

21世纪经济报道记者 董鹏 成都报道

1月4日，永安期货股价应声下跌，一字跌停，下跌9.99%，这是其上市后迎来的第二个跌停。此前，在2021年的最后一个交易日，永安期货跳空低开，抵抗下跌，最终跌停收盘，下跌10.00%。

中信证券前一日发布的研报中明确指出，“公司目前市值546亿元，对应2022年PB为4.4x、PE为35x，估值已不便宜……目前公司流通股为1.45亿股，流通盘比较小，短期内次新股特征明显。”同时，给予“卖出”评级，取估值上限对应每股目标价为22元人民币。若按1月4日永安期货的跌停价推算，公司股价向下还有4个跌停的空间。

被唱空的期货一哥

“期货龙头，但不便宜”。

对永安期货的基本面，中信证券研报给出如此结论，给予“卖出”评级，对应目标价22元。

永安期货大股东为财通证券，所以准确地说公司也属于“券商系”期货公司。

中信证券作为行业龙头，此前则通过收购、重组华泰期货和新华期货等方式，打造出了新的行业龙头中信期货（原中证期货）。

2013年到2015年，永安期货、中信期货的盈利能力相差不多，前者略占优势。

2016年，股指期货受限后，两家公司差距开始拉大。永安期货，从2015年的净利润不足5亿元翻倍增加至2019年的10亿元，中信期货则是原地踏步。

此后，永安期货的行业地位，愈发稳固。

“公司总部在杭州，立足浙江，布局全国，以期货经纪和风险管理为主业。公司在2019和2020年净利润均超10亿元，远超行业第二名和第三名，净资产收益率稳定在15%左右。”中信证券研报指出。

这其中有几个关键点。首先，浙江是期货行业的市场重镇，无论是资金规模，还是对期货市场的接受程度，都要远高于其他省市。

其次，是中信证券提及的风险管理业务。

“具体分为做市商业业务、场外期权、期货加保险几大类，永安期货的风险管理业务优势较为明显，但是更重要的却是资产管理业务。”同处江浙地区的一家期货公司资管业务负责人1月4日表示。

据他介绍，永安期货的资管业务起步早，在拿到牌照后，“上量”特别快，“2019年大宗商品牛市阶段，买永安国富（永安资管子公司）的产品都要抢。”

中信证券研报亦指出，随着期货行业经纪业务竞争加剧，费率持续下行，期货公司传统通道服务逐步“入口化”，探索多元化增值和创新业务成为行业共识。风险管理业务是当下行业增长点，永安期货引领行业结构转型。（永安）公司风险管理业务的净利润占比则由2019年的14.7%提升到2021年上半年的29.7%。

21世纪经济报道记者还了解到，上述创新业务近几年已成为期货行业重要的创收来源，部分公司的风险管理或资管业务，可以贡献20%到30%的收入占比。

若从上述角度来看，永安期货可以视作国内期货公司转型最成功的代表之一。

叠加公司主要客户集中于商品期货，以及近几年大宗商品的大幅波动行情和全市场保证金规模的提升，最终夯实了行业龙头的地位。

上述背景下，一度与公司构成龙头竞争关系的中信期货，中短期实现赶超的难度不小，除非对股指期货限制进一步放开，抑或创新业务出现爆发式增长。

22元目标价的逻辑

经营重心向创新业务倾斜，一加一减之下，传统经纪业务受到影响。

据中信证券统计，2018年以来，永安期货在上期所的市场份额从2018年的2.3%下降至2021年上半年的1.4%，郑商所、大商所、中金所市场份额亦处于下降趋势。

这与上市公司财报中披露的利息净收入、手续费及佣金净收入变化趋势相符，这两个指标近几年不增反降，而结合市场保证金、交投情况来看，也印证了公司经纪业务的低迷。

这可能是永安期货经营层面为数不多的风险点，毕竟当前经纪业务仍然占据了国内期货公司的半壁江山。

而中信证券给出永安期货22元目标价的逻辑，却是从二级市场角度出发，其参照的估值体系为券商股。

“公司目前市值546亿元，对应2022年PB为4.4x、PE为35x，估值已不便宜……以目前证券行业和头部券商为参照，按PB估值，合理区间为1.2-1.7倍PB，对应公司2022年合理估值为150-213亿元。”中信证券指出。

另外，考虑到永安期货的龙头地位和创新业务的转型，给予公司50%估值溢价，对应合理估值区间为225-320亿元。

更为重要的是，永安期货至今上市不过8个交易日，流通盘较小，短期处于二级市场对次新股的炒作状态中。

基于上述逻辑，中信证券认为“预计公司估值将在未来一年趋向理性，公司股价相对市场存在下跌超过10%以上的风险”，最终给出了22元/股的目标价。

这也并非孤例。比如华泰证券，在永安期货上市次日给出的目标价为30.23元。

需要指出的是，包括永安期货A股只有三家期货公司，各自估值水平差异极大，所以目前市场上缺乏一个相对合理的估值参照物。

采用准确度相对较高的Wind卖方机构一致性盈利预期数据，以及2021年底上市公司收盘价估算，彼时永安期货估值为45.76倍，瑞达期货为20.71倍。

南华期货缺少卖方机构关注，若按照2021年前三季度“年化”每股收益0.377元计算，公司2021年底估值为36.02倍。

对比之下，无疑是上市后连续6天涨停的永安期货估值最高。

而就瑞达期货、南华期货股价表现来看，两家公司上市后都出现了估值回归的单边下跌行情，其中瑞达期货得益于更好的业绩表现，去年8月以来股价走势要明显强于南华期货。

反观永安期货，在经过连续两个跌停后，估值正在快速A股同业公司靠拢。

只是，估值水平自身就是变量，受到市场情绪、资金等多方因素影响，永安期货的合理价格还需要二级市场去交易发现。

更多内容请下载21财经APP