

年报点评 15 | 中海地产：利润之王遥遥欲坠，寻地合作促增长

克而瑞研究中心 房玲、易天宇

【销售增长 25%，2020 年计划推货 6800 亿元】2019 年中海地产（含联营合营公司）共实现合同销售金额为港币 3771.68 亿元（人民币约为 3205.9 亿元），同比增长 25%，完成了年度销售目标港币 3500 亿的 108%；销售回款同比上升 31%至人民币 2991 亿元，销售回款率达 93.3%。2020 年中海没有提出明确的销售目标，但是在之前的十三五战略规划中，中海 2020 年计划实现港币 4000 亿，据 2020 年计划推货量人民币 6800 亿元（港币约 7500 亿）来看，目标实现难度不大。未来中海应继续加强规模的扩张，以保证行业地位。

【寻地合作拓展规模，地王项目或影响利润】2019 年，中海地产于中国内地 43 个城市和香港共新增 84 幅地块，其中中海地产（不包括中海宏洋），共新增拿地建面 1145.61 万平方米，同比下降 35%；拿地总价为人民币 1485.18 亿元，同比增长 22%。2020 年 3 月，中海宣布了寻地合作计划，将积极寻求股权收购、资产转让、国企混改、城市更新、联合开发等吸纳土储，预计未来中海新增土储规模及合作比例都将有所提升。值得注意的是，2019 年中海地产新增土储楼板价达到了 9994 元/平米，同比增长 61%；年内获取多块单价地王项目，或对其未来高利润率的维持或有一定影响。**【各财务指标稳健，利润之王摇摇欲坠】**各负债指标优异稳健，为企业未来加速扩张打好基础。2019 年营业收入同比增长 14%至 1636.51 亿元，毛利润同比增长 1%至 550.80 亿元，毛利率下滑至 33.66%，比万科低 2.54 个百分点，维持行业上游水平。从毛利润规模来看，近十年万科毛利润一直领先中海，2017 年万科和恒大的净利润规模也超过了中海，到 2018 年中海只有净利润和归母净利润还是保持行业第一，但是归母净利润与恒大、碧桂园、万科的差距也不断拉近，2018 年恒大归母净利润仅差中海约 3 亿元，2019 年万科归母净利润与中海的差距也从 39.5 进一步缩小到 27.5 亿元，归母净利润的王者地位也岌岌可危。**【租金收入增长 26%，50 亿港元商业目标**

【可期】截止 2019 年中海共持有运营 45 栋写字楼、13 家购物中心，共取得投资物业租金收入人民币 37.5 亿元，同比上升 26%；2020 年 50 亿港元及 2023 年 100 亿港元的收入目标可期。此外取得酒店和其他商业物业收入人民币 4.1 亿元，同比下降 7%；合计商业物业总租金收入约人民币 41.6 亿元，同比增长 22%。通过积极布局多元业态，中海不仅能够培育新的利润增长点，同时提升企业抵御周期波动能力。

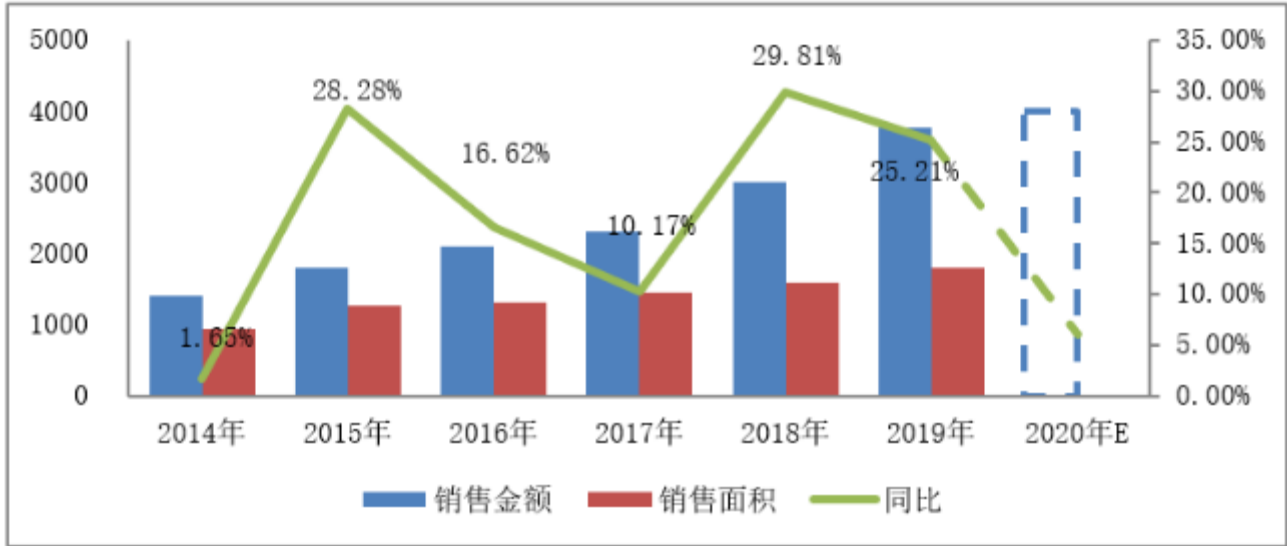
1 销售

合约销售同比增长 25%
2020 年推货港币 7500 亿

2019 年中海地产（含联营合营公司）共实现合同销售金额为港币 3771.68 亿元，同比增长 25%，完成了年度销售目标港币 3500 亿的 108%；销售面积 1794.42 万平米，同比增长 13%；销售均价 21019 港元/平米，同比增长 11%。2019 年销售回款同比上升 31%至人民币 2991 亿元，销售回款率达 93.3%。

在十三五规划下,2018 年中海销售开始提速, 18、19 年同比增长分别为 30%、25%, 2020 年计划实现港币 4000 亿。2020 年中海计划推货量人民币 6800 亿元，折合港币约 7500 亿元，由此来看目标实现难度不大。未来中海应继续加强规模的扩张，以保证行业地位。

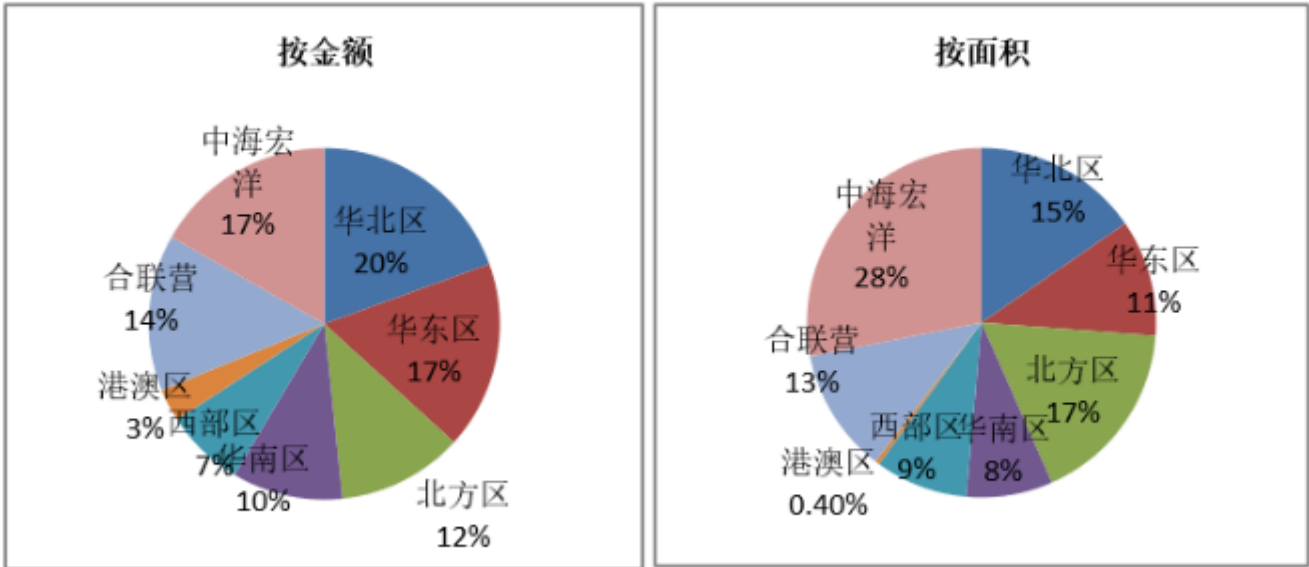
图：中海 2014–2019 年销售情况（亿港元、万平方米）



数据来源：企业公告，CRIC

此外，从销售金额的结构来看，中海地产（不包括中海宏洋）销售贡献主要来自华北区，规模达到了港币 734 亿元，占比 20%；华东区域销售贡献也同样较高，达到了港币 651 亿元，占比 17%。2019 年中海于 23 个城市进入当地市场占有率前 3 名，贡献分布相对均衡。

图：中海 2019 年销售金额及销售面积结构



数据来源：企业公告，CRIC

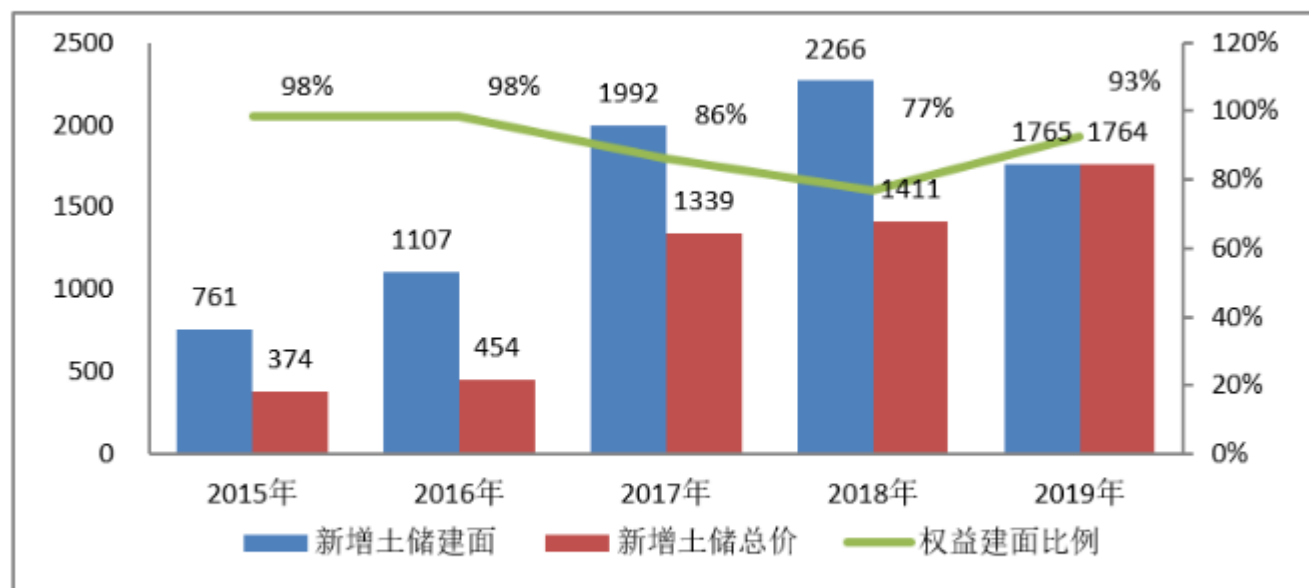


2019 年中海地产继续保持较为积极的拿地态势，于中国内地 43 个城市和香港共新增 84 个项目，新进入贵阳和石家庄两个城市；其中中海地产（不包括中海宏洋），共新增拿地建面 1145.61 万平方米，同比下降 35%；拿地总价为人民币 1485.18 亿元，同比增长 22%。此外，中海宏洋新增拿地建筑面积 619.21 万平方米，拿地总价人民币 278.6 亿元，分别同比增长 23%、42%。未来中海仍将保持积极态度态势，2020 年中海计划新增土地权益投资预算人民币 1400 亿元，相比 2019 年权益投资额人民币 1134 亿增长了 23%。

2019 年中海地产在新增拿地方面减少了合作比例，权益建筑面积占比重新回到 93% 的高位，同比增加了 16 个百分点。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。值得注意的是，2020 年 3 月中海宣布了寻地合作计划，将积极寻求股权收购、资产转让、国企混改、城市更新、联合开发等吸纳土储，城市范围包括但不限于全国一二线城市及强三线城市。预计随着该计划的持续落实，未来中海新增土储规模及合作比例都将有所提升。

截止 2019 年，中海地产（不含中海宏洋）拥有土地储备 6522 万平方米（权益 5317 万平方米），较年初微降 7%；中海宏洋拥有土地储备 2401 万平方米（权益 2194 万平方米），较年初增长 13%；合计拥有土地储备达到 8923 万平米，较年初微降 2.4%。

