

商业贸易

商贸零售 10月投资策略

超配

(维持评级)

2019年10月14日

一年该行业与沪深300走势比较



行业投资策略

必选超市稳健，关注可选底部配置良机

相关研究报告:

- 《商贸零售8月投资策略:受益通胀营收靓丽,关注可选底部配置良机》——2019-09-16
- 《母婴零售行业深度:存量时代的“单客经济”》——2019-09-16
- 《商贸零售8月投资策略:CPI高位利好超市,金价上涨提振珠宝》——2019-08-13
- 《商贸零售中报前瞻暨7月投资策略:食品CPI维持高位,超市同比改善可期》——2019-07-15
- 《商贸零售中期暨6月投资策略:追求创新与盈利的平衡》——2019-06-24

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码: S0980510120027

证券分析师: 刘馨竹

E-MAIL: liuxinz@guosen.com.cn
证券投资咨询执业资格证书编码: S0980519060002

● 社零增速平稳, CPI 维持高位

2019年8月份,社会消费品零售总额33896亿元,同比名义增长7.5%(扣除价格因素实际增长5.6%)。其中,除汽车以外的消费品零售额30845亿元,增长9.3%。分品类数据来看,受益于CPI上涨,必选消费增速表现良好。食品粮油/服装鞋帽/日用品同比增速分别为12.50/5.20/13.00%;增速环比+2.40/+2.30/+0.00pct;可选消费增速环比下滑,化妆品类/金银珠宝类/家电和音像类同比增幅分别为12.8/-7.00/4.2%;环比+3.40/-5.40/-1.20pct。8月份,全国居民消费价格同比上涨2.8%。其中,城市上涨2.8%,农村上涨3.1%;食品价格上涨10.0%,非食品价格上涨1.1%。食品烟酒价格环比上涨2.2%,影响CPI上涨约0.67pct。其中,畜肉类价格上涨15.0%,影响CPI上涨约0.71pct。

● 三季报前瞻: 超市表现平稳, 黄金珠宝或将超预期

受益于食品CPI持续维持高位,我们认为超市企业收入以及核心利润有望同比改善,预计永辉超市、家家悦3Q18收入端利润端将维持较高增速;百货企业由于可选终端需求较弱表现一般,然而2019Q3由于低基数效应有望迎来环比改善;黄金珠宝企业受益于金价上行,根据不同程度的黄金占比,有望迎来环比改善,预计周大生、老凤祥3Q19同比利润增速为10-15%、15-20%。

● 市场行情: 商贸跑输大盘, 超市回调明显

19年9月,SW商贸指数下跌1.20%,沪深300上涨0.39%,商贸零售行业跑输大盘。分子行业来看,专业零售(二级)表现最好,月度上涨0.66%。三级子行业中,百货表现较好,月度上涨0.70%,超市表现较差,月度下跌5.47%。

● 风险提示

社零增速持续放缓;企业展店进度不及预期。

● 投资建议: 自上而下聚焦必选, 关注可选底部配置良机

我们维持前期观点,自上而下建议持续关注必选消费含量较高的超市板块;此外,中美贸易谈判取得重要进展,对消费情绪或将带来积极影响,建议关注处于估值底部区间的可选板块受益于通胀水平提升,我们认为超市企业有望持续录得较好表现。百货板块推荐定位中产家庭生活的天虹股份,黄金珠宝推荐三四线渠道强大、高性价比定位的周大生;关注细分龙头苏宁易购估值修复。重点推荐永辉超市、周大生、天虹股份、家家悦、苏宁易购。**重点公司盈利预测及投资评级**

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

公司代码	公司名称	投资评级	昨收盘(元)	总市值(百万元)	EPS		PE	
					2019E	2020E	2019E	2020E
601933	永辉超市	买入	8.97	85,847	0.24	0.32	37.38	28.03
603708	家家悦	买入	26.45	16,092	0.83	0.99	31.87	26.72
002867	周大生	买入	20.52	14,998	1.38	1.63	14.87	12.59
002024	苏宁易购	买入	10.34	96,266	1.86	0.33	5.56	31.33
002419	天虹股份	买入	11.41	13,695	0.83	1.00	13.75	11.41

