



易居季度报告系列

2020 年一季度

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

1 季度 20 家上市房企去化周期骤增， 小阳春量能偏弱不及去年，预计 2 季度销售压力不减

核心观点：

- 2020 年 1 季度，中型房企及民营房企无论存货还是去化，受到的负面影响都最大。龙头大型房企不仅净负债率不高，2019 年销售回款也较坚挺；央企国企融资成本较低，资金实力较强；这类房企 2019 年 4 季度就已大量拿地，相对疫情这种黑天鹅事件，明显风险抵御能力较强。
- 预计 2020 年 2 季度 20 家房企存货同比增速较 1 季度小幅提升。受疫情影响，截至 2020 年 1 季度末，20 家房企存货环比微增，同比增速已处于历史低位。后市来看，疫情后房企不但融资端出现好转，3、4 月央行持续货币放量增加流动性；而且，部分地方政府也在土地市场上持较开放态度，近期各房企投拓节奏也有所加快。土地市场积压的需求在 4 月开始明显释放，4 月全国土地市场活跃度提升。
- 预计 2 季度 20 家房企去化周期继续上行。从销售端来看，因疫情影响今年楼市小阳春延迟到 4、5 月，但目前来看，即使积压的购房需求在释放，商品住宅成交量较去年仍有不小的差距。2020 年 5 月 22 日，政府工作报告提到坚持房住不炒。调控未出现放松，受经济下行压力加大的影响，预计未来几个月楼市成交量能偏弱。

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、1 季度存货环比同比增速均较慢

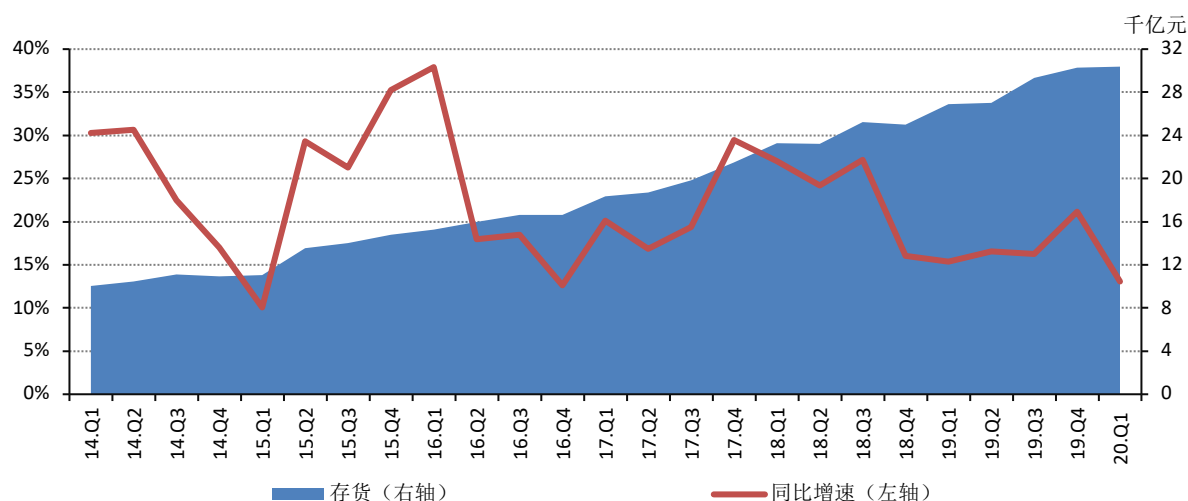
截至 2020 年 1 季度末，20 家房企存货规模达 30377.5 亿元，环比增长 0.3%，同比增长 13.0%，环比同比增速均较慢。存货同比增速较 2019 年 4 季度有所回落，主要是 2018 年年末存货计提较多，而 2019 年年末房企大多只是对部分三四线城市的土地进行存货计提，因此 2019 年 4 季度同比增速出现突增。

后市来看，疫情后房企不但融资端出现好转，3、4 月央行持续货币放量增加流动性；而且，部分地方政府也在土地市场上持较开放态度，各房企投拓节奏也有所加快。

观察数据可知，自 2014 年以来，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 年楼市回暖，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。2019 年 2 季度土地市场回暖，下半年房企融资环境收紧，房企资金面较

紧张，拿地意愿不高。7月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。

图1 20家房企存货及同比增速¹



数据来源：公司公告、易居研究院

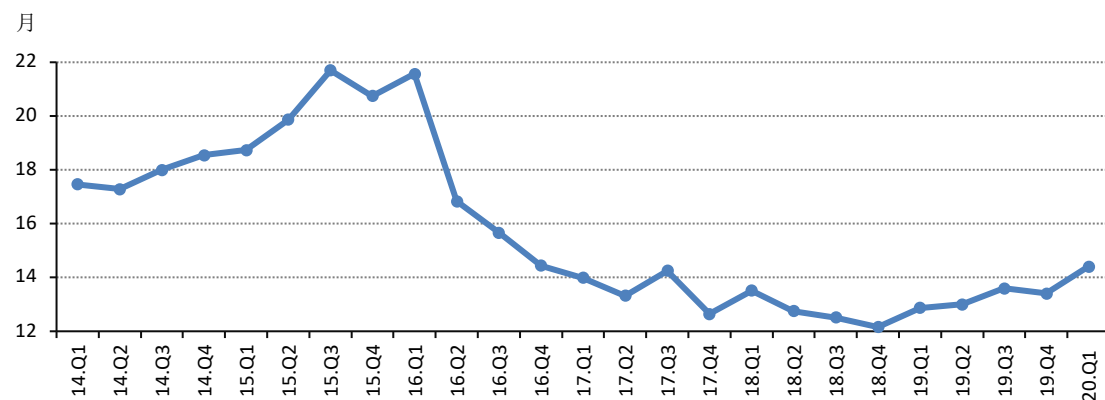
(¹注：部分企业2015年上市，2014年数据根据其存货占比推算得来)

2、1季度去化周期持续上行

2020年1季度，20家房企存货去化周期为14.4个月，环比增长7.5%，同比增长11.9%。1季度20家房企延续了去化周期上行趋势，因疫情影响，很多售楼处4月才正常开放，但土地市场3月率先复苏，导致1季度去化周期骤增。

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，此后经历了2016和2017年的房地产去库存，虽房企存货同比增速提高，拿地变积极，但去化周期持续下探。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季度去化周期下探至低点12.2个月。自2019年1季度至2020年1季度，因楼市降温，房企去化周期步入上行通道。

图2 20家房企存货去化周期²



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

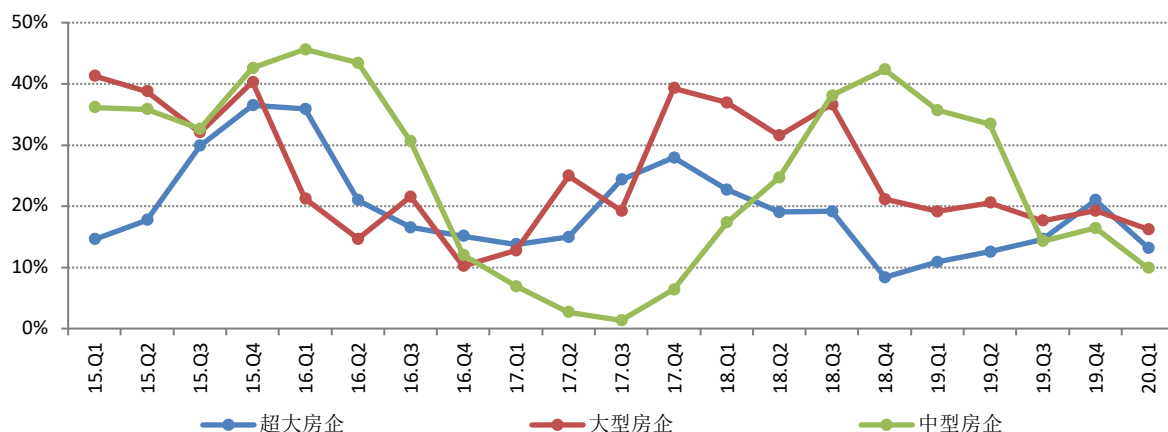
1、按规模分类

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。

2020 年 1 季度，超大房企、大型房企、中型房企存货同比增速分别为 13.2%、16.2% 和 9.9%，同比增速均出现回落，中型房企回落最明显。2019 年 4 季度，三类房企存货同比均有所增长，超大房企存货同比增速明显，除了净负债率不高，坚挺的销售回款也给了龙头房企拿地的底气。

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

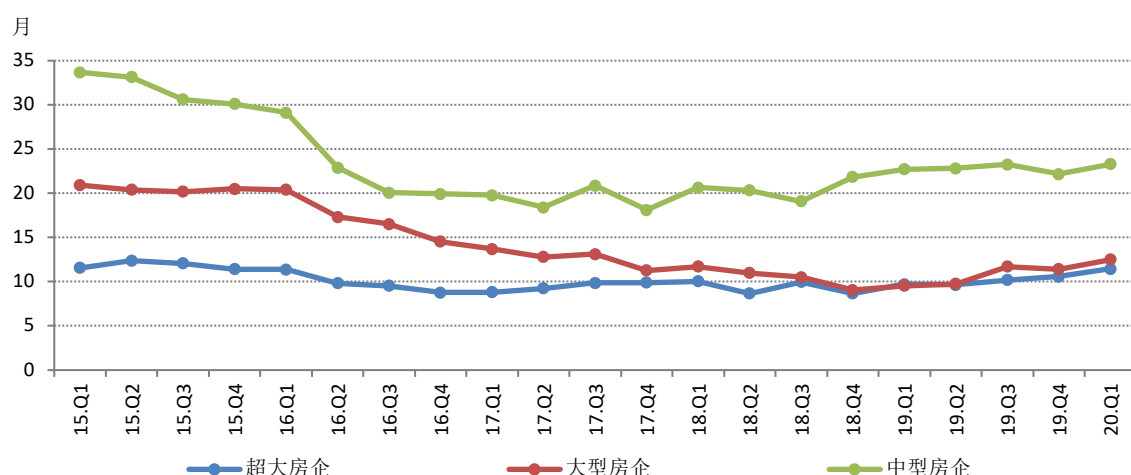


数据来源：公司公告、易居研究院

从去化周期来看,2020 年 1 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 11.5、12.5 和 23.3 个月,环比增长 8.3%、9.5%和 5.0%。无论房企规模大小,均抵不过黑天鹅事件影响。

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。三类房企走势相近,去化周期均经历了先降后升,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。值得注意的是,超大和大型房企在 2018 年 4 季度后去化周期上行,而中型房企在 2017 年 4 季度后去化周期上行,上行幅度也较大。2018 年楼市调控升级,诸多地王项目被套,对房企去化也有所拖累。

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

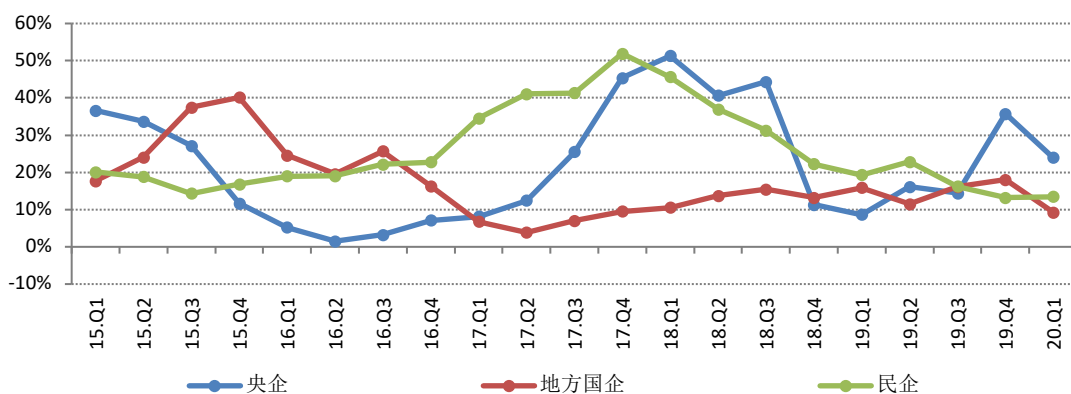
2、按性质分类

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。

2020年1季度，央企、地方国企和民企存货同比增速分别为24.0%、9.2%和13.5%，央企拿地仍最为积极。在2019年4季度融资面较紧时，央企、国企资金实力雄厚，拿地动作就较多，存货同比增速提升，其中央企最为明显。

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帮助推土地高溢价之嫌。2017年，民企存货同比增速大幅提高，主要原因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；二是此时楼市一片向好，民企拿地意愿也较强。

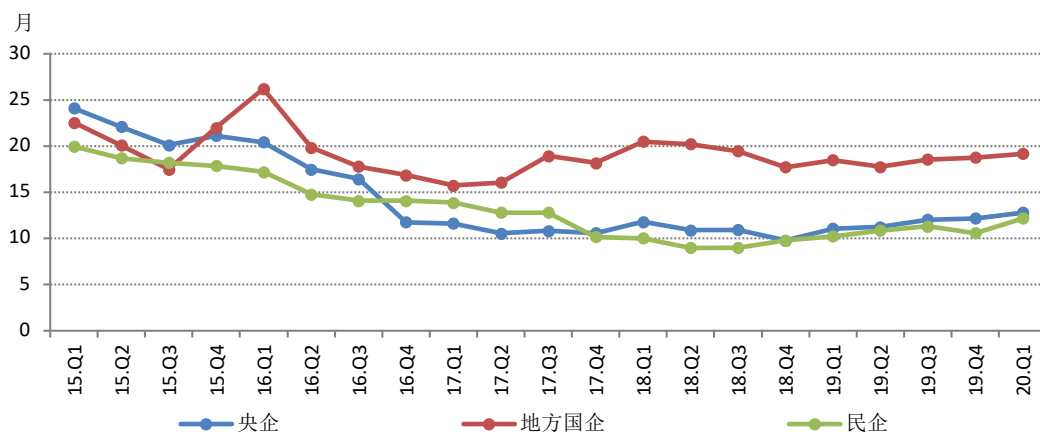
图5 20家房企按性质分类存货同比增速



数据来源：公司公告、易居研究院

2020年1季度，央企、地方国企和民企存货去化周期分别为12.8、19.2和12.2个月，环比均出现增长。其中民企去化周期环比和同比增速都最快，由此可见，民企受疫情影响也最严重。根据历史数据来看，2015年至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



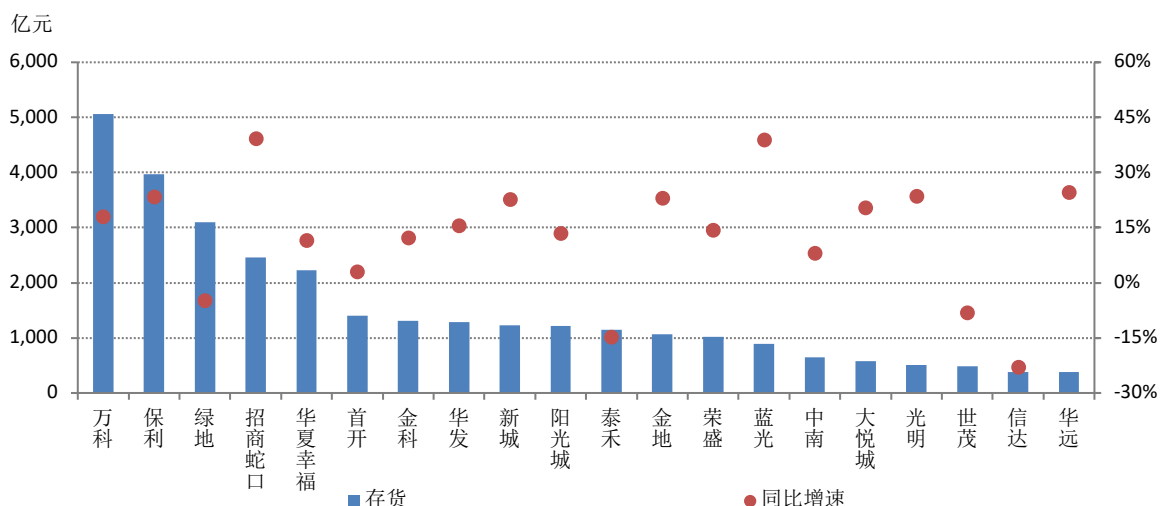
数据来源：公司公告、易居研究院

四、20 房企排名

存货规模是公司规模的体现，截至1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、信达地产和世茂股份。从存货同比来看，蓝光增速最为显著，为38.9%；信达地产增速最慢，为-23.0%。信达2015年至2017年拿下了8个“地王”，作为央企过于激进，此后信达拿地受到相关部门的限制。此外，2019年信达多次发行公司债及股权转让，资金链持续吃紧对企业拿地及战略有一定影响。

