

从疫情影响，到“三条红线”融资管理细则落地，不少房企尤其是红档、黄档企业融资端承压，现金流吃紧，“降库存、抓回款”成为很多房企重要课题。2021年以来两集中供地政策出台，商票数据纳入监管，表外负债逐渐浮出水面，此外试点重点房企被要求购地金额不得超过年度销售额的40%。因此想要在控杠杆的大环境下维持企业的稳健发展，房企必须从自身营运入手提高效率，这成为其未来生存的重要举措。

为此，我们筛选了80家重点监测房企，分析了企业并表营收和归母利润的效率；同时结合合同负债建立营收保障倍数，判断未来营收增长预期；此外还对房企真实存货消化周期及存货周转效率等库存压力建立了评价体系。本文通过对上述企业运营效率指标解读，以分析运营管理过程中遇到的挑战，并结合当下的政策和市场环境给出建议。

01

房企合作增加

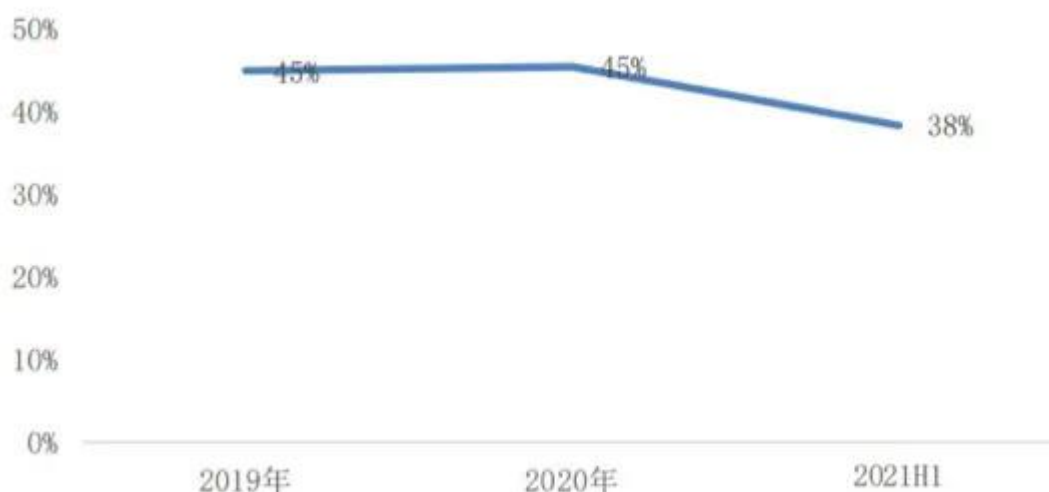
并表效率和表内权益皆下降

1、并表效率逐年下滑，房企表外投资增多

(1) 整体并表效率40%上下，且有下降趋势

近年来，为平衡规模与风险，越来越多的企业选择合作开发，同一个项目甚至存在4家以上开发商参与的情况。于是在行业内，房企的规模攀升迅速，但实际在财务报表中呈现的营收和归母利润差距也越来越大。为真实反应房企通过运营，并真正能够给股东带来的实际收益情况，我们选取了并表效率¹指标以反应企业为股东创造的业绩贡献度。从2021年上半年80家重点企业并表效率来看，整体区间在9%-85%，但从平均数来看从2019年至今都不足50%，且房企的并表效率2019年和2020年持平，2021年上半年下降，平均值只有38%。也就是说，80家重点房企的销售收入有超6成相当于财务投资，不计入自己的营业收入中。

