

2020年06月29日

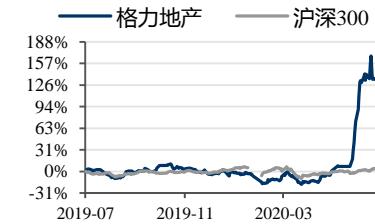
证券分析师 汤军

执业证号: S0600517050001

021-60199793

tangj@dwzq.com.cn

股价走势



市场数据

收盘价(元)	11.36
一年最低/最高价	3.74/13.84
市净率(倍)	2.97
流通 A 股市值(百万元)	23414.00

基础数据

每股净资产(元)	3.83
资产负债率(%)	76.69
总股本(百万股)	2061.09
流通 A 股(百万股)	2061.09

相关研究

盈利预测与估值	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入 (百万元)	4,193	4,877	8,211	10,273
同比 (%)	36.2%	16.3%	68.4%	25.1%
归母净利润 (百万元)	526	759	1,828	2,573
同比 (%)	2.7%	44.2%	140.9%	40.8%
每股收益 (元/股)	0.26	0.19	0.45	0.64
P/E (倍)	44.49	60.36	25.05	17.80

投资要点

- 华南免税龙头拟注入格力地产:**格力地产公告披露重组预案拟向珠海国资委、城建集团发行股份并支付现金, 购买珠免集团 100%股份, 为公司注入免税业务;同时,引入战略投资者骨干央企通用技术下属子公司,并配套融资不超过 8 亿元。本次发行价格 4.3 元/股, 参考海免并购案例, 假设以 15 倍 PE 估值、75%股权支付比例进行重组, 同时假设按上限进行配套融资, 则共需增发约 19.7 亿股。若重组成功, 资本市场免税板块将再添新力量。
- 珠免集团深耕珠海, 展望全国布局:**珠免集团起源于 1980 年, 集免税、有税、保税业务为一体, 拥有稀缺免税经营牌照。珠免深耕珠海, 拥有全国最大陆路口岸拱北口岸出入境免税店、港珠澳大桥免税店等口岸免税店, 并以天津机场为开端展望全国布局。2019 年实现营收 26.69 亿元, 预计免税贡献 22-25 亿元, 仅次于中国中免。结合口岸免税特点, 珠免以高毛利烟酒品类为主。未来在湾区发展和老店扩容新店开业预期下, 免税业务成长可期。
- 珠免受益扣点租金优势, 利润率显著领先行业:**珠免集团拥有拱北和九州港持续经营权, 租金费用率小于同行。受益于此, 珠免稳定净利率超过 25%, 显著高于行业均值。同时携手格力地产后, 2020 年起港珠澳大桥店租金比例有望进一步下降, 随着供应链结构升级优化及香化自主采购的经营战略进一步推行, 预计利润率仍有提升空间, 盈利能力突出。
- 格力地产打造“3+2”产业格局, 稳健成长:**格力地产 09 年借壳上市, 经过 10 年发展, 奠定了以房地产、口岸经济、海洋经济叠加现代服务业和金融业的“3+2”产业格局。19 年营收 41.93 亿元 (yoY+36%), 实现归母净利 5.26 亿元 (yoY+3%)。疫情背景下, 加速布局大健康领域, 拟收购科华生物 (002022.SZ) 18.63% 股份。未来看好格力地产联手珠免集团、通用投资, 打造以免税业务为特色的的大消费、发展可期的大健康产业及坚持精品化路线的房地产业三大板块为驱动的集团型公司。
- 盈利预测与投资评级:**若重组成功, 在免税业务带动下, 综合考虑疫情短期影响, 预计 20-22 年合并营收分别为 48.8/82.1/102.7 亿元, 归母净利分别为 7.6/18.3/25.7 亿元。假设按 15 倍 PE、75%股权支付比例进行重组, 同时假设按上限进行配套融资, 则重组后总股本约 40.31 亿股, 则当前备考市值 458 亿元, 其中, 根据 RNAV 估值测算, 地产板块参考市值约 119 亿元; 则隐含免税板块市值约 339 亿元, 对应 21 年免税利润 36 倍 PE。考虑到免税板块未来利润率的提升潜力、大湾区区位优势带来的客流成长及离岛、市内免税店预期, 估值仍有提升空间, 首次覆盖给予“买入”评级。
- 风险提示:**本次资产重组存在失败可能性; 重组进程的不确定性; 收购整合风险; 疫情反复带来宏观经济波动; 地方政策可能存在波动;

内容目录

1. 免税新标的：华南免税龙头珠免拟注入格力地产	5
1.1. 国企整合改革，格力地产收购、引战同步走	5
1.2. 假设按 15 倍 PE、75% 股权支付比例，共需增发约 19.7 亿股	6
1.3. 重组后资本市场免税板块再添新力量	7
2. 珠免集团：华南免税龙头，盈利优势显著，未来成长可期	8
2.1. 40 年免税经营经验，成就国内第二大口岸免税运营商	9
2.2. 盈利能力亮眼，未来仍有提升空间	11
2.3. 免税行业持续高增长，未来空间仍然巨大	13
2.3.1. 免税行业竞争格局，中免一家独大，珠免欲借重组突围	13
2.3.2. 横向比较，珠免盈利能力优势明显，规模成长看湾区发展与全国化进程	15
2.4. 未来成长可期：携手格力地产，布局全国化和线上业务	16
2.4.1. 把握粤港澳优势区位，客流量持续高增长	16
2.4.2. 预计新店开业和老店扩容将带动业绩成长	17
2.4.3. 积极参与招投标，逐步走向全国化	18
2.4.4. 疫情推动下，加速线上布局	19
3. 格力地产：城市综合运营商，立足珠海展望全国	20
3.1. 以地产为核心，深入口岸经济和海洋经济，打造“3+2”产业格局	21
3.2. 借力通用集团，深入布局医疗健康领域	23
3.3. 资产负债率有所抬升，关注后续利润率提升及偿债压力	24
4. 盈利预测与投资建议	26
4.1. 重组后，整合资源，协同发展，以免税+地产+大健康为大方向	26
4.2. 盈利预测	26
4.3. 估值及投资建议	28
5. 风险提示	30

图表目录

图 1: 本次重组后, 预计股权结构情况.....	5
图 2: 若重组完成后, 执行珠国资[2020]79 号文件, 预计股权结构.....	6
图 3: 珠免集团发展历程.....	8
图 4: 2020 年 6 月, 珠免集团主要下属公司.....	8
图 5: 珠海地区主要免税店分布在珠港澳核心枢纽.....	10
图 6: 珠免集团营收高增长, 净利润大幅提升.....	12
图 7: 低资产负债率, 加杠杆扩张空间充分.....	12
图 8: 国内免税行业市场规模, CAGR 超过 22%.....	13
图 9: 出境游人次保持高增长, 但渗透率仍低.....	13
图 10: 2019 年中免+海免合计市占率超 90%, 珠免不到 5%.....	14
图 11: 2019 年销售体量中免遥遥领先, 珠免追赶空间大.....	15
图 12: 受益扣点租金优势, 珠免 2019 年利润率高于同行.....	15
图 13: 2019 年末中免体量领先, 珠免规模领先海免.....	16
图 14: 珠免 2019 年末资产负债率低, 加杠杆空间充分.....	16
图 15: 粤港澳大湾区枢纽, 珠海 GDP 保持高增长.....	17
图 16: 港珠澳大桥带动入境人次, 未来增长可期.....	17
图 17: 珠海各口岸 2019 年合计通关 1.73 亿人次.....	17
图 18: 拱北口岸 2019 年通关人次占珠海各口岸通关总人次约 84%.....	17
图 19: 格力地产发展历程.....	20
图 20: 格力地产脱离格力集团前后结构变化.....	20
图 21: 格力地产“3+2”产业格局图谱	21
图 22: 营收持续增长, 2019 年营收增速达到 36%	21
图 23: 归母净利保持稳健, 2019 年同比增长 3%	21
图 24: 房地产为核心, 19 年口岸和海洋经济迅速起量	22
图 25: 地产业务毛利率稳定, 新业务仍待提升	22
图 26: 格力地产医疗健康领域布局路径	23
图 27: 格力地产进入科华生物前后股权结构情况	24
图 28: 科华生物产品矩阵	24
图 29: 规模稳健增长, 2019 年负债率因预收增加而上升	25
图 30: 管理效率逐渐提升, 费用率控制良好	25

表 1: 不同股权支付比例和估值对价情况下, 重组拟增发股份数量 (万股)	6
表 2: 不同股权支付比例和估值对价情况下, 拟增发股份占发行前总股本比例 (%)	7
表 3: 珠免集团主要业务板块.....	8
表 4: 珠免集团主要免税店一览.....	9
表 5: 珠免集团 2018-2019 年度收入利润情况	11
表 6: 剔除股权转让事宜后, 珠免 2018-19 年经营情况	12
表 7: 珠免集团 2018-2019 年度资产负债情况	12
表 8: 国内主要免税运营商情况	14
表 9: 2019 年珠免高净利驱动 ROE, 周转和杠杆率提升空间大	16
表 10: 拱北口岸免税商城拟投资 2,500 万元, 于 9 月前扩建 2,200m ² 经营面积,	18

表 11: 珠海地区未来计划免税店	18
表 12: 格力地产项目储备情况	22
表 13: 格力地产在建项目情况	22
表 14: 净利率持续承压, 2019 年杠杆和周转提高使 ROE 略有回升	25
表 15: 相比行业中位数, 现金比率较好, 但资产负债率略高, 仍需关注杠杆率和短期偿债压力	25
表 16: 重组后, 公司整体整合计划	26
表 17: 珠免板块盈利预测	27
表 18: 地产板块盈利预测	27
表 19: 若重组成功, 合并后盈利预测情况	28
表 20: 格力地产 RNVA 估值约 149 亿元	28
表 21: 可比公司估值表	29

1. 免税新标的：华南免税龙头珠免拟注入格力地产

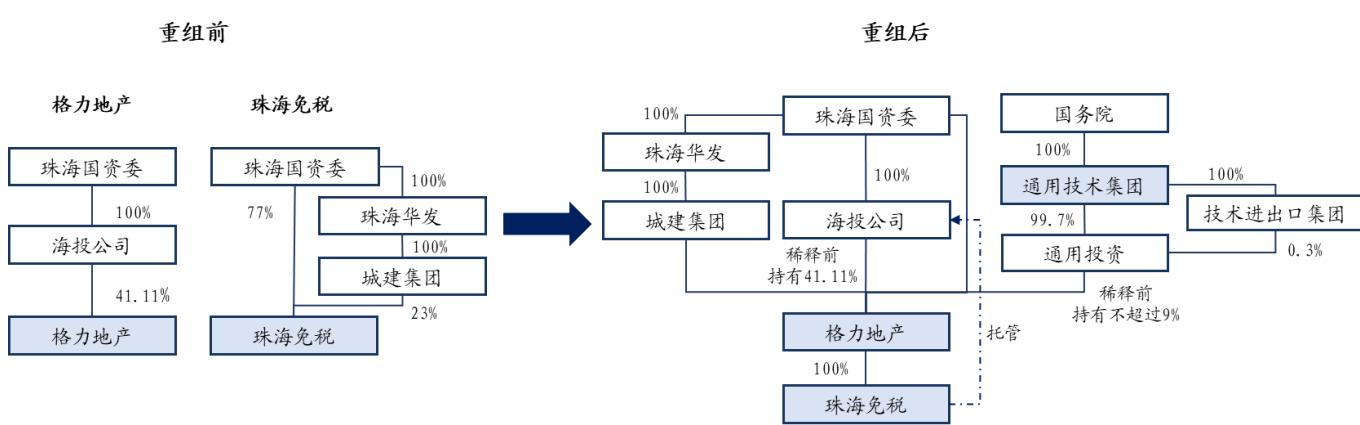
1.1. 国企整合改革，格力地产收购、引战同步走

国企改革，格力地产收购珠免。2020年5月23日，格力地产公告披露重组预案拟向珠海市国资委、城建集团发行股份并支付现金，购买其持有的珠免集团100%股份，为公司注入免税业务。本次增发交易价格为4.30元/股。目前，具体股份及现金支付比例尚未最终确定。

同步引战，发挥协同效应。同时，格力地产与由国务院直接管理的国有骨干企业通用技术集团下属通用投资签署战略合作协议，并进行配套融资，拟向通用投资发行不超过186,046,511股，占发行前股份比例约9.03%；发行价格不超过增发价格，即4.30元/股，合计募资不超过8亿元。

本次重组前后，格力地产和珠海免税实际控制人均为珠海市国资委，本次重组不会导致上市公司实际控制人变更，不构成重组上市。

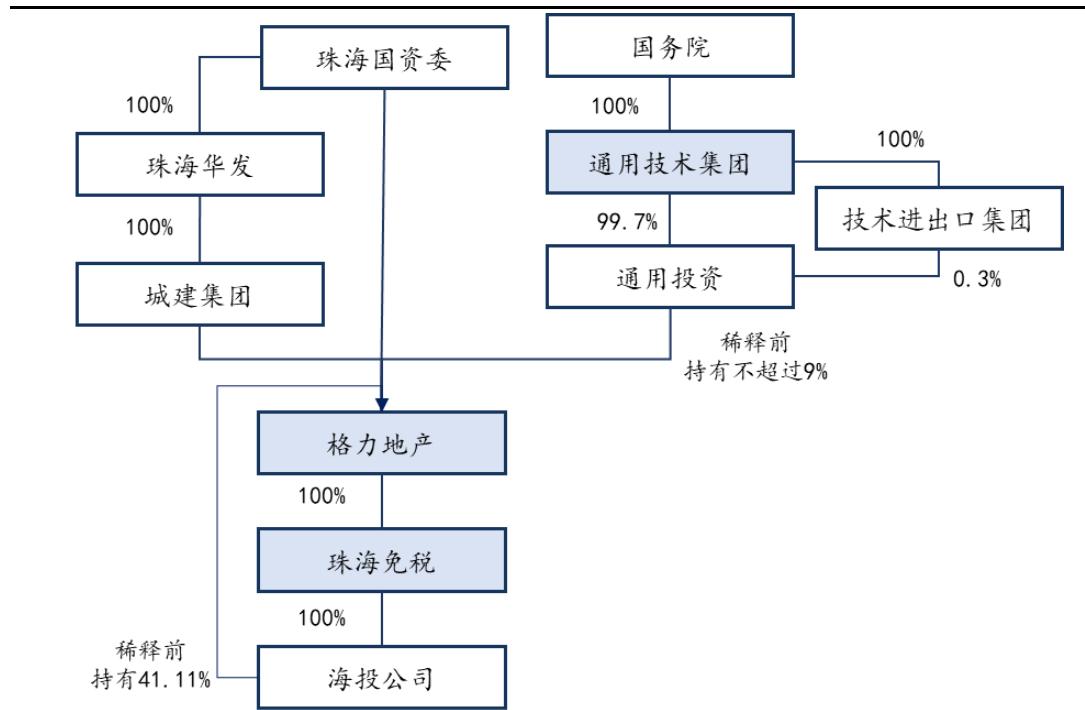
图1：本次重组后，预计股权结构情况



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

公司4月3日曾公告，根据珠国资[2020]79号文件，珠海国资委将无偿划转海投公司至免税集团，当前该事项珠海市国资委与免税集团尚未签署无偿划转协议，且上述划转尚未办理相关部门的审批手续以及工商变更登记，因此不影响本次重组。

图 2：若重组完成后，执行珠国资[2020]79号文件，预计股权结构



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

1.2. 假设按 15 倍 PE、75% 股权支付比例，共需增发约 19.7 亿股

参考海免并购案例，预计供需增发约 19.7 亿股。目前重组方案尚未最终确定，考虑不同股权支付比例和不同估值对价情况下，重组拟增发股份数量。若参考中免收购海免方案，即以 20.65 亿元收购 51% 股权，对应海免 2019 年 2.62 亿归母净利，则 PE 约 15 倍。在此估值假设下，参考珠免 2019 年剔除股权转让收益后 6.8 亿元的归母净利润，珠免整体 100% 股权对价约 102.3 亿元。根据格力地产 2020 年一季报披露，在手现金约 30 亿元，考虑配套融资不超过 8 亿元，则股权支付比例假设为 75% 较为合理。假设按照 15 倍 PE 及 75% 的股权支付比例，在考虑配套融资（假设募集资金及对应发行股份均达到上限）情况下，共需发行约 19.7 亿股，占发行前总股本（20.61 亿股）比例约 95.6%。

表 1：不同股权支付比例和估值对价情况下，重组拟增发股份数量（万股）

股权支付比例/ 估值	以归母净资产 为对价	以归母净利 PE 10x	以归母净利 PE 15x	以归母净利 PE 20x	以归母净利 PE 25x
25%	39,162	58,255	78,080	97,905	117,730
50%	59,720	97,905	137,555	177,205	216,855
75%	80,277	137,555	197,030	256,505	315,980
100%	100,835	177,205	256,505	335,805	415,105

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

注：假设配套融资募集资金及对应发行股份均达到上限

表 2：不同股权支付比例和估值对价情况下，拟增发股份占发行前总股本比例 (%)

股权支付比例/ 估值	以归母净资产 为对价	以归母净利 PE 10x	以归母净利 PE 15x	以归母净利 PE 20x	以归母净利 PE 25x
25%	19. 0%	28. 3%	37. 9%	47. 5%	57. 1%
50%	29. 0%	47. 5%	66. 7%	86. 0%	105. 2%
75%	38. 9%	66. 7%	95. 6%	124. 5%	153. 3%
100%	48. 9%	86. 0%	124. 5%	162. 9%	201. 4%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

注：假设配套融资募集资金及对应发行股份均达到上限

1.3. 重组后资本市场免税板块再添新力量

稀缺免税口岸牌照资源再登资本市场。珠免集团是珠海国资委下属全资拥有免税、有税、保税（跨境）三大业务板块的国有独资企业，也是国内仅有的4家获得国务院批准在口岸经营免税品业务的国有企业之一，拥有稀缺的口岸免税牌照资源。目前资本市场上，独立拥有免税经营牌照的仅中国中免（即中国国旅，于6月18日公告将变更证券简称），而王府井虽然已于6月9日取得免税经营资质，但截至目前尚未实际从事免税品业务。因此，若本次重组成功，格力地产将成为资本市场免税板块又一新标的。

通用集团赋能免税供应链。本次重组同时引入了战略投资人通用投资。通用技术集团是国务院直接管理的国有重要骨干企业，其贸易业务在相关领域处于领先地位，采购实力强。经过长期的进出口贸易业务发展，拥有广泛的合作关系和渠道，累计完成净出口额超过千亿美元。结合珠免的免税业务，通用技术集团将赋能珠免商品采购，提供市场、渠道、品牌等多方面战略支持，推动珠免的盈利提升和品牌矩阵建设，形成强烈的协同效应。

同时，通用技术集团在生物医药研发与分销、工程管理等领域的长期经验和优势，与格力地产原有板块契合。在三方的协同效应下，有望成为以免税业务为特色的大消费、发展可期的大健康产业及坚持精品化路线的房地产业三大板块为驱动的集团型公司。

2. 珠免集团：华南免税龙头，盈利优势显著，未来成长可期

珠海免税集团起源于 1980 年代，是珠海市唯一拥有口岸免税特许经营权的国有企业，由珠海国资委直接控制，直接+间接持股比例 100%。珠免集团始于 1980 年的珠海拱北免税品商店，从 6 名员工、一把手推车起步，历经近 40 年的发展，已经成长为东南地区口岸免税行业的领先者。

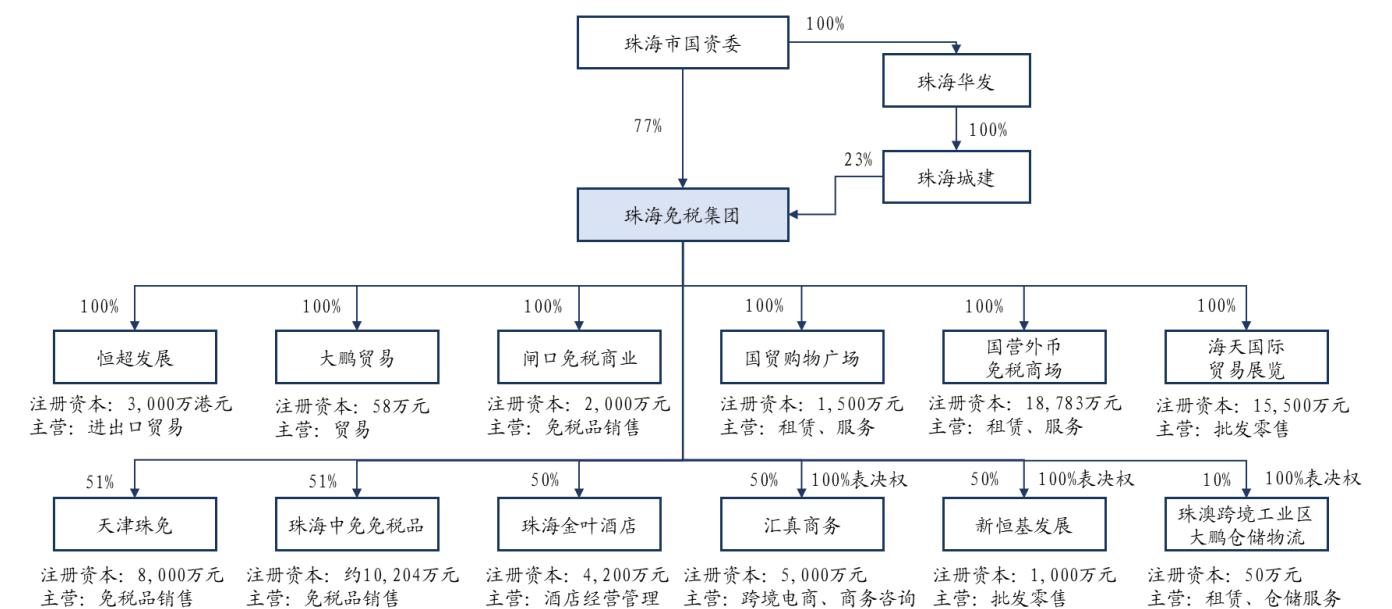
图 3：珠免集团发展历程



数据来源：珠海国资公众号，东吴证券研究所

目前，珠海免税集团旗下共有 11 家控股子公司和 1 家联合营公司，形成以口岸免税品特许经营为龙头，集高端百货零售、物业经营、仓储物流、酒店经营、跨境电商及其他相关业务为一体的珠海商贸板块龙头企业。

图 4：2020 年 6 月，珠免集团主要下属公司



数据来源：公司公告，天眼查，东吴证券研究所

表 3：珠免集团主要业务板块

业务板块	业务概况
免税业务	免税业务是珠免集团的核心支柱业务，目前拥有拱北、九洲、横琴、港珠澳大桥、天津机场等 7 家口岸免税店经营权。其中，拱北免税店已发展成为了全国最大的陆路口岸免税店。

