

首席房地产研究员：夏磊

研究员：俞涛 郑南宏

#### 相关研究：

1. 激荡二十年：我国房地产的历史功过、当前难题及制度变革  
2019-10-18
2. 未来中国房地产市场空间有多大  
2019-10-11
3. 如何识别房企风险？—透析房企财务指标背后的秘密  
2019-09-12
4. 中国房地产税的改革历程、征收现状及效果  
2019-09-12
5. 房地产税征收的国际经验  
2019-09-05
6. 发达国家如何监管住房租赁市场？  
2019-08-13
7. 告别短期刺激，房地产融资向何处去？  
2019-07-31
8. 中国房地产市场：运行情况、政策周期与风险评估  
2019-07-18
9. 全面回顾中国住房制度：成就、反思和改革  
2019-07-11
10. 日本房地产市场大起大落的终极逻辑——日本住房制度启示录  
2019-04-02
11. 控制供地+货币超发=高房价——英国住房制度启示录  
2019-06-27
12. 中国房地产企业的三种未来  
2019-06-12
13. 美国如何造就 60 年房地产大牛市？  
2019-03-07
14. 高房价之困 ——香港住房制度反思  
2018-11-07
15. 新加坡如何实现“居者有其屋”——新加坡住房制度启示录  
2018-09-20
16. 全面解码德国房价长期稳定之谜——德国住房制度启示录  
2018-08-20
17. 棚改货币化即将落幕：去库存

#### 导读：

房企的稳健经营，对金融系统和实体经济的平稳健康运行具有重要的压舱石作用。衡量企业财务是否健康可持续，市场最关注指标是资产负债率。那么，什么因素决定了房企的资产负债率？房企资产负债率的合理水平是多少？

本文通过同其他行业、发达经济体进行对比，观察 A 股上市房企的资产负债率水平，结合行业发展阶段、公司业务构成、会计准则等因素，探讨资产负债率的决定因素与合理水平。

#### 摘要：

##### • 房企资产负债率的四大决定因素

#### 1、行业发展阶段

与存量房阶段相比，房地产行业在大建设阶段的资产更重、负债率更高。房地产开发建设周期长，拿地和建设等环节均占用大量资金，导致大量资金长期沉淀，因此天然资金密集型行业，决定了大规模建设阶段行业资产更重、负债更高。过去二十年的快速城镇化和经济高速增长释放了居民庞大的住房需求，我国房地产业进入大建设阶段，1998-2018 年，房屋施工面积从 5.1 亿平增长至 82.2 亿平，年均增长 14.9%，房地产开发投资完成额从 3614 亿增长至 12.0 万亿、年均增长 19.2%，占城镇固定资产投资的比重基本保持在 20%左右。因此房地产行业负债率较高，2018 年 A 股整体资产负债率 84%，其中最高的 5 个行业依次为银行业 92%、非银金融业 84%、房地产业 80%、建筑装饰业 76%、公用事业 65%，均为重资产行业。

#### 2、房企业务构成

发达经济体的房企业务模式更加多元化，融资需求小、负债率更低。一是非开发型业务多，如中国香港房企采取物业开发与自持出租混业经营，2018 年前十大房企房地产投资收入占营收比重平均值高达 47%，租赁业务利润率高且带来充沛现金流，资金内生能力强；二是提供轻资产的房屋代建业务，如日本龙头房企之一的住友不动产，2018 年住宅建造业务占其营收比重达 22%，轻资产业务有助于减少资金占用、提高资金周转；三是通过期权低成本控制土地，如美国三大龙头房企于 2017 年通过期权控制的土地平均占总土储的 35%，同样有助于减少资金占用。

在房地产行业处于大建设阶段的背景下，内地房企业务仍以物业开发销售为主，因此房企资产负债率更高。2018 年，日本上市房企整体资产负债率为 68%、美国 57%、英国 38%、中国香港四大龙头房企平均资产负债率仅 32%，均明显低于 A 股上市房企水平。

#### 3、信用创造模式



任务完成，深刻改变三四线房地产

2018-07-20

18. 房地产政策分析框架：工具、效果与反思

2018-06-19

19. 房地产调控的回顾、反思和展望 (2014-2018)

2018-06-10

我国以间接融资为主，而发达经济体则以直接融资为主、且股权融资占比高。2017年，美国、英国和日本直接融资占比分别高达79%、67%和57%，其中股权融资占比分别高达66%、60%、51%，我国分别仅为37%与28%。

在间接融资为主的环境下，土地抵押对于全社会的信用创造具有关键作用。金融体系的信用循环和扩张需要充足的抵押物，而房企拥有大量优质抵押物、信用风险低，既满足了金融机构和居民的合理投资回报、也保障了投资的安全性，是金融机构资金的优选投向。2017年，国内房地产行业贷款不良率仅1.1%，远低于18个行业平均值1.8%，不良率最高的三个行业批发零售业、农林牧渔业和制造业，分别达到4.7%、4.4%和4.2%。一方面，无论是房企的预收账款还是有息负债，绝大多数以房地产项目为抵押物从而吸纳社会资金；另一方面，房企通过招拍挂拿地、开工施工等支出环节将资金传送至地方政府、上下游企业等经济主体，从而促进全社会的信用扩张。

#### 4、会计准则

我国企业财务会的谨慎性原则和权责发生制原则，导致房企负债率虚高。(1)我国会计准则要求，企业在向客户转让商品之前，客户已经支付了合同对价或企业已经取得了无条件收取合同对价权利的，贷记合同负债科目（旧准则下为预收账款）。由于房企只有在完成交楼、实现风险完全转移给购房者之后才可以确认收入，因此预收房款在交楼前较长时间内被列为负债。(2)内地商品房销售以预售为主，是匹配大建设阶段行业资金需求的重大改革红利。内地预售制度学习于香港，1994年确立，2000年起按揭贷款和预售款一直是房地产开发企业到位资金第一大来源、比重维持在40%左右，2018年商品房销售额中期房占比85%。在住房短缺时代，预售制对于提高住房供给效率功不可没。

房地产业预收账款在各行业中最高。2018年，A股房企预收账款占总负债比重高达32%，在28个行业中排名第1，明显高于食品饮料业的22.4%、通信业的15.2%、建筑装饰业的15.1%。

#### • 启示

1、衡量房企负债情况的最常用指标是资产负债率，但也要考虑预收账款的影响。由于当前国内仍处于开发销售为主的大建设阶段，房企资产较重，叠加股权融资渠道有限等因素，决定了负债经营仍是房地产行业的主要模式。2018年A股上市企业中，重资产、负债经营为主的银行业、非银金融业、建筑装饰业和公用事业的资产负债率均值为79%，而房地产业是80%，基本相当。同时，房地产业的预收账款绝大多数会结转为收入，房企按期施工竣工并交付商品房即可，商品房预售所需支出的货币资金明显低于预收账款账面值，因此要综合考察剔除预收账款后的资产负债率。

2、不能依赖任何资产负债率指标作为衡量房企债务合理水平的绝对标准，指标的变动比绝对水平更具有预警作用。一方面，任何指标本身都有一定缺陷，资产负债率未考虑行业预售制为主的行业特性；剔除预收账款后资产负债率未考虑付款方式和收入确认标准的差异；净负债率没有区分有息负债的期限结构，未能反映债务的期限风险，因此，应结合流动性等指标综合评估房企的偿债能力，如现金比率和流动比率。另一方面，无论指标是否处于合理水平，如果出现大幅的负面变动，则很可能是房企风险预警信号，表明公司经营出现重大问题。此外，资产负债率

等指标须经会计师审计后公布，有 3-4 个月的时滞，并不能实时反映企业当下的经营状况与风险变化。

**风险提示：**上市房企与非上市房企的财务状况差异

## 目录

1 房企资产负债率的决定因素 .....	6
1.1 行业发展阶段 .....	6
1.2 房企业务构成 .....	7
1.2.1 发达经济体的房企业务模式更加多元化 .....	7
1.2.2 在房地产行业处于大建设阶段的背景下，内地房企业务仍以物业开发销售为主，因此资产负债率更高 .....	9
1.3 信用创造模式 .....	11
1.3.1 我国以间接融资为主，而发达经济体以直接融资为主、且股权融资占比高 .....	11
1.3.2 在间接融资为主的环境下，房企负债经营对于全社会的信用创造具有关键作用 .....	12
1.4 会计准则 .....	12
1.4.1 我国企业财务会的谨慎性原则和权责发生制原则，导致房企负债率虚高 .....	12
1.4.2 房地产业预收账款在各行业中最高，若剔除预收账款，则房地产业资产负债率处于中等水平 .....	13
2 启示 .....	14
2.1 衡量房企负债情况的最佳指标是剔除预收账款后资产负债率 .....	14
2.2 不能依赖任何资产负债率指标作为衡量房企债务合理水平的绝对标准，指标的变动比绝对水平更具有预警作用 .....	14

## 图表目录

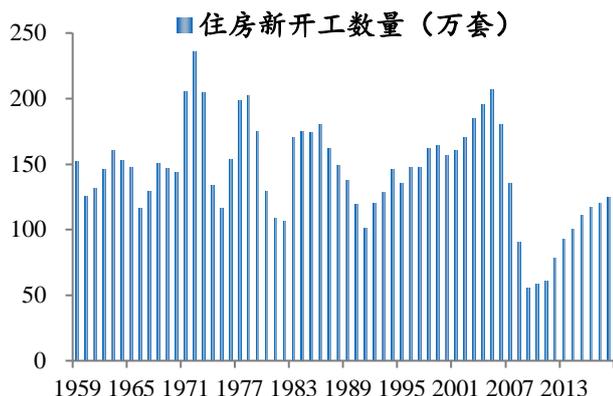
图表 1: 美国住房新开工数量变化 .....	6
图表 2: 英国住房新开工数量变化 .....	6
图表 3: 日本新开工住宅数量变化 .....	6
图表 4: 1985-2017 年香港新建成居住单位数量 .....	6
图表 5: 我国房地产开发投资与施工面积变化 .....	7
图表 6: 1978-2018 年我国城市人均住宅建筑面积 .....	7
图表 7: 2018 年 A 股资产负债率最高的五个行业均为重资产行业 (%) .....	7
图表 8: 2018 年香港前 10 大房企营收结构 .....	8
图表 9: 2018 年住友不动产营收结构 .....	8
图表 10: 2017 年美国住宅开发三大龙头土储结构 .....	9
图表 11: 2018 年日本上市公司中各行业整体资产负债率情况 (%) .....	9
图表 12: 2018 年美国上市公司中各行业整体资产负债率情况 (%) .....	10
图表 13: 2018 年英国上市公司中各行业整体资产负债率情况 (%) .....	10
图表 14: 2018 年香港四大龙头房企资产负债率 .....	11
图表 15: 2017 年美国、英国、日本与中国直接融资与股权融资占比情况 .....	11
图表 16: 2017 年国内各行业不良贷款率情况 .....	12
图表 17: 房地产开发企业到位资金来源 .....	13
图表 18: 2006-2018 年我国商品房销售面积及占比 .....	13
图表 19: 2018 年 A 股上市房企整体负债结构 .....	13
图表 20: 2018 年上市公司预收账款与合同负债占比 .....	13
图表 21: 房地产业剔除预收账款与合同负债后资产负债率排名第十四 (%) .....	14
图表 22: 房地产企业债务风险监控指标 .....	15

# 1 房企资产负债率的决定因素

## 1.1 行业发展阶段

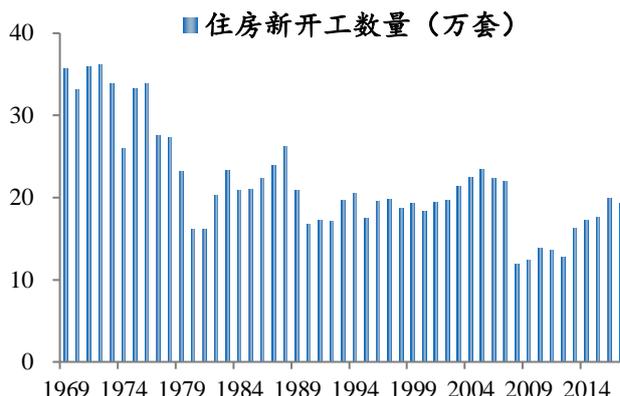
发达经济体住房建设高峰已过，普遍进入存量房阶段。发达经济体普遍在二战后进入大开发建设阶段，并在70-90年代出现住房新开工峰值，如美国、英国和日本分别在1972年、1972年和1973年出现新开工峰值，随后陆续进入存量房阶段。中国香港在特区政府“八万五计划”带动下，房屋竣工数量于2001年出现峰值。

图表1：美国住房新开工数量变化



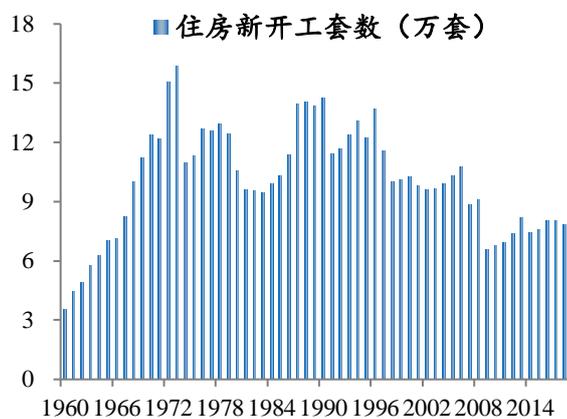
资料来源：Wind，恒大研究院

图表2：英国住房新开工数量变化



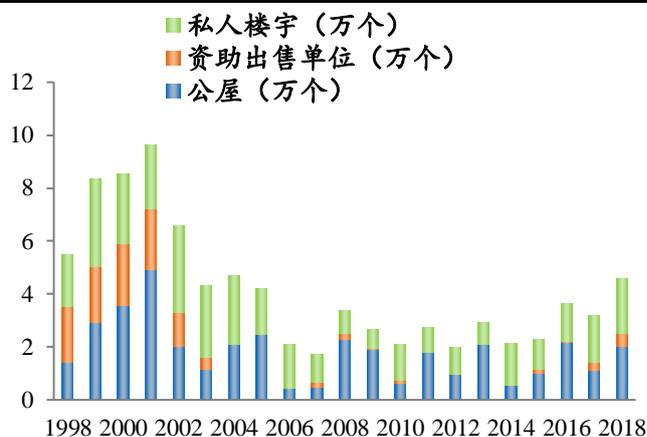
资料来源：Wind，恒大研究院

图表3：日本新开工住宅数量变化



资料来源：Wind，恒大研究院

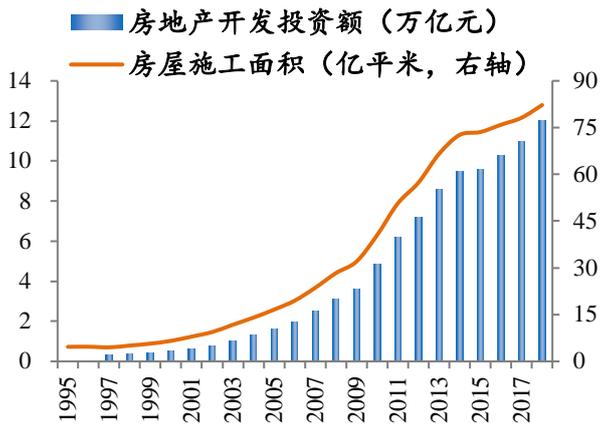
图表4：1985-2017年香港新建成居住单位数量



资料来源：香港统计年鉴，恒大研究院

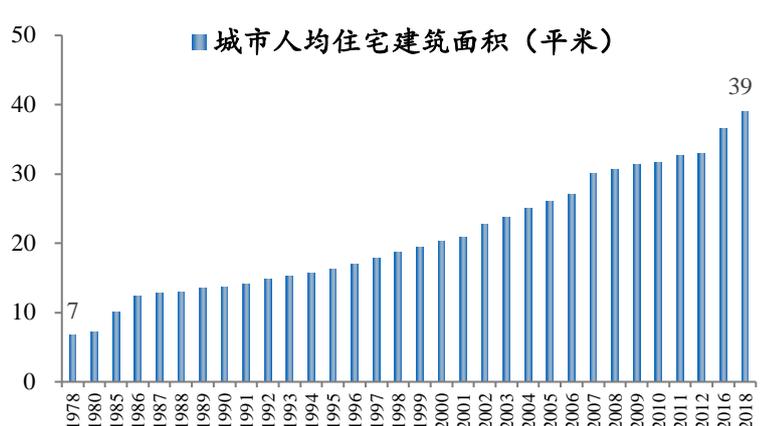
过去二十年的快速城镇化和经济高速增长释放了居民庞大的住房需求，我国房地产业进入大建设阶段。1998-2018年，我国房屋施工面积从5.1亿平增长至82.2亿平，年均增长14.9%，房地产开发投资完成额从3614亿增长至12.0万亿、年均增长19.2%，占城镇固定资产投资的比重基本保持在20%左右、是支撑固定资产投资的重要组成部分。

图表5：我国房地产开发投资与施工面积变化



资料来源：Wind，恒大研究院

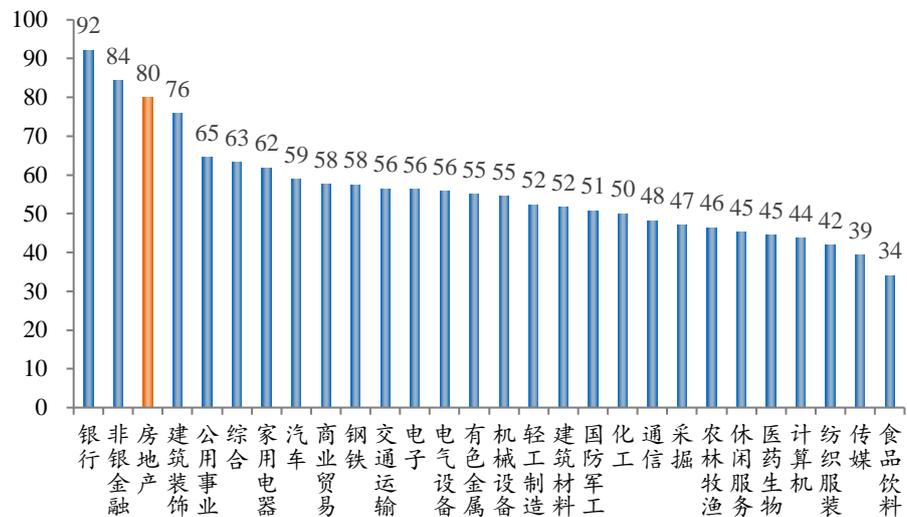
图表6：1978-2018年我国城市人均住宅建筑面积



资料来源：Wind，恒大研究院

与存量房阶段相比，房地产行业在大建设阶段的资产更重、负债率更高。房地产开发建设周期长，拿地和建设等环节均占用大量资金，导致大量资金长期沉淀，因此天然就是资金密集型行业，决定了大规模建设阶段房地产行业资产更重、负债更高。2018年，A股上市公司整体资产负债率84%，根据申万行业分类标准，其中最高的5个行业依次为银行业92%、非银金融业84%、房地产业80%、建筑装饰业76%、公用事业65%，最低的是食品饮料行业，仅34%。

图表7：2018年A股资产负债率最高的五个行业均为重资产行业（%）



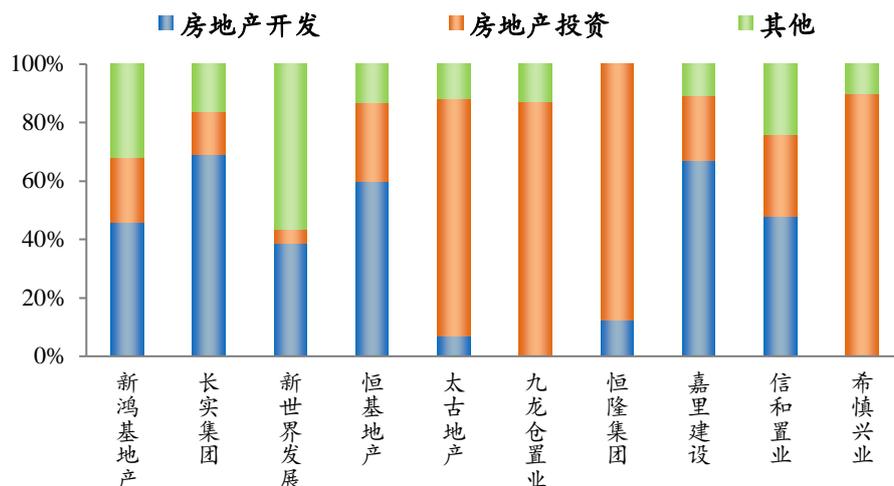
资料来源：Wind，恒大研究院

## 1.2 房企业务构成

### 1.2.1 发达经济体的房企业务模式更加多元化

一是房企非开发型业务占比高，如中国香港房企。香港房企采取物业开发与自持出租混业经营，2018年前十大房企房地产投资收入占营收比重平均值高达47%。租赁业务利润率高、现金流充沛稳定，使得房企资金内生能力强。

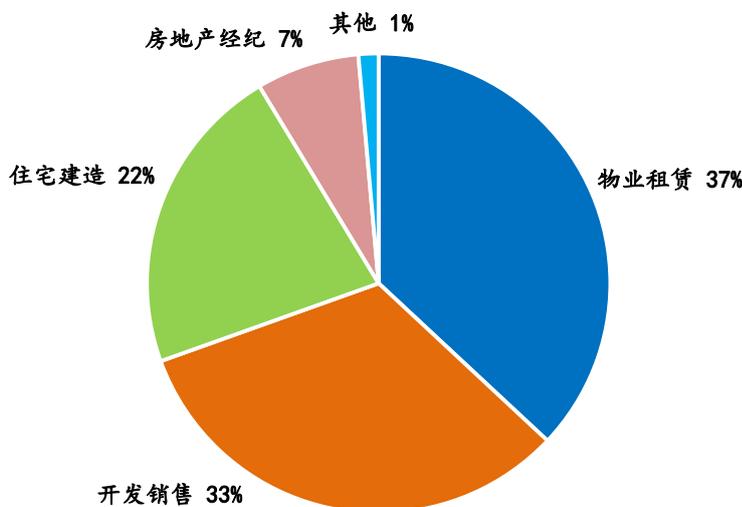
图表8：2018年香港前10大房企营收结构



资料来源：公司年报、Wind，恒大研究院

二是开发型房企还提供轻资产的房屋代建业务，如日本房企。以日本龙头房企之一的住友不动产为例。住友不动产业务范围包括物业出租、物业开发销售、住宅定制建造、房产经纪等。2018年，住宅建造业务占住友不动产营收比重达22%。轻资产业务有助于房企减少资金占用，提高资金周转效率。

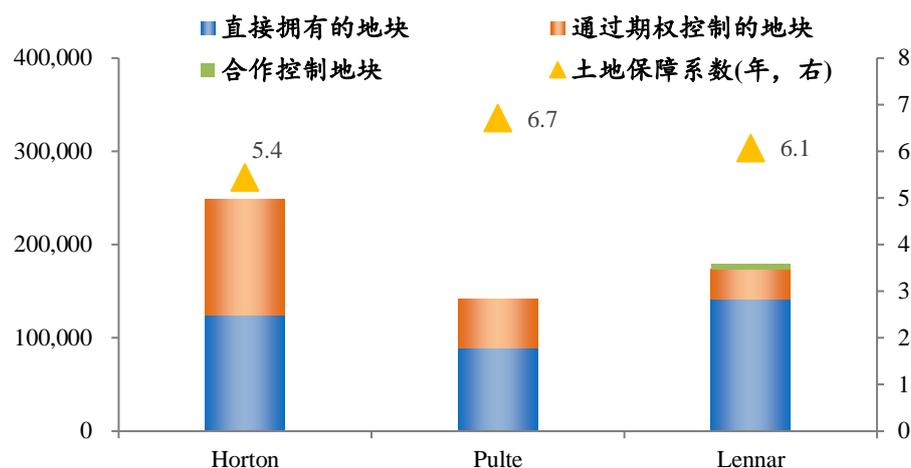
图表9：2018年住友不动产营收结构



资料来源：公司公告，恒大研究院

三是开发型房企通过期权方式获取土地，如美国房企。美国住宅开发商通过与土地所有者签订期权合约，获得以确定价格在未来购买地段的权利，期权费通常为地价的10%-20%，期限通常在8年左右。2017年，美国三大龙头房企霍顿、帕尔迪、莱纳分别通过期权控制的土地占总土地储备的49.7%、36.9%和18.0%，土地保障系数分别高达5.4、6.7和6.1。土地期权既保障充足的土地储备，又避免房企在土储上沉淀过多资金，降低了房企融资需求。

图表10：2017年美国住宅开发三大龙头土储结构



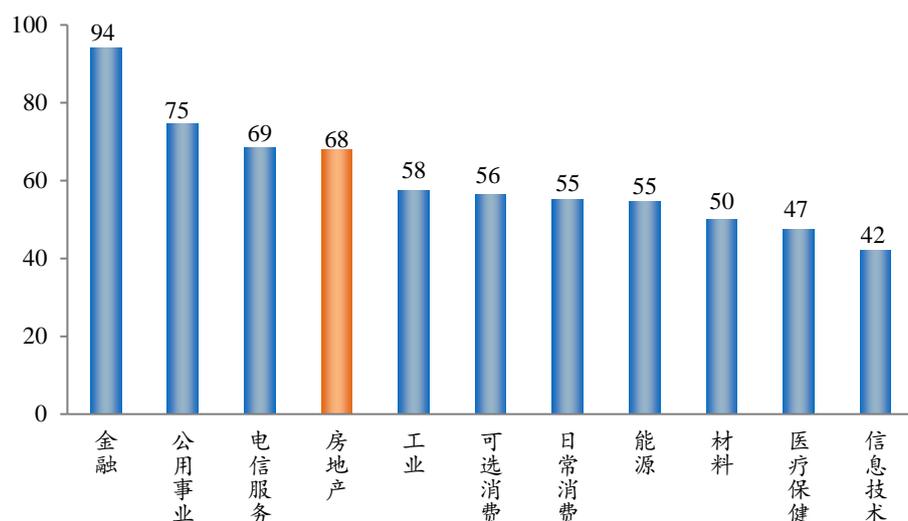
资料来源：公司公告，恒大研究院

1.2.2 在房地产行业处于大建设阶段的背景下，内地房企业务仍以物业开发销售为主，因此资产负债率更高

内地房企业务仍以物业开发销售为主、负债率相对更高。如2018年，内地三大龙头房企的商品房销售收入占其总营收比重的均值达97%。相比之下，发达经济体多元化经营的房企，融资需求小，负债率均明显低于A股上市房企水平。

日本上市房企2018年整体资产负债率为68%，在11个行业中排名第4，仅次于金融业94%、公用事业75%、电信服务业69%。

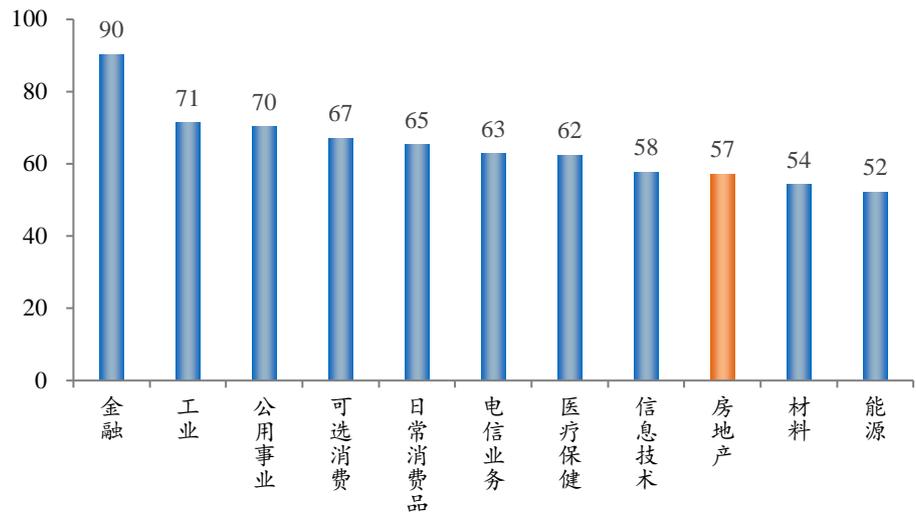
图表11：2018年日本上市公司中各行业整体资产负债率情况（%）



资料来源：Wind，恒大研究院

美国上市房企2018年整体资产负债率为57%，在11个行业中排名第9，仅高于材料行业54%、能源行业52%。其中，房地产管理和开发业、股权房地产投资信托的整体资产负债率分别为62%、54%。

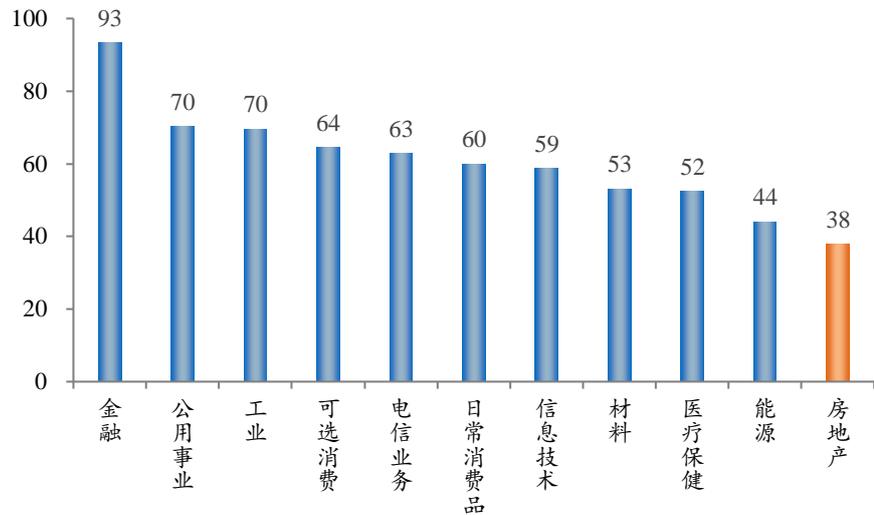
图表12: 2018年美国上市公司中各行业整体资产负债率情况(%)



资料来源: Wind, 恒大研究院

英国上市房企 2018 年整体资产负债率仅 38%，在 11 个行业中排名最后。其中，房地产管理和开发业、股权房地产投资信托的整体资产负债率分别为 44%、36%。

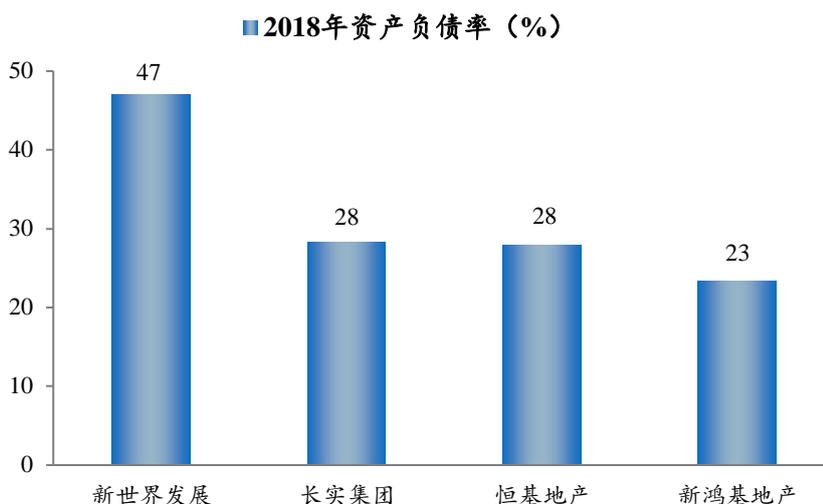
图表13: 2018年英国上市公司中各行业整体资产负债率情况(%)



资料来源: Wind, 恒大研究院

中国香港四大龙头房企 2018 年平均资产负债率仅 32%。2018 年，新世界发展、长实集团、恒基地产、新鸿基地产的资产负债率分别为 47%、28%、28%、23%，平均值仅 32%。

图表14：2018年香港四大龙头房企资产负债率



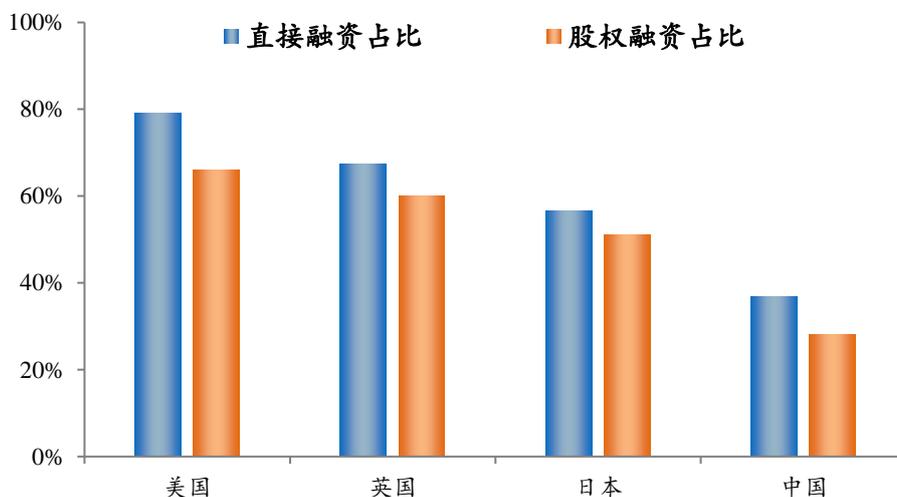
资料来源：Wind，恒大研究院

### 1.3 信用创造模式

#### 1.3.1 我国以间接融资为主，而发达经济体以直接融资为主、且股权融资占比高

我国以间接融资为主，而发达经济体以直接融资为主、且股权融资占比高。衡量各国金融体系结构，最常用的是宏观法，采用世界银行公布的股市市值、银行贷款，以及BIS公布的债券存量数据进行计算。直接融资占比计算公式为（国内上市公司股票市值+非金融企业债券）/（国内上市公司股票市值+非金融企业债券+银行对私人非金融部门信贷），股权融资占比计算公式为（国内上市公司股票市值）/（国内上市公司股票市值+非金融企业债券+银行对私人非金融部门信贷）。2017年，美国、英国和日本直接融资占比分别高达79%、67%和57%，其中股权融资占比分别高达66%、60%、51%，我国分别仅为37%与28%。

