

房地产行业2025年投资策略

调整接近底部，政策助力去库存

西南证券研究发展中心
房地产研究团队
2025年1月

核心观点

- **基本面：阶段性企稳，筑底延续。** 2024年1-11月商品房销售面积同比下降14.3%，收窄1.5个百分点，销售阶段性企稳。926政策后销售回暖持续性更强，11-12月42城新房销售面积环比增长18.8%和26.9%，同比增长11.6%和12.9%，二手房表现更突出，11-12月12城销售面积分别同比增长15.9%和51.5%，环比分别增长15.4%和24.0%，70个大中城市房价下降趋势有所趋缓。供给继续收缩，2024年1-11月新开工面积下降23.0%，300城住宅用地成交面积同比下降26.6%。
- **政策：收储+城中村改造助力去库存。** 截至2024年11月末，商品住宅广义库存面积32.3亿平米，较2019年高点的38.3亿平下降16%，去化周期由2021年低点的2.4年拉长至当前的4年。政策提出“四个取消、四个降低、两个增加”，收购存量商品房助力消化短期库存，需求侧政策应放尽放消化短中期库存，限制土地供应、回收闲置土地消化长期库存。如果将库存周期降至2021年平台期均值的2.4年，其中已竣工未售库存、已开工未竣工未售库存、待开发库存分别降至0.2、1.6、0.7年，则三类库存分别需要去化2.3亿平米、2.7亿平米、7.7亿平米，合计需要资金量约为5.3万亿元。
- **展望：调整接近底部，复苏仍需时间。** 增量住房需求可作为衡量新房销售的锚，2001年以来美国新建住房销量围绕增量需求波动，累计差额在可接受范围。根据测算我国每年增量住房需求约为9.2亿平，预计2024年住宅销售面积为8.1亿平，已低于增量住房需求，2025年在低基数下有望看到销售增速的企稳。随着近两年房价的调整和国债收益率的下行，我国租金回报率和无风险收益率已结束倒挂。租金回报率=无风险收益率+风险补偿+持有成本，从海外一线城市来看，多数城市风险补偿为正值。我国一线城市风险补偿仍为负值，但逐渐趋向于0，房价具备企稳的基础。预计2025年销售面积、销售金额、新开工、竣工、投资额分别同比-6.7%/-7.4%/-13.7%/-14.6%/-9.1%。
- **行业阶段性企稳，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：保利发展(600048)、招商蛇口(001979)、滨江集团(002244)；2) 物企：华润万象生活(1209)、中海物业(2669)；3) 房产经纪：我爱我家(000560)。
- **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。

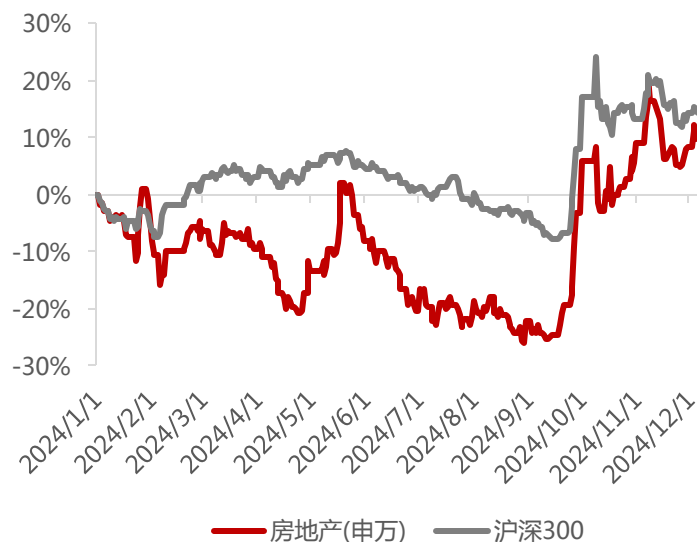
目 录

- ◆ **2024年行业回顾**
- ◆ **基本面：阶段性企稳，筑底延续**
- ◆ **政策：收储+城中村改造助力去库存**
- ◆ **展望：调整接近底部，复苏仍需时间**
- ◆ **2025年投资建议及重点标的**

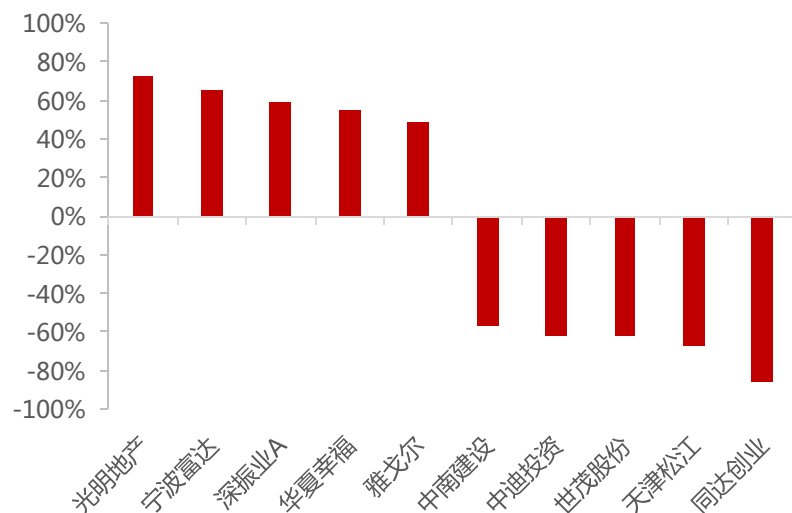
2024年行业回顾

- ❑ 2024年截至12月31日申万房地产指数下跌0.5%，跑输沪深300指数约17.1个百分点。
- ❑ 板块内涨幅居前的为光明地产（+73%）、宁波富达（+66%）；跌幅居前的为同达创业（-86%）、天津松江（-67%）。

房地产指数相对沪深300走势



房地产行业涨跌幅前五个股



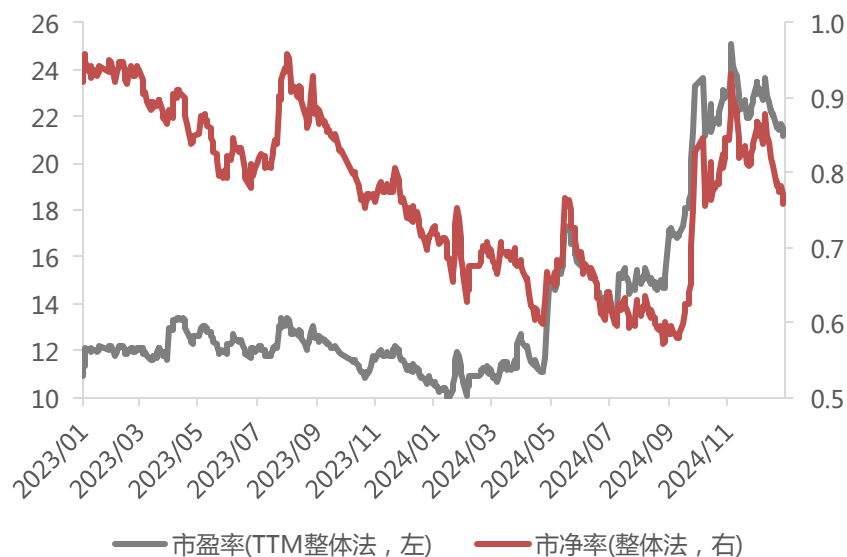
2024年行业回顾

- 横向看：房地产行业PE(TTM)为21.2倍，在申万行业中处于第17位。
- 纵向看：房地产行业PE较2023年末上升10.3，处于过去2年77.6%分位；PB较2023年末上升0.1，处于过去2年55.6%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



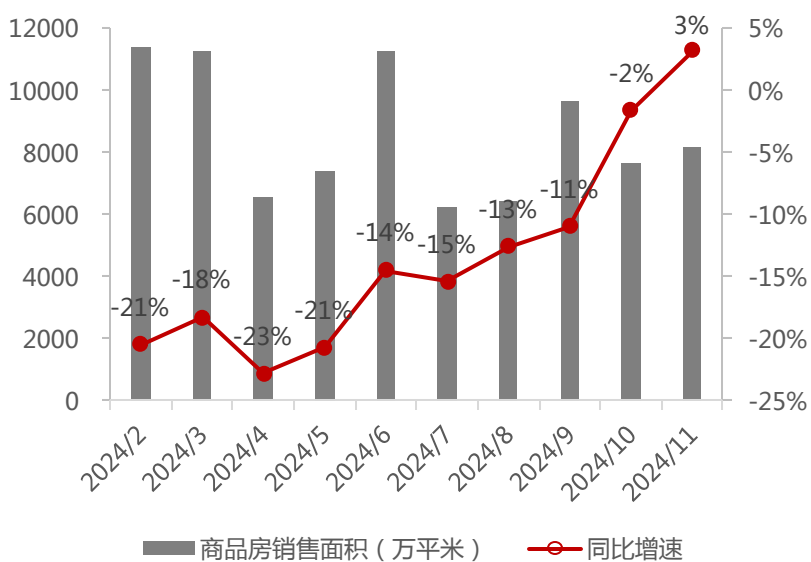
目 录

- ◆ 2024年行业回顾
- ◆ 基本面：阶段性企稳，筑底延续
- ◆ 政策：收储+城中村改造助力去库存
- ◆ 展望：调整接近底部，复苏仍需时间
- ◆ 2025年投资建议及重点标的

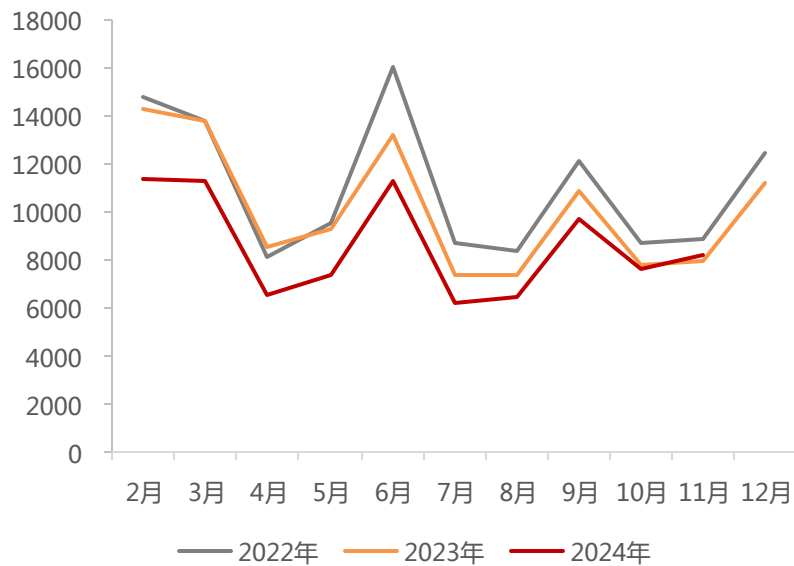
基本面：阶段性企稳，筑底延续

销售阶段性企稳，降幅显著收窄。2024年1-11月商品房销售面积86118万平米、商品房销售额85125亿元，累计同比分别下降4.3%和19.2%，分别收窄1.5和1.7个百分点，销售面积累计同比降幅已连续6个月收窄，销售额降幅连续7个月收窄，市场信心有所修复。11月商品房销售面积8188万平米、商品房销售金额8270亿元，同比分别增长3.2%和1.6%，实现由负转正。

11月销售面积同比+3.2%



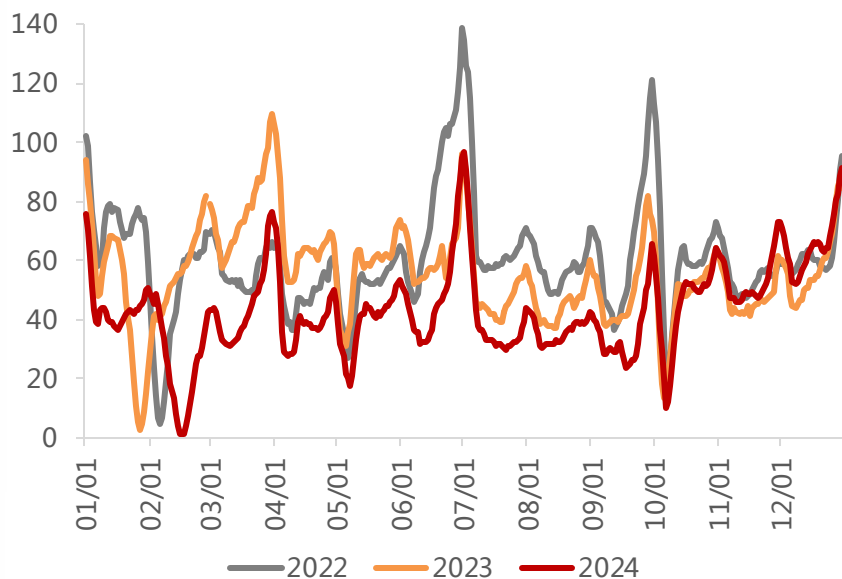
历年商品房销售面积对比 (万平米)



