

2020年05月13日

# 必选消费坚挺，静待可选消费回暖

## ——商业贸易行业 2019 年报及 2020 一季报总结

### 看好

#### 相关研究

"五一"假期消费数据点评-消费券投放成效显著，直播网购成消费亮点"  
2020年5月8日  
"必需消费持续强劲增长，电商占比再创新高-“数据会说话”之2020年3月深度解读"  
2020年4月20日

#### 证券分析师

赵令伊 A0230518100003  
zhaoly2@swsresearch.com

#### 研究支持

赵令伊 A0230518100003  
zhaoly2@swsresearch.com

#### 联系人

张玲玉  
(8621)23297818×转  
zhangly@swsresearch.com

#### 本期投资提示：

- **20Q1 居民消费受疫情影响阶段性抑制，线下消费向线上转移趋势明显。**1) 1-3 月社零总额 7.86 万亿，累计同比下降 19.0%，增速创历史新低；2) **必选消费品坚挺，可选消费品阶段性受挫。**20Q1 粮油食品、饮料和中西药品零售额保持增长，金银珠宝、纺织服装、汽车零售额明显下降；3) **电商保持正增长，网上零售占比持续提升。**2020 年 1-3 月实物商品网上零售额 18,536 亿元，同比增长 5.9%，占比社零总额提升至 23.6%；4) **食品 CPI 高增拉动 CPI 上涨。**猪肉供给端承压叠加季节性旺季来临，1-3 月猪肉价格同比上涨 122.5%。1-3 月 CPI 同比增长 4.9%，创下近年来新高。
- **2019 年年报及 2020Q1 季报总结：必选稳健龙头向好，可选需求亟待释放。**1) **超市板块：**2019 年重点公司永辉、家家悦、红旗连锁加速扩张整合，业绩延续稳定增长态势，收入同比增速均在 8%以上，归母净利润同比增速均在 5%以上。一季度到家业务需求大幅增长，生鲜电商迎发展黄金期，业绩表现亮眼，重点公司收入、归母净利润同比增速均超过 20%。2) **电商板块：**一季度电商复苏好于预期，线下消费向线上转移趋势明显，电商渗透率进一步提升。19Q4 阿里巴巴、京东、拼多多收入同比增速均超过 25%。3) **百货板块：**行业整体趋暖，疫情系短期影响，有望迎来消费需求反弹。2019 年王府井、天虹股份、重庆百货等公司业绩符合预期，20Q1 疫情因素导致门店阶段性停业，线下商场经营短期承压。随疫情缓解，门店陆续恢复营业，消费需求得到释放，有望持续改善。4) **专业零售板块：**2019 年重点公司苏宁易购、周大生、豫园股份加强线上业务建设，业绩增长稳健，收入同比增速均在 5%以上。一季度销售业务受到限制，展店有所放缓，盈利能力水平有所下滑。5) **人力资源服务行业：**2019 年重点公司科锐国际受灵活用工业务驱动，一季度持续技术转型，加大科技研发投入，19/20Q1 收入同比+63.24%/+14.95%，归母净利润同比+29.38%/+3.72%。
- **2020Q1 商贸零售行业整体配置比例环比提升，必选板块获增配，可选板块配置企稳。**2020Q1 商业贸易行业重仓持股市值 159.60 亿元，环比增长 46.07%。细分子行业中，2020Q1 超市、专业连锁重仓持股市值占比分别提升 0.33pct、0.08pct。从行业重仓持股市值排名看，2020Q1 永辉超市连续 7 个季度保持第一，家家悦/永辉超市/王府井/豫园股份重仓持股市值环比大幅提升，重仓持股市值分别为 11.01/83.54/0.25/0.02 亿元，环比增长 129.88/101.97/50.15 /47.61%。
- **投资建议：**一季度末全国基本实现复工复产，交通物流恢复带动消费稳步复苏。展望二季度，生鲜超市、便利店持续高景气，百货、购物中心客流量将稳定回升，可选消费有望边际改善。长期来看，农改超进程有望加速推进，生鲜渠道加速科学化、规范化管理，行业集中度将进一步提升。推荐：1) 超市：永辉超市、红旗连锁、家家悦；2) 电商：阿里巴巴、京东、拼多多；3) 百货：重庆百货、天虹股份、王府井；4) 专业零售：苏宁易购、周大生。
- **风险提示：**消费复苏不及预期；行业竞争加剧；宏观经济低迷。



申万宏源研究微信服务号

## 投资案件

### 结论和投资建议

一季度末全国基本实现复工复产，交通物流恢复带动消费稳步复苏。展望二季度，生鲜超市、便利店持续高景气，百货、购物中心客流量将稳定回升，可选消费有望边际改善。长期来看，农改超进程有望加速推进，生鲜渠道加速科学化、规范化管理，行业集中度将进一步提升。重点配置高确定性电商、超市板块；关注珠宝、百货等可选消费超跌反弹机会。推荐：(1) 基本盘稳固、下沉用户高速增长的电商平台：**阿里巴巴、京东、拼多多**；(2) 核心优势显著、增长强劲的必选消费渠道超市板块：**永辉超市、家家悦、红旗连锁**；(3) 处于历史估值底部、消费复苏带来边际改善的可选消费渠道：**天虹股份、重庆百货、王府井、周大生**；(4) 全渠道融合、多业态布局的智慧零售龙头：**苏宁易购**。

### 原因及逻辑

5月1日-5日，商务部重点监测零售企业日均销售额比清明假期增长32.1%，同比下降6.1%。据汇客云平台“全国购物中心客流回暖监测”数据显示，5月1日-5日，全国购物中心平均客流回暖率达59.3%。必选消费持续高景气，可选消费在“五一”节假日、消费券、商家活动等刺激下，环比加速复苏，同比仍待继续提升；受益消费需求线上转移和直播带货等新兴营销渠道，线上消费保持强劲增长。

### 有别于大众的认识

居民消费需求短期受到压制，一季度可选消费整体承压，必选消费增长强劲。大众可能认为此次疫情对可选消费负面影响较大，未来投资机会较少，而必选消费渠道超市等随疫情结束会出现明显下滑。但是我们观测到“五一”节假日期间，百货、购物中心等客流回暖迹象显著，而超市等必选消费渠道仍然保持高景气度。我们认为本次疫情出现后，线下消费需求向线上转移明显，生鲜电商用户留存率高，电商、超市到家业务迎来黄金发展期。虽然居民可选消费需求短期受到压制，但在消费券刺激以及新兴直播渠道引流作用下，可选消费呈积极复苏态势，我们认为长期来看消费需求有望持续提升，行业洗牌之后龙头企业强者愈强。

## 目录

---

<b>1. 社零增长短期受挫，CPI 保持高位增长 .....</b>	<b>6</b>
1.1 必选消费坚挺，可选消费受疫情影响拖累 .....	6
1.2 板块表现分化，估值处于历史低位 .....	8
<b>2. 业绩符合预期，超市电商表现亮眼 .....</b>	<b>10</b>
<b>3. 必选板块获增配，可选配置比例企稳 .....</b>	<b>13</b>
3.1 商贸零售行业环比有所增配 .....	13
3.2 超市板块配置比例提升，龙头增持显著 .....	14
<b>4. 投资建议 .....</b>	<b>18</b>

