

海南发展 (002163)

证券研究报告

2022年10月27日

22Q3 收入同增 1.43%，传统业务发展叠加免税业务未来可期

事件：公司发布 2022 年三季报。前三季度公司实现营收 23.62 亿元，同比减少 10.28%，实现归母净利润-7147.87 万元，同减 184.52%；2022 年 Q3 公司实现营业收入 9.88 亿元，同增 1.43%；实现归母净利润-1419.21 万元，同减 126.01%。

收入端：公司 2022 年前三季度实现营收 23.62 亿元，同比减少 10.28%，22 年 Q1-Q3 分别实现营业收入 5.28/8.47/9.88 亿元，同比增长-27.36%/ -9.20%/1.43%。分业务类型来看，公司 2022 年 Q3 建筑幕墙业务新签定/中标未签订单金额分别为 4.16/7.09 亿元，同比增加 126.87%/189.40%，截至 2022 年 Q3，公司累计已签约未完工订单金额为 45.85 亿元，同比减少 12.44%，其中公共建筑幕墙和住宅建筑幕墙的新签定/中标未签订单金额分别为 3.59/7.09 亿元、0.58/0 亿元；建筑装饰业务新签定/中标未签订单金额分别为 64.03/3000 万元，截至 2022 年 Q3，公司累计已签约未完工订单金额为 0.93 亿元，同比减少 21.10%，其中公共建筑装饰的新签定/中标未签订单金额分别为 64.03/3000 万元。

利润端：22Q3 毛利率环比有所下降，公司 2022Q3 毛利率为 8.48%，同比减少 1.63pct，环比减少 0.87pct。公司 2022 年前三季度毛利率为 8.29%，同比下降 5.36pct，Q1-Q3 毛利率分别为 6.26%/9.35%/8.48%，分别同比变动-15.95pct/-1.34pct/-1.63pct。归母净利润方面，公司前三季度实现归母净利润-7147.87 万元，同减 184.52%，净利率为-3.75%，2022Q3 公司实现归母净利润-1419.21 万元，同比减少 126.01%，净利率为-1.56%，同比减少 6.11pct。公司三季度毛利率有所下滑，主要系本期工程项目进度缓慢，原材料、燃料等等大宗商品价格上涨导致利润受损。

费用端：2022Q1/Q2/Q3 公司期间费用率分别为 17.48%/9.73%/9.72%，同比变动 3.25pct/-2.79pct/-4.28pct。其中，销售费用率分别为 1.67%/1.43%/1.12%，同比变动 -1.21pct/-0.64pct/-1.21pct；管理费用率分别为 9.79%/5.05%/4.84%，同比变动 2.24pct/0.20pct/-1.54pct；研发费用率分别为 3.98%/3.13%/3.53%，同比变动 1.16pct/-1.20pct/-0.80pct；财务费用率分别为 2.04%/0.12%/0.23%，同比变动 1.06pct/-1.15pct/-0.73pct。公司第三季度销售费用与财务费用减少的原因分别主要为运输费用计入营业成本和汇率变动。

现金流量端：2022 年前三季度公司经营活动产生的现金流量净额为-4.27 亿元，同减 35.29%，主要系公司本期收到货款减少所致；投资活动产生的现金流量净额为-0.25 亿元，同增 74.61%，主要系上年同期支付收购子公司少数股东股权款项，本期无此事项所致；筹资活动产生的现金流量净额为 2.84 亿元，同增 232.23%，主要系本期收到募集资金所致。

近 6 亿定增募集资金到账，免税资产注入进度加速。全球精品免税城 22 年一季度/二季度销售额分别同增 252%/120%，在疫情反复的情况下仍保持强劲活力。全球精品免税城联合线上线下销售渠道，发力新零售平台，有效克服了新冠疫情对旅游市场和全球供应链造成的负面影响。未来随着全球消费精品(海南)贸易有限公司控股权的注入，公司有望逐步实现转型升级，提升竞争力。

投资建议：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，同时在传统主营业务方面，也有望受益于海南自贸港建设而实现长期健康发展。我们预测 22-24 年公司归母净利润为 0.9/1.9/2.9 亿元，对应 PE 倍数分别为 96/45/30x。

