

## 交通运输产业行业研究 买入 (维持评级)

## 行业点评

苏宝亮

分析师 SAC 执业编号: S1130516010003

黄凡洋

联系人

### 增值税税率调整存可能，航空或明显受益

#### 事件

- 9月19日，国务院总理李克强表示，要更大力度通过减税降费为企业减负，激发市场活力。我们认为，从减税项目来看，增值税税率具有下调空间，我们分析了两种可能的降低增值税率方案，测算对于交运各子行业以及重点公司的影响。

#### 评论

- 增值税率或将三档变两档：**2018年5月我国增值税已经经历过一次调整，将增值税17%的税率降低为16%，11%的税率降低为10%。目前关于本次增值税将如何调整并未有定论，我们认为大概率增值税率将三档并两档，其中归档后的税率我们假设了两种可能情况，从“16%-10%-6%”三档调整为“13%-5%”或“15%-5%”，分别计算增值税率调整后对于交运子行业以及重点公司的影响。
- 增值税税目繁多，降低税率或将有效提高企业业绩：**若增值税税率降低，在售价不向下游传导的假设下（即含增值税售价不变），公司销项税额减少，将提高公司计入利润表的营业收入，另一方面，公司上游将同理产生可能的进项税额抵扣减少，增加成本。如果增加的营收大于增加的成本，此部分将全部贡献为利润增量，对公司业绩产生正面影响。反之亦然。我们按照此逻辑，测算了增值税税率对交运主要子行业业绩的影响，由于应税项目拆分可能出现偏差或不够细致，并且存在报表中并未披露的应税项目等原因，本测算可能与实际出现偏差。同时未考虑归档后，公司对于业务和售价的动态调整。
- 航空业绩增厚最大，影响与净利率存在反比关系：**整体来看，交通运输服务业收入端税率降低幅度较大（10%降至5%），净利率较低的公司和交运子行业，增值税税率调整对于业绩影响更大。其中**对于航空业业绩增厚约为15%-20%，幅度在交运子行业中最大。**我们认为，在目前航空供给侧改革抑制运力投放，提高票价的背景下，此次增值税调整若能实施，将直接提高航空公司业绩，同时可以部分让利于乘客，增加航空业需求，为航空业发展提供实质利好。快递方面，对直营制快递公司影响更大，顺丰可释放8%以上净利润空间。铁路方面，受到影响小于航空，三家上市公司中，广深铁路净利率较低，增值税归档对其影响明显，预计超过20%。其他子行业由于净利率较高（机场）、采用简易增值税计算（公路）、零税率业务较多（航运），此次调整影响预计较小。

#### 投资建议

- 若本次增值税归档实行，交运各子行业中，航空业业绩增厚效应最为明显，在增厚业绩的同时，有利于向旅客让利增加需求。目前航空基本面持续向上，在旺季表现优异，收益水平预计显著提高，成本压力虽然巨大，但运输利润仍实现了同比增长，体现出航空公司票价管理和成本控制效果明显。等待油价和汇率因素影响减弱，航空股将在Q4迎来反弹。**重点推荐三大航。**

快递方面，对直营制快递公司影响更大，顺丰可释放约8%以上净利润空间，公司品牌优势明显，全物流业务构建绝对壁垒，**重点推荐顺丰控股。**

#### 风险提示

- 增值税归档进程不达预期。**报告测算的业绩增厚均以增值税调整为前提，若增值税归档未按预期落地，此利好将无法实现。
- 测算假设条件与实际有误。**测算过程中存在较多假设，若与实际不符，将降低测算的准确性。
- 其他突发事件发生。**快递出现价格战等，爆仓等负面事件持续发酵；油价持续攀升，拖累航空等行业业绩增长；集运进入大船交付高峰，拆船速度不及预期等。

## 內容目錄

增值稅率或將三檔變兩檔.....	3
航空：業績增厚最大，提供提價空間 .....	4
快遞：對直營制快遞公司影響更大，順豐可釋放 8% 以上淨利潤空間 .....	5
機場：淨利率較高，影響較小 .....	7
鐵路：有效增厚業績 12%-15%，淨利率較低的廣深鐵路影響較大 .....	7
公路：多採用簡易計稅方法繳納增值稅，幾乎無影響.....	8
航運：預計對淨利潤總體影響在 5% 以內 .....	9
投資建議 .....	10
風險提示 .....	10

## 圖表目錄

圖表 1：近期增值稅稅率調整過程.....	3
圖表 2：部分增值稅適用稅率表（2018 年 5 月 1 日起） .....	4
圖表 3：正算法下各航空公司增值稅歸檔影響.....	5
圖表 4：倒算法下各航空公司增值稅歸檔影響.....	5
圖表 5：正算法下各快遞（快運）公司增值稅歸檔影響.....	6
圖表 6：倒算法下各快遞（快運）公司增值稅歸檔影響.....	7
圖表 7：正算法下各機場公司增值稅歸檔影響.....	7
圖表 8：正算法下各鐵路公司增值稅歸檔影響.....	8
圖表 9：公路企業通行費增值稅繳稅多採用簡易計稅辦法.....	9
圖表 10：航運企業增值稅繳納辦法享有較多優惠政策.....	10
圖表 11：倒算法下三家航運增值稅歸檔影響.....	10

## 增值稅率或將三檔變兩檔

- 9月19日，國務院總理李克強在2018年夏季達沃斯論壇上表示，積極的財政政策要更加積極，就要更大力度通過減稅降費為企業減負，激發市場活力。

我們認為，從減稅項目來看，增值稅稅率具有下調空間，所以本篇點評我們從增值稅稅率降低的角度分析減稅寬財政政策的影響。

2018年5月我國增值稅已經經歷過一次調整，將增值稅17%的稅率降低為16%，11%的稅率降低為10%。目前關於本次增值稅將如何調整並未有定論，我們認為**大概率增值稅率將三檔並兩檔**。我們分析了兩種可能的降低增值稅率方案，1)從“16%-10%-6%”三檔調整為“13%-5%”，即原先適用16%稅率的行業降低至13%，原先適用10%或6%稅率的行業均降低至5%；2)從“16%-10%-6%”三檔調整為“15%-5%”，即原先適用16%稅率的行業降低至15%，原先適用10%或6%稅率的行業均降低至5%，分別計算增值稅率在本次可能發生的調整後，對於交運子行業以及重點公司的影響。

圖表 1：近期增值稅稅率調整過程

實施時間	2018年1月-4月	2018年5月至今	未來稅率調整假設
稅率結構	17%-11%-6%	16%-10%-6%	13%-6%
			15%-6%

來源：國家稅務總局，國金證券研究所

- 我們首先進行了正向測算。

若增值稅稅率降低，在售價不向下游傳導的假設下（即含增值稅售價不變），公司銷項稅額減少，將提高公司計入利潤表的營業收入，另一方面，公司上游將同理產生可能的進項稅額抵扣減少，增加成本。如果增加的營收大於增加的成本，此部分將全部貢獻為利潤增量，對公司業績產生正面影響。反之亦然。

對於交通運輸行業來說，收入端目前主體適用稅率為10%；部分適用稅率為6%，主要包括物流輔助服務；物流公司存在部分加工業務，目前適用16%的稅率；另外高速公路公司存在選擇簡易計稅方法應稅，應納稅額=銷售額×徵收率（3%）。

成本端，交通運輸公司上游構成項目較多，目前3種稅率均有涉及，另外在“營改增”全面推行後，包括不動產在內的固定資產進項稅額同樣可以進行抵扣。

具體測算過程中，我們尽可能將公司收入和成本項，以及其他涉及增值稅的項目，按照業務不同，拆分成不同適用稅率，並分別對各項目增值稅影響進行計算，最終測算出銷項稅和進項稅變化對於公司業績的綜合影響，再對公司影響進行加權平均，觀察對於各子行業的影響。

按照此種正向方法計算，我們假設1)含增值稅售價不變，降低增值稅率後並不向買方讓利；2)除去各項成本和購進固定資產外，不存在其他應繳增值稅項目；3)購進固定資產全部用於進項稅可抵扣項目。

需要注意的是，由於應稅項目拆分可能出現偏差或不够細致，並且存在報表中並未披露的應稅項目等原因，本測算可能與實際出現偏差。

- 另外，我們對於影響較大的航空以及較為關注的快遞，還採用了倒算法。由於教育費附加=（實際繳納增值稅+營業稅+消費稅）\*教育費附加稅率，通過報表附註中教育費附加，可以反向倒推2017年實繳增值稅。然後即可測算稅率減少後，增值稅少繳額度，即為對於業績的增厚影響。不過需要注意，對於個別公司，若涉及多項增值稅率業務，則該方法可能會帶來測算誤差，部分企業進項與銷項稅率不等也將導致測算偏差。

图表 2：部分增值税适用税率表（2018 年 5 月 1 日起）

税目	税率
在境内载运旅客或者货物出境	0%
在境外载运旅客或者货物入境	0%
物流辅助服务	6%
陆路运输服务	10%
水路运输服务	10%
航空运输服务	10%
管道运输服务	10%
邮政服务	10%
加工、修理修配劳务	16%
不动产租赁服务	10%
有形动产租赁服务	16%
石油加工、炼焦及核燃料加工业	16%

