

## 多元业务激发增长潜力，免税资产注入可期

2022年07月05日

► **国内幕墙行业龙头，多业务线布局稳增长。**公司前身为中航三鑫，成立于1995年，主营业务包括幕墙与内装工程、光伏玻璃、特种玻璃深加工等三大领域，其中：1) 核心业务幕墙工程：2021年收入占比达69%，以绿色节能为发展方向，承建海内外众多大型机场及地标性建筑，行业地位凸显。2) 光伏玻璃及特玻加工业务：公司依托深厚研发能力，已经为全球光伏组件企业的核心供应商。3) 特玻深加工业务：公司细分了节能建筑玻璃、电子玻璃、特玻技术等不同子产业线，具备浮法玻璃、光伏玻璃、特种玻璃生产线的全线设计能力，提供产业链相关综合性服务解决方案。

► **国资入场，免税新业务提供充足发展空间。**海南发展控股全称为海南省发展控股有限公司，是海南省政府为实施“大企业进入、大项目带动”战略而成立的国有独资公司，产业体系涵盖机场业务、区域综合开发、免税、清洁能源、水利水电、金融、旅游消费等业务。2020年以来，海南发展控股持续进行股权收购，已成为上市公司第一大股东，公司国资背景进一步深化，同时海南发展控股承诺于定增完成后三年内将旗下免税资产注入公司，随22年5月定增完成，免税业务注入可期，未来高潜力免税资产并表将为公司发展提供充足发展空间。

► **政策红利助力消费回流，免税行业高景气度将长期延续。**2009年以来，离岛免税政策陆续出台，免税行业欣欣向荣，2019年中国境内免税消费规模超500亿元、增速超30%，但海外免税消费占比超70%，消费外流情况较为严重。随2020年疫情蔓延冲击国际旅行、部分阻断海外免税消费，叠加同年6月，海南出台多项离岛免税政策新政，国内免税行业高度受益，其中离岛免税成为行业增长中流砥柱，根据弗若斯特沙利文数据，离岛免税市场规模过去5年间(2016-2021年)CAGR达49%，未来5年高增长有望得到延续、CAGR达40%，行业高景气或将长期延续。

► **2022年6月海南岛客流复苏明显，免税市场开启暑期旺季。**6月19日海南省发布《关于调整完善来(返)琼人员疫情防控措施的通知》，对入琼疫情防控措施进行调整，该次调整或将直接拉动入岛客流，进而推动离岛免税销售整体业绩。自2022年5月份开始，海南入岛客流出现明显改善，2022年6月末美兰机场运送旅客数量已经达到4万人次的量级，接近2022年Q1的70%。由于客流是离岛免税消费转化的前提，因此我们认为海南离岛免税消费水平也有望恢复至疫情前的70%左右，甚至进一步增长。

► **投资建议：**我们认为，在疫情逐步好转的影响下，公司作为玻璃幕墙制造领域的领先企业，能够受益于疫情后需求端井喷、上游原材料价格回落、终端产品价格触底反弹及优质免税资产注入等众多利好因素。我们预测公司2022-2024年营业收入达48.43/52.78/56.61亿元，同比增长10.9%/9.0%/7.3%；归母净利润达0.99/1.72/2.48亿元，同比-5.0%/73.5%/44.1%。相应剔除非经常损益因素影响后的归母净利润同比增速为518%/52%/79%，体现出较强的业绩修复韧性。随着公司内部资产重组不断推进，我们认为公司免税业务能够持续受益于政策红利以及海南免税行业蓬勃发展，推动公司市值进一步提升。首次覆盖，给予“推荐”评级。

► **风险提示：**原材料价格大幅上升、疫情反复影响公司业务。

### 盈利预测与财务指标

项目/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	4,365	4,843	5,278	5,661
增长率(%)	-1.3	10.9	9.0	7.3
归属母公司股东净利润(百万元)	104	99	172	248
增长率(%)	-30.3	-5.0	73.5	44.1
每股收益(元)	0.12	0.12	0.20	0.29
PE	112	118	68	47
PB	12.9	7.3	6.6	5.8

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；(注：股价为2022年7月4日收盘价)

### 推荐

首次评级

当前价格：

13.81元



**分析师：刘文正**

执业证号：S0100521100009

电话：13122831967

邮箱：liuwenzheng@mszq.com



**分析师：李阳**

执业证号：S0100521110008

电话：15270097227

邮箱：liyanyang\_yj@mszq.com

**分析师：辛泽熙**

执业证号：S0100521100001

电话：15000036033

邮箱：xinzexi@mszq.com

# 目录

<b>1 公司概况：幕墙业务龙头战略转型，国资入场拟布局免税赛道</b> .....	<b>3</b>
1.1 发展历程：步履坚实的幕墙业务龙头，依托国资积极创新转型 .....	3
1.2 股权结构：逐步转向国资控股，公司实力进一步壮大 .....	4
1.3 业务概况：传统业务稳步发展，免税业务注入提供新增量.....	5
1.4 财务概况：“成本走稳+需求转暖”带动业绩恢复 .....	12
<b>2 盈利预测与投资建议</b> .....	<b>16</b>
2.1 盈利预测假设与业务拆分 .....	16
2.2 估值分析与投资建议 .....	18
<b>3 风险提示</b> .....	<b>20</b>
<b>插图目录</b> .....	<b>22</b>
<b>表格目录</b> .....	<b>22</b>

# 1 公司概况：幕墙业务龙头战略转型，国资入场拟布局免税赛道

## 1.1 发展历程：步履坚实的幕墙业务龙头，依托国资积极创新转型

海控南海发展股份有限公司于 1995 年成立，前身为深圳三鑫玻璃制品厂，是一家集幕墙工程研发、设计、施工和幕墙玻璃制品生产、销售为一体、具备完整产业链的幕墙专业公司。回顾公司发展历史，主要可主要分为四个阶段：

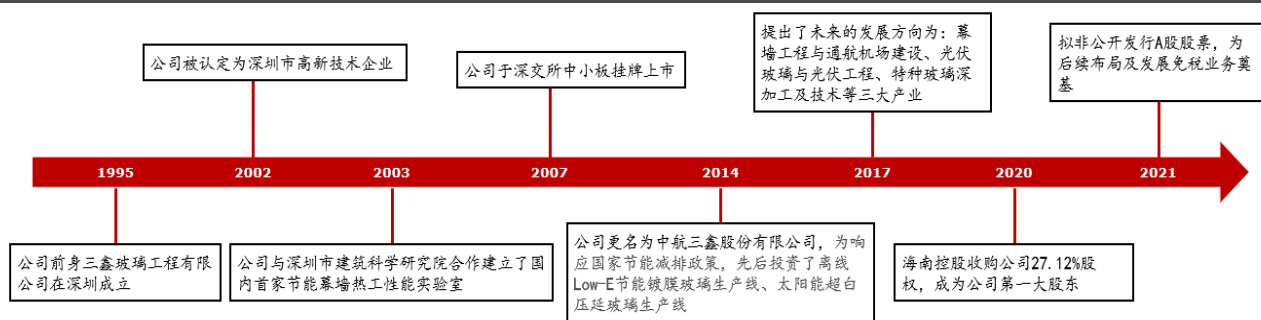
**(1) 公司初立，主营幕墙相关业务并于深交所成功上市 (1995-2007 年)：**1995 年，公司前身深圳市三鑫玻璃工程有限公司在深圳成立，成立初期主要从事建筑幕墙研发、设计、施工和幕墙产品生产与销售等业务。2000 年 12 月，公司更名为深圳市三鑫特种玻璃技术股份有限公司，基本业务保持不变。2002 年 5 月，公司被认定为深圳市高新技术企业。次年，公司与深圳市建筑科学研究院合作建立了国内首家节能幕墙热工性能实验室。2004-2006 年，公司的经营规模和市场占有率均位居国内建筑幕墙行业前三名，在点支式玻璃幕墙领域位居国内同行业第一名。2007 年 8 月，公司成功于深交所中小板挂牌上市，进一步赋能未来业务发展壮大。

**(2) 业务扩张，响应国家号召重点发展节能环保业务线 (2007-2012 年)：**2008 年，公司更名为中航三鑫股份有限公司。同年为响应国家节能减排政策，公司先后投资了离线 Low-E 节能镀膜玻璃生产线、太阳能超白压延玻璃生产线，加快占领节能玻璃新兴市场。“十二五”期间，公司制定了致力于光伏幕墙、特玻材料、航空玻璃三大产业的发展计划，努力发展成为中国节能玻璃材料第一大供应商。上市以来公司营收大幅增长，2007-2012 年，公司主营业务收入增长超 200%。

**(3) 战略调整，坚持创新发展促进企业转型 (2012-2020 年)：**在欧债危机、欧美光伏“双反”及国内房地产调控的多重影响下，国内光伏行业及平板玻璃行业均处困境，公司特玻产业发展异常艰辛。面对复杂的市场环境，公司积极调整战略发展方针，开始涉足航空材料工业。2015 年，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，公司提出了未来三年的发展方向：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等三大产业。2018-2020 年期间，公司完成双层镀膜钢化玻璃研发、2.5mm 全钢化光伏玻璃量产等项目，强化了公司核心竞争力。

