

行业研究/动态点评

2019年03月06日

行业评级:

公用事业 增持 (维持)

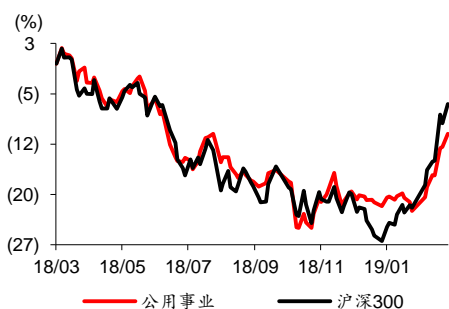
王玮嘉 执业证书编号: S0570517050002
研究员 021-28972079
wangweijia@htsc.com

赵伟博 010-56793949
联系人 zhaoweibo@htsc.com

相关研究

- 1 《公用事业: 行业周报(第九周)》2019.03
- 2 《公用事业: 市场电: 从哪里来, 又去向何方》2019.03
- 3 《华测检测(300012,买入): 18 业绩同比翻倍, 现金流预期大幅好转》2019.02

一年内行业走势图



资料来源: Wind

增值税税率下行, 火电弹性最大

两会提出进一步下调增值税率; 火电业绩弹性大

3月5日, 两会政府工作报告中提出制造业等行业增值税率从16%降为13%, 工程类由10%降到9%。我们认为增值税率下调的确定性受益是最终消费者, 产业链中有定价权(包括非市场化垄断定价)的环节才可以留存超额利润, 对大部分流通环节来说“量”的利好高于“价”。我们认为电力企业增值税也存在下调预期, 火电因其盈利能力低, 受益增值税下调弹性大(标杆电价(含税)不变, 不含税上网电价变相提升); 水电增值税占比高, 但因其盈利能力可观弹性反而不大。环保行业中, 垃圾发电因增值税返还比例高受益不明显, 监测正向影响, 危废资源化利空、无害化利好。

增值税率调整对火电利润影响可观, 对水电带来一定弹性

火电分情景: 1) 非市场电含税电价不变, 市场电不含税电价不变, 当增值税率下调1pct, 皖能电力/京能电力/长源电力18E(Wind一致预期, 下同)利润弹性6.0%/4.9%/3.9%; 2) 假设非市场电和市场电不含税电价不变, 对火电企业利润层面影响在0.4%-1.7%区间, 相对偏小。水电分情景: 1) 非市场电部分含税电价不变, 市场电不含税电价不变; 增值税率下调1pct时, 对川投/华能水电18E利润弹性5.0%/3.1%。2) 不含税电价不变, 含税电价下降, 对水电企业18E利润增厚0%-0.4%。

垃圾发电: 原有增值税返还比例高, 利好不足1%

垃圾发电收入端政府定价(上网电价和垃圾补贴费), 但是目前垃圾发电处置收入增值税返还70%, 发电收入即征即退, 成本端影响分情景: 1) 成本端材料费用等含税价格不变; 增值税率下调1pct时, 影响最大的为伟明环保净利润增厚0.1%。2) 成本端材料费用等不含税价格不变, 增值税率调整仅影响附加税金变化, 垃圾发电企业不仅享受收入端的红利, 还避免了成本端支出的增加, 但对上市公司利润影响仍较小, 在0.1%-0.2%左右。

危废: 增值税税率下调对资源化利空、无害化利好

对危废企业影响: 收入端无害化处置费和资源化产品含税价格不变、成本端含税价不变带来不含税成本的增加, 测算得出增值税率下调1pct时, 对东江环保/金圆股份的影响0.2%/-1.8%, 影响方向出现分化, 主因为增值税下调对危废企业资源化产品偏利空, 资源化产品成本端原材料占比高达90%, 而资源化产品享受增值税即征即退30%, 增值税率下调使得成本端的负面影响(含税价不变, 增值税率下调, 带来不含税成本增加)增大。

增值税率调整对监测正向影响、工程类负向影响

监测设备类企业增值税现行税率16%, 普遍没有增值税返还优惠。成本端基本均能进项税抵扣, 分情景: 1) 收入端监测设备等含税价格不变, 成本端材料等含税价不变带来不含税成本的增加, 增值税率下调1pct时, 对聚光科技/先河环保的18E净利润影响2.5%/2.2%; 2) 收入端监测设备等不含税价格不变, 成本端材料等不含税成本价格不变, 增值税率调整仅影响附加税金变化, 对聚光科技/先河环保18E利润影响均在0.3%左右。工程类企业由于进项税税率较高/销项税率较低, 且对上下游议价能力有限, 我们预计此次增值税调整影响或偏负面。

风险提示: 电力行业增值税率不下调风险、部分企业可能存在不正规开票情况, 税改后增加税负。

火电：增值税税率调整对业绩影响可观

增值税率下调火电业绩形成显著利好。火电企业的成本中，燃料成本占比最高，该部分可用来抵扣的进项税。

情景 1 (中性)：收入端非市场电含税电价不变，市场电不含税电价不变，成本端含税材料等成本价格不变。增值税率下调 1pct 时，对皖能电力/京能电力/长源电力的 2018E (Wind 一致预期，下同) 净利润弹性分别为 6.0%/4.9%/3.9%，利润弹性为可比公司前列。

情景 2 (悲观)：所有电量不含税电价不变，含税电价下降，下游工商业用户受益；成本端不含税价格不变。火电企业不享受增值税率下调带来的红利，增值税率调整仅影响附加税金变化，增值税率下调 1pct 时，对火电企业 2018E (Wind 一致预期) 利润层面影响在 0.4%-1.7% 区间。

情景 3 (乐观)：所有电量含税电价不变，不含税电价上升；成本端含税价格不变。火电企业享受增值税率下调带来的红利，增值税率下调 1pct 时，对华能国际、皖能电力的 2018E (Wind 一致预期) 净利润弹性分别为 13.4%/9.3%。

图表1：情景 1 下测算增值税对火电企业业绩影响 (中性)

公司	营业收入	销项税变化	进项税变化	应交增值税变化	应交增值税附加变化	含税利润	-1%增值税, +含税利润	利润弹性
2018E 增值税影响测算 (百万)								
皖能电力	13,884	-124	-59	-66	-8	746	45	6.0%
长源电力	6,373	-57	-34	-23	-3	260	10	3.9%
浙能电力	55,126	-493	-285	-209	-25	6,296	119	1.9%
建投能源	12,947	-116	-65	-52	-6	809	29	3.5%
内蒙华电	13,340	-121	-46	-75	-9	1,638	45	2.8%
粤电力 A	28,023	-260	-157	-103	-12	1,390	-14	-1.0%
京能电力	12,910	-116	-55	-61	-7	800	39	4.9%
华能国际	167,480	-1,532	-898	-634	-76	4,619	109	2.4%
福能股份	9,057	-80	-25	-55	-7	1,427	53	3.7%
2019E 增值税影响测算 (百万)								
皖能电力	15,219	-138	-63	-75	-9	1,461	41	2.8%
长源电力	6,444	-59	-32	-26	-3	400	10	2.6%
浙能电力	56,089	-506	-274	-232	-28	8,022	123	1.5%
建投能源	13,931	-126	-65	-61	-7	1,568	33	2.1%
内蒙华电	14,634	-133	-50	-83	-10	2,364	49	2.1%
粤电力 A	29,586	-276	-160	-117	-14	2,732	-15	-0.6%
京能电力	17,020	-154	-68	-86	-10	2,245	48	2.1%
华能国际	174,110	-1,608	-896	-712	-85	9,802	75	0.8%
福能股份	9,547	-84	-23	-61	-7	1,769	60	3.4%

