

两会专题：减税降费，推动中国高效物流体系建设

报告摘要：

中国物流费用高企，需通过降本增效来建立现代化、高效的物流体系，推动社会经济效益的提升。2018年中国整体物流费用达13万亿，近6年复合增长率6.2%，中国物流行业费用占GDP的比重为14.6%，远高于美欧发达国家（7%），同时也高于金砖国家。中国物流费用高企的主要原因有三：流通体系落后（信息化、标准化、集约化能力不足）、产业布局分散（范围广、运距长）、体制政策约束（收费、罚款政策）。物流业作为支撑经济发展的基础性、战略性、先导性产业，亟需建立现代化的高效体系，“降本增效”是其重要内涵。

深化收费公路制度改革，降低过路过桥费用，将显著推动社会物流成本下降。从全国货运结构来看，公路货运量在总量中的占比达78.0%，对物流运行体系的影响较为关键，通行费占到了运输成本的30%，因此两会提出深化收费公路制度改革。2017年我国收费公路通行费收入达5130亿元，行业收支缺口4026亿。考虑到公路债务规模扩大、收支缺口仍较大，我们认为主要采取的措施将是治理乱收费、取消省界收费站以及建立高速公路差异化收费机制。此外，政府工作报告还提到取消或降低一批铁路、港口收费，我们认为主要是涉及铁路专用线的收费以及港口包干费，以清理不合理收费为主。

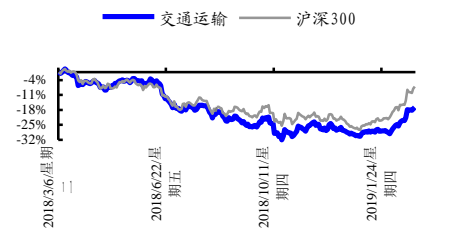
增值税改革落地，交运行业有望受益。在我国宏观经济下行压力下，减税降负是主旋律，第一大税种增值税是改革重点。增值税改革的长期目标是税率三档并两档任务，根据政府工作报告，制造业等行业的16%税率下调至13%，交通运输的10%税率下调至9%。经过测算，to C销售的航空和铁路客运企业竞争格局较优，对下游C端和上游B端均有议价能力，利润具有较大弹性。兼顾减税受益程度大以及公司基本面，我们重点推荐广深铁路（增值税弹性5%）、南方航空（增值税弹性8%）。

风险提示：宏观经济大幅下滑，公路通行费下降不及预期。

重点公司主要财务数据

重点公司	现价 (3.5)	EPS			PE			评级
		2017A	2018E	2019E	2017A	2018E	2019E	
广深铁路	3.84	0.14	0.16	0.27	27.4	24.0	14.2	买入
南方航空	8.42	0.48	0.42	0.73	17.5	20.0	11.5	买入
中国国航	9.87	0.51	0.40	0.63	19.4	24.7	15.7	买入
东方航空	5.90	0.44	0.30	0.58	13.4	19.7	10.2	买入
大秦铁路	8.87	0.90	0.99	1.02	9.9	9.0	8.7	买入

历史收益率曲线



涨跌幅 (%)	1M	3M	12M
绝对收益	15.49%	9.83%	-15.65%
相对收益	-1.34%	-6.28%	-10.11%

行业数据

成分股数量 (只)	128
总市值 (亿)	23798
流通市值 (亿)	15634
市盈率 (倍)	12.02
市净率 (倍)	1.36
成分股总营收 (亿)	22100
成分股总净利润 (亿)	1301
成分股资产负债率 (%)	56.60

相关报告

- 《交运行业周报:京沪高铁启动上市,关注两会改革信号》
2019-03-03
《京沪高铁开启上市前奏,铁路资产证券化重启》
2019-02-27
- 《交运行业周报: 汇升短期利好航空, 快递物流高景气延续》
2019-02-24
《1月航空客座率提升, 物流延续高景气》
2019-02-17

证券分析师：瞿永忠

执业证书编号：S0550515110002
(021)20363212 quyz@nesc.cn

目 录

1. 物流成本高企，制约现代化高效流通体系建立	4
1.1. 中国物流市场规模庞大，费用高企.....	4
1.2. 流通体系落后、产业布局分散、体制政策约束推高物流成本.....	5
1.3. 国内物流以公路运输为主，通行费占运输成本 30%	8
2. 降费：深化公路收费制度改革，推动社会物流成本下降	9
2.1. 降低过路过桥费是大势所趋.....	9
2.2. 取消省界收费站.....	11
2.3. 建立差异化收费机制.....	11
3. 减税：增值税改革落地，交运行业有望受益	12
3.1. 增值税下一步三档并两档改革势在必行.....	12
3.2. 客运有望受益增值税改革，航空、铁路公司弹性可观.....	12

图表目录

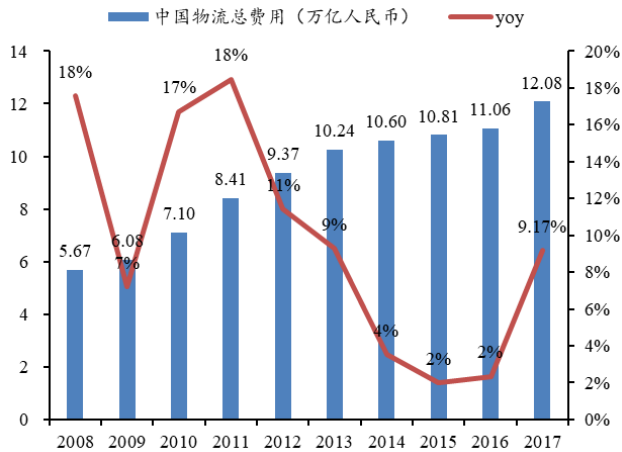
图 1: 中国物流总费用及增速	4
图 2: 中美物流费用对比	4
图 3: 中美物流费用占 GDP 比例	4
图 4: 中国物流费用结构	5
图 5: 美国物流费用结构	5
图 6: 2017 年我国货运量结构	5
图 7: 2017 年我国货运周转量结构	5
图 8: 近年我国三次产业 GDP 结构	6
图 9: 近年美国三次产业 GDP 结构	6
图 10: 美国三次产业 GDP 及物流成本占 GDP 比重	7
图 11: 我国收费公路里程及增速	7
图 12: 我国收费公路收支情况	7
图 13: 公路货运量占比达 78%	8
图 14: 我国公路货运市场结构	8
图 15: 公路货运企业成本占比	8
图 16: 公路通行费收入及增速	10
图 17: 收费公路收支平衡结果	10
图 18: 我国增值税改革历程	12
图 19: 我国增值税销项与进项关系	13
图 20: 我国企业涉及增值税时的会计分录	13
图 21: 我国增值税下调影响分析归纳	14
图 22: 交通运输行业增值税率下调影响分类	14
表 1: 降低物流费用相关政策梳理	9
表 2: 现行公路收费标准 (北京)	10
表 3: 取消高速公路省界收费站政策梳理	11
表 4: 交通运输行业各板块适用增值税率	13
表 5: 交通运输行业增值税率下调背景航空公司及广深铁路业绩弹性测算	15
表 6: 交通运输行业增值税率下调背景大秦铁路、铁龙物流、航运及长久物流业绩弹性测算	16

