投资评级 优于大市 首次覆盖

股票数据

11 月 18 日收盘价(元)	22.76
52 周股价波动（元）	18.41-31.38
总股本/流通 A 股（百万股）	445/109
总市值/流通市值（百万元）	10129/2474

相关研究

市场表现

沪深 300 对比	1M	2M	3M
绝对涨幅（%）	-11.2	-16.1	3.7
相对涨幅（%）	-10.5	-15.7	4.9

资料来源：海通证券研究所

分析师:孙婷
Tel:(010)50949926
Email:st9998@htsec.com
证书:S0850515040002
联系人:曹锟
Tel:010-56760090
Email:ck14023@htsec.com

稳定经纪业务构建坚实基础，CTA 资管优势铸就增长尖兵

投资要点:

- **国内领先的全牌照期货公司，公司治理稳定，盈利能力优于行业。**1）瑞达期货是深交所第一家、A 股市场第二家期货上市公司，业务范围覆盖期货经纪、资产管理、风险管理、投资咨询等，目前大力拓宽国际业务与公募基金业务。2）公司董事长林志斌为实控人，董事长与核心高管团队共事超过 20 年，期货从业及管理经验丰富，稳定的公司治理有助于公司长期稳定发展。3）2019、2020 年和 2021 年上半年公司净利润增速分别为 5.3%、106.0%、233.4%，增速持续提升，ROE 水平均显著高于行业。

- **目前期货行业仍处于景气度上升周期，公司有望伴随行业增长持续受益。**1）**2020 年以来大宗商品价格波动加剧，预计产业客户风险对冲意愿提升，机构投资者投资情绪更加活跃。**2）**国内期货市场交易品种和经营主体不断扩容。**2020 年新上市期货品种 12 个，品种创新保持快节奏。2021 年中国第 150 家期货公司正式成立，广州期货交易所批准设立，预计伴随新交易所的开业和碳排放权期货等新品种上市，期货行业成交规模将有明显增长。3）**瑞达期货客户规模不断提升，保持佣金率优势。**公司客户数量由 2016 年的 5.9 万户增长至 2021 年中的 11.3 万户，在五大交易所市场份额平均提升 0.08pct，2021 年上半年佣金率较 2019 年提升 0.4bp，高出同期行业平均水平 0.75bp，预计未来经纪业务收入将持续稳定增长。

- **资产管理业务：专注 CTA 领域，资管规模快速提升带动营收增长。1）聚焦 CTA 领域，发挥衍生品投资专业优势。**瑞达期货专注投资大宗商品期货和期权、金融期货及其衍生品，截至 2021 年中公司资管规模达 46.1 亿元，同比+117%，占全行业管理的商品及衍生品类别产品规模的 16.89%。**2）营运利润率高于其他业务。**2017-2020 年资管业务营运利润率始终保持在 90%以上，2021 年上半年为 84.5%，仍显著高于经纪业务和风险管理业务。**3）公募与私募业务齐头并进、协同发展。**2020 年瑞达正式开启公募基金业务，预计未来在资管+公募协同发展下，公司资管产品的类型将拓宽到包括固收类、权益类、综合类和 CTA（管理期货）FOF，进一步提升大资管业务实力。

- **风险管理业务：大力发展场外衍生品交易和做市业务。1）场外衍生品交易快速发展。**2021 年上半年公司共为 86 家企业提供场外衍生品服务方案，实现场外衍生品交易的名义本金 150.33 亿元，权利金收入 3793.44 万元，同比分别增长 958.61%和 167.85%。**2）做市品种覆盖范围不断扩张。**截至 2019 年末、2020 年末及 2021 年 6 月末，公司做市业务涉及品种数量分别为 6 种、19 种、20 个，呈现逐年提升。3）我们认为公司在场外衍生品和做市业务发展上，除了顺应行业发展趋势，还有助于进一步与公司资管 CTA 策略产生有效协同。

- **给予“优于大市”评级。**参考 A 股可比公司情况，我们给予公司 22-24x 2021E PE，得到公司的合理价值区间为 27.94-30.48 元。2021 年 11 月 18 日公司股价对应 2021E PE 仅 18x，估值较低，首次覆盖给予“优于大市”评级。

- **风险提示：大宗商品价格波动超预期，国内期货市场监管政策变化。**

主要财务数据及预测

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	951	1342	2385	3638	5142
(+/-)YoY(%)	101.9%	41.1%	77.7%	52.6%	41.3%
净利润(百万元)	121	249	565	947	1445
(+/-)YoY(%)	5.3%	106.0%	127.1%	67.5%	52.6%
全面摊薄 EPS(元)	0.29	0.56	1.27	2.13	3.25
净利率(%)	12.7%	18.5%	23.7%	26.0%	28.1%
净资产收益率(%)	7.1%	12.6%	23.3%	30.2%	34.1%

资料来源：公司年报（2019-2020），海通证券研究所
备注：净利润为归属母公司所有者的净利润

投资要点

瑞达期货是国内领先的全牌照期货公司，公司创立于 1993 年，目前公司业务范围覆盖期货经纪、资产管理、风险管理和投资咨询等，通过子公司瑞达国际开展海外业务，以及子公司瑞达基金开展公募基金业务。公司 2019 年在深交所上市，成为深交所第一家、A 股市场第二家期货上市公司。

我们认为期货行业处于景气度上升周期，瑞达期货具有稳定的公司治理结构和管理团队，其自身专注于 CTA 资管业务的独特战略+不断强化的业务协同，有望在未来进一步深筑公司竞争壁垒。

1、较为集中的股权结构和稳定的管理团队，有利于公司行稳致远。1）公司董事长林志斌为公司实际控制人，与其一致行动人合计间接持有公司 54.07%股权。公司股权集中度较高，董事长对于公司拥有较强控制力，有助于保持经营战略的长期稳定性。2）公司核心管理团队人员稳定，大多具有丰富的期货行业从业及管理经验，与董事长共事超过 20 年，是推动公司稳健发展的中坚力量。

2、期货行业处于景气度上升周期，预计未来市场集中度将有所提高，而公司作为行业第一梯队将是主要受益者。1）我们认为，大宗商品价格波动加剧+市场交易品种扩容+广州期货交易所的建立，多种因素有望共同促进期货行业快速发展，特别是碳排放权期货产品的创新将助力打开。2）从海外期货市场发展规律来看，伴随行业成熟度的提高，市场竞争主体数量伴随并购重组而逐渐减少，马太效应更加显著。我们预计公司作为当前市场第一梯队公司，未来将具备更强的竞争优势。

3、期货经纪业务：经纪业务是公司当前主要营收及利润来源，目前公司客户数量、市场份额均持续向好，整体佣金率高于行业平均水平，预计在公司深耕二三四线城市战略和资产管理业务带动下，经纪业务收入将持续稳定增长。

1）业务资质齐全，机构网点覆盖东部沿海及中西部主要经济区。公司目前可向客户提供国内 4 家期货交易所全部期货交易品种的代理买卖服务，拥有分支机构 41 家，基本覆盖了中国东部沿海和中西部具有较强经济增长实力和潜力的地区，未来将继续深耕二、三、四线城市客户。

2）客户数量与客户保证金规模快速增长。公司客户数量从 2016 年的 5.9 万户增长至 2021 年中的 11.3 万户，其中自然人客户占比高达 98.42%，是公司客户数量增长的主力军。从客户保证金角度看，公司 2018 年以来客户保证金规模快速提升，2021 年中已达 125.93 亿元，创历史新高。其中机构客户保证金规模 82.93 亿元，占公司客户保证金规模的 65.85%，较 2020 年末提升 9.02pct。

3）市场份额逐步提升，佣金率水平优于行业平均。1）截至 2021 年中，公司在五大交易所市场份额平均提升 0.08pct，我们认为公司目前市场份额仍处于合理水平，预计未来公司将在合理控制市占率的基础上进一步稳步提升交易规模。2）2021 年上半年公司佣金率为万分之一，相比 2019 年提升了 0.4bp，且高出行业平均水平 0.75bp。我们认为 2019 年以来公司佣金率持续提升的主要原因为新客户规模快速提升以及资管规模增长对经纪业务收入的稳定作用。

4、资产管理业务：资产管理业务是公司当前发展战略的核心之一，通过专注 CTA 投资发挥自身专业投资优势，公司已经建立起“瑞达资管”的良好品牌形象，预计未来将与公募基金业务协同发展，丰富产品类型，封盖更多客户需求。

1）资产管理收入快速反弹，营运利润率远超其他业务。2020 年公司资管规模同比增长近 7 倍，也带动资管业务收入同比大幅增长 399%。资管业务营运利润率为公司各项业务最高，2017-2020 年始终保持在 90%以上，2020 年达到了 97.5%，2021 年上半年略有下滑，但也在 80%以上，显著高于经纪业务和风险管理业务。

2）聚焦于 CTA 领域，专业耕耘期货期权衍生品市场，可以有效发挥专业优势。瑞达资管是国内唯一一家具备承接 10 亿元以上银行委外业务受托规模的纯期货资管，且累计管理商品及衍生品类主动管理型资产管理计划达 140 亿元以上。依据中

国期货业协会数据，2021 年 6 月末期货公司及资产管理子公司所管理的商品及衍生品类别的资管产品规模为 273 亿元，公司的管理规模占行业同一类别的 16.89%。根据私募排排网数据，截至 2021 年 10 月 17 日，瑞达期货旗下资管产品累计收益 320.35%，年化收益达 24.37%。

3）公募和私募业务“两头并进”、协同发展的经营策略，有望加快公司大资管业务扩张。2020 年瑞达期货公募基金业务正式开启，未来公司将树立以“瑞达资管”为核心的品牌标识，建立以“财富管理”为中心的理财产品销售管理体系，为公司资管产品、公募产品的销售提供支持及统一管理，并且将丰富产品的类型，将资管产品的类型拓宽到包括固收类、权益类、综合类和 CTA（管理期货）FOF，满足不同投资者的理财需求。

5、风险管理业务：公司着力发展场外衍生品业务与做市商业务。1）场外衍生品交易名义本金及权利金收入保持高增速。2020 年上半年公司共为 86 家企业提供场外衍生品服务方案，较 2020 年的 68 家增长 26.5%。2021 年上半年实现场外衍生品交易的名义本金 150.33 亿元，权利金收入 3793.44 万元，同比分别增长 958.61%和 167.85%。**2）做市业务品种覆盖范围不断扩张。**目前瑞达期货作为上期所、大商所、郑商所和能源中心 4 家交易所做市商，截至 2019 年末、2020 年末及 2021 年 6 月末，公司做市业务涉及品种数量分别为 6 种、19 种、20 个，呈现逐年提升，预计未来工作将进一步扩大做市品种覆盖范围。

盈利预测与估值：参考 A 股可比公司情况，我们给予公司 22-24x 2021E PE，得到公司的合理价值区间为 27.94-30.48 元。2021 年 11 月 18 日公司股价对应 2021E PE 仅 18x，估值较低，首次覆盖给予“优于大市”评级。

风险提示：大宗商品价格波动超预期，国内期货市场监管政策变化。

目 录

1. 瑞达期货：公司治理稳定、盈利能力强大 8

1.1 国内领先全牌照期货公司，稳定管理层助力企业行稳致远 8

1.2 营收及净利润快速增长，ROE 水平远超行业 10

2. 期货行业处于景气度提升周期 11

2.1 中国已成为全球最大商品期货交易市场 11

2.2 经纪业务仍具发展空间，大宗商品价格波动+品种扩容提振交易规模 13

2.3 创新业务推进行业转型，资产管理与风险管理业务空间广阔 16

2.4 预计伴随行业成熟度提高，市场集中度将有所提升 18

3. 资产管理+风险管理双翼齐飞，打造独特竞争优势 20

3.1 经纪业务：客户规模稳定增长，佣金率持续高于行业平均 20

3.2 资产管理业务：聚焦 CTA 领域，资管规模快速提升 22

3.3 风险管理业务：大力发展场外衍生品交易和做市业务 24

3.4 其他业务：国际业务+公募基金进一步扩展公司大资管布局 26

4. 投资建议 26

图目录

图 1 瑞达期货股权架构图（截至 2021 年 9 月）.....8
图 2 瑞达期货历年营收规模及增速.....10
图 3 瑞达期货归母净利润规模及增速.....10
图 4 瑞达期货及行业 ROE 情况.....10
图 5 瑞达期货分业务营收结构.....11
图 6 瑞达期货分业务营运利润结构.....11
图 7 中国期货市场历年成交量及增速情况.....11
图 8 中国期货市场历年成交金额及增速情况.....11
图 9 中国期货公司净资产规模及增速情况.....12
图 10 中国期货公司净利润规模及增速情况.....12
图 11 中国期货公司经纪业务收入及增速.....13
图 12 中国期货市场成交规模结构.....13
图 13 2020 年中国商品期货品种成交额占比.....14
图 14 2020 年中国商品期权品种成交额占比.....14
图 15 中国大宗商品价格指数情况.....14
图 16 中国期货交易品种数量不断增长（单位：个）.....15
图 17 期货公司资产管理规模及环比增速.....16
图 18 期货公司资产管理规模占比仅为 2%（截至 2021 年 8 月）.....16
图 19 多数期货公司资产管理规模在 15 亿元以下.....16
图 20 期货公司资管计划中固收类占比超过 50%.....16
图 21 期货风险管理公司各类业务备案数量.....17
图 22 仓单约定回购新增金融规模及同比增速.....17
图 23 现货购销总额及同比增速.....17
图 24 场外商品衍生品业务名义本金规模.....17
图 25 期货做市交易规模情况.....18
图 26 场内期权做市交易规模情况.....18
图 27 2002 年以来美国期货市场客户保证金规模和 FCM 数量变动情况.....20
图 28 瑞达期货营业网点分布情况.....20
图 29 瑞达期货客户规模及增速.....21
图 30 瑞达期货法人客户数量占比仅为 1.58%（截至 2021 年中）.....21

图 31 瑞达期货客户保证金规模快速增长 21
图 32 瑞达期货法人客户保证金占比已提升至 65.85% 21
图 33 瑞达期货各交易所市场份额情况 22
图 34 瑞达期货佣金率水平（单位：万分之） 22
图 35 瑞达期货资产管理规模及增速 23
图 36 瑞达期货集合资产管理业务占比提升 23
图 37 瑞达期货资产管理收入 23
图 38 瑞达期货各业务营运利润率 23
图 39 瑞达期货资产管理业务收入结构 24
图 40 瑞达期货风险管理业务收入及增速 25
图 41 瑞达期货风险管理业务营运净利润情况（百万元） 25
图 42 公司场外衍生品名义本金规模及增速 25
图 43 公司场外衍生品权利金收入及增速 25
图 44 公司营业收入快速增长 26
图 45 公司归母净利润收入快速增长 26

表目录

表 1 瑞达期货公司发展历程 8
表 2 瑞达期货子公司情况 9
表 3 瑞达期货公司董事长及高级管理人员情况 9
表 4 我国主要交易所成交量全球排名情况 12
表 5 近年来期货行业监管政策情况梳理 12
表 6 中国各交易所期货交易品种情况 15
表 7 三大商品期货交易所做市商品种情况 18
表 8 上市期货公司 2021 年中报关键数据对比（亿元） 19
表 9 瑞达期货部分资管产品收益率情况 24
表 10 瑞达基金发行产品情况 26
表 11 佣金手续费、营业收入、净利润增速等假设 27
表 12 可比公司情况 27

