

零售

零售行业中报综述

评级

报告原因：专题报告

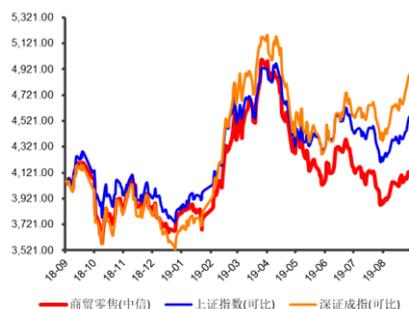
可选复苏百货业绩强劲，温和通胀超市抗周期性较强

看好

2019年9月9日

行业研究/专题报告

商贸零售行业近一年市场表现



相关报告：零售行业 2019 年中期策略：
下沉市场升级提速，寻找强确定性个股
稳健布局

零售行业 2018 年年报&2019 年一季报综
述：CPI 上行利好超市业绩，可选企稳龙
头强者恒强

分析师&联系人：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
北京市西城区平安里西大街 28 号中海国
际中心七层

山西证券股份有限公司

http://www.i618.com.cn

投资要点

➤ **温和通胀利好必选板块，可选消费企稳回暖确定性强。**上半年全国 CPI 上涨 2.2%，涨幅比去年同期扩大 0.2pct，总体处于温和上涨区间内。食品价格涨幅扩大，上涨 4.7%，涨幅比去年同期扩大 3.5pct，鲜果和鲜菜价格涨幅扩大以及猪肉价格由降转涨是影响食品价格上涨的主要原因；非食品价格上涨 1.6%，涨幅比去年同期回落 0.6pct。上半年社零总体保持平稳增长，分季度增速呈现稳中有升。总体来看，2019 年 1-6 月社零总额累计同比增长 8.4%，增速比上年同期回落 1.0pct，但与 2018 年下半年基本持平。从限上商品零售增速来看，消费品市场整体呈现稳中有升态势，必选品类维持稳健增长，可选品类增速显著回暖。上半年实物商品网上零售额累计同比增长 21.6%，比同期社零增速高出 13.2pct，占社零总额的比重为 19.6%，比上年同期提高 2.2pct，实物商品网上零售额对社零总额增长的贡献率超过 40%。随着移动支付更加普及，智慧物流、社交电商迅速发展，城乡物流配送体系日益完善，网络消费继续保持快速增长。线上线下融合发展趋势已成，传统零售企业在“互联网+”的推动下纷纷转型，充分利用大数据、人工智能和移动互联网等新技术改进销售模式，积极拓宽销售渠道，部分传统业态经营状况有所改善。

➤ **营收规模小幅提升，净利增速显著回落。**2019Q2CS 零售营收规模小幅提升，但增速回落明显，归母净利润增速水平下降明显，回落幅度较大。18-19Q2 期间费用增速持续高于营收增速，19Q2 费用同比上涨压制归母净利润增长；19Q2 毛利率环比回落，净利率环比提升，ROE 环比明显提振。今年 Q2 社零增速回升明显，且可选品类的增速较 Q1 相比显著复苏，对百货板块产生提振作用，导致百货板块 Q2 营收增速较 Q1 有所回升，归母净利润增速大幅回暖，在三个子版块中表现最佳，百货企业发展购物中心的转型策略的成效初显，并反应到利润端；超市板块表现较为稳健，是子行业中营收增速最高的板块，同时较 Q1 小幅提升 0.71pct，利润端则呈现两极分化，受益 CPI 持续上涨及行业自身加速扩张、升级店效、供应链整合等因素的影响，龙头企业业绩增速表现靓丽，但亏损企业业绩降幅较大拖累板块整体业绩增速；连锁行业主营业务较为复杂，业绩持续分化，营收端增速较 Q1 放缓 0.5pct，归母净利端降速则扩大 8.58pct，头部业绩占比较大企业增速转负，个别企业亏损持续扩大，板块整体增速表现承压明显。





➤ **行业维持超配状态，超市配置变动较大。**2019Q2，在证监会新标准 21 个行业中，批发和零售业基金持仓总市值较 2019Q1 环比提升 1.45%，持仓占比为 2.91%，位居第五。市场标准行业配置比例为 2.59%，相对标准行业配置比例超额配置 0.31pct，维持超配状态。2019Q2 基金重仓股主要针对 CS 零售中的 27 家上市公司布局，比 19Q1 新增 6 家，清空 8 家，其中重仓个股持有基金数排行前五的依次是永辉超市（168）、南极电商（75）、苏宁易购（43）、家家悦（42）、天虹股份（31），基金持有数变动幅度排行前五的分别是永辉超市（+83）、家家悦（+12）、老凤祥（+9）、红旗连锁（+5）、南极电商（+4）。

投资策略

➤ 8 月 27 日，国务院办公厅印发了《关于加快发展流通促进商业消费的意见》，为推动流通创新发展，优化消费环境，促进商业繁荣，激发国内消费潜力，更好满足人民群众消费需求，促进国民经济持续健康发展，提出了 20 条稳定消费预期、提振消费信心的政策措施，可见党中央和国务院高度重视发展流通扩大消费。同时上半年减税降费效果持续扩大，减税政策在制造业等行业体现明显，政策的逐渐落地实施增强了消费市场的整体活力，进一步减轻了企业负担，增加了居民收入，对增强企业信心、稳定市场预期、有效应对经济下行压力、促进经济平稳运行，都发挥了重要的作用，5G 商用和信息技术的应用对于零售行业的盘活存量资产和运营效率提升都具有利好效应。但在全球经贸风险、降息周期和不确定性加剧的背景下，国际环境严峻复杂，国内经济发展面临新的挑战，下行压力有所增大，下半年社零增速也趋于放缓。我们建议投资思路保持防御性，重点关注具有一定抗周期性的细分行业，同时关注业绩弹性较大的板块如黄金珠宝、化妆品等，主要关注以下几条主线：1) 在当前温和的价格涨势区间内，因供给偏紧带来鲜菜和猪肉价格的增长影响食品 CPI 继续走高，必选消费品持续稳健增长，超市板块仍具有一定抗周期性布局价值：永辉超市、家家悦；2) 百货行业受宏观经济波动影响较为明显，在市场竞争激烈和电商分流消费环境里，行业仍处转型期，龙头企业选择发展购物中心丰富实体业态提升坪效客流，我们认为低估值龙头仍然具备估值修复的机会：天虹股份、王府井；3) 消费升级背景下，三四线城市和农村地区的大众消费市场仍然存在较大的增量红利发掘空间，且具有政策倾向性扶持，龙头企业通过布局下沉市场的长尾消费渠道，可以有效增强盈利护城河，提升行业集中度：苏宁易购、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；市场竞争加剧。

目录

1.宏观环境：温和通胀利好必选板块，可选消费企稳回暖确定性强.....	5
1.1 CPI 温和上涨 食品价格涨幅扩大.....	5
1.2 必选消费稳健增长 可选消费显著回暖.....	6
1.3 实体百家增速回暖，大众消费增速放缓.....	8
2. 行业整体情况：营收规模小幅提升，净利增速显著回落.....	8
2.1 百货：可选消费企稳复苏，利润增速大幅提振.....	10
2.2 超市：收入增速保持稳健，业绩分化马太效应凸显.....	12
2.3 连锁：增速趋缓业绩分化加剧，细分龙头贡献增长点.....	14
3.基金持仓：行业维持超配状态，超市配置变动较大.....	16
3.1 一级行业：持仓配比居前但比例降低，维持超配且环比小幅增长.....	16
3.2 重仓个股：天虹股份重仓持股最多，永辉超市持仓变动最大.....	16
4.投资建议及重点推荐.....	18
5.风险提示.....	20

图表目录

图 1：CPI 当月同比、环比（%）.....	5
图 2：CPI 当月同比：分类别（%）.....	5
图 3：社会消费品零售总额当月（亿元）及同比（%）.....	6
图 4：限上消费品零售总额当月（亿元）及同比（%）.....	6
图 5：网上商品零售额累计值（亿元）及同比.....	7
图 6：网上商品零售额占社会消费品零售总额比重(%).....	7
图 7：全国百家大型零售企业零售额累计同比（%）.....	8
图 8：网下实体店消费品零售额月度增速（%）.....	8
图 9：CS 零售 18-19Q2 营业收入（亿元）及同比%.....	9



