



存货结构改善，周转效率微降

——【2018年房企库存调查】

企业1组

2019.5.13



参与人员：

沈晓玲、冯惠、汪维文、查明仪

目录

第一部分：存货总量持续上升但增幅有所收窄	4
1、房企存货增速开始有所控制	4
2、发展战略影响存货规模增减	4
2.1、恒大存货规模突破万亿大关	5
2.2、力高、滨江等企业存货增速均在 100%以上	6
2.3、两类企业存货规模较期初有所缩减	6
第二部分：房企存货周转率再度下滑	4
1、下半年房企存货周转率下滑，全年同比微降	6
2、提高存货周转能力有利于提升企业竞争力	7
2.1、加速周转有利企业营收提升	7
2.2、多重因素造成企业存货周转受阻	7
第三部分：大部分房企去化压力持续改善	7
1、已竣工存货占比连续三年下降	7
2、两类房企面临库存压力	8
2.1、合生创展连续三年库存积压	8
2.2、政策限制导致瑞安房地产竣工存货占比偏大	8
2.3、宝龙地产积极去化同时加大纳储降低竣工存货比例	9
总结：市场起伏导致房企存货周转压力增大	9

前言

2018 年调控政策由紧到松，但整体来看，“房住不炒”总基调并未改变。全国商品房销售面积、金额增速自 2018 年年初以来逐月下滑，至年中受企业集中备案和业绩冲刺等因素，小幅拉升；而步入下半年以来，随着热门城市“四限”政策效应的逐步显现，加之经济下行压力，商品房成交规模增速也随之持续降低；土地市场方面，2018 年土地市场在供应有所增加，进而带动了市场整体成交体量的上涨，但地价并未随体量而上涨，反而迎来 5 年内首次回调；企业方面，2018 年，中国房地产行业整体业绩规模进一步增长，其中 TOP100 房企全年的销售金额进一步同比增长 35%，但业绩增速较前两年有所放缓。

为了说明房企 2018 年的运转情况，我们对存货数据进行了梳理，作为衡量房企发展能力的重要指标之一，存货规模的多少、去化速度都密切关系着企业的销售业绩和利润水平。一方面，每家房企的发展战略、产品定位、销售能力等情况各异，以至于每家房企存货情况也会有所差异；而另一方面，面临市场行情的变化，房企在库存增加和去化的把控也会不一样。那么，哪些房企在存货规模和去化把握上相对较为合理，哪些房企又有待提高呢？

4 月下旬，我们发布了《2018 年中国房企总土储货值排行榜 TOP100》，里面主要涉及“总土储货值、总土储建面”两个指标，该指标与企业获取的地块建面与地块所在位置的商品房均价相关，主要是为分析企业未来是否可以满足持续的合约销售规模增长。而本文涉及的“存货”是从会计的概念，以金额计价的除了包含土地成本，还包括建安成本、材料成本等各项成本，与此相关的指标可以反映企业投资开发力度及周转情况。本次我们以 171¹家已发布 2018 年财务报告的房企为研究样本，摘取 4 项指标数据——“存货总额、已竣工存货、营业成本、营业收入”，通过“存货规模总量、已竣工存货总量、已竣工存货占比、存货周转次数”等指标，分析房企在存货规模、周转效率、去化能力等方面存在的差异以及原因，并分别指出存货规模较为合理、周转效率较好、去化能力较强的典型企业，同时也给指标相对不如人意的企业一些提醒。

¹ 由于海德股份、华鑫股份、宁波富达、浙江广厦、中航善达五家企业主营业务变更，因此在本次研究中，我们剔除了这五家企业，企业样本总数由 176 家调整为 171 家

第一部分：存货总量持续上升但增幅有所收窄

1、房企存货增速开始有所控制

房企存货一般按房地产开发产品、非开发产品分类，其中房地产开发产品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可提供给企业发展的库存资源有多少。其中，已完工开发产品是指已建成、待出售的物业；在建开发产品是指尚未建成、以出售为目的的物业；拟开发产品是指所入的、已决定将之发展为已完工开发产品的土地。存货是按照成本进行初始计量的，房地产开发产品成本包括土地成本、建安成本和其他成本，符合资本化条件的借款费用，亦计入房地产开发产品成本。