## 图表目录

图 1: 2020 年 1-3 月社零总额同比下降 19.0%.....	6
图 2: 城镇乡村社零显著下跌, 乡村增速大于城镇.....	6
图 3: 商品零售同比下降, 餐饮零售严重受挫.....	7
图 4: 线上消费增速明显放缓, 占比持续提升.....	7
图 5: 一季度 CPI 大幅上涨, 食品 CPI 同比创新高.....	8
图 6: 一季度 CPI 上涨主要由畜肉价格上涨推动.....	8
图 7: 当前商业贸易指数估值处于历史较低水平.....	9
图 8: 20Q1 商业贸易重仓持股市值为 159.60 亿元, 环比大涨 46.07%.....	13
图 9: 20Q1 超市、专业连锁、商业物业经营重仓持股市值占比提升.....	14
图 10: 20Q1 超市、专业连锁、商业物业经营重仓股基金净值占比提升.....	14
图 11: 20Q1 商业贸易行业 TOP20 重仓股持股市值占比环比提升.....	14
图 12: 20Q1 永辉公募基金重仓市值占比 8.62%.....	16
图 13: 20Q1 苏宁公募基金重仓市值占比 0.01%.....	16
图 14: 20Q1 王府井公募基金重仓市值占比 0.36%.....	16
图 15: 20Q1 天虹公募基金重仓市值占比 1.37%.....	16
图 16: 20Q1 重百公募基金重仓市值占比 1.92%.....	17
图 17: 20Q1 家家悦公募基金重仓市值占比 5.60%.....	17
图 18: 20Q1 豫园公募基金重仓市值占比 0.01%.....	17
图 19: 20Q1 周大生公募基金重仓市值占比 6.45%.....	17
图 20: 20Q1 老凤祥公募基金重仓市值占比 3.94%.....	17
图 21: 20Q1 红旗公募基金重仓市值占比 3.86%.....	17
表 1: 一季度各品类消费品零售额同比增速明显下降.....	7
表 2: 2019Q1-2020Q1 申万一级行业涨跌幅情况.....	8
表 3: 2019Q1-2020Q1 商业贸易行业子版块涨跌幅情况.....	9
表 4: 2019 年商业贸易个股涨跌幅前五名.....	10
表 5: 2020Q1 商业贸易个股涨跌幅前五名.....	10
表 6: 2019 和 2020Q1 商贸零售行业重点覆盖公司业绩情况.....	12

表 7: 2020Q1 商业贸易行业重仓持股市值 TOP10.....	15
表 8: 商业贸易行业重点公司估值表.....	19

# 1. 社零增长短期受挫，CPI 保持高位增长

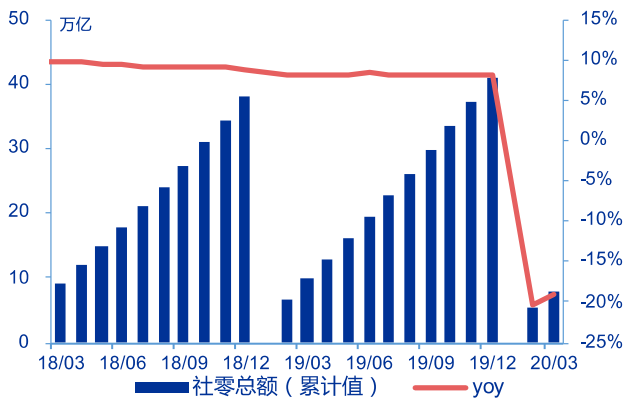
## 1.1 必选消费坚挺，可选消费受疫情影响拖累

今年第一季度，居民消费受新冠疫情影响阶段性受挫。1-3 月社零总额 7.86 万亿，累计同比下降 19.0%，其中限额以上单位消费品零售额 2.70 万亿，同比下降 20.5%。按经营单位所在地看，1-3 月城镇消费品零售 6.79 万亿，同比下降 19.1%，乡村消费品零售 1.07 万亿，同比下降 17.7%；按消费类型看，1-3 月餐饮收入 6026 亿，同比下降 44.3%，商品零售 7.26 万亿，同比下降 15.8%。

**20Q1 必选消费坚挺，可选消费受疫情影响拖累。**必选消费品表现坚挺，其中粮油食品、饮料和中西药品零售额保持增长，1-3 月累计增速分别为 12.6%、4.1%和 2.9%，所受影响最小；可选消费品方面，各品类增速普遍下滑，其中金银珠宝、服装鞋帽及针纺织品、汽车下降最明显，1-3 月累计同比下降 37.7%，32.2%，30.3%。

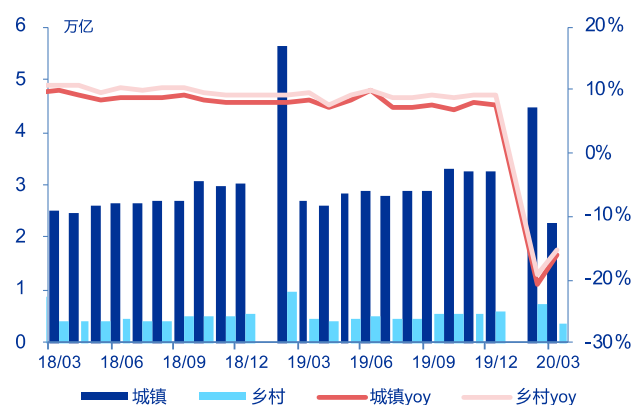
**实物商品网上零售额保持正增长，占比社零总额持续提升。**2020 年 1-3 月网上零售额 22,169 亿元，同比下降 0.8%，其中 1-3 月实物商品网上零售额 18,536 亿元，同比增长 5.9%。实物商品网上零售额占社会消费品零售总额的比重为 23.6%，延续上升趋势；在实物商品网上零售额中，吃类、用类商品分别增长 32.7%、10.0%，穿类用品下降 15.1%。总体来看，线上零售额受疫情的负面影响远小于社零，从而带来线上消费占比持续提升。