图 10: CS 零售 18-19Q2 净利润 (亿元) 及同比%	9
图 11: CS 零售 18-19Q2 期间费用 (亿元) 及同比%	9
图 12: CS 零售 18-19Q2 毛利率、净利率、ROE (%)	9
图 13: CS 百货 18-19Q2 营业收入 (亿元) 及同比%	10
图 14: CS 百货 18-19Q2 净利润 (亿元) 及同比%	10
图 15: CS 百货 18-19Q2 期间费用 (亿元) 及同比%	11
图 16: CS 百货 18-19Q2 毛利率、净利率、ROE (%)	11
图 17: CS 超市 18-19Q2 营业收入 (亿元) 及同比%	12
图 18: CS 超市 18-19Q2 净利润 (亿元) 及同比%	12
图 19: CS 超市 18-19Q2 期间费用 (亿元) 及同比%	13
图 20: CS 超市 18-19Q2 毛利率、净利率、ROE (%)	13
图 21: CS 连锁 18-19Q2 营业收入 (亿元) 及同比%	14
图 22: CS 连锁 18-19Q2 净利润 (亿元) 及同比%	14
图 23: CS 连锁 18-19Q2 期间费用 (亿元) 及同比%	15
图 24: CS 连锁 18-19Q2 毛利率、净利率、ROE (%)	15
图 25: 2019Q2VS2019Q1 基金配置比例一级行业分布	16
表 1: 百货板块重仓个股持股基金数及持仓变动	17
表 2: 超市板块重仓个股持股基金数及持仓变动	17
表 3: 连锁板块重仓个股持股基金数及持仓变动	18

1.宏观环境：温和通胀利好必选板块，可选消费企稳回暖确定性强

1.1 CPI 温和上涨 食品价格涨幅扩大

上半年，全国 CPI 上涨 2.2%，涨幅比去年同期扩大 0.2pct，总体处于温和上涨区间内。从各月变动情况看，受节日因素影响，1-2 月份 CPI 环比分别上涨 0.5%和 1.0%，节后 3 月份转为下降 0.4%，4-6 月涨跌幅在-0.1%至 0.1%间小幅波动。从同比看，1-2 月分别上涨 1.7%和 1.5%，3-5 月涨幅逐月扩大，分别为 2.3%、2.5%和 2.7%，6 月涨幅与 5 月相同，止升回稳。

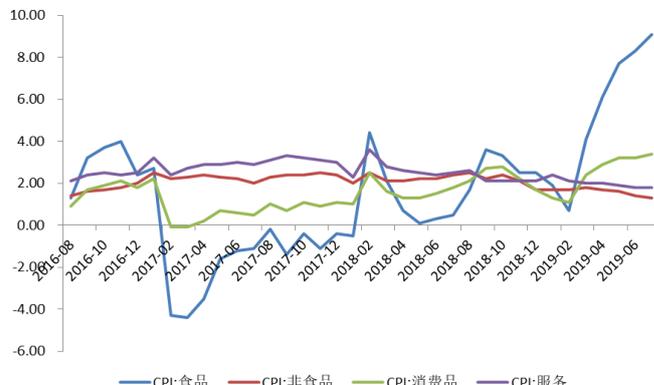
上半年食品价格涨幅扩大，食品 CPI 上涨 4.7%，涨幅比去年同期扩大 3.5pct，影响 CPI 上涨约 0.93pct，鲜果和鲜菜价格涨幅扩大以及猪肉价格由降转涨是影响食品价格上涨的主要原因。上半年，鲜果价格同比上涨 16.1%，涨幅比去年同期扩大 13.1pct，6 月份同比涨幅高达 42.7%，为 8 年以来的较高位置。鲜果价格持续上涨受多重因素影响，除了气候因素导致的供给不足，以及消费升级和生产成本上升带来的影响，去年较低的基数也导致今年同比涨幅扩大。6 月份，鲜果价格环比上涨 5.1%，涨幅已比上月回落 5.0pct。上半年，鲜菜价格上涨 9.2%，涨幅比去年同期扩大 1.4pct。春节后受多地阴雨天气影响，鲜菜上市量不足，价格高于去年，随着供应增加，5-6 月价格已有所回落。猪肉价格由去年同期下降 12.5%转为上涨 7.7%。受非洲猪瘟疫情和周期性因素叠加影响，生猪和能繁殖母猪的存栏量持续下降，市场供给阶段性趋紧，猪肉价格同比连续 4 个月上涨。同时由于消费替代效应，其他肉禽价格上涨，羊肉、牛肉和鸡肉价格同比分别上涨 10.2%、7.0%和 6.1%。此外，鸡蛋价格上涨 0.5%，涨幅回落 20.2pct。粮食和食用油等其他食品价格基本平稳。鲜果、鲜菜和猪肉等食品类的价格在一个季度内持续高企，对超市板块的 Q2 业绩和同店增速具有超预期的提振效应。

图 1：CPI 当月同比、环比（%）



数据来源：国家统计局，山西证券研究所

图 2：CPI 当月同比：分类别（%）



数据来源：国家统计局，山西证券研究所

上半年，非食品价格上涨 1.6%，涨幅比去年同期回落 0.6pct，影响 CPI 上涨约 1.31pct。其中，服务价

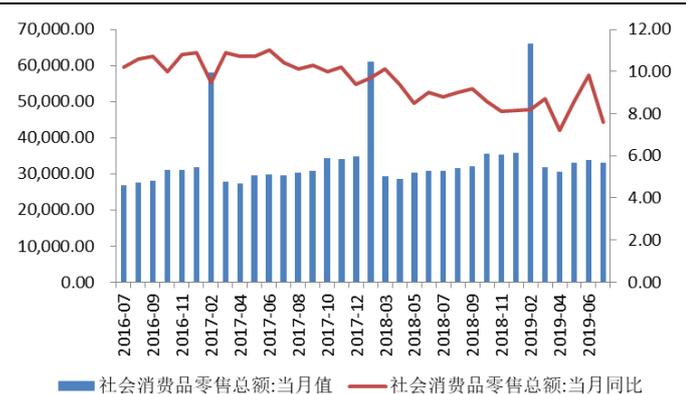
格上涨 2.0%，涨幅回落 0.7pct，影响 CPI 上涨约 0.76pct。主要原因是部分地区医疗服务价格改革已阶段性完成，医疗服务价格涨幅由去年同期的 6.4% 回落至 1.5%。此外，家政服务和旅游价格分别上涨 6.0% 和 2.7%，涨幅均有所回落。工业消费品价格上涨 1.0%，涨幅回落 0.6 个百分点，影响 CPI 上涨约 0.33pct。服装、日用品和水电燃料等价格总体平稳。5 月以来 OPEC 原油价格持续减低，油价水平明显低于往年，受国际原油价格变动影响，汽油和柴油价格由去年同期分别上涨 9.6% 和 10.7% 转为分别下降 2.4% 和 2.2%。

1.2 必选消费稳健增长 可选消费显著回暖

上半年社零总体保持平稳增长，分季度增速稳中有升。总体来看，2019 年 1-6 月社会消费品零售总额 195209.7 亿元，累计同比增长 8.4%，增速比上年同期回落 1.0pct，但与 2018 年下半年基本持平，较 2019Q1 加快 0.1pct。分季度看，Q2 社零总额增长 8.6%，增速比 2019Q1 和 2018Q4 均加快 0.3pct。市场销售增速同比有所回落，主要受占比较大的出行类商品增速放缓影响。上半年，限上单位汽车和石油类商品零售额同比分别增长 1.2% 和 3.1%，增速分别比上年同期回落 1.5 和 8.8pct，拉低社会消费品零售总额增速超过 0.5pct。

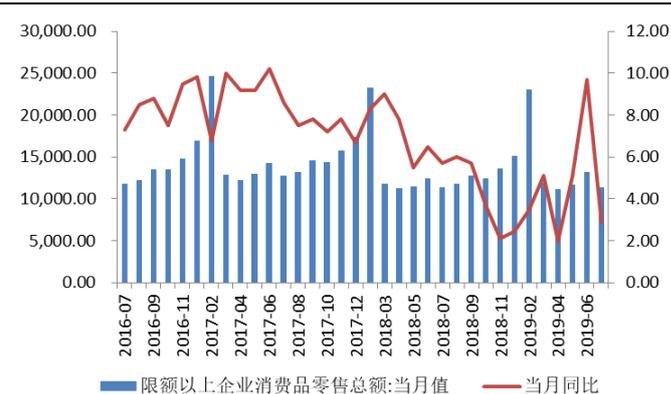
按经营单位所在地分，乡村消费品零售额增速继续快于城镇。随着农村居民收入较快增长、农村消费市场环境持续优化、基础网络设施建设持续推进以及新零售渠道在乡村市场扩大布局，乡村消费潜力进一步释放。上半年城镇消费品零售额同比增长 8.3%，增速比上年同期回落 0.9pct；乡村消费品零售额同比增长 9.1%，增速比城镇高 0.8pct。上半年乡村消费品零售额占社会消费品零售总额的比重为 14.5%，比上年同期提高 0.1pct，乡村消费品市场占比稳步提升。

图 3：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 4：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

从限上商品零售增速来看，消费品市场总体呈现稳中有升态势，必选品类维持稳健增长，可选品类增速显著回暖。上半年粮油食品类同比增长 10.4%，增速较上年同期提升 0.6pct，鲜菜鲜果猪肉三大品类价格持续高企导致上半年食品 CPI 涨势较高，但随着气温的持续升高和供给量的逐渐增加，鲜菜鲜果对于食品 CPI 提升的影响将进一步减弱；服装鞋帽、针纺织品类累计同比上涨 3.0%，增速较上年同期回落 6.2pct；日

用品类累计同比增长 14.1%，增速较快且继续保持双位数增长，增速较上年同期提升 1.5pct。

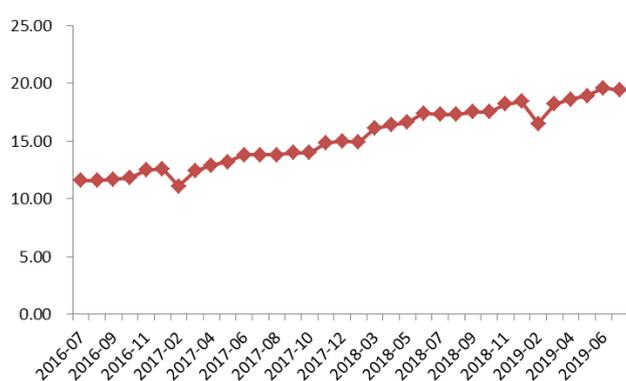
可选消费品类中的汽车在限上单位批零额中占比较大，对社零增速的提振效果较为显著，化妆品类、金银珠宝类、家电和通讯器材类等可选消费类类的增速比较快。上半年，限上单位通讯器材和家电类商品分别增长 7.4% 和 6.7%，比限上单位商品零售额增速分别高 2.7pct/2pct；化妆品类仍保持两位数较快增长，书报杂志类商品增速同比明显加快。特别是 6 月份在电商购物节促销活动和国货效应的刺激下，限上单位化妆品、体育娱乐用品、家用电器和音像器材、文化办公用品类商品增速分别比 5 月加快 5.8pct、1.3pct、1.9pct 和 3.4pct；金银珠宝类受益天气转暖带来的婚庆市场回暖，以及对降息预期的避险情绪带来的金价上涨影响，6 月同比增长 7.8%；据乘用车联席会数据，上半年全国新能源狭义乘用车销量 57.7 万台，同比增速超过 60%，保持快速增长。6 月汽车销售情况明显好于预期，主要受到多地实施国六新政的政策刺激，由于国标由国 5 向国 6 的切换，汽车销售商在 6 月份加大了促销的力度来清理国五库存车，同时为期三个月的新能源补贴政策在 6 月已经结束，地方和中央的补贴大幅缩水促使经销商进一步加大销售力度抢占先机，6 月限上单位汽车类销售增长 17.2%，拉动了社零总额增长约 1.6pct。

图 5：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 6：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

2019年1-6月，全国网上零售额48161亿元，累计同比增长17.8%，增速较1-5月持平，较Q1提升2.5pct，随着移动支付更加普及，智慧物流、社交电商迅速发展，城乡物流配送体系日益完善，网络消费继续保持快速增长。1-6月网上零售表现较好，其中实物商品网上零售额38165亿元，累计同比增长21.6%，比同期社零增速高出13.2pct，占社零总额的比重为19.6%，比上年同期提高2.2pct，较Q1提升1.4pct；实物商品网上零售额对社零总额增长的贡献率超过40%。新业态继续保持快速增长态势，线上销售占比持续稳步提升。在实物商品网上零售额中，吃、穿和用类商品分别增长29.3%、21.4%和20.9%。

线上线下融合发展趋势已成，传统零售企业在“互联网+”的推动下纷纷转型，充分利用大数据、人工智能和移动互联网等新技术改进销售模式，积极拓宽销售渠道，部分传统业态经营状况有所改善。上半年，

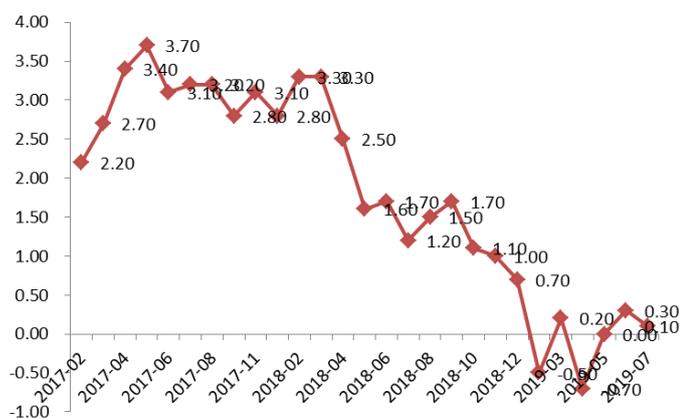
限上超市、便利店和专业店零售额同比分别增长 7.4%、8.2% 和 5.3%，增速分别比限上商品零售额高出 2.7pct、3.5pct 和 0.6pct。上半年限上百货店零售额同比增长 1.5%，较 Q1 加快 0.6pct；专卖店由 Q1 的下降 0.9% 转为增长 3.0%。

1.3 实体百家增速回暖，大众消费增速放缓

中华全国商业信息中心的监测数据显示，1-6 月实体店消费品零售额同比增长 5.6%，增速较 1-5 月提升 0.2pct，其中 6 月同比增长 6.8%，增速比上月加快 0.6pct。1-6 月全国百家重点大型零售企业零售额同比提升 0.3%，增速较 1-5 月提升 0.3pct。其中，粮油食品商品零售额增长 3.3%，日用品类累计增长 0.9%，化妆品同比增长 9.6%，增速均实现正向增长。

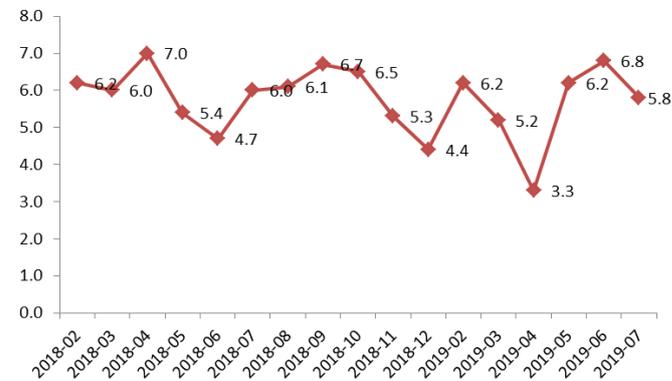
大众消费品市场增速放缓。1-6 月限额以下单位和个体户商品零售额实现 107303 亿元，同比增长 10.7%，增速与 1-5 月相比放缓 0.2pct。限额以下单位和个体户商品零售额对商品零售总额的贡献率为 77.6%，占商品零售总额的比重为 61.7%。实体商业行业集中度整体较低，商品零售中有超过 60% 的零售额由限额以下单位和个体户贡献，实体龙头的市场份额仍然存在较大的提升空间。

图 7：全国百家大型零售企业零售额累计同比（%）



数据来源：中华商业信息中心，山西证券研究所

图 8：网下实体店消费品零售额月度增速（%）



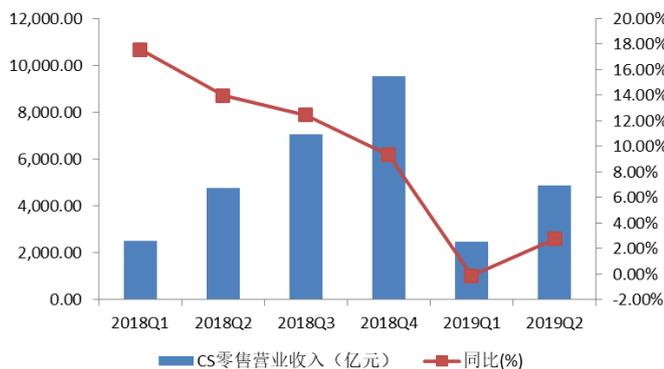
数据来源：中华商业信息中心，山西证券研究所

2. 行业整体情况：营收规模小幅提升，净利增速显著回落

2019Q2CS 零售营收规模小幅提升，但增速回落明显，归母净利润增速水平下降明显，回落幅度较大。

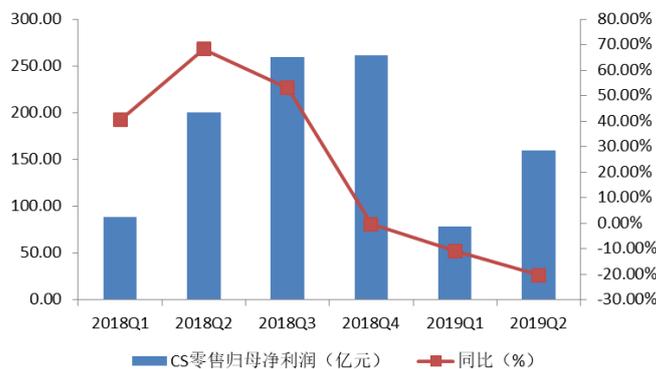
2019Q2CS 零售总营收 5344.12 亿元，同比增长 3.04%，增速较去年同期回落 13.2pct；归母净利润 159.79 亿元，同比减少 20.3%，去年同期基数较高，增速为 44.09%，同比回落 64.39pct。从子行业来看，CS 百货/CS 超市/CS 连锁营收分别为 1726.52 亿元/1114.51 亿元/2503.09 亿元，同比分别增长-1.62%/9.04%/3.88%，归母净利润分别为 83.88 亿元/26.48 亿元/49.43 亿元，同比分别是 41.6%/-0.41%/-56.89%。

