

2021 年 12 月 05 日

房地产税改革历程、国外经验及未来展望

房地产

我国房地产税改革历程：过程漫长且复杂

起步阶段（2013-2010 年）：物业税“模拟空转”时期，试点从 6 个省市逐步扩大到 10 个省市，聚焦税基研究。

初步试点阶段（2011-2013 年）：沪、渝房产税试点时期，两地采用差异化征收方案，积累了实际征收经验。

预备立法阶段（2013-2021 年）：过程漫长且推进阻力较大，中央相关表述多次变更但要推进立法改革态度明确。

深入试点阶段（2021 年-至今）：积极稳妥推进房地产税立法和改革，房地产税立法和扩大试点双轨并行。

国外房地产税试点经验：各具特色

美国财产税的征收具有“宽税基 小税种”的特点，“宽税基”体现在财产税税基广泛，除了对公共、宗教、慈善等机构的不动产免征外，其它不动产均需征税，反映了税收公平的原则，为地方政府带来了充足稳定的财政收入；“小税种”体现在税收的种类少，房地产保有环节只设置财产税，避免了重复征税问题，有助于减轻税收成本，提高税收的行政效率。

英国住宅税的征收历史悠久，采用独特的住宅税分级计量的征收方式，考虑不同纳税主体承担税负的能力，通过对评估价值分级实现差异化征收，体现税收公平。

新加坡财产税的征收聚焦调节贫富差距。政府将物业类型分为业主自住住宅、业主非自住住宅和非居住类房屋三类，按照物业类型实施差异化税率，对住宅房地产实施累进财产税税率，对其他房地产采用 10%税率。对于住宅房地产，自住和非自住的住房也采用不同税阶和累进税率，政府鼓励居民购房自住，对购买自住住房者进行税收优惠，对高档私人住宅使用高税率，一定程度上能够调节居民收入分配，抑制房地产投机。

美、英、新三国的征收经验均表明，房地产税对房价的抑制作用有限，不能单独作为调控房价的工具。而由于房地产税的税收规模很大程度上取决于税基、税率和税收优惠政策，因此房地产税是否能够成为地方政府的主体税种取决于政府对房地产税的功能定位。

我国房产税征收现状：沪、渝温和渐进的改革

上海和重庆的房产税试点从征收范围、税率和优惠政策上看都较为温和，上海仅对增量房征税，而重庆将存量高档住宅也纳入征收范围。两地房产税的征收具有“窄税基，低税率”的特点，均采用柔性切入的方式，为我国房产税实际征收提供了经验借鉴。两地的征收效果表明，房产税对房价的影响相对有限，房产税短期内难以成为地方财政的主体税种。

我国房地产税改革试点展望

房地产税改革势在必行，但由于房地产税改革涉及范围广、内容复杂，要推进房地产税改革扩大试点仍存在问题有待解决。一方面，房地产税基评估专业性较强，我国需进一步建立并

评级及分析师信息

行业评级：推荐

行业走势图



分析师：由子沛

邮箱：youzpe@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519100005

联系电话：

研究助理：侯希得

邮箱：houxd@hx168.com.cn

SAC NO:

联系电话：

研究助理：肖峰

邮箱：xiaofeng@hx168.com.cn

SAC NO:

联系电话：

完善房地产税基评估体系。目前我国的涉税评估价、二手房参考价的形成机制逐步完善，未来有望成为房地产税的计税基础。另一方面，在征税对象的选择上，仅对增量房征收在征收初期能够减少改革阻力，但长期来看不利于税收公平和调节收入，因此，需要考虑将存量房纳入征收范围。此外，我国的住房权属关系复杂，存在一些特殊产权的住房，如何设计出居民可接受的征税方案，兼顾税收的效率与公平，仍存在较大挑战。

从国内外已有试点经验来看，房地产税的扩大试点主要存在三方面的影响。对于**房地产市场**，房产税会增加住房保有成本，影响人们未来的预期，**短期**可能会减少房地产需求，导致房价有所下降。拥有多套房的群体则可能会将手中空置的住房进行出售或者出租，增加二手房市场的供给和可供租赁的房源，盘活存量。二手房市场供给的增多能够对冲掉一部分由于房东转嫁税负所带来的租金的上涨。从**长期**来看，房产税对于房价的作用在于实现其“稳定器”的功能，使房价不再大涨大跌。对于**地方财政**，房产税有助于完善地方财政体系，它能够带来持续的现金流，具有稳定和可持续性，在征收中如果能够做到“宽税基”，则有望成为地方政府重要的税收来源。对于**收入调节**，通过对征收细则进行有效涉及，房产税的征收在长期有助于调节收入分配，缩小贫富差距，促进社会公平，实现共同富裕。

投资建议

从国际经验来看，房地产税的推出对各国影响较小，无法单独作为调控房价的工具。而由于房地产税的税收规模很大程度上取决于税基、税率和税收优惠政策，因此房地产税是否能够成为地方政府的主体税种取决于政府对房地产税的功能定位。我们认为，房地产税推出后可能短期增加市场上二手房的供给，导致二手房房价短期承压，但房价长期主要取决于其板块的经济发展水平，房地产税推出不会导致房价大跌。同时长期来看，房地产税对于房价的作用在于实现其“稳定器”的功能，使房价不再大涨大跌，有助于实现房地产市场稳房价、稳地价、稳预期的目标，从而使房地产市场长期稳定发展。

目前，房地产板块估值处低位，业绩确定性强，股息高。我们重点推荐业绩确定性强的龙头房企万科 A、保利发展、金科股份、新城控股、滨江集团、旭辉控股集团、碧桂园、宝龙地产以及物管板块碧桂园服务、招商积余、新城悦服务、旭辉永升服务、新大正和南都物业。相关受益标的包括龙湖集团、中国金茂、保利物业、绿城服务等。

风险提示

房地产行业销售不及预期；房地产融资环境进一步恶化；房地产税实施力度过大。

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	2020A	2021E	2022E	2019A	2020A	2021E	2022E
000002.SZ	万科A	19.27	增持	3.44	3.57	3.66	3.94	5.6	5.4	5.3	4.9
600048.SH	保利发展	14.74	增持	2.35	2.42	2.61	2.84	6.3	6.1	5.6	5.2
000656.SZ	金科股份	4.28	买入	1.06	1.32	1.47	1.62	4.0	3.2	2.9	2.6
601155.SH	新城控股	32.47	增持	5.61	6.78	8.10	9.59	5.8	4.8	4.0	3.4
002244.SZ	滨江集团	4.07	增持	0.52	0.75	0.88	1.08	7.8	5.4	4.6	3.8
2007.HK	碧桂园	5.92	增持	1.81	1.59	1.86	2.21	3.3	3.7	3.2	2.7
0884.HK	旭辉控股集团	3.63	增持	0.81	0.99	1.14	1.36	4.5	3.7	3.2	2.7
1238.HK	宝龙地产	3.91	买入	0.98	1.47	1.86	2.25	4.0	2.7	2.1	1.7
6098.HK	碧桂园服务	38.84	买入	0.62	0.96	1.32	1.86	62.6	40.5	29.4	20.9
001914.SZ	招商积余	14.60	买入	0.41	0.41	0.61	0.80	35.6	35.6	23.9	18.3
1755.HK	新城悦服务	10.79	买入	0.34	0.55	0.80	1.76	31.3	19.6	13.6	6.1
1995.HK	旭辉永升服务	11.04	买入	0.15	0.24	0.36	0.55	73.6	46.0	30.7	20.1
002968.SZ	新大正	37.85	买入	1.89	1.22	1.55	1.94	20.0	31.0	24.4	19.5
603506.SH	南都物业	14.99	买入	0.85	1.03	0.94	1.14	17.6	14.6	15.9	13.1

