

海南发展 (002163)

证券研究报告

2021年01月26日

承接海发控旗下岛民免税公司部分股权，参与海南免税实现多元化发展

事件：1) 公司拟以非公开协议转让方式受让海南海控免税品集团有限公司45%股权，对应股权转让价格为1350万元。免税品集团是2020年12月15日新设立的公司，其母公司为全球消费精品（海南）贸易有限公司，与海南发展受同一控制人海南控股控制。**2)** 公司拟将以13.58元/股的发行价格，向公司控股股东海发控发行147,275,405股普通股，拟筹集资金20亿元用于国善实业100%股权收购和海口市办公商业综合体项目建设。

点评：一、产业链完整的幕墙骨干企业，背靠海发控共享海南发展红利。海南发展于1995年创立，历经25年的发展，已在国内幕墙工程行业中占领先地位。目前，公司的幕墙与内装工程、光伏玻璃、矿业和特种玻璃深加工的三大主线业务持续向好，综合实力日益加强。公司目前实际控制人为海南发展控股有限公司。海发控为促进海南经济发展而设立，资产雄厚业务多元，且国有资本导向作用显著，金融、产业资本实现互联互通。

二、受让免税品集团股权，迈向空间广阔的岛民免税。此次受让免税品集团45%股权标志着公司将涉足空间广阔的岛民免税业务。岛内居民消费进境商品正面清单有望在2021年春节前出台，落地后岛民可购买质优价廉的免税进口商品。预期2025年前海南岛民免税市场规模有望超2000亿元，将为岛民免税潜在参与者提供全新利润增长空间。我们认为海南发展作为提前布局岛民免税的公司，其在免税店的区位选择及物业招商上具有一定的先发优势，为后续岛民免税政策放开后做充分准备。预期公司在岛民免税牌照顺利下发后，将扩展其业务范围至岛民免税经营领域，抢占布局先机，并直接享受岛民免税带来的红利。

三、非公开发行募集资金布局办公商业综合体项目，参与海南免税市场实现业务多元化。以本次非公开发行募集资金收购国善实业后，海南发展将获得海口大英山D01地块土地使用权。未来国善实业拟在该地块建设办公商业综合体项目，建设过程中大概率涉及玻璃幕墙安装工程，能够与公司玻璃加工及幕墙主业的下游应用领域实现良好联动，发挥协同效应。同时，通过免税商业中心项目，公司可入局离岛免税市场，凭借优越的地理区位与完善的配套设施，在离岛免税市场中占有一席之地。

四、投资建议。岛民免税清单即将发布，预计21年春节前将落地，岛民免税政策刺激下海南免税市场将进一步扩张，海南发展本次受让免税品集团股权志在抢占岛民免税先机；非公开发行募集资金建设办公商业综合体项目有利于公司参与海南免税市场实现业务多元化。我们对20-22年间公司的营业收入预测为52.02/56.79/62.61亿元，净利润为5758/5549/6442万元，当前股价对应PE倍数分别为294/305/263倍，维持“买入”评级。

风险提示：岛内免税政策不达预期，项目审批风险，健康安全环保监管风险，安全事故风险，业务转型不及预期风险等。

财务数据和估值	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	4,776.78	4,703.67	5,201.63	5,679.25	6,260.58
增长率(%)	3.75	(1.53)	10.59	9.18	10.24
EBITDA(百万元)	384.93	360.91	186.75	211.36	234.85
净利润(百万元)	32.65	51.22	57.58	55.49	64.42
增长率(%)	(457.09)	56.89	12.41	(3.62)	16.09
EPS(元/股)	0.04	0.06	0.07	0.07	0.08
市盈率(P/E)	518.34	330.39	293.91	304.95	262.68
市净率(P/B)	24.86	25.34	23.33	21.67	20.02
市销率(P/S)	3.54	3.60	3.25	2.98	2.70
EV/EBITDA	12.36	13.14	94.91	79.19	74.72

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	建筑材料/其他建材
6个月评级	买入（维持评级）
当前价格	21.06元
目标价格	元

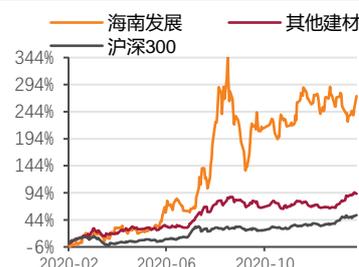
基本数据

A股总股本(百万股)	803.55
流通A股股本(百万股)	803.47
A股总市值(百万元)	16,922.76
流通A股市值(百万元)	16,921.15
每股净资产(元)	0.89
资产负债率(%)	78.93
一年内最高/最低(元)	25.50/5.09

作者

刘章明	分析师
SAC 执业证书编号：S1110516060001	
liuzhangming@tfzq.com	
鲍荣富	分析师
SAC 执业证书编号：S1110520120003	
baorongfu@tfzq.com	

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

1 《海南发展-首次覆盖报告:产业链完整的幕墙骨干企业，背靠海发控协同优势凸显》2020-11-17

1. 事件

2021年1月22日，公司发布公告，拟以非公开协议转让方式受让海南海控免税品集团有限公司45%股权，对应股权转让价格为1350万元。海南海控免税品集团有限公司是2020年12月15日新设立的公司，其母公司为全球消费精品（海南）贸易有限公司，与海南发展受同一控制人海南控股控制。

同日，公司发布公告，拟将以13.58元/每股的发行价格，向公司控股股东海发控发行147,275,405股普通股，拟筹集资金20亿元用于国善实业100%股权收购和海口市办公商业综合体项目建设。

2. 产业链完整的幕墙骨干企业，背靠海发控共享海南发展红利

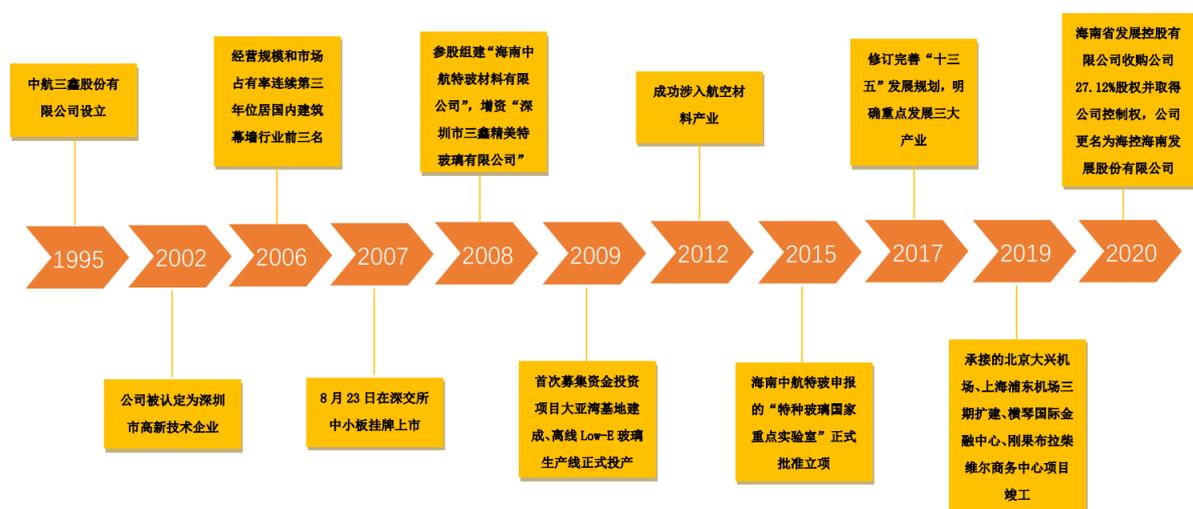
2.1. 玻璃幕墙行业先发者，25年间逐步发展壮大

海控南海发展股份有限公司，前身为中航三鑫股份有限公司。公司创立于1995年，总部设在深圳，于2007年成功在深交所中小板挂牌上市。公司主营业务涉及幕墙与内装工程、光伏玻璃、矿业与特种玻璃深加工等三大领域，是国家高新技术企业。公司现拥有1个国家级特种玻璃重点实验室、2个省级特种玻璃研发平台、3家国家高新技术企业，1家深圳市高新技术企业；在海南、安徽蚌埠、惠州大亚湾、深圳、珠海、上海、北京、成都等地建立现代化科研生产基地。

在国内建筑幕墙领域，公司起步较早、技术领先，承建的工程获得包括“鲁班奖”、“建筑装饰奖”、“詹天佑奖”、“国家优质工程银质奖”在内的多项国家奖项。在光伏玻璃与玻璃深加工领域，公司具备较强的产品研发能力和工程设计能力，拥有“三鑫”、“中航特玻”、“精美特”、“SGT”等注册商标，其中“三鑫”商标在2018年被认定为“深圳知名品牌”。

公司历经25年的发展，已在国内幕墙工程行业中占领领先地位。在25年的发展历程中，公司经历了形势的变化也经历了行业的兴衰，进行了业务的蓬勃扩张也进行了产业的延伸发展，总体发展历程如下：

图 1：公司发展历程



资料来源：招股说明书，公司公告，天风证券研究所

起步阶段：1995年，中航三鑫创立，总部设在深圳。2002年，公司被认定为深圳市高新技术企业。2004年-2006年，公司的经营规模和市场占有率连续三年位居国内建筑幕墙行业前三名。

扩张阶段：2007年8月23日，中航三鑫在深交所中小板挂牌上市，募集的资金用于 Low-E 节能玻璃生产线项目和大亚湾三鑫节能幕墙生产基地的建设中，两大项目都已于两年后建成、投产，大大提升了公司幕墙产品的加工能力。2008年，公司参股组建“海南中航特玻材料有限公司”，增资扩股控股子公司“深圳市三鑫精美特玻有限公司”，为拓展海外市场还成立了“三鑫（香港）有限公司”。

调整阶段：2012年-2014年，在欧债危机、欧美光伏“双反”和国内房地产调控的背景下，国内光伏行业和平板玻璃行业均处困境。公司积极推动战略转型、产业结构调整和产品升级，开始涉入航空材料产业。2015年，公司加强研发体系建设，海南中航特玻申报的“特种玻璃国家重点实验室”正式被国家科技部批准立项，成为海南省唯一获批的企业国家重点实验室。2017年，公司明确幕墙工程与通航机场建设、光伏玻璃与光伏工程、特种玻璃深加工及技术为重点发展的三大产业，并着重专注做精、做强幕墙产业。

拓展阶段：2020年，海南省发展控股有限公司收购公司 27.12% 股权并取得公司控制权，公司更名为海控海南发展股份有限公司。

2.2. 三大主线业务持续向好，综合实力日益加强

2.2.1. 幕墙与内装工程：幕墙领域骨干，内装近年渐强

公司的幕墙与内装工程主要包括幕墙工程、装饰装修等，以深圳、北京、上海、珠海为核心区域，重点项目包括政府公建、高层建筑、购物中心等，业务范围覆盖全国乃至港澳、东南亚、欧美、中东、西亚等国家及地区。

公司控股子公司三鑫科技，是国内知名的幕墙骨干企业，在国内行业综合实力排名前列。多年来，公司专注于高端幕墙工程的设计、生产、施工、维护服务等，拥有较强的上下游产业链配套实力。作为深圳市高新技术企业，三鑫科技具有建筑幕墙工程设计专项甲级、施工壹级资质、建筑装修装饰工程专业承包一级资质、建筑工程施工总承包三级资质。

公司施工技术水准高，是机场航站楼幕墙的领军企业，也是高层建筑玻璃幕墙工程的先行者。公司擅长大空间、复杂结构、复杂异型、超高层等高技术幕墙的设计、施工，承建了北京大兴机场、上海浦东国际机场卫星厅、北京首都机场 T3、广州白云机场、深圳宝安机场 T3、泰国曼谷机场等 40 多座国内外重点机场的幕墙工程。在高层建筑幕墙领域，公司承建了珠海中心大厦、珠海 IFC、深圳岗厦 350、东莞国贸、天津 117 等幕墙工程。

