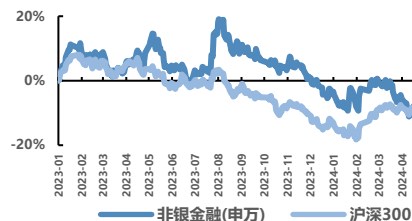


非银金融行业周报 (4.15-4.19)

华福非银周报：降费“靴子”落地，资本市场持续深化下板块β属性凸显

强于大市(维持评级)

一年内行业相对大盘走势



本周观点：

本周佣金改革制度正式稿出台，与征求意见稿一致，并未进一步趋严，预计公募基金净佣金下降对券商业绩影响有限，利好研究能力更强的头部券商，同时由于券商结算模式不受交易总额比例上限约束，预计券结规模将大幅提升，整体市场在“新国九条”持续深化下，以投研能力为本的新竞争格局持续推进，而与香港的深化合作也将增强市场活力，市场经营效率预计提高；保险方面一季报披露在即，NBV增速展望良好，同时财险费用管控趋严，非车险表现改善，预计将带动COR持续优化。综合看，资本市场修复态势随着政策的落实将加快进程，板块β属性凸显，估值有望持续回暖。非银建议关注负债端表现优异的中国太保、资产端高弹性的新华保险以及股息率吸引力强的中国财险。

核心数据追踪：

- 经纪业务：本周日均股基成交额10556亿，环比+10.4%；年初至今日均股基成交额10030亿，同比+7.2%。
- 融资融券：截至4月19日，两市两融余额为1.53万亿，较前周-0.56%，较年初-7.7%；目前两融余额占流通市值比例为2.37%，较年初+2.1pct。
- 投行业务：本周1单IPO上市，较上周减少2单；年初至今IPO规模263.24亿。
- 公募基金：本周新成立权益基金规模31.25亿元；2024年前十六周新成立权益基金规模610.16亿。
- 国债收益率：截至4月19日，中债国债10年期到期收益率为2.25%，较上周-3bps，较年初-31bps；十年期国债750移动平均为2.76%，较上周-1bps，较年初-8bps。
- 板块估值：截至4月19日，券商板块PB (LF) 1.06x，位于2018年以来0.5%分位数；保险方面，国寿、平安、太保、新华的PEV估值分别为0.54、0.43、0.39、0.32，分别处于自2012年来的0.80%、0.67%、5.03%、1.24%分位数。

风险提示：

- 经济复苏不及预期；长端利率持续下行

团队成员

分析师 周颖婕
执业证书编号：S0210523090002
邮箱：zyj30302@hfzq.com.cn

相关报告

- 1、《华福非银周报：新国九条助力资本市场回暖，板块估值将持续修复》—2024.04.14



正文目录

1	本周观点	3
2	核心数据	4
3	板块估值	6
4	风险提示	7

图表目录

图 1:	日均股基成交额 (亿元)	5
图 2:	沪深两融余额 (亿元)	5
图 3:	IPO、再融资规模 (亿元)	5
图 4:	权益基金新发规模 (亿元)	6
图 5:	中债国债到期收益率	6
图 6:	中债国债到期收益率 750 日移动平均曲线	6
图 7:	券商板块估值情况	7
图 8:	保险板块估值情况	7
表 1:	指数涨跌情况	6

1 本周观点

保险：1) 新能源车险扩大自主定价范围，动态优化提升险司经营能力。国家金融监管总局近日发布《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）》，旨在改进和提高新能源车险的市场适应性和定价机制。《征求意见稿》提出了几项关键措施：首先，新能源商业车险的自主定价系数将被设定在[0.5-1.5]的范围内，以增强保险公司的定价自主性；其次，为了强调纯风险保费在定价中的重要性，要求保险公司动态优化调整基准费率；此外，为解决新能源汽车，特别是用作网约车等商业用途的车辆的投保难题，要求保险公司根据市场需求研究并推出“基础+变动”组合的保险产品。

