

# 商业贸易

## 深度：免税商业 免税引领境外消费回流，国有商业集团或将参与其中

中国居民海外消费有望持续回流，免税渠道一马当先。

据贝恩公司统计，目前，中国消费者为全球奢侈品市场贡献了 1/3 的销售额，免税渠道占据重要地位。由于关税等成本影响，国内免税品价格与境外存在大额价差，加之商品品类、购物体验等因素，曾经中国免税消费外流现象严重。随着中国下调进口关税、加强对灰色市场管控，各大奢侈品品牌持续调整国内外市场价差等因素的共同作用下，中国免税消费持续回流。

国内免税行业目前中免系一家独大，但政策呈现逐步放开趋势，未来离岛免税及市内店政策有望迎来更大开放。

中国免税市场属于典型的寡头垄断格局，随着中免在国内一系列的收购，其在国内具有明显的经营牌照和门店数量优势。目前的免税运营公司中，中免和中出服是唯一二经国务院授权在全国范围内经营免税业务的国有专营公司，随着 2016 年及 2019 年，财政部、商务部、海关总署、国家税务总局、国家旅游局联合发布文件，国内其他免税运营商开始放开经营免税店的地域和类别限制。在国家鼓励海外消费回流的战略背景下，我国离岛免税及市内免税政策有望持续放开，更多的免税经营主体也将参与进免税行业竞争中。

国家免税政策有望放开，核心城市国资委旗下零售公司或受益。

在国家免税政策有望放开的大背景下，将出入境人数、地方国资委控股这两个条件作为筛选条件，我们认为北京、上海、重庆、武汉、杭州、广州等城市国有商业系统有望在免税政策开放背景下参与免税运营，其中王府井、重庆百货、鄂武商 A、广百股份、百联股份、小商品城、杭州解百和银座股份等上市公司有望受益。

**投资建议：**在全球疫情冲击下，消费需求回流国内免税渠道可期，同时我国免税行业有望迎来持续政策开放，免税运营主体有望扩容。同时各运营主体自身规模持续增长、渠道多元扩张驱动市场份额提升和产业议价力有望持续增强，加速海外消费回流。为全面保障海外消费回流，出入境人次较多省市国有商业系统有望受益于免税政策开放，业绩及估值有望得到双重提振。

**风险提示：**宏观经济下行，免税政策调整、行业竞争加剧。

证券研究报告

2020 年 06 月 09 日

投资评级

行业评级

强于大市(维持评级)

上次评级

强于大市

作者

刘章明

分析师

SAC 执业证书编号: S1110516060001

liuzhangming@tfzq.com

马松

分析师

SAC 执业证书编号: S1110518120001

masong@tfzq.com

行业走势图



资料来源：贝格数据

相关报告

- 1 《商业贸易-行业点评:化妆品 5 月数据跟踪 | 线上持续稳增，直播贡献流量蓄力 618》 2020-06-04
- 2 《商业贸易-行业点评:家家悦：可转债募集 6.45 亿顺利落地，内生外延加速跨区域发展》 2020-06-03
- 3 《商业贸易-行业点评:独立学院转设+高职扩招将带动高校资产价值重估》 2020-05-26

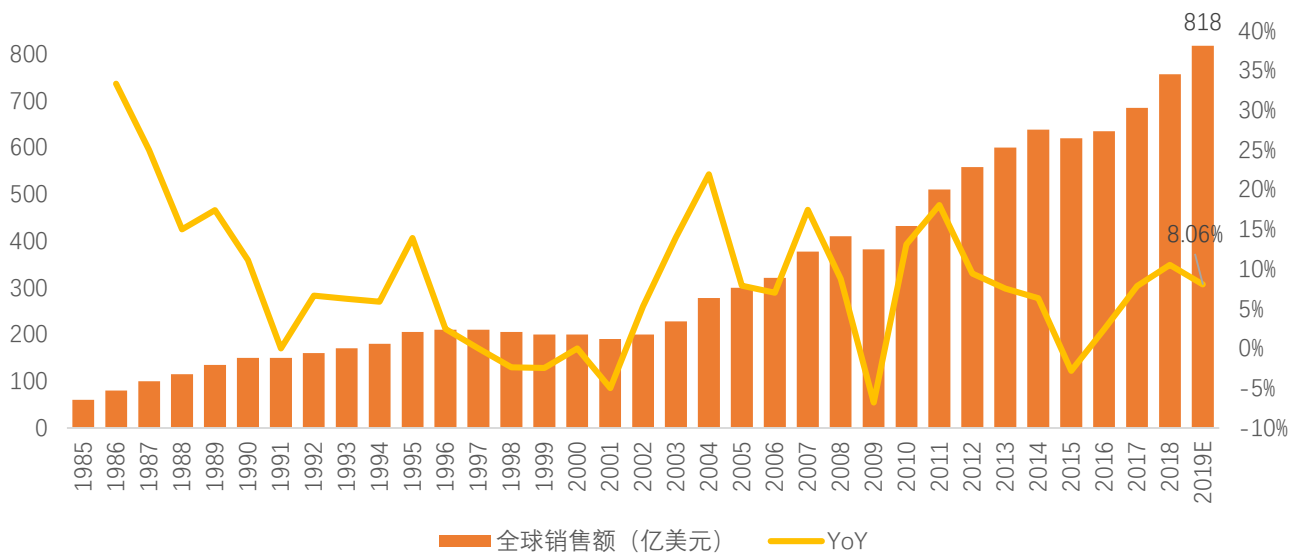
## 1. 引导海外消费回流成国家重要政策战略，免税渠道引领消费回流可期

### 1.1. 全球免税市场稳定增长，亚太市场成重要增长引擎

2019 年，全球免税销售总额达 818 亿美元，同比增长 8.06%。自 1985 年来至今，全球免税规模增长较为稳定，1985-2018 年平均复合增长率达到 7.98pct，近五年即 2014-2018 年平均复合增长率达到 4.37pct，仅在 1991 年亚洲金融危机，2001 年 911 事件，2009 年次贷危机爆发，2015 年的汇率波动等宏观经济因素作用下出现短期负增长。据 Generation Research 预测，2019 年全球免税销售额规模将达到 818 亿美元，同比增长 8.06pct。

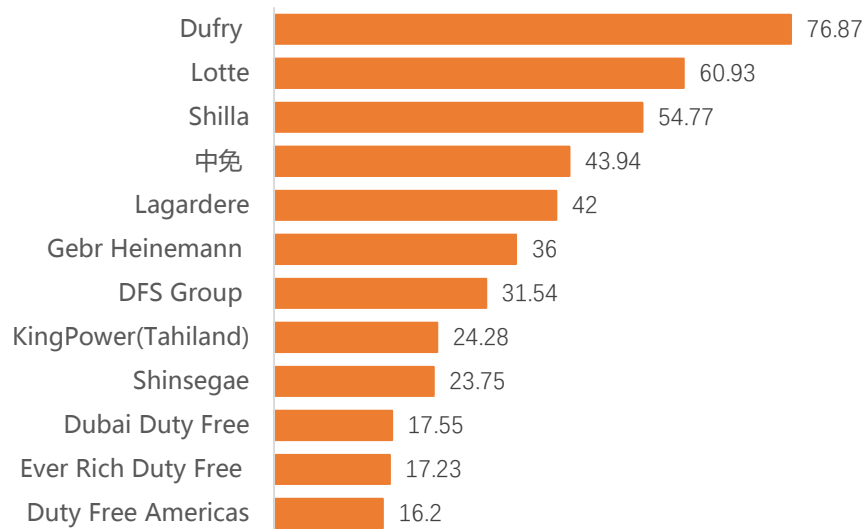
全球免税市场竞争格局中，免税巨头 Dufry 仍保持领先优势，韩国军团乐天、新罗紧随其后。其中 Dufry 在先后收购 Nuance、WDF 后霸主地位更加稳固。另外凭借中国消费者强劲购买力，韩国乐天、新罗免税集团销售额均实现大幅增长，全球排名稳步上升，进一步缩减和 Dufry 的差距。中免排名亮眼，从 2017 年第八位上升至第四位。其他老牌免税运营商如拉格代尔，DFS 等份额逐渐缩水。

图 1：2019 年全球免税销售总额为 818 亿美元，同比增长 8.06%



资料来源：穆迪报告，Generation Research，天风证券研究所

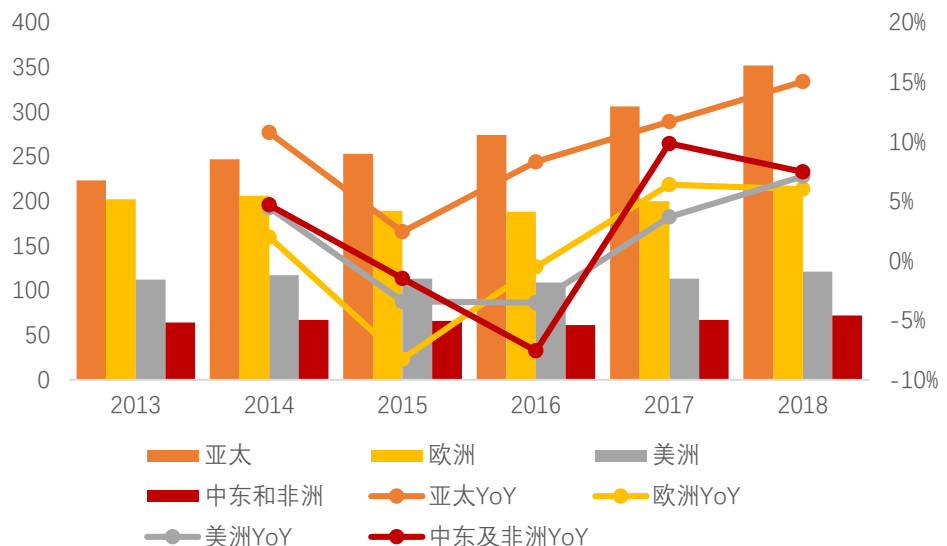
图 2：2018 年 Top12 全球免税商销售额排名(亿欧元)



资料来源：中国产业信息网，天风证券研究所

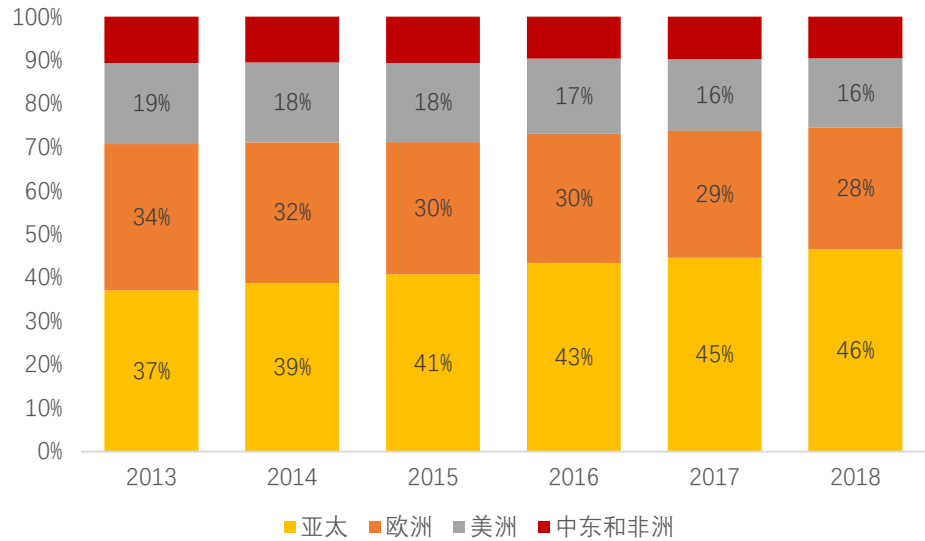
**亚太地区是全球免税行业发展重要引擎。**2019 年全球前 12 位免税集团中，亚太地区超过半数，占据 7 位之多。2018 年，全球除亚太区外各地区销售额增速放缓。亚太地区实现销售额 352 亿美元，同比增长 15%。亚太地区的快速增长主要得益于中国、韩国、马来西亚等新兴经济体中产阶级消费能力的快速提升。由于文化传统相近，旅途时间短，旅游成本较低，亚太地区，尤其是东亚旅客更倾向于在东亚内部旅游，并普遍表现出对香化产品和奢侈品的偏爱，成为免税行业最重要的客群之一。在亚太地区强大的发展潜力下，各大免税巨头均积极拓展亚太业务。TFWA 预计，2025 年亚太地区全球免税销售额占比将上升至 47.5%，贡献全球近一半的销售总额。

图 3：亚太市场销售额增长强劲，2019 年销售额 352 亿美元，同比增长 15%（单位：亿美元）



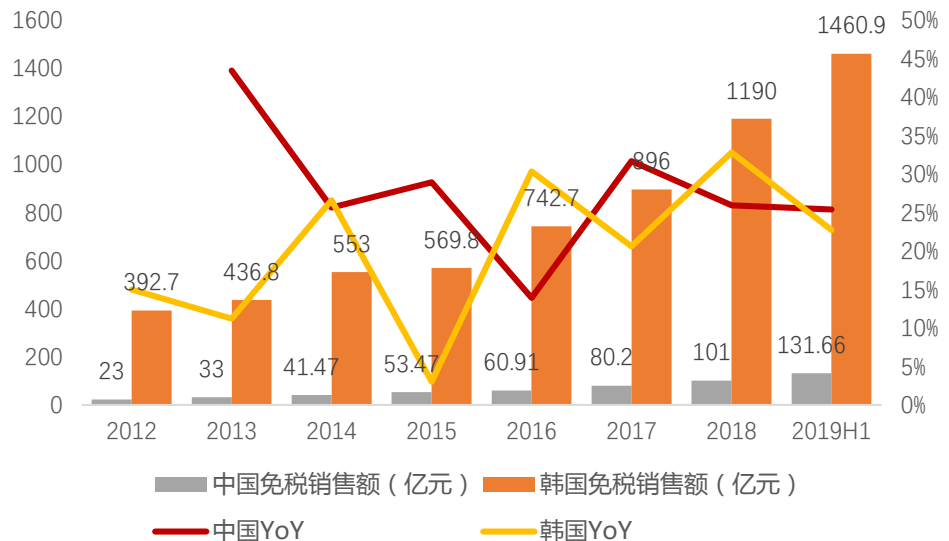
资料来源：Generation Research, Moodie davitt report, 天风证券研究所

图 4：亚太地区占据较大市场份额，且保持稳步增长



资料来源：Generation Research, Moodie davitt report, 天风证券研究所

图 5：中国免税市场相较韩国还有广阔的增长空间

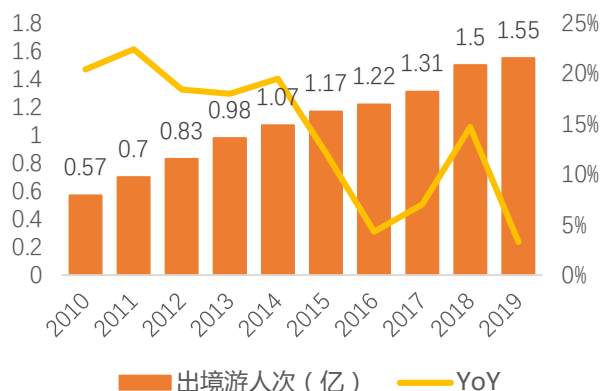


资料来源：Wind, Generation Research, DFNI, Moodie Davitt Report, 天风证券研究所

**中国成全球最大出境游市场，出境游消费支出稳居世界首位。**近年来中国人均收入升高，国际航线增长，免签国家增多，部分国家对中国游客签证申请材料简化。中国已连续多年保持世界第一大出境旅游客源国地位，出境游规模持续增长。2019年中国出境游人数达1.55亿人次，较上一年增长3.3%。2018年中国游客消费2773亿美元，位列全球第一，几乎是排名第二的美国游客消费额（1440亿美元）的两倍。

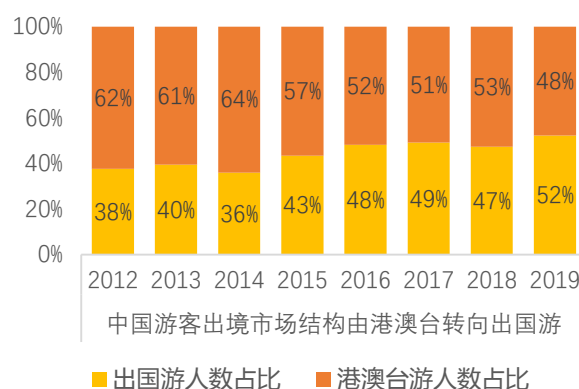
**出国游占比过半，反超港澳台游。**2019年出国游人数首次超过港澳台游人数，占比分别为52%和48%。从出境游的市场结构来看，受利于地理距离较短，语言障碍小，商品价格优势等因素，港澳台游于2017年开始复苏，相反出境游放缓。但是由于近期香港形势严峻，两岸关系趋紧，赴台个人自由行取消等事件影响，内地赴港台游客预计将持续低迷。

图 6：中国出境游人次连年增长



资料来源：艾瑞咨询，文化和旅游部，中新网，中国旅游研究院，天风证券研究所

图 7：中国游客出境市场结构由港澳台转向出国游



资料来源：艾瑞咨询，文化和旅游部，香港旅游发展局，澳门旅游发展局，台湾交通部观光局，中新网，中国旅游研究院，天风证券研究所

表 1：2019 年中国旅客热门出境旅游目的地仍以亚洲为主

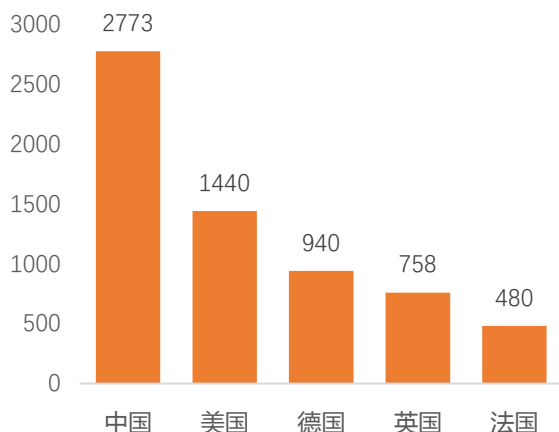
2019 年中国游客出境游十大热门目的地		2019 年中国人境外购物最热门国家	购物交易增长最快的 10 个国家
1	日本	日本	荷兰
2	泰国	阿联酋	马来西亚
3	美国	英国	爱尔兰
4	新加坡	法国	瑞士
5	马来西亚	新加坡	丹麦
6	澳大利亚	美国	新西兰
7	越南	西班牙	阿联酋
8	英国	韩国	英国
9	印度尼西亚	意大利	法国
10	法国	澳大利亚	澳大利亚

资料来源：艾瑞咨询，《携程：2019 国民旅游消费报告》，天风证券研究所

## 1.2. 国人高端商品消费能力强，政策引导消费回流，免税渠道至关重要

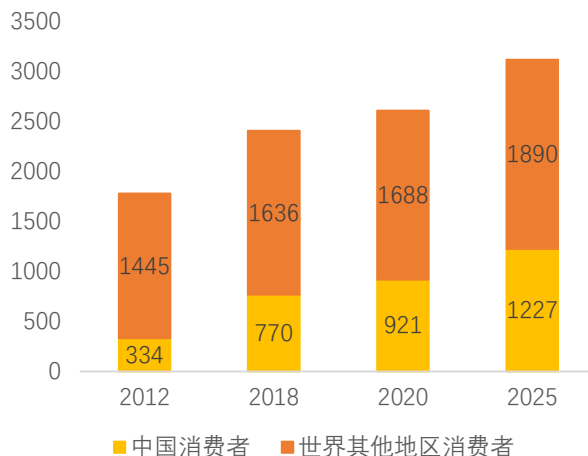
中国消费者购买力强劲，驱动亚太地区乃至全球免税销售额快速增长。伴随着中国中产阶级的壮大及消费水平的提升，中国旅游消费总额高达 2773 亿美元，位世界第一，几乎为排名第二美国的两倍。中国消费者对奢侈品的消费需求持续升级，强劲的购买力推动全球免税业发展，成为全球免税品消费主力。韩国乐天、新罗免税店、泰国 King Power 集团及日本 NNA Retailing 集团销售额增长均显著受到中国消费者影响。麦肯锡预计到 2025 年，中国消费者将贡献全球近 40% 的免税消费总额。

图 8：2018 年中国游客境外旅游消费总额世界第一（亿美元）



资料来源：UNWTO，天风证券研究所

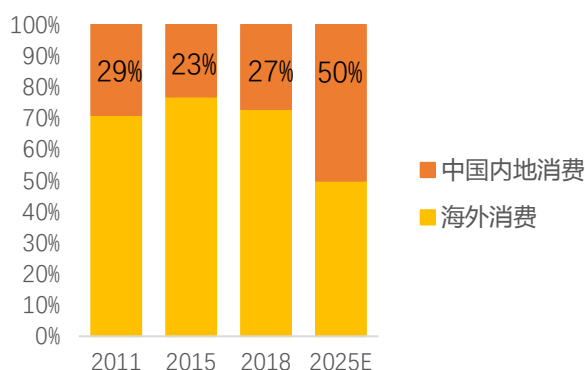
图 9：中国是全球奢侈品消费主力（亿元）



资料来源：麦肯锡，天风证券研究所

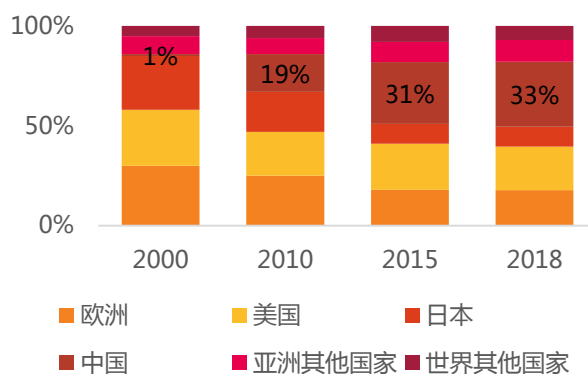
**中国免税消费有望回流。**由于关税等成本影响，国内免税品价格与境外存在大额价差，加之商品品类、购物体验等因素，曾经中国免税消费外流现象严重。随着中国下调进口关税、加强对灰色市场管控，各大奢侈品品牌持续调整国内外市场价差等因素的共同作用下，越来越多的中国消费者选择在内地市场购买奢侈品。据贝恩公司统计，目前，中国消费者为全球奢侈品市场贡献了 1/3 的销售额；2018 年中国内地奢侈品市场消费总额达 229.5 亿欧元，中国消费者在内地的奢侈品消费比例由 2015 年的 23% 上升到 27%。预计，到 2025 年将达到 50%。

图 10：中国消费者奢侈品消费渠道细分 (%)



资料来源：贝恩，天风证券研究所

图 11：全球消费者按国籍划分



资料来源：贝恩，天风证券研究所

**引导海外消费回流成国家重要政策战略，发展国内免税业成重要途径。**消费是拉动经济增长的主要动力，面对愈加严重的消费外流，国家政府出台大批政策降低关税、引导海外消费回流。伴随未来疫情影响带来的出境游增速放缓，进口关税降低，灰色市场监管收紧，交叉调整，国家政府政策有望将免税业作为引导消费回流重要手段，国内免税行业迎来发展机遇期。

表 2：政策引导海外消费回流

时间	相关部门	具体内容
2015 年 4 月	国务院常务会议	提出部署完善消费品进出口相关政策，丰富国内消费者购物选择。
2015 年 6 月	海关总署	6 月 1 日起，以暂定税率方式降低护肤品、西装、短统靴、纸尿裤等 14 种消费品关税。
2015 年 8 月	国务院	《国务院关于进一步促进旅游投资和消费的若干意见》实施旅游消费促进计划，培育新的消费热点，符合条件的地区要加快实施境外旅客购物离境退税政策。

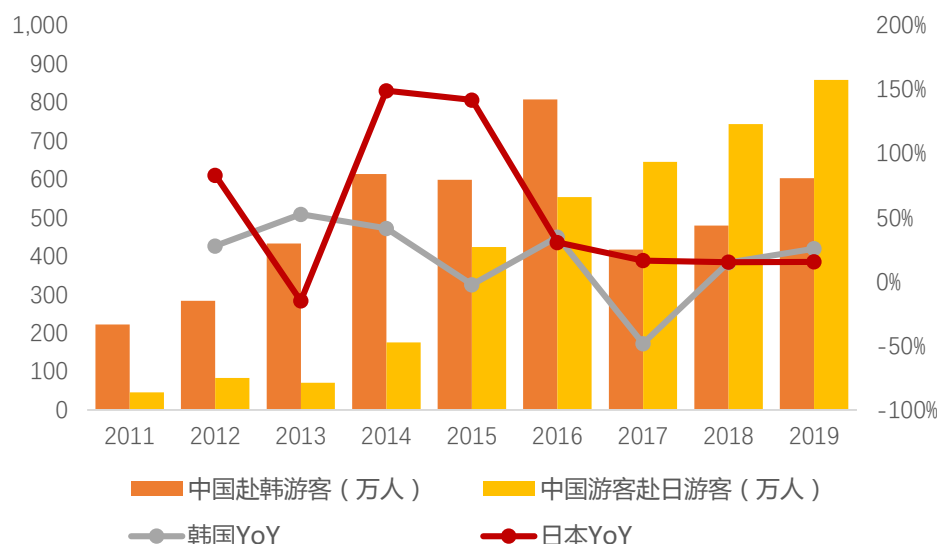


2015 年 12 月	海关总署	调整国内亟须的先进设备、重要商品等的进出口关税，降低服装、围巾、太阳镜等商品的进口关税。
2016 年 2 月	财政部等五部委	联合发布关于口岸进境免税店政策的公告，决定增设 19 个口岸进境免税店，同时在维持居民旅客进境物品 5000 元人民币免税限额不变基础上，允许其在口岸进境免税店增加一定数量的免税购物额，连同境外免税购物额总计不超过 8000 元人民币。
2016 年 3 月	海关总署	4 月 8 日起，海关将实施关税新政，对跨境消费限制、跨境电子商务等将实行最严征税。跨境电子商务零售进口商品单次交易限制为 2000 元人民币，个人年度交易限制为 20000 元人民币。
2016 年 3 月	十三五规划	十三五规划提出，适应消费加快升级，以消费环境改善释放消费潜力，以供给改善和创新更好满足、创造消费需求，不断增强消费拉动经济的基础作用。积极引导海外消费回流。以重要旅游目的地城市为依托，优化免税店布局，培育发展国际消费中心。
2016 年 5 月	国务院	国务院发布《关于促进外贸回稳向好的若干意见》，提出实行积极的进口政策，降低部分日用消费品关税，引导境外消费回流。
2016 年 10 月	财政部等	自 10 月 1 日起调整化妆品消费税政策，其中对普通美容、修饰类化妆品免征消费税，高档化妆品消费税税率由 30% 下调至 15%。
2017 年 12 月	海关总署	12 月 1 日起，降低食品、保健品、药品、日化用品、衣着鞋帽、家用设备、文化娱乐、日杂百货在内的 187 种消费品关税，平均税率由 17.3% 降至 7.7%。
2018 年 4 月	国务院	国务院发布《关于支持海南全面深化改革开放的指导意见》实施更加开放便利的离岛免税购物政策，实现离岛旅客全覆盖，提高免税购物限额。
2018 年 11 月	财政部	财政部发布《关于调整海南 离岛旅客免税购物政策的公告》，自 2018 年 12 月 1 日起将离岛旅客（包括岛内居民旅客）每人每年累计免税购物限额增加到 30000 元，不限次。将视力训练仪、助听器、矫形器械、家用呼吸机等康复医疗器械纳入免税商品范围，离岛旅客每人每次可购买 2 件。
2018 年 12 月	财政部等三部门	自 2018 年 12 月 28 日起，乘轮船离岛旅客纳入海南离岛旅客免税购物政策适用对象。
2019 年 7 月	财政部	《口岸出境免税店管理暂行办法》
2020 年 6 月	中共中央、国务院	《海南自由贸易港建设总体方案》，明确海南将在 2025 年前实行部分进口商品零关税政策。其中将放宽离岛免税购物额度至每年每人 10 万元，扩大免税商品种类。

资料来源：中国政府网，财政部，海关总署，中国报告网，天风证券研究所

**韩日游遇冷助力中国消费回流，利好中国免税业发展。**由于文化相近，旅行距离较近，部分商品有价格优势，日韩两国一直以来长期占据中国游客最热门旅游地点前三位。2017 年初，地缘政治影响致中国政府禁止所有赴韩旅游团队，中国赴韩游客数量锐减，减幅高达 60%，韩国免税业也因此遭到重创，各免税商均受到巨大冲击，销售额大幅下降，而自然而然的日本吸引了这部分中国游客。此次疫情对日韩影响巨大，且日韩政府相较欧美普遍采取比较谨慎的边界开放计划。目前来看，日韩两国对 2020 年开放外国游客，特别是中国游客入境的意愿并不强烈。曾经中国消费者强劲的购买力带动日韩免税业快速发展，韩国超六成免税销售额来自中国游客。此次日韩旅游业，免税业遇冷势必带来大批消费回流的溢出效应，中国免税业迎新发展机遇。

图 12：中国赴日韩游客增长缓慢（万人次）



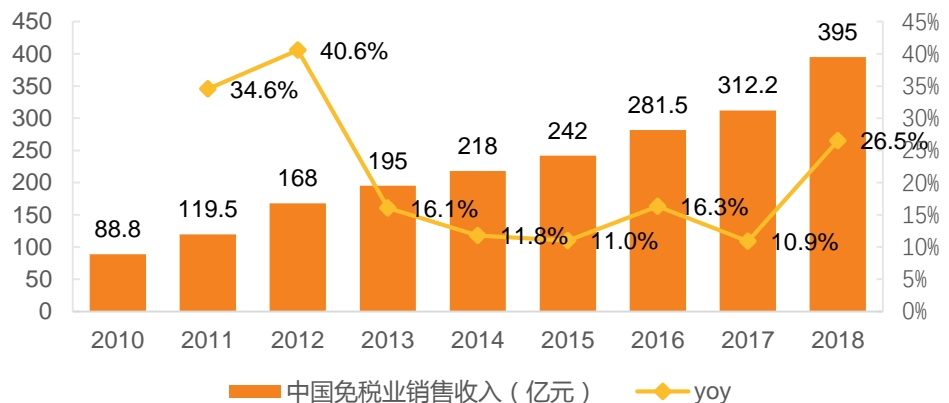
资料来源：KTO, JNTO, 天风证券研究所

## 2. 中国免税行业情况：国内中免规模优势显著，长期来看政策面临持续开放

### 2.1. 中国免税产业概况：政策主导，中免系一家独大

**免税业销售规模逐年增长。**2016 年，中国免税业销售收入 281.5 亿元人民币，超越英国和美国，成为全球第二的免税大国。根据中免数据显示，2018 年中国免税业销售收入达 395 亿元，同比增长 26.5%。

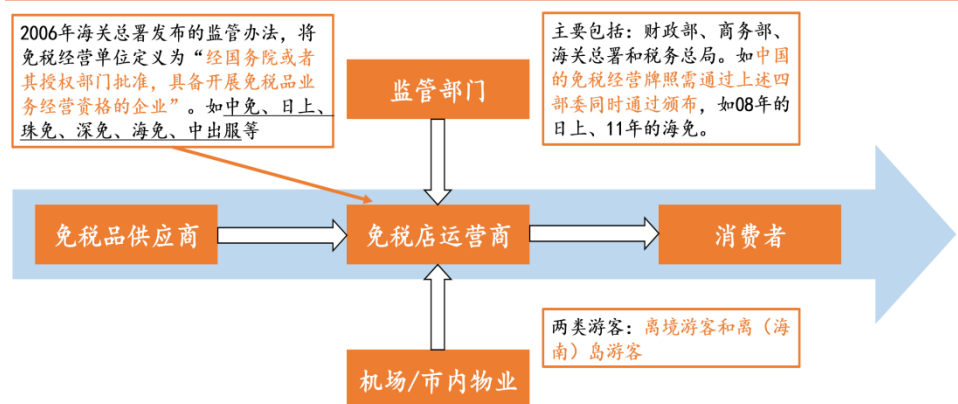
图 13：中国免税业销售规模及增速分析（亿元，%）



资料来源：前瞻产业研究院，天风证券研究所

**中国免税市场属于典型的寡头垄断格局：**早在 2006 年海关总署发布的监管办法便将免税经营单位定义为“经国务院授权批准，具备开展免税经营资格的企业”。我国对免税业实行“统一经营、统一组织进货、统一制定零售价格、统一制定管理规定”的政策，各类免税业态均以授权牌照、指定专营公司的模式运营。而作为政策保护回报，国家规定：凡经营离境免税业务企业需按免税商品销售收入的 1% 向国家上缴特许经营费，凡经营离岛免税业务企业需按免税商品销售收入的 4% 向国家上缴特许经营费。

图 14：中国免税产业链



资料来源：财政部，天风证券研究所

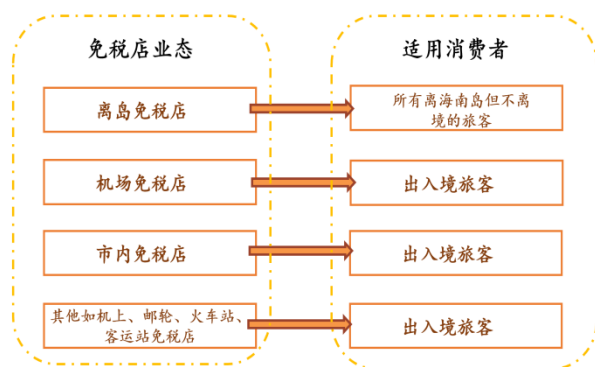
### 2.2. 中国免税行业分类：离境免税和离岛免税，离境免税为主要构成

与多数东亚国家相仿，从形态来看我国免税主要包括出入境离境免税（含市内免税等）、



离岛免税两大方面，一类主要针对出入境人群，一类则针对出岛人群。

图 15：中国免税店业态及其适用消费群体



资料来源：中国产业信息网，天风证券研究所

图 16：免税经历四次政策调整

	2011	2012-16	2016	18年至今
离境免税额度 (单位:元)	5000元/次	5000元/次	5000元/次	累计限额1.6万, 单件 限额8000元, 另有件 数限制
离岛免税额度 (单位:元)	累计限额5000元	累计限额8000元, 另 有件数限制	累计限额1.6万元, 单 件限额8000元, 另有 件数限制	累计限额3万, 单件 限额8000元, 另有件 数限制

资料来源：海南省财政厅，天风证券研究所

**出入境离境免税主要包括两类：**一是传统机场、口岸、港口、机上免税等形式，出入境的本人/外国人均可购买；另一类则是出入境市内免税店，主要包括中免针对外国人的离境市内免税店牌照和中出服、中侨拥有出境归国人员市内免税牌照。

**离岛免税**主要指海南离岛免税，可针对本人及外国人，包括三亚、海口市内免税店和海口美兰机场免税店。

目前来看，传统出入境免税主要由京沪广机场免税，岛免税主要指海南离岛免税。

2018 年，我国出入境免税市场规模达到 294 亿元，离岛免税市场规模达到 101 亿元，离境免税目前为免税的主要构成。

### 2.3. 中国免税竞争格局：中免一家独大占据近九成份额

目前的免税运营公司中，中免和中出服是唯一经国务院授权在全国范围内经营免税业务的国有专营公司，而日上免税行是经中国政府批准的专业经营机场免税店的外资企业，2017 及 2018 年其北京与上海公司已陆续被中免收购。2018 年，海免被中国旅游集团收购，预计未来将注入上市公司。因此，中免在国内具有明显的经营牌照和门店数量优势。

表 3：中国免税运营商概况

公司名称	成立时间	性质	门店数量	性质	业务分布	经营范围
中国免税品（集团）有限公司	1984	央企	240	全国性	分布在欧洲、中东、非洲、北美、亚洲和太平洋地区的 31 个国家、220 各机场和 700 个火车站	全国主要港口、机场与边境等以及海南离岛免税等
日上免税行有限公司（上海+北京均已被中免收购）	1999	已被中免并购	5	专营机场免税的外资企业	北京、上海等 20 余个城市	北京+上海机场免税店
深圳市国有免税商品（集团）有限公司	1980	地方国企	40 左右	区域性	深圳、西安	深圳口岸及部分入境店
珠海免税企业集团有限公司	1995	地方国企	—	区域性	珠海、天津	珠海口岸及部分入境店
海南省免税品	2011	地方国企	3	区域性	海口	海南离岛免税

有限公司(已被  
中国旅游集团  
收购)

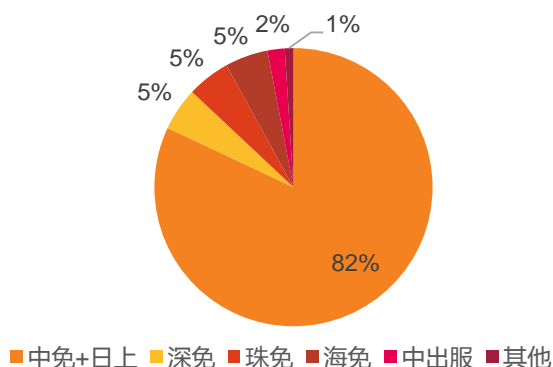
(海口)

中国出国人员 服务总公司	1983	央企	17	针对归国人员 入境免税店及 入境口岸店	北京、上海等 20 余个城 市	全国主要城市 市内店及部分 入境店
中国港中旅集 团公司	1985	央企	—	仅在市內开设 免税店(针对离 境后的归国人 员)		哈尔滨中桥免 税市内店

资料来源：公司公告，中国产业信息网，天风证券研究所

**中国免税行业供给侧整合，中免一家独大。**随着中免先后收购日上(51%，离境免税市场最大的竞争对手)、海免(51%，离岛免税最大的竞争对手)，中免目前已经先后中标中国香港机场烟酒段、首都机场、白云机场、澳门机场、上海机场免税以及国内其他机场口岸免税店，意味着中国免税行业在供给侧整合，从而呈现出中免系一家独大的格局，以 2018 年的收入计，中免系收入占比便达到了 82%份额。

图 17：市占率



资料来源：前瞻经济学人，天风证券研究所

图 18：免税行业以及中免收入情况（亿元）

	2013	2014	2015	2016	2017	2018
中国免税业收入	171	206	224	247	311	399
离岛免税收入	33	46	55	62	81	102
离境免税收入	138	160	169	185	229	297
中免免税收入	60	70	81	88	163	335
中免离岛免税	28	36	42	47	61	78
中免系离岛免税	32	34	38	41	102	257

资料来源：中国产业信息网，中国报告网，天风证券研究所

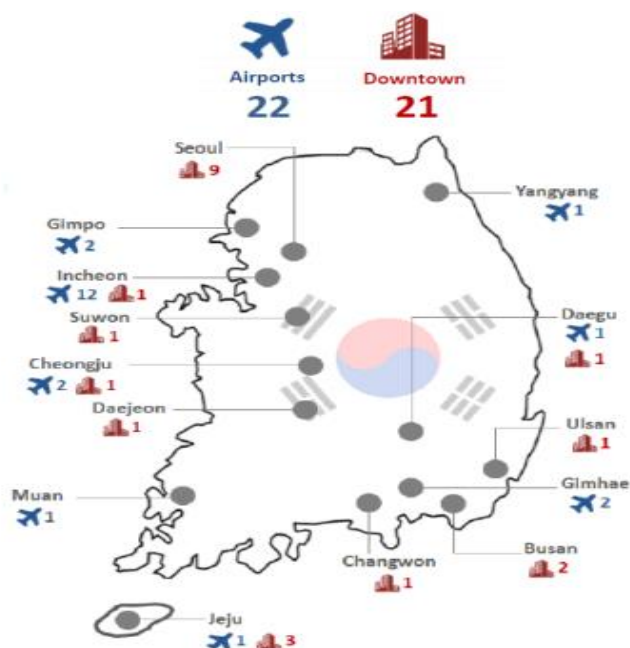
2016 年及 2019 年，财政部、商务部、海关总署、国家税务总局、国家旅游局联合发布文件，对原经国务院批准具有免税品经营资质且近期连续经营的企业，放开经营免税店的地域和类别限制；因此，国内其他免税商均具备口岸进境与出境免税牌照。

## 2.4. 长期来看：对标韩国免税发展，市内免税有望开启百亿新征程

韩国拥有全球最大的免税零售市场，2018 年韩国免税市场达到 172.38 亿美元，同比增长 34.70%，占全球免税的比重提升达 21.8%。韩国两大免税集团乐天、新罗分别位列全球第 2 位和第 3 位，市场呈双寡头格局。

**市内免税是韩国最主要的免税销售渠道。**韩国免税共有五种销售渠道，分别为：市内免税、机场免税、网上免税店、机上免税及济州岛离岛免税，其中市内免税和机场免税占比超过八成，仅首尔市九家市内免税店贡献韩国过半免税销售额。市内免税以其购买便捷、取货方便、消费体验更佳的特点成为韩国最主要免税销售渠道。

图 19：韩国市内免税店、机场免税店分布情况



资料来源：中国产业信息网，天风证券研究所

表 4：韩国免税店约 80%销售收入来自市内店（10 亿韩元）

	19Q1 销售额	占比
总销售额	5618.9	100%
市内店	4415.5	78.6%
Lotte Myungdong	1279.7	22.8%
Shilla(Jangchung)	911.3	16.2%
Shinsegae Myungdong	556.0	9.9%
Lotte World Tower	303.1	5.4%
HDC Shilla	297.9	5.3%
Shilla Jeju	262.9	4.7%
Lotte Jeju	243.3	4.3%
Dotta	161.6	2.9%
Hyundai Coex	138.0	2.5%
Shinsegae Gangnam	113.8	2.0%
Galleria 63	80.0	1.4%
Lotte Coex	67.9	1.2%
机场店	1202.4	21.5%
Shilla(Incheon T1)	171.8	3.1%
Lotte( Incheon T1)	44.0	0.8%
Shilla(Incheon T2)	87.9	1.6%
Shinsegae(Incheon T2)	56.8	1.0%
Lotte(Incheon T2)	51.0	0.9%
Others	790.9	14.1%

资料来源：免税零售专家，天风证券研究所

**乐天首尔明洞店处韩国市内免税店龙头地位。**明洞店是乐天免税总店，贡献乐天过半销售额，远高于韩国其他市内免税店。明洞店主要有以下几点发展优势：（1）**地理位置优势：**明洞店位于首尔市中心，集购物、餐饮、娱乐于一体，满足消费者一站式购物需求；与南大门市场、景福宫、N 首尔塔楼所在地南山等首尔市区旅游名胜景点比邻，方便游客购物。（2）**供应链优势：**明洞店是韩国品牌最多、商品最全的免税店，以其规模优势获得国际一线奢侈品牌、本土高端香化品牌等热销商品供货渠道。（3）**韩流营销优势：**乐天免税店邀请当红明星担当代言人；开设星光大道、开办家族演唱会、制作主题宣传片等众多营销手段，吸引消费者效果显著。

图 20：乐天首尔明洞店



资料来源：公司官网，天风证券研究所

**中国市内免税店尚处于起步阶段。**目前国内共有 13 家市内免税店，除哈尔滨中侨免税店由港中旅运营外，其余 12 家均由中出服运营。中出服市内店销售对象限于年满 16 周岁，持护照入境 180 天内的中国公民。相对其他国家，我国市内免税店规模较小，发展尚处于起步阶段。

**多渠道发展，市内免税有望开启国内行业发展新阶段。**目前，国内免税市场主要依赖于机场免税店，离岛免税贡献部分销售额，销售渠道较单一。开拓更多销售渠道，是行业发展大势所趋，各销售渠道中，市内免税最具看点。市内免税有效弥补了机场免税购物时间受限、消费者购买需求不能完全满足的缺陷，购买便捷、取货方便，为消费者提供更佳购物体验。韩国市内免税贡献超五成销售额，带动韩国免税业快速发展。参考韩国市内免税发展情况，我国消费者基数大、购买力强劲，市内免税发展潜力值得期待。

**在国家鼓励海外消费回流战略背景下，我国市内免税政策有望放开。**2020 年 3 月 13 日，国家发改委发布的《关于促进消费扩容提质加快形成强大国内市场的实施意见》中提出：“完善市内免税店政策，建设一批中国特色市内免税店。鼓励有条件的城市对市内免税店的建设经营提供土地、融资等支持，在机场口岸免税店为市内免税店设立离境提货点。”考虑到此次意见首次从顶层设计的高度提出了建设“中国特色免税体系”的目标，提出坚持服务境外人士和我出境居民并重，未来出境市内免税店针对我出境居民开放或可期。

### 3. 国家免税政策有望放开，核心城市国资委旗下零售公司或受益

#### 3.1. 从国内国际机场运营情况及实际出入境人数来看，部分城市免税消费潜力较大

中国共有 55 家国际机场分布于 30 个省市直辖市的 53 座城市，其中北京、上海分别拥有双国际机场。江苏省内国际机场数量高达八个，分别为位列全国各省之冠。山东、广东、浙江、福建、海南、云南、安徽、内蒙古、辽宁、吉林省内均有多个地级市设有国际机场。除青海省暂无国际机场外，其余各省市均在省会城市设有国际机场。

表 5：国内国际机场一览表

序号	省份/直辖市	城市	机场名称
1	北京	北京	北京首都国际机场
2		北京	北京大兴国际机场
3	上海	上海	上海浦东国际机场
4		上海	上海虹桥国际机场
5	天津	天津	天津滨海国际机场
6	重庆	重庆	重庆江北国际机场
7	江苏	南京	南京禄口国际机场
8		苏州	苏南硕放国际机场
9		常州	常州奔牛国际机场
10		徐州	徐州观音国际机场
11		盐城	盐城南洋国际机场
12		南通	南通兴东国际机场
13		淮安	淮安涟水国际机场
14		扬州	扬州泰州国际机场
15	山东	青岛	青岛流亭国际机场
16		济南	济南遥墙国际机场
17		威海	威海大水泊国际机场
18		烟台	烟台蓬莱国际机场
19	广东	广州	广州白云国际机场
20		深圳	深圳宝安国际机场
21		珠海	珠海金湾国际机场
22	浙江	杭州	杭州萧山国际机场
23		宁波	宁波栎社国际机场
24		温州	温州龙湾国际机场
25	云南	昆明	昆明长水国际机场
26		丽江	丽江三义国际机场
27		西双版纳	西双版纳嘎洒国际机场
28	内蒙古	呼和浩特	呼和浩特白塔国际机场
29		二连浩特	二连浩特赛乌苏国际机场
30		海拉尔	海拉尔东山国际机场
31	辽宁	沈阳	沈阳桃仙国际机场
32		大连	大连周水子国际机场
33	吉林	长春	长春龙嘉国际机场
34		延吉	延吉朝阳川国际机场
35	福建	厦门	厦门高崎国际机场
36		福州	福州长乐国际机场
37	海南	海口	海口美兰国际机场
38		三亚	三亚凤凰国际机场
39	安徽	合肥	合肥新桥国际机场
40		黄山	黄山屯溪国际机场



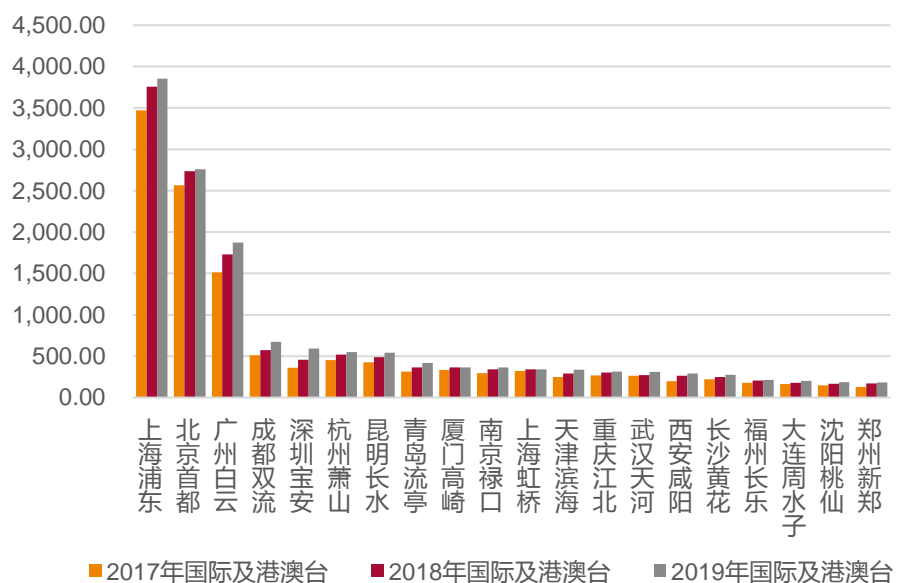
41	甘肃	兰州	兰州中川国际机场
42	广西	南宁	南宁吴圩国际机场
43	贵州	贵阳	贵阳龙洞堡国际机场
44	河北	石家庄	石家庄正定国际机场
45	河南	郑州	郑州新郑国际机场
46	黑龙江	哈尔滨	哈尔滨太平国际机场
47	湖北	武汉	武汉天河国际机场
48	湖南	长沙	长沙黄花国际机场
49	江西	南昌	南昌昌北国际机场
50	宁夏	银川	银川河东国际机场
51	山西	太原	太原武宿国际机场
52	陕西	西安	西安咸阳国际机场
53	四川	成都	成都双流国际机场
54	新疆	乌鲁木齐	乌鲁木齐地窝堡国际机场
55	西藏	拉萨	拉萨贡嘎国际机场

资料来源：FNEI 旅游网，天风证券研究所

**2019 年出境游人数增长显著。**上海浦东国际机场、北京首都国际机场和广州白云国际机场出境人数均已过千万,分别为 3,851.36 万、2,757.43 万和 1,871.29 万人次,同比增长 2.50%、0.80%和 8.00%,其中经上海浦东国际机场出境人次连续 17 年全国第一。作为中国出入境流量最大的机场,2019 年浦东机场出入境人次占总客运吞吐量的 50.57%。

2019 年,深圳宝安国际机场、成都双流国际机场和天津滨海国际机场三家的国际及地区出境游人次同比增长位列前三,较 2018 年分别增长 29.00%、17.90%和 15.40%。其中深圳宝安国际机场出境人次由 2018 年的 458.20 万上升为 2019 年的 591.18 万,增幅近三成。成都双流国际机场及天津滨海国际机场 2019 年出境人次分别为 673.77 万和 338.05 万,较前一年均有较大提升。

图 21: 2017 年~2019 年国内前二十大国际机场出入境游客人次



资料来源：民航资源网，天风证券研究所

### 3.2. 鼓励消费回流背景下，部分国有百货或有机会参与市内免税店运营



根据我们的判断，免税运营资质或施行垄断经营集中统一管理；由于免税是国家税收上采取了优惠政策，为了弥补因此带来的财政收入损失，免税行业依然会保持国有企业垄断经营模式，而国有商业体系在供应链和多业态以及跨区域运营上具备很强的优势；在国家免税政策有望放开的大背景下，将出入境人数、地方国资委控股这两个条件作为筛选条件，我们认为王府井、重庆百货、鄂武商 A、广百股份、百联股份、小商品城、杭州解百和银座股份等上市公司有望受益。

