

商贸零售

报告原因：定期报告

2019年3月20日

商贸零售行业3月报

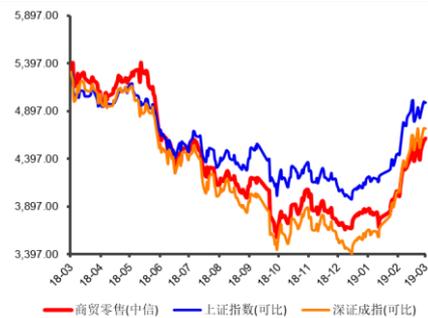
社零增速企稳+需求面改善，关注板块龙头马太效应

评级

看好

行业研究/定期报告

商贸零售行业近一年市场表现



分析师：谷茜

执业证书编号：S0760518060001

Tel: 0351-8686775

Email: guqian@sxzq.com

太原市府西街69号国贸中心A座28层

山西证券股份有限公司

http://www.i618.com.cn

投资要点：

市场回顾

➢ 2019年2月，沪深300指数提高了14.61%，与2018年同期相比大幅提振了20.51pct。CS商贸零售行业上涨16.83%，与2018年同期相比提高了23.17pct，跑赢大盘2.22pct。2月份中信一级29个行业均呈涨势，受贸易战释放积极信号，A股在MSCI占比扩容引入活水等利好信息，市场表现十分亮眼。CS商贸零售行业2月市场表现强于去年同期，但在中信29个行业排名第17位，仍处于中下游水平。受市场利好提振，子行业表现均呈上涨，其中超市板块涨幅最低但相对稳健，表现弱于沪深300指数涨幅。

行业月度数据跟踪

➢ 2019年2月，CPI同比上涨1.5%，涨幅比上月回落0.2pct。2月份1.5%的同比涨幅全部为新涨价影响所致，春节效应导致的出行、娱乐等服务类消费持续支撑着CPI温和上涨。CPI环比上涨1.0%，涨幅比上月扩大0.5pct，CPI环比涨幅中，来自食品的贡献十分显著，节假日效应使得居民对于食品品类尤其是生鲜品类的品质需求越来越高，以食品为主的必选消费上行预期对于超市板块的利好效应持续发酵。

➢ 2019年1-2月社零总额66064亿元，同比增长8.2%，增速与上年12月份持平，社零增速已进入稳步上升区间，基本生活类商品保持较快增长，可选消费品类增速两极分化；全国网上商品和服务零售额13983亿元，累计同比增长13.6%，其中实物商品网上零售额10901亿元，累计同比增长19.5%，流量红利消退后网络零售增速持续平缓，占社零比重首次跌落20%关口。

行业动态新闻

- 阿里巴巴将投资46.6亿元入股申通快递；
- 永辉mini北京开首店，开拓社区生鲜市场；
- 乐天百货天津文化中心店停业，中国门店仅3家。

投资策略

➢ 从投资、消费的数据来看，当前国内需求面有所改善，但传导至终端零售尚需时日，预计2019年Q2消费数据企稳，下半年开始将温和回升。CPI温和通胀，消费数据企稳回升，市场预期向好的当下，我们建议逢低布局关注几条主线：1) 具有抗周期性的、受益必选消费稳健增长态势，供应链提效带来业绩稳定增长的超市板块：永辉超市和家家悦；2) 数字化赋能，保持逆势外延扩张速度的低估值优质线下商业龙头：天虹股份；3) 消费分级背景下，低线城市品质消费和大众消费仍然存在一定增量空间，有能力通过消化这部分增量持续提升行业集中度的线上线下龙头企业：苏宁易购和南极电商。

风险提示：宏观经济增速放缓；政策落地效果不及预期；市场竞争加风险。

目录

1.行业市场表现回顾	4
1.1 一级行业概况	4
1.2 细分行业市场表现	4
1.3 个股表现	5
1.4 行业资金流向	5
1.5 行业估值情况	7
2.行业数据跟踪	7
2.1 居民消费价格指数（CPI）	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	9
3.行业动态新闻	10
4.投资建议	11
5.风险提示	12