图 1：2020 年 1-3 月社零总额同比下降 19.0%

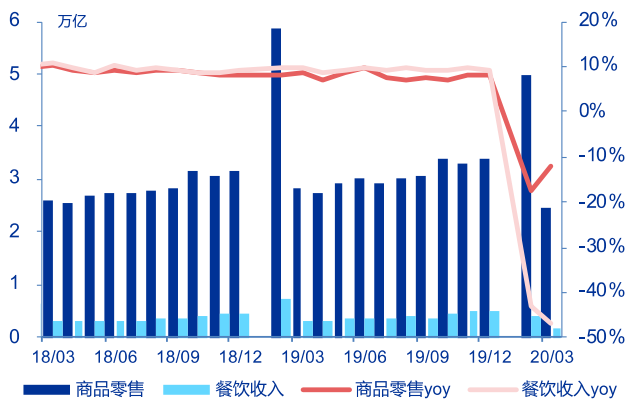


资料来源：国家统计局，申万宏源研究

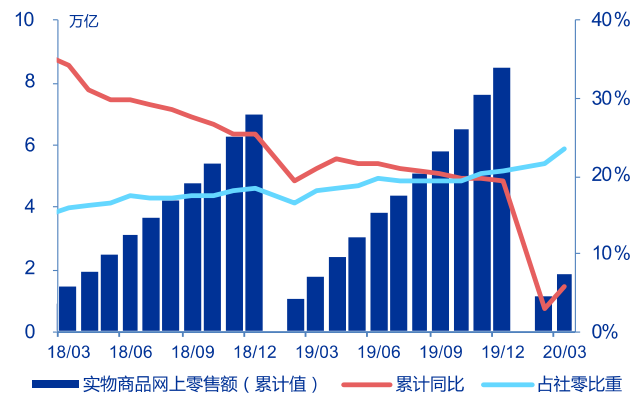
图 2：城镇乡村社零显著下跌，乡村增速大于城镇



资料来源：国家统计局，申万宏源研究

**图 3：商品零售同比下降，餐饮零售严重受挫**


资料来源：国家统计局，申万宏源研究

**图 4：线上消费增速明显放缓，占比持续提升**


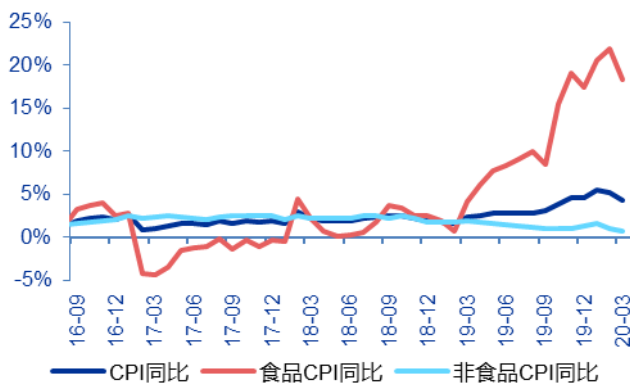
资料来源：国家统计局，申万宏源研究

**表 1：一季度各品类消费品零售额同比增速明显下降**

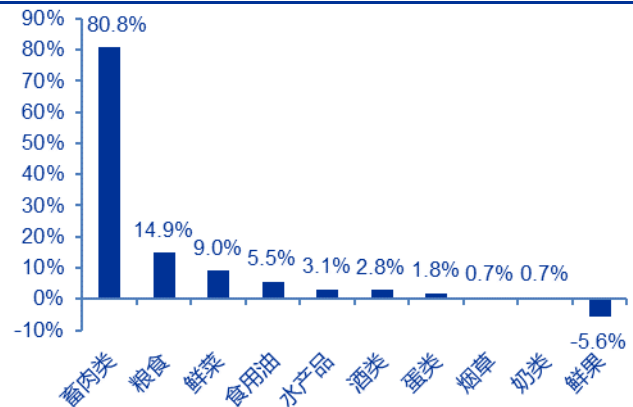
类别		零售额同比增长 (%)													
大类	小类	19/02	19/03	19/04	19/05	19/06	19/07	19/08	19/09	19/10	19/11	19/12	20/02	20/03	
汽车	汽车	-2.8	-4.4	-2.1	2.1	17.2	-2.6	-8.1	-2.2	-3.3	-1.8	1.8	-37.0	-18.1	
	石油及制品	2.5	7.1	0.1	3.1	3.5	-1.1	-1.2	-0.4	-4.5	0.5	4.0	-26.2	-18.8	
必选消费类	粮油、食品	10.1	11.8	9.3	11.4	9.8	9.9	12.5	10.4	9.0	8.9	9.7	9.7	19.2	
	日用品	15.9	16.6	12.6	11.4	12.3	13.0	13.0	12.0	12.0	17.5	13.9	-6.6	0.3	
	中西药品	10.3	11.8	11.5	11.2	10.4	11.6	7.7	6.6	5.1	4.9	8.2	0.2	8.0	
	烟酒	4.6	9.5	3.3	6.6	8.2	10.9	12.6	4.2	4.4	8.3	12.5	-15.7	-9.4	
	饮料	8.0	12.1	9.7	12.7	9.1	9.7	10.4	8.9	9.5	13.0	13.9	3.1	6.3	
百货相关类	纺织服装	1.8	6.6	-1.1	4.1	5.2	2.9	5.2	3.6	-0.8	4.6	1.9	-30.9	-34.8	
	化妆品	8.9	14.4	6.7	16.7	22.5	9.4	12.8	13.4	6.2	16.8	11.9	-14.1	-11.6	
	金银珠宝	4.4	-1.2	0.4	4.7	7.8	-1.6	-7.0	-6.6	-4.5	-1.1	3.7	-41.1	-30.1	
地产相关类	建筑及装潢材料	6.6	10.8	-0.3	-1.1	1.1	0.4	5.9	4.2	2.6	-0.3	0.6	-30.5	-13.9	
	家用电器和音像器材	3.3	15.2	3.2	5.8	7.7	3.0	4.2	5.4	0.7	9.7	2.7	-30.0	-29.7	
	家具	0.7	12.8	4.2	6.1	8.3	6.3	5.7	6.3	1.8	6.5	1.8	-33.5	-22.7	
文娱通讯类	通讯器材	8.2	13.8	2.1	6.7	5.9	1.0	3.5	8.4	22.9	12.1	8.8	-8.8	6.5	
	书报杂志	33.9	9.6	24.6	11.1	-0.8	2.9	9.0	6.6	5.2	7.4	16.1	-32.7	3.6	
	文化办公用品	8.8	-4.0	3.6	3.1	6.5	14.5	19.8	-0.2	-3.4	4.6	-11.5	-8.9	6.1	
	体育、娱乐用品	-4.4	-0.9	-3.6	5.9	7.2	8.8	12.1	15.7	11.5	20.1	22.6	-4.0	-7.1	

资料来源：国家统计局，申万宏源研究

**食品价格高增长推动 CPI 上涨。** 3 月 CPI 同比上涨 4.3%，增速环比下降 0.9pct，1-3 月 CPI 同比增长 4.9%，创下近年来新高。分类看，3 月食品价格上涨 18.3%，较 1-2 月下降 3.6pct，非食品价格上涨 0.7%，较 1-2 下降少 0.2pct。**一季度 CPI 大幅上涨主要由食品价格，特别是猪肉价格上涨推动。** 受疫情影响，食品价格特别是畜肉类价格维持高位增长，拉动 CPI 维持高位增速。3 月畜肉价格同比上涨 78%，影响 CPI 上涨约 3.44pct，其中猪肉价格同比上涨 116.4%，影响 CPI 上涨约 2.79pct；1-3 月畜肉价格同比上涨 80.8%，其中猪肉价格同比上涨 122.5%。

**图 5：一季度 CPI 大幅上涨，食品 CPI 同比创新高**


资料来源：国家统计局，申万宏源研究

**图 6：一季度 CPI 上涨主要由畜肉价格上涨推动**


资料来源：国家统计局，申万宏源研究

## 1.2 板块表现分化，估值处于历史低位

截止 2020 年 3 月 31 日，商业贸易行业指数下降 3.72%，跑赢沪深 300 指数 7.50pct，在申万 28 个一级行业中排名第 7。借助 PE-BAND，我们发现当前板块市盈率（TTM）为 21.8x（截止 2020/05/08），估值接近 2010 年以来的最低水平，因此具有一定的安全边际。

**表 2：2019Q1-2020Q1 申万一级行业涨跌幅情况**

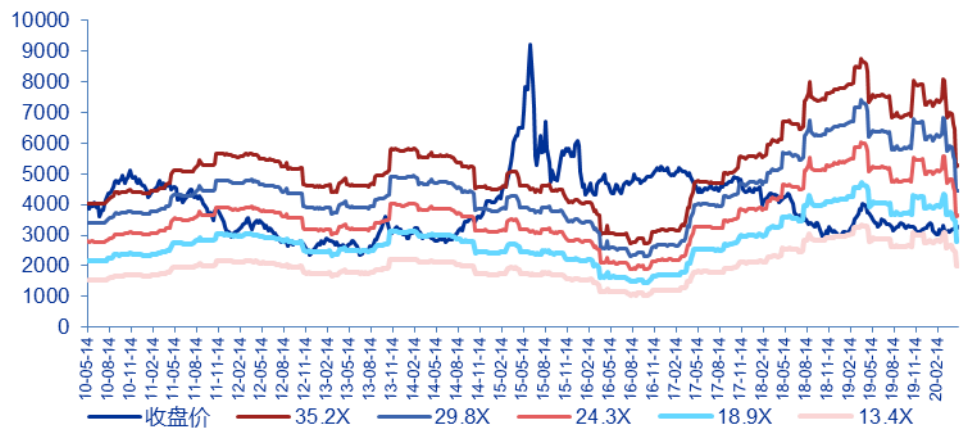
申万指数	涨跌幅					
	2019Q1	2019Q2	2019Q3	2019Q4	2019	2020Q1
采掘	23.13%	-8.32%	-10.16%	2.63%	10.35%	-17.91%
化工	30.84%	-14.44%	-4.20%	8.63%	25.21%	-10.11%
钢铁	23.03%	-16.24%	-12.67%	4.42%	-0.42%	-12.77%
有色金属	25.35%	-6.85%	-7.72%	10.59%	25.82%	-14.68%
建筑材料	35.58%	-7.31%	-6.33%	19.24%	52.36%	-0.23%
建筑装饰	19.09%	-14.20%	-9.53%	1.30%	-1.44%	-5.99%
电气设备	31.79%	-14.94%	-1.89%	6.67%	24.92%	-3.79%
机械设备	32.18%	-11.26%	-4.69%	4.68%	24.73%	-8.70%
国防军工	36.81%	-12.87%	0.05%	0.01%	25.99%	-6.23%
汽车	21.35%	-10.73%	-6.53%	9.07%	16.33%	-8.50%
家用电器	35.08%	-1.91%	-5.16%	12.55%	57.772019%	-18.20%
纺织服装	26.58%	-15.37%	-6.07%	2.12%	7.87%	-5.85%
轻工制造	33.84%	-17.57%	-6.64%	8.94%	20.13%	-9.60%
商业贸易	28.29%	-10.82%	-8.96%	-0.28%	9.32%	-3.72%
农林牧渔	48.78%	-9.16%	-3.59%	0.95%	45.80%	12.69%
食品饮料	44.61%	10.52%	-0.75%	2.59%	74.11%	-2.93%
休闲服务	25.74%	-1.37%	-0.91%	0.53%	30.32%	-21.21%
医药生物	35.39%	-10.00%	3.36%	5.46%	40.92%	8.09%
公用事业	19.08%	-8.14%	-7.36%	-0.18%	6.26%	-8.63%
交通运输	26.08%	-6.30%	-7.30%	3.08%	17.85%	-15.37%
房地产	33.15%	-13.26%	-9.08%	9.15%	23.71%	-15.08%