总的来说，房企存货规模持续提升，增幅有所收窄。截至 2018 年底，171 家房企存货总规模达 111032 亿元，同比增长 25%，增幅相比上一年下降 7 个百分点。其中，64 家重点房企 2018 年存货规模同比增长 27%，增幅较去年下降了 8 个百分点。从各企业存货规模来看，共 29 家房企存货超 1000 亿元，较 2017 年增加了 6 家，且 TOP3 强门槛较去年提升了 1654 亿。整体来看，三年来房企存货规模不断上升，但在库存增速上有所控制。

强者恒强，存货规模 TOP20 强与销售 TOP20 强高度吻合。从存货规模 TOP20 强房企来看，除首开、金科、华侨城非销售 TOP20 强房企之外，其余企业均为销售 TOP20 强企业。明显看出，大部分资源还是掌握在强者手中。并且存货总量 TOP20 房企在整体存货比重达 61%，与上一年占比基本持平，行业“强者恒强”现象凸显。

表 1-1：2016-2018 年 171 家典型房企存货规模（亿元）

企业范围	2018 年 存货规模	同比 2017 年增速	2017 年 存货规模	同比 2016 年增速	2016 年 存货规模
171 家典型房企	111032	25%	88612	32%	67346
64 家重点房企	95658	27%	75558	35%	56171

数据来源：企业年报、CRIC

2、发展战略影响存货规模增减

截止 2018 年底，171 家企业中近 7 成企业存货总量上升，其中 64 家重点房企中仅 4

家企业存货规模有所缩减，整体还是呈现增长趋势。由于各家企业的发展战略不同，故在各家企业的存货规模增减上也出现了差异，一些企业已经拥有足够的存货，故开始将“规模和效益”放在了同等位置上，另一些企业为保证自身在行业内的地位，在客观和主观上均有进一步增加的意愿，当然也有一部分企业因为经营模式的不同，虽然存货规模有所缩减，但补仓压力不大。

2.1、恒大存货规模突破万亿大关

销售三甲同时位居存货规模三甲。截至 2018 年底，恒大、万科、碧桂园销售前三甲以超 6800 亿存货规模，同时位居存货规模前三甲，仅 3 家房企存货总额就占了 171 家整体的 23%且 TOP3 强门槛较去年提升了 1654 亿。

恒大存货规模突破万亿大关，连续三年位居榜首。恒大截止 2018 年底存货规模达 10938 亿，首次突破万亿大关，但存货增速有所控制。恒大存货增速有所控制，主要有两方面原因：一方面，恒大自 2017 年底存货规模突破 9000 亿以来，就已经遥遥领先于其他房企；另一方面，在 2017 年业绩报告会上，恒大就在主观上提出“保持规模适度增长、审慎拿地”的投资策略，要坚定不移地实施“规模+效益型”发展模式，实现低负债、低杠杆、低成本、高周转的“三低一高”经营模式。更值得一提的是，企业拥有大量优质的低成本土地储备，据 2018 年恒大企业年报，截至 2018 年底，恒大在 228 个城市拥有项目 811 个，土地储备达 3.03 亿平方米，继续稳居第一，且一二线城市占比达 66.2%，平均土地成本仅 1635 元/平方米，相比去年进一步下降了 4%，极具竞争优势。

前三甲中，碧桂园存货规模同步增长 73%，增速最快。自 2016 年以来，碧桂园存货规模上升趋势明显，增幅均在 45%及以上。而 2018 年存货同比增幅达到了 73%，可见企业的增加存货的态度之积极。截止 2018 年底，碧桂园存货总量达 6801 亿，首次进入存货总量 TOP3 强行列。存货规模的稳步上升，主要得益于近年来积极的土地投资策略。2015-2017 年，碧桂园在土地市场上表现十分活跃，土地投资额每年增长率均在 170%以上，2017 年全年更是投入 4795 亿元，拿地销售比达 87%。2018 年，公司新增土储总量虽然有所下降，但仍领先于其他房企，全年新增土地投资预期权益建筑面积约为 8648 万平方米。

表 1-3：销售 TOP3 强房企 2016-2018 年存货总量情况（亿元）

企业名称	2018 年 存货总量	2017 年 存货总量	2016 年 存货总量	2018 年 流量金额排名
------	----------------	----------------	----------------	------------------

