

固定收益研究/专题研究

2019年07月15日

张继强 执业证书编号：S0570518110002
研究员 zhangjiqiang@htsc.com

房企表外负债知多少？

相关研究

- 1 《固定收益研究：怎样概括美国经济现状？》2019.07
- 2 《固定收益研究：中美贸易摩擦重塑全球贸易格局》2019.07
- 3 《固定收益研究：制造业投资解码与展望》2019.07

核心观点

“表外负债”是指企业资产负债表以外的负债，我们在报告中泛指地产企业债务性融资但未计入“有息债务”，或者利用未并表主体融资没有计入“表内债务”的负债。表外融资逐渐成为分析房企负债中重要的一环，原因有两点：一是由于表外融资是房企的重要融资渠道补充，二是由于表外融资导致债务隐性化、优化财务指标，容易导致投资者对房企的偿债能力产生高估。因此，我们需要对表外融资规模较大的房企进行相应的关注，在分析负债时进行适当的调整。我们从房企表外融资的五种模式出发，建立了房企表外融资的五维识别方法，建议重点关注表外融资指标异常的房企。

房企表外融资有五种常见的模式

房企表外融资常见的模式包括：模式一是通过非并表公司进行融资；模式二和三分别是通过合并报表范围内/外的公司进行明股实债融资；模式四是通过发行各类 ABS 减少有息负债或进行出表；模式五是表内应付款类科目内的债务性资金。

表外融资导致债务隐性化，优化财务指标

房企表外融资使得债务隐性化、优化企业的财务报表、美化公司债务及利润等相关财务指标、增强企业表内的融资能力，但同时也会推高房企的财务风险；表外融资增加企业的或有负债规模，会误导使用者对房企的偿债能力高估。

表外融资的五维识别方法

由于房企表外融资模式较为复杂，对于房企表外融资的识别较为困难，我们分别从长期股权投资、少数股东权益、少数股东损益、对外担保情况、往来款占用情况五个角度用来帮助投资者识别房企的表外融资。需要注意的是，由于单个指标受企业经营模式、特殊事件的影响较大，几个指标需要相互交叉验证，形成系统的识别方法。

重点关注表外负债指标企业的房企并进行相应调整

根据对房地产企业表外负债的方式及识别方法的介绍，我们对克而瑞销售额排名前 80 的房企进行相关指标的整理。总体来看，国有房企的指标普遍好于民营房企，表征潜在表外负债的规模相对较小；个体层面，我们挖掘出潜在表外负债较多的主体，建议在对企业进行财务分析时，进行相应的调整。

风险提示：利用单个或部分财务指标分析具有一定片面性、房企财务信息未完整披露。

房企表外负债的常见模式

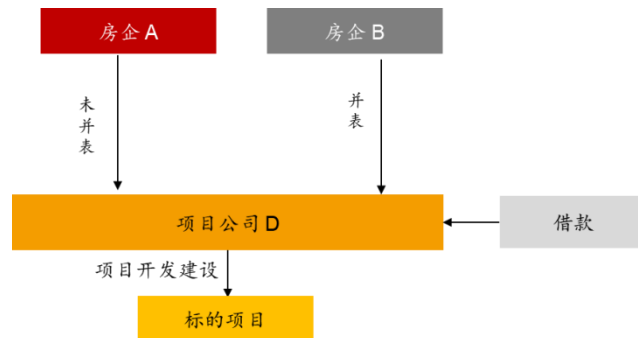
“表外负债”是指企业资产负债表以外的负债，我们在报告中泛指地产企业债务性融资但未计入“有息债务”，或者利用未并表主体融资没有计入“表内债务”的负债。近年来，房地产企业的表外融资成为企业重要的融资方式之一，主要原因有三点：一是房地产企业出于降成本、扩规模等因素的考虑，通过项目公司合作开发的现象日趋增多，为表外融资提供了便利条件；二是部分房企表内融资渠道不畅，被迫选择表外融资；三是表外融资有助于房地产企业美化业绩和隐藏负债。

