

交通运输

证券研究报告

2019年03月04日

两会减税预期再起，多版本下谁能收益？

投资评级

行业评级

强于大市(维持评级)

上次评级

强于大市

作者

姜明

分析师

SAC 执业证书编号: S1110516110002
jiangming@tfzq.com

黄盈

分析师

SAC 执业证书编号: S1110518080007
huangying1@tfzq.com

曾凡喆

分析师

SAC 执业证书编号: S1110518110001
zengfanzhe@tfzq.com

张峰

分析师

SAC 执业证书编号: S1110518080008
zhangfeng@tfzq.com

当前临近两会，我们预期会有更大程度的减税方案出台，基于减轻企业负担的大方向，我们从交运行业公司自身业务出发，并设定不同的情景假设：

1) 情境 1：三档并两档，制造业等行业增值税税率从 16% 降至 10%，将交通运输、建筑、基础电信服务等行业及农产品等货物的增值税税率从 10% 降至 6%；

2) 情境 2：三档并两档，制造业等行业增值税税率从 16% 降至 10%，交通运输、建筑、基础电信服务等行业及农产品等货物的增值税税率 10% 不变，6% 档税率不变；

3) 情境 3：每种税率普降 1 个点。

交运行业销项税率大部分在 6% 与 10% 档，少部分收入类型如销售商品收入税率为 16%，因此在三种情景假设下，对交运行业的影响均较大，我们将会在后文中详细讨论。综合来看，航空铁路的业绩对于税率变动更为敏感。

航空：增值税下调将显著增厚航空公司客货运账面收入，且国内线业务体量越大的公司获益越显著。不过由于航空公司成本端进项税抵扣项目繁杂，且涉及进口增值税抵扣，进项税可抵扣总体额度同样较大，因此在情景 1 下，航空公司获益明显，而在情景 2 下业绩将受到冲击，在情景 3 下业绩将有小幅增厚。

铁路：当前铁路客运收入、货运收入及其他运输收入适用税率为 10%，其他站场服务收入（如清算收入）适用 6% 税率，铁路成本特点在于固定资本（折摊&薪酬）类型占比较高，因此增值税下调对铁路刺激较大。动态看，税率下调若带来铁路货运价格同步调整，将更有利于释放铁路价格优势，刺激货量，进一步利好于公转铁。

快递：如果各增值税率普降，则各公司弹性较为一致，收入基数大的公司如顺丰增值多；若 10% 档税率降至 6%，则德邦与顺丰弹性较大。进项税率上分拆较难计算，但我们认为当前快递企业的趋势是核心网络重资产化，折摊+人力成本的占比提升是大方向，因此不可抵扣部分将会增大。且快递企业对供应商议价能力都较强，因此税率变化大概率不会造成账面成本大幅增加，反而有益于现金流的改善。

机场：各上市机场核心收入销项税适用增值税率为 6%，而成本端中不可抵扣成本占比较高，因此如 6% 档税率不做调整，则增值税后续改革对机场公司影响偏中性。推荐上海机场、白云机场。

公路：大部分高速公路企业采用简易计税方法，按照 3% 的征收税率计算应纳税额，且由于大部分高速公路企业通行费收入占比较高，其他配套的餐饮、加油等占比较少，因此高速公路业绩对增值税政策的变化较不敏感。

航运港口：航运远洋运输销项税为 0，进项税中发生在海外的燃油成本、港口使费等均不含税，因此影响较小；国内沿海运输则适用 10% 的销项税率，但可抵扣成本占比小，因此航运行业影响不大。港口装卸仓储税率均为 6%。

投资建议

降税对于行业的意义不仅在于利润表的静态变化，更多利好的是议价能力强的标的。静态角度，航空、铁路与快递的业绩弹性较大；动态角度，则是在上下游具备较强话语权的公司有可能受到销项与进项的两头利好。

推荐方面，快递继续从估值修复角度推荐圆通、申通；航空推荐三大航，机场继续推荐上海与白云机场；铁路方面推荐广深、铁龙。

风险提示：宏观经济超预期下滑；快递增速不及预期；航空景气度不及预期；铁路改革低于预期；测算结果过于理论与实际存在出入

行业走势图



资料来源：贝格数据

相关报告

- 1 《交通运输-行业点评:春运收官空铁领跑，继续推荐三大航+铁路》
2019-03-03
- 2 《交通运输-行业研究周报:MSCI 引资增投资价值股，升值预期助推航空》
2019-03-03
- 3 《交通运输-行业研究周报:中美和谈预期乐观，航空航运最为获益》
2019-02-24



内容目录

1. 综述.....	4
2. 利润表会有多大影响.....	5
2.1. 静态.....	5
2.2. 动态.....	5
3. 交运子板块影响几何.....	7
3.1. 航空.....	8
3.1.1. 销项税：增值税率如下调对收入增厚明显.....	8
3.1.2. 进项税：繁杂难测算，但可抵扣额度较高.....	9
3.2. 机场.....	10
3.2.1. 销项税：航空主业几乎无影响，非航部分影响同样不大.....	10
3.2.2. 进项税：折旧人工占比高，可抵扣额度相对较小.....	10
3.3. 铁路公路.....	11
3.3.1. 铁路：静态获益，动态有望释放价格优势.....	11
3.3.2. 公路：影响并不显著.....	12
3.4. 快递.....	12
3.4.1. 销项税：快递业务以 6%为主，物流业务以 10%为主.....	12
3.4.2. 进项税：纷繁复杂，整体影响不大.....	14
3.4.3. 总结.....	16
3.5. 航运港口.....	16
4. 投资建议.....	16
5. 风险提示.....	17

图表目录

图 1：增值税率下降时，收入成本变动的四种情景假设.....	6
图 2：具备强议价能力的企业可能双重获.....	7
图 3：2017 年大秦铁路成本结构（红框中科目不可抵扣）.....	12
图 4：2017 年广深铁路成本结构（红框中科目不可抵扣）.....	12
图 5：2017 年铁龙物流成本结构（红框中科目不可抵扣）.....	12
图 6：各大快递公司 17 年运输成本（亿元）.....	15
图 7：2015-2017 上市快递企业固定资产-运输工具变化（亿元）.....	15
图 8：2017 年韵达各类型车辆日均发货趟次（次/日）.....	15
图 9：2017 年各大快递公司成本结构（亿元）.....	16
表 1：三种情境假设下税率变动情况.....	4
表 2：增值税率调整对利润表影响测算.....	5
表 3：交运各子板块不同收入类型对应增值税销项税率（%）.....	7
表 4：2017 年各航空公司收入构成（亿元）.....	8
表 5：各航空公司 2017 年营业成本构成.....	9

表 6: 各机场上市公司 2017 年成本构成	11
表 7: 快递公司主要业务收入对应销项增值税率	13
表 8: 上市快递公司业务收入结构 (1H2018)	13
表 9: 顺丰与德邦收入变化测算	14

1. 综述

回顾关于增值税调整的历程，从 2018 年初政府工作报告开始，总理提出要进一步减轻企业赋税，改革完善增值税，按照三档并两档方向调整税率水平，重点降低制造业、交通运输等行业税率。而后，18 年 5 月 1 日起实施新的增值税方案，将原适用 17% 税率的制造业等行业和 11% 税率的建筑业、交通运输业等行业税率，分别下调 1 个百分点，当前临近两会，我们预期会有更大程度的减税方案出台，**基于减轻企业负担的大方向，我们从交通运输行业公司自身业务出发，并设定不同的情景假设，试图得到一个不同情景下的定性结果。**

- 1) **情境 1:** 三档并两档，制造业等行业增值税税率从 16% 降至 10%，将交通运输、建筑、基础电信服务等行业及农产品等货物的增值税税率从 10% 降至 6%；
- 2) **情境 2:** 三档并两档，制造业等行业增值税税率从 16% 降至 10%，交通运输、建筑、基础电信服务等行业及农产品等货物的增值税税率 10% 不变，6% 档税率不变；
- 3) **情境 3:** 每种税率普降 1 个点。

交通运输行业销项税率大部分在 6% 与 10% 档，少部分收入类型如销售商品收入税率为 16%，因此在三种情景假设下，对交通运输行业的影响均较大，我们将会在后文中详细讨论。

表 1：三种情境假设下税率变动情况

旧税率	情境 1	情境 2	情境 3
16%	10%	10%	15%
10%	6%	10%	9%
6%	6%	6%	5%

资料来源：天风证券研究所整理

- **航空：**增值税下调将显著增厚航空公司客货运账面收入，且国内线业务体量越大的公司获益越显著。不过由于航空公司成本端进项税抵扣项目繁杂，且涉及进口增值税抵扣，进项税可抵扣总体额度同样较大，因此在情景 1 下，航空公司获益明显，而在情景 2 下业绩将受到冲击，在情景 3 下业绩将有小幅增厚。
- **铁路：**当前铁路客运收入、货运收入及其他运输收入适用税率为 10%，其他站场服务收入（如清算收入）适用 6% 税率，铁路成本特点在于固定资本（折摊&薪酬）类型占比较高，因此增值税下调对铁路刺激较大。动态看，税率下调若带来铁路货运价格同步调整，将更有利于释放铁路价格优势，刺激货量，进一步利好于公转铁。
- **快递：**如果各增值税率普降，则各公司弹性较为一致，收入基数大的公司如顺丰增值多；若 10% 档税率降至 6%，则德邦与顺丰弹性较大。进项税率上分拆较难计算，但我们认为当前快递企业的趋势是核心网络重资产化，折摊+人力成本的占比提升是大方向，因此不可抵扣部分将会增大。且快递企业对供应商议价能力都较强，因此税率变化大概率不会造成账面成本大幅增加，反而有益于现金流的改善。
- **机场：**各上市机场核心收入销项税适用增值税率为 6%，而成本端中不可抵扣成本占比较高，因此如 6% 档税率不做调整，则增值税后续改革对机场公司影响偏中性。推荐上海机场、首都机场股份，关注白云机场、深圳机场。
- **公路：**大部分高速公路企业采用简易计税方法，按照 3% 的征收税率计算应纳税额，且由于大部分高速公路企业通行费收入占比较高，其他配套的餐饮、加油等占比较少，因此高速公路业绩对增值税政策的变化较不敏感。

- **航运港口：**航运按照国际远洋与国内沿海作为划分，远洋运输销项税为 0，进项税中发生在海外的燃油成本、港口使费等也均为不含税成本，因此影响较小；国内沿海运输则适用 10%的销项税率，但可抵扣成本占比小，因此航运行业影响不大。港口方面装卸仓储税率均为 6%。

2. 利润表会有多大影响

增值税作为一种价外税，不体现于公司利润表，但税率变动将使报表收入成本均发生一定变动并影响利润，同时影响应纳税金额。交运子板块众多，增值税率下调使交运板块各公司收益几何值得探讨。

增值税的变动，对于公司净利润的影响高低，我们认为从静态到动态可以这样拆解：

2.1. 静态

静态：首先从静态的角度来考量，增值税分为进项税与销项税两端，**静态的含义在于尽管增值税率变化但上下游含税价格不变**，因此此时增值税率的下降，将会带来收入与可抵扣成本项的增长，不可抵扣成本则不变，因此在这种假设下，毛利润将会获得增长。

我们以一个简化的模型来说明：假定某企业销项、进项增值税率均为 11%，假设公司含税销售收入为 111 元，则计入报表收入为 100 元，假设可抵扣、不可抵扣成本分别为 44.4 元，则账面成本为 84.4 元，税前利润为 15.6 元，税后利润为 11.7 元，缴纳增值税 6.6 元，所得税 3.9 元，税负 10.5 元。现进销项增值税率同时降低 1%，则账面收入变为 100.91 元，账面成本为 84.76 元，税前利润为 16.15 元，税后利润为 12.11 元，缴纳增值税 6.05 元，所得税 4.04 元，税负 10.09 元，企业综合税负下降，税后利润提升。

表 2：增值税率调整对利润表影响测算

单位（元）	假设税率 11%	假设税率调整为 10%
销售价格（含税）	111.00	111.00
销项增值税（ $T/(1+T) \times$ 含税收入）	11.00	10.09
账面收入（ $1/(1+T) \times$ 含税收入）	100.00	100.91
支付不可抵扣成本	44.40	44.40
支付可抵扣成本（含税）	44.40	44.40
进项税抵扣（ $T/(1+T) \times$ 含税收入）	4.40	4.04
账面不可抵扣成本	44.40	44.40
账面可抵扣成本（ $1/(1+T) \times$ 含税收入）	40.00	40.36
税前利润	15.60	16.15
税后利润	11.70	12.11
缴纳增值税	6.6	6.05
缴纳所得税	3.9	4.04
综合税负	10.5	10.09
税负减少及税后利润提升		0.41

资料来源：天风证券研究所整理

注：简单模型测算不考虑流转税

2.2. 动态

但以上结果均是基于静态假设，即企业销售的含税价格与可抵扣部分的含税成本均不会随

增值税变化而调整。但现实情况是，企业对于上下游的议价能力可能会严重影响含税价格的变化，进而传导到利润表的表现。因此，我们按照上下游含税价格是否变化，将情境假设划分为四类象限：

- 1) **含税收入与成本均不发生变化**：这是我们在上文中的静态假设情境，由于大部分情况下企业毛利额为正，且并非所有成本均可以抵扣，因此收入基数大于可抵扣成本。此时利润表中计入的收入与可抵扣成本均增加，企业盈利增加；
- 2) **含税收入不变，含税成本随降税下调**：假设企业对上下游议价能力均很强，该情境存在发生的可能。这是对企业利好最大的一种情形；
- 3) **含税收入与成本均下调**：利润表收入不变或增幅较小，可抵扣成本亦同向变化；
- 4) **含税收入下调但成本不变**：该情形可能发生在企业对客户议价能力较弱、对供应商议价能力较强时，该情形较为不利。

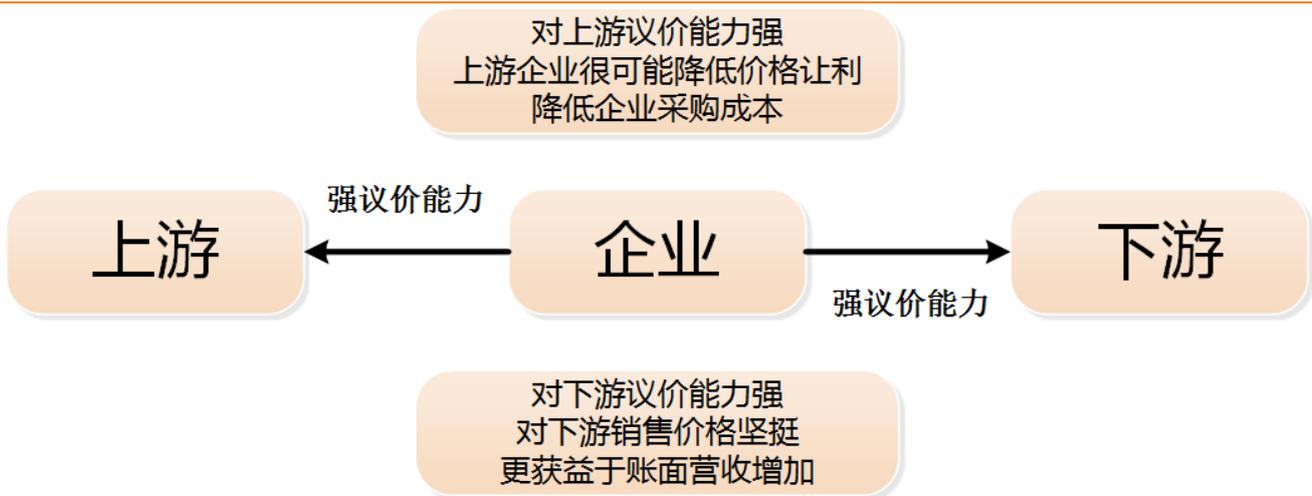
图 1：增值税率下降时，收入成本变动的四种情景假设



资料来源：天风证券研究所

综合而言，在价格不受管制的前提下，增值税最终对企业利润表的实际影响体现在销售收入与可抵扣成本是否随增值税变化而浮动，而就上下游而言，增值税率下调将使所有企业的盈利水平或多或少出现改善，却可能导致企业间博弈并引发价格竞争收窄利润空间，这就导致了一家企业对上下游企业或终端消费者的议价权至关重要，如一家企业对上下游议价能力均较强，很可能双重获益。

图 2：具备强议价能力的企业可能双重获



资料来源：天风证券研究所整理

3. 交运子板块影响几何

对于交通运输行业而言，我国物流成本占 GDP 比重仍约 15%，远高于美国 7%左右的水平，因而被长期诟病，降低税费有助于交通运输行业作为社会承上启下的纽带运行更加顺畅，降低全社会物流成本，增强产品价格优势。

此外，从增值税的增收机制来看，交运行业及制造业均属于资金、人工密集型行业，不可抵扣进项税成本中折旧、薪酬占比均不算低，因此降低增值税率的实际减负效果更好，且人工密集型企业盈利能力的回升有助于保障就业，利于社会环境的稳定。

表 3：交运各子板块不同收入类型对应增值税销项税率（%）

子板块	收入类型	对应税种	销项税率（%）
航空	境内客货运收入	航空运输服务	10%
	境外客货运收入	航空运输服务	0%
	机供品销售	销售或进口货物	16%
机场	境内航司航空性收入	现代服务-物流辅助服务-航空服务	6%
	境外航空公司航空性收入	现代服务-物流辅助服务-航空服务	0%
	不动产租赁租金，固定租金（2016 年 4 月 30 日前取得固定资产）	现代服务-租赁服务	5%
	不动产租赁租金，固定租金（2016 年 4 月 30 日前取得固定资产）	现代服务-租赁服务	10%
	经营权转让（按比例提成）	现代服务-商务辅助服务-企业管理服务	6%
	广告服务（自营）	现代服务-文化创意服务-广告服务	6%
	广告服务（外包）	现代服务-商务辅助服务-企业管理服务	6%
航运	航运业务收入	水路运输服务-水路运输服务	10%
港口	港口码头服务收入	现代服务-物流辅助服务-港口码头服务	16%
铁路	铁路客运收入、货运收入及其他运输收入	陆路运输服务-铁路运输服务	10%
	其他场站服务收入	现代服务-物流辅助服务-货运客运站服务	6%

