

证券行业

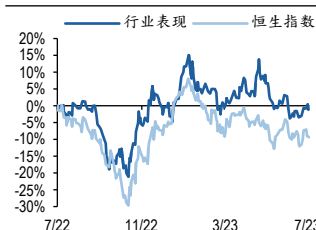
行业评级
同步

2023 年 7 月 25 日

公募费率改革影响测算

- ① **证监会公募基金费率改革方案包括三步：**下调管理费率、托管费率（2023 年底前）→降低交易佣金费率（2023 年底前）→降低销售费用（2024 年底前）。我们计算 2022 年公募基金费用总额为 2400 亿元（人民币，下同），其中销售渠道费用接近 900 亿，占比 37%；基金公司管理费（扣除尾佣）为 1000 亿/43%；托管费 300 亿/12%；交易费用 200 亿/8%。
- ② **对证券公司营收的影响在 2% 左右。**我们认为公募降费对于证券公司主要有三条影响渠道：1) 证券公司参/控股基金公司的主动权益类管理费率下调带来收入下降，我们测算对于持股基金公司的上市券商收入的影响合计为 38 亿，占 2022 年营收的比重为 0.8%；2) 交易佣金率下调，假设交易佣金率下调万分之 2，对于行业分仓佣金的影响为 40 亿左右，占 2022 年营收比重 0.8%；3) 代销基金收入下降，假定代销金融产品收入下降 20%，对于营收的影响为 24 亿左右/占比 0.5%。我们测算公募基金降费对于上市券商收入整体影响在 100 亿左右，占 2022 年营收的 2%，对于中小券商的影响相对较大，其中对长城、西南、天风、第一创业、长江、兴业和广发的影响超过 4%。
- ③ **维持行业同步评级。**本次公募降费改革，通过资管机构、销售机构和券商共同让利给投资者，降低基金投资成本，有利于改善投资体验，鼓励投资者的长期持有行为。公募降费对于销售机构当前业务模式提出挑战，仍需加大向买方投顾的转型。目前证券行业估值处于历史低位，但仍需等待经济回升提供坚实的基本面支撑，维持行业同步评级，维持华泰（6886 HK）、中信（6030 HK）、中信建投（6066 HK）的买入评级。

行业与大盘一年趋势图



资料来源: FactSet

万丽, CFA, FRM

wanli@bocomgroup.com

(86) 10 8800 9788-8051

估值概要

公司名称	股票代码	评级	目标价	收盘价	-----每股盈利-----		----市盈率----		----市账率----		股息率
					FY23E	FY24E	FY23E	FY24E	FY23E	FY24E	
			(当地货币)	(当地货币)	(报表货币)	(报表货币)	(倍)	(倍)	(倍)	(倍)	(%)
中信证券	6030 HK	买入	21.50	13.88	1.539	1.699	8.3	7.5	0.70	0.66	4.2
中信建投	6066 HK	买入	10.00	8.35	1.190	1.355	6.4	5.7	0.59	0.55	4.7
中金公司	3908 HK	买入	21.00	13.98	1.916	2.222	6.7	5.8	0.58	0.53	1.4
华泰证券	6886 HK	买入	12.50	9.74	1.420	1.612	6.3	5.6	0.47	0.44	4.8
富途控股	FUTU US	买入	65.00	47.41	25.100	28.665	14.7	12.8	2.12	1.82	NA
海通证券	6837 HK	中性	5.60	4.94	0.667	0.745	6.8	6.1	0.35	0.33	4.4
东方证券	3958 HK	未评级	NA	4.38	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA
平均							8.2	7.2	0.80	0.72	3.9

资料来源: FactSet、交银国际预测 *截至 2023 年 7 月 20 日

此报告最后部分的分析师披露、商业关系披露和免责声明为报告的一部分，必须阅读。

下载本公司之研究报告，可从彭博信息：BOCM 或 <https://research.bocomgroup.com>

更多免费行业报告

并购家

www.ipoiipo.cn

1、公募降费分为三步：下调管理费率 and 托管费率→交易佣金费率→销售费用

根据媒体报道，证监会公募基金费率改革方案包括以下措施：1）坚持以固定费率产品为主；推出更多浮动费率产品（与基金规模挂钩、与基金业绩挂钩），研究推出更多浮动费率产品试点，完善公募基金产品谱系。2）降低主动权益类基金费率水平，新注册产品管理费率、托管费率分别不超过 1.2%、0.2%，存量产品管理费率下调预计在 2023 年底前完成；3）降低公募基金证券交易佣金费率，相关改革措施涉及修改相关法规，预计将于 2023 年底前完成。4）规范公募基金销售环节收费，预计于 2024 年底前完成。5）完善公募基金行业费率披露机制。

图表 1：公募基金收费概览

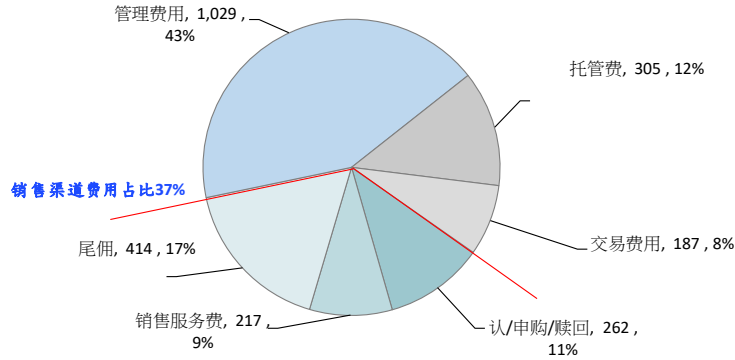
公募基金收费	来源和支出	收费方式	对应费率	备注
认购费	投资者支付，销售渠道获得	认购金额*认购费率		基金正式发行之前认购
申购费	投资者支付，销售渠道获得	申购金额*申购费率		基金发行之后申购，费率高于认购费
赎回费	投资者支付，基金公司与销售渠道按约定比例获得	赎回金额*赎回费率	持有低于 7 天为 1.5%，持有时间越长，费率越低	赎回费中货币基金占比较高
销售服务费	货币基金或 C 类基金收取销售服务费，从基金资产中支付，销售渠道获得	AUM*销售费率	货币、债券基金 0.2-0.25%，偏股型 0.3-0.7%	
基金管理费	从基金资产中支付，基金公司获得	AUM*管理费率	主动权益类从 1.5%降至 1.2%；债券 0.3-0.7%；货币 0.15-0.33%	
客户维护费（尾佣）	基金公司从管理费中提取，支付给销售机构	基金管理费*尾佣比例	2022 年平均为 28%左右	《公开募集证券投资基金销售机构监督管理办法及配套规则》（2020 年 10 月 1 日起施行）。对于向个人投资者销售所形成的保有量，占比不得超过 50%；对于向非个人投资者销售所形成的保有量，不得超过 30%。
托管费	从基金资产中支付，商业银行获得	AUM*托管费率	0.10-0.25%，本次降到 0.2%及以下	
交易费用	从基金资产中支付，证券公司获得	交易金额*交易佣金率	万分之 8 左右	

资料来源：交银国际整理

根据证监会披露数据，2022 年公募基金销售渠道费用占公募基金费用总额的 37%。销售渠道费用包括认/申购费、赎回费、销售服务费和客户维护费（尾佣，从基金管理费中提取）。根据数据，2022 年公募基金管理费为 1442 亿，其中尾佣为 414 亿，占比 28.7%；销售服务费 217 亿，托管费 305 亿，交易费用（对应券商的分仓佣金）187 亿。由此我们计算，2022 年公募基金销售渠道总费用为 893 亿，其中包括认/申购费、赎回费 262 亿，销售服务费 217 亿，尾佣 414 亿。

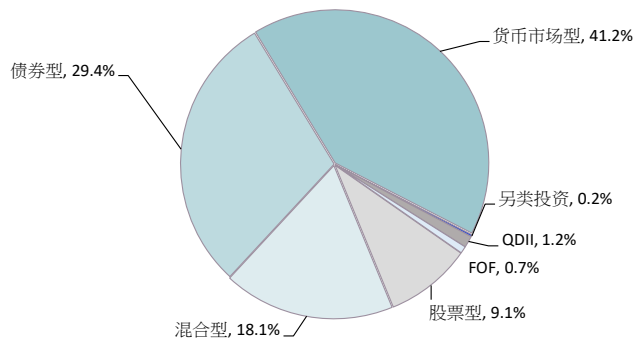
我们计算 2022 年公募基金费用总额为 2400 亿，销售渠道费用接近 900 亿，占比 37%，基金公司管理费（扣除尾佣）为 1000 亿，占比 43%；托管费 300 亿，占比 12%；交易费用不到 200 亿，占比 8%。

图表 2: 公募基金费用结构 (亿元, 2022)



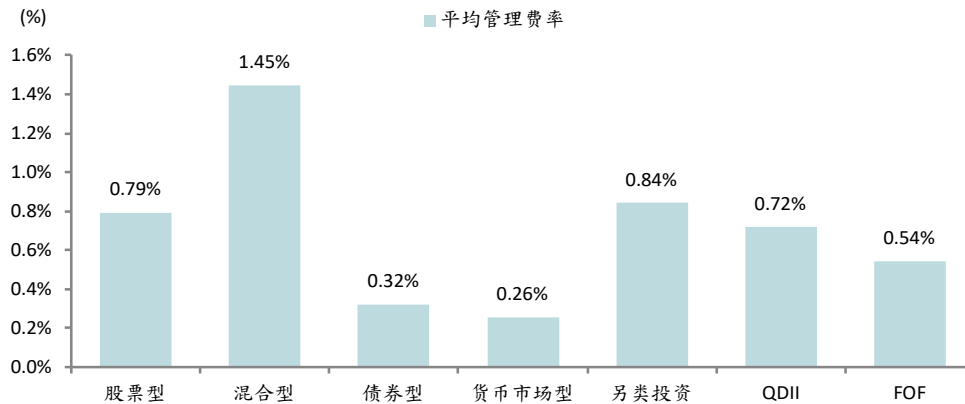
资料来源: 交银国际

图表 3: 公募基金以货币市场基金和债券基金为主 (2022)



资料来源: 交银国际

图表 4: 不同类型基金管理费率 (2022)



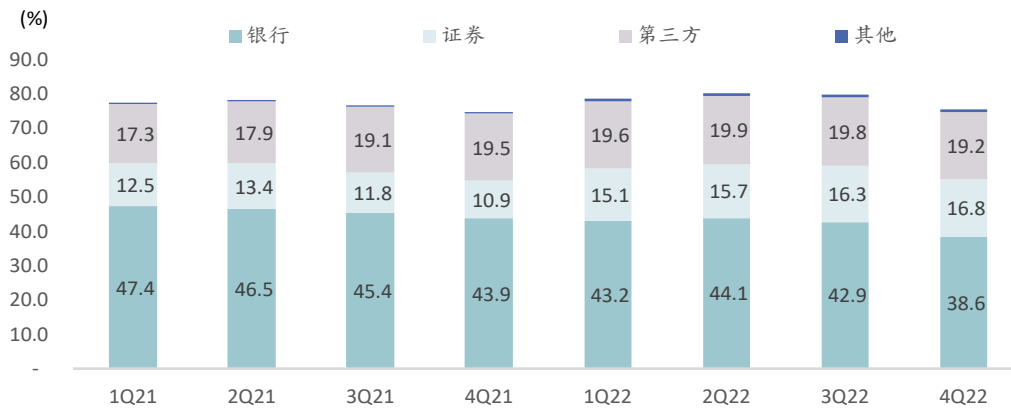
资料来源: 交银国际

2、各类销售机构具有差异化优势

从市场份额来看，银行在权益型基金的保有量中占据最大市场份额，但呈下降趋势，券商由于 2022 年统计口径变动（纳入场内 ETF）市场份额呈上升趋势，但仍低于第三方基金代销机构。

从基金保有量来看，各个销售渠道在不同类型基金的销售上具有差异化优势。券商渠道在股票基金和 QDII 基金占比较高；银行渠道在混合型基金保有量中占比较高，在 FOF 占绝对优势；基金公司的直销渠道对于债券基金和货币市场基金占比显著高于其他渠道。

图表 5: 百强销售机构股票+混合型基金保有量结构



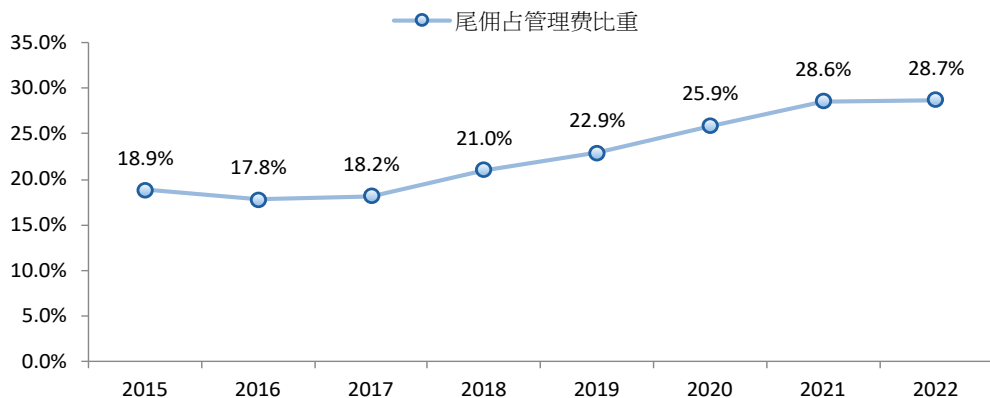
资料来源: 基金业协会, 交银国际

图表 6: 基金保有量结构 (2020)

	股票基金	混合基金	债券基金	货币市场基金	FOF	QDII
银行	22.6	51.1	9.4	26.3	74.7	23.1
券商	43.7	10.9	1.0	5.1	7.4	32.4
独立基金销售机构	18.8	15.6	5.2	17.7	6.8	29.3
其他	2.5	0.3	0.1	0.3	0.2	0.3
直销	12.5	22.2	84.4	50.6	11.0	14.8
	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0

资料来源: 基金业协会, 交银国际

图表 7: 尾佣占管理费比重呈上升趋势，表明渠道强势地位在提升



资料来源: 基金业协会, 交银国际

3、降费影响：对证券公司营收的影响在 2% 左右

我们认为公募降费对于证券公司主要有三条影响渠道。

1) 证券公司参/控股基金的主动权益类管理费率下调，带来收入下降。

根据数据，我们将 2022 年管理费率高于 1.2% 的基金管理费率均下降到 1.2%，由此计算管理费收入需要下降 140 亿左右，相当于 2022 年公募基金管理费收入的 10% 左右。

上市券商持股基金按持股比例计算的非货币资产净值为 4 万亿左右，占基金公司整体非货币基金资产净值（16 万亿）的 1/4，由此初步估算上市券商持股基金公司管理费降费带来的影响 35 亿（140 亿的 1/4）。

如果我们按基金公司管理费下降对于收入的影响，再考虑券商持股比例，可以测算出来券商持股基金管理费下降对于上市券商收入的影响合计为 38 亿，占 2022 年营收的比重为 0.8%。

从券商对公募的布局来看，广发证券参股易方达基金，控股广发基金，受到降费的负面影响相对较大，影响收入 7 亿/2.7%，此外长城、西南、第一创业、兴业受影响较大。

2023 年 7 月 25 日

证券行业

图表 8: 券商持股基金公司管理费下降对于收入影响测算

券商	基金公司	持股比例	非货币 AUM (亿元) 截至 23-7-20	——利润贡献——		持股基金公司管理 费下降影响收入 (亿元)	占营收比重
				2021	2022		
广发	易方达基金	22.7%	9,849	9.5%	11.0%	6.87	2.7%
	广发基金	54.5%	6,834	13.1%	14.7%		
中信	华夏基金	62.2%	7,585	6.2%	6.3%	3.58	0.5%
申万宏源	富国基金	27.8%	6,148	7.6%	20.6%	2.04	1.0%
	申万菱信基金	67.0%	606	0.9%	3.2%		
海通	富国基金	27.8%	6,148	5.6%	8.8%	2.22	0.9%
	海富通基金	51.0%	1,017	2.1%	3.6%		
招商	招商基金	45.0%	5,597	6.2%	10.1%	2.27	1.2%
	博时基金	49.0%	5,102	7.5%	10.5%		
东方	汇添富基金	35.4%	4,806	21.5%	24.6%	2.78	1.5%
	长城基金	17.6%	1,179	0.5%	1.0%		
华泰	南方基金	41.2%	5,190	6.7%	6.6%	2.31	0.7%
	华泰柏瑞基金	49.0%	2,382	1.5%	1.7%		
兴业	南方基金	9.2%	5,190	4.2%	6.1%	2.55	2.4%
	兴证全球基金	51.0%	2,934	24.0%	32.6%		
国信	鹏华基金	50.0%	4,475	5.0%	8.2%	1.29	0.8%
长城	长城基金	47.1%	1,179	4.4%	9.3%	3.15	10.1%
	景顺长城基金	49.0%	3,563	38.9%	74.6%		
国泰君安	华安基金	51.0%	3,320	3.4%	4.6%	1.78	0.5%
光大	光大保德信基金	55.0%	735	2.6%	1.8%	0.70	0.6%
	大成基金	25.0%	1,673	2.8%	3.3%		
西南	银华基金	44.1%	2,248	39.2%	116.5%	1.40	7.8%
东北	银华基金	18.9%	2,248	10.7%	66.9%	0.96	1.9%
	东方基金	57.6%	757	3.6%	19.2%		
第一创业	银华基金	26.1%	2,248	32.3%	53.2%	1.16	4.5%
	创金合信基金	51.1%	880	10.4%	19.9%		
中泰	万家基金	60.0%	1,707	5.7%	33.4%	0.86	0.9%
长江	长信基金	44.6%	969	3.7%	5.1%	0.21	0.3%
华安	华富基金	49.0%	557	1.2%	1.6%	0.10	0.3%
财通	财通基金	40.0%	569	2.5%	5.0%	0.13	0.3%
中金公司	中金基金	100.0%	573	0.0%	0.3%	0.02	0.0%
中信建投	中信建投基金	100.0%	454	0.2%	0.3%	0.24	0.1%
国元	长盛基金	41.0%	538	1.7%	1.7%	0.14	0.3%
浙商	浙商基金	25.0%	423	0.2%	0.7%	0.07	0.0%
东吴	东吴基金	70.0%	161	0.5%	0.6%	0.10	0.1%
国金	国金基金	51.0%	293	-0.6%	0.2%	0.08	0.1%
首创	中邮基金	46.4%	521	6.9%	6.0%	0.28	
南京	富安达基金	49.0%	35	1.5%	-4.1%	0.03	0.1%
国海	国海富兰克林基金	51.0%	470	17.8%	50.1%	0.53	1.5%
方正	方正富邦基金	66.7%	270	-0.7%	0.8%	0.05	0.1%
东方财富	西藏东财基金	100.0%	58	-0.1%		0.01	
红塔	红塔红土基金	59.3%	43	2.1%	-77.5%	0.00	0.0%
合计						37.90	0.8%

资料来源：，交银国际

2) 交易佣金率下调。

根据数据，2022 年基金分仓平均佣金率为万分之 7.6，上市券商分仓佣金占营收的比重为 3%。若佣金率下调万分之一，则影响行业分仓佣金 25 亿左右，占营收比重 0.5%。

若考虑到主动权益基金管理费率从 1.5% 下调至 1.2%，降幅 20%，托管费率从 0.25% 降至 0.20%，降幅 25%，预计分仓佣金率下调万分之二的可能性较大，对于行业分仓佣金的影响为 40 亿左右，占营收比重 0.8%，其中受影响相对较大的券商是长江和天风。

图表 9: 假设分仓佣金下调万分之 2 对于营收影响测算

	——分仓佣金——			基金分仓成交额市占率	基金分仓佣金率 (万分之)	——占营收比重——		分仓佣金率 下调万分之 2	对营收影响
	(亿元) 2021	(亿元) 2022	增速			2021	2022		
中信	16.96	13.86	-18.3%	7.6%	7.44	2.2%	2.1%	3.7	0.6%
国泰君安	7.57	7.29	-3.7%	4.0%	7.50	1.8%	2.1%	1.9	0.5%
华泰	6.87	6.29	-8.4%	3.8%	6.67	1.8%	2.0%	1.9	0.6%
海通	8.62	6.87	-20.3%	3.6%	7.74	2.0%	2.6%	1.8	0.7%
中金公司	7.76	5.91	-23.8%	3.0%	8.03	2.6%	2.3%	1.5	0.6%
中国银河	4.67	3.08	-34.0%	1.6%	7.66	1.3%	0.9%	0.8	0.2%
广发	11.55	9.37	-18.9%	5.3%	7.14	3.4%	3.7%	2.6	1.0%
申万宏源	8.29	6.72	-18.9%	3.5%	7.71	2.4%	3.3%	1.7	0.8%
招商	8.84	7.52	-14.9%	4.1%	7.54	3.0%	3.9%	2.0	1.0%
中信建投	10.26	9.81	-4.4%	5.5%	7.31	3.4%	3.6%	2.7	1.0%
国信	5.87	3.62	-38.3%	1.9%	7.93	2.5%	2.3%	0.9	0.6%
东方	7.38	6.43	-12.9%	3.4%	7.59	3.0%	3.4%	1.7	0.9%
光大	6.3	4.27	-32.2%	2.3%	7.52	3.8%	4.0%	1.1	1.1%
兴业	8.36	6.11	-26.9%	3.2%	7.76	4.4%	5.7%	1.6	1.5%
中泰	7.78	5.44	-30.1%	2.7%	8.06	5.9%	5.8%	1.4	1.4%
方正	5.41	3.71	-31.4%	2.1%	7.22	6.3%	4.8%	1.0	1.3%
长江	11.81	9.55	-19.1%	4.9%	7.89	13.7%	15.0%	2.4	3.8%
浙商	3.63	3.79	4.4%	2.0%	7.67	2.2%	2.3%	1.0	0.6%
东吴	5.13	4.22	-17.7%	2.2%	7.84	5.5%	4.0%	1.1	1.0%
国元	0.67	0.42	-37.3%	0.2%	8.46	1.1%	0.8%	0.1	0.2%
财通	0.34	0.59	73.5%	0.3%	7.43	0.5%	1.2%	0.2	0.3%
国金	2.87	2.96	3.1%	1.6%	7.36	4.0%	5.2%	0.8	1.4%
东兴	1.21	0.92	-24.0%	0.4%	8.35	2.3%	2.7%	0.2	0.6%
长城	1.53	1.1	-28.1%	0.6%	8.04	2.0%	3.5%	0.3	0.9%
天风	5.26	5.14	-2.3%	2.7%	7.84	11.9%	29.9%	1.3	7.6%
华西	3.98	3	-24.6%	1.6%	7.56	7.8%	8.9%	0.8	2.4%
西部	2.94	1.96	-33.3%	1.0%	7.61	4.4%	3.7%	0.5	1.0%
山西	0.23	0.32	39.1%	0.2%	8.03	0.6%	0.8%	0.1	0.2%
西南	1.29	1.31	1.6%	0.6%	8.31	4.2%	7.3%	0.3	1.8%
东北	3.5	3.11	-11.1%	1.6%	7.76	4.7%	6.1%	0.8	1.6%
国联	0.54	0.8	48.1%	0.4%	7.92	1.8%	3.1%	0.2	0.8%
华安	1	0.91	-9.0%	0.4%	8.69	2.9%	2.9%	0.2	0.7%
国海	0.69	1.81	162.3%	0.9%	7.77	1.3%	5.0%	0.5	1.3%
中银	1.16	0.63	-45.7%	0.3%	8.07	3.5%	2.1%	0.2	0.5%
华创阳安									
南京	0.24	0.23	-4.2%	0.1%	8.60	0.9%	1.1%	0.1	0.3%
中原	0.02	0.01	-50.0%	0.0%	8.95	0.0%	0.1%	0.0	0.0%
第一创业	0.6	0.58	-3.3%	0.4%	6.06	1.8%	2.2%	0.2	0.7%
红塔	0.02	0.01	-50.0%	0.0%	7.46	0.0%	0.1%	0.0	0.0%
财达	0.04	0.07	75.0%	0.0%	8.36	0.2%	0.4%	0.0	0.1%
华林	0.09	0.06	-33.3%	0.0%	6.96	0.6%	0.4%	0.0	0.1%
太平洋	1.36	0.71	-47.8%	0.4%	8.01	8.3%	6.1%	0.2	1.5%
	183	151	-17.6%	80.7%	7.60	2.9%	3.1%	39.7	0.8%

资料来源：，交银国际

3) 代销基金收入下降。

证券公司的代销金融产品收入除了公募基金的相关销售费用，还包括私募产品代销收入，预计监管压降销售环节费用对于券商代销基金收入影响相对较小。中信证券2022年私募产品保有规模与代销非货币公募基金保有规模基本相当。2022年上市券商代销金融产品收入122亿，占营收比重为2.5%。若代销金融产品收入下降20%，对于营收的影响为24亿左右/占比0.5%，受影响较大的是华创。

图表 10:假设代销金融产品收入下调 20%对于营收影响测算

	——代销金融产品收入——			——占营收比重——		代销金融产品收入下降 20%影响 (亿元)	对于营收影响
	(亿元) 2021	(亿元) 2022	增速	2021	2022		
中信	26.5	16.8	-36.6%	3.5%	2.6%	3.37	0.5%
国泰君安	9.5	7.8	-17.9%	2.2%	2.2%	1.56	0.4%
华泰	7.8	9.7	23.6%	2.1%	3.0%	1.94	0.6%
海通	3.4	3.5	2.2%	0.8%	1.3%	0.69	0.3%
中金公司	11.4	12.1	6.7%	3.8%	4.6%	2.42	0.9%
中国银河	9.2	6.3	-30.8%	2.5%	1.9%	1.27	0.4%
广发	10.9	7.8	-28.9%	3.2%	3.1%	1.56	0.6%
申万宏源	4.5	2.8	-38.9%	1.3%	1.3%	0.55	0.3%
招商	8.0	5.6	-30.2%	2.7%	2.9%	1.12	0.6%
中信建投	9.4	7.8	-17.3%	3.2%	2.8%	1.56	0.6%
国信	9.5	5.4	-42.9%	4.0%	3.4%	1.09	0.7%
东方	5.7	2.6	-54.7%	2.3%	1.4%	0.51	0.3%
光大	8.2	1.2	-85.5%	4.9%	1.1%	0.24	0.2%
兴业	6.6	4.7	-29.0%	3.5%	4.4%	0.94	0.9%
中泰	3.7	3.0	-18.5%	2.8%	3.3%	0.61	0.7%
方正	4.5	2.4	-47.9%	5.2%	3.0%	0.47	0.6%
长江	4.3	2.2	-47.4%	4.9%	3.5%	0.45	0.7%
浙商	4.8	3.0	-36.6%	2.9%	1.8%	0.61	0.4%
东吴	1.1	0.8	-21.0%	1.1%	0.8%	0.17	0.2%
国元	0.9	0.7	-25.0%	1.4%	1.2%	0.13	0.2%
财通	2.3	1.8	-22.7%	3.6%	3.7%	0.36	0.7%
国金	3.0	1.9	-38.1%	4.3%	3.3%	0.38	0.7%
东兴	0.6	0.5	-8.9%	1.0%	1.5%	0.10	0.3%
长城	1.1	0.6	-46.4%	1.4%	1.9%	0.12	0.4%
天风	0.4	0.3	-30.0%	0.9%	1.6%	0.06	0.3%
华西	2.4	1.5	-37.6%	4.7%	4.5%	0.30	0.9%
西部	0.3	0.1	-64.0%	0.4%	0.2%	0.02	0.0%
山西	0.8	0.7	-19.5%	2.1%	1.6%	0.13	0.3%
西南	0.6	0.4	-39.3%	2.0%	2.1%	0.07	0.4%
东北	1.0	0.6	-32.4%	1.3%	1.3%	0.13	0.3%
国联	0.7	0.4	-38.2%	2.3%	1.6%	0.08	0.3%
华安	0.4	0.3	-20.0%	1.0%	0.9%	0.06	0.2%
国海	0.6	0.3	-43.7%	1.1%	0.9%	0.07	0.2%
中银	1.4	1.0	-29.8%	4.2%	3.3%	0.20	0.7%
华创阳安	3.7	3.6	-2.6%	9.9%	14.3%	0.72	2.9%
南京	0.5	0.5	-2.1%	1.8%	2.3%	0.09	0.5%
中原	0.6	0.2	-64.1%	1.4%	1.2%	0.05	0.2%
第一创业	0.3	0.2	-32.1%	0.9%	0.7%	0.04	0.1%
红塔	0.0	0.0	-5.1%	0.0%	0.3%	0.00	0.1%
财达	0.1	0.1	-53.8%	0.5%	0.4%	0.01	0.1%
华林	0.2	0.2	-34.1%	1.7%	1.1%	0.03	0.2%
太平洋	0.5	0.4	-30.8%	3.2%	3.0%	0.07	0.6%
	171	122	-29.0%	2.7%	2.5%	24.34	0.5%

资料来源：，交银国际

4) 预计总体对营收影响在 2%

我们测算公募基金降费对于上市券商收入整体影响在 100 亿左右，占 2022 年营收的 2%，对于中小券商的影响相对较大，其中对长城、西南、天风、第一创业、长江、兴业和广发的影响超过 4%。

图表 11:公募降费对上市券商影响汇总

	代销金融产品收入下降 20%影响 (亿元)	对于营收影响	分仓佣金率下调万分之 2 (亿元)	对营收影响	持股基金公司管理费下降 (亿元)	对营收影响	合计对 营收影响 (亿元)	占 2022 年 营收比重
长城	0.12	0.4%	0.3	0.9%	3.1	10.1%	3.54	11.3%
西南	0.07	0.4%	0.3	1.8%	1.4	7.8%	1.79	10.0%
天风	0.06	0.3%	1.3	7.6%			1.37	7.9%
第一创业	0.04	0.1%	0.2	0.7%	1.2	4.5%	1.39	5.3%
长江	0.45	0.7%	2.4	3.8%	0.2	0.3%	3.08	4.8%
兴业	0.94	0.9%	1.6	1.5%	2.5	2.4%	5.06	4.8%
广发	1.56	0.6%	2.6	1.0%	6.9	2.7%	11.05	4.4%
东北	0.13	0.3%	0.8	1.6%	1.0	1.9%	1.89	3.7%
华西	0.30	0.9%	0.8	2.4%			1.10	3.2%
中泰	0.61	0.7%	1.4	1.4%	0.9	0.9%	2.82	3.0%
国海	0.07	0.2%	0.5	1.3%	0.5	1.5%	1.06	2.9%
华创阳安	0.72	2.9%	-	0.0%			0.72	2.9%
招商	1.12	0.6%	2.0	1.0%	2.3	1.2%	5.38	2.8%
东方	0.51	0.3%	1.7	0.9%	2.8	1.5%	4.99	2.7%
国金	0.38	0.7%	0.8	1.4%	0.1	0.1%	1.26	2.2%
太平洋	0.07	0.6%	0.2	1.5%			0.25	2.1%
申万宏源	0.55	0.3%	1.7	0.8%	2.0	1.0%	4.34	2.1%
国信	1.09	0.7%	0.9	0.6%	1.3	0.8%	3.29	2.1%
方正	0.47	0.6%	1.0	1.3%	0.0	0.1%	1.55	2.0%
光大	0.24	0.2%	1.1	1.1%	0.7	0.6%	2.07	1.9%
华泰	1.94	0.6%	1.9	0.6%	2.3	0.7%	6.14	1.9%
海通	0.69	0.3%	1.8	0.7%	2.2	0.9%	4.69	1.8%
中信	3.37	0.5%	3.7	0.6%	3.6	0.5%	10.66	1.6%
中信建投	1.56	0.6%	2.7	1.0%	0.2	0.1%	4.48	1.6%
中金公司	2.42	0.9%	1.5	0.6%	0.0	0.0%	3.92	1.5%
国泰君安	1.56	0.4%	1.9	0.5%	1.8	0.5%	5.29	1.5%
财通	0.36	0.7%	0.2	0.3%	0.1	0.3%	0.64	1.3%
东吴	0.17	0.2%	1.1	1.0%	0.1	0.1%	1.34	1.3%
中银	0.20	0.7%	0.2	0.5%			0.35	1.2%
华安	0.06	0.2%	0.2	0.7%	0.1	0.3%	0.37	1.2%
国联	0.08	0.3%	0.2	0.8%			0.29	1.1%
西部	0.02	0.0%	0.5	1.0%			0.53	1.0%
浙商	0.61	0.4%	1.0	0.6%	0.1	0.0%	1.66	1.0%
东兴	0.10	0.3%	0.2	0.6%			0.32	0.9%
南京	0.09	0.5%	0.1	0.3%	0.0	0.1%	0.18	0.9%
国元	0.13	0.2%	0.1	0.2%	0.1	0.3%	0.37	0.7%
中国银河	1.27	0.4%	0.8	0.2%			2.07	0.6%
山西	0.13	0.3%	0.1	0.2%			0.21	0.5%
华林	0.03	0.2%	0.0	0.1%			0.05	0.3%
中原	0.05	0.2%	0.0	0.0%			0.05	0.3%
财达	0.01	0.1%	0.0	0.1%			0.03	0.2%
红塔	0.00	0.1%	0.0	0.0%	0.0	0.0%	0.01	0.1%
	24.34	0.5%	39.7	0.8%	37.6	0.77%	101.64	2.1%

资料来源：，交银国际

4、维持行业同步评级

本次公募降费改革，通过资管机构、销售机构和券商共同让利给投资者，降低基金投资成本，有利于改善投资体验，鼓励投资者的长期持有行为。我们测算公募基金降费对于上市券商收入整体影响在 100 亿左右，占 2022 年营收的 2%，对于中小券商的影响相对较大，其中对长城、西南、天风、第一创业、长江、兴业和广发的影响超过 4%。公募降费对于销售机构当前业务模式提出挑战，仍需加大向买方投顾的转型。

目前证券行业估值处于历史低位，但仍需等待经济回升提供坚实的基本面支撑，维持行业同步评级，维持华泰（6886 HK）、中信（6030 HK）、中信建投（6066 HK）的买入评级

图表 12: 交银国际证券行业覆盖公司

股票代码	公司名称	评级	收盘价 (交易货币)	目标价 (交易货币)	潜在涨幅	最新目标价/评级 发表日期	子行业
6066 HK	中信建投	买入	8.35	10.00	19.8%	2023 年 05 月 02 日	内地综合性证券公司
6886 HK	华泰证券	买入	9.74	12.50	28.3%	2023 年 05 月 02 日	内地综合性证券公司
3908 HK	中金公司	买入	13.98	21.00	50.2%	2023 年 01 月 09 日	内地综合性证券公司
6030 HK	中信证券	买入	13.88	21.50	54.9%	2022 年 04 月 29 日	内地综合性证券公司
6837 HK	海通证券	中性	4.94	5.60	13.4%	2023 年 04 月 03 日	内地综合性证券公司
FUTU US	富途控股	买入	47.41	65.00	37.1%	2022 年 11 月 22 日	港美股互联网券商

资料来源: FactSet, 交银国际预测, 截至 2023 年 7 月 20 日

交銀國際

香港中环德辅道中 68 号万宜大厦 10 楼
总机: (852) 3766 1899 传真: (852) 2107 4662

评级定义

分析员个股评级定义：

买入：预期个股未来12个月的总回报**高于**相关行业。

中性：预期个股未来12个月的总回报与相关行业**一致**。

沽出：预期个股未来12个月的总回报**低于**相关行业

无评级：对于个股未来12个月的总回报与相关行业的比较，分析员**并无确信观点**。

分析员行业评级定义：

领先：分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现相对于大盘标杆指数**具吸引力**。

同步：分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现与大盘标杆指数**一致**。

落后：分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现相对于大盘标杆指数**不具吸引力**。

香港市场的标杆指数为**恒生综合指数**，A股市场的标杆指数为**MSCI 中国A股指数**，美国上市中概股的标杆指数为**标普美国中概股50（美元）指数**

2023年7月25日

证券行业

分析员披露

本研究报告之作者，兹作以下声明：i) 发表于本报告之观点准确地反映关于他们个人对所提及的证券或其发行者之观点；及ii) 他们之薪酬与发表于报告上之建议/观点并无直接或间接关系；iii) 对于提及的证券或其发行者，他们并无接收到可影响他们的建议的内幕消息/非公开股价敏感消息。

本研究报告之作者进一步确认：i) 他们及他们之相关有联系者【按香港证券及期货监察委员会之操守准则的相关定义】并没有于发表研究报告之30个日历日前处置/买卖该等证券；ii) 他们及他们之相关有联系者并没有于任何上述研究报告覆盖之香港上市公司任职高级职员；iii) 他们及他们之相关有联系者并没有持有有关上述研究报告覆盖之证券之任何财务利益，除了一位覆盖分析师持有世茂房地产控股有限公司之股份。

有关商务关系及财务权益之披露

交银国际证券有限公司及/或其有关联公司在过去十二个月内与交通银行股份有限公司、国联证券股份有限公司、交银国际控股有限公司、四川能投发展股份有限公司、光年控股有限公司、金川集团国际资源有限公司、嘉兴市燃气集团股份有限公司、青岛控股国际有限公司、Edding Group Company Limited、七牛智能科技有限公司、致富金融集团有限公司、湖州燃气股份有限公司、Leading Star (Asia) Holdings Limited、GOGOX Holdings Limited（前称：58 Freight Inc.）、苏新美好生活服务股份有限公司、兴源动力控股有限公司、佳捷康创新集团有限公司、清晰医疗集团控股有限公司、汇通达网络股份有限公司、东原仁知城市运营服务集团股份有限公司、武汉有机控股有限公司、读书郎教育控股有限公司、博维智慧科技有限公司、润迈德医疗有限公司、乐透互娱有限公司、双财庄有限公司、中国旅游集团中免股份有限公司、香港汇德收购公司、百奥赛图(北京)医药科技股份有限公司、宁波健世科技股份有限公司、润歌互动有限公司、子不语集团有限公司、交运燃气有限公司、多想云控股有限公司、步阳国际控股有限公司、阳光保险集团股份有限公司、康津生物科技(上海)股份有限公司、冠泽医疗资讯产业(控股)有限公司、澳亚集团有限公司、粉笔有限公司、润华生活服务集团控股有限公司、淮北绿金产业投资股份有限公司、洲际船务集团控股有限公司、巨星传奇集团有限公司、北京绿竹生物技术股份有限公司、中天建设(湖南)集团有限公司、安徽皖通高速公路股份有限公司、怡俊集团控股有限公司、宏信建设发展有限公司、上海小南国控股有限公司、Sincere Watch (Hong Kong) Limited、四川科伦博泰生物医药股份有限公司及新传企划有限公司有投资银行业务关系。

交银国际证券有限公司及/或其集团公司现持有东方证券股份有限公司、光大证券股份有限公司及Interra Acquisition Corp的已发行股本逾1%。

免责声明

本报告之收取者透过接受本报告(包括任何有关的附件)，表示并保证其根据下述的条件下有权获得本报告，并且同意受此中包含的限制条件所约束。任何没有遵循这些限制的情况可能构成法律之违反。

本报告为高度机密，并且只以非公开形式供交银国际证券的客户阅览。本报告只在基于能被保密的情况下提供给阁下。未经交银国际证券事先以书面同意，本报告及其中所载的资料不得以任何形式(i)复制、复印或储存，或者(ii) 直接或者间接分发或者转交予任何其它人作任何用途。

交银国际证券、其附属公司、关联公司、董事、关联方及/或雇员，可能持有在本报告内所述或有关公司之证券、并可能不时进行买卖、或对其有兴趣。此外，交银国际证券、其附属公司及关联公司可能与本报告内所述或有关的公司不时进行业务往来，或为其担任市场庄家，或被委任替其证券进行承销，或可能以委托人身份替客户买入或沽售其证券，或可能为其担当或争取担当并提供投资银行、顾问、包销、融资或其它服务，或替其从其它实体寻求同类型之服务。投资者在阅读本报告时，应该留意任何或所有上述的情况，均可能导致真正或潜在的利益冲突。

本报告内的资料来自交银国际证券在报告发行时相信为正确及可靠的来源，惟本报告并非旨在包含投资者所需要的所有信息，并可能受递送延误、阻碍或拦截等因子所影响。交银国际证券不明示或暗示地保证或表示任何该等数据或意见的足够性、准确性、完整性、可靠性或公平性。因此，交银国际证券及其集团或有关的成员均不会就由于任何第三方在依赖本报告的内容时所作的行为而导致的任何类型的损失(包括但不限于任何直接的、间接的、随之而发生的损失)而负上任何责任。

本报告只为一般性提供数据之性质，旨在供交银国际证券之客户作一般阅览之用，而非考虑任何某特定收取者的特定投资目标、财务状况或任何特别需要。本报告内的任何资料或意见均不构成或被视为集团的任何成员作出提议、建议或征购或出售任何证券、有关投资或其它金融证券。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映交银国际证券或其集团的立场，亦可在没有提供通知的情况下随时更改，交银国际证券亦无责任提供任何有关资料或意见之更新。

交银国际证券建议投资者应独立地评估本报告内的资料，考虑其本身的特定投资目标、财务状况及需要，在参与有关报告中所述公司之证券的交易前，委任其认为必须的法律、商业、财务、税务或其它方面的专业顾问。惟报告内所述的公司之证券未必能在所有司法管辖区或国家或供所有类别的投资者买卖。

对部分的司法管辖区或国家而言，分发、发行或使用本报告会抵触当地法律、法则、规定、或其它注册或发牌的规例。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。本报告的发送对象不包括身处中国内地的投资人。如知悉收取或发送本报告有可能构成当地法律、法则或其他规定之违反，本报告的收取者承诺尽快通知交银国际证券。

本免责声明以中英文书写，两种文本具同等效力。若两种文本有矛盾之处，则应以英文版本为准。

交银国际证券有限公司是交通银行股份有限公司的附属公司。