

2023 年房地产市场 集中度分析报告

2023 年 4 月

目 录

一、房地产行业集中度加速提升	错误!未定义书签。...
1、政策环境.....	错误!未定义书签。.....
2、集中度加速提升.....	错误!未定义书签。.....
二、房地产行业龙头企业的竞争优势.....	错误!未定义书签。
1、融资优势.....	错误!未定义书签。.....
2、区域深耕.....	错误!未定义书签。.....
3、运营效率.....	错误!未定义书签。.....
三、房地产行业集中度发展趋势	错误!未定义书签。...
1、海外集中度提升始于市场饱和期	错误!未定义书签。.....
2、龙头企业保持扩张节奏	错误!未定义书签。.....
3、一二线城市率先集中.....	错误!未定义书签。.....

一、房地产行业集中度加速提升

2023年被我们称为行业集中度加速提升元年,经历了行业冰点的转折,因融资能力以及企业背景的差异,龙头企业相对与中小企业的优势日趋悬殊。我们曾指出,在行业政策环境明显改善的情形下,行业集中度提升速度趋缓,相反在政策调控时期,则会加速行业集聚。对于房地产调控持续已是市场一致预期,在市场经历了半年多的复苏期后出台的新国五条进一步强化了这一预期,因此至13年一季度末,房地产行业强者愈强的格局愈发显著,且我们认为这一趋势将随整个房地产行业利润中枢下移而持续。

1、政策环境

3月底新国五条的出台表明管理层对于房地产成交持续回暖、价格回升态势的警示。除了对于既定政策从严执行的要求之外,以调整二手房交易环节个税缴纳方式以提升持有环节成本。我们认为一旦严格执行中期而言对于投资性需求的影响不可忽视。信贷方面自去年三、四季度出现流动性放松,在此带动下房价也从而出现明显上行趋势。但近期包括上海等各地已经出现信贷收紧现象,同时银监会8号文件的出台也极有可能释放融资成本见底信号,多方角力再次说明行业利润中枢下移的方向仍然未变;在此趋势下,龙头企业的规模化仍是确定性最高的机会。

表 1: 2009 年以来出台的主要政策

土地政策			信贷政策			财税政策		
时间	内容	时间	内容	时间	内容			
Apr-09	禁止擅自改变规划用途、容积率等	Jun-09	严格遵守二套房贷政策不动摇	May-09	保障房和普通住房最低资本金为 20%			
Dec-09	地价款原则上一年内付清, 首付不 低于 50%	Oct-09	公积金结余资金贷款支持保障房	Dec-09	营业税征免时限由 2 年恢 复到 5 年			
Mar-10	要求央企退出房地产开发经营, 控制地王	Jan-10	二套房贷款首付不低于 40%	Mar-10	二次购房者不再享受契税 优惠			
Mar-10	土地底价不低于同级别基准价的 70%, 竞买保证金不低于底价的 20%	Feb-10	信托公司不得以信托资金发 土地储备贷款	Jun-10	土地增值税预征率原则上 不得低于 5%			
Sep-10	土地闲置一年以上禁止其及控股股 东购地	Oct-10	二套房不低于 50%, 利率不低 于 1.1 倍; 禁发三套房贷款。	Sep-10	出售自有住房并在 1 年内 新购房不再减免个税			
Sep-10	规定拿地后一年内开工, 开工三年 内竣工	Jun-11	二套房首付不低于 60%	Jan-11	上海和重庆针对二套房和 高档房开征房产税, 税率 0.5%-1.2%不等			
Jul-11	土地竞买保证金不低于底价的 30%	Aug-11	禁止开发商向境外子公司发 债提供担保的方式融资	Jan-11				
Mar-12	要求各地对农村集体土地进行确权 登记发证	Feb-13	房价上涨明显的城市二套房 贷的首付与利率从严要求	Feb-13	二手房个税严格按照差额 20%征收			

表 2: 近期地方政策

时间	地区	政策
13-04	上海	上海公积金首套房认定悄然收紧, 认房认贷, 且人均面积高于 33.9 平限贷。
13-03	北京	北京国五条细则: 二手房个税能核实原值 20% 计征, 5 年唯一免征; 单身人士限购一套房
13-03	深圳	深圳市制定《深圳市商品房预售价格备案办法》, 商品房预售价格备案实行一套一备案, 《办法》指出, 地产商在商品房预售之前, 应按房地产预售许可证核准的商品房套数, 一次办理全部商品房预售价格备案。预售过程中, 如果价格调整幅度超出最近一次备案价格上下 15%, 必须在调整前变更销售价格备案, 否则将遭行政处罚。
13-03	长沙	长沙市住房公积金新规定 3 月 1 日起正式施行, 申请住房公积金贷款, 须正常缴存住房公积金 12 个月以上, 首套房 120 平方米以上不得申请二套房贷。
13-03	武汉	武汉市住房公积金中心近日宣布, 自 3 月 10 日起对公积金贷款和提取政策作出调整: 缴存时间越短、余额越低, 所贷额度越少; 申请公积金贷款, 须正常缴纳公积金 6 个月以上。

图 1: 房地产开发资金来源

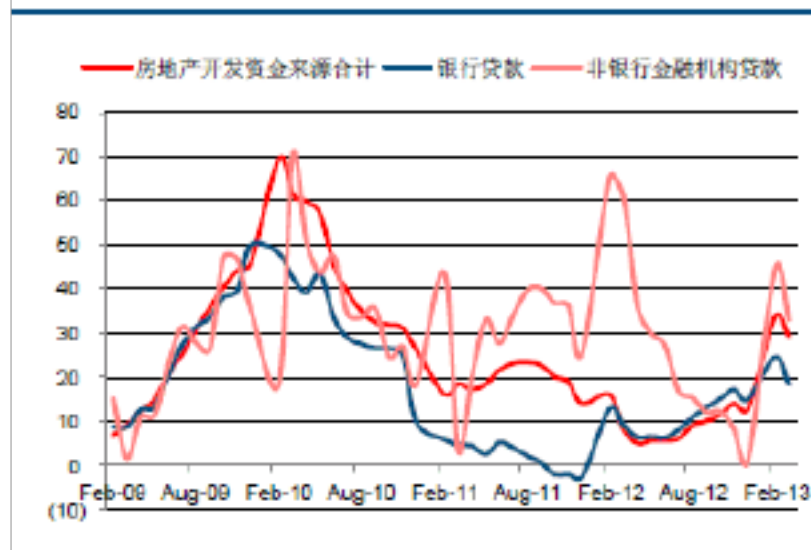
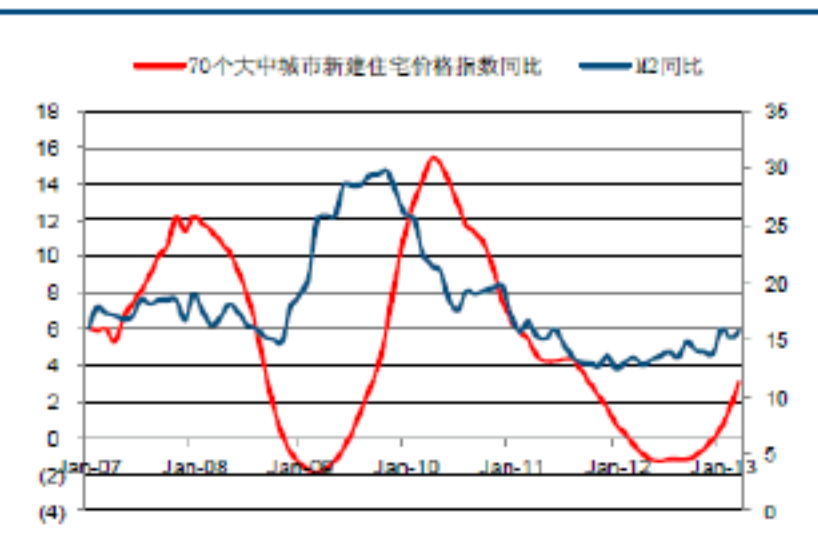
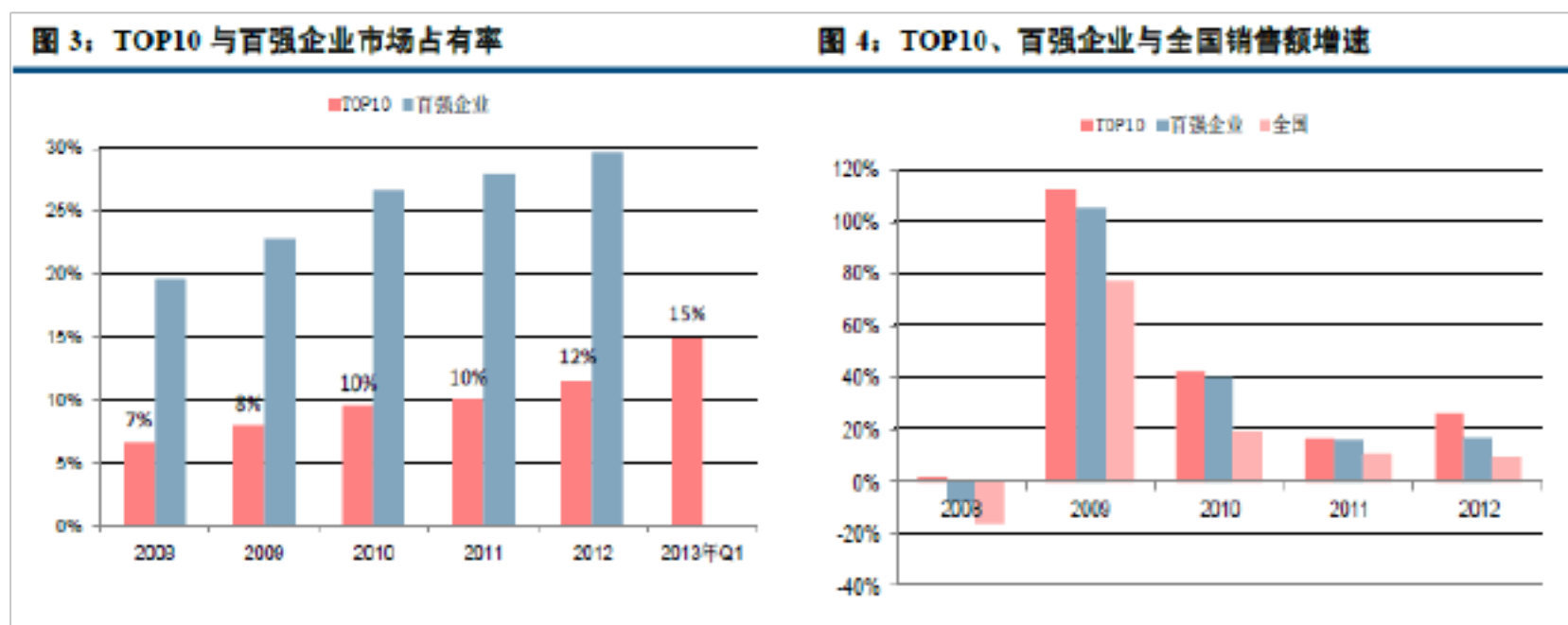


