

国防军工

增值税率下调 业绩弹性可观——增值税改革对军工行业影响测算

事件：制造业增值税率将从16%降至13%。2019年3月5日，第十三届全国人民代表大会第二次会议发布2019年《政府工作报告》，报告指出2019年政府将继续实施更大规模的减税降费，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10%的税率降至9%。

点评：

增值税率调整时，主要通过行业间议价能力差异和附加税费影响企业利润。1) 作为一种价外税，增值税的实际承担方是终端消费者，因此企业在销售环节存在转移增值税的潜在空间，而能否转移、转移多少则取决于企业对上下游的议价能力。2) 以实际缴纳的增值税为计税依据征收的附加税进入利润表，影响企业所得税费用，进而影响企业利润。

据我们测算，预计军工行业整体减税近10亿元，净利润提升幅度约7.7%。2017年中信军工行业实现总营收3113亿元、总归母净利润约130亿元，我们按实际缴纳附加费倒推测算，实际缴纳增值税总额47.37亿元，实际增值税负（增值税额/营业收入）约1.5%。按照增值税率从16%降至13%进行测算，军工行业缴纳的总增值税金额将减少9.95亿元，约占据2017年行业总归母净利润的7.7%。

盈利能力弱的军工企业受益于减税政策的弹性更大。此次减税政策对净利润提升幅度超过10%的军工企业有16家，占比约28%。受益于此次减税政策业绩弹性排名前10的军工企业中，有9只个股的净利率低于2017年行业整体净利率水平4.17%；而利润增厚幅度前50%分位的企业平均净利率6.2%，亦远低于后50%分位的平均净利率12.2%。表明盈利能力弱的企业受益于减税政策的边际弹性更大。

核心军工企业本身享受军品免税政策，边际影响较小。核心军工企业如中直股份（1.4%）、中航沈飞（1.8%）、航发动力（2.0%）等受减税政策的影响均较小，我们认为主要原因是核心军工企业的收入和利润来源以核心军品为主，大多已享受国家军品免征增值税的优惠政策，因此边际影响较小。

投资主线与受益标的：1) 综合考虑公司未来成长性，建议关注此次增值税率下调对业绩弹性贡献较大的受益标的：航天通信、中兵红箭。2) 重申聚焦高景气领域，建议重点关注航空、航天、国防信息化、军工新材料等高景气领域的优质个股：中直股份、航天电器、耐威科技、菲利华等。

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。

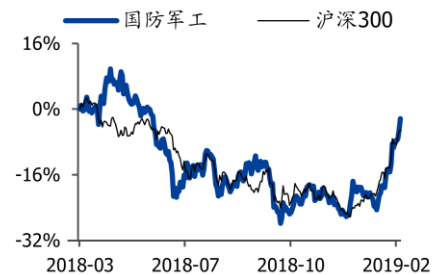
重点标的

股票代码	股票名称	EPS (元)				PE			
		2017A	2018E	2019E	2020E	2017A	2018E	2019E	2020E
600038	中直股份	0.77	0.90	1.10	1.34	61.5	53.0	43.4	35.3
002025	航天电器	0.73	0.84	1.05	1.29	38.7	33.6	26.8	21.9
300456	耐威科技	0.26	0.53	0.72	0.72	120.1	59.0	43.6	43.6

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2019年03月05日收盘价计算

增持（维持）

行业走势



作者

分析师 张高艳

执业证书编号：S0680518100002

邮箱：zhanggaoyan@gszq.com

相关研究

- 《国防军工：2019军费增长7.5%打消疑虑，聚焦高景气领域》2019-03-05
- 《国防军工：聚焦两会，关注军工国企改革》2019-03-05
- 《国防军工：板块配置价值凸显，继续推荐高景气弹性品种》2019-02-24



