

# 建筑装饰

## 税改对建筑企业影响偏中性，产业链议价能力是关键

### 两会再度强调增值税率改革

政府为应对经济下行，一直出台各类减税降费政策，在今年的两会上，国务院总理李克强再次在政府工作报告中提出“实施更大规模的减税，将制造业等行业现行 16% 的税率降至 13%，将交通运输业、建筑业等行业现行 10% 的税率降至 9%，对于建筑行业的公司而言，上述税率的业务都有涉及。

### 静态来看，减税对行业现金流影响中性，部分公司可能多缴

经过测算发现，静态下看现金流变化，此次降税对建筑央企影响偏中性，部分企业甚至还需多缴纳增值税。原因在于虽然建筑业税率由 10% 降至 9%，减少了销项税额，但其原材料的进项税由 16% 降至 13%，幅度更大，进项税可能减少的更多。但由于建筑行业很多材料和人工无法按最高税率抵扣，部分对冲了负向影响。

### 动态来看，影响毛利率，产业链议价能力是关键

实际上，增值税税率下降可能会影响到企业的利润。如果增值税率下调，理论上建筑企业可以维持原合同价格，从而赚取一定的差价利润，但考虑到房地产商及政府部门的话语权更强，建筑企业有可能被迫降低合同报价。与此同时，建筑行业龙头普遍实行集中采购，近年来对材料商等逐渐强势，材料采购的价格逐步下降。

最可能出现的情形是，增值税率下调后对大部分建筑公司的利润而言并无影响，对企业所缴增值税有降低作用，但有部分公司（以装饰行业为主）所缴增值税反而上升。事实上，在税率既定的前提下，企业毛利率是影响企业缴纳增值税的关键，毛利率越高的企业越容易受益于减税政策，同一子行业内存在毛利率的“门槛值”，高于这一门槛值，则企业所缴增值税较减税前下降，低于门槛值则增值税不降反增。

门槛值的大小取决于增值税率在减税前后的变动幅度。装饰、园林行业的门槛值约为 26.27%，央企与地方路桥只有 8.57%，钢结构行业为 0%。由于装饰与园林行业中，销项税率的变动幅度较进项税率的变动幅度最小，因此毛利率的门槛最高，可以观察到大部分装饰公司在一般情况下反而缴纳更多的增值税，而央企、路桥和钢结构企业因为毛利率门槛值较低，基本都得到了降税，园林公司受益于本身高毛利的行业属性，也大多获得减税。

增值税率前后变动越大，公司毛利变动与缴税变动的敏感性就越高，在央企、地方国企和钢结构企业的分组中，减税政策在不同情况下对公司盈利与税负影响差别很大，但在装饰、园林企业的组合中影响差别较小，这说明税率变动大的行业中，企业面临的不确定性更高。整体来看，钢结构企业面临的不确定性最强（相对受益也可能最大），其次是央企与地方路桥，最后是园林和装饰行业的公司。

若公司对上游材料商和下游业主的议价能力均很弱，税率下调后，上游材料商并未调低价格，从而对建筑公司间接涨价，但对下游业主的含税售价随税率下调而下调，因此利润空间受到挤压，该情况若存在将对公司产生负面影响。目前上市公司多是行业龙头，这类负面影响预计较小。

### 投资建议

两会再度重申增值税率改革，建筑企业涉及多项税改业务，经过测算发现，本次税改对建筑企业的影响整体偏中性，但掌握产业链议价能力将成为公司改善利润的关键，具备上下游强议价能力的公司有望在税改政策下小幅改善毛利空间。总之，我们继续看好议价能力较强的央企和子行业龙头企业，维持行业“强于大市”评级。

**风险提示：**固定资产投资增速下滑；测算假设与实际情况存在差别；减税政策推进不及预期

证券研究报告

2019 年 03 月 07 日

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

唐笑

分析师

SAC 执业证书编号：S1110517030004

tangx@tfzq.com

岳恒宇

分析师

SAC 执业证书编号：S1110517040005

yuehengyu@tfzq.com

肖文劲

联系人

xiaowenjin@tfzq.com

行业走势图



资料来源：贝格数据

相关报告

- 1 《建筑装饰-行业点评:新造价标准、地方政府债务发行提前对基建链条持续有利,需重视后续走强》2019-03-04
- 2 《建筑装饰-行业专题研究:两会前沿:地方政府关注 FAI 哪些方面? -- 固定资产投资那些事儿之五》2019-03-03
- 3 《建筑装饰-行业研究简报:全装修提升空间仍然可观,交付质量仍为行业主要痛点--2110 份问卷看清中国消费》2019-02-19