资料来源: Wind, 华西证券研究所

备注: 港股股价换算 1 港元=0.8380 元

正文目录

1. 我国房地产税改革发展历程.....	5
1.1. 改革背景.....	5
1.2. 改革历程.....	6
2. 国外房地产税征收经验.....	10
2.1. 美国：宽税基，小税种，重视税收的公平与效率.....	10
2.2. 英国：保有环节税收历史悠久，住宅税分级计量.....	12
2.3. 新加坡：财产税差异化税率聚焦调节收入分配.....	13
2.4. 国外房地产税征收效果.....	15
3. 我国房产税试点现状.....	17
3.1. 上海、重庆房产税试点：温和的渐进改革.....	17
3.2. 试点效果.....	18
4. 我国房地产税改革展望.....	20
4.1. 试点推广需解决的难题.....	20
4.2. 试点推广的影响.....	21
5. 投资建议.....	23
6. 风险提示.....	23

图表目录

图 1 我国分级财政制度下中央税和地方税划分.....	6
图 2 美国 2019 年各州自有住房的平均财产税率.....	11
图 3 美国 1975-2020 年 OFHEO 房屋价格指数变化.....	16
图 4 英国 1983-2015 年房价指数变化.....	16
图 5 新加坡 1990-2020 年私人住宅价格指数及住宅租金指数变化.....	16
图 6 美国 1992-2018 年各州房地产税占地方财政收入比重平均值.....	17
图 7 新加坡 2005-2019 年财产税征收情况.....	17
图 8 新加坡 2019 年各类税收占比.....	17
图 9 上海、重庆开征房产税后新房销售价格指数变化.....	19
图 10 上海 1998-2020 年房产税占地方财政收入比重变化.....	20
图 11 重庆 2007-2020 年房产税占地方财政收入比重变化.....	20
表 1 房地产税改革起步阶段政策动向梳理.....	7
表 2 房地产税改革初步试点阶段政策动向梳理.....	8
表 3 房地产税改革预备立法阶段政策动向梳理.....	9
表 4 房地产税改革深入试点阶段政策动向梳理.....	10
表 5 美国财产税征收细则梳理.....	11
表 6 英国住宅税征收细则梳理.....	12
表 7 英国住宅价值等级分级标准（单位：英镑）.....	13
表 8 英国各等级住宅应纳住宅税税收乘数.....	13
表 9 新加坡财产税征收细则梳理.....	14
表 10 新加坡业主自住房屋财产税税率.....	14
表 11 新加坡业主非自住房屋财产税税率.....	15
表 12 上海、重庆两地房产税征收细则对比.....	18

1. 我国房地产税改革发展历程

1.1. 改革背景

目前，我国的税制结构中累进性质的直接税比重过低而累退性质的间接税比重过高，导致中低收入阶层的税收痛苦较大，不利于缩小贫富差距和社会和谐。当前的地方税体系尚未健全，房地产税收中缺乏对住房保有环节征收的税种，不利于实现财政收入的可持续性和稳定性。房地产税改革对于完善我国税收体制、稳定地方税收收入以及健全地方税体系具有重要的作用。

1.1.1. 我国税制结构中直接税比重低，中低收入阶层税收痛苦较大

我国的税收按税负能否转嫁，可以分为直接税和间接税，直接税是指税负不能转嫁或者难以转嫁的税种，而间接税往往能够通过提高商品或劳务价格将税负转移给消费者负担。直接税税负难以转嫁，具有累进性质，更加符合税收公平的原则，有助于调节社会财富的再分配，满足社会保障需求。美国、英国和德国等众多发达国家早已建立了以直接税为主的现代税制体系，但一直以来，我国税制结构中直接税占比相对较低，带来了一系列的问题。

我国的税制结构中，直接税可分为所得税类直接税和财产税类直接税，所得税类直接税包括企业所得税和个人所得税，财产税类直接税包括城镇土地使用税、房产税和车船税。尽管我国直接税种类较多，但实际征收比重却相对较低。从国际经验来看，经济越发达的国家和地区，直接税体系越健全，越需要强化税收的调节作用，目前我国直接税比重偏低的问题，导致我们难以充分地发挥税收“自动稳定器”的作用。直接税比重过低的另一面是间接税比重过高，这会导致民众在消费环节承受很大的“税收痛苦”，收入越低的群体，承担的税收痛苦越大。尽管增加的税收让高收入群体也承担了税收痛苦，但高收入者仅在“享受资料消费”层面让渡了部分利益，但低收入者却是在“生存资料消费”层面做出的让渡，长远来看，这种情况会进一步扩大贫富差距，不利于社会和谐和共同富裕。

1.1.2. 地方税体系尚未健全，地方财政收入的可持续性在存量房时代面临挑战

我国在 1994 年的财政制度改革中建立了以分税制为基础的分级财政框架，但长久以来，地方政府税制体系仍未健全，地方税体系尚不成形，省以下迟迟难以进入分税制状态。在这种情况下，地方政府缺乏稳定的主体税种，十分看重土地出让金所带来的财政收入，往往在短期内一次性收取未来几十年的土地红利，“土地财政”特征明显。但土地资源是有限的，每一块土地所带来的收入是一次性的，随着房地产市场逐步进入存量发展阶段，土地出让收入的规模逐渐降低，“土地财政”面临挑战。而房地产保有环节的税收能够年复一年地提供稳定持续的财政收入，是进一步完善地方税体系道路上不可或缺的关键一步。

图 1 我国分级财政制度下中央税和地税划分



资料来源：中国政府网，华西证券研究所

1.2. 改革历程

由于房地产税涉及内容复杂，需要协调各方利益，改革阻力较大，因此我国的房地产税改革是一段漫长的过程，主要可以将其分为起步阶段（2003-2010）、初步试点阶段（2011-2013）、预备立法阶段（2013-2021）以及深入试点阶段（2021-至今），各阶段各有侧重，逐步推进房地产税改革。

1.2.1. 起步阶段（2003-2010 年）：物业税“模拟空转”时期

2003 年 10 月，十六届三中全会通过《中共中央关于完善市场经济体制若干问题的决定》，提出“实施城镇建设税费改革，条件具备时对不动产开征统一规范的物业税，相应取消相关收费”，随后，我国在北京、辽宁、江苏、深圳、宁夏和重庆六个省市开展进行了物业税模拟评税试点，聚焦税基评估研究。

模拟空转是指虚拟的资金循环，没有实际征收物业税，但一切步骤和真实征收物业税的流程相同，由财政部门、房管部门以及土地管理部门共同参与，统计物业数量，借助计算机软件进行房产价值的评估、税收统计以及实际征收情况的模拟。

2007 年全国人大五次会议审议的财政预算报告中首次明确提出将“研究开征物业税的实施方案”。为了进一步深化第一批物业税模拟评税试点的结果，物业税模拟评税试点的范围在 2007 年从 6 个省市扩大到 10 个省市，新增福建、安徽、河南和天津 4 个省市。

2010 年国务院常务会议审议并通过《关于 2010 年深化经济体制改革重点工作的意见》，提出要“深化财税体制改革，逐步推进房产税改革”，至此，权威政策文件不再使用“物业税”，转而使用“房产税”这一定义更为明确的说法。

