

年报点评 20 | 中海地产：财务稳健下，保持销售投拓加码

【销售增长 13%至 3607 亿元，未来五年保持两位数增长】2020 年中海地产（含联营合营公司）共实现合同销售金额为 3607.23 亿元，同比增长 12.5%；销售面积 1917.31 万平方米，同比增长 6.8%。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，中海副主席罗亮表示，未来 5 年销售规模会达到每年两位数的增长。

【2021 年投资预算达 1650 亿，超大型项目需关注运营】2020 年中海地产（不包括中海宏洋）共新增拿地 1348.67 万平方米，同比上升 18%；权益拿地总价达 1318.4 亿元，对应新增货值约 2741.7 亿元；2021 年新增土储权益投资预算为 1650 亿，同比增长 25%，预计将更好支撑未来销售增长。此外，中海地产继续维持较高的权益比例，权益建筑面积占比达到了 95%，较低的合作比例或会带来规模发展较慢等问题。期内，中海地产通过蓝海战略，获取多个超大型项目，未来应同时需注意超大型项目相应的运营风险及开发周期长等问题。

【营业收入同比增长 14%，盈利水平略下滑但仍处前列】2020 年中海地产营业收入为 1857.90 亿元，同比增长 14%。虽然营收规模增长较快，毛利润仅同比微增 1.34%至 558.21 亿元，毛利率也同比下滑 3.6 个百分点至 30.05%。此外由于期内其他收入同比增长 141%至 63.63 亿元，净利润同比增长 12%，达 477.09 亿元；净利率为 25.68%，较 2020 年微降 0.44 个百分点。历年看，净利润增长缓慢，主要由于过去几年销售规模增速较慢所致，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。

【平均借贷成本仅 3.8%，未触及红线归属绿档】2020 年中海地产的加权平均融资成本仅为 3.80%，同比继续下降 0.41 个百分点，处于行业极低水平。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。2020 年中海持有现金达 1104.69 亿元，较年初上升了 16%；现金短债比 2.52、长短期债务比 3.86。净负债率较 2019 年略有下降，为 31.22%，处于 40%以下的行业较低水平；此外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。



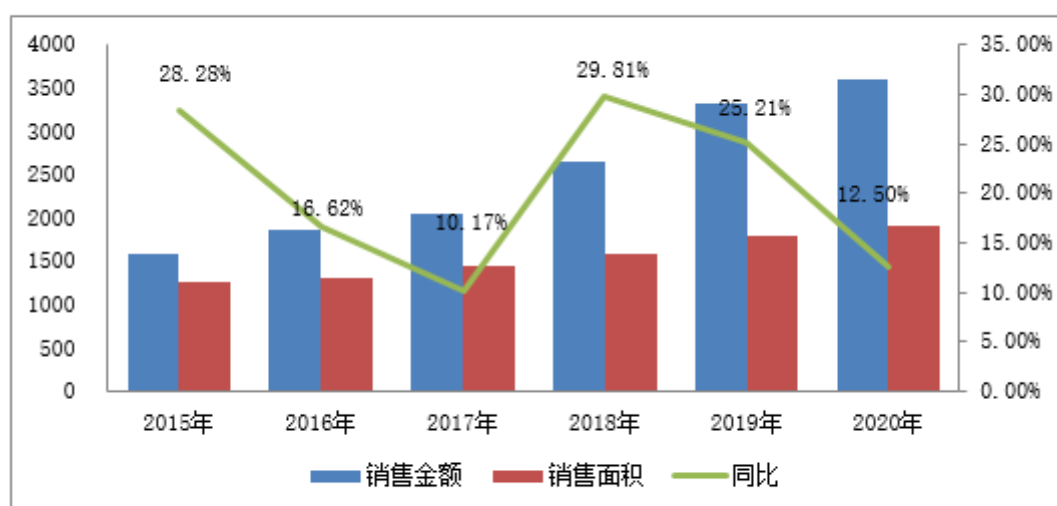
销售增长 13%至 3607 亿元

未来五年保持两位数增长

2020 年中海地产（含联营合营公司）共实现合同销售金额为 3607.23 亿元，同比增长 12.5%；销售面积 1917.31 万平方米，同比增长 6.8%；销售均价 18814 元/平米，同比增长 5.29%。

