



克而瑞  
研究中心

# 研报

---

# 企业运营效率维稳，谁的库存压力最小

作者 / 沈晓玲、汪维文、齐瑞琳

2019 年房企增长速度明显放缓，市场整体去化承压，行业视角向去库存回归。竞争加剧的行业态势下对企业的运营周转提出了更高的要求，房企整体的周转速度同比基本持平，但在去滞重方面持续收效，疫情之下房企销售开工均受到影响，库存周转提升是行业面临的重要问题之一。

表：2019 年典型上市房企库存压力指数最小 TOP10

企业简称	库存压力指数
瑞安房地产	37.50
新力地产	40.36
朗诗绿色地产	41.04
万科地产	41.76
碧桂园	42.40
大悦城控股	42.44
新城控股	43.04
中国金茂	43.70
融信集团	44.76
德信地产	44.91

备注：通过综合评级行业典型上市房企 2019 年各项存货积压和去化能力指标得出企业库存压力指数；  
存货积压指标：包含土储去化周期、已竣工存货总里同比变动、已竣工存货占比及同比变动、借贷成本指标；  
去化能力指标：包含毛利率、净利率、销售均价、存货周转率、存货周转率变动指标；  
企业范围为截至目前已披露 2019 年业绩且可拆分已竣工存货明细的 39 家典型上市房企<sup>1</sup>

数据来源：CRIC 整理

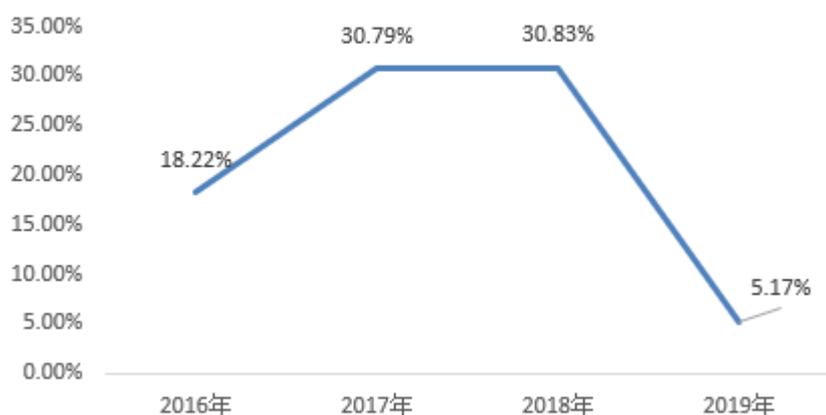
从数据来看，房企近年在库存去化上整体向好，其中房企存货周转速度趋稳，2019 年企业存货周转率同比微升不过仍维持在 0.33 的水平，但在已竣工存货去化上则呈现持续向好局面，房企已竣工存货占比已经取得 4 年连降，39 家典型房企已竣工存货占比已由 2015 年底的 18.5% 降至 2019 年底 10.3%。已竣工存货占比和存货周转率是体现企业存货压力的核心指标，这两个指标表现优异的企业存货积压比较少，去化能力较强。但是除此之外，为

全面分析企业实际土储量、滞销规模以及捆绑的资金规模,我们还综合考虑了土储去化周期、已竣工存货占比及同比变动、借贷成本。一般来说,土储去化周期在3-4年最佳,过少则会影响企业未来发展需要,过多则会沉淀过多的资金;而借贷成本亦体现企业为保持土储和开发而耗费的资金成本,借贷成本较高将增加企业持货的资金压力。存货周转率的高低最能直观的反应企业的去库存效率,但除此之外,我们还考虑企业的毛利率、净利率、销售均价以综合判断去化能力。当前盈利能力的高低能体现企业去库存的价格空间,销售均价的高低可以侧面反应企业的城市布局或产品力。综合企业的存货积压和去化能力,我们筛选出了典型房企中10家库存压力较小的企业,并发现他们存在一定的共性,比如土地储备规划合理,已竣工存货处理积极,周转速度较快,盈利能力较强等。