业务板块	业务概况
高端百货零售	旗下吉大免税商场、国贸购物广场经过近 30 余年的经营，目前已经拥有近 500 家商户、10 万种商品，年客流过千万，经营面积超过 12 万平方米，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。
贸易及仓储物流	旗下香港恒超发展是集团进出口贸易的核心平台，从事境外免税品采购、仓储物流服务和国际贸易批发零售，总资产超过 1 亿港元；历经数十年发展，目前已经开发、荟萃了来自全球各地的优质商业客户和时尚品牌资源，构建了珠海免税集团强大的海外供应链体系，已成为珠海免税集团对外投资项目拓展以及与国际市场接轨的桥梁
酒店经营	以与广东烟草合资成立的金叶酒店为代表，坐落于珠海市交通、购物、文化娱乐的黄金地带，总建筑面积 15000 平方米，设有豪华商务套房、豪华套房和标准客房 165 间。
跨境电商	借跨境电商政策东风，集团发展混合所有制经济的首个项目珠海汇优城进口（跨境）商品直销中心 2016 年开业，引入民营资本力量，打造集线下商品展示体验、线上平台零售购买的系统生态链。

数据来源：珠海特区报，珠海国资公众号，东吴证券研究所

2.1. 40 年免税经营经验，成就国内第二大口岸免税运营商

免税是珠免集团的核心支柱业务，根据公司公告，免税品销售收入占集团总营收比例超过 90%，年营收贡献约 22-25 亿元。珠免集团免税业务始于 1980 年 5 月开办的珠海拱北免税品商店，经过 40 年的发展，已拥有拱北、九洲港、横琴、港珠澳大桥、天津机场等 7 家口岸免税店经营权，其口岸免税业务销售体量已跃居全国第二位，仅次于中国中免，是华南地区免税行业龙头。

其中，拱北口岸免税店是全国最大的陆路口岸免税店。根据拱北口岸通关人次与珠海全口岸通关人次比例测算，预计拱北口岸免税店收入占珠免集团整体免税业务的营收比例约 80%-90%，对应年营收约 18-22 亿元。据珠海特区报报道，拱北口岸 2018 年销售总额约 24.41 亿港币，按当年平均汇率，折合人民币约 20.85 亿元。

表 4：珠免集团主要免税店一览

免税店	类型	目前状态	签约情况	特色
拱北口岸进出境免税店	口岸免税店	已开业	拥有关外免税物业使用权，可持续使用口岸物业； 进出境店自 2018 年 1 月 1 日至 2022 年 12 月 31 日	全国最大的陆路口岸免税店； 自有物业使用权，预计租金比例较低；
横琴口岸出境免税店	口岸免税店	已开业	自 2017 年 11 月 1 日起暂定 3 年	珠澳 24 小时通关口岸
九州港口岸进出境免税店	口岸免税店	已开业	拥有关外免税物业使用权，可持续使用口岸物业； 近期拟重建港口客运大楼，临时旅检大厅租赁期限自 2019 年 6 月 14 日至九州港口岸投入使用	珠港水路口岸，沿海最大港口客运站之一；

免税店	类型	目前状态	签约情况	特色
港珠澳大桥珠澳口岸	口岸免税店	已开业	租赁期限自实际交付使用日（即 2018 年 11 月日）起 10 年	大载大湾区经济互促共赢的交通新枢纽；
出境免税店				
天津滨海机场入境免 税店	机场免税店	已开业	自场地交接之日（即 2017 年 12 月 18 日）起 5 年	京津冀重镇机场，年保底租金 6,000 万元
港珠澳大桥珠澳口岸	口岸免税店	待开业		预计经营面积约 6,000m ² ，打造国际化标准
入境免税店				
珠澳跨境工业区口岸	口岸免税店	待开业		
免税店				

数据来源：公司公告，珠海市政府官网，珠海特区报，珠海国资公众号，东吴证券研究所

图 5：珠海地区主要免税店分布在珠港澳核心枢纽



数据来源：珠海国资公众号，谷歌地图，东吴证券研究所

销售品类全覆盖，顺应口岸免税消费特征，以烟、酒品类为主。珠免集团旗下免税店目前经营品类覆盖烟、酒、香化、食品等全品类。由于区位和口岸免税店的特点，即（1）港澳地区对烟、酒税负较高，口岸免税店有较大的价格优势；（2）口岸免税店，不

同于机场免税店消费者有充分时间对香化类产品比对挑选，口岸通关人群停留时间较短，更适合消费者购买目标明确的烟酒类商品，因此，珠免目前以烟、酒类销售为主。而受限于当前门店经营面积和布局规划原因，香化类产品品牌矩阵尚不全面、市场竞争力相对较弱，占比也较小。

预计未来战略将保持烟酒优势，拓展香化品牌矩阵。由于烟酒类产品目前的大体量和高毛利，我们预计珠免未来发展仍将建立在保住传统烟酒品类优势基础上。而香化类的高毛利也将推动珠免在经营面积扩充背景下，进一步挖掘香化品类的潜力。

2.2. 盈利能力亮眼，未来仍有提升空间

根据本次重组预案披露，珠免集团盈利能力表现亮眼，净利率超过 25%。珠免集团 2018 年、2019 年分别实现营业收入 22.56 亿元和 26.69 亿元，增长率达到 18.3%；分别实现净利润 6.30 亿元和 9.87 亿元，净利率约为 27.90% 和 36.97%。

表 5：珠免集团 2018-2019 年度收入利润情况

收入利润项目	2019 年度	2018 年度	增长率 (%)
营业收入（万元）	266,874	225,605	18.3%
营业利润（万元）	133,404	85,832	55.4%
利润总额（万元）	132,991	85,039	56.4%
净利润（万元）	98,656	62,952	56.7%
净利率 (%)	37.0%	27.9%	
归属母公司股东的净利润（万元）	94,429	64,333	46.8%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

珠免集团 2019 年营业利润率和净利润率均大幅提升，主要是由于珠免于 2019 年 6 月与珠海华发达成一致，为理顺珠海金融投资控股集团有限公司（“珠海金控”）的股权结构，珠免将其持有的珠海金控 5.21% 股权转让给珠海华发，并取得投资收益约 3.5 亿元，根据珠免初步计算该笔投资收益增加税后净利润约 2.6 亿元。若仅剔除该笔投资收益影响，模拟后 2019 年珠免营业利润率为 36.87%、归属母公司股东的净利润率为 25.55%，较 2018 年度基本一致。

未来随着供应链结构升级优化及香化自主采购经营的进一步推行，预计利润率仍有提升空间。根据公司公告，2019 年珠免通过直接采购模式的采购金额占比约 45%。一般而言，对于采购规模较大的产品，其直接采购比例较高；而对于采购规模相对较小的产品一般先通过中间商进行采购。直接采购模式相较于中间商采购模式成本较低。珠免在多年的发展过程中已与多家知名烟酒品牌供应商建立长期良好的合作关系，与其直接签订采购合同。截至目前，珠免子公司香港恒超直接合作对象已经有 100 多个品牌，超过 3,000 个品种，包括菲利普莫里斯、日本烟草及中国烟草等全球领先的主要烟草集团，帝亚吉欧、宾三得利及杰克丹尼等酒业巨头，麦卡伦、格兰菲迪及百富等全球单一麦芽威士忌最大市场份额品牌。另外香化方面，也已经和爱茉莉太平洋、高丝等日韩最大的

香化品牌集团及雅诗兰黛、欧莱雅等国际美妆巨头合作。未来，随着销售规模的扩大和合作品牌的不断增加，直采比例仍将进一步提高，从而实现更高的利润空间。

表 6：剔除股权转让事宜后，珠免 2018-19 年经营情况

收入利润项目	2019 年度		2018 年度
	原始数据	模拟后	原始数据
营业总收入（亿元）	26.69	26.69	22.56
营业利润（亿元）	13.34	9.84	8.58
归属母公司股东的净利润（亿元）	9.44	6.82	6.53
营业利润率（%）	49.99%	36.87%	38.05%
归属母公司股东的净利率（%）	35.38%	25.55%	28.52%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

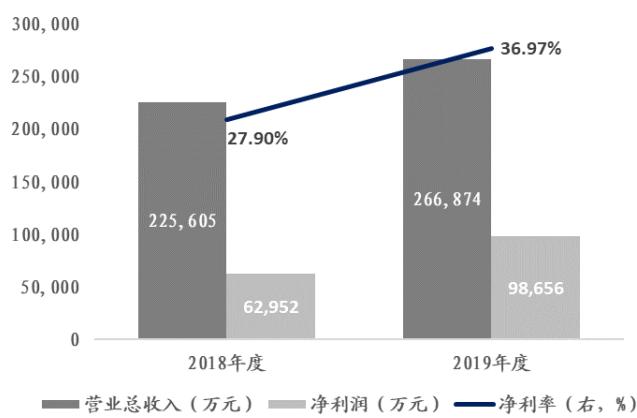
经营稳健、资产负债率低，未来加杠杆扩张空间充分。珠免集团 2019 年末资产规模达到 44.2 亿元，而负债 7.1 亿元，资产负债率仅 16.08%，较 2018 年增加仅 0.52pct。凭借免税业务的良好的现金流情况，珠免集团目前经营稳健，资产负债率水平保持在低位，经营风险较低。

表 7：珠免集团 2018-2019 年度资产负债情况

资产负债表项目	2019 年末	2018 年末	变动率
资产总计（万元）	442,451	373,008	18.6%
负债合计（万元）	71,159	58,044	22.6%
所有者权益合计（万元）	371,292	314,964	17.9%
归属母公司所有者权益合计（万元）	353,589	312,603	13.1%

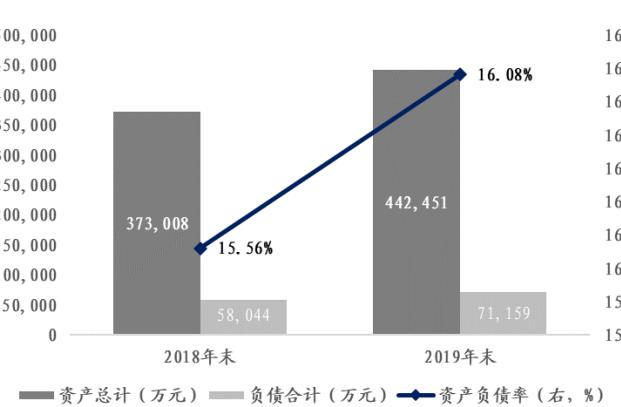
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 6：珠免集团营收高增长，净利润大幅提升



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 7：低资产负债率，加杠杆扩张空间充分



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

2.3. 免税行业持续高增长，未来空间仍然巨大

国内免税业发展 40 年，规模预计接近 540 亿元。免税行业始于 80 年代，至今发展约 40 年。随着政策支持的不断加码、消费升级叠加出境游的增长，免税行业持续保持高速增长。根据中国中免业绩及市场份额测算，我们预计 2019 年免税行业市场规模约 539 亿元，2010 至 2019 年 CAGR 达到 22.19%。

免税销售与客流量显著相关，出入境人次仍是带动免税行业发展的重要变量。出境游人次随着消费升级而在近十年保持了高速的增长，CAGR 达到 11.67%。2019 年出境游人次已经达到 1.55 亿人次，超过入境游人次。2019 年因受到香港地区影响，出境游人次增速有所下滑。但目前整体出境游渗透率仍然较低，相比欧美、日韩等仍有增长空间。预期疫情缓和后，出境游人次将恢复到高增长轨道。

图 8：国内免税行业市场规模，CAGR 超过 22%

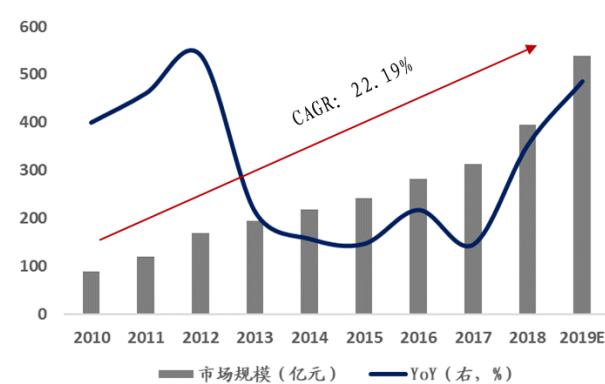
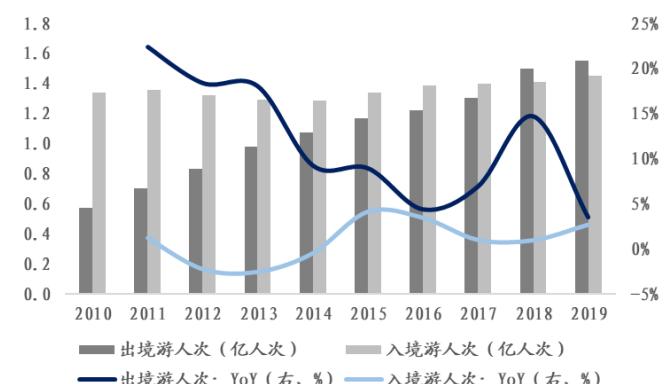


图 9：出境游人次保持高增长，但渗透率仍低



数据来源：中国中免年报，东吴证券研究所

数据来源：文化和旅游部，东吴证券研究所

政策持续加码引导消费回流，免税行业空间仍然巨大。2020 年以来，国家各部委、地方政府陆续出台相关政策，推动免税业发展，促进海外消费回流。2020 年 4 月 25 日商务部发布《关于统筹推进商务系统消费促进重点工作的指导意见》再次提出促进境外消费回流，鼓励增设离境退税商店，推广开展“即买即退”业务。在持续政策刺激和出境游渗透率提升背景下，预期免税行业仍有成长空间。

2.3.1. 免税行业竞争格局，中免一家独大，珠免欲借重组突围

免税行业是特许经营行业，目前仅 6 家免税运营商（王府井于 6 月 9 日取得免税经营资质，但尚未实际从事免税品业务）。国内主要的免税运营商包括中国中免、海南免税、珠海免税、深圳免税、日上免税行及中出服等。其中，中免拥有最多的免税经营牌照和范围，并先后并购日上中国、日上上海和海南免税。

表 8：国内主要免税运营商情况

免税运营商	成立时间	经营区域	免税店类型	主要免税店布局
中国免税	1984 年	全国	市内免税店、口岸免税店、离岛免税店、机场免税店、交通工具免税店等	北京大兴机场、香港国际机场等
海南免税*	2011 年	海口	市内免税店、离岛免税店	海口日月广场免税店和博鳌市内免税店等
珠海免税	1980 年	珠海、天津	口岸免税店、机场免税店	拱北口岸等珠海各个口岸、港珠澳大桥、天津滨海机场等
日上免税行**	1999 年	北京、上海	机场免税店	上海浦东、上海虹桥、首都机场等
深圳免税	1980 年	深圳、西安	口岸免税店、机场免税店	深圳各个口岸
中出服	1983 年	全国	市内免税店	针对归国人员入境免税店
中侨免税店	1992 年	哈尔滨	市内免税店	针对出境归国人员，牌照重新激活中

数据来源：财政部，公司官网，公司公告，东吴证券研究所

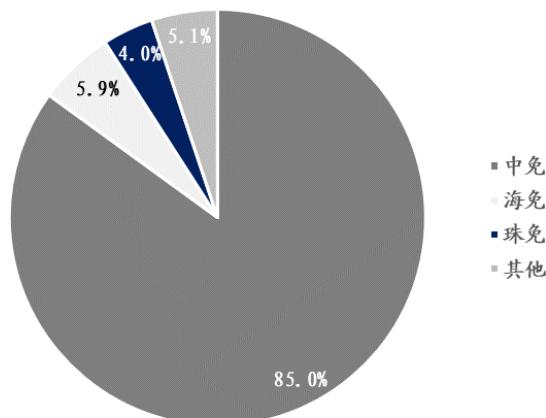
*中免拟收购海免 51% 股权

**中免已收购日上中国 51% 股权及日上上海 51% 股权

行业集中度高，中免市占率预计达到 85%。中免在政策支持下率先开展全国布局，已建立完整的产业布局，并不断通过资本运作，先后并购日上中国和日上上海各 51% 股权，并拟收购海免 51% 股权。根据合并后业绩测算，我们预计中免和海免合并后市占率将超过 90%。

珠免目前市场占有率不到 5%，与中免仍有不小的差距。但通过持续的对外竞标、联合海航、格力地产、天津机场布局，可以看出珠免走向全国的战略目标。考虑到湾区发展和珠免老店扩容、新店开业的增长潜力，珠免仍有望借本次重组登陆资本市场机会实现突围。

图 10：2019 年中免+海免合计市占率超 90%，珠免不到 5%



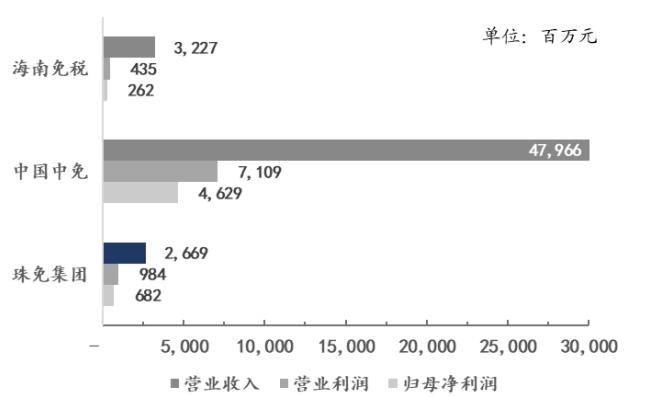
数据来源：公司公告，中国中免年报，东吴证券研究所

2.3.2. 横向比较，珠免盈利能力优势明显，规模成长看湾区发展与全国化进程

对比中国中免和海南免税，珠免营收规模被海免超过，但老店扩容+新店开业，珠免仍有高速增长空间。中国中免2019年营收479.7亿元(yoy +2.04%)，远超珠免和海免。而海免因2019年海口日月广场免税店和博鳌市内免税店的开业(据海口海关统计，日月广场店年销售额超10亿元)，使海免收入同比增长54.11%，超过珠免。而对于珠免，预计在格力地产资源整合和老店扩容、新店开业背景下，珠免集团整体营收仍有望保持高增长，并赶超海免。

珠免受益于扣点租金优势，利润率优势明显。珠免2019年剔除股权转让收益后归母净利率25.55%，较中免9.65%和海免8.13%的归母净利率优势显著。主要原因在于珠免拥有扣点租金方面的优势。中免销售费用中租赁费占营业收入比重较高，2019年达到25.73%，而珠免仅3%左右。同时，2019年海免特许经营权费占营业收入比例为9.05%，而珠免仅1%左右。这是由于珠免在九州港口岸店和收入占比最大的拱北口岸店均拥有物业使用权，可持续稳定地使用口岸物业；同时携手格力地产后，由于港珠澳大桥相关运营权在格力地产和海投公司体系内，因此2020年起租金支付比例有望下降。

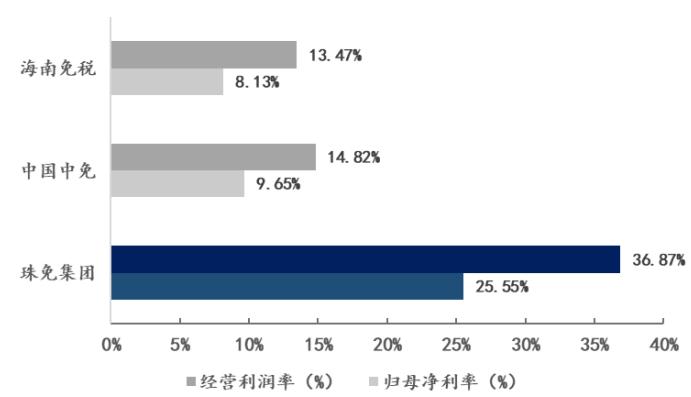
图 11：2019年销售体量中免遥遥领先，珠免追赶空间大



数据来源：公司公告，Wind，东吴证券研究所

*备注：珠免集团数据为剔除股权转让收益后的备考数据

图 12：受益扣点租金优势，珠免 2019 年利润率高于同行

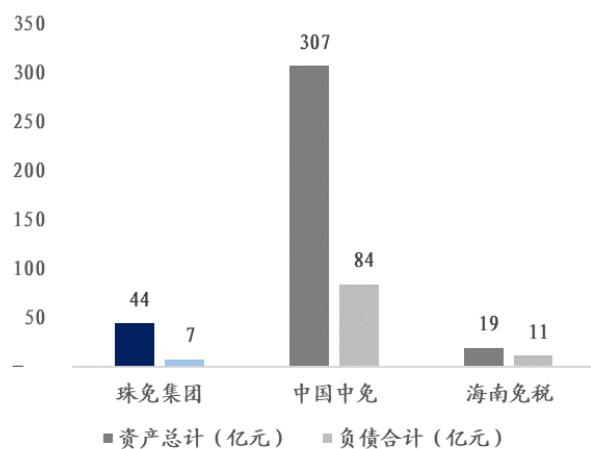


数据来源：公司公告，Wind，东吴证券研究所

*备注：珠免集团数据为剔除股权转让收益后的备考数据

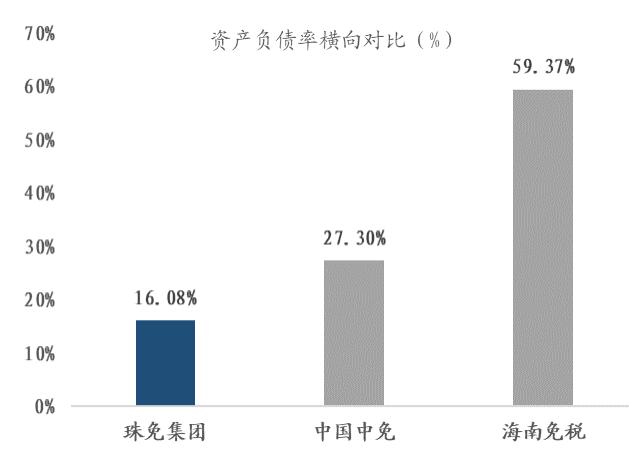
珠免经营稳健，2019年资产负债率仅16.08%。从资产规模来看，2019年中国中免资产规模超过306亿元，同样远超珠免和海免。而珠免和海免资产规模分别约44亿元和19亿元。但是珠免资产负债率仅16.08%，远低于中国中免及海南免税，未来有充分的加杠杆空间。

