

行业点评

商业贸易

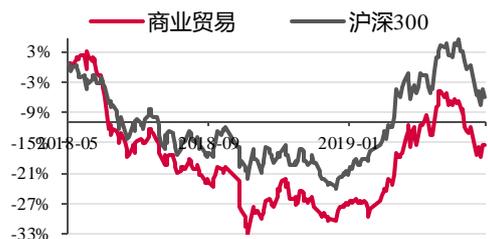
预期下降拖累消费复苏，头部企业表现优于行业

2019年05月13日

评级 同步大市

评级变动: 维持

行业涨跌幅比较



%	1M	3M	12M
商业贸易	-9.30	11.90	-15.46
沪深300	-8.02	8.00	-5.27

杨甫

执业证书编号: S0530517110001
yangfu@cfzq.com

刘丛丛

liucc@cfzq.com

滕毅

tengyi@cfzq.com

分析师

0731-84403345

研究助理

0731-89955776

研究助理

0731-84403398

相关报告

1 《商业贸易：商业贸易2019年4月行业跟踪：消费复苏预期下降，聚焦行业头部企业》

2019-05-10

2 《商业贸易：2019年3月社零数据点评：社零数据超出预期，消费复苏成色等待检验》

2019-04-18

3 《商业贸易：商业贸易2019年3月行业跟踪：行业受益减税降费，期待消费持续回暖》

2019-04-02

重点股票	2018A		2019E		2020E		评级
	EPS	PE	EPS	PE	EPS	PE	
永辉超市	0.15	66.47	0.25	39.88	0.32	31.16	推荐
家家悦	0.92	31.03	1.02	27.99	1.23	23.21	推荐
步步高	0.18	47.11	0.19	44.63	0.22	38.55	谨慎推荐
王府井	1.55	11.19	1.63	10.64	1.82	9.53	推荐
天虹股份	0.75	17.19	0.88	14.65	1.02	12.64	推荐
重庆百货	2.04	15.45	2.49	12.65	3.00	10.50	推荐

资料来源：财富证券

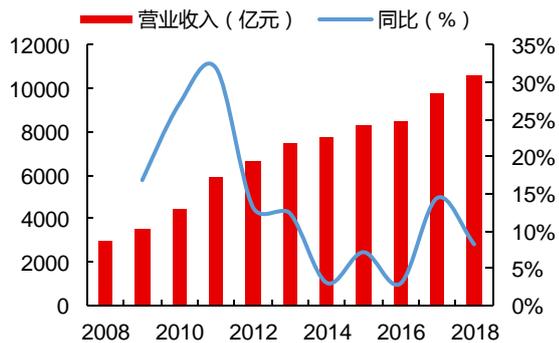
投资要点：

- 商贸零售行业全年收入利润增速下滑，19Q1 延续下行表现，经济增长持续放缓是为主因。行业整体毛利率、费用率提升，竞争加剧背景下头部企业仍然维持扩张势头。净资产收益率短期下滑由少数企业计提大额资产减值损失所致，而周转率、杠杆率下降则是行业 ROE 长期下行主因。行业盈利面下降，头部企业表现显著优于行业整体。
- 超市：逆势增长，净利率改善有望带动 ROE 持续转好。短期 CPI 上行利好行业收入端表现，头部企业高速扩张下规模效应逐渐凸显，行业盈利能力中长期向好。百货：可选渠道承压，购物中心化趋势下盈利能力有望持续改善。预期收入增速下滑是短期拖累可选消费复苏的主要原因；中长期购物中心化趋势下，服务性消费比例上升将推动行业盈利能力持续转好。
- 年度策略重点公司业绩表现良好，投资组合跑赢行业基准指数（年初至今申万商贸指数涨幅 20.82%，组合收益率 26.39%）。永辉超市、家家悦业绩符合预期，全年关注展店扩张；步步高展店或低于预期，财务费用拖累短期业绩；王府井、天虹股份因基数原因 19Q1 略低于预期，重点关注存量经营情况。
- 商贸零售行业年初至今小幅跑赢大盘，超市板块取得超额收益。展望下半年，预期收入增长前景尚不明朗，外部环境仍是经济复苏预期的重要因素，我们对消费继续保持谨慎乐观态度。考虑到需求端未出现本质变化、增值税下调对企业利润端改善有限等原因，我们维持行业“同步大市”评级。个股投资主线：（1）超市：必选属性、受益 CPI 上行，推荐永辉超市（601933.SH）、家家悦（603708.SH）、中长期关注步步高（002251.SZ）。（2）百货：估值优势明显，推荐王府井（600859.SH）、天虹股份（002419.SZ）。（3）国企改革：零售企业机制变革和效率改善，建议关注重庆百货（600729.SH）。
- 风险提示：宏观经济增速持续放缓；零售市场竞争加剧；消费刺激政策出台不及预期。