风险提示：疫情反复风险、原材料价格波动风险、免税业务资产注入及整合进度不及预期等

财务数据和估值	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	4,421.10	4,365.38	4,918.92	6,077.81	7,202.21
增长率(%)	(6.01)	(1.26)	12.68	23.56	18.50
EBITDA(百万元)	532.20	346.14	242.43	346.29	516.76
归属母公司净利润(百万元)	149.56	104.25	90.46	194.96	292.73
增长率(%)	191.99	(30.29)	(13.23)	115.52	50.15
EPS(元/股)	0.18	0.12	0.11	0.23	0.35
市盈率(P/E)	58.25	83.56	96.30	44.68	29.76
市净率(P/B)	10.73	9.67	5.52	4.91	4.21
市销率(P/S)	1.97	2.00	1.77	1.43	1.21
EV/EBITDA	28.93	24.27	31.16	15.81	12.57

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	建筑装饰/装修装饰 II
6 个月评级	买入 (维持评级)
当前价格	10.24 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	844.96
流通 A 股股本(百万股)	803.55
A 股总市值(百万元)	8,652.37
流通 A 股市值(百万元)	8,228.35
每股净资产(元)	1.68
资产负债率(%)	72.60
一年内最高/最低(元)	15.26/9.15

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：聚源数据

相关报告

- 《海南发展-半年报点评:22H1 实现营业收入 14 亿同减 17%，全球精品销售上半年实现翻倍增长未来可期》 2022-08-28
- 《海南发展-年报点评报告:疫情影响及原料成本上涨影响短期业绩，定增资金到账免税业务加速落地未来可期》 2022-05-01
- 《海南发展-公司点评:6 亿定增募集资金到账，免税资产注入进度加速》 2022-04-21

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	913.95	826.70	474.15	2,882.42	1,476.30
应收票据及应收账款	1,028.78	859.24	1,457.47	1,397.32	1,899.33
预付账款	31.13	27.71	55.21	36.21	68.65
存货	142.96	177.33	775.63	137.01	828.42
其他	340.27	200.01	761.38	1,207.64	1,282.41
流动资产合计	2,457.09	2,090.98	3,523.85	5,660.60	5,555.11
长期股权投资	90.62	108.68	108.68	108.68	108.68
固定资产	1,001.20	1,200.94	1,071.89	942.84	813.79
在建工程	159.49	3.93	3.93	3.93	3.93
无形资产	131.89	124.33	120.06	115.80	111.53
其他	1,352.12	1,318.44	927.17	1,188.08	1,140.73
非流动资产合计	2,735.33	2,756.31	2,231.73	2,359.32	2,178.66
资产总计	5,820.60	5,805.78	5,755.58	8,019.92	7,733.77
短期借款	570.36	859.14	0.00	500.00	0.00
应付票据及应付账款	2,451.34	2,690.19	2,613.95	4,038.77	3,701.93
其他	447.55	194.12	670.53	520.56	774.09
流动负债合计	3,469.25	3,743.44	3,284.48	5,059.33	4,476.02
长期借款	31.28	23.73	0.00	50.20	41.60
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	1,045.63	892.81	663.30	867.25	807.79
非流动负债合计	1,076.91	916.54	663.30	917.45	849.39
负债合计	4,780.83	4,702.21	3,947.78	5,976.78	5,325.40
少数股东权益	228.15	202.32	228.64	269.02	341.52
股本	803.55	803.55	844.96	844.96	844.96
资本公积	445.19	430.57	976.61	976.61	976.61
留存收益	(437.12)	(332.86)	(242.40)	(47.45)	245.28
其他	0.00	0.00	0.00	(0.00)	0.00
股东权益合计	1,039.77	1,103.57	1,807.81	2,043.14	2,408.37
负债和股东权益总计	5,820.60	5,805.78	5,755.58	8,019.92	7,733.77

