

### 方正证券研究所证券研究报告

### 行业专题报告

行业研究

房地产行业

2018.08.30/推荐

首席分析师 韩振国  
执业证书编号: S1220515040002  
TEL: 010-68584800  
E-mail: hanzhenguo@foundersc.co

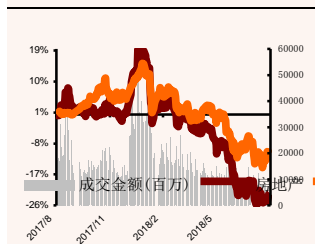
联系人: 夏亦丰

TEL:  
E-mail: xiayifeng@foundersc.co

#### 重要数据:

上市公司总家数	134
总股本(亿股)	2785.41
销售收入(亿元)	7926.48
利润总额(亿元)	1453.48
行业平均 PE	50.62
平均股价(元)	7.27

#### 行业相对指数表现:



数据来源: wind 方正证券研究所

#### 相关研究

《业绩靓丽,销售有望继续强势》2018.08.26  
《利润率实现高增长,积极拿地彰显扩张决心》2018.08.21  
《销售如期回升,资金环境有所缓和》2018.08.15  
《毛利率显著提升,土储充足保障业绩释放》2018.08.14  
《引入平安成为第二大股东,业绩承诺推动利润高增长》2018.07.11

请务必阅读最后特别声明与免责条款

#### 核心观点:

1. 包干制限制了中央财政收入的**增长,推动了分税制改革**。在财政包干体制(1980-1993年)下,地方的财政收支范围和管理权限得到了扩大,地方财政收入有了明显的增长,但中央财政收入的占比却不断下降。全国财政收入长期处于低弹性范围,落后于GDP的增速。
2. 分税制改革导致中央与地方政府财政关系重新变革。分税制改革实际是一次中央推动的财政集权改革。一方面,让地方和中央的财政收入都实现了大幅度增长,都享受到了改革红利,全国财政收入/GDP从11%提升到了21%;另一方面将大量地方政府的收入集中于中央,1994年中央财政收入重新超过地方财政收入。而地方政府对营业税的依赖程度加大,占比基本维持在28%左右。
3. 所得税和分税制改革使得地方政府对土地财政的依赖度提升,而这段时间正是中国城市化率快速提升的阶段。在分税制改革后相当于地方上缴给了中央政府一部分主要收入,因此地方政府在营业税之外,找到了一种围绕土地出让的滚动循环的金融模式。地方政府成立融资平台,实现公司化的土地金融运作,而土地作为了一种最高信用的抵押品。从1998年到2016年土地出让收入的复合增速达到了29%。
4. 营改增加剧地方政府对土地财政的依赖,地方政府对土地价格尤为重视;但随着房地产调控深化,以及建立更好的财税体系,根据国外的经验来看,房产税可能将成为解决方法之一,但不是用来打压资产价格的手段。地方财政收入在2011年再次超过了中央,中央从2012年开始实现营改增,将营业税全部变为共享税,以至于改革后地方政府失去了一个重要的税收来源,因此更加依赖非税收入,主要是土地出让收入。2012年到2017年,土地出让金复合增速达到13%,而楼面价复合增速更是高达22%。随着中央调控房地产市场,以及总体土地供应计划减少,土地出让收入会逐渐减少,而地方政府的财政缺口可能会需要通过其他方面来补充,根据国外的经验,房产税和遗产税可能会成为考虑的方面。但目前房产税仍处于立法阶段,稳妥推进房产税仍需考虑诸多方面,且对市场的影响有限。具体房产税研究详见我们的财税系列报告二。

**投资建议:**从财税改革的进程来看,从包干制、分税制、所得税改革、营改增到国地税合并,整体向着协调财力、均衡中央与地方的财政关系、健全税制体系的方向发展。我们认为,在中央调控主基调不变的情况下,现在行业正在转向成本端,在利润受到限制的时候,资源型和独立模式型的房企能够更好的发挥优势。我们推荐:招商蛇口、万科、新城控股、保利地产、

旭辉控股集团。

**风险提示：**政策收紧超预期，利率上行，财税体制有所变化。

## 目录

1	中央与地方政府间的财政关系经历了多次集权和分权的变更.....	5
2	中央财政困难是分税制改革的根本原因.....	7
2.1	包干制限制了中央财政收入的增长.....	7
2.2	包干制下中央与地方财政分配机制逐渐扭曲.....	8
2.3	包干制下中央财政形势严峻.....	9
3	分税制改革导致中央与地方政府财政关系重新变革.....	10
3.1	分税制改革后中央财政收入重新超过了地方财政收入.....	10
3.2	分税制改革后地方政府增加了对营业税的依赖程度.....	10
3.3	转移支付增加了对西部地区的财政支持.....	12
4	地方政府对土地财政依赖度不断上升.....	14
4.1	所得税改革打破当时居民收入不平衡的格局，同时中央也获得了一个新的分享税收入.....	15
4.2	分税制和所得税改革加大了地方政府对土地财政的依赖度，而这段时间正是中国城市化率提升最快的时间段.....	16
4.3	地方政府形成了围绕土地出让的金融模式.....	18
5	营改增使得地方政府更加依赖土地财政.....	19
5.1	营改增后地方政府失去了一个重要税种，但也让全国税收体系变得高效.....	19
5.2	后营改增时代，土地价格对地方政府来说变得重要.....	21
5.3	土地出让金预计将逐渐减少，房产税可能成为解决地方政府财政短缺的方法之一，但不是用来打压资产价格的手段.....	23
6	投资建议.....	23
7	风险提示.....	24

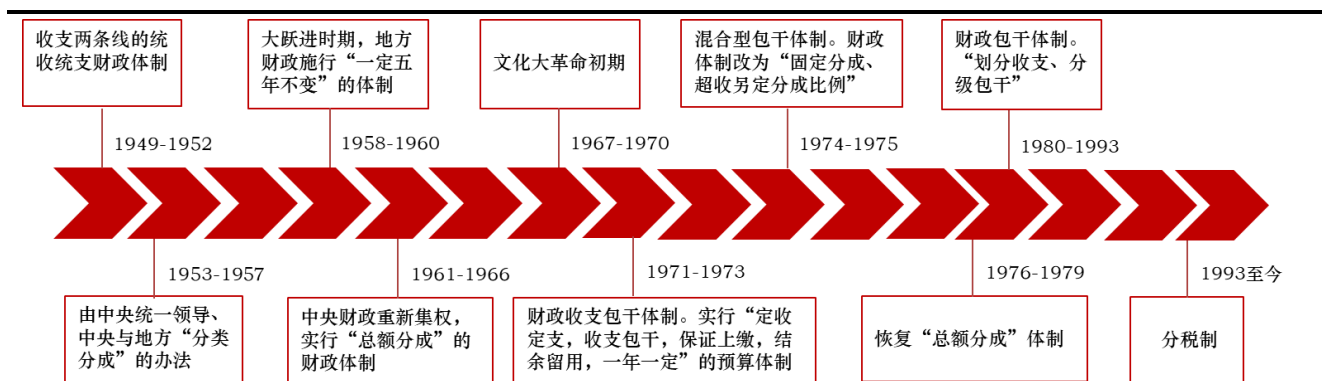
图表目录

图表 1:	1980-1993 年我国实行财政包干制 .....	5
图表 2:	财政包干制的变化过程（省级单位个数） .....	6
图表 3:	财政包干制下地方财政收入多缴少补 .....	7
图表 4:	财政包干制调动了地方财政的积极性 .....	7
图表 5:	1980-1993 年 GDP 保持 17.83%的增速 .....	7
图表 6:	1980-1993 年财政收入对 GDP 的弹性仅为 0.58 .....	7
图表 7:	地方财政上缴收入增量占比不断减少 .....	8
图表 8:	1993 年中央财政收入占比持续减小到 22% .....	8
图表 9:	财政支出增速远超财政收入增速 .....	9
图表 10:	分税制改革为地方和中央政府带来红利 .....	10
图表 11:	中央财政收入在 1994 年超过地方 .....	10
图表 12:	共享税在中央税收收入中的占比较高 .....	11
图表 13:	增值税占比在下降 .....	11
图表 14:	消费税是中央财政收入的主要来源之一 .....	11
图表 15:	营业税是地方财政收入的主要来源 .....	11
图表 16:	分税制下中国中央、地方政府税收收入构成 .....	11
图表 17:	税收返还占地方财政收入的比重逐渐减小 .....	12
图表 18:	政府财政转移功能 .....	13
图表 19:	一般转移支付占比逐渐变大 .....	14
图表 20:	西部地区人均财政转移支付逐步增加 .....	14
图表 21:	中国居民收入的基尼系数逐渐变大 .....	15
图表 22:	2000 年中国基尼系数处在较高水平 .....	15
图表 23:	城乡居民收入逐渐变大 .....	15
图表 24:	东部贡献了所得税的 78.56% .....	16
图表 25:	中央对西部一般性转移支付占比 47.97% .....	16
图表 26:	土地出让收入从 1999 年后开始显著增加 .....	16
图表 27:	地方政府对土地出让金依赖度逐渐提高 .....	17
图表 28:	全国城市化进程不断推进 .....	17
图表 29:	土地出让金管理体系变化 .....	18
图表 30:	滚动循环的金融模式 .....	18
图表 31:	营改增推进阶段图 .....	19
图表 32:	部分行业营改增后税率变化 .....	20
图表 33:	2016 年 5-8 月四大行业减税 486 亿元 .....	20
图表 34:	四大行业税负下降明显 .....	20
图表 35:	营业税和增值税区别明显 .....	21
图表 36:	楼面地价呈现上升趋势 .....	22
图表 37:	2011 年以后土地供应量和建面出现下滑趋势 .....	22
图表 38:	2011 年以后成交土地量和成交面积有所下降 .....	22
图表 39:	土地增值税和契税仍然在增长 .....	22
图表 40:	土地增值税和契税占比不断增加 .....	22
图表 41:	18 年上半年土地成交价仍是上涨趋势 .....	23
图表 42:	地方财政赤字不断扩大 .....	23