来源：国家税务总局，国金证券研究所

### 航空：业绩增厚最大，提供提价空间

- 整体来看，交通运输服务业收入端税率降低幅度较大（10%降至 5%），净利率较低的公司和交运子行业，税率调整对于业绩影响更大。

航空运输业务收入中，国内航线收入增值税率从 10%降至 5%，销项税额减少将提供大幅收入增量（国际线属于在境内载运旅客或者货物出境，增值税率为 0%），同时进项税端，燃油成本属于石油加工、炼焦及核燃料加工业，租赁飞机属于有形动产租赁服务（增值税率 16%），其余起降费等主要成本属于物流辅助服务（增值税率 6%），进项税抵扣额减少幅度，要明显小于销项税额减小幅度。并且航空业本身净利率较低，主要上市航空公司业绩影响在交运各子行业中最大。我们同时采用了正向和反向方法测算增值税率三档并两档对于航空的影响。

- 测算结果表明：正向测算下，以 2017 年数据测算，增值税归档对航空业增厚业绩 21%（归档为 13%-5%）或 35%（归档为 15%-5%），对净利率更低的三大航和海航增厚效应更大，国航、南航、东航、海航分别增厚 17%-30%、31%-48%、14%-28%、28%-44%。倒算法下，业绩增厚均较小，南航和海航影响幅度与正向测算相差较大，或由于倒算没有考虑收入和成本结构的问题，如果收入和成本结构的增值税率差别较大，且南航和海航净利率较低，会造成一定的测算偏差，实际结果应更偏向正向测算法。

整体而言，两种测算方法下，增值税归档对于航空业业绩增厚约为 15%-20%，幅度在交运子行业中最大。

我们认为，在目前航空供给侧改革抑制运力投放，提高票价的背景下，此次增值税调整若能实施，将直接提高航空公司营收，同时可以部分让利于乘客，增加航空业需求，为航空业发展提供实质利好。



图表 3：正算法下各航空公司增值税归档影响

13%-5%	航空	中国国航	南方航空	东方航空	海南航空	春秋航空	吉祥航空
增值税减少合计	7,049	1,686	2,427	1,169	1,247	206	313
所得税率	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%
2017年净利润	25,416	7,240	5,914	6,352	3,323	1,262	1,326
净利润影响	20.80%	17.46%	30.78%	13.81%	28.15%	12.28%	17.69%
净利率	5.90%	6.0%	4.6%	6.2%	5.5%	11.5%	10.7%

15%-5%	航空	中国国航	南方航空	东方航空	海南航空	春秋航空	吉祥航空
增值税减少合计	11,713	2,896	3,749	2,370	1,948	298	451
所得税率	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%
2017年净利润	25,416	7,240	5,914	6,352	3,323	1,262	1,326
净利润影响	34.56%	30.00%	47.54%	27.98%	43.98%	17.74%	25.54%
净利率	5.90%	6.0%	4.6%	6.2%	5.5%	11.5%	10.7%

来源：公司公告，国金证券研究所

图表 4：倒算法下各航空公司增值税归档影响

单位：万元	中国国航	南方航空	东方航空	海航控股	春秋航空	吉祥航空
原增值税率	10%	10%	10%	10%	10%	10%
新增值税率	5%	5%	5%	5%	5%	5%
教育费附加（万元）	22992.8	2900.0	6900.0	1874.5	841.2	1645.8
营业税	0	0	0	0	0	0
消费税	0	0	0	0	0	0
当期缴纳增值税	459856.0	58000.0	230000.0	37490.0	16823.8	32915.3
所得税率	25%	25%	25%	25%	25%	25%
增值税调整后减税额	218979.0	27619.0	109523.8	17852.4	8011.3	15674.0
增值税减税增厚利润规模	245256.5	30933.3	122666.7	19994.7	8972.7	17554.9
对净利润影响（万元）	183942.4	23200.0	92000.0	14996.0	6729.5	13166.1
2017年净利润（亿元）	72.4	59.1	63.5	33.2	12.6	13.3
对净利润影响	25.41%	3.92%	14.48%	4.51%	5.33%	9.93%

来源：公司公告，国金证券研究所

## 快递：对直营制快递公司影响更大，顺丰可释放 8% 以上净利润空间

- 物流业务各环节税率并不相同。物流行业对应“交通运输服务”和“物流辅助服务”两类应税服务项目，交通运输服务按照 10% 的税率，物流辅助服务按照 6% 的税率征收增值税。在实际运营过程中，开展一票到底的一站式服务，是物流企业基本的运作模式，也是客户普遍的服务要求。因此，各项物流业务上下关联的业务模式，致使行业很难区分交通运输服务与物流辅助服务。

由于一体化运作、网络化经营的需要，物流企业多采用总部统一采购运输工具、跨城的运输业务外包给专业运输公司（集团内成立）的业务模式。因此，快递企业按照货物运输代理在收取快递费用时一般按照物流辅助业 6% 纳税，并取得专门运输公司 10% 的增值税专用发票进行抵扣。

