

房地产行业2024年投资策略

基本面延续筑底，两大工程助力高质量发展

西南证券研究发展中心
房地产研究团队
2023年12月

核 心 观 点

2023年行业复苏呈现先抑后扬，销售冲高后回落，投资仍旧低迷，政策仍在持续宽松，政策催化下板块仍具备配置价值。

- **基本面：供需双弱，筑底延续。**销售筑底格局延续，1-10月份商品房销售额同比-4.9%，短期来看销售修复仍有阻力：1）居民购买力尚未修复；2）居民倾向储蓄，购房意愿下降；3）房价下跌加重观望情绪；4）二手房分流需求。中长期需求见顶，但仍有一定支撑，预计2023-2030年期间年均住房需求约8.5亿平。供给约束销售修复，表现为1）新增供给：土地成交及新开工面积同步下滑；2）存量供给：已开工未售面积下滑；3）产能：短期过度出清。同时二手房挂牌激增，供销比上升。需求端政策已应出尽出，供给端仍在发力，“三个不低于”支持房企合理融资需求。预计2024年销售面积、销售金额、新开工、竣工、投资额分别同比-8.3%/-9.9%/-15.1%/-5.1%/-10.0%。
- **城中村：改造提速，助力需求修复。**政策加大力度支持超特大城市城中村改造，参考棚改经验，棚改高峰期年投资近2万亿，开工超600万套，带动房地产销售及宏观经济修复，滞后时间约为三个季度。预计本轮城中村改造资金来源主要包括政策性金融工具（PSL）、专项债、公共预算支出及商业贷款等社会资本。城中村改造因地制宜，各城市规划存在差异，具体实施细则仍存在不确定性。经测算城中村改造年均拉动投资额约6800亿元，约占房地产投资额的6%-7%，年均拉动销售面积约2000万平，约占商品房销售面积的2%。
- **保障房：探索住房双轨，完善保障体系。**保障房战略定位提升，参考经济适用房经验，高峰期投资额占比超10%，年销售面积超4000万平。根据《关于规划建设保障性住房的指导意见》，未来5年将有600万套保障房入市，年均120万套，粗略估算保障房年拉动投资额约1200亿元。
- **行业复苏动能较弱，宽松政策有望持续释放，看好经营稳健的优质房企。**个股推荐：1）房企：华发股份、城建发展、保利发展、招商蛇口、滨江集团；2）物企：华润万象生活、中海物业。
- **风险提示：**销售恢复不及预期、政策宽松不及预期、行业流动性风险等。

目 录

◆ 2023年行业回顾

◆ 基本面：供需双弱，筑底延续

◆ 城中村：改造提速，助力需求修复

◆ 保障房：探索住房双轨，完善保障体系

◆ 投资建议及重点标的

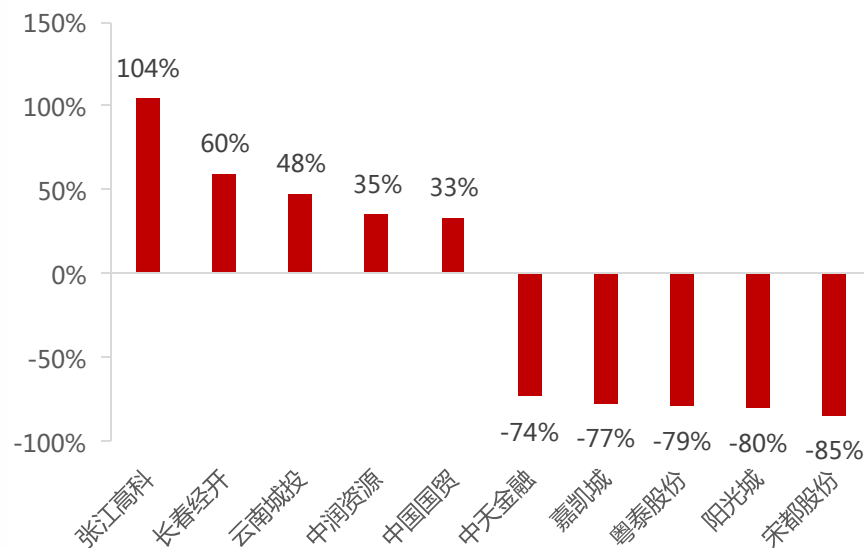
2023年行业回顾

- ❑ 2023年截至12月1日申万房地产指数下跌20.9%，跑输沪深300指数约10.8个百分点。
- ❑ 板块内涨幅最大的为张江高科（+104%）、长春经开（+60%）；跌幅最大的为宋都股份（-85%）、阳光城（-80%）。

房地产指数相对沪深300走势



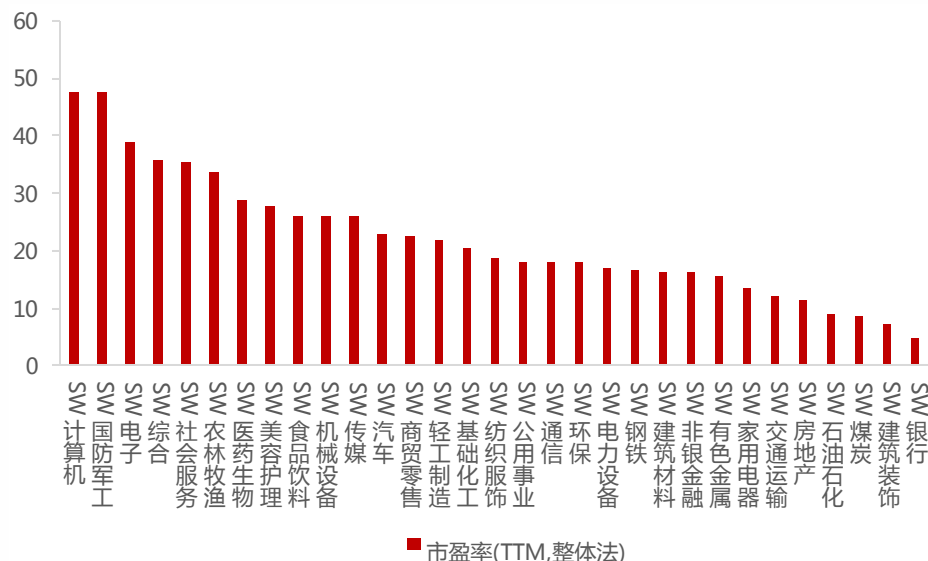
房地产行业涨跌幅前五个股



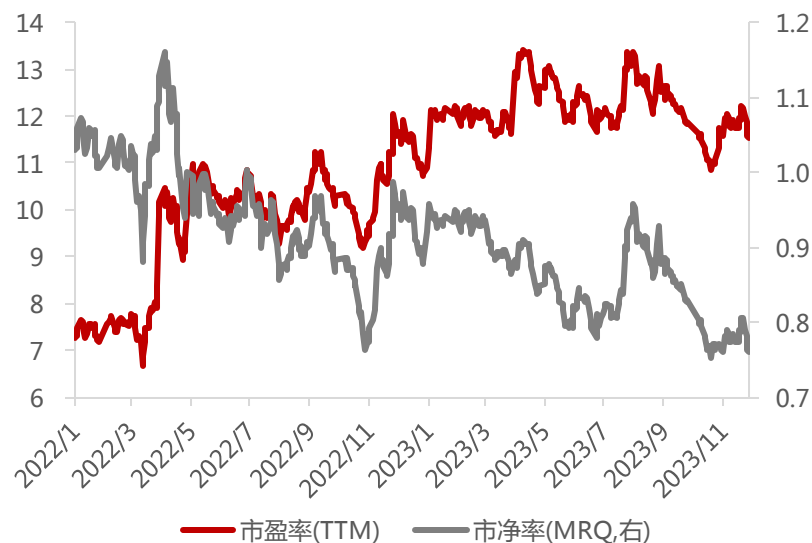
2023年行业回顾

- 横向看：房地产行业PE(TTM)为11.6倍，在申万行业中处于倒数第5位。
- 纵向看：房地产行业PE较2022年末上升0.8，处于过去2年73%分位；PB较2022年末下降0.1，处于过去2年3%分位。

申万一级行业市盈率（TTM整体法）



申万房地产市盈率及市净率



目 录

◆ 2023年行情回顾

◆ 基本面：供需双弱，筑底延续

◆ 城中村：改造提速，助力需求修复

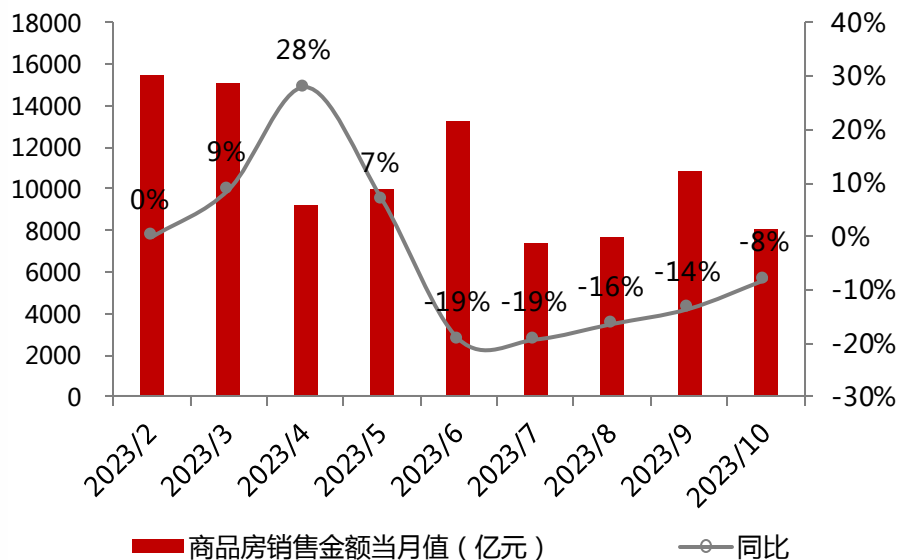
◆ 保障房：探索住房双轨，完善保障体系

◆ 投资建议及重点标的

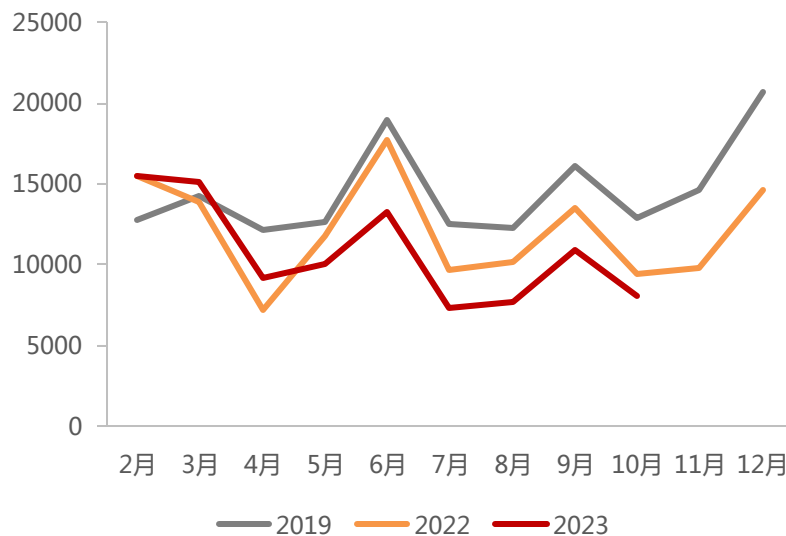
需求：短期修复有阻力，中长期需求仍有支撑

销售筑底格局延续，低于历史年份。 1-10月份商品房销售面积92579万平方米、商品房销售额97161亿元，累计同比分别下降7.8%和4.9%，均较1-9月降幅扩大0.3个百分点。10月商品房销售面积7773万平方米、商品房销售金额8091亿元，同比分别下降11%和8.1%，面积降幅较上月扩大0.9个百分点，金额降幅较上月收窄5.5个百分点。自3-4月小阳春以来，下半年销售增速重回负区间，目前销售复苏动能仍较弱。

10月销售金额同比-8.1%



统计局商品房销售金额 (亿元)



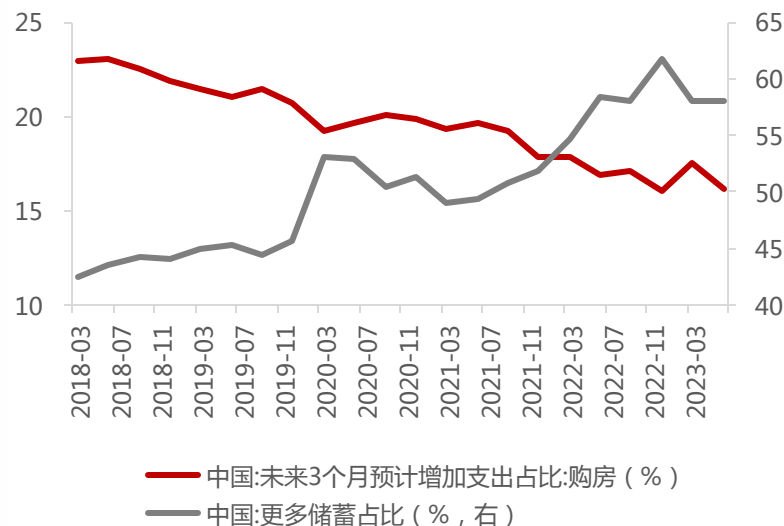
需求：短期修复有阻力，中长期需求仍有支撑

短期来看销售修复仍有阻力：1) 居民购买力尚未修复。根据央行发布《2023年第二季度城镇储户问卷调查报告》，二季度就业感受指数为37.6%，环比下降 2.3个百分点，就业预期指数为48.7%，环比下降3.6个百分点，其中44.5%的居民认为“一般”，43.7%的居民认为“形势严峻”。二季度，收入感受指数为49.7%，环比下降1.0个百分点，9月城镇居民人均可支配收入实际累计同比为4.7%，仍处在较低水平。居民就业及收入尚未修复，制约购房能力。**2) 居民倾向储蓄，购房意愿下降。**近年来疫情冲击下国内经济增长放缓，避险情绪下居民加杠杆意愿下降，自2020年末居民部门杠杆率突破62%后，提升明显放缓，截至2023年9月为63.8%。根据《城镇储户问卷调查报告》，二季度倾向于“更多储蓄”的居民占 58.0%，近两年占比明显提升，而未来3个月预计增加购房支出占比的居民呈现持续性下降。

居民可支配收入同比



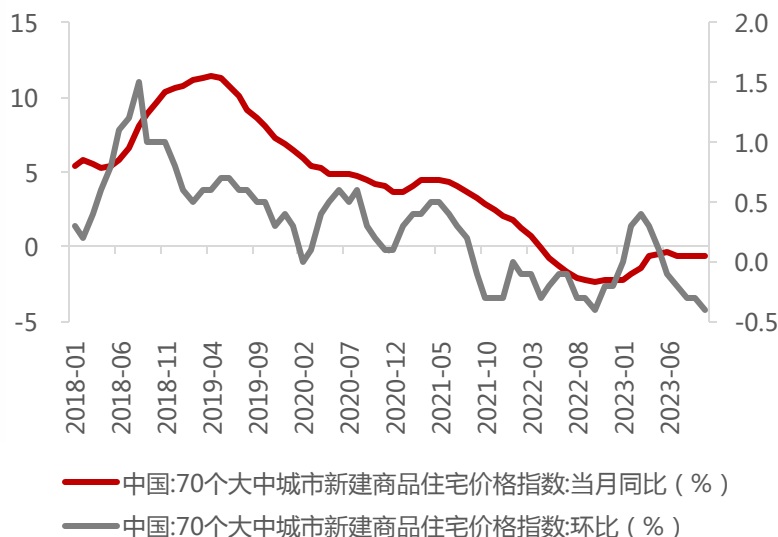
居民购房及储蓄意愿



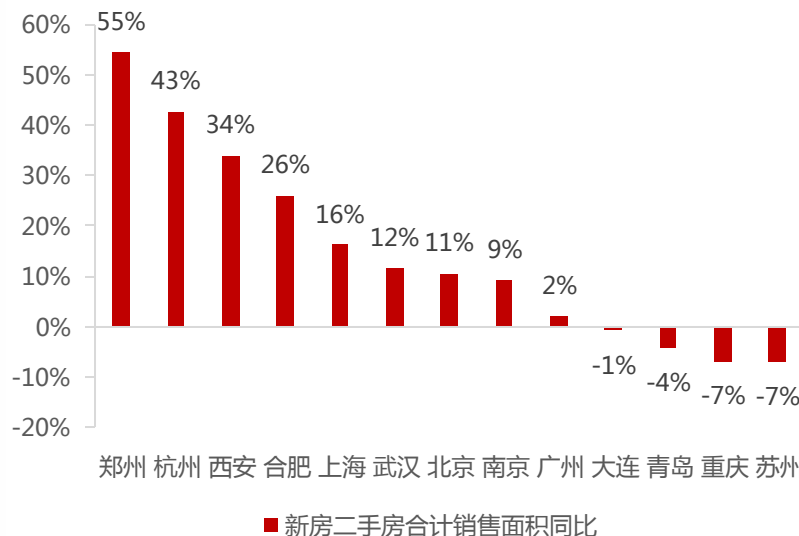
需求：短期修复有阻力，中长期需求仍有支撑

短期来看销售修复仍有阻力：3）房价下跌加重购房者观望情绪。10月全国70个城市新建商品住宅价格指数环比下跌0.4%，连续5个月下跌，跌幅再次扩大，二手住宅价格指数环比，下跌0.6%，连续6个月下跌。10月新房和二手房价格环比下降城市分别有56个和67个，均比上月增加2个，其中二手房价格下跌城市个数创新高。买涨不买跌的心理作用下，房价下跌加重购房者观望情绪。**4）二手房分流需求。**受新房交付问题影响，二手房表现强于新房，16个重点城市1-10月二手房累计成交面积同比增长40%，10月单月同比增长36%。从重点城市一二手房合计销售面积来看，1-10月同比普遍增长，恢复情况好于新房市场，大连、青岛、重庆、苏州等城市跌幅也均在-10%以内，这表明重点城市购房需求并未消失，而是部分分流至二手房市场。