## 1 中央与地方政府间的财政关系经历了多次集权和分权的变更

中央、地方政府间财政关系是财权、财力、事权和支出责任的组合，在不同的财政体制下，它们的组合关系不同。中央地方关系决定了地方政府行为决策的选择范围和监督程度，也与地方政府提供公共物品和公共服务的效率与公平性直接相关。集权和分权是描述中央和地方关系的核心概念。说到集权，秦始皇统一中国，第一次在中国建立了统一的专制集权财政体制。但是，秦很快就灭亡了，真正再次重新在中国建立起统一的集权财政体制的是汉武帝，经济上实行土地私有制，财政税收最初以土地税为主。而财政分权的极端例子是春秋战国时的分封制，君王完全没有全国财政使用权。

图表1： 1980-1993 年我国实行财政包干制



资料来源：方正证券研究所

**1949-1952 年：中央财政高度集权。**新中国成立后，我国实行的是收支两条线的高度集权的“统收统支”的财政体系。一切财政收支项目、收支程序、税收制度、供给标准、行政人员编制等，均由中央制定。各级政府的财政支出由中央统一审核，逐级拨付。地方履行事权的一切财政支出都由中央预算安排，中央代替地方履行财政支出责任。地方政府的事权与财政支出责任脱节，地方政府的财权与财力分离。

**1953-1957 年：初步划分中央和地方财政的范围，并没有改变中央财政集权。**这个阶段财政体制转变为中央和地方财政划分收入。1954 年开始实行由中央统一领导、中央与地方“分类分成”的办法，将财政收入划分为固定收入、固定比例分成收入、中央调剂收入三大类。地方预算每年由中央核定，如果其固定收入超出地方正常支出，剩余部分不在全部上解中央，而是按剩余部分在地方固定收入中的比重与中央进行分成，分成比例一年一定。如果地方的预算支出大于地方固定收入和固定比例分成，不足的部分则由中央调剂收入弥补。在这个阶段出现的主要问题是由于分成比例每年一变，古国一个省前一年收入增长很快，那么下一年上解中央的比例就会快速上涨。

**1958-1960 年：大跃进时期。**地方财政收入从“以支定收、一年一变”转变为“一定五年不变”的体制。1958 年初，中央政府开始全面下放权限，重新加强大行政区概念，成立了 7 大协作区，并要求建立经济中心。地方财政收入的基础和支出权限也迅速增加。全面放权迅速刺激了经济增长，但另一方面却带来“极左”的路线运动，地



方政府出现指标竞赛行为，导致经济结构的严重失调，农业、工业等产品指标完全失真。

**1961-1966 年：中央财政重新集权。中央上收了地方的财权和财力，实行“总额分成”的财政体制。**不再划分中央和地方的固定收入，而是一揽子计划中央和地方的所有预算收入，各地区将自己的预算收入减掉支出之后，按照这个余额占预算收入的比重与中央进行总额分成。这个比重是每年一变的，财政权的重新集中帮助了国民经济重新恢复正常。

**1967-1970 年：文化大革命初期。**这段时期的财政体制与中央和地方的财政关系变化较多，但主要是中央掌握大权为主。

**1971-1973 年：实施财政收支包干体制。**1971 年实行“定收定支，收支包干，保证上缴（或差额补贴），结余留用，一年一定”的预算体制。明确划分了中央和地方的财权和事权。地方收支划定后，由地方包干，自求收支平衡；收大于支的地区，包干上缴，相应计算收入留解比例；支大于收的地区，中央差额补贴，地方包干使用；超收部分，原规定全部留地方，1972 年改为超收 1 亿元以上部分上缴中央 50%；年终结余留用。体制一年一定。

**1974-1975 年：混合型包干体制。**财政体制改为“固定分成、超收另定分成比例”。中央和地方在基数以内的分成比例固定，超收部分的分成比例不固定。这其实是综合了原来的分类分成体制和总额分成体制。

**1976-1979 年：恢复“总额分成”体制。**之前的放权并没有达成财政收入和经济的快速增长，同时在经过文革后，全国的财政状况都面对很大的困难，最终又恢复了集权时期的总额分成体制。

**1980-1993 年：财政包干体制。**地方财政收支挂钩，多收可以多支。中央核定收支总额，分别不同情况由地方包干上缴收入或中央差额补贴，地方在划定的收支范围内自行组织收入，自主安排支出，自求收支平衡。1980 年实行的“划分收支、分级包干”，按隶属关系把收入分为中央固定收入、地方固定收入、中央与地方调剂分成收入；支出基本上按隶属关系划分，地方收支挂钩后，按 1979 年的收支基数经调整后确定各地的包干数。地方支出，首先用地方的固定收入、固定比例分成收入抵补，如有多余，上缴中央；如果不足，用调剂收入弥补。如果固定收入、固定比例分成收入、调剂收入全部留给地方，仍不能补足地方支出的，中央差额补助。

图表2： 财政包干制的变化过程（省级单位个数）

	1980-1984年	1985-1987年	1988-1992年
总额分成	(15)		3
固定比例分成	15*	17	3
比例上解或补助			11
定额上解或补助	4	9	11
民族地区体制	8	8	8

资料来源：《财政包干制、分税制与城市化》，方正证券研究所  
注：1）\*这 15 个省在 1983-1984 年实行的是总额分成。

2) 江苏省作为试验省份，自 1977 年起实行的是“固定比例包干”制度，到 1981 年和 15 省一样实行“划分收支、分级包干”的体制，这个省没有包括在此栏中。

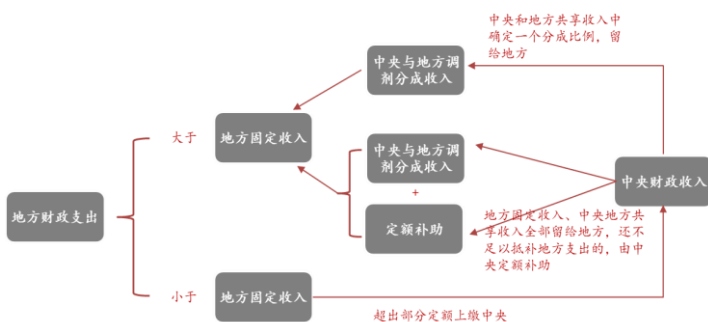
**1993 年至今：分税制。**1993 年 12 月 15 日，国务院颁布了《关于实行分税制财政管理体制的决定》，拉开了分税制改革的帷幕。分税制改革打破了实行了近 50 年的收支挂钩的地方财政体制，在基本没有改变中央与地方事权范围的前提下，将税种统一划分为中央税、地方税和中央地方共享税，并建立中央税收和地方税收体系，地方收支脱钩。

## 2 中央财政困难是分税制改革的根本原因

### 2.1 包干制限制了中央财政收入的增长

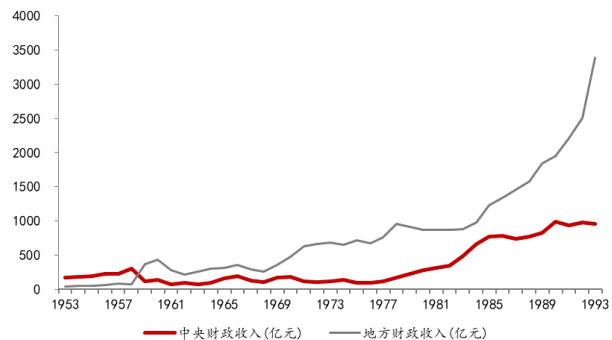
包干制扩大了地方的财政收支范围和管理权限，地方财政收入有了明显的增长，但中央财政收入的占比却不断下降。1950 年到 1980 年期间地方政府与中央的财政收入的差额不大，但从 1980 年开始，差额出现明显的扩张，地方政府财政收入大幅增加，以年复合 11% 的增速增长，到 1993 年差额已经扩大到 2433 亿元。中央财政收入的占比从 1984 年的 41% 下降到 1993 年的 22%。

图表3： 财政包干制下地方财政收入多缴少补



资料来源：方正证券研究所

图表4： 财政包干制调动了地方财政的积极性

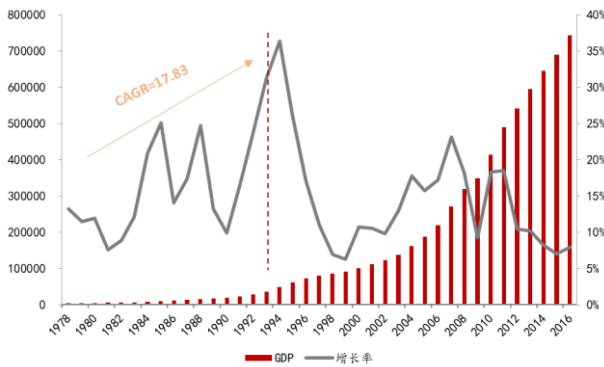


资料来源：国家统计局，方正证券研究所

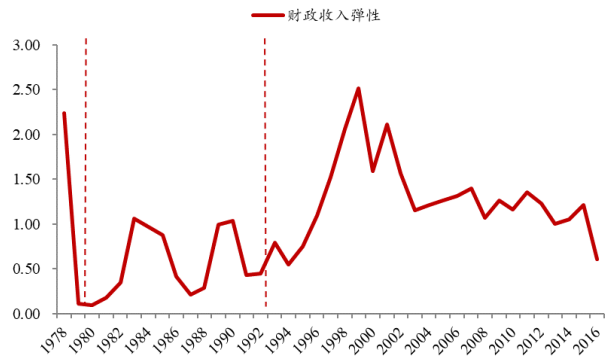
**财政收入长期处于低弹性范围，落后于 GDP 的增速。**全国财政收入占 GDP 的比重从 1980 年的 25% 下滑到 1993 年的 12%。1980-1993 年实行包干制财政体制期间，我国经济高速增长并没有带动和促进国家财力的同步增长。尽管在包干制期间，全国公共财政收入复合增速达到 11%（主要有地方财政收入贡献），但和 GDP 的增长速度相比还是不足的。GDP 从 1980 年的 4545 亿元增长到 1993 年的 35333 亿元，年复合增长率高达 17.83%；而国家财政收入规模从 1980 年的 1160 亿元增长到 1993 年的 4349 亿元，年复合增长率为 11.15%。这期间国家财政收入对 GDP 的增长弹性平均仅为 0.58，属于低弹性范围。（注：财政收入增长弹性一般用于分析国内生产总值的增长速度与财政收入增长速度的关系， $\text{财政收入弹性} = \text{财政收入增长率} / \text{GDP 名义增长率}$ 。）

图表5： 1980-1993 年 GDP 保持 17.83% 的增速

图表6： 1980-1993 年财政收入对 GDP 的弹性仅为 0.58



资料来源：国家统计局，方正证券研究所



资料来源：国家统计局，财政部，方正证券研究所

财政收入长期处于低弹性范围的原因是地方财政藏富于基层、藏富于企业，制约了财政收入的合理增长。在包干制下，地方政府与地方国有企业结合为利益共同体。地方政府会主动帮助企业获得贷款等融资，企业的规模不断扩张，地方政府也能获得大量的增收。在“划分收支、分级包干”的体制下，假如一个国有企业是省管企业，那么该企业的收入均由该省级政府征收，然后再根据一定的分成规则，向中央上缴部分收入，剩下的收入归地方所有。即使一级政府对某企业拥有财权，但该级政府凭借财权取得的财力并非完全属于该级政府所有，还需要在政府间进行分配。该企业流动资金、固定资金的供给等各项事权都属于该省级政府，所以地方政府大多倾向多留存、少上缴。

## 2.2 包干制下中央与地方财政分配机制逐渐扭曲

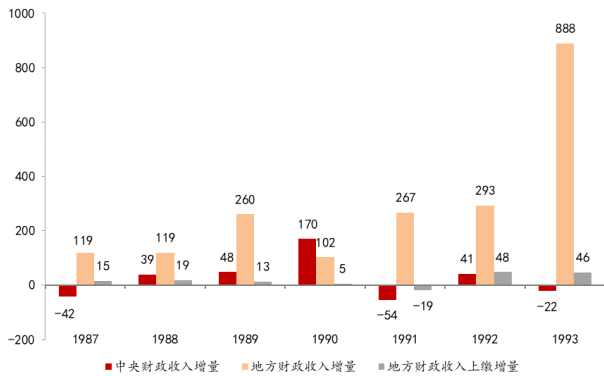
各级财政所支配的财力受制于中央与地方的财政收入分成比例。在 1980-1993 年实施包干制期间，各级财政支配的财力在很大程度上取决于地方上缴、中央补助和分成比例的高低，而这些比例的核定缺乏客观性和固定性。比如说某省 1979 年的地方财政收入是 1 亿元，财政支出是 6000 万，1980 年地方财政收入增长到 2 亿元时，地方政府就可以支出 1.2 亿元，而差额的 0.8 亿元要按分成比例上缴中央；如果当年地方财政支出超过了 1.2 亿元，中央政府会通过调整分成比例来弥补；如果中央的分成收入全部留给地方，仍不能补足地方支出的，中央会差额补助。

为了在与中央博弈过程中争取自身利益最大化，各地都倾向于增加支出，压缩收入，提高分成比例。1987-1993 年，虽然地方财政收入上缴有所增加，但地方财政收入增量与地方财政收入上缴增量差距的持续扩大，导致了地方财政收入上缴占地方财政收入的比重从 27% 逐年下降到 15%，地方财政收入上缴增量占地方财政收入增量的比重从 16% 下降到 5%。与地方在财政收入增量分配中的强势地位形成鲜明对比的是，中央财政增收极其困难，中央与地方分配机制严重扭曲，中央财政收入占全国财政收入的比重由 1987 年的 34% 下降到 1993 年的 22%。

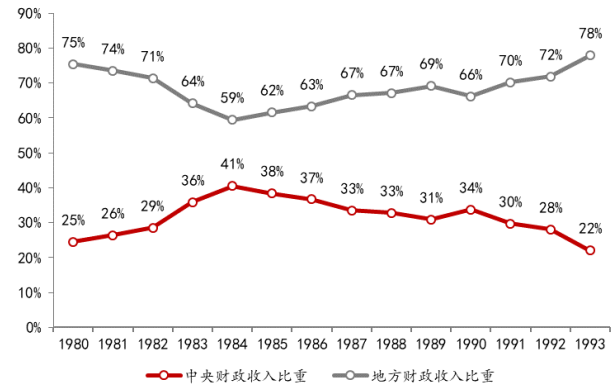
图表7： 地方财政上缴收入增量占比不断减少

图表8： 1993 年中央财政收入占比持续减小到 22%





资料来源:《新中国六十年统计资料汇编》, 方正证券研究所



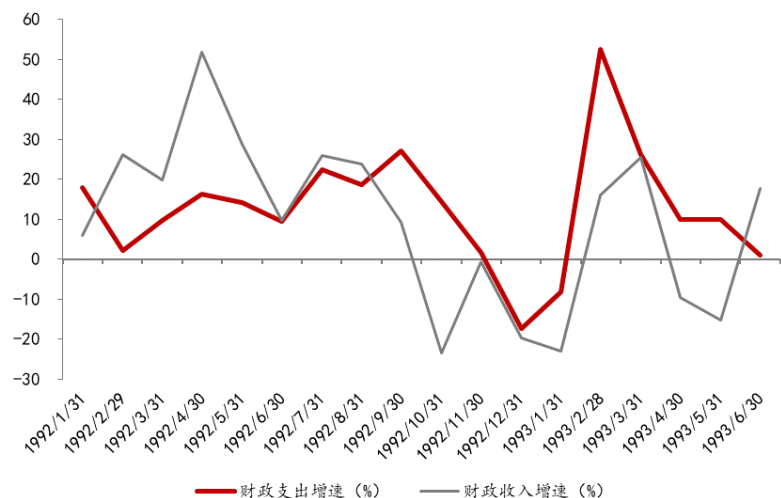
资料来源: 财政部, 方正证券研究所

## 2.3 包干制下中央财政形势严峻

为了弥补中央财政收入, 国务院先后两次出台《办法》集中全国财力。1982年12月, 国务院发布的《国家能源交通重点建设基金征集办法》, 《办法》规定凡未开征能源交通基金的城乡集体企业和个体工商户, 应当按照所得税后利润的7%缴纳能源交通基金。1989年2月, 国务院发布《国家预算调节基金征集办法》, 为加强国家宏观调控能力, 适当集中一部分财力, 所有国营企业事业单位、机关团体、部队和地方政府的各项预算外资金, 所有集体企业、私营企业以及个体工商户缴纳所得税后的利润, 都必须按照项目当年收入的10%计征。

**1993年上半年中央财政形势格外严峻。**从1990年开始, GDP开始飞速增长, 1991年和1992年的GDP增速分别达到了16.6%和23.6%, 1993年上半年GDP增长趋势仍然保持。与此相反的是, 国家财政特别是中央财政却全线吃紧。1993年一季度财政收入比1992年同期仅增长7.2%, 财政支出却增长了21.6%。1993年二季度财政收入比1992年同期下降了2.8%, 财政支出却增长了6.5%。

图表9: 财政支出增速远超财政收入增速



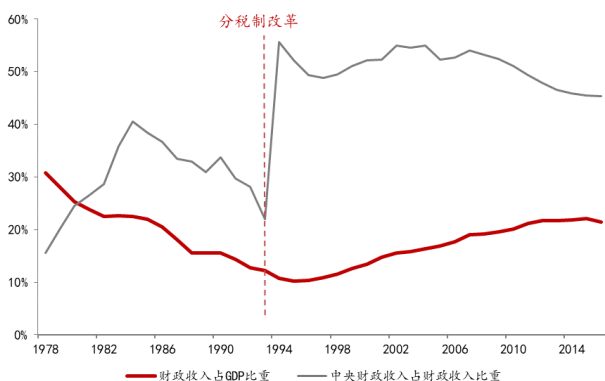
资料来源: 财政部, 方正证券研究所

### 3 分税制改革导致中央与地方政府财政关系重新变革

#### 3.1 分税制改革后中央财政收入重新超过了地方财政收入

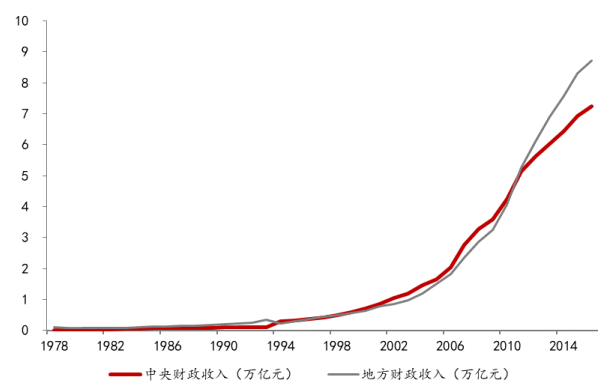
分税制改革是一次中央推动的财政集权改革。一方面，让地方和中央的财政收入都实现了大幅度增长，都享受到了改革红利；另一方面将大量地方政府的收入集中于中央。自 1994 年分税制改革以来，全国财政收入大幅度增长，从 1994 年占 GDP 的 10.73% 不断增长到 2011 年占 GDP 的 21.23%。中央与地方财政收入增长幅度都较大，中央财政收入占比明显得到提升，中央与地方政府利益分配格局已经得到重新规划，分税制改革已经取得了较为明显的成功。中央财政收入在 1994 年即超过了地方财政收入，尽管后面有很短的几年时间低于地方，但一直到 2010 年一直都领先。

图表10： 分税制改革为地方和中央政府带来红利



资料来源：《新中国六十年统计资料汇编》，方正证券研究所

图表11： 中央财政收入在 1994 年超过地方



资料来源：财政部，方正证券研究所

广义的分税制改革主要包括两个方面：1) 税制改革，即税种的重新划分和调整。2) 财政体制改革，即中央和地方重新划分和调整各自的财权和事权。税制改革主要有以下几方面：流转税改革（征收统一的增值税、调整营业税征收范围）、所得税类改革（实行统一税率的企业所得税、统一征收个人所得税）、资源税调整（开征土地增值税）。财政体制的改革主要是：划分税种（中央税、地方税、共享税）、实行税收返还和转移支付、分设中央地方两套税务机构分别征税。