图 9：CS 零售 18-19Q2 营业收入（亿元）及同比%



数据来源：Wind，山西证券研究所

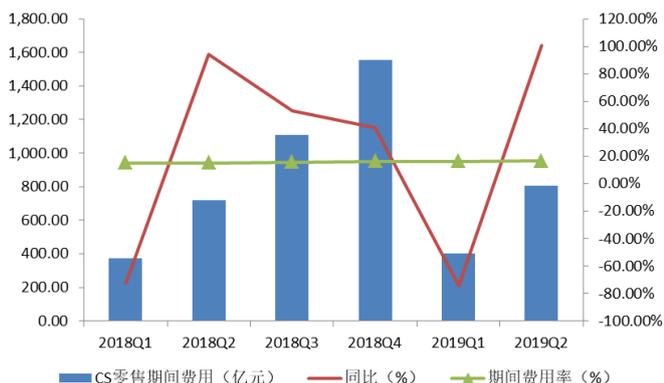
图 10：CS 零售 18-19Q2 净利润（亿元）及同比%



数据来源：Wind，山西证券研究所

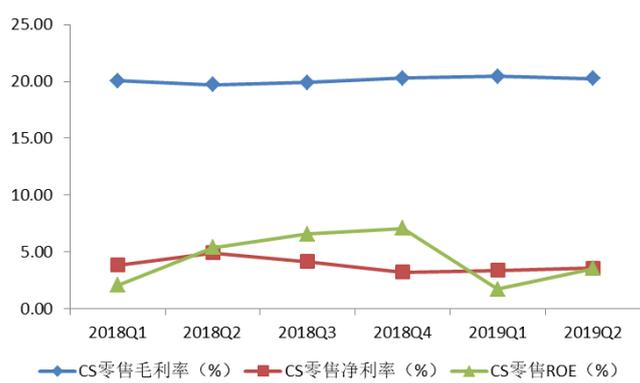
今年 Q2 社零增速回升明显，且可选品类的增速较 Q1 相比有所复苏，对百货板块产生一定的提振作用，导致百货板块 Q2 营收增速较 Q1 有所回升，归母净利润增速大幅回升，在三个子版块中表现最佳，百货企业发展购物中心的转型策略的成效初显，并反应到了利润端；超市板块表现较为稳健，是子行业中营收增速最高的板块，同时较 Q1 小幅提升 0.71pct，利润端则呈现两极分化，受益 CPI 持续上涨及行业自身加速扩张、升级店效、供应链整合等因素的影响，龙头企业业绩增速表现靓丽，但亏损企业业绩降幅较大拖累板块整体业绩增速；连锁行业主营业务较为复杂，业绩持续分化，营收端增速较 Q1 放缓 0.5pct，归母净利端降速则扩大 8.58pct，头部业绩占比较大企业业绩增速转负，个别企业亏损持续扩大，板块整体增速表现承压明显。

图 11：CS 零售 18-19Q2 期间费用（亿元）及同比%



数据来源：Wind，山西证券研究所

图 12：CS 零售 18-19Q2 毛利率、净利率、ROE (%)



数据来源：Wind，山西证券研究所

18-19Q2 期间费用增速持续高于营收增速，19Q2 费用同比上涨压制归母净利润增长；19Q2 毛利率环比回落，净利率环比提升，ROE 环比明显提振。2019Q2CS 零售期间费用 817.82 亿元，同比增长 12.65%，比收入增速高出 9.61pct，费用增速高于收入增速抑制了归母净利的同比增长，导致归母净利润降幅较 Q1 扩大 9.74pct。Q2CS 零售期间费用率为 15.3%，比去年同期上涨 1.3pct，较 Q1 下降 0.89pct。18-19Q1 毛利

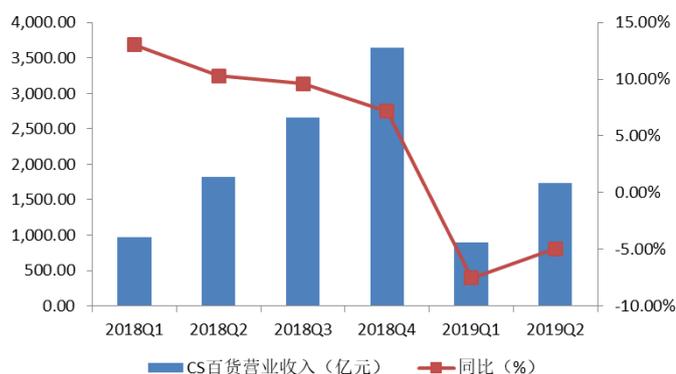
率水平基本保持稳健上涨态势，但 19Q2 有所回落；18-19Q2 净利率水平呈现区间波动，18Q2 达到阶段高点 4.92%，Q3-Q4 持续下滑，19Q1 开始回升，至 19Q2 达到年内高点，环比提升 0.17pct，但受归母净利润降幅扩大影响同比减少 1.36pct。2019 年 ROE 水平逐季抬高，受净利率回落影响，Q2ROE 同比减少 1.84pct 至 3.54%，但环比回升 1.8pct。

2.1 百货：可选消费企稳复苏，利润增速大幅提振

百货行业的运行与宏观经济息息相关，2019 以来宏观经济增速逐渐趋缓，但 Q2 以来社零累计增速逐季回暖，百货主要品类中的可选消费各品类（化妆品、黄金珠宝等）增速均呈现不同程度的复苏，化妆品类更是有取代服装成为百货主要盈利增长点品类的趋势。上半年居民可支配净收入有所抬升，消费观念与消费结构正在发生明显变化。虽然持续受到来自于线上高速增长带来的冲击，但优秀的传统零售企业能够及时把握消费需求调整销售策略和商品组合结构，在市场转型期仍能引领行业变革方向，并保持一定的规模扩张速度，持续提升市场占有率。

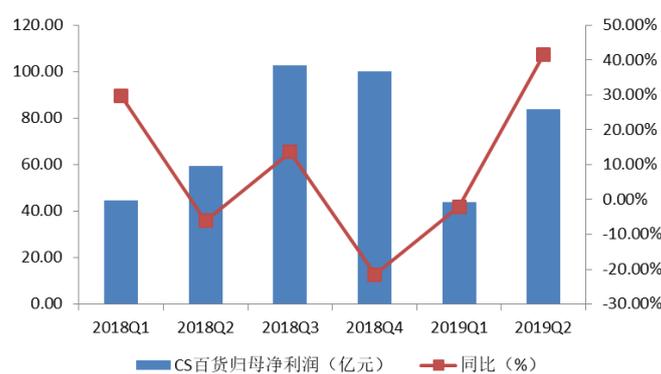
2019 年 Q2CS 百货营收为 1726.52 亿元，同比-1.62%，相比去年同期的 5.16%，增速小幅回落；归母净利润 83.33 亿元，同比+41.60%，与去年同期-7.58%相比大幅提振；扣非后归母净利润 76.21 亿元，同比+60.80%，与去年同期-13.64%相比提升明显。今年以来百货板块收入端同比增速均为负数，但 Q2 降速逐季减缓，归母净利润同比增速实现由 Q1 的负增速转为 Q2 正增速，且升幅较大，扣非后归母净利润同比增速逐季抬升，19Q2 提升明显。受到 Q2 可选消费增速复苏明显的影响，归母净利端的增幅得到了较大幅度的提振，行业内的优质企业在激烈的市场竞争中通过成功转型实现了业绩增长。