1 行业：盈利下降，头部企业优于行业整体

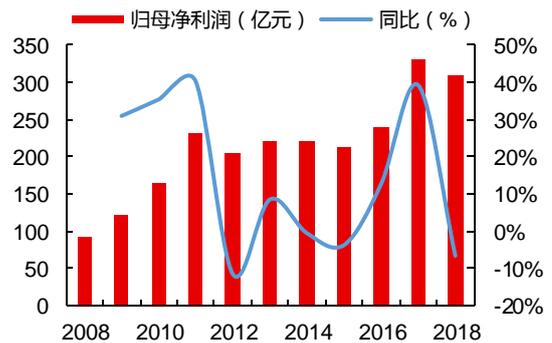
全年收入利润增速下滑，19Q1 延续下行表现，经济增长持续放缓是为主因。商贸零售行业 81 家上市公司 2018 年全年营收 10573.1 亿元 (+8.2%)，归母净利润 309.9 亿元 (-6.7%)，扣非归母净利润 79.7 亿元 (-66.4%)；若剔除苏宁及 5 家计提大额资产减值的公司，行业全年营收/归母净利润/扣非归母净利润增速+5.2%/+11.9%/-7.9%。我们注意到，若将扰动因素剔除，行业全年业绩表现较为平稳，但收入利润端增速同比下滑明显（2017 年营收/归母净利润/扣非归母净利润增速+12.3%/+27.3%/+38.5%），主要系宏观经济景气度下行所致。2019Q1，行业营收 2730.5 亿元 (+0.4%)，归母净利润 84.0 亿元 (-17.0%)，扣非归母净利润 60.8 亿元 (-27.9%)；若剔除苏宁，行业营收/归母净利润/扣非归母净利润增速-5.2%/-17.3%/-16.0%。19Q1 经营性净现金流同比由正转负，主要系苏宁和百货板块现金流下降所致。19Q1 行业延续下行表现，我们认为与节日错期导致的高基数有一定关联，但更多的是与经济增长放缓、居民预期收入增速下降有关。

图 1：行业营业收入



资料来源：wind，财富证券

图 2：行业归母净利润



资料来源：wind，财富证券

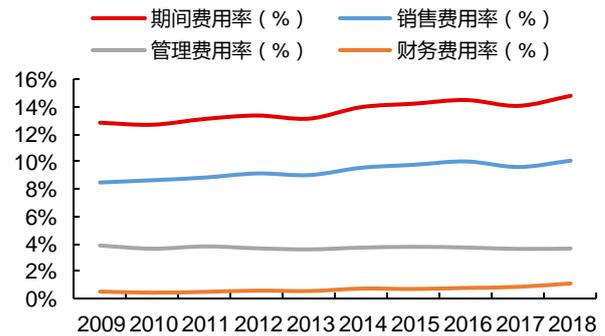
行业整体毛利率、费用率提升，竞争加剧不改头部企业扩张势头。2018 年行业整体毛利率 18.93% (+0.52pct)，期间费用率 14.82% (+0.73pct)，2019Q1 毛利率（19.65%，+0.99pct）、期间费用率（15.06%，+1.37pct），其中费用率上升的主要原因为销售费用和财务费用同比出现较大幅度增长。销售费用中，广告宣传费用增速显著高于总体，行业竞争仍然激烈。带息债务加速上升，行业底部时期头部企业扩张速度不减。

图 3：行业毛利率



资料来源：wind，财富证券

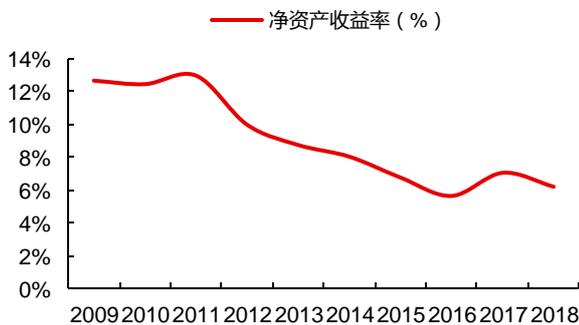
图 4：行业费用率



资料来源：wind，财富证券

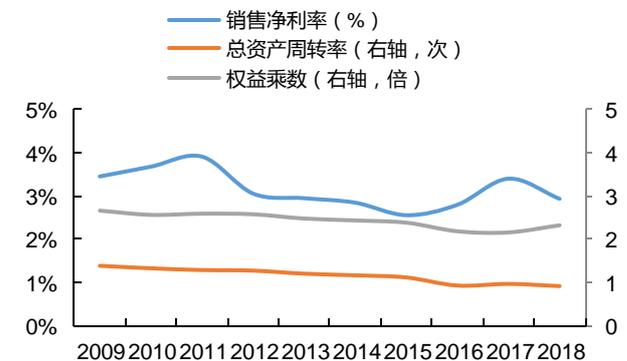
净资产收益率下滑，周转率、杠杆率下降是行业 ROE 长期下行主因。短期来看，行业 2018 年净资产收益率 6.19% (-0.86pct)，主要原因是少数公司计提大额资产减值损失造成的行业净利率下降。长期来看，行业净资产收益率自 2012 年开始处于下行趋势，原因一方面是总资产周转率的下降，这与资产扩张的边际效应递减有关（单位资产增长带来的收入增长下降，事实上经济下行周期多数行业均面临该问题）；另一方面是权益乘数的下降，主要系与杠杆率相关的经济结构调整影响。

图 5：行业净资产收益率



资料来源：wind，财富证券

图 6：净资产收益率因素拆分（杜邦分析）



资料来源：wind，财富证券

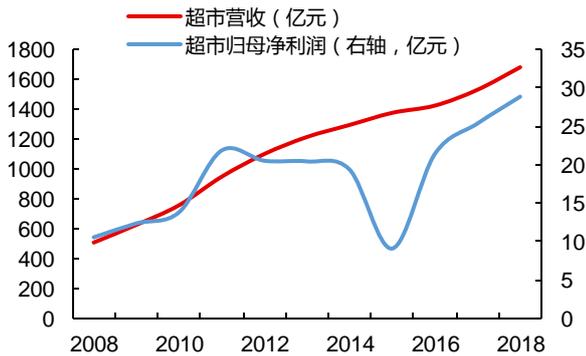
行业盈利面缩小，头部企业表现优于行业整体。81 家标的中，2018/2019Q1 扣非归母净利润为正的 64/71 家，分别较 2017/2018Q1 减少 5/4 家，行业盈利面小幅下降。行业 16 家市值超过百亿的公司，2018/2019Q1 营收增速 17.9%/13.1%，扣非归母净利润增速 -3.5%/-17.6%，头部企业表现显著优于行业整体。

2 重点子行业：超市逆势增长，百货承压下行

超市：逆势增长，净利率改善有望带动 ROE 持续转好。我们认为，短期 CPI 上行利好行业收入端表现；头部企业在行业底部时期仍然保持高速扩张，通过整合供应链上游企业以及扩大自有品牌比例降低成本，行业盈利能力中长期向好。

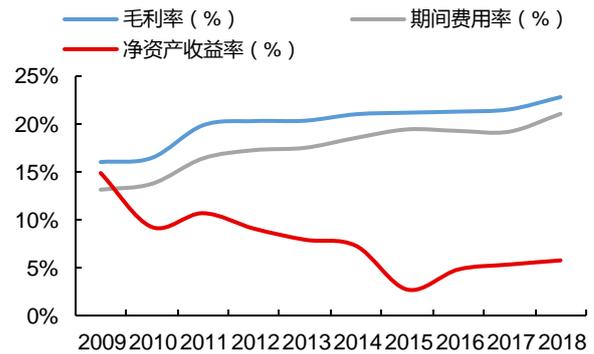
超市板块 11 家上市公司 2018 年营收 1680.1 亿元 (+9.8%)，归母净利润 28.9 亿元 (+13.8%)，扣非归母净利润 17.0 亿元 (-25.0%)，扣非利润下降的主要原因是永辉超市业绩拖累。2019Q1，板块营收/归母净利润/扣非归母净利润增速+9.8%/+27.8%/+18.2% (剔除永辉后分别为+3.8%/+2.9%/+0.1%)，业绩表现优于行业整体，主要系必选消费稳定表现以及 CPI 上行带动同店收入增长所致。2018 年板块盈利能力进一步强化，毛利率受头部企业规模效应、供应链及商品结构优化保持上升趋势，净资产收益率受净利率改善以及杠杆率提升呈现上行态势。