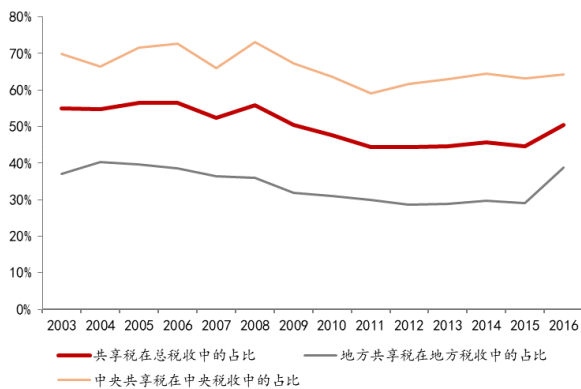
1994 年分税制改革遵循“存量不动，增量调整”的原则，采用了帕累托改进方式。如果采用全盘“洗牌”的方式进行的话，经济发展较好的地方大部分财政收入进入中央财政进行统筹，势必降低这些地方发展经济的积极性。因此，1994 年分税制改革采用的是双轨制运行方式，采用“基数+增长”方式进行，即保证地方政府在分税制改革前的财政收入的基础上，主要对财政收入增长部分进行调整，基本上没有触动原有的利益格局，保证了分税制改革顺利进行。

#### 3.2 分税制改革后地方政府增加了对营业税的依赖程度

分税制实际上是将征税的权利集中到了中央，但地方政府逐渐摸索到了替代关系。在包干制的时候地方政府很多时候会实行税收减免，内部管理和征收范围也比较混乱，分税制后所有税种都划分清楚，

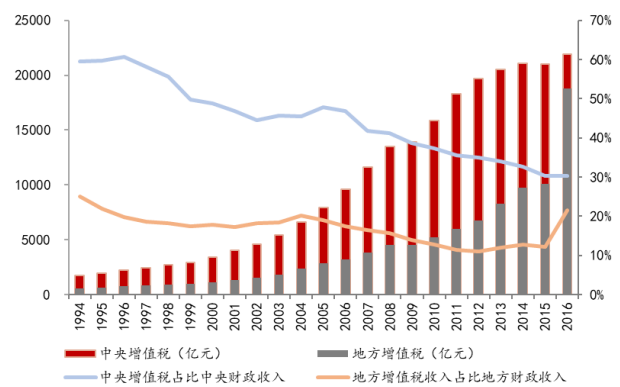
税收立法权收归于中央，中央的税目税率的调整权、开征停征权以及减免税的审批权也手归于中央。另一方面，收入集中至中央的效应明显。分税制改革重新划分了税收收入构成，主要包括中央与地方共享税、地方税以及中央税。其中地方与中央政府共享税约占到总税收的约 60%。分税制改革后，中央财政收入中最大的两块一个是增值税，一个是消费税。1994 年，中央和地方的增值税总和为 2308 亿元，占全国财政收入的 44%；中央分享的增值税为 1728 亿元，占中央财政收入的 59%；消费税为 487 亿元，占中央财政收入的 17%。这样看来仅增值税和消费税两项就占到当年中央财政收入的 76%。而地方政府的主要财政收入来自于营业税，除了铁路、银行总行、保险公司总公司缴纳的营业税直接归属于中央之外，其他的营业税均为地方政府留存收入。1994 年，地方政府营业税为 647 亿元，占地方政府财政收入的 28%，此后基本都维持在较高的水平。而反观中央的增值税占比一直在下降（由于是共享税，地方政府的增值税占比也在下降），到了 2016 年仅为 30%。

图表12： 共享税在中央税收收入中的占比较高



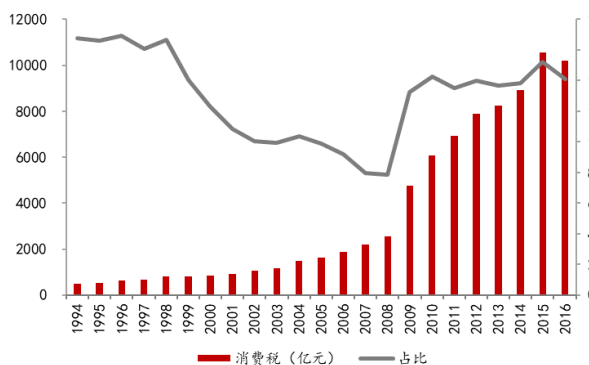
资料来源：国家统计局，方正证券研究所

图表13： 增值税占比在下降



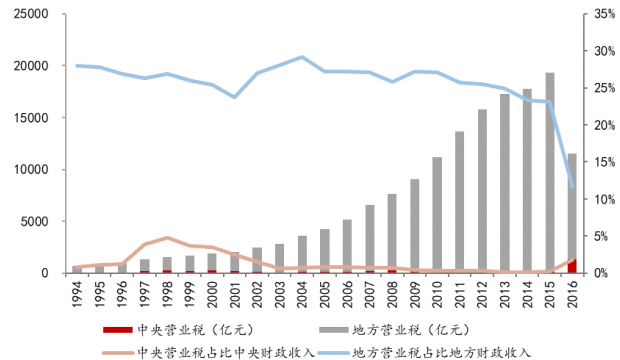
资料来源：国家统计局，方正证券研究所

图表14： 消费税是中央财政收入的主要来源之一



资料来源：国家统计局，方正证券研究所

图表15： 营业税是地方财政收入的主要来源



资料来源：国家统计局，方正证券研究所

图表16： 分税制下中国中央、地方政府税收收入构成

收入来源			分享比例（%）		备注
中央与地方 共享税	增值税		中央	50	“营改增”前中央与地方分享比例为75:25
			地方	50	
	所得税	企业所得税	中央	60	除铁路运输、国家邮政、四大国有商业银行、三家政策性银行、中石化及中海油等企业外。2003年前中央与地方各分享所得税为50%
			地方	40	
		个人所得税	中央	60	
			地方	40	
	资源税	海洋石油资源税	中央	100	海洋石油开采企业没有向中央上缴这一税收，而是以矿区使用费形式上缴
			地方	0	
		其他资源税	中央	0	
			地方	100	
地方税	营业税		地方	100	不含铁路、银行总行、保险公司总公司缴纳的营业税
	城市维护建设税		地方	100	不含铁路、银行总行、保险公司总公司缴纳的部分
	营业税、印花税、车船税、烟叶税、城镇土地使用税、房产税、土地增值税、耕地占用税、契税				
中央税	1) 消费税、2) 铁路、银行总行、保险公司总公司缴纳的营业税和城市维护建设税、3) 车辆购置税、4) 证券交易印花税（2016年上收中央）				

资料来源：中国教育学教育科研网，方正证券研究所

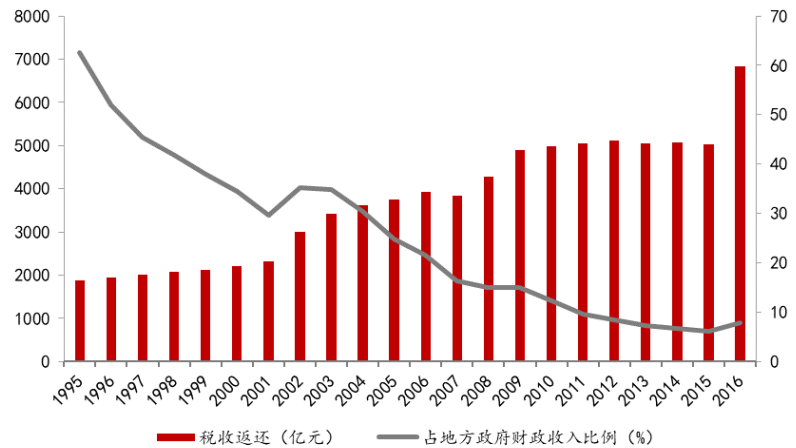
**地方政府对营业税的依赖程度加大。**与增值税不同，营业税主要是对建筑业和第三产业征收的税种，其中建筑业优势营业税的第一大户，所以地方政府都将开始大力发展建筑业。而这种情况在 2002 年所得税分享改革后变得更为明显（详见第四章）。

### 3.3 转移支付增加了对西部地区的财政支持

分税制改革后中央和地方关系的一个重要变化是中央政府每年向地方政府拨付一定规模的财政转移支付用来弥补地方政府的支出缺口。我国目前的财政转移支付制度主要分为税收返还、一般性转移支付和专项转移支付。

**税收返还还是为了维护地方既得利益的过渡性方案，其占地方政府财政收入的比例逐年减少。**税收返还是 1994 年分税制改革后，为保护地方政府既得利益，中央政府以 1993 年地方政府上缴的消费税和增值税收入为基数，按照增值税和消费税平均增长率的 1:0.3 返还地方政府，保障地方政府的既得利益。如地方上解中央的消费税和增值税收入增长 1%，中央对地方税收返还就增长 0.3%。从总量上看，税收返还额虽然从 1995 年的 1867 亿元增加到 2016 年的 6826 亿元，但其占地方政府财政收入的比例却从 62.54% 下降到 7.82%。

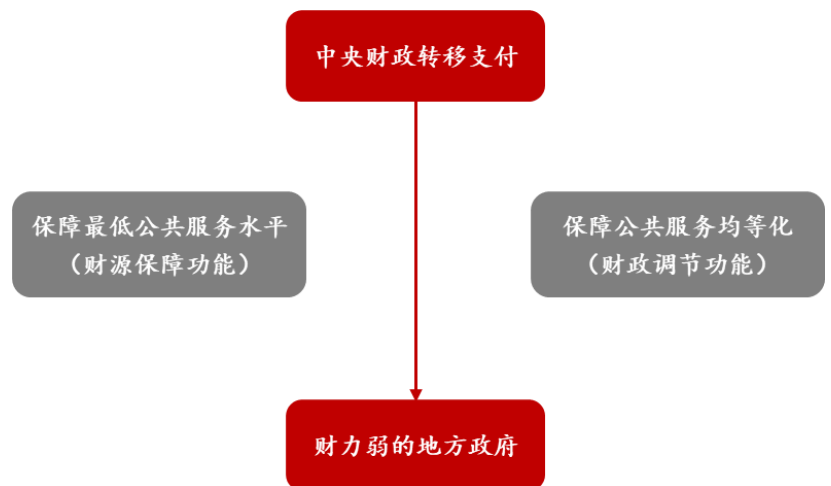
图表17： 税收返还占地方财政收入的比重逐渐减小



资料来源：财政部，方正证券研究所

完善的财政转移支付功能应该包括纵向的财源保障和横向的财力调整功能。作为无差别的税收返还，考虑的不是各地的财源不足及各地差异，而是基于地方既得利益的“从哪里来回哪里去”的就地返还。而且中央对地方税收返还逐年递增，发达地区税收多得到的返还就多，而欠发达地区税收少得到的税收返还额就少，不仅没有起到调节财力差异的作用，反而加大了地区之间的差距。在这样的背景下，1995年我国在原有的税收返还、体制补助、专项补助等转移支付形式之外，每年从财政收入增量中再拿出一部分资金，采用相对规范的分配办法，进行过渡期转移支付。2002年所得税收入分享改革后，“过渡期转移支付”改为“一般转移支付”。