内容目录

1 增值税调整通过议价能力差异及附加税费影响企业利润.....	3
2 预计军工行业减税总额近 10 亿元、提升净利润 7.7%.....	3
3 净利润率低的个股减税弹性较大，核心军品企业影响有限.....	4
4 投资主线与受益标的.....	7
5 风险提示.....	7

图表目录

图表 1: 增值税附加税影响企业利润表.....	3
图表 2: 增值税从 16%降至 13%对军工行业上市公司的整体影响测算结果（中信军工成分股）.....	4
图表 3: 军工板块按照增值税率由 16%降至 13%，净利润提升幅度前十企业.....	5
图表 4: 军工板块按照增值税率由 16%降至 13%对净利润影响测算.....	6
图表 5: 受益标的估值表.....	7

事件:

制造业增值税率将从16%降至13%。2019年3月5日,第十三届全国人民代表大会第二次会议发布2019年《政府工作报告》,报告指出2019年政府将继续实施更大规模的减税降费。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10%的税率降至9%。

1 增值税调整通过议价能力差异及附加税费影响企业利润

增值税是以商品(含应税劳务)在流转过程中产生的增值额作为计税依据而征收的一种流转税。在实际执行中,商品新增价值或附加值在生产和流通过程中是很难准确计算的。因此,中国也采用国际上的普遍采用的税款抵扣的办法,即根据销售商品或劳务的销售额,按规定的税率计算出销售税额,然后扣除取得该商品或劳务时所支付的增值款,也就是进项税额,其差额就是增值部分应交的税额,即:

- ◆ 增值税应纳税额=当期销项税额-当期进项税额
- ◆ 销项税额=销售额*税率
- ◆ 进项税额=(外购原料、燃料、动力)*税率

增值税率调整时,主要通过行业间议价能力差异和附加税费影响企业利润。一方面,作为一种价外税,增值税的实际承担方是终端消费者,因此企业在销售环节存在转移增值税的潜在空间,而能否转移、转移多少则取决于企业对上下游的议价能力。另一方面,以实际缴纳的增值税为计税依据征收的附加税进入利润表,影响企业所得税费用,进而影响企业利润。增值税附加税具体包括:城市维护建设税、教育费附加税、地方教育费附加税。

图表 1: 增值税附加税影响企业利润表

增值税附加税种	计算公式	税率(%)
城建维护建设税	应纳税额=(实际缴纳的增值税+消费税)*税率	7%(市区)、5%(县城镇)、1%(其它)
教育费附加税	应纳税额=(实际缴纳的增值税+消费税)*税率	3%
地方教育费附加税	应纳税额=(实际缴纳的增值税+消费税)*税率	2%

资料来源: 国家税务局, 国盛证券研究所

2 预计军工行业减税总额近10亿元、提升净利润7.7%

主要说明与假设:

- ◆ **统计样本:** 目前上市公司尚未披露2018年年报,我们以2017年报数据作为计算基准,来测算本次减税政策对军工行业整体及个股的影响。以中信军工成分股61家企业为分析样本,并剔除2017年亏损个股及缺乏税费数据的次新股,最终统计样本为58家军工上市公司。
- ◆ **统一税率假设:** 军工企业产品及上游原材料均统一按照制造业增值税率16%、城市维护建设税税率7%、地方教育费附加税率2%、教育费附加税率为3%进行测算。

- ◆ **其他假设前提：**税率调整后相关企业不调整产品价格，其他因素未发生变动。
- ◆ **特别说明：**由于统计上市公司数量较多，而部分公司可能涉及跨行业产品，且无法准确获取进项可抵扣成本数据，故本文主要采用附加税数据倒推实际缴纳增值税额的算法。即：

$$\text{教育费附加} = (\text{实际缴纳增值税} + \text{消费税}) * \text{征收率}$$

$$\text{实际缴纳增值税} = \text{教育费附加} / \text{征收率} - \text{消费税}$$

$$\text{减税 1\% 增厚利润} = \text{实际缴纳增值税} * (\text{1\%} / \text{增值税率}) * (\text{1} + \text{附加税率})$$

