

非银金融

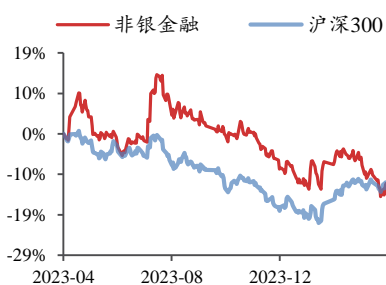
2024年04月21日

公募佣金费改正式落地，ETF互联互通扩容

——行业周报

投资评级：看好（维持）

行业走势图



数据来源：聚源

相关研究报告

《强化佣金分配监管，加速渠道向买方模式转型—公募交易佣金落地点评》-2024.4.20

《新“国九条”突出严管强基，推动高质量发展—行业周报》-2024.4.14

《推动资本市场高质量发展，关注券商结构性机会—资本市场新“国九条”及证监会配套政策点评》-2024.4.13

高超（分析师）

gaochao1@kysec.cn

证书编号：S0790520050001

吕晨雨（分析师）

lvchenyu@kysec.cn

证书编号：S0790522090002

唐关勇（联系人）

tanguanyong@kysec.cn

证书编号：S0790123070030

● 周观点：公募佣金费改正式落地，ETF互联互通扩容

本周券商和保险指数分别+2.1%/+5.2%，涨幅超过沪深300指数的1.9%，较上周明显下跌有所反弹。公募费改第二阶段佣金改革正式落地，关注第三阶段渠道费用规范政策。从一季报前瞻看，我们预计受权益市场同比较弱影响，券商净利润同比仍承压；上市险企NBV预计保持景气度。目前券商和保险板块估值和机构持仓均位于历史低位，关注左侧机会，保险保费端和政策面优于券商，权益弹性优于券商。3月财险保费增速扩张，看好高股息率的中国财险和江苏金租。

● 券商：公募交易佣金费改正式落地，五项资本市场对港合作措施发布

(1)本周日均股票成交额9398亿，环比+12%，本周偏股/非货币基金新发份额31/438亿份，环比+186%/+95%。(2)政策面：A.“公募交易佣金费改”正式稿落地，佣金调降于7月1日前完成。与征求意见稿比，正式稿表述更加严格，从公募和券商两端严格规范佣金分配，限制佣金用于转移支付和渠道费用，研究佣金占比有望提升，渠道端或加速向买方模式和券结模式转型。B.证监会发布五项资本市场对港合作措施，优化互联互通，包括放宽ETF通合格产品范围、REITs纳入沪深港通和支持内地行业龙头企业赴香港上市等。ETF互联互通扩容有望增加北向和南向交易量，利好香港交易所。C.证监会《资本市场服务科技企业高水平发展的十六项措施》，从上市融资、并购重组、债券发行、私募投资等全方位提出支持性举措，优先支持突破关键核心技术的科技型企业融资，健全全链条“绿色通道”机制。(3)受投行、资管、自营和衍生品业务同比压力影响，预计券商2024年一季度业绩同比承压，全年看投资收益有望支撑盈利。近期板块估值回落至历史低位，监管趋严担忧在股价上已有明显反应，国九条有望提振二级市场信心，看好受益于交易量改善的互联网券商、整合预期较强的标的以及低估值头部券商。

● 保险：一季度负债端有望延续高质量增长，3月财险保费增速扩张

(1)展望2024年一季度，报行合一有望带来价值率提升和费差损减少，叠加个险增长，预计上市险企一季度NBV仍将延续高质量增长。权益资产投资收益扰动或拖累1季度净利润。(2)预定利率调降、报行合一和监管指导调降万能及分红险结算利率均利于寿险降低负债成本和利差损风险，2024年行业负债成本有望明显回落，头部险企市占率有望持续提升，负债端延续高质量增长。当前板块机构持仓和估值位于历史低位，看好左侧布局机会，关注经济复苏、权益市场改善带来的资产端催化，看好负债端转型领先、资产端稳健标的的机会。3月财险保费同比增速扩张，看好高股息率的中国财险。

