

推荐 (维持)

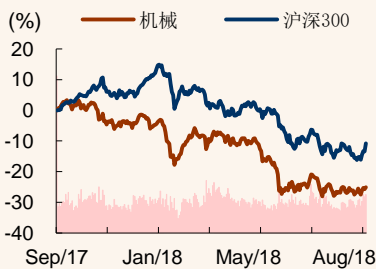
研发抵税新规下，高端制造最为受益

2018年09月25日

机械行业点评

上证指数	2797
行业规模	占比%
股票家数 (只)	336 9.5
总市值 (亿元)	24631 5.1
流通市值 (亿元)	17475 4.5

行业指数			
%	1m	6m	12m
绝对表现	3.4	-18.4	-26.7
相对表现	0.9	-2.4	-15.5



资料来源：贝格数据、招商证券

相关报告

- 1、《【招商机械】工程机械又将何去何从?》2018-09-19
- 2、《油气装备分析框架系列—先从油价说起 (油气装备行业专题系列)》2018-09-18
- 3、《油气装备行业点评—能源安全至上，天然气产业链建设大提速》2018-09-09

刘荣

0755-82943203
liur@cmschina.com.cn
S1090511040001

吴丹

wudan6@cmschina.com.cn
S1090518090001

研究助理

时文博

shiwenbo@cmschina.com.cn

9月21日三部委发文提高研发费用税前扣除比例，政策核心是将科技型中小企业研发费用税前扣除比例扩大至所有企业，即提高了全行业的扣除比例。《通知》指出：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，再按实际发生额的75%（原50%）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%（原150%）在税前摊销。

- 本次新规政策具有明显的指向性，即为高研发投入的高科技企业减轻税负负担，对高端制造尤其利好。与以往研发抵扣政策相比，加大抵扣力度主要体现在：新规将科技型中小企业的研发抵扣扩大至全行业，即公司原抵扣准则是按费用化研发支出的50%税前加计扣除，资本化研发支出按150%在税前摊销，而如今税前扣除和税前摊销的比例分别上升了25%至75%和175%，进而降低企业运营成本，增厚利润。
- 测算研发抵扣新规对机械行业的影响，有三方面必须明确：1) 企业研发投入占营业收入比例：通过占比可以判定企业研发投入的力度，力度越大税收抵扣效果越明显；2) 企业所得税率：此次政策下不同所得税率有不同政策效果，如25%所得税率公司比15%多得10个点的税收抵扣；3) 企业净利率：通过净利率来衡量企业盈利能力，是利润增厚幅度重要参考。
- 从机械子板块层面分析，机械行业（282家）可以分为12个子版块，不同子版块研发投入力度以及盈利能力不同，综合来看机械行业研发支出占收入比例4%，净利率5.3%。研发支出占比较高的板块包括机床工具（5.7%）、轨交设备（5%）、专用设备（4.9%）、智能设备（4.8%）、能源设备（4.1%）以及基础件零部件（4%），这些板块中净利率最高（盈利能力最强）的是智能装备板块（11%），其余均在6%-9%之间。研发支出占比较低的板块包括重型机械（3.8%）、制冷通风设备（3.7%）、电梯（3.6%）、船舶港口机械（3.5%）、轻工机械（3.3%）和工程机械（3%）。
- 我们根据以下假设对机械行业整体进行测算：
 - 1) 以已经发生的2017年数据作为测算依据；
 - 2) 假设研发资本化后的无形资产摊销期限为10年；
 - 3) 同一公司不同子公司所得税不同（15%或25%），假设主体以及并表的子公司只有两种税制，全部15%或者全部25%，以上缴所得税/利润总额的比率参考；
 - 4) 利润增厚占净利润比例=（费用化研发*25%+资本化研发*25%/10）*所得税率/净利润。

结合研发投入力度、盈利能力以及我们对新规增厚利润影响的测算,对各板块进行分析,可以将板块影响归纳为四类:

