



## 易居季度报告系列

2019 年三季度

# 上市房企存货研究报告

概念与指标

20 家房企总况

20 家房企分类

20 家房企排名

结论与趋势

## 20 家房企存货去化周期连升 3 个季度， 预计 4 季度销售压力继续增大

### 报告摘要：

- 1、截至 2019 年 3 季度末，20 家房企存货规模达 29309.9 亿元，环比增长 8.4%，同比增长 16.2%。同比增速较 2 季度回落，仍处于历史较低水平，这是因为 2019 年 3 季度仍延续了 2 季度的调控政策，房企资金面仍较为紧张，拿地意愿不高。20 家房企存货去化周期为 13.6 个月，环比增长 4.6%，同比增长 8.7%。
- 2、按规模分类：2019 年 3 季度，除了超大房企，大型和中型房企存货同比增速均出现回落。结合 3 季度房企融资端仍偏紧来看，超大房企在加速回款和融资成本及渠道上优势明显。从去化周期来看，超大、大型与中型房企存货去化周期均有所变长，环比分别增长 5.5%、19.7%和 2.3%。
- 3、按性质分类：2019 年 3 季度，央企、地方国企和民企存货同比增速分别为 14.5%、16.1%和 16.3%，民企拿地最为积极。除地方国企，央企和民企的存货同比增速均有所回落。央企、地方国企和民企存货去化周期环比均出现增长，其中央企增速最快。
- 4、预测：从销售端来看，结合今年“金九银十”均落空来看，4 季度虽临近年末，大部分房企会加大推盘力度冲业绩，但调控不放松下市场降温态势难以扭转，商品住宅成交量恐难以大幅增长。此外，就目前形势来看，土地市场仍较低迷，资金链较强的也只是少数龙头房企。从基期值来看，2018 年 4 季度存货同比增速较低。因此，预计 2019 年 4 季度房企的存货同比增速大概率企稳，去化周期继续上行。

存货是房企未来可变现的重要资产。存货规模过大或过小均会造成一定的经营风险。若规模过小，房企可能会因土储不足而被动补库存；若规模过大，房企可能会因过于激进的拿地策略导致债务攀升，后续政策调控从严可导致存货转化成资金难度增加，从而去化周期延长且资金吃紧。

## 一、概念与指标

报告选取了 20 家 A 股上市房企的存货、预收款、毛利及合同销售额，数据来自于各企业的公司公告，其中存货、预收款均为会计核算口径。

以万科集团 2018 年年报为例，存货分为完工开发产品（已建成待售）、在建开发产品（含已预售）、拟开发土地和其他。存货以成本进行初始计量，包括采购成本、加工成本和其他成本。其中，完工开发产品、在建开发产品、拟开发土地为主要构成，三项占比已高达 99.8%。在数据处理上，我们将预售部分的成本从存货里扣除。因此，本报告的存货口径为未销售的房企存货。

预收款是指企业按照合同规定预收的款项，因会计准则要求公司在进行房地产项目销售时，以该项目完工并已向购买方办理交付手续为时点确认销售收入。目前国内商品房销售采取的是期房预售制度，已建预售的收入记在财报的预收款中。此外，考虑到年末房企冲销量的影响，我们将季度的预收款及合同销售额做了平滑处理。