**(4) 国资接手，拟发展离岛免税业务战略转型 (2020-至今)：**2020 年 5 月，海南控股收购公司 27.12% 股权，成为公司第一大股东。同时公司更名为“海控海南发展股份有限公司”，实际控制人也由中航通用飞机有限责任公司变为海南省国有资产监督管理委员会，国资背景为公司业务转型升级注入活力。2021 年 4 月，公司拟非公开发行 A 股股票共计 60000 万元，为后续布局及发展免税业务奠定良好基础。海南控股承诺将积极支持公司投身海南自贸港建设任务，并会在非公开发行事项完成后三年内，将旗下免税品经营主体全球消费精品（海南）贸易有限公司的控股权注入给公司。2022 年 4 月，海南控股进一步收购公司 3.57% 股份。进一步深化的国资背景将为公司带来更好的发展前景。

图 1：海南发展公司发展历程

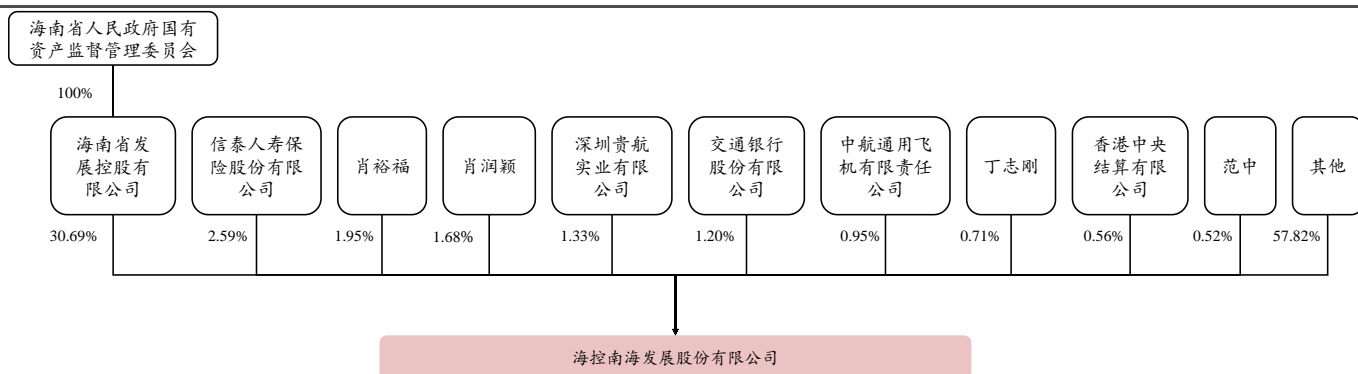


资料来源：公司招股书，公司年报，民生证券研究院

## 1.2 股权结构：逐步转向国资控股，公司实力进一步壮大

**公司股权结构集中，国资控股比例逐步提升。**公司原实际控制人为中航通用飞机有限责任公司，其旗下子公司深圳贵航实业有限公司及中国贵州航空工业(集团)有限责任公司于 2020 年分别持有公司 13.74%/13.42% 股份。2020 年 5 月，两公司协议将公司 2.18 亿股股票转让予海南控股，共占公司总股本的 27.12%，海南控股成为公司控股股东。因海南控股为海南国资委 100% 控股子公司，海南国资委成为公司实际控制人。2022 年 4 月，海南控股再次收购公司 4141 万股股票，收购完成后共持有公司 2.59 亿股股票，占公司总股本的 30.69%。国资控股比例不断提升，将为公司未来发展注入强大动力。

图 2：公司股权结构集中（截至 2022 年一季报）



资料来源：公司公告，民生证券研究院

**公司管理层业界经验丰富，为未来发展保驾护航。**公司董事长朱强华曾担任贵航汽车零部件股份有限公司总经理，自 2012 年起陆续担任公司总经理、董事长等职务，熟悉公司各业务发展过程及战略调整阶段。公司副总经理刘宝于海南多个大型企业担任过重要职务，积累的当地资源或为公司未来布局免税赛道赋能。其他董事均有多年行业从业经验，丰富的行业储备为公司未来发展保驾护航。

表 1：公司管理层经验丰富

姓名	职位	履历
朱强华	董事长	研究员级高级工程师。曾担任贵州红阳机械(集团)公司副总经理；贵航汽车零部件股份有限公司副总经理、总经理。2012 年 10 月至 2017 年 1 月，任中航三鑫股份有限公司总经理。现任公司党委书记、董事长。



刘宝	董事、副总经理	曾担任海南牛路岭电力工程有限公司总经理、海南天能电力有限公司党支部总经理、海南海控能源股份有限公司副总经理、海南天能电力有限公司总经理、海南海控能源股份有限公司副总经理。2020 年至今任海南海控能源股份有限公司副总经理，公司董事、副总经理。
周军	董事、董事会秘书、副总经理	曾担任中航工业通飞非航空产业部部长、西南工具集团公司董事长、中航通飞华南飞机工业有限公司副总经理、公司第五届董事会董事。2018 年 4 月起任公司副总经理，同年 5 月兼任公司董事会秘书，10 月起任职公司第六届董事会董事。
祁生彪	董事、总会计师	曾担任海南海控能源股份有限公司财务资产部部长、海南省发展控股有限公司财务部业务支持中心业务总监及财务部部长助理、国家能源集团海控新能源有限公司财务总监、海口空港飞机维修工程有限公司董事及财务总监、海南八所港务有限责任公司董事、海南发展控股置业集团有限公司董事。2021 年 5 月 31 日起任公司总会计师。
张祺奥	董事	曾担任中信证券投资银行部高级经理、东方花旗证券投资银行部业务总监、平安证券投资银行部执行总经理、中泰证券股份有限公司投资银行部北京执行总经理。现任海南省发展控股有限公司战略发展部副部长。
林婵娟	董事	曾担任海南大印集团广东子公司广东宇物投资有限公司总经理、王朝福瑞集团有限公司总经、海南省发展控股有限公司资本市场部项目经理及投资与运营管理部部长助理。现任海南省发展控股有限公司投资与运营管理部副部长、海控乐城投资开发有限公司董事、海南博鳌国际医疗旅游先行区开发建设有限公司董事及副董事长。

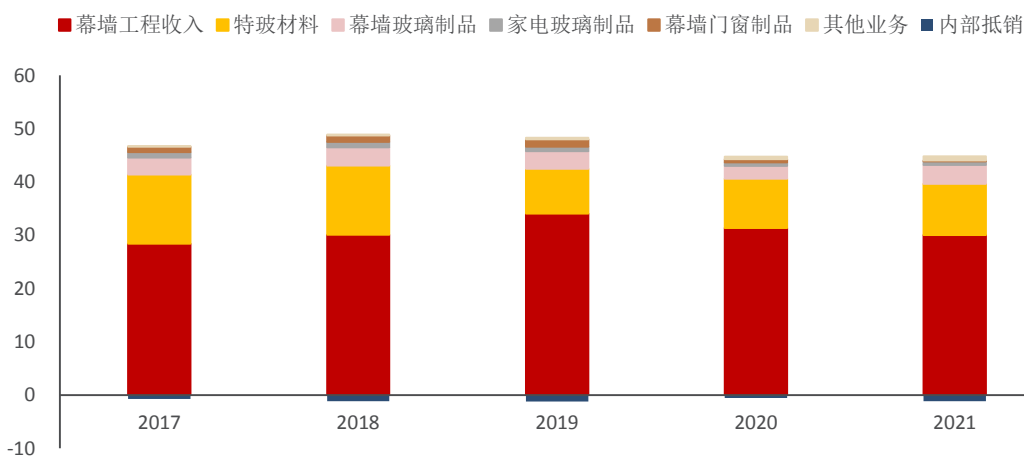
资料来源：公司公告，民生证券研究院

## 1.3 业务概况：传统业务稳步发展，免税业务注入提供新增量

### 1.3.1 传统业务：研发深入优化产品结构，技术成熟巩固行业地位

传统业务涉及幕墙工程及玻璃制造，幕墙工程为公司核心业务。公司主营业务涉及幕墙与内装工程、光伏玻璃、特种玻璃深加工等三大领域，主要产品包括幕墙玻璃制品、幕墙门窗制品、家电玻璃制品、特玻材料等。其中幕墙工程为公司核心业务，2017-2021 年占主营业务百分比均超过 60%。

图 3：2017-2021 年公司各业务营业收入（单位：亿元）

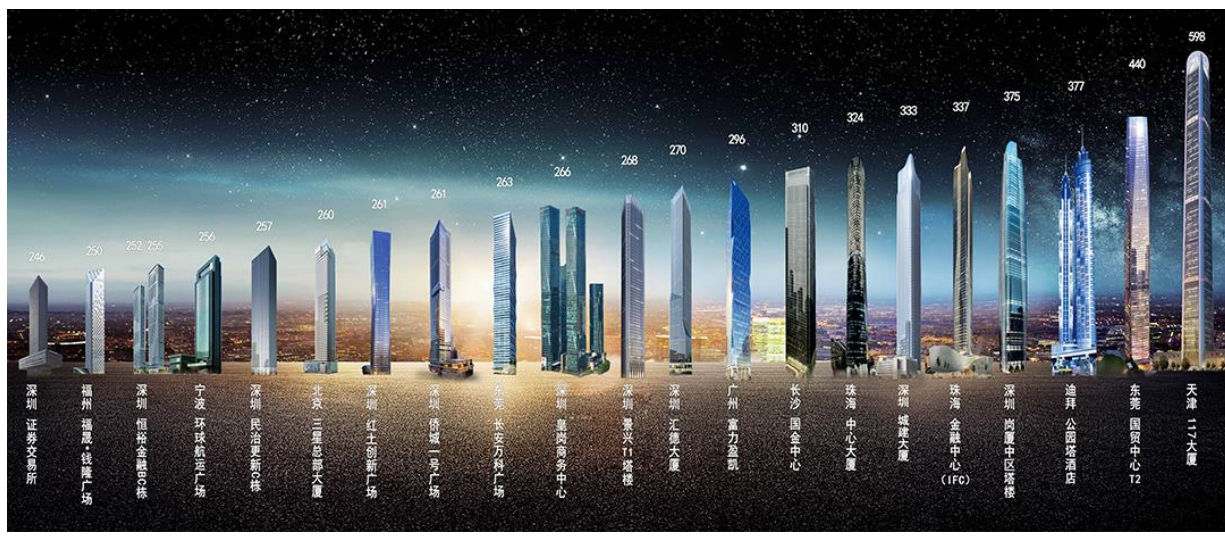


资料来源：公司公告，民生证券研究院

幕墙工程以绿色节能为发展方向，国内外工程建设成果显著。幕墙与内装工程业务方面，公

公司以绿色节能为发展方向，完成数百项国内外大型建筑幕墙工程，承建了北京大兴国际机场、上海浦东国际机场、广州白云国际机场、深圳宝安国际机场、泰国曼谷国际机场等国内外 40 多座机场，及天津 117 ( 598 米)、东莞民盈国贸中心 ( 440 米)、迪拜阿联酋公园大厦 ( 377 米)、深圳天元中心大厦 ( 375 米) 等国内外一系列难度大、影响大的地标性建筑。此外，公司具有建筑装饰装修工程设计甲级、施工壹级资质，内装工程承建范围包含办公空间、商业综合体、机场展览、酒店、公建、住宅等，主要成果有马尔代夫马累机场、荆门爱飞客机场、北京三星总部大厦、深圳证券通信侨城坊办公楼、海南海口日月广场、贵州喜来登酒店、北京亚朵酒店等项目。

**图 4：公司建筑幕墙项目一览**




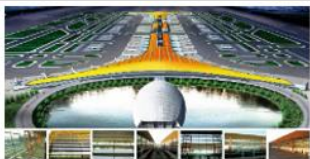




资料来源：公司官网，民生证券研究院

**光伏玻璃及特玻加工业务依托深厚研发能力，赢得客户认可。**公司光伏玻璃研发生产基地设立于安徽蚌埠，以研发、生产及销售超白压延太阳能玻璃原片和深加工光伏玻璃为主，主要产品包括单绒面&双绒面 AR 钢化光伏玻璃、背板丝印打孔光伏玻璃、双层高透 AR 钢化光伏玻璃、高透美学光伏玻璃、2.0-2.5mm 系列超薄 AR 钢化光伏玻璃、大尺寸光伏玻璃等，是全球光伏组件企业的核心供应商。

**特玻深加工业务方面，公司细分了节能建筑玻璃、电子玻璃、特玻技术等不同子产业线。**节能建筑玻璃由全资子公司海控特玻负责生产，主要产品包括低辐射 Low-E 节能玻璃、遮阳型 Low-E 玻璃、高透型 Low-E 玻璃、双银 Low-E 玻璃、热反射镀膜玻璃、中空玻璃等。电子玻璃业务是在玻璃基板上制备各种光学及导电薄膜技术的研究开发和生产加工，在该业务范围内，公司拥有自己的“JMT”注册商标和品牌。特玻技术为客户提供特种玻璃技术及产品的研发、具备 1200 吨/日~50 吨/日浮法玻璃、光伏玻璃、特种玻璃生产线的全线设计能力，提供工程建设总包，生产技术服务、智能生产控制及缺陷诊断解决、玻璃质量提升，窑炉节能环保工程等于一体的综合性的服务和解决方案。

**表 2：公司幕墙工程案例**

幕墙项目	建筑展示		
高层幕墙			
机场幕墙	 		
场馆幕墙			

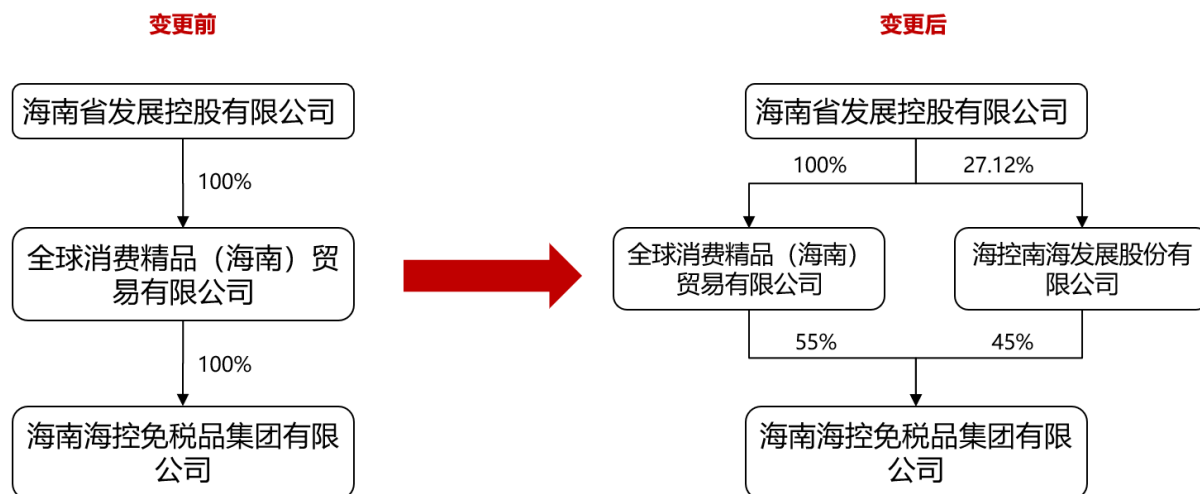
资料来源：公司公告, 民生证券研究院

### 1.3.2 免税业务：定增顺利落地，免税资产注入可期

**海控旗下免税资产三年内注入公司，未来定位免税运营主体。**2021年1月22日晚公司发布公告称将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%的股权，正式推动免税业务方向的布局；2021年4月9日海南控股向公司承诺：1). 将认购公司非公开发行的全部股份并对公司产业布局定位调整为未来所属免税业务运营主体,未来将支持公司积极投身海南自贸港建设,支持公司在海南省布局免税品经营相关业务；2). 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将海南控股持有的全球消费精品(海南)贸易有限公司控股权注入上市公司。

**定增顺利完成，免税资产注入节奏可期。**2022年5月9日公司公告以14.49元/股非公开发行414.08万股，募集资金总额约6.00亿元，扣除各项发行费用后募集净额为5.87亿元，定增股份全部由海南控股出资认购。定增股份已于5月12日在深交所上市，本次定增完成后海南控股持股比例由发行前的27.12%上升至30.69%，按照海南控股此前承诺，在2025年5月前将旗下免税资产注入公司。

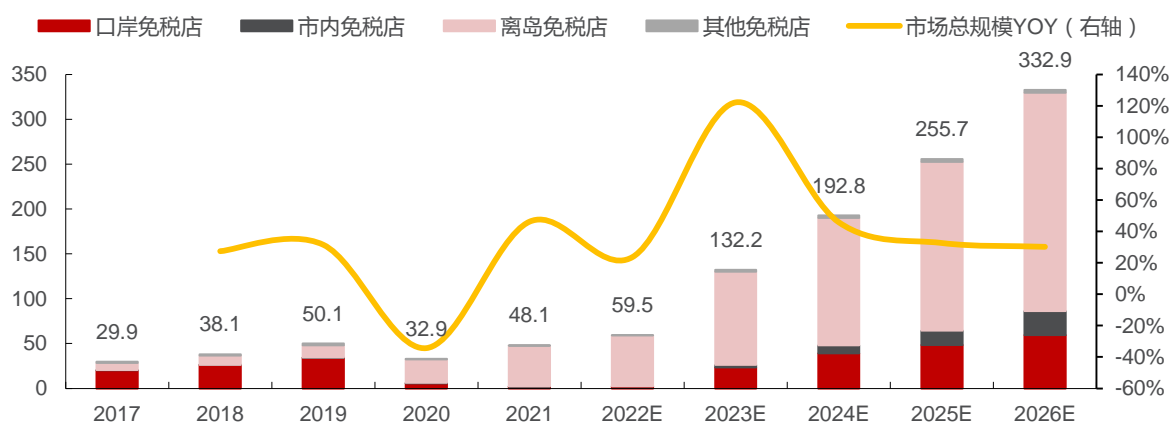
图 5：2021 年 1 月公司受让海控免税 45% 股权



资料来源：公司公告，民生证券研究院

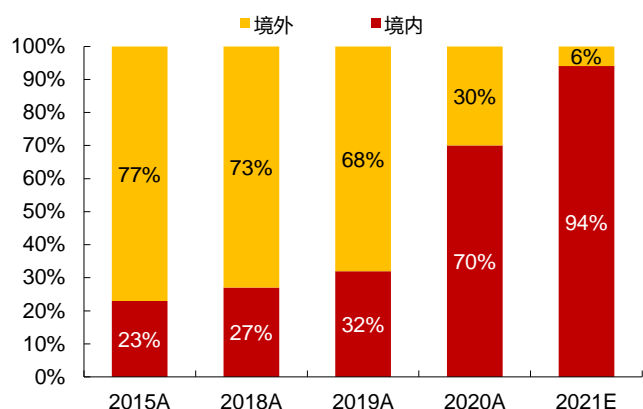
**疫情之下“危”“机”并存，行业乘消费回流东风而起。**根据弗若斯特沙利文数据，2019 年中国境内免税品销售额约为 501 亿元/YoY+31.50%，3 年间 CAGR 约为 28.89%，但行业高速增长背后仍有明显消费外流情况，同年中国居民境外购买免税品高达 1800 亿元。2020 年疫情蔓延冲击国际旅行，在国内疫情控制平稳、出入境限制尚未完全放开的背景下，境外免税消费较大部分被截留在国内，根据贝恩咨询统计，2019 年中国消费者 32% 的奢侈品消费在境内完成，到 2020 年该比重快速上升至 70%-75%，预计 2021 年 94%-98% 的中国消费者在境内完成奢侈品消费，2021 年境内免税销售额迅速恢复至 481 亿元/YoY+46.20%，其中离岛免税店销售规模高增 73.85%。考虑到奢侈品和免税品重合度较高以及消费回流的加持，免税行业成长空间依然广阔。