现金流量表(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
净利润	169.51	161.27	90.46	194.96	292.73
折旧摊销	119.22	126.75	133.32	133.32	133.32
财务费用	51.60	43.42	21.42	4.75	2.58
投资损失	9.99	(3.95)	(18.35)	(24.88)	(3.02)
营运资金变动	(385.54)	(77.88)	(303.32)	1,489.30	(1,397.29)
其它	364.33	(198.56)	24.02	40.76	73.01
经营活动现金流	329.12	51.03	(52.44)	1,838.20	(898.68)
资本支出	(931.33)	330.20	229.52	(203.95)	59.46
长期投资	(9.78)	18.06	0.00	0.00	0.00
其他	879.63	(382.42)	(206.56)	228.06	(57.47)
投资活动现金流	(61.47)	(34.16)	22.96	24.11	2.00
债权融资	(589.50)	245.46	(910.52)	545.95	(509.43)
股权融资	0.21	(14.62)	587.45	0.00	0.00
其他	253.54	(259.81)	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	(335.75)	(28.97)	(323.06)	545.95	(509.43)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	(68.10)	(12.10)	(352.55)	2,408.26	(1,406.12)

利润表(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	4,421.10	4,365.38	4,918.92	6,077.81	7,202.21
营业成本	3,720.28	3,861.81	4,338.48	5,199.57	6,057.78
营业税金及附加	32.81	24.98	36.40	46.80	49.99
销售费用	104.34	47.00	88.54	115.48	114.68
管理费用	205.28	242.42	255.78	324.56	386.36
研发费用	118.72	120.60	127.89	196.31	206.28
财务费用	50.84	46.73	21.42	4.75	2.58
资产/信用减值损失	(1,002.14)	145.74	53.75	57.39	42.21
公允价值变动收益	0.00	(0.39)	(2.30)	0.38	0.51
投资净收益	(9.99)	(4.36)	18.35	24.88	3.02
其他	992.96	(295.38)	0.00	0.00	0.00
营业利润	207.99	176.23	120.18	273.00	430.29
营业外收入	3.37	2.68	28.09	19.95	19.43
营业外支出	14.33	6.03	5.85	5.96	4.32
利润总额	197.04	172.89	142.42	287.00	445.40
所得税	27.52	11.62	25.64	51.66	80.17
净利润	169.51	161.27	116.78	235.34	365.22
少数股东损益	19.96	57.01	26.32	40.38	72.50
归属于母公司净利润	149.56	104.25	90.46	194.96	292.73
每股收益 (元)	0.18	0.12	0.11	0.23	0.35

主要财务比率	2020	2021	2022E	2023E	2024E
成长能力					
营业收入	-6.01%	-1.26%	12.68%	23.56%	18.50%
营业利润	266.91%	-15.27%	-31.80%	127.16%	57.61%
归属于母公司净利润	191.99%	-30.29%	-13.23%	115.52%	50.15%
获利能力					
毛利率	15.85%	11.54%	11.80%	14.45%	15.89%
净利率	3.38%	2.39%	1.84%	3.21%	4.06%
ROE	18.43%	11.57%	5.73%	10.99%	14.16%
ROIC	23.40%	-33.97%	-83.67%	53.91%	-24.29%
偿债能力					
资产负债率	82.14%	80.99%	68.59%	74.52%	68.86%
净负债率	-28.84%	7.21%	-25.28%	-113.28%	-58.77%
流动比率	0.83	0.81	1.07	1.12	1.24
速动比率	0.79	0.76	0.84	1.09	1.06
营运能力					
应收账款周转率	3.96	4.62	4.25	4.26	4.37
存货周转率	10.61	27.26	10.32	13.32	14.92
总资产周转率	0.85	0.75	0.85	0.88	0.91
每股指标 (元)					
每股收益	0.18	0.12	0.11	0.23	0.35
每股经营现金流	0.39	0.06	-0.06	2.18	-1.06
每股净资产	0.96	1.07	1.87	2.10	2.45
估值比率					
市盈率	58.25	83.56	96.30	44.68	29.76
市净率	10.73	9.67	5.52	4.91	4.21
EV/EBITDA	28.93	24.27	31.16	15.81	12.57
EV/EBIT	36.99	37.60	69.24	25.71	16.94

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	海口	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房 邮编：570102 电话：(0898)-65365390 邮箱：research@tfzq.com	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层 邮编：200086 电话：(8621)-65055515 传真：(8621)-61069806 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