图表15：2017年美国、英国、日本与中国直接融资与股权融资占比情况



资料来源：世界银行，BIS，恒大研究院

### 1.3.2 在间接融资为主的环境下，房企负债经营对于全社会的信用创造具有关键作用

在间接融资为主的环境下，土地抵押对于全社会的信用创造具有关键作用。金融体系的信用循环和扩张需要充足的抵押物，而房企拥有大量优质抵押物、信用风险低，既满足了金融机构和居民的合理投资回报、也保障了投资的安全性，是金融机构资金的优选投向。2017年，国内房地产行业贷款不良率仅1.1%，远低于18个行业平均值1.8%，不良率最高的三个行业批发零售业、农林牧渔业和制造业，分别达到4.7%、4.4%和4.2%。一方面，无论是房企的预收账款还是有息负债，绝大多数以房地产项目为抵押物从而吸纳社会资金；另一方面，房企通过招拍挂拿地、开工施工等支出环节将资金传送至地方政府、上下游企业等经济主体，从而促进全社会的信用扩张。

图表16：2017年国内各行业不良贷款率情况



资料来源：银保监会，Wind，恒大研究院

## 1.4 会计准则

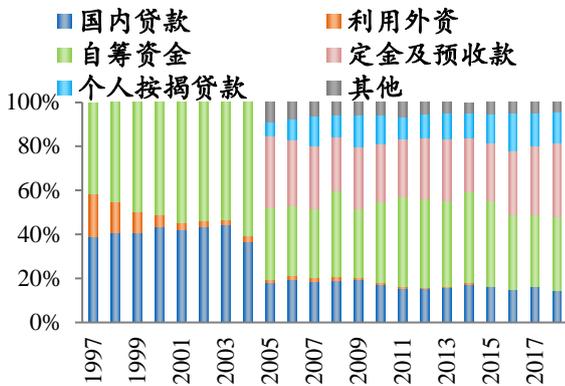
### 1.4.1 我国企业财务会计的谨慎性原则和权责发生制原则，导致房企负债率虚高

我国会计准则要求，企业在向客户转让商品之前，客户已经支付了合同对价或企业已经取得了无条件收取合同对价权利的，贷记合同负债科目（旧准则下为预收账款）。由于房企只有在完成交楼、实现风险完全转移给购房者之后才可以确认收入，因此预收房款在交楼前较长时间内被列为负债。

内地商品房销售以预售为主，是匹配大建设阶段行业资金需求的重大改革红利。内地预售制度学习于香港，1994年正式确立。1954年，霍英东在香港率先推出“卖楼花”的经营策略，1956年香港政府出台《预售楼花同意书》，确立房屋预售制度。1983年，深圳学习香港率先引入预售制，并通过《深圳经济特区商品房质量管理规定》进行规范；1994年我国颁布《城市房地产管理法》、《城市商品房预售管理办法》，正式确立

商品房预售制度,2001年、2004年两次修订《城市商品房预售管理办法》,对惩罚措施、网签流程等进行细化。2000年起按揭贷款和预售款一直是房地产开发企业到位资金第一大来源,比重维持在40%左右,2018年商品房销售额中期房占比85%。商品房预售制度实质上已成为房企的重要资金来源,有助于企业合理运用杠杆加快项目开发进度、提高资金使用效率,在住房短缺时代,对于提高住房供给效率功不可没。

图表17: 房地产开发企业到位资金来源



资料来源: Wind, 恒大研究院

图表18: 2006-2018年我国商品房销售面积及占比

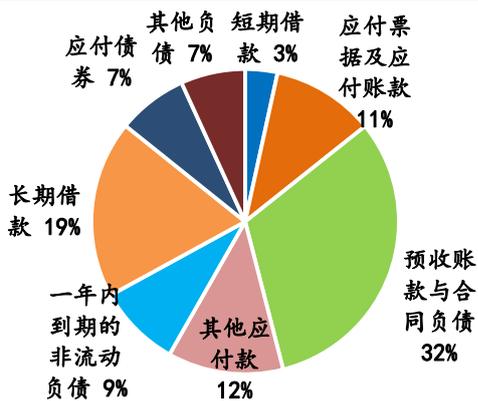


资料来源: Wind, 恒大研究院

1.4.2 房地产业预收账款在各行业中最高,若剔除预收账款,则房地产业资产负债率处于中等水平

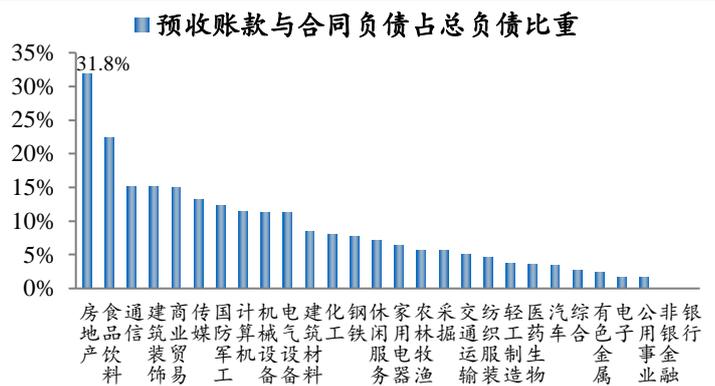
期房预售导致房地产业预收账款在各行业中最高,推高资产负债率。2018年,房地产行业预收账款与合同负债占总负债比重高达31.8%,在28个行业中排名第一,远高于食品饮料业的22.4%、通信业的15.2%、建筑装饰业的15.1%。