图表目录

图 1：2019 年 2 月中信一级行业涨跌幅	4
图 2：CS 零售子版块 2019 年 2 月涨跌幅	5
图 3：CS 零售子版块 2018 年 2 月涨跌幅	5
表 1：2019 年 2 月个股涨跌幅情况（%）	5
表 2：2019 年 2 月个股资金流向情况	6
图 5：CS 商贸零售、上证综指历史估值水平 PE（TTM）	7
图 6：CS 零售子版块历史估值水平 PE（TTM）	7
图 7：CPI 当月同比、环比（%）	8



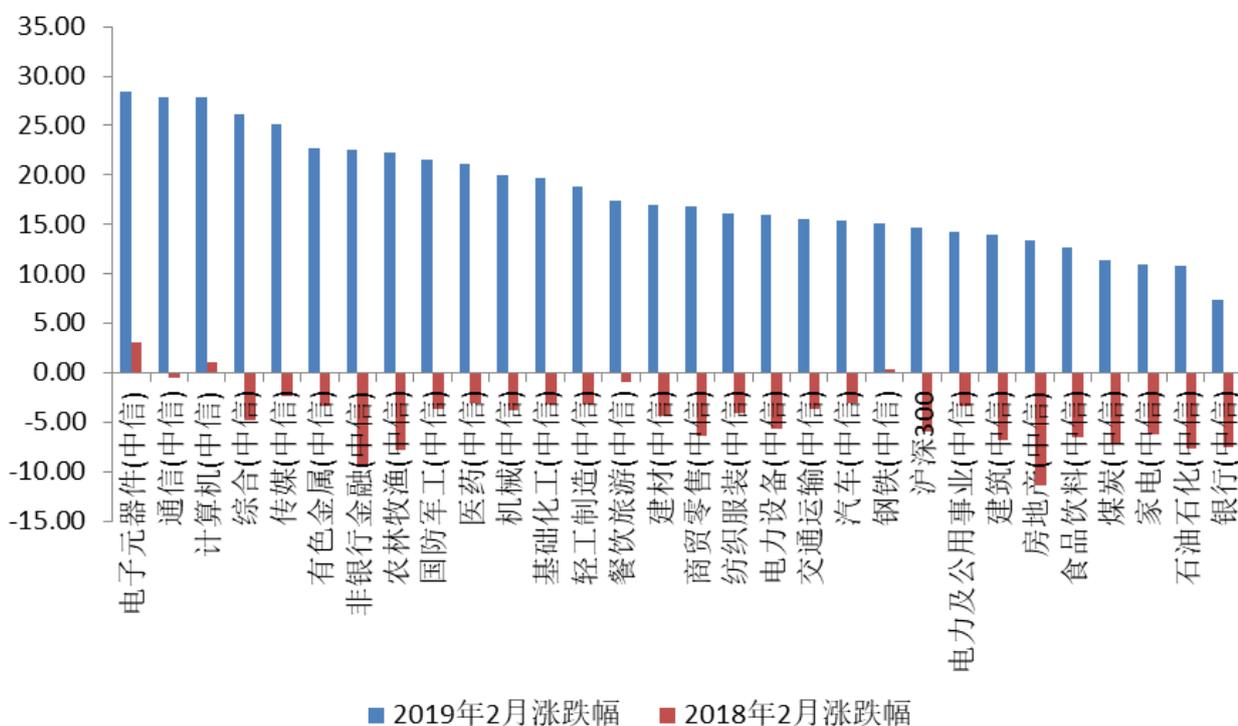
图 8：CPI 当月同比：分类别（%）	8
图 9：社会消费品零售总额当月（亿元）及同比（%）	9
图 10：限上消费品零售总额当月（亿元）及同比（%）	9
图 11：网上商品零售额累计值（亿元）及同比.....	9
图 12：网上商品零售额占社会消费品零售总额比重(%).....	9
图 13：全国百家大型零售企业零售额当月同比（%）	10
图 14：网下实体店消费品零售额月度增速（%）	10

