

机械设备行业重大事项点评

降税3个点，装备制造业受益几何？（附全行业梳理）

推荐（维持）

事项：

- 据政府工作报告，将深化增值税改革，将制造业等行业现行16%的税率降至13%，将交通运输业、建筑业等行业现行10%的税率降至9%，确保主要行业税负明显降低；保持6%一档的税率不变，但通过采取对生产、生活性服务业增加税收抵扣等配套措施，确保所有行业税负只减不增，继续向推进税率三档并两档、税制简化方向迈进。

评论：

- 增值税减征利好全产业链，龙头公司更加受益。**
现实中并不存在极端的需求弹性，增值税作为价外税并不能完全转嫁给终端消费者，因此，增值税减征将带来利润在全产业链上的重新分配，赋予买卖双方新的议价空间，以共享税率下降释放的盈利，而盈利的分配则取决于相应公司在上下游的议价能力。我们分析，在产业链上下游具备强大话语权的龙头公司，更有可能在税改释放盈利的过程中收获更多的利益，从而提升盈利水平，而议价能力相对较弱的公司受益则相对有限。

此外，增值税减征对利润的影响还体现在对教育费附加及城建税等附加税的计提减少方面，也能够间接增厚业绩。

- 减税有望刺激机械板块盈利修复和估值提升。**
我们以2017年的数据为基础，静态测算了增值税减征对整个机械板块的影响。结果显示，减税3%对整个机械设备行业利润总额的影响为正的52.3亿元，增厚利润总额幅度为4.79%。其中，少缴增值税对轨道交通、自动化设备、工程机械子行业影响最大，分别增厚当期利润总额17亿元、10.4亿元和9.8亿元；而业绩增厚幅度最大的分别是油气油服装备、船舶海工和轨道交通板块，分别为12.12%、11.76%和8.16%。

另外，我们以2018年业绩预告为基数，根据wind2019年业绩的一致预期，对增值税率下降3%的影响进行测算，预计2019年整个机械设备板块的业绩增厚幅度约为6.6%，其中，煤机行业、船舶海工及轨道交通排名前三，业绩增厚幅度分别能够达到10.4%、9.3%和8.5%。以18年业绩预告为基数，测算上述业绩增厚为2019年带来的业绩弹性，轨道交通、船舶海工、通用航空三大板块由于2018年业绩基数较低，增值税减征后有望释放极高的业绩弹性。此外，少缴增值税还将进一步提升公司的自由现金流水平，从而为未来投资扩张奠定基础。

整体来看，增值税减征3%有望为机械设备行业带来较大的业绩弹性，有助于整个板块的盈利修复和估值提升，尤其是2018年业绩基数较低的细分行业和行业内优质标的，有望受益此轮增值税减征，释放较强的业绩弹性。

- 建议关注：**轨道交通板块，受益增值税减征和基建投资回升双重影响，有望释放业绩弹性；以及工程机械板块、光伏、半导体等自动化设备领域。
- 风险提示：**经济环境波动带来的公司业绩下滑风险。

华创证券研究所

证券分析师：李佳

电话：021-20572564
邮箱：lijia@hcyjs.com
执业编号：S0360514110001

证券分析师：鲁佩

电话：021-20572564
邮箱：lupei@hcyjs.com
执业编号：S0360516080001

证券分析师：赵志铭

电话：021-20572557
邮箱：zhaozhiming@hcyjs.com
执业编号：S0360517110004

行业基本数据

		占比%
股票家数(只)	327	9.11
总市值(亿元)	20,810.22	3.44
流通市值(亿元)	15,167.08	3.47

相对指数表现

%	1M	6M	12M
绝对表现	20.51	19.44	-11.23
相对表现	3.68	5.22	-5.69



相关研究报告

- 《机械设备行业2018年业绩预告梳理：下游资本开支提升，细分板块优质标的盈利增长》
2019-02-19
- 《机械设备行业周报（20190218-20190224）：发改委部署都市圈同城化，轨道交通成重要抓手》
2019-02-24
- 《机械设备行业2月月报：关注春季开工，工程机械旺季销量超预期》
2019-03-03

目 录

一、增值税如何影响企业利润?	4
二、增值税减征对装备制造业影响几何?	4
三、2019 年机械设备行业业绩弹性测算.....	7
四、风险提示	8

图表目录

图表 1 我国现行增值税税率.....	4
图表 2 机械设备行业实缴增值税及增值税负担.....	5
图表 3 增值税减征后机械行业少缴增值税情况.....	6
图表 4 增值税减征后增值税在营收占比下降情况.....	6
图表 5 增值税减征对机械设备行业利润总额的影响.....	6
图表 6 增值税减征为机械设备行业带来的利润总额增厚幅度.....	6
图表 7 增值税减征对净利润的增厚.....	7
图表 8 增值税减征为机械行业带来的净利润增厚幅度.....	7
图表 9 2019 年机械设备行业业绩增厚幅度及弹性测算.....	8

一、增值税如何影响企业利润？

从会计核算的角度，增值税作为价外流转税，只针对流通环节的增值部分课税，并不影响企业利润，增值税负担最终将全部转嫁给终端消费者。但增值税在流通环节的转嫁与经济业务实质密不可分，根据微观经济学理论，税收会在消费者与生产者之间进行转嫁，其关键决定因素是课税产品的供求弹性，当需求完全无弹性时，下游购买者对价格的提高没有任何反应，税收将全部转嫁，当需求完全有弹性时，税收将全部落在上游生产者身上。由于现实中并不存在极端的需求弹性，即便作为价外税，增值税依旧会在上下游之间进行转嫁和再分配。**我们认为，增值税率调减实则为买卖双方提供了谈判空间，以共享税率下降释放的盈利空间，而盈利的最终分配则取决于相应公司在上下游的议价能力。**

以增值税率变化后买卖产品的含税销售价格均不发生变化这样一种较为中性的状态为例，即税率变化并不影响买卖双方业已形成的均衡状态。假设销项税率与进项税率相同，则当增值税率下降时，意味着销售商品的一方可计入营业收入的金额增加；同时，购买中间产品的一方成本也相应增加。上述营业收入与成本的变化幅度一致，从而毛利率保持不变，但由于营业收入总额增长，毛利润也将相应提升，从而整条产业链上的利润总额有所增长。极端的情况是，当企业同时对上下游具备较强的议价能力时，可以同时以较低的成本购入中间品并以较高的售价卖出最终品，从而充分受益增值税减征释放的利润空间；相反，当企业上下游议价能力均较弱时，可能会以较高的价格买入中间品而以较低的价格卖出最终品，导致难以享受增值税减征带来的优势，甚至会利益受损。

此外，由于教育费附加及城建税计提与增值税、消费税和营业税具有相关关系，增值税减征还将通过影响教育费附加及城建税等相关税费间接影响企业利润总额。

我们认为，总体来看，增值税减征有助于提升产品盈利空间，在产业链层层传导的过程中为整条产业链带来更多的利润，并且具备更强议价能力的龙头公司将更为受益，而议价能力较弱或不具备议价能力的公司受益程度则相对有限。

二、增值税减征对装备制造业影响几何？

2018年5月，我国增值税税率下调一个点，现行增值税税率变为16%、10%和6%三档，制造业适用于16%的增值税税率。如果增值税最高档税率由16%进一步降低3pct至13%，会对机械设备制造行业产生怎样的影响呢？我们将在下文进行详细测算。由于企业实缴增值税并未在财务报表中披露，为了测算机械行业不同细分领域在增值税减征中的影响，这部分我们以17年数据为基准，采用教育税附加倒推的静态方法测算增值税率变动对于企业利润的影响。

图表 1 我国现行增值税税率

适用税率	行业
16%	制造业
10%	交通运输、建筑、基础电信服务及农产品等货物
6%	金融、信息技术、生活服务

资料来源：财政部，华创证券

教育费附加 = (实缴增值税 + 营业税 + 消费税) * 教育费附加税率

其中，教育费附加税率包括教育费附加税率3%和地方教育费附加税率2%，合计5%。由于18年年报尚未披露，我们以样本公司2017年财务数据为测算基础，根据每家公司财务报表附注中披露的营业税、消费税及教育费附加金额，推算公司实缴增值税。此外，2018年5月，增值税率开始下调一个点，17年仍适用17%、11%和6%三档税率，因此在后文的测算中，我们将17年实缴增值税先调整为适用16%增值税率的情况，再进一步计算税率由16%调整为13%的影响。

