

证券研究报告

物流 II



分析师 曾旭
021-38565575
zengxu@xyzq.com.cn
SAC:S1010210030008

中性 (维持)

联系人: 龚里
021-38565596
gongli@xyzq.com.cn

减负、整合促物流业健康发展

——国务院常务会议关于研究部署促进物流业健康发展工作的解析

分析师 纪云涛
021-38565573
jiyt@xyzq.com.cn
SAC:S1010208080147

2011年6月9日

投资要点

事件:

2011年6月8日,温家宝主持召开国务院常务会议,研究部署促进物流业健康发展工作。会议指出,2009年3月国务院印发《物流业调整和振兴规划》以来,物流业快速发展,产业发展水平不断提升。但随着《规划》的深入实施,一些不适应物流业发展的政策问题进一步显现,制约了产业发展。必须制定完善配套政策措施,促进物流业健康发展。会议提出“要切实减轻物流企业税收负担”、“要加大对物流业的土地政策支持力度”、“要促进物流车辆便利通行”、“要改进对物流企业的管理”、“要鼓励整合物流设施资源”、“要推进物流技术创新和应用”、“要加大对物流业的投入”、“要促进农产品物流业发展”等物流国八条。

点评:

本次会议提出的八项配套推进措施是对2009年《物流业调整和振兴规划》的首次细化,但主要停留于政策指导层面,在操作层面缺乏实质性的突破,我们更加期待物流业规划的相关细则出台。我们归纳本次细化措施的亮点、紧迫点、突破点和难点如下。

亮点:减轻物流企业税收负担

新的配套措施将“减轻物流企业税收负担”提到了首要位置,关于物流企业的税收问题在2009年的《规划》中仅以“加大政策支持力度,抓紧解决影响当前物流业发展的土地、**税收**、收费、融资和交通管理等方面的问题”一笔带过。目前物流企业税收负担体现在营业税重复征收以及物流各环节的营业税不统一的问题。我们认为营业税率降低、营业税差额纳税的逐步试点和全面推广,将对物流企业构成实质利好。我们对营业税差额试点和减免营业税方面做出如下解读和分析:

(1) 完善物流企业营业税差额纳税试点

从2005年开始,国家发改委联合国税总局进行营业税差额纳税试点。目前已有593家物流企业取得试点资格。这一措施旨在解决物流行业中普遍存在的重复征税问题。物流企业之间由于业务需要,对于同一运输业务进行分工协作,从而会造成同一业务不同企业间的重复征税。对此国家明确提出:完善物流企业营业税差额纳税试点办法,扩大试点范围,尽快全面推广。目前全国具备物流纳税人资质的3万家物流企业有望从中获益。差额征税本质是解决重复纳税问题,我们判断物流业营业税改革路径将是:全额营业税——差额营业税——增值税。

表 1、按差额方式计征营业税的具体项目

	纳税人将承揽的运输业务分给其他单位或者个人的，以其取得的全部价款和价外费用扣除支付给其他单位或者个人的运输费用后的余额为计税营业额。
交通运输业	航空股份有限公司（简称航空公司）与货运航空公司（简称货航公司）开展客运飞机腹舱联运业务时，航空公司以收到的腹舱收入为营业额；货航公司以其收到的货运收入扣除支付给航空公司的腹舱收入的余额为计税营业额。
	试点物流企业从事运输、仓储业务，应以取得的全部运输业务收入减去付给其他运输企业的运费后的余额为营业额计算征收营业税，对取得的全部仓储收入减去付给其他仓储合作方的仓储费后的余额为计税营业额。
	货物代理单位的营业额为其向客户收取的全部价款和价外费用扣除支付给铁路、海运、航空、公路四大运输部门的运费，以及支付给港口码头、机场、铁路等有关部门的货运港务费、货物中转费、货物打包费、港口码头费、港口作业费、货物港务费、货物装卸费、货物港口建设费、货物保管费及各杂项作业费、报关费、出入境检验检疫费、熏蒸费、租借仓库的仓库费和货物保险费等费用后的余额作为营业税的计税依据，按“服务业—代理业”税目依 5% 税率征收营业税。
服务业	对货物代理单位将货代业务再委托其它货代单位代理的，其货代业务收入，可扣除支付给其他货代单位的代理费用，就其余额按“服务业——代理业”税目依 5% 税率征收营业税。
	代理报关业务以纳税人向委托人收取的全部价款和价外费用扣除支付给海关、检验检疫、预录入等单位费用及国家税务总局规定的其他费用后的余额为计税营业额。支付海关的费用包括税金、签证费、滞报费、滞纳金、查验费、打单费、电子报送平台费、仓储费；支付检验检疫单位费用包括三检费、熏蒸费、消毒费、电子保险平台费；支付预录入单位费用包括预录费。
	无船承运业务，以其向委托人收取的全部价款和价外费用扣除其支付的海运费以及报关、港杂、装卸费用后的余额为计税营业额，按“服务业——代理业”税目征收营业税。

