

房企年报系列点评（）

## 国瑞置业：盈利能力较高，充裕土储利好规模增长

文 / 研究员 沈晓玲 冯惠 齐瑞琳

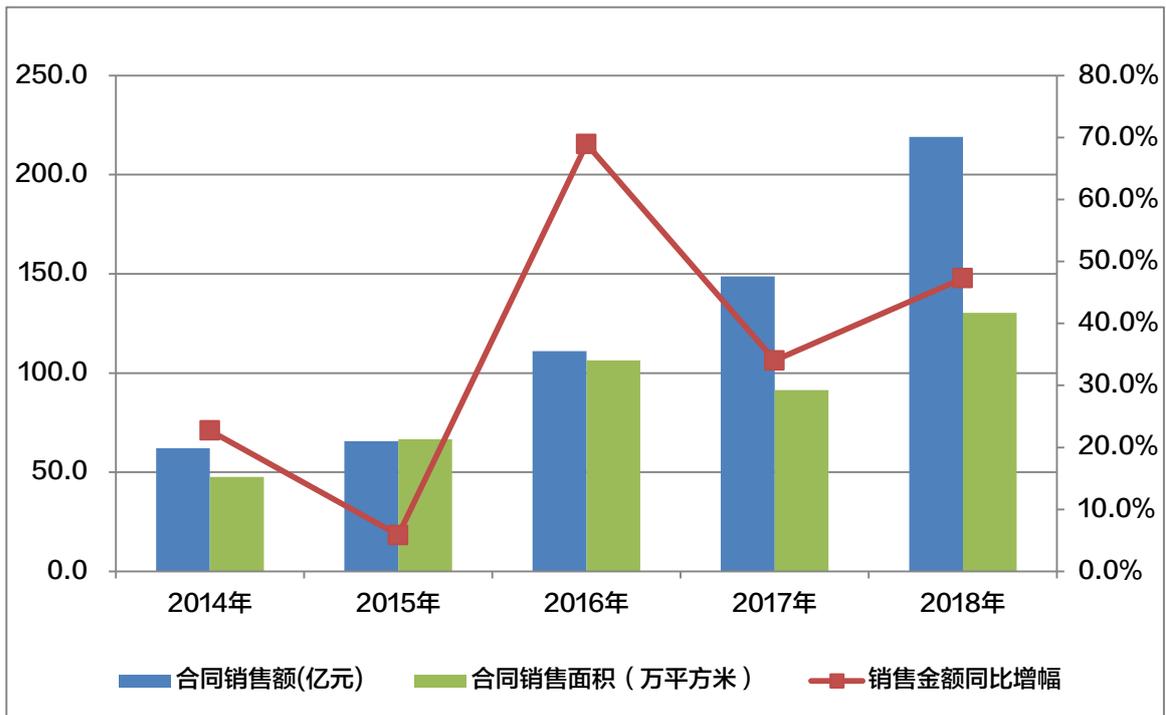
“**导读：销售稳定增长，盈利能力维持行业较高水平，总土储足够支撑企业 4-5 年发展所需；但企业在优化城市布局、调整债务结构方面还有待提升。**

2018 年，国瑞置业实现合同销售额 219.1 亿元，同比增长 47%，首次进入行业百强。在土地投资方面，公司 2018 年在公开市场上获得 211.2 万平的新增土储，并且国瑞置业还积极通过收并购方式在京津冀、粤港澳大湾区及“一带一路”区域新增 9 个项目进行合作。截止 2018 年底，总土储资源达 1673 万平，同比增长 97.6%，基本能够维持公司 5 年左右发展。2018 年，国瑞置业营收规模有所缩减，但是盈利能力维持在行业较高水平；杠杆率有所降低，但是短债比例过高，公司风险管控有待提升。

### 业绩：合约销售再创新高

**完成 2018 年销售目标。**2018 年国瑞置业全年实现销售金额 219.1 亿元，销售面积 130.4 万平方米，同比分别增长 47.3%和 42.5%，相较 2017 年有大幅提升。完成其 2018 年 200 亿元的销售目标，且首次进入克而瑞销售排行榜 TOP100。销售均价方面，2018 年国瑞置业的销售均价为 16804 元/平方米，一直处于增长态势。

