

城市更新：开启地产增量新时代

投资要点

- **城市更新有望开启地产增量新时代：**近年来我国城市化进程不断加快，人口持续地朝着都市圈或城市集群涌入，但不少城市却面临开发强度日趋饱和、土地资源日益稀缺的现状，盘活存量土地资源是必然出路。房地产正在从增量时代进入到存量时代，城市更新或将开启房地产空间增量新时代，成为城市可持续发展的重要抓手。
- **政策引导作用大，后续积极政策依然可期：**2009年国土资源部与广东省开展部省合作，推进节约集约用地试点示范省建设，之后广东省在城市更新领域积累了丰富的实践经验，相关规章制度也在不断完善，但依然存在保障弱、时间长、落地难等问题。2019年以来，中央和地方政府多次出台有关城市更新的引导支持政策。9月4日广东省发布了《关于深化改革加快推动“三旧”改造促进高质量发展的指导意见》，从10个方面深化改革，后续促进城市更新的利好政策有望不断出台。
- **大湾区珠九市的城市更新机会值得重点关注：**从区域集中度和平均城镇化率来看，珠三角位居全国首位，常住人口城镇化率超过80%的城市个数也最多，叠加经济活力突出、增量土地有限、人口流入显著的特征，建议重点关注广州、深圳、佛山、珠海、东莞、中山等城市的城市更新机会。广东省在未来三年的“三旧”改造行动方案中明确，全省至2021年“三旧”完成改造面积15万亩以上，其中珠三角城市新增改造面积占比在80%以上，发展空间很大。
- **房企可通过多种方式参与城市更新项目：**旧改项目存在“拆迁难、时间长、毛利高”等特点，在“旧厂改造”房企可以直接通过协议受让或收购公司股权成为单一实施主体；在“旧村改造”方面房企可以与村集体经济组织继受单位签订合作协议，在专项规划审批后确认实施主体；在“旧城改造”方面可以配合政府主导，吸引专项基金采取轻资产的方式参与。
- **重点推荐大湾区城市更新项目储备多的个股：**珠九市受益大湾区建设和深圳发展先行示范区的双重利好，积极政策持续性较强，关注低估值龙头和城市更新领域储备丰富的个股。我们推荐万科(000002.SZ)、金地集团(600383.SH)、华发股份(600325.SH)、碧桂园(2007.HK)、佳兆业(1638.HK)和龙光地产(3380.HK)，关注世茂房地产(0813.HK)和中国奥园(3883.HK)。
- **风险提示：**城市更新利好政策不及预期、旧改开发周期较慢等。

重点公司盈利预测与评级

代码	名称	当前价格	投资评级	EPS (元)			PE		
				2018A	2019E	2020E	2018A	2019E	2020E
000002	万科A	27.07	买入	3.06	3.73	4.33	8.85	7.26	6.25
600383	金地集团	13.11	买入	1.79	2.13	2.65	7.32	6.15	4.95
000961	中南建设	9	买入	0.59	1.09	1.90	15.22	8.26	4.74
600048	保利地产	15.8	增持	1.59	2.01	2.49	9.94	7.86	6.35
600325	华发股份	7.83	买入	1.08	1.56	2.19	7.25	5.02	3.58

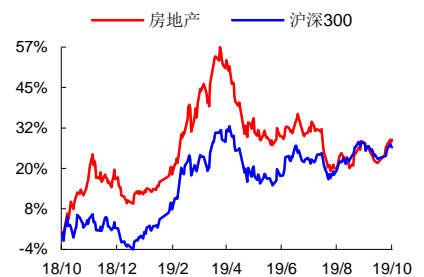
数据来源：聚源数据，西南证券

西南证券研究发展中心

分析师：胡华如
执业证号：S1250517060001
电话：0755-23900571
邮箱：hhr@swsc.com.cn

联系人：尉鹏洁
电话：021-58351917
邮箱：ypj@swsc.com.cn

行业相对指数表现



数据来源：聚源数据

基础数据

股票家数	131
行业总市值(亿元)	22,408.56
流通市值(亿元)	21,611.28
行业市盈率 TTM	9.11
沪深300市盈率 TTM	12.3

相关研究

1. 房地产行业2019年中报总结：业绩稳健增长，现金流持续向好 (2019-09-05)
2. 房地产行业政策点评：新提法为应有之义，利空出尽行情可期 (2019-07-31)
3. 房地产行业2018年报及2019一季报总结：业绩快速释放，集中度持续提升 (2019-05-15)
4. 房地产行业动态点评：大幅取消落户限制，加速推动城市群协同发展 (2019-04-09)
5. 房地产行业动态点评：拿地明显回落，推升政策宽松预期 (2019-03-15)
6. 房地产行业动态点评：板块仓位持续提升，防御价值不断凸显 (2019-01-27)

目 录

1 城市更新是城市化进程的必然产物.....	1
2 城市更新的政策对比与展望.....	4
2.1 广州城市更新相关政策及特点.....	4
2.2 深圳城市更新相关政策及特点.....	5
2.3 珠海城市更新相关政策及特点.....	6
3 从城镇化率看城市更新空间的区域性差异.....	8
4 房企参与城市更新的路径与案例.....	10
5 风险提示.....	14

图 目 录

图 1: 不变城乡人口增长率差值 URDG 的城市化水平曲线.....	2
图 2: 不变 URDG 的城市化水平发展速度曲线	2
图 3: 我国常住人口城镇化率的可能变化趋势	3
图 4: 国家开发银行 2018 年末贷款余额主要行业分布	7
图 5: 2018 年末广东常住人口分布情况 (万人)	8
图 6: 2018 年珠三角人口净增量 (万人)	8
图 7: 深圳侨城东城市更新项目所处区位	10
图 8: 深圳侨城东城市更新项目效果图	10
图 9: 深圳大冲村城市更新项目规划组团	12
图 10: 深圳大冲村城市更新项目效果图	12
图 11: 深圳白石洲旧改项目组团示意图	12
图 12: 深圳白石洲旧改项目街道区位图	12
图 13: 佳兆业在售的城市更新项目	13
图 14: 碧桂园在深圳已参与的旧改项目熟化进展和预计供货	14

表 目 录

表 1: 旧改和棚改的主要区别	1
表 2: 我国最主要的城市更新相关政策	4
表 3: 珠三角城市更新相关政策的异同点	6
表 4: 央行 PSL 余额与国开行棚改贷款余额 (亿元)	8
表 5: 长三角常住人口超过 500 万的城市及城镇化水平 (万人)	9
表 6: 深圳大冲村城市更新项目主要规划指标	11

1 城市更新是城市化进程的必然产物

首先，有必要区别“旧改”、“棚改”和“城市更新”几个概念。

旧城改造简称“旧改”，“旧”是指城市建成区内“旧城镇”（包含聚汇的人流较密集的旧商业、旧住宅在内）、“旧厂房”和“旧村庄”，“改”一般包括局部改造、整体改造、或大面积重新规划建设等。一般而言，一个城市的旧城改造是一个持续的过程，既反映了城市的更新发展、空间布局的重新划分、附属建筑逐步完善的过程，也分阶段地显示了当期城市建筑和福利设施的状况或阶段性改造的物质成果。旧城改造一般涉及到 1) 改造城市的规划结构，在行政界线范围内涉及用地和规划的重新分区；2) 改善城市环境，包括绿化、空气、水资源等；3) 道路系统、公共服务设施、工业/商业/居住区的更新和调整。

棚户区改造简称“棚改”，顾名思义“棚户”的“户”是指居民户，所以棚改主要是政府主导的、为改造城镇危旧住房（外表上不一定是棚户形态的特征）、改善困难家庭住房条件而推出的民生居住工程。棚改的核心是政府主导，公益性为主，但政府可以通过市场化运作的方式来提升棚改效率，比如通过实施财政补贴、税费减免、土地出让受益返还等优惠政策，甚至还可以配建一定比例的商业服务设施和商品住房来让渡部分政府收益，吸引一些企业参与进来。棚户区不仅可能在市县居住区、老城区脏乱差聚集区，也可能在工矿区、林区、垦区等（超越了城市的范畴）。

表 1：旧改和棚改的主要区别

类别	旧城改造	棚户区改造
常见改造对象	城市内旧城镇（含旧住宅）、旧厂房、旧村庄	市县“棚户”形态的居民聚集区
主导（实施）主体	（多数或单一）权利主体委托的单位（多数为房企）	地方政府或地方政府委托的企业（多数为国资背景）
改造目的	多重目的，涉及到功能的重新划分、业态的优化、环境的改善等	改善居民居住质量/环境
改造方式	原地改造，原地安置拆迁户（实物补偿、过渡期租金补贴）	可以原地改造也可以异地，货币安置/还迁房置换等
实施难度	相对较大	相对适中
统筹推进	不同城市旧改项目实施障碍差别很大，难以统一推进	属于国家自上而下的民生工程，有专门资金、年度目标
分散权利主体	100%/高比例同意方可实施	80-90%同意后即可行政接入拆除
赔偿力度	赔偿较多，或遭遇“钉子户”	有固定的标准和范围，分实物/货币补贴
行为本质	房企商业行为为主，兼顾一定社会效益	改善居住条件为主，兼顾一定经济效益
改造区域	原地改造	原地改造/原地拆除异地置换/原地拆除货币化补贴
推进速度	企业积极推动下一般 5-8 年	政府积极推动下一般 2-3 年

数据来源：Wind，西南证券整理

对比不难发现，旧改项目可以完全不涉及到居住问题，比如可以是旧厂房（工业用地）改造为商业用地（不过涉及到住宅的旧改项目往往盈利空间大，经济效益可观），而棚改项目一般都会涉及到原居民的拆迁及补偿问题。实际上不少项目可能既涉及到旧改，也部分涉及到棚改（只要符合相关政策/条件即可），严格上看两者并不是截然对立的两个概念。

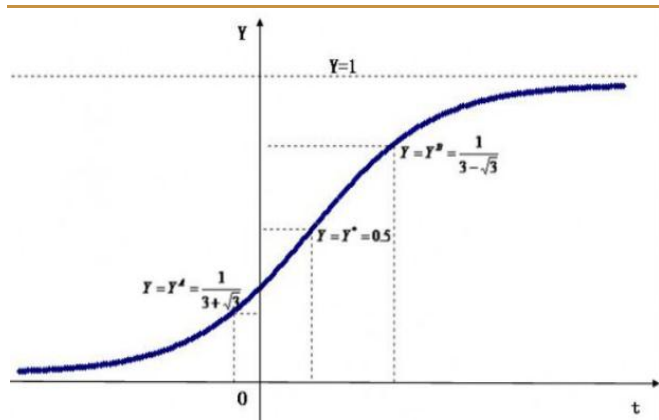
“三旧”（旧城镇、旧厂房、旧村庄）改造是 2009 年国土资源部和广东省开展的部省合作，推进节约集约用地试点示范省工作的重要措施。“城市更新”是“旧改”的广义称谓，内涵更丰富，表述更严谨。根据官方的定义，城市更新是指由实施主体对特定城市建成区（包括旧工业区、旧商业区、旧住宅区、城中村及旧屋村等）内具有以下情形之一的区域，根据城市规划和相应规定程序进行综合整治、功能改变或者拆除重建的活动。

- 1) 城市的基础设施、公共服务设施亟需完善;
- 2) 环境恶劣或者存在重大安全隐患;
- 3) 现有土地用途、建筑物使用功能或者资源、能源利用明显不符合社会经济发展要求,影响城市规划实施;
- 4) 依法或者经市政府批准应当进行城市更新的其他情形。

城市更新相比旧改而言,超越了旧改以物质形态改造为主的范畴,内涵还扩展到了城市结构、功能体系及产业结构的更新与升级等多方面的内容。从发达国家的城市发展经验和我国核心城市的土地供应两方面看,城市更新是房地产市场高阶发展的必然出路。

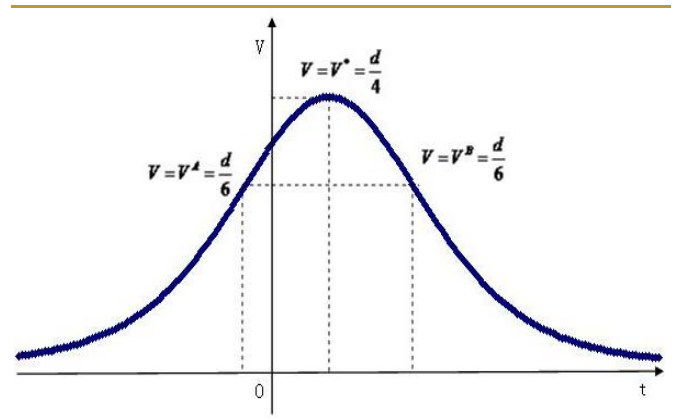
从国际经验来看,城市的发展一般会经历四个阶段:起步发展阶段,当城市化水平达到 25-30% 时产生第一个拐点;之后进入提速成长阶段,成长分为一般成长和加速成长(中间的界限是城市化水平达到 50%,这是第二个拐点);当城市化水平达到 70-80% 时进入鼎盛成熟期,之后进入缓慢发展阶段,呈诺瑟姆 S 型曲线。一般来讲,当城市化水平超过 80% 后,城市更新的作用开始凸显出来,成为城市可持续发展的重要抓手。参考联合国《城乡人口预测方法》,如果用城乡人口增长率的差值(简称 URDG)替代城市化率,并通过指数形式替代简单的复利增长率,可以得出 URDG 不变的情况下城市化水平变化曲线及增速曲线,分别如下所示。

图 1: 不变城乡人口增长率差值 URDG 的城市化水平曲线



数据来源: 联合国《城乡人口预测方法》, 西南证券整理

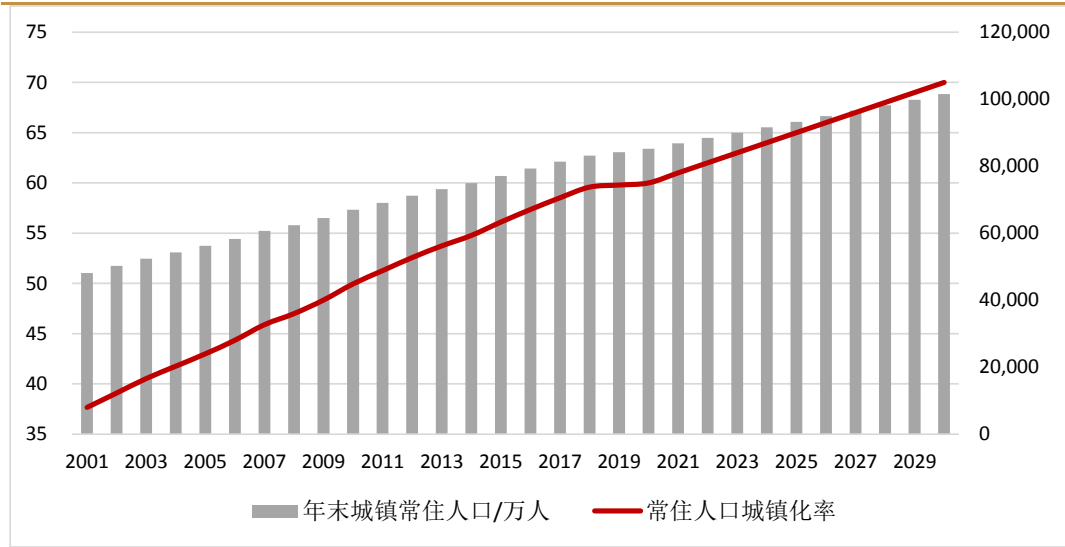
图 2: 不变 URDG 的城市化水平发展速度曲线



数据来源: 联合国《城乡人口预测方法》, 西南证券整理

根据国务院发布的《人口发展规划 2016-2030》,我国总体的城镇化率(一般国外叫城市化率,在我国包括县及建制镇在内,凡列入城镇建设规划且城区建设延伸到了乡镇并实现了水电路三通的都算,居住时间超过半年的人口算常住人口)在 2030 年的控制目标是 70%。我们根据控制目标对 2019-2030 每年末的城镇常住人口及城镇化率进行了预测,如下图所示。

图 3：我国常住人口城镇化率的可能变化趋势



数据来源：Wind，西南证券整理（2019 年及以后是预测值）

尽管全国平均的常住人口城镇化率在 2018 年依然低于 60%，但超大型城市、特大城市、部分 I 型大城市人口城镇化率已经超过 80% 或位于 70-80% 这个区间（国家统计局数据显示，2017 年末珠三角平均城镇化率达 84%、长三角平均城镇化率为 68%、京津冀也超过 60%），通过城市更新盘活存量土地资源实现可持续发展已经迫在眉睫。

另外，一个城市的产业结构变迁和升级也给城市更新提供了驱动力。从国际经验看，一个大城市的发展一般会经历工业型经济向服务型经济的升级转变、低端服务向中高端服务优化发展、区域性中心向国际中心城市跨越的过程。我国在 2017 年以来，部分中心城市第三产业占比已经接近甚至超过 60%，比如北京、广州、上海、杭州、西安、南京、深圳等城市。

再次，因为产业、人口、资源的集聚能带来更高的效率，中心城市会对人口有持续的吸引力。当城市进入存量房交易为主的发展阶段后，特别是像现在又面临限售时间的限制，城市的住房土地供应必须要通过城市更新才能保证一定的持续性，来满足民生居住问题。以广州为例，2016-2018 年城市更新项目个数分别为 14 个、17 个和 47 个，涉及的更新面积分别为 253.0 万方、113.2 万方和 1987.5 万方。深圳更为明显，在“深圳城市更新十三五规划中”，2016-2020 年深圳计划通过拆除重建类城市更新供给建筑面积 4600 万方，这里面能提供的居住建筑面积有 2340 万方，占总的居住用地建面之比为 74.3%（其他包括新供应居住用地、征地返还居住用地对应的建筑面积）。

最后，从城市内部结构来看，各区域的配套功能和空间承载能力需要与周边的产业特征、人口密度和土地开发强度相适应。土地的稀缺性、维持“地根及房价”的稳定也导致了土地节约集约利用的必然性，这都需要通过推进城市更新来统筹解决。城市更新不仅提升改善了城市面貌、丰富完善了相应的城市功能，也可以是推进区域或城际融合、产业协同嫁接、空间格局重新塑造经济利益重新划分的重要抓手。

2 城市更新的政策对比与展望

在 2009 年以前，我国绝大部分城市（北京最早是 2009 年开始二手房交易量超过新房）的房地产市场还没进入存量发展时代，新房供应依然是以增量土地供应为主，很多城市都还在摊大饼，不断推进新区规划（土地快速城镇化）。在这样的背景下，“三旧”改造推进地较为缓慢，实施过程中遇到的很多问题是缺乏制度依据和参照标准，很多项目停滞不前在“等待政策”。城市更新的概念还没有，更多的是“土地批租”、“政府收储”、“违法建筑拆除”、“城中村改造”、“危棚简屋改造”、“房屋拆迁管理”等内涵相对比较单一的概念。此外，因为我国房地产市场的基础制度借鉴于香港，经由深圳、广东推广到全国。在城市更新方面，依然是广东走在全国前列。2009 年国土资源部与广东省开展部省合作，推进节约集约用地试点示范省建设，对于城市更新政策，主要关注广东特别是深圳和广州的政策，相比而言有较高的借鉴意义，另外也可以参考中央及上海等城市的相应制度。

表 2：我国最主要的城市更新相关政策

时间	出台机构	名称	核心内容
2009.08	广东省	“三旧”改造政策	明确了“三旧”改造、用地出让、历史用地手续完善等六方面的操作指引
2009.12	深圳市	深圳市城市更新办法	国内首部系统性的城市更新工作规章制度，明确了“政府引导、市场运作、规划统筹、节约集约、保障权益、公众参与”的原则，确立了三种更新模式
2010.09	深圳市	深圳市城市总体规划 2010-2020	率先提出空间发展模式由“增量夸张”到“存量优化”的转变
2013.12	中央	中央城镇化工作会议公报	三大城市群要以盘活存量为主，不能再无节制地扩大建设用地规模
2014.02	国土资源部	关于强化管控落实最严格耕地保护制度的通知	原则不再安排城市人口在 500 万以上特大城市中心城区新增建设用地
2014.03	上海市	关于进一步提高本市土地节约集约利用水平的若干意见	提出“总量锁定、增量递减、存量优化、流量增效、质量提高”的土地管理思路
2016.02	国务院	关于深入推进新型城镇化建设的若干意见	鼓励存量想复合双创转型，实行按原用途和土地权利类型使用土地的过渡政策
2016.02	上海	关于进一步优化本市土地和住房供应结构的实施意见	新增商办用地提高开发商自持比例，鼓励存量商办物业有机更新，办公物业自持比例不低于 40%，商业物业不低于 80%
2016.04	国土资源部	国土资源“十三五”规划纲要	新增建设用地总量控制在 3256 万亩，单位 GDP 建设用地使用面积降低 20%，提高存量建设用地供地比重
2016.06	国务院	关于加快培育和发展住房租赁市场的意见	允许改建房用于租赁，允许将商业用房等按规定改建为租赁住房

