

易居季报系列

上市房企存货研究报告

“345 新政”下，20 家房企存货增速创多年来新低，
央企逆势扩张，民企谨慎

2020年第三季度

“345 新政”下，20 家房企存货增速创多年来新低，央企逆势扩张，民企谨慎

核心观点：

- 在“345 新规”的影响下，此前快速扩张、负债率高的房企将不得不降负债，控规模，20 家房企存货同比增速出现了较明显的下滑。1、超大房企和大型房企存货同比增速均明显收窄，中型房企继续保持负增长。2、央企存货增速仍为最高，基本维持一季度以来的较高水平；国企和民企存货同比增速均明显下滑。
- 央企存销比持续上行，民企持续下行，国企基本保持平稳。1、大型房企存销比下降明显，主要是因为三季度大型房企存货环比较明显下降。2、央企由于持续补库存，存销比继续增长，地方国企保持平稳，民企继续下降，央企和民企明显分化。

存货是房企未来可变现的重要资产，不同房企在不同的市场环境下有不同的经营策略，存货规模和存销比水平并无统一的衡量标准。通常来说，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在市场景气时丧失主动权并使得业绩增长能力减弱；若规模过大，房企可能会因为激进的拿地策略导致负债率上升，在市场下行阶段时现金流紧张，存货去化难度增大，经营遇到困难。

本报告所指存货为房企未售的存货，而非报表中的账面存货，因此需要剔除账面存货中的已售部分，以更好地反映房企真实未售的土地储备。

一、概念与指标

报告选取了 20 家 A 股上市房企的存货、预收帐款和毛利润等 3 个财务数据，由于房地产企业特殊的财务编制方法，其财务数据与土地储备、销售额等直观的数据存在一定差异，我们在此说明如下：

目前国内商品房销售采用期房预售制度，现房销售部分占比较小，预售的款项计入预收账款，在竣工交房时结转为营业收入。因业绩需求，部分房企可能会在四季度提前将预收账款计入营业收入，因此我们取最近四个季度预收款平均值来平滑周期。

存货一般分为完工开发产品（已建成待售）、在建开发产品（含已预售）、拟开发土地和其他，其中前3项为主要构成。存货按照成本法计量，主要包括土地成本、建安成本和资本化利息，在竣工交房确认收入时点结转为营业成本。由于存货中包含已经预售，即转化为预收账款的产品，我们需要将此部分剔除来得到未售的存货。由于预收账款并非成本计量，我们需要扣除毛利润部分得到成本，但由于当下在建的产品，其真实成本在未来竣工交付时才结转为营业成本，目前无法得知实际毛利润，我们用最新一期的毛利润进行近似替代，可能存在一定误差。由此，我们可以得到房企实际未售的存货。

计算公式：

$$\text{存货(未售)} = \text{存货(账面价值)} - (\text{预收账款} - \text{毛利润})$$

得到未售存货（下文均简称为“存货”）后，我们可以进一步得到存销比，计算存销比可以选择合同销售额口径或者预收账款口径。由于近年来房企之间的合作开发越来越多，房企存在相当数量未并表的小股项目，因此使用预收账款（包含合同负债）能更好地匹配分子分母的口径。