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%，但在克而瑞全口径排名中从第 7 升至第 6 位。在下一个十四五规划中，中海副主席罗亮表示，未来 5 年销售规模会达到每年两位数的增长。

图：中海 2015-2020 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

02 投资



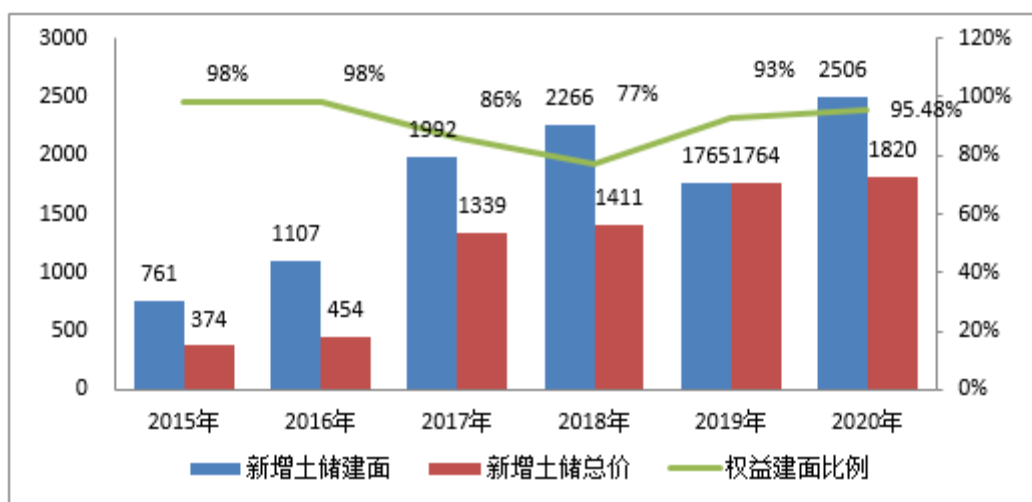
2021 年投资预算达 1650 亿

超大型项目需关注运营

2020 年中海地产继续保持较为积极的拿地态势，其中中海地产（不包括中海宏洋）于内地 30 个城市及香港新增 64 幅土地，**共新增拿地建面 1348.67 万平方米，同比上升 18%**；拿地总价为 1357.93 亿元，同比下降 9%，**权益拿地总价达 1318.4 亿元，对应新增货值约 2741.7 亿元**；**2021 年新增土储权益投资预算为 1650 亿，同比增长 25%**，将更好支撑未来销售增长。此外，中海宏洋新增拿地建筑面积 1156.92 万平方米，拿地总价 462.33 亿元，分别同比增长 87%、66%。

2020 年中海地产在新增拿地方面继续维持较高的权益比例，权益建筑面积占比达到了 95%，较 2019 年全年增加了 2.8 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。**

