

增持 (首次)

南华期货 (603093)

以海外业务再造一个南华期货
——南华期货跟踪点评

2023年3月11日

分析师:

徐一洲

S0190521060001

孙寅

S0190521060002

研究助理:

开妍

kaiyan@xyzq.com.cn

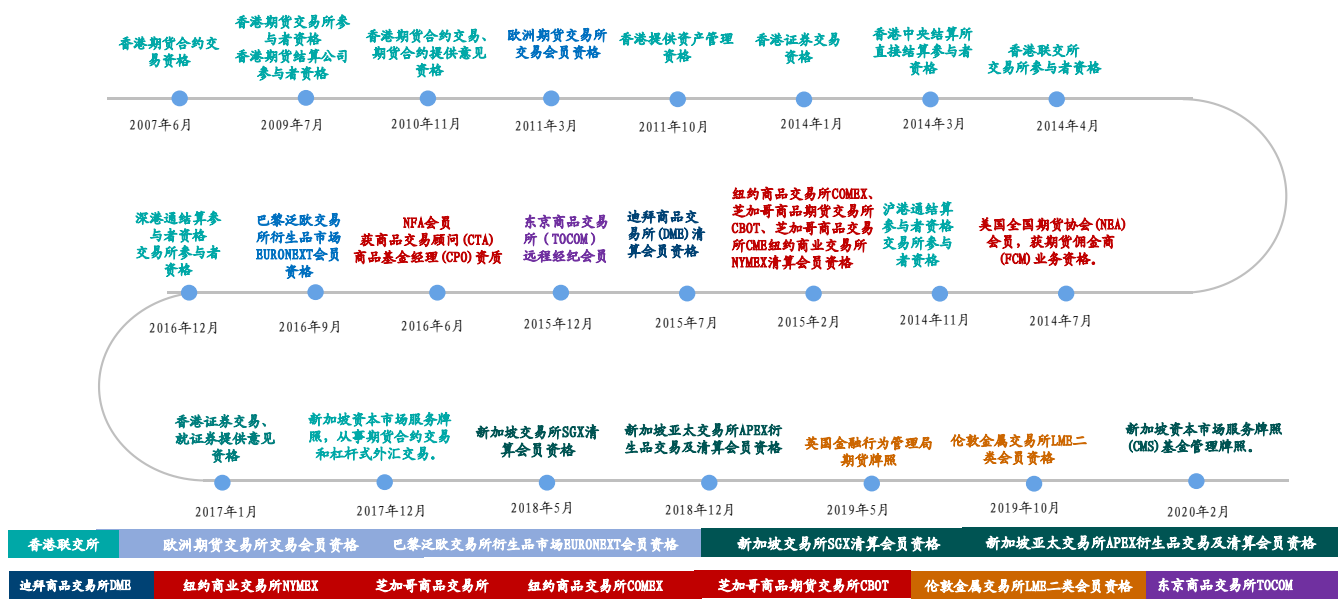
陈静

chenjing23@xyzq.com.cn

投资要点

- 南华期货发布 2022 年报, 报告期内分别实现营业收入和归母净利润 68.23 和 2.46 亿元, 同比分别-35.1%和+1.0%; 其中, 单四季度分别实现营业收入和归母净利润 16.12 和 1.14 亿元, 同比分别-55.7%、+56.3%, 环比分别-10.4%、+101.5%, 2022 年四季度以来净利润加速上行。
- 利息净收入大幅增长成为利润上行核心驱动。收入方面, 2022 年公司分别实现手续费净收入、利息净收入、投资收益+公允价值变动损益、其他业务收入 (净额法) 4.98、3.27、0.82、0.29 亿元, 同比分别-2.5%、+36.0%、+37.7%、-71.4%, 其中单四季度手续费净收入、利息净收入分别为 1.06、1.14 亿元, 环比分别-25.3%、+38.2%, 利息净收入增长成为四季度以来利润上行核心驱动; 成本方面, 管理费用同比-1.3%至 5.79 亿元, 剔除其他业务成本后的管理费用率同比+1.52pcts 至 61.1%。
- 境外业务进入加速上行周期, 保证金规模扩容增厚存款利息。经纪业务方面, 2022 年受大宗商品价格剧烈波动影响, 期货成交活跃度有所下滑, 全市场期货成交额同比-8.0%, 致使公司期货经纪手续费收入同比-3.6%至 4.24 亿元; 保证金规模扩容助推利息净收入增长, 截至 2022 年末合并口径客户保证金较年初+10.7%至 275.06 亿元, 带动利息净收入同比+36.0%。财富管理方面, 2022 年南华基金产品规模同比+25.0%至 152.26 亿元, 带动基金管理费收入同比+50.5%至 0.39 亿元, 随着公司继续强化主动管理能力, 预计公募基金业务有望进一步贡献收入增量。境外业务方面, 南华期货在境外主流交易所均有金融牌照, 目前较同业已形成显著领先优势, 2022 年境外金融服务业务收入同比+107.2%至 2.31 亿元, 占营业收入 (净额法) 比重同比+13.0pct 至 24.2%, 境外收入增长一方面系进出口企业套保需求增长叠加头寸转移至内资公司推动公司境外保证金迅速扩容, 2022 年境外客户保证金同比+44.6%至 118.85 亿港元, 另一方面系海外加息背景下保证金利率抬升进一步增厚存款利息。
