2020 年 05 月 10 日

证券研究报告•行业研究•房地产

房地产行业例评

跟随大市(维持)

西南证券 SOUTHWEST SECURITIES

境外机构额度限制取消，公募 REITs 落地

投资要点

- **五一后市场小幅反弹，地产小盘股表现活跃：**上周上证指数上涨 1.23%、沪深 300 上涨 1.30%、创业板指上涨 2.70%，万得全 A 交易额 2.06 万亿（三个交易日）。上周地产板块下跌 0.20%，年初以来累计下跌 10.65%，在所有申万一级行业中排名 24/28，地产板块当前估值水平 PE 为 8.39 倍（板块一季度业绩较差拖累 TTM 表现），港股通内房股 7.10 倍。
- **年报披露完毕，毛利率下行趋势延续：**2019 年和 2020Q1，A 股申万地产板块整体收入同比分别增长 20.2%和下滑 4.0%，归母净利润同比分别增长 10.5%和下滑 41.8%，疫情对一季度业绩有一定冲击。2018、2019 和 2020Q1 板块加权平均毛利率分别为 32.4%、31.5%和 30.7%，呈现持续下滑趋势，加权平均净利率分别为 12.8%、11.8%和 8.2%，一季度下滑幅度大与费率抬升有关。
- **4 月销售继续改善、五一销售同比回正：**4 月房企进一步加大营销力度和供货资源，大部分房企销售环比继续改善，同比来看分化明显一些，头部房企中世茂房地产、龙湖、恒大、中海等表现较强，万科、新城、融创、绿地表现较弱，从销售单价同比来看，恒大、碧桂园、新城控股同比下降幅度较大，表明三四线存在以价换量的空间。从滞后的备案数据开看，重点城市五一销售超出预期。
- **取消境外机构投资者额度限制，地产股迎边际改善：**5 月 7 日晚央行外汇局发布了《境外机构投资者境内证券期货投资资金管理规定》，取消合格境外机构投资者（QFII）和人民币合格境外机构投资者（RQFII）境内证券投资的额度限制，进一步便利境外投资者参与我国金融市场。地产股由于其估值偏低、预期较低、分红率较高，对增量资金有一定吸引力。
- **投资策略与重点关注个股：**年报窗口期后，扰动因素关注两会和基础设施 REITs 后期相关政策落地，主导因素在于公司销售和基本面表现，继续建议按以下三条投资主线择股 1）估值有抬升潜力：A 股推荐万科 A、金地集团、保利地产、新城控股，H 估推荐世茂房地产、中国金茂、宝龙地产、融创中国、旭辉控股；2）显著低估并存在预期差：A 股推荐阳光城、中南建设、荣盛发展、华夏幸福、蓝光发展、华发股份，H 股推荐佳兆业、碧桂园、禹洲地产、融信中国；3）物管类和小市值：A 股推荐天健集团、南山控股、南国置业，关注招商积余、新大正，港股推荐保利物业等。
- **风险提示：**新冠肺炎疫情防控风险、销售回款风险、复工竣工风险。

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		
				2019A	2020E	2021E	2019A	2020E	2021E
600048	保利地产	15.89	买入	2.35	2.86	3.54	6.76	5.56	4.49
000002	万　科 A	26.26	买入	3.47	4.12	4.81	7.57	6.37	5.46
600383	金地集团	13.26	买入	2.23	2.74	3.19	5.95	4.84	4.16
000090	天健集团	6.58	买入	0.66	1.04	1.31	9.97	6.33	5.02
002314	南山控股	2.9	买入	0.15	0.19	0.27	19.33	15.26	10.74

数据来源：聚源数据，西南证券

西南证券研究发展中心

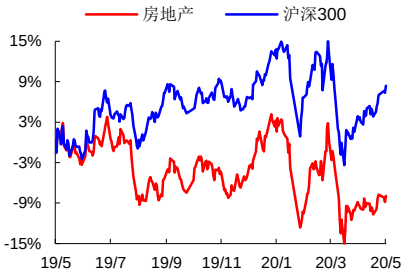
分析师：胡华如

执业证号：S1250517060001

电话：0755-23900571

邮箱：hhr@swsc.com.cn

行业相对指数表现



数据来源：聚源数据

基础数据

股票家数	132
行业总市值（亿元）	21,215.21
流通市值（亿元）	20,484.87
行业市盈率 TTM	8.36
沪深 300 市盈率 TTM	12.2

相关研究

1. 房地产行业例评：基金结构性调整地产股，房抵经营贷未现违规 (2020-04-26)
2. 房地产行业例评：深圳与政治局会议释放积极信号 (2020-04-19)
3. 房地产行业例评：政策宽松走新路，择时逻辑不再 (2020-04-12)
4. 房地产行业例评：央行下调超额存准率，3 月销售显著改善 (2020-04-06)
5. 房地产行业例评：内房优等生交卷，政治局会议定调积极 (2020-03-29)
6. 房地产行业例评：内房信用风险升温，寻找错杀优质个股 (2020-03-23)

目 录

1 市场回顾 1

2 行业点评 3

2.1 新冠肺炎 COVID-19 跟踪 3

2.2 行业政策动态跟踪 5

3 企业动态 7

4 数据参考 10

5 投资建议 14

6 风险提示 17

图 目 录

图 1：上周申万地产板块走势弱于沪深 300 1
图 2：年初以来申万地产板块相对沪深 300 表现（pp.） 1
图 3：上周电子城、亚太实业等个股涨幅显著 1
图 4：上周长春经开、光大嘉宝等个股跌幅显著 1
图 5：上周申万地产板块中个股交易额靠前个股（亿） 2
图 6：年初以来申万地产上涨个股占比为 26.52% 2
图 7：上周表现强势的港股通内房 2
图 8：年初以来表现强势的港股通内房 2
图 9：境外新增输入病例维持在较低水平（例） 3
图 10：上周黑龙江、广东境外输入病例近似为零（例） 3
图 11：海外新增确诊病例在 8 至 10 万区间内波动 3
图 12：港澳台地区当日新增病例维持在小个位数（例） 3
图 13：美国每日新增确诊病例与累计病例（例） 4
图 14：意大利每日新增确诊病例与累计病例（例） 4
图 15：英国每日新增确诊病例与累计病例（例） 4
图 16：法国每日新增确诊病例与累计病例（例） 4
图 17：俄罗斯每日新增确诊病例与累计病例（例） 4
图 18：印度每日新增确诊病例与累计病例（例） 4
图 19：2020 年 4 月头部上市房企销售数据（亿元） 11
图 20：2020 年 4 月头部上市房企销售单价及同比（元每平米） 12
图 21：30 大中城市商品房交易高频数据跟踪（套） 12
图 22：2019 年 1 月以来全国住宅用地成交金额和成交建面（右轴） 13
图 23：2019 年 1 月以来全国住宅用地成交楼面价和平均溢价率 13

表 目 录

表 1：2020 年 4 月主要上市房企销售表现（亿元、元每平米） 10
表 2：2020Q1 公募基金（股票和混合型）主要持有的地产股持仓变动明细 14
表 3：2020Q1 公募基金（股票和混合型）主要持有的港股通内房持仓变动明细 15
表 4：重点关注公司盈利预测与评级 16

1 市场回顾

上周 A 股市场整体表现震荡上涨，上证指数上涨 1.23%、沪深 300 指数上涨 1.30%，创业板指上涨 2.70%，万得全 A 上周交易额 2.06 万亿。

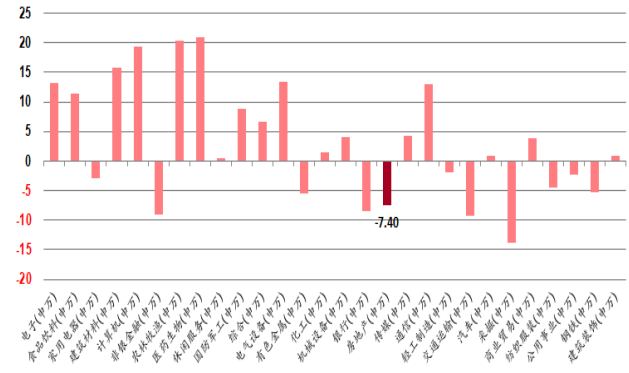
申万房地产板块（简称申万地产）上周下跌 0.20%，在所有申万一级行业中相对排名 26/28。从年初涨跌幅来看，申万地产下跌 10.65%，在所有申万一级行业中相对排名 24/28。上周申万地产交易额 519.00 亿。

图 1：上周申万地产板块走势弱于沪深 300



数据来源：Wind，西南证券整理

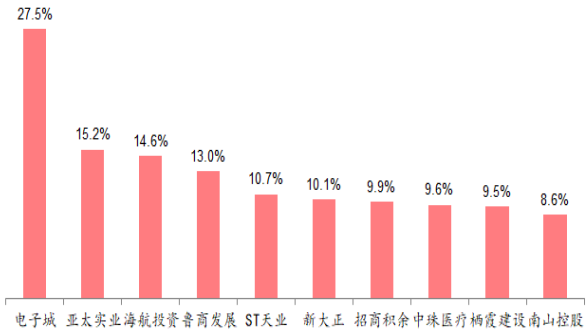
图 2：年初以来申万地产板块相对沪深 300 表现（pp.）



数据来源：Wind，西南证券整理

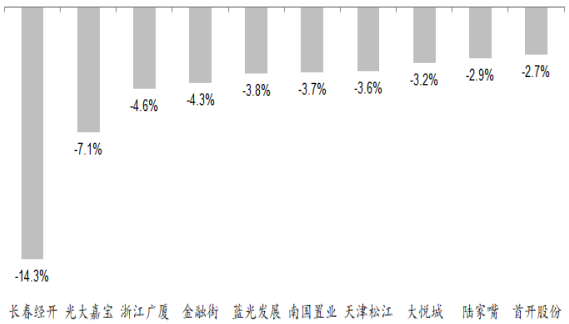
从个股涨跌幅来看，上周电子城、亚太实业、海航投资和鲁商发展等个股涨幅居前。长春经开、光大嘉宝、浙江广厦和金融街等个股跌幅居前。

图 3：上周电子城、亚太实业等个股涨幅显著



数据来源：Wind，西南证券整理

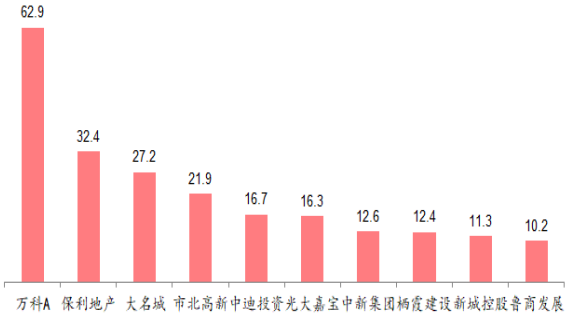
图 4：上周长春经开、光大嘉宝等个股跌幅显著



数据来源：Wind，西南证券整理

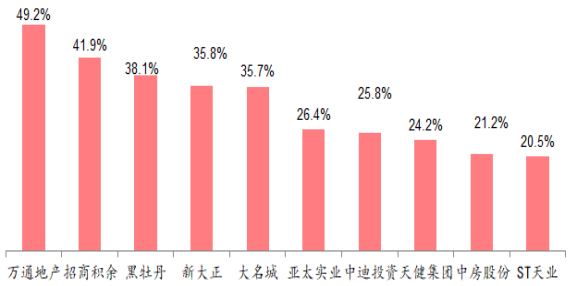
从板块交易额来看，上周万科、保利、大名城、市北高新、中迪投资和光大嘉宝等排在行业前列。其中，万科和保利周交易额合计 95.21 亿，占板块交易额比重为 18.34%。从年初累计涨幅来看，万通地产、招商积余、黑牡丹、大名城和亚太实业等涨幅居前，上涨个股个数占比 26.52%。年初以来，新华联、ST 新光、泰禾集团、天津松江和大悦城等跌幅居前。

图 5：上周申万地产板块中个股交易额靠前个股（亿）



数据来源：Wind，西南证券整理

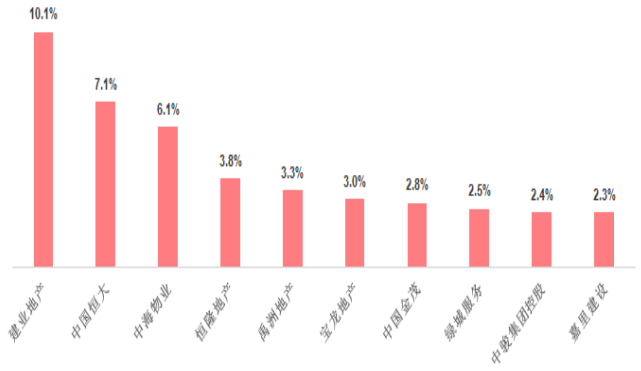
图 6：年初以来申万地产上涨个股占比为 26.52%



数据来源：Wind，西南证券整理

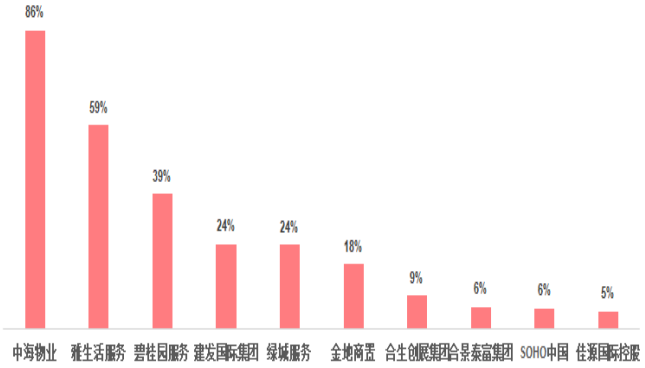
从港股通内房（根据 Wind-港股概念类-内房股，且为港股通标的）表现来看，上周有 22 只股票上涨，建业地产、中国恒大和中海物业等涨幅明显，而 SOHO 中国、中国宏泰发展和中国海外发展等位居跌幅前列。年初以来，中海物业、雅生活服务、碧桂园服务、建发国际、绿城服务、金地商置等个股表现强势。上周从成交金额来看融创、中海、长实、华润、恒大、碧桂园服务、龙湖和碧桂园均超过 10 亿。

图 7：上周表现强势的港股通内房



数据来源：Wind，西南证券整理

图 8：年初以来表现强势的港股通内房



数据来源：Wind，西南证券整理

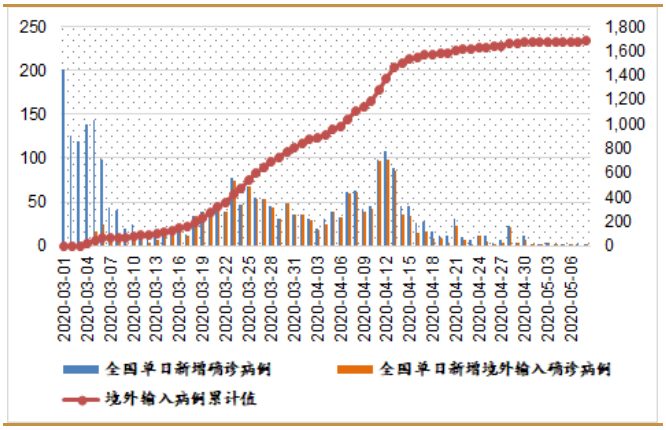
2 行业点评

2.1 新冠肺炎 COVID-19 跟踪

2019 年 12 月 5 日，武汉出现首例不明原因肺炎就医患者。2019 年 12 月 30 日，武汉陆续出现不明原因的肺炎病人，均来自于华南海鲜市场，症状疑似 SARS。2020 年 2 月 13 日在日内瓦的国际会议上，WHO 世界卫生组织宣布将此前爆发的新冠病毒正式命名为 COVID-19（替代之前的名字 2019-nCoV）。2020 年 2 月 21 日，国家卫生健康委决定将“新型冠状病毒肺炎”（Novel coronavirus pneumonia）英文名称也修订为 COVID-19，以取代之前 2 月 8 日的英文名称 NCP。

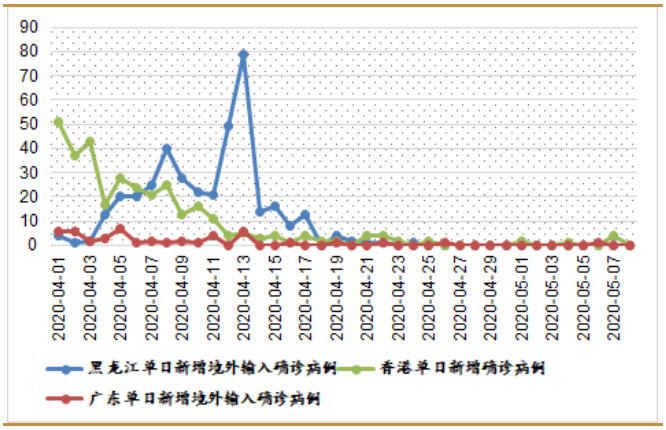
截止 2020 年 5 月 8 日 19:00，国内累计确诊病例 84,416 例，较昨日增加 1 例；现存确诊病例 356 例（-92 例）、现存无症状感染者 836 例（-18 例）、境外输入确诊病例 1,681 例（+1 例）、累计死亡人数 4,643 例（+0 例）、累计治愈病例 79,417 例（+93 例）。国内疫情防控态势保持稳定，境外输入仍是重要增量来源，同时疫情在国外已经扩大到 214 个国家，累计确诊 3,910,779 人。

