

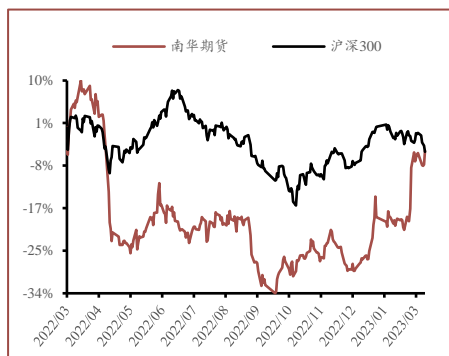
期货国际业务龙头，境外业务开辟成长新空间

■ 证券研究报告

投资评级:增持(维持)

基本数据	2023-03-10
收盘价(元)	12.20
流通股本(亿股)	6.10
每股净资产(元)	5.44
总股本(亿股)	6.10

最近 12 月市场表现


分析师 夏昌盛

 SAC 证书编号: S0160522100002
 xiacs@ctsec.com

分析师 许盈盈

 SAC 证书编号: S0160522060002
 xuyy02@ctsec.com

联系人 汪成鹏

wangcp@ctsec.com

相关报告

1. 《南华期货 2022 年报点评: 境外业务高增长带动业绩超预期, 看好核心壁垒下长期增长空间》 2023-03-12

核心观点

- ❖ **南华期货是期货国际业务龙头, 2022 年境外业务利润贡献占比近半。** 2022 年公司实现归母净利润 2.46 亿元, 同比+1%, 2019-2022 年 CAGR 达 45.7%; 2022 年期货经纪、财富管理、风险管理(净额法)、境外金融、其他业务分别实现营业收入 5.36、0.61、1.22、2.31、0.05 亿元, 占比分别为 56%、6%、13%、24%、1%, 营业利润分别为 1.22、-0.12、0.48、1.32、0.05 亿元, 占比分别为 41%、-4%、16%、45%、2%, 境外业务对公司收入利润贡献较高。
- ❖ **境内外协同发展下的经纪业务是公司核心业绩来源。** 2019-2022 年公司境内外合计经纪业务收入分别为 3.36、4.78、6.80、7.50 亿元, 2022 年手续费收入和利息净收入占比分别为 56.5%和 43.5%, 客户权益是核心驱动因素; 境内经纪业务整体稳健, 2019-2022 年境内客户权益 CAGR 为 36.6%, 截至 2022 年达 191 亿元; 境外经纪业务受益于海外中资企业套保资金回流, 客户权益规模迅速增长, 2020-2022 年境外客户权益分别为 53.62、82.17、118.85 亿港元, 2022 年美联储加息带动海外利息净收入同比+4550%至 1.27 亿元。
- ❖ **公司全球清算体系具备独家优势, 境外业务有望开辟新的成长空间。** 复杂的外部形势下部分海外中资企业出于信息和资金安全需要, 逐渐将套保交易从外资机构切换至内资期货公司, 公司经多年布局已完成全球清算体系建设, 在内资期货公司中具备领先优势; 我们测算当前境外业务潜在市场空间超过 1000 亿元, 相较公司当前境外客户权益规模(119 亿港元)仍是巨大蓝海市场, 我们认为清算优势领先的南华期货是境外中资企业套保资金回流的最大受益者之一, 公司境外客户权益规模的持续增长有望打开新的成长空间。
- ❖ **投资建议:** 看好公司凭借全球化清算体系在境外业务中的 α 与境内期货市场扩容带来的 β 。境外业务方面, 中资企业套保资金回流叠加公司清算优势有望推动客户权益持续增长, 境内业务方面, 大宗商品价格波动下产业客户加速入市+新品种加速推出驱动行业持续扩容, 公司有望受益。我们预计公司 2023-2025 年实现归母净利润 4.24/5.22/6.30 亿元, 同比分别+72.3%/+23.1%/+20.8%, 3 月 10 日收盘价对应 PE 分别为 17.56/14.26/11.81 倍, 给予“增持”评级。
- ❖ **风险提示:** 境内期货代理成交规模大幅萎缩风险; 客户权益规模大幅下滑风险; 风险管理业务出现市场、信用和流动性风险; 境外业务经营波动风险。

盈利预测:

	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入(百万元)	10,515	6,823	10,238	14,930	19,254
收入增长率 (%)	6.0%	-35.1%	50.1%	45.8%	29.0%
归母净利润(百万元)	244	246	424	522	630
净利润增长率 (%)	158.7%	1.0%	72.3%	23.1%	20.8%
EPS (元/股)	0.40	0.40	0.69	0.86	1.03
PE	30.50	30.24	17.56	14.26	11.81
ROE (%)	8.6%	7.8%	11.4%	11.4%	11.9%
PB	2.44	2.24	1.78	1.54	1.39

数据来源: wind 数据, 财通证券研究所

内容目录

1	公司简介：全球化布局的期货公司国际业务龙头.....	4
1.1	基本概况：致力于打造全球化金融衍生品服务平台.....	4
1.2	公司治理：大股东持股集中，管理层深耕行业.....	5
1.3	财务概览：上市以来稳健增长，境外收入占比较高.....	6
2	业务概览：境内外协同发展，经纪业务是核心构成.....	8
2.1	经纪业务：期货公司国际业务龙头，境外业务快速发展.....	8
2.1.1	境内业务稳扎稳打，有望享受行业扩容红利.....	9
2.1.2	境外业务牌照优势显著，客户权益迅速增长.....	11
2.2	风险管理业务：当前以基差贸易为主，场外衍生品是未来增量.....	12
2.3	财富管理业务：境内外立体式布局，期待贡献业绩增量.....	15
3	竞争优势：全球清算体系+多元业务布局构筑护城河.....	17
3.1	打造全球清算体系，服务中资企业境外业务需求.....	17
3.2	深耕多元业务布局，板块协同助推业务良性增长.....	19
4	盈利预测与投资建议.....	20
4.1	核心假设.....	20
4.2	盈利预测.....	21
5	风险提示.....	22

图表目录

图 1.	公司发展历程.....	4
图 2.	南华期货形成多元化业务布局.....	4
图 3.	2019 年上市以来营收（净额法）稳健增长.....	6
图 4.	2019 年上市以来归母净利润整体保持增长.....	6
图 5.	公司 ROE 中枢约在 7%-8% 区间.....	7
图 6.	南华期货形成多元业务收入结构.....	7
图 7.	截至 2022 年报境外金融业务收入占比达 24%.....	7
图 8.	南华期货分业务营业利润结构.....	8
图 9.	截至 2022 年报境外金融业务营业利润占比达 45%.....	8
图 10.	公司经纪业务收入明细.....	9

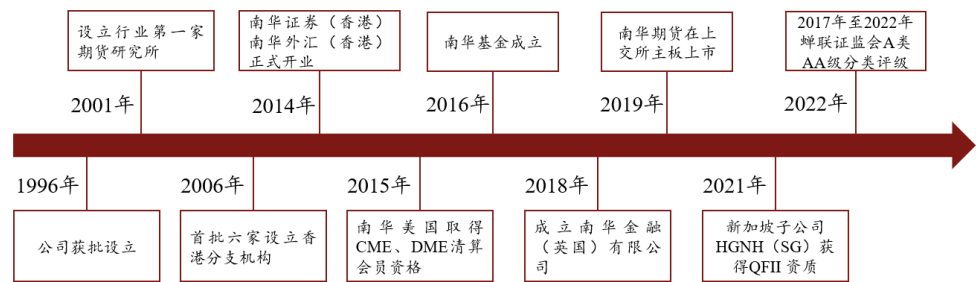
图 11. 2022 年经纪业务收入中利息净收入占比 43.5%	9
图 12. 公司代理成交额市占率中枢在 1.1%-1.2%	9
图 13. 公司境内客户权益规模整体保持增长.....	9
图 14. 近年来 A 股上市公司通过期货市场套保避险的比例持续提升	10
图 15. 2022 年全球金融期货成交量达 746.95 亿手.....	11
图 16. 2022 年我国金融期货成交量仅为 1.52 亿手.....	11
图 17. 近年来公司境外客户权益规模快速增长.....	12
图 18. 2022 年境外业务收入中利息净收入大幅增长.....	12
图 19. 公司风险管理业务净额法收入规模较小.....	13
图 20. 公司基差贸易的配套现货贸易额.....	13
图 21. 公司场外衍生品新增名义本金市占率较高.....	14
图 22. 公司场外衍生品新增名义本金以商品类为主.....	14
图 23. 2022 年 6 月末全球场外衍生品市场未平仓合约名义本金规模达 632 万亿美元.....	14
图 24. 2022 年末国内期货场外衍生品业务月末持仓名义本金约为 3200 亿元.....	14
图 25. 南华期货做市业务规模及市占率.....	15
图 26. 南华期货财富管理牌照较为齐全.....	15
图 27. 资产管理和基金管理是主要收入构成.....	15
图 28. 公司境内资管规模稳步增长.....	16
图 29. 截至 2022 年末南华基金管理规模突破 150 亿元.....	16
图 30. 南华期货基金代销规模快速增长.....	16
图 31. 南华期货境外资管规模增长良好.....	17
图 32. 南华期货多元化业务布局形成战略协同.....	20
表 1. 南华期货前十大股东.....	5
表 2. 南华期货管理层在期货行业具备多年工作经验.....	5
表 3. 南华期货境外子公司布局中国香港、美国、新加坡和英国.....	11
表 4. 南华期货通过长期布局获得多个国家和地区的交易与清算牌照.....	18
表 5. 测算我国进口大宗商品的套期保值需求空间（单位：亿元）	19
表 6. 南华期货核心业务假设（单位：除特别标注外均为亿元）	21
表 7. 南华期货盈利预测（单位：亿元，元/股）	22

1 公司简介：全球化布局的期货公司国际业务龙头

1.1 基本概况：致力于打造全球化金融衍生品服务平台

南华期货是 A 股第一家上市期货公司，较早开启国际化业务布局。公司成立于 1996 年，总部位于浙江省杭州市；2006 年公司成为第一批获准于中国香港设立子公司的期货公司，此后陆续布局美国、新加坡、英国市场，2019 年 8 月在上交所主板上市，2017 年至 2022 年证监会分类评级均保持 A 类 AA 级。

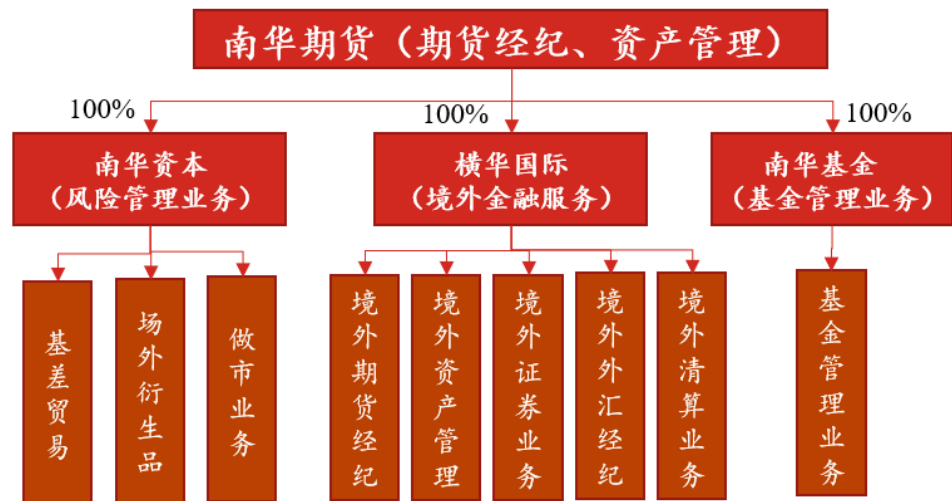
图1.公司发展历程



数据来源：公司官网、财报，财通证券研究所

公司致力于打造全球化金融衍生品服务平台。目前公司已形成期货经纪、风险管理、境外金融服务、财富管理四大核心业务板块，母公司开展境内期货经纪、境内期货资管业务，风险管理子公司南华资本开展风险管理业务，香港子公司横华国际开展境外期货经纪、境外资管、杠杆式外汇交易、境外放贷等金融业务，公募子公司南华基金开展基金管理业务。

图2.南华期货形成多元化业务布局



数据来源：公司官网，财通证券研究所

1.2 公司治理：大股东持股集中，管理层深耕行业

南华期货大股东持股集中，为公司长期稳健发展奠定良好基础。截至 2022 年报，公司第一大股东横店集团控股有限公司持股比例达 69.68%，实控人为东阳市横店社团经济企业联合会，系经浙江省东阳市乡镇企业局、民政局批准设立的社团法人，终极控制人为横店集团企业劳动群众集体，长期以来公司控股股东保持稳定，为公司各项业务开展奠定了良好的治理基础。

表1.南华期货前十大股东

排名	股东名称	占总股本比例(%)
1	横店集团控股有限公司	69.68
2	东阳市横华投资合伙企业(有限合伙)	4.01
3	浙江横店进出口有限公司	1.64
4	横店集团东磁股份有限公司	1.64
5	深圳市建银南山投资有限公司	0.94
6	吴能达	0.42
7	王超	0.29
8	玉兰珍	0.17
9	王盛	0.13
10	平石 T5 对冲基金	0.13
	合计	79.05

数据来源：Wind，财通证券研究所，截至 2022 年报

南华期货管理层深耕期货行业多年，具备充足经验和前瞻判断。公司具备优秀的管理团队，2012 至 2021 年连续十年被评为“中国期货公司金牌管理团队”；其中，公司董事长罗旭峰先生 1993 年即进入期货市场，1996 年 8 月参与组建南华期货，深耕期货行业近 30 年，在公司治理过程中善于前瞻性判断行业发展机遇，推动公司由单一的经纪业务模式向多元化、差异化经营模式转型，2017 年至 2021 年连续五年被评为“中国期货公司最佳掌舵人”；公司总经理贾晓龙先生一线业务出身，2005 年加入南华期货后历任公司员工、营业部副经理、营业部经理、总经理助理、副总经理职务，熟悉期货行业和公司自身发展情况；近年来公司积极优化管理层结构，已聘任多名年轻高管，有助于推动公司快速适应市场环境。

表2.南华期货管理层在期货行业具备多年工作经验

姓名	职务	工作经历
罗旭峰	董事长	1993 年 8 月至 1996 年 5 月，就职于浙江金马期货经纪有限公司，历任营业部市场部经理、营业部经理、公司副总经理、公司常务副总经理；1996 年 5 月至今，就职于南华期货股份有限公司，历任副总经理、总经理，现任公司董事长
贾晓龙	总经理	2004 年 3 月至 2004 年 8 月，就职于上海万向期货经纪有限公司，任员工；2004 年 8 月至 2005 年 2 月，就职于上海通联期货经纪有限公司，任部门经理；2005 年 3 月至今，就职于南华期货股份有限公司，历任员工、营业部副经理、营业部

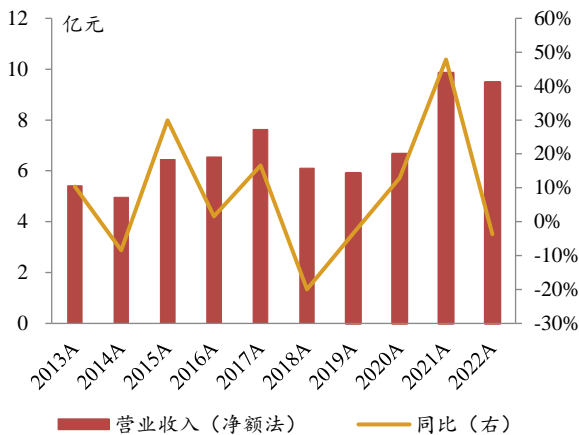
		经理、总经理助理、副总经理等，现任公司党委书记、总经理，兼任浙江南华资本管理有限公司董事长。
王正浩	副总经理	1999年12月至今，就职于南华期货股份有限公司，历任财务部经理、总经理助理、财务总监，现任公司副总经理。
张哲	副总经理	2002年3月至今，就职于南华期货股份有限公司，历任员工、营业部经理、总经理助理等，现任公司副总经理兼南华基金董事长。
顾松	副总经理	1996年8月至今，就职于南华期货股份有限公司，历任员工、网络工程部经理、总经理助理等，现任公司副总经理。
王力	副总经理/财务总监	2003年3月至2006年5月，就职于横店集团控股有限公司，任副总裁助理；2006年5月至2007年5月，就职于太原刚玉物流工程有限公司，任财务经理；2007年5月至2008年9月，就职于浙江横店创业投资有限公司，任财务经理；2008年9月至2020年6月，就职于横店集团控股有限公司，历任财务管理部部长、财务副总监、资本管理总监/上市公司管理总监等；2020年7月至今，就职于南华期货股份有限公司，现任公司副总经理、财务总监。
李建萍	首席风险官	2007年7月至2017年4月，就职于浙江证监局，历任副主任科员、主任科员；2017年4月至今，就职于南华期货股份有限公司，历任员工、总经理助理，现任公司首席风险官。
钟益强	董事会秘书	2007年7月至今，就职于南华期货股份有限公司，历任总经办主任助理、总经办副主任、营业部经理、总经办主任，现任公司董事会秘书。

数据来源：公司2022年报，财通证券研究所

1.3 财务概览：上市以来稳健增长，境外收入占比较高

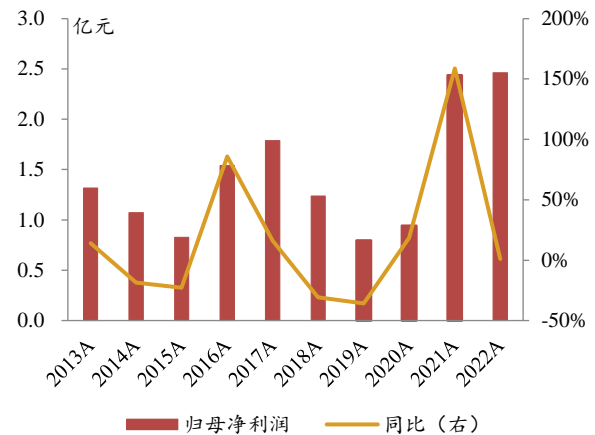
2019年上市以来公司业绩整体保持稳健增长。2019-2022年公司营业收入（净额法）分别为5.90、6.66、9.85、9.48亿元，同比增速分别-3%、+13%、+48%、-4%；归母净利润分别为0.79、0.94、2.44、2.46亿元，同比增速分别为-36%、+18%、+159%、+1%；ROE中枢约在7%-8%区间，截至2022年报公司净资产33.25亿元，整体保持稳健增长态势。

图3.2019年上市以来营收（净额法）稳健增长



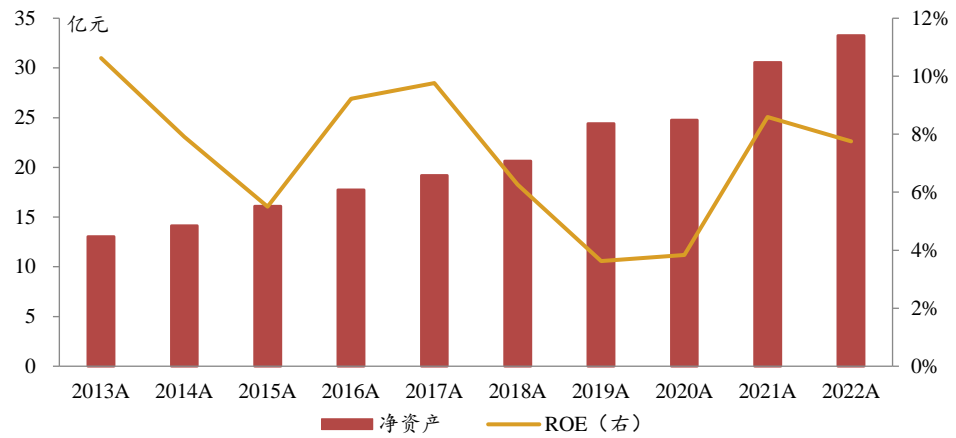
数据来源：Wind，财通证券研究所；注：营业收入（净额法）=营业收入-其他业务成本

图4.2019年上市以来归母净利润整体保持增长



数据来源：Wind，财通证券研究所

图5.公司 ROE 中枢约在 7%-8% 区间

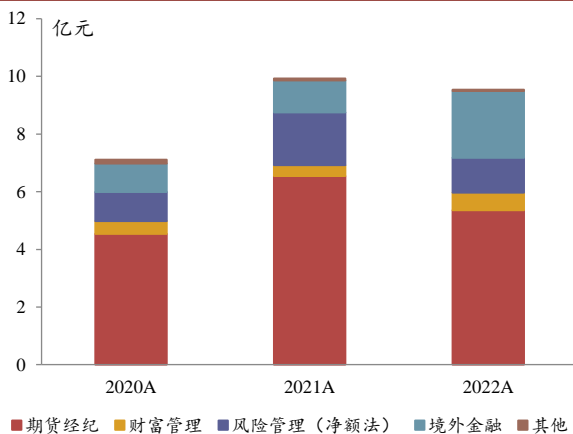


数据来源：Wind，财通证券研究所

南华期货拥有较为完善的境内外衍生品业务牌照。境内期货经纪由母公司开展；风险管理业务通过全资子公司南华资本开展，主要涵盖基差贸易、场外衍生品、做市业务；财富管理业务主要包括资产管理、公募基金和基金代销；境外金融服务业务主要通过中国香港子公司横华国际及其子公司开展，初步形成了涵盖现货期货、场内场外、公募私募、境内境外和线上线下一体的综合金融服务平台。

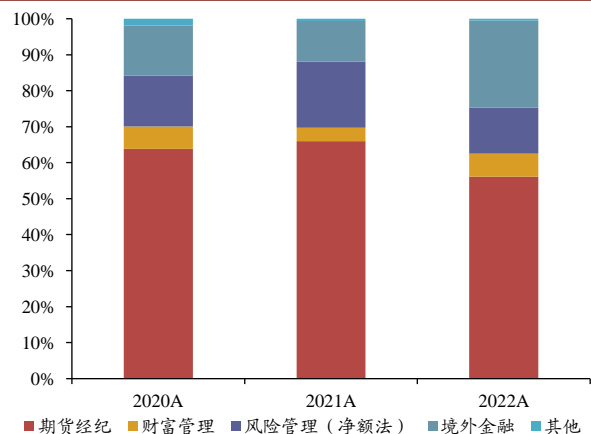
多元化收入结构逐渐形成，境外业务利润贡献占比抬升。收入端，2022 年期货经纪、财富管理、风险管理（净额法）、境外业务、其他业务营业收入分别为 5.36、0.61、1.22、2.31、0.05 亿元，同比分别-18%、+62%、-33%、+107%、-24%，占比分别为 56%、6%、13%、24%、1%，境外业务收入占比同比提升 13pct；利润端，2022 年期货经纪、财富管理、风险管理、境外业务营业利润分别为 1.22、-0.12、0.48、1.32、0.05 亿元，同比分别-52%、-55%、-51%、+1566%、-24%，占比分别为 41%、-4%、16%、45%、2%，境外业务利润占比同比大幅提升 42pct，成为第一大业绩贡献。

图6.南华期货形成多元业务收入结构



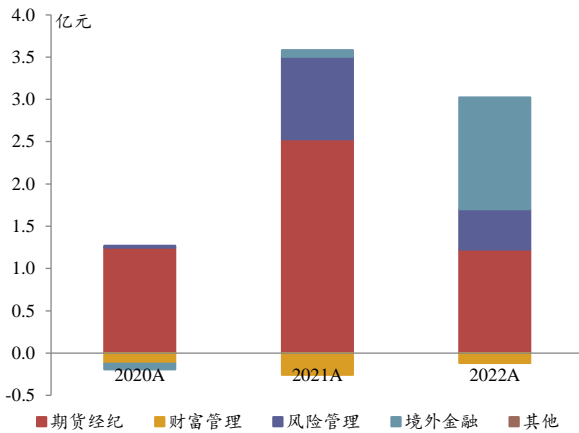
数据来源：Wind，公司年报，财通证券研究所；注：风险管理业务收入（净额法）=分部报告中披露的风险管理业务收入-贸易成本

图7.截至 2022 年报境外金融业务收入占比达 24%



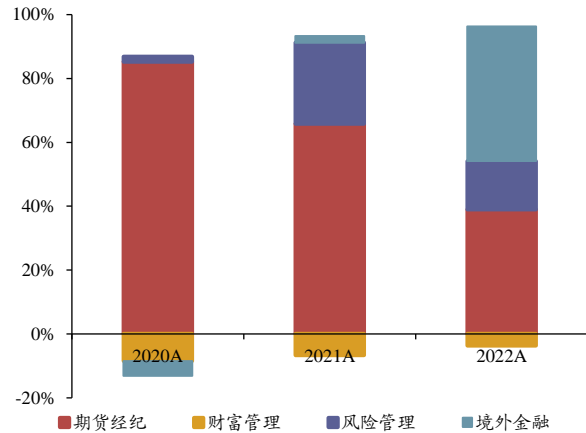
数据来源：Wind，公司年报，财通证券研究所；注：风险管理业务收入（净额法）=分部报告中披露的风险管理业务收入-贸易成本

图8.南华期货分业务营业利润结构



数据来源: Wind, 公司年报, 财通证券研究所

图9.截至 2022 年报境外金融业务营业利润占比达 45%



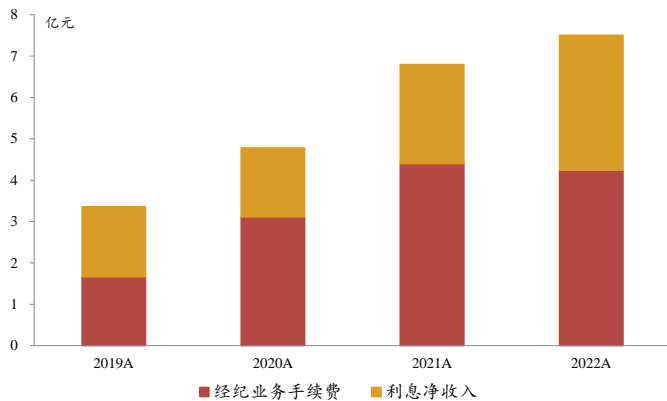
数据来源: Wind, 公司年报, 财通证券研究所

2 业务概览：境内外协同发展，经纪业务是核心构成

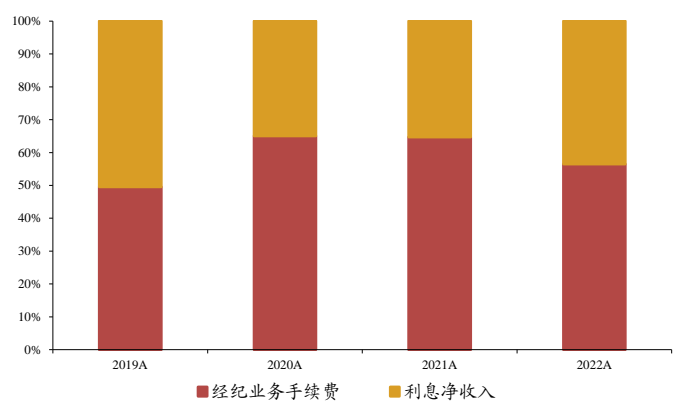
2.1 经纪业务：期货公司国际业务龙头，境外业务快速发展

公司经纪业务收入主要包括经纪手续费(交易手续费+交易所减收手续费)和客户权益产生的利息净收入，代理成交规模和客户权益是经纪业务核心驱动力。手续费收入方面，公司根据期货交易所手续费水平、客户资金规模、客户交易模式等因素确定经纪业务手续费标准，每天结算时从客户的期货交易账户中收取；利息净收入方面，公司基于中国人民银行的存款基准利率与保证金存款存放银行约定利率获得保证金利息收入。

经纪业务收入保持较快增长，手续费是主要增长驱动。我们以公司合并报表披露的经纪业务手续费和利息净收入之和来观察境内外经纪业务收入情况，2019-2022 年公司境内外合计经纪业务收入分别为 3.36、4.78、6.80、7.50 亿元，年化复合增速达 30.7%；分明细来看，2019-2022 年经纪业务手续费分别为 1.67、3.11、4.40、4.24 亿元，年化复合增速达 36.6%，利息净收入分别为 1.69、1.67、2.40、3.27 亿元，年化复合增速达 24.5%；从结构来看，2019-2022 年经纪业务手续费占经纪业务收入的比重分别为 49.6%、65.1%、64.7%、56.5%，利息净收入占经纪业务收入的比重分别为 50.4%、34.9%、35.3%、43.5%，2022 年美联储加息背景下境外利息净收入增长较快，带动境内外合计利息净收入占比有较大提升。

图10.公司经纪业务收入明细


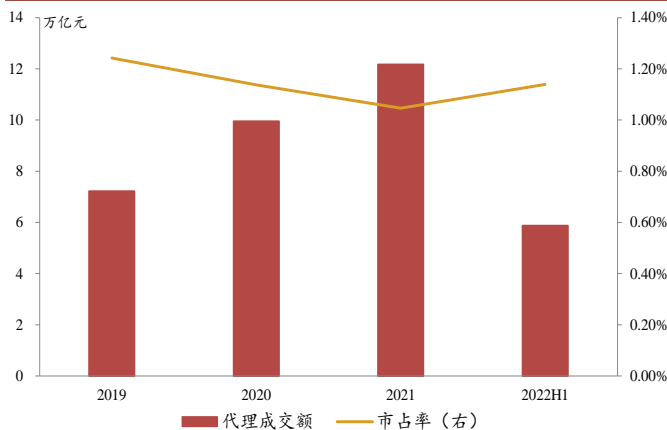
数据来源：Wind，公司财报，财通证券研究所；注：手续费和利息净收入均为境内外经纪业务合计收入

图11.2022年经纪业务收入中利息净收入占比43.5%


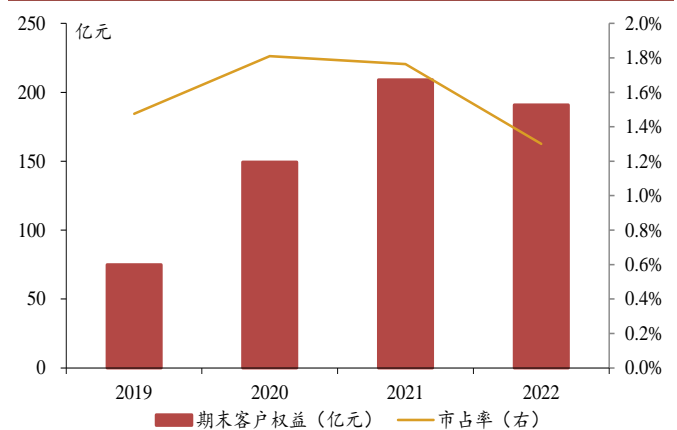
数据来源：Wind，公司财报，财通证券研究所；注：手续费和利息净收入均为境内外经纪业务合计收入

2.1.1 境内业务稳扎稳打，有望享受行业扩容红利

境内经纪业务是公司业务基本盘，近年来整体呈现稳健发展状态。成交额方面，2019-2022H1 公司代理期货成交额分别为 7.22、9.95、12.16、5.87 万亿元，2019-2021 年 CAGR 为 29.8%，市占率分别为 1.24%、1.14%、1.05%、1.14%，近年来成交规模整体保持稳健态势；客户权益方面，2019-2022 年公司客户权益规模分别为 74.81、149.28、208.98、190.87 亿元，市占率分别为 1.48%、1.81%、1.76%、1.30%，2020-2022 年同比增速分别为+99.6%、+40.0%、-8.7%，激烈的市场竞争下市占率略有下滑。

图12.公司代理成交额市占率中枢在 1.1%-1.2%


数据来源：Wind，公司财报，财通证券研究所；注：2022 年未披露

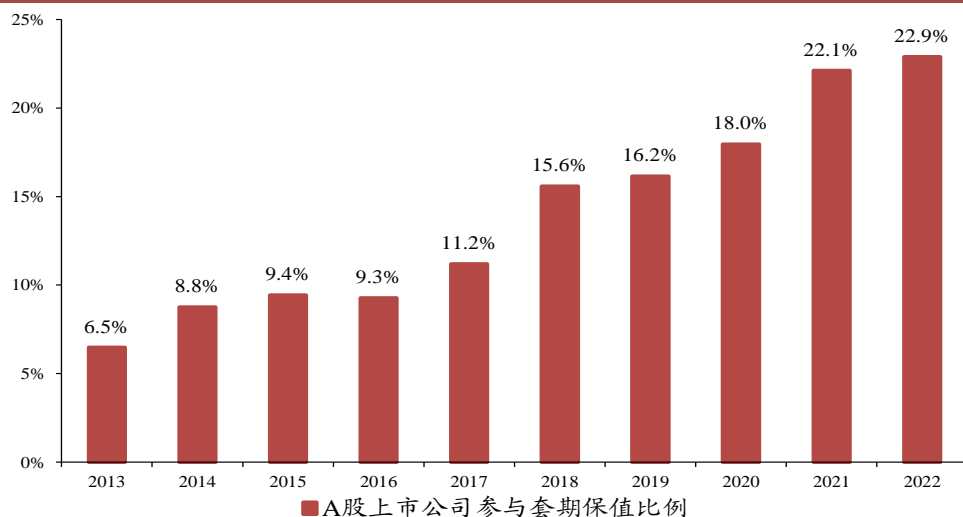
图13.公司境内客户权益规模整体保持增长


数据来源：Wind，公司财报，财通证券研究所

我们认为大宗商品价格波动加剧+新品种加速推出有望驱动行业成交规模持续扩容，南华期货有望享受行业扩容红利。一方面，大宗商品价格波动加剧催生企业避险需求，产业客户加速入市，大宗商品价格波动加剧背景下，实体企业规避原

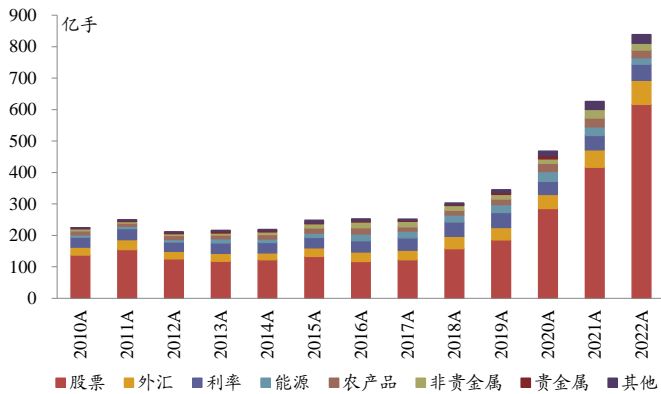
材料价格大幅波动的避险需求日趋旺盛，2022年A股共有1130家上市公司参与期货套期保值，数量创下历史新高，占非金融上市公司数量的比重达22.9%，但相较海外市场还有大幅提升空间；另一方面，伴随《期货和衍生品法》的实施，新品种上市由审批制改为注册制，未来新品种上市流程有望进一步提速，驱动行业成交规模和客户权益持续扩容。

图14.近年来A股上市公司通过期货市场套保避险的比例持续提升

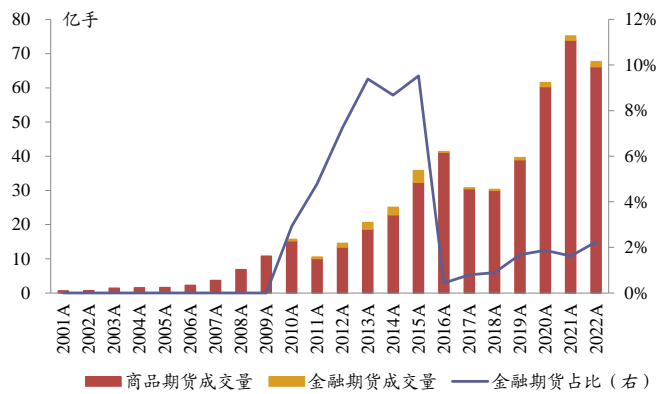


数据来源：避险网、对外经贸大学等著《中国上市公司套期保值评价年度白皮书（2022年）》，财通证券研究所

长期来看金融期货具备极大发展空间，南华期货有望享受扩容红利。从全球市场来看金融期货已成为全球期货市场的核心品种。以股指期货、股票期货、外汇期货、利率期货等为代表的金融期货已成为全球期货市场的主要成交品种，交易量和交易额远超商品期货。据美国期货业协会（FIA）统计，2010-2022年间全球期货市场股指+股票+外汇+利率期货合计成交量从194.34亿手增长至744.48亿手，CAGR达11.8%，占全部期货成交量的比重基本维持在80%以上；当前中金所仅上市10个金融期货期权合约，美国场内金融衍生品合约数量超过2500个，2022年我国金融期货成交仅有1.52亿手，我国金融期货的品种丰富度和成交规模仍有极大提升空间。

图15.2022 年全球金融期货成交量达 746.95 亿手


数据来源：美国 FIA，财通证券研究所

图16.2022 年我国金融期货成交量仅为 1.52 亿手


数据来源：Wind，中期协，财通证券研究所

2.1.2 境外业务牌照优势显著，客户权益迅速增长

南华期货境外子公司已形成全球交易和清算体系，在内资期货公司中具备独家核心优势。南华期货香港子公司横华国际已完成中国香港、芝加哥、新加坡和伦敦四大金融中心布局，覆盖亚洲、欧洲、北美三大时区，覆盖全球期货交易时段，2007 年起公司即通过境外子公司持续获得中国香港、美国、英国、新加坡等国家和地区的衍生品交易及清算牌照，基本完成对主流金融市场的全覆盖，在内资期货公司中具备独家核心优势。

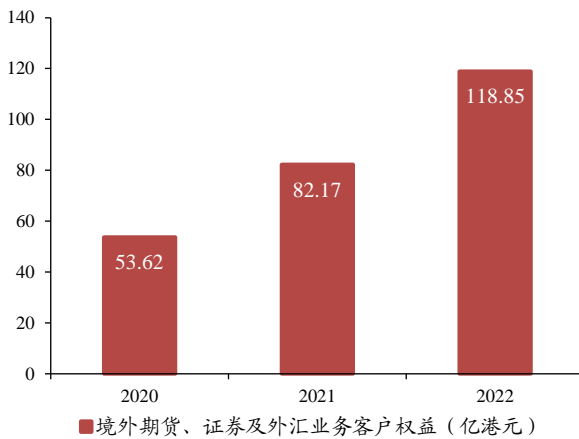
表3.南华期货境外子公司布局中国香港、美国、新加坡和英国

国家和地区	公司名称
中国香港	横华国际金融股份有限公司
	横华国际期货有限公司
	横华国际资产管理有限公司
	横华国际证券有限公司
	横华国际科技商贸服务有限公司
	横华国际财富管理有限公司
	Nanhua Fund SPC
	HGNH Capital Fund
	横华国际资本有限公司
	横华资本（香港）有限公司
美国	Nanhua USA LLC
	Nanhua USA Holding LLC
	Chicago Institute of Investment, Inc.
新加坡	Nanhua USA Investment LLC
	Nanhua Singapore Pte. Ltd.
英国	NANHUA ASSET MANAGEMENT SG PTE.LTD
	Nanhua Financial (UK) Co. Limited

数据来源：公司财报，财通证券研究所；注：截至 2022 年报

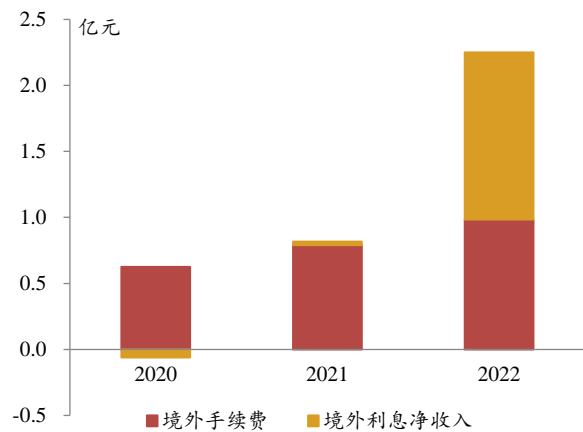
受益于海外中资企业套保资金回流，公司境外客户权益迅速增长。近年来中美贸易摩擦加剧，在“青山镍”等事件催化之下，部分海外中资企业出于信息安全和资金安全需要，逐渐将套保交易从外资机构切换至内资期货公司，南华期货多年来在清算业务上的布局和优势逐步得到中资背景客户的认可，部分中资机构开始选择横华国际作为交易清算服务商，推动公司境外客户权益规模迅速增长，2020-2022年公司境外客户权益分别达53.62、82.17、118.85亿港元，近两年呈现翻倍式增长态势；美联储加息背景下境外客户权益利息收入增厚公司业绩，2022年境外利息净收入、手续费收入分别为1.27、0.98亿元，同比分别+25%、+4550%。

图17.近年来公司境外客户权益规模快速增长



数据来源：Wind，公司财报，财通证券研究所

图18.2022年境外业务收入中利息净收入大幅增长



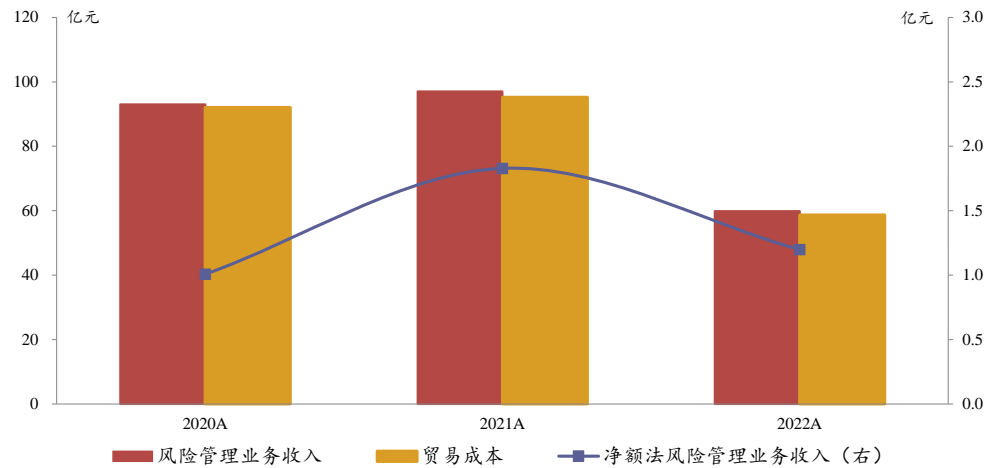
数据来源：Wind，公司财报，财通证券研究所；注：利息净收入以合并报表的利息净收入减去母公司报表的利息净收入测算得出

2.2 风险管理业务：当前以基差贸易为主，场外衍生品是未来增量

南华期货通过子公司南华资本开展风险管理业务，主要包括基差贸易、场外衍生品业务、做市业务。1) 基差贸易指南华资本在购入或者销售现货的同时，在期货、场外衍生品市场进行方向相反的操作以对冲风险，从而获取风险较低的期现结合收益；2) 场外衍生品业务是指与客户进行场外期权、互换等场外衍生品交易的同时，在场内期货、期权市场进行对冲，并获得相应投资收益；3) 做市业务是指南华资本按照交易所相关规则，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，根据做市业务模型，在场内市场向市场提供连续报价，在做市合约成交的同时在其他合约上进行对冲，并获得交易所补贴等收入，通过不同的交易实现一定的投资收益。

公司当前风险管理业务以基差贸易为主，扣减掉贸易成本后真实收入规模较小。我们以公司分部报告中风险管理业务收入扣减掉贸易成本来衡量风险管理业务真实收入规模，2020-2022年公司净额法风险管理收入分别为1.01、1.83、1.20亿元，收入规模和收入贡献尚低。

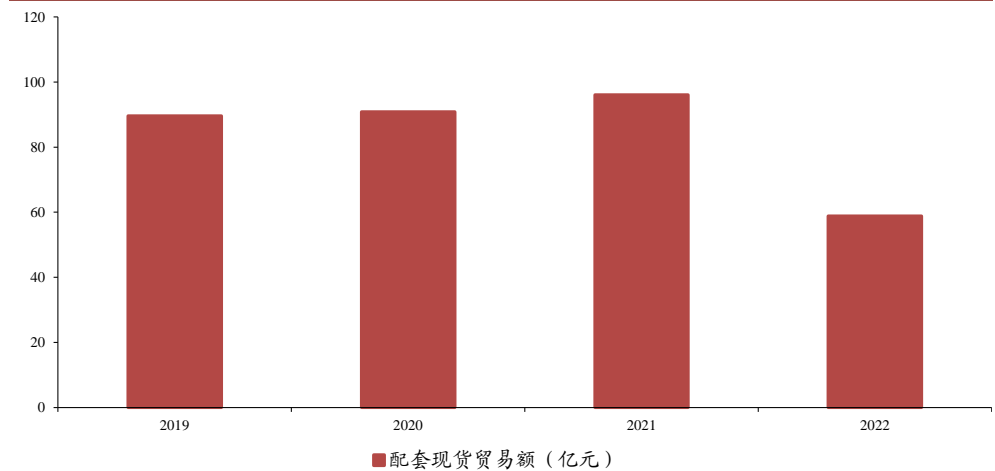
图19.公司风险管理业务净额法收入规模较小



数据来源：Wind，公司财报，财通证券研究所；注：风险管理业务收入（净额法）=分部报告中披露的风险管理业务收入-贸易成本

基差贸易是期货公司服务实体企业避险需求、开拓产业客户的重要手段。公司持续加强对产业客户的拓展和服务力度，积极应对市场变化，不断探索新的业务模式，推广复杂期权在含权贸易中的运用；2019-2022年公司基差贸易的配套现货贸易额分别为89.63、90.84、96.04、58.85亿元，2022年业务规模有所收缩。

图20.公司基差贸易的配套现货贸易额

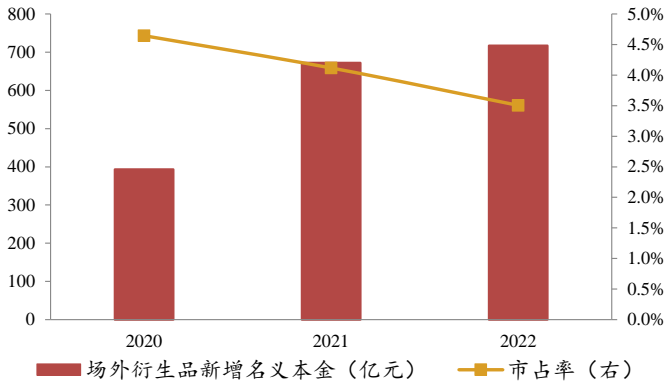


数据来源：Wind，公司财报，财通证券研究所

公司场外衍生品业务稳健增长，市占率维持较高水平。南华资本在与客户交易场外期权的过程中，在期货市场将相应的风险敞口进行对冲，通过将场外期权等衍生品端产生的损益和在期货市场等对冲时产生的损益合并计算，获得开展场外衍生品业务的最终收益。公司持续加强对场外衍生品的创新研发工作，推动商品与

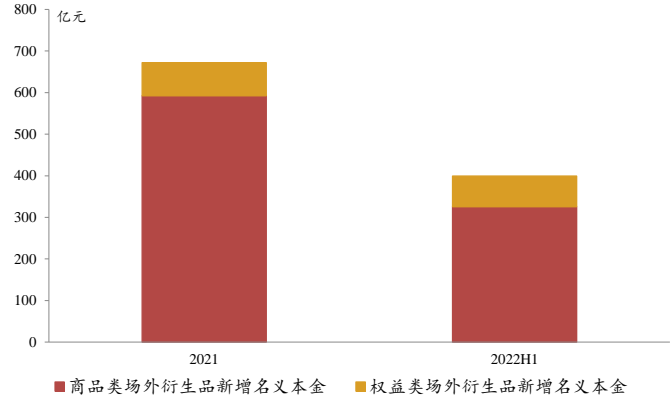
权益类业务共同发展，2020-2022 年公司场外衍生品新增名义本金规模分别为 392.99、671.96、717.46 亿元，市占率分别为 4.6%、4.1%、3.5%；分标的资产类型来看，以商品类为主，2022H1 商品类和权益类场外衍生品新增名义本金分别为 325.47、73.83 亿元，占比分别为 82%、18%。

图21.公司场外衍生品新增名义本金市占率较高



数据来源：公司财报，中期协，财通证券研究所

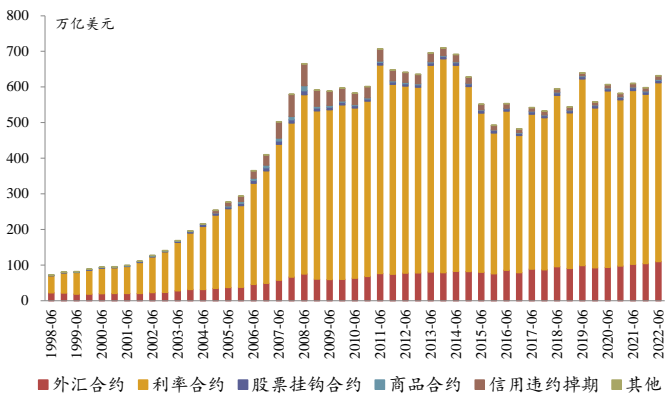
图22.公司场外衍生品新增名义本金以商品类为主



数据来源：公司财报，财通证券研究所；注：2022 年末披露

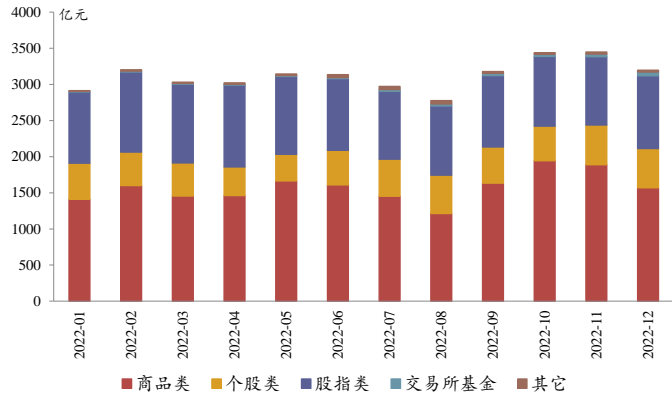
我国期货场外衍生品市场相较海外具备巨大空间，南华期货作为头部公司有望享受行业整体扩容红利。期货风险管理公司是我国场外商品衍生品市场的主要参与者，作为服务实体经济的重要手段，以大宗商品为标的的场外衍生品交易业务正迎来快速发展，截至 2022 年末我国期货场外衍生品市场持仓名义本金约 3200 亿元规模，其中商品衍生品规模不足 2000 亿元；根据国际清算组织统计，截至 2022 年 6 月末，全球场外衍生品未平仓合约名义本金达 632 万亿美元，其中外汇类、利率类、股票类、商品类、信用类分别为 109.59、502.59、6.99、2.96、9.32 万亿美元，我国期货场外衍生品市场相较海外具备巨大空间。

图23.2022 年 6 月末全球场外衍生品市场未平仓合约名义本金规模达 632 万亿美元



数据来源：Wind，国际清算银行，财通证券研究所

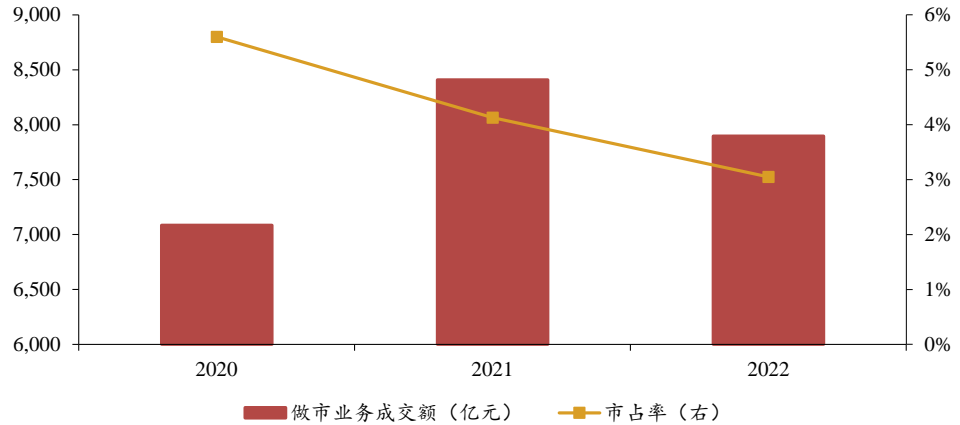
图24.2022 年末国内期货场外衍生品业务月末持仓名义本金约为 3200 亿元



数据来源：中期协，财通证券研究所

公司做市业务规模整体增长，市占率有所下滑。截至2022年中报，公司共开展23个品种的做市业务，其中期货品种16个，期权品种7个；2019-2022年公司期货期权做市成交额分别为3,619、7,085、8,408、7,897亿元，2020-2022年的市占率分别为5.6%、4.1%、3.0%，市场竞争加剧致使公司市占率出现下滑。

图25.南华期货做市业务规模及市占率

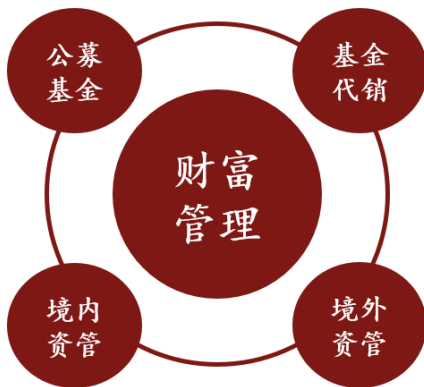


数据来源：公司财报，中期协，财通证券研究所

2.3 财富管理业务：境内外立体式布局，期待贡献业绩增量

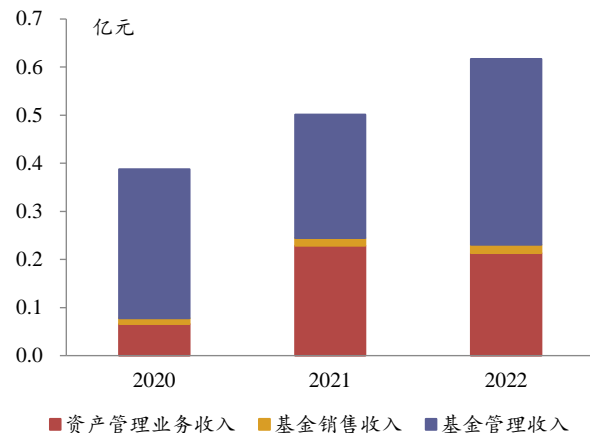
南华期货拥有较为齐全的财富管理牌照，未来有望贡献业绩增量。南华期货财富管理业务主要包括境内外资产管理、公募基金和基金代销业务，其中，母公司开展境内资产管理、基金代销业务，子公司南华基金开展公募基金管理业务，境外子公司横华国际资产开展境外资产管理业务，基本形成境内+境外、公募+私募、资产管理+基金代销的立体化业务布局。目前公司财富管理业务收入以资产管理和基金管理为主，2020-2022年资产管理收入分别为0.07、0.23、0.21亿元，基金管理收入分别为0.31、0.26、0.39亿元。

图26.南华期货财富管理牌照较为齐全



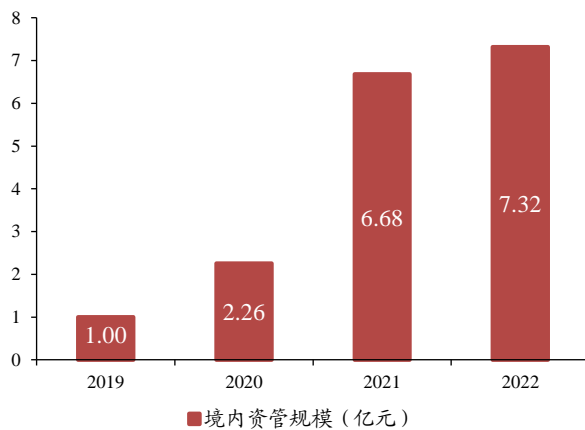
数据来源：公司财报，财通证券研究所

图27.资产管理和基金管理是主要收入构成

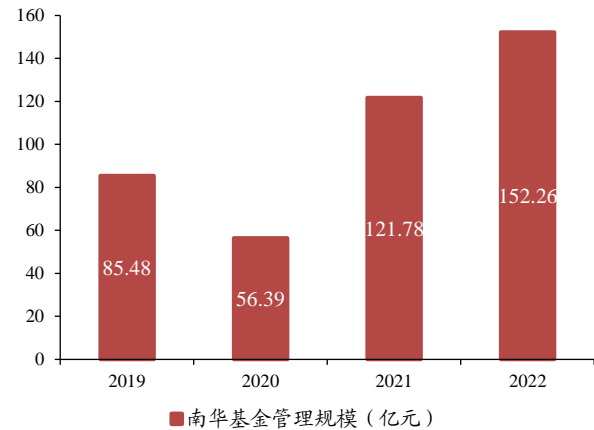


数据来源：公司财报，财通证券研究所

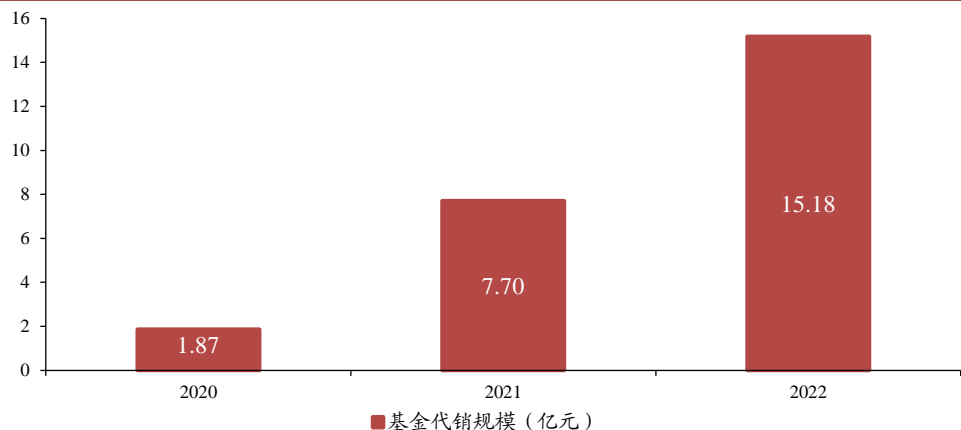
资管新规后公司提升产品主动管理能力，财富管理进入恢复增长阶段。境内业务方面，公司资产管理业务积极培育主动管理能力，加强 CTA 策略和 FOF 策略的开发，提高自主管理规模，2019-2022 年资管规模分别为 1.00、2.26、6.68、7.32 亿元；公募基金业务通过全资子公司南华基金开展，主要布局固收类产品，公司大力加强投研团队建设，并通过加大南华基金与浙江省内金融机构的协同合作，推动管理规模跨越百亿元，2019-2022 年南华基金管理规模分别为 85.48、56.39、121.78、152.26 亿元，伴随管理规模的增长未来有望贡献业绩增量；基金代销业务积极把握客户需求，加大产品引进力度，不断优化销售体系，在居民财富搬家、财富管理市场大发展背景下公司代销业务获得快速增长，2020-2022 年代销规模分别达 1.87、7.70、15.18 亿元。

图28.公司境内资管规模稳步增长


数据来源：公司财报，财通证券研究所

图29.截至 2022 年末南华基金管理规模突破 150 亿元


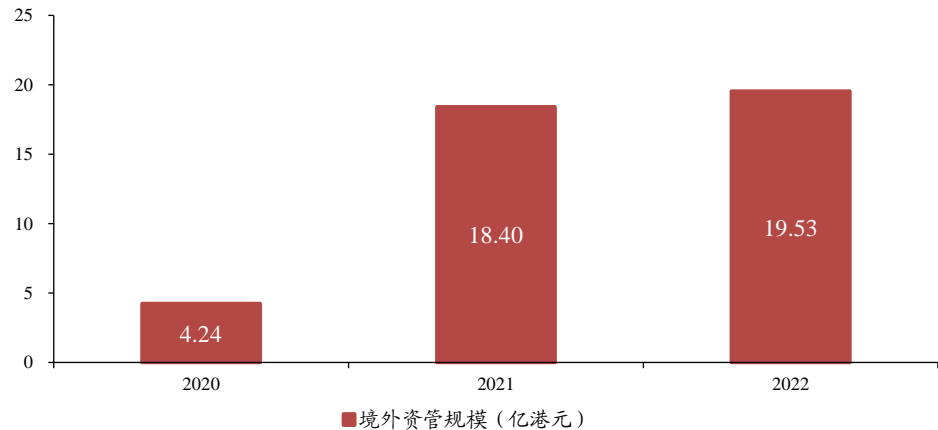
数据来源：公司财报，财通证券研究所

图30.南华期货基金代销规模快速增长


数据来源：公司财报，财通证券研究所

境外业务方面，公司资管规模快速增长。南华期货通过中国香港子公司和新加坡子公司开展境外资产管理业务，中国香港资管子公司具备 QFII 和 RQFII 资质，新加坡资管子公司具备 QFII 资质，公司顺应中国期货市场国际化发展趋势，积极扩大 RQFII 业务，通过积极创新产品策略、丰富产品体系，推出多元化服务方案，持续增强客户粘性，2020-2022 年公司境外资管规模分别为 4.24、18.40、19.53 亿港元。

图31.南华期货境外资管规模增长良好



数据来源：公司财报，财通证券研究所

3 竞争优势：全球清算体系+多元业务布局构筑护城河

3.1 打造全球清算体系，服务中资企业境外业务需求

公司通过全面协同提供国际业务一站式服务。南华期货在内资期货公司中最早进行国际业务布局并持续投入，是期货公司国际业务龙头。自 2006 年 3 月首批获准于中国香港设立首家境外子公司起，经过多年发展，南华期货已经形成以横华国际为核心，覆盖中国香港、新加坡、英国及美国的国际金融服务公司，覆盖亚洲、欧洲、北美三大时区和全球期货交易时段，具备期货、证券、资管等牌照，可从事经纪业务、结算业务、资管业务等，从一家期货公司发展成为具有多家海外分支机构和业务牌照的多元化金融集团公司。

公司依托全球布局建立安全可靠全球清算体系。资金和信息安全是投资者选择期货经纪商的首要考虑因素，多年以来，南华期货境外子公司横华国际不断在中国香港、美国、新加坡和英国四地布局自有清算通道，成功获得香港期货结算所、芝加哥商业交易所集团（CME Group）、新加坡交易所（SGX）、伦敦金属交易所（LME）、迪拜商品交易所（DME）、新加坡亚太交易所（APEX）等主流交易所的清算会员资质，通过与集团内的美国公司、新加坡公司和英国公司在清算业务

上的相互配合，使横华国际客户的交易绝大部分都在集团体系内清算，大幅度降低境外清算过程中的信用风险，最大程度地保障客户的资金安全。

表4.南华期货通过长期布局获得多个国家和地区的交易与清算牌照

子公司	时间	牌照
横华国际期货	2007年6月26日	中国香港期货合约交易资格
	2009年7月8日	中国香港期货交易所参与者资格
	2009年7月8日	中国香港期货结算公司参与者资格
	2009年7月8日	中国香港期货交易所交易权注册持有人资格
	2010年11月1日	中国香港期货合约交易、期货合约提供意见资格
	2011年3月21日	欧洲期货交易所(EUREX)交易会员资格
	2016年9月22日	巴黎泛欧交易所(EURONEXT)衍生品市场会员资格
	2017年8月8日	上海国际能源交易中心境外中介机构资格
	2018年4月9日	大连商品交易所境外经纪机构资格
	2018年11月19日	郑州商品交易所境外经纪机构资格
横华国际资产	2011年10月24日	中国香港提供资产管理资格
	2013年7月15日	人民币合格境外机构投资者资格
	2017年1月26日	中国香港就证券提供意见、提供资产管理资格
横华国际证券	2014年1月8日	中国香港证券交易资格
	2014年3月25日	中国香港中央结算所直接结算参与者资格
	2014年4月1日	中国香港联交所交易所参与者资格
	2014年11月10日	中华通(沪港通)结算参与者资格
	2016年12月5日	中华通(深港通)结算参与者资格
	2017年4月18日	中国香港证券交易、就证券提供意见资格
NANHUA USA	2014年7月16日	美国全国期货协会(NFA)会员，获得期货佣金商(FCM)业务资格
	2015年2月13日	芝加哥商业交易所集团下属四大交易所清算会员资格
	2015年7月6日	获得迪拜商品交易所(DME)清算会员资格
NANHUA USA INVESTMENT	2016年6月8日	NFA 会员，商品交易顾问和商品基金经理资格
NANHUA SINGAPORE	2017年12月14日	新加坡资本市场服务牌照，从事期货合约交易和杠杆式外汇交易
	2018年4月16日	大连商品交易所境外经纪机构资格
	2018年5月7日	新加坡亚太交易所(APEX)清算会员资格
	2018年12月6日	新加坡交易所(SGX)衍生品交易及清算会员资格
	2019年1月21日	上海国际能源交易中心境外中介机构资格
NANHUA UK	2019年3月6日	郑州商品交易所境外经纪机构资格
	2019年5月17日	英国金融行为管理局期货牌照
	2019年10月25日	伦敦金属交易所(LME)二类会员资格
	2020年12月18日	郑州商品交易所境外经纪机构资格
NANHUA SG	2020年12月22日	大连商品交易所境外经纪机构资格
	2020年2月11日	新加坡资本市场服务牌照(CMS)下基金管理牌照
	2021年11月9日	合格境外投资者资格

数据来源：公司财报，财通证券研究所；注：截至2022年报

中性假设下预计仅进口大宗商品的境外客户权益空间超 1000 亿元。我国是世界上最大的大宗商品进口国，国际大宗商品贸易大量采用基差定价的方式，因此具

备强烈的套期保值需求；据海关总署披露，2022年农产品、金属矿及矿砂、煤及褐煤、原油、成品油、天然气等大宗商品进口规模达7.24万亿元，我们假设大宗商品进口额中需要套保的部分占比分别为10%/30%/50%，则谨慎/中性/乐观假设下需套保的金额分别为7,239、21,716、36,193亿元，考虑到海运周期平均时间为3个月左右，则对应持仓金额分别为1,810、5,429、9,048亿元，平均杠杆水平一般为10倍左右，30%套保需求占比、40%持仓比例的中性假设条件下，预计进口大宗商品的境外客户权益潜在空间达1,357亿元，50%套保需求占比、40%持仓比例的乐观假设条件下，预计进口大宗商品的境外客户权益潜在空间达2,262亿元。考虑到还存在如QDII机构在海外具备外汇套保需求等情况，市场真实需求空间或将更大。

我们认为南华期货是内资期货公司中境外业务机会的最大受益者之一。截至2022年末南华期货境外客户权益约119亿港元，相较全市场潜在业务机会仍存在巨大提升空间；对产业客户而言，在进行海外交易和清算的过程中资金安全和头寸信息安全是重中之重，横华国际是清算资格最全的中资背景期货公司，拥有完整的海外清算体系，大部分交易均可在集团内部进行清算，大幅度降低信用风险、保证客户资金安全，因此我们认为南华期货是境外中资企业套保资金回流的最大受益者之一。

表5.测算我国进口大宗商品的套期保值需求空间（单位：亿元）

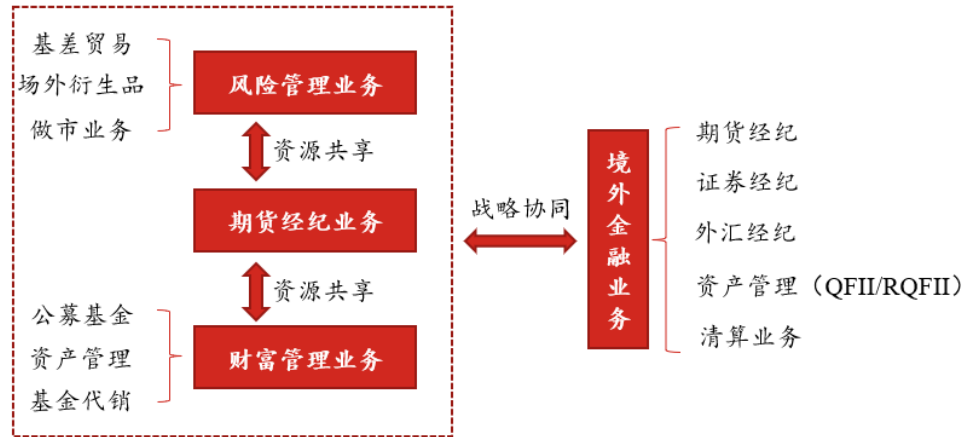
2022年主要大宗商品进口总额	72,387			
核心假设	谨慎	中性	乐观	
进口额中需要套保部分占比	10%	30%	50%	
有套保需求的进口总额	7,239	21,716	36,193	
测算持仓金额	1,810	5,429	9,048	
客户持仓需要的资金（按10倍杠杆假设）	181	543	905	
客户权益规模（按不同持仓比例做敏感性假设）	30%	603	1,810	3,016
	40%	452	1,357	2,262
	50%	362	1,086	1,810

数据来源：海关总署，财通证券研究所；注：主要大宗商品进口总额选取了2022年农产品，金属矿及矿砂，煤及褐煤，原油，成品油，天然气，基本有机化学品，天然及合成橡胶（包括胶乳），木及其制品，纸浆、纸及其制品、纺织原料等商品的进口额加总。

3.2 深耕多元业务布局，板块协同助推业务良性增长

南华期货拥有期货公司中最广泛的业务布局和最齐全的境内外衍生品牌照。2019年上市以前公司逐步完成风险管理子公司、公募基金子公司、境外子公司等系列布局，目前已基本形成境内+境外、期货经纪+风险管理+财富管理的境内外多元化业务布局，2019年公司上市后进一步强化内部资源的整合与战略协同，在经纪业务的基础上重点发展风险管理与财富管理业务，并与境外金融业务形成战略协同。

图32.南华期货多元化业务布局形成战略协同



数据来源：公司官网、财报，财通证券研究所

我们认为公司多元业务布局下衍生品综合化服务能力具备行业领先优势。当前金融业态日趋复杂、客户需求日趋多元，期货公司正从过去提供单一通道型业务向提供风险管理综合型解决方案转变，以满足各类投资者的差异化风险管理需求；南华期货拥有业内最完善的金融牌照，境内+境外、期货经纪+风险管理+财富管理的业务布局能在集团内部形成强力协同，以期货经纪业务为基石，与风险管理和财富管理相结合，经纪业务贡献稳定的现金流，同时能为风险管理和财富管理引流机构客户，财富管理 AUM 的增长和风险管理规模的做大亦能反哺经纪业务，并为开拓经纪业务新客户提供一揽子配套服务，同时，伴随我国期货市场对外开放的不断深入，中国企业走出去和国际投资者引进来均会对公司境外和境内业务贡献增量；我们认为公司境内外协同、全业务布局的发展态势具备行业领先优势。

4 盈利预测与投资建议

4.1 核心假设

1) 经纪业务：我们认为从期货行业来看，新品种上市由审批制改为注册制后，预期上市流程和时间将进一步压缩，新交易品种有望加速推出，叠加大宗商品价格波动带动产业客户加速入市，预计市场成交规模和客户权益规模进入快速扩容周期；境内业务方面，假设公司市占率环比小幅提升，2023-2025 年代理成交额市占率为 1.15%，对应 2023-2025 年代理成交额同比+22.6%、+26.9%、+33.3%至 7.48、9.49、12.65 万亿元，境内客户权益同比+20%、+18%、+18%至 229.04、270.27、318.92 亿元，佣金费率预计下行空间有限，假设 2023-2025 年为万分之 0.33；境外业务方面，境外中资企业套保资金回流背景下，预计公司境外客户权益增长较

快,假设 2023-2025 年同比分别+26.2%、+30.0%、+30.0%至 127.50、165.75、215.48 亿元,美联储大幅加息带动境外利率大幅提升,预计 2023 年境外平均利率水平提升至 4%左右。

2) 资管业务:公司当前资管规模较小,我们预计以 CTA、FOF 策略为代表的资管业务有望迎来管理规模的快速增长,假设公司 2023-2025 年资管规模同比+41%、+50%、+40%至 10.32、15.48、21.67 亿元;主动管理占比提升预计带动管理费率上行,假设 2023-2025 年公司资管业务平均管理费率提升至 3.4%。

3) 风险管理业务:公司当前风险管理业务以基差贸易为主,我们预计在实体企业套期保值规避风险需求高增的背景下,基差贸易、场外衍生品等风险管理业务处于快速增长之中,假设 2023-2025 年风险管理业务收入同比分别+50%、+50%、+30%至 88.55、132.82、172.67 亿元,风险管理业务成本对应增长至 87.82、131.73、171.25 亿元。

表6.南华期货核心业务假设(单位:除特别标注外均为亿元)

	2019A	2020A	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
经纪业务							
代理期货成交额(单边,万亿)	3.61	4.97	6.08	6.10	7.48	9.49	12.65
YOY	36.7%	37.8%	22.3%	0.3%	22.6%	26.9%	33.3%
市占率	1.24%	1.14%	1.05%	1.14%	1.15%	1.15%	1.15%
经纪费率(万分之)	0.23	0.31	0.36	0.33	0.33	0.33	0.33
境内客户权益	74.81	149.28	208.98	190.87	229.04	270.27	318.92
YOY	14.1%	99.6%	40.0%	-8.7%	20.0%	18.0%	18.0%
境内利率	2.1%	1.5%	1.3%	1.0%	1.0%	1.1%	1.1%
境外客户权益(换算为人民币)	28.17	45.58	69.84	101.02	127.50	165.75	215.48
YOY	-	61.8%	53.3%	44.6%	26.2%	30.0%	30.0%
境外利率	0.59%	-0.17%	0.05%	1.48%	4.00%	3.20%	2.50%
资管业务							
境内资管规模	1.00	2.26	6.68	7.32	10.32	15.48	21.67
YOY	-88.7%	126.0%	195.6%	9.6%	41.0%	50.0%	40.0%
平均管理费率	2.0%	2.9%	3.4%	2.9%	3.4%	3.4%	3.4%
风险管理业务							
风险管理业务收入	89.78	91.42	96.31	59.03	88.55	132.82	172.67
YOY	123.8%	1.8%	5.3%	-38.7%	50.0%	50.0%	30.0%
风险管理业务成本	89.48	92.49	95.30	58.74	87.82	131.73	171.25
YOY	124.5%	3.4%	3.0%	-38.4%	49.5%	50.0%	30.0%

数据来源:Wind,公司财报,财通证券研究所

4.2 盈利预测

我们预计 2023-2025 年经纪业务手续费收入分别为 4.93、6.26、8.35 亿元,同比分别+16.4%、+26.9%、+33.3%,利息净收入分别为 7.17、7.98、8.55 亿元,同比分

别+119.4%、+11.3%、+7.2%，风险管理业务收入（净额法）分别为 0.73、1.09、1.42 亿元，同比分别+151.7%、+50.0%、+30.0%，资产管理业务收入分别为 0.35、0.53、0.74 亿元，同比分别+64.3%、+50.0%、+40.0%。

预计 2023-2025 年公司营业收入分别为 102.38、149.30、192.54，同比分别+50.1%、+45.8%、+29.0%，营业收入（净额法）分别为 14.56、17.57、21.28 亿元，同比分别+53.6%、+20.6%、+21.2%，归母净利润分别为 4.24、5.22、6.30 亿元，同比分别+72.3%、+23.1%、+20.8%，3 月 10 日收盘价对应的 PE 估值为 17.56、14.26、11.81 倍，给予“增持”评级。

表7.南华期货盈利预测（单位：亿元，元/股）

	2019A	2020A	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
经纪业务手续费收入	1.67	3.11	4.40	4.24	4.93	6.26	8.35
YOY	-23.8%	86.8%	41.5%	-3.6%	16.4%	26.9%	33.3%
利息净收入	1.69	1.67	2.40	3.27	7.17	7.98	8.55
YOY	-30.1%	-1.4%	43.8%	36.0%	119.4%	11.3%	7.2%
资管业务收入	0.02	0.07	0.23	0.21	0.35	0.53	0.74
YOY	-83.9%	234.5%	245.1%	-6.6%	64.3%	50.0%	40.0%
基金管理与销售收入	0.30	0.32	0.27	0.40	0.52	0.68	0.89
YOY	151.6%	8.7%	-15.0%	47.7%	30.0%	30.0%	30.0%
风险管理业务收入	89.78	91.42	96.31	59.03	88.55	132.82	172.67
YOY	123.8%	1.8%	5.3%	-38.7%	50.0%	50.0%	30.0%
风险管理业务成本	89.48	92.49	95.30	58.74	87.82	131.73	171.25
YOY	124.5%	3.4%	3.0%	-38.4%	49.5%	50.0%	30.0%
风险管理业务收入（净额法）	0.30	-1.07	1.01	0.29	0.73	1.09	1.42
YOY	18.0%	-452.4%	-194.2%	-71.4%	151.7%	50.0%	30.0%
业务及管理费	4.55	4.89	5.86	5.79	8.59	10.19	12.34
YOY	4.8%	7.5%	19.9%	-1.3%	48.4%	18.6%	21.2%
其他业务成本	89.48	92.49	95.30	58.74	87.82	131.73	171.25
YOY	124.5%	3.4%	3.0%	-38.4%	49.5%	50.0%	30.0%
所得税	0.35	0.35	0.90	0.49	1.41	1.74	2.10
YOY	-13.0%	-0.5%	160.1%	-45.6%	188.8%	23.1%	21.0%
营业收入	95.38	99.15	105.15	68.23	102.38	149.30	192.54
YOY	107.5%	4.0%	6.0%	-35.1%	50.1%	45.8%	29.0%
营业收入（净额法）	5.90	6.66	9.85	9.48	14.56	17.57	21.28
YOY	-3.4%	12.9%	47.9%	-3.7%	53.6%	20.6%	21.2%
归母净利润	0.79	0.94	2.44	2.46	4.24	5.22	6.30
YOY	-35.8%	18.5%	158.7%	1.0%	72.3%	23.1%	20.8%
EPS	0.15	0.16	0.40	0.40	0.69	0.86	1.03
PE	81.33	75.12	30.50	30.24	17.56	14.26	11.81

数据来源：Wind，财通证券研究所；注：PE 为 3 月 10 日收盘价对应计算

5 风险提示

- 1、境内期货代理成交规模大幅萎缩风险。境内期货经纪业务是公司最基础的业务之一，2022年其营业收入和营业利润占公司总体营收（净额法）和营业利润的比重分别达56%和41%，期货经纪业务收入来源主要是手续费收入和利息净收入，若代理成交规模出现大幅萎缩将直接影响公司手续费收入，进而造成整体收入利润出现下滑。
- 2、客户权益规模大幅下滑风险。公司期货经纪业务收入来源主要是手续费收入和利息净收入，利息净收入来自于客户权益沉淀资金，若客户权益规模出现大幅下滑，则将直接影响公司利息净收入，进而造成整体收入利润出现下滑。
- 3、风险管理业务出现市场、信用和流动性风险。风险管理业务是公司重要业务方向，需要在现货端与期货端、场内市场与场外市场进行风险对冲，若出现市场、信用和流动性风险，将直接影响公司风险管理业务收入利润。
- 4、境外业务经营波动风险。公司境外业务已经成为重要的收入利润来源，2022年境外业务营业收入和营业利润占公司总体营收（净额法）和营业利润的比重分别达24%和45%，国际金融市场变化、监管政策收紧等经营环境变化可能会带来境外业务经营波动风险。

信息披露

● 分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，并注册为证券分析师，具备专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解。本报告清晰地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，作者也不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

● 资质声明

财通证券股份有限公司具备中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。

● 公司评级

买入：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%；

增持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%~10%之间；

中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间；

减持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%；

无评级：由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

● 行业评级

看好：相对表现优于同期相关证券市场代表性指数；

中性：相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平；

看淡：相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数。

● 免责声明

本报告仅供财通证券股份有限公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司不保证该等信息的准确性、完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的邀请或向他人作出邀请。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本公司通过信息隔离墙对可能存在利益冲突的业务部门或关联机构之间的信息流动进行控制。因此，客户应注意，在法律许可的情况下，本公司及其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。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。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。在任何情况下，本公司不对任何人使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告仅作为客户作出投资决策和公司投资顾问为客户提供投资建议的参考。客户应当独立作出投资决策，而基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前应咨询所在证券机构投资顾问和服务人员的意见；

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。