

# 中报点评

克而瑞  
研究中心



**中海地产：毛利率跌破 30%，财务依旧稳健**

克而瑞研究中心

2021-08

## 中海地产：毛利率跌破 30%，财务依旧稳健

文 / 研究员 房玲、易天宇

**导读：净利率同比下滑 5 个点；严格纪律下土储获取是难点；财务稳健，借贷成本仅 3.6%。**

**【销售增长 21%至 2072 亿元，未来五年保持两位数增长】**2021 上半年中海地产（含联营合营公司）共实现合同销售金额为 2072.1 亿元，同比增长 20.5%。从历年增速来看，2018、19 年中海销售规模开始提速，同比增长分别为 30%、25%；2020 年中海销售增速有所放缓至 12.5%。在下一个十四五规划中，中海计划未来 5 年销售规模继续达到每年两位数的增长。

**【上半年购地仅占预算 28%，严格的投资纪律或影响扩张】**2021 上半年中海地产（不包括中海宏洋）共新增拿地建面 489 万平方米，同比下降 16%；拿地总价为 513 亿元，同比下降 7.6%；拿地权益地价 458 亿元，仅完成 2021 年中海新增土储权益投资预算 1650 亿的 28%。对于中海而言，当下更突出的问题是如何平衡投资质量与规模间的矛盾。在严格的投资纪律下，中海或更难获取到与其规模匹配的购地机会。从拿地结构来看，九江的新增建面达到了约 114.15 万平米，占到了总量的 11.06%。

**【营收规模上涨 22%，净利率下滑 5.37 个点】**2021 上半年中海地产营业收入为 1078.79 亿元，同比增长 22%；毛利润同比增长 13.56%至 307.90 亿元。虽然营收与毛利润规模均有上升，但毛利率却同比下滑 2.05 个点至 28.54%；此外净利润规模同比下滑 3.67%至 219.67 亿元，净利率同比下滑 5.37 个百分点至 20.36%，主要是由于期内投资物业公允价值变动收益同比下滑了 61%，三费比率（除营收）却同比扩大了 0.18 个百分点。扣除税后投资物业公允价值变动收益后，股东应占核心净利润 192.3 亿元，同比增长 10.9%。

**【平均借贷成本仅 3.6%，未触及红线归属绿档】**2021 上半年中海地产的加权平均融资成本仅为 3.6%，相比 2020 年的 3.8%继续下降了 0.2 个百分点，处于行业极低水平。2021 年中海持有现金达 1174.27 亿元，较年初上升了 6.3%；现金短债比 2.6、长短期债务比 4.05。净负债率较 2020 年略有上升，为 32.54%，处于 40%以下的行业较低水平；此外资产负债率为 60.2%，扣除预收账款后的资产负债率为 53%。稳健的财务情况以及较低的杠杆率，能够让中海在当前环境下拥有更多购地机遇，为未来加速扩张打下基础。

**销售：销售增长 21%至 2072 亿元，未来五年保持两位数增长****1**

2021 上半年中海地产（含联营合营公司）共实现合同销售金额为 2072.1 亿元，同比增长 20.5%；销售面积 1050 万平方米，同比增长 10%；销售均价 19742 元/平米，相比年初增长 4.9%。

从历年增速来看，2018、19 年中海销售规模开始提速，同比增长分别为 30%、25%；2020 年中海销售增速有所放缓至 12.5%。在下一个十四五规划中，中海计划未来 5 年销售规模会继续达到每年两位数的增长。