## 内容目录

1. 政府工作报告再度提出增值税减税，对行业普遍产生影响.....	3
2. 静态来看，减税对行业现金流影响中性，部分公司可能多缴.....	3
3. 动态来看，减税影响毛利率，产业链议价能力是关键.....	4
4. 实际测算动态情形下对各子行业的影响.....	6
4.1. 装饰行业.....	6
4.2. 园林.....	7
4.3. 央企、路桥.....	8
4.4. 钢结构.....	8
5. 投资建议.....	10
6. 风险提示.....	10

## 图表目录

表 1: 建筑行业不同业务税率情况.....	3
表 2: 成本各项占比假设.....	3
表 3: 以 18 年上半年数据为基础，静态测算增值税降税影响.....	4
表 4: 动态测算增值税影响的相关数据.....	5
表 5: 四种情况对比.....	5
表 6: 各子行业税改前后增值税税率.....	6
表 7: 降税对装饰公司毛利的动态影响.....	6
表 8: 降税对园林公司毛利的动态影响.....	7
表 9: 降税对央企、路桥公司毛利的动态影响.....	8
表 10: 降税对钢结构公司毛利的动态影响.....	9

## 政府工作报告再度提出增值税减税，对行业普遍产生影响

政府为应对经济下行，一直出台各类减税降费政策。2018年3月份，国务院总理李克强主持召开国务院常务会议，确定深化增值税改革的措施，进一步减轻市场主体税负。按照党中央、国务院部署，为进一步完善税制，支持制造业、小微企业等实体经济发展，持续为市场主体减负，会议决定，从2018年5月1日起，将制造业等行业增值税税率从17%降至16%，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11%降至10%，预计全年可减税2400亿元。

在今年的两会上，国务院总理李克强再次在政府工作报告中提出“实施更大规模的减税。普惠性减税与结构性减税并举，重点降低制造业和小微企业税收负担。深化增值税改革，将制造业等行业现行16%的税率降至13%，将交通运输业、建筑业等行业现行10%的税率降至9%，确保主要行业税负明显降低；保持6%一档的税率不变，但通过采取对生产、生活性服务业增加税收抵扣等配套措施，确保所有行业税负只减不增，继续向推进税率三档并两档、税制简化方向迈进。”我们预计，按照惯例，该政策将从今年5月1日开始执行。

对于建筑行业的公司而言，上述税率的业务都有涉及，如下图所示，增值税下降对行业普遍产生影响。本篇报告将测算其对建筑行业公司具体的影响。

表 1：建筑行业不同业务税率情况

税率	16%降至 13%	10%降至 9%	6%
央企	有形动产租赁业务、工业制造	交通运输业务、房地产业务、工程承包业务	设计咨询、勘探及监测检验服务
地方路桥		不动产租赁、销售不动产、房屋建筑工程、基建工程	设计收入
装饰	家具销售收入、幕墙产品	装饰装修工程	设计收入
园林	工业危废处置	生态环境、园林建设施工	设计收入
设计	总承包设备购买	总承包建筑施工	建筑工程设计及相关咨询、工程监理、勘察设计
钢结构	钢结构制造销售、新型建材产品生产销售、智能立体车库生产销售	钢结构安装、总承包施工	钢结构建筑及围护系统的设计

资料来源：公司公告、天风证券研究所

## 静态来看，减税对行业现金流影响中性，部分公司可能多缴

首先需要明确的是，增值税作为价外税原则上对利润应该不构成影响，对企业的经营现金流会产生一定的影响。实际上根据企业在上下游的议价能力，建筑企业的利润可能会受到影响，我们在下一节进行讨论。根据“增值税=销项税额-进项税额”这一计算公式，我们的测定方法以及假设如下：

① 在成本端，大部分公司未披露各分项成本占比情况，故采用行业整体的占比情况。我们认为，一家建筑施工比较普遍的成本结构如下：

表 2：成本各项占比假设

成本大类	材料费用	人工费用（此次降税产生影响）	其他费用（此次降税不产生影响）
占比	60%	30%	10%
材料费用细分项	大型材料商采购的钢筋等原材料（此次降税产生影响）	现场自制的沙、石、泥等材料或商品混凝土（此次降税不产生影响）	其他（此次降税不产生影响）
占比	60%	30%	10%

资料来源：天风证券研究所

**大型材料商采购的钢筋等原材料：**这部分材料出自大型厂商，增值税发票容易获得，出厂时即会收取 16% 的增值税税率，目前降到 13%。这块会对进项税额产生影响。

**现场自制的沙、石、泥等材料或商品混凝土：**这部分材料很难获得增值税专用发票，按照 3% 的税率采用简易办法征收。这块没有变化，不会对进项税额产生影响。

**材料-其他：**这部分材料主要是一些零星的主材和辅材，由于比较零碎，很可能拿不到进项发票，统一假设这部分不能抵扣。这块没有变化，不会对进项税额产生影响。

**人工费用：**这部分是争议最大的地方。增值税中对应税劳务的界定为“加工、修理修配劳务”，建筑劳务明显不属于该范畴。不过作为总包方，向项目分包方支付分包工程款，这部分款项已经包含了人工费，这部分的增值税率为 10%（现 9%）；而项目分包方以及总包方非分包部分的人工费很可能是通过清包工的形式按 3% 简易征收，税率较低且较为普遍。我们预计这块综合起来税率是 4%，假设降税后综合税率为 3.8%，这块会对进项税额产生影响。

