

家用电器行业

家电行业重点公司增值税减税影响定量模拟测算

分析师：曾婵



SAC 执证号：S0260517050002

SFC CE.no: BNV293



0755-82771936



zengchan@gf.com.cn

分析师：袁雨辰



SAC 执证号：S0260517110001

SFC CE.no: BNV055



021-60750604



yuanyuchen@gf.com.cn

分析师：王朝宁



SAC 执证号：S0260518100001



021-60750604



wangchaoning@gf.com.cn

请注意，王朝宁并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

● 背景：中央经济工作会议强调更大规模的减税降费，增值税减税预计将是重要一环。

2018年12月19日-21日，中央经济工作会议在北京召开，李克强总理在2019年经济工作部署中强调要实施更大规模的减税降费。在当下，增值税是我国的第一大税种，占总税收收入的比重超过39%，增值税减税预计将是2019年减税降费的重要一环。

● 定性分析：增值税减税影响含税价格，减税实际受益方取决于上下游实际议价能力。

增值税以商品（含应税劳务）流转过程中产生的增值额为计税依据而征收，是一种流转税。由于增值税是价外税，不会直接反应到利润表的收入和成本端，而是间接影响含税价格。减税的利好取决于竞争格局、商品供求关系、产业链地位所形成的议价能力。此外，增值税调整也会导致附加费用变化从而影响利润。

● 定量测算：净利润弹性视角下，增值税减税对内销占比高、净利率较低的企业利好程度最大。

选取家电板块16家重点公司进行测算，核心假设包括：（1）16%税率下调至14%，10%税率下调至8%；（2）附加费用税率取值合计为增值税的12%；（3）仅有原材料成本存在进项税抵扣；（4）仅内销收入会产生增值税；（5）期间费用绝对值均保持不变；（6）含税下游卖价不变，含税上游买价下降，但实际成本不变。衡量增值税对企业净利润的影响公式可表示为： $\text{净利润增加} = (\text{收入增加} - \text{成本增加} - \text{增值税附加税费变化}) * (1 - \text{所得税率})$ 。

以重点公司2017年营业收入与净利润作为基数进行测算，内销占比越高且净利率越低的企业，由减税导致的收入增加带来的净利润弹性越大。排名前五的企业净利润弹性均在20%以上，由高到低分别为：华帝股份、海信家电、九阳股份、青岛海尔、欧普照明。由于存在部分厂商让渡利益给终端消费者，进行敏感性测算，当厂商获益比例为50%时，以上5家企业的净利润弹性仍在11%以上。

● 投资建议

行业竞争格局好，产业链地位高，具备议价权的龙头才能真正享受增值税减税带来的利好。基于此，我们推荐受益减税利好程度较大的龙头标的：白电龙头青岛海尔、小家电龙头九阳股份、照明龙头欧普照明。

● 风险提示

房地产市场下行；宏观经济影响导致终端消费需求羸弱；行业竞争格局恶化，厂商议价权下降；增值税实际减税幅度低于预期；定量测算假设与实际政策及执行存在偏差。

相关研究：

家用电器行业:空调外销表现靓丽，建议继续持有龙头

2018-12-23

家用电器&轻工制造行业:智能家居专题系列（2）：智能门锁，爆发在即的现象级智能家居单品

2018-12-18

家用电器行业:地产预期改善，建议继续持有一线龙头

2018-12-16

识别风险，发现价值

请务必阅读末页的免责声明

本报告联系人：黄涛 021-6075-0604 szhuangtao@gf.com.cn

目录索引

1. 背景：减税降费进行时.....	4
2. 增值税简析及减税影响的定性分析.....	4
3. 减税影响的定量模拟测算.....	5
3.1 核心假设.....	5
3.2 计算示例.....	5
3.3 重点公司测算.....	6
4. 投资建议.....	9
5. 风险提示.....	9

图表索引

图 1: 增值税减税政策执行下对重点公司 2017 年营业收入影响 (亿元)	6
图 2: 增值税减税政策执行下对重点公司 2017 年净利润影响 (亿元)	6
图 3: 增值税减税政策执行下重点公司 2017 年净利润弹性.....	7
图 4: 重点公司 2017 年内销收入占比.....	7
图 5: 重点公司 2017 年净利率	7

表 1: 增值税减税政策执行下重点公司 2017 年净利润弹性测算	7
表 2: 增值税减税政策执行下重点公司 2017 年净利润弹性敏感性分析	8

1. 背景：减税降费进行时

2018年12月19日到21日，中央经济工作会议在北京召开，李克强总理在2019年经济工作部署中强调要实施更大规模的减税降费、较大规模增加地方政府专项债券规模，在减少财政收入的同时增加财政支出，财政政策取向由全年的“取向不变”升级为“加力提效”，预示着更加积极的财政政策。