图：中海 2016-2021 上半年销售情况（亿元、万平方米）

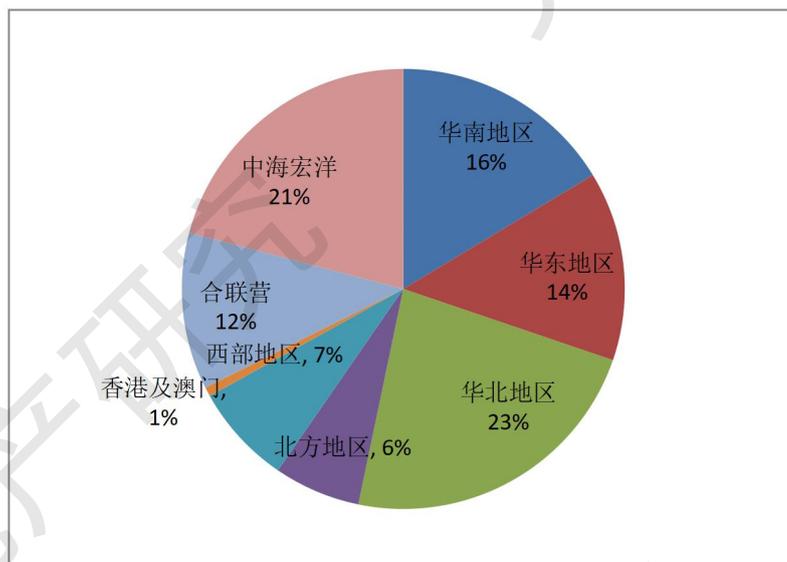


注：港币汇率以 0.88 计算

数据来源：企业公告，CRIC

此外，从销售结构来看，华北地区是主要的销售贡献区域，销售占比达到了 23%，华南地区销售占比达到了 16%。此外中海宏洋的销售占比达到了 21%，合联营的销售占比为 12%。

图：中海 2021 上半年销售结构



数据来源：企业公告，CRIC

## 投资：上半年购地仅占预算 28%，严格的投资纪律或影响扩张

2

2021 上半年中海地产（不包括中海宏洋）于内地 14 个城市合共新增 20 幅土地，共新增拿地建面 489 万平方米，同比下降 16%；拿地总价为 513 亿元，同比下降 7.6%；权益拿地总价达 458 亿元，对应新增货值约 1104.9 亿元。中海宏洋新增拿地建筑面积 604.21 平方米（包括三个合作发展项目），拿地总价 265.13 亿元，分别同比增长 46%、43%。

2021 上半年中海地产在新增拿地方面继续维持较高的权益比例，权益建筑面积占比为 95%，与 2020 年保持相当。独立运作虽然能够实现财务并表、便于管控提升利润空间等好处，但较低的合作比例或会带来规模发展较慢等问题。

此外对于中海而言，当下更突出的问题是如何平衡投资质量与规模间的矛盾。事实上，中海上半年在 22 个集中供地市场中，共参加了 400 多次竞投，希望“用勤奋来获取一定成功的概率”；但从上半年权益地价 458 亿元的最终结果来看，仅完成 2021 年中海新增土储权益投资预算 1650 亿的 28%，若包含中海宏洋的购地部分（权益购地金额达 778.2 亿元）占比也仅达 47%。这主要由于中海在购地方面有严格的投资纪律，即注重高能级城市、核心地段、合理回报；在这样的纪律下中海或更难获取到与其规模匹配的购地机会。