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所预测

内容目录

社零增速平稳，CPI 维持高位	4
三季报前瞻：超市表现平稳，黄金珠宝或将超预期	6
市场行情：商贸跑输大盘，超市回调明显	7
板块行情：9 月零售跑输大盘	7
板块估值：行业估值仍处低位	8
个股行情：商贸零售整体表现不佳	9
八月投资组合回顾与九月投资组合	9
消费税征收环节后移：珠宝行业影响较小，尚需具体细则出台	10
投资建议：自上而下聚焦必选，关注可选底部配置良机	11
风险提示	12
国信证券投资评级	14
分析师承诺	14
风险提示	14
证券投资咨询业务的说明	14

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: 近年来 CPI 当月同比情况 (%)	6
图 9: 近年来 CPI 环比情况 (%)	6
图 10: 2019 年以来板块指数 (申万二级) 走势变化 (%)	8
图 11: 2019 年以来板块指数 (申万三级) 走势变化 (%)	8
图 12: 9 月板块指数 (申万二级) 走势变化 (%)	8
图 13: 9 月板块指数 (申万三级子行业) 走势变化 (%)	8
图 14: 2019 年 9 月申万一级行业市盈率 (截至 9 月 30 日) (TTM, 整体法)	8
图 15: 2019 年 9 月申万一级行业涨跌幅 (截至 9 月 30 日) (总市值加权平均)	9
表 1: 3Q19 零售板块主要上市公司业绩前瞻 (%)	7
表 2: 商贸零售板块 19 年 9 月个股涨跌幅排行榜 (截至 9 月 30 日)	9
表 3: 策略组合各月收益情况	10

社零增速平稳，CPI 维持高位

2019 年 8 月份，社会消费品零售总额 33896 亿元，同比名义增长 7.5%（扣除价格因素实际增长 5.6%）。其中，除汽车以外的消费品零售额 30845 亿元，增长 9.3%。2019 年 1-8 月份，社会消费品零售总额 262179 亿元，同比增长 8.2%。其中，除汽车以外的消费品零售额 237056 亿元，增长 9.1%。

按经营单位所在地分，8 月份，城镇消费品零售额 29134 亿元，同比增长 7.2%；乡村消费品零售额 4762 亿元，增长 8.9%。1-8 月份，城镇消费品零售额 224412 亿元，同比增长 8.1%；乡村消费品零售额 37768 亿元，增长 9.0%。

2019 年 1-8 月份，全国网上零售额 64393 亿元，同比增长 16.8%。其中，实物商品网上零售额 50745 亿元，增长 20.8%，占社会消费品零售总额的比重为 19.4%；在实物商品网上零售额中，吃、穿和用类商品分别增长 30.6%、19.7% 和 20.2%。

分品类数据来看，受益于 CPI 上涨，必选消费增速表现良好，部分可选品类环比提速。食品粮油/服装鞋帽/日用品同比增速分别为 12.50/5.20/13.00%；增速环比+2.40/+2.30/+0.00pct；可选消费增速环比下滑，化妆品类/金银珠宝类/家电和音像类同比增幅分别为 12.8/-7.00/4.2%；环比+3.40/-5.40/-1.20pct。

随着经济增速的下行，社零增速个位数时代将常态化。我们预计下半年食品 CPI 仍将维持高位，必选品类如粮油食品有望维持较高增速；部分可选品类如化妆品类、家用电器和音像器材类月度波动较大，然而在消费升级大趋势下长期有望维持较好表现。

统计局数据显示，2019 年 8 月份，全国居民消费价格同比上涨 2.8%。其中，城市上涨 2.8%，农村上涨 3.1%；食品价格上涨 10.0%，非食品价格上涨 1.1%；消费品价格上涨 3.6%，服务价格上涨 1.6%。1--8 月平均，全国居民消费价格比去年同期上涨 2.4%。