图 13：CS 百货 18-19Q2 营业收入（亿元）及同比%



数据来源：Wind，山西证券研究所

图 14：CS 百货 18-19Q2 净利润（亿元）及同比%



数据来源：Wind，山西证券研究所

2019Q2 CS 百货期间费用为 275.51 亿元，同比-1.33%，窄于收入降速 0.3pct，降幅较 Q1 扩大 0.48pct。19Q2 板块整体期间费用率为 15.96%，较 Q1 提升 0.27pct。目前百货上市公司的转型方式主要以百货购物中心化为主，购物中心以轻资产模式运营，经营主要以租赁方式为主。虽然随着规模的扩大，房租、人力、

水电等商业成本费用水涨船高，但优质的公司对费用的管理加强了控制，有效实现了开源节流，提升了整体盈利能力。

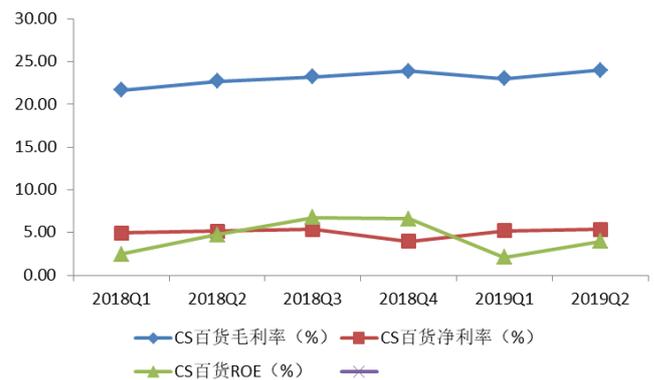
19Q2 CS 百货毛利率水平同比提升 1.29pct，环比提升 0.98pct，百货企业积极拥抱数字化有效提升了企业整体的运营效率。今年以来 CS 百货 ROE 水平持续提升，Q2ROE 环比提升 1.87pct，受到净利率和总资产周转率环比共同上涨的影响。

图 15：CS 百货 18-19Q2 期间费用（亿元）及同比%



数据来源：Wind，山西证券研究所

图 16：CS 百货 18-19Q2 毛利率、净利率、ROE (%)



数据来源：Wind，山西证券研究所

重点覆盖公司方面，天虹股份 19Q2 实现营业收入 96.76 亿元，同比+1.61%，归母净利润 5.03 亿元，同比+3.65%。上半年公司整体毛利率同比提升 1.78pct 至 28.38%，其中属北京地区最高（28.25%），华东区次之（28.12%），成长性方面为华东区毛利率变动幅度最高（+3.36pct），东南区次之（+2.61%），公司夯实专业运营能力，加快提质增效步伐，有效盘活存量资产。上半年公司期间费用占比 21.63%，比上年同期增长 1.61pct，除去物业水电、折旧摊销、员工薪酬等随营业收入的增长水涨船高以外，因定期存款利息减少导致财务费用增长了 57.5%。19Q2 公司 ROE 水平为 7.65%，较去年同期-0.33pct，上半年 ROE 降低主要总资产周转率-0.02 和权益乘数-0.08 的共同影响。

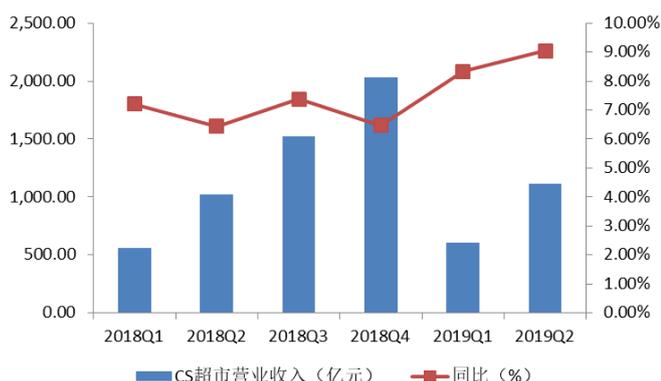
王府井 2019Q2 实现营业收入 134.22 亿元，同比+ 1.69%，归母净利润 6.99 亿元，同比-7.48%。在整体市场压力较大的环境下，上半年收入同比稳中有升，Q2 收入情况好于 Q1。虽然百货/购物中心是公司营收占比最高的业态，但奥莱业态的快速增长有效拉动了公司收入增长，业态收入同比始终保持了 10% 以上的速度，单 Q2 增幅更是超过了 30%。Q2 公司期间费用率为 14%，较上年同期增长 1.25pct，受新开门店亏损影响，公司销售/管理费用分别同比+0.59%/6.63%，财务费用较上年大幅增长，主要受到利息收入减少、利息支出增加影响。费用增长率高于收入增速，压制了归母净利润成长。19Q2 公司 ROE 水平为 6.38%，较去年同期-0.96pct，上半年 ROE 降低主要净利率-0.52pct 的影响。

2.2 超市：收入增速保持稳健，业绩分化马太效应凸显

2019 年以来国家推出了一系列减税降费的政策，从需求端提振居民的消费信心及购买力。今年 CPI 在 2% 的中枢区间温和上行，CPI 的上涨对超市同店传导的吻合度较高。超市行业是受新零售加码改造较多的行业，在消费市场平稳增长的新零售下半场，超市行业创新转型的步伐加快，跨界融合的程度不断加深，新业态和新场景不断涌现。2015 年国务院就在《关于加快发展生活性服务业促进消费结构升级的指导意见》中强调大力发展社区商业，引导便利店等业态走进社区，主要发展任务包括优化便利店布局、提高便民服务水平、加强信息技术应用等。立足于社区、贴近消费者，再加上生鲜品类消费频次高、复购率高、市场空间大的属性，社区生鲜便利店成为资本和产业层面共同关注的零售业态。小型社区便利店面向社区家庭用户，重点涵盖生鲜品类，满足社区消费场景的基本需求，通过实现社区化的流量汇聚形成用户粘性，进一步加深上市公司的门店网络密度。

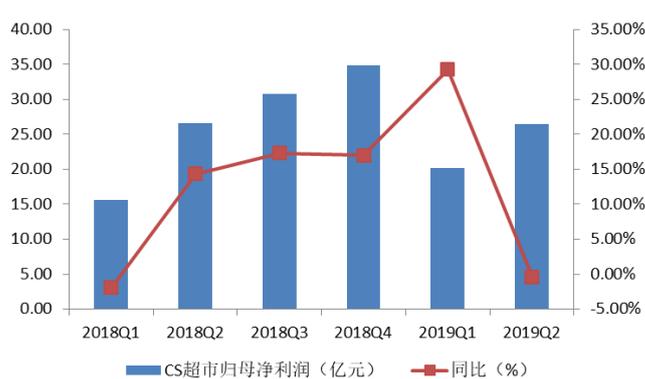
2019Q2 CS 超市营收 1,114.51 亿元，同比+9.04%，较上年同期提升 1.36pct；归母净利润 26.48 亿元，同比-0.41%，相比去年的 14.87%，增速转负；扣非后归母净利润 23.89 亿元，同比+16.57%，与去年同期相比上涨 14.95pct。2019 年以来超市板块营收端同比增速持续稳健增长，受上半年以来 CPI 持续上涨影响，在子板块中属增速最高；而归母净利润同比增速则由 Q1 的+29.28% 转为-0.41%。超市业绩呈现两极分化，受个别企业归母净利润降幅较大影响，行业整体利润端增速微负，但优质龙头企业均能保持两位数的业绩增速，板块整体具有一定的抗周期属性。

图 17：CS 超市 18-19Q2 营业收入（亿元）及同比%



数据来源：Wind，山西证券研究所

图 18：CS 超市 18-19Q2 净利润（亿元）及同比%



数据来源：Wind，山西证券研究所

2019Q2 CS 超市期间费用为 215.72 亿元，同比+7.91%，低于收入增速 1.13pct；Q2 期间费用率为 19.36%，较去年同期回落 0.2pct。2019 年以来超市行业整合进一步提速，通过关闭亏损门店和改造低效门店来优化网络布局，对内调整品类组合、提速智能化程度与精准营销提升收入，对外加速门店网络扩张，同时打造更具韧性、反应迅速的供应链平台体系，从费用端看这一系列举措成效明显。