图 9：境外新增输入病例维持在较低水平（例）



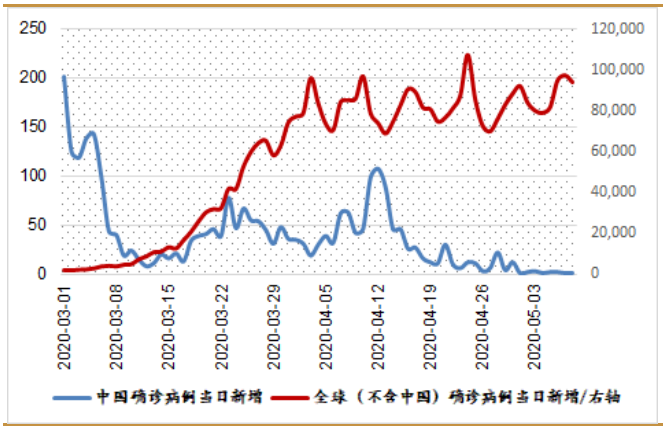
数据来源：Wind，西南证券整理

图 10：上周黑龙江、广东境外输入病例近似为零（例）



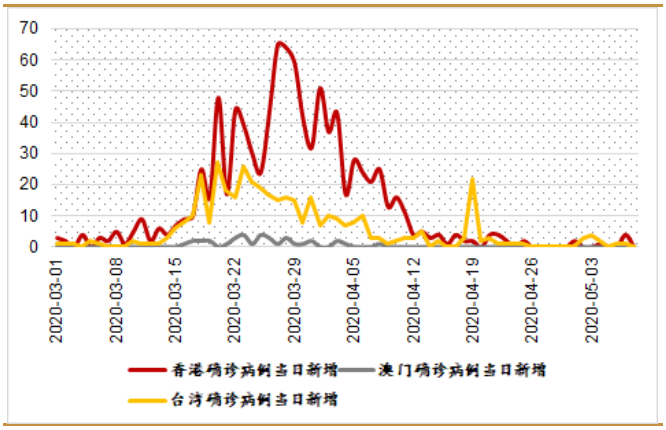
数据来源：Wind，西南证券整理

图 11：海外新增确诊病例在 8 至 10 万区间内波动



数据来源：Wind，西南证券整理

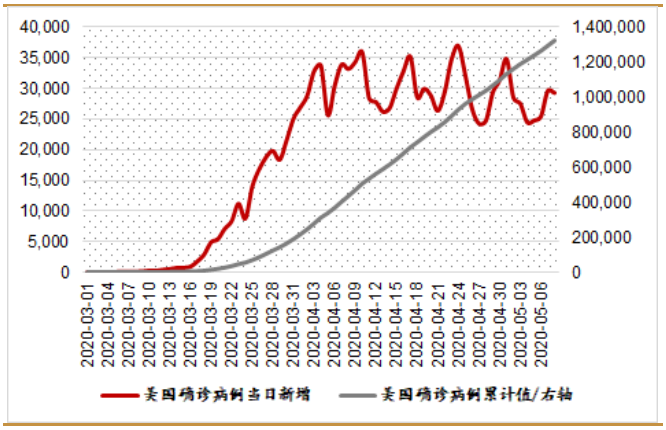
图 12：港澳台地区当日新增病例维持在小个位数（例）



数据来源：Wind，西南证券整理

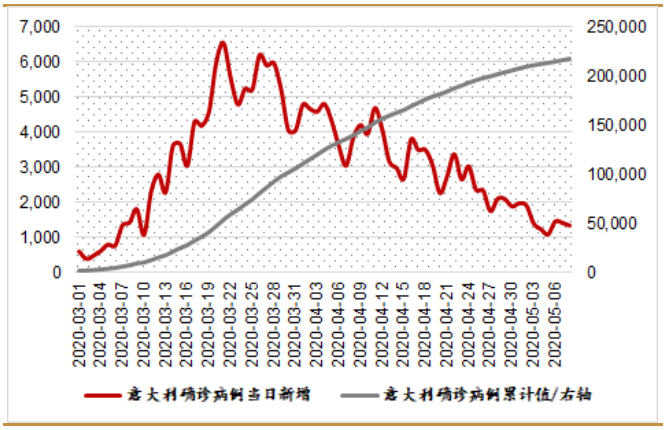
本周值得关注的主要有三点：1）黑龙江、内蒙及其他区域境外输入病例很少；2）海外疫情得到控制，全球累计确诊超过 390 万例，单日新增确诊病例在 8 万到 10 万区间内波动；3）从境外国家来看，各国家单日新增出现分化，美国、意大利、英国和法国等国家单日新增确诊病例得到控制，保持水平甚至出现明显下降，俄罗斯、印度等国家新增确诊病例继续增加。

图 13：美国每日新增确诊病例与累计病例（例）



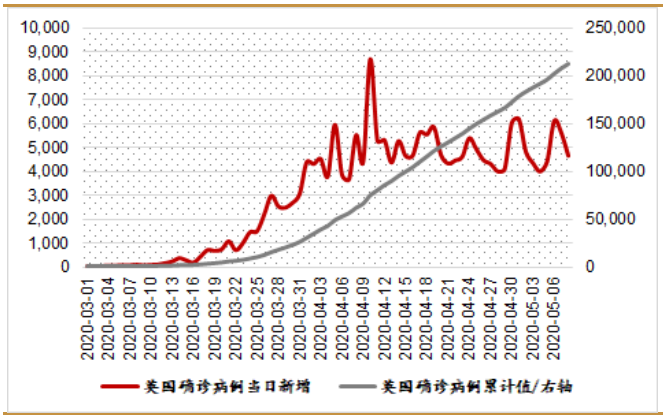
数据来源：Wind，西南证券整理

图 14：意大利每日新增确诊病例与累计病例（例）



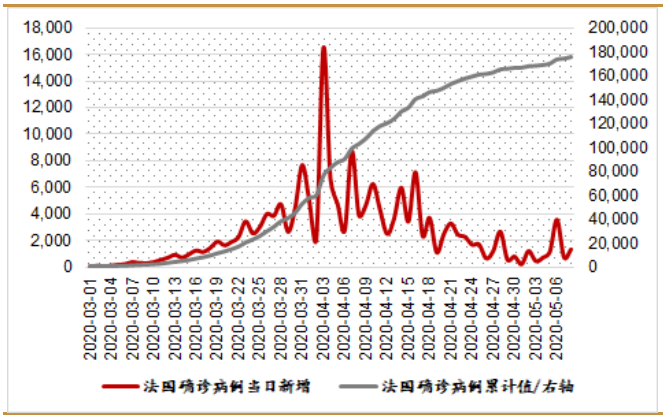
数据来源：Wind，西南证券整理

图 15：英国每日新增确诊病例与累计病例（例）



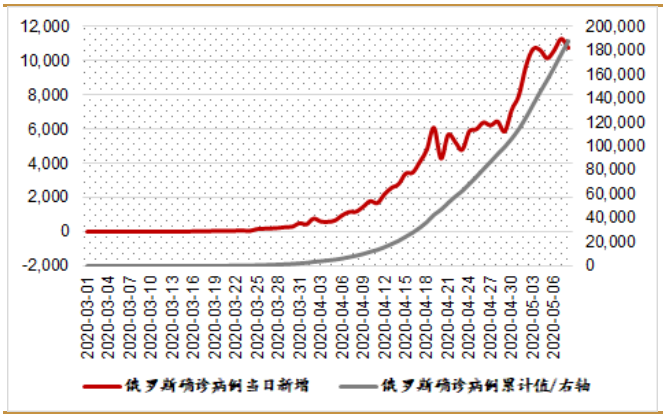
数据来源：Wind，西南证券整理

图 16：法国每日新增确诊病例与累计病例（例）



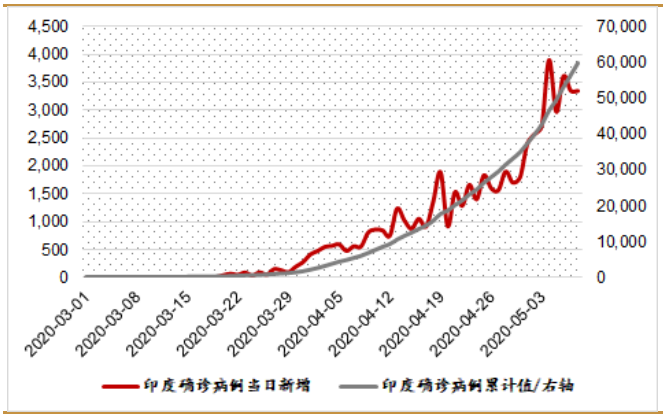
数据来源：Wind，西南证券整理

图 17：俄罗斯每日新增确诊病例与累计病例（例）



数据来源：Wind，西南证券整理

图 18：印度每日新增确诊病例与累计病例（例）



数据来源：Wind，西南证券整理

2.2 行业政策动态跟踪

5 月 9 日，上海市人民政府印发《上海市土地交易市场管理办法》，自 2020 年 5 月 1 日起施行。《办法》指出，应当在土地交易市场进行交易的范围有：国有建设用地使用权和集体经营性建设用地使用权出让、出租；开发区成片开发的国有建设用地使用权分割转让；其他根据法律法规规定在土地交易市场进行建设用地使用权交易的；合同约定在土地交易市场进行建设用地使用权交易的。

5 月 8 日，目前深交所已起草《深圳证券交易所创业板企业发行上市申报及推荐暂行规定（征求意见稿）》，正在保荐机构层面进行定向征求意见。《暂行规定》结合创业板定位，设置上市推荐行业负面清单，包括农林牧渔、农副食品加工、采矿、食品饮料、纺织服装、黑色金属、电力热力燃气、建筑、交通运输、仓储邮政、住宿餐饮、金融、房地产、居民服务和修理等传统行业，原则上不支持属于上述行业的企业申报创业板上市。上述行业中与互联网、大数据、云计算、自动化、新能源、人工智能等新技术、新产业、新业态、新模式深度融合的创新创业企业仍可以在创业板上市。

5 月 8 日，宁波拟全面放宽落户条件，舟山市区户籍等同于宁波市区户籍，投资创业落户缴纳税款或社保年限由“3 年”下调至“申请落户时按规定缴纳税款或参加本市社会保险”。

5 月 8 日，中国标准化协会近日正式发布长租公寓行业《长租公寓室内环境评价通则》团体标准。根据《评价通则》的要求，自如将率先接入行业内具有认证认可资质、或评价资质的第三方专业机构，对其产品品质开展认证和评价工作并出具报告，确定室内环境评价等级。

5 月 7 日，央行宣布取消境外机构投资者证券投资额度限制，推动金融市场经一步开放；实施本外币一体化管理，允许合格投资者自主选择汇入资金币种和时机，大幅简化合格投资者境内证券投资收益汇出手续。

5 月 7 日，《中国（上海）自由贸易试验区临港新片区促进商业发展若干政策》发布，内容包括：从租金到运营、新建、改造，补贴支持商业街、社区、园区商业配套；对于新建区域级商业中心项目，满足相应条件，最高扶持金额不超过 5000 万元；满足相应条件的国内外商业品牌入驻临港的，优先为其所属企业符合条件的高管人员落户临港新片区、办理工作居住证及子女入学等提供支持和保障。

5 月 7 日，中国 4 月财新服务业 PMI44.4，前值 43；综合 PMI 47.6，前值 46.7。

5 月 7 日，中国 4 月（以人民币计）出口同比增长 8.2%，进口下降 10.2%，贸易顺差 3181.5 亿元，增加 2.6 倍。4 月（以美元计）出口同比增长 3.5%，进口下降 14.2%；贸易顺差 453.4 亿美元，增加 2.5 倍。

5 月 7 日，住建部决定组织开展城市建设领域防疫情补短板扩内需调研。重点从城市、社区、建筑等 3 个层面开展调研。城市层面主要从城市在区域协同发展、城市空间布局、城市公共设施和基础设施建设、城市信息化建设以及城市管理等方面进行分析评估。

5 月 7 日，东莞市房产管理局、东莞市住建局发布《进一步明确新建商品住房和二手住房交易转让有关问题的通知》指出，在 2017 年 4 月 11 日零时前已完成网签的新建商品住房和二手住房，无论是在上述时间点之前或之后办出《不动产权证》，均不受“须取得不动产权证满 2 年后方可上市交易”条款的限制。

5 月 6 日，据媒体报道称，棚改专项债将恢复发行，部分地方已在梳理棚改专项债项目清单，而监管部门对本次棚改专项债提出三个要求，涉及项目开工、棚改计划、信息一致等方面。其一，此次棚改专项债仅支持已开工项目，且不得用于货币化安置项目；其二，棚改项目必须纳入年度棚改计划任务；其三，棚改项目信息与相关材料要件信息一致，如立项批复、用地预审、“一案两书”等。具体到全年专项债额度，因十三届全国人大三次会议将于 2020 年 5 月 22 日在北京召开，传闻专项债额度将在会上得以确定。

5 月 6 日，报告显示，2020 年五一假期，12 个重点城市新房销售套数为 5671 套，与去年五一假期相比成交大幅上升 77.1%。从具体城市上看，五一假期，北京、南京成交量同比、环比均双双上扬，同比更是翻倍上升，北京同比去年五一假期接近翻 5 倍，南京成交同比翻 2 倍。

5 月 5 日，湖南郴州市住建局等多部门近日联合印发文件，从实行购房奖励、延期缴纳税款、分期缴纳土地出让价款等 10 个方面，提出具体可执行政策措施，帮助房地产相关企业在疫情防控期间减少损失，支持房地产行业有序稳定发展。意见提出，对在市中心城区购买新建商品房和存量住房，签订网签合同并缴纳契税的，以及文件发布前已购买商品住房、门面、办公用房尚未缴纳契税在文件发布后六个月内缴清契税的，按缴纳契税额的 50%对购房人予以奖励，初次购买新建商品房项目地下车位并缴纳契税的，按每个车位 1000 元的标准给予纳税人奖励。

5 月 5 日，北京适龄儿童明起将开始采集小学入学信息。今年“幼升小”，除近几年一直明确的过道房、车库房、空挂户等均不得作为入学条件外，城六区更是通过明确“六年一学位”，实施“多校划片”等措施，为“学区房”降温。

5 月 4 日，五一后武汉将全面推行购房核查“一码通”。今年武汉还将加大住宅用地供应力度，加快住房有效供给，特别是加大中小套型住房供应力度。

5 月 2 日，日前，黑龙江省住建厅下发《关于持续深入开展全省房地产领域专项整治工作的通知》，要求各地持续深入开展房地产领域专项整治工作。其中包括对房地产开发企业的专项整治，对房地产经纪（住房租赁中介）机构的专项整治，对房地产“烂尾楼”的专项整治以及对城镇住宅小区物业服务管理的专项整治。并且对每一项专项整治工作都提出了具体工作方向。

5 月 2 日，中国人民银行日前发布的数据显示，一季度末，我国人民币房地产贷款余额 46.16 万亿元，同比增长 13.9%，增速比上年末低 0.9 个百分点，连续 20 个月回落。

4 月 30 日，中国证监会与国家发展改革委联合发布了《关于推进基础设施领域不动产投资信托基金(REITs)试点相关工作的通知》，标志着境内基础设施领域公募 REITs 试点正式起步。

4 月 30 日，为了做好创业板投资者适当性管理改革工作，证监会决定废止《创业板市场投资者适当性管理暂行规定》。本决定自公布之日起施行。

3 企业动态

招商蛇口：5 月 9 日，招商蛇口发布 2020 年 4 月销售数据，2020 年 4 月，招商蛇口实现销售面积 85.85 万平方米，同比减少 6.09%；实现签约销售金额 195.91 亿元，同比增加 9.25%。

福星股份：5 月 9 日，福星股份发布 2020 年第一季度报告，2020 年第一季度，福星股份实现营业收入 13.11 亿元，同比下降 62.57%；归属于上市公司股东的净利润 1.11 亿元，同比下降 49.23%。

新城控股：5 月 9 日，新城控股发布 2020 年 4 月份经营简报，2020 年 4 月，新城控股实现合同销售金额约 180.63 亿元，销售面积约 164.40 万平方米。1-4 月累计合同销售金额约 490.44 亿元，比上年同期下降 27.99%；累计销售面积约 450.22 万平方米，比上年同期下降 24.06%。

保利地产： 5 月 8 日，保利地产公告 2020 年 4 月，公司实现签约面积 244.01 万平方米，同比下降 4.37%；实现签约金额 375.89 亿元，同比增加 0.44%。2020 年 1-4 月，公司实现签约面积 734.25 万平方米，同比下降 23.13%；实现签约金额 1086.09 亿元，同比下降 26.16%。

绿城中国：5 月 7 日，公司发布 4 月销售数据，2020 年 4 月，绿城集团（包括绿城中国控股有限公司与其附属公司连同其合营企业及联营公司）取得销售 3112 套，销售面积约 52 万平方米，当月销售金额约为人民币 143 亿元，销售均价为每平方米人民币 27331 元。截至 2020 年 4 月 30 日止四个月，绿城集团累计取得总合同销售面积约 190 万平方米，总合同销售金额约人民币 414 亿元，同比增长 8.09%。

佳兆业：5 月 7 日，公司法币 4 月销售简报，2020 年 4 月，合约销售金额 65.09 亿元，同比减少 2.7%；合约建筑面积约为 432460 平方米，按年增加约 46.4%。平均售价约为每平方米人民币 15051 元，按年减少约 33.6%。2020 年前 4 月，合约销售金额 180.09 亿元，总合约建筑面积约为 1041229 平方米，分别较 2019 年同期减少约 12.3%及 2%。平均售价约为每平方米人民币 17296 元，较 2019 年同期减少约 10.5%。

中南建设： 5 月 7 日，公司发布 4 月销售数据，公司房地产业务 2020 年 4 月份合同销售金额约 155.7 亿元，同比增长 1%；销售面积约 112.9 万平方米，同比减少 12%。公司 2020 年 1-4 月份累计合同销售金额约 371.6 亿元，同比减少 20%；累计销售面积约 276.5 万平方米，同比减少 27%。

融创：5 月 7 日，公司发布公告称将于 5 月 6 日-7 日出售金科股份 5%股份，出售价格为每股 8 元，合计代价约为 21.36 亿元。

阳光 100：5 月 7 日，公司发布公告，2020 年 4 月集团实现未经审核合同销售额约人民币 4.19 亿元(包含小股操盘项目人民币 1.46 亿元)，对应合同销售面积约 4.11 万平方米。截至 2020 年 4 月 30 日止四个月集团实现未经审核合同销售额约人民币 11.34 亿元(包含小股操盘项目人民币 3.43 亿元)，对应合同销售面积约 10.66 万平方米。

中国海外发展：5 月 7 日，公司公布，于 2020 年 4 月，中国海外系列公司的合约物业销售金额约为人民币 279.52 亿元，而相应的已售楼面面积约为 148.49 万平方米，分别按年增加 8.9%及增加 8.0%。2020 年 1 月至 4 月，中国海外系列公司累计合约物业销售金额约

人民币 876.68 亿元，相应的累计已售楼面面积约 479.05 万平方米，分别按年降低 6.0%及降低 5.6%。

万科：5 月 6 日，万科 A 公布，2020 年 4 月份公司实现合同销售面积 303.8 万平方米，合同销售金额 479.5 亿元，同比下降 20.31%；2020 年 1-4 月份公司累计实现合同销售面积 1188.6 万平方米，合同销售金额 1858.3 亿元。

碧桂园：5 月 6 日，碧桂园披露了 2020 年 4 月份未经审核营运数据。于 2020 年 4 月单月，碧桂园连同其合营公司和联营公司共实现归属本公司股东权益的合同销售金额约人民币 490.0 亿元，较 2019 年 4 月同比增加 3.76%，这也创下今年单月新高；归属本公司股东权益的合同销售建筑面积约 589 万平方米，较 2019 年 4 月同比增加 16.07%。按此计算，碧桂园前四个月共计实现权益合约销售额 1498.8 亿元，同比下降 10.37%。累计全口径销售为 2114.9 亿元，仅次于恒大。

荣盛发展：5 月 6 日，公司发布公告称，2020 年 4 月，公司实现签约面积 69.63 万平方米，同比增长 6.18%；签约金额 77.83 亿元，同比增长 7.44%。2020 年 1-4 月，公司累计实现签约面积 205.01 万平方米，同比下降 6.24%；累计签约金额 216.69 亿元，同比下降 9.47%。

中国奥园：5 月 6 日，公司发布发布 4 月销售简报。2020 年 4 月，中国奥园实现未经审核物业合同销售金额约人民币 87.3 亿元，按月上升 20%，同比减少 9%。2020 年前 4 月，中国奥园物业合同销售金额累计约人民币 230.3 亿元。

富力地产：5 月 6 日，富力地产发布 2020 年前 4 月销售简报。2020 年 4 月，集团月内权益合约销售总金额约为人民币 92.2 亿元，销售面积达约 81.72 万平方米。与上月相比，销售收入和销售面积分别上升 15%和 24%。与去年相比，销售收入和销售面积分别上升 4%和 14%。2020 年前 4 月，集团总权益合约销售金额约人民币 259.3 亿元，销售面积达约 221.85 万平方米。

禹洲地产：5 月 6 日，禹洲地产发布 4 月销售简报，2020 年 4 月，禹洲地产合约销售金额为人民币 96.27 亿元；销售面积为 60.16 万平方米；平均销售价格为每平方米人民币 16,003 元。2020 年前四个月，禹洲地产实现累计销售金额为人民币 199.89 亿元；累计销售面积为 126.65 万平方米；平均销售价格为每平方米人民币 15,783 元。另外，截至 2020 年 4 月 30 日，集团累计的认购未签约金额约为人民币 4.90 亿元。

泰禾集团：5 月 6 日，泰禾集团公布了 2020 年第一季度报告。第一季度，公司实现营业收入 4.80 亿元，同比下降 93.57%；归属于上市公司股东的净利润-5.64 亿元，同比下降 157.99%。

恒大：5 月 6 日，中国恒大公布 4 月未经审核营运数据，4 月合约销售金额约为 652.1 亿元，同比增长约 11.6%；合约销售面积约为 713.0 万平方米，同比增长约 28.5%；销售回款约为 646.5 亿元，较去年同期增长约 70.8%；合约销售金额及销售回款数据均刷新了本集团历史同期最高纪录。

融创中国：5 月 5 日，融创中国公布 4 月未经审核营运数据，4 月合约销售额 337.6 亿元，合约销售面积约 248.9 万平方米。截至 4 月底，公司累计实现合同销售金额约 955.2 亿元，累计合同销售面积 702.3 万平方米，合同销售均价为 13600 元/平方米。

融信中国：5 月 5 日，融信中国公布 4 月未经审核营运数据，2020 年 4 月份，集团总合约销售额约为人民币 97.07 亿元，集团合约建筑面积约为 45.18 万平方米，及平均合约售价约为每平方米人民币 21,485 元。截至 2020 年 4 月 30 日止四个月，集团总合约销售额约为人民币 279.45 亿元，总合约建筑面积约为 121.74 万平方米，及平均合约售价约为每平方米人民币 22,954 元。

世茂房地产：5 月 5 日，世茂房地产发布 4 月未经审核营运数据，4 月合约销售额 212.26 亿元，同比增 41%；合约销售面积 121.26 万平方米，同比增 45%。1-4 月累计，合约销售额 582.6 亿元，同比增 4%；合约销售面积 332.2 万平方米，同比增 6%。

时代中国：5 月 5 日，时代中国发布 4 月未经审核营运数据，4 月集团合同销售（连合营项目销售）金额约为人民币 46.62 亿元，同比下滑 10%。签约建筑面积约为 35.2 万平方米。2020 年前 4 个月，集团累计合同销售（连合营项目销售）金额约为人民币 170.86 亿元，签约建筑面积约为 125.3 万平方米。

4 数据参考

417 政治局会议重申“坚持房住不炒定位”，针对需求端的房地产金融政策预计保持平稳，年报窗口期后房企的销售表现是影响预期及地产股的重要因素。参考克而瑞和亿翰智库的数据，我们总结的 4 月上市房企销售表现如下所示。

表 1：2020 年 4 月主要上市房企销售表现（亿元、元每平米）

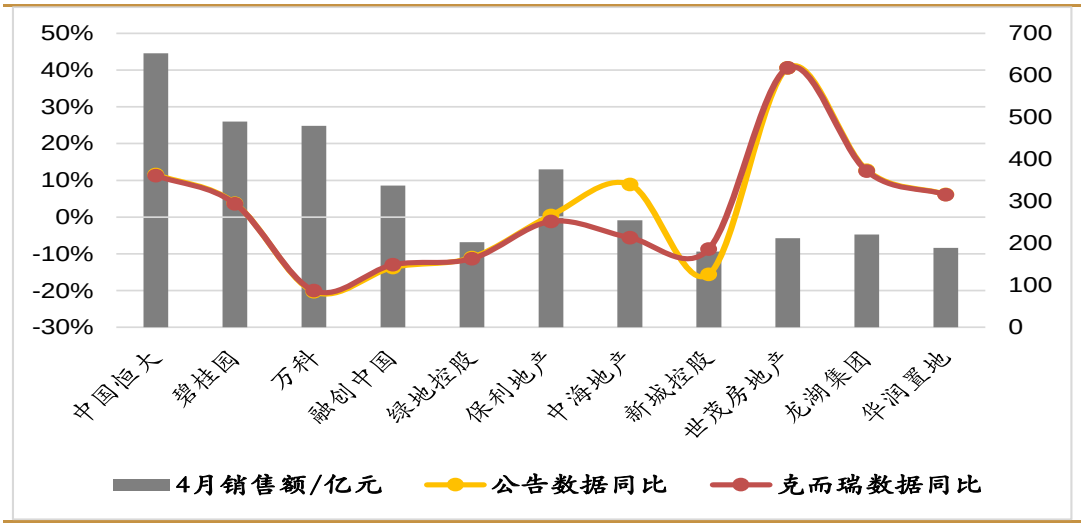
房企简称	2020 年销售目标	4 月累计销售额	累计销售权益比	累计销售均价	目标完成率	4 月环比	4 月同比	累计同比
中国恒大	6,500	2,124	95%	9,100	33%	5%	11%	19%
碧桂园	8,000	2,115	71%	8,699	26%	5%	4%	-11%
万科	6,500	1,860	65%	16,000	29%	-12%	-20%	-11%
融创中国	6,000	958	69%	14,000	16%	10%	-13%	-19%
绿地控股	4,500	708	90%	12,337	16%	-18%	-11%	-21%
保利地产	5,000	1,080	73%	14,001	22%	35%	-1%	-27%
中海地产	4,000	882	93%	18,063	22%	6%	-6%	-20%
新城控股	2,500	505	77%	10,990	20%	37%	-9%	-26%
世茂房地产	3,000	583	70%	17,538	19%	4%	41%	4%
龙湖集团	2,600	602	70%	17,004	23%	5%	13%	-6%
华润置地	2,620	578	66%	17,410	22%	-16%	6%	-16%
招商蛇口	2,500	554	65%	22,351	22%	-11%	8%	-1%
阳光城	2,000	450	67%	10,887	23%	22%	3%	-10%
富力地产	1,520	279	93%	11,740	18%	39%	25%	-17%
金地集团	2,400	450	62%	22,005	19%	29%	3%	-10%
中南建设	2,300	369	67%	12,780	16%	44%	-1%	-20%
旭辉控股	2,300	354	55%	16,164	15%	29%	-17%	-29%
中国金茂	2,000	451	69%	17,433	23%	46%	49%	10%
荣盛发展	1,300	209	98%	10,435	16%	30%	15%	-13%
中国奥园	1,400	231	80%	10,313	16%	20%	-9%	-19%
龙光地产	1,100	273	94%	14,997	25%	61%	81%	17%
佳兆业	1,300	238	76%	13,162	18%	37%	7%	4%
融信中国	1,600	280	77%	22,966	17%	24%	-5%	-21%
禹洲地产	1,000	200	62%	15,715	20%	68%	87%	24%
建业地产	1,000	157	70%	7,700	16%	-71%	-62%	0%
宝龙地产	750	139	75%	15,521	18%	83%	9%	-14%
绿城中国	1,500	302	57%	22,454	20%	27%	52%	13%
雅居乐	1,300	263	75%	15,489	20%	39%	15%	-23%
越秀地产	800	148	91%	26,241	19%	14%	-12%	-29%
合景泰富	1,033	196	63%	16,224	19%	6%	-3%	-12%
中骏集团	1,000	198	52%	13,867	20%	13%	27%	-6%
首创置业	1,000	109	65%	28,987	11%	38%	-32%	-42%
金科股份	2,200	414	73%	8,817	19%	-21%	-35%	-14%

房企简称	2020 年销售目标	4 月累计销售额	累计销售权益比	累计销售均价	目标完成率	4 月环比	4 月同比	累计同比
华夏幸福	1,800	232	94%	20,531	13%	94%	-19%	-43%
中梁控股	1,680	280	75%	12,034	17%	18%	-32%	-41%
远洋集团	1,500	235	65%	20,009	16%	-11%	-27%	-29%
正荣地产	1,500	292	62%	14,055	19%	42%	1%	-17%
蓝光发展	1,200	209	54%	10,357	17%	13%	118%	-19%
美的置业	1,200	241	69%	10,682	20%	22%	-14%	-14%
滨江集团	1,200	267	46%	31,316	22%	34%	40%	-9%
新力控股	1,100	235	64%	15,550	21%	34%	30%	2%
时代中国	1,000	171	97%	13,793	17%	0%	-10%	-11%
首开股份	1,000	170	60%	29,702	17%	-6%	-59%	-26%
泰禾集团	1,000	151	76%	21,204	15%	8%	-57%	-58%
华发股份	1,000	235	60%	26,192	24%	53%	3%	-11%

数据来源：克而瑞、亿翰、公司公告，西南证券整理（销售目标绝大部分是全口径数据，数据优先引用公司公告数据）

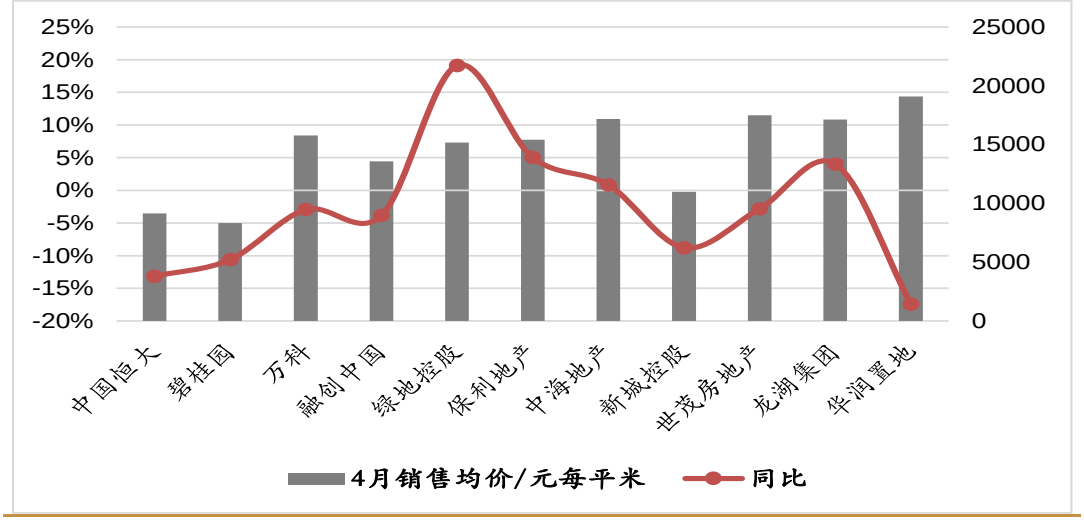
上周，头部房企大部分发布了官方的销售数据，从 4 月同比增速来看，世茂房地产、龙湖、恒大、中海等表现较强，万科、新城、融创、绿地表现较弱。从销售单价同比来看，华润、恒大、碧桂园、新城控股同比下降的幅度较大。

图 19：2020 年 4 月头部上市房企销售数据（亿元）



数据来源：可而瑞、公司公告、西南证券整理

图 20：2020 年 4 月头部上市房企销售单价及同比（元每平米）

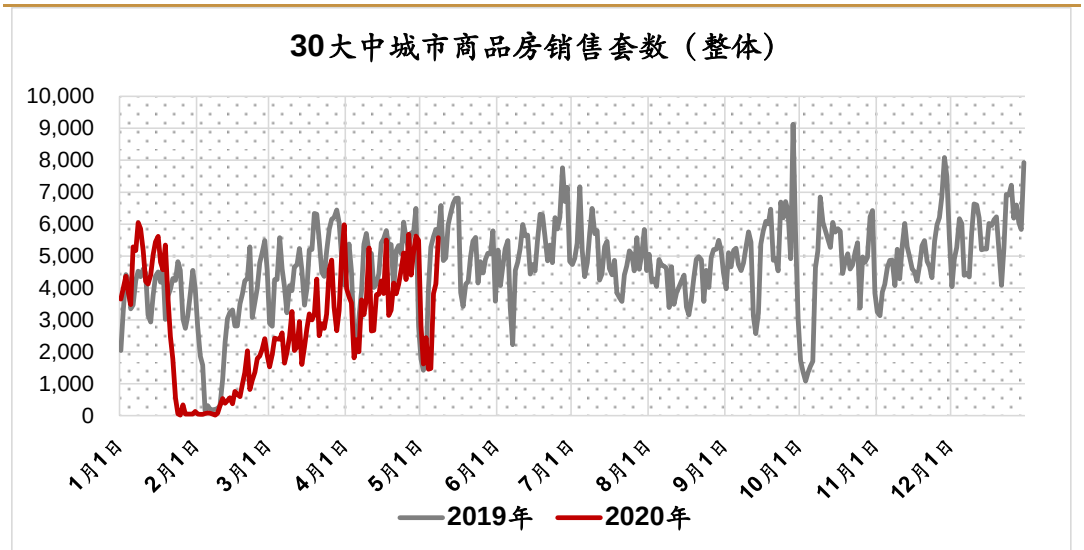


数据来源：政府网站、西南证券整理

根据 30 大中城市新房交易高频数据（政府备案数据，相比房企实际的签约销售数据有一定滞后性），2020 年 1 月 20 日，商品房成交套数为 3662 套，环比下滑 31.5%，之后五个自然日的交易套数分别为 2349 套、1499 套、523 套、59 套和 21 套，之后交易量开始持续恢复，4 月最后一周成交量已恢复到 2019 年平均水平的 85.7%。

今年五一假期（2020 年 5 月 1 日-5 月 5 日），30 大中城市新房日均交易 1964 套，与去年五一假期（2019 年 5 月 1 日-5 月 3 日）的日均交易套数 1996 套相当，5 月 8 日交易 5576 套，已经超出 2019 年日均 4693 套的 18.8%。

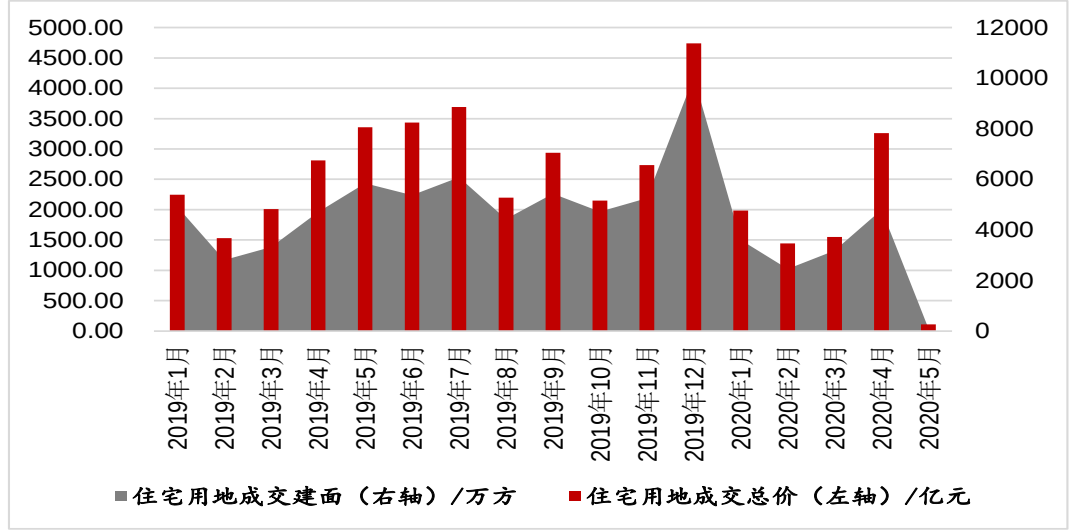
图 21：30 大中城市商品房交易高频数据跟踪（套）



数据来源：Wind，西南证券整理（30 大中城市包括北京、上海、广州、深圳、杭州、南京、青岛、苏州、江阴、厦门、大连、武汉、南昌、佛山、无锡、福州、东莞、惠州、包头、长春、扬州、安庆、岳阳、韶关、南宁、成都、长沙、哈尔滨、昆明、石家庄、兰州、天津。其中杭州、南昌、武汉、哈尔滨、昆明、扬州、安庆、南宁、兰州、江阴、佛山 11 个城市为商品房数据，其它城市为商品住宅数据）

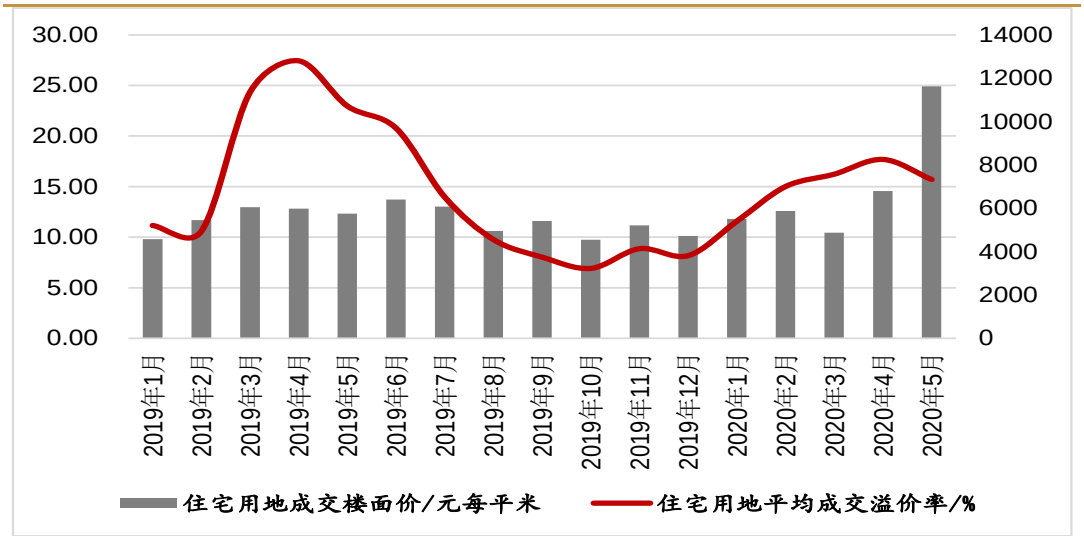
从土地成交情况来看，我们将样本城市扩展到 100 城市，根据 Wind 统计数据（含非房企购买土地），2020 年 2 月中旬以来土地交易持续恢复，特别是住宅用地和工业用地反弹较为明显。4 月份，住宅用地成交 4797 万方（环比增长 50.8%），成交总价 3261 亿（环比增长 110.4%），平均土地成交溢价率为 17.7%（1 月、2 月和 3 月分别为 11.57%、15.00%和 16.22%）。

图 22：2019 年 1 月以来全国住宅用地成交金额和成交建面（右轴）



数据来源：Wind、西南证券整理（5 月数据为 5 月初以来的累计值，不具备可比性）

图 23：2019 年 1 月以来全国住宅用地成交楼面价和平均溢价率



数据来源：Wind、西南证券整理（5 月数据为 5 月初以来的累计值，不具备可比性）

5 投资建议

从估值水平来看，目前申万地产板块的平均估值水平 PE（TTM，整体法，剔除负值影响）为 8.39 倍（五一前为 7.67 倍），在 28 个申万一级行业里面排名倒数第二（仅次于银行），港股通内房的估值水平为 7.10 倍（五一前为 6.84 倍）。

2020Q1 主动型基金（股票型和混合型）中，房地产板块合计市值 949.85 亿，占股票投资市值比为 3.71%，相比股票市场标准行业配置比例（3.79%低配 0.08 个百分点）。而 2019 年年报基金整体是超配地产 0.24 个百分点（按 4.25%的标配标准）。2020Q1 基金整体减仓的行业从高到低是金融、有色、电力、交运、建筑、零售、公共事业和地产，地产板块虽然被减仓，但调仓比例很小。

从具体个股来看，持有超过 10 家以上基金公司的个股分别为保利、万科、金地、金科、中南、阳光城、招商积余、荣盛发展、华夏幸福、蓝光发展、华侨城和招商蛇口。一季度增持明显的个股有金科、阳光城、保利、金地和招商积余，被减持明显的有中南建设、华侨城、绿地、华夏幸福等。

表 2：2020Q1 公募基金（股票和混合型）主要持有的地产股持仓变动明细

名称	持有基金数	持有公司家数	持股总量(万股)	季报持仓变动(万股)	持股占流通股比(%)	持股总市值(万元)
保利地产	389	84	109,547.30	6,054.28	9.18	1,628,968.32
万科 A	417	77	85,101.44	-78.89	8.76	2,182,851.84
金地集团	139	43	24,768.84	4,933.33	5.49	348,992.98
金科股份	51	23	14,267.00	12,259.70	2.72	113,565.35
中南建设	54	20	39,064.05	-13,938.52	10.51	302,746.37
阳光城	43	17	14,877.22	11,114.15	3.72	103,991.76
招商积余	43	17	8,098.16	2,513.64	12.14	191,035.68
荣盛发展	27	16	6,164.69	-1,760.36	1.58	47,776.31
华夏幸福	30	16	5,751.27	-5,301.45	1.93	120,144.07
蓝光发展	26	16	2,446.20	-879.12	0.81	14,750.61
华侨城 A	19	11	3,914.62	-8,240.68	0.56	25,014.42
招商蛇口	16	11	5,344.47	-131.02	0.68	88,076.83
绿地控股	14	8	11,981.05	-6,669.82	0.98	64,817.46
新城控股	14	8	936.57	131.32	0.42	29,286.51
华发股份	13	7	1,486.22	-375.65	0.71	9,556.40
雅戈尔	7	6	845.02	80.44	0.17	5,382.77
首开股份	8	6	457.25	-1,997.98	0.18	3,022.41