计算公式为：

$$\text{去化周期} = \frac{\text{存货} - (\text{预收款} - \text{毛利润})}{\text{合同销售额}}$$

## 二、20 家房企概况

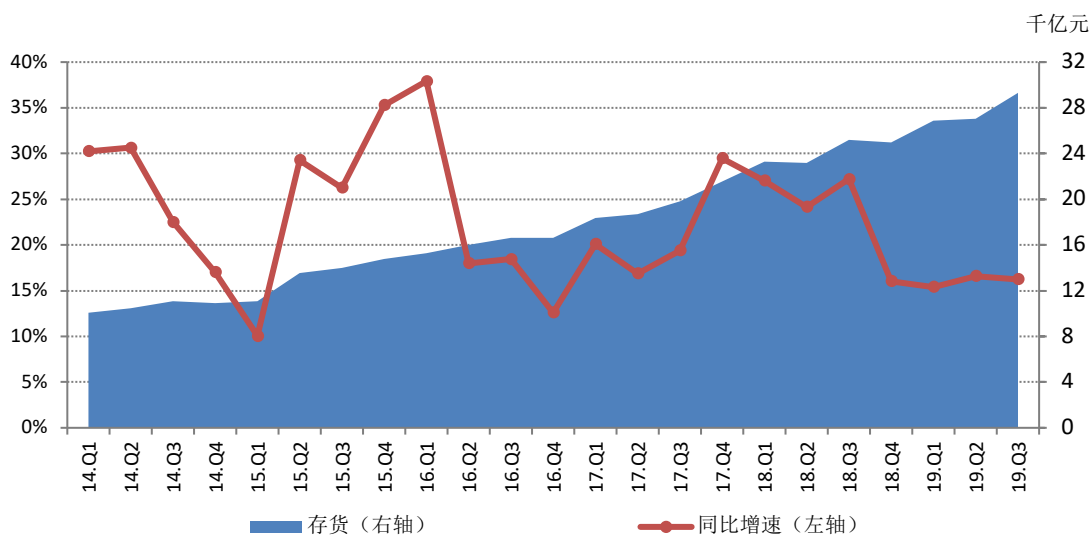
### 1、3 季度存货同比增速回落

截至 2019 年 3 季度末，20 家房企存货规模达 29309.9 亿元，环比增长 8.4%，同比增长 16.2%。同比增速较 2 季度回落，仍处于历史较低水平，这是因为 2019 年 3 季度仍延续了 2 季度的调控政策，房企资金面仍较为紧张，拿地意愿不高。7 月发改委发布房企外债备案登记的通知，房企发行外债只能用于置换未来一年内到期的中长期境外债务，房企海外发债融资环境紧缩。8 月底，多家银行收到窗口指导，要求房地产开发贷额度控制在 2019 年 3 月底时的水平。

观察数据可知，自 2014 年至 2019 年 3 季度，20 家房企存货规模呈现持续增长态势，同比增速与房地产市场走势相似。2014 年经历了同比增速大幅回落，体现了楼市降温期。在 2014 年“930 政策”和 2015 年“330 政策”信贷全面宽松的刺激下，2015 年楼市火热，存货同比增速提高，呈上升走势。同年 12 月，中央经济工作会议提出供给侧改革中的房地产去库存政策，2016 年房企存货同比增速呈下行趋势。2017 年至 2018

年3季度，房企存货同比增速又有所提高，受2018年“731会议”影响楼市低迷，2018年4季度同比增速大幅回落。

图1 20家房企存货及同比增速<sup>1</sup>



数据来源：公司公告、易居研究院

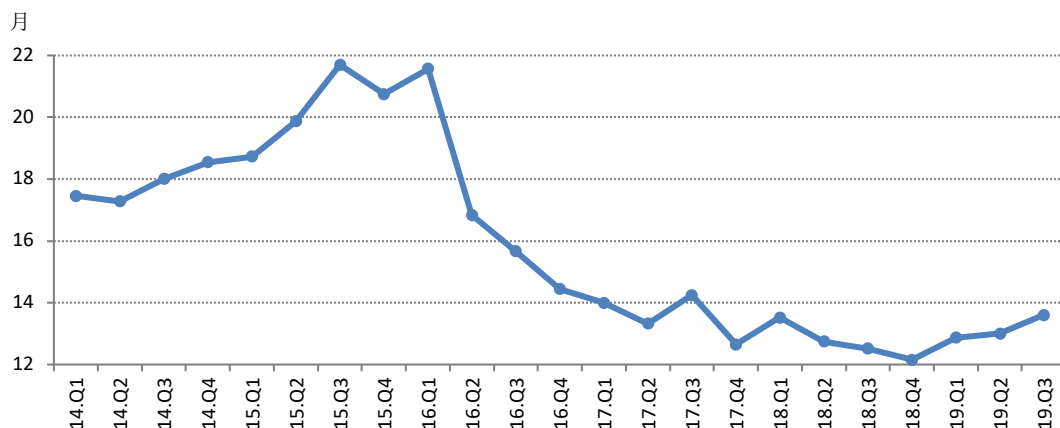
(<sup>1</sup>注：部分企业2015年上市，2014年数据根据其存货占比推算得来)