第一类:船舶港口机械和重型机械,主要由于盈利能力较低导致利润增厚幅度极大,两板块利润增厚占净利润比例分别为 20%~33% (按行业平均所得税 15%测算下限, 25%测算上限)、4.6%~7.7%。无论是船舶港口机械 (3.5%) 还是重型机械 (3.8%), 研发支出收入都低于机械行业平均水平 (4%)。而净利率 (船舶港口机械 0.6%, 重型机械 2.7%) 更是原低于行业平均水平 (5.3%), 所以尽管新规带来的税收抵扣绝对额不高, 但表现出增厚幅度较大。船舶港口机械板块利润增厚幅度最大的是中船防务 (40%)、振华重工 (8%), 重型机械板块利润增厚幅度最大的是大连重工 (147%)、中信重工 (28%)。

第二类:轨交设备、机床工具及自动化、能源装备以及机械基础件零部件,是最为受益的四个板块。四个板块的共同点在于,都是研发支出水平较高,而且盈利能力较强的板块。轨交设备、机床工具两大板块利润增厚幅度 (5%~7%) 仅次于船舶港口机械和重型机械,但研发投入 (5%和 4%) 和盈利能力 (7%、6%) 远超前者,轨交设备利润增厚幅度最大的是晋西车轴 (24%)、新筑股份 (14%), 机床工具是锐奇股份 (31%)、秦川机床 (21%)。能源装备和基础零部件研发投入 (均为 4%) 和盈利能力 (均为 6.3%) 都略低于机床工具,所以能源装备和基础件零部件利润增厚幅度 (2.2%~3.8%) 也略低于机床工具,能源装备利润增厚幅度最大的是石化机械 (27%)、神开股份 (18%), 基础件零部件是吉鑫科技 (133%)、轴研科技 (17%)。

第三类:制冷通风设备、工程机械,研发投入不高,盈利能力较低,新规带来的利润增厚幅度处于行业平均水平,制冷通风设备利润增厚最大的是盾安环境 (19%)、开山股份 (3%), 工程机械行业研发支出占收入比例不到 3%,是各板块中最低的,净利率 4.2%,也是最低的几个板块之一,因此利润增厚的绝对值和幅度均较小,增幅最大的是建设机械 (16%)、山推股份 (9.6%)。

第四类:专用设备、智能装备、电梯、轻工机械:特点是高研发投入+高盈利能力,新规也会带来可观的税收抵扣,但是盈利能力极强,导致改善的效果相对不明显。智能装备和电梯是净利率最高的两个板块,均超过 10% (电梯行业中有部分公司非经常性收益较高),研究投入也较多,智能装备研发投入占比 4.8%,电梯占比 3.7%,专用设备和轻工机械盈利能力略低于智能装备和电梯,净利率都在 9%左右,专用设备研发投入 4.9%,轻工机械 3.3% (低于行业平均),因而四大板块都属于新规增厚利润绝对额较大,但增厚幅度较小:专用设备 (2%~3.3%)、智能装备 (1.5%~2.5%)、电梯 (1.3%~2.2%)、轻工机械 (1.3%~2.2%),均远低于行业平均水平。专用设备增厚幅度最大的是—拖股份 (38%)、海原复材 (20%);智能装备是黄河旋风 (8.5%)、和科达 (4.4%);电梯是远大智能 (4.4%)、新时达 (4.4%);轻工机械是达意隆 (9.1%)、永创智能 (3.5%)。

表 1: 研发抵税历年政策梳理

	研发抵税政策	政策简述
2015	《关于完善研究开发费用税前加计扣除政策的通知》	企业开展研究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,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。
2017	《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》	科技型中小企业开展研究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 2017 年 1 月 1 日至 2019 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。

研发抵税政策	政策简述
2018 《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。

资料来源：招商证券整理

表 2: 机械各子板块研发支出和盈利能力情况

	研发支出占收入比例	净利率
机械行业 (282)	3.97%	5.30%
机床工具及自动化 (23)	5.74%	7.40%
轨交设备 (13)	4.97%	7.02%
专用设备 (44)	4.88%	8.92%
智能装备 (29)	4.76%	11.19%
能源设备 (31)	4.11%	6.27%
机械基础件、零部件 (45)	3.95%	6.49%
重型机械 (21)	3.82%	2.70%
制冷通风设备 (12)	3.71%	5.50%
电梯 (8)	3.66%	10.37%
船舶、港口机械 (11)	3.51%	0.62%
轻工机械 (24)	3.34%	9.17%
工程机械 (21)	2.92%	4.15%

资料来源：招商证券整理

表 3: 各子板块利润增厚幅度测算

	利润增厚下限 (15%)	利润增厚上限 (25%)
机械行业 (282 家)	2.59%	4.32%
船舶、港口机械 (11)	19.82%	33.04%
重型机械 (21)	4.63%	7.71%
轨交设备 (13)	2.56%	4.26%
机床工具及自动化 (23)	2.54%	4.23%
制冷通风设备 (12)	2.38%	3.97%
能源设备 (31)	2.33%	3.88%
机械基础件、零部件 (45)	2.23%	3.72%
工程机械 (21)	2.10%	3.50%
专用设备 (44)	1.98%	3.30%
智能装备 (29)	1.48%	2.46%
电梯 (8)	1.32%	2.21%
轻工机械 (24)	1.30%	2.16%

资料来源：招商证券整理

从公司层面看，杰瑞股份、中国中车、埃斯顿、长川科技等属于显性利好品种，三一重工、恒立液压、艾迪精密、浙江鼎力、杰克股份等属于隐性利好品种。杰瑞股份利润增厚占比高达 6.34%，利润增厚占比较高的还包括中国中车（利润增厚占比 3%）、埃斯顿（利润增厚占比 3%）、长川科技（利润增厚占比 3%），这些企业的共同点是都以研发支出费用化为主：如 2017 年杰瑞股份费用化研发为 1.28 亿，没有研发投入转化为无形资产。费用化研发当年全部确认，资本化研发需摊销 10 年以上，因此本次 25% 边际抵税增长对不同类型的公司有不同利好方式，如杰瑞这类费用化研发为主的企业，利好主要体现在当年利润增厚，长川科技研发投入占比高达 21%，净利率高达 28%，研发投入 3700 万全部费用化，也属于新规利润增厚绝对额和幅度双高的品种。而对于三一重工这类研发支出主要转化为无形资产的企业（2017 年费用化研发 7 亿，资本化

研发投入 11 亿)，利好则更加长远，分摊增厚至少 10 年利润，但在当年不显著（2017 年利润增厚占比 2.5%）。恒立液压、艾迪精密、浙江鼎力、杰克股份虽然利润增厚幅度不显著（分别为 1.2%、0.7%、0.4%、1.6%），但利润增厚绝对额较高：研发支出占比分别为 4.4%、3.9%、2.7%、4.8%，均高于行业平均水平，并且全部费用化（如恒立液压 1.2 亿研发投入全部费用化，杰克股份 1.4 亿研发投入也全部费用化），但由于盈利能力较强（净利率分别为 14%、22%、25%、12%），致使利润增厚幅度不明显，属于隐性利好品种。

表 4: 重点标的利润增厚情况测算

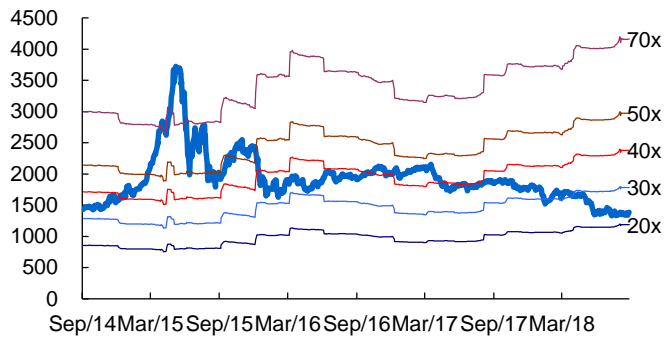
	重点标的	2017 年费用化研发/亿	2017 年资本化研发/亿	新增可抵税金额/亿	2017 年所得税率	净利润/亿	利润增厚占净利润比例
1	三一重工	7.71	11.45	2.21	25%	22.27	2.48%
2	恒立液压	1.22	0.00	0.31	15%	3.81	1.20%
3	艾迪精密	0.25	0.00	0.06	15%	1.40	0.67%
4	浙江鼎力	0.31	0.00	0.08	15%	2.83	0.41%
5	杰克股份	1.35	0.00	0.34	15%	3.24	1.56%
6	中国中车	101.91	3.01	25.55	15%	130.12	2.95%
7	杰瑞股份	1.28	0.00	0.32	15%	0.76	6.34%
8	埃斯顿	0.81	0.25	0.21	15%	1.02	3.07%
9	日机密封	0.26	0.00	0.07	15%	1.20	0.81%
10	徐工机械	14.50	1.57	3.66	15%	10.29	5.34%
11	柳工	3.65	0.17	0.92	25%	3.22	7.11%
12	中联重科	7.12	1.62	1.82	15%	12.48	2.19%
13	安徽合力	3.14	0.00	0.78	15%	5.19	2.27%
14	杭叉集团	2.49	0.00	0.62	15%	5.24	1.78%
15	拓斯达	0.43	0.00	0.11	15%	1.37	1.19%
16	中铁工业	6.39	0.03	1.60	15%	13.65	1.76%

资料来源：招商证券整理

研发抵扣新规对机械行业较大利好，研发投入越多越利好，最利好高端制造。这是国家扶持高技术企业及为企业减负的方式，我们继续看好高端制造，并重申我们的逻辑：三季度业绩将反映 2000 亿美元商品加征关税的影响，因此市场仍将有不不确定性，我们认为只有在三季报公布后市场才会有新的方向。滞胀预期下可买的品种不多，机械仍有可能跑赢的品种，而且目前机械机构的持有比例很低。继续强烈推荐恒立液压、三一重工、浙江鼎力、艾迪精密、杰瑞股份、杰克股份、埃斯顿、中国中车、日机密封。

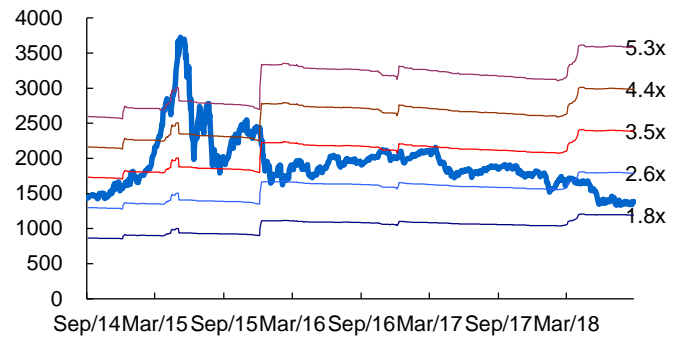
风险提示：原材料价格上涨、汇率波动、政府 PPP 清理。

图 1: 机械行业历史 PE Band



资料来源: 贝格数据、招商证券

图 2: 机械行业历史 PB Band



资料来源: 贝格数据、招商证券

参考报告:

- 1、《工程机械又将何去何从?》2018-09-19
- 2、《油气装备分析框架系列—先从油价说起(油气装备行业专题系列)》2018-09-18
- 3、《油气装备行业点评—能源安全至上,天然气产业链建设大提速》2018-09-09

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

刘荣，招商证券机械行业首席分析师，研发中心执行董事，曾就职于大鹏证券、长城证券研究所。7次上榜《新财富》机械行业最佳分析师，连续两年第一名，三年第二名，两年第五名。连续5年上榜水晶球卖方机械行业最佳分析师，连续三年第一名。2012、2013年福布斯中国最佳分析师50强。2017年新财富、金牛最佳分析师第五名、第三名。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起6个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数5%以上

公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起6个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。