

# 格力地产 (600185)

公司研究/深度报告

## 承接港珠澳客流，“量变”与“质变”机会仍存

—格力地产首次覆盖报告

深度研究报告/房地产

2020年06月22日

### 报告摘要:

#### ● 国资重组，公司切入高成长免税赛道

公司拟以发行股份和支付现金方式购买珠海免税集团 100% 股权，发行价格 4.3 元/股。以中国国旅收购日上上海、海免公司的交易方案看，对应 PE 分别为 12X、15X，假设珠免定价参考以上案例估值区间，则珠免的评估价应在 85-105 亿（免税主业 12-15X PE，投资收益 1x PE）。同时，公司还将引入与免税业务具备协同效应的通用技术集团，未来珠免有望依托通用技术的跨国贸易网络，提升自身的采购能力。

#### ● 疫情重塑全球免税竞争格局，中国免税消费回流空间广阔

当前宏观背景下，为扩大内需，回流海外消费，政策推动免税业动力充足，免税行业政策红利有望不断显现。从国人境内免税购物转化率提升，以及海外免税消费回流角度测算，我们预计中国免税业未来销售规模有望达到 1000-2000 亿的区间。以中免、珠免为代表的国有免税运营商将进入黄金发展阶段。

#### ● 珠海免税：承接港珠澳客流，“量变”与“质变”机会仍存

公司门店占据大陆旅客访澳核心流量入口。2019 年中国大陆游客每年进入澳门人次近 2800 万人次，主要进入途径包括：拱北口岸（68%）、路氹城边境口岸，即莲花大桥口岸（9%）、港珠澳大桥（8%）、水路码头，包括九州港口岸等（6%）。公司口岸免税店基本涵盖了 80% 以上大陆旅客进入澳门的主要渠道。**珠免空间测算：**参照美国居民每年游览拉斯维加斯人次占总人口的比例，我们预计中国大陆居民未来每年到访澳门的人次有望达到 7000 万人次，较 2019 年人次增长一倍以上。进一步地，公司正逐步加强对香化采购的重视，未来伴随门店面积扩张+品类结构优化，公司门店表观客单价有望向白云机场目前水平靠拢（2019 年 108 元），则公司口岸远期销售规模有望达到 75 亿元，以公司目前归母净利率 25%-28% 看，对应利润体量在 20 亿元左右，若以 30-40 倍 PE 估值，远期市值在 600-800 亿元。

#### ● 投资建议

我们对公司 2021 年的分布估值为 396-436 亿元，较发行股份和支付现金收购珠免资产后的市值仍有空间。远期而言，如我们在上文所分析，珠海进入澳门的口岸客流远期成长空间广阔，同时国内免税业竞争格局已走向适度开放，珠免公司未来仍有机会进一步扩张其免税业务，首次覆盖，给予“推荐”评级。

#### ● 风险提示

香港旅游环境不佳，可能导致未来港澳游人次下滑；免税行业政策波动风险。

### 盈利预测与财务指标

项目/年度	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	4,193	4,612	8,073	8,951
增长率（%）	36.2	10.0	75.0	10.9
归属母公司股东净利润（百万元）	526	552	1,229	1,365
增长率（%）	2.7	4.9	122.6	11.0
每股收益（元）	0.27	0.18	0.41	0.46
PE（现价）	42.8	62.6	28.1	25.3
PB	3.0	4.1	3.6	3.1

资料来源：公司公告、民生证券研究院

### 推荐

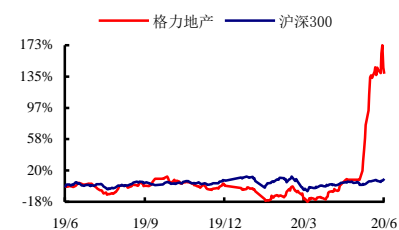
首次评级

当前价格： 11.56 元

### 交易数据 2020-6-19

近 12 个月最高/最低(元)	13.25/4.0
总股本（百万股）	2,060
流通股本（百万股）	2,060
流通股比例（%）	100.00
总市值（亿元）	238
流通市值（亿元）	238

### 该股与沪深 300 走势比较



资料来源：Wind，民生证券研究院

### 分析师：顾慕闽

执业证号： S0100519080001

电话： 021-60876718

邮箱： guximin@mszq.com

### 相关研究

## 目录

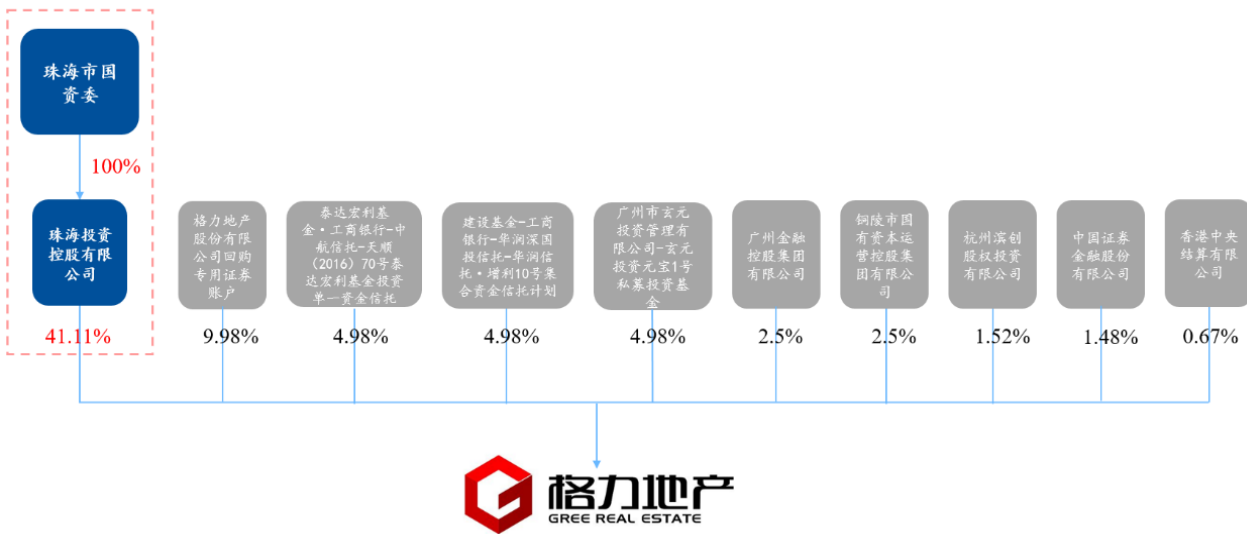
一、格力地产：拟收购珠海免税，优质全牌照免税运营商 .....	3
(一) 公司概况 .....	3
(二) 拟收购珠海免税，公司切入免税优质赛道 .....	4
二、疫情重塑全球免税竞争格局，中国免税消费回流空间广阔 .....	5
(一) 如何认识中国免税业：政策驱动型行业，宏观调控下的微观实现手段 .....	5
(二) 疫情重塑全球免税竞争格局，中国免税最为受益 .....	5
(三) 消费回流背景下，中国免税业空间在千亿之上 .....	7
三、珠海免税：承接港珠澳客流，把握“量变”与“质变”机会 .....	7
(一) 公司概况：聚焦旅客入澳口岸免税业务，利润率高于同业 .....	7
(二) 珠海免税：“量变”到“质变”的机会，空间几何？ .....	8
三、投资建议 .....	12
四、风险提示 .....	13
插图目录 .....	15
表格目录 .....	15

## 一、格力地产：拟收购珠海免税，拓展消费板块业务

### (一) 公司概况

公司是一家集房地产业、口岸经济产业、海洋经济产业以及现代服务业、现代金融业于一体的集团化企业，属于珠海市国资委下属企业。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，目前业务涵盖房产、口岸、海洋、旅游、金融、教育、农业、酒店等多个领域。

图 1：公司股权架构



资料来源：公司公告，民生证券研究院

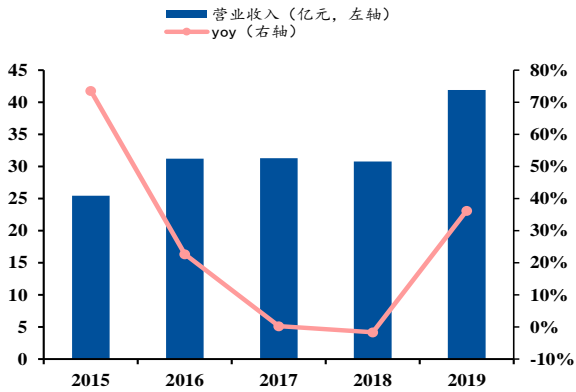
表 1：格力地产主要业务板块

业务	确立时间	核心项目
房地产业	2004 年 3 月	珠海格力海岸 珠海格力广场 珠海平沙九号广场 2012 年进军重庆：重启格力两江总部公园 2014 年进军上海：上海前滩项目
口岸经济产业	2009 年 12 月	承担珠澳口岸人工岛及珠海公路口岸项目的建设
海洋经济产业	2013 年 5 月	美丽海湾修复 洪湾中心渔港工程 海岛建设 香洲港区域综合整治 人工鱼礁与海洋牧场
现代服务业	2013 年 9 月	酒店：万山静云山庄 旅游：淇澳红树林湿地公园 教育：茵卓小学 商业：海岸·无界书店 物业：格力地产业务服务
现代金融业	2014 年 12 月	珠海海控小额贷款有限公司 珠海海控融资租赁有限公司

资料来源：公司官网，民生证券研究院

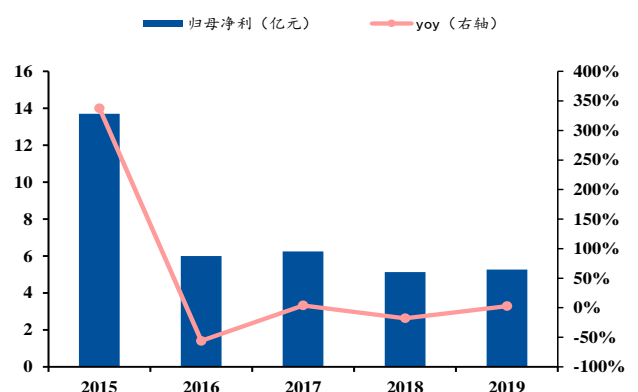
公司近五年收入、业绩增长较为稳定，利润来源主要为房地产业务。2019 年公司实现收入 41.9 亿元/+36%，归母净利 5.3 亿元/+3%。其中，公司房地产业务收入 23 亿元/-2%，受托开发项目收入 13 亿元，同比大增 154%。

图 1：2015-2019 年公司营收变化



资料来源：公司公告，民生证券研究院

图 2：2015-2019 年公司归母净利变化



资料来源：公司公告，民生证券研究院

## （二）拟收购珠海免税，公司切入免税优质赛道

本次交易方案包括：

（1）公司拟以发行股份和支付现金方式购买珠海免税集团 100% 股权，发行价格 4.3 元/股。以中国国旅收购日上上海、海免公司的交易方案看，对应 PE 分别为 12X、15X，假设珠免定价参考以上案例估值区间，则珠免的评估价应在 85-105 亿（免税主业 12-15X PE，投资收益 1x PE）。若不考虑现金发行，公司需增发股份 19.8-24.4 亿股；若考虑以现有账面资金支付 30 亿，则还需增发 11.6-17.4 亿股。

（2）向中国通用技术公司下属通用投资非公开发行股份募集配套资金，募集资金总额不超过 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 4.3 元/股。

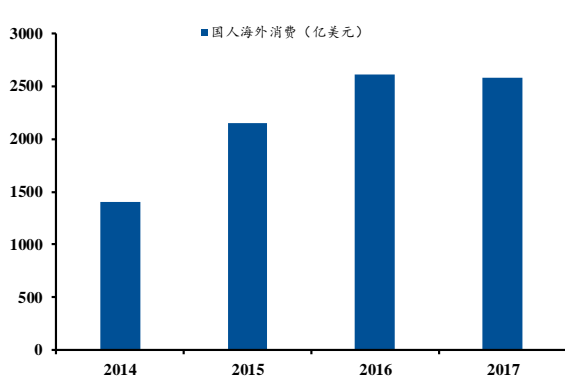
免税业务与公司房地产业务，以及引入的战略投资者通用技术集团之间具备协同效应。公司为港珠澳大桥珠海口岸人工岛、珠海公路口岸和通关物流配套设施提供代建服务，在高质量完成港珠澳大桥基建业务的同时，公司正通过获取广告经营权、提供物业管理服务等多种方式参与珠海口岸运营，珠免公司目前经营港珠澳大桥珠海口岸出境免税商店，未来公司有望加强参与港珠澳大桥珠海公路口岸的运营，实现公司的口岸经济业务与免税业务的联动。此外，通用技术集团是国务院直接管理的国有重要骨干企业，核心主业包括贸易业、医药健康等业务。其中，通用技术集团各贸易公司已与各国政府、知名跨国公司等建立了广泛的合作关系，通用技术集团各子公司市场遍布一百六十多个国家和地区，累计完成进出口总额逾千亿美元，成为中国企业国际化经营的先行者，能够为免税集团在商品采购方面提供市场、渠道、品牌等战略性支持。未来，通用技术集团将与公司在免税电子商务、医疗健康等领域进行合作。

## 二、疫情重塑全球免税竞争格局，中国免税消费回流空间广阔

### (一) 如何认识中国免税业：政策驱动型行业，宏观调控下的微观实现手段

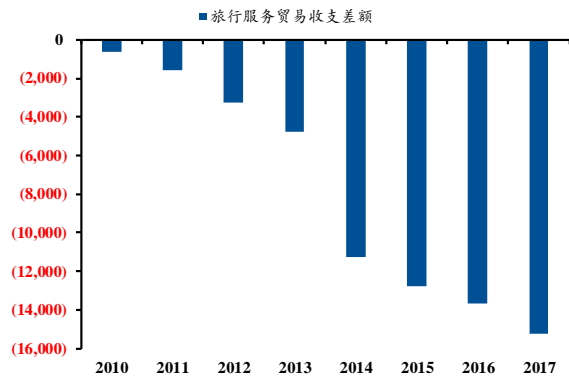
免税品主要免除的是进口关税、消费税、增值税等中央税收环节，其本质是中央对税收红利的一种让渡。尤其在我国，免税业自诞生伊始，就属于中央为落实宏观层面战略所采取的一项微观调节手段。如 80-90 年代初期，我国免税业的兴起主要就是为国家解决资本、外汇“双缺口”，赚取外汇，其主要服务对象以海内外旅游者、外交人员、国际海员、华侨为主。简而言之，免税业发展的背后有很强的政策意图。那么，当前宏观背景下，政府推动免税业发展意义何在？我们认为一在回流消费，二在扩大内需。一方面，是国人在中高档消费品领域的需求因供给不足而被挤向海外，根据麦肯锡数据该数额高达 2500 亿美元。另一方面，疫情之下，居民消费复苏需要新的驱动因素，通过扩大免税销售，一方面可以回流海外消费，另一方面在疫情之下，价格更低的免税商品也有利于提升居民增加消费支出。

图 3：我国居民海外消费总额高达 2500 亿美元



资料来源：麦肯锡，民生证券研究院

图 4：我国旅行服务贸易收支差额 (单位：亿元人民币)



资料来源：Wind，民生证券研究院

### (二) 疫情重塑全球免税竞争格局，中国免税最为受益

2019 年免税业保持快速增长，国民境内免税购物转化率不断提升。根据我们最新测算，2019 年中国免税业销售额超 500 亿元，同比增长近 30%，免税购物人次约 2200 万人次。其中离岛免税购物人次 384 万人次，居民在离岛免税渠道购物的转化率约 12.8%；机场渠道购物人次约 1820 万人次，转化率（购物人次/国际及港台旅客人次）约 21%。

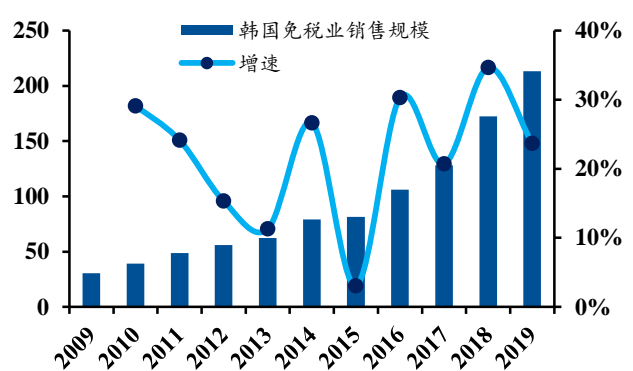
但中国免税品整体销售规模占全球比重仅为 7.9%，与国人购买力并不匹配。2019 年我国免税业销售收入刚刚超过 500 亿元，占全球免税销售规模仅为 7.9%，而同期中国居民在韩国免税市场的免税消费高达 1000 亿人民币，其中包括 800 亿的香化产品免税消费。与这一数据相比，国内免税市场规模仍然有较大成长空间。

图 5: 中国免税业销售规模 (亿元, 人民币)



资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

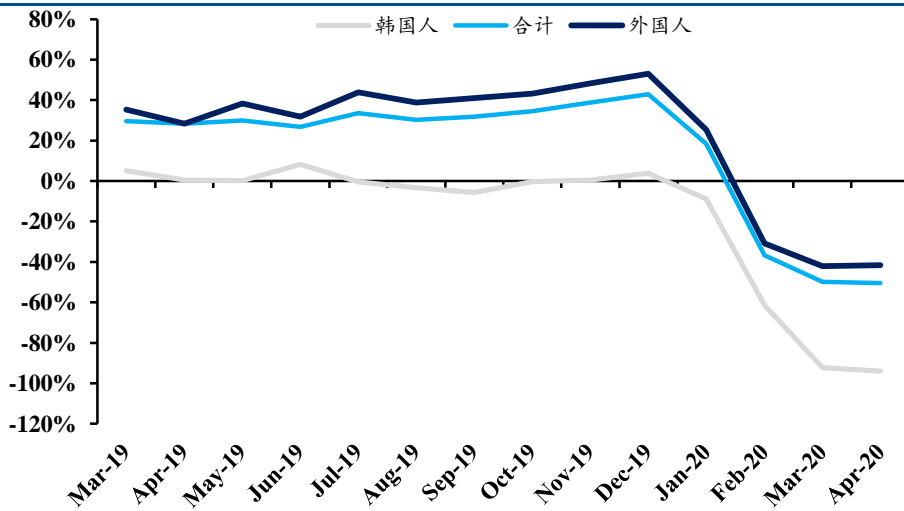
图 6: 韩国免税业销售规模 (亿元, 美元)



资料来源: KDFA, 民生证券研究院

新冠疫情阻断全球旅行，海外免税消费加速回流国内。受此次新冠疫情蔓延影响，国际间跨境旅行受阻：根据 IATA 预计，2021 年的国际旅行需求同比可能会下降 24%。到 2023 年以前，国际旅行可能仍无法恢复到疫情爆发以前。而传统免税业的销售与跨境旅行息息相关，受疫情影响，韩国免税业对外国旅客的销售额在 3-4 月同比下滑了 50%。其中，我们预计代购客群的整体销售额也出现下滑，因过往代购旅客在整个免税产业中的销售占比超过 60%。与此同时，国内免税行业受益于旅游需求的替代转移，以及免税运营商推行新的销售模式，销售数据在 4-5 月取得大幅增长。其中，三亚免税市场 4 月整体增长超过 70%，五一期间销售额同比翻倍。

图 7: 韩国免税业不同国籍旅客销售额增速



资料来源: KDFA, 民生证券研究院

考虑到全球国际旅行需求下滑，我们预计中韩之间免税市场规模收敛的状态还将持续，而伴随规模的进一步收敛，品牌商或将进一步加大对中国市场的支持。虽然韩国此前在免税销售规模上位居世界第一，但其销售目标仍是中国市场，过往主要通过代购作为中间商（品牌商-代理公司/免税运营商-代购-中国消费者），向中国市场转销免税品。但受疫情影响，我们认为过往韩国免税业依托代购进行转销的商业模式将迎来挑战：从品牌商角度而言，我们

认为代购这一流通环节存在两点问题，一是品牌商无法对其价格体系施加影响，二是代购的货源真假难辨。而随着疫情带来的韩国免税市场萎缩，中国免税市场扩张，品牌商在短期内必将加大对中国免税市场的支持，中国免税运营商在供货量、供货品类以及供货价格上都较以往出现改善。

### (三) 消费回流背景下，中国免税业空间在千亿之上

**仅考虑韩国市场免税消费回流：**我们预计2019年中国居民在韩国免税购物金额超过1000亿元人民币，仅该部分免税消费回流50%，我国免税销售规模即可超过千亿规模，较2019年的500亿人民币翻倍。

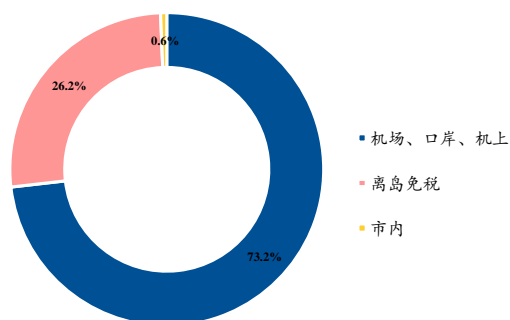
**从购物转化率而言：**2019年韩国居民免税购物人次为2842万人次，不同渠道购物转化率分别为离岛47%、机场49%，而我国仅为13%、21%。若以韩国居民境内免税购物转化率为对标进行测算，我们预计国内免税业销售规模有望突破1200亿元人民币，若进一步考虑海南离岛免税未来在行邮税、购物件数等条件方面的潜在放宽可能，则对应规模有望接近2000亿元人民币。

## 三、珠海免税：承接港珠澳客流，把握“量变”与“质变”机会

### (一) 公司概况：聚焦旅客入澳口岸免税业务，利润率高于同业

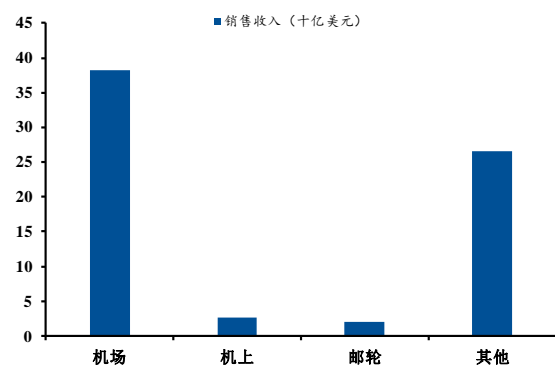
珠海免税是全国最早拥有资质，开展免税品经营业务的企业之一，目前市场份额预估在5%左右。从国内外经验看，免税渠道可以划分为机场、离岛、市内、口岸等渠道，其中机场、离岛、市内最为重要。受历史因素影响，珠免起家于珠海地区的口岸免税业务，公司目前旗下主要免税商店位于珠海市的拱北口岸、九州港口岸、横琴口岸、港珠澳大桥珠港口岸。2017年以来，受益于国内免税行业竞争限制逐步放松，公司得以中标天津滨海机场口岸的进境免税店，实现首次跨区域的免税业务经营。2019年7月，随着新的口岸免税店管理办法出台，珠海免税未来将被允许参与机场出境免税店的招投标。