计算公式：

$$\text{存销比} = \frac{\text{存货} - (\text{预收账款} - \text{毛利润})}{\text{预收账款}}$$

二、20家房企概况

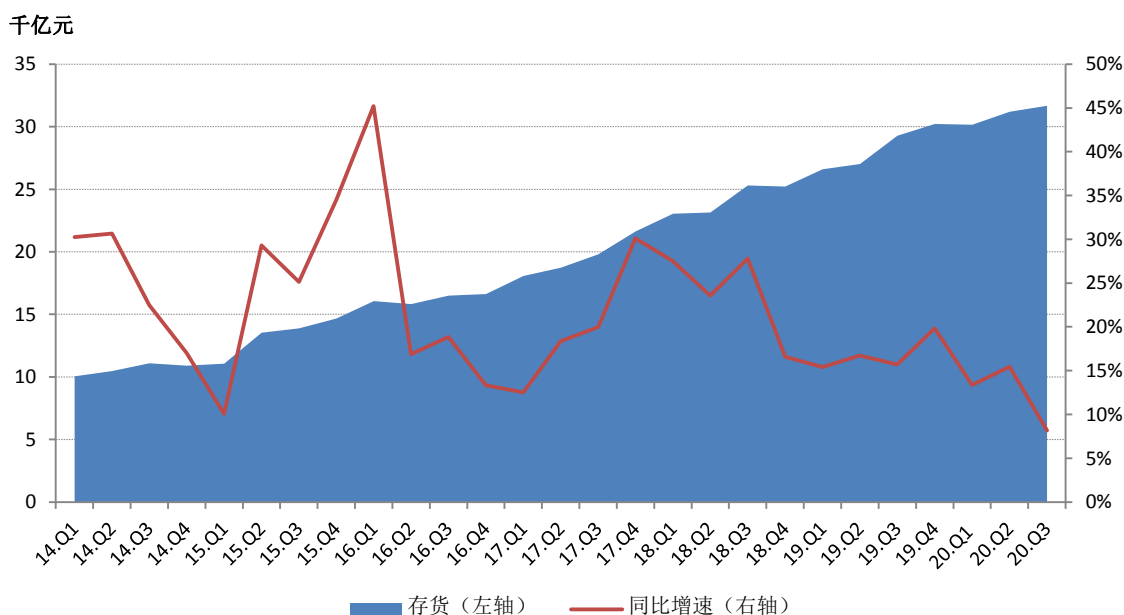
1、三季度存货同比增速明显下降

截至2020年三季度末，20家房企存货规模达31684亿元，环比增长1.5%，同比增长8%。房企存货规模受到拿地补库存规模和成本变化的综合影响。8月20日，住房和城乡建设部与央行召开重点房企座谈会，会议提出了重点房地产企业资金监测和融资管理规则，即3道红线、4类房企、5%的负债增幅间隔的“345新规”。在此影响下，此前快速扩张、负债率高的房企将不得不降负债、控规模，三季度20家房企存货同比增速出现了较明

显的下滑。“345”新规将使得土地市场与房企的库存周期性减弱，预计未来20家房企存货同比增速仍有一定下降空间，直到多数房企债务水平回到合理范围。

回顾历史，2014年以来，20家房企存货规模持续增长，同比增速走势与房地产市场走势相似。2014年为楼市降温期，存货同比增速大幅回落。在2014年“930政策”和2015年“330政策”信贷全面宽松的刺激下，楼市快速回暖，存货同比增速明显扩大，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。在2015年的高速增长基数下，2016年房企存货同比增速有所收窄。2017年至2018年三季度，三四线城市迎来一轮明显的市场上升期，存货同比增速扩大。受2018年“731会议”影响楼市低迷，2018年四季度同比增速大幅回落。进入2019年，三四线城市的轮动行情也基本接近尾声，全国政策进一步收紧，市场趋于平稳，同比增速基本稳定在15%左右的水平。2020年一季度受疫情影响，存货增速明显收窄，二季度小幅回升。