图表18： 政府财政转移功能



资料来源：《经济研究参考》，方正证券研究所

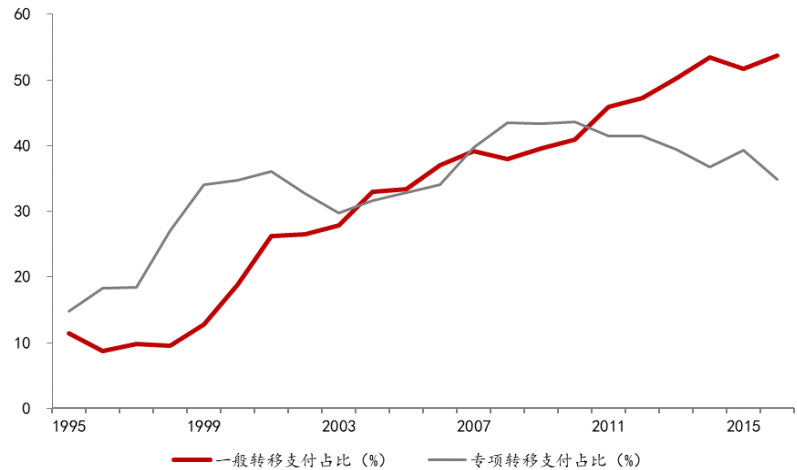
一般转移支付是为了弥补经济薄弱地区的财力缺口、均衡地区间财力差距而设计的，通常采用公式化（转移支付额=（标准支出-标准收入）\*转移支付系数）分配资金，资金用途不限制。一般转移支付在转移支付总额的占比由1995年的11.48%上升到2016年的53.64%，距离2015年发布的《意见》规定的一般性转移支付须占比60%以上仍有较大差距。

专项转移支付是指作为一般性转移支付的补充，在民生、教育、



医疗等方面起着重要的作用，通常按照项目进行资金分配。专项转移支付通常是限定了具体的资金用途，上级政府对资金使用的干预要强于一般转移支付，而且在很多情况下，还要求地方政府提供配套资金。专项转移支付占转移支付的比重自 2009 年之后开始逐步下降，2016 年下降到 34.86%。

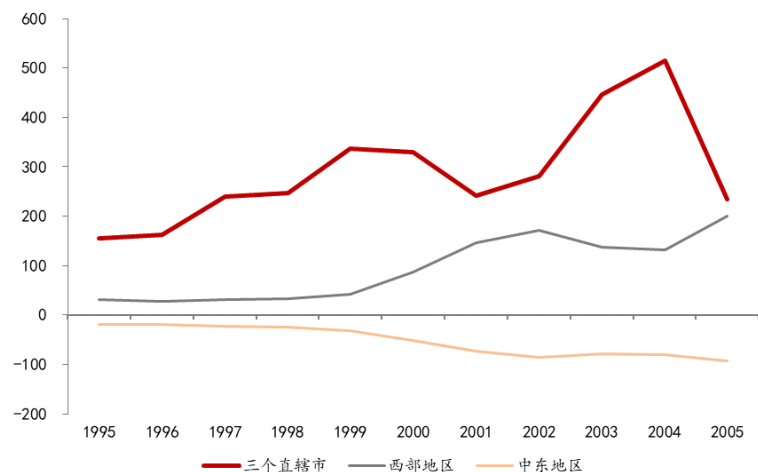
图表19： 一般转移支付占比逐渐变大



资料来源：财政部，方正证券研究所

财政转移支付的分配偏好反映了我国中央政府在消除地区差距方面的努力。我们把 31 个省、市、自治区划分为三类地区：一是北京、天津、上海三个直辖市；二是西部地区，指我国西部大开发所包含的 12 个省、市、自治区；三是中东部地区，指不包含在上述两类地区的其余 16 个省份。就人均水平而言，三大直辖市一直得到最多的中央财政转移支付，西部地区次之，而中、东部地区得到的财政转移支付最少。

图表20： 西部地区人均财政转移支付逐步增加



资料来源：《中国统计年鉴》，方正证券研究所

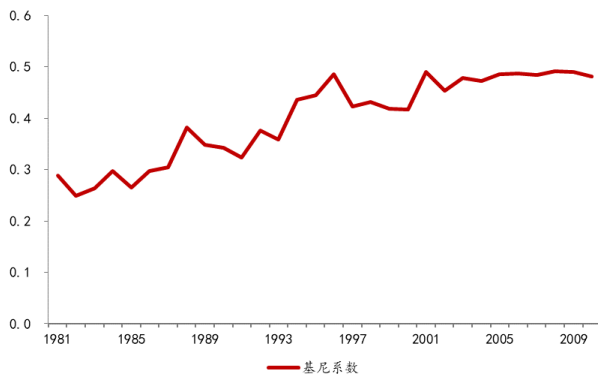
#### 4 地方政府对土地财政依赖度不断上升

#### 4.1 所得税改革打破当时居民收入不平衡的格局，同时中央也获得了一个新的分享税收入

1994 年分税制改革在不触动根本利益的情况下兼顾了公平与效率，但随着经济发展，我国财政收支增长空间已经逐渐减小，已经很难再通过做大“蛋糕”的形式，在不伤害一方利益的前提下，实施制度改革进而使得另外一方获得利益。

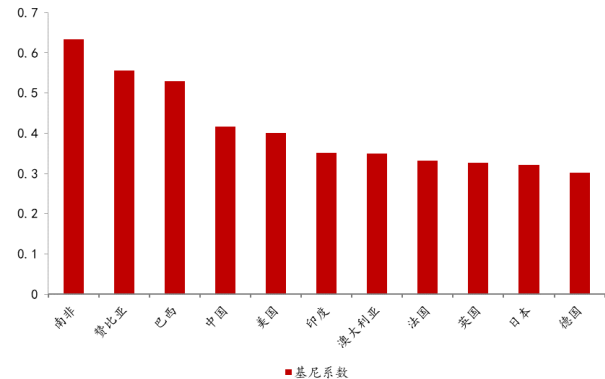
此时财税体制的背景之一是居民收入差距继续扩大。我国居民收入的基尼系数从 1993 年的 0.360 增长到 2000 年的 0.417，长期处在发达国家之后，与一些大国相比仍然处在较高水平，是人口过亿的大国中基尼系数最高的国家。

图表21： 中国居民收入的基尼系数逐渐变大



资料来源：国家统计局，方正证券研究所

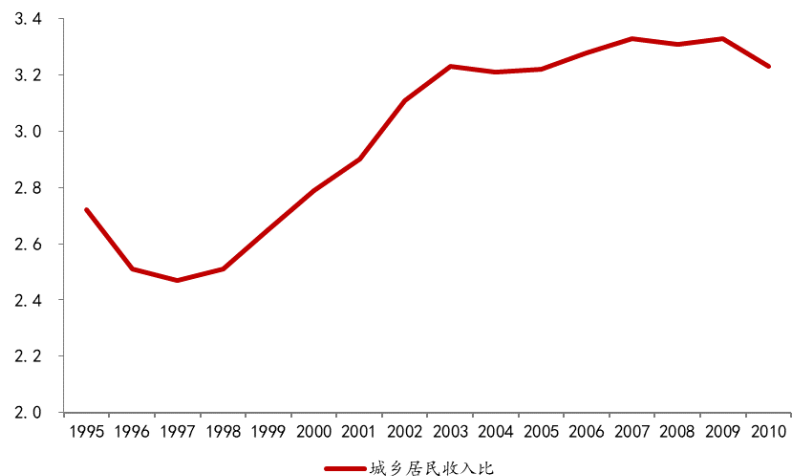
图表22： 2000 年中国基尼系数处在较高水平



资料来源：国家统计局，方正证券研究所

背景之二是城乡差距持续扩大。改革开放以来，中国城镇和农村居民人均可支配收入都取得了大幅度增长，但差距呈不断扩大趋势，城乡居民收入比从 1995 年的 2.27 上升到 2010 年的 3.23。其直接原因是农村居民收入来源单一，增收困难。

图表23： 城乡居民收入逐渐变大



资料来源：《中国统计年鉴》，方正证券研究所

收入不均衡以及城乡的结构性差异说明了深化财政体制改革面临的压力，主要集中在缩小差距方面，而缩小差距必须打破当时既得利益格局。2001 年 12 月国务院印发了《所得税收入分享改革方案》，

所得税收入改革的主要内容包括：自 2002 年 1 月 1 日起，除少数特殊行业或企业外，对其他企业所得税和个人所得税收入实行中央与地方按比例分享。中央保证各地区 2001 年地方实际的所得税收入基数，实施增量分成。中央财政因所得税分享改革增加的收入，按照公平、公正的原则，采用规范的方法进行分配，对地方主要是中西部地区实行转移支付。

所得税收入分享改革的实施，减缓了地区间财力差距扩大的势头，推进了地区之间的协调发展，促进了地区间基本公共服务水平均等化进程。2002-2005 年，中央财政增加收入 2137.66 亿元，其中 1971.9 亿元用于对地方主要是中西部地区转移支付。从改革实施效果来看，东部地区净贡献 1667.6 亿元；中部地区净受益 677.73 亿元，相当于一般预算支出四年增量（合计 7235.42 亿元）的 9.4%；西部地区净受益 824.14 亿元，相当于一般预算支出四年增量（合计 6116.5 亿元）的 13.5%。

图表 24： 东部贡献了所得税的 78.56%

	2002年	2003年	2004年	2005年
东部	99.89	294.63	557.49	823.00
中部	3.6	21.41	74.12	144.88
西部	2.75	6.74	34.94	79.71
合计	100.75	322.78	666.55	1047.59

资料来源：国务院，方正证券研究所

图表 25： 中央对西部一般性转移支付占比 47.97%

	2002年	2003年	2004年	2005年
东部	8.18	12.79	37.02	51.30
中部	128.76	171.58	338.07	531.49
西部	142.10	195.95	369.94	537.39
合计	279.04	380.32	745.03	1120.18