图：80家重点企业并表效率情况



数据来源：企业业绩公告、年报、CRIC中国房地产信息决策系

¹ 并表效率=当期营业收入/当期全口径销售额；为更加准确反应数据情况，我们计算时取地产主业营收作为多元化营收超过10%的企业营收进行计算。

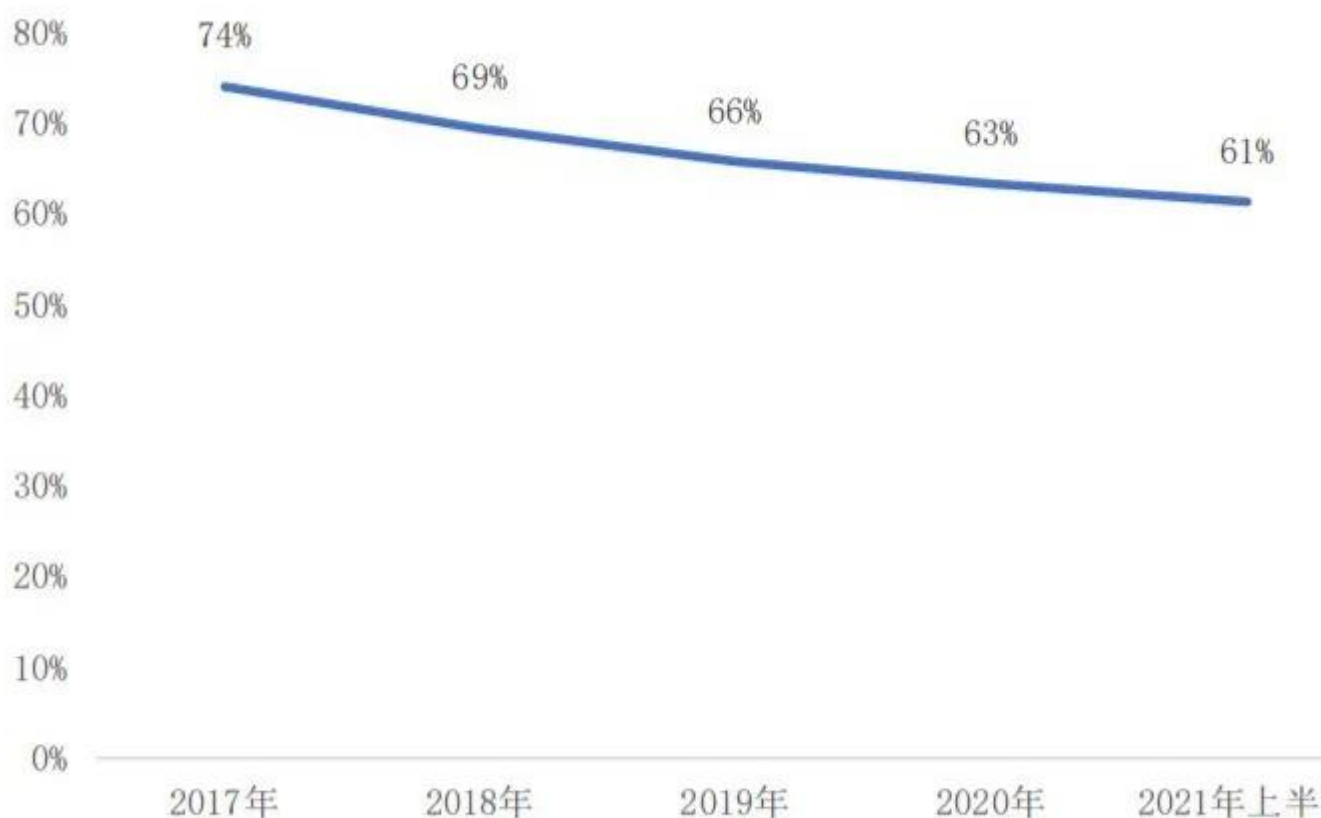
(2) 建业、新城并表效率靠前，规模与地位匹配度高（略）

2、表内权益占比呈下降趋势，强势房企适度放弃表内权益

(1) 上半年表内权益平均值在 61%，呈下降趋势

除去表外投资部分，表内的权益占比²也会影响企业的运营效率，权益占比越低，对归母净利润的影响越大。从 2017 年至 2021 年上半年的时间跨度来看，80 家重点企业的表内权益占比在逐年下降，从 2017 年的 74% 下降至 2021 年上半年的 61%，也就是说，到 2021 年上半年，80 家重点房企并表项目中平均有约 40% 属于合作部分，在市场下行的压力及规避风险的考量中，合作开发成为趋势。

图：80 家重点房企表内权益占比



数据来源：企业业绩公告、年报、CRIC 中国房地

² 表内权益占比=归属母公司权益/所有者权益

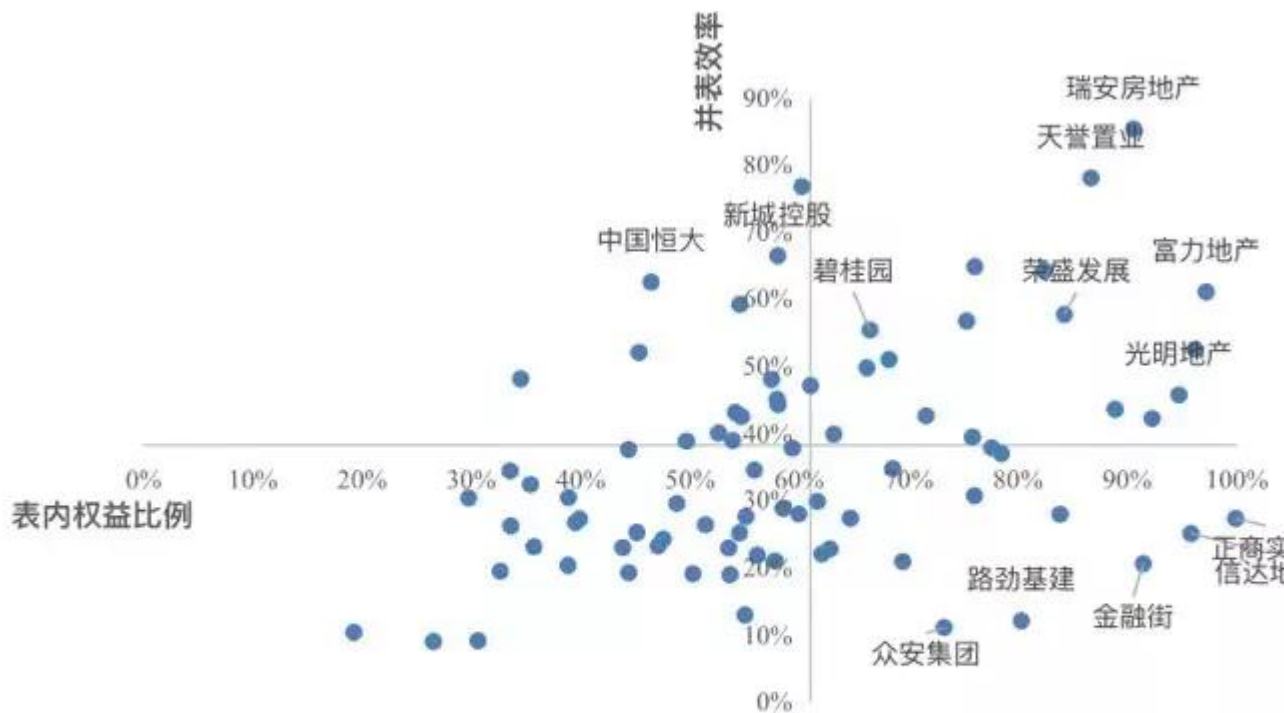
(2) 新城、恒大对合作把控力强，让权益多并表（部分略）

2021 年上半年，通过整理，得出 80 家重点房企中，表内占比较高和较低的 10 家房企，表内权益最高的 10 家房企的权益在 87% 以上，其中光明地产归母权益甚至超过所有者权益。表内权益占比较低的十家房企，其权益占比在 40% 以内。

结合并表效率和表内权益占比，可以筛选出四类典型企业。第一类企业是并表效率高，表内权益占比低，这类企业通常比较强势，合作部分基本以自己并表为主，但为保证整体规模的上升，放弃一部分权益，代表有新城、恒大、奥园等。第二类是并表效率和表内权益占比都高，这类企业普遍遵循自身发展节奏，项目以自己操盘运营为主，这类企业有瑞安房地产、天誉置业、富力地产等。第三类企业是并表效率低，表内权益占比高，这类房企相对而言规模不大，话语权不高，寻求外部合作但合作部分并表不多，并表项

目多为自身项目。第四类是并表效率和表内权益占比都低，这类企业虽然整体销售规模上升，但是如果一直保持如此高的合作力度，将影响企业内部团队运营经验的提升，影响企业未来营收转化和利润的保证。

图：2021 年上半年 80 家重点房企并表效率和表内权益比例情况



注：坐标轴原点为并表效率和表内权益比例的平均值

数据来源：企业业绩公告、年报、CRIC 中国房地产信息决策系统

02

合同负债增速放缓
平均覆盖 1.2 倍营收

1、行业整体发展趋稳，合同负债增速放缓

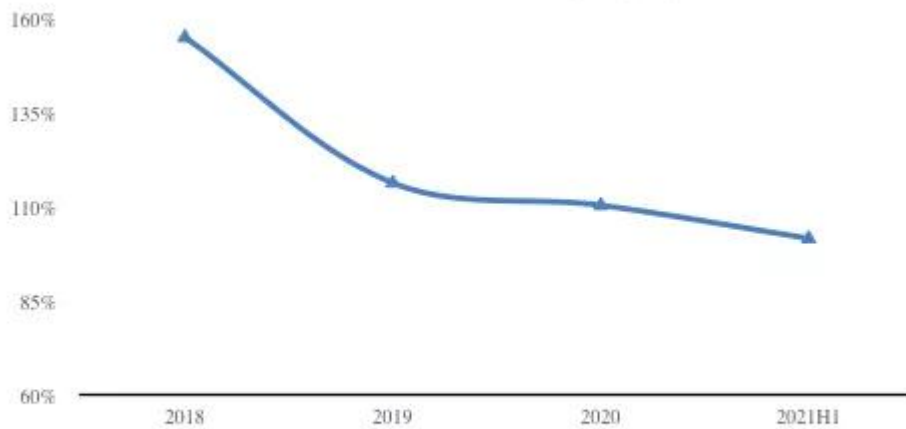
(1) 合同负债增速放缓，意味营收增速也将持续收窄

合同负债增长意味着并表合同销售的增长，也是未来营收的源泉，所以我们通过分析房企合同负债增速，判断报告期内房企的并表合同销售情况。由于期初合同负债中有部分会在当期交付结转，并体现在报表的营业收入中，计算合同负债增速 3 时，我们会把这部分剔除。

整体来看，80 家重点房企的合同负债增速呈现逐年下降的趋势，由 2018 年的 155% 降至 2020 年的 111%。2021 年上半年的合同负债增速年化后为 102%，相比 2020 年又有进一步下降的趋势。合同负债增速放缓，主要与房地产行业整体环境有关，近年来政策监管

调控密集、融资不断收紧，房企从高速增长转向持续稳健经营，行业整体规模增速放缓。从国家统计局公布的数据来看，2016-2020年商品房销售额增速分别为35%、14%、12%、7%和9%，整体呈现收窄趋势，与合同负债保持一致。从全国商品房销售增速以及重点企业并表的合同负债增速来看，未来房地产行业的营收增速也将持续收窄。

图：2018-2021H1重点房企合同负债增速



备注：部分房企数据缺失，重点房企2018年为77家，2019-2020年为80家，2021H1为79家

数据来源：企业业绩公告、年报、CRIC中国房地产信息决策系统

³ 合同负债增速=[期末合同负债-(期初合同负债-当期营业收入)]/期初合同负债。

(2) 雅居乐、中海等销售积极，合同负债保持高增速（部分略）

合同负债增速最快的10家房企中，前5名增速均大于200%，且内部拉开较大差距。从合同负债增长快速的原因来看，大致可以把这些房企分为两类：一类是由于2021年上半年推售积极，特别是并表项目销售相比以往更为强劲。在合同负债本就逐年递增的前提下，营收同步增长，所以合同负债净增长值被放大，在一众房企中脱颖而出。另一类是由于2020年房企并表项目销售较缓，或者是不适用预售制的海外项目销售占比较大，导致2020年的合同负债基数较小。且这类企业营收近年来普遍存在增速较低甚至为负的情况。可以看出，这类房企的合同负债增长非内驱式主动触发，不具有借鉴意义。合同负债增速最慢的10家房企中，均处于50%-70%区间，彼此差别不大。其合同负债增速之所以小于其他房企，大致可归结为两类原因：一是企业规模大，合同负债本身体量也大，摊薄了增速的变化程度。二是2021年上半年并表项目销售一般，新增合同销售少，又有部分结转为营收，拉低了期末合同负债总额。

