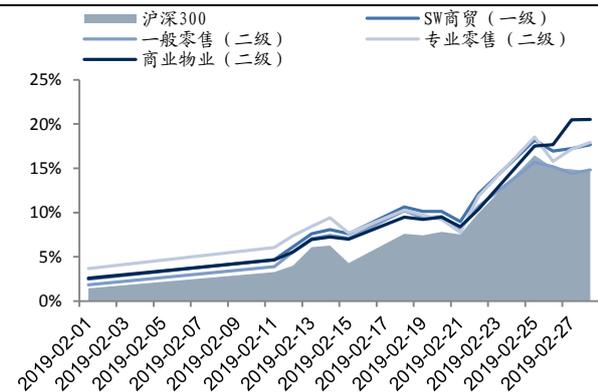
数据来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 13: 2019 年以来板块指数 (申万三级) 走势变化 (%)



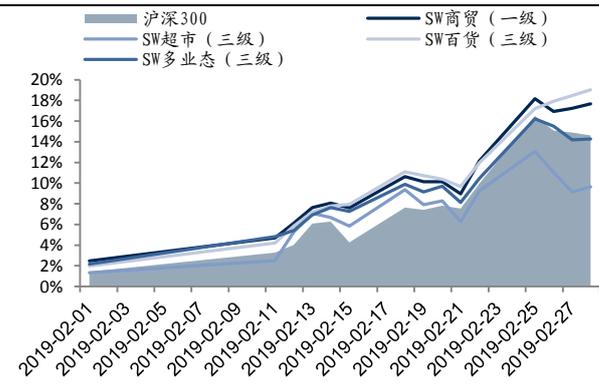
数据来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 14: 2月板块指数(申万二级)走势变化(%)



数据来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 15: 2月板块指数(申万三级子行业)走势变化(%)



数据来源: Wind、国信证券经济研究所整理

板块估值: 行业估值仍处历史低位

估值方面,截至2月28日,商业贸易行业动态市盈率(TTM,整体法)为17.21倍,板块相对估值处于历史低位。

图 16: 2019年1月申万一级行业市盈率(截至2月28日)(TTM,整体法)



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

个股行情: 白马龙头表现不佳

2月当月涨幅排名前三位的公司为远大控股、宏图高科、深赛格,涨幅后十的企业则包括众多白马龙头,包括永辉超市、天虹股份、家家悦等。

表 1: 商贸零售板块 19 年 2 月个股涨跌幅排行榜 (截至 2 月 28 日)

证券代码	证券名称	涨幅前十			涨幅后十				
		上月收盘价	最新收盘价	涨跌幅%	证券代码	证券名称	上月收盘价	最新收盘价	涨跌幅%
000626.SZ	远大控股	6.03	8.52	41.29%	300755.SZ	华致酒行	29.26	30.10	2.87%
600122.SH	宏图高科	2.96	4.18	41.22%	600753.SH	东方银星	15.32	16.28	6.27%
000058.SZ	深赛格	5.80	7.91	36.38%	601933.SH	永辉超市	8.06	8.65	7.32%
000564.SZ	供销大集	2.53	3.43	35.57%	002818.SZ	富森美	21.76	23.49	7.95%
600739.SH	辽宁成大	9.91	13.19	33.10%	002419.SZ	天虹股份	11.43	12.37	8.22%
000829.SZ	天音控股	4.64	6.10	31.47%	002697.SZ	红旗连锁	5.19	5.63	8.48%
600682.SH	南京新百	8.70	11.39	30.92%	002640.SZ	跨境通	10.84	11.80	8.86%
000560.SZ	我爱我家	4.30	5.60	30.23%	600693.SH	东百集团	5.20	5.68	9.23%
600898.SH	国美通讯	6.84	8.86	29.53%	600859.SH	王府井	14.37	15.83	10.16%
000882.SZ	华联股份	2.18	2.82	29.36%	603708.SH	家家悦	21.09	23.24	10.19%