图 7：超市板块营收、净利润



资料来源：wind，财富证券

图 8：超市板块毛利率、费用率、净资产收益率

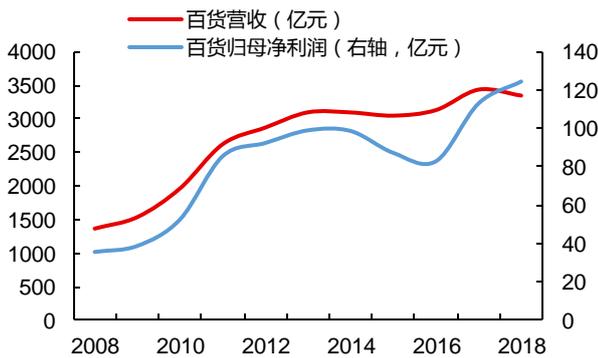


资料来源：wind，财富证券

百货：可选渠道承压，购物中心化趋势下盈利能力有望持续改善。我们认为，短期造成可选消费景气度下行的因素并未发生本质变化，经济复苏预期受外部环境因素影响下降，预期收入增速下滑是拖累可选消费复苏的主要原因；中长期购物中心化趋势下，在围绕商品核心能力建设的基础上，服务性消费比例上升将推动行业盈利能力持续转好。

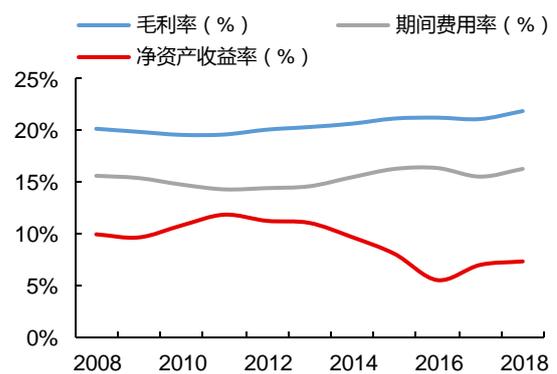
百货板块 37 家上市公司 2018 年营收 3346.8 亿元 (-2.6%)，归母净利润 124.5 亿元 (+10.1%)，扣非归母净利润 94.8 亿元 (-1.9%)，增速较去年同期均出现明显下降，主要原因系可选消费承压（预期收入增速回落，可选消费疲软）。春节假期提前拖累百货渠道表现（可选品多集中于节前消费），2019Q1 板块营收/归母净利润/扣非归母净利润增速 -3.1%/-7.3%/-4.7%，增速继续回落。2018 年行业毛利率恢复上行，主要系行业供应链议价能力增强以及百货门店购物中心化（餐饮、娱乐等高毛利服务业态增加）所致；费用率上行主要源于销售和管理费用上升，一定程度反映出可选渠道的竞争压力；净资产收益率小幅提升，主要来源于行业净利率的改善。同时，我们注意到板块 19Q1 经营性净现金流出现明显下降，与行业整体变动方向相一致，主要原因为节假日因素影响销售收入。

图 9：百货板块营收利润



资料来源: wind, 财富证券

图 10：百货板块毛利率、费用率、净资产收益率



资料来源: wind, 财富证券

3 重点公司：优质头部企业超额收益明显

年度策略重点公司业绩表现良好，投资组合跑赢行业基准指数（年初至 5 月 13 日申万商贸指数涨幅 20.82%，组合收益率 26.39%）。

(1) 永辉超市 (601933.SH): 2018 年受股权激励费用以及创新业务亏损影响净利润大幅下滑, 19Q1 恢复增长, 全年展店提速, 预计 2019 年净利润增速在 60% 左右。

(2) 家家悦 (603708.SH): 2018 年业绩符合预期, 19Q1 受财务费用影响 (一次性计提银行手续费) 略微低于预期; 目前展店顺利, 成熟地区加密叠加省内扩张贡献业绩增量, 因 18Q4 确认一次性损益, 预计 2019 年净利润增速在 10% 左右 (扣非后预计为 20%)。