1. 瑞达期货：公司治理稳定、盈利能力强大

1.1 国内领先全牌照期货公司，稳定管理层助力企业行稳致远

经过近 20 年发展，瑞达期货已经成长为国内大型全牌照期货公司。1993 年，公司前身成都瑞达期货经纪有限公司成立，并于 2005 年更名为瑞达期货经纪有限公司。2007 年公司获得金融期货经纪业务资格，并成为中金所首批会员。2012 年，公司整体变更为股份有限公司。2013 年 9 月，公司设立风险管理子公司-瑞达新控，是行业第一批设立专门风险子公司的期货公司。2016 年公司收购运筹国际投资控股（香港）有限公司，并更名为瑞达国际金融控股有限公司，立足中国香港为客户提供境外风险管理服务和交易通道服务。2019 年 9 月，瑞达期货在深交所正式挂牌上市，成为深交所第一家、A 股市场第二家期货上市公司。目前瑞达期货在全国已设立 41 家分支机构，遍布 18 个省，覆盖全国主要经济地区，是国内大型全牌照期货公司。

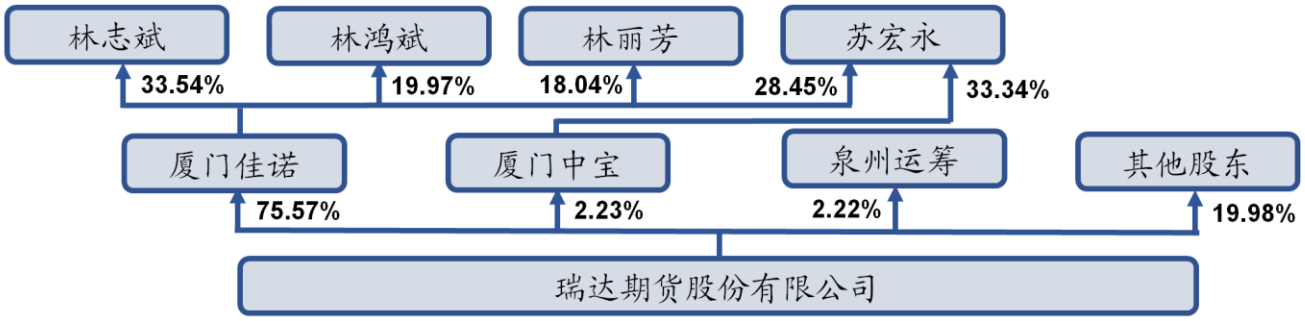
表 1 瑞达期货公司发展历程

日期	事件
1993 年 3 月	公司成立：成都瑞达房地产股份有限公司作为唯一股东，以货币出资 1000 万元设立成都瑞达期货经纪公司。
2003 年 3 月	公司先后成立汕头、晋江、泉州等第一批营业部。
2005 年 8 月	公司名称由原成都瑞达期货经纪有限公司变更为瑞达期货经纪有限公司。
2007 年 7 月	获得中国证监会核准的金融期货经纪业务资格。
2007 年 10 月	成为中国金融期货交易所首批全国十家会员之一。
2008 年 12 月	获得中国证监会核准的金融期货交易结算业务资格。
2009 年 6 月	成为中国金融期货交易所交易结算会员。
2010 年 11 月	公司推出行业首个品牌“金尝发”。
2011 年 11 月	获得中国证监会核准的期货投资咨询业务资格。
2012 年 11 月	公司由瑞达期货经纪有限公司更名为瑞达期货股份有限公司，完成股份制改造。
2012 年 12 月	获得中国证监会核准的期货公司资产管理业务资格。
2013 年 9 月	设立风险管理服务子公司——瑞达新控资本管理有限公司（行业第一批）。
2016 年 5 月	收购运筹国际投资控股（香港）有限公司，并更名为瑞达国际金融控股有限公司。
2019 年 9 月	在深圳交易所挂牌上市（股票代码：002961）

资料来源：瑞达期货官网、招股书，海通证券研究所

公司股权结构较为集中，董事长林志斌为公司实际控制人。截至 2021 年三季度末，厦门市佳诺实业有限责任公司为公司控股股东，持股比例为 75.57%。公司董事长林志斌为公司实际控制人，林志斌、林鸿斌、林丽芳兄妹三人作为一致行动人，合计持有厦门嘉诺实业 71.55%股权，间接持有公司 54.07%股权。我们认为公司股权集中度较高，董事长对于公司拥有较强控制力，有助于保持经营战略的长期稳定性。

图1 瑞达期货股权架构图（截至 2021 年 9 月）



资料来源：瑞达期货 2021 年三季报，wind，海通证券研究所

通过旗下子公司实现多元发展，拓宽公司业务版图。1）瑞达新控：成立于 2013 年 9 月，是瑞达期货全资风险管理子公司，主要开展仓单服务和合作套保服务、场外衍生品服务和做市服务等风险管理服务业务。2021 年上半年实现营业收入 4.18 亿元，同比增长 77.87%。2）瑞达置业：主要负责建设和运营公司总部大楼瑞达国际金融中心项目，目前公司总部大楼已竣工入驻，瑞达置业已注销房地产开发企业资质。3）瑞达国际、瑞达国际资产：公司通过在中国香港设立的子公司为国内以及海外个人、企业、机构客户提供交易、清算、风险管理、咨询一站式全球期货经纪服务，同时为海内外地区高净值客户提供全球资产管理以及跨境产品服务。4）瑞达基金：成立于 2020 年 3 月，主要开展国内公募基金管理业务，根据天天基金网数据，截止 2021 年 7 月 14 日，公司旗下共有基金产品 4 只，管理规模为 4.45 亿元。

表 2 瑞达期货子公司情况

子公司名称	主要经营地	业务性质	持股比例		取得方式
			直接持股	间接持股	
瑞达新控资本管理有限公司	厦门	风险管理业务	100%	—	投资设立
厦门瑞达置业有限公司	厦门	建设运营瑞达国际金融中心	100%	—	投资设立
瑞达国际金融控股有限公司	香港	期货经纪	—	100%	非同一控制下企业合并
瑞达国际资产管理（香港）有限公司	香港	资产管理	—	100%	通过瑞达国际金融股份有限公司投资设立
瑞达国际金融股份有限公司	香港	—	100%	—	投资设立
瑞达国际证券（香港）有限公司	香港	证券经纪	—	100%	通过瑞达国际金融股份有限公司投资设立
瑞达基金管理有限公司	上海	基金管理	100%	—	投资设立
厦门瑞达源发供应链管理有限公司	厦门	贸易	—	60%	通过瑞达新控资本管理有限公司投资设立

资料来源：瑞达期货 2021 年中报，海通证券研究所

公司董事长及高级管理层行业经验丰富，人员稳定性强。公司董事长林志斌先生拥有近 30 年期货行业从业经验，先后就职于多家期货公司，管理经验丰富。公司核心管理团队成员包括总经理、副总经理、首席风险官等一批高管人员，都是从业务一线培养和成长起来的，熟悉市场和行业发展情况。团队人员稳定、业务能力强，与董事长共事超过 20 年，因此在市场化经营、决策和执行上更为精干高效，是公司快速稳定发展的重要因素。截止 2021 年中，公司员工中具有 25 年以上期货从业经历的有 14 人，20 年以上的有 29 人，10 年以上的有 155 人，其中大多数人员已成为公司管理的中坚力量。

表 3 瑞达期货公司董事长及高级管理人员情况

姓名	年龄	职务	履历
林志斌	51 岁	董事长，兼任瑞达新控董事长、瑞达国际董事、瑞达国际资产董事、瑞达国际股份董事	厦门大学 EMBA 在读，曾先后就职于深圳百事高商品期货投资咨询公司、汕头市南方期货经纪有限公司、陕西省宝鸡市通源物资贸易有限公司、四川省兴鑫期货经纪有限公司，拥有丰富的期货市场管理经验。先后担任瑞达有限副总经理、总经理、董事长，2012 年 11 月至今，任公司董事长。
葛昶	52 岁	总经理、董事，兼任瑞达置业执行董事、瑞达新控董事、瑞达基金董事	曾就职于无锡海天期货公司、汕头亿峰期货公司深圳营业部，先后担任瑞达有限市场部总监、营业部经理、网上事业部总监、副总经理、总经理、董事。在郑商所、大商所、中期协等机构兼任多项职务。2012 年 11 月至今，任公司副总经理。
刘世鹏	55 岁	副总经理，兼任瑞达基金董事长	毕业于对外经济贸易大学（在职攻读），曾就职于成都嘉陵期货经纪有限公司、四川兴鑫期货经纪有限公司、南洋期货经纪有限公司。先后担任瑞达有限交易员、总经理助理、副总经理。2012 年 11 月至今，任公司副总经理。
黄伟光	47 岁	副总经理	毕业于中国石油大学（华东）（在职攻读），先后担任瑞达有限结算部总监、成都营业部负责人。2013 年 7 月至今，任公司副总经理。
曾永红	47 岁	财务总监，兼任瑞达新控董事、瑞达置业监事	毕业于江西财经大学，会计师职称，曾先后就职于多家企业及会计师事务所，拥有丰富的财务管理经验，立人瑞达有限财务部经理、财务总监、董事。2012 年 11 月至今，任公司财务总监。
杨明东	52 岁	首席风险官	先后就职于汕头南方期货经纪有限公司、汕头亿峰期货经纪有限公司、四川兴鑫期货经纪有限公司，历任瑞达有限研发部经理、稽核部经理、漳州营业部负责人、首席风险官，现兼任厦门证券期货基金业协会期货自律委员会主任委员、福建省证券期货业协会专业委员会委员、上期所风险控制委员会委员。2012 年 11 月至今，任公司首席风险官。
徐志谋	41 岁	副总经理	本科学历，中级经济师职称，历任瑞达有限研究助理、研究院副院长、瑞达期货研究院副院长，现兼任福建交易市场登记结算中心监事。2016 年 10 月至今，任公司副总经理。
林娟	38 岁	副总经理、董事会秘书	毕业于西南科技大学，本科学历。2008 年加入瑞达期货，历任客服总监、副总经理，

			2019 年 1 月至今，担任董事会秘书。
黄哗	46 岁	副总经理	曾就职于厦门开元期货有限公司、东方伟业资本管理有限公司、中国国际期货厦门营业部，2003 年加入瑞达有限，先后任厦门营业部业务副总、石狮营业部业务副总、负责人，2016 年 11 月至今任公司福建分公司负责人，2020 年 10 月 27 日至今，任公司副总经理。

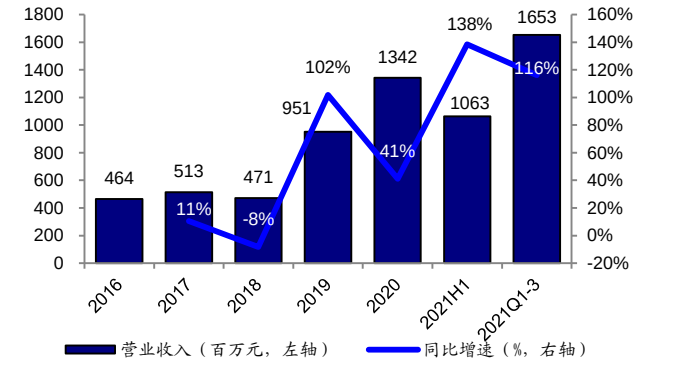
资料来源：瑞达期货 2020 年年报，海通证券研究所

1.2 营收及净利润快速增长，ROE 水平远超行业

营收持续增长，经纪业务拉动下 2021H1 营收增速创新高。2016-2020 年公司营业收入由 4.64 亿元增长至 13.42 亿元，年均复合增速达 30.4%，2021 年上半年公司营收达 10.63 亿元，同比增长 138.4%，增速创今年来新高，远高于行业增速 57.8%。2021 上半年营收快速增长，主要原因为期货行业客户保证金规模的大幅增长、市场成交量成交额显著提升，使得公司经纪业务收入同比增长 201.97%。前三季度营业收入同比增长 116%。

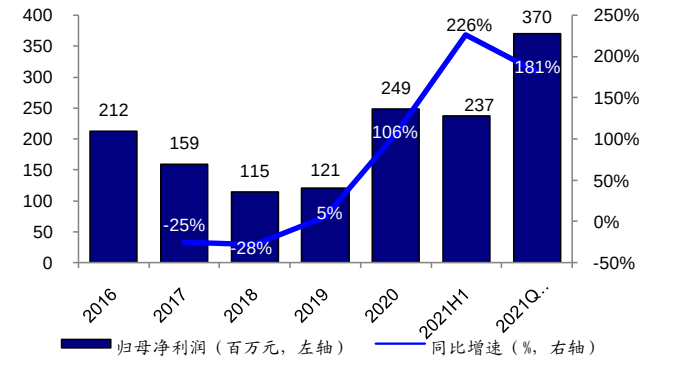
归母净利润增速不断攀升，盈利水平高于行业。2016-2020 年公司归母净利润经历了先降后升趋势，2016-2018 年公司净利润持续下降，与行业整体趋势一致，主要受资本市场不利影响及交易所短期内调整手续费率影响。此后公司净利润重回正增长通道，2019、2020 年和 2021 年前三季度公司净利润增速分别为 5%、106%、181%，增速持续提升。2016 年以来公司 ROE 水平均显著高于行业，盈利能力保持领先优势。