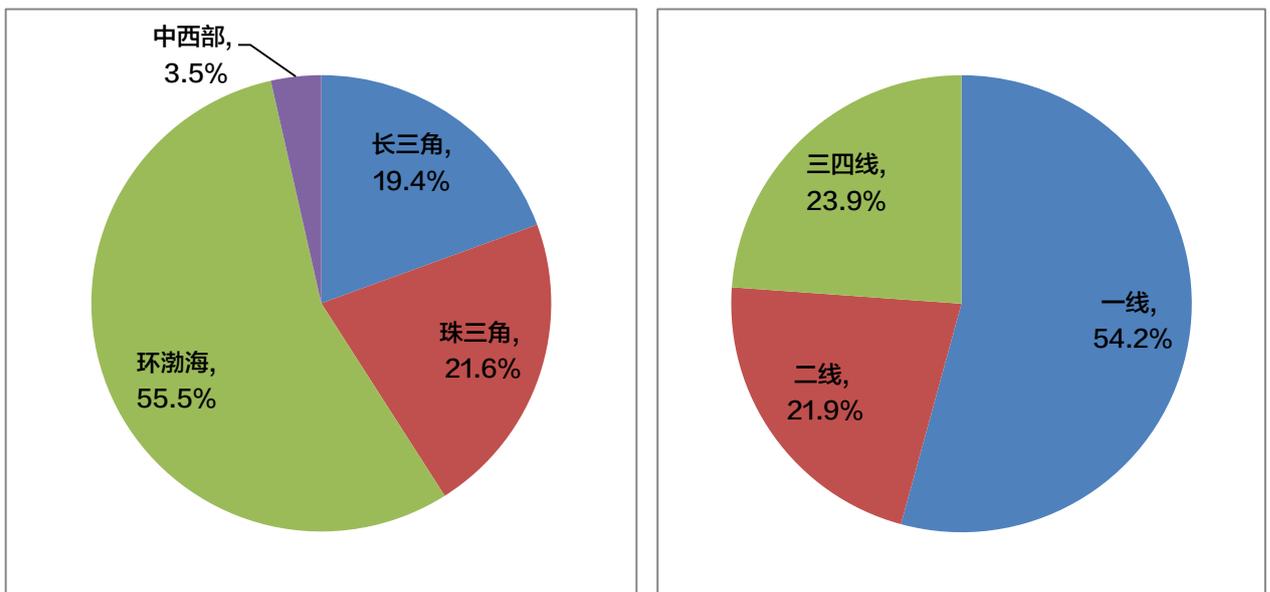
图：国瑞置业 2014-2018 年合同销售金额及销售面积



数据来源：企业业绩公告、CRIC

环渤海区域为其销售主战场。从区域来看，2018年国瑞置业环渤海区域销售业绩贡献最高，销售金额为106.9亿元，占比55.5%<sup>1</sup>。国瑞置业延续之前的以一线城市为其销售主场，一线城市销售金额为104.5亿元，占比54.2%，较2017年上升10.2个百分点，其中北京销售占比为38.5%。其销售区域较为集中，有待均衡区域分布，分散市场风险。