电子	41.74%	-14.00%	13.33%	16.47%	74.60%	-7.98%
计算机	48.70%	-15.06%	0.91%	6.77%	48.29%	1.09%
传媒	28.67%	-18.97%	-3.35%	14.26%	21.84%	-10.79%
通信	30.87%	-10.93%	-7.51%	2.29%	17.81%	1.70%
银行	18.82%	-0.51%	-4.26%	5.69%	25.01%	-16.18%
非银金融	44.18%	-1.18%	-6.87%	5.29%	47.06%	-16.50%
综合	34.57%	-13.79%	-6.40%	8.58%	26.53%	-4.19%

资料来源: Wind, 申万宏源研究

图 7: 当前商业贸易指数估值处于历史较低水平



资料来源: Wind, 申万宏源研究

分子板块看, 超市板块领涨商业贸易行业, 珠宝首饰板块下降幅度较大。截至 2020 年 3 月 31 日, 商业贸易各子行业的表现依次为: 超市上涨 25.13%, 贸易下降 8.14%, 一般物业经营下降 10.96%, 专业连锁下降 10.93%, 百货下降 8.14%, 专业市场下降 8.97%, 多业态零售下降 9.76%, 珠宝首饰下降 15.71%。

表 3: 2019Q1-2020Q1 商业贸易行业子版块涨跌幅情况

申万指数	涨跌幅					
	2019Q1	2019Q2	2019Q3	2019Q4	2019	2020Q1
超市	13.99%	9.97%	-9.54%	-8.81%	8.00%	25.13%
贸易	35.94%	-8.51%	-11.91%	1.16%	17.79%	-8.14%
一般物业经营	29.33%	-12.42%	-3.67%	0.57%	11.57%	-10.96%
专业连锁	29.68%	-11.77%	-8.12%	0.37%	11.22%	-10.93%
百货	35.36%	-19.10%	-7.01%	4.71%	12.22%	-8.14%
专业市场	27.96%	-15.63%	-6.36%	0.56%	6.72%	-8.97%
多业态零售	21.97%	-15.44%	-11.54%	0.97%	-2.94%	-9.76%
珠宝首饰	22.35%	-22.71%	-10.73%	-0.81%	-12.99%	-15.71%

资料来源: Wind, 申万宏源研究

个股方面, 2019 涨幅前五位依次为: 南宁百货(+164.48%), 安德利(+102.69%), 居然之家(+52.53%), 苏美达(+50.41%), 新世界(+48.58%); 跌幅前五位为 ST 华鼎(-57.83%), 汇嘉时代(-43.78%), 富森美(-39.15%), 跨境通(-28.52%), \*ST 宏图(-27.00%)。2020Q1

涨幅前五位依次为:翠微股份(+53.88%), 永辉超市(+35.81%), 安德利(+34.27%), 家家悦(+32.70%), 农产品(+29.52%); 跌幅前五位为南宁百货(-44.21%), \*ST 宏图(-29.06%), ST 华鼎(-26.32%), \*ST 中商(-26.26%), ST 成城(-25.14%)。

**表 4: 2019 年商业贸易个股涨跌幅前五名**

公司代码	公司名称	2019	相对沪深 300
<b>涨幅前 5 名</b>			
600712.SH	南宁百货	164.48%	124.65%
603031.SH	安德利	102.69%	62.86%
000785.SZ	居然之家	52.53%	12.70%
600710.SH	苏美达	50.41%	10.58%
600628.SH	新世界	48.58%	8.75%
<b>跌幅前 5 名</b>			
600122.SH	*ST 宏图	-27.00%	-66.82%
002640.SZ	跨境通	-28.52%	-68.35%
002818.SZ	富森美	-39.15%	-78.98%
603101.SH	汇嘉时代	-43.78%	-83.61%
601113.SH	ST 华鼎	-57.83%	-97.66%

资料来源: Wind, 申万宏源研究

**表 5: 2020Q1 商业贸易个股涨跌幅前五名**

公司代码	公司名称	2020Q1	相对沪深 300
<b>涨幅前 5 名</b>			
603123.SH	翠微股份	53.88%	63.90%
601933.SH	永辉超市	35.81%	45.83%
603031.SH	安德利	34.27%	44.29%
603708.SH	家家悦	32.70%	42.72%
000061.SZ	农产品	29.52%	39.54%
<b>跌幅前 5 名</b>			
600247.SH	ST 成城	-25.14%	-15.12%
600280.SH	*ST 中商	-26.26%	-16.24%
601113.SH	ST 华鼎	-26.32%	-16.30%
600122.SH	*ST 宏图	-29.06%	-19.04%
600712.SH	南宁百货	-44.21%	-34.20%

资料来源: Wind, 申万宏源研究

## 2. 业绩符合预期, 超市电商表现亮眼

商贸零售行业重点公司 2019 年和 2020Q1 业绩情况如下:

**超市板块:** 2019 年 3 家重点公司加速整合扩张, 多措并举, 业绩延续增长态势, 一季度 3 家重点公司净利润增速在 20% 以上。疫情期间, 超市、便利店等必选渠道供给居民生活必需品, 短期受益于餐饮及其他消费渠道的需求转移, 中长期来看, 生鲜购买渠道加速科学化、规范化管理, 行业集中度有望提升: **(1) 永辉超市:** 2019 年收入同比增长 20.36%, 归母净利润同比增长 5.63%。2020Q1 公司优化大店布局, 打磨 mini 店业态, 新增大店 16 家, 关闭 mini 店 74 家。疫情期间聚焦云超业务, “到店+到家” 全渠道协同高效, 2020Q1 到家业务实现销售额 20.9 亿元, 同比增长 230%, 占比 7.3%, 同比提高 4.5pct, 3 月份永辉生活 app 占到家业务比重提升至 56.86%。2020Q1 收入同比增长 31.57%, 归母净利润同比增长 39.47%; **(2) 家家悦:** 2019 年公司按照 “深耕胶东、覆盖山东、省外突破” 的发展思路, 通过开店和并购新增门店 80 处, 实现全区域零售向全国零售的转变。推出创新业态家家悦生活港, 初步打通全渠道经营模式, 2019 年收入同比增长 19.90%, 归母净利润同比增长 6.43%。疫情期间为消费者提供家家悦生活港 APP、美团以及社区微信群三种途径线上下单, 需求端大幅上升。外延收购门店实现异地扩张, 省外地区收入同比增长 403%。2020Q1 收入同比增长 38.96%, 归母净利润同比增长 24.86%; **(3) 红旗连锁:** 西南便利店龙头, 2019 年坚持 “商品+服务” 的差异化竞争战略, 以成都为中心辐射, 布局社区周边, 并且根据消费者需求优化商品结构, 2019 年收入同比增长 8.35%, 归母净利润同比增长 59.97%。疫情期间为社区居民提供便捷的必需消费品购物途径, 300 多家生鲜

门店全力保障蔬菜水果、肉类与禽类水产等食品供应。商业主营、新网银行均迎来收获期，剔除新网贡献后主营业务净利润同比增长 88%。2020Q1 收入同比增长 23.96%，归母净利润同比增长 80.7%。

**电商板块：**疫情对电商的冲击显著小于线下零售，用户的线上消费习惯反而得到进一步的培养和巩固，电商渗透率提升。随着快递全面复工、企业复工复产步伐加快，一季度线上零售占比持续提升，电商复苏好于预期：**(1) 阿里巴巴：**阿里积极发展核心电商业务，加码云计算，加速下沉市场拓展。推出淘宝特价版 APP，配合超级工厂计划，力推 C2M 战略，性价比产品有望成为后疫情时代消费热点。疫情期间创新业务钉钉需求激增，用户存量提升显著，未来有望打造成成熟流量变现模式。阿里巴巴 19Q4 营收 1615 亿元，同比增长 38%，Non-GAAP 净利润 486 亿元，同比增长 53%，公司的收入增长主要来源于持续高速增长的新零售业务和云计算，净利润的高增长来自数字文娱业务成本缩减。**(2) 京东：**京东自建物流及仓储模式优势凸显，疫情之中韧性十足，持续优化消费体验拉动用户增长。2019Q4，京东年活跃用户达到 3.62 亿，环比增长 8.3%，新增用户中超过 7 成来自三至六线城市。主站 APP 与微信生态协同打造多流量入口，高品质服务和高性价比产品满足了不同类型用户的消费需求。京东 19Q4 营收 1707 亿元，同比增长 26.6%，Non-GAAP 净利润 8.1 亿元，同比增长 8.1%，这主要得益于 GMV 的快速增长带来成本端的持续改善。**(3) 拼多多：**得益于公司的规模效应和品类结构的优化，拼多多 19Q4 营收 107.9 亿元，同比增长 91%，Non-GAAP 净亏损从去年同期的 21.13 亿元缩减为 13.37 亿元。