图：中海（含中海宏洋）2016-2021 上半年新增土储情况（亿元、万平方米）

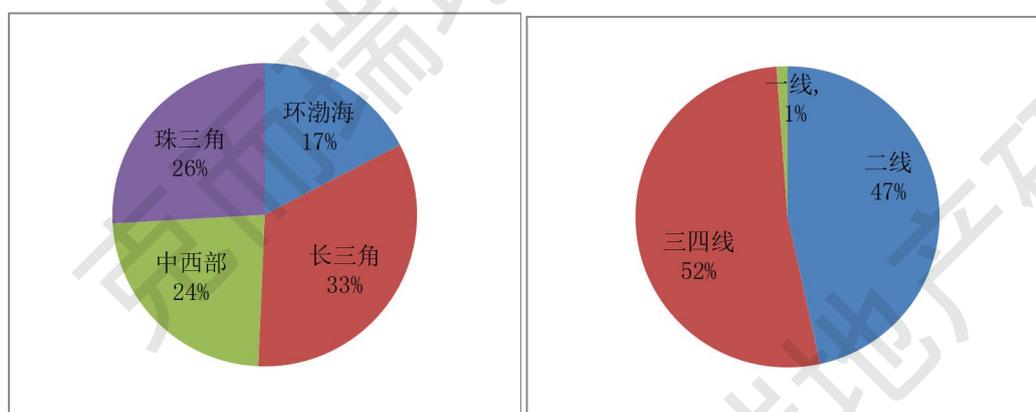


注：新增土储不包括中信收购及中建整合

数据来源：企业公告，CRIC

从拿地结构来看，2021 上半年中海地产主要于长三角及珠三角拿地较多，占比分别为 33%及 26%。从城市能级来看，中海地产于一二线新增拿地占比为 48%，三四线的占比为 52%。具体城市中，九江、长春、苏州、厦门的拿地规模均超 70 万平方米，其中九江的新增建面达到了约 114.15 万平方米，占到了总量的 11.06%，为上半年拿地最多的城市。

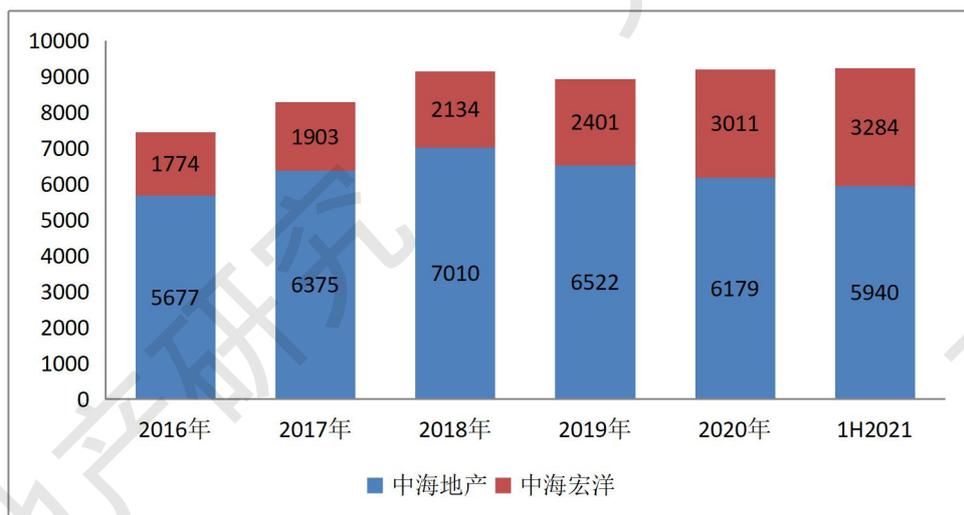
图：中海 2021 上半年新增土地建面分布情况



数据来源：企业公告，CRIC

截止 2021 上半年，中海地产（不含中海宏洋）拥有土地储备 5940 万平方米（权益 4985 万平方米），较年初微降 3.87%；中海宏洋拥有土地储备 3284 万平方米（权益 2892 万平方米），较年初增长 9.07%；合计拥有土地储备达到 9224 万平方米，较年初微增约 0.37%。

