

华侨城（000069）—利空传言重挫股价，下跌即为买入良机

苏平
86-755-82943252
suping@ccs.com.cn

谨慎推荐 A（下调）

事件：

周五（12 日）网易商业频道转载了《第一财经日报》关于深圳拟重新开征土地增值税的报道，导致地产股大幅下跌，其中华侨城以 9.15 元的跌停价格报收；

简评：

- 1、土地增值税早在 93 年底已经出台。93 年 12 月 13 日，国务院发布《中华人民共和国土地增值税暂行条例》；95 年 1 月 27 日，财政部颁布《中华人民共和国土地增值税暂行条例实施细则》，但一直未得到严格执行。
- 2、根据我们的了解，有关部门的确在对深圳重新开征土地增值税一事进行论证。比较可能的情况是，重新征收土地增值税，但对计税方法进行简化（参照北京、上海的做法，按照销售收入的 0.5%或 1%预缴）。如果这样，对房地产企业的负面影响十分有限。
- 3、无论是否重新开征土地增值税，在消息明朗之前，市场对增值税开征的恐惧心理短时期内难以消除，这将对包括华侨城在内的地产股今后一段时间的走势形成压力。
- 4、如果深圳重新开征土地增值税，仍有几个问题需要进一步明确：（1）划断时间；（2）是否按照《暂行条例》和《实施细则》规定的税率进行征收；（3）是否意味着在深圳试点之后将在全国铺开。
- 5、按照《暂行条例》和《实施细则》规定，土地增值税的纳税人为转让国有土地使用权、地上的建筑物及其附着物（以下简称转让房地产）并取得收入的单位和个人，纳税基数为纳税人转让房地产所取得的增值额（转让房地产所取得的收入减除地价、建安成本、管理费用、销售费用、财务费用等规定扣除项目金额后的余额，为增值额），纳税办法为分级累进。具体为：

（1）增值额未超过扣除项目金额 50% 土地增值税税额 = 增值额 × 30%

（2）增值额超过扣除项目金额 50%，未超过 100% 的土地增值税税额 = 增值额 × 40% - 扣除项目金额 × 5%

（3）增值额超过扣除项目金额 100%，未超过 200% 的土地增值税税额 = 增值额 × 50% - 扣除项目金额 × 15%

（4）增值额超过扣除项目金额 200% 土地增值税税额 = 增值额 × 60% - 扣除项目金额 × 35%（公式中的 5%，15%，35% 为速算扣除系数）。

计入扣除系数后，各级实际缴纳的增值税率实际为 30%、30-35%、35-42.5%、42.5-60%。

- 6、重征土地增值税对地产公司的影响不尽相同。地产业务利润率越高、深圳业务比重越大的公司受影响越大。以高端产品为主、深圳项目比重大的华侨城受影响最大；
- 7、假设 9 月起深圳市重新开征土地增值税，征收对象为 9 月以后开盘的项目，按照《暂行条例》和《实施细则》中规定的累进税率、扣除速算扣除系数测算，结果显示，05、06 年，房地产业务净利润将分别由 5.07、9.55 亿下降到 4.77、6.21 亿，下降幅度分别为 5.8%、35%。EPS 由先前预测的 0.57、1.01 元下降到 0.54、0.71 元。
- 8、估值。按照 15 倍 PE，分别以 05EPS、05-06 加权 EPS 进行估值。（1）不含土地增值税因素的估值。不考虑对价，华侨城合理股价区间应在 8.48-10.13 元；如流通股获得 10 送 3 的对价，则估值提高到 11.02-13.17 元；（2）考虑土地增值税因素的估值。不考虑对价，华侨城合理股价区间应在 8.08-8.71 元；如流通股获得 10 送 3 的对价，则估值提高到 10.50-11.30 元；
- 9、结论：假设 9 月以后深圳开征土地增值税，并按照《实施细则》的规定进行征收（这是对华侨城最不利的情况），考虑到 10 送 3 以上的对价预期，华侨城的合理股价仍应达到 10.5-11.3 元，高于 9.15 元的现价。鉴于土地增值税的不确定性，我们将华侨城的短期评级由强烈推荐下调到谨慎推荐。周一开盘后如股价继续下跌则为买入良机。

表 1：土地增值税对 05、06 年华侨城地产业务收益影响比较（单位：亿元）

项目		天鹅堡	纯水岸	三洲田	东方花园	尖岗山	北京华侨城	上海浦江镇	合计
不含增值税因素	2005	2.46	2.60	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	5.07
	2006	2.74	1.24	2.29	0.27	0.94	1.21	0.87	9.55
增值税率		0.36	0.47	0.50	0.36	0.30			
考虑增值税因素	2005	2.46	2.31	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	4.77
	2006	1.84	0.69	1.36	0.14	0.39	1.21	0.58	6.21

数据来源：招商证券

表 2：土地增值税对华侨城业绩及估值影响分析

年度		净利润（亿）	EPS（元）		无对价估值（元）		含对价（10 送 3）估值（元）	
			2005E	05E-06E 加权	下限	上限	下限	上限
不含增值税因素	2005	6.28	0.57	0.68	8.48	10.13	11.02	13.17
	2006	11.18	1.01					
考虑增值税因素	2005	5.98	0.54	0.58	8.08	8.71	10.50	11.32
	2006	7.84	0.71					
增值税影响（%）	2005	-4.68			-4.68	-14.08	-4.68	-14.08
	2006	-29.92						

数据来源：招商证券（说明：05 年结算项目中，天鹅堡二期 2 区及纯水岸 21 套别墅已经销售，我们判断即使出台土地增值税，亦不会对以上部分产生影响）

附件 1: 《中华人民共和国土地增值税暂行条例》

中华人民共和国土地增值税暂行条例

中华人民共和国国务院令

第 138 号

一九九三年十二月十三日

中华人民共和国土地增值税暂行条例

第一条 为了规范土地、房地产市场交易秩序，合理调节土地增值收益，维护国家权益，制定本条例。

第二条 转让国有土地使用权、地上的建筑物及其附着物（以下简称转让房地产）并取得收入的单位和个人，为土地增值税的纳税义务人（以下简称纳税人），应当依照本条例缴纳土地增值税。

第三条 土地增值税按照纳税人转让房地产所取得的增值额和本条例第七条规定的税率计算征收。

第四条 纳税人转让房地产所取得的收入减除本条例第六条规定扣除项目金额后的余额，为增值额。

第五条 纳税人转让房地产所取得的收入，包括货币收入、实物收入和其他收入。

第六条 计算增值额的扣除项目：

- （一）取得土地使用权所支付的金额；
- （二）开发土地的成本、费用；
- （三）新建房及配套设施的成本、费用，或者旧房及建筑物的评估价格；
- （四）与转让房地产有关的税金；
- （五）财政部规定的其他扣除项目。