资料来源：Wind、华泰证券研究所，盈利预测采用 Wind 一致预期

图表2：情景2下测算增值税对火电企业业绩影响（悲观假设）

公司	营业收入	销项税变化	进项税变化	应交增值税变化	应交增值税附加变化	含税利润	-1%增值税, +含税利润	利润弹性
2018E 增值税影响测算 (百万)								
皖能电力	13,884	-139	-68	-71	-9	746	9	1.1%
长源电力	6,373	-64	-40	-24	-3	260	3	1.1%
浙能电力	55,126	-551	-328	-223	-27	6,296	27	0.4%
建投能源	12,947	-129	-74	-55	-7	809	7	0.8%
内蒙华电	13,340	-133	-53	-81	-10	1,638	10	0.6%
粤电力A	28,023	-280	-182	-99	-12	1,390	12	0.9%
京能电力	12,910	-129	-63	-66	-8	800	8	1.0%
华能国际	167,480	-1,675	-1,036	-639	-77	4,619	77	1.7%
福能股份	9,057	-91	-28	-62	-7	1,427	7	0.5%
2019E 增值税影响测算 (百万)								
皖能电力	15,219	-152	-72	-80	-10	1,461	10	0.7%
长源电力	6,444	-64	-37	-27	-3	400	3	0.8%
浙能电力	56,089	-561	-315	-246	-30	8,022	30	0.4%
建投能源	13,931	-139	-75	-64	-8	1,568	8	0.5%
内蒙华电	14,634	-146	-57	-89	-11	2,364	11	0.5%
粤电力A	29,586	-296	-184	-112	-13	2,732	13	0.5%
京能电力	17,020	-170	-78	-92	-11	2,245	11	0.5%
华能国际	174,110	-1,741	-1,031	-710	-85	9,802	85	0.9%
福能股份	9,547	-95	-26	-69	-8	1,769	8	0.5%

资料来源：Wind、华泰证券研究所，盈利预测采用Wind一致预期

图表3：情景3下测算增值税对火电企业业绩影响（乐观假设）

公司	营业收入	销项税变化	进项税变化	应交增值税变化	应交增值税附加变化	含税利润	-1%增值税, +含税利润	利润弹性
2018E 增值税影响测算（百万）								
皖能电力	13,884	-120	-59	-62	-7	746	69	9.3%
长源电力	6,373	-55	-34	-21	-3	260	23	9.0%
浙能电力	55,126	-478	-285	-194	-23	6,296	217	3.4%
建投能源	12,947	-112	-65	-48	-6	809	53	6.6%
内蒙华电	13,340	-116	-46	-70	-8	1,638	78	4.8%
粤电力A	28,023	-243	-157	-86	-10	1,390	96	6.9%
京能电力	12,910	-112	-55	-57	-7	800	64	8.0%
华能国际	167,480	-1,453	-898	-554	-67	4,619	621	13.4%
福能股份	9,057	-79	-25	-54	-6	1,427	61	4.2%
2019E 增值税影响测算（百万）								
皖能电力	15,219	-132	-72	-60	-7	1,461	77	5.2%
长源电力	6,444	-56	-37	-19	-2	400	26	6.5%
浙能电力	56,089	-486	-315	-171	-20	8,022	234	2.9%
建投能源	13,931	-121	-75	-46	-5	1,568	61	3.9%
内蒙华电	14,634	-127	-57	-69	-8	2,364	85	3.6%
粤电力A	29,586	-256	-184	-72	-9	2,732	106	3.9%
京能电力	17,020	-147	-78	-69	-8	2,245	88	3.9%
华能国际	174,110	-1,507	-1,031	-477	-57	9,802	672	6.9%
福能股份	9,547	-83	-26	-56	-7	1,769	67	3.8%

资料来源：Wind、华泰证券研究所，盈利预测采用Wind一致预期

水电：增值税税率调整带来一定弹性

水电已不再享受增值税优惠政策，增值税率下调水电业绩形成一定利好。由于水电企业的成本主要为折旧等，可抵扣的进项税忽略不计，分三种情景考虑：

情形 1 (中性)：非市场电部分含税电价不变，市场电不含税电价不变，增值税率下调 1pct 时，对川投/华能水电的 2018E 净利润弹性分别为 5.0%/3.1%。其中川投主要为来自雅砻江水电投资收益增加带来的弹性，自身收入端变化较小。

情景 2 (悲观)：所有电量不含税电价不变，含税电价下降，下游工商业用户受益，水电利润增厚 0%-0.4%。下水电企业不享受增值税率下调带来的红利，含税电价下降，转移至下游工商业用户受益，增值税率调整仅影响附加税金变化，对水电企业利润层面影响在 0%-0.5%。

情景 3 (乐观)：所有电量含税电价不变，不含税电价上升，水电企业享受增值税率下调带来的红利，对川投/华能水电的 2018E 净利润弹性分别为 5.4%/3.4%。

