



2021年6月10日

瑞达期货 (002961): 全牌照期货公司, 期货业 CTA 领跑者

非银行业

推荐 (首次覆盖) 当前股价: 20.98 元

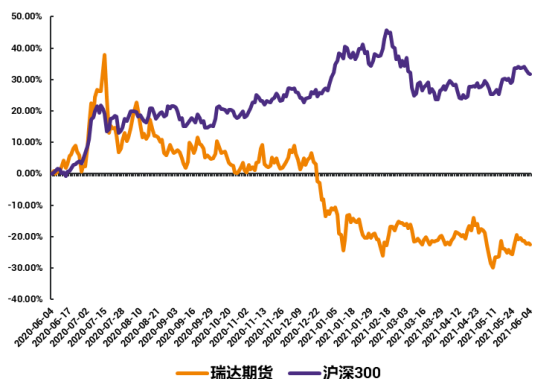
主要财务指标 (单位: 百万元)

| | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
|----------|--------|-------|-------|-------|
| 营业收入 | 1,342 | 1,996 | 2,832 | 3,719 |
| (+/-) | 41.1% | 48.8% | 41.9% | 31.3% |
| 营业利润 | 340 | 642 | 1,051 | 1,505 |
| (+/-) | 113.2% | 89.1% | 63.7% | 43.1% |
| 归属母公司净利润 | 249 | 480 | 787 | 1,127 |
| (+/-) | 106.0% | 93.0% | 63.9% | 43.2% |
| EPS (元) | 0.56 | 1.08 | 1.77 | 2.53 |
| 市盈率 | 37.5 | 19.4 | 11.9 | 8.3 |

公司基本情况 (最新)

| | |
|---------------|---------------|
| 总股本/已流通股 (万股) | 44501 / 10869 |
| 流通市值 (亿元) | 22.80 |
| 每股净资产 (元) | 4.41 |
| 资产负债率 (%) | 84.8 |

股价表现 (最近一年)



资料来源: Wind, 华鑫证券研发部

分析师: 曹悉川
 执业证书编号: S1050517070001
 电话: 021-54967586
 邮箱: caoxc@cfsc.com.cn

华鑫证券有限责任公司
 地址: 上海市徐汇区肇嘉浜路 750 号
 邮编: 200030
 电话: (8621) 64339000
 网址: http://www.cfsc.com.cn

投资要点:

● **大型全牌照期货公司, 盈利能力强于行业均值:** 2019 年 9 月, 公司首次公开发行股票 4,500 万股并在深交所上市。公司经营范围包括金融期货经纪、商品期货经纪、期货投资咨询、资产管理业务; 通过瑞达新控开展风险管理业务; 通过全资子公司瑞达国际金融股份有限公司, 为个人及企业机构客户提供境外风险管理服务、交易通道服务。瑞达期货是目前国内拥有分支机构多、运行规范、管理先进的专业期货经营机构之一。

● **期货资管领跑者之一, 立足 CTA 策略:** 公司目前的重点业务是资产管理业务。瑞达资管坚持自主管理发展为主, 专业耕耘期货期权衍生品市场, 专注投资大宗商品期货和期权、金融期货及其衍生品; 已发展形成收益稳定、风险可控的瑞智进取、瑞智无忧、瑞智稳健三大系列主动管理型期货资管产品, 具备七年以上的历史业绩积累。瑞达资管是国内唯一一家具备承接 10 亿元以上银行委外业务受托规模的纯期货资管, 存续规模达 40 余亿元。未来公司计划在投研能力、策略研发及迭代、人才引进以及技术储备上持续加大投入, 以加强和巩固公司的资产管理业务。

● **公司前瞻布局风险管理业务, 筹谋未来十年:** 2018 年至 2020 年, 风险管理业务收入占公司营业总收入比重分别为 29.69%、66.88%、48.19%。瑞达期货是期货行业发展风险管理业务较早, 规模相对较大的期货公司之一。随着近年来期货品种的逐渐完善, 做市业务的推广以及场外衍生品市场的蓬勃发展, 公司在风险管理业务的收入与利润稳步提升。公司也前瞻布局风险管理市场, 已引进做市业务和场外衍生品专业团队。公司或有机会成为期货风险管理业务的领军企业, 并为未来发展奠定基础。

● **盈利预测:** 我们预测公司 2021-2023 年收入增速为 48.8%、41.9%和 31.3%, 实现归母净利润分别为 4.8、7.9 和 11.3 亿元, EPS 分别为 1.08、1.77 和 2.53 元, 当前股价对应 PE 分别为 19.4、11.9 和 8.3 倍, 估值相对同行业具有明显优势, 首次覆盖给予“推荐”的投资评级。

● **风险提示:** 汇率波动超预期; 大宗商品波动超预期; 业务拓展不及预期。

目录

| | |
|----------------------------|----|
| 一、大型全牌照期货公司，盈利能力强于行业均值 | 4 |
| （一）公司为老牌民营期货公司 | 4 |
| （二）实控人控制力强，管理层稳定 | 4 |
| （三）公司为国内大型全牌照期货经营机构之一 | 6 |
| （四）业绩增长迅速，公司盈利能力较强 | 7 |
| 二、乘期货行业发展东风，深度布局资管与风险管理 | 9 |
| （一）期货行业迎来前所未有的发展机遇 | 9 |
| （二）经纪业务利润率高于行业，费用控制良好 | 11 |
| 1. 经纪业务仍是期货公司主要利润来源 | 11 |
| 2. 瑞达期货经纪业务毛利水平较高，深度布局金融科技 | 12 |
| （三）期货资管领跑者之一，立足 CTA 策略 | 13 |
| 1. 期货资管逐步兴起，CTA 仍是蓝海市场 | 13 |
| 2. 公司多年深耕资管领域，已形成 CTA 特色优势 | 14 |
| （四）公司前瞻布局风险管理业务，筹谋未来十年 | 15 |
| 1. 风险管理业务为明日之星，体现期货行业价值 | 15 |
| 2. 公司深度布局风险管理业务，奠定未来发展基础 | 19 |
| （五）基金及其他业务，为公司提供更多发展空间 | 20 |
| 三、盈利预测 | 20 |
| 四、风险提示 | 21 |

图表目录

| | |
|-----------------------------------|---|
| 图表 1：公司发展历程 | 4 |
| 图表 2：控股股东与实际控制人（截止 2021 年 3 月 31） | 5 |
| 图表 3：管理层情况 | 5 |
| 图表 4：公司控股子公司及分支机构情况（截止 2020 年末） | 6 |
| 图表 5：营业收入与净利润增速 | 8 |
| 图表 6：营业利润率与净利润率 | 8 |
| 图表 7：公司 ROE 与行业 ROE 变化趋同 | 9 |



| | |
|----------------------------------------------|----|
| 图表 8: 客户保证金规模 (万元) 与增速 | 9 |
| 图表 9: 2018-2020 年期货公司主要业务收入情况 | 10 |
| 图表 10: 收入构成 | 10 |
| 图表 11: 期货市场交易规模变化情况 | 11 |
| 图表 12: 期货交易额情况 (单位: 万亿元) | 11 |
| 图表 13: 期货客户保证金规模 | 12 |
| 图表 14: 公司的代理交易金额与市场份额情况 | 13 |
| 图表 15: 期货行业资产管理业务情况 | 13 |
| 图表 16: 期货行业风险管理业务情况 (单位: 亿元) | 15 |
| 图表 17: 风险管理公司基差贸易业务情况 (亿元) | 16 |
| 图表 18: 风险管理公司仓单约定购回业务情况 (单位: 亿元) | 17 |
| 图表 19: 风险管理公司场外衍生品业务名义本金统计 (单位: 亿元) | 18 |
| 图表 20: 期货行业期货做市业务情况 (单位: 亿元) | 18 |
| 图表 21: 风险管理公司场内期权做市业务情况 (单位: 亿元) | 19 |
| 图表 22: 2021 年 1-5 月按发行份额分类基金数量 (单位: 只) | 20 |

一、大型全牌照期货公司，盈利能力强于行业均值

(一) 公司为老牌民营期货公司

公司前身为成都瑞达期货经纪公司，成立于 1993 年 3 月，成都瑞达房地产股份有限公司作为唯一股东，以货币出资 1,000 万元设立。1993 年 12 月，公司按照《期货经纪公司登记管理暂行办法》重新登记注册，并将名称变更为成都瑞达期货经纪有限公司。

2012 年 11 月，瑞达期货股份有限公司设立，注册资本为 30,000 万元，并于 2016 年 2 月以资本公积金转增股本，注册资本增至 40,000 万元。2019 年 9 月，公司首次公开发行股票 4,500 万股并在深交所上市，成为深交所期货第一股，是第二家登陆 A 股的期货上市公司，注册资本金增至 44,500 万元。

图表 1：公司发展历程

| 1993年 | 2002年 | 2012年 | 2019年 |
|-------------------------------------------------------|----------------------------------------------------|-------------------------------------------------------------------------|------------------------------------------------------------------------------|
| 公司成立 | 第一次股权转让 | 公司股改 | 首次公开发行 |
| 1993年3月，成都瑞达房地产股份有限公司作为唯一股东，以货币出资1,000万元设立成都瑞达期货经纪公司。 | 2002年2月原股东转让所持全部股权，新股东为：福建运筹、上海人杰、晋江大自然、晋江华太、福建三埃。 | 2012年11月，瑞达期货股份有限公司设立，注册资本为30,000万元，并于2016年2月以资本公积金转增股本，注册资本增至40,000万元。 | 2019年9月，公司首次公开发行股票4,500万股并在深交所上市，成为深交所期货第一股，是第二家登陆A股的期货上市公司，注册资本金增至44,500万元。 |

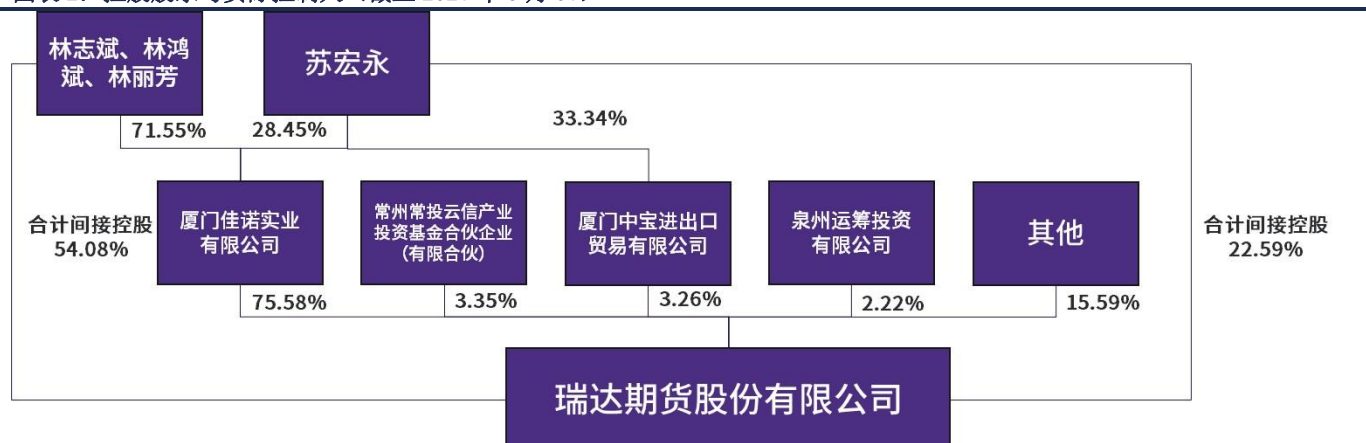
资料来源：公司公告，华鑫证券研发部

公司提出以下发展目标：未来三年，立足国内市场、拓展国际市场；实现营销产品化、服务标准化、信息集中化；形成稳定的盈利模式、持续的竞争优势；努力成为行业领先的全国性、专业化的金融服务企业。在公司实现首次公开发行股票并上市及成功发行可转换公司债券的基础上，争取收入、利润、净资产收益率位列行业前三，业务规模、市场占有率进入行业前十名。

(二) 实控人控制力强，管理层稳定

公司股权结构集中，实际控制人为林志斌、林鸿斌及林丽芳。林志斌为公司的董事长，与林鸿斌及林丽芳为兄妹关系，三人签署了《一致行动人协议》。厦门市佳诺实业有限责任公司以持股比例 75.58%，为公司第一大股东。林志斌、林鸿斌及林丽芳三人对厦门佳诺的持股比例为 71.55%，合计对瑞达期货间接持股共 54.08%。苏宏永通过对厦门佳诺持股 28.45%以及对厦门中宝持股 33.34%，合计对瑞达期货间接持股 22.59%。公司股权较为集中，一致行动人对公司有绝对控股权。

图表 2: 控股股东与实际控制人 (截止 2021 年 3 月 31)



资料来源: 公司公告, 华鑫证券研发部

管理层稳定, 从业经验丰富, 公司管理层本科及以上占比 55.56%。公司董事长林志斌 1999 年起加入公司, 任职超过 20 年, 在公司先后担任副总经理、总经理、董事长, 2004 年起担任董事长职位至今。公司总经理葛昶自 1998 年起加入公司, 在公司先后担任市场部总监、营业部经理、网上事业部经理、副总经理、总经理、董事, 任职超过 20 年, 2006 年起担任总经理职位至今。公司高管及其他重要管理人员年龄结构分布合理, 平均年龄 45 岁。

图表 3: 管理层情况

| 姓名 | 职位 | 任职时间 | 学历 | 从业经历 |
|-----|-------------|------------------|----|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 林志斌 | 董事长 | 2004.5 | 硕士 | 1991 年 10 月至 1993 年 1 月, 就职于深圳百事高商品期货投资咨询公司; 1993 年 2 月至 1994 年 8 月, 就职于汕头市南方期货经纪有限公司, 任经理; 1995 年 3 月至 1998 年 7 月, 就职于陕西省宝鸡市通源物资贸易有限公司, 任副总经理; 1998 年 7 月至 1999 年 7 月, 就职于四川省兴鑫期货经纪有限公司, 任总经理; 1999 年 8 月至 2001 年 8 月, 就职于瑞达有限, 任副总经理; 2001 年 8 月至 2004 年 5 月, 任瑞达有限总经理; 2004 年 5 月至 2012 年 11 月, 任瑞达有限董事长; 2012 年 11 月至今, 任公司董事长。现兼任瑞达新控董事长。 |
| 葛昶 | 总经理 | 2006.4 | 专科 | 1993 年 2 月至 1994 年 6 月, 就职于无锡海天期货公司; 1995 年 11 月至 1998 年 11 月, 就职于汕头亿峰期货公司深圳营业部, 任市场部经理; 1998 年 12 月至 2006 年 4 月, 就职于瑞达有限, 历任市场部总监, 营业部经理, 网上事业部总监, 副总经理; 2006 年 4 月至 2012 年 11 月, 任瑞达有限总经理; 2010 年 1 月至 2012 年 10 月, 任瑞达有限董事; 2012 年 11 月至今, 任公司董事, 总经理。 |
| 黄伟光 | 副总经理 | 2013.07 | 专科 | 2006 年 6 月至 2013 年 7 月, 任瑞达有限成都营业部负责人。2013 年 7 月至今, 任公司副总经理。 |
| 刘世鹏 | 副总经理 | 2012.11 | 专科 | 1997 年 5 月至 2012 年 11 月, 就职于瑞达有限, 历任总经理助理, 副总经理。2012 年 11 月至今, 任公司副总经理。 |
| 徐志谋 | 副总经理 | 2016.10 | 本科 | 2002 年 8 月至 2009 年 12 月, 就职于瑞达期货经纪有限公司, 任研究助理; 2010 年 1 月至 2012 年 11 月, 就职于瑞达期货经纪有限公司, 任研究院副院长; 2012 年 12 月至 2016 年 9 月, 就职于瑞达期货股份有限公司, 任研究院副院长; 2016 年 10 月至今, 任公司副总经理。 |
| 林娟 | 副总经理, 董事会秘书 | 2018.04, 2019.01 | 本科 | 2008 年 4 月至 2018 年 4 月, 就职于瑞达期货股份有限公司, 任客服总监; 2018 年 4 月至今, 就职于瑞达期货股份有限公司, 任副总经理; 2019 年 1 月至今, 担任董事会秘书。 |
| 黄晔 | 副总经理 | 2020.10 | 本科 | 2003 年 10 月至 2005 年 12 月任瑞达期货经纪有限公司厦门营业部业务副总; 2005 年 12 月至 2016 年 11 月任瑞达期货经纪有限公司石狮营业部业务副总, 负责人; 2016 年 11 月至今任瑞达期货股份有限公司福建分公司负责人。2020 年 10 月 27 日至今, 任公司副总经理。 |
| 杨明东 | 首席风险官 | 2009.02 | 专科 | 2000 年 1 月至 2009 年 2 月, 就职于瑞达有限, 历任研发部经理, 稽核部经 |

| | | | |
|-----|------|---------|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| | | | 理,漳州营业部负责人;2009年2月至2012年11月,任瑞达有限首席风险官;2012年11月至今,任公司首席风险官。 |
| 曾永红 | 财务总监 | 2010.01 | 本科 2007年11月至2012年11月,就职于瑞达有限,历任财务部经理,财务总监;2010年1月至2013年1月,任公司财务总监,董事;2012年11月至今,任公司财务总监,现兼任瑞达新控董事,瑞达置业监事。 |

资料来源: Wind, 华鑫证券研发部

(三) 公司为国内大型全牌照期货经营机构之一

公司经营范围包括金融期货经纪、商品期货经纪、期货投资咨询、资产管理业务;通过瑞达新控开展风险管理业务;通过全资子公司瑞达国际金融股份有限公司,为个人及企业机构客户提供境外风险管理服务、交易通道服务。瑞达期货成立全资子公司瑞达置业的主要目的是开发建设公司总部大楼,未有其他房地产开发计划。

截至2020年底,公司拥有4家全资子公司,公司共有期货分支机构44家,其中分公司12家,营业部32家,营业部分布情况为华东地区共18家,除福建8家外其他省份共10家;华南地区共6家;西南地区共7家、华北地区共1家。分布于上海、江西、广东、山东、北京、福建、山西、陕西、湖南等省市。网点布局基本覆盖了全国主要经济省份和地区,现有营业网点数量位居行业前列,渠道优势较为明显,是国内大型全牌照期货公司。瑞达期货是目前国内拥有分支机构多、运行规范、管理先进的专业期货经营机构之一。

图表4: 公司控股子公司及分支机构情况(截止2020年末)



资料来源: 公司公告, 华鑫证券研发部

瑞达期货下属四家主要子公司,并分别开展相应业务,为母公司运营提供有力支撑。

1. 瑞达新控

公司通过全资风险管理服务子公司瑞达新控资本管理有限公司为客户提供仓单采购、销售、质押、约定回购等仓单服务和合作套保服务;根据客户需求为客户开发场外期权、互换和远期合同等金融产品并提供服务;为期货交易所非活跃品种提供报价等做市服务。瑞达新控通过开展上述服务赚取仓单管理费、风险管理费及相关收入。2020年,瑞达期货通过瑞达新控实现风险管理业务营

业收入 6.47 亿元，同比增长 1.64%。

2. 瑞达基金

瑞达基金管理有限公司是瑞达期货股份有限公司的全资子公司，于 2019 年 10 月 18 日，经证监会核准设立，并于 2020 年 11 月 5 日获准正式开展公募基金业务，具体包括：公开募集证券投资基金管理、基金销售；2021 年 2 月 4 日，瑞达基金提交了首只基金瑞达行业轮动混合型证券投资基金的产品申报材料，2 月 9 日申请获受理。首只产品已从 2021 年 4 月 30 日开始募集，最低规模 2 亿。

3. 瑞达国际

瑞达期货通过在香港设立的全资子公司瑞达国际金融股份有限公司（作为持股平台，由瑞达国际股份的下设全资孙公司瑞达国际金融控股有限公司和瑞达国际资产管理（香港）有限公司，为国内以及海外个人、企业、机构客户提供一周五天 24 小时不间断交易、清算、风险管理、咨询一站式全球期货经纪服务，同时为海内外地区高净值客户提供全球资产管理以及跨境产品服务。香港瑞达国际股份下属子公司瑞达国际金融控股有限公司获香港证监会颁发第二类期货交易、第五类就期货合约提供意见牌照。公司是香港期货交易所期货交易者、香港期货结算公司的结算参与者、香港交易所指定黄金交割服务商、新加坡交易所交易会员，并已备案成为上海国际能源交易中心、大连商品交易所、郑州商品交易所的合格境外中介机构。下属子公司瑞达国际资产管理（香港）有限公司获香港证监会颁发第四类就证券提供意见、第九类资产管理牌照，并且是获中国证监会批准的合格境外投资者（QFII、RQFII）。2020 年，国际业务实现营业收入 2,265.48 万元，同比增长 148.82%。

4. 瑞达置业

瑞达期货出资成立全资子公司瑞达置业的主要目的是开发建设公司总部大楼，未有其他房地产开发计划，且总部大楼建成后随着业务发展将逐步以自用为主。瑞达国际金融中心的南楼于 2019 年 12 月完工，目前瑞达国际金融中心的北楼已基本完工，南楼的产权正在办理当中，拟办理到全资子公司厦门瑞达置业有限公司，由其统一运营管理。

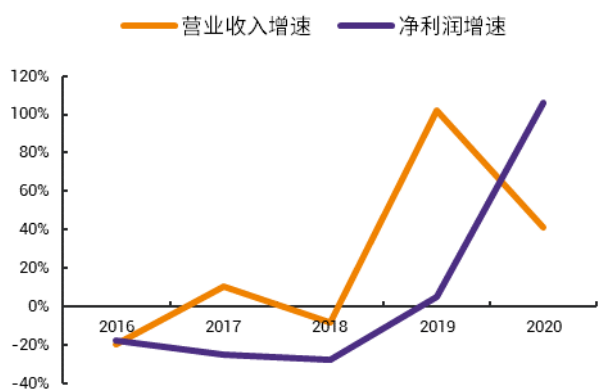
（四）业绩增长迅速，公司盈利能力较强

公司主营业务为：期货经纪业务、期货投资咨询业务、资产管理业务，并通过全资子公司分别开展风险管理业务、境外金融服务业务和公募基金业务等。根据中期协公布的期货公司分类评价结果，公司 2020 年分类评价结果为 A 类 A 级，已连续五年评级保持在 A 类 A 级及以上。

2020 年，瑞达期货实现营业收入 13.42 亿元，同比增长 41.08%，比行业水平高出 13.18 个百分点；实现归属于上市公司股东的净利润 2.49 亿元，较上年同期增长 105.98%，增长速度是行业的 2.5 倍。公司在行业内具有一定的竞争优势，各项指标排名位于行业前列。公司的期货经纪业务、资产管理业务及风险管理业务为公司营业收入贡献较多，为公司的三大核心主营业务。2020 年，这三项业务收入占公司营业总收入的比重分别为 44.63%、7.35%及 48.19%。

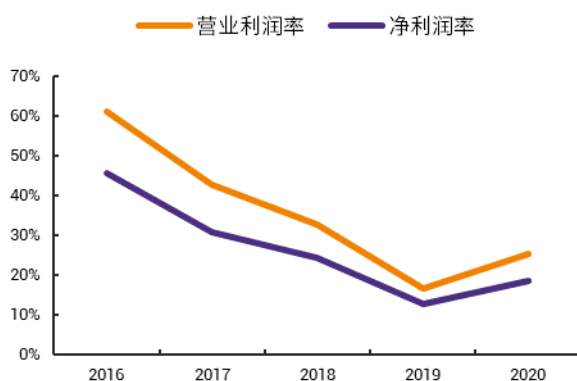
2018 年至 2021 年一季度营业收入分别为 4.71 亿元、9.51 亿元、13.42 亿元和 4.17 亿元，同比增长率分别为-8.19%、101.93%、41.08%和 148.00%；净利润分别为 1.15 亿元、1.21 亿元、2.49 亿元和 0.88 亿元，同比增长率分别为-27.79%、5.3%、105.98%和 332.85%；营业利润率分别为 32.69%、16.75%、25.31%和 29.35%，净利润率分别为 24.36%、12.70%、18.54%和 21.14%。瑞达期货近三年均保持高于行业的增速，且利润率水平高于行业平均，显示出公司较强的发展势头与盈利能力。

图表 5：营业收入与净利润增速



资料来源：Wind，华鑫证券研发部

图表 6：营业利润率与净利润率

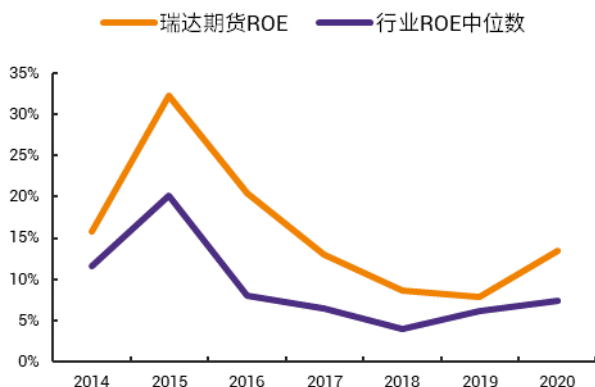


资料来源：Wind，华鑫证券研发部

2018 年至 2020 年公司加权平均 ROE 分别为 8.55%、8.14%、13.63%，分别领先行业中位数 4.54%、1.68%、6.06%。公司 ROE 与行业 ROE 整体变化趋同，并且持续领先行业 ROE 中位数，近三年行业 ROE 处于缓慢上升趋势。

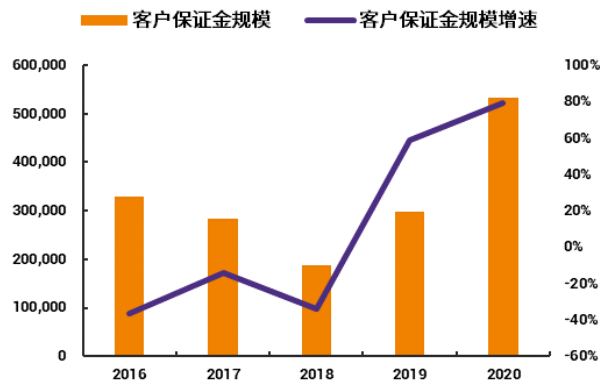
2018 年，公司客户保证金规模为 24.07 亿元，同比减少 29.61%；2019 年，公司客户保证金规模为 40.58 亿元，同比增加 68.60%。2020 年，期货市场客户保证金规模和成交量创历史新高。据中国期货业协会公布的数据，截至 2020 年末，我国期货市场客户保证金规模达到 8,247.24 亿元，与上年末相比增加 62.66%，公司客户保证金规模达到 84.19 亿元，同比增长 107.44%。

图表 7：公司 ROE 与行业 ROE 变化趋同



资料来源：Wind，华鑫证券研发部

图表 8：客户保证金规模（万元）与增速



资料来源：Wind，华鑫证券研发部

二、乘期货行业发展东风，深度布局资管与风险管理

（一）期货行业迎来前所未有的发展机遇

中国期货行业发展进入快车道，截止 2021 年 5 月 31 日，一共有 149 家期货公司，有 5 大期货交易所，即上海期货交易所、郑州商品交易所、大连商品交易所、中国金融期货交易所和广州期货交易所。近年来，期货市场规模逐步扩大，市场呈现“机构化”的新趋势，专业程度不断提高，期货资产管理业务和风险管理业务的发展也为期货公司提供转型机会。随着《期货法（草案）》公开征求意见，标志着期货立法正式进入程序。通过立法发挥经纪商、交易商、期货基金、交易顾问的作用，进一步扩大期货公司经营范围，也促进期货公司发展。

2020 年，受“新冠疫情”影响，企业避险需求上升，期货市场的风险管理获得难得的发展窗口，上市公司中已超过 600 家企业通过期货市场套期保值规避价格风险。全年新上市 12 个新品种，包括 4 个商品期货品种、8 个商品期权品种。截至 2020 年末，中国期货市场上市品种数量已达 90 个，已实施做市制度的期货、期权品种已达 65 个。

与此同时，期货公司国际化的步伐也进一步加快，2020 年 9 月允许合格境外机构投资者投资境内商品期货市场和金融期货市场。截至 2020 年末，对外开放的国际化品种包括原油、国际铜、铁矿石等 7 个品种，其中 2020 年新上市 3 个品种。

此外，期货公司更侧重于创新业务的发展，据期货业协会数据，期货公司及其资管子公司管理规模由 2020 年初的 1,400 亿元增加至年末的 2,181.20 亿元，平均管理私募资管业务规模 20 亿元。其中固收类 1,063.05 亿元，权益类 126.00 亿元，商品及衍生品类 168.45 亿元，混合类 823.72 亿元。期货风险管理公司场外衍生品规模也稳步攀升。

就期货公司而言，随着市场波动加大以及交易基础制度的完善，其迎来前所未有的发展机会，迫于传统业务压力，期货公司也将在传统业务基础上谋求转型。由此，期货公司将面临更为激烈的挑战。具体方面，一是专业人才激烈竞争所带来的挑战。无论是期货公司向买方业务的转变所带来对人才的需求，还是机构投资者对人才的需求，在当前期货行业专业人才奇缺的环境下，期货公司将面临引进和留住人才所导致的经营成本增加；二是市场“机构化”的新趋势所带来对专业化交易软件和投研的需求，期货公司也将面临挑战；三是金融产品和服务的创新能力的挑战。

2020年1-12月，全国期货公司营业收入352.45亿元，同比增长27.90%；手续费收入202.05亿元，同比增长48.69%；营业利润109.48亿元，同比增长42.46%；未经审计净利润86.03亿元，同比增长42.20%。其中期货公司经纪业务收入192.30亿元，同比增长49.13%；期货投资咨询业务收入1.26亿元，同比减少11.14%；资产管理业务收入8.97亿元，同比增长16.05%。

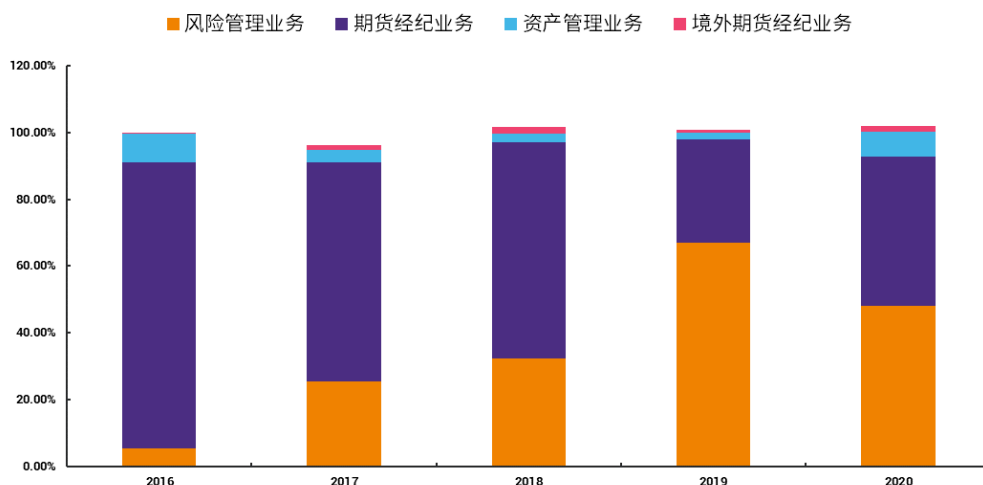
图表9：2018-2020年期货公司主要业务收入情况

| 业务收入（亿元） | 2018年 | 2019年 | 2020年 |
|----------|---------|---------|---------|
| 经纪业务 | 125.17 | 129.00 | 192.30 |
| 资产管理业务 | 8.00 | 7.73 | 8.97 |
| 风险管理业务 | 1132.46 | 1780.04 | 2083.50 |

资料来源：期货业协会公告，华鑫证券研发部

瑞达期货已经形成经纪业务、资管业务、风险管理业务“三驾马车”主推的格局，并有基金及楼宇租赁业务作为部分补充。公司在经纪业务方面利润水平显著优于行业均值，独立性较强；资管业务领域已形成自身特色，并立足于期货CTA产品成为期货资管的领跑者之一；公司前瞻布局风险管理业务，已形成完整的业务逻辑线条。

图表10：收入构成



资料来源：公司公告，华鑫证券研发部

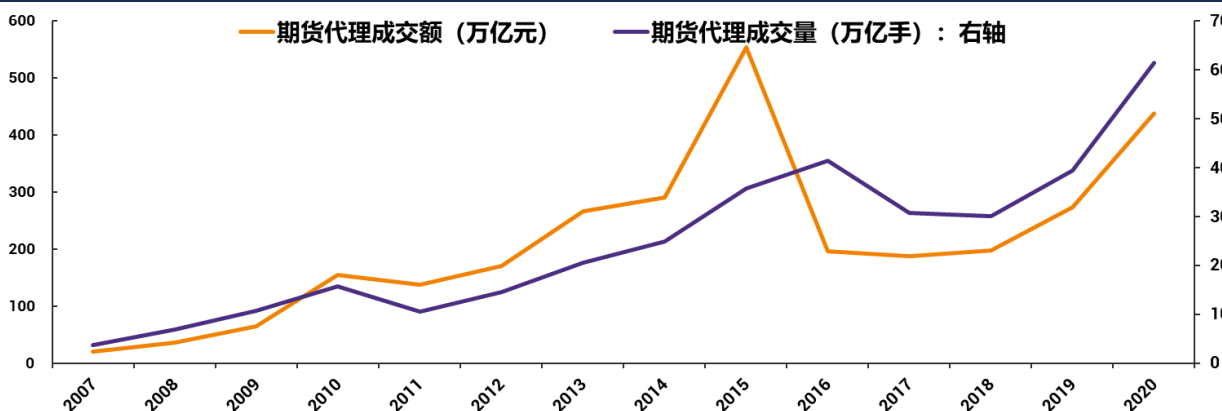
（二）经纪业务利润率高于行业，费用控制良好

1. 经纪业务仍是期货公司主要利润来源

从行业角度观察，期货公司的主要收入与利润仍来自期货经纪业务，期货市场交易规模与手续费率的变动将直接影响手续费收入，进而对期货行业的利润水平产生较大影响。手续费收入是期货公司营业收入的主要组成部分。同时，手续费收入与我国期货市场的交易量、交易额高度相关。期货市场的交易规模直接影响期货公司的总体利润水平，期货公司与行业关联性较大。

据中国期货业协会公布的数据，按照单边计算，我国期货市场全年成交量达 61.53 亿手，同比增长 55.29%；成交金额 437.53 万亿元，同比增长 50.56%；中国期货市场成交量占全球期货市场成交量的 13.2%，较 2019 年占比 11.5% 提高 1.7 个百分点。整体看，2020 年中国期货市场交投情绪明显提升，也带动包括瑞达期货在内的期货公司业绩明显提升。

图表 11：期货市场交易规模变化情况



资料来源：期货业协会公告，华鑫证券研发部

期货交易又分商品期货和金融期货两类，金融期货受资本市场周期及调控政策影响，出现大幅波动。从期货经纪业务来看，金融期货与资本市场的变动密切相关，2014 年至 2015 年的牛市中，金融期货成交金额大幅增长，对期货公司的收入贡献较大，后续监管机构为防止市场过热，增加了股指期货的交易限制，随着监管政策调整，金融期货交易额大幅下降，对期货行业经纪业务手续费收入造成不利影响，而近两年随着资本市场的快速发展，对冲工具需求量明显增加，金融期货交易额也快速上涨，占比快速上升。

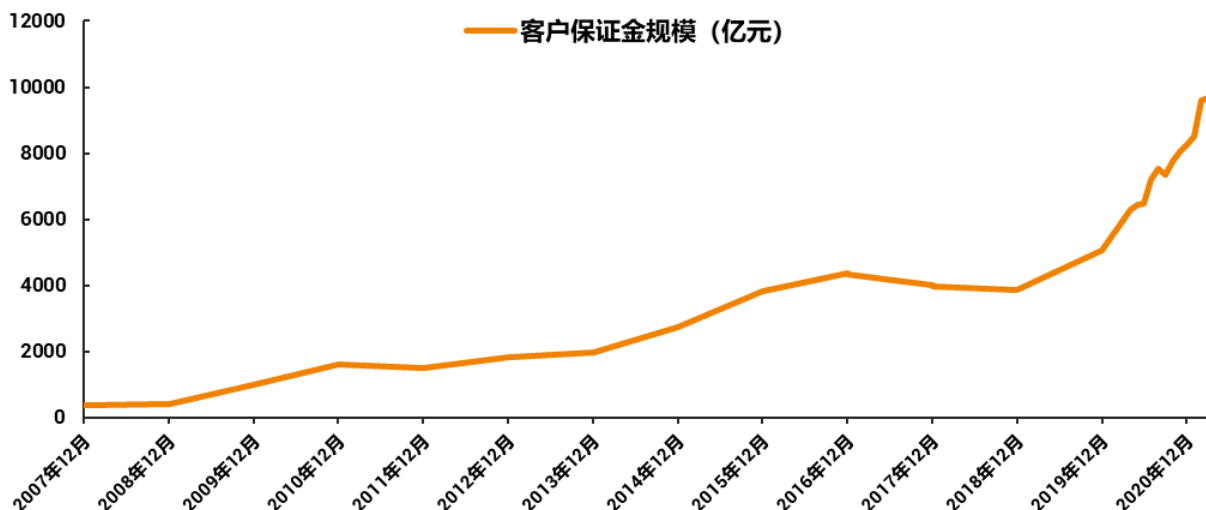
图表 12：期货交易额情况（单位：万亿元）

| | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 |
|-----------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 商品期货交易额 | 127.97 | 136.47 | 177.41 | 163.31 | 184.7 | 205.42 | 322.09 |
| 金融期货交易额 | 164.02 | 417.76 | 18.22 | 24.59 | 26.12 | 69.62 | 115.44 |
| 金融期货交易额占比 | 56.17% | 75.38% | 9.31% | 13.09% | 12.39% | 25.31% | 26.38% |

资料来源：中国期货业协会公告，华鑫证券研发部

2019 年，尽管受金融市场诸多不确定因素影响，期货行业客户权益、成交金额、成交量等与 2018 年相比均有所增长，但手续费率下降，影响期货公司的经纪业务收入。截至 2020 年末，我国期货市场客户保证金规模 8,247.24 亿元，与上年末相比增长 62.66%。

图表 13：期货客户保证金规模



资料来源：中国期货业协会公告，华鑫证券研发部

2. 瑞达期货经纪业务毛利水平较高，深度布局金融科技

2018 至 2020 年，期货经纪业务收入占瑞达期货营业总收入比重分别为 67.78%、31.04%、44.63%。公司经纪业务主要包括：商品期货经纪和金融期货经纪。2018 年至 2020 年，公司期货经纪业务的业务收入分别为 3.19 亿元、2.95 亿元、5.99 亿元，增速分别为-11.22%、-7.53%、102.83%，营业利润率分别为 48.94%、45.70%、41.68%。

瑞达期货 2020 年度期货经纪业务的营业利润率为 41.68%，较 2019 年度的 45.70%有所下降，主要由于公司居间人佣金率有所提高，由此导致居间人佣金费用上涨较多，此外由于公司加大对金融科技方向的布局，公司 IT 费用及通讯费用有所增加。

虽然公司期货经纪业务的营业利润率有所下降，但带来了期货经纪业务规模的扩大，母公司期货经纪业务手续费收入为 4.61 亿元，较上年增长 156.33%，是行业增速的三倍以上。期货经纪业务贡献的营业利润从 2019 年度的 13,492.94 万元增至 2020 年度的 24,962.00 万元。2020 年 1-12 月，公司的代理交易金额与市场份额情况为：在上海期货交易所、郑州商品交易所、大连商品交易所、中国金融期货交易所及上海国际能源交易中心的交易金额分别为 23,800.39 亿元、7,290.61 亿元、14,534.08 亿元、8,286.47 亿元、1,961.93 亿元；市场份额分别为 0.85%、0.61%、0.67%、0.36%、0.77%。

图表 14: 公司的代理交易金额与市场份额情况

| 项目 | 交易金额 (亿元) | 市场份额 (%) |
|-----|-----------|----------|
| 上期所 | 23,800.39 | 0.85 |
| 郑商所 | 7,290.61 | 0.61 |
| 大商所 | 14,534.08 | 0.67 |
| 中金所 | 8,286.47 | 0.36 |
| 能交所 | 1,961.93 | 0.77 |

资料来源: 公司公告, 华鑫证券研发部

公司对居间人的管理制度和措施较为健全, 已建立一套包含居间人准入、行为监督、培训、处理、客户回访及内部问责等制度。瑞达期货研究院的研究水平处于行业前列, 现在主要通过资产管理业务和有偿投资咨询业务向客户提供增值服务。客户管理方面, 公司根据客户的权益金额大小以及客户的性质进行客户分类, 公司采用由客户服务中心集中管理与各业务条线进行产品及服务对接相结合的服务模式。

公司已着力布局金融科技领域, 从 2020 年报看, 公司计划投资 1500 万元设立大数据机房, 并基于此开展金融科技业务, 为经纪业务发展奠定基础。

(三) 期货资管领跑者之一, 立足 CTA 策略

1. 期货资管逐步兴起, CTA 仍是蓝海市场

从期货资产管理业务来看, 期货资产管理业务处于起步阶段, 在 2014 年至 2016 年实现爆发式增长, 营业收入由 0.87 亿增长至 9.16 亿, 增长 952.87%, 2016 年以来, 受资本市场不利影响、资管行业监管政策趋严等影响, 期货行业资产管理业务利润呈下滑趋势。2019 年, 随着资管新规及系列配套政策落实, 防范金融风险、回归行业本源, 成为资产管理行业发展主要方向, 行业进入以主动管理为核心的发展新时期。各类资产管理产品逐步向公募化、净值型管理过渡。主动管理、产品设计、市场营销、风控保障等能力, 成为建立资产管理核心竞争力的重要因素。

图表 15: 期货行业资产管理业务情况

| 单位: 亿元 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 |
|-----------|------|------|------|-------|------|------|------|
| 资产管理业务收入 | 0.87 | 4.02 | 9.16 | 11.31 | 8 | 7.73 | 8.97 |
| 资产管理业务净利润 | 暂无数据 | 暂无数据 | 3.05 | 2.95 | 0.92 | 暂无数据 | 暂无数据 |

资料来源: 中国期货业协会公告, 公司公告, 华鑫证券研发部

而作为期货资管的特色产品, CTA 策略产品的发展也逐步兴起, CTA 全称管理期货策略 (Commodity Trading Advisor Strategy), 以各类商品期货 (如黄金、原油、铜、大豆等) 和金融期货 (股指、国债) 为底层投资标的。CTA 的重要优势是能够分散传统投资的风险, 使其收益与股债投资收益相关性低, 也被

称为具有“危机 Alpha”属性。另一方面，由于期货市场既可以做多也可以做空，同时具有 T+0 交易效率优势，因此只要市场波动存在，CTA 策略在上涨和下跌中都有机会捕捉行情。

根据公开数据，截至 2020 年底国内全市场 CTA 基金总规模约为 400-500 亿元。随着策略的逐步完善，目前市场中已经出现了中长期业绩稳定的头部 CTA 私募基金管理人，管理规模一般在十亿元左右。

2. 公司多年深耕资管领域，已形成 CTA 特色优势

2018 至 2020 年，资产管理业务收入占公司营业总收入比重分别为 2.52%、2.08%、7.35%。公司资产管理规模逐年增长，由 2018 年的 1.53 亿元增至 2019 年的 3.23 亿元再增至 2020 年的 21.20 亿元，增速分别为 111.11%及 556.35%。2019 年公司资产管理业务营业收入为 0.2 亿元，营业利润率为 94.27%，同比上升 2.11 个百分点。2020 年公司资产管理业务实现收入 0.99 亿元，同比增长 398.08%，主要系资管产品规模增长，投资向好所致；营业利润率为 97.49%，同比增加 3.22 个百分点。依据中国期货业协会公布统计数据，2020 年末期货公司及资产管理子公司所管理的商品及衍生品类别的资管产品规模为 168.45 亿元，公司的管理规模占行业同一类别的 12.59%。

公司目前的重点业务是资产管理业务。瑞达资管坚持自主管理发展为主，专业耕耘期货期权衍生品市场，专注投资大宗商品期货和期权、金融期货及其衍生品；已发展形成收益稳定、风险可控的瑞智进取、瑞智无忧、瑞智稳健三大系列主动管理型期货资管产品，具备七年以上的历史业绩积累；坚持市场中性的投资策略，通过期货市场不同品种的强弱关系进行分散投资，从不谋求汇集资金优势影响价格以获取额外收益。

瑞达资管是国内唯一一家具备承接 10 亿元以上银行委外业务受托规模的纯期货资管，且目前累计管理商品及衍生品类主动管理型资产管理计划达 140 亿元以上，存续规模达 40 余亿元。

未来公司计划在投研能力、策略研发及迭代、人才引进以及技术储备上持续加大投入，以加强和巩固公司的资产管理业务，主要措施包括：加大对“瑞达资管”品牌的宣传力度，树立以“瑞达资管”为核心的品牌标识，提高“瑞达资管”的市场辨识度，扩大“瑞达资管”的市场影响力，建立以“财富管理”为中心的理财产品销售管理体系，对公司的资管产品、公募产品的销售提供支持及统一管理，丰富产品的类型，继续保持公司期货资管产品的优势，将资管产品的类型拓宽到包括固收类、权益类、综合类和 CTA（管理期货）FOF，满足不同投资者的理财需求，发挥 CTA 策略与债券类、权益类投资策略低相关性的优势，引进机构

投资者，促使公司的资管产品成为银行、券商、信托、基金等机构的投资配置。

（四）公司前瞻布局风险管理业务，筹谋未来十年

1. 风险管理业务为明日之星，体现期货行业价值

期货行业风险管理业务尚处于起步阶段，风险控制能力相对较弱，在宏观经济及资本市场不利情况中，易受到不利冲击。期货行业近年来风险管理业务收入和净利润如下：

图表 16：期货行业风险管理业务情况（单位：亿元）

| 单位：亿元 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 |
|-----------|--------|--------|--------|---------|---------|---------|
| 风险管理业务收入 | 374.66 | 486.19 | 843.92 | 1132.46 | 1780.04 | 2083.50 |
| 风险管理业务净利润 | 0.49 | 1.16 | 9.00 | -13.56 | 4.05 | 11.29 |

资料来源：中国期货业协会公告，华鑫证券研发部

2019 年期货行业的风险管理业务取得较大的进展，特别是采取“保险+期货”业务模式在服务实体经济、落实精准扶贫工作发挥重要作用，期货行业的社会功能逐渐渗透到各个行业，市场覆盖率、认可度逐步提高。

2020 年疫情期间，面对企业普遍存在的高库存、难销售，产业链运转不畅，原材料和现金流紧张问题，期货交易所和期货公司采取多种服务手段，通过期货交割、期转现、仓单交易及仓单服务等多种方式，帮助企业盘活库存、缓解现金流压力，以及仓单采购和销售。同时，期货风险管理子公司围绕疫情抗疫生产企业需求，积极创新服务产品，为相关企业量身定制的“口罩期权”、“手套期权”等金融服务产品，已成为助力企业“战役复产”的典型案列。

截至 2021 年 4 月，共有 87 家期货公司在中国期货业协会备案设立 90 家风险管理公司，其中 89 家备案了试点业务，试点业务包括：基差贸易、仓单服务、合作套保、场外衍生品业务、做市业务。这五项业务的备案及开展情况如下：备案基差贸易业务的公司共有 84 家，占设立公司总数的 93%，其中已开展此业务的公司有 74 家；备案仓单服务业务的公司共有 80 家，占设立公司的 89%，其中已开展此业务的公司有 22 家；备案合作套保业务的公司共有 48 家，占设立公司的 53%，其中已开展此业务的公司有 4 家；备案场外衍生品业务的公司共有 72 家，占设立公司的 80%，其中已开展此业务的公司有 63 家；备案做市业务的公司共有 51 家，占设立公司的 57%，其中已开展此业务的公司有 43 家。截至 2021 年 4 月，风险管理公司总资产规模为 1032.05 亿元，同比增长了 30%。

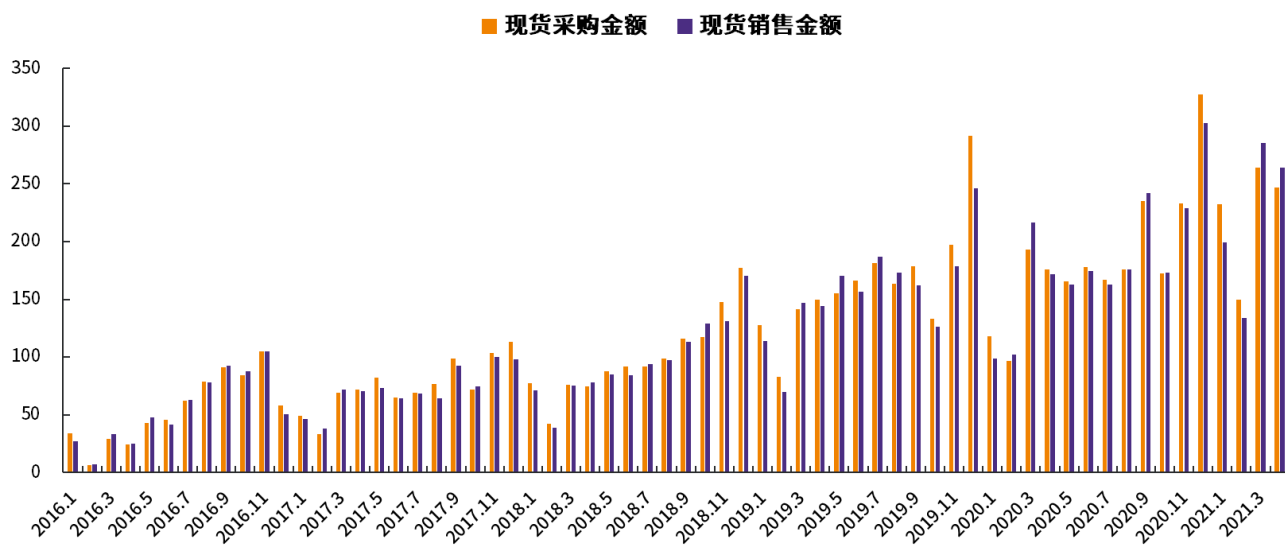
（1）基差贸易

基差贸易是以某月份的期货作为计价基础，以期货价格加上双方协商同意

的基差来确定未来买卖现货商品价格的贸易方式。是一种低风险的贸易模式，通过期货保值将商品的绝对价格波动风险转化为相对价格波动风险，即基差波动风险，极大地降低贸易过程中承担的风险，提高贸易企业经营稳定性和可持续性。

截至 2021 年 4 月，风险管理公司 2021 年 1-4 月累计现货采购金额为 892.86 亿元，同比增长 53%；累计现货销售金额为 882.24 亿元，同比增长 50%。

图表 17：风险管理公司基差贸易业务情况（亿元）



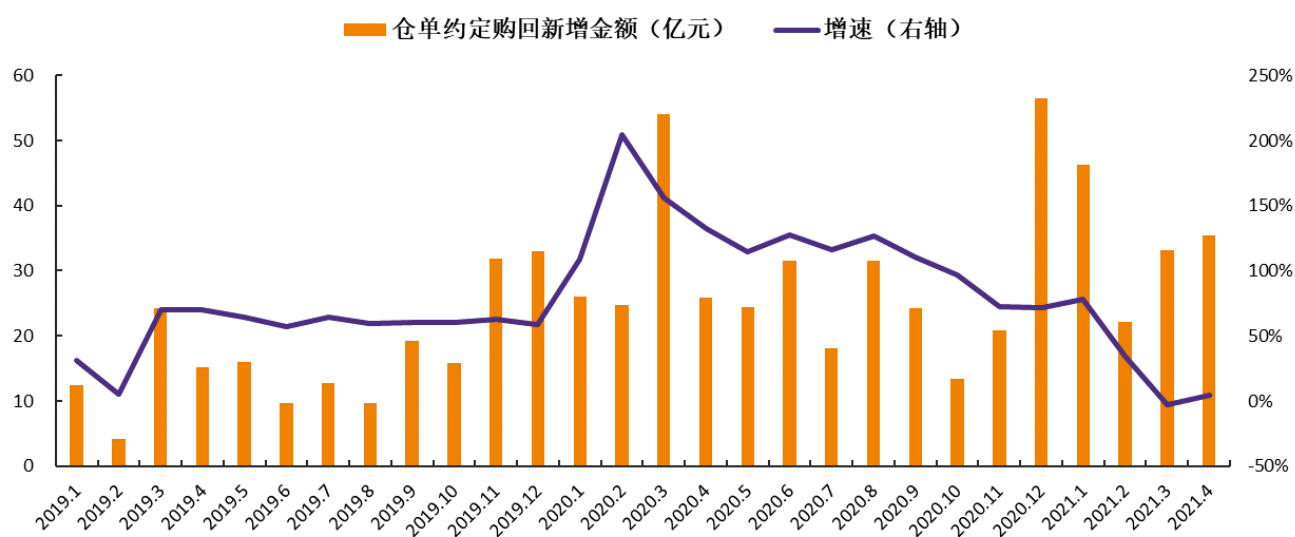
资料来源：中国期货业协会公告，华鑫证券研发部

（2）仓单服务

仓单服务是指根据产业客户的不同需求，通过仓单销售、收购、串换等业务；或帮助客户在现货市场组织货源、生成标准仓单销售给客户；或通过期货市场交割获取仓单并转手给客户；或在收购客户仓单后按照合同约定在一定时期后由客户购回；或根据客户的特定需求在不同客户间进行仓单互换，由此获取差价收益或服务收益的业务模式。解决期货合约标准化与企业实际需求多样化之间的矛盾，为中小企业客户参与期货市场提供方便。

仓单服务分为仓单约定购回、仓单质押及仓单串换，其中仓单质押及仓单串换业务规模较小，并且有逐年下降的趋势。2020 年仓单质押业务规模为 2.33 亿元，同比下降 46%；仓单串换业务规模为 0.34 亿元，同比下降 95%。仓单约定购回为仓单服务的主要业务，约定购回业务是指风险管理公司接受客户委托，采购客户仓单，并约定一定期限后由客户回购仓单，在期限上给予客户灵活性，协助客户解决生产经营活动中对资金的需求。截至 2021 年 4 月，21 年累计仓单约定购回新增金额为 136.85 亿元，同比增长 5%；仓单质押业务累计 0.61 亿元，同比下降 67%。

图表 18: 风险管理公司仓单约定购回业务情况 (单位: 亿元)



资料来源: 中国期货业协会公告, 华鑫证券研发部

(3) 合作套保

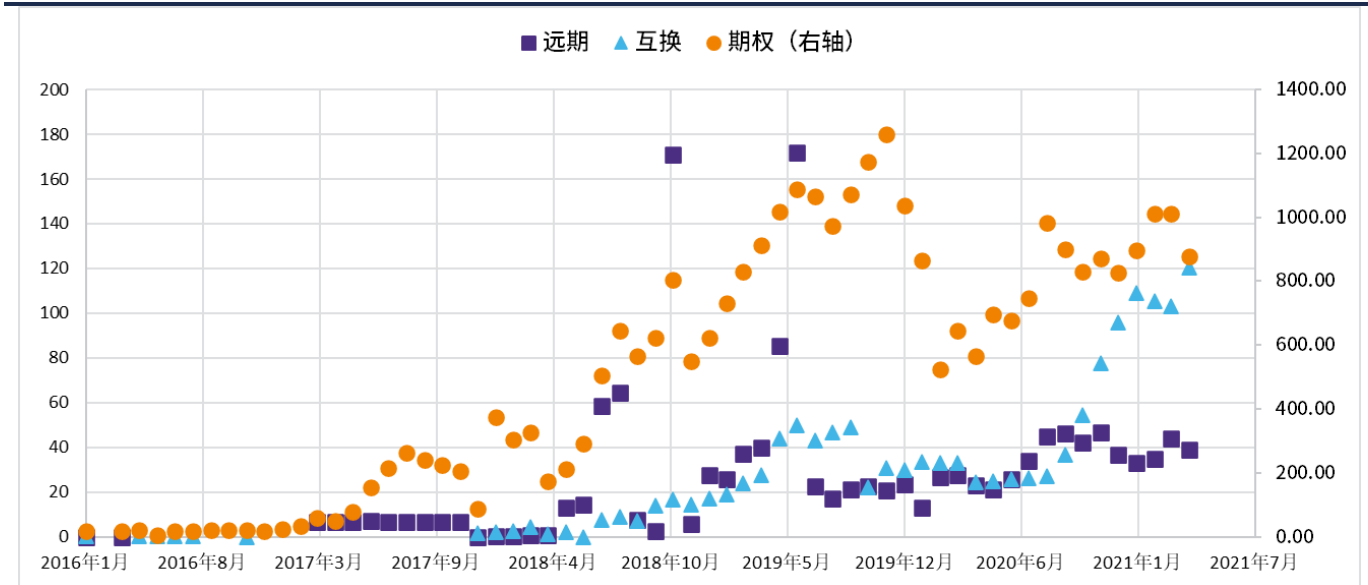
合作套保, 是指为规避客户现货生产经营中的市场风险, 风险管理公司以特定账户为客户提供套期保值操作, 且所使用的套期工具公允价值或现金流量变动预期能够抵销被套期项目全部或部分公允价值或现金流量变动。合作套保业务占整体风险管理业务比例较小, 2020 年累计合作套保合同数量为 37 笔, 合计金额为 7.15 亿元, 同比下降 88%, 截至 2021 年 4 月, 累计合作套保合同数量为 5 笔, 合计金额为 0.68 亿元, 同比下降 69%。

(4) 场外衍生品业务

场外衍生品业务, 是指公司以促成某类商品或资产的交易为目标提供报价服务, 或为客户管理某类商品或资产的特定风险而销售定制化风险管理产品的业务行为。

场外衍生品业务主要分为期权、远期及互换。2021 年 4 月, 风险管理公司期权业务月末存量为 876.45 亿元, 同比上升 54%; 远期业务月末存量为 39.13 亿元, 同比上升 70%; 互换业务月末存量为 120.32 亿元, 同比上升 24.28%。

图表 19：风险管理公司场外衍生品业务名义本金统计（单位：亿元）



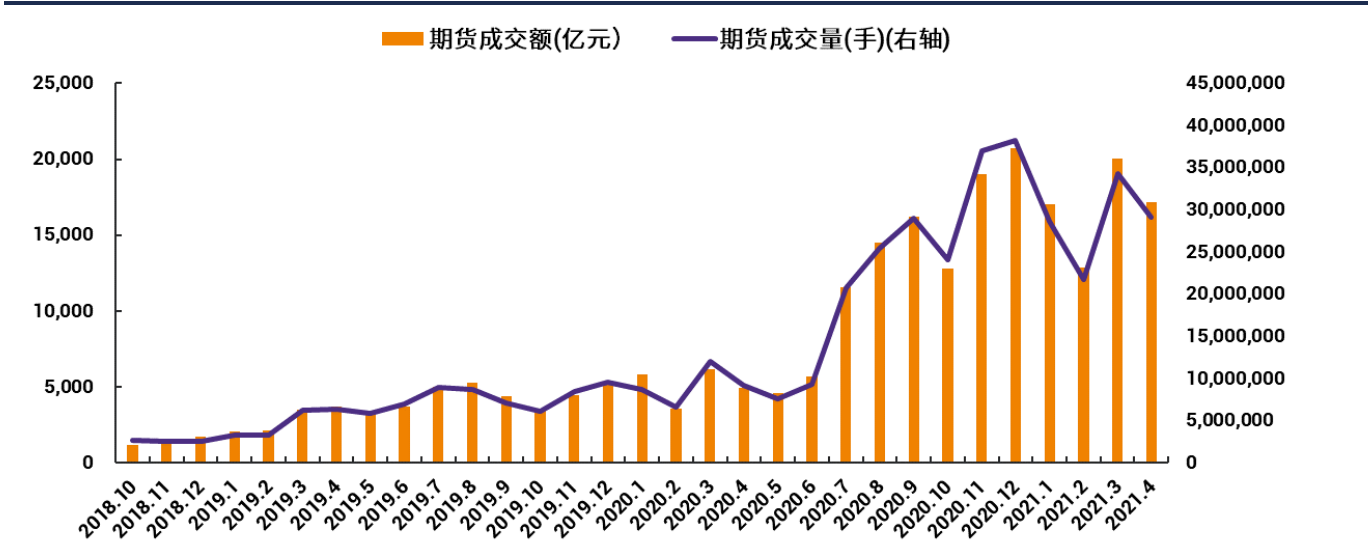
资料来源：中国期货业协会公告，华鑫证券研发部

(5) 做市业务

做市业务，是指风险管理子公司为特定的期货、期权等衍生品合约提供连续报价或者回应询价，并利用自有资金或合法筹集的资金作为交易对手方提供市场流动性服务的业务行为。

截至 2021 年 4 月，风险管理公司 2021 年 1-4 月期货做市累计成交额达到 67,050.96 亿元，同比增长 226%；成交量达到 11,370.21 万手，同比增长 212%，规模呈现逐年增长趋势。

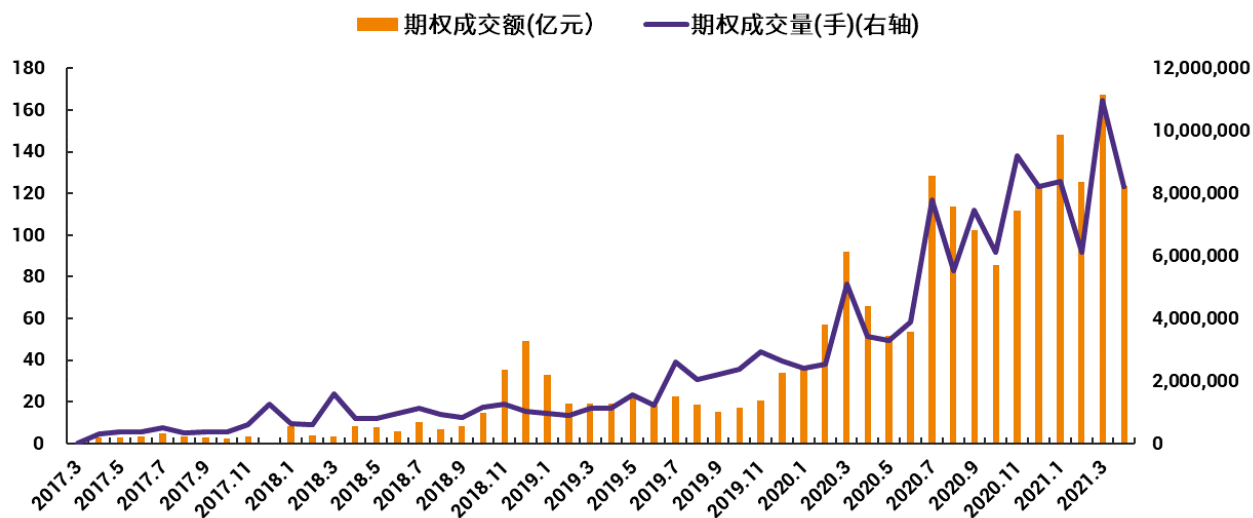
图表 20：期货行业期货做市业务情况（单位：亿元）



资料来源：中国期货业协会公告，华鑫证券研发部

2021 年 1-4 月场内期权做市累计成交额达到 564.77 亿元，同比增长 125%；成交量达到 3,369.37 万手，同比增长 150%，规模呈现逐年增长趋势。

图表 21：风险管理公司场内期权做市业务情况（单位：亿元）



资料来源：中国期货业协会公告，华鑫证券研发部

从金融服务实体经济角度观察，风险管理业务未来市场规模巨大。期货拥有的风险对冲功能在风险管理业务上可能获得最大化的体现，但从行业的发展角度看，风险管理相关人才严重短缺，市场仍不成熟，我们认为近两年内风险管理业务仍将处于初期发展阶段。

2. 公司深度布局风险管理业务，奠定未来发展基础

2018 年至 2020 年，风险管理业务收入占公司营业总收入比重分别为 29.69%、66.88%、48.19%。2019 年，风险管理业务实现营业收入 6.36 亿元，同比增加 354.91%；营业利润率为 1.03%，同比增加 10.03%。2020 年，各项风险管理业务总收入 6.47 亿元，同比增长 1.64%；营业利润率为 2.49%，同比增加 1.46%。瑞达期货是期货行业发展风险管理业务较早，规模相对较大的期货公司之一。

随着近年来期货品种的逐渐完善，做市业务的推广以及场外衍生品市场的蓬勃发展，公司在风险管理业务的收入与利润稳步提升。公司前瞻布局风险管理市场，已引进做市业务和场外衍生品专业团队。截止 2020 年末，母公司获得上交所和深交所的股票期权交易参与者资格，子公司瑞达新控获得镍期货、铁矿石期权等 21 个期货期权品种的做市资格、场外衍生品业务资格。公司或有机会成为期货风险管理业务的领军企业，并为未来发展奠定基础。

报表上看公司风险管理业务毛利极低，主要受会计制度影响，营业收入和营业成本只反映现货类的贸易业务营收，现货贸易毛利率低是市场共同的特点。但是，从风险管理子公司的实际业务上看，与现货相关的期货对冲套保、做市

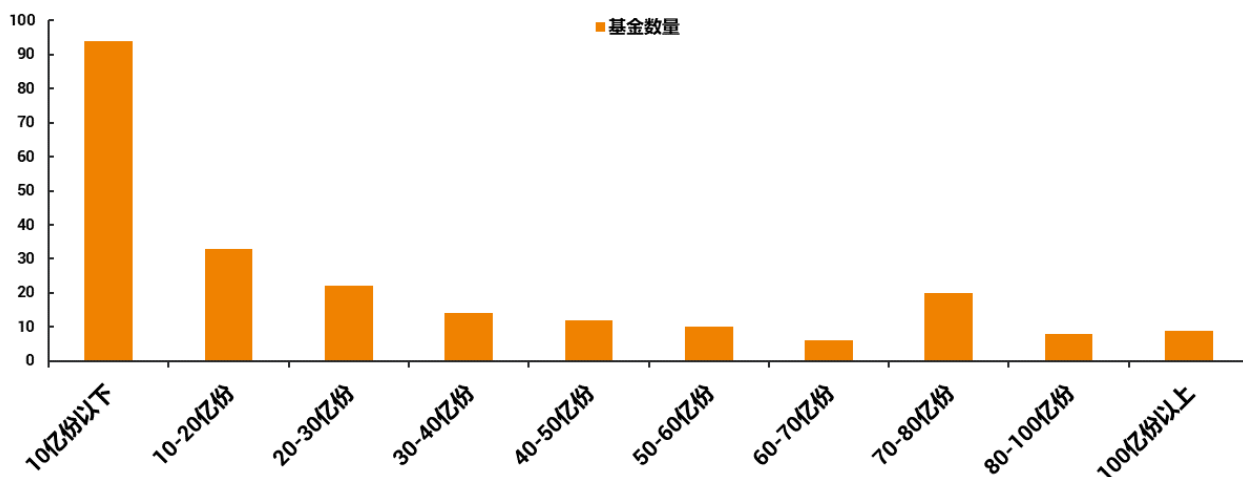
商业和场外衍生品等主营业务的收益，都体现在“投资收益”和“公允价值变动损益”科目，风险子公司利润水平良好，随着公司引入的做市业务和场外衍生品专业团队的到岗，可以预期，未来风险管理业务的利润率和收益率水平将进一步提高。

（五）基金及其他业务，为公司提供更多发展空间

瑞达期货除以上三大业务外，在公募基金业务、海外期货金融业务、物业出租等业务均有涉及。

其下属瑞达基金首只产品已从 2021 年 4 月 30 日开始募集，从 2021 年新发基金平均规模看，wind 数据显示 2021 年 1-5 月发行的偏股型混合基金超过 200 只，平均发行份额达到 29.43 亿份，中位数在 14.53 亿份。从市场热度看，近年来公募基金发行管理规模逐年上升，行业景气度较好。合理估算，若瑞达基金运行良好，可为瑞达期货带来千万元左右的收入增量。

图表 22：2021 年 1-5 月按发行份额分类基金数量（单位：只）



资料来源：Wind，华鑫证券研发部

此外随着瑞达国际金融中心的竣工，除部分楼层自用外，其余楼层及地下停车位对外出租。目前南楼的出租情况良好，北楼也开始启动对外招租。从瑞达置业个别报表看，在瑞达期货支付自用部分的房租给瑞达置业的基础上，瑞达置业预计可以实现盈亏平衡。

公司在国际业务的布局也初具规模，国际业务收入规模逐年提升，预期能对公司实现良好的正向反馈。

三、盈利预测

从公司近年来业绩增长及期货行业发展判断，我们基于如下假设对瑞达期货未来三年盈利做出假设：



1. 期货行业发展稳定，交易保证金标准不出现大变动；
2. 公司资管业务发展稳定；
3. 风险管理业务试点不发生革命性变化，业务范围不出现重大变化；
4. 公司治理稳定，管理层不出现重大波动；
5. 公司无重大资产重组，无再融资。

我们预测公司 2021-2023 年收入增速为 48.8%、41.9%和 31.3%，实现归母净利润分别为 4.8、7.9 和 11.3 亿元，EPS 分别为 1.08、1.77 和 2.53 元，当前股价对应 PE 分别为 19.4、11.9 和 8.3 倍，估值相对同行业具有明显优势，首次覆盖给予“推荐”的投资评级。

四、风险提示

1. 汇率波动超预期：公司推动国际业务发展，如人民币汇率波动较大，可能产生较大汇兑损益。
2. 大宗商品波动超预期：公司处于期货行业，大宗商品波动超预期可能带来不可预测的损失。
3. 业务拓展不及预期：公司与行业目前均处于业务快速拓展阶段，如有不确定因素影响，导致业务拓展不及预期可能导致公司增长放缓。

表附录：三大报表预测值(百万元)

| 资产负债表(百万元) | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E | 利润表(百万元) | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
|---------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 资产: | | | | | 营业收入 | 1,342 | 1,996 | 2,832 | 3,719 |
| 货币资金 | 6,039 | 9,516 | 12,488 | 15,494 | 利息净收入 | 93 | 152 | 200 | 248 |
| 应收货币保证金 | 3,911 | 5,108 | 6,640 | 7,968 | 手续费及佣金净收入 | 541 | 989 | 1,609 | 2,276 |
| 应收质押保证金 | 54 | 54 | 54 | 54 | 投资收益 | 142 | 116 | 174 | 261 |
| 衍生金融资产 | 25 | 42 | 70 | 116 | 其他业务收入 | 616 | 739 | 850 | 935 |
| 其他应收款 | 28 | 28 | 28 | 28 | 公允价值变动 | -57 | 0 | 0 | 0 |
| 交易性金融资产 | 257 | 386 | 579 | 869 | 营业成本 | 1,002 | 1,354 | 1,781 | 2,214 |
| 投资性房地产 | 464 | 896 | 877 | 857 | 营业税金及附加 | 8 | 10 | 14 | 19 |
| 固定资产 | 40 | 40 | 40 | 40 | 提取期货风险准备金 | 23 | 42 | 67 | 94 |
| 无形资产+商誉 | 183 | 16 | 16 | 16 | 业务及管理费 | 338 | 570 | 858 | 1,176 |
| 递延所得税资产 | 12 | 8 | 6 | 4 | 其他业务成本 | 631 | 732 | 842 | 926 |
| 其他资产 | 11 | 11 | 11 | 11 | 营业利润 | 340 | 642 | 1,051 | 1,505 |
| 资产总计 | 11,333 | 16,127 | 20,831 | 25,480 | 加: 营业外收入 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 负债: | | | | | 减: 营业外支出 | 2 | 2 | 2 | 2 |
| 应付货币保证金 | 7,499 | 11,322 | 14,719 | 17,663 | 利润总额 | 338 | 640 | 1,049 | 1,503 |
| 应付质押保证金 | 55 | 54 | 54 | 54 | 所得税费用 | 89 | 160 | 262 | 376 |
| 交易性金融负债 | 518 | 881 | 1,321 | 1,718 | 净利润 | 249 | 480 | 787 | 1,127 |
| 衍生金融负债 | 33 | 66 | 132 | 264 | 少数股东损益 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 期货风险准备金 | 134 | 176 | 243 | 337 | 归母净利润 | 249 | 480 | 787 | 1,127 |
| 其他应付款 | 157 | 157 | 157 | 157 | | | | | |
| 长期借款 | 240 | 240 | 240 | 240 | 主要财务指标 | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
| 应付债券 | 549 | 549 | 549 | 549 | 成长性 | | | | |
| 负债合计 | 9,351 | 13,665 | 17,582 | 21,104 | 营业收入增长率 | 41.1% | 48.8% | 41.9% | 31.3% |
| 所有者权益 | | | | | 营业利润增长率 | 113.2% | 89.1% | 63.7% | 43.1% |
| 股本 | 445 | 445 | 445 | 445 | 归母净利润增长率 | 106.0% | 93.0% | 63.9% | 43.2% |
| 资本公积金 | 267 | 267 | 267 | 267 | 总资产增长率 | 77.4% | 42.3% | 29.2% | 22.3% |
| 一般风险准备 | 155 | 203 | 282 | 395 | 盈利能力 | | | | |
| 未分配利润 | 876 | 1,260 | 1,889 | 2,791 | 毛利率 | 25.3% | 32.2% | 37.1% | 40.5% |
| 所有者权益合计 | 1,982 | 2,462 | 3,249 | 4,376 | 净利润率 | 18.5% | 24.1% | 27.8% | 30.3% |
| 负债和所有者权益 | 11,333 | 16,127 | 20,831 | 25,480 | ROE | 13.7% | 21.6% | 27.6% | 29.6% |
| | | | | | ROA | 2.8% | 3.5% | 4.3% | 4.9% |
| 现金流量表(百万元) | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E | 营运能力 | | | | |
| 经营活动现金净流量 | -32 | -10 | 50 | 211 | 总资产周转率 | 15.1% | 14.5% | 15.3% | 16.1% |
| 收取利息、手续费及佣金的现金 | 676 | 1164 | 1845 | 2574 | 资产结构 | | | | |
| 收到其他与经营活动有关的现金 | 4248 | 7647 | 11471 | 13765 | 资产负债率 | 82.5% | 84.7% | 84.4% | 82.8% |
| 支付其他与经营活动有关的现金 | 4579 | 8106 | 12159 | 14591 | 现金流质量 | | | | |
| 以现金支付的业务及管理费 | 211 | 401 | 631 | 881 | 经营净现金流/净利润 | -0.13 | -0.02 | 0.06 | 0.19 |
| 投资活动现金净流量 | 99 | -23 | 7 | 8 | 每股数据(元/股) | | | | |
| 筹资活动现金净流量 | 753 | 846 | 730 | 880 | 基本每股收益 | 0.56 | 1.08 | 1.77 | 2.53 |
| 收到其他与筹资活动有关的现金 | 389 | 700 | 840 | 1009 | 稀释每股收益 | 0.57 | 1.08 | 1.77 | 2.53 |
| 支付其他与筹资活动有关的现金 | 45 | 77 | 92 | 111 | 每股销售额 | 3.02 | 4.49 | 6.37 | 8.36 |
| 期末现金及现金等价物余额 | 1,348 | 2,162 | 2,950 | 4,049 | 每股净资产 | 4.45 | 5.53 | 7.30 | 9.83 |

资料来源: 公司公告、华鑫证券研发部

分析师简介

曹慈川：2015 年加入华鑫证券，主要研究和跟踪领域：宏观策略、非银。

华鑫证券有限责任公司投资评级说明

股票的投资评级说明：

| | 投资建议 | 预期个股相对沪深 300 指数涨幅 |
|---|------|-------------------|
| 1 | 推荐 | >15% |
| 2 | 审慎推荐 | 5%---15% |
| 3 | 中性 | (-) 5%--- (+) 5% |
| 4 | 减持 | (-) 15%--- (-) 5% |
| 5 | 回避 | <(-) 15% |

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。

行业的投资评级说明：

| | 投资建议 | 预期行业相对沪深 300 指数涨幅 |
|---|------|-------------------|
| 1 | 增持 | 明显强于沪深 300 指数 |
| 2 | 中性 | 基本与沪深 300 指数持平 |
| 3 | 减持 | 明显弱于沪深 300 指数 |

以报告日后的 6 个月内，行业相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准。

免责声明

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究发展部及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。华鑫证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。

华鑫证券有限责任公司
研究发展部
地址：上海市徐汇区肇嘉浜路 750 号
邮编：200030
电话：(+86 21) 64339000
网址：<http://www.cfsc.com.cn>