中国恒大	10938	9536	6589	3
万科地产	7503	5981	4674	2
碧桂园	6801	3931	2495	1

备注：港币换算人民币以 0.87805 计算

数据来源：企业年报、CRIC

2.2、力高、滨江等企业存货增速均在 100%以上

本部分略

2.3、两类企业存货规模较期初有所缩减

本部分略

第二部分：房企存货周转率再度下滑

1、下半年房企存货周转率下滑，全年同比微降

房企存货周转率出现进一步下滑，与 2018 年下半年房地产市场走弱有关。171 家典型房企 2018 年存货周转次数为 0.35 次，同比下降了 0.01 次。其中，64 家重点监测房企的存货周转次数为 0.36 次，同比下滑 0.01 次，与 171 家典型房企一致。房企存货周转的变化与市场走势转变有关，2018 年上半年市场仍然保持惯性增长，年中时房企存货周转率相较于 17 年同期仍有所上扬，而下半年市场形势急转直下，多个城市去化率出现了不同程度的回调，最终导致房企全年存货周转率数据出现了一定的下滑。

表 2-1：2016-2018 年企业平均存货周转次数（次数）

企业范围	2018 年 平均存货周转率	2017 年 平均存货周转率	2016 年 平均存货周转率
171 家典型房企	0.35	0.36	0.40
64 家重点房企	0.36	0.37	0.41

数据来源：企业年报、CRIC

2、提高存货周转能力有利于提升企业竞争力

从存货周转次变化来看，高周转率普遍带来了营业收入的上涨。企业的营收变化与存货周转率变化呈正相关关系，从直接数据来看，2018 年企业的存货周转率上涨的企业中 91.4%的企业都取得了营业收入的增长，而存货周转率下滑的企业中仅有 50.9%的公司取得营收增长。主要是因为存货周转率指标一定程度上反映了房企销售能力和使用资金效率，因此周转的加快同步带来营业收入上涨也就不难理解。

2.1、加速周转有利企业营收提升

轻资产战略是房企周转率提升的助推器。由于 2018 年融资收紧，多家房企都提出了要轻资产化发展的企业战略，以瑞安房地产为例，2018 年其存货周转率大涨 0.41 来到 0.82 次，处于行业领先水平，自 2015 年提出轻资产策略以来，瑞安房地产一方面通过持续处理大宗资产降低存货，另一方面通过引入险资共同拿地降低企业资金压力。2018 年企业资产处置收入高达 150.4 亿元，占全年营业收入的 61%，截至 2018 年末，瑞安房地产的存货总量下降 34%，周转率上涨 0.41 次，资产处置使得企业存货总量下降从而提升了周转率。同时也为企业带来了较高的运营效率和稳健的财务状况，2018 年瑞安收入同比增长 35%，净负债率降至 40%。在新项目投资方面，瑞安房地产出资 25%联合太保寿险、永业集团以总价 137 亿元拿下上海新天地地块，大幅度补充上海土储的同时通过险资合作降低企业资金压力。但是值得注意的是，瑞安直接出售项目的轻资产运营模式虽然提升了存货周转，但也压缩了企业的利润率，2018 年瑞安房地产毛利率净利率分别为 28.8%和 10.8%，同比下滑 13.8 和 1.8 个百分点。同样轻资产战略的还有朗诗集团，但是其轻资产模式主要是通过代建和小股操盘等方式进行。

2.2、多重因素造成企业存货周转受阻

本部分略

第三部分：大部分房企去化压力持续改善

1、已竣工存货占比连续三年下降

由于房地产销售有其特殊的预售制度，所以一般项目在未竣工之前均已进入销售且陆续

实现售罄，如果项目在已完成竣工的情况下还未售完，我们一般都认为该项目存在销售困难的情况，故我们通过研究竣工存货的占比，来了解企业面临的去化压力，进而分析企业当前的销售结构和运营模式。

已竣工存货占比连续三年下降，企业旧项目去化压力逐渐缓解。总体来看，截至 2018 年 12 月 31 日，在 64 家重点监测房企中，已竣工存货总量为 11298 亿元，较去年末的 10076 亿元增长 12.1%，低于存货总量 27% 的增幅，企业去化能力较好；已竣工存货占比较去年末下降 1 个百分点至 12%，继续延续三年来保持的下降趋势，说明企业的营运能力也普遍提高。整体来看，企业去化压力持续改善。

近七成房企已竣工存货占比下降。在 64 家重点监测房企中，近七成房企 2018 年已竣工存货占比下降，全部为销售额百强以内的房企。下降幅度较大的如正荣集团、旭辉集团、绿城中国，较年初下降均在 9 个百分点以上。尽管销售百强房企依然通过招拍挂、收并购等方式积极补充库存，但是凭借企业存货周转次数的提高，区域结构的优化以及有效的消化了较多的已竣工存货，减缓了其库存压力。

表 3-1：2016-2018 年 64 家重点房企已竣工占比

企业范围	2018 年 已竣工存货占比	2017 年 已竣工存货占比	2016 年 已竣工存货占比
64 家重点房企	12%	13%	16%

数据来源：企业年报、CRIC

2、两类房企仍然面临库存积压

2018 年 64 家重点监测企业平均竣工存货占比为 12%，同比 2017 年再度下降 1 个百分点，其中有 15 家房企竣工存货占比在 20% 以上，4 家房企的占比超 30%，合生创展竣工存货占比 43%，为竣工存货占比最高企业。企业竣工存货占比较高可以细分为两种情况：一是去化压力较大导致竣工存货占比高居不下，例如合生创展；二是限价导致企业入市意愿不强，项目开盘滞后，而企业竣工存货大幅度下降主要是出于企业去化速度加快，同时部分企业由于存货总量大幅度增长，也一定程度上稀释了竣工存货的比例，例如宝龙地产。

2.1、合生创展连续三年库存积压

本部分略

2.2、政策限制导致瑞安房地产竣工存货占比偏大

本部分略

2.3、宝龙地产积极去化同时加大纳储降低竣工存货比例

本部分略

总结：市场起伏导致房企存货周转压力增大

总体来说，2018 年政策保持高压,全年房地产市场也起伏较大,房企存货总量保持上涨趋势但是已有所收窄,已竣工存货占比连续三年保持下降趋势,但存货周转率也再次出现了下滑,说明企业虽然去化压力不小,但是在去库存方面却也所改善。通过对数据汇总可以发现,房企存货情况呈现以下两大特点:

1、**房企存货规模头部聚集效应同样明显,存货总量前二十强集中度再度升高,结合销售情况来看出现强者恒强的特点。**从存货规模来看,集中度情况与销售业绩相同,呈现集中度升高且呈现强者恒强的局面。2018 年存货总量前 20 强占 171 家房企总量的 61.0%,同比 2017 年再度提升。在《2018 年中国房地产企业销售 TOP200》中,流量金额排行 20 强中有 17 家房企同时位列 2018 年存货 TOP20 强榜单,比 2017 年增加了 1 家企业,恒大、万科、碧桂园位仍然列存货总量前三强。可以看出,大型房企由于存在规模以及资金优势,为了保证企业规模的长期增长,在获取土地方面力度较大导致资源倾斜的趋势愈加明显,而土地作为房企销售的基础,因此两者呈现高度相关,存货总量较大企业销售业绩普遍较高。

2、**融资的收紧和市场的起伏使得房企周转战略发生转变。**2018 年,虽然 171 家房企存货规模进一步提升,但是增幅已经出现了收窄,整体存货周率与去年相比再次出现下降,可以看出房企尽管仍然希望保持扩张,但是融资的收紧和下半年市场风向的转变使得企业的去化面临了一定的阻力。而结合各大房企在业绩会上对 2019 年市场的预判以及对 2019 年销售的展望可以发现,企业 2019 年销售目标提升幅度都出现了不同幅度的收窄,普遍认为 2019 年是房地产市场的“小年”,行业进入平稳发展阶段。同时多家企业提出不再追求高周转模式,而转为降低速度着力提升发展质量。

结合市场走势以及数据情况,我们预计 2019 将会呈现以下两种趋势:

1)**房企投资向一二线回归,收并购及合作开发力度将会增大。**2018 年下半年开始,土地市场进入低潮期,流拍率上升、土地平均溢价率下滑等情况屡见不鲜。而随着 2019 年融资的放松,房企资金压力得到一定缓解,同时伴随着市场的分化,房企则更加偏爱风险较低

的一二线城市，预期未来将加大一二线城市的拿地力度。但是由于一二线土地相对紧俏，呈现僧多粥少的局面，因此除了在招拍挂市场参与竞争之外，房企将积极拓展拿地方式，通过收并购、合作开发等多种途径来补充土地储备。

2) 2019 年房企的存货周转率可能仍会微降。从市场角度来看，2019 年市场政策虽有放松，但是从房企 2018 年业绩发布会上对后市的预判来看，普遍认为 2019 年市场将降速进入平稳发展阶段。由于大中型房企销售规模较大，想要再度大幅提升业绩不易，因此相应的在企业战略规划方面都普遍收窄了 2019 年的业绩目标增长幅度，而由于存货资源在头部企业集中效应明显，因此大型房企存货周转的下降极大可能会带来整个市场存货周转的下滑，但是结合房地产开工投资增长数据来看，房企存货周转率下降空间不大，预计全年可能会小幅度下调。