

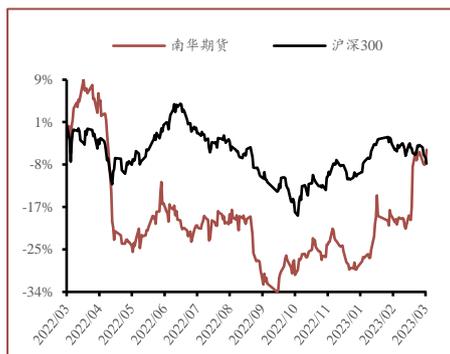
南华期货 2022 年报点评：境外业务高增长带动业绩超预期，看好核心壁垒下长期增长空间

■ 证券研究报告

投资评级:增持(首次)

| 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) | 5.26 |
| 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

核心观点

- ❖ **事件：**南华期货发布 2022 年报，全年实现营业收入（净额法）和归母净利润 9.54、2.46 亿元，同比分别-3.9%、+1.0%；分阶段来看，一至四季度分别实现归母净利润 0.28、0.47、0.57、1.14 亿元，四季度境外利息净收入增长带动全年业绩超预期。
- ❖ **境外业务是业绩超预期的核心驱动：**1) 收入端，2022 年期货经纪、财富管理、风险管理（净额法）、境外业务营业收入分别为 5.36、0.61、1.22、2.31 亿元，同比分别-18%、+62%、-33%、+107%，占比分别为 56%、6%、13%、24%，境外业务收入占比同比提升 13pct；2) 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 亿元，同比分别-52%、-55%、-51%、+1566%，占比分别为 41%、-4%、16%、45%，境外业务利润占比同比大幅提升 42pct，成为第一大业绩贡献。
- ❖ **境外客户权益增长+美联储加息推动境外业务收入利润高增：**1) 从境外业务收入结构来看，利息净收入是核心增长驱动：我们以报表披露的境外手续费+合并报表利息净收入扣减母公司报表利息净收入得到的利息净收入衡量境外业务收入，2022 年境外子公司手续费、利息净收入分别为 0.98、1.27 亿元，同比分别+25%、+4550%；2) 客户权益增长+美联储加息是利息净收入大幅增长的核心原因，截至 2022 年末境外客户权益 118.85 亿港元，同比+44.6%，美联储自 22 年下半年开始大幅加息，上、下半年美国联邦基金利率均值分别为 0.45%、2.92%，均显著高于 2021 年均值 0.08%。
- ❖ **境内业务受制于市场环境整体有所下滑：**1) 手续费方面，境内手续费收入同比-7.5%至 4.0 亿元，与 2022 年行业成交额降幅（-8.0%）保持一致；2) 利息净收入方面，母公司利息净收入同比-15.8%至 2.0 亿元，主要系客户权益规模和利率水平均有下滑，截至 22 年末境内客户权益同比-8.7%至 191 亿元；3) 风险管理业务收缩基差贸易规模，现货贸易额同比-38.7%，带动业务收入同比下滑。
- ❖ **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独特的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+新品种加速推出有望驱动行业成交规模持续扩容。预计公司 2023-2025 年分别实现归母净利润 4.24、5.22、6.30 亿元，同比分别+72.3%、+23.1%、+20.8%，对应 3 月 10 日收盘价的 PE 分别为 17、14、11 倍，给予增持评级。
- ❖ **风险提示：**期货代理成交规模大幅萎缩；经纪业务费率大幅下滑；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

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 | 29.60 | 29.35 | 17.04 | 13.84 | 11.46 |
| ROE (%) | 8.6% | 7.8% | 11.4% | 11.4% | 11.9% |
| PB | 2.36 | 2.17 | 1.73 | 1.50 | 1.34 |

数据来源：wind 数据，财通证券研究所

表1.南华期货盈利预测

| | 2019A | 2020A | 2021A | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|---------------|---------------|--------------|---------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 经纪业务手续费收入 | 1.67 | 3.11 | 4.40 | 4.02 | 4.93 | 6.26 | 8.35 |
| 同比 | -23.8% | 86.8% | 41.5% | -8.5% | 22.6% | 26.9% | 33.3% |
| 利息净收入 | 1.69 | 1.67 | 2.40 | 3.27 | 7.17 | 7.98 | 8.55 |
| 同比 | -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 | 0.23 | 0.35 | 0.53 | 0.74 |
| 同比 | -83.9% | 234.5% | 245.1% | 2.3% | 50.0% | 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 |
| 同比 | 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 |
| 同比 | 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 |
| 同比 | 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 |
| 同比 | 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 |
| 同比 | 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 |
| 同比 | 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 |
| 同比 | -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 |
| 同比 | 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 |
| 同比 | -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 |
| 同比 | -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 | 78.93 | 72.91 | 29.60 | 29.35 | 17.04 | 13.84 | 11.46 |

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

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。