图：中海 2015-2019 年新增土储情况（亿元、万平方米）



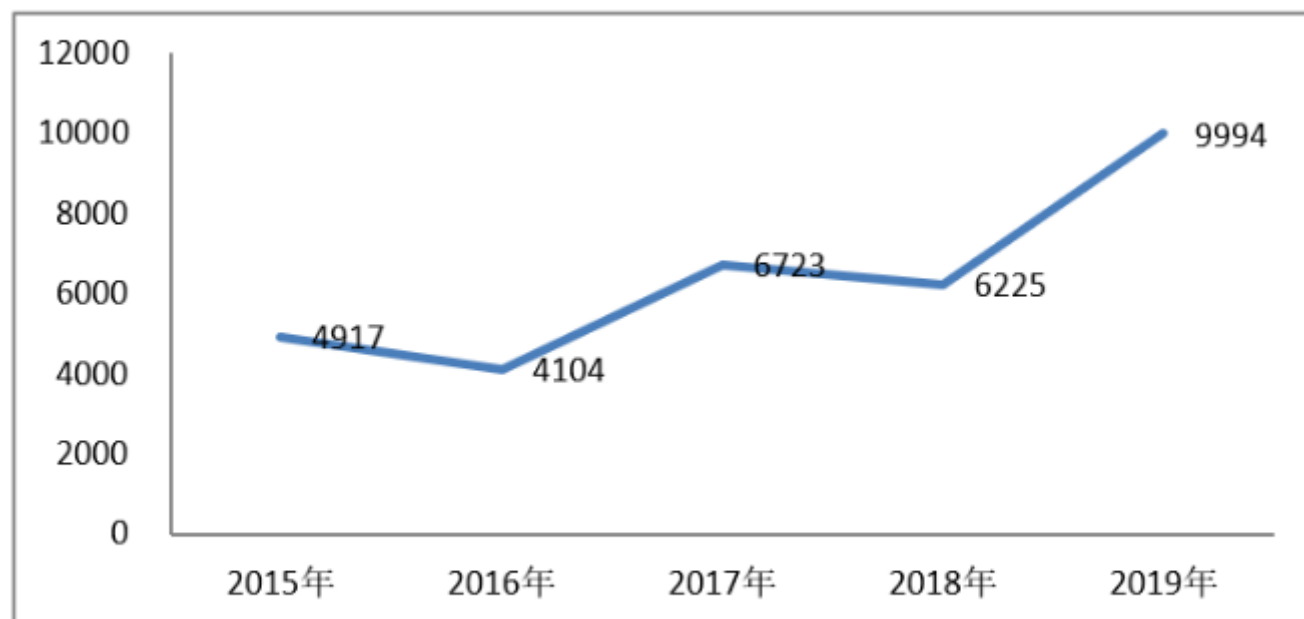
注：新增土储不包括中信收购及中建整合

数据来源：企业公告，CRIC

拿地均价增长 61%
屡拿地王或影响利润

此外值得注意的是，2019 年中海地产新增土储楼板价也在快速上升，达到了人民币 9994 元/平米，相比 2018 年大幅增长了 61%。这主要是由于 2019 年中海所拿地块更靠近核心地段，故而出现了结构性上升；但从另一方面来看，在有限的一二线城市选择范围内，要完成千亿的投资计划，中海地产难以保证所有获得土地均能物美价廉。尤其是年内获取的多块单价地王项目，如厦门集美区、苏州园区、东莞万江区等地的单价地王。以 2019 年 4 月中海获取的东莞万江石美社区地块为例，该项目拿地均价达到了 11657 元/平米，然而对比该项目周边售价 2 万元/平米左右，拿地成本占比相对较高。随着中海 2019 年拿地成本的快速攀升，或对其未来高利润率的维持或有一定影响。

图：中海地产 2015-2019 新增土储均价（单位：元/平米）



注：新增土储不包括中信收购及中建整合

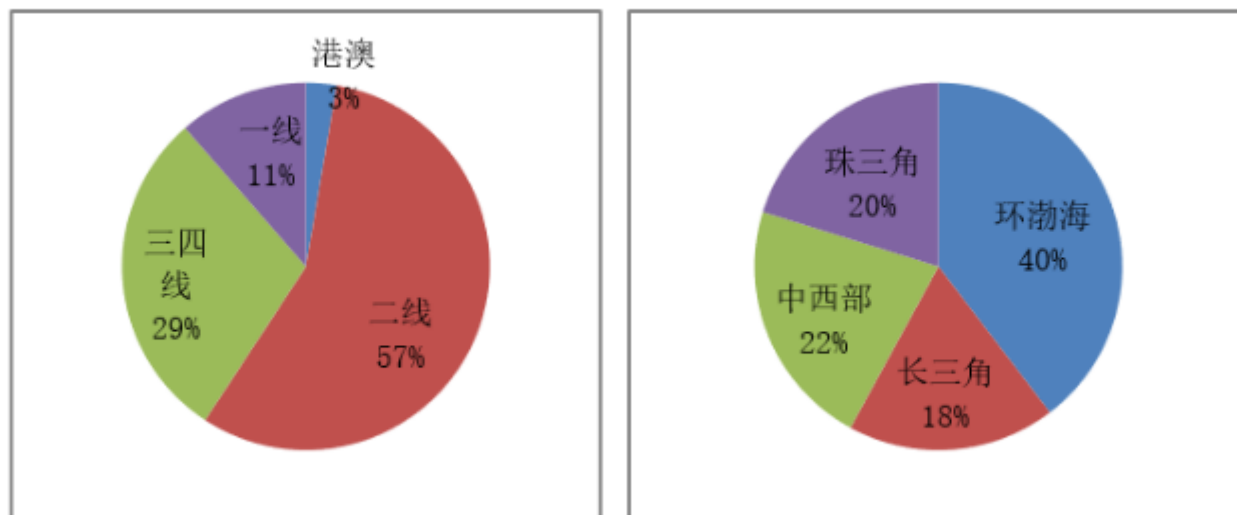
数据来源：企业公告，CRIC

北京新增土储近百平
珠三角长三角布局加大

从拿地结构来看，2019 年中海地产主要于环渤海拿地较多，北京、太原拿地规模均超 90 万平米，其中北京的新增建面达到了近 100 万平米，占到了总量的 6%，为中海 19 年拿地最多的城市。

此外中海还加大了珠三角、长三角两地的拿地力度，新增建面占比均相比 2018 年增加了 5 个百分点。这主要由于 2019 年中海宏洋加大了常州及泉州两城布局，新增建面分别为 57 及 51 万平米。此外 2019 年深圳的新增建面也达到了 43 万平米，较好的补充了该城市较少的土地储备。据悉 2018 年底中海地产于深圳（含东莞）的土储仅为 53.3 万平米，总量占比不及 0.6%。

图：中海 2019 年新增土地建面分布情况



数据来源：企业公告，CRIC

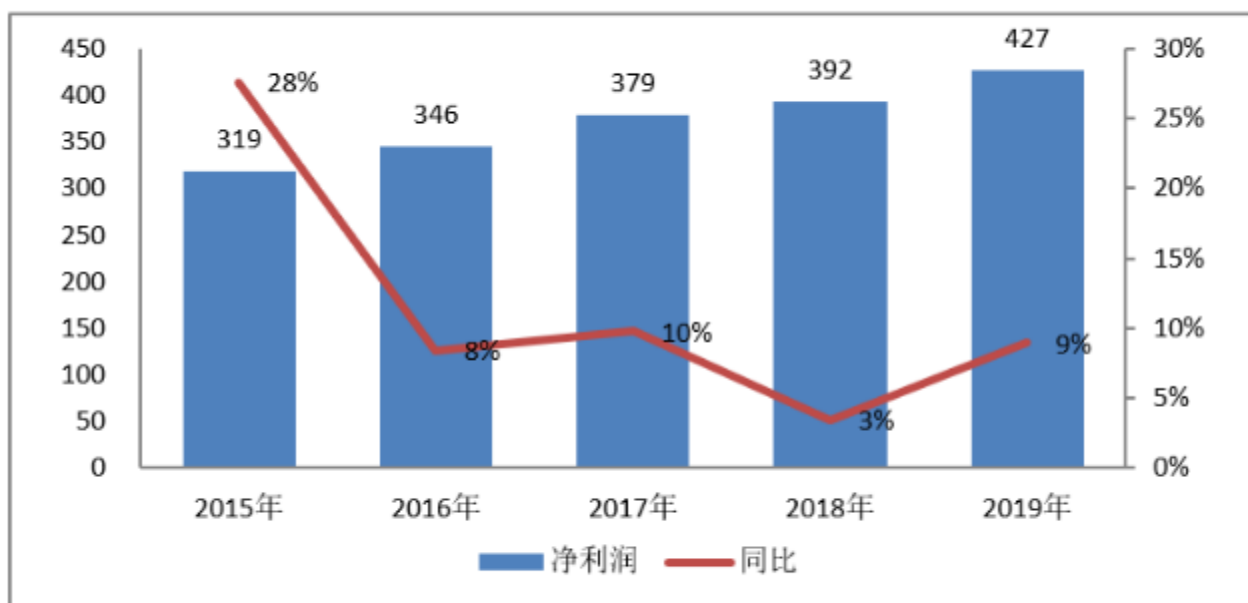
3

财务

营利规模稳定增长
利润率有所下滑

2019 年中海地产营业收入同比增长 14%至人民币 1636.51 亿元，毛利润同比增长 1%至人民币 550.80 亿元，净利润同比增长 9%至人民币 427.47 亿元。虽然营收及利润都在增长，但均增幅不大，尤其是中海较为关注的净利润规模，自 2015 年后增速均徘徊在 10% 左右。净利润增速较慢，可能是由于中海过去几年销售增速较慢，从而导致营收、利润受到影响。目前中海在拿地投资和销售方面均有提速，预计未来营收规模增长也将加快，据悉截止 2019 年中海已售未结转金额人民币 2753 亿元，同比增长 40%。

图：中海 2015-2019 净利润规模及增速（单位：亿元）

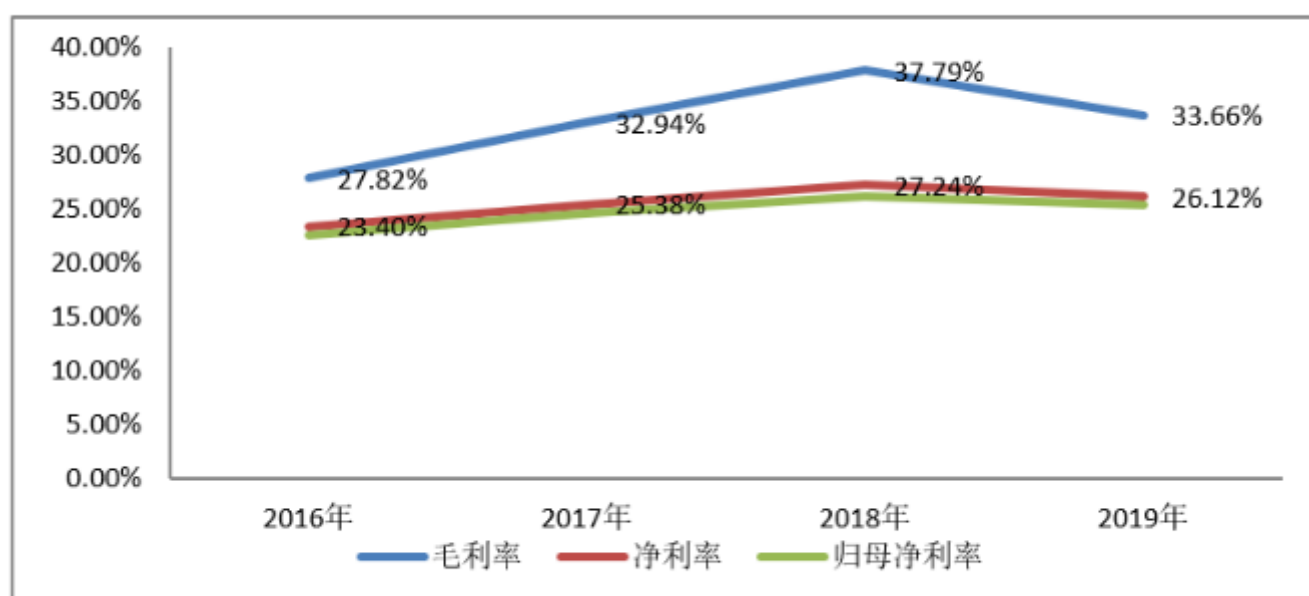


注：港币汇率按 0.9 计算

数据来源：企业公告，CRIC

在利润率方面,中海地产 2019 年的毛利率、净利率、归母净利率分别为 33.66%、26.12%、25.43%，分别同比下降 4.14、1.12 及 0.76 个百分点，虽然利润率指标均有下滑，但仍维持在行业前列。值得注意的是，中海 2019 年获取了多块地王项目，或会在一定程度上影响其未来盈利。

图：中海地产 2016-2019 盈利指标情况



数据来源：企业公告，CRIC

净利已被碧万恒赶超
归母净利的王者地位也岌岌可危

值得注意的是，号称“利润王”的中海地产近年来利润规模也不断被赶超。从毛利润规模来看，近十年万科毛利润一直领先中海，2017 年万科和恒大的净利润规模也超过了中海，到 2018 年中海只有净利率和归母净利润还是保持行业第一。而在归母净利润规模方面，2018 年中海虽然还是第一（中海 377.2 亿元，恒大 373.9，碧桂园 346.2，万科 337.7），但与其他龙头企业的差距也在不断缩小，2018 年恒大归母净利润仅差中海约 3 亿元，2019 年与万科的差距也从 39.5 缩小到 27.5 亿元。这样发展下去，中海归母净利润的王冠也摇摇欲坠。

图：中海、万科、龙湖、华润利润情况（单位：亿元）

2019 年					
企业	毛利润	毛利率	净利润	净利率	归母净利润
中海	550.80	33.66%	427.47	26.12%	416.18
万科	1333.40	36.20%	551.30	15.00%	388.72
龙湖	507.97	33.63%	265.52	17.58%	183.37
华润	560.00	37.91%	343.52	23.25%	286.72
2018 年					
企业	毛利润	毛利率	净利润	净利率	归母净利润
中海	544.35	37.79%	392.30	27.24%	377.16
万科	1115.80	37.50%	492.70	16.60%	337.73
龙湖	395.29	34.14%	208.91	18.04%	162.37
华润	525.82	43.39%	272.77	22.51%	242.38

数据来源：企业公告，CRIC

融资成本仅 4.12%
各负债指标优异稳健



历年来，中海地产的综合借贷成本始终维持在较低水平，2019 年末加权平均融资成本仅为 4.21%，相比 2018 年底的 4.30% 下降 0.08 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，贷款成本处于同期同类行业最低水平之一。2019 年 7 月，中海地产还成功发行港币 20 亿及美元 4.5 亿双币种固息高级债券，4.5 亿美元债创中资房企同年期债券最低利率，债券利率 3.45%；同时 20 亿元港币固息债券创同行业最低利率，债券利率仅 2.90%。凭借着良好的信用评级，预计未来中海的综合借贷成本仍将维持在行业低位。

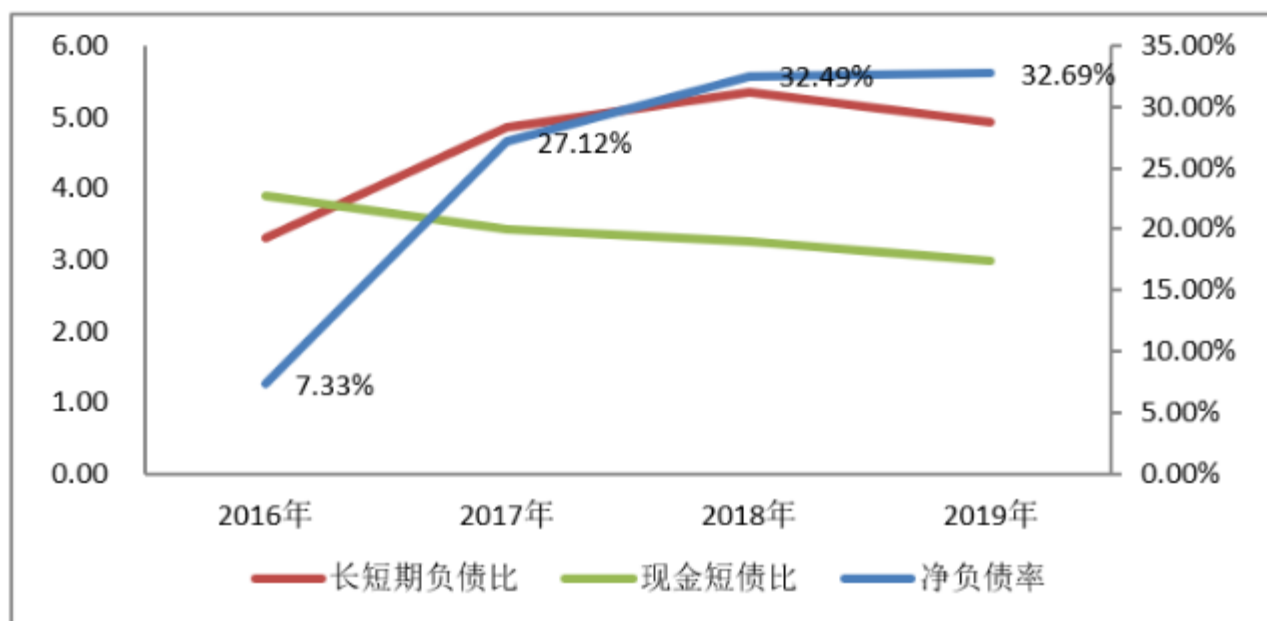
表：2019 年中海部分发债情况

时间	融资	融资总额（亿元）	币种	年限	融资利率
2019 年 1 月	公司债	20	人民币	6	3.47%
	公司债	15	人民币	7	3.75%
2019 年 1 月	俱乐部贷款	300	港元	5	/
2019 年 7 月	双币种固息高级债券	20	港元	5.5	2.90%
	双币种固息高级债券	4.5	美元	10	3.45%

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。截止 2019 年中海持有现金达 954.47 亿元，较年初上升了 9%；现金短债比 2.98、长短期债务比 4.92。净负债率与 2018 年大致持平，为 32.69%，处于 40% 以下的行业较低水平。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 2016-2019 负债指标情况



数据来源：企业公告，CRIC

4 多元化

总租金增长 22% 超人民币 40 亿
多元业务提升抗风险能力

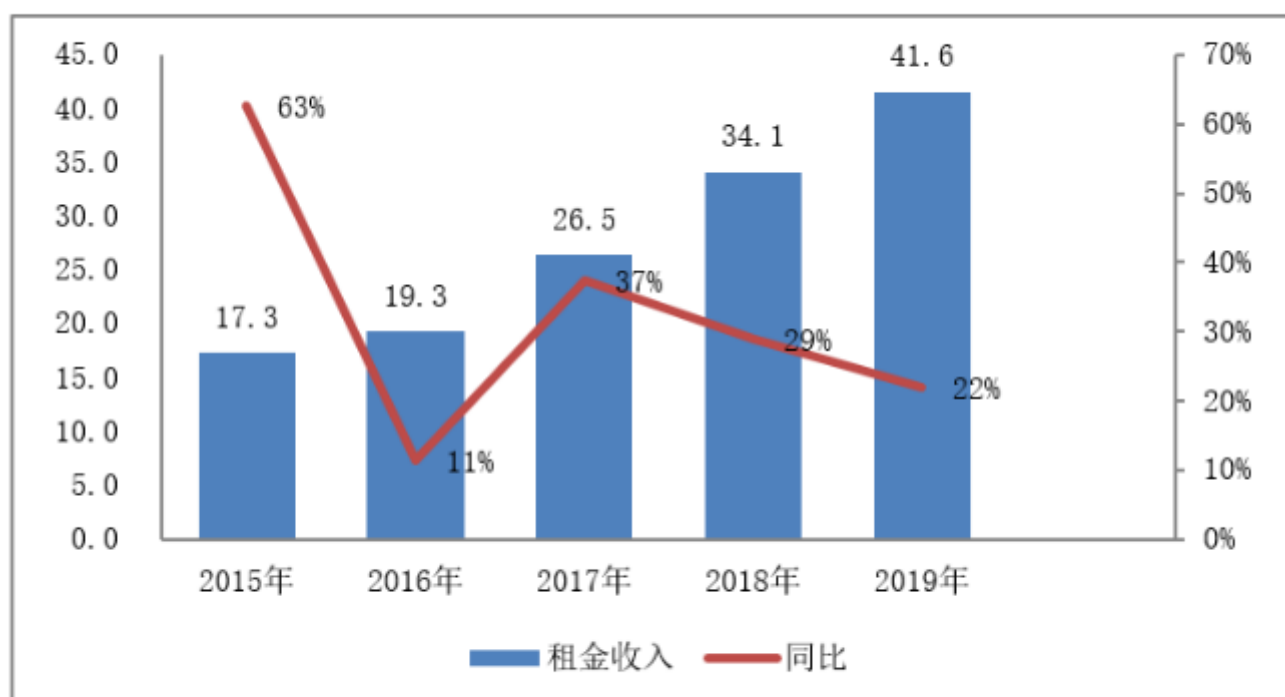
为了顺应大周期的发展趋势，中海还确立了面向今天、明天、后天的三个层次业务。其中立足今天，中海将投入约 90% 的资源用于住宅开发，实现规模与利润持续增长；此外着眼于明天的可持续发展，将配置 8% 的资源用于持有商业物业发展；作为后天的业务，中海还将配置 2% 的资源用于养老、教育、物流等创新业态。

在持有商业物业方面，截止 2019 年中海地产共持有运营 45 栋写字楼、13 家购物中心、12 家星级酒店、长租公寓 2 家、自由办公项目 12 个，共取得投资物业租金收入人民币 37.5 亿元，同比上升 26%；取得酒店和其他商业物业收入人民币 4.1 亿元，同比下降 7%；合计商业物业总租金收入约人民币 41.6 亿元，同比增长 22%。

预计随着中海商业规模的不断扩张，有望实现写字楼及集中商业 2020 年 50 亿港元及 2023 年 100 亿港元的收入目标。

在创新业务方面，2019 年中海实现创新业务营业收入人民币 3 亿元，共拥有在建及运营项目 22 个，总管理面积 40.5 万平米；其中教育项目 14 个，养老项目 6 个，物流 2 个。通过积极布局多元业态，中海不仅能够培育新的利润增长点，同时提升企业抵御周期波动能力。

图：中海 2015-2019 总租金收入情况（单位：亿元）



注：港币汇率按 0.9 计算

数据来源：企业公告，CRIC

附表 1：中海地产[00688]近期券商估值

券商名称	日期	目标价(元/股)
花旗 Citi	2020 年 3 月	34.25
野村证券	2020 年 2 月	38.40
Macquarie Research	2019 年 11 月	36.73
Credit Suisse	2019 年 11 月	41.70
DBS Vickers	2019 年 11 月	35.00

数据来源：CRIC 整理

附表 2：2016 年-2019 年企业财务指标（亿元、万平方米）

分类	指标体系	2016 年 (港币)	2017 年 (港币)	2018 年 (人民币)	2019 年 (人民币)	同比/百分点 变动
规模 指标	合同销售金额	2106.48	2320.69	2439.80	3205.90	25%
	营业收入	1640.69	1660.45	1440.27	1636.51	14%
	物业销售收入	1598.91	1621.40	1403.11	1591.86	13%
	总土地储备建面	7451.00	8278.00	9144.00	8923.00	-2%
	新增土地投资建面	1106.90	1992.22	2266.37	1764.82	-22%
营利 性 指标	毛利润	456.43	547.00	544.35	550.80	1%
	净利润	383.91	421.42	392.30	427.47	9%
	核心净利润	313.70	342.60	311.53	343.00	10%
	归母净利润	370.21	407.67	377.16	416.18	10%
	毛利率	27.82%	32.94%	37.79%	33.66%	-4.14 pts
	净利率	23.40%	25.38%	27.24%	26.12%	-1.12 pts
	核心净利率	19.12%	20.63%	21.63%	20.96%	-0.67 pts
	归母净利率	22.56%	24.55%	26.19%	25.43%	-0.76 pts
	每股基本收益（元）	3.64	3.72	3.44	3.80	10%
抗风 险 指标	现金	1571.62	1040.51	878.85	954.48	9%
	现金短债比	3.90	3.42	3.25	2.98	-9%
	长短期债务比	3.31	4.86	5.34	4.92	-8%
	净负债率	7.33%	27.12%	32.49%	32.69%	0.2 pts
	平均借贷利率	4.76%	4.27%	4.30%	4.21%	-0.09 pts
运营 及 资本 效率	资产收益率(ROA)	6.66%	6.93%	6.13%	6.30%	0.16 pts
	净资产收益率(ROE)	17.33%	16.82%	14.80%	15.67%	0.87 pts
	股东权益回报率	17.15%	16.71%	14.69%	15.75%	1.06 pts
	销管费用率	3.11%	2.50%	1.56%	1.43%	-0.13 pts
	资产杠杆率	251.20%	235.94%	247.05%	250.36%	3.31 pts

注：核心净利率为企业财报公告的扣除非经常性损益后归属于上市公司股东的净利润；

股东权益回报率=归母净利润/按报告期平均的归属于母公司股东权益；

销管费用率=销售及管理费用/报告期内操盘销售金额；资产杠杆率=总资产/所有者权益合计；

数据来源：企业公告、CRIC 研究中心整理