2017年军工行业缴纳的实际增值税总额约47亿元，实际增值税负比约1.5%。2017年中信军工行业实现总营收3113亿元、总归母净利润约130亿元，实际缴纳消费税总额2.08亿元，教育附加税总额2.47亿元。根据上述倒推算法，测算出2017年军工行业实际缴纳增值税总额47.37亿元，实际增值税负（增值税额/营业收入）约1.5%。实际税负比例远低于制造业16%的增值税率，我们判断主要是因为军工企业生产销售的军品享受免征增值税优惠政策，实际缴纳的这部分增值税负主要由民品及部分不享受免税优惠的军品所产生。

据我们测算，预计军工行业整体减税近10亿元，净利润提升幅度约7.7%。按照增值税率从16%降至13%进行测算，我们按实际缴纳附加费倒推测算，军工行业缴纳的总增值税金额将减少9.95亿元，约占据2017年行业总归母净利润的7.7%。

图表2：增值税从16%降至13%对军工行业上市公司的整体影响测算结果（中信军工成分股）

项目	统计结果（单位：百万元）
行业总营收规模	311,369.4
行业总归母净利润	12,999.1
教育费附加税总额	247.2
实际缴纳消费税总额	207.9
实际缴纳增值税总额	4,736.7
实际缴纳增值税占营收比例	1.5%
增值税每降1%减税总额	331.6

资料来源：Wind，国盛证券研究所（注：已剔除2017年亏损个股*ST抚钢、成飞集成，以及缺乏税费数据的次新股新兴装备）

3 净利润率低的个股减税弹性较大，核心军品企业影响有限

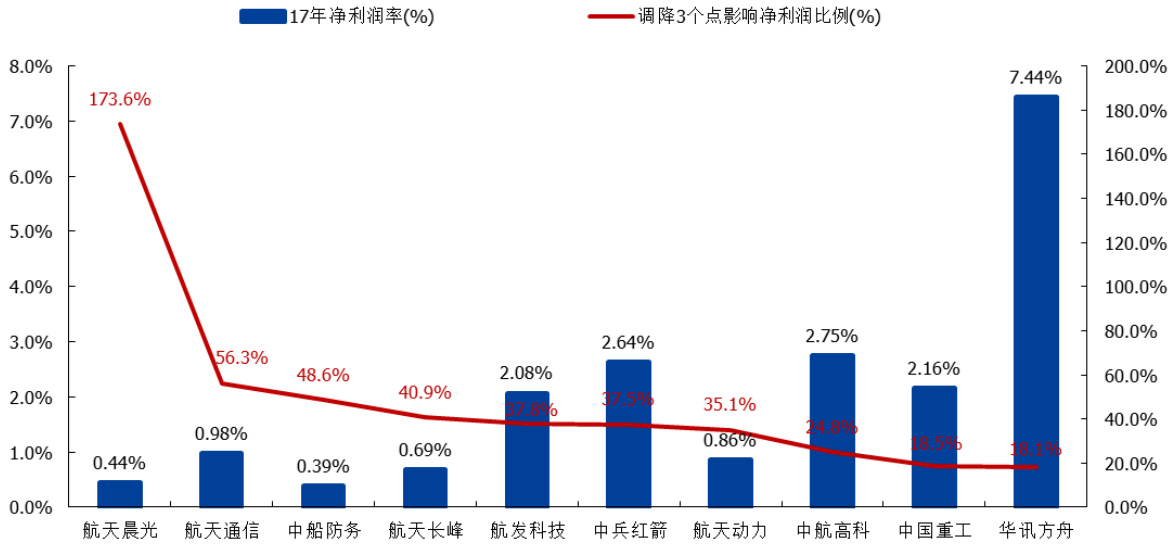
军工板块中，约28%个股将因此次减税政策业绩增厚超过10%。根据测算，此次减税政策对净利润提升幅度超过10%的军工企业有16家，占比约28%。