图 2: 新建房价指数与 M2 同比



2、集中度加速提升



从 2008 年至 2013 年一季度数据来看，龙头企业的市场占有率提升速度进一步加快。2013 年 TOP10 销售额市场占有率 11.5%，提升 1.5 个百分点，而 2013 年一季度 TOP10 市占率提升至 14.9%，即比 2008 年上升 3.4 个百分点。相对于 08、09 年时期占有率提升一倍，同时 TOP10 以及 TOP20 销售额门槛同比近乎翻倍。

经历了 11 年 16 家企业退出房地产市场的高峰，2013 年房地产行业的并购仍然十分活跃，2013 年至今又有多家 A 股上市房企退出房地产行业，包括万方发展以及绿景控股，此外中茵股份进行定增为非地产项目再融资以褪去地产属性——行业两极分化特征明显。

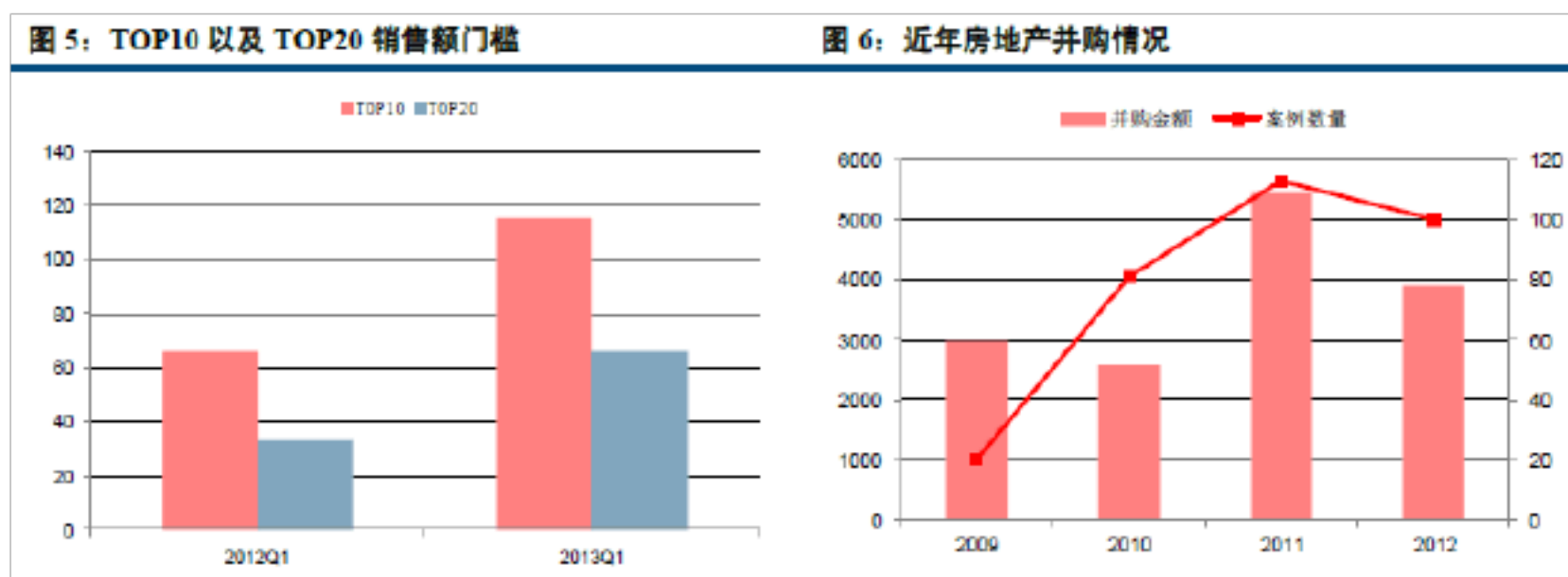


表 3：12 年至今房地产主要并购案例

并购方	被并购方	股权	金额（亿）
恒大	盛东房产（恒盛置地）	100%	9.65
万科	南联地产	79.26%	11.56
金地集团	星狮地产	56.05%	16.54 亿港元
万达	恒力商业地产	65%	6.74 亿港元
华夏幸福	云天楼	60%	12
福星科技	江汉置业	50%	19.7
华夏幸福	丰科建	100%	21.26
融创中国	绿城中国	9 项目 50%	33.72
九龙仓	绿城中国	24.60%	50 亿港元
上实发展	兴业地产	49.34%	7.58
华发股份	珠海世荣（世荣兆业）	50%	约 10 亿
华玺地产	珠海铤创	18.94%	5.97
森源家具	捷程置业	40%	6.88
柳州市政	北部湾	100%	8.5
历冠投资	瑞欣置业	50%	11.83
上海华服	上海华营（中华企业）	100%	8.17
畅和基金	中华企业大厦部分物业（中华企业）	-	7.9
杭州富展	江苏荣安置业（荣安地产）	100%	3.21

二、房地产行业龙头企业的竞争优势

龙头企业在当前市场环境中的突出表现，我们主要从融资优势、区域深耕能力最后体现为运营效率几个方面直观感知。

1、融资优势

龙头企业在融资方面的优势显著。以万科为例，整体资金成本在 11 年历史高点仍控制在 9% 以内，信托成本也控制在 12% 以内，且流动性一旦放松即立刻回归至 6% 的水平，而中小企业 11 年信托利率多处于 15%-18%。