图表19: 2018年A股上市房企整体负债结构



资料来源: Wind, 恒大研究院

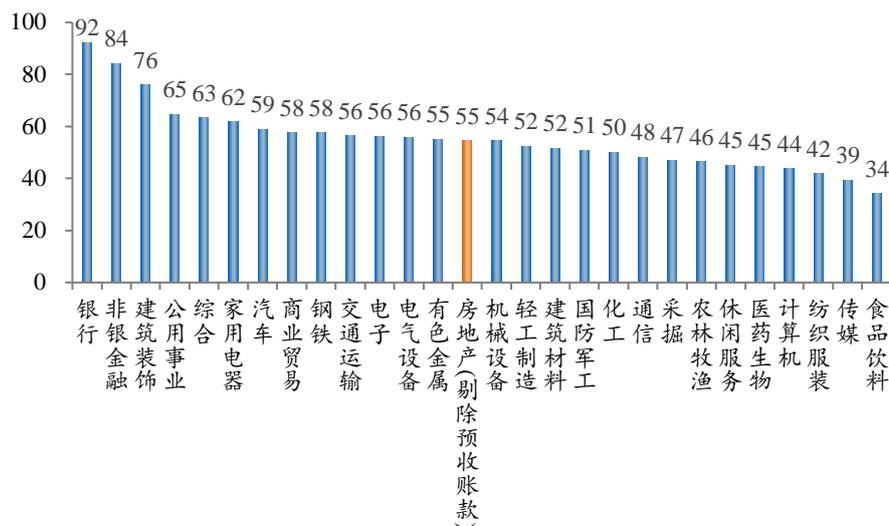
图表20: 2018年上市公司预收账款与合同负债占比



资料来源: Wind, 恒大研究院

房地产行业剔除预收账款与合同负债后资产负债率仅55%,在28个行业中排名第14。为剔除预售制度的特殊因素影响,采用剔除预收账款与合同负债后的资产负债率,公式为(总负债-预收账款-合同负债)/总资产。2018年,房地产行业剔除预收账款与合同负债后资产负债率为55%,在A股上市公司28个行业中仅排名第14。

图表21：房地产业剔除预收账款与合同负债后资产负债率排名第十四



资料来源：Wind，恒大研究院

## 2 启示

### 2.1 衡量房企负债情况的最佳指标是剔除预收账款后资产负债率

衡量房企负债情况的最佳指标是剔除预收账款后资产负债率。预收账款绝大多数会结转为收入，房企按期交付商品房即可，并不需要偿付货币资金。因此，剔除预收账款后资产负债率代表房企的真实负债率。由于当前国内仍处于开发销售为主的大建设阶段，房企资产较重，叠加股权融资渠道有限等因素，决定了负债经营仍是房地产行业的主要模式。2018年A股上市企业中，重资产、负债经营为主的银行业、非银金融业、建筑装饰业和公用事业的资产负债率均值为79%，剔除预收账款后为76%，而房地产业分别是80%和55%。

### 2.2 不能依赖任何资产负债率指标作为衡量房企债务合理水平的绝对标准，指标的变动比绝对水平更具有预警作用

一方面，任何指标本身都有一定缺陷。剔除预收账款后资产负债率未考虑付款方式和收入确认标准的差异；净负债率没有区分有息负债的期限结构，未能反映债务的期限风险，因此，应结合流动性等指标综合评估房企的偿债能力，如现金比率和流动比率。其中，现金比率高于0.1属于合理水平，由于房企流动负债普遍高于有息负债，而融资成本通常在5-10%，因此现金比率高于0.1，基本就能完全覆盖短期付息压力；流动比率大于1属于合理水平，由于开发类房地产项目的价值评估体系成熟、市场交易较活跃、可变现价值较高，房企在发生较严重的债务或资金压力时，可以通过转让土地储备项目来筹集资金，因此流动资产是房企应对风险的最后关键屏障。

另一方面，无论指标是否处于合理水平，如果出现大幅的负面变动，则很可能是房企风险预警信号，表明公司经营出现重大问题。具体内容请参考报告《如何识别房企风险？—透析房企财务指标背后的秘密》。

此外，资产负债率等指标须经会计师审计后公布，有 3-4 个月的时滞，并不能实时反映企业当下的经营状况与风险变化。

图表22：房地产企业债务风险监控指标

指标大类	指标	指标说明
债务规模	资产负债率	总负债/总资产
	剔除预收账款后资产负债率	(总负债-预收账款-合同负债)/总资产
	净负债率	(有息负债+永续债-货币资金)/(净资产-永续债)
债务结构	短债长债比	流动负债/非流动负债
	有息负债中短期占比	有息流动负债/有息负债
偿债能力	现金比率	货币资金/流动负债
	速动比率	(流动资产-存货)/流动负债
	流动比率	流动资产/流动负债

资料来源：恒大研究院

## 恒大研究院简介

恒大研究院（恒大智库有限公司）成立于2018年1月，是恒大集团设立的科学研究机构，以“立足企业恒久发展 服务国家大局战略”为使命，追求成为国内顶级研究院，致力建成中国特色新型智库。研究院对内为集团领导决策提供研究咨询，为集团发展提供研究支持；对外建设成为杰出的经济金融市场专业研究领导者，建立与社会公众和公共政策沟通的桥梁，传递企业社会责任的品牌形象。

## 免责声明

本报告由恒大研究院（恒大智库有限公司）提供，仅供本公司客户使用。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，所提供信息均来自公开渠道。本公司尽可能保证信息的准确、完整，但不对其准确性或完整性做出保证。

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，相关的分析意见及推测可能会根据后续发布的研究报告在不发出通知的情形下做出更改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

市场有风险，投资需谨慎。本报告中的信息或所表述的意见仅供参考，不构成对任何人的投资建议。投资者不应将本报告为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的损失负责。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“恒大研究院”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自引用、刊发者承担。

本公司对本免责声明条款具有修改和最终解释权。

## 行业投资评级的说明：

- 推荐：研究员预测未来半年行业表现强于沪深300指数；
- 中性：研究员预测未来半年行业表现与沪深300指数持平；
- 减持：研究员预测未来半年行业表现弱于沪深300指数。

## 联系我们

	北京	上海	深圳
地址：	北京市朝阳区东三环中路5号财富金融中心6层607-608（100020）	上海市黄浦区黄河路21号鸿祥大厦11楼（200003）	广东省深圳市南山区海德三道1126号卓越后海中心37楼（518054）
E-mail：	hdyanjiuyuan@evergrande.com	hdyanjiuyuan@evergrande.com	hdyanjiuyuan@evergrande.com