70个大中城市新建商品住宅价格指数同环比



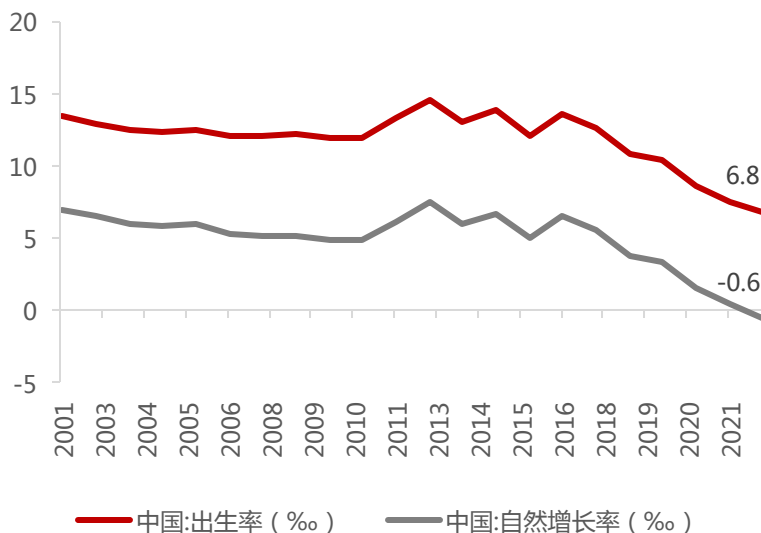
1-10月一二手房销售面积合计同比



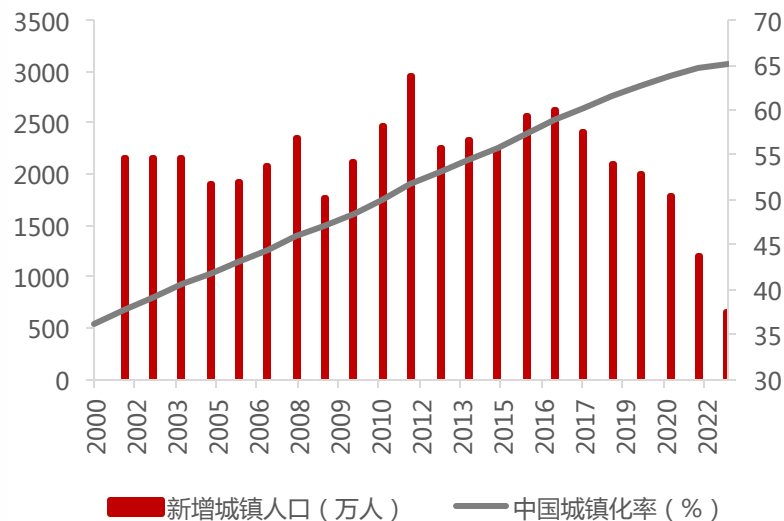
需求：短期修复有阻力，中长期需求仍有支撑

中长期需求见顶，但仍有一定支撑。1) 人口：我国人口出生率自2012年高点持续走低，2022年降至6.8‰，自然增长率也于2022年转为负值，同时我国15-59岁人口占比由2011年的69.8%降至63.2%，60岁以上老年人口占比由13.7%提升至19.8%，适购房人口占比下降。**2) 城市化率：**2022年我国城镇化率已达65.2%，根据发达国家经验，城市化率达到70%后进程将放缓。近年来我国新增城镇人口数量呈现下滑，城镇化率提升速度呈现放缓。

人口出生率及增长率



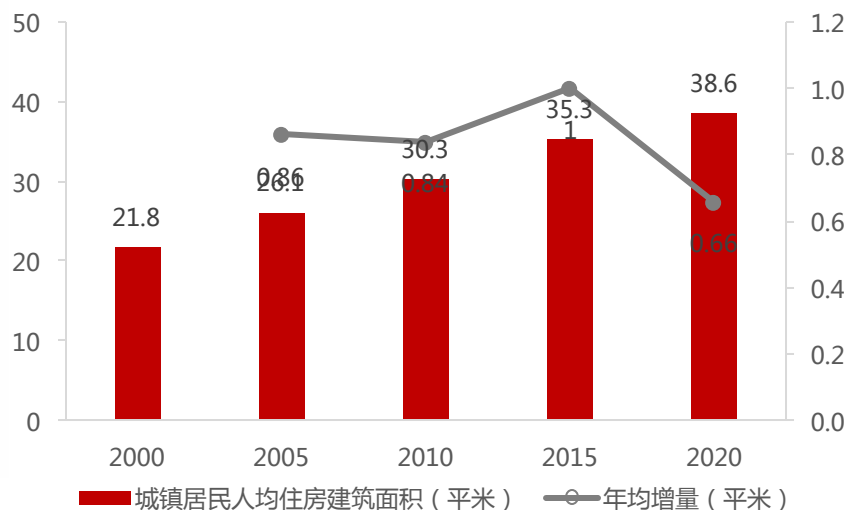
新增城镇人口



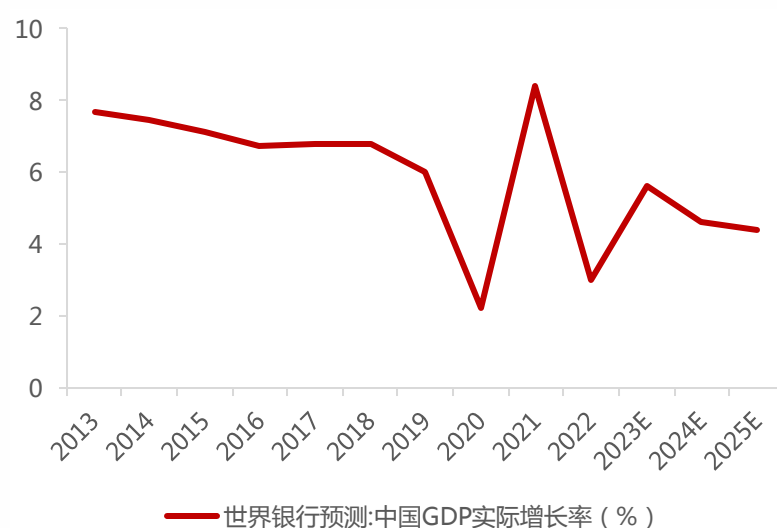
需求：短期修复有阻力，中长期需求仍有支撑

中长期需求见顶，但仍有一定支撑。3) **人均居住面积**：根据“七普”数据，2020年我国城镇人均住房建筑面积达到38.6平方米，人均面积提升幅度有所放缓，2015-2020年年均增加0.66平米，低于近20年平均水平。4) **经济增长**：疫后经济增速下滑，根据世界银行预测，预计2024-2025年中国GDP实际增长率分别为4.6%和4.4%，较疫情前6%以上的增速放缓。

城镇居民人均住房建筑面积



中国经济预测增长率



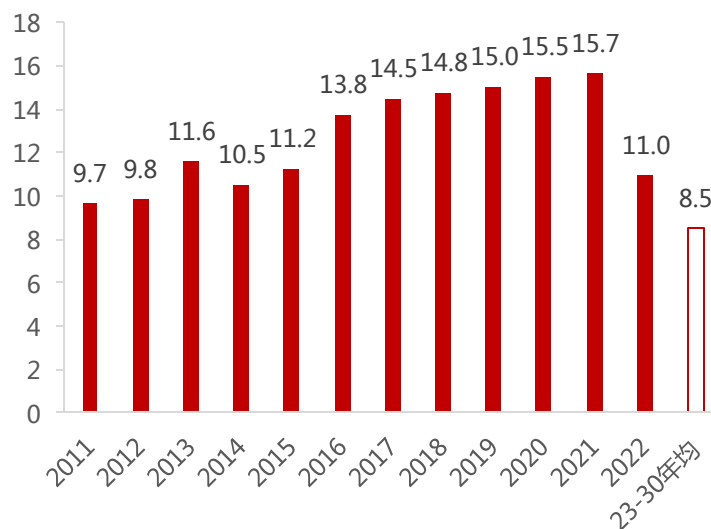
需求：短期修复有阻力，中长期需求仍有支撑

预计2023-2030年期间年均住房需求约8.5亿平。 1) **刚性需求**：结合中国宏观经济研究院及联合国预测，预计我国城镇化将在2030年达到70%，带来年均住房刚性需求3.0亿平。2) **改善需求**：据住建部统计，2019年底我国城镇居民人均住房面积达39.8平方米，假设2021-2030年年均提升0.3平米，由此产生年均改善需求3.0亿平。3) **更新需求**：在2020年城镇存量住宅面积基础上假定年均更新1%，年均更新需求3.5亿平。

年均住房需求测算

时间	总人口 (亿人)	城镇化率 (%)	城镇常住 人口 (亿人)	城镇常住人口人 均住房面积 (平米)	城镇存量 住宅面积 (亿平)
2010	13.4	50	6.70	30.3	203
2020	14.1	63.9	9.01	38.6	348
2030E	14	70	9.80	41.6	417
2021-2030年均	-0.01	0.61	0.08	0.3	6.0
年均刚性需求	2030年城镇常住人口*2020年人均住房面积=3.0亿平				
年均改善需求	年均人均住房面积增量*2030年城镇常住人口=3.0亿平				
年均更新需求	2020年城镇存量住宅面积*1%=3.5亿平				
年均总需求	9.5亿平 (23-30年8.5亿平)				

商品住宅销售面积 (亿平)

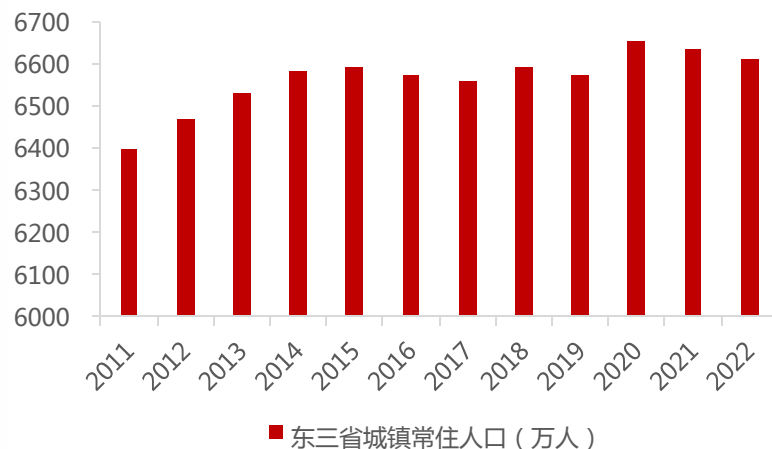


需求：短期修复有阻力，中长期需求仍有支撑

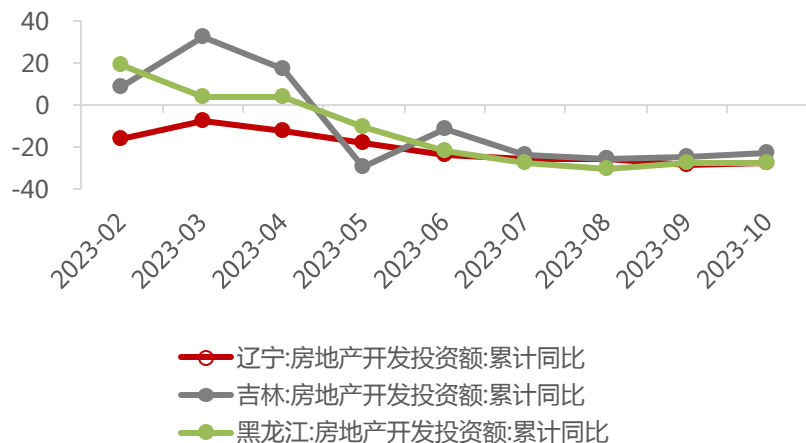
对比东三省和江浙沪看需求结构性差异：

1) 东三省：东北作为经济活力更差、人口老龄化更严重的收缩型区域，为三四线提供一个未来参照场景。目前东三省城镇常住人口增长基本停滞，但仍存在更新需求，2023年1-10月辽宁、吉林、黑龙江商品房销售面积累计同比分别-5.2%/+3.7%/-4.2%，房地产投资额分别同比-28.1%/-23.3%/-27.6%。

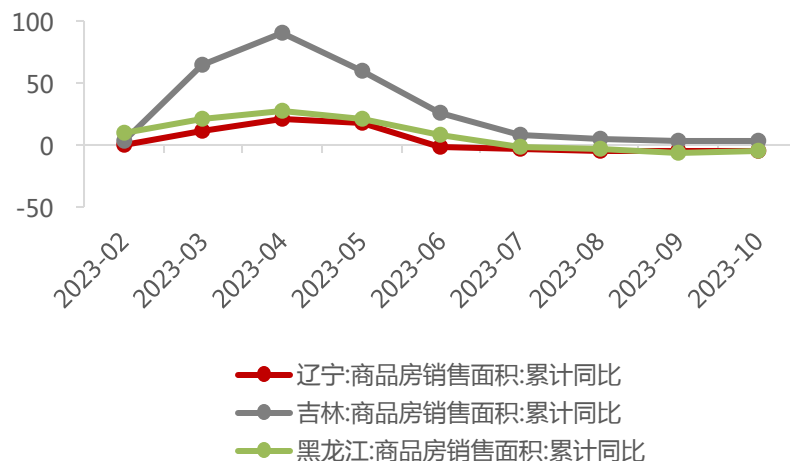
东三省城镇常住人口



东三省房地产完成投资额同比 (%)



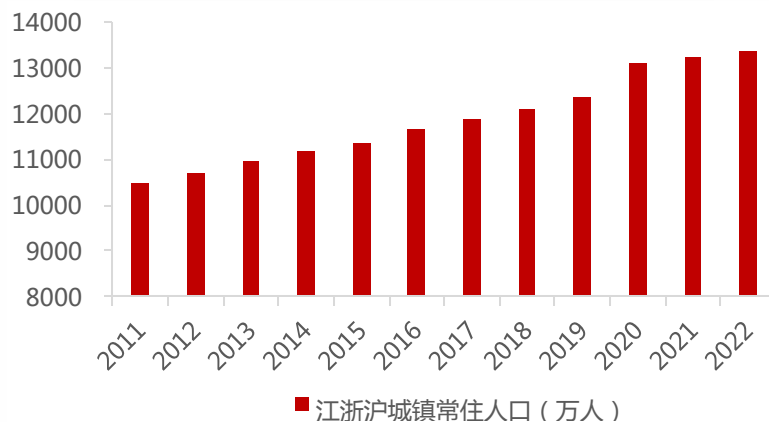
东三省商品房销售面积同比 (%)



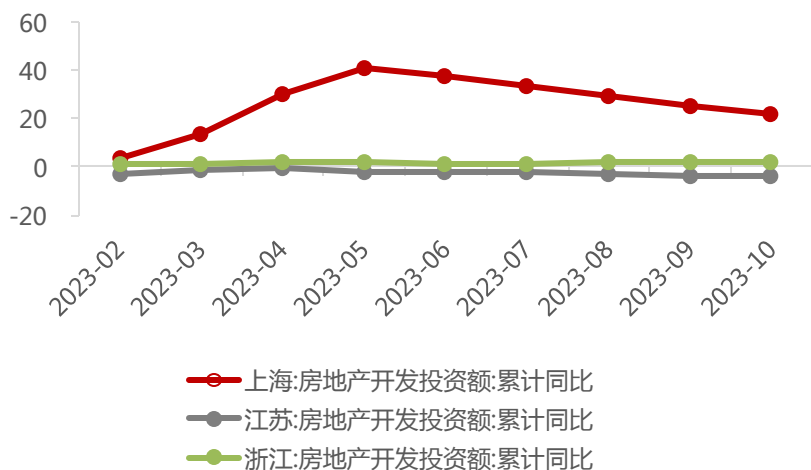
需求：短期修复有阻力，中长期需求仍有支撑

2) 江浙沪：作为全国最具经济活力的地区之一，与东北存在明显不同。受外来人口流入影响，江浙沪城镇常住人口仍呈现持续性增长，仅在2020-2022年疫情期间呈现出一定放缓，这支撑了刚性住房需求，2023年1-10月上海、江苏、浙江商品房销售面积累计同比分别+1.5%/-8.9%/-8.2%，房地产投资额分别同比+22.1%/-3.7%/+1.7%。

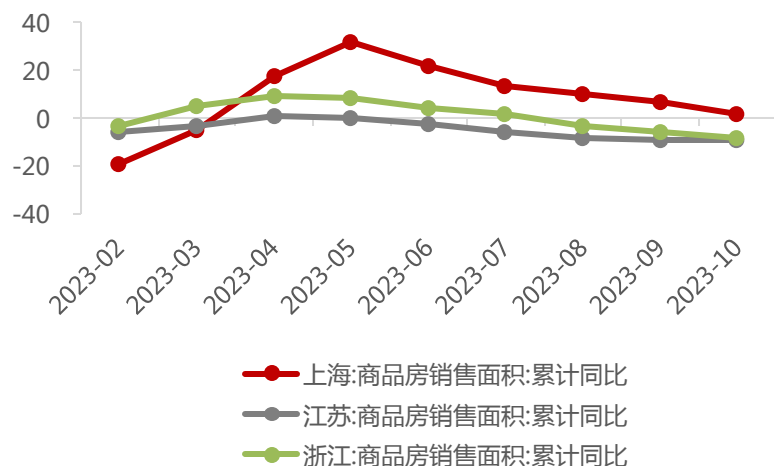
江浙沪城镇常住人口



江浙沪房地产完成投资额同比 (%)