数据来源：互联网，佳兆业《城市运营核心逻辑》，西南证券整理

2.1 广州城市更新相关政策及特点

自 2009 年广东省出台关于“三旧”（旧城镇、旧厂房、旧村庄）改造政策之后，广州也持续出台了系列的操作细则，“三旧”取得明显进展。特别是针对旧厂和旧村的改造，政府鼓励开发商主导，市场开放程度较大。但旧城的改造拆迁难度较大，盈利难以预期，开发商参与意愿不高。这种情况持续下去，导致了城市的局部和整体的规划发展出现不协调不平衡的矛盾。之后广州市又出台了改进的政策全面地、系统地进行了规范。2015 年 2 月广州出台了《广州市城市更新办法》和三个配套文件（针对旧城镇、旧村庄和旧厂房），简称城市更新“1+3”政策，同期广州市城市更新局正式成立（我国首个市级专门机构）。

广州关于城市更新政策的核心要点：

- 1) 在坚持市场运作原则的基础上，适度加大了政府主导规范实施的力度，特别是针对旧城镇的改造；除了政府主导平衡各方利益诉求之外，也反映在对基础数据调查和共享机制方面，区级政府机构负责组织调查城市更新涉及的基础数据，再由市级政府机构审议和批复。
- 2) 广州明确城市更新项目需要在市公共资源交易中心通过“招拍挂”方式确定合作企业，避免了少数人裹挟多数人利益、甚至出现多家合作企业的潜在可能性。
- 3) 强调对文化遗产的保护、强调规划引领和成片更新。城市更新通过整合分散的、碎片的、利用效率不高的土地，实现区域整体的开发利用，提升基础设施配套水平。成片更新包括收储、整备、置换、归宗等手段，在政府主导下可以打破边界管辖问题破除区域利益格局，有利于城市更新的实施效率。
- 4) 针对旧村改造，根据改造主体不同分为征收储备（政府）、自主改造（原权利人）和合作改造（引入合作企业）三种方式，80%村民表决通过后可进入实施；针对旧厂房改造，严格按照“政府主导、企业参与、科学规划、连片改造、配套优先、集约节约”的原则，以促进产业转型升级、转变经济发展方式、提升土地利用效率为目的；针对旧城镇改造，遵循“保护文物古迹、改善人居环境、完善公共服务配套、优化城市功能布局”四大原则，分为全面改造和微改造两种方式。

2.2 深圳城市更新相关政策及特点

2009年12月1日，《深圳市城市更新办法》正式实施，可称为国内首部系统性规范城市更新工作的政府规章，明确了“政府引导、市场运作、规划统筹、节约集约、保障权益、公众参与”的原则，并确定了“综合整治、功能改变和拆除重建”三种更新模式。2010年开始，深圳市政府及相关职能部门陆续出台了系列配套政策，2012年《深圳市城市更新办法实施细则》颁布，这些构成了较为完备的城市更新政策系统。2016年以来，政府有意识地提升了城市更新在基础设施建设和公益方面的作用，比如对旧工业区鼓励综合整治、将保障性住房配比增加、有更多的用地贡献、拆迁责任捆绑等。2016年12月6日，深圳市政府发布了《关于施行城市更新工作改革的决定》，将城市更新审批的权限由市规土委下放至各区政府行使，明显提升了城市更新项目的审批效率。

深圳因为城市历史较短，相比于广州、北京和上海，旧城镇的范围不大，更多是城中村旧工业区和旧住宅小区的改造。深圳关于城市更新相关政策的特点：

- 1) 存在时限要求：缩短了政府相关部门的审批时限，同时也对参与的市场主体有推进的时限要求，倒逼项目的推进。
- 2) 城市更新的土地使用权可以通过协议方式出让，特别是针对存在多个权利主体的可以在各权利主体通过协议方式明确权利义务后由单一主体实施城市更新，也可以通过各权利主体签订协议按公司法作价入股成立股份公司实施更新。
- 3) 通过更高一个级别的“城市更新单元”解决多个城市更新项目腾挪空间不足或难以利益平衡的问题。

- 4) 明确三种更新模式的界限，综合整治类主要改善消防设施、基础设施、公共服务设施、沿街立面、节能改造等，不改变建筑的主体结构和使用功能；功能改变类可以改变全部或部分建筑物的使用功能，但不改变主体结构，不变更土地使用权的权利主体和使用权年限；拆除重建就是推倒重来，很可能会涉及到土地权益主体的变更。

2.3 珠海城市更新相关政策及特点

2016年12月20日，珠海市《珠海经济特区城市更新管理办法》正式实施，以期进一步降低城市更新门槛，把政府的审批服务节奏加快，加速城中村和旧住宅小区的升级改造。

- 1) 城市更新的基本程序：意愿征询——形成申报主体——编制更新单元规划——规划报批——形成实施主体——编制报批项目实施方案——办理手续——动工。
- 2) 向政府申报城市更新的条件：需要项目范围内 2/3 以上的业主同意且其所占的建筑面积达到整个项目的 2/3 以上方可。
- 3) 对于城市综合服务体类型的更新项目，为提升房企参与意愿，可以按用地面积配建一定的住宅。
- 4) 采取自行实施方式进行城中村改造的村集体经济组织，应当成立单项房地产开发全资子公司实施。
- 5) 拆迁类城市更新单元规划应当由单一的权利主体进行申报和实施，其范围内存在多个权利主体的，权利主体以房地产作价入股成立或加入公司、权利主体与实施主体签订搬迁补偿安置协议、权利主体的房地产被实施主体收购。拆迁类更新单元需要将不小于 3000 平方米且不小于拆除地块 15% 的面积无偿移交政府，用于城市基础设施或公共服务设施项目的建设。
- 6) 对旧厂房的改造，遵循“优二进三补公”（优化第二产业、促进第三产业、补偿公共用地），严格限制“工改居”、控制“工改商”、鼓励“工改产”。

另外，其他珠三角城市的城市更新政策这里不再赘述，我们总结下城市更新政策的异同点如下表所示。

表 3：珠三角城市更新相关政策的异同点

类别	相同点	不同点
更新目的	通过城市更新达到政府部门、土地权利人、实施主体、社会公众的参与和多方共赢	平衡各方利益诉求的调节机制、多数通过的门槛比例等
更新的本质	改善城市面貌、增加有效供给、完善功能配套、分享土地增值	政府主导还是政府引导、土地增值的约束和分享机制
政府部门	满足一定社会效益（文化保护，新的公建、基建、保障房）、土地节约集约利用、成片改造提升土地利用效率	政府有没有明确的市-区级城市更新管理机构负责、是否给审批时限设定时间表、政府推动力的大小
城市更新划分	一般按“三旧”（旧城镇、旧厂房、旧村庄）的框架	按土地性质/改造的复杂度/形态的改变类型划分
改造主体的认定	出资方/共享土地增值，一般与土地权利人不一致	协议出让/公开渠道出让/通过交易平台确定
审批流程	一般区分为城市更新方案编制阶段、方案审批阶段、改造实施阶段	是否在规划审批前就需对拆迁成本、补缴地价进行明确
容积率确定	提升容积率，增大土地增值的分享空间	提升容积率的标准、难度和审批时限
拆迁补偿标准	需要对权利人作出合理的拆迁补偿	不一定有明确的标准、自行协商的占多数