表 1 房地产税改革起步阶段政策动向梳理

时间	相关动向
2003. 10	十六届三中全会通过《中共中央关于完善市场经济体制若干问题的决定》提出“实施城镇建设税费改革条件具备时对不动产开征统一规范的物业税，相应取消相关收费”
2003	北京、辽宁、江苏、深圳、宁夏和重庆六个城市开展进行物业税模拟评税试点，聚焦税基评估研究
2006	第十届全国人大第四次会议批准《中华人民共和国国民经济和社会发展第十一个五年规划纲要》，指出“改革房地产税收制度，稳步推进物业税并响应取消有关收费”
2007	全国人大五次会议审议的财政预算报告中首次明确提出将“研究开征物业税的实施方案”
2007	物业税模拟评税试点地区的范围从 6 个城市扩大到 10 个城市，新增福建、安徽、河南和天津 4 个城市
2008. 12	国务院令废止了 1951 年 8 月 8 日政务院公布的《城市房地产税暂行条例》，自 2009 年 1 月 1 日起，外商投资企业、外国企业和组织以及外籍个人，依照《中华人民共和国房产税暂行条例》缴纳房产税
2009	国务院转发《关于 2009 年深化经济体制改革工作意见》，提出要深化房地产税制改革，研究开征物业税
2010	《关于 2010 年深化经济体制改革工作意见的通知》就深化财政体制改革提出逐步推进“房产税改革”

资料来源：中国政府网，华西证券研究所

1.2.2. 初步试点阶段（2011-2013 年）：沪、渝房产税试点时期

2011 年 1 月，国务院第 136 次常务会议同意在部分城市进行个人住房征收房产税改革试点，随后，上海、重庆分别制定了房产税征收暂行办法，决定自 2011 年 1 月 28 日起对区域内部分个人住房征收房产税。尽管两地按照各自的实际情况，制定了差异化的征收办法，在房产税的征收对象、征收范围、税率以及税收减免优惠等方面有所不同，但两地的试点方案以及实际征收的经验，不仅为房地产税的立法提供了基础，也为房产税的进一步扩大试点提供了参考。

表 2 房地产税改革初步试点阶段政策动向梳理

时间	相关动向
2011.01	国务院第 136 次常务会议同意在部分城市进行个人住房征收房产税改革试点
2011.01	上海和重庆分别发布《上海市开展对部分个人住房征收房产税试点的暂行办法》以及《重庆市人民政府关于进行对部分个人住房征收房产税改革试点的暂行办法》，正式开展房产税试点
2011.03	第十一届全国人大第四次会议通过《中华人民共和国国民经济和社会发展第十二个五年规划纲要》，提出要“研究推进房地产税改革”
2013.02	国务院常务会议提出要“扩大个人住房房产税改革试点范围”
2013.05	第十二届全国人大第一次会议通过《关于 2012 年国民经济和社会发展计划的决议》，提出逐步扩大房产税改革试点范围

资料来源：中国政府网，华西证券研究所

1.2.3. 预备立法阶段（2013-2021 年）：侧重推进房地产税立法工作

2013 年 11 月，十八届三中全会《中共中央关于深化改革若干重大问题的决定》首次明确提出要“加快房地产税立法并适时推进改革”，当时的思路是首先要加快完成立法程序，不必加快扩大试点，但从实际情况来看，房地产税立法工作始终难以落地。此后，在中共中央、全国人大、国务院的会议及文件中多次提出要“推进房地产税立法”，官方表态从“加快推进”、“稳妥推进”、“稳步推进”再到“稳妥推进”，尽管在推进速度上有所改变，但推进房地产税改革的态度始终不变。

表 3 房地产税改革预备立法阶段政策动向梳理

时间	相关动向
2013.11	十八届三中全会《中共中央关于全面深化改革若干重大问题的决定》指出“加快房地产税立法并适时推进改革”
2015.06	《十二届全国人大常委会立法规划》，房地产税被正式列入条件比较成熟、任期内拟提请审议的法律草案
2016.03	第十二届全国人大第四次会议通过《中华人民共和国国民经济和社会发展第十三个五年规划纲要》指出“要完善地方税体系，推进房地产税立法”
2018.03	《政府工作报告》提出“要健全地方税体系，稳妥推进房地产税立法”
2018.03	财政部副部长史耀斌在财政部记者会上指出“房地产税总体思路是‘立法先行、充分授权、分步推进’，目前相关部门正在涉及、完善，同时再进行论证和听取意见”
2018.09	《十三届全国人大常委会立法规划》，将房地产税立法列入第一类项目，条件比较成熟，拟在十三届全国人大任期内提请审议
2019.03	《政府工作报告》提出“稳步推进房地产税立法”
2020.05	《中共中央、国务院关于新时代加快完善社会主义市场经济体制的意见》指出“稳妥推进房地产税立法”
2021.03	第十三届全国人大四次会议通过《中华人民共和国国民经济和社会发展第十四个五年规划纲要和 2035 年远景目标纲要》指出“推进房地产税立法，健全地方税体系，逐步扩大地方税政管理权”

资料来源：中国政府网，华西证券研究所

1.2.4. 深入试点阶段（2021 年以后）：房地产税立法与试点双轨并行

2021 年 10 月，习近平总书记在《求是》杂志上发表重要文章《扎实推动共同富裕》，指出“要积极稳妥推进房地产税立法和改革，做好试点工作”，结合此前财政部四部门召开房地产税改革试点工作座谈会来看，房地产税立法和扩大试点工作被放在了同等位置，立法和试点工作或将双轨并行，试点先行，立法跟上，通过扩大试点范围进一步丰富房地产税的本土经验，用试点效果去支持立法过程中的各种观点。而 10 月 23 日全国人大《关于授权国务院在部分地区开展房地产税改革试点工作的决定》中明确提出“条件成熟时，及时制定法律”，进一步说明立法和试点工作会综合考虑，节奏上会相互呼应，只要试点能够总结出一些具有说服力的经验就可以及时推动立法工作的开展。

表 4 房地产税改革深入试点阶段政策动向梳理

时间	相关动向
2021.05	财政部、全国人大、住建部、税务总局房地产税改革试点工作座谈会，听取部分城市人民政府负责同志及部分专家学者对房地产税改革试点工作的意见
2021.10	习总书记在《求是》杂志上发表《扎实推动共同富裕》，文章指出“要积极稳妥推进房地产税立法和改革，做好试点工作”
2021.10	第十三届全国人大第三十一次会议通过《关于授权国务院在部分地区开展房地产税改革试点工作的决定》，授权国务院在部分地区开展房地产税改革试点工作，试点期限为 5 年

资料来源：中国政府网，华西证券研究所

2. 国外房地产税征收经验

2.1. 美国：宽税基，小税种，重视税收的公平与效率

美国的房产税包含在财产税中，征税对象为房地产等不动产，税收归属于地方政府，是地方政府财政收入的主要来源。美国财产税的征收具有“宽税基，小税种”的特点，“宽税基”体现在财产税税基广泛，除了对公共、宗教、慈善等机构的不动产免征外，其它不动产均需征税，反映了税收公平的原则，为地方政府带来了充足稳定的财政收入；“小税种”则体现在税收的种类少，房地产保有环节只设置财产税，一定程度上可以避免重复征税问题，同时有助于减轻税收成本，提高税收的行政效率。

具体来看，美国财产税的税基评估工作由地方负责，地方拥有独立的财产评估部门，评估机构设在州一级，主要形式包括州政府设立的税基评估部门以及由地方财政部门监管下的第三方评估机构。

评估机构综合运用市场法、成本法和收益法等方法来估算出房屋评估价值（包括房屋本身价值和土地价值）。房屋评估价值也被称为公开市场价格（F.M.V），房屋评估价值并不等于计税价值，各州依据自身情况采用评估价值的一定比例（州法律一般设为 40%）作为最终计税价值，该比例被称为估价折价比率。

财产税税率根据地方财政收支决定，财产税率=应收财产税总额（根据财政预算确定）/应纳税财产的总价值。

税收减免方面，美国财产税主要有税基减免和税额减免。税基减免可对政府以及公共用途的房地产进行税收豁免；税额减免主要针对老人和残疾人，按比例或定额的方式进行税收减免。因此，应纳财产税总额=（计税价值-税收减免额）*财产税税率。

参考《美国财产税的征收办法对我国物业税的借鉴》，下例为乔治亚州 Cobb 县的财产税征收案例：

乔治亚州的财产税计算中家庭财产免税额从 5000 美元到 15000 美元不等，对于残疾人和达到退休年龄的居民进行财产税减免。若该州某家庭自用房屋的评估价值为 225000 美元，当年该县的财产税率为 2.722%，折价估价比率为 40%，则财产税计税价值=225000*40%=90000 美元；扣减家庭免税额（Cobb 县为 10000 美元）后应税价值=90000-10000=80000 美元；年应纳财产税额=80000*2.722%=2177.6 美元。

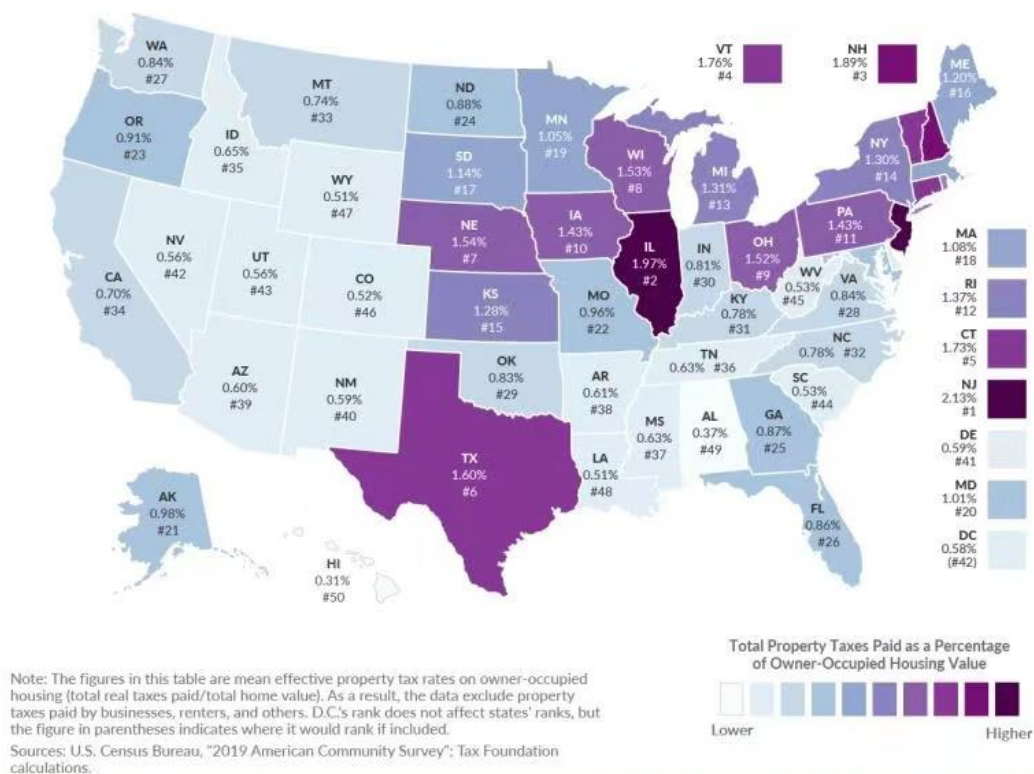
综上所述，从乔治亚州实际征收额约为房产应税评估价格的 1%。由于政府对房产的应税评估价格一般低于实际交易成交价格，实际的纳税比例会更低。根据 Tax foundation 的数据，各洲的平均财产税率大约在 0.31%-1.97%之间。

表 5 美国房产税征收细则梳理

具体内容	
纳税人	财产所有人，没有所有人的应由实际使用人或控制人缴纳房产税
征税对象	所有不动产（包括土地和房屋）
税率	由地方预算收支情况决定，平均在 0.8%-3%之间，并以 1.5%左右的税率水平居多
税基	由房屋评估价值决定，包括房屋本身的价值以及土地的价值，由地方政府设置的独立于征管机构的评估机构进行评估，评估后得到公开市场价值，再乘以估价折价比率，得到计税价值
计算公式	应纳税额=（计税价值-税收减免额）*房产税税率
免税政策	(1) 政府部门的房地产可免税 (2) 由宗教组织、教育机构、慈善机构和非盈利组织拥有的房地产可免税 (3) 低收入和弱势群体如盲人、老人、退伍军人、烈士遗孀等自住房地产可获得税收减免

资料来源：《中美房产税比较分析研究——兼论我国房产税改革建议》，华西证券研究所

图 2 美国 2019 年各州自有住房的平均财产税率



资料来源：Tax Foundation，华西证券研究所

2.2. 英国：保有环节税收历史悠久，住宅税分级计量

英国是世界上最早征收房地产税的国家之一，其房地产税的前身为 17 世纪英荷战争期间为筹集财政收入所征收的“炉灶税”，经过长期的演变后，英国政府于 1992 年颁布《地方政府财政法案》，征收住宅性房地产税。

英国住宅性房地产税是典型的地方税种，评估、分级和征管均由地方估价署（VOA）负责。估价署（VOA）对通过运用各种估价方法对应税住宅进行价值评估，然后根据评估价值对其进行价值分级，英格兰、苏格兰按评估价分为（A-H）8 个等级，威尔士分为（A-I）9 个等级，其中 D 级为基准税级。

一方面，英国政府统一确定不同等级住宅对基准住宅（D 级）的应纳税额乘数，乘数在 6/9-2 之间，另一方面，地方政府可根据各自财政收支情况确定 D 级住宅的基准应纳税额。不同等级住宅的应纳税额=D 级住宅的基准应纳税额*税额乘数。

表 6 英国住宅税征收细则梳理

具体内容	
纳税人	房屋的实际居住者或房屋的所有人
税基	评估价值，由 VOA 根据特定时间公开市场的交易价格进行评估确定
税率	D 级住宅作为基准税级，定额征收基准应纳税额，其它等级住宅按照基准应纳税额乘以税额乘数确定应纳税额
减免政策	（1）自动性税收豁免：因抵押贷款而归银行所有的房产、原住宅所有人移居医院或养老院的房产、所有者为学生且该住宅为其主要居住地的房产等 （2）居住人数少的豁免：当一个成年人独居在一栋住宅时，纳税人可享受 25% 的优惠 （3）住宅为残疾人所有或使用可以将住宅评估级次下调

资料来源：《英国住宅性房地产税制度介绍及经验借鉴》，华西证券研究所

表 7 英国住宅价值等级分级标准（单位：英镑）

住宅价值 分级	英格兰	威尔士（2005 年起新标准）	苏格兰
A	≤40000	≤44000	≤27000
B	40001-52000	44001-65000	27001-35000
C	52001-68000	65001-91000	35001-45000
D 基准税级	68001-88000	91001-123000	45001-58000
E	88001-120000	123001-162000	58001-80000
F	120001-160000	162001-223000	80001-106000
G	160001-320000	223001-324000	106001-212000
H	>320000	324001-424000	>212000
I	--	>424000	--

