

商业贸易行业

增值税下调影响：长期因行业充分竞争受益有限，短期因库存受益明显

分析师： 洪涛



SAC 执业证号: S0260514050005

SFC CE.no: BNV287



021-60750633



hongtao@gf.com.cn

分析师： 高峰



SAC 执业证号: S0260518050003



021-60750604



gfgaofeng@gf.com.cn

请注意，高峰并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

● 增值税下调对企业盈利的影响主要受在产业链的议价能力决定

2019年3月20日，财政部联合税务总局、海关总署共同发布《关于深化增值税改革有关政策的公告》，推进增值税实质性减税，将原适用16%税率的调整为13%；原适用10%税率的调整为9%；原适用6%税率的不变。

企业在产业链议价能力的强弱，其买卖价格的变化存在4种假设方式：**1) 情景一，买卖价格均不变：**产业链议价能力均衡，减税由各环节共享受益。此时企业对下游具备定价权，其采购成本和营业收入均有所提升。**2) 情景二，买卖价格均下降：**产业链均下游强势，减税收益让利给下游。此时企业不含税的采购和销售价均保持不变，对于企业的收入和成本无任何影响。**3) 情景三，买价下降，卖价不变：**企业在产业链中议价能力最强，最大化减税收益。此时企业对上下游具备定价权，其采购成本下降，营业收入提升。**4) 情景四，买价不变，卖价下降：**企业在产业链中议价能力最弱，不会受益甚至受损。此时企业完全无定价权，其采购成本提升，营业收入不变。

● 零售行业长期看受益有限，短期因库存受益明显

长期来看，商贸零售行业为充分竞争行业，大多数商品更符合情景2，即将减税收益让利给终端消费者，对上市公司的收入和成本影响有限；少数商品由于品牌具有较强议价能力，对出厂价、批发价及零售价具有掌握权，此时则较为符合情景1，上市公司将有所受益。综合来看，增值税率下调长期对零售行业上市公司的盈利能力影响有限，但结合减税受益弹性测算，对上下游议价能力强、净利率较低的品种更为受益。

短期来看，零售公司均备有库存，而在2019年4月1日前采购的库存仍适用于16%的进项税率，此部分商品在销售时将沿用原有价格体系，即4月1日后终端售价并未下调且享受13%的销项税率，因此零售公司短期利润将受益于库存的增值税下调优惠（营业利润增厚额约为终端售价的3%），此优惠将随库存补货和终端售价下调而弱化。

● 建议关注行业竞争格局好、自营占比高、净利率较低的板块龙头

增值税新规已于2019年4月1日起实施，我们推荐关注行业竞争格局好、自营占比高、净利率较低的板块，将短期受益于库存销售的增值税下调优惠，如家电零售、商超、黄金珠宝等行业，建议关注**苏宁易购、永辉超市、家家悦、周大生、老凤祥**等。

● 风险提示：

宏观经济下行影响终端消费需求；资金、人才、技术等瓶颈制约传统企业的变革；电商持续分流持续，实体零售持续承压；电商集中度持续提升，线上竞争加剧；资本推动新业态持续出现，分流冲击现有公司业绩。

相关研究：

商业贸易行业投资月报：海外巡礼系列之一——从 ULTA Beauty 崛起看美妆专业连锁的运营之道

2019-03-31

商业贸易行业：3月零售行业数据观察

2019-03-19

商业贸易行业：1-2月社零总额同比增长8.2%，高基数导致电商增速放缓

2019-03-14

重点公司估值和财务分析表

股票简称	股票代码	评级	货币	股价	合理价值	EPS(元)		PE(x)		EV/EBITDA(x)		ROE(%)	
				2019/4/4	(元/股)	2018E	2019E	2018E	2019E	2018E	2019E	2018E	2019E
南极电商	002127.SZ	买入	CNY	11.33	14.3	0.36	0.51	31.47	22.22	28.93	20.39	28.7%	28.8%
永辉超市	601933.SH	增持	CNY	9.29	-	0.16	0.23	58.06	40.39	45.56	31.08	7.0%	9.3%
家家悦	603708.SH	买入	CNY	25.71	27	0.87	1.08	29.55	23.81	16.27	12.98	14.9%	15.5%
苏宁易购	002024.SZ	买入	CNY	14.50	16.36	1.43	1.94	10.14	7.47	46.78	39.25	16.90%	18.20%
天虹股份	002419.SZ	买入	CNY	14.74	15.5	0.75	0.87	19.65	16.94	40.58	12.51	13.80%	14.20%
周大生	002867.SZ	买入	CNY	36.55	35.5	1.66	2.03	22.02	18.00	18.62	14.45	22.3%	19.1%
王府井	600859.SH	买入	CNY	19.70	22	1.55	1.70	12.71	11.59	8.27	7.24	10.4%	10.1%
重庆百货	600729.SH	买入	CNY	38.65	41	2.04	2.43	18.95	15.91	11.85	10.25	14.5%	15.3%

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心(天虹股份、王府井、重庆百货、苏宁易购已公布 2018 年年报)

一、增值税下调对企业盈利的影响主要受产业链的议价能力决定

2019年3月20日，财政部联合税务总局、海关总署共同发布《关于深化增值税改革有关政策的公告》，推进增值税实质性减税，将原适用16%税率的，税率调整为13%；原适用10%税率的，税率调整为9%；原适用6%税率的不变。新规将于2019年4月1日起实施。