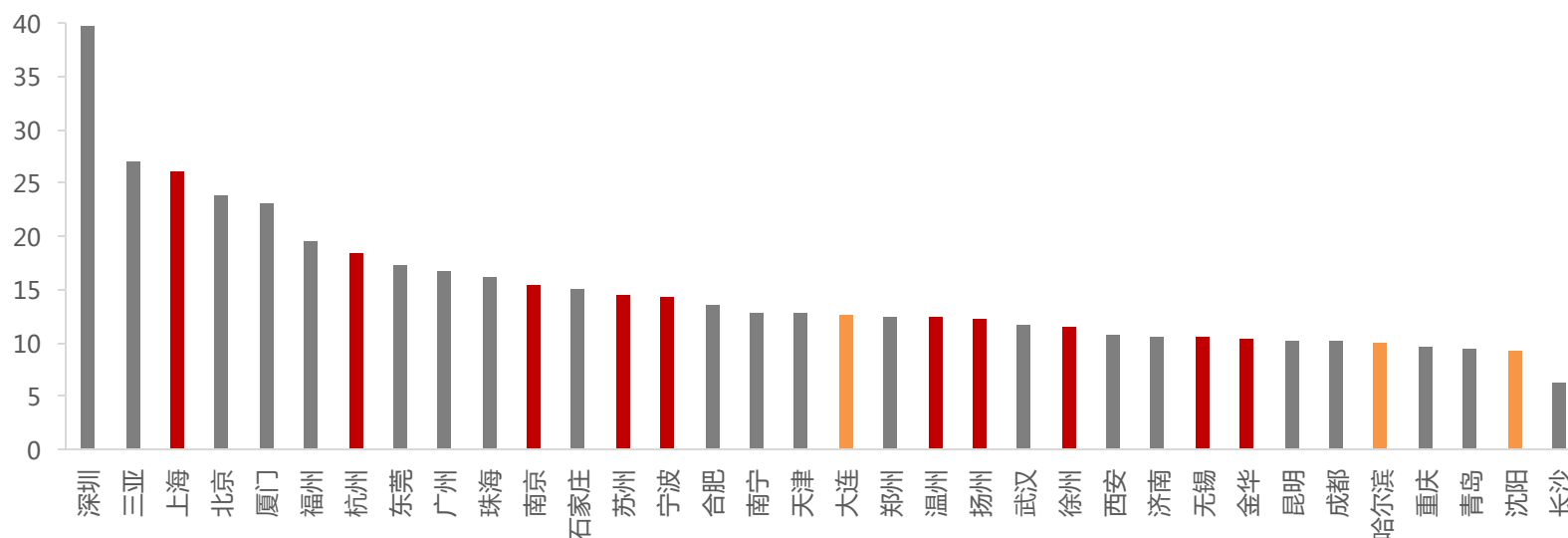
江浙沪商品房销售面积同比 (%)



需求：短期修复有阻力，中长期需求仍有支撑

一线和强二线有购房需求，房价收入比较高。北京、上海、深圳3个一线城市由于土地稀缺，新增供应有限，房价一直居高不下，广州房价收入比低于其他三城，主要由于广州土地供应充足，且地价相对北上深较低。对比江浙沪和东三省可以看出，江浙沪主要城市多数处在全国房价收入比前列，而东三省仅大连、哈尔滨、沈阳3个城市在9以上，这反映出有购房需求的热点城市泡沫化程度较高，购房难度较大，抑制了需求释放。

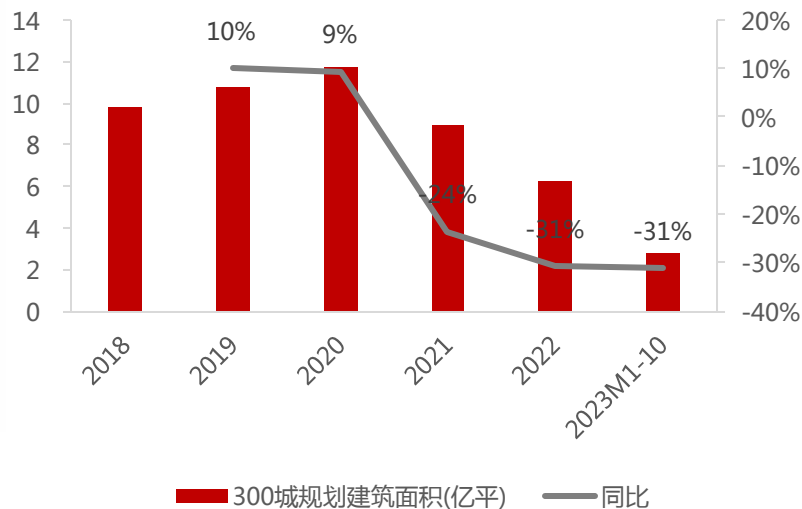
重点城市房价收入比



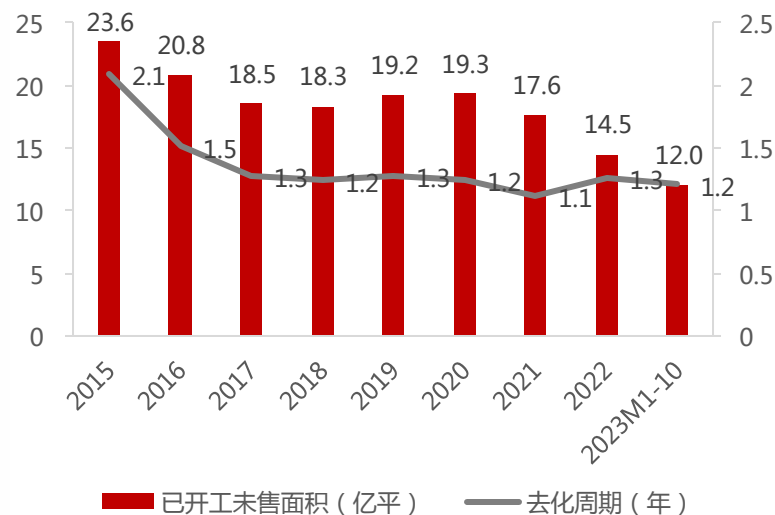
供给：拿地开工下滑，约束销售修复

供给约束销售修复。1) 新增供给：土地成交及新开工面积同步下滑。1-10月住宅新开工面积同比下降24%，2021年及2022年分别下降11%和40%，全国300城住宅类土地成交规划建筑面积累计同比下降31.2%，2021年及2022年分别下降24%和31%，连续3年大幅下降。新开工及土地成交增速下滑影响新增市场供应，1-10月百强房企新增货值同比下降15%。**2) 存量供给：库存下滑。**2022年以来商品房新开工面积降幅持续高于销售降幅，带动已开工未售库存持续下降。以住宅累计已开工未售面积来衡量广义库存（累计商品住宅新开工面积*0.95-累计商品住宅销售面积，以1999年施工面积为基数），库存面积自2020年以来持续下滑，受新开工大幅下降影响，截止2023年10月为12.0亿平，较2020年末下降37.7%，但由于销售面积也呈现下滑，去化周期维持在1.2年附近水平。

300城成交规划建筑面积



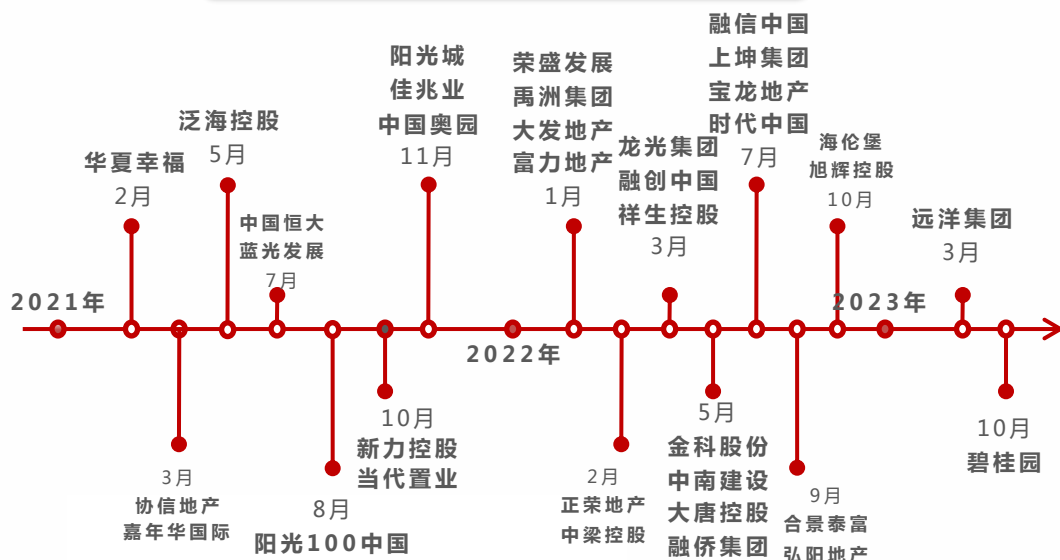
已开工未售面积



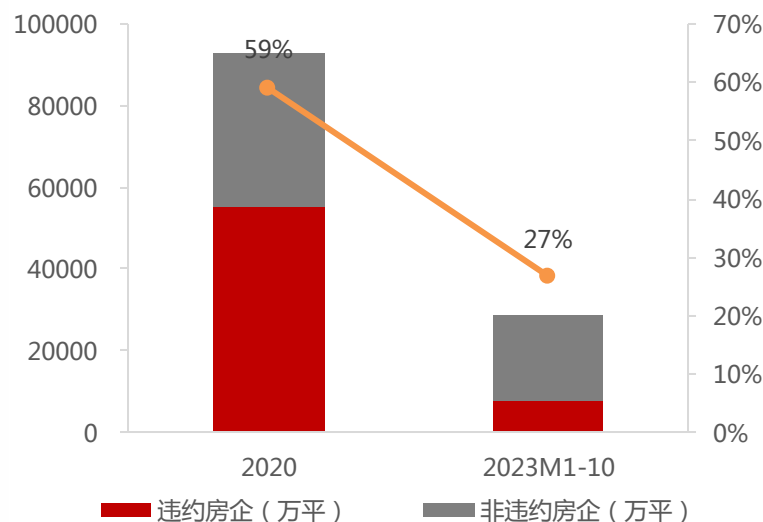
供给：拿地开工下滑，约束销售修复

3) 产能：短期过度出清。2021年以来房企违约事件频发，目前已有数十家房企发生违约，根据2021年克而瑞数据排名的民营房企销售30强中，目前还没出现债务违约的仅有龙湖集团、新城控股、滨江集团、美的置业、雅居乐、卓越集团、金辉集团等7家，且信用风险已蔓延至混合所有制企业，远洋集团于3月发生违约，金地、万科等债市出现负面舆论。多数房企违约后新增土储停滞，销售骤降，2020年百强房企中已暴雷房企销售面积占比59%，2023年1-10月占比降至27%。

房企违约事件



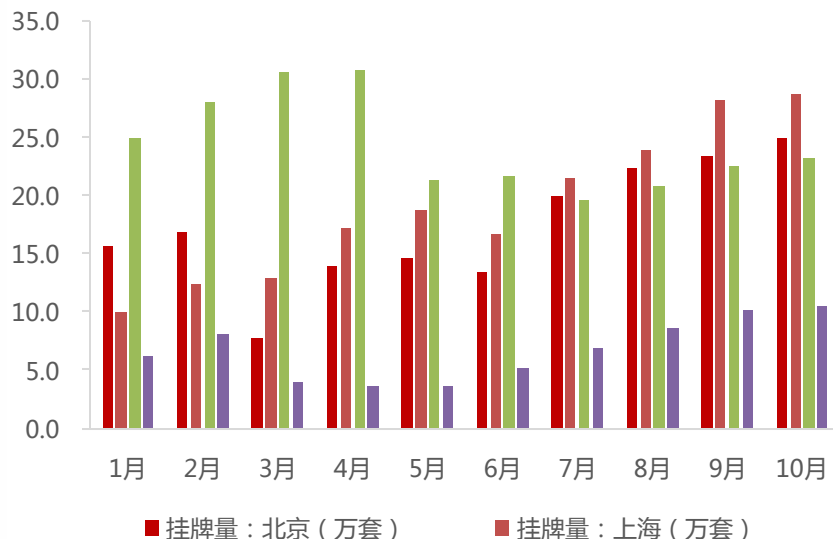
暴雷房企销售面积占比



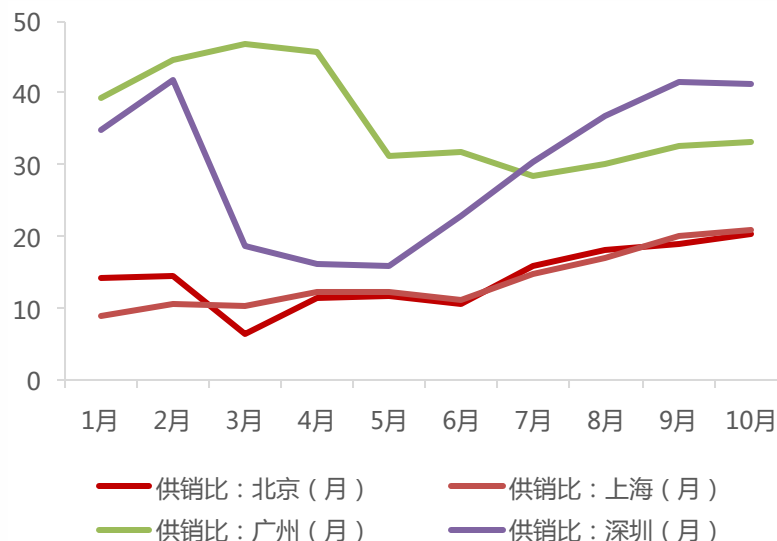
供给：拿地开工下滑，约束销售修复

二手房挂牌激增，供销比上升。根据诸葛数据研究中心监测数据显示，2023年10月监测14个重点城市二手住宅挂牌量为301.5万套，环比上涨6.71%，同比上涨77.69%。在一线城市和重点二线城市接连执行“认房不认贷”等政策后，重点城市挂牌量继续攀升。从一线城市挂牌量来看，自8月份开始显现走高，供销比（挂牌量/成交量12个月移动平均值）也随之上升，一线城市落地认房不认贷后，北上广深9月挂牌量分别环比增加5%/18%/8%/19%，截至10月末分别达到25.0/28.8/23.3/10.4万套，供销比分别为20.4/20.8/33.1/41.3个月。

一线城市二手房挂牌量

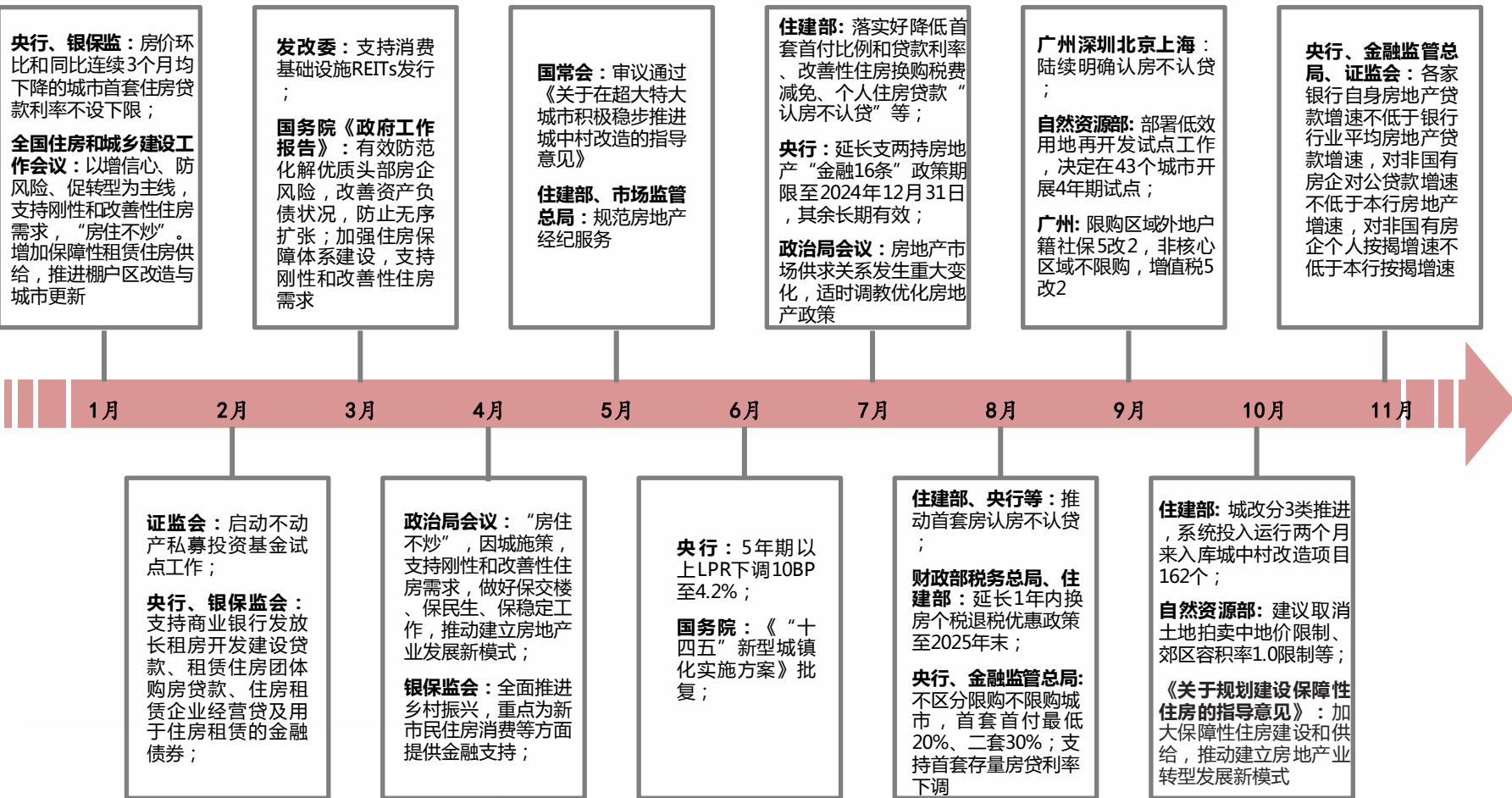


一线城市二手房供销比



政策：需求端应出尽出，供给端仍在发力

2023年房地产行业重点政策

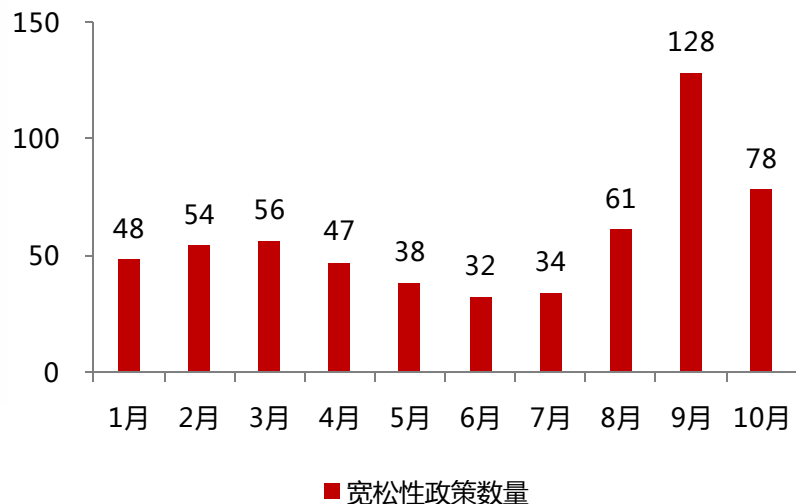


政策：需求端应出尽出，供给端仍在发力

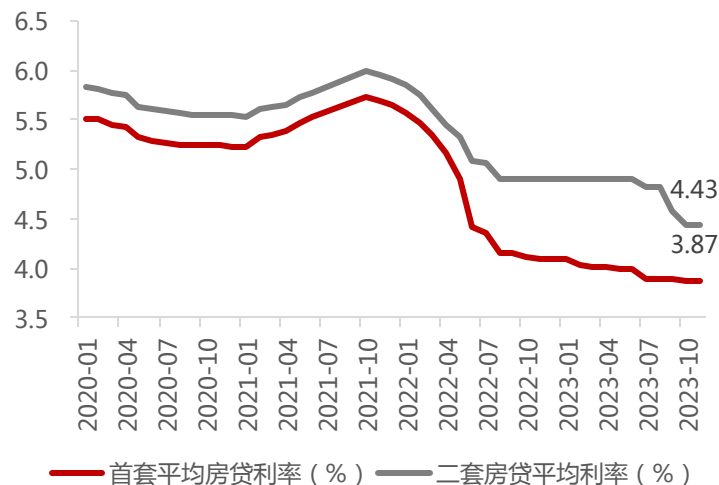
下半年以来政策密集出台。继7月、8月中央密集发声并出台多项重磅稳楼市政策后，重点城市掀起取消限购限售浪潮，“认房不认贷”、降首付比例、降房贷利率等重要举措在各地加快落实，9月、10月地方分别出台房地产调控政策128条和78条。