图 13：2019 年末中免体量领先，珠免规模领先海免



数据来源：公司公告，Wind，东吴证券研究所

图 14：珠免 2019 年末资产负债率低，加杠杆空间充分



数据来源：公司公告，Wind，东吴证券研究所

海免高杠杆高周转带动高 ROE，珠免需提高周转效率。珠免集团 2019 年度 ROE 约 20.47%，略低于中国中免。而海免 ROE 达到 52.83%，主要是由于高杠杆和高周转所带动。珠免在剔除股权转让收益后，净利率优势显著。但由于珠免自持口岸物业运营权，导致资产周转率较低，同时珠免经营稳健，杠杆率较低，因此整体 ROE 低于中免与海免。预计珠免在重组注入格力地产后，依靠人员、财务等整合进行管理效率优化，有望通过提高周转率和加杠杆进一步提高 ROE。

表 9：2019 年珠免高净利驱动 ROE，周转和杠杆率提升空间大

杜邦分析	珠海免税*	中国中免	海南免税
ROE (%)	20.47%	25.63%	52.83%
销售净利率 (%)	26.69%	11.29%	10.70%
归母净利润/净利润 (%)	95.71%	85.49%	75.96%
权益乘数	1.22	1.59	3.03
资产周转率	0.65	1.67	2.14

数据来源：公司公告，Wind，东吴证券研究所

*备注：珠海免税数据为剔除股权转让收益后的备考数据

2.4. 未来成长可期：携手格力地产，布局全国化和线上业务

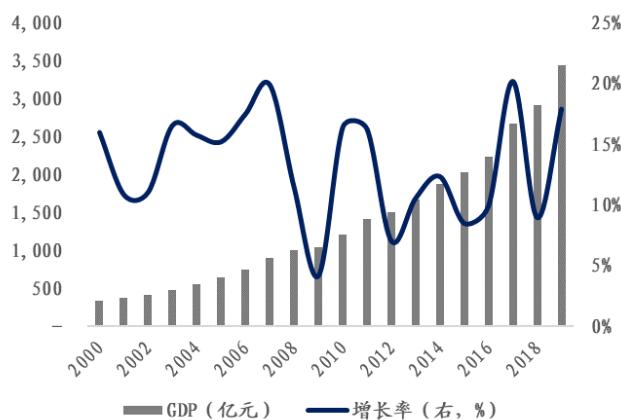
随着本次重组的推进，珠海免税携手格力地产并登陆资本市场后，预计未来将进一步布局全国化发展和线上业务，成长可期。

2.4.1. 把握粤港澳优势区位，客流量持续高增长

珠海东与香港、深圳隔海相望，南与澳门相连，与澳门相距 9 公里，横琴新区与澳门隔江相望，是大湾区重要的节点城市，拥有显著的区位优势。珠海市 2019 年 GDP 达到 3,436 亿元，同比增长 17.88%，大幅高于全国 GDP 增速。

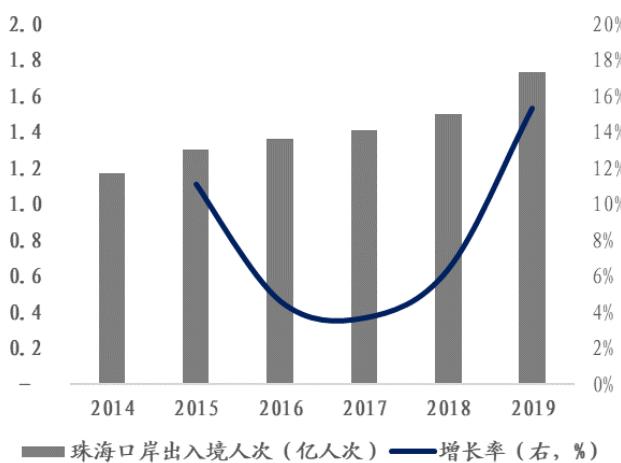
同时，随着 2018 年的港珠澳大桥的开通，珠海成为连接粤港澳的核心枢纽。珠海成为中国大陆唯一一座与香港和澳门直接陆路相连的城市。据珠海边检总站港珠澳大桥边检站统计，截至 2019 年 10 月 23 日 8 点，珠海公路口岸运营一周年共验放出入境旅客超过 1,400 万人次。在港珠澳大桥的带动下，2019 年珠海入境旅游人次达到 541 万人次，同比增长 66%。预计未来随着港珠澳大桥的持续运营和粤港澳湾区的深化发展，珠海作为粤港澳交通枢纽核心之一的区位优势将使口岸通关人次进一步增长，从而带动口岸免税店的销售增长。

图 15：粤港澳大湾区枢纽，珠海 GDP 保持高增长



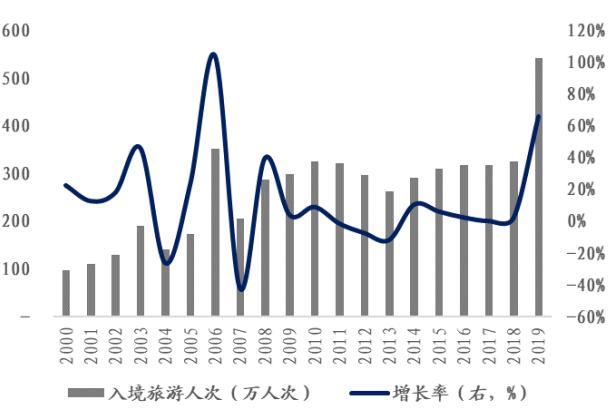
数据来源：国家统计局，东吴证券研究所

图 17：珠海各口岸 2019 年合计通关 1.73 亿人次



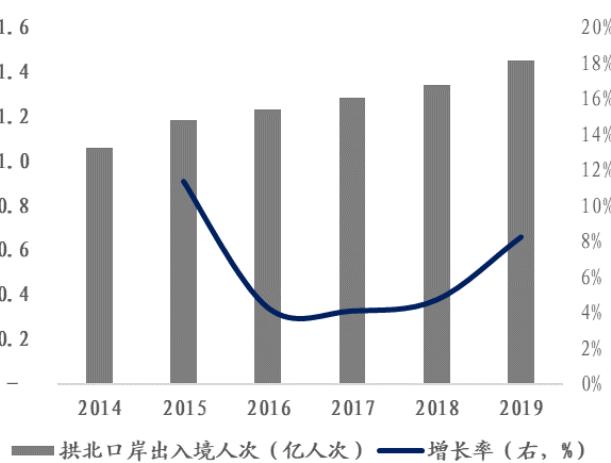
数据来源：珠海边检总站，东吴证券研究所

图 16：港珠澳大桥带动入境人次，未来增长可期



数据来源：广东省统计局，东吴证券研究所

图 18：拱北口岸 2019 年通关人次占珠海各口岸通关总人次约 84%



数据来源：珠海边检总站，东吴证券研究所

2.4.2. 预计新店开业和老店扩容将带动业绩成长

拱北扩容在即，港珠澳大桥入境店即将开业。拱北口岸免税店原位于拱北口岸联建楼内，经营区域为一个单层，在口岸大楼整修之际，免税店经营面积也将迎来扩容。现据广东政务服务网项目信息公开，珠海拱北口岸免税商场工程改扩建项目已经备案通过，项目总投资 2,500 万元，拟增建拱北口岸联检大楼附属免税店二层，增建面积约 2,200

平方米，使原有经营面积扩大一倍左右，项目预计在 2020 年 9 月前完工。根据珠海特区报及珠海国资公众号，港珠澳大桥的入境免税店已准备就绪，预计首期将开放 550m²，整体经营面积预计约 6,000m²。另外新横琴口岸进出境免税店、青茂口岸进出境免税店也正处在前期规划中。

表 10：拱北口岸免税商城拟投资 2,500 万元，于 9 月前扩建 2,200m² 经营面积，

备案项目编号	2020-440402-52-03-010824
项目名称	珠海拱北口岸免税商场工程改扩建项目
项目所在地	珠海市香洲区拱北街道办香洲区拱北迎宾南路 1001 号，拱北口岸联检楼附属免税店
项目总投资	2,500.00 万元
项目规模及内容	拱北口岸联检大楼附属免税店增建二层，增建面积约 2,200 平方米，主要用于免税商场的经营及配套。
建设单位	珠海市免税企业集团有限公司
备案机关	珠海市香洲区发展和改革局
项目起止年限	2020 年 05 月 01 日 - 2020 年 09 月 01 日
项目当前状态	办结（通过）

数据来源：广东政务服务网，东吴证券研究所

表 11：珠海地区未来计划免税店

免税店	目前状态	预计经营面积
拱北口岸联检大楼	整修中	拟增建经营面积 2,200 平方米，较原来扩大约一倍
港珠澳大桥珠澳口岸入境免税店	待开业	预计首期开放面积 550m ² ，整体经营面积约 6,000m ²
珠澳跨境工业区口岸免税店	待开业	-
新横琴口岸进出境免税店	前期规划	-
青茂口岸进出境免税店	前期规划	-

数据来源：珠海市政府官网，珠海特区报，搜狐网等，东吴证券研究所

经营面积增加将带动香化品类成长。随着口岸免税店经营面积的扩充，我们预计在保证烟酒品类销售额的基础上，珠免集团将规划更多区块给香化品类，以在现有基础上引入更多品牌，完善品牌矩阵，促进香化品类的销售。同时，也将有助于提高直采的比例，进一步提高整体毛利率。

另一方面，免税集团副总经理蒋济舟 4 月 8 日在珠海市疫情防控工作新闻通气会上发言，珠免集团正在协同横琴管委会探索横琴离岛免税，同时推动港珠澳大桥人工岛全岛免税商业发展，因此未来横琴离岛免税、港珠澳大桥人工岛全岛免税商业或成为珠免集团成长的另一催化剂。

2.4.3. 积极参与招投标，逐步走向全国化

立足珠海，走向全国。2017 年珠免集团与海航达成战略合作，开始走向全国布局，

陆续竞标首都机场 T3、天津机场等，最终拿下天津滨海机场免税店 5 年经营权，成为珠免全国化的第一步。在本次重组后，整合格力地产丰富的项目资源和珠免自身充沛的现金流后，双方将进一步发挥各自优势，继续积极参与全国免税业的招投标和扩张，有望在全国化进程中形成突破。

2.4.4. 疫情推动下，加速线上布局

疫情背景下，口岸及线下免税店业绩承压，珠免集团加速线上布局。2019 年 5 月，依托珠免集团多年来精心构建的海内外强大供应链体系，子公司汇真商务牵头打造的集“免税、保税、有税”三种业态为一体的综合电商平台“免税品+”APP 即正式上线试运营，免税在线预订商品已上架超过 220 款、跨境商品已上架海外直邮商品超过 120 款。

联手格力地产，再推“珠海免税 Mall”小程序。涵盖免税、跨境直邮及格力地产旗下生鲜、医疗等业务，上线两个月关注量预计已经突破 40 万。

尽管目前线上业务仍在起步阶段，但随着跨境电商和免税预定服务的成熟，线上业务将成为珠免集团重要的渠道补充。

今年受疫情影响，通关客流急剧下滑，目前仍在逐渐恢复中，短期业绩将受较大影响。但中长期来看，在新店开业和老店扩容预期、全国布局和线上业务的带动下，预计珠免集团未来将继续保持高速增长。根据珠海市委机关报《珠海特区报》报道，珠免集团 2021 年力争实现资产总额达到 60 亿元，营业收入达到 45 亿元，净利润 8 亿元。

3. 格力地产：城市综合运营商，立足珠海展望全国

格力地产是珠海国资委旗下，集房地产业、口岸经济产业、海洋经济产业以及现代服务业、现代金融业的“3+2”产业布局的城市综合运营商，成立于2004年，并于2009年9月借壳海星科技成功上市。

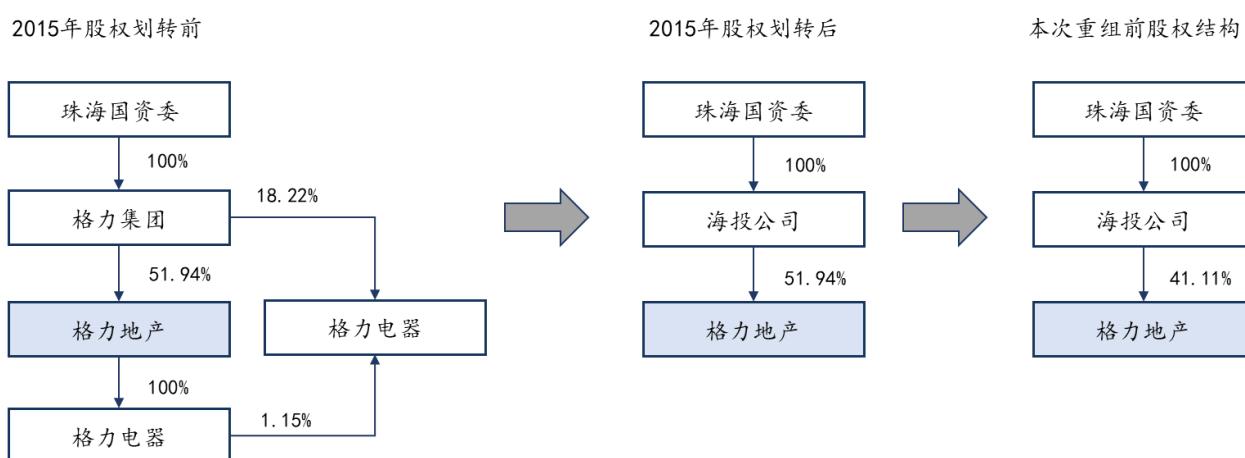
2015年初，在珠海国资委主导下，将格力地产从格力集团无偿划转至珠海投资控股有限公司（“海投公司”）。格力地产正式脱离格力集团，实现独立，聚焦地产主业，立足珠海，向上海、重庆乃至全国扩展。

图 19：格力地产发展历程



数据来源：公司官网，公司公告，东吴证券研究所

图 20：格力地产脱离格力集团前后结构变化

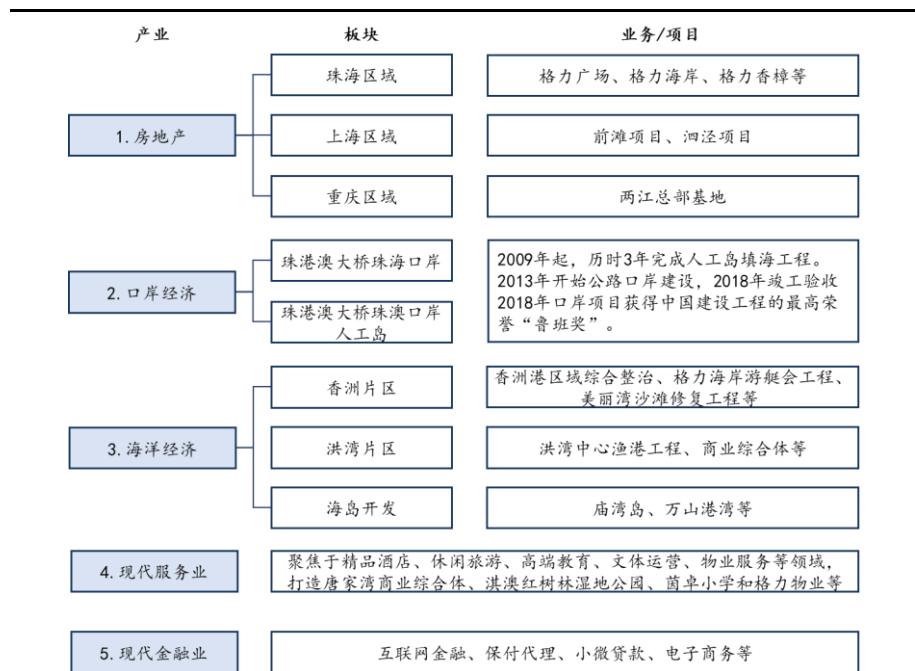


数据来源：公司公告，东吴证券研究所

3.1. 以地产为核心，深入口岸经济和海洋经济，打造“3+2”产业格局

上市 10 年发展，奠定了以房地产、口岸经济、海洋经济叠加现代服务业和现代金融业的“3+2”产业格局。格力地产 2004 年成立以来，一直以房地产作为核心主业，深耕珠海地区，凭借珠海的区位优势，逐步拓展布局至口岸经济和海洋经济。在港珠澳大桥、洪湾渔港等项目带动下，公司进一步开展现代服务业和现代金融业，以延伸口岸经济和海洋经济产业链。

图 21：格力地产“3+2”产业格局图谱



数据来源：公司官网，公司公告，东吴证券研究所

上市以来，营收持续增长，2019 年表现亮眼。2019 年格力地产实现营业收入 41.93 亿元，同比增长 36%，较 2010 年复合年化增长率超过 15%；实现归母净利润 5.26 亿元，同比增长 3%。2015 年公司归母净利达到 13.7 亿元，主要是由于当年出售了所持有的格力电器股份，因此归母净利大幅上升。

图 22：营收持续增长，2019 年营收增速达到 36%

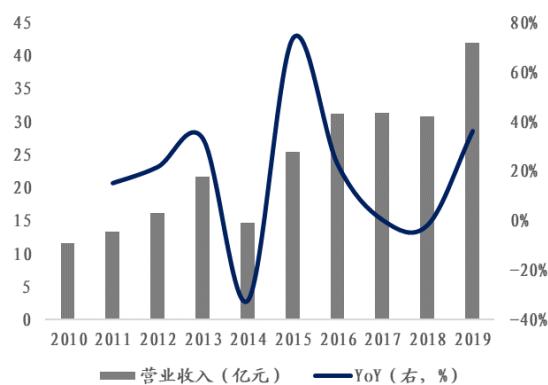
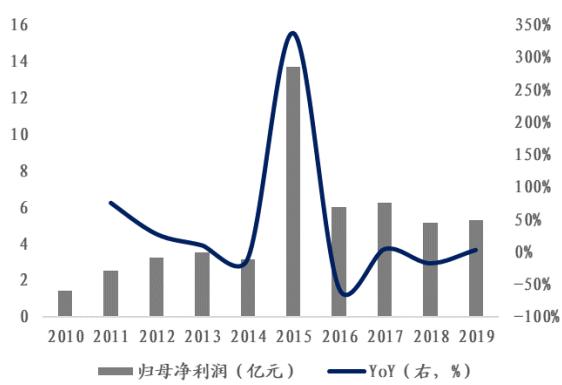


图 23：归母净利保持稳健，2019 年同比增长 3%



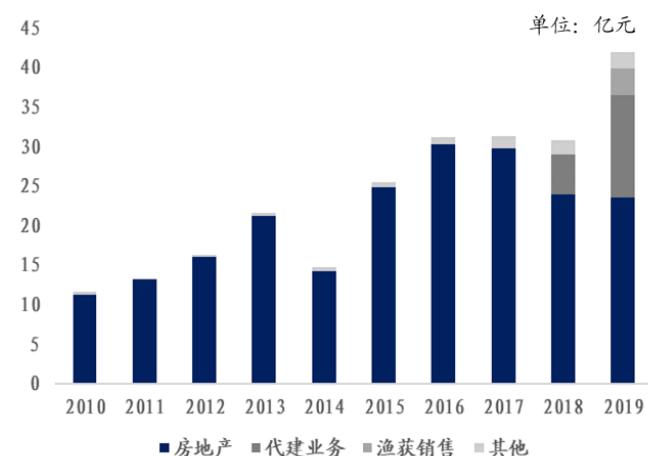
数据来源：Wind，东吴证券研究所

数据来源：Wind，东吴证券研究所

房地产业务仍是核心，口岸、海洋经济发展迅速。分业务板块来看，房地产业务仍是核心，2019年实现收入23.5亿元，占比56%；近两年口岸经济和海洋经济逐渐崭露头角，2019年分别实现收入13.04亿元和3.34亿元，成为公司房地产外的重要补充。

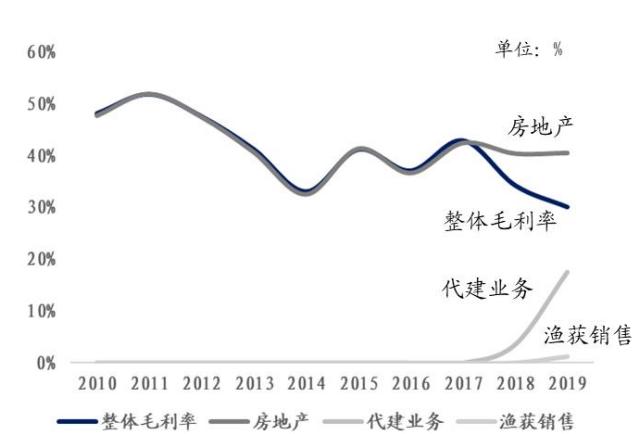
地产业务毛利稳定，新兴业务毛利仍待提升。从毛利率来看，公司2019年整体毛利率30.1%（YoY -4.18pct），主要是由于口岸和海洋经济新兴业务刚起量，营收占比提升，但利润率较低，代建业务和渔获销售毛利率分别仅为17.6%（YoY +14.05pct）和1.2%。而主业房地产业务毛利率保持稳定，约40.5%。预计随着口岸、海洋经济业务的发展和成熟，毛利率仍有提升空间。

图 24：房地产为核心，19年口岸和海洋经济迅速起量



数据来源：Wind, 东吴证券研究所

图 25：地产业务毛利率稳定，新业务仍待提升



数据来源：Wind, 东吴证券研究所

地产业务深耕珠海，布局沪渝。公司地产业务坚持“立足珠海、区域布局”的发展战略，主要产品为中高端住宅。2019年公司共计销售面积23.8万平方米，其中珠海地区销售19.3万平方米，销售单价平均约2.09万元/平米。目前公司共有待开发土地面积48.5万平方米，对应建筑面积105.8万平方米；在建项目4个，总投资额达195亿元，建筑面积136.5万平方米。因此，公司地产业务仍有充分储备，随着储备项目的逐步落地，未来营收可期。

表 12：格力地产项目储备情况

序号	地区	持有待开发土地面积 (平方米)	规划计容建筑面积 (平方米)	持股比例
1	珠海	96,856.96	259,672.48	100%
2	重庆	387,988.00	798,576.70	100%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

表 13：格力地产在建项目情况

序号	项目	经营业态	当前状态	项目用地面积 (m ²)	总建筑面积 (m ²)	项目总投资额 (万元)	持股比例
1	珠海项目	住宅、商业	在建项目	158,855.68	615,298.54	672,200.00	100%

序号	项目	经营业态	当前状态	项目用地面积 (m ²)	总建筑面积 (m ²)	项目总投资额 (万元)	持股比
2	珠海项目	住宅、商业	新开工项目	182,034.44	243,870.58	317,900.00	100%
3	上海项目	住宅、商业	在建项目	56,551.80	207,646.66	830,000.00	100%
4	重庆项目	商住、酒店	在建项目	97,577.00	298,494.72	130,000.00	100%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

港珠澳大桥竣工，深入珠海口岸运营。2019年格力地产口岸经济港珠澳大桥正式竣工验收并开通。在此基础上，公司将持续通过获取广告经营权、提供物业管理服务等方式深入口岸运营。根据广东省交通运输厅的统计数据，港珠澳大桥运营一周年共计往来旅客2,443.45万人次，最高日客流量约17.56万人次。在粤港澳大湾区深入发展背景下，预计口岸经济将依托港珠澳大桥作为核心枢纽进一步发展。

