

克而瑞地产研究中报点评系列（20）

中海地产：低负债基础上加速销售扩张

文 / 研究员 房玲、易天宇

【销售规模开始提速，全年目标仍显保守】2019 上半年实现合同销售金额为港币 1942.02 亿元，同比增长 29%，增速达到近 5 年来的最高。2019 年前 7 月，已累计实现合同销售金额 2273.42 亿港元，目标完成率达 65%。按目前增速来看，可轻松实现年度目标 3500 亿港元，下半年未有调高目标，仍显过于保守。

【拿地均价快速攀升，下半年仍将积极投资】2019 上半年于中国内地 18 个城市和香港共新增 24 幅地块，拿地总价为 643.35 亿元，同比增长 38%；拿地均价快速上升，相比 2018 年大幅增长了 101%至 13864 元/平米，或让企业未来盈利承压。上半年投资预算已完成 43%，预计下半年将继续积极拿地。

【盈利水平维持行业前列，规模增速有待提升】上半年营业收入同比增长 5%至 933.75 亿港元，毛利润同比增长 3%至 325.83 亿港元，净利润同比增长 5%至 254.56 亿港元，规模增长较慢有待提速。毛利率、净利率、归母净利率分别为 34.89%、27.26%、26.71%，维持在行业前列。

【负债指标十分优异，未来仍需加大杠杆】上半年，现金充足现金，现金短债比上升至 3.74；长短期债务比上升至 6.28。净负债率虽然相比 2018 年底略有上升 7 个百分点至 33.81%，但依旧维持在行业较低水平，未来可进一步加强杠杆。

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。



正文：

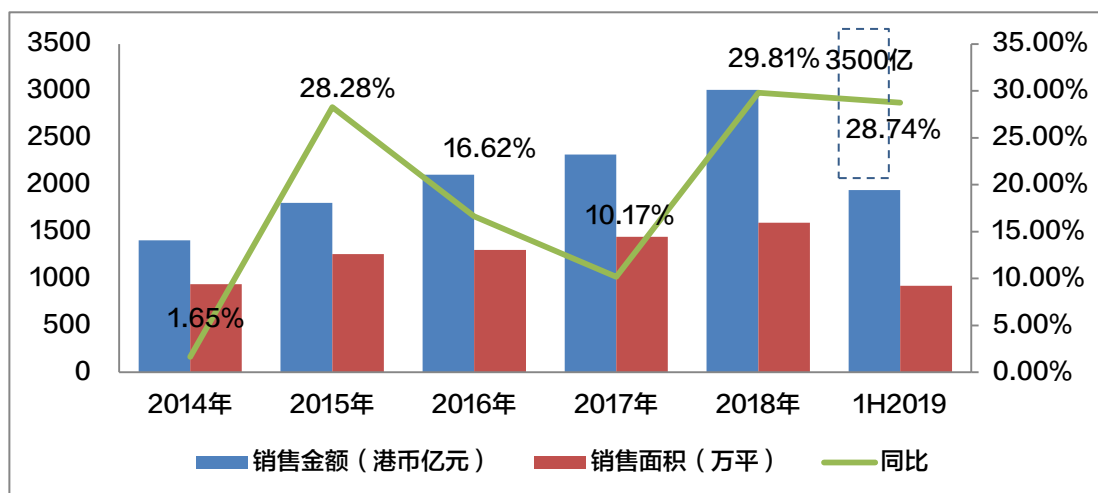
销售：规模开始提速，上半年目标完成率达 55%

1

2019 上半年中海地产（含联营合营公司）共实现合同销售金额为 1942.02 亿港元，同比增长 29%，完成了年度销售目标的约 55%，均大大超过 TOP10 企业的平均值。从历年增速来看，2018 年中海销售规模开始提速，同比增长约 29.8%，增速为五年最高；但从 5 年的复合增长率来看，仅为 16.8%，大幅落后于十强房企平均 35% 的复合增长率。未来中海还应继续加强规模的扩张，保证行业地位。

2019 年中海的销售目标为港币 3500 亿元，仅相比 2018 年增长了 16%。截止 2019 年 7 月，中海已累计实现合同销售金额 2273.42 亿港元，目标完成率已达 65%，若按照目前的销售增速来看，3500 亿目标可轻松完成。此前中海还曾提过 2020 年销售达 4000 亿港元，从最近两年的销售增速来看，企业可以适当提高目标。

图：中海地产 2014-1H2019 销售金额及面积情况



数据来源：企业业绩公告、CRIC

投资：下半年继续积极拿地，均价过高或致盈利承压

2

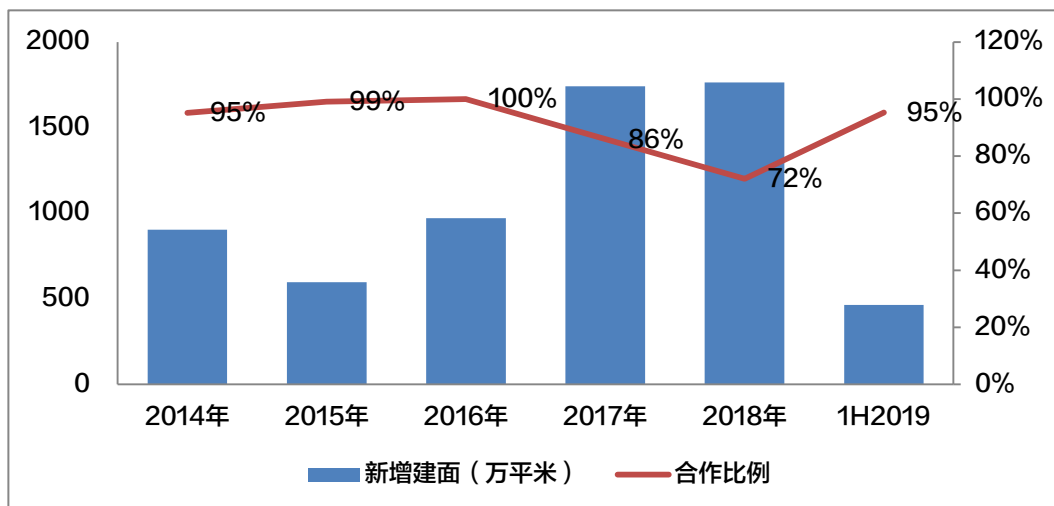
2019 上半年中海地产继续保持较为积极的拿地态势，上半年中海地产（不包括中海宏洋）于中国内地 18 个城市和香港共新增 24 幅地块，共新增拿地建面 464.03 万平方米，同比下降 41%；拿地总价为 643.35 亿元，同比增长 38%。此外，中海宏洋新增拿地建筑面积 356.30 万平方米，拿地总价 156.42 亿元，分别同比增长 77%、78%。

2019 年中海计划新增投资安排 1300 亿港元，若按上半年权益新增拿地价 574.1 亿港元计算，已完成 43% 左右，预计下半年中海将继续保持积极的拿地态势。



值得注意的是，2019 上半年中海地产（不包括中海宏洋）在新增拿地方面减少了合作比例，除两个总价较高的香港地块及郑州项目外，其他全为独立开发，上半年权益建筑面积占比重新回到 95%。**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，但在房企间合纵连横越来越多的当下，较低的合作比例或会带来规模发展较慢等问题。**

图：中海地产 2014-1H2019 新增土储建面及合作情况



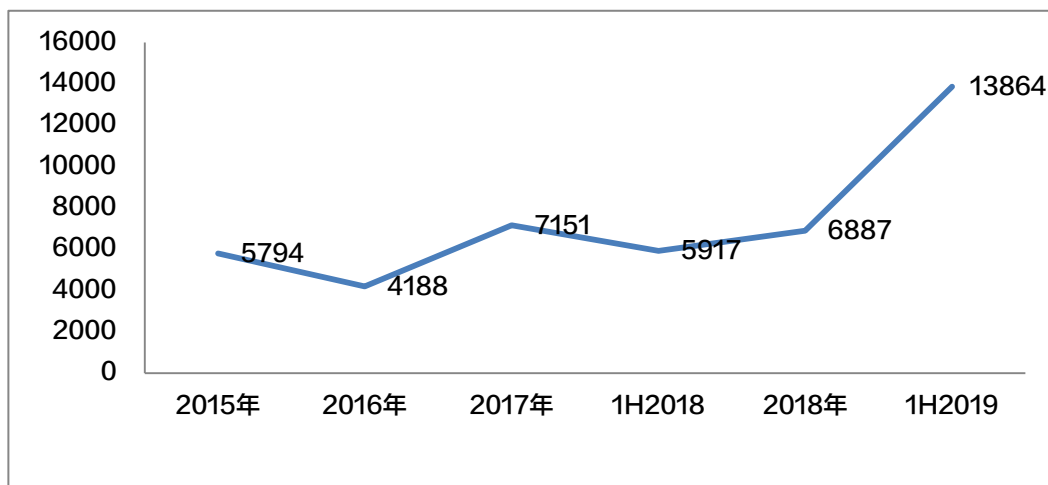
数据来源：企业业绩公告、CRIC

注：新增土储不包括中信收购及中建整合

此外值得注意的是，2019 年上半年中海地产（不包括中海宏洋）新增土储楼板价也在快速上升，达到了 13864 元/平米，相比 2018 年大幅增长了 101%。这主要是由于中海在投资布局上聚焦核心一二线城市的核心地段，获取了较多高价项目。如上半年香港获取的两个地块楼板价均达到了 10 万元/平米以上。**若剔除香港地块影响，上半年拿地均价也达到了 10091 元/平米，比去年增长了 47%。**事实上，历年来中海都保持较高利润率水平，一方面也是因为其较低的招拍挂拿地成本及大量的收并购。**然而随着中海上半年在招拍挂市场上拿地成本的快速攀升，或让其未来的盈利承压。**



图：中海地产 2015-1H2019 新增土储均价



数据来源：企业业绩公告、CRIC

注：新增土储不包括中信收购及中建整合

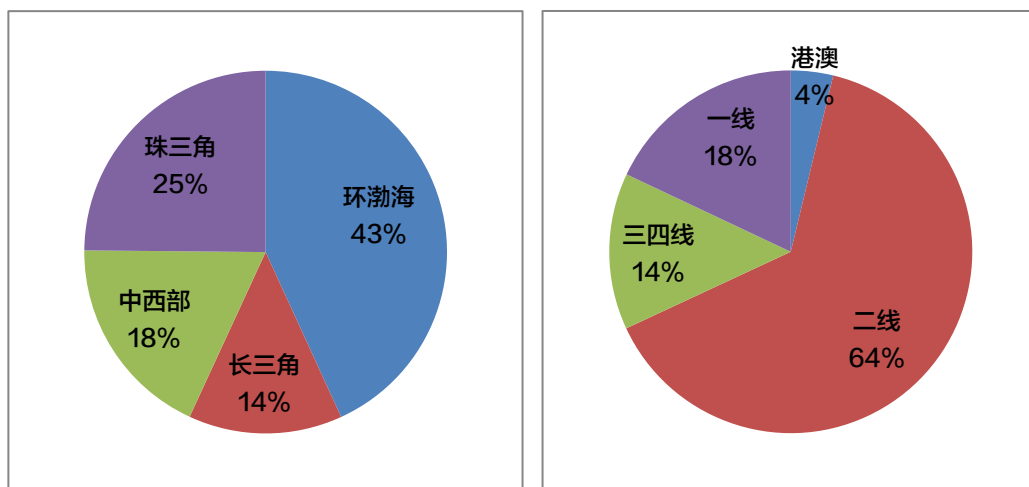
从拿地结构来看，2019 上半年中海地产（不包括中海宏洋）主要于环渤海的二线城市拿地较多，其中沈阳、烟台、大连、北京的拿地规模均达到了 25 万以上，沈阳的新增建面更是达到了 63 万平米，占到了总量的 14%，于各城市中遥遥领先。

此外 2019 年上半年中海还加大了珠三角的拿地力度，珠三角新增建面占比 25%，相比 2018 年全年提升了 11 个百分点，其中深圳、佛山、广州等地均有拿地，拿地规模均超 20 万平米，深圳的新增建面更是达到了 24 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 1%。此外类似深圳的情况还包括有烟台、宁波等地。

2019 年上半年末，中海地产（不含中海宏洋）拥有土地储备 6789 万平方米（权益 5540 万平方米），较年初微降 3%；中海宏洋拥有土地储备 2386 万平方米（权益 2202 万平方米），较年初增长 12%；合计拥有土地储备达到 9175 万平米，较年初微增 0.3%。



图：中海地产 2019 年上半年新增土地建面分布情况



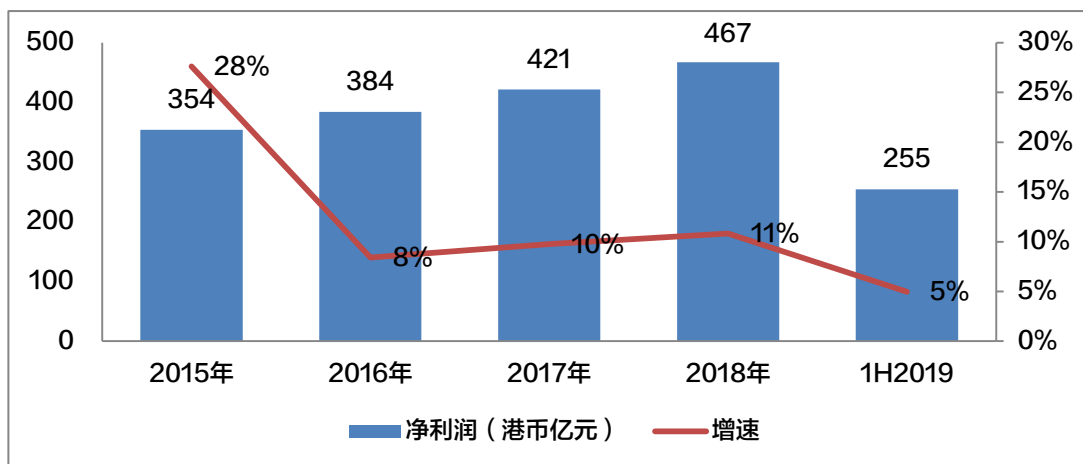
数据来源：企业业绩公告、CRIC

盈利：利润率维持行业前列，营利增长相对较慢

3

2019 年上半年中海地产营业收入同比增长 5%至 933.75 亿港元,毛利润同比增长 3%至 325.83 亿港元,净利润同比增长 5%至 254.56 亿港元。**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。**2019 年上半年若按照 0.9 的港币汇率计算,净利润折合人民币仅 229.10 亿元，相比目前已公布中期业绩的碧桂园（净利润 230.6 亿元，同比增长 41.3%），不仅是在规模上还是在增速上均被赶超。**净利润增速较慢，一方面可能是因为港币计价拉低所致，另一方面也是由于过去几年销售增速较慢，从而导致营收、利润受到影响。**

图：中海地产 2015-1H2019 净利润规模及增速



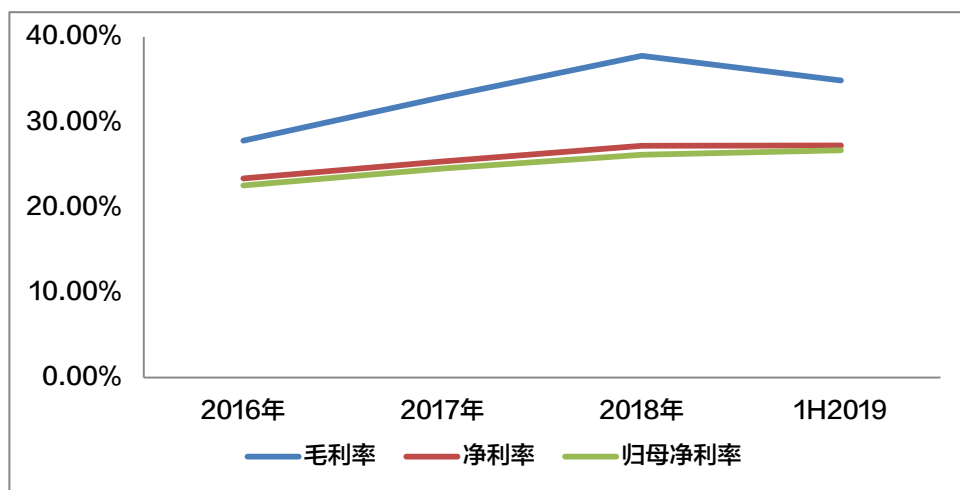


数据来源：企业业绩公告、CRIC

在利润率方面,中海地产上半年的毛利率、净利率、归母净利率分别为 34.89%、27.26%、26.71%, 分别同比略微下降 0.88、0.11 及上升 0.5 个百分点, 继续维持在行业前列。**历年来中海的毛利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 2019 年上半年中海的三费费用较往年继续下降, 三费费用率 (除以合约销售) 仅为 1.73%, 维持行业较低水平, 同比下降了 0.57 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行业较高水平。