数据来源：Wind，西南证券

从港股通内房来看，2020 年一季度被基金明显增持的有碧桂园服务、中海物业、融创中国、金地商置、世茂房地产等，金茂和旭辉减持较为明显。

表 3：2020Q1 公募基金（股票和混合型）主要持有的港股通内房持仓变动明细

名称	持有基金数	持有公司家数	持股总量(万股)	季报持仓变动(万股)	持股占流通股比(%)	持股总市值(万元)
融创中国	31	20	5,536.25	2,599.92	1.19	181,597.52
碧桂园服务	21	9	5,270.10	3,925.40	1.94	151,679.81
绿城服务	7	3	7,106.00	-548.00	2.55	61,036.61
世茂房地产	15	8	1,856.15	1,322.85	0.54	46,294.48
万科企业	5	5	1,328.50	566.19	0.84	31,013.88
华润置地	13	9	938.77	-940.14	0.13	27,448.33
中海物业	10	6	4,058.50	3,308.50	1.23	27,070.20
保利物业	6	5	91.04	91.04	0.59	5,494.25
中国金茂	4	4	1,115.00	-2,525.09	0.09	5,114.27
龙光地产	7	7	306.09	137.09	0.06	3,344.87
龙湖集团	4	4	90.85	81.80	0.02	3,133.61
新城发展	1	1	413.20	413.20	0.07	2,642.79
金地商置	1	1	1,864.40	1,864.40	0.12	2,197.52
富力地产	4	4	151.36	-15.72	0.12	1,399.59
合景泰富集团	4	4	129.11	-48.31	0.04	1,300.00
雅居乐集团	3	3	106.45	-30.55	0.03	816.08
禹洲地产	1	1	162.60	-87.81	0.03	490.27
新奥能源	2	2	6.35	-4.70	0.01	435.44
中骏集团控股	1	1	120.80	-758.20	0.03	380.79
雅生活服务	1	1	10.20	10.20	0.02	351.35
新鸿基地产	2	2	3.35	-174.15	0.00	312.82
中国海外发展	2	2	13.00	-76.20	0.00	285.67
碧桂园	1	1	11.20	3.00	0.00	95.99
新世界发展	1	1	7.90	2.10	0.00	60.20
中国恒大	1	1	5.00	1.30	0.00	58.75
中国奥园	1	1	2.80	-56.00	0.00	23.23
旭辉控股集团	1	1	2.40	-1,978.80	0.00	12.28

数据来源：Wind，西南证券

截止 4 月底，上市房企披露完 2019 年年报和 2020 年一季报，我们以申万房地产（剔除 B 股后的 132 只个股）为对象，2019 年和 2020Q1 板块分别实现收入 25,382.8 亿和 3,664.5 亿，同比分别增长 20.2%和下滑 4.0%；2019 年和 2020Q1 板块分别实现归母净利润 2,341.3 亿和 239.5 亿，同比分别增长 10.5%和下滑 41.8%。一季度整体业绩下滑明显，对板块 TTM 业绩形成一定拖累。从毛利率方面来看，2018、2019 和 2020Q1 板块加权平均毛利率分别为 32.4%、31.5%和 30.7%，呈现持续下滑趋势；从净利率方面来看，2018、2019 和 2020Q1 板块加权平均净利率分别为 12.8%、11.8%和 8.2%，呈现持续下滑趋势（一季度净利率下滑幅度较大与费率提升相关）。

回顾 2020 年以来，1 月上旬基本上是地产股的阶段性高点：一方面是地产股自 2019 年 11 月下旬的估值修复历时一个半月，从时间和空间上修复地较为充分，一方面是从预期、政

策和企业方面均出现程度不一的利空因素（2020 年货值储备和销售目标下调、央行继续严控房地产新增贷款占比、融创中国配股等）。之后经历过两次比较明显的风险事件冲击：一方面是武汉封城后中国疫情的冲击，这一次冲击较多为心理影响，2 月 4 日开始修复较快（基本一个月左右），部分地产股随之有不错的反弹（有的甚至创新高）；一方面是境外疫情冲击，叠加阶段性的流动性风险和年报窗口期（部分房企经营目标或业绩的下修，下跌的动力相比修复更足，历史半个月及调整到更深的位置）。从 3 月下旬开始，超跌反弹再次进入修复阶段，目前来看这个修护过程进展的比较缓慢，个股也表现出显著的分化。A 股的金地、保利、金科表现强势，万科、阳光城居中，中南、新城、华夏、荣盛、招商等表现较弱，H 股的世茂、龙湖、龙光、宝龙表现强势，中海、润地、融创、旭辉、金茂表现居中，碧桂园、恒大、万科、新城发展、佳兆业等表现较弱。物业股和具有基本面的复合类多元化标的整体表现明显强于地产股。

年报窗口期过后，关注 5 月下旬两会、基础设施 REITs 后期相关政策和金融产品的落地，销售和基本面表现或将主导主流地产股的走势，继续建议按以下三条投资主线择股：

1）估值偏低但估值水平有上升潜力：A 股推荐金地集团、保利地产、万科 A、招商蛇口、新城控股，H 股推荐世茂房地产、旭辉控股、融创中国、宝龙地产；

2）估值明显低估存在较大预期差：A 股推荐阳光城、中南建设、华发股份、荣盛发展、华夏幸福、蓝光发展，H 股推荐佳兆业、碧桂园、禹洲地产、融信中国、中国恒大等；

3）物管类和小市值标的：A 股推荐南山控股、天健集团、南国置业，关注招商积余、新大正，港股推荐保利物业，关注蓝光嘉宝等。

表 4：重点关注公司盈利预测与评级

股票代码	股票名称	当前价格（元）	投资评级	EPS（元）			PE（倍）		
				2019A	2020E	2021E	2019A	2020E	2021E
600048	保利地产	15.89	买入	2.34	2.86	3.54	6.8	5.6	4.5
000002	万科 A	26.26	买入	3.44	4.12	4.81	7.6	6.4	5.5
600383	金地集团	13.26	买入	2.23	2.74	3.19	5.9	4.8	4.2
001979	招商蛇口	16.66	持有	2.03	2.46	2.86	8.2	6.8	5.8
601155	新城控股	32.29	买入	5.61	6.98	8.44	5.8	4.6	3.8
000671	阳光城	6.90	买入	0.98	1.19	1.50	7.0	5.8	4.6
000961	中南建设	8.28	买入	1.11	1.93	2.24	7.5	4.3	3.7
600340	华夏幸福	23.50	买入	4.85	6.11	7.53	4.8	3.8	3.1
600466	蓝光发展	5.60	买入	1.15	1.73	1.96	4.9	3.2	2.9
002146	荣盛发展	8.07	买入	2.10	2.55	3.07	3.8	3.2	2.6
600325	华发股份	6.77	买入	1.32	1.63	1.99	5.1	4.2	3.4
000090	天健集团	6.58	买入	0.66	1.04	1.31	10.0	6.3	5.0
002314	南山控股	2.90	买入	0.15	0.19	0.27	19.3	15.3	10.7
0813.HK	世茂房地产	28.35	持有	3.15	3.96	4.92	9.0	7.2	5.8
1918.HK	融创中国	30.82	买入	5.85	6.98	8.49	5.3	4.4	3.6
0884.HK	旭辉控股	5.31	买入	0.82	1.02	1.22	6.5	5.2	4.4

股票代码	股票名称	当前价格（元）	投资评级	EPS（元）			PE（倍）		
				2019A	2020E	2021E	2019A	2020E	2021E
2007.HK	碧桂园	9.13	买入	1.81	2.11	2.54	5.0	4.3	3.6
1638.HK	佳兆业	2.73	买入	0.75	1.01	1.29	3.6	2.7	2.1
6158.HK	正荣地产	4.40	持有	0.57	0.70	0.82	7.7	6.3	5.4
1628.HK	禹洲地产	3.11	买入	0.69	0.79	0.96	4.5	3.9	3.2
0817.HK	中国金茂	5.08	买入	0.56	0.68	0.86	9.1	7.5	5.9
3301.HK	融信中国	7.09	买入	1.84	2.18	2.60	3.9	3.3	2.7
1238.HK	宝龙地产	4.46	买入	0.98	1.27	1.60	4.5	3.5	2.8

数据来源：聚源数据，西南证券

6 风险提示

新冠肺炎疫情防控风险、政策宽松低于预期、房企交楼或低于预期、重点房企回款及融资或低于预期等。

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 持有：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 指数涨幅介于-20%与-10%之间 卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 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
	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
	付禹	销售经理	021-68415523	13761585788	fuyu@swsc.com.cn
北京	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	王梓乔	销售经理	13488656012	13488656012	wzqiao@swsc.com.cn
	高妍琳	销售经理	15810809511	15810809511	gyl@swsc.com.cn
广深	王湘杰	销售经理	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	谭凌岚	销售经理	13642362601	13642362601	tll@swsc.com.cn
	陈霄（广州）	销售经理	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn