

Analysis on Financial Risk of Wolong Real Estate Company

Tongbo Wu

East China Jiaotong University, Nanchang, Jiangxi, 330000, China

Abstract

In recent years, the transaction area and total transaction volume of commercial housing in China have shown an upward trend, the real estate industry in the process of rapid development today shows the characteristics of high investment, high return, high risk, its asset-liability ratio is much higher than other industries, some real estate enterprises transformation and upgrading, but the control and management of its financial risk is a noteworthy problem. This paper selects the specific case of Wolong Real Estate Company as the starting point, investigates and studies the financial risk management measures of Wolong Company in the transformation and upgrading, analyzes the impact on the operation of Wolong Company with the analytic hierarchy method, in order to explore the role of enterprise financial risk management in the implementation process of enterprises at a deeper level. Combined the low investment returns and unreasonable dividend distribution policies encountered by Wolong Enterprises in the company's financial risk management, improvement measures are put forward. For example, relevant suggestions for reducing financial risks such as strengthening feasibility analysis and establishing reasonable dividend distribution policies.

Keywords: *Financial Risk Management; Financial Risk; Investment Risk*

卧龙地产公司财务风险分析

吴同波

华东交通大学, 江西南昌 330000

摘要: 近年来, 中国商品房的交易面积与交易总额都呈现出了下降态势, 而房地产行业在发展的过程中呈现出高投入、高回报、高风险的特点, 其资产负债率比其它行业要高得多, 许多中小型房地产公司陷入偿债困境, 而选择转型升级, 但其财务风险的分析和控制是值得注意的问题。本文选用卧龙房地产公司作为切入点, 对卧龙公司在转型升级中的财务风险管理的情况进行调查, 以层次分析法就卧龙公司具体数据对卧龙公司进行经营分析, 以此来进行更深层次的探讨企业财务风险管理在企业实施过程中的作用, 并结合卧龙企业在公司财务风险管理中遇到的投资收益低、股利分配政策不合理等相关问题, 给出改善措施, 如加强可行性分析、建立合理的股利分配政策等减小财务风险方面的相关建议。

关键词: 财务风险管理; 财务风险; 投资风险

引言

近年来房地产整体销售低迷, 呈现“前高中低后稳”的趋势, “金九银十”楼市表现不及预期, 整体复苏动能不足^[1]。2023年, 受疫情后需求集中释放带动, 居民购房需求在年初集中释放。但小阳春后地产销售明显放缓, 复苏后劲不足, 年中量价出现回落。虽然中央及各级政府加大政策托底力度, 新房销售同比降幅有所收窄, 但政策效果持续性不足, 年末市场仍面临下行压力。当前我国经济处于恢复过程, 房地产行业处于筑底阶段, 购房者“收入、资产价格”预期不足。房地产市场成交整体偏冷, 房企现金流紧张, 部分房企“躺平不拿地”, 房地产投资和政府土地财政大幅下滑, 拖累经济增长。根据中指院数据, 2023年全国300城住宅用地推出、成交面积同比分别下降22.4%、23.1%, 绝对规模均是近十年最低水平。仅部分城市

或个别地块热度较高，整体低迷态势未改、民企投资力度仍不足^[2]。至 2023 年末，除北京、上海、深圳外，多数城市已取消土地最高限价，但仅少量核心城市优质地块拍出高溢价，整体热度仍较低。在此大环境下大房企可以采用高储备、高负债的经营策略，但是小房企经营中主要面临的就是融资和债务问题，因此部分房地产企业选择转型升级^[3]。

财务风险分析包括对公司资金风险、投资风险、财务状况和涉税风险等多个角度对财务风险进行分析。本研究以卧龙房地产公司为例，对卧龙公司的财务风险进行分析，找到其中存在的财务问题，究其根源，最后提出解决办法。

1 卧龙房地产公司概况

1.1 公司简介

卧龙地产集团主要从事房地产的开发和经营，建筑工程，装璜工程的设计，施工，物业管理。卧龙公司现拥有二级房地产开发资质，是集房地产开发、投资、建筑工程、装饰工程为一体的大型集团。卧龙地产荣获 2008 年中国房地产发展年度“2008 中国最有影响的品牌”^[4]。卧龙公司拥有三亿三千万的资产，120 多名专业技术人才和八个全资子公司，在武汉，清远，银川，宁波，绍兴等地。瞄准二三线城市，着力打造人性化、精品化、舒适节能、时尚超前的古典住宅，加快产业扩张，加大土地资源储备，努力实现精细化管理，达到规模化开发、社会化融资的具有可持续发展能力的大型房地产集团。

1.2 公司经营概况

根据卧龙房地产公司 2021 年的财务报表，卧龙地产的营业收入较上年同期增加 9.73%，达到 25.03 亿元；公司实现净利润 4.77 亿元，同比减少 1.52%；公司拟以每 10 股的方式派发 1.5 元（含税）的现金股利。公司房地产业务费用较 2020 年增长 42.37%，毛利率为 33.89%，比去年同期减少 15.17 个百分点，这主要是由于销售费用上涨导致的。

2 卧龙地产财务风险分析

2.1 筹资活动风险分析

2.1.1 偿债能力分析

(1) 短期偿债能力分析

为了更好的了解卧龙地产的短期负债状况，本研究以流动比率、速动比率为依据。从其含义来看，流动比率可以反映公司在短期负债到期之前的流动资产能否支撑负债偿付。大量的实践证明，在发展房地产公司时，应使速动比率保持在 1:1，同时把流动比率保持在 2:1 或更高时是最好的选择。下表显示了卧龙地产在 2017 年到 2021 年之间的短期债务偿还能力。

表 1 卧龙房地产公司短期偿债能力指标

项目	2017	2018	2019	2020	2021
流动资产（万元）	78494.5	141905.6	137981.5	155693.4	114996.4
流动负债（万元）	86435.3	100084.6	64438.6	62387.1	37788.6
存货（万元）	257.8	269.6	138.5	138.5	174.1
流动比率	0.91	1.42	2.14	2.5	3.04
速动比率	0.91	1.42	2.14	2.49	3.04

数据来源：卧龙房地产公司 2017 年-2021 年财务报表数据信息

如表 1 所示，卧龙公司的流动比率一直在上升，这是因为 2017 年房地产行业发展前景仍好，市场需求

大，价格高，利润大，所以卧龙房地产仍加大融资，以谋求未来更大的发展，导致企业的流动比率低。而随着市场需求的饱和，中国对房地产行业积极的调控，政策收紧，进入“五限时代”，房地产行业转冷，销售不景气，卧龙公司为适应行业的发展采取防御性公司战略，减少投融资，减少长期负债，导致接下来的几年卧龙企业的流动比率持续上升。

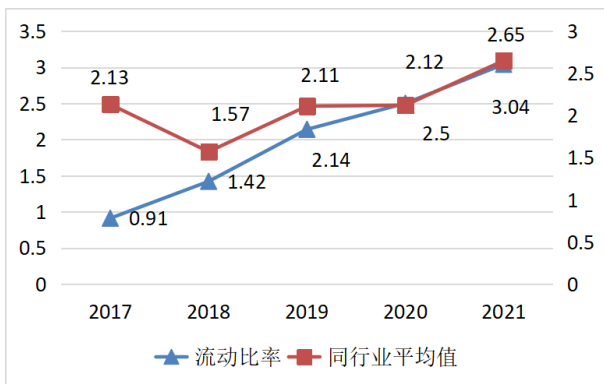


图 1 2017-2021 年卧龙房地产公司流动比率趋势图

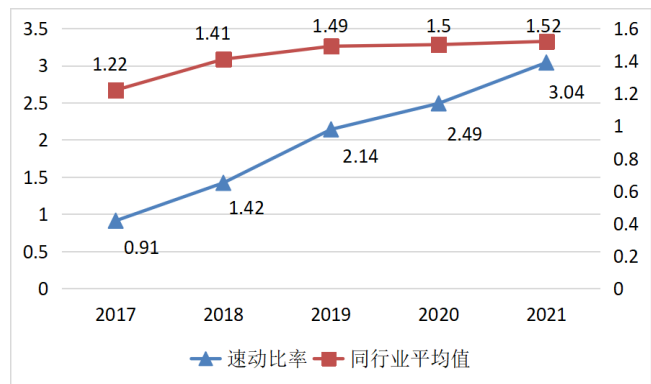


图 2 2017-2021 年卧龙房地产公司速动比率趋势图

如图 1 和 2 所示，卧龙公司的流动比率与速动比率相近，并有继续上升的趋势，这是由于卧龙公司采用了防御型公司策略，以适应产业发展，将库存维持在低位，而不会造成公司的流动比率与速动比率之间的巨大差异。

(2) 长期偿债能力分析

本文从资产负债率与产权比率两个方面，对卧龙房地产公司的长期债务进行了研究。资产负债率指数是一个综合反映公司运用债权人提供的资金进行日常运作的综合指标，也是公司在破产时对债权人利益的保护。与其他行业相比，房地产业一直存在着大量的资金短缺，而房地产业又是一个资金密集的行业，所以，单凭自身的资本难以维持公司的正常运作。因此，房地产公司要想筹集到所需的融资，就必须走上这条道路。但是需要注意的是贷款的资金必须在合适的数额之内。

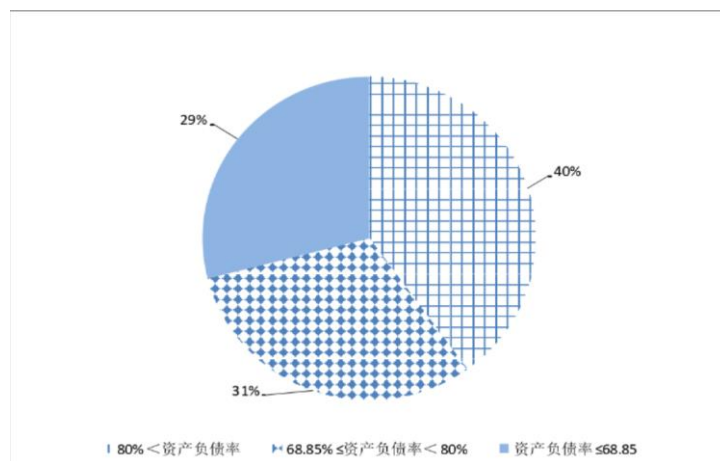


图 3 2019 年上市房企资产负债率分布

如图 3 所示，中国房地产业协会发布《2019 年中国房地产上市公司的测评研究报告》，以 210 家上市公司为样本，对其进行了全面评价。根据该报告，2019 年末，上市公司的资产负债率平均为 68.85%，净负债率平均为 93.57%，资产负债率同比增长 0.76 个百分点，净负债率增长为 2.11 个百分点；有 61% 的公司拥有超过平均水平 68.85% 的资产负债率，有 31% 的公司拥有超过平均水平 80% 的资产负债率，包含碧桂园和万科等大型房地产企业。乐居财经调查显示，排名前 100 名的公司的平均资产负债率也从 2018 年的 78.90% 增长到 2019 年的 79.16%。

表 2 卧龙地产公司长期偿债能力指标

项目	2017	2018	2019	2020	2021
负债合计 (万元)	146154.9	139347	64438.6	62387.1	37788.6
资产合计 (万元)	397341	406792.7	369992.6	372468.4	378259
所有者权益 (万元)	251186.1	267445.7	305554.1	310081.3	340470.4
资产负债率 (%)	36.78	34.26	17.42	16.75	9.99
产权比率 (万元)	58.19	52.10	21.09	20.12	11.10

数据来源：卧龙房地产公司 2017 年-2021 年财务报表数据信息

如表 2 所示，自 2017 年至 2021 年，卧龙地产的资产负债率一直处于低位。这表明卧龙公司的防御型公司战略取得初步成效，降低了投资、降低了长期负债，降低了公司的资产负债率，但同时也使公司丧失了使用财务杠杆的能力，对公司的未来发展不利。同时卧龙公司的产权比率也在不断下降，这表明公司的自有资金在公司的总资产中占有很大的比例，这说明该公司具有较好的长期偿债能力，但并不利于公司的长期发展。

2.2 投资活动风险分析

投资风险是指在项目中，由于实际收益无法满足或超出预期收益而产生的风险。对于房地产公司来说，投资的风险主要集中在新的楼盘上。房地产行业投资大，资金回款周期长，不确定因素很多。所以，企业需要采取一些风控措施，以减少和控制投资风险。

2.2.1 投资活动现金流量表分析

表 3 卧龙房地产公司投资性活动产生的现金流量表 单位：万元

项目	2017	2018	2019	2020	2021
出售投资收到的现金	23000.8	30098.6	0	161.4	54408.8
取得投资收益收到的现金	25453.5	781.3	4558.1	25920.0	33583.8
投资所支付的现金	80070.0	31355.9	0.0	50000.0	50000.0
购建各类资产支付的现金净额	4.9	1356.0	168.5	0.9	0.8
处置各类资产收回的现金净额	0	24.0	33.9	0	0
购买子公司支付的现金	0	0.0	0.0	0	0
出售子公司收到的现金	0	7.1	200.4	0	0
支付其他投资活动现金	0	12764.0	750.0	0	0
收到其他投资活动现金	0	0	0	0	475.9
投资活动产生的现金流量净额	31620.6	14565.0	3874.0	23919.6	38467.8