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

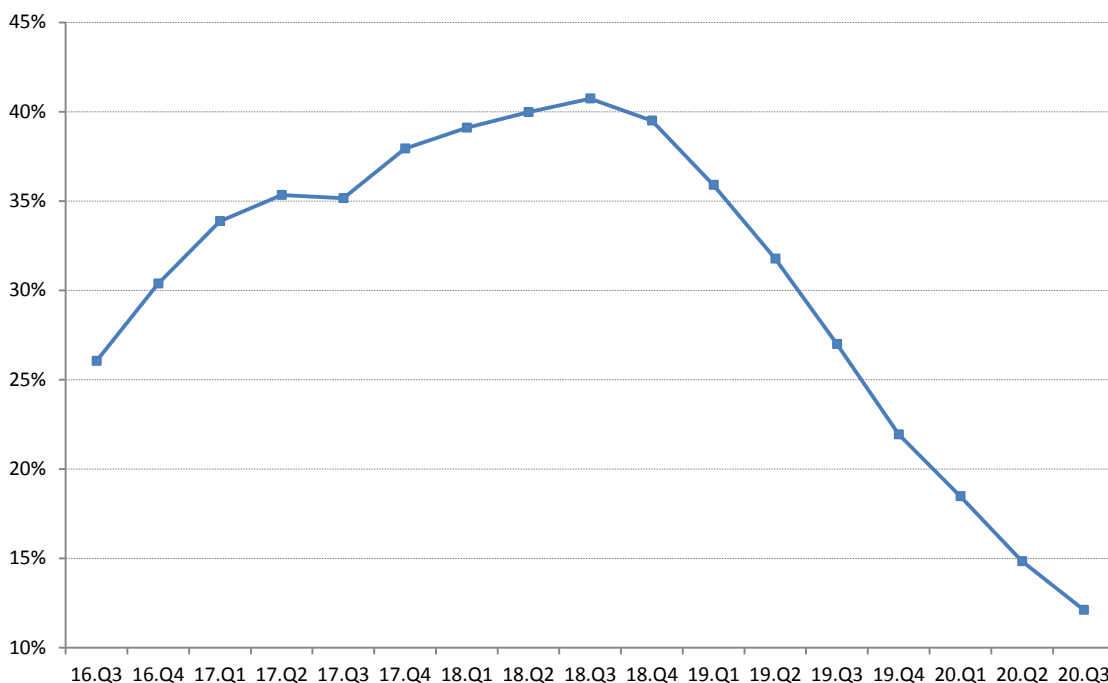
(¹注：部分企业2015年上市，未纳入2014年数据统计中)

2、三季度预收账款同比增速小幅收窄

2020年三季度，20家房企预收账款（包含合同负债，取4个季度平均值）金额为26822亿元，同比增长12%，相比二季度收窄2.7个百分点。回顾历史，2018年三季度，