类别	相同点	不同点
补缴地价标准	一般是根据更新前后地块的差值来定，一般都不高	评估值基于基准地价还是市场价，折扣系数怎么取
更新对象	旧厂房（国有建设用地-工业）、旧村庄（集体用地）、旧城镇（上述两者以外，一般旧住宅涉及到众多权利主体）	旧厂房最容易，旧村一般涉及引入开发商，旧城镇改造一般难度最大
改造门槛	涉及多个权利主体的，按 2/3、70%、90%等比例获通过	改到住宅的一般代价会大

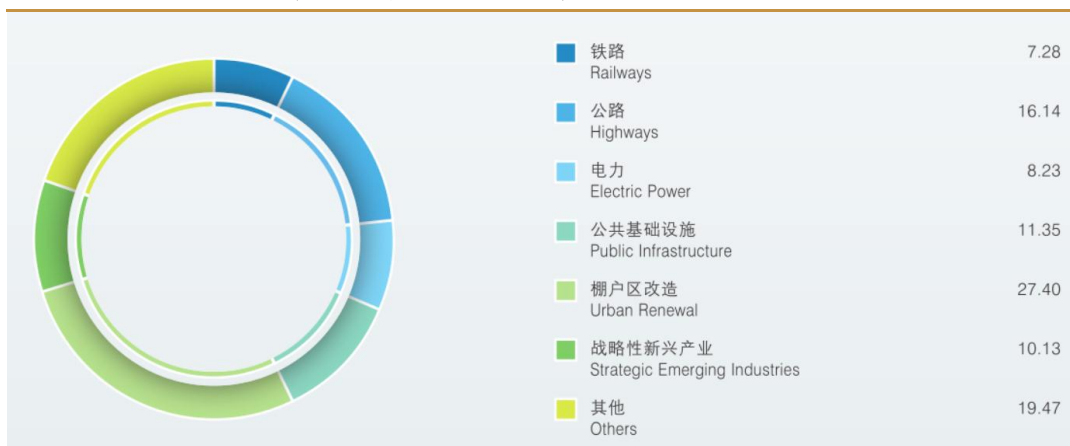
数据来源：互联网，佳兆业《城市运营核心逻辑》，西南证券整理

从上可知，即便是隔壁城市比如深圳和东莞，城市更新的相关政策也会有很明显的差异。相比传统的地产开发相关的基础制度而言，城市更新的政策比较难以标准化。针对单一权利主体的“旧厂改造”，核心是补缴地价的参照标准；针对权利主体众多、拆迁户意见难以统一的“旧村改造”，核心是适度降低表决通过比例；针对社会效益为主、改造难度较大、综合性较强的“旧城改造”，核心是处理好短期回报和长期效益的平衡问题，更好发挥政府主导和专项资金的作用。

开发商对的短期逐利性导致了大部分城市更新项目都是拆除重建、更新后销售或重资产运营（持有）为主。但展望未来，城市更新也会朝着“出售持有变少、租赁管理居多”的方向转变，更新后短期的经济效益有限但中长期看租金或管理费收入又十分稳定（比如旧村改造为长租公寓）。这种情况下，专项资金或城市更新基金或专门 REITs 等对城市更新的支持就显得格外重要。

参考 2014-2018 年棚改货币化补贴给房地产市场带来的积极影响，未来政府通过购买棚改服务/专项资金支持的方式来推进城市更新也是可以预期的。2014 年 4 月，央行通过创设抵押补充贷款 PSL（Pledged Supplemental Lending）贷款（需要有央行认可的抵押物，期限一般 3-5 年），贷款给国开行（2015 年 10 月扩展至农业发展银行和中国进出口银行）发放棚改贷款、重大基础设施贷款等。对比国开行的棚改贷款余额及 PSL 余额可知，PSL 主要投放就是棚改贷款。2018 年末，国开行总贷款余额 11.68 万亿，其中棚户区改造占比最高为 27.4%。2018 年新增发放棚户区改造贷款 6980 亿（截止 2018 年末累计帮助 2300 万户居民改善居住条件）。

图 4：国家开发银行 2018 年末贷款余额主要行业分布



数据来源：Wind，西南证券整理

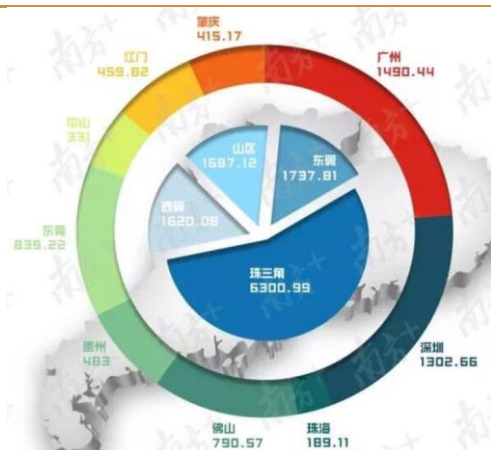
表 4：央行 PSL 余额与国开行棚改贷款余额（亿元）

类别	2014	2015	2016	2017	2018
央行 PSL 余额	2678	10812	20526	26876	33795
国开行棚改贷款余额	6362	13086	21302	27289	30411
当年新增棚改贷款	4172	7509	9725	8800	6980
累计发放棚改贷款	8047	15550	21256	34075	超过 4 万亿
累计惠及居民户	920 万户	1300 万户	1800 万户	超过 2000 万户	超过 2300 万户
备注说明	此前的棚改贷款不是通过 PSL	货币化安置 2588 亿，占 34.5%；全国各类棚户区改造 601 万套，完成投资 1.21 万亿	货币化安置 5435 亿，消化 70 万套住宅，约 6500 万方；全国各类棚户区改造 606 万套，完成投资 1.48 万亿	全国各类棚户区改造 609 万套，完成投资 1.84 万亿	全国各类棚户区改造 626 万套，完成投资 1.74 万亿

数据来源：国开行网站，西南证券整理；

3 从城镇化率看城市更新空间的区域性差异

除了制度层面的突破可以提速城市更新进程之外，一般来讲当城镇化率超过 80% 后城市更新或是实现城市可持续发展的必然出路。当我们在考察一个城市或区域的城市化进程时，往往要采用结构化的城市化率数据。从区域对比来看，我国珠三角城市群连片发展最彻底、常住人口城镇化率也最高（这还与样本城市少也有一定关系）。根据广东省统计局发布的 2018 广东人口发展状况分析，广东省城镇常住人口（2018 年底常住人口为 11,346 万人，比上年增加 177 万人，其中居住在城镇的常住人口为 8022 万人）占比为 70.7%，珠三角人口集聚度继续加大（常住人口 6301 万人，是全省常住人口数量增幅最大、增速最快的区域，2018 年广州和深圳人口同比净增加 40.6 万人和 49.8 万人）。从大湾区的概念来看，2018 年珠三角常住人口占粤港澳大湾区人口总量的 88.6%，香港和澳门分别占 10.5% 和 0.9%。

图 5：2018 年末广东常住人口分布情况（万人）


数据来源：Wind，互联网，西南证券整理

图 6：2018 年珠三角人口净增量（万人）


数据来源：Wind，互联网，西南证券整理

从具体的城镇化率绝对值来看，截止 2018 年末深圳达到了 100%、佛山为 95.0%、东莞为 91.0%、珠海为 90.1%、中山为 88.4%、广州为 86.4%，均超过 85%，惠州、江门、肇庆三个城市的常住人口城镇化率稍低，分别为 70.2%、66.5% 和 47.8%。

长三角是我国最大的城市群，包括上海、江苏、浙江和安徽共计 26 个城市（上海，江苏省的南京、无锡、常州、苏州、南通、盐城、扬州、镇江、泰州，浙江省的杭州、宁波、嘉兴、湖州、绍兴、金华、舟山、台州，安徽省的合肥、芜湖、马鞍山、铜陵、安庆、滁州、池州、宣城），2018 年长三角有 7 个城市的人口净流入超过 100 万，主要分布在苏南和杭州湾沿岸。其中上海、苏州和杭州位居前三，2018 年末的常住人口分布为 2423.8 万人、1072 万人和 980.6 万人。南京、宁波和合肥分列常住人口第四到六位，均属于 800 万梯队。从城市化水平来看，有 9 个城市的常住人口城镇化率超过了 70%，其中，上海和南京都超过了 80%；杭州、无锡、苏州、合肥、宁波、常州和镇江在 70%~80% 之间。浙江的县域经济、镇域经济十分发达，实际城镇化率也很高（户籍口径的城镇化率不高，因为很多人虽然实际上已经住在城市，但户籍还在农村）。长三角 26 城中有 5 个城市的城镇化率低于全国平均水平，分别是铜陵、宣城、池州、滁州和安庆，其中安庆尚不足 50%（这说明安徽皖江城市群的城镇化还有较大的提升空间）。

表 5：长三角常住人口超过 500 万的城市及城镇化水平（万人）

城市	上海	苏州	南京	南通	盐城	无锡	杭州	宁波	台州	金华	绍兴	合肥
2018 常住人口	2423.8	1072.2	843.6	731.0	720.0	657.5	980.6	820.2	613.9	560.4	503.5	808.7
2017 常住人口	2418.3	1068.4	833.5	730.5	724.2	655.3	946.8	800.5	611.8	556.4	501.0	796.5
常住人口增量	5.5	3.8	10.1	0.5	-4.2	2.2	33.8	19.7	2.1	4.0	2.5	12.2
2018 城镇化率	87.6%	76.1%	82.5%	67.1%	64.0%	76.3%	77.4%	72.9%	63.0%	67.7%	66.6%	75.0%

数据来源：长三角一体化发展规划纲要，西南证券整理

“京津冀城市群”的概念最初是由“首都经济圈”发展而来，包括北京、天津两大直辖市和河北省的保定、唐山、廊坊、石家庄、秦皇岛、张家口、承德、沧州、衡水、邢台、邯郸。2014 年 2 月 26 日，京津冀协同发展提升到重大国家战略的高度，与长江三角洲区域一体化发展、长江经济带发展、粤港澳大湾区建设并行成为中国经济增长的重要引擎。

根据国家统计局数据，京津冀区域城镇化率从 2010 年的 55.7% 上升到 2018 年的 65.8%，高于全国平均水平（北京和天津在 2018 年的城镇化率分别为 86.5% 和 83.2%）。从经济规模看，2018 年京津冀地区生产总值达到 8.5 万亿元，5 年间年均增长 6.6%。从居民收入看，2018 年京津冀三地全体居民人均可支配收入分别为 62,361 元、39,506 元和 23,446 元，5 年间年均增长率分别为 8.8%、8.2% 和 8.9%。但相比长三角和珠三角而言，京津冀城市发展不均衡的矛盾相对较为突出，除了北京和天津，其他城市的城镇化率整体水平还比较低。

北京的城市更新往往伴随着首都配套功能的疏解、产业向郊区转移、建筑死角的改造、购房需求外溢和新城的扩展，相比南方的城市政府主导的力量更为重要。而且北京整体上看常住人口在控制（2020 年控制在 2300 万人，城六区的常住人口还希望能减少并控制在 1085 万人内）、建设用地规模在缩减（2020 年控制在 3720 平方公里，2035 年控制在 3670 平方公里，全市城乡建设用地实施的平均拆占比为 1:0.7-1:0.5，中心城区城乡建设用地规模由现状的 910 平方公里减到 860 平方公里，2035 年减到 818 平方公里左右）、人口密度希望降低（2020 年中心城区集中建设区常住人口密度降低到 1.2 万人每平方公里，2035 年控制在这一数字以内）。

天津的城市更新对象主要是城中村和城边村，政府同样发挥着比较突出的主导作用，区政府是改造责任主体。在改造过程中，天津提倡以宅基地换房，先安置、后改造的政策，通过土地指标的占予和补偿实现腾挪和平衡。

从全国省份的维度来看,截止到2018年末,广东省城镇化率超过70.7%(首个超过70%的省份),三大直辖市北京、上海和天津均超过80%。另外,江苏省城镇化率69.1%、浙江省68.9%、辽宁省68.1%、福建省65.8%和重庆市65.5%排名比较靠前。从城市和区域综合来看,深圳、广州、珠海、佛山、东莞、上海、南京等城市的城市更新最值得关注。

4 房企参与城市更新的路径与案例

从可实现和分享的土地增值空间来看,房企参与拆除重建类的城市更新意愿最大,因为整体上看住宅能实现的增值收益空间最大且确定性较强。再考虑实现的难度,一般单一权利主体的旧厂改造难度最小(比如这里面的“工业改商住”),其次城中村/城边村拆除重建类的改造难度次之(主要是统一意见的门槛、提升容积率的难度),旧住宅的改造往往影响因素广泛难度较大。

案例一：深圳侨城东项目（龙光地产参与的旧厂改造项目）

这个项目位于深圳南山区华侨城片区,南侧紧邻深南大道、东侧紧邻锦绣花园、西邻汕头街和华侨城东部组团生活区,位置十分优越。该项目前身为康佳总部厂区的更新改造项目,用地性质为商业性办公用地及一类工业用地,占地面积3.73万方,计容建面26万方(商业性办公6万方、商务公寓6.6万方、产业研发1.99万方、产业配套9.9万方、公共设施1.51万方),另有不计容建面6.25万方(0.8万方的地下综合商业和5.45万方的地下停车场)。

1988年,康佳总部厂区更新改造项目由康佳集团取得产权证;2011年,康佳总部厂区被列为城市更新单元规划范围;2015年1月,康佳集团与其大股东华侨城成立合资公司“康桥佳城”申请作为该项目的开发实施主体(其中康佳和华侨城按7:3的比例出资),之后完成了原地上建筑物的补偿、拆除及清理工作,并签订了土地出让合同(合同价款29.21亿),取得了土地使用权证和建设用地规划许可证。2017年11月14日,龙光地产以69.8亿获得“康桥佳城”70%的权益,按计容建面楼面价约38,352元每平方米,估算该项目总体货值约308亿,盈利前景十分可观。