图 6：中国免税市场（分渠道）规模及变化情况（单位：十亿元）

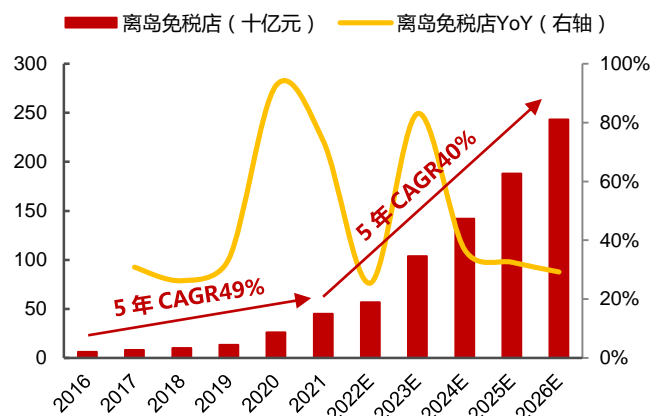


资料来源：弗若斯特沙利文，民生证券研究院



**图 7：中国消费者奢侈品消费地区占比**


资料来源：贝恩咨询，民生证券研究院

**图 8：中国离岛免税店市场规模**


资料来源：弗若斯特沙利文，民生证券研究院

**政策利好持续释放，离岛免税成为行业增长的中流砥柱。**根据财政部、海关总署、国家税务总局的公告，自 2020 年 6 月起海南离岛免税政策更新为：1). 每人每年购买额度上调至 10 万元；2). 新增酒、电子产品 7 类，总品类达 45 种；3). 取消单件商品 8000 元免税额度限制；3). 仅限定化妆品、手机和酒类商品的单次购买数量，香水及其他商品单次购买件数大幅放开；4). 具有免税品经销资格的经营主体按规定参与海南离岛免税经营。离岛免税受益于政策扶持已成为国内免税行业增长的主力军，根据弗若斯特沙利文数据，2016-2021 年间海南离岛免税销售额从 61 亿元增长至 452 亿元，5 年间 CAGR 约为 49.20%，且未来高增长趋势有望继续维持，预计 2026 年离岛免税店销售市场规模将达 2432 亿元，2021-2026 年 5 年 CAGR 达 40.01%。

**表 3：离岛免税政策推进过程梳理(部分)**

日期	政策精神	发布部门	主要内容
2009 年 5 月	海南省政府下发文件，确定由中免集团在三亚先行开设市内免税店	海南省政府	中免集团在三亚启动海南首家市内免税店的筹建
2009 年 12 月	印发《关于推进海南国际旅游岛建设发展的若干意见》	国务院	国务院在政策、资金、项目安排等方面对海南给予特殊扶持，由财政部牵头研究在海南试行境外旅客购物离境退税的具体办法和离岛旅客免税购物政策的可行性。
2010 年 6 月	《海南国际旅游岛建设发展规划纲要》	海南省政府	加快出台境外旅客购物离境退税管理办法，稳步推进离岛旅客免税购物政策的实施，引进奥特莱斯(Outlets)商业模式、建设大型品牌直销购物中心，完善大型购物中心、专业商品交易市场、专卖店、折扣店等。
2011 年 3 月	《关于开展海南离岛旅客免税购物政策试点的公告》	财政部	明确试点自 2011 年 4 月 20 日起正式实施，免税商品限定为首饰、工艺品、手表等 18 种进口商品，每人每次免税购物金额暂不超过人民币 5000 元。其中非岛内居民旅客每人每年最多可享受 2 次离岛免税政策，岛内居民旅客每人每年最多可以享受 1 次，旅客年龄限制为 18 岁及以上。
2011 年 12 月	《海南离岛旅客免税购物商店管理暂行办法》	财政部	设立离岛免税店需上报财政部审核并报请国务院审批
2012 年 10 月	《关于调整海南离岛旅客免税购物政策的公告》	财政部	年龄限制降低到 16 岁，免税额度提高到 8000 元，免税商品增加至 21 种。
2015 年 2 月	《关于进一步调整海南离岛旅客免税购物政策的公告》	财政部	放宽离岛免税政策，增加种类放宽件数限制，新增加婴儿配方奶粉、咖啡、保健食品、家用空气净化器、家用医疗器械等 17 类商品，总品类增加至 38 种
2016 年 1 月	《关于进一步调整海南离岛旅客免税购物政策的公告》	财政部	从 2016 年 2 月 1 日起，海南离岛免税政策上调免税购物额度至 16000 元，同时对非岛内居民旅客取消每年购物次数限制，同意现有两家实体免税店开设网上销售窗口。

2016年12月	同意扩大海口美兰机场免税店营业面积	财政部	总营业面积超3万平方米,原面积12000平米,扩建面积是18000平米(2017年11月1日,海口美兰机场航空免税城正式开业)
2017年1月	《关于将铁路离岛旅客纳入海南离岛旅客免税购物政策适用对象范围的公告》	财政部	进一步放宽海南离岛旅客免税购物的政策限制,年满16周岁的铁路离岛旅客可在免税店的网上销售窗口购买免税商品,在海口火车站提货点提取所购免税商品并携带离岛。
2018年11月	《关于进一步调整海南离岛旅客免税购物政策的公告》	财政部、海关总署、税务总局	离岛旅客每人每年累计免税购物限额增加到3万元,不限次;岛内外居民旅客实行相同免税购物政策;康复医疗器械纳入免税商品范围,每人每次限购2件
2018年12月	《关于将乘轮船离岛旅客纳入海南离岛旅客免税购物政策适用对象范围的公告》	财政部、海关总署、税务总局	年满16周岁的乘轮船离岛旅客可在海南离岛旅客免税购物商店及其网上销售窗口购买免税商品,离岛时在海口秀英港、新海港提货点提取所购免税商品并携带离岛。
2019年1月	同意增设海口日月广场免税店和琼海博鳌两家市内免税店、乘船离岛提货	财政部	新增海口、博鳌市内免税店;新增乘船离岛提货方式
2020年6月	《关于海南离岛旅客免税购物政策的公告》	财政部、海关总署、税务总局	每人每年购买额度上调至10万元;新增酒、电子产品7类,总品类达45种;取消单件商品8000元免税额度限制;仅限定化妆品、手机和酒类商品的单次购买数量,香水及其他商品单次购买件数大幅放开;具有免税品经销资格的经营主体按规定参与海南离岛免税经营
2020年9月	《海南离岛免税店销售离岛免税商品免征增值税和消费税管理办法》	税务总局	规范海南离岛免税店销售离岛免税商品增值税和消费税管理
2021年2月	《关于增加海南离岛旅客免税购物提货方式的公告》	财政部、海关总署、税务总局	离岛旅客凭有效身份证件和离岛信息在离岛旅客免税购物商店(含经批准的网上销售窗口)购买免税品时,除在机场、火车站、码头指定区域提货外,可选择邮寄送达方式提货。

资料来源:国务院,财政部,国家税务总局,海南省政府,民生证券研究院

**免税业务增长迅速,未来将与海控其他业务布局形成联动。**海南控股旗下免税资产主要为位于海口日月广场的海控全球精品免税城,其中2021年1月31日海控全球精品免税城一期开业,根据DFE免税零售专家的数据,一期开业2小时销售额超1000万元,首日销售额达2285万元,当日坪效约为1.428万元/平方米;2021年8月30日海控全球精品免税城二期正式开业,超200个国际一线品牌入驻,目前海控全球精品免税城一二期经营面积已超3万平方米。根据2021年4月10日公司公告,截至2021Q1全球消费精品(海南)贸易有限公司总资产约为3.65亿元,净资产约为1.40亿元,2021Q1营业收入2.37亿元,净利润-1974万元。根据南海网的数据,2022Q1海控免税销售额同比增长252%,免税购物人数同比增长360%,免税购买件数同比增长200%。