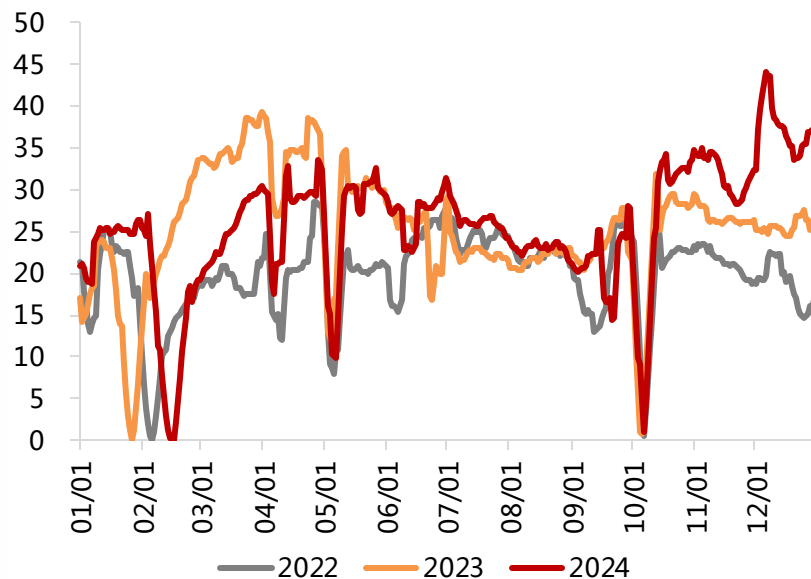
基本面：阶段性企稳，筑底延续

926政策后销售回暖持续性更强，二手房表现更突出。9.26会议以来，一系列政策“组合拳”连续释放，重点城市市场活跃度明显提升，10月监测42城新房销售面积较9月环比增长22.2%，同比降幅收窄至3.9%，11-12月进一步环比增长18.8%和26.9%，同比增速转正至11.6%和12.9%。二手房表现更突出，10-12月监测12城销售面积分别同比增长11.6%、15.9%和51.5%，环比分别增长23.9%、15.4%和24.0%，此次销售回暖持续性较517政策更强。

42城商品房成交面积（万平米，MA7）



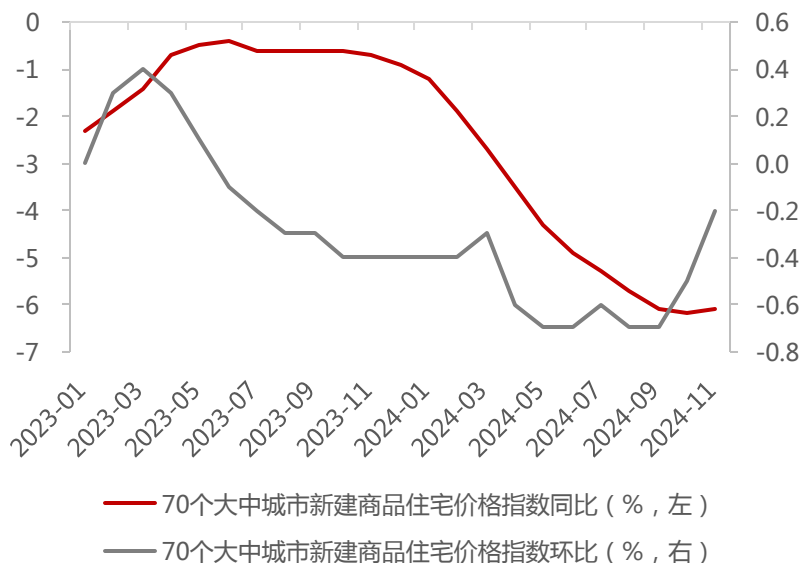
14城二手房成交面积（万平米，MA7）



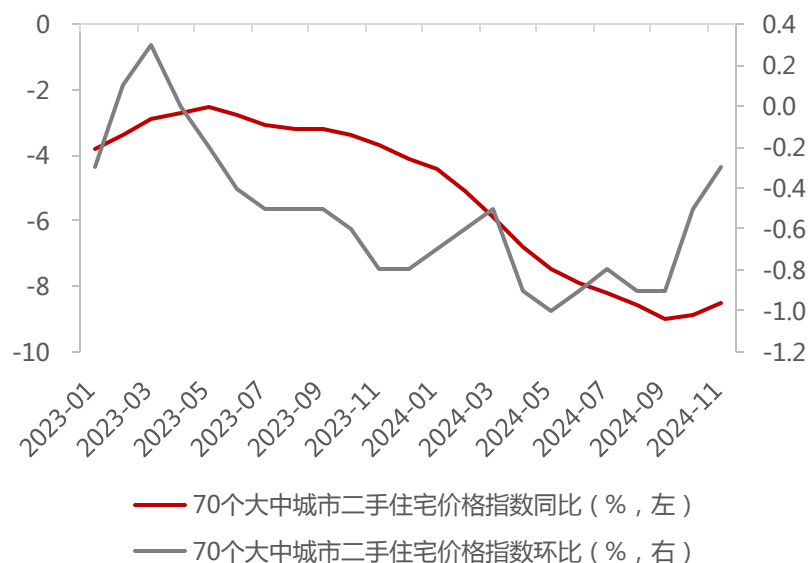
基本面：阶段性企稳，筑底延续

房价指数边际企稳，“以价换量”仍未扭转。 2024年11月，70个大中城市房价下降有所趋缓，新建商品住宅价格指数同环比分别下降6.1%和0.2%，同比和环比分别收窄0.1和0.3个百分点；二手住宅价格指数同环比分别下降8.5%和0.3%，分别收窄0.4个和0.2个百分点。由于二手房价格前期跌幅更深，在市场回暖过程中，二手房价格更有弹性。从各城市涨跌情况来看，70座大中城市新建商品住宅价格环比上涨的城市17座，较上月增加10座，环比下降的城市49座，较上月减少14座；70座大中城市二手住宅价格环比上涨的城市10座，较上月增加2座，下降的城市58座，较上月减少1座。

70个大中城市新建商品住宅价格指数同环比



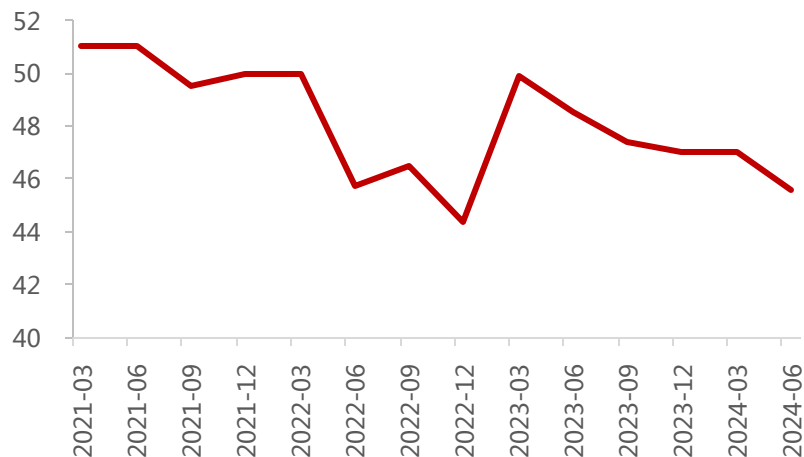
70个大中城市二手住宅价格指数同环比



基本面：阶段性企稳，筑底延续

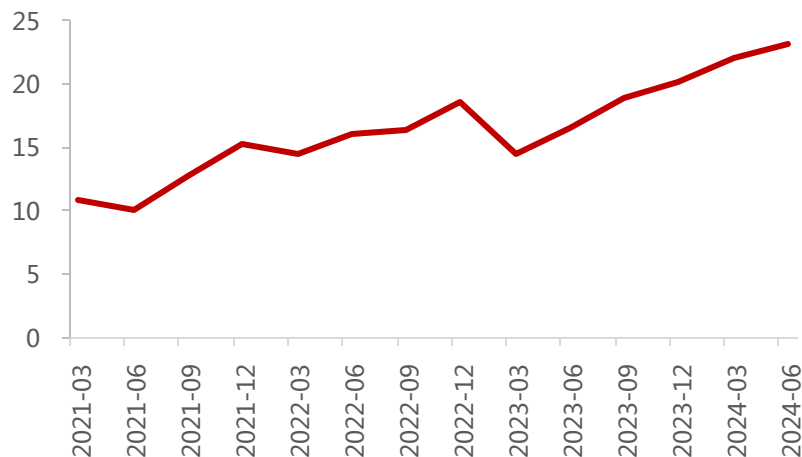
收入及房价预期仍较疲弱，影响购房需求释放。根据央行发布的调查报告，从2023年二季度开始，居民未来收入信心指数就一直呈现下跌趋势，居民预期未来房价下跌的占比也呈现逐步上升趋势，历史上来看居民房价预期略领先于70大中城市房价变动。对于收入、房价预期担忧仍制约居民购房需求释放，市场观望情绪浓厚。

城镇储户问卷调查:未来收入信心指数



——城镇储户问卷调查:未来收入信心指数 (%)

城镇储户问卷调查:未来房价预期比重:下降



——城镇储户问卷调查:占未来房价预期比重:"下降" (%)

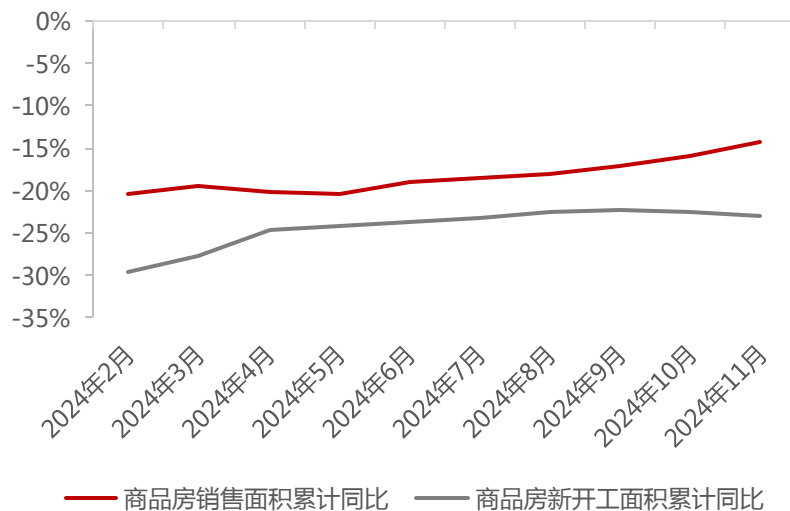
基本面：阶段性企稳，筑底延续

供给继续收缩，拿地、新开工面积同步下滑。2024年1-11月房屋新开工面积67308万平米，下降23.0%，其中，住宅新开工面积48989万平米，下降23.1%，当前行业仍处于去库存过程，新开工的持续低位有利于存量库存的消化。根据中指数据，2024年1-11月，300城各类用地成交10.2亿平米，同比下降20.9%。其中，住宅用地成交2.6亿平米，同比下降26.6%。新开工及土地成交增速下滑影响新增市场供应，2024年1-11月百强房企新增货值和建面分别同比下降34.5%和23.4%。

1-11月各梯队城市住宅用地成交情况

指标	300城	一线	二线	三四线
成交面积同比	-26.6%	-42.2%	-31.8%	-21.7%
土地出让金同比	-31.8%	-28.9%	-40.2%	-19.4%
楼面均价同比	-7.1%	23.1%	-12.4%	2.9%
溢价率较去年同期	-0.4%	-1.0%	-0.9%	-1.5%

