

# 格力地产 (600185)

证券研究报告

2020年06月02日

## 拟收购珠海免税，有望步入免税黄金赛道

**事件说明：**5月22日，格力地产发布定增预案，拟向珠海市国资委、城建集团发行股份并支付现金，购买其持有的免税集团100%股权。同时，公司拟向中国通用，非公开发行股份募集配套资金预计不超过8亿元，预计发行股份数量不超过1.86亿股，发行价格为4.30元/股。

**珠海免税是唯一一家全资拥有免税、有税、保税（跨境）三大业务运营管理实践经验的国有独资企业**，是以免税品销售为龙头，集百货零售、商业物业经营、国内外贸易、仓储物流、市场经营管理及输澳鲜活农产品供应为一体的集团式企业。

**珠免是口岸免税龙头，市占率国内免税行业第二。**中国免税行业供给侧整合后，集中度进一步提高。2018年，珠海免税市占率约为6%，全行业排名第二。**珠免拥有独特区位，粤港澳大湾区建设下客流优势显著。**珠海市是国务院确立的经济特区，东南与澳门毗邻，东隔伶仃洋与香港相望。在粤港澳大湾区建设下，该地区进一步融合发展，同时澳门经济的多元化，横琴自贸片区的快速发展，使得珠海出入境旅客持续攀升。**珠免品类主要以高毛利烟酒为主，持续进行品类结构性优化扩大规模。**目前，珠海免税的业务主要集中在烟酒品类。烟酒品类的特点是毛利高，这让公司的净利润率水平在远高于行业标准。但是烟酒品类受众有限，较难做大规模，因此公司拟对品类进行结构性优化，在客流带来的新机遇下进一步扩大规模。

**免税行业：政策引导下受益于国人海外消费回流，行业有望持续较快增长。**国家政府出台大批政策降低关税、引导海外消费回流。免税业作为引导消费回流重要手段，迎来发展机遇期。中国消费者2016年全球奢侈品消费逾5000亿，在国内外价差减小、免税政策不断放宽的条件下，假设10%消费回流国内，则中国免税业规模约为目前的2.3倍

**格力地产是一家集房地产业、口岸经济产业、海洋经济产业等业务于一体的集团战略化企业。**深耕珠海市场，发展多元经营业态。业绩增长稳定，负债水平有所提升。流动性方面，公司2019年经营性现金流量净额由负转正，货币资金也有增长，流动性状况改善。资产负债率仍处于相对较高水平，并有小幅度上升趋势。

**投资建议：给予“买入”评级。**假设珠海免税成功注入格力地产，综合考虑地产和免税两个业务板块，预计公司整体合理市值在345-380亿，与现阶段213亿市值相比仍存在较大提升空间，根据公司合理市值区间对应目标价9.12-11.06元/股。

**风险提示：**疫情反弹、宏观经济下行、行业竞争激烈、此次收购无法顺利实施、毛利率下滑。

### 投资评级

行业	房地产/房地产开发
6个月评级	买入（首次评级）
当前价格	10.33元
目标价格	11.06元

### 基本数据

A股总股本(百万股)	2,061.09
流通A股股本(百万股)	2,061.09
A股总市值(百万元)	21,291.07
流通A股市值(百万元)	21,291.07
每股净资产(元)	3.83
资产负债率(%)	76.69
一年内最高/最低(元)	10.33/3.74

### 作者

<b>刘章明</b>	分析师
SAC执业证书编号：S1110516060001	
liuzhangming@tfzq.com	
<b>陈天诚</b>	分析师
SAC执业证书编号：S1110517110001	
chentiancheng@tfzq.com	

### 股价走势



资料来源：贝格数据

### 相关报告

财务数据和估值	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	3,078.50	4,192.75	5,660.21	6,452.64	7,485.06
增长率(%)	(1.65)	36.19	35.00	14.00	16.00
EBITDA(百万元)	736.06	1,012.08	1,030.08	1,158.92	1,336.86
净利润(百万元)	512.63	526.28	711.70	806.82	937.91
增长率(%)	(17.89)	2.66	35.23	13.37	16.25
EPS(元/股)	0.25	0.26	0.35	0.39	0.46
市盈率(P/E)	41.53	40.46	29.92	26.39	22.70
市净率(P/B)	2.60	2.71	2.43	2.25	2.08
市销率(P/S)	6.92	5.08	3.76	3.30	2.84
EV/EBITDA	25.89	19.87	68.43	35.95	65.79

资料来源：wind，天风证券研究所



请务必阅读正文之后的信息披露和免责声明

## 内容目录

1. 事件：格力地产收购珠海免税，珠免拟登陆资本市场	4
2. 珠海免税：国内第二大免税运营商，坐拥珠海口岸免税业务	4
2.1. 珠免：唯一一家全资拥有免税、有税、保税（跨境）三大业务运营管理实践经验的国有独资企业	4
2.2. 三十余年创新发展，铸就免税龙头企业	5
2.3. 珠免竞争优势：口岸免税龙头地理位置优越，持续丰富品类	6
2.4. 营收业绩强劲增长，利润率持续提升可期	7
3. 免税行业：特殊的零售生意，行业长期来看受益消费回流	8
3.1. 中国免税产业概况：政策主导，各方共享消费回流红利	9
3.1.1. 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	9
3.1.2. 中国免税竞争格局：中免一家独大占据近九成份额	10
3.2. 长期来看，离境免税市场有望受益于消费回流，成为行业最强驱动力	11
4. 格力地产：深耕珠海市场，发展多元经营业态	12
5. 盈利预测与投资建议	14
6. 风险提示	15

## 图表目录

图 1：珠免股权结构	4
图 2：粤港澳大湾区	6
图 3：营业收入持续上升，净利润增长强劲	7
图 4：公司毛利率、净利率呈现快速提升趋势	7
图 5：免税店共有九种经营渠道	8
图 6：免税店共有三种经营模式	8
图 7：免税店开设目的	8
图 8：中国免税产业链	9
图 9：中国免税店业态及其适用消费群体	9
图 10：离境免税与离岛免税对比	9
图 11：中免市占率	11
图 12：免税行业以及中免收入情况（亿元）	11
图 13：格力地产股权结构	13
图 14：2019 年营收达 41.93 亿元，增速同比 36.2%	13
图 15：房地产收入占比 56%，为公司第一大收入来源	13
图 16：2019 年流动性改善，负债率仍处于相对较高水平	13

表 1：旗下子公司	4
-----------	---

表 2: 珠免集团大事记 .....	5
表 3: 珠免门店情况 .....	6
表 4: 中国免税运营商概况 .....	10
表 5: 政策引导海外消费回流 .....	11
表 6: 主营业务 .....	12
表 7: 可比公司估值 .....	14
表 8: 海南免税财务情况 .....	14

## 1. 事件：格力地产收购珠海免税，珠免拟登陆资本市场

5月22日，格力地产发布定增预案：1、拟向珠海市国资委、城建集团发行股份并支付现金，购买其持有的免税集团100%股权；2、公司拟向中国通用，非公开发行股份募集配套资金预计不超过8亿元，且不超过格力地产以发行股份方式购买免税集团股权交易价格的100%；预计发行股份数量不超过1.86亿股，发行股份数量不超过本次交易前格力地产总股本的30%，发行价格为4.30元/股。

同时，格力地产控股股东海投公司通过全资孙公司玖思投资采用部分要约收购的方式增持股份，以6.50元/股的要约收购价向除海投公司以外的其他股东进行的部分要约收购，本次要约收购股份数量为1.83亿股，占格力地产发行股份总数的8.89%，本次要约收购完成后，玖思投资和海投公司将最多合计持有格力地产50.00%的股份。

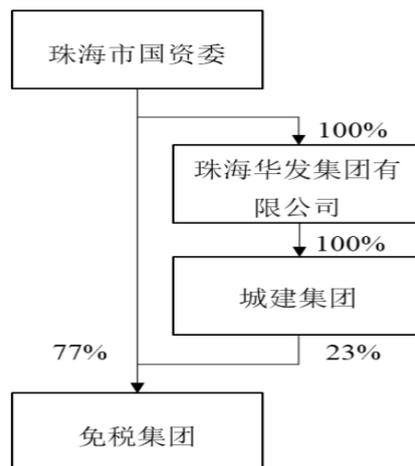
## 2. 珠海免税：国内第二大免税运营商，坐拥珠海口岸免税业务

### 2.1. 珠免：唯一一家全资拥有免税、有税、保税（跨境）三大业务运营管理实践经验的国有独资企业

珠海免税成立于1987年9月20日，注册资本为5亿人民币，是全国最早开展免税品经营业务的两家企业之一，也是唯一一家全资拥有免税、有税、保税（跨境）三大业务运营管理实践经验的国有独资企业，拥有国内稀缺出入境免税牌照和近40年免税运营经验，是除中国国旅以外国内最大的免税运营商。

珠免集团的控股股东和实际控制人均为珠海市国资委，其中珠海市国资委持有免税集团77%股权，城建集团持有免税集团23%股权。根据格力地产最新公告，公司拟以发行股份并支付现金的方式，向珠海市国资委、城建集团发行股份并支付现金，购买其持有的免税集团100%股权。

图 1：珠免股权结构



资料来源：公司公告，天风证券研究所

珠海免税企业集团有限公司有11家一级控股子公司。

表 1：旗下子公司

序号	公司名称	注册资本	主营业务	持股比例	享有表决权比例
1	恒超发展有限公司	3,000 万港元	进出口贸易	100%	100%

2	珠海经济特区国营外币免税商场有限责任公司	18,783 万元	租赁、服务	100%	100%
3	珠海海天国际贸易展览集团有限公司	15,500 万元	批发零售	100%	100%
4	珠海市闸口免税商业有限责任公司	2,000 万元	免税品销售	100%	100%
5	珠海国贸购物广场有限公司	1,500 万元	租赁、服务	100%	100%
6	珠海经济特区大鹏贸易有限公司	58 万元	贸易	100%	100%
7	珠海市中免免税品有限责任公司	10,204.0816 万元	免税品销售	51%	51%
8	天津珠免商业有限公司	8,000 万元	免税品销售	51%	51%
9	珠海汇真商务有限责任公司	5,000 万元	跨境电商、商务咨询	50%	100%
10	珠海市新恒基发展有限公司	1,000 万元	批发零售	50%	100%
11	珠海珠澳跨境工业区大鹏仓储物流有限公司	50 万元	租赁、仓储服务	10%	100%

资料来源：公司公告，天风证券研究所

## 2.2. 三十余年创新发展，铸就免税龙头企业

公司始建于上世纪八十年代初，1995 年正式成立集团公司。经过三十多年的不断发展突破，从最初 6 名员工开始经营的铁皮小推车逐渐发展以免税品供应服务为龙头，集百货零售、商业物业经营、国内外贸易、仓储物流、市场经营管理及输澳鲜活农产品供应为一体的集团式企业。

表 2：珠免集团大事记

时间	珠海免税集团大事记
1980	广东省商业厅发文拟定由旅游商品供应公司在拱北口岸开办免税品商店
1981	广东省人民政府同意珠海市开办关前商店
1983	珠海口岸商品供应公司成立，同年更名为“关前免税商品供应公司”
1984	珠海市政府同意公司在湾仔开设关前免税商店
1986	国务院批准珠海市免税商品供应公司维持现状
1988	珠海免税商品供应公司更名为“珠海免税公司”
1992	九洲港关前免税商场经营权益有偿转让给“珠海免税公司”并更名为“九洲港免税品店”
1995	“珠海免税公司”更名为“珠海市免税企业集团有限公司”。同年，国务院办公厅发文通知“进境口岸免税店暂予保留”
2002	拱北海关发文同意珠海免税公司在万山口岸建立免税店
2005	中国海关总署颁布第 132 号令，公布《中华人民共和国海关对免税商店及免税品监管办法》，明确规定了免税店的申请、设立和监管的标准及流程。2006 年之前开设的免税店在实际经营过程中保留现状
2009	海关总署同意珠海免税集团在珠澳跨境工业区口岸设立口岸免税店
2010	海关总署同意珠海免税集团从配送中心总仓库隔离出 1200 平方米作为拱北口岸免税店经营场所
2014	海关总署同意珠海免税集团在珠澳跨境工业区出境监管区域内设立口岸出境免税商店
2017	中标天津滨海机场进境免税店、珠海闸口进出境免税店的经营权
2018	获得港珠澳大桥珠口岸出境免税店经营权