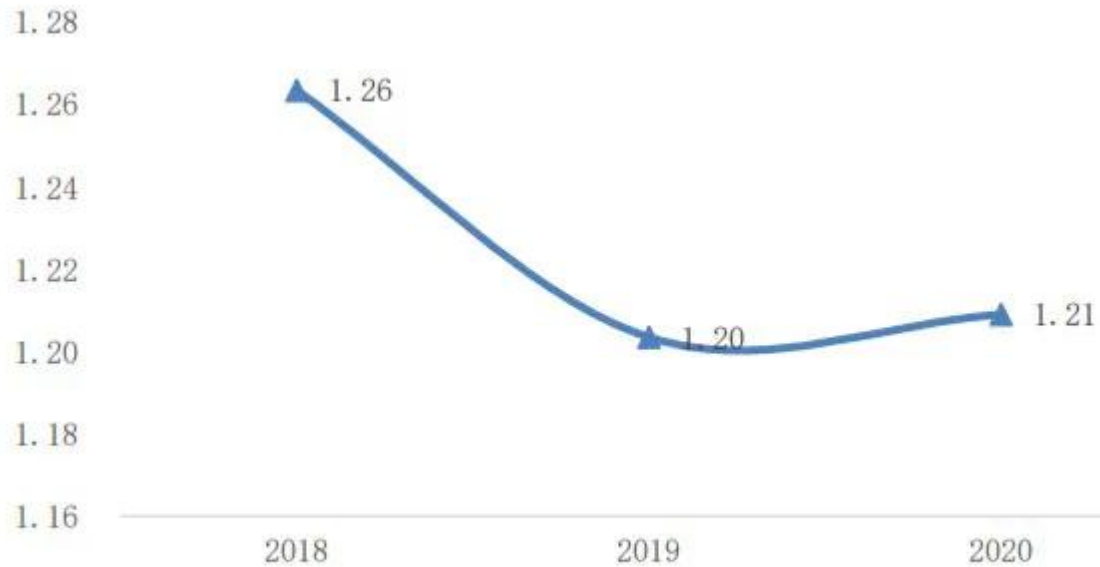
2、超七成房企合同负债能覆盖营收，储备仍足

(1) 合同负债覆盖营收倍数降至1.2倍上下

房企若按期施工竣工并交付商品房，合同负债便可结转为营收，若合同负债对营收的覆盖比例高，代表未来营收增长可观。所以我们用合同负债覆盖营收倍数，来描述企业当前合同负债的储备规模与未来营收的增长空间。

整体来看，重点房企2018-2021H1平均合同负债覆盖营收倍数均超出1，且超七成的企业合同负债能覆盖营收。但2019年以来，覆盖倍数便从2018年的1.26倍降至1.2倍左右。至2021年6月30日，如果以2020年营收做分母，其覆盖倍数有所上升。但考虑到行业整体营收增长的趋势，2021年上半年指标计算采用2020年营收作为分母，会导致覆盖倍数偏大。如果根据2018-2020年营收复合增长率预估2021年营收后，合同负债覆盖营收倍数约为1.10，亦处于较低水平。

图：2018-2021H1 重点房企合同负债覆盖营收倍数



备注：部分房企数据缺失，重点房企 2018 年为 77 家，2019-2020 年为 80 家

数据来源：企业业绩公告、年报、CRIC 中国房

⁴ 合同负债覆盖营收倍数=年末合同负债/当年营业收入。由于半年度营收结转较少，所以2021年上半年指标的计算采用2020年营收作为分母。

(2) 港龙、荣安等合同负债储备多，营收可预见性高（略）

综上，合同负债规模和增速共同反映了未来的营收空间，若在合同负债充裕且增长的前提下，保持结转交付顺畅，那么合同负债储备就能稳定转化为营收，我们认为这样的企业成长潜力大。由此，我们筛选出合同负债增速高、营收稳健增长，且合同负债能覆盖营收的房企，具体来说，选取 2021 年上半年合同负债覆盖营收倍数、合同负债增速和营收增速均大于 80 家重点房企平均值，且 2019-2020 年营收增速为正的房企。发现他们从销售到回款能实现较为完美的闭环，包括绿城、德信、建发等。从销售来看，德信通过线上+线下相融的数字化营销模式，实现了 79 亿的线上转化成交，“知己生活节”已连续举办两届，成为企业核心营销活动之一。而绿城在杭州、宁波等多地项目首开售罄，上半年首开项目 30 天去化率达 83%。而从上半年销售回款率来看，绿城、德信、建发分别为 95%、85%和 87%，均处行业高位。

表：部分营收空间大的重点房企名单（2021H1数据）

企业名称	合同负债覆盖营收倍数	合同负债增速	营收增速
建发国际	2.73	179%	194%
荣安地产	2.54	105%	180%
绿城中国	2.48	108%	33%
德信中国	2.43	117%	71%
众安集团	1.90	176%	81%
中国金茂	1.79	133%	135%
大唐集团控股	1.60	145%	85%
首创置业	1.54	134%	19%
保利置业	1.54	135%	21%
城建发展	1.54	136%	213%
融创中国	1.39	104%	24%
重点房企平均	1.10	102%	12%