我们将建立在以下假设条件下，对增值税减征的影响进行大体测算：

假设一：进项税率与销项税率相等；

假设二：机械设备行业适用 16% 的增值税率；

假设三：不考虑增值税率变化对应收款计提坏账、营业外收支等环节的影响；

假设四：含税买卖收入不变，即税率变动不影响供求均衡和产品价格。

我们将机械设备行业划分为自动化设备、公路养护设备、轨道交通装备、通用航空装备、环保工程装备、制冷装备、工程机械、油气油服设备、船舶海工、煤机设备、煤化工装备、仪器仪表、汽车轻量化以及其他机械设备共 14 个子行业。根据每个子行业内上市公司的测算情况，加总出增值税减征对行业的影响。

根据我们的测算，机械设备行业 2017 年实缴增值税约为 296.2 亿元，增值税在营收中占比 2.23%。具体到细分行业的情况如图表 2 所示：

图表 2 机械设备行业实缴增值税及增值税负担

行业类别	实际缴纳增值税	实缴增值税/营业收入
轨道交通	96.3	3.42%
自动化设备	59.1	2.27%
工程机械	55.5	1.99%
船舶海工	20.0	1.24%
环保工程设备	11.5	2.77%
汽车轻量化	11.4	2.19%
仪器仪表	7.3	3.50%
油服及设备	6.9	2.25%
煤机	6.9	2.50%
其他机械设备	6.5	2.32%
通用航空	6.3	0.59%
煤化工	5.3	2.35%
制冷设备	2.8	2.23%
公路养护	0.2	2.59%
总计	296.2	2.23%

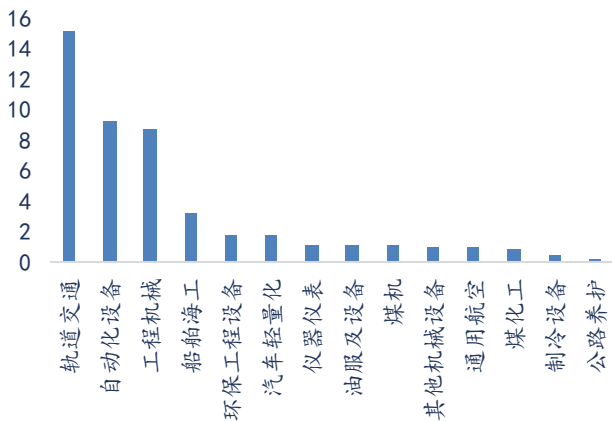
资料来源：wind，华创证券

我们按照如下公式计算税率变动后实缴增值税税额，进而得出少缴增值税税额及其占比：

$$\text{税率变动后实缴增值税税额} = \frac{\text{原实缴增值税额}}{\text{原增值税税率}} \times (1 + \text{原增值税税率}) \times \frac{\text{新增增值税税率}}{1 + \text{新增增值税税率}}$$

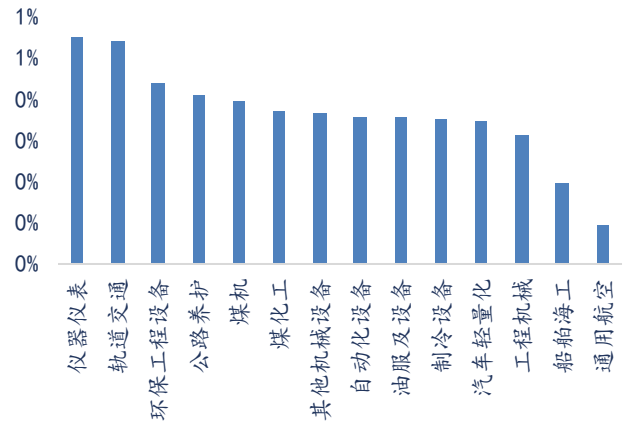
按照 2017 年的情况，税率由 16% 减至 13% 后，整个机械设备行业将少缴纳 46.7 亿元增值税额，增值税金额在营收中的占比下降 0.35%。具体到细分行业，少缴增值税金额排名前三的分别是轨道交通、自动化设备、工程机械，少缴金额分别为 15.18、9.30 和 8.75 亿元；增值税减征后增值税在营收中占比下降幅度排名前三的分别为仪器仪表、轨道交通、环保工程设备，占比分别下降 0.55%、0.54% 和 0.44%。

图表 3 增值税减征后机械行业少缴增值税情况



资料来源: wind, 华创证券测算

图表 4 增值税减征后增值税在营收占比下降情况



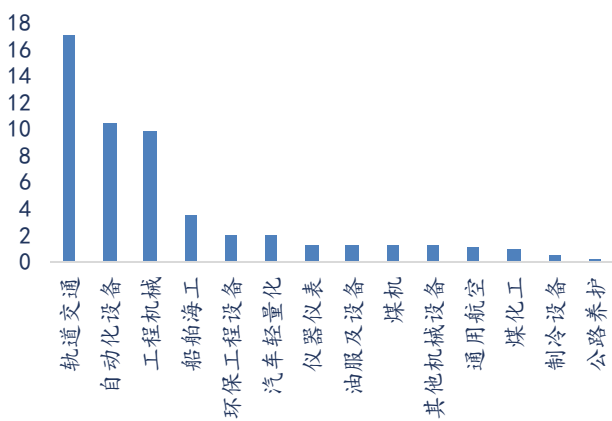
资料来源: wind, 华创证券测算

少缴增值税对企业利润的影响主要体现在以下两个方面:

一是在含税买卖价均不发生变化的假设下, 少缴增值税本身增厚了企业利润; 二是少缴增值税通过影响教育费附加 (合计税率 5%) 及城建税 (税率 7%) 金额间接增厚了企业利润。

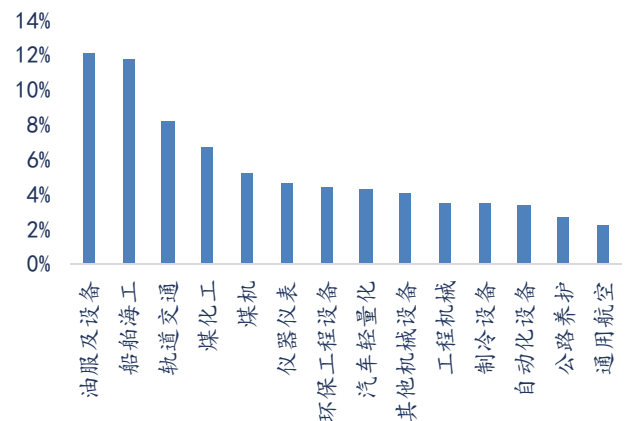
根据我们的测算, 增值税率由 16% 降至 13%, 以 2017 年的数据测算, 对整个机械设备行业利润总额的影响为正的 52.3 亿元, 增厚利润总额 4.79%。其中少缴增值税对轨道交通、自动化设备、工程机械子行业影响最大, 分别增厚当期利润总额 17 亿元、10.4 亿元和 9.8 亿元; 业绩增厚幅度排名前三的分别是油气油服装备、船舶海工和轨道交通, 分别为 12.12%、11.76% 和 8.16%。

图表 5 增值税减征对机械设备行业利润总额的影响



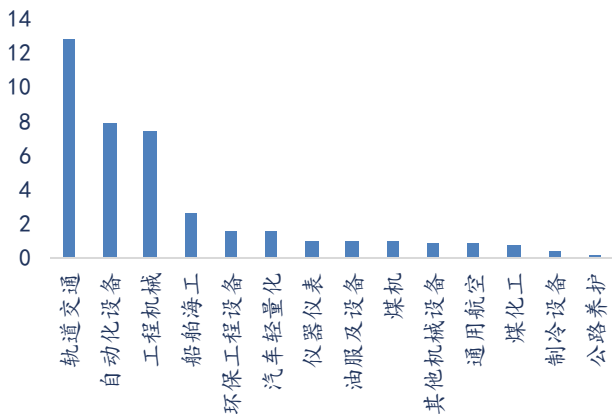
资料来源: wind, 华创证券测算

图表 6 增值税减征为机械设备行业带来的利润总额增厚幅度

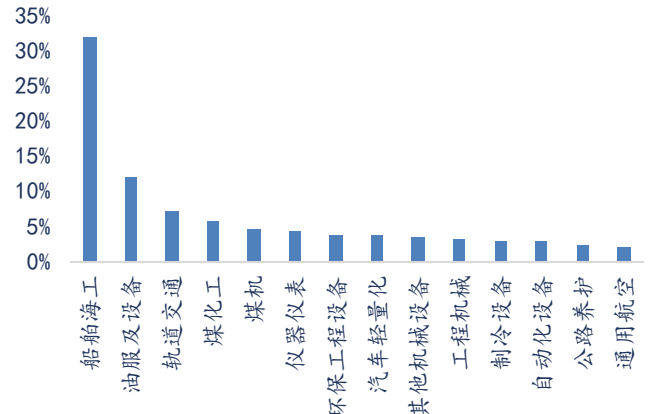


资料来源: wind, 华创证券测算

另外, 我们以 25% 的所得税税率测算了增值税减征对企业净利润的增厚情况。减征对整个机械设备行业净利润增厚的影响为 39.2 亿元, 带来 4.35% 的净利润增长。其中, 轨道交通、自动化设备、工程机械增值税减征带来的净利润增厚分别为 12.75 亿元、7.80 亿元和 7.35 亿元; 业绩增厚幅度最大的三个子行业分别为船舶海工、油气油服装备及轨道交通, 增厚幅度分别为 32.17%、12.22% 和 7.31%。