1) 需求端：房贷利率继续小幅下探，政策基本应出尽出，一线城市有调整空间。贝壳研究院监测显示，2023年11月百城首套主流房贷利率平均为3.87%，二套主流房贷利率平均为4.43%，均较上月微降1BP，较2021年10月高点分别下降186和156BP，同期5年期以上LPR累计下降45BP。目前重点城市在放松限购、降首付、降利率等方面政策基本应出尽出，仅一线城市非核心区限购、二套房首付比等方面存在一定调整空间。

地方房地产宽松政策调整频次



房贷利率变化



政策：需求端应出尽出，供给端仍在发力

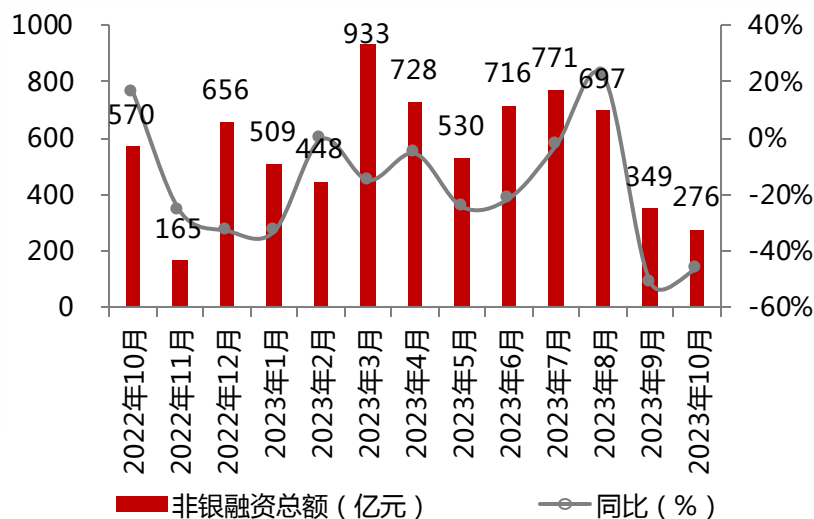
重点城市购房政策一览

城市	最低首付比例（限购区）		限购要求				房贷利率		限售年限
	首套	二套	户籍套数	非户籍套数	限购区	非户籍社保/个税月数	首套	二套	
北京	35%	60%/非普80%	2	1	全市	60	4.75%	5.25%	5
上海	35%	50%/非普70%	2	1	全市	60	4.55%	5.25%	5
广州	30%	40%	2	1	核心区	24	4.10%	4.50%	2
深圳	30%	40%	2	1	全市	60	4.10%	4.50%	3
南京	25%	35%	不限购			0	4.00%	4.50%	3
杭州	25%	35%	2	1	核心区	1	4.00%	4.50%	0
苏州	20%	30%	3	3	核心区	6	4.00%	4.50%	2
宁波	20%	30%	不限购			0	4.00%	4.80%	0
天津	20%	30%	2	1	核心区	6	3.80%	4.40%	3
济南	20%	30%	不限购			0	4.00%	4.80%	0
青岛	20%	30%	不限购			0	4.00%	4.40%	0
石家庄	20%	30%	不限购	1	核心区	12	3.70%	4.80%	5
成都	30%	40%	2	1	核心区	6	4.00%	4.50%	3
重庆	20%	30%	不限购			0	4.00%	4.40%	2
武汉	20%	30%	不限购			6	3.80%	4.40%	0
长沙	20%	30%	3	1	核心区	0	4.00%	4.40%	4
西安	20%	30%	2	1	核心区	6	4.00%	4.40%	2
合肥	20%	30%	不限购			0	4.00%	4.40%	0
郑州	20%	30%	不限购			0	3.70%	4.80%	0
福州	20%	30%	不限购			0	3.70%	4.80%	0
厦门	25%	35%	不限购			0	3.70%	4.80%	2
东莞	20%	30%	不限购			0	4.00%	4.80%	3
沈阳	20%	30%	不限购			0	3.70%	4.80%	0
大连	20%	30%	不限购			0	3.70%	4.80%	0
哈尔滨	20%	30%	不限购			0	3.70%	4.80%	0

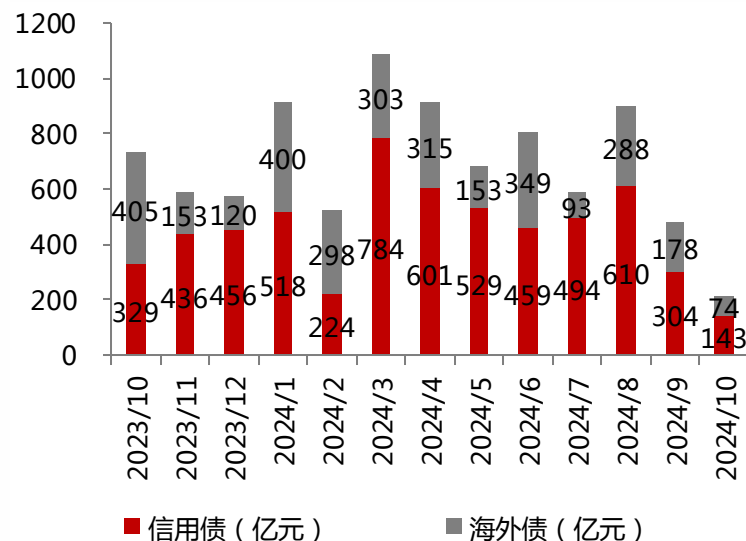
政策：需求端应出尽出，供给端仍在发力

2) 供给端：“三个不低于”支持房企合理融资需求，保交楼初见成效。自三支箭政策出台以来，行业流动性压力未有效缓解，10月房企债券融资276.4亿元，同比下降46.2%，环比下降19.5%，1-10月融资总额5875亿元，同比下降8.9%，降幅扩大3.2pp，行业融资转弱。从债券到期情况来看，2024年1月、3月及4月为行业偿债高峰。11月金融监管部门提出房地产贷款的“三个不低于”，并起草50家房企白名单，同时用好“第二支箭”支持民营房企发债融资，支持房企合理融资需求。随着中央、地方政策举措不断出台和实施，带动竣工保持高增长，1-10月竣工面积增速19.0%。8月住建部表示，保交楼专项借款项目总体复工率接近100%，累计已完成住房交付超过165万套，首批专项借款项目住房交付率超过60%。

债务发行总规模



房企信用债和海外债到期规模



政策：需求端应出尽出，供给端仍在发力

本轮政策放松与历史上2008年-2009年和2014年-2016年两轮宽松周期相比：1) 房贷利率：商业性住房贷款利率下限调整为首套房LPR-20BP，二套房LPR+20BP，绝对值处于历史低位。2) 首付比：首套二套住房商业性个人住房贷款最低首付款比例下限统一为20%和30%，放松程度达到08年水平，超过14-15年。3) 限购：14-15年47个限购城市中42个取消限购，本轮仅一线及少数核心二线城市核心区域限购。4) 首套认定：14年二套房认定标准改为“认贷不认房”，本轮执行“认房不认贷”，利好人群有所不同。

历次政策对比

政策类型			2008-2009年	2014-2015年	2021年至今
货币政策			4次降准，5次降息，1年期贷款基准利率由7.47%下调至5.31%	4次降准、6次降息，1年期贷款基准利率由6.0%下调至4.35%	6次降准，4次降息，5年期LPR由4.65%下调至4.2%
行业政策	需求端	商业贷款	首套房贷利率下限降至基准利率0.7倍； 首套最低首付比降至20%，人均住房面积低于当地平均水平购买二套执行首套首付比	首套房贷利率下限降至基准利率0.7倍； 首套贷款最低首付比为30%（不限购城市为25%），二套房最低首付比为40%；二套房认定标准改为“认贷不认房”	首套房贷利率下限为5年期LPR-20BP，满足条件可突破下限;二套房房贷利率下限为5年期LPR+20BP； 首套住房和二套住房商业性个人住房贷款最低首付款比例政策下限为20%和30%;二套房认定标准改为“认房不认贷”
		公积金贷款	个人住房公积金存款利率由5.22%下调至3.87%	首套最低首付比例调整为20%，二套贷款已结清执行首套首付比； 个人住房公积金存款利率由4.5%下调至3.25%	最低首付比因城施策，首套最低20%；个人住房公积金存款利率由3.25%下调至3.1%
		限购	无限购	除北上广深三亚五城外，46个限购城市中42个取消限购	仅一线（广州放松非核心区限购）及少数核心二线城市核心区域限购
		税费	90㎡以内住房契税下调至1%；个人销售或购买住房免征印花税、土地增值税；住房转让环节营业税5改2	住房转让营业税5改2；房屋转让、租赁手续费减免	个人销售或购买住房免征印花税、土地增值税，减免增值税；个人购买家庭唯一住房或第二套改善性住房减征契税
	供给端		加大中低价位、中小套型住房建设信贷支持；对房企兼并重组提供融资支持。支持资信较好的企业发行企业债，开展房地产投资信托基金试点	支持符合条件的房地产企业在银行间债券市场发行债务融资工具	“三支箭”融资支持：信贷银行授信，债券融资中债增担保，调整优化房企股权融资政策；存量融资合理展期
			将房地产项目开发最低资本金比例要求由35%下调为保障性住房和普通商品房最低20%，其他最低30%	保障性住房和普通商品住房项目的最低资本金比例维持20%不变，其他房地产开发项目由30%调整为25%	支持开发性政策性银行提供“保交楼”专项借款，鼓励金融机构提供配套融资支持，做好房地产项目并购金融支持
其他政策			四万亿投资计划	棚改货币化安置	超特大城市城中村改造

www.swsc.com.cn

数据来源：政府网站，西南证券整理

展望：2024年预测

当前行业预期修复仍需时间，预计2024年市场整体将延续筑底。1) **销售**：需求政策持续落地，市场信息修复仍需时间，预计2024年销售面积同比-8.3%，销售金额同比-9.9%；2) **开竣工及投资**：由于房企拿地收缩，叠加销售不振，新开工意愿较低，2024年同比-15.1%，保交付政策支持下竣工端有所支撑，但2023年基数较高，预计2024年同比-5.1%，整体来看，房企投资额同比-10.0%。

2024房地产基本面预测

时间	销售面积 (亿平米)	销售面积 同比	销售金额 (万亿元)	销售金额 同比	投资金额 (万亿元)	投资金额 同比	新开工面积 (亿平米)	新开工面积 同比	竣工面积 (亿平米)	竣工面积 同比
2010	10.5	10.5%	5.3	20.5%	4.8	33.4%	16.4	40.5%	7.9	8.3%
2011	10.9	3.8%	5.9	11.3%	6.2	28.0%	19.1	16.9%	9.3	17.7%
2012	11.1	1.8%	6.4	8.5%	7.2	16.2%	17.7	-7.3%	9.9	7.3%
2013	13.1	18.0%	8.1	26.6%	8.6	19.8%	20.1	13.5%	10.1	2.0%
2014	12.1	-7.6%	7.6	-6.2%	9.5	10.5%	18.0	-10.7%	10.8	6.0%
2015	12.8	5.8%	8.7	14.5%	9.6	1.1%	15.5	-14.0%	10.0	-7.0%
2016	15.7	22.7%	11.8	35.6%	10.3	6.9%	16.7	8.0%	10.6	6.1%
2017	16.9	7.6%	13.4	13.6%	11.0	7.0%	17.9	7.1%	10.2	-4.3%
2018	17.2	1.8%	15	11.9%	12.0	9.6%	20.9	17.1%	9.4	-7.8%
2019	17.2	0.0%	16	6.7%	13.2	9.9%	22.7	8.6%	9.6	2.5%
2020	17.6	2.3%	17.4	8.7%	14.1	7.0%	22.4	-1.2%	9.1	-4.9%
2021	17.9	1.9%	18.2	4.8%	14.8	4.4%	19.9	-11.4%	10.1	11.2%
2022 (调整)	12.2	-24.3%	12.5	-26.7%	12.4	-10.0%	12.0	-39.4%	8.6	-15.0%
2023E	11.2	-8.5%	11.8	-5.7%	11.2	-9.6%	9.2	-23.0%	9.9	15.7%
2024E	10.3	-8.3%	10.6	-9.9%	10.1	-10.0%	7.8	-15.1%	9.4	-5.1%

目 录

- ◆ 2023年行情回顾
- ◆ 基本面：供需双弱，筑底延续
- ◆ 城中村：改造提速，助力需求修复
- ◆ 保障房：探索住房双轨，完善保障体系
- ◆ 投资建议及重点标的

城中村：改造提速，助力需求修复

政策加大力度支持超大特大城市城中村改造。7月21日，国常会通过《关于在超大特大城市积极稳步推进城中村改造的指导意见》，7月28日《在超大特大城市积极稳步推进城中村改造工作部署电视电话会议》召开，加大对城中村改造的政策支持。同时地方层面极表态，郑州、南京、南昌等城市接连表态鼓励推行货币化安置，以房票安置为主。根据七普数据，全国有共21个城市，包括7个超大城市和14个特大城市。与棚改相比，城中村改造拆建比例受约束，投资周期更长，在改造对象、改造方式、城市范围、补偿方式等方面存在一定区别。

城中村改造支持政策

时间	政策表述
2023/7/21	国常会： 在超大特大城市积极稳步实施城中村改造是改善民生扩大内需、推动城市高质量发展的一项重要举措
2023/7/28	城中村改造工作部署电视电话会议： 在超大特大城市积极稳步推进城中村改造是以习近平同志为核心的党中央站在中国式现代化战略全局高度作出的具有重大而深远意义的工作部署
2023/8/2	国家开发银行： 在京召开2023年年中党建和经营工作座谈会中提到，积极服务推动超大特大城市城中村改造和“平急两用”公共基础设施建设
2023/8/17	央行： 发布《2023年第二季度中国货币政策执行报告》，提出加大对住房租赁、城中村改造等金融支持力度
2023/9/14	自然资源部： 落实在超大特大城市积极稳步推进城中村改造的有关要求，聚焦盘活利用存量土地，提高土地利用效率，促进城乡高质量发展，在北京市等43个城市开展低效用地再开发试点
2023/10/31	中央金融工作会议： 因城施策用好政策工具箱，更好支持刚性住房需求，加快保障性住房等“三大工程”建设，构建房地产发展新模式

城中村改造模式

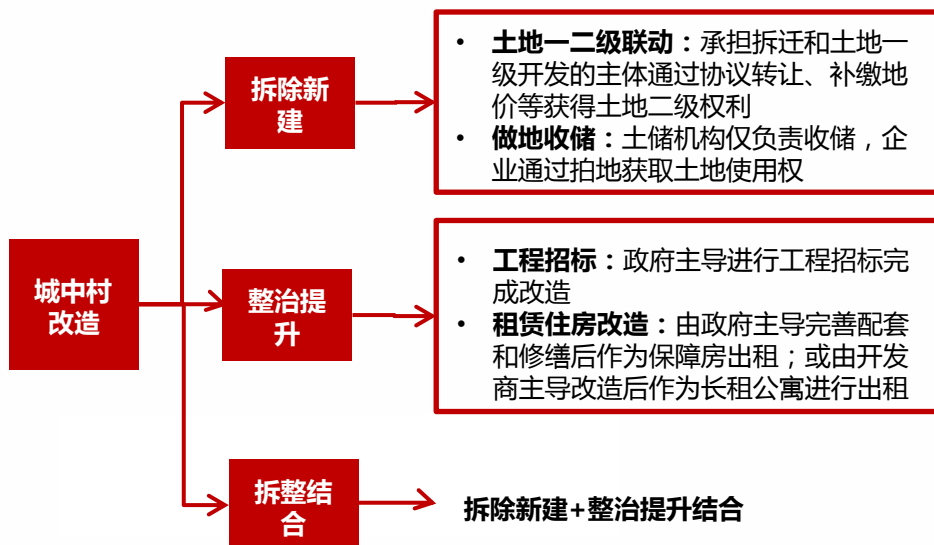
	城中村改造	棚改
改造对象	城市建成区内土地未被征收或部分征收，居民未全部转为城镇户籍，仍然实行乡村行政建制的区域	城镇中集中成片危旧住房、破房烂院
改造方式	城中村改造主要坚持“留改拆”并举、以保留利用提升为主	以拆除新建为主
城市范围	超大特大城市	无限制，实际推进以三四线城市为主
改造周期	主要为7-8年或更长	主要为3-5年
补偿方式	货币、房票、原地还迁、异地安置城等多种方式	货币化安置为主，实物安置为辅
资金来源	地方财政、专项债、社会资金、专项贷款等	国开行PSL贷款、地方财政、专项债、社会资金等