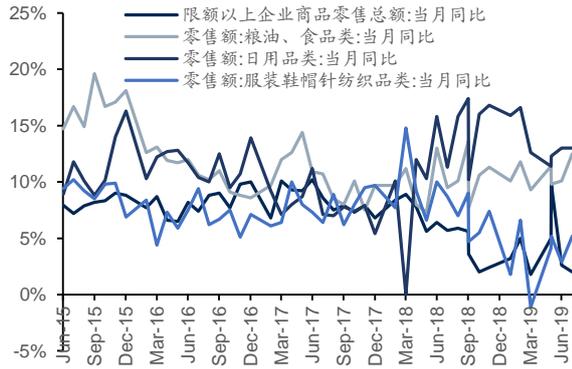
8 月份，食品烟酒价格环比上涨 2.2%，影响 CPI 上涨约 0.67pct。其中，畜肉类价格上涨 15.0%，影响 CPI 上涨约 0.71pct（猪肉价格上涨 23.1%，影响 CPI 上涨约 0.62pct）；鸡蛋价格上涨 5.9%，影响 CPI 上涨约 0.03pct；禽肉类价格上涨 3.0%，影响 CPI 上涨约 0.04pct；鲜菜价格上涨 2.8%，影响 CPI 上涨约 0.07pct；水产品价格上涨 0.9%，影响 CPI 上涨约 0.02pct；鲜果价格下降 10.1%，影响 CPI 下降约 0.22pct。

图 1：社会消费品零售总额同比变化情况（%）



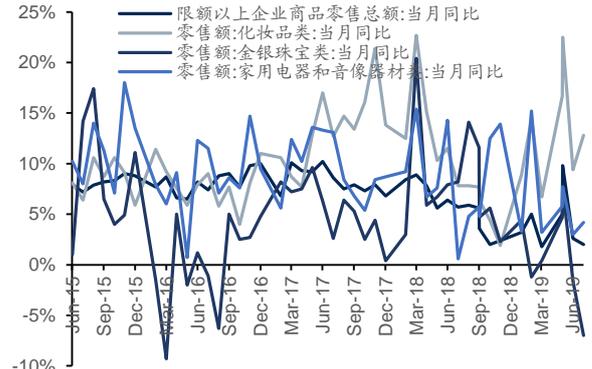
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

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

按零售业态分, 7 月重点流通企业销售额中, 超市、百货、专卖店行业同比增速分别为 0.70/6.0/0.30%, 超市板块维持较高景气度。

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 (%)



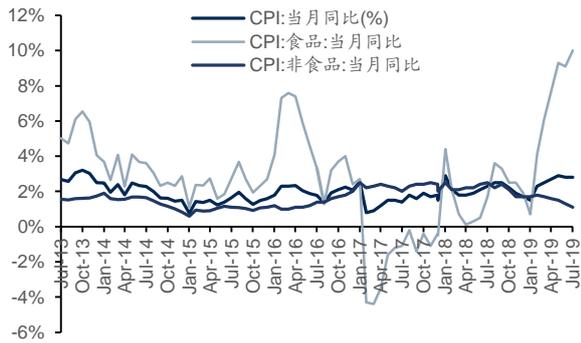
数据来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 7: 专业店重点流通企业销售额: 当月同比 (%)



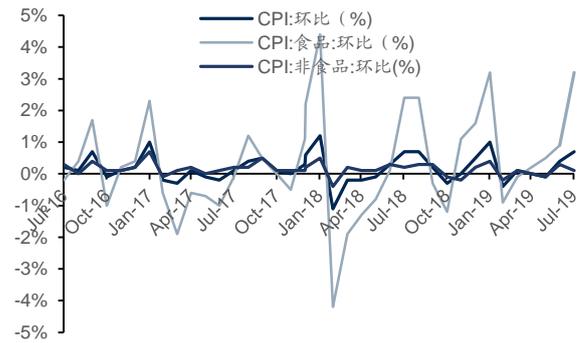
数据来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 8: 近年来 CPI 当月同比情况 (%)



数据来源: Choice、国信证券经济研究所整理

图 9: 近年来 CPI 环比情况 (%)