**百货板块：**2019 年社交电商、直播带货等各类线上购物渠道快速发展，对百货板块带来较大挑战。公司在疫情期间受到不同程度的影响，但随着复工复产，客流量逐步恢复，叠加政府发放消费券刺激居民消费，经营情况有望逐步恢复：**(1) 王府井：**全国性百货龙头企业，百货和奥莱业态协同发展，2019 年收入增长 0.29%，归母净利润下降 19.98%。二月份多地门店因疫情暂停营业，但是随着复工复产进程加快，消费回暖，三月份客流恢复明显，2020Q1 收入下降 78.79%，归母净利润下降 150.16%；**(2) 天虹股份：**与腾讯合作，推动数字化和智能化转型，门店业态升级改造逐步实施完成，运用直播等手段进行营销，积极开展超市到家和百货到家业务，2019 年全年线上销售额增长 42%，2019 年收入增长 1.33%，归母净利润下降 4.98%。受疫情影响线下百货购物中心短期承压，2020Q1 收入下降 0.06%，归母净利润下降 115.98%；**(3) 重庆百货：**2019 年公司加快技术赋能，全面推进人货场数字化，实现品类品牌结构优化和鲜度提升，2019 年收入增长 1.33%，归母净利润增长 18.55%。2020Q1 商社集团混改落地，物美和步步高入驻，马上消费金融科技支撑零售主业发展，助力业绩改善。受疫情影响和马上金融投资收益下降，2020Q1 收入下降 24.26%，归母净利润下降 63.32%。

**专业零售板块：**2019 年龙头公司加快线上场景建设，业绩稳定增长。一季度受疫情影响较大，刚需消费后移，零售主业有望随着复工复产持续复苏，不改长期向好趋势：**(1) 苏宁易购：**2019 年完成收购家乐福、万达百货，补充快消品、日用百货品类，与苏宁小店有效联动。持续强化互联网门店建设与升级，加强全场景融合运营，线上交易规模同比增长 14.59%，2019 年收入增长 9.91%，归母净利润下降 26.15%。受疫情影响门店停业、上门安装业务受到限制，营业收入同比下滑。2020Q1 收入下降 7.07%；**(2) 周大生：**2019

年公司积极布局线上营销，除自营业外其余业务均取得亮眼增长，线上业务同比增长 43.22%。加盟渠道积极布局黄金饰品，受黄金价格持续上涨因素影响，黄金类产品销售相对活跃，2019 年收入增长 11.69%，归母净利润增长 22.99%。受疫情影响，春节、情人节销量受到短期冲击，展店有所放缓，但金价上行有望带动黄金饰品销售，黄金珠宝作为刚需，消费将会后移，2020Q1 收入下降 38.25%；**(3) 豫园股份**：2019 年进行珠宝、手表、餐饮业务板块多项并购重组，有望发挥多业态协同效应，驱动业绩更快增长，2019 年收入增长 27.05%，归母净利润增长 6.21%。2020Q1 外延收购驱动收入高增长，持续扩大珠宝时尚产业布局，通过社群营销、直播互动拓展线上业务，2020Q1 收入增长 27.1%，归母净利润下降 19.1%。

**人力资源服务行业**：科锐国际是人力资源服务行业的龙头企业，灵活用工作为主要增长引擎，驱动公司业绩高增长，2019 年收入增长 63.24%，归母净利润增长 29.38%。2020Q1 推出“禾蛙”平台，推动高效获客和国家化战略，持续技术转型，加大科技研发投入。疫情下推出无接触服务人力资源一体化解决方案，长期催化灵活用工快速渗透，2020Q1 收入增长 14.95%，归母净利润增长 3.72%。

**表 6：2019 和 2020Q1 商贸零售行业重点覆盖公司业绩情况**

公司简称	证券代码	所属子行业	收入增速		净利润增速		PE(TTM)	总市值 (亿元)
			2019	2020Q1	2019	2020Q1		
永辉超市	601933.SH	超市百货	20.36%	31.57%	5.63%	39.47%	48	971
家家悦	603708.SH	超市百货	19.90%	38.96%	6.43%	24.86%	46	225
红旗连锁	002697.SZ	超市百货	8.35%	23.96%	59.97%	80.70%	25	142
天虹股份	002419.SZ	超市百货	1.33%	-0.06%	-4.98%	-115.98%	22	109
王府井	600859.SH	超市百货	0.29%	-78.79%	-19.98%	-150.16%	32	113
周大生	002867.SZ	珠宝首饰	11.69%	-38.25%	22.99%	-48.15%	16	147
苏宁易购	002024.SZ	专业连锁	9.91%	-7.07%	-26.15%	-505.45%	9	802
豫园股份	600655.SH	专业连锁	27.05%	27.10%	6.21%	-19.10%	9	292
重庆百货	600729.SH	多业态零售	1.33%	-24.26%	18.55%	-63.32%	15	104
科锐国际	300662.SZ	人力资源	63.24%	14.95%	29.38%	3.72%	47	72

资料来源：Wind，申万宏源研究；注：PE 和总市值均为 2020/5/12 数据

### 3. 必选板块获增配，可选配置比例企稳

#### 3.1 商贸零售行业环比有所增配

2020Q1 商业贸易行业重仓持股市值及其占比<sup>1</sup>环比双双大幅提升。2020Q1 商业贸易行业重仓持股市值为 159.60 亿元，环比大涨 46.07%；行业重仓持股市值占总重仓持股市值比为 1.21%，环比上升 0.34pct；公募基金重仓数为 352 支，环比增加 161 支。

图 8：20Q1 商业贸易重仓持股市值为 159.60 亿元，环比大涨 46.07%



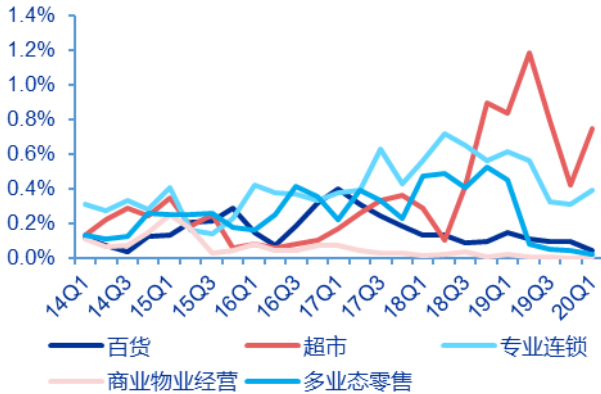
资料来源：Wind，申万宏源研究

细分子行业中，2020Q1 超市、专业连锁重仓持股市值占比<sup>2</sup>提升，超市、专业连锁、商业物业经营重仓股基金净值占比提升：（1）百货行业重仓持股市值占比为 0.05%，环比下降 0.05pct。占基金总净值比为 0.0037%，环比下降 0.0048pct；（2）超市行业重仓持股市值占比为 0.75%，环比上升 0.33pct。占基金总净值比为 0.0602%，环比提升 0.0233pct；（3）专业连锁行业重仓持股市值占比为 0.39%，环比提升 0.08pct。占基金总净值比为 0.0315%，环比提升 0.0040pct；（4）商业物业经营行业重仓持股市值占比为 0.002%，环比提升 0.001pct。占基金总净值比为 0.0001%，环比上升 0.0001pct；（5）多业态零售行业重仓持股市值占比为 0.02%，环比减少 0.02pct。占基金总净值比为 0.0014%，环比减少 0.0023pct。