资料来源：兴业证券研究所整理

（2）解决物流环节营业税税率不统一问题，降低营业税率

目前物流各个环节的税率并不统一。运输、装卸、搬运属于交通运输业，营业税执行税率为 3%，而仓储、配送、代理属于服务业，营业税税率为 5%。不同环节的营业税率不一致，不仅不利于税收征管，也容易出现重复征税，更不利于物流行业的整体发展。目前普遍预期的是，在试点地区将统一营业税税率，有望降低仓储、配送、代理的税率至 3%。

表 2：物流业营业税率

税目	税率	范围	说明
交通运输业	3%	陆路运输 包括铁路运输、公路运输、缆车运输、索道运输及其他陆路运输。	
		水路运输	打捞，比照水路运输征税。
		航空运输 通过空中航线运送货物或旅客的运输业务	通用航空业务，航空地面服务业务，比照航空运输征税。
		管道运输	
		装卸搬运	
服务业	5%	代理业 包括代购代销货物、代办进出口、介绍服务、其他代理业务。	
		仓储业	

资料来源：兴业证券研究所整理

紧迫点：大力发展农产品物流，降低农产品进城费用

本次会议要求大力发展农超对接、农校对接、农企对接。完善农产品增值税政策，鼓励大型企业从事农产品物流业。加快建立主要品种和重点地区的冷链物流体系。加大对农产品批发市场、农贸市场的政府投入和政策扶持。严格执行鲜活农产品绿色通道政策和配送车辆 24 小时进城通行、便利停靠政策。加快发展粮食和棉花现代物流。会议要求各地区、各有关部门加强组织协调，细化政策措施，认真抓好落实。

(1) 理顺农产品物流的重要性和紧迫性

农产品物流发展的重要性和紧迫性体现在 1) 农业、农村、农民问题事关国计民生，解决好农产品的外运，就是解决了农民生存的经济来源，三农问题可迎刃而解；2) CPI 中食品的权重占 30%，而食品中又以农产品为主。农产品涨价对 CPI 的冲击最大，农产品是必须消费品，涨价威胁到城市低收入阶层的温饱问题。在防控通胀的关键时期，控制农产品的物流成本成为当务之急。

(2) 农产品物流的现状：高收费导致流通环节成本高、物流设施差导致综合损耗大

农产品进城各环节涉及到过桥过路费、油费、各种税费、批发费、零售费、摊位费、管理费等各种费用。在 08 年初抗击低温雨雪冰冻灾害工作中，国务院将“绿色通道”鲜活农产品运输全免通行费作为一项应急措施，对保障市场供应、稳定物价和促进农民增收起到了积极作用。之后该政策一直延续到现在。但目前免费通行的仅限于鲜活农产品，薯芋类产品、非新鲜食用菌、坚果类产品、观赏鱼类、非畜禽类产品、粮食类、非肉类产品、调味类产品、冷（藏）冻产品等不属于绿色通道政策范围。

物流设施差、综合损耗高也制约着农产品进入城市市场。我国农产品流通的显著特点是量大、面广、运距长。由于物流基础设施差、普遍存在仓储难、冷藏难、装卸难、运输难。尤其是畜禽水产、蔬菜、水果等鲜活农产品，从产地到销地，有多个环节需要冷藏设施。而目前我国的冷链系统相当落后，运输蔬菜的车辆基本上是普通货车，没有冷藏车。农产品在运输中的损失率可以达到 25%-30%，每年烂在路上的农产品可以养活两亿人。

突破点：物流企业和设施整合，增强实力，获取资源和政策支持

本次会议鼓励整合物流设施资源。支持大型优势物流企业对分散的物流设施资源进行整合，鼓励中小物流企业加强联盟合作。引导行业系统内的仓储和运输设施开展社会化物流服务，支持商贸流通企业发展共同配送。

国字号物流缺乏领军者，新兴物流受累资源瓶颈

国字号物流公司坐拥土地、资金和人才优势，但因为计划经济下的经销和贸易体制导致的市场分割，大型国资背景物流企业仅在某些行业或者在供应链的某一重资产环节拥有相对优势。而新兴物流企业在供应链的精益管理上表现优异，但因土地资源、资金以及人才的劣势也仅局限对新兴产业的服务，横向和纵向拓展能力不足。