#### 瑞安房地产

通过股权交易让渡项目降低库存打包出售项目股权,降价推动去化,瑞安滞重大幅度下降。瑞安房地产已竣工存货占比较2018年下降了26个百分点至5%,一部分原因是由于瑞安房地产近年来的轻资产战略,出售项目股权及引入战略合作伙伴,2019年瑞安房地产的物业销售包括一次性出售瑞虹新城住宅发展项目第1及第7号地块49.5%的权益;另一部分则来自于企业降价出售老项目,根据企业年报,上海太平桥已确认收入的平均售价从2018年的15.1万元/平方米降至13.8万元/平方米,带来结转收入高达33亿元,占企业2019年确认收入的四分之一。另外虽然瑞安房地产一直在做减法,但其从未离开上海市场,2019年10月30日和11月1日分别竞得上海青浦区和普陀区地块,增加57.4亿元的土地投资,使得其存货总量同比上升9%。另一方面,2019年瑞安房地产的毛利率达到了51.1%,较高的毛利率使得企业可以有充足的让利空间来加速周转去化。

图：瑞安房地产已竣工存货占比

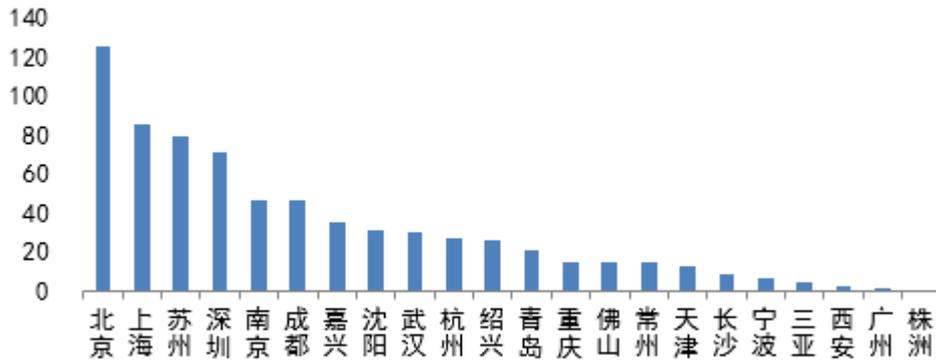


数据来源：企业年报，CRIC

## 大悦城

布局能级高，产品溢价空间大当下库存有一定压力，但企业去化能力强且正着力处理，综合来看企业库存指数不高。截止至 2019 年底企业已竣工存货占比达到 18.5%，高于典型房企平均的 10.3%，积压的项目多为商办等去化难度更高的类型，存在一定的存货积压。但另一方面大悦城控股借贷成本仅为 5.23%，资金压力较小。且企业去化能力较强，第一是企业布局城市能级较高：2019 年大悦城销售中一二线城市占比接近 9 成，其中一线占比更是高达 40%，贡献前列的北京、上海、苏州、深圳均为有良好需求支撑的热点一二线城市，因此短期之内存货虽有积压，但长期来看需求支撑下企业去化压力并不大。第二是盈利能力较强：2019 年大悦城的整体毛利率达到了 41.2%，其中地产业务毛利率为 37.9%，高毛利给了企业让利空间，且目前企业正在积极去化，2019 年已竣工存货占比下降了 6.0 个百分点，因此长远来看，企业库存压力指数并不高。

图：大悦城控股 2019 年合约销售金额城市分布



数据来源：CRIC 整理

### 新城控股

商业综合体开发提振去化 让利去滞重商业和住宅互补的开发模式保障企业销售去化，滞重项目降价去库存，企业维持低库存运行。从已竣工存货占比来看，新城控股在降库存方面成绩优异，从 2015 年的 18.8% 降至 2018 年的 2.9%，而后稳定在 2019 年的 3.1%。其中有两大原因，第一是企业近年规模增长较快，品牌效应持续发酵，独特的商住综合体开发模式中商业吾悦广场和住宅销售互为补充，保障了企业的去化。第二个是企业针对已竣工项目降价准备力度较大，这点从企业已竣工存货跌价准备可以体现，近 5 年新城跌价准备普遍在 5% 之上，相较于万科、保利、招商蛇口、金科等多不足 1% 的计提比例而言，可见企业针对已竣工存货降价准备力度之大。

综合来看，企业库存周转速度趋稳，已竣工存货占比持续走低，但市场整体去化仍然承压，行业竞争也在加剧。房企在投资布局时应更加审慎，另外可以通过提升自己的产品能力和营销能力，积极推出尾盘特价房等一系列措施来去滞重，减轻库存压力降风险。