净利润率低的个股受益于减税政策的弹性更大。根据我们的测算：受益于此次减税政策净利润提升幅度排名前10的军工企业中，9个个股的净利率均低于2017年行业的整体净利率水平4.17%；而利润增厚幅度前50%分位的企业平均净利率6.2%，亦远低于后50%分位的平均净利率12.2%。表明盈利能力弱的企业受益于减税政策的边际弹性更大。

核心军工企业本身享受军品免税政策，边际影响较小。通过梳理，我们观察到核心军工企业如中直股份（1.4%）、中航沈飞（1.8%）、航发动力（2.0%）、内蒙一机（3.2%）

等受减税政策的影响均较小，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 3: 军工板块按照增值税率由 16% 降至 13%，净利润提升幅度前十企业



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 4: 军工板块按照增值稅率由 16%降至 13%对净利润影响测算

股票代码	股票简称	17年营业收入(百万元)	17年归母净利润(百万元)	净利润率(%)	17年消费税(百万元)	教育费附加税(百万元)	教育附加税率(%)	实际缴纳增值稅 - 按教育附加稅倒推(百万元)	企业实际增值稅率(%)	增值稅每降1%优惠稅金(百万元)	调降3个点影响净利润比例(%)
600501.SH	航天晨光	2,636	11.71	0.44%	0.00	4.84	5%	96.82	3.7%	6.78	173.6%
600677.SH	航天通信	10,196	100.27	0.98%	0.00	13.44	5%	268.88	2.6%	18.82	56.3%
600685.SH	中船防务	22,313	87.80	0.39%	0.00	10.15	5%	203.03	0.9%	14.21	48.6%
600855.SH	航天长峰	1,504	10.32	0.69%	0.00	1.00	5%	20.09	1.3%	1.41	40.9%
600391.SH	航发科技	2,259	46.87	2.08%	0.00	4.21	5%	84.28	3.7%	5.90	37.8%
000519.SZ	中兵红箭	4,775	126.01	2.64%	0.01	11.25	5%	224.98	4.7%	15.75	37.5%
600343.SH	航天动力	1,841	15.75	0.86%	0.00	1.32	5%	26.35	1.4%	1.84	35.1%
600862.SH	中航高科	3,044	83.57	2.75%	0.00	4.94	5%	98.85	3.2%	6.92	24.8%
601989.SH	中国重工	38,776	837.64	2.16%	0.06	36.97	5%	739.39	1.9%	51.76	18.5%
000687.SZ	华讯方舟	1,760	131.01	7.44%	0.00	5.65	5%	112.93	6.4%	7.91	18.1%
600435.SH	北方导航	1,956	47.28	2.42%	0.00	1.64	5%	32.72	1.7%	2.29	14.5%
002111.SZ	威海广泰	1,804	113.26	6.28%	0.00	3.84	5%	76.78	4.3%	5.37	14.2%
600482.SH	中国动力	23,147	1,201.74	5.19%	207.84	44.16	5%	675.28	2.9%	47.27	11.8%
600316.SH	洪都航空	2,530	30.68	1.21%	0.00	0.78	5%	15.66	0.6%	1.10	10.7%
002414.SZ	高德红外	1,016	58.44	5.75%	0.00	1.46	5%	29.28	2.9%	2.05	10.5%
002338.SZ	奥普光电	368	38.47	10.44%	0.00	0.91	5%	18.29	5.0%	1.28	10.0%
002151.SZ	北斗星通	2,204	104.91	4.76%	0.00	2.30	5%	46.08	2.1%	3.23	9.2%
300719.SZ	安达维尔	440	89.79	20.42%	0.00	1.87	5%	37.46	8.5%	2.62	8.8%
300114.SZ	中航电测	1,241	129.45	10.43%	0.00	2.64	5%	52.81	4.3%	3.70	8.6%
000901.SZ	航天科技	5,802	170.28	2.93%	0.00	3.43	5%	68.54	1.2%	4.80	8.5%
000768.SZ	中航飞机	31,079	471.40	1.52%	0.00	9.28	5%	185.53	0.6%	12.99	8.3%
600765.SH	中航重机	5,663	164.52	2.91%	0.00	3.19	5%	63.83	1.1%	4.47	8.1%
002214.SZ	大立科技	302	30.16	10.00%	0.00	0.53	5%	10.52	3.5%	0.74	7.3%
002664.SZ	长鹰信质	2,419	255.82	10.58%	0.00	4.38	5%	87.66	3.6%	6.14	7.2%
002413.SZ	雷科防务	767	122.56	15.98%	0.00	2.04	5%	40.74	5.3%	2.85	7.0%
300581.SZ	晨曦航空	178	48.52	27.27%	0.00	0.78	5%	15.59	8.8%	1.09	6.7%
300034.SZ	钢研高纳	675	58.19	8.62%	0.00	0.91	5%	18.14	2.7%	1.27	6.5%
300101.SZ	振芯科技	441	30.54	6.92%	0.00	0.45	5%	9.06	2.1%	0.63	6.2%
300252.SZ	金信诺	2,286	130.12	5.69%	0.00	1.85	5%	37.06	1.6%	2.59	6.0%
002465.SZ	海格通信	3,352	293.28	8.75%	0.00	3.93	5%	78.70	2.3%	5.51	5.6%
002179.SZ	中航光电	6,362	825.35	12.97%	0.00	10.55	5%	210.94	3.3%	14.77	5.4%
600879.SH	航天电子	13,054	524.91	4.02%	0.00	6.70	5%	133.92	1.0%	9.37	5.4%
300447.SZ	全信股份	567	122.79	21.67%	0.00	1.56	5%	31.28	5.5%	2.19	5.4%
300474.SZ	景嘉微	306	118.83	38.80%	0.00	1.50	5%	30.02	9.8%	2.10	5.3%
300045.SZ	华力创通	571	81.32	14.24%	0.00	0.98	5%	19.68	3.4%	1.38	5.1%
600372.SH	中航电子	7,023	542.44	7.72%	0.00	6.20	5%	124.04	1.8%	8.68	4.8%
600184.SH	光电股份	1,886	44.41	2.35%	0.00	0.46	5%	9.23	0.5%	0.65	4.4%
300397.SZ	天和防务	354	70.09	19.79%	0.00	0.70	5%	14.06	4.0%	0.98	4.2%
000738.SZ	航发控制	2,553	217.64	8.52%	0.00	2.08	5%	41.64	1.6%	2.91	4.0%
000547.SZ	航天发展	2,350	276.13	11.75%	0.00	2.63	5%	52.67	2.2%	3.69	4.0%
000561.SZ	烽火电子	1,217	69.70	5.73%	0.00	0.65	5%	12.99	1.1%	0.91	3.9%
600562.SH	国睿科技	1,154	169.36	14.67%	0.00	1.54	5%	30.86	2.7%	2.16	3.8%
600118.SH	中国卫星	7,385	409.60	5.55%	0.00	3.60	5%	71.90	1.0%	5.03	3.7%
600990.SH	四创电子	5,057	201.30	3.98%	0.00	1.76	5%	35.13	0.7%	2.46	3.7%
300424.SZ	航新科技	473	66.70	14.09%	0.00	0.55	5%	10.90	2.3%	0.76	3.4%
600967.SH	内蒙一机	11,967	525.02	4.39%	0.00	4.01	5%	80.19	0.7%	5.61	3.2%
002013.SZ	中航机电	9,232	579.01	6.27%	0.00	3.91	5%	78.11	0.8%	5.47	2.8%
300065.SZ	海兰信	805	103.41	12.84%	0.00	0.67	5%	13.32	1.7%	0.93	2.7%
002025.SZ	航天电器	2,612	311.39	11.92%	0.00	1.91	5%	38.15	1.5%	2.67	2.6%
601606.SH	长城军工	1,490	115.36	7.74%	0.00	0.63	5%	12.52	0.8%	0.88	2.3%
600893.SH	航发动力	22,555	959.99	4.26%	0.00	4.55	5%	91.02	0.4%	6.37	2.0%
300696.SZ	爱乐达	136	73.64	54.15%	0.00	0.32	5%	6.49	4.8%	0.45	1.9%
600760.SH	中航沈飞	19,459	706.78	3.63%	0.00	3.04	5%	60.83	0.3%	4.26	1.8%
300527.SZ	中国应急	2,204	193.01	8.76%	0.00	0.71	5%	14.22	0.6%	1.00	1.5%
600038.SH	中直股份	12,048	455.38	3.78%	0.00	1.48	5%	29.54	0.2%	2.07	1.4%
300722.SZ	新余国科	200	44.74	22.37%	0.00	0.14	5%	2.74	1.4%	0.19	1.3%
002935.SZ	天奥电子	820	92.52	11.28%	0.00	0.20	5%	3.92	0.5%	0.27	0.9%
000697.SZ	炼石航空	753	57.89	7.69%	0.00	0.05	5%	1.08	0.1%	0.08	0.4%
中信军工行业		311,369.4	12,999.1	4.17%	207.9	247.2	5%	4,736.7	1.5%	331.6	7.7%

备注:数据来源2017年报,以中信军工成分股剔除新股及亏损个股为样本,按照行业增值稅率16%调降至13%测算,预计对军工行业整体净利润影响比例约7.8%。

风险提示:部分军工企业享受增值稅先征后返优惠政策,教育费附加稅披露口径不一(存在部分企业未将地方教育附加和教育费附加合并),测算结果可能存在误差。

资料来源:WIND,国盛证券研究所

4 投资主线与受益标的

1) 综合考虑公司未来成长性, 建议关注此次增值税率下调对业绩弹性贡献较大的受益标的: 航天通信、中兵红箭。

2) **重申聚焦高景气领域:** 建议重点关注航空(直升机、战斗机等)、航天(弹箭星船)、国防信息化(雷达、军工电子、通信等)、军工新材料等高景气领域的优质个股。

- ◆ **航空:** 中直股份(直升机)、中航沈飞(战斗机)、中航机电(机电系统)、耐威科技(惯导+航电)。
- ◆ **航天:** 航天电器(连接器)、航天电子。
- ◆ **国防信息化:** 四创电子(雷达)、金信诺。
- ◆ **军工新材料:** 菲利华、火炬电子。

图表 5: 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.SZ	航天电器	0.73	0.84	1.05	1.29	38.7	33.6	26.8	21.9
600038.SH	中直股份	0.77	0.90	1.10	1.34	61.5	53.0	43.4	35.3
002013.SZ	中航机电	0.24	0.30	0.36	0.34	32.6	26.0	21.9	23.2
600879.SH	航天电子	0.20	0.22	0.26	0.30	35.4	31.3	26.6	22.8
600760.SH	中航沈飞	0.51	0.60	0.73	0.87	66.3	56.8	46.5	38.7
603678.SH	火炬电子	0.52	0.78	1.03	1.32	37.3	24.7	18.9	14.6
300395.SZ	菲利华	0.41	0.74	0.96	0.96	47.2	26.2	20.2	20.2
300252.SZ	金信诺	0.29	0.41	0.53	0.53	50.0	35.3	27.3	27.3
300456.SZ	耐威科技	0.26	0.53	0.72	0.72	120.1	59.0	43.6	43.6

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 2019年03月05日收盘价计算

5 风险提示

1) 样本选取及测算可能引起误差的风险: 部分军工企业享受增值税先征后返优惠政策, 教育费附加税披露口径不一(存在部分企业未将地方教育附加和教育费附加合并), 测算结果可能存在误差。

2) 军工改革力度不及预期;

3) 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