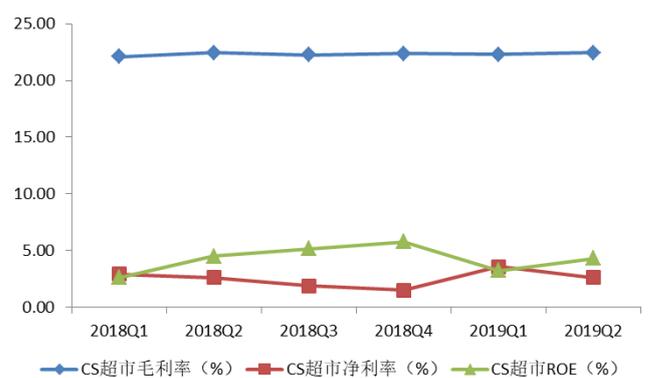
今年以来 CS 超市毛利率水平稳步提升，Q2 毛利率与去年同期持平，较 Q1 提升 0.13pct；净利率水平有所下降，Q2 净利率与去年同期持平，较 Q1 回落 0.96pct。ROE 水平保持上涨，Q2 环比提升 1.06pct，虽然净利率环比下降但总资产周转率环比提升 0.32 次；Q2ROE 水平同比下降 0.21pct，主要受到总资产周转率下降 0.04 次影响。

图 19：CS 超市 18-19Q2 期间费用（亿元）及同比%



数据来源：Wind，山西证券研究所

图 20：CS 超市 18-19Q2 毛利率、净利率、ROE (%)



数据来源：Wind，山西证券研究所

重点覆盖公司方面，永辉超市 2019Q2 实现营业收入 411.76 亿元，同比+19.71%，归母净利润 13.69 亿元，同比+46.69%。2019 上半年公司主营业务毛利率 16.39%，较上年同期下降 1.01pct，其中生鲜及加工品类毛利率下降 1.09pct 至 13.92%，食品用品类毛利率降低-0.98pct 至 18.58%。分区域看，除七、十区(+0.33pct、+3.68pct) 毛利率同比增长以外，其余 8 个战区毛利率均呈现不同程度的下降，其中福建大区最为明显，毛利率降低了 2.93pct 至 16.32%。受经济环境、去年基数较高影响，公司缩减较高毛利的百货服装业务，同时 CPI 持续上升及新店发展带动成本对应增长。上半年公司期间费用率 18.22%，较上年同期降低 1.86pct，开源节流费用管控成效显著。其中销售费用同比提升 14.32%，但销售费用率同比下降了 0.72pct，随着门店数量的增加带来了相应租金、水电、人力等日常经营费用的增长；管理费用下降 21.25% 主要受到本期计提的股权激励费用及系统开发服务费较上期同比减少所致；财务费用同比上涨 232% 主要受到本期银行借款增加使得利息支出增加所致。19Q2 公司 ROE 水平为 6.97%，较去年同+2.12pct，上半年 ROE 提振主要受到净利率+0.62pct 和权益乘数+0.41 的共同影响。

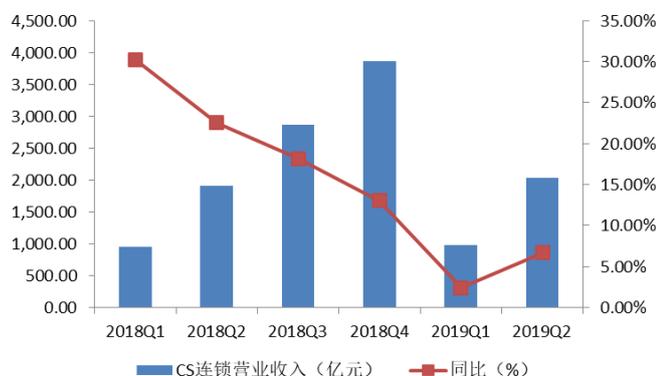
家家悦 2019Q2 实现营业收入 72.65 亿元，同比+16.68%，归母净利润 2.26 亿元，同比+16.85%。胶东地区是公司的大本营所在，该区域主营业务收入占总主营收入的 85.4%，增速较上年同期提升 12.29%，毛利率为 17.29%，与上年同期持平。虽然其他地区收入占比不高，但因合并河北家家悦门店，导致其他区域主营收入同比提升 49.23%，毛利率则提振 0.61pct 至 17.31%。公司期间费用率为 17.26%，较上年同期微涨 0.02pct，其中销售费用提升 15.72%，随着连锁化扩张程度的发展，职工薪酬和租金费用也一并提升，还有

非同一控制下合并河北家家悦费用增加所致，河北家家悦同时带来管理费用同比提升 8.44%，而财务费用增长 76.97% 则是受到存款收益及手续费影响。19Q2 公司 ROE 水平为 8.37%，较去年同+0.57pct，上半年 ROE 提升主要受到总资产周转率+0.03 和权益乘数+0.09pct 的叠加影响。

2.3 连锁：增速趋缓业绩分化加剧，细分龙头贡献增长点

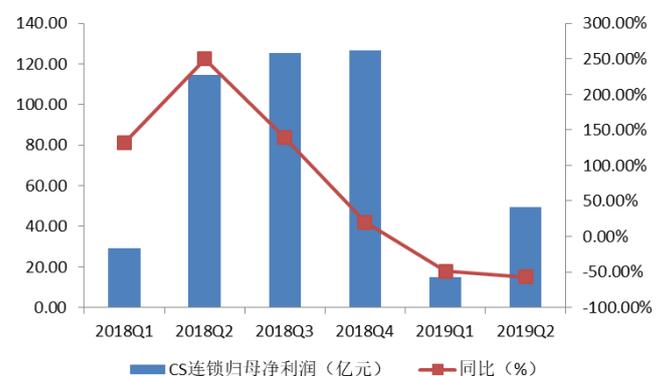
2019Q2CS 连锁营收 2,503.09 亿元，同比+3.88%，与上年同期相比下降 18.82pct；归母净利润 49.43 亿元，同比-56.89%，与去年同期的+120.94%相比，降幅较大；扣非后归母净利润-18.10 亿元，同比-149.06%，与去年同期的 0.28%相比，降幅明显。18-19Q2CS 连锁营收增速持续放缓，至 19Q1 回落至个位数水平，Q2 环比回落 0.5pct；2019 年板块归母净利润增速持续为负且降幅逐渐扩大。CS 连锁上市公司业务较为繁杂，销售产品涵盖黄金珠宝、家电、通讯器材、母婴产品、地产等，且规模相差较大，业绩水平两极分化现象十分明显。CS 连锁上市公司中，龙头公司业绩占比较大，仅苏宁易购一家就占据 CS 连锁营收的 50%以上，归母净利润端苏宁、美凯龙两家合计占比超过 90%，且这两家 Q2 归母净利润增速均为负两位数，对板块整体利润端负增速影响较大。

图 21：CS 连锁 18-19Q2 营业收入（亿元）及同比%



数据来源：Wind，山西证券研究所

图 22：CS 连锁 18-19Q2 净利润（亿元）及同比%

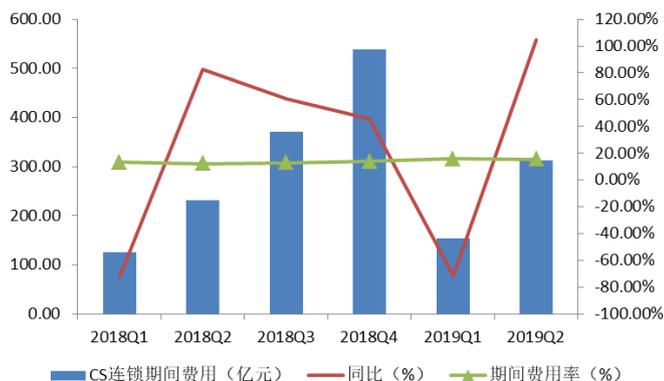


数据来源：Wind，山西证券研究所

2019Q12CS 连锁期间费用为 326.60 亿元，同比+32.28%，比收入增速高出 28.40pct。19Q2 期间费用率为 13.05%，比去年同期提升 2.80pct。19 年期间费用率较 18 年显著提升，但 19Q2 环比回落。连锁行业以门店扩张为主要支撑力，在业态及门店快速扩张的时候，租金、装修、水电、折旧等固定费率水涨船高，公司经营方面开展品牌宣传活动及新业态新门店推广营销投入导致销售费用同比上涨，同时还带来公司银行借款规模的增加，以至利息支出同比增加影响财务费用上涨。

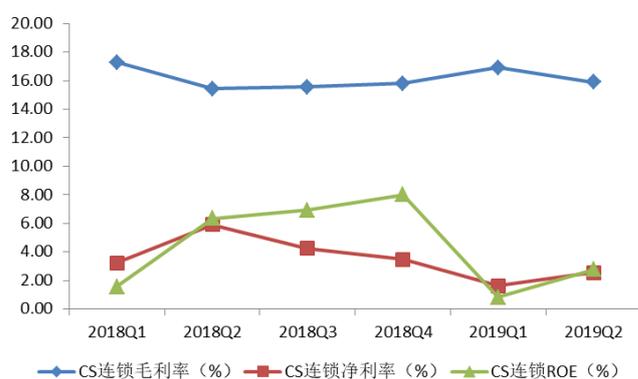
19Q2 CS 连锁毛利率水平同比提升 0.45pct 至 15.89%，但环比回落 1.02pct；净利率水平同比下降 3.36pct，但环比提升 0.94pct；ROE 水平受净利率增速降幅较大影响，同比回落 3.55pct，但环比提 1.97pct，主要由于净利率和总资产周转率（0.23 次）共同提升的因素影响。

