

家电龙头经营较为规范，未来动态竞争反而更加受益

——社保缴存新规对家电上市公司影响点评

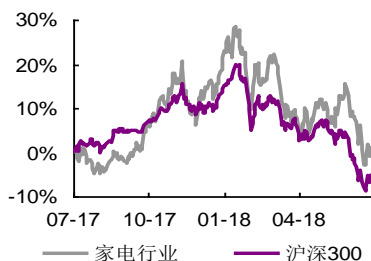
行业动态

分析师

金星 (执业证书编号：S0930518030003)
021-22169123
jinxing@ebscn.com

甘骏 (执业证书编号：S0930518030002)
021-22169171
ganjun@ebscn.com

行业与上证指数对比图



资料来源：Wind

相关研报

基本面温和放缓，后续确定性增长仍有保障——家电行业2018年中报总结
.....2018-09-02
悲观预期已有一定消化，底部配置价值依旧——家电行业每周观点20180819
.....2018-08-19
空调零售数据回暖，重申估值底部不宜悲观——家电行业每周观点20180812
.....2018-08-12

◆事件：

2018年9月3日，常州地税申请强制执行征收常州裕华玻璃公司欠缴10年社保的新闻引发市场高度关注，该案例应该系企业侵吞应缴未缴员工社保，而非税务部门因提高往年社保核定标准导致社保“追缴”。近期部分市场人士出台了关于社保新规的测算，提到对家电行业利润影响在30%以上，引发市场担忧。我们认为该测算过于悲观，特系统梳理社保新规影响，供投资者参考。

◆市场担心的社保缴存新规到底是什么？

市场真正关注的社保缴存新规为下述内容：2018年7月20日，中共中央办公厅、国务院办公厅印发了《国税地税征管体制改革方案》，明确从2019年1月1日起，将基本养老保险费、基本医疗保险费、失业保险费、工伤保险费、生育保险费等各项社会保险费交由税务部门统一征收。

过去税务部门只是代征社保，即社会保险经办机构负责核定缴费数额，由税务部门负责征收，由于社保经办机构并不掌握真实工资水平，不少企业按照最低缴纳基数为员工缴纳社保。

而从2019年起缴费数额的核定和征收工作都将由税务部门负责。市场担心，由于税务部门掌握详细的收入数据，对社保缴税额的核定将更为精确和规范，企业必须按照真实工资水平缴纳社保，导致企业用工成本进一步上升。

◆若社保缴存规定100%实施，对家电上市公司影响有多大？

若新规100%严格实施，对企业的影响大小取决于该企业之前社保缴纳的规范程度。为了能量化影响的大小，我们选取了各子板块共计16家家电龙头企业，在一定的工资分布的假设下，测算社保新规100%得到实施情况下，2017年公司需要承担社会保险总额和当前社保缴存额的差额，并计算其占2017年归母净利润总额的比例。从我们选取的样本模拟测算结果来看，社保缴存规范化导致的营业总成本的上升占归母净利润比例仅为4%左右（测算表见下页）。

我们是假设企业内部员工工资符合正态分布，并根据缴存上限以上和以下薪酬总额分别测算社保规范缴存额，并进行加总。由于假设条件与企业实际内部工资分布会有出入，所以个体差异会比较大，但是汇总后算一个全部样本的均值是相对合理的。同时和企业内部测算做交叉印证，得到相对合理的结果。

表 1：重点家电公司社保规范化整体影响测算值占净利润比例小于 4%

证券代码	证券名称	社会保险费 (亿元)	净利润 2017 年报 (亿元)	公司需要承担社会保险总额 (测算值, 亿元)	额外支出 (测算值, 亿元)
600060.SH	海信电器	3.4	9	3.4	0.0
603868.SH	飞科电器	0.4	8	0.4	0.0
603579.SH	荣泰健康	0.3	2	0.4	0.0
002677.SZ	浙江美大	0.1	3	0.2	0.1
002242.SZ	九阳股份	0.5	7	0.8	0.3
002508.SZ	老板电器	0.7	15	1.1	0.4
002035.SZ	华帝股份	0.3	5	0.8	0.5
000418.SZ	小天鹅 A	1.6	15	2.2	0.7
603515.SH	欧普照明	1.0	7	1.7	0.7
603355.SH	莱克电气	0.5	4	1.4	0.9
002032.SZ	苏泊尔	0.9	13	2.1	1.2
002050.SZ	三花智控	0.5	12	2.0	1.4
002705.SZ	新宝股份	0.7	4	3.1	2.4
000333.SZ	美的集团	16.9	173	22.0	5.1
000651.SZ	格力电器	7.7	224	13.2	5.5
600690.SH	青岛海尔	16.6	69	24.4	7.8
		净利润合计	571	额外支出合计	27
				100%实施社保规则影响利 润比例 (2017)	4%