<sup>1</sup> 商业贸易行业重仓持股市值指重仓商业贸易行业股票的公募基金持有的总市值，占比指的是占所有公募基金持有的所有重仓股市值总和的比例。

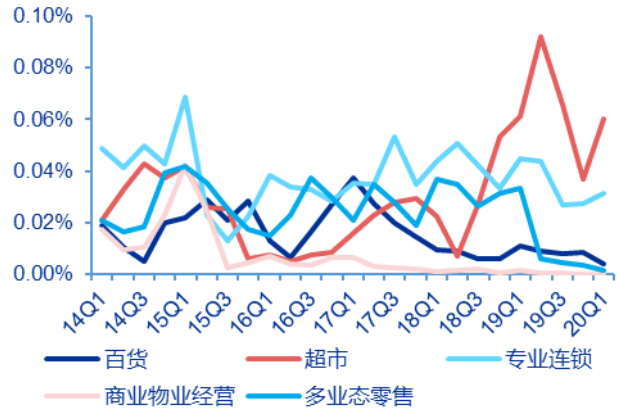
<sup>2</sup> 子行业重仓持股市值指的是重仓该子行业股票的公募基金持有的该子行业股票的总市值，占比指的是占所有公募基金持有的所有重仓股市值总和的百分比。

图 9：20Q1 超市、专业连锁、商业物业经营重仓持股市值占比提升



资料来源：Wind，申万宏源研究

图 10：20Q1 超市、专业连锁、商业物业经营重仓基金净值占比提升

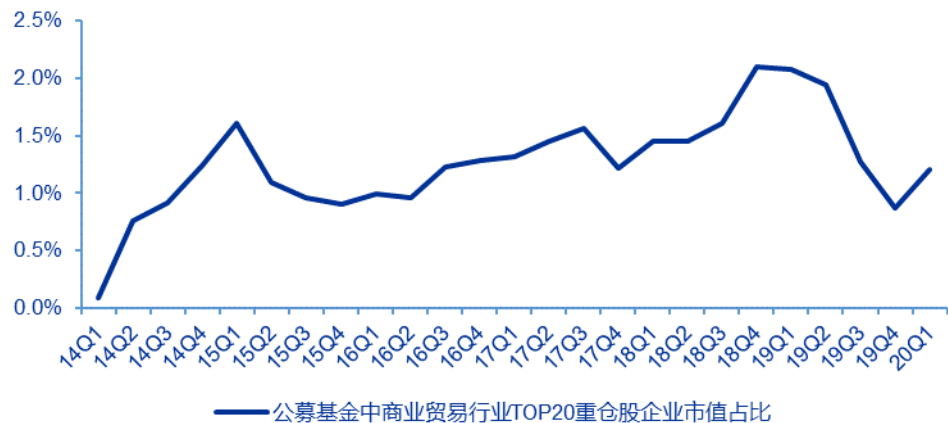


资料来源：Wind，申万宏源研究

### 3.2 超市板块配置比例提升，龙头增持显著

商业贸易行业 TOP20 重仓股持股市值占比环比提升，同比下降较多。2015-2019 年商业贸易行业 TOP20 重仓股持股市值占比保持上升趋势，2020Q1 扭转 2019 年全年持续下滑趋势，但整体占比仍旧较低，2020Q1 占比为 1.21%，占比环比提升 0.34pct、同比下滑 0.87pct。

图 11：20Q1 商业贸易行业 TOP20 重仓股持股市值占比环比提升



资料来源：Wind，申万宏源研究

从行业重仓持股市值<sup>3</sup>排名看，2020Q1 永辉超市继续保持第一，南极电商保持第二，家家悦排名上升，天虹股份排名下滑，红旗连锁、重庆百货、王府井、苏宁易购等重点标的排名保持不变：（1）超市：永辉超市、家家悦、红旗连锁重仓持股市值分别位列行业第一、三、五，永辉超市连续七个季度蝉联第一，家家悦排名上升 4 个名次，红旗连锁排名不变；（2）百货：重庆百货、天虹股份、王府井重仓持股市值分别位列行业第六、七、十，天虹股份排名下降 4 个名次，重庆百货和王府井排名没有变化；（3）专业连锁：苏宁易购重仓持股市值位列行业第十三，排名没有变化。

<sup>3</sup> 公司重仓持股市值指重仓该公司股票的所有公募基金持有的该公司股票的总市值。

**表 7：2020Q1 商业贸易行业重仓持股市值 TOP10**

股票代码	上市公司	持有基金数	持股总量 上市公司(万股)	持股总市值 上市公司(亿元)	持股占 流通股比
601933	永辉超市	144	81,581.87	83.54	8.62%
002127	南极电商	68	43,493.25	50.45	22.94%
603708	家家悦	44	3,409.53	11.01	5.60%
000501	鄂武商 A	7	3,811.43	4.38	4.96%
002697	红旗连锁	22	4,166.88	4.05	3.86%
600729	重庆百货	22	781.97	2.17	1.92%
002419	天虹股份	4	1,641.61	1.46	1.37%
603214	爱婴室	7	222.49	0.93	4.03%
002505	大康农业	1	3,625.52	0.80	0.66%
600859	王府井	5	205.11	0.25	0.36%

资料来源：Wind，申万宏源研究

商业贸易行业重点企业中，（1）从重仓持股市值看，家家悦、永辉超市、王府井、豫园股份重仓持股市值环比大幅提升，苏宁易购、周大生小幅提升；（2）从重仓持股市值占流通股比例看，永辉超市、家家悦、周大生、王府井、豫园股份、苏宁易购重仓持股市值占比<sup>4</sup>环比提升，天虹股份、重庆百货、红旗连锁、老凤祥重仓持股市值占比环比下降；（3）从重仓公募基金数量看，永辉超市、家家悦、红旗连锁、重庆百货、老凤祥、苏宁易购、王府井、豫园股份重仓公募基金数量增加，天虹股份重仓公募基金数量减少，周大生重仓公募基金数量不变。

**永辉超市**：2020Q1 公募基金重仓持股市值 83.54 亿元，环比提升 101.97%；重仓持股市值占比为 8.62%，环比提升 2.82pct；重仓公募基金数为 144 支，环比增加 105 支。

**苏宁易购**：2020Q1 公募基金重仓持股市值 0.08 亿元，环比提升 10.53%；重仓持股市值占比为 0.01%，环比提升 0.002pct；重仓公募基金数为 6 支，环比增加 3 支。

**王府井**：2020Q1 公募基金重仓持股市值 0.25 亿元，环比提升 50.15%；重仓持股市值占比为 0.36%，环比提升 0.15pct；重仓公募基金数为 5 支，环比增加 3 支。

**天虹股份**：2020Q1 公募基金重仓持股市值 1.46 亿元，环比下降 76.25%；重仓持股市值占比为 1.37%，环比下降 3.49pct；重仓公募基金数为 4 支，环比减少 10 支。

**重庆百货**：2020Q1 公募基金重仓持股市值 2.17 亿元，环比下降 58.65%；重仓持股市值占比为 1.92%，环比下降 2.40pct；重仓公募基金数为 22 支，环比增加 7 支。

**家家悦**：2020Q1 公募基金重仓持股市值 11.01 亿元，环比提升 129.88%；重仓持股市值占比为 5.60%，环比提升 2.37pct；重仓公募基金数为 44 支，环比增加 19 支。

<sup>4</sup> 公司重仓持股市值占比指的是重仓该公司股票的所有公募基金持有的该股份数占该股总流通股的比例。

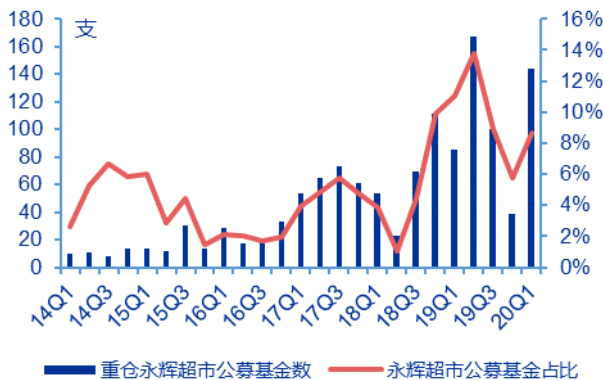
**豫园股份**：2020Q1 公募基金重仓持股市值 0.02 亿元，环比提升 47.61%；重仓持股市值占比为 0.01%，环比提升 0.01pct；重仓公募基金数为 2 支，环比增加 1 支。