图7：深圳侨城东城市更新项目所处区位



数据来源：互联网，公司公告，西南证券整理

图8：深圳侨城东城市更新项目效果图



数据来源：互联网，公司公告，西南证券整理

案例二：深圳大冲村旧改项目（华润实施的标杆型旧村改造项目，基本完成）

深圳的大冲村南临深南大道、东临沙河西路、紧贴两个高尔夫球场，南侧与高新园地铁站直接相连，地理位置非常优越。原来的大冲村占地 67.4 万方，是汇集了大量深漂人员的脏乱差城中村，密密麻麻布满了自建出租屋和凌乱的商业及交易市场。大冲村旧改可以说是深圳最早、涉及范围最大、改造相当成功的旧改项目。

早在 1998 年，深圳市政府就将大冲纳入旧改规划，2002 年南山区政府委托市城规院编制大冲的改造规划。截止 2005 年 4 月，大冲村有各类建筑 1400 栋，总建面 90 多万方，居住着 5 万多人口，其中常住户 382 户，户籍人口 1030 人。

2007 年 3 月，大冲村委会旗下的“大冲实业股份有限公司”与华润集团搭建合作平台，初步确定合作意向；2008 年 9 月，双方正式签订《深圳市大冲旧村改造项目合作协议》。2009 年华润设定专门子公司，负责深圳南山区大冲村旧城改造项目。2010 年 1 月，19 位村民首先与华润置地公司签约，至 2010 年 3 月，村民物业签约户数达 904 户。2011 年 12 月，大冲整体改造奠基，共要拆除 1500 栋破旧建筑，合计 110 万方。2013 年 3 月，受到海沙问题影响，该旧改项目停工整顿，2013 年 12 月大冲村旧改首次回迁自住 A 区主体封顶。2014 年 10 月，更新后的华润城首期高端住宅“润府”开盘销售，2015 年 10 月，华润城润府二期正式开盘，2017 年 9 月，华润城综合商业配套“万象天地”建成开业，2018 年 9 月华润城润府三期开盘销售。

华润从和旧村权利主体初步确认合作意向开始，到拆迁户首次签约耗费近 3 年时间。从拆迁户首次签约到正式拆除动工，再次耗费近 2 年时间。然后才是回迁房、片区市政道路及基础设施的建设，然后才是商品房的销售。

表 6：深圳大冲村城市更新项目主要规划指标

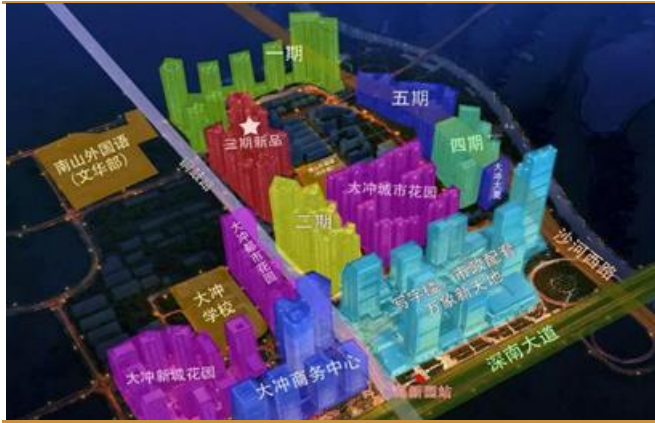
项目类别		数量	单位
拆迁用地面积		47.12	万平方米
开发建设用地面积		36.14	万平方米
计容积率总建筑面积		280.00	万平方米
其中	住宅	138.54(含保障性住房 5.36、物业服务用房 0.17)	万平方米
	商业	28.34	万平方米
	办公	72.25	万平方米
	酒店	8.15	万平方米
	公寓	26.28	万平方米
	公共配套设施	6.45	万平方米
地下商业建筑面积		3.5	万平方米
建筑限高		300	米
绿化覆盖率		35	%
规划居住人口		47,787	人
停车位		21,012	个

数据来源：互联网，公司公告，西南证券整理

改造后的项目“华润城”建设总量为 280 万方，总投资超过 300 亿。2013 年 12 月到 2015 年 12 月，总建面约 110 万方的回迁房逐步分期竣工并交付给原居民。2017 年 9 月开业的万象天地总建面 23 万平米，由若干个散落的“小盒子”构成的“街区+mall”的商业空

间，规划了以独栋旗舰店构成的旗舰广场和独立潮牌店组成的高街区、餐饮品牌组成夜生活美食街区、大盒子购物中心，以及水广场、艺文广场、时光广场等公共休闲空间。

图 9：深圳大冲村城市更新项目规划组团



数据来源：互联网，西南证券整理

图 10：深圳大冲村城市更新项目效果图



数据来源：互联网，西南证券整理

截止到 2019 年中，华润在全国的城市更新业务定位“在土地供应较少的核心城市里补充优质土储，聚焦大湾区核心城市”，主要储备旧村改造项目，实现“村民——政府——开发商”的共赢，共储备了 18 个核心项目（总规划建面约 2400 万方，其中 87% 位于大湾区，55% 位于深圳和广州）。

案例三：深圳白石洲旧改项目（绿景中国地产）

深圳白石洲旧改项目（沙河五村城市更新单元）位于南山区沙河街道沙河五村片区（即为大众所熟悉的白石洲片区），东临深圳传统豪华区华侨城片区，西接高新技术云集的南山高新技术园，紧邻深圳城市主轴线深南大道，处于深圳核心发展区域福田区与南山区的交接节点，同时项目周边环境环绕着深圳湾超级总部基地、后海总部基地、蛇口前海自贸区、福田 CBD 等核心区域以及深圳主要总部基地，是深圳城市和产业发展主轴交汇处。深圳白石洲旧改项目为深圳最大的旧改项目，已于 2014 年纳入深圳市城市更新单元计划第二批计划。2016 年，绿景集团与白石洲村委下属股份公司签订合作协议，后续股东大会通过了白石洲集体物业拆迁补偿安置事宜，并于 2017 年达成协议，预计该项目在 2021 年下半年实现首期预售。

图 11：深圳白石洲旧改项目组团示意图



数据来源：互联网，深圳市政府官网，西南证券整理

图 12：深圳白石洲旧改项目街道区位图



数据来源：互联网，深圳市政府官网，西南证券整理

白石洲城市更新项目总建筑面积 454 万平方米，计容建筑面积 358 万平方米，可用于出售的面积约为 200 万方，对应超过 2000 亿元的货值。白石洲是配套齐全的多功能社区中心，约 1/3 是以小户型为主的住宅、人才公寓及保障型住房、1/3 为以服务高薪白领人群的公寓物业、1/3 为商业办公酒店及商业购物。2018 年 12 月 28 日该项目已取得专项规划的正式批复，规划指标和拆赔比例已确定，目前在加快完成私人物业补偿协议的签订、项目实施主体确认及全面启动拆迁工作，项目建成后或超过华润城成为深圳乃至全国核心城市范围总建面最大的旧改项目。