数据来源：卧龙房地产公司 2017 年-2021 年财务报表数据信息

如表 3 所示，卧龙房地产公司最近 5 年的投资活动产生的现金流净额非常不稳定，且大部分年度的现金流量净值为负值，以此说明卧龙房地产企业在投资活动中存在着较为严重的现金流量损失。一个正常发展的公司，其投资活动的现金流量应当为正，说明卧龙公司需要重视投资活动，对于各个投资项目进行分析，做出正确的投资决策。

2.2.2 投资收益分析

(1) 毛利率与净利率分析

事实上，一个公司的毛利率状况可以很好地反映出该公司真正的竞争能力。所以，通过分析毛利率和净利率，可以更好地判断一个项目的收益和风险。

表 4 卧龙房地产公司收益能力表 单位：%

项目	2017	2018	2019	2020	2021
毛利率	46.54	100	100	100	67.45
净利率	8.96	630.28	949.32	4.83	10.35

数据来源：卧龙房地产公司 2017 年-2021 年财务报表数据信息

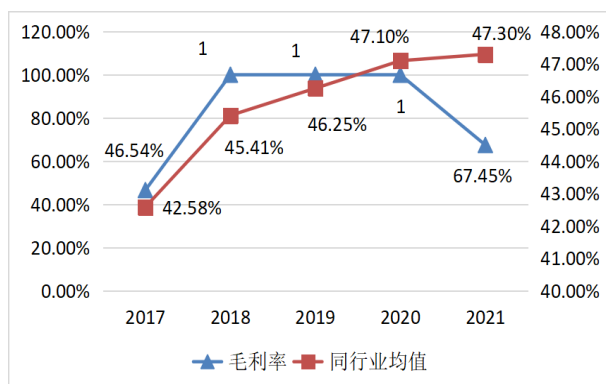


图 4 卧龙房地产公司 2017-2021 年毛利率趋势图

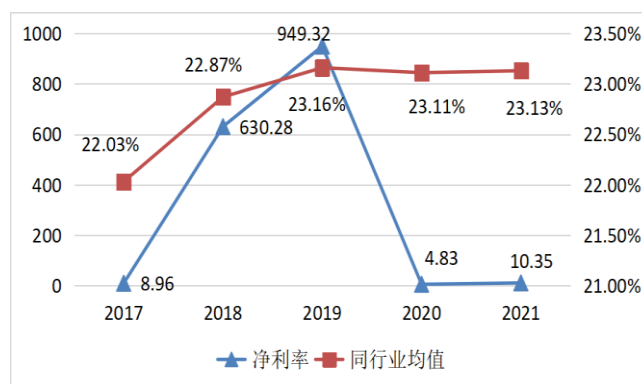


图 5 卧龙房地产公司 2017-2021 年净利率趋势图

从表 4 和图 4 可以看出，2017 年卧龙房地产公司的毛利率处于正常水平，但从 2018 年开始卧龙公司采取防御性公司战略，不开发新的在建工程，导致营业成本为零，营业收入来自于过去资产产生的收入，进而毛利率为 1，这种大量减少在建工程的投资会对未来的企业经营带来巨大的风险，因此，卧龙公司在 2021 年开发了部分在建工程。

从表 4 和图 5 可以看出，卧龙房地产公司的净利率一直保持着高水平，在 2019 年甚至达到了 949.32，这是因为卧龙公司的长期股权投资和金融资产带来的收益，而后期长期股权投资收益变小，而且因为卧龙公司前期减少土地购买，导致后期主营业务的收入也开始减少，导致后两年的净利润大幅降低。

2.3 营运活动风险分析

房地产业是一个长期需要资本的产业，其投资规模通常较大，投资风险也较大。因此，在卧龙房地产公司中，能否保持其正常的运营行为是非常关键的。公司的经营绩效可以用收益指数来衡量，而公司的资产运营能力则可以用周转率来衡量。在下文中，从营运能力及获利能力等方面对卧龙公司的营运风险进行识别与分析。表 5 中列出了特定的数据。