**周大生**：2020Q1 公募基金重仓持股市值 2.92 亿元，环比提升 3.62%；重仓持股市值占比为 6.45%，环比提升 0.46pct；重仓公募基金数为 15 支，环比不变。

**老凤祥**：2020Q1 公募基金重仓持股市值 5.01 亿元，环比下降 21.87%；重仓持股市值占比为 3.94%，环比下降 0.31pct；重仓公募基金数为 18 支，环比增加 5 支。

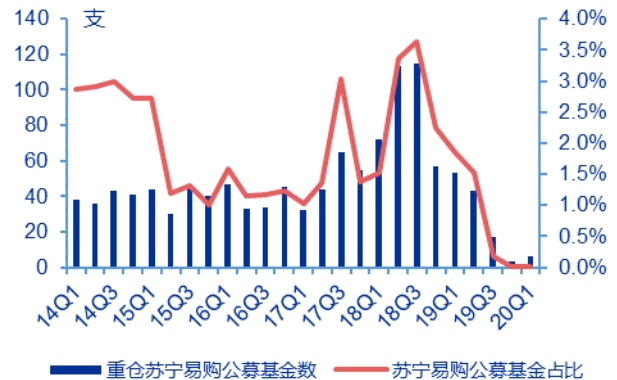
**红旗连锁**：2020Q1 公募基金重仓持股市值 4.05 亿元，环比下降 26.93%；重仓持股市值占比为 3.86%，环比下降 2.95pct；重仓公募基金数为 22 支，环比增加 12 支。

