国都证券 GUODU SECURITIES

晨会报告

国都证券研究所晨报 20210325

【财经新闻】

- 《关于进一步深化税收征管改革的意见》发布，全面推进税收征管数字化升级和智能化改造
- 国资委今年将指导央企改制上市，更多地方国企有望纳入混改阵营

【行业动态与公司要闻】

- “十四五”新增大宗固废综合利用率达到 60%
- 人民银行发布 2020 年支付体系运行总体情况，去年移动支付业务金额达 432.16 万亿元

【国都策略视点】

- 策略晨报：政策回归常态，估值承压难消

昨日市场

指数名称	收盘	涨跌%
上证指数	3367.06	-1.30
沪深 300	4928.69	-1.61
深证成指	13407.35	-1.47
中小板综	11954.72	-1.60
恒生指数	27918.14	-2.03
恒生中国企业指数	10847.98	-2.37
恒生沪深港通 AH 股溢价	135.31	0.59
标普 500	3889.14	-0.55
纳斯达克指数	12961.89	-2.01
MSCI 新兴市场	1298.44	-1.91

昨日 A 股行业

排名	行业名称	成交量(百万)	涨跌%
1	公用事业	8311.22	0.89
2	传媒	2467.26	0.23
3	纺织服装	813.13	-0.12
4	食品饮料	1209.23	-0.26
5	家用电器	605.58	-0.29

全球大宗商品市场

商品	收盘	涨跌%
纽约原油	60.86	6.03
纽约期金	1733.40	0.43
伦敦期铜	8889.00	0.20
伦敦期铝	2248.00	1.54
波罗的海干散货	2194.00	-3.39

研究员 :韩保倩

电 话： 010-87413610

Email： hanbaoqian@guodu.com

执业证书编号： S0940519040002

联系人：王景景

电 话： 010-84183383

Email： wangjingyi@guodu.com

独立性申明：本报告中的信息均来源于公开可获得资料，国都证券对这些信息的准确性和完整性不做任何保证。分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

【财经新闻】

■ 《关于进一步深化税收征管改革的意见》发布，全面推进税收征管数字化升级和智能化改造

【上海证券报】中共中央办公厅、国务院办公厅近日印发的《关于进一步深化税收征管改革的意见》(下称《意见》)提出，将全面推进税收征管数字化升级和智能化改造，加快推进智慧税务建设、稳步实施发票电子化改革、深化税收大数据共享应用。

中国财政预算绩效专委会副主任委员张依群对上海证券报记者表示，《意见》是在我国连续实施大规模减税降费背景下出台的具有明显方向指导性、实施系统性、征管规范性的政策，进一步明确了“十四五”时期我国税收征管向现代化发展的目标任务，重点在于推进税收数字化智能化征管，通过制度优化、大数据依托、环节手续简便、纳税服务精准和社会诚信建设等手段提高监管服务质量。

《意见》明确，充分运用大数据、云计算、人工智能、移动互联网等现代信息技术，着力推进内外部涉税数据汇聚联通、线上线下有机贯通，驱动税务执法、服务、监管制度创新和业务变革，进一步优化组织体系和资源配置。

同时，探索区块链技术在社会保险费征收、房地产交易和不动产登记等方面的应用，并持续拓展在促进涉税涉费信息共享等领域的应用。不断完善税收大数据云平台，加强数据资源开发利用，持续推进与国家及有关部门信息系统互联互通。

北京国家会计学院财税政策与应用研究所所长李旭红表示，随着科技的不断发展，大数据、人工智能等应运而生，在此背景下积极推动税收征管的数字化升级以及智能化改造，有助于提高征管的效率和精准度，进而促进国家治理体系的现代化建设。

《意见》提出，全面落实税收法定原则，加快推进将现行税收暂行条例上升为法律。完善现代税收制度，更好发挥税收作用，促进建立现代财税体制。推动修订税收征收管理法、反洗钱法、发票管理办法等法律法规和规章。加强非税收入管理法制化建设。

在税务监管方面，《意见》提出，对逃避税问题多发的行业、地区和人群，根据税收风险适当提高“双随机、一公开”抽查比例。

对隐瞒收入、虚列成本、转移利润以及利用“税收洼地”、“阴阳合同”和关联交易等逃避税行为，加强预防性制度建设，加大依法防控和监督检查力度。

对此，李旭红认为，科学合理的执法制度是实现税收高效征管的必要前提。通过健全税费法制、规范税务执法等行为，有助于提高企业的纳税遵从度，而“首违不罚”等更为精准制度的建立及完善将进一步助力营造公平良好的营商环境，促进企业更好地发展。此外，通过一系列制度建设并加以大数据支持，实现精准实施税务监管，既能显著降低监管成本，又能有效达到监管目标。

此次《意见》明确，到 2022 年，在税务执法规范性、税费服务便捷性、税务监管精准性上取得重要进展。到 2023 年，基本建成“无风险不打扰、有违法要追究、全过程强智控”的税务执法新体系，实现从经验式执法向科学精确执法转变；基本建成“线下服务无死角、线上服务不打烊、定制服务广覆盖”的税费服务新体系，实现从无差别服务向精细化、智能化、个性化服务转变；基本建成以“双随机、一公开”监管和“互联网+监管”为基本手段、以重点监管为补充、以“信用+风险”监管为基础的税务监管新体系，实现从“以票管税”向“以数治税”分类精准监管转变。到 2025 年，深化税收征管制度改革取得显著成效，基本建成功能强大的智慧税务，形成国内一流的智能化行政应用系统，全方位提高税务执法、服务、监管能力。

■ 国资委今年将指导央企改制上市，更多地方国企有望纳入混改阵营

【证券日报】近日，国资委企业改革局正式对外公布 2021 年工作安排，其中明确提出，要持续深化公司制股份制改革。

国家发改委经济体制与管理研究所企业研究室副主任李红娟在接受《证券日报》记者采访时表示，国有企业的改革，无论是体制机制还是配套制度完善，最终都是要落在激活人的最大创新潜能和企业的活力上。深化混合所有制改革及完善国有控股混合所有制企业骨干员工持股文件，其落脚点都是解决人的动能问题，以切实可行的激励机制，建立企业和员工风险共担、增值价值分享的利益共同体，最大化激发企业的自有内生力，这是对强化企业主体地位，提升国企自主创新能力的具体落实。

李红娟认为，未来，在推进混改过程中，还应更加重视和落实混改系统化评估和混改后企业的体制机制构建问题。

事实上，自去年国企改革三年行动正式启动后，对重点领域改革持续向前、向深推进的预期也越发强烈。

结合此前国务院国资委党委书记、主任郝鹏在国新办的公开讲话来看，今年是国企改革三年行动的攻坚之年、关键之年，国资委将紧盯《国企改革三年行动方案(2020-2022 年)》提出的“三个明显成效”的目标，推动国有企业改革三年行动取得决定性成效。如在激发活力、提高效率上进一步发力攻坚。包括深化公益类业务的分类核算和分类考核，全面推行经理层任期制和契约化管理，加强关键核心人才中长期激励机制建设，用好股权期权分红及跟投等政策工具，建立具有市场竞争优势的核心关键人才选人用人和薪酬激励机制制度。积极促进混合所有制企业转换经营机制，探索实施差异化管控，推动企业主体更具活力。

叶凡认为，2021 年是国企改革三年行动的攻坚之年，预计今年混合所有制改革的覆盖面将会有所扩大，更多地方国有企业及其各级子公司将被纳入到混改阵营；同时，预计“二次混改”案例也将有所增多，即之前已经混改过的地方国企将继续引入新的战略投资者。

记者注意到，除进一步深化混合所有制改革外，此次国资委企业改革局提出，指导中央企业推进改制上市工作，提高资产证券化率，提升上市公司质量。

中国企业联合会研究部研究员刘兴国在接受《证券日报》记者采访时表示，混改与上市存在着天然的内生联系。一方面，对未上市未混改的央企、国企来说，可以借助上市来引入非公资本的投资者，包括战略投资者和普通投资者，从而完成对国有企业的混改，形成混合所有制经济新格局；另一方面，对已混改未上市的国有企业来说，上市可以实现企业的二次混改，从而实现混改的深化推进；上市也是混改参与方的客观需要，可以帮助混改参与方以更合适的价格实现更灵活的退出。所以，上市既是混改的实现手段，也是混改后发展的客观需要。

【行业动态与公司要闻】

■ “十四五”新增大宗固废综合利用率达到 60%

【上海证券报】国家发展改革委等 10 部门近日发布的《关于“十四五”大宗固体废弃物综合利用的指导意见》提出，到 2025 年，煤矸石、粉煤灰、尾矿、冶炼渣、工业副产石膏、建筑垃圾、农作物秸秆等大宗固废的综合利用能力显著提升，利用规模不断扩大，新增大宗固废综合利用率达到 60%，存量大宗固废有序减少。

指导意见指出，“十四五”时期，我国全面提高资源利用效率的任务更加迫切。未来我国大宗固废仍将面临产生强度高、利用不充分、综合利用产品附加值低的严峻挑战。目前，大宗固废累计堆存量约 600 亿吨，年新增堆存量近 30 亿吨，其中，赤泥、磷石膏、钢渣等固废利用率仍较低，占用大量土地资源，存在较大的生态环境安全隐患。

为提高大宗固废资源利用效率，指导意见提出，持续提高煤矸石和粉煤灰综合利用水平，推进煤矸石和粉煤灰在工程建设、塌陷区治理、矿井充填以及盐碱地、沙漠化土地生态修复等领域的利用，有序引导利用煤矸石、粉煤灰生产新型墙体材料、装饰装修材料等绿色建材，在风险可控前提下深入推动农业领域应用和有价组分提取，加强大掺量和高附加值产品应用推广。

此外，指导意见还提出，将实施“骨干企业示范引领”行动和“综合利用基地建设”行动等四大行动，培育 50 家综合利用骨干企业；建设 50 个大宗固废综合利用基地和 50 个工业资源综合利用基地，建设 50 个工农复合型循环经济示范园区。

■ 人民银行发布 2020 年支付体系运行总体情况，去年移动支付业务金额达 432.16 万亿元

【上海证券报】我国移动支付业务量保持增长态势。人民银行 24 日发布的《2020 年支付体系运行总体情况》显示，2020 年，银行共处理电子支付业务 2352.25 亿笔，金额 2711.81 万亿元。其中，移动支付业务 1232.20 亿笔，金额 432.16 万亿元，同比分别增长 21.48%和 24.50%。

据介绍，电子支付是指客户通过网上银行、电话银行、手机银行、ATM、POS 和其他电子渠道，从结算类账户发起的账务变动类业务笔数和金额，包括网上支付、电话支付、移动支付、ATM 业务、POS 业务和其他电子支付等 6 种业务类型。

除移动支付业务增长外，网上支付、电话支付业务也保持增长态势。2020 年，网上支付业务 879.31 亿笔，金额 2174.54 万亿元，同比分别增长 12.46%和 1.86%；电话支付业务 2.34 亿笔，金额 12.73 万亿元，同比分别增长 33.06%和 31.69%。

数据显示，2020 年，支付系统共处理支付业务 7320.63 亿笔，金额 8195.29 万亿元，同比分别增长 28.77%和 18.73%。人民银行支付系统共处理支付业务 196.68 亿笔，金额 6016.91 万亿元，同比分别增长 9.16%和 15.43%。

【国都策略视点】

■ 策略晨报：政策回归常态，估值承压难消

1、经济恢复正常，政策回归常态。20 年上半年疫情冲击期的非常规对冲性宏观政策，取得了预期的“六稳六保”效果，经济增速逐季恢复至疫情前正常水平；但同时导致我国实体经济的宏观杠杆率大幅攀升，20 年我国实体经济宏观杠杆率显著攀升 23.6 个百分点至新高 270.1%，年度升幅创历史纪录次高（09 年应对全球金融危机大幅提升了 31.8 个百分点），也远高于近三十年年均 6.0%的杠杆率升幅；，其中非金融企业、居民、政府部门的杠杆率各攀升 10.4、6.1、7.1 个百分点。

20 年底的中央经济工作会议提出，宏观政策要保持连续性、稳定性、可持续性，并强调政策操作上不急转弯；对 21 年财政、货币政策的定调为：一积极的财政政策要提质增效、更可持续，保持适度支出强度，增强国家重大战略任务财力保障，在促进科技创新、加快经济结构调整、调节收入分配上主动作为，抓实化解地方政府隐性债务风险工作；二稳健的货币政策要灵活精准、合

理适度，保持货币供应量和社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配。

整体来看，我国金融环境的趋势变化，正由 20 年上半年的宽货币宽信用，转为 20 年 7-10 月的稳货币宽信用、11 月以来的稳货币紧信用；预计 21 年下半年若经济稳增长压力上升、通胀温和确定，届时或再度灵活边际调整为宽货币稳信用。