增值税仅对增值额征税，是一种价外税、流转税，在产品的生产和销售环节中逐级转嫁，最终由消费者负担，由于是价外税，增值税并不直接影响企业利润表中的收入和成本指标，增值税下对盈利的影响主要取决于企业的议价能力，减税带来的利润在产业链上中下游之间形成分配。

企业对于上下游议价能力的强弱，其买卖价格的变化存在4种假设方式（此假设下产业链强势一方享受增值税下调所有优惠。另本文所指价格均为含税价，一般情况下产品通常以含税价格定价）：

1) 情景一，买卖价格均不变：产业链议价能力均衡，减税由各环节共享受益。此时企业对下游具备定价权，其采购成本和营业收入均有所提升。

2) 情景二，买卖价格均下降：产业链均下游强势，减税收益让利给下游。此时企业不含税的采购和销售价均保持不变，对于企业的收入和成本无任何影响。

3) 情景三，买价下降，卖价不变：企业在产业链中议价能力最强，最大化减税收益。此时企业对上下游具备定价权，其采购成本下降，营业收入提升。

4) 情景四，买价不变，卖价下降：企业在产业链中议价能力最弱，不会受益甚至受损。此时企业完全无定价权，其采购成本提升，营业收入不变。

商贸零售行业的终端销售产品主要适用于增值税的16%一档，少量产品适用于6%一档，因此本文依据增值税率由16%下降至13%，对零售行业的主要上市公司进行增值税的受益测算。

表 1：零售行业主要上市公司的增值税受益弹性测算（百万元）

	永辉超市	家家悦	苏宁易购	老凤祥	周大生	天虹股份
初始扣非净利润	1778.35	300.77	-88.39	1023.49	567.04	635.00
净利率	2.88%	2.74%	2.15%	3.69%	15.56%	3.87%
情景 1:						
扣非净利润增厚额	243.09	48.68	527.57	66.15	24.53	95.07
扣非净利润增厚率	13.67%	16.19%	-	6.46%	4.33%	14.97%
情景 2:						
扣非净利润增厚额	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
扣非净利润增厚率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
情景 3:						
扣非净利润增厚额	1166.64	225.60	3741.92	792.68	75.77	369.09
扣非净利润增厚率	65.60%	75.01%	-	77.45%	13.36%	58.12%
情景 4:						
扣非净利润增厚额	-923.55	-176.92	-3214.35	-726.53	-51.24	-274.01
扣非净利润增厚率	-51.93%	-58.82%	-	-70.99%	-9.04%	-43.15%

数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心（各公司净利率均采用 2017 年数据）

二、零售行业长期看受益有限，短期因库存受益明显

长期来看，商贸零售行业为充分竞争行业，大多数商品更符合情景2，即将减税收益让利给终端消费者，对上市公司的收入和成本影响有限；少数商品由于品牌具有较强议价能力，对出厂价、批发价及零售价具有掌握权，此时则较为符合情景1，上市公司会有所受益。综合来看，增值税率下调长期对零售行业上市公司的盈利能力影响有限，但结合减税受益弹性测算来看，对上下游议价能力强、净利率较低品种更为受益。

短期来看，零售公司均备有库存，而在2019年4月1日前采购的库存仍适用于16%的进项税率，此部分商品在销售时将沿用原有价格体系，即终端售价并未下调且享受13%的销项税率，因此零售公司短期利润将受益于库存的增值税下调优惠（营业利润增厚额约为终端售价的3%）。未来此优惠将随库存补货和终端售价下调而弱化。

增值税新规已于2019年4月1日起实施，我们推荐关注行业竞争格局好、自营占比高、净利率较低的板块，将短期受益于库存销售的增值税下调优惠，如家电零售、商超、黄金珠宝等行业，建议关注苏宁易购、永辉超市、家家悦、周大生、老凤祥等。

风险提示

- 1、宏观经济下行影响终端消费需求，可选消费景气度持续下行；
- 2、资金、人才、技术等瓶颈，制约传统企业的变革；
- 3、人工租金成本上涨，电商持续分流持续，实体零售持续承压；
- 4、电商集中度持续提升，线上竞争加剧；
- 5、资本推动新业态持续出现，分流冲击现有公司业绩

广发商贸零售行业研究小组

- 洪涛：首席分析师，浙江大学金融学硕士，2010年开始从事商贸零售行业研究，2014年加入广发证券发展研究中心，曾就职于华泰联合证券、平安证券。2015-2017年新财富批零行业第四名，2017年水晶球分析师第一名，2017年金牛分析师第三名。
- 林伟强：资深分析师，上海财经大学金融学硕士，2015年加入广发证券发展研究中心。2015-2017年新财富批零行业第四名（团队），2017年水晶球分析师第一名（团队），2017年金牛分析师第三名（团队）。
- 高峰：分析师，上海交通大学管理科学与工程硕士，2018年加入广发证券发展研究中心，曾就职于招商证券。
- 贾雨朦：联系人，伦敦政治经济学院风险与金融硕士，2018年加入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
- 增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26号广发证券大厦 35楼	深圳市福田区益田路 6001号太平金融大厦 31层	北京市西城区月坛北 街2号月坛大厦18 层	上海市浦东新区世纪 大道8号国金中心一 期16楼	香港中环干诺道中 111号永安中心14楼 1401-1410室
邮政编码	510627	518026	100045	200120	
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1)广发证券在过去12个月内与周大生(002867)公司有投资银行业务关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。