公路	通行费收入	陆路运输服务-其他陆路运输服务	3%
快递	快递业务收入（中转&派费）	现代服务-物流辅助服务-收派服务	6%
	快递业务收入（面单）	现代服务-信息技术服务	6%
	物流运输收入（公路快运等）	陆路运输服务-其他陆路运输服务	10%

资料来源：公司财报，天风证券研究所

3.1. 航空

3.1.1. 销项税：增值税率如下调对收入增厚明显

我国上市航司营收以航空运输服务为主，其中核心主业为航空客运及航空货运。2017 年国航、南航、东航、海航、春秋、吉祥客货运收入合计占总收入的比重分别为 96.4%、95.6%、92.9%、94.5%、96.3%、98.5%。

表 4：2017 年各航空公司收入构成（亿元）

航司	国航	南航	东航	海航	春秋	吉祥
营业总收入	1213.63	1274.89	1017.21	599.04	109.71	124.11
客运收入	1067.44	1127.91	908.12	552.07	104.64	120.53
国内客运	722.15	854.28	599.68	-	69.20	101.54
国际及港澳台客运	345.29	273.63	308.44	-	35.44	18.99
货运收入	102.55	90.82	36.21	14.04	0.96	1.78
国内货运	19.26	19.78	9.07	-	-	-
国际及港澳台货运	83.29	71.04	27.14	-	-	-
其他收入	43.64	56.16	72.88	32.93	4.11	1.80
占比	国航	南航	东航	海航	春秋	吉祥
客运收入	88.0%	88.5%	89.3%	92.2%	95.4%	97.1%
国内客运	59.5%	67.0%	59.0%	-	63.1%	81.8%
国际及港澳台客运	28.5%	21.5%	30.3%	-	32.3%	15.3%
货运收入	8.4%	7.1%	3.6%	2.3%	0.9%	1.4%
国内货运	1.6%	1.6%	0.9%	-	-	-
国际及港澳台货运	6.9%	5.6%	2.7%	-	-	-
其他收入	3.6%	4.4%	7.2%	5.5%	3.7%	1.5%

资料来源：Wind，天风证券研究所

注：吉祥航空客运细分为测算值

按照《财政部、国家税务总局关于全面推开营业税改征增值税试点的通知》，国内航空客货运服务按照 10% 的税率缴纳增值税，国际及港澳台航空客货运服务免征增值税；其他收入中，机供品销售、飞机维修及租赁收入适用增值税率为 16%；地面服务、代理费、劳务费收入作为现代服务业，适用增值税率为 6%；2016 年 4 月 30 日（含）前取得的不动产，对应的租赁收入适用增值税率为 5%，其后取得的不动产，对应的租赁收入适用增值税率为 10%。

- **税率调整影响：**航空公司核心收入来源为客货运，而其他收入项目结构繁杂且体量较小，因此我们暂不考虑其他收入项目的影 响。仅考虑客货运，如增值税率如发生下调，则各航空公司国内端客货运账面收入将有所上升，且国内收入占比越高的航空公司得到的实惠越大。如以 2017 年各航司收入为基数，假设各级税率降低 1%，我们测算国航、南航、东航、春秋（不考虑货运）、吉祥收入将分别增厚 6.8 亿、8.0 亿、5.6 亿、0.63 亿、0.93 亿。

3.1.2. 进项税：繁杂难测算，但可抵扣额度较高

各航空公司成本构成十分相似，以 2017 年为例，营业成本占比最高的成本项为航油成本，占比为 28%左右，其他如起降停机费、折旧、员工薪酬的成本占比均在 15%左右，维修成本、经营租赁费成本不足 10%，其他零星成本如餐食费、民航发展基金、不正常航班成本、广告费等占比较低。

表 5：各航空公司 2017 年营业成本构成

	国航	南航	东航	海航	春秋	吉祥
航油成本	28.3%	28.6%	27.8%	28.2%	29.4%	29.1%
起降费	13.8%	13.3%	14.7%	15.2%	17.3%	14.0%
折旧	12.9%	11.3%	13.8%	10.4%	16.6%	18.2%
工资福利费	17.1%	16.0%	12.9%	9.0%	19.2%	19.7%
维修成本	6.2%	7.0%	5.9%	11.4%	5.0%	5.3%
飞发租赁费		7.2%	4.8%	16.6%		
餐食费用	3.5%	3.0%	3.4%	2.9%	0.9%	2.5%
其他成本	18.2%	13.6%	16.6%	6.3%	11.7%	11.2%
合计	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%

资料来源：公司年报，审计报告，天风证券研究所

注：国航将经营租赁费并入其他成本，东航工资福利费统计口径与其他大航不同，海航将租赁费用合并列示，春秋吉祥将折旧租赁费合并列示

在成本项目中，境内航油购买成本及国际航线国内端无保税油的航油成本、向机场支付起降停机费、支付维修费用、银行手续费等可以进行增值税抵扣；折旧、工资、餐食成本、银行利息费用等无法抵扣。

其中境内航油购买成本及国际航线国内端无保税油的航油成本、经营租赁费、维修成本等增值税抵扣税率为 16%；不动产租赁成本抵扣税率方面，2016 年 4 月 30 日（含）前取得的不动产，对应的租赁收入适用增值税率为 5%，其后取得的不动产，对应的租赁收入适用增值税率为 10%；购买 2016 年 4 月 30 日前建成的不动产，对应增值税率为简易税率 5%，其后建成不动产的抵扣税率为 10%，进项税额应自取得之日起分 2 年从销项税额中抵扣，第一年抵扣比例为 60%，第二年抵扣比例为 40%；机场起降费、银行手续费等抵扣税率为 6%；民航发展基金不可抵扣。

此外，我国航空公司进口飞机时需缴纳进口增值税。根据 2013 年财政部和税务总局发布的《关于调整进口飞机有关增值税政策的通知》，2013 年 8 月 30 日起，空载重量在 25 吨以上的进口飞机，按照 5%征收进口环节增值税，此部分可抵扣增值税，与此同时，进口租赁飞机时航空公司需给境外公司代扣代缴 16%的增值税，此部分同样可以抵扣。

- **结论：**综上所述，航空公司进项税可抵扣部分十分复杂，很难测算出一个精确的数值。由于不可抵扣成本在航空公司成本构成中占比并不算很大，且进口购买或进口租赁飞机同样涉及进口增值税抵扣问题，因此进项税抵扣额度总量并不算小。如增值税进一步下调，对航空公司的实际盈利能力改善幅度应低于前面销项税部分的测算值。
- 我们判断，在三种情景假设中，我们假设成本构成中可用进项税可抵扣的部分占比为 50%进行分析。

- ① 销项税从 10%下调至 6%，进项税从 16%下调至 13%：如按照此种方式操作，航空公司销项税降幅明显大于进项税降幅。其中国航、南航、东航销项税预计分别降低 27.2 亿、32.1 亿、22.3 亿，进项税抵扣金额减少 13.8 亿、15.4 亿、12.4

- 亿，税前利润或分别增厚 13.4 亿、16.7 亿、9.9 亿，春秋吉祥税前利润分别增厚 1.2 亿、2.4 亿，构成显著利好。
- ② 销项税率不变，进项税率从 16% 下调至 10%：如按照此种方式操作，则航空公司销项税无变化，进项税抵扣额度减少，如按照进项税率下调 6% 测算，则三大航抵扣幅度分别减少 27.6 亿、30.7 亿、24.8 亿，春秋吉祥分别减少 2.7 亿、2.7 亿，构成利空。
- ③ 进销项增值税税率分别下调 1%：我们测算其对三大航的全年税前盈利影响应该在 2 亿元人民币左右，对春秋、吉祥的税前盈利影响应该为千万级，其对业绩的增厚相对有限。

3.2. 机场

3.2.1. 销项税：航空主业几乎无影响，非航部分影响同样不大

机场收入构成为以起降费、旅客服务费、安检费、停场客桥费、地面服务等为主的航空性收入及以如场地租赁，特许经营权转让费、广告费等为主的非航空性收入。

航空主业方面，我国境内机场适用的收费标准均遵循 2017 年 4 月 1 日实施的《关于印发民用机场收费标准调整方案的通知》；增值税方面，按照《财政部、国家税务总局关于全面推开营业税改征增值税试点的通知》，机场航空主业对应现代服务-物流辅助服务-航空服务税种，其中来自于境内航空公司的部分适用增值税率为 6%，来自于境外航空公司的部分适用税率为 0%。

非航收入方面，2016 年 4 月 30 日（含）前取得的不动产，对应的租赁收入适用增值税率为 5%，其后取得的不动产，对应的租赁收入适用增值税率为 10%；商业方面，免税店、商铺、广告经营权转让部分对应增值税税率为 6%；自营广告对应现代服务业中的文化创意服务，适用税率 6%。

我国上市机场收入构成不尽相同，结构繁杂，以白云机场为例，其囊括航空主业相关的起降、旅客服务收入、供水供电、空港快线、商品及免税品销售、广告、场地租赁等多种业务，且各机场上市公司与机场集团业务划分存在千丝万缕的联系，因此在航空收入及非航收入的基础上进一步细拆收入结构的难度较大，但定性而言，机场收入中适用于 6% 增值税税率的相关收入占比极高。2018 年 5 月 1 日增值税率调整并未对 6% 的税率档进行调整，因此前序增值税率调整对机场公司销项税影响不大。

3.2.2. 进项税：折旧人工占比高，可抵扣额度相对较小

机场成本构成中，折旧摊销成本及人工成本占比较高，如首都机场、上海机场、白云机场、厦门空港折旧及人工（或劳务外包费用）占比合计分别为 43.9%、51.9%、60%、54.1%，此部分成本无法抵扣。其他成本项目则主要由维修费用、水电力费用及其他零星成本项构成，此部分增值税率下调带来的可抵扣金额降低相对有限，综合来看，2018 年 5 月增值税率调整对机场的营收影响偏中性。

表 6：各机场上市公司 2017 年成本构成

成本项 (百万元)	首都机场	上海机场	白云机场	厦门空港
折旧摊销	1403.95	1481.53	450.55	185.52
安保	640.87			
劳务费			114.08	
维修	774.78			171.35
员工	600.36	833.40	1845.71	413.78
水电力	606.78	367.29	184.05	
委托管理费	661.75			
其他	1337.25	1774.20	1424.50	337.86
合计	6025.74	4456.42	4018.89	1108.51

资料来源：公司公告，天风证券研究所

注：深圳机场未披露细分成本项，首都机场口径为经营费用，上海机场、厦门空港为营业总成本，白云机场为营业成本

- **结论：**由于前序增值税调整并未涉及 6%档增值税，且机场公司进项税可抵扣成本占比较低，因此对机场公司进销项税影响不大，影响偏中性。我们认为如后续增值税率进一步调整，可构建两种情景对机场板块进行分析。第一种，6%档增值税不做调整，则对业绩影响仍偏中性；第二种，6%档增值税同样下调，则机场销项税应交增值税额将显著下降，同时进项税抵扣减少幅度低，将对业绩产生明显正面影响。

3.3. 铁路公路

3.3.1. 铁路：静态获益，动态有望释放价格优势

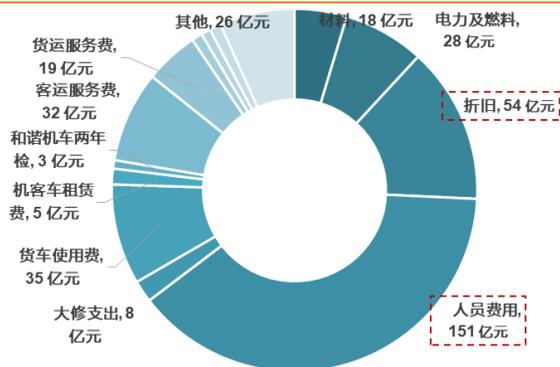
铁路方面，2018 年 5 月之后，铁路客运收入、货运收入及其他运输收入适用税率为 10%，其他站场服务收入（如清算收入）适用 6%税率。