数据来源：企业业绩公告、年报、CRIC中国房地产信息决策系统

03

存货周转率提升

现房库存降至疫情前水平

1、真实存货首度负增长，行业平均消化周期缩短

（1）存货增速持续走低，碧恒万真实存货均负增长（部分略）

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。但由于房企存货中部分已经预售，为了准确地衡量企业可售的存货总量，我们参考合同负债数据推算企业已经锁定预售的部分，以剩余可售存货即真实存货 5 总量估算未来可以实现的营收规模。

房企存货总量增速继续减缓至 5.9%，真实存货总量首次下降。从存货数据来看，在“三条红线”、“两集中”供地等严监管政策下，房企的投资有所收缩，在存货总量端也有体现：截止至 2021 年中期，80 家典型企业的存货总量达到了 14.86 万亿，仍然呈现上升趋势，但是增速进一步放缓，上半年增速仅 5.9%，不及 2020 年上半年疫情期间的 7.7%，其中 13 家房企的存货总量出现了下降。而从真实存货总量来看，80 家典型企业的真实存货总量为 9.14 万亿，首次出现下降，其中 35 家房企真实存货较期初下滑，头部的碧、恒、万等均有下降。严控负债的大环境之下，多数企业选择开源节流，加速销售去化和项目结转，收缩投资力度，加快项目竣工交付，以减少资金在存货中的停留时间，导致真实存货总量出现下降。

图：2017年-2021年上半年房企存货总量及真实存货总量情况（单位：



数据来源：企业业绩公告、年报、CRIC 中国房地

⁵ 真实存货（剩余可售存货）=期末存货总量-期末合同负债*（1-当期毛利率）

具体到企业层面来看，存货总量 TOP10 的门槛已经达到 3847.0 亿元，这 10 家房企的存货占据了 80 家典型房企存货总量的一半。而部分存货储备较少的房企，截止到 2020 年中期存货总量不及 300 亿元，朗诗则仅有 86.5 亿元存货。

恒大、碧桂园、万科仍然以超过万亿的存货总量占据着行业前三的位置，但需要关注的是三家企业的存货总量增速均落后于行业平均的 5.9%，且真实存货总量均呈下降趋势。保利则以 8000 亿的存货总量居于第四，真实存货同样仅微增 0.7%。融创、绿地分列 5、6 名，但融创上半年拿地较为积极，存货增速较快，绿地则收缩投资，同时积极推进商办去库存、节假日促销，存货总量相较期初下降 5.7%。

表：房企存货总量及真实存货总量前10名（单位：亿元）

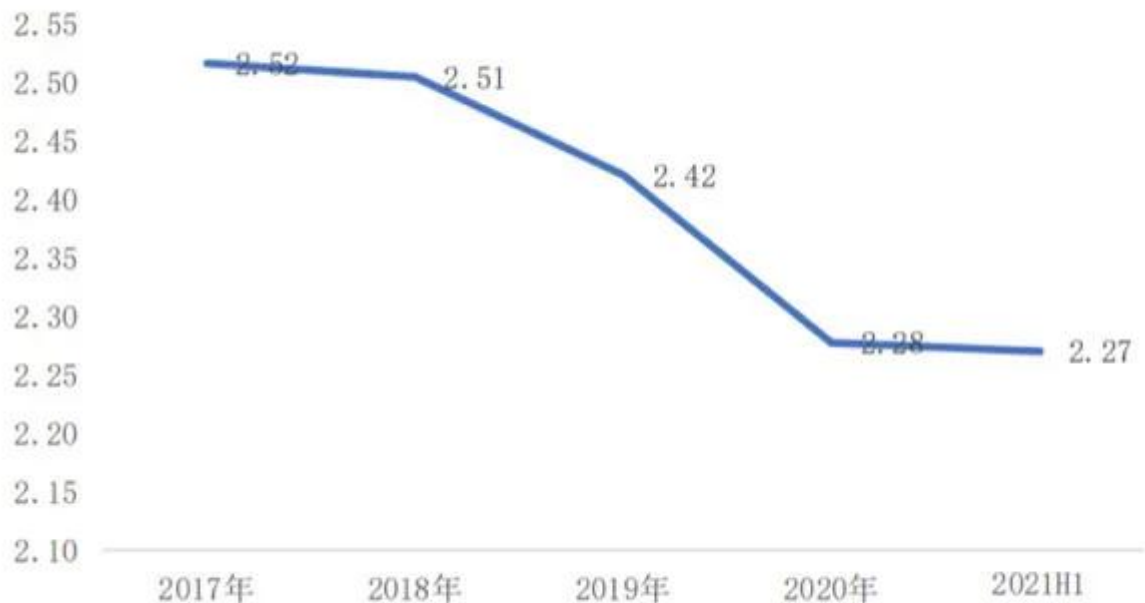
企业简称	存货总量	存货总量增速	企业简称	真实存货总量	真实存货总量增速
中国恒大	14238.4	1.2%	中国恒大	12359.9	-2.4%
碧桂园	11256.3	2.8%	碧桂园	5440.5	-1.3%
万科	10478.8	4.6%	万科	4801.4	-6.7%
保利发展	8017.5	8.1%	保利发展	4715.6	0.7%
绿地控股	6826.8	-5.7%	融创中国	3796.0	7.5%
融创中国	6326.7	11.1%	中国海外发展	3606.0	-3.4%
中国海外发展	4512.1	-1.5%	绿地控股	3495.3	-15.5%
龙湖集团	4269.9	13.7%	招商蛇口	2828.7	9.1%
招商蛇口	4200.4	16.4%	龙湖集团	2527.8	2.5%
华润置地	3847.0	2.0%	世茂集团	2414.0	1.1%