1. 行业市场表现回顾

1.1 一级行业概况

2019年2月，沪深300指数提高了14.61%，与2018年同期相比大幅提振了20.51pct。CS商贸零售行业上涨16.83%，与2018年同期相比提高了23.17pct，跑赢大盘2.22pct。2月份中信一级29个行业均呈涨势，受贸易战释放积极信号，A股在MSCI占比扩容引入活水等利好信息，市场表现十分亮眼。CS商贸零售行业2月市场表现强于去年同期，但在中信29个行业排名第17位，仍处于中下游水平。

图1：2019年2月中信一级行业涨跌幅

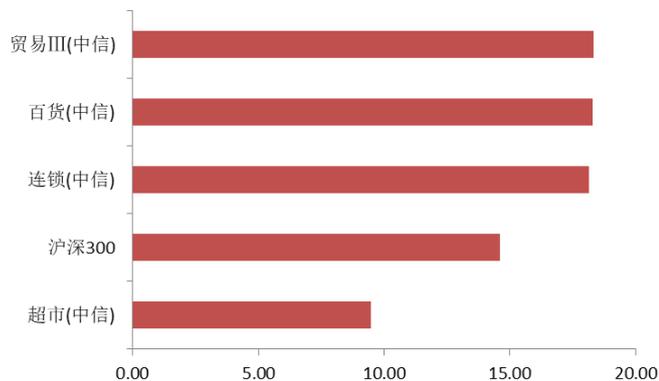


数据来源：wind，山西证券研究所

1.2 细分行业市场表现

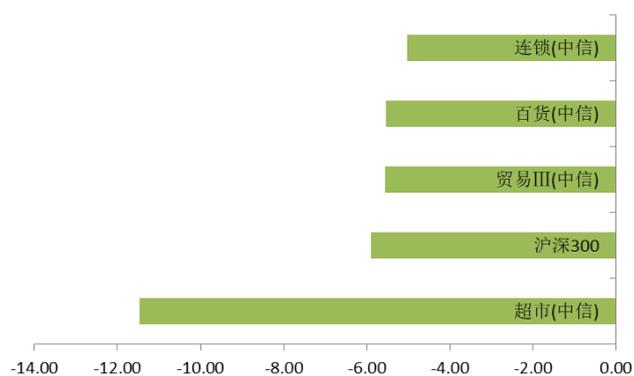
从子版块来看，2月CS零售4个三级子行业中贸易III、百货、连锁、超市的涨跌幅分别为18.34%、18.28%、18.13%和9.49%。受市场利好提振，子行业表现均呈上涨，其中超市板块涨幅最低但相对稳健，表现弱于沪深300指数涨幅。

图 2：CS 零售子版块 2019 年 2 月涨跌幅



数据来源：wind，山西证券研究所

图 3：CS 零售子版块 2018 年 2 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，2月有95家上市公司收涨，其中有东方金钰、远大控股、宏图高科的月涨幅均超过40%，还有香溢融通、供销大集、金洲慈航、南京新百、我爱我家的月涨幅均超过30%，其中东方金钰的月涨幅达60.28%；仅有2家上市公司收跌，分别是老凤祥（-3.07%）和秋林集团（-0.86%）。

表 1：2019 年 2 月个股涨跌幅情况（%）

2月涨幅前十的个股			2月跌幅前十的个股		
代码	简称	周涨跌幅	代码	简称	周涨跌幅
600086.SH	东方金钰	60.28	600612.SH	老凤祥	-3.07
000626.SZ	远大控股	41.29	600891.SH	秋林集团	-0.86
600122.SH	宏图高科	41.22	002731.SZ	萃华珠宝	3.37
600830.SH	香溢融通	36.40	601933.SH	永辉超市	7.32
000564.SZ	供销大集	35.57	002818.SZ	富森美	7.95
000587.SZ	金洲慈航	33.19	002419.SZ	天虹股份	8.22
600682.SH	南京新百	30.92	002697.SZ	红旗连锁	8.48
000560.SZ	我爱我家	30.23	002640.SZ	跨境通	8.86
600898.SH	国美通讯	29.53	600693.SH	东百集团	9.23
000882.SZ	华联股份	29.36	600859.SH	王府井	10.16