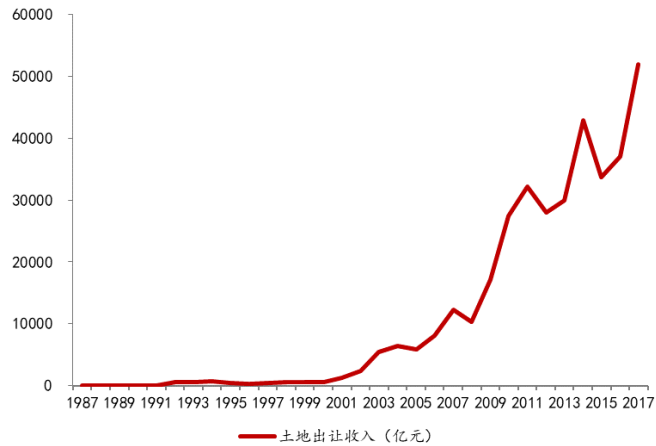
资料来源：国务院，方正证券研究所

#### 4.2 分税制和所得税改革加大了地方政府对土地财政的依赖度，而这段时间正是中国城市化率提升最快的时间段

分税制实施以来，地方主要依赖于营业税，相对其他税种更稳定一些。中央政府将收入来源较为稳定、税源集中、征收潜力较大的税种列为中央独享税或中央与地方共享税，而其他来源不稳定、税源分散、难以征收的税收则列为地方独享税，再加上 2002-2005 年间进行的所得税改革，加剧了地方政府的财政压力。

为缓解财政压力，地方政府纷纷设立城市土地储备中心，通过廉价征用、收购和储备农村集体用地，将其转化为建设用地，从而获得土地收益。特别是 1998 年的住房制度改革和 1999 年的有关土地的招拍挂出让制度改革以来，土地出让收入规模从 1987 年的 0.35 亿元增长到了 1999 年的 514 亿元，到 2016 年已经达到 3.7 万亿元。除了土地出让收入，地方政府来自于土地征用、开发和出让行为及其带动的建筑业和房地产业发展、城市拆迁、建设规模的扩大带来的地方税收收入增长，同样成为地方财政收入的重要部分。

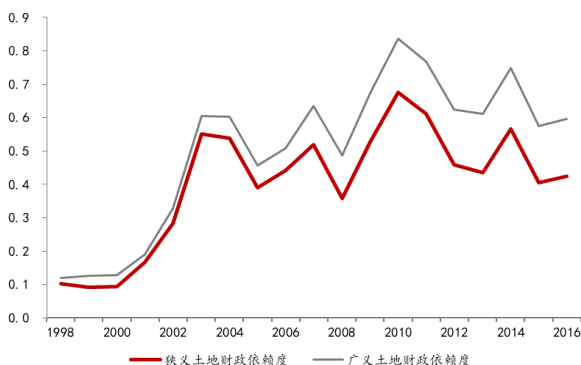
图表 26： 土地出让收入从 1999 年后开始显著增加



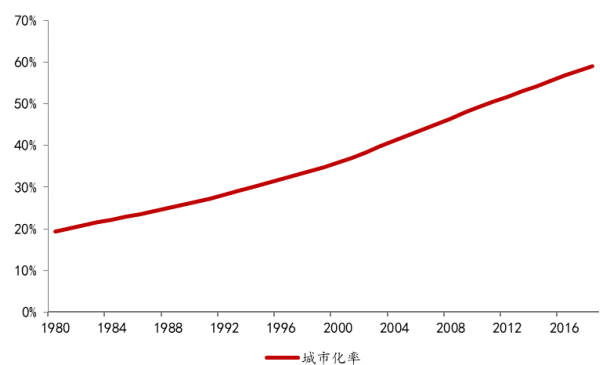
资料来源:《中国国土资源统计年鉴》, 方正证券研究所

地方政府对土地财政的依赖程度增长迅速,城市化进程也加速推进。从全国范围来看,从1999年的土地的招拍挂出让制度改革到2010年,地方政府对土地出让金的狭义依赖度从10%增长到68%,广义依赖度从21%增加到91%。2002-2004年,我国房地产行业出现投资和需求并存的过热现象,土地财政依赖度也在2003年达到第一个峰值;为了稳定住房价格,2005年国家全面调控房地产市场,因此土地财政依赖度有下降趋势;2008年国际金融危机爆发,为稳定经济增长、避免房地产市场下滑,政策开始转向刺激住房消费,推出信贷支持、增加保障房供应和税收减免政策,房价大涨,土地财政依赖度在2010年达到第二个峰值。这中间实际上伴随的是全国城市化进程的推进。1998年全国城市化率仅为34%,2011年已经提升到51%,这个阶段是我们城市化率提升最快的阶段。

图表27: 地方政府对土地出让金依赖度逐渐提高



图表28: 全国城市化进程不断推进



资料来源:《中国国土资源统计年鉴》, 方正证券研究所

资料来源:联合国, 方正证券研究所

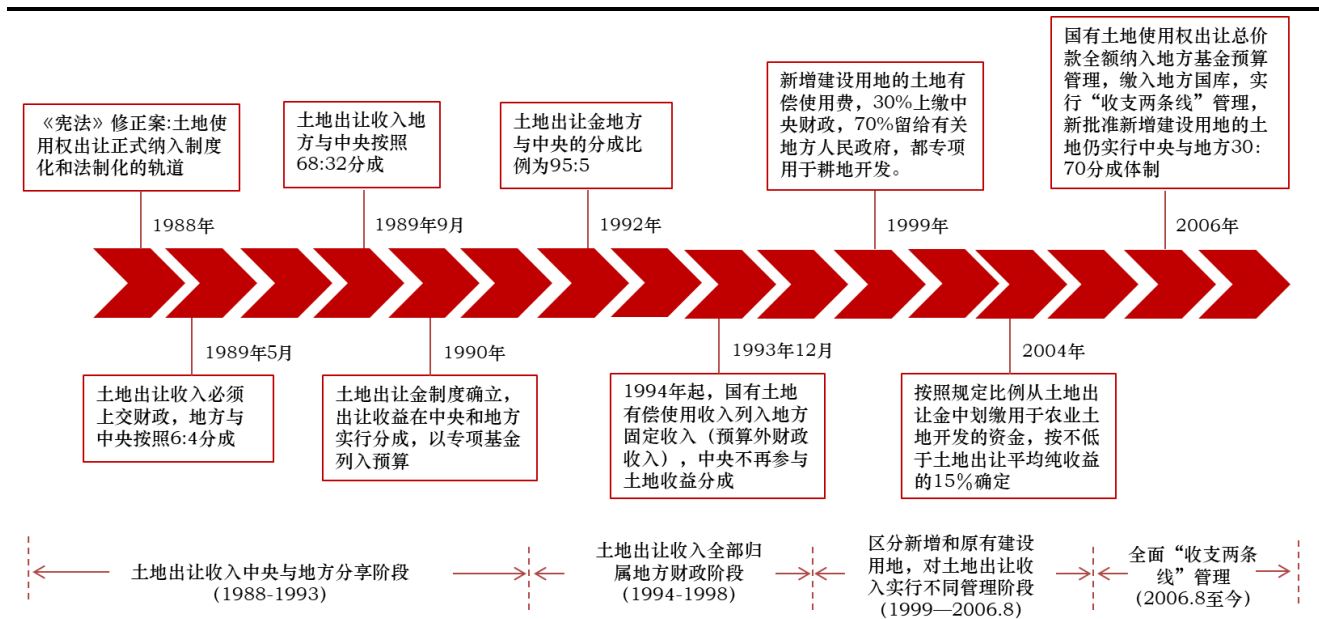
注:我们定义土地财政收入/财政收入来衡量地方财政对土地财政依赖度的变化。狭义的土地财政收入是指土地出让金收入,广义的土地财政收入还包括房产税、契税、城镇土地使用税、土地增值税、耕地占有税、房地产企业缴纳的所得税和营业税。

土地出让金由预算外资金转为预算内管理抑制了土地出让收入爆炸式增长。土地出让金的征管体系发生过多次变化。1988年《宪法》修正案中正式将土地使用权出让纳入制度化和法制化的轨道。1992年以前土地出让收入都是地方与中央分成,比例都约为6:4。到了1992年,土地管理部门规定将出让金上缴财政部门,其中出让金总额的5%上缴中央财政,95%留给地方,在这之后,土地出让金逐渐全部成为

地方政府的财政收入。但由于缺乏相应的监管规范，土地出让金大多数游离于预算之外，随意性很强，透明度极低，预算外收入导致地方政府对土地出让金依赖度逐渐提高。2006年国务院发布了《国有土地使用权出让收支管理通知》明确规定了土地出让收支全额纳入地方基金预算管理，收入全部上缴地方国库，支出一律通过地方基金预算从土地出让收入中予以安排，实行彻底的“收支两条线”。从此，土地出让金脱离预算外管理而进入规范预算管理的轨道。

尽管如此，地方政府的土地出让金依旧呈现上涨趋势，土地的重要性不仅仅是可以获得非预算内收入，更多的是可以作为一个最优的、极具稀缺性的融资抵押品，并由此获得杠杆。而伴随着的就是大量的城镇基础建设的扩张。

图表29： 土地出让金管理体系变化



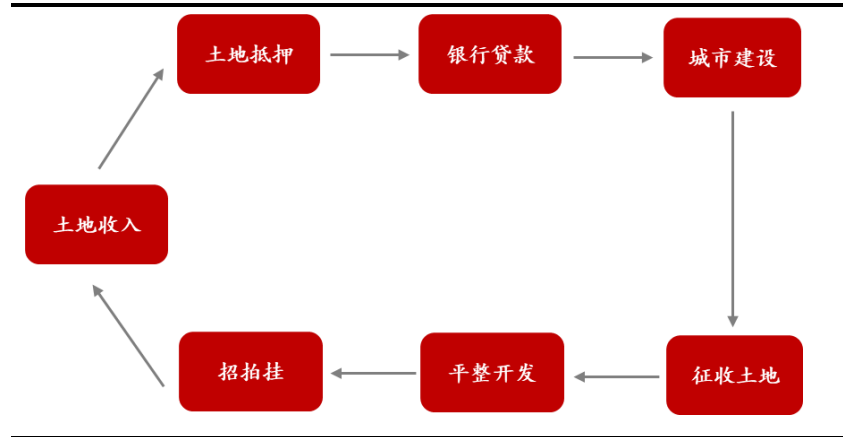
资料来源:《土地出让金制度变迁与地方政府行为》, 方正证券研究所

#### 4.3 地方政府形成了围绕土地出让的金融模式

地方政府找到了一种滚动循环的金融模式。地方政府首先征收农业用地, 进行平整、一级开发后, 在二级市场出让。根据资料, 有些东部地区的土地收入规模大于地方财政预算收入的规模。地方政府通过财政担保和土地抵押的方式取得金融贷款来投入城市建设, 相当于一个循环模式。在这个模式中, 地方政府除了获得土地出让收入之外, 还获得了城市建设中的以建筑业、房地产业等营业税为主的预算内财政收入, 而这些收入都归属于地方财政收入, 不需要与中央共享。因此, 随着城市化的不断发展, 预算内和非预算资金都出现了大幅增长。

图表30： 滚动循环的金融模式





资料来源：《中国国土资源统计年鉴》，方正证券研究所

**地方政府成立融资平台，实现公司化的土地金融运作。**入地出让收入成为了地方政府收入的主要来源，但地方政府不能直接利用贷款资金进行城市建设（根据《贷款法》政府机构不能直接向金融机构贷款）。因此，在实际操作中，地方政府一般是利用财政资金作为注册资本金成立政府国有的城投公司、城市交通税务公司、土地储备中心等，利用这些公司进行融资。这些地方融资平台利用政府划拨的国有建设用地从银行获得土地抵押贷款进行城市建设。尽管《担保法》规定政府机构不能作为担保人实行政府担保贷款，但根据 2010 年证监会的清查，截至 2010 年 8 月，地方融资平台贷款余额中有近一半（3.6 万亿元）为财政担保贷款。而土地抵押贷款对银行来说几乎是最优质的贷款业务。

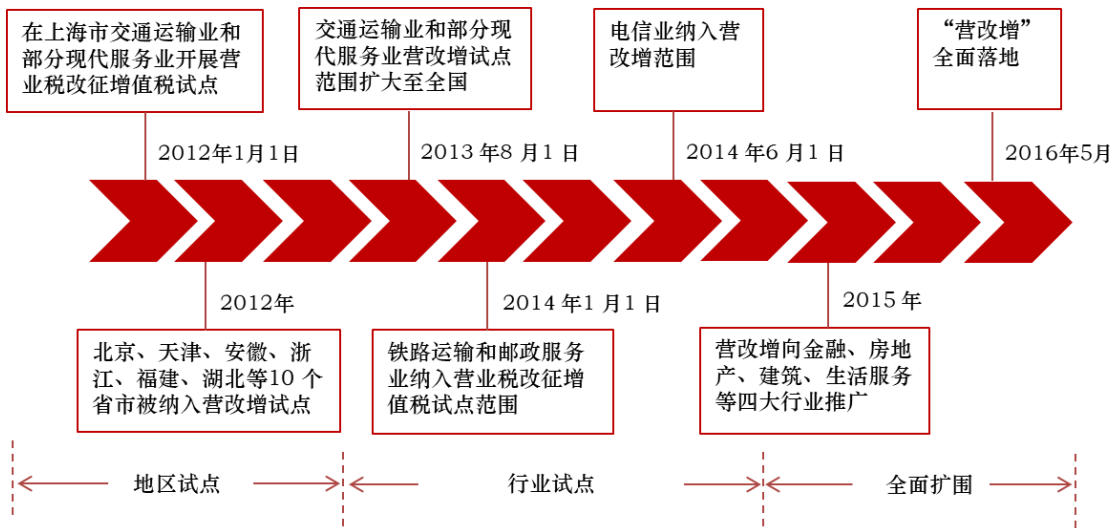
**分税制对中央集权的效应减弱，中央政府对地方财政管理有失控的可能性，并且随着经济增长而扩大。**在这种情况下，中央政府通过财政手段来调控地方政府行为的效果非常弱。同时，城市建设投类投资是过去十几年以来经济增长的主要贡献者，在国家保经济增长的目标下，即使是抑制土地开发的相关政策出台也效果较差，很难获得有效的执行。中央在很长一段时间陷入两难。

## 5 营改增使得地方政府更加依赖土地财政

### 5.1 营改增后地方政府失去了一个重要税种，但也让全国税收体系变得高效

**地方政府倚重土地出让收入和营业税，使得地方的财政收入在 2011 年又重新超过了中央。**为了改变这种局面，我国从 2011 年正式启动了营业税改征增值税改革，主要经历了地区试点、行业试点、全面扩围改革几个时期。2016 年“营改增”全面落地，当年地方政府营业税收入占比仅为 12%。2017 年 10 月，国务院常务会议通过《国务院关于废止〈中华人民共和国营业税暂行条例〉和修改〈中华人民共和国增值税暂行条例〉的决定》，标志着实施 60 多年的营业税正式退出历史舞台。

图表31： 营改增推进阶段图



资料来源：中国政府网，方正证券研究所

图表32： 部分行业营改增后税率变化

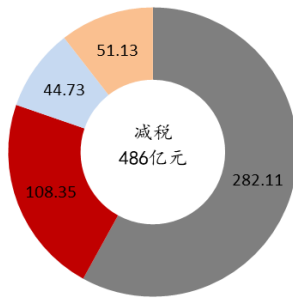
大类	税目	原营业税税率	增值税税率
销售服务	交通运输服务	3%	11%
	邮政服务	3%	11%
	电信服务	3%	6%（增值）、11%（基础）
	建筑服务	3%	11%
	金融服务	5%	6%
	生活服务	3%、5%（娱乐业5-20%）	6%
	租赁服务	5%	11%（不动产）、17%（有形动产）
	物流辅助服务	3%、5%	6%
	文化创意服务	3%、5%	6%
	鉴证咨询服务	5%	6%
	信息技术服务	5%	6%
销售无形资产	商标、著作权、商誉等	5%	6%（除土地使用权11%）
销售不动产	建筑物、构筑物	5%	11%

资料来源：中国政府网，方正证券研究所

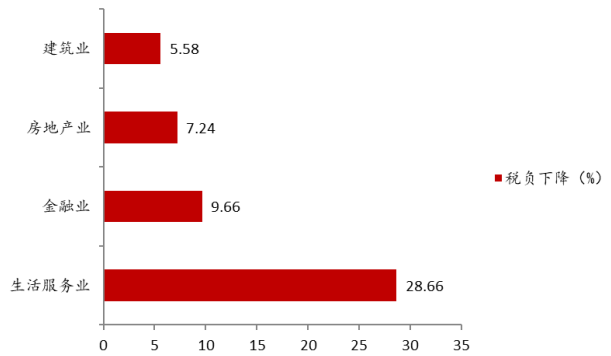
从税率上看增值税税率相比营业税税率有所提高，但由于增值税允许抵扣进项税，所以整体上来看减少了税收、降低企业成本。2016年5-8月，建筑业、房地产业、金融业、生活服务业累积实现增值税应纳税额3127亿元，与应缴营业税相比，减税486亿元，税负下降13.45%。除了四大行业其他行业合计减税1646亿元。

图表33： 2016年5-8月四大行业减税486亿元

图表34： 四大行业税负下降明显



■ 生活服务业  
■ 金融业  
■ 建筑业  
■ 房地产业



资料来源：国家税务总局，方正证券研究所

资料来源：国家税务总局，方正证券研究所

营改增后，地方政府表面上是失去了一个税种，但实际相当于是讲原来的营业税换了一个名字上缴给中央一部分。但由于抵扣项多，整个原始税收减少了。但我们不能说这是一件坏事，因为这样整个税收体制变得更加有效了。首先，从税制完善性的角度看，增值税和营业税并行，容易出现重复征税，破坏了增值税的抵扣链条；其次，从产业发展和经济结构调整的角度来看，将我国大部分第三产业排除在增税的征税范围之外，对服务业的发展造成了不利影响。例如，由于企业外购服务所含营业税无法得到抵扣，企业更愿意自行提供所需服务而非外购服务，导致服务生产内部化，不利于服务业的专业化细分和服务外包的发展。第三，从税收征管的角度看，两套税制并行造成了税收征管中的一些困境。比如，在现代市场经济中，商品和服务捆绑销售的行为越来越多，形式越来越复杂，要准确划分商品和服务各自的比例也越来越难。

图表35： 营业税和增值税区别明显

营业税纳税人	增值税纳税人	具体影响
营业税为价内税，税率为5%	增值税为价外税，一般行业适用11%或6%的税率	价税分离将导致营业收入金额下降
采购成本中增值税进项税不可抵扣	可以取得增值税专用发票用于抵扣进项税	由于可以抵扣进项税而会使采购成本降低，但是部分支出和工资薪金不能抵扣进项税

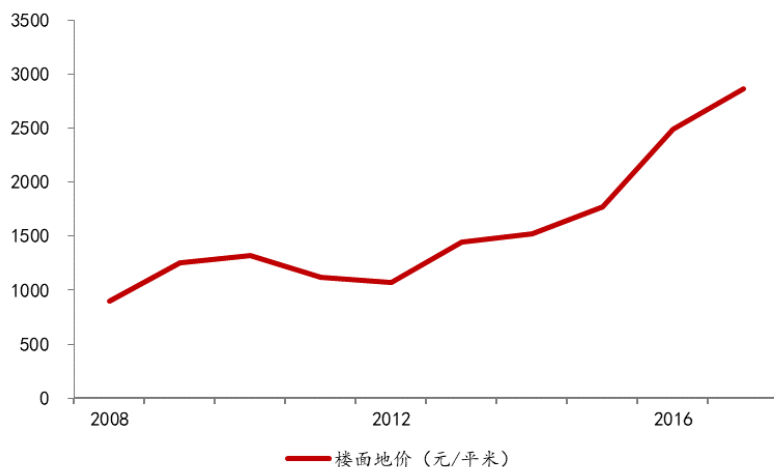
资料来源：央视网，方正证券研究所

## 5.2 后营改增时代，土地价格对地方政府来说变得重要

营改增后，地方政府在一定程度更加加重对土地出让收入的依赖程度。而由于地方政府能够控制价格的收入项目不多，因此土地价格算是最容易调节的。从 2011 年以后的土地成交楼面价可以看到，出现了明显的上涨。从 2012 年营改增开始一直到 2017 年，土地出让金复合增速达到 13%，土地出让的楼面价复合增速达到 22%。但另一个方面，国家在土地供应上又保持较为谨慎的态度，国土资源部每年的计划供应数据开始出现下滑。2012 年全国国有建设用地计划供应面积为 69 万公顷，在 2014 年小幅上涨到 73 万公顷后就开始一路下滑，2016 年降到 52 万公顷。土地成交数量和成交面积也有所下降。供应