图2 瑞达期货历年营收规模及增速



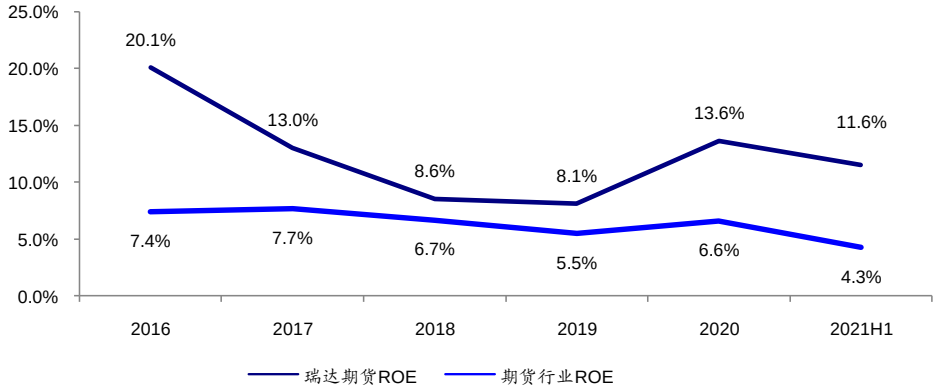
资料来源：瑞达期货历年年报，2021 年中报、三季报，海通证券研究所

图3 瑞达期货归母净利润规模及增速



资料来源：瑞达期货历年年报，2021 年中报、三季报，海通证券研究所

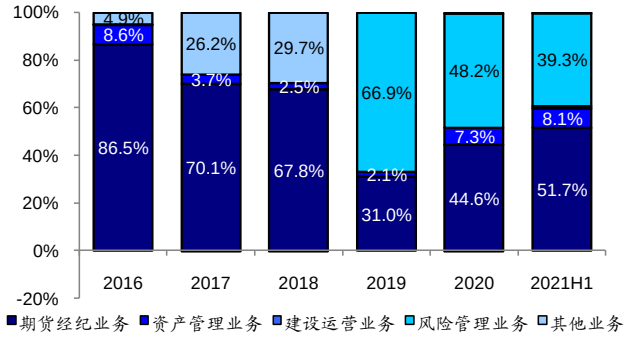
图4 瑞达期货及行业 ROE 情况



资料来源：wind，海通证券研究所

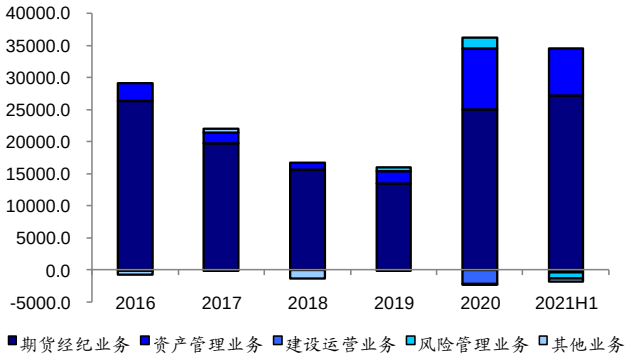
经纪业务仍是公司营收及利润的基础，资管业务占比明显提升。2016 年至今公司营收结构发生了较为明显的变化，2016-2019 年经纪业务占比不断下滑，2019 年最低只占 31%，我们认为主要原因为公司风险管理业务的快速发展，由于现货购销等服务交易金额巨大，导致该部分营收规模在短期内快速提升，但该类业务利润率较低，此后随着公司对于高利率的经纪业务和资管业务推动力度加强，两类业务的营收占比分别提升至 2021 年中的 51.7%、8.1%。而从利润结构上也可以看出，公司绝大部分利润由经纪业务和资管业务贡献。

图5 瑞达期货分业务营收结构



资料来源：瑞达期货历年年报、2021 年中报，海通证券研究所

图6 瑞达期货分业务营运利润结构（万元）



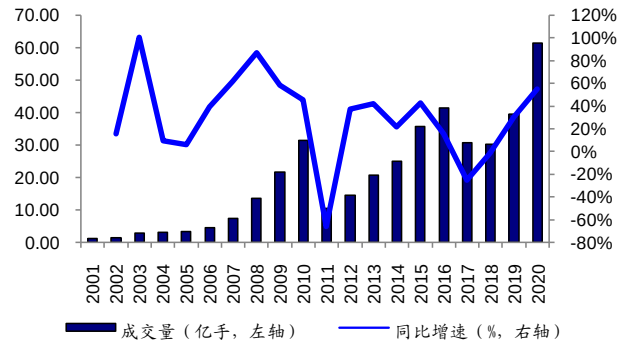
资料来源：瑞达期货历年年报、2021 年中报，海通证券研究所

2. 期货行业处于景气度提升周期

2.1 中国已成为全球最大商品期货交易市场

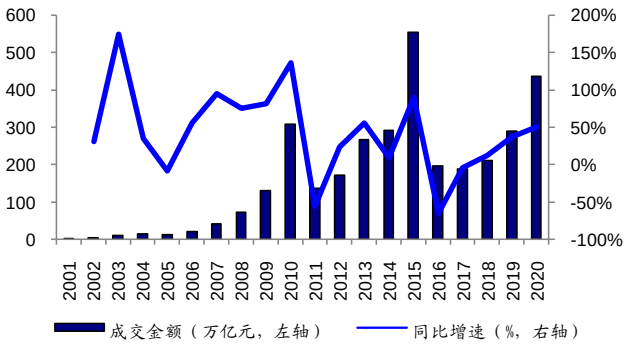
中国期货行业正在逐步走向成熟，已成长为全球最大的商品期货交易市场和第一大农产品期货交易市场。中国期货市场自上世纪 80 年代开始起步，经过近 40 年的发展，目前正在逐步走向成熟。中国期货市场成交量从 2001 年的 1.20 亿手增长到 2020 年的 61.53 亿手，增长 50 倍，年均复合增速达 23%；成交额从 2001 年的 3.02 万亿元增长到 2020 年的 437.53 万亿元，增长 144 倍，年均复合增速达 30%。中国期货市场的国际影响力亦显著增强，已成长为全球最大的商品期货交易市场和第一大农产品期货交易市场，并在螺纹钢、白银、铜、黄金、动力煤、股指期货以及众多农产品等品种上保持较高的国际影响力。根据人民日报海外版援引中国期货业协会数据，2020 年中国期货市场成交量占全球期货市场总成交量的 13.2%，较 2019 年占比提升了 1.7 个百分点。截至 2020 年末，中国共有 5 家期货交易所（郑州商品交易所、上海期货交易所、大连商品交易所、中国金融期货交易所、上海国际能源交易中心）。根据中国期货业协会数据，2020 年大商所、上期所、郑商所和中金所在全球交易所期货和期权成交量排名中分别位居第 7、第 9、第 12 和第 27。大商所、上期所、中金所较 2019 年分别提升了 4 位、1 位和 1 位。

图7 中国期货市场历年成交量及增速情况



资料来源：Wind，海通证券研究所

图8 中国期货市场历年成交金额及增速情况



资料来源：Wind，海通证券研究所

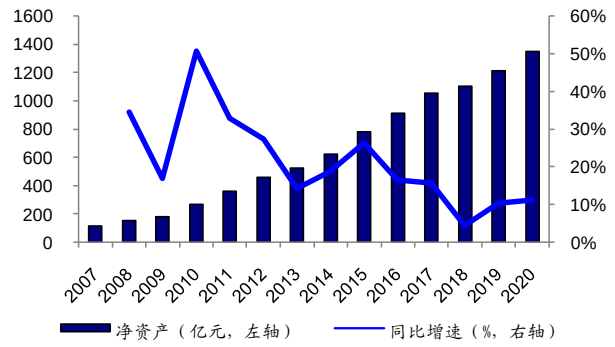
表 4 我国主要交易所场内衍生品成交量及全球排名情况

交易所	2020 年排名	2019 年排名	2020 年成交量	2019 年成交量	同比
大连商品交易所	第 7 名	第 11 名	22.07 亿手	13.56 亿手	62.83%
上海期货交易所	第 9 名	第 10 名	21.29 亿手	14.48 亿手	47.04%
郑州商品交易所	第 12 名	第 12 名	17.01 亿手	10.92 亿手	55.75%
中国金融期货交易所	第 27 名	第 28 名	1.15 亿手	0.66 亿手	73.59%

资料来源：FIA，中期协，海通证券研究所
注：2019、2020 年成交量为各交易所场内衍生品总成交量

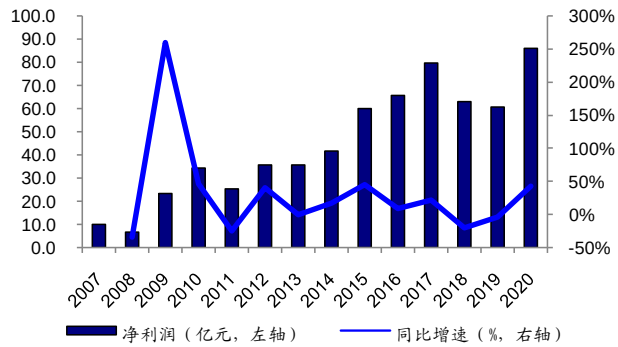
新设期货公司破冰，行业整体资本实力和利润水平不断提升。2021 年 2 月，中国第 150 家期货公司——港信期货正式成立，根据期货日报报道，这是时隔 12 年后获批设立的的首家期货公司。根据中国期货业协会数据，2020 年中国期货公司（149 家公司，不含港信期货）净资产规模达 1350 亿元，同比增长 11.2%，是 2007 年的 11.8 倍，年均复合增长率达 20.9%；实现净利润 86 亿元，同比增长 42.2%，是 2007 年的 8.7 倍，年均复合增长率为 18.1%。

图9 中国期货公司净资产规模及增速情况



资料来源：中国期货业协会，海通证券研究所

图10 中国期货公司净利润规模及增速情况



资料来源：中国期货业协会，海通证券研究所

近年来有关部门接连出台多项鼓励政策，推动期货行业规范、稳健发展。2014 年 10 月证监会发布《期货公司监督管理办法》，正式建立起对期货公司的系统性监管框架。2015 年证监会加强对境外交易者和境外经纪机构从事境内特定品种期货交易的管理，促进期货市场创新发展和对外开放。2019 年证监会发文取消期货公司外资股比限制，进一步推动期货行业对外开放进程。2020 年 2 月，证监会等四部门发文，允许符合条件的商业银行和保险机构参与中国金融期货交易所国债期货交易，拓宽了期货市场资金来源。2021 年 9 月中共中央办公厅、国务院办公厅印发《关于深化生态保护补偿制度改革的意见》，再次明确提出要发展碳排放权期货交易，为期货市场与碳交易权现货市场的结合提供政策支持。

表 5 近年来期货行业监管政策情况梳理

时间	发文机关	文件名	主要内容
2003 年 10 月	中共中央	《中共中央关于完善社会主义市场经济体制若干问题的决定》	提出要稳步发展期货市场。
2007 年 2 月	国务院	《期货交易管理条例》	规范期货交易行为；加强对期货交易监督管理；维护期货市场秩序，防范风险，保护期货交易各方的合法权益和社会公共利益，促进期货市场积极稳妥发展。
2012 年 10 月	国务院	《国务院关于修改〈期货交易管理条例〉的决定》	《期货交易管理条例》根据本决定作相应的修改，重新公布。
2013 年 2 月	证监会	《关于修改〈期货公司风险监管指标管理试行办法〉的决定》	为进一步完善净资本监管，支持期货公司创新发展。
2014 年 5 月	国务院	《关于进一步促进资本市场健康发展的若干意见》	推进期货市场建设，发展商品期货市场同时建设金融期货市场；放宽业务准入；促进中介机构创新发展；壮大专业机构投资者；引导证券期货互联网业务有序发展；逐步提高证券期货行业对外开放水平；同时加强防范和化解金融风险。
2014 年 9 月	证监会	《关于进一步推进期货经营机构创新发展的意见》	进一步推动期货经营机构创新发展，进一步提升期货行业在服务实体经济、促进经济结构转型升级方面的作用。

2014 年 10 月	证监会	《期货公司监督管理办法》	系统的对期货公司的设立、变更与业务终止，公司治理，业务规则，客户资产保护，监督管理与法律责任做详细规定。
2015 年 1 月	证监会	《证券期货经营机构参与股票期权交易试点指引》	规范证券期货经营机构参与股票期权交易。
2015 年 6 月	证监会	《境外交易者和境外经纪机构从事境内特定品种期货交易管理暂行办法》	促进期货市场创新发展和对外开放，加强对境外交易者和境外经纪机构从事境内特定品种期货交易的管理，维护期货市场秩序，保护交易者合法权益。
2017 年 4 月	证监会	《期货公司风险监管指标管理办法》	为了加强期货公司监督管理，促进期货公司加强内部控制、防范风险、稳健发展。
2018 年 10 月	证监会	《证券期货经营机构私募资产管理业务管理办法》	规范证券期货经营机构从事的私募资产管理业务。
2019 年 2 月	证监会	《关于修改〈期货公司分类监管规定〉的决定》	为有效实施对期货公司的监督管理，引导期货公司专注主业、合规经营、稳健发展、做优做强。
2019 年 10 月	证监会	《证监会取消期货公司外资股比限制》	进一步扩大金融业对外开放的决策部署，有序引入优质境外金融机构投资境内期货公司，取消期货公司外资股比限制。
2020 年 2 月	税务总局	《关于支持货物期货市场对外开放增值税政策的公告》	支持货物期货市场对外开放自 2018 年 11 月 30 日至 2023 年 11 月 29 日，对经国务院批准对外开放的货物期货品种保税交割业务，暂免征收增值税。
2020 年 2 月	证监会等四部门	《关于商业银行、保险机构参与中国金融期货交易所国债期货交易的公告》	允许符合条件的商业银行、保险机构参与中国金融期货交易所国债期货交易。
2021 年 4 月	全国人大	《中华人民共和国期货法(草案)》	系统规定期货交易、结算和交割制度，规定其他衍生品交易的基本制度，确立期货交易者权益保护制度，规范期货经营机构、期货交易场所、期货结算机构和期货服务机构运行，明确期货市场的监督管理。
2021 年 7 月	证监会	《期货公司子公司管理暂行办法（征求意见稿）》	为进一步规范期货公司对子公司管理，促进子公司规范运作，提升期货公司及子公司服务实体经济能力，按照问题导向、聚焦主业、提升能力的原则，证监会征求意见。
2021 年 9 月	国务院	《关于深化生态保护补偿制度改革的意见》	为拓展市场化融资渠道，支持研究发展基于水权、排污权、碳排放权等各类资源环境权益的融资工具，建立绿色股票指数，发展碳排放权期货交易。

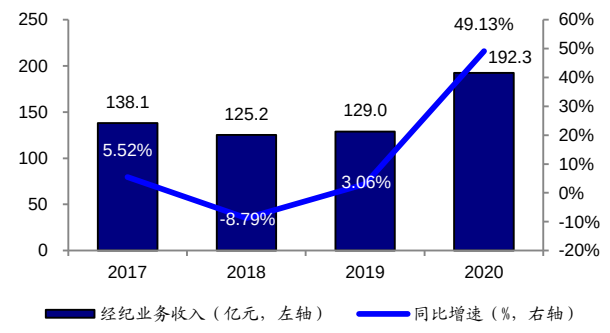
资料来源：中国政府网，中国证监会官网，国家税务总局官网，财政部，中国人大网，海通证券研究所

2.2 经纪业务仍具发展空间，大宗商品价格波动+品种扩容提振交易规模

中国期货行业经纪业务收入持续增长，经纪业务是期货行业的基础性业务，2017-2020 年期货行业经纪业务收入由 138.1 亿元增长至 192.3 亿元，年均复合增速为 11.7%。根据中期协数据，截至 2021 年 8 月，全国期货公司手续费收入（以经纪业务为主）达 194.79 亿元，同比增长 74.1%。

