

香港交易所 (388 HK)

短期催化劑需時變現

我們首次覆蓋香港交易所，給予持有評級，目標價 248.0 港元。我們認為港交所的長期增長前景保持穩固，依然將通過互聯互通機制等渠道受益於中國資本市場開放，中期的增長將來自產品類別及維度的豐富以及市場微觀結構改善帶來的交易活躍度提升。但我們認為當前市場交易額回升趨勢尚不明顯，而利好因素需時轉化為較為明確的財務收益。目前港交所估值為 33 倍一年預估市帳率（五年歷史平均為 30 倍）；我們認為現時估值較為合理。

- **當前股價反應利好因素；催化劑需時變現。** 港交所的股票市場換手率於 2019 年前 11 個月保持下降趨勢，11 月接近歷史低位（~45%），同時證券市場日均成交額同比下降 20%；與此同時，我們認為諸如大型美國上市中概股回港作第二上市、MSCI 中國 A 股指數期貨將推出等利好消息支撐了其股價表現。我們的情境分析顯示這些利好消息對當前港交所財務表現的正面影響較為有限，或尚不確定利好發生的時點。
- **中長期增長前景：從三方面提升市場活躍度。** 由於收入結構集中於成交敏感類業務（約占總收入~54%），我們認為提升市場活躍度對於港交所的內生增長至關重要。中企而言，我們預期交易活躍度將逐步提升，主要由於：1) 股票市場互聯互通機制雙向滲透率不斷提升；2) 提供以衍生品為代表的更多產品供給，其增長較現貨股票市場波動較小且更具韌性；3) 市場微觀結構優化，市場參與的便捷性提高。
- **我們預期港交所 FY19/20E 淨利潤將同比增長 1%/5%，至 94 億港元/99 億港元。** 我們的淨利潤預測較市場一致預期低 1%/6%，相信主要由於我們對於明年證券市場日均成交額及投資收益率的預測較為保守，以及對於未來營運成本開支稍高。
- **我們基於三階段股息貼現模型，給予目標價 248.0 港元，對應 3% 的下降空間，2.8% 的 FY20E 股息率以及 31.8 倍一年預估市盈率。** 首次覆蓋給予持有評級。我們留意到近期隨著中美貿易爭端的緩和，市場情緒得以修復，過去兩個星期證券市場日均成交由 7-11 月的平均 770 億港元回升至 890 億港元。我們的目標價對應 FY20E 日均成交額 980 億港元。
- **主要催化劑：**1) MSCI 中國 A 股指數期貨的推出；2) 市場日均成交額明顯增長。**主要風險因素：**與其他交易所（特別是中國境內交易所）在獲取中國上市公司及發行中國相關產品方面競爭加劇。

財務資料

(年結：12月31日)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
營業收入(百萬港元)	13,180	15,867	16,333	17,093	18,560
同比增長(%)	7,404	9,312	9,408	9,880	10,718
淨利潤(百萬港元)	6.03	7.50	7.49	7.79	8.38
每股盈利(港元)	27	24	(0)	4	8
每股盈利變動(%)	42.5	34.2	34.2	32.9	30.6
市盈率(倍)	8.5	7.8	7.1	6.8	6.4
市帳率(倍)	2.1	2.6	2.6	2.7	2.9
股息率(%)	21.3	23.9	21.9	21.3	21.7
權益收益率(%)	72.9	74.1	75.5	75.0	74.7

資料來源：公司及招銀國際證券預測

持有 (首次覆蓋)

