

房地产企业负债类科目及隐性负债深度解析

——“财报视角看地产”系列之四

主要内容：

房地产属于资金密集型行业，投资规模大，开发周期长，公司通常杠杆率较高。本文详细解析了房地产企业重点负债类科目阅读要点，同时对少数股东权益科目进行了简要研究，最后介绍了房地产企业隐性负债的产生及识别方法。

▶ 预收账款与合同负债：营业收入的先行指标

房地产行业长周转与预售制度使得预收账款与合同负债的规模较高，并且成为反映房企营业收入的重点先行指标。若房地产开发企业预收账款与合同负债的数值持续小于营业收入则应考察房企的收入确认方式。同时，这两个科目与存货和销售商品、提供劳务收到的现金的匹配程度也可以分别反映出房企销售强度与销售回款的情况。

▶ 其他应付款：合作开发的规模体现

对于房地产企业来说，其他应付款主要包括土地增值税清算准备金、合作方往来款项、应收联营/合营企业的款项等科目。使用剔除土地增值税清算准备金后的其他应付款/总资产这个指标进行考量，可以较为真实的反映出房企合作开发的规模。

▶ 有息负债：杠杆风险的直接测算

有息负债即带息负债，指企业负债当中需要支付利息的债务，包括短期负债和长期负债。关注房企有息负债时，更应关注有息负债率、净资产率和剔除预收账款的资本负债率等反映房企的有息负债相对规模的指标，同时关注有息负债的长短结构和成本，从而判断房企的资本结构是否合理。

▶ 少数股东权益：合作开发的权益影响

对于房地产公司，少数股东权益就是在资产负债表的权益科目中列明的下属项目公司少数股东应占的权益规模。需要注意的是只有母公司权益比例超过50%，其他股东所占权益才计入到少数股东权益科目中，否则计入到长期股权投资科目中。少数股东权益可能使得公司销售数据、盈利数据有所失真，并且与少数股东损益存在时间不匹配的情况。

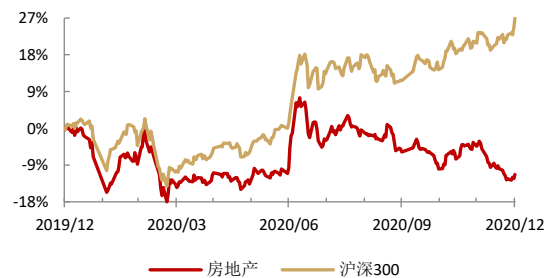
▶ 隐性负债的产生及识别

隐性负债是相对于显性负债而言的，指没有记录在资产负债表内的债务。对于房地产企业，隐性负债是指没有计入“有息负债”类科目的债务。房企的隐性负债主要包含：（1）合联营企业的债务（2）明股实债（3）永续债（4）经营性负债。对于合联营企业的债务，我们可关注房企的长期股权投资和对外担保情况。对于明股实债，我们需要对联合营企业进行向上股权穿透和少数股东权益的主体性质。对于永续债，我们可在其他权益工具-永续债中直接得到规模情况。对于经营性负债，我们需关注非关联方的应付账款和应付票据、关联方往来款和供应链ABS发行情况。

评级及分析师信息

行业评级：推荐

行业走势图



分析师：由于沛

邮箱：youzp@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519100005

联系电话：

研究助理：侯希得

邮箱：houxd@hx168.com.cn

联系电话：

研究助理：肖峰

邮箱：xiaofeng@hx168.com.cn

联系电话：

投资建议

随着“三道红线”政策出台，对于房地产企业负债端的变化情况关注度大幅提升。我们认为“三道红线”政策的出台有利于房地产企业形成稳定的金融政策预期，未来房地产行业负债端情况将逐步改善，有利于降低房地产债务风险，优化房地产企业资产负债结构，有利于行业长期稳定发展。当前，行业估值仍处低位，业绩确定性强，股息高，值得重点关注。我们重点推荐业绩确定性强的龙头房企万科A、保利地产、金科股份、中南建设、阳光城、招商蛇口、蓝光发展、华侨城A等。相关受益标的包括融创中国、龙湖集团、旭辉控股集团、中国金茂、龙光地产等。此外，物管行业发展空间广阔，景气度持续向好，重点推荐新大正、招商积余、碧桂园服务、永升生活服务、新城悦服务、南都物业等。

风险提示

调控政策继续大幅收紧引发销售大幅下滑；计提过多存货跌价准备导致年报业绩不达预期。

盈利预测与估值

重点公司											
股票代码	股票名称	收盘价 (元)	投资 评级	EPS(元)				P/E			
				2019A	2020E	2021E	2022E	2019A	2020E	2021E	2022E
000002.SZ	万科A	28.70	增持	3.35	3.86	4.45	5.08	8.6	7.4	6.4	5.6
600048.SH	保利地产	15.82	增持	2.34	2.58	3.11	3.67	6.8	6.1	5.1	4.3
000656.SZ	金科股份	7.09	买入	1.06	1.36	1.62	1.91	6.7	5.2	4.4	3.7
000961.SZ	中南建设	8.83	增持	1.10	1.91	2.39	2.76	8.0	4.6	3.7	3.2
000671.SZ	阳光城	6.52	增持	0.99	1.34	1.75	2.09	6.6	4.9	3.7	3.1
601155.SH	新城控股	34.83	增持	5.61	6.78	8.1	9.59	6.2	5.1	4.3	3.6
001979.SZ	招商蛇口	13.29	增持	2.03	2.41	2.84	3.2	6.5	5.5	4.7	4.2
600466.SH	蓝光发展	4.63	买入	1.14	1.7	2.13	2.43	4.1	2.7	2.2	1.9
600340.SH	华夏幸福	12.93	增持	3.73	4.89	6.09	7.41	3.5	2.6	2.1	1.7
002244.SZ	滨江集团	4.59	增持	0.52	0.7	0.88	1.08	8.8	6.6	5.2	4.3
0884.HK	旭辉控股集团	5.53	增持	0.82	0.95	1.14	1.36	6.7	5.8	4.9	4.1
6098.HK	碧桂园服务	44.15	买入	0.62	0.91	1.32	1.86	71.2	48.5	33.4	23.7
001914.SZ	招商积余	21.53	买入	0.27	0.58	0.8	1.1	79.7	37.1	26.9	19.6
1755.HK	新城悦服务	14.95	买入	0.34	0.49	0.77	1.16	44.0	30.5	19.4	12.9
1995.HK	永升生活服务	14.33	买入	0.15	0.23	0.36	0.55	95.5	62.3	39.8	26.0
2606.HK	蓝光嘉宝服务	29.63	增持	2.41	3.2	4.38	5.84	12.3	9.3	6.8	5.1
002968.SZ	新大正	49.55	买入	0.97	1.24	1.55	1.94	51.1	40.0	32.0	25.5
603506.SH	南都物业	19.81	买入	0.85	1.06	1.32	1.6	23.3	18.7	15.0	12.4

资料来源：Wind，华西证券研究所

备注：港股股价换算 1 港元=0.8417 元

正文目录

1. 预收账款与合同负债:营业收入的先行指标	5
1.1. 预收账款与合同负债的定义.....	5
1.2. 预收账款与合同负债的规模.....	5
1.3. 预收账款与合同负债科目阅读要点.....	6
2. 其他应付款:合作开发的规模体现	9
2.1. 其他应付款的定义.....	9
2.2. 其他应付款的规模.....	9
2.3. 其他应付款的科目阅读要点.....	10
3. 有息负债:杠杆风险的直接测算	12
3.1. 有息负债的定义.....	12
3.2. 有息负债的规模.....	12
3.3. 有息负债的科目阅读要点.....	13
4. 少数股东权益:合作开发的权益影响	21
4.1. 少数股东权益的定义.....	21
4.2. 少数股东权益的规模.....	21
4.3. 少数股东权益的科目阅读要点.....	22
5. 隐性负债的产生及识别	24
5.1. 合联营企业的债务.....	24
5.2. 明股实债.....	25
5.3. 永续债.....	26
5.4. 经营性负债.....	29
6. 投资建议	29
7. 风险提示	30

图表目录

图 1 2020Q3 不同行业(预收账款+合同负债)规模占总资产比例.....	6
图 2 2020Q3 重点房企(预收账款+合同负债)规模及占总资产比例.....	6
图 3 2020Q3 重点房企(预收账款+合同负债)占总营业收入比例.....	7
图 4 2020Q3 重点房企(预收账款+合同负债)净增加值与营业收入之和与存货净增加值规模比较.....	8
图 5 2020Q1-3 重点房企(预收账款+合同负债)净增加值与营业收入之和与销售商品提供劳务收到现金规模比较.....	8
图 6 2020H1 不同行业其他应付款规模占总资产比例.....	9
图 7 2020Q3 重点房企其他应付款规模及占总资产比例.....	10
图 8 2020H1 重点房企其他应付款账龄占比.....	12
图 9 2020Q3 不同行业有息负债规模占总资产比例.....	13
图 10 2020Q3 重点房企有息负债规模及有息负债率.....	13
图 11 部分重点房企历年有息负债率变化.....	14
图 12 部分重点房企历年剔除预收账款的资产负债率变化.....	14
图 13 部分重点房企历年净负债率变化.....	15
图 14 “三条红线”政策细则.....	16
图 15 2020Q3 重点房企有息负债结构占比.....	18
图 16 2020Q3 重点房企短期负债与长期负债之比.....	18
图 17 2020Q3 重点房企现金短债比.....	19
图 18 2020H1 重点房企融资途径占比.....	20
图 19 融资成本两种获取口径.....	20
图 20 控股子公司及参股子公司投资的财务处理.....	21
图 21 2020Q3 不同行业少数股东权益规模占总权益比例.....	22
图 22 2020Q3 重点房企少数股东权益规模及占总权益比例.....	22
图 23 控股子公司及参股子公司利润结算.....	23

图 24 隐性负债的产生与识别	24
图 25 2020H1 部分上市房企担保总额及占比	25
图 26 “明股实债”融资模式	26
图 27 SW 房地产板块永续债及占比	28
图 28 2020Q1-3 重点房企永续债及占比	28
表 1 预收账款与合同负债的区分	5
表 2 2020H1 重点房企其他应付款构成占比	11
表 3 2020Q3 重点房企“三道红线”财务指标统计情况	17
表 4 永续债券与普通债券的区分	27
表 5 保利地产与华夏幸福发行的永续债与普通债券对比	27

1. 预收账款与合同负债:营业收入的先行指标

1.1. 预收账款与合同负债的定义

预收账款是指企业向购货方预收的订金或部分货款，以买卖双方协议或合同为依据，由购货方预先支付一部分(或全部)货款给供应方而发生的一项负债，这项负债要用以后的商品或劳务来偿付。企业预收的货款待实际出售商品、产品或者提供劳务时再行冲减。

合同负债是指企业已收或应收客户对价而应向客户转让商品的义务，如企业在转让承诺的商品之前已收取的款项。两者的区别可以通过合同是否成立、前提条件、商品和交货期以及核算范围差异等因素来进行区分。

对于房地产企业来说，在 2017 年新收入准则实施前，公司所有业务产生的预收款都全部计入在预收款项科目中，而在新收入准则实施后，预收账款科目仅包含公司除住宅销售之外业务所产生的预收款，而住宅销售带来的主要预收款则计入在合同负债科目中。

表 1 预收账款与合同负债的区分

区别	预收账款	合同负债
合同是否成立	不强调合同是否成立，合同成立前已收到的对价是预收账款，不能划分为合同负债	合同成立后从预收账款转向合同负债
前提	已收到款项	以履约义务为前提，如预收的款项与合同规定的履约义务无关，只能作为预收账款
商品和交货期	往往已约定	尚未确定
核算范围差异	只能核算实际已经收到的预收款	能核算实际已经收到的和未实际收到但已拥有收款权利的预收款

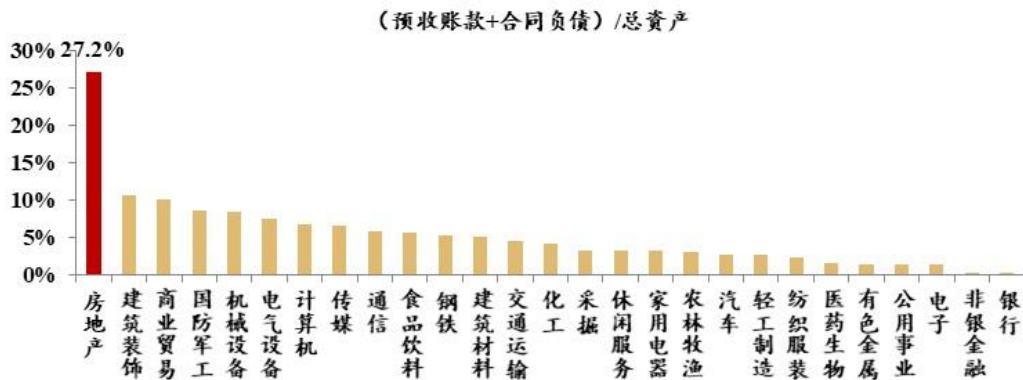
资料来源：公开资料整理，华西证券研究所

1.2. 预收账款与合同负债的规模

根据 2020Q1-3 的数据，申万房地产板块（预收账款+合同负债）规模为 35629 亿元，占总资产比例为 27.2%，明显高于其他行业，其主要原因是房地产行业较长的开发周期和独特的预售制度。由于房地产行业开发周期较长，因此房地产公司会在取得预售许可证后进行开盘预售，签订销售合同获取预收资金，这是房地产公司加快资金周转，保证资金流动性的重要途径，但是预收的销售金额无法在当期结算为收入，而是在房屋交付后才可以将这部分预收款项结转至收入中，这使得房地产企业的合同负债占据其当期销售金额的比例较大，自然也成为其负债表中权重较高的一项科目。

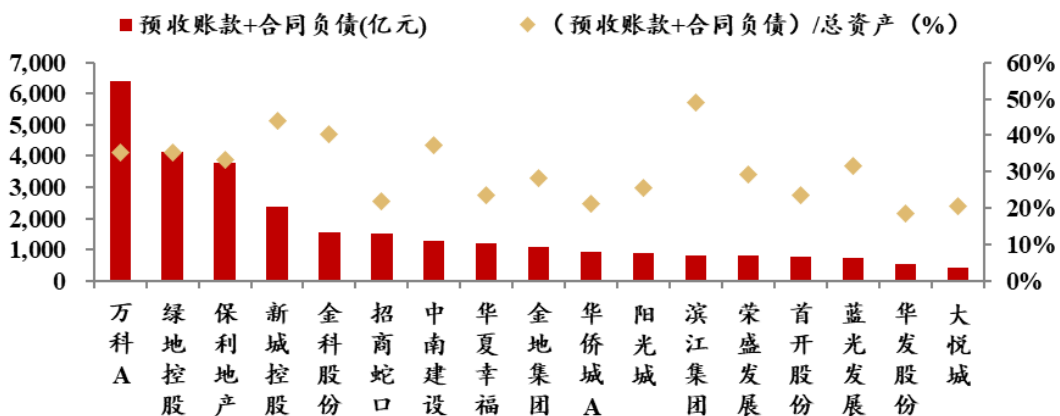
从重点房企来看，预收账款+合同负债占总资产的比例大致在 20%-45% 区间内，部分重点房企因其近几年高速增长的销售规模，所以预收账款和合同负债占总资产比例高。其中，重点房企预收账款+合同负债占总资产的比例最高的房企分别为滨江集团 49.0%，新城控股 44.0%，金科股份 40.2%。

图 1 2020Q3 不同行业（预收账款+合同负债）规模占总资产比例



资料来源：Wind，华西证券研究所

图 2 2020Q3 重点房企（预收账款+合同负债）规模及占总资产比例



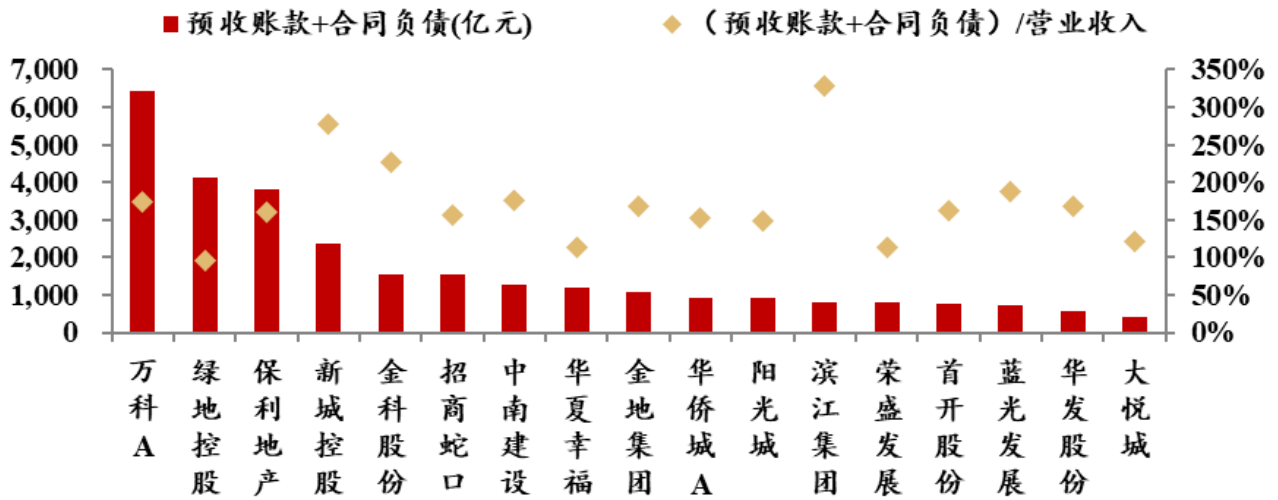
资料来源：公司公告，华西证券研究所

1.3. 预收账款与合同负债科目阅读要点

1.3.1. 与营业收入的匹配性与营业收入的匹配性

预收账款与合同负债是房地产开发企业已完成销售但未结算成营业收入的科目，因此是营业收入的先行指标，反映出公司未来 1-2 年收入规模大小。从重点房企来看，（预收账款+合同负债）/营业收入的均值为 172.7%，其中占比较高的滨江集团、新城控股和金科股份分别为 328.1%、277.3%和 227.2%。如果公司的营业收入持续大于预收账款与合同负债之和，则应对于公司的收入确认方式进行分析。

图3 2020Q3 重点房企（预收账款+合同负债）占总营业收入比例

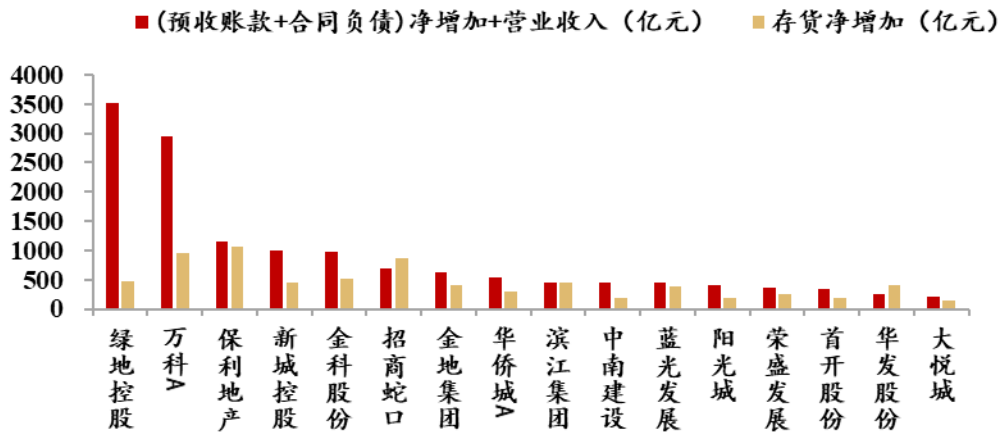


资料来源：Wind，华西证券研究所
备注：营业收入口径为 2019 年全年营业总收入

1.3.2. 与营业收入和存货的关联效应

我们可以通过预收账款、合同负债、营业收入与存货之间的关联来分析公司的销售情况，预收账款与合同负债是为公司已预售但未交付的销售额，而营业收入是为公司当期已交付房屋的营业额，由预收账款或者合同负债确认而来，其数额与预收账款或者合同负债科目的减少相匹配，因此如果我们将预收账款与合同负债的净增加值与当期的营业收入相加，就可以得到公司当期并表项目已售未结算与已售已结算的毛销售额，我们可以将其与存货增加净值相比较，如果前者更大则代表公司的销售强度大于公司拿地强度，则一般说明公司销售情况良好，去化能力强，周转效率较高，但同时也应关注公司后续是否可能出现货值不足的问题；如果前者小于后者则表明公司的拿地强度高于销售强度，有可能处于高速扩张期，但同时也应考虑其项目中是否可能存在去化不佳、周转较慢的情况。

图 4 2020Q3 重点房企（预收账款+合同负债）净增加值与营业收入之和与存货净增加值规模比较

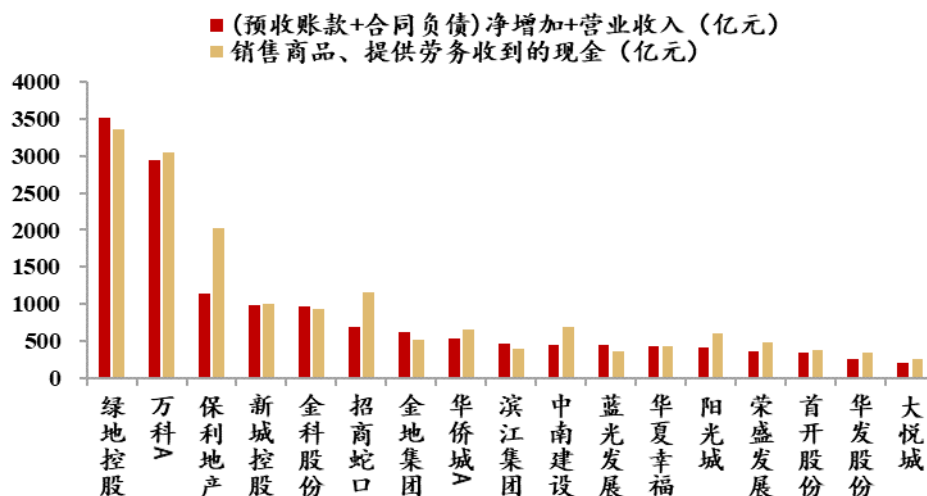


资料来源：公司公告，华西证券研究所

1.3.3. 与销售商品、提供劳务收到的现金的匹配性

我们可以通过预收账款、合同负债、营业收入与销售商品、提供劳务收到的现金对应来关注公司销售回款情况，由于房地产行业的预售模式，房地产公司的营业收入不能全部反映出公司当期的销售回款情况，而是应该与预收账款+合同负债的净增加值相加之后再来判断（实际上还要考虑非并表项目的投资收益）。从重点房企来看，预收账款与合同负债的净增加值+营业收入与公司当期销售商品、提供劳务收到的现金大致匹配，如果发现公司这两者存在明显较大差异，则应关注公司的回款率问题。需要指出的是，对于存在较大比例多元化业务的公司，如建筑类业务，由于其作为下游业务回款率天然较低，因此必须考虑其对回款率指标的影响。