1季度20家房企中仅4家同比增速下降，信达和泰禾均存在前期扩张过于激进，楼市调控升级后难免有些被动吃力。绿地和世茂2019年已经大量拿地，同比下降可能与其拿地节奏有关。总体来看，未出现重大问题的房企为维持一定的规模增速，仍在积极补充弹药。

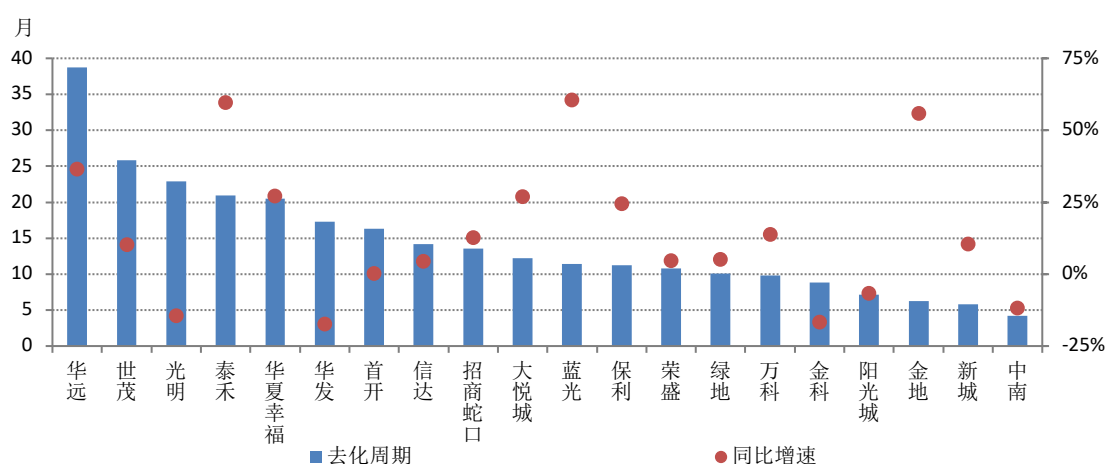
图7 2020年1季度20家房企存货及同比增速排名



数据来源：公司公告、易居研究院

在 20 家房企中，1 季度去化周期较短的是中南建设、新城控股和金地集团，周期较长的是华远地产、世茂股份和光明地产。从去化周期的同比增速来看，蓝光集团去化周期大幅拉长。综合存货来看，1 季度蓝光存货增速为 38.9%，拿地力度较大。仅 3 月，蓝光就新增了 7 个房地产项目，海外债公司债也大量发行。华发集团去化周期明显缩短，主要是其为冲规模 2019 年去化加速，销售主要集中在珠海及华东区域。这两个区域 2019 年楼市有所复苏，其中珠海 2019 年限购松绑，粤港澳大湾区又带来政策利好；而华东地区 2019 年楼市相对全国也较强。

图 8 2020 年 1 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：超大房企去化周期较短，大型房企其次，中型房企较长。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，民企迎来了快速扩张的契机；存货规模快速上升，存货去化周期保持在平稳水平。

从销售端来看，因疫情影响今年楼市小阳春延迟到4、5月，但目前来看，即使积压的购房需求在释放，商品住宅成交量较去年仍有不小的差距。2020年5月22日，政府工作报告提到坚持房住不炒。调控未出现放松，受经济下行压力加大的影响，预计未来几个月楼市成交量能偏弱。此外，土地市场积压的需求在4月开始明显释放，全国土地市场活跃度有所提升。预计2季度存货同比增速较1季度小幅提升，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。