- 考虑到：① 快递公司及其分、子公司大多分开交税，但收件时是按照收费标准收取完整环节投递到户的服务费用，但实际执行中各环节不可分割，难以绝对划分清楚；② 邮政业“营改增”试点文件财税 [2013]106 号文规定，物流服务定义中的收件服务和派送服务都是指同城收件或派送。由于收派服务适用增值税税率为 6%，交通运输业运输服务适用增值税税率为 10%，税率相差较大。对快递业纳税人来说，“同城”范围大，适用 6% 税率的收派服务收入就大，税负就轻；“同城”范围小，则反之。但各省市自行确定“同城”区划规定不一致，部分省市将“同城”区划确定为设区市，部分省市确定为跨县市区。全国范围内“同城”区划税收政策不一致，导致快递业纳税人的税负水平造成差异。我们谨慎假设：加盟制快递公司综合按照 8% 的增值税率计算，而直营的顺丰和德邦增值税率为 9%。

- 我们同时通过正算和倒推两种方法进行测算。测算结果表明：正向测算下，增值税归档对加盟制快递公司的影响整体小于直营制公司，以 17 年数据测算，对顺丰、德邦的净利润的影响约分别为 36%-40% 和 60%-68%，对通达系影响整体在 0-16% 之间，对中通、韵达、申通和圆通的净利润的影响

约分别为 2%/3%/8%/15%左右。倒算法下，对通达系的影响在 0%-3%之间，顺丰约为 8%，德邦约为 25%。

整体而言，两种测算方法下，通达系的测算结果差异不大。顺丰和德邦在倒算法下结果低于正算结果。原因在于：倒算没有考虑收入和成本结构的问题，如果收入和成本结构的增值税率差别较大，会造成一定的测算偏差。由于正算法下我们调整了各项收入成本的实际税率假设，实际影响结果应与此方法的结果更为相近。

图表 5：正算法下各快递（快运）公司增值税归档影响

单位：亿元	归档假设一						归档假设二					
	圆通	申通	韵达	顺丰	中通	德邦	圆通	申通	韵达	顺丰	中通	德邦
2017年营收	199.82	126.57	100.25	710.94	130.60	203.50	199.82	126.57	100.25	710.94	130.60	203.50
2017年增值税率	8.0%	8.0%	8.0%	9.0%	8.0%	9.0%	8.0%	8.0%	8.0%	9.0%	8.0%	9.0%
2017年含增值税收入	216	137	108	775	141	222	216	137	108	775	141	222
2017年销项税额	15.99	10.13	8.02	63.98	10.45	18.32	15.99	10.13	8.02	63.98	10.45	18.32
新增增值税率	5%	5%	5%	5%	5%	5%	5%	5%	5%	5%	5%	5%
新增增值税	10.28	6.51	5.16	36.90	6.72	10.56	10.28	6.51	5.16	36.90	6.72	10.56
销项税减少	5.71	3.62	2.86	27.08	3.73	7.75	5.71	3.62	2.86	27.08	3.73	7.75
2017年运输成本	47.34	22.29	44.25	82.38	47.98	66.17	47.34	22.29	44.25	82.38	47.98	66.17
2017年运输成本增值税率	10%	10%	10%	10%	10%	10%	10%	10%	10%	10%	10%	10%
2017年含税运输成本	52	25	49	91	53	73	52	25	49	91	53	73
2017年运输成本进项税额	4.73	2.23	4.43	8.24	4.80	6.62	4.73	2.23	4.43	8.24	4.80	6.62
新运输成本增值税率	5%	5%	5%	5%	5%	5%	5%	5%	5%	5%	5%	5%
新运输成本增值税	2.48	1.17	2.32	4.32	2.51	3.47	2.48	1.17	2.32	4.32	2.51	3.47
进项税减少	2.25	1.06	2.11	3.92	2.28	3.15	2.25	1.06	2.11	3.92	2.28	3.15
2017年销售商品与租赁成本	0.7	3.34	3.72	30.65	3.67		0.7	3.34	3.72	30.65	3.67	
2017年销售商品成本与租赁增值税率	16%	16%	16%	16%	16%	16%	16%	16%	16%	16%	16%	16%
2017年含税销售商品与租赁成本	1	4	4	36	4		1	4	4	36	4	
2017年销售商品与租赁成本进项税额	0.11	0.53	0.60	4.90	0.59		0.11	0.53	0.60	4.90	0.59	
新销售商品与租赁成本增值税率	15%	15%	15%	15%	15%	15%	13%	13%	13%	13%	13%	13%
新销售商品与租赁成本增值税	0.11	0.51	0.56	4.64	0.56	0.00	0.09	0.45	0.50	4.09	0.49	0.00
进项税减少	0.01	0.03	0.03	0.27	0.03	0.00	0.02	0.09	0.10	0.81	0.10	0.00
2017年物流辅助成本	80.73	69.5	11.01	13.94	35.5	13.58	80.73	69.5	11.01	13.94	35.5	13.58
2017年物流辅助增值税率	6%	6%	6%	6%	6%	6%	6%	6%	6%	6%	6%	6%
2017年含税物流辅助	86	74	12	15	38	14	86	74	12	15	38	14
2017年物流辅助进项税额	4.84	4.17	0.66	0.84	2.13	0.81	4.84	4.17	0.66	0.84	2.13	0.81
新物流辅助增值税率	5%	5%	5%	5%	5%	5%	5%	5%	5%	5%	5%	5%
新物流辅助增值税	4.07	3.51	0.56	0.70	1.79	0.69	4.07	3.51	0.56	0.70	1.79	0.69
进项税减少	0.77	0.66	0.10	0.13	0.34	0.13	0.77	0.66	0.10	0.13	0.34	0.13
购置固定资产	11.36	7.85	10.2	19.3	24.07	7.44	11.36	7.85	10.2	19.3	24.07	7.44
2017年购置固定资产增值税率	16%	16%	16%	16%	16%	16%	16%	16%	16%	16%	16%	16%
2017年含税固定资产成本	13	9	12	22	28	9	13	9	12	22	28	9
2017年固定资产进项税额	1.82	1.26	1.63	3.09	3.85	1.19	1.82	1.26	1.63	3.09	3.85	1.19
新固定资产增值税率	15%	15%	15%	15%	15%	15%	13%	13%	13%	13%	13%	13%
新固定资产成本增值税	1.72	1.19	1.54	2.92	3.64	1.13	1.52	1.05	1.36	2.58	3.21	0.99
进项税减少	0.10	0.07	0.09	0.17	0.21	0.06	0.30	0.21	0.27	0.51	0.64	0.20
增值税减少合计	2.58	1.80	0.53	22.59	0.87	4.41	2.67	1.80	0.55	22.21	1.01	4.47
教育税金及附加减少合计	0.31	0.22	0.06	2.71	0.10	0.53	0.12	0.08	0.02	1.18	0.05	0.24
所得税率	25%	25%	25%	25%	25%	25%	25%	25%	25%	25%	25%	25%
2017年净利润	13.71	17.93	15.89	47.71	31.6	5.47	13.71	17.93	15.89	47.71	31.6	5.47
对净利润影响	15.81%	8.41%	2.81%	39.78%	2.31%	67.68%	15.25%	7.89%	2.73%	36.78%	2.51%	64.59%

