

行业研究/动态点评

2019年03月06日

行业评级:

轻工制造 增持 (维持)

**陈羽锋** 执业证书编号: S0570513090004  
研究员 025-83387511  
chenyufeng@htsc.com

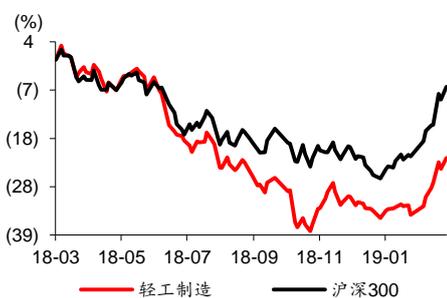
**倪娇娇** 执业证书编号: S0570517110005  
研究员 nijiaojiao@htsc.com

**周鑫**  
联系人 zhou.xin@htsc.com

相关研究

- 1《索菲亚(002572,增持): 橱柜扭亏为盈, 赋能渠道费用率提升》2019.03
- 2《轻工制造: 家居估值修复, 关注地产交易指标》2019.03
- 3《轻工制造: 行业周报(第九周)》2019.03

一年内行业走势图



资料来源: Wind

## 增值税率下调, 家居具备较大弹性

### 制造业增值税税率下降, 产业链议价能力强的企业有望受益

据新华社报道, 2019年3月5日公布的政府工作报告指出“深化增值税改革”, 2019年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%; 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。若降税后终端产品价格相应下降, 有望促进终端消费进而驱动企业产销量提升、营收与利润增长; 若企业具备较强产业链议价能力, 减税优惠将留存于企业、增厚利润, 我们认为轻工板块中消费属性强的家居及生活用纸企业最有望受益于减税政策。

### 含税收入/成本不变假设下, 家居/包装/造纸净利润增厚幅度约9%~11%

目前轻工行业主要适用于16%档增值税率, 此次减税后增值税率将下降至13%。减税效果与企业议价能力密切相关, 假设上游较强势、企业不得接受成本上涨, 下游相对弱势、企业可将利润留存, 即假设企业含税收入不变(对应不含税收入增加)、营业成本含税价不变(对应不含税成本增加), 以2017年数据为基础测算(下同), 家居/包装/造纸板块净利润增厚幅度分别为11.0%/11.5%/9.6%; 假设与上下游共享减税红利, 含税收入与含税成本相应降低1.5%, 家居/包装/造纸板块净利润增厚幅度分别为4.6%/4.4%/4.0%。

### 家居: 家居企业或具备较大利润弹性

家居行业消费属性较强, 面对下游具有一定议价能力, 假设企业含税收入/成本不变, 则家居主要上市企业利润增厚幅度在6~19%, 净利率提升幅度在1.4pct以上; 若家居企业需与上下游共享减税红利, 即假设含税收入与含税成本降低1.5%, 则家居企业利润增厚幅度在2%~8%, 净利率提升幅度0.5~1.0pct。

### 造纸: 消费属性更强的生活用纸企业或更为受益

假设企业含税收入/成本不变, 中顺洁柔、华泰股份、岳阳林纸、晨鸣纸业等企业净利润增厚明显, 增厚幅度均在10%以上; 假设含税收入与含税成本降低1.5%, 则主要造纸企业净利润增厚幅度在2.5%~8.0%, 净利率提升0.25~0.95pct。从两种假设情形来看, 下游面对议价能力较弱的经销商及终端消费者、毛利率水平较高的生活用纸企业中顺洁柔受益减税政策或更为显著。

### 包装: 受制于上下游强议价能力, 受益程度有限

假设含税收入与含税成本降低1.5%, 主要包装企业净利润增厚幅度约2.0%~11.5%, 净利率提升0.4~1.1pct。尽管所测算利润增厚幅度与家居、造纸板块相近, 但考虑到包装上游造纸行业、下游电子、食品饮料等行业市场格局均较为集中、议价能力强, 我们认为在减税政策实际执行过程中包装企业从供应商及下游客户获取减税红利的空间有限, 受减税政策影响相对较小。

风险提示: 模型测算与实际存在差距, 具体减税细则尚未明确。

1、情景一：假设上游较强势、企业不得不接受成本上涨，下游相对弱势、企业可将利润留存，即企业含税收入不变（对应不含税收入增加）、营业成本含税价不变（对应不含税成本增加）

