

国防军工

研发抵扣新规，军工行业受益最为显著

事件：三部委发布研发抵扣新规。2018年9月21日，财政部、国家税务总局、科技部联合发布《关于提高研究开发费用税前加计扣除比例的通知》。此次研发费用抵扣加码政策覆盖所有企业，抵扣比例提升至75%。相比于2015年11月发布的《关于完善研究开发费用税前加计扣除政策的通知》，抵扣比例从50%提升至75%；相比于2017年5月发布的科技型中小企业提升抵扣比例至75%，此次加码政策全面覆盖所有企业。

点评：

研发抵扣新规下，军工是最受益的行业之一，整体净利润提升幅度近6%。据我们测算，国盛军工股票池中122家军工企业，2017年总营收为5000亿元，其中研发费用共计投入226亿元，占比约4.53%。按照最新研发费用加计扣除比例75%进行测算，并假设资本化支出摊销期为5年，我们预计：**1) 利好整体：**此新规可为军工行业整体带来约9.40亿元的研发费用抵扣减免，约占2017年军工行业净利润总额的5.8%，改善显著。**2) 影响显著：**剔除9家亏损企业，军工板块约有11家（占9%）个股业绩增厚将超过10%。

从弹性看，过往盈利能力较弱的个股边际改善更为明显。1) 据我们测算，此次税收抵扣影响排名前20的军工企业中，2017年有13家净利率均低于行业平均净利率3.22%，占比高达65%，表明此次税收抵扣优惠政策对原本业绩表现不佳的军工企业边际改善效果更为显著。2) 据测算，业绩提升比例最大前10家公司为中船防务（39.6%）、航天晨光（29.0%）、高德红外（21.0%）、湘电股份（16.8%）、海特高新（13.8%）、通达股份（12.7%）、东华测试（12.6%）、中兵红箭（10.9%）等。

核心军工企业本身享受军品免税政策，边际影响均较小。通过梳理，我们观察到核心军工企业中如中航沈飞（0.9%）、航发动力（1.7%）、内蒙一机（2.6%）等受此次税收抵扣政策影响均较小，我们认为主要原因是这类企业的营收和利润主要由核心军品装备所贡献，而这类产品本身就享受国家军品免税的优惠政策，因此边际影响较小。

投资主线与受益标的：1) 我们重申“2018军工反转逻辑”，判断军工板块基本面预期将持续向好，核心企业将率先受益：航天电器/中直股份/内蒙一机；2) 综合考虑公司未来成长性，建议关注此次研发抵扣新规业绩弹性最大的受益标的：高德红外、湘电股份。

风险提示：样本选取及测算可能引起的误差的风险；军工改革力度不及预期；军工企业订单波动较大。

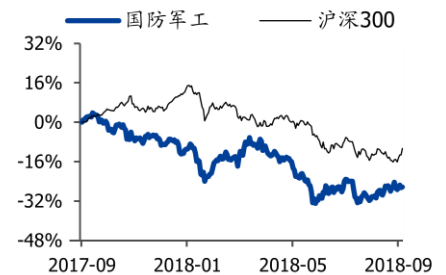
重点标的

股票代码	股票名称	EPS (元)				PE			
		2017A	2018E	2019E	2020E	2017A	2018E	2019E	2020E
002025	航天电器	0.73	0.88	1.08	1.33	36.85	30.62	24.95	20.28
600038	中直股份	0.77	0.91	1.12	1.38	50.85	42.98	35.07	28.49
600967	内蒙一机	0.31	0.39	0.49	0.60	44.55	35.04	28.28	23.12
002414	高德红外	0.09	0.25	0.32	0.46	185.67	66.84	52.22	36.33
600416	湘电股份	0.10	0.12	0.14	0.18	69.00	57.50	49.29	38.33

资料来源：贝格数据，国盛证券研究所 注释：EPS来自Wind一致预测，PE根据2018年9月21日收盘价计算

增持（维持）

行业走势



作者

分析师 丁婷婷

执业证书编号：S0680512050001

邮箱：dingtingting@gszq.com

相关研究

- 《国防军工：回归基本面，军工反转逻辑继续演绎》
2018-09-16
- 《国防军工：基本面逐季向好，反转逻辑继续演绎》
2018-09-09
- 《国防军工：中报收官印证反转逻辑，首选成长白马》
2018-09-02



内容目录

企业研发费用税收优惠政策再加码	3
预计军工行业整体优税近 10 亿元、净利润提升幅度近 6 %	3
净利润率低的个股抵扣政策弹性较大，核心军品企业影响有限	5
投资策略	6
风险提示	7