20家房企预收账款同比增速达到峰值45%，此后，随着全国房地产市场的逐步降温，同比增速持续收窄，未来或仍有一定下降空间。

图2 20家房企预收账款（4个季度平均值）同比增速



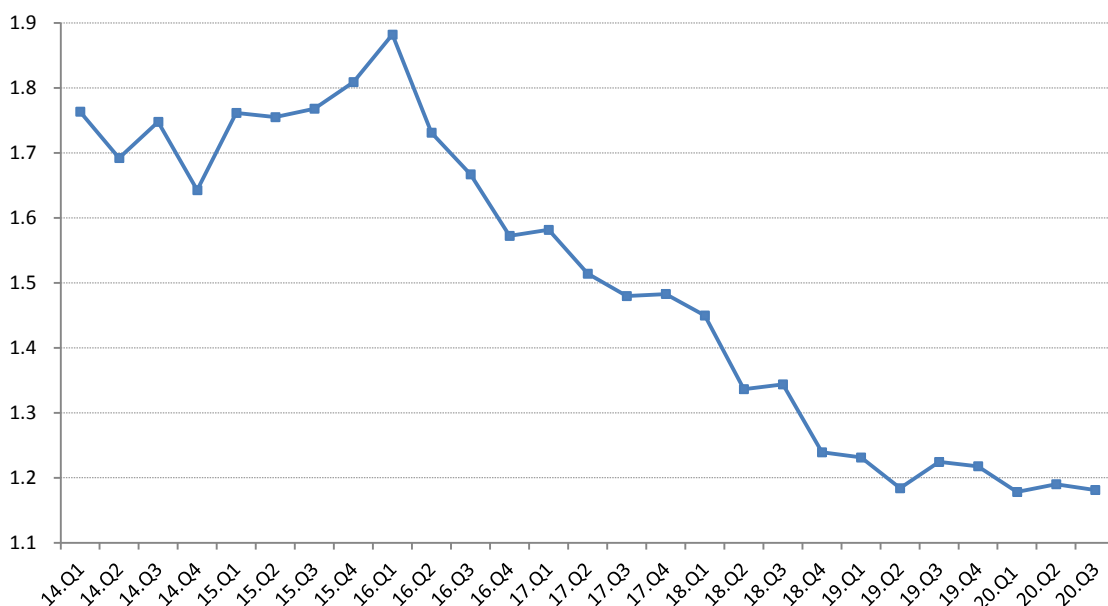
数据来源：公司公告、易居研究院

3、三季度存销比小幅下降

2020年三季度，20家房企存货存销比为1.18，环比下降0.7%，同比下降3.5%。

回顾历史，2016年至2018年，房企存货存销比持续下行，主要由于房企账面存货增长速度整体上明显低于预收账款增长速度，即房企补库存力度小于去库存力度，这与2015年时房企库存高企有很大关系。2019年以来，存货增速和预收账款增速开始接近，存销比也趋于平稳，并且处于低位比较舒适的水平，虽然融资面收缩，部分城市楼市降温，但房企存货压力并不大。

图3 20家房企存货存销比²



数据来源：公司公告、易居研究院

（²注：部分企业 2015 年上市，未纳入 2014 年数据统计中）

三、20 家房企分类

1、按规模分类

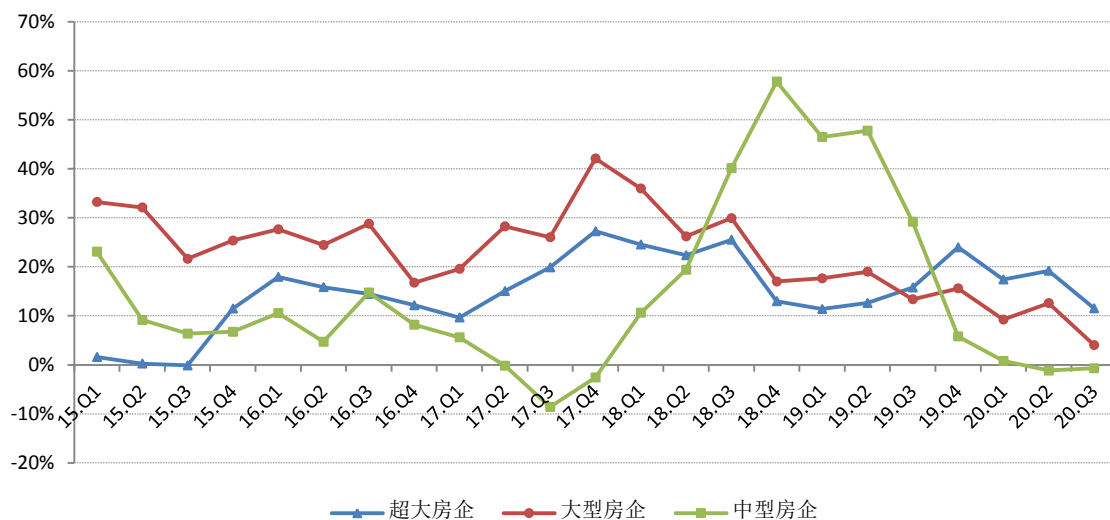
将 20 家房企按 2019 年克而瑞中国房地产企业全口径销售规模分为三类，7 家 2000 亿以上的超大房企：万科集团、保利地产、绿地控股、新城控股、招商蛇口、阳光城、金地集团；9 家 500~2000 亿元的大型房企：华夏幸福、荣盛发展、首开股份、蓝光发展、泰禾集团、中南建设、金科地产、大悦城、华发股份；4 家 500 亿元以下的中型房企：世茂股份、华远地产、光明地产、信达地产。（注：世茂股份与港股上市的世界集团为世茂旗下不同主体，前者商业地产销售占比相对较多，后者以住宅销售为主）

2020 年三季度，超大房企、大型房企、中型房企存货同比增速分别为 12%、4%、-0.7%。超大房企和大型房企存货同比增速均明显收窄；而中型房企则继续保持负增长。上半年受疫情影响，房企经营受到较大挑战，在行业集中度不断提高的背景下，头部房企具有更大的优势，也有更强的补库存能力；而中小房企则面临融资端成本高企，显得更加被动。但是在“345”新政的影响下，超大和大型房企也开始明显减缓扩张。

观察历史，中型房企的存货同比增速波动大于大型房企大于超大房企。说明超大房企的拿地周期性相对较弱，更加平稳，库存不会大起大落，存货同比增速从 2018 年四

季度开始已经开始缓慢扩大。而中型房企存货则呈现较强的周期性，存货同比增速从2018年三季度以来持续下降。这种区别的重要原因之一是超大和大型房企体量大，通常为全国性布局，拿地总规模不会因为区域性的周期变化而产生很大的波动，同时由于资金相对充裕，最大化自有资金的利用率和回报率意味着需要持续进行项目的周转，较少因为周期波动而大幅增加或减少存货。相比之下，中型房企则以区域性布局居多，受区域的周期性波动影响较大，同时由于其抗风险能力相对较弱，很难做到全周期拿地，周期性更强。

图4 20家房企按规模分类存货同比增速

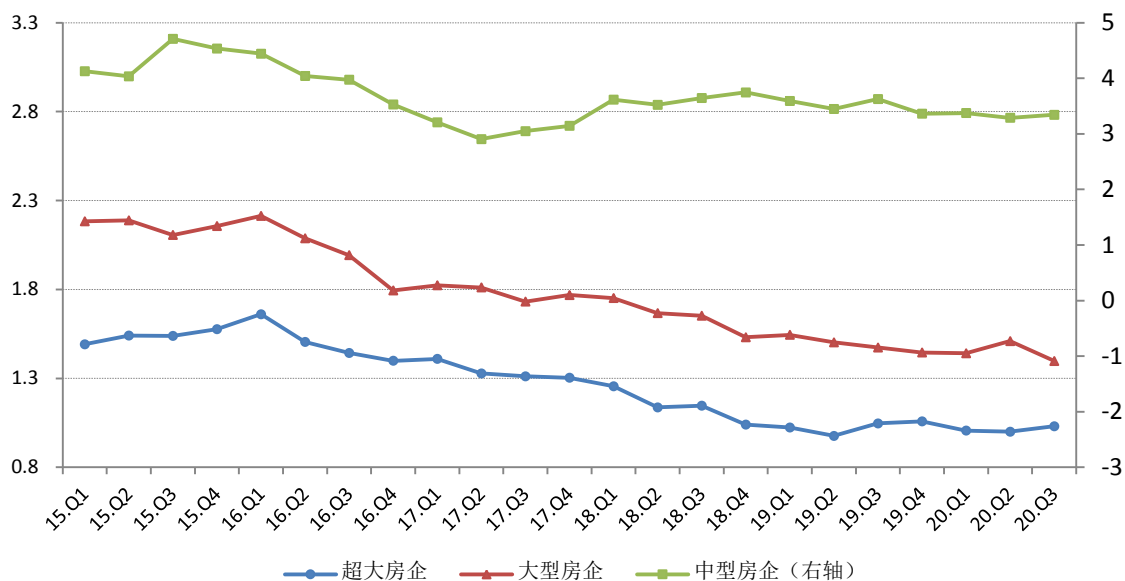


数据来源：公司公告、易居研究院

从存销比来看，2020年三季度，超大、大型和中型房企存销比分别为1.03、1.40和3.34，环比增长3.1%、-7.4%和1.6%。大型房企存销比下降明显主要是因为，三季度大型房企存货环比下降比较明显。

回顾历史，2016年一季度以来，大型房企存销比最长，超大房企在2018年一季度之前存销比基本长于中型房企，但此后被中型房企超过。大型房企存销比持续震荡下行；中型房企存销比在2017年二季度见底后反弹至2018年四季度，然后重新进入下行趋势；超大房企目前来看于2019年二季度见底，随后基本保持稳定。

图5 20家房企按规模分类存货存销比



数据来源：公司公告、易居研究院

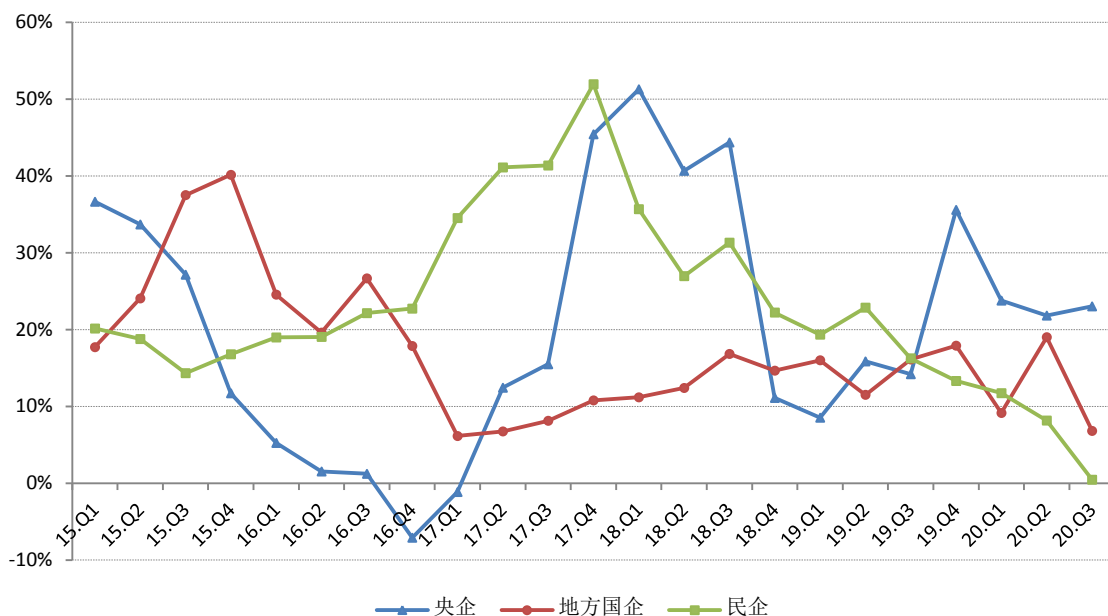
2、按性质分类

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、金地集团、世茂股份、新城控股、华夏幸福、荣盛发展。

2020 年三季度，央企、地方国企和民企存货同比增速分别为 23%、7%和 0%，央企存货增速仍为最高，基本维持一季度以来的较高水平；国企和民企存货同比均明显下滑。这充分体现了在融资扩张收紧的背景下，央企的资源 and 资金成本优势；而相比之下，由于民企负债相对较高，融资成本也高，面临着较大的挑战，存货同比增速近两年来一路走低，目前已经停止增长，在“345”新政的规模控制要求下，预计下个季度同比增速将转负。

观察历史数据，2015 年至 2016 年 9 月，土地市场溢价率上升，2015 年上半年央企存货同比增速最高，下半年后地方国企接棒；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，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；二是此时楼市处于快速上升周期，民企顺周期拿地意图比较强烈。

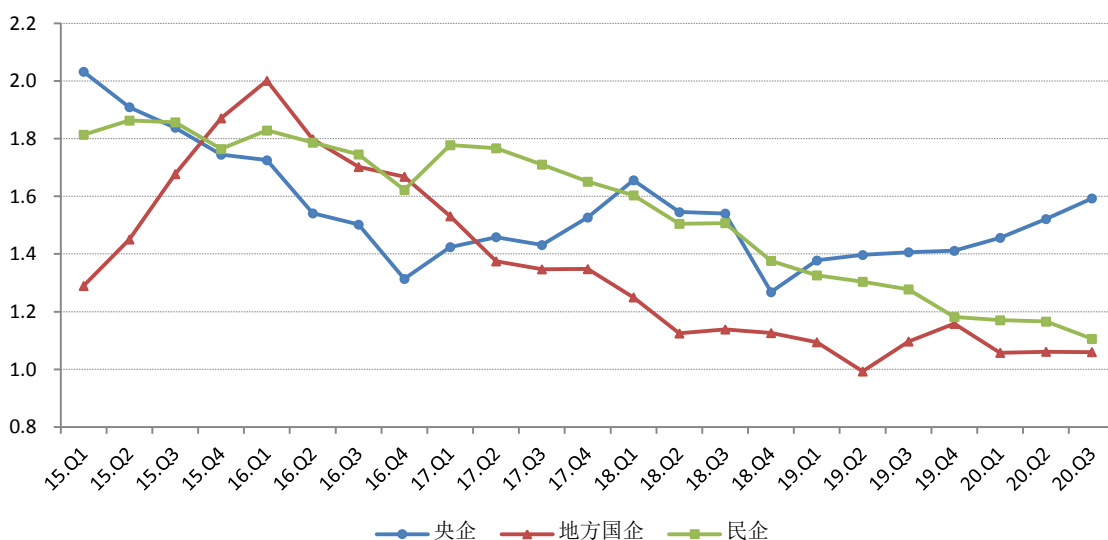
图6 20家房企按性质分类存货同比增速



数据来源：公司公告、易居研究院

2020年三季度，央企、地方国企和民企存货存销比分别为1.59、1.06和1.11，央企由于持续补库存，存销比继续增长，地方国企保持平稳，民企继续下降。央企存销比于2018年四季度开始见底回升，国企于2019年二季度见底后基本保持平稳，民企存销比则仍处于下降趋势中。在销售下滑，融资拿地收紧的背景下，央企凭借优势逆周期扩张，而民企更多考虑的是存货的去化压力。

图7 20家房企按性质分类存货存销比



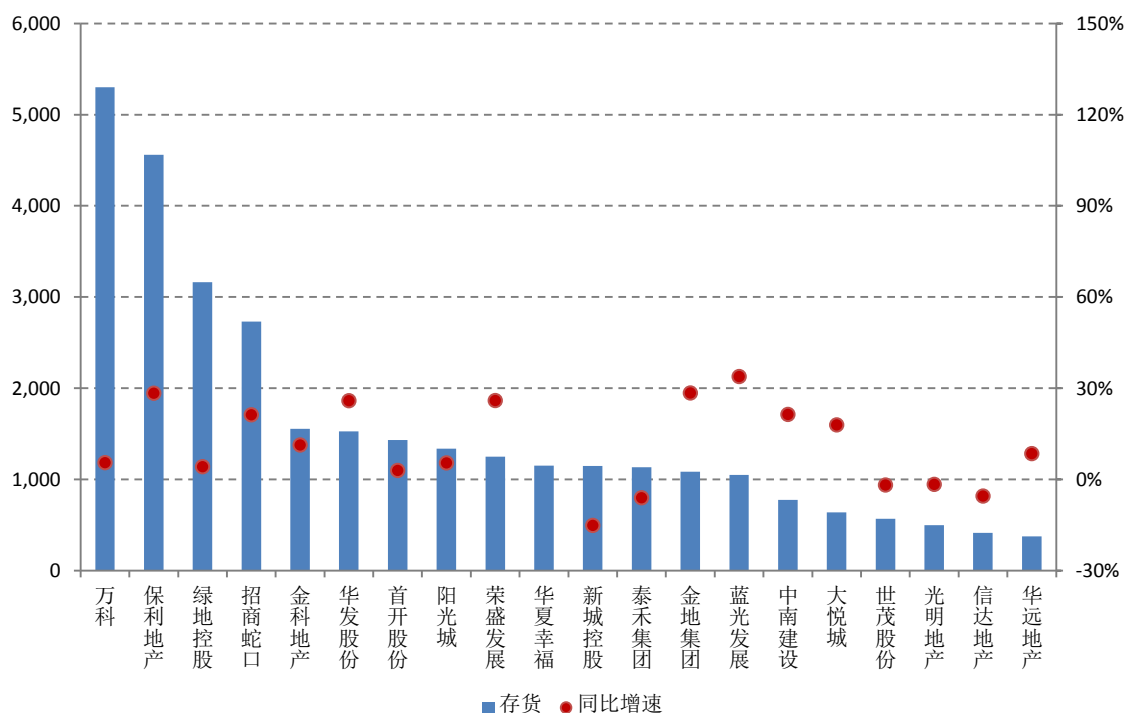
数据来源：公司公告、易居研究院

四、20 房企排名

存货规模是公司规模的体现，截至2020年三季度末，20家房企中存货规模位列前三的分别是万科集团、保利地产和绿地控股，排在末三位的分别是华远地产、信达地产和光明地产。从存货同比增速来看，蓝光发展增速最高，为34%，继续保持很高的存货同比增速，拿地补库存的意愿强烈；此外，保利地产、华发股份、荣盛发展和金地集团增速也较高。

新城控股存货同比增速最低，为-15%，主要是因为其预收账款上升，同时结算毛利率下降比较明显。此外，信达、泰禾等同比增速也较低，主要是因为其前期扩张过于激进，楼市调控升级后难免有些被动。

图8 2020年三季度20家房企存货及同比增速排名



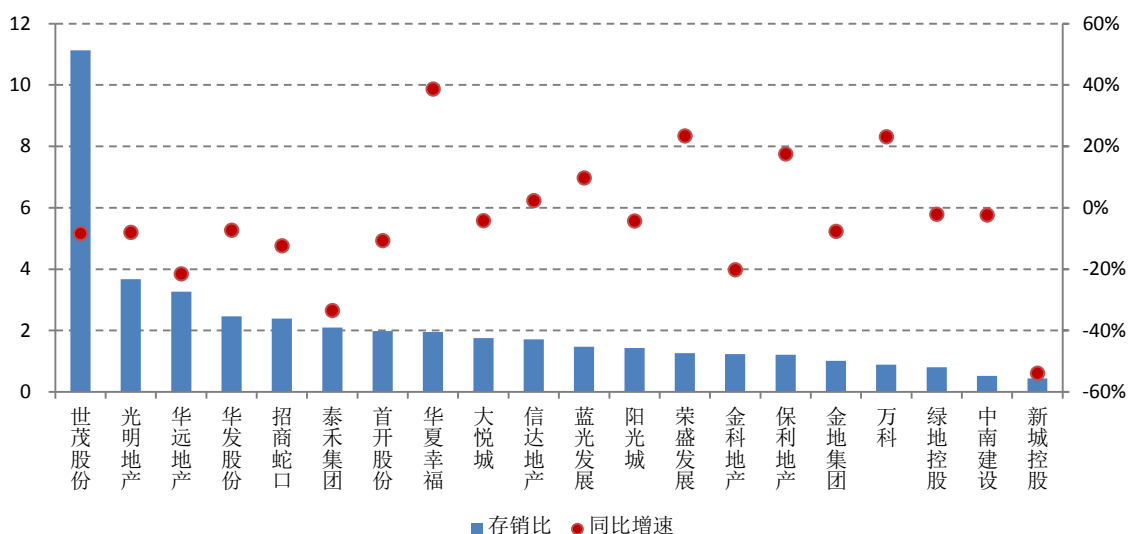
数据来源：公司公告、易居研究院

在20家房企中，存销比较短的是新城控股、中南建设和绿地控股；存销比较长的是世茂股份、光明地产和华远地产。世茂股份存销比明显较长主要是因为其商业地产开

发销售占比较高，达到40%，周转速度相比住宅慢。此外，世贸股份预收账款占签约销售额比例较小，主要因为其未并表的少数股权项目占比较大，同时现售规模也相对较大。

从存销比的同比增速来看，保利地产、中南建设、信达地产和华发股份存销比同比增长较明显，分别为28%、17%、13%和11%，相比二季度增长幅度明显下降。新城控股、光明地产、荣盛发展和华夏幸福存销比同比下降较明显，分别为-38%、-34%、-33%和-33%。

图9 2020年三季度20家房企存货存销比及同比增速排名



数据来源：公司公告、易居研究院

五、结论与趋势

三季度，在“345新规”的影响下，此前快速扩张、负债率高的房企不得不降负债、控规模，20家房企存货同比增速出现了较明显的下滑。

存货方面，1、超大房企和大型房企存货同比增速均明显收窄，中型房企继续保持负增长。2、央企存货增速仍为最高，基本维持一季度以来的较高水平；国企和民企存货同比增速均明显下滑。

存销比方面，1、大型房企存销比下降明显，主要是因为三季度大型房企存货环比较明显下降。2、央企由于持续补库存，存销比继续增长，地方国企保持平稳，民企继续下降，央企和民企明显分化。

执笔人：上海易居房地产研究院 研究员 王若辰

电话：021-60868898

邮箱： wangruochen@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。