图表 7 增值税减征对净利润的增厚


资料来源: wind, 华创证券测算

图表 8 增值税减征为机械行业带来的净利润增厚幅度


资料来源: wind, 华创证券测算

此外, 流通环节的增值税会转变为实实在在的现金流流出企业, 少缴增值税能够提升公司的自由现金流水平, 从而为未来投资扩张奠定基础。

从 2017 年这一静态时点看, 增值税减征 3% 将为机械设备行业带来较大的业绩增厚, 有助于整个板块的盈利修复和估值提升。细分子行业方面, 由于 17 年行业处于低谷, 轨道交通、船舶海工、油气油服业绩表现相对较弱, 因此减税带来的业绩增厚效应更加明显。

三、2019 年机械设备行业业绩弹性测算

这一部分本报告将对增值税减征带来的 2019 年业绩弹性进行测算。由于 2018 年年报尚未披露, 这里采用发布业绩预告的公司归母净利润的预计作为 2018 年的业绩基数, 同时采用 wind 上有关公司 2019 年业绩的一致预期对增值税减征影响进行测算 (只保留 wind 上 2019 年有一致预期数据的样本)。相关假设如下:

假设一: 2019 年全年毛利率与 2018 年前三季度保持一致;

假设二: 增值税率调整后, 各环节含税买卖价格不发生变化。

根据上述假设和 2019 年增值税率下调 3% 的情况, 增值税减征带来的业绩增厚金额可采用如下公式计算:

$$\text{增值税减征带来的业绩增厚} = \text{毛利润} \times \left(\frac{1.16}{1.13} - 1 \right) * (1 + 12\%) * (1 - 25\%)$$

根据可得数据测算预计, 2019 当年整个机械设备板块的业绩增厚幅度约为 6.6%, 其中, 煤机行业、船舶海工及轨道交通排名前三, 业绩增厚幅度分别能够达到 10.4%、9.3% 和 8.5%。如果以 18 年业绩预告为基数, 测算上述业绩增厚为 2019 年带来的业绩弹性, 则轨道交通、船舶海工、通用航空三大板块由于 2018 年业绩基数较低, 增值税减征后将释放极高的业绩弹性, 其中轨道交通业绩有望在 2019 年弹升 145.19%-154.99%; 船舶海工板块业绩有望弹升 141.05%-162.86%; 通用航空板块业绩有望弹升 41.0%-48.4%。其余细分板块, 除煤机、自动化设备和汽车轻量化外, 2019 年由增值税减征带来的业绩弹性均在 20% 以下。

展望未来, 随着增值税改革的进一步深化, 产业链上各环节的利润空间将逐步释放。受减税利好带动, 预计 2018 年业绩表现乏力的公司和行业有望在 2019 年在一定程度上修复盈利水平, 具备较强话语权的龙头公司更有可能获得较大的业绩弹性。

图表 9 2019 年机械设备行业业绩增厚幅度及弹性测算

行业	增值税减征增厚2019年净利润 (亿元)	2019年业绩增厚幅度 (%)	19年业绩弹性	
			下限	上限
轨道交通	15.8	8.5%	145.2%	155.0%
船舶海工	5.3	9.3%	141.1%	162.9%
通用航空	3.9	6.3%	41.0%	48.4%
煤机	2.8	10.4%	33.3%	40.0%
汽车轻量化	1.6	6.6%	20.1%	24.6%
自动化设备	16.3	5.8%	15.2%	26.3%
油服及设备	1.5	5.7%	14.1%	16.3%
环保工程设备	2.3	6.4%	12.6%	14.7%
工程机械	17.2	5.6%	11.4%	12.5%
煤化工	1.0	5.1%	11.3%	13.4%
仪器仪表	1.6	7.2%	10.2%	12.9%
制冷设备	1.0	6.4%	9.9%	12.2%
其他机械设备	1.1	6.7%	9.5%	11.8%

资料来源: wind, 华创证券测算

四、风险提示

经济环境波动带来的公司业绩下滑风险。

机械组团队介绍

所长助理、首席分析师：李佳

伯明翰大学经济学硕士。2014 年加入华创证券研究所。2012 年新财富最佳分析师第六名、水晶球卖方分析师第五名、金牛分析师第五名，2013 年新财富最佳分析师第四名，水晶球卖方分析师第三名，金牛分析师第三名，2016 年新财富最佳分析师第五名。

分析师：鲁佩

伦敦政治经济学院经济学硕士。2014 年加入华创证券研究所。2016 年十四届新财富最佳分析师第五名团队成员。

分析师：赵志铭

瑞典哥德堡大学理学硕士。2015 年加入华创证券研究所。

华创证券机构销售通讯录

地区	姓名	职务	办公电话	企业邮箱
北京机构销售部	张昱洁	北京机构销售总监	010-66500809	zhangyujie@hcyjs.com
	杜博雅	高级销售经理	010-66500827	duboya@hcyjs.com
	侯春钰	销售经理	010-63214670	houchunyu@hcyjs.com
	侯斌	销售助理	010-63214683	houbin@hcyjs.com
	过云龙	销售助理	010-63214683	guoyunlong@hcyjs.com
	刘懿	销售助理	010-66500867	liuyi@hcyjs.com
广深机构销售部	张娟	所长助理、广深机构销售总监	0755-82828570	zhangjuan@hcyjs.com
	王栋	高级销售经理	0755-88283039	wangdong@hcyjs.com
	汪丽燕	高级销售经理	0755-83715428	wangliyan@hcyjs.com
	罗颖茵	高级销售经理	0755-83479862	luoyingyin@hcyjs.com
	段佳音	销售经理	0755-82756805	duanjiayin@hcyjs.com
	朱研	销售经理	0755-83024576	zhuyan@hcyjs.com
上海机构销售部	石露	华东区域销售总监	021-20572588	shilu@hcyjs.com
	沈晓瑜	资深销售经理	021-20572589	shenxiaoyu@hcyjs.com
	杨晶	高级销售经理	021-20572582	yangjing@hcyjs.com
	张佳妮	高级销售经理	021-20572585	zhangjiani@hcyjs.com
	沈颖	销售经理	021-20572581	shenyi@hcyjs.com
	乌天宇	高级销售经理	021-20572506	wutianyu@hcyjs.com
	汪子阳	销售经理	021-20572559	wangziyang@hcyjs.com
	柯任	销售经理	021-20572590	keren@hcyjs.com
	何逸云	销售经理	021-20572591	heyiyun@hcyjs.com
	张敏敏	销售经理	021-20572592	zhangminmin@hcyjs.com
蒋瑜	销售助理	021-20572509	jiangyu@hcyjs.com	

华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

公司投资评级说明:

强推: 预期未来 6 个月内超越基准指数 20% 以上;
推荐: 预期未来 6 个月内超越基准指数 10% - 20%;
中性: 预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在 -10% - 10% 之间;
回避: 预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10% - 20% 之间。

行业投资评级说明:

推荐: 预期未来 3-6 个月内该行业指数涨幅超过基准指数 5% 以上;
中性: 预期未来 3-6 个月内该行业指数变动幅度相对基准指数 -5% - 5%;
回避: 预期未来 3-6 个月内该行业指数跌幅超过基准指数 5% 以上。

分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此作以下声明:

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断; 分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司(以下简称“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。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的, 但本公司不保证其准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。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。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成本公司对具体证券买卖的出价或询价。本报告所载信息不构成对所涉及证券的个人投资建议, 也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况, 自主作出投资决策并自行承担投资风险, 任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有, 本公司对本报告保留一切权利。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、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司许可进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“华创证券研究”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场, 请您务必对盈亏风险有清醒的认识, 认真考虑是否进行证券交易。市场有风险, 投资需谨慎。

华创证券研究所

北京总部	广深分部	上海分部
地址: 北京市西城区锦什坊街 26 号 恒奥中心 C 座 3A 邮编: 100033 传真: 010-66500801 会议室: 010-66500900	地址: 深圳市福田区香梅路 1061 号 中投国际商务中心 A 座 19 楼 邮编: 518034 传真: 0755-82027731 会议室: 0755-82828562	地址: 上海浦东银城中路 200 号 中银大厦 3402 室 邮编: 200120 传真: 021-50581170 会议室: 021-20572500