图表目录

图表 1: 历次企业研发费用加计扣除税收优惠政策对比	3
图表 2: 军工行业上市公司整体影响测算结果 (国盛军工股票覆盖池)	4
图表 3: 研发抵扣新规，军工行业受益最为显著	4
图表 4: 军工板块按照资本化支出摊销 5 年，研发抵扣影响排名前 20 个股	5
图表 5: 军工行业研发抵扣影响净利润比例 5% 以上个股	6
图表 6: 受益标的估值表	6

事件:

2018年9月21日,财政部、国家税务总局、科技部联合发布《关于提高研究开发费用税前加计扣除比例的通知》:企业开展研发活动中实际发生的研发费用,未形成无形资产计入当期损益的,在按规定据实扣除的基础上,在2018年1月1日至2020年12月31日期间,再按照实际发生额的75%在税前加计扣除;形成无形资产的,在上述期间按照无形资产成本的175%在税前摊销。

企业研发费用税收优惠政策再加码

研发费用加计扣除是一项旨在促进企业加大研发投入、提高自主创新能力的税收优惠政策,是指按照税法规定在开发新技术、新产品、新工艺发生的研究开发费用的实际发生额基础上,再加成一定比例,作为计算应纳税所得额时的扣除数额的一种税收优惠政策。

此次加码政策覆盖所有企业,抵扣比例提升至75%。2015年11月,财政部、国家税务总局、科技部曾联合发布《关于完善研究开发费用税前加计扣除政策的通知》,自2016年1月1日起执行研发费用加计50%比例的税前扣除优惠政策;2017年5月,科技型中小企业自2017年1月1日至2019年12月31日期间执行研发费用加计75%比例的税前扣除优惠政策,其中科技型中小企业需满足“职工总数不超过500人、年销售收入不超过2亿元、资产总额不超过2亿元”。此次加码政策全面覆盖所有企业,研发导向型企业将显著受益。

图表1: 历次企业研发费用加计扣除税收优惠政策对比

政策文件	核心内容	生效时间	覆盖范围	发布时间
《关于提高研究开发费用税前加计扣除比例的通知》	未形成无形资产计入当期损益的,再按照实际发生额的75%在税前加计扣除;形成无形资产的,在上述期间按照无形资产成本的175%在税前摊销。	2018年1月1日至2020年12月31日	所有企业	2018年9月21日
《关于提高科技型中小企业研究开发费用税前加计扣除比例的通知》	未形成无形资产计入当期损益的,再按照实际发生额的75%在税前加计扣除;形成无形资产的,在上述期间按照无形资产成本的175%在税前摊销。	2017年1月1日至2019年12月31日	科技型中小企业	2017年5月2日
《关于完善研究开发费用税前加计扣除政策的通知》	未形成无形资产计入当期损益的,在按规定据实扣除的基础上,按照本年度实际发生额的50%,从本年度应纳税所得额中扣除;形成无形资产的,按照无形资产成本的150%在税前摊销。	自2016年1月1日起执行	所有企业	2015年11月2日

资料来源: 中国政府网, 国盛证券研究所

预计军工行业整体优税近10亿元、净利润提升幅度近6%

我们对军工行业覆盖池内122家公司进行了优税测算,测算依据如下:以2017年报数据为基准,对研发费用资本化的摊销年限分别采用5年、10年进行测算,并剔除缺失研发费用数据的个股。经过梳理,军工行业覆盖池内122家公司仅长城军工缺失研发费用化和资本化区分的数据,我们假设其全部费用化,因此统计范围仍为全部122家军工上市公司。

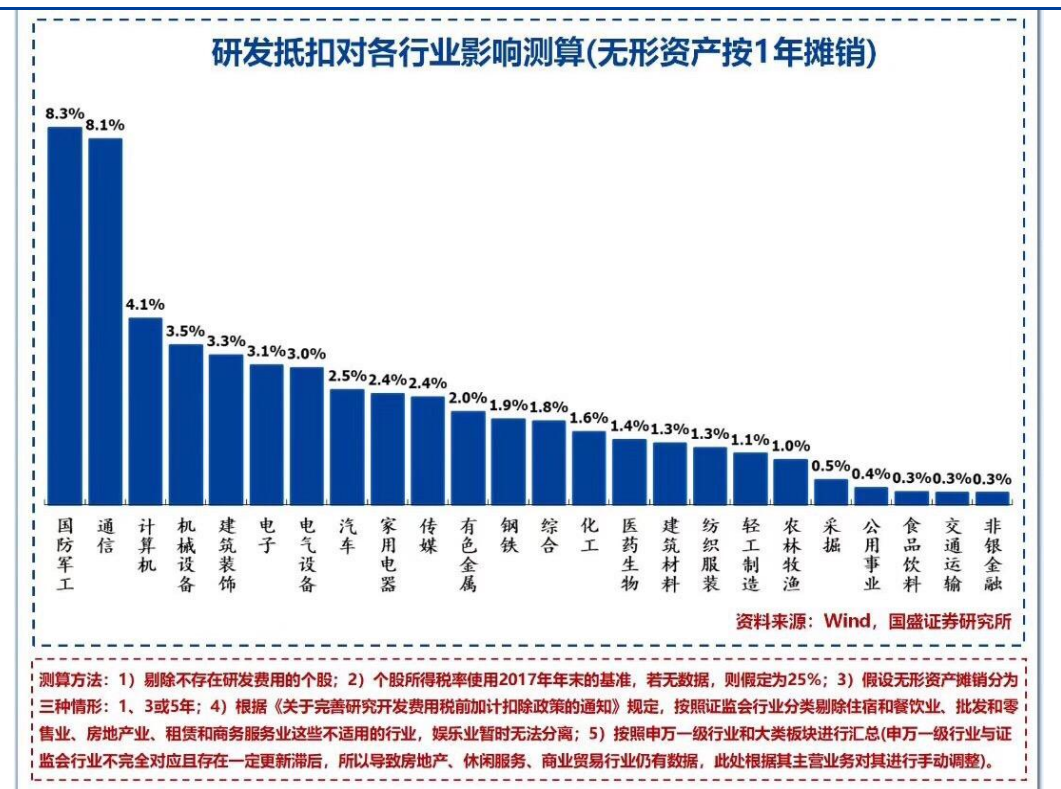
预计军工行业整体优税近 10 亿元，净利润提升幅度约 5.8%。2017 年 122 家军工上市公司的整体营收规模为 5000.99 亿元，其中研发费用共计投入 226.39 亿元，行业整体的研发费用占营收比例为 4.53%。按照最新的研发费用加计扣除比例 75%进行测算，若按资本化支出摊销期为 5 年，预计可为行业整体带来约 9.40 亿元的研发费用抵扣减免，约占 2017 年行业净利润总额的 5.85%。

图表 2: 军工行业上市公司整体影响测算结果 (国盛军工股票覆盖池)

项目 (单位: 百万元)	统计结果
行业整体营收规模	500,099.61
行业整体净利润	16,194.45
行业整体研发费用投入	22,639.20
费用化研发投入合计	19,540.80
资本化研发投入合计	3,016.41
行业整体优税额 (资本化按 5 年摊销)	940.85
行业整体优税额 (资本化按 10 年摊销)	926.38
优税额对净利润提升比例 (资本化按 5 年摊销)	5.8%
优税额对净利润提升比例 (资本化按 10 年摊销)	5.7%

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 3: 研发抵扣新规, 军工行业受益最为显著



资料来源: wind, 国盛证券研究所

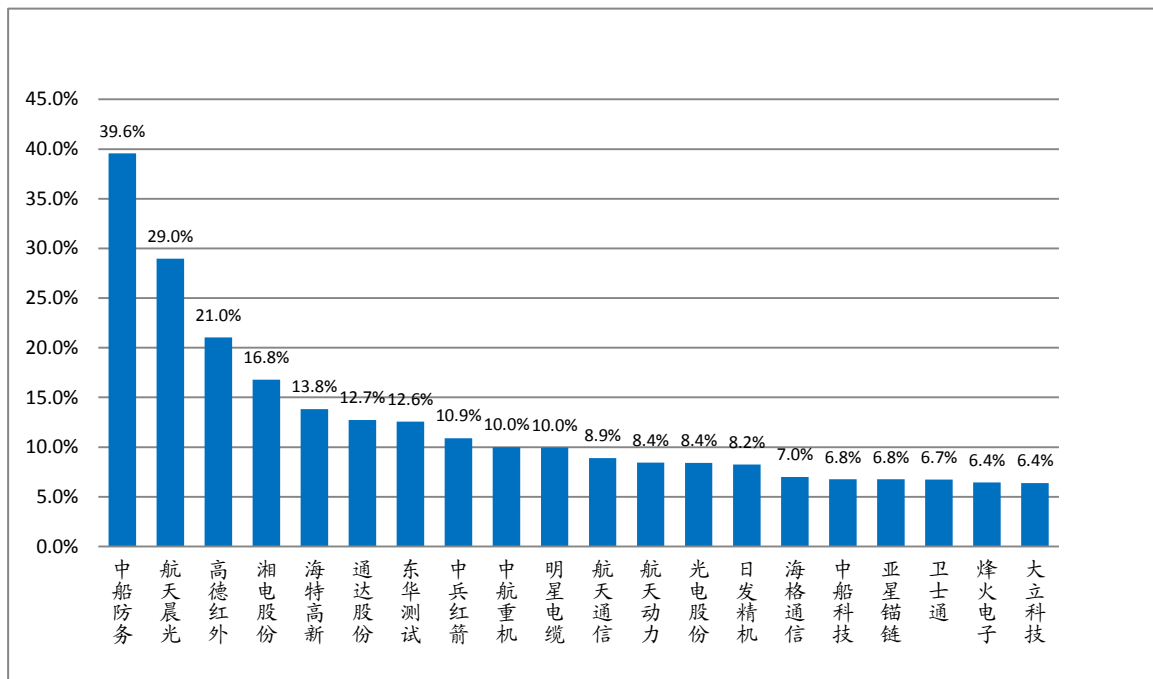
净利润率低的个股抵扣政策弹性较大,核心军品企业影响有限

军工板块中,约**9%**个股将因此次优税政策业绩增厚超过**10%**。根据我们的统计,此次优税政策对净利润提升幅度超过10%的军工企业有11家,占比约**9.0%**。另外,有9家企业因为2017年度亏损,实际可带来合计约2.58亿元的净利润改善,未列入上述**9.0%**范围内。

业绩表现不佳者在此次优税政策中**边际改善更为显著**。根据我们的梳理,在此次税收抵扣影响排名前20的军工企业中,有13只个股的净利率均低于2017年行业的整体净利率**3.22%**,占比高达**65%**,表明此次税收抵扣优惠政策对原本业绩表现不佳的军工企业**边际改善效果更为显著**。

核心军工企业本身享受军品免税政策,边际影响均较小。通过梳理,我们观察到核心军工企业如中航沈飞(0.9%)、航发动力(1.7%)、内蒙一机(2.6%)等受此次税收抵扣政策影响均较小,我们认为主要原因是这类企业的营收和利润主要由核心军品装备所贡献,而这类产品本身就享受国家军品免征增值税的优惠政策,因此**边际影响较小**。

图表4: 军工板块按照资本化支出摊销5年,研发抵扣影响排名前20个股



资料来源: Wind, 国盛证券研究所; 注: 四川九州因2017年净利润仅81.4万元,造成提升幅度872%显著偏高故未列入本图

图表 5: 军工行业研发抵扣影响净利润比例 5%以上个股

单位: 百万元

序号	名称	代码	研发费用	研发费用-费用化	研发费用-资本化	净利润	企业所得税率	按摊销5年优税	按摊销10年优税	按摊销5年优税幅度	按摊销10年优税幅度	营业收入	研发费用/营业收入
1	四川九洲	000801.SZ	189.52	189.52	0.00	0.81	15.0	7.11	7.11	872.7%	872.7%	3,165.17	6.0%
2	中船防务	600685.SH	636.90	636.90	0.00	100.64	25.0	39.81	39.81	39.6%	39.6%	22,313.38	2.9%
3	航天晨光	600501.SH	154.72	154.72	0.00	33.40	25.0	9.67	9.67	29.0%	29.0%	2,636.02	5.9%
4	高德红外	002414.SZ	247.90	184.00	63.90	58.44	25.0	12.30	11.90	21.0%	20.4%	1,016.46	24.4%
5	湘电股份	600416.SH	752.05	280.05	472.00	83.63	15.0	14.04	12.27	16.8%	14.7%	9,705.97	7.7%
6	海特高新	002023.SZ	248.19	23.24	224.95	18.49	15.0	2.56	1.71	13.8%	9.3%	426.08	58.2%
7	通达股份	002560.SZ	46.89	46.89	0.00	13.81	15.0	1.76	1.76	12.7%	12.7%	1,664.21	2.8%
8	东华测试	300354.SZ	15.31	15.31	0.00	4.57	15.0	0.57	0.57	12.6%	12.6%	129.49	11.8%
9	中兵红箭	000519.SZ	199.63	199.63	0.00	114.46	25.0	12.48	12.48	10.9%	10.9%	4,775.37	4.2%
10	中航重机	600765.SH	162.57	162.57	0.00	101.74	25.0	10.16	10.16	10.0%	10.0%	5,662.57	2.9%
11	明星电缆	603333.SH	26.90	26.90	0.00	16.88	25.0	1.68	1.68	10.0%	10.0%	914.27	2.9%
12	航天通信	600677.SH	369.28	351.13	18.15	249.03	25.0	22.17	22.06	8.9%	8.9%	10,195.59	3.6%
13	航天动力	600343.SH	39.04	28.35	10.69	22.60	25.0	1.91	1.84	8.4%	8.1%	1,840.53	2.1%
14	光电股份	600184.SH	113.91	96.04	17.86	44.37	15.0	3.74	3.67	8.4%	8.3%	1,886.03	6.0%
15	日发精机	002520.SZ	79.67	79.67	0.00	60.36	25.0	4.98	4.98	8.2%	8.2%	1,005.37	7.9%
16	海格通信	002465.SZ	646.19	632.85	13.34	341.08	15.0	23.83	23.78	7.0%	7.0%	3,352.07	19.3%
17	中船科技	600072.SH	76.77	76.77	0.00	42.60	15.0	2.88	2.88	6.8%	6.8%	4,263.63	1.8%
18	亚星锚链	601890.SH	49.34	49.34	0.00	27.39	15.0	1.85	1.85	6.8%	6.8%	1,019.14	4.8%
19	卫士通	002268.SZ	232.91	180.84	52.06	177.25	25.0	11.95	11.63	6.7%	6.6%	2,137.11	10.9%
20	烽火电子	000561.SZ	152.86	152.86	0.00	88.91	15.0	5.73	5.73	6.4%	6.4%	1,216.72	12.6%
21	大立科技	002214.SZ	51.11	51.11	0.00	30.01	15.0	1.92	1.92	6.4%	6.4%	301.52	17.0%
22	洪都航空	600316.SH	56.69	50.62	6.07	31.41	15.0	1.94	1.92	6.2%	6.1%	2,530.02	2.2%
23	航天科技	000901.SZ	327.06	263.82	63.24	181.35	15.0	10.37	10.13	5.7%	5.6%	5,801.99	5.6%
24	航天发展	000547.SZ	279.08	263.41	15.66	308.89	25.0	16.66	16.56	5.4%	5.4%	2,349.93	11.9%
25	中海达	300177.SZ	140.63	116.55	24.08	87.17	15.0	4.55	4.46	5.2%	5.1%	1,020.79	13.8%
26	北方导航	600435.SH	95.23	95.23	0.00	117.53	25.0	5.95	5.95	5.1%	5.1%	1,955.57	4.9%
27	久之洋	300516.SZ	59.91	59.91	0.00	44.54	15.0	2.25	2.25	5.0%	5.0%	311.15	19.3%

资料来源: wind, 国盛证券研究所

投资策略

- 1) 我们重申“2018 军工反转逻辑”, 判断军工板块基本面预期将持续向好, 核心企业将率先受益: 航天电器/中直股份/内蒙一机;
- 2) 综合考虑公司未来成长性, 建议关注此次研发抵扣新规业绩弹性最大的受益标的: 高德红外、湘电股份。

图表 6: 受益标的估值表

股票代码	股票名称	EPS (元)				PE			
		2017A	2018E	2019E	2020E	2017A	2018E	2019E	2020E
002025	航天电器	0.73	0.88	1.08	1.33	36.85	30.62	24.95	20.28
600038	中直股份	0.77	0.91	1.12	1.38	50.85	42.98	35.07	28.49
600967	内蒙一机	0.31	0.39	0.49	0.60	44.55	35.04	28.28	23.12
600760	中航沈飞	0.51	0.60	0.73	0.88	72.67	62.13	51.03	42.34
600879	航天电子	0.20	0.22	0.26	0.31	35.74	31.02	26.40	22.71
002013	中航机电	0.24	0.25	0.30	0.35	35.04	33.36	28.03	23.90
603678	火炬电子	0.52	0.82	1.10	1.41	36.79	23.29	17.38	13.58
300395	菲利华	0.41	0.55	0.71	0.90	36.17	27.11	21.04	16.66

资料来源: 贝格数据, 国盛证券研究所 注释: EPS 来自 Wind 一致预测, PE 根据 2018 年 9 月 21 日收盘价计算

风险提示

样本选取及测算可能引起的误差的风险；
军工改革力度不及预期；
军工企业订单波动较大。

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。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。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在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。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

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，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均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。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
减持		相对同期基准指数跌幅在10%以上	

国盛证券研究所

北京

地址：北京市西城区锦什坊街35号南楼

邮编：100033

传真：010-57671718

邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 10层

邮编：200120

电话：021-38934111

邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区益田路5033号平安金融中心101层

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com