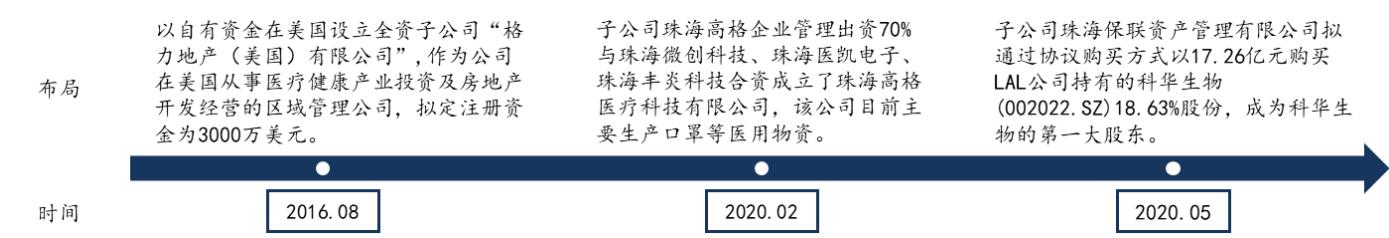
洪湾开港，海洋经济显潜力。2018年末，洪湾中心渔港正式开港，渔用岸线长达1,064米，可停泊渔船800艘以上，年渔货卸港量可达8万吨，并建有渔港庇护中心、补给中心、冷藏储冰库、拍卖厅、交易厅等。2019年公司渔获销售收入已达3.34亿元，预计未来将持续放量，形成规模优势从而提升利润率水平。同时，公司现代服务业、现代金融业也将配合地产、口岸和海洋三大主要产业布局持续推进，成为公司经营的重要补充。

3.2. 借力通用集团，深入布局医疗健康领域

本次重组后，在通用集团的助力下，格力地产的战略发展方向除免税和地产外，也将进一步深入发展医疗大健康领域。

格力地产在医疗健康领域的布局始于2016年8月，公司设立全资子公司格力地产（美国）有限公司，主要从事医疗健康产业投资及房地产经营开发。今年，在疫情背景下，公司加速大健康领域布局。2月，公司响应珠海市政府应援疫情防控需要，与珠海微创科技、珠海医凯电子、珠海丰炎科技合资成立珠海高格医疗科技有限公司，目前主要生产口罩等医用物资。5月，公司拟通过协议购买方式收购League Agent (HK) Limited（“LAL公司”）持有的科华生物（002022.SZ）18.63%的股份，成为科华生物第一大股东，已于6月8日完成股份过户登记。

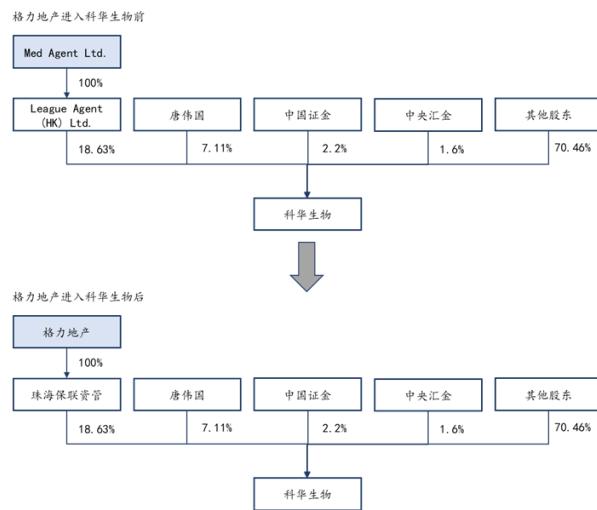
图 26：格力地产医疗健康领域布局路径



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

入股科华生物是公司医疗健康领域布局的实质性步伐，进一步完善和扩展了大健康板块产业布局。科华生物历经 30 多年发展，已经拥有免疫诊断、分子诊断、临床生化、快速诊断（POCT）、原料研发等几大技术平台，具有原料和产品的综合研发能力。截至 2019 年 12 月 31 日，科华生物拥有 230 余项获国家药品监督管理局 NMPA 批准的及 70 个经欧盟 CE 认证的试剂和仪器产品，先后出口至海外三十多个国家和地区。科华生物 2019 年实现营业收入 24.14 亿元，归母净利润 2.02 亿元。

图 27：格力地产进入科华生物前后股权结构情况



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 28：科华生物产品矩阵



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

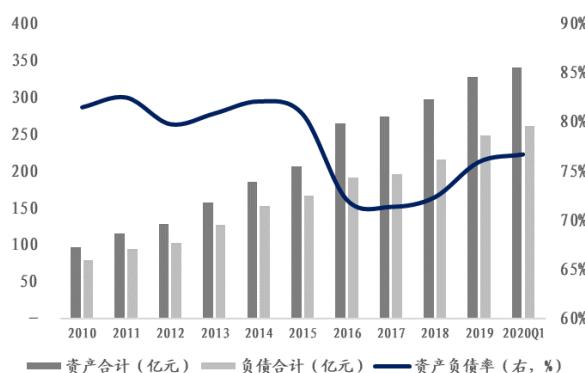
本次重组引入的战略投资者通用技术集团也将利用自身优势资源赋能大健康领域发展。通用技术集团系国内医药工业领域前五十强、医药商业领域国内第五大分销集团，拥有近百家医院，接近三万张床位，在综合医疗服务领域拥有一千多家医院客户和六十多家国际顶级医疗机构合作伙伴。

根据战略合作协议，通用技术集团将通过自身医药分销网络赋能格力地产医疗仪器融资租赁、新药开发、医院产品供应等环节，助力格力地产丰富医疗资源拓展，提高研发水平，优化供应链管理。

3.3. 资产负债率有所抬升，关注后续利润率提升及偿债压力

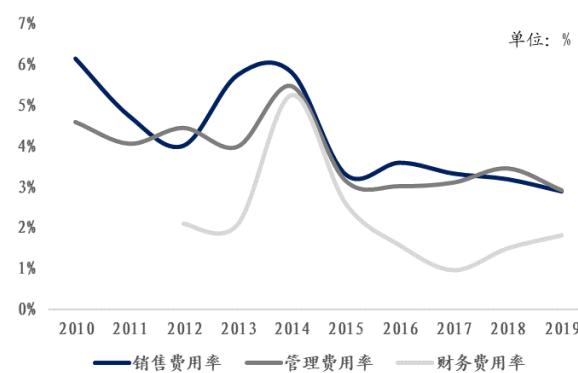
资产规模稳健增长，管理效率持续提升。公司上市以来资产规模持续稳健增长，2019 年末和 2020Q1 总资产分别达到 326.6 亿元 339 亿元。因地产行业特性，公司资产负债率较高，超过 70%。但在 2015 年之后，在去杠杆周期下，公司将资产负债率从 80%下降至 70%左右，而 2019 年末因新增的大量预收款项导致资产负债率有所提高，达到 75.92%；2020Q1 资产负债率进一步上升到 76.7%。同时，公司上市后管理效率持续提升，三项费用率均逐渐降低，2019 年销售、管理、财务费用率分别为 2.9%、2.9% 和 1.8%，合计 7.61%，保证了公司较高的营业利润率。

图 29：规模稳健增长，2019 年负债率因预收增加而上升



数据来源：Wind, 东吴证券研究所

图 30：管理效率逐渐提升，费用率控制良好



数据来源：Wind, 东吴证券研究所

新业务导致利润率承压，未来关注利润率提升。由于口岸和海洋经济业务处于起步阶段，整体业务利润率较低，导致公司销售净利率承压。2019 年 ROE 较 2018 年有所提升，主要是由于杠杆率和经营效率的上升。公司杠杆率已高于行业平均，未来 ROE 的提升仍需关注新业务利润率的提升空间。

表 14：净利率持续承压，2019 年杠杆和周转提高使 ROE 略有回升

杜邦分析	2015 年*	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年
ROE (%)	38.13%	10.72%	8.26%	6.40%	6.56%
销售净利率 (%)	53.82%	19.19%	19.91%	16.63%	12.56%
归母净利润/净利润(%)	100.09%	100.27%	100.16%	100.16%	99.97%
权益乘数	5.44	4.19	3.55	3.56	3.88
资产周转率	0.13	0.13	0.12	0.11	0.13

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

*2015 年由于出售所持格力电器股份，导致利润率较高

横向比较，公司资产负债率高于行业中位数，关注未来偿债压力。与市值相近的可比公司和行业中位数相比，公司 ROE 略低而资产负债率略高，尽管现金比率表现好于中位数，整体仍需关注杠杆率和短期偿债的压力。

表 15：相比行业中位数，现金比率较好，但资产负债率略高，仍需关注杠杆率和短期偿债压力

证券代码	证券简称	6 月 18 日市值	2019 年度 ROE	2019 年末资产负债率	2019 年末现金比率
600185.SH	格力地产	176.02 亿元	6.56%	75.92%	0.35
	行业中位数		7.03%	65.98%	0.26
600208.SH	新湖中宝	258.84 亿元	6.33%	75.69%	0.30
000402.SZ	金融街	200.56 亿元	10.32%	75.94%	0.22
600246.SH	万通地产	178.49 亿元	8.11%	34.85%	1.19
000046.SZ	泛海控股	193.30 亿元	5.26%	81.39%	0.58

数据来源：公司公告，Wind, 东吴证券研究所

4. 盈利预测与投资建议

4.1. 重组后，整合资源，协同发展，以免税+地产+大健康为大方向

本次重组将向格力地产注入盈利能力较强、发展前景较为广阔的免税业务。重组完成后，免税业务与公司现有的消费板块业务可互相补充，有利于业务和品牌推广。此外，公司通过多种方式参与港珠澳大桥珠海公路口岸运营，而珠免目前经营港珠澳大桥珠港口岸出境免税店，未来将实现公司的口岸经济业务与免税业务的联动。同时，本次重组引进战投通用投资，可以为公司在免税品业务带来战略性采购资源。公司将借助通用技术集团的战略性采购资源改善免税商品采购供应链，寻找优质货品并降低采购成本，提升免税商品的价格优势。通过本次重组，公司将发展成以免税业务为特色的大消费产业、发展可期的医疗大健康产业，以及坚持精品化路线的房地产业三大板块为核心的集团型公司。

根据公司规划，若本次重组成功完成，公司将保持珠免作为经营实体的存续，并保持珠免经营管理团队的基本稳定。为了充分发挥协同效应，公司在业务、资产、财务、人员与机构等方面进行整合。

表 16：重组后，公司整体整合计划

整合方向	整合计划
业务整合	珠海免税集团的业务将纳入上市公司整体业务体系。另外公司将与珠免通过打造线上线下融合的多元业态，进一步强化有税业务经营。
资产整合	珠海免税集团将作为独立的企业法人，继续拥有其法人资产。
财务整合	珠海免税集团将按照上市公司财务管理体系要求，结合行业特点及业务模式，搭建符合上市公司要求的财务核算体系和内部控制制度。
人员机构整合	将保持珠海免税集团现有经营管理团队的基本稳定，继续充分发挥其具备的行业经验及业务能力，保持经营稳定性。同时，也将通过开展培训、企业文化交流等措施，增强珠免员工的文化认同感和规范运营意识。

