

家电公司均明显受益，预计增厚行业净利润 1.5-2%

——研发费用加计扣除新规对家电行业的影响

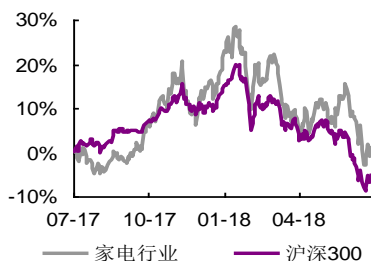
行业简报

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

- 渠道弹性确保短期业绩，一户多机带来长期成长——当前时点下对空调行业成长性的再审视
..... 2018-09-16
- 从三大白电财报差异看经营模式差异——白电行业财报及产业分析
..... 2018-09-06
- 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
..... 2018-09-04

◆事件：

9月20日，财政部、税务总局和科技部联合发布99号文《关于提高研究开发费用税前加计扣除比例的通知》，提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摊销成本的175%在税前扣除，并将科技型中小企业适用的研发费用税前扣除比例扩大至所有企业。

◆核心观点：

一、研发费用加计扣除政策演变及此次边际变化

2015年11月2日《关于完善研究开发费用税前加计扣除政策的通知》

研发费用支出按照50%比例加计扣除，形成无形资产的按照摊销成本的150%税前扣除（仅烟草制造业、住宿和餐饮业、批发和零售业、房地产业、租赁和商务服务业、娱乐业不适用）。

2017年5月2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》

针对科技型中小企业，研发费用支出按照75%比例加计扣除，形成无形资产的按照摊销成本的175%税前扣除。

2018年9月20日《关于提高研究开发费用税前加计扣除比例的通知》

研发费用支出按照75%比例加计扣除，形成无形资产的按照摊销成本的175%税前扣除，适用企业范围从科技型中小企业扩大至全行业。

对于家电公司的边际影响：研发费用支出加计扣除比例从50%上升到75%，形成无形资产的摊销成本的加计扣除比例从150%上升到175%。

二、量化测算：预计增厚行业净利润 1.5-2%。

此次政策变化的影响分为两个部分：

1) 费用化研发支出的加计扣除。费用化研发支出的加计扣除比例从50%上升到75%，根据当年的费用化研发支出和边际所得税率可以计算出利润增厚。

2) 研发支出资本化部分摊销成本的加计扣除。形成无形资产的摊销成本的加计扣除比例从150%上升到175%，我们用过去三年资本化的研发支出作为当年摊销成本的估算值，根据边际所得税率可以计算出利润增厚。

因此，最终计算公式为：

此次政策变化的利润增厚=当年费用化研发支出* (75%-50%) * 边际所得税率+过去三年资本化研发支出平均值* (75%-50%) * 边际所得税率

我们采用 2017 年的相关数据进行测算，家电行业整体研发费用率为 3.3%，因此政策变化预计得以少缴所得税 13.4 亿元，行业净利润将增厚 1.8%，受益较为明显。

表 1：经测算增厚行业 2017 年净利润 1.8%

根据 2017 年数据测算	家电行业合计
营业总收入（百万元）	1104301
归母净利润（百万元）	73164
研发费用（百万元）	35908
费用化研发支出（百万元）	33157
资本化研发支出（百万元）	2751
研发费用率（%）	3.3%
少缴所得税（百万元）	1341
增厚利润比例（%）	1.8%

资料来源：Wind，光大证券研究所测算

注：未考虑海外研发支出等不能抵扣的情况，测算减税效果预计略高于实际情况

三、原本盈利能力较弱的企业最为受益

由于研发费用率较为刚性，此次研发费用加计扣除政策调整对盈利能力相对较差的二线白电龙头、黑电龙头和零部件企业的利润增厚幅度最大：

- **二线白电**：二线白电龙头研发费用率并不低，但盈利能力远低于一线龙头，因此此次所得税抵减政策对二线白电龙头净利润的增厚更为明显，根据测算，长虹美菱 2017 年少缴所得税能够增厚其当年利润 50% 以上。
- **黑电龙头**：黑电龙头盈利能力普遍较差，因此 TCL 集团、海信电器和创维数字将明显受益于此次研发费用加计扣除政策调整，利润增厚比例分别达到 5.6%、4.7% 和 18.1%。
- **零部件龙头**：长虹华意、盾安环境、海立股份净利润预计分别增厚约 10.4%、10.0% 和 5.6%。

表 2：二线白电龙头、黑电龙头和零部件企业的利润增厚幅度最大

证券名称	研发费用 (百万元)	研发费用率 (%)	边际所得税率 (%)	少缴所得税 (百万元)	归母净利润 (百万元)	增厚利润比例 (%)
长虹美菱	762	4.5%	15%	27.2	32	83.8%
创维数字	275	3.8%	25%	17.1	94	18.1%
四川长虹	1,211	1.6%	15%	43.4	356	12.2%
盾安环境	266	3.2%	15%	9.6	92	10.4%
长虹华意	267	3.3%	15%	9.7	97	10.0%
TCL 集团	4,721	4.2%	15%	149.2	2,664	5.6%
海立股份	407	3.9%	15%	15.6	281	5.6%
海信电器	1,180	3.6%	15%	44.2	942	4.7%
兆驰股份	311	3.0%	15%	11.1	603	1.8%
海信科龙	727	2.2%	15%	27.2	1,998	1.4%
三花智控	327	3.4%	15%	12.3	1,236	1.0%
地尔汉宇	40	5.1%	15%	1.5	161	0.9%

资料来源：Wind，光大证券研究所测算

注：未考虑海外研发支出等不能抵扣的情况，测算减税效果预计略高于实际情况

四、白电、厨电和小家电龙头也将实实在在受益

此次减税政策虽然对白电/厨电/小家电龙头利润增厚幅度有限，但由于家电龙头研发投入金额都不小，此次新规也将有明显的净利润贡献。

- **白电龙头：**根据测算，美的集团/格力电器/青岛海尔 2017 年将分别少缴所得税 3.2 亿元、2.2 亿元、1.7 亿元，增厚各自净利润 1.8%、1.0%、2.4%。
- **厨电/照明龙头：**根据测算，老板电器/华帝股份/欧普照明 2017 年将分别少缴所得税 870 万元、690 万元、830 万元，增厚各自净利润 0.6%、1.4%、1.2%。
- **小家电龙头：**根据测算，新宝股份/莱克电气/九阳股份/苏泊尔/飞科电器 2017 年将分别少缴所得税 1000 万元、870 万元、1000 万元、1440 万元、340 万元，增厚各自净利润 2.5%、2.4%、1.5%、1.1%、0.4%。

表 3：白电、厨电和小家电龙头也将实实在在受益

证券名称	研发费用 (百万元)	研发费用率 (%)	边际所得税率 (%)	少缴所得税 (百万元)	归母净利润 (百万元)	增厚利润比例 (%)
爱仕达	130	4.2%	15%	4.9	173	2.8%
新宝股份	270	3.3%	15%	10.1	408	2.5%
青岛海尔	4,589	2.9%	15%	168.0	6,926	2.4%
莱克电气	231	4.1%	15%	8.7	366	2.4%
小天鹅 A	909	4.3%	15%	34.1	1,506	2.3%
万和电气	222	3.4%	15%	8.3	413	2.0%
美的集团	8,500	3.5%	15%	318.8	17,284	1.8%
荣泰健康	101	5.3%	15%	3.8	216	1.8%
九阳股份	267	3.7%	15%	10.0	689	1.5%
华帝股份	184	3.2%	15%	6.9	510	1.4%
欧普照明	221	3.2%	15%	8.3	681	1.2%
苏泊尔	384	2.7%	15%	14.4	1,308	1.1%
格力电器	5,767	3.8%	15%	216.3	22,402	1.0%
老板电器	233	3.3%	15%	8.7	1,461	0.6%
浙江美大	33	3.3%	15%	1.3	305	0.4%
飞科电器	54	1.4%	25%	3.4	835	0.4%

资料来源：Wind，光大证券研究所测算

注：未考虑海外研发支出等不能抵扣的情况，测算减税效果预计略高于实际情况

◆投资建议：

家电公司将明显受益于此次研发费用加计扣除新规，虽然此轮行业在上一轮基本面快速上升期的尾声，但一方面需求结构中更新占比已大幅提高，韧性仍强；另一方面，企业对库存控制谨慎，15 年渠道大幅去库存的景象不会重现。综合而言，即使行业增速有一定放缓，龙头公司依然能够实现确定性业绩增长。考虑到前期负面预期已有所消化，当前距离 15 年底部估值也在 10% 以内，估值底的判断依旧明确。从中长期的稳定增长与高 ROE 的可持续性来看，空调龙头的配置价值依旧突出：

1) 白电龙头的配置价值依旧存在：美的集团（中长期公司治理最优，持续回购带来安全边际，已停牌）、青岛海尔（三大白中经营周期更优，具

备一定阿尔法)、格力电器(估值最低)、小天鹅 A(扣除净现金不足 200 亿市值,年产生 20 亿自由现金流,仍是不可多得的优质资产,已停牌)。

2) 估值已经反映悲观预期,中长期成长逻辑依旧清晰的:欧普照明、华帝股份、老板电器;

3) 股价底部,基本面景气度稳定或环比提升的:新宝股份、九阳股份。

◆风险因素:

- 1.宏观经济不景气或加速下行给行业带来的系统性风险;
- 2.地产销量出现大幅度萎缩,影响行业新增需求,造成需求下降;
- 3.家电行业原材料价格大幅度上涨,造成企业成本压力上升,毛利率下降。

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見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
	黎晓宇	0755-83553559	13823771340	lix1@ebscn.com
深圳	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
	陶奕	021-22169091	18018609199	taoyi@ebscn.com
	梁超		15158266108	liangc@ebscn.com
国际业务	金英光	021-22169085	13311088991	jinyg@ebscn.com
	王佳	021-22169095	13761696184	wangjia1@ebscn.com
	郑锐	021-22169080	18616663030	zhrei@ebscn.com
	凌贺鹏	021-22169093	13003155285	linghp@ebscn.com
	周梦颖	021-22169087	15618752262	zhoumengying@ebscn.com
	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
	王通	021-22169501	15821042881	wangtong@ebscn.com
	赵纪青	021-22167052	18818210886	zhaojq@ebscn.com
私募业务部	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
	安玲娟	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