西南证券 SOUTHWEST SECURITIES

房地产行业2023年投资策略

基本面筑底，利好政策加速释放

西南证券研究发展中心
房地产研究团队
2023年1月

核 心 观 点

2022年行业基本面筑底，销售滑坡、土拍遇冷、流动性压力仍然延续，形成弱基本面与政策宽松的拉锯。政策先于基本面出现“拐点”，预计行业基本面于2023年呈现先抑后扬，下半年有望逐步修复，政策催化下板块仍具备配置价值。

- **行业：政策底已现，景气修复仍需时日。**全国新房销售仍在筑底阶段，12月百强房企销售额同比-31.5%，二手房自11月以来成交规模亦呈现收缩。土地市场持续降温，11月土地成交额同比-50.8%，集中土拍热度维持低位，第三轮土拍整体溢价率仅有2.5%。房企非银融资有修复迹象，但仍保持较大跌幅，12月融资总额同比下降32.9%，环比增长34.2%。在行业基本面持续下滑的情况下，政策端持续发力。中央层面政治局会议从4月“支持各地从当地实际出发完善房地产政策”，到7月“因城施策用足用好政策工具箱”，地方性政策从试探性松绑转向应放尽放，范围逐渐向核心城市扩展。供给端从“保项目”转向“保主体，11月以来融资端政策”三箭齐发“，缓解房企偿债压力，进而保交楼，对提振销售信心也有积极作用。展望2023年，中性假设下预计销售/投资/新开工/竣工同比增速分别为-4.8%/-9.7%/-20.6%/+4.5%。
- **企业：国进民退，格局优化。**在整体的下行中，企业之间的分化也更加直接和显著，头部国央企以及少数优质民企顶住压力，销售韧性要明显好于同业。累计来看，销售表现比较好的房企有越秀地产（+7%）、建发股份（0%）、华发股份（-1%）、华润置地（-5%）、滨江集团（-9%）、招商蛇口（-10%）。2022年新增货值超千亿的房企达到8家，分别为保利、华润、中海、万科、滨江、招商、越秀、绿城，国央企仍有巨大优势，强者恒强格局将继续延续。
- **稳增长背景下，行业宽松政策有望持续释放，看好经营稳健的优质房企，同时关注物业板块估值修复带来的投资机会。**个股推荐：**1）房企：**建发股份、华发股份、滨江集团、保利发展、金地集团、万科A、新城控股、南山控股、天健集团；**2）物企：**碧桂园服务、华润万象生活、中海物业。

风险提示：房地产融资政策不及预期、销售不及预期、物管发展不及预期等。

目　录

2022年行业回顾

2023年行业投资策略

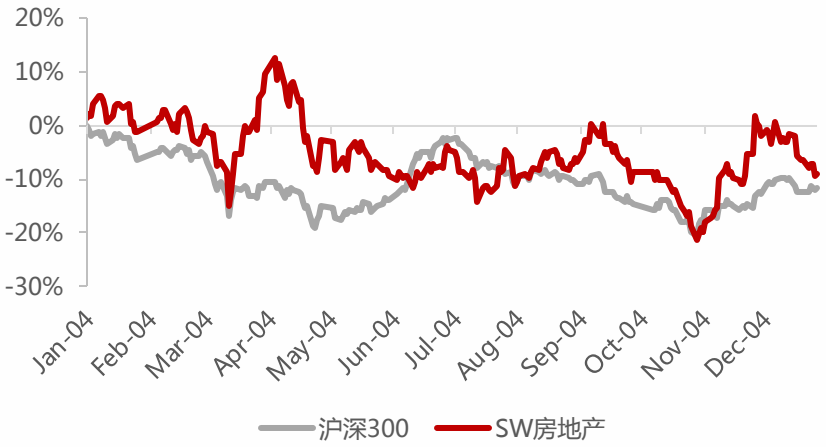
行业：政策底已现，景气修复仍需时日

企业：国进民退，格局优化

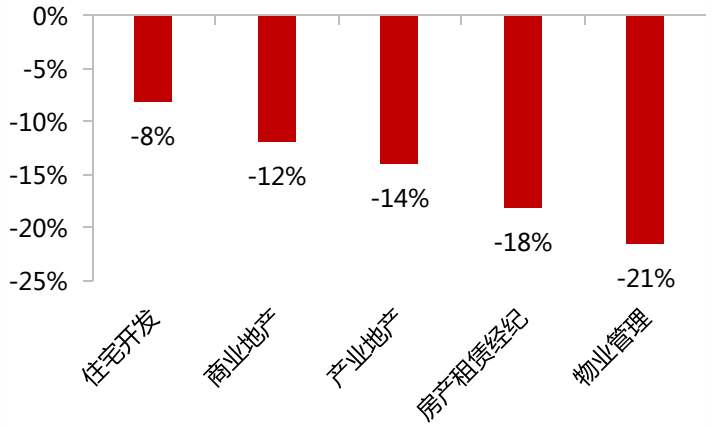
2023年重点推荐投资标的

2022行业回顾：跑赢大盘，行情分化

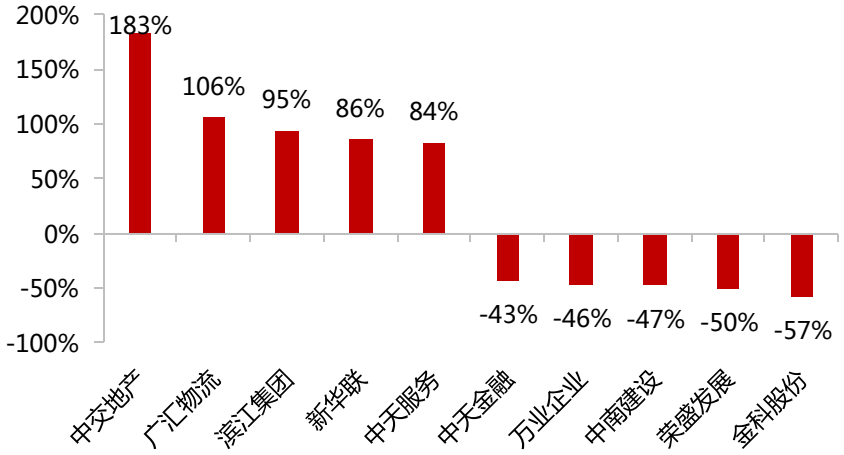
房地产指数相对沪深300走势



房地产子行业二级市场涨跌幅



房地产行业涨跌幅前五个股

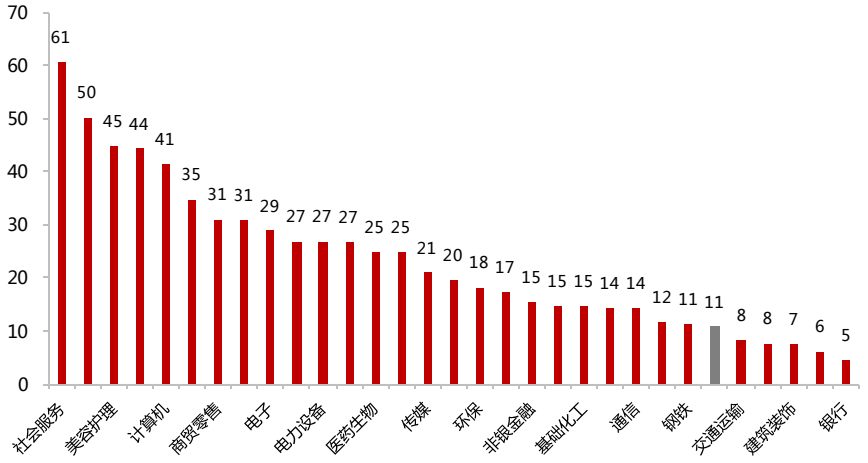


- 2022年初截至12月30日申万房地产指数下跌9.1%，跑赢沪深300指数约2.5个百分点。
- 2022年初截至11月30日子行业住宅开发、商业地产、产业地产、房产租赁经纪、物业管理均表现为下跌，跌幅分别为-8.1%、-11.9%、-14.0%、-18.1%、-21.5%。
- 板块内涨幅最大的为中交地产（+183%）、广汇物流（+106%）；跌幅最大的为金科股份（-57%）、荣盛发展（-50%）。

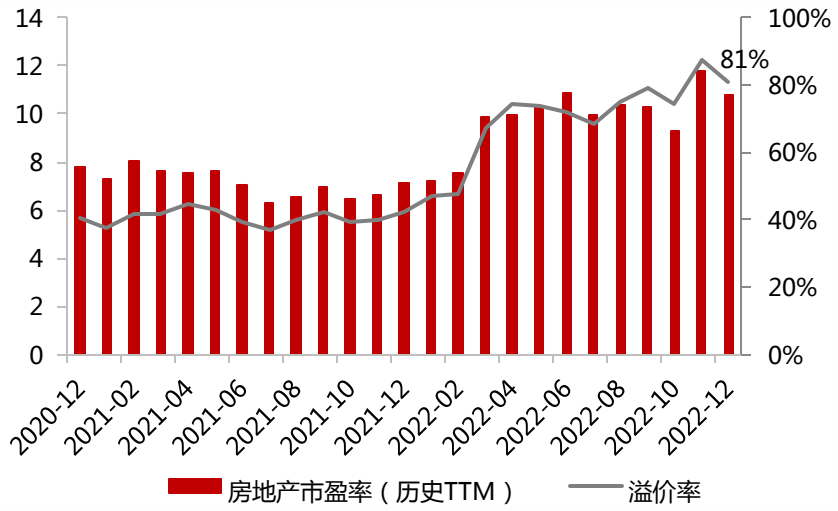
数据来源：Wind，西南证券整理

2022行业回顾：跑赢大盘，行情分化

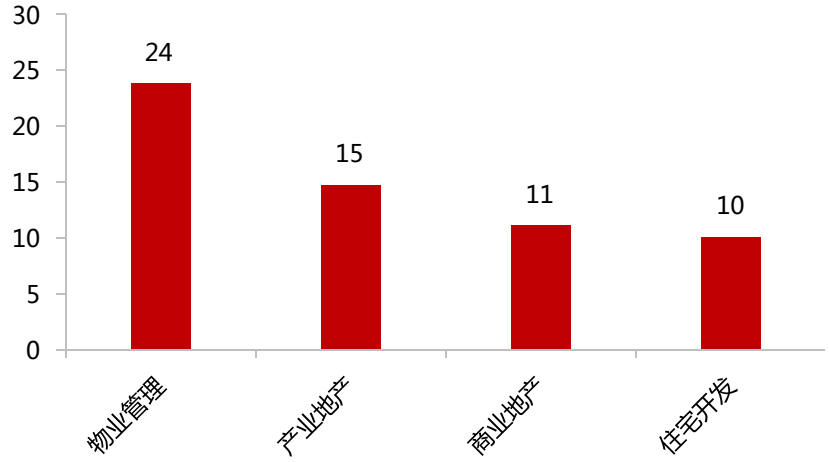
申万一级行业市盈率（TTM整体法）



申万房地产市盈率及与A股溢价率



申万房地产子行业市盈率（TTM整体法）



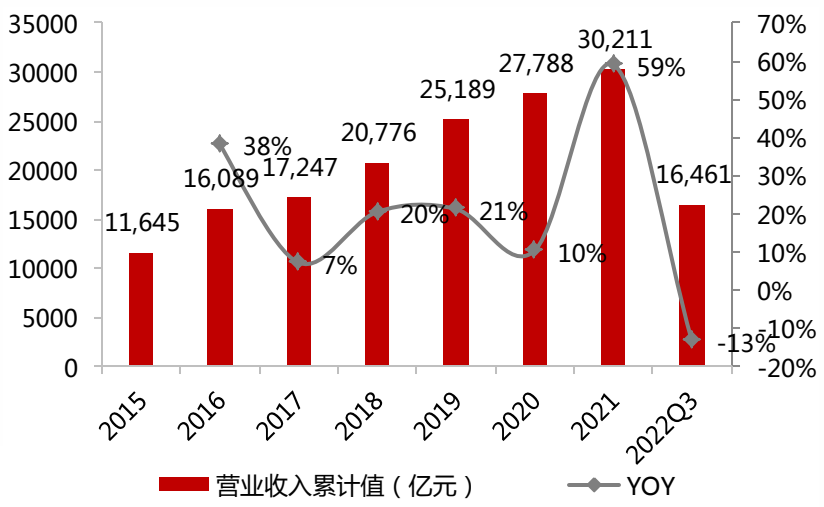
- 横向看：房地产行业PE(TTM)为11倍，在申万行业中处于倒数第六位。
- 纵向看：房地产行业PE环比下降1.1，估值处于过去2年的80.6%分位；房地产行业相对于A股估值溢价率为81%，环比下降。
- 从子行业来看，物业管理（24倍）和产业地产（15倍）的市盈率最高，商业地产（11倍）和住宅开发（10倍）的市盈率最低。

数据来源：Wind，西南证券整理

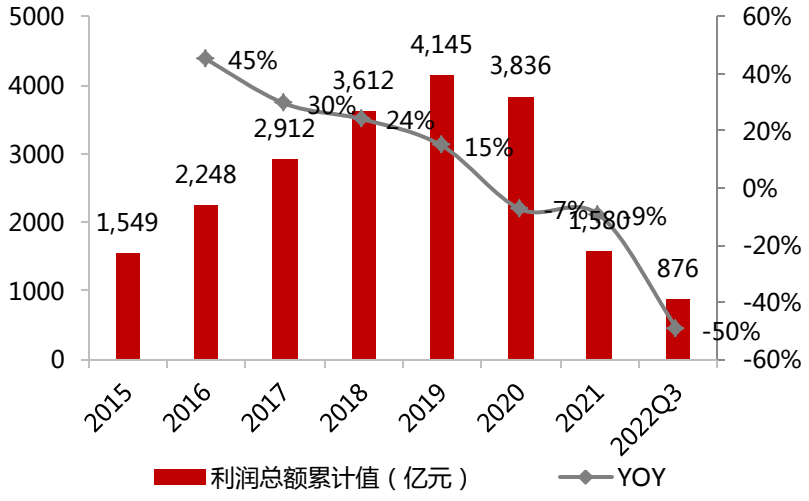
2022行业回顾：跑赢大盘，行情分化

- 2022年前三季度房地产行业实现营业收入16461亿元（同比-13%）和利润876亿（同比-50%）。
- 2022年购房者信心受挫，房地产销售基本面持续恶化。9月末开始，政策供需端齐发力，“三箭齐发”助推房地产流动性恢复，然而疫情封控因素等影响下，金九银十成色尚不足，销售仍处在筑底阶段。房企普遍面临流动性压力，投资意愿明显下降，全年集中供地均以稳健经营财务健康的央国企为主力，稳健经营的房企优势逐渐凸显。受结算进度以及行业利润率趋势性下降的影响下，行业收入利润均呈现下滑，房企基本面的修复仍需要时间。

房地产行业营业收入及增长率



房地产行业利润总额及增长率



数据来源：Wind，西南证券整理

目　录

2022年行业回顾

2023年行业投资策略

行业：政策底已现，景气修复仍需时日

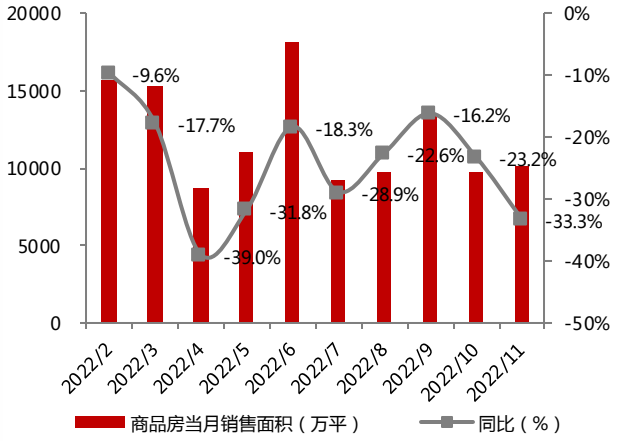
企业：国进民退，格局优化

2023年重点推荐投资标的

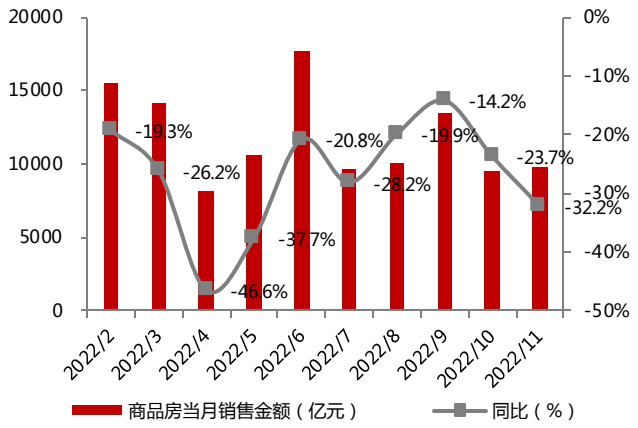
行业：政策底已现，景气修复仍需时日

1）新房：新房销售仍在筑底阶段。2022年11月商品房销售面积10071万平，销售金额9816元，同比分别下降33.3%和32.2%，降幅较10月分别扩大10.1pp和8.5pp。累计来看，1-11月商品房销售额同比下降26.6%，降幅较累计1-10扩大0.5pp。下半年以来，市场整体进入筑底阶段，销售降幅自9月以来出现连续2个月的扩大，回暖仍需要时间。克尔瑞数据显示，12月百强房企销售额7542亿元（-31.5%），销售面积4645万平方米（-34.9%）。

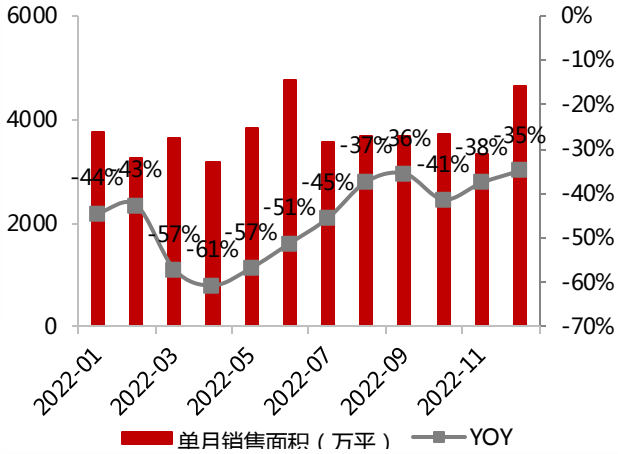
全国商品房当月销售面积



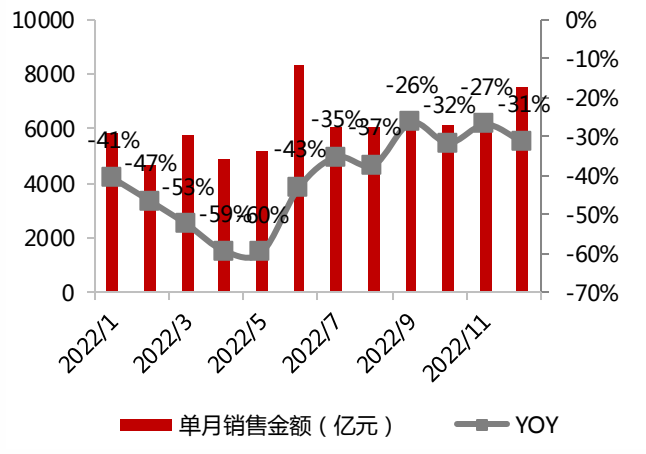
全国商品房当月销售金额



百强房企销售面积



百强房企销售金额

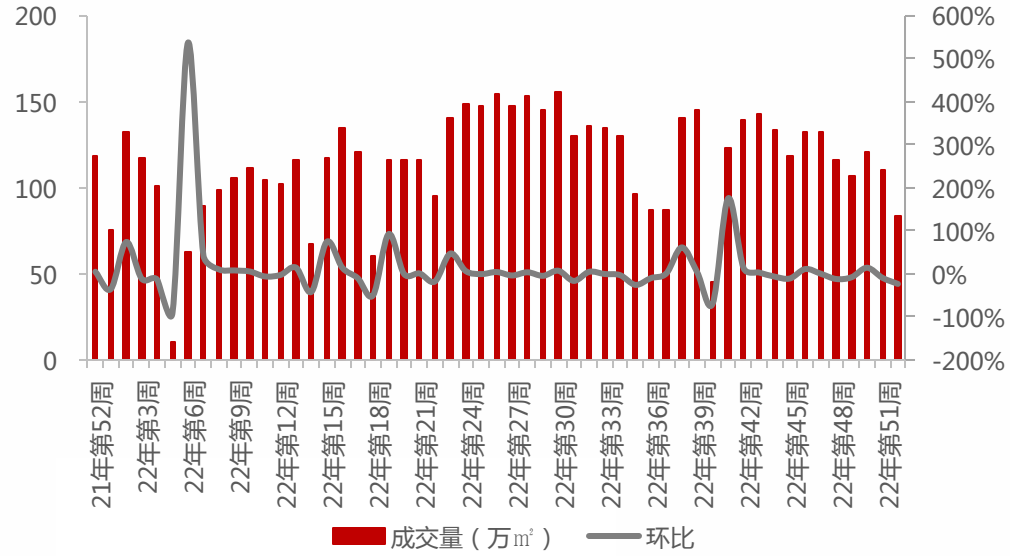


数据来源：国家统计局，克尔瑞，西南证券整理

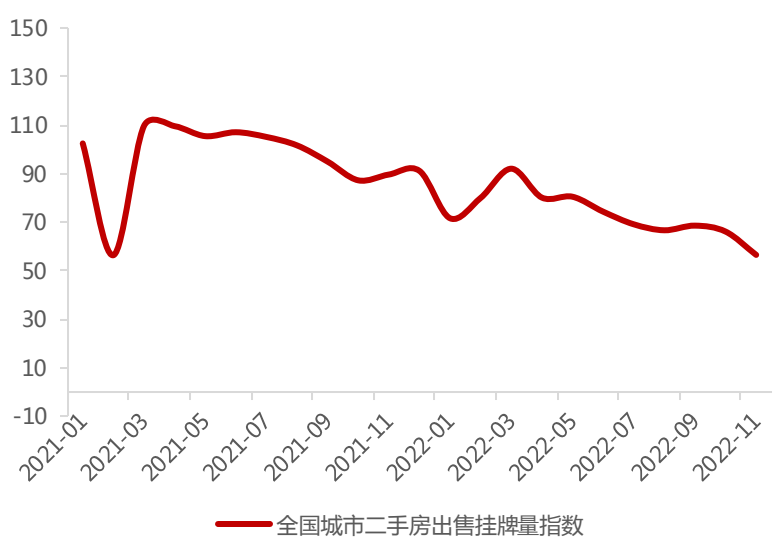
行业：政策底已现，景气修复仍需时日

2）二手房：恢复好于新房，但11月开始成交量出现下降。全国城市二手房出售挂牌量指数自4以来呈现趋势性下降，11月份全国城市二手房出售挂牌量指数较10月份环比下降14.6%。根据克尔瑞监测11城二手房成交数据，由于购房者对于新房交付的担忧，二手房恢复好于新房，成交量自9月中下旬单周成交量恢复至140万平左右，但自11月以来成交规模呈现趋势性收缩，12月下旬周成交量降至84万平，除北京、成都、厦门成交热度环比小幅上升外，其余城市成交热度均呈现不同程度的下降。

11城二手房成交量及环比



全国城市二手房出售挂牌量指数

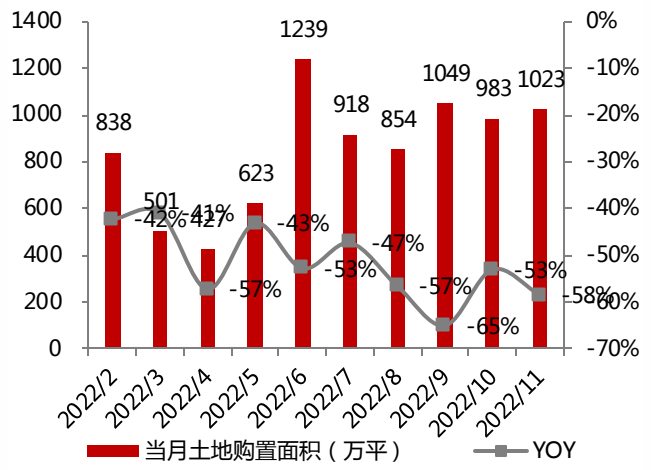


数据来源：wind，克尔瑞，西南证券整理

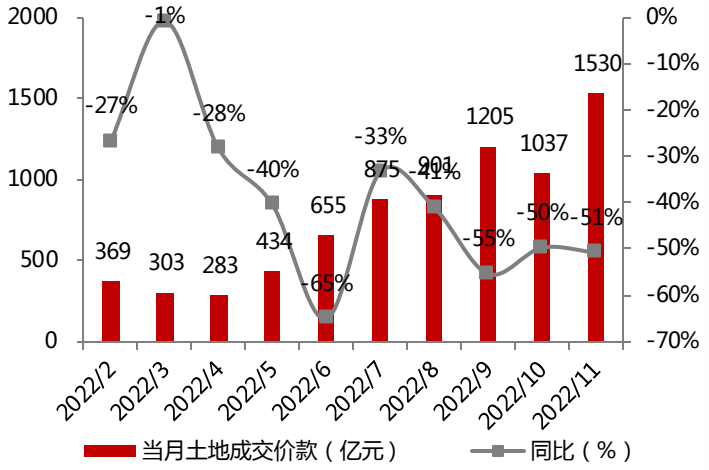
行业：政策底已现，景气修复仍需时日

3）土地：土地市场持续降温，房企的拿地节奏放缓。从单月拿地情况来看，拿地节奏明显放缓，单月土地购置面积及土地成交价同比均维持较大跌幅。11月土地成交额1530亿元，同比下降50.8%，土地投资仍较为低迷。累计来看，购置面积与成交价款同比降幅仍在寻底，当前“保交楼”政策基调下房企资金调用主向竣工端，拿地审慎。100大中城市土地成交溢价率保持4%以下的历史低位。

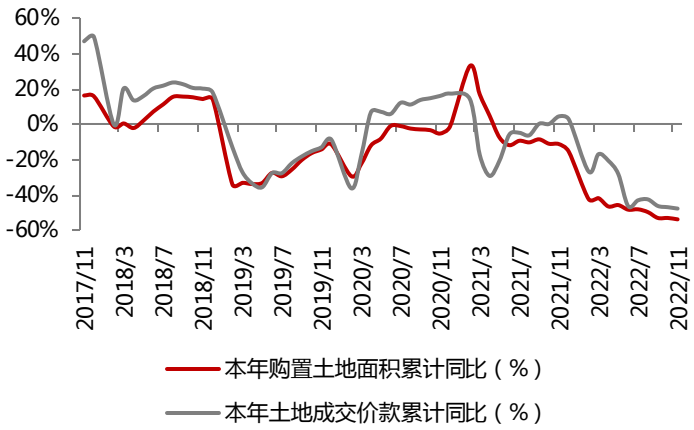
全国各月土地购置面积



全国各月土地成交价款



土地购置面积和成交价款累计增速



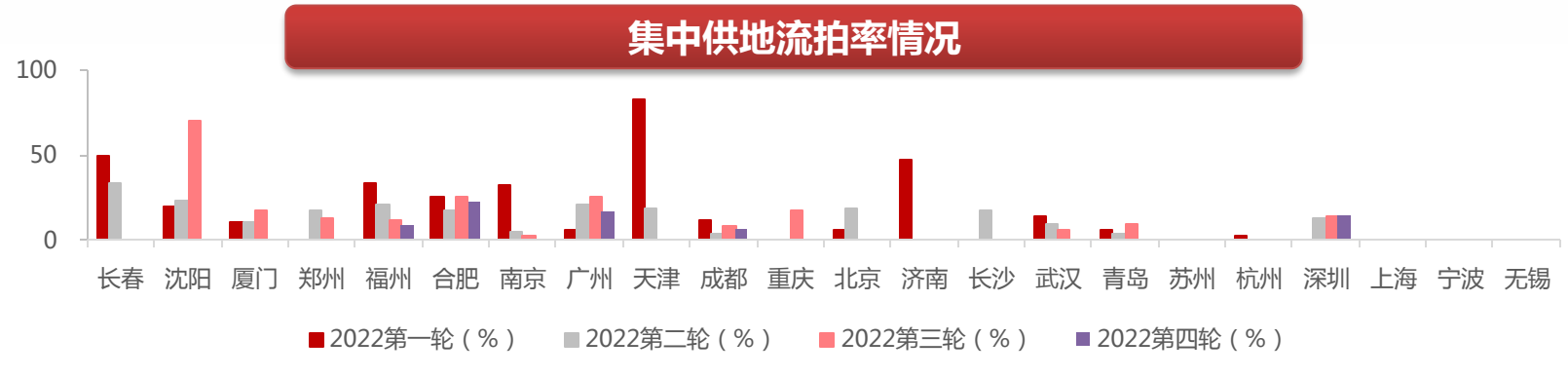
100大中城市土地溢价率

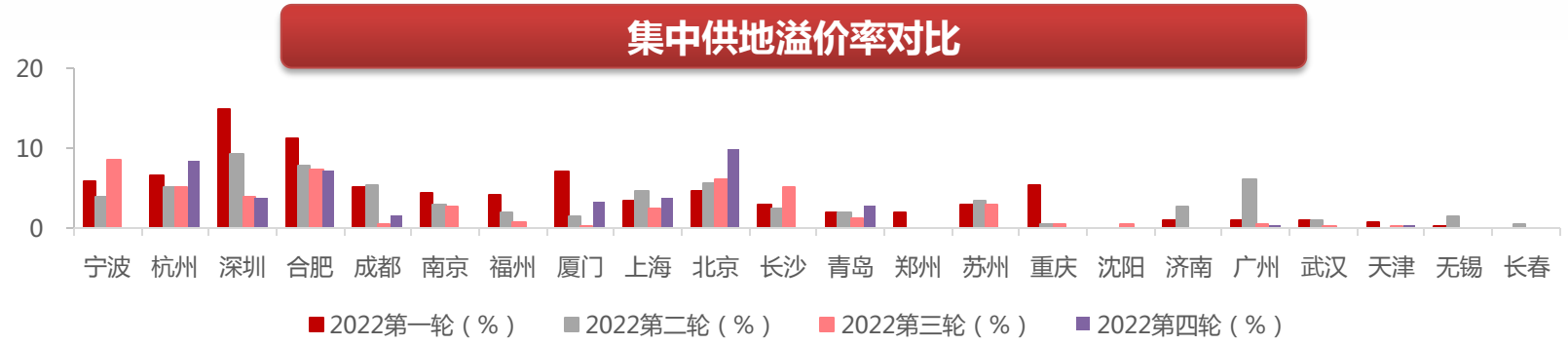


数据来源：国家统计局，wind，西南证券整理

行业：政策底已现，景气修复仍需时日

- **集中土拍热度无明显提升，溢价率维持低位。**随着市场热度的逐步走低，多数城市增加了土地出让次数，并调整为以位置优越、库存压力较低的板块为主，成交规模也明显收缩。但热度的提振并不明显，底价成交比重持续攀升，第三轮土拍整体溢价率仅有2.5%，近八成地块均是底价成交，溢价率超过5%的城市仅有宁波、合肥、北京和杭州四个城市。延期、撤牌、流拍的土地占比仍明显上升，比重由第二轮的8%上涨至11%。



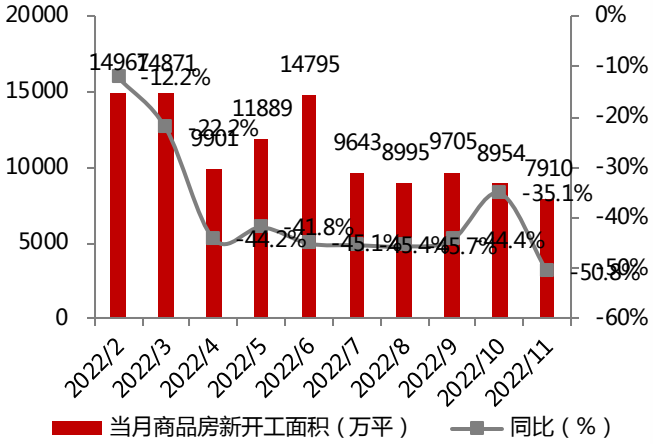


数据来源：克而瑞，西南证券整理

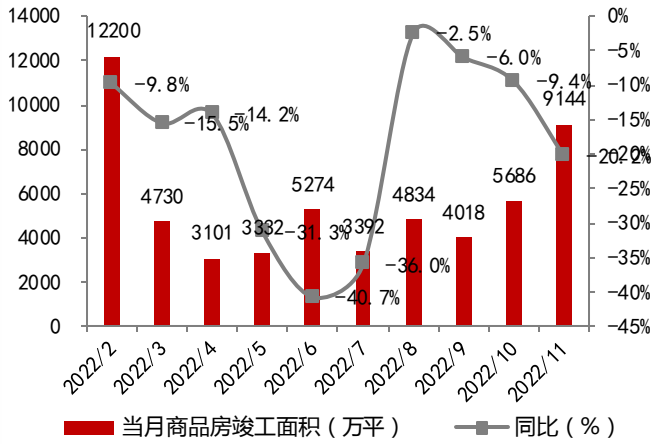
行业：政策底已现，景气修复仍需时日

4）开竣工&库存：累计投资逐渐回落，新开工转为负增长。2022年1-11月累计投资额同比持续下滑至-9.8%，房企资金端压力大对投资产生较大负面的影响。受新房销售下滑以及拿地缩量影响，房企新开工意愿较低，11月新开工面积7910万平，同比下降50.8%，今年以来一直维持在较低水平。竣工端在保交付等政策支持下，下滑幅度较小，但9月以来降幅有扩大趋势，11月竣工面积9144万平，同比下降20.2%。商品房待售面积自年初以来持续下降，但库销比环比明显提升，主要由于销售下降所致。

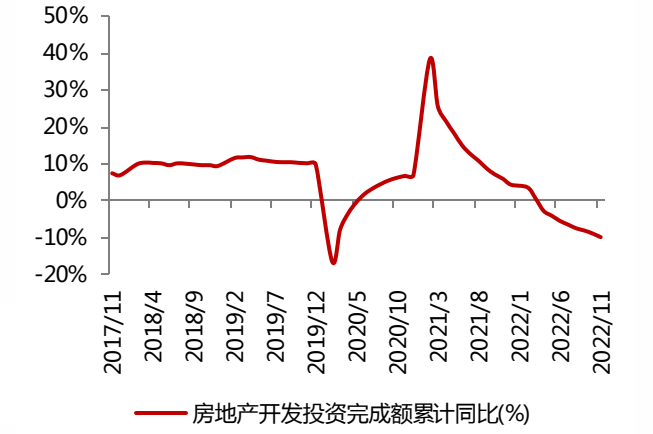
商品单月房新开工面积



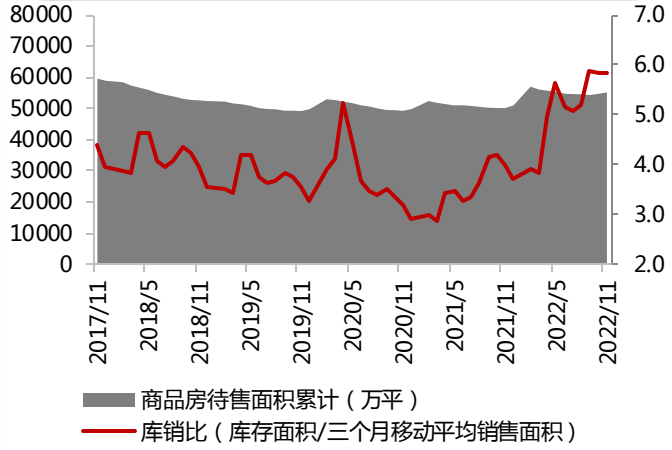
商品单月房竣工面积



房地产开发投资完成额累计增速



商品房待售面积及库销比

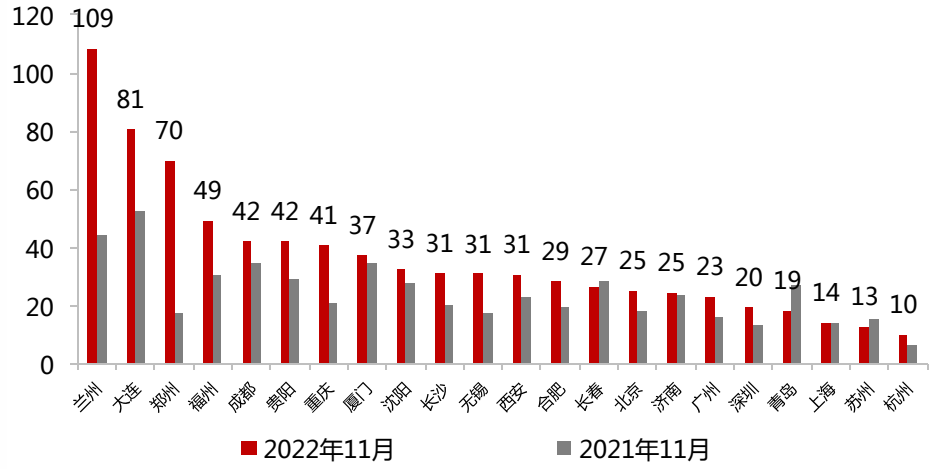


数据来源：国家统计局，wind，西南证券整理

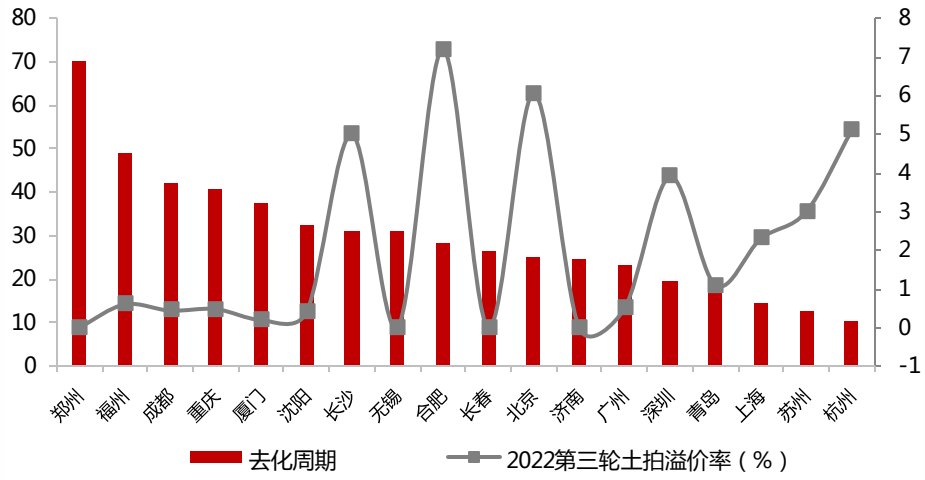
行业：政策底已现，景气修复仍需时日

- **一线城市库存相对较低，二线城市分化明显。**一线城市去化周期均在25个月以下，上海最低仅14个月。二线城市分化明显，苏州、杭州等城市库存消化周期低于15个月，供求相对平衡，弱二线城市库存消化周期较长，如兰州、大连、郑州等，去化周期超70个月，受销售下滑影响较2021年同期明显拉长。
- **库存较高的城市土拍表现较差。**从重点城市去化周期和土拍溢价率的关系来看，深圳、苏州、杭州等库存压力较小的城市土拍溢价率更高，郑州、厦门、福州、重庆等库存压力较大的城市溢价率相对较低，呈现出一定的相关性。从重点城市去化周期和成交面积环比的关系来看，青岛、上海、苏州等库存压力较小的城市1-11月累计成交面积降幅相对较低，兰州、福州、重庆等库存压力较大的城市跌幅较大。

重点城市去化周期对比



重点城市去化周期和二轮土拍溢价率对比



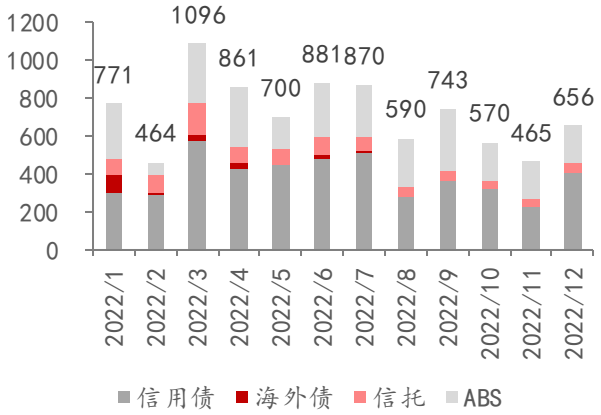
数据来源：中指院，西南证券整理

行业：政策底已现，景气修复仍需时日

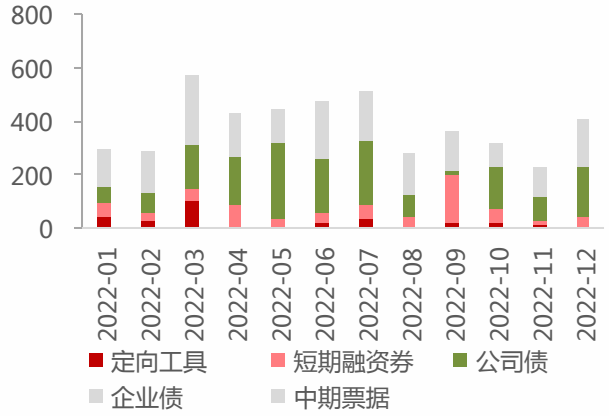
5）融资&负债：房企非银融资有修复迹象，但仍保持较大跌幅。12月房企非银融资总额为656亿元，同比下降32.9%，环比增长34.2%，10月同比上升16.4%，同比首次出现正增长。1-12月房企非银融资总额8457亿元，同比下降50.7%。从融资结构来看，2022年12月信用债、海外债、信托、ABS融资占比分别为63%、0%、7%、31%，12月无新增海外债发行。

- **2023年1-4月房企债务到期压力增加。**2023年房企两波偿债高峰为1-4月和7-9月，其中1、3、4月单月到期债务规模均在千亿以上，较2022Q4偿债压力明显提升。

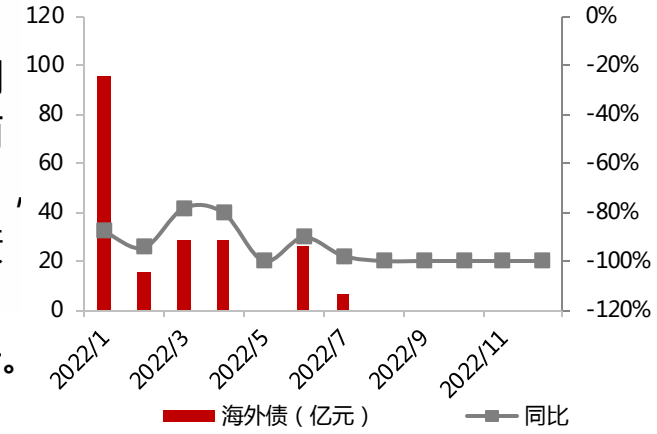
债务发行总规模（亿元）



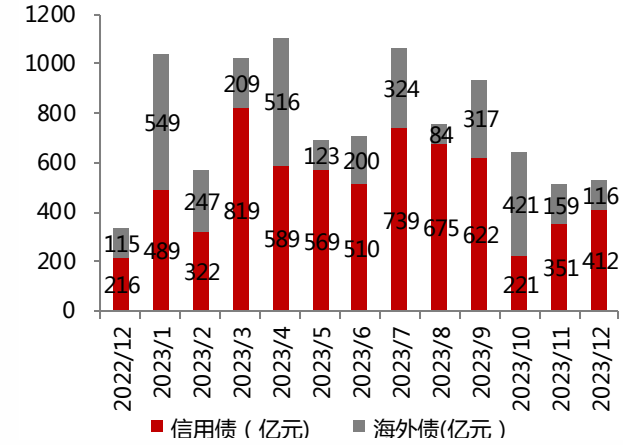
信用债发行规模及同比



海外债发行规模及同比



房企信用债和海外债到期规模

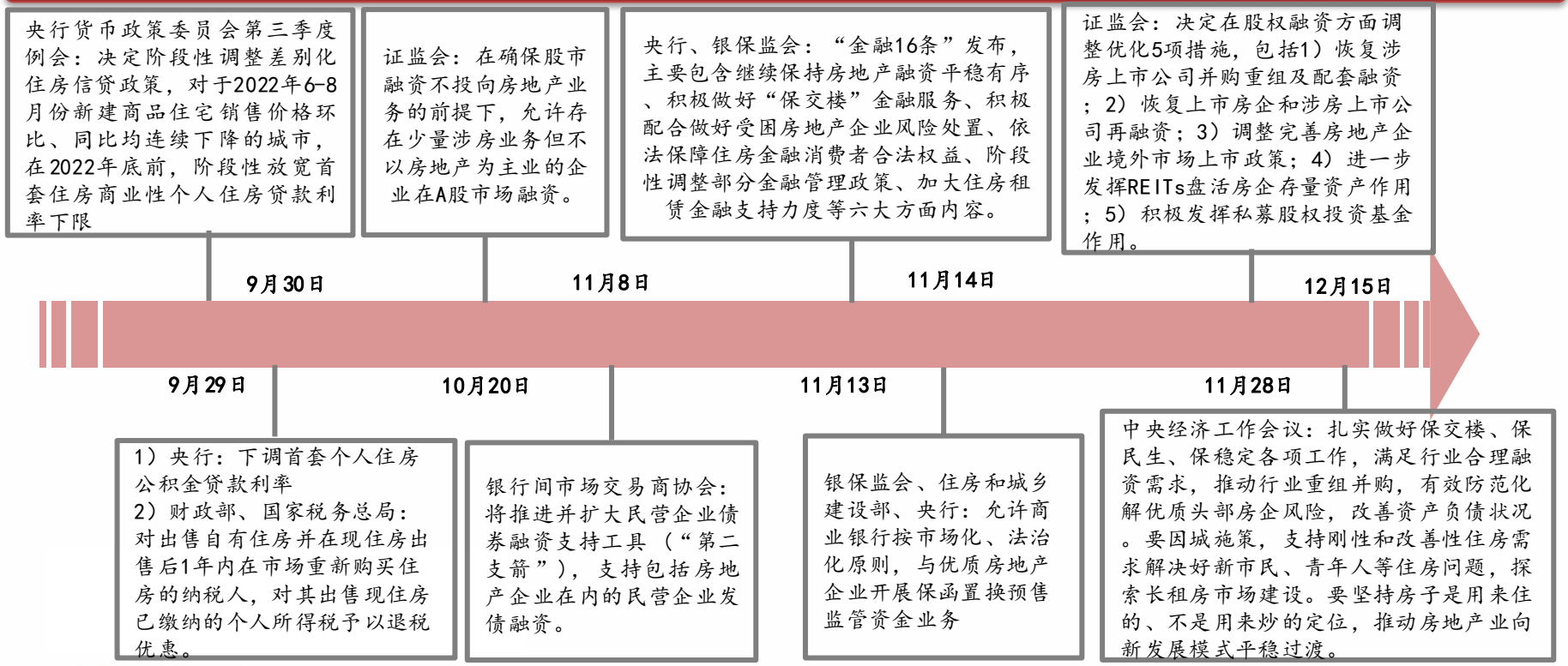


数据来源：国家统计局，中指院，西南证券整理

行业：政策底已现，景气修复仍需时日

6）政策：政策底已现，供给与需求侧齐发力。9月末，央行及财政部、国家税务总局连续出台需求侧刺激政策“组合拳”。10月份首次提出放宽房企股权融资，预期缓解房企融资压力。11月份则进入政策密集发布期，发力供给侧：8日支持房企发债融资（第二支箭）；13日发布金融16条，继续保持房地产融资平稳有序、积极做好“保交楼”金融服务；14日允许商业银行与优质房地产企业开展保函置换预售监管资金业务，释放存量资金；28日大力松绑股权融资，恢复涉房上市公司并购重组及配套融资、恢复上市房企和涉房上市公司再融资；12月中央经济工作会议提出支持住房改善型消费。

9月末以来房地产宽松政策



数据来源：政府网站，公开资料，西南证券整理

行业：政策底已现，景气修复仍需时日

- **核心城市需求端政策逐渐打开，力度逐渐加大。**中央层面政治局会议从4月“支持各地从当地实际出发完善房地产政策”，到7月“因城施策用足用好政策工具箱”，地方性政策从试探性松绑转向应放尽放。据克尔瑞统计，全年至少295省市出台595次房地产松绑政策，范围逐渐向核心城市扩展，四季度以来武汉、厦门、杭州、苏州等高能级城市陆续松绑，政策力度加大，范围不再仅限于外围区域，但政策释放频次有所下降。

重点城市放松政策调整及现行规则

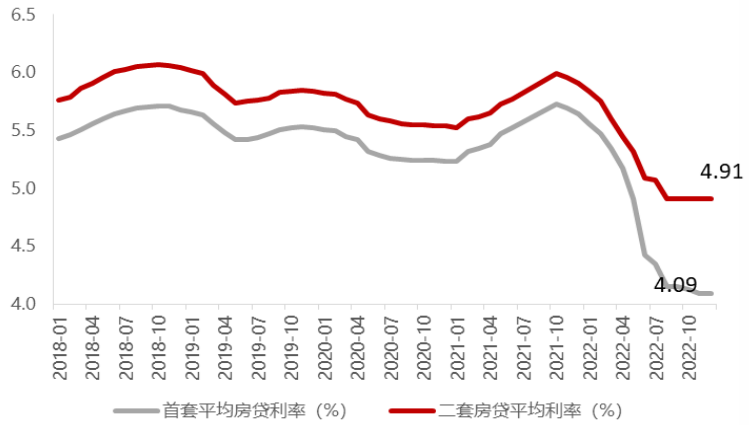
时间	城市	限购放松						现行规则				
		新房	二手房	多孩政策	以租换购	亲属投靠	其他	首套最低首付比例	二套最低首付比例	本地限购	外地限购	限购区域
3月	郑州					√		30%	40%	限2套	限1套	部分
4月	沈阳	√						30%	40%	限2套	限2套	部分
5月	无锡						√	30%	50%	限2套	限1套	部分
5月	太原						√	20%	40%	限2套	限1套	部分
5月、12月	厦门	√		√				30%	40%	限3套	限1套	全市
5月、9月	杭州	√		√				30%	40%	限2套	限1套	部分
5月	海口	√						30%	40%	限2套	限1套	全市
5月	大连	√	√					30%	60%	限2套	限2套	部分
5、6月	武汉	√		√		√		30%	40%	限3套	限1套	部分
5、6月	合肥	√	√			√		30%	40%	限3套	限1套	部分
4、5、6月	南京	√		√				30%	30%	限2套	限1套	部分
6月	广州						√	30%	50%	限2套	限1套	部分
3、7月	福州	√		√	√			30%	40%	限2套	限1套	部分
5、7、11月	成都	√		√	√			30%	40%	限2套	限1套	部分
5、8月	长沙			√	√		√	30%	40%	限2套	限1套	部分
5、8、11月	西安	√			√			30%	60%	限2套	限1套	部分
4、8月	上海	√						35%	70%	限2套	限1套	全市
5、9月	宁波	√		√				30%	60%	不限购	不限购	无
4、5、9月	苏州	√					√	30%	40%	限3套	限1套	部分
5、8、9月	济南	√		√				30%	40%	限2套	限1套	部分
6、9月	青岛	√	√	√				30%	40%	限2套	限1套	部分

数据来源：政府网站，公开资料，西南证券整理

行业：政策底已现，景气修复仍需时日

- **房贷利率持续下降，住房信贷有望进一步宽松。**12月贝壳研究院监测的103个城市首套房贷利率为4.09%，二套平均4.91%，环比基本持平，同比分别回落155BP和100BP，创历史新低。自9月末以来部分城市突破利率下限限制，截止到12月18日，已有19城首套房贷主流利率降至4.0%以下，其中二线城市有6城，三四线城市13城。首套主流利率仅9城高于4.1%；二套主流利率仅北京、上海、厦门和西安四城高于4.9%。从利率下调幅度看，三四线城市房贷利率同比降幅最大，首二套利率同比降幅分别为164BP和107BP。一线城市房贷利率同比降幅最小，首二套利率同比降幅仅69BP和62BP。

贝壳103城平均房贷利率



6-8月新房价格指数同、环比均连续下降的23城

能级	城市	新房价格指数环比			新房价格指数同比		
		2022年6月	2022年7月	2022年8月	2022年6月	2022年7月	2022年8月
二线	天津	-0.2%	-0.6%	-0.4%	-2.4%	-3.5%	-4.2%
	石家庄	-0.2%	-0.3%	-0.5%	-3.1%	-3.6%	-3.7%
	大连	-0.3%	-0.1%	-0.2%	-1.5%	-2.2%	-3.0%
	哈尔滨	-0.6%	-0.2%	-0.5%	-6.8%	-7.0%	-7.2%
	武汉	-0.4%	-0.2%	-1.3%	-2.9%	-3.7%	-5.3%
	贵阳	-0.2%	-0.3%	-0.1%	-1.3%	-2.1%	-2.2%
	昆明	-0.2%	-0.5%	-0.4%	-2.9%	-2.8%	-2.8%
	兰州	-0.5%	-0.6%	-1.0%	-3.3%	-4.2%	-5.0%
三四线	秦皇岛	-1.0%	-0.6%	-0.5%	-6.0%	-6.4%	-6.4%
	包头	-0.4%	-0.1%	-0.6%	-3.7%	-4.0%	-4.7%
	温州	-0.6%	-0.7%	-0.4%	-1.3%	-2.5%	-3.1%
	安庆	-0.4%	-1.0%	-0.4%	-2.7%	-3.6%	-4.0%
	泉州	-0.6%	-0.5%	-1.0%	-1.9%	-3.0%	-4.2%
	济宁	-0.4%	-0.3%	-0.8%	-1.4%	-2.4%	-3.2%
	宜昌	-1.5%	-0.4%	-0.2%	-3.0%	-4.0%	-4.1%
	襄阳	-0.2%	-0.1%	-0.4%	-4.0%	-4.5%	-5.3%
	岳阳	-1.6%	-0.5%	-0.5%	-7.1%	-7.0%	-7.1%
	常德	-0.2%	-0.8%	-0.6%	-5.1%	-5.7%	-6.0%
	湛江	-0.7%	-0.6%	-1.2%	-7.0%	-8.0%	-8.9%
	桂林	-0.1%	-0.5%	-0.7%	-3.6%	-3.8%	-4.1%
	北海	-1.0%	-1.3%	-1.4%	-7.4%	-8.8%	-10.1%
	泸州	-0.5%	-0.2%	-0.5%	-6.3%	-6.3%	-6.6%
	大理	-1.0%	-0.8%	-0.1%	-6.3%	-6.6%	-6.9%

数据来源：贝壳研究院，西南证券整理

行业：政策底已现，景气修复仍需时日

- **保交付政策陆续出台。**8月多城市相继出台纾困政策，郑州、南宁先后成立100亿元和30亿元规模的纾困基金，郑州已落地首个纾困项目，此外合肥下设六个工作专班督促楼盘交付，开封、洛阳等部分城市通过“一对一专班”进项目建设进度。
- **目前地产纾困主要有四类模式，本质在于资金来源与退出方式：**1）债权纾困。由商业机构或者政府牵头出资，资金以债权形式注入到涉险房企。2）收并购与破产重组。国有房企、地方国企、地方AMC以及纾困基金等机构或其子公司出资购买涉险房企的项目资产。3）保障性租赁住房。地方城投向国开行申请保障性租赁式住房专项贷款，收购房企的受困项目，将其改造成租赁住房或人才公寓出租。4）棚改统贷统还。被困项目由安置房项目转化为棚改项目，由地级市级融资平台向国开行申请棚改专项贷款，再转贷给各区县的项目公司。

各地方政府或平台公司联合AMC设立地产纾困基金

时间	基金发起人	规模（亿元）	募资用途
2022年4月15日	陕建地产、中国信达	100	双方将共同设立总规模不超过100亿元的并购重整基金，积极围绕危困房企并购开展合作。
2022年5月9日	南通国资、华融资产	50	将在项目并购、资产盘活等方面与中南建设展开合作，相关支持项目总规模不超过50亿元。
2022年5月9日	川发资管、华润渝康	未披露	共同出资组建“川渝地区问题机构纾困基金”，双方将设立不良资产收购基金。
2022年6月7日	浙江房协、浙商资产	100	初步成立了100亿规模的“并购重组专项资金”，后续用于动危团房企项目并购重组。
2022年7月19日	**郑州地产、河南资管**	**100**	联合设立郑州市地产纾困基金，通过资产处置、资源整合、重组顾问等方式，参与问题楼盘，盘活、困难房企救助等解围纾困工作。
2022年8月8日	建设银行	300	建设银行拟以湖北省为试点，设立300亿元纾困基金，用于收购问题项目，并改建为公租房。
2022年8月10日	江苏资管、中南控股	20	江苏资产或其指定主体拟与中南集团或其指定主体共同设立规模20亿元、存续期3年的基金，用于中南集团及关联方投资的项目合作，包括不限于存量债务重组、现有项目续建等。
2022年8月15日	**南宁轨道、南宁交投**	**30**	以政府主导、市场化运作为原则基金，首期规模30亿元，首笔出资于8月19日完成缴付，后续资金将陆续到位，已围绕“保交楼、稳民生”开展工作，对部分项目进行调研。
2022年8月23日	**湖北资管、浙商资管**	50	联合设立50亿元纾困基金，聚焦助企纾困，加大对全省不良资产的收购、处置力度，服务“保交楼、保民生、保稳定”。
2022年9月29日	**信达投资、信达地产**	未披露	对康桥集团存量地产项目在保交楼方面开展纾困救助，助力康桥集团保交楼。
2022年12月9日	**中国信达、中豫建投**	100	联合设立河南省房地产纾困投资合伙企业，用于专项投资河南省问题楼盘纾困

数据来源：wind，政府网站，西南证券整理

行业：政策底已现，景气修复仍需时日

重点保交楼支持政策

日期	部门/会议	政策要点/解决方案
7月14日	银保监会	银保监会有关部门负责人首次针对“停贷事件”作出回应，表示将引导金融机构市场化参与风险处置，加强与住建部门、中国人民银行工作协同，支持地方政府积极推进“保交楼、保民生、保稳定”工作，依法依规做好相关金融服务，促进房地产业良性循环和健康发展”。
7月15日	西安市住房和城乡建设局等部门	多部门联合发布《关于印发防范商品房延期交房增量问题工作措施的通知》，其中提到包括加强商品房预售资金监管、项目建设全过程监管、严格拨付标准、夯实银行责任等具体措施。
7月17日	银保监会	银保监会有关部门负责人接受采访时提出了四个措施，包括协同地方政府，千方百计推动”保交楼“；主动参与合理解决资金硬缺口的方案研究，做好具备条件的信贷投放；做好客户服务工作；有效满足房地产企业合理融资需求。
7月19日	河南省平顶山市住房和城乡建设局	各级各部门要用足用活用好现有政策，坚持做到“一楼一策一专班”，结合每个问题楼盘实际，进一步优化完善问题楼盘处置化解方案，精准施策、提高效率，扎实推进问题楼盘化解处置工作。
7月19日	陕西咸阳市住房和城乡建设局	督促其加强经营管理，勇担社会责任，努力化解矛盾，促进咸阳市房地产领域平稳健康发展。建立了一对一帮扶政策，即一个科室帮扶一家企业，促进问题尽早解决。
7月19日	四川遂宁市住房和城乡建设局	要求每一个项目均由一名县(市、区)、市直园区县级领导进行“一对一”挂联。督促未开工房地产开发项目尽快投资、动工，指导在建房地产开发项目规范运营，按期完工。
7月19日	重庆市高新区建设局	成立房地产问题项目风险化解处置小组，安排房地产专班组跟进项目建设进度，并对项目账户资金封闭管理。
7月20日	山东济南市历城区住建局	进一步强化行业监管责任，主动约谈开发企业和总包单位，化解双方的矛盾和问题，同时做好风险项目的动态跟踪，推动房地产企业处理好延期交付、停工等问题。
7月21日	银保监会	银保监会有关部门负责人表示，因城施策实施差别化住房信贷政策，在地方党委政府”保交楼“工作安排的总体框架下，银保监会指导银行积极参与相关工作，配合压实企业、股东等相关各方责任，遵循市场化、法治化的原则，做好具备条件的信贷投放，协助推进项目尽快复工，早交付。
7月26日	郑州市住房保障和房地产管理局	召开会议，汇报”头部房企资源退出项目情况“，针对建业、鑫苑、康桥、世茂、绿地、正商、融创等重点企业的项目，给予棚改统贷统还、收并购、破产重组、转为保障性租赁住房六种退出方式支持。
7月28日	中央政治局会议	稳定房地产市场，坚持“房住不炒”定位，因城施策用足用好政策工具箱，支持刚性和改善性住房需求，压实地方政府责任，保交楼、稳民生。
8月3日	长沙市住房和城乡建设局	加强预售资金监管，包括设立预售资金监管专户，对预售资金的交存和支出进行检测，待房屋竣工验收备案后，方可解除全部预售资金监管。
8月4日	上海银保监局	部署下半年重点工作，支持上海市做好“保交楼”工作。
8月8日	苏州发布	苏州各街道办事处、区级职能部门联合成立工作组进驻项目现场，督促项目尽快复工，监督工程质量，全面落实“一楼一策一专班”。
8月15日	浙江湖州市房地产市场平稳健康发展联席会议办公室	鼓励国有企业收购困难房地产企业的滞销房作为保障安置用房，加大对风险项目的处置力度，提供税收等政策支持。
8月16日	安徽宿州市房产管理服务中心	支持优质房地产企业兼并收购出险和困难大型房企的优质项目。
8月17日	江西萍乡市人民政府	提出要以“保交楼”为首要目标，明确楼盘“复工期”“竣工期”“交房期”，全力解决复工交楼问题。
8月19日	住建部、财政部、央行等多部门	完善政策工具箱，通过政策性银行专项借款方式支持已售逾期难交付住宅项目建设交付；此次专项借款精准聚焦“保交楼、稳民生”，严格限定用于已售、逾期、难交付的住宅项目建设交付，实行封闭运行、专款专用；通过专项借款撬动、银行贷款跟进，支持已售逾期难交付住宅项目建设交付，维护购房人合法权益，维护社会稳定大局。
8月31日	国务院常务会议	地方要“一城一策”用好政策工具箱，灵活运用阶段性信贷政策和保交楼专项借款。
9月19日	绍兴市人民政府新闻办公室	成立房地产专班，定期对全市所有住宅项目全面排查，针对重点项目制定风险化解“一楼一策”，通过指导督促属地成立风险项目处置专班、设立项目资金安全账户等措施，全力落实“保交楼、稳民生”任务。
9月23日	建设银行	拟出资设立住房租赁基金，以保租房推动“保交楼”。
10月13日	二十国集团财长和央行行长会议	推动“保交楼”专项借款加快落地使用，促进房地产市场平稳健康发展
11月2日	国际金融领袖投资峰会	鼓励银行通过“保交楼”专项借款支持已售住房建设交付，支持刚性和改善性住房需求。
11月14日	银保监会、住建部、央行	允许商业银行按市场化、法治化原则，在充分评估房地产企业信用风险、财务状况、声誉风险等的基础上进行自主决策，与优质房地产企业开展保函置换预售监管资金业务
11月21日	央行、银保监会	面向6家商业银行推出2000亿元“保交楼”贷款支持计划，为商业银行提供零成本资金，以鼓励其支持“保交楼工作。
11月23日	陕西省住房和城乡建设厅	与陕西金融资产管理股份有限公司签订合作协议，从金融角度共同推进保交楼工作进行。
12月28日	新疆维吾尔自治区住房和城乡建设厅	支持具备条件地州市举办线上线下房交会，激发房地产市场活力，督促各地落实好公积金贷款利率下调政策。

www.swsc.com.cn

数据来源：政府网站，西南证券整理

行业：政策底已现，景气修复仍需时日

- **三箭齐发全面支持地产融资。**“三支箭”的持续推出信号意义明确，表明监管层稳地产态度坚决，后续包括需求端、信用端在内的政策组合拳仍值得期待，行业流动性有望持续修复。
- **“第一支箭”银行信贷支持：**11月金融十六条发布以来，20多家银行与房企签署战略协议，已披露的银行意向性授信额度已超4万亿，碧桂园、龙湖、万科等成为多家银行合作对象。

部分银行授信房企统计

时间	银行	房企	额度（亿元）
11月23日	交通银行	美的置业	≤200
11月23日	交通银行	万科集团	1000
11月23日	农业银行	中海发展、华润置地、万科集团、龙湖集团、金地集团	-
11月24日	工商银行	中国海外发展、保利发展、华润置地、招商蛇口、深圳华侨城、万科集团、金地集团、绿城中国、龙湖集团、碧桂园、美的置业、金辉集团12家	6550
11月24日	建设银行	中交建、首开集团、越秀集团、万科集团、龙湖集团、美的置业、合生创展、大华集团8家	-
11月24日	邮储银行	万科集团 (1000亿) 、龙湖集团、绿城集团、碧桂园 (500亿) 、美的置业	2800
11月25日	中国银行	万科集团、碧桂园、龙湖集团、中海发展、华润置地、招商蛇口、金地集团、绿城中国、滨江集团、美的置业(300亿)	6000
11月28日	上海银行	仁恒置地、滨江集团	400
11月29日	兴业银行	万科、中海、绿城、龙湖集团、滨江集团、建发地产、国贸地产、象屿地产、厦门安居控股、福州左海控股等10家	4400
11月29日	广发银行	碧桂园、美的置业	300
11月29日	广西北部湾银行	广西荣和、桂林彰泰、广西洋浦、广西宝塔、广西金源	≤150
11月30日	上海农商银行	巷城集团、宝龙地产 (50亿) 、复地集团	200
12月2日	南海农商银行	能兴集团、广东恒福集团、东建集团、宏宇集团、融佳地产和海逸地产等10家佛山本地银行	200
12月2日	珠海华润银行	万科集团、华发股份、碧桂园、合生创展、九洲、格力地产、骏景湾等	400
12月2日	顺德农商银行	碧桂园	200
12月2日	广东(不含深圳)23家商业银行	62家广东房企，民营房企超7成	7621
12月2日	河南中原银行	普罗集团、美盛集团、正弘集团、绿都地产	400
12月5日	招商银行	金地集团、万科集团	-
12月5日	邮储银行	宝龙地产	100
12月5日	光大银行	金科股份	-
12月5日	邮储银行	旭辉控股集团	100
12月5日	中国银行	武汉联投置业、祥源控股集团	60
12月5日	中国银行		40
12月9日	浙商银行	保利置业、首开股份、信达地产、绿城中国、首创城发集团、五矿地产、越秀地产、滨江集团、美的置业等	1600
12月13日	哈尔滨银行	黑龙江省建设投资集团等在内的8家房企	-

数据来源：克尔瑞，公司公告，西南证券整理

行业：政策底已现，景气修复仍需时日

- **“第二支箭”债券融资支持：**11月8日交易商协会发文推出支出民企融资“第二支箭”，人民银行再贷款提供资金支持规模约2500亿元，通过担保增信、创设信用风险缓释凭证、直接购买债券等方式，支持民营企业发债融资。11月10日龙湖集团最先注册了200亿元储架式债券，万科、新城、绿城、金地、美的等房企也均申请或注册了储架式发行，总规模超1600亿。
- **“第三支箭”股权融资松绑：**11月28日，证监会决定在股权融资方面调整优化5项措施，并即日施行，具体举措包括：恢复涉房上市公司并购重组及配套融资；恢复上市房企和涉房上市公司再融资；调整完善房地产企业境外市场上市政策；进一步发挥REITs盘活房企存量资产作用；积极发挥私募股权投资基金作用等。此举有利于消化出险房企存量资产，加快行业并购整合，可缓解房企偿债压力，进而保交楼，长期对提振销售信心也有积极作用。

2022年11月以来民企债券意向发行额度

企业	时间	意向发行额度（亿元）
美的置业	2022/11/14	150
龙湖集团	2022/11/15	200
新城控股	2022/11/17	150
万科	2022/11/22	280
金地	2022/11/22	150
金辉	2022/11/24	20
旭辉控股集团	2022/11/25	150
绿城中国	2022/11/29	110

民企及混合所有制企业信用债发行统计（亿元）

企业	无担保	中债增提供增信	央地合作提供增信	总计
碧桂园	8	10	2	20
滨江	8			8
金辉		12		12
龙湖集团		20		20
美的置业	15	15	2.5	32.5
万科	20			20
新城控股		20		20
新希望			11.8	11.8
总计	51	77	16.3	144.3

数据来源：克尔瑞，公司公告，西南证券整理

行业：政策底已现，景气修复仍需时日

2022年11月以来房企股权融资统计

房企	融资额度	类型	主要用途
新黄浦	未确定	定向增发	保交楼、保民生”相关的房地产项目，旧城改造项目、长租房项目等开发建设、补充流动资金、偿还债务等用途。
荣盛发展	不超过30亿元	定向增发	项目开发、补充流动资金
旭辉	9.46亿港元	配股	偿还债务、一般企业用途
兰湘印象	不超过16亿	定向增发	项目开发、补充流动资金
合景泰富	4.67亿港元	配股	现有债务的再融资及一般企业用途
招商蛇口	未确定	定向增发	购买深投控持有的南油集团24%股权、招商前海实业2.89%股权
中原建业	2.75亿港元	配股	49.98%用于政府代建业务的发展、44.98%用于资本代建业务发展
德信中国	2.361亿港元	配股	现有业务的发展、偿还现有债务及补充公司运营资金
西藏城投	未确定	定向增发	“保交楼、保民生”相关的房地产项目、棚户区及旧城改造、补充流动资金、偿还债务等
新城发展	19.43亿港元	配股	偿还境外债务、营运资金
中华企业	未确定	定向增发	“保交楼、保民生”相关的房地产项目、补充流动资金、偿还债务等
大名城	不超过30亿元	定向增发	项目开发、补充流动资金
格力地产	超过8亿元	定向增发	拟收购珠免集团100%股权
迪马股份	未确定	定向增发	“保交楼、保民生”相关的房地产项目、补充流动资金、偿还债务等
绿地控股	未确定	定向增发	“保交楼、保民生”相关的房地产项目、补充流动资金、偿还债务等
华发股份	不超过60亿元	定向增发	项目建设、补充流动资金
外高桥	未确定	定向增发	项目开发、补充流动资金
嘉凯城	10.25亿元	定向增发	偿还债务、补充流动资金
福星股份	13.4亿元	定向增发	项目建设、补充流动资金
冠城大通	未确定	定向增发	收并购、保交付、补充流动资金、偿还债务等
金科股份	未确定	定向增发	“保交楼、保民生”相关的房地产项目、棚户区及旧城改造、补充流动资金、偿还债务等
华夏幸福	未确定	定向增发	“保交楼、保民生”相关的房地产项目、补充流动资金、偿还债务等
陆家嘴	未确定	定向增发	位于上海浦东陆家嘴金融贸易区及前滩国际商务区的部分优质股权资产
天地源	未确定	定向增发	“保交楼、保民生”相关的房地产项目、补充流动资金、偿还债务等
新湖中宝	未确定	定向增发	“保交楼、保民生”相关的房地产项目、棚户区及旧城改造、补充流动资金、偿还债务等
建发国际	8亿港元	定向增发	偿还借款、一般营运资金
世茂股份	未确定	定向增发	“保交楼、保民生”项目开发、偿还债务、补充流动资金等
北新路桥	未确定	定向增发	项目建设和日常经营
雅居乐	6.17亿港元	配股	偿还债务、一般企业用途
雅居乐	7.8亿港元	配股	偿还境外债务、营运资金
碧桂园	48.06亿港元	配股	偿还境外债务、营运资金
碧桂园	38.72亿港元	配股	偿还境外债务、营运资金

数据来源：企业公告，中指研究院，西南证券整理

行业：政策底已现，景气修复仍需时日

- 行业基本面在一段时间内仍将处在筑底阶段，倒逼行业政策边际放宽，政策先于基本面出现“拐点”。近期行业政策利好持续释放，后续包括需求端、信用端有望持续落地，但基本面修复仍需要一定时间。当前时点对于2023年的展望存在较大难度，在政策宽松与基本面下滑的拉锯中，需综合考虑需求的修复弹性，政策的宽松力度及效果。中性假设下，认为政策调整维持现有力度，**1）销售：**随着行业流动性的修复，以及保交楼的陆续推进，市场信心缓步修复，呈现先抑后扬，全年销售下滑4.8%；**2）投资：**由于房企拿地收缩，叠加销售不振，新开工意愿较低，降幅仍在20.6%水平，保交付政策支持下竣工端有所支撑，全年小幅增长4.5%，整体来看，房企投资额下滑9.7%。

2022-2023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
2005	5.4	-	1.7	-	1.59	-	6.81	-	5.34	-
2006	6.2	14.8%	2.1	23.5%	1.94	22.0%	7.93	16.4%	5.58	4.5%
2007	7.7	24.2%	3	42.9%	2.53	30.4%	9.54	20.3%	6.06	8.6%
2008	6.6	-14.3%	2.5	-16.7%	3.12	23.3%	10.26	7.5%	6.65	9.7%
2009	9.5	43.9%	4.4	76.0%	3.62	16.0%	11.64	13.5%	7.27	9.3%
2010	10.5	10.5%	5.3	20.5%	4.83	33.4%	16.36	40.5%	7.87	8.3%
2011	10.9	3.8%	5.9	11.3%	6.18	28.0%	19.12	16.9%	9.26	17.7%
2012	11.1	1.8%	6.4	8.5%	7.18	16.2%	17.73	-7.3%	9.94	7.3%
2013	13.1	18.0%	8.1	26.6%	8.6	19.8%	20.12	13.5%	10.14	2.0%
2014	12.1	-7.6%	7.6	-6.2%	9.5	10.5%	17.96	-10.7%	10.75	6.0%
2015	12.8	5.8%	8.7	14.5%	9.6	1.1%	15.45	-14.0%	10	-7.0%
2016	15.7	22.7%	11.8	35.6%	10.26	6.9%	16.69	8.0%	10.61	6.1%
2017	16.9	7.6%	13.4	13.6%	10.98	7.0%	17.87	7.1%	10.15	-4.3%
2018	17.2	1.8%	15	11.9%	12.03	9.6%	20.93	17.1%	9.36	-7.8%
2019	17.2	0.0%	16	6.7%	13.22	9.9%	22.72	8.6%	9.59	2.5%
2020	17.6	2.3%	17.4	8.7%	14.14	7.0%	22.44	-1.2%	9.12	-4.9%
2021	17.9	1.9%	18.2	4.8%	14.76	4.4%	19.89	-11.4%	10.14	11.2%
2022E	**13.6**	**-24.1%**	**13.3**	**-27.0%**	**13.21**	**-10.5%**	**11.97**	**-39.8%**	**8.18**	**-19.3%**
2023E	**13.0**	**-4.8%**	**12.6**	**-4.8%**	**11.92**	**-9.7%**	**9.50**	**-20.6%**	**8.55**	**4.5%**

数据来源：wind，西南证券

目　录

2022年行业回顾

2023年行业投资策略

行业：政策底已现，景气修复仍需时日

企业：国进民退，格局优化

2023年重点推荐投资标的

企业：国进民退，格局优化

- **销售结构性修复，央国企表现更佳。**12月单月有逾8成百强房企单月业绩同比降低，销售呈现结构性修复。在整体的下行中，企业之间的分化也更加直接和显著，头部国央企以及少数优质民企顶住压力，销售韧性要明显好于同业。12月单月销售表现比较好的有保利发展（+42%）、滨江集团（+40%）、绿城中国（+12%）、建发房产（+10%）、华润置地（+9%）、越秀地产（-1%）、招商蛇口（-2%）等。累计来看，1-12月累积销售表现比较好的房企有越秀地产（+7%）、建发房产（0%）、华发股份（-1%）、华润置地（5%）、滨江集团（-9%）、招商蛇口（-10%）。

销售排名	企业简称	2022年1-12月累计金额（亿元）	12月单月金额（亿元）	累计同比	单月同比	单月环比
1	碧桂园	4643	230	-39%	-23%	-39%
2	保利发展	4573	572	-15%	42%	55%
3	万科地产	4202	435	-32%	-6%	20%
4	华润置地	3013	496	-5%	9%	123%
5	中海地产	2955	368	-20%	-9%	49%
6	招商蛇口	2926	431	-10%	-2%	88%
7	金地集团	2218	204	-23%	-16%	13%
8	绿城中国	2128	272	-20%	12%	17%
9	龙湖集团	2033	201	-30%	-49%	15%
10	建发房产	1703	255	0%	10%	5%
11	融创中国	1692	81	-72%	-83%	-1%
12	中国金茂	1550	175	-34%	-20%	22%
13	滨江集团	1539	204	-9%	40%	34%
14	绿地控股	1401	221	-52%	-6%	115%
15	中国铁建	1281	224	-10%	-14%	-5%
16	越秀地产	1260	229	7%	-1%	92%
17	旭辉集团	1237	61	-50%	-71%	46%
18	华发股份	1202	178	-1%	-8%	-3%
19	新城控股	1165	66	-50%	-69%	-3%
20	远洋集团	1004	109	-26%	-30%	1%
21	首开股份	869	89	-26%	-11%	62%
22	世茂集团	865	70	-68%	-30%	8%
23	卓越集团	743	107	-41%	-24%	120%
24	美的置业	742	60	-46%	-38%	43%
25	电建地产	685	112	-22%	-43%	57%
26	金科集团	671	35	-64%	-72%	30%
27	仁恒置地	651	55	-14%	-47%	54%
28	中交房地产	650	72	-34%	-63%	18%
29	中南置地	640	77	-67%	-47%	75%
30	中梁控股	626	30	-64%	-82%	0%

数据来源：克尔瑞，西南证券整理

企业：国进民退，格局优化

- **央国企为拿地主力，新增货值集中度提升。**截至12月末，TOP10/11-20房企新增货值占百强总新增货值的44.4%/16.1%，TOP20房企新增货值集中度合计高达60.5%。其中2022年1-12月新增货值超千亿的房企达到8家，从高到底分别为保利发展、华润置地、中海地产、万科、滨江集团、招商蛇口、越秀地产、绿城中国，较去年同期减少了15家。拿地金额TOP10中国央企仍有巨大优势，12月民企拿地无起色，国央企拿地放缓，城投平台持续“托底”。

2022年1-12月中国房地产企业新增货值TOP50

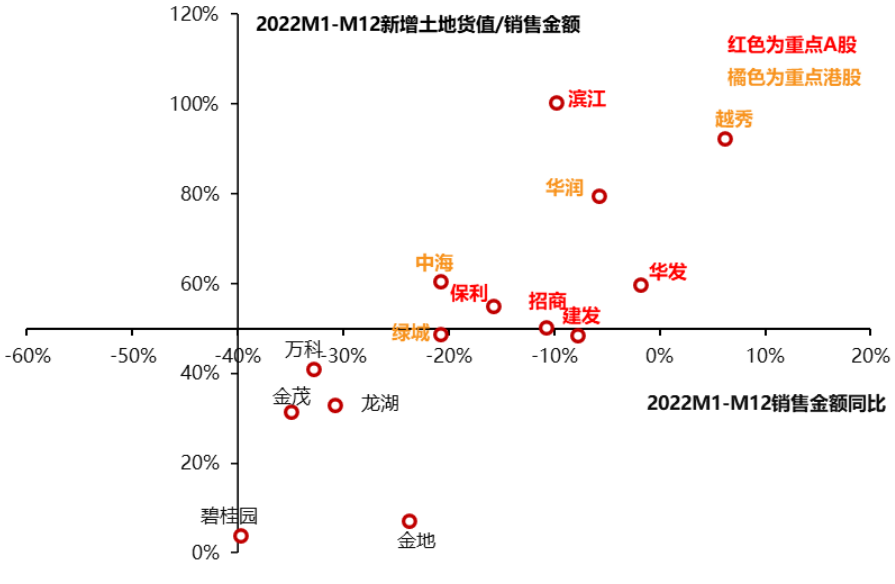
排名	企业名称	新增土地货值（亿元）	排名	企业名称	新增土地货值（亿元）
1	保利发展	2514.8	26	大家房产	343.2
2	华润置地	2393.8	27	颐居建设	340.3
3	中海地产	1787	28	象屿集团	297.4
4	万科地产	1716.2	29	城建发展	281.6
5	滨江集团	1543.2	30	湖北联投	277.9
6	招商蛇口	1466.8	31	港城集团	262.4
7	越秀地产	1162.4	32	杭州城建	241.9
8	绿城中国	1036	33	北万置业	241.2
9	中国铁建	944	34	仁恒置地	240.3
10	建发房产	908.5	35	陕西建工	235.5
11	广州地铁	747.9	36	中建二局	233.3
12	华发股份	717.6	37	珠江投资	222
13	深圳地铁	674	38	苏高新集团	218.5
14	龙湖集团	670.6	39	深业集团	215.7
15	中信泰富	660.3	40	兴创地产	212.4
16	中国金茂	488.7	41	西安高科集团	208.5
17	国贸地产	429.7	42	常州城建集团	208.1
18	中交房地产	417.2	43	特房集团	187.1
19	伟星房产	410.8	44	碧桂园	185.9
20	中建东孚	403.3	45	临港城投	184.9
21	兴城人居	393.5	46	宸嘉发展	180.9
22	广州城投	371.3	47	天健集团	176.5
23	武汉城建	366.3	48	旭辉集团	174.4
24	葛洲坝	357.3	49	大悦城控股	172.8
25	保利置业	352.1	50	朗诗绿色地产	170.9

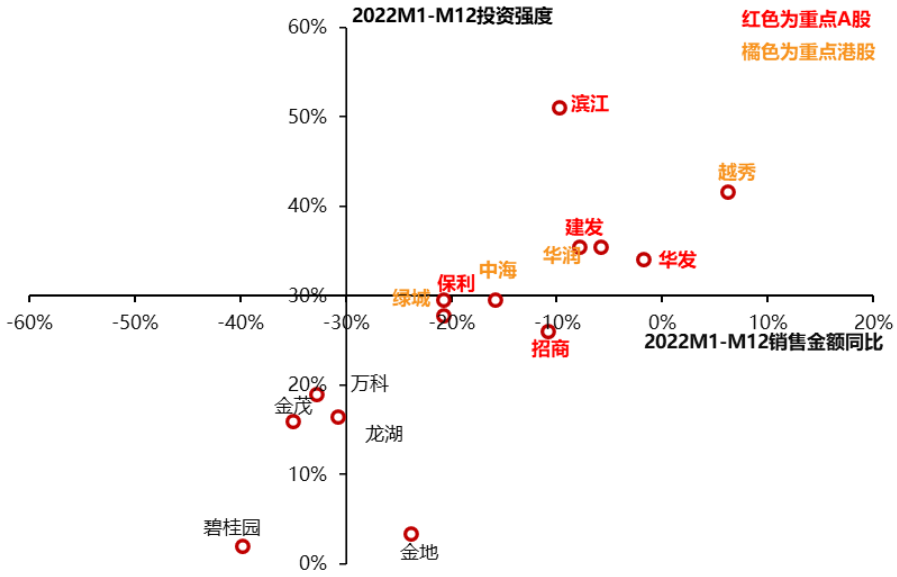
数据来源：克尔瑞，西南证券整理

企业：国进民退，格局优化

- **央国企销售拿地表现更佳，强者恒强格局将继续延续。**从房企全年销售表现和拿地情况来看，央国企和少数优质民企销售表现更佳，对应未来1-2年业绩结算更有保障，同时在土地市场较为低迷的情况下低价布局一二线优质土储，对应未来销售市占率有望进一步提升，利润率也有望修复。在此背景下，强者恒强格局将继续延续。

重点房企销售与拿地坐标





数据来源：wind，克尔瑞，西南证券整理

企业：国进民退，格局优化

重点房企销售及拿地汇总

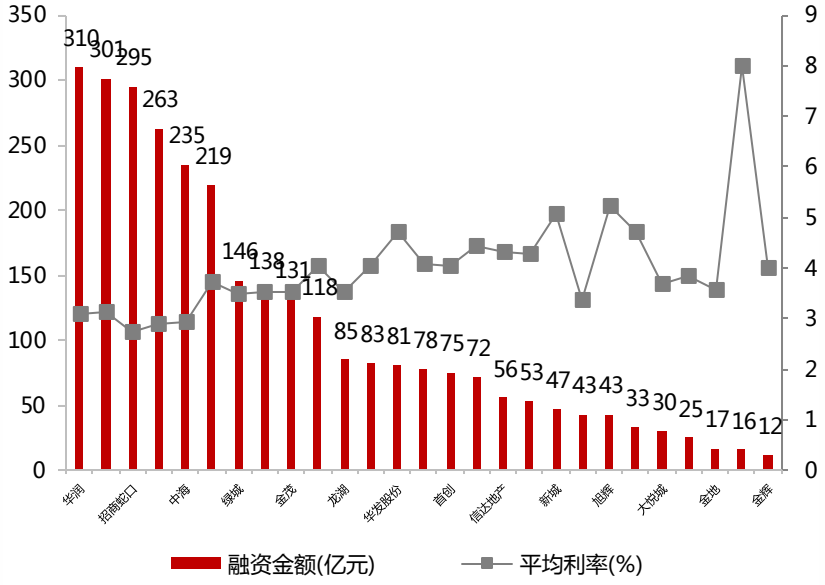
	万科		保利发展		金地集团		招商蛇口		滨江集团		建发股份		华发股份		中海地产		越秀地产		华润置地	
	累计销售金额（亿元）	YOY	累计销售金额（亿元）	YOY	累计销售金额（亿元）	YOY	累计销售金额（亿元）	YOY	累计销售金额（亿元）	YOY	累计销售金额（亿元）	YOY	累计销售金额（亿元）	YOY	累计销售金额（亿元）	YOY	累计销售金额（亿元）	YOY	累计销售金额（亿元）	YOY
2022年1月	335	-52%	283	-33%	150	-37%	152	-38%	104	7%	84	-26%	102	2%	155	-46%	55	-36%	150	-38%
2022年2月	646	-44%	498	-34%	237	-43%	252	-40%	173	-53%	195	-22%	135	-13%	270	-48%	85	-38%	250.2	-40%
2022年3月	1045	-40%	907	-26%	455	-34%	474	-35%	250	-47%	302	-27%	232	-17%	480	-45%	136	-47%	459	-32%
2022年4月	1380	-40%	1212	-31%	580	-42%	614	-39%	356	-39%	357	-37%	280	-29%	720	-41%	247	-25%	610	-40%
2022年5月	1673	-42%	1592	-32%	722	-44%	777	-41%	450	-36%	464	-37%	350	-35%	965	-39%	346	-15%	813.2	-36%
2022年6月	2096	-41%	2102	-26%	1006	-38%	1188	-33%	684	-22%	620	-34%	494	-23%	1375	-33%	482	2%	1210	-27%
2022年7月	2473	-39%	2432	-26%	1191	-37%	1428	-28%	797	-21%	732	-30%	582	-18%	1570	-32%	554	5%	1490	-21%
2022年8月	2790	-37%	2817	-25%	1402	-32%	1666	-23%	928	-20%	907	-21%	647	-15%	1803	-29%	635	-3%	1710	-18%
2022年9月	3129	-35%	3201	-22%	1629	-29%	2016	-16%	1051	-18%	1001	-19%	730	-11%	2025	-27%	800	11%	2021	-12%
2022年10月	3407	-35%	3631	-21%	1834	-25%	2267	-12%	1182	-16%	1205	-14%	841	-8%	2340	-23%	911.7	12%	2295	-8%
2022年11月	3768	-34%	4001	-20%	2014	-23%	2496	-12%	1335	-14%	1449	-2%	1024	0%	2587	-22%	1031	9%	2517	-7%
2022年12月	4202	-32%	4573	-15%	2218	-23%	2926	-10%	1539	-9%	2158	-7%	1202	-1%	2955	-20%	1260	7%	3013	-5%
	累计拿地金额（亿元）	投资力度	累计拿地金额（亿元）	投资力度	累计拿地金额（亿元）	投资力度	累计拿地金额（亿元）	投资力度	累计拿地金额（亿元）	投资力度	累计拿地金额（亿元）	投资力度	累计拿地金额（亿元）	投资力度	累计拿地金额（亿元）	投资力度	累计拿地金额（亿元）	投资力度	累计拿地金额（亿元）	投资力度
2022年1月	9	3%	0	0%	0	0%	0	0%	27	26%	7	9%	0	0%	0	0%	0	0%	57	38%
2022年2月	47	7%	34	7%	59	25%	24	10%	50	29%	40	20%	0	0%	57	21%	13	15%	137	55%
2022年3月	127	12%	77	9%	31	7%	36	8%	50	20%	164	54%	0	0%	106	22%	24	18%	198	43%
2022年4月	363	26%	138	11%	53	9%	50	8%	234	66%	303	85%	0	0%	253	35%	44	18%	275	45%
2022年5月	378	23%	176	11%	56	8%	86	11%	243	54%	379	82%	0	0%	293	30%	73	21%	374	46%
2022年6月	461	22%	343	16%	58	6%	345	29%	467	68%	457	74%	64	13%	466	34%	107	22%	429	35%
2022年7月	492	20%	631	26%	74	6%	582	41%	594	75%	467	64%	227	39%	488	31%	376	68%	549	37%
2022年8月	533	19%	818	29%	76	5%	665	40%	598	64%	467	51%	227	35%	560	31%	426	67%	758	44%
2022年9月	630	20%	972	30%	76	5%	729	36%	711	68%	619	62%	314	43%	780	39%	426	53%	908	45%
2022年10月	633	19%	1149	32%	76	4%	729	32%	711	60%	634	53%	338	40%	840	36%	426	47%	965	42%
2022年11月	716	19%	1199	30%	76	4%	738	30%	785	59%	634	44%	375	37%	872	34%	447	43%	990	39%
2022年12月	795	19%	1351	30%	76	3%	759	26%	785	51%	764	35%	410	34%	872	29%	524	42%	1066	35%

数据来源：克尔瑞，西南证券整理

企业：国进民退，格局优化

- **央国企融资优势明显，重点房企债务压力暂时延缓。**从发债企业来看，信用债发行以央国企为主，且利率更具优势。在融资端政策的持续松绑下，优质房企信用有望修复，债务压力有所缓解。

重点房企2022年信用债及海外债发行规模



2023年重点房企信用债和海外债到期规模

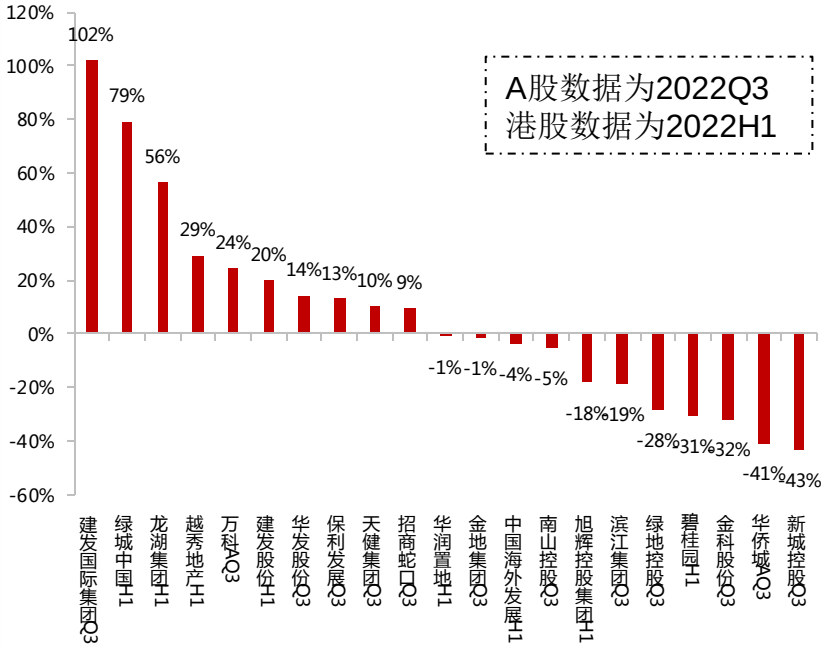
企业名称	信用债				海外债				合计				全年
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	
恒大	45	215	122	21	0	0	0	8	45	215	122	29	411
中海	0	0	35	39	0	0	14	0	0	0	49	39	88
碧桂园	**0**	**49**	**109**	**48**	**34**	**0**	**34**	**0**	**34**	**49**	**144**	**48**	**274**
佳兆业	1	3	5	0	12	21	21	0	13	24	26	0	63
龙湖	**12**	**0**	**84**	**1**	**31**	**0**	**28**	**0**	**43**	**0**	**111**	**1**	**155**
融创	20	89	0	0	14	0	0	0	34	89	0	0	123
万科	34	18	0	4	0	0	41	0	34	18	41	4	97
富力	43	37	0	0	0	0	0	0	43	37	0	0	80
远洋	30	20	44	32	0	0	0	0	30	20	44	32	126
首开	75	62	48	1	0	0	0	0	75	62	48	1	186
保利	30	65	7	20	0	0	0	0	30	65	7	20	122
金地	**45**	**65**	**45**	**50**	**0**	**21**	**28**	**14**	**45**	**85**	**72**	**64**	**266**
华夏幸福	22	7	13	40	0	0	0	0	22	7	13	40	81
金茂	30	0	25	0	12	0	10	0	42	0	35	0	77
世茂	52	42	30	0	21	0	34	0	72	42	64	0	179
绿城	54	15	21	10	28	0	0	0	82	15	21	10	127
旭辉	**0**	**21**	**19**	**8**	**0**	**0**	**18**	**14**	**0**	**21**	**37**	**22**	**80**
新城	**3**	**26**	**30**	**0**	**6**	**0**	**0**	**0**	**9**	**26**	**30**	**0**	**65**
合景泰富	10	0	20	45	14	0	0	38	24	0	20	83	127
禹洲	0	20	14	0	0	0	0	0	0	20	14	0	34
阳光城	16	14	18	0	0	0	0	15	16	14	18	15	62
招商蛇口	26	61	20	23	0	0	0	0	26	61	20	23	130
雅居乐	0	15	0	22	20	0	12	0	20	15	12	22	69
绿地	19	0	0	0	0	0	0	0	19	0	0	0	19
华发股份	49	16	59	43	31	38	24	14	80	54	83	57	274
融信	10	0	71	0	0	44	41	51	10	44	112	51	218
宝龙	10	30	26	0	14	0	0	0	24	30	26	0	80
信达地产	37	36	15	40	0	0	0	0	37	36	15	40	128
建发	7	20	10	10	48	0	93	40	55	20	103	50	228
华润	0	73	15	0	0	0	0	0	0	73	15	0	88
中骏	0	0	5	0	0	0	0	0	0	0	5	0	5
金科	39	33	35	0	0	0	17	0	39	33	53	0	124
中交	15	0	7	8	0	0	0	0	15	0	7	8	30
金辉	0	14	9	0	0	0	0	0	0	14	9	0	22
滨江	**24**	**0**	**30**	**9**	**0**	**0**	**0**	**0**	**24**	**0**	**30**	**9**	**64**
美的置业	**22**	**11**	**29**	**0**	**0**	**0**	**0**	**0**	**22**	**11**	**29**	**0**	**62**

数据来源：中指院，wind，西南证券整理

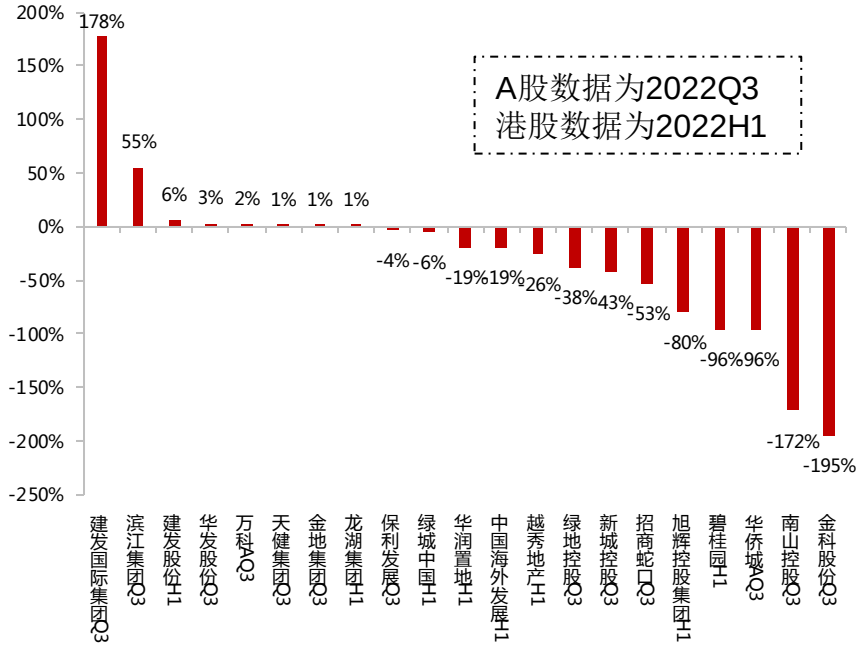
企业：国进民退，格局优化

- **行业整体业绩进一步下滑，分化加剧。**2022Q1-3（H股为H1）房企整体业绩承压，部分央国企仍保持稳健增长，其中营业收入增长的有建发（+102%）、绿城（+79%）、越秀（+29%）、建发（+20%）、华发（+14%）、保利（+13%）、招商（+9%）。市场下行叠加房企部分高地价项目进入结算，企业利润空间持续受到挤压，从重点房企看鲜有归母净利润增速高于10%，利润增速2022年呈明显下行趋势。

重点房企营收增速对比



重点房企归母净利增速对比



数据来源：wind，西南证券整理

企业：国进民退，格局优化

- **盈利能力承压，行业费用管控能力相对稳定。**重点房企中2022H1销售毛利率同比变动为正的仅有南山（+9.2pp）、金地（+4.6pp）、建发（+2.5pp）、新城（+2.3pp）、绿地（+0.9pp），其余重点房企销售毛利率同比有不同程度下滑。多数房企加强费用管控，管理费用和销售费用率多呈现一定程度下降。

重点房企盈利能力对比

证券代码	证券简称	2022H1 销售毛利率	同比变动（pp）	2022H1 管理费用率	同比变动（pp）	2022H1 销售费用率	同比变动（pp）
0688.HK	中国海外发展	23.5%	-5.1	1.5%	0.0	1.7%	0.0
1109.HK	华润置地	26.9%	-4.4	3.0%	-0.2	2.7%	-0.7
600048.SH	保利发展	25.5%	-6.9	2.2%	-0.9	2.2%	-0.7
2007.HK	碧桂园	10.6%	-9.1	2.6%	0.0	2.8%	-0.5
0960.HK	龙湖集团	21.3%	-6.4	4.3%	-3.4	2.3%	-1.6
000002.SZ	万科A	20.5%	-2.5	2.5%	-0.6	2.3%	-0.2
601155.SH	新城控股	21.9%	**2.3**	4.8%	1.9	4.1%	0.5
001979.SZ	招商蛇口	18.6%	-7.2	1.7%	-0.3	3.0%	-0.1
600383.SH	金地集团	22.0%	**4.6**	6.5%	-0.5	3.2%	0.1
0884.HK	旭辉控股集团	20.7%	0.0	4.1%	-0.6	2.7%	-0.5
600606.SH	绿地控股	12.8%	**0.9**	2.7%	0.0	1.6%	0.1
600153.SH	建发股份	2.9%	-0.4	0.1%	0.0	1.1%	-0.1
000069.SZ	华侨城A	24.7%	-8.6	6.5%	2.1	6.2%	1.3
000656.SZ	金科股份	6.2%	-13.9	4.5%	0.6	3.9%	1.1
0123.HK	越秀地产	21.2%	-5.5	2.1%	-0.2	2.3%	-0.1
3900.HK	绿城中国	17.4%	-4.6	3.0%	-1.5	1.8%	-0.7
600325.SH	华发股份	21.4%	-8.2	4.0%	-1.1	2.4%	-1.4
1908.HK	建发国际集团	15.1%	**2.5**	1.8%	1.2	5.5%	-3.4
002244.SZ	滨江集团	21.0%	-1.1	2.3%	1.0	2.8%	0.7
000090.SZ	天健集团	33.1%	-4.2	5.2%	1.3	0.5%	-0.2
002314.SZ	南山控股	28.3%	**9.2**	21.2%	11.6	5.5%	2.3

数据来源：wind，西南证券整理

目　录

2022年行业回顾

2023年行业投资策略

行业：政策底已现，景气修复仍需时日

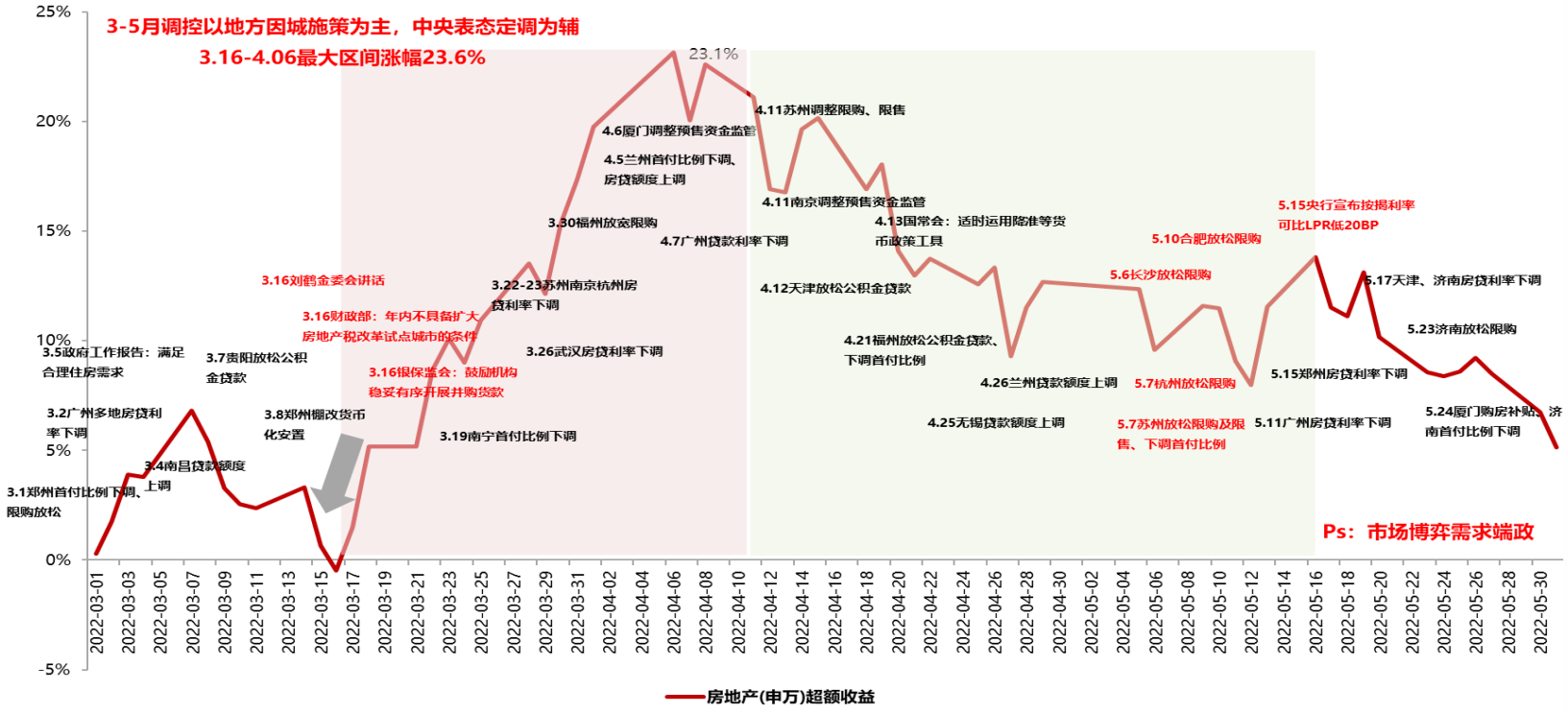
企业：国进民退，格局优化

2023年重点推荐投资标的

投资建议及重点标的

- **【3-5月政策密集发布期】以博弈需求端政策为主：**①以中央层面表态为起点（银保监鼓励开展并购贷，财政部表示年内不试点房产税）；②3.17-4.10主要是部分城市降低首付（南宁/兰州）及房贷利率下降（苏州/南京/杭州等）；③4.11-5.15准一线城市限制性政策解除（杭州/苏州/合肥/长沙等），此外部分城市继续降首付降利率，央行宣布按揭利率可LPR-20BP。

3-5月重点政策梳理及行情表现



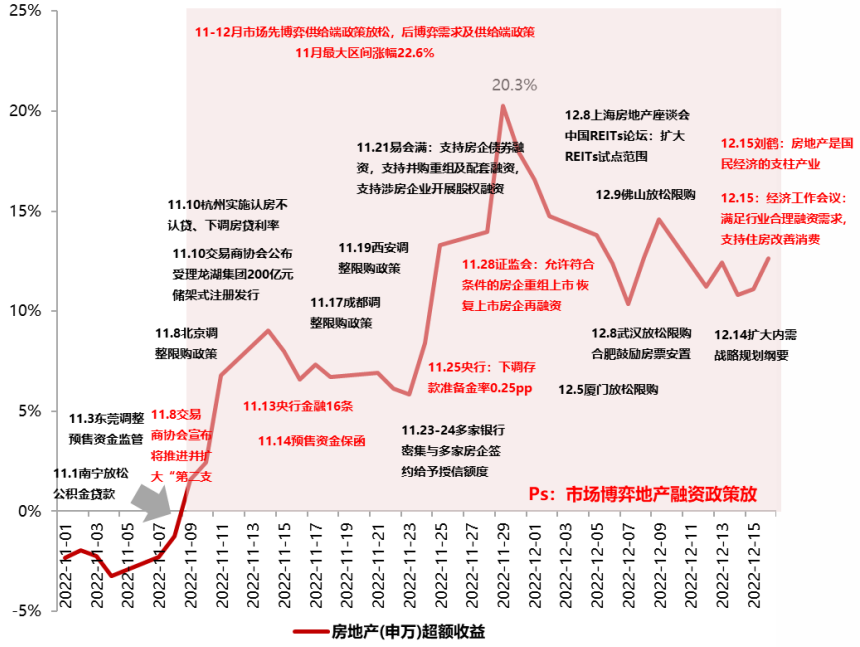
数据来源：wind，政府网站，西南证券整理（更新至2022.12.16）

注：收益率以2月28日收盘价为基准计算，房地产超额收益为与沪深300收益率差值

投资建议及重点标的

- **【11-12月政策密集发布期】11-12月市场先博弈供给端政策放松，后博弈需求及供给端政策（改善性需求放松；债转股等）：**①11.8以交易商第二支箭为起点（鼓励债券融资）；②11.9-11.29各家公司申请发债额度、央行16条、证监会第三支箭（放开股权融资）；③12.5-12.9厦门、武汉、佛山等多个热点城市调整限购政策；④12.15日刘鹤总理提出“房地产是国民经济的支柱产业”，经济工作会议强调“支持住房改善消费”，随着前期融资政策的陆续落地，市场预期转向需求端政策的进一步放松。

11-12月重点政策梳理及行情表现



数据来源：wind，政府网站，西南证券整理（更新至2022.12.16）

注：收益率以2月28日收盘价为基准计算，房地产超额收益为与沪深300收益率差值

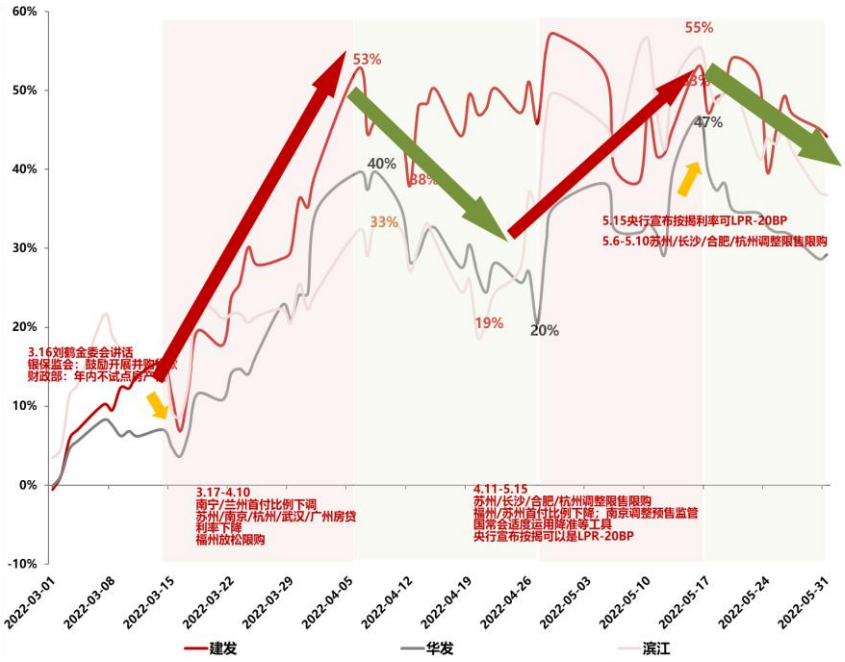
投资建议及重点标的

❑ 价值股（央国企为主）两轮走势对比

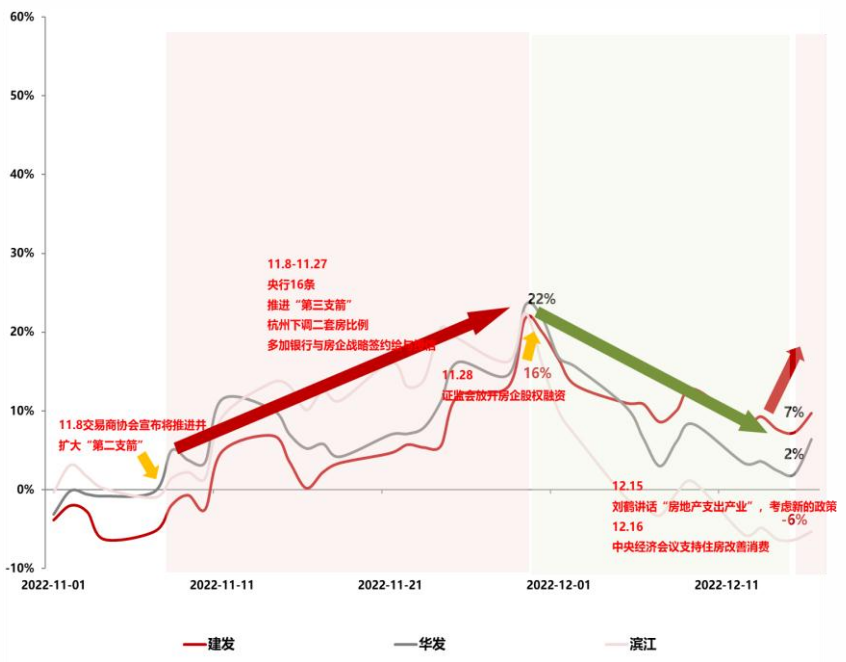
✓ **3-5月行情：**华发/建发/滨江第一波上涨后先小幅回落，然后跟着第二波政策刺激（准一线限制政策放松）而回升，而5.15后小幅阴跌。

✓ **11-12行情：**华发/建发/滨江第一波上涨，之后回落，预计后续政策刺激下，仍有第二波行情。

3-5月价值股走势表现



11-12月价值股走势表现



数据来源：wind，政府网站，西南证券整理（更新至2022.12.16）　注：个股超额收益为与同期沪深300收益率差值

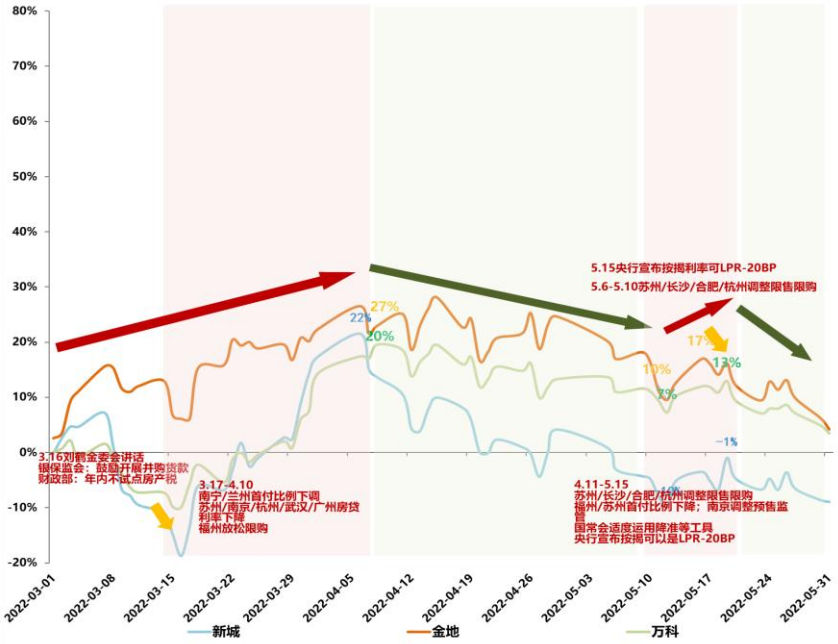
投资建议及重点标的

- **均衡股（民企及混合制为主）两轮走势对比**

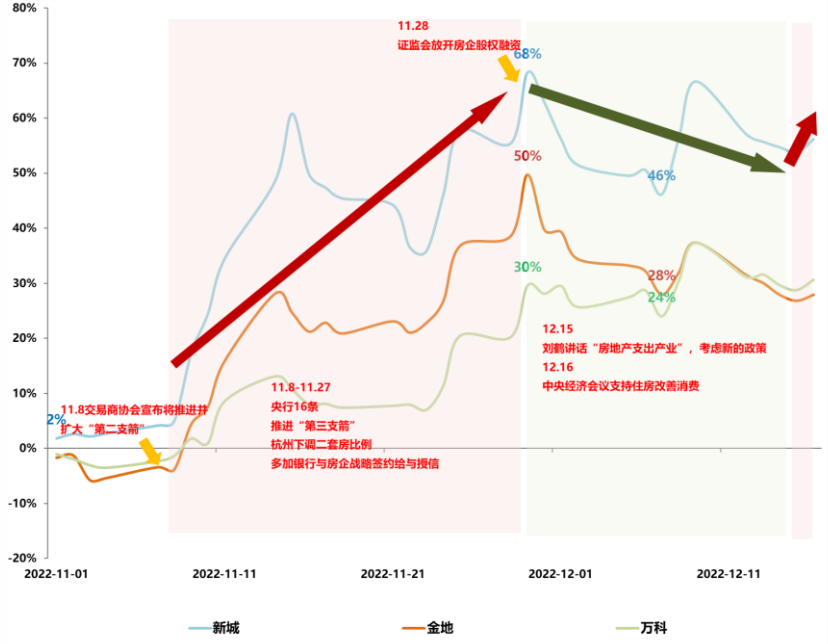
✓ **3-5月行情：**新城/金地/万科等行情弱于价值股（优质央国企为主），更弱于博弈股

✓ **11-12行情：**新城/金地/万科等行情强于价值股（优质央国企为主），弱于博弈股，本轮与上一轮市场偏好不同。

3-5月均衡股走势表现



11-12月均衡股走势表现



数据来源：wind，政府网站，西南证券整理（更新至2022.12.16）。注：个股超额收益为与同期沪深300收益率差值

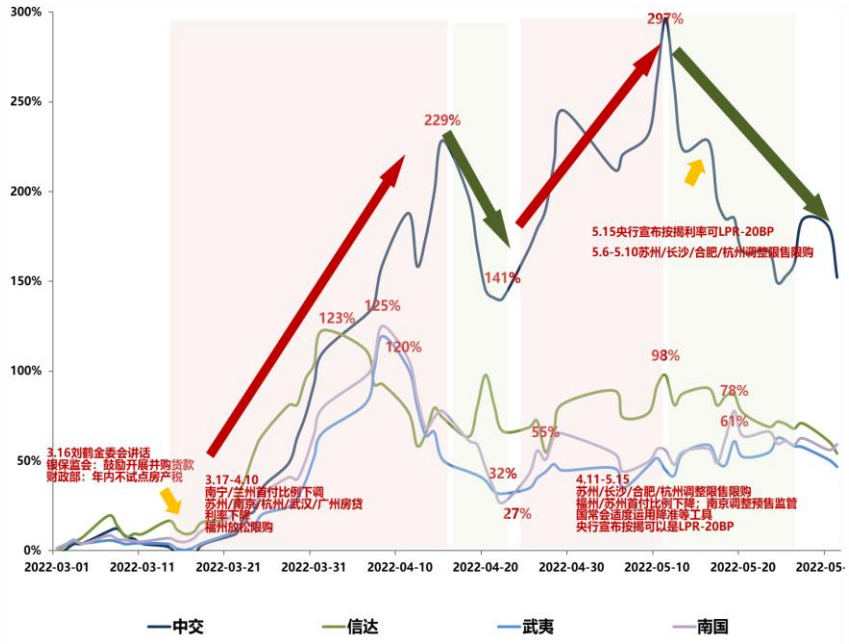
投资建议及重点标的

❑ 博弈股两轮走势对比

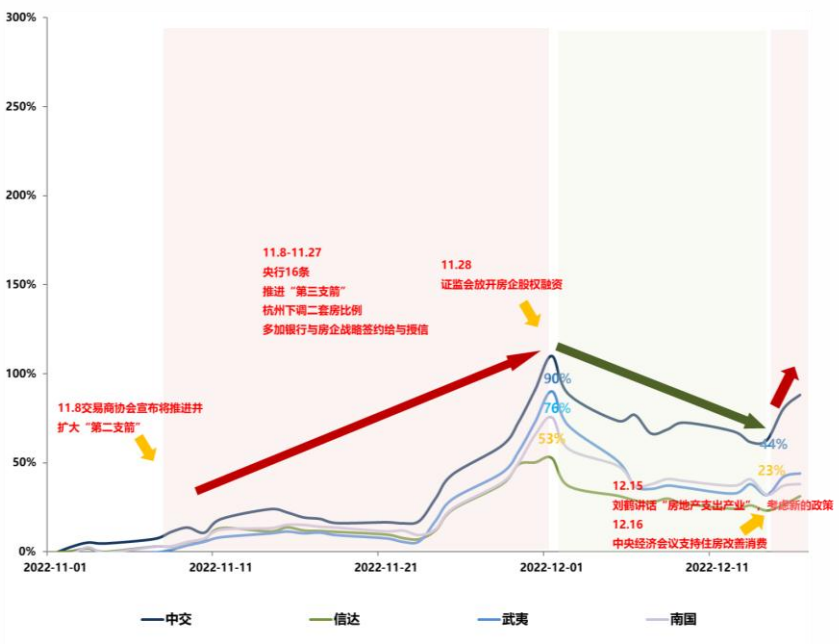
✓ **3-5月行情**：中交/信达/武夷/南国等第一波大幅上涨，之后大幅回落，之后第二波再大幅上涨，5.15之后大幅回调后阴跌。

✓ **11-12行情**：中交/信达/武夷/南国等第一波大幅上涨，之后大幅回落，有望随着刘鹤讲话及后续政策落地迎来第二波。

3-5月博弈股走势表现



11-12月博弈股走势表现



数据来源：wind，政府网站，西南证券整理（更新至2022.12.16）。注：个股超额收益为与同期沪深300收益率差值

投资建议及重点标的

- **【两轮行情规律对比总结】**

① 政策刺激启动第一波行情，重点政策落地后出现回调，之后政策跟进刺激第二波行情（上一轮博弈需求端政策，本轮主要博弈供给端政策），但涨幅较第一波上涨较小。

② 博弈股弹性最大，回调阶段也最强；此外价值股（央国企为主）上一轮跑赢均衡股（民企及混合制），本轮均衡股则明显跑赢价值股。

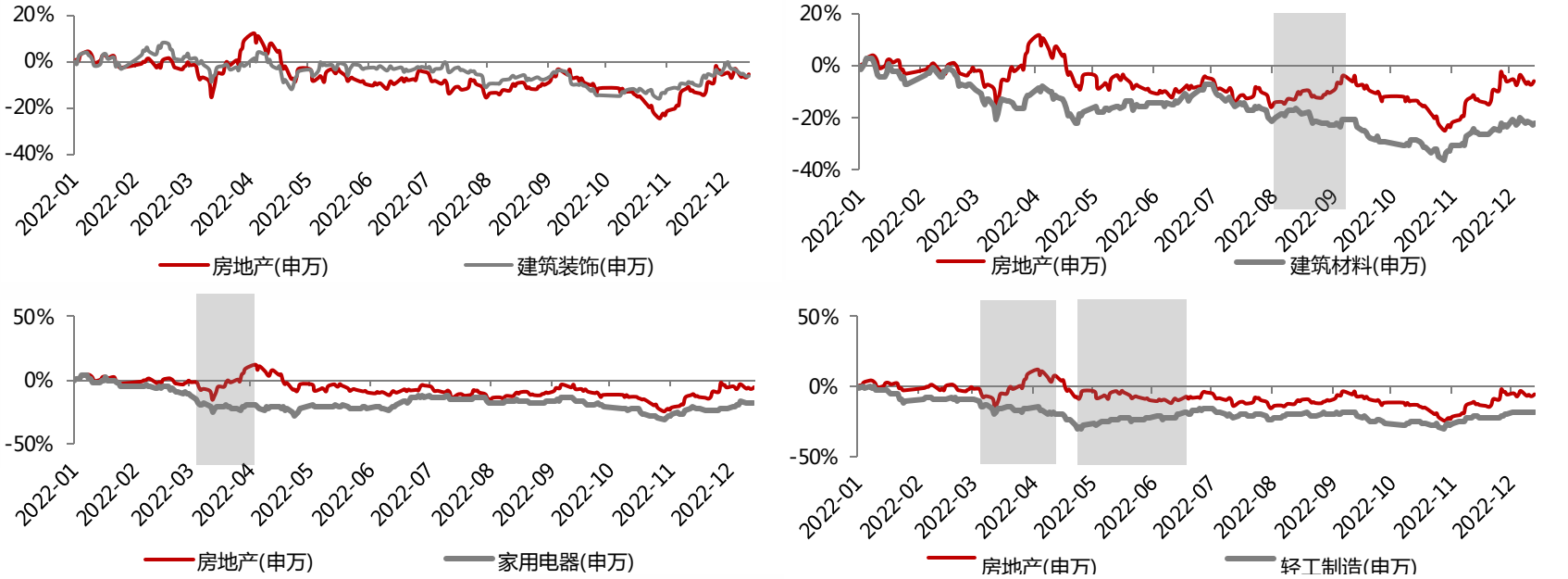
③ 预计在刘鹤讲话表态地产是支柱产业，中央经济会议支持住房改善等消费后，政策继续放松，**后续需求侧核心城市二套房放松政策（二套按揭利率、首付比例、认房不认贷）等将有所放松，供给侧更多集中在化债方面（潜在的债转股等）。**

④ 本轮行情更多集中在估值修复，H股弹性整体强于A股，物业股也同样有机会（但比较波动，市场担心配股等问题）。

投资建议及重点标的

- **纵观全年行情表现，地产链行情表现与地产板块走势呈现强相关性。**从申万指数全年表现来看，地产链相关行业（建筑、建材、家电、轻工）与地产板块走势呈现强相关性，仅在少数时间段内出现背离（建材8-9月/家电3-4月/轻工3-4月和5-6月），从相关性强弱来看，建筑>建材>家电>轻工依次递减。我们认为这种强相关性可归因于两点：①房地产基本面的复苏决定了地产链相关企业的订单和销售；②房企的流动性风险决定了地产链相关企业的应收账款能否收回。因此地产行业无论是需求端还是融资端的政策支持都对地产链相关企业起到直接或简介的利好作用。

2022年地产链行情表现与地产板块走势对比



数据来源：wind，西南证券整理

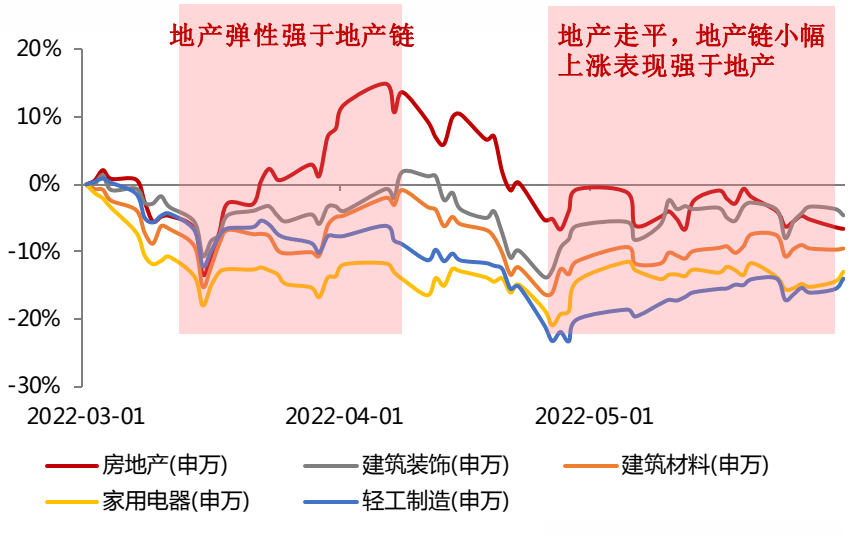
投资建议及重点标的

- **复盘3-5月和11-12月两次地产链行情，地产板块在行情启动的第一波上涨中弹性更强，但第一波行情见顶后地产链表现出更强的持续性。**

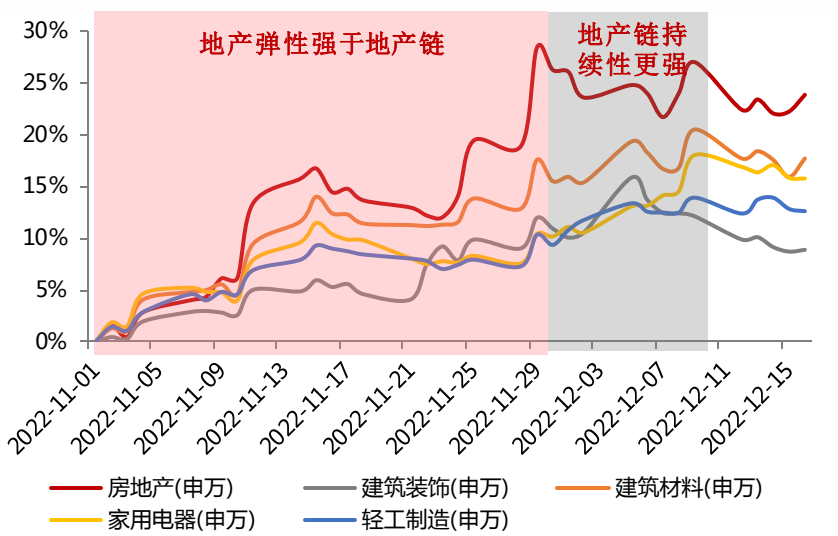
  1）3-5月：与地产板块同时启动，但涨幅明显较小，第一波上涨区间最大涨幅为地产（28%）>建材（16%）>建筑（13%）>家电（6%）>轻工（6%），第一波上涨见顶时间建筑、建材滞后2天，家电、轻工基本同步。第一波行情见顶回落后，地产板块自4月下旬基本走平，地产链呈现小幅上涨，表现强于地产。

  2）11-12月：与地产板块同时启动，但涨幅明显较小，第一波上涨区间最大涨幅为地产（28%）>建材（18%）>建筑（12%）>家电（10%）>轻工（10%），第一波上同步涨见顶，但地产链随后创出新高，行情持续性更强。

3-5月地产链行情表现与地产板块走势对比



11-12月地产链行情表现与地产板块走势对比



数据来源：wind，西南证券整理

投资建议及重点标的

- **地产链行情启动时间多与地产板块同步或略有滞后，四轮行情涨幅弹性呈现差异。1）08-09年：**地产链与地产板快行情同时启动，地产与建筑于第一波上涨见顶，建材、家电、轻工于第二波上涨见顶，且区间最大涨幅较地产更大。**2）11-13年：**轻工滞后1个月，其余板块同时启动，仅建材在第一波上涨中见顶，建筑、家电、轻工均与地产在第二波上涨中同时见顶。**3）14-15年：**建筑与地产同时启动，其余板块滞后1-2个月，各板块同时见顶，仅建筑提前1个月。**4）18-19年：**建筑、轻工滞后1个月，其余板块同时启动，各板块同时见顶，仅家电滞后1个月。

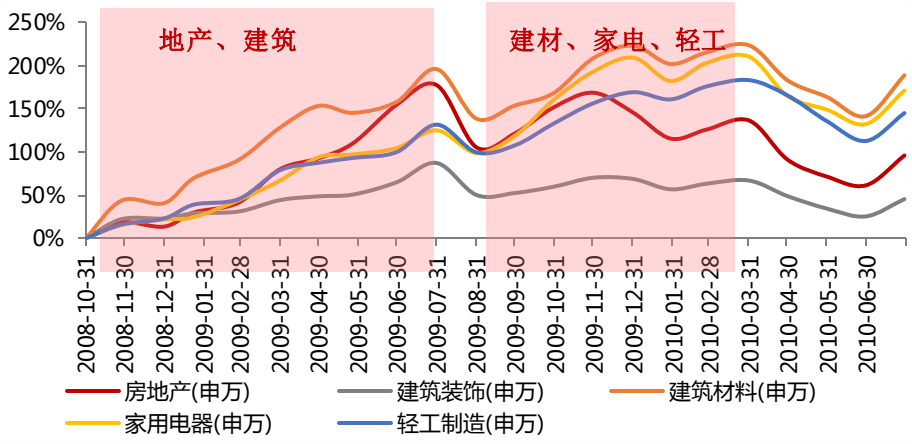
历次地产宽松周期地产链行情表现对比

时间	观测指标	房地产(申万)	建筑装饰(申万)	建筑材料(申万)	家用电器(申万)	轻工制造(申万)
08-09年	指数见底时间	2008年10月	2008年10月	2008年10月	2008年10月	2008年10月
	指数见顶时间	2009年7月	2009年7月	2010年3月	2010年3月	2010年3月
	持续时间	9个月	9个月	17个月	17个月	17个月
	区间最大涨幅	178%	87%	224%	211%	183%
	相关性	-	同时见底，同时见顶	同时见底，第二波上涨中见顶，滞后8个月	同时见底，第二波上涨中见顶，滞后8个月	同时见底，第二波上涨中见顶，滞后8个月
时间	**观测指标**	**房地产(申万)**	**建筑装饰(申万)**	**建筑材料(申万)**	**家用电器(申万)**	**轻工制造(申万)**
11-13年	指数见底时间	2011年12月	2011年12月	2011年12月	2011年12月	2012年1月
	指数见顶时间	2013年5月	2013年5月	2012年5月	2013年5月	2013年5月
	行情持续时间	17个月	17个月	5个月	17个月	17个月
	区间最大涨幅	**37%**	**24%**	**16%**	**37%**	**14%**
	相关性	-	**同时见底，同时见顶**	**同时见底，第一波上涨中见顶（提前12个月）**	**同时见底，同时见顶**	**滞后1个月见底，同时见顶**
时间	**观测指标**	**房地产(申万)**	**建筑装饰(申万)**	**建筑材料(申万)**	**家用电器(申万)**	**轻工制造(申万)**
14-15年	指数见底时间	2014年2月	2014年3月	2014年2月	2014年4月	2014年4月
	指数见顶时间	2015年5月	2015年4月	2015年5月	2015年5月	2015年5月
	行情持续时间	15个月	13个月	15个月	13个月	13个月
	区间最大涨幅	**178%**	**242%**	**142%**	**132%**	**169%**
	相关性	-	**滞后1个月见底，提前1个月见顶**	**同时见底，同时见顶**	**滞后2个月见底，同时见顶**	**滞后2个月见底，同时见顶**
时间	**观测指标**	**房地产(申万)**	**建筑装饰(申万)**	**建筑材料(申万)**	**家用电器(申万)**	**轻工制造(申万)**
18-19年	指数见底时间	2018年12月	2019年1月	2018年12月	2018年12月	2019年1月
	指数见顶时间	2019年3月	2019年3月	2019年3月	2019年4月	2019年3月
	行情持续时间	3个月	2个月	3个月	4个月	2个月
	区间最大涨幅	32%	20%	34%	41%	35%
	相关性	-	滞后1个月见底，同时见顶	同时见底，同时见顶	同时见底，滞后1个月见顶	滞后1个月见底，同时见顶

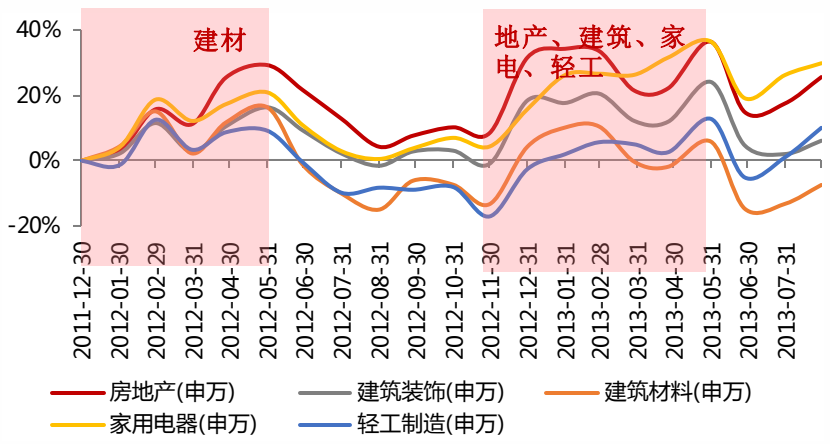
数据来源：wind，西南证券整理

投资建议及重点标的

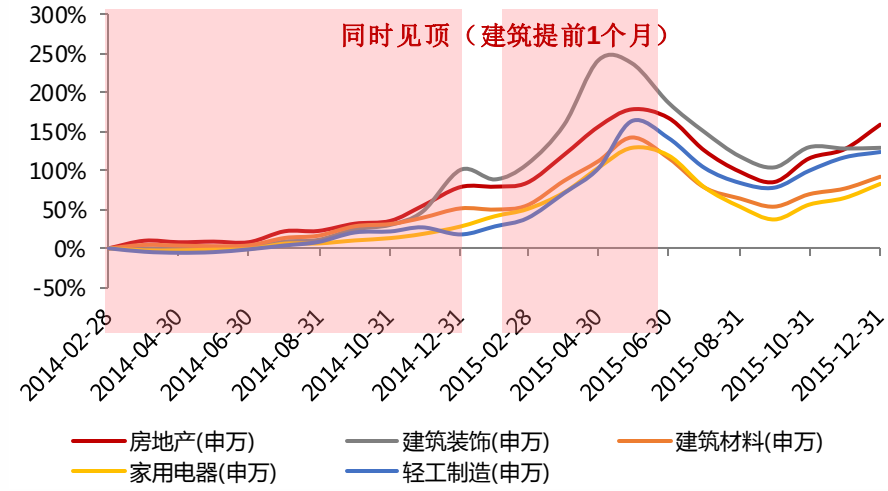
08-09年地产链行情表现与地产板块走势对比



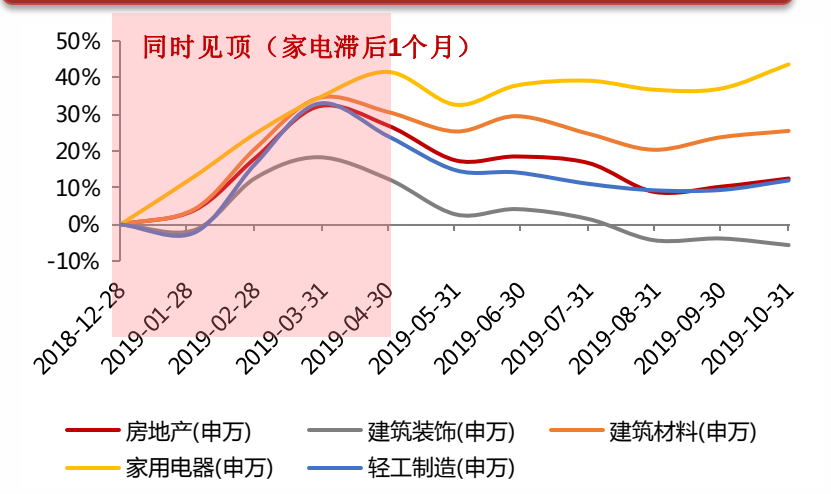
11-13年地产链行情表现与地产板块走势对比



14-15年地产链行情表现与地产板块走势对比



18-19年地产链行情表现与地产板块走势对比



数据来源：wind，西南证券整理

投资建议及重点标的

- **物业板块自21年6月在地产暴雷、销售下滑等因素影响下出现持续性下跌，目前利空因素逐渐弱化，板块估值有望迎来修复。1）物业股从上市到21年6月**，凭借其管理规模的快速扩张以及增值服务的消费属性带来的想象力，走出独立于地产开发的行情，多数物业股都呈现大幅上涨。**2）21年6月底-22年10月**，物业板块开始持续性下跌，原因在于①地产销售下滑，市场对于物业管理规模增长的持续性产生担忧；②关联开发商的流动性风险，市场担心物管企业资金被挪用，或为筹集资金被“贱卖” 。**3）22年11月至今**，随着11月一系列融资政策的打开，关联开发商资金压力有所缓解，物业板块估值出现修复。
- **我们此时推荐物业板块的原因在于前期股价压制因素正在边际好转：**①地产销售已筑底企稳，且需求端政策仍在发力，目前股价已充分反映销售的下跌，物业管理并非流量生意，除地产增量项目的交付外，在非居业态、增值服务以及科技提效等方面仍具备内生增长动力，不必过度悲观。②融资端政策加速释放，关联开发商违约风险减小，物业公司独立性和安全性提升。

物业股行情表现复盘

简称	代码	期间涨幅			PE			归母净利润增速		
		2020/12/9-2021/6/30	2021/6/30-2022/10/30	2022/11/1-今天	2020年	2021年	TTM	2020	2021	2022H1
华润万象生活	1209.HK	**143%**	-56%	62%	84	39	39	124%	111%	27%
碧桂园服务	6098.HK	**80%**	**-91%**	**170%**	48	32	13	61%	50%	22%
永升生活服务	1995.HK	42%	**-91%**	**187%**	61	28	11	74%	58%	33%
金科服务	9666.HK	46%	**-84%**	30%	56	17	9	69%	71%	-33%
合景悠活	3913.HK	**89%**	**-92%**	**148%**	33	8	5	75%	109%	0%
滨江服务	3316.HK	**149%**	-62%	57%	15	15	13	91%	47%	31%
绿城服务	2869.HK	25%	-69%	59%	37	23	24	49%	19%	-38%
中海物业	2669.HK	70%	-36%	68%	19	28	25	22%	37%	36%
保利物业	6049.HK	-1%	-42%	58%	42	33	23	37%	26%	28%
招商积余	001914.SZ	-28%	-20%	19%	52	42	29	52%	18%	33%
新城悦服务	1755.HK	42%	**-83%**	**149%**	27	15	16	60%	16%	-21%
宝龙商业	9909.HK	25%	**-91%**	**184%**	44	17	9	71%	44%	18%
雅生活服务	3319.HK	22%	**-88%**	**121%**	22	7	6	43%	32%	-7%
卓越商企服务	6989.HK	-6%	-74%	**83%**	32	9	8	82%	57%	15%
建业新生活	9983.HK	22%	-71%	70%	16	8	7	82%	45%	11%
平均		48%	-70%	98%	39	21	16	66%	49%	10%

www.swsc.com.cn

数据来源：wind，西南证券整理（更新至2022.12.16）

投资建议及重点标的

- **稳增长背景下，行业宽松政策有望持续释放，看好经营稳健的优质房企，同时关注物业板块估值修复带来的投资机会。**个股推荐：**1）房企：**建发股份、华发股份、滨江集团、保利发展、金地集团、万科A、新城控股、南山控股、天健集团；**2）物企：**碧桂园服务、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

行情①-③对应不同市场偏好的个股：一阶段最强保利/金地；二阶段最强华发/建发/滨江/越秀；三阶段最强新城/金地/万科/龙湖/美的

	证券简称	属性	21年归母净利润（亿元）	YOY	22H1归母净利润（亿元）	YOY	PE(TTM)	PB(MRQ)	22M1-12销售金额（亿元）	YOY	22M1-12销售面积（万方）	22M1-12销售均价（元/平）	22M1-12新增土地价值（亿元）	投资强度	22M1-12新增货值（亿元）	新增排名	阶段① 2021.08-2022.01涨幅	阶段② 2021.09-2022.11涨幅	阶段③ 2022.11-至今涨幅	基本面介绍
A股民企/混合制																				
000002.SZ	万科A	混合制	225	-46%	122	11%	9.2	0.88	4202	-32%	2610	16100	795	19%	1716	4	1	-23	27	毛利率有望企稳，行业龙头
002244.SZ	滨江集团	民企	30	30%	13	1%	7.3	1.26	1539	-9%	308	49968	785	51%	1,543	5	19	116	-1	深耕浙杭，销售强劲积极拿地，高信用民企
600383.SH	金地集团	混合制	94	-9%	20	8%	4.9	0.72	2218	-23%	995	22291	76	3%	158	55	55	-35	24	经营稳健，高信用房企
601155.SH	新城控股	民企	126	-17%	30	-30%	4.6	0.75	1165	-50%	1186	9823	-	-	-	-	-8	-53	46	布局集中长三角，商住双轮驱动，平衡型民企
A股央国企																				
600048.SH	保利发展	央企	274	-5%	108	5%	6.7	0.99	4573	-15%	2753	16611	1351	30%	2515	1	66	2	1	销售强劲稳步拓展，业绩稳健，央企龙头
600325.SH	华发股份	国企	32	10%	18	9%	5.9	1.10	1202	-1%	401	29,975	410	34%	718	12	5	66	1	销售强劲积极拿地，珠海国企
600153.SH	建发股份	国企	61	35%	27	6%	6.5	0.95	2,158	-7%	1,014	21,282	764	35%	1,043	9	28	46	12	地产供应链双轮驱动，销售强劲积极拿地，厦门国企
000069.SZ	华侨城A	央企	38	-70%	1	-93%	86.4	0.57	544	-36%	259	21004	-	-	-	-	9	-38	24	文旅地产龙头，新管理层预期，低估值央企
001979.SZ	招商蛇口	央企	104	-15%	19	-56%	14.0	1.19	2926	-10%	1172	24966	759	26%	1467	6	43	9	-9	园区综合开发运营商，业绩稳健央企
000736.SZ	中交地产	央企	2	-32%	1	-48%	208.8	4.07	650	-34%	236	27542	234	36%	417	18	19	67	73	积极拿地，中交集团下属国企，市场有收并购预期
600657.SH	信达地产	央企	8	-46%	3	-30%	21.0	0.61	314	-19%	126	24921	-	-	-	-	17	11	27	背靠中国信达，地产资本协调发展
000090.SZ	天健集团	国企	19	30%	13	-1%	5.2	1.01	-	-	-	-	65	-	177	47	19	-7	6	积极拿地，基建地产双轮，南岭村旧改预期，深圳国企
600376.SH	首开股份	国企	7	-78%	-14	-268%	-25.5	0.58	869	-26%	321	27072	78	9%	107	84	19	-12	15	北京国资委实控，深耕北京市场
600266.SH	城建发展	国企	6	-48%	-3	-153%	-15.0	0.51	487	-	139	35036	175	36%	282	29	8	-20	32	北京国资委实控，销售表现稳健
600649.SH	城投控股	国企	9	18%	4	-28%	21.7	0.50	-	-	-	-	-	-	-	-	-6	-11	11	上海国资委实控，业务覆盖环境、地产和股权投资
002314.SZ	南山控股	央企	10	-25%	-1	-133%	31.4	1.12	151	-	-	-	38	-	-	-	2	-1	25	集团拥有赤湾3.4平方公里土地，仓储龙头受益公募reits
港股房企																				
0960.HK	龙湖集团	民企	239	19%	75	1%	5.5	1.05	2033	-30%	1262	16109	335	16%	671	14	3	-63	89	稳健发展，财务良好，高信用民企
3900.HK	绿城中国	混合制	33	32%	17	-26%	7.8	0.69	2128	-20%	784	27143	591	28%	1036	8	47	-29	32	产品带动强劲销售，拿地积极，国企
3990.HK	美的置业	民企	37	-13%	15	-29%	4.5	0.57	742	-46%	588	12619	-	-	-	-	-8	-47	111	背靠美的集团，高信用民企
0688.HK	中国海外发展	央企	402	-9%	167	-19%	5.3	0.55	2955	-20%	1369	21585	872	29%	1787	3	16	-10	31	稳健发展拿地积极，低估值央企龙头
1109.HK	华润置地	央企	324	9%	106	-19%	7.3	0.99	3013	-5%	1390	21676	1066	35%	2394	2	27	-17	39	拿地积极，商住双轮驱动，央企龙头
0123.HK	越秀地产	国企	36	0	17	0	8	1	1260	7%	428	29,439	524	42%	1,162	7	-1	15	29	深耕大湾区，销售强劲积极拿地，广州国企
0884.HK	旭辉控股集团	民企	76	-5%	7	-80%	2.1	0.23	1237	-50%	847	14604	78	6%	174	48	3	-88	112	均衡发展，示范性民企
1908.HK	建发国际集团	国企	32	51%	8	159%	9.2	2.98	1703	0%	798	21341	692	41%	909	10	30	-12	68	销售强劲新增货值高，厦门国企
2007.HK	碧桂园	民企	268	-23%	6	-96%	5.1	0.32	4643	-39%	5512	8423	94	2%	186	44	-6	-83	138	资源储备充足，三四线布局，示范性民企

数据来源：wind，克尔瑞，西南证券整理。注：销售和新增货值主要参考克尔瑞数据，新增货值排名50开外的不做统计（更新至2022.12.30）

保利发展（600048）：持续优化资源布局，融资优势突出

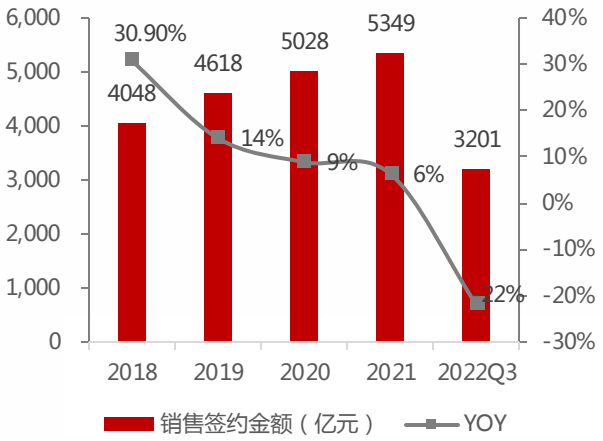
- **投资逻辑：**1）公司合约销售稳健增长，12月单月销售大幅增长42%，累计同比跌幅收窄至-15%，规模央企第一，深耕战略效果显著，单城签约过百亿城市17个；2）公司拿地量入为出，土储丰富且质地优良，2022年11月新增土地货值排名提升至第1位，38 个核心城市储备资源占比在 70%以上；3）财务稳健，连续4年保持经营活动现金流为正，综合融资成本4.46%保持业内领先优势。
- **业绩预测与投资建议：**预计公司2022-2024年归母净利润复合增速为7%，考虑到公司业绩稳健、销售表现优于同行，维持“买入”评级。
- **风险提示：**竣工交付低于预期、拿地和销售回款低于预期、地产调控风险等。

公司2022-2024年盈利预测

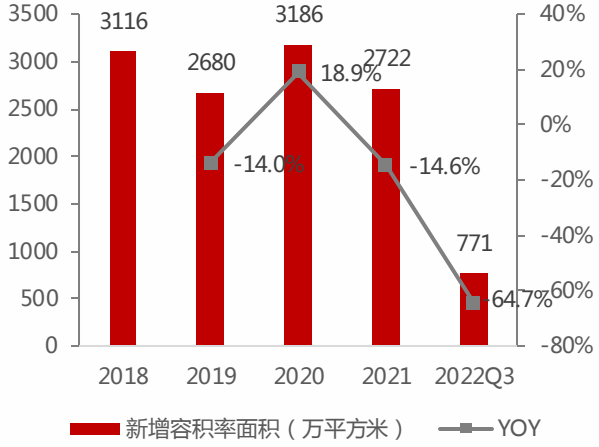
指标/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	285024	315355	343776	371955
增长率	17.19%	10.64%	9.01%	8.20%
归属母公司净利润（百万元）	27388	28790	31219	33565
增长率	-5.39%	5.12%	8.44%	7.51%
每股收益EPS（元）	2.29	2.41	2.61	2.80
净资产收益率ROE	12.28%	11.62%	11.37%	11.12%
PE	7.0	6.7	6.1	5.7
PB	0.63	0.57	0.51	0.47

数据来源：wind，西南证券

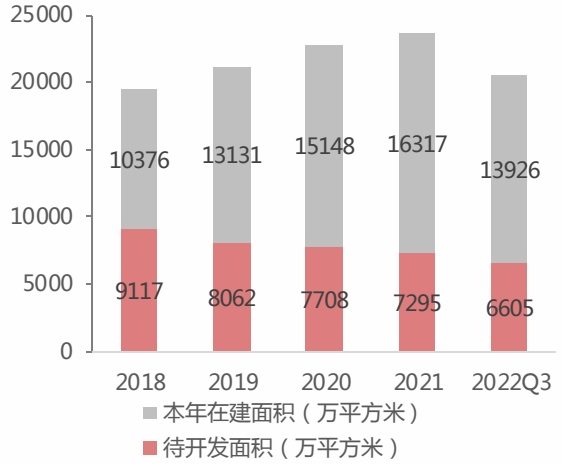
公司销售签约金额



公司新增容积率面积



公司国内在建及待开发面积



数据来源：wind，西南证券整理

金地集团（600383）：业绩表现平稳，财务管理健康

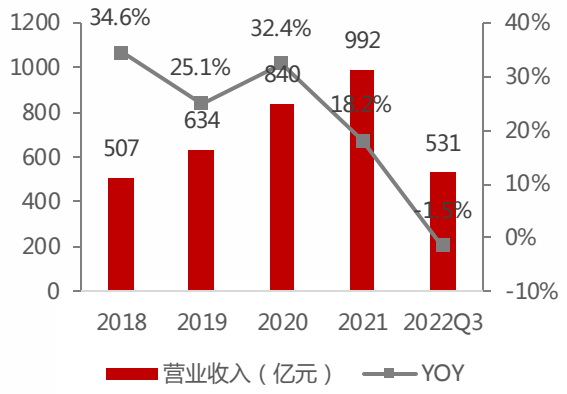
- **投资逻辑**：1）销售收入稳步增长， 2022年排名居于第7位，累计同比跌幅收窄至-23%，销售额在全国10余个城市位列前十，5个城市占率位列第一，11月销售额同比增幅4%，优于头部房企整体表现。2）新增土储面积、拿地金额稳定，土储充沛，2022H1新增土地储备面积156万平方米，新增权益储备面积56万平方米。聚焦高能级城市，加强上海、北京、深圳的深耕力度，总土地储备中一二线城市占 70%；3）坚持稳健的财务政策，杠杆持续保持合理低位，“三道红线”保持“绿档”。
- **业绩预测与投资建议**：预计公司2022-2024年归母净利润复合增速为6.7%，考虑到公司可售货值充足，财务稳健，维持“买入”评级。
- **风险提示**：竣工交付低于预期、拿地和销售回款低于预期、地产调控风险等。

公司2022-2024年盈利预测

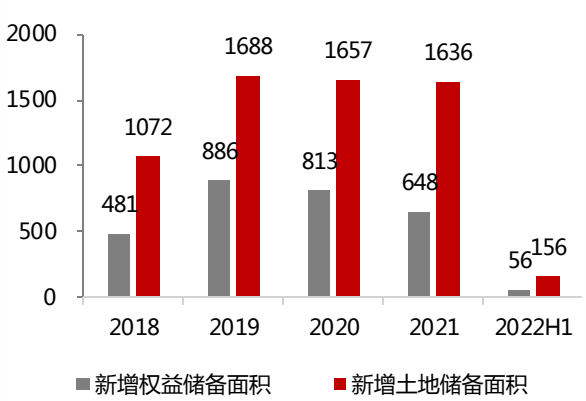
指标/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	99232	97256	112605	127333
增长率	18.16%	-1.99%	15.78%	13.08%
归属母公司净利润（百万元）	9410	9658	10635	11425
增长率	-9.50%	2.65%	10.12%	7.42%
每股收益EPS（元）	2.08	2.14	2.36	2.53
净资产收益率ROE	11.75%	10.90%	10.83%	10.53%
PE	5.3	5.1	4.7	4.3
PB	0.45	0.41	0.37	0.33

数据来源：wind，西南证券

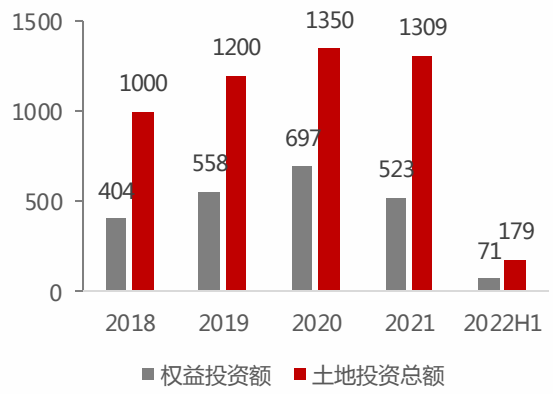
公司营业收入



公司新增土储面积（万方）



公司拿地金额（亿元）



数据来源：wind，西南证券整理

滨江集团（002244）：销售表现稳健，深耕杭州积极拓储

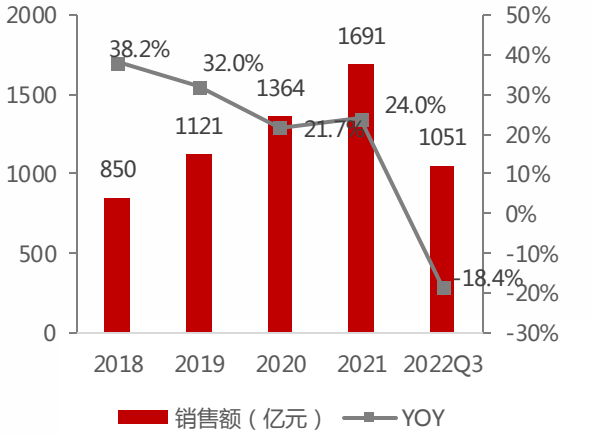
- **投资逻辑**：1）销售金额高速增长，2022年12月单月同比维持正增长40%，全年降幅收窄至-9%，产品优质溢价卓越。2）积极拿地土储充沛，2022年11月新增土储货值排名第5位，聚焦浙杭稳步开拓，核心城市贡献突出。公司聚焦杭州、深耕浙江，并眼华东稳步扩张。3）三道红线维持绿档，融资渠道多样，平均融资成本为4.9%，不动产生态产业多元化发展。
- **业绩预测与投资建议**：预计公司2022-2024年归母净利润复合增速为18.1%，考虑到公司销售增长强劲，核心城市拿地强度较大，融资成本较低，维持“买入”评级。
- **风险提示**：竣工交付低于预期、拿地和销售回款低于预期、地产调控风险等。

公司2022-2024年盈利预测

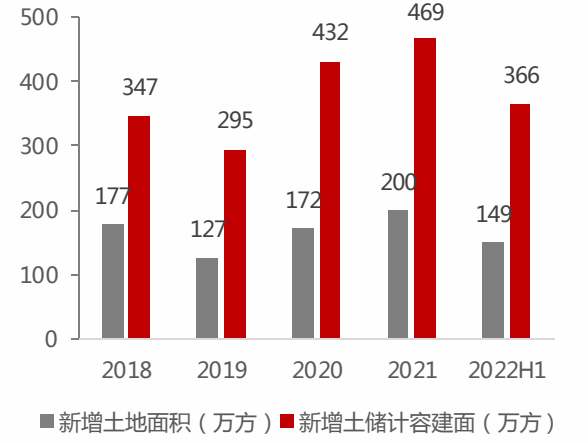
指标/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	37976	45132	58649	70363
增长率	32.80%	18.84%	29.95%	19.97%
归属母公司净利润（百万元）	3027	3660	4298	4985
增长率	30.06%	20.91%	17.42%	15.98%
每股收益EPS（元）	0.97	1.18	1.38	1.60
净资产收益率ROE	13.16%	13.33%	13.67%	13.82%
PE	9.83	8.13	6.92	5.97
PB	0.80	0.70	0.61	0.54

数据来源：wind，西南证券

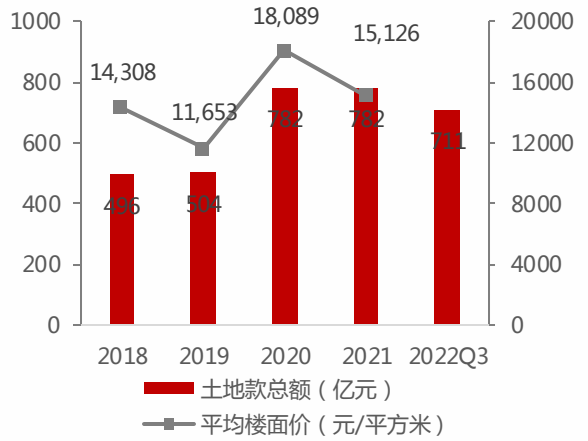
公司合同销售金额



公司新增土储面积



公司土地款总额



数据来源：wind，西南证券整理

建发股份（600153）：地产销售降幅收窄，供应链业务增长稳健

- **投资逻辑：**1）建发房产12月销售额同比增长10%，全年降幅收窄至0%，地产业务逆势增长，优质产品享受溢价，权益土储面积2094万方，一二线城市货值占比超70%；2）供应链业务规模增速行业领先，打造LIFT服务体系，模式先进；3）负债结构健康，地产子公司“三条红线”全部达标，平均融资成本维持在4.5%-5.0%。
- **业绩预测与投资建议：**预计公司2022-2024年归母净利润复合增速9.8%，考虑到公司土地资源储备充足且财务稳健，供应链业务稳健增长，维持“买入”评级。
- **风险提示：**项目结算不及预期、政策调控风险、供应链业务拓展不及预期等。

公司2022-2024年盈利预测

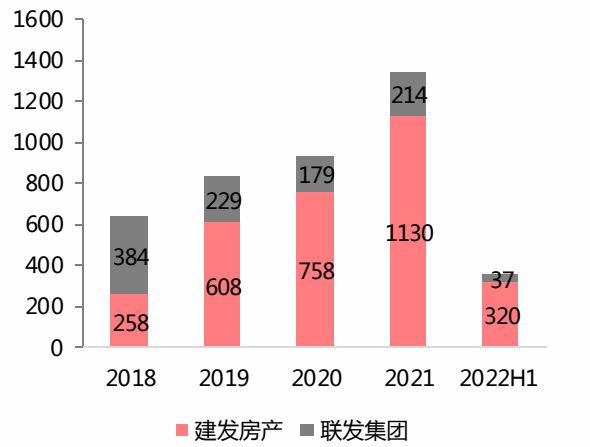
指标/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	707844	798564	887512	961195
增长率	63.49%	12.82%	11.14%	8.30%
归属母公司净利润（百万元）	6098	6557	7304	8075
增长率	35.40%	7.53%	11.39%	10.57%
每股收益EPS（元）	2.03	2.18	2.43	2.69
净资产收益率ROE	8.01%	8.82%	8.74%	8.76%
PE	7.2	6.7	6.0	5.5
PB	0.32	0.31	0.29	0.26

数据来源：wind，西南证券

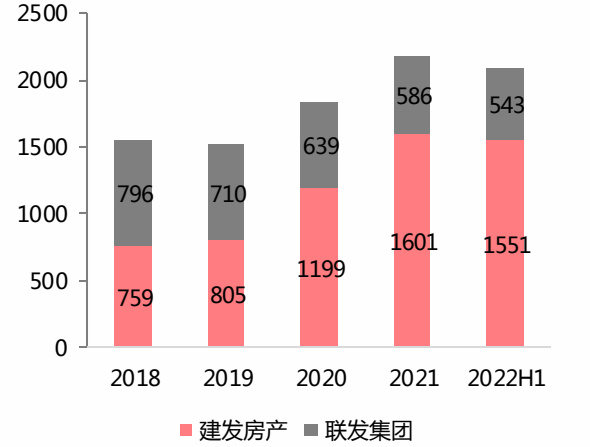
公司合同销售金额



公司新增计容建筑面积（万平）



公司权益土地储备面积（万平）



数据来源：wind，西南证券整理

华发股份（600325）：销售恢复势头良好，多元协同发展稳健

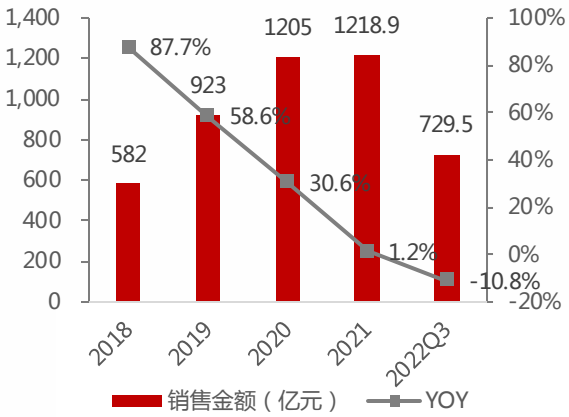
- **投资逻辑**：1）销售规模稳中有进，2022年销售额累计同比降幅收窄至-1%，恢复优于行整体水平，优质产品提升溢价，销售均价位于行业前列；2）财务持续优化，三道红线达标转绿，融资成本持续降至5.8%；3）两翼业务加速拓展，涵盖商业地产、品牌经营的产品生态体系愈加成熟，上下游产业链实现协同发展。
- **业绩预测与投资建议**：预计公司2022-2024年归母净利润复合增速为9.7%，考虑到公司营业收入稳健增长且财务健康，销售和拿地呈现逆势提升，维持“买入”评级。
- **风险提示**：业绩结算不及预期、政策调控风险等。

公司2022-2024年盈利预测

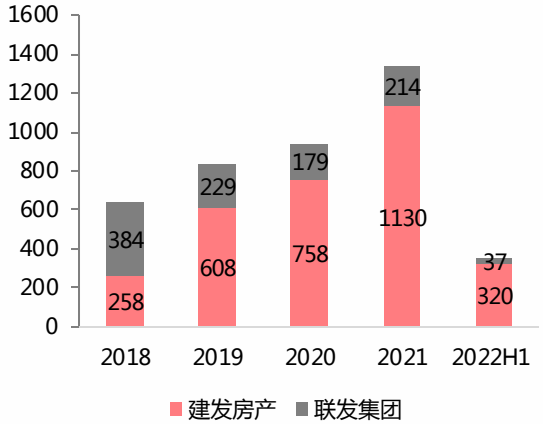
指标/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	51241	60253	67998	74798
增长率	0.46%	17.59%	12.86%	10.00%
归属母公司净利润（百万元）	3195	3502	3854	4219
增长率	10.09%	9.62%	10.05%	9.46%
每股收益EPS（元）	1.51	1.65	1.82	1.99
净资产收益率ROE	4.88%	5.07%	5.33%	5.57%
PE	6.7	6.1	5.6	5.1
PB	0.22	0.21	0.20	0.19

数据来源：wind，西南证券

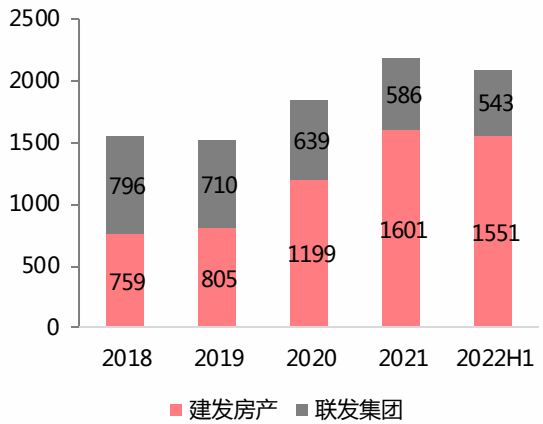
公司在运营和规划在建仓储面积



公司新增计容建筑面积（万平）



公司权益土地储备面积（万平）



数据来源：wind，西南证券整理

万科A（000002）：坚持稳健经营，多元业务促增长

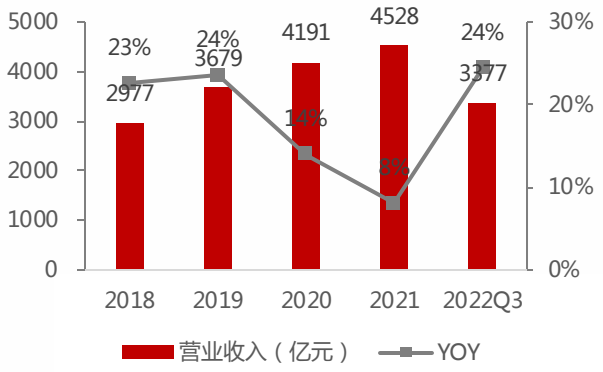
- **投资逻辑：**1）业绩表现平稳，2022销售保持行业前3，12月销售降幅收窄至-6%。2）融资优势显著，2022年前三季度新增融资的平均融资成本为3.7%，存量融资的综合融资成本4.0%，三道红线长期处于绿档。3）多元业务促增长，前三季度物流仓储营收同比+42.7%，租赁住宅运营管理约21.5万间，万物云发展稳健并成功上市。
- **业绩预测与投资建议：**预计公司2022-2024年归母净利润复合增速为5.2%，考虑到公司深度挖掘行业管理红利，非房业务行业领先，维持“买入”评级。
- **风险提示：**竣工交付低于预期，销售及回款不及预期，多元拓展不及预期。

公司2022-2024年盈利预测

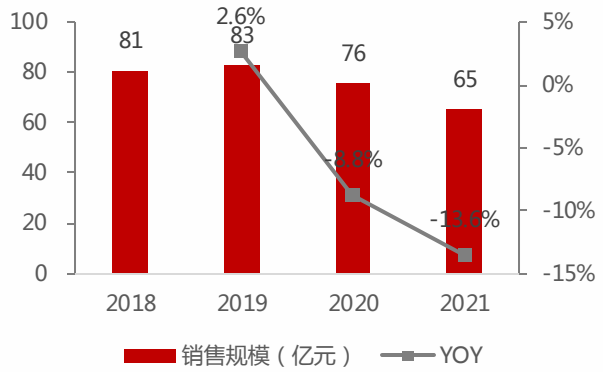
指标/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	452798	549226	584558	607153
增长率	8.04%	21.30%	6.43%	3.87%
归属母公司净利润（百万元）	22524	24308	25433	26231
增长率	-45.75%	7.92%	4.63%	3.13%
每股收益EPS（元）	1.94	2.09	2.19	2.26
净资产收益率ROE	9.69%	9.10%	8.99%	8.57%
PE	7	6.9	6.6	6.4
PB	0.42	0.39	0.36	0.34

数据来源：wind，西南证券

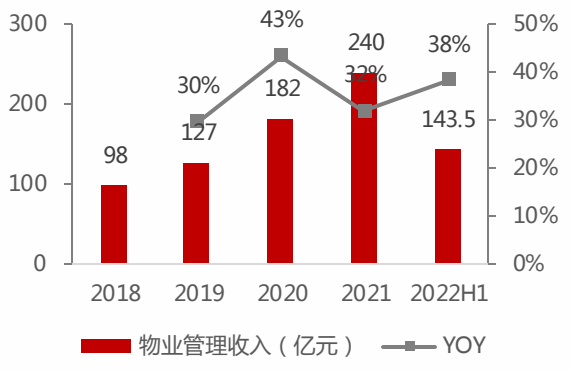
公司营业收入



公司单个城市销售规模（亿元）



公司物业管理收入（亿元）



数据来源：wind，西南证券整理

招商蛇口（001979）：拿地聚焦核心城市，销售排名逆势提升

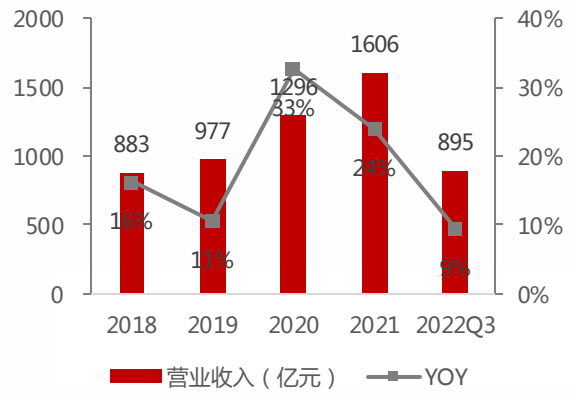
- **投资逻辑**：1）销售规模稳步增长，排名逆势提升至第6位，2022年累计销售同比收窄至-10%，恢复优于行业整体水平。2）低成本融资优势突出，公司三道红线持续达标，融资成本不断下降，维持行业低位，综合融资成本由2018年的4.9%降至2022H1的4.1%。3）土储资源丰厚，2022年公司新增土地货值1467亿元，行业排名第6位。
- **业绩预测与投资建议**：预计2022-2024年公司归母净利润复合增速为3.02%。考虑公司销售表现较为稳健，土储充足且结构优质，给予“持有”评级。
- **风险提示**：竣工交付不及预期、销售及回款不及预期、政策调控风险。

公司2022-2024年盈利预测

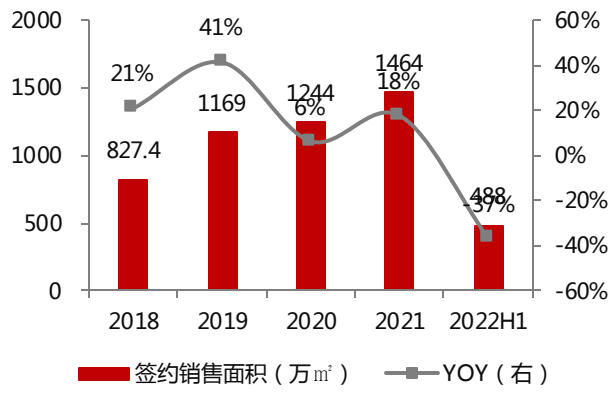
指标/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	160643	174169	191610	209309
增长率	23.93%	8.42%	10.01%	9.24%
归属母公司净利润（百万元）	10372	9612	10519	11339
增长率	-15.35%	-7.33%	9.44%	7.80%
每股收益EPS（元）	1.34	1.24	1.36	1.47
净资产收益率ROE	5.49%	4.94%	5.20%	5.38%
PE	11	11.8	10.8	10.0
PB	0.41	0.40	0.39	0.37

数据来源：wind，西南证券

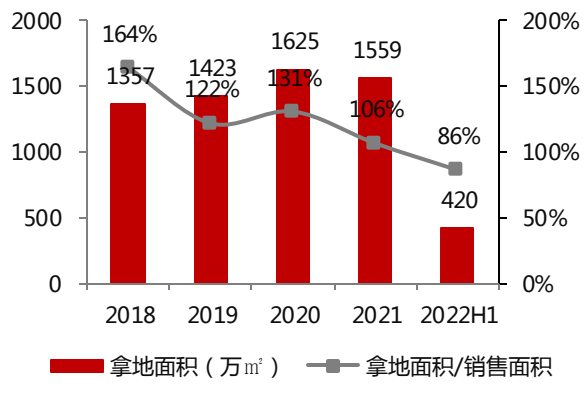
公司营业收入



公司签约销售面积（万方）



公司拿地面积及售比（亿元）



数据来源：wind，西南证券整理

新城控股（601155）：开发商业双轮驱动，财务稳健信用筑底

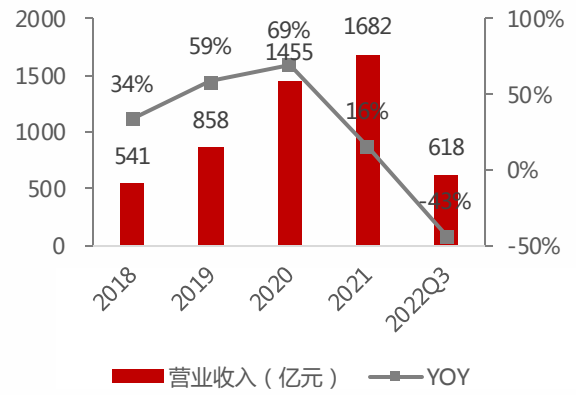
- **投资逻辑：**1）民企融资渠道持续打开，政策端持续加码，公司获150亿元储架式注册发行，流动性改善。2）土储资源充裕，截至2022H1公司总土地储备1.3亿方，对2021年销售面积的覆盖倍数为5.6倍，可满足未来几年的开发需求。3）双轮驱动优势显现，2022H1商业运营总收入47.2亿元，同比增长19.8%。已开业及委托管理吾悦广场达131座，数量位居行业前列。
- **业绩预测与投资建议：**预计公司2022-2024年归母净利润增速分别为-17.8%/8.3%/8.0%。考虑公司双轮驱动优势明显，信用进一步修复，流动性压力有望缓解，给予“持有”评级。
- **风险提示：**商业勾地过度竞争；公司销售额下滑；低线城市租金水平不稳定。

公司2022-2024年盈利预测

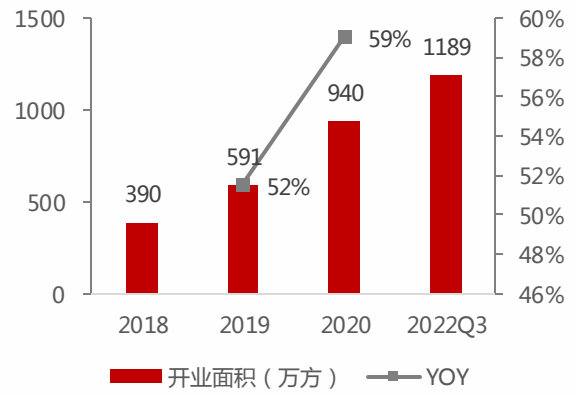
指标/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	168232	122789	130813	142061
增长率	15.64%	-27.01%	6.54%	8.60%
归属母公司净利润（百万元）	12598	10357	11216	12116
增长率	-17.42%	-17.79%	8.29%	8.02%
每股收益EPS（元）	5.57	4.58	4.96	5.36
净资产收益率ROE	14.17%	11.00%	10.94%	10.86%
PE	4	4.4	4.1	3.8
PB	0.47	0.44	0.41	0.37

数据来源：wind，西南证券

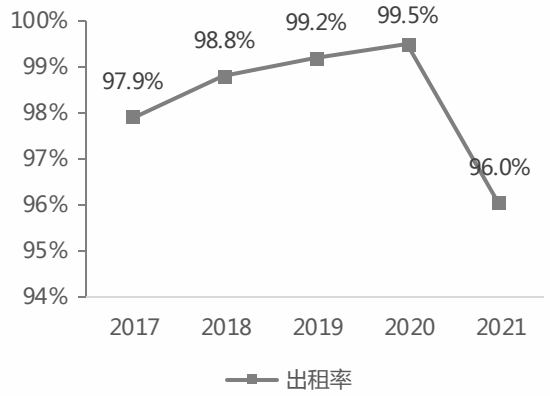
公司营业收入



公司吾悦广场开业面积（万方）



租赁物业出租率



数据来源：wind，西南证券整理

南山控股（002314）：仓储物流稳健发展，地产销售短期承压

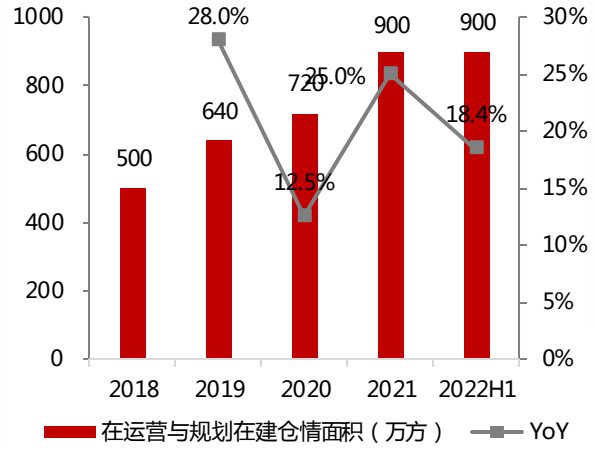
- **投资逻辑**：1）高端仓储行业领先，物流园区运营成熟，布局全国稳中求进，2022H1年末运营、管理和规划在建（含待建项目）仓储面积达900万平方米。2）销售金额高速增长，2022H1全口径销售金额为53亿元，同比下降20.8%，拿地积极土储充沛，背靠南山资源优质。3）增发收购布局新能源产业，积极开发光伏业务，自有屋顶资源可实现近1GW装机量，打造营收增长新窗口。
- **业绩预测与投资建议**：预计公司2022-2024年归母净利润复合增速为3.6%，考虑公司土储充足，仓储物流业务规模持续增长，维持“持有”评级。
- **风险提示**：竣工交付低于预期、拿地和销售回款低于预期、地产调控风险等。

公司2022-2024年盈利预测

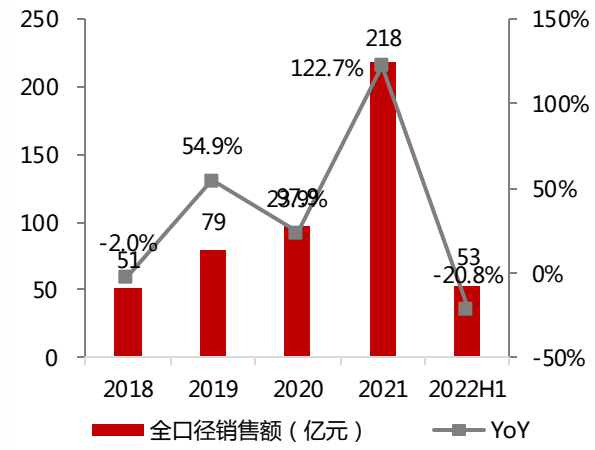
指标/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	11180	10467	13113	14454
增长率	-0.46%	-6.38%	25.28%	10.23%
归属母公司净利润（百万元）	976	1263	994	1086
增长率	-24.97%	29.41%	-21.28%	9.22%
每股收益EPS（元）	0.36	0.47	0.37	0.40
净资产收益率ROE	5.32%	6.66%	5.06%	5.30%
PE	12.3	9.5	12.1	11.1
PB	0.68	0.65	0.62	0.60

数据来源：wind，西南证券

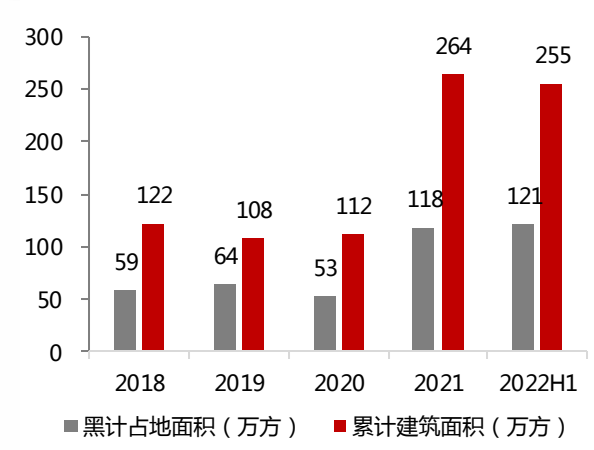
公司在运营和规划在建仓储面积



公司全口径销售金额



公司土储面积



数据来源：wind，西南证券整理

华润置地（1109.HK）：核心净利润逆势增长，轻资产业务韧性凸显

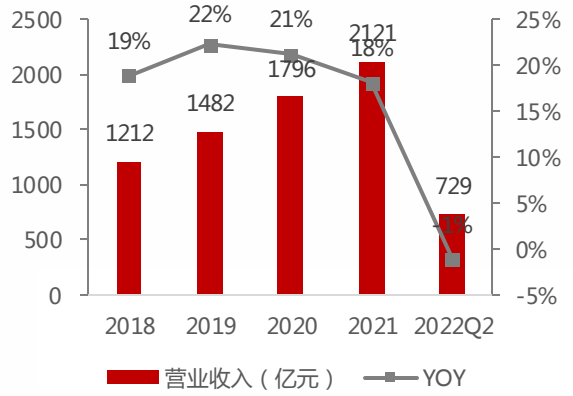
- **投资逻辑**：1）销售表现稳健，2022年累计销售同比收窄至-5%，恢复优于行业整体水平。2）聚焦高能级城市土储优质，2022年新增货值2394亿元，行业位居第2位，85%位于一二线高能级城市。3）商业运营业绩韧性强，物业管理成新增长点。2022H1旗下购物中心零售额达541亿元（+7.0%），新开张6家购物中心，平均出租率达88.6%，2022H1华润万象生活实现营业额52.8亿元（+31.5%）。
- **业绩预测与投资建议**：预计公司2022-2024年归母净利润复合增速为7.5%，考虑公司商业项目快速拓展，运营能力行业领先，且住宅开发仍然保持稳健增长，维持“买入”评级。
- **风险提示**：商业拓展不及预期；地产销售回款不及预期；项目结算不及预期等。

公司2022-2024年盈利预测

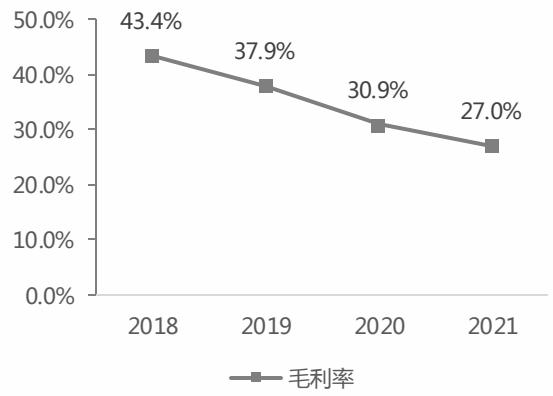
指标/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	212827	225809	254750	282995
增长率	17.93%	6.10%	12.82%	11.09%
归属母公司净利润（百万元）	32401	32921	36727	40274
增长率	8.69%	1.61%	11.56%	9.66%
每股收益EPS（元）	4.54	4.62	5.15	5.65
净资产收益率ROE	14.30%	12.73%	12.48%	12.07%
PE	6.33	6.13	5.49	5.01
PB	0.70	0.61	0.54	0.49

数据来源：wind，西南证券

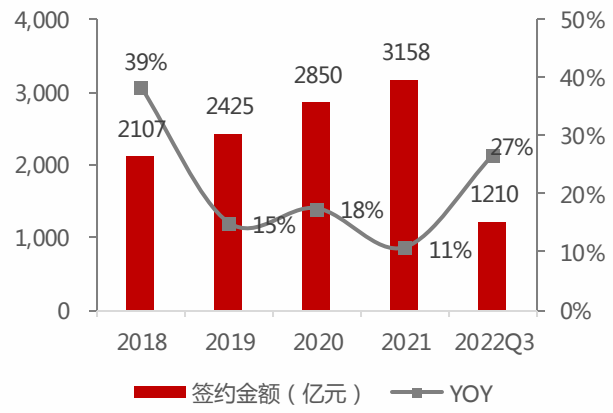
公司营业收入



公司毛利率



公司签约金额（亿元）



数据来源：wind，西南证券整理

中国海外发展（0688.HK）：城市深耕稳定投资，财务稳健利润之王

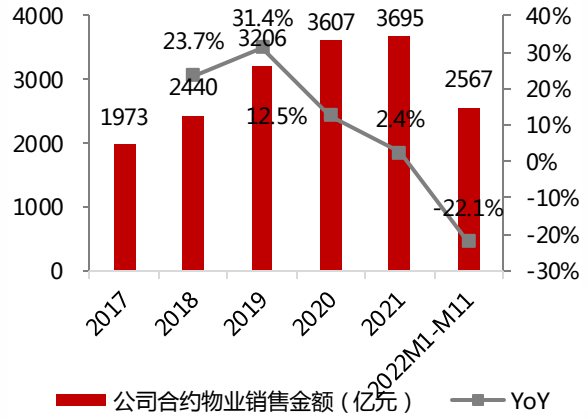
- **投资逻辑**：1）公司合约销售金额稳健增长，2022年为2955亿元，销售额排名保持第5位，持续推行“蓝海战略”以多元化多管道获取优质土地，土储充足，2022年11月新增土地货值排名第3位，利润率行业较高水平。2）财务状况稳健，三道红线保持在绿档，加权平均融资成本3.55%，保持行业领先。3）依托商业项目经营构建生态型城市综合运营体系，为企业长期稳定收益提供支持，平衡风险，提升全链条竞争力。
- **业绩预测与投资建议**：预计公司2022-2024年归母净利润复合增速为4.8%，综合考虑公司销售增长稳健，土储资源优质，融资成本行业领先，维持“买入”评级。
- **风险提示**：竣工交付低于预期、拿地和销售回款低于预期、地产调控风险等。

公司2022-2024年盈利预测

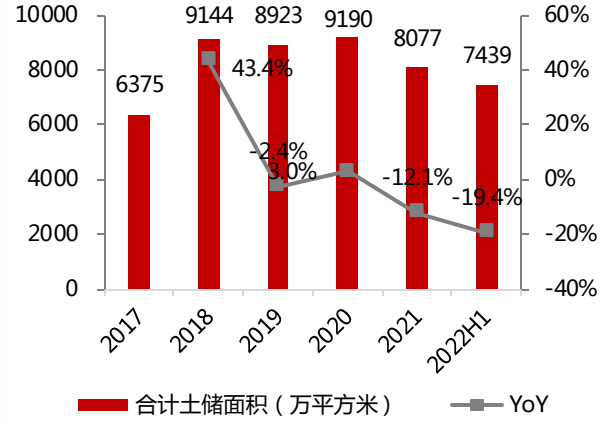
指标/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	242536	249859	265107	278574
增长率	29.6%	3.0%	6.1%	5.1%
归属母公司净利润（百万元）	40155	41651	43982	46224
增长率	-8.5%	3.7%	5.6%	5.1%
每股收益EPS（元）	3.67	3.81	4.02	4.22
净资产收益率ROE	11.69%	10.81%	10.25%	9.72%
PE	4.53	5.00	4.74	4.51
PB	0.53	0.54	0.49	0.44

数据来源：wind，西南证券

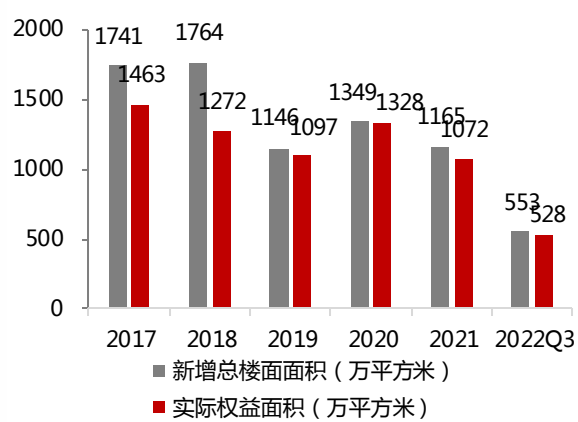
公司合约物业销售金额



公司合计土储面积



公司新增楼面与实际权益面积



数据来源：wind，西南证券整理

碧桂园服务（6098.HK）：多元业态综合发展，物管服务扩张显著

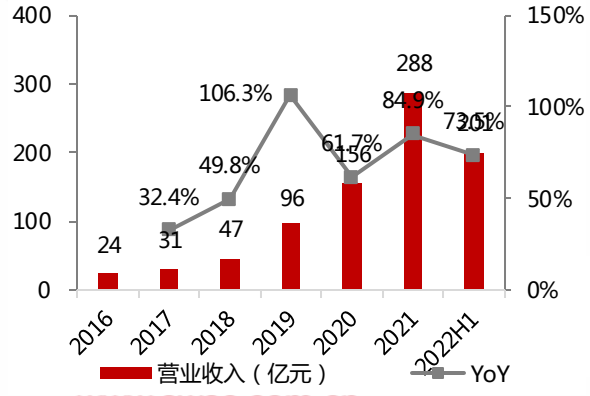
- **投资逻辑**：1）经营业绩高速增长，2022H1公司实现营收收入200.6亿元（+73.5%），管理规模快速扩张，2022H1在管面积8.4亿方（+97%），合同管理面积16.1亿方（+79%）。2）多元业务齐头并进， 2022H1年社区增值服务收入21.1亿元（+51.1%），城市服务收入26.4亿元（+25.8%），保持快速增长。3）物业管理品牌优势助力项目拓展，2021年招标中标率超50%，远高于行业平均水平；社区增值完善生态服务，社区传媒业务自营媒体点位数量突破50万，覆盖全国超260个城市；城市服务开启全业态发展，截至2021年底，公司服务项目超100个，建筑面积超500万平方米。
- **业绩预测与投资建议**：预计公司2022-2024年归母净利润复合增速为28.5%，考虑到公司管理规模快速增长，增值服务拓展性强，维持“买入”评级。
- **风险提示**：在管面积增长不及预期，增值服务发展不及预期等。

公司2022-2024年盈利预测

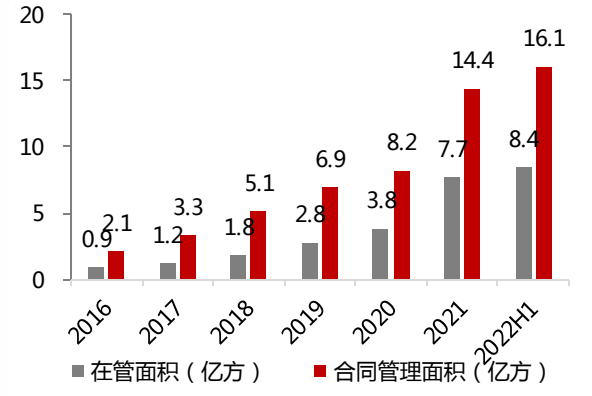
指标/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	28843	42756	59041	78854
增长率	84.8%	48.2%	38.1%	33.6%
归属母公司净利润（百万元）	4033	5238	6735	8567
增长率	50.2%	29.9%	28.6%	27.2%
每股收益EPS（元）	1.20	1.55	2.00	2.54
净资产收益率ROE	11.15%	12.64%	13.99%	15.10%
PE	35.08	11.55	8.99	7.06
PB	3.69	1.38	1.19	1.01

数据来源：wind，西南证券

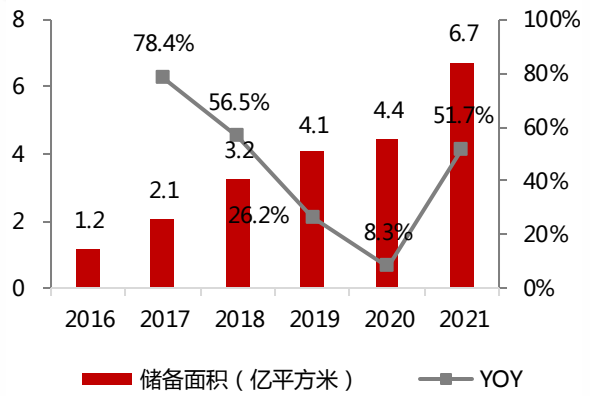
公司营业收入



公司合计土储面积



公司储备面积



www.swsc.com.cn

数据来源：wind，西南证券整理

华润万象生活（1209.HK）：商管领先优势扩大，业绩稳健增长

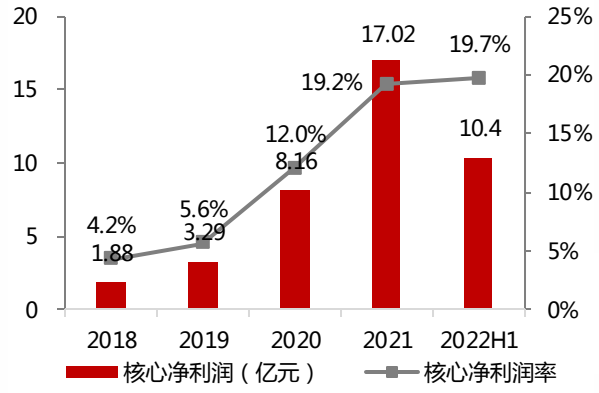
- **投资逻辑：**1）盈利能力大幅提升，2022H1公司实现核心利润10.4亿元（+33.5%），基于运营效率提升和成本管控，2022H1公司毛利润率相较2021年底提升0.6pp至31.7%。2）住宅物业规模提升，2022H1公司在管建筑面积2.5亿平，客户满意度高，2021年公司收缴率提升至94.4%，合同续约率98.7% 。3）商业管理龙头傲立，极具稀缺性，2021年公司购物中心在营数增至71个（2022H1增至74个），已开业建筑面积760万平，同比增长18.8%，平均出租率96.9% ，54个项目零售额排名当地市场TOP3，8个在营重奢购物中心排名行业TOP1 。
- **业绩预测与投资建议：**预计公司 2022-2024年净利润复合增速为28.4%，考虑公司管理规模稳步提升，且是上市商管公司稀缺标的，维持“买入”评级。
- **风险提示：**在管面积增长不及预期，增值服务发展不及预期等。

公司2022-2024年盈利预测

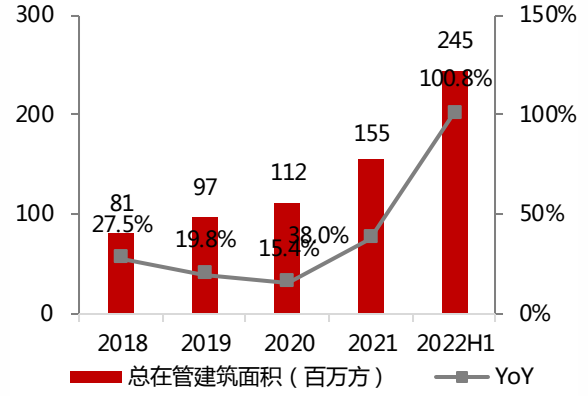
指标/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	8888	12212	16039	21024
增长率	31%	37%	31%	31%
归属母公司净利润（百万元）	1725	2239	2860	3653
增长率	111%	30%	28%	28%
每股收益EPS（元）	0.76	0.98	1.25	1.60
净资产收益率ROE	12.42%	13.88%	15.06%	16.14%
PE	43.29	35.32	27.66	21.65
PB	5.38	4.90	4.16	3.49

数据来源：wind，西南证券

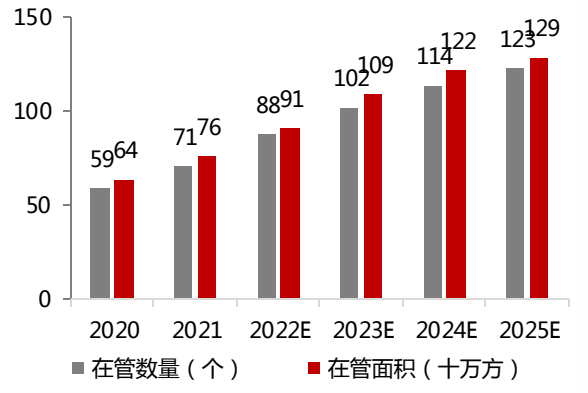
公司核心净利润及利润率



公司总在管建筑面积



公司购物中心规模



数据来源：wind，西南证券整理

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

联系人：刘洋
电话：18019200867
邮箱：ly21@swsc.com.cn

西南证券 SOUTHWEST SECURITIES

西南证券研究发展中心

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 SOUTHWEST SECURITIES

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：深圳市福田区深南大道6023号创建大厦4楼

邮编：518040

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路32号西南证券总部大楼

邮编：400025

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	总经理助理、销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	高级销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	王昕宇	高级销售经理	17751018376	17751018376	wangxy@swsc.com.cn
	薛世宇	销售经理	18502146429	18502146429	xsy@swsc.com.cn
	汪艺	销售经理	13127920536	13127920536	wyyf@swsc.com.cn
	岑宇婷	销售经理	18616243268	18616243268	cyryf@swsc.com.cn
	陈阳阳	销售经理	17863111858	17863111858	cyyyf@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymyf@swsc.com.cn
	李煜	销售经理	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
北京	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杜小双	高级销售经理	18810922935	18810922935	dxsyf@swsc.com.cn
	王一菲	销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
	巢语欢	销售经理	13667084989	13667084989	cyh@swsc.com.cn
广深	郑龑	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyryf@swsc.com.cn
	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	丁凡	销售经理	15559989681	15559989681	dingfyf@swsc.com.cn