

强于大市

房地产行业事件点评

中国海外发展：业绩短期承压但利润率仍处行业前列，2023 年计划销售增长两成

事件：中国海外发展发布 2022 年年报，实现营业收入 1803.2 亿元，同比-25.6%；归母净利润 232.6 亿元，同比-42.1%；核心净利润 244.2 亿元，同比-28.0%。公司全年每股派发现金红利 0.8 港元，分红率为 37.6%。

核心观点

- 受地产开发业务结算规模下行影响，公司营收有所下降；进一步受到结算利润率下行、三费率提升、投资收益规模下降、汇兑损益增加的影响，归母净利润的降幅相对更大；利润率虽相应下滑，但仍位居行业高位。2022 年公司营业收入同比下降 25.6%。其中地产开发销售业务收入 1745.1 亿元，同比下降 26.2%，主要是由于结算规模下降，2022 年公司竣工面积 1445 万平，同比下降 35.9%。2022 年公司归母净利润同比减少 42.1%，主要是因为：1) 结算利润率下行；2) 三费率同比提升了 1.1 个百分点至 4.2%，其中销售费用率、财务费用率同比分别提升 0.6、0.4 个百分点至 2.2%、0.6%，不过整体而言公司销管费率仍是行业较低水平；3) 2022 年投资收益 21.8 亿元，同比下降 40.8%；4) 因人民币贬值计提汇兑净损失 42.8 亿元（2021 年净收益 24.6 亿元）。另外，2022 年公司毛利率、净利率、归母净利润率分别为 21.3%、13.6%、12.9%，同比分别下降 2.2、4.2、3.7 个百分点，ROE 也因此下降 5.1 个百分点至 6.6%。2022 年公司扣除投资物业公允价值变动收益和汇兑净损益等影响后的核心净利润为 244.2 亿元，同比下降 28.0%；归母净利率为 13.5%，同比下降 0.5 个百分点。截至 2022 年末，公司预收账款 1076.8 亿元，同比增长 7.2%，预收款项/营业收入的比例为 0.60，同比提升 0.18，未来业绩保障程度明显提升。
- 公司境内外融资渠道通畅、融资成本低、现金充裕、财务稳健。1) 在手资金充裕，注重现金流管理。截至 2022 年末，公司持有现金 1103.1 亿元，同比下降 15.1%；其中受监管的预收款为 251.7 亿元，占比 22.8%；另有未动用银行授信额度 576.8 亿元。2022 年境内外债务资金流入合计 943.2 亿元，同比增长 6.6%；归还债务 769.6 亿元，同比增长 37.7%。2022 年公司实现销售回款 1907.7 亿元，同比下降 22.0%；其他经营回款 111.2 亿元，总经营回款为 2018.9 亿元。公司土地成本 1054.8 亿元，同比下降 19.5%；建安支出 780.4 亿元，同比增长 3.8%。2) 公司继续发挥境内外双融资平台优势，优化债务结构，融资成本持续处于行业低位。截至 2022 年末，公司有息负债规模 2703.9 亿元，同比增长 11.8%；一年内到期的短期有息负债占比 14.6%，同比下降 3.9 个百分点；2023 年上半年到期需归还各类贷款共 161.3 亿元。2022 年公司全年融资 943.2 亿元，同比增长 6.6%。其中，公司新增境外贷款 200.4 亿元；境内发行债券合计 285 亿元（包括公司债券 105 亿元、中期票据 130 亿元、绿色碳中和资产支持专项计划证券 50 亿元）。融资成本处于行业最低区间，2022 年平均融资成本约 3.57%，较 2021 年小幅上升 0.02BP。3) 截至 2022 年末，公司剔除预收账款的资产负债率 53.7%，较 2021 年提升 0.1 个百分点；净负债率 42.9%，较 2021 年提升 11.5 个百分点；现金短债比为 2.80X，较 2021 年下降 0.11X，体现出公司极强的杠杆管控以及现金回流管理能力。
- 地产开发板块：1) 销售：行业市占率进一步提升，2023 年销售目标增速高达 20%。2022 年公司实现销售金额 2948 亿元，同比下降 20.2%；销售面积 1387 万平，同比下降 26.6%；全国商品房销售金额占比从 2021 年的 2.03% 上升至 2.21%。根据克而瑞数据，2022 年公司权益销售额 2761 亿元，权益比例高达 94%，远超行业水平。全口径销售和权益销售排名分别位居行业第五和第三。公司强化货量结构优势，在量价齐跌的市场环境中销售均价仍保持增长，2022 年公司销售均价同比提升了 8.7% 至 21252 元/平。公司进一步加强销售回款，北京、广州、深圳、杭州、厦门及天津销售回款理想，均超过 100 亿元。2023 年 1-3 月公司销售金额 835 亿元，同比增长 73.9%，全口径销售和权益销售排名分别进一步提升至第四和第二。公司计划在 2023 年争取实现 20% 的销售增速。2) 拿地：2022 年公司拿地强度逆势提升。2022 年公司新获取项目 40 个，新增土地建面 739 万平，同比下降 36.6%；由于一线城市拿地较多，楼面均价达到 14982 元/平，同比增长 26.6%；拿地金额 1107 亿元，同比下降 19.7%，拿地强度（拿地金额/销售金额）为 37.6%，较 2021 年提升了 0.3 个百分点；权益拿地金额 864 亿元，权益拿地比例为 78.0%，同比下降了 16.1 个百分点。公司抓住行业洗牌机遇，积极寻求并购发展，2022 年在广州、上海、成都等城市进行并购，合计 106.6 亿元，下阶段公司将继续寻求并购机会。2023 年 1-3 月公司拿地金额 42 亿元，同比下降 60.4%，拿地强度 5.0%。3) 土地储备：截至 2022 年年末，公司总土地储备 6842 万平，同比下降 15.3%。2023 年公司可售货值超 7900 亿元，销售增长可期。
- 加快商业项目入市节奏，租金收入有望加速增长。公司持有型商业物业经营稳健，2022 年商业物业收入 52.6 亿元，同比增长 1.8%。公司 2022 年新增 15 个运营商业项目，包括 5 个购物中心、1 栋写字楼、6 家星级酒店、3 栋长租公寓，新增商业运营建筑面积 88 万平方米，为商业收入加速增长注入新的动能。2021-2023 年公司新增持有型商业项目迎来入市高峰，其中 2021 年新增 18 个，2022 年新增 15 个，2023 年预计新增 20 个商业项目投入运营，三年合计新增商业项目 53 个。预计至 2023 年末，2021-2023 年的新增项目数量占公司持有型商业项目总数的 39.6%，运营建筑面积占比 40.4%。随着消费 REITs 的试点推出，我们预计公司有望加入到商业地产 REITs 的发行行列中。