整合的目的在于 1) 打破区域、行业的壁垒，壮大国字号物流企业，培育具有全国乃至全球网络的，具备经营一体化供应链物流的领军企业，2) 中小企业通过兼并收购的方式，增强实力，形成某些领域的绝对优势，在发展壮大中获取政策和信贷以及资本市场的支持。

表 3：四类物流企业比较

	国有背景物流企业	新兴现代物流企业	生产、商贸流通企业 下属物流企业	外资物流企业
代表企业	中储股份、中远物流、 中外运股份	飞力达物流、新宁物 流、飞马国际	海尔“日日顺”，苏 宁电器物流部门	UPS、DHL、TNT、 FedEx
描述	国有物流企业通过加 快重组改制和业务转型 演变而来的物流企业	传统物流企业转型而 来，或新设立的现代 物流服务商	生产、商贸流通企业 的物流部门，以原有 业务为基础向社会扩 展，形成具有专业特 色的物流服务商	大型外资跨国物流 服务商及其国内的 合资企业
优势	1、国内市场占有率高 2、拥有全国性网络和丰 富的运输、仓储资产 3、资金实力雄厚 4、与中央和地方政府关 系良好	1、具有较强的适应 性、灵活性和创新意 识 2、专注于一个或少数 几个相关行业	1、主要为内部客户服 务，且具有专长 2、资金较雄厚 3、初步呈现向外部拓 展客户的趋势	1、拥有发达的海外 网络 2、资金实力雄厚 3、管理水平高，信 息系统先进
劣势	1、存在行业局限性 2、体制不够灵活，机构 冗余 3、服务意识不够，运营 率偏低	1、快速发展面临资 源、资金、人才瓶颈 2、品牌知名度有待提 升	1、难以吸引更多的外 部客户 2、战略和未来 定位受到母公司的极 大影响	1、运作成本较高 2、与国内文化理念 存在一定偏差 3、缺少国内网络

资料来源：飞力达物流招股说明书、兴业证券研究所

难点：降低税费如何平衡中央、地方、企业间的利益

（1）营业税是地方第一大税种，降税将减少地方收入

营业税是地方税种，全部归地方财政享有；增值税由中央与地方共享收入，中央所占比例为 75%，地方所占比例为 25%。在地方税收净收入中，占比例高于 5% 的税收项目分别为营业税（33.14%）、国内增值税（20.09%）、企业所得税（16.27%）、房地产相关税收（7.08%）、个人所得税（6.62%）、契税（6.27%）和城市维护建设税（5.97%）。营业税是地方第一大税种，实施差别营业税、降低营业税以及未来将营业税改革为增值税，都将对地方税收产生较大影响。因而我们认为差额营业税和营业税率降低的实施要经历逐步试点到全面推广，如何在物流业营业税改革中建立相对公平的补偿机制是改革的难点。

（2）公路归地方所有，降低通行费率或有难度

从全行业看，路桥费约占物流企业总成本的三分之一，是物流环节成本高的最大诟病。本次会议明确表示需要促进物流车辆便利通行，降低过路过桥收费，但目前的情况是，各省级公路投资公司财务状况堪忧，平均资产负债率高达 70%，ROE 低于 5%，且未来 2 年每年分别有 1 万亿左右的公路投资规模。通过收购路权或降低通行费率将给地方财政带来较大的负担。

由于较多的高速公路是上市公司，“一刀切式”地降低通行费率将直接损害广大投资者的利益。如何降？何时降？降多少才合理？都是值得探讨的问题。我们认为，对于已上市的高速公路，或可通过延长收费年限的方式来对冲降低通行费率；对于未上市的高速公路和其他收费路段，或可通过地方政府收购途径，但同样会增加地方政府的财政负担，增加实施的难度。

投资逻辑

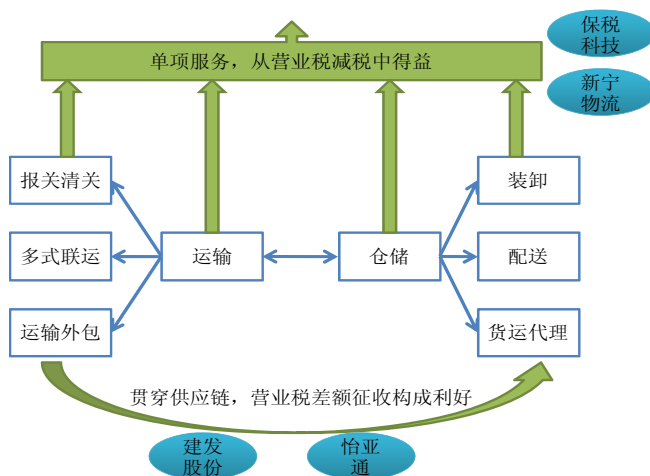
(1) 受益差额营业税的供应链管理物流公司：建发股份、怡亚通、飞马国际等。

(2) 受益营业税率降低的仓储和代理物流公司：中储股份、新宁物流、保税科技、恒基达鑫、澳洋顺昌、外运发展等。

(3) 受益物流业收购整合的网络物流公司：中储股份、外运发展、建发股份等。

(4) 受益农产品物流发展的公司：铁龙物流、农产品、永辉超市等（广义物流）。

图 1、差额营业税和营业税率降低受益物流环节



资料来源：兴业证券研究所整理

投资组合推荐

一季度油价、人力成本上涨和现金流紧张导致中小物流公司业绩低于预期，二季度经济下滑，消极因素短期难以逆转，我们继续维持物流行业的“中性”评级，等待经济见底、货币政策放松和物流“十二五”规划细则的出台。在个股上，我们推荐具有大网络、盈利模式创新的白马国企大物流股和具有确定性增长的区域物流龙头，如建发股份、中储股份、外运发展和保税科技。对于中小物流股，我们维持谨慎态度，在经济下滑和弱势市场中，中小物流股估值盈利双杀，不具备抗跌能力。若经济见底，信贷逐步放松，建议关注前期跌幅较大的中小物流股的反弹机会。

表 4、推荐组合盈利预测和估值

代码	公司	覆盖公司评级	股价	每股收益			市盈率		
				10A	11E	12E	10A	11E	12E
600153	建发股份	强烈推荐	8.12	0.78	1.13	1.40	10.4	7.2	5.8
600787	中储股份	强烈推荐	9.67	0.33	0.44	0.55	29.3	22.1	17.7
600794	保税科技	推荐	13.99	0.36	0.67	0.68	38.9	20.8	20.7
600270	外运发展	推荐	8.61	0.49	0.49	0.58	0.73	17.5	14.8

数据来源：兴业证券研究所，股价更新至 2011.6.9

附录：国务院常务会议关于研究部署促进物流业健康发展工作

一要切实减轻物流企业税收负担。完善物流企业营业税差额纳税试点办法，扩大试点范围，尽快全面推广。研究解决仓储、配送和货运代理等环节与运输环节营业税税率不统一问题。完善大宗商品仓储设施用地的土地使用税政策。

二要加大对物流业的土地政策支持力度。科学制定物流园区发展规划，对纳入规划的物流园区用地给予重点保障。支持将工业企业旧厂房、仓库和存量土地资源用于发展物流业。

三要促进物流车辆便利通行。降低过路过桥收费，大力推行不停车收费系统。加强城市配送管理，解决城市中转配送难、配送货车停靠难等问题。

四要改进对物流企业的管理。放宽对物流企业资质的行政许可和审批条件，逐步减少行政审批，提高审批效率。

五要鼓励整合物流设施资源。支持大型优势物流企业对分散的物流设施资源进行整合，鼓励中小物流企业加强联盟合作。引导行业系统内的仓储和运输设施开展社会化物流服务，支持商贸流通企业发展共同配送。

六要推进物流技术创新和应用。加强物流新技术自主研发，加快先进物流设备研制，制定和推广物流标准，适时启动物联网的应用示范。推进物流信息资源开放共享。

七要加大对物流业的投入。各级政府要加大对物流基础设施的投资扶持，积极引导银行业金融机构加大对物流企业的信贷支持，拓宽融资渠道。

八要促进农产品物流业发展。大力发展农超对接、农校对接、农企对接。完善农产品增值税政策，鼓励大型企业从事农产品物流业。加快建立主要品种和重点地区的冷链物流体系。加大对农产品批发市场、农贸市场的政府投入和政策扶持。严格执行鲜活农产品绿色通道政策和配送车辆 24 小时进城通行、便利停靠政策。加快发展粮食和棉花现代物流。会议要求各地区、各有关部门加强组织协调，细化政策措施，认真抓好落实。

投资评级说明

行业评级 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

推 荐: 相对表现优于市场
中 性: 相对表现与市场持平
回 避: 相对表现弱于市场

公司评级 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

强烈推荐: 相对大盘涨幅大于 15%
推 荐: 相对大盘涨幅在 5%~15%之间
中 性: 相对大盘涨幅在-5%~5%之间
回 避: 相对大盘涨幅小于-5%

机构客户部联系方式

上海市浦东新区民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 21 层
邮编: 200135
传真: 021-38565955

北京市西城区武定侯街 2 号泰康国际大厦 6 层
邮编: 100140
传真: 010-66290200

深圳市福田区益田路 4068 号卓越时代广场 15 楼 1502-1503
邮编: 518048
传真: 0755-82562090

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

重要声明

兴业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。

兴业证券系列报告的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/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信赖依据。