资料来源：珠海国资公众号，天风证券研究所

**免税业务：**珠海免税属下的口岸免税业务是国家有关部门特许经营项目，珠海市关外免税店公司与珠海市闸口免税商业有限责任公司主要经营各类免税商品，服务对象为经口岸出入境人士。

**百货零售、商业物业经营业务：**以珠海经济特区国营外币免税商场有限责任公司、珠海国贸购物广场有限公司为旗舰店，是珠海市旅游局指定的购物商场。商场实行商业物业经营和商品管理双主体运行机制以及 ISO9001 质量管理体系，是珠海市集购物、饮食、娱乐、休闲为一体的高品位时尚消费中心，引领珠海的消费潮流，成为集团新业务发展的出发点和落脚点。

**国内外贸易、仓储物流业务：**以香港恒超发展有限公司为业务发展平台，依托珠海珠澳跨

境工业区大鹏仓储物流有限公司，实现公司对外投资项目的拓展，为集团做强、做大创造新的利润增长点。

**跨境电商：**以珠海汇真商务有限责任公司为载体，发挥珠海免税多年来积累的优势资源及实体运营经验，以跨境电商和进口商品直销作为契机，通过多种资本运作方式打造线上线下融合的全管道商业零售批发新模式，成为集团未来改革创新和协同发展的发动机。

**酒店经营管理业务：**以珠海经济特区金叶酒店有限公司为标志，在珠海最为繁华的中心地段——拱北迎宾大道南端，为集团实现丰富的业态推波助澜。

### 2.3. 珠免竞争优势：口岸免税龙头地理位置优越，持续丰富品类

**珠免是口岸免税龙头，拥有稀缺的免税品经营资质。**口岸出境免税店，是指设立在对外开放的机场、港口、车站和陆路出境口岸，向出境旅客销售免税商品的商店。中国免税行业供给侧整合后，集中度进一步提高。目前珠免经营拱北口岸免税店、九洲港口岸免税店、横琴口岸免税店、珠澳跨境工业区口岸免税店 4 家口岸免税店和天津滨海机场进境免税店。天津滨海机场进境免税店是珠海免税首个走出珠海的免税店，预示珠免跨出了从区域性免税龙头迈向全国性免税运营商的第一步。

表 3：珠免门店情况

类型	名称	所在地区	介绍
机场免税店	天津滨海机场进境免税店	天津市	珠海免税首个走出珠海的免税店
口岸免税店	拱北口岸免税店	广东省珠海市	全国陆路口岸单店面积最大的免税店
口岸免税店	九洲港口岸免税店	广东省珠海市	珠海与香港相连的水路口岸免税店
口岸免税店	横琴口岸免税店	广东省珠海市	珠海与澳门的 24 小时通关口岸免税店
口岸免税店	珠澳跨境工业区口岸免税店	广东省珠海市	与粤港澳大湾区经济互促共赢的新载体

资料来源：中国珠海政府网，天风证券研究所

**珠免拥有独特区位，粤港澳大湾区建设下客流优势显著。**珠免作为区域性免税运营商主要经营范围位于珠海市。珠海市是国务院确立的经济特区，东南与澳门毗邻，东隔伶仃洋与香港相望。2018 年，港珠澳大桥正式投入运营以来，珠海成为了唯一一座与香港澳门直接陆路相连的城市。在粤港澳大湾区建设下，该地区进一步融合发展，同时澳门经济的多元化，横琴自贸片区的快速发展，使得珠海出入境旅客持续攀升。2019 年，珠海边检总站共查验出入境人员首次突破 1.73 亿人次，同比增长约 12.3%。其中，拱北边检站查验出入境人员达 1.45 亿人次，同比增长约 7.4%，第八年位居全国首位。横琴边检站查验出入境人员达 918 万人次，单日最高客流量 5 万人次；港珠澳大桥边检站查验出入境人员 1288 万人次，单日最高客流量达 11.3 万人次。珠海免税预计到 2025 年，珠海与香港之间的平均单日客流量将达 15 万人次，珠海与澳门之间将达 10 万人次。到 2035 年，这两项数字预计将分别达到 30 万和 15 万。粤港澳大湾区的客流优势为珠免的发展奠定了良好的基础。

图 2：粤港澳大湾区



资料来源：房博士，天风证券研究所

珠免品类主要以烟酒为主，持续进行品类结构性优化扩大规模。目前，珠海免税的业务主要集中在烟酒品类。烟酒品类受众有限，较难做大规模，因此公司拟对品类进行结构性优化，在客流带来的新机遇下进一步扩大规模。2019年，副总经理 Tony Yu 强调说，珠海免税不断增加对美妆品类的重视程度，并期待借此成为奢侈品旅游零售商的雄心。为此，珠海免税将深化与欧莱雅集团、雅诗兰黛、爱茉莉太平洋、LG 集团等主要香化品牌和集团的战略合作。

#### 2.4. 营收业绩强劲增长，利润率持续提升可期

从盈利数据来看，结合公司公告和媒体报道，珠免 2017 年至 2019 年营业总收入分别为 16.37 亿元，22.56 亿元，26.69 亿元；2017 年 -2018 年同比增长 37.8%和 18.31%；归母净利润为 4.81 亿元，6.43 亿元，9.44 亿元，同比增长 33.8%和 46.81%。公司 2018 年至 2019 年营业毛利率为 38.03%和 49.98%，2017-2019 年归母净利率分别为 29.36%，28.5%和 35.37%。公司毛利率、净利率保持较高水平，增长速度可观，盈利能力良好。我们认为较高水平的利润率，尤其是净利率主要由于（1）**费用端**：公司业务以租金较低的边境口岸店为主，和需要高昂租金的机场免税业务相比，成本费用较低；（2）**收入端**：公司主营业务为边境口岸免税店，主要品类拥有利润率颇高的烟酒产品，支撑公司近年来较高水平的利润率。

图 3：营业收入持续上升，净利润增长强劲

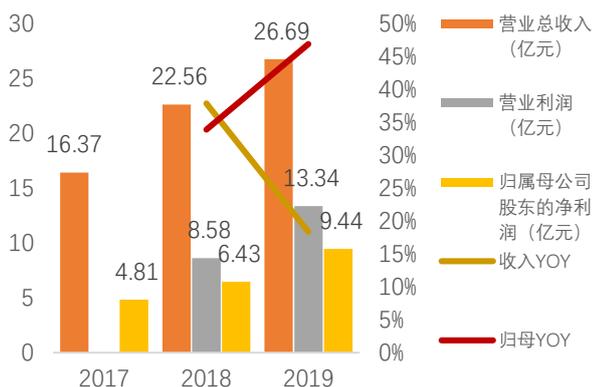
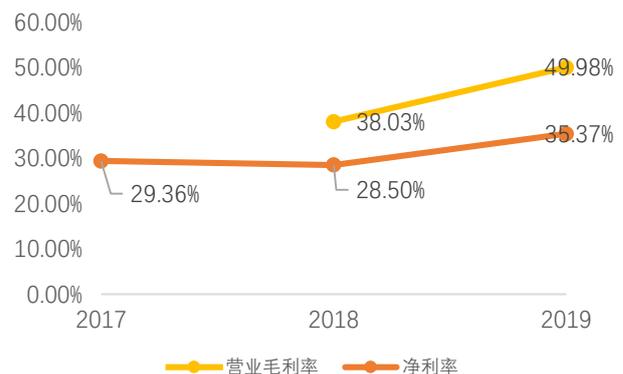


图 4：公司毛利率、净利率呈现快速提升趋势



资料来源：公司公告，港澳在线，天风证券研究所

资料来源：公司公告，港澳在线，天风证券研究所

### 3. 免税行业：特殊的零售生意，行业长期来看受益消费回流

免税业在海外称为“旅游零售 (travel retail)”，是旅游的一个搭头（即游客在旅游过程中的一种顺带消费行为），属于一种特殊的零售业态。免税店开设的目的是服务于来本国的外国人和去外国的本国国人。

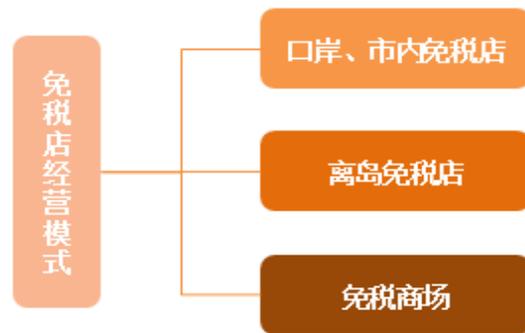
目前，全球常见的免税店业态包括出入境免税店、离岛免税店及市内免税店（本质也是上述两者的延伸）。现行游客按照不同出游性质划分为离境游客和离岛游客，背后分别对应的是出入境免税市场和离岛免税市场，并且游客购买额度受监管政策限制。根据销售场所及供应对象的不同，免税店又可划分为机场免税店、机上免税店、边境免税店、外轮供应店、客运站免税店、火车站免税店、外交人员免税店、市内免税店、邮轮免税店等。

图 5：免税店共有九种经营渠道



资料来源：中国产业信息网，天风证券研究所

图 6：免税店共有三种经营模式



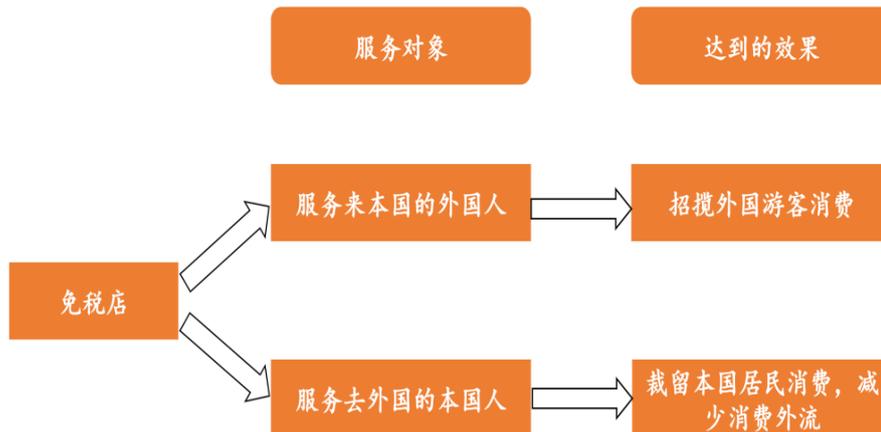
资料来源：中国产业信息网，天风证券研究所

1947 年，爱尔兰香侬机场（欧洲通往北美洲的中转站）开始全球第一家（离境）免税店开始为过境旅客提供免税品销售，现代免税业就此萌芽。

全球第一家（离岛）免税店于 2002 年（韩日世界杯）日本冲绳岛开业，服务于离岛但不离境的游客。除了日本冲绳岛，韩国济州岛（与日本冲绳岛推出时间隔不太久）、中国台湾澎湖、中国海南岛（全球仅这 4 个地区）也分别开设了离岛免税店。

免税行业包含免税购物（Duty Free）和退税购物（Tax Free）两种形式，其中免税购物是指免去商品进口环节的关税、消费税和增值税等。一般而言，免税店所售商品在一般有税零售渠道都能买到，只是所售商品相比有税渠道价格优势明显（政府让利给消费者），故免税店一般卖税负较高的商品，如奢侈品、烟酒等。

图 7：免税店开设目的

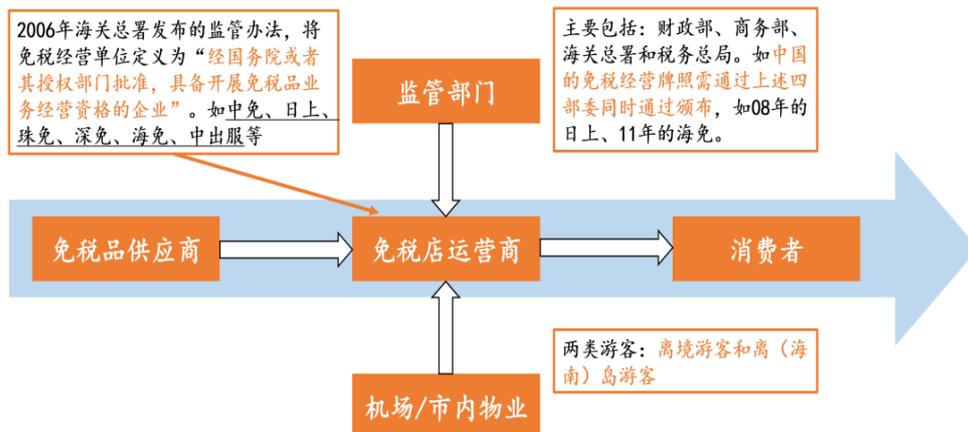


资料来源：中国产业信息网，天风证券研究所

### 3.1. 中国免税产业概况：政策主导，各方共享消费回流红利

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”。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 8：中国免税产业链



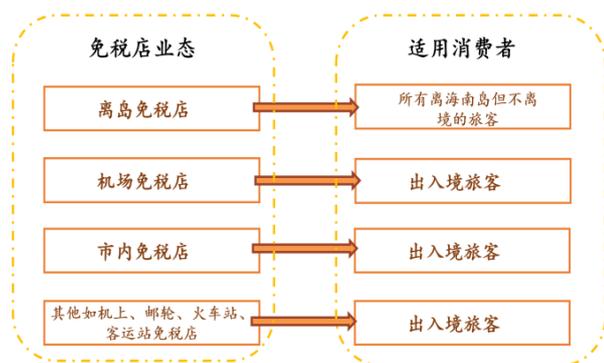
资料来源：财政部，天风证券研究所

#### 3.1.1. 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 9：中国免税店业态及其适用消费群体

图 10：离境免税与离岛免税对比



资料来源：中国产业信息网，天风证券研究所

	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：财政部，商务部流通业务发展司，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。

### 3.1.2. 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，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。

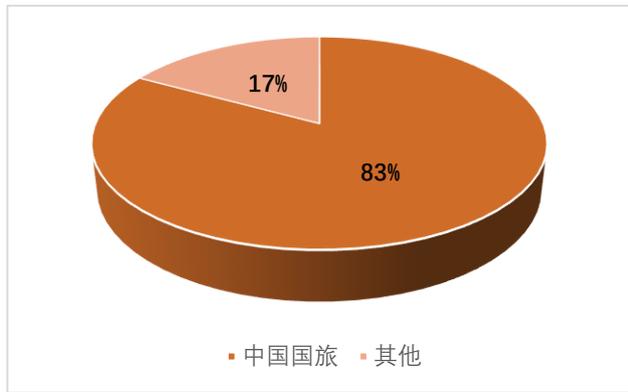
表4：中国免税运营商概况

公司名称	成立时间	门店数量	性质	经营范围
中国免税品（集团）有限公司	1984	240	全国性	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	5	专营机场免税的外资企业	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	40左右	区域性	深圳口岸及部分入境店
珠海免税企业集团有限公司	1995	—	区域性	珠海口岸及部分入境店
海南省免税品有限公司（已被中国旅游集团收购）	2011	3	区域性	海南离岛免税（海口）
中国出国人员服务总公司	1983	17	针对归国人员入境免税店及入境口岸店	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	—	仅在市内开设免税店（针对离境后的归国人员）	哈尔滨中侨免税市内店

资料来源：公司官网，天眼查，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 83% 份额。

图 11：中免市占率



资料来源：中国国旅 2018 年年报，华经情报网，天风证券研究所

图 12：免税行业以及中免收入情况（亿元）

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

资料来源：中国产业信息网，中国报告网，天风证券研究所

### 3.2. 长期来看，离境免税市场有望受益于消费回流，成为行业最强驱动力

免税店设立主要目的在于服务来本国的外国人和服务去外国的本国人，前者达到招揽外国游客消费的效果，后者达到截留本国居民消费、减少消费外流的效果。离境免税的发展将有效引导出境国人的消费回流。

**中国免税消费外流现象严重。**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，导致消费外流现象严重。尽管目前中国已经成为全球免税消费主要客源地，中国免税市场相对全球仍然较小，**2018 年市场规模约为 395 亿元。**如何促进海外消费回流，是中国免税业发展的关键问题。

**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。免税业作为引导消费回流重要手段，迎来发展机遇期。根据麦肯锡测算，中国消费者 2016 年全球奢侈品消费逾 5000 亿，在国内外价差减小、免税政策不断放宽的条件下，假设 10% 消费回流国内，则中国免税业规模约为目前的 2.3 倍。

表 5：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》

资料来源: 中国政府网, 财政部, 海关总署, 天风证券研究所

#### 4. 格力地产: 深耕珠海市场, 发展多元经营业态

格力地产股份有限公司(以下简称“格力地产”)成立于1999年6月9日, 注册资本20.6亿, 是一家集房地产业、口岸经济产业、海洋经济产业等业务于一体的集团战略化企业。自2009年成功上市以来, 公司逐步从房地产开发向相关产业经济延伸, 从珠海本土市场向国内重点市场拓展。目前, 公司在珠海、上海、重庆、西安、中国香港、美国、英国等地已拥有众多成员企业, 业务涵盖房产、口岸、海洋、旅游、金融、教育、农业、酒店等多个领域, 构建了产业融通的国际化战略新版图。

表6: 主营业务

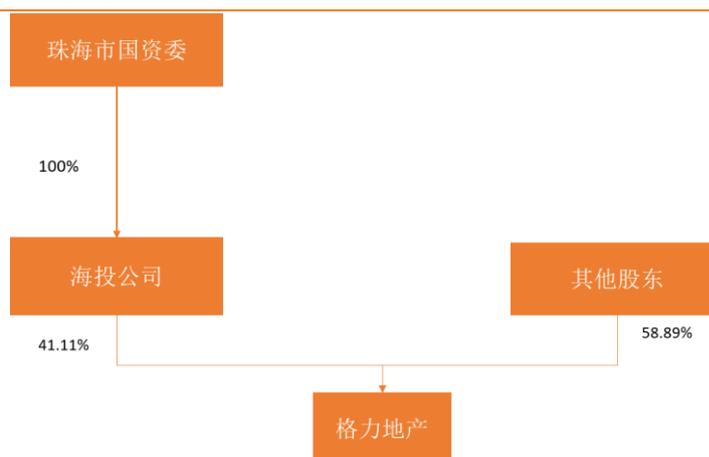
主营业务	介绍
房地产业	秉承“专筑之精神、专谨之态度、专业之品质”, 格力地产在深耕珠海的同时, 加快布局全国重点区域的步伐, 2012年进军重庆, 2014年抢滩上海, 逐步确定了包围珠三角、长三角以及中西部等区域的重要支点。
口岸经济产业	2019年2月, 中共中央、国务院印发了《粤港澳大湾区发展规划纲要》, 中国“大湾区时代”开启。格力地产肩负起港珠澳大桥珠海口岸人工岛、珠海公路口岸及通关物流配套等建设工作, 并展开对珠海拱北湾的规划研究, 以期构建面向港澳、辐射全球的湾区一体化城市系统, 助力珠海建设成为“粤港澳大湾区”创新高地和“一带一路”战略支点。
海洋经济产业	2013年, 格力地产抢先布局独具优势的海洋经济产业, 陆续完成或开展包括国家中心渔港、海岛开发、游艇及交通码头建设、沙滩修复、人工鱼礁示范区、国家级海洋牧场示范区、通关中心、高栏港陆岛联线等几十个项目, 其中多项被列入省市重点工程项目。
现代服务业	自2013年起, 格力地产现代服务业确立。目前已涵盖精品酒店、休闲旅游、高端教育、商业运营、物业服务、物流交通等业务。
现代金融业	格力地产于2014年开始布局现代金融业, 提出“大金融”及“+互联网”战略, 积极探索“实体产业+创新金融+互联网”的新型商业模式。未来, 格力地产现代金融将打造成国内领先的金融服务品牌, 业务范围从现有的互联网金融、小贷、商业保理、融资租赁等金融产品和服务延展至众筹、资产证券化、基金、信托、保险等全牌照产品和服务, 打造并完善“无边界”金融系统生态圈。

资料来源: 公司官网, 天风证券研究所

格力地产的实际控制人为珠海市国资委, 其持有100%股权的海投公司持有格力地产41.11%

股权。

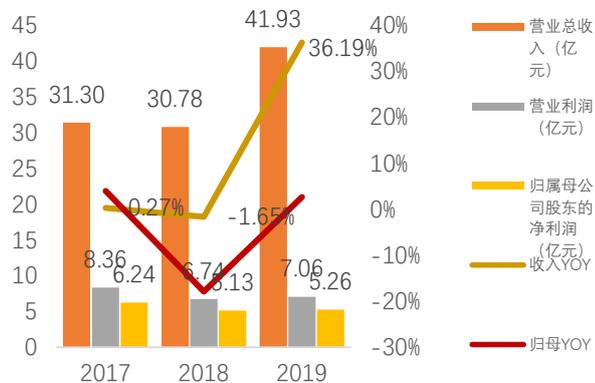
图 13: 格力地产股权结构



资料来源：公司公告，天风证券研究所

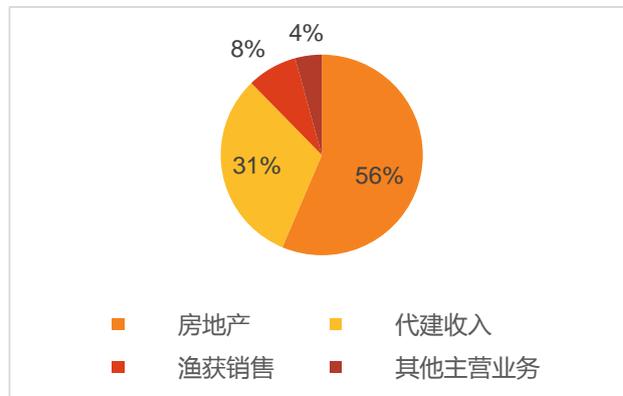
**业绩增长稳定，负债水平有所提升：**格力目前主要的收入来源是房地产板块和代建收入，2019 年房地产和代建收入分别占比总营业收入的 56%和 31%。从盈利数据来看，2017 年-2019 年格力地产营业收入分别为 31.3 亿元/30.78 亿元/41.93 亿元，对应同比增长为 0.27%/-1.65%/36.19%；归母净利润为 6.24 亿元/5.13 亿元/5.26 亿元，对应同比增长为 3.94%/-17.89%/2.66%。公司业绩整体保持稳定，2019 年的收入增长主要系本期受托开发项目收入及渔获收入增加所致。

图 14: 2019 年营收达 41.93 亿元，增速同比 36.2%



资料来源：公司年报，天风证券研究所

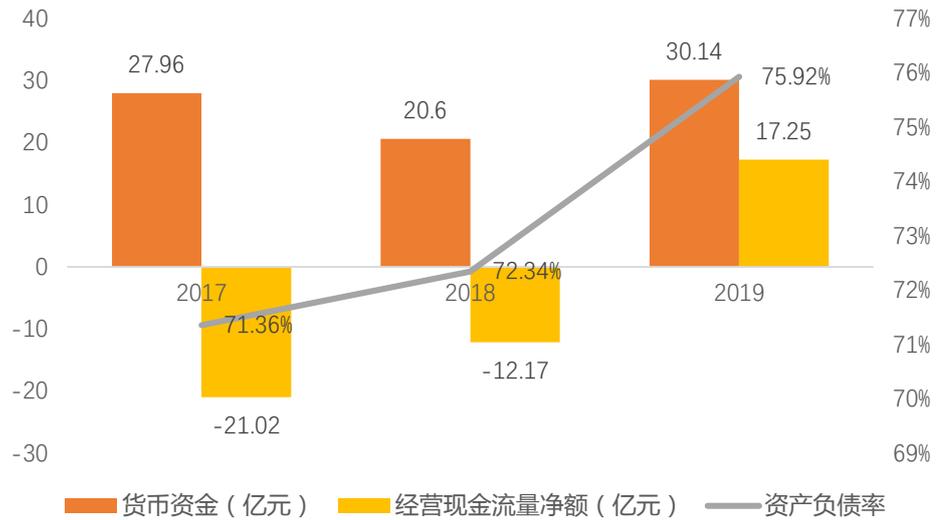
图 15: 房地产收入占比 56%，为公司第一大收入来源



资料来源：公司年报，天风证券研究所

流动性方面，2017 年-2019 年公司货币资金分别为 27.96 亿元/20.60 亿元/30.14 亿元，经营性现金流净额分别为 -21.02 亿元/-12.17 亿元/17.25 亿元。公司 2019 年经营性现金流量净额由负转正，货币资金也有增长，流动性状况改善。负债端，2017 年-2019 年公司资产负债率分别为 71.36%/72.34%/75.92%，资产负债率仍处于相对较高水平，并有小幅度上升趋势。