图 5 2020Q1-3 重点房企（预收账款+合同负债）净增加值与营业收入之和与销售商品提供劳务收到现金规模比较



资料来源：公司公告，华西证券研究所

2.其他应付款：合作开发的规模体现

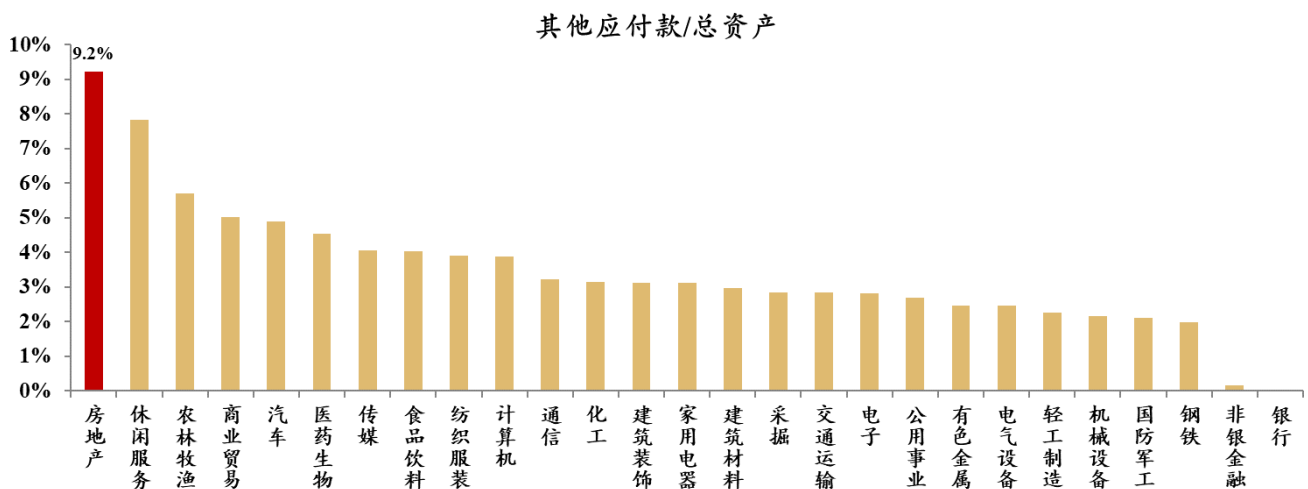
2.1. 其他应付款的定义

其他应付款是指企业在商品交易业务以外发生的应付和暂收款项，指企业除应付票据、应付账款、应付工资、应付利润等以外的应付、暂收其他单位或个人的款项。对于房地产企业来说，其他应付款主要包括土地增值税清算准备金、合作方往来款项、应收联营/合营企业的款项、购房意向金等科目。

2.2. 其他应付款的规模

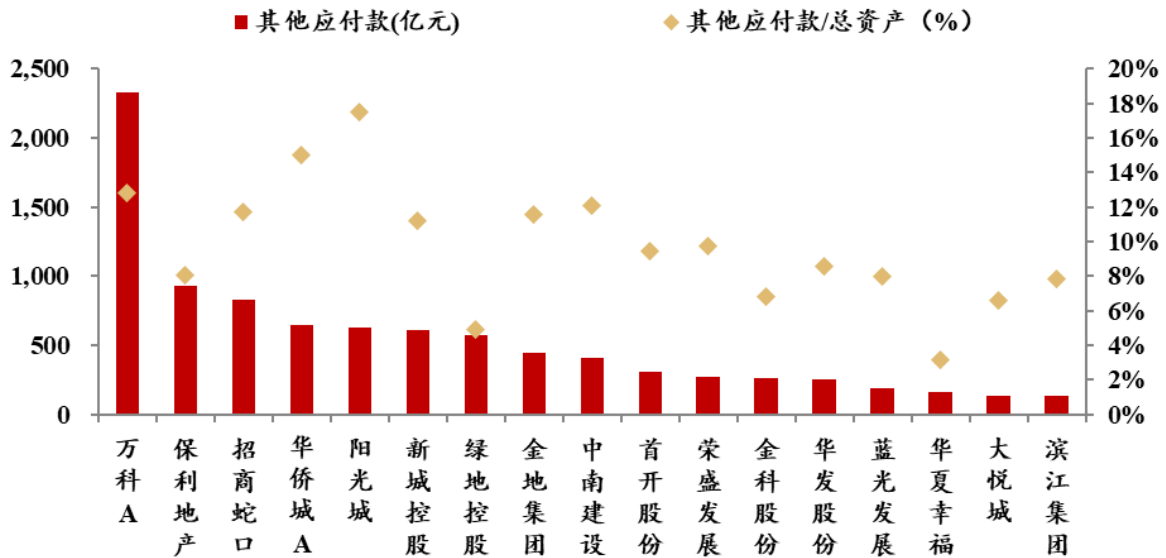
由于房地产开发过程中附带的土地增值税款以及越来越多的房企选择合作开发的模式，这使得房地产公司其他应付款所占负债比例不断上升，根据 2020 年上半年数据，申万房地产板块其他应付款为 11734 亿元，占总资产比例为 9.2%，高于其他行业。从重点房企来看，17 家重点房企 2020 年第三季度其他应付款占总资产比例大致在 6%-16%，整体平均高于行业水平。我们认为重点房企其他应付款占比较高是由于相较于中小型房企，重点房企通常布局更趋均衡，所进入城市较多，而中小型房企通常深耕局部区域。在进入新城市时，房企通常会与当地龙头房企进行合作，共同开发，来减少进入新城市的市场风险。因此，重点房企合作开发比例更高，其他应付款的占比也因此高于板块均值。

图 6 2020H1 不同行业其他应付款规模占总资产比例



资料来源：Wind，华西证券研究所

图7 2020Q3 重点房企其他应付款规模及占总资产比例



资料来源：公司公告，华西证券研究所

2.3. 其他应付款的科目阅读要点

2.3.1. 其他应付款不同构成及占比

对于房地产企业其他应付款科目的阅读，我们需要重点关注的是从其他应付款反映出房企合作开发规模的大小，由于土地增值税清算准备金在其他应付款中也占据较高比例，因此我们在关注合作开发规模是应使用剔除土地增值税清算准备金后的其他应付款，使其只反映出只考虑合作方往来款项和应收联营/合营企业的款项，使用剔除土地增值税清算准备金后的其他应付款/总资产这个指标进行考量可以较为真实的反映出房企合作开发的规模大小。

从重点房企来看，在土地增值税清算准备金方面，华侨城占比超过 40%；合作方往来款项方面，招商蛇口、蓝光发展占比超过 50%；应付联营/合营企业款项方面，新城控股占比超过 60%；此外首开股份、中南建设其他应付款中土地增值税和其他占比均不足 10%。

表 2 2020H1 重点房企其他应付款构成占比

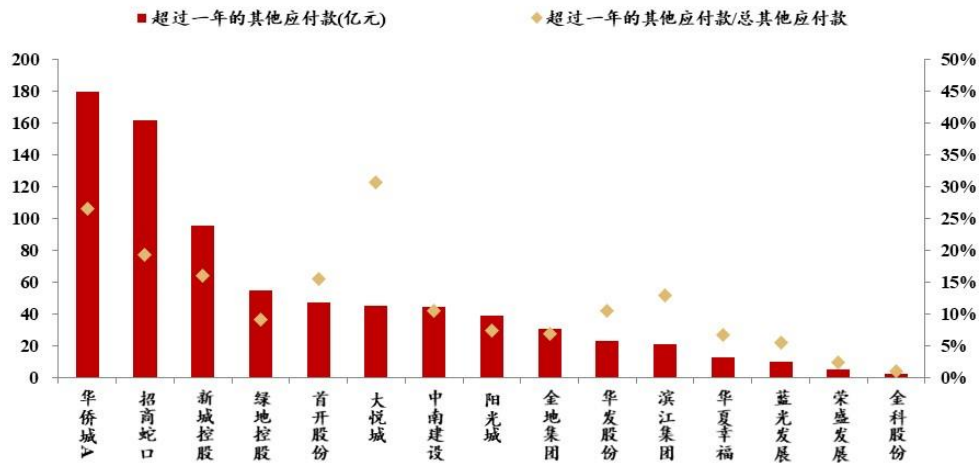
证券简称	土地增值税清算准备金占比 (%)	合作方往来款项占比 (%)	应付联营 / 合营企业的款项占比 (%)	其他占比 (%)
万科 A	17.4%	45.9%	32.7%	4.1%
保利地产	8.3%	39.6%	41.6%	10.5%
绿地控股	1.1%	12.6%	49.4%	37.0%
金地集团	18.5%	78.6%		2.9%
招商蛇口	8.3%	58.7%	18.4%	14.6%
新城控股	8.1%	17.9%	66.2%	7.8%
首开股份	0.6%	93.3%		6.1%
阳光城		40.1%	33.9%	26.0%
华侨城 A	44.3%	49.5%		6.2%
中南建设	4.4%	91.4%		4.2%
大悦城	12.5%	65.8%		21.6%
荣盛发展	2.3%	37.8%	22.0%	38.0%
金科股份	9.1%	27.2%	29.9%	33.9%
华夏幸福	8.0%	17.9%	19.4%	54.7%
蓝光发展	4.5%	57.4%	19.7%	18.5%

资料来源：公司公告，华西证券研究所

2.3.2. 其他应付款额的账龄

我们可以从财务报表附注中了解到其他应付款的账龄结构，账龄在 1 年以内的其他应付款的相对规模越大，则表明企业短期需要支付的其他应付款较多，可能增加公司短期的偿债负担，而账龄在 3 年以上的其他应付款的相对规模越大，则说明公司占用外部资金，或者说增加经营杠杆的能力越强。从重点房企数据来看，公司 2020 年上半年超过一年的其他应付款/总其他应付款比例为 1%—30%，不同公司之间差距较大。

图 8 2020H1 重点房企其他应付款账龄占比



资料来源：Wind，华西证券研究所

3. 有息负债：杠杆风险的直接测算

3.1. 有息负债的定义

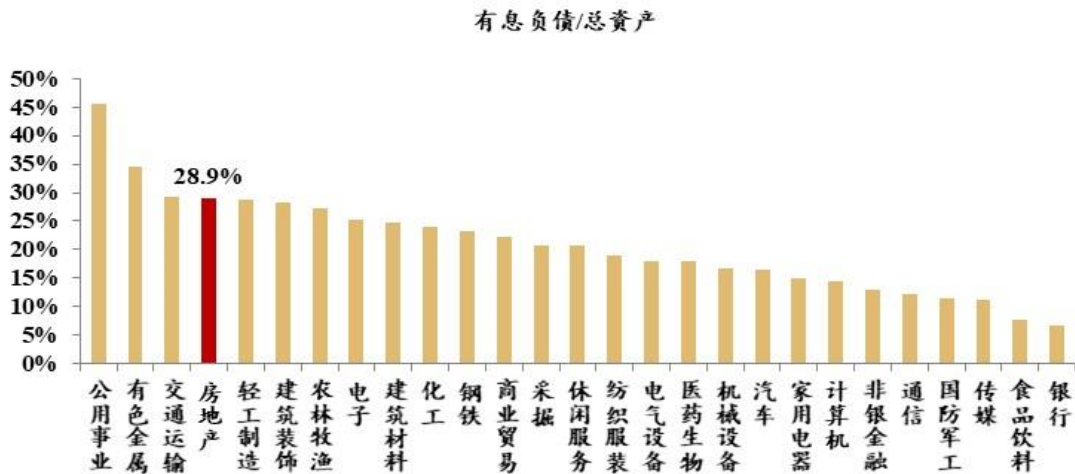
有息负债即带息负债，指企业负债当中需要支付利息的债务，包括短期负债和长期负债。对于房地产企业来说，有息负债中的短期负债主要为短期借款和一年内到期的非流动负债；长期负债主要为长期借款、应付债券与永续债。

其中需要关注的是**永续债**，永续债是非金融企业（发行人）在银行间债券市场注册发行的无固定期限、内含发行人赎回权的债券，永续债作为一种负债形式，却计入在公司权益表中，因此发行永续债可以有效地降低公司的资产负债率。我们在核算公司有息负债及其相关指标时，需要将永续债加回至负债中，使计算出的指标可以更加真实的反映出公司的负债状况。