图：中海地产 2016-1H2019 盈利指标情况



数据来源：企业业绩公告、CRIC

偿债：现金充足财务优异，未来可适时加强杠杆

4

历年来,中海地产的综合借贷成本始终维持在较低水平, **2019 年上半年末加权平均融资成本仅为 4.28%, 相比 2018 年底的 4.30%略微下降 0.02 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中最低水平之一。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, **不仅让中海成为中资房企中首家发行双币种 (港币与美元) 固息高级债券的企业, 同时 5.5 年期 20 亿元港币固息债**



券更成为中资企业境外公开市场发行的最长年期港币债券，且创同行业最低利率。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降低。

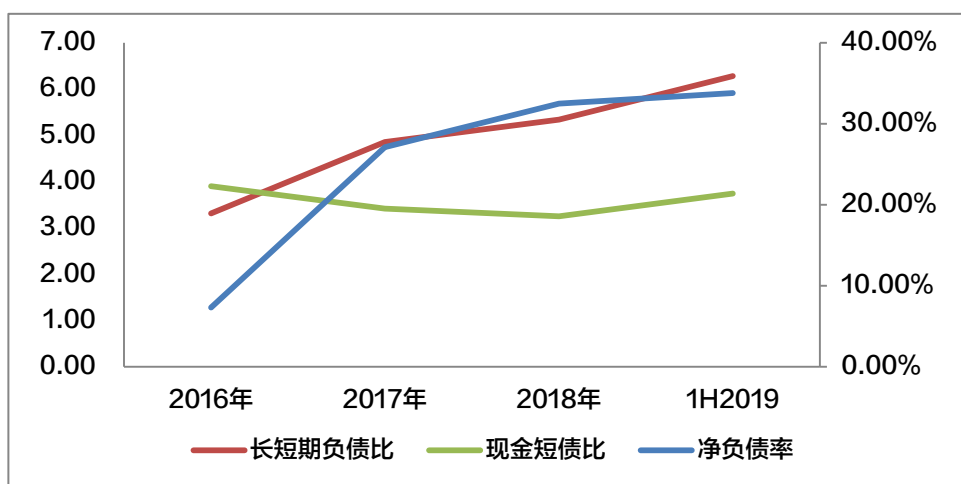
表：2019 年上半年中海地产部分发债情况

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：企业业绩公告、CRIC

在现金方面，中海手握充足现金。2019 年上半年中海持有现金达 1120 亿港元，较年初上升了 11%；现金短债比从 2018 年底的 3.25 上升至 3.74；长短期债务比从 2018 年底的 5.34 上升至 6.28。净负债率虽然相比 2018 年底略有上升 7 个百分点至 33.81%，但依旧维持在行业较低水平。整体来看，中海的负债指标可谓是十分优异，但与此同时，较低的净负债率相比其他同规模房企而言仍显保守，未来依旧具有加强杠杆的空间。