融资成本也是国企以及内房股企业在第一第二梯队的排位中占据优势的主要因素。

图 7：万科资金成本

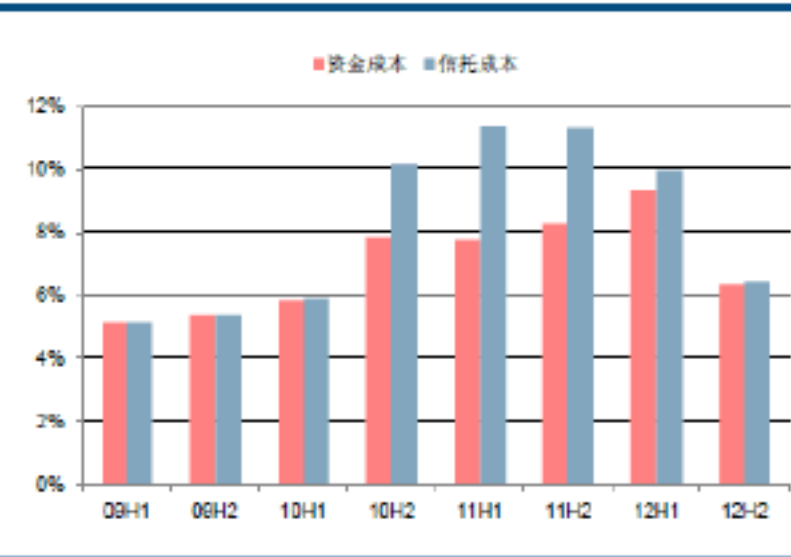


图 8：房地产集合信托规模及利率

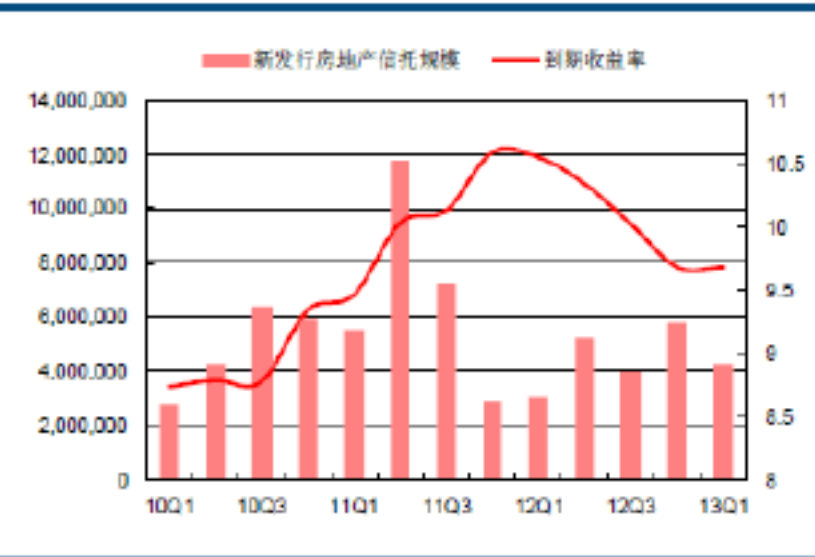
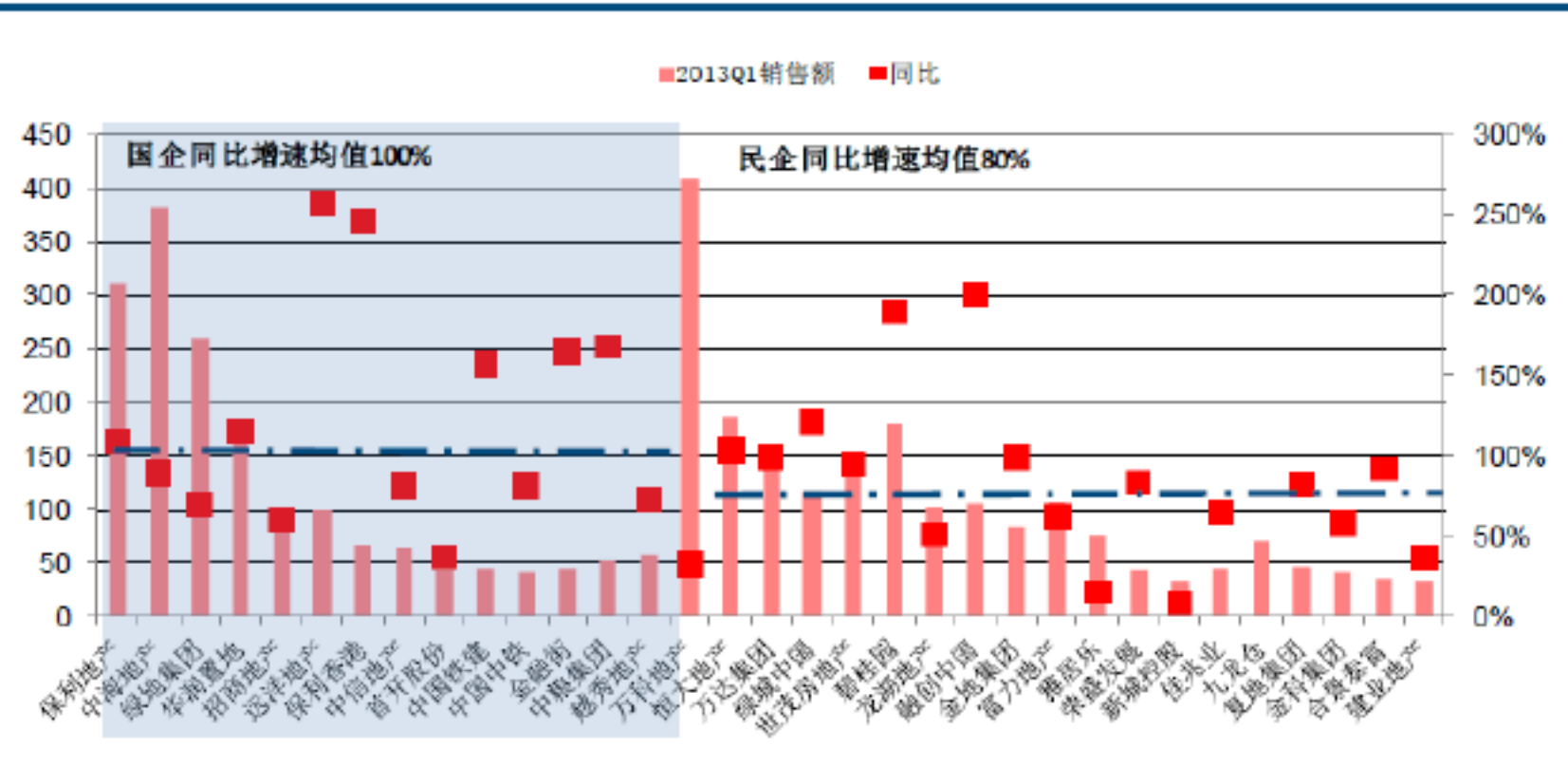


图 9：龙头企业一季度销售同比增速



通过比较 A 股中主要房地产企业 2023 年资金成本可知，国企融资优势显著，整体资金成本为 7.2%，与民企相较低 2.2 个百分点，融资上的优势可解释国企整体扩张步伐高于民企。

整体来看内房股的市场表现优于 A 股企业，13 年一季度销售额前十位中占据 6 位，而 A 股企业仅有 2 家。

从融资角度，A 股企业受制于房地产调控，资本市场融资渠道受限，而内房股则有更大的杠杆空间，尤其随 12 年市场回暖，内房股近期在港股市场融资频繁，且融资利率来看，销售额位列 TOP20 的企业融资成本均低于 8%，与 A 股整体融资规模以及利率相较，彰显龙头企业与港股市场融资优势。

图 10: A 股主要房企 12 年资金成本

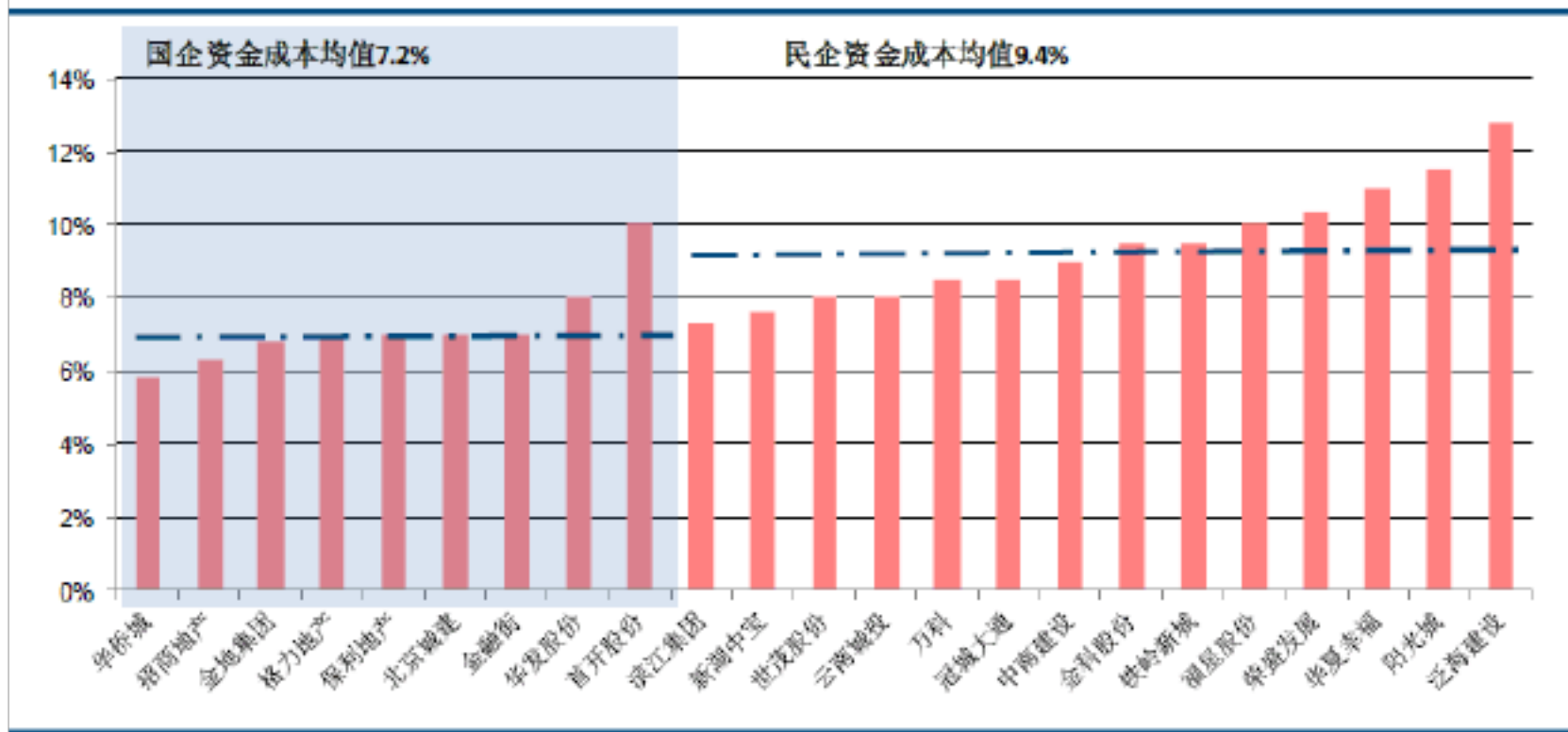


表 4: 港股上市企业近期融资动向

公司	金额	年限	利率	融资形式
首创置业	4 亿美元	-	8.38%	高级永续证券
万科香港	8 亿美元	2018 年	2.63%	中期票据
绿城中国	4 亿美元	2018 年	8.50%	优先票据
旭辉集团	2.75 亿美元	2018 年	12.25%	优先票据
住兆业	5 亿美元	2020 年	10.25%	优先票据
碧桂园	7.5 亿美元	2023 年	7.50%	优先票据
世茂房地产	8 亿美元	2020 年	6.63%	优先票据
富力地产	4 亿美元	2020 年	8.75%	优先票据
越秀地产	3.5 亿美元	2018 年	3.25%	中期票据
	5 亿美元	2023 年	4.50%	中期票据
宝龙地产	2.5 亿美元	2018 年	11.25%	优先票据
建业地产	2 亿美元	2020 年	8.00%	优先票据
龙湖地产	5 亿美元	2023 年	6.75%	优先票据
中骏置业	1.5 亿美元	2017 年	11.50%	优先票据
奥园	1 亿美元	2017 年	13.88%	优先票据
雅居乐	7 亿美元			次级永久资本证券
上实控股	39 亿港元			可换股债券
融创中国	配股集资 20.1 亿港元			
恒大地产	配股集资 43.5 亿港元			