来源：公司公告，国金证券研究所

注：归档假设一：三档并两档后再下调 1%，即由当前的 16%-10%-6%合并为 16%-6%，再下调 1%后最终为：15%-5%；归档假设二：三档并两档后，制造业下调 3%，服务业下调 1%，即由当前的 16%-10%-6%合并为 16%-6%，再分别下调 3%、1%后最终为：13%-5%。

图表 6：倒算法下各快递（快运）公司增值税归档影响

单位：万元	圆通快递	申通快递	韵达股份	顺丰控股	德邦股份
原增值税率	8%	8%	8%	9%	9%
新增值税率	5%	5%	5%	5%	5%
教育费附加（万元）	345	592	229	5428	1910
营业税	0	0	0	0	0
消费税	0	0	0	0	0
当期缴纳增值税	6900	11840	4580	108560	38200
所得税率	25%	25%	25%	25%	25%
增值税调整后减税额	2464.29	4228.57	1635.71	45951.32	16169.31
增值税减税增厚利润规模	2760.00	4736.00	1832.00	51465.48	18109.63
对净利润影响（万元）	2070.00	3552.00	1374.00	38599.11	13582.22
2017年净利润（亿元）	13.71	17.93	15.89	47.71	5.47
对净利润影响	1.51%	1.98%	0.86%	8.09%	24.83%
利润总额	18.38	19.89	21.46	65.02	7.02
利润总额的影响	1.50%	2.38%	0.85%	7.92%	25.80%

来源：公司公告、国金证券研究所

### 机场：净利率较高，影响较小

- 对于机场行业，主要提供旅客和货物的航空辅助服务（增值税 6%）和商业租赁业务（增值税 10%）。航空辅助服务增值税率降低幅度较小，并且机场行业净利率较高，预计此次增值税归档对于机场行业业绩增厚影响相对较小。

在正向测算下，增值税归档对机场业增厚业绩 1.6%（归档为 13%-5%）或 2.9%（归档为 15%-5%）。其中商业租赁业务营收占比更高的上海机场和净利率更低的深圳机场影响相对较大，将提高上海机场业绩 2.7%（归档为 13%-5%）或 3.6%（归档为 15%-5%），将提高深圳机场业绩 2.9%（归档为 13%-5%）或 3.3%（归档为 15%-5%）。

图表 7：正算法下各机场公司增值税归档影响

13%-5%	机场	上海机场	深圳机场	白云机场	厦门空港
增值税减少合计	132	133	25	-37	11
所得税率	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%
2017年净利润	6,351	3,683	661	1,596	411
净利润影响	1.55%	2.71%	2.85%	-1.75%	1.96%
净利率	33.81%	45.7%	19.9%	27.8%	24.7%

15%-5%	机场	上海机场	深圳机场	白云机场	厦门空港
增值税减少合计	244	174	29	26	15
所得税率	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%
2017年净利润	6,351	3,683	661	1,596	411
净利润影响	2.89%	3.55%	3.32%	1.23%	2.66%
净利率	33.81%	45.7%	19.9%	27.8%	24.7%

来源：公司公告、国金证券研究所

### 铁路：有效增厚业绩 12%-15%，净利率较低的广深铁路影响较大

- 铁路公司主要以客运和货运运输业务为主，目前适用 10%的增值税税率，同时广深铁路的路网服务属于物流辅助服务业务，适用 6%，铁龙物流的加工业务适用 16%。

进项税端，铁路公司构成较多，披露较为细致，目前三档税率均有涉及，在正向测算下，增值税归档对铁路业增厚业绩 12.1%（归档为 13%-5%）或 15.2%（归档为 15%-5%）。行业内，依旧对于净利率较低的公司影响最大，将提高广深铁路业绩 22.6%（归档为 13%-5%）或 35.1%（归档为

15%-5%)，業績的大幅提高將明显改善公司經營狀況，或將推遲普客提價進度。

图表 8：正算法下各鐵路公司增值稅歸檔影響

13%-5%	鐵路	大秦鐵路	廣深鐵路	铁龙物流
增值稅減少合計	2,366	2,008	306	52
所得稅率	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%
2017年淨利潤	14,696	13,350	1,015	331
淨利潤影響	12.07%	11.28%	22.58%	11.79%
淨利率	17.20%	24.0%	5.5%	11.9%

15%-5%	鐵路	大秦鐵路	廣深鐵路	铁龙物流
增值稅減少合計	2,970	2,434	474	62
所得稅率	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%
2017年淨利潤	14,696	13,350	1,015	331
淨利潤影響	15.16%	13.67%	35.05%	14.13%
淨利率	17.20%	24.0%	5.5%	11.9%

來源：公司公告，國金證券研究所

### 公路：多採用簡易計稅方法繳納增值稅，幾乎無影響

- 根據《關於全面推開營業稅改徵增值稅試點的通知》（財稅〔2016〕36 號文）附件二《營業稅改徵增值稅試點有關事項的規定》第九條“不動產經營租賃的規定”：公路經營企業中的一般納稅人收取試點前開工的高速公路的車輛通行費，可以選擇適用簡易計稅方法，減按 3% 的徵收率計算應納稅額。我們統計了 A 股高速公路公司的增值稅繳納辦法，發現大多高速公路公司採取了簡易計稅辦法（少數未披露）。我們猜測，這主要是因為採用該方法，能簡化高速公路行業營改增後稅負增加的問題，同時又解決了物流企業等通行費成本抵扣的問題。因此，考慮到高速公路企業通行費收入一般佔據其營業收入的 70% 以上，若增值稅稅率歸檔，預計對高速公路板塊幾乎無影響。



图表 9：公路企业通行费增值税缴税多采用简易计税办法

公司	股票代码	营业收入 (亿元)	通行费收入占营业收入比重	股息率 (%)	增值税缴税方法	税率	综合增值税率 (%)
粤高速A	000429.SZ	30.89	100%	6.50	简易计税方法：通行费收入、不动产租赁及销售收入	3%、5%、6%、11%、17%	3.00
宁沪高速	600377.SH	94.56	75%	4.89	简易计税方法：通行费收入、不动产租赁及销售收入	一般计税方法17%、6%；简易计税方法3%、5%	3.70
中原高速	600020.SH	58.47	68%	4.65	简易计税方法：通行费收入、不动产租赁及销售收入	3%、5%、6%、11%、17%	4.44
五洲交通	600368.SH	17.92	61%	4.40	未提及	3%、5%或17%	4.05
楚天高速	600035.SH	26.88	49%	4.17	未提及	0%、3%、6%、17%	4.53
赣粤高速	600269.SH	43.28	72%	4.09	未提及	3%、5%、6%、11%、17%	3.68
皖通高速	600012.SH	28.61	93%	4.07	简易计税方法：通行费收入、不动产租赁及销售收入	通行费收入 3%或5% 租金收入 5% 道路施救收入、高速公路委托管理收入、服务区经营收入 6% 典当贷款利息收入 6% 路损赔偿收入 0	3.20
福建高速	600033.SH	24.74	100%	4.01	简易计税方法：通行费收入、不动产租赁及销售收入	3%、5%、6%、17%	3.00
山东高速	600350.SH	73.80	83%	4.00	简易计税方法：通行费收入、不动产租赁及销售收入	3%、5%、6%、17%	3.37
深高速	600548.SH	48.37	89%	3.60	简易计税方法：通行费收入、不动产租赁及销售收入	通行费收入 3%或5% 租金收入 5% 道路施救收入、高速公路委托管理收入、服务区经营收入 6% 典当贷款利息收入 6% 路损赔偿收入 0	3.26
东莞控股	000828.SZ	14.52	76%	3.22	简易计税方法：通行费收入、不动产租赁及销售收入	17%、6%、3%、5%、11%	3.75
四川成渝	601107.SH	79.84	40%	2.86	简易计税方法：通行费收入、不动产租赁及销售收入	3%、5%、6%、11%、17%	6.96
招商公路	001965.SZ	53.41	59%	2.63	简易计税方法：通行费收入、不动产租赁及销售收入	3%-17%	4.23
重庆路桥	600106.SH	2.38	100%	2.62	简易计税方法：通行费收入、不动产租赁及销售收入	3%、5%、6%	3.00
吉林高速	601518.SH	9.74	103%	2.58	简易计税方法：通行费收入、不动产租赁及销售收入	3%	3.00
龙江交通	601188.SH	17.87	2%	2.44	简易计税方法：通行费收入、不动产租赁及销售收入	未提及	5.21
现代投资	000900.SZ	105.93	0%	2.42	未提及	17%、13%、11%、6%、3%	4.60
海南高速	000886.SZ	5.83	20%	1.23	简易计税方法：通行费收入、不动产租赁及销售收入	17%、6%、5%、3%	4.67
湖南投资	000548.SZ	9.71	16%	1.10	简易计税方法：通行费收入、不动产租赁及销售收入	17%、6%、5%、3%	4.75

来源：公司公告，国金证券研究所

### 航运：预计对净利润总体影响在 5% 以内

- 由于符合条件的国际运输采用零税率，招商轮船全为远洋运输，故销项税额为零，而发生的进项税额可以退回。但由于大部分成本发生在境外或其国内供应商为享受出口退税的企业，本身为不含税成本（如国际燃油、免税备件物料、国外港口使用费等），发生在国内可以抵扣的成本不足 5%，因此预计影响几乎为零。

除此以外，我们选取了中海远控（集运核心标的）、中海远特（散运核心标的）做相关测算。航运行业的收入适用的增值税率较为复杂，也享有较多优惠政策，业务拆分也并非统一详细，因此按照倒推法计算。测算结果表明：增值税归档对中远海控、中远海特 17 年净利润的影响比例分别为 2.71 和 3.88%，总体影响不大。

图表 10：航运企业增值税缴纳办法享有较多优惠政策

征税主体	业务	现增值税率	优惠政策
一般纳税人	航运主业	远洋运输	1.若航运公司注册地为国外或港澳台地区，应交税额适用当地税法规定；2.未与我国政府达成双边运输免税安排的国家和地区的单位或者个人，向境内单位或者个人提供的国际运输服务，符合《交通运输业和部分现代服务业营业税改征增值税试点实施办法》（《试点实施办法》）第6条规定的，扣缴义务人暂按3%的征收率扣缴代缴增值税；3.为推动“一带一路”建设，税务总局对从事国际航运的企业在增值税方面亦提供了较多优惠措施；4.期租船业务在满足相关条件下，可界定为联运业务，享受抵额政策。
		国内运输	
		轮客渡	
	航运辅业	装卸	
		堆存、仓储	
		船舶代理	
		货物运输代理	
小规模纳税人	航运主业	3%	
	航运辅业	3%	

来源：公开资料整理，国金证券研究所

图表 11：倒算法下三家航运增值税归档影响

单位：万元	中远海控	中远海特	招商轮船
原增值税率	10%	10%	10%
新增值税率	5%	5%	5%
教育费附加（万元）	1637	115.8	0
营业税	0	0	0
消费税	0	0	0
当期缴纳增值税	32740	2316	0
所得税率	25%	25%	25%
增值税调整后减税额	15590.48	1102.86	0.00
增值税减税增厚利润规模	17461.33	1235.20	0.00
对净利润影响（万元）	13096.00	926.40	0.00
2017年净利润（亿元）	48.31	2.39	9.23
对净利润影响	2.71%	3.88%	0.00%
利润总额	57.03	3.19	9.39
对利润总额的影响	3.06%	3.87%	0.00%