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

二月投资组合回顾与三月投资组合

二月商贸零售板块大涨, 而板块内部大市值的白马蓝筹表现不如中小市值股票, 体现出投资风格切换, 风险偏好上行。二月, 我们推荐的个股中, 美凯龙受益于估值修复, 获得双位数涨幅, 而其他个股则表现不佳。

中长期我们认为行业集中度提升仍然是商贸零售的主旋律, 从整合集中提速的角度推荐高速展店、竞争优势明显的细分行业龙头。短期我们对组合进行调整, 加入增速较快、弹性较大的苏宁易购; 期待美凯龙、周大生的估值修复。重点推荐**永辉超市、周大生、家家悦、美凯龙、苏宁易购**。

表 2: 策略组合各月收益情况

年月	月度组合	月度收益率	沪深 300 收益率	零售板块收益率
2018 年 12 月	永辉超市	9.00%	-5.11%	-4.39%
	家家悦	-6.25%		
	周大生	-6.66%		
	天虹股份	-3.60%		
	王府井	-7.76%		
2019 年 1 月	永辉超市	2.41%	6.34%	0.32%
	家家悦	4.98%		
	周大生	2.79%		
	天虹股份	4.19%		
	王府井	5.97%		
2019 年 2 月	永辉超市	7.32%	14.61%	17.66%
	家家悦	10.19%		
	周大生	5.56%		
	天虹股份	8.22%		
	美凯龙	13.48%		

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

投资建议: 减税政策逐步落地, 成长与弹性并重

投资建议: 减税政策逐步落地, 成长与弹性并重

前期由于市场宽信用预期上升而使得市场投资标的的偏好发生较大改变, 但站在当前时点前期涨幅不大、具备长线竞争力的公司有望在消费企稳以及业绩公布密集期获得补涨。此外, 政策层面的一系列减税降费政策逐步兑现, 对终端消费复苏将带来积极影响。中长期我们认为行业集中度提升仍然是商贸零售的主旋律, 从整合集中提速的角度推荐高速展店、竞争优势明显的细分行业龙头。短期我们对组合进行调整, 加入增速较快、弹性较大的苏宁易购; 期待美凯龙、周大生的估值修复。重点推荐**永辉超市、周大生、家家悦、美凯龙、苏宁易购**。

此次增值税率从 16% 下调至 13%，3% 的增值税下调空间明显超预期。增值税下调对零售行业上市公司利润的影响是难以具体量化，整体影响偏积极，其中包括以下几个方面：1) 对于价格弹性较大的商品，增值税下降传导到终端，零售价降低，有望刺激需求；2) 对于价格弹性较小的商品，渠道有望留存更多毛利；3) 对于上游议价能力较强的企业，有望向上游议价获得更多毛利空间；4) 最后，增值税率下调将导致城市建设税、教育附加费等增值税附加税，对利润表有直接影响。

超市行业投资建议：建议关注永辉超市、家家悦

随着新零售的诸多创新业态进入验证期，我们不妨回归本源：超市最终是拼规模与效率的行业，前端的扩张能力与中后端内控能力（费用控制、直采能力等）缺一不可；而消费者的诉求始终都是更高的性价比。

生产品类作为电商化难度最大的品类成为新零售大战的重点，基于现有供应链优势明显，生鲜品类也成为线下零售企业优势最为突出的赛道。电商份额提升及消费升级、便利化诉求，传统综合超市/大卖场业态持续向聚焦生鲜食百品类的生鲜超市演进，农改超在部分渗透率较低的省份持续推进，同时小业态、社区超市、便利店也持续崛起，满足消费便利化的诉求。

上市公司层面资源整合持续推进，集中度提升仍然是超市行业的主旋律。家家悦并购青岛维克、张家口福悦祥、利群股份并购乐天、苏宁收购迪亚天天、红旗连锁携手永辉、步步高收购家润多等等。