房企的“表外负债”的常见模式，一是通过非并表公司进行融资；二和三分别是合并报表范围内/外的明股实债融资；四是通过发行各类 ABS 减少有息负债或进行出表；五是表内应付款类科目内的债务性资金。

模式一：通过非并表企业进行常规性融资

房企合作开发增多导致通过合/联营企业进行融资的现象较为普遍。具体的融资模式为房企 A、B 等同时对项目开发企业 D 持有一定的股权，但是由于 A 的持股比例较低或对项目的实际控制力较弱，导致 D 体现为 A 的非并表企业，所以项目公司 D 进行的融资并未体现在房企 A 的报表中，而实际上房企 A 对这部分债务也有相应的偿还义务。

图表1：通过合/联营企业进行常规性融资

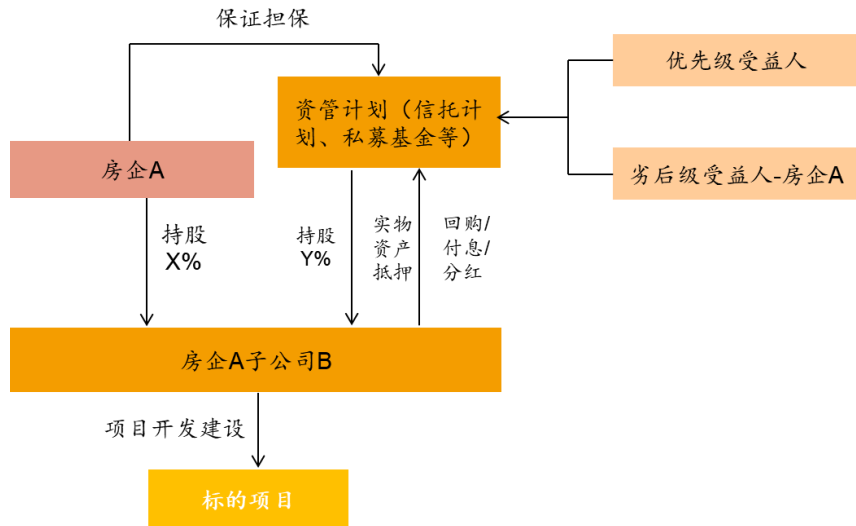


资料来源:华泰证券研究所

模式二及模式三：合并报表内/外的明股实债融资

房企可以在合并报表内/外进行明股实债融资。在集团层面，房企可以通过永续债、优先股等实际为债务性的权益工具进行融资，这种方式规模虽然不大，但仍需适当注意。在项目公司层面的明股实债融资相对常见。具体的融资过程为投资者首先认购相关资管计划，如集合信托计划、私募基金进行认购，然后资管计划对房企的项目公司 B 进行投资，与房企 A 共同成立 SPV，并与投资者约定固定回报或特殊分红条款（资管计划、信托集合产品、私募股权基金投资者享有资本金保障与项目优先收益，A 或 B 享有劣后收益），并且房企 A 对资管计划进行担保，最终 A 或 B 根据合同约定条款，对投资者持有股权信托份额进行资本金回购。

