

房企业绩快评

房企年报系列点评 (XX)

中海地产：利润王多元维新谋突围

文 / 研究员：房玲、易天宇

导读：2018 年销售规模增速达五年最高，但仍低于百强平均水平；财务指标表现优异，但杠杆利用有待提高

经历了两轮重组整合的中海，2018 年于各方面都迎来了崭新面貌。销售金额同比增长 30%，增速达到最近五年最高，但是依然低于 2018 年百强销售 35% 的平均增速，企业过去 5 年的平均增速与其他十强房企相比也处于末位。为了进一步推动规模增长，中海持续加大投资力度、加仓扩储，2019 年计划拿地权益投资额达 1350 亿港元。在财务方面，中海的各项财务指标表现一如既往的突出，利润率和融资成本都属于行业最优秀的水平，但是杠杆利用仍然有待进一步加强。此外，在 90% 的资源投入住宅开发产业的同时，中海坚持 10% 资源投入商业与创新业务下，多元布局、各路开花，反哺主业同时，创造新的利润增长点。

销售：增速达 5 年最高，但仍低于百强平均水平

2018 年中海地产(含联营合营公司)共实现合同销售金额为港币 3012.4 亿元，同比增长 30%，完成了年度销售目标的 104%，其中回款 2726 亿港元，回款率达 90.5%。相比往年，**2018 年中海的销售同比增速已达到了近 5 年来的最高，但依然低于 2018 年百强房企 35% 的平均增速。**

在过去的几年中，中海先后经历了两轮调整，其中 2013、2014 年中海与中建整合，2016、2017 年中海又经历了中信收购及内部调整，从而导致这些年的销售增长率较低。**过去五年中海地产的销售金额平均增长率及复合增长率，分别为 17.3% 和 16.8%，在十强企业中暂居末位。**未来中海应继续加强规模的扩张，进而缩短与同等规模房企间的差距。

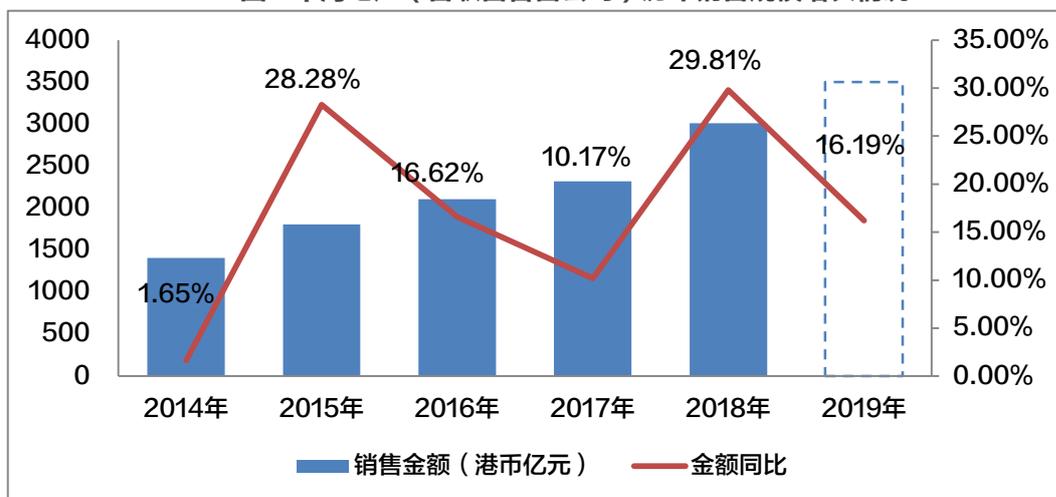
表：十强房企历年销售增速及复合增长率

年份	2014年	2015年	2016年	2017年	2018年	5年平均	5年复合增长率
新城控股	19%	30%	104%	94%	75%	64.5%	60.7%
融创中国	30%	3%	128%	133%	27%	64.3%	55.4%
碧桂园	22%	9%	120%	78%	32%	52.3%	47.0%
中国恒大	31%	53%	85%	34%	10%	42.8%	40.6%
龙湖集团	2%	11%	62%	77%	29%	36.1%	33.1%
万科地产	26%	22%	40%	45%	15%	29.3%	28.9%
保利发展	9%	13%	36%	47%	31%	27.3%	26.4%
华润置地	4%	23%	27%	41%	38%	26.7%	26.0%
绿地控股	48%	-4%	11%	20%	26%	20.2%	19.0%
中海地产	2%	28%	17%	10%	30%	17.3%	16.8%

数据来源：企业业绩公告、CRIC

2019年中海将销售目标定在了港币3500亿元，相比2018年增长了16%，相对于同规模房企而言，中海目标依然较为保守。2019年中海的可售货值约为6955亿港元，目标去化率为50.3%。预计在市场有利的情况下，中海或将超额完成销售目标。

图：中海地产（含联营合营公司）历年销售规模增长情况



数据来源：企业业绩公告、CRIC

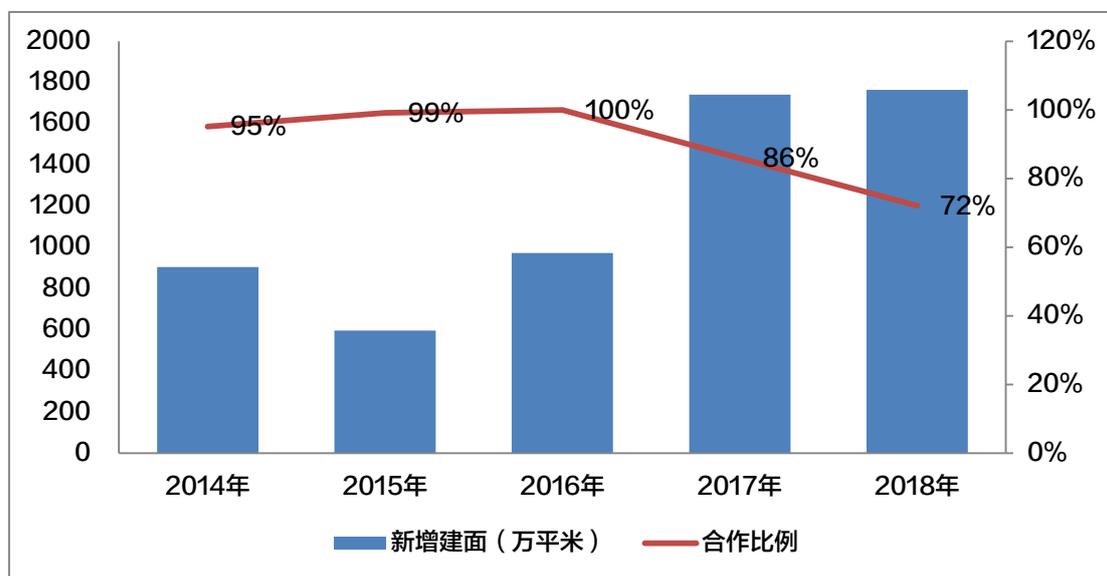
投资：连年扩大合作力度，19年计划拿地1350亿

2018年中海地产保持了较为积极的拿地态势，与2017年在拿地规模上大致持平。期内中海地产（不包括中海宏洋）在内地28个城市及香港，共新增拿地建面1764.1万平方米，拿地总价为1214.9亿元，分别略有增长1%、下降2%。此外，中海宏洋新增拿地建筑面积502.3万平方米，拿地总价196亿元，分别同比增长100%、108%。

近年来中海加大了合作拿地的比例，2018 年中海地产（不含中海宏洋）新增的 66 幅地块中有 25 幅是合作的，权益建筑面积占比 72%，相比 2017 年 86% 继续下滑 14 个百分点。虽然中海加大了合作力度，但跟其他企业相比，中海的合作比例并不算高。目前房企之间的合纵连横越来越多，是很多企业规模快速增长的利器，而中海则一直比较谨慎，这可能与企业更加注重利润率的保持和产品质量的控制有关。

2019 年中海在土地储备方面会更加进取，全年计划新拿地权益投资额为港币 1350 亿元，同比上升 24.5%。截止 2019 年 2 月，中海地产已新增拿地 61.5 万平方米，拿地权益总价 87.8 亿元，预计之后，中海将会逐步加大投资力度，从而确保规模的增长。

图：中海地产（不含中海宏洋）2014-2018 年新增土地储备情况

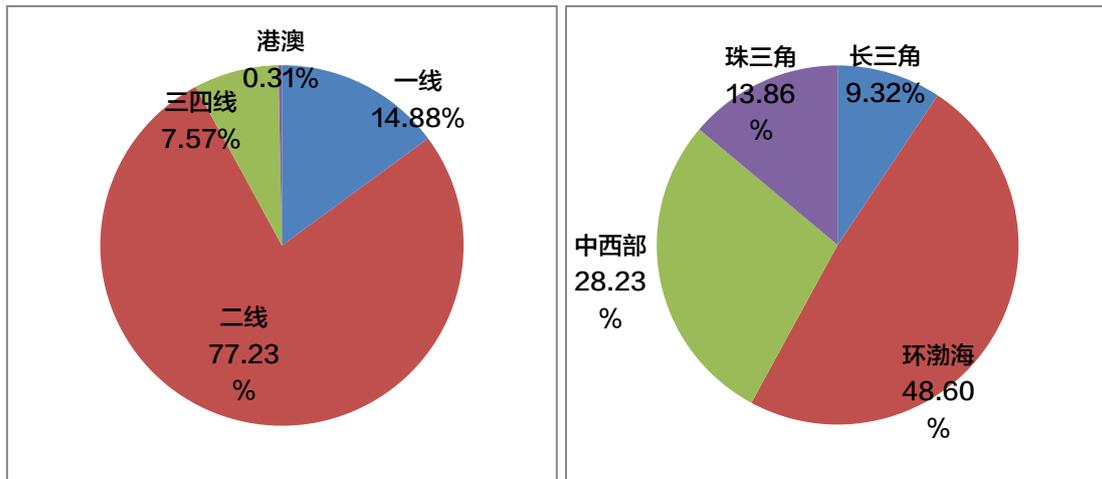


数据来源：企业业绩公告、CRIC

注：新增土储不包括中建整合及中信收购

从拿地结构来看，2018 年中海地产（不包括中海宏洋）主要于环渤海的二线城市拿地较多，其中青岛、长春、北京、济南的拿地规模均达到了百万以上，青岛的新增建面更是达到了 279 万平米，占到了总量的 16%，于各城市中遥遥领先。从近期较为火热的粤港澳大湾区城市来看，2018 年中海于广州、佛山、深圳、香港都有所拿地，其中广州新增拿地 158 万平米，仅次于青岛。对于未来的市场布局，颜建国表示中海将始终坚持布局一二线的策略不变。

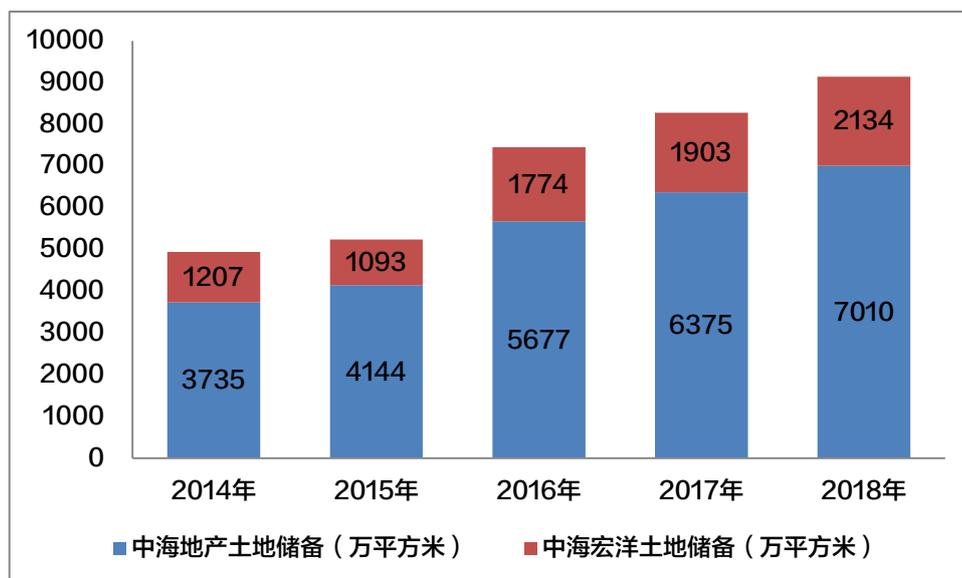
图：中海地产（不包括中海宏洋）2018年新增土地建面占比情况



数据来源：企业业绩公告、CRIC

截止 2018 年底，中海地产的土地储备达到了 7010 万平方米，同比增长 10%，权益为 5697 万平方米；而中海宏洋的土地储备为 2134 万平方米，同比增长 12%，权益为 1998 万平方米。**中海目前已拥有总土地储备合计 9144 万平方米，权益面积 7695 万平方米，可供企业未来 3 到 4 年持续增长的需要。从结构来看，土地储备中粤港澳大湾区共有 1400 万平方米，占比超过 15%，货值将近 3000 亿港元。**未来中海可以继续加大位于粤港澳地区的土地储备，从而更好地享受大湾区政策红利。

图：中海地产 2014-2018 年土地储备情况（单位：万平方米）



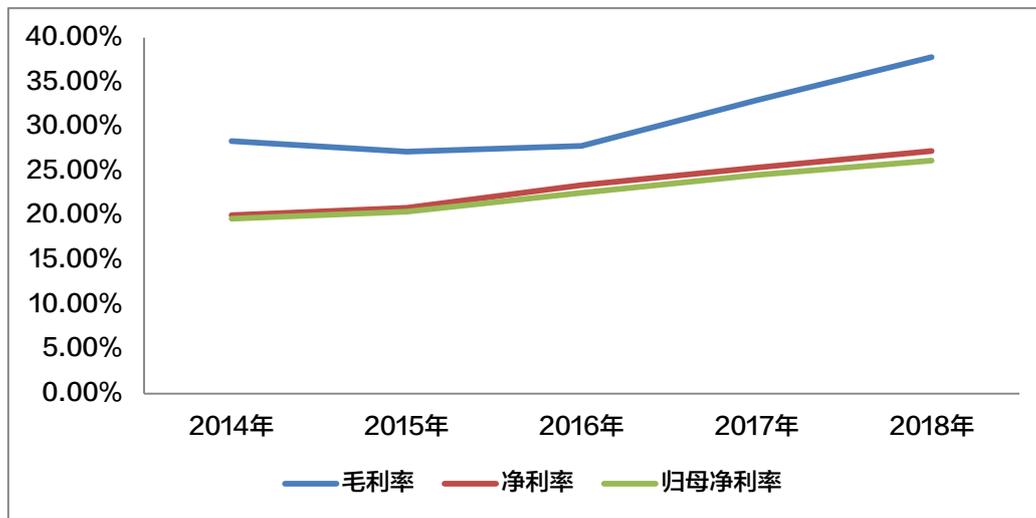
数据来源：企业业绩公告、CRIC

财务：各指标领先行业，杠杆利用有待提高

2018年中海地产的盈利水平再上一个台阶，毛利率达到了37.79%，较2017年增长了4.85个百分点；净利率达到了27.24%，较2017年增长了1.86个百分点，核心净利率达21.63%，较2017年增长了2.08个百分点。历年来中海的利润率都维持在较高水平，一方面是因为其在项目选择上更为注重利润空间，此外中海也有从项目拿地到开发建设的全产业链业务，从而能够更好地控制成本。

此外2018年中海的三费费用较往年继续下降，三费费用率仅为4.18%，相比2017年的4.33%下降了0.15个百分点。利润的注重、成本的控制以及较低的三费费用率，都得以让中海的盈利水平维持在较高水平。

图：中海地产 2014-2018 毛利率、净利率、归母净利率情况

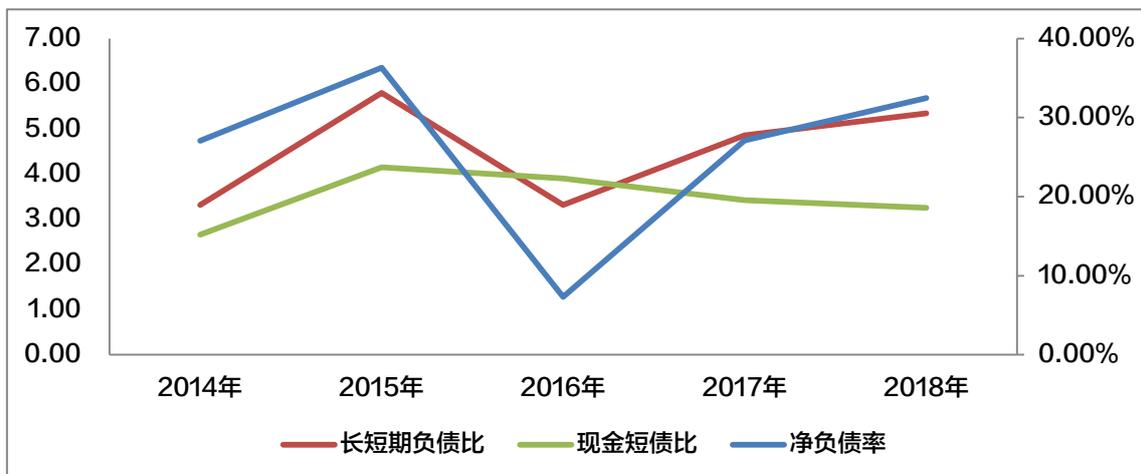


数据来源：企业业绩公告、CRIC

除了利润率外，历年来中海的综合借贷成本也始终维持在较低水平，**2018年底中海地产的加权平均融资成本仅为4.3%**，相比2017年底的4.27%略有上浮0.03个百分点，处于行业极低水平。2019年1月，中海与二十家银行成功签署港币300亿元5年期俱乐部贷款协议，该贷款成本处于同期同类行业中最低水平之一；此后中海又完成发行了35亿公司债，其中品种一总额20亿元，票面利率仅为3.47%；品种二总额15亿元，票面利率仅为3.75%。**凭借着良好的信用评级，预计未来中海的综合借贷成本或将得到进一步的降低。**

在现金方面，中海手握充足现金。2018年中海拥有流动资金达1006亿港币，现金短债比达3.25。净负债率方面，中海也呈现出了加速扩张的趋势。2018年中海地产的净负债率为32.49%，相比2017年增长了5.37个百分点。**但整体来看，32.49%的净负债率与同行业房企相比依旧显得过于保守，未来依旧具有加强杠杆的空间。**

图：中海地产 2014-2018 负债情况



数据来源：企业业绩公告、CRIC

多元化：布局三大产业群，多元业务反哺主业

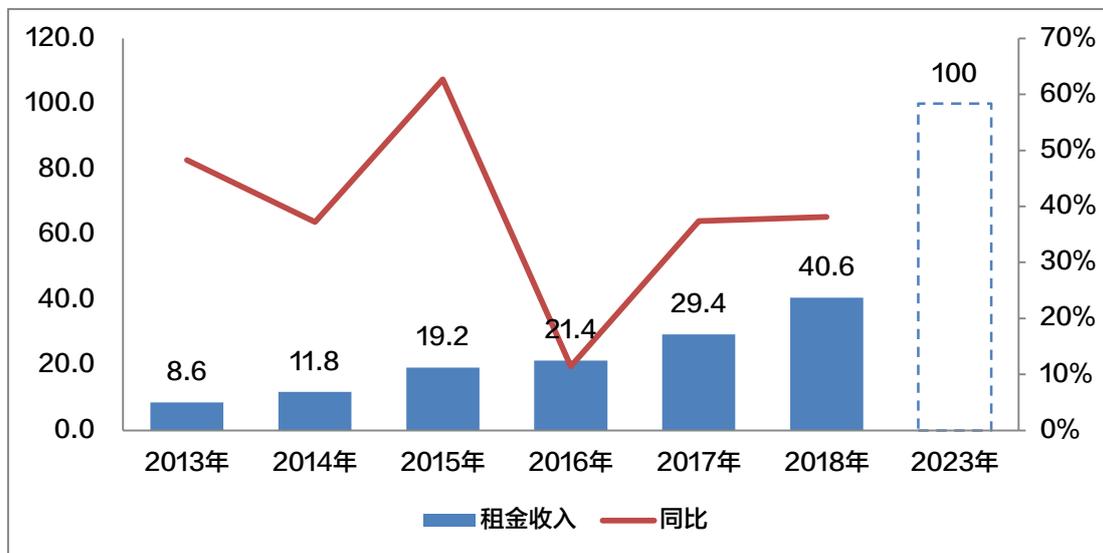
2018年中海在三大产业群（住宅开发产业群、城市运营产业群、创意设计与现代服务产业群）的战略规划下，坚持以90%的资源聚焦住宅开发主业，7%至8%的资源用于持有商业物业发展，1%至2%的资源用于创新业态，期间中海在商业及创新业务领域也都取得一些进展。

2018年中海在传统商业领域共实现租金收入港币40.6亿元，同比增长了38%，其中投资物业实现租金收入港币35.3亿元，同比增长44%；酒店及其他商业物业收入港币5.3亿元，同比增长8.2%。截止目前，中海地产持有并投入运营的商业物业总面积409万平方米，包括42栋写字楼、13家购物中心、12家星级酒店，为内地最大单一业权写字楼发展商。未来随着中海商业规模的不断扩张，2023年预计其商业收入将突破港币100亿元。

除了传统商业，在多元化领域中海也正在积极部署，2018年中海围绕房地产开发拓展，共有13个新业务项目投入运营，涵盖教育、养老、物流三个行业的12种业态，包括学校、幼儿园、中海学堂、户外营地、养老公寓、物流产业园等，运营面积超过35万平方米。如2018年12月，中海的首个养老项目——天津中海锦年福居落子天津，标志了中海地产旗下康养产业长者公寓项目的正式落地，项目建筑面积约5000平方米，拥有共计102个床位。

虽然中海在各个业务领域都有所布局，但整体进展缓慢，这一方面既是因为中海对于新业务仍处于摸索期，另一方面也是由于中海相较于其他企业在发展策略上更为保守、谨慎。未来中海应继续加快在新业务上的拓展，在反哺地产主业的同时，为企业创造更多新的利润空间。

图：中海地产历年租金收入及未来目标（单位：亿港元）



数据来源：企业业绩公告、CRIC整理

附表 1：中海地产 2014-2018 财务指标

指标分类	指标体系	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年
规模性指标	营业收入（港币亿元）	1385.05	1695.62	1640.69	1660.45	1714.61
	销售收入（港币亿元）	1340.22	1635.59	1598.91	1621.40	1670.37
	净资产（港币亿元）	1385.57	2155.80	2274.23	2735.43	2936.06
	总资产（港币亿元）	4101.63	5822.48	5712.89	6454.05	7253.41
	总负债（港币亿元）	2716.06	3666.69	3438.66	3718.61	4317.34
	股东权益（港币亿元）	1336.70	2095.64	2222.48	2656.94	2834.81
	土地储备 （万平方米/建筑面积）	4942	5237	7451	8278	9144
	新增土地储备 （万平方米/建筑面积）	1174	761	1107	1992	2266
营利性指标	毛利润（港币亿元）	393.10	461.20	456.43	547.00	648.03
	净利润（港币亿元）	277.51	354.14	383.91	421.42	467.02
	毛利率	28%	27%	28%	33%	38%
	净利率	20%	21%	23%	25%	27%
	每股盈余（港币元）	3.33	3.75	3.64	3.72	4.10
抗风险指标	现金（港币亿元）	598.48	1228.01	1571.62	1040.51	1005.55
	现金短债比	2.65	4.15	3.90	3.42	3.25
	长短期债务比	3.32	5.80	3.31	4.86	5.34
	净负债率	27%	36%	7%	27%	32%
	总资产负债率	66%	63%	60%	58%	60%
	净资产负债率	196%	170%	151%	136%	147%
	平均借贷利率	4.45%	5.39%	4.76%	4.27%	4.30%
运营效率指标	总资产周转率	0.39	0.34	0.28	0.27	0.25
	营业成本（港币亿元）	991.95	1234.42	1184.25	1113.45	1066.58
	存货（港币亿元）	2305.65	2975.98	2617.78	3356.24	3829.12
	存货周转率	0.51	0.47	0.42	0.37	0.30
	三费比率	3.27%	5.14%	5.25%	4.33%	4.18%
	销售费用率	1.40%	1.68%	2.05%	1.78%	1.53%
	管理费用率	1.49%	1.83%	1.94%	1.72%	1.73%
	财务（利息）费用率	0.39%	1.63%	1.25%	0.84%	0.92%

* 总资本包括总债务、总权益和递延税项负债

数据来源：企业业绩公告、CRIC