

行业研究/动态点评

2019年03月05日

行业评级:

家用电器 增持 (维持)
白色家电 II 增持 (维持)

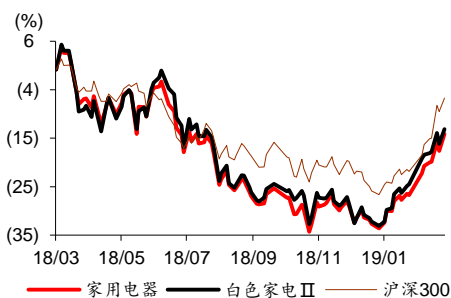
林寰宇 执业证书编号: S0570518110001
研究员 linhuanyu@htsc.com

王森泉 执业证书编号: S0570518120001
研究员 wangsenquan@htsc.com

相关研究

- 1 《家用电器: 行业周报 (第九周)》2019.03
- 2 《家用电器: MSCI 助力家电估值筑底转向溢价》2019.03
- 3 《家用电器: 1月冰洗出口数据均大幅超预期》2019.03

一年内行业走势图



资料来源: Wind

制造业减税出台, 利好产业链龙头

增值税率下降点评

制造业增值税减税计划出台, 家电龙头强议价能力企业有望受益

新华社报道, 2019年政府工作报告提出实施更大规模减税, 将制造业等行业现行16%的增值税税率降至13%。我们认为增值税率下降对制造企业而言, 有助于企业税负成本, 同时对于企业现金流状况有实质性改善。虽然增值税属于价外税, 并不直接影响企业利润表, 但是由于企业在产业链中议价能力的差异, 可能使得收入端与成本端受到减税影响的并不完全相同, 我们测算认为产业链中议价能力较强的家电企业受益较为明显, 对于未来利润有间接拉动作用, 推荐格力电器、美的集团、青岛海尔。

增值税率由16%下降至13%, 关注产业链强议价企业盈利变化

由于增值税属于价外税, 对企业营业收入、营业成本科目没有直接影响。我们认为不会对企业利润表产生较大直接的影响(税金及附加科目有所影响, 但对于家电制造业而言, 税金及附加占比不足营业收入的1%)。但由于不同公司在产业链中议价能力的不同, 产品含税出厂价及原材料含税购买价可能受到减税影响不同, 具备较强产业链议价能力公司在减税情形下或能提升盈利能力。

情景一: 公司具备较强产业链议价能力。

产品含税出厂价不变(对应不含税收入增加), 原材料含税采购价按减税幅度等比例下降, 同时分享上游的减税红利(对应的不含税成本降低)。对于企业而言, 营业收入获得提升, 而营业成本下降, 同时基于应纳增值税计算的税金及附加下降 → 营业利润提升幅度较大。

情景二: 公司具备较强对下游议价能力, 但不具备对上游议价能力。

产品含税出厂价不变(对应不含税收入增加), 原材料含税采购价不变(对应的不含税成本增加)。对于企业而言, 由于增值税按产品增值部分计算, 因此营业收入提升幅度大于营业成本提升幅度, 同时基于应纳增值税计算的税金及附加下降 → 营业利润提升幅度中等。

情景三: 公司不具备对下游议价能力, 但具备对上游议价能力。

产品含税出厂价按减税幅度等比例下降, 同时与经销商分享减税红利(对应的不含税收入降低), 原材料含税采购价按减税幅度等比例下降, 同时分享上游的减税红利(对应的不含税成本降低)。对于企业而言, 由于增值税按产品增值部分计算, 因此营业收入下降大于营业成本下降, 同时基于应纳增值税计算的税金及附加下降 → 营业利润有可能下降。

情景四: 公司不具备产业链议价能力。

产品含税出厂价按减税幅度等比例下降, 同时与经销商分享减税红利(对应的不含税收入降低), 原材料含税采购价不变(对应的不含税成本提升)对于企业而言, 营业收入下降, 同时营业成本提升, 同时基于应纳增值税计算的税金及附加下降 → 营业利润有可能下降。

风险提示: 测算仅假设极端情景, 可能存差异。具体减税细则尚未明确。

重点推荐

股票代码	股票名称	收盘价 (元)	投资评级	EPS (元)				P/E (倍)			
				2017	2018E	2019E	2020E	2017	2018E	2019E	2020E
000651.sz	格力电器	46.65	买入	2.62	3.10	3.49	4.10	17.81	15.05	13.37	11.38
000333.sz	美的集团	48.96	买入	3.72	4.44	5.06	5.97	13.16	11.03	9.68	8.20
600690.sh	青岛海尔	17.43	买入	1.09	1.25	1.43	1.65	15.99	13.94	12.19	10.56

资料来源: 华泰证券研究所

应缴纳增值税计算框架：

$$\begin{aligned} \text{应缴纳增值税} &= \text{销项税} - \text{进项税} + \text{不可抵扣的进项税及转出} \\ &\approx \text{营业收入} * \text{对应增值税率} - \text{营业成本} * \text{对应增值税率} - \text{各项费用} * \text{对应增值税率} \end{aligned}$$

制造业产品含税出厂价格（过去执行 16% 增值税税率），原材料采购、各项费用（可能执行 16%、10%、6% 的多种增值税税率），具体到增值税税率下降对公司营业利润及净利润的影响，取决于公司产业链议价能力与销项、进项税税率等情况，情景可能远超我们预计。