图表2：通过股权投资、信托投资的融资方式



资料来源:华泰证券研究所

我们按照融资项目是否并表可以将通过股权投资、信托投资的融资方式分为两种模式。

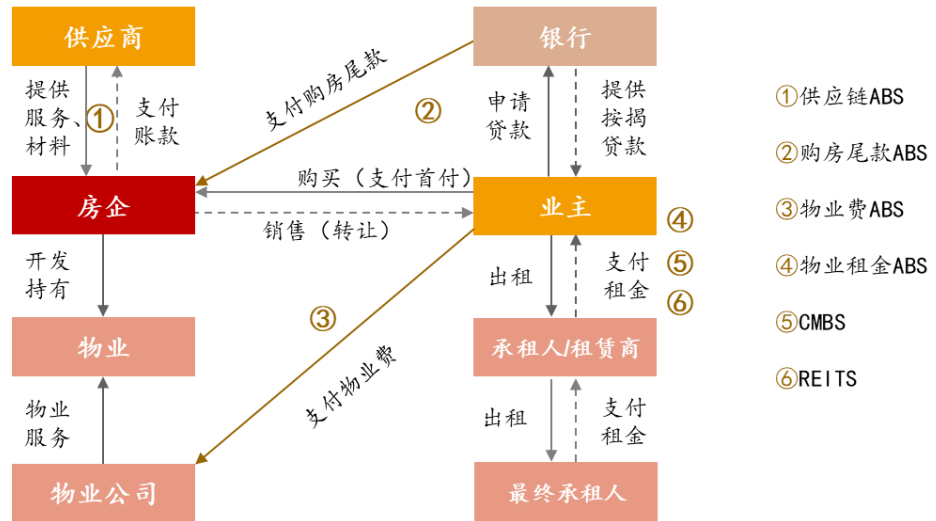
模式二：在投资的过程中，如果房企对公司 B 并表，则投资方对项目子公司的明股实债模式计入房企少数股东权益中，体现为对子公司的股权投资，往往可能伴随 A 公司回购义务。

模式三：若房企对公司 B 不进行并表，在房企长期股权投资科目中体现为对某股权/信托的投资。

模式四：通过 ABS 减少有息负债或进行出表

房地产 ABS 按照基础资产分类主要有六种类型。供应链 ABS：房企在项目开发过程中，需要向上游供应商采购各类服务和材料，并形成大量对供应商的应付账款，这部分应付账款可供进行供应链 ABS 融资；购房尾款 ABS：在业主购房的过程中，往往需要向银行申请按揭贷款，银行放款一般需要 3-6 个月，这里房企就会沉淀一批应收购房尾款，这部分资产可供进行购房尾款 ABS 融资；物业费 ABS：在不动产存续过程中，物业公司 与业主签订物业服务协议，形成应收物业费，这部分资产可供进行物业费 ABS 融资；CMBS、REITs 和物业租金 ABS：物业持有人在持有物业过程中，可能需要通过物业所产生的租金或者增值收入来进行融资，这里又催生出了 CMBS、REITs 和物业租金 ABS 融资。

图3：通过ABS融资的模式



资料来源:华泰证券研究所

利用 ABS 融资将原始权益人流动性较差的资产转变为流动性较好的现金，特别在资产能够实现出表的情况下，在融资的同时，并没有增加原始权益人报表上的资产负债率。地产 ABS 根据种类有些可以实现资产的部分或全额出表，有些则因为融资主体在表外，不构成地产公司有息债务（实操过程中可能需要地产公司充当共同债务人或者出具付款确认书），例如发行供应链 ABS 并没有增加房地产企业的金融负债，而是通过提高对上游的占款能力做大了经营负债，体现为应付账款科目的增长，实现了经营性现金流的提升和有息负债的下降。

模式五：以应付款类科目的形式进行融资

房企可以通过向关联方借款的方式来用经营性负债代替金融负债，从而降低其有息负债规模，这部分负债通常以其他应付款中关联企业往来款的形式体现出来，但是确是企业需要实际需要承担融资成本。另外融资租赁等工具的使用，也可以在“长期应付款”等科目体现出债务性应付，但是未计入有息负债中。

表外融资导致债务隐性化，优化财务指标

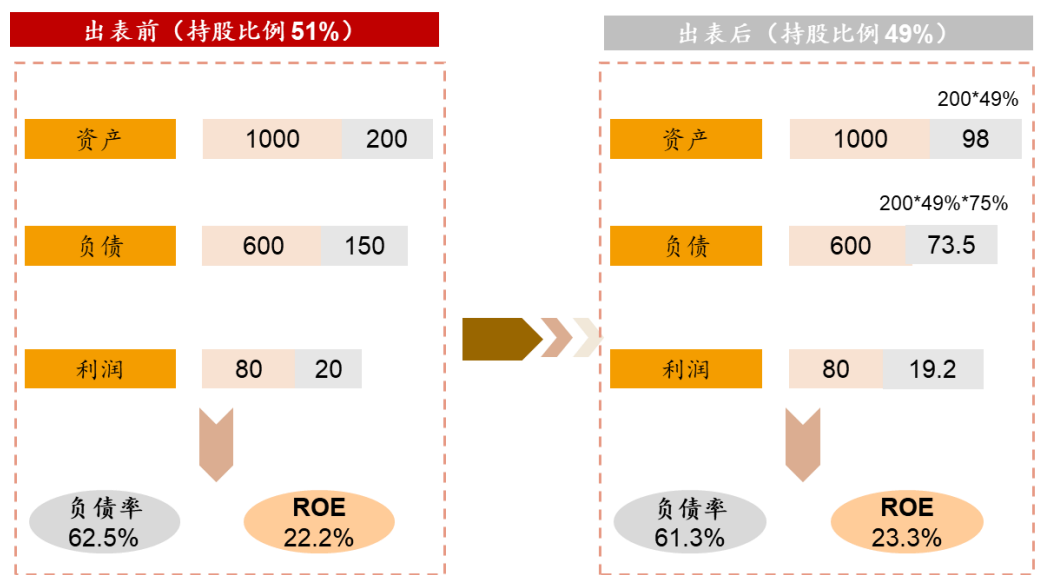
根据上文的房企表外融资模式的探讨，我们将分析表外融资对企业财务分析的影响，以提醒投资者关注相关指标的真实性和可比性，对房企相应信息尽可能进行真实的调整。表外融资主要的影响包括：使得债务隐性化、优化企业财务报表、增强表内融资能力但同时也会推高房企的财务风险；会误导使用者对房企偿债能力高估，但实际偿还时仍会影响房企现金流，造成一定的流动性压力。

表外融资使负债结构隐性化，实现降低账面负债率的效果。企业如果通过非并表公司来实现表外融资，意味着企业在财务报表中只剩下长期股权投资的科目，表外公司的杠杆率就不会体现在合并财务报表中。如果这部分公司的杠杆率高于公司整体，通过出表实现降低公司账面负债率的效果，使得我们看到的公司表现的杠杆率不能真实的反映公司的实际债务负担。通过发行 ABS 产品融资，通过将金融负债变为经营性负债，或者将债务出表，降低了房企表现的有息负债规模。

表外融资虽然缩减公司总资产规模，但可能提升公司利润指标。把部分子公司变为合营、联营公司后，虽然缩减公司总资产、营业收入、经营性现金流入等科目的规模，但公司仍按照比例分配合营、联营公司的利润，对公司的净利润不会产生较大的影响。因此，在净利润基本不变，总资产规模缩减的情况下，公司的利润指标有所提升。

我们举一个简单的例子，来直观的展示表外融资对企业财务报表的影响。假设 A 地产企业总资产规模为 1200 亿、负债 750 亿、净利润 100 亿，B 原为 A 地产公司的并表子公司，A 对其控股比例为 51%，B 的资产 200 亿，负债 150 亿，净利润 20 亿，如果通过出售 B 公司 2% 的股权实现出表，那么在 A 的财务报表上资产变为 1098 亿，负债 600 亿，净利润 99.2 亿，对应的资产债率由 62.5% 变为 61.3%。ROE 由 22.2% 变为 23.3%。可见，通过将子公司出表等方式，进行表外融资，可以实现降低负债率，优化财务指标的效果。