1. 物流成本高企，制约现代化高效流通体系建立

1.1. 中国物流市场规模庞大，费用高企

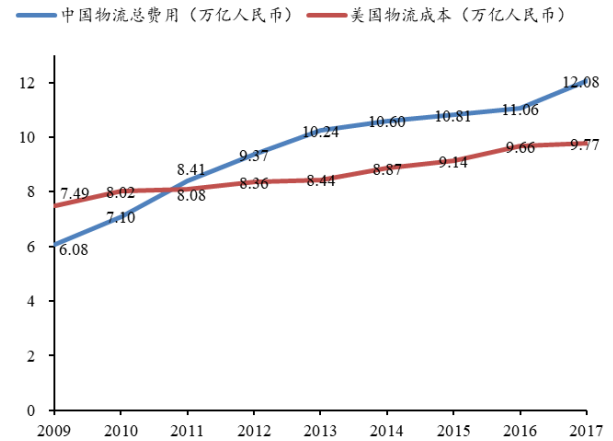
物流业是支撑国民经济发展的基础性、战略性、先导性产业。中国物流行业市场规模大，增速快。2017年中国物流整体市场规模在12.08万亿，超过美国物流市场规模的1.49万亿美元（约9.77万亿人民币）。2017年中国物流总费用同比增长9.17%，近6年复合增长率达6.22%，远超美国市场的3.21%。

图 1: 中国物流总费用及增速



数据来源: Wind, 东北证券

图 2: 中美物流费用对比

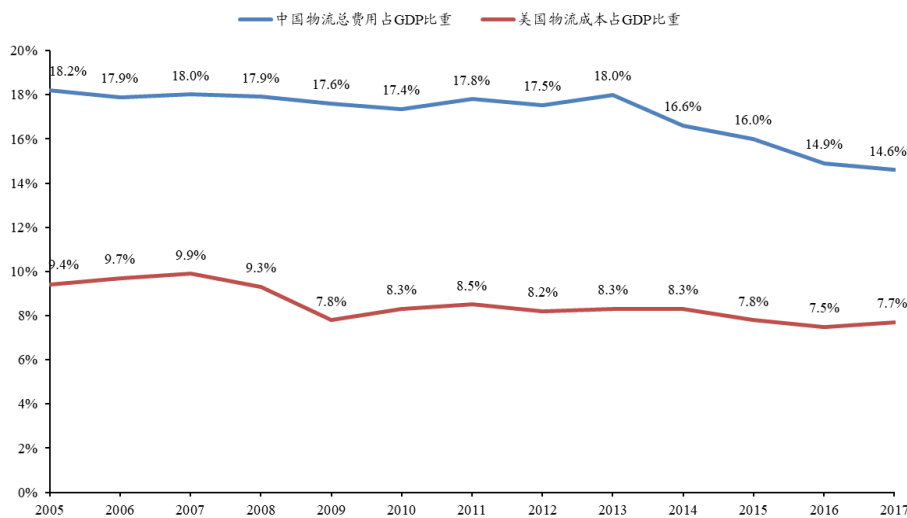


数据来源: Wind, 东北证券

中国物流费用占GDP比重为14.6%，远高于发达国家，同时也高于金砖国家。中国物流费用占GDP比重约14.6%，大约是美国的两倍。20世纪90年代，美国物流成本占GDP的比重约11%-12%，随着物流效率的提升，美国物流费用的GDP占比逐渐降低，近几年美国物流成本占GDP的比重下降至7%。

中国物流费用占产品成本的比重约35%，同样反映物流成本高企。中国物流费用占产品成本约30%~40%，发展中国家一般为15%~25%，发达国家一般为10%~15%。

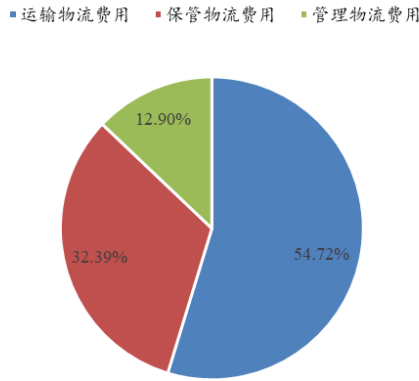
图 3: 中美物流费用占GDP比例



数据来源: Wind, 东北证券

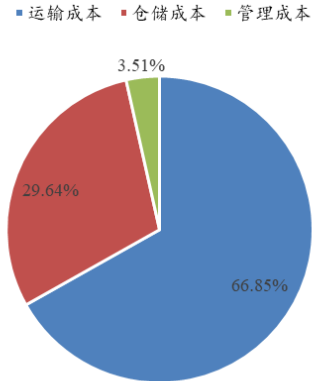
我国物流管理费用占比较高，侧面反映出降本增效巨大空间。2017年我国物流费用结构中保管费用占比为12.9%，远超美国的3.51%，仓储保管费用占比与美国基本相当，而运输环节费用占比54.72%低于美国水平（66.85%），侧面反映出我国物流过程中产生较多管理支出，整体效率仍有待提高。

图 4: 中国物流费用结构



数据来源: Wind, 东北证券

图 5: 美国物流费用结构



数据来源: Wind, 东北证券

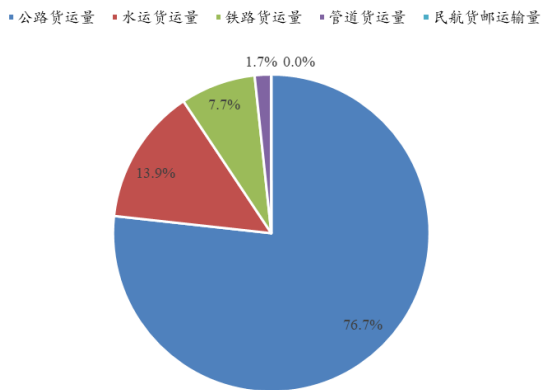
1.2. 流通体系落后、产业布局分散、体制政策约束推高物流成本

我国物流成本高企，究其原因主要受到流通体系，产业布局，体制政策三方面约束：

● 流通体系落后

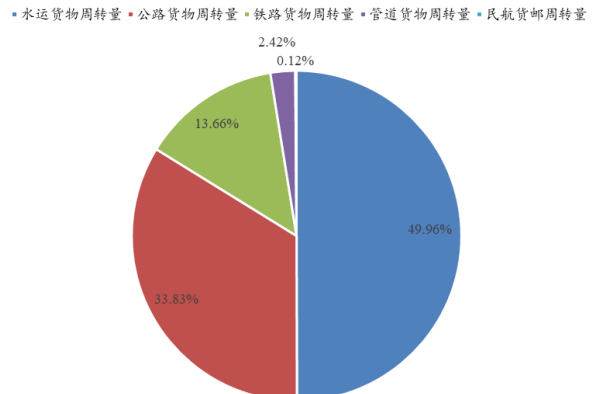
我国尚未形成高效便捷的综合交通运输体系，不同运输方式之间协调不足，运输结构不合理。2017年全社会货运量中铁路占比仅7.7%，公路占比则高达76.7%。全社会货物周转量中铁路货物周转量占比13.66%，公路则占比33.83%。从国际比较看，我国铁路完成货物周转量占比远低于美国等发达国家，海铁联运比例远低于国际水平。

图 6: 2017年我国货运量结构



数据来源: Wind, 东北证券

图 7: 2017年我国货运周转量结构



数据来源: Wind, 东北证券

“规模化、集约化、高效率”的现代流通体系尚未形成。目前我国物流系统亟需建设综合性物流枢纽，构建高质量物流基础设施网络体系。当前系统规划不足，现有物流枢纽设施大多分散规划、自发建设，骨干组织作用发挥不足，物流枢纽间

协同效应不明显，没有形成顺畅便捷的全国性网络；**空间布局不完善**，物流枢纽分布不均衡，西部地区明显滞后，部分地区还存在空白，同时一些物流枢纽与铁路、港口等交通基础设施以及产业集聚区距离较远，集疏运成本较高。

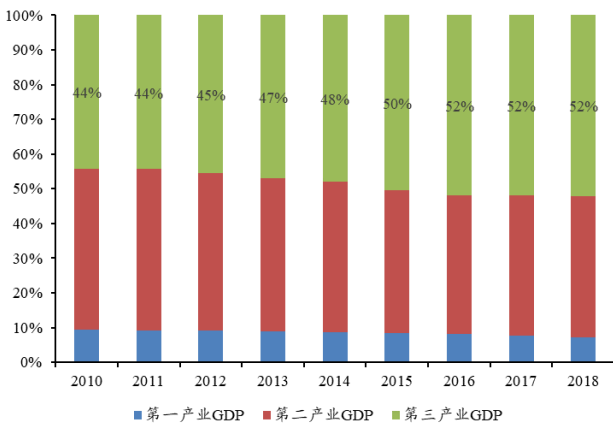
物流企业规模小、小散弱，彼此缺乏合作。以公路货运企业为例，登记注册的企业中每家平均拥有车辆数量较少；近万家快递企业，仅少数企业规模过百亿。物流企业之间缺乏有效的合作与整合，难以优势互补及发挥规模经济、范围经济与网络经济效应。

物流信息服务体系不完善。物流信息化和网络化建设滞后，尚未形成强大、互联互通的信息服务体系，不同物流方式之间的信息碎片化、孤立化。

● 产业布局分散

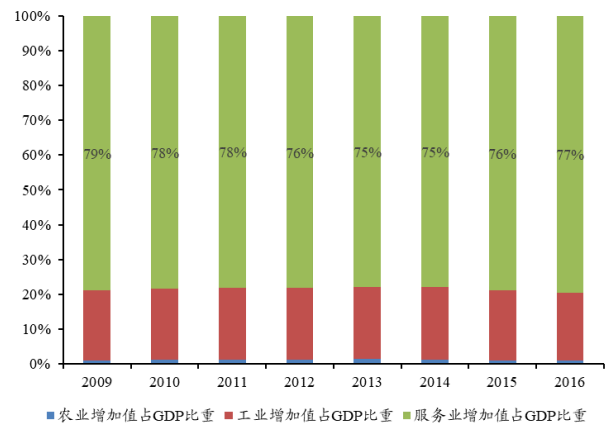
我国产业结构的阶段性特征客观上决定了**单位 GDP 的物流费用支出较大**。我国处于工业化中后期，近年来第三产业 GDP 占比不断增加，由 2010 年 44% 上升至 2018 年 52%，然而第三产业所占比重仍远低于发达国家（美国 75% 以上）。工业结构中，重工业占比大，能源结构以煤炭、石油、天然气等化石能源为主。**产业结构、工业结构和能源结构使得单位 GDP 产生的物流实物量规模大，物流成本占 GDP 的比重相对就高。**从各次产业物流需求看，第二产业中的采掘业、制造业等提供的是实物形态的产品，从生产到消费离不开运输和仓储，对运输仓储的需求大，物流成本支出高。相反，第三产业以服务业为主，对物流的依赖程度少，物流投入低，物流成本支出少，物流成本只占第三产业产值较小的比例。

图 8: 近年我国三次产业 GDP 结构



数据来源: Wind, 东北证券

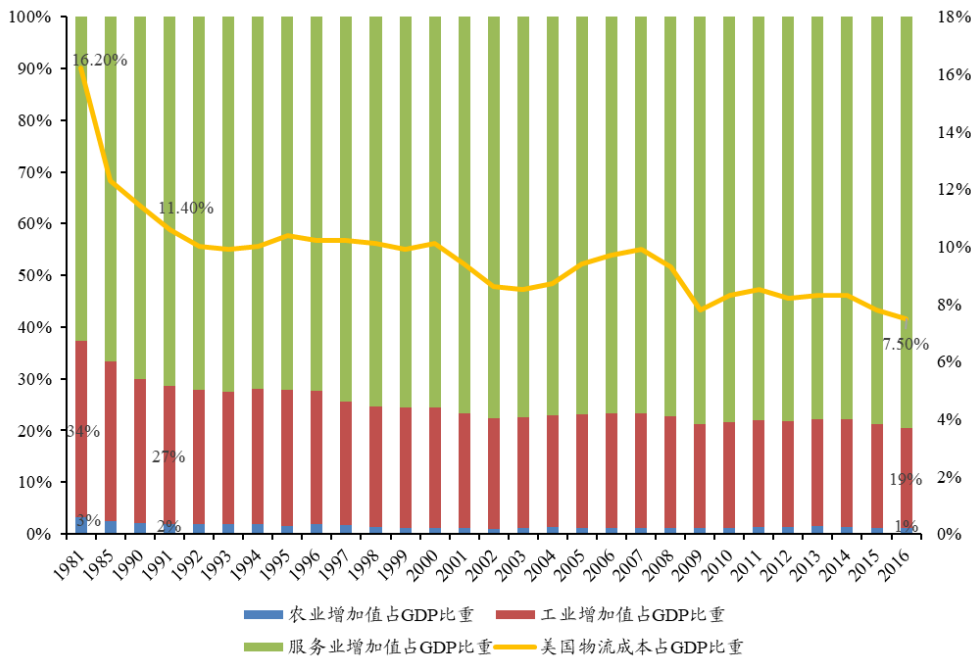
图 9: 近年美国三次产业 GDP 结构



数据来源: Wind, 东北证券

例如，1981 至 1991 十年间，美国第一二产业增加值占 GDP 的比重由 37% 下降至 29%，同期物流成本占 GDP 的比重也由 16.2% 下降至 11.4%。