资料来源：《英国开征住宅税的经验及启示》，华西证券研究所

表 8 英国各等级住宅应纳住宅税税收乘数

等级	A	B	C	D	E	F	G	H
比率	6/9	7/9	8/9	1	11/9	13/9	15/9	2

资料来源：《英国开征住宅税的经验及启示》，华西证券研究所

2.3. 新加坡：房产税差异化税率聚焦调节收入分配

新加坡现行的房地产税收体系中主要包括印花税、所得税和房产税三大税种，其中房产税是其保有环节唯一税种，也是新加坡政府重要的税种之一。新加坡房产税的征收方案聚焦调节贫富差距。房产税的计税依据为房屋年值，是由国内税务局按房屋每年可赚取租金的净收入算出的综合评估价值，同时会结合市场租金变化适时对政府组屋等扶持物业调低年值，降低自住物业税负。税率方面，政府将物业类型分为业主自住住宅、业主非自住住宅和非居住类房屋三类，按照物业类型实施差异化税率，对住宅房地产实施累进房产税税率，对其他房地产采用 10% 税率。对于住宅房地产，自住和非自住的住房也采用不同税阶和累进税率，政府鼓励居民购房自住，对购买自住房者进行税收优惠，对高档私人住宅使用高税率，一定程度上能够调节居民收入分配，抑制房地产投机。

表 9 新加坡财产税征收细则梳理

具体内容	
纳税人	土地、房屋及其他建筑物等财产所有人
征税对象	所有的土地、房屋及其他建筑物等不动产
征收范围	组屋、私人住宅、EC 公寓和所有土地
计税依据	按照房屋年产值，由税务局按房屋每年可赚取租金的净收入算出的综合评估价值，结合市场租金变化适时对政府组屋等扶持物业调低年值，降低自住物业税负
税率	住宅房地产实施累进财产税税率，对其他房地产采用 10% 税率； 对自用型住房实施 4%-16% 的 8 级超额累进税率，免征额 8000 新元 对价值 3 万新元以上的非自用型住宅实施 10%-20% 的 6 级累进税率，无免征额
税收优惠	(1) 对公共宗教场所、接受政府补助的公立学校、具有慈善目的的建筑物或有益于新加坡社会发展的建筑物免征 (2) 财政部部长可通过发布命令的形式，对指定类别的资产，符合一定期限和条件，减免或免除全部或部分应征财产税，对纳税人确有资金困难的给予减征或免征优惠

资料来源：《新加坡房地产税实践经验借鉴及中国的政策选择》，《房产税计税依据：新加坡的经验借鉴与启示》，华西证券研究所

表 10 新加坡业主自住房屋财产税税率

用途	评估的房产年值（单位：新元）	税率
自住	≤8000	免征额
	8001-55000	4%
	55001-70000	6%
	70001-85000	8%
	85001-100000	10%
	100001-115000	12%
	115001-130000	14%
	≥130001	16%

资料来源：《房产税计税依据：新加坡的经验借鉴与启示》，华西证券研究所

表 11 新加坡业主非自住房屋财产税税率

用途	评估的房产年值 (单位: 新元)	税率
非自住	≤30000	10%
	30001-45000	12%
	45001-60000	14%
	60001-75000	16%
	75001-90000	18%
	≥90001	20%

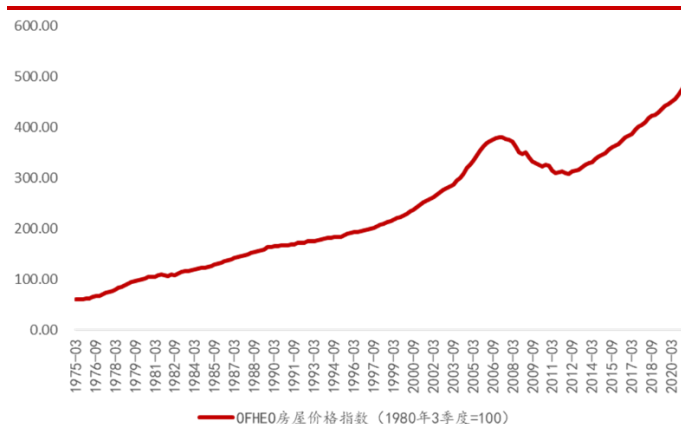
资料来源:《房产税计税依据:新加坡的经验借鉴与启示》, 华西证券研究所

2.4. 国外房地产税征收效果

2.4.1. 房地产税对各国的房价影响较小

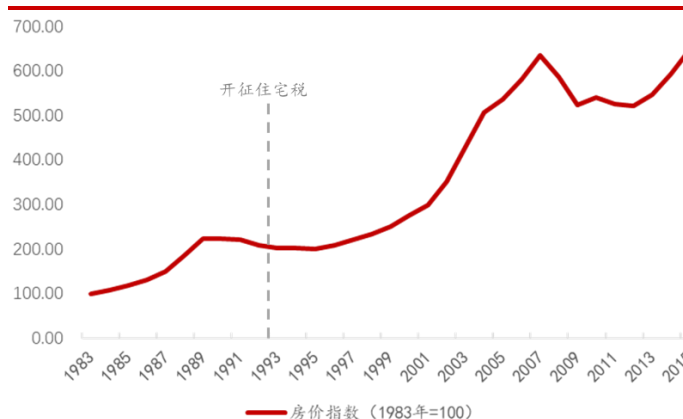
美国、英国和新加坡的实践结果显示, 房地产税对房价的调节作用有限。美国在 20 世纪各州已普遍征收财产税, 但房价在 1975-2020 的 45 年间, 房屋价格指数保持上升的趋势, 唯一大幅下跌的情况出现在 2008 年次贷危机以后。英国在 1993 年正式废止“社区税”, 开征住宅税以后, 房价有轻微的下跌, 但之后仍持续上涨且涨幅较大。新加坡开征财产税以后, 房价和租金指数均有波动, 房价涨幅相对较小, 但值得注意的是, 新加坡政府一直以来对其房地产市场坚持“行政干预为主, 市场调节为辅”的原则, 牢牢掌握房地产市场的主动权, 严格打击投机炒作, 通过建立强有力的保障房制度实现了“居者有其屋”, 使得新加坡具有较高的住房自有率, 并一直将房价控制在一个合理的区间, 因此, 财产税仅仅是作为新加坡政府调控房地产市场“组合拳”的一部分, 不能完全依靠房地产税来抑制房价。