图表4：表外融资导致债务隐性化、优化财务报表



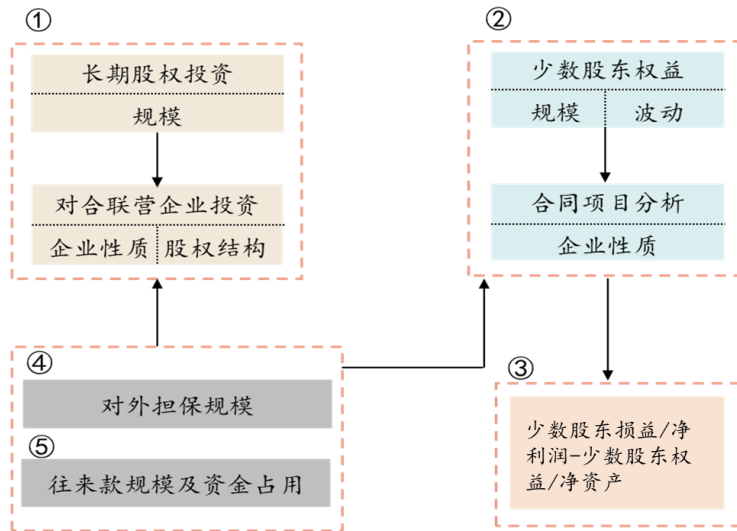
资料来源:华泰证券研究所

表外融资增加企业或有负债。以明股实债、非标等方式投资于房地产项目，表外上体现为对外的投资，但实际上是否存在兜底协议、对赌条款等都难以直观判断，如果出现项目投资失败等现象，对企业造成的损失或大于表面上股权投资的金額。

房企表外融资的识别方法

由于ABS的项目信息较为公开，在分析有息负债时仅需将企业的ABS融资还原为有息负债即可，在本文中我们不做重点的识别方法讨论。而其它几种房企表外融资模式较为复杂，对于房企表外融资的识别较为困难，我们列举了五个方法用来帮助投资者识别房企的表外融资。需要注意的是，单个指标受企业经营模式、特殊事件的影响较大，因此，几个指标需要相互交叉验证，形成系统的识别体系。

图表5：房企表外融资的识别方法



资料来源:华泰证券研究所

方法一：长期股权投资规模较大需要引起投资者注意。从合并报表角度看，如果房企选择不并表项目公司，则合并报表只体现房企方面的投资额，体现在长期股权投资中，具体可关注附注中联营、合营企业披露情况，提醒投资者切勿将房企的合联营企业完全视作单纯的合作开发。但仅从持股比例和主体名称上较难定性为“明股实债”，需要具体分析公司长期股权投资的项目主体，然后向上穿透项目主体的其它持有机构，如果持有机构包括资管产品/信托计划等，那么存在明股实债的可能性增加。另外如果存在大型合营/联营企业，那么该企业的财务指标、债务结构和拿地情况可能也要引起重视。

例如：对某房企披露的合联营企业中有A房地产开发公司，我们向上穿透分析A的股权结构发现，B投资公司持有53%的A房地产开发公司的股权，我们根据A的股东中有金融企业推测以A为主体按照“模式一”进行“明股实债”融资的可能性增加。

图表6：长期股权投资的分析方法

① 对联营、合营企业投资 (单位: 万元)							② 对应股权结构	
被投资单位名称	初始投资成本	期初余额	本期增减变动				A房地产集团	B投资公司
			追加投资	减少投资	权益法下确认的投资损益	其他综合收益变动		
A房地产开发公司	4,653.00	6,743.08	-	-	10.87	-		
B房地产开发公司	38,236.17	29,311.08	-	-	-500.51	-		
C房地产开发公司	5,000.00	27,082.71	-	-	4,206.43	-		
D房地产开发公司	5,100.00	4,905.00	-	-	-4,905.00	-		