减税规模大幅提升，主要发力点在于增值税。增值税是我国的第一大税种，根据财政部官方网站公布数据，2017年规模高达5.64万亿，占财政税收收入的39.1%，自2007年以来占比持续提升。因此增值税减税预计将是2019年减税降费的重要一环。

事实上从2018年起，深化增值税改革的工作已经处于不断推进过程中。2018年3月的两会期间，李克强总理在政府工作报告中表示，要进一步减轻企业税负，改革完善增值税，按照三档并两档方向调整税率水平，重点降低制造业、交通运输等行业税率，促进实体经济转型。2018年5月1日之后，17%和11%两档税率分别下调1个百分点至16%、10%，在中信一级行业中，除餐饮旅游、银行、非银金融和传媒不受影响之外，包括家电在内的其他24个行业皆在减税范围之内，故家电行业目前适用增值税税率为16%。

2. 增值税简析及减税影响的定性分析

增值税以商品（含应税劳务）流转过程中产生的增值额为计税依据而征收，是一种流转税，具体来看：

- 购买商品或服务时，产生**增值税-进项税额**；
- 出售商品或服务时，产生**增值税-销项税额**；
- 当期**增值税-销项税额**减去当期可抵扣的**增值税-进项税额**为当期企业缴纳的增值税；
- 增值税是**价外税**，**不直接影响企业的营收与利润**。

由于增值税是价外税，不会直接反应到利润表的收入和成本端，而是间接影响含税价格。减税的利好取决于**竞争格局、商品供求关系、产业链地位**所带来的议价能力，具体来看：

- 若商品供大于求，是买方市场，消费者议价能力强，减税将导致终端实际含税零售价格下降，利好消费者；
- 若商品供不应求，是卖方市场，厂商议价能力强，则减税之后终端实际含税零售价格不变，厂商由于税率降低导致收入提升，利好厂家；

此外，增值税调整也会导致附加费用变化从而影响利润。

3. 减税影响的定量模拟测算

为定量分析减税政策对于家电行业可能产生的影响，我们选取版块内具备代表性且质地较为优秀的企业进行测算：

白电：格力电器、美的集团、青岛海尔、海信家电；

厨电：老板电器、华帝股份、浙江美大；

小家电：苏泊尔、九阳股份、飞科电器、荣泰健康、科沃斯、新宝股份、莱克电气；

其它：欧普照明、三花智控。

3.1 核心假设

基于行业格局及减税政策预期，对于测算我们有如下的核心假设：

- (1) 所有上市公司皆为增值税一般纳税人，而非小规模纳税人；
- (2) **减税政策：**增值税率三档并两档，假设 **16%税率下调至 14%，10%税率下调至 8%**；但由于测算以 2017 年为基准，故原税率仍为 17%；
- (3) **附加费用税率取值：**城市建设税=增值税*7%（市区7%，县城、镇5%，其他1%）；教育费附加=增值税*3%；地方教育附加=增值税*2%
- (4) **仅有原材料成本存在进项税抵扣。**其余可能存在进项税抵扣的项目，由于基数小（比如销售费用中产生的广告费、运输费等），对测算影响较小，故在此忽略不计；
- (5) **仅内销收入会产生增值税。**家电企业出口业务享受免税退税政策，因出口收入产生并缴纳的增值税最终会予以退还。因此，增值税税率下调对外销收入并不产生实质影响；
- (6) **期间费用绝对值均保持不变**（注意非期间费用率保持不变）；
- (7) **含税下游卖价不变，含税上游买价下降，但实际成本不变。**由于家电终端竞争格局较好，家电厂商的产业链地位突出，对上下游均具备较强的议价能力，故有此假设。

针对最后一条假设中产品含税下游卖价不变这一条，由于在实际情况中可能存在厂商减价让利消费者以增加自身竞争力的情况，我们在报告的最后一部分根据消费者享有不同比例的减税收益进行多种情况下的敏感性分析。理论上终端价格下降将导致销售量上升，但由于实际降价幅度有限，因此在敏感性分析时，我们假设销量维持不变。

3.2 计算示例

衡量增值税对企业净利润的影响公式可表示为：

$$\text{净利润增加} = (\text{收入增加} - \text{成本增加} + \text{增值税附加税费变化}) * (1 - \text{所得税率})$$

具体计算步骤示意如下：

(1) **收入增加**：由于2018年5月1日之前家电行业仍适用17%的增值税税率，结合减税至14%的假设，公司收入增加额计算公式为：

$$\text{收入增加} = \text{原收入} \times \left(\frac{1 + 17\%}{1 + 14\%} - 1 \right)$$

(2) **成本增加**：由于假设上游买价下降但实际成本不变，因此成本增加为0。

(3) **增值税附加税费变化**：包括城建税、教育费附加、地方教育附加，合计12%，计算公式为：

$$\text{增值税附加税费减少} = (\text{原应纳税额} - \text{新应纳税额}) \times 12\%$$

$$\text{原应纳税额} = \text{原收入} \times 17\% - \text{原材料成本} \times 17\%$$

$$\text{新应纳税额} = (\text{原收入} \times \frac{1 + 17\%}{1 + 14\%}) \times 14\% - \text{原材料成本} \times 14\%$$

(4) **净利润弹性影响**：增值税税率降低最终对利润影响为：

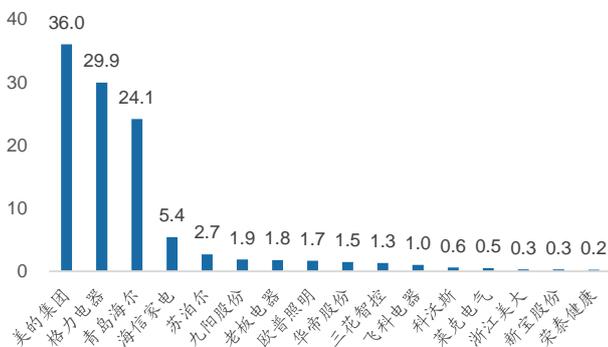
$$\text{净利润弹性} = \frac{(\text{收入增加} + \text{增值税附加税费变化}) \times (1 - \text{所得税})}{\text{净利润}}$$

3.3 重点公司测算

3.3.1 营业收入及净利润绝对值影响

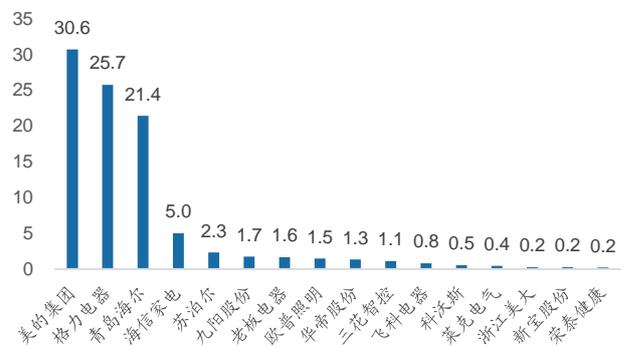
增值税减税对于公司营业收入和净利润绝对值的影响主要取决于公司的内销收入规模。因此美的集团、格力电器、青岛海尔等龙头公司在营业收入与净利润绝对值规模增长上领先于其它家电公司。

图1：增值税减税政策执行下对重点公司2017年营业收入影响（亿元）



数据来源：WIND，广发证券发展研究中心

图2：增值税减税政策执行下对重点公司2017年净利润影响（亿元）

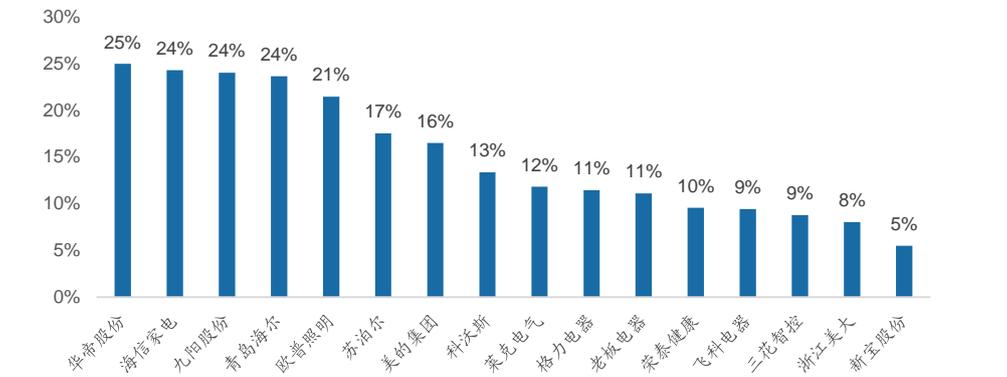


数据来源：WIND，广发证券发展研究中心

3.3.2 净利润弹性测算

从利润弹性角度分析，内销占比越高，受增值税减税带来的影响越大。净利率越低，则由收入增加带来的净利润弹性越大。

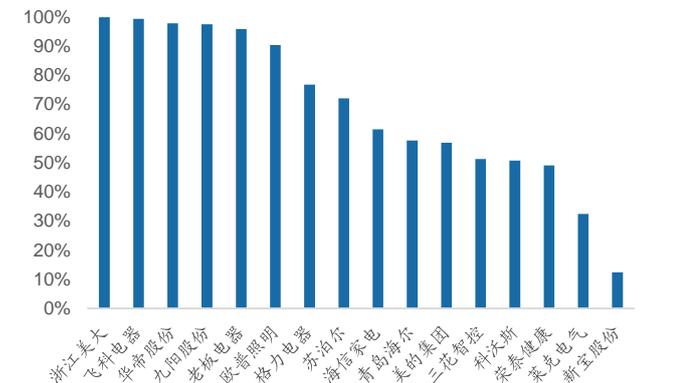
图3：增值税减税政策执行下重点公司2017年净利润弹性



数据来源：广发证券发展研究中心

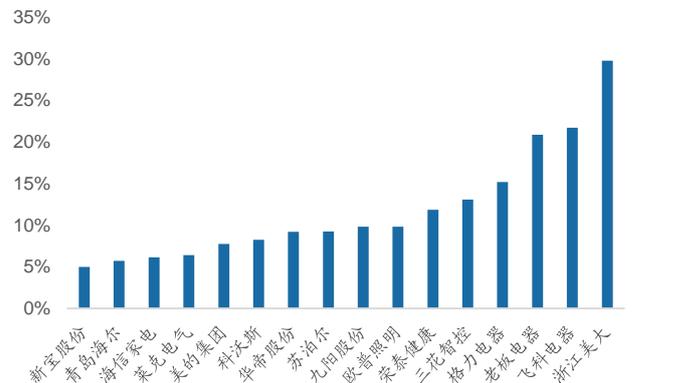
注：文中出现的净利润均为归母净利润口径，下同

图4：重点公司2017年内销收入占比



数据来源：WIND，广发证券发展研究中心

图5：重点公司2017年净利率



数据来源：WIND，广发证券发展研究中心

根据测算结果，增值税减税对内销占比高、且净利率较低的企业利好程度相对较大，排名前五的企业分别是：华帝股份、海信家电、九阳股份、青岛海尔、欧普照明。

表 1：增值税减税政策执行下重点公司2017年净利润弹性测算

公司名称	内销收入 (亿元)	原材料成本 (亿元)	收入增加 (亿元)	附加税减 (亿元)	净利润增加 (亿元)	净利润弹性	净利率提升
华帝股份	56.0	28.7	1.5	0.1	1.3	24.9%	2.29%
海信家电	205.8	249.3	5.4	0.0	5.0	24.3%	1.49%
九阳股份	70.6	33.0	1.9	0.1	1.7	24.0%	2.35%
青岛海尔	916.9	586.7	24.1	0.8	21.4	23.6%	1.34%

欧普照明	62.8	37.4	1.7	0.1	1.5	21.4%	2.10%
苏泊尔	102.1	76.0	2.7	0.0	2.3	17.5%	1.61%
美的集团	1367.6	1362.2	36.0	0.0	30.6	16.5%	1.27%
科沃斯	23.1	21.2	0.6	0.0	0.5	13.3%	1.10%
莱克电气	18.5	30.7	0.5	0.0	0.4	11.8%	0.75%
格力电器	1137.0	863.4	29.9	0.5	25.7	11.4%	1.73%
老板电器	67.2	28.8	1.8	0.1	1.6	11.1%	2.31%
荣泰健康	9.4	10.4	0.2	0.0	0.2	9.5%	1.13%
飞科电器	38.3	21.7	1.0	0.0	0.8	9.4%	2.04%
三花智控	49.1	50.1	1.3	0.0	1.1	8.7%	1.14%
浙江美大	10.3	4.0	0.3	0.0	0.2	8.0%	2.38%
新宝股份	10.1	50.4	0.3	0.0	0.2	5.5%	0.27%

数据来源：WIND，广发证券发展研究中心

注：（1）苏泊尔未直接披露原材料占比，按九阳股份（同为小家电龙头）的占比代替；

（2）部分龙头企业有海外子公司，主要在海外采购原材料，该项无法抵扣进项税。故美的集团 2017 年成本扣除库卡的营业成本（根据库卡 2017 年报公布），青岛海尔扣除 GEA 的营业成本（根据 17 年青岛海尔公布的 GEA 收入数据及收购书中 2013—2015 年的毛利率估算 GEA2017 年营业成本），其它企业近似认为所有材料都采购自国内，可以抵扣；

（3）增值税：我国现在增值税率分三个档次——6%、10%、16%，家电行业适用 16% 的增值税率。但 2017 年采用的仍是 17% 的税率，故依 17% 来计算；

（4）如附加税减少为负，该情况与实际不符，该情况均认为附加税没有减少。

3.3.3 基于厂商与消费者收益分配的利润弹性敏感性分析

上文曾提及，增值税减税过程中，减税收益在上下游的分配取决于竞争格局、商品供求关系、产业链地位所带来的议价能力。3.3.2 的测算假设含税游卖价不变，含税上游买价下降（实际成本不变），该假设下，厂商完全享受所有减税收益。但在现实情况中，上游零部件厂商及下游消费者也有可能享受减税收益。由于家电行业上游零部件企业的产业链地位较低，因此我们的敏感性仅假设终端有降价可能，厂商最少可享受 50% 的减税带来的收入增加，并以 10% 为一档，测算结果如下表所示：

表 2：增值税减税政策执行下重点公司 2017 年净利润弹性敏感性分析

厂商享受减税带来的收入增加的比例	90%	80%	70%	60%	50%
华帝股份	22.6%	20.3%	17.9%	15.6%	13.3%
海信家电	21.8%	19.4%	17.0%	14.6%	12.1%
九阳股份	21.7%	19.5%	17.3%	15.1%	12.8%
青岛海尔	21.3%	19.1%	16.9%	14.6%	12.4%
欧普照明	19.4%	17.4%	15.3%	13.3%	11.3%
苏泊尔	15.9%	14.1%	12.4%	10.7%	9.0%
美的集团	14.8%	13.2%	11.5%	9.9%	8.2%
科沃斯	12.0%	10.7%	9.3%	8.0%	6.7%
莱克电气	10.6%	9.4%	8.2%	7.1%	5.9%

格力电器	10.3%	9.2%	8.1%	7.0%	5.9%
老板电器	10.0%	9.0%	8.0%	7.0%	6.0%
荣泰健康	8.6%	7.6%	6.7%	5.7%	4.8%
飞科电器	8.5%	7.6%	6.7%	5.8%	5.0%
三花智控	7.9%	7.0%	6.1%	5.2%	4.4%
浙江美大	7.3%	6.5%	5.8%	5.1%	4.3%
新宝股份	4.9%	4.4%	3.8%	3.3%	2.7%

数据来源：WIND，广发证券发展研究中心

注：敏感性测算方法为厂商收入增加*百分比，区间为 90%—50%，每 10%一档。

4. 投资建议

增值税减税将对行业产生利好，从测算结果来看，内销占比高且净利率较低的企业将最大程度获益。但需要注意的是，增值税减税的利润分配最终由终端需求及竞争格局来决定，具备议价权的龙头无疑才能真正获得实际利好。因此我们推荐受益增值税减税利好程度较大的龙头标的：白电龙头**青岛海尔**、小家电龙头**九阳股份**、照明龙头**欧普照明**。

5. 风险提示

- (1) 房地产市场下行；
- (2) 宏观经济影响导致终端消费需求羸弱；
- (3) 行业竞争格局恶化，厂商议价权下降；
- (4) 增值税实际减税幅度低于预期；
- (5) 本文定量模拟测算的假设是理想化的，实际政策及执行可能与本文的假设存在偏差。

广发家电行业研究小组

- 曾 焯：首席分析师，武汉大学经济学硕士，2017 年进入广发证券发展研究中心，2018 年水晶球第二名、IAMAC（中国保险资产管理业最受欢迎卖方分析师）第一名。
- 袁 雨 辰：分析师，上海社科院经济学硕士，2017 年进入广发证券发展研究中心，2018 年水晶球第二名、IAMAC（中国保险资产管理业最受欢迎卖方分析师）第一名。
- 王 朝 宁：分析师，乔治华盛顿大学金融学硕士，2018 年进入广发证券发展研究中心，2018 年水晶球第二名、IAMAC（中国保险资产管理业最受欢迎卖方分析师）第一名。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10%以上。
- 持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 15%以上。
- 增持：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 5%-15%。
- 持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河北路 183 号大都会广场 5 楼	深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 31 层	北京市西城区月坛北街 2 号月坛大厦 18 层	上海市浦东新区世纪大道 8 号国金中心一期 16 楼	香港中环干诺道中 111 号永安中心 14 楼 1401-1410 室
邮政编码	510075	518026	100045	200120	
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4 号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去 12 个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。