

专题 | 周转提速存货做轻，现房库存止跌回升

研究员 / 沈晓玲、汪维文、齐瑞琳、查明仪

为了切实了解企业的存货管理水平，我们从 80 家重点监测房企中筛选了 67 家已经发布年报的房企，分析“三道红线”监管政策下，房企存货管理情况，同时结合现房库存以及存货跌价损失等指标对企业存货管理中遇到的挑战进行分析，并给出建议。另外为了更真实体现企业在三道红线下的债务水平，我们依据 2020 年中期企业的财务指标，以永续债作为债务，对企业进行分档研究，共有 6 家绿档房企、42 家黄档房企、11 家橙档房企和 8 家红档房企。

01 控总量提周转 房企运营效率提升

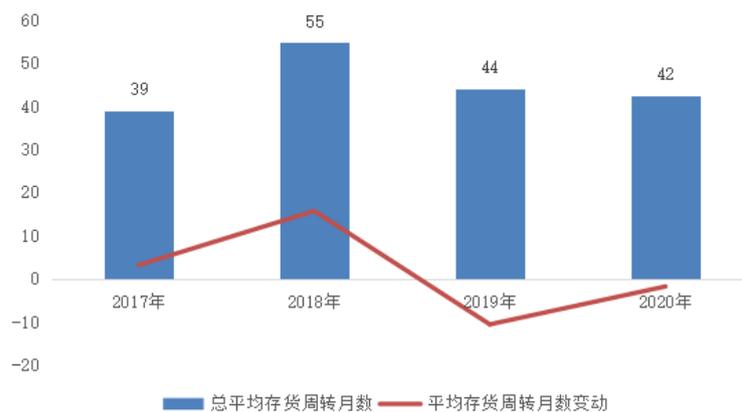
房企存货一般包括已完工开发产品、在建开发产品和拟开发产品，房企的存货规模能够直观反映出目前企业的土地投资、项目开竣工投入状态。由于近年来房地产市场整体增速趋缓，加上新冠疫情等黑天鹅事件和“三道红线”融资的监管政策，房企着重提升内部管理，一方面提升存货的周转效率，提振销售和营收规模；另一方面加快现房库存去化，加快现金回流。

1、继续提速，存货周转天数加快约 2 个月

(1) 下半年积极赶工，存货周转天数持续缩短

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。2020 年由于疫情原因，房企的开工与施工进度被推迟，尽管经济生活逐步恢复以后，企业开始追赶工期，但是整体来看房企的存货周转率仍出现了较为明显下滑，存货周转天数增加。下半年以来房企积极赶工，就全年来看，存货周转天数在 2019 年的基础上进一步缩短，平均存货周转月数为 42 个月（约 3.5 年），较上年下降 1.8 个月（约 54 天）。

图：2017-2020 年平均存货周转月数及变动情况（单位：月）



数据来源：企业年报、CRIC

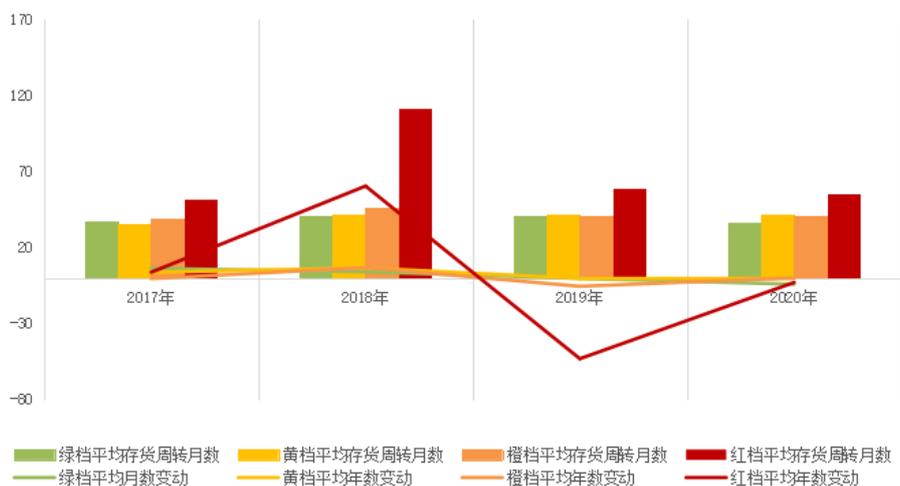
(2) 红档房企周转偏慢，新规后开始提速

2020 年 8 月，住建部、央行联合召开房地产企业座谈会，对 12 家试点房企有息负债规模设置了“三道红线”，其中包括剔除预售款后的资产负债率不得大于 70%，净负债率不得超过 100%，现金短债比要大于 1。三道红线监管新规出台后，“控负债、降杠杆”成为众多房企关注重点，“降存量、增营收”则是房企转变增长

方式的直接表现。由于新规是 2020 年 8 月提出，因此我们按照 2020 年中期数据来划分房企“三道红线”档位，将房地产企业分为“红、橙、黄、绿”四档：其中红档企业 14 家（三项指标全部超红线）；橙档企业 15 家（两项指标超红线）；黄档企业 43 家（只有一项指标超红线）；绿档企业 8 家（全部指标符合监管层要求）。

三道红线后持续提速，红档最积极绿档最敏锐。横向比较来看，2020 年红档房企的周转速度最慢，平均存货周转月数在 55.7 个月，绿档房企周转速度最快，周转月数达到了 36.3 个月。从趋势来看，可以看出近些年尤其是 2019 年，各档位都在着手去库存，尤其是红档房企下降最多。2020 年虽然变动不大，但仍在持续加快周转速度，可以看出绿档房企本身周转速度就较快，在新规颁布后行动敏锐，平均周转月数下降了 4.2 个月；其次是红档房企，在 2019 年大幅加快周转效率后，2020 年持续提高周转速度，平均存货周转月数较上年下降了 3 个月。黄档和橙档房企的周转速度较为稳定，黄档平均存货周转月数同比下降 0.2 个月，橙档同比上升 0.01 个月。

图：2017-2020 年各档平均存货周转月数及变动情况（单位：月）



数据来源：企业年报、CRIC

2、超半数房企存货增速下降，红绿两档房企最为显著

(1) 存货规模增速显著下滑，TOP3 总量均破万亿

截至 2020 年全年，67 家样本企业的存货规模达到了 11.1 万亿元，较 2019 年增长 16.1%，较 2019 年下降 8.6 个百分点。67 家房企有 37 家存货增速较上年下降，占比约 55%。从单个房企的存货规模来看，2020 年全年有 29 家房企存货规模超过 1000 亿元，较 2019 年下降 3 家。可以看出虽然上半年疫情带来了较多的不确定性，房企多数开竣工受到一定影响，但下半年在融资环境收紧，“三道红线”的政策压力下，房企拿地普遍较为谨慎，且多数房企加速去化抓回款，虽然存货规模仍然有所上升，但增速较 2019 年进一步收窄。

图：样本房企 2017-2020 年存货总量及存货同比增速（单位：万亿元）



数据来源：企业年报、CRIC

TOP3 房企碧万恒存货规模皆达万亿。截至 2020 年底，存货规模达到万亿的房企有三家，分别是恒大 1.4 万亿元、碧桂园 1.1 万亿元和万科 1 万亿元，其中碧桂园和万科是首次进入万亿行列。虽然存货规模仍在上升，但三家房企的存货总量增速较上年亦有所下降，其中在 20 年中期处于红档的恒大更是存货增速同比下降了 15 个百分点，这与恒大全年在控规模降库存方面做出不少动作分不开，尤其是营销方面从 2 月的线上售楼处营销活动开始，2020 年全年恒大集团层面营销活动不断，其中如根据去化率设置不同优惠折扣等取得了较好的成果。

表：2018 年-2020 年 TOP3 房企存货规模（单位：万亿元）

企业名称	2018 年 存货总里	2019 年 存货总里	2020 年 存货总里	2020 年 同比增长	与 2019 年 增幅变化
中国恒大	1.1	1.3	1.4	5.9%	-15.5pts
碧桂园	0.7	0.9	1.1	26.2%	-1.4pts
万科地产	0.8	0.9	1.0	11.7%	-7.8pts

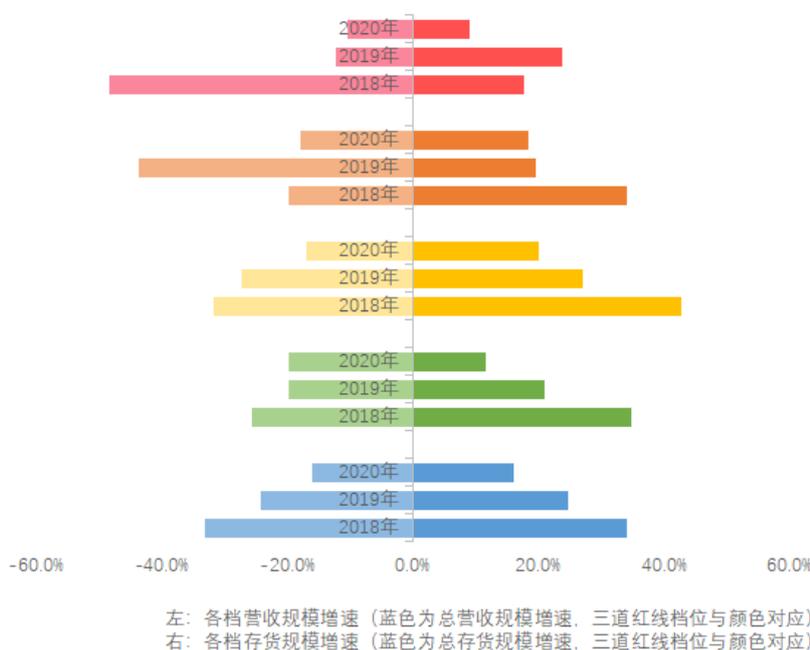
数据来源：企业年报、CRIC

(2) 红档存货总量增速下降显著，绿档节奏稳健

在“三道红线”的政策下，红档加紧控规模。截至 2020 年年底，红档房企控库存规模颇具成效，增速规模较上年下降最多，较上年下降 14.9 个百分点，存货规模增速降至 8.9%；其次是绿档房企，绿档房企相对稳健，财务控制较好同时也积极降库存，2020 年同比下降 9.2 个百分点，存货规模增速控制在 11.6%；黄档房企存货规模增速较上年下降 7.2 个百分点，总体存货规模增速为 19.9%，橙档总体存货规模增速在 18.3%，同比仅降 1.3 个百分点，主要是由于大部分处于橙档的房企本身存货规模相对较低，即使债务水平相对较高，房企仍需要维持一定的存货水平支撑企业发展，所以存货规模增速下降较少。

对比营收增速，绿档和红档房企的存货总量增速慢于营收增速，也说明大部分处于该两档的房企在加快结转，降低存货的资金沉淀。红档房企的营收增速只下降了 1.8 个百分点至 10.4%，高于存货增速 8.9%；绿档营收增速为 19.7%，远高于存货规模 11.6%。可以看出这两档未来存货规模增速仍有进一步下降趋势。黄档和橙档营收规模增速略低于存货增速，这两档房企有不少房企自身规模较低，或者在千亿左右，仍处于扩张期，因此在存货方面仍然有一定比例的投入。这部分房企需要多关注自身债务情况，平衡规模、盈利和负债。

图：样本房企 2018-2020 年各档房企营收及存货增速对比



数据来源：企业年报、CRIC

02 围绕土储去化周期 动态调节投资节奏

存货作为会计概念，土地成本是其初始计量的重要组成部分。更为具象来看，与房企销售更直接相关的数据则是土地储备。从这个角度，我们选取拿地销售比和土储去化周期两个指标，来反映房企近三年来的投资态度和趋势，总结房企调节土储规模的机制，并且分析不同档位的房企投资动作背后的动机。为了保证指标的连续性，我们从 80 家重点监测房企中筛选了 57 家作为分析对象，根据 2020 年中期企业的财务指标，这其中包含有 6 家绿档房企、31 家黄档房企、10 家橙档房企和 10 家红档房企。

1、政策后降温明显，红橙两档投资力度低于平均

(1) 政策前积极补仓，拿地销售比微升至 0.34

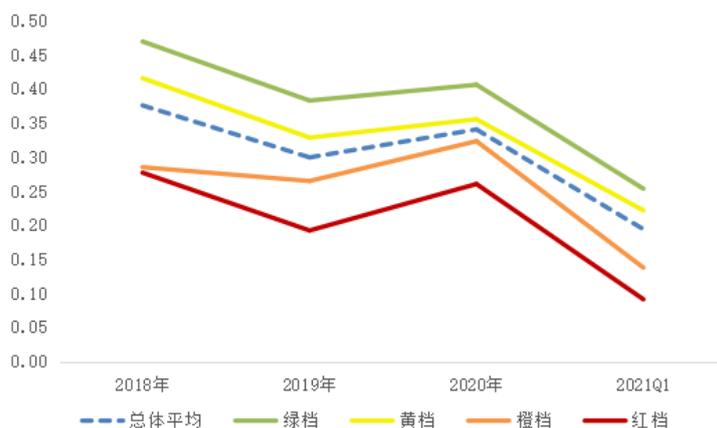
从 57 家房企平均拿地销售比来看，2018 至 2020 年经历了先降后升的趋势。相比 2019 年，2020 年平均拿地销售比由 0.30 升至 0.34，表现为更加积极的拿地态度，但仍低于 2018 年 0.37 的平均水平。具体来看，2020 年拿地动作主要集中在 1-8 月，平均拿地销售比为 0.4，在“三道红线”政策出台后，市场迅速降温，9-12 月的平均拿地销售比降至 0.27。2020 年一季度，在“集中供地”的影响下，下降趋势更加明显，平均拿地销售比降至 0.19。在各项调控政策出台前，2020 年的拿地销售比之所以有小幅上升，主要有两方面原因，一是要及时补充消耗的土储，以维持总土储规模在一定的水平，保证足够的后备资源。就这 57 家房企而言，2020 年平均销售建面达 1355 万平方米，平均销售额约 1887 亿元，分别同比上升 11% 和 12%。销售规模保持正增长，拿地规模也不能掉队，全年平均土地投资额同比增长 28% 至 642 亿元。二是出于规模目标

的考虑，为达成更高的销售目标，除依赖现有土储释放，还需要更多新增可售货值给予支撑。比如德信中国曾提出，2021-2023年的战略目标是保持20%-30%的年复合增长率，为了达成目标，2019和2020年的拿地销售比分别为0.65和0.59，明显高于行业平均水平。

(2) 动态调整投资，绿黄档房企投资态度高于平均

绿黄档房企拿地销售比高于平均，而橙红档房企拿地销售比低于平均。2020年8月，三道红线政策出台，房企被划分为红橙黄绿四档。虽整体拿地销售比呈现小幅上升趋势，但在内部出现了分化。究其原因，绿档财务稳健，尚有空间保持较为积极的拿地态势，主要为头部规模房企，包括中海、保利、龙湖等。黄档财务压力不大，大部分拿地销售比大于平均值0.34，这部分既包括了部分规模房企，也包括处向外扩张期的弘阳、建发等，剩下小部分拿地销售比低于平均，基本采取了深耕策略，比如新力、美的置业等。橙档红档房企则囿于监管压力，未能放开手脚拿地，尤其是红档房企，虽2020年拿地销售比增速最快，但拿地销售比仍低于其余档位房企，表现为拿地力度不足，其中不乏规模房企，例如恒大、融创等。一方面是更注重有质量发展，如恒大始终将“控规模”作为土地投资的主基调；另一方面，通过投资节奏的放缓，能在三道红线下逐步改善自身的财务状况。**2021年，随着政策深入和部分房企降档成功，预计融资预期会更加明朗，投资态度会更加明显。**

图：2018-2021Q1 各档位房企拿地销售比



备注：数据来自CRIC排行榜，2018年为操盘口径，2019年、2020年、2020Q1为全口径

数据来源：CRIC整理

2、平均土储去化周期逐年下降，各档向3-4年靠拢

(1) 整体土地储备去化周期较18年下降6个月

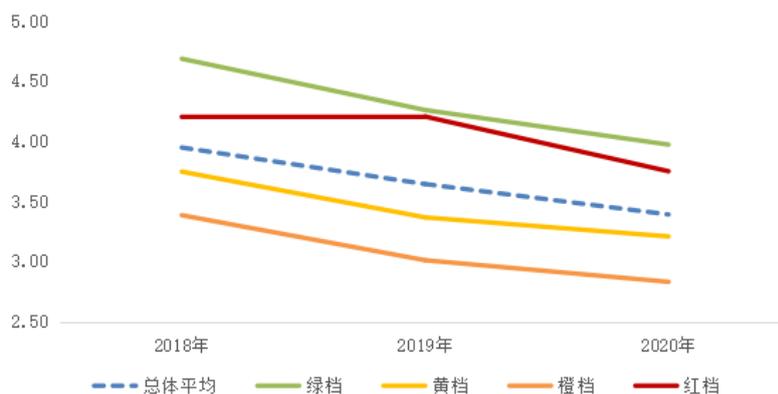
房企的投资与消化速度相抵消，最终影响某个时间截点的总土储规模，这些土储资源释放，能给未来的销售提供保障。如果总土储规模小，未来在规模冲刺上可能会受到限制，而总土储规模大，又会加大库存压力，造成资金沉淀。一般而言，在考虑企业销售速度的情况下，当前的总土储规模能满足3-4年左右的去化是最为适宜的，即土储去化周期的合理区间为3-4年。通过研究2018-2020年典型房企的土储去化周期，我们发现平均土储去化周期都落在3-4年范围内，且呈现了均匀下降的趋势，由2018年的3.95年降至2020年的3.39年，也就是说总土储去化周期平均下降了半年时间。意味着在合理范围内，近三年占用房企资源的土储“变轻”了。

(2) 红档土储去化周期下降明显，各档之间差距收窄

从各档位房企的土储去化周期来看，有主动调整的痕迹。特别是红档房企在销售端加快节奏，土储去化周期明显下降，除此之外，黄档和橙档房企投资力度不减，**土储去化周期虽在下降但降速放缓，最终各档房企的去化周期差值变小，趋于一致。**

具体来看，**绿档的去化周期平稳下降**，一方面总土储规模平稳上升，增速维持在3%左右；另一方面，销售规模平稳增长，近两年的销售面积增速分别为14%和11%。由于总土储建面规模大，目前消化周期最长，但处健康水平。因为各项财务指标正常，只要保持投资和去化的平衡，库存压力不大。**黄档和橙档房企目前土储去化周期低于平均水平**，主要是总土储建面均值较低导致的，样本房企中落在这两档的多为中小规模房企。2020年受疫情影响，销售放缓但投资力度不减，于是土储去化周期的降速放缓。以弘阳为例，2020年全口径拿地销售比维持在0.6，总土储建面同比增长约19%，但销售面积同比增长21%，所以土储去化周期降至3.4，但降幅没有之前明显。**红档房企主要通过加速去化来减缓库存压力**，在其余档位房企销售增速放缓的情况下，红档房企销售面积增速基本保持在10%，2020年追平其他房企。同时由于土储的消化，总土储建面增幅较小甚至有所降低，因此土储去化周期降幅最大。以恒大为例，近三年的总土储建面规模逐年下降，2020年同比下降21%，土储去化周期也由2019年的4.9下降到了2.9，主要是由于去化加速且投资放缓。全年不休的营销计划，加速了去化，销售面积同比上升了35%，但同时投资放缓，投资额同比下降了3%。

图：2018-2020年各档位房企土储去化周期（单位：年）



备注：土储去化周期=当期期末总土储建面/当期全口径销售建面

数据来源：CRIC整理

03 周转与盈利均好利于发展 超限负债限制未来空间（部分略）

具体到各个企业而言，我们结合了企业多项指标对当前库存管理水平以及未来预期作出定量分析和判断：

纵轴代表企业当前的管理能力，主要从企业的存货周转月数、近3年营收增长率，近3年加权平均毛利率来判断企业管理能力，能保证存货高速流转且营收持续高增，盈利能力也较为突出的房企，我们认为是当前存货管理能力突出的房企：

- **存货周转月数**：代表企业周转能力，存货周转月数越短代表库存管理能力越优秀。
- **近3年营收复合增长率**：代表业绩增长能力，保障营收增长的高周转才真正高效。
- **近3年加权平均毛利率**：代表盈利能力，毛利率越高的企业未来存货变现能力越强。

横轴代表企业未来前景，主要从企业的土储去化周期和负债水平两个指标来衡量企业未来前景，我们认为土地储备充足且负债指标较优的房企未来增长空间更加充足：

- **土储去化周期**：以 CRIC 总土储排行口径（企业已确权土地中未售部分）数据作为企业当前土地储备，参考企业 2020 年销售面积，计算企业当前土储去化周期，两集中下我们认为若企业土储较多则有利于未来增长，为正向指标；
- **三道红线负债指标**：参考三道红线监管要求，我们以企业 2020 年底的剔除预收账款资产负债率、净负债率（永续债作为债务）和现金短债比作为企业的负债指标参考，企业负债压力小，代表未来可支配资金多，增长潜力也更大。

- 1、明星型企业前景向好，新城双轮驱动盘活资产（略）
- 2、压力型企业存货管理有待提升，债务压力影响发展（略）

04 现房库存再度升高 关注城市库存消化审慎投资

三道红线和两集中等强监管环境之下，房企正在将存货做“轻”，效果已有显现，从存货周转和存货规模包括土地储备和去化周期这些指标上都有体现。但是同时房企的存货管理也面临着诸如现房库存升高，存货减值计提大幅上升等一系列的挑战。我们建议企业除了调整存货管理策略之外，还可以从数字化升级、城市库存监测和精准投资等方向入手，有效加快存货周转，降低风险。

1. 挑战：现房库存升高，计提存货跌价损失增加

(1) 现房存货占比止降回升，房企去库存压力仍在

现房库存首次止降回升，企业去库存压力增加。截止目前，重点监测的 80 家房企中，共有 52 家房企披露了 2020 年存货明细，据统计 52 家重点监测房企的现房库存总量为 9570 亿元，相比 2019 年上升了 21.8%，增速明显领先存货总量增幅。企业现房库存占比也由 2019 年的 10.48% 上升至 2020 年的 11.00%，终结了持续 4 年的下降趋势，首次回升。虽然 2020 年有疫情影响，但是实际上下半年企业施工竣工已经完全恢复，也有不少企业通过赶工降低甚至消除了疫情带来的影响，因此企业的现房库存反弹值得重视，企业的去库存压力再度回升。

表：52 家样本房企已竣工存货占比



备注：样本房企为截止至目前已发布存货明细的 52 家重点房企，由于部分企业上市较晚，2016、2015 年样本不足 52 家

数据来源：企业年报、CRIC 整理

(2) 房企计提存货跌价准备金额大幅度提升

市场分化，调控趋严，房企存货跌价准备大幅增加。除了现房库存积压之外，房企存货减值问题也非常突出。房企存货减值计提主要是依据成本和可变现净值之间的差值，若可变现净值低于预计的总成本，代表未来该项目入市之后将出现亏损，因此房企则会预见性地按照这一差值提前计提存货跌价损失。从原因上来看，基本是两种情况，一是早期高价拿地遇到限价等调控措施，销售价格不及预期导致最终亏损，二是市场进入下行区间，企业降价跑量导致销售价格不及预期。所以存货的计提不仅使当期利润受到很大影响，也能代表一种盈利能力趋势，若企业计提存货减值持续维持高位或连续增多，则代表企业当时的投资策略有一定的问题，导致项目盈利能力较差。根据我们监测，2020年12家监测企业计提的存货跌价损失同比增长超过了一倍，中国金茂、金融街在年内计提了比较大额的存货减值，拖累了企业盈利；而招商蛇口则连续两年计提超过20亿元的存货减值，万科、新城、信达等2020年计提存货减值金额都有明显上升。

表：样本房企2019、2020年存货跌价损失及存货跌价准备/存货账面价值情况

企业简称	存货跌价损失（亿元）		存货跌价准备/存货账面价值	
	2019年	2020年	2019年	2020年
中国金茂	0.00	30.59	0.00%	3.04%
招商蛇口	20.92	25.27	1.16%	1.32%
万科A	11.37	19.81	0.33%	0.42%
新城控股	9.77	16.06	0.53%	0.86%
信达地产	4.20	11.71	1.35%	3.89%
金融街	0.00	9.00	0.00%	1.10%
大悦城	1.49	7.22	0.48%	1.20%
华侨城A	0.75	4.63	0.05%	0.23%
金科股份	9.81	4.10	0.48%	0.51%
城建发展	0.40	3.29	0.19%	0.52%
迪马股份	2.38	1.05	0.78%	0.64%
荣安地产	0.37	0.06	0.15%	0.08%
总计	61.47	132.78	0.27%	0.51%

备注：存货跌价准备总计为当年年末存货跌价准备总额/当年年末存货总量

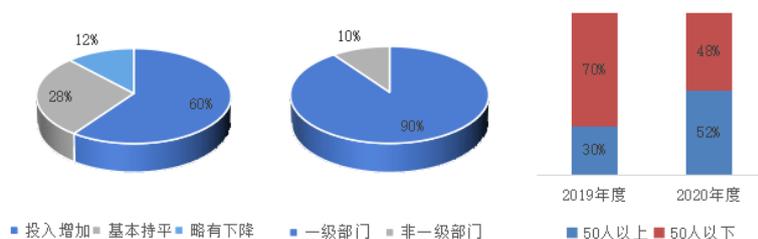
数据来源：企业年报、CRIC整理

2、建议：数字化加强管控，关注城市库存审慎投资

(1) 数字化线上化流程，贯通数据落实“大运营”

结合数字化手段，提升管控和资金效率。三条红线、两集中政策管控体系之下，房企的债务受到严格管控，因此房企正在向“更轻”的经营模式转型。除了从策略上入手之外，我们建议企业在提升管控时可以借助一些数字化手段，例如建设数据库、流程管理系统实现对项目流程的实时管控，贯通各个部门，提升管理效率，实现大运营场景布局。根据CIOCC发布的《2020年地产数字化转型发展报告》，2020年TOP50房企中六成都增加了数字化投入，九成把信息部作为一级部门，而去年该比例不到四成，房企信息团队人数同样有明显增长。

图：房企数字化投入情况 图：房企信息部门作为一级部门比重 图：房企信息团队规模比例



数据来源：2020年克而瑞科创访谈与调研数据、CRIC整理

(2) 关注城市库存，做好成本测算审慎投资

除了从内部管控上提升存货管理之外，在土地投资时也需要谨慎选择城市。根据 CRIC 监测，2020 年以来，全国百城商品住宅库存呈现一个缓步爬升的态势，截止至 2020 年 2 月底全国百城商品住宅狭义库存总量上升 7%。其中二线涨幅居首，达到 11%；一线城市同比增幅与三四线城市相近，涨幅基本持稳在 3%，库存持续提升的大背景之下，我们建议企业在城市选择时：

关注城市库存，谨慎选择去化良好，库存消化周期适中的城市。虽然目前来看整体库存风险可控，但企业在投资时需要关注城市发展的不均衡和一城一策的管控体系造成的城市市场分化问题。一些热点城市持续供不应求，土地价格高涨，部分二线和三四线城市库存持续积压，去化周期已经超过 3 年。并且我们预计这种分化效应将持续加强，一线和热点二线城市持续加强调控，但短期内也难以抑制购房热情，库存去化周期持续下降，而一些缺乏基本面支撑的三四线城市例如洛阳、北海、日照等中部内陆城市，人口净流出，市场购买力匮乏，库存压力将持续增大，企业在投资时需规避这种城市。

审慎投资，做好成本测算，不盲目追求热点，有效减少存货减值。一般而言，库存去化周期较短的城市往往短期内热度较高，因此拿地会引起争抢，若是高价入市，很有可能由于限价等因素造成亏损，计提存货减值的情况；而市场持续下行的城市即便降价走量都难以有所改善，同样造成企业盈利能力的下降。两集中下 22 城土地市场竞争可能进一步加剧，因此我们建议企业在投资拿地时做好成本测算，不要盲目追求热点城市，确保项目的盈利空间充足，避免由于存货减值造成盈利受损的情况。

表：百城 2021 年 2 月末商品住宅库存量去化周期和同环比变动情况（单位：月）（略）