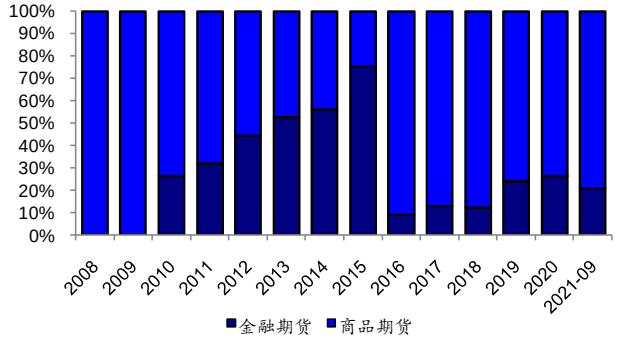
商品期货仍是主要交易品种，品种结构相对分散。2010 年 4 月 16 日股指期货正式上市，这是中国首只金融期货产品。其后金融期货成交规模占比快速提升，至 2015 年占比达到最高点 75%，而伴随相关监管政策收紧，金融期货交易规模快速下降。商品期货重新成为期货交易的主要品种，截至 2021 年 9 月末商品期货交易规模占比高达 79%。从商品期货品种结构上看，各品种占比较为均衡分散，主要交易品种占比均在 3%-8%之间。

图11 中国期货公司经纪业务收入及增速



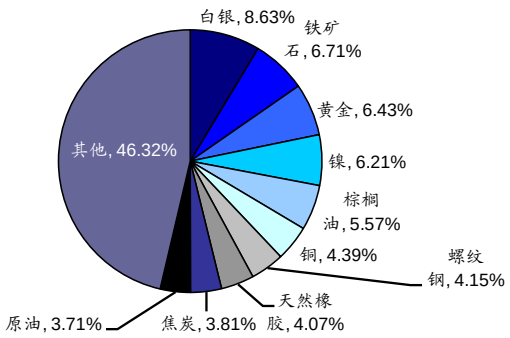
资料来源：中国期货业年鉴，中国证券报，海通证券研究所

图12 中国期货市场成交规模结构



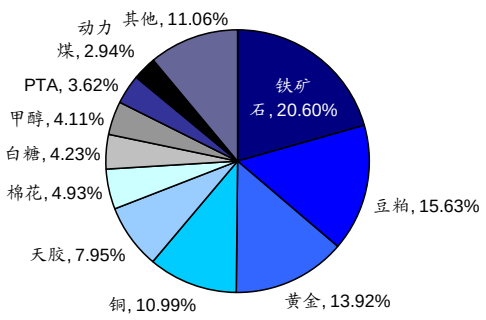
资料来源：中国期货业协会，海通证券研究所

图13 2020 年中国商品期货品种成交额占比



资料来源：中国期货业协会，海通证券研究所

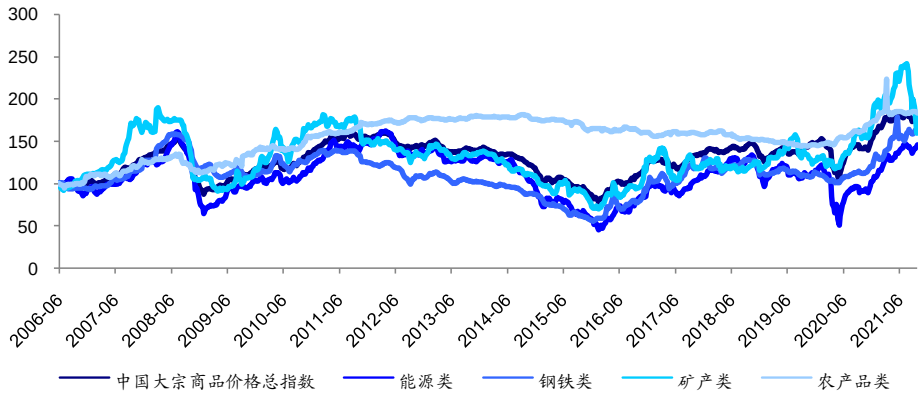
图14 2020 年中国商品期权品种成交额占比



资料来源：中国期货业协会，海通证券研究所

大宗商品价格波动加剧，我们预计产业客户风险对冲意愿与机构投资者投资意愿提升。2020 全年中国大宗商品价格总指数同比+6%，而能源类、钢铁类、矿产类、农产品类分别同比-11%、+22%、+48%、+19%。截至 2021 年 9 月 24 日，以上价格指数则较年初分别+10%、+34%、+26%、-14%、+4%，大宗商品价格波动性愈发强烈。我们认为，受当前新冠疫情尚未结束、局部地区不稳定等诸多不确定因素影响，大宗商品价格波动加剧将进一步催生更多产业客户的避险需求，同时也将为广大投资者，特别是以私募基金为代表的机构投资者带来更多的投资机会，期货市场将继续保持资金净流入的业态。

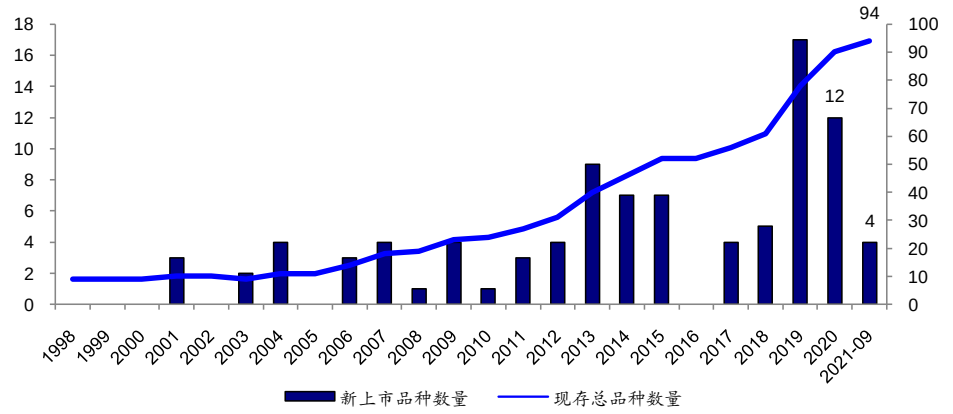
图15 中国大宗商品价格指数情况



资料来源：Wind，海通证券研究所

伴随国内期货市场交易品种不断扩充，有利于市场成交规模的进一步扩张。近年来中国期货市场不断推出新品种，2020 年延续了新品种上市快节奏趋势，全年一共上市了 12 个品种，包括 4 个商品期货品种、8 个商品期货期权品种。截至 2021 年 9 月底，我国期货期权品种共有 94 个，其中商品期货 64 个，金融期货 6 个，商品期权 20 个，金融期权 4 个；对外开放品种 9 个。期货品种序列覆盖面不断扩展，已经形成以铜为代表的有色产业，以铁矿石、螺纹钢为代表的钢铁产业，以油脂油料为代表的压榨养殖产业，以原油为代表的能源产业等多条产业链品种体系，基本涵盖了国民经济发展的主要领域。

图16 中国期货交易品种数量不断增长（单位：个）



资料来源：Wind，海通证券研究所

表 6 中国各交易所期货交易品种情况

交易所	品种数量	交易品种
大商所	29 个	期货：黄大豆一号、黄大豆二号、豆粕、豆油、棕榈油、玉米、玉米淀粉、鸡蛋、粳米、生猪、纤维板、胶合板、聚乙烯、聚氯乙烯、聚丙烯、苯乙烯、焦炭、焦煤、铁矿石、乙二醇、液化石油气 期权：豆粕期权、棕榈油期权、玉米期权、聚乙烯期权、聚氯乙烯期权、聚丙烯期权、铁矿石期权、液化石油气期权
郑商所	29 个	期货：白糖、棉花、普麦、强麦、早籼稻、晚籼稻、粳稻、菜籽粕、油菜籽、菜籽油、棉纱、苹果、红枣、花生、动力煤、PTA、甲醇、玻璃、硅铁、锰硅、尿素、纯碱、短纤 期权：白糖期权、棉花期权、PTA 期权、甲醛期权、菜籽粕期权、动力煤期权
上期所	26 个	期货：铜、铜（BC）、铝、锌、铅、镍、锡、黄金、白银、螺纹钢、线材、热轧卷板、不锈钢、原油、低硫燃料油 、燃料油、石油沥青、天然橡胶、20 号胶、纸浆 期权：原油期权、铜期权、铝期权、锌期权、黄金期权、天胶期权
中金所	7 个	期货：沪深 300 股指期货、中证 500 股指期货、上证 50 股指期货、2 年期国债期货、5 年期国债期货、10 年期国债期货 期权：沪深 300 股指期权
能源中心	5 个	期货：原油、低硫燃料油、20 号胶 、铜(BC) 期权：原油期权
上交所	2 个	期权：沪深 300ETF 期权、上证 50ETF 期权
深交所	1 个	期权：沪深 300ETF 期权

资料来源：各交易所官网，海通证券研究所

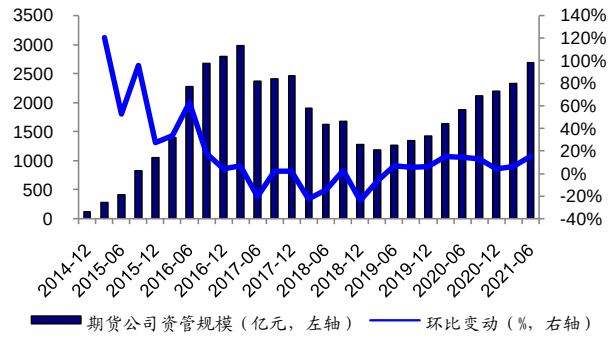
广州期货交易所筹建中，预计碳排放权期货上市交易后，将进一步带动期货市场交易量和交易规模的提升。2021 年 1 月 22 日，经国务院同意，证监会正式批准设立广州期货交易所。6 月 18 日，证监会例行发布会上发言人高莉表示，碳排放权期货是碳交易产品体系的重要组成部分，发展碳期货市场有利于进一步提高碳定价效率。当前全国碳排放权现货市场启动在即，为配合碳现货市场的发展进程，证监会积极指导广期所加快推进碳期货市场的建设。广期所自筹建以来，高度重视碳期货品种的研发工作，持续关注碳现货市场的运行和相关制度建设，密切联系行业企业，紧贴现货市场的实际需求，积极开展了碳排放权期货合约规则的研究。下一步，证监会将指导广期所开展调研论证，完善合约规则设计，在条件成熟时，研究推出碳排放权相关期货品种。我们认为随着广州期货交易所的建立和碳排放权期货的上市，将进一步扩大期货交易的基础，推动市场交易量的持续提升。

2.3 创新业务推进行业转型，资产管理与风险管理业务空间广阔

资产管理业务为近年来期货行业市场创新后的增量业务之一，目前尚处于起步阶段，发展速度较快。期货资管业务收入来源主要包括管理费收入和业绩报酬，其中管理费收入主要受受托资产规模、管理费率及存续期限等因素影响，业绩报酬则与受托资产规模、投资能力和收益率等因素密切相关。

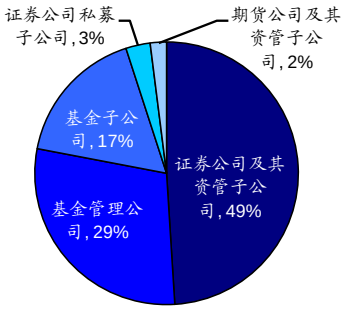
期货行业资管规模不断增长，占市场比重有较大提升空间。2014-2016 年期货行业资产管理规模在起步期迎来快速提升，但在 2018 年末资管规模下降至低位，我们预计主要受市场波动、资管新规等因素综合影响。随着资管新规及系列配套政策落实，行业进入以主动管理为核心的发展新时期，资管规模也开始不断回升。根据中国基金业协会数据，截至 2021 年 8 月底，证券期货经营机构私募资管业务规模合计 16.66 万亿元（不含社保基金、企业年金），其中期货公司及其资管子公司私募资管业务规模为 3039 亿元，规模占比仅为 2%，未来尚有较大增长空间。

图17 期货公司资产管理规模及环比增速



资料来源：Wind，海通证券研究所

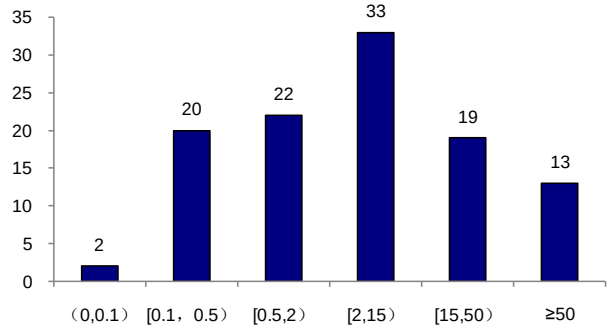
图18 期货公司资产管理规模占比仅为 2%（截至 2021 年 8 月）



资料来源：中国基金业协会，海通证券研究所

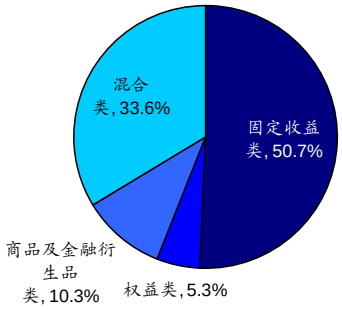
多数期货公司资管规模在 15 亿元以下，主要投向为固收类资产。根据中国期货业协会数据，截至 2021 年 8 月底，开展资产管理业务的 109 家期货公司中，有 77 家公司资管规模低于 15 亿元，占比达 71%，其中 44 家低于 2 亿元。而从资管计划类别上看，有 50.7%的资管计划为固定收益类，商品及金融衍生品类占比为 10.3%。我们认为期货公司在商品及金融衍生品交易方面更具经验优势，随着衍生品投资市场不断成熟，该品类所占比例有望进一步提升。

图19 多数期货公司资产管理规模在 15 亿元以下（亿元）



资料来源：中国基金业协会，海通证券研究所

图20 期货公司资管计划中固收类占比超过 50%

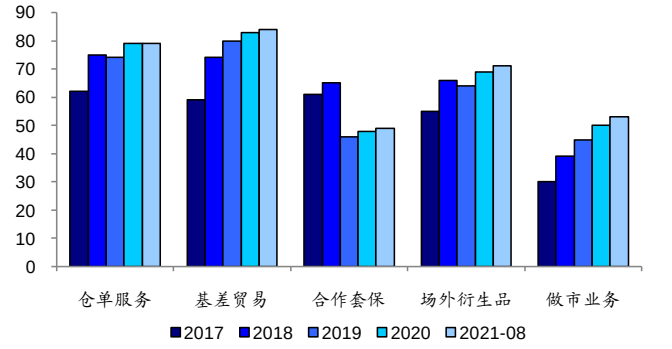


资料来源：中国期货业协会，海通证券研究所

期货风险管理业务主要方向为基差贸易、场外衍生品和做市业务。2012 年中国期货业协会发布《期货公司设立子公司开展以风险管理服务为主的业务试点工作指引》，规定期货公司可以通过设立子公司的方式为实体企业提供仓单服务、合作套保、定价服务（场外衍生品）、基差交易等风险管理服务，期货风险管理服务子公司的设立实行备案制。根据中国期货业协会，截至 2021 年 8 月，共有 91 家期货公司在协会备案设立 94 家风险管理公司，其中有 88 家风险管理公司备案了试点业务，其中已备案基差贸易、

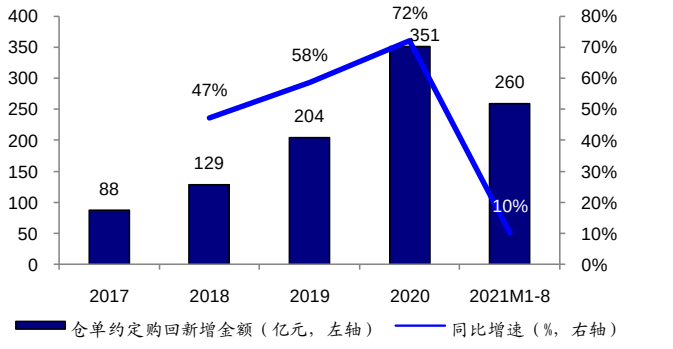
仓单服务、合作套保、场外衍生品、做市业务的风险管理公司分别为 84 家、79 家、49 家、71 家、53 家，其中实际开展业务的公司分别为 76 家、25 家、4 家、67 家、45 家，分别占备案公司的 90%、32%、8%、94%、85%。从实际展业情况看，基差贸易、场外衍生品和做市业务是目前风险管理公司的主要业务。

图21 期货风险管理公司各类业务备案数量（家）



资料来源：中国期货业协会，海通证券研究所

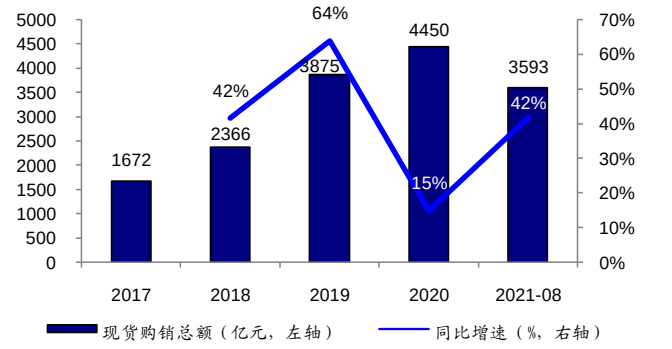
图22 仓单约定回购新增金融规模及同比增速



资料来源：中国期货业协会，海通证券研究所

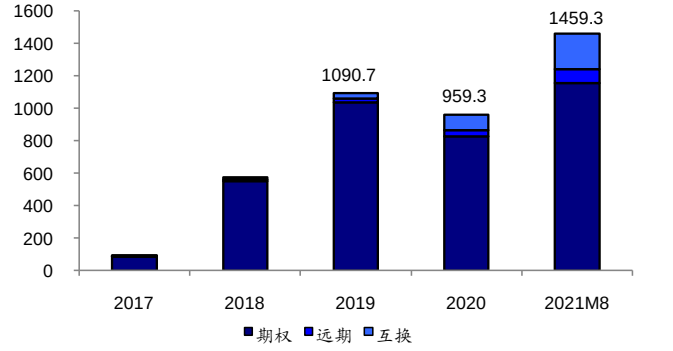
仓单服务、基差交易、场外衍生品等细分业务均呈现持续增长趋势。1）仓单服务方面，2018-2020 年仓单约定购回新增金额同比增速持续提升，由 2018 年的 47%升至 2020 年的 72%，2021 年前 8 个月单约定购回新增金额达 259.63 亿元，同比增长 10%。2）基差交易方面，2017-2020 年现货购销总额年均复合增速达 37.8%，2021 年前 8 月现货购销总额达 3593 亿元，同比增长 42%。3）场外衍生品方面，截至 2021 年 8 月末，期权、远期、互换业务名义本金规模分别较年初增长 39.5%、143.1%、125.7%。

图23 现货购销总额及同比增速



资料来源：中国期货业协会，海通证券研究所

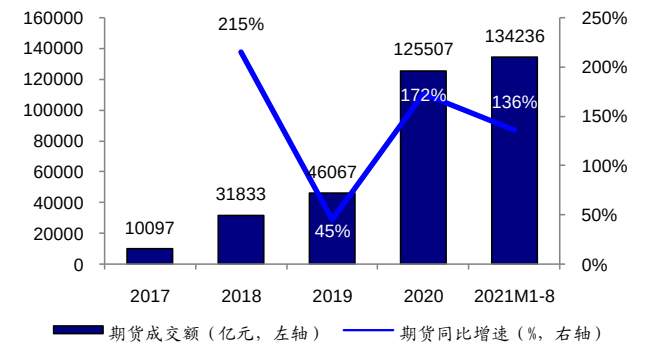
图24 场外商品衍生品业务名义本金规模（亿元）



资料来源：中国期货业协会，海通证券研究所

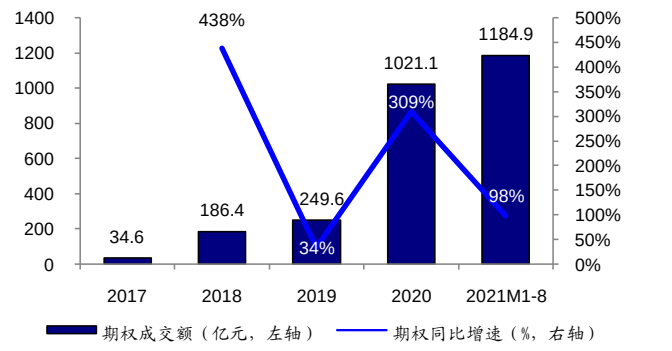
做市商业务覆盖近 7 成期货品种，市场活跃度显著提升。2020 年三家商品期货交易所大力推进做市商业务，共 30 个期货品种引入或增加了做市商，截至 2020 年底实施做市商制度的期货品种总数达 46 个，占中国期货市场期货品种总数的近七成。我们认为，伴随期货做市品种的大幅增加，相关品种流动性和活跃合约连续性将有明显改善，市场活跃度显著提升，2020 年期货和场内期权做市交易规模分别同比增长 172%、309%。

图25 期货做市交易规模情况



资料来源：中国期货业协会，海通证券研究所

图26 场内期权做市交易规模情况



资料来源：中国期货业协会，海通证券研究所

表 7 三大商品期货交易所做市商品种情况

交易所	品种	做市商数量	品种	做市商数量
郑商所	短纤	10	菜油期货	10
	甲醇	13	玻璃期货	10
	棉纱	14	锰硅期货	10
	棉花	12	硅铁期货	10
	白糖	12	纯碱期货	12
	菜籽粕期货	12		
上期所	螺纹钢期货	20	白银	17
	热轧卷板期货	22	镍	15
	石油沥青期货	14	锡	20
	天然橡胶期货	19	原油	15
	纸浆期货	20	燃料油	10
	低硫燃料油期货	14	胶	15
	国际铜期货	14	不锈钢	20
	黄金	19		
大商所	豆油期货	20	聚氯乙烯期货	19
	棕榈油期货	13	线型低密度聚乙烯期货	20
	黄大豆 1 号期货	21	乙二醇期货	21
	焦煤期货	21	苯乙烯期货	16
	焦炭期货	14	豆粕期货	23
	玉米淀粉期货	7	玉米期货	24
	鸡蛋期货	14	铁矿石期货	31
	梗米期货	20	黄大豆 2 号	16
	聚丙烯期货	20		

资料来源：各交易所官网，海通证券研究所
注：做市商数量截至 2021 年 10 月 11 日

2.4 预计伴随行业成熟度提高，市场集中度将有所提升

期货市场主要以券商系、产业系公司为主。通常根据期货公司股东背景性质，可以区分为以下几种类型：**1）券商系期货公司，如中信期货、国泰君安期货等。**我们认为，券商系期货公司的崛起主要受益于金融期货的快速发展和多层次资本市场的建设完善，其主要竞争优势在于金融机构客户储备充足、多业务牌照齐备、金融衍生品交易力量较强等。**2）产业系期货公司，如中钢期货、中粮期货。**我们认为产业系期货公司的优势

在于其股东对产业的理解深度和沉淀多年风险管理能力，协同股东资源可以实现期现结合，场内场外相结合，提升专业化的服务能力。

目前期货公司规模体量相对较小。目前期货行业共有 2 家 A 股上市公司（南华期货、瑞达期货）、2 家 H 股上市公司（鲁证期货、弘业期货），以及 13 家新三板挂牌期货公司，此外永安期货已在新三板退市，在 A 股 IPO 已经完成询价但尚未正式发行。从各公司 2021 年中报数据来看，各公司营收及净资产整体规模不大，除永安期货外，其余公司营收规模均在 50 亿元以下，净资产均在 35 亿元以下。其中瑞达期货营业总收入规模在上市期货公司中排名第 6，但归母净利润排名第 2，仅次于永安期货。

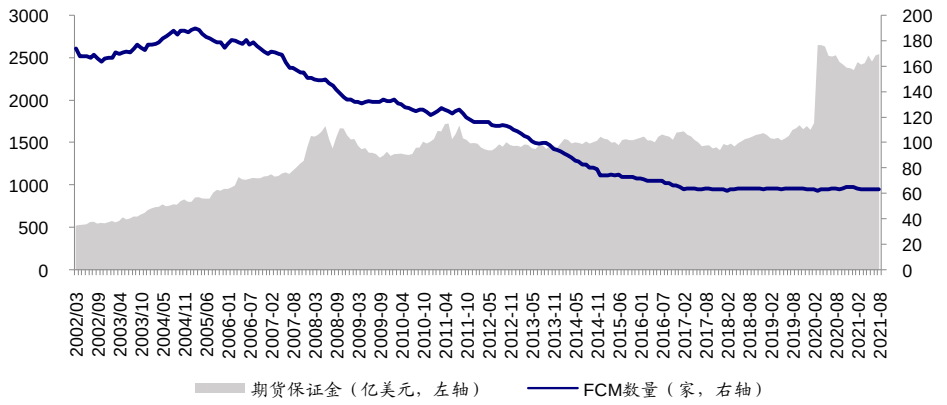
表 8 上市期货公司 2021 年中报关键数据对比（亿元）

公司类型	公司名称	ROE	营业总收入	归母净利润	归母净资产
A 股	瑞达期货	11.66%	10.63	2.38	20.99
A 股	南华期货	3.23%	42.43	0.86	28.93
H 股	鲁证期货	3.71%	5.19	0.84	23.00
H 股	弘业期货	2.75%	7.44	0.45	16.45
新三板	海通期货	6.98%	45.15	2.05	30.43
新三板	渤海期货	3.13%	7.86	0.23	7.41
新三板	先融期货	0.63%	20.84	0.10	15.35
新三板	长江期货	6.67%	3.02	0.63	9.48
新三板	创元期货	2.11%	25.68	0.19	9.18
新三板	大越期货	2.80%	0.47	0.08	2.89
新三板	迈科期货	3.05%	2.80	0.20	6.45
新三板	福能期货	2.57%	0.60	0.12	4.76
新三板	海航期货	-3.65%	0.29	-0.05	1.36
新三板	金元期货	2.15%	0.41	0.06	2.97
新三板	华龙期货	0.40%	0.21	0.02	5.20
新三板	天风期货	1.05%	0.84	0.04	3.90
新三板	混沌天成	-0.48%	7.13	-0.07	14.50
A 股拟上市	永安期货	9.06%	166.85	7.40	85.26

资料来源：Wind，海通证券研究所

从海外期货市场发展规律来看，未来市场的马太效应将更加强烈。以美国为例，美国期货中介机构主要包括期货佣金商（FCM）、介绍经纪人（IB）、商品基金经理（CPO）、商品交易顾问（CTA）、主要掉期参与者（MSP）和掉期交易商（SD）等六类。其中，FCM 是最主要的期货中介机构，相当于我国的期货公司。近年来，为了降低经营成本和获得规模经济效益，FCM 之间不断并购重组，行业集中度持续提高。根据美国商品期货交易委员会（CFTC）数据，截至 2021 年 8 月，注册登记的 FCM 公司数量为 63 家，较 2002 年以来最多时的 190 家，降幅约 67%。而与此同时，美国期货客户保证金规模近年来却保持增长态势。截至 2021 年 8 月底，客户保证金达到 2540 亿美元，同比增长 0.5%，较 2002 年初增长了约 3.9 倍。目前前五名 FCM 的客户保证金占美国期货保证金总额的比例达 56.3%，前十名占比达 74.5%。

图27 2002 年以来美国期货市场客户保证金规模和 FCM 数量变动情况



资料来源：CFTC，海通证券研究所

3. 资产管理+风险管理双翼齐飞，打造独特竞争优势

3.1 经纪业务：客户规模稳定增长，佣金率持续高于行业平均

经纪业务资质齐全，业务基础良好。瑞达期货是上期所、大商所、郑商所、上海国际能源交易中心的会员，以及中金所的交易结算会员，是全国第 3 家、福建省首家获得金融期货经纪业务资格的期货公司，也是全国首批取得中金所交易会员资格的 10 家期货公司之一。凭借齐全的业务资质，公司可向客户提供国内 4 家期货交易所全部期货交易品种的代理买卖服务，包括农产品期货、金属期货、能源化工期货和金融期货。

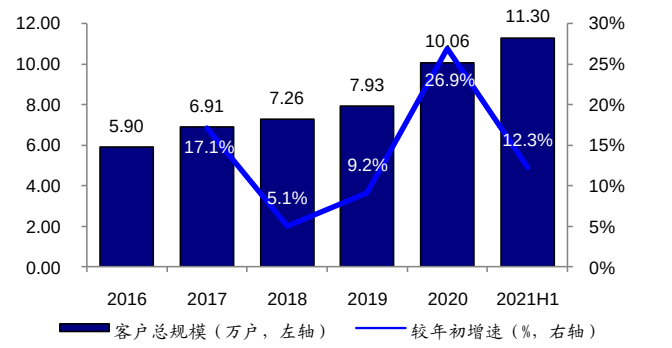
公司期货经纪业务的主要营销渠道包括经营网点和居间人，目前形成了“立足福建，面向全国”的经营布局。截至 2021 年中，公司拥有分支机构 41 家，其中分公司 12 家、期货营业网点 29 家，基本覆盖了中国东部沿海和中西部具有较强经济增长实力和潜力的地区。2021 年上半年公司支付居间人佣金的居间人数量（母公司口径）为 751 人，同比增长 3%。公司秉持一线城市争取市场份额，二、三、四线城市拓展利润的布局策略，未来将继续深耕二、三、四线城市客户，维持公司手续费率水平。

图28 瑞达期货营业网点分布情况

资料来源：瑞达期货官网，海通证券研究所

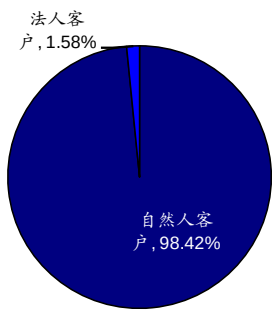
自然人客户增长带动客户规模提升，法人客户则是保证金规模增长的主要动力。公司客户数量从 2016 年的 5.9 万户增长至 2021 年中的 11.3 万户，其中自然人客户占比高达 98.42%，法人客户仅占 1.58%。2021 年上半年新增 1.24 万户，其中法人客户 200 户，因此公司客户规模提升主要依靠自然人客户数量的增长。而从客户保证金角度看，公司 2018 年以来客户保证金规模快速提升，2021 年中已达 125.93 亿元，创历史新高。其中机构客户保证金规模 82.93 亿元，占公司客户保证金规模的 65.85%，较 2020 年末提升 9.02pct。

图29 瑞达期货客户规模及增速



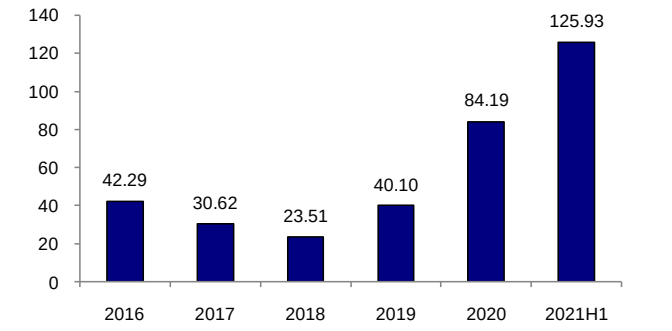
资料来源：瑞达期货历年年报、2021 年中报，海通证券研究所

图30 瑞达期货法人客户数量占比仅为 1.58%(截至 2021 年中）



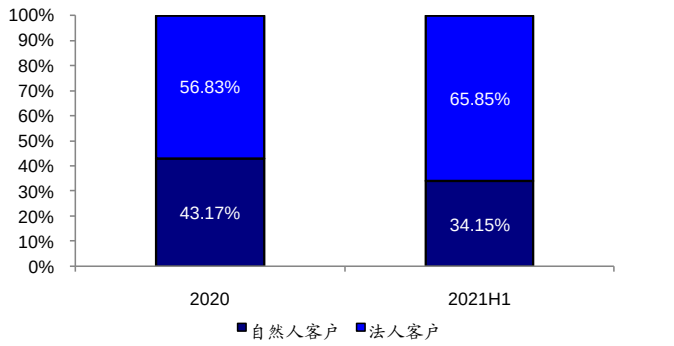
资料来源：瑞达期货 2021 年中报，海通证券研究所

图31 瑞达期货客户保证金规模快速增长（亿元）



资料来源：瑞达期货历年年报、2021 年中报，海通证券研究所

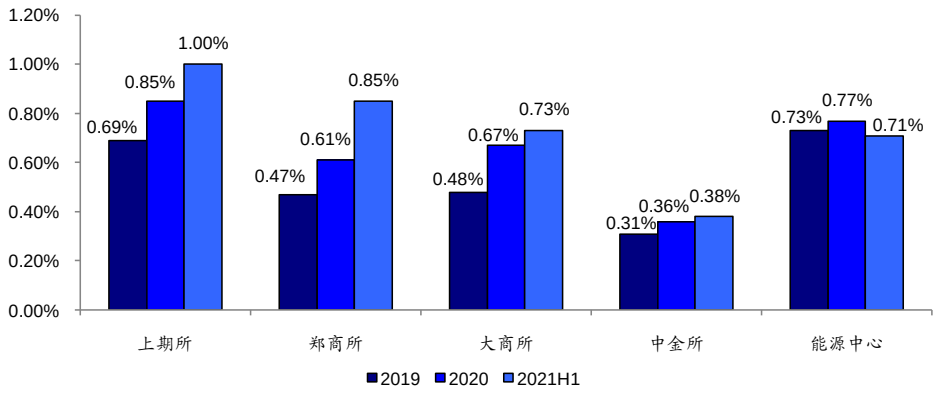
图32 瑞达期货法人客户保证金占比已提升至 65.85%



资料来源：瑞达期货 2020 年年报、2021 年中报，海通证券研究所

市场份额稳步提升是驱动公司经纪业务营收增长的重要动力。近年来公司在各期货交易所市场份额大多呈现稳定提升趋势，截止 2021 年中，公司在上期所、郑商所、大商所、中金所及能源中心市场份额分别较年初+0.15pct、+0.24pct、+0.06pct、+0.02pct 和-0.06pct。我们预计市场份额的提升是公司经纪业务收入增长的重要驱动因素之一。但期货市场属于对手交易，过高的市场份额容易导致潜在交易对手方较少，从而导致交易成本上升，我们认为公司目前市场份额仍处于合理水平，预计未来公司将在合理控制市占率的基础上进一步稳步提升交易规模。

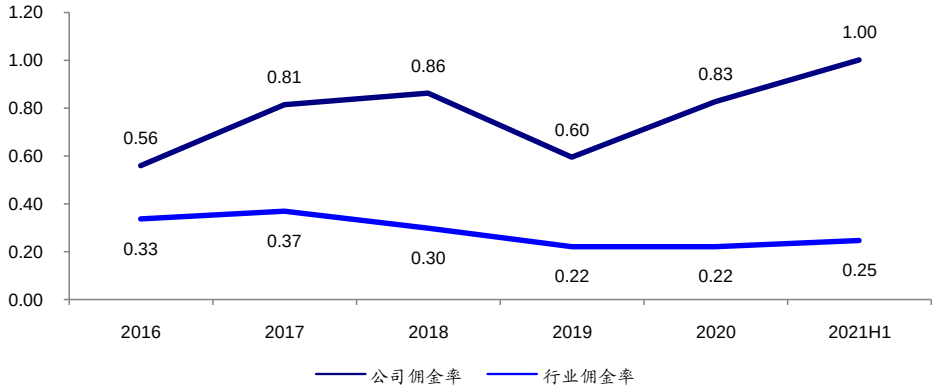
图33 瑞达期货各交易所市场份额情况



资料来源：瑞达期货 2019-2020 年年报、2021 年中报，海通证券研究所

公司佣金率水平明显高于行业平均，且 2019 年以来持续提升。2021 年上半年公司佣金率为万分之一，相比 2019 年的万分之 0.6 提升了 0.4bp，且显著高于行业平均水平，2021 年上半年高出行业 0.75bp。我们认为 2019 年以来公司佣金率持续提升的主要原因为新客户规模快速提升以及资管规模增长对经纪业务收入的稳定作用。

图34 瑞达期货佣金率水平（单位：万分之）

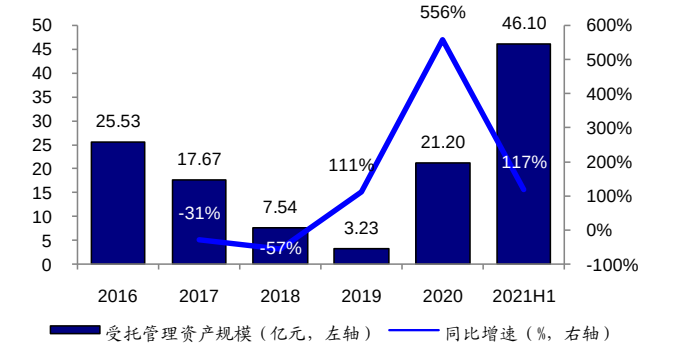


资料来源：瑞达期货历年年报、2021 年中报，中国期货业协会，海通证券研究所

3.2 资产管理业务：聚焦 CTA 领域，资管规模快速提升

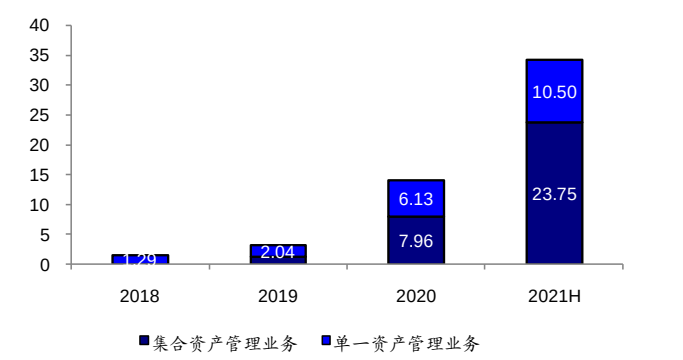
瑞达期货于 2012 年 12 月获准开展资产管理业务，2016 年以来受托资产管理规模经历了先降后升的趋势。2016-2018 年，受资本市场不利行情、流动性偏紧、以及资管新规等因素影响，公司平均受托管理资产规模由 2016 年的 25.5 亿元降至 2018 年的 7.5 亿元。2019 年以来公司坚持产品驱动策略，丰富公司资管产品种类，管理资产规模快速回升。截止 2021 年中，公司资管规模达 46.1 亿元，较年初增长 117.45%，较 2019 年末的 3.23 亿元增长了 13 倍。依据中国期货业协会数据，2021 年 6 月末期货公司及资产管理子公司所管理的商品及衍生品类别的资管产品规模为 273 亿元，公司的管理规模占行业同一类别的 16.89%。

图35 瑞达期货资产管理规模及增速



资料来源：瑞达期货历年年报、2021 年中报，海通证券研究所

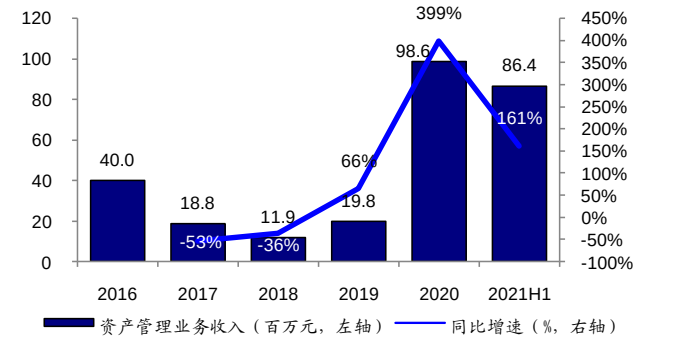
图36 瑞达期货集合资产管理业务占比提升（亿元）



资料来源：瑞达期货历年年报、2021 年中报，海通证券研究所

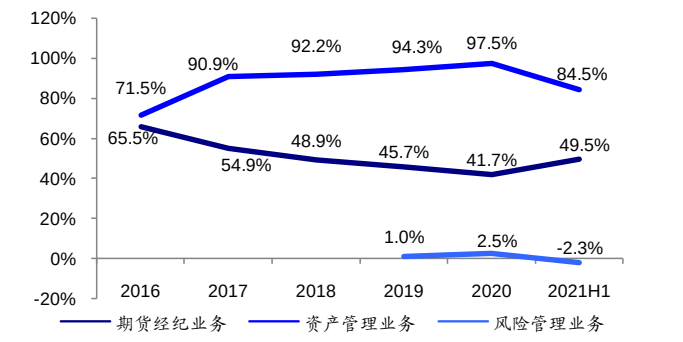
资产管理收入快速反弹，营运利润率远超其他业务。2016-2018 年受资管新规及行情因素影响，公司资管规模下滑导致收入随之下降。2020 年公司资管规模同比增长近 7 倍，也带动资管业务收入同比大幅增长 399%。资管业务营运利润率为公司各项业务最高，2017-2020 年始终保持在 90%以上，2020 年达到了 97.5%，2021 年上半年略有下滑，但也在 80%以上，显著高于经纪业务和风险管理业务。

图37 瑞达期货资产管理收入



资料来源：瑞达期货历年年报、2021 年中报，海通证券研究所

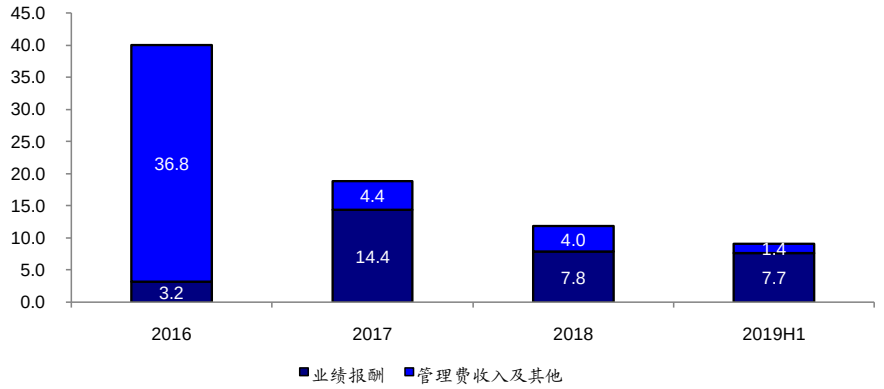
图38 瑞达期货各业务营运利润率



资料来源：瑞达期货历年年报、2021 年中报，海通证券研究所

业绩报酬在公司资产管理收入中占比逐步提升。公司资产管理业务收入主要来自管理费收入和管理业绩分成收入两个方面。公司收取的管理费率根据产品规模有所不同，随着期货资产管理一对多业务的放开，公司管理受托资产的规模将逐步扩大，管理费收入也将随之增加。管理业绩分成收入是公司与管理的受托资产盈利水平挂钩的利润分成，产品到期时公司按照约定的比例收取管理业绩分成。截至 2019 年中，公司业绩报酬收入和管理费收入分别占比 84.5%和 15.5%，我们预计伴随公司资产管理规模的增加，业绩报酬在不同产品和不同期限内的波动将有所平缓，公司资管业务收入的稳定性也将有所提高。

图39 瑞达期货资产管理业务收入结构（百万元）



资料来源：瑞达期货招股说明书，海通证券研究所

瑞达资管聚焦于 CTA 领域，专业耕耘期货期权衍生品市场，专注投资大宗商品期货和期权、金融期货及其衍生品。公司坚持自主管理发展为主，没有通道业务，目前已发展形成收益稳定、风险可控的瑞智进取、瑞智无忧、瑞智稳健三大系列主动管理型期货资管产品，具备七年以上的历史业绩积累。瑞达资管是国内唯一一家具备承接 10 亿元以上银行委外业务受托规模的纯期货资管，且累计管理商品及衍生品类主动管理型资产管理计划达 140 亿元以上。根据私募排排网数据，截至 2021 年 10 月 17 日，瑞达期货旗下共有 24 款在运行的资管产品，公司资管产品累计收益 320.35%，年化收益达 24.37%。

表 9 瑞达期货部分资管产品收益率情况

基金名称	成立时间	最新净值	累计收益	今年来收益	年化收益
瑞智无忧 99 号	2019-04-22	2.5567	562.53%	42.71%	115.23%
瑞智无忧共赢 10 号	2019-12-11	11256	90.22%	9.84%	42.13%
瑞智无忧共赢 7 号	2019-01-31	1.2948	140.05%	10.34%	38.50%
瑞智无忧共赢 9 号	2019-04-18	1.3145	123.80%	10.73%	38.42%
瑞智进取共赢 3 号	2019-09-26	1.4973	91.56%	25.30%	37.59%
瑞智进取共赢 5 号	2020-01-20	1.2751	69.28%	8.99%	35.82%
冠优股指 2 号	2019-06-11	1.1062	99.14%	16.27%	34.40%
瑞智无忧共赢 12 号	2020-04-14	1.1345	44.73%	10.92%	28.23%
瑞智无忧共赢 16 号	2020-06-09	1.1650	34.03%	8.95%	24.56%
瑞智无忧共赢 13 号	2020-05-08	1.1113	35.13%	10.59%	23.60%

资料来源：私募排排网，海通证券研究所
注：最新净值日为 2021 年 10 月 8 日

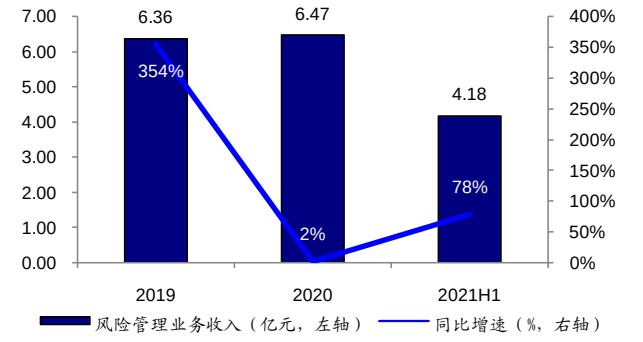
以刚开业的公募基金为契机，公司将实施公募和私募业务“两头并进”、协同发展的经营策略。2020 年瑞达期货公募基金业务正式开启，我们认为将进一步加快公司大资管业务扩张节奏。根据公司 2021 年中报，未来公司将树立以“瑞达资管”为核心的品牌标识，建立以“财富管理”为中心的理财产品销售管理体系，为公司资管产品、公募产品的销售提供支持及统一管理，并且将丰富产品的类型，将资管产品的类型拓宽到包括固收类、权益类、综合类和 CTA（管理期货）FOF，满足不同投资者的理财需求。

3.3 风险管理业务：大力发展场外衍生品交易和做市业务

公司全资风险管理服务子公司瑞达新控于 2013 年正式成立，目前公司主要通过瑞达新控为客户提供风险管理服务，具体包括：1）为客户基差贸易、仓单采购、销售、质押、约定回购等仓单服务和合作套保服务；2）根据客户需求为客户开发场外期权、互换、远期和掉期等金融产品并提供服务；3）为期货交易所非活跃品种及非主力月份提供报价等做市服务。公司通过开展以上服务赚取仓单管理费、风险管理费及相关收入。

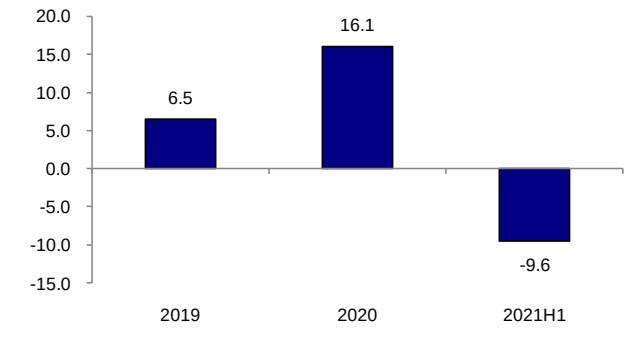
风险管理业务整体营运利润率较低。公司风险管理业务 2019 年、2020 年及 2021 年上半年营收增速分别为 354%、2%和 78%，整体增长较快，营运利润则分别为 653 万元、1608 万元和-956 万元。期货风险管理业务营运利润率远低于其他业务，并且近年来表现出较大波动性。

图40 瑞达期货风险管理业务收入及增速



资料来源：瑞达期货历年年报、2021 年中报，海通证券研究所

图41 瑞达期货风险管理业务营运净利润情况（百万元）

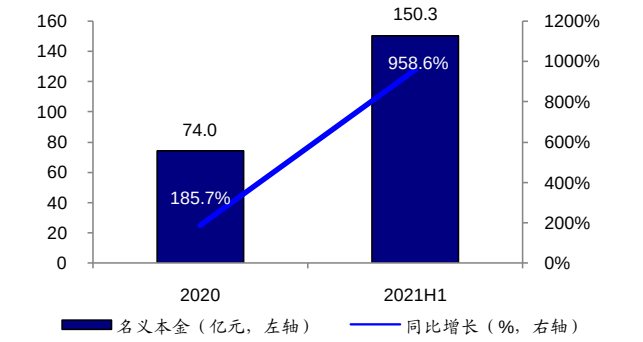


资料来源：瑞达期货历年年报、2021 年中报，海通证券研究所

公司风险管理业务主要来源为仓单服务及贸易。仓单服务和合作套保业务的盈利模式主要为向客户收取风险管理服务费、资金占用费以及赚取期货现货价格波动的综合收益等。2020 年及 2021 年上半年公司仓单服务及贸易分别实现营业收入 6.10 亿元、4.15 亿元，分别同比-2.78%、+76.60%。

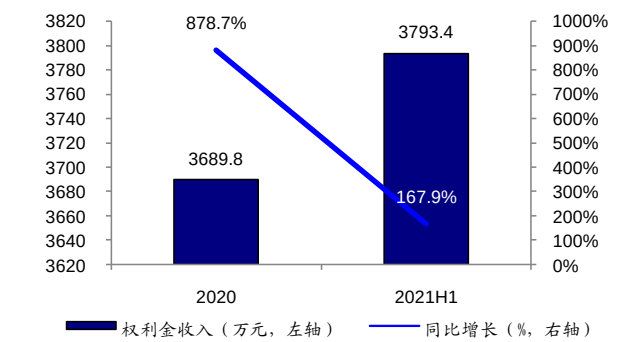
场外衍生品交易名义本金及权利金收入保持高增速。场外衍生品业务的盈利模式为与机构、企业等投资者交易场外期权、互换等场外衍生品的同时，利用期货合约、场内期权、股票等金融工具进行风险对冲，产生相应的投资损益，使公司在帮助投资者管理风险的同时，获得包括场外衍生品在内的组合交易收益。2021 年上半年公司共为 86 家企业提供场外衍生品服务方案，较 2020 年的 68 家增长 26.5%。2021 年上半年实现场外衍生品交易的名义本金 150.33 亿元，权利金收入 3793.44 万元，同比分别增长 958.61%和 167.85%。

图42 公司场外衍生品名义本金规模及增速



资料来源：瑞达期货 2020 年年报、2021 年中报，海通证券研究所

图43 公司场外衍生品权利金收入及增速



资料来源：瑞达期货 2020 年年报、2021 年中报，海通证券研究所

做市业务品种覆盖范围不断扩张。盈利模式主要来自买卖报价的价差收入和承担报价义务来自交易所的手续费减收的补贴。目前瑞达期货作为上期所、大商所、郑商所和能源中心 4 家交易所做市商，截至 2019 年末、2020 年末及 2021 年 6 月末，公司做市业务涉及品种数量分别为 6 种、19 种、20 个，呈现逐年提升。当前公司做市品种包括期权做市品种 9 个（黄金、橡胶、锌、铝、原油、铁矿石、液化石油气、棕榈油、甲醇期权），期货做市品种 11 个（镍、不锈钢、纸浆、豆一、焦煤、液化石油气、焦炭、棉纱、甲醇、短纤、尿素）。未来公司将进一步扩大做市服务品种，争取更多做市品种的覆盖，将做市业务从现有的上期所、大商所和郑商所品种，进一步扩大至中金所、上海证券交易所、深交所等交易所的做市品种。

3.4 其他业务：国际业务+公募基金进一步扩展公司大资管布局

通过拓展资管及证券等牌照，加快布局海外业务版图。公司通过子公司瑞达国际股份开展国际业务，主要包括为国内以及海外个人、企业、机构客户提供全球期货经纪服务，以及为海内外地区高净值客户提供全球资产管理以及跨境产品服务。目前瑞达国际旗下拥有期货经纪、资产管理资质，并积极申请证券业务牌照。1）下属子公司瑞达国际金控获香港证监会颁发的第二类期货交易、第五类就期货合约提供意见牌照，是香港期货交易所期货交易商、香港期货结算公司的结算参与者、香港交易所指定黄金交割服务商、新加坡交易所交易会员，并已备案成为能源中心、大商所、郑商所的合格境外中介机构。2）下属子公司瑞达国际资管获香港证监会颁发的第四类就证券提供意见、第九类资产管理牌照，并且是获中国证监会批准的合格境外投资者（QFII、RQFII）。3）下属子公司瑞达国际证券已于 2021 年 5 月向香港证监会递交了申请第一类证券交易牌照的材料，尚待香港证监会审批。2020 年及 2021 年上半年，公司国际业务分别实现营业收入 2265 万元、253 万元，分别同比+148.8%、-69.50%。

公募基金业务有望与资管业务相协同，更有效打造公司大资管业务品牌。2020 年 3 月，公司全资子公司瑞达基金正式成立，2021 年 6 月，瑞达基金成立了首只基金——瑞达行业轮动混合型基金，7 月再次推出瑞达鑫红量化 6 个月持有期混合型基金。此外，瑞达瑞丰债券型发起式基金的申请也于 6 月获证监会受理。截至 2021 年 10 月 11 日，瑞达基金共推出 4 只公募基金产品，累计规模达 4.45 亿元。瑞达基金是瑞达期货布局大资管行业的中坚力量，获批公募牌照可以让瑞达期货资管布局更加完善和丰富。

表 10　瑞达基金发行产品情况

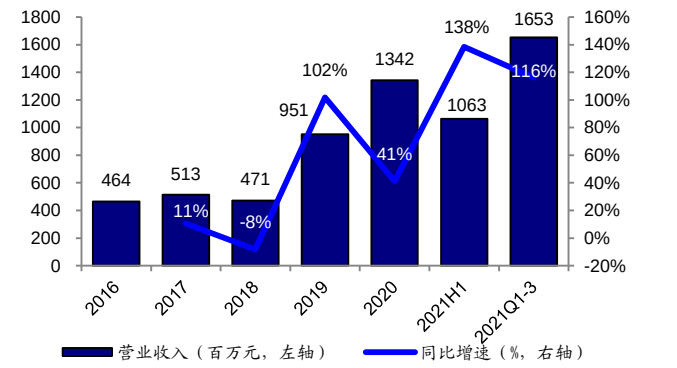
基金名称	成立日期	规模	单位净值	累计净值	近三个月	成立以来
瑞达行业轮动混合 A 012221	2021-06-09	0.94 亿元	0.9558	0.9558	2.35%	-4.43%
瑞达行业轮动混合 C 012222	2021-06-09	1.06 亿元	0.9242	0.9242	2.34%	-7.59%
瑞达鑫红量化 6 个月持有混合 A 012977	2021-07-14	2.04 亿元	0.8961	0.8961	-2.44%	-10.39%
瑞达鑫红量化 6 个月持有混合 C 012978	2021-07-14	0.41 亿元	0.8950	0.8950	-2.45%	-10.50%

资料来源：瑞达基金官网，天天基金网，海通证券研究所
注：净值日期为 2021 年 10 月 11 日

4. 投资建议

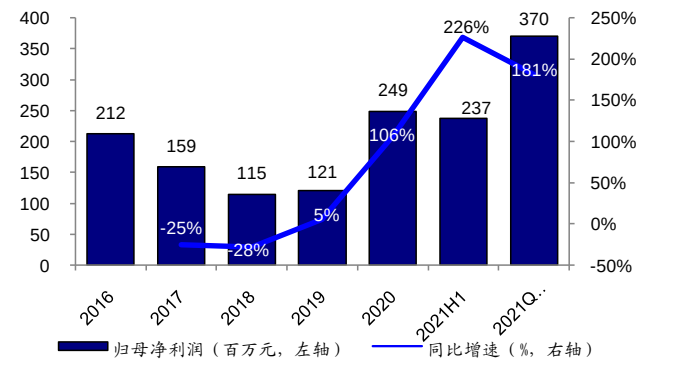
总营收与净利润快速增长，有望在期货市场快速发展中持续受益。2019、2020 年以及 2021 年前三季度瑞达期货营业收入分别增长 102%、41%和 116%，归母净利润分别增长 5%、106%和 181%。我们认为公司作为国内期货行业第一梯队企业，有望在期货行业快速发展中获得持续增长动力，并且伴随行业集中度提升，公司的行业地位也将进一步巩固，看好期货行业和公司未来发展潜力。

图44 公司营业收入快速增长



资料来源：瑞达期货历年年报，2021 年中报、三季报，海通证券研究所

图45 公司归母净利润收入快速增长



资料来源：瑞达期货历年年报，2021 年中报、三季报，海通证券研究所

预计 2021E-2023E 归母净利润继续高速增长。我们预计 2021E-2023E 总营收和归母净利润继续维持较快增速，总营收增速分别为 77.7%、52.6%、41.3%，归母净利润增速分别为 127.1%、67.5%、52.6%，预计 2021E-2023E 归母净利润分别为人民币 5.65 亿元、9.47 亿元、14.45 亿元。

表 11　佣金手续费、营业收入、净利润增速等假设

	2020	2021E	2022E	2023E
佣金手续费收入增速	153.9%	91.7%	60.0%	46.3%
营业收入增速	41.1%	77.7%	52.6%	41.3%
主营业务利润率	25.3%	31.9%	35.1%	37.8%
净利润增长率	106.0%	127.1%	67.5%	52.6%

资料来源：瑞达期货 2020 年年报，海通证券研究所预测

PE 估值法得出合理价值区间 27.94-30.48 元，“优于大市”评级。参考 A 股可比公司情况，我们给予公司 22-24x 2021E PE，得到公司的合理价值区间为 27.94-30.48 元。2021 年 11 月 18 日公司股价对应 2021E PE 仅 18x，估值较低，首次覆盖给予“优于大市”评级。

表 12　可比公司情况

	市盈率（倍）			市净率（倍）		
可比公司	2020	2021E	2022E	2020	2021E	2022E
国联证券	58.77	40.64	31.99	3.26	2.10	1.99
第一创业	35.68	32.03	27.88	2.08	1.99	1.83
华安证券	18.93	18.67	15.96	1.70	1.24	1.17
越秀金控	6.93	13.66	12.20	1.36	1.29	1.25
江苏国信	10.30	10.86	9.20	0.80	0.73	0.67
平均值	**26.12**	**23.17**	**19.44**	**1.84**	**1.47**	**1.38**

资料来源：wind，海通证券研究所（基于 2021 年 11 月 18 日收盘价）
注：我们选取 A 股与公司市值相近的多元金融企业作为可比企业，使用中信行业分类。

风险提示：大宗商品价格波动超预期，国内期货市场监管政策变化。

财务报表分析和预测

主要财务指标	2020	2021E	2022E	2023E
每股指标（元）				
每股收益	0.56	1.27	2.13	3.25
每股净资产	4.45	5.45	7.04	9.51
每股营业收入	3.02	5.36	8.18	11.55
价值评估（倍）				
P/E	40.70	17.92	10.70	7.01
P/B	5.11	4.18	3.23	2.39
P/S	7.55	4.25	2.78	1.97
盈利能力指标（%）				
营业利润率	25.3%	31.9%	35.1%	37.8%
净利润率	18.5%	23.7%	26.0%	28.1%
净资产收益率	12.6%	23.3%	30.2%	34.1%
盈利增长（%）				
营业收入增长率	41.1%	77.7%	52.6%	41.3%
净利润增长率	106.0%	127.1%	67.5%	52.6%

资产负债表（百万元）	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	6039	9562	16219	27830
应收货币保证金	3911	5931	10208	17431
应收质押保证金	54	110	172	304
衍生金融资产	25	58	129	275
应收结算担保金	17	29	48	82
交易性金融资产	257	419	724	1270
固定资产	40	76	122	213
在建工程	280	288	297	306
无形资产	177	354	558	982
其他资产	533	1215	2069	3754
资产总计	**11333**	**18043**	**30547**	**52446**
应付货币保证金	7499	13432	22717	36148
应付质押保证金	55	121	241	431
期货风险准备金	134	156	185	217
应付职工薪酬	28	53	104	202
应交税费	50	167	593	2071
长期借款	240	205	159	127
应付债券	549	549	549	549
其他负债	796	935	2865	8469
负债总计	**9351**	**15618**	**27413**	**48214**
实收资本	445	445	445	445
归属于母公司所有者权益	1982	2425	3134	4232
少数股东权益	0	0	0	0
负债和所有者权益合计	**11333**	**18043**	**30547**	**52446**

利润表（百万元）	2020	2021E	2022E	2023E
营业总收入	1342	2385	3638	5142
利息净收入	93	178	311	507
手续费及佣金净收入	541	1038	1661	2429
投资收益	142	238	382	531
其他收益	5	7	11	16
公允价值变动收益	-57	-65	-117	-157
汇兑收益	1	1	2	3
其他业务收入	616	988	1388	1813
资产处置收益	0	0	0	0
营业总支出	1002	1625	2361	3196
税金及附加	8	10	17	24
提取期货风险准备金	23	41	63	88
业务及管理费	338	584	891	1260
资产减值损失	0	1	1	2
信用减值损失	2	1	1	3
其他业务成本	631	987	1387	1818
营业利润	**340**	**760**	**1277**	**1946**
营业外收支	-2	-2	-2	-2
利润总额	**338**	**759**	**1275**	**1944**
所得税	89	194	329	499
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司所有者净利润	**249**	**565**	**947**	**1445**

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 11 月 18 日
资料来源：公司年报（2020），海通证券研究所

信息披露

分析师声明

孙婷　　银行行业，非银行金融行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司：　兴业银行,中信银行,第一创业,江苏银行,中国太保,国金证券,邮储银行,杭州银行,光大证券,东吴证券,宁波银行,东方财富,建设银行,中国人寿,汇丰控股,国泰君安,苏州银行,上海银行,重庆银行,兴业证券,交通银行,中国银行,招商证券,东亚银行,常熟银行,浙商证券,青岛银行,中国银河,华安证券,华泰证券

投资评级说明

1. 投资评级的比较和评级标准： 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅； 2. 市场基准指数的比较标准： A 股市场以海通综指为基准；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。	类　别	评　级	说　明
	股票投资评级	优于大市	预期个股相对基准指数涨幅在 10%以上；
		中性	预期个股相对基准指数涨幅介于-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期个股相对基准指数涨幅低于-10%及以下；
		无评级	对于个股未来 6 个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平-10%以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司（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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，海通证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所书面授权，本研究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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络海通证券研究所并获得许可，并需注明出处为海通证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，海通证券股份有限公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

海通证券股份有限公司研究所

路　颖　　所长
(021)23219403　luying@htsec.com

高道德　　副所长
(021)63411586　gaodd@htsec.com

邓　勇　　副所长
(021)23219404　dengyong@htsec.com

荀玉根　　副所长
(021)23219658　xyg6052@htsec.com

涂力磊　　所长助理
(021)23219747　tll5535@htsec.com

余文心　　所长助理
(0755)82780398　ywx9461@htsec.com

宏观经济研究团队
梁中华(021)23219820　lzh13508@htsec.com
应镓娴(021)23219394　yjx12725@htsec.com
李　俊(021)23154149　lj13766@htsec.com
联系人
侯　欢(021)23154658　hh13288@htsec.com
李林芷(021)23219674　llz13859@htsec.com

金融工程研究团队
高道德(021)63411586　gaodd@htsec.com
冯佳睿(021)23219732　fengjr@htsec.com
郑雅斌(021)23219395　zhengyb@htsec.com
罗　蕾(021)23219984　ll9773@htsec.com
余浩淼(021)23219883　yhm9591@htsec.com
袁林青(021)23212230　ylq9619@htsec.com
颜　伟(021)23219914　yw10384@htsec.com
联系人
孙丁茜(021)23212067　sdq13207@htsec.com
张耿宇(021)23212231　zgy13303@htsec.com
郑玲玲(021)23154170　zll13940@htsec.com
黄雨薇(021)23154387　hyw13116@htsec.com

金融产品研究团队
高道德(021)63411586　gaodd@htsec.com
倪韵婷(021)23219419　niyt@htsec.com
唐洋运(021)23219004　tangyy@htsec.com
徐燕红(021)23219326　xyh10763@htsec.com
谈　鑫(021)23219686　tx10771@htsec.com
庄梓恺(021)23219370　zzk11560@htsec.com
联系人
谭实宏(021)23219445　tsh12355@htsec.com
吴其右(021)23154167　wqy12576@htsec.com
张　弛(021)23219773　zc13338@htsec.com
滕颖杰(021)23219433　tyj13580@htsec.com
江　涛(021)23219879　jt13892@htsec.com
章画意(021)23154168　zhy13958@htsec.com

固定收益研究团队
姜珮珊(021)23154121　jps10296@htsec.com
王巧喆(021)23154142　wqz12709@htsec.com
联系人
张紫睿 021-23154484　zzr13186@htsec.com
孙丽萍(021)23154124　slp13219@htsec.com
王冠军(021)23154116　wgj13735@htsec.com
方欣来 021-23219635　fxl13957@htsec.com

策略研究团队
荀玉根(021)23219658　xyg6052@htsec.com
高　上(021)23154132　gs10373@htsec.com
李　影(021)23154117　ly11082@htsec.com
郑子勋(021)23219733　zzx12149@htsec.com
吴信坤 021-23154147　wxk12750@htsec.com
联系人
余培仪(021)23219400　ypy13768@htsec.com
王正鹤(021)23219812　wzh13978@htesc.com
杨　锦(021)23154504　yj13712@htsec.com

中小市值团队
钮宇鸣(021)23219420　ymniu@htsec.com
潘莹练(021)23154122　pyl10297@htsec.com
联系人
王园沁 02123154123　wyq12745@htsec.com

政策研究团队
李明亮(021)23219434　lml@htsec.com
吴一萍(021)23219387　wuyiping@htsec.com
朱　蕾(021)23219946　zl8316@htsec.com
周洪荣(021)23219953　zhr8381@htsec.com
李姝醒 02163411361　lsx11330@htsec.com

石油化工行业
邓　勇(021)23219404　dengyong@htsec.com
朱军军(021)23154143　zjj10419@htsec.com
胡　歆(021)23154505　hx11853@htsec.com

医药行业
余文心(0755)82780398　ywx9461@htsec.com
郑　琴(021)23219808　zq6670@htsec.com
贺文斌(010)68067998　hwb10850@htsec.com
朱赵明(021)23154120　zzm12569@htsec.com
梁广楷(010)56760096　lgk12371@htsec.com
联系人
孟　陆 86 10 56760096　ml13172@htsec.com
周　航(021)23219671　zh13348@htsec.com
彭　娉(010)68067998　pp13606@htsec.com

汽车行业
王　猛(021)23154017　wm10860@htsec.com
杜　威(0755)82900463　dw11213@htsec.com
曹雅倩(021)23154145　cyq12265@htsec.com
郑　蕾(021)23963569　zl12742@htsec.com
联系人
房乔华 021-23219807　fqh12888@htsec.com

公用事业
戴元灿(021)23154146　dyc10422@htsec.com
傅逸帆(021)23154398　fyf11758@htsec.com
于鸿光(021)23219646　yhg13617@htsec.com
吴　杰(021)23154113　wj10521@htsec.com
联系人
余玫翰(021)23154141　ywh14040@htsec.com

批发和零售贸易行业
李宏科(021)23154125　lhk11523@htsec.com
高　瑜(021)23219415　gy12362@htsec.com
汪立亭(021)23219399　wanglt@htsec.com
康　璐(021)23212214　kl13778@htsec.com
联系人
曹蕾娜　cln13796@htsec.com

互联网及传媒
毛云聪(010)58067907　myc11153@htsec.com
陈星光(021)23219104　cxg11774@htsec.com
孙小雯(021)23154120　sxw10268@htsec.com
联系人
康百川(021)23212208　kbc13683@htsec.com
崔冰睿(021)23219774　cbr14043@htsec.com

有色金属行业
施　毅(021)23219480　sy8486@htsec.com
陈晓航(021)23154392　cxh11840@htsec.com
甘嘉尧(021)23154394　gjy11909@htsec.com
联系人
郑景毅　zjy12711@htsec.com
余金花　sjh13785@htsec.com

房地产行业
涂力磊(021)23219747　tll5535@htsec.com
谢　盐(021)23219436　xiey@htsec.com
金　晶(021)23154128　jj10777@htsec.com
杨　凡(010)58067828　yf11127@htsec.com

电子行业
李　轩(021)23154652　lx12671@htsec.com
肖隽翀(021)23154139　xjc12802@htsec.com
华晋书　hjs14155@htsec.com
联系人
文　灿　wc13799@htsec.com
薛逸民(021)23219963　xym13863@htsec.com
李　潇(010)58067830　lx13920@htsec.com

煤炭行业
李　淼(010)58067998　lm10779@htsec.com
戴元灿(021)23154146　dyc10422@htsec.com
王　涛(021)23219760　wt12363@htsec.com
吴　杰(021)23154113　wj10521@htsec.com

电力设备及新能源行业
张一弛(021)23219402　zyc9637@htsec.com
房　青(021)23219692　fangq@htsec.com
曾　彪(021)23154148　zb10242@htsec.com
徐柏乔(021)23219171　xbq6583@htsec.com
张　磊(021)23212001　zl10996@htsec.com
联系人
姚望洲(021)23154184　ywz13822@htsec.com

基础化工行业
刘　威(0755)82764281　lw10053@htsec.com
刘海荣(021)23154130　lhr10342@htsec.com
张翠翠(021)23214397　zcc11726@htsec.com
孙维容(021)23219431　swr12178@htsec.com
李　智(021)23219392　lz11785@htsec.com

计算机行业
郑宏达(021)23219392　zhd10834@htsec.com
杨　林(021)23154174　yl11036@htsec.com
于成龙(021)23154174　ycl12224@htsec.com
洪　琳(021)23154137　hl11570@htsec.com
联系人
杨　蒙(0755)23617756　ym13254@htsec.com

通信行业
余伟民(010)50949926　ywm11574@htsec.com
联系人
杨彤昕 010-56760095　ytx12741@htsec.com
夏　凡(021)23154128　xf13728@htsec.com

非银行金融行业
孙　婷(010)50949926　st9998@htsec.com
何　婷(021)23219634　ht10515@htsec.com
联系人
任广博(010)56760090　rgb12695@htsec.com
曹　锟 010-56760090　ck14023@htsec.com

交通运输行业
虞　楠(021)23219382　yun@htsec.com
罗月江（010）56760091　lyj12399@htsec.com
陈　宇(021)23219442　cy13115@htsec.com

纺织服装行业
梁　希(021)23219407　lx11040@htsec.com
盛　开(021)23154510　sk11787@htsec.com

建筑建材行业
冯晨阳(021)23212081　fcy10886@htsec.com
潘莹练(021)23154122　pyl10297@htsec.com
申　浩(021)23154114　sh12219@htsec.com
颜慧菁　yhj12866@htsec.com

机械行业
余炜超(021)23219816　swc11480@htsec.com
赵玥炜(021)23219814　zyw13208@htsec.com
赵靖博(021)23154119　zjb13572@htsec.com

钢铁行业
刘彦奇(021)23219391　liuyq@htsec.com
周慧琳(021)23154399　zhl11756@htsec.com

建筑工程行业
张欣劼　zxj12156@htsec.com

农林牧渔行业
丁　频(021)23219405　dingpin@htsec.com
陈　阳(021)23212041　cy10867@htsec.com
联系人
孟亚琦(021)23154396　myq12354@htsec.com

食品饮料行业
闻宏伟(010)58067941　whw9587@htsec.com
颜慧菁　yhj12866@htsec.com
张宇轩(021)23154172　zyx11631@htsec.com
程碧升(021)23154171　cbs10969@htsec.com

军工行业
张恒晅　zhx10170@htsec.com
张高艳 0755-82900489　zgy13106@htsec.com
联系人
刘砚菲 021-2321-4129　lyf13079@htsec.com

银行行业
孙　婷(010)50949926　st9998@htsec.com
解巍巍　xww12276@htsec.com
林加力(021)23154395　ljl12245@htsec.com
联系人
董栋梁(021) 23219356　ddl13206@htsec.com

社会服务行业
汪立亭(021)23219399　wanglt@htsec.com
许樱之(755)82900465　xyz11630@htsec.com
联系人
毛弘毅(021)23219583　mhy13205@htsec.com
王祎婕(021)23219768　wyj13985@htsec.com

家电行业
陈子仪(021)23219244　chenzy@htsec.com
李　阳(021)23154382　ly11194@htsec.com
朱默辰(021)23154383　zmc11316@htsec.com
刘　璐(021)23214390　ll11838@htsec.com

造纸轻工行业
汪立亭(021)23219399　wanglt@htsec.com
郭庆龙　gql13820@htsec.com
联系人
柳文韬(021)23219389　lwt13065@htsec.com
王文杰　wwj14034@htsec.com
吕科佳　lkj14091@htsec.com

研究所销售团队

深广地区销售团队
伏财勇(0755)23607963　fcy7498@htsec.com
蔡铁清(0755)82775962　ctq5979@htsec.com
辜丽娟(0755)83253022　gulj@htsec.com
刘晶晶(0755)83255933　liujj4900@htsec.com
饶　伟(0755)82775282　rw10588@htsec.com
欧阳梦楚(0755)23617160
oymc11039@htsec.com
巩柏含　gbh11537@htsec.com
滕雪竹 0755 23963569　txz13189@htsec.com

上海地区销售团队
胡雪梅(021)23219385　huxm@htsec.com
黄　诚(021)23219397　hc10482@htsec.com
季唯佳(021)23219384　jiwj@htsec.com
黄　毓(021)23219410　huangyu@htsec.com
李　寅 021-23219691　ly12488@htsec.com
胡宇欣(021)23154192　hyx10493@htsec.com
马晓男　mxn11376@htsec.com
邵亚杰 23214650　syj12493@htsec.com
杨祎昕(021)23212268　yyx10310@htsec.com
毛文英(021)23219373　mwy10474@htsec.com
王朝领　wcl11854@htsec.com
谭德康　tdk13548@htsec.com
王祎宁　wyn14183@htsec.com

北京地区销售团队
朱　健(021)23219592　zhuj@htsec.com
殷怡琦(010)58067988　yyq9989@htsec.com
郭　楠 010-5806 7936　gn12384@htsec.com
杨羽莎(010)58067977　yys10962@htsec.com
董晓梅　dxm10457@htsec.com
张丽萱(010)58067931　zlx11191@htsec.com
郭金垚(010)58067851　gjy12727@htsec.com
张钧博　zjb13446@htsec.com
高　瑞　gr13547@htsec.com
上官灵芝　sglz14039@htsec.com

海通证券股份有限公司研究所
地址：上海市黄浦区广东路 689 号海通证券大厦 9 楼
电话：（021）23219000
传真：（021）23219392
网址：www.htsec.com