图8：按渠道分中国免税业收入结构



资料来源：公司公告，民生证券研究院整理

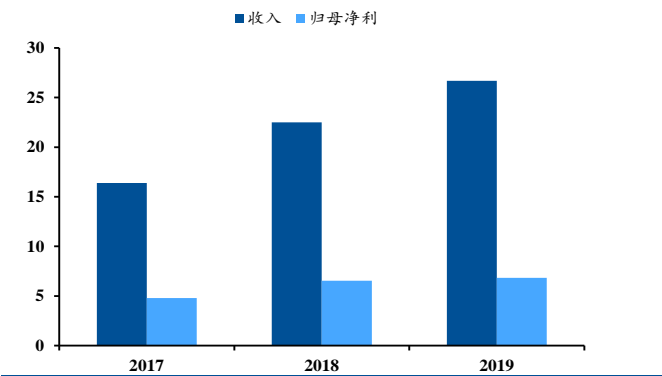
图9：按渠道分全球免税业收入



资料来源：KDFA，民生证券研究院

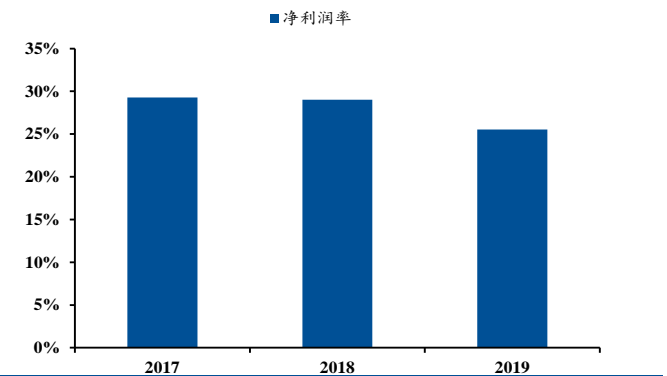
口岸免税低租金，造就珠免高盈利。从销售品类看，公司目前销售商品涵盖烟类、酒类、香水化妆品等多个品类，但供应链优势预计仍聚焦于高毛利的烟酒产品。此外，公司还有部分利润源于吉大免税商城和国贸购物广场的租金与管理费收入。2017-2019年，公司实现收入16.4、22.5、26.7亿元，净利润4.8、6.5亿、9.8亿，净利润率28%-37%，剔除投资收益后，净利润率在25%-28%之间，同期中国国旅免税品业务净利润率仅为8%-16%。公司当前高于同业的净利润率主要得益于珠海口岸免税店的租金费用较低。

图 10: 2017-2019 年珠免公司收入及利润 (亿元)



资料来源：公司公告，民生证券研究院

图 11: 2017-2019 年珠免公司净利润率

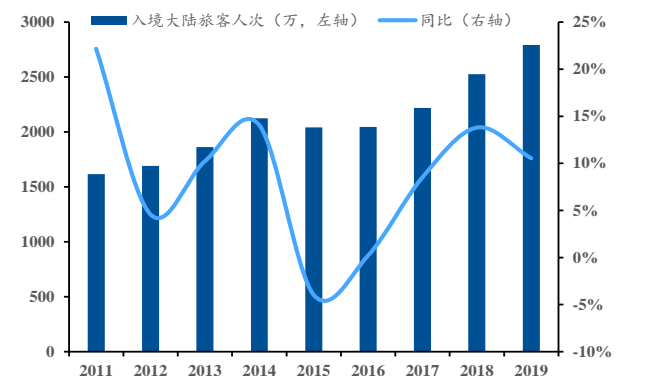


资料来源：公司公告，民生证券研究院

## (二) 珠海免税：“量变”到“质变”的机会，空间几何？

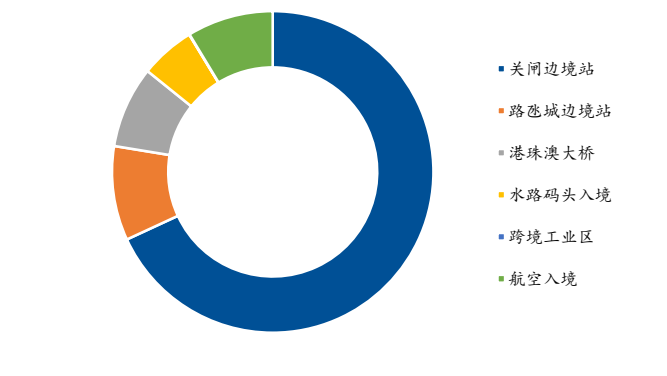
公司门店占据大陆旅客进澳核心流量入口。目前，中国大陆游客每年进入澳门人次达2800万人次，主要进入途径包括：拱北口岸(68%)、路氹城边境口岸，即莲花大桥口岸(9%)、港珠澳大桥(8%)、水路码头，即九州港口岸(6%)。此外，珠澳之间还有频繁的人员往来，其中拱北口岸流量约为1.45亿人次。由下图可知，公司口岸免税店基本涵盖了80%以上大陆旅客进入澳门的主要渠道。