图3 美国 1975-2020 年 OFHEO 房屋价格指数变化



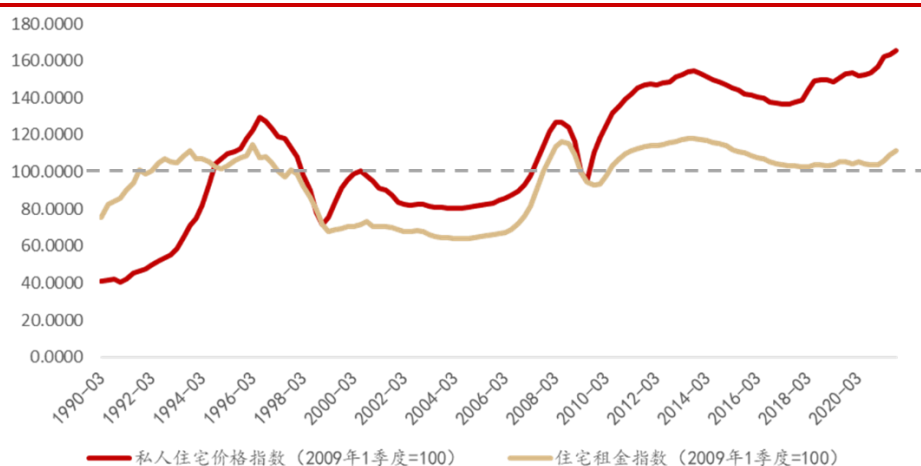
资料来源: wind, 华西证券研究所

图4 英国 1983-2015 年房价指数变化



资料来源: wind, 华西证券研究所

图5 新加坡 1990-2020 年私人住宅价格指数及住宅租金指数变化

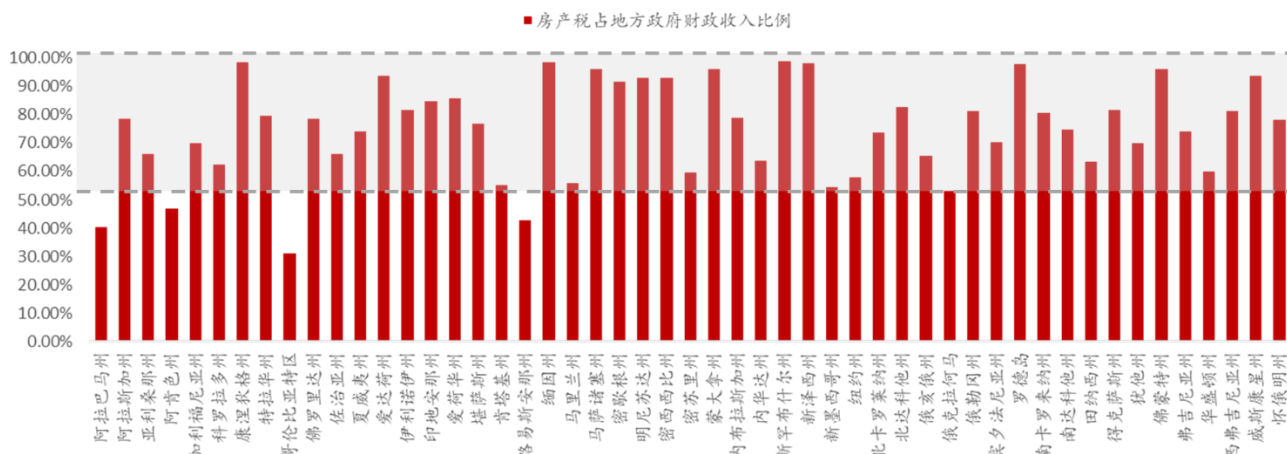


资料来源: wind, 华西证券研究所

2.4.2. 各国对房地产税的功能定位不同使其对地方财政影响存在差异

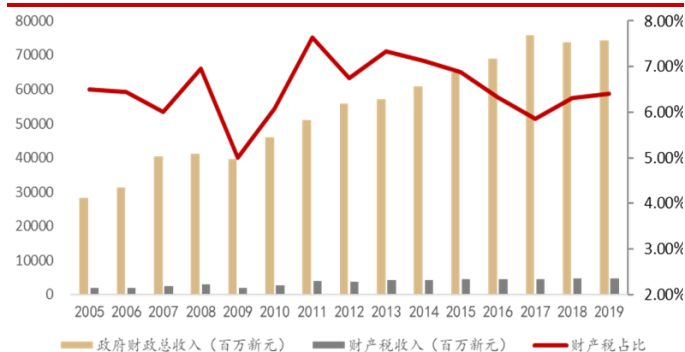
美国房地产税改革起初主要目的是为了在独立战争期间为筹集财政收入而设立, 20 世纪 70 年代以后, 美国房地产税重心不断下移, 房地产税收入占州以下地方政府财政收入的比重逐步提高, 经过长时间的发展, 已成为美国州以下地方政府十分重要的支柱性税收来源。而新加坡征收财产税的主要目的在于调节贫富差距, 打击投机行为, 在财产税征收中对自住房有税收优惠, 对非自住房则严格足额征收较高税率的财产税, 同时对低收入阶层也有减免政策。因此, 财产税收入在新加坡政府财政收入中占比并不高, 是政府财政的重要税源之一但并非其主要税源。

图 6 美国 1992-2018 年各州房地产税占地方财政收入比重平均值



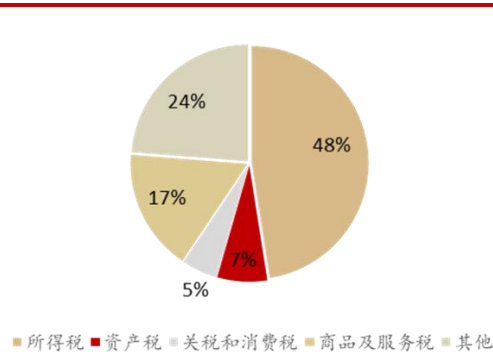
资料来源: wind, 华西证券研究所

图 7 新加坡 2005-2019 年房产税征收情况



资料来源: wind, 华西证券研究所

图 8 新加坡 2019 年各类税收占比



资料来源: wind, 华西证券研究所

3. 我国房产税试点现状

3.1. 上海、重庆房产税试点：温和的渐进改革

从 2011 年 1 月 28 日开始，上海和重庆两地均结合自身实际情况开展了房产税改革试点。从征收对象上看，上海主要针对投资性房屋征收，基本不包括自住房，并且主要对增量房征收，不针对存量房，政策目标更加侧重抑制投机性需求；重庆主要针对高端住房，绝大多数普通住房不在征收范围中，仅对“三无”人员的新购二套及以上普通投资性住房征税，而对其他人员的多套投资性住房不征税，对于自住和投资需求的税收调节区分不如上海明显，更加注重区分是普通住房还是高档住房，但重庆不仅对增量住房征收，同时也对存量住房征收，政策目标更加侧重对收入分配的调整。

从税率上看，上海的比例税率为 0.6%，重庆为 0.5%-1.2% 的累进税率。

从计税依据上看，两地均按住房的市场交易价格作为计税依据，但上海按市场交易价格的 70% 计纳。

从**免税面积**上看，上海按照人均 60 平方米免税，重庆存量独栋别墅按 180 平方米免税，新增独栋别墅和高档住宅按 100 平方米免税。

从**税收使用**上看，两地均将房产税税收用于保障性住房的建设和维护。

总体而言，上海和重庆两地的房产税试点均具有起征点高、税基较窄、免征面积大的特点，都是通过柔性切入的方式实施的相当温和的渐进式改革方案。

表 12 上海、重庆两地房产税征收细则对比

	上海	重庆
征收对象	上海居民家庭在本市新购且属于居民家庭第二套及以上的住房和非本市家庭在本市新购的住房	个人拥有的独栋商品房、个人新购的高档住房（包括存量房）（价格超过主城九区近两年新建商品房均价 2 倍及以上的）、无户籍、无企业、无工作者新购的第二套及以上普通住房
计税依据	试点初期，按应税住房的市场交易价格作为计税依据，按市场交易价格的 70% 计纳	暂按房产的交易价格计算
税率	0.6%	(1) 个人拥有的独栋商品房，税率为 0.5% (2) 个人新购的高档住房（价格超过主城九区近两年新建商品房均价 2 倍及以上的住房），分别按 3 倍以下、3~4 倍、4 倍以上实行 0.5%、1%、1.2% 的差别税率 (3) 无户籍、无企业、无工作者新购的第二套及以上普通住房，税率为 0.5%
税收优惠	(1) 本市居民家庭合并住房面积人均 60 平方米以下的新购住房免征房产税 (2) 非本市居民持居住证满 3 年并有工作者，新购唯一家庭住房，免征房产税 (3) 子女婚姻需要新购的唯一住房，免征 (4) 新购住房后一年内出售原有唯一住房的，退还先征的房产税	(1) 一个家庭只能对一套应税住房扣除免税面积，原有独栋商品住宅，免税面积 180 平方米 (2) 新增独栋商品住宅和高档住房，免税面积 100 平方米 (3) 三无人员不扣除免税面积
税额计算	应纳税额=新购住房应税面积*新购住房单价*70%*税率	应纳税额=应税建筑面积*建筑面积交易单价*税率
税收用途	全部用于保障性住房建设和维护	用于公租房的建设和维护