● 推荐及受益标的组合

推荐标的组合：中国财险，中国太保，中国人寿，中国平安，友邦保险；江苏金租，财通证券、国联证券，东方财富，拉卡拉，香港交易所。

受益标的组合：中国银河，浙商证券；新华保险。

风险提示：股市波动对券商和保险盈利带来不确定影响；保险负债端增长不及预期；券商财富管理和资产管理利润增长不及预期。

目 录

1、 公募佣金费改正式落地，ETF 互联互通扩容	3
2、 市场回顾：A 股整体上涨，非银板块跑赢沪深 300.....	4
3、 数据追踪：日均股基成交额环比下降	5
4、 行业及公司要闻：公募交易佣金费率改革制度出台.....	7
5、 风险提示	7

图表目录

图 1： 本周 A 股整体上涨，非银板块跑赢沪深 300.....	4
图 2： 本周中国太保、新华保险分别+9.72%/+7.27%	4
图 3： 2024 年 3 月日均股基成交额环比+2%.....	5
图 4： 2024 年 3 月 IPO 承销规模累计同比-64%	5
图 5： 2024 年 3 月再融资承销规模累计同比-74%.....	5
图 6： 2024 年 3 月债券承销规模累计同比+4%.....	5
图 7： 2024 年 3 月两市日均两融余额同比-10.0%.....	6
图 8： 2024 年 3 月多数上市险企寿险保费同比正增长.....	6
图 9： 2024 年 3 月上市险企财险保费同比明显改善.....	6
表 1： 受益标的估值表	4

1、公募佣金费改正式落地，ETF 互联互通扩容

本周券商和保险指数分别+2.1%/+5.2%，涨幅超过沪深 300 指数的 1.9%，较上周明显下跌有所反弹。公募费改第二阶段佣金改革正式落地，关注第三阶段渠道费用规范政策。从一季报前瞻看，我们预计受权益市场同比较弱影响，券商净利润同比仍承压；上市险企 NBV 预计保持景气度。目前券商和保险板块估值和机构持仓均位于历史低位，关注左侧机会，保险保费端和政策面优于券商，权益弹性优于券商。3 月财险保费增速扩张，看好高股息率的中国财险和江苏金租。

券商：公募交易佣金费改正式落地，五项资本市场对港合作措施发布

(1) 本周日均股票成交额 9398 亿，环比+12%，本周偏股/非货币基金新发份额 31/438 亿份，环比+186%/+95%。(2) 政策面：A.“公募交易佣金费改”正式稿落地，佣金调降于 7 月 1 日前完成。与征求意见稿比，正式稿表述更加严格，从公募和券商两端严格规范佣金分配，限制佣金用于转移支付和渠道费用，研究佣金占比有望提升，渠道端或加速向买方模式和券结模式转型。B.证监会发布五项资本市场对港合作措施，优化互联互通，包括放宽 ETF 通合资格产品范围、REITs 纳入沪深港通和支持内地行业龙头企业赴香港上市等。ETF 互联互通扩容有望增加北向和南向交易量，利好香港交易所。C.证监会《资本市场服务科技企业高水平发展的十六项措施》，从上市融资、并购重组、债券发行、私募投资等全方位提出支持性举措，优先支持突破关键核心技术的科技型企业融资，健全全链条“绿色通道”机制。(3) 受投行、资管、自营和衍生品业务同比压力影响，预计券商 2024 年一季度业绩同比承压，全年看投资收益有望支撑盈利。近期板块估值回落至历史低位，监管趋严担忧在股价上已有明显反应，国九条有望提振二级市场信心，看好受益于交易量改善的互联网券商、整合预期较强的标的以及低估值头部券商。

保险：一季度负债端有望延续高质量增长，3 月财险保费增速扩张

(1) 展望 2024 年一季报，报行合一有望带来价值率提升和费差损减少，叠加个险增长，预计上市险企一季度 NBV 仍将延续高质量增长。权益资产投资收益扰动或拖累 1 季度净利润。(2) 预定利率调降、报行合一和监管指导调降万能及分红险结算利率均利于寿险降低负债成本和利差损风险，2024 年行业负债成本有望明显回落，头部险企市占率有望持续提升，负债端延续高质量增长。当前板块机构持仓和估值位于历史低位，看好左侧布局机会，关注经济复苏、权益市场改善带来的资产端催化，看好负债端转型领先、资产端稳健标的的机会。3 月财险保费同比增速扩张，看好高股息率的中国财险。

推荐及受益标的组合

推荐标的组合：中国财险，中国太保，中国人寿，中国平安，友邦保险；江苏金租，财通证券、国联证券，东方财富，拉卡拉，香港交易所。

受益标的组合：中国银河，浙商证券；新华保险。

表1: 受益标的估值表

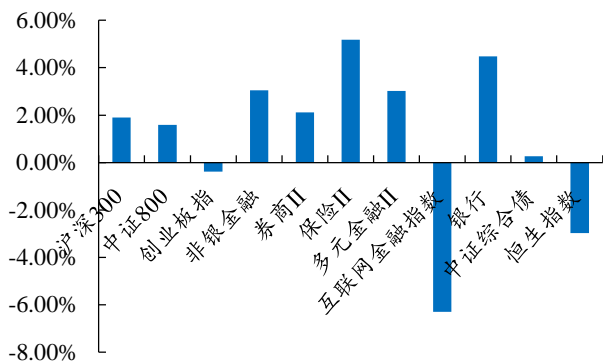
证券代码	证券简称	股票价格	EPS			P/E		评级
		2024/4/19	2022A	2023A	2024E	2023A	2024E	
600901.SH	江苏金租	5.39	0.64	0.65	0.73	8.29	7.38	买入
300059.SZ	东方财富	12.33	0.65	0.52	0.58	23.71	21.26	买入
600958.SH	东方证券	8.03	0.35	0.32	0.41	25.09	19.59	买入
601377.SH	兴业证券	5.47	0.35	0.27	0.48	20.26	11.40	买入
1299.HK	友邦保险	47.20	0.02	0.33	2.80	143.03	16.86	增持
2328.HK	中国财险	10.14	1.20	1.11	1.40	9.14	7.24	买入
601456.SH	国联证券	10.45	0.27	0.24	0.28	43.54	37.32	买入
300803.SZ	指南针	40.47	0.83	0.18	0.69	224.83	58.82	买入
300033.SZ	同花顺	110.70	3.15	2.61	3.16	42.41	35.03	买入
6060.HK	众安在线	11.16	(0.92)	2.80	0.80	3.99	13.95	买入
0388.HK	香港交易所	214.60	6.20	10.00	10.70	21.46	20.06	买入
601108.SH	财通证券	7.32	0.34	0.45	0.61	16.27	12.00	买入
601318.SH	中国平安	39.42	4.73	4.74	6.60	8.32	5.97	买入
601601.SH	中国太保	24.26	2.56	2.83	3.38	8.57	7.18	买入
601628.SH	中国人寿	28.09	1.14	0.75	1.05	37.45	26.75	买入
300773.SZ	拉卡拉	13.55	(1.84)	1.02	1.29	13.28	10.50	买入
601881.SH	中国银河	11.19	0.67	0.65	0.83	17.22	13.50	未评级
601878.SH	浙商证券	10.04	0.41	0.42	0.48	23.90	20.92	未评级
601336.SH	新华保险	29.95	2.67	2.79	4.00	10.73	7.50	未评级

数据来源: Wind、开源证券研究所

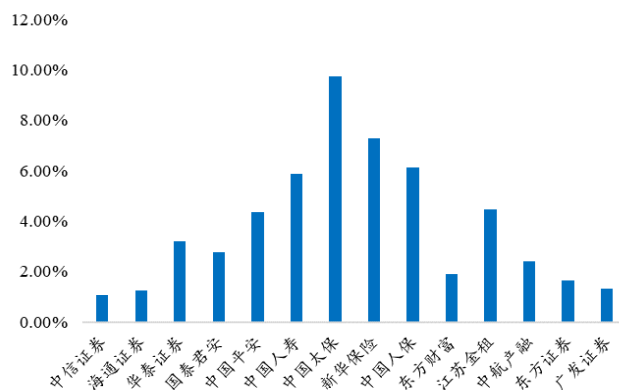
注: 上述中国银河、浙商证券、新华保险 EPS、PE 数据取自 Wind 一致性预期。众安在线、友邦保险、中国财险、香港交易所相关数据单位为港元。

2、市场回顾: A 股整体上涨, 非银板块跑赢沪深 300

本周(4月15日至4月19日, 下同) A 股整体上涨, 沪深 300 指数+1.89%, 创业板指数-0.39%, 中证综合债指数+0.265%。非银板块+3.04%, 跑赢沪深 300 指数, 券商和保险分别+2.11%/+5.19%。从主要个股表现看, 本周中国太保、新华保险分别+9.72%/+7.27%, 表现较好。

图1: 本周 A 股整体上涨, 非银板块跑赢沪深 300


数据来源: Wind、开源证券研究所

图2: 本周中国太保、新华保险分别+9.72%/+7.27%


数据来源: Wind、开源证券研究所

3、数据追踪：日均股基成交额环比下降

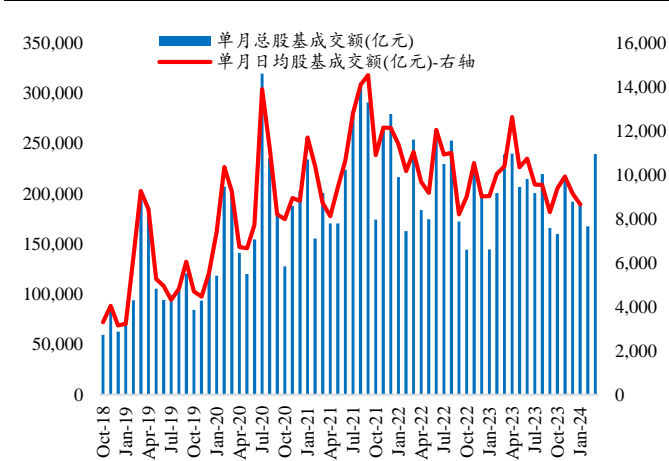
基金发行情况：本周新发股票+混合型基金 17 只，发行 31 亿份，环比+186%，同比+13%。截至 4 月 19 日，2024 年累计新发股票+混合型基金 204 只，发行份额 608 亿份，同比-40%。待审批偏股型基金减少 57 只。

券商经纪业务：本周市场日均股基成交额 10691 亿元，环比-11.61%，同比-13.65%；截至 4 月 19 日，两市年初至今累计日均股基成交额为 10290 亿元，同比-1.4%。

券商投行业务：截至 4 月 20 日，2024 年全市场 IPO/再融资/债券承销规模 263/757/33152 亿元，分别同比-76%/-73%/-5%。

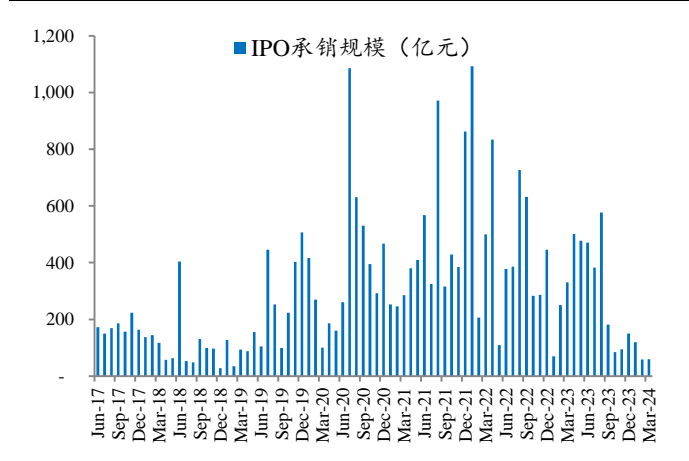
券商信用业务：截至 4 月 19 日，全市场两融余额达到 15334 亿元，两融余额占流通市值比重为 2.25%；融券余额 405 亿元，占两融比重达到 2.64%，占比环比下降。

图3：2024 年 3 月日均股基成交额环比+2%



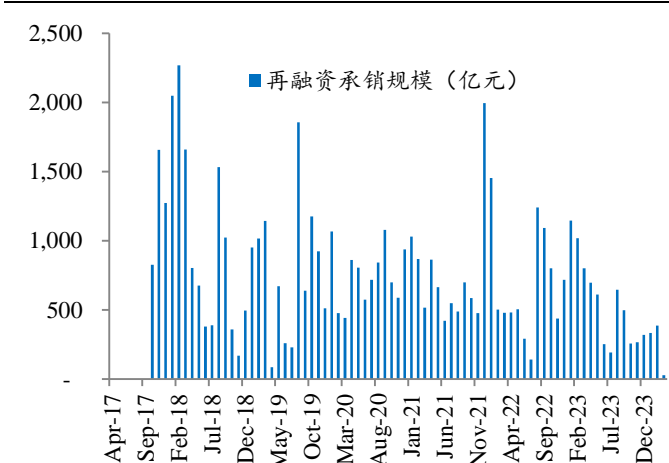
数据来源：Wind、开源证券研究所

图4：2024 年 3 月 IPO 承销规模累计同比-64%



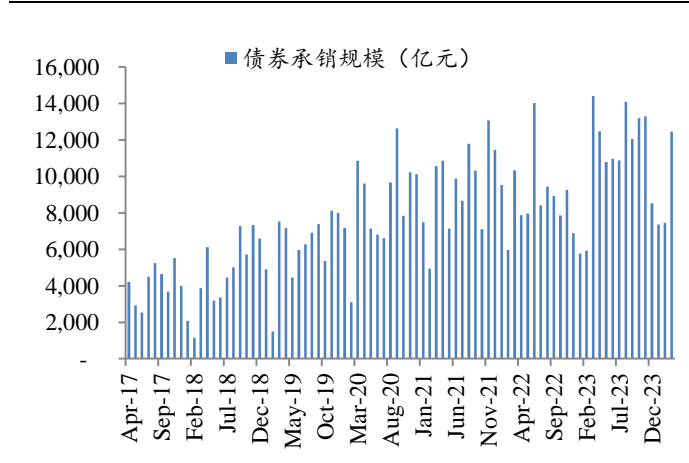
数据来源：Wind、开源证券研究所

图5：2024 年 3 月再融资承销规模累计同比-74%

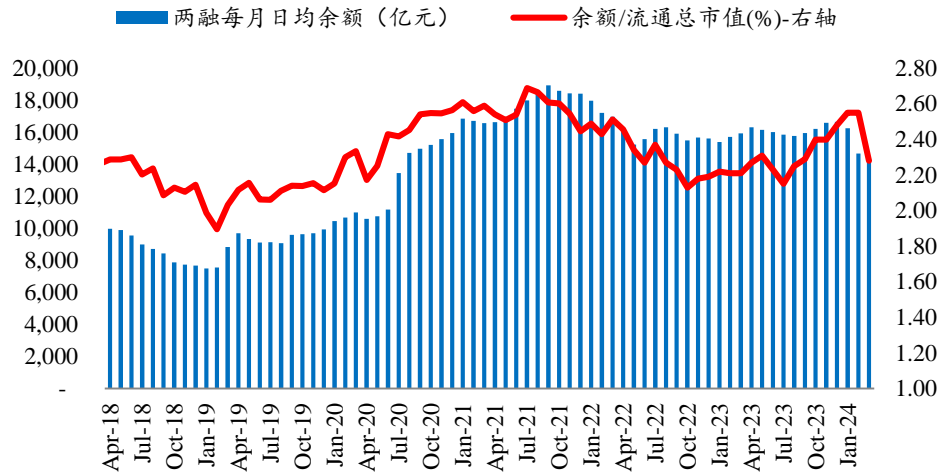


数据来源：Wind、开源证券研究所

图6：2024 年 3 月债券承销规模累计同比+4%



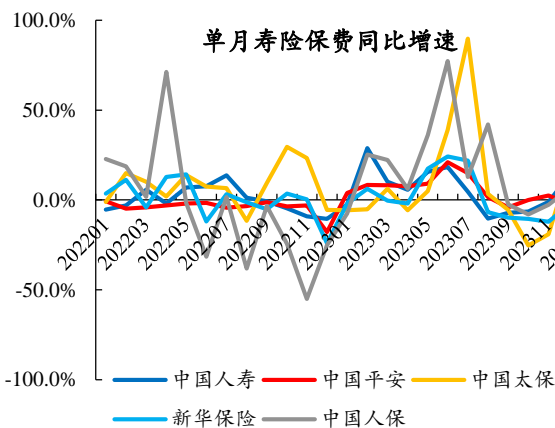
数据来源：Wind、开源证券研究所

图7：2024年3月两市日均两融余额同比-10.0%


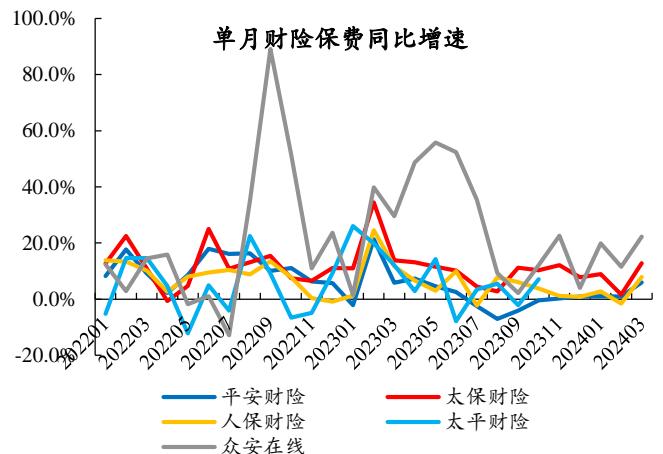
数据来源：Wind、开源证券研究所

寿险保费月度数据:2024年3月5家上市险企寿险总保费合计1944亿元、同比+6.0%，增速较2月上升2.4pct，其中：中国人保+31.2%、中国平安+5.1%、中国太保+4.7%、中国人寿+4.4%、新华保险-4.4%。

财险保费月度数据:2024年3月4家上市险企财险保费收入1274亿元，同比+8.5%，较2月明显改善，各家3月同比分别为：众安在线+22.3%（2月+11.6%）、太保财险+12.7%（2月+1.6%）、人保财险+7.8%（2月-1.6%）、平安财险+5.9%（2月+0.9%），此外阳光保险同比+13.8%（2月+11.7%）。

图8：2024年3月多数上市险企寿险保费同比正增长


数据来源：各公司公告、开源证券研究所

图9：2024年3月上市险企财险保费同比明显改善


数据来源：各公司公告、开源证券研究所

4、行业及公司要闻：公募交易佣金费率改革制度出台

● 行业新闻：

【公募交易佣金费率改革制度出台 两年内有望为投资者节约近百亿成本】财联社4月19日电，今日证监会制定发布《公开募集证券投资基金证券交易费用管理规定》，自2024年7月1日起正式实施，这标志着公募基金行业费率改革第二阶段举措全部落地。以2023年静态数据测算，公募基金年度股票交易佣金总额降幅将38%，两年内有望为投资者节省近百亿成本。综合两阶段费率改革，每年可为投资者节约成本约200亿。

【证监会五箭齐发助力香港：就扩大沪深港通ETF范围达成共识，支持内地龙头赴港上市】财联社4月19日讯（记者成孟琦）中国证监会“五箭”齐发，推出5项资本市场对港合作措施，进一步拓展优化沪深港通机制、助力香港巩固提升国际金融中心地位，共同促进两地资本市场协同发展。

【证监会出台科技企业“16条”，支持IPO、再融资、并购重组，支持优质未盈利科技企业上市】财联社4月20日讯（记者 林坚）与IPO有关的政策如今终于有了最新露面。4月19日晚间，证监会制定并发布了《资本市场服务科技企业高水平发展的十六项措施》，从上市融资、并购重组、债券发行、私募投资等维度提出了各项举措，促进科技企业的创新和发展，同时确保市场的稳定和健康发展。

【新能源车险投保难、投保贵有望缓解 新政策已在路上】财联社4月20日电，“车主喊贵，险企喊亏”的新能源车险发展难题有望缓解。日前，记者从业内了解到，国家金融监督管理总局财产保险监管司下发了《关于推进新能源车险高质量发展有关工作的通知（征求意见稿）》。根据《意见稿》，政策实施时间原则上不晚于2024年6月1日。“政策非常及时，很有针对性，对当前新能源车险遇到的主要问题都给出了非常明确的解决方案，且结合了短期和长期考虑，将促进保费与风险的精准匹配。”瑞士再保险中国原总裁陈东辉表示。在业内人士看来，随着车险改革政策的落实，新能源车险经营将更加精细化，有望实现更加健康的发展。

● 公司公告：

中航产融：2024年4月19日，公司发布2023年度报告，报告期内公司业绩实现归母净利润2.9亿元，同比-82.75%。

拉卡拉：2024年4月21日，公司发布2023年度和2024年一季度业绩报告。2023年公司营收59.3亿元，同比+10.6%，归母净利润/扣非归母净利润分别4.6/5.7亿元，分别同比+132%/+572%。2024Q1营收/净利润/扣非归母净利润分别15/2.1/2.3亿，同比-2%/-19%/+23%。

5、风险提示

● 股市波动对券商和保险盈利带来不确定影响；

- 保险负债端增长不及预期；
- 券商财富管理和资产管理利润增长不及预期。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R4（中高风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为境内专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者。若您并非境内专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的6~12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中A股基准指数为沪深300指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普500或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本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。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。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn