云销雨霁

报告日期：2020-11-01

分析师：郑小霞
执业证书号：S0010520080007
电话：13391921291
邮箱：zhengxx@hazq.com
分析师：刘超
执业证书号：S0010520090001
电话：13269985073
邮箱：liuchao@hazq.com
分析师：张冬冬
执业证书号：S0010520080001
电话：18621976380
邮箱：zhangdd@hazq.com
联系人：方晨
执业证书号：S0010120040043
电话：18258275543
邮箱：fangchen@hazq.com
联系人：夏怡
执业证书号：S0010120020018
电话：18105518766
邮箱：xiayi@hazq.com

相关报告

1.《如何把握谁周期行情的节奏》2020-09-25

2.《盈利改善延续，低估值顺周期仍是占优赛道》2020-09-21

3.《震荡下沿，伺机而动》2020-09-14

主要观点：

●云销雨霁

市场风险偏好压制到了最后阶段，十一月 A 股市场将逐步开启慢牛行情。风险因素进入尾端：从外围来看，一是美国大选即将落地，但大选结果可能延后；二是海外疫情再度爆发，全球经济复苏再次延缓，经济下行压力下的海外股市下跌或传导至 A 股市场。再从内部来看，一是月初蚂蚁集团的上市将对股市流动性造成短期内的冲击，二是 10 月全年专项债发行完毕后，社融增速将面临阶段性拐点。虽然短期风险仍未完全解除，内外部的风险偏好压制已经到了最后阶段。一方面美国总统大选结果大概率已定，而拜登当选后，中美关系虽不会立即修复，但会有所缓解。且海外疫情反复将会延续国内出口的强劲态势，剔除防疫物品后国内出口已经在海外取得了一定的客户粘度。另一方面，十月为三季度缴税期，流动性压力最大的时候已经过去。与 7 月为特别国债让路造成的影响不同，十月社融数据虽有所下降，但对市场造成的冲击不会特别大，市场已充分吸收货币政策中性的态度，不必过度担忧。同时股市流动性已经有所回暖，蚂蚁上市的压力也在十月的行情中消化殆尽。**建议按照三条主线寻找确定性机会：一是受益于内部经济持续复苏带来周期性机会；二是三季报维持高景气度以及业绩强改善的机会；三是十四五规划建议十一月初即将出台带来的主题性机会。**

●十一月首选化工、电子、金融

受“十四五”提振，以及美国大选形势日渐明朗、即将水落石出，市场风险偏好面临重新提升的契机，关注高景气板块和低估值修复的大金融板块机会。把握三类机会：一是顺周期的高景气或景气持续上行板块，如**化工**、机械等行业；二是成长科技风格的业绩已经显现出持续的相对优势，并且在“十四五”科技创新和新电子消费品热点的催化下，**电子**、电气设备、国防军工等高景气板块迎来配置机会；三是处于增速触底、持仓底部、估值底部的大金融板块，多重触底夯实安全边际，具备长期配置价值，此外金融体制改革、资本市场改革加速都有望为**大金融**行情带来催化因素。

●数字经济之三：数字服务税，新经济形态下的税收发展方向

数字服务税是数字经济下对税收权的重新分配。随着数字经济规模的不断扩大，以及新经济对税收带来挑战，共同推动了数字服务税的发展。同时，还离不开四个因素：1）经合组织 OECD 推动；2）解决税收不公；3）推动可持续发展；4）缓解财政压力。近几年数字服务税进入了发展加速期，尤其是以英国和法国为代表的欧洲国家率先进行了收取。不过，数字服务税在对现有税收制度发起挑战的同时，发展也面临一定波折，包括欧盟内部面临异议，以及美国和科技巨头的反击。但是，全球数字经济发展的趋势表明，这不能改变新经济形态下的税收发展方向。

●风险提示

疫情二次冲击;中美关系显著恶化;经济复苏不及预期;政策过早转向。

正文目录

1 市场观点：云销雨霁 4
1.1 风险因素进入尾端 4
1.2 市场风险偏好提升在即 5
1.3 十一月 A 股市场将逐步开启慢牛行情 7
2 行业配置：十一月首选化工、电子、金融 11
2.2 首选行业推荐逻辑 12
2.2.1 化工 12
2.2.2 电子 12
2.2.3 金融 14
3 主题推荐：数字服务税，新经济形态下的税收发展方向 17
3.1 数字服务税：适应新经济发展的税收发展方向 17
3.2 数字服务税发展历史：OECD 不断推动，近年发展加速 19
3.3 数字服务税发展情况：虽然面临波折，但仍然是发展方向 20
3.3.1 欧洲各国：数字服务税的制定者和先行者 20
3.3.2 经历波折：数字服务税对现有税收制度发起挑战，虽然面临波折，但不改变发展方向 21
3.4 重点关注标的 22
风险提示： 23

图表目录

图表 1 德、法、英、美等国股指受疫情影响大幅下跌 5
图表 2 英、法、德、美当日新增病例皆创新高 5
图表 3 北向资金十月中旬以来连续净流出 5
图表 4 十月专项债发行完毕后，社融面临阶段性拐点 5
图表 5 民主党有望大选后拿下参议院 6
图表 6 出口数据依然强劲 6
图表 7 八月以后央行中性态度明确 6
图表 8 十月过后短端利率上行将有所缓解 6
图表 9 沪深两市成交额逐步回升 6
图表 10 融资余额逐步提升 6
图表 11 PMI 连续 8 个月处于扩张区间 7
图表 12 需求持续回暖 7
图表 13 企业信心不断增强 7
图表 14 非制造业商务活动指数达年内新高 8
图表 15 服务业恢复态势向好 8
图表 16 建筑业继续较快增长 8
图表 17 三季度工业企业利润较二季度明显提速 9
图表 18 三季报各行业盈利质量明显提升 10
图表 19 十四五投资机遇：科技与消费 10
图表 20 化工、电子、非银金融行业的估值目前处于所有行业中的整体中游偏低位置 11
图表 21 主要化工品涨价势头迅猛（10 月 26 日-10 月 30 日） 12
图表 22 消费电子 10 月新品频出，销售火爆有望延续高景气行情 13
图表 23 十四五规划半导体政策支持展望 14
图表 24 2020 年前三季度 A 股成交额显著高于去年同期 14
图表 25 2020 年前三季度 IPO 募集资金规模创十年之最 14
图表 26 10 月以来金融市场改革步伐显著加速，金融委重磅发声 15
图表 27 首选行业及关注标的 16
图表 28 2019 年全球数字经济规模排名前 20 国家：数字经济规模（亿美元） 17
图表 29 2017 年超大型跨国互联网企业纳税/收入比例不足 2%，带来税收不公问题 18
图表 30 经合组织 OECD 通过政策对数字服务税的推动 19
图表 31 欧洲各国数字服务税（DST）的代表方案 20
图表 32 2018 全球互联网公司收入排名前 10 的企业，美国占据 7 席 22
图表 33 美国科技巨头对英国 2%数字服务税的应对措施（2020 年 9 月 1 日生效） 22
图表 34 数字经济标的推荐关注 23

1 市场观点：云销雨霁

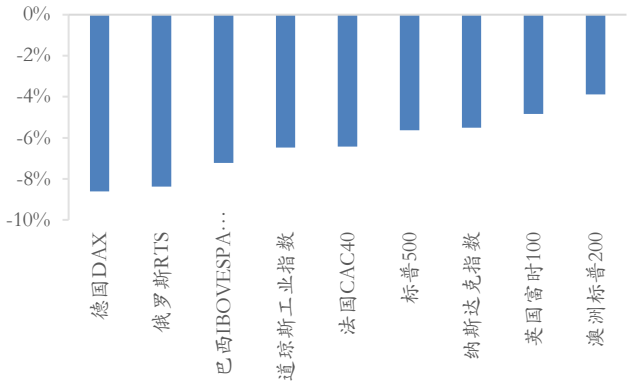
市场风险偏好压制到了最后阶段，十一月 A 股市场将逐步开启慢牛行情。风险因素进入尾端但仍未完全解除：从外围来看，一是美国大选即将落地，但大选结果可能延后，大量邮寄票将减缓读票进度，导致当天不能完成计票，11 月 3 日或许并不能直接宣布最终结果；二是海外疫情再度爆发，全球经济复苏再次延缓，经济下行压力下的海外股市下跌或传导至 A 股市场，同时也对国内经济转好之后日益扩大的海外供应需求造成采购上的困难。再从内部来看，一是月初蚂蚁集团的上市将对股市流动性造成短期内的冲击，二是 10 月全年专项债发行完毕后，社融增速将面临阶段性拐点。虽然短期风险仍未完全解除，但目前市场已经到了云销雨霁的时候。内外部的风险偏好压制已经到了最后阶段，一方面美国总统大选结果大概率已定，较 16 年相比，美国大选再次出现反转的可能性极小。而拜登当选后，中美关系虽不会立即修复，但会有所缓解。且海外疫情反复将会延续国内出口的强劲态势，剔除防疫物品后，国内出口数据依然亮眼，国产替代已经在海外取得了一定的客户粘度。另一方面，十月为三季度缴税期，流动性压力最大的时候已经过去。与 7 月为特别国债让路造成的影响不同，十月社融数据虽有所下降，但对市场造成的冲击不会特别大，市场已充分吸收货币政策中性的态度，不必过度担忧。同时股市流动性已经有所回暖，蚂蚁上市的压力也在十月的行情中消化殆尽。