3.2. 有息负债的规模

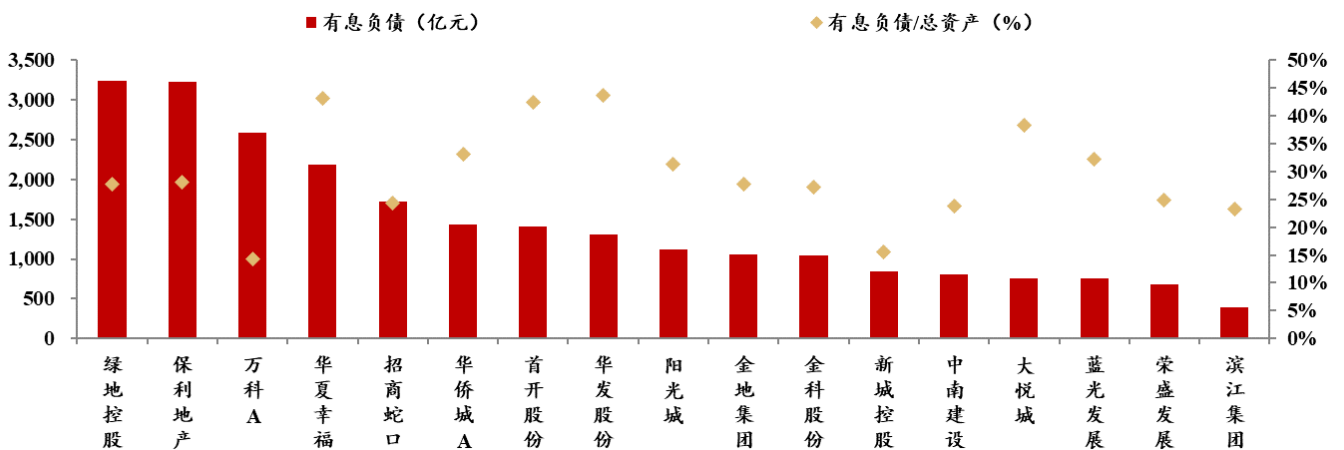
房地产行业具有负债经营的特点，其有息负债的绝对规模大。根据 2020 年三季度数据，申万房地产板块有息负债达到 37976 亿元，远超其他行业；相对规模同样较大，房地产行业有息负债率达到 28.9%，明显高于所有板块的平均水平。从重点房企来看，有息负债率大致在 15%-45%，不同房企的有息负债率会因公司的经营策略的不同而有所不同。

图9 2020Q3 不同行业有息负债规模占总资产比例



资料来源: Wind, 华西证券研究所

图10 2020Q3 重点房企有息负债规模及有息负债率



资料来源: 公司公告, 华西证券研究所

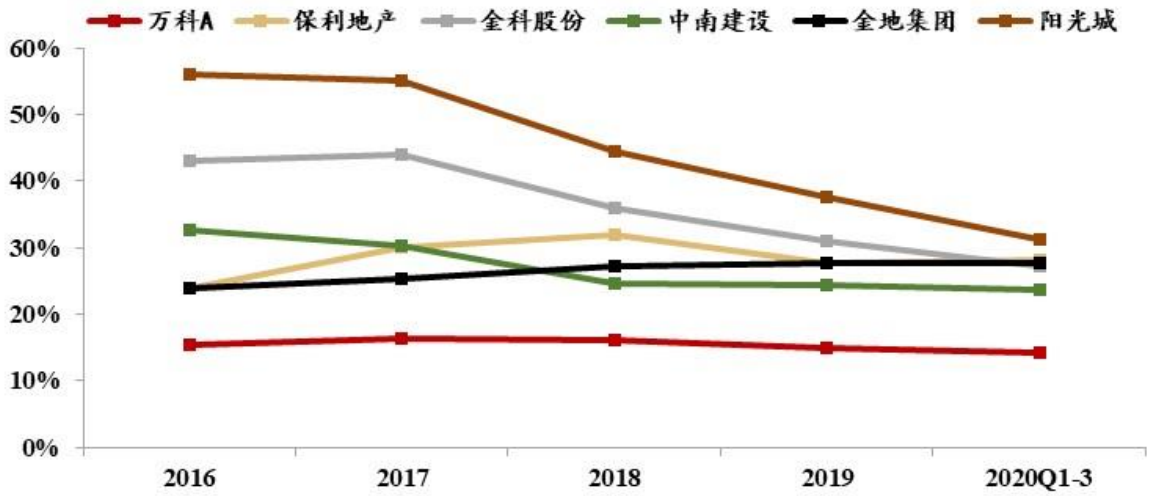
备注: 有息负债计算口径=短期借款+一年内到期的非流动负债+应付债券+长期借款+永续债

3.3. 有息负债的科目阅读要点

3.3.1. 关注有息负债相对规模而非绝对规模

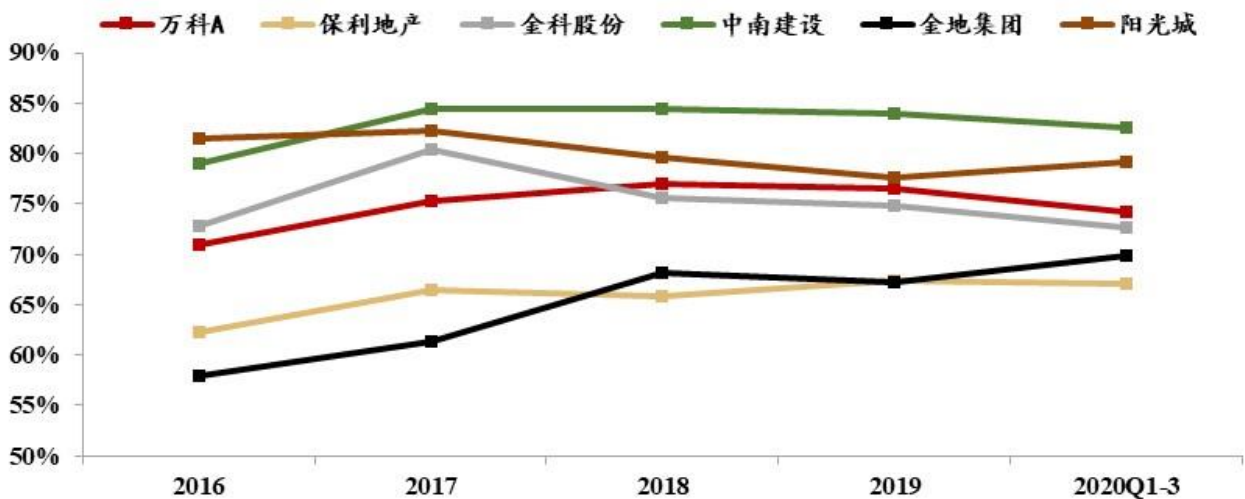
房地产企业普通具有高杠杆的特点, 其有息负债绝对规模较大, 因此对房地产企业有息负债科目的阅读, 我们需要重点关注的是有息负债的相对规模而非绝对规模。公司的有息负债率, 净资产率等指标更能客观的反映房企的有息负债规模, 从而判断房企的资本结构是否合理。此外, 剔除预收账款的资本负债率也是常用考察房企资本结构的指标, 我们可以通过这三个指标对房企的资本结构进行简单分析, 如果房企有息负债相对规模较高, 反映为房企有息负债率、净负债率和剔除预收账款的资产负债率较高, 则房企每期需要支付的利息费用相应增加, 该房企可能具有较高的经营风险。但如果是有息负债相对规模过低, 则房企可能存在对资金利用效率不足的情况。

图 11 部分重点房企历年有息负债率变化



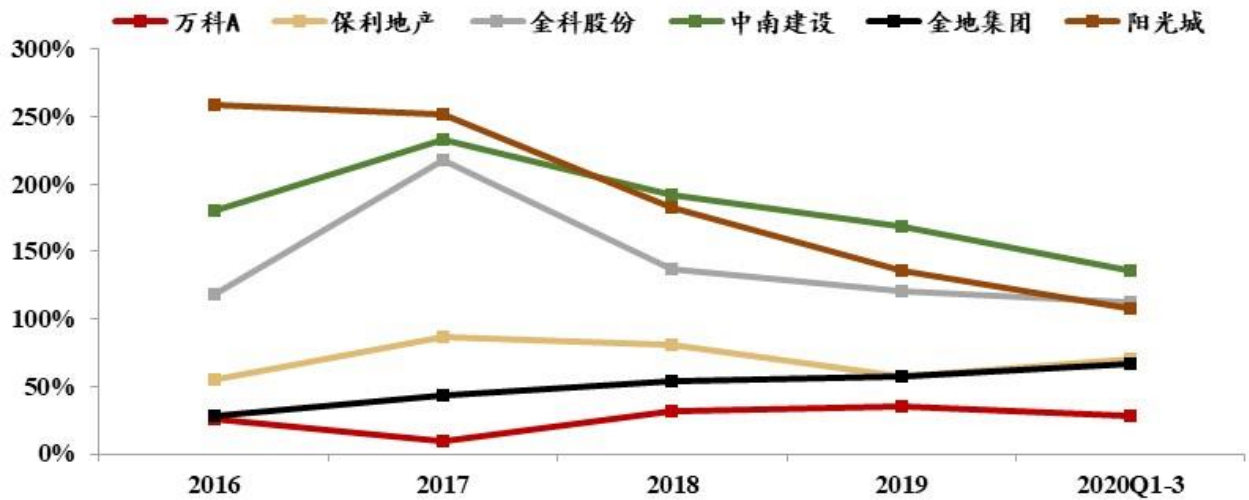
资料来源：公司公告，华西证券研究所

图 12 部分重点房企历年剔除预收账款的资产负债率变化



资料来源：公司公告，华西证券研究所

图 13 部分重点房企历年净负债率变化



资料来源：公司公告，华西证券研究所

2020年8月20日公布的三道红线政策也对房企的剔除预收账款的资产负债率、净负债率和现金短债比三项指标进行了严格的规定，其中剔除预收账款的资产负债率不得大于70%；净负债率不得大于100%；现金短债比不得小于1。若三项指标全部“踩线”，有息负债不得增加；若指标中两项“踩线”，有息负债规模年增速不得超过5%；若只有一项“踩线”，有息负债规模年增速可放宽至10%；若全部指标符合监管层要求，则有息负债规模年增速可放宽至15%。

三道红线政策将管控指标具象化，表明房地产长效机制的设计更趋于成熟，对融资监管的目标具体量化。将长效机制和金融审慎机制相结合来看，此次“三条红线”新规的分档有利于房地产企业形成稳定的金融政策预期，并合理安排经营活动和融资行为，增强自身抗风险能力，也有利于推动房地产行业长期稳健运行，防范化解房地产金融风险。我们认为，“三条红线”新规将使行业杠杆率在未来一段时间内得到较为显著的改善，同时，更好地控制住行业的经营风险，促进行业更加平稳健康的发展。监管部门此举并非完全收紧房地产企业融资的可能性，而是严格控制增量形成固定标准，从而引导房地产开发企业稳增长和可持续发展。

具体分析此次“三道红线”政策的制定设计，我们认为选取的剔除预收账款的资产负债率、净负债率和现金短债比较好地衡量了房地产开发企业的杠杆风险、负债压力和期限结构，针对这三个指标的红线设置有力地控制了房地产开发企业的债务风险。

剔除预收账款的资产负债率是反映房企杠杆风险的重要指标。由于房企预售制度的存在，每年都有大额预收账款计入负债，而预收账款是没有利息成本，最终无需偿还，且会转化为收入的。相比之下，传统的资产负债率并不能客观反映房企的真实负债水平。将预收账款从总资产和总负债中双向剔除，能够更好地衡量房企资产负债结构以及债务水平。如果此比率太高，对房企而言代表着资本债务结构失衡，风险偏高。这样的企业越多，整个行业的风险将成倍放大。在当前的行业环境下，将其作为红线的划分标准之一，具有一定的风险提示意义，有助于提示房企降低负债比率，控制债务风险。