图 10: 美国三次产业 GDP 及物流成本占 GDP 比重

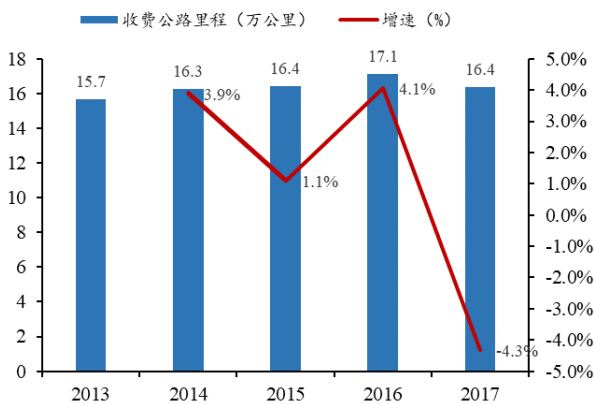


数据来源: Wind, 东北证券

● 体制政策约束

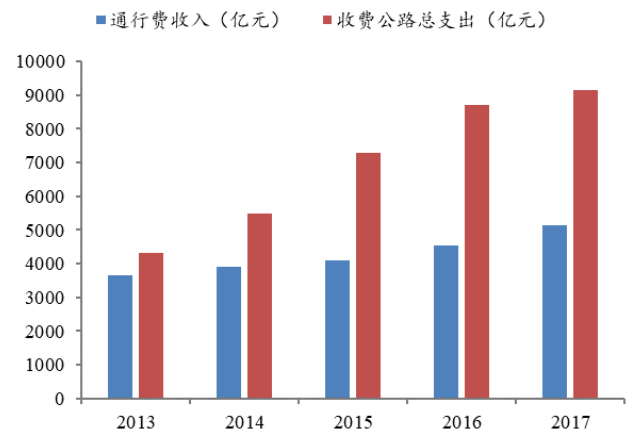
收费里程长, 收费公路入不敷出, 通行费致物流企业承压。我国收费公路里程近年整体保持增长态势, 2016 年末达到 17.1 万公里, 2017 年首次出现下滑, 17 年末总里程为 16.4 万公里, 同比下降 4.3%, 随着高速公路里程不断增长和逐步有序取消政府还贷二级公路收费, 全国收费公路结构逐步优化, 然而目前收费里程仍处于较高水平。过去 5 年收费公路入不敷出, 公路债务规模扩大、收支缺口较大使得公路收费难以调整。同时“收费站密、违规收费、超期收费、过高收费、乱罚款”等问题对物流企业造成较大压力。收费公路货运量占中国公路货运量的 70% 以上, 公路收费及罚款已占到运输型物流企业运输成本的三分之一左右。

图 11: 我国收费公路里程及增速



数据来源: 网络资料, 东北证券

图 12: 我国收费公路收支情况



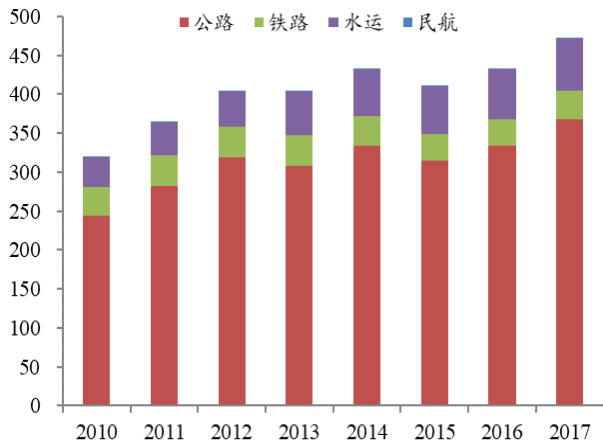
数据来源: Wind, 东北证券

税收额度及方式加重企业负担。 税收方面，公路货运纳税环节较多，运输、配送、仓储等领域重复征税，物流各环节营业税税率不统一，这些都加重了物流企业税收负担，不利于物流一体化运作和资源整合。

1.3. 国内物流以公路运输为主，通行费占运输成本 30%

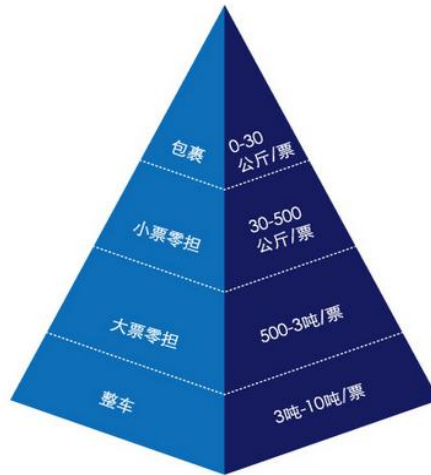
公路运输具有灵活机动、迅速方便以及提供"门到门"物流服务的特点，对于国家经济的发展起着重要的基础作用。2017年，我国公路货运量达368亿吨，在各运输方式货运总量中的占比达78.0%，位居绝对重要地位。

图 13: 公路货运量占比达 78%



数据来源: Wind, 东北证券

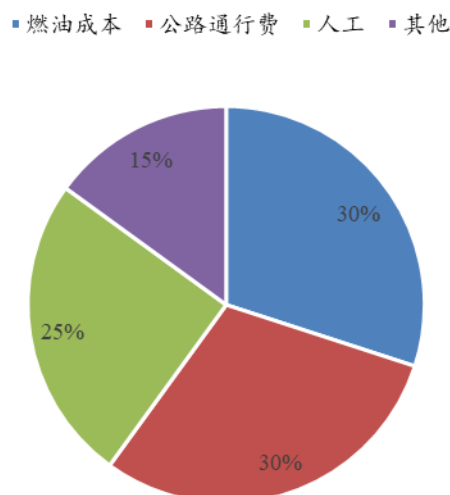
图 14: 我国公路货运市场结构



数据来源: 网络资料, 东北证券

从成本结构角度来说，目前我国一家典型的公路货运企业当中，**燃油成本占比 30%左右，公路通行费 30%左右，人工 25%左右，其他由轮胎耗材等成本构成。** 高额的通行费支出严重制约了物流行业以及中小实体经济的发展。

图 15: 公路货运企业成本占比



数据来源: 网络资料, 东北证券

政府高度重视物流成本，多次提出降本增效相关政策。自 2014 年起，物流业降本增效频繁出现于国务院、发改委及交通运输部各项文件中，并且各项措施逐渐具体，目前已涉及到货车法规，税费安排，公路收费等方面，并且各目标时间节点越发清晰，当前规划为：**到 2025 年，全社会物流总费用与 GDP 的比率下降至 12% 左右**，到 2035 年，全社会物流总费用与 GDP 的比率继续显著下降，物流运行效率和效益达到国际先进水平。

表 1：降低物流费用相关政策梳理

时间	政策	具体内容
2014.06	《物流业发展中长期规划（2014-2020）》	着力降低物流成本。 加快物流管理体制改革，打破条块分割和地区封锁，加强市场监管，清理整顿乱收费、乱罚款等各种“雁过拔毛”行为，形成物畅其流、经济便捷的跨区域大通道。
2016.09	《物流业降本增效专项行动方案（2016—2018 年）》	部署降低企业物流成本、提高社会物流效率工作，大力推进物流业转型升级和创新发展。
2017.08	《关于进一步推进物流降本增效促进实体经济发展的意见》	进一步推进物流降本增效，着力营造物流业良好发展环境，提升物流业发展水平，促进实体经济健康发展。
2017.12	《城乡高效配送专项行动计划（2017-2020 年）》	发展目标： 到 2020 年初步建立起高效集约、协同共享、融合开放、绿色环保的城乡高效配送体系。 协同、共享、高效发展的理念对提高物流效率，降低物流成本具有显著意义。
2018.05	国务院：三项九条物流降本增效具体措施	会议具体措施涉及减税降费、物流简政等， 措施的推行预计为全年物流成本节约 120 亿。
2018.06	《关于物流企业承租用于大宗商品仓储设施的土地城镇土地使用税优惠政策的通知》	自 2018 年 5 月 1 日起至 2019 年 12 月 31 日止，对物流企业承租用于大宗商品仓储设施的土地， 减按所属土地等级适用税额标准的 50% 计征城镇土地使用税。 减税政策可有效减轻物流企业税收负担，有利于物流一体化运作和资源整合。
2018.12	《国家物流枢纽布局和建设规划》	到 2025 年，全社会物流总费用与 GDP 的比率下降至 12% 左右 ，到 2035 年，全社会物流总费用与 GDP 的比率继续显著下降，物流运行效率和效益达到国际先进水平。

数据来源：网络资料，东北证券

2. 降费：深化公路收费制度改革，推动社会物流成本下降

2.1. 降低过路过桥费是大势所趋

2017 年公路通行费收入 5130 亿元，同比增长 12.8%；行业总支出达到 9157 亿元，其中偿还债务本金 4953 亿元、偿还债务利息 2496 亿元，养护支出 534 亿元，公路及附属设施改扩建工程支出 154 亿元，运营管理支出 628 亿元，税费支出 360 亿元，其他支出 33 亿元。收支缺口达到 4026 亿元，同比略有下降。

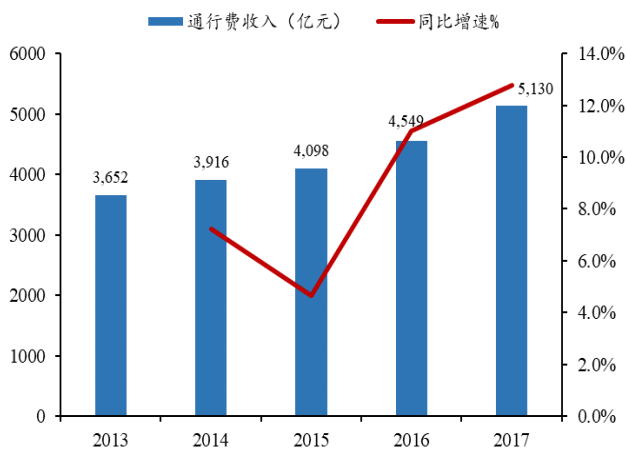
由于公路在物流中的占比最高，公路的降费将使得社会物流成本明显改善。从近两个月来交通部、发改委、政府工作报告的政策文件中，我们认为降费有提速之势。考虑到当前公路债务规模扩大、收支缺口较大，我们认为短期主要采取的措施是治理乱收费、取消省界收费站以及建立高速公路差异化收费机制。

① 2018年12月，交通运输部公示《收费公路管理条例（修订草案）》，向社会公开征求意见。其中提出了“取消省界收费站”、“建立差异化收费机制”、“通行费减免应获补偿”等要点。

② 2019年3月，发改委等部委发布《推动物流高质量发展促进形成强大国内市场的意见》，重点提出“全面推广高速公路差异化收费，完善货车使用ETC非现金支付等优惠政策”；“深入推动取消高速公路省界收费站试点工作，总结经验，逐步扩大取消高速公路省界收费站的范围”；“降低水路运输过闸费”；“进一步清理港口收费，合理降低收费标准，规范收费行为，严格执行收费目录清单和公示制度，严禁违规收费”。

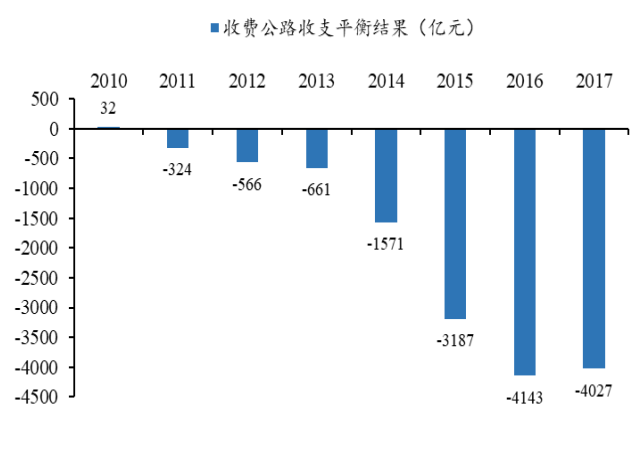
③ 2019年3月，政府工作报告：深化收费公路制度改革，推动降低过路过桥费用，治理对客货运车辆不合理审批和乱收费、乱罚款。两年内基本取消全国高速公路省界收费站，取消或降低一批铁路、港口收费。

图 16: 公路通行费收入及增速



数据来源: Wind, 东北证券

图 17: 收费公路收支平衡结果



数据来源: 网络资料, 东北证券

表 2: 现行公路收费标准 (北京)

车型	G1 京哈高速等	G2 京沪高速	G4 京港澳高速	G103 京塘线等	S46 京平高速等
	元/公里	元/公里	元/公里	元/车公里	元/车次
一类车	0.5	0.34	0.33	0.5	10
二类车	1	0.47	0.66	1	20
三类车	1.5	0.61	0.99	1.5	30
四类车	1.8	0.81	1.97	2	30
五类车	2	0.81	2.5	2	30

数据来源: 网络公开资料, 东北证券

注: 一类车包括客车: 7座及7座以下、货车: 2吨以下; 二类车包括客车: 8-19座、货车: 载重2吨-5吨(含); 三类车包括客车: 20-39座、货车: 载重5吨-10吨(含); 四类车包括客车: 40座以上, 货车: 10吨-15吨(含), 集装箱: 20英尺; 五类车包括货车载重15吨以上, 集装箱: 40英尺

2.2. 取消省界收费站

一直以来，我国高速公路采取分段建设的方式，即由国家统一规划、各地筹款进行建设。收费模式上，采取以省划界、分省收费的管理体制。因此，在一条连接不同省份的高速公路上，会出现多个省界收费站点。**省界收费站的存在往往会导致拥堵，不仅降低了通行效率，也不利于物流行业提质增效和转型升级。**

2018年5月，国务院常务会议提出取消高速公路省界收费站。目前已在四川和重庆、江苏和山东试点运行，政策的落脚点主要是利用ETC替代人工收费的方式，提高通行效率、降低物流成本。

表 3: 取消高速公路省界收费站政策梳理

时间	政策或事件	内容
2018.05.16	推动取消高速公路省界收费站	以进一步促进降本增效为目的，国务院常务会议做出推动取消高速公路省界收费站工作部署，该措施结合增值税率调整后相应下调铁路运价，预计全年降低物流成本120多亿元，可进一步提升物流效率。
2018.09.04	《关于开展取消高速公路省界收费站试点工作的通知》	交通运输部办公厅下发《关于开展取消高速公路省界收费站试点工作的通知》，正式将山东、江苏作为试点省份，明确要求在2018年底前取消鲁苏省份之间所有高速公路省界收费站。山东、江苏两省已在收费政策、收费标准和模式及运营管理和技术实施等方面达成共识，试点工作正在积极推进。
2018.12.06	取消高速公路省界收费站试点工作调研座谈	交通运输部副部长戴东昌在渝调研时要求，确保今年年底前顺利完成取消鲁和川渝省界站的目标任务。推动取消高速公路省界收费站将利好物流企业降低成本。
2018.12.20	《收费公路管理条例（修订草案）》	交通运输部对外发布《收费公路管理条例（修订草案）》，向社会开展为期一个月的公开征求意见。新修订的管理条例规定：提高收费公路设置门槛，规定今后新建收费公路必须达到高速公路技术标准；新建一、二级公路和独立桥梁、隧道不得收费；车辆通行费收入无法满足债务利息和养护管理支出需求的省份，不得新建收费高速公路。此外，还调整了收费站设置的相关规定，推行不停车收费，逐步减少人工收费方式。目前，《条例》能否顺利通过仍为悬念。
2019.03.01	《关于推动物流高质量发展促进形成强大国内市场的意见》	收费公路改革制度被列为促进物流高质量发展的重要工作之一：降低车辆通行和港口物流成本。深化收费公路制度改革，加快修订出台《收费公路管理条例》。全面推广高速公路差异化收费，完善货车使用ETC非现金支付等优惠政策。