来源：公司公告、国金证券研究所

## 投资建议

- 若本次增值税归档实行，交运各子行业中，航空业业绩增厚效应最为明显，提升净利润约在 15%-20%之间，在增厚业绩的同时，有利于向旅客让利增加需求。目前航空基本面持续向上，在旺季表现优异，收益水平预计显著提高，成本压力虽然巨大，但运输利润仍实现了同比增长，体现出航空公司票价管理和成本控制效果明显。等待油价和汇率因素影响减弱，航空股将在 Q4 迎来反弹。重点推荐三大航。

快递方面，对直营制快递公司影响更大，顺丰可释放约 8%以上净利润空间，公司品牌优势明显，全物流业务构建绝对壁垒，重点推荐顺丰控股。

## 风险提示

- 增值税归档进程不达预期。报告测算的业绩增厚均以增值税调整为前提，若增值税归档未按预期落地，此利好将无法实现。
- 测算假设条件与实际有误。测算过程中存在较多假设，若与实际不符，将降低测算的准确性。
- 其他低于预期事件发生。快递出现价格战等，负面事件持续发酵；油价持续攀升，拖累航空等行业业绩增长；集运进入大船交付高峰，拆船速度不及预期等。

**公司投資評級的說明：**

買入：預期未來 6—12 個月內上漲幅度在 15%以上；  
增持：預期未來 6—12 個月內上漲幅度在 5%—15%；  
中性：預期未來 6—12 個月內變動幅度在 -5%—5%；  
減持：預期未來 6—12 個月內下跌幅度在 5%以上。

**行業投資評級的說明：**

買入：預期未來 3—6 個月內該行業上漲幅度超過大盤在 15%以上；  
增持：預期未來 3—6 個月內該行業上漲幅度超過大盤在 5%—15%；  
中性：預期未來 3—6 個月內該行業變動幅度相對大盤在 -5%—5%；  
減持：預期未來 3—6 個月內該行業下跌幅度超過大盤在 5%以上。

## 特別聲明：

國金證券股份有限公司經中國證券監督管理委員會批准，已具備證券投資諮詢業務資格。

本報告版權歸“國金證券股份有限公司”（以下簡稱“國金證券”）所有，未經事先書面授權，本報告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷貝，或再次分發給任何其他人，或以任何侵犯本公司版權的其他方式使用。經過書面授權的引用、刊發，需註明出處為“國金證券股份有限公司”，且不得對本報告進行任何有悖原意的刪節和修改。

本報告的產生基於國金證券及其研究人員認為可信的公開資料或實地調研資料，但國金證券及其研究人員對這些信息的準確性和完整性不作任何保證，對由於該等問題產生的一切責任，國金證券不作出任何擔保。且本報告中的資料、意見、預測均反映報告初次公開發布時的判斷，在不作事先通知的情況下，可能會隨時調整。

本報告中的信息、意見等均僅供參考，不作為或被視為出售及購買證券或其他投資標的邀請或要約。客戶應當考慮到國金證券存在可能影響本報告客觀性的利益衝突，而不應視本報告為作出投資決策的唯一因素。證券研究報告是用於服務具備專業知識的投資者和投資顧問的專業產品，使用時必須經專業人士進行解讀。國金證券建議獲取報告人員應考慮本報告的任何意見或建議是否符合其特定狀況，以及（若有必要）諮詢獨立投資顧問。報告本身、報告中的信息或所表達意見也不構成投資、法律、會計或稅務的最終操作建議，國金證券不就報告中的內容對最終操作建議做出任何擔保，在任何時候均不構成對任何人的個人推薦。

在法律允許的情況下，國金證券的關聯機構可能會持有報告中涉及的公司所發行的證券並進行交易，並可能為這些公司正在提供或爭取提供多種金融服務。

本報告反映編寫分析員的不同設想、見解及分析方法，故本報告所載觀點可能與其他類似研究報告的觀點及市場實際情況不一致，且收件人亦不會因為收到本報告而成為國金證券的客戶。

根據《證券期貨投資者適當性管理辦法》，本報告僅供國金證券股份有限公司客戶中風險評級高於 C3 級（含 C3 級）的投資者使用；非國金證券 C3 級以上（含 C3 級）的投資者擅自使用國金證券研究報告進行投資，遭受任何損失，國金證券不承擔相關法律責任。

此報告僅限於中國大陸使用。

### 上海

電話：021-60753903

傳真：021-61038200

郵箱：researchsh@gjzq.com.cn

郵編：201204

地址：上海浦東新區芳甸路 1088 號

紫竹國際大廈 7 樓

### 北京

電話：010-66216979

傳真：010-66216793

郵箱：researchbj@gjzq.com.cn

郵編：100053

地址：中國北京西城區長椿街 3 號 4 層

### 深圳

電話：0755-83831378

傳真：0755-83830558

郵箱：researchsz@gjzq.com.cn

郵編：518000

地址：中國深圳福田區深南大道 4001 號

時代金融中心 7GH