净负债率是指企业的有息负债减去货币资金后对净资产的比例。此次针对有息负债的计算口径，监管用的是短期借款、一年内到期的非流动性负债、应付债券和长期

借款。其次对于抵扣的货币资金，要减去的是非受限货币资金，考虑了货币资金受限与否的问题。净负债率在剔除预收账款，考虑有息负债的同时，将货币资金也扣除掉，反映了企业净资产对有息负债的覆盖能力，更能衡量房企的真实负债压力。

三道红线中的现金短债比对房企现金的充足程度提出了要求，现金是流动性最强的短期资产，短期债务是一年内企业必须偿付的债务，此比率反映出了房企资产与负债期限的匹配程度，即在手资金是否足以偿还即将到期的债务，是考量房企短期偿债风险的合适指标。

图 14 “三条红线”政策细则

“三道红线”		两个观察指标
(1) 剔除预收账款后的资产负债率 > 70%;		(1) 拿地销售比 ≤ 40%
(2) 净负债率 > 100%;		(2) 连续三年经营性现金流为负
(3) 现金短债比 < 1		需对拿地资金来源做解释
“踩线”项数	房企分类	有息负债规模年增速
三项	红色档	不得增加
二项	橙色档	≤ 5%
一项	黄色档	≤ 10%
没有踩线，全部符合要求	绿色档	≤ 15%

资料来源：Wind，华西证券研究所

三道红线政策发布后，多数房企踩线。从重点 A 股房企季报数据来看，踩线 3 条红线的房企有 8 家，踩线 2 条红线的房企有 8 家，踩线 1 条红线的房企达 7 家，一条红线未踩的房企仅 5 家。因此，通过合理方式调整改正三道红线的指标成为房企需要思考的重要问题。具体分析，我们认为三道红线的调整从易到难依次为：净负债率、现金短债比、剔除预收账款的资产负债率。

最容易调整的是净负债率。下调净负债率的手段基本分为两种：一是扩大净资产规模，二是增大货币资金量。将净资产做大的方法比较简单，因为房企的总销售收入及总权益是市场关注的指标，加大合作开发模式使用力度行之有效。原因在于合作开发让房企能够用更少的资金投入参与到项目开发中，如果本企业在合作项目中所占权益比例足够大而将项目并表，则合作方所占权益将被计入少数股东权益，从而并表企业的净资产规模扩大，这整体上有助于拉低其净负债率。其二就是提升现金量，由于现金是资产负债表数值，因此它是一个时点的而非时段的数据。据此，房企可以在关键时间点，也即资产负债表时点，例如 6 月 30 日或者 12 月 31 日，从合营、联营公司归集现金。此种手段也无需房企于一年的每个时间点都保持大额现金在账，保证了日常资金的使用效率。

调整现金短债比以避免踩线的难度适中。现金短债比涉及现金和短期债务两个要素，因此调整此比率的思路无非从现金和短期债务入手。现金方面，类比净负债率的调整，我们可以增大资产负债表时间节点时的现金数值来压低此比率。但是对于短期负债，调整确有难度。由于一年内到期债务的数值是难以通过合理的财务手段来调整的，因此短期偿债压力的确存在，因此现金短债比并没有净负债率容易控制。

三道红线中调整难度最大的就是剔除预收账款的资产负债率。难度较大的原因主要有两点：一是此比率在计算剔除预收账款的资产负债率时，预收账款在分子分母中同时需要剔除掉，这意味着想通过提高预收账款来降低此比率的效果减弱。二是剔除预收账款的资产负债率中所指负债是所有负债，而并非有息负债。因此房企难以通过将部分有息负债调整到经营性负债科目的方式来降低该项指标。

表 3 2020Q3 重点房企“三道红线”财务指标统计情况

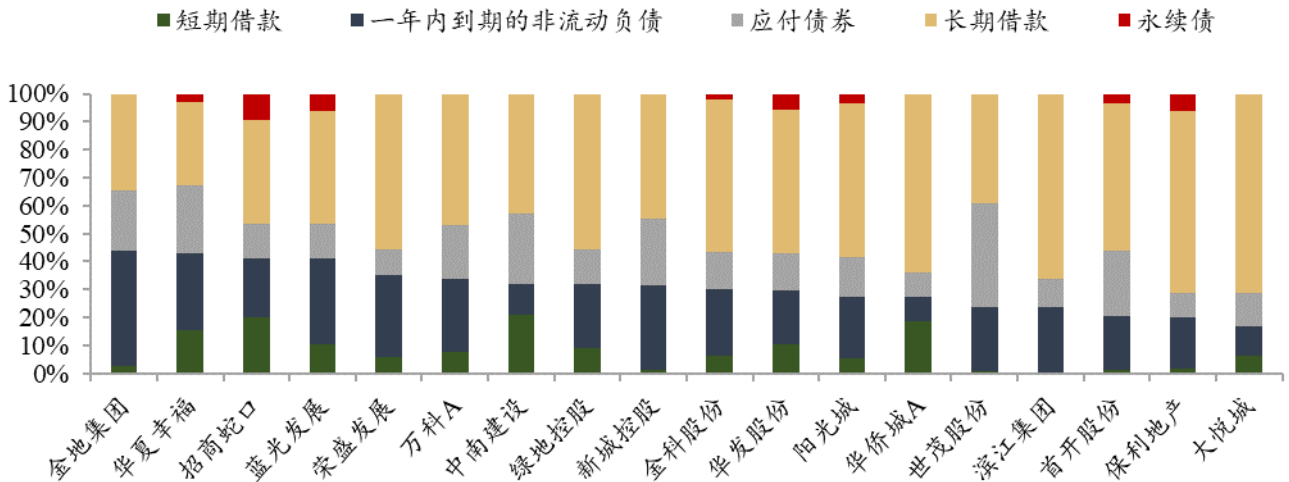
证券简称	剔除预收款项后的 资产负债率 (%)	净负债率 (%)	现金短债比	踩线数目
金融街	74.6%	195.8%	0.55	3
广宇发展	73.1%	149.2%	0.39	3
嘉凯城	84.8%	196.7%	0.06	3
格力地产	75.3%	197.3%	0.45	3
华夏幸福	76.5%	190.4%	0.41	3
绿地控股	82.4%	183.4%	0.78	3
金科股份	72.7%	112.2%	1.02	2
阳光城	79.2%	108.3%	1.56	2
中交地产	84.7%	227.9%	1.54	2
中南建设	82.5%	136.0%	1.15	2
城建发展	75.0%	144.4%	1.47	2
华发股份	78.5%	148.4%	1.19	2
首开股份	75.3%	169.9%	1.03	2
蓝光发展	70.6%	97.6%	0.81	2
陆家嘴	66.9%	112.0%	0.26	2
万科 A	74.2%	28.5%	1.97	1
大悦城	72.1%	97.0%	2.62	1
皇庭国际	55.7%	82.7%	0.02	1
荣安地产	77.4%	53.2%	1.81	1
美好置业	62.5%	85.6%	0.55	1
苏宁环球	41.9%	19.1%	0.72	1
荣盛发展	75.3%	88.2%	1.06	1
滨江集团	69.8%	103.0%	1.35	1
华侨城 A	69.6%	96.4%	1.11	0
绿景控股	14.9%	-30.0%	232.29	0
渝开发	47.4%	-3.1%	59.41	0
津滨发展	54.7%	28.9%	1.19	0
招商蛇口	59.1%	36.8%	1.02	0
世荣兆业	41.2%	-40.5%	7.48	0
合肥城建	55.1%	7.6%	4.46	0
保利地产	67.0%	70.9%	1.91	0
金地集团	69.9%	67.0%	1.09	0

资料来源：公司公告，华西证券研究所

3.3.2. 关注有息负债的期限结构

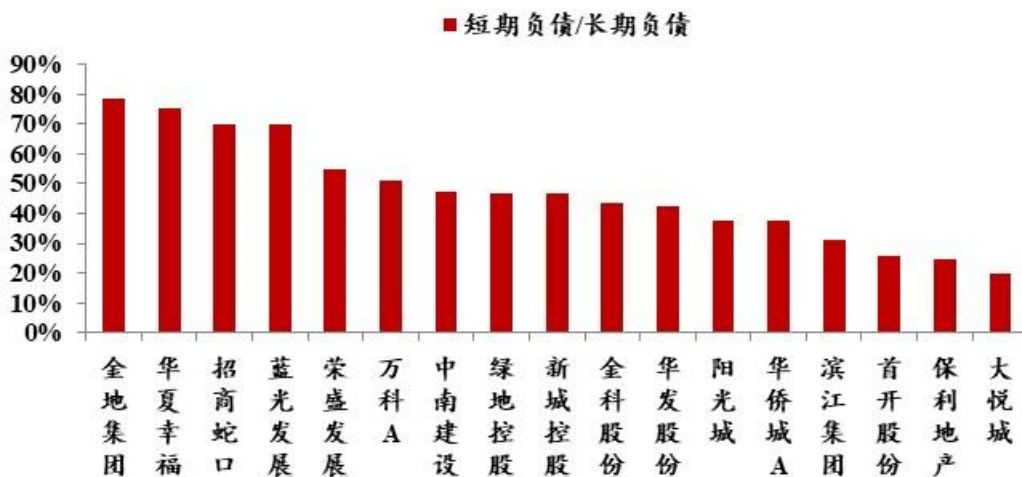
有息负债的科目构成中，短期借款与一年内到期的非流动负债为短期负债，而长期借款、应付债券与永续债属于长期负债，在对房企有息负债进行分析时可以关注有息负债的期限结构，也就是长短期负债之比。由于房地产公司负债率较高，因此公司的偿债能力十分重要，如果公司有息负债中短期负债所占比例较高，则公司短期的偿债压力相应增加，这时就需要对公司的短期偿债能力进行进一步分析，例如使用现金短债比这一指标判断公司短期偿债压力的大小。

图 15 2020Q3 重点房企有息负债结构占比



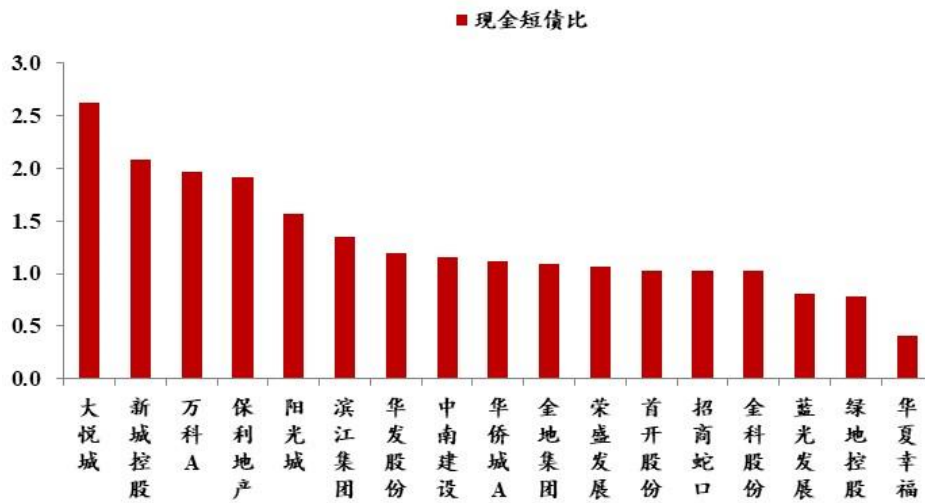
资料来源：公司公告，华西证券研究所

图 16 2020Q3 重点房企短期负债与长期负债之比



资料来源：公司公告，华西证券研究所

图 17 2020Q3 重点房企现金短债比



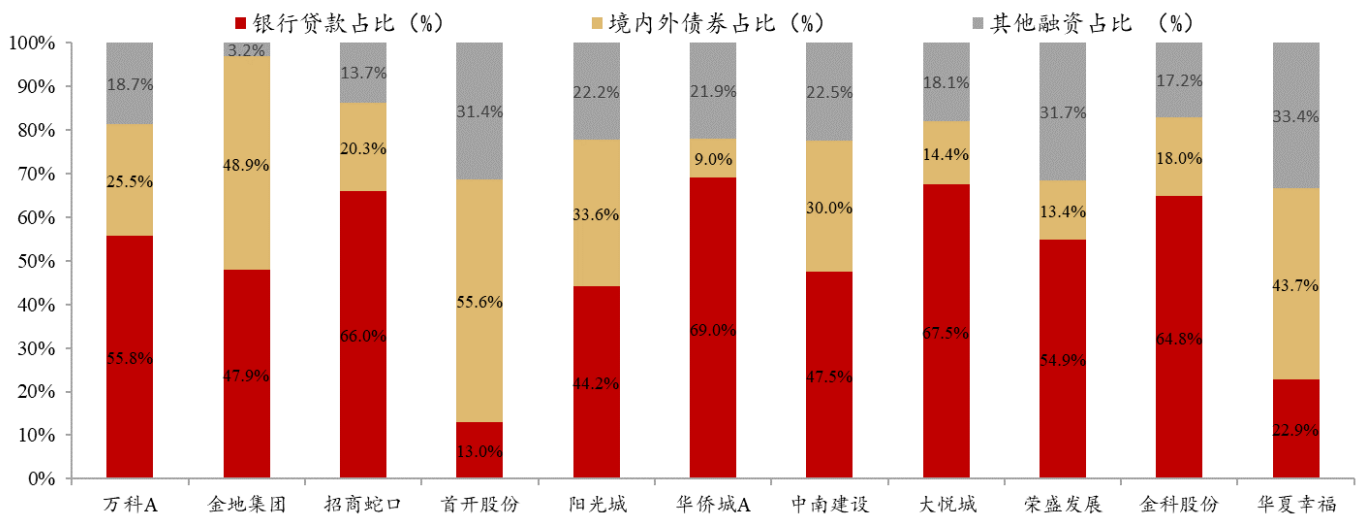
资料来源: Wind, 华西证券研究所

3.3.3. 关注有息负债的成本

有息负债使得公司需要定期支出对应的利息费用, 而由于房地产公司的有息负债绝对规模大, 其产生的利息费用也会相应增加, 因此公司有息负债的融资成本也是该科目需要注意的一个关键点。

目前对于房地产公司来说主要的融资方式可分为**银行贷款**、**国内外证券市场融资**、**其他类融资（主要为非标融资）**等, 其中**银行贷款**融资成本较低, 且期限较长, 是房地产企业较优的融资方式, 但其门槛较高, 只有规模较大, 排名靠前的大型房地产公司才可以相对轻松地获取银行贷款, 中小型及投资策略相对激进的房企则可能会受到限制。**非标融资**是一种相对灵活的融资方式, 可以及时的弥补房地产公司的资金缺口, 但其问题是成本较高, 如果过分依赖非标融资可能会使公司的偿债压力明显增长。从重点房企融资结构比例来看, 大部分房企都形成了以银行贷款为主, 债券融资为辅, 其他类融资为少量补充的良好融资结构, 银行贷款占比普遍超过 45%, 其他类融资占比保持在 20%以内。其中首开股份、荣盛发展的融资结构以债券融资为主, 银行贷款占比小于其他类融资。

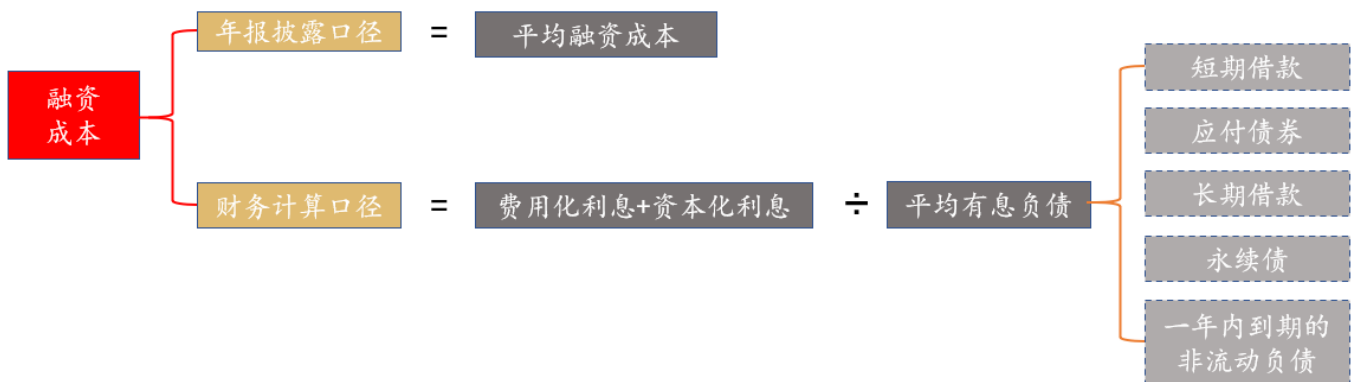
图 18 2020H1 重点房企融资途径占比



资料来源: Wind, 华西证券研究所

房地产公司的平均融资成本可以采用两种不同的口径获得。第一种方式是通过公司年报中直接披露的融资成本获得, 但有时公司未披露的融资成本, 而财务费用率无法完整客观的反映公司真实融资成本情况, 这时可能采用第二种方法, 即财务计算口径来得到房企的平均融资成本。房企的融资产生的利息费用由费用化利息和资本化利息构成, 我们可以使用 (费用化利息+资本化利息) / 平均有息负债求出公司的平均融资成本。其中费用化利息即为公司利润表中财务费用的利息费用科目, 而资本化利息则一般在公司年报中的经营情况讨论与分析的融资情况或者公司存货科目附注中披露, 可以在这两处获取。

图 19 融资成本两种获取口径



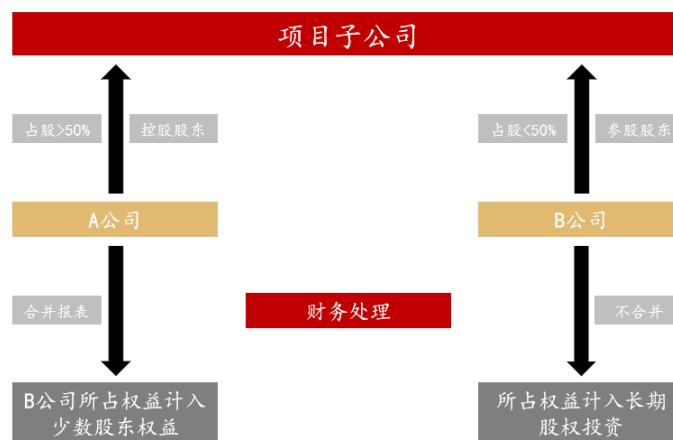
资料来源: 公开资料整理, 华西证券研究所

4. 少数股东权益：合作开发的权益影响

4.1. 少数股东权益的定义

少数股东权益是反映除母公司以外的其他投资者在子公司中的权益，表示其他投资者在子公司所有者权益中所拥有的份额。对于房地产公司，少数股东权益就是在资产负债表的权益科目中列明的下属项目公司少数股东应占的权益规模，其出现的原因多为房企现今采用的合作开发项目的模式，母公司对下属项目公司所占权益不足100%，因此会出现其他股东持有部分项目公司的权益，当母公司所占权益超过50%时，其他股东所占权益部分即为少数股东权益。

图 20 控股子公司及参股子公司投资的财务处理

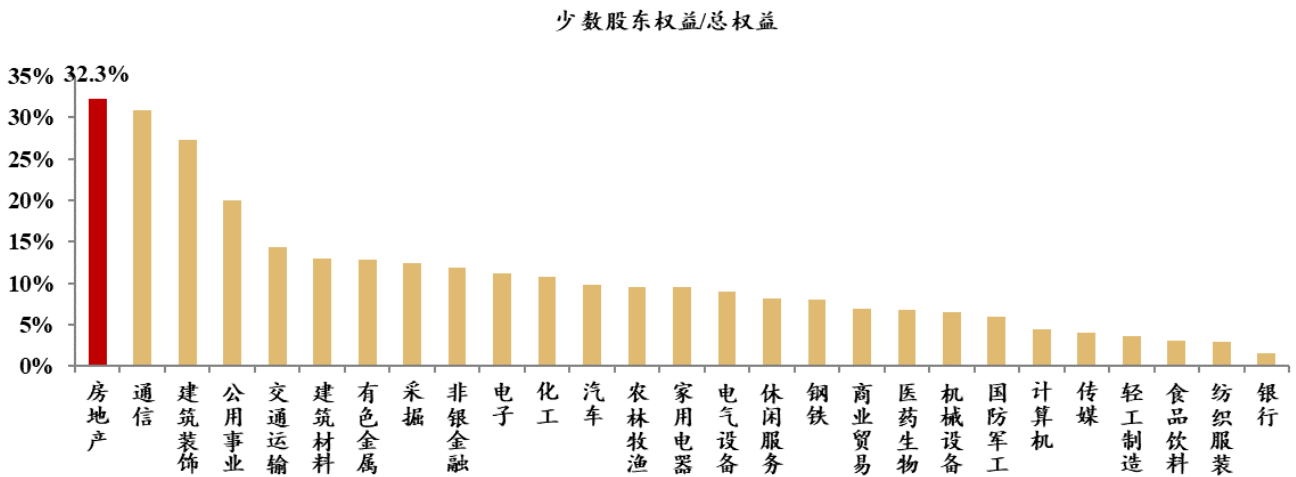


资料来源：公开资料整理，华西证券研究所

4.2. 少数股东权益的规模

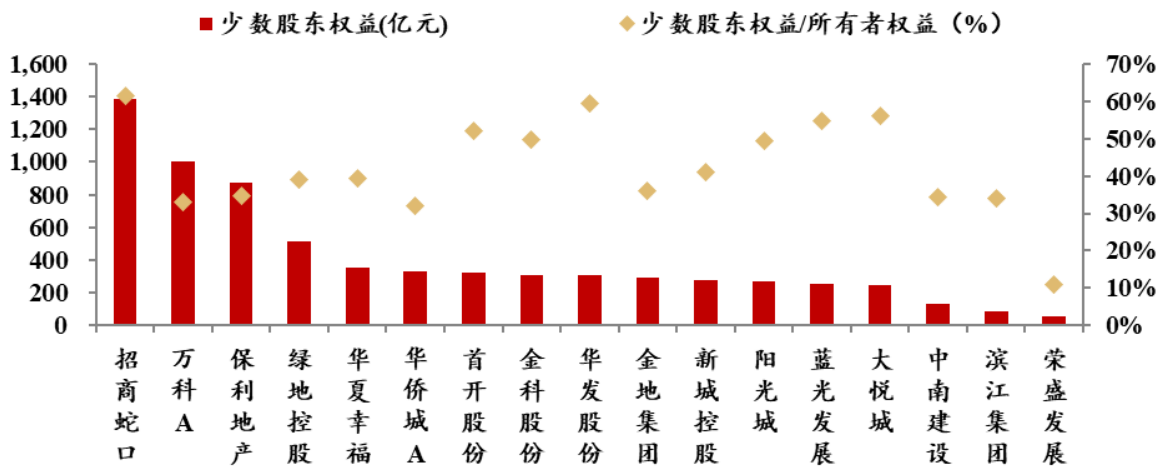
随着房地产行业合作开发、联营/合营情况越发普遍，少数股东权益所占总权益的比例逐年增长。根据2020年三季报数据，申万房地产板块少数股东权益为8670亿元，远高于其他行业，少数股东权益占总权益比例为32.3%，同样在所有板块中位列第一。出现少数股东权益逐年上升的现象一是由于土地价格上升、土地市场风险增加，合作开发具有可以降低成本与风险的优势；二是对于房地产公司的销售数据统计，往往关注的是房企的全口径销售额，因此房企会主动降低其权益比，来提高销售规模。从重点房企来看，少数股东权益占总权益比例大致为30%-60%，高于行业平均值，这与重点房企其他应付款比例较高有相似之处，重点房企在开拓新城市业务时多采用联营/合营的方式，相比于中小房企深耕局部区域，这种合作开发的模式会使得重点房企的少数股东权益比例更高。

图 21 2020Q3 不同行业少数股东权益规模占总权益比例



资料来源: Wind, 华西证券研究所

图 22 2020Q3 重点房企少数股东权益规模及占总权益比例



资料来源: 公司公告, 华西证券研究所

4.3. 少数股东权益的科目阅读要点

4.3.1. 关注少数股东权益与长期股权投资的区别

少数股东权益的来源是房地产公司合作开发项目，但是并不是所有合作开发项目都会带来少数股东权益，如果母公司对下属项目公司的权益比例超过 50%，那么其他股东所占权益会计入到少数股东权益科目中，但是如果母公司对下属公司的权益比不超过 50%，那么这一部分权益则会会计入到长期股权投资科目中。

4.3.2. 少数股东权益可能使得公司销售数据、盈利数据有所失真

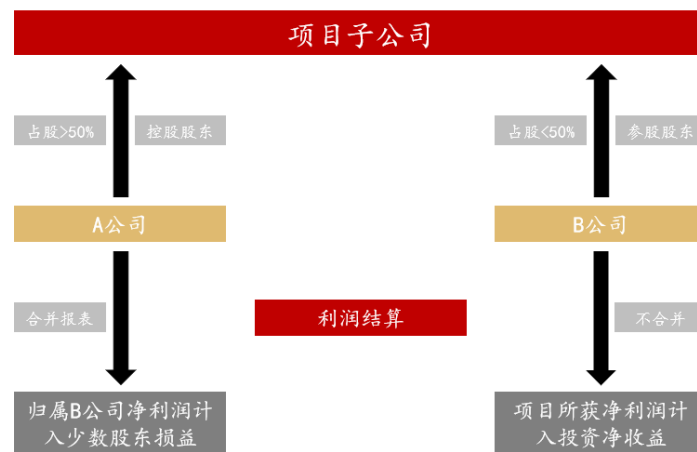
由于存在少数股东权益的项目子公司财务报表会和母公司报表并表，因此虽然少数股东权益的存在表明该项目中存在部分销售额与收入要归属于其他股东，但这并不会体现在公司的合并报表中，因此公司的销售数据与营业收入中会存在归属于下属项目公司其他股东的部分。这使得公司的销售金额可能无法真实反映公司的实际销售数额，相比而言，公司权益销售额更能反映公司实际的销售情况。此外，少数股东权益所带来的少数股东损益也使得公司的盈利能力指标可能出现一定程度的失真。

4.3.3. 少数股东权益与少数股东损益的科目对比

少数股东权益为项目子公司中其他参股股东所占权益，是公司资产负债表中权益项科目；而少数股东损益为项目子公司所获净利润中归属其他参股股东的比例，是公司利润表中科目。

对于少数股东权益与少数股东损益科目的阅读，需要注意的是两者可能会存在不匹配的情况，这与房企当期销售额结转至营业收入滞后的特点相类似。在公司设立项目子公司时，少数股东参股便会产生少数股东权益科目，此时项目未进行销售获得利润，不会产生少数股东损益科目；当该项目销售完成后，其销售额未结转至营业收入，由于少数股东损益为公司利润表科目，因此此时仍不会出现少数股东损益科目；只有在该项目销售额结转至营业收入后才会产生少数股东损益，因此少数股东损益科目与少数股东权益科目存在时间上的不匹配性。

图 23 控股子公司及参股子公司利润结算



资料来源：公开资料整理，华西证券研究所

5. 隐性负债的产生及识别

隐性负债是相对于显性负债而言的，指没有记录在资产负债表内的债务。对于房地产企业，隐性负债是指没有计入“有息负债”类科目的债务，其中“有息负债”主要包括短期借款、一年内到期的非流动负债、应付款项及长期借款等。

房企为降低杠杆率、提高利润等目的，采取一定的会计手段将债务隐形化来美化报表，从而导致了大量隐性负债。隐性负债主要包含四种：（1）合联营企业的债务（2）明股实债（3）永续债（4）经营性负债。

图 24 隐性负债的产生与识别



资料来源：Wind，华西证券研究所

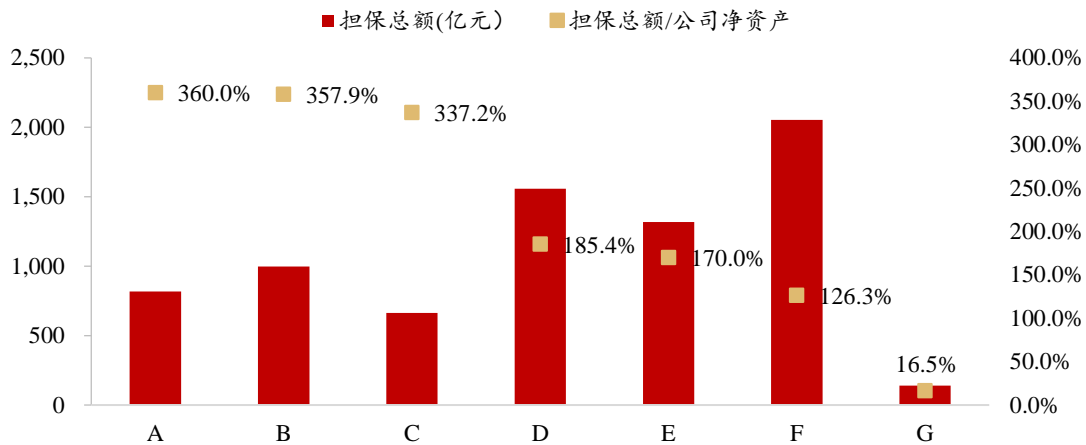
5.1. 合联营企业的债务

房地产开发具有投资规模大、开发周期长及资金周转慢的特点，合作开发的模式有效分散土地资源成本从而减小房企资金压力。合作开发导致房地产开发企业成立了众多并表范围内的控股子公司和计入长期股权投资的合联营企业。其中，合联营企业的债务融资不体现在公司报表中，即为隐性负债。例如，房企 A、B 共同设立项目子公司 D，房企 A 的持股比例低且无控制权，所以子公司 D 的融资不并入 A 的报表，但房企 A 对子公司 D 的债务有偿还义务，这就产生了隐性负债。

房企可以通过减持股份将控股子公司转化为合联营企业，从而将显性负债移出表内，从而降低负债率。但并不是所有的控股子公司都适用，例如将资产负债率低的控股子公司出表，会导致母公司资产的下降幅度超过负债的下降幅度，出表反而导致房企负债率提升。

识别方法：1. 关注长期股权投资。合联营企业投资一般体现在“长期股权投资”科目，若该科目数值大或者波动异常，则需要关注报表附注中合联营企业披露情况。2. 关注房企对外担保情况。2020 年上半年某 3 家房企的担保总额占公司净资产比例超过 300%，另外 3 家房企均高于 100%，重点房企对外担保规模较大。房企对合联营企业提供担保存在较大的代偿风险，对外担保规模大则隐性负债规模也会相应提升。

图 25 2020H1 部分上市房企担保总额及占比



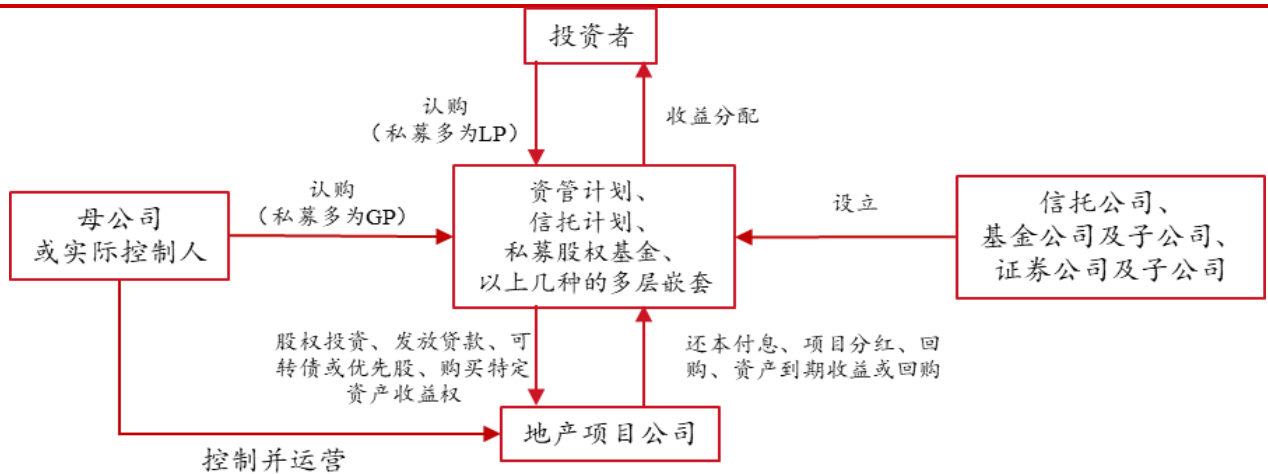
资料来源：Wind，华西证券研究所

5.2. 明股实债

明股实债融资是指以股权形式投资，同时以获得固定收益及远期本金有效退出为实现要件，股权投资主体（SPV）包括股权投资计划、信托计划及私募股权投资基金等。“明股实债”拥有股权和债券的双重属性，表面是股权性质，而实际是房企的有息负债。房企为优化财务报表，维持良好的资产负债率，通常会采用附属或隐性合同等手段来避免投资在合并报表层面被确认为负债。

识别方法：1. 关注长期股权投资，进行股权穿透：若房企未合并项目公司报表，仅从持股比例上较难定性为“明股实债”，需要通过对联营企业进行向上股权结构穿透，若项目公司的持有机构包含基金、资管、信托等，那么“明股实债”的可能性较大。以一般收购为获取方式的联营、合营企业不是“明股实债”，这是由于“明股实债”一般受协议条款限制，房企一方不得随意转让股权。2. 关注少数股东权益：若房企合并了项目公司的报表但确认为权益投资（实质上是债务属性），其余投资方的投资体现在少数股东权益，应重点关注少数股东权益的主体性质和重大变动。如果少数股东权益性质为基金、资管、信托等，且与房企存在大规模的资金往来，则房企可能存在“明股实债”。

图 26 “明股实债”融资模式



资料来源：Wind，华西证券研究所

5.3. 永续债

永续债券名义上是“债”，却计入所有者权益，既不稀释老股东权益，也不会提高发行人资产负债率，因而成为房企重要的融资渠道。房企通过永续债融资，可以在不增加负债的情况下获得资金，实现隐性负债从而优化财务结构。

与普通债券相比，永续债的期限长，无明确到期时间，但通常会附有赎回条款；永续债的票息率相对普通债券更高，且一般会采用“固定期限+N”模式，初始的固定期限范围内为固定的初始利率，但之后会开始提升，呈现跳升机制。以保利地产和华夏幸福 2020 年所发行的永续债和普通债券为例，保利地产发行的一般公司债的票面利率为 3.0%；而永续债的票面利率为 3.5%，并且从第 6 年开始票面利率将重置提升，此后每 5 年票面利率都将继续提升。华夏幸福发行的一般中期票据的票面利率为 5.5%；而永续债的票面利率为 8.5%，在第 2 年票面利率就会每年重置提升，利率最高达到“初始利率+2%”。可以看出永续债的利率要高于普通债券并且由于永续债利率“跳升机制”的存在，存在期限越久的永续债其利率会越高。但两种永续债都包含了赎回条款，在第一个固定期限结束后的每一个付息日公司均有权赎回该永续债。