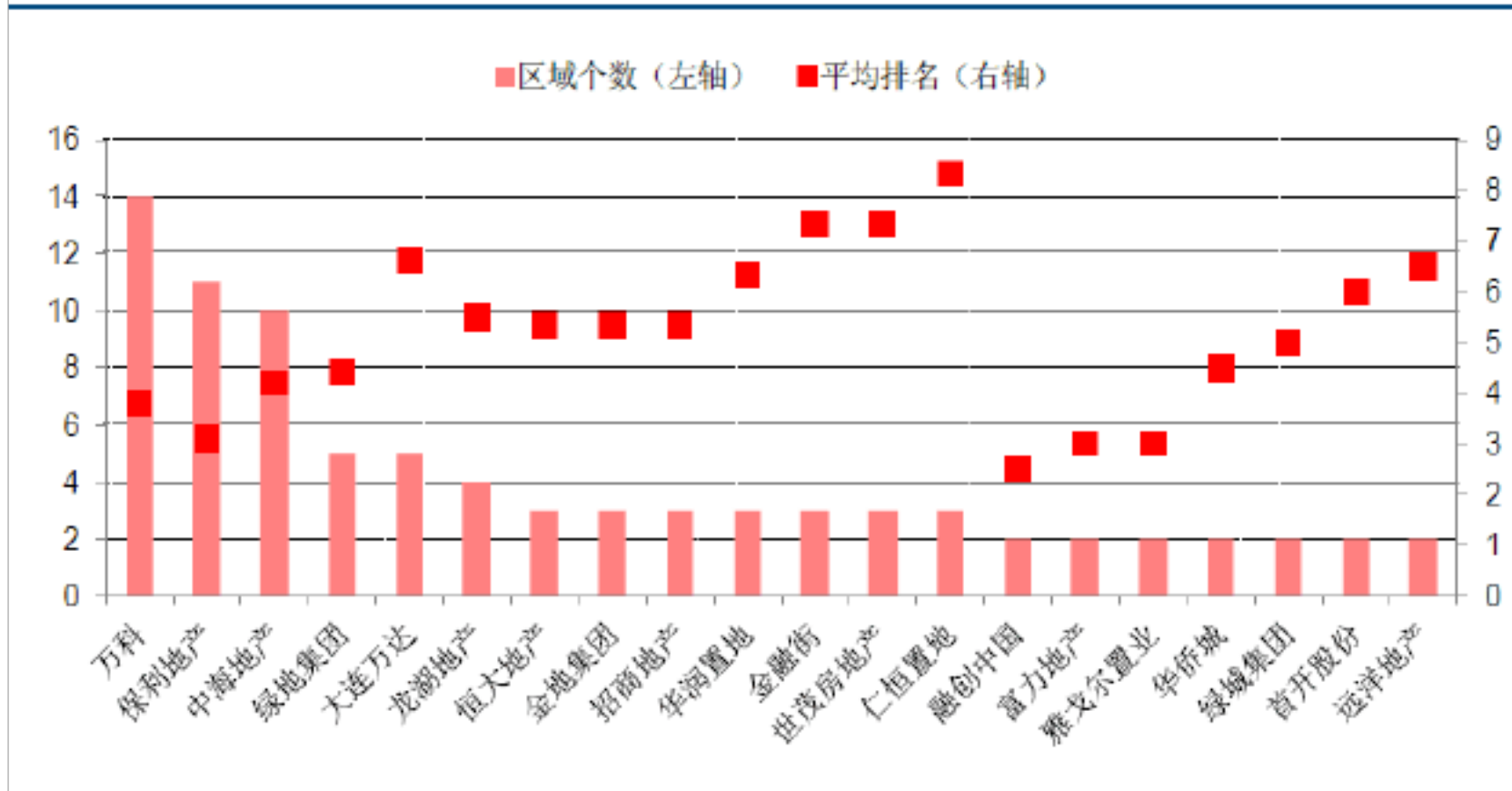
2、区域深耕

随着整个行业的毛利率下滑，主流运作逻辑以量为纲，用以考量公司的扩张能力与盈利能力的指标是公司区域深耕的能力。可看出所有扩张中的龙头企业在城市进入的节奏和渗透程度都非常理想。

表 5：龙头公司历年已进入城市统计

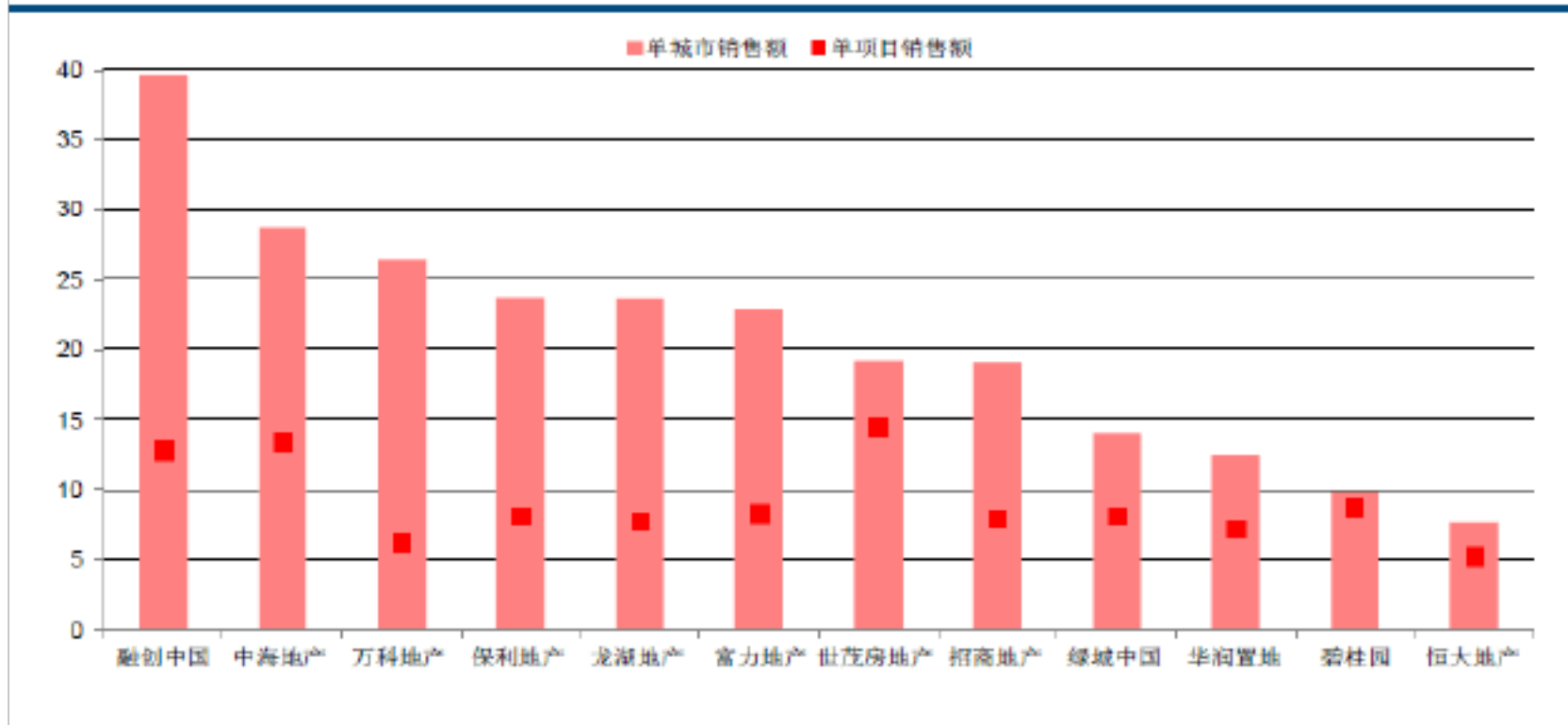
年份	恒大	万科	保利	中海	绿城
2005 年	-	18	9	14	9
2006 年	-	24	10	16	19
2007 年	-	29	12	20	25
2008 年	22	32	17	21	29
2009 年	25	34	20	21	30
2010 年	61	46	32	25	38
2011 年	103	54	38	32	33
2012 年	121	55	43	33	39

图 11：龙头企业销售排名进前十区域情况



万科、保利、中海等企业在各区域的布点已经逐步完成，新区域扩张速度已经略有所减缓，但龙头企业在进入城市的市占率均有上佳表现。以 14 个一二线城市作为考察区域，其中万科在所有样本城市中均是排名前十的开发商，市场排名均值为 6-7 位，其次是保利地产。整体来看，龙头企业单城市销售额大多数在 20 亿左右。

图 12：龙头企业单城市及单项目销售额



3、运营效率

在板块毛利率走低、行业净负债率维持较高位的情况下，对于公司盈利能力更多的考验来自内部管控以及周转效率。而正因为此前所分析龙头在融资以及深耕上的优势表现，直接体现为企业具备更高的运营效率。龙头企业营业利润与期间费用的比例均值为 5.5 倍，远高于行业平均水平 2 倍，总资产周转率均值为 0.3 同样与行业均值 0.26 存有优势。