除了上述案例提到的央企华润、民企龙光地产、特色旧改房企绿景中国地产，在城市更新领域储备丰富的佳兆业也非常值得关注。

佳兆业最早在 1999 年改造深圳的烂尾楼“桂芳园”获得成功，便将城市更新作为资深最重要的战略性业务并逐步加大储备，目前城市更新的项目储备遍及深圳、广州、中山、惠州、珠海、东莞、佛山、上海和北京，业务类型包括旧工厂、烂尾楼、旧城镇、和旧村等城市更新的细分领域。截止到 2019 年中，佳兆业表内旧改土储近 730 万方，对应的货值达到 2000 亿，尚未纳入表内的旧改土储占地面积就高达 3218 万方（全部位于大湾区，深圳旧改占地面积占比 31.9%、广州的占 29.6%、中山的占 26.4%），潜在价值巨大。

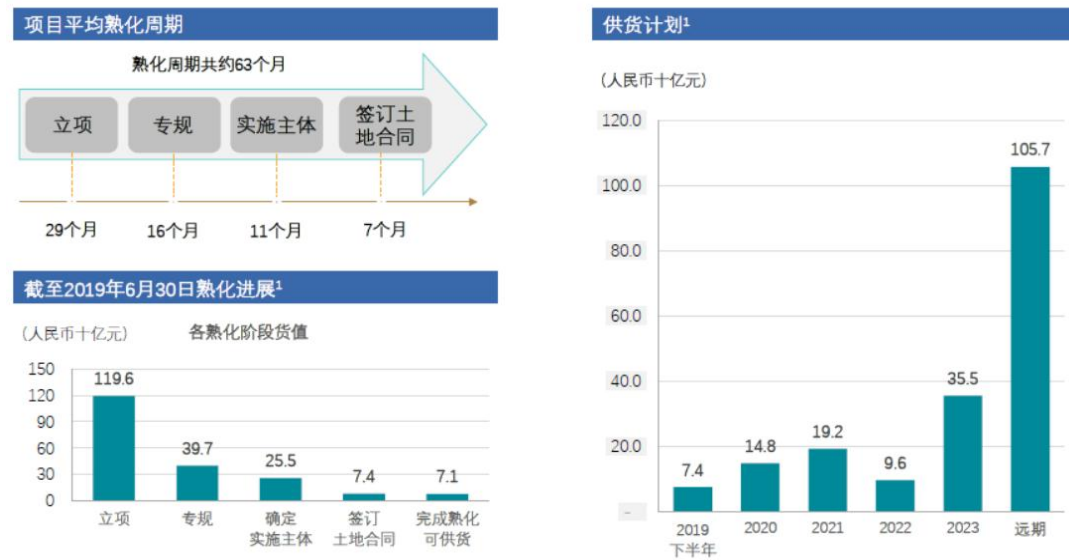
图 13：佳兆业在售的城市更新项目

深圳盐田佳兆业城市广场		深圳佳兆业未来城		深圳平湖佳兆业广场	
位置	<ul style="list-style-type: none"> 深圳盐田区 毗邻在建中深圳地铁 8 号线盐田路站，紧邻盐田港；距离罗湖 CBD 驾车 30 分钟距离 	位置	<ul style="list-style-type: none"> 深圳龙岗区 紧邻在建深圳地铁 16 号线龙城西站 	位置	<ul style="list-style-type: none"> 深圳龙岗区 毗邻在建中深圳地铁 10 号线平湖站及平湖高铁枢纽
改造类型	<ul style="list-style-type: none"> 旧村改住宅 	改造类型	<ul style="list-style-type: none"> 旧厂房改住宅 	改造类型	<ul style="list-style-type: none"> 旧村改住宅
建筑面积 (平方米)	<ul style="list-style-type: none"> 690,000 	建筑面积 (平方米)	<ul style="list-style-type: none"> 280,000 	建筑面积 (平方米)	<ul style="list-style-type: none"> 480,000
首推盘时间	<ul style="list-style-type: none"> 2018 年 10 月 	首期推盘时间	<ul style="list-style-type: none"> 2017 年 12 月 	首期推盘时间	<ul style="list-style-type: none"> 2018 年 11 月
销售均价 (人民币/平方米)	<ul style="list-style-type: none"> 49,000 (住宅) 	销售均价 (人民币/平方米)	<ul style="list-style-type: none"> 49,000 (住宅) 	销售均价 (人民币/平方米)	<ul style="list-style-type: none"> 44,000 (住宅) 35,000 (公寓)
累计销售金额 (人民币百万元)	<ul style="list-style-type: none"> 6,650 	累计销售金额 (人民币百万元)	<ul style="list-style-type: none"> 5,850 	累计销售金额 (人民币百万元)	<ul style="list-style-type: none"> 2,000
殊荣	<ul style="list-style-type: none"> 盐田区最大旧改项目 	殊荣	<ul style="list-style-type: none"> 2018 年上半年深圳龙岗区新房成交套数第一名，深圳全市新房成交套数第二名 2018 年 10 月深圳市楼盘成交量冠军及成交金额亚军 	殊荣	<ul style="list-style-type: none"> 2018 年 12 月深圳龙岗区销售排行榜季军
新一期开盘时间	<ul style="list-style-type: none"> 2019 年二季度（二期） 2019 年四季度（三期） 	新一期开盘时间	<ul style="list-style-type: none"> 2019 年三季度 	新一期开盘时间	<ul style="list-style-type: none"> 2019 年三季度
					

数据来源：公司公告，西南证券整理

此外，全国房企龙头公司碧桂园在大湾区城市更新领域也是十分重要的参与者，其旧改项目储备规模也不容小觑。截止 2019 年上半年末，碧桂园仅在深圳的旧改项目累计权益建面就达到 1404 万方，权益货值 1993 亿，预计未来五年均能实现可观的供货量。如果考虑到未来还可能新增城市更新项目的储备，这一数字还将明显增长。

图 14：碧桂园在深圳已参与的旧改项目熟化进展和预计供货



数据来源：公司公告，西南证券整理

另外，截止到 2019 年中，恒大在深圳储备 48 个项目，建面 3124 万平方米，绝大部分也是旧改项目；万科的旧改项目权益建面为 341.4 万方（大部分在广州）。

5 风险提示

城市更新利好政策不及预期、旧改开发周期较慢等。

分析师承诺

本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。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

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，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，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，未经书面许可，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

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄丽娟	地区销售副总监	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	王慧芳	高级销售经理	021-68415861	17321300873	whf@swsc.com.cn
	涂诗佳	销售经理	021-68415296	18221919508	tsj@swsc.com.cn
	杨博睿	销售经理	021-68415861	13166156063	ybz@swsc.com.cn
	吴菲阳	销售经理	021-68415020	16621045018	wfy@swsc.com.cn
	金悦	销售经理	021-68415380	15213310661	jyue@swsc.com.cn
北京	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	路剑	高级销售经理	010-57758566	18500869149	lujian@swsc.com.cn
	王梓乔	销售经理	13488656012	13488656012	wzqiao@swsc.com.cn
广深	王湘杰	销售经理	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	余燕伶	销售经理	0755-26820395	13510223581	yyi@swsc.com.cn
	陈霄（广州）	销售经理	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn