

海南发展 (002163)

证券研究报告

2021年04月11日

20 年利润快速增长，扣非归母净利润五年来首次转正，控股股东承诺注入全部免税业务

事件：公司发布 2020 年度报告。2020 年公司营业收入 44.21 亿元，同减 6.01%；实现归母净利润 1.50 亿元，同增 191.99%。分季度来看，公司 20 年 Q1-Q4 分别实现营业收入 8.64 亿元、9.48 亿元、11.37 亿元、14.72 亿元，同比变动-3.09%、-10.69%、-0.57%、-8.40%；归母净利润 Q1-Q4 分别为 0.07 亿元、0.24 亿元、0.17 亿元、1.02 亿元，同比变动 119.49%、835.28%、-51.67%、115.53%。

同时，公司发布公告：1) 终止前次非公开发行 A 股股票，撤回申请文件并重新申报 2021 年度非公开发行事项。本次撤回非公开发行主要系公司产业布局方向进行重新定位与调整，避免产生同业竞争。根据海南控股相关规划，公司在海南省布局免税品经营相关业务，后续海南发展的定位为未来下属免税业务运营主体，不再从事商业地产相关布局。

2) 公司公布新的非公开发行 A 股股票方案。本次非公开发行募集资金总额 60,000 万元，发行数量为 41,407,867 股，在扣除相关发行费用后拟全部用于补充流动资金。发行对象为公司控股股东海南控股，本次非公开发行完成后，控股股东海南控股对公司的持股比例由 27.12% 上升至 30.69%。

3) 公司发布关于控股股东支持公司布局及整合免税品经营业务并承诺注入相关资产及业务的公告。公司控股股东海南控股做出承诺，将认购公司非公开发行的全部股份，支持公司在海南省布局免税品经营相关业务，在非公开发行完成后三年内通过不限于协议转让、发行股份购买资产等方式稳妥推进免税品经营主体全球消费精品（海南）贸易有限公司控股权注入海南发展的相关工作。

本次发布的取消非公开发行公告及控股股东承诺显示公司正式布局免税市场，抓住机遇积极投身免税市场和海南自贸港建设。全球消费精品（海南）贸易有限公司是控股股东的免税经营主体，本次承诺意味着海南发展将承接海发控全部免税业务，包含离岛免税和岛民免税，公司拿到珍贵的离岛和岛民免税牌照。截至 21Q1，全球消费精品（海南）贸易有限公司总资产 3.65 亿元，净资产 1.4 亿元，2021 年一季度主营业务收入 2.37 亿元，净利润-1974 万元。本次优化产业布局，预计公司能紧抓本次重大战略发展机遇，带来强劲的第二增长曲线。

海发控旗下日月广场免税城一期已经开业，面积 3000 平，春节期间海空全球精品免税城销售高达 2686 万元，坪效持续位居海南众免税店前列。根据规划，2021 年 6 月 30 日前完成二期免税店筹开，面积共计 27780 m²；9 月 30 日前完成三期重奢品牌店筹开，面积 6000 m²，预计将持续保持免税快速增长。

投资建议：免税政策刺激下海南免税市场将进一步扩张，海南发展受控股股东大力支持取得免税市场业务拓展，为公司带来强劲增长点，利于公司参与海南免税市场实现业务多元化。我们上调 21-22 年公司归母净利润为 1.8 亿/2.4 亿元（前值为 5549/6442 万元），对应 PE 倍数分别为 85x/64x，维持“买入”评级。

风险提示：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，业务转型不及预期等

财务数据和估值	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	4,703.67	4,421.10	4,889.14	5,915.86	8,116.56
增长率(%)	(1.53)	(6.01)	10.59	21.00	37.20
EBITDA(百万元)	360.91	532.20	443.50	604.85	804.35
净利润(百万元)	51.22	149.56	180.25	239.06	380.10
增长率(%)	56.89	191.99	20.52	32.63	58.99
EPS(元/股)	0.06	0.19	0.22	0.30	0.47
市盈率(P/E)	299.80	102.67	85.19	64.23	40.40
市净率(P/B)	23.00	18.92	15.48	12.47	9.53
市销率(P/S)	3.26	3.47	3.14	2.60	1.89
EV/EBITDA	13.14	28.93	36.20	21.80	18.04

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	19.11 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)	803.55
A 股总市值(百万元)	15,355.84
流通 A 股市值(百万元)	15,355.84
每股净资产(元)	1.01
资产负债率(%)	82.14
一年内最高/最低(元)	25.50/6.50

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

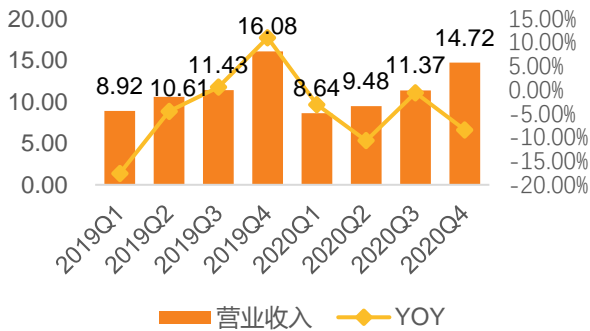
相关报告

- 《海南发展-公司点评: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》2021-01-26
- 《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

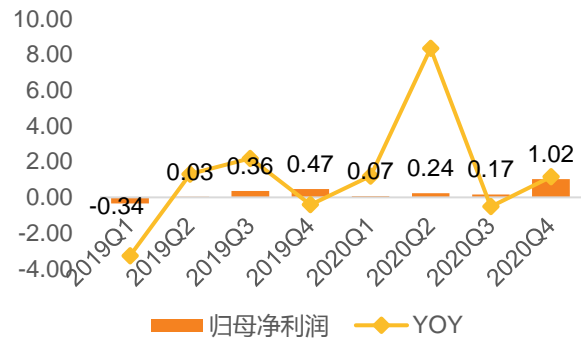
2020 年公司营业收入 44.21 亿元，同减 6.01%；实现归母净利润 1.50 亿元，同增 191.99%。分季度来看，公司 20 年 Q1-Q4 分别实现营业收入 8.64 亿元、9.48 亿元、11.37 亿元、14.72 亿元，同比变动-3.09%、-10.69%、-0.57%、-8.40%；归母净利润 Q1-Q4 分别为 0.07 亿元、0.24 亿元、0.17 亿元、1.02 亿元，同比变动 119.49%、835.28%、-51.67%、115.53%。

图 1：公司分季度营收（单位：亿元）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 2：公司分季度归母净利润（单位：亿元）