图：2018年国瑞置业销售金额区域与城市分布情况



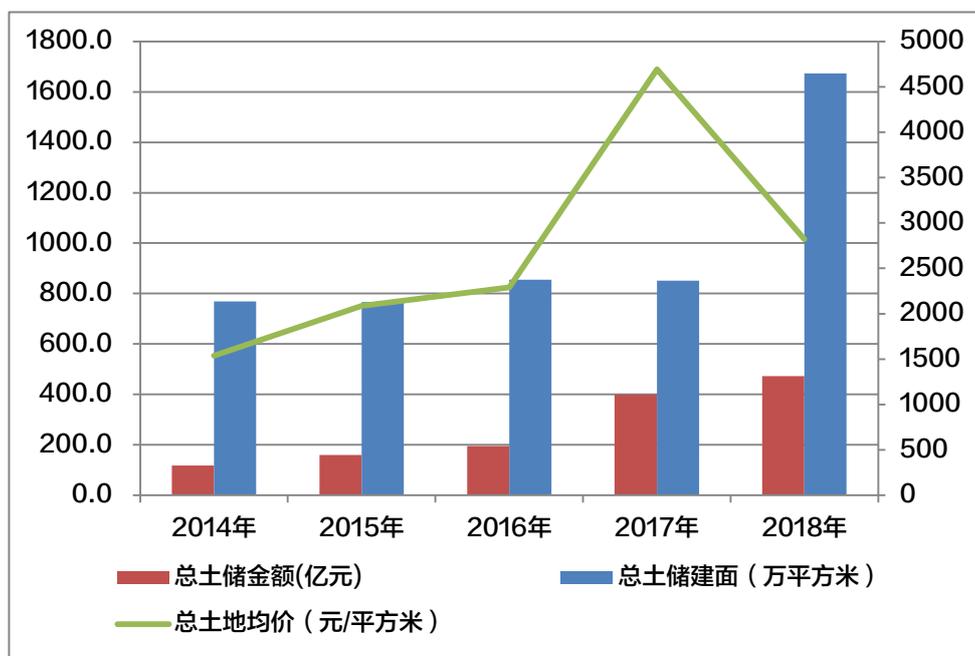
数据来源：企业业绩公告、CRIC

<sup>1</sup>注：国瑞置业销售明细中“合作项目”项销售金额为26.49亿元，因无法判断合作项目所在区域，所列占比比值为剔除该地区后的比值。下同。

## 投资：土储快速扩张

**土地储备扩张迅猛。**2018 年国瑞置业通过招拍挂新增 3 幅地块，分别是位于北京、无锡和贵州铜仁，总建面为 211.20 万平方米，其中贵州铜仁项目土储达 187.2 万平方米。国瑞置业还通过收并购方式在京津冀、粤港澳大湾区及“一带一路”区域新增 9 个合作项目。根据 2017 年及 2018 年国瑞置业的总土储明细，可以看出 2018 年，国瑞置业在 2017 年新进入 9 个城市，其中 6 个城市为三四线城市，珠三角和环渤海城市比较多。截至到 2018 年底，国瑞集团总土储建面达 1673.2 万平方米，同比增长 97.6%，拿地速度强劲，但其拿地平均价格相比去年下降了 40%，为 2823 元/平方米，拿地面积的迅速扩张及均价下降，为国瑞置业未来销售扩张打下良好的基础。

图：2014–2018 年国瑞置业土地储备情况



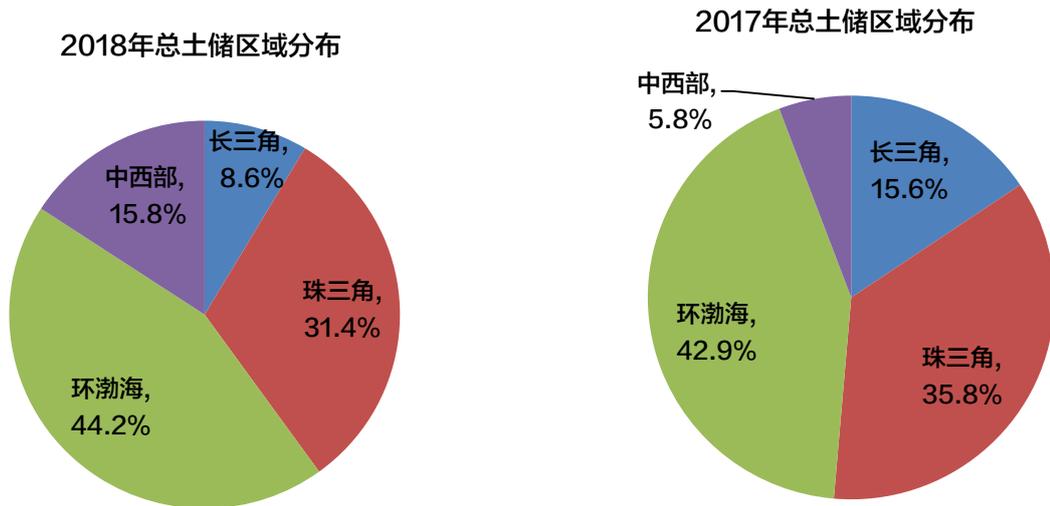
数据来源：企业业绩公告、CRIC

**环渤海区域土储建面占比较大，主要位于一二线城市。**国瑞置业虽然土储进入城市有限，但其在各个区域及各个城市能级均有布局。从区域来看，环渤海区域土地储备占比最高为 44.2%，规模达 739.2 万平，且其中近 7 成位于北京、石家庄、沈阳、天津等一二线城市。此外，国瑞置业亦加大在中西部区域拿地力度，中西部土储建面占比较 2017 年上升了 10 个百分点，增长速度最快，主要是因为年内企业在贵州铜仁新获取 187 万土储。

**粤港澳大湾区总土储近 300 万平，将是企业未来业绩的良好支撑。**国瑞置业起家于广东汕头，在珠三角区域深耕多年，凭借地缘优势，目前其在大湾区重点城市深圳、佛山、江门均有落子，总

土储规模达 290.6 万平，占总土储的 17.2%。除此之外，深圳龙岗区的旧改项目也将会为企业提供持续的土地资源。随着粤港澳大湾区的建设规划的不断落实和推进，国瑞凭借地缘优势，有望业绩得到有力的支撑。

