格力地产（600185）

地产逆势丰收，珠免收购草案出炉，强强联合打造免税“新”势力

买入（维持）

2020 年 11 月 04 日

证券分析师 汤军
执业证号：S0600517050001
021-60199793
tangj@dwzq.com.cn
研究助理 樊荣
fanr@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	4,193	5,871	8,265	9,261
同比（%）	36.2%	40.0%	40.8%	12.0%
归母净利润（百万元）	526	727	1,447	1,686
同比（%）	2.7%	38.1%	99.1%	16.5%
每股收益（元/股）	0.26	0.15	0.30	0.34
P/E（倍）	40.03	68.94	34.63	29.71

投资要点

- **珠免收购草案出炉，40 年免税老兵登陆资本市场渐行渐近：**继 5 月末披露交易预案后，公司持续推进重组进程。10 月 30 日晚公布收购珠免并募集配套资金报告书草案，拟**以 4.3 元/股向珠海国资委和城建集团共发行 26.55 亿股并支付 8 亿现金收购珠免 100%股权，交易对价约 122.15 亿元**，对应 17.9 倍 PE 和 3.36 倍 PB，对比可比交易，仍处合理区间。同步将引入战投，拟向通用投资发行不超过 1.86 亿股配套融资不超过 8 亿元，用以支付现金对价。根据草案，重组后，实控人仍为珠海市国资委，而**公司股本将达到约 49.02 亿股，备考市值达 501 亿元**。

- **立足粤港澳大湾区，深耕口岸免税独特业态：**珠免拥有 40 年免税经验，**19 年营收 26.5 亿元，其中免税 25.1 亿元（+20.0%），占比达 94.6%**。拥有**全国最大的陆路口岸免税店**的珠免长期深耕大湾区，聚焦口岸免税独特业态，产品以烟酒为主（占比超 90%）；同时受益租金优势，**19 年归母净利率达 25.7%**，优势明显。尽管疫情下口岸免税承压明显，20H1 总营收仅 4.63 亿元，但 Q3 随客流恢复已迅速回暖，未来确定性仍强。

- **强强联合打造免税“新”势力，深化珠海基本盘，展望全国布局：**未来在老店扩容和新店拓展的驱动下，有望进一步拓展香化品类并提高直采比例，借力大湾区挖掘口岸免税潜力，提升收入和毛利率，构筑基本盘；同时，将与格力地产协同，展望海南乃至全国布局，享受免税时代红利。

- **地产主业逆势丰收，驱动盈利持续增长：**同日公司发布 20 年三季报，延续 20H1 增长态势，前三季度实现营收 42.5 亿元（+23.85%），实现归母净利 5.97 亿元（+19.02%）。**20Q3 单季实现营收 12.7 亿元（+66.7%）、归母净利 1.75 亿元（+86.41%）。**分拆来看，20 年地产业务逆势丰收，重庆项目开售带来增长，20H1 地产营收 26.55 亿元（+111.7%）；同时渔获业务迅速放量，20H1 营收 1.79 亿元（+367.9%）；代建项目因港珠澳大桥的建成开通而收入锐减，但渔港项目持续开发中，未来有望贡献增量收益。Q3 单季继续逆势增长态势，预计仍由地产和海洋经济驱动。

- **盈利预测与投资评级：**通过重组引入珠免，深入挖掘珠海口岸免税业态潜力，展望海南乃至全国布局。消费回流主旋律下，坚定看好免税业务的成长空间和盈利能力。同时重组的协同效应将带动各业务板块高速成长。我们预计 20-22 年合并营收分别为 58.7/ 82.7/ 92.6 亿元，同比增速 40.0%/ 40.8%/ 12%，归母净利 7.3/ 14.5/ 16.9 亿元，按重组后总股本 49.02 亿股，对应 EPS 0.15/ 0.30/ 0.34 元/股，现价动态 PE 68.9/ 34.6/ 29.7 倍。**看好重组下强强联合和免税业态的发展潜力，维持“买入”评级。**

- **风险提示：**若次资产重组存在失败可能性；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风险。

股价走势

市场数据

收盘价(元)	10.22
一年最低/最高价	3.74/18.10
市净率(倍)	2.50
流通 A 股市值(百万元)	21064.35

基础数据

每股净资产(元)	4.09
资产负债率(%)	77.08
总股本(百万股)	2061.09
流通 A 股(百万股)	2061.09

相关研究

1、《格力地产（600185）：【东吴社服.汤军】格力地产：收购引战同步走，打造资本市场免税新力量》2020-07-02

请务必阅读正文之后的免责声明部分

内容目录

1. 珠免收购草案出炉，40 年免税老兵登陆资本市场渐行渐近 4
1.1. 珠免交易对价约 122.15 亿元，对应 19 年归母净利约 17.9 倍 PE 4
1.2. 合计拟发行约 28.41 亿股，占发行前股本 137.8% 4
1.3. 免税业态逐渐恢复，业绩承诺达标确定性强 7
2. 强强联合打造免税“新”势力，立足珠海，展望全国 8
2.1. 立足粤港澳大湾区，深耕口岸免税独特业态，构建珠免基本盘 8
2.2. 老店扩容、新店拓展，品类扩张可期，借力大湾区打开口岸免税空间 10
2.3. 格力地产中标三亚核心地块，强强联合下，展望海南乃至全国布局 11
3. 中报+三季报：地产主业逆势丰收，医疗布局有望贡献稳定收益 12
3.1. 精品地产实现高增长，海洋经济业务迅速放量 12
3.2. 多年积累布局医疗健康，投资收益靓丽 13
4. 盈利预测与投资建议 15
4.1. 盈利预测 15
4.2. 估值与投资建议 17
5. 风险提示 19

图表目录

图 1：本次重组前，格力地产与珠海免税集团股权结构 5
图 2：本次重组后，格力地产股权结构图 6
图 3：疫情下免税业务承压明显（万元） 7
图 4：大陆访澳人数 Q3 迅速恢复，访港仍需观望（人次） 7
图 5：珠免主要免税店收入一览（万元） 9
图 6：珠免主要免税店毛利率（%） 9
图 7：以拱北口岸关外店，烟酒产品占比达 91% 10
图 8：珠免毛利率与中免接近，略低于海免 10
图 9：疫情下免税业务承压明显（万元） 12
图 10：大陆访澳人数 Q3 迅速恢复，访港仍需观望（人次） 12

表 1：收购珠免评估值及对价情况（单位：万元） 4
表 2：本次交易发行股份及现金支付方案 5
表 3：本次交易前后公司股权结构情况一览 6
表 4：本次交易前后每股收益对比 7
表 5：珠免集团主要免税店一览 8
表 6：格力地产中标三亚核心地块 11
表 7：天津滨海机场进境免税店历史业绩表现（万元） 11
表 8：格力地产 20H1 开发产品余额情况一览（万元） 13
表 9：格力地产 20H1 开发产品余额情况一览（万元） 13
表 10：珠免集团盈利预测（百万元） 15
表 11：格力地产原有业务盈利预测 16
表 12：若重组成功，合并后盈利预测情况 17
表 13：格力地产 RNAV 估值约 1 亿元 17

1. 珠免收购草案出炉，40 年免税老兵登陆资本市场渐行渐近

10 月 30 日晚，格力地产发布公告《发行股份及支付现金购买资产并募集配套资金暨关联交易报告书（草案）》明确相关交易细节：国企深化改革继续，格力地产拟亿 4.3 元/股分别向珠海国资委和城建集团发行 21.87 亿股和 4.67 亿股并向城建集团支付 8 亿元现金，以收购珠海免税集团 100%股权。同步。公司将引入战投骨干央企通用技术集团下属通用投资，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%，募资不超过 8 亿元，扣除发行费用后将用于支付上述交易中的现金对价。

1.1. 珠免交易对价约 122.15 亿元，对应 19 年归母净利约 17.9 倍 PE

继 5 月末披露交易预案后，公司持续推进收购和重组进程。截至草案公告日，本次交易已获得珠海市国资委原则性同意和城建集团内部决策通过；交易预案和正式方案已获上市公司董事会审议通过；交易涉及的标的的资产评估结果已经报珠海市国资委备案。

本次交易标的即珠海免税集团 100%股权，中联评估以 2020 年 3 月 31 日为评估基准日，通过收益法和资产基础法进行评估，并以收益法为最终评估结论：模拟合并下，珠免归属于母公司股东的全部权益价值账面值约 32.86 亿元，评估值为 125.66 亿元，增值率 282.43%。评估基准日后，考虑珠免向珠海市国资委上缴利润约 3.51 亿元，最终确定珠免 100%股权的交易对价为 122.15 亿元。对应 2019 年珠免归母净利 6.81 亿元，则约 17.9 倍 PE；对应 2021 年 3 月 31 日归母权益约 3.36 倍。

表 1：收购珠免评估值及对价情况（单位：万元）

标的资产	评估值	向珠海国资委上缴	交易对价	珠免 19 年归母净利润	PE（倍）	PB（倍）
珠免 100%股权	1,256,600	35,080	1,221,520	68,113	17.93	3.36

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

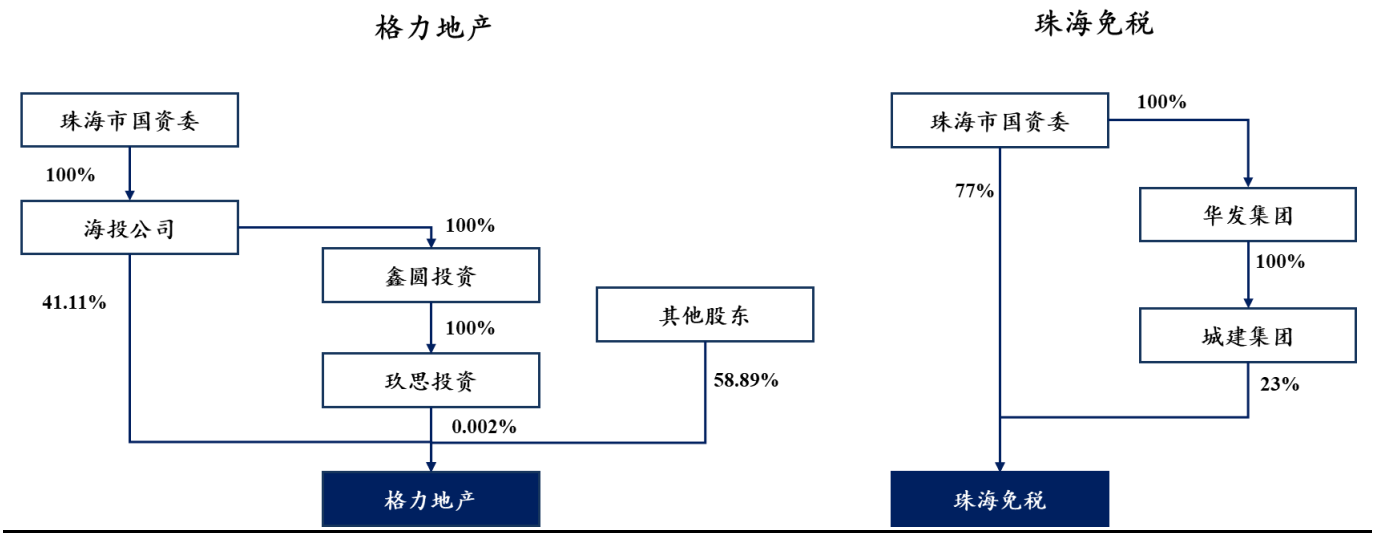
参考海免并购案例，本次交易对价在合理估值区间。参考中免收购海免方案，即以 20.65 亿元收购海免 51%股权，对应海免 2019 年 2.62 亿归母净利，则对应 PE 约 15.4 倍，对应 PB 约 13.1 倍。而本次珠免交易对价对应 PE 17.9 倍、PB 3.36 倍，横向比较下，PE 较接近，而 PB 更低，因此本次交易对价仍在合理估值区间内。

1.2. 合计拟发行约 28.41 亿股，占发行前股本 137.8%

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。本次重组前，有珠海国资委 100%控股的海投公司持有格力地产 41.11%股权，是公司的第一大股东和实际控制人。而珠海免税集团则是由珠海国资委直接持股 77%并通过城建集团间接持股 23%。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

图 1：本次重组前，格力地产与珠海免税集团股权结构



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

拟发行 26.55 亿股收购珠免。根据交易草案，公司拟以 4.3 元/股的价格分别向珠免股东珠海国资委和城建集团发行 21.87 亿股和 4.67 亿股，合计发行比例占发行前股本的 128.8%，股份对价约 114.15 亿元。公司将以现金形式向城建集团支付交易对价剩余的 8 亿元。

表 2：本次交易发行股份及现金支付方案

发行对象	持有珠免股份	交易价格（万元）	发行价格（元/股）	发行数量（百万股）	股份对价（万元）	现金对价（万元）
珠海市国资委	77%	940,570.45	4.30	2,187.37	940,570.45	0.00
城建集团	23%	280,949.61	4.30	467.32	200,949.61	80,000.00
合计	**100%**	**1,221,520.06**	**4.30**	**2,654.70**	**1,141,520.06**	**80,000.00**

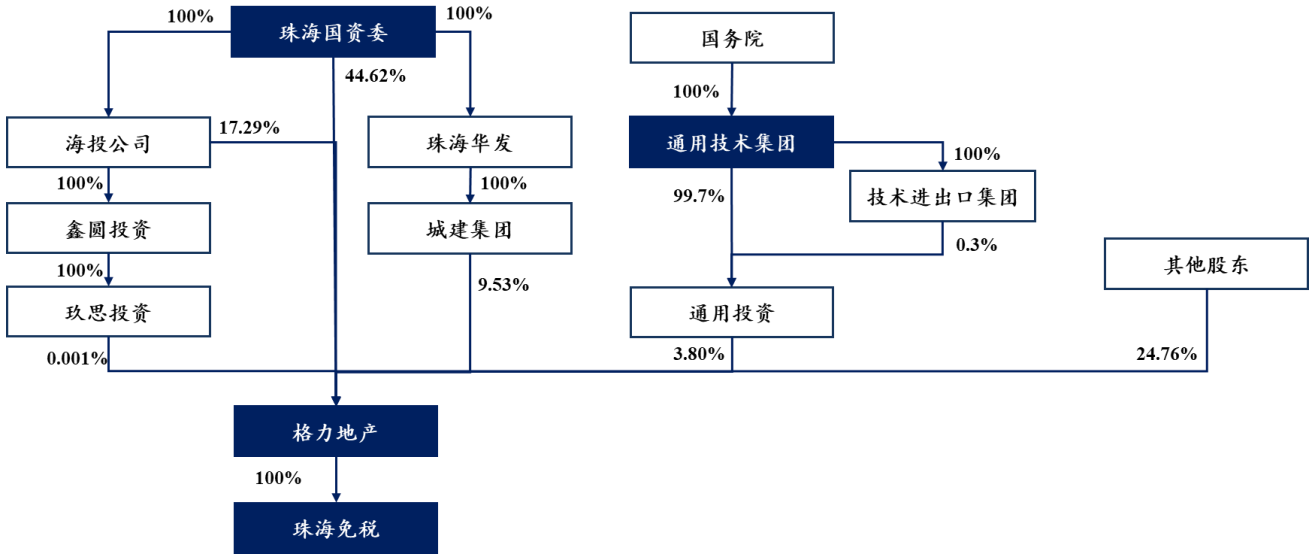
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

同步，公司将引入战略投资人，充分发挥协同效应。公司已经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，并将进行配套融资。拟向通用投资发行不超过约 1.86 亿股，占发行前股份比例约 9.03%，发行价格不超过 4.30 元/股，合计募资不超过 8 亿元。配套募资所得款项将用于支付本次交易的现金对价。

本次重组完成后，珠海国资委通过直接加间接将合计持股约 71.44%，仍为公司的实际控制人。同时本次交易后，珠海国资委、城建集团将承诺“36+6”的锁定期，即锁定 36 个月，同时若交易完成后 6 个月内如公司股价连续 20 个交易日的收盘价低于发行价，或者交易完成后 6 个月期末收盘价低于发行价的，锁定期将自动延长 6 个月。而海投公司、玖思投资和通用投资将承诺 18 个月的锁定期。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

图 2：本次重组后，格力地产股权结构图



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

表 3：本次交易前后公司股权结构情况一览

	交易前		交易后		
股东名称	持股数量（百万股）	持股比例	持股数量（万股）	持股比例	锁定期（月）
珠海市国资委	0.00	0.00%	2,187.37	44.62%	36+6
海投公司	847.34	41.11%	847.34	17.29%	18
玖思投资	0.04	0.00%	0.04	0.00%	18
城建集团	0.00	0.00%	467.32	9.53%	36+6
通用投资	0.00	0.00%	186.05	3.80%	18
其他社会股东	1,213.71	58.89%	1,213.71	24.76%	
合计	**2,061.09**	**100.00%**	**4,901.84**	**100.00%**	

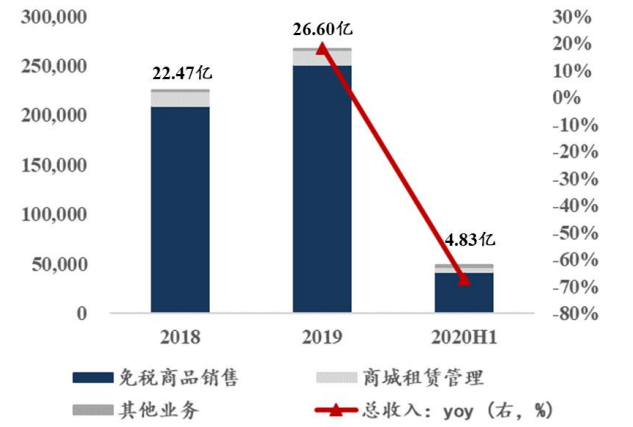
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

托管和无偿划转事项将于交易协议生效之日起解除。根据珠海市国资委下发的《关于部分企业托管的通知》和《关于无偿划转海投公司 100%股份的通知》（国资[2020]79 号文件），珠海国资委均定由免税集团托管海投公司，并将无偿划转海投公司至免税集团。目前珠海市国资委、免税集团、海投公司未签署相关托管协议，也未签署无偿划转协议。考虑到本次重组属于国企重组整合的一部分，因此相关托管和无偿划转事项将于交易协议生效之日起解除。

1.3. 免税业态逐渐恢复，业绩承诺达标确定性强

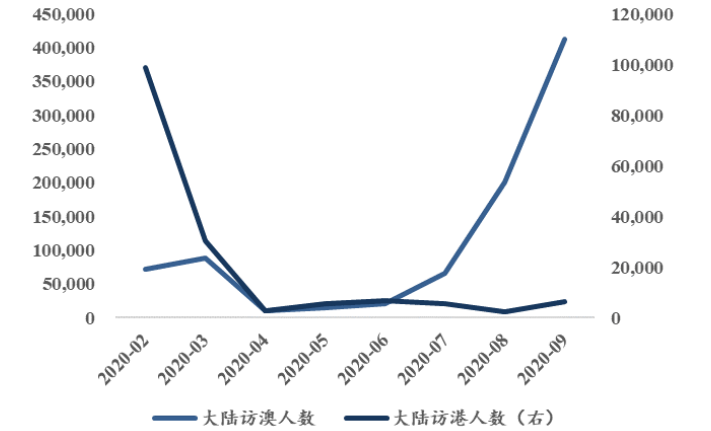
疫情下免税业态承压明显，Q3 访澳人数迅速回暖，预计免税业态有望逐步恢复。由于受到疫情冲击，口岸出入境政策调整，20H1 珠海-澳门口岸出入境客流量大幅减少，因此珠免上半年仅实现营收 4.83（-67.36%），其中免税业态收入仅 4.16 亿元。随着疫情的逐步缓和，澳门通关政策首先放宽，大陆访澳人数在 Q3 迅速恢复。Q3 大陆访澳人数共计 67.98 万人次，环比增长约 1,366%，有望带动拱北口岸等珠免核心免税店收入逐步恢复。

图 3：疫情下免税业务承压明显（万元）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 4：大陆访澳人数 Q3 迅速恢复，访港仍需观望（人次）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

疫情放大增发稀释效应，业绩承诺偏谨慎防守，达标确定性高。由于疫情对 20 年珠免业绩的重大冲击，放大了本次交易的稀释效应。常态下，2019 年交易前后基本每股收益分别为 0.27 元/股和 0.25 元/股；而疫情冲击下，20H1 交易前后基本收益分别为 0.23 元/股和 0.10 元/股。而在疫情尚未完全解除的情况下，本次交易的业绩承诺设定相对偏谨慎和防守，我们预计是对于当前存量免税业态的底线目标，珠海国资委、城建集团承诺珠免的免税业务部分于 21-23 年实现净利分别不低于 55,037.53 万元、64,027.18 万元（+16.4%）、74,688.19 万元（+16.5）。根据珠免历史经营数据来看，在疫情没有重大反复的情况下，我们认为实现业绩承诺的概率很大。

表 4：本次交易前后每股收益对比

期间	2019	2019	2020 H1	2020 H1
项目	交易前	交易后	交易前	交易后
归母净利润（万元）	52,627.85	119,560.45	42,222.47	48,169.43
扣非归母净利润（万元）	51,259.07	119,459.00	41,876.88	47,931.60
基本每股收益（元/股）	0.27	0.25	0.23	0.10
扣非基本每股收益（元/股）	0.27	0.25	0.23	0.10

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

2. 强强联合打造免税“新”势力，立足珠海，展望全国

珠免起源于 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，拥有 40 年免税经营经验。珠免 2019 年实现主营业务收入 26.5 亿元，其中免税收入占比达 94.6%，实现约 25.1 亿元（+19.95%）。

2.1. 立足粤港澳大湾区，深耕口岸免税独特业态，构建珠免基本盘

珠免深耕珠海免税市场，聚焦口岸免税业态，拥有全国最大的陆路口岸免税店，拱北口岸免税店。除了拱北外，公司还拥有九州港、横琴、港珠澳大桥、天津滨海机场等多个免税商店。另外，珠免与中免、深圳广立威、深圳嘉豪、深圳新确数码等合资成立上的珠海中免，并持有其 51%股权，旗下拥有拱北口岸进出境店和横琴口岸店。

表 5：珠免集团主要免税店一览

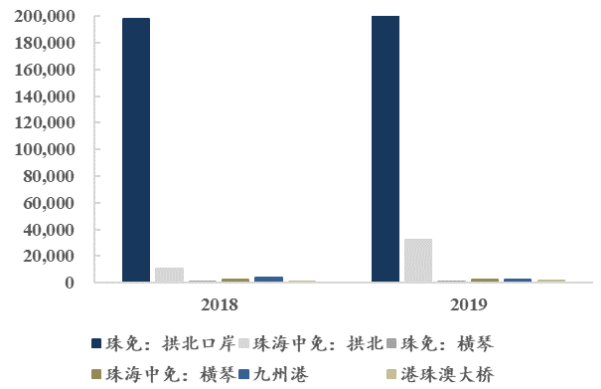
免税店	类型	所属	签约情况	特色
九洲港关外免税商店（进境商店及出境商店）	口岸免税店	珠免	拥有关外免税物业使用权，可持续使用口岸物业 近期拟重建港口客运大楼，临时旅检大厅租赁期限自 2019 年 6 月 14 日至九州港口岸投入使用	珠港水路口岸，沿海最大港口客运站之一； 自有物业使用权；
拱北关外免税商店（进境商店及出境商店）	口岸免税店	珠免	拥有关外免税物业使用权，可持续使用口岸物业	全国最大的陆路口岸免税店；自有物业使用权
横琴关外免税商店（出境商店）	口岸免税店	珠免	2020 年 8 月横琴口岸转场至新建永久口岸，租赁期限自 2017 年 11 月 1 日起暂定 3 年	珠澳 24 小时通关口岸
港珠澳大桥珠港口岸出境免税商店	口岸免税店	珠免	租赁期限自实际交付使用日（即 2018 年 11 月 1 日）起 10 年	大湾区经济互促共赢的交通新枢纽；
天津滨海国际机场口岸进境免税商店	机场免税店	珠免天津	2017 年中标，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
拱北口岸进境免税商店	口岸免税店	珠海中免	2017 年中标取得五年经营权； 租赁期限自 2018 年 1 月 1 日至 2022 年 12 月 31 日。	-
拱北口岸出境免税商店	口岸免税店	珠海中免	租赁期限自 2018 年 1 月 1 日至 2022 年 12 月 31 日。	-
横琴口岸出境免税商店	口岸免税店	珠海中免	2020 年 8 月转场至新建永久口岸，租赁期自 2017/11/1 起暂定 3 年	-

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

2019 年珠免拱北口岸关外店实现营业收入约 20.05 亿元，若考虑珠海中免（中免 51%控股，纳入合并报表范围）的拱北口岸店 2019 年收入 3.19 亿元，则整体拱北口岸收入贡献约 23.24 亿元，占免税收入约 92.6%。