**图 12：20Q1 永辉公募基金重仓市值占比 8.62%**



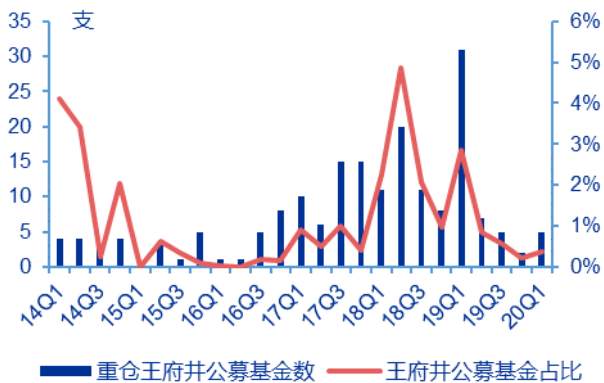
资料来源：Wind，申万宏源研究

**图 13：20Q1 苏宁公募基金重仓市值占比 0.01%**



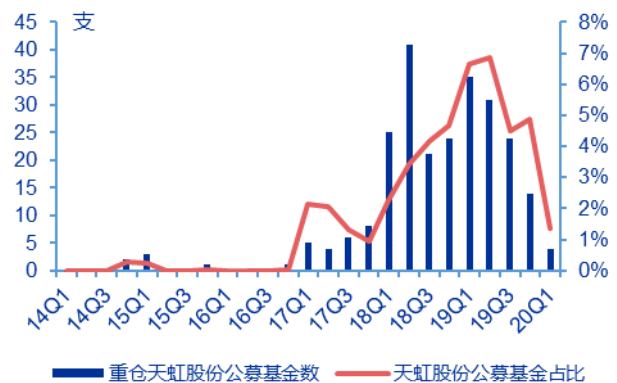
资料来源：Wind，申万宏源研究

**图 14：20Q1 王府井公募基金重仓市值占比 0.36%**



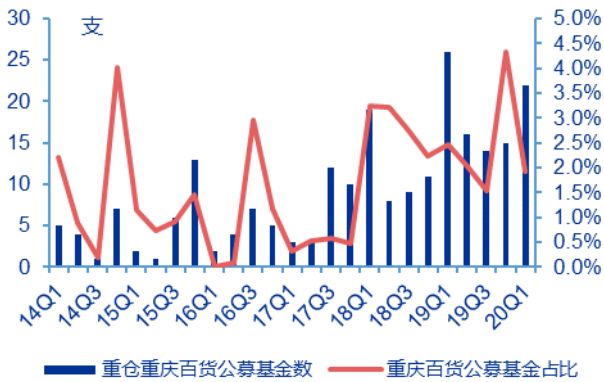
资料来源：Wind，申万宏源研究

**图 15：20Q1 天虹公募基金重仓市值占比 1.37%**

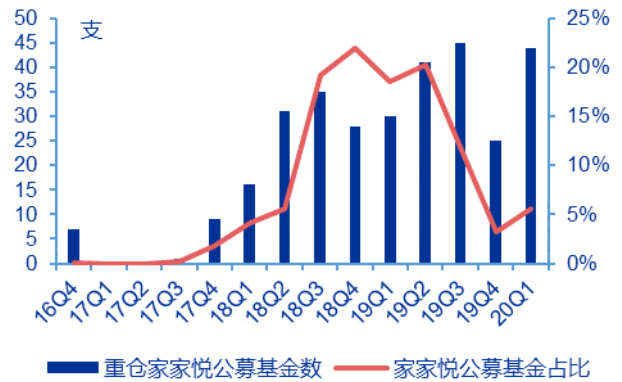


资料来源：Wind，申万宏源研究

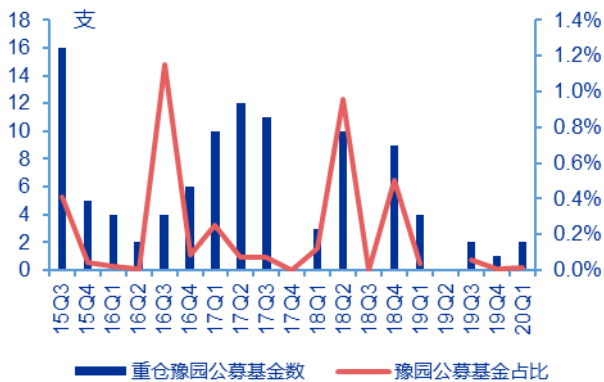


**图 16: 20Q1 重百公募基金重仓市值占比 1.92%**


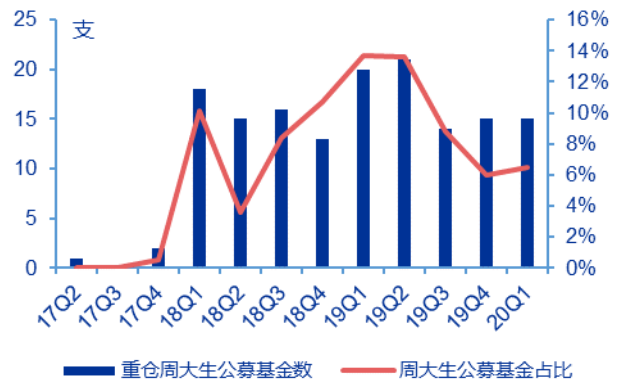
资料来源: Wind, 申万宏源研究

**图 17: 20Q1 家家悦公募基金重仓市值占比 5.60%**


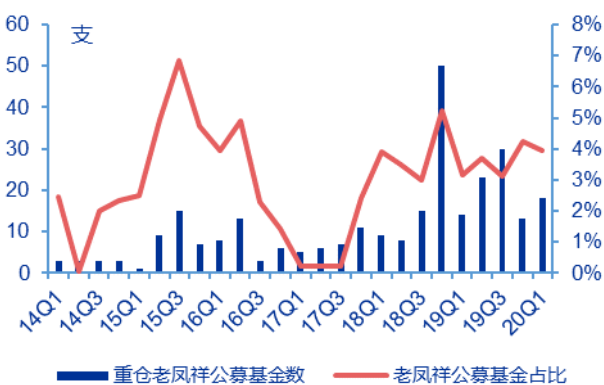
资料来源: Wind, 申万宏源研究

**图 18: 20Q1 豫园公募基金重仓市值占比 0.01%**


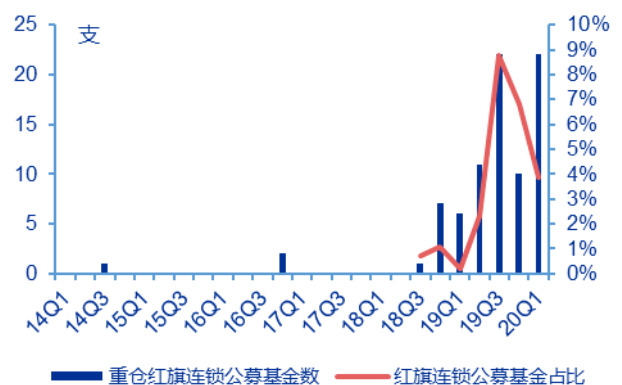
资料来源: Wind, 申万宏源研究

**图 19: 20Q1 周大生公募基金重仓市值占比 6.45%**


资料来源: Wind, 申万宏源研究

**图 20: 20Q1 老凤祥公募基金重仓市值占比 3.94%**


资料来源: Wind, 申万宏源研究

**图 21: 20Q1 红旗公募基金重仓市值占比 3.86%**


资料来源: Wind, 申万宏源研究

## 4. 投资建议

一季度末企业基本实现复工复产，国内交通物流完全恢复，展望二季度，消费将逐步复苏，生鲜超市、便利店将持续高景气，百货、购物中心客流量将稳定回升。长期来看，居民饮食卫生安全意识大幅提升，农改超进程有望加速推进，生鲜渠道加速科学化、规范化管理，国内超市集中度将进一步向龙头提升。我们坚定推荐行业逻辑清晰，扩张成长空间巨大，竞争优势突出，管理优秀高效的零售公司，推荐：1) 超市：永辉超市、红旗连锁、家家悦；2) 电商：阿里巴巴、京东、拼多多；3) 百货：重庆百货、天虹股份、王府井；4) 专业零售：苏宁易购、周大生。

**永辉超市：“大店+mini店”加速全国扩张，“到家到店”全渠道协同巩固主业。**作为全国生鲜超市龙头企业，公司利用规模优势和供应链竞争壁垒在全国迅速扩张，积极推进线上线下业务深度融合发展。截止2020年5月7日，永辉超市已经在全国29个省份的532个城市开设了927家大店。同时，公司优化社区mini店布局，打磨mini店业态，为居民提供便捷的服务，打造良好的消费体验，树立品牌形象，提升品牌知名度、顾客满意度与市场占有率，并在此基础上加快永辉生活APP建设，将线下流量引流至线上，拓展“店仓一体化”到家业务。永辉超市打造和提升S2C、S2B全方位供应链体系，聚焦有供应链优势的核心单品，大力发展自有品牌。公司短期内受益于到家业务的快速增长，长期来看，居民消费安全意识提高和生鲜电商用户的增长为公司带来广阔的发展空间。

**家家悦：区域生鲜超市龙头，深根胶东、进军齐鲁、布局全国，进入快速增长期。**公司是山东省区域超市龙头，坚持超市核心主业，做密区域门店，供应链深入覆盖山东全省，物流网络高效发达渗透乡镇农村，打造全面完善的商业业态，积极研发自有品牌。公司生鲜业务发达，生鲜产品源头直采比例超80%，不断巩固生鲜食品供应链体系建设，采购网络覆盖20多个省市，为消费者提供质优价低的新鲜果蔬，区域竞争优势明显。公司在线下门店运营良好的基础上扩张销售渠道，进军到家业务，通过家家悦生活港APP、美团等渠道提供送货上门服务。公司异地扩张实力得到持续验证，将继续自主展店和外延收购，双轮驱动公司布局山东省及省外周边地区，实现全国扩展战略，有望进一步提升公司市占率。

**红旗连锁：西南地区便利店龙头，内生外延成长空间广阔。**公司是中国A股市场首家便利连锁超市，主打必需消费品的便利店业态，为社区居民提供便捷的购物途径。公司坚持“商品+服务”差异化竞争策略，逐步发展成为“商品+社区服务+云平台大数据+金融”的互联网+现代科技连锁企业，商业主业、新网银行双双进入收获期，具有高成长性。公司以四川为中心、成都为核心在成渝经济区不断扩张线下门店，2015年收购红艳、互惠、乐山四海三家超市，2019年收购9010便利店，截止2020年5月7日，公司共有门店3134家，拥有极强的品牌认可度和用户黏性，持续受益于渠道下沉及区域密集布局带来的品牌与规模效应，未来展店空间仍较为充裕。公司依托永辉超市生鲜供应链，逐步推进门店生鲜化改造，打造社区生活店新业态，利用大数据、云平台，进行精准营销、选品，不断满足消费升级的需求，盈利能力不断提升。公司通过美团、饿了么、红旗连锁到家平台布局线上业务，逐步扩大线上业务门店覆盖范围，实现线上线下协同发展。

### 阿里巴巴：淘宝特价版加速下沉，新零售新营销拉动增长，加码云计算打开成长空间。

阿里推出淘宝特价版 APP，加速进军下沉市场，配合超级工厂计划，力推 C2M 战略，性价比产品有望成为未来时代消费热点。新零售、生鲜电商业务迎来发展黄金期，预计整体电商渗透率进一步提升，消费需求持续向电商转移，阿里通过实施多业态的零售策略、引入创新举措，以提升用户体验和消费者忠诚度。直播、短视频等新电商引流方式促进电商规模增长，淘宝持续优化内容创新及个性化推荐，淘宝直播作为成长最为快速和有效的营销手段，在首个直播购物节“38 女王节”中收效显著，带动销量同比增长 264%。阿里加码云计算打造数字经济体，近期宣布在云计算领域再投入 2000 亿元，继续为企业提供基于云的智能解决方案，长期有望吸引更多商户入驻、为公司打开更大成长空间。

**京东：高线市场用户心智稳固，下沉市场释放新增量。** 京东第四季度新增用户中有超过 70% 来自低线城市，公司在下沉市场拓展方面的前期布局（京喜、直播等）开始逐步兑现成果，单用户消费量随快消品等持续发力而提升，京东平台销售成长仍具备较强支撑。打造高品质服务的京东主站和高性价比商品的京喜平台，“七范儿”、“七鲜生活”等新业态陆续落地，缔造新型消费模式，满足不同类型用户的消费需求。另外，京东自建物流及仓储模式持续展现出自身独特的优势，强控制力的自营模式使其在一季度期间保持良好运转，巩固用户对“京东服务”的认知，也让商家看到京东模式的稳定性，增强获客能力，提高线上线下打通的综合服务能力。

**表 8：商业贸易行业重点公司估值表**

证券代码	证券简称	投资评级	2020-05-12		PB	申万预测 EPS			PE			
			收盘价(元)	总市值 (亿元)		2019A	2019A	2020E	2021E	2022E	2020E	2021E
002024	苏宁易购	买入	8.61	802	0.9	1.06	0.05	0.13	0.17	172	66	51
002419	天虹股份	买入	9.10	109	1.6	0.72	0.59	0.67	0.84	15	14	11
002697	红旗连锁	买入	10.47	142	4.7	0.38	0.48	0.56	0.65	22	19	16
002867	周大生	买入	20.07	147	3.1	1.36	1.54	1.92	2.37	13	11	9
300662	科锐国际	增持	39.65	72	8.4	0.84	1.01	1.23	1.47	39	32	27
600655	豫园股份	买入	7.51	292	0.9	0.83	0.91	1.06	1.32	8	7	6
600729	重庆百货	买入	25.67	104	1.7	2.42	2.22	3.41	4.14	12	8	6
600859	王府井	买入	14.59	113	1.0	1.24	1.96	2.26	-	7	7	-
601933	永辉超市	买入	10.15	971	4.8	0.16	0.30	0.40	0.53	34	25	19
603708	家家悦	买入	37.03	225	7.7	0.75	0.94	1.17	1.41	39	32	26

资料来源：Wind、申万宏源研究

## 信息披露

### 证券分析师承诺

本报告署名分析师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，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。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收到任何形式的补偿。

### 与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 [compliance@swsresearch.com](mailto:compliance@swsresearch.com) 索取有关披露资料或登录 [www.swsresearch.com](http://www.swsresearch.com) 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

### 机构销售团队联系人

华东	陈陶	021-23297221	chentao1@swyhsc.com
华北	李丹	010-66500631	lidan4@swyhsc.com
华南	陈左茜	755-23832751	chenzuoxi@swyhsc.com
海外	胡馨文	021-23297753	huxinwen@swyhsc.com

### 股票投资评级说明

#### 证券的投资评级：

以报告日后的6个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	： 相对强于市场表现20%以上；
增持 (Outperform)	： 相对强于市场表现5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	： 相对市场表现在 - 5% ~ + 5%之间波动；
减持 (Underperform)	： 相对弱于市场表现5%以下。

#### 行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	： 行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	： 行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	： 行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数： 沪深300指数

### 法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

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，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。本报告中所指的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。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。