图：中海 2016-2021 上半年总土储情况（万平方米）



数据来源：企业公告，CRIC

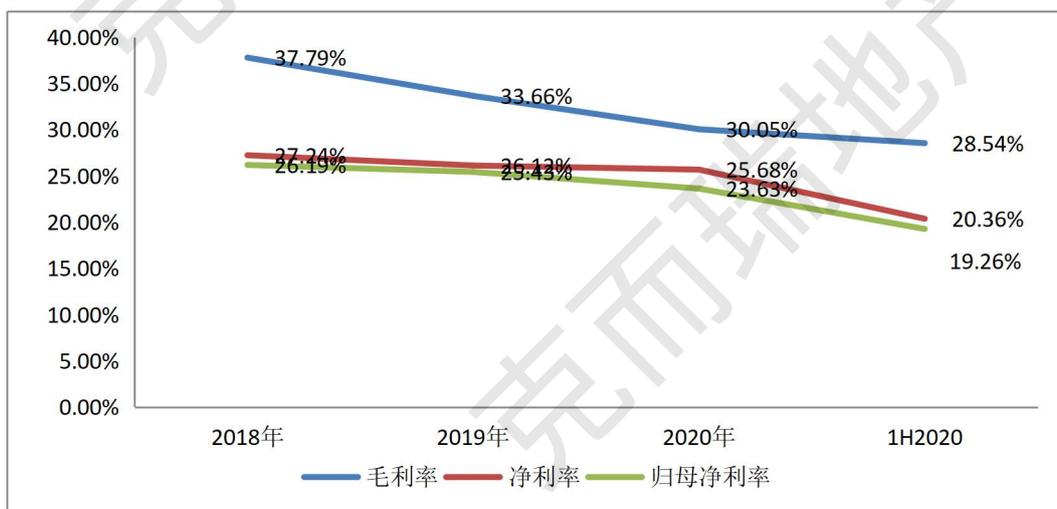
### 盈利：营收规模上涨 22%，净利率下滑 5.37 个点

3

2021 上半年中海地产营业收入为 1078.79 亿元，同比增长 22%；毛利润同比增长 13.56% 至 307.90 亿元。虽然营收与毛利润规模均有上升，但在行业毛利率普遍下跌的趋势下，中海的毛利率也同比下滑了 2.05 个百分点至 28.54%；此外净利润规模同比下滑 3.67% 至 219.67 亿元，净利率同比下滑 5.37 个百分点至 20.36%。

净利润及净利率下滑，主要是由于期内投资物业公允价值变动为正收益 20.33 亿元，相比同期的 51.98 亿元同比下滑了 61%；三费比率（除营收）却同比扩大了 0.18 个百分点。若除去公允价值变动影响，中海上半年的股东核心净利润同比增长 7%。

图：中海地产 2018-2021 上半年盈利指标情况

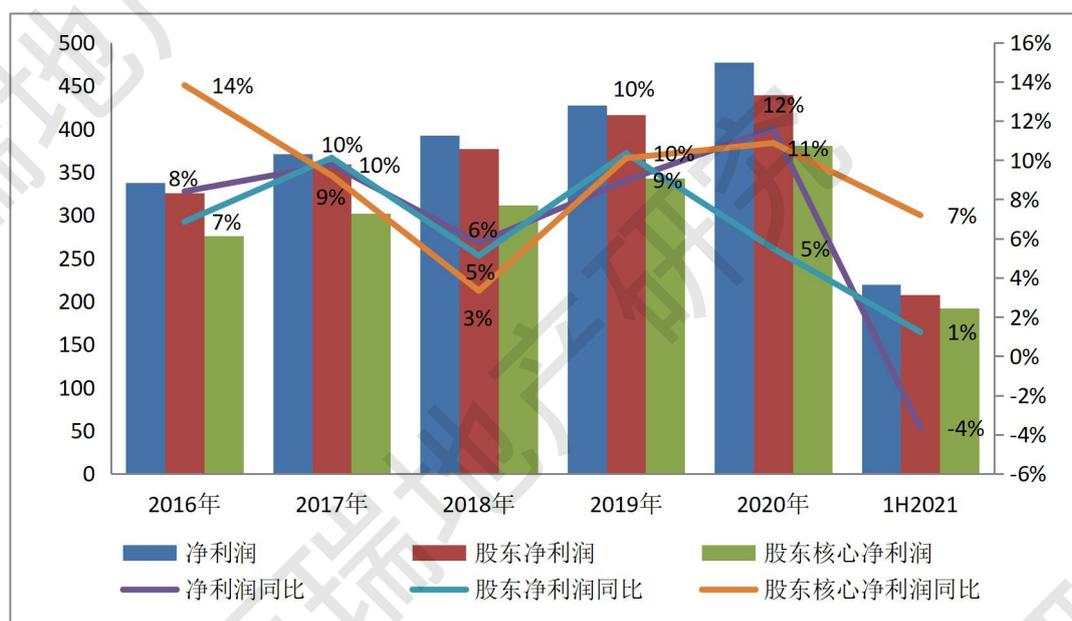


数据来源：企业公告，CRIC

值得注意的是，作为中海最为看重的净利润规模，近年增长均较为缓慢，2018年、2019年分别增长6%、9%；虽然2020年净利润规模同比增长12%，但主要由于外币汇兑收益增加，并不具有可持续性；2021上半年净利润更是出现同比下滑。若从股东核心净利润来看，历年基本维持在10%上下，2021上半年回落到了7%。

净利润增长缓慢，主要由于过去几年中海的销售规模增速较慢，从而导致营收规模上涨乏力。在此背景下，2017年中海的净利润规模已被万科、恒大赶超，未来或还将陆续被其他龙头企业所赶超。

图：中海 2016-2021 上半年净利润及股东净利润规模及增速（单位：亿元）



注：港币汇率按 0.88 计算

数据来源：企业公告，CRIC

#### 负债：平均借贷成本仅 3.6%，未触及红线归属绿档

4

历年来，中海地产的综合借贷成本始终维持在较低水平。2021上半年，中海地产共发行债券及ABS共131亿元，其中6月11日，中海成功发行30亿元公司债券，其中3年期20亿元，票面利率仅3.25%，利率创行业同期新低。此后6月23日，中海又发行了21亿ABS，为国内房企首单绿色碳中和证券产品，同样创期内同类产品发行利率新低，票面利率仅3.60%。

2021上半年中海地产的加权平均融资成本为3.6%，相比2020年的3.8%继续下降了0.2个百分点，处于行业极低水平。值得注意的是，2021年7月、8月中海地产先后共发行了4笔公司债，票面利率维持在2.75%-3.25%，均低于2021上半年的综合借贷成本，预计未来中海融资成本仍有下降空间。

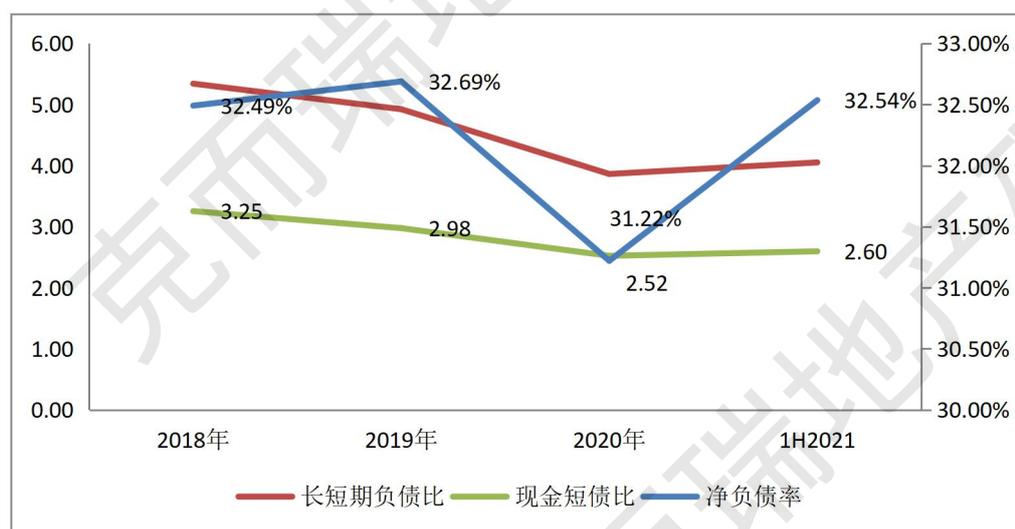
表：2021 年中海地产部分融资情况

时间	融资类别	规模(亿)	币种	期限	利率
2021/1/11	中期票据	15	人民币	3	3.35%
2021/3/23	ABS	10.01	人民币	18	3.85%
2021/6/11	公司债	20	人民币	3	3.25%
2021/6/11	公司债	10	人民币	5	3.55%
2021/6/23	ABS	21.01	人民币	18	3.60%
2021/7/9	公司债	10	人民币	4	3.10%
2021/7/9	公司债	20	人民币	4	3.25%
2021/8/9	公司债	5	人民币	4	2.75%
2021/8/9	公司债	15	人民币	7	3.25%

数据来源：企业公告，CRIC

此外中海地产的负债指标也十分优异，未触及任何红线，属于绿档企业。2021 年中海持有现金达 1174.27 亿元，较年初上升了 6.3%；现金短债比 2.6、长短期债务比 4.05。净负债率较 2020 年略有上升，为 32.54%，处于 40% 以下的行业较低水平；此外资产负债率为 60.2%，扣除预收账款后的资产负债率为 53%。稳健的财务情况以及较低的杠杆率，能够让中海在当前环境下拥有更多购地机遇，为未来加速扩张打下基础。

图：中海 2018-2021 上半年负债指标情况



数据来源：企业公告，CRIC

附表：2018-2021 上半年中海地产财务指标

	财务指标	2018 年	2019 年	2020 年	2020H	2021H	同比/百分点变动
规模指标	确认收入 (亿元)	1440.27	1636.51	1857.90	886.25	1078.79	22%
	物业销售营业额 (亿元)	1403.11	1591.86	1807.86	863.46	1050.11	22%

	股东净利润 (亿元)	377.16	416.18	439.04	205.27	207.79	1%
	股东净利润 (核心) (亿元)	311.53	343.00	380.30	179.40	192.30	7%
	总资产 (亿元)	6339.48	7238.96	8236.57	7640.01	8583.40	12%
盈利及运营指标	毛利率	37.79%	33.66%	30.05%	30.59%	28.54%	-2.05 pts
	归母净利率	26.19%	25.43%	23.63%	23.16%	19.26%	-3.9 pts
	归母净利率 (核心)	21.63%	20.96%	20.47%	20.24%	17.83%	-2.42 pts
	每股收益 (元/股)	3.44	3.80	4.01	1.87	1.90	2%
	每股收益 (核心) (元/股)	2.84	3.13	3.47	1.63	1.76	8%
	营销及管理费用率	1.77%	1.62%	1.94%	1.55%	1.71%	0.16 pts
现金及偿债能力指标	现金 (亿元)	878.85	954.48	1104.69	1113.85	1174.27	5%
	短期负债 (亿元)	270.10	320.78	438.05	334.36	452.27	35%
	长短期债务比	5.34	4.92	3.86	5.24	4.05	-23%
	现金短债比	3.25	2.98	2.52	3.33	2.60	-22%
	平均借债利息率	4.30%	4.21%	3.80%	4.01%	3.60%	-0.41 pts
	净负债与资本比率	32.49%	32.69%	31.22%	31.63%	32.54%	0.9 pts
资本效率指标	净负债与资本比率 (永续债作为负债)	32.49%	32.69%	31.22%	31.63%	32.54%	0.9 pts
	股东权益回报率	14.69%	15.75%	14.76%	7.13%	6.47%	-0.66 pts
	股东权益回报率 (核心)	12.13%	12.98%	12.79%	6.23%	5.99%	-0.24 pts
	资产杠杆率	247.05%	250.36%	250.85%	248.57%	251.53%	2.97 pts

备注: 股东净利润(核心)= 股东净利润-(资产重估增值+出售资产收益+兑汇损失+其它重大调整)\*0.75

数据来源: 企业业绩报、CRIC 研究中心整理

### 免责声明

数据、观点等引用请注明“由易居·克而瑞研究中心提供”。由于统计时间和口径的差异,可能出现与相关政府部门最终公布数据不一致的情形,则最终以政府部门权威数据为准。文章内容仅供参考,不构成投资建议。投资者据此操作,风险自担。