永辉超市 (601933.SH): 公司基于全国布局的生鲜超市龙头地位持续加强，积极展店提升市场份额，区域规模化优势显现，叠加优秀的公司致力以及良好的激励机制。我们认为中国超市进入集中度提升的关键时期，公司相对于同行竞争优势明显，通过内生展店+外延并购、合作等方式加速展店。效率提升带动下的 ROE 增长将是最大的超预期来源周转率存在较大的提升空间。

我们前期外发的报告《从绝对估值的角度看待永辉》中，建议从更长的投资周期看待永辉。通过绝对估值法，保守假设条件下，在 WACC=9.0-11.00% 区间，永续增长率=0.9-2.1% 区间，公司股价区间为 7.42-11.36 元。

预计 18-20 年公司净利润分别为 15.97/21.59/29.71 亿元，维持“买入”评级。

风险提示

同店增速持续下滑；社零增速持续下行。

家家悦 (603708.SH): 公司 19 年将维持较高速开店，受益于精细化管理品类调整，公司主营业务毛利率优化明显；后台供应链物流、中央厨房的网络化布局为公司扩张提供有力支持。公司山东省内展店进入较高速轨道，随着门店趋于成熟，盈利能力仍有较大提升空间，同时收购张家口福悦祥，迈出全国扩张第一步。

预计公司 18-20 年净利润分别为 4.01/4.66/5.18 亿元，维持“买入”评级。

风险提示

山东西部及省外扩张状况不及预期；盈利能力优化不及预期。

红旗连锁 (002697.SZ): 2018 年前三季度，公司实现营业收入 54.61 亿元，同比增长 4.72%；归母净利润 2.56 亿元，同比增长 88.60%；业绩增速超过收入增速主要因毛利率提升明显以及投资收益增加，前三季度公司确认投资收益 3707 万元，去年同期则为 -2001 万元。2018 Q3 收入 18.45 亿，同比增长 3.52%；

归母净利润 1.01 亿元，同比提升 172%。公司同时发布 2018 年全年的经营业绩预计，预计实现归母净利润 2.47 亿-3.13 亿元，同比增长 50-90%。

预计公司 18-20 年净利润分别为 3.13/3.47/3.87 亿元，维持“增持”评级。

风险提示

展店进度不及预期；社零增速持续下行。

百货行业投资建议：推荐天虹股份，关注王府井长线布局机会

过去几年历经电商冲击以及商业地产高速扩容，经营能力在百货行业重要性逐步显现，聚焦门店运营打造的实体企业从 2017Q2 迎来弱复苏。对于天虹股份等具备优秀经营能力的企业，一店一策常态化，百货购物中心化成为主要战略，迎合消费者体验化、社交化的诉求。

经济增速放缓对可选消费的影响已经在把板块整体估值层面充分体现，然而企业经营分化、头部效应将愈加明显，建议长线布局经营能力优质的龙头企业。建议重点关注能力优秀、三四线布局提速的天虹股份，同时全国性高端化布局的王府井长期估值优势也逐步显现。

天虹股份(002419.SZ): 公司预计 18 年全年将实现 7.18 亿-10.77 亿元净利润，同比增幅为 0-50%。公 2018 前三季度，公司实现营业收入 138.34 亿元，同比增长 6.92%；归母净利润 6.73 亿元，同比增长 36.94%，EPS0.56 元，业绩符合预期。其中，Q3 单季销售收入 43.10 亿元，同比增长 8.97%，归母净利润 1.87 亿元，同比增长 60.77%。公司在数字化、体验式、供应链、仓储物流等多个方面加速建设，成效显著。我们预计 2019 年公司将维持较快展店速度，次新店收入利润贡献将逐步显现。

预计 18/19/20 年净利润为 9.08/10.52/11.84 亿元，维持“买入”评级。

风险提示

同店增长不及预期，门店扩张不及预期。

王府井(600859.SH): 2018 年前三季度，公司实现营业收入 191.98 亿元，同比增长 2.26%；归母净利润 9.89 亿元，同比增长 88.65%；扣非后归母净利润 9.48 亿元，同比增长 44.28%，EPS 为 1.27 元，业绩符合预期。2018 年 Q3 收入 60.00 亿，同比增长 0.58%；归母净利润 2.33 亿元，同比提升 7.74%。

公司作为全国化布局的百货龙头，加快业态战略布局，促进线上线下有效融合，不断创新经营模式。此外，与首旅集团实施战略重组，国改有望加速推进。

预计 18/19/20 年净利润为 11.23/13.20/15.29 亿元，维持“买入”评级。

风险提示

社零增速持续下滑，国企改革进度不及预期。

黄金珠宝投资建议：持续聚焦竞争格局变化，推荐周大生

我们认为，当前黄金珠宝领域发生两大变革：1.品类的变革：镶嵌品类增长胜于黄金品类，而非婚庆产品增速高于婚庆品类，据 De beers，钻戒在我国一至三线城市婚庆市场渗透率接近 50%；2016 年我国钻石镶嵌品类中钻戒占比下滑至 49%，而 2014 年则高达 67%；2.格局的变革：港资品牌份额稳重略降，而内地品牌崛起迅猛，其中三四线渠道能力出色的企业迎来良好机遇。珠宝消费的日常化趋势日益明显，随着婚庆消费情景占比下滑，未来客单价下行而消

费频次提升的趋势将得以延续。

渠道下沉能力出色、产品定位高性价比的周大生有望取得超过市场的表现。周大生钻石镶嵌类产品客单价在 3000 元左右,大众化定位更类似可选中的必选;另一方面,国际经济形势动荡,黄金价格或将稳重有升,全品类布局的企业将有所受益,建议关注金价上涨与国企改革共振的老凤祥。

周大生 (002867.SZ): 公司公布全年业绩预计,预计 18 全年将实现 7.70-8.88 亿元净利润,同比增长 30-50%。2018 年前三季度,公司实现营业收入 35.41 亿元,同比增长 30.57%;归母净利润 5.94 亿元,同比大幅增长 42.99%,公司前三季度展店超预期明显,Q3 净开店 215 家,前三季度净开店 466 家,门店增速为 17.11%。截止 18Q3,门店总数达到 3190 家,其中自营店 292 家,加盟店 2898 家。开店提速反映加盟商展店热情极高,是公司品牌、渠道、运营能力提升的综合表现,也显示出行业竞争格局的变化。

受益于市场份额稳步提高、产品结构持续优化、精细化运营能力提升以及优秀的激励机制,公司经营业绩持续超预期。间接收购 I DO 部分股权,后续协同效应值得期待。我们认为 19 年公司仍将维持高速展店趋势,宏观经济增速下行压力的背景下,更有利于龙头加速抢占市场份额。

出于对社零增速放缓的审慎考虑,我们对 19/20 年同店增速进行下调,悲观假设下预计 18/19/20 年净利润分别为 8.00 亿/9.89 亿/11.67 亿元,同比增长 35.1%/23.7%/18%,公司当前估值仅为 14.8x,低估明显,维持“买入”评级。

风险提示

自营门店改善状况不及预期;股票解禁压力。

老凤祥 (600612.SH): 公司 3 月 7 日晚间发布业绩快报,2018 年公司实现营业收入 437.84 亿元,同比增长 9.98%;归母净利润 12.09 亿元,同比增长 6.40%,EPS 为 2.31 元,略低于预期。2018 Q4 收入 72.80 亿元,同比增长 6.37%;归母净利润 2.21 亿元,同比下降 7.59%。公司 Q4 归母净利润同比下滑,我们预测主要因所得税影响所致。2018 年 ROE 为 20.33%,同比下降 0.8pct。

2018 年 8 月 22 日,公司公告《上海老凤祥有限公司非国有股权转让框架协议》的签署,拟对老凤祥有限公司非国有股权进行转让,公司职工持股会、公司高管石力华、辛志宏等拟受让国新张创(上股权投资持有股份。2019 年 1 月 22 日,老凤祥有限在上海市黄浦区市场监督管理局完成了老凤祥有限出资股东及董事会组成人员变更备案。并收到该局换发的营业执照。老凤祥有限是公司核心业务的重要板块,此次股权转让,利于优化股权架构,改善经营效益。

公司是我国黄金珠宝行业龙头企业,业绩增长稳健,品牌优势显著。公司子公司股改方案出台,利于优化股权架构,改善经营效益。预计 2018/19/20 年公司利润分别为 12.10/13.67/15.55 亿元,维持“买入”评级。

风险提示

黄金珠宝消费增速放缓;国改进度不及预期。

专业连锁投资建议: 高速增长、弹性较大的细分龙头

专业连锁板块,我们建议关注高速增长、弹性较大的细分龙头,具体标的是美凯龙、苏宁易购。

美凯龙 (002867.SZ): 公司是我国家居连锁商场龙头,截至 2018 年 12 月 31 日,美凯龙商场总数达到 359 家,其中包括 80 家自营商场、228 家委管商场,

特许经营项目 22 个。

公司当前股价存在一定程度低估，我们认为合理估值为 13.80-15.73 元，对应目前股价空间 22-39%。1) 绝对估值法：合理估值区间为 14.19-17.56 元。2) 相对估值法：1) 海外对比：美国家居零售龙头家得宝及劳氏公司，给予 20-25x 估值，对应目标价 15.08-18.85 元，2) 产业估值法：居然新零售借壳交易价格初步确定为 363 亿元至 383 亿元之间，对应 17 年 P/E 为 26.34x-27.79x，在同等估值水平下，公司估值区间 16.82-17.75 元；如果按照 GMV 估值，2017 年居然之家 GMV 约为 588 亿元，而公司 2016 年 GMV 为 706 亿元，保守假设 2017 年 GMV 为 800 亿元，则合理估值应为 490 亿元，对应股价 13.80 元。综上所述，公司合理估值为 13.80-15.73 元，当前股价存在一定程度低估，建议积极关注。

预计 18/19/20 年扣非后净利润分别为 26.92/34.06 /40.87 亿元，维持“买入”评级。

风险提示

地产波动将对开店进度带来影响；公司资产负债率居于较高水平；港股股价低迷。

苏宁易购 (002024.SZ)：2018 年，公司实现营业收入 2453.11 亿元，同比增长 30.53%，归母净利润 133.20 亿元。2018 年，公司全渠道 GMV 为 3371.35 亿元，同比高速增长 38.54%，线上 GMV 为 2083.54 亿元，同比增长 64.45%，自营 GMV 为 1497.92 亿元，同比增长 53.70%；开放平台 GMV 585.62 亿元，同比增长 100.31%。受益于商品结构调整、供应链优化、以及开放平台、物流、金融等增值服务增加，公司综合毛利率同比提升 0.61pct 达到 14.71%。费用率同比提升 0.46pct。

公司采取多业态、全渠道的积极扩张策略，未来两年全渠道 GMV 和销售收入有望维持高速增长，同时，我们期待规模效应带来的边际改善，盈利能力持续提升。

预计 2019 年/2020 年公司净利润分别为 172.04/35.45 亿元，维持买入评级。

风险提示

GMV 增速不及预期；多业态高度展店经营难度加大。

附表：重点公司盈利预测及估值

公司代码	公司名称	投资评级	收盘价	EPS			PE			PB 2017
				2017	2018E	2019E	2017	2018E	2019E	
601933	永辉超市	买入	8.25	0.19	0.17	0.28	43.42	48.53	29.46	4.21
002867	周大生	买入	30.43	1.22	1.64	2.12	24.94	18.55	14.35	3.96
603708	家家悦	买入	22.49	0.66	0.86	1.00	34.08	26.15	22.49	4.06
601828	美凯龙	买入	13.08	1.15	1.27	1.40	11.37	10.30	9.34	1.12
002024	苏宁易购	买入	12.04	0.45	1.44	1.85	26.61	8.36	6.51	1.39

数据来源：wind、国信证券经济研究所整理

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层
邮编：518001 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032