城中村：改造提速，助力需求修复

城中村改造可分为拆除新建、整治提升、拆整结合等多种模式。城中村改造主要针对农村户口、城中村的自建房、宅基地等集体性质土地，**1) 拆除新建**：按照土地模式可分为土地一二级联动及做地收储模式。**2) 整治提升**：在维持现状建设格局基本不变的前提下，以改变功能、整饰修缮、完善公共设施等方式对用地综合整治；**3) 拆整结合**：拆除新建和整治提升相结合。

按照引导主体划分，城中村改造可分为政府主导、市场化主导、混合主导。**1) 政府主导模式**由区域政府发挥引导作用，对项目进行统一规划管理。**2) 市场化主导模式**通过市场化引入综合开发能力较强的房地产开发企业，由市场化房企主导开发、改造及后续运营。**3) 混合主导模式**下市场化房企与村集体或地方政府进行合作，市场化主体可采用轻资产模式作为项目的总承包方或代建代运营方，或以投资入股等方式参与。此轮城中村改造采用一二级分离的“净地出让”模式，预计城投和建筑与开发国企主导一级开发，市场化开发商更多参与二级拿地与开发。

城中村改造模式



城中村改造引导主体

引导主体	优势	劣势
政府主导	综合考虑社会、环境和经济等多方面因素，统筹规划	开发经验不足，政策资金压力大
市场化主导	充分利用社会资金，开发企业经验丰富	缺乏统筹，企业过度追求利益
混合主导	政府统筹+企业资金经验互补	-

城中村：改造提速，助力需求修复

不同城市受政府财力、改造目标、项目位置等因素影响，城中村改造模式存在差异，虽然政策提出积极创新改造模式，但过去的实践路径也值得参考。

①**政府主导：以杭州、上海为代表。**政府主导模式由区域政府发挥引导作用，对项目进行统一规划管理，其优势在于政府能够综合考虑社会、环境和经济等多方面因素，协调各职能部门之间的关系，减少阻力加快改造进度

- **杭州：以做地收储模式为主。**杭州城中村改造主要由市政府确定做地计划，政府下属的做地主体开展土地征拆和前期开发，完成做地后交由市土储中心收储，最后由市自然资源主管部门将土地挂牌出让，企业通过拍地获取土地使用权。政府把控前期土地整理工作，一级和二级土地完全分离，该模式一般需由政府自行承担前期成本，财政资金压力较大。
- **上海：国企开发，资金多元。**上海实施主体以本地国有企业为主，本地国企与全国性央企/国企主导的项目占比九成，少部分由民营企业主导。上海积极引导金融机构配套融资、房企和保险资金设立城市更新基金，2022年底全市已批准的62个城中村改造项目引进社会资本达5500多亿。

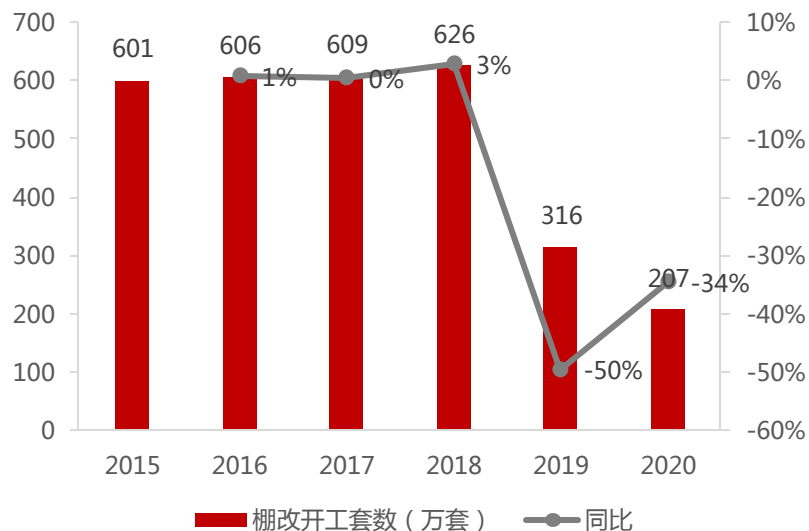
②**市场化主导：以深圳为代表。**市场化主导模式通过市场化引入综合开发能力较强的房地产开发企业，由市场化房企主导开发、改造及后续运营，该类模式可以充分利用市场的资金优势，开发企业相较于政府拥有更为丰富的开发经验。

- **深圳：开发商主导，一二级联动。**深圳市建设用地稀缺，核心区内城中村规模大，城市更新成为土地供应的主要来源。市场化主导是深圳重要特征，改造资金几乎全部来自于参与改造的市场化主体，负责一级开发的开发商可通过协议出让等形式直接获得二级开发的土地使用权，无需经过市场化拍地流程，可充分调动开发商积极性，通过二级开发利润弥补一级开发成本，同时减少前期政府的资金投入。

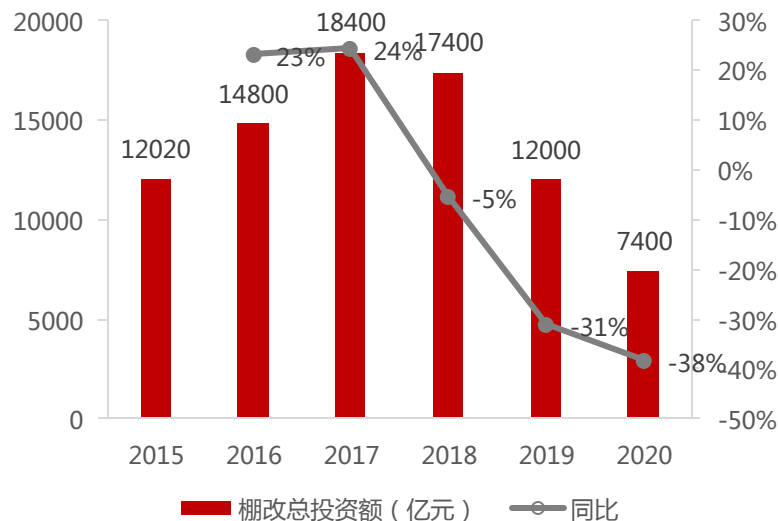
城中村：改造提速，助力需求修复

棚改经验：棚改高峰期年投资近2万亿，开工超600万套。参考棚改经验，2015年6月国务院推动棚改货币化安置，提出棚改三年计划，2015-2017年改造各类棚户区住房1800万套，2017年国常会实施2018年到2020年3年棚改攻坚计划，再改造各类棚户区1500万套。2015-2018年棚改进入爆发期，根据住建部数据，2015-2018年住建部计划开工合计2360万套，实际开工2442万套，总投资额约为6.3万亿，年均开工超600万套，2017年高峰期年投资近18400亿元，此后在2019年开始逐步退出。

棚改开工套数



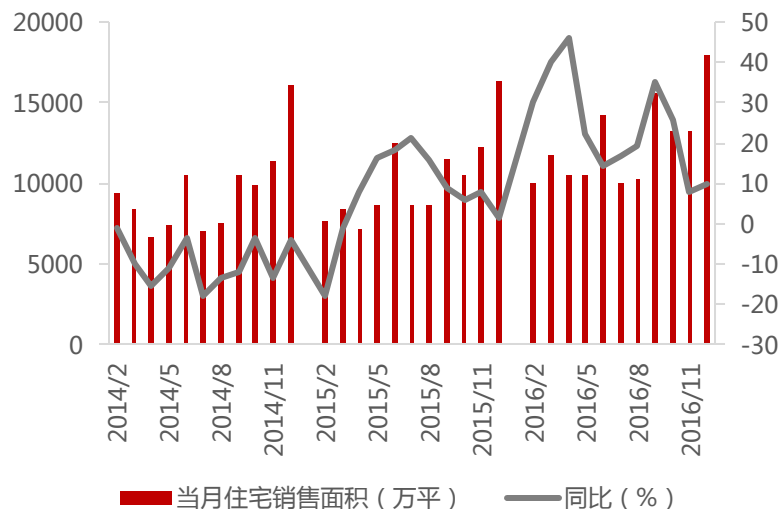
棚改投资额



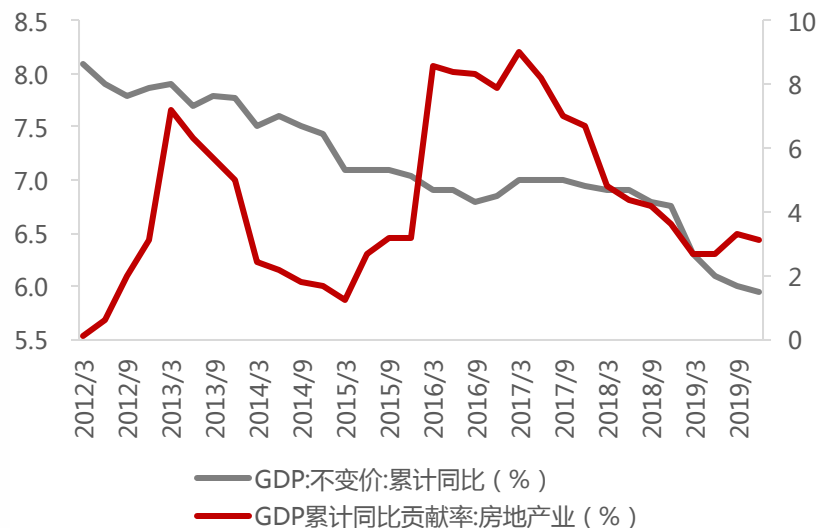
城中村：改造提速，助力需求修复

棚改经验：棚改带动房地产销售及宏观经济修复，但一定程度上透支了未来需求。棚改通过拆迁+货币化安置的方式，在去库存的同时拉动需求，带动房地产销售修复，通过PSL向三四线定向宽松，实现三四线居民购买力提升，从而拉动经济。PSL于2015Q2开始加大投放后，房地产销售在2016Q1呈现出明显增长，当月住宅销售面积同比达到40%以上，同时房地产对GDP同比贡献率也在2016Q1大幅上升至8.6%，滞后时间约为三个季度。但棚改在推动三四线去库存、拉动GDP增长的同时，也在一定程度上透支了未来需求，让三四线城市的改善性需求集中性释放。

棚改对房地产销售拉动效果



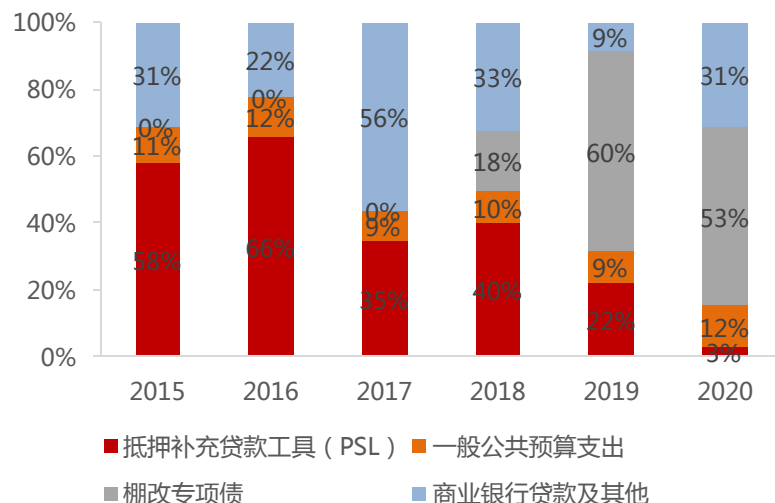
房地产对GDP增长贡献率



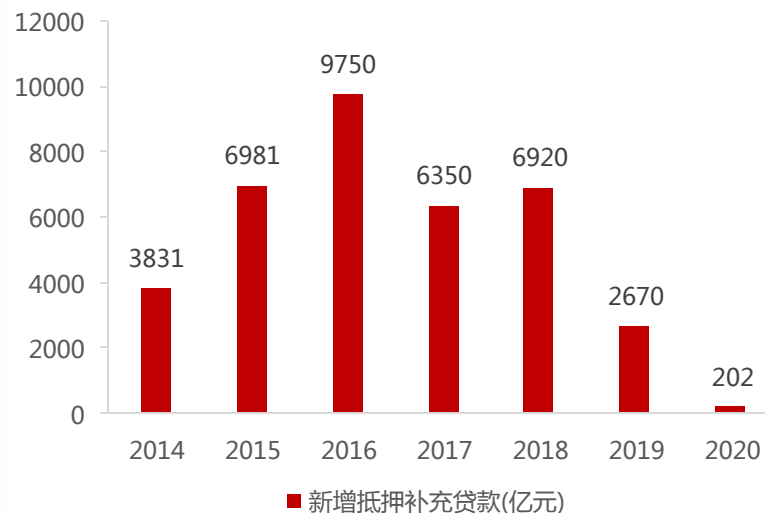
城中村：改造提速，助力需求修复

棚改经验：预计本轮城中村改造资金来源主要包括政策性金融工具（PSL）、专项债、公共预算支出及商业贷款等社会资本。棚改资金来源主要包括：**1）政策性金融工具**，2014年央行创设抵押补充贷款工具（PSL），十三五共投放2.6万亿元，占比37%。**2）专项债**，2018年开始发放，逐步代替PSL成为棚改主要资金来源，2018-2020年合计投放1.4万亿元，占比20.4%。**3）一般公共预算**，十三五共支出7084亿元，占比20.4%。**4）商业贷款及其他**，十三五共撬动商业信贷及其他资金2.3万亿元，占比32.7%。

棚改资金结构



新增PSL发放金额



城中村：改造提速，助力需求修复

城中村改造因地制宜，各城市规划存在差异，具体实施细则仍存在不确定性。根据各地发布的城中村改造计划，部分城市对投资额进行了量化，如广州计划2023年推进127个城中村改造项目，预计完成固定资产投资983亿元；杭州十四五期间城中村改造和拆迁安置房项目建设计划总投资600亿元，年均投资120亿元；青岛2023年计划推进城中村改造项目85个，计划完成投资175亿元。

超特大城市城中村改造计划

城市	改造计划
上海	2023 年将启动“城中村”改造项目 10个，改造老旧村（居）民房屋面积不少于 130 万平方米，受益村（居）民不少于 4000 户。2023-2025 年计划安排新启动 30个“城中村”改造项目，每年新启动 10 个改造项目。至 2023 年底，浦东新区计划完成中心城区街道范围内“城中村”点位改造；至2025 年底计划完成中环线内“城中村”点位改造、基本完成外环线范围内“城中村”点位改造。
北京	到2025年，完成首都功能核心区平房（院落）10000户申请式退租和6000户修缮任务，实施100万平方米危旧楼房改建和简易楼腾退改造，重点推动500万平方米左右低效老旧楼宇改造升级，完成22个传统商圈改造升级，有序推进700处老旧厂房更新改造、低效产业园区“腾笼换鸟”
深圳	2023年启动首批40个城中村统筹规划和整治提升试点，计划推进4.9万套（间）城中村规模化品质化改造提升项目；城中村居住用地综合整治分区划定规模为5502公顷
重庆	至2025年，完成城市老旧功能片区更新改造试点项目30个，其中主城新区7个，中心城区23个
广州	2023年，广州市计划推进 127 个城中村改造项目，包括49 个续建项目、20 个新开工项目和 58 个前期项目，预计完成固定资产投资 983 亿元，占全年城市更新固定资产投资目标的 49%。至2025年，累计推进城市更新约130平方公里（含城中村改造70平方公里）；至2030年，累计推进城市更新约230平方公里（含城中村改造120平方公里）；至2035年累计推进城市更新约300平方公里（含城中村改造155平方公里），通过微改造、混合改造、全面改造多种方式并举，推动低效存量土地的盘活再利用。至2035年拟推进的旧村庄旧城镇全面改造与混合改造项目291个。其中：旧村庄全面改造项目252个（含城中村项目150个）、旧村庄混合改造项目24个（含城中村项目15个），“拆、治、兴” 并举推动改造；旧城混合改造项目15个，综合运用“留、改、拆”方式推进。
成都	"十四五"时期实现城中村改造约束性指标6800 户。2022-2025 年计划推进 31 片城中村改造。2023 年用好城中村改造引导资金池，改造城中村 2448 户、棚户区 3062 户、老旧院落 616个，加装电梯 1500 台，涉及居民7万余户
天津	2023 年实施一批城市更新项目，改造城镇老旧小区 410万平方米。2027年完成 1000 个老旧小区改造任务，15 分钟居家养老服务圈逐步完善。

城中村：改造提速，助力需求修复

超特大城市城中村改造计划

城市	改造计划
武汉	2023 年武汉市按照重点更新单元整体更新一批、重点项目区频成片改造一批、其他更新项目加快实施一批的原则，全面推进 41 处基础设施蒸后、城市治理重点点点位的征收腾退和城中村改造。
杭州	十四五期间城中村改造和拆迁安置房项目建设计划总投资600亿元
东莞	东莞划定城中村型村庄242个， 2023年同步铺开4个街道和28个镇的城中村改造 。主城区的南城、东城、万江、莞城是这轮城中村改造的重点区域，其中 12 条城中村作为首批试点改造项目要率先动起来。另外，其他28 个镇也要各自确定 2条城中村同步铺开。
西安	绕城高速公路以内 未改造的城中村共68个 ，按照“突出重点、有序推进”的原则，位于西咸新区、浐灞生态区范围内的49个城中村由管委会自行制定改造计划并组织实施；位于新城区、莲湖区、雁塔区、灞桥区等城市核心地段的19个城中村是近期实施的重点， 其中1个采取城市更新方式、2个采取整治提升方式、3个采取城改遗留项目方式、13个城中村利用政府财政资金组织实施
佛山	2023年，推进实施首批 10 个城中村全面改造试点项目
郑州	在城中村更新中，以完善功能、疏解人口、改善环境为重点，关注优化空间结构、转换集体建设用地性质、系统改造提升基础设施和公共服务设施，统筹推进强弱电下地，完善文化场馆、学校、医院、农贸市场等配套设施。原城中村改造项目经各开发区管委会、各区县（市）人民政府研究、市级组织评审，并报请市政府批准后，可列入城市更新项目。 2023年，郑州市计划实现城市更新项目入库60个、新开工20个，力争年度完成投资额1000亿元
南京	2023 年城市更新有序改造方面，共 33 个项目，年度计划政府投资 20.3亿元
济南	到2025年，计划实施63个旧村庄改造（包含55个城中村和8个城边村），涉及建筑面积约933万平方米，居民约3.01万户
沈阳	2023-2025 年，组织改造老旧小区1122个，其中 2023 年改造800个，2024 年322个，2025 年回头看、在摸排、再提升。还要对供热老旧管网改造 300 公里。
青岛	2023年，青岛市计划推进城中村改造项目85个，计划完成投资175亿元 ，其中包括新启动项目19个，计划年度完成投资31亿元，惠及居民1.46万户；续建项目66个，计划年度完成投资144亿元。计划改造城镇老旧小区1108 个、30 万户；启动改造城中村81 个、5.5 万户，重点推进市北区、李沧区、崂山区范围内的 27 个城中村、2.4万户改造工作。力争通过三年攻坚行动，市南区、市北区、李沧区、崂山区(建成区) 2000 年以前建成的老旧小区和现有城中村改造基本完成。
长沙	六区一县范围内现状有城中村74处，占地面积约为15.54平方公里 。城中村改造以完善配套和改善环境为目标，全面改造为主，综合整治为辅，积极引导原农村集体经济组织发展转型升级，提高城市化建设质量
哈尔滨	2023 年将实施 1630 城老旧小区改造，惠及居民 14 万户，计划改造排水管线 26.45 公里
昆明	2023年启动 44 个城中村改造,完成 641 个老旧小区改造
大连	2023 年，大连市将继续实施老旧小区改造工程，改造任务涉及中山区、西岗区、沙河口区、甘井子区、金普新区、旅顺口区、普兰店区、瓦房店市、庄河市、长海县等10个区市县，共 192 个小区、3326栋楼，惠及居民 15 万户。

www.swsc.com.cn

数据来源：政府网站，西南证券整理 注：部分城市未单独披露城中村改在计划，采用城市更新计划

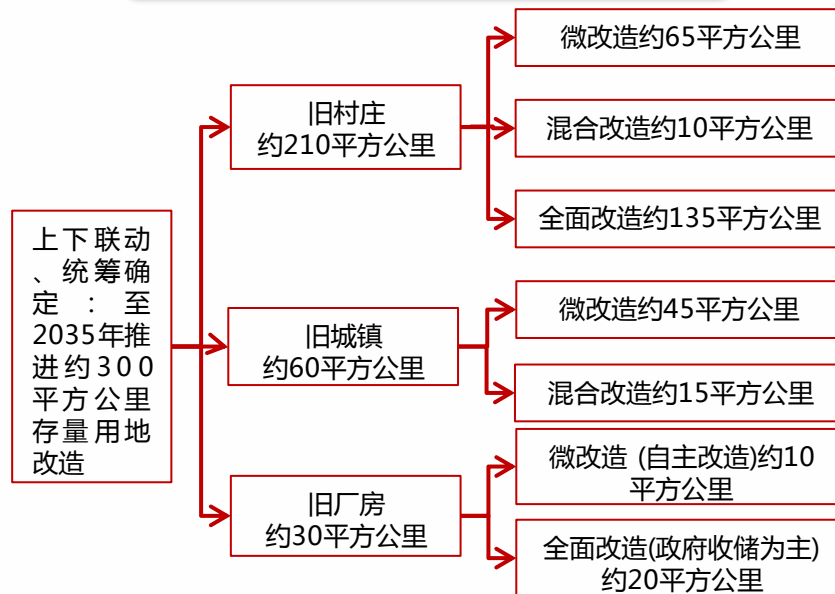
城中村：改造提速，助力需求修复

广州城市更新规划发布，探索房票安置政策机制，打造城重中村改造样板。10月24日《广州市城市更新专项规划（2021-2035年）》《广州市城中村改造专项规划（2021-2035年）》发布，拉开新一轮城中村改造序幕。据规划，广州将“拆、治、兴”并举，至2035年推进旧村庄旧城镇改造项目291个，包括165个城中村改造项目，其中全面改造150个、混合改造15个，主要集中在中心城区。此外政策方面实现突破创新，要求“整合归宗、置换收购、储改结合”，并提出优化成本核算与征拆标准、探索“房票安置”政策机制、拓宽城中村改造资金支持渠道等策略。

广州分步推进城中村改造

时间	改造对象
2021-2025年： 约70万平方公里	已批在建、已批未建的城中村改造项目，涉及“十四五”重点项目、活力创新轴、重点功能片区启动区、综合交通枢纽、重要民生改善以及促进历史文化保护的项目
2026-2027年： 约20万平方公里	活力创新轴、重点功能片区核心区、综合交通枢纽、重要民生改善以及促进历史文化保护的城中村改造项目
2028-2030年： 约30万平方公里	涉及南沙新区、东部中心、北部增长极、国家知识中心城、狮子洋增长极、从化绿色发展示范区、广佛高质量发展融合试验区、重点功能片区、重大基础设施等重点地区的城中村改造项目
2031-2035年： 约35万平方公里	涉及周边城区民生改善的城中村改造项目

广州城市更新规模



城中村：改造提速，助力需求修复

经测算城中村改造年均拉动投资额约6800亿元，约占房地产投资额的6%-7%，年均拉动销售面积约2000万平，约占商品房销售面积的2%。

1) 经计算21个超大特大城市城中村人口合计约为2865万人。根据七普数据，21个超大特大城市人口合计约2.1亿，以七普“城区自建房户数占比”来测算“城中村人口占比”，由于住在城中村居自建房中除了当地居民外还有大量租赁的外地居民，人口密度较大。广州市住建部表示广州城中村常住人口占全市常住人口的35.8%，约为自建房户数占比11.1%的3.2倍，假设一线城市城中村人口占比统一为自建房户数占比的3.2倍。二线城市住房供需矛盾较一线城市更小，据南京市城市规划局统计，南京市共有城中村约600个，涉及人口约100万人，占比略高于自建房户数占比的1.1倍，假设二线城市城中村人口占比统一为自建房户数占比的1.1倍。经计算21个超大特大城市城中村人口合计约为2865万人。

2) 经计算21个超大特大城市城中村住房建筑面积约7.9亿平方米。考虑到城中村居住环境较差，人均承租能力较弱，人均居住面积较城市人均居住面积偏小。中国综合开发研究院数据显示，深圳城中村总楼栋约31.9万栋，总建筑面积约2.2亿平，根据中国住房和房地产研究院统计，深圳城中村居住用地承载约1000万人口，则人均居住建筑面积约22平方米，为深圳人均住房面积29.6平方米的0.7倍，考虑一、二线住房供需矛盾的差异，假设一线/二线城市城中村人均居住面积为城市人均居住面积的0.7/0.9倍。经计算21个超大特大城市城中村住房建筑面积约7.9亿平方米。

3) 经计算21个超大特大城市城中村改在年均拉动投资额约6800亿元，年均拉动销售面积约2000万平。根据住建部要求，取城中村拆除建筑面积占比为20%，拆建比2，剩余80%进行修缮改造，则21个超大特大城市城中村住房新建建筑面积约为3.1亿平，修缮改造面积为6.3亿平。投资成本来看，拆除重建项目主要成本为土地成本（含拆迁补偿）及建安费用，土地成本采用各城市2022年住宅类土地成交平均楼面地价，建安成本取为3500元/平。修缮改造主要成本为建安支出，投资力度弱于拆除重建，取为1000元/平。经计算21个超大特大城市城中村住改造总投资额约5.5万亿，考虑到城中村项目周期长，多在5-10年，假设项目平均周期为8年，则年均拉动投资额约6842亿元。按照拆除比例，年均拉动销售面积为1963万平。

城中村：改造提速，助力需求修复

城中村改造投资规模测算

城市	人口 (万人)	自建房 户数占比	城中村 人口占比	城中村人口 (万人)	城市人均居住 面积(平方米)	城中村人均 居住面积(平方米)	城中村住房 建筑面积(万平)	新建建筑 面积(万平)	修缮建筑 面积(万平)	新建成本 (元/平)	修缮成本 (元/平)	投资额 (亿元)
上海	1987	2.0%	6.4%	127.2	30.6	21.4	2724	1090	2179	29271	1000	3407
北京	1775	2.7%	8.6%	153.4	33.4	23.4	3586	1434	2868	36825	1000	5568
深圳	1744	11.1%	35.5%	619.5	29.6	20.7	12835	5134	10268	19082	1000	10824
重庆	1634	4.0%	4.4%	71.9	42	37.8	2718	1087	2174	9923	1000	1296
广州	1488	11.1%	35.5%	528.5	29.6	20.7	10951	4381	8761	18405	1000	8938
成都	1334	5.9%	6.5%	86.6	36	32.4	2805	1122	2244	11895	1000	1559
天津	1093	2.3%	2.5%	27.7	35	31.5	871	348	697	11395	1000	467
武汉	995	13.9%	15.3%	152.1	41.2	37.1	5641	2256	4513	13098	1000	3407
东莞	956	11.1%	12.2%	116.7	29.6	26.6	3110	1244	2488	18458	1000	2545
西安	928	9.0%	9.9%	91.9	39.7	35.7	3283	1313	2626	9066	1000	1453
杭州	874	13.8%	15.2%	132.7	35.5	32.0	4239	1696	3391	19466	1000	3640
佛山	854	11.1%	12.2%	104.3	38.8	34.9	3641	1456	2913	10920	1000	1882
南京	791	11.2%	12.3%	97.5	35.7	32.1	3131	1252	2505	18294	1000	2542
沈阳	707	4.1%	4.5%	31.9	36.7	33.0	1053	421	843	7462	1000	399
青岛	601	13.7%	15.1%	90.6	34.3	30.9	2796	1118	2237	8492	1000	1173
济南	588	13.7%	15.1%	88.6	37.7	33.9	3007	1203	2405	8799	1000	1299
长沙	555	18.0%	19.8%	109.9	40.3	36.3	3986	1594	3189	6924	1000	1423
哈尔滨	550	2.1%	2.3%	12.7	36.8	33.1	421	168	337	4487	1000	109
郑州	534	17.6%	19.4%	103.4	37.5	33.8	3489	1396	2791	8767	1000	1503
昆明	534	16.2%	17.8%	95.2	41.1	37.0	3520	1408	2816	5597	1000	1070
大连	521	4.1%	4.5%	23.5	33.3	30.0	704	282	563	6364	1000	236
合计	21043			2865			78510	31404	62808			54738
年均								3926	7851			6842

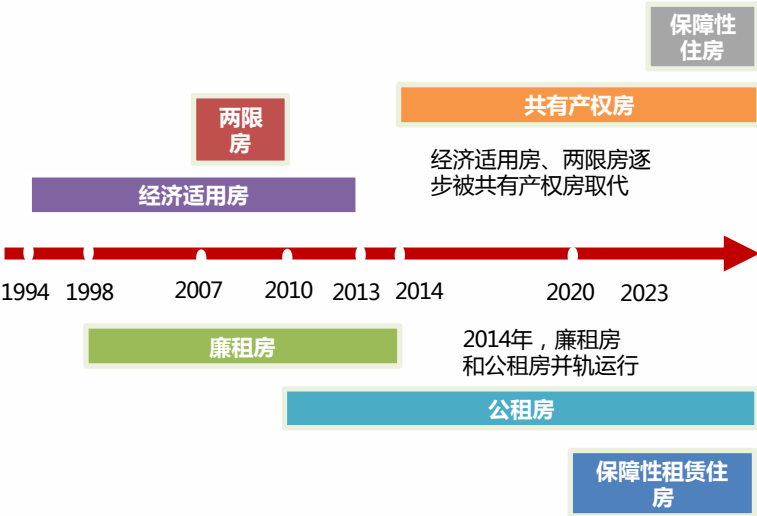
目 录

- ◆ 2023年行情回顾
- ◆ 基本面：供需双弱，筑底延续
- ◆ 城中村：改造提速，助力需求修复
- ◆ 保障房：探索住房双轨，完善保障体系
- ◆ 投资建议及重点标的

保障房：探索住房双轨，完善保障体系

保障房战略定位提升，探索住房双轨制。1994年《关于深化城镇住房制度改革的决定》首次建立以中低收入家庭为对象、具有社会保障性质的经济适用住房供应体系，此后廉租房、限价房、公租房、共有产权住房先后出现。保障房体系从早期以配售型保障房为主导、逐步转变为中期兼顾配售型和租赁型保障房的租售并举模式、又过渡成“租售并举、以租为主”。2023年8月国常会审议通过《关于规划建设保障性住房的指导意见》（14号文），战略高度定位配售性保障房。本次14号文推出的保障性住房面向“工薪阶层和城市需要的人才”，按“保基本”模式确定面积标准，按“保本微利”原则公平公正配售，并严格封闭、防止保障房流入商品房市场。保障性住房将与保障性租赁住房分别从实际产权和租赁角度，同商品房一起构建多元化住房供给体系。

我国住房保障体系演变



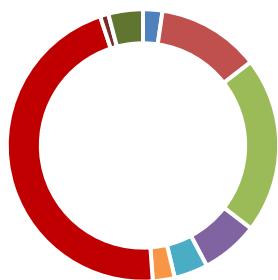
各类保障房对比

类型	实施范围	面向群体	出售限制	土地来源	资金来源	建设主体
公租房	全国	城镇收入、住房双困难家庭（不限于本地）	/	划拨	财政拨款+银行贷款+住房公积金贷款+土地出让净收益	政府主导（产权归政府或公共机构所有）
保障性租赁住房	人口净流入的大城市	新市民、青年人，无收入门槛	/	多种渠道	中央资金补助+税收减免+银行贷款+企业信用债+住房租赁担保债券等	多主体（谁投资、谁所有）
共有产权房	部分城市试点	本/外地中低收入居民	满一定年限可上市交易（部分城市对交易对象有限制）	出让	开发主体自筹资金+银行贷款+预售资金	多主体（产权归政府和购买者所有）
经济适用房	全国	本地具有一定支付能力的中低收入家庭	满5年可上市交易	划拨	政府暂借资金+开发主体的自筹资金+银行贷款+预售资金	政府主导
两限房	个别城市尝试	本地中等收入家庭	满5年可上市交易	出让	开发主体自筹资金+银行贷款+预售资金	多主体
廉租房		本地低收入家庭	/	划拨	财政预算+专项补助+住房公积金增值收益+土地出让净收益+社会捐赠+社会保障资金	政府主导

保障房：探索住房双轨，完善保障体系

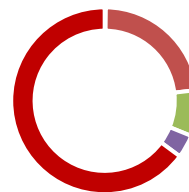
保障性住房存量以公租房（包括廉租房）和经适房/两限房（限价商品房）为主，2020年后保障性租赁住房成为建设重点。据七普数据，截至2020年我国家庭户住房来源中，2.3%为租赁公租房/廉租房，2.6%为购买经济适用房/两限房。人民政府网站数据显示，从2008年到2018年，全国城镇保障性安居工程合计开工约7000万套，其中公租房（含廉租住房）1612万套、经济适用住房573万套、限价商品住房282万套、棚改安置住房4522万套。2020年后保障性租赁住房成为建设重点，“十四五”时期，全国计划建设筹集保障性租赁住房（保租房）近900万套(间)，预计可解决2600多万新市民、青年人的住房困难，可完成投资3万亿元左右。

家庭住房结构占比



- 租赁廉租房/公租房
- 购买新建商品房
- 购买原公有住房
- 自建住房
- 租赁其他住房
- 购买二手房
- 购买经济适用房/两限房
- 继承或赠予

08-18年城镇保障性安居工程结构



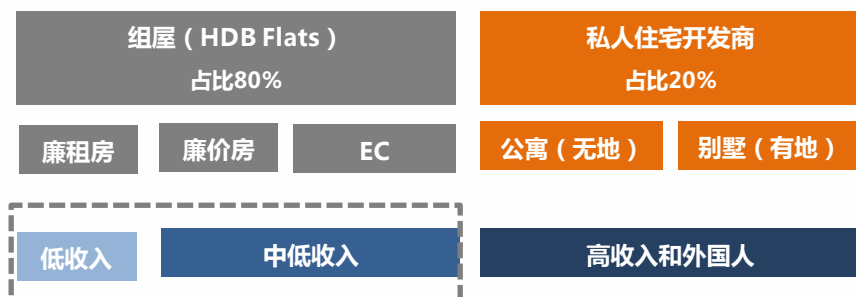
- 其他
- 公租房（含廉租住房）
- 经济适用住房
- 限价商品住房

保障房：探索住房双轨，完善保障体系

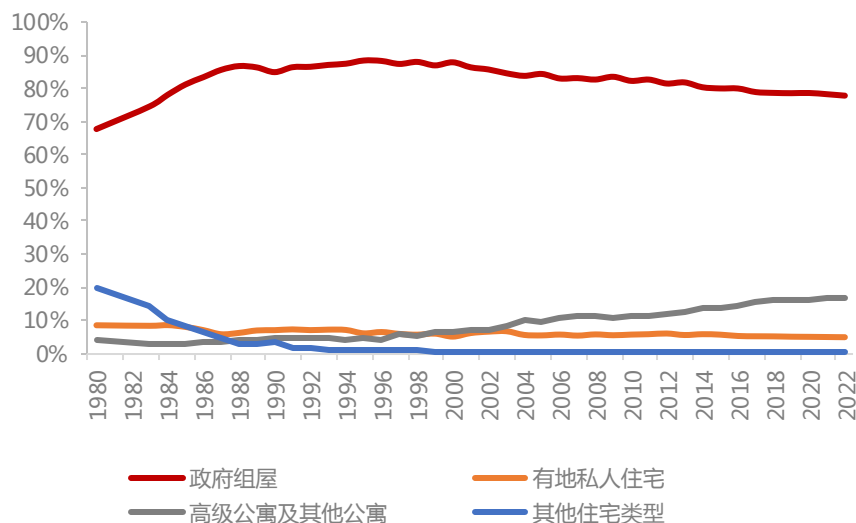
海外经验：新加坡组屋占比80%，价格远低于私人住宅。60年代新加坡住房短缺，大部分人居住在棚户区，1960年新加坡政府设立建屋发展局（HDB），大规模建设低标准、小户型公共组屋，以低价租赁给中低收入群体。1964年新加坡政府出台“居者有其屋”计划，以低于市场价格向中低收入阶级出售组屋，住房由租赁向自有化转变。新加坡80%的土地都归国有，因而组屋土地主要来自政府供给，HDB也可以强制征地，资金则来自债券发行与政府、银行贷款。借助低成本土地与资金，新加坡在过去40余年共修建组屋110万套，组屋覆盖率迅速增长，1985年起80%以上的家庭都居住在组屋中。目前新加坡已构建起“80%组屋+20%私人住宅”的住房体系，其中组屋中90%为产权类。

新加坡住房供应体系

新加坡阶梯化住房供应体系



新加坡各类住宅覆盖率



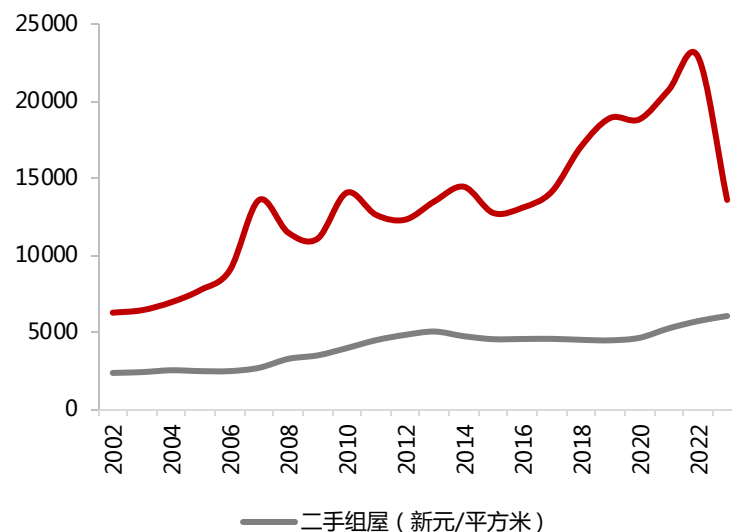
保障房：探索住房双轨，完善保障体系

海外经验：申请条件严格，组屋、私人住宅交易市场分层。 组屋申请条件严格，但政府提供补贴及HDB贷款等金融支持，低收入申请者最高可获8万新元补贴。同时新组屋与二手组屋、私人住宅交易市场分层，而组屋严控转售，一个家庭同时只能拥有1套、最多购买2次，房价上行稳定可控，据2022年HDB财报，一套四房式新组屋基本在30-40万新元间，分别是二手组屋和私人住宅价格的50%-70%、20%-30%左右。按2022年新加坡居民家庭年收入中位数12.1万新元测算，购买新组屋仅需2.5-3.5年，购买二手组屋需4.5-6年，购房压力较低。

新加坡组屋申请条件

类型	新组屋申请条件	二手组屋申请条件
公民资格	家庭：新加坡公民（申请人）+新加坡公民/永居	新加坡公民/永居（申请人）+新加坡公民/永居（若无人为公民，需持三年以上永居）
	单身：新加坡公民	
年龄	核心家庭：年满21岁（订婚夫妻也可申请，3个月内提供结婚证明）	无收入上限
	单身：年满35岁	
收入	两房：不超过7000新元	无收入上限
	三房：不超过7000和14000新元，具体项目有不同要求	
	四房、五房：不超过14000新元，多代同居不超过21000新元	
	EC：不超过14000新元	
产权	海内外无私人住宅，且过去30个月内无处理记录	没有组屋和私人住宅的产权
	若已有祖屋，需在新屋购买6个月内完成出售；且每人仅2次组屋申请机会，间隔需超10年	

新加坡房屋价格



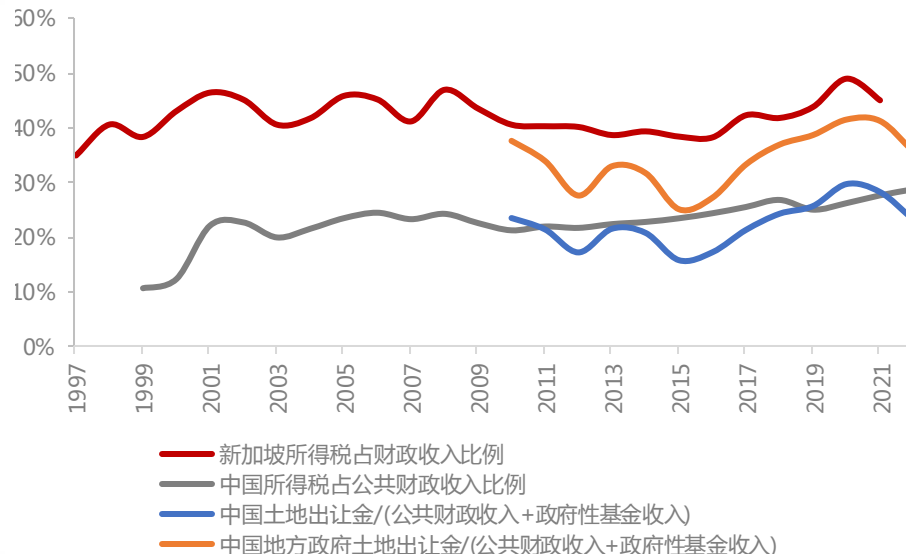
保障房：探索住房双轨，完善保障体系

海外经验：中新国情存在差异，不可完全参照新加坡模式。新加坡国土面积仅728平方千米，不足中国的0.01%；人口密度近8000人/平方千米，而我国不足150人/平方千米，人均住房资源远不如新加坡紧缺。1950年代新加坡人口平均增长率高达4.88%，基于人口快速增长及居住环境不佳，新加坡因此推出组屋；而我国2021年人口年增长率仅0.1%，无完全参照新加坡模式的必要。此外，低价组屋以来低价土地、资金成本与高额政府补贴，HDB连年增长的亏损大部分都来自该计划补贴支出，各类税收支撑起新加坡九成的财政收入，其中所得税占比约45%；而我国对土地出让依赖仍相对较高，过多保障房建设可能加剧财政尤其地方政府财政负担。

新加坡HDB亏损情况



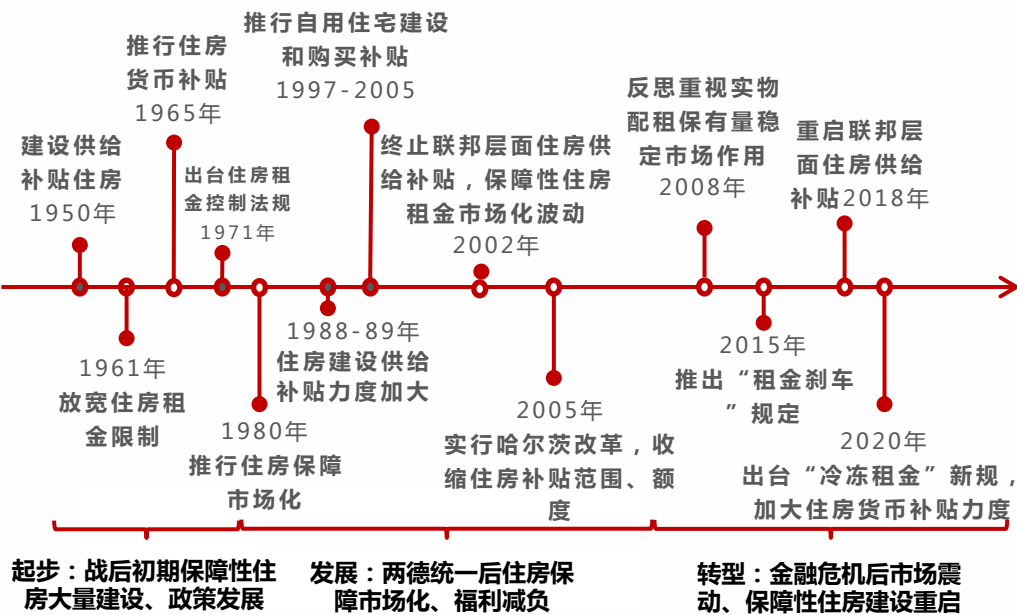
中新两国财政收入重要组成占比



保障房：探索住房双轨，完善保障体系

海外经验：德国住房自有率低，保障体系以租赁为主。据欧洲统计局数据，2022年德国住房自有率为49.5%，远低于其他欧盟国家，柏林、汉堡等主要城市数据仅在20%左右。德国社会型住房保障形式以实物配租和货币补贴为主，前者包括供给补贴住房和住房促进，分别指政府鼓励私人投资建设为低收入者服务的住房与各类住房合作社集资建房、并按成本价出租；如居民净收入低于全民中位数的60%，还可申请全额或部分住房货币补贴。此外，德国发达的租赁住房市场也离不开基于租金管控，及租售同权等政策保障。针对不同发展阶段，德国适时调整实物配租和货币补贴配比，并辅以租金控制，最终实现住房保障与目标人群的动态适配。

德国住房保障制度演进



德国住房保障基本形式

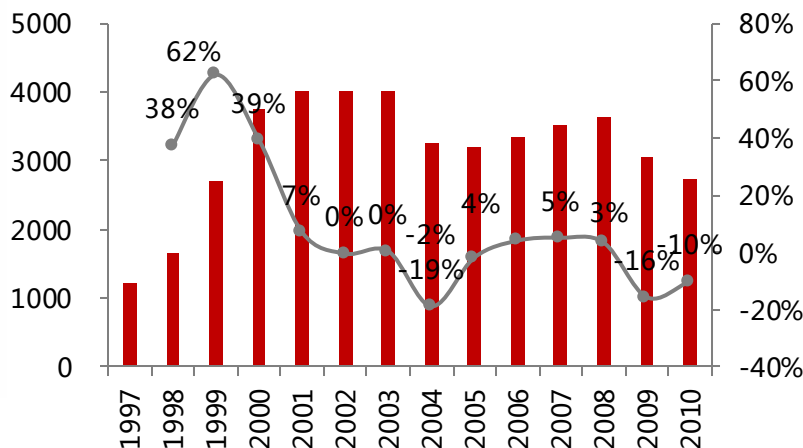
类型	实物配租		货币补贴	
	供给补贴住房	住房促进	全额	部分（租房）
目标人群	低收入家庭；无家可归者；特殊人群(残疾人等)；关键工作者(政府雇员、等)	中低收入家庭	领取社会基本保险的群体	住房成本超家庭可支配收入 30%以上
条件	无自有产权住房；在申请城市工作/居住一定年限；持有“住房福利证”	符合入会条件，缴纳定额会员费加入住房合作社	完全无收入和资产	/
租金/补贴标准	同地段同质量房屋市场租金的 50%~60%	永久不变的低租金	涵盖所有住房花费（100%租金）	取决于家庭规模、租金、税后收入及租住地租金等级
住房条件	与商品住房几乎没有差别	满足户型、环境等具体需求的定制住房	可在整个住房市场任意选择	

保障房：探索住房双轨，完善保障体系

经济适用房经验：高峰期投资额占比超10%，年销售面积超4000万平。经济适用房是我国最早推出的保障房类型，1994年国务院提出建立以中低收入家庭为对象、具有社会保障性质的经济适用住房供应体系和以高收入家庭为对象的商品房供应体系，房地产开发公司每年的建房总量中，经济适用住房要占 20%以上。2001-2003年经济适用房年销售面积超4000万平，高峰期投资额占比超10%，新开工和销售面积占比超20%，截至2010年累计竣工531万套，年新开工和销售面积占住宅的比例分别降至4%和 3%，经济适用房逐渐退出。

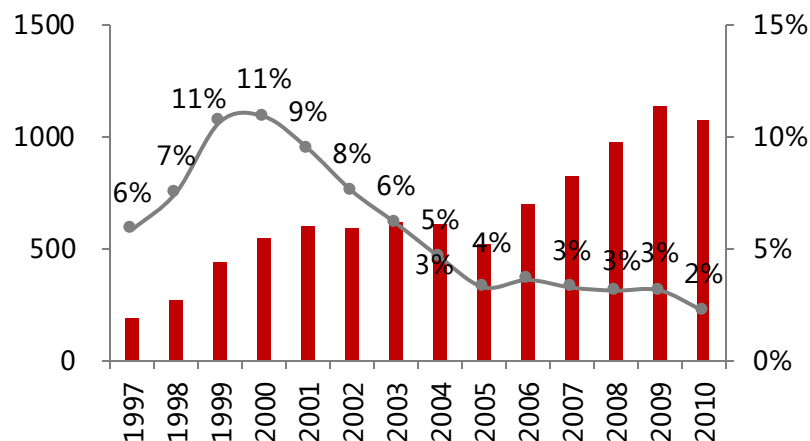
粗略估算保障房年拉动投资额约1200亿元。根据住房城乡建设部统计，各地近两年来共已建设筹集保障性租赁住房508万套（间），完成投资超过5200亿元，则套（间）均投资约10万元。根据《关于规划建设保障性住房的指导意见》，未来5年将有600万套保障房入市，年均120万套，参考保障性租赁住房套（间）均投资额，粗略估算保障房年拉动投资额约1200亿元。

经济适用房销售面积



■ 经济适用房销售面积 (万平方米) —●— 同比 (%) (右轴)

高峰期经济适用房投资占比10.9%



■ 经济适用房投资额 (亿元) —●— 占地产投资比例 (%) (右轴)

目 录

- ◆ 2023年行情回顾
- ◆ 基本面：供需双弱，筑底延续
- ◆ 城中村：改造提速，助力需求修复
- ◆ 保障房：探索住房双轨，完善保障体系
- ◆ 投资建议及重点标的

投资建议及重点标的

- **行业复苏动能较弱，宽松政策有望持续释放，看好经营稳健的优质房企。**个股推荐：**1) 房企：**华发股份、城建发展、保利发展、招商蛇口、滨江集团；**2) 物企：**华润万象生活、中海物业。
- **风险提示：**市场销售恢复不及预期；政策放松力度不及预期；行业现金流状况不及预期。

重点房企关键指标

证券简称	23H1归母 净利润（亿元）	YOY	PE(TTM)	PB(MRQ)	23M1-11销售 金额（亿元）	YOY	23M1-11新增 地价（亿元）	23M1-11投资 强度	23M1-11新增 货值（亿元）	新增 排名
A股民/混										
002244.SZ 滨江集团	16	27%	5.8	0.95	1431	7%	546	38%	993	9
000002.SZ 万科A	99	-19%	7.1	0.54	3430	-9%	849	25%	1774	4
601155.SH 新城控股	23	-24%	55.2	0.47	713	-35%	-	-	80	71
600383.SH 金地集团	15	-22%	8.4	0.37	1431	-29%	114	8%	252	23
A央国企										
600048.SH 保利发展	122	13%	6.6	0.63	3995	0%	971	24%	1832	3
001979.SZ 招商蛇口	22	14%	18.3	0.96	2709	9%	575	21%	1209	6
600325.SH 华发股份	19	2%	7.7	1.13	1212	18%	236	19%	495	12
600153.SH 建发股份	19	-30%	1.9	0.52	2162	16%	920	43%	1654	5
000069.SZ 华侨城A	-13	-1328%	-2.0	0.46	448	-13%	-	-	-	-
000736.SZ 中交地产	-6	-775%	-9.1	3.33	624	8%	-	-	-	-
600657.SH 信达地产	2	-46%	31.0	0.46	199	-21%	-	-	-	-
000090.SZ 天健集团	9	-27%	6.2	0.87	-	-	-	-	60	98
600376.SH 首开股份	-19	-34%	-3.1	0.43	558	-28%	94	17%	154	34
600266.SH 城建发展	5	247%	26.4	0.59	379	31%	-	-	-	-
600649.SH 城投控股	3	-32%	13.2	0.49	-	-	-	-	-	-
002314.SZ 南山控股	0	119%	8.7	0.83	167	-	-	-	-	-
600649.SH 中华企业	3	-32%	13.2	0.49	144	5%	-	-	-	-
002314.SZ 珠江股份	0	119%	8.7	0.83	-	-	-	-	-	-
港股房企										
0960.HK 龙湖集团	81	8%	3.3	0.57	1627	-11%	714	44%	332	11
3990.HK 美的置业	8	-49%	8.0	0.32	617	-10%	-	-	-	-
0123.HK 越秀地产	22	28%	6	0.47	1328	29%	352	27%	715	10
3900.HK 绿城中国	25	41%	5.6	0.53	1687	-9%	680	40%	1206	7
0688.HK 中国海外发展	135	-19%	7.2	0.39	2870	11%	1090	38%	1915	2
0081.HK 中国海外弘阳	17	-30%	3.5	0.28	-	-	-	-	-	-
1109.HK 华润置地	137	30%	5.9	0.76	2860	14%	899	31%	2312	1
0884.HK 旭辉控股集团	-90	-1328%	-0.1	0.14	647	-45%	-	-	-	-
1908.HK 建发国际集团	13	52%	5.8	1.50	1639	13%	863	53%	1554	5
2007.HK 碧桂园	-489	-8095%	-0.4	0.15	2125	-51%	78	4%	206	27

www.swsc.com.cn

数据来源：wind，克尔瑞，西南证券整理（更新至2023.12.1）

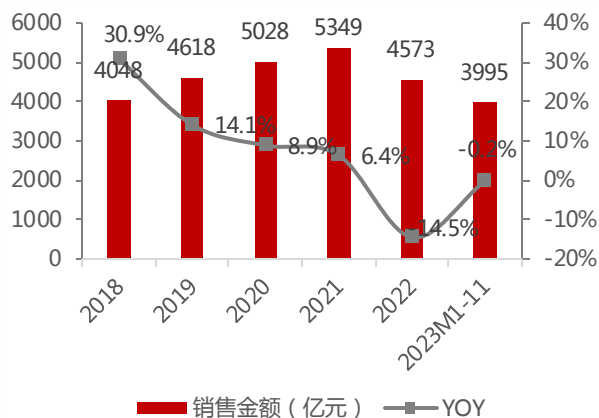
保利发展（600048）：经营业绩平稳增长，土储资源结构优化

- ❑ **投资逻辑**：1）公司合约销售稳健增长，2023年公司1-11月累计实现销售金额同比-0.2%；2）公司拿地量入为出，土储丰富且质地优良，2023年前三季度新增建筑面积654万平方米，38个核心城市拓展金额占比达到99%；3）财务稳健，连续5年保持经营活动现金流为正，融资成本3.92%保持业内领先。
- ❑ **业绩预测**：预计公司2023-2025年归母净利润增速分别为19%/10%/9%，对应PB分别为0.53/0.48/0.45。
- ❑ **风险提示**：竣工交付低于预期、拿地和销售回款低于预期、地产调控等风险。

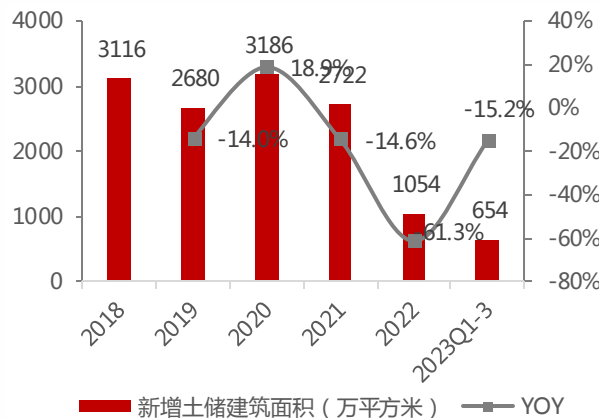
业绩预测和估值指标				
指标	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	281108	317897	353130	385618
营业收入增长率	-1.37%	13.09%	11.08%	9.20%
归母净利润（百万元）	18347	21788	24031	26167
净利润增长率	-33.01%	18.75%	10.29%	8.89%
EPS（元）	1.53	1.82	2.01	2.19
P/E	9.9	5.6	5.1	4.7

数据来源：wind，西南证券

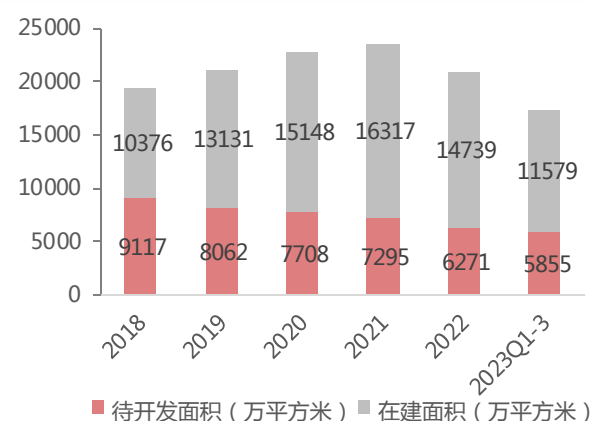
公司销售签约金额



公司新增土储建面



公司国内在建及待开发面积



招商蛇口 (001979)：销售稳健增长，多元业务经营稳健

- ❑ **投资逻辑**：1) 销售规模稳步增长，2023年1-11月累计销售同比+8.5%，土储资源丰富，2023年前三季度新增土储建筑面积371万方，“核心 6+10 城”投资金额占比近100%。2) 多元业态协同发展，2023H1公司全口径资产运营收入31.2亿元，同比增长22.5%。3) 公司财务稳健，融资成本3.65%维持行业低位。
- ❑ **业绩预测**：预计公司2023-2025年归母净利润增速分别为 55 % /19%/7%，对应 PB 分别为 0.83/0.79/0.75。
- ❑ **风险提示**：竣工交付或不及预期、销售及回款或不及预期、政策调控风险。

业绩预测和估值指标				
指标	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	183003	201318	223062	242947
营业收入增长率	13.92%	10.01%	10.80%	8.91%
归母净利润（百万元）	4264	6371	7584	8118
净利润增长率	-58.89%	49.42%	19.04%	7.04%
EPS（元）	0.51	0.76	0.91	0.97
P/E	22.9	13.5	11.3	10.6

数据来源：wind，西南证券

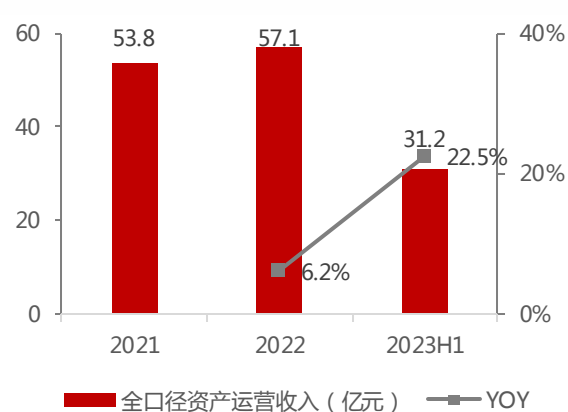
公司签约销售金额



公司新增土储建面



全口径资产运营收入



华发股份（600325）：销售排名逆势提升，多元业务协同发展

- **投资逻辑**：1）销售规模稳中有进，2023年1-11月销售额累计达1212亿元，同比+18%，恢复优于行整体水平；2）财务持续优化，三道红线达标转绿，融资成本持续降至5.59%；3）两翼业务加速拓展，涵盖商业地产、品牌经营的产品体系愈加成熟，上下游产业链实现协同发展，2023H1物业出租面积59.5万平，租金收入2.5亿元。
- **业绩预测**：预计公司2023-2025年归母净利润增速分别为12%/9%/8%，对应PB分别为0.79/0.72/0.66。
- **风险提示**：业绩结算或不及预期、政策调控风险等。

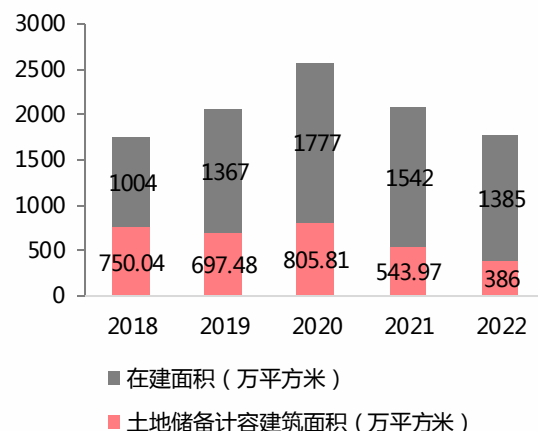
业绩预测和估值指标				
指标	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	59190	66244	72842	79369
营业收入增长率	15.51%	11.92%	9.96%	8.96%
归母净利润（百万元）	2578	2898	3163	3417
净利润增长率	-19.31%	12.42%	9.15%	8.02%
EPS（元）	1.22	1.37	1.49	1.61
P/E	7.4	5.4	5.0	4.6

数据来源：wind，西南证券

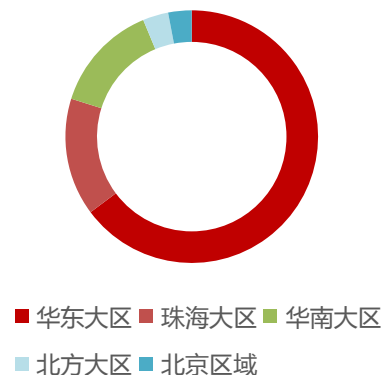
公司合同销售金额



公司储备计容建筑面积



公司“4+1”业务格局



www.SWSC.COM.CN

数据来源：wind，公司公告，西南证券整理

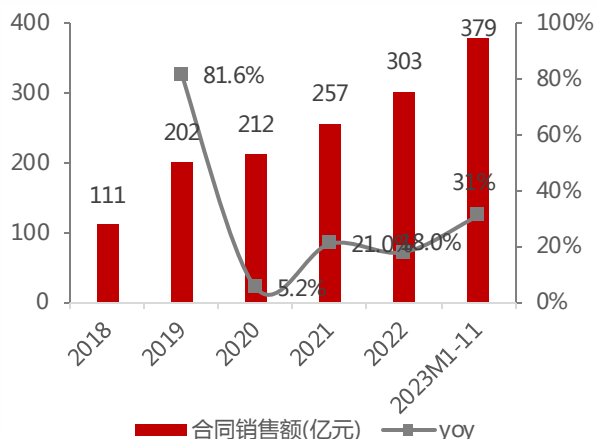
城建发展（600266）：深耕北京资源充足，财务稳健逆势增长

- ❑ **投资逻辑**：1) 1-11月北京城建销售金额379亿元，同比增长31%；2) 公司逆势投资，2023年前三季度 新增土地储备建筑面积64万平，2022年公司持有待开发土地和一级土地项目的总计容建面482万平中，北京占比达79%。3) 多元业务协同发展，商业地产持有面积43.6万平，2023Q1-3商业地产经营额4.7亿元，棚改业务稳步推进。
- ❑ **业绩预测**：预计公司2023-2025年归母净利润增速分别为 211 % /27%/15%， 对应 P B 分别为 0.47/0.45/0.43。
- ❑ **风险提示**：竣工交付或低于预期、拿地和销售回款或低于预期、地产调控风险、金融资产公允价值变动风险等。

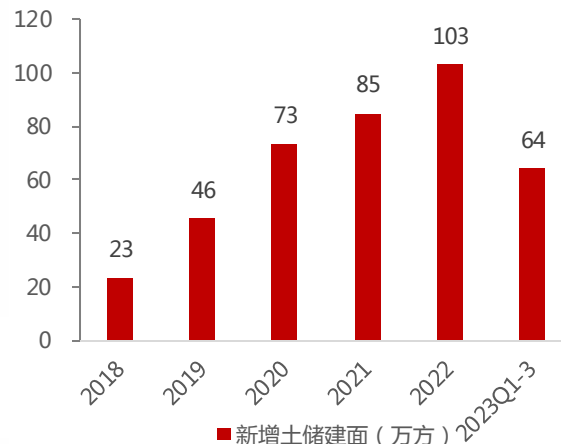
业绩预测和估值指标				
指标	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	24562	27059	30038	33050
营业收入增长率	1.56%	10.17%	11.01%	10.03%
归母净利润（百万元）	-926	1032	1308	1503
净利润增长率	-244.4%	211.44%	26.75%	14.88%
EPS（元）	-0.41	0.46	0.58	0.67
P/E	-11.3	11.7	9.3	8.0

数据来源：wind，西南证券

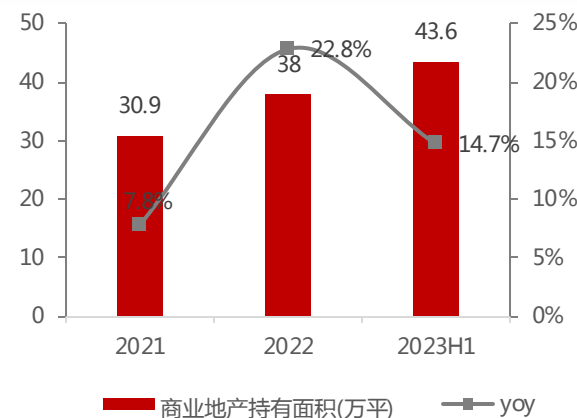
公司合同销售金额



公司新增土储面积



商业地产持有面积



www.swsc.com.cn

数据来源：wind，公司公告，西南证券整理

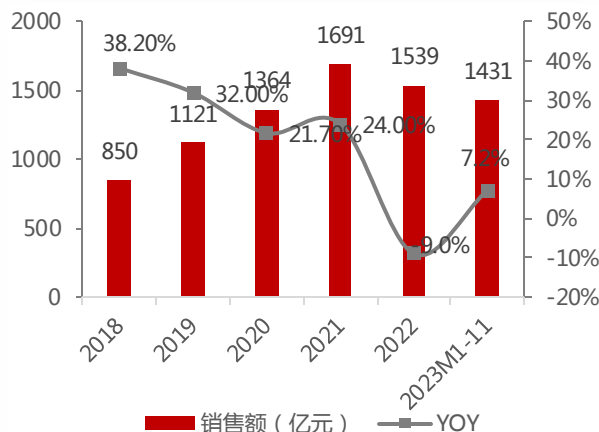
滨江集团（002244）：销售逆势增长，土储充足且优质

- ❑ **投资逻辑：**1）销售金额高速增长，2023年1-11月累计同比+7.2%。2）积极拿地土储充沛，2023H1新增土储建筑面积249万平，期末土储总建筑面积1448万平，其中杭州占60%，浙江省内非杭州的城市占比22%，浙江省外占比18%。3）融资渠道多样，平均融资成本为4.4%，不动产生态产业多元化发展，2023H1持有出租物业面积约36.7万平，实现租金收入1.63亿元，投资性房地产账面价值71.7亿元。
- ❑ **业绩预测：**预计公司2023-2025年归母净利润增速分别为20%/19%/15%，对应PB分别为0.87/0.75/0.65。
- ❑ **风险提示：**竣工交付或低于预期、拿地和销售回款或低于预期、地产调控风险等。

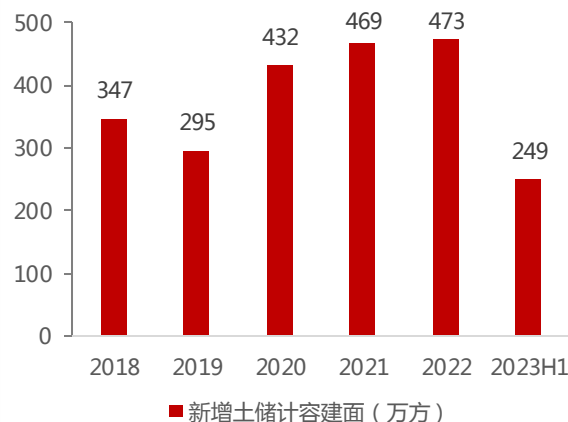
业绩预测和估值指标				
指标	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	41502	56018	64466	74205
营业收入增长率	9.28%	34.97%	15.08%	15.11%
归母净利润（百万元）	3741	4493	5327	6152
净利润增长率	23.58%	20.09%	18.57%	15.49%
EPS（元）	1.20	1.44	1.71	1.98
P/E	7.3	5.4	4.5	3.9

数据来源：wind，西南证券

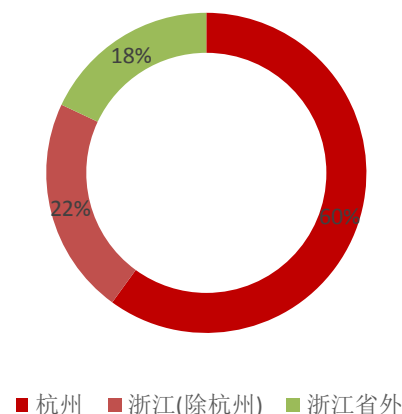
公司合同销售金额



公司新增土储面积



公司土储结构



重点公司估值表

股票代码	股票名称	股价	投资评级	EPS (元)			PE (倍)		
				2022A	2023E	2024E	2022A	2023E	2024E
600048.SH	保利发展	10.25	买入	1.53	1.82	2.01	9.9	5.6	5.1
001979.SZ	招商蛇口	10.26	持有	0.51	0.76	0.91	22.9	13.5	11.3
000002.SZ	万科A	11.40	买入	1.90	1.96	2.05	9.4	5.8	5.6
002244.SZ	滨江集团	7.74	买入	1.20	1.44	1.71	7.3	5.4	4.5
600325.SH	华发股份	7.45	买入	1.22	1.37	1.49	7.4	5.4	5.0
600266.SH	城建发展	5.37	买入	-0.41	0.46	0.58	-11.3	11.7	9.3
600153.SH	建发股份	9.61	买入	2.09	2.45	2.76	6.5	3.9	3.5
002314.SZ	南山控股	3.11	持有	0.25	0.30	0.34	15.2	10.4	9.1
000090.SZ	天健集团	5.13	买入	1.04	1.17	1.29	5.2	4.4	4.0
1109.HK	华润置地	25.46	买入	3.94	4.20	4.54	8.1	6.1	5.6
1209.HK	华润万象生活	25.96	买入	0.97	1.24	1.53	36.6	20.9	17.0
2669.HK	中海物业	5.70	买入	0.36	0.46	0.58	21.0	12.4	9.8



西南证券
SOUTHWEST SECURITIES

分析师：池天惠
执业证号：S1250522100001
电话：13003109597
邮箱：cth@swsc.com.cn

分析师：刘洋
执业证号：S1250523070005
电话：18019200867
邮箱：ly21@swsc.com.cn

西南证券投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后6个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A股市场以沪深300指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准。

公司 评级

买入：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在20%以上
持有：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于10%与20%之间
中性：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%与10%之间
回避：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-20%与-10%之间
卖出：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-20%以下

行业 评级

强于大市：未来6个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数5%以上
跟随大市：未来6个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数-5%与5%之间
弱于大市：未来6个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数-5%以下

分析师承诺

报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于2017年7月1日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。



西南证券研究发展中心

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴21世纪大厦10楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街35号国际企业大厦A座8楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区益田路6001号太平金融大厦22楼

邮编：518038

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路32号西南证券总部大楼21楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	手机	邮箱	姓名	职务	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理/销售总监	18621310081	jsf@swsc.com.cn	李煜	销售经理	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	clw@swsc.com.cn	卞黎旸	销售经理	13262983309	bly@swsc.com.cn
	谭世泽	销售经理	13122900886	tsz@swsc.com.cn	龙思宇	销售经理	18062608256	lsyu@swsc.com.cn
	薛世宇	销售经理	18502146429	xsy@swsc.com.cn	田婧雯	销售经理	18817337408	tjw@swsc.com.cn
	岑宇婷	销售经理	18616243268	cyryf@swsc.com.cn	阚钰	销售经理	17275202601	kyu@swsc.com.cn
	汪艺	销售经理	13127920536	wyyf@swsc.com.cn	魏晓阳	销售经理	15026480118	wxyang@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	zymyf@swsc.com.cn				
北京	李杨	销售总监	18601139362	yfly@swsc.com.cn	胡青璇	销售经理	18800123955	hqx@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn	张鑫	销售经理	15981953220	zhxin@swsc.com.cn
	杨薇	高级销售经理	15652285702	yangwei@swsc.com.cn	王宇飞	销售经理	18500981866	wangyuf@swsc.com.cn
	王一菲	销售经理	18040060359	wyf@swsc.com.cn	路漫天	销售经理	18610741553	lmtyf@swsc.com.cn
	姚航	销售经理	15652026677	yhang@swsc.com.cn	马冰竹	销售经理	13126590325	mbz@swsc.com.cn
广深	郑龔	广深销售负责人	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn	张文锋	销售经理	13642639789	zwf@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	yxy@swsc.com.cn	陈紫琳	销售经理	13266723634	chzlyf@swsc.com.cn
	龚之涵	销售经理	15808001926	gongzh@swsc.com.cn	陈韵然	销售经理	18208801355	cyryf@swsc.com.cn
	丁凡	销售经理	15559989681	dingfyf@swsc.com.cn				