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

4.2. 盈利预测

免税板块：1) 预计受疫情影响，拱北口岸客流量 2020 年 2-4 月仅为 2019 年同期 10%，5 月恢复到 30%，并开始逐步恢复到正常水平。预计 20-22 年拱北口岸客流量分别为 0.76 亿人次/1.53 亿人次/1.62 亿人次；

2) 预计 2 年内随着拱北口岸新联检大楼的落地及港珠澳大桥入境店的开业，香化品类占比将逐步提高，并带动转化率和客单价的逐步提升；

3) 预计随着港珠澳大桥入境店的开业和客流量的提升，拱北口岸收入占整体免税收入比逐渐降低；

4) 成本端和费用端，预计在供应链持续优化升级和直采比例提升背景下，利润率水平保持在高位。

尽管疫情对口岸客流的影响将使短期免税业务承受较大压力，但不改变中长期免税业务持续向好的前景。基于老店扩容、新店开业和供应链优化整合的发展逻辑，预计免税业务 20-22 年分别实现营业收入 11.2/31.3/38.7 亿元，同比增长-53.3%/178.8%/23.9%；对应珠免集团总营收为 12.5/34.8/45.6 亿元。预计 20-22 年可实现归母净利润 2.7/9.4/13.3 亿元，增长率为-71.8%/253.1%/41.5%。

表 17：珠免板块盈利预测

	2019A	2020E	2021E	2022E
拱北口岸客流量（亿人次）	1.45	0.76	1.53	1.62
yoy	8.2%	-47.5%	101.2%	5.7%
免税业务收入（预测数，百万元）	2,402	1,122	3,128	3,875
yoy	18.3%	-53.3%	178.8%	23.9%
珠免集团总营收（百万元）	2,669	1,247	3,475	4,559
yoy	18.3%	-53.3%	178.8%	23.9%
归母净利润（百万元）	944	266	941	1,332
yoy	46.8%	-71.8%	253.1%	41.5%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

地产板块：假设无新增项目计划，预计受疫情影响，工程施工进度延后，预计 20-22 年分别实现营业收入 36.3/47.4/57.2 亿元，同比增速-13.4%/30.5%/20.7%；分别实现净利润 4.9/8.9/12.4 亿元，增长率为-6.3%/80.0%/39.9%。

表 18：地产板块盈利预测

	2019A	2020E	2021E	2022E
地产板块营收（百万元）	4,193	3,631	4,736	5,715
yoy	36.2%	-13.4%	30.5%	20.7%
归母净利润（百万元）	526	493	887	1,241
yoy	2.7%	-6.3%	80.0%	39.9%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

本组交易属于关联交易构成重大资产重组。若本次重组成功，合并而言，预计 20-22 年营收分别为 48.8/82.1/102.7 亿元，归母净利分别 7.6/18.3/25.7 亿元。假设按 15 倍 PE、75% 股权支付比例进行本次重组，共需增发约 19.7 亿股，重组后总股本 40.31 股，则 20-22 年对应 EPS 分别为 0.19/0.45/0.64 元/股。

表 19：若重组成功，合并后盈利预测情况

单位：百万元	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	4,193	4,877	8,211	10,273
	yoY 36.2%	16.3%	68.4%	25.1%
归母净利润	526	759	1,828	2,573
	yoY 2.7%	44.2%	140.9%	40.8%
总股本	2,061	4,031	4,031	4,031
每股收益（元/股）	0.27	0.19	0.45	0.64
2020/6/23 股价	11.36	11.36	11.36	11.36
PE（倍）	44.5	60.4	25.1	17.8

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

4.3. 估值及投资建议

地产板块：我们使用 RNAV 测算公司地产板块估值水平。公司目前在手项目地产净资产权益增加值（NAV）约为 70.7 亿元，考虑 2019 年末归母净资产约 78.6 亿元，合计地产板块 RNAV 约 149.3 亿元。参考可比房企，如万科 A、保利地产等，RNAV 平均折价约 20%。因此考虑 RNAV 20% 折价后，地产板块参考市值约 119 亿元。

表 20：格力地产 RNAV 估值约 149 亿元

项目	金额（亿元）
地产净资产权益增加值（NAV）	70.7
2019 年归母净资产	78.6
RNAV (=NAV+归母净资产)	149.3
RNAV 折价	20%
参考市值	119.4

数据来源：Wind，东吴证券研究所

免税板块：免税赛道拥有行业空间大、牌照稀缺、利润高等特点，在政策支持带动下，行业整体高速增长。在此背景下，考虑珠免未来利润率进一步提升、粤港澳大湾区区位优势带来的客流增长及离岛、市内免税店预期，给予 50 倍 PE 估值，按 2021 年预计可实现净利约 9-10 亿元，若本次重组顺利完成，则免税板块目标市值区间为 450-500 亿元。

假设按照 15 倍 PE 和 75% 股权支付比例进行重组，同时考虑配套融资（假设募集资金及对应发行股份均达到上限），发行后总股本约为 40.31 亿股。基于 6 月 24 日收盘价，**格力地产备考市值约 458 亿元**，其中，原地产板块市值约 119 亿元；隐含免税板块市值约 339 亿元，免税板块对应 20-22 年估值分别为 127.2x / 36.0x / 25.5x PE。

投资建议：免税板块有望带动盈利、估值双重提升，建议持续关注。本次重组由珠海国资委主导，是其进行国企改革和国有资产证券化的重要尝试，我们预计重组方案成

功实施的概率较高。重组后，免税板块的营收体量和突出的盈利、现金流水平将大幅增厚格力地产的业绩表现。同时，考虑重组带来的协同效应带动各业务板块高速增长。另一方面，资本市场对稀缺免税牌照资源显著偏好，预计本次重组有望带动格力地产实现盈利、估值双重提升，长期看好公司未来发展前景，首次覆盖给予“买入”评级。

表 21：可比公司估值表

证券代码	公司	2020/6/24		EPS			P/E			备注	
		股价(元)	市值(亿元)	20E	21E	22E	20E	21E	22E		
601888.SH	中国中免	127.30	2,486	1.42	2.97	3.67	89.6	42.9	34.7	Wind一致预期	
DUFN.SIX	Dufry	232.84	118	-93.92	-11.69	11.04	N/A	N/A	21.1	彭博一致预期	
004990.KS	Lotte	205.03	209	3.90	8.76	12.01	52.6	23.4	17.1	彭博一致预期	
008770.KS	Shilla	403.10	169	-12.05	30.56	37.51	N/A	13.2	10.7	彭博一致预期	
600185.SH	格力地产	11.36		234; 458*	0.19	0.45	0.64	60.4	25.1	17.8	备考数据

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

*假设按 15 倍 PE 和 75% 股权支付比例重组，基于 6 月 24 日收盘价的备考市值

5. 风险提示

本次资产重组存在失败可能性。本次重组属于重大资产重组，需经中国证监会核准，目前尚未取得核准，存在失败的可能性。

重组进程存在不确定性。本次重组自相关重组协议签署之日起至最终实施完毕存在一定时间跨度，目前相关审计、评估工作尚未完成、最终交易方案尚未确定，存在交易可能被暂停、中止或取消的风险。

收购整合风险。由于格力地产目前与珠海免税集团在业务模式、经营方式、企业文化 and 组织模式等方面均存在一定的差异，因此格力地产与珠海免税集团能否实现有效整合并充分发挥其竞争优势存在不确定性。

疫情持续反复带来宏观经济波动，导致重组效果不如预期。重组注入免税业务与线下出入境客流量相关度较高，疫情持续蔓延可能影响客流与整体消费复苏进度。

地方政策可能存在波动，影响公司业务。公司原有主业与新注入免税业务目前均集中于珠海地区，地方政策可能存在波动，从而对公司业务产生重大影响。

格力地产三大财务预测表

资产负债表 (百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E	利润表 (百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E
	流动资产	27,380	35,246	49,450	50,408	营业收入	4,193	4,877	8,211
现金	3,014	3,551	5,534	9,802	减: 营业成本	2,932	3,550	5,077	5,873
应收账款	253	432	720	721	营业税金及附加	141	268	462	497
存货	23,753	30,959	42,749	39,527	营业费用	121	158	259	320
其他流动资产	361	305	447	358	管理费用	122	152	258	324
非流动资产	5,283	13,295	15,000	16,526	财务费用	76	-241	-265	-150
长期股权投资	0	0	0	0	资产减值损失	-107	0	0	0
固定资产	163	457	1,121	1,849	加: 投资净收益	7	18	10	13
在建工程	549	1,110	2,172	2,969	其他收益	3	1	1	1
无形资产	2	1	1	1	营业利润	706	1,009	2,431	3,423
其他非流动资产	4,569	11,727	11,705	11,707	加: 营业外净收支	2	-0	-1	1
资产总计	32,663	48,541	64,450	66,934	利润总额	708	1,009	2,430	3,424
流动负债	8,720	8,902	17,604	15,908	减: 所得税费用	182	251	604	853
短期借款	76	76	76	76	少数股东损益	0	-1	-2	-2
应付账款	1,220	1,415	2,353	2,006	归属母公司净利润	526	759	1,828	2,573
其他流动负债	7,425	7,411	15,175	13,826	EBIT	1,605	1,499	3,068	4,096
非流动负债	16,079	22,545	28,127	30,310	EBITDA	1,665	1,553	3,166	4,234
长期借款	14,894	20,525	26,106	28,290	重要财务与估值指标	2019A	2020E	2021E	2022E
其他非流动负债	1,185	2,021	2,021	2,021	每股收益(元)	0.26	0.19	0.45	0.64
负债合计	24,799	31,447	45,731	46,218	每股净资产(元)	3.81	4.24	4.64	5.14
少数股东权益	10	9	7	4	发行在外股份(百万股)	2061	4031	4031	4031
归属母公司股东权益	7,854	17,085	18,712	20,712	ROIC(%)	4.5%	2.5%	4.2%	5.0%
负债和股东权益	32,663	48,541	64,450	66,934	ROE(%)	6.7%	4.4%	9.8%	12.4%
现金流量表 (百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E	毛利率(%)	30.1%	27.2%	38.2%	42.8%
经营活动现金流	1,725	-8,993	-4,550	1,660	销售净利率(%)	12.6%	15.6%	22.3%	25.0%
投资活动现金流	64	-8,046	-1,792	-1,650	资产负债率(%)	75.9%	64.8%	71.0%	69.0%
筹资活动现金流	-843	17,577	8,324	4,258	收入增长率(%)	36.2%	16.3%	68.4%	25.1%
现金净增加额	951	538	1,983	4,268	净利润增长率(%)	2.7%	44.2%	140.9%	40.8%
折旧和摊销	60	54	98	138	P/E	44.49	60.36	25.05	17.80
资本开支	52	6,693	1,706	1,526	P/B	2.98	2.68	2.45	2.21
营运资本变动	970	-9,544	-6,197	-884	EV/EBITDA	36.92	44.93	24.03	18.06

数据来源：贝格数据，东吴证券研究所

备注：1. 本模型中股本为备考数据，基于本次交易以 15 倍 PE 及 75% 股份支付比例的假设、同时考虑配套融资

(假设募集资金及对应发行股份均达到上限) 进行测算得到。

2. 由于重组方案细节仍未确定，以上模型仅供参考。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(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。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,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,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。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出自为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

买入: 预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘在15%以上;

增持: 预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘介于5%与15%之间;

中性: 预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与5%之间;

减持: 预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间;

卖出: 预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级:

增持: 预期未来6个月内,行业指数相对强于大盘5%以上;

中性: 预期未来6个月内,行业指数相对大盘-5%与5%;

减持: 预期未来6个月内,行业指数相对弱于大盘5%以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街5号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>