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，2月SW商业贸易主力净流入额为-20.17亿元。2月三级行业主力资金有进有出，其中SW专业连锁资金净流入额为3.79亿元，是主力净流入资金最多的子行业，SW超市板块主力净流出

额最多，为 6.56 亿元。

图 4：SW 商业贸易子行业 2019 年 2 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，2 月主力资金净流入额超过 1 亿元的个股有苏宁易购、华致酒行和秋林集团，1 其中苏宁易购主力资金净流入额为 5.72 亿元；主力资金净流出额超 2 亿元的个股有永辉超市、兰州民百、武汉中商和东方金钰，其中永辉超市净流出额为 4.26 亿元，流出额最高。

表 2：2019 年 2 月个股资金流向情况

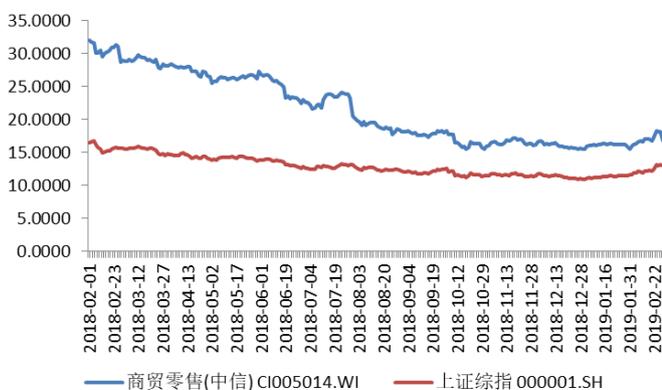
2 月资金流入前十的个股			2 月资金流出前十的个股		
代码	简称	周涨跌幅	代码	简称	周涨跌幅
002024.SZ	苏宁易购	57,232.96	601933.SH	永辉超市	-42,646.27
300755.SZ	华致酒行	18,812.23	600738.SH	兰州民百	-31,492.93
600891.SH	秋林集团	10,903.43	000785.SZ	武汉中商	-30,352.76
600827.SH	百联股份	5,104.55	600086.SH	东方金钰	-28,139.59
002277.SZ	友阿股份	4,939.90	600280.SH	中央商场	-18,463.82
000882.SZ	华联股份	4,741.89	002127.SZ	南极电商	-17,285.29
600682.SH	南京新百	4,011.22	601828.SH	美凯龙	-11,558.85
000564.SZ	供销大集	3,601.49	000516.SZ	国际医学	-10,544.06
600790.SH	轻纺城	3,048.25	600120.SH	浙江东方	-10,322.02
002640.SZ	跨境通	2,428.86	600612.SH	老凤祥	-9,830.75

数据来源：wind，山西证券研究所

1.5 行业估值情况

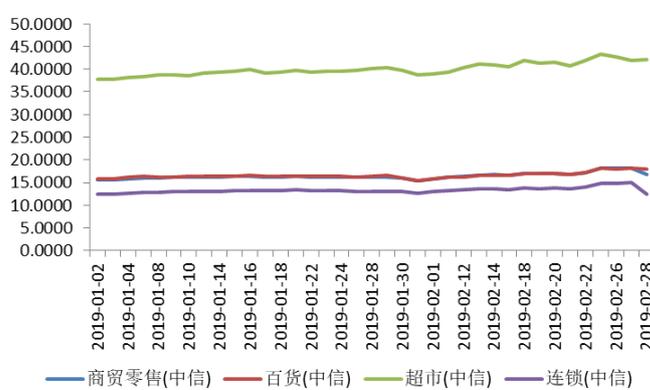
2019年2月CS零售估值水平整体呈现上扬趋势，月末一度跃升至18X估值水平，最后一个交易日又回探至16X，截止2月28日，CS零售估值水平16.8X，较1月小幅提升，但仍处于历史估值低位水平。在促销费政策逐渐释放效力、外资青睐业绩稳健消费白马股的提振效应之下，板块整体表现比较乐观。子版块方面，截止2月28日，百货板块PE与CS零售整体高度吻合，估值水平在18X左右；超市板块PE相对较高，月度保持震荡上扬的趋势，估值水平在42X左右；连锁板块表现稳健且PE较低，估值水平在12X左右。