图：中海地产 2016-1H2019 负债指标情况



数据来源：企业业绩公告、CRIC

多元化：聚焦明后天业务，增长利润抵御周期波动

5

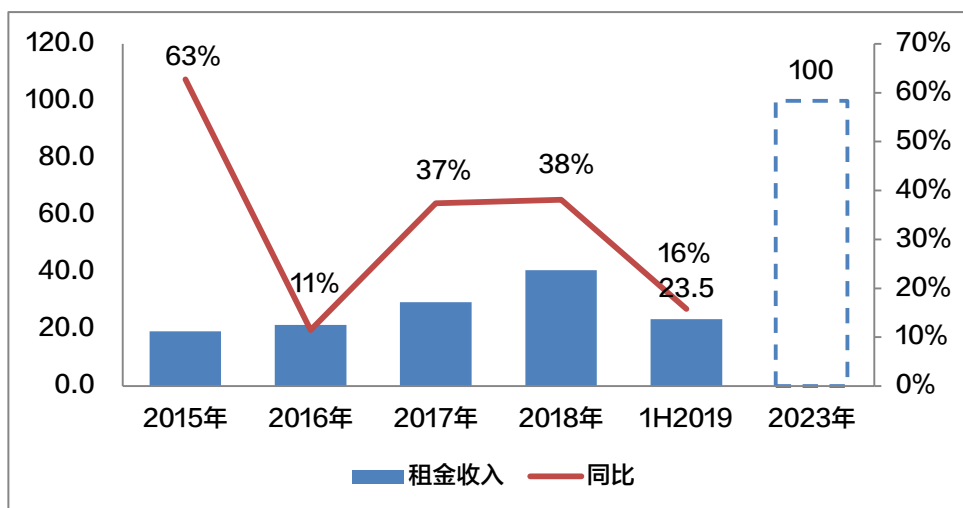


为了顺应大周期的发展趋势，中海还**确立了面向今天、明天、后天的三个层次业务**。其中立足今天，中海将投入约 90%的资源用于住宅开发，实现规模与利润持续增长；此外着眼于明天的可持续发展，将配置 7%至 8%的资源用于持有商业物业发展；作为后天的业务，中海还将配置 1%至 2%的资源用于创新业态。

在持有商业物业方面，截止上半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，共取得投资物业租金收入 21.2 亿港元，同比上升 20.5%；取得酒店和其他商业物业收入 2.3 亿港元，同比下降 15%；合计商业物业总租金收入约 23.5 亿港元，同比增长 16%。**预计随着中海商业规模的不断扩张，有望实现其 2023 年商业物业总营业收入 100 亿港元的阶段目标，从而提升企业抵御周期波动能力。**

此外作为后天的业务，中海还将聚焦美好生活，配置 1-2%的资源，战略性探索布局教育、养老、物流、公用事业等，从而培育新的利润增长点。

图：中海地产 2015-1H2019 总租金收入情况



数据来源：企业业绩公告、CRIC



表：2017-2019 年上半年企业财务指标

	财务指标	2017 年	2018 年	1H2018	1H2019	同比/百分点变动
规模指标	确认收入 (亿元)	1660.45	1714.61	886.01	933.75	5.39%
	物业销售营业额 (亿元)	1621.40	1670.37	863.01	908.17	5.23%
	股东净利润 (亿元)	407.67	449.00	232.19	249.42	7.42%
	股东净利润 (核心) (亿元)	342.60	370.70	191.70	209.90	9.49%
	总资产 (亿元)	6454.05	7253.41	7158.42	7840.01	9.52%
盈利及运营指标	毛利率	32.94%	37.79%	35.78%	34.89%	-0.88 pts
	归母净利率	24.55%	26.19%	26.21%	26.71%	0.50 pts
	归母净利率 (核心)	20.63%	21.62%	21.64%	22.48%	0.84 pts
	每股收益 (元/股)	3.72	4.10	2.12	2.28	7.55%
	每股收益 (核心) (元/股)	3.13	3.38	1.75	1.92	9.49%
	营销及管理费用率	2.50%	1.86%	1.85%	1.49%	-0.36 pts
现金及偿债能力指标	现金 (亿元)	1040.51	1005.55	1279.31	1120.36	-12.42%
	短期负债 (亿元)	304.24	309.04	319.12	299.28	-6.22%
	长短期债务比	4.86	5.34	5.44	6.28	15.49%
	现金短债比	3.42	3.25	4.01	3.74	-6.62%
	平均借债利息率	4.27%	4.30%	4.27%	4.28%	0.01 pts
	净负债与资本比率	27.12%	32.49%	27.04%	33.81%	6.77 pts
	净负债与资本比率 (永续债作为负债)	27.12%	32.49%	27.04%	33.81%	6.77 pts
资本效率指标	股东权益回报率	16.71%	16.35%	8.57%	8.51%	-0.06 pts
	股东权益回报率 (核心)	14.04%	13.50%	7.08%	7.17%	0.09 pts
	资产杠杆率	242.91%	255.87%	259.48%	259.27%	-0.21 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

营销及管理费用率：2019 年按操盘销售金额计算

数据来源：企业业绩报、CRIC 研究中心整理