数据来源：企业业绩公告、年报、CRIC中国房地产信息决策系统

（2）真实存货周期持续缩短，央企、国企普遍偏长（部分略）

房企真实存货周期6持续下降至2020年中期的2.27年，预期年末仍将下滑。而为了进一步了解企业的存货去化情况，我们设计了真实存货消化周期指标，以推算剩余可售存货的消化时间。从房企真实存货消化周期数据来看，2017年以来，房企的真实存货消化周期呈现逐年下降的趋势，截止至2021年上半年，房企真实存货总量去化周期较2020年底再度下降0.01年至2.27年。而由于房企普遍上半年结转偏少，我们采用企业2020年的营业成本数据，实际上由于企业21年结转规模增加，存货去化周期会更低，结合竣工数据来看，也可以预计这一数据将继续下降。

图：典型房企真实存货去化周期情况（单位：年）



数据来源：企业业绩公告、年报、CRIC 中国房地产信息决策系

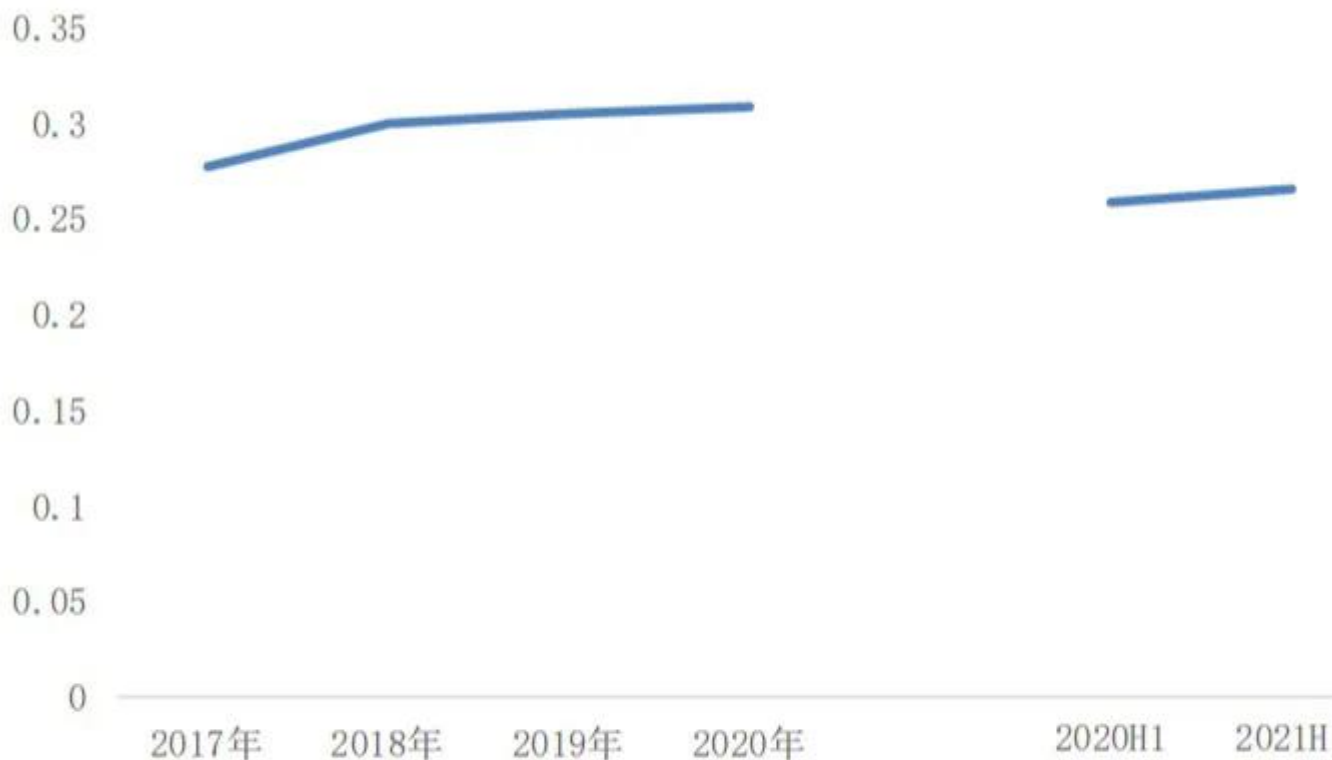
⁶ 真实存货去化周期=真实存货总量/营业成本，2021上半年为上半年真实存货总量/2020年营业成本

2、存货周转率同比提升，房企加快周转盘活资产

（1）存货周转率微升 0.01，竣工提速全年有望维持升势

上半年 80 家典型房企存货周转率为 0.27 次/年，较 2020 年上半年增长 0.01 次/年。从行业整体水平来看，由于房企上半年竣工交付力度普遍较小，因此以半年度的视角来看，出现存货周转率相较去年全年下降的情况较为普遍。为了排除这种结转节奏的影响，我们将 21 上半年数据与 20 年同期进行比较，2021 年上半年 80 家重点房企的平均存货周转率为 0.27 次/年，同比上升 0.01 次/年，而纵观近 3 年的数据可以发现，企业的存货周转率持续保持上升态势，但是幅度比较有限。此次加强债务管控，限制拿地销售比的环境下，预期房企的存货周转率仍有望进一步提升。