我们仅以格力电器为例，带入到不同的情景中，测算不同情形下对于盈利的影响。但由于我们仅假设几种极端情景，并不代表公司实际影响，也可能与实际影响存较大差异。

以下分析仅简单考虑增值税率调整对营业收入、营业成本科目影响，并假设对应销项及进项增值税率过去均为 16%，降低后为 13%，假设其他成本不变。

2017 年格力电器营业总收入为 1500.2 亿元，营业成本为 995.6 亿元，营业利润为 261.3 亿元。

(1) 情形一，假设公司具备较强产业链议价能力，营业利润及净利润均有较大提升

产品含税出厂价不变（对应不含税收入为 1540.0 亿元），原材料含税采购价按减税幅度等比例下降，同时分享上游的减税红利（获取所有 3% 的减税红利，不含税成本为 991.4 亿元）。

测算得营业利润提升为 305.3 亿元（提升 16.9%），净利润提升为 261.1 亿元（提升 16.0%）。

图表1：情形一假设公司具备较强产业链议价能力

情形一	旧不含税金额	旧税率	旧含税金额	让利情况	新含税金额	新税率	新不含税金额
收入（亿元）	1500.2	16%	1740.2	0%	1740.2	13%	1540.0
成本（亿元）	995.6	16%	1154.9	3%	1120.2	13%	991.4

资料来源：Wind、华泰证券研究所

图表2：情形一假设公司具备较强产业链议价能力，测算营业利润及净利润提升较大

	旧营业利润	新营业利润	营业利润变化	所得税率	旧净利润	新净利润	净利润变化
金额（亿元）	261.3	305.3	16.9%	18.3%	225.1	261.1	16.0%

资料来源：Wind、华泰证券研究所

(2) 情形二，假设公司具备较强对下游议价能力，但不具备对上游议价能力，营业利润及净利润提升中等

产品含税出厂价不变（对应不含税收入为 1540.0 亿元），原材料含税采购价不变（对应不含税成本 1022.0 亿元）

测算得营业利润提升为 274.7 亿元（提升 5.1%），净利润提升为 236.0 亿元（提升 4.9%）。

图表3：情景二假设公司具备较强对下游议价能力，但不具备对上游议价能力

情形二	旧不含税金额	旧税率	旧含税金额	让利情况	新含税金额	新税率	新不含税金额
收入（亿元）	1500.2	16%	1740.2	0%	1740.2	13%	1540.0
成本（亿元）	995.6	16%	1154.9	0%	1154.9	13%	1022.0

资料来源：Wind、华泰证券研究所

图表4：情景二假设公司具备较强对下游议价能力，但不具备对上游议价能力，测算营业利润及净利润提升较小

	旧营业利润	新营业利润	营业利润变化	所得税率	旧净利润	新净利润	净利润变化
金额（亿元）	261.3	274.7	5.1%	18.3%	225.1	236.0	4.9%

资料来源：Wind、华泰证券研究所

(3) 情形三，假设公司不具备对下游议价能力，但具备对上游议价能力，营业利润及净利润有所下滑

产品含税出厂价按减税幅度等比例下降，同时与经销商分享减税红利（分享所有3%的减税红利，对应的不含税收入为1493.8亿元），原材料含税采购价按减税幅度等比例下降，同时分享上游的减税红利（获取所有3%的减税红利，对应不含税成本为991.4亿元）。

测算得营业利润下降为259.1亿元(下降0.8%)，净利润下降为223.3亿元(下降0.8%)。

图表5： 情景三假设公司不具备对下游议价能力，但具备对上游议价能力

情形三	旧不含税金额	旧税率	旧含税金额	让利情况	新含税金额	新税率	新不含税金额
收入(亿元)	1500.2	16%	1740.2	3%	1688.0	13%	1493.8
成本(亿元)	995.6	16%	1154.9	3%	1120.2	13%	991.4

资料来源：Wind、华泰证券研究所。

图表6： 情景三假设公司不具备对下游议价能力，但具备对上游议价能力，测算营业利润及净利润下降较小，

	旧营业利润	新营业利润	营业利润变化	所得税率	旧净利润	新净利润	净利润变化
金额(亿元)	261.3	259.1	-0.8%	18.3%	225.1	223.3	-0.8%

资料来源：Wind、华泰证券研究所

(4) 情形四，假设公司不具备产业链议价能力，营业利润及净利润有所下滑

产品含税出厂价按减税幅度等比例下降，同时与经销商分享减税红利（分享所有3%的减税红利，对应的不含税收入为1493.8亿元），原材料含税采购价不变（对应的不含税成本1022.0亿元）。

测算得营业利润下降为228.5亿元(下降12.6%)，净利润下降为223.3亿元(下降11.9%)。

图表7： 情景四假设公司不具备产业链议价能力

情形四	旧不含税金额	旧税率	旧含税金额	让利情况	新含税金额	新税率	新不含税金额
收入(亿元)	1500.2	16%	1740.2	3%	1688.0	13%	1493.8
成本(亿元)	995.6	16%	1154.9	0%	1154.9	13%	1022.0

资料来源：Wind、华泰证券研究所

图表8： 情景四假设公司不具备产业链议价能力，测算营业利润及净利润下降较大

	旧营业利润	新营业利润	营业利润变化	所得税率	旧净利润	新净利润	净利润变化
金额(亿元)	261.3	228.5	-12.6%	18.3%	225.1	198.3	-11.9%

资料来源：Wind、华泰证券研究所

风险提示

(1) 测算仅假设极端情景，可能存差异。

情景分析中仅仅考虑了几种可能存在的极端情景，公司实际操作中面临的情形可能有较大差异，情景分析的结果可能与公司实际影响之间有较大差异，可能不代表公司具体实际影响。

(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