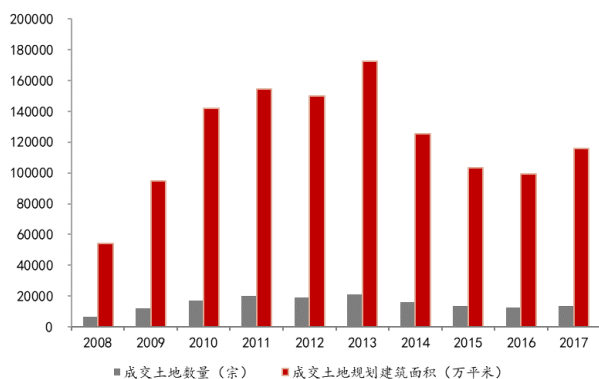
端的减少又推升了价格的上涨。从 2011 年开始，地方政府正式进入了“土地财政”时代。

图表36: 楼面地价呈现上升趋势



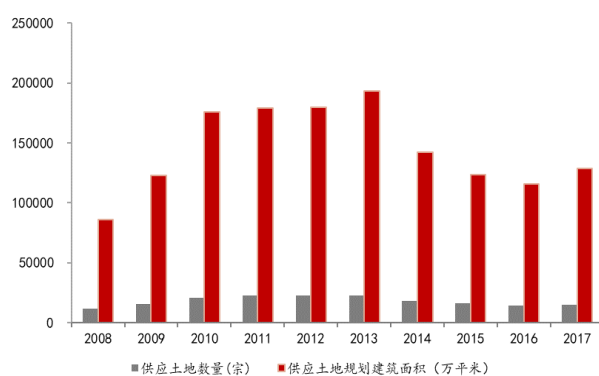
资料来源: 国家统计局, 方正证券研究所

图表37: 2011 年以后土地供应量和建面出现下滑趋势



资料来源: 国家统计局, 方正证券研究所

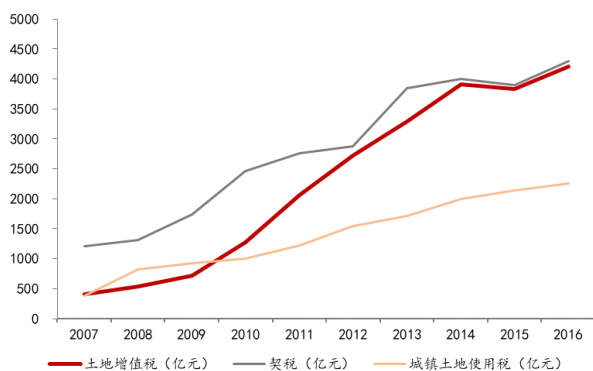
图表38: 2011 年以后成交土地量和成交面积有所下降



资料来源: 国家统计局, 方正证券研究所

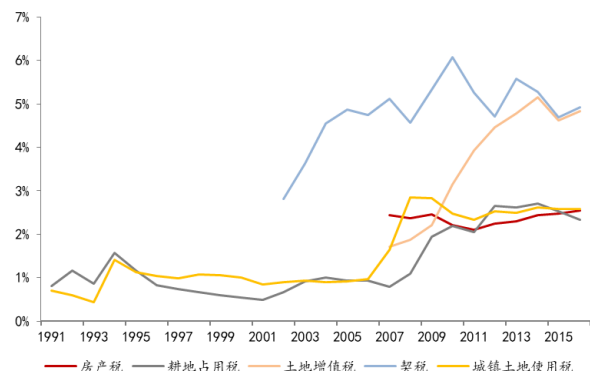
房地产的主要相关税种也呈现上涨趋势。最主要的土地增值税和契税从 2011 年的 2063 亿元和 2766 亿元，提高到 2016 年的 4212 亿元和 4300 亿元。而这几个房地产相关税种占地方政府税收收入的比重出现了比较大的增长。

图表39: 土地增值税和契税仍然在增长



资料来源: 财政部, 方正证券研究所

图表40: 土地增值税和契税占比不断增加

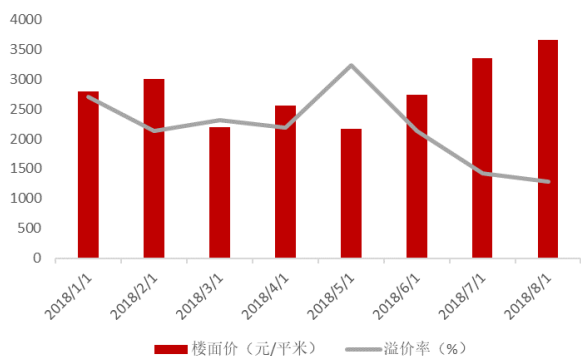


资料来源: 财政部, 方正证券研究所

### 5.3 土地出让金预计将逐渐减少，房产税可能成为解决地方政府财政短缺的方法之一，但不是用来打压资产价格的手段

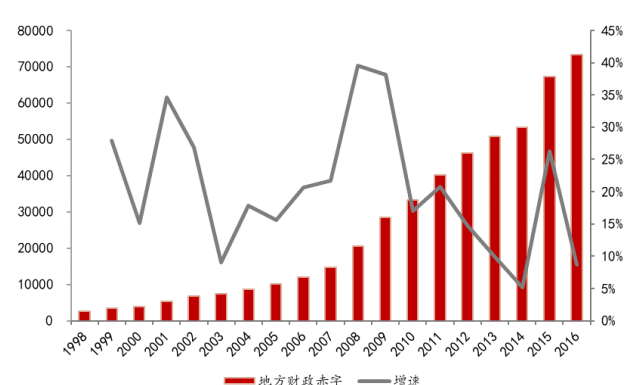
土地成交价格仍然上涨，但整体土地出让收入会缓慢下滑；地方财政赤字扩张，会增加另外开源的可能性。到了 2017 年，房地产市场火热起来，各城市的土地成交价格也一路飙升，个别地区一度出现“面粉比面包贵”的情况。随后中央调控房地产市场，热度开始下降，但更多的体现为成交量的下滑。2018 年上半年土地市场明显降温，多地出现土地流拍，其原因一方面是开发商回归理性；另一方面也是因为很多地方政府不愿意低价出让土地，两方面因素结合导致上半年有近 800 块土地出现流拍。从起拍底价和成交价可以看到，尽管溢价率出现了明显的下滑，但是土地成交的楼面价仍然是一个上升趋势。这种状态目前来看很难再短期内出现较大的变化，但随着供应和成交量的下滑，地方政府整体的土地出让收入会逐渐走低，再加上目前正在推进的国地税合并，地方政府财政收入可能会出现边际下滑。而地方政府的财政赤字却在不断扩张，2016 年已经达到了 7.3 万亿元。在这种情况下，似乎只有另外开源才能维持日益见涨的财政支出。从国外的经验上看，房产税和遗产税可能会成为考虑的方面。但由于房产税是从居民可支配收入中征取的，无论是从难度还是推进速度来看，都会比中央直接与地方进行税收财权事权调整更复杂。

图表41： 18 年上半年土地成交价仍是上涨趋势



资料来源：Wind，方正证券研究所

图表42： 地方财政赤字不断扩大



资料来源：财政部，方正证券研究所

**稳妥推进房产税需要考虑众多方面。**从 2013 年十八届三中全会提出的“加快推进改革”到 2018 年的《政府工作报告》提出“稳妥推进房产税立法”。中国有一部法律叫《立法法》，明确规定了立法流程和环节，以及特殊情况如何处理。我们预计 2020 年才可以完成立法程序。从另一发面来说，即使是立法完成后，对细节上的很多问题也需要斟酌，并且要考虑公平和效率之间的平衡。税率定多少合适、评估价值怎么定、免征面积定多少、房产税征收后交易环节税负是否要减少等一系列问题也都需要考虑。我们在财税系列报告二中将详细解剖和分析房产税的种种问题 and 研究。

## 6 投资建议



从财税改革的进程来看，从包干制、分税制、所得税改革、营改增到国地税合并，整体向着协调财力、均衡中央与地方的财政关系、健全税制体系的方向发展。我们认为，在中央调控主基调不变的情况下，现在行业正在转向成本端，在利润受到限制的时候，资源型和独立模式型的房企能够更好的发挥优势。我们推荐：招商蛇口、万科、新城控股、保利地产、旭辉控股集团。

## 7 风险提示

政策收紧超预期，利率上行，财税体制有所变化。

## 分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，保证报告所采用的数据和信息均来自公开合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。研究报告对所涉及的证券或发行人的评价是分析师本人通过财务分析预测、数量化方法、或行业比较分析所得出的结论，但使用以上信息和分析方法存在局限性。特此声明。

## 免责声明

方正证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司客户使用。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，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。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构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中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离制度控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，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。在法律许可的情况下，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。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作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。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。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“方正证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

## 公司投资评级的说明：

强烈推荐：分析师预测未来半年公司股价有20%以上的涨幅；

推荐：分析师预测未来半年公司股价有10%以上的涨幅；

中性：分析师预测未来半年公司股价在-10%和10%之间波动；

减持：分析师预测未来半年公司股价有10%以上的跌幅。

## 行业投资评级的说明：

推荐：分析师预测未来半年行业表现强于沪深300指数；

中性：分析师预测未来半年行业表现与沪深300指数持平；

减持：分析师预测未来半年行业表现弱于沪深300指数。

	北京	上海	深圳	长沙
地址：	北京市西城区阜外大街甲34号方正证券大厦8楼(100037)	上海市浦东新区浦东南路360号新上海国际大厦36楼(200120)	深圳市福田区深南大道4013号兴业银行大厦201(418000)	长沙市芙蓉中路二段200号华侨国际大厦24楼(410015)
网址：	<a href="http://www.foundersc.com">http://www.foundersc.com</a>	<a href="http://www.foundersc.com">http://www.foundersc.com</a>	<a href="http://www.foundersc.com">http://www.foundersc.com</a>	<a href="http://www.foundersc.com">http://www.foundersc.com</a>
E-mail：	yjzx@foundersc.com	yjzx@foundersc.com	yjzx@foundersc.com	yjzx@foundersc.com