投资建议

- 公司作为央企龙头开发商，信用优势明显，融资渠道畅通，土地储备充沛。一方面，2022 年开发业务的市占率、销售排名、拿地强度均逆势提升；另一方面，随着疫情影响结束，以及新入市商业项目逐步进入经营成熟期，公司商业收入或有望迎来加速增长。我们建议持续关注。

风险提示：房地产调控升级；销售超预期下行；融资收紧。

相关研究报告

《保利发展：业绩与利润率短期承压，融资与资金优势显著》20230402

《建发国际集团：营收业绩高速增长，在手现金实现双位数增长》20230402

《万科：营收业绩同比增长，债务期限与结构持续优化》20230331

《华润置地：核心净利润稳健增长，央企龙头资金优势充沛》20230329

《绿城中国：营收与核心净利稳步增长，债务结构显著优化》20230329

《招商蛇口：短期业绩与盈利水平承压，看好后续优质土储兑现及多类型 REITs 平台构建》20230321

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

房地产行业

证券分析师：夏亦丰

(8621)20328348

yifeng.xia@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300521070005

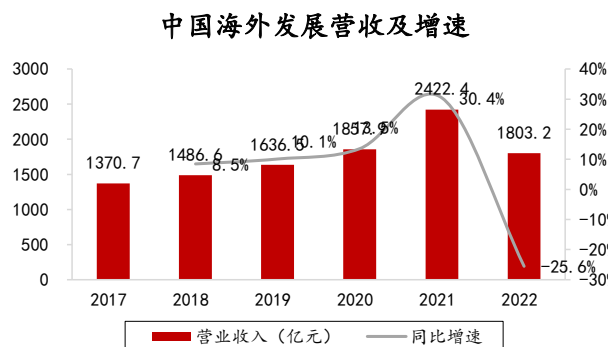
证券分析师：许佳璐

(8621)20328710

jialu.xu@bocichina.com

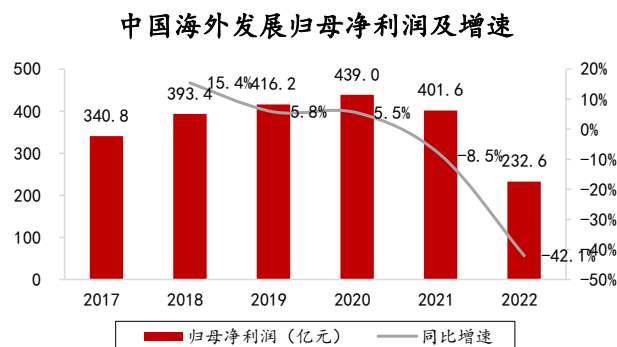
证券投资咨询业务证书编号：S1300521110002

图表 1. 2022 年中国海外发展实现营业收入 1803.2 亿元，同比下降 25.6%



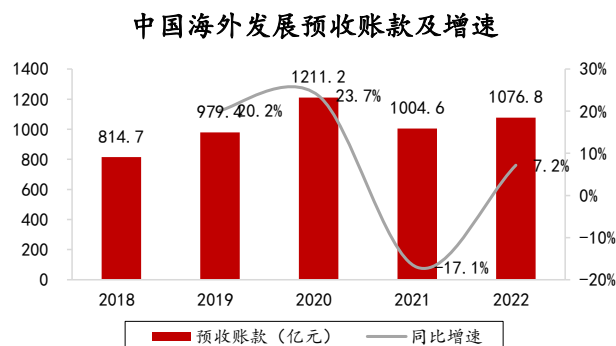
资料来源：公司年报，中银证券

图表 2. 2022 年中国海外发展实现归母净利润 232.6 亿元，同比下降 42.1%



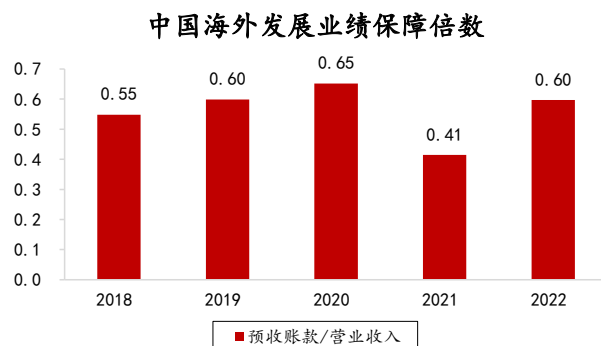
资料来源：公司年报，中银证券

图表 3. 截至 2022 年末，中国海外发展预收账款 1076.8 亿元，同比增长 7.2%



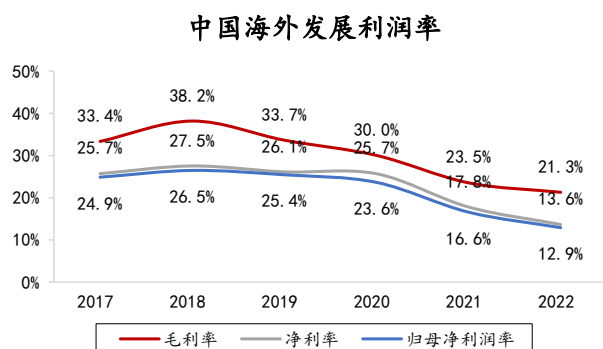
资料来源：公司年报，中银证券

图表 4. 截至 2022 年末，中国海外发展预收账款/营业收入为 0.60X



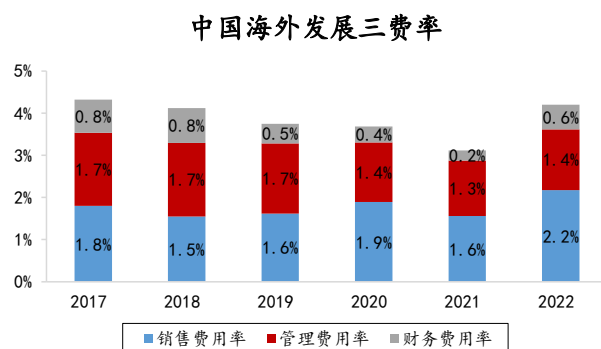
资料来源：公司年报，中银证券

图表 5. 2022 年中国海外发展毛利率、净利率和归母净利润率分别为 21.3%、13.6%、12.9%



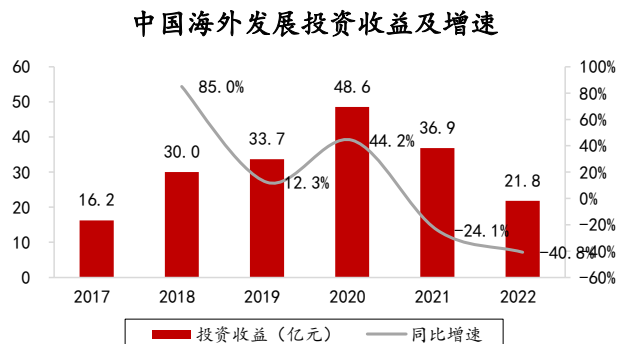
资料来源：公司年报，中银证券

图表 6. 2022 年中国海外发展三费率为 4.2%，同比提升 1.1 个百分点



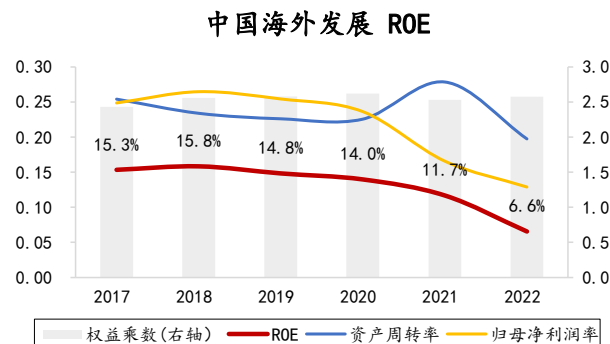
资料来源：公司年报，中银证券

图表 7. 2022 年中国海外发展投资收益 21.8 亿元，同比下降 40.8%



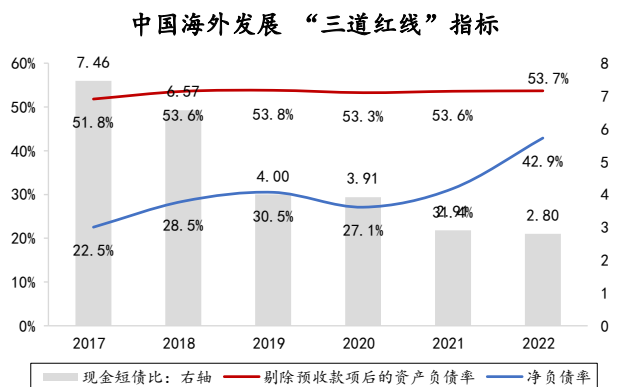
资料来源：公司年报，中银证券

图表 8. 2022 年中国海外发展 ROE 下降至 6.6%