表 5 卧龙房地产公司收益能力指标

项目	2017	2018	2019	2020	2021
资产合计（万元）	397341.0	406792.7	369992.6	372468.4	378259.0
流动资产（万元）	78494.5	141905.6	137981.5	155693.4	114996.4
流动负债（万元）	86435.3	100084.6	64438.6	62387.1	37788.6
存货（万元）	257.8	269.6	138.5	138.5	174.1
存货占资产比重	0.06	0.06	0.03	0.03	0.04
营运资金周转率	6.10	0.28	0.08	3.90	4.63
总资产周转率（%）	0.14	0.01	0.01	0.88	2.12
存货周转率（%）	2.03	0	0	0	8.22

数据来源：卧龙房地产公司 2017 年-2021 年财务报表数据信息

2.3.1 营运资金周转情况分析

企业要想正常运作，首先要保证其运营资金和营运资金的周转率在适当的区间。营运资本通常用流动资产与流动负债之差来表达。房地产业具有长期的资本需求，而且其投入的规模通常较大，其投资风险

也较大，因此其运营资金有较大的风险。因此，要加强对运营资金风险的认识，采取有效的对策，将运营资金的风险控制在可以接受的范围之内。

通过对图 6 的分析，可以看到卧龙地产在 2017-2021 年的运营资金周转率比行业平均水平要低得多。由此可见，其营运资本使用效率不高，销售能力比较弱，企业的经济来源主要在于对外投资。因此，卧龙地产要高度重视经营资金的变化。

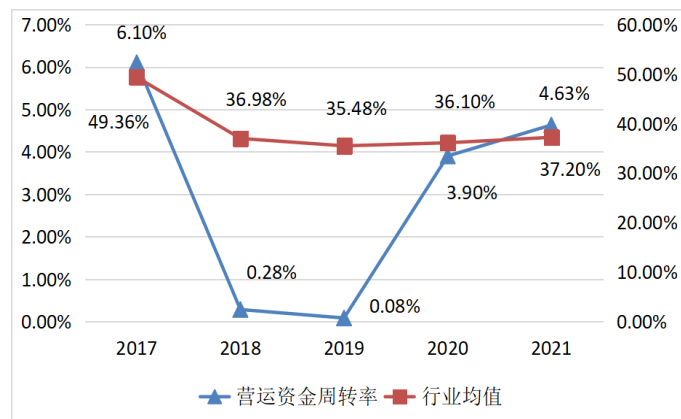


图 6 卧龙房地产公司 2017-2021 年营运资金周转率趋势图

2.3.2 存货周转率分析

一般来说，一个公司的库存周转率越高，说明其库存的销售水平越高，即其经营管理水平越高，资金流动速度越快，财务风险也就越小；库存的降低，说明公司的经营风险增加。

由表 5 可以看出，卧龙房地产企业的存货一直保持着低水平，这是因为卧龙公司为适应政府对房地产的限制政策而采取防御性公司战略，减少投融资，减少存货所引起的。

2.3.3 收益分配风险分析

事实上，平衡的收入分配对于一个企业的正常运作是必不可少的。如果不平衡，将会对公司的资本产生直接的影响。利润的分配关系到投资者的未来，如果留存利润太高，那么投资者的投资热情就会降低，长期来看，公司就会面临融资的压力，也会增加融资的风险。在进行收益分配风险分析时，往往要运用到股息分配率、每股收益等指标。

表 6 卧龙房地产公司收益分配风险评价表

项目	2017	2018	2019	2020	2021
归母净利润（万元）	26164.1	30189.0	44779.1	15701.3	40859.2
普通股股数	727697460	701118244	701118244	700989244	700506244
每股营业收入（元）	2.14	4.04	2.74	3.25	3.57
每股收益（元）	0.43	0.80	0.73	0.69	0.68
每股现金股利	0.1	0.1	0.15	0.15	0.15
股利分配率	23.03	12.47	20.56	21.69	22.05
销售利润增长率（%）	13.15	16.63	45.90	65.13	1.61
总资产增长率（%）	10.32	2.38	9.05	0.67	1.55

数据来源：卧龙房地产公司 2017 年-2021 年财务报表数据信息

如表 6 所示，卧龙地产的利润增长势头很好，但最近五年来，分红比例一直处于行业平均水平以下，这必然会让投资者对公司的经营产生一定的负面影响。

3 分析与讨论

3.1 财务杠杆作用低

近年来，随着国家一再强调“房住不炒”，制定了“三道红线”，限制了房地产企业的融资，同时，央行、银保监会也对银行的房地产和个人住房贷款进行了严格的控制。因此卧龙房地产公司采取防御型公司财务战略和收缩型公司财务战略，减小投融资，导致企业负债较少。

财务杠杆是指债务融资和优先股融资在增加股东利益方面的功能，其依据是公司的投资收益与债务利息率之间的反差。投资收益比债务利息高，在这个时候，公司是赚钱的，公司用债券产生的利润（也就是税前利润），减去利息，剩下的属于公司的所有者。因此，如果债务占总资本的很大一部分，那么，它的拥有者就会获得更多的附加利益。

卧龙公司顺应时代发展，采取防御型财务战略和收缩型财务战略并没有问题，但同时也要注意减少负债，减少开发新项目，对未来现金流以及对未来发展的影响。

3.2 投资收益低

随着 2017 年中国的游戏行业总体上稳步发展，娱乐消费的比重也在持续增长。从《2017 年中国游戏产业报告》中得出，中国游戏行业在 2017 年实现了 2,036.10 亿元的销售额，同比增长了 23.0%。卧龙房地产决定进军游戏行业，在 2017 年 1 月 3 日第七届董事会第十一次会议中公司决定收购君海网络 13%股份；2017 年 4 月 27 日公司与君海网络共同出资设立恒趣网络；2017 年 6 月 21 日第一次临时股东大会审议通过收购君海网络 38%股份；一共持有君海网络 51%的股份，对君海网络实施控制。

卧龙房地产公司以 7.51 亿元收购广州君海网络科技有限公司 51%的股权，但在 2017 年仅收回 2.5 亿的现金流，造成卧龙地产自 2017 年起的多数年度投资现金流净额为负，卧龙地产的投资活动出现了较大的现金流损失。

3.3 资产利用率低

资产利用率低，是指企业的资产利用效率低下，导致了资源的浪费，降低了企业的经营效益。而卧龙房地产公司近五年的总资产收益率和净资产收益率都低于行业均值，通过资产获得的净利润过低。

3.4 股利分配过低

对于投资者而言，获取收益最直接的方式当属现金股利。通常情况下，现金股利支付水平能够全面体现出公司的财务状况是否良好。除此之外，现金股利支付水平对投资的吸引作用也非常关键。总之，公司派发现金股利的高低意义重大，假设派发的现金股利过于低的话，则意味着其将不少资金留存于企业，那么对于中小股东而言非常不利，中小股东的预期投资回报将变少，且会形成较高的投资风险。

卧龙地产公司 2021 年归母公司股东净利润 476,940,147.66 元，母公司可分配利润为 1,986,334,809.50 元。公司的总股本为 700,506,244 股，分红总额为 105,075,936.60 元，每股盈利 0.68，但公司将按照每 10 股派发现金红利 1.50 元，因此，股利分配率是 22.05%，大大低于行业均值，股东就会分配到的股利过低，不利于企业树立良好的企业形象。

4 卧龙房地产公司财务风险控制建议

4.1 充分利用财务杠杆

纵观卧龙房地产公司的资本结构，可以发现其对长期借款的利用较少，但长期借款筹资迅速，借款弹性大，成本低，发挥财务杠杆作用，易于企业保守财务秘密等优点适合卧龙房地产公司，既可以避免短期还款的压力，资本成本也比较低。因此，卧龙房地产公司可以向银行或其他金融机构适当借期限在一年以

上的长期借款。

4.2 加强项目可行性分析

卧龙公司进军游戏产业后之所以投资现金流量净值常年为负值，就是因为对项目可行性的分析不足。加强项目的可行性分析，就要搞懂以下两个方面：

(1) 对行业的背景了解

卧龙公司在国家政策方面应该了解国家对投资的行业都有哪些政策、政策的引导方向是什么、国家及地方对投资的行业有什么样的扶持政策、各种补贴、税收、活动宣传等扶持政策怎么才能享受到、是否有各种行政许可的准入门槛；在社会环境方面应该知晓投资的这个行业是否有经济的可行性、行业的当前社会环境如何、是否有利于发展、是否有很大的社会价值；在地域环境方面应该知道所在的区域里，原材料、人力资源等的供给是否足够发展、目标客户群是否比较集中于方圆覆盖之内、这个地域的潜在客户是否能习惯消费产品、这个地域里有没有难办的区域壁垒，比如行政手段、地方势力、同业垄断等情况。

(2) 对项目实现进行了解

卧龙公司在项目价值方面要了解项目的核心卖点是什么，解决了用户的什么痛点、这个项目对用户有多大的价值、项目的用户体验如何、项目的自动传播性如何、与竞争项目相比较的价值如何、用户是否愿意为这个项目付费，付费意愿有多大；在项目利润方面要知晓项目的利润空间如何、单个客户是否有持续的利润、销量增加时的成本表现如何、投资的成本投资回收周期怎么样、现金流情况如何、项目的定价有无话语权；在项目品牌方面要知道项目的品牌是什么、有什么直观的寓意、品牌的传播属性如何、宣传的广告语是什么。

卧龙公司要凭借以上真实的数据分析，透彻了解这个项目能否大概率做成功，才能向前推进这个项目。凡是“我感觉”、“我认为”、“我猜测”这类的直觉性决策，注定很容易会失败的。要做好各项准备工作，防止项目开始之后因为缺乏必要条件而浅尝辄止。

4.3 提高资产利用率

4.3.1 加强资金管理

卧龙公司第一要顺应市场环境的变化，积极拓展融资渠道；第二要对资金进行统一的管理，并进行合理的统筹安排；第三加强对流动资产的管理，以提高资本利用效率；第四对结余资金的使用进行严格控制，并及时清理欠款。

4.3.2 加强固定资产管理

卧龙公司只有全面地管理固定资产，才能有效地降低企业的资产闲置、设备的人工损失、资产的损失，从而延长企业的使用寿命，加快企业资产的周转速度，降低企业资本的使用。只有这样，才能更好地反映资产的价值，更好地反映公司的生产和运营。

4.4 建立合理的股利分配政策

4.4.1 遵守投资与收益对等原则

卧龙公司在解决投资者收益问题时，必须充分考虑到“谁投资谁受益”、受益与投资比例的大小，也就是投资与收益的对等原则。投资者在投资时，可以根据自己的投资行为获得收益，并且按照自己的投资比例得到收益，这就要求企业在分配利润时，要遵循公平、一致的原则，根据各方出资的多少来分配，绝不能出现任意多分多占的情况。只有如此，投资者的权益才能得到最大程度的保障，从而激励投资者进行投资。

5 结论

文章首先对卧龙地产的基本情况、经营概况进行了简要的介绍，然后通过对卧龙房地产公司 2017-2021 年财务状况进行研究，对卧龙地产的流动比率、速动比率、资产负债率、产权比率、毛利率、净利率等财务指标进行比较和分析。研究发现，卧龙地产的财务风险较高，原因包括负债比例低、财务杠杆作用小、投资收益低、资产利用率低、股利分配政策不合理。为降低卧龙房地产公司的财务风险，需要充分利用财务杠杆，加强项目可行性分析，提高资产利用率，建立合理的股利分配政策的建议。限于笔者的实习时间和知识能力水平，本研究对于本案例企业财务风险的认识可能不够全面，分析不够透彻，所以得出的结论难免有不足之处，但笔者会继续关注卧龙地产财务状况，收集更多有关资料，对卧龙地产的财务风险进行更加深入的研究。

参考文献

- [1] 李晓斐.A 房地产公司财务风险管理研究[D].太原理工大学,2021.
- [2] 王欣雅,张庆.浅析房地产公司财务风险管理问题——以 W 公司为例[J].全国流通经济,2021(28):14-16.
- [3] 黄柯仁.基于现金流的 W 房地产公司财务风险管理研究[D].重庆理工大学,2021.
- [4] 翟宇飞.楼市调控背景下 H 房地产公司财务风险识别研究[D].太原理工大学,2021.
- [5] 郭晓敏.JX 房地产公司财务风险评价及控制研究[D].沈阳化工大学,2021.
- [6] 滕朋远.房地产公司财务风险评价与控制研究——以阳光城为例[D].东华理工大学,2021.
- [7] Chandani Khandelwal; Satish Kumar; Deepak Verma. Exploring financial risks disclosure: evidence from Indian listed companies[J].Qualitative Research in Financial Markets,2021(05):3-8.
- [8] Arnold Ivo J M.Debt Managers, Reaction to Sovereign Risk in the Euro Area: Evidence and Policy Implications[J].CESifo Economic Studies,2021(03):8-10.