图 12: 2011-2019 年中国大陆入境澳门游客人次



资料来源：DSEC，民生证券研究院

图 13: 中国大陆旅客入境澳门途径



资料来源：DSEC，民生证券研究院

其中：(1) 公司在拱北口岸的出入境免税店又是重中之重。目前该门店经营面积约2800平方米，未来将扩建至5000平方米；(2) 港珠澳大桥出境免税店面积约800平方米，未来



还将新增进境免税店，预计面积超 2000 平方米。

图 14：珠免公司主要门店分布位置图



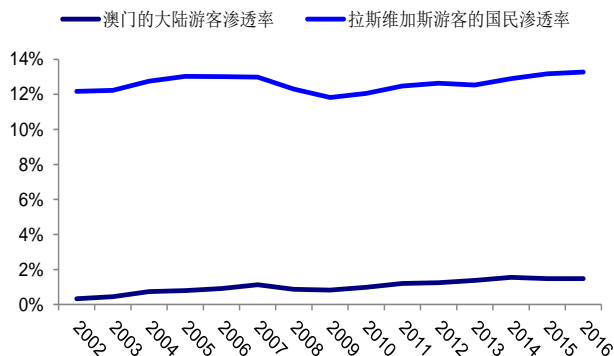
资料来源：公司公告，民生证券研究院

**表 2: 珠海各免税口岸赴港澳游客出行路线**

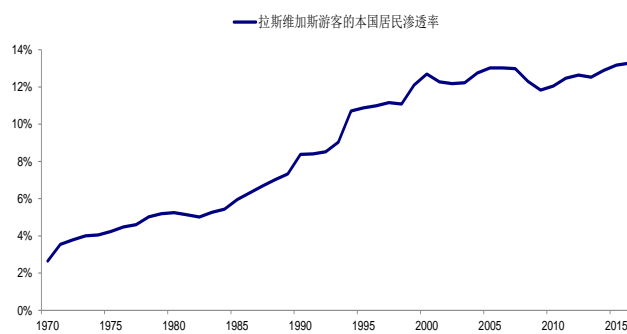
免税店名	口岸	合约期限	至澳门	至香港
拱北关外免税店 拱北口岸进境免税店 拱北口岸出境免税店	拱北口岸	2018-2022	高铁站→拱北口岸（步行 800m）→澳门（步行 2.3km）	1. 至港珠澳大桥公路口岸通过港珠澳大桥前往香港； 2. 乘车至九洲港码头（相距 6km）乘船前往香港； 3. 进入澳门至澳门外港码头（相距 4km）乘船前往香港。
横琴关外免税店 横琴口岸出境免税店	横琴口岸	2017-2020	珠海金湾机场→横琴口岸（相距 47km，可乘大巴或打车）→澳门（相距 12km，可乘大巴或打车，途中通过莲花桥）	1. 至港珠澳大桥公路口岸通过港珠澳大桥前往香港； 2. 乘车至九洲港码头（相距 23km）乘船前往香港； 3. 进入澳门至澳门外港码头（相距 12km）乘船前往香港。
九洲港关外免税店	九洲港口岸		九洲港口岸→拱北口岸（相距 6km，可乘大巴或打车）→澳门（步行 2.3km）	1. 至港珠澳大桥公路口岸通过港珠澳大桥前往香港； 2. 在九洲港码头乘坐“九州港至香港航线”、“九州港至香港机场线”前往香港。
港珠澳大桥珠港口岸出境免税商店	港珠澳大桥珠港口岸	2018-2028	澳门→港珠澳大桥珠港口岸→港珠澳大桥香港口岸→香港（全程乘坐穿梭巴士）	

资料来源：公开资料整理，民生证券研究院

大陆居民访澳渗透率较低，预计大陆旅客入境澳门人次未来仍有翻倍增长空间：同样以博彩元素见长的拉斯维加斯，在 1970-1980 年美国人均 GDP 由 5200 美元上升至 12570 美元阶段，国民渗透率（人口中多少比例到过拉斯维加斯）由 2% 提升至 5%。当前中国人均 GDP 已经超过 8000 美元，相当于美国 1975 年左右水平，同期拉斯维加斯的国民渗透率为 4%，而澳门的国民渗透率仅为 2%，即使考虑人口分母更低的自由行城市人口渗透率也仅为 3%（允许自由行城市中有多少居民到过澳门）。

**图 15: 澳门 VS 拉斯维加斯：国民渗透率**


资料来源：DSEC，民生证券研究院

**图 16: 1970-2015 年拉斯维加斯游客对本国居民的渗透率**


资料来源：DSEC，民生证券研究院

自 2011 年以来，我国居民入境澳门旅游人次的占总人口比例不断提升。假设未来我国自由行城市的国民渗透率提升至 5%，则大陆访澳旅客人次将增加至每年 7000 万人次，对应 2019 年的增幅在 150%。

图 17：中国大陆访澳旅客人次远期测算

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	远期
中国大陆总人口 (亿)	13.5	13.5	13.6	13.7	13.7	13.8	13.9	14.0	14.0	14.0
澳门入境大陆游客人次 (万)	1616	1690	1863	2125	2041	2045	2220	2526	2792	7000
渗透率	1.20%	1.25%	1.37%	1.55%	1.48%	1.48%	1.60%	1.81%	1.99%	5.00%

资料来源：Wind，民生证券研究院

**受品类结构、周边竞争影响，公司当前客单价较低。**以入境澳门的大陆旅客测算，公司客单价 2017-2019 年各为 73.9、89.3、95.6 元，这一数字低于目前主要机场表观客单价，主要原因：

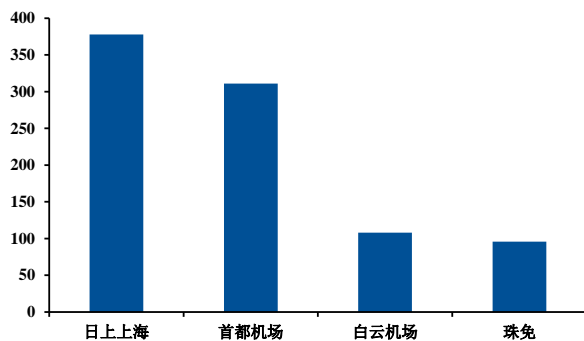
(1) 公司口岸免税店销售品类以烟酒为主（预计占 70%），香化占比仅 15% 左右，且品牌以二线为主。此外，公司目前采购模式中直采进货金额占比仅 45%（烟酒为主），这意味着至少有 55% 以上销售额为透过代理商进行采购，这部分商品由于流通环节增加，加价率较高，导致毛利率相对更低。