数据来源: Choice、国信证券经济研究所整理

三季报前瞻: 超市表现平稳, 黄金珠宝或将超预期

受益于食品 CPI 持续维持高位, 我们认为超市企业收入以及核心利润有望同比改善, 预计永辉超市、家家悦 3Q18 收入端利润端将维持较高增速; 百货企业由于可选终端需求较弱表现一般, 然而 2019Q3 由于低基数效应有望迎来环比改善; 黄金珠宝企业受益于金价上行, 根据不同程度的黄金占比, 有望迎来环比改善, 预计周大生、老凤祥 3Q19 同比增速为 15-29%、10-15%。

主要上市公司分析:

永辉超市: 2Q19 收入 189.40 亿元, 同比增长 21.18%, 净利润 2.37 亿元, 同比增长 154%。净利润大幅增长主要受益于: 股权激励费用减少 (2018 年计提 7.16 亿元, 2019 年计提 2.75 亿元, 考虑 25% 税盾, 对净利润单季影响分别为 2.68/1.04 亿元)。我们测算, 剔除财务费用影响, 云超板块利润约为 16 亿元, 同比增长超过 20%。云超收入剔除百佳并表以及 MINI 店达到 23.41%, 主要受益于 3.1% 的高同店增速。预计 3Q 收入增速 18-23%, 利润区间 2.5-3 亿元。

家家悦: 2Q19 收入 34.61 亿元, 同比增长 16.69%, 归母净利润 8534 万元, 同比增长 18.18%。主要受益于河北家家悦并表以及靓丽同店增长 (4.42%)。预计 3Q 同店将维持高位, 收入增速 15-20%, 利润增速 13-18%。

周大生: 2Q19 收入增速 8.92%, 净利润增长 46.16%, 主要系黄金价格上涨推动。由于 3Q18 基数较高, 预计 3Q19 收入增速为 8-13%, 净利润增速 15-20%。

天虹股份: 2Q19 营业收入 44.97 亿元, 同比提升 4.57%; 归母净利润 1.90 亿元, 同比增长 1.10%。其中零售收入同比增长 2.47%, 增速环比提升将近 5pct。我们预测 3Q19 收入增速 0-5%, 利润增速 0-5%。

苏宁易购: 1H19 营业收入为 1355.7 亿元, 同比增加 22.49%, 归母净利润 21.39 亿元, 同比下降 64.36%。同比增长 21.80%。分部来看, 中国零售和服务业务实现净利润 21.36 亿元, 剔除苏宁小店上半年的经营亏损影响及股权转让投资收益 (13.78 亿), 以及万达投资收益 (8.71 亿) 影响, 净利润-1.13 亿元。预计 3Q19 收入同比增长 15-20%, 受益苏宁金服出表, 净利润有望达到 110 亿。

红旗连锁: 公司发布业绩预告, 受益于新网银行投资收益大幅增长, 净利润同

比增速 50-60%。

王府井：预计 3Q19 收入同比增长 0-3%，利润同比增长-2-3%。

老凤祥：2Q19 营业收入 131.00 亿元，同比增长 17.76%；实现归母净利润 3.65 亿元，同比增长 15.62%。预计 3Q19 收入/利润增速 10-15%。

爱婴室：3Q19 收入增速为 17-22%，利润增速为 20-25%。

美凯龙：预计 3Q19 收入增速 18-23%，利润增速 5-10%。

富森美：预计 3Q19 收入增速 3-8%，利润增速 5-10%。。

表 1：3Q19 零售板块主要上市公司业绩前瞻（%）

	收入						利润					
	2018 YOY	YOY 下 限	2019E YOY 上 限	19Q2 YOY	YOY 下 限	19Q3 YOY 上 限	2018 YOY	YOY 下 限	2019E YOY 上 限	19Q2 YOY	YOY 下 限	19Q3 YOY 上 限
永辉超市	20%	18%	23%	20%	18%	23%	-19%	50%	70%	47%	196%	256%
周大生	28%	12%	17%	13%	8%	13%	36%	20%	25%	35%	15%	20%
天虹股份	3%	0%	5%	2%	0%	3%	26%	15%	20%	4%	2%	7%
家家悦	12%	15%	20%	17%	15%	20%	38%	13%	18%	17%	13%	18%
苏宁易购	25%	23%	25%	22%	15%	20%	216%	20%	35%	-64%	8796%	9604%
王府井	2%	3%	7%	2%	0%	3%	67%	0%	5%	-7%	-2%	3%
红旗连锁	4%	3%	7%	6%	3%	8%	96%			53%	60%	70%
老凤祥	10%	6%	11%	11%	10%	15%	6%	8%	13%	14%	10%	15%
美凯龙	30%	15%	22%	22%	18%	23%	10%	10%	20%	-11%	5%	10%
爱婴室	18%	18%	22%	16%	17%	22%	28%	20%	25%	27%	20%	25%
富森美	13%	6%	11%	5%	3%	8%	13%	7%	12%	3%	5%	10%

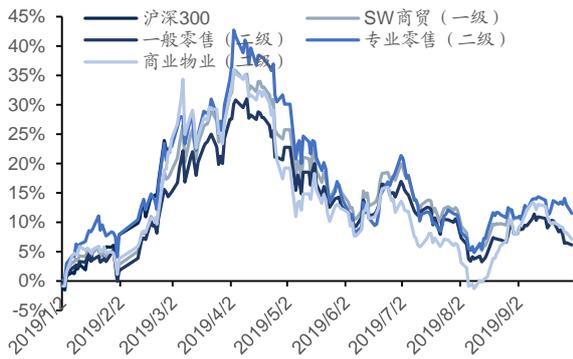
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理及预测

市场行情：商贸跑输大盘，超市回调明显

板块行情：9月零售跑输大盘

19年9月，SW 商贸指数下跌 1.20%，沪深 300 上涨 0.39%，商贸零售行业跑输大盘。分子行业来看，专业零售（二级）表现最好，月度上涨 0.66%。三级子行业中，百货表现较好，月度上涨 0.70%，超市表现较差，月度下跌 5.47%。今年以来，沪深 300 涨幅达 26.70%，SW 商贸指数上涨 9.16，行业跑输大盘；二级子行业中，专业零售表现较好，累积涨幅达到 11.48%。

图 10: 2019 年以来板块指数 (申万二级) 走势变化 (%)



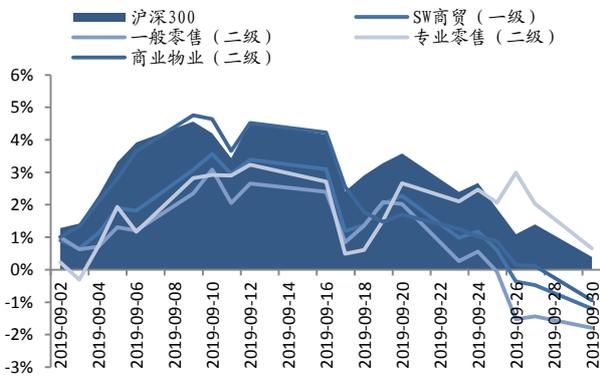
数据来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 11: 2019 年以来板块指数 (申万三级) 走势变化 (%)



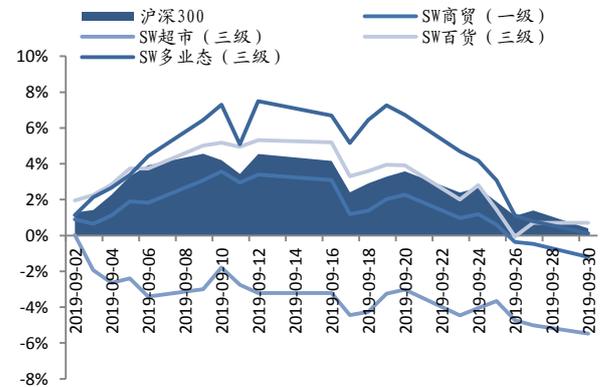
数据来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 12: 9 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 13: 9 月板块指数 (申万三级子行业) 走势变化 (%)