图表4：情景 1 下测算增值税对水电企业业绩影响（中性假设）

公司	营业收入	销项税变化	进项税抵扣变化	应交增值税变化	应交增值税附加变化	含税利润	-1%增值税, +含税利润	利润弹性
2018E 增值税影响测算 (百万)								
长江电力	51273	-450	-	-449.1	-53.9	27059	465	1.7%
雅砻江	17599	-155	-	-154.7	-18.6	8118	156	1.9%
川投能源	822	-7	-	-7.2	-0.9	3295	163	5.0%
桂冠电力	9207	-81	-	-81.0	-9.7	3726	81	2.2%
华能水电	15937	-140	-	-140.1	-16.8	4579	141	3.1%
2019E 增值税影响测算 (百万)								
长江电力	51558	-451.6	-	-451.6	-54.2	27175	467	1.7%
雅砻江	17640	-155.1	-	-155.1	-18.6	8028	156	1.9%
川投能源	846	-7.4	-	-7.4	-0.9	3362	164	4.9%
桂冠电力	9421	-82.8	-	-82.8	-9.9	3883	83	2.1%
华能水电	19144	-168.3	-	-168.3	-20.2	4547	169	3.7%

资料来源：Wind、华泰证券研究所，盈利预测采用 Wind 一致预期

图5：情景2下测算增值税对水电企业业绩影响（悲观假设）

公司	营业收入	销项税变化	进项税抵扣变化	应交增值税变化	应交增值税附加变化	含税利润	-1%增值税, +含税利润	利润弹性
2018E 增值税影响测算 (百万)								
长江电力	51273	-512.7	-	-512.7	-61.5	27059	62	0.2%
雅砻江	17599	-176.0	-	-176.0	-21.1	8118	21	0.3%
川投能源	822	-8.2	-	-8.2	-1.0	3295	1	0.0%
桂冠电力	9207	-92.1	-	-92.1	-11.0	3726	11	0.3%
华能水电	15937	-159.4	-	-159.4	-19.1	4579	19	0.4%
2019E 增值税影响测算 (百万)								
长江电力	51558	-515.6	-	-515.6	-61.9	27175	62	0.2%
雅砻江	17640	-176.4	-	-176.4	-21.2	8028	21	0.3%
川投能源	846	-8.5	-	-8.5	-1.0	3362	1	0.0%
桂冠电力	9421	-94.2	-	-94.2	-11.3	3883	11	0.3%
华能水电	19144	-191.4	-	-191.4	-23.0	4547	23	0.5%

资料来源：Wind、华泰证券研究所，盈利预测采用 Wind 一致预期

图6：情景3下测算增值税对水电企业业绩影响（乐观假设）

公司	营业收入	销项税变化	进项税抵扣变化	应交增值税变化	应交增值税附加变化	含税利润	-1%增值税, +含税利润	利润弹性
2018E 增值税影响测算 (百万)								
长江电力	51273	-445	-	-443.9	-53.3	27059	498	1.8%
雅砻江	17599	-153	-	-152.4	-18.3	8118	171	2.1%
川投能源	822	-7	-	-7.1	-0.9	3295	179	5.4%
桂冠电力	9207	-80	-	-79.7	-9.6	3726	89	2.4%
华能水电	15937	-138	-	-138.0	-16.6	4579	155	3.4%
2019E 增值税影响测算 (百万)								
长江电力	50883	-440.5	-	-440.5	-52.9	27175	493	1.8%
雅砻江	17640	-152.7	-	-152.7	-18.3	8028	171	2.1%
川投能源	878	-7.6	-	-7.6	-0.9	3362	180	5.3%
桂冠电力	10001	-86.6	-	-86.6	-10.4	3883	97	2.5%
华能水电	19144	-165.7	-	-165.7	-19.9	4547	186	4.1%

资料来源：Wind、华泰证券研究所，盈利预测采用 Wind 一致预期

垃圾发电：增值税税率调整影响微弱

垃圾发电企业已享受增值税优惠政策：1) 垃圾处理收入及污泥处置收入按70%的退税率享受增值税即征即退政策；2) 以垃圾为燃料生产的电力收入实行增值税即征即退政策。