建议按照三条主线寻找确定性机会：**一是受益于内部经济持续复苏带来周期性机会；二是三季报维持高景气度以及业绩强改善的机会；三是十四五规划建议十一月初即将出台带来的主题性机会。**需求持续回暖带动价格回升，企业信心不断增强。服务业恢复态势向好，建筑业继续较快增长。企业盈利状况逐季好转，利润增长均衡性明显改善。结合三季报来看，部分可选消费依然保持高景气度，成长风格具备显著的业绩相对优势。分行业来看，可选消费中汽车与家用电器盈利能力仍在提速，成长风格中电子与通信维持较为平稳的增速进一步复苏，而电气体设备与国防军工则表现出爆发式增长。最后紧抓十四五规划主线，布局三大核心支柱：“双循环”、高质量发展、供给侧改革以及与 A 股关联的投资主线：科技与消费。科技板块：数字经济、5G、半导体、通信、信创；新能源：新能源车、光伏锂电、化工新材料；消费：新消费、服务型消费、医药健康；高端制造业：机器人等。

1.1 风险因素进入尾端

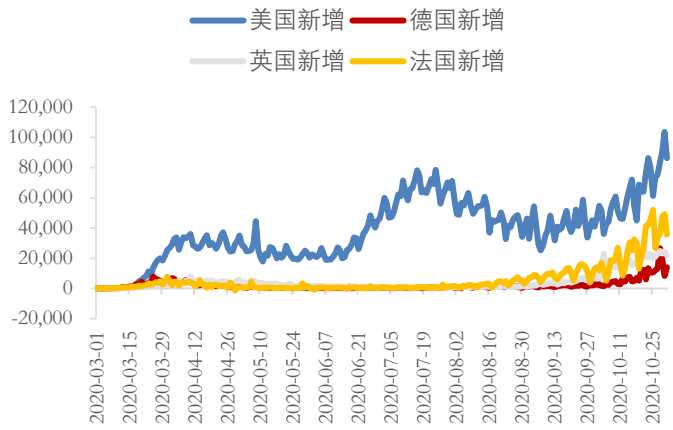
风险因素进入尾端但仍未完全解除：从外围来看，一是美国大选即将落地，但大选结果可能延后，大量邮寄票将减缓读票进度，导致当天不能完成计票，11 月 3 日或许并不能直接宣布最终结果。由于疫情和天气等原因，今年投票多以邮寄为主，邮寄方式导致的计量过程有可能使得今年选举结果不能在当天出来，相当一部分选票要在 11 月 3 日投票日结束后好几天才能寄到，例如宾州规定当天计票，即在投票日当天 7 点钟才开始统计邮寄来的票，因数量众多且都要符合一定的规程，所以统计结果将会推迟；二是海外疫情再度爆发，全球经济复苏再次延缓，经济下行压力下的海外股市下跌或传导至 A 股市场，同时也对国内经济转好之后日益扩大的海外供应需求造成采购上的困难。上周德国 DAX、道琼斯工业、法国 CAC40 及英国富时 100 等海外重要指数受疫情再次爆发影响大幅下挫，周跌幅分别达-8.61%、-6.47%、-6.42%和-4.83%。从历史经验来看，当美股连续大跌时，A 股将大概率跟随下行。从海外新增疫情来看，英、法、德、美也接连创下当日新增病例新高，疫情风险不容小视。

图表 1 德、法、英、美等国股指受疫情影响大幅下跌



资料来源：wind，华安证券研究所

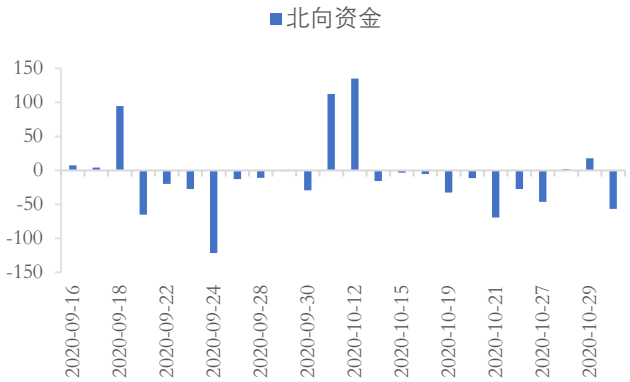
图表 2 英、法、德、美当日新增病例皆创新高



资料来源：wind，华安证券研究所

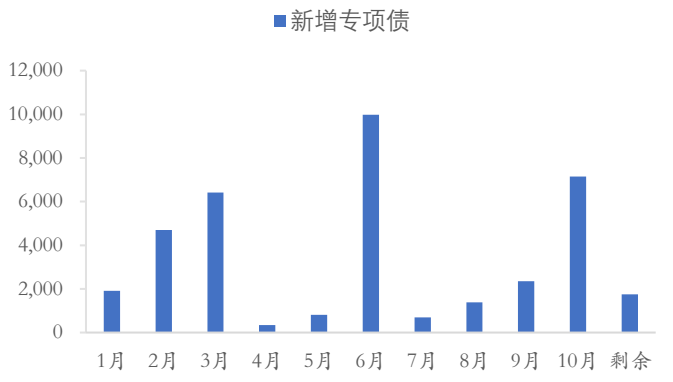
再从内部来看，一是月初蚂蚁集团的上市将对股市流动性造成短期内的冲击，北上资金自十月中旬以来连续净流出；二是 10 月全年专项债发行完毕后，社融增速将面临阶段性拐点。2020 年全年专项债额度 3.75 万亿元，1-10 月专项债发行总量为 35743 亿元，占比 95.31%。

图表 3 北向资金十月中旬以来连续净流出



资料来源：wind，华安证券研究所

图表 4 十月专项债发行完毕后，社融面临阶段性拐点

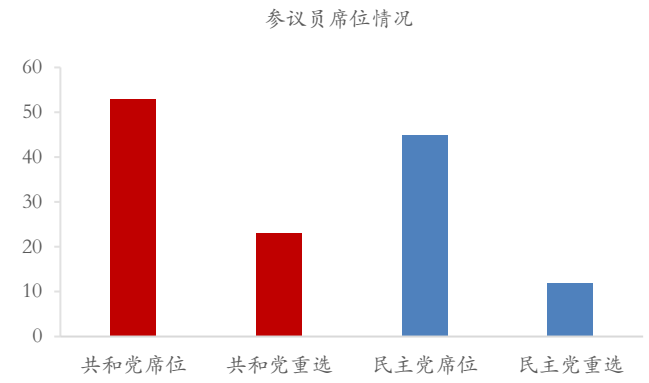


资料来源：wind，华安证券研究所

1.2 市场风险偏好提升在即

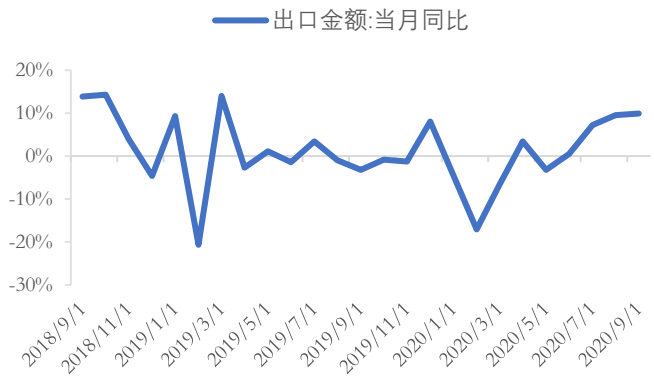
虽然短期风险仍未完全解除，但目前市场已经到了云销雨霁的时候。内外部的风险偏好压制已经到了最后阶段，一方面美国总统大选结果大概率已定，较 16 年相比，美国大选再次出现反转的可能性极小。由于 2016 年电邮门事件，媒体今年很谨慎，因此共和党揭短拜登儿子的时间对拜登影响不是很大，且主要事件也不是针对拜登本人。目前全国民意测验上拜登一直领先，差距也一直比较稳定，领先 9%左右。根据预测，拜登会赢得 344 票，特朗普会赢得 194 票，拜登赢得选举的几率是 85%左右。拜登大概率当选的同时，民主党也可能会赢得国会多数席位。今年参议院总席位 100 名共有三分之一左右候选人需要重新选举，共和党占 23 席，民主党仅有 12 席。而共和党与民主党目前人数比例为 53：45，共和党优势岌岌可危。而拜登当选后，中美关系虽不会立即修复，但会有所缓解。大选结果落地后，美国进一步财政刺激也将有望出台。且海外疫情反复将会延续国内出口的强劲态势，剔除防疫物品后，国内出口数据依然亮眼，国产替代已经在海外取得了一定的粘度。

图表 5 民主党有望大选后拿下参议院



资料来源：华安证券研究所整理

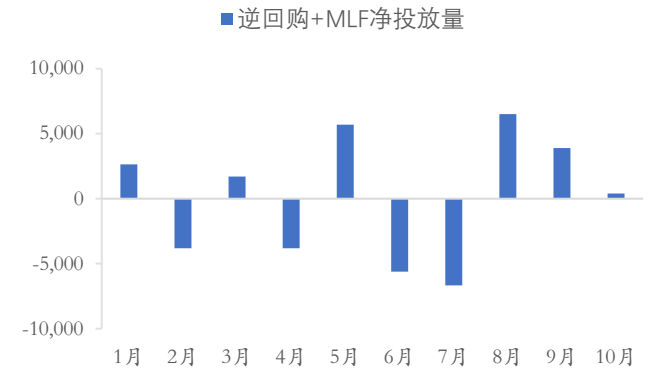
图表 6 出口数据依然强劲



资料来源：wind，华安证券研究所

另一方面，十月为三季度缴税期，流动性压力最大的时候已经过去。与 7 月为特别国债让路造成的影响不同，十月社融数据虽有所下降，但对市场造成的冲击不会特别大，市场已充分吸收货币政策中性的态度，不必过度担忧。

图表 7 八月以后央行中性态度明确



资料来源：wind，华安证券研究所

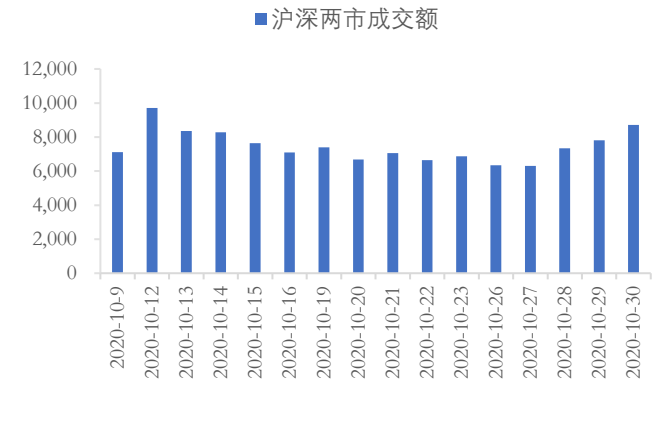
图表 8 十月过后短端利率上行将有所缓解



资料来源：wind，华安证券研究所

同时股市流动性已经有所回暖，蚂蚁上市的压力也在十月的行情中消化殆尽。

图表 9 沪深两市成交额逐步回升



资料来源：wind，华安证券研究所

图表 10 融资余额逐步提升



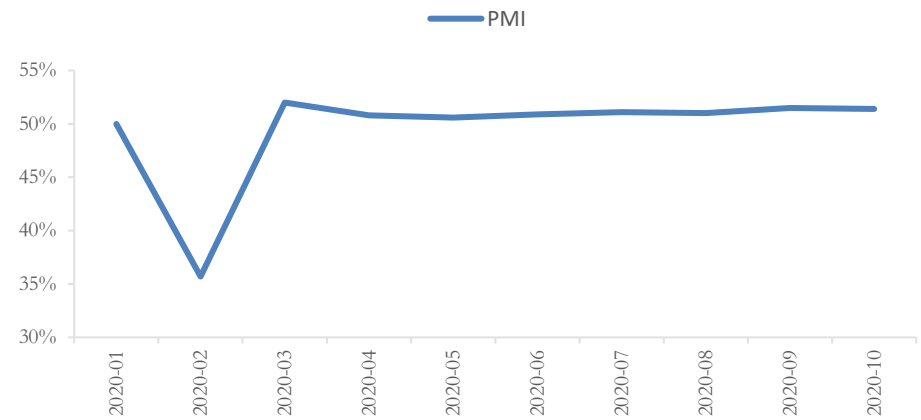
资料来源：wind，华安证券研究所

1.3 十一月 A 股市场将逐步开启慢牛行情

十一月建议按照三条主线寻找确定性机会：一是**受益于内部经济持续复苏带来周期性机会**；二是**三季报维持高景气度以及业绩强改善的机会**；三是**十四五规划建议十一月初即将出台带来的主题性机会**。

制造业 PMI 连续 8 个月处于扩张区间，7 月以来一直保持 51%以上，10 月制造业 PMI 为 51.4%，环比下降 0.1 个百分点。

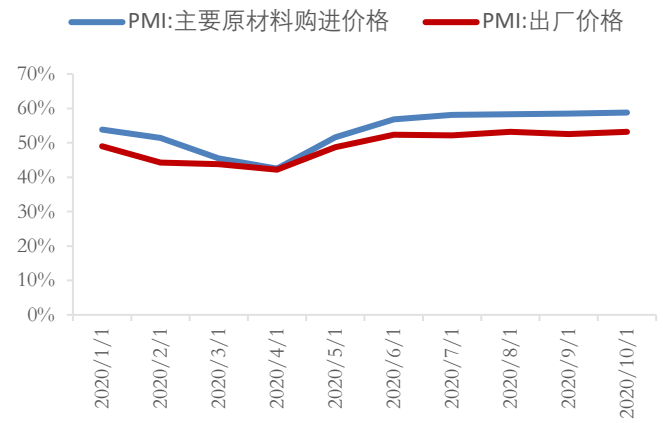
图表 11 PMI 连续 8 个月处于扩张区间



资料来源：Wind，华安证券研究所

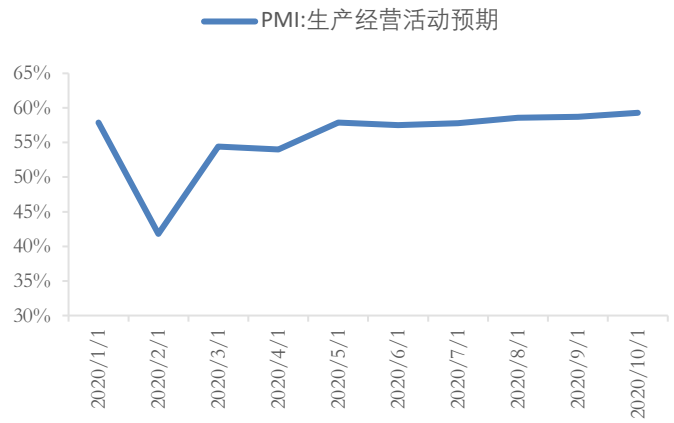
需求持续回暖带动价格回升，企业信心不断增强。主要原材料购进价格指数和出厂价格指数为 58.8%和 53.2%，分别高于上月 0.3 和 0.7 个百分点。统计局调查的 21 个行业中，有 9 个行业的主要原材料购进价格指数和 11 个行业的出厂价格指数高于上月。其中，纺织、化学原料及化学制品、化学纤维及橡胶塑料制品等行业的两个价格指数升幅最为明显，反映相关行业市场活跃度有所提升。本月企业生产经营活动预期指数升至 59.3%，高于上月 0.6 个百分点，企业对行业发展信心加快恢复。从行业情况看，纺织、有色金属冶炼及压延加工、通用设备、专用设备、汽车等 12 个行业的生产经营活动预期指数均位于 60.0%及以上的高位景气区间，表明企业对市场预期较为乐观。

图表 12 需求持续回暖



资料来源：wind，华安证券研究所

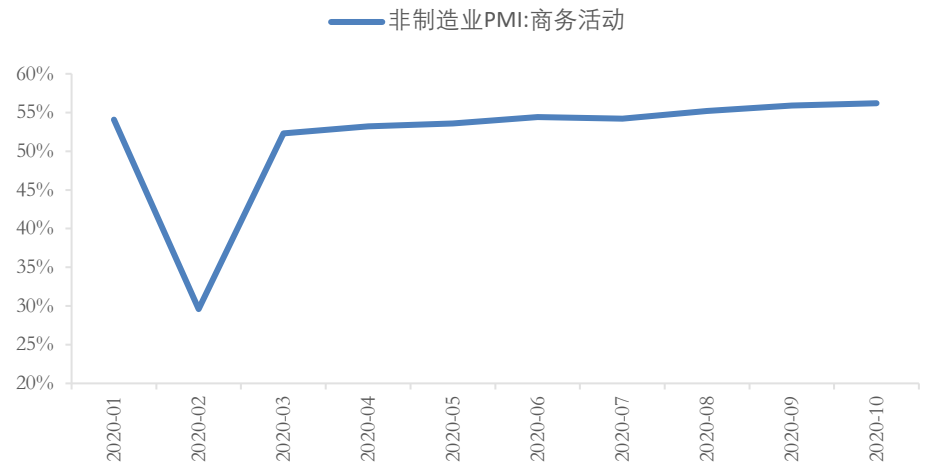
图表 13 企业信心不断增强



资料来源：wind，华安证券研究所

10 月非制造业商务活动指数为 56.2%达年内新高，比上月上升 0.3 个百分点，非制造业复苏步伐有所加快。

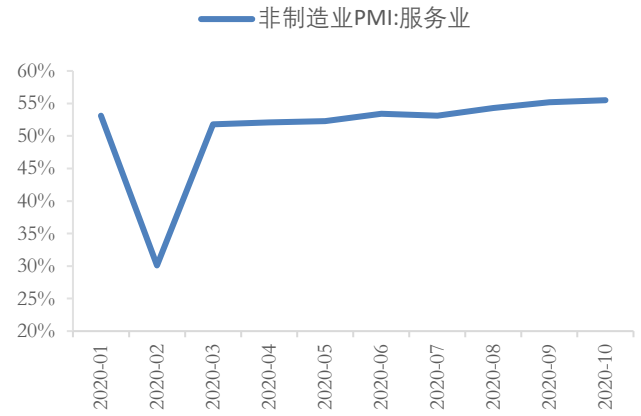
图表 14 非制造业商务活动指数达年内新高



资料来源：Wind，华安证券研究所

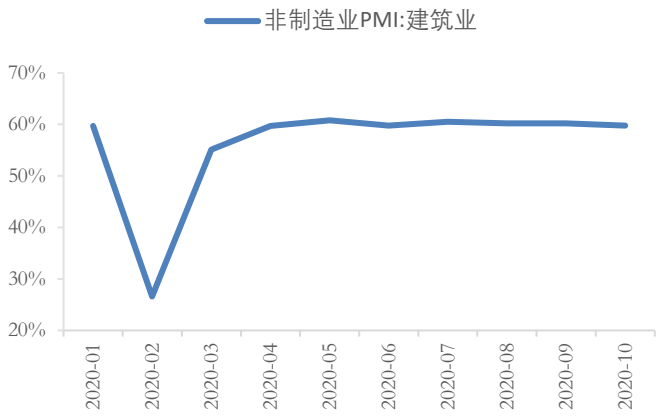
服务业恢复态势向好，建筑业继续较快增长。服务业商务活动指数继续回升，为 55.5%，高于上月 0.3 个百分点，服务业保持稳中有升的复苏势头。从行业情况看，在国庆、中秋双节带动下，居民出行意愿增强，消费需求加快释放，铁路运输、航空运输、住宿餐饮、文化体育娱乐等行业商务活动指数位于 59.0%以上较高运行区间，相关行业市场更趋活跃；批发零售、生态保护及环境治理等行业商务活动指数继续位于临界点以上，且均高于上月 2.5 个百分点以上，企业业务总量增长加快。同时，资本市场服务等行业商务活动指数低于临界点，行业景气度偏弱。从市场预期看，业务活动预期指数为 62.2%，连续 4 个月位于 60.0%以上高位景气区间，企业对行业持续复苏较为乐观。建筑业商务活动指数为 59.8%，虽低于上月 0.4 个百分点，但仍保持较高景气水平，运行总体平稳。本月土木工程建筑业商务活动指数、新订单指数和从业人员指数分别为 62.3%、56.6%和 51.2%，比上月上升 4.4、0.5 和 2.2 个百分点，表明随着新签订的工程合同量增长，企业用工量增加，基础设施建设生产活动有所加快。

图表 15 服务业恢复态势向好



资料来源：wind，华安证券研究所

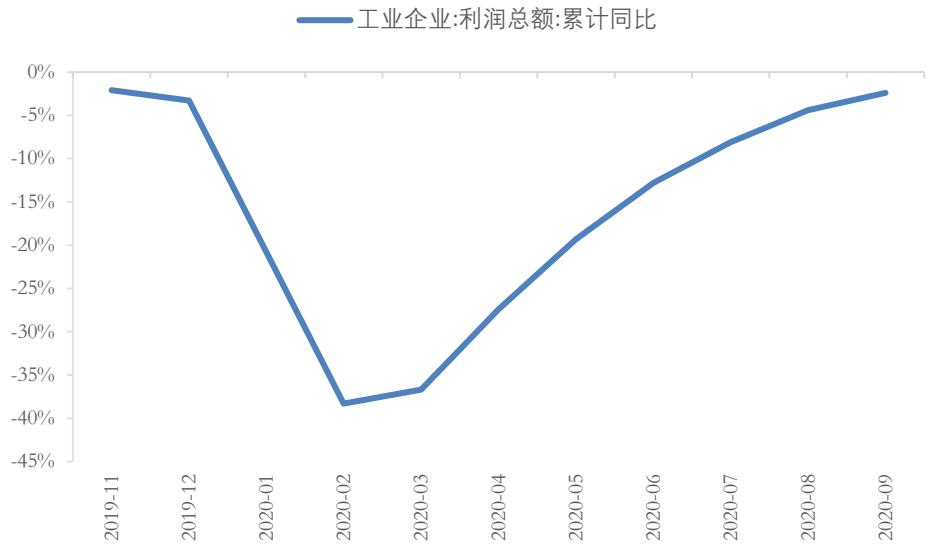
图表 16 建筑业继续较快增长



资料来源：wind，华安证券研究所

1 到 9 月份，规模以上工业企业实现利润 43665.0 亿元，同比下降 2.4%，降幅比 1 到 8 月份收窄 2.0 个百分点。其中，三季度利润增长 15.9%，增速比二季度加快 11.1 个百分点。

图表 17 三季度工业企业利润较二季度明显提速



资料来源：Wind，华安证券研究所

企业盈利状况逐季好转，利润增长均衡性明显改善。利润增长的行业增多，重点行业拉动明显。三季度，在 41 个工业大类行业中，有 31 个行业利润同比增加，比二季度增加 6 个；其中 24 个行业利润增速超过两位数。统计局显示新增利润最多的行业主要是：汽车制造业增长 53.8%，有色金属冶炼和压延加工业增长 52.0%，黑色金属冶炼和压延加工业增长 39.1%，通用设备制造业增长 32.4%，电力、热力生产和供应业增长 22.4%，电气机械和器材制造业增长 16.8%，这六个行业合计拉动三季度规模以上工业企业利润同比增长 10.0 个百分点。主要工业板块利润均保持两位数增长。三季度，装备制造业利润同比增长 22.5%，拉动规模以上工业企业利润增长 7.8 个百分点。其中，受益于环保标准切换、基建项目加快推进以及促消费等多项政策扶持，汽车、通用设备、专用设备等行业盈利在二季度率先恢复，当季分别增长 26.0%、28.2%和 63.5%，三季度均继续保持 20%以上较快增长。原材料制造业利润增长由负转正，三季度同比增长 23.0%，二季度为下降 17.9%。其中，在市场需求恢复、产品价格回升等因素作用下，石油加工、钢铁、有色等行业利润由二季度的两位数下降转为三季度 30%以上增长。消费品制造业利润稳定恢复，三季度增长 14.3%，比二季度加快 4.2 个百分点。其中，食品制造、烟草、纺织、造纸等行业利润增速均在 20%以上。不同规模企业利润协同恢复。随着投资、消费需求的逐步恢复，石油、钢铁、汽车等行业利润快速修复，大型企业利润明显回升。三季度，大中型企业利润同比增长 16.0%，比二季度加快 14.7 个百分点；其中，大型企业利润由二季度的下降 4.0%转为增长 13.8%。受益于多项政策扶持，三季度规模以上小型企业利润同比增长 15.8%，比二季度加快 1.7 个百分点。

结合三季报业绩来看，部分可选消费依然保持高景气度，成长风格具备显著的业绩相对优势。分行业来看，可选消费中汽车与家用电器盈利能力仍在提速，成长风格中电子与通信维持较为平稳的增速进一步复苏，而电气设备与国防军工则表现出爆发式增长。

图表 18 三季报各行业盈利质量明显提升

申万行业	盈利能力变化	变化幅度	2020Q3 单季归母增速	2020Q2 单季归母增速	2020Q1 单季归母增速	2019年以来盈利能力变化	2019Q3 单季ROE	2020Q3 单季ROE	变化幅度	盈利质量变化
休闲服务	↑	66.1%	-23.6%	-89.7%	-150.2%		3.22%	2.55%	-0.66%	↓
家用电器	↑	33.7%	16.4%	-17.3%	-51.7%		5.14%	5.42%	0.28%	↑
汽车	↑	26.2%	62.3%	36.0%	-80.8%		1.55%	2.38%	0.83%	↑
轻工制造	↑	23.9%	10.8%	-13.2%	-36.5%		2.50%	2.84%	0.34%	↑
医药生物	↑	16.4%	50.3%	33.9%	-17.0%		2.61%	3.43%	0.83%	↑
食品饮料	↓	-7.6%	18.3%	25.9%	-0.6%		5.05%	5.26%	0.21%	↑
纺织服装	↓	-31.6%	-36.8%	-5.2%	-80.1%		1.49%	1.71%	0.21%	↑
商业贸易	↓	-41.3%	-50.7%	-9.4%	-66.6%		3.02%	1.44%	-1.58%	↓
国防军工	↑	94.5%	79.8%	-14.8%	134.0%		0.63%	1.03%	0.40%	↑
传媒	↑	42.6%	11.0%	-31.6%	-49.3%		1.68%	1.98%	0.30%	↑
电气设备	↑	40.3%	84.7%	44.5%	-12.5%		1.75%	2.89%	1.15%	↑
通信	持平	0.8%	13.8%	13.0%	-54.9%		1.70%	1.86%	0.16%	↑
计算机	↓	-6.6%	-6.7%	0.0%	-119.0%		1.64%	1.42%	-0.22%	↓
电子	高增速持平	-6.8%	33.0%	39.9%	-11.4%		2.91%	3.21%	0.31%	↑
钢铁	↑	75.3%	50.6%	-24.7%	-35.1%		1.72%	2.44%	0.73%	↑
有色金属	↑	52.2%	40.1%	-12.1%	-53.4%		1.37%	1.83%	0.46%	↑
交通运输	↑	42.6%	-25.8%	-68.5%	-122.5%		2.45%	1.66%	-0.79%	↓
化工	↑	29.8%	26.0%	-3.8%	-109.4%		2.10%	3.99%	1.90%	↑
采掘	↑	14.3%	-0.5%	-14.8%	-85.2%		1.76%	3.07%	1.31%	↑
建筑装饰	↑	8.6%	16.1%	7.5%	-30.3%		2.42%	2.56%	0.13%	↑
建筑材料	持平	1.4%	17.3%	15.9%	-37.8%		4.64%	4.81%	0.17%	↑
公用事业	高增速持平	-1.1%	36.1%	37.2%	-28.8%		2.49%	3.06%	0.57%	↑
机械设备	高增速持平	-2.1%	48.0%	50.2%	-45.3%		1.76%	2.48%	0.72%	↑
农林牧渔	高增速	-40.9%	78.9%	119.8%	396.9%		5.02%	7.07%	2.05%	↑
非银金融	↑	35.5%	36.2%	0.7%	-23.6%		2.88%	3.50%	0.62%	↑
银行	↑	19.7%	-4.1%	-23.8%	5.5%		3.03%	2.65%	-0.38%	↓
房地产	↑	7.5%	4.1%	-3.4%	-41.8%		2.22%	2.22%	0.00%	持平

资料来源：Wind，华安证券研究所

最后紧抓十四五规划主线，布局三大核心支柱：“双循环”、高质量发展、供给侧改革以及与 A 股关联的投资主线：科技与消费。科技板块：数字经济、5G、半导体、通信、信创；新能源：新能源车、光伏锂电、化工新材料；消费：新消费、服务型消费、医药健康；高端制造业：机器人等。

图表 19 十四五投资机遇：科技与消费

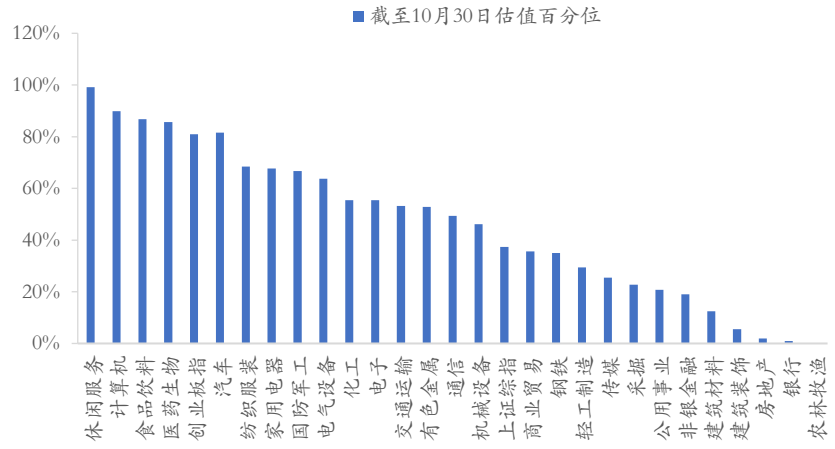


资料来源：Wind，华安证券研究所

2 行业配置：十一月首选化工、电子、金融

行业配置思路：受“十四五”提振，以及美国大选形势日渐明朗、即将水落石出，市场风险偏好面临重新提升的契机，关注高景气板块和低估值修复的大金融板块机会。市场目前整体面临的环境表现为：经济复苏和企业盈利改善强劲将提供基本面硬支撑：其中在经济基本面，经济复苏态势维持不变，10 月制造业 PMI 为 51.4%，继续维持在荣枯线上方高位运转，细分项中皆维持良好态势，其中消费端需求增长强劲是亮点，新出口订单和在手订单出现了较显著提升；业绩基本面，经济上行带动的盈利改善在三季度体现的尤其明显，全 A 上市公司在 Q3 季度单季度的盈利能力和盈利质量均出现了大幅度明显改善，改善幅度更甚于上季度。货币政策和流动性角度，目前货币政策正逐步走在回归正常化的过程之中，这种回归正常化的过程并不意味着货币会收得很紧，而是对疫情期间大宽松货币的一种修正，此外考虑到全球疫情形势、经济形势、金融形势仍然不稳，存在变数，且海外正处在货币宽松周期，国内物价、汇率等方面皆不构成货币政策明显收紧的约束，因此货币政策有望呈现“轻总量、重结构”的特点，流动性将维持合理充裕的局面。股市流动性角度，蚂蚁金服将于 11 月初 IPO 上市，带来的资金吸血效应只会在很短期内形成压力，无需过度担心。市场风险偏好方面，十九届五中全会成功召开，“十四五”规划和 2035 远景目标凝聚共识，更为后续政策指明方向，围绕规划目标政策有望不断出台；另一方面，美国大选在即，尽管有可能选举结果并不能当天出来，但目前拜登领先优势明显，对市场的冲击有限，此外从近期的中美市场的表现对比来看，A 股已经表现出较强独立性，对抗美股波动干扰的能力有所加强，因此整体来看市场风险偏好有向上的动力。综合来看，十一月市场有望走出盘整局面，回归上行格局。行业配置方面，需把握三类机会：一是顺周期的高景气或景气持续上行板块，如化工、机械等行业；二是成长科技风格的业绩已经显现出持续的相对优势，并且在“十四五”科技创新和新电子消费品热点的催化下，电子、电气设备、国防军工等高景气板块迎来配置机会；三是处于增速触底、持仓底部、估值底部的大金融板块，多重触底夯实安全边际，具备长期配置价值，此外金融体制改革、资本市场改革加速都有望为大金融行情带来催化因素。综合来看，11 月首选化工、电子、金融板块。

图表 20 化工、电子、非银金融行业的估值目前处于所有行业中的整体中游偏低位置



资料来源：Wind，华安证券研究所

2.2 首选行业推荐逻辑

2.2.1 化工

化工行业三季度盈利能力大幅改善，行业景气仍在长期上行周期中。从行业景气度来看，今年 4 月 8 日生意社化工指数跌至 2011 年起最低点 598 点，后续随国内疫情受控，经济生产复苏强劲，化工行业景气修复，截至 10 月 31 日生意社化工指数为 799 点，较最低点上涨了 33.61%，行业景气上升明显。根据三季报业绩来看，2020 年化工行业单三季度盈利能力较 Q2 改善 29.8%，单三季度化工行业整体归母净利增长 26%，较二季度盈利水平实现由负转正的变化，实现大幅增长并边际显著改善。综上，化工行业正处在新一轮景气不断边际改善的上行长周期中。

化工行业的估值及百分位目前仍处在合理区间，但若考虑三季度业绩消化，估值已经处在较偏低位置。截止 10 月 30 日，化工设备行业的整体 PETTM 估值为 30.6 倍，处于历史估值的 55.5%分位水平，目前的估值和百分位均处在合理区间略偏低的位置，具备较高的配置性价比。

图表 21 主要化工品涨价势头迅猛（10 月 26 日-10 月 30 日）

商品名称	当日均价	七日涨跌幅
DMF	11866.67	+37.98%
丁二烯	9200.00	+12.52%
苯酐	6300.00	+11.75%
1,4-丁二醇	10083.33	+10.40%
三氯甲烷	2000.00	+8.11%
醋酸乙酯	6582.50	+6.82%
有机硅 DMC	20400.00	+6.25%

资料来源：生意社，华安证券研究所整理

主要化工品涨价潮延续，有望催化行情提振。近期化工品价格延续传统“金九银十”行情，涨价趋势延续。上周（10.26-10.30）DMF、丁二烯、苯酐等化工品均出现了超 10%的大幅价格上涨；此外，10 月钛白粉价格受原材料价格影响两度大幅上涨，月初国内钛白粉均价为 14333.33 元/吨，月末均价为 15533.33 元/吨，月内价格上涨 6.98%。此外，进入三季度以来，化工品主要出口国解封，外贸出口基本已恢复，四季度国内外需求共振有望持续提升化工品需求。

关注标的：万华化学、恒力石化、中国巨石、华鲁恒升、国瓷材料、三棵树、扬农化工、金禾实业等。

2.2.2 电子

成长科技风格的业绩已经显现出持续的相对优势，三季报业绩显示，电子行业盈利水平维持高增速。单三季度，电子行业归母净利润增长 33%，延续二季度单季度 39%的高位增长趋势；对比其他行业来看，电子行业自二季度起盈利能力就已实现较高幅度增长，三季度延续此前高增速，因此横向对比来看，电子行业业

绩相对优势已现，叠加后续 5G 换机潮推动，行业高景气和盈利增速有望维持。

电子行业估值经历修正回落后，目前处在合理区间。截止 10 月 30 日，电子行业 PETTM 估值为 52 倍，处于 2000 年以来的 55.4%分位水平上，估值水平较上周有小幅回升，但较 8、9 月已有大幅修正回落。此外，将电子行业估值百分位与同为成长科技板块的其他行业相比，计算机、国防军工分别处于 90%和 67%的历史估值高分位，电子估值百分位仍有相对优势。

10 月苹果、华为相继发布重量级新机，恰逢“双十一”节点销量火爆，叠加半导体发展将获十四五规划扶持，产品、政策两重驱动下电子行情有望获得提振。产品方面，10 月作为传统消费电子发布新品高峰，华为、苹果相继发布重磅新品 Mate40 系列和 iPhone12 系列，发售后均迎来火爆场面：10 月 30 日，华为首批上架 mate40 天猫平台仅开售 20 秒即告罄；10 月 16 日 iPhone12 预售当晚，因访问人数过多苹果官网出现瘫痪，此外还出现黄牛“加价购机”现象。叠加此次苹果、华为新品发售时间均处于“双十一”打折季中，消费者购买热情高涨，新机销量可期。

图表 22 消费电子 10 月新品频出，销售火爆有望延续高景气行情

时间	事件
2020.10.14 **苹果新品发布会**	发布会推出 iphone12 系列以及 HomePod mini 产品；此次 iPhone12 定价主打“高中低全系列“战略，一经推出即遭哄抢，前期预约人数超 160 万；**官网发货周期已拉长至 2-3 周，创下苹果产品中的等待记录。**
2020.10.22 **华为 Mate40 系列发布会**	全球发布会上，华为推出 Mate40 系列手机，Mate 40 定价 4999 元起，Mate40Pro6499 元起，价格优势引发火爆销量；**10 月 30 日晚间，天猫表示 Mate40 系列首批货上架 20 秒就宣告售罄。**
2020.11.4 **三星将发折叠屏新品**	三星和中国电信合作 W 系列新款折叠屏手机，主打商务市场，售价大约在 20000 左右。
2020.11.4 **OPPO 新机发布**	OPPO 推出新机 OPPOK7x，定价未知，主打续航中端定位。
2020.11.17 **苹果 Macbook 发布**	苹果公司将发布 ARM 版 MacBook，新品 Macbook 将是第一批上市销售的搭载 ARM 处理器的 Mac 电脑，起售价为 799 美元（约合人民币 5600 元）。

资料来源：华安证券研究所整理

政策层面，此前权威人士透露第三代半导体已写入十四五规划，我们预计各细分领域将获政策大力支持。回顾历届五年规划，十三五规划中就已将集成电路明确写入。展望十四五规划，我们预计将在先进制程、高端 IC、关键设备材料和第三代半导体等方面进一步出台细化支持。在产品和政策的双重驱动下，电子行情有望获得提振。

图表 23 十四五规划半导体政策支持展望

领域	政策展望
先进制程领域	将加快先进制程的发展速度，推进 14nm、7nm 甚至更先进制造工艺实现规模量产。
高端 IC 设计和先进封装	将会针对存储芯片、嵌入式 MPU、DSP、AP 领域、模拟芯片和高端功率器件进行重点支持和引导，并致力于解决这几个关键领域卡脖子问题。
关键设备材料	将针对一些关键“卡脖子”设备和材料比如光刻机、大硅片、光刻胶等进行专项支持，加快关键设备材料领域突破，加快产业化进程，增强产业本土配套能力，为我国半导体产业链自主可控提供坚实基础。
第三代半导体	计划在 2021-2025 年期间，在教育、科研、开发、融资、应用等等各个方面，大力支持发展第三代半导体产业，以期实现产业独立自主。

资料来源：华安证券研究所整理

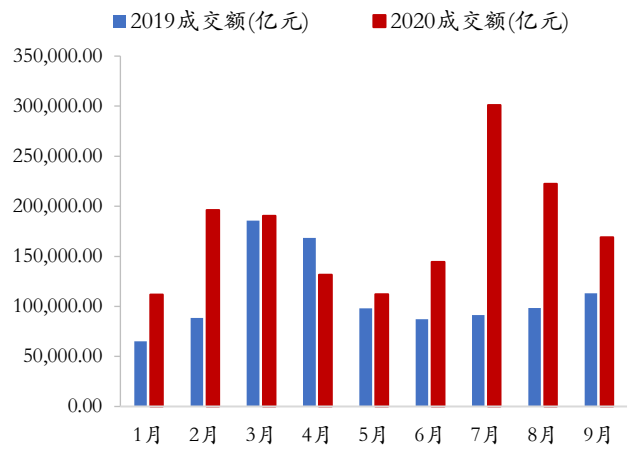
关注标的：兆易创新、韦尔股份、卓胜微、立讯精密、歌尔股份、生益科技、长电科技、沪电股份等。

2.2.3 金融

今年以来券商盈利能力大幅改善，金融行业整体三季报表现亮眼。券商经纪业务方面，截止 9 月底，今年前三季度 A 股成交额达 158.3 万亿，较去年同期的 99.9 万亿，大幅增长了 58.5%。单看 3 季度，A 股成交额为 69.4 万亿，较去年同期的 30.4 万亿，大幅增长了 128%。投行 IPO 业务方面，截至到 9 月底，今年的前三个季度 A 股 IPO 规模已达 3557.38 亿元，创下了 2011 年以来之最。

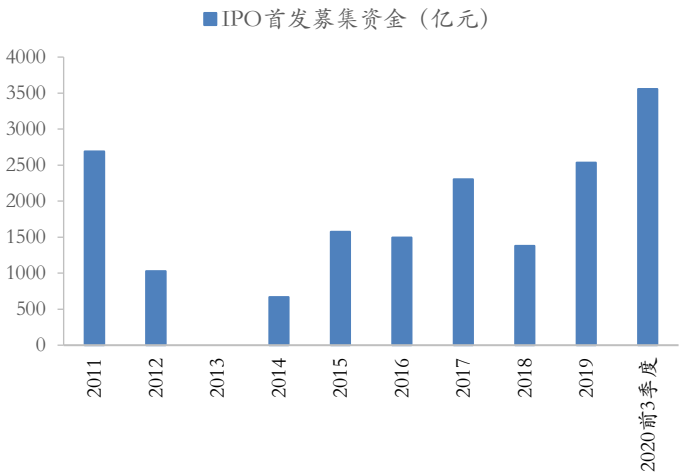
从三季报业绩跟踪来看，金融行业整体盈利大幅改善：银行整体 Q3 业绩较大幅度改善 19.7%，边际改善明显，二季度银行由于计提拨备利润大幅下滑，目前业绩已经底部走出，后续表现值得期待；此外，非银金融行业整体 Q3 业绩大幅改善 35.5%，单三季度归母利润大幅增加 36.2%。

图表 24 2020 年前三季度 A 股成交额显著高于去年同期



资料来源：wind，华安证券研究所

图表 25 2020 年前三季度 IPO 募集资金规模创十年之最



资料来源：wind，华安证券研究所

金融行业经历十月市场震荡行情后，估值水平已大幅下修，目前非银金融估值偏低，银行估值处在底部位置。截至 10 月 30 日，非银金融行业的 PB 估值仅为 1.87 倍，处于自 2000 年以来估值的 19%分位上；银行业的 PB 估值仅为 0.68 倍，仅为 1%的历史估值分位上。此外，十月震荡行情导致估值进一步回落，整体来看，非银金融估值偏低，银行估值百分位已处在所有行业中的底部位置，具备高性价比和强安全边际。

权威机构重磅政策频出，金融市场改革政策步伐加快提振市场。政策层面，改革步伐加速：7 月以来证监会下发《支持证券基金行业实施组织管理创新》文件，支持行业机构市场化合并；9 月，人民银行参事室主任纪敏表示资本市场改革将加速；10 月以来，利好政策频出，在 10 月 22 日-10 月 23 日举办的 2020 年金融街论坛中，全面推行注册制改革、精选层转板等政策已获证监会背书并加快落实中；10 月 31 日，副总理刘鹤主持召开金融委专题会议，将全面实施注册制并建立常态化退市机制。整体来看，金融市场改革步伐呈现逐步加速的趋势，助力券商等金融行业的催化剂因素将不断上演，行情有望得到提振。

图表 26 10 月以来金融市场改革步伐显著加速，金融委重磅发声

时间	事件
10 月 31 日	**金融委重磅发声** 将全面实行股票发行注册制，建立常态化退市机制，提高直接融资比重。
10 月 22-23 日	**2020 年金融街论坛年会** 证监会将研究制定全市场推行注册制的实施方案； 沪深交易所正加紧制定转板上市配套规则，引入混合交易和融资融券交易制度； 将完善天使创投环境，满足科创企业所需持续资金投入等。
10 月 14 日	**证监会主席易会满：选择适当时机全面推进注册制改革。** 将稳步推进主板（中小板）、新三板注册制改革； 充分考虑主板（中小板）特点，设计好注册制实施方案； 按照注册制要求，改进新三板公开发行及转让制度； 开展新三板精选层挂牌公司向科创板、创业板转板上市试点。
10 月 9 日	**国务院印发《关于进一步提高上市公司质量的意见》。** 要坚持存量与增量并重、治标与治本结合，发挥各方合力，强化持续监管，优化上市公司结构和发展环境，使上市公司运作规范性明显提升，信息披露质量不断改善，突出问题得到有效解决，可持续发展能力和整体质量显著提高。

资料来源：华安证券研究所整理

关注标的：中信证券、中信建投、华泰证券、中国平安、中国人寿、招商银行、宁波银行、工商银行等。

图表 27 首选行业及关注标的

首选行业	关注标的
化工	万华化学、恒力石化、中国巨石、华鲁恒升、国瓷材料、三棵树、扬农化工、金禾实业等
电子	兆易创新、韦尔股份、卓胜微、立讯精密、歌尔股份、生益科技、长电科技、沪电股份等
金融	中信证券、中信建投、华泰证券、中国平安、中国人寿、招商银行、宁波银行、工商银行等

资料来源：华安证券研究所整理

3 主题推荐：数字服务税，新经济形态下的税收发展方向

3.1 数字服务税：适应新经济发展的税收发展方向

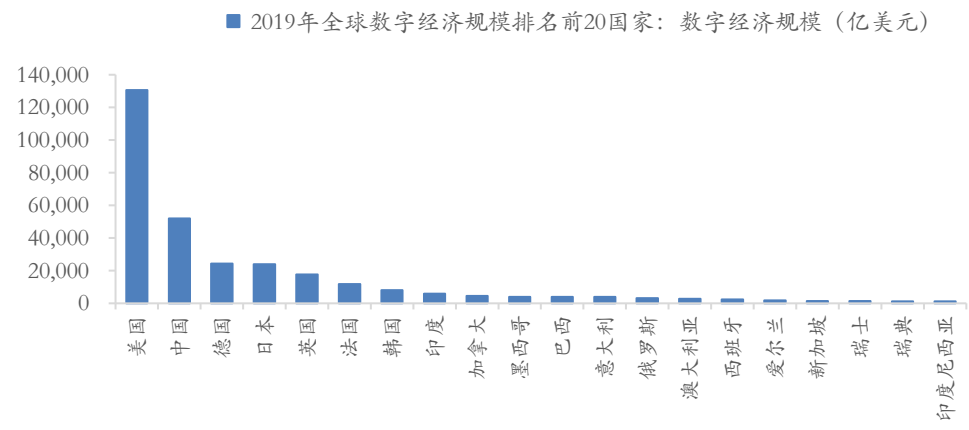
数字经济服务税是什么？数字服务税简称为 DST，根据市场上的普遍认可的定义来看，数字服务税是指“国家对国境内的跨国公司通过境外子公司所销售的数字服务征税”。实际上，**数字服务税更简易的理解，是对数字经济下税收权的重新分配，达到利润和价值的匹配。**

宏观层面来看，数字服务税发展的背后，是数字经济的发展，以及新经济对税收带来挑战的双重推动。

第一重推动，数字经济时代，不断扩大的数字经济规模将带来数字服务税的必然发展。数字服务税发展的核心，实际上是对数字经济进行征税。数字经济近年来的发展速度不断加快，根据信通院的数据，2019 年全球数字经济增加值规模增长 1.6 万亿美元，增速达到 5.4%，显著跑赢全球平均 GDP 增速。同时，全球数字经济占 GDP 比重的平均水平已经达到 41.5%，显示出数字经济在当前经济中的分量。从全球各国来看，以美国和中国为代表的国家领跑数字经济，2019 年两国的数字经济规模已经分别达到 13.1 万亿美元和 5.2 万亿美元。从当前来看，一方面，2020 年疫情带来的线上模式增多；另一方面，以 5G 为代表的新一代信息技术的发展，未来在带来技术的新一轮革命的同时，都将进一步加大数字经济规模和比重。

第二重推动，新经济模式下，传统税收模式面临新经济带来的挑战。随着数字经济的不断发展，可以看到以数字为基础的经济业态不断发展壮大。从最初的电子商务、社交媒体和流媒体，到“互联网+”，再到新零售、线上教育、线上医疗为代表的新经济业态，都可以看到数字经济模式下服务不再依赖于空间的限制、时间的限制、以及形态的限制。但是，在这样的趋势下传统税收模式将落后于新经济发展。**一方面，**数字经济的商业模式更多是无形的服务，**交易的虚拟化和电子化使得商业活动更难进行判断；另一方面，**相较于传统的税收更多依赖于在固定地理位置的活动，数字经济跨越空间的特性，使得**对于数字服务遍布全球的跨国公司的征税存在障碍。**

图表 28　2019 年全球数字经济规模排名前 20 国家：数字经济规模（亿美元）



资料来源：信通院，华安证券研究所

微观层面来看，当前数字服务税的发展还有四大因素：

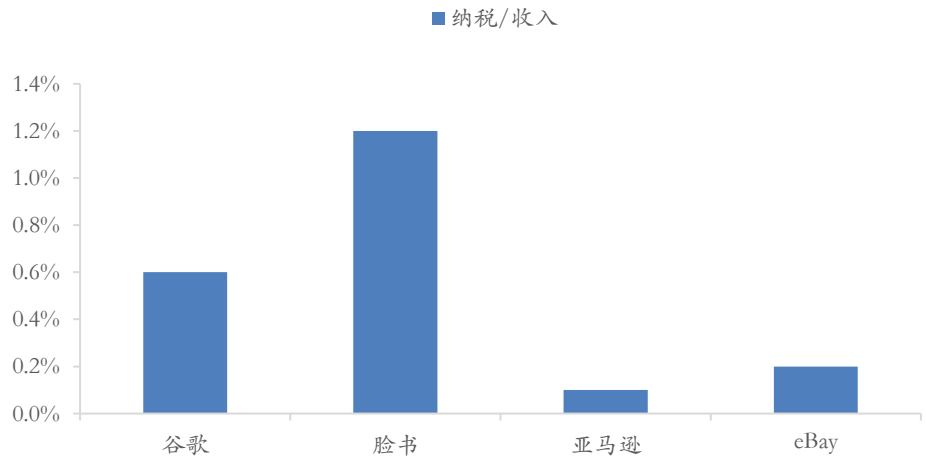
1）经合组织 OECD 政策推动全球税制改革。当前随着全球数字经济的发展，新业态下的征税已经成为全球各国关心的重点。因此，OECD 力图推动形成全球统一的方案以修改现行跨境税制。其中，OECD 主要提出了“双支柱”的方案，其中“支柱一”侧重修改利润分配；“支柱二”则侧重于形成全球最低税收标准。

2）解决税收不公。从征收的对象来看，数字服务税主要解决的是以大型跨国互联网公司为代表的税收不公问题。由于数字经济下的商业模式具有跨越空间的特性，这就造成这部分互联网企业在全球获取利润的同时，所缴税率却远低于传统企业，带来了税收环境不公以及衍生的其他问题。尤其在欧洲，根据欧盟的税收规定，大部分美国科技企业都会通过“荷兰三明治”的结构避税，即在欧洲税率较低的国家申报。以欧委会公布的数据来看，大型互联网公司在欧盟的有效税率仅 9.5%，传统企业的有效税率标准则为 23.2%。

3）避免垄断，推动可持续发展。仍然以互联网巨头为例，在获得全球内巨额收入和利润的同时，在现有的税收体制下所缴纳的税率则极低，将会带来“强者愈强”的问题，进一步压缩全球其余地区企业的市场份额。尤其考虑到当前对于数字服务税的主要推动方是欧盟，并没有大型互联网企业，而被征收方则主要是来自于美国的互联网巨头，就可以看到全球各地区为了推动自身相关产业的可持续发展，是提出征收数字服务税最直接的因素之一。

4）缓解财政压力。以极力推动数字服务税的英法两国来看，政府面临着收入和支出的双重压力。因此，需要通过新增税源以减轻财政压力。以政府财政收入端为例，在全球减税浪潮和经济放缓的趋势下，为了增加对投资和消费的吸引力，英国和法国均在近两年提出降低税率。其中，法国政府提出要在 2022 年将企业所得税率从 33.3%降至 25%，英国则在 2019 年的预算法案中提出要降低个税税负。

图表 29 2017 年超大型跨国互联网企业纳税/收入比例不足 2%，带来税收不公问题



资料来源：信通院，华安证券研究所

3.2 数字服务税发展历史：OECD 不断推动，近年发展加速

在 OECD 正式推动之前，全球各国已经在数字服务税的发展上做了不少努力。因此，根据我们对数字服务税发展的理解，将其分为三个阶段，分别是（1）2000 年初至 2012 年各国对数字服务税最初探索的雏形期；（2）2013 年至 2016 年，以 OECD 提出“应对数字经济税收挑战”为起始的萌芽期；（3）2017 至今，OECD 政策密集发布的发展加速期。

第一阶段：2000 年初至 2012 年，各国对数字服务税最初探索的雏形期。数字服务税的起源并不是近年才提出的，最早是为了适应电子商务的蓬勃的发展所带来的税收挑战，已经经历近 20 余年。在数字服务税正式提出之前，包括匈牙利的广告税、印度的均衡税、意大利的数字交易税都可以看作是对于数字服务税的最初尝试。

第二阶段：2013 年至 2016 年，以 OECD 提出“应对数字经济税收挑战”为起始的萌芽期。2013 年 OECD 发布的文件《税基侵蚀与利润转移行动计划》中提到“应对数字经济的税收挑战”，正式开启了数字服务税的发展之路。在这一阶段，我们可以看到，包括 OECD 在 2015 年提出的三种税收模式，以及 2016 年提出的“双支柱”计划，都可以看作是 OECD 为推动全球税收统一方案所做的努力，并形成初步成效。

第三阶段：2017 年至今，OECE 政策密集发布的发展加速期。近年来，随着科技公司的越发壮大，以及数字经济的跨越式发展，数字经济形态的更为多样化，开始推动数字服务税的发展进入快车道。以 OECD 政策的发布为对照，可以看到，一方面近期政策发布更为密集；另一方面，在配合国际税收改革的同时，更为聚焦数字服务税的操作细节问题。

图表 30 经合组织 OECD 通过政策对数字服务税的推动

时间	文件	具体内容
2013 年	《税基侵蚀与利润转移行动计划》	• **“应对数字经济的税收挑战”**
2015 年	《应对数字经济的税收挑战最终报告》	• OECD 提出了三种应对措施：1. 全新的税收联结度规则；2. 针对特定数字交易的预提税；3. 数字衡平税。 • **这标志着国际社会在应对经济数字化税收挑战方面取得了初步的成果**，但各成员国尚未就应对数字经济的相关税收规则达成一致。
2016 年 5 月	《工作计划—制定应对经济数字化带来的税收挑战的共识解决方案》	• 为**在 2020 年交付长期共识解决方案提供了思路和计划**，并真正付诸行动层面
2016 年 9 月	G20 财长和央行行长会议通过了该计划	• **提出“双支柱”计划。** • “双支柱”计划第一支柱是建立一个税收框架，界定在某地无实际据点但向该地出售了商品或服务的企业该如何缴税； • 若企业仍能够找到低税率或离岸避风港，则对其启用第二支柱，按各国一同拟定的全球最低税率向其征收税款。
2019 年 10 月	公众咨询文件	• **旨在就拟议的“统一路径”征求意见。** • 统一方法将对国际税收规则进行全面改革。“统一路径”详述了一个新的税收联结度规则，在该规则下，即便外国企业并未在市场国设立任何物理存在，市场国也能对其征税。 • “统一路径”还引入一项新的公式法以进行利润归属。

		• “统一路径”是经合组织秘书处和包容性框架指导小组为了弥合美国、英国和印度 2019 年初提出的三项提案的差距而努力工作的成果，以期在 2020 年达成全球共识。
2020 年 1 月	《OECD/G20 关于实现包容性数字服务税框架的“双支柱”路径的声明》	• 指出“第一支柱”与“第二支柱”仍然存在较大争议，如第一支柱中赋予每个用户参与市场征税权的问题，第二支柱中最低税率制定的技术性问题等。

资料来源：华安证券研究所整理

3.3 数字服务税发展情况：虽然面临波折，但仍然是发展方向

当前数字服务税的发展来看，全球范围内并不是一帆风顺，而是面临一定波折。一方面，以欧盟、法国、英国、印度为代表的国家，数字服务税已经率先收取；另一方面，美国作为非规则制定者，对数字服务税的态度则是持反对的态度。

3.3.1 欧洲各国：数字服务税的制定者和先行者

欧盟是数字服务税的主要推动者，已经针对数字服务税制定提案。其中，在 2018 年 3 月欧盟就已经在企业所得税改革前的过渡期，制定了对数字服务企业营业收入征税的短期和长期提案。其中，短期提案主要侧重采用 3%的统一税率，基于营业额进行缴税；长期提案则侧重于数字化常设机构。**欧洲各国也是数字服务税的先行者，除英国、法国等都已经实行了对企业征收数字服务税外，包括挪威等国家也表达相关意愿。**

英国和法国率先收取数字服务税。法国是欧洲第一个实行数字服务税的国家。早在 2019 年 1 月，法国就针对全球数字服务企业征收数字服务税。考虑到该服务税的制定规则，更多被认为是针对谷歌、苹果等互联网巨头征收数字服务税，因此也被简称为 GAFA 税。之后在 2019 年，法国总统马克龙签署了 DST 法案，法国参议院也正式通过数字服务税法案。除法国外，英国也紧随其后，在 2020 年 4 月起正式对三类数字企业征收 2%的数字服务税。

欧洲各国的数字服务税方案，以欧盟方案为基准。通过对欧洲各国数字服务税方案的梳理，可以看到在法国、英国的征税方案中，无论是税率，还是征税范围，以及征税门槛，基本都是以欧盟的标准为基准进行调整。以税率为例，除英国外，征税税率基本都为 3%。从征税门槛看，主要都包含对于全球收入总额的要求，以及本地区收入的要求。其中，除英国外，欧洲各国对于数字服务税的征收对象在全球的年收入总额基准都为 7.5 亿欧元，与欧盟一致，本国境内的应税收入则根据自身情况有所调整。

图表 31 欧洲各国数字服务税（DST）的代表方案

国家	引入时间和文件	税率	征税范围	征税门槛
欧盟	2018 年 11 月 《关于对提供特定数字服务收入征收数字服务税的统一标准》	3%	（1）在数字界面上投放定向广告 （2）向用户提供多端数字界面 （3）销售收集的用户数据以及用户在数字界面活动产生的数据	（1）申报的全球年收入总额超过 7.5 亿欧元 且（2）欧盟境内的年应税收入总额超过 5000 万欧元
法国	2019 年 7 月 2019-759 号法 《建立数字服务税》	3%	（1）提供数字界面（媒介服务） （2）定向发送广告目的传输用户数据	（1）申报的全球年收入总额超过 7.5 亿欧元 且（2）法国境内的年应税收入总

				额超过 2500 万欧元
英国	2020 年 4 月 《财政法案 2019/20》	2%	（1）提供社交媒体平台 （2）提供互联网搜索引擎 （3）提供线上市场 每年有 2500 万英镑免征额	（1）应税数字服务收入总额超过 5 亿英镑； 且（2）在英国提供数字服务税收入总额超过 2500 万英镑
意大利	2019 年 1 月 《2019 年预算法》	3%	（1）在数字界面发布广告 （2）为用户提供买卖商品或服务的多端数字界面 （3）传输用户使用数字界面产生的用户数据	（1）集团的全球总收入至少 7.5 亿欧元 且（2）意大利境内提供数字活动的总收入至少 550 万欧元
西班牙	2019 年 1 月 《2019 年预算法案》	3%	（1）在数字界面投放广告 （2）运营多端数字界面 （3）传输用户数据	（1）全球年收入超过 7.5 亿欧元 且（2）西班牙境内提供应税服务收入超过 300 万欧元

资料来源：《数字服务税：政策源起、理论争议与实践差异》、华安证券研究所

3.3.2 经历波折：数字服务税对现有税收制度发起挑战，虽然面临波折，但不改变发展方向

欧盟内部面临异议。尽管欧盟数字服务税近年得到快速推动，但面临内部异议。欧洲方面，尽管包括法国、英国、意大利等国家极力推进数字服务税的发展，但是仍有包括芬兰、爱尔兰等国家持有异议。其中一个重要的原因在于，这部分国家主要通过低税率来吸引跨国公司巨头，并以此受益。

数字服务税的发展或阻碍美国在数字经济领域的优势。从全球范围来看，美国是数字服务税发展的主要反对者。原因主要有三方面：**1）数字服务税的征收规则主要由欧盟推动**，美国并不是制定者。**2）**从具体征收规则来看，**征收对象主要是美国跨国互联网巨头企业。3）**在过去的税收体制下，美国跨国互联网企业进行了实际意义上的避税，**但数字服务税的征收，将改变过去美国跨国互联网公司的低税率情况。**从 2018 年全球互联网公司收入排名前十的企业来看，美国占据七席，中国三席，可以看到美国在数字经济领域的巨大优势。因此，数字服务税的征收，一定意义上可以认为是将阻碍美国在数字经济中的优势。基于这样的背景，我们可以看到以法国为例，美国对法国的数字服务税进行报复，包括自 2019 年 12 月威胁对法国进口商品征收报复性关税，以及 2020 年 7 月美国对法国的数字服务税法案发起“301 调查”等。

数字服务税的主要征收对象是美国科技巨头，通过转嫁成本的方式对数字服务税发起反击。从数字服务税的被征收方来看，美国的跨国科技巨头是主要目标。因此，我们可以看到，包括苹果、谷歌和亚马逊等公司为了应对数字服务税，纷纷通过提价转嫁成本的方式进行应对。具体来看，以英国为例，2020 年 9 月 Apple Store 将英国开发者成本增加 2%，亚马逊将英国的“转送费、亚马逊履单（FBA）费、每月 FBA 存储费和多渠道履单费提高 2%。可以看到，各大美国科技巨头在英国提高的 2%成本，与英国 2%的数字服务税恰好抵消。

因此，无论是从欧盟内部面临异议，还是美国和互联网巨头的反击来看，数字服务税在对现有税收制度发起挑战的同时，其未来的发展必然将历经一定波折。但是，从全球数字经济发展的趋势来看，并不能改变数字服务税的发展方向。

图表 32 2018 全球互联网公司收入排名前 10 的企业，美国占据 7 席

序号	企业	所属国家	2017（亿美元）	2018（亿美元）
1	Apple	美国	229,2	2,656
2	Amazon	美国	177,8	2,329
3	Google	美国	1,096	1,362
4	阿里巴巴	中国	230	561
5	Facebook	美国	407	558
6	Netflix	美国	117	558
7	腾讯	中国	219	456
8	PayPal	美国	131	154
9	百度	中国	130	149
10	eBay	美国	96	108

资料来源：《英法两国数字服务税制度研究及启示》、华安证券研究所

图表 33 美国科技巨头对英国 2%数字服务税的应对措施（2020 年 9 月 1 日生效）

公司	应对政策
苹果	App Store 英国开发者的成本将增加 2%
谷歌	谷歌也将把谷歌广告和 YouTube 广告费用提高 2%
亚马逊	亚马逊表示将在英国将“转送费、亚马逊履单（FBA）费、每月 FBA 存储费和多渠道履单费提高 2%，以反映这笔额外税收。

资料来源：华安证券研究所整理

3.4 重点关注标的

数字服务税作为数字经济的主要内容之一，仍然推荐关注数字经济相关概念标的。

用友网络：月涨幅 12.9%。领先的企业服务提供商，基于移动互联网、云计算、大数据等技术，推动企业智能化发展。其中，用友 UAP 私有云平台是中国大型企业和公共组织应用最广的企业计算平台，畅捷通用友云平台在小微企业和公共应用服务中运用。

工业富联：月涨幅 0.4%。全球领先的通信网络设备、云服务设备、工业机器人专业设计制造服务商。为企业提供自动化、网络化、平台化、大数据为基础的综合解决方案，推动企业向智能制造转型。

科大讯飞：月涨幅 11%。语音合成核心技术代表世界最高水平，城建首批国家新一代人工智能开放创新平台。

四方精创：月涨幅 10.7%。以大型商业银行为核心客户，提欧共专业金融 IT 服务的软件公司。

图表 34 数字经济标的推荐关注

	月涨幅	市值（亿元）	PE_TTM
用友网络 600588.SH	12.9%	1,411	194
工业富联 601138.SH	0.4%	2,712	14.9
科大讯飞 002230.SZ	11.0%	836	83.6
四方精创 300468.SZ	10.7%	67	74.3

资料来源：Wind，华安证券研究所

风险提示：

疫情二次冲击;中美关系显著恶化;经济复苏不及预期;政策过早转向。

重要声明

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，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，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，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。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

行业评级体系

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%以上；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%以上；

公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；

增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；

中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至；

卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；

无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。市场基准指数为沪深 300 指数。