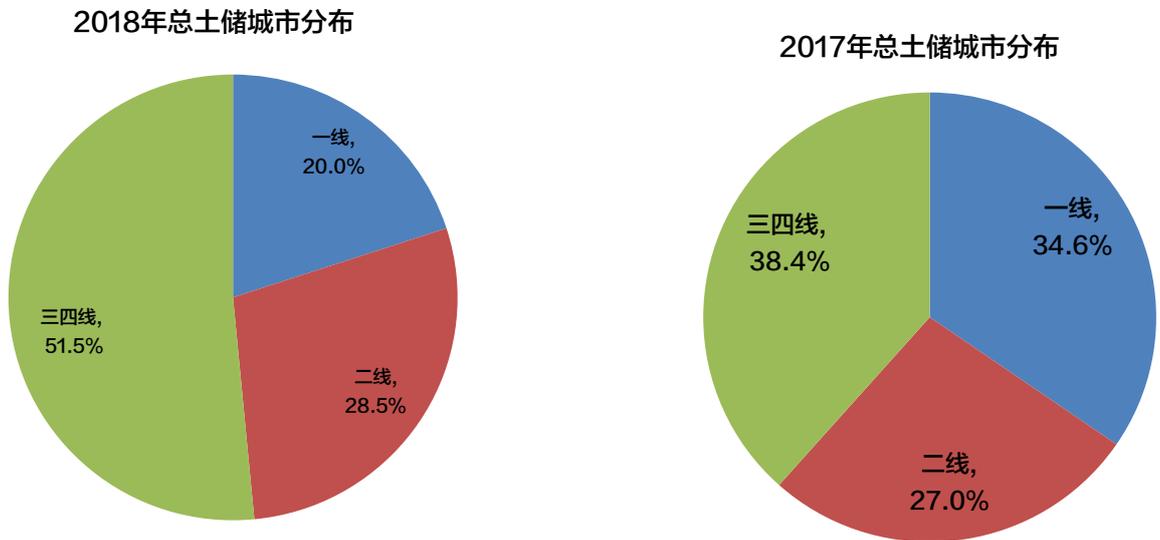
图：国瑞置业 2018 年和 2017 年总土地储备区域分布情



数据来源：企业业绩公告、CRIC

三四线城市土储占比达 5 成，多数位于粤港澳。三四线城市土储占比已达 51.5%，超过半数，相比 2017 年占比上升 13.1 个百分点；且总土地储备达 862 万平方米，较去年增加超 500 万平，增幅达 1.64 倍，可见其对三四线城市的拿地力度。从三四线土储的分布来看，企业近半成土地位于珠三角，其中佛山总土储规模达到 176.1 万平，随着粤港澳大湾区的不断推进，该等地区的项目未来销售可期。

图：国瑞置业 2018 年和 2017 年总土地储备城市分布情况



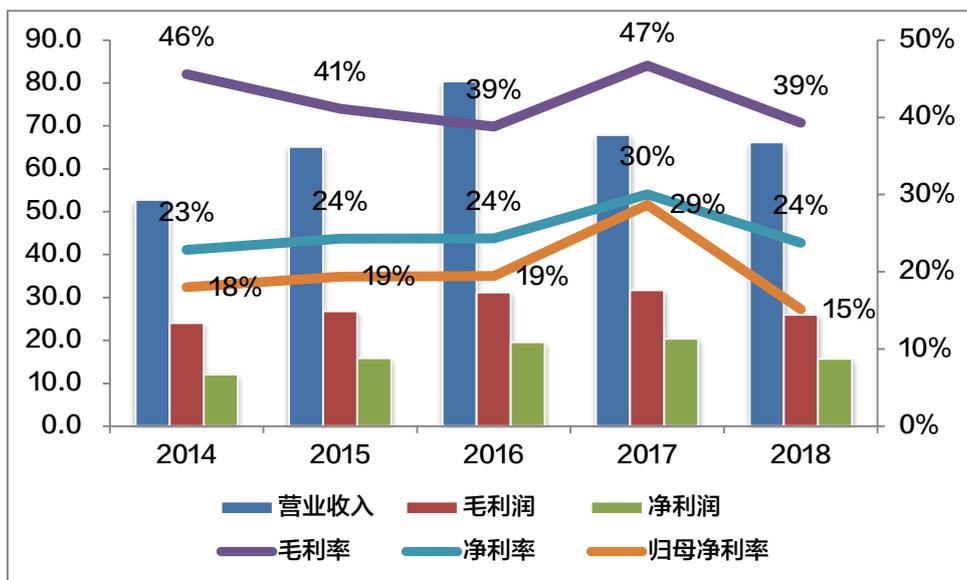
数据来源：企业业绩公告、CRIC

铜仁、廊坊总土储规模超百万方，分别占比达 10% 以上，企业需格外留意市场变化。从国瑞置业的总土储分布来看，土储多集中于一二线环渤海及三四线的粤港澳城市，整体风险可控。但是从单城市的总土储规模来看，铜仁、廊坊两地的总土储规模分别达到 187.23 万平、167.0 万平，占比均超过 10%。结合 CRIC2018 年发布的《中国城市房地产市场投资前景研究报告》来看，这两个城市并非投资前景 50 强，未来市场如何还需时日来观察。

