

# 中国房地产

## 房产税试点范围大于市场预期

有关此次房产税试点项目，我们认为表明了中央对地产板块的态度是一致且坚定的，并不会放松。此外，房产税的征收范围也超出了市场的预期：

1) 其中包括了非居住用等各类房地产；2) 或囊括深圳及海南外的其他城市；3) 过去几年的投资需求占总购房目的的 20-30%，此次税率的厘定可影响未来的投资需求量。

- **概要：**10月23日，人大常务委员会就授权国务院在部分地区开展房地产税改革试点作出了决定。具体情况如下：1) 在试点地区，征税对象为居住用和非居住用等各类房地产；2) 由国务院确定试点地区并报人大备案；3) 国务院应当及时总结试点经验。
- **征税范围更广：**房产税征收范围已扩大至非居住用房产。我们认为会先从公寓式住宅开始征收。在国家统计局公布的房地产销售数据中，我们推测公寓式住宅占办公楼销售面积的 30-50%。从 2011 年至 2021 年前 9 月的数据来推断，公寓面积占住宅面积的 1.2%（假设公寓面积占办公楼 50%）。这意味着征税面积将提升 1.2%（图 1）。此外，试点城市可能包括除深圳及海南外的其他一、二线城市。通过国家统计局发布的一、二线城市商品房销售价格指数可以观测到位于长三角和珠三角的广州、南京、杭州相对涨幅较高（五年内涨幅分别达到 86%、73%、62%），极有可能被列为试点城市之一（图 2）。
- **国务院将如何总结早前试点经验？**倘若房产税要成为有效抑制炒房及房价飙升的有效长效机制，其关键在于税率以及现房征税的范围。首先，若房产税接近租金收益率如 1.5%，则可贡献总税收的 20%（以上海为例）。其次，是将征税范围延伸至现房。上海目前只向新购住房征收房产税，若征税范围延伸至多套房的业主，则有助将闲置住房释放到市场，增加供给。最后，人大常委会还强调了“应当构建科学可行的征收管理模式和程序”。这无疑是在给早前房产税征收上入不敷出的现象敲响了警钟。房产税的征收途径为个人申报制，导致 2019 年税务部门支出为 470 亿人民币，而总房产税收入仅为 210 亿人民币。
- **市场会如何反应？**中央选择在这一时间节点实施房产税试点工作，足以显示整体地产行业政策的连贯性。鉴于早前市场对政策宽松抱有期待，我们认为此次房产税试点的推进将打击市场情绪。此次试点工作将主要影响深耕一、二线城市的开发商，也将对整体行业施压。有关更多中国房地产行业的解读，请参阅我们早前的报告（[中国房地产-房地产政策这次会更加连贯和坚决](#)）。

优于大市（维持）

中国房地产行业

曾展

(852) 3916 3727

jeffreyzeng@cmbi.com.hk

肖潇

(852) 3761 8952

xiaoxiao@cmbi.com.hk

图 1: 商品房销售面积

	商品房销售面积 (百万平方米)											平均值
	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	9M21	
住宅	970	985	1,157	1,052	1,124	1,375	1,448	1,479	1,501	1,549	1,154	<b>1,254</b>
办公楼	20	23	29	25	29	38	48	44	37	33	23	<b>32</b>
公寓	10	11	14	12	15	19	24	22	19	17	11	<b>16</b>
公寓占住宅比例	1.0%	1.1%	1.2%	1.2%	1.3%	1.4%	1.6%	1.5%	1.2%	1.1%	1.0%	<b>1.2%</b>

资料来源: 国家统计局, 招银国际证券

图 2: 一、二线商品住宅销售价格变动情况

同比%	一、二线商品住宅销售价格变动情况								总升幅
	2015	2016	2017	2018	2019	2020	9M21		
深圳	47.5	23.8	-3.0	0.1	3.6	4.1	3.8	98.5	
西安	-0.1	7.2	12.2	22.4	14.2	6.9	7.5	93.0	
上海	18.2	31.7	10.2	0.4	2.3	4.2	4.0	90.9	
广州	9.2	24.3	5.5	8.3	4.7	5.2	9.0	<b>86.2</b>	
武汉	4.5	25.5	0.6	10.8	11.8	4.5	6.0	81.0	
合肥	1.4	46.5	-0.2	4.2	3.9	3.6	5.7	75.8	
南京	7.9	41	-1.4	0.7	4.1	4.9	5.0	<b>73.2</b>	
石家庄	1.7	19	2.9	14.9	9.5	2.8	2.1	64.5	
长沙	-0.5	18.2	6.1	11.1	4.5	5.0	6.9	62.6	
北京	10.4	28.4	-0.2	2.3	4.8	2.3	4.5	62.1	
杭州	5.8	28.6	-0.6	5.6	5.0	4.5	3.4	<b>62.0</b>	
重庆	-1	7.2	10.0	11.6	8.1	4.6	8.3	59.5	
福州	1.8	27.6	-1.7	8.5	4.2	4.4	5.4	58.9	
昆明	-2.6	4.2	10.2	16.6	11.1	5.6	1.5	55.3	
贵阳	-0.9	5.2	10.4	18.8	6.5	2.5	3.7	54.8	
惠州	-2.3	25	4.5	3.9	3.9	7.6	2.6	52.1	
沈阳	-0.9	3.3	11.5	12.0	9.3	5.0	3.3	51.6	
烟台	-1.9	5.4	8.2	13.5	10.0	5.5	2.8	51.5	
大连	-1.8	2.6	8.4	14.4	8.2	4.8	6.1	50.3	
郑州	2.7	28.4	-0.7	9.4	1.7	-0.8	2.8	48.6	
济南	0.8	19.4	0.9	15.9	0.5	-1.0	5.5	47.7	
青岛	-2.4	13.4	4.2	13.3	4.2	2.8	4.9	46.8	
成都	0.6	5.6	-0.6	12.7	10.6	6.3	3.6	45.0	
南昌	1.7	14.4	6.4	9.3	3.5	0.8	1.1	42.7	
哈尔滨	-0.6	2.2	10.7	14.4	10.1	0.8	-0.7	41.8	
天津	3.4	25.4	0.1	1.7	1.4	1.1	4.1	40.9	
长春	-1.8	3.9	9.0	11.8	9.4	2.3	0.7	40.1	
兰州	-1.6	3.2	5.5	10.8	4.9	5.2	5.1	37.7	
温州	1.8	4.7	6.7	1.9	4.2	4.3	3.7	30.6	
太原	1.5	2.6	7.9	11.2	4.6	-1.0	-2.2	26.5	
<b>平均值</b>	<b>3.4</b>	<b>16.6</b>	<b>4.8</b>	<b>9.8</b>	<b>6.2</b>	<b>3.6</b>	<b>4.0</b>	<b>57.7</b>	

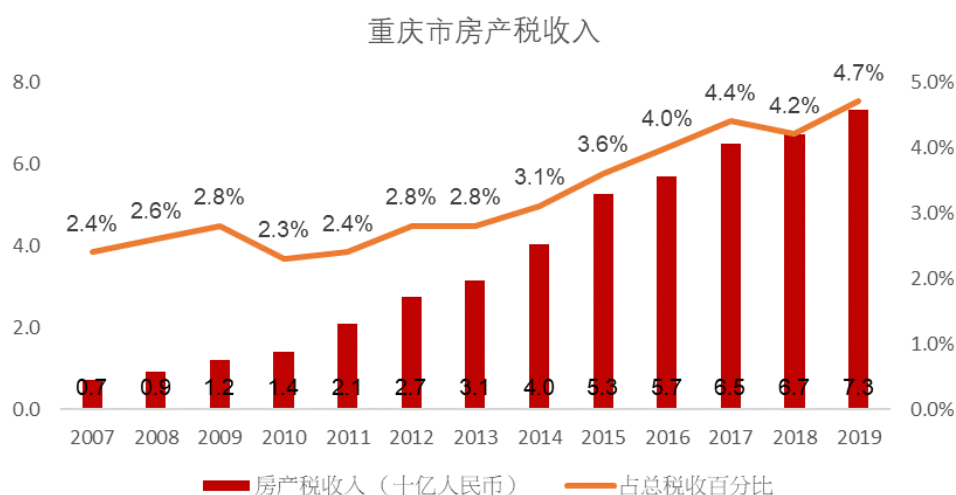
资料来源: 国家统计局, 招银国际证券

图 3: 上海市房产税



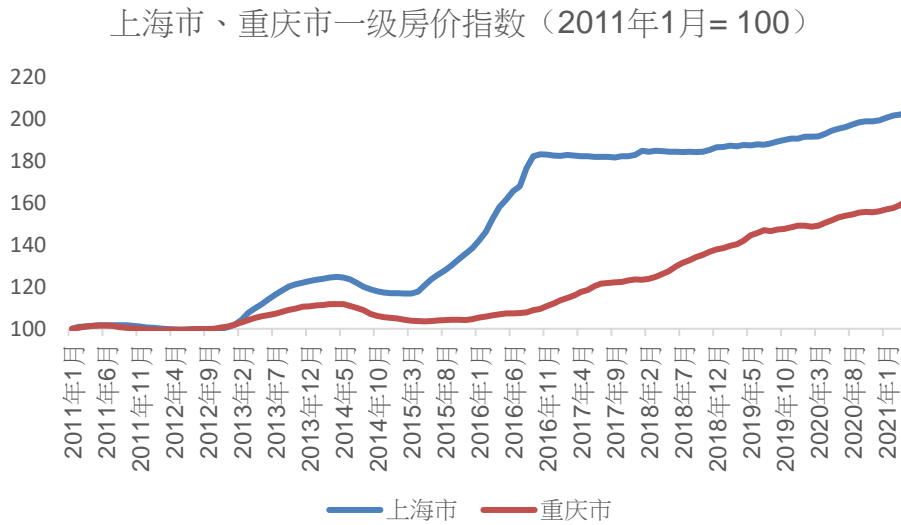
资料来源: 财政部

图 4: 重庆市房产税



资料来源: 财政部

图 5: 房产税出台以来上海市和重庆市的房价走势



资料来源：招银国际证券

图 6: 可比公司数据表

公司名称	代码	收市价 (当地货币)	市值 (当地货币 百万)	评级	目标价 (当地货币)	市盈率				股息收益率	
						20A	21E	22E	18A	20A	21E
万科 - H	2202 HK	21.45	284,602	买入	33.92	4.5	4.0	3.8	0.9	7%	7%
中国海外	688 HK	18.22	199,415	买入	30.49	3.8	3.6	3.2	0.4	6%	8%
碧桂园	2007 HK	7.91	177,817	买入	13.36	4.1	3.1	2.7	0.8	7%	6%
华润置地	1109 HK	33.45	238,530	买入	44.79	6.6	6.2	5.7	1.0	4%	4%
龙湖	960 HK	39.10	237,441	持有	34.27	9.5	6.5	6.2	1.8	4%	5%
世茂	813 HK	13.40	47,352	买入	44.94	3.0	2.6	2.2	0.4	12%	12%
雅居乐	3383 HK	6.90	27,028	买入	13.89	2.3	2.3	2.1	0.4	16%	14%
合景泰富	1813 HK	7.72	24,573	买入	17.87	3.1	2.5	2.1	0.5	15%	16%
奥园	3883 HK	3.45	9,673	买入	15.48	1.2	1.0	0.9	0.4	34%	25%
时代中国	1233 HK	5.88	11,667	买入	16.20	1.9	1.3	1.2	0.5	16%	17%
中骏置业	1966 HK	2.58	10,893	买入	5.60	2.4	2.1	1.6	0.4	14%	14%
弘阳地产	1996 HK	2.25	7,512	买入	3.52	3.7	2.9	2.6	0.5	7%	8%
万科 - A	000002 CH	20.59	233,709	买入	31.36	5.3	4.7	4.4	1.1	6%	7%
金辉	9993 HK	4.16	16,828	买入	5.55	3.9	3.4	2.8	0.8	7%	8%
大发	6111 HK	5.05	4,181	买入	8.32	10.2	5.5	4.8	1.0	2%	3%
祥生	2599 HK	4.96	15,095	买入	7.75	3.8	3.4	3.0	1.8	4%	5%
德信	2019 HK	2.64	7,132	买入	3.56	5.9	5.2	4.6	1.2	6%	7%
平均值						<b>4.4</b>	<b>3.6</b>	<b>3.2</b>	<b>0.8</b>	<b>9.9%</b>	<b>9.8%</b>

资料来源：彭博终端，招银国际证券

## 免责声明及披露

### 分析员声明

负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，就本报告所提及的证券及其发行人做出以下声明：（1）发表于本报告的观点准确地反映有关于他们个人对所提及的证券及其发行人的观点；（2）他们的薪酬在过往、现在和将来与发表在报告上的观点并无直接或间接关系。

此外，分析员确认，无论是他们本人还是他们的关联人士（按香港证券及期货事务监察委员会操作守则的相关定义）（1）并没有在发表研究报告30日前处置或买卖该等证券；（2）不会在发表报告3个工作日内处置或买卖本报告中提及的该等证券；（3）没有在有关香港上市公司内任职高级人员；（4）并没有持有有关证券的任何权益。

招银国际证券或其关联机构曾在过去12个月内与本报告内所提及发行人有投资银行业务的关系。

### 招银国际证券投资评级

买入	: 股价于未来12个月的潜在涨幅超过15%
持有	: 股价于未来12个月的潜在涨幅在-10%至15%之间
卖出	: 股价于未来12个月的潜在跌幅超过10%
未评级	: 招银国际证券并未给予投资评级

### 招银国际证券行业投资评级

优于大市	: 行业股价于未来12个月预期表现跑赢大市指标
同步大市	: 行业股价于未来12个月预期表现与大市指标相若
落后大市	: 行业股价于未来12个月预期表现跑输大市指标

### 招银国际证券有限公司

地址: 香港中环花园道3号冠君大厦45楼

电话: (852) 3900 0888

传真: (852) 3900 0800

招银国际证券有限公司(“招银国际证券”)为招银国际金融有限公司之全资附属公司(招银国际金融有限公司为招商银行之全资附属公司)

### 重要披露

本报告内所提及的任何投资都可能涉及相当大的风险。报告所载数据可能不适合所有投资者。招银国际证券不提供任何针对个人的投资建议。本报告没有把任何人的投资目标、财务状况和特殊需求考虑进去。而过去的表现亦不代表未来的表现，实际情况可能和报告中所载的大不相同。本报告中所提及的投资价值或回报存在不确定性及难以保证，并可能会受目标资产表现以及其他市场因素影响。招银国际证券建议投资者应该独立评估投资和策略，并鼓励投资者咨询专业财务顾问以便作出投资决策。

本报告包含的任何信息由招银国际证券编写，仅为本公司及其关联机构的特定客户和其他专业人士提供的参考数据。报告中的信息或所表达的意见皆不可作为或被视为证券出售要约或证券买卖的邀请，亦不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司及其雇员不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。我们不对因依赖本报告所载资料采取任何行动而引致之任何直接或间接的错误、疏忽、违约、不谨慎或各类损失或损害承担任何的法律上责任。任何使用本报告信息所作的投资决策完全由投资者自己承担风险。

本报告基于我们认为可靠且已经公开的信息，我们力求但不担保这些信息的准确性、有效性和完整性。本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整，且不承诺作出任何相关变更的通知。本公司可发布其公司与本报告所载资料及/或结论不一致的报告。这些报告均反映报告编写时不同的假设、观点及分析方法。客户应该小心注意本报告中所提及的前瞻性预测和实际情况可能有显著区别，唯我们已合理、谨慎地确保预测所用的假设基础是公平、合理。招银国际证券可能采取与报告中建议及/或观点不一致的立场或投资决定。

本公司或其附属关联机构可能持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并不时自行及/或代表其客户进行交易或持有该等证券的权益，还可能与这些公司具有其他投资银行相关业务联系。因此，投资者应注意本报告可能存在的客观性及利益冲突的情况，本公司将不会承担任何责任。本报告版权仅为本公司所有，任何机构或个人于未经本公司书面授权的情况下，不得以任何形式翻版、复制、转售、转发及或向特定读者以外的人士传阅，否则有可能触犯相关证券法规。

如需索取更多有关证券的信息，请与我们联系。

对于接收此份报告的英国投资者

本报告仅提供给符合(I)不时修订之英国2000年金融服务及市场法令2005年(金融推广)令(“金融服务令”)第19(5)条之人士及(II)属金融服务令第四9(2)(a)至(d)条(高净值公司或非公司社团等)之机构人士，未经招银国际证券书面授权不得提供给其他任何人。

对于接收此份报告的美国投资者

招银国际证券不是在美国的注册经纪交易商。因此，招银国际证券不受美国就有研究报告准备和研究分析员独立性的规则的约束。负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，未在美国金融业监管局(“FINRA”)注册或获得研究分析师的资格。分析员不受旨在确保分析师不受可能影响研究报告可靠性的潜在利益冲突的相关FINRA规则的限制。本报告仅提供给美国1934年证券交易法(经修订)规则15a-6定义的“主要机构投资者”，不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人。接收本报告的美国收件人如想根据本报告中提供的信息进行任何买卖证券交易，都应仅通过美国注册的经纪交易商来进行交易。

对于在新加坡的收件人

本报告由CMBI(Singapore)Pte. Limited(CMBISG)(公司注册号201731928D)在新加坡分发。CMBISG是在《财务顾问法案》(新加坡法例第110章)下所界定，并由新加坡金融管理局监管的豁免财务顾问公司。CMBISG可根据《财务顾问条例》第32C条下的安排分发其各自的外国实体，附属机构或其他外国研究机构属制的报告。如果报告在新加坡分发给非《证券与期货法案》(新加坡法例第289章)所定义的认可投资者，专家投资者或机构投资者，则CMBISG仅会在法律要求的范围内对这些人士就报告内容承担法律责任。新加坡的收件人应致电(65 6350 4400)联系CMBISG，以了解由本报告引起或与之相关的事宜。