

苏宝亮 黄凡洋
 分析师 SAC 执业编号: S1130516010003 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。

内容目录

增值税率或将三档变两档.....	3
航空：业绩增厚最大，提供提价空间	4
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	5
机场：净利率较高，影响较小.....	7
铁路：有效增厚业绩 12%-15%，净利率较低的广深铁路影响较大	7
公路：多采用简易计税方法缴纳增值税，几乎无影响.....	8
航运：预计对净利润总体影响在 5%以内	9
投资建议	10
风险提示	10

图表目录

图表 1：近期增值税税率调整过程.....	3
图表 2：部分增值税适用税率表（2018 年 5 月 1 日起）	4
图表 3：正算法下各航空公司增值税归档影响.....	5
图表 4：倒算法下各航空公司增值税归档影响.....	5
图表 5：正算法下各快递（快运）公司增值税归档影响.....	6
图表 6：倒算法下各快递（快运）公司增值税归档影响.....	7
图表 7：正算法下各机场公司增值税归档影响.....	7
图表 8：正算法下各铁路公司增值税归档影响.....	8
图表 9：公路企业通行费增值税缴税多采用简易计税办法.....	9
图表 10：航运企业增值税缴纳办法享有较多优惠政策.....	10
图表 11：倒算法下三家航运增值税归档影响.....	10

增值税率或将三档变两档

- 9月19日，国务院总理李克强在2018年夏季达沃斯论坛上表示，积极的财政政策要更加积极，就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，所以本篇点评我们从增值税税率降低的角度分析减税宽财政政策的影响。

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。我们分析了两种可能的降低增值税率方案，1)从“16%-10%-6%”三档调整为“13%-5%”，即原先适用16%税率的行业降低至13%，原先适用10%或6%税率的行业均降低至5%；2)从“16%-10%-6%”三档调整为“15%-5%”，即原先适用16%税率的行业降低至15%，原先适用10%或6%税率的行业均降低至5%，分别计算增值税率在本次可能发生的调整后，对于交运子行业以及重点公司的影响。

图表 1：近期增值税税率调整过程

实施时间	2018年1月-4月	2018年5月至今	未来税率调整假设
税率结构	17%-11%-6%	16%-10%-6%	13%-6%
			15%-6%

来源：国家税务总局，国金证券研究所

- 我们首先进行了正向测算。

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。

对于交通运输行业来说，收入端目前主体适用税率为10%；部分适用税率为6%，主要包括物流辅助服务；物流公司存在部分加工业务，目前适用16%的税率；另外高速公路公司存在选择简易计税方法应税，应纳税额=销售额×征收率（3%）。

成本端，交通运输公司上游构成项目较多，目前3种税率均有涉及，另外在“营改增”全面推行后，包括不动产在内的固定资产进项税额同样可以进行抵扣。

具体测算过程中，我们尽可能将公司收入和成本项，以及其他涉及增值税的项目，按照业务不同，拆分成不同适用税率，并分别对各项目增值税影响进行计算，最终测算出销项税和进项税变化对于公司业绩的综合影响，再对公司影响进行加权平均，观察对于各子行业的影响。

按照此种正向方法计算，我们假设1)含增值税售价不变，降低增值税率后并不向买方让利；2)除去各项成本和购进固定资产外，不存在其他应缴增值税项目；3)购进固定资产全部用于进项税可抵扣项目。

需要注意的是，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。

- 另外，我们对于影响较大的航空以及较为关注的快递，还采用了倒算法。由于教育费附加=（实际缴纳增值税+营业税+消费税）*教育费附加税率，通过报表附注中教育费附加，可以反向倒推2017年实缴增值税。然后即可测算税率减少后，增值税少缴额度，即为对于业绩的增厚影响。不过需要注意，对于个别公司，若涉及多项增值税率业务，则该方法可能会带来测算误差，部分企业进项与销项税率不等也将导致测算偏差。

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年含税增值税收入	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%)，业绩的大幅提高将明显改善公司经营状况，或将推迟普客提价进度。

图表 8：正算法下各铁路公司增值税归档影响

13%-5%	铁路	大秦铁路	广深铁路	铁龙物流
增值税减少合计	2,366	2,008	306	52
所得税率	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%
2017年净利润	14,696	13,350	1,015	331
净利润影响	12.07%	11.28%	22.58%	11.79%
净利率	17.20%	24.0%	5.5%	11.9%

15%-5%	铁路	大秦铁路	广深铁路	铁龙物流
增值税减少合计	2,970	2,434	474	62
所得税率	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%
2017年净利润	14,696	13,350	1,015	331
净利润影响	15.16%	13.67%	35.05%	14.13%
净利率	17.20%	24.0%	5.5%	11.9%

来源：公司公告，国金证券研究所

公路：多采用简易计税方法缴纳增值税，几乎无影响

- 根据《关于全面推开营业税改征增值税试点的通知》（财税〔2016〕36号文）附件二《营业税改征增值税试点有关事项的规定》第九条“不动产经营租赁的规定”：公路经营企业中的一般纳税人收取试点前开工的高速公路的车辆通行费，可以选择适用简易计税方法，减按3%的征收率计算应纳税额。我们统计了A股高速公路公司的增值税缴纳办法，发现大多高速公路公司采取了简易计税办法（少数未披露）。我们猜测，这主要是因为采用该方法，能简化高速公路行业营改增后税负增加的问题，同时又解决了物流企业等通行费成本抵扣的问题。因此，考虑到高速公路企业通行费收入一般占据其营业收入的70%以上，若增值税税率归档，预计对高速公路板块几乎无影响。

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	零税率	1.若航运公司注册地为国外或港澳台地区，应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%的征收率代扣代缴增值税；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	11%	
		轮客渡	3%	
	航运辅业	装卸	6%	
		堆存、仓储	6%	
		船舶代理	6%	
		货物运输代理	6%	
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。

公司投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

行业投资评级的说明：

买入：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 15%以上；
增持：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 5%—15%；
中性：预期未来 3—6 个月内该行业变动幅度相对大盘在 -5%—5%；
减持：预期未来 3—6 个月内该行业下跌幅度超过大盘在 5%以上。

特别声明:

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7GH