2016 年至今，SW 房地产板块永续债规模持续扩张，2020H1 永续债达到 820.6 亿元，永续债/股东权益为 3.1%；2020H1 重点房企永续债/股东权益比例均高于板块，除绿地控股。

识别方法：关注“其他权益工具-永续债”，在计算有息负债时加回永续债。

表 4 永续债券与普通债券的区分

区别	永续债券	普通债券
期限	无明确的到期时间，但带有赎回条款或者续期选择权	有明确的到期时间
票息	高，采用“固定年限+N”模式，存续期开始的固定年限里为固定利息，之后开始提升呈现跳升机制	低、利率固定
融资成本	较高	较低
付息	可自主决定或强制延迟付息	延期付息即为违约
财报科目	权益科目	负债科目

资料来源：公开资料整理，华西证券研究所

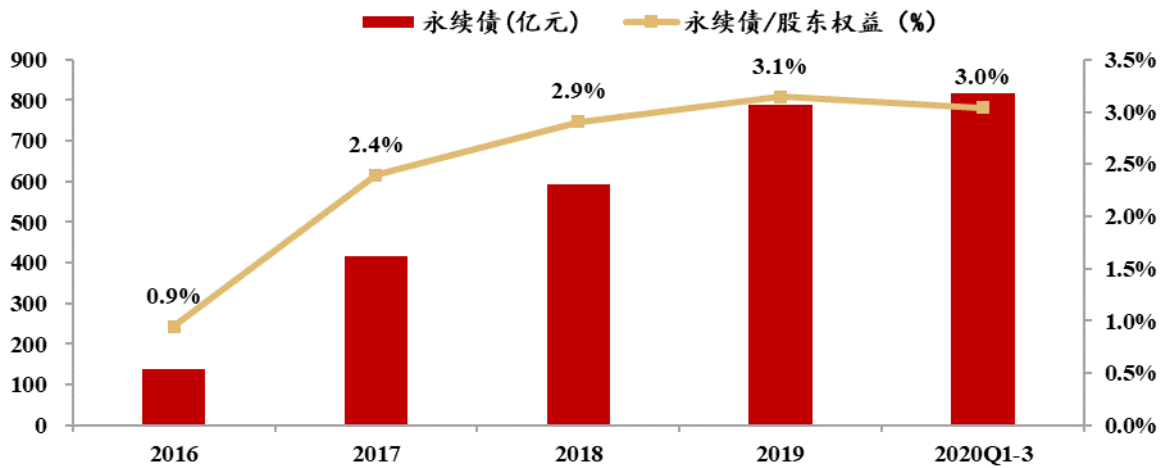
表 5 保利地产与华夏幸福发行的永续债与普通债券对比

债券简称	20 保利发展 MTN003	20 保利 01	20 华夏幸福永续债	20 华夏幸福 MTN001
债券类型	永续债	一般公司债	永续债	一般中期票据
发行规模 (亿元)	6	20	15	10
期限 (年)	5+N	5 (3+2)	1+N	5 (3+2)
票面利率 (当期)	3.49%	3.00%	8.50%	5.50%
票面利率 (后续)	前 5 个计息年度的票面利率保持不变。如果发行人不行使赎回权，则自第 6 个计息年度起，票面利率调整为当期基准利率加初始利差加 300 个基点。此后，每 5 年重置票面利率以当期基准利率加上初始利差再加上 300 个基点确定；票面利率公式为：当期票面利率=当期基准利率+初始利差+300BPS。	发行人有权决定在本期债券存续期的第 3 年末调整后 2 年的票面利率。若发行人未行使本期债券票面利率调整选择权，则本期债券后续期限票面利率仍维持原有票面利率不变。	初始投资期限和每个延续投资期限届满后的次日起（含当日），利率即应按照约定发生重置，重置后的利率应在各笔永续债权前一个投资期限内最后一个核算期所适用的年利率的基础上增加 200 个基点（即 2%）。永续债权利率重置后达到“初始利率+2%”则不再继续重置。	发行人有权决定在本次中期票据存续期内的第 3 年末是否调整本次中期票据后 2 年的票面利率。
赎回条款/	发行人有权选择在本期中期票据第 5 个和	发行人发出关于是否调整本期债券票面利	初始投资期限和延续投资期限届满前 1 个	发行人作出关于是否调整本次中期票据票

回售条款	其后每个付息日按面值加应付利息(包括所有递延支付的利息)赎回本期中期票据	率及调整幅度的公告后,投资者有权选择在本期债券的第3个计息年度付息日将持有的本期债券全部或部分回售给发行人。	月,公司有权选择延续1年或者选择在该投资期限届满之日向中融信托归还该笔永续债权投资资金、利息及相应应付未付其他款项(如有)。	面利率及调整幅度的公告后,投资者有权选择在投资者回售登记期内进行登记,将持有的本次中期票据按面值全部或部分回售给发行人。
------	--------------------------------------	--	--	--

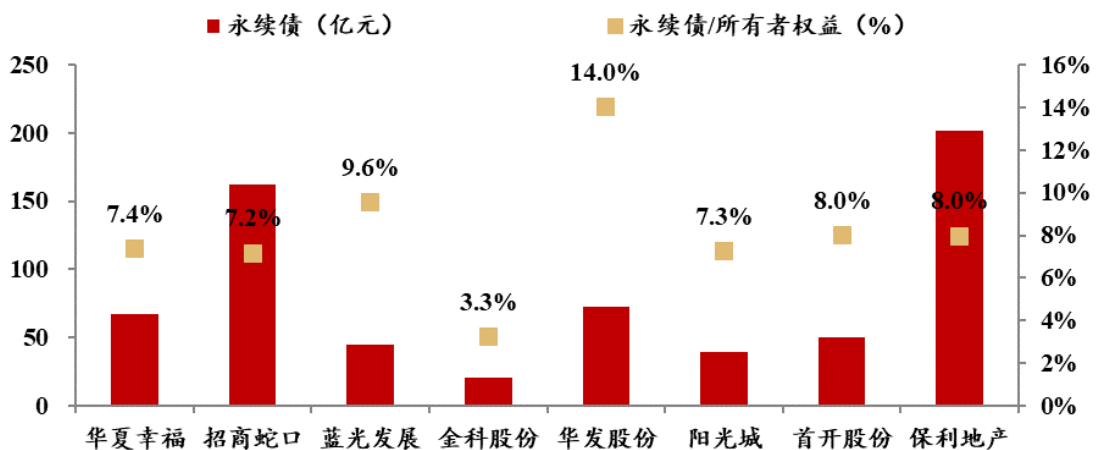
资料来源:公司公告, 华西证券研究所

图 27 SW 房地产板块永续债及占比



资料来源: Wind, 华西证券研究所

图 28 2020Q1-3 重点房企永续债及占比



资料来源: Wind, 华西证券研究所

5.4. 经营性负债

与明股实债、永续债等债务相比，经营性负债可以减少资金成本，提高企业的净资产收益率，优化债务结构。房企因为在产业链处于强势地位，所以通常对上下游企业形成占款，而这部分经营性负债通常未计入有息负债。

经营性负债替代融资主要包括两个途径：1. 房企通过向关联方及非关联方“借款”实现债务融资，增加其他应付款。2. 发行供应链 ABS，将上游供应商（施工方、材料方、家居公司等）因赊销而产生的大量应收账款作为基础资产。ABS 加大房企对上游企业的占款能力从而实现经营负债增加，导致应付账款增加。

识别方法：1. 针对非关联方：关注应付账款及应付票据。若规模大且与同行企业间存在较大差异，则存在的隐性负债较大。2. 针对关联方：关注往来款。鉴于房企项目公司的开发周期较长，向投资方支付收益的周期较短，因此房企项目公司会与投资方提前存在往来项款，以分配收益。往来款规模较大且与金融企业相关，则可能为隐性负债。3. 针对供应链 ABS：ABS 项目信息公开，可查阅公开市场信息，计算有息负债时加回 ABS 融资。

6. 投资建议

随着“三道红线”政策出台，对于房地产企业负债端的变化情况关注度大幅提升。本文详细阐述了房地产开发企业的重点负债类科目和少数股东权益类科目的阅读要点，并分析了房地产开发企业隐性负债的产生途径和识别手段。

我们认为“三道红线”政策的出台有利于房地产企业形成稳定的金融政策预期，并合理安排经营活动和融资行为，增强自身抗风险能力，也有利于推动房地产行业长期稳健运行，防范化解房地产金融风险。“三条红线”新规将使行业杠杆率在未来一段时间内得到较为显著的改善，同时更好地控制住行业的经营风险，促进行业更加平稳健康的发展。房地产行业整体发展将趋于稳定健康，房地产开发企业负债端情况将逐步改善，主要理由有以下几点：

(1) 行业格局趋于稳定，集中度继续提升。三道红线的出台，在一定程度上杜绝了部分小型房地产企业通过大幅增加有息负债、高杠杆经营从而快速达到自身企业规模增长的发展路径，因此行业格局将趋于稳定。同时，大型房企在投资拿地、产品设计、销售运营等方面具备的优势将进一步凸显，有利于行业集中度的进一步提升。

(2) 土地市场趋于理性，房企开发成本降低。三道红线政策也将是土地限价管控政策的得力补充。三道红线通过控制房地产企业负债率等指标限制房地产企业进行大量融资获取土地的行为，有助于防止土地市场过热，有利于控制地价，降低房地产开发成本，此外在一定程度上也可以防止房价过高。

(3) 融资需求整体下降，资金成本有望下行。三道红线政策的出台使得整个房地产行业的杠杆率将稳步降低，行业整体融资需求下降，从而房地产开发企业融资利率将有所下降，带来资金成本降低，整体行业的经营风险也将有所下降。

(4) 粗放式扩规模转向精细化运营管理，提升利润率。三道红线政策的出台也将在一定程度上改变房地产企业的经营发展模式。过去城市化发展迅速而形成了房地产企业高杠杆快周转的粗放式扩规模开发模式，这种重规模成长的模式在三道红线政策出台后将逐步改变。未来，由于融资是有限的，房地产企业在拿地时会更加谨慎，这就有利于房地产企业提高其前期土地投资研判的投资水平，以及项目落成后的运营管理也将更加精细化，从而总体上提升房地产企业的经营效益。

我们认为，未来房地产行业负债端情况将逐步改善，有利于降低房地产债务风险，优化房地产企业资产负债结构，有利于行业长期稳定发展。当前，行业估值仍处低位，业绩确定性强，股息高，值得重点关注。我们重点推荐业绩确定性强的龙头房企万科A、保利地产、金科股份、中南建设、阳光城、新城控股、招商蛇口、蓝光发展、华夏幸福、滨江集团、旭辉控股集团，相关受益标的包括融创中国、龙湖集团、中国奥园、中国金茂等。此外，物管行业发展空间广阔，景气度持续向好，重点推荐新大正、招商积余、碧桂园服务、永升生活服务、新城悦服务、南都物业等。

7.风险提示

调控政策继续大幅收紧引发销售大幅下滑。房地产行业长期受政策所影响，持续收紧的购房政策对房地产行业上市公司的销售造成较大波动，使销售段承压。

计提过多存货跌价准备导致年报业绩不达预期。受房地产调控政策影响，房地产公司的销售价格受到较大影响，致使部分项目出现亏损。

分析师与研究助理简介

由子沛：华西证券房地产行业首席分析师，同济大学及美国西北大学联合培养土木工程专业博士，获得三项国家发明专利，擅长房地产行业政策研究与数据分析，曾就职于民生证券研究院任房地产行业首席分析师；中国财富网“社区金融高峰论坛”特邀嘉宾，证券时报第二届中国证券分析师“金翼奖”房地产行业第三名。

侯希得：悉尼大学硕士学位，曾就职于民生证券，2019年加入华西证券任房地产行业分析师。

肖峰：同济大学土木工程专业学士，上海财经大学金融硕士，2020年加入华西证券任房地产行业助理分析师。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。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，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均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而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。