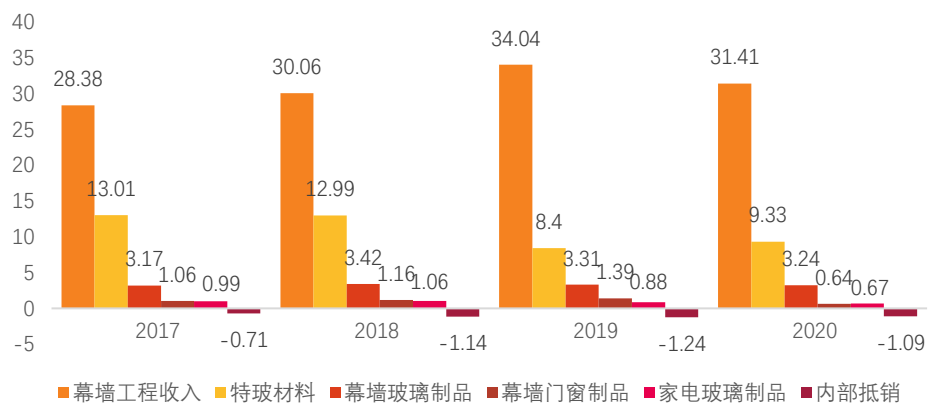


资料来源：公司公告，天风证券研究所

2. 收入端：结构稳定，以建筑装饰业务为主

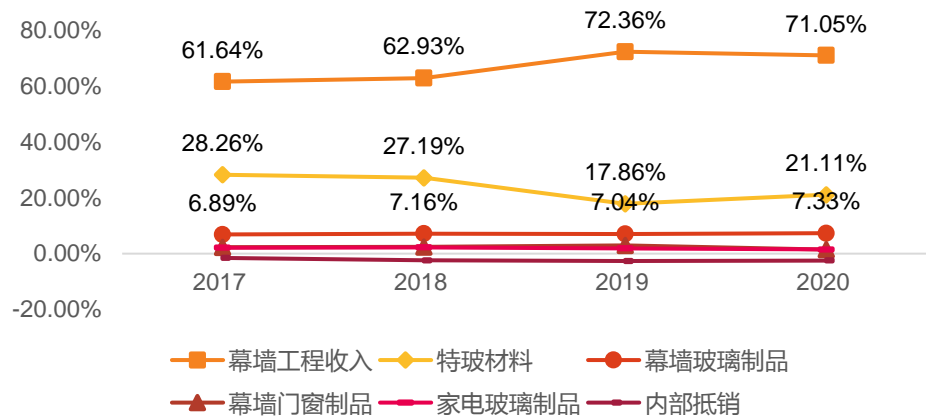
①分行业：建筑装饰业营收 31.41 亿元，同减 7.82%，占比 71.04%；玻璃及深加工制造业营收 13.89 亿元，同减 5.45%，占比 31.41%；内部抵消营收 -1.09 亿元，同减 37.00%，占比 -2.45%。
②分项目：幕墙工程营收 31.41 亿元，同减 7.82%，占比 71.04%；特玻材料营收 9.33 亿元，同增 9.42%，占比 21.11%；幕墙玻璃制品营收 3.24 亿元，同减 16.41%，占比 7.33%；幕墙门窗制品营收 0.64 亿元，同减 54%，占比 1.45%；家电玻璃制品营收 0.67 亿元，同减 24.20%，占比 1.52%；内部抵销营收 -1.09 亿元，同减 37.00%，占比 -2.45%。

图 3：公司历年分项目营收（单位：亿元）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 4：公司历年各项目营收占比

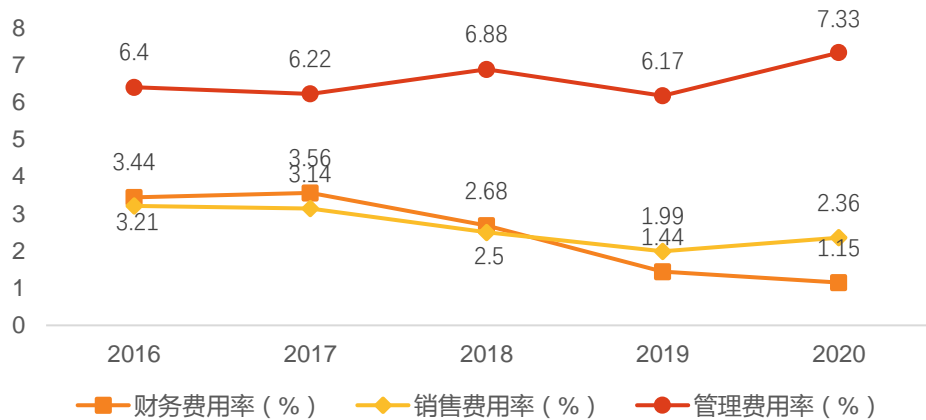


资料来源：公司公告，天风证券研究所

3. 成本费用端：销售、管理费用率双双增长

公司 2020 期间费用率为 10.84%，同增 1.24 个 pct。①销售费用率：公司 2020 销售费用为 1.04 亿元，同比增加 11.73%，主要由于运输费用的增加；销售费用率为 2.36%，较上年同期增加 0.37%。②管理费用率：公司 2020 管理费用为 2.05 亿元，同比增长 22.34%；管理费用率为 7.53%，同增 1.16%。③财务费用率：公司 2020 财务费用为 0.51 亿元，同减 24.89%；财务费用率为 1.15%，同减 0.29%。④研发费用率：公司 2020 研发费用为 1.19 亿元，同减 3.19%；研发费用率为 2.69%。