(3) 步步高 (002251.SZ): 2018 年业绩延续增长, 19Q1 同店客流复苏, 全年同店收入增速有望由负转正; 因资本支出压力, 预计 2019 年开店数量低于预期; 并购企业存在继续减值风险, 财务费用拖累公司短期业绩, 中长期看好数字化赋能下的效率改善。

(4) 王府井 (600859.SH): 2018 年净利润受报表追溯调整以及一次性确认利息收入大幅增长, 19Q1 净利润因高基数、利息收入减少等原因下滑, 全年重点关注存量深耕、费用管控情况, 预计 2019 年净利润增速在 5-10% 之间。

(5) 天虹股份 (002419.SZ): 2018 年业绩符合预期, 19Q1 受节日错期影响收入利润端增速均出现小幅下滑, 但存量门店盈利能力仍在继续提升, 未来重点跟进开店情况, 预计全年净利润增速在 15%-20% 之间。

4 投资观点

商贸零售行业年初至今小幅跑赢大盘, 超市板块取得超额收益。目前社零数据出现阶段性企稳迹象, 必选消费类增速维持在两位数, 可选消费部分品类弱复苏, 在行业一季报中表现为超市 (必选渠道) 好于百货 (可选渠道)。展望下半年, 预期收入增长前景尚不明朗, 外部环境仍是经济复苏预期的重要影响因素, 我们对消费继续保持谨慎乐观态度。考虑到需求端未出现本质变化、增值税下调对企业利润端改善有限等原因, 我们

维持行业“同步大市”评级。

个股投资主线：积极关注细分行业中的头部企业。（1）超市：必选属性、受益 CPI 上行，推荐高速扩张、产业链持续整合、具备强大管理输出能力的全国性超市龙头永辉超市（601933.SH）；生鲜经营优势持续强化、成熟地区加密叠加省内扩张贡献确定性业绩增量的山东超市龙头家家悦（603708.SH）；中长期维度建议关注受益数字化转型、具备渠道先发优势的湘桂地区超市龙头步步高（002251.SZ）。（2）百货：估值优势明显，推荐现金流十分充裕、业绩稳定增长、受益与首旅集团战略重组的全国性百货企业龙头王府井（600859.SH）；展店稳定、业态组合优化、盈利能力持续上升的华南地区百货龙头天虹股份（002419.SZ）。（3）国企改革：带来零售企业机制变革以及效率改善，建议关注主业协同发展、控股股东混改进程提速的重庆百货（600729.SH）。

5 风险提示

宏观经济增速持续放缓；零售市场竞争加剧；消费刺激政策出台不及预期。

投资评级系统说明

以报告发布日后的 6—12 个月内，所评股票/行业涨跌幅相对于同期市场指数的涨跌幅度为基准。

类别	投资评级	评级说明
股票投资评级	推荐	投资收益率超越沪深 300 指数 15% 以上
	谨慎推荐	投资收益率相对沪深 300 指数变动幅度为 5%—15%
	中性	投资收益率相对沪深 300 指数变动幅度为-10%—5%
	回避	投资收益率落后沪深 300 指数 10% 以上
行业投资评级	领先大市	行业指数涨跌幅超越沪深 300 指数 5% 以上
	同步大市	行业指数涨跌幅相对沪深 300 指数变动幅度为-5%—5%
	落后大市	行业指数涨跌幅落后沪深 300 指数 5% 以上

免责声明

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格，作者具有中国证券业协会注册分析师执业资格或相当的专业胜任能力。

本报告仅供财富证券有限责任公司客户及员工使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发送，概不构成任何广告。

本报告信息来源于公开资料，本公司对该信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本公司对已发报告无更新义务，若报告中所含信息发生变化，本公司可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司及本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，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。投资者务必注意，其据此作出的任何投资决策与本公司及本公司员工或者关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人（包括本公司客户及员工）不得以任何形式复制、发表、引用或传播。

本报告由财富证券研究发展中心对许可范围内人员统一发送，任何人不得在公众媒体或其它渠道对外公开发布。任何机构和个人（包括本公司内部客户及员工）对外散发本报告的，则该机构和个人独自为此发送行为负责，本公司保留对该机构和个人追究相应法律责任的权利。

财富证券研究发展中心

网址：www.cfzq.com

地址：湖南省长沙市芙蓉中路二段 80 号顺天国际财富中心 28 层

邮编：410005

电话：0731-84403360

传真：0731-84403438