**其他费用：**主要是水、电费和机器使用费。多数都是可以简易征收的，假设按 6% 税率简易征收。这块没有变化，不会对进项税额产生影响。

另外，征收消费性增值税后固定资产也能抵税，对于建筑行业而言，资产以轻资产居多，但是中国中铁、中国铁建、中国建筑等大建筑央企近两年的不动产增加较多，所以未来在计算进项税额时考虑到不动产的抵扣，本次测算暂不考虑。

② 在收入端，如表 1 所示，建筑施工业务、房地产业务的收入原适用税率为 10% 一档；设计咨询、勘探及检测检验服务业务的收入适用税率为 6% 一档；机械制造业务、有形动产租赁业务的收入原适用税率为 16% 一档。未精确说明的业务按原 10% 收增值税。

③ 增值税率由 16%、10% 分别降至 13% 及 9%，来测算其对建筑行业公司的影响。

基于上市公司 2018 上半年年报数据，我们选取了建筑央企财务报表中的数据，在静态情况下估算了增值税率降低对他们的影响。测算出对建筑央企现金流的影响如下所示：

表 3：以 18 年上半年数据为基础，静态测算增值税降税影响

	营业成本	进项税额减 少额	营业收入	销项税额减 少额	少缴增值税(负 号为多缴)	经营性现 金流出	少缴增值税/经营性现 金流出
中国交建	1,794.85	20.46	2,083.79	19.63	-0.84	2,149.67	-0.04%
中国中铁	2,830.90	32.27	3,161.04	32.33	0.06	3,836.87	0.00%
中国铁建	2,790.25	31.81	3,089.81	31.68	-0.13	3,701.47	0.00%
中国建筑	5,270.70	60.09	5,889.27	58.51	-1.58	6,460.20	-0.02%
中国电建	1,082.81	12.34	1,268.89	14.05	1.71	1,390.00	0.12%
中国中冶	1,106.41	12.61	1,261.13	13.15	0.54	1,375.89	0.04%
中国化学	299.51	3.41	340.08	2.86	-0.56	318.63	-0.17%

资料来源：wind、公司公告、天风证券研究所

从中可以看出，静态下看现金流变化，此次降税对建筑央企影响偏中性，部分企业甚至还需多缴纳增值税。原因在于虽然建筑业税率由 10% 降至 9%，减少了销项税额，但其原材料的进项税由 16% 降至 13%，幅度更大，进项税可能减少的更多。但由于建筑行业很多材料和人工无法按最高税率抵扣，部分对冲了负向影响。

## 动态来看，减税影响毛利率，产业链议价能力是关键

实际上，增值税税率下降会影响到企业的利润。建筑行业的上游是钢铁、水泥等原材料供应商，下游是房地产、政府等部门，建筑行业作为中游行业对其上下游的议价能力不太一样。如果增值税率下调，理论上建筑企业可以维持原合同价格，从而赚取一定的差价利润，但考虑到房地产商及政府部门的话语权更强，建筑企业有可能被迫降低合同报价。与此同时，建筑行业龙头普遍实行集中采购，近年来对材料商等逐渐强势，材料采购的价格逐步

下降。

接下来我们具体来看增值税率下调对企业利润的影响情况。举个例子，例如 A 建筑企业的营业成本为 180 万元（不含税），向下游售价为 200 万元（不含税），毛利为 20 万元，适用的进项和销项税率均为 16%、10%以及 6%。假设进项和销项增值税率均由 16%、10%分别下调 3 个百分点至 13%及 9%，且根据我们的统计分析，大部分建筑企业约 90%的营业收入是按照 10%进行纳税（施工）、5%按照 16%的税率（制造），另外 5%按照 6%的税率（设计）进行纳税。

为便于说明和化简计算，首先算出如下数据：

表 4：动态测算增值税影响的相关数据

项目	数值	计算过程
原进项税综合税率	8.10%	$60\% \times 60\% \times 16\% + 60\% \times 30\% \times 3\% + 30\% \times 4\% + 10\% \times 6\%$
降税后进项税的综合税率	6.96%	$60\% \times 60\% \times 13\% + 60\% \times 30\% \times 3\% + 30\% \times 3.8\% + 10\% \times 6\%$
原销项税综合税率	10.10%	$90\% \times 10\% + 5\% \times 16\% + 5\% \times 6\%$
降税后销项税综合税率	9.05%	$90\% \times 9\% + 5\% \times 13\% + 5\% \times 6\%$
原含税成本	194.58	$180 \times (1 + 8.1\%)$
降税后的含税成本	192.53	$180 \times (1 + 6.96\%)$
原含税收入	220.2	$200 \times (1 + 10.1\%)$
降税后的含税收入	218.1	$200 \times (1 + 9.05\%)$

资料来源：天风证券研究所

接下来分不同情况来讨论，根据建筑企业所处产业链话语权的强弱，共有四种可能的情形：

表 5：四种情况对比

情况	项目	数值	计算依据	适用场景和结果
1、含税营业收入下降，含税营业成本下降	含税营业收入	218.10		建筑企业对业主议价能力较弱，对材料商议价能力较强。毛利没有变化，缴税减少。
	含税营业成本	192.53		
	毛利	20.00	$218.1 / (1 + 9.05\%) - 192.53 / (1 + 6.96\%) = 20$	
	缴税减少	0.05	$(200 \times 10.1\% - 200 \times 9.05\%) - (180 \times 8.1\% - 180 \times 6.96\%) = 0.048$	
2、含税营业收入下降，含税营业成本不变	含税营业收入	218.10		建筑企业对业主议价能力较弱，对材料商议价能力也较弱。毛利下降较多，缴税小幅减少。
	含税营业成本	194.58		
	毛利	18.08	$218.1 / (1 + 9.05\%) - 194.58 / (1 + 6.96\%) = 18.08$	
	缴税减少	0.18	$(200 \times 10.1\% - 200 \times 9.05\%) - (180 \times 8.1\% - 181.92 \times 6.96\%) = 0.18$	
3、含税营业收入不变，含税营业成本不变	含税营业收入	220.20		建筑企业对业主议价能力较强，对材料商议价能力较弱。毛利小幅增加，缴税小幅减少。
	含税营业成本	194.58		
	毛利	20.01	$220.2 / (1 + 9.05\%) - 194.58 / (1 + 6.96\%) = 20.01$	
	缴税减少	0.01	$(200 \times 10.1\% - 201.93 \times 9.05\%) - (180 \times 8.1\% - 181.92 \times 6.96\%) = 0.01$	
4、含税营业收入不变，含税营业成本下降	含税营业收入	220.20		建筑企业对业主议价能力较强，对材料商议价能力也较强。毛利大幅增加，缴税小幅增加。
	含税营业成本	192.53		
	毛利	21.93	$220.2 / (1 + 9.05\%) - 192.53 / (1 + 6.96\%) = 21.93$	
	缴税减少	-0.12	$(200 \times 10.1\% - 201.93 \times 9.05\%) - (180 \times 8.1\% - 180 \times 6.96\%) = -0.12$	

资料来源：天风证券研究所

考虑到建筑企业的实际情况，由于上游材料供应行业集中度较低，建筑企业对上游具有较强的议价能力，但下游地产商集中度相对较高，因此建筑企业对下游议价能力相对较弱，部分情况下部分分包公司可能对上游可能议价能力也较弱，基于此考虑，我们认为上述四种情况中，情况一最容易出现，情况二、情况三次之，而情况四可能并不容易出现。

## 实际测算动态情形下对各子行业的影响

为从动态视角实际测算增值税下调对建筑企业利润的影响，我们结合各建筑子行业业务实际情况补充假设，并根据假设中设置的权重，我们得到分行业减税前后的进项综合税率和销项综合税率。

表 6：各子行业税改前后增值税税率

行业	原进项税综合税率	降税后进项税的综合税率	原销项税综合税率	降税后销项税综合税率	行业假设
装饰	8.10%	6.96%	9.60%	8.70%	营业收入的 90%按照原 10%增值税率纳税（施工），另外 10%的部分按照 6%增值税率纳税（设计）
园林	8.10%	6.96%	9.60%	8.70%	营业收入的 90%按照原 10%的增值税率纳税（施工），另外 10%的部分按照 6%增值税率纳税（设计、苗木）
央企、路桥	8.10%	6.96%	10.10%	9.05%	营业收入的 90%按照原 10%的增值税率纳税（施工），另外 5%部分按照 6%增值税率征税（设计），5%部分按原 16%增值税率征税（装备制造）
钢结构	15.40%	12.60%	15.40%	12.60%	营业收入的 90%按照制造业收税，即原增值税率 16%（钢结构制造），10%的部分按照工程行业征税，即原增值税率 10%（施工）

资料来源：天风证券研究所

### 装饰行业

在四种情况下，装饰行业公司在降税后毛利与缴增值税的情况如下表所示。

表 7：降税对装饰公司毛利的动态影响

证券简称	降税前缴税 (亿元)	降税前毛利 (亿元)	情况 1 毛利变化	情况 1 缴税变化	情况 2 毛利变化	情况 2 缴税变化	情况 3 毛利变化	情况 3 缴税变化	情况 4 毛利变化	情况 4 缴税变化
宝鹰股份	1.39	7.70	0.0%	2.51%	-6.01%	0.2%	-0.5%	2.8%	5.5%	5.16%
金螳螂	5.69	35.91	0.0%	0.62%	-4.44%	-1.3%	-0.2%	1.0%	4.3%	2.97%
洪涛股份	0.96	6.27	0.0%	0.16%	-4.10%	-1.7%	-0.1%	0.6%	4.0%	2.43%
亚厦股份	1.79	10.01	0.0%	2.36%	-5.87%	0.1%	-0.5%	2.7%	5.4%	4.99%
广田集团	2.49	12.25	0.0%	4.03%	-7.64%	1.4%	-0.9%	4.3%	6.8%	6.92%
弘高创意	0.25	1.45	0.0%	1.86%	-5.42%	-0.3%	-0.4%	2.2%	5.0%	4.41%
瑞和股份	0.66	3.39	0.0%	3.57%	-7.11%	1.0%	-0.8%	3.9%	6.3%	6.39%
东易日盛	1.30	10.55	0.0%	-3.84%	-1.90%	-4.9%	0.4%	-3.3%	2.3%	-2.20%
奇信股份	0.92	4.89	0.0%	2.99%	-6.48%	0.6%	-0.6%	3.3%	5.9%	5.72%
建艺集团	0.53	2.71	0.0%	3.60%	-7.14%	1.1%	-0.8%	3.9%	6.4%	6.42%
亚泰国际	0.46	2.80	0.0%	1.20%	-4.87%	-0.9%	-0.3%	1.6%	4.6%	3.64%
中装建设	0.77	4.02	0.0%	3.28%	-6.79%	0.8%	-0.7%	3.6%	6.1%	6.05%
名雕股份	0.20	1.50	0.0%	-2.68%	-2.45%	-4.0%	0.3%	-2.2%	2.7%	-0.86%
美芝股份	0.17	0.85	0.0%	3.57%	-7.11%	1.0%	-0.8%	3.9%	6.3%	6.39%
维业股份	0.44	2.23	0.0%	3.68%	-7.23%	1.1%	-0.8%	4.0%	6.4%	6.51%
江河集团	3.18	18.75	0.0%	1.63%	-5.23%	-0.5%	-0.3%	2.0%	4.9%	4.14%
全筑股份	1.15	5.77	0.0%	3.76%	-7.32%	1.2%	-0.8%	4.0%	6.5%	6.61%
大丰实业	0.50	3.92	0.0%	-3.21%	-2.19%	-4.4%	0.3%	-2.7%	2.5%	-1.48%
柯利达	0.39	2.32	0.0%	1.62%	-5.21%	-0.5%	-0.3%	2.0%	4.9%	4.12%
合计	23.24	137.31	0.0%	1.61%	-5.20%	-0.5%	-0.3%	2.0%	4.9%	4.11%

资料来源：wind、天风证券研究所

装饰行业增值税税率下调后，从毛利情况来看，不同情况下对装饰公司的毛利影响不同，其中，情况一下，如果装饰企业对业主议价能力较弱，对材料商议价能力较强，此时含税的营业收入下降，含税的营业成本也下降，这种情况下企业本身的毛利不会发生变化，情况三中装饰企业毛利略下滑，但情况四中毛利提高程度最可观。

但情况二中公司对上游材料商和下游业主的议价能力均很弱，税率下调后，上游材料商并未调低价格，从而对装饰公司间接涨价，但对下游业主的含税售价随税率下调而下调，因此利润空间受到挤压。

从企业缴纳增值税来看，降税后，情况一、情况三、情况四中装饰公司均需缴纳比降税前更多的增值税，即降税并没有在实际上为装饰公司减负，其原因在于尽管增值税税率下调后装饰公司缴纳的增值税销项税额减少，但相应进项税额的抵扣也更小，此消彼长间大部分装饰公司反而要缴纳更多增值税。

## 园林

在四种情况下，园林行业公司在降税后毛利与缴增值税的情况如下表所示。

表 8：降税对园林公司毛利的动态影响

证券简称	降税前 缴税(亿 元)	降税前毛 利(亿元)	情况 1 毛利 变化	情况 1 缴 税变化	情况 2 毛 利变化	情况 2 缴税变 化	情况 3 毛利变 化	情况 3 缴税变 化	情况 4 毛利 变化	情况 4 缴 税变化
东方园林	4.00	31.56	0.0%	-3.20%	-2.19%	-4.4%	0.3%	-2.7%	2.5%	-1.47%
丽鹏股份	0.25	1.33	0.0%	3.22%	-6.72%	0.8%	-0.7%	3.5%	6.1%	5.98%
棕榈股份	1.05	6.15	0.0%	1.81%	-5.37%	-0.4%	-0.4%	2.2%	5.0%	4.34%
普邦股份	0.66	3.46	0.0%	3.21%	-6.72%	0.8%	-0.7%	3.5%	6.0%	5.97%
岭南股份	2.07	15.03	0.0%	-1.65%	-2.99%	-3.2%	0.2%	-1.2%	3.1%	0.33%
文科园林	0.63	3.80	0.0%	1.24%	-4.90%	-0.8%	-0.3%	1.6%	4.6%	3.68%
绿茵生态	0.20	1.68	0.0%	-4.70%	-1.54%	-5.6%	0.5%	-4.1%	2.0%	-3.21%
铁汉生态	2.29	16.63	0.0%	-1.68%	-2.97%	-3.2%	0.2%	-1.2%	3.1%	0.30%
美晨生态	1.08	8.49	0.0%	-3.12%	-2.23%	-4.3%	0.3%	-2.6%	2.6%	-1.37%
蒙草生态	1.12	8.87	0.0%	-3.25%	-2.17%	-4.4%	0.3%	-2.7%	2.5%	-1.52%
美尚生态	0.59	4.50	0.0%	-2.68%	-2.44%	-4.0%	0.3%	-2.2%	2.7%	-0.87%
农尚环境	0.13	1.02	0.0%	-2.46%	-2.56%	-3.8%	0.3%	-2.0%	2.8%	-0.60%
杭州园林	0.12	0.81	0.0%	-0.21%	-3.85%	-2.0%	0.0%	0.2%	3.8%	2.00%
花王股份	0.38	3.01	0.0%	-3.15%	-2.22%	-4.4%	0.3%	-2.6%	2.5%	-1.41%
诚邦股份	0.18	1.28	0.0%	-1.03%	-3.35%	-2.7%	0.1%	-0.6%	3.4%	1.06%
东珠生态	0.45	3.33	0.0%	-2.15%	-2.72%	-3.6%	0.2%	-1.7%	2.9%	-0.24%
元成股份	0.28	1.99	0.0%	-1.44%	-3.10%	-3.0%	0.1%	-1.0%	3.2%	0.58%
天域生态	0.30	2.24	0.0%	-2.45%	-2.56%	-3.8%	0.3%	-1.9%	2.8%	-0.60%
乾景园林	0.08	0.56	0.0%	-1.35%	-3.16%	-2.9%	0.1%	-0.9%	3.3%	0.68%
大千生态	0.20	1.51	0.0%	-1.96%	-2.82%	-3.4%	0.2%	-1.5%	3.0%	-0.03%
<b>合计</b>	<b>16.08</b>	<b>117.23</b>	<b>0.0%</b>	<b>-1.76%</b>	<b>-2.92%</b>	<b>-3.2%</b>	<b>0.2%</b>	<b>-1.3%</b>	<b>3.1%</b>	<b>0.20%</b>

资料来源：wind、天风证券研究所

园林公司境况较装饰公司乐观一些，从毛利变化来看，降税后，情况一下的公司盈利不变，但情况三下公司盈利出现改善，原因是情况三下公司对下游议价能力较强，降税后售价不变从而实现间接涨价，但对上游议价能力弱，上游对建筑企业也间接涨价，二者相互抵消下，下游端力量更强，因此毛利有小幅改善。情况二中毛利出现下滑，也是因上游间接涨价所致。

情况一、情况二和情况三下，增值税率下调会使园林企业所缴纳的增值税下降，即可达到减税效果。其中情况二下减税效果最好，由于上游材料商间接涨价，因此园林企业的增值税进项税额随税率下调而减少的程度降低，但增值税销项税额随税率下调而减少，因此最终所缴增值税下降最多。

## 央企、路桥

在四种情况下，央企和地方路桥公司在降税后毛利与缴增值税的情况如下表所示。

表 9：降税对央企、路桥公司毛利的动态影响

证券简称	降税前 缴税(亿 元)	降税前毛 利(亿元)	情况 1 毛利变 化	情况 1 缴 税变化	情况 2 毛 利变化	情况 2 缴税变 化	情况 3 毛利变 化	情况 3 缴税变 化	情况 4 毛利变 化	情况 4 缴 税变化
山东路桥	2.76	8.50	0.0%	-0.13%	-11.94%	-2.7%	-0.2%	0.6%	11.7%	3.14%
粤水电	1.54	5.95	0.0%	-1.32%	-8.39%	-3.6%	0.2%	-0.6%	8.5%	1.67%
浙江交科	5.19	19.04	0.0%	-1.02%	-9.15%	-3.4%	0.1%	-0.3%	9.2%	2.05%
宏润建设	1.71	4.79	0.0%	0.28%	-13.62%	-2.4%	-0.4%	1.0%	13.3%	3.65%
中国海诚	0.90	3.27	0.0%	-0.94%	-9.36%	-3.3%	0.1%	-0.2%	9.4%	2.14%
围海股份	0.73	3.27	0.0%	-2.29%	-6.43%	-4.3%	0.3%	-1.5%	6.8%	0.48%
成都路桥	0.38	0.06	0.0%	4.26%	-329.50%	0.6%	-30.9%	4.9%	298.6%	8.56%
四川路桥	6.70	21.90	0.0%	-0.42%	-10.91%	-2.9%	-0.1%	0.3%	10.8%	2.78%
葛洲坝	22.46	110.86	0.0%	-2.92%	-5.42%	-4.8%	0.4%	-2.2%	5.9%	-0.31%
浦东建设	0.54	1.84	0.0%	-0.66%	-10.16%	-3.1%	0.0%	0.1%	10.1%	2.49%
西藏天路	1.64	11.26	0.0%	-5.85%	-2.36%	-7.0%	0.7%	-5.1%	3.1%	-3.92%
安徽水利	6.93	22.08	0.0%	-0.30%	-11.34%	-2.8%	-0.1%	0.4%	11.2%	2.94%
腾达建设	0.75	3.39	0.0%	-2.27%	-6.46%	-4.3%	0.3%	-1.5%	6.8%	0.50%
隧道股份	7.13	30.09	0.0%	-1.85%	-7.24%	-4.0%	0.3%	-1.1%	7.5%	1.02%
中国铁建	137.60	489.19	0.0%	-0.85%	-9.61%	-3.2%	0.0%	-0.1%	9.6%	2.25%
中国中铁	140.25	507.32	0.0%	-0.94%	-9.35%	-3.3%	0.1%	-0.2%	9.4%	2.14%
中国核建	10.12	35.21	0.0%	-0.74%	-9.93%	-3.1%	0.0%	0.0%	9.9%	2.39%
中国电建	61.02	269.57	0.0%	-2.15%	-6.68%	-4.2%	0.3%	-1.4%	7.0%	0.65%
中国交建	100.78	432.95	0.0%	-1.96%	-7.02%	-4.1%	0.3%	-1.2%	7.3%	0.88%
正平股份	0.48	1.76	0.0%	-1.01%	-9.18%	-3.3%	0.1%	-0.3%	9.3%	2.06%
中国建筑	239.55	882.08	0.0%	-1.04%	-9.09%	-3.4%	0.1%	-0.3%	9.2%	2.02%
<b>合计</b>	<b>749.15</b>	<b>2,864.40</b>	<b>0.0%</b>	<b>-1.25%</b>	<b>-8.56%</b>	<b>-3.5%</b>	<b>0.1%</b>	<b>-0.5%</b>	<b>8.7%</b>	<b>1.76%</b>

资料来源：wind、天风证券研究所

减税在央企、路桥公司中的效果与园林公司类似，主要区别在于央企与地方路桥国企对不同情况的敏感性更大，主因央企与路桥公司的综合增值税率在减税前后变动较园林、装饰公司更大。

从公司毛利来看，在最可能出现的情况一下，建筑企业盈利不变，但情况二下，由于上游间接涨价，建筑企业的毛利将在行业层面下滑 8.56%，下滑的幅度要大于园林公司，情况三下，上游间接涨价的同时建筑企业可对下游间接涨价，二者作用相抵，毛利小幅上调。在最乐观的情况四下，由于建筑企业对上下游均保持高议价能力，减税后建筑企业的毛利在行业层面将增加 8.7%，但该情形只对极少数具备强大上下游议价能力的企业适用。

从公司缴税来看，在最可能出现的情况一下，建筑企业所缴纳的增值税将在行业层面下降 1.25%，情况二下所缴增值税在行业层面下降 3.5%，情况三下增值税小幅下降，情况四下增值税反而上升，上述结论与园林行业一致。

## 钢结构



在四种情况下，钢结构行业公司在降税后毛利与缴增值税的情况如下表所示。

表 10：降税对钢结构公司毛利的动态影响

证券简称	降税前 缴税(亿 元)	毛利 (亿 元)	情况 1 毛利 变化	情况 1 缴 税变化	情况 2 毛 利变化	情况 2 缴税变 化	情况 3 毛利变 化	情况 3 缴税变 化	情况 4 毛 利变化	情况 4 缴 税变化
东南网架	1.06	6.87	0.0%	-18.18%	-19.89%	-34.5%	2.5%	-16.1%	22.4%	0.12%
光正集团	0.29	1.90	0.0%	-18.18%	-6.83%	-23.8%	2.5%	-16.1%	9.3%	-10.56%
鸿路钢构	1.28	8.30	0.0%	-18.18%	-12.99%	-28.8%	2.5%	-16.1%	15.5%	-5.52%
杭萧钢构	1.47	9.56	0.0%	-18.18%	-8.28%	-25.0%	2.5%	-16.1%	10.8%	-9.37%
东方铁塔	0.83	5.39	0.0%	-18.18%	-4.42%	-21.8%	2.5%	-16.1%	6.9%	-12.53%
富煌钢构	0.46	2.97	0.0%	-18.18%	-16.85%	-32.0%	2.5%	-16.1%	19.3%	-2.36%
*ST 百特	0.11	0.73	0.0%	-18.18%	-7.96%	-24.7%	2.5%	-16.1%	10.4%	-9.64%
精工钢构	1.23	7.99	0.0%	-18.18%	-14.87%	-30.4%	2.5%	-16.1%	17.4%	-3.98%
森特股份	0.57	3.73	0.0%	-18.18%	-9.66%	-26.1%	2.5%	-16.1%	12.1%	-8.25%
海波重科	0.07	0.49	0.0%	-18.18%	-11.84%	-27.9%	2.5%	-16.1%	14.3%	-6.46%
合计	7.38	47.93	0.0%	-18.18%	-12.03%	-28.0%	2.5%	-16.1%	14.5%	-6.30%

资料来源：wind、天风证券研究所

钢结构公司较为特殊，减税前后公司的进项税综合税率均与销项综合税率相等，且降税后钢结构企业进项、销项税率差距较大，因此钢结构企业的毛利变化与缴税变化弹性更大。在最可能出现的情况一下，公司盈利不变，但行业层面可少缴纳 18.18%的增值税；情况在二下，在行业层面可少缴纳 28%的增值税，主因进项税额的降低力度要低于销项税额，因此抵扣作用更强，但行业层面利润也会下滑 12.03%，情况三下，行业层面毛利将改善 2.5%，为各行业之最，所缴增值税还能减少 16.1%，因此钢结构行业可能会成为增值税率下调背景下最为受益的行业。

#### 综合来看，不难看出增值税率下调后，对建筑企业所产生的一些共性影响：

第一，最可能出现的情形（情况一）是，增值税率下调后对大部分建筑公司的利润而言并无影响，对企业所缴增值税有降低作用，但有部分公司（以装饰行业为主）所缴增值税反而上升。事实上，在税率既定的前提下，企业毛利率是影响企业缴纳增值税的关键，毛利率越高的企业越容易受益于减税政策，同一子行业内存在毛利率的“门槛值”，高于这一门槛值，则企业所缴增值税较减税前下降，低于门槛值则增值税不降反增。

门槛值的大小取决于增值税率在减税前后的变动幅度，以情况一为例，装饰、园林行业的门槛值约为 26.27%，央企与地方路桥只有 8.57%，钢结构行业为 0%。由于装饰与园林行业中，销项税率的变动幅度较进项税率的变动幅度最小，因此毛利率的门槛最高，可以观察到大部分装饰公司在情况一下反而缴纳更多的增值税，而央企、路桥和钢结构企业因为毛利率门槛值较低，基本都得到了降税，园林公司受益于本身高毛利的行业属性，也大多获得减税。

第二，增值税率前后变动越大，公司毛利变动与缴税变动的敏感性就越高，在央企、地方国企和钢结构企业的分组中，减税政策在不同情况下对公司盈利与税负影响差别很大，但在装饰、园林企业的组合中影响差别较小，这说明税率变动大的行业中，企业面临的不确定性更高。整体来看，钢结构企业面临的不确定性最强，其次是央企与地方路桥，最后是园林和装饰行业的公司。

第三，情况二下各子行业中公司的毛利情况均会变差，主因公司对上游材料商和下游业主的议价能力均很弱，税率下调后，上游材料商并未调低价格，从而对建筑公司间接涨价，但对下游业主的含税售价随税率下调而下调，因此利润空间受到挤压，该情况若存在将对全行业产生负面影响。

第四，情况四是最为乐观的表现，由于公司具备双向议价能力，可以通过压低进价抬高售价的方式拓展利润空间，因此情况四下建筑企业的盈利改善最为乐观，但由于售价高而进价低，增值税进项税额与销项税额的抵扣作用降低，因此企业所缴增值税普遍提高。考虑到实际情况，该情况不太容易出现。

## 投资建议

两会再度重申增值税税率改革，建筑企业涉及多项税改业务，经过测算发现，本次税改对建筑企业的影响整体偏中性，但掌握产业链议价能力将成为公司改善利润的关键，具备上下游强议价能力的公司有望在税改政策下小幅改善毛利空间。我们继续看好议价能力较强的央企和子行业龙头企业，维持行业“强于大市”评级。

## 风险提示

固定资产投资增速下滑；测算假设与实际情况存在差别；减税政策推进不及预期；

## 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