图：2017年至2021年上半年房企存货周转率（单位：次/年）



数据来源：企业业绩公告、年报、CRIC 中国房地

(2) 积极赶工加快交付，新城、雅居乐周转持续加速（部分略）

从上半年企业的表现来看，10家周转较快的房企存货周转率皆在0.40以上。其中朗诗布局美国较多，瑞安大宗交易较多，节奏与普通房企不同，借鉴意义较小。雅居乐、新城等企业通过快速周转满足企业发展节奏。两家企业真实存货去化周期偏短，存货周转率又一直领先于行业平均水平，近两年存货周转率进一步加快，正是通过这种快速的销售和结转节奏，维持企业的规模发展。龙光、仁恒则更加均衡，兼顾了存货去化周期和周转率二者的平衡。即通过快速的周转速度来提升运营效率，同时还保持着1.5倍以上的真实存货去化周期，为未来业绩奠定基础。

整体来说，真实存货去化周期反映了企业的存货规划管理水平，而存货周转率则反映了企业的周转效率，企业需要兼顾二者的平衡。因此，我们选取了真实去化周期在行业平均水平上下，存货周转率高于行业平均且营收实现正增长的房企。从经营数据来看，可以发现包括世茂、德信、宝龙等房企，真实存货去化周期接近于行业平均，存货周转率则均处于行业内领先水平。主要是由于几家企业在拿地方面均采取“以销定投”的策略，投资积极，拿地销售比多在0.5-0.6之间，同时维持销售规模的增长，提升结转速度，实现每年30%左右的营收增长，通过这种拿地结转同步的良性循环，促进企业规模的提升。

表：存货周转效率高及去化周期合理房企（2021H1 数据 单位：次/年、

企业简称	存货周转率	真实存货去化周期	21 年上半年营收
德信中国	0.38	2.34	71%
弘阳地产	0.38	1.89	35%
宝龙地产	0.38	2.65	7%
旭辉控股	1.82	0.36	58%
中国海外发展	0.34	2.77	22%
世茂集团	0.33	2.52	14%
美的置业	0.32	1.94	58%
中国奥园	0.31	2.14	15%
金科股份	0.30	1.84	45%
重点房企平均	0.27	2.27	12%

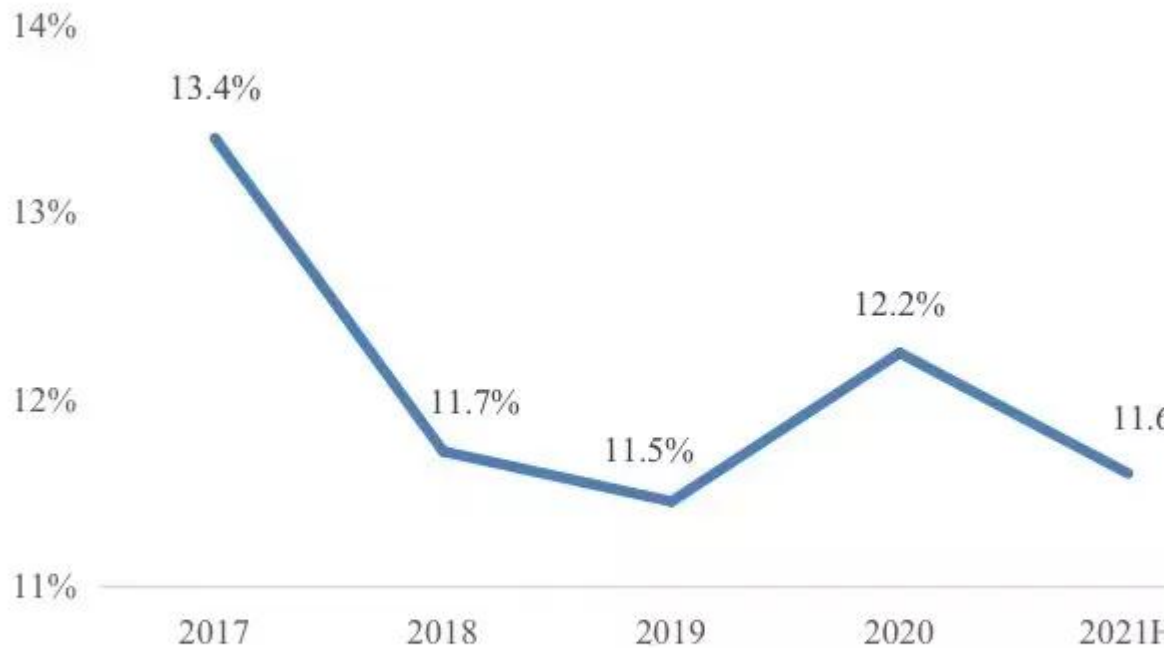
数据来源：企业业绩公告、年报、CRIC 中国房地

3、现房库存占比回落，多角度去化积压库存

（1）现房库存占比下降，库存去化水平分化明显

现房库存回落至疫情前水平，企业去库存压力缓解。截止目前，监测的 80 家重点企业中，共有 71 家重点企业披露了 2021 年上半年的存货明细，据统计 71 家重点企业的现房库存总量为 15007 亿元，现房库存总量基本与 2020 年持平；71 家重点企业现房库存占比较期初的 12.27% 下降 0.67 个百分点，与 2019 年底基本持平。2020 年疫情爆发，现房库存占比有所提升，疫情平复后，2021 年上半年现房库存占比回落至疫情前水平，整体来看企业的库存压力有所下降。

图：2017-2021 上半年重点企业现房及现房库存占比



备注：2021 年上半年样本房企为截止至目前已发布存货明细的 71 家重点企业，2018-2020 年样本企业，由于三翼集团上市较晚，2017 年企业样本为 79 家重点企业

数据来源：企业业绩公告、年报、CRIC 中国房

(2) 营销发力、提升口碑、投销匹配，改善企业去化水平（部分略）

从 2021 年上半年已公布存货明细的 71 家重点企业数据来看，现房库存管控较好，占比较低的 10 家房企平均现房库存占比仅不足 5%，低于行业平均的一半；而 10 家现房库存占比较高的企业则均在 20%以上，接近于行业平均的两倍。

从现房库存占比管控较好的企业来看，除了在投资拿地阶段选择有去化优势的城市外，还通过以下几种方式加快去化，首先在营销端不断发力，在传统打折促销的基础上，采取线上线下销售联动的方式，不断完善线上平台，提高线上看房、购房的便利程度；其次打造品牌口碑，在不断迭代升级产品系列的同时，注重企业多元化发展，比如新城坚持双轮驱动，商住综合体的运营模式保障企业产品去化；第三加大交付阶段的节奏把控，避免竣工产品未能及时交付导致存货堆积。

近五年德信现房库存占比一直维持在 5%以下，一方面由于企业起家杭州，主要布局长三角的热点城市，为良好的去化水平打下基础；另外在营销上，德信“知己生活节”2021 上半年实现了 79 亿的线上转化成交，拓宽现房去化渠道；竣工交付方面，德信官微可直接查看各项目工程进度，提高工程环节透明度，更好地监督质量和保证产品交付。

表：2021年上半年现房库存占比较低房企

企业简称	现房库存占比			现房库存占比较 2020变动	现房库存较 2020年变动	存货总量较 2020年变动
	2021H1	2020	2019			
港龙中国地产	2.3%	0.9%	4.4%	1.4pts	184.9%	14.3%
建发国际	2.4%	4.8%	4.2%	-2.4pts	-21.1%	56.6%
上坤地产	2.9%	11.1%	8.8%	-8.2pts	-61.4%	48.3%
滨江集团	3.6%	6.2%	6.8%	-2.6pts	-37.2%	8.3%
德信中国	4.4%	3.0%	1.6%	1.4pts	64.4%	12.5%
中交地产	5.2%	7.4%	19.4%	-2.2pts	-7.8%	31.4%
碧桂园	5.4%	4.5%	5.3%	0.9pts	22.5%	2.8%
荣安地产	5.5%	8.6%	2.2%	-3.1pts	-29.1%	11.5%
新城控股	5.7%	4.9%	3.1%	0.8pts	21.7%	4.9%
正荣地产	5.8%	6.3%	8.1%	-0.5pts	1.4%	10.5%

数据来源：企业业绩公告、年报、CRIC中国房地产信息决策系统

04

做“轻”趋势加强
向管理要红利

1、企业运营效率持续提速，下半年竣工节奏加快

在年初我们提出企业要审慎投资，提高运营效率，将存货做“轻”，就上半年的企业表现而言，这一趋势正在加强。首先是存货总量的控制上，上半年房企存货总量增速持续放缓，真实库存首度出现下降，行业平均真实存货去化周期初步下降。其次，在存货周转率上，上半年行业整体存货周转较2020年同期升高0.01次/年。第三，在现房库存端，经历了2020年的短暂上升后，企业在2021年再度通过营销让利等举措着手处理这一问题，现房库存占比也已回归疫情前的水平。

结合行业及政策环境来看，8月全国房企房屋竣工面积4957万平方米，同比增速和累计同比增速双双增长至26%和28%，企业正持续加速竣工交付节奏，盘活预售监管账户资金。而“三条红线”要求之下，企业的融资规模受限，想要维持规模增长，必须要提高自有资金的利用率，尽快加速流转。新的两集中供地规则之下，热门城市持续落实控地价、限房价的土拍原则，实施一地一限价的举措，对于企业而言，在房价地价锁定的前提下，储备越久成本越高，因此加速开发也是必然趋势。

图：房地产开发企业竣工面积月度走势图



数据来源：企业年报、CRIC中国房地产决策系统

2、慎拿地保去化，增权益提升增长质量

第一是审慎投资，合理规划土储存货，可以在接下来的集中供地中寻找契机。从8月市场来看，随着包括信贷、融资、土拍等各方面调控的推进，楼市持续降温，城市分化进一步加剧。一线城市成交仍能维持，二线、三线城市已经开始走低，而部分三四线弱城去化已明显承压。因此企业想要保障存货流转，必须要寻求库存去化周期合理，市场有需求支撑的城市布局。我们也关注到二轮集中供地正在形成控地价，为房企留利润的行业共识，因此企业可以尝试在集中供地所在的热点城市寻找更多契机，既能保障去化效率，又有盈利空间。

第二是逐步提升并表及权益比例。从行业平均水平来看，房企的并表效率和表内权益比例呈现持续下降的态势，积极合作是把双刃剑，虽然有利于房企提振销售额，降低资金压力，但也不利于企业增厚营收，同时一些小规模房企由于参股权益比例较低，操盘开发项目反而减少，不利于企业营运能力的提升，并且表内权益占比的持续下降，将会持续摊薄企业的归母净利润，从半年报来看，多家房企的归母净利润率已经不足5%，盈利能力堪忧。

第三是把握金九银十的契机，营销发力提振销售去化。销售仍然是企业运营效率的核心，2020年以来，我们关注到房企通过线上营销、造节营销，独立营销子公司等一系列举措来提振营销端力度，不少房企例如雅居乐等也有明显的效果。因此在即将到来的金九银十黄金营销阶段，我们建议企业把握节点，扩大活动推广影响，但是在折扣设置上要更加灵活机动，保障销售去化和资金回笼同时尽量兼顾企业利润。