我们认为，《征求意见稿》将在完善保费厘定机制及优化新能源车险风险保障推动新能源车险发展具体来看有如下积极影响 **1) 灵活险企自主定价空间，提升保费厘定精度、合理区分风险。**该措施不仅为险企提供了更灵活的定价策略，还有助于精准区分车辆风险，从而对高风险车辆进行更合理的定价，减少这一类车辆的投保难题，同时也能对低风险车主提供更优惠的保费。**2) 优化新能源商车的承保利润，缓解新能源车险承保压力。**随着新能源车辆的保险市场增长，其相对较高的赔付率给保险公司的承保利润带来压力。现行政策的调整使得保险公司能更自主地调整费用，尤其是在新能源车险领域。这有望改善因高出险率导致的成本超支问题，从而优化承保利润，增强新能源车险的市场竞争力。**3) 增强市场竞争力，提升风险管理效率。**不同保险公司可以根据自身的风险管理能力和成本控制水平，设定不同的保费定价系数。这种差异化定价将激发市场竞争，促进保险产品和服务的创新。同时，头部险企由于其更强的风险评估和定价能力，能够更精确地为车主提供定价，有助于进一步降低赔付率和费用率，从而长期看对整个行业的风险控制和成本管理产生积极影响。

2) 太保寿险总经理蔡强离任，长航计划未受影响依旧稳定推动。近日，太保寿险发布临时信息披露公告称，经董事会审议通过，蔡强不再担任太保寿险总经理（首席执行官）职务。总经理职务空缺期间，指定董事长潘艳红为临时负责人，代行总经理职权。

当前太保人力产能在“长航计划”二期计划推动下持续优化，公司一季度价值预计高位增长且处于同业较高水平，同时太保寿险改革转型主要基于公司治理架构制度，管理层的变动预计不会影响业务的推进，公司寿险战略转型及新业务价值增长依旧展望良好。

3) 当前国寿、平安、太保、新华的 PEV 估值分别为 0.54、0.43、0.39、0.32，分别处于自 2012 年来的 0.8%、0.7%、5.0%、1.2%分位数。**各险企一季报即将披露，价值预计延续高增，人力产能有望进一步优化，在资本市场逐步回暖背景下，板块β属性凸显，估值有望持续回暖。**建议关注权益类资产占比较高的新华保险、开门红表现优异的中国太保；盈利稳定、高股息率的中国财险。

证券：1) 公募降佣正式落地，旨在降低投资者成本，塑造以投研能力为先的竞争格局。4月19日，证监会发布《公开募集证券投资基金证券交易费用管理规定》即自2024年7月1日起实行。核心内容包括：**1) 严格限制佣金费率。**被动股票型基金的佣金费率不得超过市场平均水平，其他基金类型通过交易佣金支付研究服务的费率上限为市场平均费率的两倍。**2) 调整佣金分配比例。**基金管理人通过单一券商的年佣金总额比例上限从30%降至15%，特定条件下的例外情形继续执行。**3) 加强内部监管与信息披露。**规定加强基金管理人、证券公司的内部控制，同时提高交易佣金相关信息的透明度。

本次降费靴子落地，基本与征求意见稿一致，并未进一步趋严。我们判断，对行业整体影响包括：**1) 有助于降低投资者交易成本，维护投资者权益。**在整体降佣降费的背景下，投资者所承担的公募基金管理费、托管费、证券交易佣金以及销售环节等成本均有所下降，而监管引导基金公司及券商提升投研能力有助于提升公募基金的长期业绩表现，同时在券商财富管理业务从卖方代销向买方投顾转型过程中，投资者有望获得更多的获得感和费后回报。**2) 研究佣金影响可能低于整体。**文件规定公募佣金对单一券商的分配比例上限为 15%，部分股权关联券商/公募将受影响，且考虑到文件严禁佣金与基金销售规模挂钩、不得使用软佣等，未来公募给股东、产品代销及软佣的佣金，将会集中到研究佣金，研究佣金实际下降幅度会低于整体**3) 行业底部格局有望重塑。**虽然短期交易佣金监管将导致行业总量有所收缩，但中长期居民资产配置从地产等实物类资产向金融资产转移的趋势仍有望持续，权益规模增长仍有望驱动行业总量恢复提升。短期内，部分研究机构可能出清，行业格局重塑；长期角度，底部留存的研究机构将受益于权益市场长期发展的红利。**4) 具备较强投研实力的研究机构有望受益。**一方面，若对销售佣金的监管可严格执行，则将利好具备较强投研实力的研究机构；另一方面，研究业务将提升公司整体的品牌影响力，而综合化服务愈发重要的时代背景下，投研能力也将赋能协同券商其他业务（如投行、财富、资管等），有望提升券商的全产业链服务能力，提升整体价值。**5) 券结规模预计提升。**由于券商结算模式不受交易总额比例上限约束，在禁止基金管理人向第三方转移支付费用这一规定里豁免券结基金可向第三方转移支付研究佣金，预计券商结算模式的规模将大幅提升。

2) 证监会深化与香港合作 优化沪深港通机制五大举措出炉。4月19日，证监会表示，将与香港方面深化合作，采取五项措施来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。具体包括：**1) 放宽 ETF 范围：**调整沪深港通下股票 ETF 的合资格要求，降低规模和权重限制，支持香港资产管理中心建设。**2) 纳入 REITs：**将 REITs 纳入沪深港通标的，丰富交易品种，推动两地市场融合。**3) 支持双柜台机制：**研究将人民币股票交易柜台纳入港股通，推动人民币国际化进程。**4) 优化基金互认：**放宽互认基金销售比例限制，允许管理职能转授权，满足投资者多元化需求。**5) 支持内地企业赴港上市：**加大支持力度，为内地行业龙头企业提供便捷上市渠道，促进两地资本市场协同发展。

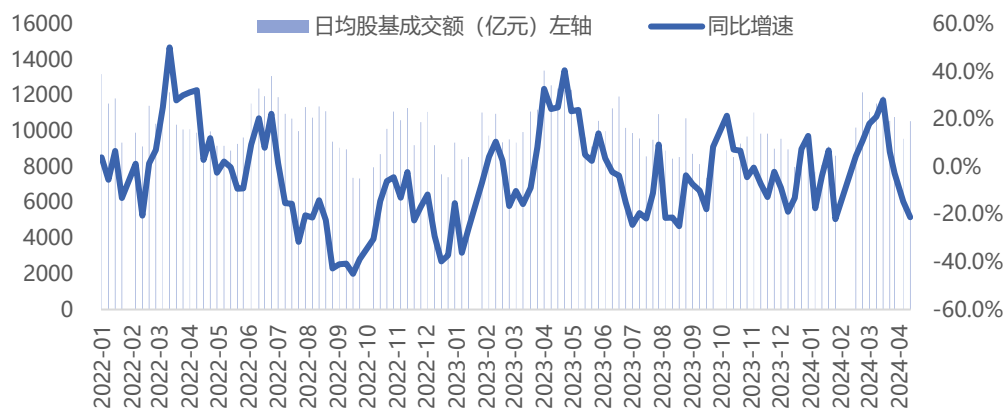
我们认为，此举标志着双方在推动资本市场深度融合与协同发展方面迈出了重要步伐，这些措施预计将对证券行业产生以下两方面的影响：**1) 提升资金流动性及交易效率。**通过进一步优化沪深港通机制，将显著提升两地市场的资金流动性与交易效率，降低交易成本，从而提高市场整体的吸引力。这一改革有助于集聚更广泛的国际资本，加强市场动态的互动，为投资者提供更丰富的投资选择与更高的资本配置效率。**2) 深化资本市场合作，强化监管风险控制能力。**该举将促使两地监管机构强化监管框架与技术合作，推动金融创新与风险管理的升级。加强监管合作与信息共享，对于防范系统性风险、维护市场稳定与透明度具有至关重要的作用。

非银板块建议关注：中国太保、新华保险、中国财险。

2 核心数据

经纪业务：本周日均股基成交额 10556 亿，环比+10.4%；年初至今日均股基成交额 10030 亿，同比+7.2%。

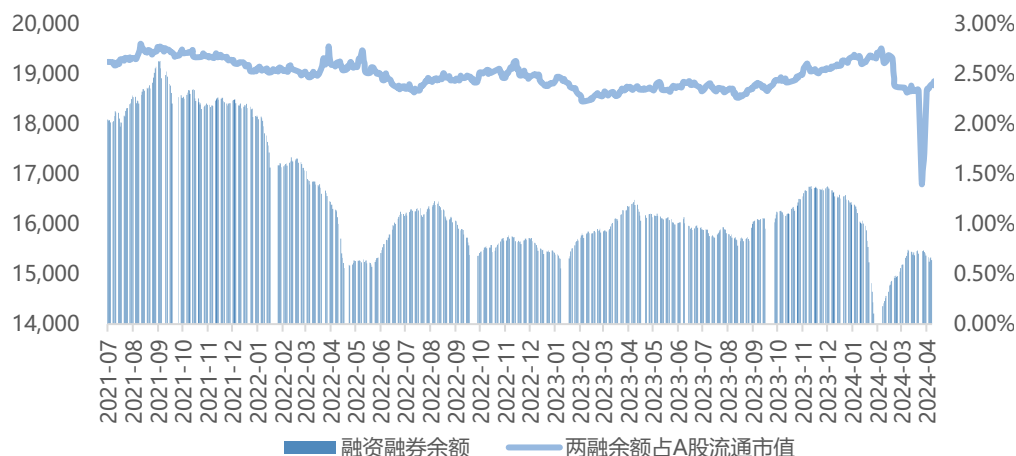
图 1：日均股基成交额（亿元）



数据来源：wind、华福证券研究所

融资融券：截至 4 月 19 日，两市两融余额为 1.53 万亿，较前周-0.56%，较年初-7.7%；目前两融余额占流通市值比例为 2.37%，较年初+2.1pct。

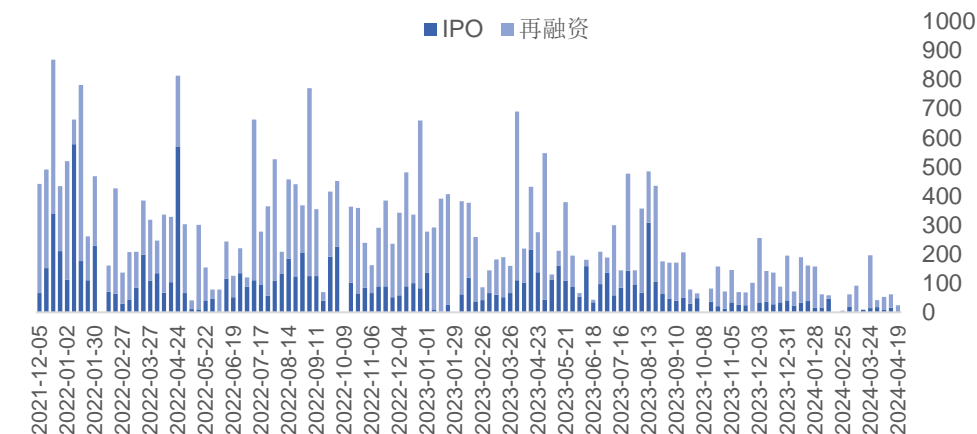
图 2：沪深两融余额



数据来源：wind、华福证券研究所

投行业务：本周 1 单 IPO 上市较上周减少 2 单；年初至今 IPO 规模 263.24 亿。

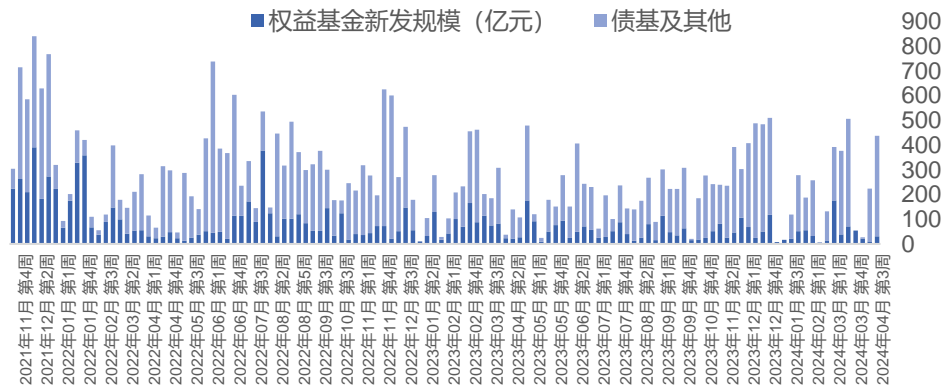
图 3：IPO、再融资规模（亿元）



数据来源：wind、华福证券研究所

公募基金：本周新成立权益基金规模 31.25 亿元；2024 年前十六周新成立权益基金规模 610.16 亿。

图 4：权益基金新发规模（亿元）



数据来源：wind、华福证券研究所

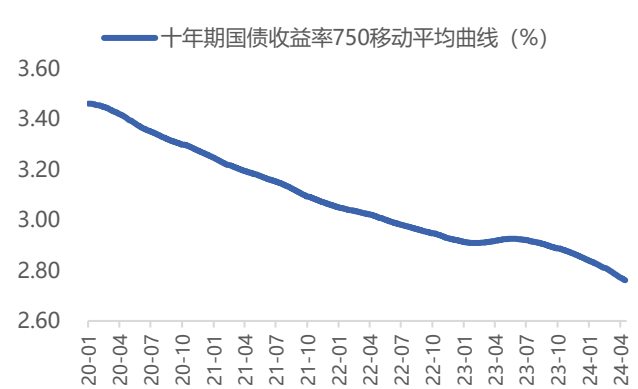
国债收益率：截至 4 月 19 日，中债国债 10 年期到期收益率为 2.25%，较上周 -3bps，较年初 -31bps；十年期国债 750 移动平均为 2.76%，较上周 -1bps，较年初 -8bps。

图 5：中债国债到期收益率



数据来源：wind、华福证券研究所

图 6：中债国债到期收益率 750 日移动平均曲线



数据来源：wind、华福证券研究所

3 板块估值

截至 4 月 19 日，券商板块 PB (LF) 1.06x，位于 2018 年以来 0.5%分位数；保险方面，国寿、平安、太保、新华的 PEV 估值分别为 0.54、0.43、0.39、0.32，分别处于自 2012 年来的 0.80%、0.67%、5.03%、1.24%分位数。

表 1：指数涨跌情况

指数	周涨幅	本月涨幅	本年涨幅
沪深 300	1.89%	0.12%	3.22%
上证指数	1.52%	0.79%	3.04%
深证成指	0.56%	-1.29%	-2.57%
创业板指	-0.39%	-3.42%	-7.16%
科创 50	-1.07%	-4.22%	-14.25%
非银金融	3.04%	-2.74%	-6.12%
券商指数	2.11%	-3.40%	-8.21%

保险指数 5.19% -1.99% -1.52%

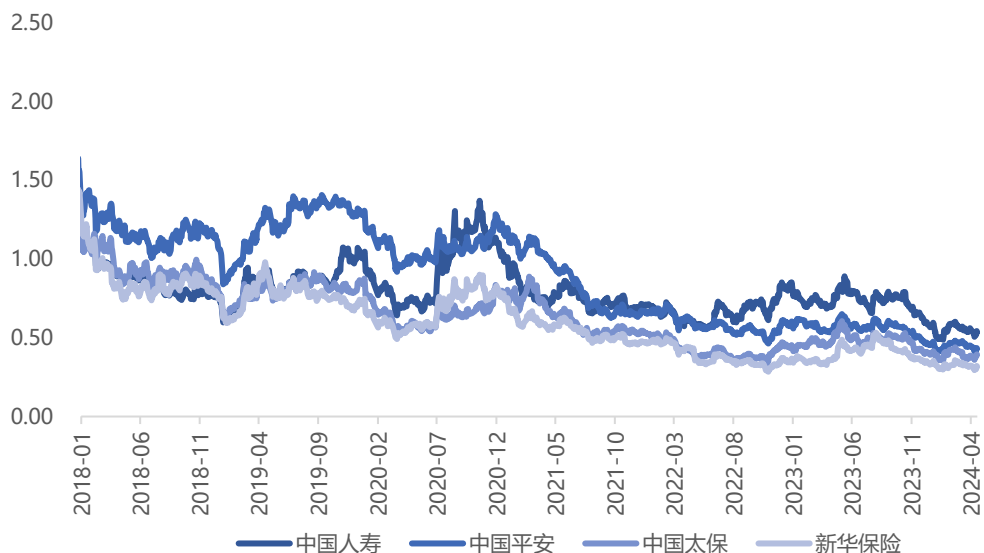
数据来源: wind、华福证券研究所

图 7: 券商板块估值情况



数据来源: wind、华福证券研究所

图 8: 保险板块估值情况



数据来源: wind、华福证券研究所

4 风险提示

经济复苏情况不及预期; 长端利率持续下行

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并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，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到任何形式的补偿。

一般声明

华福证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，该等公开资料的准确性及完整性由其发布者负责，本公司及其研究人员对该等信息不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，之后可能会随情况的变化而调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司仅承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告以供投资者参考，但不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。投资者应自行决策，自担投资风险。

本报告版权归“华福证券有限责任公司”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。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	评级	评级说明
公司评级	买入	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在 20%以上
	持有	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市	未来 6 个月内，行业整体回报高于市场基准指数 5%以上
	跟随大市	未来 6 个月内，行业整体回报介于市场基准指数-5%与 5%之间
	弱于大市	未来 6 个月内，行业整体回报低于市场基准指数-5%以下

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

联系方式

华福证券研究所 上海

公司地址：上海市浦东新区浦明路 1436 号陆家嘴滨江中心 MT 座 20 层

邮编：200120

邮箱：hfyjs@hfzq.com.cn