表 6：各股简介

股票代码	股票	市值	当地出入境人数 (2019/万人次)	简介	实际控制人
600859.SH	王府井	191.19	2667	百货龙头企业，全国范围内共运营 54 家大型综合零售门店，7 家奥莱店	北京市国资委
600729.SH	重庆百货	124.52	341	重庆地区零售龙头，百货、超市、电器和汽贸四大业态协同发力，各类门店合计 309 家	重庆市国资委
000501.SZ	鄂武商 A	97.89	345	湖北地区零售龙头，“购物中心+超市”双轮驱动。运营有 10 家购物中心，75 家超市门店	武汉市国资委
002187.SZ	广百股份	44.82	2138	广东地区零售龙头，地区内运营有 19 家百货门店、4 家购物中心、2 家超市和 1 家专业店	广州市国资委
600827.SH	百联股份	158.75	4570	大型综合性商业公司，业态丰富，百货商店、连锁超市、购物中心各类门店合计 1611 家	上海市国资委
600415.SH	小商品城	303.19		中小微企业的批发市场发展商，扎根义乌小商品市场，主业市场经营	义乌市国资委
600814.SH	杭州解百	36.90	580	杭州地区商业百货公司，旗下有解百购物广场和杭州大厦(杭州地区销售额最高的单体商场)	杭州市国资委
600858.SH	银座股份	25.33	1000	山东地区零售龙头，主营百货+超市，现有 46 家百货门店，56 家综超门店和 3 家购物中心	山东省国资委

资料来源：wind，各地边防检查站，天风证券研究所

### 3.3. 王府井：全国性百货公司龙头，北京国资委旗下零售企业

**全国性百货龙头企业，百货&奥莱协同发展。**公司作为纯正的全国百货龙头企业，形成集百货、奥特莱斯、购物中心和超市四大业态协同发展的业务格局。公司加速全面提升百货业态商品经营能力和顾客经营能力，持续深化创新模式，推进全渠道建设，大力发展购物中心及奥莱业态，借力资本手段发展商品自营及超市业态。截至 2020Q1，公司在全国范围共运营 54 家大型综合零售门店，公司有 7 家奥莱店，总经营建筑面积 302.8 万平方米，涉及东北、华北、华中、华南、华东、西南、西北七大经济区域，21 个省、市、自治区，33 个城市。

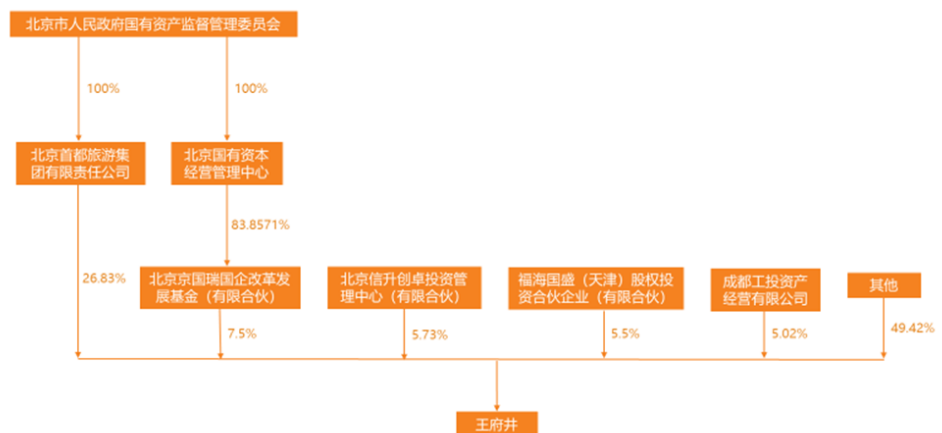
图 22：王府井门店全国分布情况



资料来源：公司公告，天风证券研究所

王府井东安股权无偿划转首旅集团，加速推进资源共享&解决同业竞争。随着王府井东安股权无偿划转首旅集团，首旅集团直接持有公司 26.83%的股份，首旅集团成为上市公司控股股东。北京国资委旗下共有王府井、首商股份、北京城乡三家零售国企，此前北京国资委已经将西友集团 20.03%的股权无偿划至首旅集团，实现王府井和首商股份都属于首旅集团。股权划转将进一步深化北京国资委对于零售国企的改革，进一步推进首旅集团“6+2”产业布局，实现资源共享与优势互补，解决同业竞争问题。

图 23：王府井股权结构



资料来源：wind，天风证券研究所

推出股票期权激励计划，彰显管理层稳健发展信心。公司拟向激励对象授予不超过 775.5 万份股票期权，约占总股本的 1%，激励对象不超过 128 人，行权价格为 12.74 元/股。本计划首次（含预留）授予的股票期权行的业绩条件为：①第一行权期：以 2016-2018 年度扣非净利润平均值为基数，2021 年的扣非净利润增长率不低于 20%，加权平均净资产收益率不低于 8%，购物中心和奥莱业态门店营业收入占比例低于 30%；②第二行权期：以 2016-2018 年度扣非净利润平均值为基数，2022 年的扣非净利润增长率不低于 30%，加权平均净资产收益率不低于 8.5%，购物中心和奥莱业态门店营业收入占比例低于 40%；③第

**三行权期：**以 2016-2018 年度扣非净利润平均值为基数，2023 年的扣非净利润增长率不低于 40%，加权平均净资产收益率不低于 9%，购物中心和奥莱业态门店营业收入占比例低于 50%。此次股权激励是可以进一步建立、健全长效激励机制，吸引和留住优秀人才，充分调动员工的工作积极性。

表 7：王府井股权激励

序号	姓名	职务	获授的股票期权的份额（份）	占授予总量的比例	约占本计划草案公告时公司股本总额的比例
1	杜宝祥	董事长	300,000	3.91%	0.039%
2	尚喜平	董事、总裁	300,000	3.91%	0.039%
3	杜建国	董事、副总裁、财务总监	200,000	2.61%	0.026%
4	周晴	副总裁	200,000	2.61%	0.026%
5	王宇	副总裁	200,000	2.61%	0.026%
6	曾群	副总裁	200,000	2.61%	0.026%
7	张建国	副总裁	200,000	2.61%	0.026%
8	岳继鹏	董事会秘书	100,000	1.30%	0.013%
管理骨干（78 人）			4,775,000	62.30%	0.615%
其他核心人员（42 人）			1,150,000	15.00%	0.148%
首次授予部分合计			7,625,000	99.48%	0.982%
预留部分			40,000	0.52%	0.005%
合计			7,665,000	100.00%	0.987%

资料来源：公司公告，天风证券研究所

### 3.4.百联股份：立足华东拓展全国，上海国资委旗下零售企业

**立足华东拓展全国，多业态协调发展。**公司是百联集团旗下的核心企业，形成以百货商店、连锁超市、购物中心、奥特莱斯为核心业务的发展布局。公司区位优势明显、资产质量优质。围绕“立足上海，辐射长三角，面向全国”的总体规划，已经在上海乃至长三角形成比较显著的区域性优势。同时还拥有第一八佰伴、永安百货、东方商厦等多个知名商业品牌及一批地理位置优越的物业，甚至是历史保护建筑。截止 2019 年末，公司在华东地区拥有：①综合百货 17 家，总面积 42.01 万平方米；②购物中心 18 家，总面积 180.81 万平方米；③奥特莱斯 5 家，总面积 47.71 万平方米；④大型综合超市 127 家，总面积 120.35 万平方米；⑤超级市场 581 家，总面积 34.3 万平方米；⑥便利店 417 家，总面积 2.53 万平方米；⑦专业连锁店 89 家，总面积 2.87 万平方米。在其他地区还拥有各种业态门店总计 357 家，面积 65.78 万平方米。

表 8：百联股份门店状况

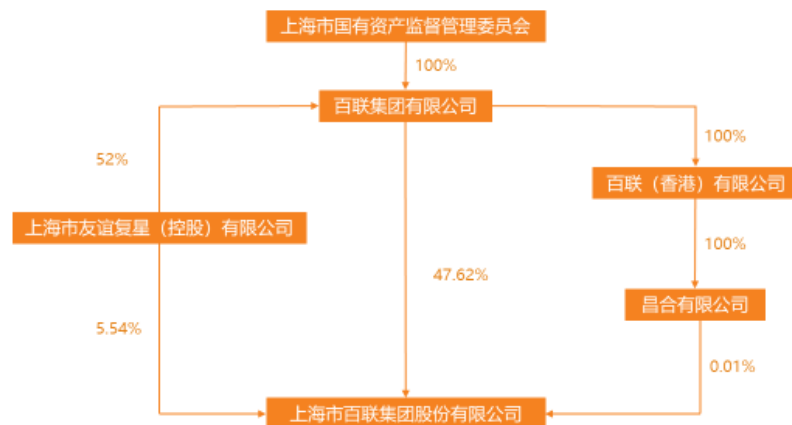
地区	经营业态	自有物业门店		租赁物业门店		自有+租赁	
		数量	建筑面积 (万平方米)	数量	建筑面积 (万平方米)	数量	建筑面积 (万平方米)
华东	综合百货	6	22.37	9	16.20	2	3.44
	购物中心	10	107.37	6	68.72	2	4.72
	奥特莱斯	5	47.71				
	大型综合超市	7	16.78	120	103.57		
	超级市场	8	1.52	573	32.78		
	便利店			417	2.53		
	专业连锁	2	1.66	87	1.21		
华北	大型综合超市			1	0.80		

东北	便利店			69	0.35		
	购物中心	1	11.63				
	大型综合超市			1	0.85		
华中	便利店			176	0.87		
	奥特莱斯	1	12			1	14.13
	大型综合超市			8	6.33		
华南	大型综合超市	1	0.88	3	1.95		
	超级市场	2	0.18	92	4.28		
西南	购物中心			1	11.53		
合计		43	222.1	1563	251.97	5	22.29

资料来源：公司公告，天风证券研究所

百联集团绝对控股持有 53.17%，有望受益于上海国企改革加速。大股东为百联集团有限公司，其通过各种形式共持有百联股份 53.17% 的股权，实现绝对控股。早在 2017 年，阿里巴巴便以成为百联集团旗下另一零售上市公司联华超市的第二大股东。未来伴随着上海国企改革速度的加快，作为优质资产的百联股份也将有望引入战略投资者，引入市场化机制，激发经营活力。