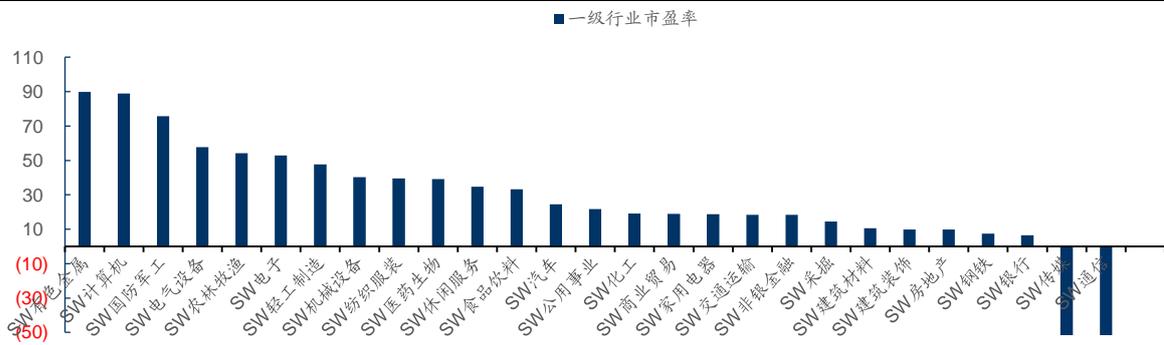


数据来源: Wind、国信证券经济研究所整理

板块估值: 行业估值仍处低位

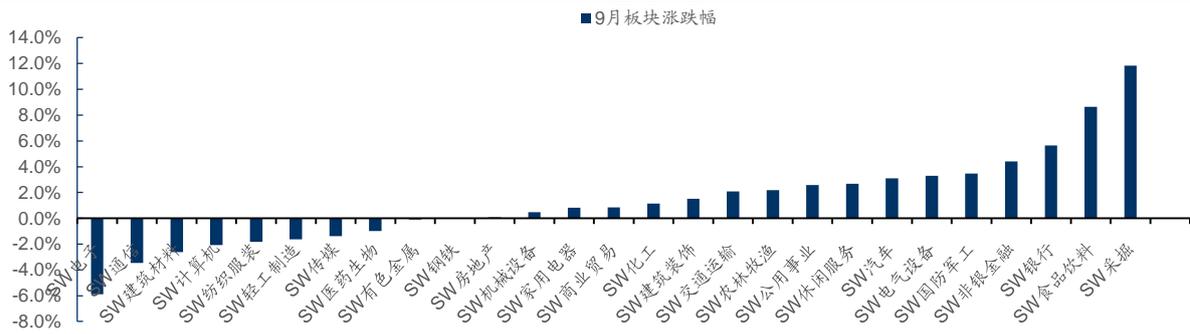
估值方面, 截至 9 月 30 日, 商业贸易行业动态市盈率 (TTM, 整体法) 为 19.23 倍, 仍处于估值底部区间。

图 14: 2019 年 9 月申万一级行业市盈率 (截至 9 月 30 日) (TTM, 整体法)



资料来源: Choice、国信证券经济研究所整理

图 15: 2019 年 9 月申万一级行业涨跌幅 (截至 9 月 30 日) (总市值加权平均)



资料来源: Choice、国信证券经济研究所整理

个股行情: 商贸零售整体表现不佳

当月涨幅排名前三位的公司为博士眼镜、华致酒行、津劝业。我们重点关注的超市企业红旗连锁涨幅跃居板块前十。

表 2: 商贸零售板块 19 年 9 月个股涨跌幅排行榜 (截至 9 月 30 日)

涨幅前十					涨幅后十				
证券代码	证券名称	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%
300622.SZ	博士眼镜	18.59	24.56	32.11%	000058.SZ	深赛格	9.96	8.29	-16.77%
300755.SZ	华致酒行	39.05	48.03	23.00%	603031.SH	安德利	16.45	14.60	-11.25%
600821.SH	津劝业	4.16	4.95	18.99%	601933.SH	永辉超市	9.85	8.89	-9.75%
600628.SH	新世界	7.36	8.67	17.80%	600712.SH	南宁百货	4.29	3.90	-9.09%
600608.SH	ST 沪科	4.27	5.03	17.80%	600710.SH	苏美达	5.72	5.25	-8.22%
600898.SH	国美通讯	7.48	8.56	14.44%	600753.SH	东方银星	16.75	15.63	-6.69%
600122.SH	宏图高科	2.80	3.20	14.29%	600682.SH	南京新百	11.45	10.78	-5.85%
002697.SZ	红旗连锁	6.82	7.45	9.24%	600058.SH	五矿发展	8.09	7.67	-5.19%
000829.SZ	天音控股	5.28	5.74	8.71%	600120.SH	浙江东方	12.33	11.69	-5.19%
000564.SZ	供销大集	2.32	2.50	7.76%	600280.SH	中央商场	3.30	3.13	-5.15%

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

八月投资组合回顾与九月投资组合

八月商贸零售板块跑输大盘，我们推荐的苏宁易购、家家悦表现较好，而前期表现较好的超市龙头永辉超市有所回调，由于终端消费较弱，可选属性的百货、黄金珠宝表现不佳。我们再次重申天虹股份作为百货龙头、周大生作为黄金珠宝龙头，在悲观情绪影响下出现一定程度错杀，建议积极关注。

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。受益于通胀水平提升，我们认为超市企业有望持续录得较好表现，重点推荐永辉超市、周大生、天虹股份、家家悦、苏宁易购。

表 3: 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-2019 年 1 月 (2018/12/13-2019/2/12)	永辉超市	9.62%	5.04%	0.95%
	家家悦	4.06%		
	周大生	0.66%		
	天虹股份	3.75%		
	王府井	7.27%		
2019 年 2 月 (2019/2/13-2019/3/14)	永辉超市	-3.51%	11.05%	13.43%
	家家悦	3.17%		
	周大生	4.50%		
	天虹股份	1.73%		
	美凯龙	12.95%		
2019 年 3 月 (2019/3/15-2019/4/11)	永辉超市	11.15%	8.09%	9.59%
	家家悦	12.05%		
	周大生	15.68%		
	苏宁易购	14.62%		
	美凯龙	-0.92%		
2019 年 4 月 (2019/4/12-2019/5/14)	永辉超市	4.69%	-8.82%	-10.21%
	家家悦	13.29%		
	周大生	-6.76%		
	苏宁易购	-18.62%		
	美凯龙	-9.10%		
2019 年 5-6 月 (2019/5/15-2019/7/14)	永辉超市	5.78%	4.49%	-4.92%
	家家悦	5.89%		
	周大生	-0.96%		
	苏宁易购	-4.54%		
	天虹股份	5.44%		
2019 年 7 月 (2019/7/15-2019/8/12)	永辉超市	-4.98%	-4.60%	-7.04%
	家家悦	4.04%		
	周大生	9.36%		
	苏宁易购	-5.66%		
	天虹股份	-11.29%		
2019 年 8 月 (2019/8/12-2019/9/15)	永辉超市	-3.77%	9.33%	8.77%
	家家悦	6.45%		
	周大生	-6.15%		
	苏宁易购	10.09%		
	天虹股份	2.19%		
2019 年 8 月 (2019/9/15-2019/10/14)	永辉超市	-2.07%	-2.46%	-2.89%
	家家悦	5.07%		
	周大生	-4.68%		
	苏宁易购	-5.81%		
	天虹股份	-4.29%		

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

消费税征收环节后移: 珠宝行业影响较小, 尚需具体细则出台

10月9日, 国务院发布《实施更大规模减税降费后调整中央与地方收入划分改革推进方案》, 提出将目前属于中央财政税种的消费税稳步下划地方, 确保中央与地方既有财力格局稳定。《方案》提出三个方面的政策措施:

1)保持增值税“五五分享”比例稳定。进一步稳定社会预期, 引导各地因地制宜发展优势产业, 鼓励地方在经济发展中培育和拓展税源, 增强地方财政“造血”功能, 营造主动有为、竞相发展、实干兴业的环境。

2)调整完善增值税留抵退税分担机制。建立增值税留抵退税长效机制，并保持中央与地方“五五”分担比例不变。为缓解部分地区留抵退税压力，增值税留抵退税地方分担的部分（50%），由企业所在地全部负担（50%）调整为先负担15%，其余35%暂由企业所在地一并垫付，再由各地按上年增值税分享额占比均衡分担，垫付多于应分担的部分由中央财政按月向企业所在地省级财政调库。

3)后移消费税征收环节并稳步下划地方。按照健全地方税体系改革要求，在征管可控的前提下，将部分在生产（进口）环节征收的现行消费税品目逐步后移至批发或零售环节征收，拓展地方收入来源，引导地方改善消费环境。改革调整的存量部分核定基数，由地方上解中央，增量部分原则上将归属地方。

《方案》强调，实施更大规模减税降费是应对当前经济下行压力的关键之举，调整中央与地方收入划分改革是落实减税降费政策的重要保障。其中，后移消费税征收环节对部分零售企业或将造成一定影响：主要影响包括：1）对部分消费税征收环节在生产端的企业，可能会影响产业链的利润再分配；2）总税额的测算尚需税率就、计税税基等具体细则出台，当期影响暂不明确

2018年全国一般公共预算收入中的税收收入156401亿元，其中，国内增值税61529亿元，占比约为39%；而消费税收入达10632亿元，占当期税收收入的约6.8%。

消费税是在对货物普遍征收增值税的基础上，选择少数消费品再征收的一个税种，主要是为了调节产品结构，引导消费方向，保证国家财政收入。现行消费税的征收范围主要包括：烟，酒，鞭炮，焰火，化妆品，成品油，贵重首饰及珠宝玉石，高尔夫球及球具，高档手表，游艇，木制一次性筷子，实木地板，摩托车，小汽车，电池，涂料等税目，有的税目还进一步划分若干子目。

《方案》明确，将先对高档手表、贵重首饰和珠宝玉石等条件成熟的品目实施改革，再结合消费税立法对其他具备条件的品目实施改革试点。

然而，目前黄金珠宝首饰的主要产品已经实现了零售环节纳税，此次消费税征收环节后移影响不大，仅部分翡翠玉石产品将纳入消费税征收环节，然而这类产品占比极小，影响不大。

根据《国家税务总局关于锻压金首饰在零售环节征收消费税问题的批复》（国税函发〔1996〕727号）规定，对在零售环节征收消费税的金银首饰的范围重申如下：在零售环节征收消费税的金银首饰的范围不包括镀金（银）、包金（银）首饰，以及镀金（银）、包金（银）的镶嵌首饰，凡采用包金、镀金工艺以外的其它工艺的合金、银首饰及镶嵌首饰，如锻压金、铸金、复合金首饰等，都应在零售环节征收消费税。

投资建议：自上而下聚焦必选，关注可选底部配置良机

我们维持前期观点，自上而下建议持续关注必选消费含量较高的超市板块；此外，中美贸易谈判取得重要进展，对消费情绪或将带来积极影响，建议关注处于估值底部区间的可选板块。投资建议聚焦于百货板块，黄金珠宝板块则选择定位中端、具备更好竞争优势的企业。受益于通胀水平提升，我们认为超市企业有望持续录得较好表现。百货板块推荐定位中产家庭生活的天虹股份，黄金珠宝推荐三四线渠道强大、高性价比定位的周大生；关注细分龙头苏宁易购估值修复。重点推荐永辉超市、周大生、天虹股份、家家悦、苏宁易购。

风险提示

社零增速持续放缓；企业展店进度不及预期。

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
				2018	2019E	2020E	2018	2019E	2020E	2018
601933	永辉超市	买入	8.97	0.15	0.24	0.32	59.80	37.38	28.03	4.31
603708	家家悦	买入	26.45	0.71	0.83	0.99	37.38	31.87	26.72	5.99
002867	周大生	买入	20.52	1.11	1.38	1.63	18.54	14.87	12.59	3.89
002024	苏宁易购	买入	10.34	1.43	1.86	0.33	7.23	5.56	31.33	1.18
02419	天虹股份	买入	11.41	0.75	0.83	1.00	15.14	13.75	11.41	2.08

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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，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