图 5：公司历年费用率（%）

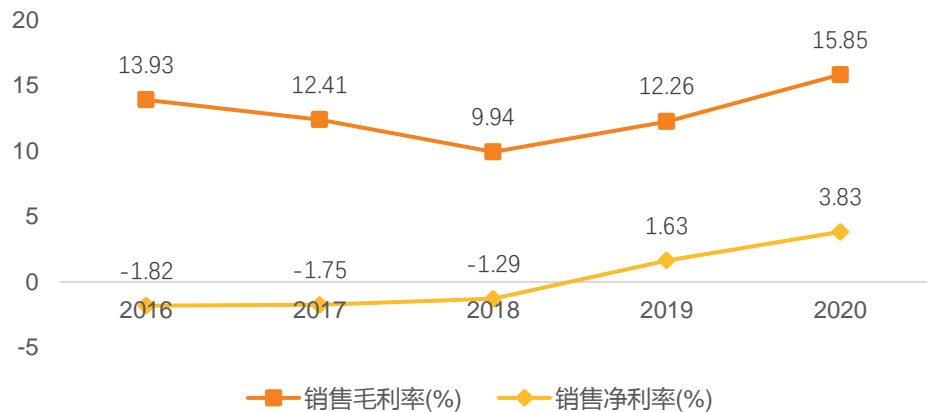


资料来源：Wind，天风证券研究所

4. 净利润端：盈利能力提升，净利润增长近 200%

2020 归母净利润 1.50 亿元，同增 191.99%。归母净利润 Q1-Q4 分别为 0.07 亿元、0.24 亿元、0.17 亿元、1.02 亿元，同比变动 119.49%、835.28%、-51.67%、115.53%。公司归母净利润变动主要由于营业成本的降低。

图 6：公司历年销售毛利率和销售净利率（单位：%）



资料来源：Wind，天风证券研究所

5. 终止非公开发行，控股股东承诺注入免税资产，公司踏入免税市场有望迎来强劲增长

公司发布公告：1) 终止前次非公开发行 A 股股票，撤回申请文件并重新申报 2021 年度非公开发行事项。本次撤回非公开发行主要系公司产业布局方向进行重新定位与调整，避免产生同业竞争。根据海南控股相关规划，公司在海南省布局免税品经营相关业务，后续海南发展的定位为未来下属免税业务运营主体，不再从事商业地产相关布局。

2) 公司公布新的非公开发行 A 股股票方案。本次非公开发行募集资金总额 60,000 万元，发行数量为 41,407,867 股，在扣除相关发行费用后拟全部用于补充流动资金。发行对象为公司控股股东海南控股，本次非公开发行完成后，控股股东海南控股对公司的持股比例由 27.12% 上升至 30.69%。

3) 同时，公司发布关于控股股东支持公司布局及整合免税品经营业务并承诺注入相关资产及业务的公告。公司控股股东海南控股做出承诺，将认购公司非公开发行的全部股份，支持公司在海南省布局免税品经营相关业务，在非公开发行完成后三年内通过不限于协议转让、发行股份购买资产等方式稳妥推进免税品经营主体全球消费精品（海南）贸易有限公司控股权注入海南发展的相关工作。

本次发布的取消非公开发行公告及控股股东承诺显示公司正式布局免税市场，抓住机遇积极投身免税市场和海南自贸港建设。全球消费精品（海南）贸易有限公司是控股股东的免税经营主体，本次承诺意味着海南发展将承接海发控全部免税业务，包含离岛免税和岛民免税，公司拿到珍贵的离岛和岛民免税牌照。截至 21Q1，全球消费精品（海南）贸易有限公司总资产 3.65 亿元，净资产 1.4 亿元，2021 年一季度主营业务收入 2.37 亿元，净利润-1974 万元。本次优化产业布局，预计公司能紧抓本次重大战略发展机遇，带来强劲的第二增长曲线。

6. 控股股东海南控股公司简介

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 2021 年 1 月底达到 880 亿元，净资产 380 亿元。

海发控旗下子公司获批离岛免税经营资质。2020 年 8 月，海南省人民政府批准海南省发展控股有限公司全资子公司全球消费精品（海南）贸易有限公司享有海南离岛免税经营资质，12 月 28 日，经国务院批准，财政部等四部委正式批复同意全球消费精品(海南)贸易有限公司在海口日月广场开设海控全球精品（海口）免税城，标志着海发控正式进军离岛免税业务板块。

6.1. 海发控全球精品（海口）免税城简介

海控全球精品（海口）免税城为海发控旗下首家离岛免税店，同样于 2021 年 1 月 31 日盛大开业。海控全球精品（海口）免税城位于日月广场东区的水瓶座 1-3 层及摩羯座 1-2 层，总建筑面积 38920 平米。

图 7：海控全球精品（海口）免税城



资料来源：全球精品海口免税城微信公众号，天风证券研究所

海发控旗下日月广场免税城一期已经开业，面积 3000 平，1 月 31 日开业当天销售额超 2000 万元，春节期间海空全球精品免税城销售高达 2686 万元，坪效持续位居海南众免税店前列。根据规划，2021 年 6 月 30 日前完成二期免税店筹开，面积共计 27780 m²；9 月 30 日前完成三期重奢品牌店筹开，面积 6000 m²，预计将持续保持免税快速增长。

7. 投资建议

免税政策刺激下海南免税市场将进一步扩张，海南发展受控股股东大力支持取得免税市场业务拓展，为公司带来强劲增长点，利于公司参与海南免税市场实现业务多元化。我们预测 21-22 年公司归母净利润为 1.8 亿/2.4 亿元，对应 PE 倍数分别为 85x/64x，维持“买入”评级。

8. 风险提示

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，业务转型不及预期等

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	932.05	913.95	391.13	3,018.49	1,599.27
应收票据及应收账款	1,206.74	1,028.78	1,256.97	1,269.68	2,196.89
预付账款	37.31	31.13	58.35	45.90	91.18
存货	690.31	142.96	1,177.71	287.21	1,842.92
其他	160.01	968.46	651.10	556.00	964.31
流动资产合计	3,026.42	3,085.27	3,535.27	5,177.27	6,694.56
长期股权投资	100.40	90.62	90.62	90.62	90.62
固定资产	1,148.16	1,001.20	1,027.20	1,045.85	1,047.09
在建工程	52.33	159.49	131.70	127.02	106.21
无形资产	135.42	131.89	127.69	123.48	119.28
其他	156.85	1,352.12	557.03	685.12	857.43
非流动资产合计	1,593.15	2,735.33	1,934.23	2,072.09	2,220.62
资产总计	4,619.57	5,820.60	5,470.15	7,249.58	8,915.47
短期借款	1,084.37	570.36	1,146.01	960.00	960.00
应付票据及应付账款	2,327.24	2,451.34	2,024.45	3,564.87	4,270.41
其他	215.95	682.21	446.23	445.29	798.47
流动负债合计	3,627.56	3,703.92	3,616.69	4,970.16	6,028.88
长期借款	52.68	31.28	164.59	124.00	72.30
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	51.44	1,045.63	383.37	493.48	640.83
非流动负债合计	104.12	1,076.91	547.95	617.48	713.13
负债合计	3,731.68	4,780.83	4,164.64	5,587.64	6,742.01
少数股东权益	220.17	228.15	313.64	431.01	562.43
股本	803.55	803.55	803.55	803.55	803.55
资本公积	444.98	445.19	445.19	445.19	445.19
留存收益	(135.82)	8.07	188.32	427.38	807.48
其他	(444.98)	(445.19)	(445.19)	(445.19)	(445.19)
股东权益合计	887.89	1,039.77	1,305.51	1,661.94	2,173.46
负债和股东权益总计	4,619.57	5,820.60	5,470.15	7,249.58	8,915.47