图 13：地产板块毛利率

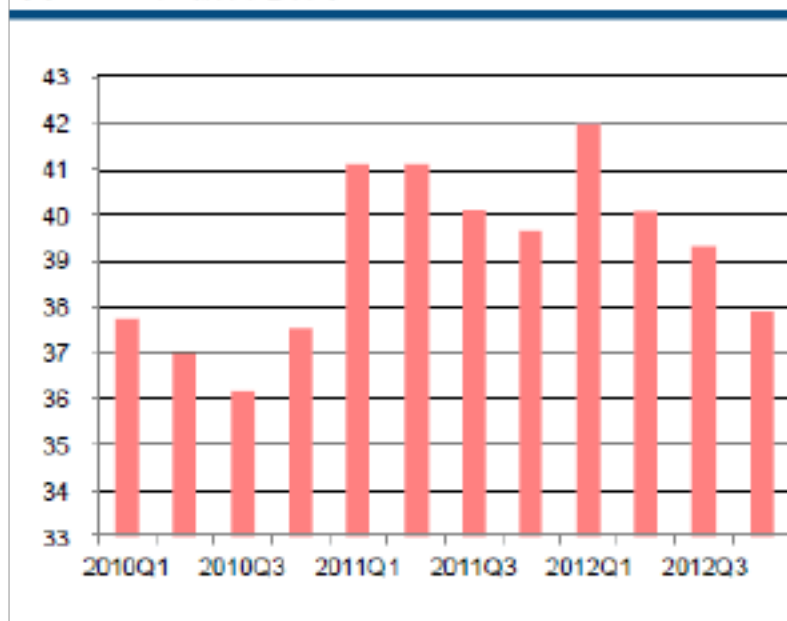


图 14：地产板块净负债率/归属母公司权益

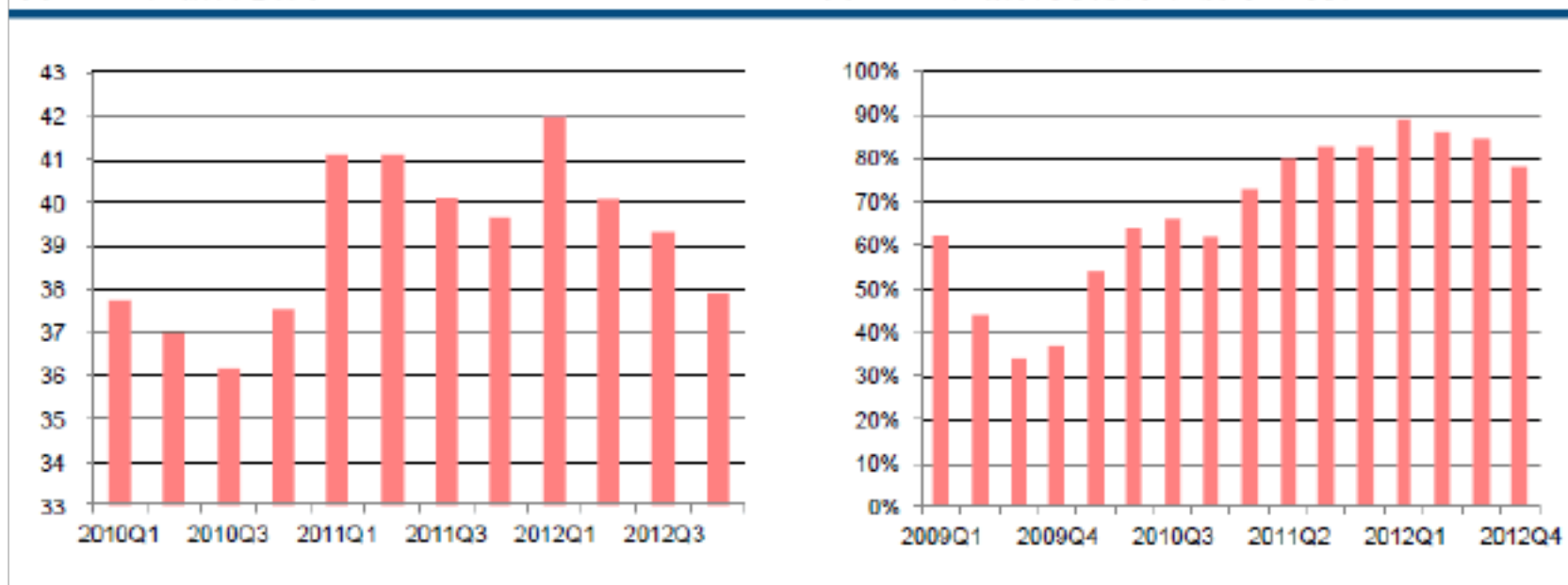


图 15: 龙头企业营业利润/期间费用

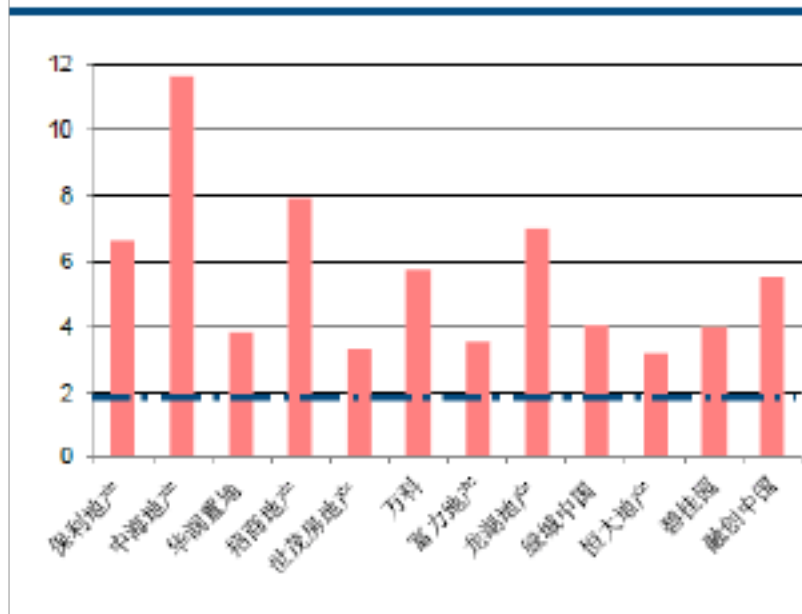
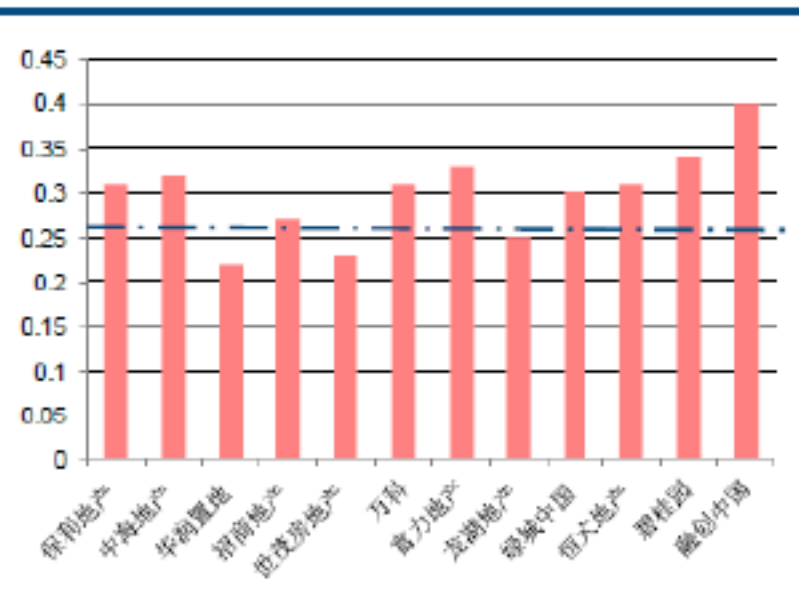


图 16: 龙头企业总资产周转率



三、房地产行业集中度发展趋势

1、海外集中度提升始于市场饱和期

我们参考过美国房地产市场的行业周期，美国房地产集中度提升始于1989年。1989年美国人均房屋栋数达到0.43栋后，其市场进入相对饱和的状态，而此时房地产市场集中度开始逐步提升，2023年后集中度进入加速提升的阶段，前五大开发商市场占有率由8%升至2023年逾20%，达到顶峰。随后行业进入萧条期，集中度开始下滑。

我国目前的城镇户均套数为1.03套，略低于国际平均水平的1.1套，尽管整个行业未达饱和状态，但是鉴于龙头企业的在调控市场下所具备的优势，行业集中趋势已然显现。目前前五大开发商市场占有率达9%，参考美国市场曾经达到的行业集中度，我们认为龙头企业还有相当可观的成长空间。