图 16: 2019 年流动性改善，负债率仍处于相对较高水平



资料来源：公司年报，天风证券研究所

## 5. 盈利预测与投资建议

地产业务方面，我们预测公司 2020-2022 年归母净利润为 7.12/8.07/9.38 亿元，同比增速为 35%/14%/16%。对应 EPS 分别为 0.35/0.39/0.46 元。我们选取房地产行业万科 A、保利地产、万通地产、上海临港、万业企业作为可比公司，参照可比公司估值，给予公司 20 年 19X PE，对应市值 135 亿元。

表 7：可比公司估值

代码	公司	市值 (亿元)	PE	
			20E	21E
000002.SZ	万科 A	2904.65	6.38	5.46
600048.SH	保利地产	1713.53	5.22	4.43
600246.SH	万通地产	169.66	23.87	21.05
600848.SH	上海临港	426.3	29.5	26.83
600641.SH	万业企业	160.43	27.95	28.53
	平均值		18.58	17.26

资料来源：wind，天风证券研究所

免税业务方面，近年来免税行业内兼并重组不断，中国国旅于 2020 年 5 月公告其全资孙公司中免集团（海南）运营总部有限公司拟以非公开协议转让方式现金收购中国旅游集团持有的海南省免税品有限公司 51% 的股权，交易对价 20.65 亿元，参考海免 2019 年归母净利润 2.62 亿元，本次交易对应海免估值约为 15X PE。

表 8：海南免税财务情况

	2018	2019
营业收入 (亿元)	20.94	32.27
净利润 (亿元)	0.06	3.45
归母净利润 (亿元)	-0.49	2.62

资料来源：公司公告，天风证券研究所

在考虑疫情影响的情况下，我们预估 2020-2022 年，珠海免税可实现营业收入 8.01/24.02/27.62 亿元，分别同比增长 -70%/200%/15%。我们根据珠海目前口岸免税店的实际销售结构和成本构成，珠海免税现阶段稳定利润区间为 6-7 亿，参考国旅收购海免 51% 股权时的 15X PE，我们保守估计珠免可参考的收购价在 90-105 亿元之间。

假设珠海免税成功注入格力地产，综合考虑地产和免税两个业务板块，地产部分运用可比公司 PE 估值，预计合理市值为 135 亿元；免税部分参考同类可比上市公司中国国旅，并给予一定估值折价，预计 35X PE（中国国旅历史估值中枢为 40X PE，考虑其具有龙头规模优势和免税牌照溢价，因此珠免估值中枢给予一定折价），则按照现阶段稳定利润 6-7 亿，预计免税部分合理市值为 210-245 亿，则收购完成后，预计公司整体合理市值在 345-380 亿，与现阶段 213 亿市值相比仍存在较大提升空间。

截至 20Q1，格力地产拥有现金 30.91 亿元，本次发行价格为 4.30 元/股，假设将现金全部用于支付本次收购，则预计发行总股数为 13.74-17.23 亿股，发行后总股本约 34.35-37.84 亿股，根据公司合理市值区间对应目标价 9.12-11.06 元/股，给予“买入”评级。

## 6. 风险提示

**疫情反弹：**旅游相关消费对于疫情变化较为敏感，消费者旅游意愿与消费热情一定程度受到制约，若疫情后期反弹，免税消费将受到一定影响。

**宏观经济下行：**免税主要面向出境游及入境游游客，出境游通常客单价较高，与个人消费能力密切相关，若宏观经济存在下行风险，免税消费将受到一定制约。

**行业竞争激烈：**国家放开口岸出入境免税店经营限制，除公司外其他免税运营商也可参与竞标，面临行业竞争风险。

**此次收购无法顺利实施：**本次收购仍待审批，存在失败的可能性。

**毛利率下滑：**2016 年起受楼市火爆影响，地价持续上升，而后续各城市现价政策陆续出台，未来公司毛利率面临下滑风险。

## 财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	2,060.14	3,013.57	(28,163.25)	528.38	(36,325.43)
应收票据及应收账款	335.62	252.69	329.63	482.07	459.50
预付账款	17.27	25.36	52.26	34.80	61.71
存货	21,438.53	23,753.07	59,997.60	32,285.60	80,205.09
其他	320.07	335.31	124.59	91.95	151.89
<b>流动资产合计</b>	<b>24,171.63</b>	<b>27,380.01</b>	<b>32,340.83</b>	<b>33,422.80</b>	<b>44,552.77</b>
长期股权投资	1.25	0.25	0.25	0.25	0.25
固定资产	176.26	162.99	385.67	533.96	624.63
在建工程	1,879.64	549.19	365.51	267.31	190.38
无形资产	1.87	1.81	0.45	0.00	0.00
其他	3,408.90	4,568.91	2,687.36	2,659.54	2,657.37
<b>非流动资产合计</b>	<b>5,467.93</b>	<b>5,283.15</b>	<b>3,439.25</b>	<b>3,461.06</b>	<b>3,472.64</b>
<b>资产总计</b>	<b>29,668.76</b>	<b>32,663.15</b>	<b>35,794.27</b>	<b>36,898.33</b>	<b>48,034.96</b>
短期借款	200.00	75.80	75.80	75.80	75.80
应付票据及应付账款	956.50	1,219.68	2,163.66	1,641.65	2,774.67
其他	4,732.17	7,424.56	3,716.16	4,479.53	4,496.65
<b>流动负债合计</b>	<b>5,888.67</b>	<b>8,720.04</b>	<b>5,955.62</b>	<b>6,196.98</b>	<b>7,347.12</b>
长期借款	7,621.42	7,921.28	14,875.48	14,540.53	23,773.03
应付债券	6,774.27	6,973.12	6,114.74	6,620.71	6,569.52
其他	1,179.26	1,184.90	89.70	88.47	90.47
<b>非流动负债合计</b>	<b>15,574.96</b>	<b>16,079.30</b>	<b>21,079.92</b>	<b>21,249.72</b>	<b>30,433.02</b>
<b>负债合计</b>	<b>21,463.63</b>	<b>24,799.35</b>	<b>27,035.55</b>	<b>27,446.70</b>	<b>37,780.14</b>
少数股东权益	9.47	9.64	8.97	8.38	7.96
股本	2,060.12	2,061.09	2,061.09	2,061.09	2,061.09
资本公积	1,098.41	1,187.79	1,227.20	1,202.62	1,205.87
留存收益	5,556.08	6,172.40	6,688.67	7,382.16	8,185.77
其他	(518.95)	(1,567.11)	(1,227.20)	(1,202.62)	(1,205.87)
<b>股东权益合计</b>	<b>8,205.13</b>	<b>7,863.81</b>	<b>8,758.73</b>	<b>9,451.63</b>	<b>10,254.82</b>
<b>负债和股东权益总</b>	<b>29,668.76</b>	<b>32,663.15</b>	<b>35,794.27</b>	<b>36,898.33</b>	<b>48,034.96</b>

现金流量表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	511.82	526.45	711.70	806.82	937.91
折旧摊销	42.12	59.52	22.35	30.36	36.25
财务费用	58.83	102.66	53.00	53.00	51.00
投资损失	(13.84)	(7.50)	(6.75)	(9.36)	(7.87)
营运资金变动	(1,788.57)	(466.75)	(38,004.53)	28,180.52	(47,068.47)
其它	(26.95)	1,510.93	(0.67)	(0.59)	(0.42)
<b>经营活动现金流</b>	<b>(1,216.58)</b>	<b>1,725.31</b>	<b>(37,224.91)</b>	<b>29,060.74</b>	<b>(46,051.59)</b>
资本支出	170.23	(1,332.07)	1,155.20	81.23	48.00
长期投资	(2.40)	(1.00)	0.00	0.00	0.00
其他	(512.41)	1,397.12	(1,262.05)	(127.56)	(88.47)
<b>投资活动现金流</b>	<b>(344.57)</b>	<b>64.05</b>	<b>(106.86)</b>	<b>(46.32)</b>	<b>(40.47)</b>
债权融资	16,203.37	17,703.86	23,727.90	23,571.45	32,995.00
股权融资	449.51	(938.60)	371.74	(71.58)	(41.75)
其他	(15,834.38)	(17,608.54)	(17,944.70)	(23,822.65)	(23,715.00)
<b>筹资活动现金流</b>	<b>818.51</b>	<b>(843.28)</b>	<b>6,154.93</b>	<b>(322.78)</b>	<b>9,238.25</b>
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>现金净增加额</b>	<b>(742.64)</b>	<b>946.09</b>	<b>(31,176.83)</b>	<b>28,691.64</b>	<b>(36,853.81)</b>

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>营业收入</b>	<b>3,078.50</b>	<b>4,192.75</b>	<b>5,660.21</b>	<b>6,452.64</b>	<b>7,485.06</b>
营业成本	2,023.08	2,931.97	4,188.55	4,884.65	5,688.64
营业税金及附加	150.27	140.91	321.21	299.34	341.18
营业费用	97.59	121.23	110.37	112.92	130.99
管理费用	105.64	122.39	73.58	83.88	94.31
研发费用	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
财务费用	45.59	76.16	53.00	53.00	51.00
资产减值损失	(0.96)	(106.59)	(34.49)	(47.34)	(62.81)
公允价值变动收益	0.00	3.38	0.00	0.00	0.00
投资净收益	13.84	7.50	6.75	9.36	7.87
其他	(30.33)	189.63	(13.51)	(18.73)	(15.74)
<b>营业利润</b>	<b>673.77</b>	<b>706.18</b>	<b>954.73</b>	<b>1,075.56</b>	<b>1,249.61</b>
营业外收入	2.89	6.15	3.57	4.20	4.64
营业外支出	0.63	4.26	5.18	3.36	4.26
<b>利润总额</b>	<b>676.02</b>	<b>708.07</b>	<b>953.12</b>	<b>1,076.40</b>	<b>1,249.99</b>
所得税	164.20	181.62	242.09	270.18	312.50
<b>净利润</b>	<b>511.82</b>	<b>526.45</b>	<b>711.03</b>	<b>806.23</b>	<b>937.49</b>
少数股东损益	(0.81)	0.17	(0.67)	(0.59)	(0.42)
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>512.63</b>	<b>526.28</b>	<b>711.70</b>	<b>806.82</b>	<b>937.91</b>
每股收益(元)	0.25	0.26	0.35	0.39	0.46

主要财务比率	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>成长能力</b>					
营业收入	-1.65%	36.19%	35.00%	14.00%	16.00%
营业利润	-19.38%	4.81%	35.20%	12.66%	16.18%
归属于母公司净利润	-17.89%	2.66%	35.23%	13.37%	16.25%
<b>获利能力</b>					
毛利率	34.28%	30.07%	26.00%	24.30%	24.00%
净利率	16.65%	12.55%	12.57%	12.50%	12.53%
ROE	6.25%	6.70%	8.13%	8.54%	9.15%
ROIC	2.96%	3.08%	4.18%	1.46%	3.27%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	72.34%	75.92%	75.53%	74.38%	78.65%
净负债率	172.37%	186.81%	592.45%	243.80%	675.98%
流动比率	4.10	3.14	5.43	5.39	6.06
速动比率	0.46	0.42	-4.64	0.18	-4.85
<b>营运能力</b>					
应收账款周转率	14.91	14.25	19.44	15.90	15.90
存货周转率	0.14	0.19	0.14	0.14	0.13
总资产周转率	0.11	0.13	0.17	0.18	0.18
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益	0.25	0.26	0.35	0.39	0.46
每股经营现金流	-0.59	0.84	-18.06	14.10	-22.34
每股净资产	3.98	3.81	4.25	4.58	4.97
<b>估值比率</b>					
市盈率	41.53	40.46	29.92	26.39	22.70
市净率	2.60	2.71	2.43	2.25	2.08
EV/EBITDA	25.89	19.87	68.43	35.95	65.79
EV/EBIT	26.59	20.23	69.95	36.92	67.62

### 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 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	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