DFE免税零售专家报道,海南控股董事长顾刚介绍未来海控计划打造海南自贸港高端精品免税购物标杆项目,毗邻日月广场东区的国兴大道规划的15万平方米商业综合体正组织全球概念性方案设计招标,预计将在明年春节后开工,与全球精品(海口)免税城日月店形成联动,将海控全球精品免税城打造成为海南自贸港具有国际影响力的世界级免税购物地标。

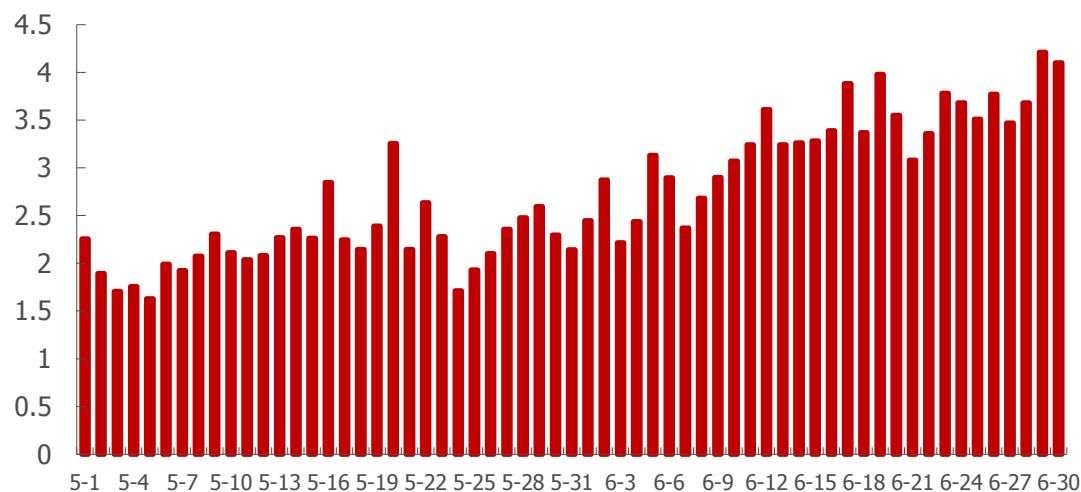
图 9：海控全球精品免税城一景



资料来源：界面新闻，民生证券研究院

**2022年6月海南岛客流复苏明显，免税市场开启暑期旺季。**6月19日海南省发布《关于调整完善来(返)琼人员疫情防控措施的通知》，通知指出：疫情防控措施非涉疫区人员来(返)琼前，凭健康码绿码办理登机或其他来琼手续，不强制要求核酸阴性证明；涉疫地区人员来(返)琼前，核酸阴性证明改为48小时内1次；入境人员防控措施由“14+7”改为“10+4+3”。该次调整或将直接拉动入岛客流，进而推动离岛免税销售业绩。自2022年5月份开始，海南入岛客流出现明显改善，2022年6月末美兰机场运送旅客数量已经达到4万人次的量级，接近2022年Q1的70%。由于客流是离岛免税消费转化的前提，因此我们认为海南离岛免税消费水平也有望恢复至疫情前的70%左右，甚至进一步增长。

图 10：海口美兰机场 6 月运送旅客数明显修复（单位：万人次）



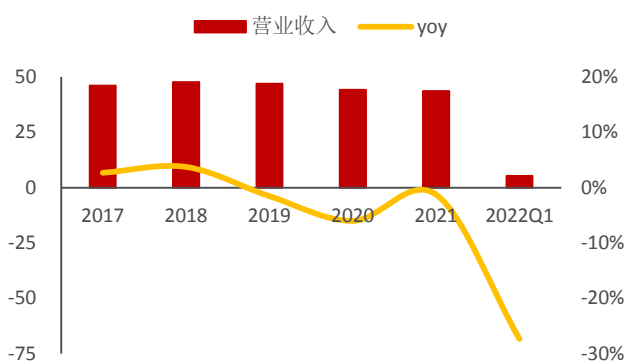
资料来源：海口美兰机场官方微博、民生证券研究院



## 1.4 财务概况：“成本走稳+需求转暖”带动业绩恢复

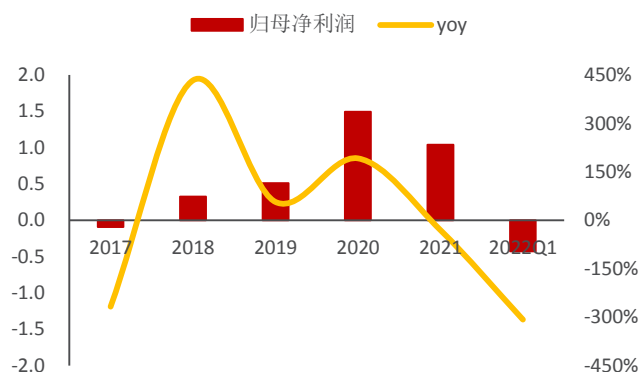
公司业务发展稳定，上游波动较大影响盈利水平。2017-2021 年公司营收先增后降，整体营收水平在 45 亿元上下波动。2022 年 Q1，受疫情影响，公司建筑工程业务缩减，且现有项目进展不及预期，营收增速显著下滑。2022Q1 公司实现营业收入 5.28 亿元，同比-27.36%。公司归母净利润自 2018 年扭亏为盈后一直保持高速增长，于 2020 年达到峰值。2021 年及 2022 年 Q1 受光伏制品盈利波动的影响，公司归母净利润波动较大。2021 年及 2022Q1 公司归母净利润分别为 1.04/-0.43 亿元，同比-30.29%/-307.48%。未来随着疫情缓解，工程项目得以加速推进，叠加原材料价格回落，公司盈利增速或触底反弹。

图 11：2017-2022Q1 公司营业收入及增速（亿元）



资料来源：公司公告，民生证券研究院

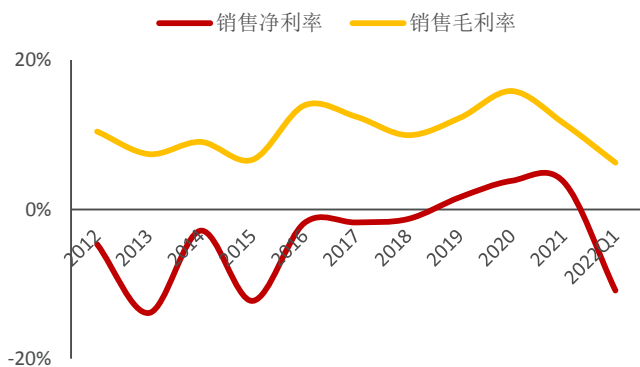
图 12：2017-2022Q1 公司归母净利润及增速（亿元）



资料来源：公司公告，民生证券研究院

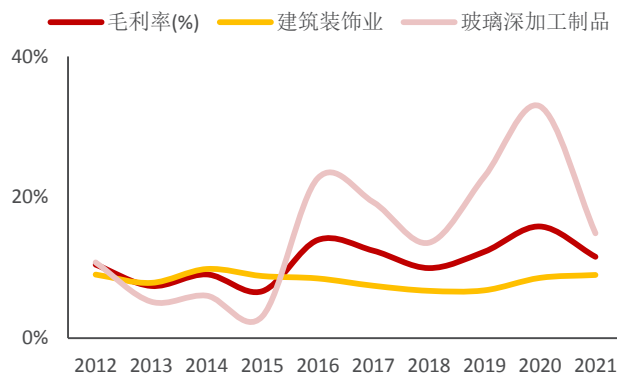
传统业务或逐渐回暖，盈利能力有望恢复。2017-2022Q1，公司销售毛利率和销售净利率整体呈先升后降的趋势，并于 2022Q1 达到近五年最低点。分业务来看，2021 年公司建筑装饰业/玻璃深加工制品的销售毛利率分别为 8.96%/14.88%。纵观近十年，公司建筑装饰业务毛利率稳定，而玻璃深加工制品业务毛利率随行业景气度波动较大，严重影响公司毛利水平。2021 年硅料价格井喷式上涨，公司成本压力上行；收入端受光伏玻璃市场价格下降和疫情的影响不及预期，整体毛利率同比降 4.31pcts 至 11.54%。2022 年 Q1，公司净利率下降为负主因管理费用率提升。22 年以来硅价格涨幅放缓，光伏玻璃市场价格小幅回升，玻璃业务利润空间逐渐打开，公司盈利能力有望恢复。