### 2、3季度去化周期持续上行

2019年3季度，20家房企存货去化周期为13.6个月，环比增长4.6%，同比增长8.7%。3季度20家房企延续了去化周期上行趋势，今年“金九”成色不足，新建商品住宅成交上涨乏力，房企存在一定的项目去化压力。

观察历史数据，2014年至2015年3季度房企去化周期呈现上行走势。2016年房地产去库存工作成效显著，去化周期从2015年3季度的高点21.7个月降至2016年4季度的14.5个月。2017年去库存仍如火如荼地进行，虽房企存货同比增速提高，房企拿地变积极，但4季度去化周期再次下探至低点12.7个月。2018年房企存货同比增速回落，多城市土地市场偏冷，甚至出现流拍现象，至4季度去化周期再度缩短至12.2个月。

图2 20家房企存货去化周期<sup>2</sup>



数据来源：公司公告、易居研究院

(注：部分企业 2015 年上市，2014 年数据根据其存货及预收款占比推算得来)

### 三、20 房企分类

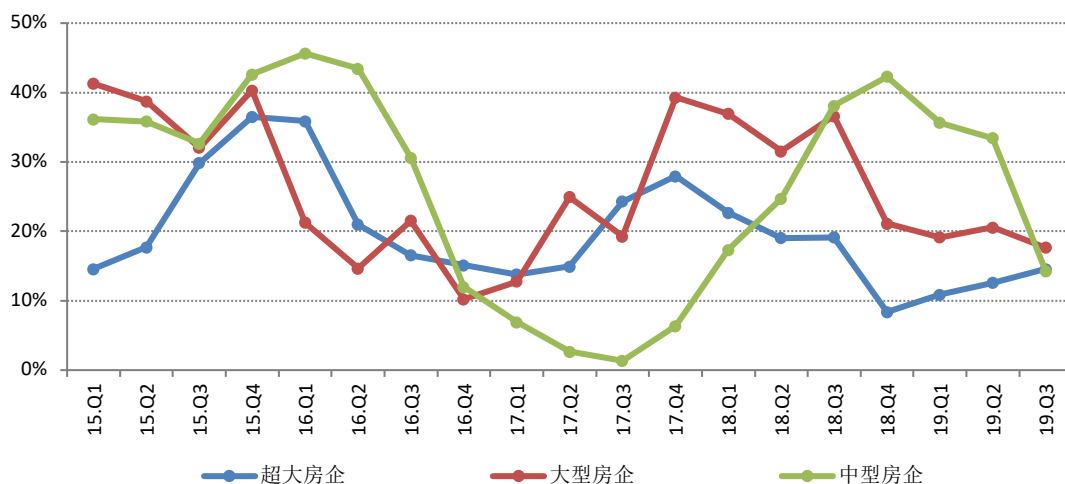
#### 1、按规模分类

将 20 家房企按 2018 年克而瑞中国房地产企业销售规模排行榜分为三类，5 家 1500 亿以上的超大房企：万科集团、保利地产、绿地控股、新城控股、华夏幸福；11 家 500~1500 亿元的大型房企：世茂股份、荣盛发展、首开股份、蓝光发展、泰禾集团、中南建设、阳光城、金科地产、招商蛇口、大悦城、金地集团；4 家 500 亿元以下的中型房企：华发股份、华远地产、光明地产、信达地产。