图 23：CS 连锁 18-19Q2 期间费用（亿元）及同比%



数据来源：Wind，山西证券研究所

图 24：CS 连锁 18-19Q2 毛利率、净利率、ROE (%)



数据来源：Wind，山西证券研究所

重点覆盖公司方面，苏宁易购 2019Q2 实现营业收入 1,355.71 亿元，同比+22.49%，归母净利润 21.39 亿元，同比- 64.36%。上半年公司主营业务毛利率 12.71%，较上年同期下降 0.73%。外部市场环境持续承压，公司紧抓促销旺季实施积极的价格竞争策略，同时拓展政企类客户的销售，对毛利率水平有所影响；虽然线下增值服务能力以及转租收入提高，带来其他业务毛利率同比增长 0.38pct，但整体看公司综合毛利率水平同比略有下降。上半年公司期间费用率为 16.55%，同比增加 2.66%，其中销售/管理/研发/运营费用率同比增减分别为+1.75pct/-0.21pct/0.27pct/1.81pct。运营费用方面，由于门店开发、IT 能力建设以及新品类运营等业务需求，加上第三期员工持股计划计提管理费用摊销影响，人员费用率同比增加；可比店面销售下滑与苏宁小店规模扩张期，带来租赁费用率同比提升；公司加快推进前置仓建设带来物流费用阶段性增加；上半年公司品牌心智逐步形成，有效控制广告促销投放，使得广告促销费率同比有所下降。此外公司零售业务、消费金融、供应链金融业务较快发展带来了对经营性资金的借款规模增加，同时上半年公司计提 2018 年发行公司债利息，使得财务费用率同比增长 0.85%。19Q2 公司 ROE 水平为 2.64%，较去年同-4.92pct，上半年 ROE 下降主要受到净利率-3.84pct 的影响。

南极电商 2019Q2 实现营业收入 16.34 亿元，同比+32.44%，归母净利润 3.86 亿元，同比+32.37%。上半年公司主营的品牌授权及综合服务业务收入合计为 3.81 亿元，同比增长 35.64%；上半年公司扩充了新品类，且社交平台 GMV 高速增长，相应这两项综合服务收费率较低，同时公司对生产竞争激烈类目产品的供应商提供优惠政策，导致该项业务增长率低于同期 GMV 增长率。但该项业务的应收账款净额同比增长 26.24%，低于其收入同比增长率，应收账款问题得到一定程度的改善。上半年公司期间费用率 5.64%，高出去年同期 0.85pct，其中销售/管理费用分别上涨 70%/74%，主要由于职工薪酬增加，公司对人员结构进行优化，引进了更多行业专家、平台管理专家、数据专家等中高级人才，进一步提升供应链服务；归还借款导致利息支出减少导致财务费用同比减少 130.32%。19Q2 公司 ROE 水平为 9.94%，较去年同+0.58pct，上

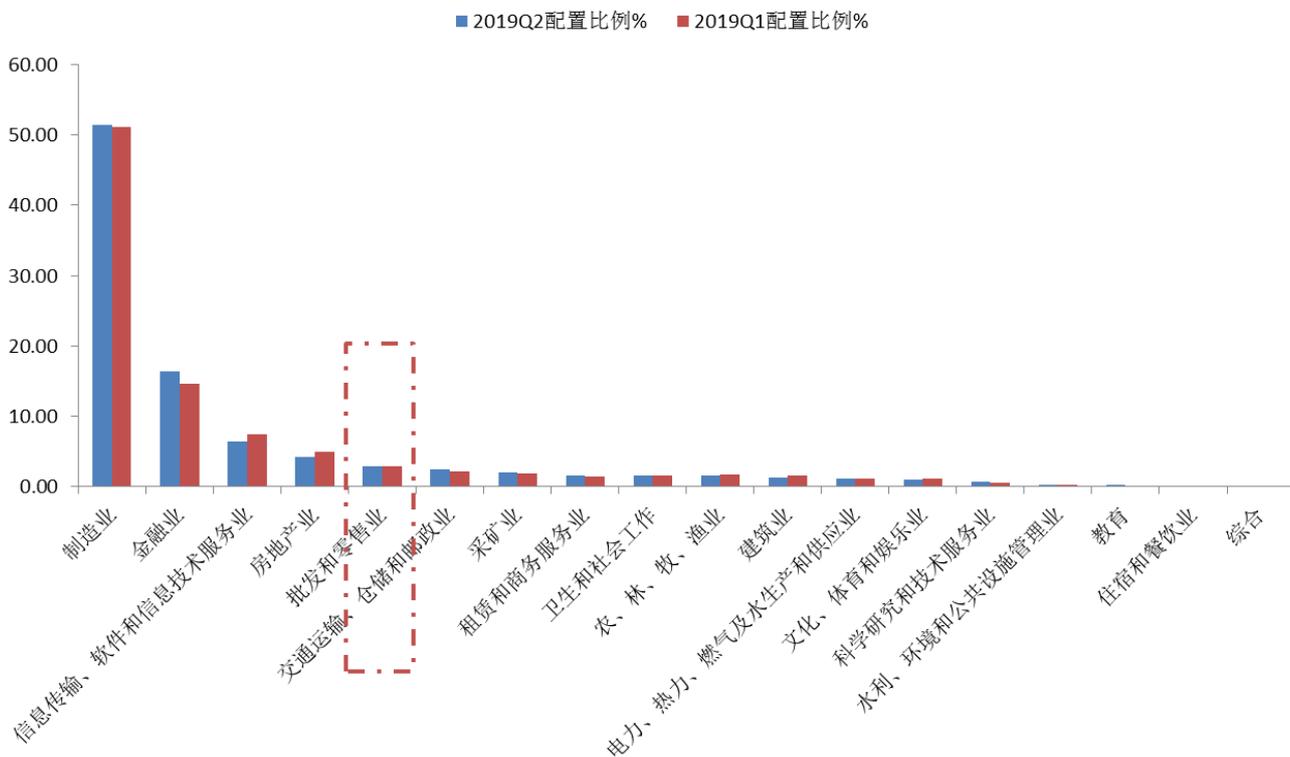
半年 ROE 提升主要受到总资产周转率+0.05 的影响。

3.基金持仓：行业维持超配状态，超市配置变动较大

3.1 一级行业：持仓配比居前但比例降低，维持超配且环比小幅增长

2019Q2，在证监会新标准 21 个行业中，批发和零售业基金持仓总市值为 608.58 亿元，较 2019Q1 环比提升 1.45%，持仓占比为 2.91%，位居第五。市场标准行业配置比例为 2.59%，相对标准行业配置比例超额配置 0.31pct，维持超配状态。但配置比例同比降低 0.76pct，环比降低 0.03pct；超配比例同比减少 0.41pct，环比增加 0.05pct。

图 25：2019Q2vs2019Q1 基金配置比例一级行业分布



数据来源：Wind，山西证券研究所

3.2 重仓个股：天虹股份重仓持股最多，永辉超市持仓变动最大

2019Q2 基金重仓股主要针对 CS 零售中的 27 家上市公司布局，比 19Q1 新增 6 家，清空 8 家，其中重仓个股持有基金数排行前五的依次是永辉超市（168）、南极电商（75）、苏宁易购（43）、家家悦（42）、天虹股份（31），基金持有数变动幅度排行前五的分别是永辉超市（+83）、家家悦（+12）、老凤祥（+9）、红

旗连锁（+5）、南极电商（+4）。

从 Q2 季报持仓变动来看，位列前五的重仓股分别是永辉超市、红旗连锁、家家悦、苏宁易购、我爱我家，持仓变动分别是 21,968.35 万股、2,319.32 万股、1,208.73 万股、1,026.92 万股、940.08 万股；从持股占流通股比例来看，前五名分别是南极电商（20.80%）、家家悦（20.19%）、永辉超市（13.80%）、天虹股份（6.84%）、大商股份（3.88%）。