图：中海 2015-2020 年新增土储情况（亿元、万平方米）



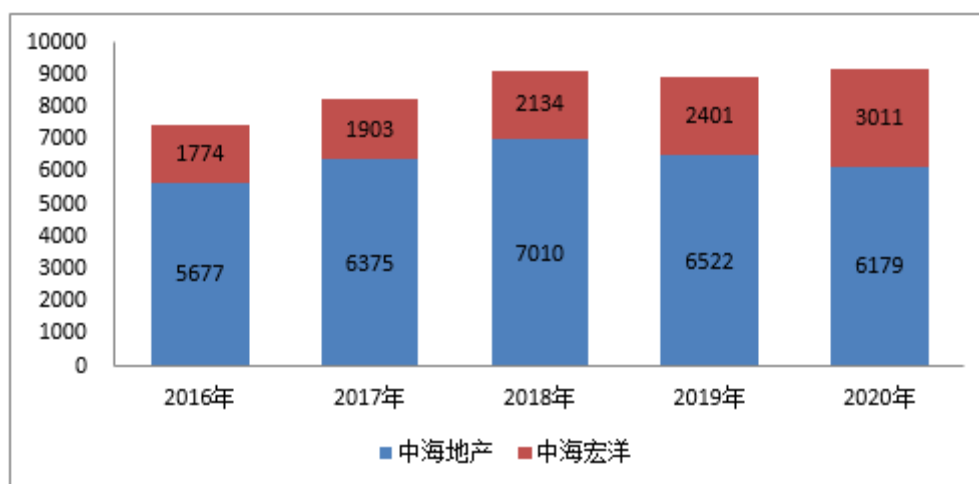
注：新增土储不包括中信收购及中建整合

数据来源：企业公告，CRIC

此外 2020 年，中海地产还推进了蓝海战略，持续拓展城市更新、旧城改造、地铁上盖等大型综合体项目。新获取的超大型项目，如上海红旗村项目、武汉汉阳建桥项目、太原综改区项目、上海建国东路项目等，每个项目的货值均达数百亿元。2020 年，中海地产通过蓝海战略，**新增权益拿地金额达 327.3 亿元，占全年权益拿地金额（不包括中海宏洋）的 24.8%**。虽然超大项目能在一定程度上支撑起销售体量，实现规模快速增长，但同时需注意相应的运营风险及开发周期长等问题。

截止 2020 年底，中海地产（不含中海宏洋）拥有土地储备 6179 万平方米（权益 5236 万平方米），较年初微降 5.26%；中海宏洋拥有土地储备 3011 万平方米（权益 2662 万平方米），较年初增长 25.41%；合计拥有土地储备达到 9190 万平米，较年初微增约 3%。

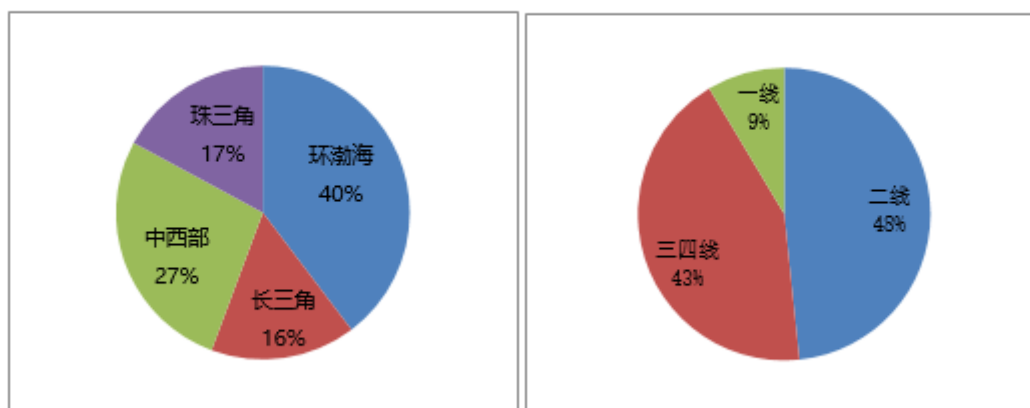
图：中海 2016–2020 年总土储情况（万平方米）



数据来源：企业公告，CRIC

从拿地结构来看，2020 年中海地产主要于环渤海及中西部拿地较多，占比分别为 40% 及 27%。从城市能级来看，中海地产于一二线新增拿地占比为 57%，三四线的占比为 43%。具体城市中，太原、株洲、武汉、北京的拿地规模均超 100 万平米，其中太原的新增建面达到了约 241 万平米，占到了总量的 9.62%，为全年拿地最多的城市。

图：中海 2020 年新增土地建面分布情况



数据来源：企业公告，CRIC

03 盈 利

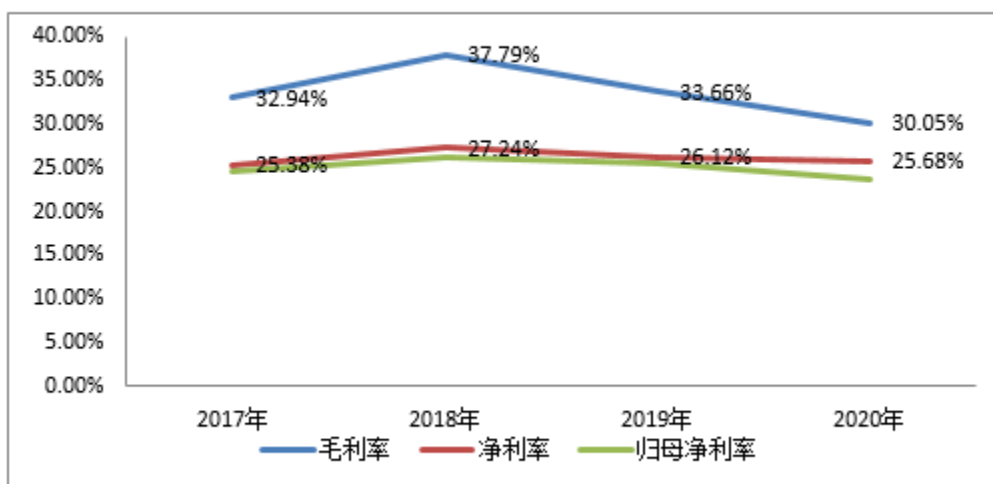


营业收入同比增长 14%

盈利水平略下滑但仍处前列

2020 年中海地产营业收入为 1857.90 亿元, 同比增长 14%。虽然营收规模增长较快, 毛利润仅同比微增 1.34% 至 558.21 亿元, 毛利率也同比下滑 3.6 个百分点至 30.05%。此外由于期内其他收入同比增长 141%至 63.63 亿元 (主要为外币汇兑收益扭亏为盈, 达 31.12 亿元), 净利润同比增长 12%, 达 477.09 亿元; 净利率为 25.68%, 较 2020 年微降 0.44 个百分点, 但仍属行业较高水平。

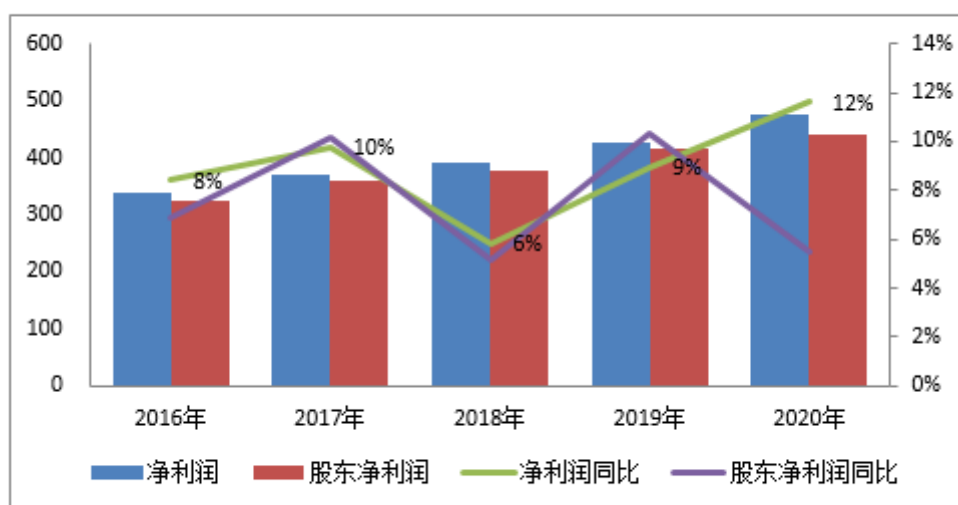
图：中海地产 2017-2020 年盈利指标情况



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，历年增长较为缓慢，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。**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 2016-2020 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

04 负 债



平均借贷成本仅 3.8%

未触及红线归属绿档

历年来，中海地产的综合借贷成本始终维持在较低水平。2020 年 3 月，中海地产发行了 10 亿美元担保债券，利率区间仅为 2.375%-3.125%。2020 年 4 月，中海又发行了 37 亿的商业广场 CMBS，票面利率仅 2.5%，为国内首单、发行规模最大、发行利率最低的绿色 CMBS 项目。

2020 年中海地产的加权平均融资成本仅为 3.80%，相比 2019 年的 4.21%继续下降了 0.41 个百分点，处于行业极低水平。值得注意的是，2021 年 1 月中海地产再次发行了 15 亿的中期票据，票面利率仅 3.35%，低于 2020 年的综合借贷成本，预计未来中海融资成本仍有下降空间。