增值税率调整对影响垃圾发电成本端：1) 成本主要是设备折旧和人工成本，而这一部分没有进项税可用于抵扣；2) 成本端材料费用占比20%（参考绿色动力招股说明书成本构成假设），产生进项税可抵扣

情景1：收入端（政府定价，税前收入不变，增值税率下调可推动垃圾处置税后收入增加）、成本端可产生抵扣的部分含税价格不变；

情景2：收入端（政府定价，税前收入不变，增值税率下调可推动垃圾处置税后收入增加）、成本端可产生抵扣的部分不含税价格不变。

结论：情景1下垃圾发电企业完全享受增值税率下调带来收入端的红利，成本端由于含税价不变带来不含税成本的增加，但由于垃圾发电行业增值税优惠力度较大，增值税率下调1个百分点时，对旺能环境、伟明环保、上海环境、绿色动力影响最大的为伟明环保净利润增厚0.1%。情景2下垃圾发电企业不仅享受收入端的红利，还避免了成本端支出的增加，但对上市公司层面影响仍较小，在0.1%-0.2%左右。

图表7：情景1下测算增值税对垃圾发电企业业绩影响

公司	营业收入	销项税变化	进项税抵扣变化	应交增值税变化	应交增值税附加变化	含税利润	-1%增值税，+含税利润	利润弹性
2018E 增值税影响测算（百万）								
旺能环境	918	-0.7	-0.8	0.2	0.0	401	-0	0.0%
伟明环保	1555	-0.8	-0.2	-0.6	-0.1	832	1	0.1%
上海环境	2722	-1.9	-1.5	-0.3	-0.0	772	0	0.0%
绿色动力	1114	-0.9	-0.8	-0.1	-0.0	351	0	0.0%
2019E 增值税影响测算（百万）								
旺能环境	1227	-1.0	-1.1	0.2	0.0	559	-0	0.0%
伟明环保	1959	-1.0	-0.3	-0.8	-0.1	1032	1	0.1%
上海环境	3143	-2.1	-1.6	-0.5	-0.1	871	1	0.1%
绿色动力	1666	-1.3	-1.2	-0.1	-0.0	528	0	0.0%

资料来源：Wind、华泰证券研究所，盈利预测采用Wind一致预期

图表8：情景2下测算增值税对垃圾发电企业业绩影响

公司	营业收入	销项税变化	进项税抵扣变化	应交增值税变化	应交增值税附加变化	含税利润	-1%增值税，+含税利润	利润弹性
2018E 增值税影响测算（百万）								
旺能环境	918	-0.7	-1.0	0.3	0.0	401	1	0.2%
伟明环保	1555	-0.8	-0.2	-0.6	-0.1	832	1	0.1%
上海环境	2722	-1.9	-1.8	-0.1	-0.0	772	2	0.2%
绿色动力	1114	-0.9	-0.9	0.0	0.0	351	1	0.2%
2019E 增值税影响测算（百万）								
旺能环境	1227	-1.0	-1.3	0.3	0.0	559	1	0.2%
伟明环保	1959	-1.0	-0.3	-0.7	-0.1	1032	1	0.1%
上海环境	3143	-2.1	-1.9	-0.2	-0.0	871	2	0.2%
绿色动力	1666	-1.3	-1.3	0.0	0.0	528	1	0.2%

资料来源：Wind、华泰证券研究所，盈利预测采用Wind一致预期

危废：增值税税率下调对资源化利空、无害化利好

危废企业已享受增值税优惠政策：无害化处置增值税即征即退 70%，生产销售资源化产品增值税即征即退 30%

进项税：参考东江环保 2017 年报披露的成本结构，无害化处置成本端主要是处置填埋费（~30%）、人工（~10%）、折旧（~10%）、原材料（~15%），其中处置填埋费、原材料产生进项税可抵扣；资源化成本端主要是原材料（~90%），产生进项税可抵扣。

金圆股份-水泥：公司采用旋窑法工艺生产并且水泥及熟料产品生产原料中掺兑废渣比例不低于 20%的 42.5 及以上等级水泥、掺兑废渣比例不低于 40%的其他水泥及水泥熟料销售享受增值税“即征即退”70%的退税税收优惠政策

考虑到危废企业对上下游的议价能力和价格传导能力，我们仅从两种情景考虑税率调整影响，暂不考虑乐观情景：收入端无害化处置、销售资源化产品等含税价格不变，成本端不含税价格不变；悲观情景：收入端无害化处置、销售资源化产品等不含税价格不变，成本端含税价格不变。

情景 1：收入端无害化处置、销售资源化产品等含税价格不变，成本端含税价格不变；
情景 2：收入端无害化处置、销售资源化产品等不含税价格不变，成本端不含税价格不变。

结论：情景 1 下完全考虑增值税率下调对危废企业收入端的、其他收益（增值税退税）的影响、成本端由于含税价不变带来不含税成本的增加，测算得出增值税率下调 1 个百分点时，对东江环保和金圆股份 2018E 税前利润的影响分别为 0.2%、-1.8%，影响方向出现分化，主因为增值税下调对危废企业资源化产品偏利空，资源化产品成本端原材料占比高达 90%，而资源化产品享受增值税即征即退 30%，增值税率下调使得成本端的负面影响（含税价不变，税率下调，带来不含税成本增加）增大。

情景 2 下危废企业在收入端和成本端均不受影响，增值税率调整仅影响附加税金变化，对危废企业利润层面影响在-0.2%-0%。

图表9：情景 1 下测算增值税对危废企业业绩影响

公司	营业收入	销项税变化	进项税抵扣变化	应交增值税变化	应交增值税附加变化	含税利润	-1%增值税，+含税利润	利润弹性
2018E 增值税影响测算（百万）								
东江环保	3,810	-11	-10	-1	-0	717	1	0.2%
金圆股份	8,674	-39	-52	13	2	792	-14	-1.8%
2019E 增值税影响测算（百万）								
东江环保	4,521	-14	-13	-1	-0	860	2	0.2%
金圆股份	10,017	-45	-58	13	2	1,125	-15	-1.3%

资料来源：Wind、华泰证券研究所，盈利预测采用 Wind 一致预期

图表10：情景 2 下测算增值税对危废企业业绩影响

公司	营业收入	销项税变化	进项税抵扣变化	应交增值税变化	应交增值税附加变化	含税利润	-1%增值税，+含税利润	利润弹性
2018E 增值税影响测算（百万）								
东江环保	3,810	-13	-12	-1	-0	717	0	0.0%
金圆股份	8,674	-45	-60	15	2	792	-2	-0.2%
2019E 增值税影响测算（百万）								
东江环保	4,521	-16	-15	-2	-0	860	0	0.0%
金圆股份	10,017	-52	-67	15	2	1,125	-2	-0.2%

资料来源：Wind、华泰证券研究所，盈利预测采用 Wind 一致预期

监测：增值税税率调整存在一定正向影响

监测设备类企业增值税现行税率 16%，普遍没有增值税返还优惠。成本端基本均能进项税抵扣，分两种情况考虑：

- 情形 1：收入端出售监测设备等含税价格不变，成本端材料等含税成本价格不变（中性 1）
- 情形 2：收入端售监测设备等不含税价格不变，成本端材料等不含税成本价格不变（中性 2）
- 情形 3：收入端监测设备等含税价格不变，成本端材料等成本端不含税价格不变（乐观）
- 情形 4：收入端监测设备等不含税价格不变，成本端材料等成本端含税价格不变（悲观）

结论：

情景 1 下完全考虑增值税率下调对监测企业收入端的影响、成本端由于含税价不变带来不含税成本的增加，测算得出增值税率下调 1 个百分点时，对聚光科技和先河环保的 2018E 利润影响分别为 2.5%、2.2%。

情景 2 下监测企业在收入端和成本端均不受影响，增值税率调整仅影响附加税金变化，对聚光科技和先河环保的 2018E 利润影响均在 0.3% 左右。

情景 3 下监测企业在收入端受正向影响，对聚光科技和先河环保的 2018E 利润影响 4.6%、3.9%。

情景 4 下监测企业在收入端不受影响、成本端受负面影响，对聚光科技和先河环保的 2018E 利润影响-1.8%、-1.4%。

考虑到监测企业对上下游的议价能力和价格传导能力，我们认为增值税率下调对监测影响可能偏正向。

图表 11：情景 1 下测算增值税对监测企业业绩影响（中性 1）

公司	营业收入	销项税变化	进项税抵扣变化	应交增值税变化	应交增值税附加变化	含税利润	-1%增值税, +含税利润	利润弹性
2018E 增值税影响测算 (百万)								
聚光科技	4,003	-35	-17	-18	-2	800	20	2.5%
先河环保	1,374	-12	-6	-6	-1	322	7	2.2%
2019E 增值税影响测算 (百万)								
聚光科技	4,993	-43	-22	-22	-3	1,006	24	2.4%
先河环保	1,911	-17	-8	-9	-1	424	10	2.3%

资料来源：Wind、华泰证券研究所，盈利预测采用 Wind 一致预期

图表 12：情景 2 下测算增值税对监测企业业绩影响（中性 2）

公司	营业收入	销项税变化	进项税抵扣变化	应交增值税变化	应交增值税附加变化	含税利润	-1%增值税, +含税利润	利润弹性
2018E 增值税影响测算 (百万)								
聚光科技	4,003	-40	-20	-20	-2	800	2	0.3%
先河环保	1,374	-14	-6	-7	-1	322	1	0.3%
2019E 增值税影响测算 (百万)								
聚光科技	4,993	-50	-25	-25	-3	1,006	3	0.3%
先河环保	1,911	-19	-9	-10	-1	424	1	0.3%

资料来源：Wind、华泰证券研究所，盈利预测采用 Wind 一致预期

图表13: 情景3下测算增值税对监测企业业绩影响(乐观)

公司	营业收入	销项税变化	进项税抵扣变化	应交增值税变化	应交增值税附加变化	含税利润	-1%增值税, +含税利润	利润弹性
2018E 增值税影响测算 (百万)								
聚光科技	4,003	-35	-20	-15	-2	800	37	4.6%
先河环保	1,374	-12	-6	-5	-1	322	13	3.9%
2019E 增值税影响测算 (百万)								
聚光科技	4,993	-43	-25	-18	-2	1,006	45	4.5%
先河环保	1,911	-17	-9	-8	-1	424	17	4.1%

资料来源: Wind、华泰证券研究所, 盈利预测采用 Wind 一致预期

图表14: 情景4下测算增值税对监测企业业绩影响(悲观)

公司	营业收入	销项税变化	进项税抵扣变化	应交增值税变化	应交增值税附加变化	含税利润	-1%增值税, +含税利润	利润弹性
2018E 增值税影响测算 (百万)								
聚光科技	4,003	-40	-17	-23	-3	800	-14	-1.8%
先河环保	1,374	-14	-6	-8	-1	322	-5	-1.4%
2019E 增值税影响测算 (百万)								
聚光科技	4,993	-50	-22	-28	-3	1,006	-18	-1.8%
先河环保	1,911	-19	-8	-11	-1	424	-6	-1.5%

资料来源: Wind、华泰证券研究所, 盈利预测采用 Wind 一致预期

工程：增值税税率调整或有一定负面影响

工程类企业增值税现行税率 10%，普遍没有增值税返还优惠。我们根据碧水源 17 年年报测算 48% 的成本比例可以抵扣，假设 18-19 年约 40% 成本可以抵扣（现行增值税率 16%，考虑运营业务占比提升），分两种情况考虑：

情形 1：收入端含税价格不变，成本端材料等含税成本价格不变

情形 2：收入端不含税价格不变，成本端材料等成本不含税价格不变

情形 3：收入端含税价格不变，成本端材料等成本端不含税价格不变（乐观）

情形 4：收入端不含税价格不变，成本端材料等成本端含税价格不变（悲观）

结论：情景 1 下完全考虑增值税率下调对工程企业收入端的影响、成本端由于含税价不变带来不含税成本的增加，测算得出增值税率下调 1 个百分点时，对碧水源和博世科的 2018 年净利润影响分别为 0.6%、0.0%。

情景 2 下工程企业在收入端和成本端均不受影响，增值税率调整仅影响附加税金变化，对碧水源和博世科 2018 年利润层面影响在 0.0%/-0.1% 左右。

情景 3 下工程企业在收入端受正向影响，对碧水源和博世科的 2018E 利润影响 5.9%、9.1%。

情景 4 下工程企业在收入端不受影响、成本端受负面影响，对碧水源和博世科的 2018E 利润影响 -5.3%、-9.2%。

考虑到工程企业对上下游的议价能力和价格传导能力较弱，我们认为增值税率下调对工程影响可能偏负面。

图表 15：情景 1 下测算增值税对工程企业业绩影响

公司	营业收入	销项税变化	进项税抵扣变化	应交增值税变化	应交增值税附加变化	含税利润	-1%增值税, +含税利润	利润弹性
2018E 增值税影响测算 (百万)								
碧水源	11,710	-107	-105	-2	-0	1,809	11	0.6%
博世科	2,719	-25	-26	1	0	267	0	0.0%
2019E 增值税影响测算 (百万)								
碧水源	17,435	-160	-149	-11	-1	3,393	24	0.7%
博世科	3,884	-36	-36	1	0	470	1	0.2%

资料来源：Wind、华泰证券研究所，盈利预测采用 Wind 一致预期

图表 16：情景 2 下测算增值税对工程企业业绩影响

公司	营业收入	销项税变化	进项税抵扣变化	应交增值税变化	应交增值税附加变化	含税利润	-1%增值税, +含税利润	利润弹性
2018E 增值税影响测算 (百万)								
碧水源	11,710	-117	-119	2	0	1,809	-0	0.0%
博世科	2,719	-27	-29	2	0	267	-0	-0.1%
2019E 增值税影响测算 (百万)								
碧水源	17,435	-174	-169	-6	-1	3,393	1	0.0%
博世科	3,884	-39	-41	2	0	470	-0	-0.1%

资料来源：Wind、华泰证券研究所，盈利预测采用 Wind 一致预期

图表17: 情景3下测算增值税对工程企业业绩影响(乐观)

公司	营业收入	销项税变化	进项税抵扣变化	应交增值税变化	应交增值税附加变化	含税利润	-1%增值税, +含税利润	利润弹性
2018E 增值税影响测算 (百万)								
碧水源	11,710	-107	-119	12	1	1,809	106	5.9%
博世科	2,719	-25	-29	4	1	267	24	9.1%
2019E 增值税影响测算 (百万)								
碧水源	17,435	-160	-169	9	1	3,393	159	4.7%
博世科	3,884	-36	-41	5	1	470	35	7.4%

资料来源: Wind、华泰证券研究所, 盈利预测采用 Wind 一致预期

图表18: 情景4下测算增值税对工程企业业绩影响(悲观)

公司	营业收入	销项税变化	进项税抵扣变化	应交增值税变化	应交增值税附加变化	含税利润	-1%增值税, +含税利润	利润弹性
2018E 增值税影响测算 (百万)								
碧水源	11,710	-117	-105	-12	-1	1,809	-95	-5.3%
博世科	2,719	-27	-26	-1	-0	267	-25	-9.2%
2019E 增值税影响测算 (百万)								
碧水源	17,435	-174	-149	-25	-3	3,393	-134	-4.0%
博世科	3,884	-39	-36	-2	-0	470	-34	-7.3%

资料来源: Wind、华泰证券研究所, 盈利预测采用 Wind 一致预期

风险提示

- 1) 在增值税率对电力行业影响分析中, 我们始终假设市场电部分是不含税电价不变, 即在增值税率下调时, 含税电价下调, 认为电力市场化交易过程中, 能够充分将含税电价下调红利转移至工商业用户, 存在着市场电含税电价调整带来的红利不能完全实现转移的风险。
- 2) 标杆电价(含税)调整风险, 我们提出火电因其盈利能力低受益增值税下调弹性大(标杆电价部分不含税电价变相提升), 而一旦出现标杆电价下调, 增值税率下调后标杆电价部分不含税电价可能并不会是上升。
- 3) 电力行业增值税率不下调风险, 此次两会政府工作报告中提出制造业等行业增值税率从 16%降为 13%, 工程类由 10%降到 9%。电力企业增值税存在下调预期, 可能存在并不会下调的风险
- 4) 环保企业部分企业可能存在不正规开票情况, 税改后增加税负等风险。

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