图 24：百联股份股权结构



资料来源：公司公告，天风证券研究所

### 3.5.重庆百货：重庆地区零售龙头，重庆国资委旗下零售企业

重庆地区零售龙头，百货、超市、电器&汽贸齐发力。公司立足于重庆加速向外拓展，网点规模不断扩大，市场辐射能力、规模效应将进一步体现。截至 2020Q1 末，公司经营网点按业态口径计算共 309 家，其中百货 55 家，超市 177 家，电器 46 家，汽贸 31 家，面积合计约 234.84 万平方米。公司对于百货、超市、电器和汽贸四大主业加速经营调改，优化商品结构，持续优化供应链，夯实经营能力，加强数字化改造，推进技术赋能。公司网点辐射重庆主要城区，成为重庆市内网点规模、经营规模最大、竞争力最强的综合商业企业。

表 9：重庆百货门店状况

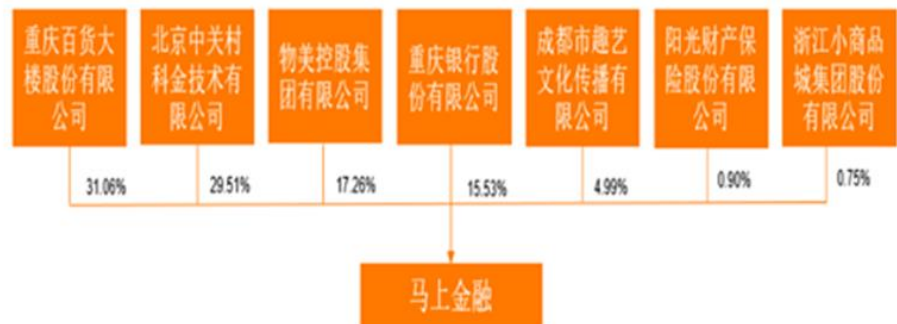
地区	经营业态	门店数量（个）	建筑面积（万平方米）
重庆地区	百货业态	44	100.92
	超市业态	162	76.1

四川地区	电器业态	45	15.6
	汽贸业态	30	9.83
	百货业态	9	21.5
	超市业态	13	6.5
贵州地区	电器业态	1	0.24
	汽贸业态	1	0.03
	百货业态	1	1.76
湖北地区	百货业态	1	1.79
	超市业态	2	0.57
合计		309	234.84

资料来源：公司公告，天风证券研究所

**马上金融第一大股东持股 31.06%，为公司提供持续投资收益。**马上消费金融于 2015 年 6 月正式开业，引入了重庆百货、重庆银行等国有股东，以及物美集团、阳光保险、浙江小商品城等社会化股东，其中公司持有马上金融 31.06% 股份为第一大股东。马上金融为公司持续贡献利润，2018 年马上金融实现净利润 8.01 亿，同比增长 38.7%。按照权益法核算长期股权投资，确认投资收益 2.47 亿元。2019 年马上金融实现净利润 8.53 亿元，公司持股 31.06%，按照权益法核算长期股权投资，确认投资收益 2.65 亿元，同比增长 7.22%，马上金融贡献投资收益的趋势持续向好。

图 25：马上金融股权结构

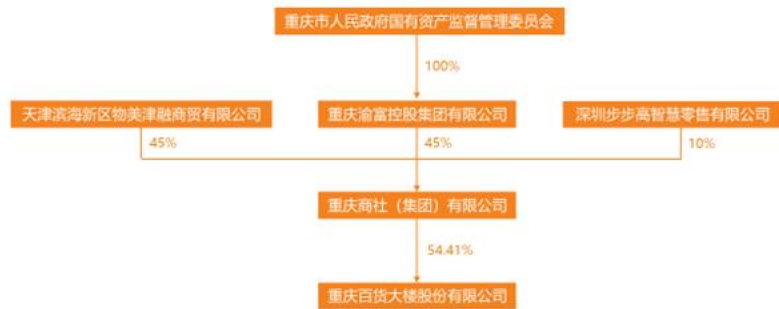


资料来源：wind，天风证券研究所

**物美、步步高参与商社集团混改，进一步释放经营发展潜力。**公司混改持续多年终于落地，混改完成后，商社集团将由重庆市国资委持股 100% 变更为重庆市国资委持股 45%、物美持股 45%、步步高持股 10%，治理结构的优化有望进一步释放公司潜力。①三方资源整合互补：重庆百货、步步高、物美三方携手，将有望在数字化、供应链、场景、用户等方面进行资源的整合互补，重塑西南商超市场的协同与布局；②市场化机制激发经营活力：随着商社集团变更为无任何一个股东能够单独实现对商社集团和公司的实际控制，市场化机制引入将进一步激发公司经营活力；③激励或将落地释放业绩：随着混改的告一段落，未来有望伴随着激励的落地，公司 2015-2018 年持续计提资产减值损失，将进一步激发释放业绩潜力。



图 26：重庆百货股权结构



资料来源：wind，天风证券研究所

**管理层变更进一步激发经营活力，百货、超市、电器&汽贸齐发力。**公司聘任赵国庆为公司 CEO，赵国庆为马上消费金融创始人兼总经理（CEO）；聘任王欢、乔红兵为公司副总裁，其中王欢为百货事业部总经理，乔红兵为超市事业部总经理，任物美集团副总裁兼多点科技合伙人兼 CIO；聘任王金录为公司财务总监，任物美集团计财部副总监、常务副总监。公司通过管理层的一系列变更，将更加进一步激发公司经营活力，百货、超市、电器&汽贸齐发力。

**推进回购用于员工持股或股权激励，高管增持彰显对公司未来发展信心。**公司回购不超过 2,032 万股，不超过总股本的 5%，回购价格不高于 30 元/股，回购资金总额不超过 6.1 亿元，不低于 3.05 亿元，回购股份全部用于后期实施员工持股或股权激励计划。此次回购能够保持公司经营业绩稳定较快增长，进一步激发公司员工二次创业热情，增强公司内生活力。同时，董事长何谦，董事尹向东，监事陈理涛、易昕，总经理赵国庆，副总经理王欢、乔红兵，财务总监王金录，董事会秘书陈果，每人增持金额不低于人民币 10 万元，不超过人民币 300 万元，增持价格不超过 30 元/股，高管增持彰显对公司未来发展信心。

### 3.6.广百股份：广东省百货龙头公司，广州国资委旗下零售企业

**广东省百货龙头企业，深耕百货持续发展。**公司是广州市销售规模最大的百货零售企业，截止 2019 年末，公司在广州市区及广东省内其他城市共开设门店 26 家，其中广州市区综合百货店 11 家，购物中心 3 家，超市专业店 2 家，钟表专业店 1 家；广东省其他城市综合百货店 8 家，购物中心 1 家，面积合计约 58.37 万平方米。公司坚持创新，提升效率，推动企业高质量发展，具体包括：①加速门店优化升级、加强品牌资源管理、打造数字消费新场景，推动线上线下协同发展；②实施股权激励，将员工利益和公司利益深度绑定，彰显了管理层发展信心，有利于降本增效，激发门店良性竞争；③积极发展新业态，与广州地铁集团合作成立广百广场荔胜店，实现开业首年盈利；加速发展广百黄金，广百母婴、广百小超、广百美妆等专业店，满足客户多样化需要。

表 10：广百股份门店状况

经营业态	自有物业门店		租赁物业门店		自有+租赁	
	数量	建筑面积 (平方米)	数量	建筑面积 (平方米)	数量	建筑面积 (平方米)
综合百货	1	20746	17	301560	1	80754
购物中心			2	80155	2	99469
超市			2	521		
专业店			1	457		
合计		20746		382693		180223

资料来源：公司公告，天风证券研究所



广百、友谊两大集团重组成立广州商贸投资控股集团，混合所有制改革加速推进。2019年3月，广百集团受让广州友谊集团100%股权，10月广百集团与友谊集团重组形成新的广州商贸投资控股集团，广州商贸投资控股集团持有公司53.23%的股份。广百集团和友谊集团重组后，将在百货零售板块引入战略投资者，实施混合所有制改革。广百集团承诺将在友谊集团的股权过户后的24个月内，以广百股份认可且符合相关法律、法规规定的方式，履行所需的程序后，启动将友谊集团100%股权转让给广百股份的相关事宜。

图 27：广百股份股权结构



资料来源：公司公告，天风证券研究所

### 3.7.鄂武商 A：湖北省内零售龙头，武汉国资委旗下零售企业

湖北省内零售龙头企业，“购物中心+超市”双轮驱动发展。公司是湖北省内零售业龙头企业，主要从事购物中心及超市业务，位列2017年中国零售百强第18位。截止2020年3月，①购物中心：公司下属有国际广场、武商广场、世贸广场等10家购物中心，分布于武汉市、襄阳市、十堰市等核心商圈，购物中心总面积约为146.50万平方米，其中自有物业面积约127.13万平方米。同时，公司加速推进“梦时代”项目落地，项目总投资额为119.95亿元，总建筑面积为81.67万平方米，是华中乃至全国巨型城市综合体；②超市：超市门店布局武汉市及省内多个二级城市，拥有75家门店，其中35家门店位于武汉市，40家门店位于湖北省其他城市，超市门店总面积约为63.68万平方米，自有物业面积约11.24万平方米。

表 11：鄂武商 A 门店状况

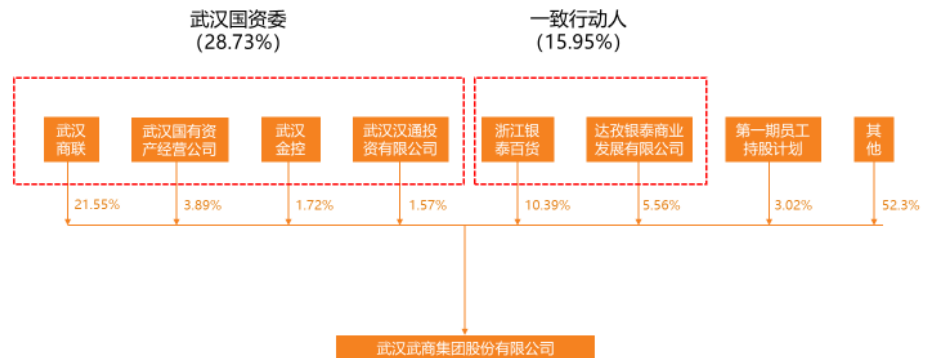
序号	名称	地址	开业时间	面积（万㎡）	物业权属	租赁期限
1	国际广场	武汉市江汉区	2007年9月	29.5	自有	
2	武商广场	武汉市江汉区	2014年1月	9.6	自有	
3	世贸广场	武汉市江汉区	1999年9月	8	自有	
4	亚贸广场	武汉市武昌区	2002年9月	6	租赁	10年
5	众圆购物中心	武汉市青山区	2014年11月	29.03	自有	
6	襄阳购物中心	湖北省襄阳市	2007年6月	5.26	租赁	20年
7	十堰人民商场	湖北省十堰市	2010年6月	14	自有	
8	仙桃购物中心	湖北省仙桃市	2013年9月	14	自有	
9	黄石购物中心	湖北省黄石市	2014年9月	18	自有	
10	老河口购物广场	湖北省老河口市	2015年9月	5	自有	
合计				138.39		

资料来源：公司公告，天风证券研究所

银泰持股15.95%为公司第二大股东，国企改革有望加速推进。公司实际控制人武汉国资委通过武汉商联、武汉国有资产经营有限公司、武汉金融控股和武汉汉通投资持有公司股份，

这四家公司分别持有公司 21.55%、3.89%、1.72%和 1.57%的股份，合计持有公司 28.73%股权；公司第二大股东银泰通过银泰百货与达孜银泰商业持有公司股份，这两家公司分别持有 10.39%和 5.56%，银泰合计持有公司 15.95%股权。公司为国资控股、民企参股的股权结构，公司治理结构更加灵活，推动公司更加高效的发展，为公司注入新的活力，未来有望加速推进国企改革。

图 28：鄂武商 A 股权结构



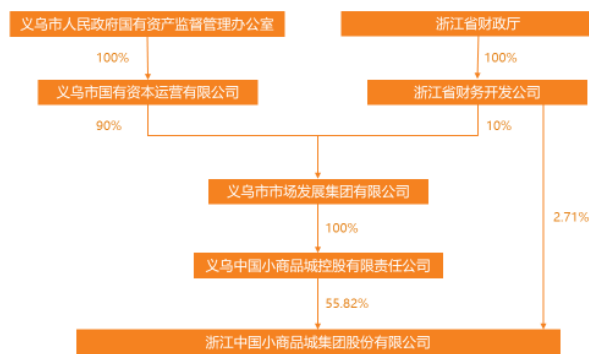
资料来源：wind，天风证券研究所

### 3.8.小商品城：全国专业批发市场龙头，义乌国资委旗下零售企业

**服务于中小微企业的批发市场发展商，市场经营&房地产业务协同发展。**公司是目前我国最大的专业批发市场的发展商之一，主要业务包括市场经营（即商位出租）、房地产业务、酒店服务业务和广告业务等。公司以独家经营开发、管理、服务义乌中国小商品城为主业，目前运营有：①义乌国际商贸城一区市场，建筑面积 34 万平方米，现有商位 8000 余个；②义乌国际商贸城二区市场，建筑面积 60 万平方米，现有商位 8000 余个；③义乌国际商贸城三区市场，建筑面积 46 万平方米，现有商位+展示厅 6650 余个；④义乌国际商贸城四区市场，建筑面积 108 万平方米，现有商位 1.6 万余个；⑤义乌国际商贸城五区市场，建筑面积 64 万平方米，现有商位 7000 余个；⑥篁园服装市场，建筑面积 42 万平方米，商位 4992 个；⑦国际生产资料市场，经营面积 12 万平方米。此外还有宾王 158 文创园，建筑面积 29 万平方米。公司未来将进一步推动信息化建设，利用现代科技对传统行业转型升级，打造智能市场。同时也将进一步完善市场服务体系，增强商品市场的竞争力。

**义乌国资委旗下零售企业，国资持股合计不低于 58.53%。**公司是义乌国资委旗下重要资产，控股股东持有公司 55.82%的股份，其它国资机构如浙江省财政厅也持有公司 2.71%的股份，国资持股合计不低于 58.53%。伴随浙江国企改革加速推进，公司有望受益。2019 年，原控股股东市场发展集团将所持有小商品城的全部股权划转至子公司义乌中国小商品城控股有限责任公司旗下，客观上为深化国企改革、优化资源配置助力。

图 29：小商品城股权结构



资料来源：公司公告，天风证券研究所

### 3.9. 杭州解百：杭州百货零售公司，杭州国资委旗下零售企业

杭州地区特色商业百货公司，拥有杭州市销售额最高的单体商场。公司业务主要是商业零售，旗下主要运营有杭州大厦和解百购物广场两家门店，自有物业的总面积为 20.53 万平方米，此外还拥有 19.69 万平方米的租赁物业。其中，杭州大厦长期以来都是杭州市销售额最高的单体商场，2019 年的销售额达到 90 亿+，领先排名第二的杭州武林银泰约 35 亿元。2019 年公司计划将投资 6000 万元获得上海百秋 5% 的股权，有利于促进线上与线下的融合。

表 12：杭州解百门店状况

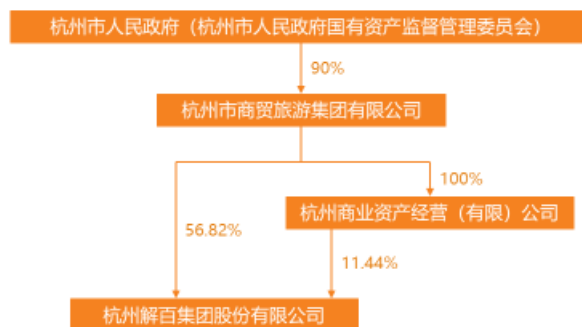
地区	经营业态	自有物业门店		租赁物业门店	
		数量	建筑面积（万平方米）	数量	建筑面积（万平方米）
杭州地区	购物中心	2	20.53	0	0

注：杭州地区的 2 家门店除自有物业外，还租赁 19.69 万平方米。

资料来源：公司公告，天风证券研究所

杭州市国资委绝对控股，是其旗下唯一零售类上市公司。杭州市商贸旅游集团是公司的控股股东，杭州市国资委为实际控制人，总计持有公司 68.26% 的股份。公司股权较为集中，且暂无民营资本进入，未来想象空间较大。

图 30：杭州解百股权结构



资料来源：公司公告，天风证券研究所

### 3.10.银座股份：山东省百货龙头公司，山东国资委旗下零售企业

山东省百货龙头公司，“百货+超市”多业态协同发展。公司是山东省内最大的百货连锁公司，坚持立足山东，辐射省外周边。公司立体化开发、深耕和布局省内各个区域，目前已在山东省内 11 个地市和河北省 3 个地市开设门店。具体而言，公司现有①百货商场门店 46 家，建筑面积 200.99 万平方米；②大型综超 56 家，建筑面积 78.41 万平方米；③购物中心三家，建筑面积 39.5 万平方米。此外，公司在品牌建设、人才培养、营销管理和深化创新方面也颇有建树。

表 13：银座股份门店状况

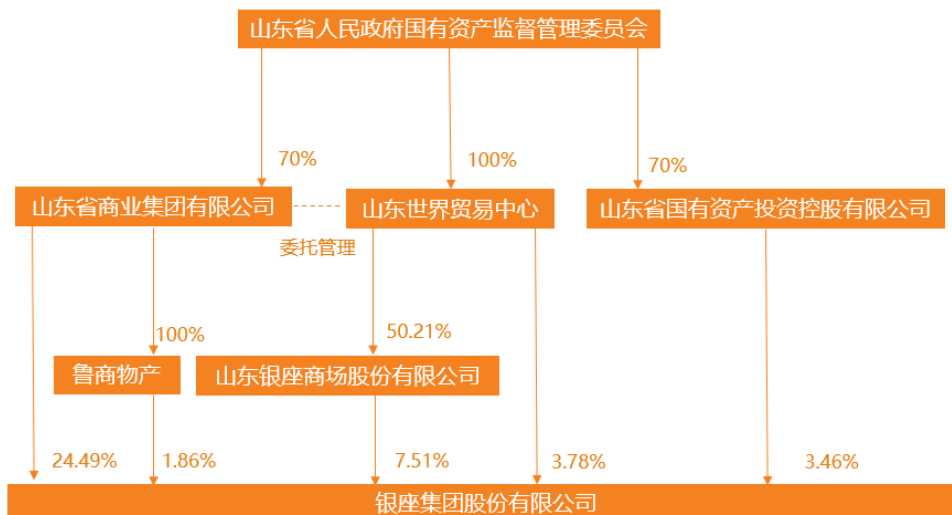
地区	经营业态	自有物业门店		租赁物业门店		自有+租赁	
		数量	建筑面积 (万平方米)	数量	建筑面积 (万平方米)	数量	建筑面积 (万平方米)
河北	百货商场	1	13.44	2	10.14		
滨州	百货商场	1	4.62	3	8.74		
	大型综合超市			7	8.11		
德州	百货商场	2	9.53	3	15.37		
	大型综合超市			1	1.06		
东营	百货商场	2	10.43	2	4.20		
	大型综合超市			5	9.46		
菏泽	百货商场	2	7.57	1	3.62		
	大型综合超市			2	4.38		
	购物中心			1	8.93		
济南	大型综合超市	1	0.45	21	32.90		
	购物中心	1	22.35				
莱芜	百货商场			2	6.44		
	大型综合超市			1	0.13		
聊城	百货商场	1	4.58				
临沂	百货商场			2	5.38	1	4.37
	大型综合超市			9	10.26		
青岛	购物中心	1	8.22				
	百货商场	1	6.02				
泰安	百货商场			6	17.09	1	7.26
	大型综合超市	1	1.84	4	5.00		
淄博	百货商场	3	17.97	6	18.92		
	大型综合超市			4	4.82		
潍坊	百货商场	1	14.20	3	11.10		
合计		18	121.22	85	186.05	2	11.63

注：潍坊区域临朐华兴商场门店 25 家，建筑面积总计 6.51 万平方米

资料来源：公司公告，天风证券研究所

山东省国资委旗下零售企业，持有 41.1%股份。公司第一大股东是山东省商业集团（鲁商集团），持有公司 41.1%股份，实际控制人为山东省国资委。鲁商集团曾承诺为避免同业竞争，将其旗下其它零售业务注入到银座股份中。伴随着山东省国企改革加速，鲁商集团已在其另外两家公司银座商城和鲁商发展中进行了一系列改革尝试。在此背景下，银座股份的混合所有制改革也有望得到推进。

图 31：银座股份股权结构



资料来源：公司公告，天风证券研究所

## 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

## 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

## 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

## 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

## 天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99	上海市浦东新区兰花路 333	深圳市福田区益田路 5033 号
邮编：100031	号保利广场 A 座 37 楼	号 333 世纪大厦 20 楼	平安金融中心 71 楼
邮箱：research@tfzq.com	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com