表 1：公司承建的高层建筑幕墙项目

序号	地址	高层建筑名称	建筑高度	幕墙面积	序号	地址	高层建筑名称	建筑高度	幕墙面积
1	天津	天津 117 大厦	598m	73000 m ²	50	西安	西安环球中心一期（裙楼）	181m	36000 m ²
2	东莞	东莞国贸	440m	90000 m ²	51	深圳	招商证券大厦	180m	50000 m ²
3	迪拜	公园塔酒店	377m	140000 m ²	52	天津	中国移动深圳信息大厦	180m	40000 m ²
4	深圳	岗厦河园片区 375 塔楼	375m	80000 m ²	53	天津	君隆广场（奥斯汀酒店）	180m	31000 m ²
5	珠海	珠海 IFC	337m	62300 m ²	54	哈尔滨	科技创新大厦	180m	65000 m ²
6	珠海	十字门商务区标志性塔楼	324m	57500 m ²	55	上海	中信泰富财富广场	180m	70000 m ²
7	澳大利亚	Australia108	319m	78000 m ²	56	深圳	招商银行深圳分行大厦	170m	67000 m ²
8	长沙	国金中心	310m	160000 m ²	57	成都	天府时代广场	170m	80000 m ²
9	广州	富力盈凯广场	296m	60000 m ²	58	安徽	马鞍山农商行	165.6	57700 m ²

										m
10	深圳	汇德大厦	270m	52904 m ²	59	珠海	珠海港澳金融中心	165	36000 m ²	
11	深圳	卓越皇岗世纪中心	26m8	46600 m ²	60	长沙	广发银行大厦	161m	55000 m ²	
12	深圳	前海景兴 T1 塔楼 263	266m	80000 m ²	61	珠海	珠海中冶口岸大厦	160m	80000 m ²	
13	东莞	长安万科广场	263m	44000 m ²	62	贵阳	喜来登贵航酒店	160m	50,000 m ²	
14	深圳	侨城 1 号广场	261m	80000 m ²	63	成都	金牛万达广场	157m	270000 m ²	
15	北京	三星大厦	260m	58000 m ²	64	北京	浦项中心	154m	55000 m ²	
16	深圳	红土创新广场	261m	68681 m ²	65	深圳	电视中心	154m	55000 m ²	
17	澳大利亚	无限大厦	260m	27000 m ²	66	重庆	国金中心	152m	82000 m ²	
18	深圳	民治更新项目 C 栋	257m	102000 m ²	67	福州	中国建设福建分行综合业务楼	152m	56000 m ²	
19	宁波	环球航运广场	256m	95000 m ²	68	福州	兴业银行大厦	150m	60000 m ²	
20	深圳	恒裕金融 BC 栋	255m	102000 m ²	69	深圳	深圳安联大厦	147m	60000 m ²	
21	北京	北京电视中心	250m	90000 m ²	70	杭州	庆春广场	145m	120000 m ²	
22	福州	福晟·钱隆广场	250m	57500 m ²	71	青岛	世纪名人广场	143m	143000 m ²	
23	成都	国金中心	248m	116000 m ²	72	深圳	深圳辉煌时代大厦	138m	34000 m ²	
24	深圳	证券交易所	246m	160000 m ²	73	刚果	布拉柴维尔商务中心	137m	52000 m ²	
25	长沙	梅溪湖国际广场	245m	90000 m ²	74	沈阳	中海广场	110m	50000 m ²	
26	佛山	宗德服务中心	240m	230000 m ²	75	上海	嘉定新城 F01A-1	100m	35000 m ²	
27	深圳	深圳湾创新科技中心 II 标	235m	91078 m ²	76	深圳	深圳北邮科技大厦	100m	30000 m ²	
28	杭州	万象城二期 MT 项目	230m	53000 m ²	77	陕西	国寿陕西综合楼	100m	99000 m ²	
29	广州	珠江新城 F1-1	228m	110000 m ²	78	福州	招商银行大厦	94m	28000 m ²	
30	深圳	广电金融中心	220m	9000 m ²	79	深圳	华安保险总部大厦	90m	38000 m ²	
31	北京	中航投资大厦	220m	53000 m ²	80	成都	腾讯大厦	82m	65000 m ²	
32	珠海	珠海国际会展中心二期	217m	76769 m ²	81	澳门	澳门美高梅路氹仔酒店	38m	9300 m ²	
33	成都	中交国际中心	216m	46000 m ²	82	合肥	新华人寿保险	180m	30000 m ²	
34	珠海	金湾华发商务区 1\2#塔楼	210m	52625 m ²	83	佛山	万科金融科技中心三期	173m	107000 m ²	
35	珠海	横琴航运大厦	208m	45000 m ²	84	北京	华夏铁物大厦	150m	47300 m ²	
36	合肥	新城国际三期	206m	60000 m ²	85	海口	海航豪庭二期 C19 地块	148m	31000 m ²	
37	成都	华置广场	200m	60000 m ²	86	武汉	生态住宅 B 地块	120m	163992 m ²	
38	青岛	华润中心悦府	200m	50000 m ²	87	石家庄	东南智汇城	105m	180000 m ²	
39	重庆	农村商业银行大厦	200m	45800 m ²	88	北京	硅谷一号	100m	70000 m ²	
40	青岛	青岛港	199m	42586 m ²	89	吉布提	自贸区一期酒店及办公楼	75m	22941 m ²	
41	广州	中交南方基地	196m	56350 m ²	90	西安	万科创意谷	66m	85000 m ²	
42	成都	万象城	195m	120000 m ²	91	南京	南京万达茂	60m	36000 m ²	
43	广州	松日总部大楼	195m	56000 m ²	92	上海	青浦万达茂	60m	20000 m ²	
44	厦门	中航紫金广场	194m	52000 m ²	93	桂林	桂林创业大厦 dasha	55m	150000 m ²	
45	厦门	鹭城广场	192m	65000 m ²	94	西安	万科城 7#地	37m	17564 m ²	