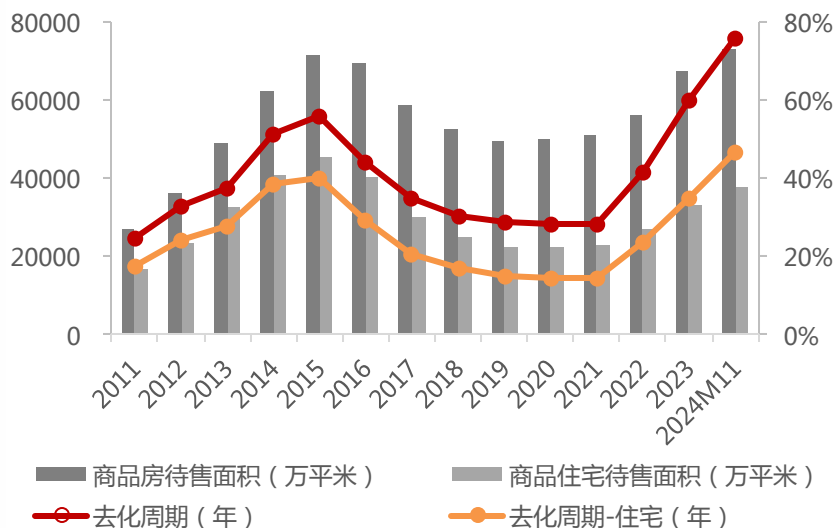
销售和新开工面积增速缺口



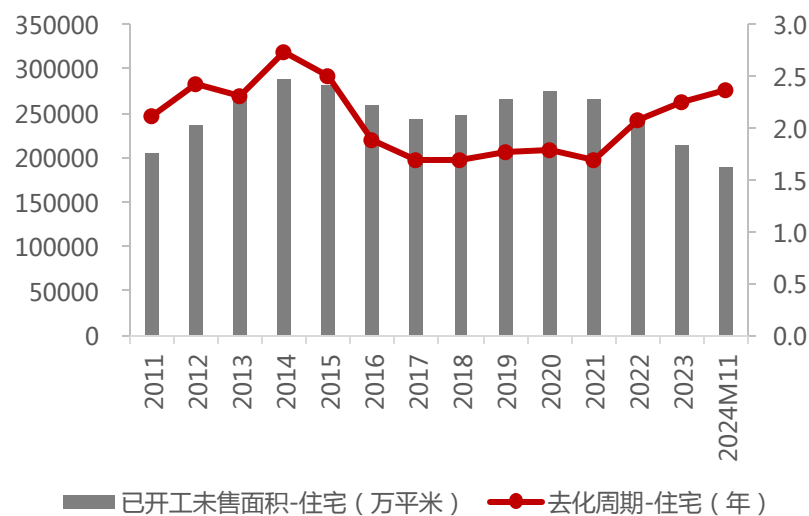
基本面：阶段性企稳，筑底延续

商品房待售面积达历史高位，已开工未售面积有所下降。截至2024年11月末商品房待售面积73286万平方米，同比增长12.1%，高于2015年的71853万平方米，其中住宅库存尚未超过2015年，由于销售面积的下滑，去化周期提升至0.8年，住宅消化周期提升至0.5年，且自行业出现调整以来呈现出稳步的上升。如果从更广义的已开工未售面积来看，由于销售和新开工面积增速缺口的存在，已开工未售住宅面积于2021年见顶后回落，目前较2020年末下降31%，但去化周期也呈现持续上升，由2021年的1.8年升至2.4年。

商品房待售面积及去化周期



已开工未售住宅面积及去化周期



目 录

- ◆ 2024年行业回顾
- ◆ 基本面：阶段性企稳，筑底延续
- ◆ 政策：收储+城中村改造助力去库存
- ◆ 展望：调整接近底部，复苏仍需时间
- ◆ 2025年投资建议及重点标的

政策：收储+城中村改造助力去库存

2024年房地产行业重点政策

住房和城乡建设部、金融监管总局：在地级及以上城市建立城市房地产融资协调机制，提出可以给予融资支持的房地产项目名单

中国人民银行、金融监管总局：完善经营性物业贷款政策，支持优质房企盘活存量资源，扩大资金使用范围，改善流动性状况

2024年政府工作报告：优化房地产政策，加快构建房地产发展新模式

国常会：进一步推动城市房地产融资协调机制落地见效，加快完善“市场+保障”的住房供应体系。

中国人民银行：设立3000亿保障房再贷款，收购已建成未出售商品房，用作保障性住房。

中国人民银行：取消首二套房贷利率下限，降低首二套房贷首付比例，下调个人住房公积金贷款利率0.25个百分点

政治局会议：坚持消化存量和优化增量相结合，积极支持收购存量商品房用作保障性住房，加快构建房地产发展新模式

中国人民银行：1年期和5年期LPR下调10个百分点

国务院新闻发布会：四个取消、四个降低、两个增加。通过货币化安置等方式，新增实施100万套城中村和危旧房改造。年底前，将“白名单”项目的信贷规模增加到4万亿。

中国人民银行：1年期和5年期LPR下调25个百分点。

经济工作会议：实施更加积极的财政政策，实施适度宽松的货币政策，适时降准降息。持续用力推动房地产市场止跌回稳，加力实施城中村和危旧房改造，推动构建房地产发展新模式。

1月

2月

3月

4月

5月

6月

7月

9月

10月

11月

12月

证监会：研究支持增强消费能力、改善消费条件、创新消费场景的消费基础设施发行基础设施REITs

中国人民银行：1年期LPR不变，5年期以上LPR下降25个基点至3.95%

政治局会议：统筹研究消化存量房产和优化增量住房的政策措施，抓紧构建房地产发展新模式，促进房地产高质量发展

财政部、住建部：进一步规范中央财政城镇保障性安居工程补助资金管理

自然资源部：拟通过专项债券支持政府回收房企闲置用地

住房和城乡建设部：推动县级以上城市开展收购已建成存量商品房用作保障性住房工作

政治局会议：促进房地产市场止跌回稳，对商品房建设要严控增量、优化存量、提高质量。

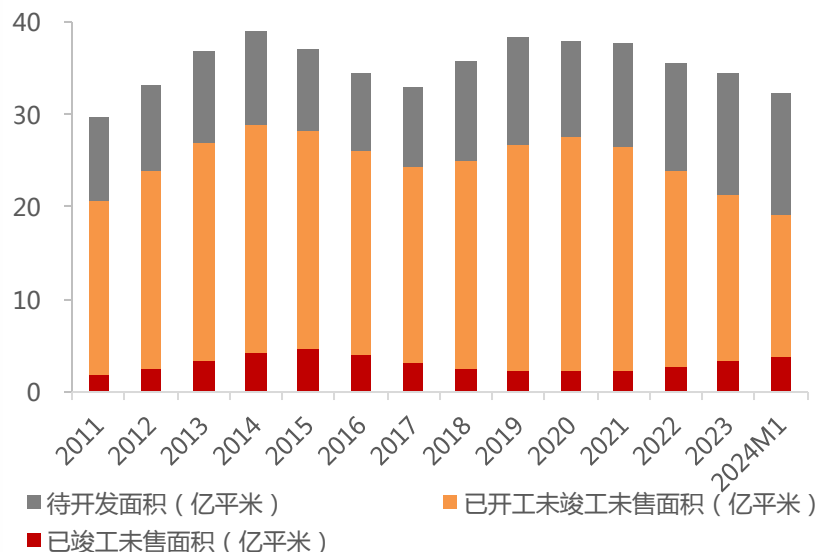
中国人民银行：降低存量房贷利率，统一房贷最低首付比例至15%，保障性住房再贷款中国人民银行向金融机构发放再贷款的比例从贷款本金的60%提升到100%。

财政部：将享受1%低税率的面积标准由90平米提高到140平米，一线城市与其他地区统一适用家庭第二套住房契税优惠政策。将土地增值税预征率下限统一降低0.5个百分点。个人销售已购买2年以上（含2年）住房一律免征增值税。

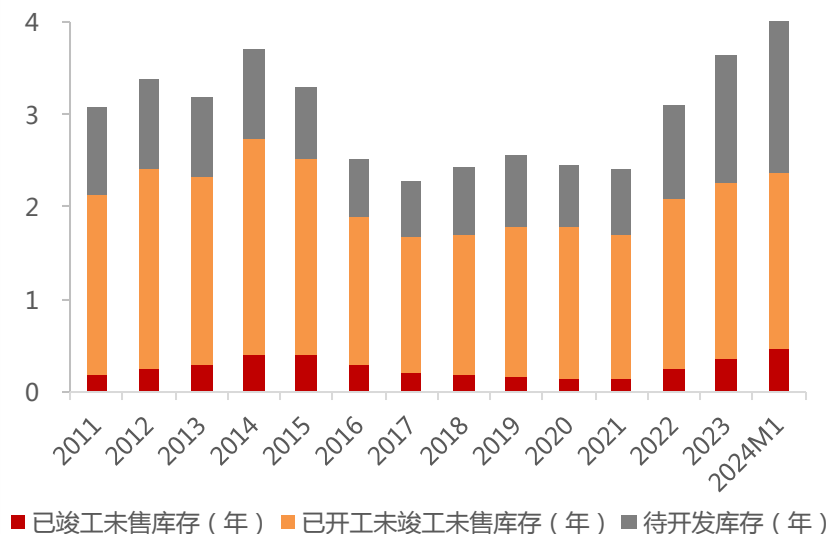
政策：收储+城中村改造助力去库存

广义库存去化周期显著拉长，政策重点转向去库存。2024年4月中央政治局会议首次提出“统筹研究消化存量房产”，政策重点转向去库存。在前文基础上，对各类库存进行拆分，截至2024年11月末，商品住宅广义库存面积32.3亿平米，近年来呈现下降趋势，较2019年高点的38.3亿平米下降16%。从结构来看，已竣工未售面积、已开工未竣工未售面积、待开发面积分别占比12%、47%和41%，其中已竣工未售库存和待开发库存占比呈现上升趋势，分别由2019年的6%和30%上升至12%和41%，已开工未竣工未售库存占比由64%降至47%。从去化周期来看，广义库存去化周期由2021年低点的2.4年拉长至当前的4年。

商品住宅广义库存面积

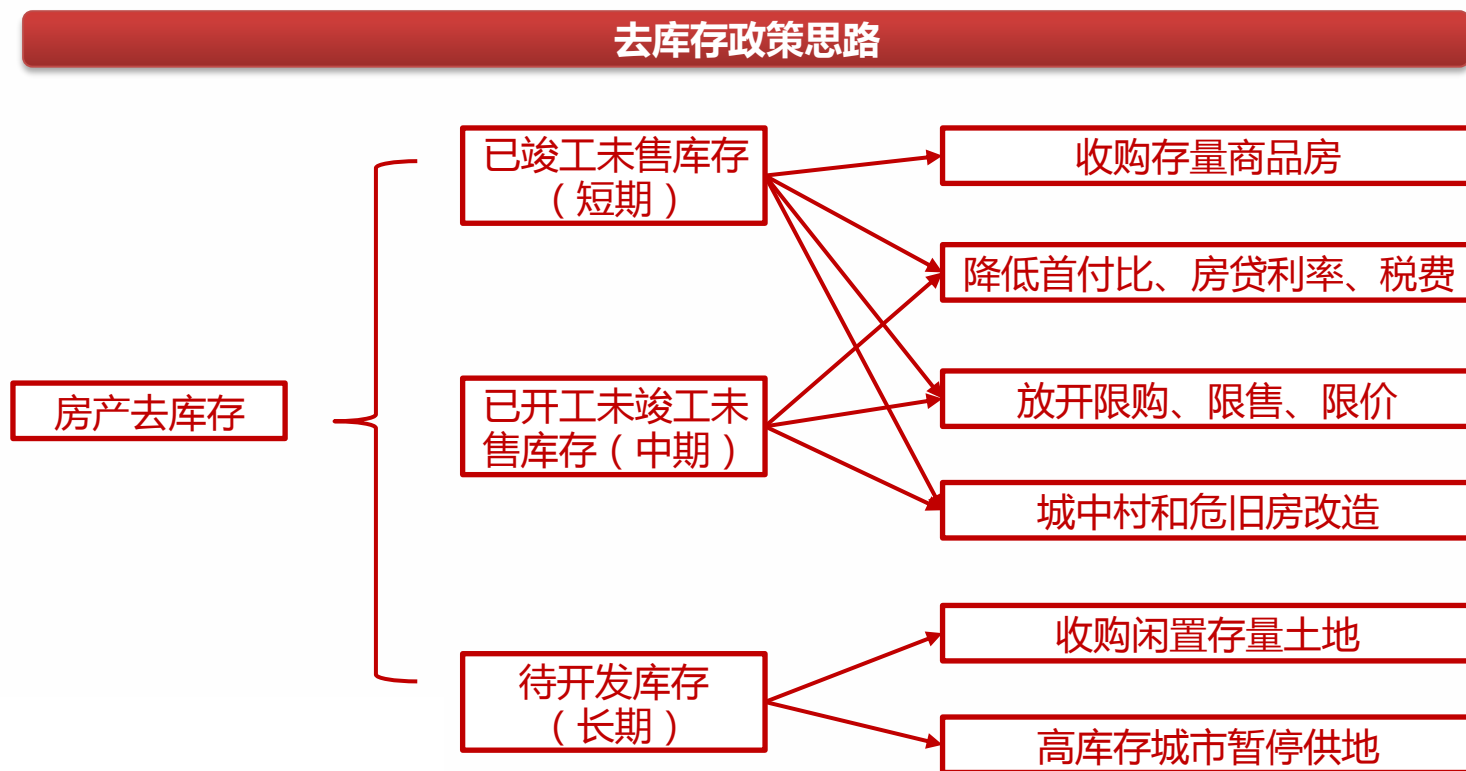


商品住宅广义库存去化周期



政策：收储+城中村改造助力去库存

“四个取消、四个降低、两个增加”新思路，短中长期同步去库存。在2024年10月的国新办新闻发布会上，住房和城乡建设部、财政部、自然资源部、央行、金融监管总局等五部门围绕房地产市场止跌回稳打出一套“组合拳”，明确提出“四个取消、四个降低、两个增加”，并通过专项债等方式推动收储存量商品房和盘活闲置存量土地。



政策：收储+城中村改造助力去库存

收购存量商品房助力消化短期库存。目前已有数十个城市出台了具体政策措施，覆盖深圳、广州、杭州、武汉、长沙、南京、重庆、苏州、郑州等重点城市。从房源条件看，房源多以整栋为基本收购单位，面积以小户型为主，从收购价格看，多数城市以同地段保障性住房重置价格作为参考上限，即土地划拨成本和建安成本加不超过5%的利润。一些城市在商品房收储方面已经取得实质性进展，郑州作为全国首个试点收储商品房的省会城市，已累计收购近1000套住房，重庆作为租赁住房贷款支持计划的首批试点城市，通过租赁基金收购了4207套房源。

部分重点城市收购存量商品房政策

城市	时间	收购主体	收购价格	面积要求	位置要求
广州	11月18日	广州安居集团	-	90平方米以下	全市范围
郑州	11月7日	河南铁建投城市建设发展集团、郑州城市发展集团	以同地段保障性住房重置价格为参考上限	120平方米以下	郑州市内八区及登封市、巩义市、上街区、新密市、新郑市、荥阳市、中牟县
杭州	10月31日	杭州市安居集团	划拨土地成本和建安成本、加不超过5%的利润	用于保障性租赁住房面积不超过70平方米，用于配售型保障性住房的面积不超过125平方米	上城、拱墅、西湖、滨江、萧山、余杭、临平、钱塘八个城区
长沙	8月19日	长沙房地产开发建设集团	-	120平方米以下	长沙市芙蓉区、天心区、岳麓区、开福区、雨花区、望城区、长沙县、浏阳市、宁乡市行政区域内
深圳	8月7日	深圳市安居集团	-	65平方米以下	深圳市（不含深汕特别合作区）范围内

政策：收储+城中村改造助力去库存

需求侧政策应放尽放消化短中期库存。“四个取消”包括取消限购、限售、限价和普通住宅与非普通住宅标准，赋予城市政府调控自主权；“四个降低”涉及降低住房公积金贷款利率、住房贷款首付比例、存量贷款利率及换购住房税费。与宽松周期相比：**1) 房贷利率**：商业性住房贷款利率下限取消，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15%，超过历史水平。**3) 限购**：14-15年47个限购城市中42个取消限购，本轮仅北京、上海、深圳和海南部分城市限购。

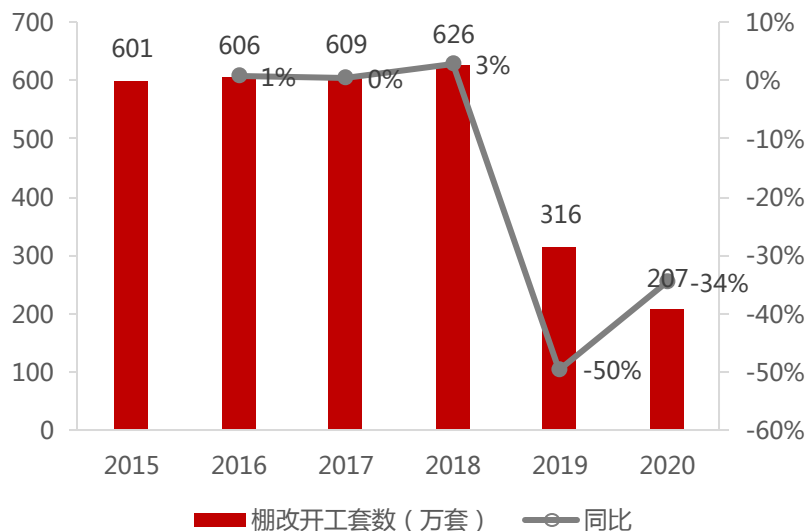
历次政策对比

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%	8次降准，7次降息，5年期LPR由4.65%下调至3.6%
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”	取消房贷利率下限； 首套住房和二套住房商业性个人住房贷款最低首付比例政策下限为15%；二套房认定标准改为“认房不认贷”
		公积金贷款	个人住房公积金贷款利率由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； 个人住房公积金贷款利率由4.5%下调至3.25%	最低首付比因城施策，首套最低20%；个人住房公积金贷款利率由3.25%下调至2.85%
		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	仅北京、上海、深圳和海南部分城市限购
		税费	90m ² 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	享受1%低税率的面积标准由90平米提高到140平米，一线城市与其他地区统一适用家庭第二套住房契税优惠政策；个人销售已购买2年以上（含2年）住房一律免征增值税。
	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，建立城市房地产融资协调机制，实施融资支持的房地产项目名单
其他政策			四万亿投资计划	棚改货币化安置	城中村改造，收购存量商品房和闲置土地

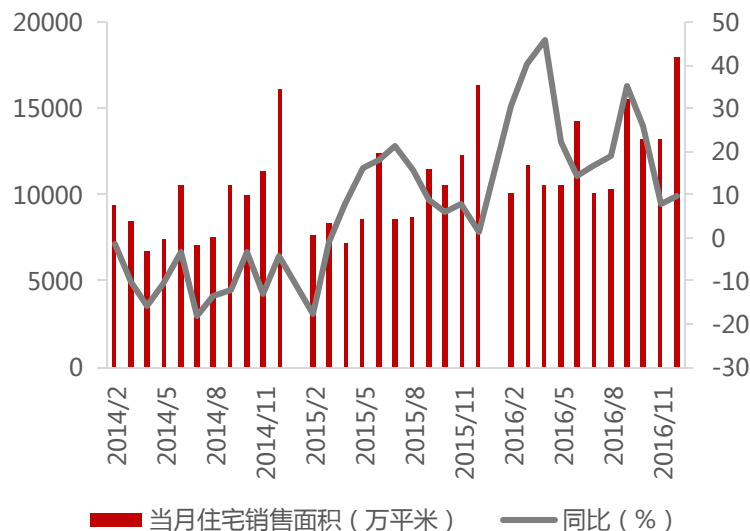
政策：收储+城中村改造助力去库存

推动城中村改造货币化安置，或将带动近1亿平米住宅销售。2024年10月住建部表示，在前期城中村和危旧房改造基础上，再增加100万套城中村改造，并通过货币化方式安置。开发性、政策性金融机构可以给予专项借款，同时允许地方发行政府专项债。新增100万套城中村改造，并实行货币化补贴，可以释放增量购房需求，有助于存量住房消化，粗略可带动近1亿平米住宅销售，如果全部被新建商品房消化，可拉动全年总销售规模的10%。参考棚改经验，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6.3万亿元，年均开工超600万套，2017年高峰期年投资近18400亿元。从效果来看，PSL于2015Q2开始加大投放后，房地产销售在2016Q1呈现出明显增长，滞后时间约为三个季度。

棚改开工套数



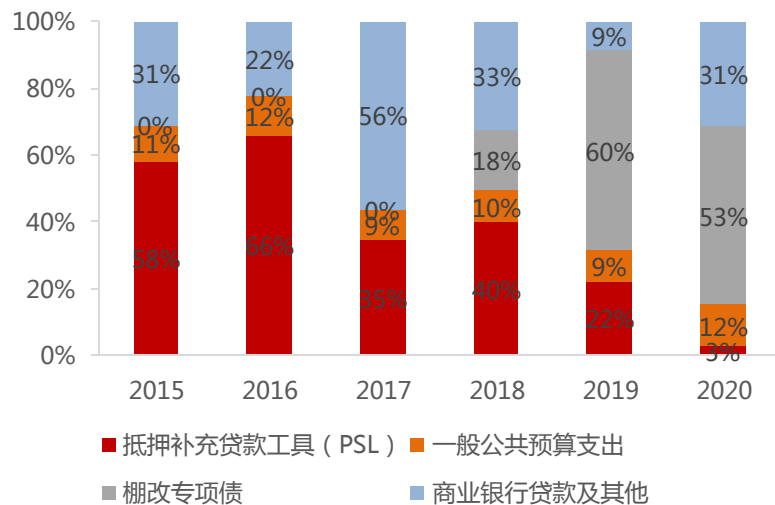
棚改对房地产销售拉动效果



政策：收储+城中村改造助力去库存

多元化资金来源支持，力度有望加大。从资金来源来看，主要包括开发性与政策性金融机构专项借款、地方专项债、商业银行贷款，住建部表示，在前期工作做得好的基础上，后续还可以继续加大力度。参考历史经验，棚改资金来源主要构成包括：**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10.1%。**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32.5%。

棚改资金来源结构



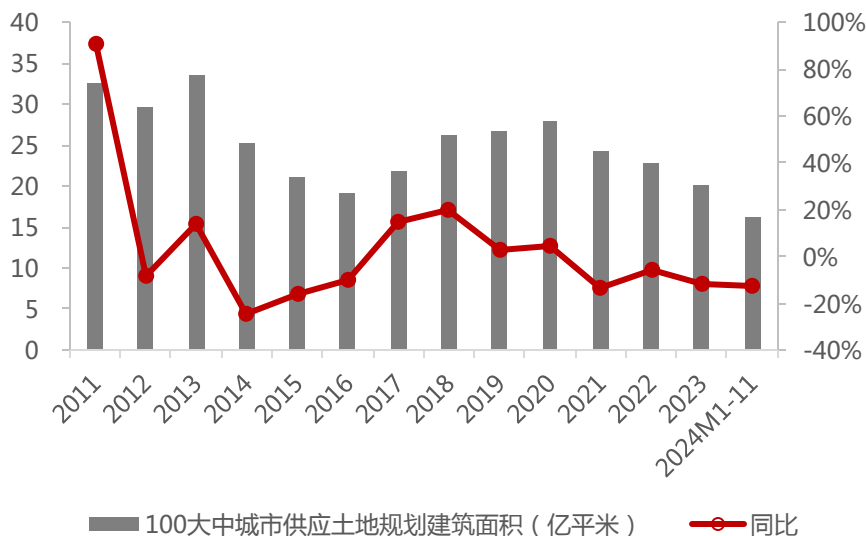
新增PSL发放金额



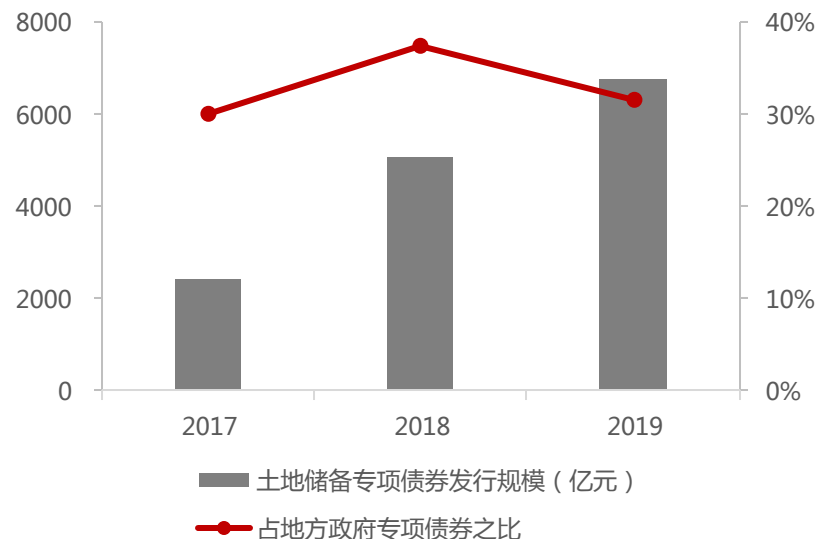
政策：收储+城中村改造助力去库存

限制土地供应、回收闲置土地消化长期库存。2024年5月自然资源部办公厅发布《关于做好2024年住宅用地供应有关工作的通知》，要求库存压力大、去化周期超过36个月的城市，要暂停新增商品住宅用地出让。据机构统计，去化周期超过36个月的城市以三四线为主，武汉、福州、东莞、无锡、常州、哈尔滨、长春等部分二线城市去化周期也超过36个月。前11个月100大中城市供应土地规划建筑面积同比下降13%，限制土地供应对消化库存有一定的正向作用。2024年11月自然资源部发布《关于运用地方政府专项债券资金收回收购存量闲置土地的通知》，对土地收购主体、标的、流程、价格、再供应等方面进行了规范。土地储备专项债出现早于2017年，是为规范土地储备融资行为、满足地方经济发展以及城市建设需求，2019年被叫停，三年合计发行规模14255亿元，占地方政府专项债券之比超30%。

土地供应面积下降



土地储备专项债券发行规模



政策：收储+城中村改造助力去库存

将库存去化周期降至均衡状态需要资金量约为5.3万亿元。如果将库存去化周期降至2021年此轮调整开始前的状态，广义库存周期降至2016年至2021年平台期均值的2.4年，其中已竣工未售库存、已开工未竣工未售库存、待开发库存分别降至0.2、1.6、0.7年，则三类库存分别需要去化2.3亿平米、2.7亿平米、7.7亿平米，合计12.7亿平米。

- **城中村改造**：假定100万套城中村改造带动1亿平米销售全部由存量库存承接，每套货币化安置成本100万元，需要资金量为1万亿元。
- **收购存量商品房**：剩余已竣工未售库存、已开工未竣工未售库存合计4亿平米由收购方式消化，按照5000元/平米的成本测算，需要资金量为2万亿元。
- **回收闲置土地**：假定待开发库存7.7亿平米以楼面价3000元/平米进行回购，需要资金量为2.3万亿元。

去库存资金测算

去库方式	去化面积	单位成本	所需资金
城中村改造	1亿平米	10000元/平米	1万亿元
收购存量商品房	4亿平米	5000元/平米	2万亿元
回收闲置土地	7.7亿平米	3000元/平米	2.3万亿元
合计	12.7亿平米	/	5.3万亿元

目 录

- ◆ 2024年行业回顾
- ◆ 基本面：阶段性企稳，筑底延续
- ◆ 政策：收储+城中村改造助力去库存
- ◆ 展望：调整接近底部，复苏仍需时间
- ◆ 2025年投资建议及重点标的

展望：调整接近底部，复苏仍需时间

增量住房需求可作为衡量新房销售的锚。美国城市化率仍以缓慢的速度提升，以每年新增的城镇家庭户数作为增量需求。与2001年以来美国实际的新建住房销量进行对比可以发现，实际销量由于行业周期围绕增量需求进行波动，从20余年累计值来看，新增城镇家庭户数为1442万户，新建住房销量1588万套，二者的差额仅146万套，这一偏差在可接受范围，可能源于部分家庭购买二套房或存量房更新重建。

美国住房需求测算与新建住房销量对比

时间	总人口 (万人)	家庭户数 (万户)	户均人数 (人)	城市化率 (%)	城镇人口 (万人)	新增城镇人口 (万人)	新增城镇家庭户数 (万户)	美国新建住房 销量(万套)	差额 (万套)
2023	33521	-	4.0	83.3	27922	208	52	67	15
2022	33357	8435	4.0	83.1	27714	170	43	64	21
2021	33237	8428	3.9	82.9	27544	116	29	77	48
2020	33180	8372	4.0	82.7	27428	174	44	82	38
2019	33051	8370	3.9	82.5	27254	208	53	68	16
2018	32879	8351	3.9	82.3	27045	224	57	62	5
2017	32686	8354	3.9	82.1	26821	248	63	61	-2
2016	32461	8285	3.9	81.9	26573	266	68	56	-12
2015	32211	8220	3.9	81.7	26307	265	68	50	-18
2014	31960	8173	3.9	81.5	26042	262	67	44	-23
2013	31710	8232	3.9	81.3	25780	250	65	43	-22
2012	31473	8094	3.9	81.1	25530	252	65	37	-28
2011	31230	8053	3.9	80.9	25278	252	65	31	-34
2010	30984	7956	3.9	80.8	25026	261	67	32	-35
2009	30724	7887	3.9	80.6	24765	269	69	38	-31
2008	30454	7887	3.9	80.4	24497	280	73	49	-24
2007	30170	7791	3.9	80.3	24217	282	73	78	5
2006	29882	7845	3.8	80.1	23935	277	73	105	32
2005	29599	7742	3.8	79.9	23658	268	70	128	58
2004	29326	7687	3.8	79.8	23390	261	68	120	52
2003	29063	7623	3.8	79.6	23129	263	69	109	40
2002	28796	7562	3.8	79.4	22866	267	70	97	27
2001	28523	7434	3.8	79.2	22600	274	71	91	19
2000	28240	7378	3.8	79.1	22326	-	-	-	-
合计	-	-	-	-	-	-	1442	1588	146

展望：调整接近底部，复苏仍需时间

房价下跌导致的供给增加驱动二手房交易占比提升。从交易的结构占比来看，美国成屋销售在房地产危机发生后的2007-2010年的跌幅小于新房，因此占比呈明显提升，而后逐步回落至危机前的水平。在美国成屋销量占比明显提升的时期，成屋库存较新房也出现明显提升，这说明驱动因素来自供给端，而期间成屋售价中位数相较于新房也出现了更大幅的下跌。这一现象的传导逻辑可能为，“危机后房价下降-成屋供给弹性更大-成屋库存占比提升-成屋交易占比提升”。即二手房交易占比的变化是供给端所决定的，常态下占比应保持在某一较为平稳的水平，而在房价出现明显下降时，居民为了减少损失选择抛售房产，使市场上二手房的供给增加，从而带动二手房交易占比的提升。

美国新建住房销量与成屋销量对比



美国新建住房与成屋库存对比



展望：调整接近底部，复苏仍需时间

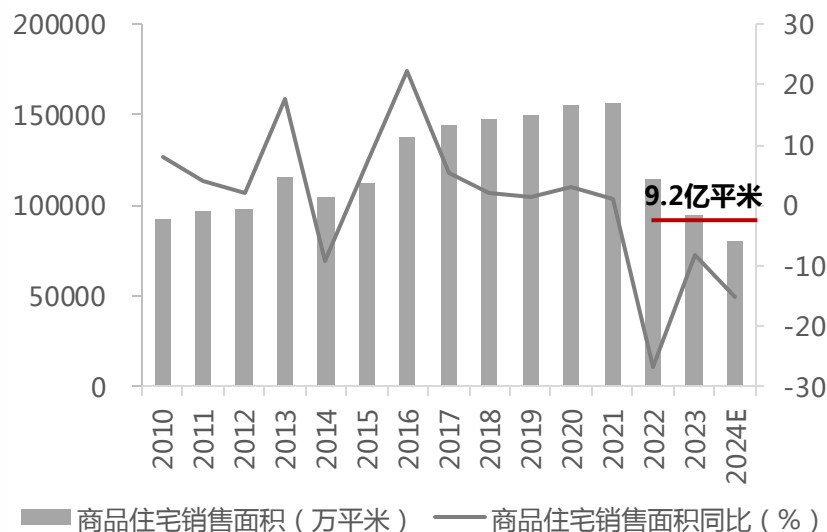
当前住房的增量需求中枢约为9.2亿平米。将潜在的购房者划分为了四类人群，包括新增的城镇居民、原本城镇中租房的居民、对原有住房进行改善置换的居民以及因为老旧房屋拆迁而购房的居民，这些都反应了真实的住房需求，虽然市场中也有人购买二套房，但这可被视为投资购房，未来的占比会持续降低。

- **新增的城镇居民：**2023年我国城镇化率达66.2%，根据《新型城镇化战略五年计划》2024年至2028年城镇化率推进到70%，年均提升0.76个百分点，如果按照当前14.1亿人、城镇人均居住面积38平米计算，每年由新增城镇人口产生的刚需约3.5亿平米。
- **城镇中租房的居民：**2000年城镇家庭户自有住房占比为74.1%，2020年小幅下降至73.8%，其中建制镇住房自有率从78.0%升至82.7%，而城市住房自有率从72%降至69.2%。在当前租售并举的政策趋势下，城镇住房自有率反而可能进一步下降，即由租房向购房的转化对住房的需求基本起不到支撑作用。
- **改善置换的居民：**纵向来看，2010-2020年城市和镇的人均居住面积由30.3平米提升至38.6平米，年均提升0.83平米。横向来看，根据世界银行2021年的统计数据，我国人均居住面积为29.4平米（套内面积），与同属东亚的日韩等发达国家相差已经不大。中性假设，如果我国人均居住面积在2021年之后的10年时间里达到韩国水平，年均提升0.34平米，每年新增的改善需求约为3.2亿平米。
- **旧房更新的居民：**当前城镇住宅存量面积约为336亿平米，如果按照50年折旧年限计算，未来5年更新的房龄应在45-50年，七普数据显示城镇住房房龄在45年以上的占比仅为2%左右，房龄在35-45年的占比仅为7%，假定未来5年更新存量面积3%，年均的更新规模约2.0亿平米。

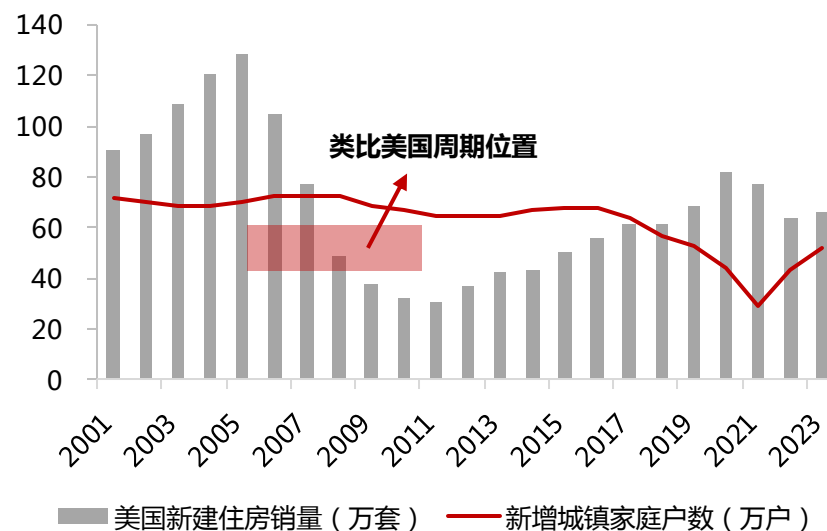
展望：调整接近底部，复苏仍需时间

成交量已进入底部区间，增速有望逐步企稳。 加总刚需、改善、更新等需求，当前每年增量住房需求约为9.2亿平米，2024年截至11月商品住宅销售面积为7.2亿平米，同比下降16%，假设全年降幅收窄至15%，则全年销售面积为8.1亿平米，已低于增量住房需求，这意味这当前的成交量已经进入底部区间。销售量已调整充分，而由于价格仍处于调整过程中，由于楼市存在“买涨不买跌”的现象，这一矛盾导致潜在购房者观望情绪较重，抑制有效需求的释放。由于新房成交量已低于增量需求中枢进入底部区间，后续下降幅度有望收窄，2025年在低基数下有望看到销售增速的企稳。房价下跌的背景下，二手房供给增加导致交易占比提升，销售表现好于新房，预计这一状态将持续至房价企稳。

住宅销售面积已低于增量住房需求中枢



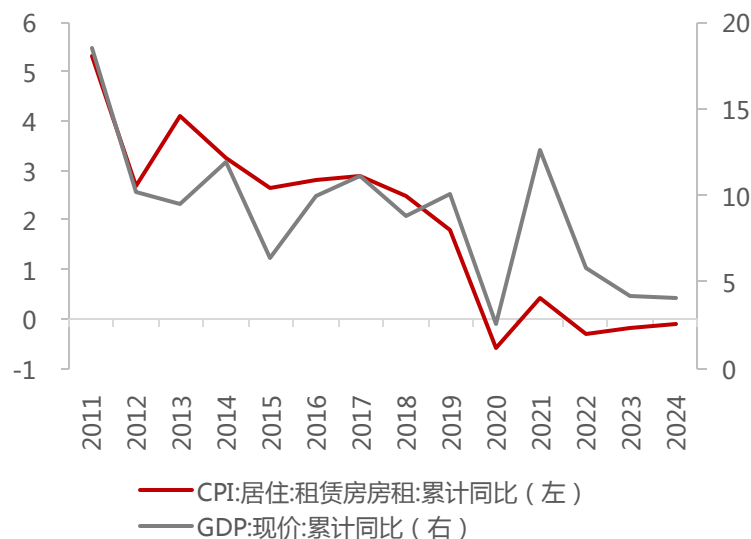
美国新增城镇家庭户数与新建住房销量



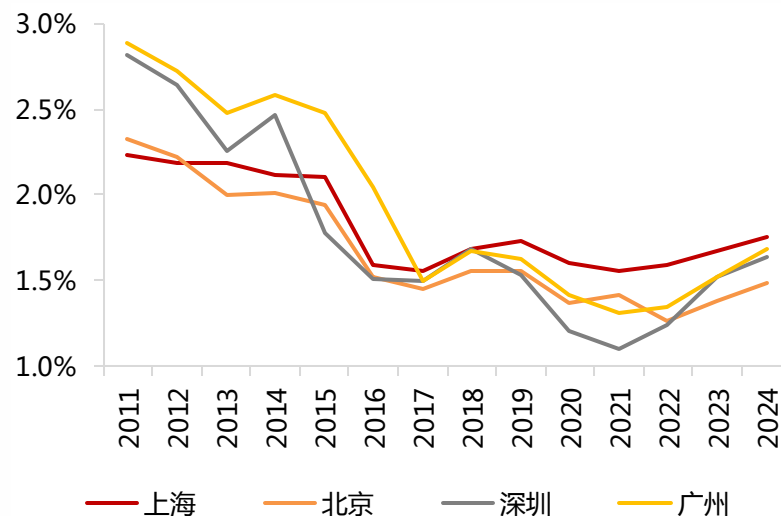
展望：调整接近底部，复苏仍需时间

估值因素主导房价上涨。影响房价的因素可被拆解为基本面（租金）和估值（1/租金回报率）两个因子，从CPI的租赁房房租分项与GDP同比增速的对比中可以看出，租金水平与经济增长有显著相关性。房价在2015年之后大幅上涨，其中除了租金水平随GDP上涨的贡献外，更重要的是其估值中枢出现了明显的提升。以一线城市为代表，租金回报率出现了显著的下降，其中枢由2%以上降至1.5%左右，这是由于2015年开启棚改货币化安置，楼市的定向资金流入而引起的流动性溢价。