(2) 由于公司面对客群主要以入境港澳旅客为主，因而产品价格与港澳免税店相比无明显优势，仅在烟酒方面较港澳免税店更具吸引力。

**香化精品运营迎来突破契机。**公司于 2019 年起，已开始不断重视香化品类，加强与欧莱雅、雅诗兰黛等外资化妆品品牌加强战略合作。同时，我们认为公司目前正迎来突破品类结构瓶颈的关键时期。一方面，公司口岸门店即将迎来改扩建升级，更新、更大的门店有利于公司引入大牌化妆品入驻。另一方面，公司此次引入的战略投资者——通用技术集团在贸易领域拥有得天独厚的优势，未来公司可借助通用技术集团的央企平台优势，降低商品成本、改善免税商品采购供应链条，大幅提升免税集团免税商品的价格优势，从而推动免税集团及上市公司销售业务大幅提升。

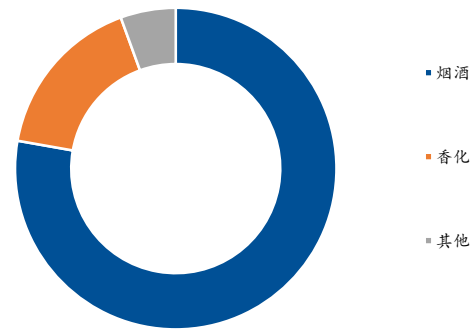
**从目前机场渠道销售情况看，我们认为白云机场最可作为珠免未来口岸的对标对象。**一方面是因为广州与珠海同属粤港澳大湾区，在区域免税竞争、居民消费行为上具备较强的一致性。另一方面，目前白云机场免税销售结构中，烟酒占比 40%、香化占比 55%，与珠免目前的口岸免税店销售结构最为相似。2019 年，白云机场客单价为 108 元，与珠免目前 93 元的客单价也最为接近。

图 18: 珠免与其他渠道客单价对比



资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

图 19: 珠免销售品类结构



资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

综合以上我们对客单价和客流量的预测, 我们预计在大陆入境澳门游客远期达到 7000 万人次, 珠免客单价提升至白云机场当前 108 元的背景下, 珠免的远期销售规模有望达到 75 亿元, 以公司目前归母净利率 25%-28% 看, 对应利润体量在 20 亿元左右, 若以 30-40 倍 PE 估值, 则公司远期市值在 600-800 亿元。

### 三、投资建议

由于目前免税资产注入时间未定, 同时珠免的评估价仍未确定。我们以公司 2021 年盈利预测作为分布估值的基础:

(1) 结合目前在手项目, 我们预计公司原有地产+海洋经济业务未来三年业绩进入平稳增长期。预计 2020-2022 年贡献归母净利 5.5/5.8/6.1 亿元, 参考地产行业上市公司平均 PE, 我们给予公司 2021 年原有业务 PE 估值 20X, 对应市值 116 亿元。

表 3: 可比公司估值对比 (截止 2020 年 6 月 19 日)

公司名称	2021 PE
招商积余	55.6
万通地产	24.9
中国国贸	17.0
招商蛇口	7.0
万科 A	6.6
可比均值	22.2

资料来源: Wind 一致预测, 民生证券研究院

(2) 免税业务: 目前珠免公司评估价尚未确定, 但如前文所述, 我们预计珠免的合理评估价在 85-105 亿之间。公司通过发行股份和支付现金收购后, 预计将增加股本 13.5 亿股对应市值 394 亿元。考虑当前疫情及香港旅游氛围不佳, 我们保守预计公司 2021-2022 年业绩将维持在 7-8 亿水平, 目前同行业上市公司中国国旅 2021 年 PE 43 倍, 我们基于珠免公司在珠海地区的垄断优势, 给予其 2021 年 40 倍 PE, 对应市值 280-320 亿元。珠免远期市值空间如上文所述, 我们预计在 600-800 亿元。

表 4：可比公司估值对比（截止 2020 年 6 月 19 日）

公司名称	2021 PE
中国国旅	43
<b>可比均值</b>	<b>43</b>

资料来源：Wind 一致预测，民生证券研究院

综上所述，我们对公司 2021 年估值为 396-436 亿元，较发行股份和支付现金收购珠免资产后的市值仍有空间。远期而言，如我们在上文所分析，珠海进入澳门的口岸客流远期成长空间广阔，同时国内免税业竞争格局已走向适度开放，珠免公司未来仍有机会进一步扩张其免税业务，首次覆盖，给予“推荐”评级。

## 四、风险提示

- (1) 香港旅游环境不佳，可能导致未来港澳游人次下滑；(2) 免税行业政策波动风险。

**公司财务报表数据预测汇总**

利润表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
营业总收入	4,193	4,612	8,073	8,951
营业成本	2,932	3,328	5,560	6,172
营业税金及附加	141	262	374	408
销售费用	121	140	239	268
管理费用	122	145	256	275
研发费用	0	0	0	0
EBIT	876	738	1,644	1,828
财务费用	76	0	0	0
资产减值损失	(107)	0	0	0
投资收益	7	7	9	8
营业利润	706	745	1,653	1,836
营业外收支	2	0	0	0
利润总额	708	743	1,654	1,836
所得税	182	191	424	471
净利润	526	552	1,230	1,365
归属于母公司净利润	526	552	1,229	1,365
EBITDA	936	754	1,659	1,841
<b>资产负债表 (百万元)</b>				
货币资金	3014	1689	3709	3657
应收账款及票据	253	298	630	606
预付款项	25	34	51	58
存货	23753	26164	29436	32280
其他流动资产	270	270	270	270
流动资产合计	27380	28542	34271	36978
长期股权投资	0	7	16	24
固定资产	163	151	138	126
无形资产	2	1	0	0
非流动资产合计	5283	5989	5971	5953
资产合计	32663	34530	40242	42931
短期借款	76	76	76	76
应付账款及票据	1220	1381	2416	2603
其他流动负债	0	0	0	0
流动负债合计	8720	9628	14110	15434
长期借款	7921	7921	7921	7921
其他长期负债	8031	8061	8061	8061
非流动负债合计	16079	16109	16109	16109
负债合计	24799	25738	30219	31543
股本	2061	2989	2989	2989
少数股东权益	10	10	10	11
股东权益合计	7864	8793	10022	11388
负债和股东权益合计	32663	34530	40242	42931

资料来源: 公司公告、民生证券研究院

主要财务指标	2019	2020E	2021E	2022E
<b>成长能力</b>				
营业收入增长率	36.2%	10.0%	75.0%	10.9%
EBIT 增长率	24.8%	-15.8%	122.8%	11.2%
净利润增长率	2.7%	4.9%	122.6%	11.0%
<b>盈利能力</b>				
毛利率	30.1%	27.8%	31.1%	31.1%
净利润率	12.6%	12.0%	15.2%	15.2%
总资产收益率 ROA	1.6%	1.6%	3.1%	3.2%
净资产收益率 ROE	6.7%	6.3%	12.3%	12.0%
<b>偿债能力</b>				
流动比率	3.1	3.0	2.4	2.4
速动比率	0.4	0.2	0.3	0.3
现金比率	0.3	0.2	0.3	0.2
资产负债率	0.8	0.7	0.8	0.7
<b>经营效率</b>				
应收账款周转天数	25.3	18.5	22.6	22.1
存货周转天数	2,774.4	2,700.0	1,800.0	1,800.0
总资产周转率	0.1	0.1	0.2	0.2
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益	0.3	0.2	0.4	0.5
每股净资产	3.8	2.9	3.4	3.8
每股经营现金流	0.8	(0.3)	0.7	(0.0)
每股股利	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>估值分析</b>				
PE	42.8	62.6	28.1	25.3
PB	3.0	3.9	3.5	3.0
EV/EBITDA	41.2	52.9	22.8	20.6
股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

现金流量表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	526	552	1,230	1,365
折旧和摊销	164	16	15	13
营运资金变动	970	(1,578)	772	(1,434)
经营活动现金流	1,720	(1,014)	2,007	(64)
资本开支	52	340	(13)	(13)
投资	108	0	0	0
投资活动现金流	64	(340)	13	13
股权募资	48	0	0	0
债务募资	1,478	30	0	0
筹资活动现金流	(843)	30	0	0
现金净流量	941	(1,325)	2,020	(51)

## 插图目录

图 1: 公司股权架构 .....	3
图 1: 2015-2019 年公司营收变化 .....	4
图 2: 2015-2019 年公司归母净利变化 .....	4
图 3: 我国居民海外消费总额高达 2500 亿美元 .....	5
图 4: 我国旅行服务贸易收支差额 (单位: 亿元人民币) .....	5
图 5: 中国免税业销售规模 (亿元, 人民币) .....	6
图 6: 韩国免税业销售规模 (亿元, 美元) .....	6
图 7: 韩国免税业不同国籍旅客销售额增速 .....	6
图 8: 按渠道分中国免税业收入结构 .....	7
图 9: 按渠道分全球免税业收入 .....	7
图 10: 2017-2019 年珠免公司收入及利润 (亿元) .....	8
图 11: 2017-2019 年珠免公司净利润率 .....	8
图 12: 2011-2019 年中国大陆入境澳门游客人次 .....	8
图 13: 中国大陆旅客入境澳门途径 .....	8
图 14: 珠免公司主要门店分布位置图 .....	9
图 15: 澳门 VS 拉斯维加斯: 国民渗透率 .....	10
图 16: 1970-2015 年拉斯维加斯游客对本国居民的渗透率 .....	10
图 17: 中国大陆访澳旅客人次远期测算 .....	11
图 18: 珠免与其他渠道客单价对比 .....	12
图 19: 珠免销售品类结构 .....	12

## 表格目录

表 1: 格力地产主要业务板块 .....	3
表 2: 珠海各免税口岸赴港澳游客出行路线 .....	10
表 3: 可比公司估值对比 (截止 2020 年 6 月 19 日) .....	12
表 4: 可比公司估值对比 (截止 2020 年 6 月 19 日) .....	13
公司财务报表数据预测汇总 .....	14

## 分析师简介

顾熹阔，民生证券社会服务业及交通运输业首席分析师，同济大学金融硕士，曾分别于海通证券从事社会服务业研究，航空公司从事股权投资工作。

## 分析师承诺

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

## 评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来股价涨幅 15% 以上
	谨慎推荐	分析师预测未来股价涨幅 5%~15% 之间
	中性	分析师预测未来股价涨幅 -5%~5% 之间
	回避	分析师预测未来股价跌幅 5% 以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来行业指数涨幅 5% 以上
	中性	分析师预测未来行业指数涨幅 -5%~5% 之间
	回避	分析师预测未来行业指数跌幅 5% 以上

## 民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005

上海：上海市浦东新区世纪大道1239号世纪大都会1201A-C单元； 200122

深圳：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元； 518001



## 免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（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。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以其他方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。