图 13：2017-2022Q1 公司销售毛利率和净利率



资料来源：公司公告，民生证券研究院

图 14：2017-2022Q1 公司各业务毛利率



资料来源：公司公告，民生证券研究院

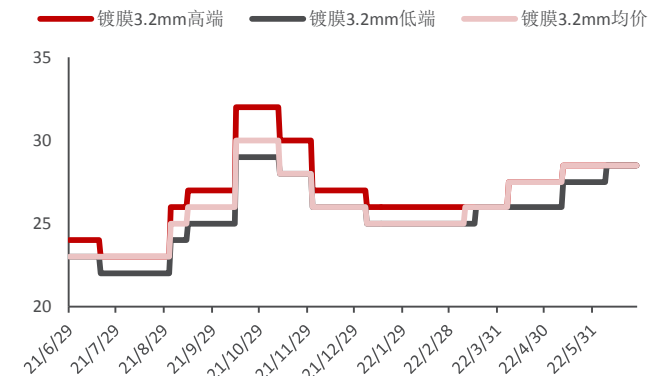


图 15：光伏级多晶硅现货价（单位：美元/千克）



资料来源：Wind，民生证券研究院

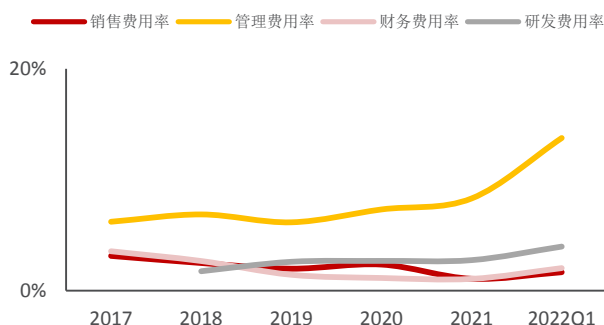
图 16：光伏玻璃市场价格（单位：元/m<sup>2</sup>）



资料来源：百川盈孚，民生证券研究院

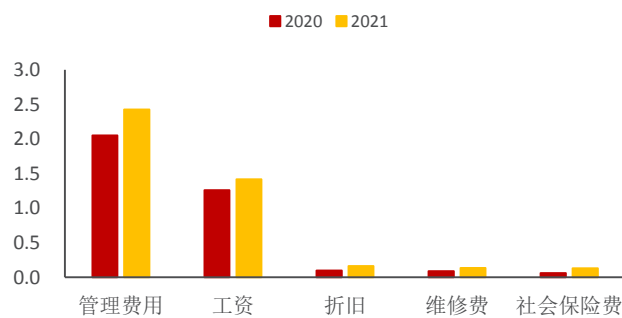
**坚持降本提效，公司费用管控能力优秀。**2021 年公司销售费用率/管理费用率/研发费用率/财务费用率分别为 1.08%/8.32%/2.76%/1.07%，同比-1.28/+0.99/+0.07/-0.08pcts，其中管理费用增加系工资、折旧费、维修费和社会保险费上涨导致。2022 年 Q1 公司销售费用/管理费用/财务费用分别为 0.09/0.52/0.11 亿元，同比-57.72%/-5.76%/+51.32%，而营收同比降 27.36% 拖累费用水平，三费对应费用率均有所上升，管理费用波动幅度最大。

图 17：2017-2022Q1 公司费用率



资料来源：公司公告，民生证券研究院

图 18：公司管理费用变化（单位：亿元）



资料来源：公司公告，民生证券研究院

图 19：公司资质证书



资料来源：公司官网，民生证券研究院

**公司业务资质丰富，技术优势为竞争亮点。**截至 2022 年 3 月 31 日，公司共有建筑幕墙工程设计专项甲级、施工一级、建筑装修装饰工程专业承包一级等十多个业务资质，行业内综合排名靠前。公司定位高质量、高技术水平的高端幕墙领域，承建了天津 117 大厦、珠海中心大厦、

珠海横琴国际金融中心大厦等多个超高层、扭曲形体的单元式玻璃幕墙工程，以及北京、上海、泰国等地共 46 座国内外重点机场的幕墙工程，为国内机场幕墙领域领先企业，承建工程荣获“鲁班奖”、“国家优质工程奖”、“詹天佑奖”、“中国建筑工程装饰奖”、“广东省优秀建筑装饰工程奖”、“金鹏奖”等百余项奖项，技术深受客户认可。

图 20：公司荣誉证书

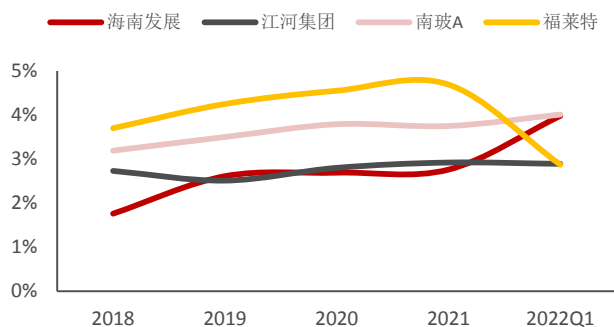


资料来源：公司官网，民生证券研究院

**研发能力优秀，承担多项科研项目。**公司现拥有 5 家国家高新技术企业，2 个省级特种玻璃研发平台，1 个省级博士后工作站。公司研发的单层索网结构玻璃幕墙、大跨度空间建筑复杂幕墙结构体系、点支式玻璃幕墙和采光顶、复杂造型单元式精致建造技术、遮阳节能系统、BIM 建筑 5D 模型信息化管理平台的开发应用等多项技术课题被住建部列为部级科技项目计划，其成果获得国家住建部、广东省、深圳市等各级政府及行业协会的嘉奖，并取得了多项国家级科研成果及发明专利。由于公司具备特种/普通玻璃生产线设计与工程技术输出能力，累计承担国家、省部级重大科研项目 6 项。

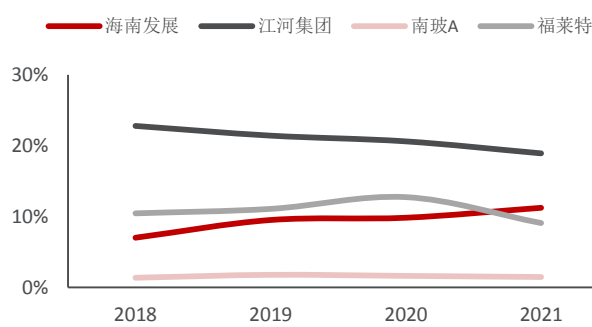
**研发投入持续增长，产品结构优化升级。**从研发投入看，2021 年公司研发人员数量为 301 人，占员工总人数的 11.22%，人数同比增 4.15%；研发费用率逐年提升，从 2018 年的 1.76% 上升至 2022Q1 的 3.98%。对比行业内其他企业，公司研发人员占比处于中等水平，研发投入提升较快，研发力强劲。截至 2021 年 12 月 31 日，公司仍有多个幕墙和玻璃领域的相关项目处于试生产阶段，例如凹凸建筑立面高性能绿色节能外围护单元体幕墙构造的研究开发、大型拱形屋面采光顶玻璃运输安装绿色安全建筑技术的研究开发、高透美学光伏玻璃的研发及产业化等。我们认为未来公司将持续高研发投入战略，新产品顺利生产和销售将助力公司产品结构不断改善，市场竞争力提升。

图 21：公司及同行业公司研发费用率



资料来源：公司公告，民生证券研究院

图 22：公司及同行业公司研发人员占比



资料来源：公司公告，民生证券研究院

**表 4：公司处于试生产阶段研发项目（截至 2021 年 12 月 31 日）**

研发项目	项目目的	拟达到的目标	预计对公司未来发展的影响
一种凹凸建筑立面高性能绿色节能外围护单元体幕墙构造的研究开发	本项目研发一种节能(U 值接近 1.6)的单元体系统,解决凹凸建筑面侧向节能设计缺陷的问题,达到节能效果。	开发全新产品; 增加产品功能或提高性能	1.材料节约、安装便捷、降低维修率。 2.可靠的安全保障和明确的技术支撑、并形成技术指南,增加幕墙结构安全可靠度。
一种大型拱形屋面采光顶玻璃运输安装绿色安全建筑技术的研究开发	本项目研发一种大型拱屋面玻璃通过轨道运输的系统,解决大型拱形屋面塔吊难以到达、玻璃运输安装困难的问题,达到快速、安全的效果。	开发全新产品	1.材料节约、安装便捷、降低维修率。 2.形成产品技术指南,提高施工安装质量。建立三鑫更好的市场口碑、提高三鑫品牌势力和无形的经济效益。
原片缺陷检测技术应用研究	对缺陷自动检测设备的应用研究,细化缺陷分类,提高缺陷检测准确率,降低缺陷漏检率。	项目完成后实现了自动化、智能化、人少化,提高了人工效率,减少检测人员 24 人,检测精度达到 99%,有效减少漏检率。	提高公司智能化水平,提高生产效率,节约人工成本。
压延玻璃溢流口保温节能研究与应用	解决溢流口边部热损失大的问题,保持玻璃厚度稳定。	解决溢流口边部热损失大的问题,保持玻璃厚度稳定。实现玻璃平均厚度 $\leq 3.1\text{mm}$ ,并关闭边火枪。	提高玻璃成品率,减少燃料消耗,实现节能降耗。
高透美学光伏玻璃的研发及产业化	通过在双层镀膜技术的基础上,研发可兼顾高透光率增益和低色度值的高透美学镀膜玻璃并实现稳定的商业化生产。	实现美学玻璃的研发和产业化,提高新产品占比。	新产品的顺利研发生产销售,将提高公司新产品开发能力,提高产品竞争力。
高性能低辐射镀膜制品的研制与产业化	增加产品功能或提高性能	研发多款符合市场需求的镀膜新产品	提升公司市场竞争力
复合型多曲弯钢化产品的工艺开发	增加产品功能或提高性能	掌握复合型多曲弯钢化产品的生产工艺,提高成品率	提升公司市场竞争力