46	大连	万达公馆	190m	36000 m ²	95	北京	京东研发制造中心	30m	36500 m ²
47	珠海	珠海三一南方总部大厦	187m	80000 m ²	96	北京	北京国锐广场	109m	60000 m ²
48	深圳	前海国际金融 T2 塔楼	187m	36500 m ²	97	上海	星洲通讯技术研究所	105m	52000 m ²
49	西宁	万达广场	187m	42000 m ²					

资料来源：公司官网，天风证券研究所

三鑫科技逐步利用幕墙业务现有客户、项目资源，延伸开发内装市场，内装业务也开始逐步加强。2019 年，公司中标 12 个过亿项目，超 2 亿项目 4 个，高层项目层高刷新纪录；2020 年上半年，公司中标 2 个过亿项目。

2.2.2. 光伏玻璃业务：持续推进智能化与自动化，产品品质优良口碑良好

公司光伏玻璃业务拥有完整的研发、采购、生产、销售、售后服务体系，并持续推进智能制造与生产线自动化改造。公司在安徽蚌埠拥有数条智能化光伏玻璃生产线，年产量超过 3500 万平方米。2020 上半年，公司 1500 万 m²/a 光伏玻璃生产线技改后复产，提升原片产能和深加工产品产量，成功研发双层镀膜钢化玻璃产品和丝印釉面背板钢化玻璃产品，推出无色高透镀膜玻璃产品。

光伏玻璃业务的主要产品是高品质光伏玻璃，具有优良的产品品质和良好的客户口碑。目前，公司的光伏玻璃产品已由 AR 光伏玻璃向双玻组件、双层镀膜等高品质、高透玻璃产品延伸。目前，公司已经实现了产品的系列化，产品系列包括海洋型、沙漠型、防火型、“双玻”型、高效率型等。

2.2.3. 矿业和特种玻璃深加工：产品类型多元，质量体系完备

公司具备特种/普通玻璃生产线设计与工程技术输出能力，承担多项国家、省部级特种玻璃科研项目。在矿业方面，公司拥有石英砂矿开采业务。在建筑玻璃及电子玻璃方面，公司拥有垂直完整的产业链，主要采取“以销定产”的经营模式。

公司产品类型多元，质量体系完备。公司为 AG600 大型飞机前风挡航空特种玻璃配套，同时在 AR 大板面高透减反玻璃、AR+ITO 高透触摸屏玻璃、电子体重秤、扫地机器人等家用电器配套玻璃领域也具有较好的知名度。公司先后通过了 ISO9002 质量体系认证、ISO14001:2004 环境体系认证、OHSAS18001 职业健康体系、三级保密体系及中国 3C 认证、美国 IGCC 认证、欧盟 CE 认证、防弹玻璃 UL 认证等。

表 2：公司特种玻璃深加工产品

公司特种玻璃深加工产品

建筑用玻璃产品	可钢化 LOW-E 玻璃、热反射玻璃、LOW-E 中空玻璃、平/弯钢化/半钢化、平/弯夹层玻璃、平/弯中空玻璃、彩釉玻璃、防弹玻璃、防火玻璃、光电玻璃、三维热弯玻璃等
电子玻璃产品	高品质 AR 玻璃、ITO 导电玻璃、前风挡航空特种玻璃深加工、防雾玻璃、AS 防污玻璃、半透镜面玻璃、角度防窥玻璃、扫地机器人面板、大板面 AG 喷涂视屏玻璃等

资料来源：公司公告，天风证券研究所

2.3. 实际控制人海发控：承担海南建设使命，资源丰富且实力突出

2.3.1. 海发控为促进海南经济发展而设立，资产雄厚业务多元

海发控为促进海南经济发展而设立。海南发展控股有限公司成立于 2005 年，是海南省政府为了引进大项目，带动省外资金投资海南，推进省内重大项目实施，促进海南经济发展而设立的综合性投资控股公司。公司总部设在海南省海口市，下属企业分布于省内各市县。未来，在海南建设自由贸易试验区，逐步探索稳步推进中国特色自由贸易港的过程中，海发控将充分发挥在招商引资中的主体作用和对接央企、大型民企的桥梁作用。

公司具有雄厚的资产规模。公司成立仅仅 15 年，资产总额已从成立之初的 5 亿元发展到 2018 年底达到 562 亿元，净资产 353 亿元。公司拥有土地总面积约 7.5 万亩，其中约 5 万

亩土地集中于乐东县。

公司业务板块清晰，旗下子公司属性多元。自成立以来，公司以基础设施投资及股权投资为基础，逐步搭建了以海南省水利电力集团有限公司、海南海控能源股份有限公司、海南金融控股股份有限公司、海南发展控股置业集团有限公司、海南莺歌海盐场有限公司、海南省地产(集团)有限公司、海南鹿回头旅业投资有限公司、海南海控美丽乡村建设有限公司 8 家二级平台公司为核心的产业板块。截至 2019 年 8 月 31 日，公司投资的下属企业共计 114 家，其中全资子公司 40 家，控股公司 26 家，参股公司 48 家。

表 3：海发控股子公司简介

子公司名称	简介	业务
海南金融控股股份有限公司	海南省政府批准的唯一一家省级金融平台公司	承接南华基金、信产基金等 8 只产业基金，初步形成了具备银行、资产管理、股权交易中心等要素的交易市场
海南海控能源股份有限公司	海南省属最大清洁能源企业，海南省国资系统首家挂牌新三板的公司和全省 4 家入选国企改革“双百行动”企业之一	现有水电、太阳能、风电发电总装机容量 38 万 KW，年平均发电量约 7.7 亿千瓦时
海南发展控股置业集团有限公司	海南省最大的代建代管单位	负责省委党校新校区、省中医院等 39 个省级重点项目代建代管任务及和风·江岸(58 万平方米)、和风·家园(140.3 万平方米)等保障性住房代建
海南省水利电力集团有限公司	海南省唯一水利基础设施建设平台	主打水利工程建设管理及运营，负责建设管理大广坝二期(灌区)工程 and 红岭灌区工程，并负责迈湾水利枢纽工程和天角潭水利枢纽工程等重大水利项目建设工作
海南莺歌海盐场有限公司	拥有华南最大的海盐场——莺歌海盐场	以盐产品生产、开发和销售为基础，推动以盐为特色的产业开发和文化旅游，不断延伸盐产品及盐文化的产业链、附加值
海南海控美丽乡村建设有限公司	探索乡村振兴工作“政、企、民”合作模式的专业平台	以瑶城村为切入点，探索“政府基础配套，国企产业投资，农村资源共享，农民分红保障”的共建美丽乡村建设管理模式，打造江东新区首个美丽乡村示范点。
海南鹿回头旅业投资有限公司	海南省发展控股有限公司旅业板块的重要平台	承担基础设施建设、酒店建设；国宾接待、政务接待及面向市场运营，鹿回头国宾馆、亚湾迎宾馆、鹿颐酒店为公司旗下高端酒店
海南省地产有限公司	由海南省发展控股有限公司与海南省土地储备整理交易中心共同组建成立	承担省级土地储备任务，职能定位为省政府主导的土地开发整理平台和省级土地资产运营平台，以土地开发整理、土地经营、基础设施建设、公共设施建设、土地项目投资为主要业务

资料来源：公司官网，天风证券研究所

2.3.2. 国有资本导向作用显著，金融、产业资本互联互通

海发控充分发挥国有资本投资导向作用，最大限度地吸引资金投资海南，以投资控股、参股等形式支持省重点项目建设，或投资发展优势产业，在高效益领域实现国有资本保值增值。公司的核心业务可分为金融、基础设施建设、实业运营三大板块。

公司的金融业务以海南金融控股股份有限公司为核心，通过建设金融控股平台实现金融资本、产业资本结合的发展模式转变，目前已通过自主发起设立、参股、兼并及收购等形式获取了获取保险、证券等主流金融牌照。

公司的基础设施建设业务在海南重大民生工程、重点项目、重要平台和关键领域发挥国有资本的主力军作用。现阶段，公司对照自由贸易试验区和中国特色自由贸易港的建设目标，承担省级重大工程项目投资、规划、运维管理等任务，构建和完善自贸区（港）建设现代

基础设施体系。

公司的实业运营已形成了区域综合开发、金融、战略性新兴产业、旅游四大板块。四大板块与政策性投资项目协同布局，同时公司也重点关注符合国家政策与公司战略的新产业机会，逐步形成具备较强盈利能力的实体运营产业。

表 4：海发控参与项目（部分）

业务板块	项目	项目概述
金融	海南自贸区（港）发展基金	于 2 月 23 日在三亚正式设立并举办基金设立暨业务研讨会，目前已完成首个项目航美海发传媒投资子基金的设立
	海南双创工业信息产业投资基金	承接工信厅 8 亿元资金，与 2 家机构签订《合作协议》，将分别合作设立 8 亿元和 4 亿元的产业引导基金。
	海南人才公寓 REITs 基金	在深交所成功发行 8.7 亿元人才公寓 REITs 基金，受到市场 2.16 倍超额认购
	海南银行	海南控股全资子公司——海南鹿回头旅业投资有限公司为第一大股东(主发起人)，入股比例 17%
	国际能源交易中心	海南金控作为发起人参与国际能源交易中心组建，占股 7%
区域综合开发	和风·江岸、和风·鑫苑、和风·家园系列项目	和风·江岸占地面积 180 多亩,提供近 3000 套住宅;和风·鑫苑项占地约 36.9 亩,提供 526 套住宅。和风·家园用地约 1274.4 亩,净用地约 697 亩
	省委党校新校区项目	项目规划用地面积约 200 亩，总建筑面积约 12.2 万平方米，其中校舍建筑面积约 9 万平方米，项目总投资 19.81 亿
	莺歌海盐场转产开发	盐场拥有 4.8 万亩滨海优质土地资源,未来将用 15-30 年时间将盐场区域打造为综合性大型旅游度假区
	文昌木兰湾滨海新城区	规划面积约 83 平方公里，计划收储开发面积约 42 平方公里
	瑶城村美丽乡村建设	项目总投资为 1.2 亿元，分为四个旅游功能组团：高端民宿区、综合服务区、综合农业区和特质景观区
战略新兴产业	水电站	运营水电站 18 座，总装机规模约 13 万千瓦
	光伏发电站	运营光伏电站 49 座，总装机规模约 24 万千瓦
	参与组建海南电力交易中心	2018 年成交发电企业 4 家，成交用电企业 11 家，总成交量 2 亿千瓦时
基础设施投资	海南东环铁路	项目总投资 221 亿元,海南控股作为海南省出资代表出资 42 亿元，占股 43%
	美兰机场	先后向美兰机场增资约 32 亿元支持机场二期改扩建工程，并参与三亚新机场、儋州机场投资建设。
	红岭灌区工程	海南省红岭灌区工程系国务院 172 项节水供水重大水利工程项目之一，工程执行概算总投资 68.09 亿元
	迈湾水利枢纽工程	总库容 6.15 亿 m ³ ，电站装机容量 40 兆瓦，总工期 46 个月

资料来源：公司官网，天风证券研究所

3. 受让免税品集团股权，迈向空间广阔的岛民免税

2021 年 1 月 22 日，公司发布公告，为了推进公司战略转型，扩展业务领域，培育新型产业资源，拟以非公开协议转让方式受让海南海控免税品集团有限公司 45% 股权，对应股权转让价格为 1350 万元。海南海控免税品集团有限公司是 2020 年 12 月 15 日新设立的公司，其母公司为全球消费精品（海南）贸易有限公司，与海南发展受同一控制人海南控股控制。因免税品集团拟向有权机构申请在海南省经营岛民免税业务，此次受让标志着公司将涉足空间广阔的岛民免税业务。

3.1. 岛民免税政策落地在即，已有玩家抢滩登陆

岛内居民消费进境商品正面清单有望在春节前出台，岛民将可购买质优价廉的免税进口商品。吹响海南自贸港零关税号角的“三正一负”清单中，原辅料、交通工具及游艇两张“零

“零关税”正面清单已经出台，剩余的企业进口自用生产设备负面清单，和岛内居民消费进境商品正面清单，有望在 2021 年春节前出台。其中，岛民免税清单因涉及近千万海南居民的日常消费，落地后岛内居民凭借身份证明便可以很方便地购买质优价廉的进口商品，目前备受关注。

表 5：部分进口商品零关税政策“一负三正”清单

清单	内容
岛内居民消费正面清单	对岛内居民消费的进境商品，实行正面清单管理，允许岛内免税购买。对实行“零关税”清单管理的货物及物品，免征进口关税、进口环节增值税和消费税
原辅料正面清单	对岛内进口用于生产自用或以“两头在外”模式进行生产加工活动（或服务贸易过程中）所消耗的原辅料，实行“零关税”正面清单管理，清单中品类零关税
交通运输工具正面清单	对岛内进口用于交通运输、旅游业的船舶、航空器等营运运用交通工具及游艇，实行“零关税”正面清单管理，清单中品类零关税
企业自用设备负面清单	除法律法规和相关规定明确不予免税、国家规定禁止进口的商品外，对企业进口自用的生产设备，实行“零关税”负面清单管理，清单以外的企业进口自用设备免税

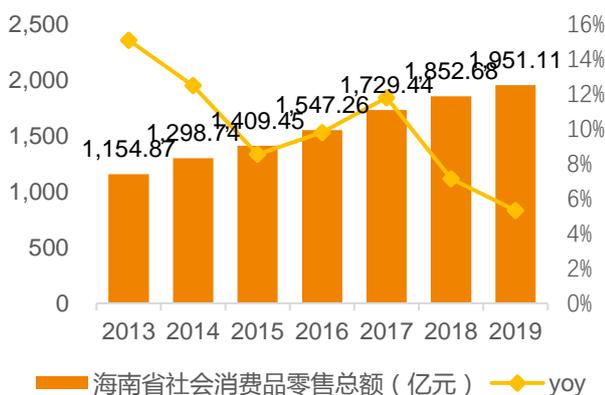
资料来源：中华人民共和国中央人民政府，天风证券研究所

在岛民免税清单公布之前，已有部分公司准备抢滩岛民免税市场。公司此次宣布受让的海南海控免税品集团有限公司，拟向有权机构申请在海南省经营岛民免税业务，预示公司将开拓岛内居民免税品市场。而此前，已有其他公司称将在海南设立岛民免税相关项目。海南发展作为提前布局岛民免税业务的企业，将抢占岛民免税市场先机。

3.2. 岛民消费潜力可期，预计岛民免税市场有望实现 2000 亿规模

从社零总量的角度来看，海南省社会消费品零售总额从 2013 年 1154.87 亿元增长至 2019 年 1951.11 亿元的水平，年均复合增长率为 9.13%，总体呈逐年增长的趋势。2020 年，在疫情冲击社会零售背景下，受益于离岛免税的带动，海南省社会消费品零售总额维持在较高的水平，截至 11 月，20 年累计社零 1762.18 亿元，同比增长 0.4%，在疫情年份仍然维持正增长。虽然 12 月社零数据尚未公布，但省政府在“十三五”期间海南省经济运行情况答记者问中表示，预计 2020 年社会消费品零售总额突破 2000 亿元。

图 2：海南省社会消费品零售总额年逐年增长



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 3：20 年海南社零总额仍维持正增长



资料来源：Wind，天风证券研究所

从岛民人口看，海南省常住人口保持稳定增长趋势，由 2012 年 886.55 万人增长至 2019 年 945 万人，年增长率稳定在 1% 左右。由于岛民免税面向的对象为海南省岛内居民，因此海南省 19 年 945 万的常住人口意味着政策落地后，岛民免税市场将面向近千万海南岛民，从而具有值得期待的市场空间。

图 4：海南省常住人口



资料来源：Wind，天风证券研究所

在岛民的人均消费方面，2019 年海南省全体居民人均消费支出为 19555 元，人均消费支出接近 20000 元水平。人均消费支出由 2013 年的 11193 元增长至 2019 年的 19555 元，年均复合增长率接近 10%，不断提高的人均消费支出与稳定增长的海南常住人口共同作用，不断做大海南存量消费市场。

消费水平的提高很大程度上得益于岛民收入的节节攀升，2019 年海南省全体居民人均可支配收入为 26679 元，人均可支配收入由 2013 年的 15733 元增长至 2019 年的 26679 元，年均复合增长率为 9.2%。在贸易、投资、税收等政策向海南自贸港倾斜的背景下，预计海南省居民人均可支配收入将以更快速度增长，进而带动居民消费市场的快速增长。

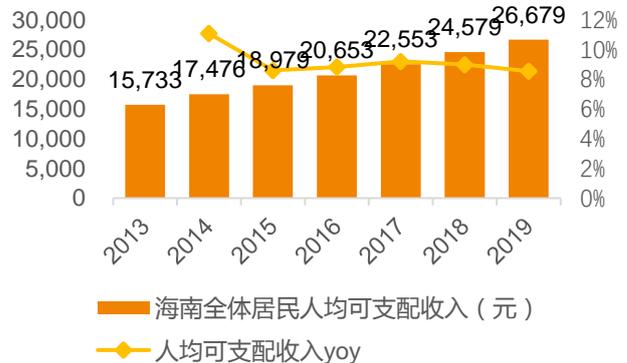
对比人均消费支出与人均可支配收入，19 年人均可支配收入相较人均消费支出高出 7124 元，居民支配收入中仍有不小的数额可以转化为消费从而进一步做大海南消费市场。预计岛民免税政策落地后，更加优质、多样化、高性价比的商品选择，更多新开门店带来的便利化的购物体验会进一步激发岛民消费欲望，从而更好地将岛民可支配收入转化为消费。

图 5：海南省全体居民人均消费支出



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 6：海南省全体居民人均可支配收入



资料来源：Wind，天风证券研究所

综合考虑上述因素，从海南省社会消费品零售总额及海南人口规模的角度出发，岛民消费增长潜力值得期待，根据海南近千万常住人口，假设岛民免税额度为 3 万元每人每年，则预期 2025 年之前海南岛民免税市场规模有望超 2000 亿元，空间广阔。同时，参照离岛免税的政策，岛民免税或也将实行准入制，将增加参与者的稀缺性。在整体空间及牌照的双

重驱动下，岛民免税将为潜在参与者提供全新利润增长空间。

3.3. 岛民免税店将广泛分布，提前布局者具先发优势

据海南省委书记沈晓明称，未来将争取在岛内广泛布局线下实体店，以方便岛民进行免税购物。我们认为，岛民免税店未来形式或将类似于连锁便利店业态，有别于大型市内免税店，总体呈现小而精的特点。因此，不考虑商品价格因素，未来岛民免税店可能将在区位选择、招商设计、物业管理等方面产生一定的竞争。

因此，我们认为海南发展作为提前布局岛民免税的公司，其在免税店的区位选择及物业招商上具有一定的先发优势，或能抢占具有竞争力的区域布局免税业务，并做好商业资源的提前对接及培育，为后续岛民免税政策放开后做充分准备。

预期公司在岛民免税牌照顺利下发后，将扩展其业务范围至岛民免税经营领域，进一步实现业务多元化，抢占布局先机，并直接享受岛民免税带来的红利。

4. 非公开发行募集资金布局办公商业综合体项目，参与海南免税市场实现业务多元化

2020年9月18日海南发展第七届董事会第三次会议及第七届监事会第三次会议审议通过了《海南发展：2020年度非公开发行A股股票预案》；2021年1月22日，该非公开发行方案修订稿经公司第七届董事会第七次会议及第七届监事会第六次审议通过。根据本次非公开发行方案，海南发展拟将以13.58元/股的发行价格，向公司控股股东海发控发行147,275,405股普通股，拟筹集资金20亿元用于国善实业100%股权收购和海口市办公商业综合体项目建设。

表 6：本次非公开发行募集资金使用计划

序号	项目名称	项目投资总额（万元）	拟使用募集资金金额（万元）
1	收购国善实业 100%股权	56,702.68	56,702.68
2	海口市大英山新城市中心区 D01 地块 办公商业综合体项目	256,164.25	143,297.32
	合计	312,866.93	200,000.0

资料来源：公司公告，天风证券研究所

本次发行前，公司总股本 80,335 万股，海发控直接持有公司 217,934,203 股，持股比例为 27.12%，为公司控股股东，海南省国资委为公司实际控制人。根据本次非公开发行方案拟发行普通股数量 147,275,405 股测算，本次非公开发行完成后，海发控对公司持股比例将上升至约 38.41%，仍为公司控股股东且持股比例进一步提高，公司实际控制人仍为海南省国资委，本次发行不会导致公司控制权发生变化。

图 7：海南发展股权结构



资料来源：Wind，天风证券研究所

表 7：公司实际控制人仍为海南省国资委

	发行前	发行后
海发控持股（万股）	21,793	36,521
海发控持股比例	27.12%	38.41%
总股本（万股）	80,355	95,083

资料来源：公司公告，天风证券研究所

海南发展与国善实业同属海发控旗下公司，本次非公开发行有利于资源注入上市平台实现多元化协同发展。发行前，国善实业为海发控下属控股子公司海控置业的全资子公司，现持有位于海口市大英山 D01 地块 2.61 万平方米土地使用权，土地用途为商服用地。该地块位于海口市市中心的大英山 CBD，由于大英山 CBD 整体定位为自贸港中央商务区、省级行政文化中心，是集行政、商务、教育、文化、购物、休闲娱乐、居住为一体的城市核心，因此该地块具有极为优越的地理区位。

图 8：大英山 D01 地块大致范围



资料来源：兰图绘，天风证券研究所

以本次非公开发行募集的资金收购国善实业后，海南发展将获得该块土地使用权。未来国善实业拟在该地块建设办公商业综合体项目，预计投资总额 25.6 亿元，规划建筑面积 21.8 万平方米，项目包括 5A 级办公楼、免税商业中心及相应配套设施。其中免税商业中心将以综合购物、精品专卖、个性专卖为主，以打造海口市规模最大、规格最高、货品最全的一站式精品免税购物中心为目标。

该办公商业综合体项目建设过程中大概率涉及玻璃幕墙安装工程，能够与公司玻璃加工及幕墙主业的下游应用领域实现良好联动，发挥协同效应。在控股股东海发控旗下具备离岛免税经营资质的前提下，通过免税商业中心项目，上市公司可入局离岛免税市场，凭借优越的地理区位与完善的配套设施，有望引入 LV、香奈儿、爱马仕等国际奢侈品品牌，在离岛免税市场中占有一席之地，与其他经营商共享离岛免税政策红利，将离岛免税市场蛋糕不断做大。同时，引入办公商业综合体运营、建设有利于海南发展业务多元化发展，增强上市公司竞争力与盈利能力。

5. 投资建议

岛民免税清单即将发布，预计 21 年春节前将落地，岛民免税政策刺激下海南免税市场将进一步扩张，海南发展本次受让免税品集团股权志在抢占岛民免税先机；非公开发行募集资金建设办公商业综合体项目有利于公司参与海南免税市场实现业务多元化。我们对 20-22 年间公司的营业收入预测为 52.02/56.79/62.61 亿元，净利润为 5758/5549/6442 万元，当前股价对应 PE 倍数分别为 294/305/263 倍，维持“买入”评级。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
	2018	2019	2020E	2021E	2022E		2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	781.36	932.05	432.61	1,350.44	587.20	营业收入	4,776.78	4,703.67	5,201.63	5,679.25	6,260.58
应收票据及应收账款	1,026.54	1,206.74	1,131.60	1,101.81	1,360.21	营业成本	4,301.99	4,127.22	4,593.05	5,014.07	5,521.25
预付账款	60.51	37.31	60.76	54.58	70.67	营业税金及附加	37.75	34.35	38.68	42.24	46.56
存货	762.66	690.31	1,154.97	771.62	1,427.22	营业费用	119.46	93.39	101.43	106.20	113.94
其他	434.00	160.01	444.96	289.90	458.18	管理费用	244.67	167.79	182.58	190.82	207.23
流动资产合计	3,065.07	3,026.42	3,224.89	3,568.35	3,903.48	研发费用	84.15	122.64	148.25	166.40	190.95
长期股权投资	152.22	100.40	100.40	100.40	100.40	财务费用	127.86	67.69	53.19	46.48	46.13
固定资产	945.42	1,148.16	1,143.57	1,150.07	1,150.21	资产减值损失	10.98	(6.91)	7.25	7.33	7.39
在建工程	196.11	52.33	67.40	88.44	83.06	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
无形资产	139.07	135.42	131.20	126.98	122.76	投资净收益	63.07	(51.67)	2.62	2.48	2.13
其他	160.70	156.85	159.54	155.09	153.63	其他	(164.63)	92.49	(5.24)	(4.96)	(4.26)
非流动资产合计	1,593.52	1,593.15	1,602.10	1,620.97	1,610.06	营业利润	(48.51)	56.69	79.82	108.19	129.27
资产总计	4,660.52	4,619.57	4,827.80	5,190.24	5,514.11	营业外收入	2.42	52.49	42.06	10.58	6.76
短期借款	1,284.20	1,084.37	950.00	960.00	960.00	营业外支出	6.12	4.60	5.40	5.85	5.96
应付票据及应付账款	2,014.13	2,327.24	2,288.03	2,766.93	2,873.74	利润总额	(52.20)	104.58	116.48	112.92	130.07
其他	287.40	215.95	517.53	339.81	456.02	所得税	9.27	27.78	30.16	29.72	33.48
流动负债合计	3,585.74	3,627.56	3,755.57	4,066.74	4,289.76	净利润	(61.47)	76.80	86.32	83.20	96.59
长期借款	63.32	52.68	0.00	0.00	0.00	少数股东损益	(94.12)	25.58	28.75	27.71	32.17
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	归属于母公司净利润	32.65	51.22	57.58	55.49	64.42
其他	53.03	51.44	99.45	67.97	72.96	每股收益(元)	0.04	0.06	0.07	0.07	0.08
非流动负债合计	116.35	104.12	99.45	67.97	72.96						
负债合计	3,702.09	3,731.68	3,855.02	4,134.72	4,362.71	主要财务比率	2018	2019	2020E	2021E	2022E
少数股东权益	277.81	220.17	247.48	274.72	306.17	成长能力					
股本	803.55	803.55	803.55	803.55	803.55	营业收入	3.75%	-1.53%	10.59%	9.18%	10.24%
资本公积	505.21	444.98	444.98	444.98	444.98	营业利润	-12.74%	-216.86%	40.81%	35.54%	19.48%
留存收益	(122.92)	(135.82)	(78.24)	(22.75)	41.67	归属于母公司净利润	-457.09%	56.89%	12.41%	-3.62%	16.09%
其他	(505.21)	(444.98)	(444.98)	(444.98)	(444.98)	获利能力					
股东权益合计	958.44	887.89	972.78	1,055.52	1,151.39	毛利率	9.94%	12.26%	11.70%	11.71%	11.81%
负债和股东权益总计	4,660.52	4,619.57	4,827.80	5,190.24	5,514.11	净利率	0.68%	1.09%	1.11%	0.98%	1.03%
						ROE	4.80%	7.67%	7.94%	7.11%	7.62%
						ROIC	2.86%	6.50%	10.36%	7.46%	21.90%
						偿债能力					
现金流量表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E	资产负债率	79.43%	80.78%	79.85%	79.66%	79.12%
净利润	(61.47)	76.80	57.58	55.49	64.42	净负债率	63.66%	24.85%	73.49%	-28.87%	41.03%
折旧摊销	267.58	126.61	53.74	56.69	59.45	流动比率	0.86	0.83	0.86	0.88	0.91
财务费用	142.23	70.00	53.19	46.48	46.13	速动比率	0.64	0.64	0.55	0.69	0.58
投资损失	(63.07)	51.67	(2.62)	(2.48)	(2.13)	营运能力					
营运资金变动	279.79	78.96	(572.10)	960.34	(882.83)	应收账款周转率	4.74	4.21	4.45	5.09	5.09
其它	(38.38)	65.94	28.75	27.71	32.17	存货周转率	5.57	6.47	5.64	5.90	5.69
经营活动现金流	526.68	469.98	(381.47)	1,144.22	(682.79)	总资产周转率	0.84	1.01	1.10	1.13	1.17
资本支出	(1,771.03)	129.83	11.99	111.48	45.02	每股指标(元)					
长期投资	(64.85)	(51.83)	0.00	0.00	0.00	每股收益	0.04	0.06	0.07	0.07	0.08
其他	1,811.07	(64.96)	(70.17)	(189.11)	(92.55)	每股经营现金流	0.66	0.58	-0.47	1.42	-0.85
投资活动现金流	(24.81)	13.05	(58.18)	(77.63)	(47.53)	每股净资产	0.85	0.83	0.90	0.97	1.05
债权融资	1,391.47	1,152.71	1,147.54	1,045.72	1,059.64	估值比率					
股权融资	(180.33)	(115.52)	(40.79)	(34.08)	(33.73)	市盈率	518.34	330.39	293.91	304.95	262.68
其他	(1,564.50)	(1,363.21)	(1,166.55)	(1,160.40)	(1,058.83)	市净率	24.86	25.34	23.33	21.67	20.02
筹资活动现金流	(353.36)	(326.02)	(59.80)	(148.76)	(32.92)	EV/EBITDA	12.36	13.14	94.91	79.19	74.72
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	EV/EBIT	38.07	20.09	133.26	108.21	100.04
现金净增加额	148.52	157.00	(499.44)	917.83	(763.24)						

资料来源：公司公告，天风证券研究所

分析师声明

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

一般声明

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

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

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

特别声明

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

投资评级声明

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

天风证券研究

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