表 1：百货板块重仓个股持股基金数及持仓变动

代码	名称	2019Q1 持有基金数↓	2018Q4 持有基金数	季报持仓 变动(万股)	持股占 流通股比(%)	CS 三级行业
002419.SZ	天虹股份	31	35	235.25	6.84	百货
600729.SH	重庆百货	17	26	-175.52	2.03	百货
600859.SH	王府井	7	31	-758.52	0.83	百货
600694.SH	大商股份	6	2	335.42	3.88	百货
600723.SH	首商股份	4	1	546.07	0.87	百货
000560.SZ	我爱我家	3	6	940.08	0.62	百货
600858.SH	银座股份	3	2	2.80	0.12	百货
600113.SH	浙江东日	2	0	49.95	0.12	百货
000501.SZ	鄂武商 A	2	5	-622.53	0.01	百货
000679.SZ	大连友谊	1	0	22.66	0.06	百货
000785.SZ	武汉中商	1	0	7.00	0.03	百货
600828.SH	茂业商业	1	0	14.85	0.02	百货
600682.SH	南京新百	1	2	16.62	0.03	百货

数据来源：Wind，山西证券研究所

从细分行业来看，受益 Q2 可选消费复苏的百货板块，主流百货同店数据有所回暖。2019Q2 天虹股份持有基金数（31）最多，持仓变动和占流通股比表现居前，但与 Q1 相比受到 4 家基金减仓，大商股份持仓变动（+4）最高，持仓变动和占流通股比表现强劲。百货板块中有 4 家为 2019Q2 新增基金持有的重仓个股，分别是浙江东日（2）、大连友谊（1）、茂业商业（1）和武汉中商（1），而遭遇清仓的 5 家分别是豫园股份、欧亚集团、合肥百货、华联股份和兰州民百。还有 3 家重仓企业季报持仓有所下滑，最明显的是王府井（-758.52 万股），其次是鄂武商 A（-622.53 万股）。

表 2：超市板块重仓个股持股基金数及持仓变动

代码	名称	2019Q1 持有基金数↓	2018Q4 持有基金数	季报持仓 变动(万股)	持股占 流通股比(%)	CS 三级行业
601933.SH	永辉超市	168	85	21,968.35	13.80	超市
603708.SH	家家悦	42	30	1,208.73	20.19	超市
002697.SZ	红旗连锁	11	6	2,319.32	2.32	超市
600861.SH	北京城乡	3	4	-88.68	1.01	超市

600827.SH	百联股份	1	0	11.99	0.01	超市
-----------	------	---	---	-------	------	----

数据来源：Wind，山西证券研究所

温和通胀环境下必选消费稳健增长，超市龙头持续进行内涵升级和外延扩张，市场集中度得到进一步提升。2019Q2 新增重仓个股 1 家，百联股份在 Q1 遭遇清仓后重获关注。永辉超市最受基金青睐，为重仓持有最多的个股，2019Q2 持有基金数为 168 家，环比增加 83 家，持仓变动净增 21,968.35 万股。家家悦是占流通股比最高（20.19%）的重仓个股，2019Q2 持有基金数为 42 家，且持仓变动为+12 家，表现仅次于永辉超市。北京城乡是唯一重仓配置减少的个股（-1），持仓数减少 88.68 万股。华联综超和中百集团遭到基金清仓。

表 3：连锁板块重仓个股持股基金数及持仓变动

代码	名称	2019Q1 持有基金数↓	2018Q4 持有基金数	季报持仓 变动(万股)	持股占 流通股比(%)	CS 三级行业
002127.SZ	南极电商	75	71	-1,950.88	20.80	连锁
002024.SZ	苏宁易购	43	53	1,026.92	1.52	连锁
600612.SH	老凤祥	24	15	172.24	3.70	连锁
603214.SH	爱婴室	6	2	26.08	0.66	连锁
300755.SZ	华致酒行	3	0	106.54	1.84	连锁
601828.SH	美凯龙	2	8	-786.59	1.10	连锁
002345.SZ	潮宏基	1	2	21.61	0.10	连锁
000829.SZ	天音控股	1	1	58.20	0.12	连锁
600122.SH	宏图高科	1	1	0.00	0.00	连锁

数据来源：Wind，山西证券研究所

连锁板块表现分化，龙头的行业集中度持续提升。2019Q2 新增 1 家重仓配置个股，为华致酒行，而萃华珠宝则受到基金清仓。南极电商业绩保持高速增长，持续受到基金热捧，是 2019Q2 中持有基金数最多（75），持有基金数变动次高（+4）的重仓个股，持股占流通股比 20.80% 占比最高，但持仓变动-1950.88 万股。持有基金数次高的个股为苏宁易购，且持仓变动最高（1026.92 万股），但持仓数环比减少 10 家变动较大。美凯龙和潮宏基遭基金减仓，重仓配置基金数分别减少 6 家和 1 家，持仓变动分别是-786.59 万股和+21.60 万股。

4.投资建议及重点推荐

8 月 27 日，国务院办公厅印发了《关于加快发展流通促进商业消费的意见》，为推动流通创新发展，优化消费环境，促进商业繁荣，激发国内消费潜力，更好满足人民群众消费需求，促进国民经济持续健康发展，提出了 20 条稳定消费预期、提振消费信心的政策措施，可见党中央和国务院高度重视发展流通扩大消

费。同时上半年减税降费效果持续扩大，减税政策在制造业等行业体现明显，政策的逐渐落地实施增强了消费市场的整体活力，进一步减轻了企业负担，增加了居民收入，对增强企业信心、稳定市场预期、有效应对经济下行压力、促进经济平稳运行，都发挥了重要的作用，5G 商用和信息技术的应用对于零售行业的盘活存量资产和运营效率提升都具有利好效应。但在全球经贸风险、降息周期和不确定性加剧的背景下，国际环境严峻复杂，国内经济发展面临新的挑战，下行压力有所增大，下半年社零增速也趋于放缓。我们建议投资思路保持防御性，重点关注具有一定抗周期性的细分行业，同时关注业绩弹性较大的板块如黄金珠宝、化妆品等，主要关注以下几条主线，

1) 在当前温和的价格涨势区间内，因供给偏紧带来鲜菜和猪肉价格的增长影响食品 CPI 继续走高，必选消费品持续稳健增长，超市板块仍具有一定抗周期性布局价值，建议关注以现代物流为支持，以现代农业和食品工业为两翼，以实业开发为基础，公司整合原云超一二集群后聚焦超市主营业务，回归本源节能增效的能力较强，同时探索新业态 Mini 店进一步加深公司的门店网络密度的永辉超市（预计 2019-2021 年 EPS 分别为 0.25/0.32/0.39 元，“增持”评级）；以及在山东地区坚持区域密集、城乡一体、业态互补的发展战略进一步促进连锁网络建设，同时加强高效的生鲜食品供应链体系建设，省内扩张和省外拓展同步推进，外延扩张和内涵提升双轮驱动的家悦悦（预计 2019-2021 年 EPS 分别为 0.82/0.96/1.09 元，“买入”评级）；

2) 百货行业受宏观经济波动影响较为明显，在市场竞争激烈和电商分流的消费环境里，行业仍处转型期，龙头企业选择发展购物中心丰富实体业态提升坪效客流，我们认为低估值龙头仍然具备估值修复的机会，建议关注深入推进数字化、体验式、供应链三大发展战略，通过推进各业态数字化增强顾客洞察和中后台改造，公司对内夯实差异化经营特色，增厚门店服务价值，对外持续铺设门店网络扩张，提高客流和收益的天虹股份（预计 2019-2021 年 EPS 分别为 0.85/0.92/1.05 元，“买入”评级）；以及持续铺设全渠道建设，通过建立完善的品牌体系，积累规模庞大的会员资产，形成稳固的业绩平台和多种业态主力，同时持续推进业态创新，优化业态结构，提升业态利润贡献率的低估值国企王府井（预计 2019-2021 年 EPS 分别为 1.60/1.80/1.81 元，“增持”评级）；

3) 在消费升级背景下，三四线城市和农村地区的大众消费市场仍然存在较大的增量红利发掘空间，且具有政策倾向性扶持，龙头企业通过布局下沉市场的长尾消费渠道，可以有效增强盈利护城河，提升行业集中度，建议关注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（预计 2019-2021 年 EPS 分别为 1.25/0.43/0.56 元，“买入”评级）；以及结合品牌特点和电商渠道的累积优势，定位平价、优质的大众消费品，坚持新快消品战略，做好高频次、高性价比的标准品，拥有品牌综合服务的规模优势，并且移动互联网营销业务持续稳健发展，具有较高 GMV



增速和马太效应的南极电商（预计 2019-2021 年 EPS 分别为 0.48/0.61/0.74 元，“买入”评级）。

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。

分析师承诺：

本人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，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

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。

山西证券研究所：

太原

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层
邮编：030002
电话：0351-8686981
<http://www.i618.com.cn>

北京

北京市西城区平安里西大街 28 号中海
国际中心七层
邮编：100032
电话：010-83496336