房租价格与GDP增速（%）



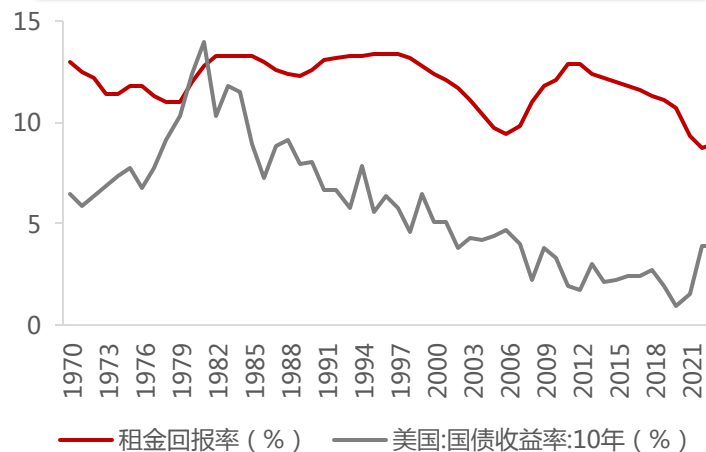
一线城市租金回报率



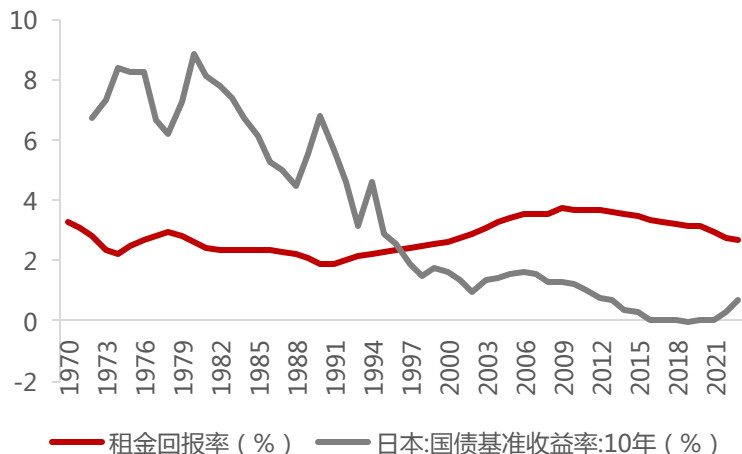
展望：调整接近底部，复苏仍需时间

各国房价估值趋势变化存在差异。对比了10个样本国家的租金回报率和无风险收益率的关系，发现其走势主要可分为3种类型：1）除了极个别时间段外，租金回报率始终高于10年期国债收益率；2）二者开始存在倒挂，后来随着租金回报率先向上、国债收益率向下，倒挂结束；3）二者多数时间呈现倒挂，近几年国债收益率大幅下降结束倒挂，但是加息之后又开始倒挂。各国房价估值可能由各国的宏观经济情况、利率环境、住房供需关系、房产持有成本等多重因素影响，因此呈现出差异。

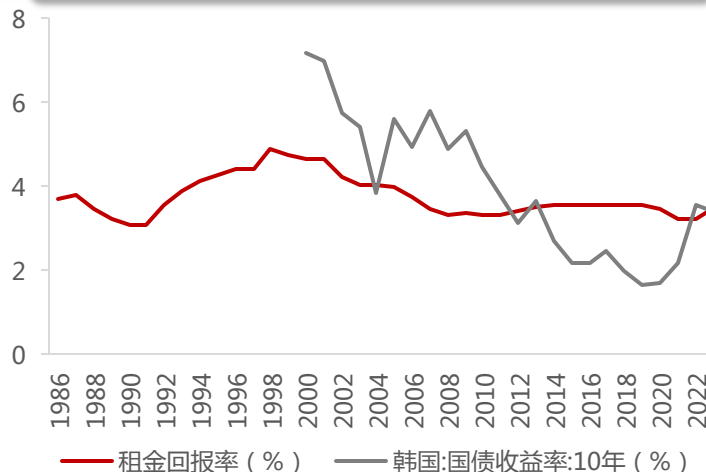
美国租金回报率和无风险收益率



日本租金回报率和无风险收益率



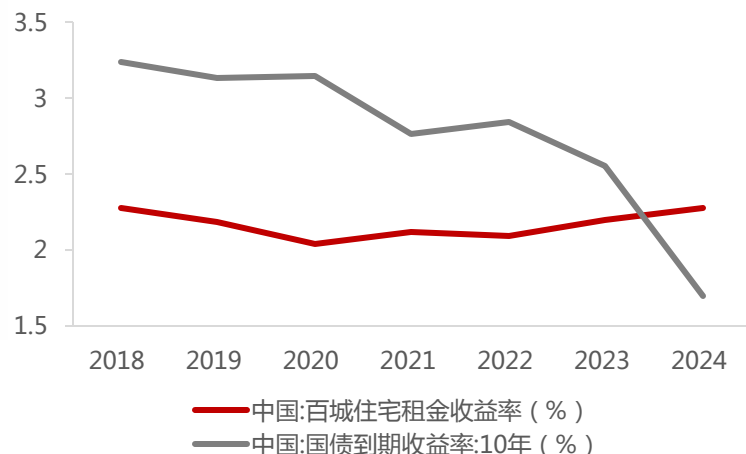
韩国租金回报率和无风险收益率



展望：调整接近底部，复苏仍需时间

一线城市租金回报率逼近10年期国债收益率，房价具备企稳的基础。随着近两年房价的调整和国债收益率的下行，我国租金回报率和无风险收益率已结束倒挂。一线城市作为基本面最强的城市，其房产应享有最高的估值水平，即代表着租金回报率的底线。对租金回报率进行拆解，租金回报率=无风险收益率+风险补偿+持有成本，从海外一线城市来看，多数城市风险补偿为正值。我国一线城市租金回报率中的风险补偿仍为负值，但逐渐趋向于0，房价具备企稳的基础。

中国租金回报率和无风险收益率



www.swsc.com.cn

数据来源：NUMBEO, Wind, 西南证券整理 注：持有成本为粗略值，主要为房地产税，各国房产税率通常为根据房产估值的一定范围，部分国家加征财富税等其他税费，10年期国债收益率短期波动较大，海外国家取近10年均值

各国一线城市租金回报率

城市	租金收益率 (市中心)	租金收益率 (非市中心)	10年期国债收益率	持有成本	风险补偿 (市中心)	风险补偿 (非市中心)
中国 上海	1.5	1.5	1.7	-	-0.2	-0.2
中国 北京	1.6	1.6	1.7	-	-0.1	-0.1
中国 广州	1.1	1.7	1.7	-	-0.6	0.0
中国 深圳	1.3	1.3	1.7	-	-0.4	-0.4
美国 纽约	5.9	4.2	2.4	1.5	2.0	0.3
英国 伦敦	3.7	4.5	1.7	1	1.0	1.8
法国 巴黎	2.8	2.7	1.0	1	0.8	0.7
德国 柏林	3.4	3.4	0.6	1.5	1.3	1.3
意大利 罗马	3.5	4.4	2.2	0.3	1.1	2.0
西班牙 马德里	6.2	7.3	1.5	0.4	4.2	5.3
澳大利亚 悉尼	2.9	3	2.5	1.6	-1.2	-1.1
日本 东京	3.1	2.9	0.2	0.3	2.6	2.4
新加坡 新加坡	3.3	3.6	2.1	0.1	1.0	1.3
韩国 首尔	1.3	1.3	2.4	1.4	-2.5	-2.5
海外均值	-	-	-	-	1.0	1.2

展望：调整接近底部，复苏仍需时间

当前行业预期修复仍需时间，预计2025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-6.7%，销售金额同比-7.4%；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-13.7%，保交付高峰已过，竣工有所下滑，预计2024年同比-14.6%，整体来看，房企投资额同比-9.1%。

2025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
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	12.2	-24.3%	12.5	-26.7%	12.3	-10.0%	12.0	-39.4%	8.5	-15.0%
2023	11.2	-8.2%	11.7	-6.5%	11.1	-9.6%	9.5	-20.4%	10.0	17.0%
2024E	9.7	-13.0%	9.6	-17.6%	10.0	-10.1%	7.3	-23.3%	7.2	-27.5%
2025E	9.1	-6.7%	8.9	-7.4%	9.1	-9.1%	6.3	-13.7%	6.2	-14.6%

目 录

- ◆ 2024年行业回顾
- ◆ 基本面：阶段性企稳，筑底延续
- ◆ 政策：收储+城中村改造助力去库存
- ◆ 展望：调整接近底部，复苏仍需时间
- ◆ 2025年投资建议及重点标的

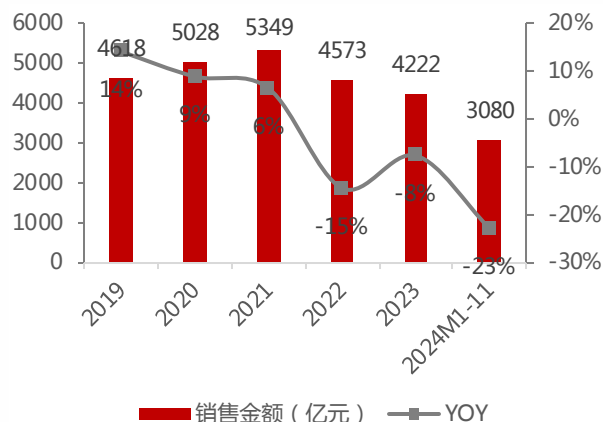
保利发展（600048）：经营业绩平稳增长，土储资源结构优化

- ❑ **投资逻辑**：1）公司2024年销售金额同比-24%，销售金额稳居行业第一，上半年市占率提升0.06个百分点至3.68%；2）公司拿地量入为出，土储丰富且质地优良，2024年前三季度新增建筑面积223万平米，38个核心城市拓展金额占比达到99%；3）财务稳健，连续6年保持经营活动现金流为正，融资成本3.31%保持业内领先。
- ❑ **业绩预测**：预计公司2024-2026年归母净利润增速分别为13.4%/4.3%/5.4%，对应PE分别为7.8/7.4/7.0倍。
- ❑ **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。

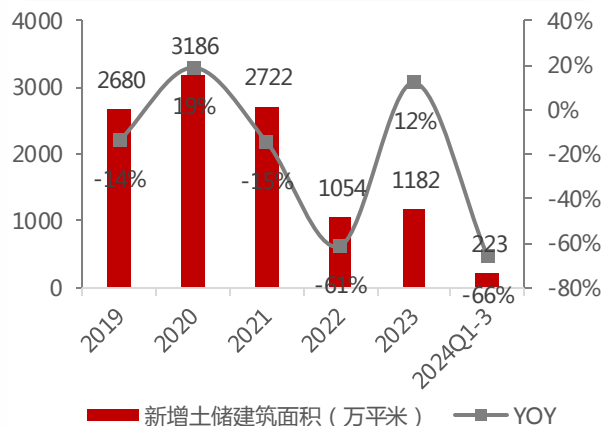
业绩预测和估值指标				
指标	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	346894	361918	375929	386969
营业收入增长率	23.4%	4.3%	3.9%	2.9%
归母净利润（百万元）	12067	13688	14269	15036
净利润增长率	-34.2%	13.4%	4.3%	5.4%
EPS（元）	1.01	1.14	1.19	1.26
P/E	8.8	7.8	7.4	7.0

数据来源：wind，西南证券

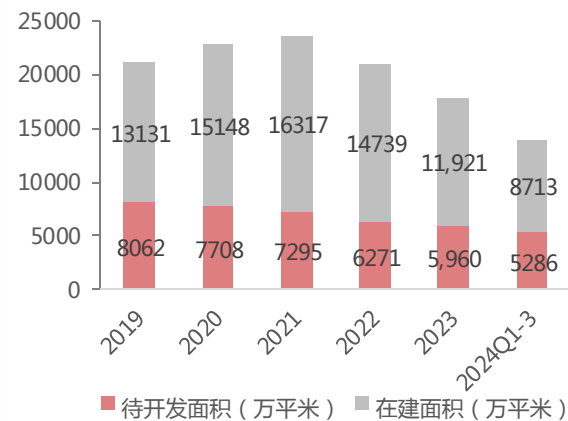
公司销售签约金额



公司新增土储建面



公司国内在建及待开发面积



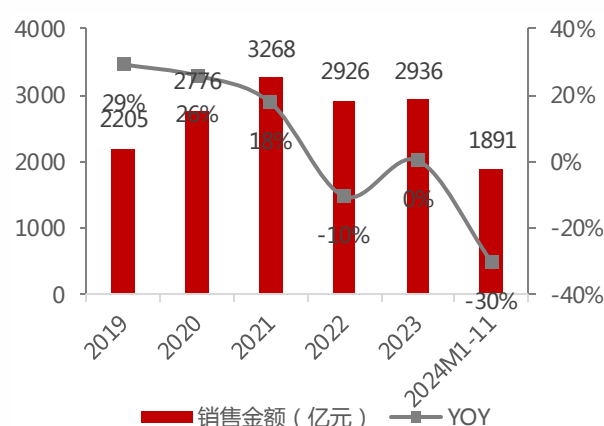
招商蛇口 (001979)：销售稳健增长，多元业务经营稳健

- ❑ **投资逻辑**：1) 公司2024年销售金额同比-25%，销售规模稳居前五，上半年强心30城销售占比91%，土储资源丰富，1-11月新增土储建筑面积163万平方米。2) 多元业态协同发展，2024H1公司全口径资产运营收入36亿元，同比增长15%。3) 公司财务稳健，融资成本3.25%维持行业低位。
- ❑ **业绩预测**：预计公司2024-2026年归母净利润增速分别为 34.7 % /6.1%/4.5%，对应 PE 分别为 10.9/10.2/9.8倍。
- ❑ **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。

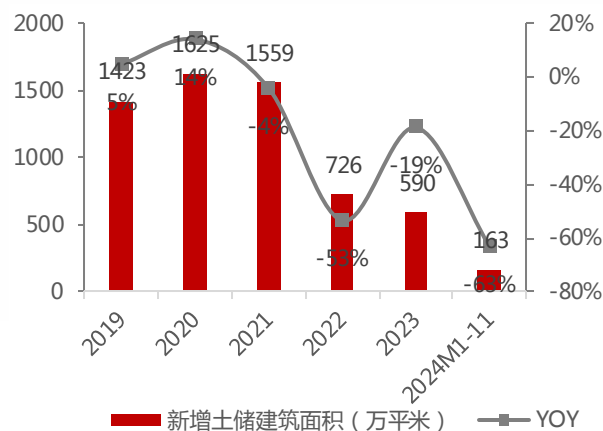
业绩预测和估值指标				
指标	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	175008	190482	203363	214887
营业收入增长率	-4.4%	8.8%	6.8%	5.7%
归母净利润（百万元）	6319	8511	9033	9436
净利润增长率	48.2%	34.7%	6.1%	4.5%
EPS（元）	0.7	0.94	1	1.04
P/E	14.6	10.9	10.2	9.8

数据来源：wind，西南证券

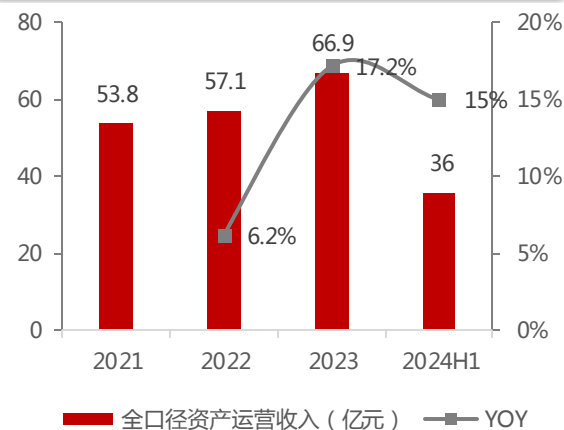
公司签约销售金额



公司新增土储建面



全口径资产运营收入



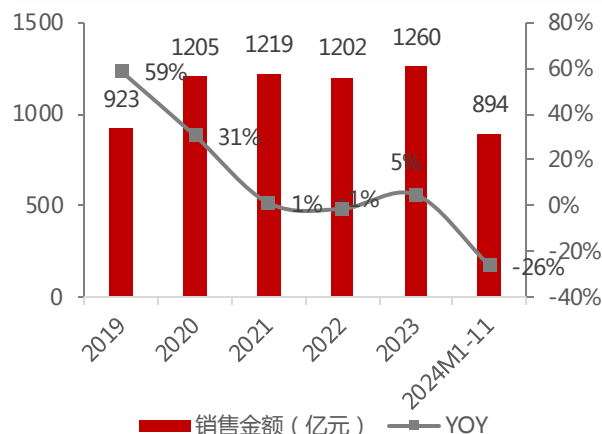
华发股份（600325）：销售排名逆势提升，多元业务协同发展

- ❑ **投资逻辑**：1) 公司2024年销售额同比-16%，销售排名提升；2) 财务持续优化，剔除预收款的资产负债率61.31%，较2023年末下降109BPs，融资成本持续降至5.13%；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，2024H1租金收入3.7亿元，同比增长45.5%，物业服务收入8.5亿元，同比增长26.7%。
- ❑ **业绩预测**：预计公司2024-2026年归母净利润增速分别为 8.3 % /6.5%/5.9%，对应 PE 分别为 8.0/7.5/7.0倍。
- ❑ **风险提示**：业绩结算或不及预期、政策调控风险等。

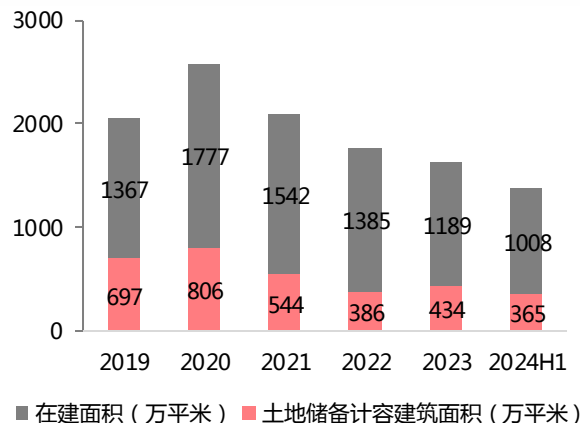
业绩预测和估值指标				
指标	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	72145	80916	89095	97162
营业收入增长率	21.9%	12.2%	10.1%	9.1%
归母净利润（百万元）	1838	1991	2121	2246
净利润增长率	-28.7%	8.3%	6.5%	5.9%
EPS（元）	0.67	0.72	0.77	0.82
P/E	8.6	8.0	7.5	7.0

数据来源：wind，西南证券

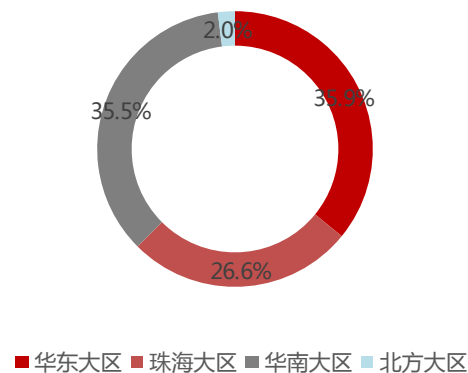
公司合同销售金额



公司储备计容建筑面积



公司“3+1”业务格局



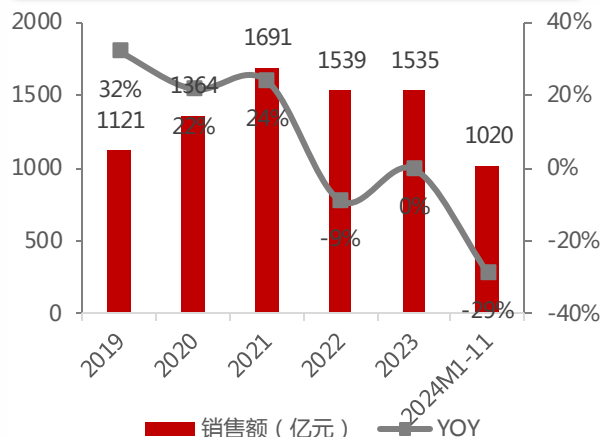
滨江集团（002244）：深耕核心城市，土储充足且优质

- ❑ **投资逻辑**：1）公司2024年销售额同比-27%，销售排名提升。2），平均融资成本为3.7%积极拿地土储充沛，2024H1新增土储建筑面积88万平米，期末土储总建筑面积1290万平米，其中杭州占66%，浙江省内非杭州的城市占比25%，浙江省外占比9%。3）融资渠道多样，不动产生态产业多元化发展，2024H1持有出租物业面积约43.1万平米，实现租金收入2.0亿元，投资性房地产账面价值92.6亿元。
- ❑ **业绩预测**：预计公司2024-2026年归母净利润增速分别为 16.6 % /8.0%/6.3%，对应 PE 分别为 9.1/8.4/7.9倍。
- ❑ **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。

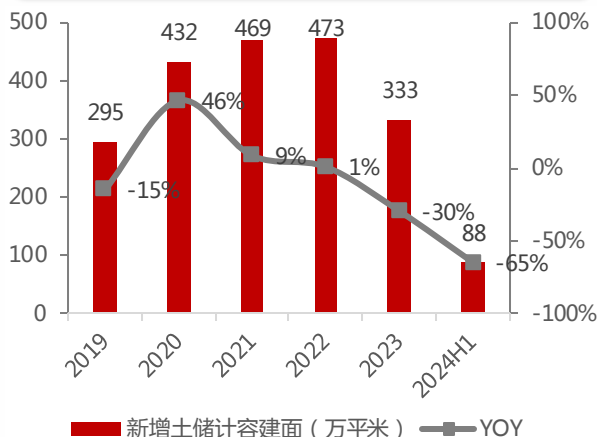
业绩预测和估值指标				
指标	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	70443	76109	80714	84791
营业收入增长率	69.7%	8.0%	6.1%	5.1%
归母净利润（百万元）	2529	2948	3183	3383
净利润增长率	-32.4%	16.6%	8.0%	6.3%
EPS（元）	0.81	0.95	1.02	1.09
P/E	10.6	9.1	8.4	7.9

数据来源：wind，西南证券

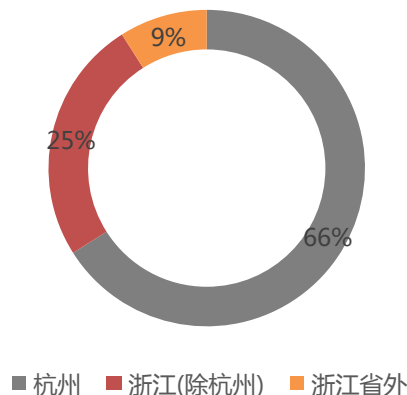
公司合同销售金额



公司新增土储面积



公司土储结构



投资建议及重点标的

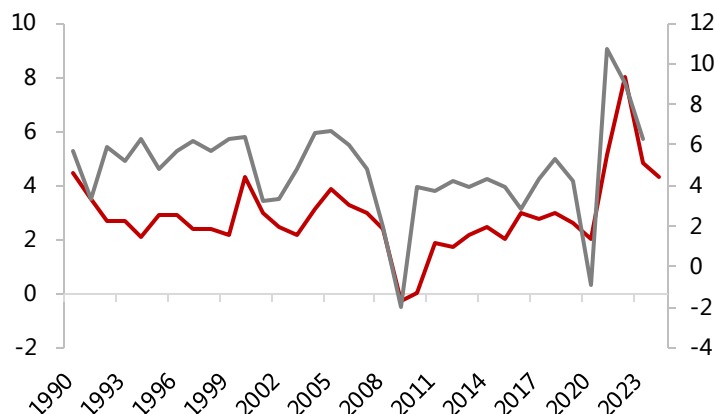
- ❑ **行业阶段性企稳，宽松政策有望持续释放，看好经营稳健的优质房企。** 个股推荐：1) 房企：保利发展、招商蛇口、华发股份、滨江集团；2) 物企：华润万象生活、中海物业；3) 房产经纪：我爱我家。
- ❑ **风险提示：**市场销售恢复不及预期；政策放松力度不及预期；行业现金流状况不及预期。

重点房企盈利预测与估值

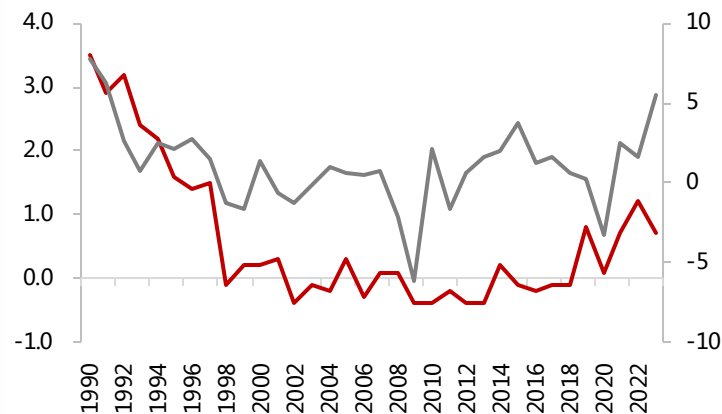
股票代码	股票名称	股价 (元)	EPS (元)			PE (倍)		
			2023A	2024E	2025E	2023A	2024E	2025E
600048.SH	保利发展	8.86	1.01	1.14	1.19	8.8	7.8	7.4
001979.SZ	招商蛇口	10.24	0.70	0.94	1.00	14.6	10.9	10.2
002244.SZ	滨江集团	8.61	0.81	0.95	1.02	10.6	9.1	8.4
600325.SH	华发股份	5.76	0.67	0.72	0.77	8.6	8.0	7.5
600266.SH	城建发展	5.10	0.26	0.50	0.61	19.6	10.2	8.4
600153.SH	建发股份	10.52	4.45	2.15	2.31	2.4	4.9	4.6
001914.SZ	招商积余	10.57	0.69	0.83	0.99	15.3	12.7	10.7
600007.SH	中国国贸	24.46	1.25	1.36	1.46	19.6	18.0	16.8
000560.SZ	我爱我家	3.05	-0.36	0.04	0.07	-	76.3	43.6
1109.HK	华润置地	21.19	4.40	4.56	4.75	4.8	4.6	4.5
0688.HK	中国海外发展	11.65	2.34	2.48	2.59	5.0	4.7	4.5
0123.HK	越秀地产	4.78	0.79	0.88	0.92	6.1	5.4	5.2
1209.HK	华润万象生活	27.15	1.28	1.62	1.91	21.2	16.8	14.2
2669.HK	中海物业	4.81	0.41	0.49	0.58	11.7	9.8	8.3
6049.HK	保利物业	28.56	2.49	2.76	3.04	11.5	10.4	9.4
2602.HK	万物云	19.21	1.66	1.99	2.31	11.6	9.7	8.3
9979.HK	绿城管理控股	3.10	0.48	0.62	0.77	6.5	5.0	4.0

附：各国住房CPI同比和GDP增速

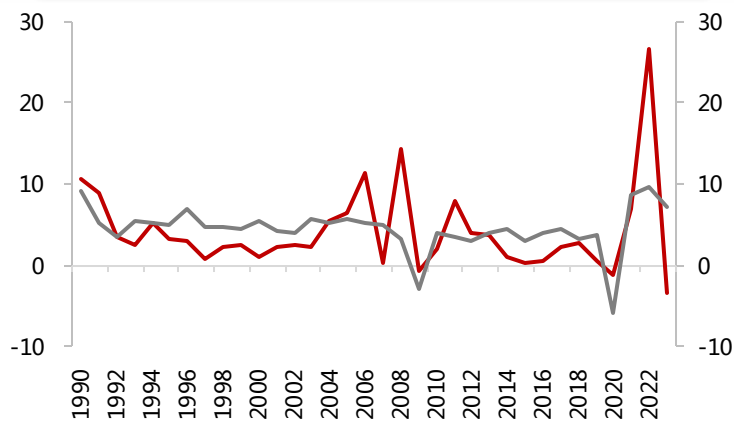
美国住房CPI同比和GDP增速 (%)



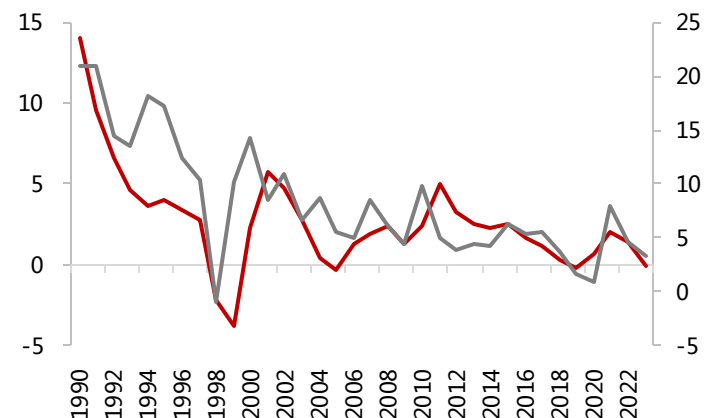
日本住房CPI同比和GDP增速 (%)



英国住房CPI同比和GDP增速 (%)

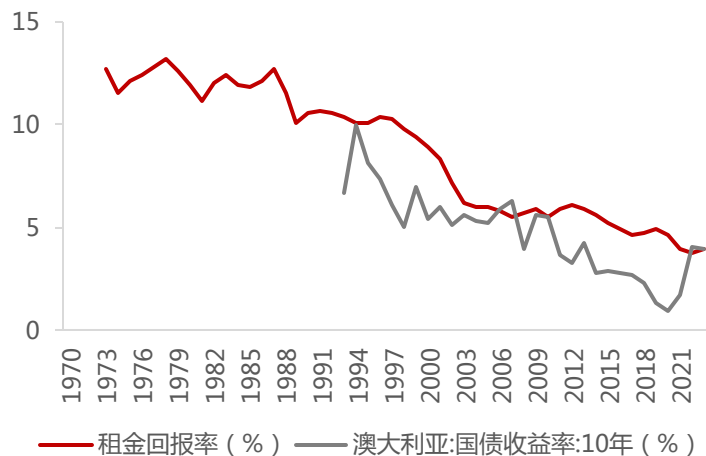


韩国住房CPI同比和GDP增速 (%)

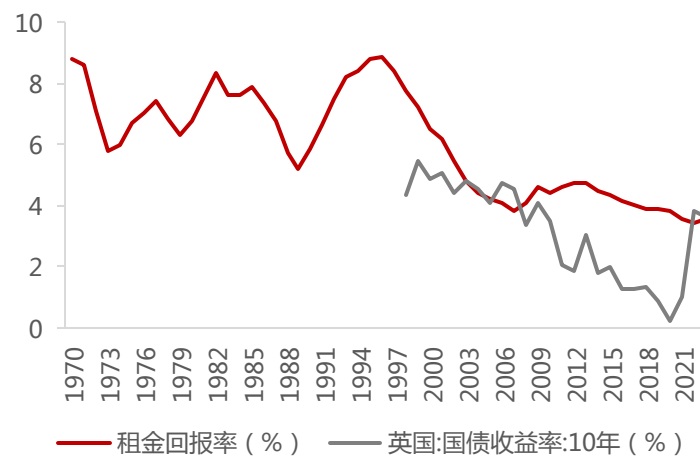


附：各国租金回报率和无风险收益率

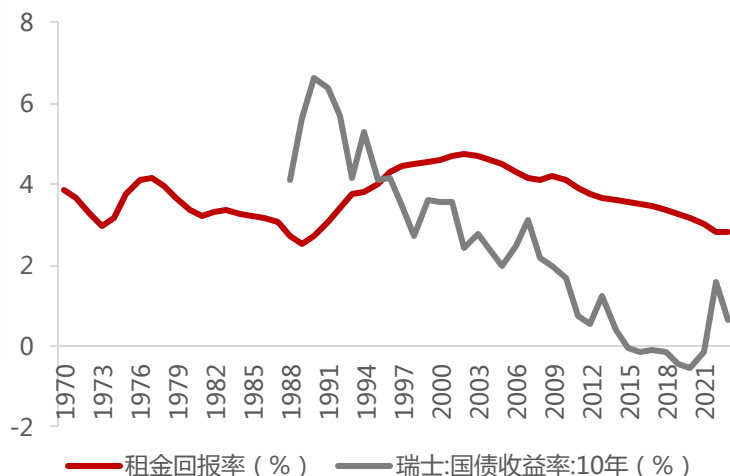
澳大利亚租金回报率和无风险收益率



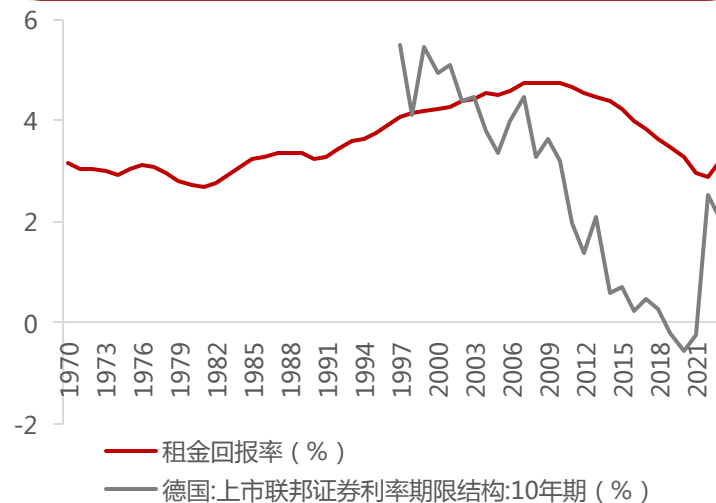
英国租金回报率和无风险收益率



瑞士租金回报率和无风险收益率

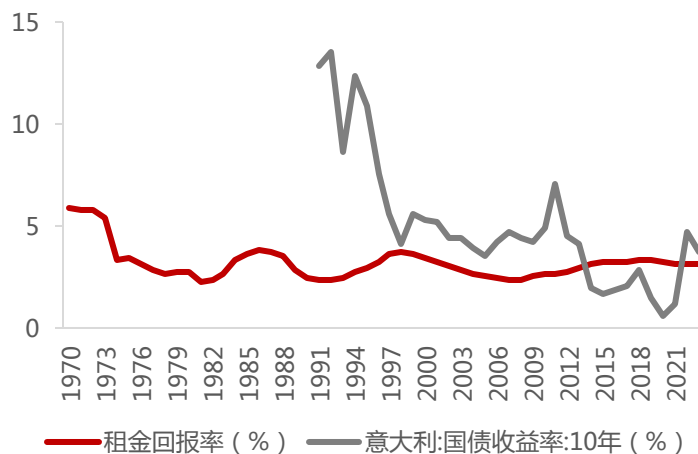


德国租金回报率和无风险收益率

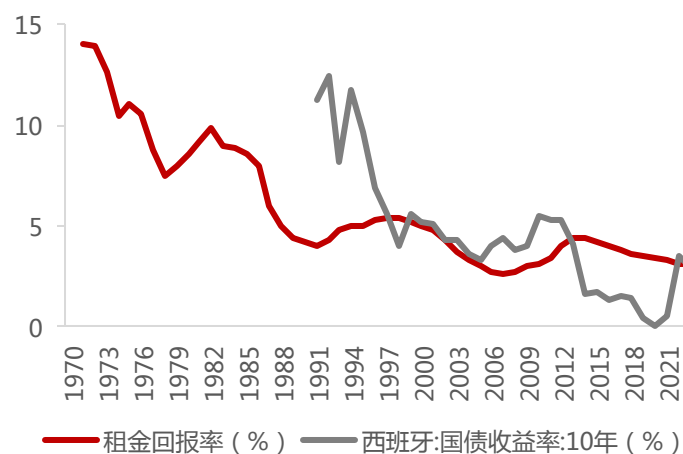


附：各国租金回报率和无风险收益率

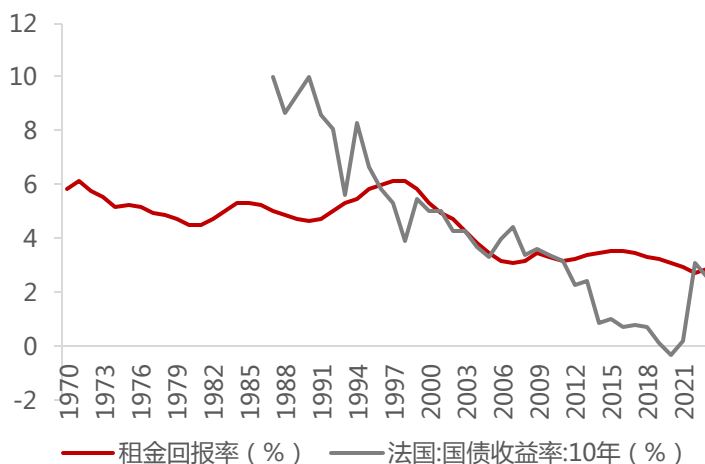
意大利租金回报率和无风险收益率



西班牙租金回报率和无风险收益率



法国租金回报率和无风险收益率



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情范围内，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	欧若诗	销售经理	18223769969	ors@swsc.com.cn
	崔露文	销售副总监	15642960315	clw@swsc.com.cn	李嘉隆	销售经理	15800507223	ljlong@swsc.com.cn
	李煜	高级销售经理	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn	龚怡芸	销售经理	13524211935	gongyy@swsc.com.cn
	田婧雯	高级销售经理	18817337408	tjw@swsc.com.cn	孙启迪	销售经理	19946297109	sqdi@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	zymyf@swsc.com.cn	蒋宇洁	销售经理	15905851569	jyj@swsc.com.cn
北京	魏晓阳	销售经理	15026480118	wxyang@swsc.com.cn				
	李杨	销售总监	18601139362	yfly@swsc.com.cn	张鑫	高级销售经理	15981953220	zhxin@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn	王一菲	高级销售经理	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	杨薇	资深销售经理	15652285702	yangwei@swsc.com.cn	王宇飞	高级销售经理	18500981866	wangyuf@swsc.com.cn
广深	姚航	高级销售经理	15652026677	yhang@swsc.com.cn	马冰竹	销售经理	13126590325	mbz@swsc.com.cn
	郑龔	广深销售负责人	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn	杨举	销售经理	13668255142	yangju@swsc.com.cn
	杨新意	广深销售联席负责人	17628609919	yxy@swsc.com.cn	陈韵然	销售经理	18208801355	cyryf@swsc.com.cn
	龚之涵	高级销售经理	15808001926	gongzh@swsc.com.cn	林哲睿	销售经理	15602268757	lzh@swsc.com.cn