

2021年11月28日

# 永安期货 (600927.SH)

## 深度分析

### 期货业龙头，风险管理业务可期

#### 投资要点

- ◆ **永安期货概况：**前身成立于1992年，实控人为浙江省财政厅；业务线涵盖经纪、风险管理、资管等。净利润自2014年起连年位居行业首位，除2018年受市场拖累同比-5%外，其他各年均保持10%以上增速，H121同比+80%。ROE自2017年起均高于15%。公司各指标处可比公司前列，是业内唯一一家连续11年AA评级，在资本、品牌、客户储备等方面优势显著。
- ◆ **期货行业：业务多元化打开成长空间，风险管理功能不可替代。**期货业体量较小，经纪业务同质性强，但业务线自2011年起不断拓宽。其中风险管理业务2013年展业，H121利润占比超17%，成长最快。风险管理业务主要包括场外衍生品、基差贸易和做市业务，2021年场外衍生品新增名义本金同比+60%、H121基差贸易现货购销额同比+40%、2021年8月做市交易额达2019年1月的8.7倍。此外，2014年起衍生品新品种上市提速，目前我国场内期货+期权品种已由2014年初的40种增至94种，商品类衍生品市场相对成熟。
- ◆ **永安业务解析：风险管理业务迎利润规模&利润率双提升。**永安业务布局全面，目前经纪与风险管理贡献90%以上业绩。H121风险管理利润1.81亿元，近2019年全年的2倍，利润占比由2019年8.6%升至H121的22.9%，已成核心业务。经纪业务贡献约70%利润，行业平均佣金率已现企稳迹象，且据我们敏感性测算，永安受交易活跃度、佣金率波动影响最小。本次募资后资本充实，利于支撑资本消耗型的风管理类业务进一步增长；同时增设分支机构，也有望推动经纪业务扩容。
- ◆ **投资建议：**永安综合实力较强，上市后优势有望加强，进一步拉开与同业差距。我们预期公司2021-23年归母净利润分别18.01亿元、23.16亿元和27.83亿元，同比+57%、+29%和+20%；ROE超17%。首次覆盖，参考历史和可比公司平均估值，给予2022E 4.50x目标PB，推导得出目标价43.60元，给予“买入-A”评级。
- ◆ **风险提示：**期货市场景气度下滑、政策风险、行业竞争加剧、客户信用风险等。

#### 财务数据与估值

会计年度	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	22,758	25,469	37,229	44,927	51,731
同比增长(%)	44.37%	11.92%	46.17%	20.68%	15.14%
归母净利润(百万元)	1,001	1,146	1,801	2,316	2,783
同比增长(%)	14.74%	14.52%	57.18%	28.54%	20.19%
ROE(%)	15.59%	15.63%	18.14%	17.70%	18.16%
EPS(元)	0.76	0.87	1.24	1.59	1.91
BVPS(元)	5.24	5.95	8.28	9.69	11.36
PE	-	-	-	-	-
PB	-	-	-	-	-

数据来源: Wind, 华金证券研究所

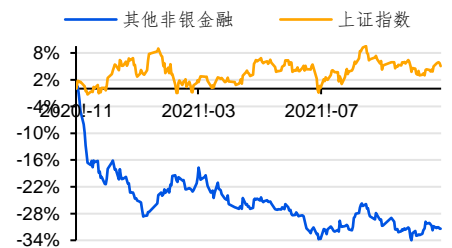
非银行金融 | 其他非银金融 III

 投资评级 **买入-A(首次)**  
 股价() 元

#### 交易数据

总市值(百万元)	/
流通市值(百万元)	/
总股本(百万股)	1,310.00
流通股本(百万股)	/
12个月价格区间	/元

#### 一年股价表现



资料来源: 聚源数据

升幅% 1M 3M 12M

#### 分析师

 崔晓雁  
 SAC执业证书编号: S0910519020001  
 021-20377098

#### 报告联系人

 王德坤  
 wangdekun@huajinsec.com

#### 相关报告

## 内容目录

一、期货行业：功能不可替代，中长期持续增长可期.....	3
（一）行业特点：行业集中度稳步提升，券商系期货公司实力强.....	3
（二）业务发展：经纪业务占比仍高，风险管理业务成长迅速.....	5
（三）金融衍生品具备广阔发展空间.....	8
二、永安期货简介.....	10
（一）公司简介及业绩构成.....	10
（二）永安期货与可比公司比较.....	12
1、净利润连年位居行业榜首，ROE 居行业前列.....	12
2、资本实力行业领先.....	13
3、评级：连续 11 年获得最高 AA 评级的期货公司.....	13
4、上市期货公司比较：永安 ROE 高、增速稳健、市值大.....	14
三、永安期货业务模式解析.....	16
（一）主要业务：经纪、风险管理、资管与代销.....	16
（二）风险管理：成长中的核心业务.....	17
1、风险管理业务概述.....	17
2、基差贸易：永安遥遥领先同业.....	18
3、场外衍生品：业务规模快速扩张，永安目前居上市公司首位.....	19
4、做市业务：重资本业务，永安做市规模提升迅速.....	21
（三）经纪业务：业务基本盘，稳健程度优于同业.....	23
1、市场交易规模：总体呈放大趋势，新品种上市提速.....	24
2、市占率：获客渠道是基础.....	25
3、佣金率：行业平均佣金率现企稳迹象.....	26
4、交易所返还手续费：规模已超纯经纪手续费，重要性与日俱增.....	28
5、利息净收入：经纪业务的衍生收入，利率下行制约收入增长.....	29
（四）资管+代销：财富管理的双翼.....	31
四、盈利预测与投资建议.....	34
（一）财务分析.....	34
（二）盈利预测.....	35
（三）估值推导.....	38
1、永安新三板挂牌期间估值.....	38
2、可比公司估值.....	39
（四）投资建议.....	39
风险提示.....	41

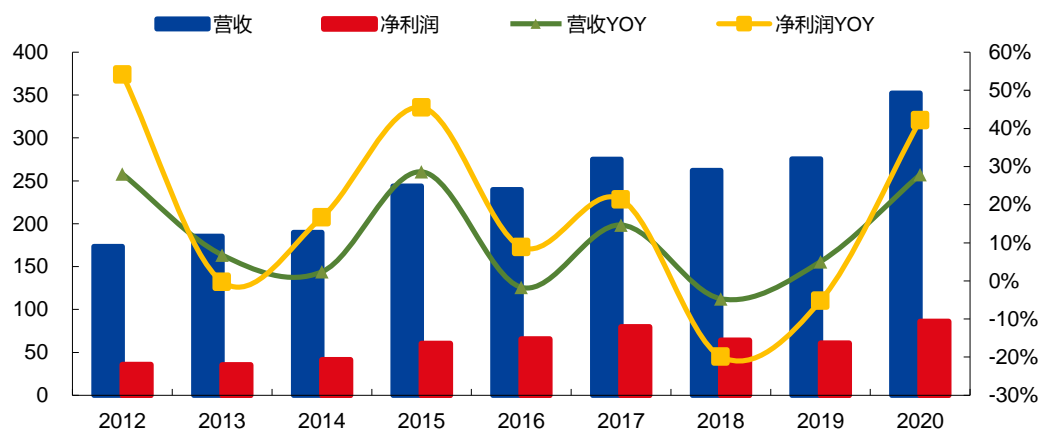
## 一、期货行业：功能不可替代，中长期持续增长可期

我国现有 149 家期货公司、5 大期货交易所。经过 30 多年的探索与发展，我国期货市场从无序走向规范，市场规模扩大、资本实力增强、业务逐步拓宽。期货独具的风险对冲功能是其其他金融工具所不能替代的，近年来监管层不断引导期货行业服务实体经济，正是要充分运用期货的风险管理功能。行业营收、净利润增速不稳定，但集中度提升呈现出确定性趋势。券商系期货公司背靠券商母公司在竞争中具备天然优势，业务规模领先于非券商系。传统的期货业务以单一的经纪业务为基础，市场行情及交易规模对行业营收、净利润影响程度大；近年来行业逐步开展风险管理业务，探索期货资管、代销等业务，多元化发展将为行业打造新的增长点。此外，我国资本市场改革正稳步推进，从国际趋势来看，资本市场发展将衍生出更多的风险管理需求，股指、利率等金融衍生品交易规模有望持续扩大。

### （一）行业特点：行业集中度稳步提升，券商系期货公司实力强

行业营收、净利润总体保持增长趋势，但各年增速差异较大，周期性波动特征明显。行业营收从 2012 年的 173.53 亿元增至 2020 年的 352.45 亿元，CAGR9.26%；行业净利润从 2012 年的 35.55 亿元增至 2020 年的 86.03 亿元，CAGR11.68%。期货属于高  $\beta$  行业，业绩表现受市场景气度影响明显：期货场景气度高的年份，比如 2015 年（股指期货交投火热）、2020 年（大宗商品牛市），行业业绩表现亮眼；景气度低的年份，比如 2016 年（股指期货被严监管）、2018 年（大宗商品价格震荡下行），行业业绩表现一般。

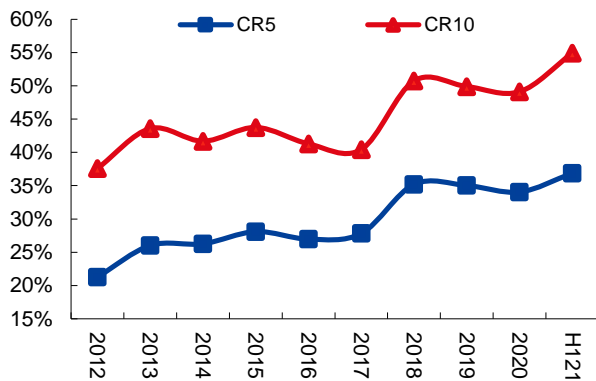
图 1：期货行业营收、净利润在波动中上升（亿元，%）



资料来源：Wind，华金证券研究所。营收计算使用净额法

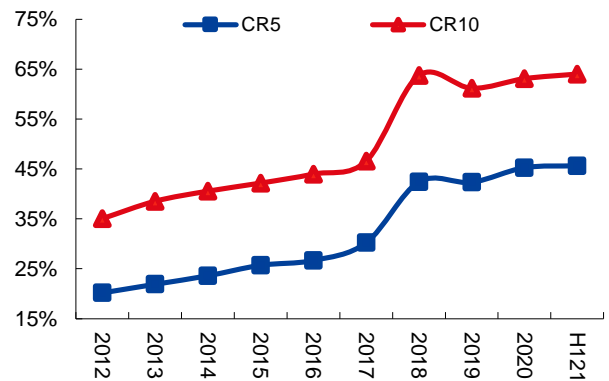
与行业增速上下波动形成鲜明对比的是，行业集中度提升呈现出较强的确定性。1) 净利润集中度提升：行业净利润 CR5 从 2012 年的 21.28% 升至 2020 年的 34.06% (H121 达 36.87%)、CR10 从 2012 年的 37.59% 升至 2020 年的 49.12% (H121 达 54.92%)；2) 交易量集中度提升：行业交易量 CR5 从 2012 年的 20.17% 提升至 2020 年的 45.25% (H121 达 45.64%)、CR10 从 2012 年的 35.05% 提升至 2020 年的 63.09% (H121 达 64.02%)。我们预计行业集中度仍将持续：1) 头部期货公司资本、客户、品牌等实力领先，这些实力均可直接转化成业务上的竞争优势；2) 我国期货业务条线仍较少，无论是在传统的经纪业务方面，还是资管、风险管理等创新业务方面，中小公司实现弯道超车的可能性均较小。

图 2：行业净利润集中度稳步提升（%）



资料来源：Wind，中期协，华金证券研究所

图 3：行业交易量集中度稳步提升（%）



资料来源：Wind，华金证券研究所

期货行业当前获客方式仍以线下为主，主要渠道包括传统营业网点、居间人和证券公司 IB (Introducing Broker)：

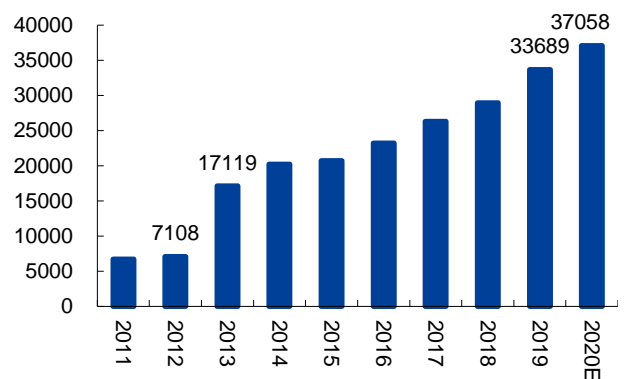
- **营业网点**：最基础的获客渠道。期货行业营业网点数量一直保持着稳步增长的态势，2020 年已达 2000 余家。
- **券商 IB**：是指期货公司委托证券公司为其介绍客户。2013 年券商开展 IB 业务由申请制改为备案制，使得 IB 人员从 2012 年的 7108 人跃升至 2013 年的 17119 人。2019 年券商 IB 人员达 33689 人。期货市场年鉴最新只更新到 2019 年，如按 10% 增速估计，2020 年 IB 人员可达 37058 人。需要注意的是，众多期货公司实际上是证券公司的子公司，它们可直接依靠券商母公司 IB 进行客户导流，因此在 IB 获客方面具备天然优势。
- **居间人**：是指受期货公司委托开发期货业务机会的个人或者法人。据草根调研，非券商系期货公司客户开发较为依赖居间人渠道。

图 4：期货行业营业网点逐年增长（个）



资料来源：期货市场年鉴，Wind，华金证券研究所。2020 年数据来自 Wind

图 5：证券公司 IB 人员数量逐年增长（位）



资料来源：期货市场年鉴，华金证券研究所。年鉴目前只更新至 2019 年

券商系期货公司业务发展领先于非券商系。H1 21 净利润排名前 20 的公司中，仅瑞达期货（第一大股东：佳诺实业）、中粮期货（第一大股东：中粮资本）、南华期货（第一大股东：横店集团）为非券商系公司，券商系期货公司竞争优势可见一斑。我们认为此种优势未来仍将保持，原因在于：1）股票客户本身与期货客户具备一定的重叠性，当股票客户有期货交易需求时，券商母公司可直接通过 IB 渠道将该类客户导流给期货子公司；2）期货交易渐趋高频化，量化交易程度提高对 IT 支持能力要求也相应提高。券商系期货公司利润规模更大、股东资本实力更强，

资本开支能力及意愿也相应更足，因此在未来的竞争中占据优势；3）从未来发展趋势来看，以股指、个股、利率、汇率为底层资产的金融衍生品的空间远大于以商品为底层资产的衍生品，券商系期货公司的金融股东背景，使得公司更容易切入金融衍生品市场。

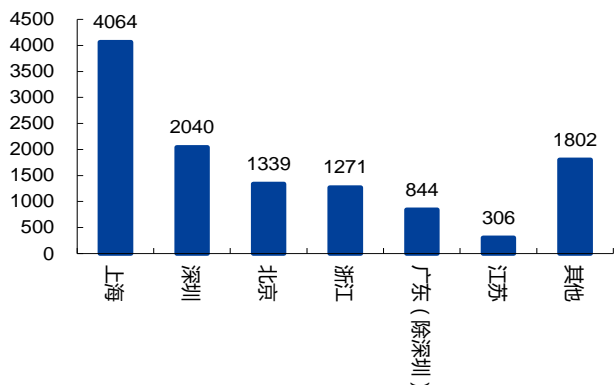
表 1：净利润居行业前列的基本为券商系期货公司（亿元）

序号	公司	H121 净利润	第一大股东	序号	公司	H121 净利润	第一大股东
1	永安期货	7.40	财通证券	11	广发期货	1.85	广发证券
2	中信期货	4.79	中信证券	12	华泰期货	1.82	华泰证券
3	国泰君安期货	4.17	国泰君安证券	13	中粮期货	1.57	中粮资本
4	银河期货	3.63	中国银河证券	14	光大期货	1.40	光大证券
5	中信建投期货	2.47	中信建投证券	15	申银万国期货	1.37	申万宏源证券
6	上海东证期货	2.41	东方证券	16	方正中期期货	1.21	方正证券
7	瑞达期货	2.38	佳诺实业	17	浙商期货	1.02	浙商证券
8	大陆期货	2.22	中山证券	18	兴证期货	0.89	兴业证券
9	海通期货	2.05	海通证券	19	南华期货	0.86	横店集团
10	招商期货	1.93	招商证券	20	宏源期货	0.85	申万宏源证券

资料来源：Wind，华金证券研究所

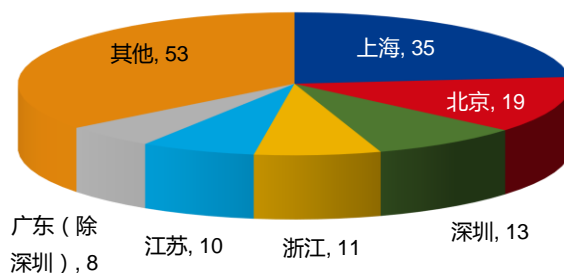
期货公司经营具有鲜明的地域效应，经济活跃地区业务规模明显高于其他地区。北京、上海、浙江、广东等经济发达地区期货相关业务需求相对更大，从而带动了当地期货业发展，期货公司整体业务规模、经营状况均具有相对优势。截至 2021 年 8 月，上海地区期货公司客户权益达 4064 亿元，遥遥领先；北京、深圳、浙江达 1000 亿元+，广东（除深圳）达 844 亿元，江苏 306 亿元，全国其他地区合计 1802 亿元。期货公司区域分布亦与经济发展程度相匹配，上海地区 35 家，北京、深圳、浙江、江苏 10 家+，广东（除深圳）8 家，全国其余地区 53 家。

图 6：经济发达的地区客户权益明显领先其他地区（亿元）



资料来源：中期协，华金证券研究所。数据截至 2021 年 8 月

图 7：期货公司区域分布



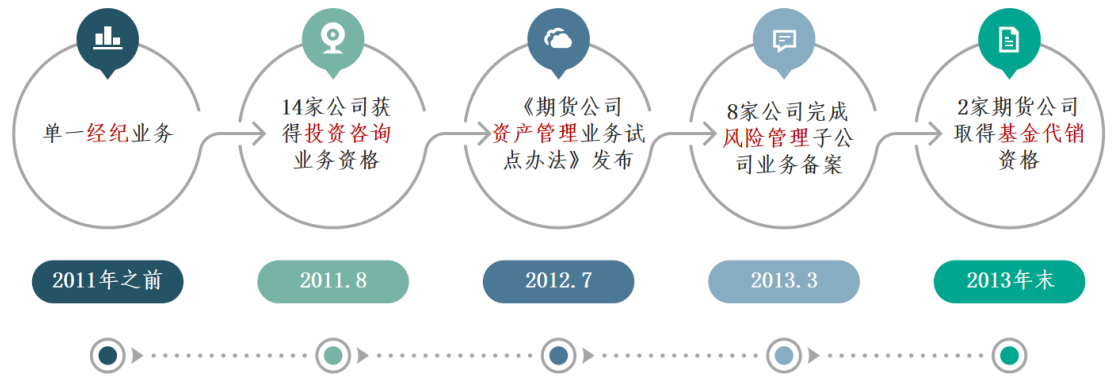
资料来源：中期协，华金证券研究所

## （二）业务发展：经纪业务占比仍高，风险管理业务成长迅速

期货业务条线从 2011 年开始逐渐丰富。2011 年 8 月，14 家期货公司取得期货投资咨询业务资格，行业告别单一经纪业务模式；2012 年 7 月，证监会发布《期货公司资产管理业务试点办法》，并于当年 9 月 1 日起施行，2012 年末包括永安期货在内的 14 家公司获得资管业务资格；2013 年 3 月，首批 8 家期货公司完成风险管理子公司业务试点备案，期货业收入渠道进一步拓宽；2013 年末，中信建投期货、中国国际期货取得基金代销业务资格，期货公司开始进入

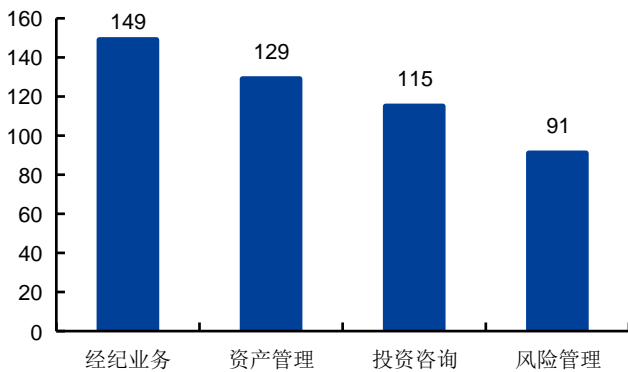
基金销售领域。目前共 129 家公司获得资产管理业务资格<sup>1</sup>、115 家获得投资咨询业务资格、91 家获得风险管理业务资格。伴随行业创收渠道增多,经纪业务收入占比较单一经纪业务时代下降。2011 年以前的单一经纪业务时代,经纪收入占比可达 75%左右,2019 年已降至 47.2%。2020 年以来,由于期货市场成交量放大、行业平均佣金率企稳,经纪收入占比回升至 H121 的 56.7%。

图 8: 期货业务条线发展脉络



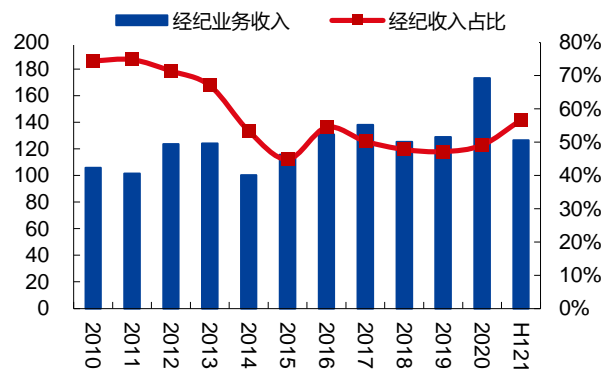
资料来源：期货市场年鉴，华金证券研究所

图 9: 期货公司各业务资格获得家数



资料来源：中期协，华金证券研究所

图 10: 期货经纪业务收入及占比（亿元，%）

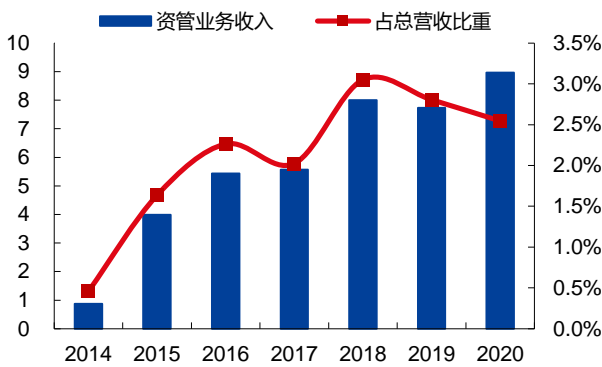


资料来源：期货市场年鉴，中期协，华金证券研究所。总收入按净额法核算

资管业务具备行业特色，风险管理业务未来可期。截至 2020 年，期货资管收入占总营收比重约 2.5%，对行业总营收影响暂时不大；截至 2021 年 8 月，期货资管计划底层资产中商品及金融衍生品类占比 30.34%，比例较高，具备期货行业特色。风险管理业务包括基差贸易、仓单服务、合作套保、场外衍生品、做市业务等，其中期货公司展业最多的当属基差贸易、场外衍生品、做市业务。风险管理业务近年来成长迅速，目前已成长为一个重要利润来源。H121 风险管理业务净利润已达 10.43 亿元、占行业合计净利润比重 17.12%。2017 年是风险管理业务发展大年，主因系当年场外衍生品业务增长迅速。当年场外衍生品展业公司数同比+13 家至 42 家，场外商品期权新增名义本金 2778.63 亿元、同比+20.31 倍，带动风险管理业务净利润同比+6.76 倍至 9.00 亿元、净利润占比同比+9.2pct 至 10.92%。风险管理业务的  $\alpha$  属性较强，业绩表现主要与期货公司自身的客户开发能力、投研能力、产品定价能力相关，占比提升能适度降低期货行业的周期性。

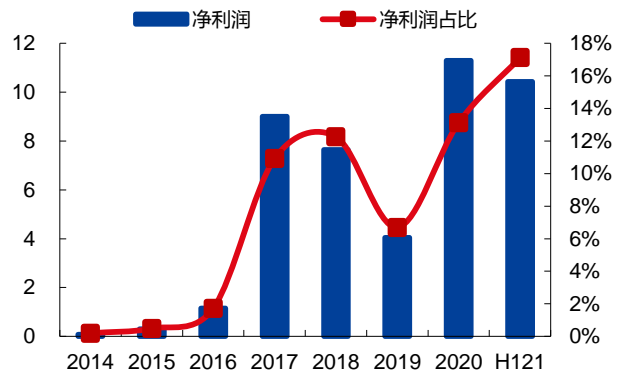
<sup>1</sup>资管业务备案公司数量与投资咨询业务备案公司数量均来自期货市场年鉴（2019）。

图 11: 期货资管业务收入及占比 (亿元, %)



资料来源: 期货市场年鉴, 华金证券研究所

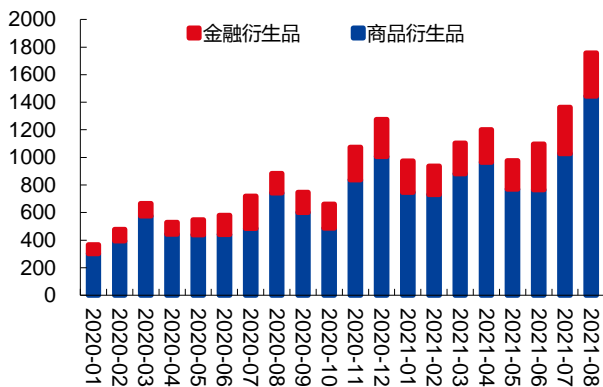
图 12: 期货风险管理业务净利润及占比 (亿元, %)



资料来源: 期货市场年鉴, 中期协, 华金证券研究所。2018 年扣除极端值影响

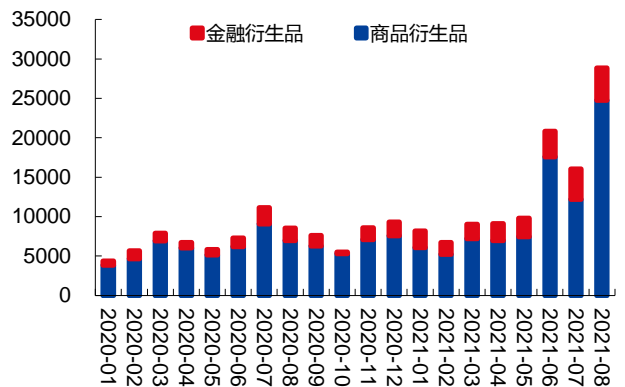
场外衍生品业务持续快速发展且市场空间广阔。2020 年 1 月以来期货行业场外期权新增名义本金快速增长, 其中 2021 年以来月度同比增速均在 60% 以上。截至 2021 年 8 月, 月度新增名义本金、新增交易确认笔数分别为 1757.84 亿元、28842 笔。从全球来看, 场外衍生品业务规模目前约为场内的 9 倍, 发展空间巨大。

图 13: 期货行业场外衍生品新增名义本金 (亿元)



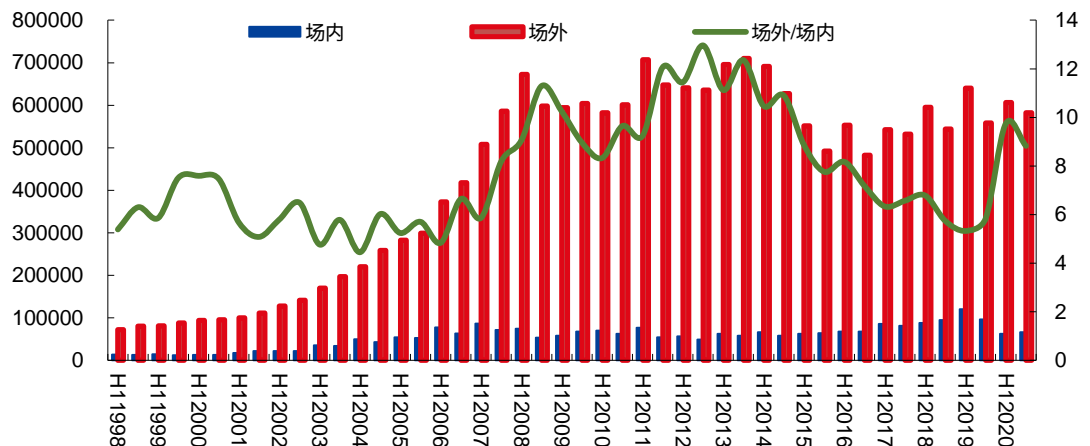
资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 14: 期货行业场外衍生品新增交易确认笔数 (笔)



资料来源: 中期协, 华金证券研究所

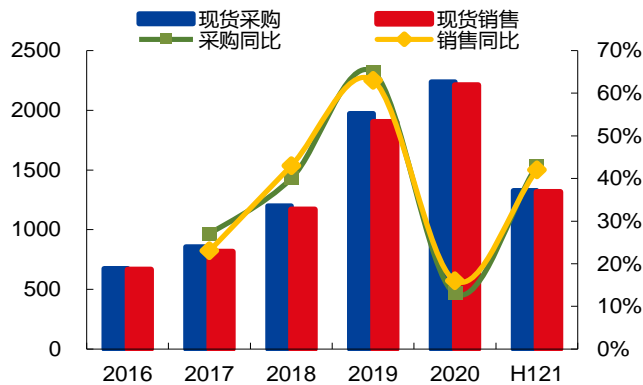
图 15: 全球场外衍生品未平仓合约规模已近场内的 9 倍 (十亿美元)



资料来源: BIS, 华金证券研究所

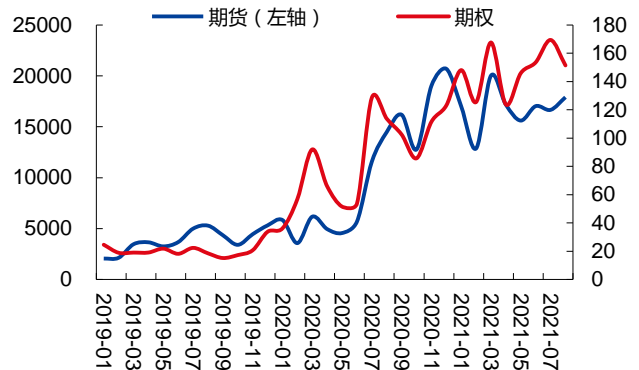
基差贸易业务与做市业务均保持快速发展态势。基差贸易业务是期货服务实体经济的主要体现，受到政策支持。伴随期货、期权品种逐渐丰富，做市业务市场规模扩大趋势可以保持。2020年，基差贸易现货采购、现货销售金额已经双双突破 2000 亿元，H121 仍保持 40%+ 的增速。截至 2021 年 8 月，期货行业做市规模已增长至 2019 年年初的 8.7 倍。

图 16: 期货行业大宗商品购销金额 (亿元)



资料来源: 中期协, 华金证券研究所

图 17: 期货行业做市业务保持快速增长 (亿元)

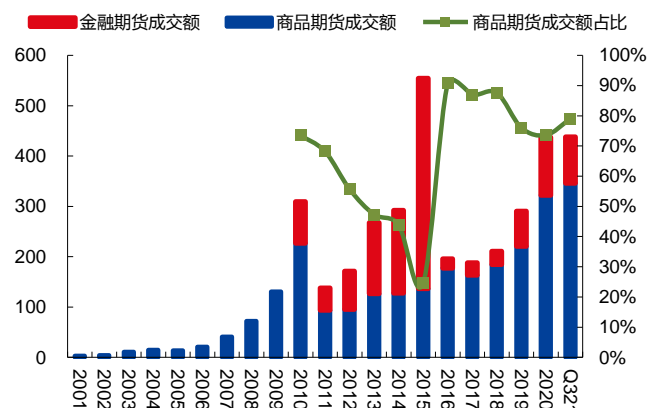


资料来源: 中期协, 华金证券研究所

### (三) 金融衍生品具备广阔发展空间

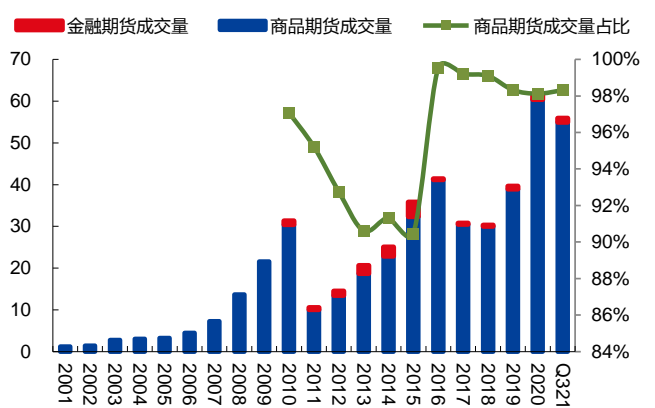
我国商品衍生品领跑全球，金融衍生品仍待发展且空间广阔。以 2019 年合约成交量计，全球排名前 10 的金属期货合约中国占 6 席，前 10 的农产品合约中国占 8 席。相比商品类衍生品的成熟发展，我国金融类衍生品就显得相形见绌。全球场内衍生品总成交量中，金融类占比 80%、商品类占比 20%，而中国恰与之相反，金融类占比仅 2%、商品类占比高达 98%。我们从两个角度判断我国金融衍生品的交易规模将持续扩大：1) 伴随我国资本市场改革推进，资产证券化率提高，金融相关风险管理需求增长，金融衍生品迎来发展机遇；2) 我国金融衍生品品种持续丰富。就全球来看，金融衍生品各品类成交量占比为：股指 (43%) > 个股 (23%) > 外汇 (9%) > 利率 (8%)。目前我国仅有股指期货、股指期权、利率期货三种金融衍生品且底层标的十分有限，如未来能够上线个股期货&期权、人民币外汇期货&期权、利率期权等产品，则金融衍生品市场发展空间值得期待。

图 18: 成交额占比: 商品期货近 80%, 金融期货约 20%



资料来源: Wind, 华金证券研究所

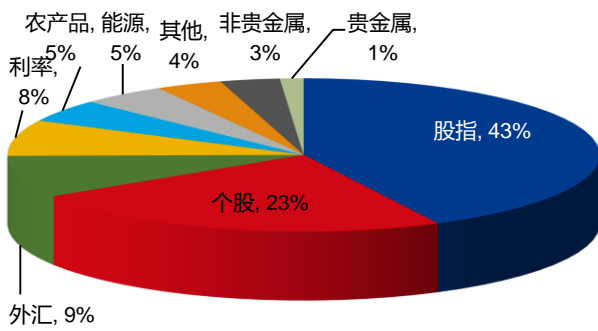
图 19: 成交量占比: 商品期货约 98%, 金融期货仅 2%



资料来源: Wind, 华金证券研究所



图 20: 2021 年 1-3Q 全球场内衍生品成交量占比 (%)



资料来源: FIA, 华金证券研究所

图 21: 我国场内衍生品已拥有品种

衍生品类别	期货	期权
股指	√	√
个股		
利率	√	
外汇		
商品	√	√

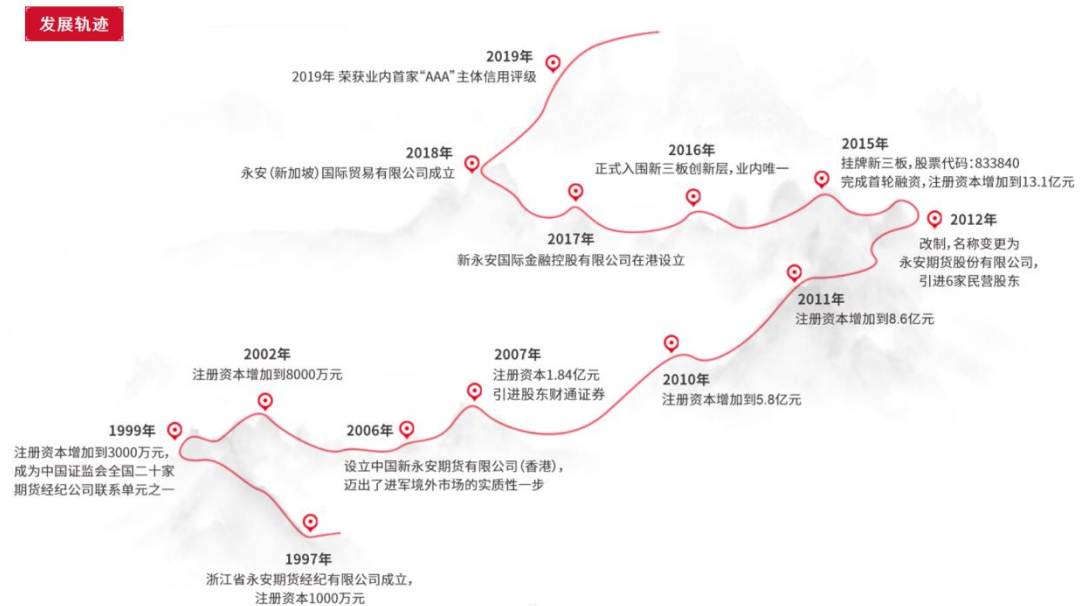
资料来源: 中期协, 中金所, 华金证券研究所

## 二、永安期货简介

### （一）公司简介及业绩构成

永安期货前身潮州金融咨询公司于 1992 年成立，1997 年更名为永安期货经纪有限公司，2012 年整体改制为永安期货股份有限公司。目前第一大股东为财通证券（直接持股 33.54%），实控人为浙江省财政厅（间接持股合计 70.84%）。公司自成立以来持续深耕期货行业，经过 20 余年发展业已成为行业翘楚：公司是中期协副会长单位，是业内唯一一家连续 11 年获得期货公司分类评价结果最高评级——AA 级的公司。公司在经纪、风险管理等期货主营业务上全面领先，净利润自 2014 年起连续位居行业榜首，盈利能力、资本实力强劲，是国内最具竞争优势的期货公司之一。

图 22：永安期货发展历程



资料来源：公司官网，华金证券研究所

公司主营业务涵盖经纪、资产管理、基金代销、风险管理、投资咨询、境外业务等板块，业务条线完备。经纪业务是最传统、最基础的业务，主要贡献手续费+利息收入；风险管理业务已逐渐成长为公司的核心业务，包含基差贸易、场外衍生品、做市业务三块；资管、代销是公司在财富管理业务方面的探索；投资咨询是为客户提供研究分析、交易策略，并收取服务费；境外业务主要是新永安金控（香港）、新永安资管（香港）、永安国际金融（新加坡）等子公司开展的证券、资管等综合业务。

表 2：永安期货业务条线

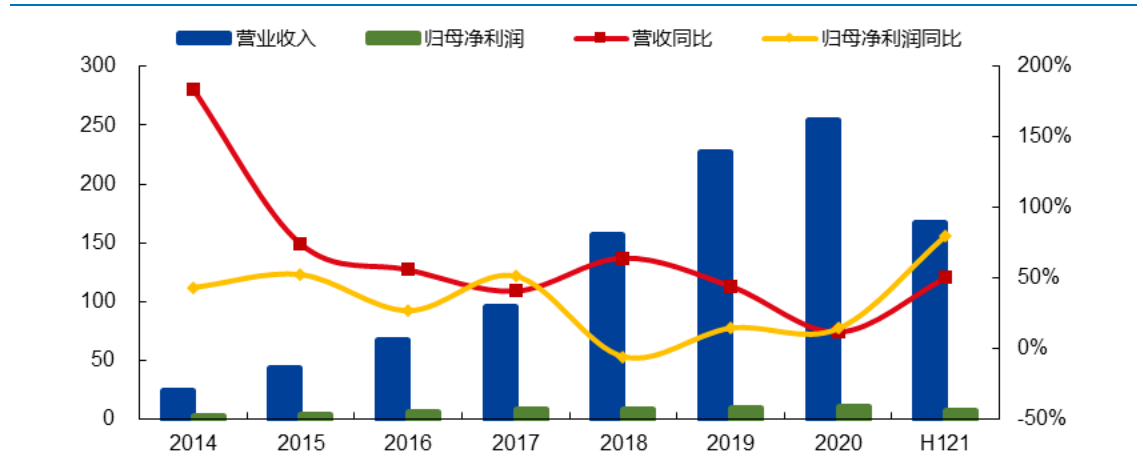
业务条线	主要业务内容	创收形式
经纪业务	代理客户进行交易和结算，是期货公司最基础的业务	手续费+利息收入：交易&交割手续费、交易所返还手续费，客户保证金利息收入
风险管理	基差贸易、场外衍生品及做市业务	基差贸易中的销售货物收入计入其他业务收入，基差贸易和场外衍生品业务处置衍生品的收益计入投资收益+公允价值变动损益，做市价差所得计入投

		资收益
资产管理	接受单一或特定的多个客户委托，运用客户委托资产进行投资	管理费+业绩报酬
基金销售	代理销售基金产品	代销收入+管理费、业绩报酬分成
投资咨询	为产业客户、机构投资者和普通投资者提供行业研究分析、交易策略咨询	服务费收入
境外业务	子公司在香港、新加坡等地开展证券、资管等综合业务	综合业务收入

资料来源：公司招股说明书，华金证券研究所

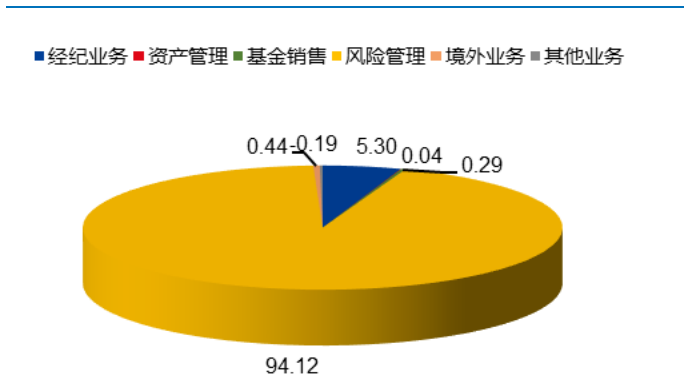
H121 公司实现营收 166.85 亿元、同比+50.38%，归母净利润 7.40 亿元、同比+80.24%。从业绩结构来看<sup>1</sup>，经纪、资管、基金销售、风险管理、境外业务、其他业务的收入占比为 5.30%、0.04%、0.29%、94.12%、0.44%、-0.19%，利润占比为 70.93%、0.37%、3.54%、22.86%、2.29%、0.01%。风险管理业务收入占比远超利润占比，主要因公司子公司永安资本开展基差贸易业务。基差贸易是一种运用期货的套期保值功能进行风险管理的业务形式，旨在服务实体经济，收入高、成本高、毛利低。经纪业务收入占比较低但利润占比高，是公司业务的基本盘。

图 23：永安期货历年营收及利润（亿元，%）



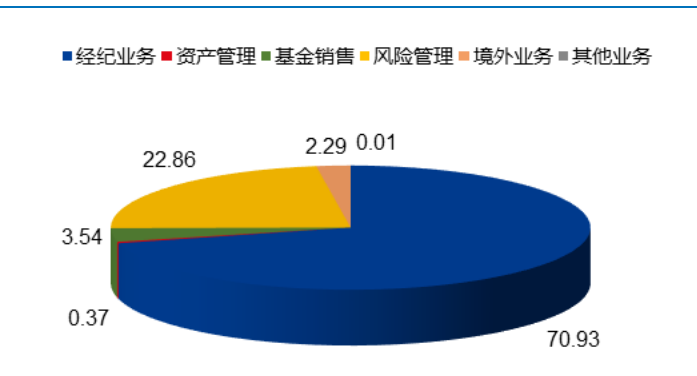
资料来源：Wind，华金证券研究所。营收计算使用全额法

图 24：H121 永安期货收入构成（%）



资料来源：Wind，华金证券研究所

图 25：H121 永安期货利润构成（%）



资料来源：Wind，华金证券研究所

<sup>1</sup>根据公司分部报告口径

## （二）永安期货与可比公司比较

期货业务同质化程度较高，故业内期货公司均可视为公司的可比公司。但由于大多数期货公司未上市，数据披露较少。为兼顾数据可得性和比较的全面性，我们先从盈利能力、资本实力、公司评级三个角度将永安期货与业内所有公司进行比较，再将永安期货与主要上市公司（瑞达、南华、海通期货、鲁证、弘业等）进行收入结构、盈利能力、利润增速等更为细致的比较。

### 1、净利润连年位居行业榜首，ROE 居行业前列

公司净利润自 2014 年起连年位居行业榜首。公司净利润从 2014 年的 3.1 亿元增至 2020 年的 11.5 亿元，与第二名的差距由 0.3 亿元扩大到 5.0 亿元。H121 期货公司净利润前三甲分别为永安期货（7.4 亿元）、中信期货（4.8 亿元）、国君期货（4.2 亿元）。

图 26：期货公司各年净利润及排名（亿元）

排名	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	H121
永安稳居第一	3.1	4.8	6.1	9.2	8.7	10.0	11.5	永安期货, 7.4
2nd	2.8	4.6	3.8	4.1	4.0	4.1	6.5	中信期货, 4.8
3rd	1.9	3.1	3.2	3.4	3.3	2.6	4.1	国君期货, 4.2
4th	1.6	2.6	3.1	3.3	3.3	2.3	3.7	银河期货, 3.6
5th	1.4	2.3	2.1	2.9	2.6	2.1	3.6	中信建投期货, 2.5
6th	1.3	2.3	2.1	2.4	2.2	2.0	2.8	东证期货, 2.4
7th	1.3	2.0	2.0	2.2	2.1	1.9	2.6	瑞达期货, 2.4
8th	1.3	1.9	1.9	2.1	2.0	1.8	2.5	上海大陆期货, 2.2
9th	1.2	1.8	1.9	1.9	1.9	1.7	2.5	海通期货, 2.1
10th	1.2	1.7	1.9	1.8	1.5	1.6	2.5	招商期货, 1.9

资料来源：Wind，华金证券研究所

公司各年度 ROE 均位于中大型期货公司前列，盈利能力优秀。考虑到净利润较小的公司往往经营不太稳定，ROE 波动程度大，不具备可比性，故我们选取各年净利润大于 1 亿元的公司进行比较。2015、16 两年，公司因在新三板挂牌，融资 17.505 亿元导致净资产提升 128.7%，ROE 被摊薄至 12%、13%，排名跌落至第 12、第 8。2017 年以后，公司盈利大幅增长，ROE 迅速回升至行业前三，并一度占据榜首。H121 中大型期货公司 ROE 前三甲为中信建投期货（11%）、瑞达期货（11%）、永安期货（9%）。

表 3：期货公司各年 ROE 及排名，标黄部分为永安期货 ROE (%)<sup>1</sup>

排名	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	H121
1st	38	40	19	27	15	17	27	中信建投期货, 11
2nd	18	28	19	18	15	15	17	瑞达期货, 11
3rd	15	20	17	17	14	14	15	永安期货, 9
4th	14	18	17	16	13	13	13	银河期货, 9
5th	13	16	15	16	12	11	13	方正中期期货, 8
6th	13	15	14	14	12	10	11	国泰君安期货, 7
7th	11	15	14	13	11	9	11	东证期货, 7
8th	11	15	13	13	10	9	10	海通期货, 7
9th	9	15	13	13	10	9	10	中信期货, 6
10th	9	14	13	13	10	8	9	广发期货, 6

<sup>1</sup>由于数据来自 Wind，而 Wind 只保留整数，故此处显示整数

11th                      14  
12th                      12

资料来源: Wind, 华金证券研究所

## 2、资本实力行业领先

考虑到 2018 年以后较多期货公司未披露净资产数据, 而净资产与净资产关系最为密切 (净资产=净资产-资产调整值+负债调整值-客户未足额追加的保证金+/-其他调整项), 因此我们选取净资产为资本实力的比较指标。公司新三板上市后资本实力显著增强, 业内仅中信期货能与公司互较高下。公司净资产在 2014 年仅 17.57 亿元, 2015 年上市后蹿升至 40.19 亿元, 自此牢牢占据行业前二的位置。H121 期货公司净资产前三甲为中信期货 (86.22 亿元)、永安期货 (85.26 亿元)、国君期货 (62.83 亿元), 中信、永安是唯一二净资产 80 亿元+的公司。

表 4: 期货公司各年净资产及排名, 标黄部分为永安期货净资产 (亿元)

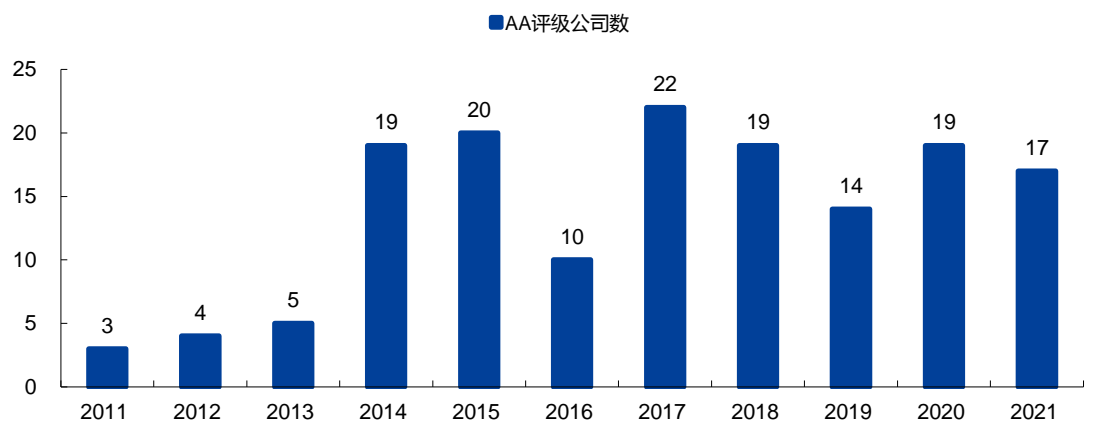
排名	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	H121
1st	25.91	40.19	47.67	63.63	59.72	68.64	80.60	中信期货, 86.22
2nd	25.91	30.49	38.96	55.61	41.01	65.31	77.98	永安期货, 85.26
3rd	21.63	27.49	33.12	38.61	39.35	40.14	61.48	国泰君安期货, 62.83
4th	21.59	23.18	28.72	36.77	30.38	34.84	48.59	招商期货, 42.66
5th	17.57	22.70	26.30	27.23	28.01	31.61	47.73	五矿期货, 40.89
6th	14.36	21.97	23.95	26.31	27.53	28.79	40.62	银河期货, 39.29
7th	14.13	21.53	22.57	25.93	27.40	27.85	35.66	申银万国期货, 36.29
8th	13.78	19.78	21.89	24.71	26.66	27.68	33.48	东证期货, 35.05
9th	13.55	18.20	20.49	24.66	26.26	27.58	30.96	广发期货, 32.26
10th	12.73	15.87	19.12	21.57	23.79	25.66	30.55	中粮期货, 31.69

资料来源: Wind, 华金证券研究所

## 3、评级: 连续 11 年获得最高 AA 评级的期货公司

永安期货是业内唯一一家连续 11 年获得 AA 评级的期货公司。评级高的公司业务开展具备优势: 1) 风险资本准备金率或期货投资者保障基金缴纳比例更低; 2) 更易获得新业务试点资格和增加业务种类。

图 27: 各年 AA 评级公司数量 (家)

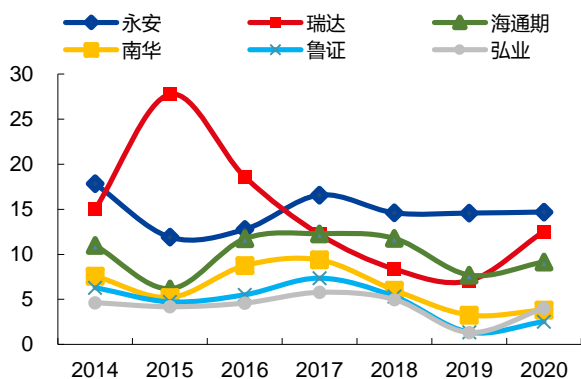


资料来源: Wind, 华金证券研究所

## 4、上市期货公司比较：永安 ROE 高、增速稳健、市值大

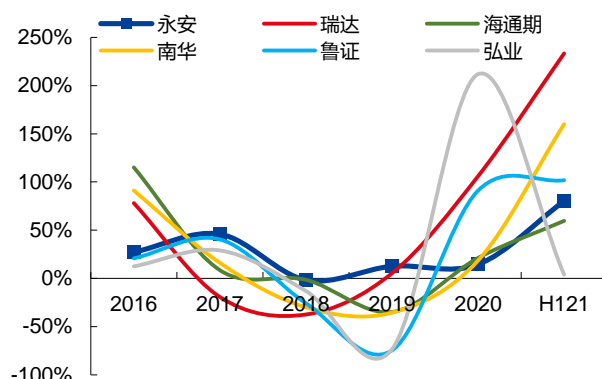
上市期货公司中，永安 ROE 高、归母净利润增速稳健。2015、16 两年，公司因在新三板上市 ROE 被摊薄，被瑞达超越；2017 年公司盈利大幅增长，ROE 反超瑞达重回榜首，并一直持续至 2020 年。相比于同业归母净利润增速大起大落，永安表现较为稳健，体量优势和业务布局是关键。

图 28：上市期货公司 ROE 比较 (%)



资料来源：Wind, 华金证券研究所

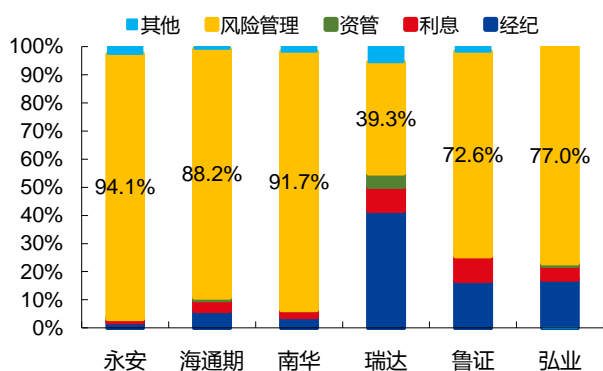
图 29：永安归母净利润增速较为稳健 (%)



资料来源：Wind, 华金证券研究所

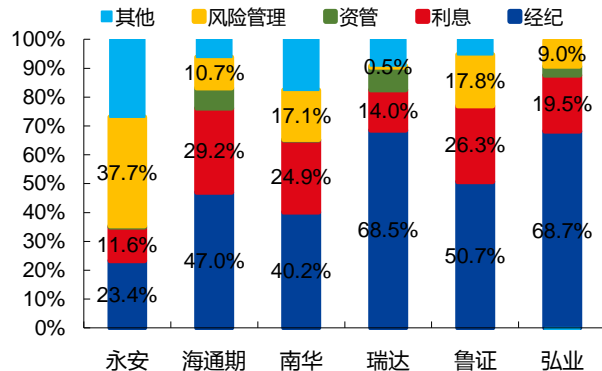
业务结构方面，经纪、利息、资管、风险管理为各期货公司主要收入来源。H121 除瑞达风险管理业务收入占比 39.3%以外，其余各公司占比均在 70%以上，其中永安占比 94.1%为上市公司最高。由于风险管理业务中销售货物收入、成本均过高，利润贡献较低，直接比较不利于更清晰地了解各公司业务结构，因此我们以销售货物毛利代替销售货物收入，将风险管理业务收入和营业收入进行调整后进一步分析。调整后风险管理业务收入<sup>1</sup>=原风险管理业务收入-销售货物成本，调整后营收<sup>2</sup>=原营收-销售货物成本。可以发现，经纪、资管、利息、风险管理是各公司最主要的收入来源。风险管理业务收入占比较调整前明显下降，但仍具重要性，其中永安的风险管理业务收入占比 37.7%，为上市公司最高。海通、瑞达的资管业务发展良好，收入占比明显较其他公司突出。瑞达、弘业经纪收入占比均超 65%，高于其他公司。

图 30：风险管理业务在各公司中收入占比较高 (%)



资料来源：各公司公告, 华金证券研究所

图 31：调整后各业务收入占比 (%)



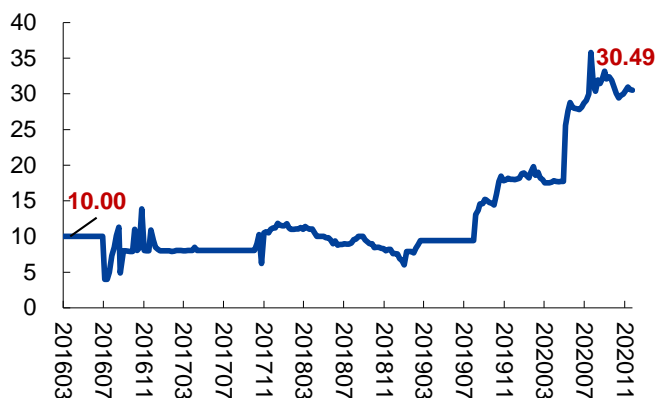
资料来源：Wind, 华金证券研究所

<sup>1</sup>调整后风险管理业务收入=原风险管理业务收入-销售货物收入+（销售货物收入-销售货物成本）=原风险管理业务收入-销售货物成本

<sup>2</sup>调整后营收计算公式与上同理

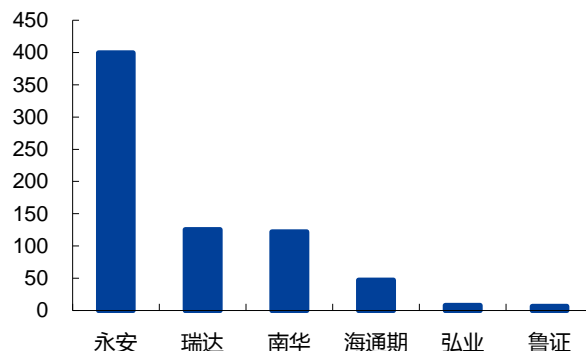
2015年10月公司在新三板挂牌上市，代码“833840.NQ”，是国内首批登陆资本市场的期货公司之一。2016年公司入选新三板精选层，挂牌的5年期间公司股价从10元/股升至30.49元/股。公司作为期货龙头，属稀缺标的，我们以2020年12月15日永安停牌的时间点进行对比，永安市值达399.42亿元、总市值为上市公司中最高。

图 32: 永安新三板上市期间股价走势图 (元)



资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 33: 永安停牌时各公司市值 (亿元)



资料来源: Wind, 华金证券研究所

永安期货的竞争优势集中于以下四点，下文将展开详述。

- 1) 永安业务布局良好，风险管理等创新业务逐渐成为新的利润增长点；
- 2) 期货行业营收、净利润增速波动大，永安等头部期货公司资本、品牌、客户储备等实力更强，有望受益于行业集中度稳步提升；
- 3) 永安销售人力行业第一、营业网点行业前列、研究实力突出，经纪、风险管理、资管、代销业务规模行业领先；
- 4) 永安本次募资后资本实力增强，有望推动业务进一步发展。

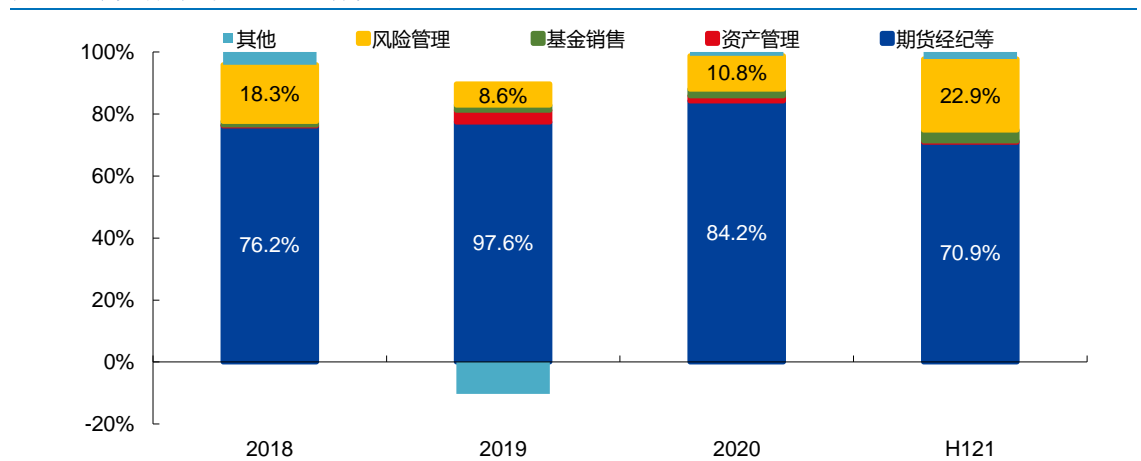
### 三、永安期货业务模式解析

#### (一) 主要业务：经纪、风险管理、资管与代销

收入及利润增量更多来自风险管理业务。2018年至H121，风险管理业务收入占比从89.7%逐年提升至94.1%，利润占比从18.3%升至22.9%。为更加清晰地了解公司收入结构，我们进行调整<sup>1</sup>，将销售货物成本从营收、风险管理业务收入中剔除。可以发现，风险管理业务收入占比从2018年的28.8%升至H121的37.7%，收入占比仍显著提高。经纪业务利润贡献最多但占比下降。2018年至H121，公司经纪业务收入利润占比从76.2%降至70.9%；

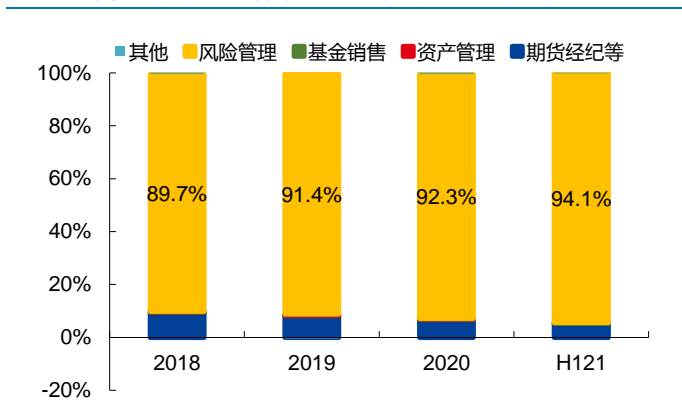
资管+代销是公司财富管理业务布局的主要抓手。2018年至H121，资管+代销收入占比在0.4%上下，利润占比由1.5%提升至3.9%，占比虽低但增长迅速。公司的销售人力多、投研团队实力强，资管业务发展基础实力硬。公司较早布局基金代销业务，主要与永安国富、凯丰投资等优秀管理人合作，管理费、业绩报酬分成有利于增厚公司业绩。

图 34：永安利润主要由经纪业务贡献（%）



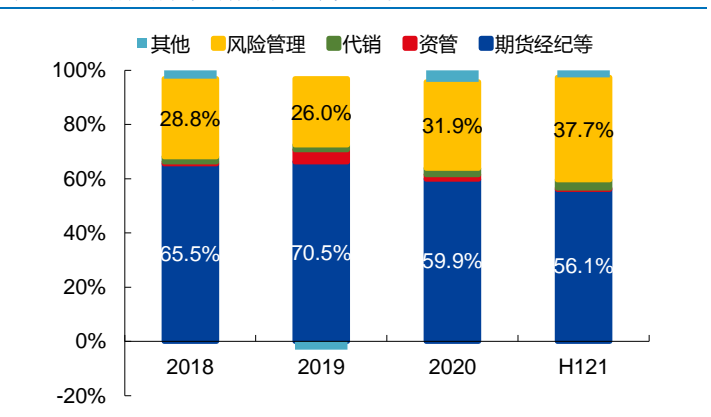
资料来源：公司公告，华金证券研究所

图 35：永安风险管理业务收入占比最高且仍逐年提升（%）



资料来源：Wind，中期协，华金证券研究所

图 36：剔除销售货物成本后永安各收入占比（%）



资料来源：Wind，中期协，华金证券研究所

<sup>1</sup>原口径为公司分部报告口径。调整后营收=原营业收入-销售货物成本，调整后风险管理业务收入=原风险管理业务收入-销售货物成本

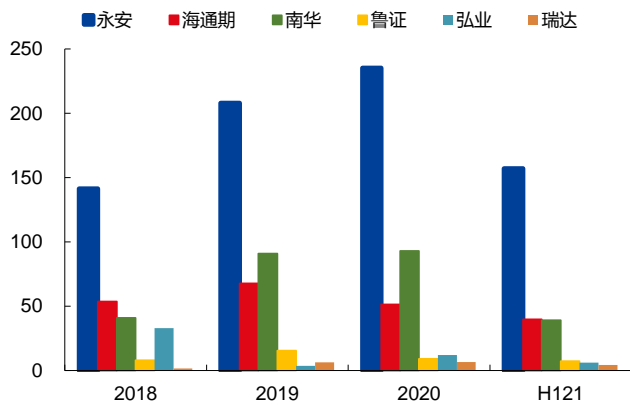


## （二）风险管理：成长中的核心业务

### 1、风险管理业务概述

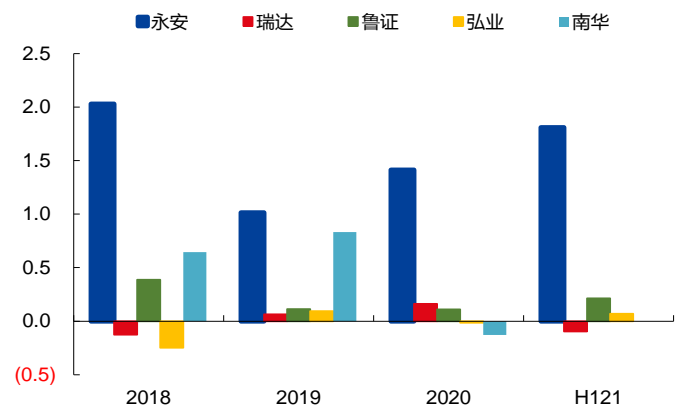
公司风险管理业务规模遥遥领先于其他上市期货公司。H121 公司风险管理业务收入 157.04 亿元、利润 1.81 亿元，收入和利润均遥遥领先海通期货、南华、瑞达等公司。公司在 2013 年即获得中期协备案允许开展风险管理业务，是最早布局风险管理业务的期货公司之一。

图 37：公司风险管理业务收入遥遥领先（亿元）



资料来源：公司招股说明书，各公司公告，华金证券研究所

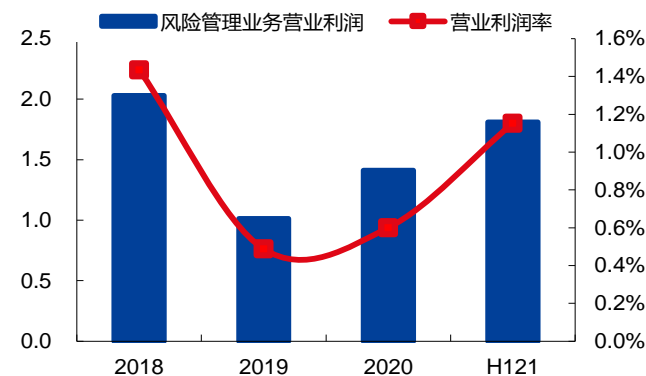
图 38：公司风险管理业务营业利润遥遥领先（亿元）



资料来源：公司招股说明书，各公司公告，华金证券研究所

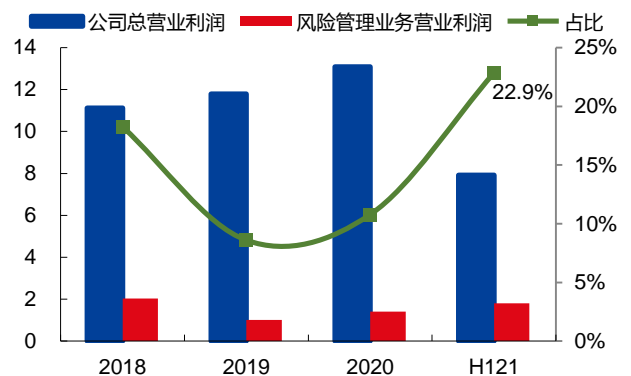
风险管理业务发展渐入佳境，业务地位日益上升。2019 年以来，公司风险管理业务营业利润由 1.01 亿元提升至 1.81 亿元，营业利润率由 0.49% 提升至 1.15%，占公司总营业利润比重由 8.6% 提升至 22.9%，风险管理业务已成长为重要利润来源。风险管理业务规模庞大，利润率的轻微变动也会对净利润产生重大影响，以 H121 为例，风险管理业务营业利润率+1pct，则公司净利润+1.57 亿元、+21.22%。

图 39：公司风险管理业务营业利润率稳步提升（亿元，%）



资料来源：公司公告，华金证券研究所

图 40：风险管理业务营业利润占比已稳步提升至 22.9%（亿元，%）



资料来源：公司公告，华金证券研究所

风险管理业务主要由风险管理子公司永安资本开展，主要包括基差贸易、场外衍生品、做市业务三个板块。基差贸易是指在现货市场进行买卖资产的同时开立期货等衍生品合约对冲价格风险，赚取基差变动的收益。场外衍生品业务是指在场外市场直接交易场外衍生品，并在场内市场

进行风险对冲，目前场外期权占主导。做市业务是指同时提供所做市品种买卖双方的报价，赚取价差，此外交易所还会给予一定额度的手续费返还。因此，三种业务的主要盈利模式可简述如下：

- 基差贸易业务毛利=现货购销价差+期货等衍生品的投资收益&公允价值变动。
- 场外衍生品业务毛利=期权费-对冲费用=衍生品投资收益&公允价值变动。
- 做市业务毛利=做市品种买卖差价=衍生品投资收益。

综上，风险管理业务毛利=现货购销价差+衍生品投资收益&公允价值变动。

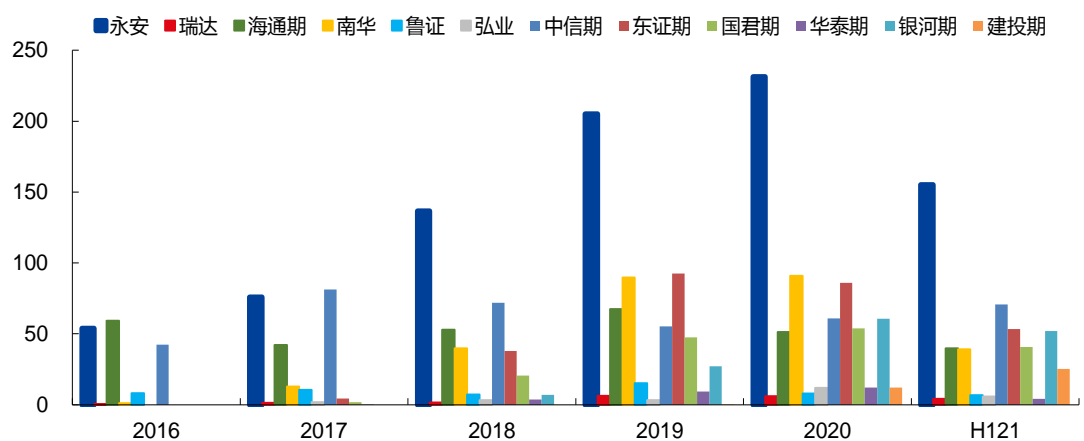
## 2、基差贸易：永安遥遥领先同业

基差贸易业务是指以“期货价格+基差”为定价方式的现货贸易，主要客户是大宗商品相关产业链的实体企业，基差贸易可以帮助其将商品绝对价格波动风险转化为较小的基差波动风险，因此对其价格、产销、库存等管理具有积极意义。

期货公司基差业务核心竞争力包括：1) 展业时间与业务流程。基差贸易由于涉及金额大、产业客户多，对手盘违约风险大，需要较长时间来积累有效客户和排除客户信用风险，此外还需要严格的业务流程来控制风险；2) 投研实力。基差变动的方向如与公司预期不一致，基差贸易业务便会产生亏损，因此对期货、现货价格的研究尤为重要。

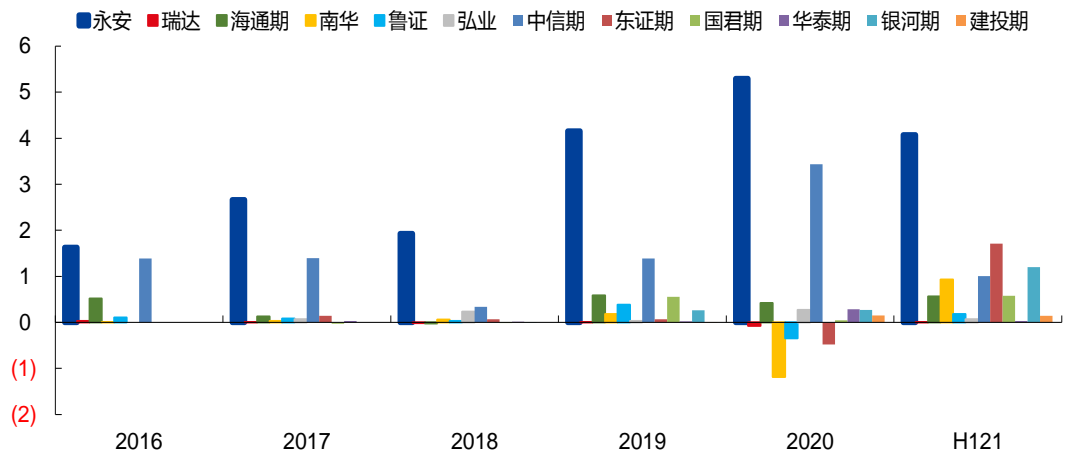
永安基差贸易中的销售货物收入占营收比重超 90%、销售货物成本占营业支出比重近 95%，业务规模庞大，销售货物收入、毛利在业内均处绝对领先地位。H121 公司以销售货物收入 155.17 亿元、毛利 4.07 亿元独成一档，遥遥领先同业；中信期货、东证期货、银河期货等以收入 50 亿元+、毛利 1 亿元+居第二档；海通期货、南华期货、国君期货等以收入 25 亿元+、毛利 0.5 亿元+居第三档；其他公司居第四档。我们判断永安领先的原因在于：1) 公司在浙江省内深耕多年，浙江地区工商业发达，公司积累了大量优质客户。根据公司招股说明书，公司各年基差贸易前五大客户绝大部分来自浙江；2) 研究能力突出，投研优势将客户积累转化为产出；3) 永安对基差贸易等风险管理业务布局较为重视，受益于行业风险管理业务发展迅速与政策支持，永安业务规模发展较快。

图 41：公司销售货物收入在业内处绝对领先地位（亿元）



资料来源：各公司公告，华金证券研究所。未上市期货公司数据来自其券商母公司报表

图 42: 公司销售货物毛利远超同业 (亿元)



资料来源: 各公司公告, 华金证券研究所。未上市期货公司数据来自其券商母公司报表

永安涉足基差贸易较早, 2012 年证监会放宽期货公司风险管理公司经营业务范围伊始, 永安期货即联合九三油脂开展豆粕基差交易推广。

**具体案例:** 2017 年, 永安资本与西王特钢试点铁矿石基差贸易。基差交易主要采用买方点价模式, 以买入低估的现货盘面、卖出高估的现货为主要逻辑。双方于 2017 年 10 月 26 日签署 5 万吨基差贸易合同, 合同约定永安资本按照大商所铁矿石期货盘面价格加 10 元/吨, 作为 pb 粉青岛港湿吨交货价格, 交货数量为 5 万吨。

西王特钢 2017 年 11 月 9 日先尝试点价 1 万吨, 点价价格 473.5 元/吨, 后续随着价格上涨, 又于 12 月 12 日和 12 月 13 日分别在 500 元/吨、496.5 元/吨的价位各点价 1 万吨。之后, 因预期后期行情可能会出现变化, 西王特钢于 12 月 25 日和 12 月 26 日分别完成 1 万吨点价, 点价价格分别为 495 元/吨和 501.5 元/吨。永安资本平均建仓成本为 493.3 元/吨, 交货价格为 503.3 元/吨。现货买入的同时, 永安资本会在期货市场卖出期货, 做相应的保值操作。在交货截止日期的前一周, 永安资本分别在 500 元/吨、492.5 元/吨、493.7 元/吨和 485.6 元/吨四个价位逐步平仓, 并于 2018 年 1 月初将 5 万吨相应通关货物交付西王特钢。

通过基差贸易, 西王特钢拿到了比点价当天港口现货更有优势的价格, 降低了采购成本; 并且只需要支付 20% 的保证金就可锁定一批远期现货, 提高了采购资金的利用效率。同时, 双方通过大商所铁矿石期货, 利用基差点价方式定价, 回避了汇率波动风险。

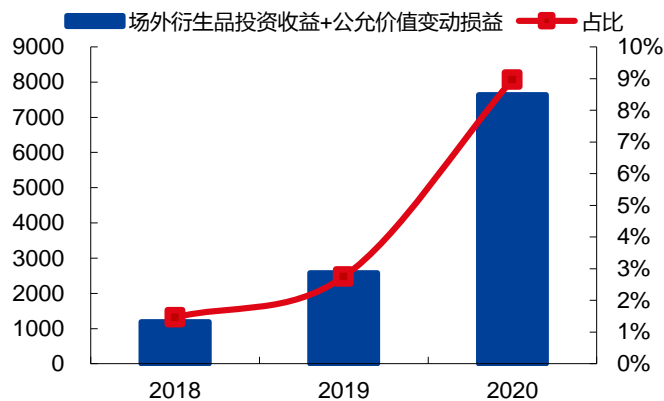
### 3、场外衍生品: 业务规模快速扩张, 永安目前居上市公司首位

场外衍生品主要满足客户的个性化风险管理需求, 产品定价能力是关键。根据公司招股说明书, 2018-2020 年公司场外衍生品业务投资收益+公允价值变动损益分别为 1192.11、2580.57、7637.82 万元, 占公司总投资收益 (投资净收益+公允价值变动损益-联合合营投资收益) 比例为 1.5%、2.8%、9.0%, 占比提升迅速。

期货公司持有衍生品的浮盈计入衍生金融资产、浮亏计入衍生金融负债, 我们可以用衍生金融资产/负债规模来大致比较各公司衍生品相关业务规模。永安自 2019 年以来业务规模快速扩

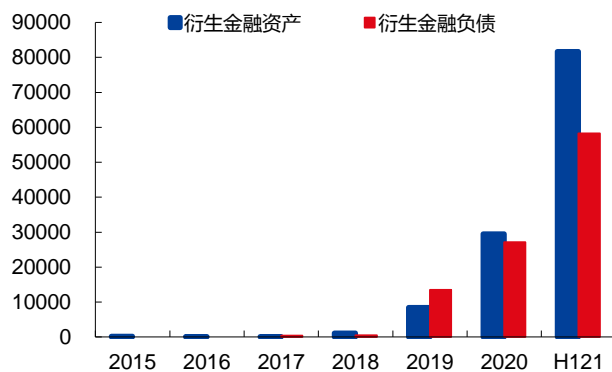
张，H121 衍生金融资产、负债分别为 8.17 亿元、5.83 亿元，居上市公司首位。上市公司中，南华发展场外衍生品业务较早、规模较大，但已于 H121 被永安超越。其余各上市公司业务规模已远不及永安、南华两家公司。

图 43: 场外衍生品投资收益+公允价值变动及占比 (万元, %)



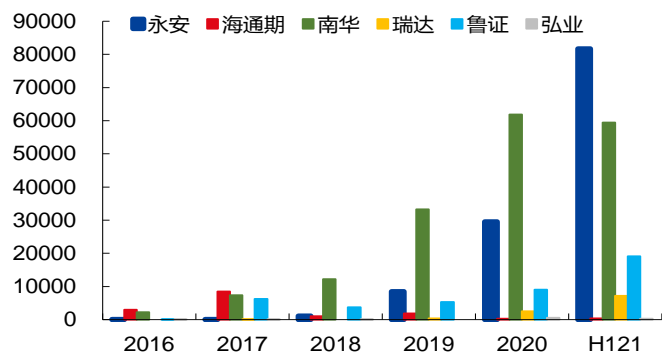
资料来源: 公司招股说明书, 华金证券研究所

图 44: 公司衍生金融资产及衍生金融负债 (万元)



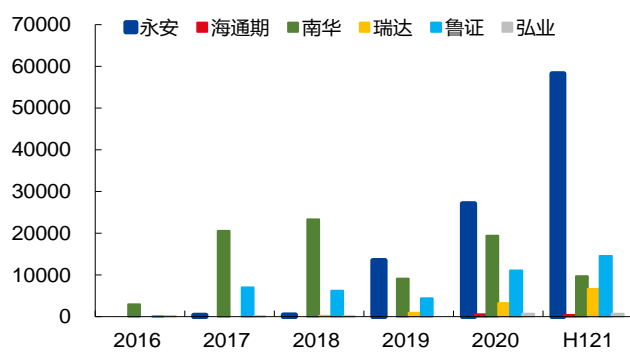
资料来源: 公司公告, 华金证券研究所

图 45: 各公司衍生金融资产对比: H121 永安超南华 (万元)



资料来源: 各公司公告, 华金证券研究所

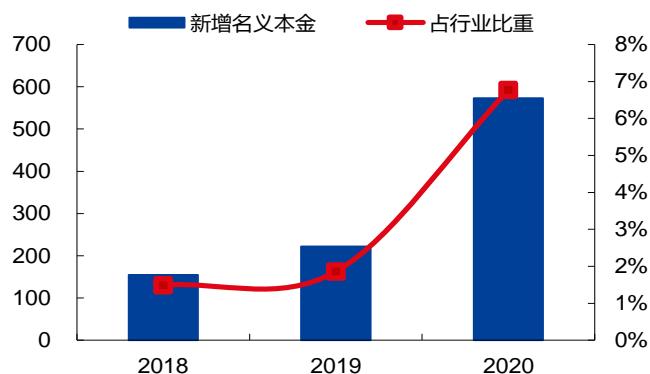
图 46: 各公司衍生金融负债对比 (万元)



资料来源: 各公司公告, 华金证券研究所

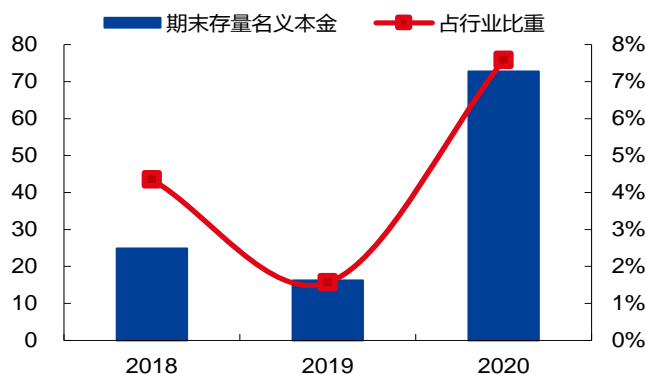
从场外衍生品名义本金角度也能发现公司业务规模扩张迅速。2018 至 2020 年，永安新增名义本金由 154.26 亿元升至 572.63 亿元、占期货行业新增名义本金比重由 1.5% 升至 6.8%；期末存量名义本金由 24.86 亿元升至 72.74 亿元，占行业比重由 4.4% 升至 7.6%。

图 47: 永安新增名义本金及在行业中占比 (亿元, %)



资料来源: 公司招股说明书, 中期协, 华金证券研究所

图 48: 永安期末名义本金存量及在行业中占比 (亿元, %)



资料来源: 公司招股说明书, 中期协, 华金证券研究所

**具体案例：**2015年，永安期货与四平天成<sup>1</sup>探索实施“粮食银行+场外期权”的创新模式，首批试点品种为玉米，数量为10000吨。四平天成与当地农户签订“粮食银行”协议。协议约定，农户将粮食交给四平天成，并按当日挂牌价格收取企业10%预付款，交粮后一个月时间内，农户可选择任一结算日价格进行结算。如果价格下跌，“粮食银行”按照送粮日价格与农户结算；如果价格上涨，则按照点价时价格结算。

粮食银行为解决其面临的价格下跌风险，在点价前后两次与永安资本合作通过场外期权转移价格下跌风险。四平天成粮食银行分别于2015年11月11日、2016年4月22日与永安资本签订期限为30天、标的物分别为c1601、c1701合约，执行价格分别为1899元/吨、1540元/吨的欧式场外看跌期权协议。第一次场外期权保值由于期货价格上涨，高于执行价格，粮食银行未行权，粮食银行支付权利金11.61万元，同时获得现货价格上涨收益并支付给农户。第二次场外期权保值由于期货价格下跌低于执行价格，粮食银行行权，获得永安资本赔付4万元，对冲现货损失3.5万元后盈利0.5万元。

永安资本在两次与四平天成粮食银行签订场外期权协议后，通过在期货市场复制场外期权，将四平天成粮食银行转嫁的风险转移到期货市场中。在第一次对冲中，永安资本收取粮食银行权利金11.61万元，期货对冲损益-9.71万元，期货交易手续费支出0.05万元，最终实现累计收益1.84万元；第二次对冲永安资本收取权利金8万元，期货对冲损益-2.02万元，期货交易手续费支出0.11万元，最终实现累计收益5.87万元。该项目中两次对冲中共实现收益7.71万元。

#### 4、做市业务：重资本业务，永安做市规模提升迅速

做市业务需以自有资金投入赚取价差，永安拥有竞争优势。行业整体的做市规模增长较快，截至2021年8月，期货月度做市成交额近1.8万亿、期权超150亿。根据公司招股说明书，永安2018-2020期货做市成交额分别为103.06、661.46、3979.90亿元，期权做市成交额分别为6.76、4.18、16.65亿元，做市规模占行业比重已由0.4%升至3.2%。

我国期货交易所自2017年引入做市商制度，截至2020年12月，期货+期权做市品种合计达66个，其中期货品种44个、期权品种22个。交易所为新推出或交易不活跃的期货期权品种引入做市商，旨在增加流动性，促进期货市场更好地发挥价格发现、套期保值功能。做市商通过买卖报价间的差价赚取相对稳定的收益。

以郑商所为例，郑商所每日结算后发布相关数据的统计，使得做市商能第一时间根据当日交易情况调整做市策略，根据市场变化提供报价。同时，郑商所还设置了相应豁免条款，如某品种主力合约封板，相应品种的其余月份做市合约也能获得报价义务豁免，避免做市商在极端行情中“助涨助跌”，扼制过度投机。此外，交易所在交易手续费返还时也会参考期货公司做市情况进行调整，以促进期货公司参与做市的积极性。

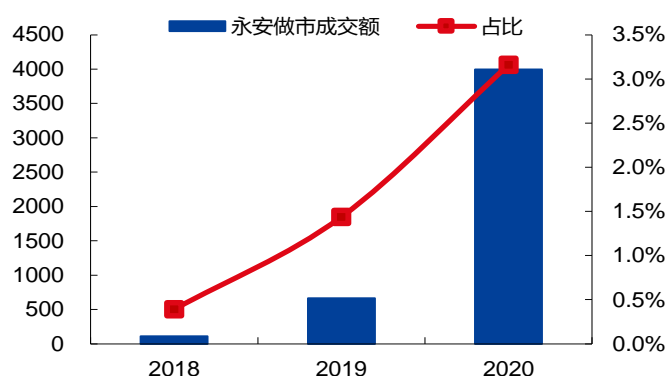
开展做市商业业务，期货公司需首先取得交易所\*\*（品种）做市商资格。根据中国金融期货交易所发布的《中国金融期货交易所做市商管理办法》，申请国债期货做市商资格，应当具备七大

<sup>1</sup>四平天成玉米开发有限公司建于2005年4月，是国家级农业产业化重点龙头企业、吉林省内规模最大民营淀粉加工企业、吉林省最大的淀粉贸易销售企业。

条件<sup>1</sup>: 1) 净资产不低于人民币 5000 万元; 2) 具有专门机构和人员负责做市交易, 做市人员应当熟悉相关法律法规和交易所业务规则; 3) 具有健全的做市交易实施方案、内部控制制度和风险管理制度; 4) 最近三年无重大违法违规记录; 5) 具备稳定、可靠的做市交易技术系统; 6) 具有交易所认可的交易、做市或者仿真交易做市的经历; 7) 交易所规定的其他条件。需经过提交材料、初审评分、专项检查、特殊场景测试、现场答辩、资格确定六个步骤。永安资本几乎在各做市期货、期权品种取得了首批做市商资格。

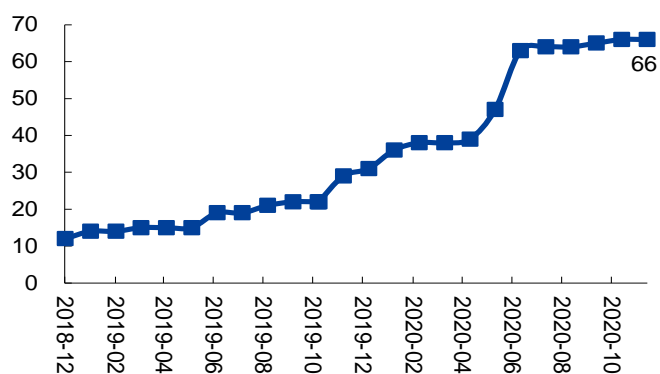
伴随期货业新品种扩容提速, 做市品种有望持续增加, 推动做市规模持续扩大, 资本实力强的公司有望受益。永安本次募资前资本实力已位居行业前列, 募资后资本实力增强, 在做市业务等重资本业务上的优势或将进一步体现。

图 49: 公司做市规模及占行业比重 (亿元, %)



资料来源: 公司招股说明书, 中期协, 华金证券研究所

图 50: 2020 年底期货+期权做市品种增至 66 个<sup>2</sup>



资料来源: 中期协, 华金证券研究所

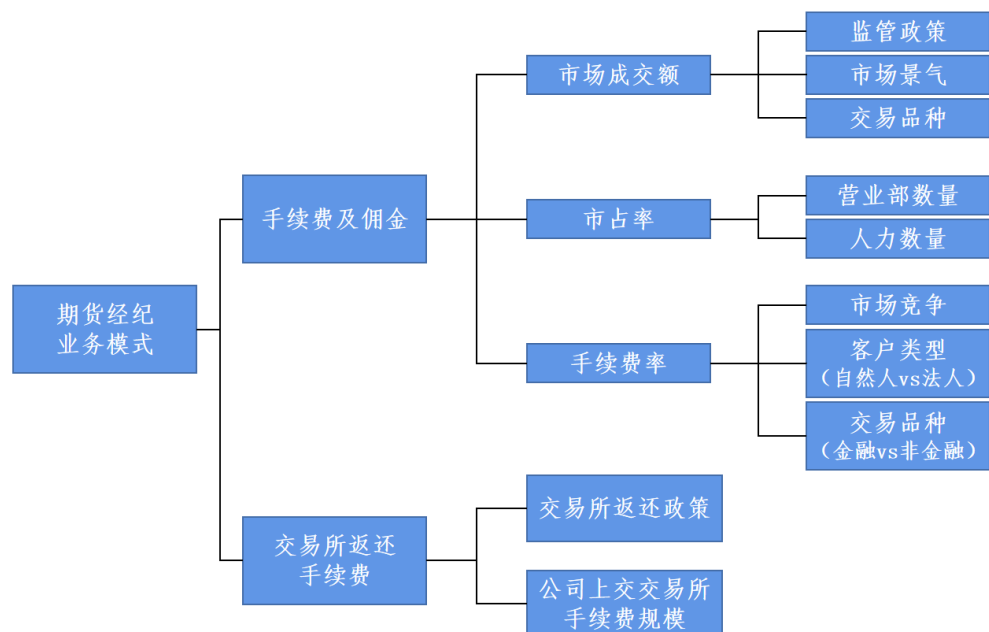
<sup>1</sup>商品期货做市商要求与此基本相同

<sup>2</sup>中期协 2021 年起未再披露做市品种

### （三）经纪业务：业务基本盘，稳健程度优于同业

经纪业务是公司基本盘，不仅能以手续费及佣金收入+交易所减收手续费+客户保证金存款利息收入等形式创收，还能作为获客窗口哺育公司其他业务发展。

图 51：经纪业务收入受多种因素影响



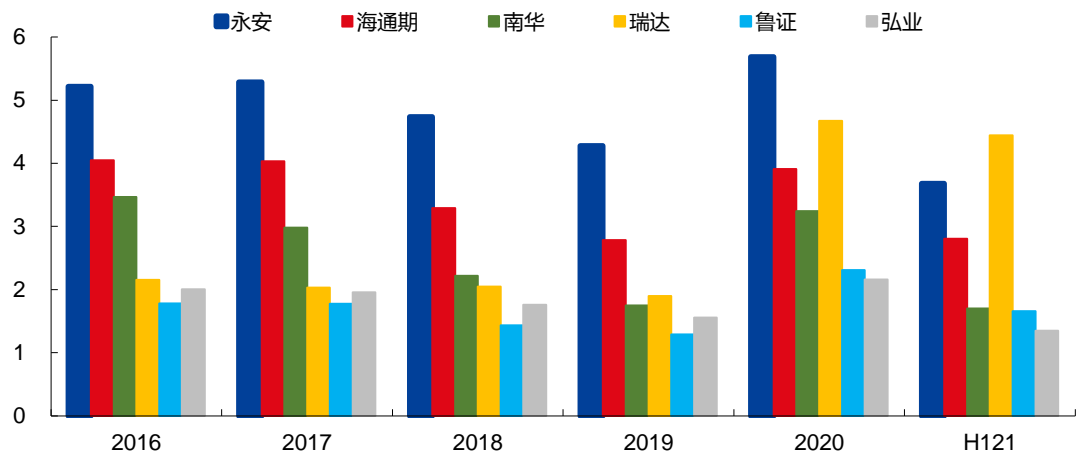
资料来源：华金证券研究所

经纪业务收入=经纪手续费收入+交易所返还手续费=市场交易规模\*市占率\*佣金率+交易所返还手续费。各个影响因素细分来看：1) 市场交易规模主要受监管政策、市场景气度、交易品种丰富度影响；2) 当前期货公司仍以线下获客为主，市占率主要受公司营业部数量及开设地域、券商 IB 渠道、居间人数量及质量影响；3) 行业平均佣金率主要由行业竞争状况决定，各家公司因客户类型不同、侧重交易的品种不同，佣金率也不同；4) 交易所返还手续费目前并无统一标准，主要受交易所当期返还政策和期货公司上交交易所手续费规模影响。5) 另外，客户保证金存款利息收入是经纪业务的衍生收入，其已成长为期货公司的一块支柱性收入。

综上，经纪业务收入面临的不确定因素较多，永安的优势在于：1) 规模大：经纪手续费收入+交易所返还手续费+利息净收入处上市公司首位，客户保证金规模在上市期货公司中仅次于海通期货；2) 冲击小：交易规模、佣金率、交易所返还手续费、利率等不确定性因素对经纪业务收入产生不利影响时，永安营收、净利润遭受的冲击基本都是最小的；3) 区位优：永安在浙江设有最多分支机构，浙江地区经济发达、期货交易需求旺盛，利于期货公司发展。

公司经纪业务收入规模稳居行业前列。2016-2020 年，公司并且是唯一一家连年实现 4 亿元+经纪业务收入的上市期货公司，稳居上市期货公司首位；H121，瑞达期货因市占率、佣金率同时提升，经纪业务收入达到 4.44 亿元，暂时领先公司的 3.68 亿元。

图 52: 上市期货公司经纪业务收入 (亿元, 含经纪手续费收入+交易所返还手续费)

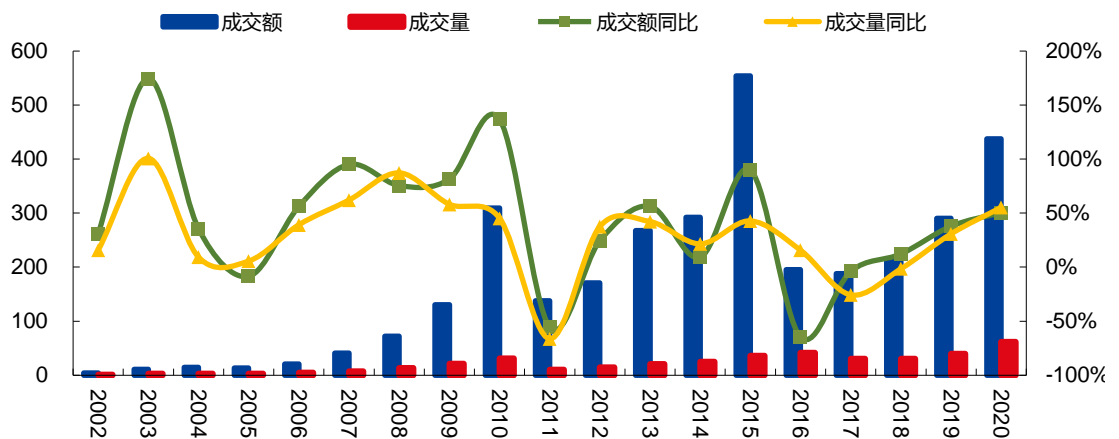


资料来源: 各公司公告, 华金证券研究所

## 1、市场交易规模: 总体呈放大趋势, 新品种上市提速

期货行业交易规模年复合增速高, 但各年增速差异较大。2001 年至 2020 年, 我国期货市场成交额从 3.02 万亿元增至 437.53 万亿元、CAGR 达 29.95%, 成交量从 1.20 亿手增至 61.53 亿手、CAGR 达 23.00%。交易规模跌幅较大的主要有 2011、2016 两年, 2011 年是因为宏观经济影响, 欧元区和美国债务危机导致的恐慌背景下大宗商品价格与股指期货价格下行, 并造成交易萎缩; 2016 年是因为股指期货遭遇强监管后交易量急剧萎缩。

图 53: 期货行业成交量、成交额总体呈现上升趋势 (万亿元、亿手、%)

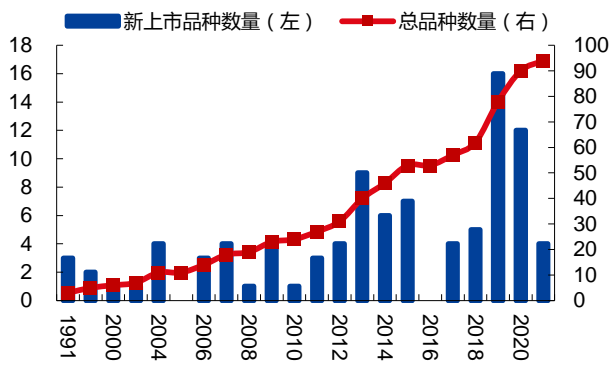


资料来源: Wind, 华金证券研究所

期货服务实体经济的功能愈发受到政策重视, 推动品种扩容提速。截至 2021 年 9 月, 我国上市期货+期权品种共 94 个。证监会在 2014 年发布《关于进一步推进期货经营机构创新发展的意见》中指出, 要发挥期货经营机构的风险管理、价格发现、激发市场活力等功能, 增强实体经济服务能力。2014 年以来, 我国累计推出 54 个期货+期权新品种, 数量占比达 57.45%, 扩容明显提速。诚然, 并非所有新品种上市后都能保持交易活跃, 但部分大品种 (比如原油、纯碱、不锈钢等) 因为交易需求大, 交易活跃度可持续。因此我们判断新品种扩容将推动市场交易规模稳步扩大。

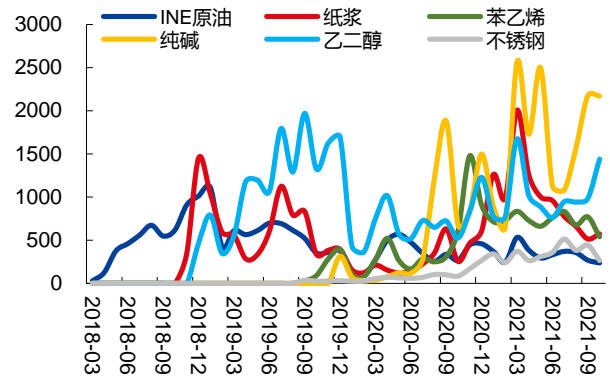


图 54：近年来我国衍生品品种扩容提速（个）



资料来源：Wind，中期协，华金证券研究所

图 55：近年来上市后成交保持活跃的品种（万手）

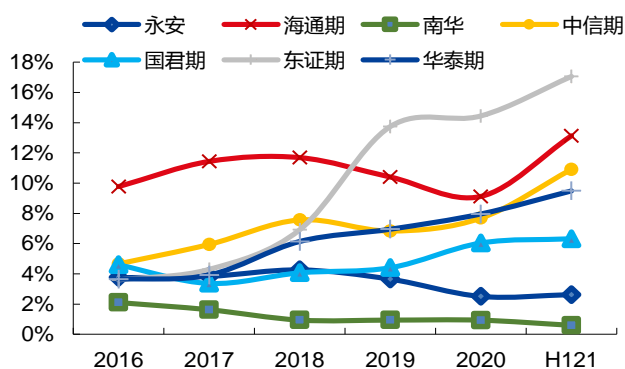


资料来源：Wind，华金证券研究所

## 2、市占率：获客渠道是基础

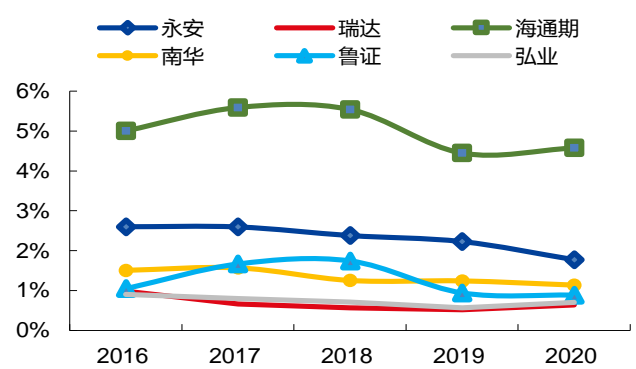
上市期货公司中，永安代理交易量、交易额市占率仅低于海通期货。2016 年起至今，公司交易量市占率保持在 2.5%-4% 之间，低于海通期货的 10% 上下；交易额市占率在 2-2.6% 之间，低于海通期货的 4.5%-5.5% 之间。A 股上市的瑞达、南华，代理交易量、交易额市占率均低于公司。海通期货是一家全国性的大型期货公司，品牌较大且经纪业务布局广、实力强，因此市占率较高。永安市占率呈逐年小幅下降态势，2020 年交易量市占率为 2.5%、交易额市占率为 1.8%。我们判断永安市占率下降的原因有：1) 公司居间人数量下降较快。根据公司招股说明书，公司居间人数量从 2018 年的 219 人下降到了 2020 年的 120 人；2) 部分大券商的期货子公司（中信期货、东证期货、华泰期货、国君期货等）近年来市占率提升较快，挤占了公司市占率。

图 56：主要期货公司交易量市占率（%）



资料来源：Wind，华金证券研究所

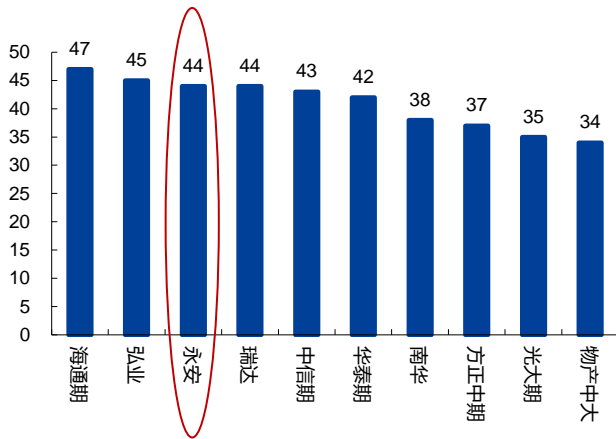
图 57：上市期货公司交易额市占率（%）



资料来源：各公司公告，华金证券研究所。H121 部分公司未披露交易额

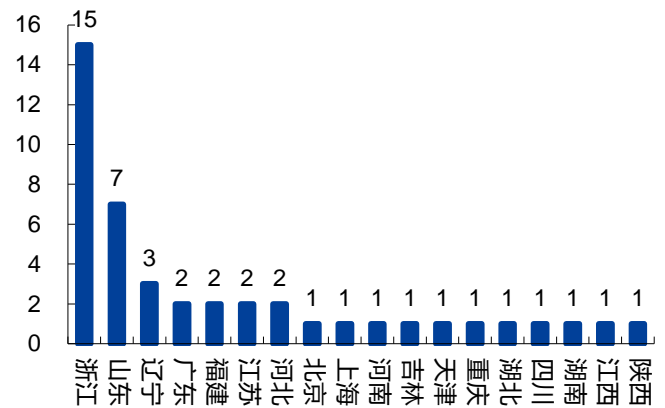
期货行业目前仍以线下展业为主，分支机构数量及开设地域、券商 IB、居间人数量及质量等获客渠道较为重要。截至 H121，海通期货拥有分支机构数量最多，达 47 家；永安期货拥有 44 家，居行业第 3。前文已述期货公司经营地域效应较为明显，分支机构开设地域的经济发展、金融发展、客户类型等客观差异，决定了当地期货交易需求不同。永安在浙江设立分支机构最多，2020 年单个分支机构平均交易额 3527.80 亿元；海通在上海设立分支机构最多，上海经济金融发展成熟、客户期货交易需求大，故单个分支机构平均交易额 8520.78 亿元，远超同业；瑞达在福建设立分支机构最多，福建地区经济金融发展条件不及上海、浙江等地区，因此单个分支机构交易额仅 1269.85 亿元，故即使瑞达分支机构数量与永安相同，市占率也远低于永安。

图 58: 永安期货拥有 44 家分支机构, 排名行业第 3 (个)



资料来源: 公司公告, Wind, 华金证券研究所

图 59: 永安期货在浙江设立最多分支机构 (个)



资料来源: 公司公告, 华金证券研究所

表 5: 交易市占率与分支机构数量及设立地域密切相关 (以 2020 年数据计算得出)

	交易额市占率	分支机构数量 (个)	分支机构平均交易额 (亿元/个)	设立最多分支机构的区域
海通期	4.58%	47	8520.78	上海
永安	1.77%	44	3527.80	浙江
鲁证	0.89%	29	2672.57	山东
南华	1.14%	38	2618.07	浙江
弘业	0.70%	45	1369.53	江苏
瑞达	0.64%	44	1269.85	福建

资料来源: 各公司公告, 华金证券研究所

### 3、佣金率: 行业平均佣金率现企稳迹象

公司佣金率呈逐年下降势, 金融期货佣金率低于非金融期货、法人佣金率低于自然人客户。2018-2020 年, 公司佣金率从万分之 0.142 降至万分之 0.087。分品种来看, 金融期货从万分之 0.032 降至万分之 0.025、非金融期货从万分之 0.156 降至万分之 0.116; 分客户类型来看, 自然人客户从万分之 0.205 降至万分之 0.133、一般法人客户从万分之 0.082 降至万分之 0.039、特殊法人从万分之 0.059 降至万分之 0.033。

表 6: 永安期货佣金率

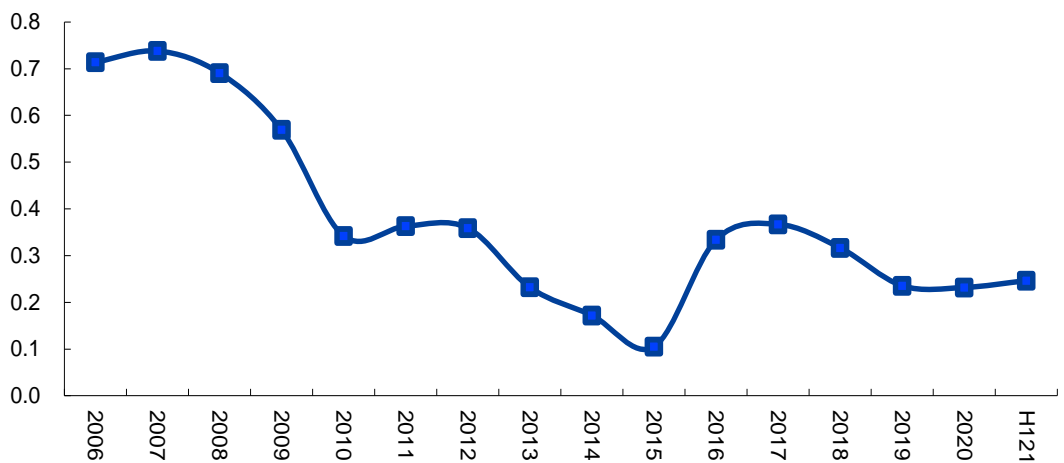
划分标准	划分类别	2018 年度	2019 年度	2020 年度	
		佣金率 (万分之)	佣金率 (万分之)	佣金率 (万分之)	
客户类型	金融期货	自然人	0.0551	0.0529	0.0440
		一般法人	0.0185	0.0075	0.0074
		特殊法人	0.0208	0.0121	0.0129
		合计	<b>0.0323</b>	<b>0.0256</b>	<b>0.0247</b>
	非金融期货	自然人	0.2161	0.1677	0.1611
一般法人		0.0868	0.0626	0.0536	
特殊法人		0.0677	0.0592	0.0488	
合计		<b>0.1564</b>	<b>0.1244</b>	<b>0.1164</b>	
合计	自然人	0.2047	0.1467	0.1332	

一般法人	0.0818	0.0499	0.0390
特殊法人	0.0581	0.0385	0.0329
合计	<b>0.1422</b>	<b>0.0965</b>	<b>0.0871</b>

资料来源：公司招股说明书，华金证券研究所

**2015 年之前行业平均佣金率下降幅度大、速度快，2019 年以来现企稳迹象。**下降原因：1) 期货公司经纪业务同质化程度高，价格战成主要竞争手段，于行业而言便会造成整体佣金率下降；2) 金融期货佣金率更低，伴随其交易规模占比提升，行业平均佣金率便相应地受到拖累。行业平均佣金率在 2007 年处于最高峰，为万分之 0.738；2010 年中国首只金融期货——沪深 300 股指期货推出后，金融期货新品种陆续推出，交易规模占比提升，致使行业平均佣金率从 2010 年的万分之 0.342 下探至 2015 年的万分之 0.105；2015 年后股指期货遭遇强监管，交易规模占比迅速下降，行业平均佣金率反弹至 2016 年的万分之 0.334；2019 年以来，行业平均佣金率现企稳迹象。截至 H121，行业平均佣金率为万分之 0.246，约为 2007 年峰值的三分之一。

图 60：期货行业平均佣金率现企稳迹象（万分之）



资料来源：中期协，期货市场年鉴，华金证券研究所

市场交易规模、市占率、佣金率是期货公司经纪手续费收入的三个决定条件。其中，市占率以获客渠道为基础，而渠道建设依赖公司的资本实力及发展战略，非短期能迅速完成，因此市占率在短期内可保持基本稳定。于是，经纪手续费收入的波动主要来自于交易规模和佣金率的波动。

我们基于上述分析进行敏感性测试，发现上市期货公司中，永安期货的营收（减去销货成本）及净利润受市场交易规模下降或佣金率下降冲击最小。销售货物成本源自公司基差贸易业务，收入高、成本高、毛利低，故我们用（营收-销售货物收入）+（销售货物收入-销售货物成本）= 营收-销售货物成本来进行分析。当市场交易规模或佣金率变动-10%、-20%、-30%时，永安期货营收（减去销售货物成本）-0.39%、-0.79%、-1.18%，净利润-0.99%、-1.97%、-2.96%，表现大幅优于海通期货、瑞达、南华等同业。

表 7：各公司营收、净利润对市场成交规模和佣金率的敏感性分析，标黄为最小值（亿元，以 2020 年数据为计算基础）

项目	永安	海通	南华	瑞达	鲁证	弘业
经纪手续费净收入	1.13	1.39	1.09	1.24	0.71	0.40
营业收入	254.69	60.59	99.15	13.42	4.89	15.61
销售货物成本	226.04	50.81	92.05	6.17	-	11.71
营业收入-销售货物成本	28.65	9.77	7.11	7.25	4.89	3.90

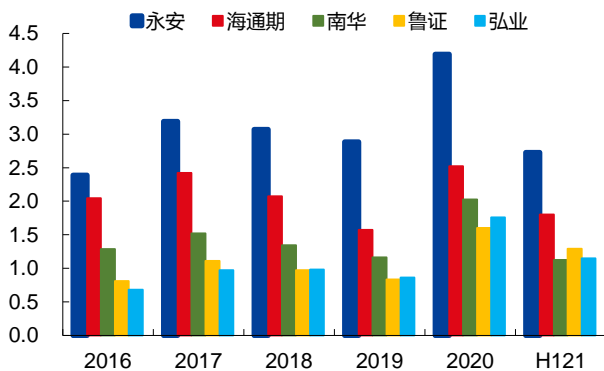
净利润		11.46	2.60	0.93	2.49	0.57	0.66
市场交易规模或佣金率变动对营收(减去销货成本)的影响	-10%	-0.39%	-1.4%	-1.5%	-1.7%	-1.5%	-1.0%
	-20%	-0.79%	-2.8%	-3.1%	-3.4%	-2.9%	-2.1%
	-30%	-1.18%	-4.3%	-4.6%	-5.1%	-4.4%	-3.1%
市场交易规模或佣金率变动对净利润的影响	-10%	-0.99%	-5.3%	-11.7%	-5.0%	-12.5%	-6.0%
	-20%	-1.97%	-10.7%	-23.5%	-10.0%	-25.0%	-12.1%
	-30%	-2.96%	-16.0%	-35.2%	-14.9%	-37.5%	-18.1%

资料来源：各公司公告，华金证券研究所

#### 4、交易所返还手续费：规模已超纯经纪手续费，重要性与日俱增

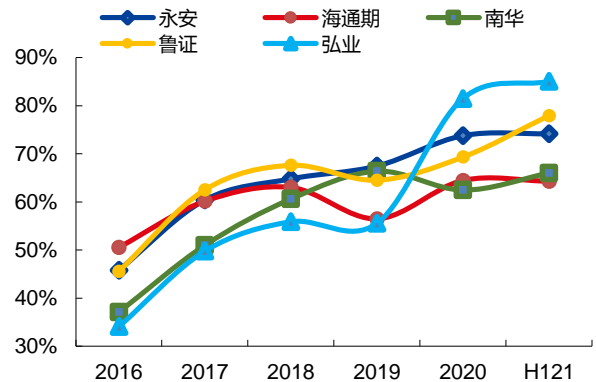
交易所返还手续费成日益重要的收入来源，永安该项收入规模领先同业。2016年各公司交易所返还手续费占经纪业务收入比重还处于30%-50%区间，H121已上升至65%-85%区间，上升态势明显。以永安期货为例，交易所返还手续费在2016年为2.39亿元、占经纪业务收入比重45.8%，H121为2.73亿元、占比74.2%。2016至H121，永安的交易所返还手续费均领先其他上市公司。

图 61：上市期货公司交易所返还手续费收入（亿元）



资料来源：各公司公告，华金证券研究所

图 62：交易所返还手续费占经纪业务收入的比例呈上升趋势



资料来源：各公司公告，华金证券研究所

各期货交易所并未制定明确、一贯的手续费返还标准，各期货公司每年收到的手续费返还金额存在较大不确定性。由于手续费返还金额占经纪业务比重大，一旦交易所降低或暂停手续费返还，期货公司的手续费收入及盈利水平都将受到较大影响。我们通过敏感性分析，发现上市期货公司中，永安期货的营收（减去销货成本）及净利润受交易所返还手续费下降冲击最小：当交易所返还手续费变动-10%、-20%、-30%时，永安期货营收（减去销货成本）-1.46%、-2.93%、-4.39%，净利润-3.66%、-7.32%、-10.98%，表现大幅优于同业。

表 8：各公司营收、净利润对交易所返还手续费的敏感性分析，标黄为最小值（亿元，以 2020 年数据为计算基础）

项目	永安	海通	南华	瑞达	鲁证	弘业
交易所返还手续费	4.19	2.52	2.02	3.43	1.60	1.76
营业收入	254.69	60.59	99.15	13.42	4.89	15.61
销售货物成本	226.04	50.81	92.05	6.17	-	11.71
营业收入-销售货物成本	28.65	9.77	7.11	7.25	4.89	3.90
净利润	11.46	2.60	0.93	2.49	0.57	0.66
交易所返还手续费变动对营收(减去销货成本)的影响	-10%	-1.46%	-2.58%	-4.74%	-3.28%	-4.51%
	-20%	-2.93%	-5.16%	-9.47%	-6.55%	-9.03%

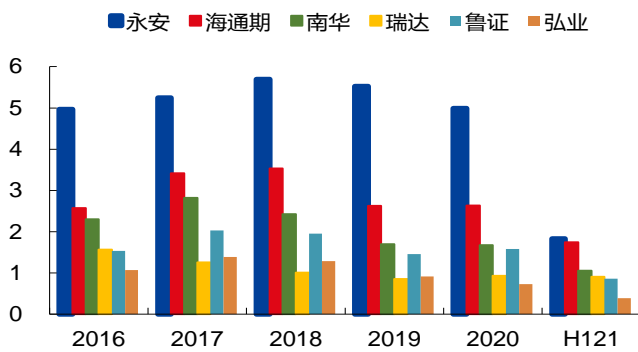
影响	-30%	-4.39%	-7.74%	-8.55%	-14.21%	-9.83%	-13.54%
交易所返还手续费变动对	-10%	-3.66%	-9.69%	-21.86%	-13.79%	-28.20%	-26.55%
净利润的影响	-20%	-7.32%	-19.39%	-43.73%	-27.59%	-56.40%	-53.09%
	-30%	-10.98%	-29.08%	-65.59%	-41.38%	-84.61%	-79.64%

资料来源：各公司公告，华金证券研究所

## 5、利息净收入：经纪业务的衍生收入，利率下行制约收入增长

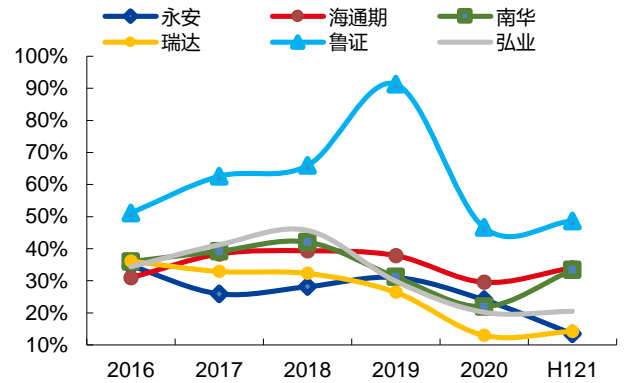
利息净收入属于期货公司的一项重要收入，主要来自于客户保证金和自有资金产生的利息。

图 63：上市期货公司利息净收入（亿元）



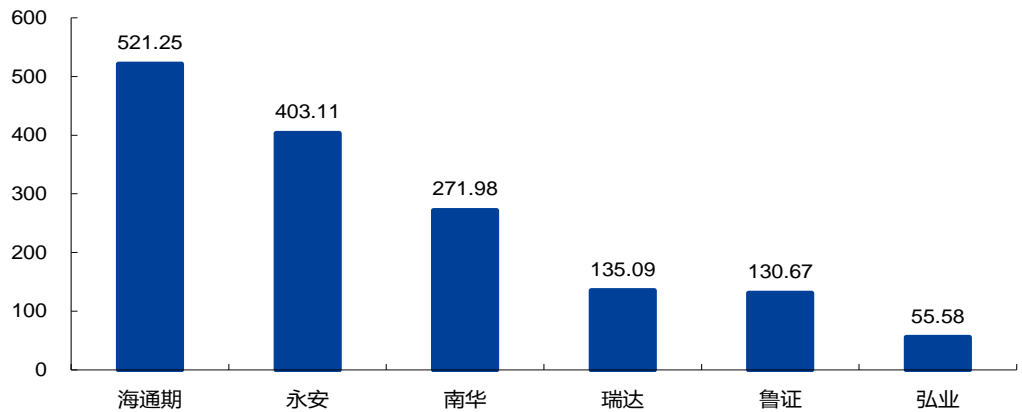
资料来源：各公司公告，华金证券研究所

图 64：利息净收入占主营收入比重（%）



资料来源：各公司公告，华金证券研究所

图 65：H121 各公司保证金存款规模，经纪业务市占率高的公司保证金存款规模更大（亿元）



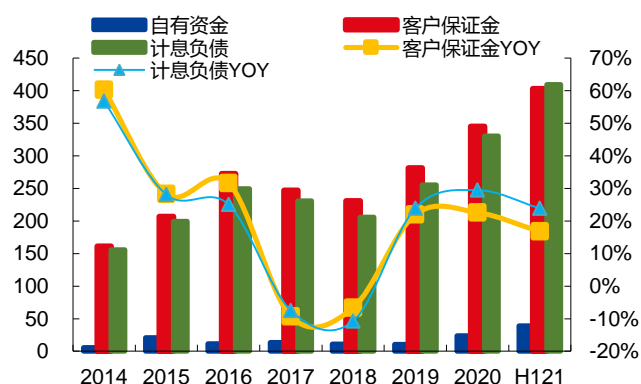
资料来源：各公司公告，华金证券研究所。保证金存款=期货保证金存款+应收货币保证金+应收质押保证金

2016 年以来，永安期货利息净收入保持在 5 亿元上下，稳居上市公司首位。我们用手续费及佣金净收入+利息净收入+投资净收益+公允价值变动损益模拟了期货公司剔除其他业务收入后的主营业务收入，各期货公司利息净收入占主营收入比重集中于 10%-40% 区间。客户保证金存款利息收入可以理解为经纪业务的一项衍生收入，经纪业务开展可以积累客户保证金存款规模，从而增加利息净收入。H121 海通、永安保证金规模分别为 521.25 亿元、403.11 亿元，远超其他上市公司。

利息净收入=生息资产\*利息收入率—计息负债\*利息成本率。对于期货公司而言，生息资产包括货币资金（包含自有资金和期货准备金存款）、买入返售资产、应收货币保证金、应收质押保证金，计息负债包括短期借款、长期借款、应付债券、应付货币保证金、应付质押保证金。公司生息资产中客户保证金占绝大部分（H121 占比 91.20%），计息负债中应付保证金占绝大部分（H121 占比 91.75%），而客户保证金和应付保证金变动均与经纪业务发展步调一致，故生息资产与计息负债增长趋势基本一致。

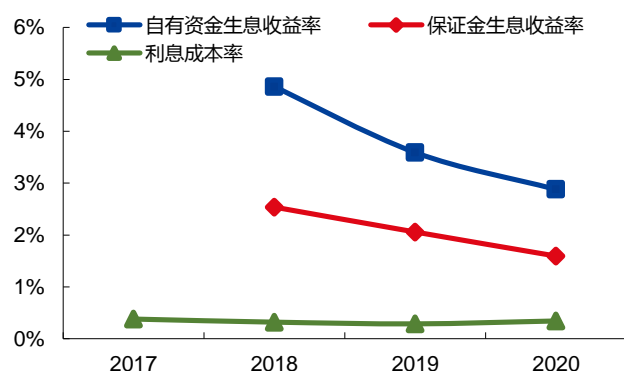
自有资金生息收益率高于保证金生息收益率。2018 至 2020 年，自有资金与保证金生息收益率均呈下降趋势、利息成本率基本平稳。生息收益率下降主要因市场利率走低，SHIBOR（1Y）年度平均值从 2017 年的 4.29% 下降至 2020 年的 2.65%，2021 年小幅反弹至 2.90%，下降趋势与公司生息收益率基本一致。

图 66：永安期货生息资产及计息负债（亿元）



资料来源：公司公告，华金证券研究所

图 67：永安期货生息收益率及利息成本率



资料来源：公司公告，华金证券研究所

图 68：SHIBOR（1Y）利率走势（%）



资料来源：Wind，华金证券研究所

利率持续下行过程中，期货公司利息净收入受影响较大。在进行敏感性分析之后，我们发现利率下行对期货公司营收及利润的冲击，比佣金率（不考虑交易所返还手续费）下行还要大。以永安为例，利率变动-10%时，营收（减去销货成本）、净利润分别-2.09%、-5.23%；而佣金率变动-10%时，营收（减去销货成本）、净利润仅分别-0.39%、-0.99%。

上市期货公司中，瑞达营收（减去销货成本）、净利润受利率下行冲击最小。公司仅次于瑞达，但差距并不大，二者对利率的敏感性较为接近。利率变动-10%、-20%、-30%时，公司营收

(减去销货成本) -2.09%、-4.18%、-6.28%，净利润-5.23%、-10.46%、-15.69%，表现大幅优于除瑞达外的其他上市公司。

表 9: 各公司营收、净利润对利率下行的敏感性分析, 标黄为最小值 (亿元, 以 2020 年数据为计算基础)

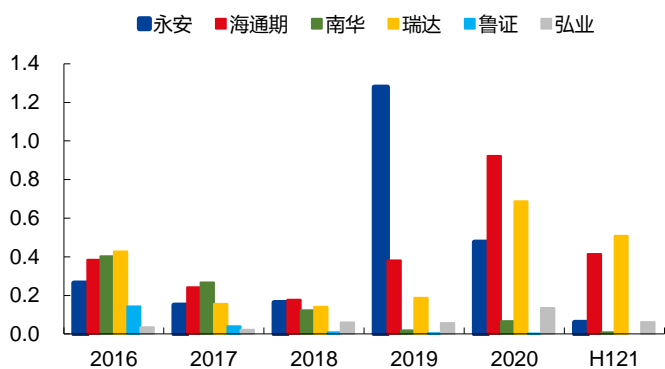
项目	永安	海通	南华	瑞达	鲁证	弘业	
利息收入	5.99	4.59	2.15	1.15	1.48	0.74	
营业收入	254.69	60.59	99.15	13.42	4.89	15.61	
销售货物成本	226.04	50.81	92.05	6.17	-	11.71	
营业收入-销售货物成本	28.65	9.77	7.11	7.25	4.89	389.94	
净利润	11.46	2.60	0.93	2.49	0.57	0.66	
利率变动对营收 (减去销货成本) 的影响	-10% -20% -30%	-2.09% -4.18% -6.28%	-4.70% -9.39% -14.09%	-3.03% -6.06% -9.10%	-1.59% -3.18% -4.77%	-3.03% -6.06% -9.09%	-1.89% -3.78% -5.68%
利率变动对净利润的影响	-10% -20% -30%	-5.23% -10.46% -15.69%	-17.65% -35.30% -52.95%	-23.27% -46.55% -69.82%	-4.63% -9.26% -13.90%	-26.10% -52.21% -78.31%	-11.12% -22.25% -33.37%

资料来源: 各公司公告, 华金证券研究所

#### (四) 资管+代销: 财富管理的双翼

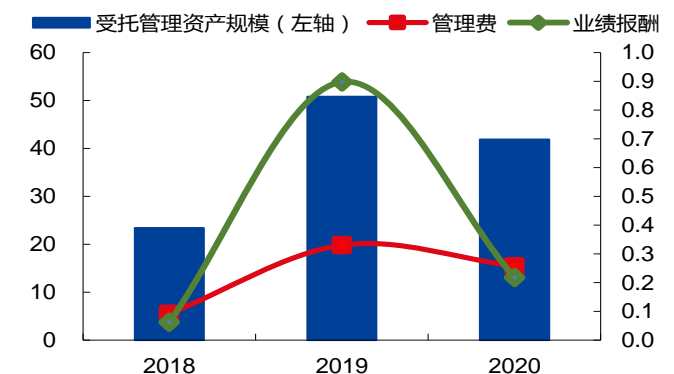
资管业务收入=管理费收入+业绩报酬=受托管理资产规模\*管理费率+业绩报酬收入。资管业务发展是对研究能力与销售能力的双重考验。行业竞争使得期货公司难以用提高管理费率的形式持续提升资管收入, 因此资管收入增长需依赖资管规模增长和业绩报酬收入增长。资管规模收入增长, 一方面需要多设立新资管产品, 另一方面需要销售推广, 考验公司的销售能力; 业绩报酬收入增长, 重点依赖资管产品业绩表现, 考验公司的研究能力。

图 69: 上市期货公司历年资管收入, 永安暂时落后 (亿元)



资料来源: 各公司公告, 华金证券研究所

图 70: 公司受托资产管理规模带动资管收入上升和下降

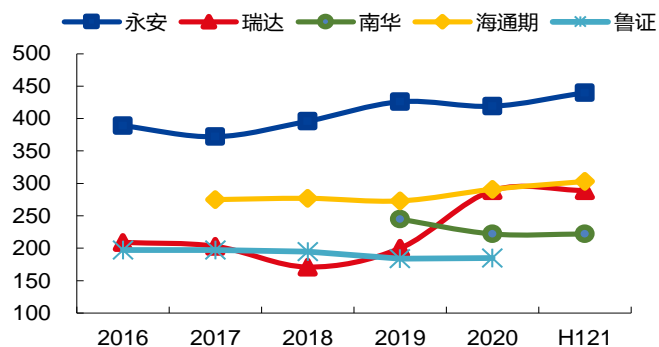


资料来源: 公司招股说明书, 华金证券研究所

公司资管业务表现目前暂时落后于海通期货、瑞达期货。H121 公司资管收入较以往大幅下滑至 0.06 亿元, 落后于海通期货的 0.41 亿元、瑞达期货的 0.51 亿元。受托资产管理规模变动、市场行情波动分别是造成公司管理费、业绩报酬波动的主要原因。2020 年, 公司多个资管计划到期清算, 以及部分投资经理离职, 使管理规模由年初的 50.80 亿元下降至年末的 41.87 亿元, 公司管理费与业绩报酬亦双双下降。

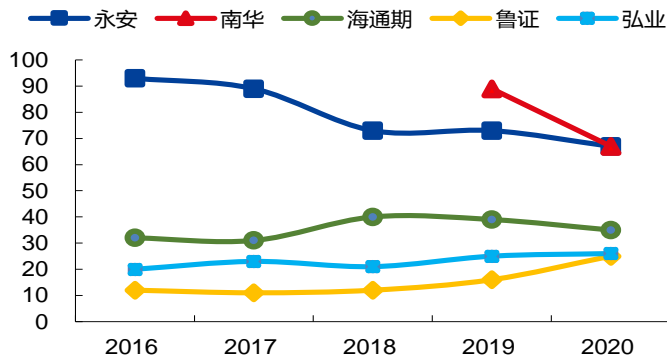
公司销售人力、研究人力居行业前列，我们认为公司资管收入暂时落后的局面将有所改善。资管业务的核心竞争力是销售能力和研究能力，而公司在这两项能力上具备充分竞争优势。H121 公司的销售人力已达 440 人，遥遥领先于其他上市公司；研究人力 67 人，仅南华期货能与公司相当。南华期货人数多主要是因为其设立有单独的期货研究所，十分重视研究业务的发展，其发布的南华商品指数是国内首个商品指数。我们预期如果公司能够保持常态化的资管产品发行速度，弥补因产品到期清算而下降的规模，并及时补充投研相关人力，公司的资管收入有望再度回到行业领先地位。

图 71：公司销售人力遥遥领先于同业（人）



资料来源：各公司公告，华金证券研究所

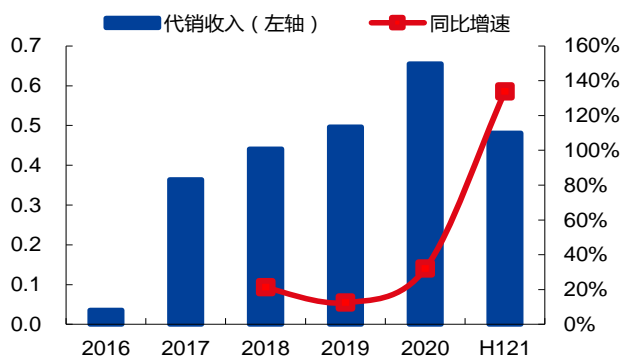
图 72：公司研究人力遥遥领先于除南华外的同业（人）



资料来源：各公司公告，华金证券研究所

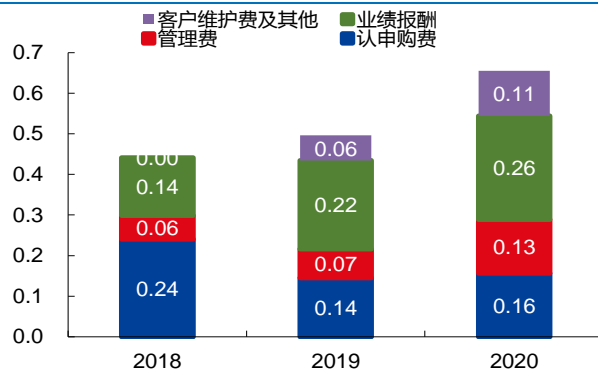
代销收入=认申购费分成+管理费分成+业绩报酬分成+客户维护费。强大的销售能力、优质的管理人及产品资源、丰富的客户储备是核心竞争力。公司较早布局代销业务，在 2016 年取得基金销售业务资格，目前代销业务发展进入快车道。2019、2020、H121 公司代销收入 0.50 亿元、0.65 亿元、0.48 亿元，同比+12.43%、31.99%、133.83%，增速逐年加快。业绩报酬分成是主要收入增量，占代销收入比重从 2018 年的 32.28% 升至 2020 年的 38.97%，与优质管理人合作的优势逐渐显现。

图 73：公司代销收入呈加速增长趋势（亿元，%）



资料来源：公司公告，华金证券研究所

图 74：业绩报酬分成已成为代销收入主力（亿元）

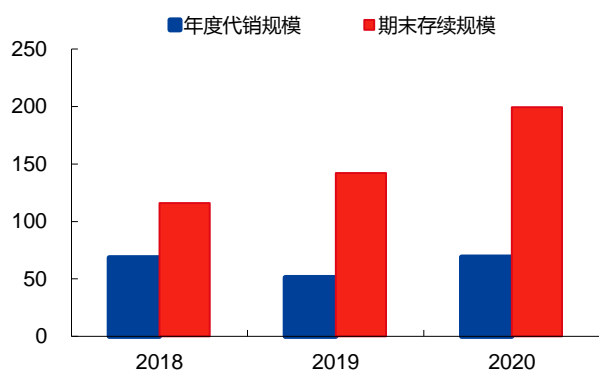


资料来源：公司招股说明书，华金证券研究所

公司年度代销规模需与合作管理人产品发行节奏适配，近年来总体保持稳定，由于市场竞争致使认申购费率下降，使得公司认申购费分成收入下降。期末存续规模逐年累加的同时管理费率保持稳定，管理费分成收入逐年增加。客户维护费是合作管理人委托公司加强与投资者沟通，避免行情波动时产品遭大规模赎回而设置的费用，伴随期末存续规模增加，此类费用有望增加。

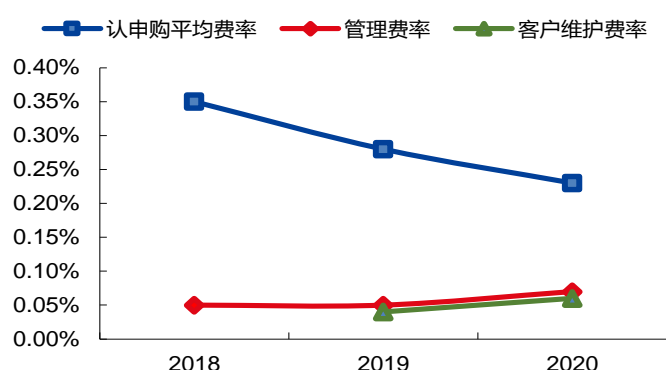


图 75: 公司年度代销规模保持稳定 (亿元)



资料来源: 公司招股说明书, 华金证券研究所

图 76: 认申购费率因竞争激烈下滑, 管理费率保持平稳 (%)



资料来源: 公司招股说明书, 华金证券研究所

公司常年与永安国富、凯丰投资等优质管理人合作, 前五大合作管理人合计收入占比近 80%。与公司合作的管理人基金管理规模较大, 除善渊投资处 20-50 亿区间, 其余均超 50 亿, 其中永安国富、凯丰投资超 100 亿。优质管理人的产品业绩表现已为市场所认可, 业绩表现良好则能带给公司更高的业绩报酬分成。

表 10: 公司主要与优质管理人合作开展代销业务

年份	序号	管理人名称	代销收入 (万元)	收入占比	基金管理规模
2020 年	1	永安国富	1,993.84	30.45%	100 亿以上
	2	浙江善渊投资	1,489.82	22.75%	20-50 亿
	3	杭州遂致资产	996.95	15.23%	50-100 亿
	4	浙江旌安投资	442.33	6.76%	50-100 亿
	5	凯丰投资	237.16	3.62%	100 亿以上
	合计			<b>5,160.10</b>	<b>78.81%</b>
2019 年	1	浙江善渊投资	1,623.25	32.72%	-
	2	永安国富	1,517.98	30.60%	-
	3	杭州遂致资产	367.50	7.41%	-
	4	凯丰投资	300.87	6.06%	-
	5	浙江旌安投资	267.55	5.39%	-
	合计			<b>4,077.14</b>	<b>82.19%</b>
2018 年	1	浙江善渊投资	1,407.90	31.91%	-
	2	永安国富	1,337.83	30.32%	-
	3	杭州遂致资产	603.74	13.68%	-
	4	凯丰投资	355.09	8.05%	-
	5	中邮永安资管	107.44	2.43%	-
	合计			<b>3,812.00</b>	<b>86.39%</b>

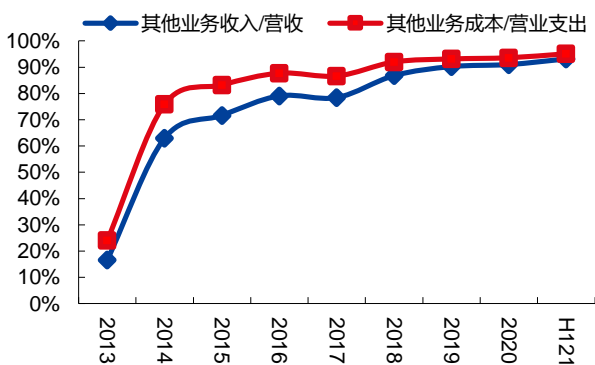
资料来源: 公司招股说明书, 私募排排网, 华金证券研究所

## 四、盈利预测与投资建议

### (一) 财务分析

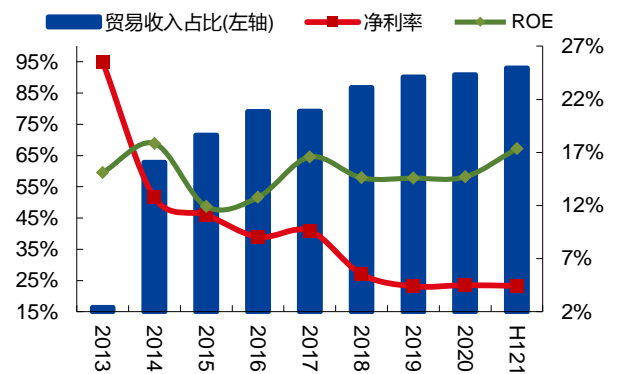
公司近年来风险管理业务成长较快，其中基差贸易业务对公司收入、支出结构影响较大。由于基差贸易中销售货物收入计入其他业务收入、销售货物成本计入其他业务成本，伴随业务规模扩大，其他业务收入/营收、其他业务成本/营业支出呈逐年上升趋势，H121 已分别达 93.1%、95.1%。基差贸易规模扩大导致公司净利率下降，但因规模扩大主要由现货购销周转所致，公司盈利能力仍保持稳定，H121 年化 ROE 达 18.12%。

图 77：其他业务收入/营收、其他业务成本/营业支出占比提升（%）



资料来源：Wind，华金证券研究所

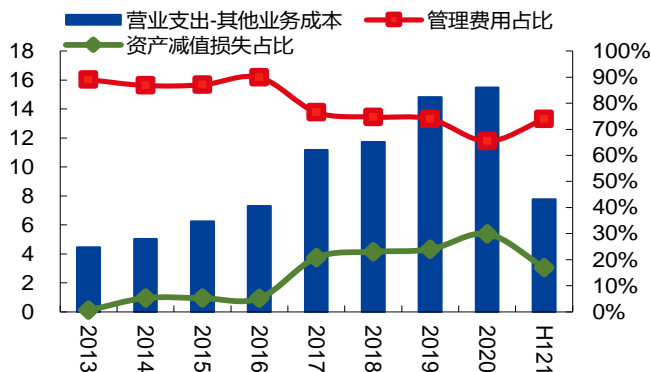
图 78：永安净利率下降但 ROE 保持稳定（%）



资料来源：Wind，华金证券研究所

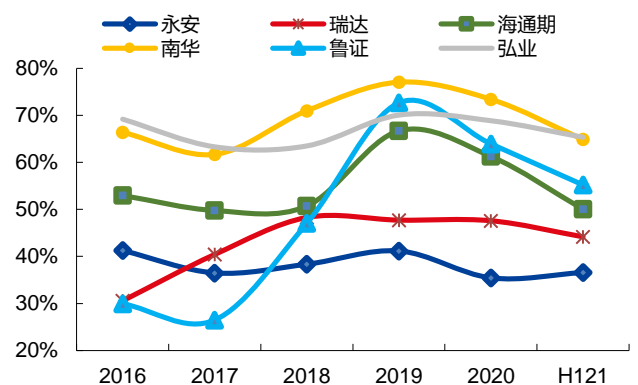
剔除其他业务成本影响来看，管理费用是公司主要的营业支出，同时近年来公司资产减值损失也值得关注。资产减值损失主要因开展基差贸易业务，存货规模扩大致存货跌价准备计提增加。永安目前管理费用率<sup>1</sup>已低于 40%，H121 为 36.6%，在主要上市公司中处最低水平。职工薪酬福利是期货公司最主要的管理费用，永安总人数近几年保持在 1100 人上下，我们预计公司的管理费用率可保持稳定。

图 79：管理费用是永安主要营业支出（亿元，%）



资料来源：Wind，华金证券研究所

图 80：永安管理费用率低于各上市公司（%）



资料来源：Wind，华金证券研究所

<sup>1</sup>管理费用率=管理费用/（营业收入-其他业务成本）

## （二）盈利预测

由于公司在披露分部收入时未披露分部计算口径，我们使用公司财报口径进行分部收入预测。经纪业务收入包含经纪手续费收入及交易所返还手续费。风险管理业务中的基差贸易业务所产生的销售货物收入计入其他业务收入，风险管理业务产生的投资收益及公允价值变动损益计入投资收益，同时投资收益中还包含对联营合营企业的投资收益。可以发现，经纪业务驱动的经纪业务收入和利息净收入、风险管理业务驱动的其他业务收入及投资收益是公司收入增长的主因。

### 1、各业务核心假设

#### 经纪业务关键假设：

- 永安市占率：招股说明书中提及本次募资后将增设境内外子公司及分支机构，我们预计 2021-23 年永安市占率可逐年小幅提高。
- 永安佣金率：近年来佣金率呈下降趋势，我们预计 2021-23 年佣金率仍呈小幅下降趋势。

基于上述假设，我们预测公司 2021-23 年经纪业务收入分别 8.99 亿元、10.22 亿元和 11.57 亿元，同比+58.2%、+13.6%和+13.2%。

表 11：永安经纪业务核心假设

项目	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E	H121
永安交易额市占率	2.60%	2.38%	2.23%	1.77%	1.66%	1.71%	1.77%	1.61%
佣金率（万分之）	0.215	0.166	0.108	0.096	0.100	0.095	0.090	0.103

资料来源：公司公告，华金证券研究所

#### 利息净收入关键假设：

- 自有资金及其收益率：2021 年公司上市募资逾 26 亿元，自有资金显著增加。2022 年公司使用募集资金，自有资金显著减少。近年来收益率逐年下降，我们预计 2021-23 年收益率仍将逐年小幅下降，分别为 2.3%、2.2%、2.1%。
- 保证金及其收益率：公司经纪业务发展良好，我们预计 2021-23 年客户保证金稳步增长。近年来收益率逐年下降，我们预计 2021-23 年仍将逐年小幅下降，分别为 1.3%、1.2%、1.1%。
- 计息负债及利息成本率：我们预计公司 2021-23 年计息负债稳步增长，在这期间 2020 年发行的 3 年期债券、2021 年发生的短期借款被偿还，使得公司利息成本率 2022 年降至 0.35%、2023 年降至 0.30%。

基于上述假设，我们预测公司 2021-23 年利息净收入分别 3.83 亿元、4.77 亿元和 4.31 亿元，同比-23.2%、+24.4%和-9.6%。

表 12：永安利息净收入核心假设

项目	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E	H121
自有资金 <sup>1</sup>	13.45	11.13	10.67	23.59	65.67	33.43	32.43	38.89
自有资金收益率	-	4.86%	3.59%	2.88%	2.30%	2.20%	2.10%	-

<sup>1</sup>自有资金=货币资金-期货存款保证金

保证金 <sup>1</sup>	247.11	230.75	281.57	345.19	416.05	448.48	462.68	403.11
保证金生息收益率	-	2.54%	2.06%	1.59%	1.30%	1.20%	1.10%	-
计息负债 <sup>2</sup>	230.87	206.06	255.32	330.56	418.46	442.50	484.35	409.57
利息成本率	0.38%	0.32%	0.29%	0.34%	0.40%	0.35%	0.30%	0.39%

资料来源：公司公告，华金证券研究所

### 其他业务收入核心假设：

其他业务收入绝大部分由风险管理业务中的销售货物收入构成。公司在招股说明书中提及将推动创新业务发展与布局，我们预计 2021-23 年公司其他业务收入增速分别为 50%、20%、15%。

表 13：永安其他业务收入及增速预测（亿元）

项目	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E	H121
其他业务收入	75.20	136.84	205.33	231.79	347.68	417.22	479.80	155.39
yoy	40%	82%	50%	13%	50%	20%	15%	56%

资料来源：公司公告，华金证券研究所

### 资管收入核心假设：

■ 受托管理资产规模：2020 年、H121 资管收入下降主要因受托管理资产规模下降。公司研究实力与销售实力突出，资管业务发展具备硬实力。我们预计公司在未来将逐步发行新的资管计划，2021-23 年受托资产管理规模同比-50%、-20%、+10%。

■ 平均管理费率：2019、2020 年公司平均管理费率分别为 0.65%、0.62%，我们预计平均管理费率 2021-23 年分别为 0.62%、0.61%和 0.60%。

基于上述假设，我们预测公司 2021-23 年资管收入分别 0.24 亿元、0.19 亿元和 0.20 亿元，同比-49.8%、-21.4%和+8.0%。

表 14：永安资管业务收入核心假设

项目	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E	H121
受托管理资产规模 yoy			117%	-18%	-50%	-20%	10%	-
平均管理费率		0.39%	0.65%	0.62%	0.62%	0.61%	0.60%	-

资料来源：公司公告，华金证券研究所

### 基金销售收入核心假设：

■ 年度代销规模及认申购费率：需参照合作管理人的产品发行计划和永安的产品销售实力，目前基金销售市场正快速增长，预计 2021-23 年年度代销规模分别同比+150%、+45%和+40%。认申购费率=认申购费收入/年度代销规模，近年来逐年下降，预计 2021-23 年保持 0.20%不变。

■ 期末存续规模：预计当年代销规模的 80%可以存续至期末，如此则 2021-23 年期末存续规模同比分别+69%、+59%、+52%。

<sup>1</sup>保证金=期货存款保证金+应收货币保证金+应收质押保证金

<sup>2</sup>计息负债=短期借款+长期借款+应付债券+应付货币保证金+应付质押保证金

基于上述假设，我们预测公司 2021-23 年基金销售收入分别 1.08 亿元、1.70 亿元和 2.54 亿元，同比+65.5%、+56.6%和+50.0%。

表 15: 永安基金销售业务核心假设

项目	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E	H121
年度代销规模 yoy			-25%	35%	150%	45%	40%	-
认申购费率		0.35%	0.28%	0.23%	0.20%	0.20%	0.20%	-
期末存续规模 yoy			22%	40%	69%	59%	52%	-

资料来源: 公司公告, 华金证券研究所

## 2、盈利预测综述

表 16: 永安分项业务收入及增速预测 (亿元)

项目	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E	H121
经纪业务收入	5.28	4.74	4.28	5.68	8.99	10.22	11.57	3.68
yoy	1.3%	-10%	-10%	33%	58%	14%	13%	64%
利息净收入	5.24	5.70	5.52	4.99	3.83	4.77	4.31	1.83
yoy	6%	9%	-3%	-10%	-23%	24%	-10%	-28%
其他业务收入	75.20	136.84	205.33	231.79	347.68	417.22	479.80	155.39
yoy	40%	82%	50%	13%	50%	20%	15%	56%
投资收益 <sup>1</sup>	9.48	9.68	11.51	10.94	10.30	15.01	18.70	5.33
yoy	179%	2%	19%	-5%	-6%	46%	25%	-13%
资产管理收入	0.15	0.16	1.28	0.48	0.24	0.19	0.20	0.06
yoy	-43%	9%	684%	-63%	-50%	-21%	8%	-80%
基金销售收入	0.36	0.44	0.50	0.65	1.08	1.70	2.54	0.48
yoy	909%	21%	12%	32%	65%	57%	50%	134%
其他	0.17	0.08	-0.84	0.16	0.15	0.17	0.18	0.07
合计	<b>95.89</b>	<b>157.64</b>	<b>227.58</b>	<b>254.69</b>	<b>372.29</b>	<b>449.27</b>	<b>517.31</b>	<b>166.85</b>
yoy	41%	64%	44%	12%	46%	21%	15%	50%

资料来源: 公司公告, 华金证券研究所

基于上述假设，我们预计公司 2021-23 年营业收入分别 372.29 亿元、449.27 亿元和 517.31 亿元，同比分别+46%、+21%和+15%；2021-23 年归母净利润分别 18.01 亿元、23.16 亿元和 27.83 亿元，同比分别+57%、+29%和+20%。

表 17: 永安主要财务指标预测 (亿元)

项目	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E	H121
营收	95.89	157.64	227.58	254.69	372.29	449.27	517.31	166.85
yoy	41%	64%	44%	12%	46%	21%	15%	50%
营业支出	83.64	146.52	215.78	241.60	351.59	422.38	484.78	158.92
yoy	41%	75%	47%	12%	46%	20%	15%	49%
归母净利润	9.22	8.72	10.01	11.46	18.01	23.16	27.83	7.40
yoy	52%	-5%	15%	15%	57%	29%	20%	80%
归母净资产	55.61	59.72	68.64	77.98	120.58	141.03	165.39	85.26
yoy	17%	7%	15%	14%	55%	17%	17%	17%

<sup>1</sup>此处投资收益=投资净收益+公允价值变动损益

净利率 (%)	9.62	5.53	4.40	4.50	4.84	5.15	5.38	4.43
ROE (%)	17.86	15.12	15.59	15.63	18.14	17.70	18.16	9.06

资料来源：公司公告，华金证券研究所

表 18：永安利润表主要财务项目及预测（亿元）

项目	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E	H121
营业收入	95.89	157.64	227.58	254.69	372.29	449.27	517.31	166.85
利息净收入	5.24	5.70	5.52	4.99	3.83	4.77	4.31	1.83
手续费及佣金净收入	5.93	5.34	5.16	6.77	10.35	12.13	14.34	4.23
投资净收益 <sup>1</sup>	9.05	9.21	7.12	8.99	10.30	15.01	18.70	7.56
其他业务收入	75.20	136.84	205.33	231.79	347.68	417.22	479.80	155.39
营业支出	83.64	146.52	215.78	241.60	351.59	422.38	484.78	158.92
税金及附加	0.05	0.06	0.09	0.12	0.17	0.17	0.24	0.06
管理费用	8.55	8.76	10.96	10.13	12.26	15.60	18.67	5.74
其他业务成本	72.47	134.79	200.97	226.12	337.25	404.70	463.97	151.15
利润总额	11.47	11.13	12.51	14.45	21.70	27.90	33.53	8.95
减：所得税	2.25	2.41	2.50	2.99	3.69	4.74	5.70	1.55
净利润	9.22	8.72	10.01	11.46	18.01	23.16	27.83	7.40
归母净利润	9.22	8.72	10.01	11.46	18.01	23.16	27.83	7.40

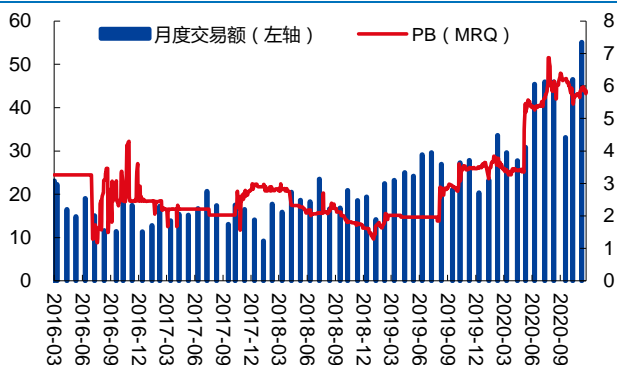
资料来源：公司公告，华金证券研究所

### （三）估值推导

#### 1、永安新三板挂牌期间估值

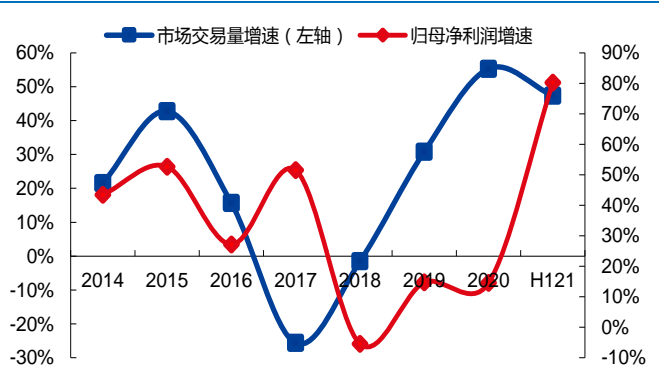
永安在新三板挂牌期间，估值与期货市场交易额高度相关，净利润增速与市场交易量增速呈一定相关性。根据公司分部报告口径，H121 仍有 70.9% 的利润来自经纪业务，故公司估值和净利润表现出一定的周期性。2019 年年中，伴随期货市场交易额迅速增长，公司估值迅速提升。新三板整个挂牌期间公司估值平均数为 3.29x。2020 年年初至 2020 年 12 月 15 日公司停牌期间，公司估值平均数为 4.83x。

图 81：新三板挂牌期间估值与期货市场景气度高度相关（万亿元）



资料来源：Wind，华金证券研究所

图 82：净利润增速与市场交易量增速呈现一定相关性



资料来源：Wind，华金证券研究所

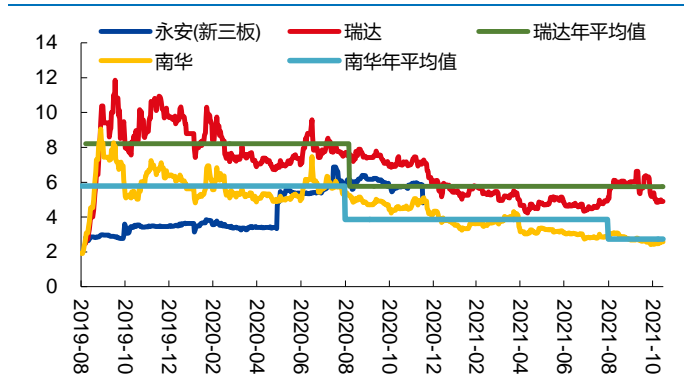
<sup>1</sup>此处投资净收益包含公允价值变动损益

## 2、可比公司估值

由于 A 股主板&中小板、新三板、港股对期货行业估值存在较大差异，而永安本次在 A 股主板上市，可比公司中 A 股主板&中小板上市的有两家：南华（2019 年 8 月 30 日上市）、瑞达（2019 年 9 月 5 日上市）。同时，考虑到我们的目标价主要着眼于未来 6 个月，我们重点参考可比公司上市第一年估值水平。南华、瑞达上市第一年的 PB（MRQ）平均值分别 5.78x、8.21x，二者平均 7.00x。

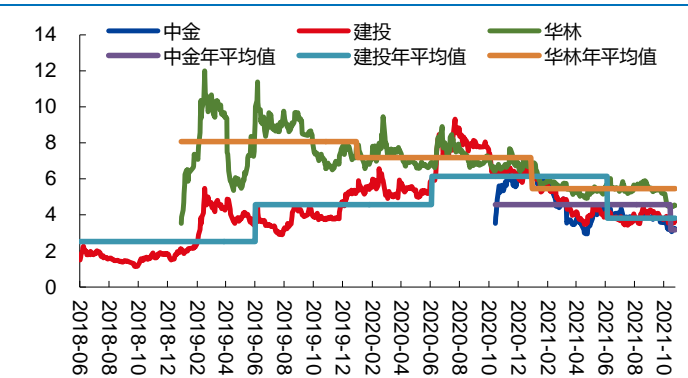
由于上市期货公司数量较少，我们选取了业务模式与估值方式与期货较为接近的券商进一步比较。考虑到永安作为期货龙头且业绩表现良好，我们选取中金、华林、建投等 3 家市场关注度高、基本面优良且业务具有相对优势的近年来上市券商进行比较。中金、华林和建投上市一年内的 PB（MRQ）平均值分别 4.57x、8.07x 和 3.55x，三者平均 5.40x。

图 83：瑞达、南华上市以来 PB（MRQ）



资料来源：Wind，华金证券研究所

图 84：近年来上市券商 PB（MRQ）



资料来源：Wind，华金证券研究所

我们认为公司在主板上市后，估值会较新三板挂牌时有所提升：1）主板流动性更佳；2）公司募资后资本实力增强，业务发展良好，未来 3 年业绩保持较快增速，能够为估值提供支撑；3）期货公司估值倍数与期货市场活跃度（成交额）高度正相关，考虑到公司业务结构未发生重大改变，我们认为这一特点能够持续。2021 年 1-10 月，我国期货市场单边成交额达 485.67 万亿元、同比+44.56%，十分活跃。我们认为活跃的期货市场将支撑公司估值维持较高倍数。我们参考公司历史平均和可比公司，给予公司 2022E 4.50x 目标 PB，高于公司新三板挂牌期间平均估值倍数约 35%；略低于 2020 年公司新三板停牌前平均估值；低于期货可比公司上市第一年平均值约 35%；低于券商可比公司上市第一年平均值约 17%。我们认为 2022E 4.50x 的目标 PB 估值合理且稳健。基于 PB 估值法，推导得出目标价 43.60 元。

### （四）投资建议

我们预测公司 2021-23 年归母净利润分别 18.01 亿元、23.16 亿元和 27.83 亿元，同比分别 +57%、+29%和+20%，业绩表现良好；ROE 分别 18.14%、17.70%和 18.16%，盈利能力较强；归母净资产分别 120.58 亿元、141.03 亿元和 165.39 亿元，同比+55%、+17%和+17%。

公司是期货业龙头，利润规模居行业首位，经纪、风险管理、资管、代销等业务规模行业领先。我们认为期货业的场外衍生品、基差贸易等风险管理业务具备发展空间，期货品种尤其是金

融期货的丰富可使交易规模扩大，进一步行业提升天花板。永安具备规模优势且业务布局良好，本次募资后资本实力增强，在期货行业集中度提升的背景下竞争优势有望进一步加强。我们看好公司良好的业绩表现。参考历史平均和可比公司，基于 2022E 4.50xPB，推导得出目标价 43.60 元，给予“买入-A”评级。



## 风险提示

### 行业风险：

- 1) 政策风险：期货行业属于保证金交易的高杠杆行业，监管政策趋严（如 2015 年针对股指期货的监管）可能会导致交易萎缩。同时交易所返还手续费无统一政策标准，公司此项收入亦面临较大不确定性。
- 2) 期货市场景气度下滑超预期：期货行业交易规模波动程度高，如果市场景气度下滑，将直接影响公司经纪业务收入。
- 3) 行业竞争加剧。竞争加剧可能导致行业平均佣金率下降、公司市占率下降，影响公司经纪业务收入，从而给公司整体业绩带来不利影响。
- 4) 利率下行：公司保证金存款利息收入将受到直接影响。

### 公司风险：

- 5) 公司投资收益下滑。投资收益在公司营收（剔除其他业务收入）中占比较高，主要源自公司股票&基金投资、联营合营收益、风险管理业务投资收益。投资收益存在较大不确定性，如果下滑将拖累公司业绩表现。
- 6) 客户信用风险。公司开展基差贸易、场外衍生品等业务时，如果对手盘违约，公司将面临损失。
- 7) 流动性风险。公司在开展投资或风险管理业务时，将面临流动性风险。

## 财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2019	2020	2021E	2022E	2023E		2019	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	17,277	20,012	29,516	28,367	27,516	营业收入	22,758	25,469	37,229	44,927	51,731
其中：期货保证金存款	16,210	17,653	22,949	25,024	24,273	利息净收入	552	499	383	477	431
应收货币保证金	11,326	15,817	17,083	17,937	19,731	手续费及佣金净收入	516	677	1,035	1,213	1,434
应收质押保证金	622	1,048	1,572	1,887	2,264	投资净收益	712	899	1,030	1,501	1,870
存出保证金	1	1	1	1	1	其他业务收入	20,533	23,179	34,768	41,722	47,980
交易性金融资产	4,131	3,948	5,133	7,443	8,931	营业支出	21,578	24,160	35,159	42,238	48,478
应收结算担保金	35	69	97	112	129	税金及附加	9	12	17	17	24
应收风险损失款	0	1	1	0	0	管理费用	1,096	1,013	1,226	1,560	1,867
买入返售金融资产	45	7	14	17	20	其他业务成本	20,097	22,612	33,725	40,470	46,397
存货	1,531	1,488	1,899	1,899	1,899	营业利润	1,180	1,309	2,070	2,690	3,253
长期股权投资	487	704	900	1,035	1,190	加：营业外收入	77	140	100	100	100
固定资产	232	98	100	100	100	减：营业外支出	6	4	-	-	-
无形资产	234	24	22	22	22	利润总额	1,251	1,445	2,170	2,790	3,353
资产总计	36,799	45,377	62,622	70,649	79,036	减：所得税	250	299	369	474	570
短期借款	563	1,238	3,032	1,500	1,650	净利润	1,001	1,146	1,801	2,316	2,783
应付货币保证金	24,535	30,660	36,791	40,471	44,518	减：少数股东损益	-	-	-	-	-
应付质押保证金	434	857	1,715	1,972	2,268	归属于母公司所有者的净利润	1,001	1,146	1,801	2,316	2,783
交易性金融负债	1,783	759	1,517	1,745	2,007	<b>财务指标</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>
期货风险准备金	232	257	295	339	390	净利润率	4.40%	4.50%	4.84%	5.15%	5.38%
应付期货投资者保障基金	1	1	1	1	1	ROA	3.02%	2.79%	3.34%	3.47%	3.72%
长期借款	-	-	-	-	-	ROE	15.59%	15.63%	18.14%	17.70%	18.16%
应付债券	-	301	308	308	-	EPS(元)	0.76	0.87	1.24	1.59	1.91
负债总计	29,936	37,579	50,564	56,546	62,497	BVPS(元)	5.24	5.95	8.28	9.69	11.36
所有者权益合计	6,864	7,798	12,058	14,103	16,539	PE(X)	-	-	-	-	-
股本	1,310	1,310	1,456	1,456	1,456	PB(X)	-	-	-	-	-
少数股东权益	-	-	-	-	-	DPS(元)	0.12	0.12	0.19	0.24	0.29
归属于母公司所有者权益	6,864	7,798	12,058	14,103	16,539	分红比率	16%	14%	15%	15%	15%

资料来源：Wind，华金证券研究所

## 公司评级体系

收益评级：

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；

卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

## 分析师声明

崔晓雁声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

### 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

### 免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议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，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。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，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

### 风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

地址：上海市浦东新区杨高南路 759 号（陆家嘴世纪金融广场）31 层

电话：021-20655588

网址： [www.huajinsec.com](http://www.huajinsec.com)