资料来源：Wind，公司公告，社保部门网站，光大证券研究所测算。

注：上述企业明细测算数据仅为整体测算需要，因为我们做的工资分布假设很可能与企业实际情况差异较大，因此并不能准确反映企业真实状况，请勿以个体对号入座，参考汇总结果可更多的降低个体误差。

◆家电上市公司经营普遍较为规范，产业链配套成本或有上升

量化测算的同时，我们就社保规范化问题跟多家上市公司进行了沟通，不少公司已经积极进行了内部测算，由于过去社保缴纳整体较为规范，龙头企业反馈若完全足额缴纳，对利润影响普遍在 1~5% 之间，如欧普照明/老板电器等本身社保缴存已经基本符合国家规范的企业，受社保缴存规范化影响较小。

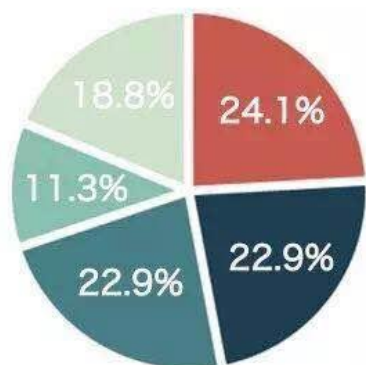
虽然家电上市公司受社保缴存规范化的影响整体较小，但配套的产业链上下游，比如上游供应商、合作的劳务派遣公司、下游经销商等在规范性上预计仍有提升空间，若社保缴存规则短期就严格执行，会对产业链整体成本产生一定影响。

◆换个角度来看，龙头企业在未来的动态竞争反而更加受益

据 51 社保发布的《中国企业社保白皮书 2017》，有 22.9% 的企业按照最低下限缴存社保。为了降低成本，不少中小型制造企业在社保缴存上非常不规范，若社保缴存新规严格执行，将大幅提高这类中小企业的用工成本，削弱其成本竞争力，而上市公司，本就属于行业内的头部资产，缴存始终较为规范。一方面，龙头公司受到的边际影响相对较小；另一方面，在竞争层面未来甚至将动态受益。

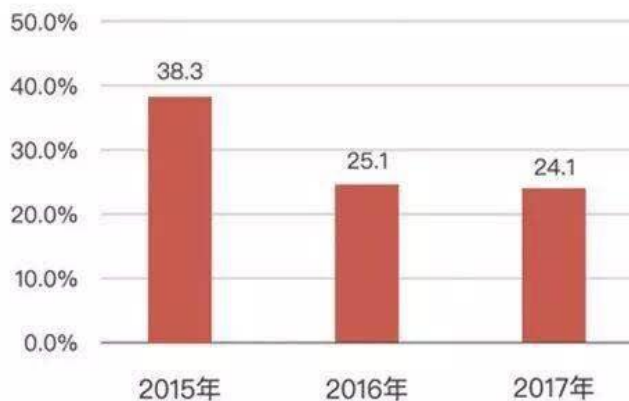
图 1：我国部分企业社保缴费基数规范性较差

2017年企业社保缴费基数情况



■ 按全部工资 ■ 按最低下限 ■ 按企业自动分档
■ 按部分工资 ■ 其他

社保缴费基数合规的企业



资料来源：《中国企业社保白皮书 2017》

◆ 社保缴存规范化不太可能一蹴而就，目前无需过分悲观

据我们了解，部分企业已经积极跟当地税务部门进行过沟通，对于 2019 年 1 月 1 日开始实施的社保缴存新规，税务部门还有诸多落地细则需要根据实际情况确定。若社保缴存新规在短期内严格执行，将严重影响到众多中小企业的生存，鉴于此，虽然社保缴存规范化是长期方向，但预计税收部门会预留充分的过渡期，或考虑一些相应的补偿措施，在保护广大劳动者权益的同时，也能够给予企业充足的准备时间。

此外，社保成本上升就如同 16-17 年的原材料成本上升一样（上涨幅度远不及原材料成本），作为竞争壁垒深厚，具备产业链定价权的家电龙头，有足够强的能力消化这部分成本的上升，对报表的实际影响将更加小于预期，市场无需过忧。

总结而言，我们认为市场对社保缴存新规将提高企业用工成本的担心不无道理，但在新规推进节奏和影响幅度上有些过虑。通过和行业内龙头公司的广泛沟通，并结合数据测算，我们认为，社保缴存新规对家电龙头的影响较为温和，一方面，龙头企业作为行业内最头部的资产，原先缴纳就较为规范，同时有足够强的能力消化这部分成本上涨，实际影响较低；另一方面，由于更多中小企业受到的影响更大，龙头公司在未来的竞争中反而会动态受益。

◆ 核心风险：社保缴存新规短期 100% 落地。

行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上;
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%;
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%;
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 至 15%;
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上;
无评级	因无法获取必要的资料, 或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件, 或者其他原因, 致使无法给出明确的投资评级。