图 5：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

图 6：CS 零售子版块历史估值水平 PE (TTM)



数据来源：Wind，山西证券研究所

2. 行业数据跟踪

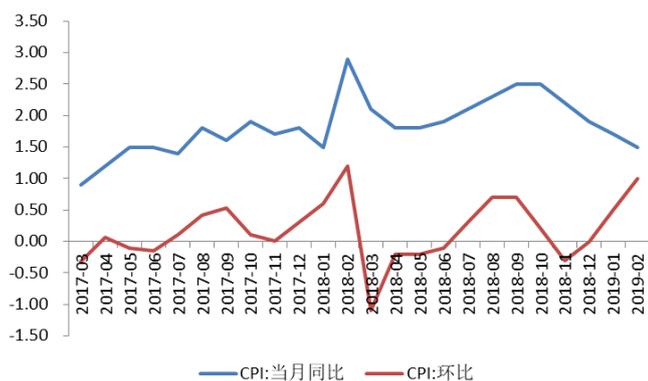
2.1 居民消费价格指数 (CPI)

2019年2月，CPI同比上涨1.5%，涨幅比上月回落0.2pct。其中，食品价格上涨0.7%，非食品价格上涨1.7%。食品价格涨幅较上月回落1.2pct，影响CPI上涨约0.14pct，其中牛羊禽肉及鲜菜鲜果五项合计影响CPI上涨约0.26pct，鸡蛋、猪肉和水产品价格分别下降7.4%、4.8%和2.5%；非食品价格涨幅与上月持平，影响CPI上涨约1.34pct，医疗保健、教育文化和娱乐、居住价格三项合计影响CPI上涨0.97pct，而柴油和汽油价格分别下降3.1%和3.0%。据测算，2月份1.5%的同比涨幅全部为新涨价影响所致，春节效应导致的出行、娱乐等服务类消费持续支撑着CPI温和上涨。

从环比看，CPI上涨了1.0%，涨幅比上月扩大0.5pct，其中食品价格上涨3.2%，非食品价格上涨0.4%。食品价格涨幅较上月扩大1.6pct，影响CPI上涨约0.63pct，受到节假日效应和部分地区雨雪天气持续等综合因素影响，鲜菜、鲜果和水产品三项合计影响CPI上涨0.58pct，猪肉价格小幅反弹，环比由上月下降1.0%

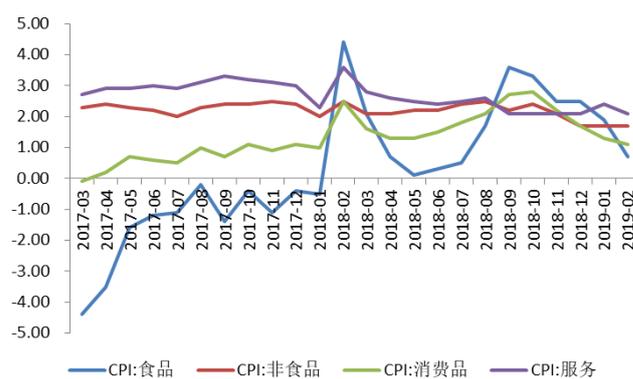
转为上涨 0.3%，而牛羊肉价格分别上涨 1.6% 和 0.6%；非食品价格涨幅比上月扩大 0.2pct，影响 CPI 上涨约 0.36pct，旅行社收费、飞机票和宾馆住宿价格三项合计影响 CPI 上涨 0.13pct，电影票价格上涨 6.8%，柴油和汽油价格分别上涨 3.9% 和 3.6%。CPI 环比涨幅中，来自食品的贡献十分显著，节假日效应使得居民对于食品品类尤其是生鲜品类的品质需求越来越高，以食品为主的必选消费上行预期对于超市板块的利好效应持续发酵。