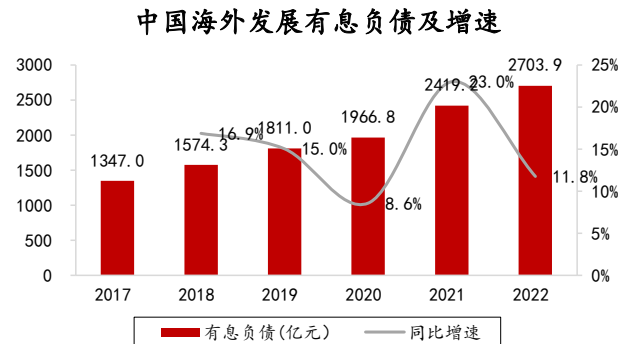
资料来源：公司年报，中银证券

图表 9. 截至 2022 年末，中国海外发展剔除预收账款后的资产负债率、净负债率、现金短债比分别为 53.7%、42.9% 和 2.80X



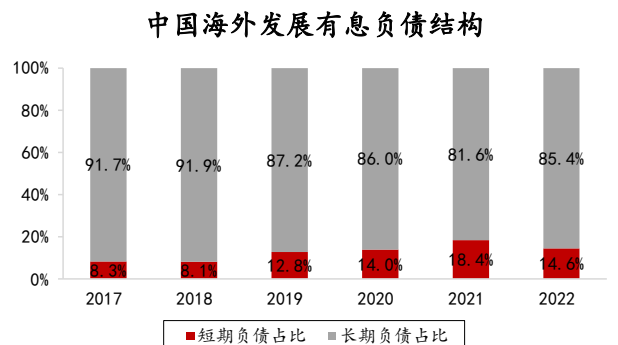
资料来源：公司年报，中银证券

图表 10. 截至 2022 年末，中国海外发展有息负债 2703.9 亿元，同比增长 11.8%



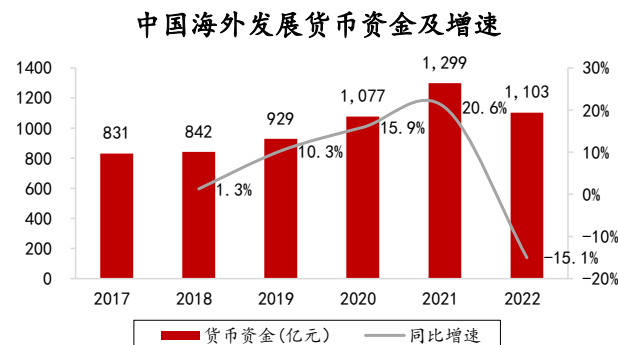
资料来源：公司年报，中银证券

图表 11. 截至 2022 年末，中国海外发展短息有息负债占比 14.6%



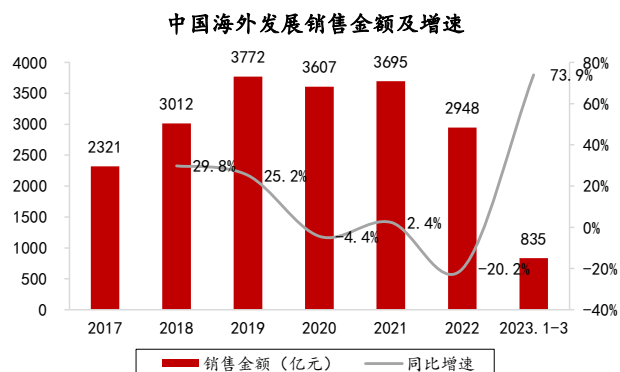
资料来源：公司年报，中银证券

图表 12. 截至 2022 年末，中国海外发展货币资金 1103 亿元，同比下降 15.1%



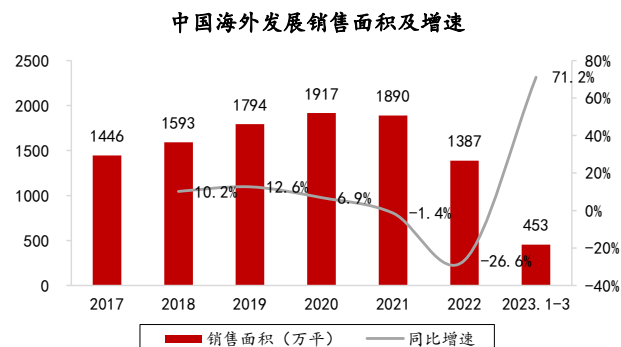
资料来源：公司年报，中银证券

图表 13. 2022 年中国海外发展销售金额 2948 亿元，同比下降 20.2%



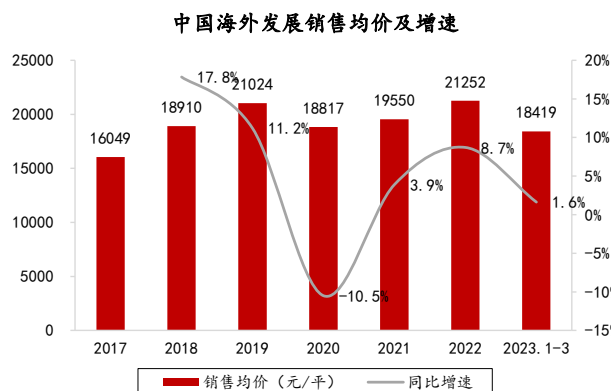
资料来源：公司年报，克而瑞，中银证券

图表 14. 2022 年中国海外发展销售面积 1387 万平，同比下降 26.6%



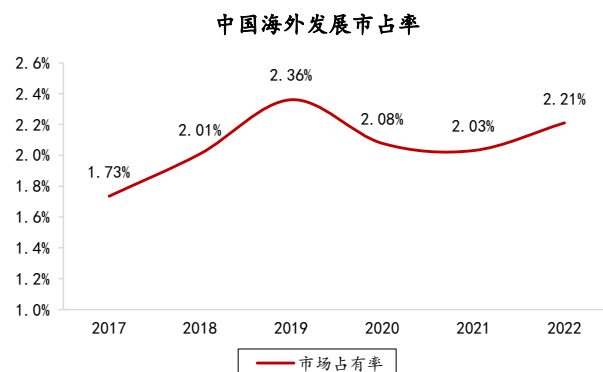
资料来源：公司年报，克而瑞，中银证券