对于客运企业，我们以广深铁路为例，2017 年剔除了通往香港的直通车业务后，客运收入为 72.34 亿元，2017 当年对应的税率为 11%（18 年 3 月后为 10%），假设 10%税率将至 6%，则客运收入增加 2.73 亿。而由于铁路公司员工工资、折旧摊销等成本占比比较高，不存在抵扣，仍然以广深铁路 2017 年业绩为例，主营业务中 68.04%为折旧与人工，因此对于资产较重、人力密集的铁路企业而言，如果降税，将会较为利好。

而对于货运企业，既 3 月公告调整增值税率之后，处于降低物流成本等角度的考虑，4 月 30 日，中国铁路总公司在微信公众号发布消息称，根据《财政部、税务总局关于调整增值税税率的通知》（以下简称“《通知》”），5 月 1 日起，下浮铁路主要货物运价，铁路运输服务增值税税率从 11%降至 10%，即跟随税率降低了含税运价。因此动态地看，如果降税实施导致铁路含税运价下降，即使收入弹性不大，也能够充分释放出铁路运输在价格上的优势，进一步刺激商品从公路到铁路的回流。

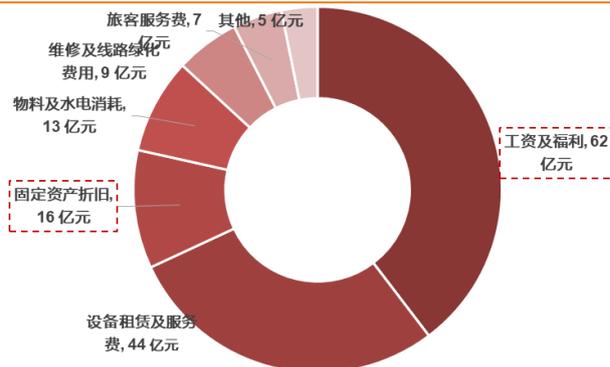
结合收入与成本两端，我们认为如果降税措施出台，广深铁路作为以客运运输为主、且折摊+工资占比最高的公司，其静态角度的业绩弹性将高于另外两家；而对于铁路货运公司而言，如果含税价格随着税率下降，则能够进一步释放出铁路货运运价优势，进一步刺激公转铁。

图 3：2017 年大秦铁路成本结构（红框中科目不可抵扣）



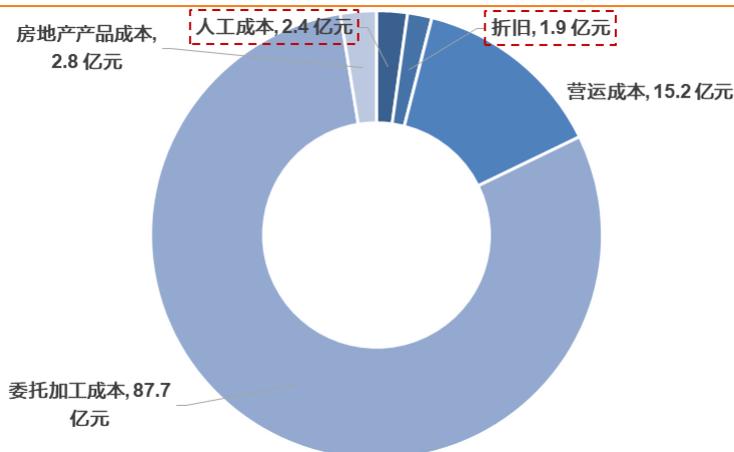
资料来源：公司财报，天风证券研究所

图 4：2017 年广深铁路成本结构（红框中科目不可抵扣）



资料来源：公司财报，天风证券研究所

图 5：2017 年铁龙物流成本结构（红框中科目不可抵扣）



资料来源：公司财报，天风证券研究所

3.3.2. 公路：影响并不显著

营改增调整对目前上市公司中高速公路的业绩影响并不明显：首先，政策方面，参考财政部/国家税务总局颁布的《关于全面推开营业税改征增值税试点的通知》(财税[2016]36号)中对不动产经营租赁的相关规定：公路经营企业中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；其次，A 股高速公路上市公司上市时间均较早，根据我们的统计 2016 年 5 月后上市公司基本没有新建高速公路，同时我们查询 20 家上市公司的年报公告，除部分未披露增值税政策外，90%以上高速公路均采纳简易计税办法；最后，考虑到通行费收入占比较高，其他如配套餐饮、加油站、不动产销售占比少且无法量化测算，我们认为新的增值税增政策调整或对高速公路业绩无明显影响。以宁沪高速为例，因公司现有高速为 2016 年 4 月 30 日前建成，公司通行费收入（占比 70%）适用简易计税方法，按照 3%的征收率计算缴纳增值税，高速公路配套餐饮、不动产租赁（两者合计 14%）、不动产销售（占比 16%）试用税率分别为 6%、5%、5%。

3.4. 快递

3.4.1. 销项税：快递业务以 6%为主，物流业务以 10%为主

就快递企业而言，其业务流程包括了收件、分拣、干线运输以及派送，按照《财政部、国

家税务总局关于全面推开营业税改征增值税试点的通知》(财税[2016]36号)中的注释内容,快递上市企业其快递业收入主要按照6%的标准进行缴纳,其中中转收入主要被归类为物流辅助服务-收派服务,面单收入则为信息服务,二者税率均为6%。

但在快递企业当前朝物流综合服务商方向演化的趋势下,各家公司的业务已经不再局限于快递业务,以顺丰与德邦为代表的公司都是横跨快递与物流运输两端,而物流运输所对应的“陆路运输服务-其他陆路运输服务”的税率为10%。我们在下表内总结了快递企业主要业务收入所对应的增值税率以及各家公司的业务结构。

表 7: 快递公司主要业务收入对应销项增值税率

业务类型	对应增值税率 (%)
快递业务	6%
货代业务	6%
仓储服务	6%
公路运输(重货、冷链等)	10%
商品销售	16%

资料来源:公司财报,天风证券研究所总结

表 8: 上市快递公司业务收入结构(1H2018)

业务类型	顺丰	中通	韵达	圆通	申通	德邦
快递(时效+经济)	83.8%	87.2%	88.2%	85.3%	99.3%	34.0%
重货或快运	8.1%	-	2.6%	-	-	63.9%
冷运	3.6%	-	-	-	-	-
同城配	0.8%	-	-	-	-	-
国际	2.9%	-	-	-	-	-
其他	0.8%	0.3%	3.9%	1.0%	-	2.1%
货代	-	7.7%	-	13.4%	0.2%	-
商品销售	-	4.7%	5.2%	-	0.5%	-
增值服务	-	-	-	0.3%	-	-

资料来源:公司财报,天风证券研究所

综合而言,快递公司业务较为复杂,快递收派、货代均按照6%收取,而2B物流业务则为10%的增值税率。而另一方面,快递企业所面对的是成千上万个零散的电商商家,因此我们假设一线快递企业的含税价格不会随着税率而变动。我们考虑税率10%档将至6%档、以及每种税率普降1个点的情形:

- 1) 假设10%档下调至6%,而最低税率的一档不变,同时大型物流企业可以凭借自身的行业地位保证含税价不变,此时2B物流业务占比高的公司收入弹性较大,即顺丰和德邦,1H2018顺丰与德邦2B类物流收入金额分别为50与55亿元,假设税率依次变化,则收入分别增加1.88与2.08亿。

表 9：顺丰与德邦收入变化测算

年份	1H2018		2017	
	顺丰	德邦	顺丰	德邦
重货 (亿)	34.51	55	44.02	129.94
冷运	15.28	0	22.95	
合计	49.79	55.00	66.97	129.94
含税价	54.77	60.50	74.34	144.23
新不含税收入	51.67	57.08	70.13	136.07
收入增加	1.88	2.08	3.16	6.13
收入增加占比 (%)	0.4%	2.0%	0.4%	3.0%

资料来源：公司财报，天风证券研究所

注：德邦 1H2018 快运重货收入为估计值

- 2) **如果降税政策为全部税率普降 1 个点**：各公司收入百分比的变化差距不大。从收入增长幅度上看，2018 上半年，弹性依次为顺丰 (3.9 亿) > 圆通 (1.1 亿) > 德邦 (1.0 亿) > 中通 (0.7 亿) > 申通与韵达的 0.6 亿。

3.4.2. 进项税：纷繁复杂，整体影响不大

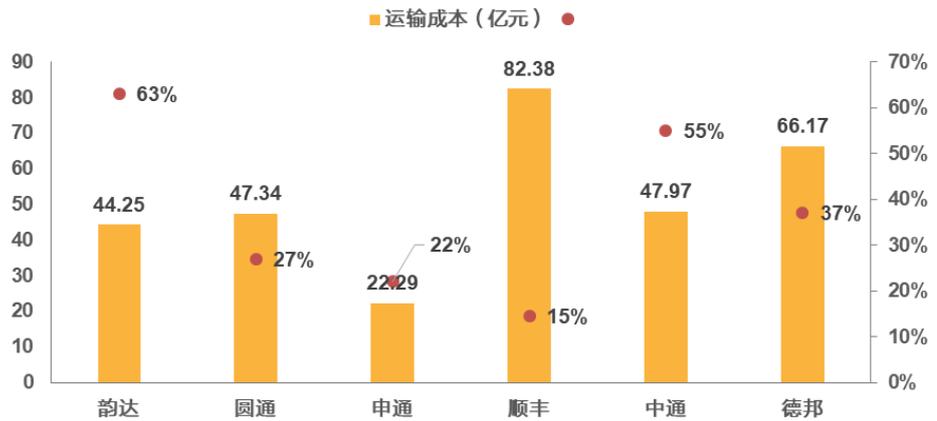
从成本角度，快递业务成本纷繁复杂，各自有其对应的税率。其中折摊与人工不可抵扣，而部分外包、可开票的项目可以抵扣，大致来看，随着快递企业逐渐重资产化，其不可抵扣成本的占比在趋势上是升高的，但静态的敏感度较难测算。量化方面，我们区分地假设 2 种情形：

■ 第 1 种情况，假设 10% 降至 6%

快递可抵扣成本中，最重要且弹性最大的类型为外包运输成本，对应的进项税率为 10% (2018 年 3 月后)，从占比来看，运输成本占比由高到低为韵达 63%、中通 55%、德邦 37%、圆通 27%、申通 22% 与顺丰 15%，但如果从运输成本对应金额来看，则是顺丰 > 德邦，中通韵达与圆通运输成本金额接近，申通在去年偏低。

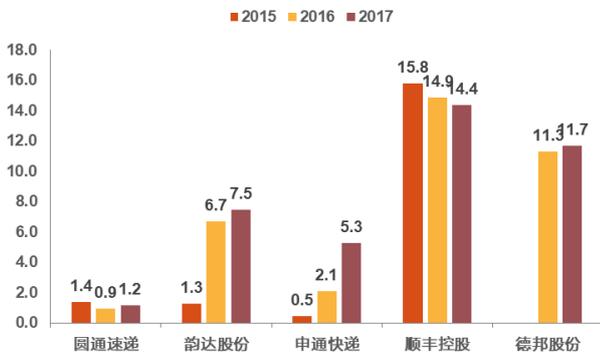
如果税率变化，理论上运输成本将会略有升高，但实际却并非如此。对通达系公司，干线运输方式既包含自有车辆 (折摊+司机工资为主，不抵扣) 与外包车辆 (可以开票抵扣) 两类，会受到税率影响的成本项主要为外包部分的运输成本。过去两年大部分快递公司已经逐步巩固核心资产，购置车辆以自有车代替外请车，因此运输成本并不是完全的可抵扣项目。

图 6：各大快递公司 17 年运输成本（亿元）



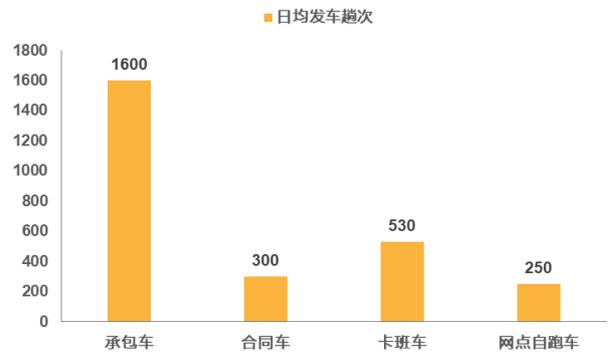
资料来源：公司财报，天风证券研究所

图 7：2015-2017 上市快递企业固定资产-运输工具变化（亿元）



资料来源：公司财报，天风证券研究所

图 8：2017 年韵达各类型车辆日均发货趟次（次/日）



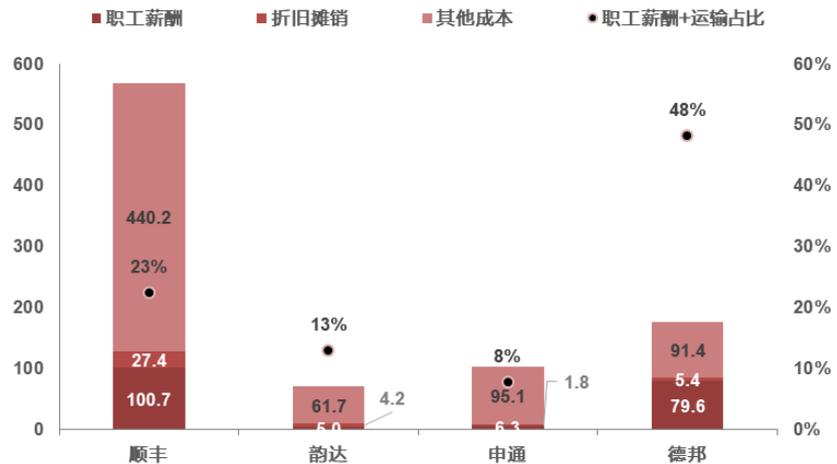
资料来源：公司财报，天风证券研究所

我们在此处无法得到进项税上的精确结论，其中一方面原因在于运输成本之上：首先我们难以将快递企业运输成本中的外包与自有部分拆分精确；其次，即使是自有车辆所产生的运输成本，其中车辆折旧与司机工资不可抵扣，但燃油费、过路费等都是可以抵扣的项目，因此我们更倾向于从定性角度看待，如果增值税率下降，哪类公司进项税上影响更小：

- 1) **静态地**，公司运输成本中的外包部分越小，则受到增值税降税的影响越小，而从当前趋势来看，通达系公司都进入了资产的扩张期，大范围使用自有车辆代替外请车辆，我们认为在运输成本上，增值税对快递企业影响将会逐渐减小；
 - 2) **更关键的是动态情况**，含税价格会随着税率而变化，快递企业对干线运输商的议价能力较高，处于产业链上话语权较强的地位，干线运输通常各条线路采用招投标形式，如果干线运输增值税率下降，以快递对外包运输商的话语权，大概率能够做到含税价格随之减少，而账面成本不变。
- **第 2 种情形较为简单**，即所有税种均下调且下调幅度相等，此时非抵扣成本（职工薪酬与折摊）占比较高的，成本影响较小

为避免不同公司在成本披露口径上的不同，我们统计现金流量表与资产负债表中关于职工薪酬与折摊的部分，并计算二者在营业总成本中的占比。占比合计，由高到低分别为德邦 48.0%、顺丰 29.8%、韵达 17.6%、圆通 12.5%、申通 11.1%与中通 5.9%（中通由于披露问题被低估），该部分成本将不会受到增值税率变动的的影响。综合来看，如果出现各级税率普降的情况，且含税价不变的话，那么非抵扣成本金大、占比高的公司相对受益，即为顺丰与德邦。

图 9：2017 年各大快递公司成本结构（亿元）



资料来源：公司财报，天风证券研究所

注：圆通成本分拆按照环节披露，故未纳入图表

3.4.3. 总结

总结来说，增值税率如果发生变化，销项税上，如果各级税率同降，收入基数大的公司，销项税上获益更多（顺丰）；若税率较高档次（10%档）降幅更大，涉及物流运输的公司（德邦与顺丰）利好更多。进项税上，如果各级税率同降，不可抵扣成本占比比较高的更有优势，如德邦；但我们认为更重要的是要考虑快递企业的优势在其产业链地位，面对运输等供应商具有较强的话语权，反而可能享受更低的含税成本，优化现金流。

3.5. 航运港口

航运需要区分为国际远洋船舶运输与国内沿海船舶运输。1）国际远洋运输发生在境外，适用于零税率，因此销项税为 0，进项税中如燃油成本、港口使费、物料采购等，如发生在海外，则为不含税成本，如为国内供应商，也将享受出口退税政策，因此税率结构调整对其影响较小。2）国内沿海船舶运输发生在境内，其航运及相关业务收入适用于 10% 的税率计算销项税，如调整税率结构将可能增加营业收入；进项税方面，国内燃油采购的可抵扣成本影响占比较小。以 A 股上市航运公司为例，中远海控、中远海能、招商轮船、中远海特的国际远洋运输业务占比超过 60%（预估），国内业务占比不超过 20%，总体看影响不大。

港口板块，适用的税率分别为港口装卸 6%、仓储 6%，本次增值税率调整对港口影响较小。

4. 投资建议

降税对于行业的意义不仅在于利润表的静态变化，更多利好的是议价能力强的标的。静态角度，航空、铁路与快递的业绩弹性较大；动态角度，则是在上下游具备较强话语权的公司有可能受到销项与进项的两头利好。

推荐方面，快递继续从估值修复角度推荐圆通、申通；航空推荐三大航，机场继续推荐上海与白云机场；铁路方面推荐广深、铁龙。

5. 风险提示

宏观经济超预期下滑；快递增速不及预期；航空景气度不及预期；铁路改革低于预期；测算结果过于理论与实际存在出入

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99	上海市浦东新区兰花路 333	深圳市福田区益田路 5033 号
邮编：100031	号保利广场 A 座 37 楼	号 333 世纪大厦 20 楼	平安金融中心 71 楼
邮箱：research@tfzq.com	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com