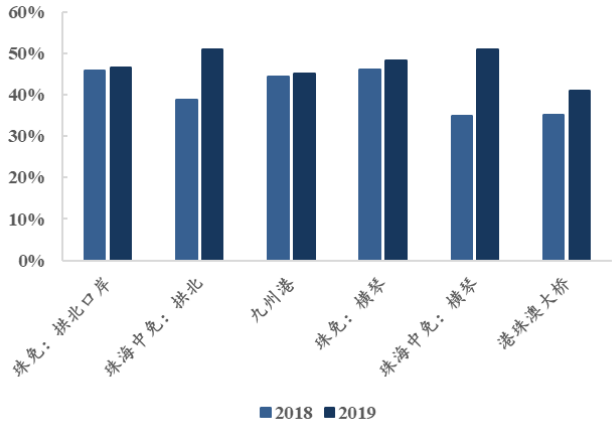
毛利率角度，主要免税店毛利率均在 45%-50%之间。珠免旗下拱北口岸关外店毛利率 18-19 毛利率分别为 45.7%和 46.5%，基本保持稳定。珠海中免的拱北口岸店和横琴口岸店 2018 年毛利率较低主要是由于 2018 年基本为首年营业，处于爬坡期。而珠港澳大桥店 18-19 毛利率分别为 35.1%和 41.1%，除了首年爬坡期原因外，也与产品结构有关，根据草案的收益预测推算，珠港澳大桥店中毛利率相对较低的酒类产品占比较高，因此整体毛利率偏低。

图 5：珠免主要免税店收入一览（万元）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 6：珠免主要免税店毛利率（%）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

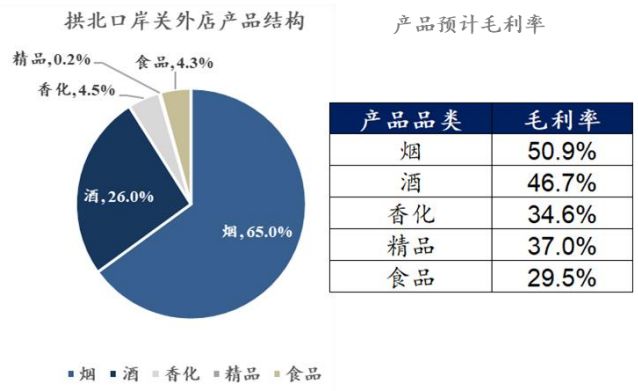
产品结构以烟酒为主，占比超 90%。以销售体量最大的拱北口岸关外店为例，根据草案披露的收益预测推算，我们预计拱北口岸关外店销售品类将区别于以香化品类为主的机场免税店，而是以烟、酒品类为主。这样的产品结构也和区位和口岸免税业态的特点相匹配：即（1）港澳地区对烟、酒税负较高，口岸免税店有较大的价格优势；（2）口岸免税店，不同于机场免税店消费者有充分时间对香化类产品比对挑选，口岸通关人群停留时间较短，更适合消费者购买目标明确的烟酒类商品。

烟类毛利率超 50%，香化类毛利率提升空间大。以拱北关外店为例，烟、酒、香化、食品和精品的毛利率分别约为 50.9%、46.7%、34.6%、37.0%、29.5%，结合占比平均毛利率约 48.12%。烟类产品的毛利率最高达 50.9%。而香化品类毛利率仅 34.6%，主要是由于经营场所的限制，导致香化品类的展示区域相对受限，因此品牌布局不够完善，同时直采比例相对较低。

横向比较，珠免毛利率与中免接近，略低于海免。2019 年中免毛利率约 49.4%、海免可达到 57.1%，珠免毛利率与中免接近，但略低于海免。而 20H1，珠免毛利率逆势增加到 52.6%，推测可能和疫情下的产品结构变化有关。而中免因采取较大的折扣促销力度，因而毛利率下降较大。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

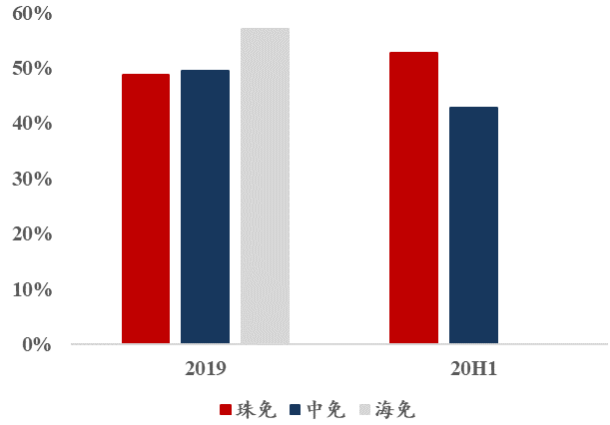
图 7：以拱北口岸关外店，烟酒产品占比达 91%



产品品类	毛利率
烟	50.9%
酒	46.7%
香化	34.6%
精品	37.0%
食品	29.5%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 8：珠免毛利率与中免接近，略低于海免



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

珠免受益于扣点租金优势，利润率优势明显。珠免 2019 年归母净利率 25.67%，较中免 9.65%和海免 8.13%的归母净利率优势显著。主要原因在于珠免独特口岸免税业态下拥有显著的扣点租金优势。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，因此租金优势显著。

2.2. 老店扩容、新店拓展，品类扩张可期，借力大湾区打开口岸免税空间

拱北扩容在即，港珠澳大桥珠澳、珠港等新店即将开业。拱北口岸联检楼正在实施整体改造，经珠海市人民政府批准并经珠海市香洲区发展和改革局立项，免税集团同步对该项房屋进行改扩建，预计整体建筑面积将达到 3,880 平方米。据广东政务服务网项目信息公开，拱北口岸免税商场改扩建项目预计在 2020 年 9 月前完工，考虑到疫情对工程造成的影响，我们预计拱北扩容有望在 21 年春季落地开业。同时目前已有多个储备新店，包括港珠澳大桥珠澳店预计 2021 年 7 月开始营业；珠港店预计 2021 年 1 月开始营业；对澳港方向出境店目前装修中，预计 2021 年 4 月开始营业；对澳门市内店预计 2021 年 1 月开始营业等。

在老店扩容和新店拓展的背景下，香化品类销售占比和直采比例均有望提升。随着口岸免税店经营面积的扩充，我们预计在保证原有烟酒品类优势的基础上，珠免将进一步拓展香化品类，引入更多品牌，完善品牌矩阵，并逐步提高直采的比例，从而驱动整体毛利率提升。同时，珠免将**把握珠港澳大湾区的区位优势**，借力大湾区的发展，打开口岸免税业态的发展空间。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

2.3. 格力地产中标三亚核心地块，强强联合下，展望海南乃至全国布局

格力地产中标三亚核心地块，布局海南旅游零售。9 月 7 日，格力地产下属全资公司珠海合联房产经公开竞买获得位于三亚总部经济及中央商务区凤凰海岸单元控规 YGHA3-2-03/05/06/07 和 YGHA3-2-10 地块的国有建设用地使用权，成交总价为 16.51 亿元人民币。

表 6：格力地产中标三亚核心地块

序号	控规编号	土地面积（㎡）	土地用途	容积率
1	YGHA3-2-03/05/06/07	2,190.93	零售商业用地	≤3.5
		8,763.72	商务金融用地	
2	YGHA3-2-10	21,998.41	零售商业用地	≤2.5
合计	/	32,953.06	/	/

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

根据公司公告，本次竞得的地块拟用于建设滨海高端旅游零售商业项目，助力国际旅游消费中心建设。以上地块位于三亚的核心地带，位于三亚主城区，交通便利，非常适宜免税的布局。地块土地面积达到 32,953.06 平米，结合珠免丰富的免税运营经验，本次重组后双方强强联合，**有望打造仅次于三亚免税城的免税新地标。**

机场免税勇敢试错，预计仍将继续突破。2017 年珠免集团与海航达成战略合作，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，租赁期自 2017 年 12 月 18 日起。由于机场免税业态不同于其他租赁珠海市口岸局房屋的陆路口岸免税店，机场免税店的租赁费用通常较高，今年又受到疫情冲击，因而天津机场历史业绩不佳。根据交易草案披露，珠免计划在天津机场租期到期后（即 2022 年 12 月）后不再开展天津机场免税店经营业务。天津机场是珠免走出珠海的第一步，尽管结果不甚理想，但仍是从珠海和口岸免税业态向全国和更丰富的业态扩张的良好尝试。我们预计在天津机场的运营经验积累下，**公司仍将持续推进全国化和多业态扩张的进程**，进一步打开空间天花板。

表 7：天津滨海机场进境免税店历史业绩表现（万元）

项目	2018	2019	20Q1
营业收入	6,449.51	11,874.61	1,232.72
租赁费用	5,163.20	6,612.32	-
净利润	-2,762.15	-2,152.30	-3,173.95

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

结合潜在的海南布局和全国化多业态扩张，我们认为交易完成后，格力地产、珠免和通用投资将发挥强大的协同效应，持续推进免税业务高速成长。

3. 中报+三季报：地产主业逆势丰收，医疗布局有望贡献稳定收益

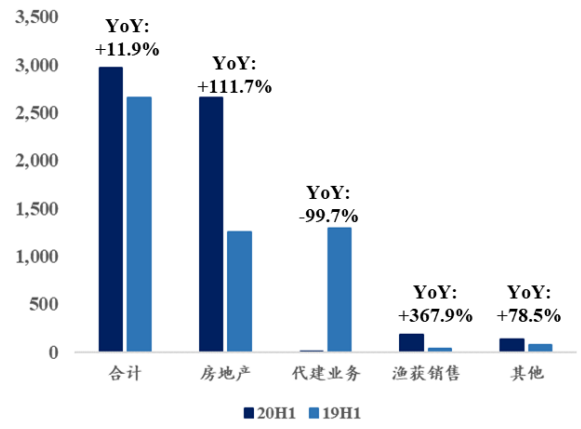
10 月 30 日晚，公司同步发布了 20 年三季报。三季报延续中报的增长趋势，20 前三季度实现营收 42.5 亿元（+23.85%），实现归母净利 5.97 亿元（+19.02%），扣非归母净利 5.37 亿元（+9.39%）。**20Q3 单季度**实现营收 12.7 亿元（+66.7%），实现归母净利 1.75 亿元（+86.41%）。

3.1. 精品地产实现高增长，海洋经济业务迅速放量

20H1 精品地产逆势迎丰收，收入同比增长 111.7%。首先看上半年表现，格力地产整体实现营收 29.7 亿元（+11.9%），。分拆业务板块来看，地产业务进入丰收期，20H1 实现收入 26.55 亿元（+111.7%）；同时珠海洪湾中心渔港开港后，公司开拓渔获交易业务，2020 开始迅速放量，20H1 实现营收 1.79 亿元（+367.9%）；另一方面，由于港珠澳大桥的建成开通，代建业务 20H1 同比大幅下滑 99.7%，但新的受托开发项目渔港项目已经在持续开发中，20H1 账面余额约 10.11 亿元，建成后有望贡献增量收益。

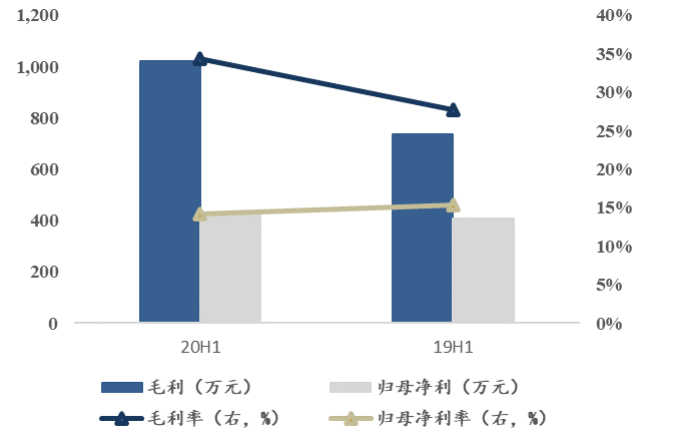
收入结构变化驱动毛利率上升，增加借款储备后续发展动力，短期影响净利率。由于毛利相对较低的代建业务收入占比迅速下降，而毛利率较高（20H1 约 36.4%）的精品地产业务收入占比提升，使 20H1 整体毛利率达到 34.4%（+6.7pct）。由于 20H1 分别新增短期借款和长期借款 1.1 亿元和 23.8 亿元，财务费用大幅上升，使归母净利小幅下降 1.15pct，20H1 归母净利率为 14.2%。

图 9：疫情下免税业务承压明显（万元）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 10：大陆访澳人数 Q3 迅速恢复，访港仍需观望（人次）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

重庆项目开售驱动地产业务增量成长。20H1 重庆项目开始实现销售，20H1 存货减少 3.1 亿元；格力海岸和平沙项目也加速推进销售，20H1 存货分别减少 9.86 亿元和 3.8 亿元。而项目储备方面，主力上海项目持续推进建设，预计 2020-2021 年间将逐步竣工可产生收入；其余如斗门白蕉项目、洪湾项目等均在稳步建设期。

表 8：格力地产 20H1 开发产品余额情况一览（万元）

序号	项目	竣工时间	2019/12/31 余额	20H1 增加	20H1 减少	20H1 余额
1	格力广场	2016	53,512.01	0.00	1,045.74	52,466.27
2	格力海岸	2016-2020	234,335.07	377,648.69	98,572.46	513,411.29
3	平沙项目	2017-2020	76,490.36	136,546.49	38,128.54	174,908.32
4	重庆项目	2018-2020	30,862.12	49,872.38	31,068.74	49,665.75

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

表 9：格力地产 20H1 开发产品余额情况一览（万元）

序号	项目	开工时间	预计竣工时间	预计总投资	2020/6/30 开发成本余额	跌价准备
1	重庆项目	2018-2020	2018-2020	568,000	151,604	-
2	格力海岸项目	2011	2015-2020	776,500	334,987	-
3	万联海岛项目	2017			22,764	-
4	上海项目	2017	2020-2021	830,000	735,435	-
5	保联房产项目	2018	2020	132,000	0	-
6	创新海岸项目	2018	2020	180,000	150,463	10,659
7	斗门白蕉项目	2019	2020	68,000	48,730	-
8	洪湾项目	2018		234,000	96,335	-
9	其他				7,742	-

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

20Q3 持续增长，预计精品地产和海洋经济业务持续发力。Q3 单季度公司实现营收 12.7 亿元（+66.7%），实现归母净利 1.75 亿元（+86.41%），延续上半年的逆势增长态势，我们预计主要仍是由精品地产和海洋经济板块的渔获业务维持高增长驱动。

3.2. 多年积累布局医疗健康，投资收益靓丽

格力地产在医疗健康领域已有多年的投资运营经验，最初布局始于 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。在 4 年多的积累下，今年 5 月，公司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，并已于 6 月 8 日完成股份过户登记，截至科华生物 20 年三季报，公司持有科华生物 18.62%股份。

科华生物分子诊断产品疫情下高速增长，贡献靓丽投资收益。尽管疫情影响下，科华生物传统的生化免疫业务有所下滑，但通过深化分子诊断业务的战略布局，今年分子诊断业务中自产核酸提取仪器和试剂、核酸扩增仪器和试剂的销售收入均实现大幅度增

长。科华生物前三季度实现营收 25.67 亿元(+45.30%)、归母净利 4.02 亿元(+92.90%),其中 Q3 单季度实现营收 11.07 亿元(+72.29%)、归母净利 2.09 亿元(+200.86%)。相应的,格力地产 Q3 单季度实现对联合营企业投资收益 5,313.89 万元,我们预计其中大部分来自于科华生物的投资收益。

科华生物聚焦好赛道,有望持续贡献稳定投资收益。科华生物长期专注于诊断用品,并在分子诊断领域有深入的技术沉淀和产品优势,过去 3 年实现归母净利均超过 2 亿元。在疫情催化下,科华生物的分子诊断产品渗透率有望进一步提升并持续增长。谨慎预测下,我们预计未来科华生物有望每年至少对公司贡献 6,000 万投资收益。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

4. 盈利预测与投资建议

4.1. 盈利预测

免税业务:

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 0.73 亿人次/ 1.53 亿人次/ 1.62 亿人次；

2）预计 21 年中随着拱北口岸新联检大楼的落地，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）九州港、横琴、澳门市内店、天津机场店等主要参考本次披露的交易草案中的收益预测；

4）毛利率水平参考本次披露的交易草案中对各免税店的产品结构及毛利率的假设，并考虑拱北口岸新大楼落成后的香化品类占比提升；

5）假设海南三亚湾能于 22 年开展免税相关业务。

尽管疫情短期对口岸客流的影响使口岸免税业务承受较大压力，但从 Q3 大陆访澳旅客数量来看，已在迅速恢复；同时我们认为疫情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 10.9/ 28.2/ 32.7 亿元，同比增长-56.4%/ 157.7%/ 16.1%；珠免集团总营收为 11.9/ 29.6/ 34.2 亿元，对应增速为-55.2%/ 149.1%/ 15.4%；预计 20-22 年可实现归母净利润 1.8/ 7.0/ 8.2 亿元，增长率为-73.5%/ 23.7%/ 24.0%。

表 10：珠免集团盈利预测（百万元）

		2019A	2020E	2021E	2022E
拱北口岸客流量（亿人次）		1.45	0.73	1.53	1.62
	yoy	*8.2%*	*-50.0%*	*111.3%*	*5.7%*
部分主要免税店盈利预测					
拱北口岸关外店收入		2,005	851	2,444	2,895
	yoy	*1.3%*	*-57.6%*	*187.2%*	*18.4%*
港珠澳大桥珠澳、珠港店收入		17	7	20	24
	yoy	*547.9%*	*-61.8%*	*206.9%*	*18.1%*
九州港口岸店收入		22	7	19	21
	yoy	*-45.9%*	*-69.7%*	*176.7%*	*12.4%*
珠海中免收入		341	199	430	483
	yoy	*170.3%*	*-41.9%*	*116.5%*	*12.4%*

		2019A	2020E	2021E	2022E
免税业务收入		2,510	1,098	3,120	3,794
	yoy	*20.0%*	*-56.2%*	*184.0%*	*21.6%*
珠免集团总营收		2,654	1,193	3,262	3,938
	yoy	*18.5%*	*-55.1%*	*173.4%*	*20.7%*
归母净利润		681	183	801	976
	yoy	*5.4%*	*-73.1%*	*337.5%*	*21.8%*

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

原有业务:

假设 20H1 和 Q3 最新财报情况，预计 20-22 年

（1）地产业务同比增速分别为 75%/5%和 5%;

（2）谨慎考虑下，代建业务在 20 年往后保持微增;

（3）渔获业务将迅速起量，并且随业务体量的扩大，毛利率有望小幅提升;

综合来看，预计格力地产原有业务 20-22 年将分别实现营收 46.58 亿元/ 49.74 亿元 / 52.87 亿元，对应同比增速+11.9%/ 6.8%/ 6.3%；预计分别实现归母净利润 5.45 亿元/ 6.44 亿元/ 7.08 亿元，增长率为 3.3%/ 18.5%/ 9.9%。

表 11：格力地产原有业务盈利预测

	2019A	2020E	2021E	2022E
主营业务收入（百万元）	4,162	4,658	4,974	5,287
yoy	*36.4%*	*11.9%*	*6.8%*	*6.3%*
对科华生物投资收益	-	55	57	69
yoy	-	-	*5.0%*	*20.8%*
归母净利润（百万元）	526	544	644	708
yoy	*2.7%*	*3.3%*	*18.8%*	*9.9%*

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 58.7/ 82.7/ 92.6 亿元，归母净利分别 7.3/ 14.5/ 16.9 亿元。根据本次交易预案，合计共需增发约 28.4 亿股，重组后总股本 49.02 亿股，则 20-22 年对应 EPS 分别为 0.15/ 0.30/ 0.34 元/股。以 11 月 4 日收盘价 10.22 元，对应动态 PE 68.9/ 34.6/ 29.7 倍。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

表 12：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	6,839	5,871	8,265	9,261
yoy	*28.7%*	*-14.2%*	*40.8%*	*12.0%*
归母净利润	1,207	727	1,447	1,686
yoy	*4.4%*	*-39.8%*	*99.1%*	*16.5%*
总股本（百万股）	4,902	4,902	4,902	4,902
每股收益（元/股）	0.25	0.15	0.30	0.34
2020/11/4 收盘价	10.22	10.22	10.22	10.22
PE（倍）	41.5	68.9	34.6	29.7

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

注*：2019 年为根据本次公告披露的备考合并数据

4.2. 估值与投资建议

格力地产原有业务：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权益增加值（NAV）约为 75.9 亿元，考虑 20Q3 末归母净资产约 84.3 亿元，合计地产板块 RNAV 约 160.2 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 128 亿元。

表 13：格力地产 RNAV 估值约 1 亿元

项目	金额（亿元）
地产净权益增加值（NAV）	75.9
20Q3 末归母净资产	84.3
RNAV（=NAV+归母净资产）	160.2
RNAV 折价	20%
参考市值	128.1

数据来源：Wind，东吴证券研究所

免税业务：在政策驱动下，行业整体高速成长。在此背景下，**珠免深耕珠海市场和口岸免税业态近 40 年，构建起免税业务的基本盘**。未来在拱北口岸关外店扩容、港珠澳大桥多处门店新开业的支撑下，开拓香化品类，实现产品结构优化和直采比例提升，驱动利润率上升，同时借力粤港澳大湾区区位优势带来的客流增长，**珠海本地仍有深挖潜力的空间**。另一方面，重组后与格力地产强强联合，**展望海南三亚湾潜力乃至全国机场店的布局潜力**，我们预计免税业务未来成长空间广阔，同时珠免独特口岸免税业态盈利能力突出，按 2022 年预计可实现净利约 9.76 亿元，给予 50 倍 PE，则免税业务参考市值约 488 亿元。

根据本次交易草案，考虑发行股份购买资产及配套融资（假设按上限）发行后总股本约为 49.02 亿股。基于 10 月 22 日收盘价，**格力地产备考市值约 501 亿元，**其中，原

地产板块市值约 128 亿元；隐含免税板块市值约 373 亿元，免税板块对应 20-22 年估值分别为 203.7/ 46.6/ 38.2 倍 PE。

投资建议：格力地产本次重组引入珠免强强联合，向以免税为特色的大消费、前景可期的大健康产业及坚持精品化路线的房地产业三驾马车为核心的上市公司发展。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。在消费回流主旋律带来的增量空间驱动下，长期坚定看好免税业务的成长空间和盈利能力、现金流水平，预计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成长。我们预计本次重组引入免税业务，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，维持“买入”评级。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

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。

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、企业文化和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。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

格力地产三大财务预测表

资产负债表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	**27,380**	**31,920**	**34,872**	**32,060**
现金	3,014	6,047	6,558	9,649
应收账款	253	281	470	559
存货	23,753	25,262	27,420	21,496
其他流动资产	361	330	422	356
非流动资产	**5,283**	**14,872**	**15,233**	**15,388**
长期股权投资	0	1,775	1,833	1,902
固定资产	163	614	843	970
在建工程	549	587	680	632
无形资产	2	287	291	295
其他非流动资产	4,569	11,609	11,587	11,588
资产总计	**32,663**	**46,791**	**50,105**	**47,447**
流动负债	**8,720**	**11,049**	**14,538**	**13,320**
短期借款	76	750	750	750
应付账款	1,220	1,917	2,297	2,399
其他流动负债	7,425	8,382	11,491	10,172
非流动负债	**16,079**	**14,927**	**13,262**	**10,085**
长期借款	14,894	12,906	11,241	8,064
其他非流动负债	1,185	2,021	2,021	2,021
负债合计	**24,799**	**25,976**	**27,800**	**23,405**
少数股东权益	10	19	62	113
归属母公司股东权益	7,854	20,796	22,243	23,929
负债和股东权益	**32,663**	**46,791**	**50,105**	**47,447**

现金流量表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	1,725	625	2,337	6,468
投资活动现金流	64	-9,589	-381	-156
筹资活动现金流	-843	11,997	-1,443	-3,221
现金净增加额	951	3,033	512	3,091
折旧和摊销	60	74	110	108
资本开支	52	6,495	304	85
营运资本变动	970	-345	659	4,575

利润表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	**4,193**	**5,871**	**8,265**	**9,261**
减:营业成本	2,932	3,921	5,268	5,870
营业税金及附加	141	250	211	230
营业费用	121	340	421	474
管理费用	122	191	294	325
财务费用	76	233	169	154
资产减值损失	-107	5	2	3
加:投资净收益	7	69	87	103
其他收益	3	4	3	4
营业利润	**706**	**1,004**	**1,990**	**2,312**
加:营业外净收支	2	0	0	0
利润总额	**708**	**1,004**	**1,990**	**2,312**
减:所得税费用	182	268	500	574
少数股东损益	0	10	42	52
归属母公司净利润	**526**	**727**	**1,447**	**1,686**
EBIT	708	1,004	1,990	2,312
EBITDA	768	1,078	2,099	2,420

重要财务与估值指标	2019A	2020E	2021E	2022E
每股收益(元)	0.26	0.15	0.30	0.34
每股净资产(元)	3.81	4.24	4.54	4.88
发行在外股份(百万股)	2061	4902	4902	4902
ROIC(%)	2.0%	1.9%	3.8%	4.5%
ROE(%)	6.7%	3.5%	6.7%	7.2%
毛利率(%)	30.1%	33.2%	36.3%	36.6%
销售净利率(%)	12.6%	12.4%	17.5%	18.2%
资产负债率(%)	75.9%	55.5%	55.5%	49.3%
收入增长率(%)	36.2%	40.0%	40.8%	12.0%
净利润增长率(%)	2.7%	38.1%	99.1%	16.5%
P/E	40.03	68.94	34.63	29.71
P/B	2.68	2.41	2.25	2.09
EV/EBITDA	85.67	58.22	29.06	22.69

数据来源：贝格数据，东吴证券研究所

备注：本模型中股本为备考数据，基于本次公告的交易草案。

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，并注明出处为东吴证券研究所，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