资料来源：公司公告,民生证券研究院

## 2 盈利预测与投资建议

### 2.1 盈利预测假设与业务拆分

公司作为国内领先的玻璃幕墙企业，主营业务涉及幕墙与内装工程、光伏玻璃、特种玻璃深加工等三大领域，制造的优质绿色节能产品符合国家政策所向，被广泛应用于国内外众多大型机场项目及地标性建筑上。凭借近三十年的耕耘，公司在玻璃幕墙制造领域已经形成极强的品牌口碑以及广泛的客户关系。在海南国资委成为公司实控人后，海发控旗下优质免税资产全球免税精品（海南）在近年内将注入公司，为公司打造免税业务这一“第二增长曲线”而赋能。

针对传统业务，我们认为：

1) **疫情退散有助于建设项目正常开工，玻璃幕墙业绩有望迎来修复。**公司现有三大业务方向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在疫情期间受建筑工程项目停工影响较为明显，需求下滑导致业绩疲软。随着全球疫情负面影响逐步消散，待施工项目复工催生下游需求回暖。另外，公司目前具备较多大型研发项目，有望从生产效率、成品率以及产品结构等方面增强核心竞争力，相应改善产品毛利率。

2) **上游硅材料价格长期或回落，终端产品拐点已至或将上抬毛利率。**公司幕墙玻璃及特波材料等核心产品上游原材料光伏级多晶硅价格自疫情以来呈现大幅上升态势，严重挤压公司产品毛利率水平；但光伏级多晶硅市场价格今年以来有所回落，从长期来看仍具备较大回调空间。与此同时，今年以来光伏玻璃市场价格增长近15%，能够从价格端为公司毛利率修复而赋能。因此，原材料价格回落叠加核心产品价格回升能够明显改善公司整体盈利水平。

因此，我们针对传统业务2022-2024年业绩表现做出如下假设：

1) 幕墙工程业务营收增速为12.0%/10.0%/8.0%，营收体量达33.66/37.03/39.99亿元，毛利率为10.0%/10.6%/11.1%；

2) 特波材料营收增速保持5.0%，营收分别为10.09/10.59/11.12亿元，毛利率为22.2%/24.3%/27.5%；

3) 幕墙玻璃制品业务营收增速为20.0%/12.0%/8.0%，营收体量为4.23/4.74/5.14亿元，毛利率为17.8%/21.5%/26.6%；

4) 家电玻璃营收增速为3.0%，营收体量为0.69/0.71/0.73亿元，毛利率为8.0%/10.4%/13.0%；

5) 幕墙门窗制品营收增速为10.0%/8.0%/5.0%，营收体量为0.16/0.17/0.18亿元，毛利率为4.0%/6.0%/9.0%。

**表 5：海南发展收入预测（单位：万元）**

	2021A	2022E	2023E	2024E
总收入	436538.48	484283.97	527799.81	566116.09
YOY	-1.3%	10.9%	9.0%	7.3%
毛利率	12.8%	13.6%	14.8%	16.3%
幕墙工程业务收入	300531.89	336595.72	370255.29	399875.71
YOY	-4.2%	12.0%	10.0%	8.0%
毛利率	9.0%	10.0%	10.6%	11.1%
特玻材料业务收入	96072.14	100875.75	105919.53	111215.51
YOY	4.3%	5%	5%	5%
毛利率	18.9%	22.2%	24.3%	27.5%



幕墙玻璃制品业务收入	35279.25	42335.10	47415.31	51208.54
YOY	47.2%	20%	12%	8%
毛利率	9.2%	17.8%	21.5%	26.6%
家电玻璃制品业务收入	6696.4	6897.29	7104.21	7317.34
YOY	0.9%	3%	3%	3%
毛利率	11.8%	8.0%	10.4%	13.0%
幕墙门窗制品业务收入	1450.2	1595.22	1722.84	1808.98
YOY	-77.0%	10.0%	8.0%	5.0%
毛利率	-101.6%	4.0%	6.0%	9.0%
其他业务收入	7872.44	9053.31	10411.30	11973.00
YOY	56.9%	15.0%	15.0%	15.0%
内部抵销	-11363.84	-13068.42	-15028.68	-17282.98
YOY	103.4%	15%	15%	15%

资料来源：Wind，民生证券研究院预测

从费用率角度来看，我们认为公司未来会加速新客户拓展，加强产品营销力度，销售费用有所提升，2022/2023/2024年销售费用率达1.04%/1.16%/1.31%；加强管理费用管控，2022/2023/2024年管理费用率为5.07%/4.85%/4.58%；严控研发费用支出水准，研发费用率相应维持在2.54%/2.48%/2.40%。

**表 6：毛利率及各项费用率预测**

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
毛利率	12.35%	16.87%	12.84%	13.65%	14.78%	16.29%
综合费用率	9.76%	10.95%	10.33%	10.03%	9.67%	9.25%
销售费用率	1.90%	2.12%	0.96%	1.04%	1.16%	1.31%
管理费用率	3.48%	4.54%	5.32%	5.07%	4.85%	4.58%
研发费用率	2.61%	2.69%	2.76%	2.54%	2.48%	2.40%

资料来源：公司公告，民生证券研究院

### 针对免税业务，我们认为：

由于海南控股表示将在非公开发行事项完成后三年内将旗下免税品经营主体全球消费精品（海南）贸易有限公司的控股权注入给公司，因此我们暂时仅预测公司海发控免税主体的营收及利润，并不在此份报告中并表。根据公司公告，全球消费精品（海南）2021Q1 营收为 2.37 亿元，我们假设其 2021 年全年营收为 11.87 亿元，且 2022/2023/2024 年营收同比增速为 20%/21.5%/22.6%，对应 2022/2023/2024 年全年营收分别为 14.25/17.310/21.22 亿元。从毛利率来看，我们对照中国中免 2022Q1 免税业务毛利率表现，给予公司免税业务毛利率较为保守的假设 预计全球消费精品 2022/2023/2024 年免税业务毛利率为 22.0%/25.0%/27.0%，净利率为 4.34%/7.20%/8.32%。

**表 7：免税分部业绩预测（单位：万元）**

	2022E	2023E	2024E
营业收入	142488.00	173122.92	212248.70
YOY	20.0%	21.5%	22.6%
营业成本	111140.64	129842.19	154941.55
毛利	31347.36	43280.73	57307.15
毛利率	22.0%	25.0%	27.0%
销售费用	9974.16	12291.73	15281.91
销售费用率	7.0%	7.1%	7.2%
管理费用	6269.47	6232.43	7004.21
管理费用率	4.4%	3.6%	3.3%
财务费用	1424.88	1384.98	1485.74
财务费用率	1.0%	0.8%	0.7%
资产减值损失	4274.64	5193.69	6367.46
营业利润	9404.21	18177.91	27167.83
营业利润率	6.6%	10.5%	12.8%
营业外收入	99.74	121.19	148.57
营业外支出	213.73	259.68	318.37
利润总额	9290.22	18039.41	26998.03
所得税费用	849.13	1502.68	2159.84
净利润	8441.09	16536.73	24838.19
归母净利润	6178.06	12461.30	17651.11
净利率	4.34%	7.20%	8.32%

资料来源：Wind，民生证券研究院预测

## 2.2 估值分析与投资建议

我们认为，在疫情逐步好转的影响下，公司作为玻璃幕墙制造领域的领先企业，能够受益于疫情后需求端井喷、上游原材料价格回落、终端产品价格触底反弹及优质免税资产注入等众多利好因素。因此，我们预测公司2022-2024年营业收入达48.43/52.78/56.61亿元，同比增长10.9%/9.0%/7.3%；归母净利润达0.99/1.72/2.48亿元，同比-5.0%/73.5%/44.1%。其中，2022年归母净利润同比下滑的主要原因是2021年转回海南特玻重整计提损失1.87亿元，导致归母净利润基数较高。相应剔除非经常损益因素影响后的归母净利润同比增速为518%/52%/79%，体现出较强的业绩修复韧性。

在可比公司的选择上，我们主要选取选取与公司业务属性类似的建筑类产品一体化供应商。如以玻璃幕墙制造为主业的福莱特与江河集团；建筑隔震产品及整体解决方案供应商震安科技；金属建筑围护系统、声屏障系统和钢结构工程森特股份；新型塑料管道的研发、制造和销售的企业伟星新材作为可比公司。考虑到建筑类公司增长速度较为稳定，同时行业进入壁垒较高，公司的净资产情况能够反应出公司在业务上的竞争力，因此我们选用PB估值法进行对比。

对比可知，可比公司当前市值对应2021/2022/2023/2024年平均PB为8.9X/8.0X/6.9X/5.8X，而海南发展当前市值对应2021/2022/2023/2024年PB为12.9X/7.3X/6.6X/5.8X。我们认为，海南发展当前市值对应PB处在合理区间，且公司主要业务玻璃幕墙业绩正处于修复区间，具备良好发展前景。此外，随着公司内部资产重组不断推进，我们认为公司免税业务能够持续受益于政策红利

以及海南免税行业蓬勃发展，推动公司市值进一步提升。首次覆盖，给予“推荐”评级。

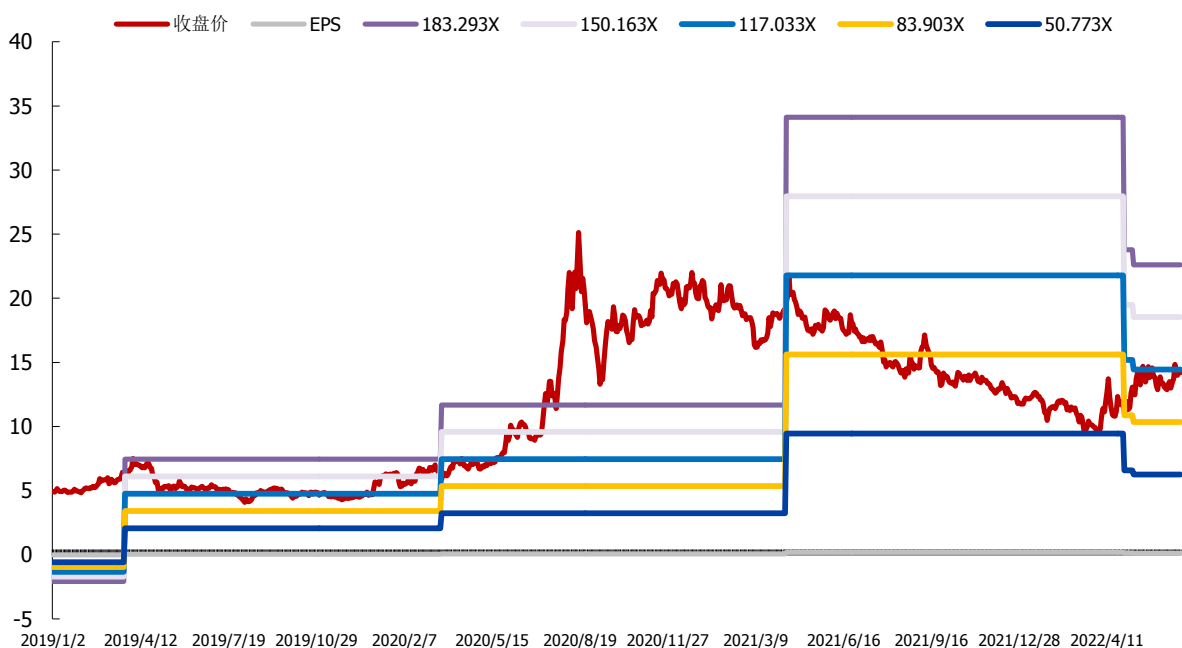
表 8：可比公司 PB 数据对比

股票代码	公司简称	收盘价 (元)	每股净资产(元)				PB (X)			
			2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E
601865.SH	福莱特	37.20	5.50	6.81	8.54	10.72	6.8	5.5	4.4	3.5
601886.SH	江河集团	8.85	5.49	6.48	7.15	8.00	1.6	1.4	1.2	1.1
300767.SZ	震安科技	55.79	4.93	5.25	6.28	8.04	11.3	10.6	8.9	6.9
603098.SH	森特股份	34.74	3.08	3.51	4.03	4.68	11.3	9.9	8.6	7.4
002372.SZ	伟星新材	23.79	1.75	1.90	2.12	2.40	13.6	12.5	11.2	9.9
平均值							8.9	8.0	6.9	5.8
002163.SZ	海南发展	13.81	1.07	1.88	2.09	2.39	12.9	7.3	6.6	5.8

资料来源：wind，民生证券研究院预测；

注：可比公司数据采用 Wind 一致预期，股价时间为 2022 年 7 月 4 日

图 23：海南发展 PE-Band ( 2019-1-1 至 2022-6-30 )



资料来源：Wind，民生证券研究院

### 3 风险提示

1) **原材料价格大幅上升。**公司幕墙玻璃等核心产品原材料光伏级多晶硅价格疫情以来提升趋势明显，若后续硅材料持续上升，有可能影响公司业务表现、导致公司盈利能力持续承压。

2) **疫情反复影响公司业务。**若疫情反复影响宏观经济，可能导致公司幕墙业务发展受阻；疫情反复导致局部出行限制可能影响海南客流，进而影响免税业务表现。



## 公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
营业总收入	4,365	4,843	5,278	5,661
营业成本	3,862	4,182	4,498	4,739
营业税金及附加	25	33	35	36
销售费用	47	51	61	74
管理费用	242	245	256	259
研发费用	121	123	131	136
EBIT	258	237	325	446
财务费用	47	50	36	21
资产减值损失	-39	-17	-16	-18
投资收益	-4	-5	-5	-6
营业利润	176	153	253	386
营业外收支	-3	-4	-5	-5
利润总额	173	149	249	381
所得税	12	14	21	33
净利润	161	135	228	348
归属于母公司净利润	104	99	172	248
EBITDA	401	304	402	532

资产负债表 (百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	827	1,331	1,668	1,495
应收账款及票据	859	1,188	1,286	1,233
预付款项	28	31	33	35
存货	177	157	201	174
其他流动资产	1,158	1,126	1,343	1,370
流动资产合计	3,049	3,832	4,531	4,308
长期股权投资	109	119	129	139
固定资产	1,201	1,226	1,251	1,275
无形资产	122	120	118	116
非流动资产合计	2,756	2,779	2,793	2,797
资产合计	5,806	6,612	7,324	7,105
短期借款	859	759	559	359
应付账款及票据	2,690	2,703	3,337	2,901
其他流动负债	236	408	461	532
流动负债合计	3,786	3,871	4,357	3,792
长期借款	24	19	14	9
其他长期负债	893	893	893	893
非流动负债合计	917	912	907	902
负债合计	4,702	4,782	5,264	4,693
股本	804	845	845	845
少数股东权益	202	239	295	396
股东权益合计	1,104	1,829	2,060	2,411
负债和股东权益合计	5,806	6,612	7,324	7,105

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2021	2022E	2023E	2024E
<b>成长能力 (%)</b>				
营业收入增长率	-1.26	10.94	8.99	7.26
EBIT 增长率	137.79	-8.10	37.13	37.17
净利润增长率	-30.29	-5.03	73.46	44.10
<b>盈利能力 (%)</b>				
毛利率	11.54	13.65	14.78	16.29
净利润率	2.39	2.04	3.25	4.37
总资产收益率 ROA	1.80	1.50	2.35	3.48
净资产收益率 ROE	11.57	6.23	9.73	12.28
<b>偿债能力</b>				
流动比率	0.81	0.99	1.04	1.14
速动比率	0.48	0.70	0.73	0.78
现金比率	0.22	0.34	0.38	0.39
资产负债率 (%)	80.99	72.33	71.87	66.06
<b>经营效率</b>				
应收账款周转天数	73.59	72.00	80.00	76.00
存货周转天数	14.93	14.65	14.79	14.72
总资产周转率	0.75	0.78	0.76	0.78
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益	0.12	0.12	0.20	0.29
每股净资产	1.07	1.88	2.09	2.39
每股经营现金流	0.06	0.21	0.82	0.20
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>估值分析</b>				
PE	112	118	68	47
PB	12.9	7.3	6.6	5.8
EV/EBITDA	29.41	36.74	26.47	19.93
股息收益率 (%)	0.00	0.00	0.00	0.00

现金流量表 (百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
净利润	161	135	228	348
折旧和摊销	143	67	76	86
营运资金变动	-148	-106	313	-330
经营活动现金流	51	180	693	170
资本开支	-21	-92	-93	-94
投资	-14	-10	-10	-10
投资活动现金流	-34	-107	-108	-109
股权募资	0	587	0	0
债务募资	-6	-105	-205	-205
筹资活动现金流	-29	431	-247	-234
现金净流量	-15	504	338	-173

## 插图目录

图 1：海南发展公司发展历程	4
图 2：公司股权结构集中（截至 2022 年一季报）	4
图 3：2017-2021 年公司各业务营业收入（单位：亿元）	5
图 4：公司建筑幕墙项目一览	6
图 5：2021 年 1 月公司受让海控免税 45% 股权	8
图 6：中国免税市场（分渠道）规模及变化情况（单位：十亿元）	8
图 7：中国消费者奢侈品消费地区占比	9
图 8：中国离岛免税店市场规模	9
图 9：海控全球精品免税城一景	11
图 10：海口美兰机场 6 月运送旅客数明显修复（单位：万人次）	11
图 11：2017-2022Q1 公司营业收入及增速（亿元）	12
图 12：2017-2022Q1 公司归母净利润及增速（亿元）	12
图 13：2017-2022Q1 公司销售毛利率和净利率	12
图 14：2017-2022Q1 公司各业务毛利率	12
图 15：光伏级多晶硅现货价（单位：美元/千克）	13
图 16：光伏玻璃市场价格（单位：元/m <sup>2</sup> ）	13
图 17：2017-2022Q1 公司费用率	13
图 18：公司管理费用变化（单位：亿元）	13
图 19：公司资质证书	13
图 20：公司荣誉证书	14
图 21：公司及同行业公司研发费用率	14
图 22：公司及同行业公司研发人员占比	14
图 23：海南发展 PE-Band（2019-1-1 至 2022-6-30）	19

## 表格目录

盈利预测与财务指标	1
表 1：公司管理层经验丰富	4
表 2：公司幕墙工程案例	7
表 3：离岛免税政策推进过程梳理(部分)	9
表 4：公司处于试生产阶段研发项目（截至 2021 年 12 月 31 日）	15
表 5：海南发展收入预测（单位：万元）	16
表 6：毛利率及各项费用率预测	17
表 7：免税分部业绩预测（单位：万元）	18
表 8：可比公司 PB 数据对比	19
公司财务报表数据预测汇总	21

## 分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

## 评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

## 免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，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。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

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。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。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。本公司版权所有并保留一切权利。

## 民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

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