图 17: 美国人均房屋栋数

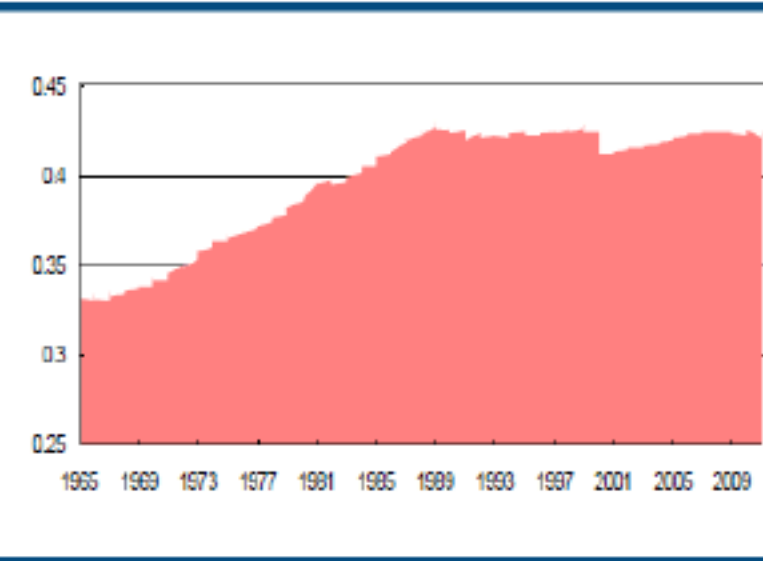


图 18: 美国房地产市场集中度提升

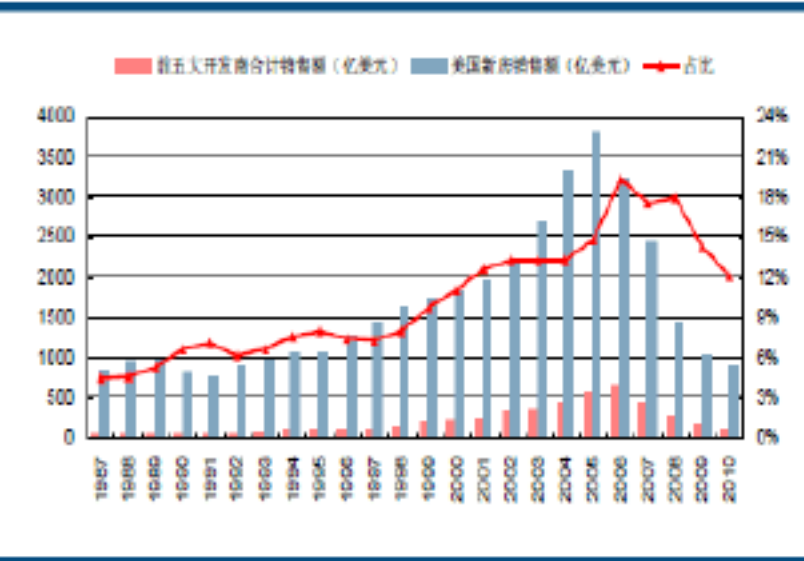


图 19: 美国新建住房销售情况

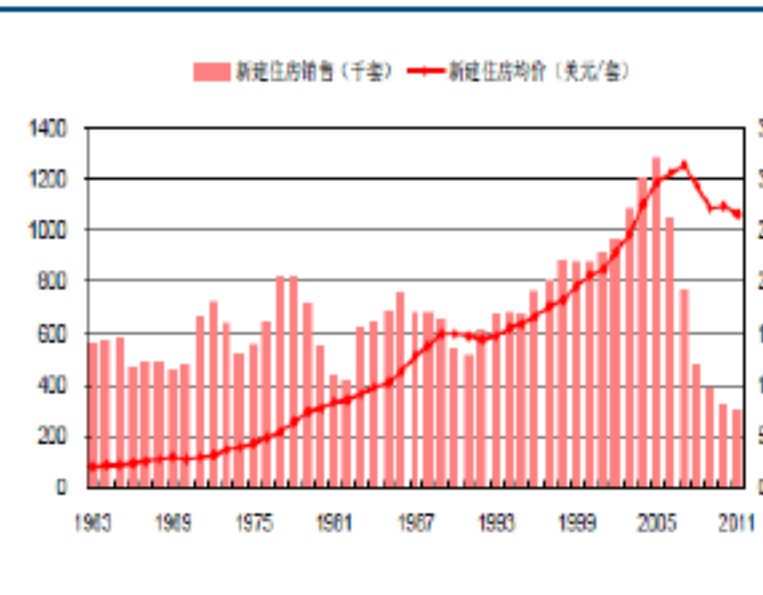


图 20: 1989—2006 年销售额复合增长率

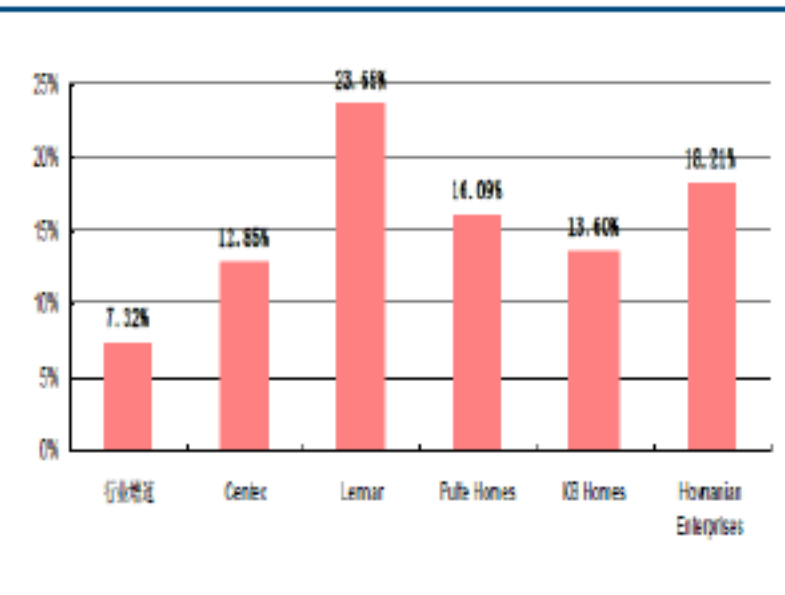


图 21: 日本户均套数

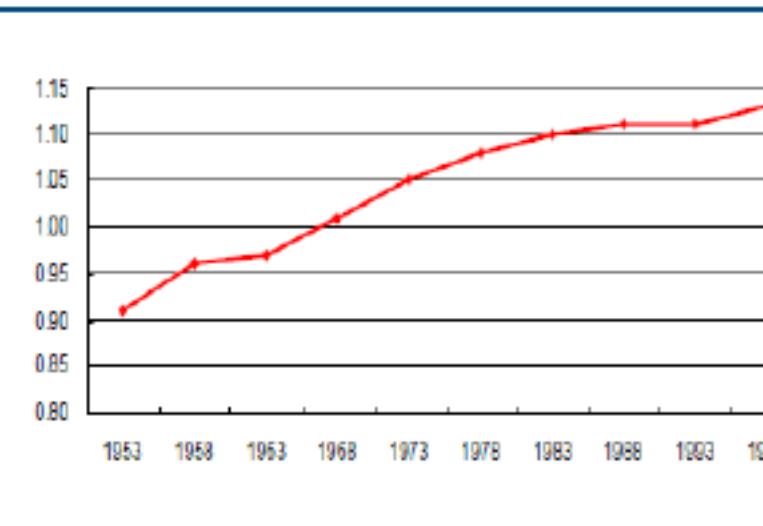
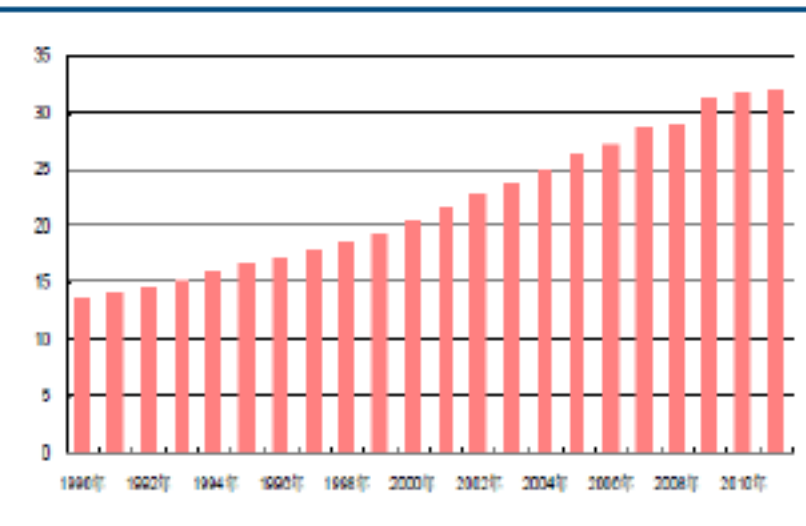


图 22: 中国人均建筑面积



2、龙头企业保持扩张节奏

龙头企业从拿地、新开工以及融资战略上来看仍然保持扩张节奏，由此也为行业集中度的进一步提升打下基础。十大房企自 2023 年下半年起拿地策略开始激进，在 40 个大中城市出让面积中占比也明显上升。其中万科、保利以及龙湖地产尤为突出，拿地面积同比增幅分别达 870%、136% 和 238%。

2023 年补库存速度基本与

11 年一致，万科、保利、中海等公司新增项目储备与当期销售面积之比约为 1.5 倍，与新开工面积大致相当，而购地款占当期销售额比例均在 40% 左右，其中保利、中海购地款占比同比分别上升 5 个百分点和 10 个百分点，可见其扩张节奏有所加快。

新开工方面，龙头企业在积极市场表现高于增速，同时弱市下低于市场降速的趋势更为明确。保利、万科、金地 2023 年同比分别下降 1%、6.2%以及 8.2%，仍然低于全国新开工同比 11.2%的降幅。

图 23: 10 大房企拿地面积及占比

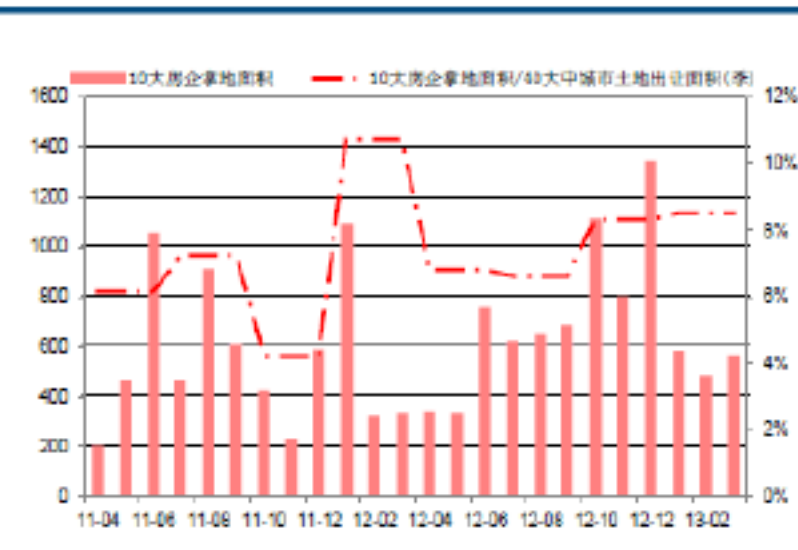


图 24: 10 大房企 13 年一季度拿地面积及同比增速

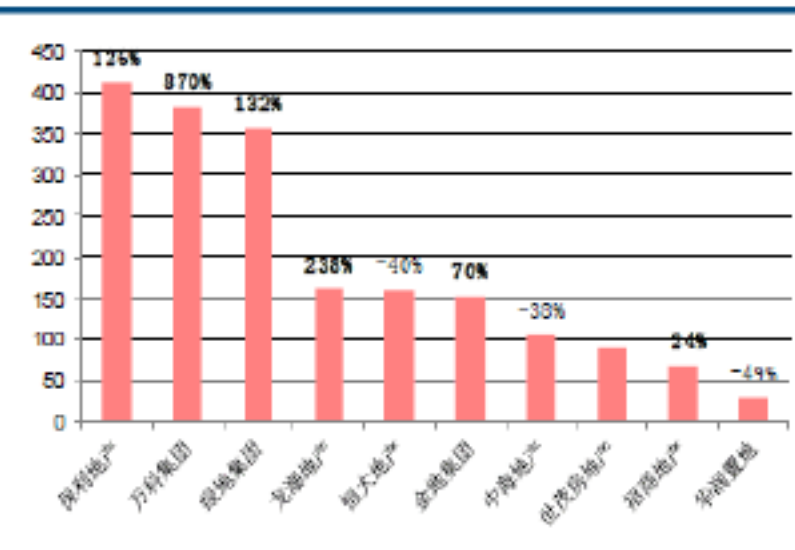


图 25: 万科新增储备节奏

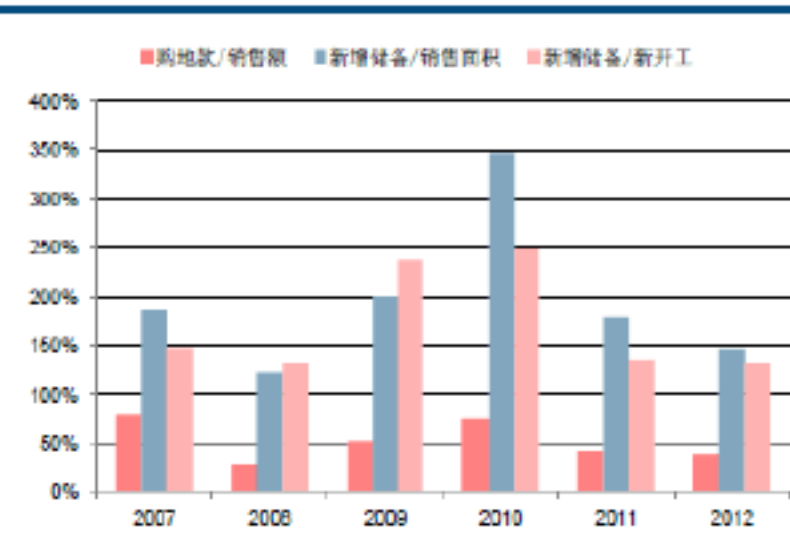


图 26: 保利地产新增储备节奏

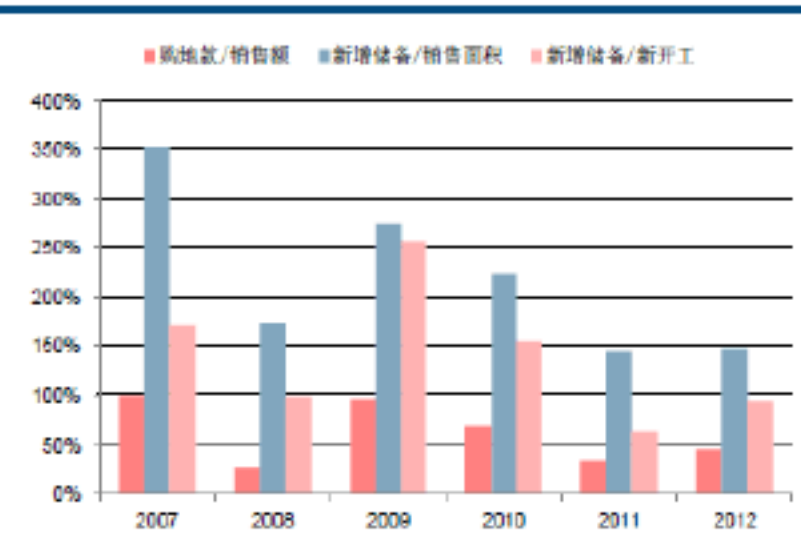


图 27: 金地新增储备节奏

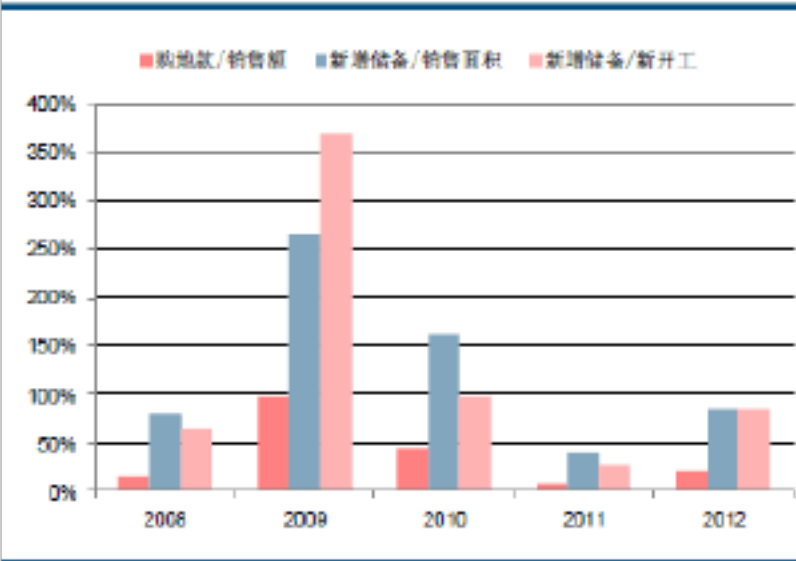
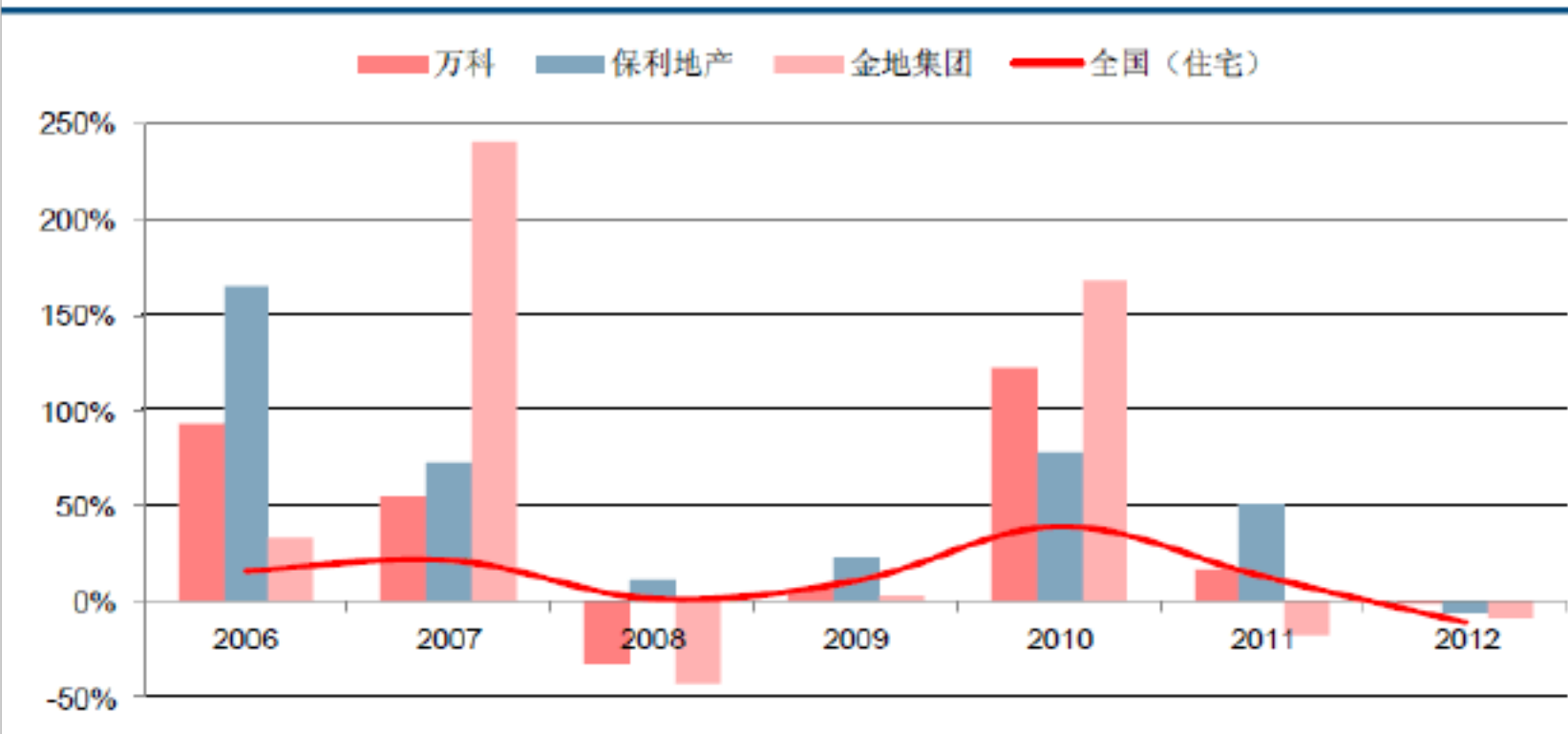


图 28: 中海地产新增储备节奏



图 29: 龙头企业新开工增速



对于扩张中的融资需求，我们关注到龙头企业在具备成本优势的前提下存在加大杠杆的表现。一方面，少数股东权益占比整体持续上升，我们认为今后缺乏运营优势的企业以投资商的身份参与房地产市场，而主体开发由龙头企业掌控的现象会进一步发酵。

另一方面，诚如此前我们所分析内房股的融资优势，今年来内地龙头企业也在纷纷谋求参与香港资本市场的方式，其中万科、金地以及万达均以收购的形式获得香港壳资源，构建新的融资平台，其中万科、金地在 2023 年还分别进行了一轮发债，万科所发中票年利率仅 2.36%，成本优势显著。另外旭辉集团 IPO 成功又重新打开内地房企赴港上市的闸口。

图 30: 龙头企业少数股东权益占比

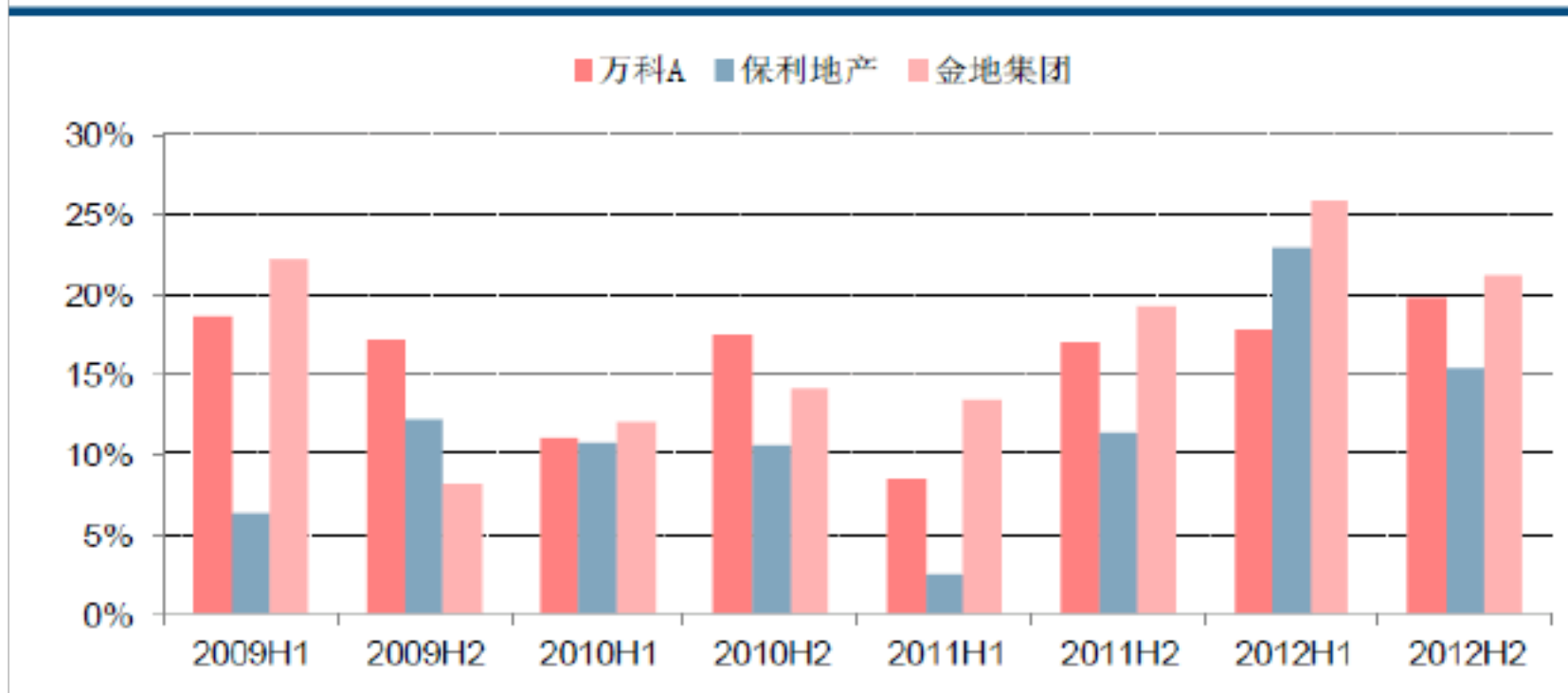


表 6: 内地企业港股市场运作

企业名称	方式	被并购方	股权	金额 (亿)
万科	收购	南联地产	79.26%	11.56
金地集团	收购	星狮地产	56.05%	16.54 亿港元
招商地产	收购	东力实业	认购可换股证券以注入商业项目	61.8 亿港元
万达	收购	恒力商业地产	65%	6.74 亿港元
旭辉集团	IPO	-	-	15.3

3、一二线城市率先集中

分区域来看，一二线城市率先体现集中趋势，这主要源自市场更为成熟，竞争程度更为充分。2023年房企TOP10、TOP20 在一二线城市占比分别达20.11%和25.88%，同比上升4.1以及4.7个百分点，高出全国总体占比水平约15 个百分点。

从 2023 年并购案例分布来看，北京、上海、广东、天津等地发生的并购案例数量以及并购金额均高于其他省份，其次是近期供应量明显上升以及竞争足够充分的区域，如湖北、江苏、重庆等地区。我们认为随着市场投资性需求比重进一步下降，这些区域的集中趋势将进一步显现。

图 31：并购案例区域分布

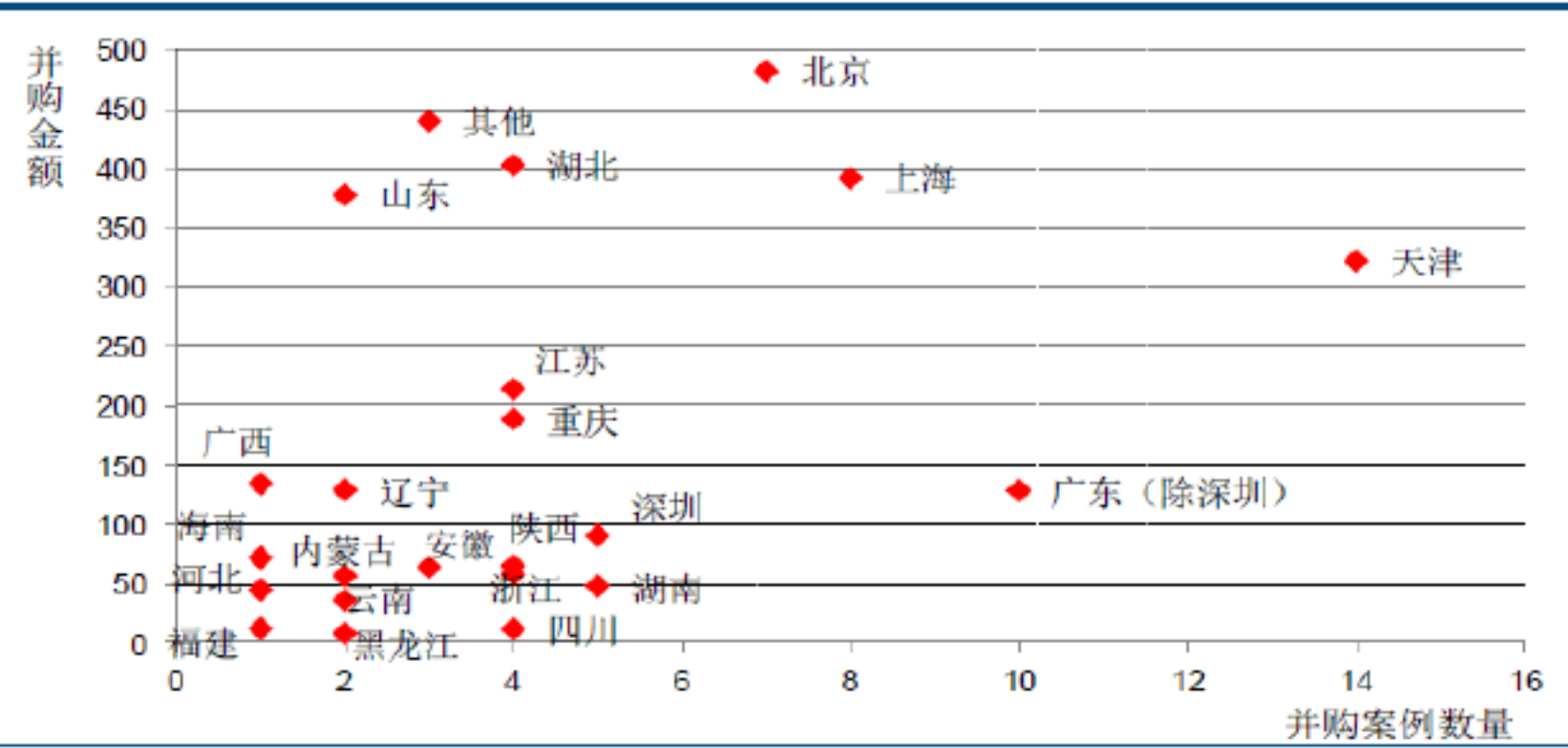


图 32：TOP10 和 TOP20 销售面积占比

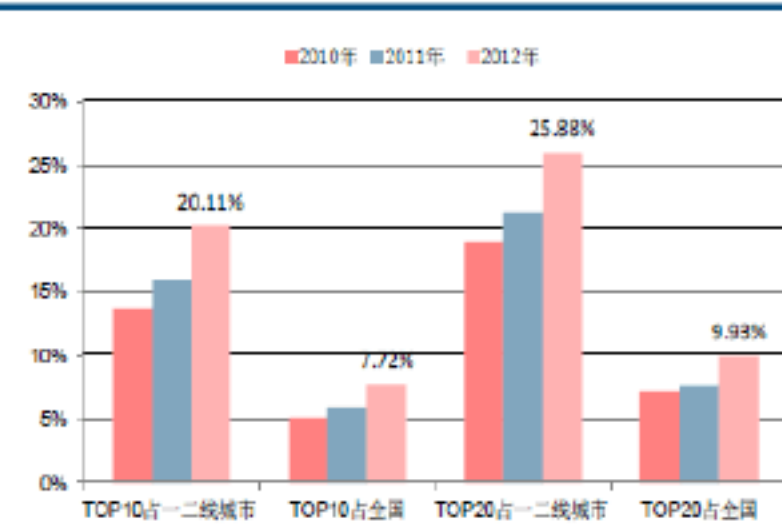
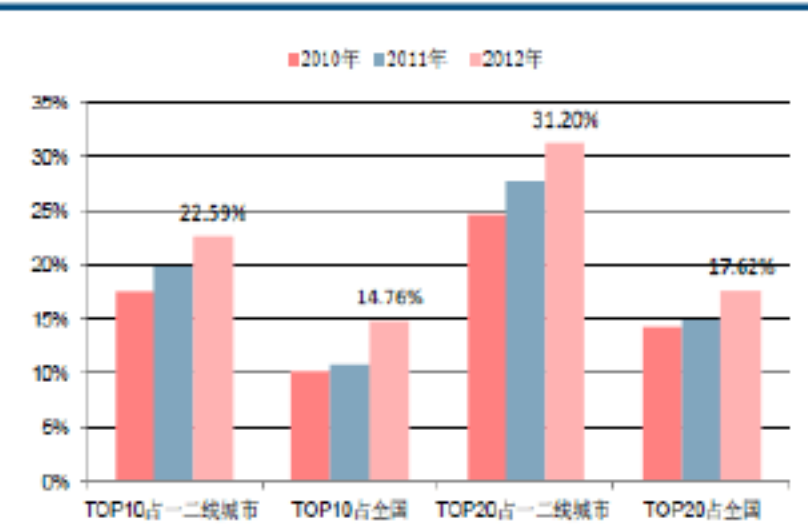


图 33：TOP10 和 TOP20 销售额占比



2023 年胰岛素行业 分析报告

目 录

一、胰岛素是人体血糖控制的关键.....	错误!未定义书签。
1、胰岛素是人体内唯一能够降低血糖的激素.....	错误!未定义书签。
2、胰岛素分泌异常会导致糖尿病.....	错误!未定义书签。.....
3、我国糖尿病发病率快速提升.....	错误!未定义书签。.....
4、胰岛素产品已经发展到第三代.....	错误!未定义书签。.....
5、不同胰岛素生产工艺差别较大.....	错误!未定义书签。.....
二、医生在处方胰岛素的时候考虑的问题.....	错误!未定义书签。
1、随着病程的推进，胰岛素使用量逐步加大.....	错误!未定义书签。
2、胰岛素的注射模拟体内分泌过程.....	错误!未定义书签。.....
3、胰岛素一般采用笔式注射，注射部位有讲究.....	错误!未定义书签。
三、市场容量能够支撑胰岛素的快速增长.....	错误!未定义书签。
1、使用胰岛素的患者群体庞大.....	错误!未定义书签。.....
2、胰岛素的使用费用.....	错误!未定义书签。.....
3、胰岛素国内市场容量超过 200 亿.....	错误!未定义书签。.....
四、基层需求推动二代胰岛素放量.....	错误!未定义书签。
1、二、三代胰岛素聚焦市场不同.....	错误!未定义书签。.....
2、二代胰岛素在定价和医保报销方面具备优势.....	错误!未定义书签。
3、价格合理使得国产二代胰岛素进入多省基药增补目录.....	错误!未定义书签。
4、基层放量，提前布局是关键.....	错误!未定义书签。.....

以上内容仅为本文档的试下载部分，为可阅读页数的一半内容。如要下载或阅读全文，请访问：<https://d.book118.com/078054032050006051>