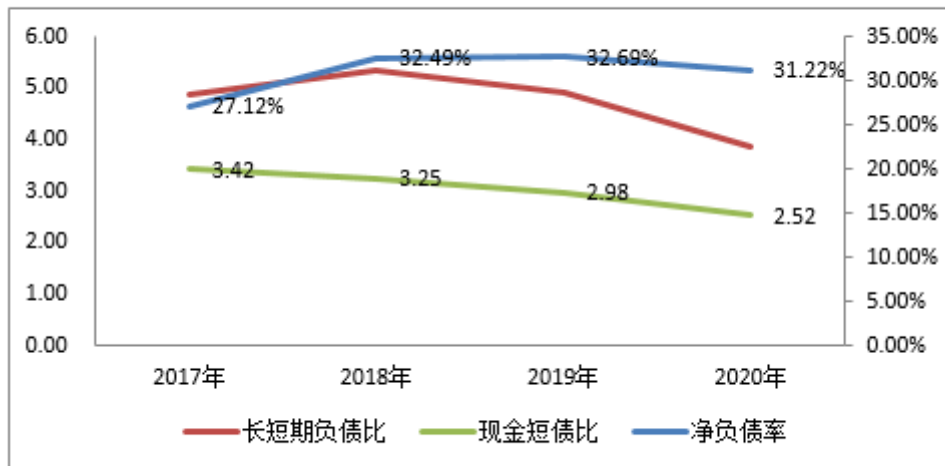
表：2020 年中海地产部分融资情况

时间	融资类别	规模(亿)	币种	期限	利率
2020/3/3	境外债券	3	美元	5	2.38%
2020/3/3	境外债券	5	美元	10	2.75%
2020/3/3	境外债券	2	美元	15	3.13%
2020/4/28	ABS	37.01	人民币	18	2.50%
2020/8/14	公司债	20	人民币	6	3.20%
2020/8/17	ABS	30.01	人民币	18	3.90%
2020/11/9	公司债	24	人民币	3	3.40%
2020/12/4	俱乐部贷款	190	港币	/	/
2020/12/10	中期票据	15	人民币	3	3.60%

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。2020 年中海持有现金达 1104.69 亿元，较年初上升了 16%；现金短债比 2.52、长短期债务比 3.86。净负债率较 2019 年略有下降，为 31.22%，处于 40%以下的行业较低水平；此外资产负债率为 60.1%，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 2017-2020 年负债指标情况



数据来源：企业公告，CRIC

附表：2017-2020 年中海地产财务指标

	财务指标	2017 年 (港币)	2018 年	2019 年	2020 年	同比/百分点 变动
规模 指标	确认收入 (亿元)	1660.45	1440.27	1636.51	1857.90	14%
	物业销售营业额 (亿元)	1621.40	1403.11	1591.86	1807.86	14%
	股东净利润 (亿元)	407.67	377.16	416.18	439.04	5%
	股东净利润 (核心) (亿元)	342.60	311.53	343.00	380.30	11%
	总资产 (亿元)	6454.05	6339.48	7238.96	8236.57	14%
盈利 及运 营 指标	毛利率	32.94%	37.79%	33.66%	30.05%	-3.61 pts
	归母净利率	24.55%	26.19%	25.43%	23.63%	-1.8 pts
	归母净利率 (核心)	20.63%	21.63%	20.96%	20.47%	-0.49 pts
	每股收益 (元/股)	3.72	3.44	3.80	4.01	6%
	每股收益 (核心) (元/股)	3.13	2.84	3.13	3.47	11%
	营销及管理费用率	2.50%	1.77%	1.62%	1.94%	0.32 pts
现金 及偿 债能 力指 标	现金 (亿元)	1040.51	878.85	954.48	1104.69	16%
	短期负债 (亿元)	304.24	270.10	320.78	438.05	37%
	长短期债务比	4.86	5.34	4.92	3.86	-22%
	现金短债比	3.42	3.25	2.98	2.52	-15%
	平均借债利息率	4.27%	4.30%	4.21%	3.80%	-0.41 pts
	净负债与资本比率	27.12%	32.49%	32.69%	31.22%	-1.47 pts
	净负债与资本比率 (永续 债作为负债)	27.12%	32.49%	32.69%	31.22%	-1.47 pts
资本 效率 指标	股东权益回报率	16.71%	14.69%	15.75%	14.76%	-0.99 pts
	股东权益回报率 (核心)	14.04%	12.13%	12.98%	12.79%	-0.19 pts
	资产杠杆率	235.94%	247.05%	250.36%	250.85%	0.49 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