2.3. 建立差异化收费机制

未来收费公路发展目标为：**采取“收税”与“收费”并行的方式，兼顾和保障不同用路群体的权益，向公众提供可自由选择的差异化公路通行服务。**草案明确收费公路可以实行差异化收费，各省份应建立**收费标准动态评估调整机制**。

2018年12月的《收费公路管理条例（修订草案）》中提出：明确车辆通行费收费标准确定因素，建立差异化收费、收费标准动态评估调整机制。一是明确债务规模、利率水平、投资规模、合理回报、养护运营管理成本、物价水平、偿债期限、经营期限、交通流量等作为政府收费公路和经营性公路收费标准的确定因素。二是明确高速公路养护管理收费标准应根据实际养护管理成本、当地物价水平以及交通流量等因素重新核定确定。三是明确收费公路可以实行差异化收费，各省份应建立收费标准动态评估调整机制。

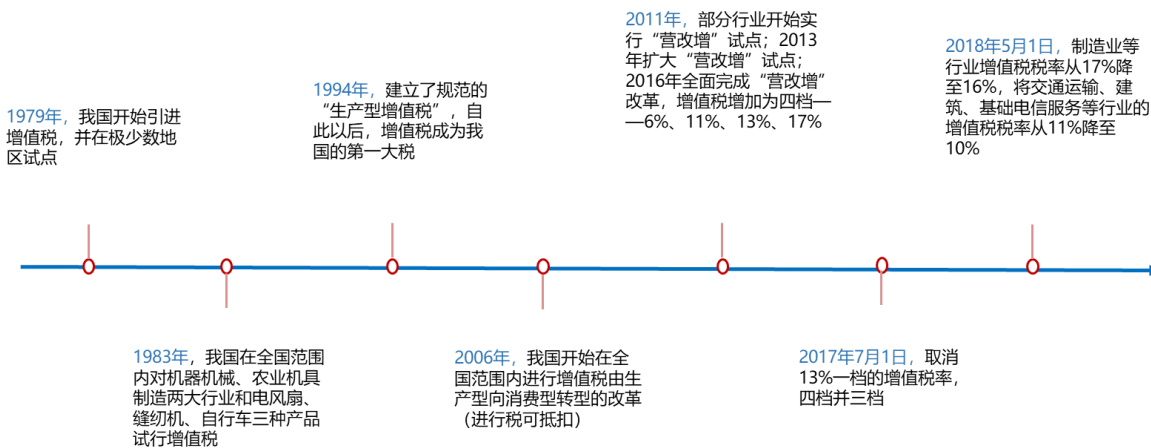
差异化收费机制，即鼓励收费公路定价更加市场化，差异化，准确通过服务水平及车辆需求合理定价，从而通过量、价两方面提升自身盈利水平，提高经营效率。收费公路可以根据车辆类型、通行路段、通行时段、支付方式、路况水平、服务质量、交通流量等因素实行差异化收费，为整个社会物流降低成本。

3. 减税：增值税改革落地，交运行业有望受益

3.1. 增值税下一步三档并两档改革势在必行

我国通过数次改革，不断完善增值税体制，从而实现税负公平、负担合理。1979年，我国开始引进增值税，并在极少数地区试点；1993年，我国在全国范围内对机器机械、农业机具制造两大行业和电风扇、缝纫机、自行车三种产品试行增值税；1994年，我国建立了规范的“生产型增值税”；2006年，我国开始在全国范围内进行增值税由生产型向消费型转型的改革；2011年，部分行业开始实行“营改增”试点；2016年，全面完成“营改增”试点，增值税率形成四档——6%/11%/13%/17%；2017年，完成“四档并三档”，取消了13%档的增值税率；2018年5月，完成17%和10%两档的增值税率下调，分别调整到16%和10%。

图 18: 我国增值税改革历程



数据来源：公开资料整理，东北证券

在我国宏观经济下行压力下，减税降负是主旋律，第一大税种增值税是下一步改革重点。目前，我国增值税经历几轮改革后，仍然保留了三档税率，未来，增值税税率三档并两档仍然是调整方向。18/19年国务院总理李克强作政府工作报告时表示，重点降低制造业、交通运输等行业税率，提高小规模纳税人年销售额标准。截止2018年11月21日，通过下调11%和17%两档至10%和16%以及上调小规模纳税人的年销售额标准部分完成了税改目标，未来中短期内完成三档并两档预期较强。

3.2. 客运有望受益增值税改革，航空、铁路公司弹性可观

依照政府增值税税改目的，概率最大的改革方式是分阶段完成增值税三档并两档任务，其中传统制造业和交通运输是降税的重点行业。根据两会政府工作报告内容，制造业等行业16%的税率下调至13%，交通运输10%的税率下调至9%，6%税率档维持不变。

按照我们的假设逻辑，我们对交通运输行业内的上市公司进行了定性和定量分析。

1) 定性上来说:

首先，值得注意的是，税法上的行业定义与 A 股的行业定义不一致。交运行业的上市公司可以分为八类——航空、铁路、航运、纯公路运输、机场、快递、供应链以及高速公路，其中，仅航空、铁路、航运以及纯公路运输公司适用 10% 档的增值税率，机场、快递、供应链公司适用 6% 档的增值税率，高速公路公司减按 3% 的增值税率征收。因此，交通运输行业 10% 档的增值税率下调主要影响航空、铁路、航运以及纯公路运输的公司。

表 4: 交通运输行业各板块适用增值税率

交运板块	税法上所属行业	适用增值税率
航空	交通运输行业	10%
铁路	交通运输行业	10%
航运	交通运输行业	10%
公路运输	交通运输行业	10%
快递	服务业	6%
供应链	服务业	6%
机场	服务业	6%
高速公路	服务业	减按 3%

数据来源：国家税务局，东北证券

其次，值得注意的是，增值税是价外税、流转税，不计入利润表，实际缴纳的增值税绝对值多与少不影响利润，但会影响现金流；增值税税率下调对公司的业绩影响是间接影响，有两种途径，第一种途径是通过影响公司的收入和成本从而影响利润，第二种途径是通过影响城建税和教育附加从而影响利润。下面我们分两种情况进行分析：

图 19: 我国增值税销项与进项关系

- 销售商品或提供服务时：
 $\text{增值税(销项)} = \text{销售商品或服务的不含税价格} \times \text{对应的增值税率}$
- 采购商品或接受服务时：
 $\text{增值税(进项)} = \text{采购商品或服务的不含税价格} \times \text{对应的增值税率}$
- 缴纳增值税时：
 $\text{实际缴纳的增值税} = \text{增值税(销项)} - \text{增值税(进项)}$

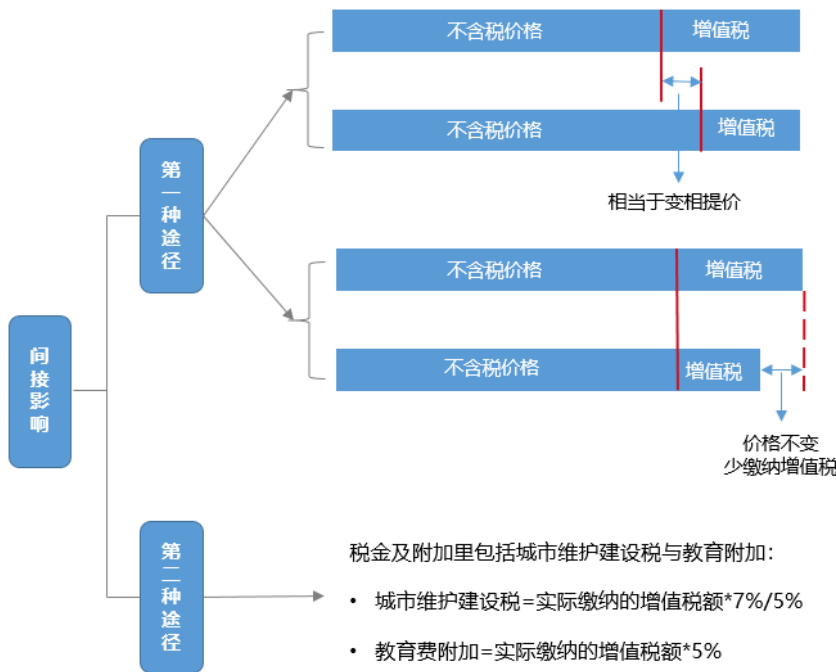
数据来源：国家税务局，东北证券

图 20: 我国企业涉及增值税时的会计分录

- 采购商品或接受服务时：
 借：应交税费——应交增值税(进项税额)
 原材料
 贷：银行存款
- 销售商品或提供服务时：
 借：银行存款
 贷：营业收入
 应交税费——应交增值税(销项税额)
- 结转缴纳增值税时：
 借：应交税费——应交增值税(销项税额)
 贷：应交税费——应交增值税(进项税额)
 应交税费——未交增值税
- 借：应交税费——未交增值税
 贷：银行存款

数据来源：国家税务局，东北证券

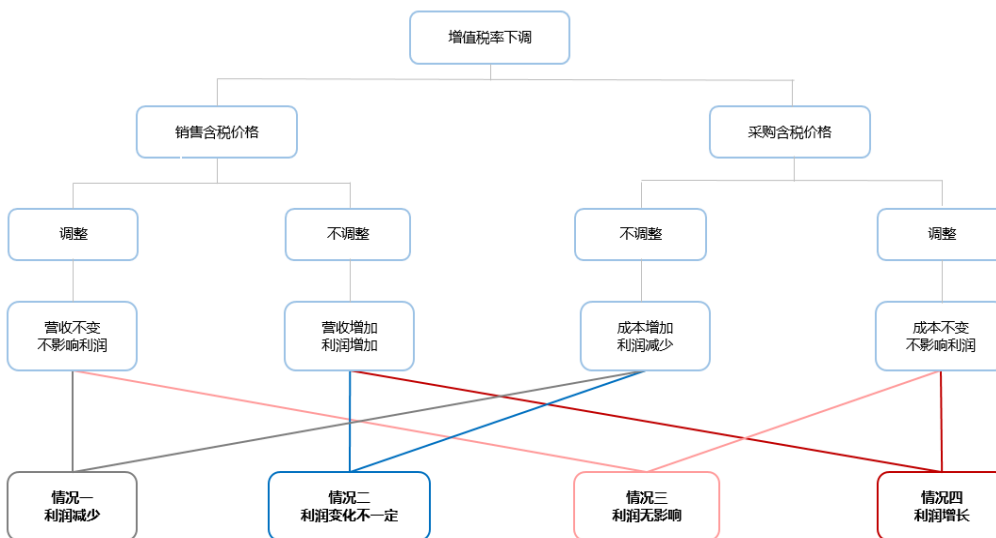
图 21: 我国增值税下调影响分析归纳



数据来源: 东北证券

第一种途径下, 根据每个受影响的上市公司的产业链所处位置不同, 其上下游税收红利转嫁情况不同, 从而导致收入、成本端会有不同变化, 造成业绩弹性不同。如果某一公司对上游有议价能力, 则可以享受上游增值税率下调的红利, 保持不含税采购价不变, 成本稳定, 否则成本增加; 如果某一公司对下游有议价能力, 则可以享受自己增值税率下调的红利, 保持国内交易的含税销售价不变, 相当于变相提价, 公司收入增加, 否则收入不变。将上下游两种情况进行组合, 会存在 4 种情况, 如下:

图 22: 交通运输行业增值税率下调影响分类



数据来源: 东北证券

我们将航空、铁路、航运以及纯公路运输的公司进行分析归类。由于 to C 销售的航空公司和广深铁路竞争格局较优，且对下游 C 端和上游 B 端均有议价能力，我们判断它们属于情况四，变相提价，收入增加，采购成本不变，利润具有较大弹性；其余的铁路、纯公路运输以及航运公司（铁路物流、大秦铁路、中远海控、长久物流等）由于上下游均对接 B 端，由于产品或服务销售签订的合同往往会明确税率，增值税率改革的红利都会顺畅地从上游转嫁到下游，从而收入和成本都不会有变化，利润不受影响。

第二种途径下，增值税率的下调会导致公司实际缴纳的增值税额减少，从而导致根据实际缴纳的增值税额再进行缴纳的城建税和教育附加减少，从而对公司利润造成正向影响。航空、铁路、航运以及纯公路运输的公司均可以享受该税收红利。

2) 定量上来说:

我们将业绩受影响的重点公司按照上文分析的所属情况进行业绩弹性测算，将 16% 和 10% 档进行下调，分别下调至 13% 和 9%。

2-1) 航空及铁路客运的业绩弹性测算。

就第一种间接影响途径来说，公司们属于情况四，to C 销售的国内票价保持含税票价不变，增值税率下调，则公司票价变相提高，导致收入实现提升；成本保持不变；从而实现利润增加。收入增加额从公式上来理解，即为：

$$\text{收入增加值} = \frac{\text{原受影响的收入部分} * (1 + 10\%)}{(1 + 9\%)} - \text{原受影响的收入部分}$$

就第二种间接影响途径来说，公司需要缴纳的城建税和教育附加减少，从而导致利润增加。从公式上来理解，即为：

$$\text{城建税及教育附加减少} = [(\text{相关收入} * 10\% - \text{相关成本} * 16\%) - (\text{相关收入} * 9\% - \text{相关成本} * 13\%)] * (\text{城建税率} + \text{教育附加税率})$$

以上市公司 2017 年财务数据为基础，我们测算净利润弹性结果如下：

表 5: 交通运输行业增值税率下调背景航空公司及广深铁路业绩弹性测算

2017 年 (单位: 亿元)	航空					铁路
	南方航空	中国国航	东方航空	春秋航空	吉祥航空	广深铁路
2017 年净利润	68.33	86.37	68.2	12.6	13.5	10.1
调整后 2017 年净利润 (从 11% 到 10%)	74.13	91.60	72.57	13.09	14.22	10.65
受影响营业收入规模	822.6	754.45	599.68	70.16	103	77.57
10% 档增值税下调至 9%，16% 档增值税下调至 13%:						
营业收入增加值	7.62	6.98	5.55	0.65	0.95	0.72
营业税金及附加减少	0.06	0.11	0.15	0.01	0.02	0.02
净利润弹性	8.0%	5.8%	6.1%	3.8%	5.1%	5.2%

注：由于 2017 年公司适用 11% 增值税率，截止 2018 年 11 月 11% 增值税率已调整至 10%，我们按照上文介绍的逻辑，先将 2017 年净利润调整至按照 10% 增值税率缴纳后的净利润，然后计算净利润弹性。

数据来源：公司公告，东北证券

2-2) 大秦铁路、铁龙物流、中远海能、中远海特、长久物流等的利润弹性测算。

服务 B 端企业的大秦铁路、铁龙物流、中远海能、中远海特、长久物流均属于情况三，收入端含税价格和成本端含税价格都根据税改进行调整，主要享受第二种间接影响，增值税下调后，公司可以减少城建税和教育附加的缴纳，从而利润增加，但利润弹性较低。从公式上来理解，即为：

$$\text{城建税及教育附加减少} = [(\text{相关收入} * 10\% - \text{相关成本} * 16\%) - (\text{相关收入} * 9\% - \text{相关成本} * 13\%)] * (\text{城建税率} + \text{教育附加税率})$$

以上市公司 2017 年财务数据为基础，我们测算净利润弹性结果如下：

表 6: 交通运输行业增值税率下调背景大秦铁路、铁龙物流、航运及长久物流业绩弹性测算

2017 年 (单位: 亿元)	铁路		航运		物流
	大秦铁路	铁龙物流	中远海能	中远海特	长久物流
2017 年净利润	131	3.28	18.85	2.39	3.83
调整后 2017 年净利润 (从 11% 到 10%)	134.5	3.43	19.23	2.71	4.35
10%档增值税下调至 9%，16%档增值税下调至 13%:					
营业税金及附加减少	0.17	0.01	0.01	0.01	0.01
利润弹性	0.39%	0.61%	0.11%	0.32%	0.53%

注：由于 2017 年公司适用 11% 增值税率，截止 2018 年 11 月 11% 增值税率已调整至 10%，我们按照上文介绍的逻辑，先将 2017 年净利润调整至按照 10% 增值税率缴纳后的净利润，然后计算净利润弹性。

数据来源：公司公告，东北证券

综上，航空、铁路、航运、物流等公司由于所处产业链位置不同，导致公司针对增值税率改革所采取的措施不同。在航空、铁路、航运、公路运输四大受影响板块中，我们对重点公司进行了定性和定量分析，我们认为服务 C 端消费者的航空公司（国内客运收入变相提价）和广深铁路（客运收入(剔除内网清算收入)变相提价）属于情况四，收入端享受税改红利、成本端无上涨压力，利润弹性大。重点推荐航空中利润弹性最大的南方航空以及提价确定性最强的广深铁路（根据 17 年的数据测算），南方航空和广深铁路净利润弹性分别为 8% 和 5% 左右。

分析师简介:

瞿永忠, 东北证券研究咨询分公司总经理助理。10年实业工作经验, 深厚铁路、供应链物流和制造业工作经验。从业经验8年, 荣获多次新财富、金牛奖和水晶球最佳分析师。负责交运和战略新兴产业研究。

孙延, 上海交通大学中美物流研究院物流工程硕士, 行业研究助理。

重要声明

本报告由东北证券股份有限公司(以下称“本公司”)制作并仅向本公司客户发布, 本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。

本报告中的信息均来源于公开资料, 本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅反映本公司于发布本报告当日的判断, 不保证所包含的内容和意见不发生变化。

本报告仅供参考, 并不构成对所述证券买卖的出价或征价。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证券买卖建议。本公司及其雇员不承诺投资者一定获利, 不与投资者分享投资收益, 在任何情况下, 我公司及其雇员对任何人使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

本公司或其关联机构可能会持有本报告中涉及到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 并在法律许可的情况下不进行披露; 可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务、财务顾问等相关服务。

本报告版权归本公司所有。未经本公司书面许可, 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, 须在本公司允许的范围内使用, 并注明本报告的发布人和发布日期, 提示使用本报告的风险。

本报告及相关服务属于中风险(R3)等级金融产品及服务, 包括但不限于A股股票、B股股票、股票型或混合型公募基金、AA级信用债或ABS、创新层挂牌公司股票、股票期权备兑开仓业务、股票期权保护性认沽开仓业务、银行非保本型理财产品及相关服务。

若本公司客户(以下称“该客户”)向第三方发送本报告, 则由该客户独自为此发送行为负责。提醒通过此途径获得本报告的投资者注意, 本公司不对通过此种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

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, 并在中国证券业协会注册登记为证券分析师。本报告遵循合规、客观、专业、审慎的制作原则, 所采用数据、资料的来源合法合规, 文字阐述反映了作者的真实观点, 报告结论未受任何第三方的授意或影响, 特此声明。

投资评级说明

股票 投资 评级 说明	买入	未来6个月内, 股价涨幅超越市场基准15%以上。
	增持	未来6个月内, 股价涨幅超越市场基准5%至15%之间。
	中性	未来6个月内, 股价涨幅介于市场基准-5%至5%之间。
	减持	在未来6个月内, 股价涨幅落后市场基准5%至15%之间。
	卖出	未来6个月内, 股价涨幅落后市场基准15%以上。
行业 投资 评级 说明	优于大势	未来6个月内, 行业指数的收益超越市场平均收益。
	同步大势	未来6个月内, 行业指数的收益与市场平均收益持平。
	落后大势	未来6个月内, 行业指数的收益落后于市场平均收益。

东北证券股份有限公司

 网址: <http://www.nesc.cn> 电话: 400-600-0686

地址	邮编
中国吉林省长春市生态大街 6666 号	130119
中国北京市西城区锦什坊街 28 号恒奥中心 D 座	100033
中国上海市浦东新区杨高南路 729 号	200127
中国深圳市南山区大冲商务中心 1 栋 2 号楼 24D	518000

机构销售联系方式

姓名	办公电话	手机	邮箱
华东地区机构销售			
阮敏 (副总监)	021-20361121	13564972909	ruanmin@nesc.cn
吴肖寅	021-20361229	17717370432	wuxiaoyin@nesc.cn
齐健	021-20361258	18221628116	qijian@nesc.cn
陈希豪	021-20361267	13956071185	chen_xh@nesc.cn
李流奇	021-20361258	13120758587	Lilq@nesc.cn
孙斯雅	021-20361121	18516562656	sunsiya@nesc.cn
李瑞暄	021-20361112	18801903156	lirx@nesc.cn
华北地区机构销售			
李航 (总监)	010-58034553	18515018255	lihang@nesc.cn
殷璐璐	010-58034557	18501954588	yinlulu@nesc.cn
温中朝	010-58034555	13701194494	wenzc@nesc.cn
曾彦戈	010-58034563	18501944669	zengyg@nesc.cn
颜玮	010-58034565	18601018177	yanwei@nesc.cn
安昊宁	010-58034561	18600646766	anhn@nesc.cn
华南地区机构销售			
刘璇 (副总监)	0755-33975865	18938029743	liu_xuan@nesc.cn
刘曼	0755-33975865	15989508876	liuman@nesc.cn
林钰乔	0755-33975865	13662669201	linyq@nesc.cn
周逸群	0755-33975865	18682251183	zhouyq@nesc.cn
王泉	0755-33975865	18516772531	wangquan@nesc.cn