第七条 土地增值税实行四级超率累进税率：

增值额未超过扣除项目金额 50% 的部分，税率为 30%。

增值额超过扣除项目金额 50%、未超过扣除项目金额 100% 的部分，税率为 40%。

增值额超过扣除项目金额 100%、未超过扣除项目金额 200% 的部分，税率为 50%。

增值额超过扣除项目金额 200% 的部分，税率为 60%。

第八条 有下列情形之一的，免征土地增值税：

- （一）纳税人建造普通标准住宅出售，增值额未超过扣除项目金额 20% 的；
- （二）因国家建设需要依法征用、收回的房地产。

第九条 纳税人有下列情形之一的，按照房地产评估价格计算征收：

- （一）隐瞒、虚报房地产成交价格的；
- （二）提供扣除项目金额不实的；
- （三）转让房地产的成交价格低于房地产评估价格，又无正当理由的。

第十条 纳税人应当自转让房地产合同签订之日起七日内向房地产所在地主管税务机关办理纳税申报，并在税务机关核定的期限内缴纳土地增值税。

第十一条 土地增值税由税务机关征收。土地管理部门、房产管理部门应当向税务机关提供有关资料，并协助税务机关依法征收土地增值税。

第十二条 纳税人未按照本条例缴纳土地增值税的，土地管理部门、房产管理部门不得办理有关的权属变更手续。

第十三条 土地增值税的征收管理，依据《中华人民共和国税收征收管理法》及本条例有关规定执行。

第十四条 本条例由财政部负责解释，实施细则由财政部制定。

第十五条 本条例自一九九四年一月一日起施行。各地区的土地增值费征收办法，与本条例相抵触的，同时停止执行。

附件 2:《中华人民共和国土地增值税暂行条例实施细则》**中华人民共和国土地增值税暂行条例实施细则**

财政部发布

一九九五年一月二十七日

中华人民共和国土地增值税暂行条例实施细则

第一条 根据《中华人民共和国土地增值税暂行条例》（以下简称条例）第十四条规定，制定本细则。

第二条 条例第二条所称的转让国有土地使用权、地上的建筑物及其附着物并取得收入，是指以出售或者其他方式有偿转让房地产的行为。不包括以继承、赠与方式无偿转让房地产的行为。

第三条 条例第二条所称的国有土地，是指按国家法律规定属于国家所有的土地。

第四条 条例第二条所称的地上的建筑物，是指建于土地上的一切建筑物，包括地上地下的各种附属设施。

条例第二条所称的附着物，是指附着于土地上的不能移动，一经移动即遭损坏的物品。

第五条 条例第二条所称的收入，包括转让房地产的全部价款及有关的经济收益。

第六条 条例第二条所称的单位，是指各类企业单位、事业单位、国家机关和社会团体及其他组织。

条例第二条所称个人，包括个体经营者。

第七条 条例第六条所列的计算增值额的扣除项目，具体为：

（一）取得土地使用权所支付的金额，是指纳税人为取得土地使用权所支付的地价款和按国家统一规定交纳的有关费用。

（二）开发土地和新建房及配套设施（以下简称房增开发）的成本，是指纳税人房地产开发项目实际发生的成本（以下简称房增开发成本），包括土地征用及拆迁补偿费、前期工程费、建筑安装工程费、基础设施费、公共配套设施费、开发间接费用。

土地征用及拆迁补偿费，包括土地征用费、耕地占用税、劳动力安置费及有关地上、地下附着物拆迁补偿的净支出、安置动迁用房支出等。

前期工程费，包括规划、设计、项目可行性研究和水文、地质、勘察、测绘、“三通一平”等支出。

建筑安装工程费，是指以出包方式支付给承包单位的建筑安装工程费，以自营方式发生的建筑安装工程费。

基础设施费，包括开发小区内道路、供水、供电、供气、排污、排洪、通讯、照明、环卫、绿化等工程发生的支出。

公共配套设施费，包括不能有偿转让的开发小区内公共配套设施发生的支出。

开发间接费用，是指直接组织、管理开发项目发生的费用，包括工资、职工福利费、折旧费、修理费、办公费、水电费、劳动保护费、周转房摊销等。

（三）开发土地和新建房及配套设施的费用（以下简称房地产开发费用），是指与房地产开发项目有关的销售费用、管理费用、财务费用。

财务费用中的利息支出，凡能够按转让房地产项目计算分摊并提供金融机构证明的，允许据实扣除，但最高不能超过按商业银行同类同期贷款利率计算的金额。其他房地产开发费用，按本条（一）、（二）项规定计算的金额之和的5%以内计算扣除。

凡不能按转让房地产项目计算分摊利息支出或不能提供金融机构证明的，房地产开发费用按本条（一）、（二）项规定计算的金额之和的10%以内计算扣除。

上述计算扣除的具体比例，由各省、自治区、直辖市人民政府规定。

（四）旧房及建筑物的评估价格，是指在转让已使用的房屋及建筑物时，由政府批准设立的房地产评估机构评定的重置成本价乘以成新度折扣率后的价格。评估价格须经当地税务机关确认。

（五）与转让房地产有关的税金，是指在转让房地产时缴纳的营业税、城市维护建设税、印花税。因转让房地产交纳的教育费附加，也可视同税金予以扣除。

（六）根据条例第六条（五）项规定，对从事房地产开发的纳税人可按本条（一）、（二）项规定计算的金额之和，加计20%的扣除。

第八条 土地增值税以纳税人房地产成本核算的最基本的核算项目或核算对象为单位计算。

第九条 纳税人成片受让土地使用权后，分期分批开发、转让房地产的，其扣除项目金额的确定，可按转让土地使用权的面积占总面积的比例计算分摊，或按建筑面积计算分摊，也可按税务机关确认的其他方式计算分摊。

第十条 条例第七条所列四级超率累进税率，每级“增值额未超过扣除项目金额”的比例，均包括本比例数。

计算土地增值税税额，可按增值额乘以适用的税率减去扣除项目金额乘以速算扣除系数的简便方法计算，具体公式如下：

（一）增值额未超过扣除项目金额50%土地增值税税额=增值额×30%

（二）增值额超过扣除项目金额50%，未超过100%的土地增值税税额=增值额×40%—扣除项目金额×5%

（三）增值额超过扣除项目金额100%，未超过200%的土地增值税税额=增值额×50%—扣除项目金额×15%（四）增值额超过扣除项目金额200%土地增值税税额=增值额×60%—扣除项目金额×35%公

式中的 5%，15%，35% 为速算扣除系数。

第十一条 条例第八条（一）项所称的普通标准住宅，是指按所在地一般民用住宅标准建造的居住用住宅。高级公寓、别墅、度假村等不属于普通标准住宅。普通标准住宅与其他住宅的具体划分界限由各省、自治区、直辖市人民政府规定。

纳税人建造普通标准住宅出售，增值额未超过本细则第七条（一）、（二）、（三）、（五）、（六）项扣除项目金额之和 20% 的，免征土地增值税；增值额超过扣除项目金额之和 20% 的，应就其全部增值额按规定计税。

条例第八条（二）项所称的因国家建设需要依法征用、收回的房地产，是指因城市实施规划、国家建设的需要而被政府批准征用的房产或收回的土地使用权。

因城市实施规划、国家建设的需要而搬迁，由纳税人自行转让原房地产的，比照本规定免征土地增值税。

符合上述免税规定的单位和个人，须向房地产所在地税务机关提出免税申请，经税务机关审核后，免予征收土地增值税。

第十二条 个人因工作调动或改善居住条件而转让原自用住房，经向税务机关申报核准，凡居住满五年或五年以上的，免予征收土地增值税；居住满三年未满五年的，减半征收土地增值税。居住未满三年的，按规定计征土地增值税。

第十三条 条例第九条所称的房地产评估价格，是指由政府批准设立的房地产评估机构根据相同地段、同类房地产进行综合评定的价格。评估价格须经当地税务机关确认。

第十四条 条例第九条（一）项所称的隐瞒、虚报房地产成交价格，是指纳税人不报或有意低报转让土地使用权、地上建筑物及其附着物价款的行为。

条例第九条（二）项所称的提供扣除项目金额不实的，是指纳税人在纳税申报时不据实提供扣除项目金额的行为。

条例第九条（三）项所称的转让房地产的成交价格低于房地产评估价格，又无正当理由，是指纳税人申报的转让房地产的实际成交价低于房地产评估机构评定的交易价，纳税人又不能提供凭据或无正当理由的行为。

隐瞒、虚报房地产成交价格，应由评估机构参照同类房地产的市场交易价格进行评估。税务机关根据评估价格确定转让房地产的收入。

提供扣除项目金额不实的，应由评估机构按照房屋重置成本价乘以成新度折扣率计算的房屋成本价和取得土地使用权时的基准地价进行评估。税务机关根据评估价格确定扣除项目金额。

转让房地产的成交价格低于房地产评估价格，又无正当理由的，由税务机关参照房地产评估价格确定转让房地产的收入。

第十五条 根据条例第十条的规定，纳税人应按照下列程序办理纳税手续：

（一）纳税人应在转让房地产合同签订后的七日内，到房地产所在地主管税务机关办理纳税申报，并向税务机关提交房屋及建筑物产权、土地使用权证书，土地转让、房产买卖合同，房地产评估报告及其他与转让房地产有关

的资料。

纳税人因经常发生房地产转让而难以在每次转让后申报的，经税务机关审核同意后，可以定期进行纳税申报，具体期限由税务机关根据情况确定。

（二）纳税人按照税务机关核定的税额及规定的期限缴纳土地增值税。

第十六条 纳税人在项目全部竣工结算前转让房地产取得的收入，由于涉及成本确定或其他原因，而无法据以计算土地增值税的，可以预征土地增值税，待该项目全部竣工、办理结算后再进行清算，多退少补。具体办法由各省、自治区、直辖市地方税务局根据当地情况制定。

第十七条 条例第十条所称的房地产所在地，是指房地产的座落地。纳税人转让房地产座落在两个或两个以上地区的，应按房地产所在地分别申报纳税。

第十八条 条例第十一条所称的土地管理部门、房产管理部门应当向税务机关提供有关资料，是指向房地产所在地主管税务机关提供有关房屋及建筑物产权、土地使用权、土地出让金数额、土地基准地价、房地产市场交易价格及权属变更等方面的资料。

第十九条 纳税人未按规定提供房屋及建筑物产权、土地使用权证书，土地转让、房产买卖合同，房地产评估报告及其他与转让房地产有关资料的，按照《中华人民共和国税收征收管理法》（以下简称《征管法》）第三十九条的规定进行处理。

纳税人不如实申报房地产交易额及规定扣除项目金额造成少缴或未缴税款的，按照《征管法》第四十条的规定进行处理。

第二十条 土地增值税以人民币为计算单位。转让房地产所取得的收入为外国货币的，以取得收入当天或当月1日国家公布的市场汇价折合成人民币，据以计算应纳土地增值税税额。

第二十一条 条例第十五条所称的各地区的土地增值费征收办法是指与本条例规定的计征对象相同的土地增值费、土地收益金等征收办法。

第二十二条 本细则由财政部解释，或者由国家税务总局解释。

第二十三条 本细则自发布之日起施行。

第二十四条 1994年1月1日至本细则发布之日期间的土地增值税参照本细则的规定计算征收。

附：招商证券公司投资评级

类别	级别	定义
短期评级	强烈推荐	预计未来 6 个月内，股价涨幅为 20%以上
	谨慎推荐	预计未来 6 个月内，股价涨幅为 10-20%之间
	中性	预计未来 6 个月内，股价变动幅度介于 $\pm 10\%$ 之间
	回避	股价跌幅为 10%以上
长期评级	A	公司长期竞争力高于行业平均水平
	B	公司长期竞争力与行业平均水平一致
	C	公司长期竞争力低于行业平均水平

附：招商证券行业投资评级

类别	级别	定义
评级	推荐	行业基本面向好，预计未来 6 个月内，行业指数将跑赢综合指数
	中性	行业基本面稳定，预计未来 6 个月内，行业指数跟随综合指数
	回避	行业基本面向淡，预计未来 6 个月内，行业指数将跑输综合指数

重要说明

本报告只是对调研公司的快速反应，具体内容和数据请参看正式报告。其中的信息为调研所得，报告中的内容和意见仅供参考。本邮件可能包含机密信息，只派发给特定的用户。任何更改或以任何方式传播、复制或派发此邮件内容的行为都被禁止。如果阁下错误收到本邮件，请及时与发信人联系，并删除所有电脑、磁盘或其他存储媒介中含有的本邮件内容。因使用或依赖本邮件或其内容而导致的任何直接或间接损失，招商证券不承担任何责任。