

永安期货(600927)

报告日期: 2023年04月19日

# 期货龙头，一体两翼促发展

## ——永安期货首次覆盖报告

### 投资要点

#### □ 政策利好，行业扩容

我国是全球第一大商品期货市场，2022年我国商品期货与期权品种成交量占全球总量的72.3%，且我国的期货期权产品种类及交易量仍在持续扩容。产品种类方面，目前上市期货期权品种数量已增长至110个（以期货产品为主），其中2022年新上市了16个期货期权品种。交易政策方面，2023年股指期货迎来第五次松绑，自2023年3月20日起，四大股指期货各合约平今仓交易手续费标准调整为成交金额的万分之二点三，进一步降低交易成本，有望提振成交量。

#### □ 期货龙头，业绩稳健

永安期货是第3家A股上市的期货公司，浙江省财政厅是实际控制人。

**业绩稳健增长：**2018-2021年，永安期货的归母净利润稳步增长，复合增速为14%。9M22公司业绩受金融市场下行压力影响而短期下滑，归母净利润同比下降46%。公司ROE保持在14-16%之间，高于行业平均水平5%-9%。

**指标领先同业：**从评级来看，公司自2011年起连续多年获得行业最高A类AA级评级。从业绩指标来看，选取22H1披露业绩数据的期货公司进行对比，永安期货营收、净利润、净资产等指标均排名第一，是当之无愧的龙头期货公司。

#### □ 一体两翼，驱动增长

**经纪业务：**截至22H1末，公司在境内共有26家分公司和18家营业部，是境内营业网点最多的期货公司之一。从网点分布来看，公司深耕浙江，浙江省的分支机构占比36%，区位优势显著。永安期货代理交易规模市占率高于可比同业，随着期货市场成交量继续扩大，公司有望借助区位优势保持经纪业务领先地位。

**风险管理：**公司风险管理业务发展迅速，收入从2018年的7亿元增长至2021年的12亿元，占营收比重及利润率持续提高。22H1风险管理业务收入同比增长8%，占营收比重达56%。风险管理业务中的做市及衍生品业务正处于扩张期，做市及衍生品名义本金规模均呈增长趋势。实体企业对冲风险、套期保值的需求日益增长，A股上市公司套期保值参与率从2013年的6.48%提高至2022年的22.89%，公司有望把握实体企业对冲风险的需求，加大衍生品的开发力度，为客户提高个性化的套保方案，服务实体经济进行风险管理的同时实现业务扩张。

**财富管理：**顺应财富管理发展的大趋势，永安期货的代销业务收入从2018年的0.44亿元增长至2021年的1.31亿元，复合增速高达44%，22H1代销收入继续增长57%。公司代销以私募产品为主，坚持优选私募管理人，打造专业理财师队伍，积极推动财富管理品牌建设。我国私募基金规模从2015年的5万亿元增长至2022年的10万亿元，复合增速为22%。私募基金的风险收益特征与高净值客户的投资需求匹配，有望被增配。随着私募基金规模扩张以及浙江高净值客户数量增长，公司代销业务有望保持增长势头。

#### □ 盈利预测与估值

我们预计公司2022-2024年营业收入同比增长6%/20%/12%；归母净利润同比增长-37%/43%/21%。2022-2024年BPS为8.55/9.20/9.99元/股，现价对应PB为2.02/1.87/1.73。永安期货经纪业务区位优势显著，风险管理与财富管理处于快速增长阶段，“一体两翼”驱动成长。我们给予公司2023年2.2倍PB，对应目标价20.25元，首次覆盖给予“买入”评级。

#### □ 风险提示

资本市场波动；交易所手续费减收政策变动。

### 投资评级：买入(首次)

分析师：梁凤洁

执业证书号：S1230520100001

021-80108037

liangfengjie@stocke.com.cn

研究助理：洪希柠

hongxingning@stocke.com.cn

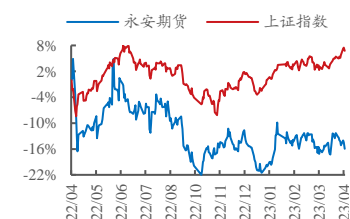
研究助理：胡强

huqiang@stocke.com.cn

### 基本数据

收盘价	¥ 17.25
总市值(百万元)	25,108.33
总股本(百万股)	1,455.56

### 股票走势图



### 相关报告

## 财务摘要

(百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	37,842	40,294	48,402	54,215
(+/-) (%)	49%	6%	20%	12%
归母净利润	1,307	826	1,178	1,422
(+/-) (%)	14%	-37%	43%	21%
每股净资产(元)	8.84	8.55	9.20	9.99
P/B	1.95	2.02	1.87	1.73

资料来源：浙商证券研究所

## 正文目录

<b>1 行业迎扩容，集中度提高</b>	<b>6</b>
<b>2 质地优秀的龙头期货公司</b>	<b>10</b>
2.1 发展历程：历经二十年成为行业翘楚	10
2.2 股东结构：结构集中，高管经验丰富	10
2.3 业绩概况：稳定增长，ROE 优于同业	12
2.4 行业地位：AA 评级，资产规模领先	14
<b>3 “一体两翼”驱动业绩增长</b>	<b>15</b>
3.1 经纪业务：区位优势显著，市占率较高	15
3.2 风险管理：收入高速增长，利润率提高	18
3.3 财富管理：资管遇整顿，代销增速亮眼	21
<b>4 盈利预测与估值</b>	<b>24</b>
4.1 核心假设	24
4.2 盈利预测	24
<b>5 风险提示</b>	<b>25</b>

## 图表目录

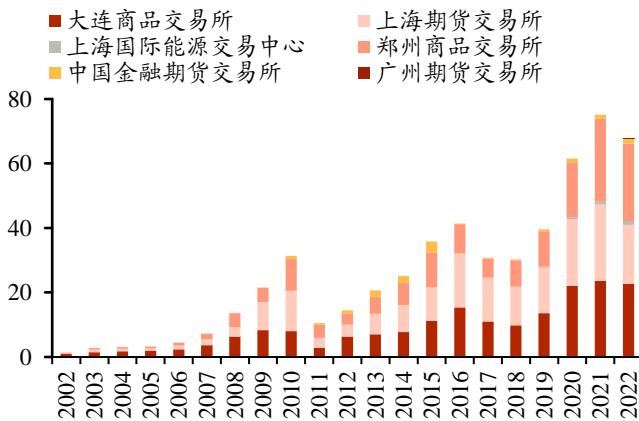
图 1: 我国期货期权成交量 (亿手)	6
图 2: 我国期货期权成交额 (万亿元)	6
图 3: 中金所金融衍生品成交额以期货类为主 (亿元)	7
图 4: 我国期货行业净资产及增速	8
图 5: 我国期货行业净利润及增速	8
图 6: 期货行业收入结构 (未剔除风险管理业务成本)	9
图 7: 期货行业成交量集中度	9
图 8: 期货公司分类评级情况 (2022)	9
图 9: 永安期货发展历程图	10
图 10: 永安期货股权结构 (截至 2022 年三季度末)	10
图 11: 永安期货员工学历高于同业 (2021 年)	12
图 12: 永安期货历年营收及增速	12
图 13: 永安期货历年归母净利润及增速	12
图 14: 永安期货 ROE 高于行业平均水平	13
图 15: 永安期货营收结构 (按利润表收入分)	13
图 16: 永安期货营收结构 (按业务板块分)	13
图 17: 永安期货主要分部的营业利润率情况	14
图 18: 永安期货经纪手续费净收入及增速	15
图 19: 永安期货经纪业务手续费收入结构	15
图 20: 浙江省 GDP 排名第四 (2022 年)	15
图 21: 永安期货营业网点分布图	15
图 22: 永安期货境内代理成交额及市占率	16
图 23: 永安期货代理成交额市占率高于可比同业	16
图 24: 永安期货佣金率低于可比同业	17
图 25: 永安期货代理成交金额中金融期货金额占比提升	17
图 26: 永安期货客户权益中机构客户占比高于可比同业	17
图 27: 永安期货代理成交金额中金融期货金额占比高于可比同业	17
图 28: 我国期货期权成交量 (亿手)	17
图 29: 我国期货期权成交额 (万亿元)	17
图 30: 浙江省上市公司数量领先	18
图 31: 永安期货风险管理业务收入及增速	18
图 32: 永安期货配套贸易收入及成本	19
图 33: 永安期货风险敞口使用率	19
图 34: 永安期货期货做市成交额	19
图 35: 永安期货期权做市成交额	19
图 36: 永安期货场外衍生品累计新增名义本金	20
图 37: 永安期货场外衍生品期末存量名义本金	20
图 38: 大宗商品价格波动明显	21
图 39: 实体行业 A 股上市公司套期保值参与率 (%)	21
图 40: 按衍生品使用目的统计的实体行业 A 股上市公司家数	21
图 41: 2022 年对冲五大类风险的实体行业 A 股上市公司家数	21
图 42: 永安期货资管业务净收入及增速	22

图 43: 永安期货期末资管规模.....	22
图 44: 永安期货资管业务收入结构.....	22
图 45: 永安期货月均资管规模.....	22
图 46: 永安期货代销收入及增速.....	23
图 47: 永安期货代销保有规模及增速.....	23
图 48: 我国私募基金规模及增速.....	23
图 49: 我国高净值人群的可投资资产规模及占比.....	23
表 1: 全球各大交易所期货成交量.....	6
表 2: 各大交易所交易品种及数量(2022 年).....	7
表 3: 股指期货相关政策调整情况.....	8
表 4: 永安期货前十大股东(截至 2022 年三季度末).....	11
表 5: 永安期货高管履历.....	11
表 6: 永安期货与可比公司业绩指标对比(22H1).....	14
表 7: 永安期货营业网点、分公司分布情况(22H1).....	16
表 8: 可比公司估值表.....	24
表附录: 报表预测值.....	26

## 1 行业迎扩容，集中度提高

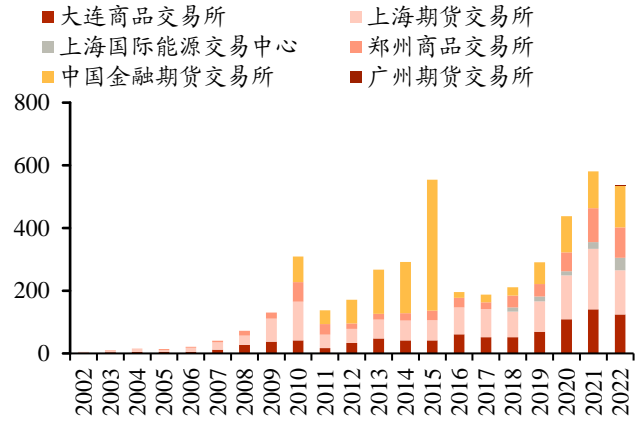
我国期货市场交易量不断增长，但仍不及美国一半。从交易情况来看，我国期货市场成交量（包括期权）从2002年的1亿手增长至2022年的68亿手，复合增速21%，但成交量仍不及美国的一半；成交额（包括期权）从2002年的4万亿元增长至2022年的535万亿元，复合增速28%。

图1：我国期货期权成交量（亿手）



资料来源：Wind，证监会，浙商证券研究所

图2：我国期货期权成交额（万亿元）



资料来源：Wind，证监会，浙商证券研究所

我国是全球第一大商品期货市场，交易所世界排名不断提高。根据中国期货业协会披露的数据，2022年我国商品期货与期权品种成交量占全球总量的72.3%。2022年我国的郑商所、大商所、上期所和中金所在全球交易所期货和期权成交量排名中分别位居第8、第9、第12和第25。

表1：全球各大交易所期货成交量

排名	交易所名称	交易所名称（中文）	2022 成交合约（亿手）
1	National Stock Exchange of India	印度国家证券交易所	381.1
2	B3	巴西圣保罗证券期货交易所	83.1
3	CME Group	芝加哥商业交易所集团	58.5
4	CBOE Holdings	芝加哥期权交易所集团	34.8
5	Intercontinental Exchange	洲际交易所	34.4
6	Nasdaq	纳斯达克集团	31.5
7	Borsa Istanbul	伊斯坦布尔交易所	27.3
8	Zhengzhou Commodity Exchange	郑州商品交易所	24.0
9	Dalian Commodity Exchange	大连商品交易所	22.8
10	Korea Exchange	韩国交易所	20.6

资料来源：FIA，财联社，浙商证券研究所

商品衍生品种类较多且仍在扩容。从产品种类上看，我国期货交易所上市的产品以商品类衍生品为主、金融衍生品为辅。目前上市期货期权品种数量已增长至110个，2022年上市了16个期货期权新品种。当前上期所、广期所、大商所、郑商所、能源交易中心共有

商品期货及期权 93 个（有 5 种商品在上交所、能源交易中心都上市），中金所有金融衍生品 10 个。此外，上交所和深交所共有股指期货 7 个。

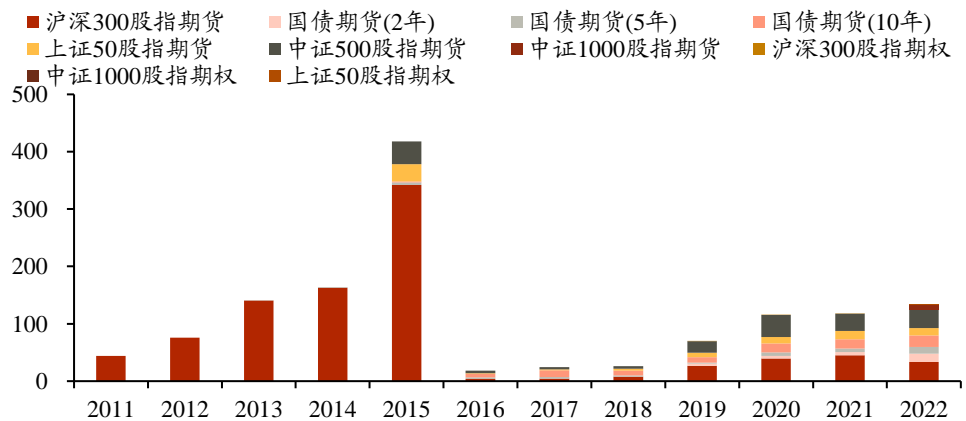
表2: 各大交易所交易品种及数量 (2022 年)

交易所	期货品种名称	期货品种数量	期权品种名称	期权品种数量
上期所	铜、国际铜、铝、锌、铅、镍、锡、黄金、白银、螺纹钢、线材、热轧卷板、不锈钢、原油、低硫燃料油、燃料油、沥青、天胶、20 号胶、漂白硫酸盐针叶木浆	20	原油、铜、铝、锌、螺纹钢、黄金、白银、天胶	8
广期所	工业硅	1	工业硅	1
郑商所	白糖、棉花、普麦、强麦、早籼稻、晚籼稻、粳稻(谷)、菜籽粕、油菜籽、菜籽油、棉纱、鲜苹果、干制红枣、花生仁、动力煤、PTA、甲醇、玻璃、硅铁、锰硅、尿素、纯碱、涤纶短纤	23	白糖、棉花、PTA、甲醇、菜籽粕、动力煤、菜籽油、花生	8
大商所	玉米、玉米淀粉、豆一、豆二、豆粕、豆油、棕榈油、中密度纤维板(纤维板)、细木工板(胶合板)、鸡蛋、粳米、生猪、线型低密度聚乙烯、聚氯乙烯、聚丙烯、焦炭、焦煤、铁矿石、乙二醇、苯乙烯、液化石油气	21	豆粕、玉米、铁矿石、液化石油气、聚乙烯、聚氯乙烯、聚丙烯、棕榈油、豆一、豆二、豆油	11
中金所	沪深 300 股指期货、中证 500 股指期货、中证 1000 股指期货、上证 50 股指、2 年期国债期货、5 年期国债期货、10 年期国债期货	7	沪深 300 股指、中证 1000 股指、上证 50 股指	3
能源交易中心	中质含硫原油、低硫燃料油、20 号胶、国际铜	4	原油	1
上交所	NA	NA	上证 50ETF、沪深 300ETF、中证 500ETF	3
深交所	NA	NA	创业板 ETF、沪深 300ETF、中证 500ETF、深证 100ETF	4

资料来源: 各大交易所, 证监会, 浙商证券研究所

**金融衍生品发展滞后。**虽然我国是全球第一大商品期货市场，但金融衍生品发展较为滞后。目前我国场内金融衍生品数量较少，包括 7 个期货产品以及 10 个期权产品，但从成交额上来看，期货产品占比更高。2015 年股票市场大起大落，中金所将沪深 300、上证 50、中证 500 股指期货各合约平仓交易手续费标准上调为成交金额的万分之 23，非套期保值持仓的交易保证金提高至 40%，套期保值持仓的交易保证金提高至 20%，导致 2015 年后股指期货成交量大幅降低。

图3: 中金所金融衍生品成交额以期货类为主 (亿元)



资料来源: Wind, 证监会, 浙商证券研究所



**品种丰富伴随政策松绑，金融衍生品发展得到支持。**2019年股指期货扩容，上交所、深交所上市沪深300ETF期权，中金所上市沪深300股指期货，新的期权产品推出后，交易量迅速追赶50ETF期权。2022年中金所上市了中证1000股指期货、中证1000股指期权和上证50股指期权，上交所上市了中证500ETF期权；深交所上市了创业板ETF期权、中证500ETF期权和深证100ETF期权。2017年以来中金所通过调整“过度交易”的监管标准、下调保证金率、手续费率等方式对股指期货四次松绑，交易量也随之回升。2023年股指期货迎来第五次松绑，自2023年3月20日起，四大股指期货各合约平今仓交易手续费标准调整为成交金额的万分之二点三，进一步降低交易成本。

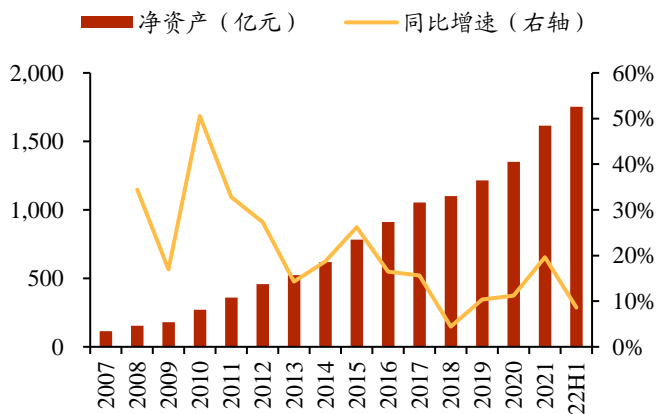
表3: 股指期货相关政策调整情况

时间	非套期保值保证金			套期保值保证金			日内过度交易监管标准	平今仓手续费
	IF300	IH50	IC500	IF300	IH50	IC500		
2015年9月7日之前	30%	30%	30%	10%	10%	10%	无限制	万分之1.15
2015年9月7日	40%	40%	40%	20%	20%	20%	10手	万分之23
2017年2月17日	20%	20%	30%	20%	20%	20%	20手	万分之9.2
2017年9月18日	15%	15%	30%	15%	15%	20%	20手	万分之6.9
2018年12月3日	10%	10%	15%	10%	10%	15%	50手	万分之4.6
2019年4月22日	10%	10%	12%	10%	10%	12%	500手	万分之3.45
2023年3月20日	10%	10%	12%	10%	10%	12%	500手	万分之2.3

资料来源：财联社，浙商证券研究所

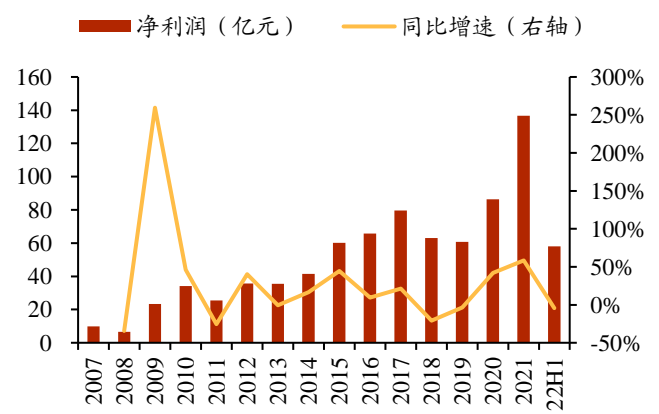
**我国期货行业持续扩容，但体量仍较小。**我国期货行业净资产连续多年保持正增长，从2007年的114亿元增长至22H1的1,753亿元；净利润呈波动增长趋势，从2007年的9.9亿元增长至2021年的137亿元，2022年上半年实现净利润58亿元。虽然期货行业持续扩容，但当前体量较其他金融行业仍较小，22H1证券行业净利润为812亿元。

图4: 我国期货行业净资产及增速



资料来源：wind，浙商证券研究所

图5: 我国期货行业净利润及增速

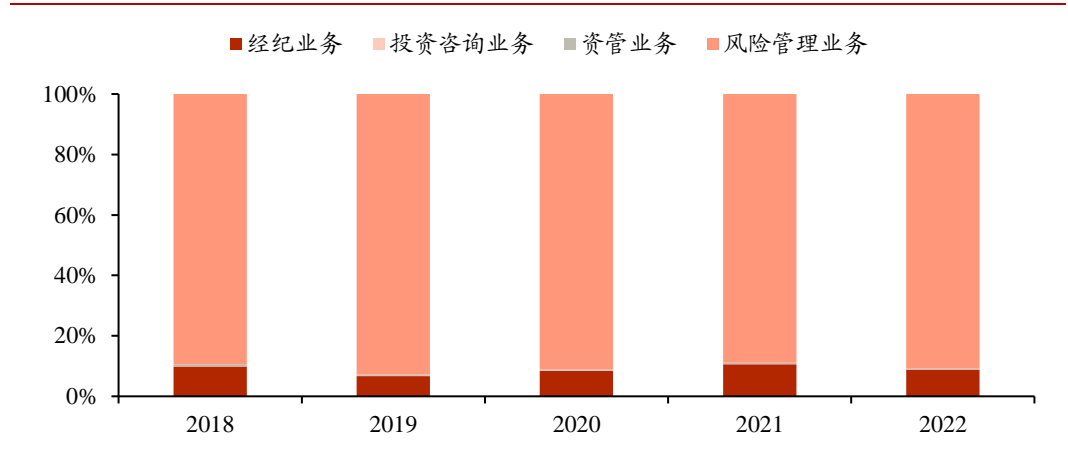


资料来源：wind，浙商证券研究所



**经纪业务收入占比最高，业务模式仍需优化。**从收入结构来看，风险管理业务（未剔除业务成本）占比最高，2018-2022年占比均在90%左右。根据wind数据，风险管理业务的利润率约1%，若剔除成本后，风险管理业务的净收入低于经纪业务，经纪业务收入占比仍为最高。

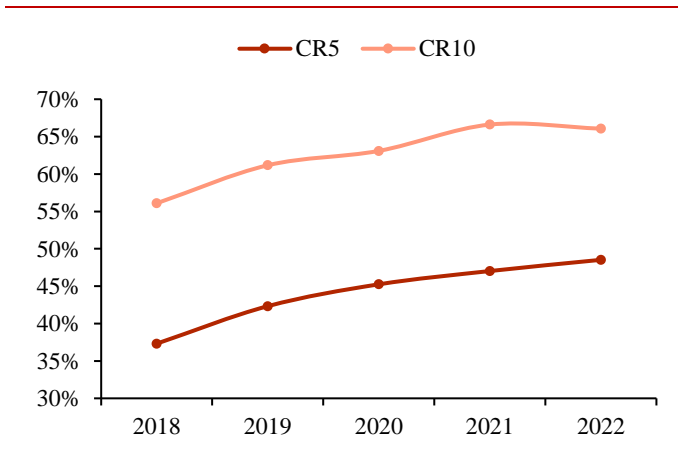
图6：期货行业收入结构（未剔除风险管理业务成本）



资料来源：中期协，浙商证券研究所

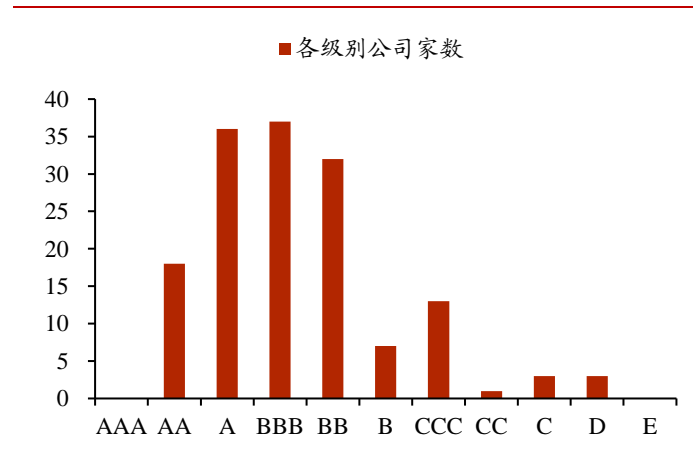
**集中度不断上升，高评级公司数量不多。**从经纪业务成交量来看，CR5和CR10持续提升，头部期货公司更具备竞争力。期货公司分类级别是以期货公司风险管理能力为基础，结合公司服务实体经济能力、市场竞争力、持续合规状况，对期货公司进行的综合评价。2022年共18家期货公司获得AA评级，占比12%，比2021年新增一家。最高级别AAA级公司仍然空缺，市场缺乏最优质的期货公司。

图7：期货行业成交量集中度



资料来源：wind，浙商证券研究所

图8：期货公司分类评级情况（2022）



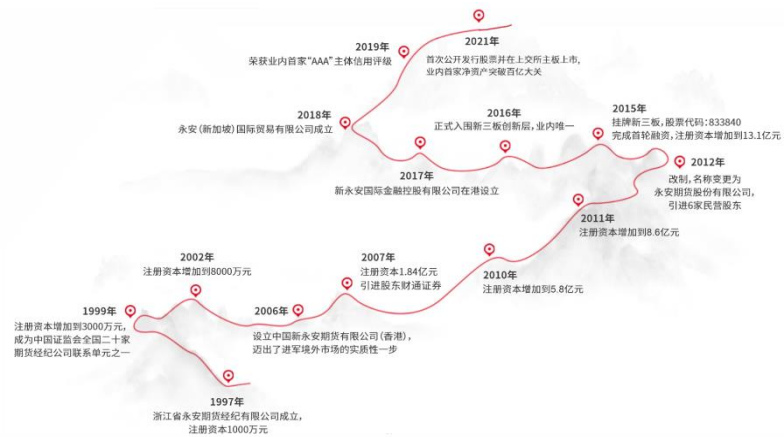
资料来源：证监会，浙商证券研究所

## 2 质地优秀的龙头期货公司

### 2.1 发展历程：历经二十年成为行业翘楚

**第3家A股上市期货公司，历经二十年成为行业翘楚。**1992年，公司的前身潮州金融咨询公司设立。1997年，浙江省永安期货经纪有限公司成立，后续进行多次增资。2007年引入股东财通证券，2012年公司改制并将名称变更为永安期货股份有限公司。2015年公司在新三板挂牌上市，2021年公司于上交所主板上市，成为第三家在A股上市的期货公司。经过二十年的发展，公司已成为涉及商品期货经纪、金融期货经纪、期货投资咨询、资产管理、基金销售等业务的专业期货公司，以打造“大宗商品投行、大类资产配置专家、产融资源整合者”为战略目标，致力于成为行业领先、独具特色的“衍生品投行”。

图9：永安期货发展历程图

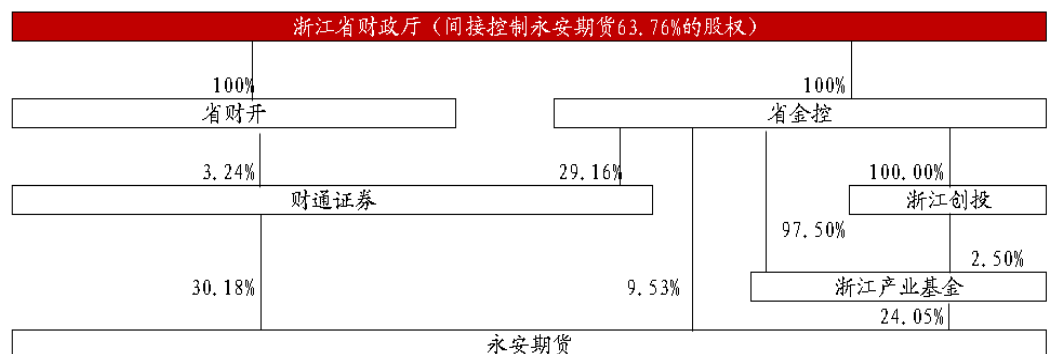


资料来源：公司官网，浙商证券研究所

### 2.2 股东结构：结构集中，高管经验丰富

**股权结构较集中，浙江省财政厅是实际控制人。**永安期货的股权结构较为集中，实际控制人是浙江省财政厅，间接控制永安期货63.76%的股权。公司第一、第二大股东是财通证券和浙江省产业基金，持股比例分别为30.18%和24.05%。财通证券自入股永安期货以来，为永安期货在公司治理、制度建设、人才培养、资本扩张等方面的提升提供了助力，促进永安期货高质量发展。

图10：永安期货股权结构（截至2022年三季度末）



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

**表4: 永安期货前十大股东 (截至 2022 年三季度末)**

排名	股东名称	持股数量 (亿股)	占总股本比例 (%)
1	财通证券股份有限公司	4.39	30.18
2	浙江省产业基金有限公司	3.50	24.05
3	浙江东方金融控股集团股份有限公司	1.66	11.43
4	浙江省经济建设投资有限公司	1.39	9.53
5	浙江省金融控股有限公司	1.39	9.53
6	物产中大集团股份有限公司	0.28	1.89
7	方继方	0.06	0.4
8	南通金玖惠通三期创业投资基金合伙企业(有限合伙)	0.05	0.33
9	江苏柏博产业基金管理有限公司-南京柏载投资合伙企业(有限合伙)	0.03	0.23
10	香港中央结算有限公司	0.03	0.23

资料来源: wind, 浙商证券研究所

**管理层经验丰富。**公司董事长葛国栋先生于 2018 年-2021 年连续获得“中国期货公司年度最佳掌舵人”荣誉称号, 第三批浙江省国有企业“五个一”人才工程杰出经理人, 浙江金融创新人物, 并在中期协、浙江期货行业协会等行业自律组织和郑商所、上期所等交易所兼任重要职务。其余管理层均有多年期货行业工作经验, 对行业具备深刻洞察。

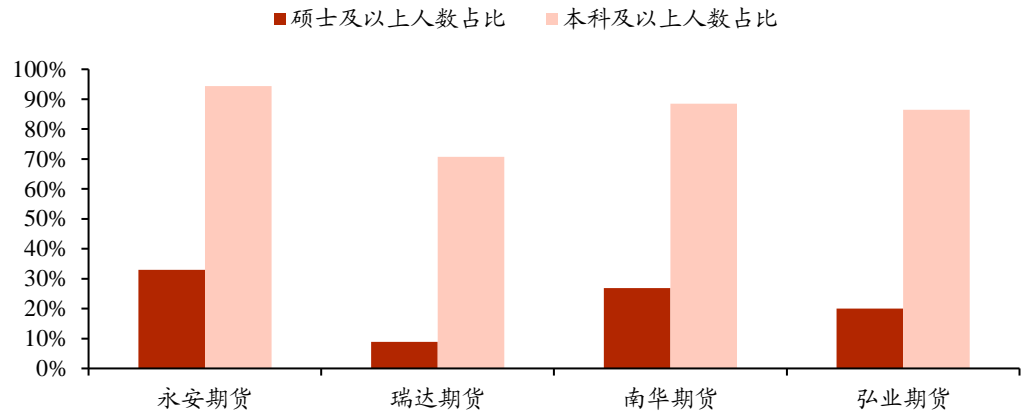
**表5: 永安期货高管履历**

姓名	职务	出生年份	年龄	学历	过往任职情况
葛国栋	董事长	1972	51	本科	曾任浙江省第三建筑工程公司建筑职员, 浙江省经济协作公司交易员, 永安期货交易员、交易部主管、交易部副经理、营业部经理、市场营销总部经理、总经理助理兼市场营销总部经理、副总经理。现任永安期货党委书记、董事长、董事。
黄志明	总经理	1976	47	硕士	曾任浙江省财务开发公司机要秘书, 投资二部项目负责人, 办公室副主任, 总经办主任, 综合部负责人, 浙江省金融控股有限公司党委委员, 办公室主任, 职工董事, 人事部门负责人, 风险合规部总经理, 信息技术部门负责人, 金融管理部总经理, 浙商银行股份有限公司非执行董事, 永安期货股份有限公司董事, 浙江省农都农产品有限公司监事长, 物产中大集团股份有限公司监事, 浙江省产业基金有限公司监事长, 浙江省担保集团有限公司执行监事, 浙江华财实业发展有限责任公司董事, 杭州金溪山庄董事长, 财通证券股份有限公司董事。现任永安期货股份有限公司党委副书记, 董事, 总经理, 浙江永安资本管理有限公司董事长, 新永安国际金融控股有限公司董事长。
黄峥嵘	副总经理, 财务总监, 董秘	1980	43	本科	曾任德勤华永会计师事务所(特殊普通合伙)审计部经理, 星展银行(中国)有限公司上海分行计划财务部助理副总裁, 天健会计师事务所(特殊普通合伙)审计高级经理, 财通证券股份有限公司计划财务部副总经理。现任永安期货股份有限公司副总经理, 董事会秘书, 财务总监兼计划财务总部经理, 永安国富资产管理有限公司董事。
吕仙英	首席风险官	1974	49	本科	曾任永安期货股份有限公司计划财务总部员工, 余杭营业部经理, 财富管理服务中心经理, 杭州分公司总经理。现任永安期货股份有限公司党委委员, 副总经理兼机构管理总部经理。
马志伟	副总经理	1984	39	本科	曾任浙江新业楼宇服务有限公司综合部高级文秘, 永安期货股份有限公司市场营销总部员工, 主管, 副经理。现任永安期货股份有限公司党委委员, 副总经理兼衍生品发展总部经理及财富管理服务中心经理, 永安国富资产管理有限公司董事。
杨敏	副总经理	1985	38	硕士	曾任信达期货有限公司出纳、结算员、交易员、交易部经理、结算部经理、合规部负责人、总经理助理, 广发期货有限公司杭州营业部总经理, 浙江新世纪期货有限公司首席风险官、副总经理。现任永安期货总经理助理兼机构管理总部经理、首席风险官。

资料来源: wind, 公司年报, 浙商证券研究所

**员工整体素质高。**期货行业属于知识密集型行业，高素质人才是期货公司核心竞争力的重要组成部分。2021年度，永安期货硕士及以上学历的员工有383人，占比为32%；本科及本科以上学历的员工共1,098人，占比为94%，占比均高于可比同业。

图11: 永安期货员工学历高于同业 (2021年)

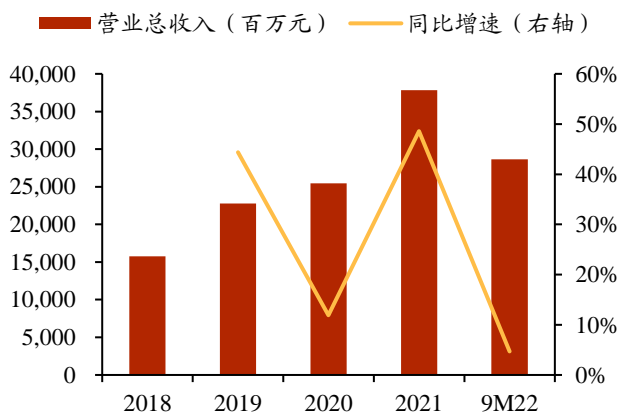


资料来源: 公司年报, 浙商证券研究所

### 2.3 业绩概况: 稳定增长, ROE 优于同业

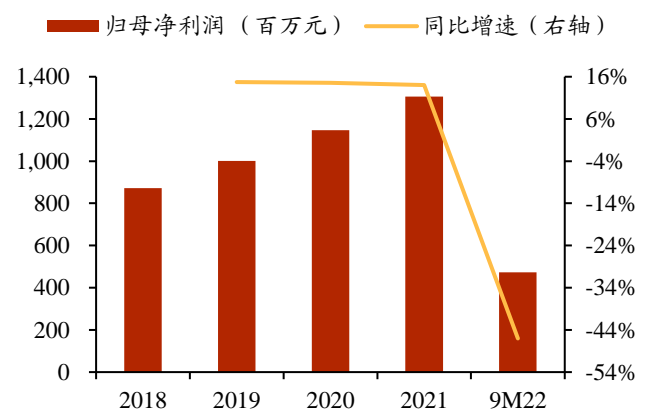
**业绩稳定增长, ROE 优于同业。**2018-2021年, 永安期货的营收、净利润稳步增长, 复合增速为34%/14%。9M22公司业绩下滑明显, 归母净利润同比下降46%, 主要是因为2022年疫情反复、俄乌冲突等因素致使金融市场下行压力较大, 公司经纪业务收入、金融资产投资收益同比下降。2018-2021年ROE较稳定, 保持在14-16%之间, 高于行业平均水平, 22H1受上述因素影响ROE下降至2.69% (未年化)。

图12: 永安期货历年营收及增速



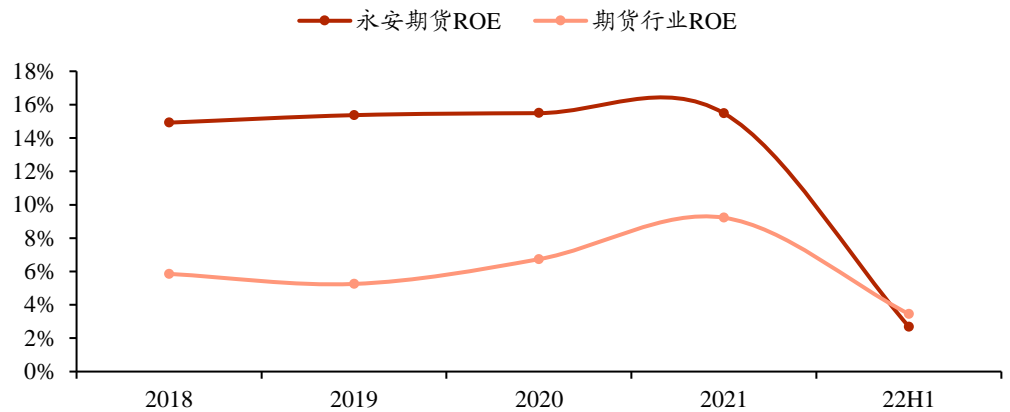
资料来源: 公司年报, 浙商证券研究所注: 9M22指22Q1-3

图13: 永安期货历年归母净利润及增速



资料来源: 公司年报, 浙商证券研究所

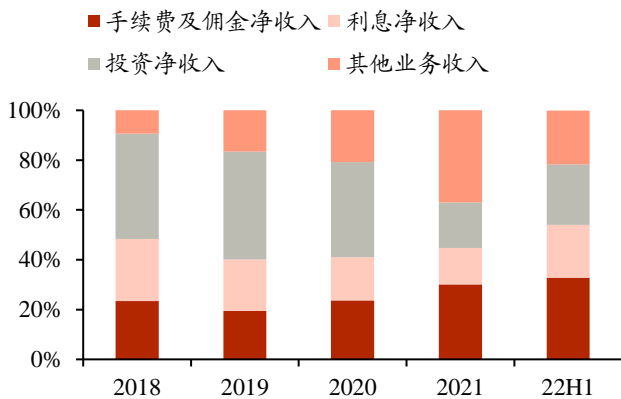
图14: 永安期货 ROE 高于行业平均水平



资料来源: wind, 公司年报, 浙商证券研究所注: 22H1ROE 为未年化值

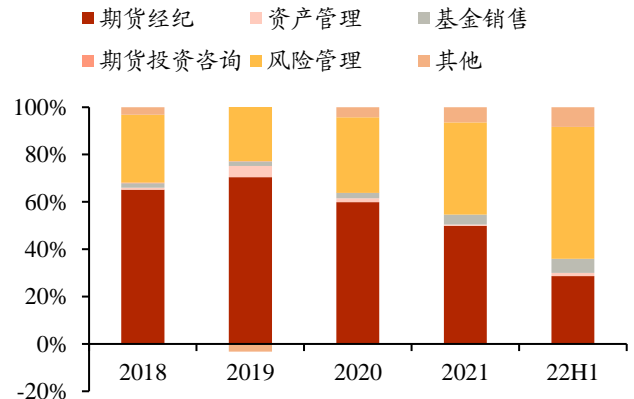
**营收仍依赖期货经纪业务, 但占比在下滑。**永安期货仍以期货经纪业务为主, 占比在50%以上, 但近几年经纪业务收入占比有所下滑, 风险管理收入占比逐步提高, 公司业务结构优化。随着风险管理业务继续发展, 占比有望稳步提高。

图15: 永安期货营收结构 (按利润表收入分)



资料来源: 公司年报, 浙商证券研究所注: 剔除配套贸易成本

图16: 永安期货营收结构 (按业务板块分)

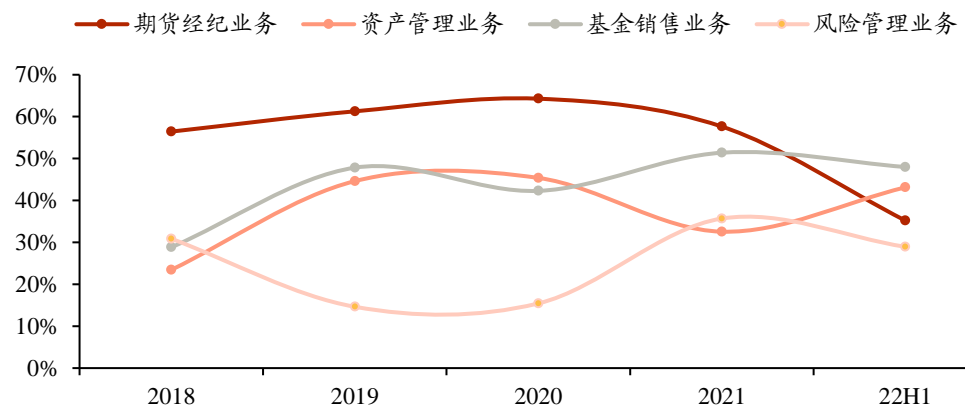


资料来源: 公司年报, 浙商证券研究所注: 剔除配套贸易成本

**从营业利润率来看,**2018-2021 年期货经纪业务、风险管理、资产管理、基金代销业务的利润率均波动上升。22H1 受金融市场下行压力影响, 期货经纪、基金销售、风险管理业务的利润率有所下滑, 但资产管理业务利润率提高, 判断归因产品清盘及经理人离职的影响已过, 资管业务重新步入正轨。期货经纪业务的营业利润率较高主要是因为经纪业务手续费收入中交易所减收费收入占比较高, 交易所减收费收入不产生成本。

**从风险特征来看,**期货经纪业务中的代理成交业务、基金代销业务、资产管理业务等属于轻资产业务, 以收取手续费、管理费为主, 风险相对较低。期货经纪业务中的保证金利息收入、风险管理主要是重资产业务, 其中风险管理业务的风险相对较高, 主要是因为基差贸易、衍生品业务处置衍生品合约会产生投资收益, 可能会受市场表现影响而出现投资收益大幅下滑或者投资亏损的情况。

图17: 永安期货主要分部的营业利润率情况



资料来源: 公司年报, 浙商证券研究所注: 分部营业利润率=分部营业利润/分部营业收入; 风险管理业务分部收入为调整值, 剔除了配套贸易成本

## 2.4 行业地位: AA 评级, 资产规模领先

**评级高, 规模领先, 行业地位凸显。**从评级来看, 公司自 2011 年起连续多年获得行业最高 A 类 AA 级评级。从业绩指标来看, 选取 22H1 披露业绩数据的期货公司进行对比, 永安期货营收、净利润、净资产等指标均排名第一, 是当之无愧的龙头期货公司。

表6: 永安期货与可比公司业绩指标对比 (22H1)

公司名称	净利润 (亿元)	净资产 (亿元)	营收 (亿元)
永安期货股份有限公司	3.16	115.45	195.51
瑞达期货股份有限公司	1.88	24.48	11.98
海通期货股份有限公司	1.69	34.10	10.11
中泰期货股份有限公司	0.91	23.55	13.49
中电投先融期货股份有限公司	0.76	15.54	4.03
南华期货股份有限公司	0.76	31.28	34.11
长江期货股份有限公司	0.75	10.20	3.43
新湖期货股份有限公司	0.50	10.75	13.87
弘业期货股份有限公司	0.35	17.23	7.55
创元期货股份有限公司	0.32	17.87	15.21
迈科期货股份有限公司	0.24	6.58	1.44
渤海期货股份有限公司	0.15	7.81	8.72
福能期货股份有限公司	0.14	5.03	0.58
紫金天风期货股份有限公司	0.11	6.61	0.90
金元期货股份有限公司	0.09	3.15	0.45
大越期货股份有限公司	0.00	2.71	0.34
海航期货股份有限公司	-0.03	1.28	0.18
华龙期货股份有限公司	-0.08	5.15	0.12
混沌天成期货股份有限公司	-1.13	12.30	16.37

资料来源: wind, 浙商证券研究所



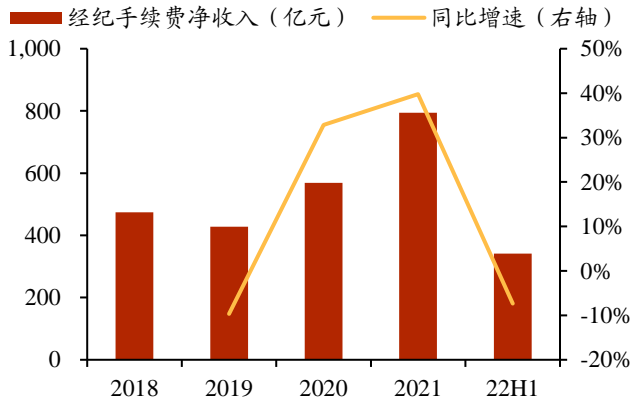
### 3 “一体两翼” 驱动业绩增长

#### 3.1 经纪业务：区位优势显著，市占率较高

经纪业务收入仍是公司最主要的收入来源。永安期货以经纪业务为基础，以风险管理业务和财富管理业务为两翼，经纪业务收入占比最高。公司经纪业务手续费净收入从2018年的4.7亿元增长至2021年的7.9亿元，复合增速为19%。22H1在市场交投情绪降低的情况下，经纪业务手续费收入同比下滑7%。

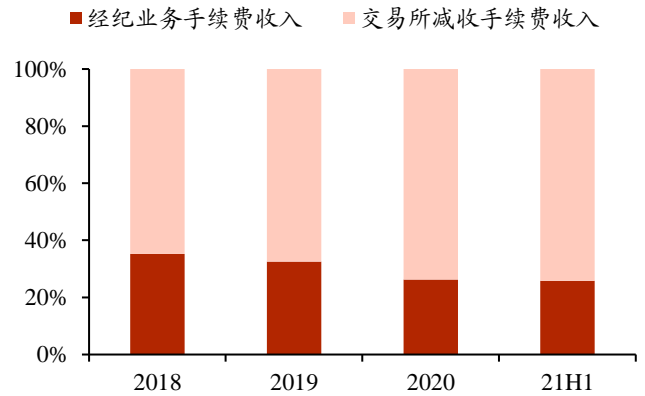
交易所减收费用收入占比更高。从收入结构来看，期货经纪业务手续费收入主要包含交易手续费和交易所减收手续费。交易所减收手续费是指期货交易所为支持会员单位加强产业客户服务，支持会员单位创新业务的发展，会对相关主体或产品的交易手续费进行适当减收，交易所减收手续费是经纪业务收入中的大头，占比在65%-75%左右。

图18：永安期货经纪手续费净收入及增速



资料来源：公司年报，浙商证券研究所

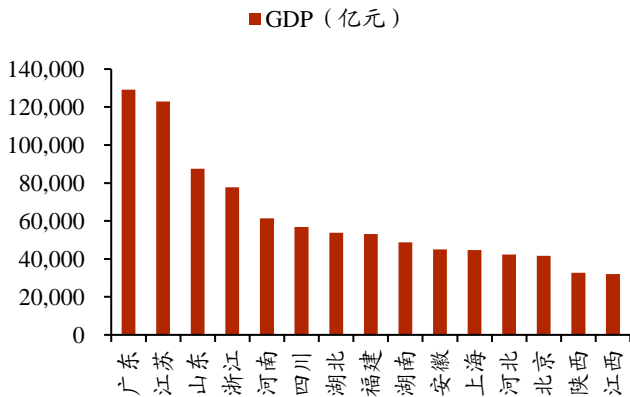
图19：永安期货经纪业务手续费收入结构



资料来源：招股说明书，浙商证券研究所

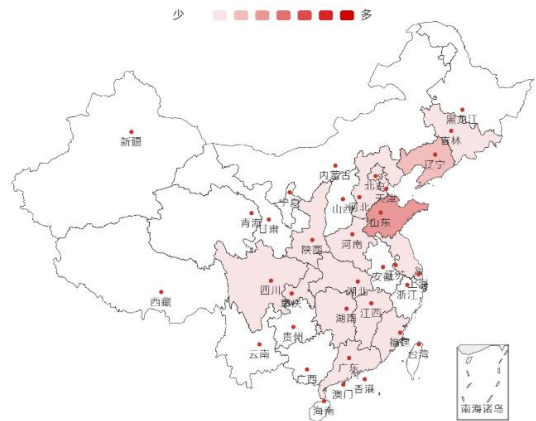
网点布局广泛，区位优势显著。公司立足浙江、布局全国，截至2022年上半年末，公司在境内共设有26家分公司和18家营业部，是境内营业网点最多的期货公司之一。从网点分布来看，公司深耕浙江，浙江省的分支机构占比36%，同时在北京、上海、广州、深圳等国内一线城市以及工业产业发达的地区（如环渤海地区）设有多家分支机构。这些地区经济实力雄厚、资金充裕，为公司营业网点取得良好效益提供了充足的客户资源保障，2022年浙江省GDP排名全国第四，公司区位优势显著。

图20：浙江省GDP排名第四（2022年）



资料来源：wind，浙商证券研究所

图21：永安期货营业网点分布图



资料来源：公司官网，浙商证券研究所



表7: 永安期货营业网点、分公司分布情况 (22H1)

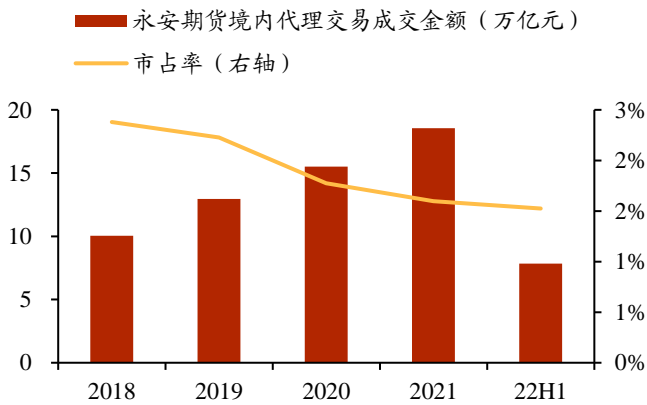
省市或地区	分支机构数量	省市或地区	分支机构数量
浙江	16	湖北	1
山东	6	湖南	1
辽宁	3	吉林	1
福建	2	江西	1
广东	2	山西	1
河北	2	上海	1
江苏	2	四川	1
北京	1	天津	1
河南	1	重庆	1

资料来源: 公司年报, 浙商证券研究所

交易手续费的收入水平主要取决于代理交易情况和手续费率水平。近年来期货市场经纪业务手续费率下滑, 公司的手续费率变动趋势与行业保持一致, 经纪业务交易手续费收入的增长更多由成交规模增长驱动。

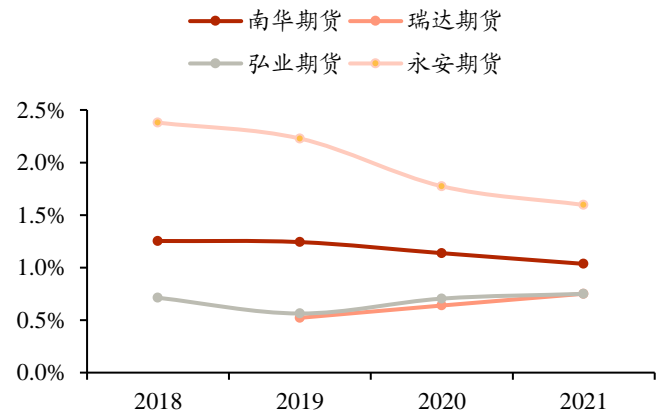
**成交金额方面:** 公司境内代理交易规模稳步增长, 从2018年的10万亿元增长至2021年的18.6万亿元, 复合增速23%, 22H1成交金额为7.85万亿元。与其他上市同业相比, 代理交易规模市占率保持较高水平, 与公司的区位优势密不可分。

图22: 永安期货境内代理成交额及市占率



资料来源: 公司年报, 浙商证券研究所

图23: 永安期货代理成交额市占率高于可比同业

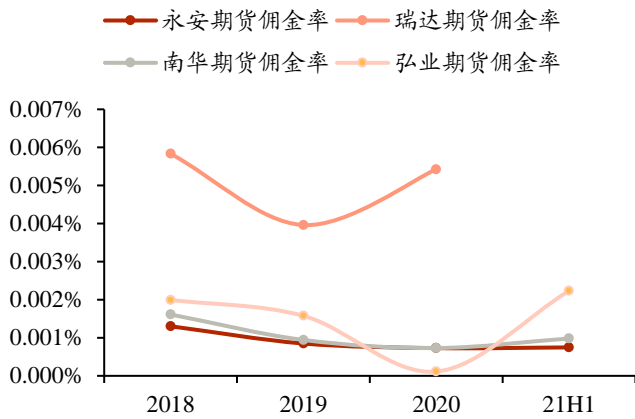


资料来源: 公司年报, 浙商证券研究所

**佣金率方面:** 境内经纪业务佣金率逐年下降, 永安期货的佣金率从2018年的万分之0.13下降至21H1的万分之0.07, 主要是因为行业内同质化竞争严重以及代理交易品种结构变化。公司金融期货成交规模从2018年的11%提升至21H1的24%, 金融期货产品佣金率约为非金融期货产品佣金率的五分之一, 因此拉低了整体佣金率。

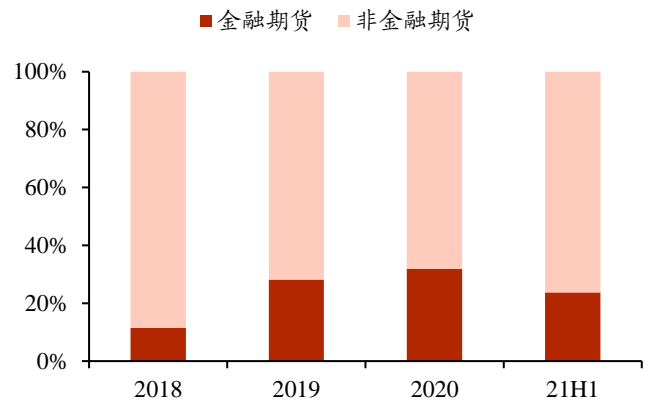
与同业上市公司相比, 永安期货佣金率较低, 主要是因为公司的机构客户占比及金融期货产品占比较高。与机构客户相比, 自然人客户交易相对更加频繁, 且期货公司对自然人客户的议价能力更高, 因此自然人客户的佣金率高于机构客户。

图24: 永安期货佣金率低于可比同业



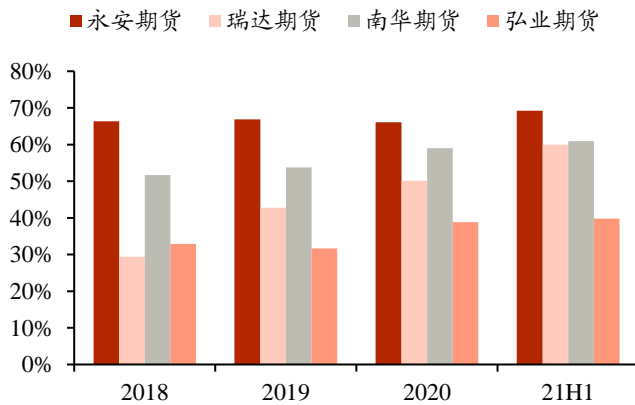
资料来源: 招股说明书, 浙商证券研究所

图25: 永安期货代理成交金额中金融期货金额占比提升



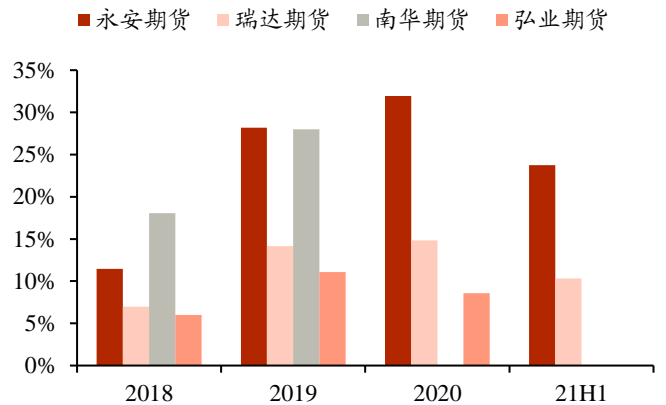
资料来源: 招股说明书, 浙商证券研究所

图26: 永安期货客户权益中机构客户占比高于可比同业



资料来源: 招股说明书, 浙商证券研究所

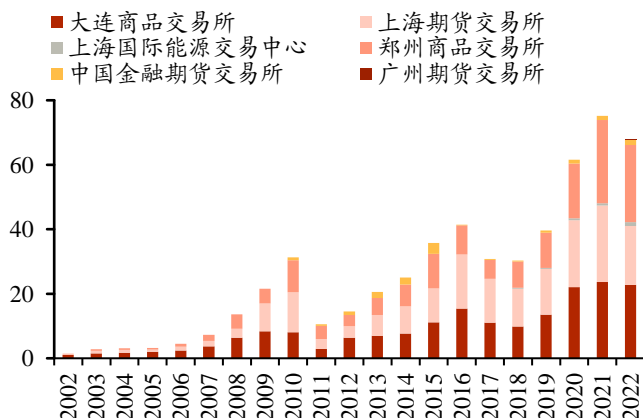
图27: 永安期货代理成交金额中金融期货金额占比高于可比同业



资料来源: 招股说明书, 浙商证券研究所

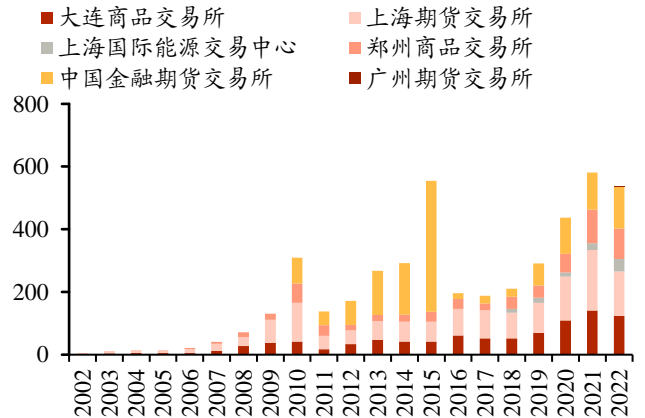
**发展机遇:** 我国期货市场成交量与成交额逐步提升, 品种扩容与降费政策发布促进成交量继续提高。永安期货深耕浙江, 浙江省高净值人群数量、上市公司数量较多, 公司有望利用区位优势保持经纪业务的领先地位, 享受行业规模扩张的红利。

图28: 我国期货期权成交量(亿手)



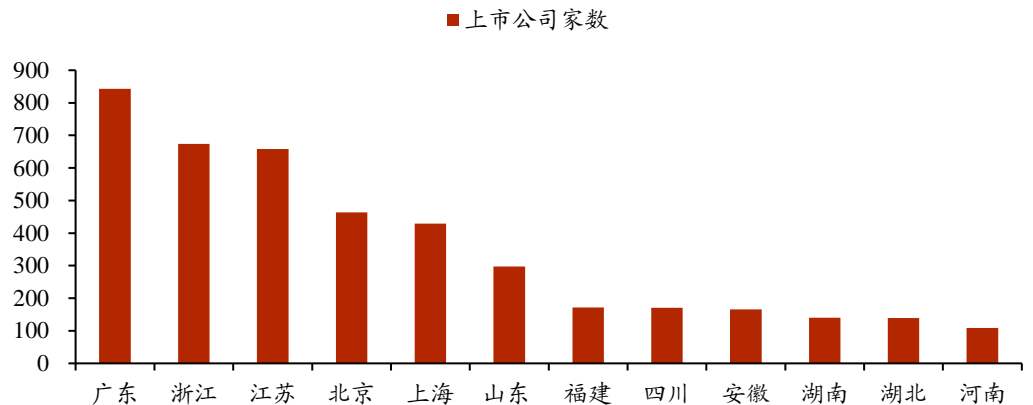
资料来源: Wind, 证监会, 浙商证券研究所

图29: 我国期货期权成交额(万亿元)



资料来源: Wind, 证监会, 浙商证券研究所

图30: 浙江省上市公司数量领先

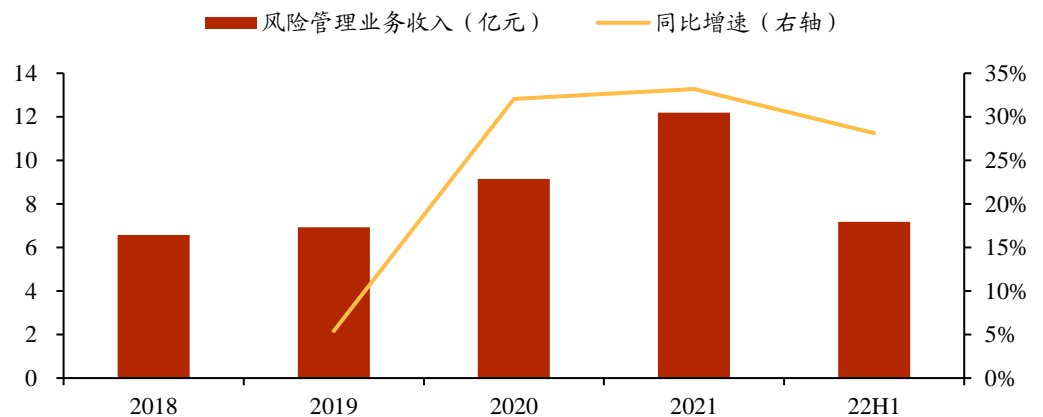


资料来源: wind, 浙商证券研究所 注: 截至 2023.4.19

### 3.2 风险管理: 收入高速增长, 利润率提高

公司风险管理业务主要包括基差贸易、场外衍生品业务和做市业务等风险管理服务以及其他与风险管理相关的服务, 涵盖期货上市品种及其产业链相关品种的贸易、远期交易和期货交割等。公司风险管理收入从 2018 年的 7 亿元增长至 2021 年的 12 亿元, 且占营收比重持续提高。22H1 风险管理业务收入同比增长 28%, 占营收比重达 56%。

图31: 永安期货风险管理业务收入及增速



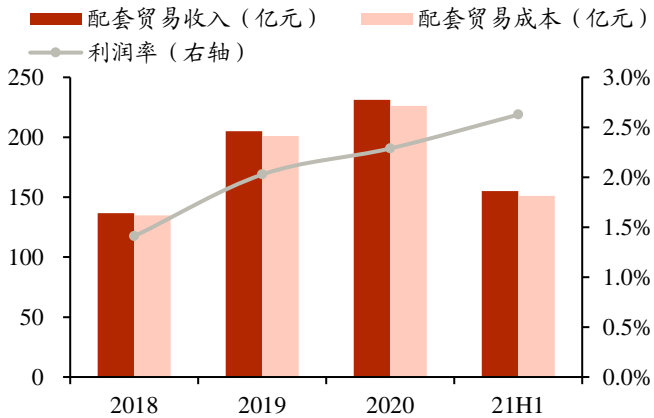
资料来源: 公司年报, 浙商证券研究所

#### ● 基差业务

**配套贸易收入增长, 利润率提升。**基差是某种特定商品或资产在不同市场间(如期货市场 and 现货市场)的价差, 基差贸易业务主要是指通过判断不同市场间价格的偏离, 综合利用现货、远期、期货等工具进行组合套利的业务, 盈利主要来自于商品或资产的贸易购销差价及期货等衍生品工具的投资损益合并计算的收益, 永安期货配套贸易收入呈增长态势, 利润率也逐年提高。

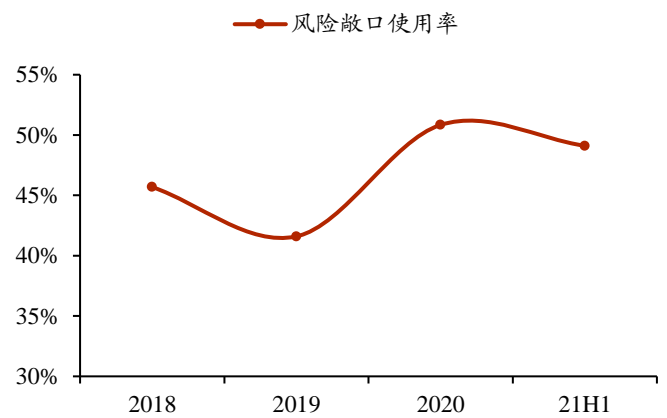
**风险控制较好，使用率稳定。**公司基差贸易业务具体开展过程中，如套利组合中不同品种价格非同比例变动，将导致发行人基差贸易业务产生市场风险敞口，进而给发行人带来损益波动。对于基差贸易的风险，公司通过计算风险敞口情况，监测控制公司风险敞口不超过计划敞口量上限。永安期货基差业务风险敞口管理较好，基差贸易业务风险敞口使用率（使用率=月末风险敞口金额/经批准的最大风险敞口金额）基本在50%左右。

图32：永安期货配套贸易收入及成本



资料来源：招股说明书，浙商证券研究所

图33：永安期货风险敞口使用率

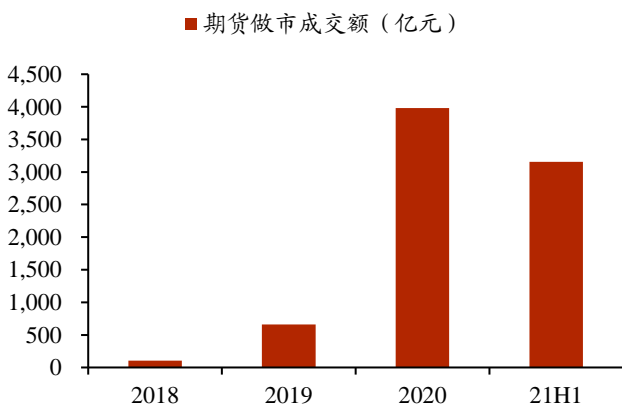


资料来源：招股说明书，浙商证券研究所注：每年的月度均值

### ● 做市业务

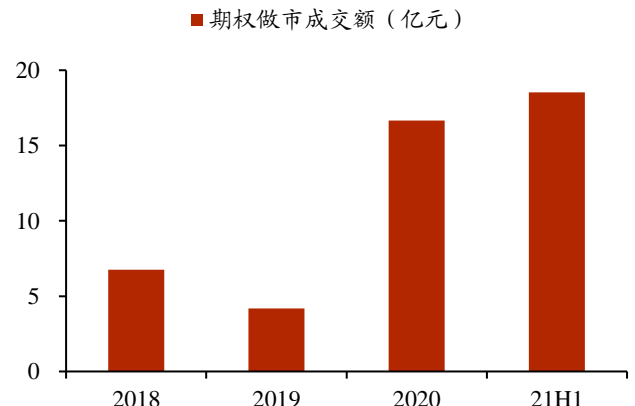
**做市规模扩大，利润率提升。**做市业务是指公司为特定的期货、期权等衍生品合约提供连续报价或者回应报价等服务，买价和卖价之间存在一定价差，公司通过买卖价差和交易所减收手续费获得收益。公司期货、期权做市成交金额呈增长趋势，主要是因为公司随交易所不断增加做市品种。22H1，永安期货做市业务共参与期货做市品种19个，期权做市品种5个。得益于系统迭代、策略创新及风控完善，做市业务利润率有较大提升。

图34：永安期货期货做市成交额



资料来源：招股说明书，浙商证券研究所

图35：永安期货期权做市成交额



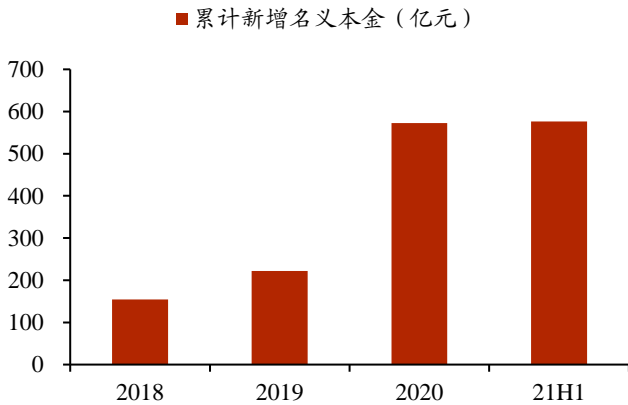
资料来源：招股说明书，浙商证券研究所

● **衍生品业务**

场外衍生品业务是指公司通过为客户提供期权、互换等场外衍生品，协助产业客户和机构投资者进行企业经营和投资的风险管理，能够帮助客户降低采购成本、稳定销售利润、降低投资组合风险等。公司场外衍生品业务的盈利模式为与产业或机构投资者客户交易场外期权、互换等衍生品，同时利用标准期货合约、场内期权等金融工具进行风险对冲，帮助投资者控制风险的同时发行人获得相应的组合投资收益。

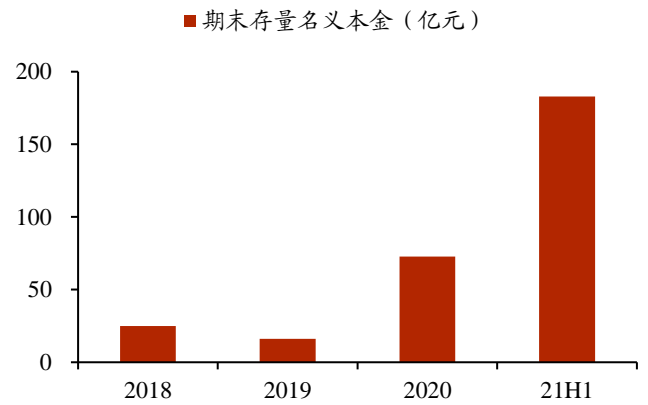
**名义本金规模持续增长。**公司的场外衍生品新增名义本金和存量名义本金迅速增长，场外衍生品新增名义本金从2018年的154亿元增长至21H1的576亿元，存量名义本金从2018年末的25亿元增长至21H1末的183亿元，主要是因为公司持续加大对衍生品业务的投入、不断扩张规模。

图36: 永安期货场外衍生品累计新增名义本金



资料来源: 招股说明书, 浙商证券研究所

图37: 永安期货场外衍生品期末存量名义本金



资料来源: 招股说明书, 浙商证券研究所

**发展机遇:** 大宗商品价格波动会增加客户对冲风险、套期保值的需求，实体企业在生产经营过程中利用期货市场进行套期保值，可以尽量规避现货市场的价格风险，以保证生产经营平稳运行。根据避险网数据，A股上市公司套期保值参与率从2013年的6.48%提高至2022年的22.89%，且已经对非金融类实体行业全覆盖。从衍生品使用目的来看，套期保值占比为98%，投资占比1%，套保+投资双重目的占比1%。从对冲的风险类别来看，提及商品套保的有359家公司，商品价格风险在五大类风险中排名第二。

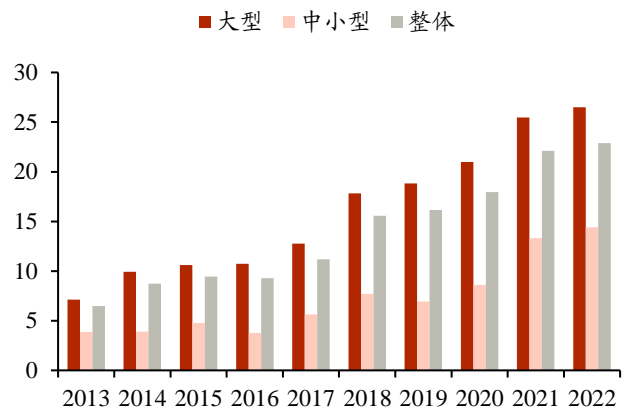
公司有望把握实体企业对冲风险的需求，加大衍生品的开发力度，为客户提高个性化的套保方案，服务实体经济进行风险管理的同时实现业务扩张。

图38: 大宗商品价格波动明显



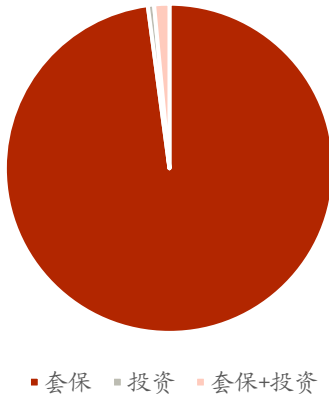
资料来源: wind, 浙商证券研究所

图39: 实体行业 A 股上市公司套期保值参与率 (%)



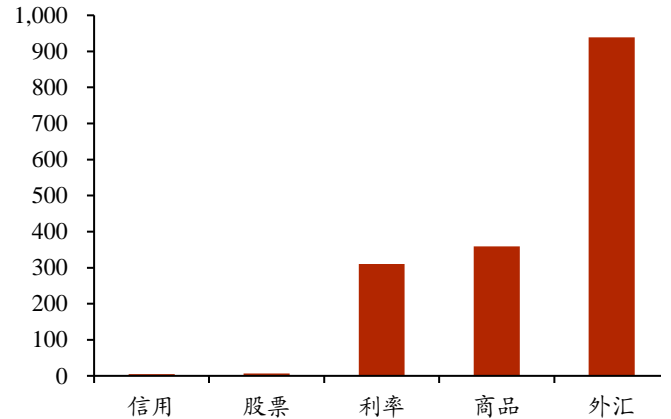
资料来源: 避险网, 浙商证券研究所注: 套期保值参与率=参与套期保值的实体行业 A 股上市公司数量/实体行业 A 股上市公司总数

图40: 按衍生品使用目的统计的实体行业 A 股上市公司家数



资料来源: 避险网, 浙商证券研究所注: 2022 年

图41: 2022 年对冲五大类风险的实体行业 A 股上市公司家数



资料来源: 避险网, 浙商证券研究所

### 3.3 财富管理: 资管遇整顿, 代销增速亮眼

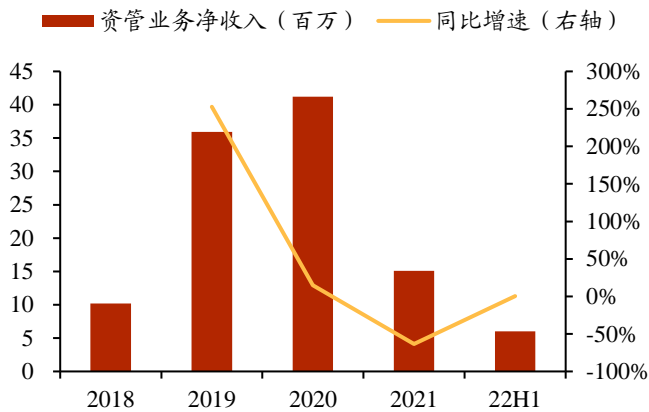
#### ● 资产管理

**受产品清盘及经理人离职影响, 资管业务承压。**公司资产管理业务体量较小, 22H1 资管业务收入为 599 万。公司资管规模在 2020 年出现大幅下降, 主要是因为部分投资经理离职且公司对部分资管产品进行清盘或整改, 2021 年资管规模开始回升。

公司资产管理业务收入主要包括管理费收入及业绩报酬收入两部分。管理费收入主要取决于公司管理的资产规模和资产管理合同约定的管理费率, 永安期货近几年平均管理费率约为 0.5%。业绩报酬收入是公司与管理资产盈利水平挂钩的利润分成, 主要取决于公司管理资产的盈利水平和资产管理合同约定的分成比例。在投资收益率较高的年份, 业绩报酬收入的占比也更高。

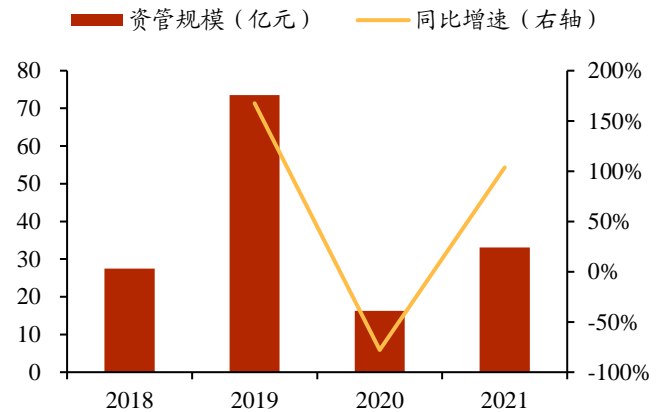
**提升主动管理能力, 打造盈利能力较强的产品体系。**目前, 公司已经打造了“永盈系列”、“永致系列”等主动管理系列产品和“CTA 联盟”、“混合优选”等 FOF 系列产品。随着公司人员队伍逐步稳定、打造有吸引力的产品, 资管规模及收入均有望稳步提升。

图42: 永安期货资管业务净收入及增速



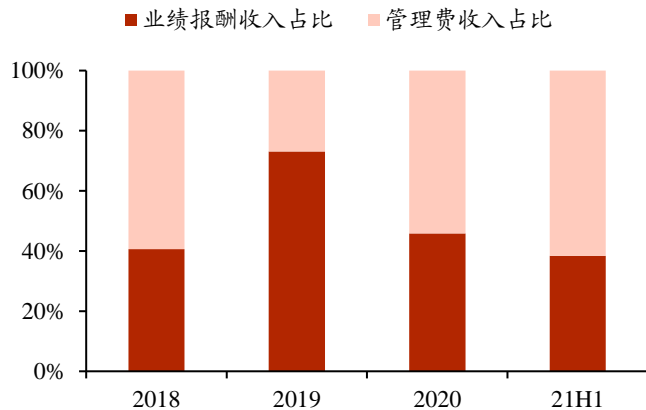
资料来源: 公司年报, 浙商证券研究所

图43: 永安期货期末资管规模



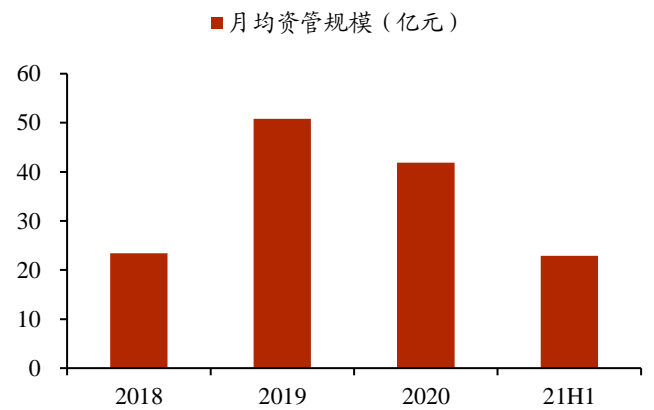
资料来源: 公司年报, 浙商证券研究所

图44: 永安期货资管业务收入结构



资料来源: 招股说明书, 浙商证券研究所

图45: 永安期货月均资管规模



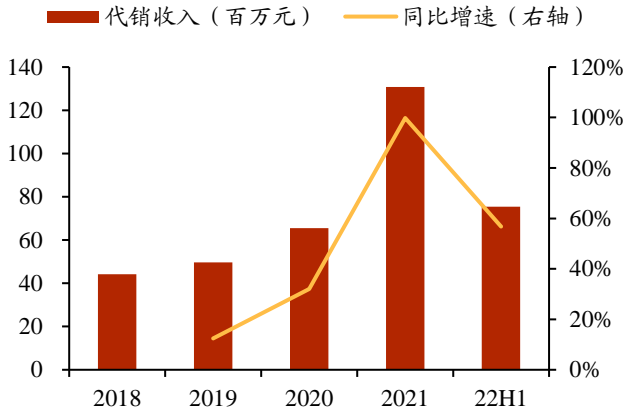
资料来源: 招股说明书, 浙商证券研究所

### ● 基金代销

**优选私募管理人, 基金代销收入增长。**顺应财富管理发展的大趋势, 永安期货基金代销收入及规模也快速增长。公司代销收入从2018年的0.44增长至2021年的1.31元, 复合增速高达44%, 22H1代销收入继续增长57%; 代销保有规模从2018年的1.16亿元增长至2021年的2.47亿元, 复合增速为29%。为拓展基金销售业务, 公司积极打造了专业的理财师队伍, 引入优秀的管理人及优质的产品, 推动特色财富品牌建设并举办各类投资者教育交流活动。目前公司在加快推进“鲲鹏私募成长计划”, 广泛挖掘优秀私募基金管理人, 为客户精选多层次、多元化的资产标的。截至2022年6月末, 参与报名的客户接近550家, 管理人覆盖北上广等20个地区, 54家私募机构进入公司代销管理人序列。

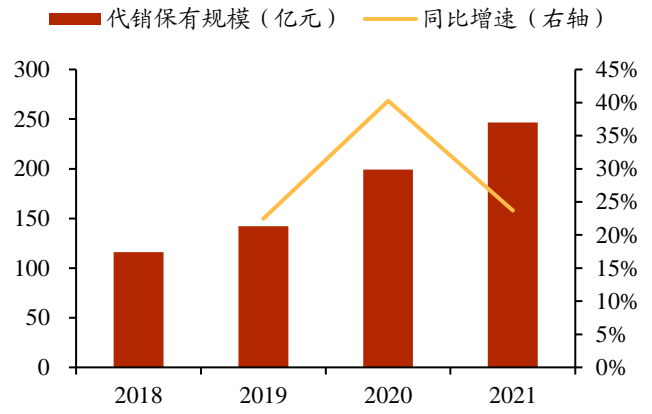


图46: 永安期货代销收入及增速



资料来源: 公司年报, 浙商证券研究所

图47: 永安期货代销保有规模及增速

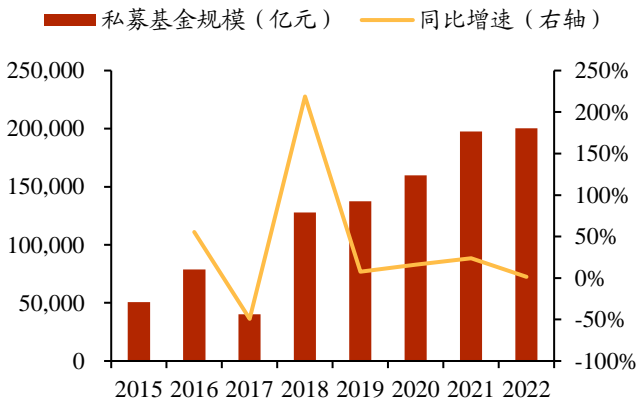


资料来源: 公司年报, 浙商证券研究所

**发展机遇:** 我国私募基金规模从2015年的5万亿元增长至2022年的10万亿元, 复合增速为22%。根据招行和贝恩咨询发布的中国私人财富报告, 我国高净值客户可投资资产规模从2008年的8万亿元增长至2020年的84万亿元, 复合增速21%, 占总体居民可投资资产规模的比重从2008年的21%持续提升至2020年的35%。从对高净值客户家庭需求的调研结果来看, 53%的被调查者选择更加进取的多元资产配置。私募基金基于投资业绩收取报酬, 且私募间存在对收益率的排名比较, 因此私募基金的目标是追求绝对收益和超额收益, 同时也承担了更高的投资风险, 符合高净值客户的投资需求, 有望被增配。

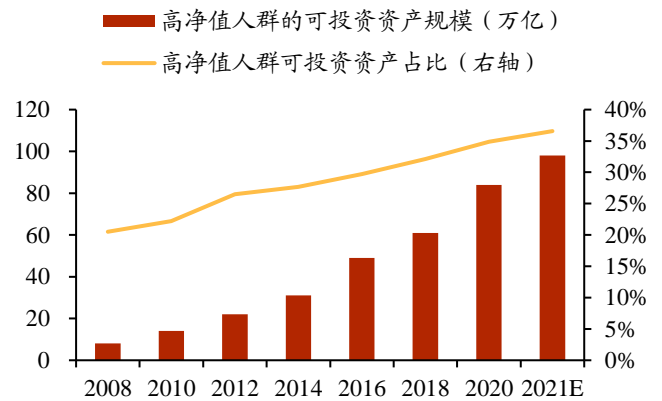
永安期货代销业务以代销私募基金为主, 随着私募基金规模扩张以及浙江高净值客户数量增长, 公司代销业务有望保持增长势头。

图48: 我国私募基金规模及增速



资料来源: wind, 浙商证券研究所

图49: 我国高净值人群的可投资资产规模及占比



资料来源: 招商银行&贝恩咨询《中国私人财富报告》, 浙商证券研究所

## 4 盈利预测与估值

### 4.1 核心假设

**手续费净收入:** 1) 经纪业务方面, 预计 2022-2024 年经纪业务手续费净收入为 7.1/8.1/9.1 亿元, 同比增速为-11%/15%/12%。主要基于以下核心假设: 期货产品扩容、手续费率下调利好市场成交额增长, 假设 2022-2024 年市场期货成交额为 5,349/6,312/7,259 亿元; 公司市占率稳定在 1.6%; 行业竞争激烈, 假设佣金率略微下滑至万分之 0.0845/0.0825/0.0805; 2) 基金销售业务方面, 公司该业务处扩张期, 地处高净值客户较多的浙江省, 有望把握财富管理行业发展机遇, 假设 2022-2024 年基金代销收入为 2.1/2.6/3.1 亿元, 同比增速为 57%/27%/18%。主要基于以下核心假设: 2022-2024 代销规模为 200/260/312 亿元, 代销费率为 1.03%/1.01%/0.99%; 3) 资管业务方面, 预计 2022-2024 年资管业务净收入为 0.16/0.17/0.19 亿元, 同比增速为 5%/10%/10%。主要基于以下核心假设: 公司资管业务经历整顿, 产品清盘及经理人离职的影响逐步消退, 资管规模企稳回升, 假设 2022-2024 年受托资产规模为 35/38/42 亿元, 资管费率保持 0.46%。

**利息净收入:** 预计 2022-2024 年利息净收入 5.4/5.8/6.3 亿元, 同比增速为 18%/8%/9%。主要基于以下假设: 公司经纪业务保持优势, 保证金规模稳步扩张, 假设 2022-2024 年公司保证金规模为 554/627/689 亿元; 利率为 1.21%/1.16%/1.15%。

**投资收益:** 预计 2022-2024 年投资收益为 4.4/6.6/7.5 亿元, 同比增速为-23%/51%/13%。主要基于以下假设: 金融资产规模延续稳步扩张趋势, 假设 2022-2024 年公司金融投资资产为 93/117/139 亿元; 金融市场回暖, 投资表现好转, 假设公司投资收益率 4.7%/5.6%/5.4%。

**其他业务收入:** 预计 2022-2024 年公司其他业务收入为 383/460/515 亿元, 同比增速为 7%/20%/12%。

### 4.2 盈利预测

我们预计公司 2022-2024 年营业收入同比增速为 6%/20%/12%; 归母净利润同比增速为-37%/43%/21%; 2022-2024BPS 为 8.55/9.20/9.99 元, 现价对应 PB 为 2.02/1.87/1.73 倍。

我们选取南华期货、瑞达期货等两家 A 股上市期货公司作为可比公司, 采用可比估值法进行估值。瑞达期货、南华期货 2023E 平均 PB 为 2.1 倍, 我们给予公司 2023 年 2.2 倍 PB, 对应目标价 20.25 元, 首次覆盖给予“买入”评级。

表8: 可比公司估值表

股票代码	公司名称	股价(元)	2023BPS	2024BPS	2023PB	2024PB
002961.SZ	瑞达期货	15.26	6.50	7.48	2.35	2.04
603093.SH	南华期货	11.65	6.38	7.33	1.83	1.59
<b>平均值</b>					<b>2.08</b>	<b>1.81</b>
600927.SH	永安期货	17.25	9.20	9.99	1.87	1.73

资料来源: wind, 浙商证券研究所注: 南华期货、瑞达期货的 BPS 值均使用 Wind 一致性预期; 股价使用 2023 年 4 月 19 日收盘价

## 5 风险提示

- 1、**资本市场波动风险：**公司收入和利润主要来源于与资本市场高度相关的期货经纪业务、资产管理业务、基金销售业务和风险管理业务。若未来资本市场波动程度加剧，市场不景气及客户大量流失等将可能引起公司经营业绩的波动程度加大。
- 2、**交易所手续费减收政策变动风险：**交易所手续费减收是各期货交易所根据各个期货公司收取的手续费情况进行适当减收。由于各期货交易所尚未明确手续费减收的一贯标准，公司每年收到的手续费减收金额存在较大不确定性。若未来期货交易所降低手续费减收比例或暂停手续费的减收，则公司的手续费收入将受到较大影响，盈利水平存在大幅波动的风险。

## 表附录：报表预测值

### 资产负债表

(百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	33,255	38,243	43,980	48,378
应收货币保证金	17,008	17,348	19,083	20,991
应收质押保证金	3,722	3,796	4,176	4,593
其他应收款	1,135	1,929	2,315	2,778
交易性金融资产	5,498	8,246	10,720	12,865
长期股权投资	972	992	1,011	1,032
其他资产	3,383	3,309	3,474	3,711
<b>资产总计</b>	<b>64,972</b>	<b>73,864</b>	<b>84,759</b>	<b>94,347</b>
银行借款	1,701	1,735	1,908	2,099
应付货币保证金	40,496	46,570	53,556	61,589
应付质押保证金	3,516	3,164	3,639	4,002
交易性金融负债	1,487	1,561	1,717	1,889
其他应付款	2,731	3,551	4,083	4,696
其他负债	3,456	4,836	6,459	5,529
<b>负债合计</b>	<b>53,386</b>	<b>61,417</b>	<b>71,362</b>	<b>79,804</b>
少数股东权益	-	-	-	-
归属母公司股东权益	11,586	12,447	13,397	14,543
<b>负债和股东权益</b>	<b>64,972</b>	<b>73,864</b>	<b>84,759</b>	<b>94,347</b>

### 利润表

(百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
手续费及佣金净收入	942	929	1,094	1,241
利息净收入	456	539	581	632
投资收益	570	438	661	749
其他业务收入	35,873	38,388	46,066	51,594
<b>营业总收入</b>	<b>37,842</b>	<b>40,294</b>	<b>48,402</b>	<b>54,215</b>
提取期货准备金	(33)	(28)	(33)	(37)
税金及附加	(13)	(13)	(16)	(18)
业务及管理费	(1,093)	(1,114)	(1,326)	(1,538)
减值损失	(514)	(720)	(863)	(1,002)
其他业务成本	(34,729)	(37,571)	(44,897)	(50,061)
<b>营业总支出</b>	<b>(36,381)</b>	<b>(39,447)</b>	<b>(47,136)</b>	<b>(52,655)</b>
营业外收支	163	180	198	207
<b>利润总额</b>	<b>1,624</b>	<b>1,027</b>	<b>1,464</b>	<b>1,767</b>
所得税费用	(317)	(201)	(286)	(345)
<b>净利润</b>	<b>1,307</b>	<b>826</b>	<b>1,178</b>	<b>1,422</b>
少数股东权益	0	0	0	0
<b>归母净利润</b>	<b>1,307</b>	<b>826</b>	<b>1,178</b>	<b>1,422</b>

### 核心指标

	2021	2022E	2023E	2024E
营业总收入增速	49%	6%	20%	12%
归母净利润增速	14%	-37%	43%	21%
每股收益(元)	1.00	0.57	0.81	0.98
每股净资产(元)	8.84	8.55	9.20	9.99
ROE	15.5%	7.9%	10.1%	11.2%

资料来源：浙商证券研究所

## 股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深300指数表现+20%以上；
2. 增持：相对于沪深300指数表现+10%~+20%；
3. 中性：相对于沪深300指数表现-10%~+10%之间波动；
4. 减持：相对于沪深300指数表现-10%以下。

## 行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深300指数表现+10%以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深300指数表现-10%~+10%以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深300指数表现-10%以下。

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。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

## 法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>