现金流量表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	76.80	169.51	180.25	239.06	380.10
折旧摊销	126.61	119.22	66.00	70.24	73.78
财务费用	70.00	51.60	49.51	52.89	38.52
投资损失	51.67	9.99	(2.62)	(2.48)	(2.13)
营运资金变动	78.96	(779.06)	(1,514.46)	2,513.51	(1,903.32)
其它	65.94	757.85	89.99	119.35	134.41
经营活动现金流	469.98	329.12	(1,131.33)	2,992.57	(1,278.64)
资本支出	129.83	(931.33)	722.26	(30.11)	(97.35)
长期投资	(51.83)	(9.78)	0.00	0.00	0.00
其他	(64.96)	879.63	(780.29)	(46.98)	49.40
投资活动现金流	13.05	(61.47)	(58.03)	(77.09)	(47.94)
债权融资	1,152.71	614.06	1,334.60	1,101.37	1,050.23
股权融资	(115.52)	(38.24)	(37.11)	(40.50)	(26.12)
其他	(1,363.21)	(911.57)	(630.95)	(1,348.99)	(1,116.75)
筹资活动现金流	(326.02)	(335.75)	666.54	(288.12)	(92.64)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	157.00	(68.10)	(522.82)	2,627.36	(1,419.23)

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	4,703.67	4,421.10	4,889.14	5,915.86	8,116.56
营业成本	4,127.22	3,720.28	4,063.86	4,877.63	6,655.58
营业税金及附加	34.35	32.81	36.87	44.62	61.22
营业费用	93.39	104.34	95.34	110.63	147.72
管理费用	167.79	205.28	171.61	198.77	268.66
研发费用	122.64	118.72	139.34	173.33	247.56
财务费用	67.69	50.84	49.51	52.89	38.52
资产减值损失	(6.91)	(67.83)	7.25	(21.25)	7.39
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	(51.67)	(9.99)	2.62	2.48	2.13
其他	92.49	58.65	(5.24)	(4.96)	(4.26)
营业利润	56.69	207.99	327.98	481.72	692.05
营业外收入	52.49	3.37	42.06	10.58	6.76
营业外支出	4.60	14.33	5.40	5.85	5.96
利润总额	104.58	197.04	364.64	486.45	692.85
所得税	27.78	27.52	94.41	128.03	178.34
净利润	76.80	169.51	270.24	358.42	514.51
少数股东损益	25.58	19.96	89.99	119.35	134.41
归属于母公司净利润	51.22	149.56	180.25	239.06	380.10
每股收益(元)	0.06	0.19	0.22	0.30	0.47

主要财务比率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入	-1.53%	-6.01%	10.59%	21.00%	37.20%
营业利润	-216.86%	266.91%	57.69%	46.87%	43.66%
归属于母公司净利润	56.89%	191.99%	20.52%	32.63%	58.99%
获利能力					
毛利率	12.26%	15.85%	16.88%	17.55%	18.00%
净利率	1.09%	3.38%	3.69%	4.04%	4.68%
ROE	7.67%	18.43%	18.17%	19.42%	23.59%
ROIC	6.50%	23.40%	-45.69%	23.29%	-57.68%
偿债能力					
资产负债率	80.78%	82.14%	76.13%	77.08%	75.62%
净负债率	24.85%	-28.84%	72.27%	-115.35%	-25.26%
流动比率	0.83	0.83	0.98	1.04	1.11
速动比率	0.64	0.79	0.65	0.98	0.80
营运能力					
应收账款周转率	4.21	3.96	4.28	4.68	4.68
存货周转率	6.47	10.61	7.40	8.08	7.62
总资产周转率	1.01	0.85	0.87	0.93	1.00
每股指标(元)					
每股收益	0.06	0.19	0.22	0.30	0.47
每股经营现金流	0.58	0.41	-1.41	3.72	-1.59
每股净资产	0.83	1.01	1.23	1.53	2.00
估值比率					
市盈率	299.80	102.67	85.19	64.23	40.40
市净率	23.00	18.92	15.48	12.47	9.53
EV/EBITDA	13.14	28.93	36.20	21.80	18.04
EV/EBIT	20.09	36.99	42.53	24.66	19.86

分析师声明

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

一般声明

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

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

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

特别声明

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

投资评级声明

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

天风证券研究

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