展望未来，21 年财政赤字率小幅下调至 3.2%，地方政府专项债发行规模略收窄至 3.65 万亿元，调降幅度均好于预期；但从今年地方专项债提前下发额度及前置发行仍未如前两年启动可知，年初新增社融同比收缩压力仍将持续。展望全年，按保持货币供应量和社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配的定调，及 21 年我国名义 GDP 增速 10%附近测算，预计 21 年的 M2、社融存量同比增速预期目标，分别由 20 年的 10.1%、13.3%下调 1-2 个百分点至 9.0%、11.0%附近。

2、二季度货币信用政策或易紧难松。拉长周期来看，当月新增融资同比已自 19 年 11 月起持续多增（仅 20 年 2 月、12 月疫情、信用债违约及表外收紧显著扰动下同比少增），近十六个月新增社融月均同比多增 6749 亿元；其中放量多增高峰在 20 年 3-9 月的政策支持发力、疫后经济恢复期，期间月均多增 1.25 万亿元，20 年 10 月至今回落至月均 2283 亿元。

预计 3 月起社融增速趋势回落。近中期展望，结合 20 年 3-9 月的社融显著放量多增，预计 3 月起新增社融同比或存在萎缩压力，表征资金需求边际变化的新增社融同比增量或进入尾声期，该判断与国内经济季度环比动能即将于 21Q1 回归正常增速 1.5%一致。

中期展望，21 年稳杠杆防风险为两大重点任务，按保持货币供应量和社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配的中央定调，并结合 21 年我国名义 GDP 增速 10%附近测算，预计 21 年的 M2、社融存量同比增速预期目标，分别由 20 年的 10.1%、13.3%下调 1-2 个百分点至 9.0%、11.0%附近。

整体来看，我国金融环境的趋势变化，正由 20 年上半年的宽货币宽信用，转为 20 年 7-10 月的稳货币宽信用、20 年 11 月以来的稳货币紧信用；预计 21 年二季度为本轮 PPI 上行峰值区间 5-6%，届时货币信用政策更易紧难松。21 年下半年若经济稳增长压力上升、通胀回落温和，届时或再度灵活边际调整为适度宽货币稳信用。

3、金融政策回归常态，权益估值承压。

我们认为，稳货币紧信用趋势下，预计 21 年存款准备金率、MLF 及逆回购操作利率调整空间非常有限，市场资金利率料保持平稳，无风险利率波动区间大概率趋于收敛，预计 10 年期国债利率合理区间在 2.9%-3.4%。

20 年下半年随着国内生产生活恢复正常、经济逐季恢复常态，后疫情下政策逐步回归常态的趋势确定。中央明确定调政策操作不急转弯，预示政策退出节奏平缓，但政策转弯收紧趋势已定，流动性边际收敛对权益资产估值的压制持续存在，尤其是当前全 A 股、剔除金融两油的 A 股的滚动 PE 各为 22.0、36.7 倍，已位于近十年历史区间的 85%、73%分位数。稳货币紧信用周期，高估值难以继续提拔。

风险提示：疫苗进展不及预期经济复苏延后，国内外流动性边际超预期收紧、海外市场大幅震荡等风险。

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。

本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明
本报告仅供国都证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的特定客户使用，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，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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。 本报告中的信息均来源于公开资料或国都证券研究所研究员实地调研所取得的信息，国都证券研究所及其研究员不对这些信息的准确性与完整性做出任何保证。在法律许可的情况下，国都证券及其关联机构可能持有报告所涉及的证券品种并进行交易，也有可能为这些公司提供相关服务。本报告中所有观点与建议仅供参考，根据本报告作出投资所导致的任何后果与公司及研究员无关，投资者据此操作，风险自负。 本报告版权归国都证券所有，未经国都证券研究所书面授权许可，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发送、发布、复制，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。 根据中国证监会核发的经营证券业务许可，国都证券股份有限公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

国都证券投资评级

国都证券行业投资评级的类别、级别定义		
类别	级别	定义
投资评级	推荐	行业基本面向好，未来 6 个月内，行业指数跑赢综合指数
	中性	行业基本面稳定，未来 6 个月内，行业指数跟随综合指数
	回避	行业基本面向淡，未来 6 个月内，行业指数跑输综合指数

国都证券公司投资评级的类别、级别定义		
类别	级别	定义
投资评级	强烈推荐	预计未来 6 个月内，股价涨幅在 15%以上
	推荐	预计未来 6 个月内，股价涨幅在 5-15%之间
	中性	预计未来 6 个月内，股价变动幅度介于±5%之间
	回避	预计未来 6 个月内，股价跌幅在 5%以上