资料来源: 华泰证券研究所

方法二：结合公司少数股东权益的绝对规模、波动情况及股东性质进行分析。如房企选择并表子公司且在合并报表层面上会计师认定为权益投资，但实质上为债务属性，则投资方

的投资体现在少数股东权益中。如果公司少数股东权益规模较大，意味着公司的合作项目可能较多，且持股比例不高或控制力不强。一方面，要重点关注房企是否存在少数股东权益频繁大规模变动情况；另一方面，可关注附注或公开资料中披露的少数股东权益主体性质，如果是基金、资管、信托等，意味着存在表外负债的概率较高。

例如：某房企的少数股东权益规模较大，我们重点分析其少数股东权益主体性质，在其审计报告中披露，A投资管理公司为E房地产开发公司的少数股东，B信托为F房地产开发公司的少数股东，由于A和B均为金融类企业，意味着以E和F进行融资的可能性增大。

图表7：少数股东权益的分析方法

本公司其它关联方	
公司名称	与本公司的关系
A投资管理公司	E房地产开发有限公司之少数股东
B信托	F房地产开发有限公司之少数股东
C公司	某公司之少数股东
D公司

资料来源:华泰证券研究所

方法三：关注房企少数股东损益/净利润比率与少数股东权益/所有者权益差别。如果房企少数股东损益/净利润比率与少数股东权益/所有者权益比率长期差别较大，说明少数股东损益并非等于权益比例*净利润（即按企业业绩进行分配），而是存在其他分配方式，此时企业存在明股实债情况的可能性较大。

方法四：关注房企对外担保规模。由于母公司的规模最大、外部对房企母公司的认可度较高，因而，多数明股实债项目需要母公司层面进行担保。建议关注母公司对外担保的数据，如果母公司对外担保的比例过高意味着企业存在表外隐性负债的可能性增大。

方法五：关注往来款的绝对规模及资金占用情况。由于房地产开发项目的开发周期相对较长，与投资方约定的收益支付周期则相对较短，所以产生了项目公司收入确认滞后于销售现金回笼的情况。因此，在实际操作过程中房企的项目公司通常通过与投资方之间的往来款项（其他应收、其他应付科目）来达到提前分配收益的目的。因此，建议关注其他款、其他应付款科目的规模、差值、具体主体的资金往来情况。如果往来款项规模较大、存在对母公司大量的资金占用以及与金融类企业的关联资金往来，代表着表外负债存在的可能性较大。

例如：某房企其他应收款、其他应付款科目的规模较大，并且存在对其资金的占用情况，分析其财务报表附注，在其他应付款，存在对A信托公司的应付款项，代表着对A信托公司表外负债存在的可能性较大。

图表8：往来款的判定方法

其他应付款		
公司名称	款项性质	期末数（亿元）
A信托有限公司	关联方暂借款	6.94
B信托有限公司	关联方暂借款	14.90
C投资管理公司	关联方暂借款	12.54
D房地产有限公司	关联方暂借款	14.29

→ 本公司其它关联方

资料来源:华泰证券研究所

重点房企表外融资梳理

根据上述对房地产企业表外融资方式及识别方法的介绍，我们对房企的相关指标进行整理，希望挖掘出潜在在表外融资较多的主体，提醒投资者在对企业进行财务分析是进行相应的分析及调整。

本文综合企业年报的信息，对房地产企业相关指标进行研究。本文选取了2018年克而瑞销售金额排名前80名，有存续债券的房地产企业进行分析。

从平均值来看，国有房企的指标普遍好于民营房企，表征潜在在表外融资的规模相对较小。国有和民营房企的长期股权投资/净资产分别为30.74%、46.28%，少数股东权益/净资产分别为8.98%、12.45%，少数股东损益/净利润与少数股东权益/所有者权益的差分别为3.37%、-4.68%，对外担保/净资产分别18.37%、45.75%，（其他应付款-其他应收款）/净资产分别为9.94%、18.59%。

在国有房企中，绿城、五矿地产的相关指标弱于其它企业，金融街、信达地产次之。绿城的长期股权投资、对外担保金额以及关联方占款较多，五矿地产的长期股权投资、少数股东权益及关联方占款较多。首创置业、招商地产、华润置业的表外融资指标较为健康。

图表9：2018年国有房企表外融资指标分析

发行人简称	长期股权投资/净资产	少数股东权益/净资产	少数股东损益/净利润-少数股东权益/所有者权益	对外担保/净资产	（其他应付款-其他应收款）/净资产
绿城	21%	12%	5%	50%	30%
五矿	59%	5%	19%	--	44%
金融街	24%	2%	22%	10%	1%
信达地产	11%	4%	10%	6%	18%
保利	26%	10%	-3%	2%	-36%
北辰实业	2%	11%	31%	3%	-8%
大悦城	32%	6%	-12%	--	-119%
首开	31%	3%	-9%	10%	-23%
中海	4%	3%	5%	3%	50%
联发	9%	3%	-16%	15%	12%
中交置业	19%	1%	11%	3%	-11%
华侨城	33%	3%	-10%	2%	14%
华发股份	20%	5%	-49%	1%	21%
华侨城	14%	5%	-17%	4%	31%
绿地	16%	8%	-7%	2%	2%
建发	4%	1%	-23%	4%	28%
中华企业	10%	2%	8%	--	-5%
中国铁建	14%	5%	3%	--	-74%
北京城建	5%	4%	-1%	--	16%
首创置业	13%	3%	-3%	4%	-26%
招商地产	16%	4%	-9%	3%	3%
电建	15%	2%	3%	--	-11%
光明地产	1%	5%	-7%	--	-48%
中国金茂	0%	2%	-25%	--	0%
华润置地	0%	3%	-12%	2%	0%
平均值	29%	6%	14%	22%	23%

注：颜色填充部分为相应指标数值在前30%的公司

资料来源：企业年报，华泰证券研究所

在民营地产企业中，建业地产相关指标偏高；融创、新城控股、当代置业、金科、新湖中宝、协信、富力次之。建业地产表外融资相关指标普遍偏弱，融创长期股权投资、少数股东权益、对外担保及关联方占款规模偏大，新城控股长期股权投资、少数股东权益及对外担保规模偏大，当代置业长期股权投资、少数股东权益及关联方占款规模偏大，金科少数

股东权益、对外担保及关联方占款规模偏大，新湖中宝和协信创远长期股权投资、少数股东利润和对外担保规模偏大，富力少数股东权益、少数股东利润及关联方占款较多。时代中国、美的置业、世贸、奥园、鸿坤、龙湖、融侨的对外担保指标相对健康。

图表10：2018年民营房企表外融资指标分析

发行人简称	长期股权投资/净资产	少数股东权益/净资产	少数股东损益/净利润-少数股东权益/所有者权益	对外担保/净资产	(其他应付-其他应收款)/净资产
建业	35.36%	18.82%	8.19%	70.12%	50.35%
融创	78.74%	23.46%	-14.99%	40.12%	68.07%
新城控股	36.91%	21.49%	-26.09%	49.49%	2.72%
当代节能置业	27.37%	2.89%	9.96%	24.40%	40.99%
金科	19.51%	10.86%	-35.27%	27.01%	33.42%
新湖中宝	93.65%	7.12%	4.72%	74.23%	-2.79%
协信远创	26.53%	6.70%	3.68%	51.02%	-60.88%
富力	15.26%	9.95%	1.40%	8.00%	14.74%
中南建设	35.18%	22.07%	-6.04%	26.50%	-60.99%
中骏	25.39%	6.67%	-18.25%	10.83%	31.64%
万科	54.97%	6.34%	-2.43%	1.37%	95.71%
阳光城	22.67%	10.77%	-21.25%	26.30%	-49.24%
旭辉	25.37%	1.26%	-14.69%	20.73%	8.54%
金地	37.29%	6.62%	2.97%	5.73%	-43.03%
九龙仓	0.00%	0.29%	-1.09%	37.52%	0.00%
龙光	2.49%	7.70%	-13.76%	8.64%	20.48%
荣安地产	10.53%	8.44%	-11.42%	77.19%	-0.69%
世纪城	0.32%	4.05%	0.00%	65.12%	-8.06%
荣盛发展	8.01%	9.94%	0.97%	0.00%	-26.46%
泰禾	21.00%	5.36%	-7.44%	11.93%	33.96%
景瑞地产	13.17%	4.03%	-27.67%	16.71%	51.44%
融信	18.26%	5.43%	-26.79%	10.60%	14.44%
中洲	18.35%	5.69%	-12.77%	--	35.19%
雅居乐	0.00%	14.22%	-10.24%	18.46%	0.00%
花样年	9.92%	4.73%	-5.27%	16.39%	12.82%
金辉	16.83%	4.50%	-8.45%	66.79%	-31.59%
鑫苑中国	3.07%	2.96%	23.75%	15.92%	-59.91%
碧桂园	0.00%	6.22%	-1.35%	33.50%	0.00%
远洋	0.00%	6.41%	0.04%	12.92%	0.00%
阳光集团	30.89%	7.56%	-2.50%	8.50%	-50.83%
蓝光发展	18.08%	8.98%	-30.94%	7.33%	-2.12%
滨江集团	7.93%	1.01%	40.41%	0.00%	-18.22%
合景泰富	0.00%	5.22%	-6.55%	49.53%	0.00%
复地	33.08%	2.83%	-38.85%	0.00%	-22.44%
恒大	5.13%	9.40%	-14.15%	8.64%	2.69%
万达商业	0.86%	7.15%	0.08%	0.57%	7.19%
宝龙	5.33%	1.82%	9.16%	4.48%	4.90%
禹洲	0.00%	8.11%	-3.13%	--	0.00%
时代	12.72%	1.02%	-30.74%	14.09%	-16.71%
美的置业	5.65%	3.80%	-23.75%	11.05%	1.06%
华夏幸福	11.50%	6.98%	-11.09%	--	-29.49%
世茂	16.12%	5.26%	-10.66%	8.51%	0.00%
奥园	4.37%	7.37%	-30.56%	5.49%	3.92%
鸿坤	8.01%	4.53%	-4.94%	10.82%	-41.24%
大华集团	0.04%	2.09%	-14.24%	--	4.58%
龙湖集团	0.00%	4.71%	-19.73%	6.07%	0.00%
融侨	3.95%	0.96%	-18.50%	3.35%	-11.14%
平均值	45.44%	13.05%	-7.12%	48.06%	18.84%

注：颜色填充部分为相应指标数值在前30%的公司

资料来源：公司年报，华泰证券研究所

风险提示：

- 1、利用单个或部分财务指标分析具有一定片面性。**企业财务指标受到企业经营模式等因素影响。长期股权投资项目构成较为复杂；对外担保数据有一定的局限性，差额补足和流动性支持不直接体现在担保中；单纯的少数股东权益与净资产占比受利润确认时间影响。
- 2、房企财务信息未完整披露。**如果公司对合营、联营企业没有完全披露，会导致部分主体并未被纳入分析范围内，从而低估表外负债规模。

免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，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头寸并进行交易，也可能为之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。本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91320000704041011J。

全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：A0K809

©版权所有 2019 年华泰证券股份有限公司

评级说明

行业评级体系

一 报告发布日后的 6 个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一 投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

公司评级体系

一 报告发布日后的 6 个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一 投资建议的评级标准

买入股价超越基准 20% 以上

增持股价超越基准 5%-20%

中性股价相对基准波动在 -5%~5% 之间

减持股价弱于基准 5%-20%

卖出股价弱于基准 20% 以上

华泰证券研究

南京

南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路 5999 号基金大厦 10 楼/邮政编码：518017

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层

邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com