图 7：CPI 当月同比、环比（%）



数据来源：国家统计局，山西证券研究所

图 8：CPI 当月同比：分类别（%）

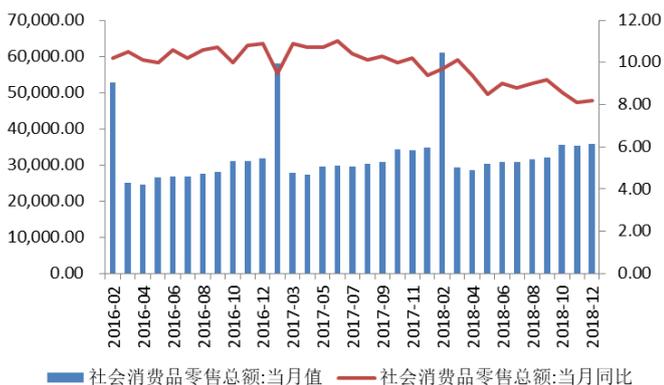


数据来源：国家统计局，山西证券研究所

2.2 社会消费品零售数据

2019 年 1-2 月，社零总额 66064 亿元，同比增长 8.2%，增速与上年 12 月份持平，比 11 月份高 0.1pct，社零增速已进入稳步上升的区间，扣除价格因素的实际增长比去年 12 月提高 0.5pct，实际增速有所加快。与超市品类相关性较高的基本生活类商品保持较快增长，自 2018 年 Q4 以来增速均为双位数，1-2 月限额以上单位粮油食品类、日用品类同比增长 10.1% 和 15.9%，比去年同期分别提升 0.4pct 和 5.8pct；与百货、连锁销售品类相关度较高的可选消费品类中，化妆品类、通讯器材类、家用电器类和服装鞋帽类同比增长 8.9%、8.2%、3.3% 和 1.8%，较去年分别同期下滑 3.6pct、2.5pct、5.9pct 和 5.9pct，虽然存在去年基数较高的情况，但线下可选品类销售压力较为凸显，且存在品类增速两极分化的情形，文化办公用品类和金银珠宝类同比增长 8.8% 和 4.4%，较去年同期增长 9.7pct 和 1.4pct，春节及婚庆因素对黄金珠宝品类仍具有一定程度的拉动效应。汽车类依然是唯一增速为负的品种，同比减少 2.8%，与去年同期相比下跌 12.5pct，由于汽车品类占社零比重较高，对社零整体增速的抑制效应比较显著。

图 9：社会消费品零售总额当月（亿元）及同比（%）



数据来源：国家统计局，山西证券研究所

图 10：限上消费品零售总额当月（亿元）及同比（%）



数据来源：国家统计局，山西证券研究所

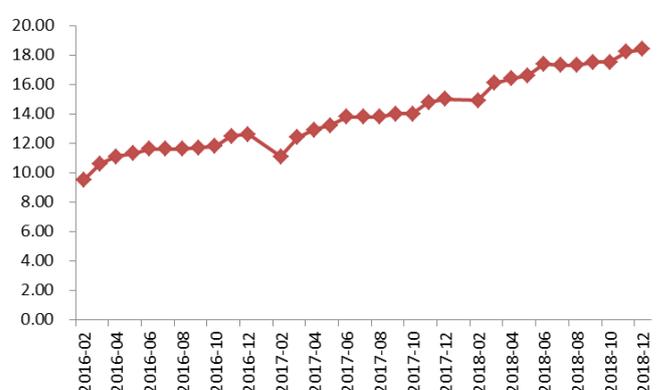
2018 年 1-2 月份，全国网上商品和服务零售额 13983 亿元，累计同比增长 13.6%，其中实物商品网上零售额 10901 亿元，累计同比增长 19.5%，增速比社零总额高 11.3pct，对社零总额增长的贡献率为 35.5%，拉动社零总额增长 2.9pct，占社零总额的比重为 16.5%，比上年同期提高 1.6pct，在社零总额网上商品零售额中，吃、穿和用类商品分别增长 20.2%、15.6%和 20.8%。流量红利消退后网络零售增速持续平缓，占社零比重首次跌落 20%关口，未来线上流量将寻求与线下实体店全渠道融合发展。

图 11：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 12：网上商品零售额占社会消费品零售总额比重(%)



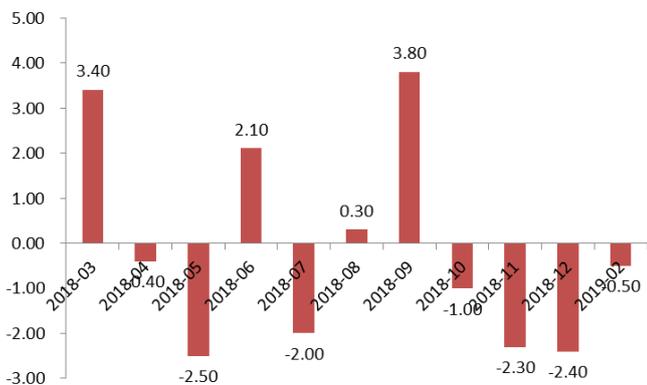
数据来源：国家统计局，山西证券研究所

2.3 全国大中型零售企业销售额数据

据测算，1-2 月份实体店零售增长 6.2%，增速与上年同期持平，较上年 12 月份加快 1.8pct，受到年初节假日效应的影响，实体店零售增速比较亮眼。根据中华全国商业信息中心统计，1-2 月份全国百家重点大型零售企业零售额同比下降 0.5%，增速较上年同期放缓 3.8 个百分点。其中，粮油食品商品零售额增长 4.3%，服装商品零售额下降 8.8%，化妆品商品零售额增长 8.3%，日用品商品零售额增长 1.5%，金银珠宝商品零售额下降 1.9%，家电商品零售额下降 10.3%。可选消费品中化妆品持续保持较高的增速，但与去年相比增

速放缓，受电商冲击，服装和家电类产品下滑较为明显。

图 13：全国百家大型零售企业零售额当月同比（%）



数据来源：中华商业信息网，山西证券研究所

图 14：网下实体店消费品零售额月度增速（%）



数据来源：中华商业信息网，山西证券研究所

3.行业动态新闻

➤ 阿里巴巴将投资 46.6 亿元入股申通快递

3月11日，申通快递发布公告称，控股股东德股权投资拟新设新公司A，持有上市公司29.90%股份，阿里巴巴将获得新公司A49%的股权，支付对价为人民币46.6亿元。截至目前，阿里已对圆通、中通、中通和申通进行投资。”

申通还表示，在《框架协议》签署之后，交易各方将尽快根据协议约定的条款和条件起草并协商入股及融资相关的协议并签署正式的交易文件，同时将启动新公司A和新公司B的设立工作，逐步完成本次交易项下的所有步骤。

本次交易完成后，德股权投资在股东结构变更前持有的公司合计53.76%的股份仍由实际控制人通过德股权投资和新公司控制，公司的实际控制人未发生变化，而申通将与阿里巴巴在物流科技、快递末端、新零售物流等领域进一步探索合作。（联商网）

➤ 永辉 mini 北京开首店 开拓社区生鲜市场

3月11日，亿邦动力获悉，永辉旗下新推出的永辉 mini 业态已经在北京开出首店。与永辉生活不同，mini 店更像是永辉超市的缩小版。过去两年中，永辉已经布局了永辉生活业态，而如今则再用永辉 mini 进行新思路的尝试。据了解，永辉 mini 开在方庄社区内小区门口底商中，其中，蔬菜水果、肉蛋水产等生鲜产品占据一半以上的空间，另外还有米面粮油、调料速食等围绕餐厨场景的商品及少量日用百货。

除了永辉 mini 之外，永辉旗下已经有生鲜小业态店永辉生活。不过二者在面积、客群、商品结构等方

面存在定位差异：永辉 mini 的面积计划在 300-1000 平方米，商品更丰富，永辉生活的面积则基本在 300 平方米以内，体量更像便利店。二者在商品结构上的差异较为明显，永辉 mini 类似缩小版的永辉大卖场，生鲜商品以平价的散卖菜为主，而永辉生活销售的基本都是置于冷藏柜里的精品菜。（亿邦动力网）

➤ 乐天百货天津文化中心店停业 中国门店仅 3 家

3 月 12 日，乐天百货天津文化中心店已经贴出了公告，表示将于 2019 年 3 月 31 日当日闭店后停止营业。值得注意的是，随着文化中心店关闭，乐天百货在中国只剩下三家门店，包括威海店、成都环球中心店以及沈阳店。韩国业内人士称，乐天百货中国有意出售旗下业务，租赁场地的两家天津乐天百货和威海乐天百货将是优先裁撤对象，沈阳和成都的乐天百货由于在乐天综合体内运营，未来还将继续运营一段时间。

根据乐天集团 2018 年年报显示，截至 2018 年前三季度，乐天集团旗下超市品牌乐天玛特在中国的 112 家门店已全部转让或自行关闭。其中，此前有 93 家门店被出售给利群股份、物美集团，共作价 31.25 亿元。在乐天玛特的关店过程中，乐天集团因此承受的净亏损为 1.04 万亿韩元（约合人民币 61.7 亿元）。单从乐天百货来看，中国市场在 2017 年带给乐天集团的净亏损为 4100 亿韩元（约合人民币 24.3 亿元），2018 年的这一净亏损进一步扩大至 8400 亿韩元（约合人民币 49.8 亿元）。（亿邦动力网）

4. 投资建议

2019 年的全国两会上，政府工作报告对减税降费提出一系列措施，将实施更大规模的减税，将通过普惠性减税与结构性减税并举，重点降低制造业和小微企业税收负担。报告剔除深化增值税改革，将制造业等行业现行 16% 的税率降至 13%，将交通运输业、建筑业等行业现行 10% 的税率降至 9%，确保主要行业税负明显降低。此次减税预计会对制造业和小微企业的成本产生实际性降低影响，直接推动企业减轻部分销售负担，既有利于上游供给端提供更高性价比、更具竞争力的商品，又利于生产商扩大生产规模和促进新产品的研发创造。一个行业或者企业的税负降低，若最终能有效传导到终端零售方面，将给企业带来留存利润的有效增长，同时也可以降低企业拓展新业态的资本压力。

从投资、消费的数据来看，当前国内需求呈现稳中有升的态势，新开工项目计划总投资 1-2 月份同比增长 4.9%，比去年同期提升 22.6pct，新开工项目到位资金也保持小幅增长；而 2 月的消费者信心指数比 1 月提高 2.3pct，PMI 新订单指数也环比提升 1pct，需求面有所改善，但传导至终端零售尚需时日，预计 2019 年 Q2 消费数据企稳，下半年开始将温和回升。

在 CPI 温和通胀，消费数据企稳回升，市场预期向好的当下，我们建议逢低布局关注几条主线，

1) 具有抗周期性的、受益必选消费稳健增长态势，供应链提效带来业绩稳定增长的超市板块，包括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**，以及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**；

2) **数字化赋能，保持逆势外延扩张速度的低估值优质线下商业龙头**，比较典型的是基于数字化智能化的业态创新和全国供应链整合能力初现成效，对内夯实运营管理能力，加强门店体验式升级，对外继续铺设门店网络扩张，打造新的利润增长点**的天虹股份**；

3) **消费分级背景下，低线城市品质消费和大众消费仍然存在一定增量空间，有能力通过消化这部分增量持续提升行业集中度的线上线下龙头企业**，包括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**；以及凭借较高的品牌知名度深耕品牌授权业务，并能够为供应商提供一站式供应链服务，2019 年提出“新快消品”品类发展战略，放弃个性化产品而注重产品品质和性价比，具有较高 GMV 增速和马太效应的**南极电商**。

5.风险提示

- 1) 宏观经济、居民收支增速放缓；
- 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。