

三中全会临近，财税改革预期升温

报告摘要

核心观点：

- ◆ **财税体制改革通常是经济改革转型的先行军，以应对经济发展转型后的新变化。**当下房地产市场供求关系发生重大转变，地方债务风险防控加强，过去靠房地产、地方融资平台等债务驱动的经济增长模式难以持续，科技和消费或将成为未来中国经济新的增长引擎。由于地方财政主要收入来源土地出让金下行，急需为地方培育新税源并调整央地税收分配比例。在中国又一次经济转型的大背景下，推行新一轮财税体制改革的需求十分迫切。近期已有多个顶层会议直指财税体制改革，预计三中全会有望为财税体制改革明确方向，财政管理数字化和消费税改革有望成为本轮财税体制改革中的两大重点。
- ◆ **财政管理数字化升级，以全面数字化电子发票为突破口的“金税四期”正在全面推进和推广，关注财税数字化领域相关投资机会。**在三中全会有望进一步推进财税改革和2025年目标时点临近的背景下，金税四期有望加速推进，可关注两个方向的投资机会（1）税务数字化。金税四期目前已在全国有序推广，根据国家税务总局的计划安排，拟于今年6月份完成全国省份的全面覆盖，2024年底完成系统单轨运行。（2）企业财税数字化。SaaS服务模式可帮助中小微企业提高财税工作效率、适配政策合规要求。
- ◆ **消费税范围扩大、征收环节后移、稳步下划地方将是未来消费税改革的三个重点方向。**目前我国税收制度主要在生产环节，未来随着消费税的后移和下划至地方，地方政府此前的“重生产、轻消费”思想有望得到转变，并不断改善当地的消费业态，激发零售企业活力，商贸零售行业有望受益，关注消费税改革后免税行业政策变化。

作者

董忠云 分析师
SAC执业证书：S0640515120001
联系电话：010-59562478
邮箱：dongzy@avicsec.com

符旸 分析师
SAC执业证书：S0640514070001
联系电话：010-59562469
邮箱：fuyyjs@avicsec.com

王玉茜 分析师
SAC执业证书：S0640524050001
联系电话：
邮箱：wangyx@avicsec.com

庞晨 研究助理
SAC执业证书：S0640124040009
联系电话：
邮箱：pangc019@avic.com

王警仪 研究助理
SAC执业证书：S0640123090015
联系电话：
邮箱：wangjybj@avicsec.com

相关研究报告

中航策略周报：《本轮“科特估”行情或将再次演绎新一轮科技自立自强行情——科特估系列专题（二）》

中航策略周报：《科创板改革八条措施将助力新质生产力行稳致远》

中航策略周报：《“科特估”行情或将重演“中特估”行情——科特估系列专题（一）》

中航策略周报：《政策博弈后，市场等待基本验证》

中航策略周报：《三中全会预期升温，新质生产力有望成为年度主线》

中航策略周报：《地产行情结束了吗？》

市场走势：

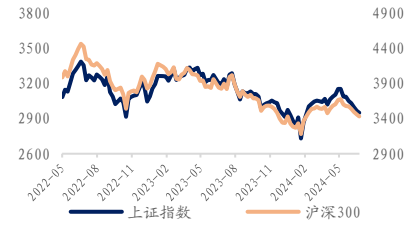
股市有风险 入市需谨慎

中航证券研究所发布 证券研究报告

请务必阅读正文之后的免责声明部分

联系地址：北京市朝阳区望京街道望京东园四区2号楼中航产融大厦
中航证券有限公司
公司网址：www.avicsec.com
联系电话：010-59219558 传真：010-59562637

- ◆ 当前已经进入到“十四五”末期冲刺阶段，2024年下半年军工行业基本面有望迎来环比恢复。站在当前时点，军工板块中长期性价比的配置机会尤为显著。在中短期，中航军工组认为可关注如下几个方面：（1）以商业航天、低空经济等新质生产力为代表的赛道，有望成为军工行业基本面的新增长点，并随着政策催化、事件催化持续带来结构性的上涨机会；（2）以军工央企下属上市公司为代表的权重股，在市值管理、提质增效等方面的进展，且议价能力较强，有望在板块修复行情中优先受益；（3）存在以军贸作为其第二增长曲线的相关上市公司。



投资建议：

- ◆ 三中全会临近，市场对改革的预期不断升温，财税改革有望成为改革重点之一，可关注财政管理数字化和消费税改革相关投资机会。此外，推荐央企高股息板块和新质生产力概念，其中重点看好科技相关央企的表现。此后重点跟踪：1) 三中全会；2) 7月政治局会议；3) 地产政策及数据。

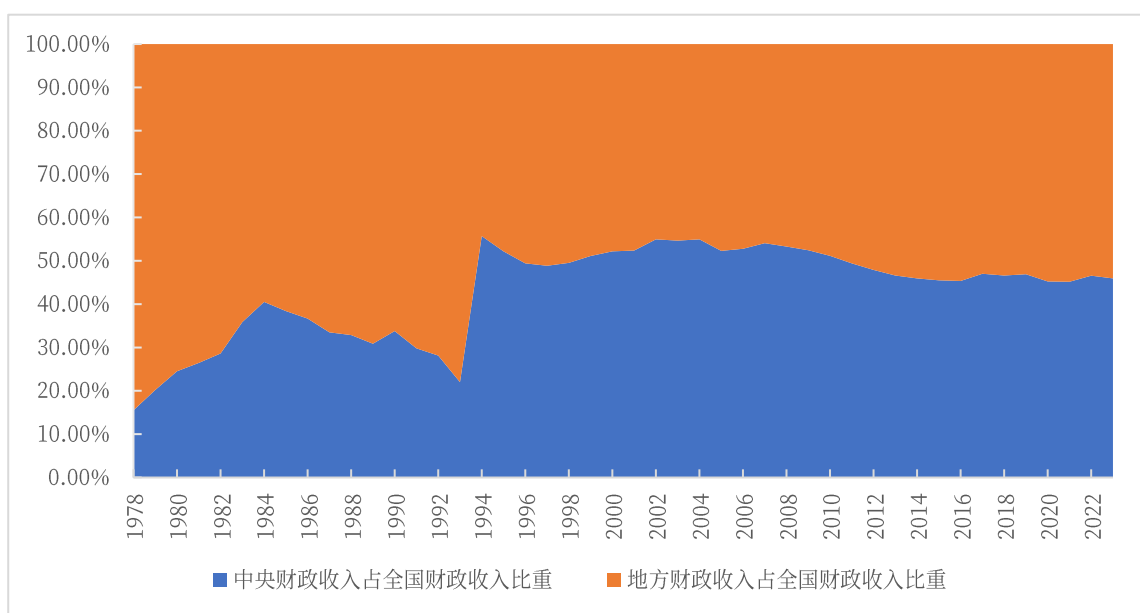
本周市场回顾：

本周市场整体下跌，上证指数、深证成指、沪深 300、科创 50、创业板指、中证 500、中证 1000 分别下跌 0.59%、1.73%、0.88%、1.86%、1.65%、1.55%、1.74%。行业风格上，本周成长风格表现较弱，下跌 2.51%，稳定风格表现较强，上涨 0.83%。分行业来看，申万一级行业中有色金属、商贸零售、钢铁表现较强，分别上涨 2.61%、2.43%、1.92%，国防军工、机械设备、美容护理表现较弱，分别下跌 3.75%、3.52%、3.46%。市场情绪方面，本周市场活跃度有所下降，日均成交金额为 6107.47 亿元，较上周减少 553.33 亿元。估值方面，A 股整体市盈率为 16.15 倍，较上周下降 0.76%。北向资金本周呈净流出状态，净卖出金额为 139.47 亿元。

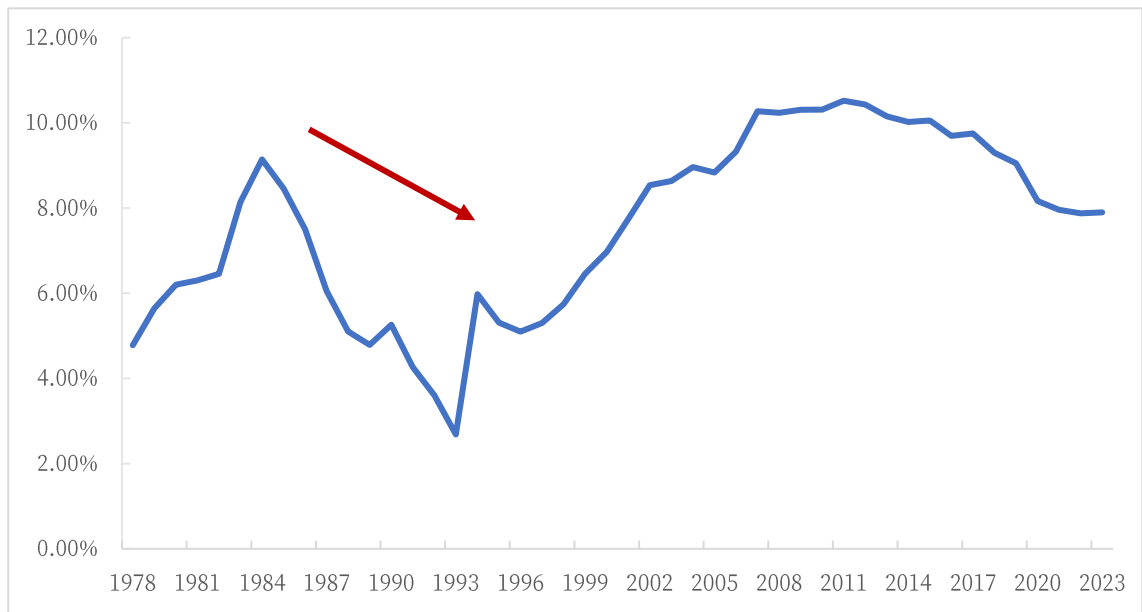
正文：

财税体制改革通常是经济改革转型的先行军，以应对经济发展转型后的新变化。1978 年十一届三中全会确立了“对内搞活经济、对外实行开放”的重大战略方针，加速发展社会主义市场经济。1980 年陆续试点增值税，启动工商税制改革，逐步再构建国内税制，以满足从“计划经济”向“有计划的商品经济”的体制转轨需要。1980 年至 1981 年《中外合资经营企业所得税法》、《个人所得税法》、《外国企业所得税法》3 部涉外税法出台，以应对初步对外开放后新的市场参与主体。1992 年邓小平南巡讲话后，十四大确立了社会主义市场经济改革的发展目标。1994 年分税制改革，一方面解决“两个比重”（中央财政收入占全国财政收入比重和全国财政收入占 GDP 比重）的下降问题，另一方面通过强化经济的中央集权促进统一市场的建设，通过调动地方自主性促进局部地区的市场建设。

图1 中央财政收入占比下滑（单位：%）



资料来源：Wind，中航证券研究所整理

图2 全国财政收入占 GDP 比重下滑（单位：%）


资料来源：Wind，中航证券研究所整理

在中国又一次经济转型的大背景下，推行新一轮财税体制改革的需求十分迫切。近期已有多个顶层会议直指财税体制改革，预计三中全会有望为财税体制改革明确方向，财政管理数字化和消费税改革有望成为本轮财税体制改革中的两大重点。当前中国经济迎来新的转型窗口期，房地产市场供求关系发生重大转变，地方债务风险防控加强，过去靠房地产、地方融资平台等债务驱动的经济增长模式难以持续，科技和消费或将成为未来中国经济新的增长引擎。经济转型期间财政收入承压，“两个比重”再度由高点下滑，地方财政主要收入来源土地出让金下行，因此急需为地方培育新税源并调整央地税收分配比例。2024年6月25日，审计署发布《国务院关于2023年度中央预算执行和其他财政收支的审计工作报告》指出，“谋划新一轮财税体制改革，完善中央与地方财政事权和支出责任划分”，“完善部门数据共享，堵塞制度漏洞”。报告或在为三中全会明确财税体制改革预热，完善央地权责划分，并指向或将进一步推进财政数字化工作。此外，2024年3月财政部发布《关于2023年中央和地方预算执行情况与2024年中央和地方预算草案的报告》中提及，“推动消费税改革，完善增值税制度。”由此来看，消费税或将成为地方财政新税源之一。

财政管理数字化升级，以全面数字化电子发票为突破口的“金税四期”正在全面推进和推广，关注财税数字化领域相关投资机会。金税工程计划是指属于经国务院审批的国家级别的电子政务工程十二金的工程计划，使用高技术手段与我国的增值税务管理相结合，根据实际情况设计出的一套高技术管控体系。2021年3月《关于进一步深化税收征管改革的意见》（以下简称“《意见》”）的发布开启了金税第四期改革的序幕。金税四期在金税三期的基础上全面推进税收征管数字化升级和智能化改造，从“以票管税”走向“以数治税”精准监管。相比传统监管，税务部



门依靠大数据监测，税务数据将在各部门之间信息互联互通的推进，可以完整掌握企业从开具、传递、入账、抵扣到归档的发票全生命周期信息链条。同时，在全国各地推行数字化的电子发票，即“数电票”，可降低企业发票成本支出的 15%-20%。《意见》中提出 2025 年基本实现发票全领域、全环节、全要素电子化，着力降低制度性交易成本；健全涉税涉费信息对外提供机制，打造规模大、类型多、价值高、颗粒度细的税收大数据，高效发挥数据要素驱动作用等目标。在三中全会有望进一步推进财税改革和 2025 年目标时点临近的背景下，金税四期有望加速推进，可关注两个方向的投资机会（1）税务数字化。金税四期目前已在全国有序推广，根据国家税务总局的计划安排，拟于今年 6 月份完成全国省份的全面覆盖，2024 年底完成系统单轨运行。（2）企业财税数字化。SaaS 服务模式可帮助中小微企业提高财税工作效率、适配政策合规要求。

消费税范围扩大、征收环节后移、稳步下划地方将是未来消费税改革的三个重点方向，地方政府此前的“重生产、轻消费”思想有望得到转变，商贸零售行业有望受益。2019 年国务院印发的《实施更大规模减税降费后调整中央与地方收入划分改革推进方案》（国发〔2019〕21 号文件）提出，后移消费税征收环节并稳步下划地方；将部分在生产（进口）环节征收的现行消费税品目逐步后移至批发或零售环节征收，拓展地方收入来源，引导地方改善消费环境。“十四五”规划纲要中也提出“调整优化消费税征收范围和税率，推进征收环节后移并稳步下划地方。”由此来看，消费税范围扩大、征收环节后移、稳步下划地方将是未来消费税改革的三个重点方向。目前我国税收制度主要在生产环节，未来随着消费税的后移和下划至地方，地方政府此前的“重生产、轻消费”思想有望得到转变，并不断改善当地的消费业态，激发零售企业活力，商贸零售行业有望受益，关注消费税改革后免税行业政策变化。

2024 年上半年军工行业表现亮眼的细分方向可归三类：（1）低空经济、商业航天等新兴战略产业；（2）景气度不断兑现的民船；（3）军工白马权重股。与之相反，走势低迷的方向也是三类：（1）民参军；（2）上游；（3）小市值。当前，一方面，市场有着较为普遍的共识，随着五年计划尾声临近，以及建军百年目标指引，军工行业需求的恢复应是时不我待。另一方面，市场又有着较为普遍的怀疑，从产业信息和数据仿佛看不到明显改善，人事调整和产品降价等压力又时不时撩拨投资者的神经。出于以上似乎矛盾的普遍共识和普遍怀疑，再加上市场风险偏好处于低位，于是军工行业呈现出浓厚的观望情绪。当前已经进入到“十四五”末期冲刺阶段，2024 年下半年军工行业基本面有望迎来环比恢复。军工板块走势也将重新进入上行通道，直到实现 2027 年建军百年目标，站在当前时点，军工板块中长期性价比的配置机会尤为显著。

在中短期，中航军工组认为可关注如下几个方面：（1）以商业航天、低空经济等新质生产力为代表的赛道，有望成为军工行业基本面的新增长点，并随着政策催化、事件催化持续带来结构性的上涨机会；（2）以军工央企下属上市公司为代表的权重股，在市值管理、提质增效等方面的进展，且议价能力较强，有望在板块修复行情中优先受益；（3）存在以军贸作为其第二

增长曲线的相关上市公司。近期，包括尼日利亚、沙特阿拉伯等国外长或国防大臣来访我国，均提及在国防领域加强合作，以军贸业务作为第二增长曲线的相关上市公司有望持续受益。

投资建议：

三中全会临近，市场对改革的预期不断升温，财税改革有望成为改革重点之一，可关注财政管理数字化和消费税改革相关投资机会。此外，推荐央企高股息板块和新质生产力概念，其中重点看好科技相关央企的表现。此后重点跟踪：1) 三中全会；2) 7月政治局会议；3) 地产政策及数据。

风险提示：

- 1.国内政策推行不及预期；
- 2.地缘政治事件超预期；
- 3.海外流动性收紧超预期；

公司的投资评级如下：

买入：未来六个月的投资收益相对沪深300指数涨幅10%以上。

持有：未来六个月的投资收益相对沪深300指数涨幅-10%~10%之间。

卖出：未来六个月的投资收益相对沪深300指数跌幅10%以上。

行业的投资评级如下：

增持：未来六个月行业增长水平高于同期沪深300指数。

中性：未来六个月行业增长水平与同期沪深300指数相若。

减持：未来六个月行业增长水平低于同期沪深300指数。

研究团队介绍汇总：

中航证券策略团队：站在总量研究的高度，以大类资产配置作为基础进行A股策略研究。研究方向涉及量化、固收、商品、外汇等。输出观点立足买方思维，对实际投资更具指导意义。

销售团队：

李裕淇, 18674857775, liyuq@avicsec.com, S0640119010012

李友琳, 18665808487, liyoul@avicsec.com, S0640521050001

曾佳辉, 13764019163, zengjh@avicsec.com, S0640119020011

分析师承诺：

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，再次申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示：投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

免责声明:

本报告由中航证券有限公司（已具备中国证券监督管理委员会批准的证券投资咨询业务资格）制作。本报告并非针对意图送发或为任何就送发、发布、可得到或使用本报告而使中航证券有限公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使中航证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示，否则此报告中的材料的版权属于中航证券。未经中航证券事先书面授权，不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复印本给予任何其他人。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用，并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其他金融票据的邀请或向他人作出邀请。中航证券未有采取行动以确保于本报告中所指的证券适合个别的投资者。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议，而中航证券不会因接受本报告而视他们为客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中航证券认为可靠，但中航证券并不能担保其准确性或完整性。中航证券不对因使用本报告的材料而引致的损失负任何责任，除非该等损失因明确的法律或法规而引致。投资者不能仅依靠本报告以取代行使独立判断。在不同时期，中航证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告仅反映报告撰写日分析师个人的不同设想、见解及分析方法。为免生疑，本报告所载的观点并不代表中航证券及关联公司的立场。

中航证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行人的金融交易，向该等发行人提供服务或向他们要求给予生意，及或持有其证券或进行证券交易。中航证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们所依据的研究或分析。

联系地址: 北京市朝阳区望京街道望京东园四区2号楼中航产融大厦中航证券有限公司

公司网址: www.avicsec.com

联系电话: 010-59219558

传 真: 010-59562637