



房地产行业格局优化专题报告： 格局优化 破茧新生



行业格局：行业格局加速优化，优质房企迎量质双升。在房地产基本面和政策面环境的综合影响下，行业发展模式经历了三个阶段：资源驱动阶段(2014年以前)、杠杆驱动阶段(2015-2017年)、运营驱动阶段(2018年以后)。虽然2018年开始，在资管新规、三条红线、贷款集中度管理等供给调控政策的影响下，行业开始进入到运营驱动阶段，但行业内卷问题并没有得到根本解决，直到2021H2，在行业资金困境和供给端调控深化的双重作用之下，房地产行业供给出清开始真正出现，并且在政府连续强调鼓励并支持优质房企并购的推动下，预计行业格局优化将加速到来。我们预计2022年将展现从以往内卷式集中度提升向格局优化的集中度提升跃迁，不同于以往周期集中度和盈利能力的背离走势，预计优质房企有望迎来量质双升的趋势，即：集中度和盈利能力有望双升。

集中度：行业集中度由内卷式提升向有质量提升转变。在房地产三个发展阶段中，行业发展逐步由杠杆驱动向运营驱动转变，对应行业集中度从内卷式提升向有质量提升转变。从万科、保利、龙湖、华润4家优质房企拿地集中度来看，2014年之前资源驱动阶段，4家房企拿地集中度保持平稳；2015-2017年杠杆驱动阶段，在供给端调控和快周转模式背景下，4家房企拿地集中度获得快速提升；2018年之后运营驱动阶段，起初内卷加剧导致4家房企拿地集中度出现了倒退，但2021年开始，供给调控政策深化，融资资源从杠杆驱动房企向运营驱动房企集中，4家房企拿地集中度重获提升趋势，并考虑到近期行业资金困境加剧及政府鼓励优质房企并购，预计后续优质房企集中度将进一步提升，源于两方面数据佐证：1)

4家房企拿地集中度由2020年8月的7.8%提升至2021年11月的11.3%；
2) 2021年11月行业资金困境下，保利发展和招商蛇口融资端领先放量。

盈利能力：出清加速竞争减少，优质房企盈利能力改善。在房地产三个发展阶段中，行业发展逐步由杠杆驱动向运营驱动转变，对应发展模式从快周转发展模式向高质量发展模式，但直到2021H2行业加速供给出清之后，才迎来优质房企盈利能力的提升。2014年之前资源驱动阶段，百城地售比保持低位稳定，房企盈利能力较强；2015-2017年杠杆驱动阶段，持续供给端调控推动了百城地售比快速提升，并且行业内卷加剧，房企盈利能力显著下降；2018年之后运营驱动阶段，行业内卷依然存在，并且集中供地进一步推升百城地售比，房企盈利能力不升反降，直到2021H2行业出清加速竞争减少，推动优质房企盈利能力迎来改善，源于两方面数据佐证：1) 2021H2一线城市（北上广深）平均地售比已下行至37%（vs.2015-17年的50%）；2) 2021M9-M12保利发展和招商蛇口的平均拿地隐含毛利率分别已回升至32%和32%（vs.2021M4-M7的19%和21%）。

投资分析意见：格局优化，破茧新生，维持“看好”评级。从旧周期框架来看，央行连续发声强调维稳房地产、防控金融风险，政治局会议和中央经济工作会议定调支持合理住房需求，政府维稳暖意已现，政策修复的行业弹性（Beta）仍值得关注；而从新周期框架来看，在行业资金困境和供给端调控深化的双重作用下，行业出清加速竞争减少，推动行业从以

往内卷式集中度提升向格局优化的集中度提升跃迁，优质房企有望迎来量质双升、甚至戴维斯双击，格局优化下的成长力量（Alpha）则更值得期待。我们维持房地产板块“看好”评级，推荐：A 股：保利发展、金地集团、新城控股、招商蛇口、金科股份、万科 A，建议关注：华侨城 A；H 股：龙湖集团、华润置地、旭辉控股、中海外发展、碧桂园、融创中国；并维持物业管理板块“看好”评级，推荐：碧桂园服务、华润万象、新大正、旭辉永升、保利物业、中海物业、绿城服务、宝龙商业、新城悦服务。

风险提示：政策再收紧，资金再趋紧、受限占比再提升。

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_35724