### 财务：风险管控有待提升

营收规模有所缩减，盈利能力维持在行业较高水平。一方面，国瑞置业 2018 年营收规模有所缩减，营业收入为 66.1 亿元，相比 2017 年的 67.9 亿元有所降低，其中销售营业收入为 59.2 亿元，同比下降 7%；毛利润同比下降 18% 至 26.0 亿元，净利润也同比下降了 23% 至 15.7 亿元。另一方面，受益于企业较低的销售成本，国瑞置业盈利能力虽有所降低，但是仍然维持在行业较高水平。2018 年，国瑞置业毛利率同比下降 7 个百分点至 39%，净利率同比下降 6 个百分点至 24%，归母净利率为 15%，盈利能力处行业较高水平。

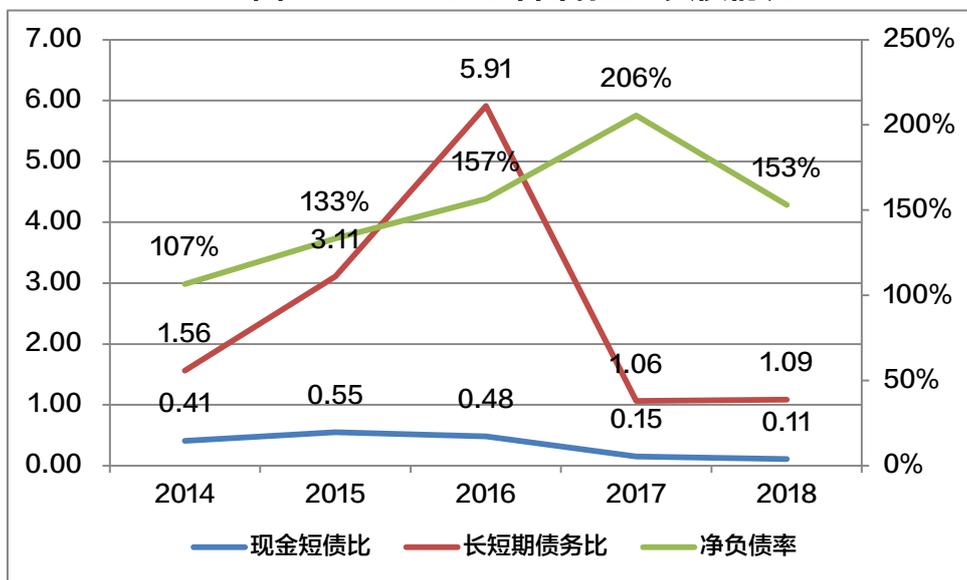
图：2014-2018 年国瑞置业盈利情况（亿元）



数据来源：企业业绩公告、CRIC

**短债比例过高。**根据年报数据显示，国瑞置业2018年净负债率同比下降53个百分点，为153%，杠杆率有所降低。截止2018年底，短期有息负债为138.1亿元，公司在手持持有流动现金仅15.1亿元（若加上非流动资产中的受限制银行存款，持有现金为19.7亿元），无法覆盖短期债务；且长短期债务比仅为1.09，短债比例过高，长期来看，企业偿债压力也不小。而公司2018年平均融资成本为6.94%，处于行业较好水平。

图：2014-2018年国瑞置业负债情况



数据来源：企业业绩公告、CRIC

## 总结

**销售稳定增长，土储充裕。**2018年，国瑞置业实现合同销售额约219.1亿元，同比增长47.3%，首次进入行业百强行列；在土地投资方面，公司在公开市场上获取了211.2万平土储资源，并通过并购公司战略布局区域内的成熟项目来夯实未来销售的增长势头，在京津冀、粤港澳大湾区及「一

带一路」区域新增 9 个项目，截止 2018 年底，公司共拥有 1673 万平总土地储备资源，按照 50% 的年复合增长率，能够给支撑公司 4-5 年发展所需。但国瑞置业 2018 年有息负债约 288 亿元，其中短期债务占比达 48%，为 138 亿，存在偿债风险，公司应该有效降低短债比例，加强公司流动性。如果企业能够调整积极调整债务结构，未来发展空间将更大。