图表 15. 2022 年中国海外发展销售均价 21252 元/平，同比增长 8.7%



资料来源：公司年报，克而瑞，中银证券

图表 16. 2022 年中国海外发展市占率提升至 2.21%



资料来源：公司年报，国家统计局，中银证券

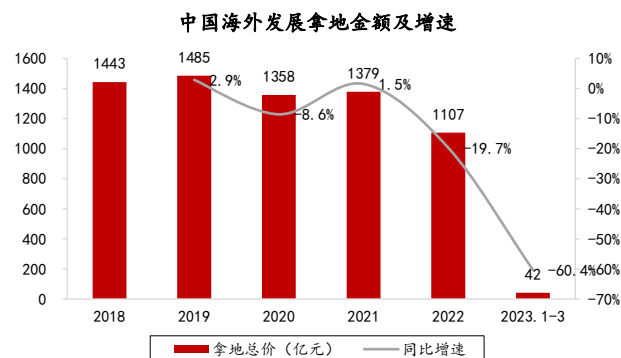
数据说明：市占率=公司销售额/全国商品房销售金额

图表 17. 2022 年中国海外发展新增土地储备建面 739 万平，同比下降 36.6%



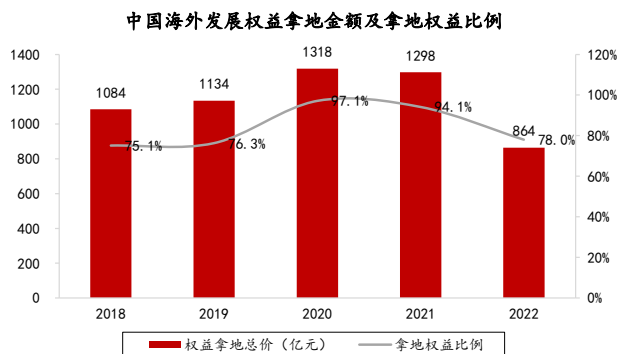
资料来源：公司年报，中银证券

图表 18. 2022 年中国海外发展拿地金额 1107 亿元，同比下降 19.7%



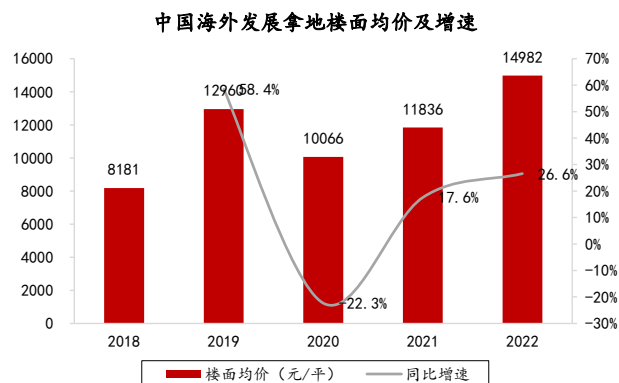
资料来源：公司年报，克而瑞，中银证券

图表 19. 2022 年中国海外发展权益拿地金额 864 亿元, 拿地权益比例 78.0%



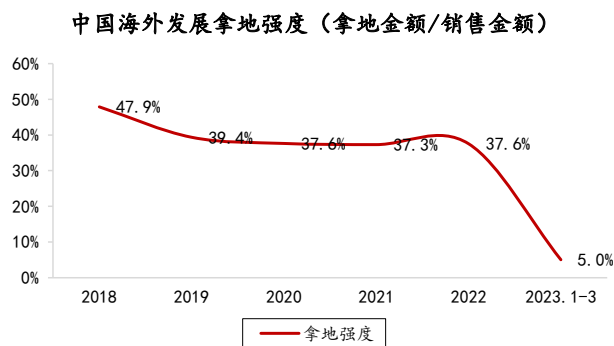
资料来源: 公司年报, 中银证券

图表 20. 2022 年中国海外发展新增土地楼面均价 14982 元/平, 同比增长 26.6%



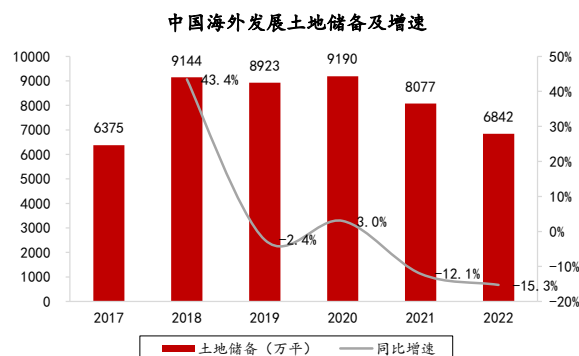
资料来源: 公司年报, 中银证券

图表 21. 2022 年中国海外发展拿地强度 37.6%



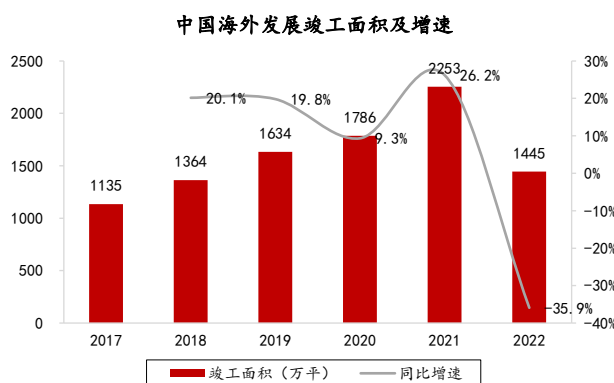
资料来源: 公司年报, 中银证券

图表 22. 截至 2022 年末, 中国海外发展土地储备 6842 万平, 同比下降 15.3%



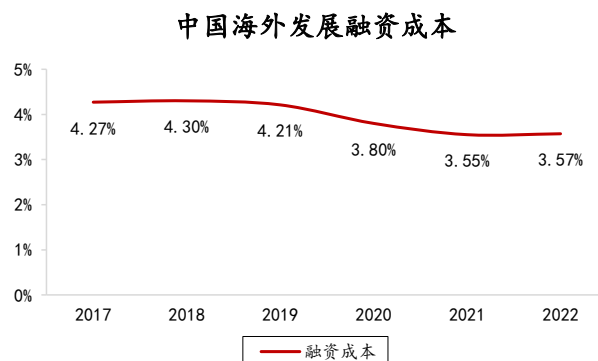
资料来源: 公司年报, 中银证券

图表 23. 2022 年中国海外发展竣工面积 1445 万平, 同比下降 35.9%



资料来源: 公司年报, 中银证券

图表 22. 2022 年中国海外发展融资成本 3.57%



资料来源: 公司年报, 中银证券

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

买入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20%以上；
增持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；
中性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；
减持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10%以上；
未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；
中性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；
弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数；
未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担任何由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371