图表1：增值税减税对主要家居企业利润影响测算（情景一，以2017年数据为测算基础）

股票代码	公司简称	原材料占营 减税对营业利润的影			减税对净利润的影			
		业成本比重	响绝对值（百万元）	营业利润变化幅度	所得税综合税率响绝对值（百万元）	净利润变化幅度	净利率提升	
300616.SZ	尚品宅配	79.79%	83	17.92%	16.95%	69	18.06%	2.35%
603313.SH	梦百合	75.65%	27	14.78%	16.29%	23	14.83%	1.38%
603326.SH	我乐家居	67.57%	14	13.75%	19.81%	11	13.37%	1.94%
603008.SH	喜临门（民用家具）	62.14%	39	12.22%	11.76%	34	12.18%	1.65%
603816.SH	顾家家居	82.59%	108	12.92%	17.12%	89	10.77%	2.14%
603818.SH	曲美家居	69.50%	32	10.60%	17.91%	26	10.71%	2.05%
603180.SH	金牌厨柜	74.06%	18	9.67%	9.91%	16	9.61%	1.83%
002853.SZ	皮阿诺	84.62%	11	9.39%	13.99%	10	9.41%	1.79%
603801.SH	志邦家居	76.43%	26	9.19%	15.29%	22	9.30%	1.55%
603833.SH	欧派家居	87.98%	129	8.51%	15.23%	109	8.40%	1.72%
002572.SZ	索菲亚	78.67%	84	7.11%	23.43%	64	7.11%	1.69%
603898.SH	好莱客	80.29%	25	6.08%	14.61%	21	6.13%	1.86%
603848.SH	好太太	85.00%	14	6.21%	14.45%	12	6.01%	1.85%

注：曲美家居、好莱客原材料占比数据为招股说明书披露的2014年比重，金牌厨柜、皮阿诺、我乐家居、欧派家居为2016年招股说明书披露

资料来源：公司招股说明书，公司年报，华泰证券研究所

图表2：增值税减税对主要造纸企业利润影响测算（情景一，以2017年数据为测算基础）

股票代码	公司简称	原材料占营 减税对营业利润的影			减税对净利润的影			
		业成本比重	响绝对值（百万元）	营业利润变化幅度	所得税综合税率响绝对值（百万元）	净利润变化幅度	净利率提升	
002511.SZ	中顺洁柔	55.00%	79	19.08%	17.15%	66	18.77%	2.17%
600308.SH	华泰股份	74.19%	137	15.92%	21.32%	108	15.75%	0.94%
600963.SH	岳阳林纸	89.96%	51	11.06%	26.15%	38	10.92%	0.81%
000488.SZ	晨鸣纸业	62.18%	467	10.57%	17.14%	387	10.29%	1.96%
600966.SH	博汇纸业	74.58%	103	8.84%	24.33%	78	8.92%	1.15%
600793.SH	宜宾纸业	84.81%	7	7.58%	0.12%	7	7.57%	0.66%
002067.SZ	景兴纸业	74.35%	58	7.19%	13.65%	50	7.18%	1.16%
002078.SZ	太阳纸业	82.83%	194	6.59%	23.24%	149	6.63%	1.07%
600567.SH	山鹰纸业	92.01%	135	5.90%	9.41%	123	6.07%	0.91%

资料来源：公司年报，华泰证券研究所

图表3：增值税减税对主要包装企业利润影响测算（情景一，以2017年数据为测算基础）

股票代码	公司简称	原材料占营 减税对营业利润的影			减税对净利润的影			
		业成本比重	响绝对值（百万元）	营业利润变化幅度	所得税综合税率响绝对值（百万元）	净利润变化幅度	净利率提升	
002228.sz	合兴包装	67.32%	70	27.42%	22.08%	55	27.33%	1.01%
002831.sz	裕同科技	56.51%	279	26.07%	13.83%	240	25.76%	5.05%
002303.sz	美盈森	76.06%	86	21.10%	15.47%	73	21.16%	3.90%
002701.sz	奥瑞金	81.85%	191	19.18%	30.32%	133	19.32%	2.51%
601515.sh	东风股份	69.01%	94	12.23%	12.11%	82	12.34%	5.08%

资料来源：公司年报，华泰证券研究所

2、情景二：假设企业上游、下游均较为强势，需与上下游分享减税红利，即假设企业含税收入按1.5%比例相应减少、可抵扣成本含税价按1.5%比例相应减少

图表4： 增值税减税对主要家居企业利润影响测算（情景二，以2017年数据为测算基础）

股票代码	公司简称	原材料占营 业成本比重 减税对营业利润的影 响绝对值（百万元）			减税对净利润的影 响绝对值（百万元）			
		业成本比重	响绝对值（百万元）	营业利润变化幅度	所得税综合税率	响绝对值（百万元）	净利润变化幅度	净利率提升
300616.SZ	尚品宅配	75.65%	35	7.53%	16.95%	29	7.58%	0.99%
603313.SH	梦百合	79.79%	11	6.21%	16.29%	10	6.23%	0.58%
603326.SH	我乐家居	67.57%	6	5.77%	19.81%	5	5.61%	0.81%
603008.SH	喜临门(民 用家具)	82.59%	16	5.13%	11.76%	14	5.12%	0.69%
603816.SH	顾家家居	62.14%	45	5.43%	17.12%	38	4.52%	0.90%
603818.SH	曲美家居	69.50%	13	4.45%	17.91%	11	4.50%	0.86%
603180.SH	金牌厨柜	87.98%	7	4.06%	9.91%	7	4.04%	0.77%
002853.SZ	皮阿诺	74.06%	5	3.95%	13.99%	4	3.95%	0.75%
603801.SH	志邦家居	84.62%	11	3.86%	15.29%	9	3.91%	0.65%
603833.SH	欧派家居	76.43%	54	3.57%	15.23%	46	3.53%	0.72%
002572.SZ	索菲亚	78.67%	35	2.99%	23.43%	27	2.99%	0.71%
603898.SH	好莱客	80.29%	10	2.55%	14.61%	9	2.57%	0.78%
603848.SH	好太太	85.00%	6	2.61%	14.45%	5	2.53%	0.78%

注：曲美家居、好莱客原材料占比数据为招股说明书披露的2014年比重，金牌厨柜、皮阿诺、我乐家居、欧派家居为2016年招股说明书披露

资料来源：公司招股说明书，公司年报，华泰证券研究所

图表5： 增值税减税对主要造纸企业利润影响测算（情景二，以2017年数据为测算基础）

股票代码	公司简称	原材料占营 业成本比重 减税对营业利润的影 响绝对值（百万元）			减税对净利润的影 响绝对值（百万元）			
		业成本比重	响绝对值（百万元）	营业利润变化幅度	所得税综合税率	响绝对值（百万元）	净利润变化幅度	净利率提升
002511.SZ	中顺洁柔	55.00%	33	8.01%	17.15%	28	7.88%	0.91%
600308.SH	华泰股份	74.19%	57	6.69%	21.32%	45	6.62%	0.39%
600963.SH	岳阳林纸	89.96%	22	4.64%	26.15%	16	4.58%	0.34%
000488.SZ	晨鸣纸业	62.18%	196	4.44%	17.14%	162	4.32%	0.82%
600966.SH	博汇纸业	74.58%	43	3.71%	24.33%	33	3.75%	0.48%
600793.SH	宜宾纸业	84.81%	3	3.19%	0.12%	3	3.18%	0.28%
002067.SZ	景兴纸业	74.35%	24	3.02%	13.65%	21	3.02%	0.49%
002078.SZ	太阳纸业	82.83%	82	2.77%	23.24%	63	2.78%	0.45%
600567.SH	山鹰纸业	92.01%	57	2.48%	9.41%	51	2.55%	0.38%

资料来源：公司年报，华泰证券研究所

图表6： 增值税减税对主要包装企业利润影响测算（情景二，以2017年数据为测算基础）

股票代码	公司简称	原材料占营 业成本比重 减税对营业利润的影 响绝对值（百万元）			减税对净利润的影 响绝对值（百万元）			
		业成本比重	响绝对值（百万元）	营业利润变化幅度	所得税综合税率	响绝对值（百万元）	净利润变化幅度	净利率提升
002228.sz	合兴包装	67.32%	30	11.52%	22.08%	23	11.48%	0.42%
002831.sz	裕同科技	56.51%	47	4.44%	13.83%	41	4.39%	0.86%
002303.sz	美盈森	76.06%	16	3.91%	15.47%	14	3.92%	0.72%
002701.sz	奥瑞金	81.85%	33	3.34%	30.32%	23	3.37%	0.44%
601515.sh	东风股份	69.01%	19	2.44%	12.11%	16	2.47%	1.01%

资料来源：公司年报，华泰证券研究所

### 风险提示

1) 模型测算与实际存在差距：本篇测算仅假设“企业不具备对上游议价能力、具备较强对下游议价能力”、“企业需与上下游按一定比例分享减税红利”的极端情景，与企业实际经营、操作情况存在一定差距，测算结果可能与公司实际影响之间有较大差异，不代表对公司具体实际影响。

2) 具体减税细则尚未明确：制造业增值税减税政策落地还需等待具体细则，具体公司所能获得的减税收益还存在一定的不确定性。

## 免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司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，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议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，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。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。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。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。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。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独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。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。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91320000704041011J。

全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：A0K809

©版权所有 2019 年华泰证券股份有限公司

## 评级说明

### 行业评级体系

一 报告发布日后的 6 个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一 投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

### 公司评级体系

一 报告发布日后的 6 个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一 投资建议的评级标准

买入股价超越基准 20% 以上

增持股价超越基准 5%-20%

中性股价相对基准波动在 -5%~5% 之间

减持股价弱于基准 5%-20%

卖出股价弱于基准 20% 以上

## 华泰证券研究

### 南京

南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

### 深圳

深圳市福田区益田路 5999 号基金大厦 10 楼/邮政编码：518017

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

### 北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层  
 邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

### 上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com