2019 年 3 季度，超大房企、大型房企、中型房企存货同比增速分别为 14.6%、17.6% 和 14.3%。除了超大房企，大型和中型房企同比增速均出现回落。结合 3 季度房企融资端仍偏紧来看，超大房企在加速回款和融资成本及渠道上优势明显。

根据历史数据来看，中型房企存货同比增速波动幅度较大，即受拿地条件和自身财务状况影响较大。据悉，部分城市土拍要求开发商有相关资历，或自持一定比例，或缴纳的保证金不得为银行贷款、股东借款、转贷和募集资金，需商业金融机构出具资信证明。因此，各类型房企的拿地窗口期不尽相同。

图 3 20 家房企按规模分类存货同比增速

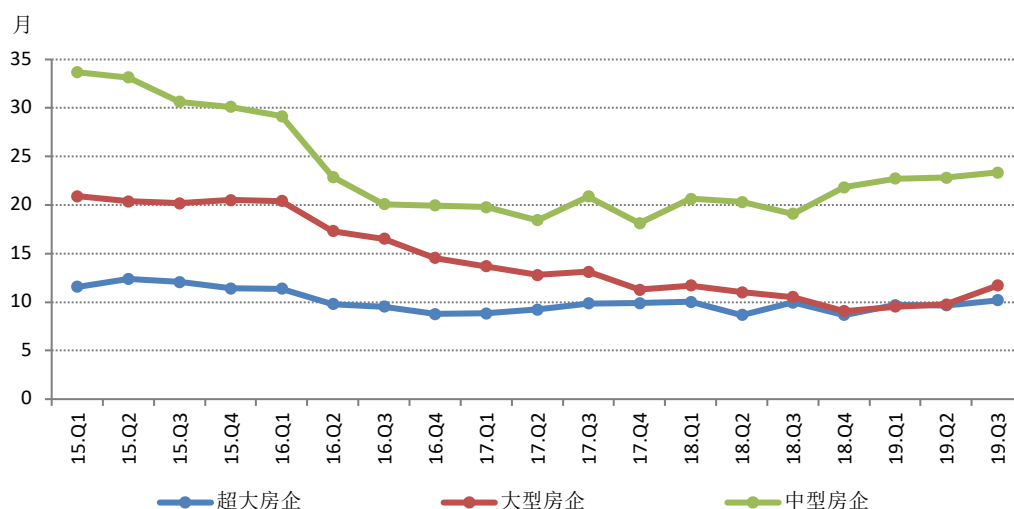


数据来源：公司公告、易居研究院

从去化周期来看，2019年3季度，超大、大型与中型房企存货去化周期均有所变长，分别为10.2、11.7和23.3个月，环比增长5.5%、19.7%和2.3%。

根据历史数据，自2015年1季度以来，超大房企存货去化周期最短，大型房企次之，中型房企去化周期最长。超大房企和大型房企走势相近，均呈现平缓下行的趋势。近一年以来，两者去化也达到了同等水平。而中型房企独树一帜，去化周期经历了先降后升，此趋势正好与存货同比增速的走势一致。相比之下，超大房企和大型房企去化周期受存货规模变化的影响较小。

图4 20家房企按规模分类存货去化周期



数据来源：公司公告、易居研究院

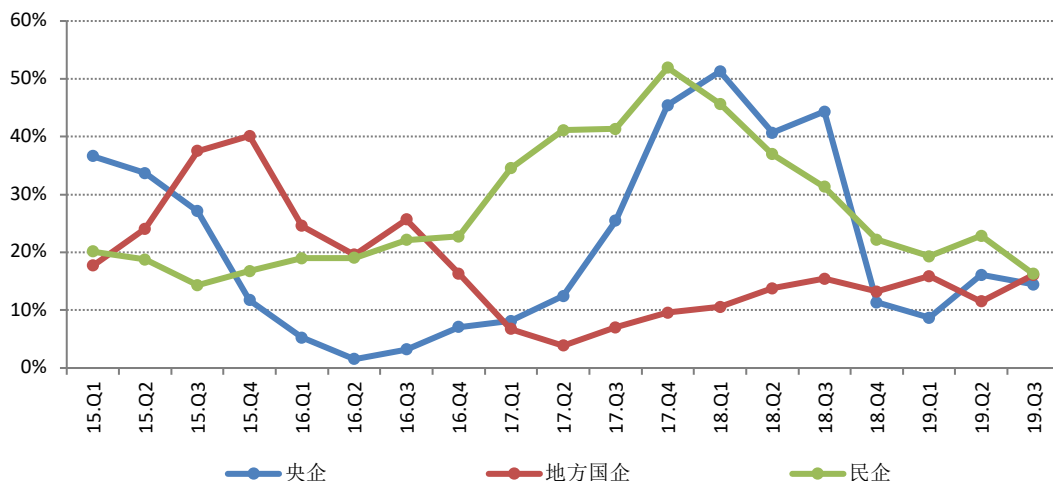
## 2、按性质分类

将 20 家房企按性质分为三类，4 家实际控制人为国务院国资委/财政部的央企：保利地产、招商蛇口、大悦城（原中粮地产）、信达地产；6 家主要控制权为地方国资委的地方国企：光明地产、首开股份、华发股份、华远地产、绿地控股、万科集团；10 家民企：蓝光发展、泰禾集团、中南建设、阳光城、金科地产、招商蛇口、金地集团、世茂股份、新城控股、华夏幸福。

2019 年 3 季度，央企、地方国企和民企存货同比增速分别为 14.5%、16.1%和 16.3%，民企拿地最为积极。除地方国企，央企和民企的存货同比增速均有所回落。

观察历史数据，2015 年至 2016 年 9 月，土地市场溢价率上升，2015 年央企存货同比增速最高，2016 年地方国企接棒；这两年，凭借自身拿地优势和资源，央企和地方国企大有助推土地高溢价之嫌。2017 年，民企存货同比增速大幅提高，一是央企和地方国企对政策利好感知灵敏，民企较为后知后觉；二是在房地产业兼并重组现象加剧，民企不得不扩充土储及规模、增加其估值来应对行业整合。

图 5 20 家房企按性质分类存货同比增速

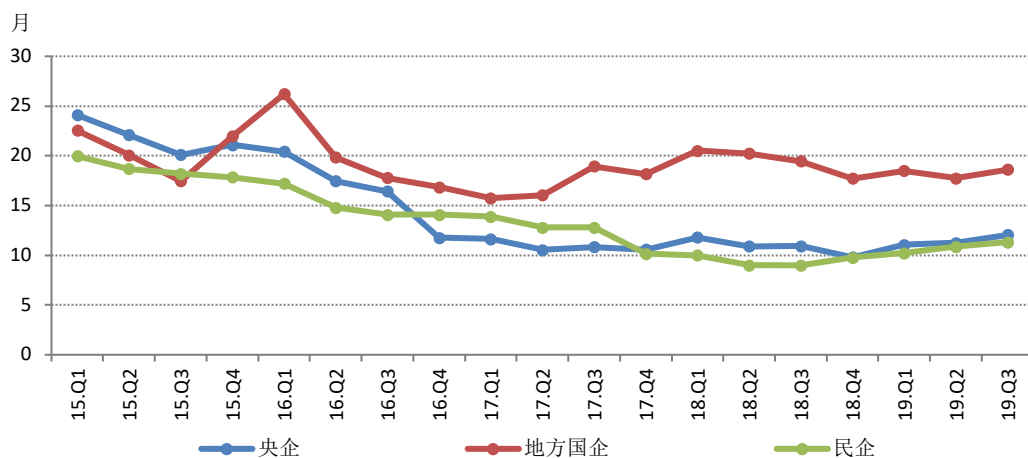


数据来源：公司公告、易居研究院

2019 年 3 季度，央企、地方国企和民企存货去化周期分别为 12.0、18.6 和 11.3 个月，环比均出现增长，其中央企增速最快。根据历史数据来看，2015 年 1 季度至 2018 年 4 季度，央企和民企存货去化周期呈现下行趋势。总体来看，地方国企存货去化周期相对较平稳。



图6 20家房企按性质分类存货去化周期



数据来源：公司公告、易居研究院

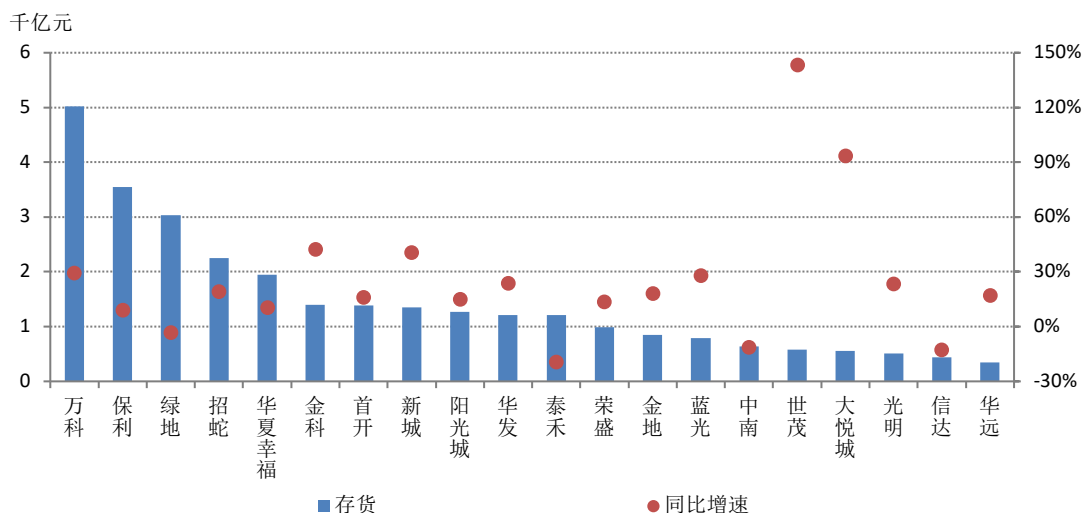
#### 四、20 房企排名

存货规模是公司规模的体现，截至3季度末，20家房企中存货规模位列前三的是万科集团、保利地产、绿地控股，排在末三位的是华远地产、信达地和光明地产。从存货同比来看，世茂股份增速最为显著，高达143.2%，而泰禾集团增速仍最慢，为-19.3%。

3季度，存货同比增速下降的房企名单中新增了信达地产，同比下降-12.8%。2015年至2017年间，信达在上海、广州、深圳、杭州、合肥五地拿下8个“地王”，随着2018年限售限价调控，“地王”项目的去化压力一定程度上拖累了公司的销售和回款。虽2019年多次发行公司债及股权转让，但经营性及投资性现金流在3季度仍出现了下滑，资金链持续吃紧对企业拿地及战略有一定影响。

图7 2019年3季度20家房企存货及同比增速排名



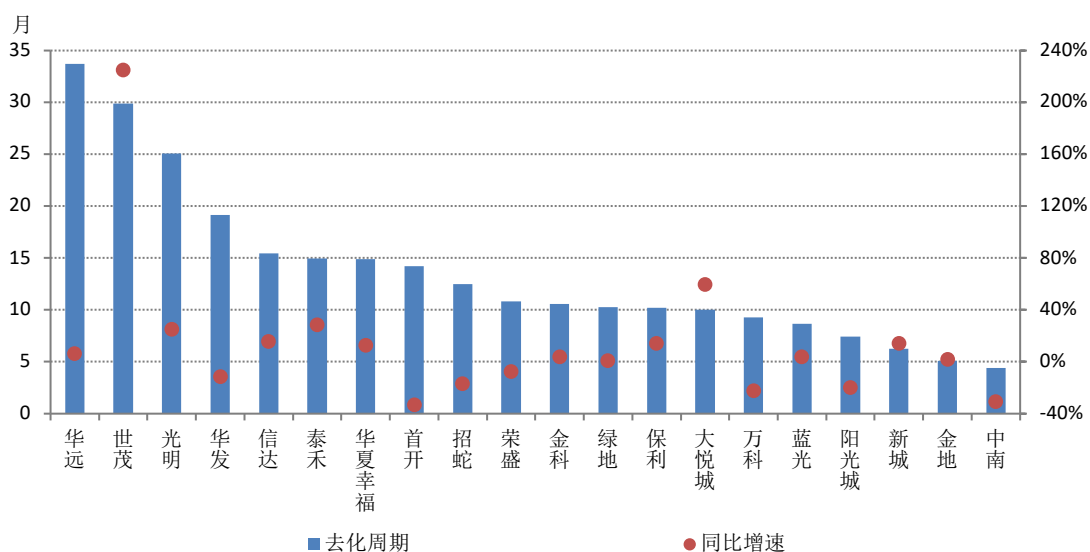


数据来源：公司公告、易居研究院

在 20 家房企中，3 季度去化水平排在前三位的是中南建设、金地集团和新城控股，排在后三位的是华远地产、世茂股份和光明地产。去化周期的同比增速来看，世茂股份增速最快，高达 154.6%，而首开股份最慢，为-33.2%。

综合存货来看，3 季度万科存货增速为 29.2%，在 20 家房企中位列第五，但去化周期有所缩短。相比上半年的保守，3 季度万科在拿地力度明显加大，主要为一二线城市，新增的建筑面积近前三季度总和的一半。值得注意的是其净负债率仍处于行业低位，自有资金相对来说较为充裕。在行业严厉调控期，类似于万科的龙头房企更能顺应周期，呈现稳步增长。

图 8 2019 年 3 季度 20 家房企存货去化周期及增速排名



数据来源：公司公告、易居研究院

## 五、结论与趋势

存货是房企未来的销售储备，越是大型房企，资源集中能力越强，存货规模也越大，这有利于其市场规模的扩大和版图的战略布局。但存货规模也并非越大越好，关键要与市场运行与房企战略相匹配。房企存货去化呈现以下规律：超大房企去化周期短，大型房企其次，中型房企去化周期相对较长。综上所述，运营效率上超大房企易形成强者恒强的良性循环，加速行业集中度的提升。此外，在此轮房地产周期中，民企迎来了其快速扩张发展的时机。存货规模快速上升，存货去化周期保持在稳定水平。

从销售端来看，结合今年“金九银十”均落空来看，4季度虽临近年末，大部分房企会加大推盘力度冲业绩，但调控不放松下市场降温态势难以扭转，商品住宅成交量恐难以大幅增长。此外，就目前形势来看，土地市场仍较低迷，资金链较强的也只是少数龙头房企。从基期值来看，2018年4季度存货同比增速较低。因此，预计2019年4季度房企的存货同比增速大概率企稳，去化周期继续上行。

执笔人：上海易居房地产研究院 研究员 姚方

电话：021-60868898

邮箱：yaofang@ehousechina.com



## 联系方式

地 址：上海市广中路788号秋实楼10楼

邮政编码：200072

电 话：021-60868898(朱老师)

邮 箱：zhuguang@ehousechina.com

传 真：021-60868811

网 址：<http://www.yiju.org>

### 免责声明

本报告的信息均来源于公开资料，本机构对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考。本报告版权仅为本机构所有，未经许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为上海易居房地产研究院，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