基准指数说明: A 股主板基准为沪深 300 指数; 中小盘基准为中小板指; 创业板基准为创业板指; 新三板基准为新三板指数; 港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设, 不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性, 估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师, 以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法, 使用合法合规的信息, 独立、客观地出具本报告, 并对本报告的内容和观点负责。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证, 本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与, 不与, 也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

特别声明

光大证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 创建于 1996 年, 系由中国光大 (集团) 总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司, 是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可, 光大证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围: 证券经纪; 证券投资咨询; 与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问; 证券承销与保荐; 证券自营; 为期货公司提供中间介绍业务; 证券投资基金代销; 融资融券业务; 中国证监会批准的其他业务。此外, 公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本证券研究报告由光大证券股份有限公司研究所 (以下简称“光大证券研究所”) 编写, 以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础, 但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息, 但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断, 可能需随时进行调整且不予通知。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议, 本公司不就任何人依据报告中的内容而最终操作建议做出任何形式的保证和承诺。在任何情况下, 本报告中的信息或所表达的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表达的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况, 并完整理解和使用本报告内容, 不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果, 本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期, 本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险, 在做出投资决策前, 建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下, 本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突, 勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发, 仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅向特定客户传送, 未经本公司书面授权, 本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品, 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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容, 务必联络本公司并获得许可, 并需注明出处为光大证券研究所, 且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

光大证券股份有限公司

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 3 楼 邮编 200040

总机：021-22169999 传真：021-22169114、22169134

机构业务总部	姓名	办公电话	手机	电子邮件	
上海	徐硕		13817283600	shuoxu@ebscn.com	
	李文渊		18217788607	liwenyuan@ebscn.com	
	李强	021-22169131	18621590998	liqiang88@ebscn.com	
	罗德锦	021-22169146	13661875949/13609618940	luodj@ebscn.com	
	张弓	021-22169083	13918550549	zhanggong@ebscn.com	
	黄素青	021-22169130	13162521110	huangsuqing@ebscn.com	
	邢可	021-22167108	15618296961	xingk@ebscn.com	
	李晓琳		13918461216	lixiaolin@ebscn.com	
	丁点	021-22169458	18221129383	dingdian@ebscn.com	
	郎珈艺		18801762801	dingdian@ebscn.com	
北京	郭永佳		13190020865	guoyongjia@ebscn.com	
	郝辉	010-58452028	13511017986	haohui@ebscn.com	
	梁晨	010-58452025	13901184256	liangchen@ebscn.com	
	吕凌	010-58452035	15811398181	lvling@ebscn.com	
	郭晓远	010-58452029	15120072716	guoxiaoyuan@ebscn.com	
	张彦斌	010-58452026	15135130865	zhangyanbin@ebscn.com	
	庞舒然	010-58452040	18810659385	pangsr@ebscn.com	
深圳	黎晓宇	0755-83553559	13823771340	lix1@ebscn.com	
	李潇	0755-83559378	13631517757	lixiao1@ebscn.com	
	张亦潇	0755-23996409	13725559855	zhangyx@ebscn.com	
	王渊锋	0755-83551458	18576778603	wangyuanfeng@ebscn.com	
	张靖雯	0755-83553249	18589058561	zhangjingwen@ebscn.com	
	牟俊宇	0755-83552459	13827421872	moujy@ebscn.com	
国际业务	陶奕	021-22169091	18018609199	taoyi@ebscn.com	
	梁超		15158266108	liangc@ebscn.com	
	金英光	021-22169085	13311088991	jinyg@ebscn.com	
	王佳	021-22169095	13761696184	wangjia1@ebscn.com	
	郑锐	021-22169080	18616663030	zh Rui@ebscn.com	
	凌贺鹏	021-22169093	13003155285	linghp@ebscn.com	
	周梦颖	021-22169087	15618752262	zhoumengying@ebscn.com	
	金融同业与战略客户	黄怡	010-58452027	13699271001	huangyi@ebscn.com
		丁梅	021-22169416	13381965696	dingmei@ebscn.com
		徐又丰	021-22169082	13917191862	xuyf@ebscn.com
私募业务部	王通	021-22169501	15821042881	wangtong@ebscn.com	
	赵纪青	021-22167052	18818210886	zhaojq@ebscn.com	
	谭锦	021-22169259	15601695005	tanjin@ebscn.com	
	曲奇瑶	021-22167073	18516529958	quqy@ebscn.com	
	王舒	021-22169134	15869111599	wangshu@ebscn.com	
	安玲娴	021-22169479	15821276905	anlx@ebscn.com	
	戚德文	021-22167111	18101889111	qidw@ebscn.com	
	吴冕		18682306302	wumian@ebscn.com	
	吕程	021-22169482	18616981623	lvch@ebscn.com	
	李经夏	021-22167371	15221010698	lijxia@ebscn.com	
高霆	021-22169148	15821648575	gaoting@ebscn.com		
左贺元	021-22169345	18616732618	zuohy@ebscn.com		
任真	021-22167470	15955114285	renzhen@ebscn.com		
俞灵杰	021-22169373	18717705991	yulingjie@ebscn.com		