- 我们看好南华期货在境外业务的领先优势, 3 月 10 日公司公告拟发行不超过 12 亿元的可转债, 全部用于补充营运资金, 资本金补足后有望推动业务规模进一步扩张, 未来随着客户保证金规模增长, 其盈利有望加速进入上行通道。我们预计公司 2023-2024 年归母净利润分别为 4.54、6.11 亿元, 同比分别+84.5%、+34.6%, 对应 3 月 10 日收盘价的 PE 为 16.39 和 12.18 倍, 首次覆盖, 给予“增持”评级。
- 风险提示: 资本市场大幅波动风险、宏观经济下行风险、市占率提升不及预期风险、新业务推进不及预期风险。

图 1、南华期货在海外多个国家和地区拥有金融牌照



资料来源: 公司年报、招股说明书, 兴业证券经济与金融研究院整理

表 1、南华期货境外金融牌照更为全面

交易所	持有资质	持牌主体
伦敦金属交易所 LME	一类会员资格: 提供进入圈内交易、LMEselect、跨部门市场的通道 LME 清算会员, 签发 LME 注册客户合同 二类会员资格: 提供进入 LMEselect、跨部门市场的通道 LME 清算会员, 签发 LME 注册客户合同	建银国际 广发英国 横华国际 中银国际 工银国际
纽约商品交易所 COMEX 芝加哥商品交易所 CME 纽约商业交易所 NYMEX 芝加哥商品期货交易所 CBOT	CME 清算会员有资格清算外汇场外产品和利率掉期("IRS") CBOT 清算会员有资格清算乙醇和谷物掉期 NYMEX 清算会员有资格清算能源场外产品 COMEX 清算会员有资格清算金属远期	南华美国
欧洲期货交易所交易会员资格	直接清算会员 仅参与交易结算	建行法兰克福分行 横华国际 新永安期货 中信第一国际期货 中信建投期货 富邦期货 广发证券 慧聪技术 中银国际 元大期货
巴黎泛欧交易所衍生品市场 EURONEXT	参与泛欧衍生品市场交易	元大期货 海通银行
新加坡交易所 SGX	清算会员	南华新加坡 东证期货 汇丰银行 联昌证券 海通国际证券(新加坡)
迪拜商品交易所 DME	清算会员	南华美国 汇丰证券(美国)

资料来源: 各交易所官网, 兴业证券经济与金融研究院整理

表 2、从海外交易所会员准入门槛来看短期内境外业务供给端难以迅速扩容

交易所	注册要求
伦敦金属交易所 LME	1) 最低净资本为 10 万美元 2) 安全支付系统提供商 (SPS) 结算银行的银行业务要求, 最低美元和英镑 3) 会员员工必须对被清算的产品有足够的经验和知识

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

纽约商品交易所 COMEX 芝加哥商品交易所 CME 纽约商业交易所 NYMEX 芝加哥商品期货交易所 CBOT	4) 管理清算活动的适当系统 1) 在美国商品期货交易协会注册为期货佣金商 (FCM) 2) 清算成员必须是公司(包括 C 类公司、S 类公司或有限责任公司)、伙伴关系(包括有限合伙关系或普通合伙关系)或合作协会 3) 清算成员应具有在伊利诺伊州或纽约州开展业务的资格, 或与已经在伊利诺伊州或纽约州具有资格的实体签订了代理协议 4) 清算会员必须有一个令清算所风险委员会满意的授权代表(即官员、负责人或合伙人)。在交易所及其委员会面前代表清算会员 5) 清算成员应从事或证明有能力立即从事清算成员的业务 6) 清算成员应确保已收到监管当局的任何和所有必要的批准, 包括但不限于美国联邦储备局和其他外国银行监管机构, 以允许该公司开展清算成员的业务(如适用) 7) 清算成员应表现出财政和道德上的诚信, 以证明清算所有理由承担清算其交易的固有风险 8) 清算成员应遵守其拥有会员特权的所有交易所规则, 并在执行这些规则时予以合作 9) 清算成员应同意保证并承担全部责任。(a)由其合格的现场经纪人和交易员执行或指示执行的所有交易;(b)其合格的场内经纪人因疏忽而执行或未能执行的所有订单。此外, 清算成员应同意为所有通过任何电子交易系统(如适用)转给清算所进行清算的交易活动, 以及清算成员通过清算成员向第三方提供的任何连接、终端、链接、电信枢纽或手持装置向清算所提供的保证, 以及清算成员向第三方(包括合格客户)提供的任何适用的电子交易系统和终端输入指令, 提供担保并承担责任 10) 清算会员应遵守交易所为客户和自营交易制定的所有信用控制政策
欧洲期货交易所交易会员 资格	1) 以商业方式进行衍生品交易 2) 证明相应申请人在其原籍国受到适当银行或外汇监管的证据 3) 最低股本为 50000 欧元, 除非申请人是银行或受 MiFID II 监管 4) 至少一名交易参与者的入场和注册(交易者入场) 5) 注册至少一名合格的后台工作人员 6) 参与清算过程 - 通过一般清算会员(GCM)或直接清算会员(DCM)间接参与, 或作为 GCM 或 DCM。DCM 可以更清楚地表明交易所参与者, 前提是这些公司是 100% 的附属公司 7) 符合连接到欧洲期货交易所®系统的强制性技术要求(连接替代方案)
巴黎泛欧交易所衍生品市 场 EURONEXT 会员资格	1) 在欧洲经济区 (EEA) 授权的投资公司或信贷机构 2) 非 MiFID 公司: 无权获得 MiFID 许可证的公司(例如 AIFM 许可公司), 包括在 EEA 成员国成立但被排除在 MiFID 范围之外的公司, 前提是它们可以证明: (a) 根据 MIFID 提出的授权申请正在等待中或 (b) 泛欧交易所市场的拟议业务过程不需要授权(例如, 因为公司可以从授权豁免中受益) 3) 来自欧盟以外司法管辖区的公司(“第三国公司”), 无论是否根据 MiFID 授权
新加坡亚太交易所 APEX	1) 在新加坡注册成立的 CMS 牌照持有者, 其最低基本资本应保持在 100 万新元(或其等值)。如果 CMS 执照持有者是在新加坡以外注册成立的, 它必须保持最低 100 万新元的净总部资金。作为 CMS 牌照持有人的申请人, 如果其清算活动只限于符合财务和保证金要求附表一中“特定商品期货合同”定义, 应保持最低基本资本要求为 50 万新元(如果在新加坡注册成立)或最低总部资金净额要求为 50 万新元(如果在新加坡境外注册成立)
新加坡交易所 SGX	1) 100 万新元的最低基本资本 2) 获得由新加坡金融管理局 (MAS) 颁发的资本市场服务 (CMS) 牌照; 或者, 没有在新加坡开展业务的公司须获得本国监管机构颁发的相关牌照 3) 交易会员的代表必须获得新加坡金融管理局或者本国相关监管机构颁发的个人牌照 4) 为其业务运营和活动开展维持适当的人员安排、资源配置和系统支持, 维护独立且充分的后台功能, 交易会员必须通过清算会员清算其交易
迪拜商品交易所 DME	1) 是一个法人团体、合伙企业或非法人社团, 合法地获得 DFSA 的授权、认可或其他许可, 以开展其打算进行的活动 2) 指定(以交易所同意的形式)一名雇员作为交易所的联络人 3) 如果申请人打算以委托人或代理人身份为任何客户进行交易, 或以代理人身份为其任何关联公司或任何其他会员进行交易, 则应遵守所有适用的 DFSA 或其他监管资本 4) 如果申请人打算以委托人或代理人身份为任何客户进行交易, 或以代理人身份为其任何关联公司或任何其他会员进行交易, 则应遵守所有适用的 DFSA 或其他监管资本

资料来源: 各交易所官网, 兴业证券经济与金融研究院整理

表 3、南华期货盈利预测 (单位: 亿元, EPS 为元/股, PE 为倍)

	2019A	2020A	2021A	2022A	2023E	2024E
营业收入	95.38	99.15	105.15	68.23	79.89	92.66
手续费及佣金净收入	2.20	3.70	5.11	4.98	5.33	6.95
利息净收入	1.69	1.67	2.40	3.27	5.66	6.58
投资净收益	1.60	1.85	0.80	-0.49	1.00	1.05
其他业务收入	89.78	91.42	96.31	59.03	67.89	78.07
营业支出	94.22	97.94	101.76	65.27	74.21	85.02
管理费用	4.55	4.89	5.86	5.79	6.17	6.74
其他业务成本	89.48	92.49	95.30	58.74	67.55	77.68
营业利润	1.16	1.21	3.39	2.96	5.67	7.64
利润总额	1.14	1.27	3.33	2.96	5.67	7.64
所得税	0.35	0.35	0.90	0.49	4.54	6.11
净利润	0.80	0.93	2.43	2.46	4.54	6.11
归母净利润	0.79	0.94	2.44	2.46	4.54	6.11
EPS	0.14	0.16	0.40	0.40	0.74	1.00
PE	89.01	75.14	30.55	30.25	16.39	12.18

资料来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理与预测; PE 估值基于 3 月 10 日收盘价计算

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将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。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级(另有说明的除外)。评级标准为报告发布日后的12个月内公司股价(或行业指数)相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中:A股市场以沪深300指数为基准;新三板市场以三板成指为基准;香港市场以恒生指数为基准;美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~15%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	推荐	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
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

使用本研究报告的风险提示及法律声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供兴业证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效，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。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。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

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的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；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；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可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。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

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

本报告并非针对或意图发送予或为任何就送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民(1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外)。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，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。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

兴业证券研究

上海	北京	深圳
地址: 上海浦东新区长柳路36号兴业证券大厦15层	地址: 北京市朝阳区建国门大街甲6号SK大厦32层01-08单元	地址: 深圳市福田区皇岗路5001号深业上城T2座52楼
邮编: 200135	邮编: 100020	邮编: 518035
邮箱: research@xyzq.com.cn	邮箱: research@xyzq.com.cn	邮箱: research@xyzq.com.cn