资料来源：《上海市开展对部分个人住房征收房产税试点的暂行办法》，重庆市人民政府，华西证券研究所

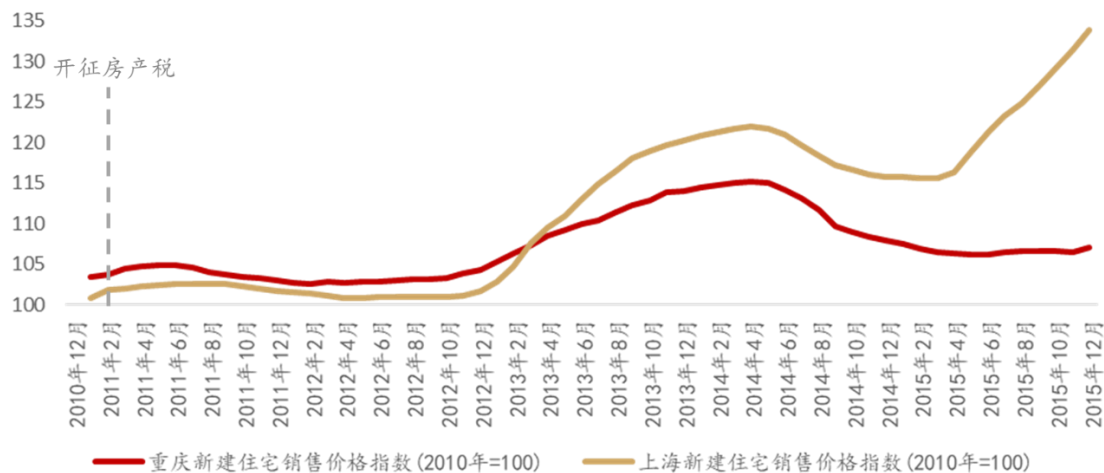
3.2. 试点效果

3.2.1. 对房价的调控作用有限

上海和重庆在 2011 年初对居民住宅开征房产税后，新建商品房销售价格指数都有轻微的下降，但在 2012 年以后又呈现上升态势，且涨幅较大。这在一定程度上说

明，在房产税开征后的短期内，可能能够对房价起到一定的调控作用，但需要值得注意的是，两地在房产税改革期间还有其他房地产调控政策同步实施，特别是上海在2011年1月31以后出台了商品房限购限贷政策，因此，住宅价格的下跌不一定完全归功于房产税的征收。2013年以后两地房价的上涨也说明，房价的决定因素始终是供求关系，仅仅要依靠房产税对房价进行抑制较为困难。

图9 上海、重庆开征房产税后新房销售价格指数变化



资料来源：国家统计局，华西证券研究所

3.2.2. 短期并未成为地方政府主要税源

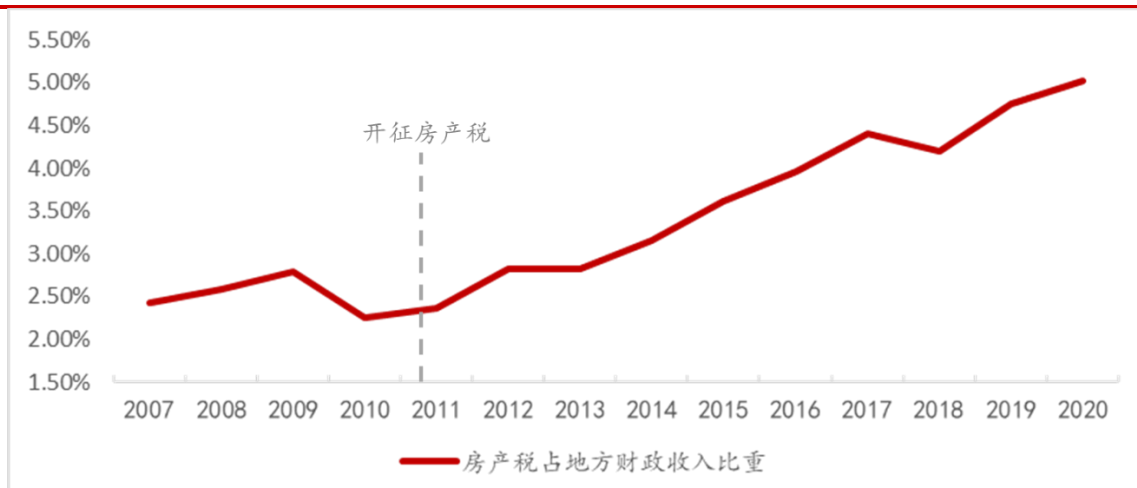
上海和重庆两地房产税占地方财政收入的比重都相对较低，其中上海房产税占地方财政收入的比重一直以来都在2%~3.5%之间波动，重庆房产税的比重则相对稍高，且有逐步增加的趋势，但仍不足5%。从两地的试点效果来看，由于两地的试点方案均采用了较低的税率，征收范围相对较小，税基较窄，房产税占比较低也在情理之中。从房产税的使用上看，两地都将用于保障性住房的支出，但房产税税额较低，对于保障性住房的建设来说难以起到较强的资金补充作用，政府仍需通过传统的一些手段来补充资金。但对比来看，重庆房产税占比高于上海并且比重逐步提高，可能的原因在于重庆在征收范围上，纳入了存量独栋别墅等高档住房，而上海仅对新增住房进行征收并且税率也相对较低，因此，要想增强房产税对地方财政收入的支持作用，或许需要考虑将存量住宅纳入房产税的征收范围。

图 10 上海 1998-2020 年房产税占地方财政收入比重变化



资料来源: wind, 华西证券研究所

图 11 重庆 2007-2020 年房产税占地方财政收入比重变化



资料来源: wind, 华西证券研究所

4. 我国房地产税改革展望

4.1. 试点推广需解决的难题

房地产税改革势在必行,但由于房地产税改革涉及范围广、内容复杂,尽管国际上有许多有益经验值得借鉴,但考虑到我国自身国情的特点,要推进房地产税改革扩大试点仍存在一些问题有待解决。

4.1.1. 房地产税税基评估问题

从国际经验来看,房地产税的税基多为评估价值乘以计税价值比例。由于每一宗房地产都具有不同的区位条件,具有独特性和不可替代性,因此,从理论上讲,每一宗房地产的价值都是不同的。由于房地产价值受周边环境和区域房地产市场的影响十

分明显，所以房地产的价值会随时间的变化而增减，使用评估价值有助于体现房产价值的动态变化，能够有助于体现税收公平。

但不同类型的房地产适用不同的估价方法，比如住房主要使用市场比较法，工业房地产一般使用成本法，商业房地产多使用收益法等等，使得税基评估往往耗费较高成本，并且需要专业的评估机构进行评估。同时由于房地产状况差异大、税基评估机构工作疏漏以及纳税人对税基评估不了解等原因，纳税人对评估结果可能会提出异议，因此，在大部分按评估价值征税的国家，均建立了专门的税基评估异议处理机制，对评估结果进行公示，提高信息透明度，增强评估结果公信力，并通过评估机构复核、评估仲裁以及诉讼等方式妥善解决评估争议。

目前，对一手住宅评估的价格有多种口径，主要包括网签合同价、银行评估价和涉税评估价。以上海的涉税评估价为例，涉税评估价主要是由房产交易中心自动评估，也叫交易中心核验价，所缴纳的税费都是以该核验价格为准。通常涉税评估价为网签合同价的 5 折左右。同时在 2020 年部分城市房价涨幅过大之后，当地也推出了二手房指导价进行市场调控。目前实行二手房参考价制度的城市主要包括深圳、东莞、宁波、成都、三亚、西安、绍兴、无锡、合肥和广州。二手房参考价通常为当地住建局在二手房网签交易价格基础上，综合考虑税务部门、金融部门的评估价格、周边新建商品住房网签价格等因素评估得出，一般为网签合同价的 6 折左右。涉税评估价、二手房参考价的形成机制逐步完善，未来有望成为房地产税的计税基础。

4.1.2. 房地产税征收对象的选择

房地产税到底对增量房征收还是存量房征收是十分具有争议的一个问题，如果仅对增量房征收而将存量房排除在外则会产生税收调节收入不公平的问题。房地产具有强大的保值增值性，早期购买房产的人能够获得更长时间的资产增值，往往比同期不能购买的群体更加富有，因此，对于投资性住房的拥有者来说，存量房的持有者会比增量房的持有者更加富有，因此，若仅对增量房征税使得一部分比普通人群收入高的群体需要交税，但更加富有的群体却不用交税，显然会影响房地产税收调节功能的实现。

如果将存量房纳入征收范围，一方面有助于扩大税基，促进税收公平，另一方面有助于增加二手房市场的供给，盘活存量，促进房地产市场资源的合理配置，但若将存量房作为征收对象则会影响更多人的利益，可能会加大改革的阻力。

4.1.3. 房地产税征收中的住房权属问题

我国的住房权属关系复杂，多种产权并存，存在一些不完全产权的房屋，以及不具有法律地位的小产权房。这类住房计税价值评估难度较大，税率测算和指定权限尚未明确，若将其按照同一地段的完全产权住房的评估价值征税，则不完全产权住房的使用人可能会认为税收不公，因为不完全产权房的评估价值应该更低，使用人认为应当享受减税政策；但如果由于产权不同而享受不同的减税政策，反而可能会导致人们更多选择特殊产权房屋来进行避税，违背了税收公平的原则。若专门为这类特殊房屋进行价值评估，则会提高评估成本，增加征管工作的开展难度。

4.2. 试点推广的影响

从国内外已有试点经验来看，房地产税的扩大试点主要存在三方面的影响，分别是对房地产市场的影响、对政府财政建设的影响以及对调节收入分配、实现共同富裕的影响。

4.2.1. 对房地产市场

房产税会增加住房保有成本，会影响人们未来的预期，短期内保持观望态度，从而减少房地产需求，导致房价有所下降。如果征收范围扩大到存量房，那么拥有多套房的群体则可能会将手中空置的住房进行出售或者出租，一方面会增加二手房市场的供给，另一方面会增加可供租赁的房源，盘活存量。当然，拥有多套房的房东也存在提高租金以转嫁税负冲动，但二手房市场供给的增多又能够对冲掉一部分租金的上涨。

房价的决定性因素是供求关系，而在供求两端又能细化出更多影响房价的因素，因此，调控房价是一个系统工程，需要运用多种手段，国内国外的试点经验都表明，房地产税对房价的影响有限，短期内可能会导致房价有所下跌，但对于一些经济较为发达的地区，对新市民和新产业都具有很强的吸引力，具有较强的经济基本面可以支撑房地产市场的需求，而往往这些地方的住宅供给又是不足的，因此供不应求进一步推高房价，所以，长期来看，房地产税难以对房价进行有效的抑制。

当然，如果房产税的征收力度超过投机者们预期的炒房收益，投机性需求也会得到抑制，在一定程度上有助于抑制由于投机行为带来的房价的不正常的上涨，促进房价更加真实地反映供求关系。因此，从长期来看，房地产税更多地是发挥“稳定器”的作用，让房价不再大涨大跌。

4.2.2. 对地方财政

房地产税改革有助于完善地方财政体系。目前我国房地产税收呈现明显的“重流转、轻保有”的特点，但合理的财政体制中不应该仅拥有开发和流转环节的税种，也应该重视住房保有环节的税种。

从房产税的特点来看，它具有成为地方主体税种的可能性。房产税的征税对象具有非流动性，能够带来持续的现金流，财政收入相对稳定，在征收中如果能够做到“宽税基”，则有可能成为地方政府重要的税收来源。

但从我国目前“窄税基，低税率”的征收情况来看，房产税收入还远远没有达到成为主体税种的要求，当然这也与上海、重庆房产税缴纳时间短有关。实际上，房地产税改革扩大试点以后，由于我们目前仍处于快速城镇化阶段，政府需要进行大规模的公共建设，而房产税在开征初期预计仍会采用“低税率”的柔性切入方式，所以短期内房产税都很难代替土地出让收入。房产税税收规模的大小主要由税率和税基决定，随着我们进入存量房时代，如果房产税的税基也能够逐步扩大，则有望成为地方政府的重要税源。

4.2.3. 对共同富裕

从房产税征收的国际经验来看，通过免税和税收优惠政策能够实现房产税调节收入分配差距的作用。新加坡通过“普遍征收、负担较轻、部分优惠”的原则，拉开了中低价格住房和高级住房的税负差距，降低了中低价格住房的税负，提高了高级住房的税负，使房产税起到了调节收入差距的作用，而房产税税收用于公共事业的支出，促进了社会和谐。因此，从长期来看，房产税的征收一定程度上有助于调节收入分配，缩小贫富差距，促进社会公平，实现共同富裕。

5. 投资建议

从国际经验来看，房地产税的推出对各国影响较小，无法单独作为调控房价的工具。而由于房地产税的税收规模很大程度上取决于税基、税率和税收优惠政策，因此房地产税是否能够成为地方政府的主体税种取决于政府对房地产税的功能定位。我们认为，我国房地产税推出后可能短期增加市场上二手房的供给，导致二手房房价短期承压，但房价长期主要取决于其板块的经济发展水平，房地产税推出不会导致房价大跌。同时长期来看，房地产税对于房价的作用在于实现其“稳定器”的功能，使房价不再大涨大跌，有助于实现房地产市场稳房价、稳地价、稳预期的目标，从而使房地产市场长期稳定发展。

目前，房地产板块估值处低位，业绩确定性强，股息高。我们重点推荐业绩确定性强的龙头房企万科 A、保利发展、金科股份、新城控股、滨江集团、旭辉控股集团、碧桂园、宝龙地产以及物管板块碧桂园服务、招商积余、新城悦服务、旭辉永升服务、新大正和南都物业。相关受益标的包括龙湖集团、中国金茂、保利物业、绿城服务等。

6. 风险提示

房地产行业销售不及预期：购房者需求下降，项目销售去化速度放缓，行业销售增速下滑。

房地产融资环境进一步恶化：房地产企业信用风险上升，金融机构对地产企业信贷投放进一步收紧，房企现金流趋紧。

房地产税实施力度过大：房地产税的征收税率过高，导致对房地产市场形成较大的负面冲击。

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，第八届Wind“金牌分析师”房地产行业第一名。

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。