目標價	HK\$ 248.0
潛在升幅	-3.2%
當前股價	HK\$ 256.2

多元金融行業

隋曉萌

(852) 3761 8775

suixiaomeng@cmbi.com.hk

公司數據

市值(百萬港元)	323,120
3月平均流通量(百萬港元)	1,035
52周內股價高/低(港元)	286.2/218.88
總股本(百萬)	1,261.2

資料來源：彭博

股東結構

香港特區政府	5.93%
--------	-------

資料來源：彭博

股價表現

	絕對回報	相對回報
1-月	3.9%	-3.0%
3-月	13.2%	4.1%
6-月	-6.9%	-5.8%

資料來源：彭博

股份表現



資料來源：彭博

審計師：羅兵威永道

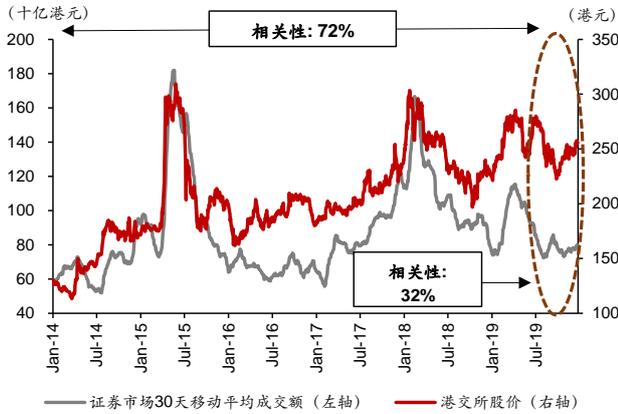
敬請參閱尾頁之免責聲明

招銀國際證券研究報告之彭博搜索代碼：[CMBR](#)

*本報告摘要自英文版本，如欲進一步瞭解，敬請參閱英文報告。

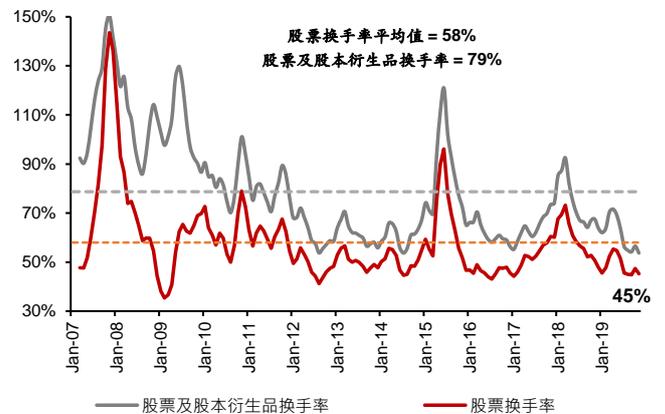
焦點圖表

圖 1: 港交所的股價表現與其現貨股票市場日均成交額走勢在 2019 年 5 月末後開始出現較明顯背離



資料來源：公司資料，招銀國際證券預測

圖 2: 股票市場換手率持續下行，2019 年 11 月已接近金融危機後低位



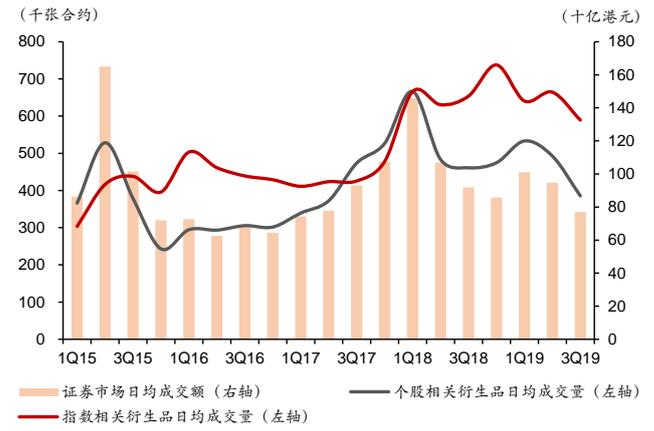
資料來源：公司資料，招銀國際證券預測

圖 3: 我們預期來自股票市場互聯互通機制的收入貢獻將逐步提升



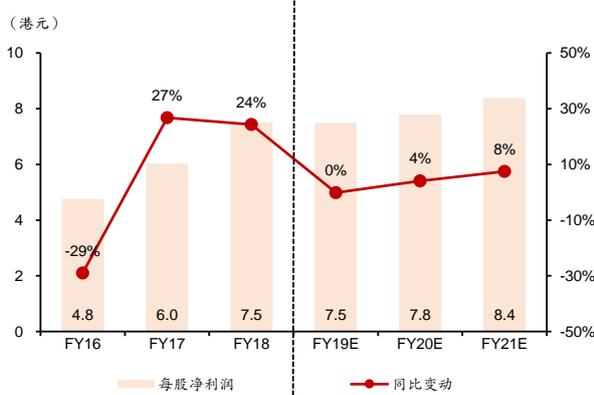
資料來源：公司資料，招銀國際證券預測

圖 4: 港交所衍生品日均成交量表現具備較強韌性，一定程度緩衝了證券市場的成交低迷



資料來源：公司資料，招銀國際證券

圖 5: 隨著市場活躍度的逐步回升，我們預計港交所 FY18-FY21E 每股淨利潤的年複合增長率將達到 4%



資料來源：公司資料，招銀國際證券預測

圖 6: 目前港交所的估值較其 5 年平均（即進入互聯互通時代後）高約 9%



資料來源：公司資料，招銀國際證券預測

財務報表

利潤表

年結:12月31日(百萬港元)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
交易費及交易系統使用費	4,856	6,339	5,592	6,111	6,851
結算及交收費	2,691	3,281	3,168	3,650	4,064
聯交所上市費	1,333	1,721	1,642	1,680	1,755
存管、托管及代理人服務費	892	979	1,048	1,121	1,199
市場數據費	857	899	925	957	996
投資收益淨額	952	1,064	1,170	1,287	1,416
其他收入	1,599	1,584	2,788	2,288	2,279
經營收入	13,180	15,867	16,333	17,093	18,560
雇員支出	(2,273)	(2,540)	(2,664)	(2,822)	(3,101)
資訊技術支出	(433)	(508)	(588)	(667)	(780)
其他營業支出	(860)	(1,062)	(750)	(785)	(815)
經營支出	(3,566)	(4,110)	(4,002)	(4,273)	(4,696)
EBITDA	9,614	11,757	12,331	12,820	13,864
折舊與攤銷	(858)	(762)	(1,067)	(1,120)	(1,176)
稅前利潤	8,756	10,995	11,265	11,700	12,688
所得稅費用	(1,255)	(1,592)	(1,611)	(1,692)	(1,835)
少數股東權益	49	21	6	7	7
淨利潤	7,404	9,312	9,408	9,880	10,718

資產負債表

年結:12月31日(百萬港元)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
現金及金融資產	281,514	217,840	243,454	253,507	282,754
固定資產	1,469	1,625	4,049	4,170	4,296
商譽及其他無形資產	17,925	18,019	18,199	18,381	18,565
合營及聯營公司	61	63	76	83	91
其他資產	16,635	18,401	16,566	17,477	18,699
總資產	317,604	255,948	282,345	293,619	324,405
保證金及現金抵押品	157,814	123,728	151,727	152,435	170,731
結算所基金繳款	16,626	14,787	14,935	15,831	16,781
借款	1,860	1,166	415	415	415
其他負債	103,929	75,364	70,040	77,058	85,151
總負債	280,229	215,045	237,117	245,739	273,078
股東權益	37,273	40,729	45,045	47,687	51,126
少數股東權益	102	174	183	192	201

關鍵指標

年結:12月31日	FY1	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
主要市場數據					
證券市場日均成交額(十億港元)	88	107	87	98	110
港股通日均成交額(十億港元)	10	13	11	13	15
陸股通日均成交額(十億港元)	11	24	47	55	62
港交所衍生品日均成交量(千張)	869	1204	1073	1184	1340
倫敦金屬交易所日均成交量(千張)	601	630	623	662	710
分部收入結構					
現貨	26%	24%	23%	23%	24%
股本證券及金融衍生品	17%	22%	17%	18%	18%
商品	11%	9%	9%	9%	9%
交易後業務	37%	39%	39%	41%	41%
科技及其他	10%	6%	12%	9%	9%
總計	100%	100%	100%	100%	100%
占收入比重					
交易費及交易系統使用費	37%	40%	34%	36%	37%
聯交所上市費	10%	11%	10%	10%	9%
結算及交收費	20%	21%	19%	21%	22%
雇員支出	17%	16%	16%	17%	17%
資訊技術支出	3%	3%	4%	4%	4%
同比增速					
收入總額	19%	20%	3%	5%	9%
EBITDA	25%	22%	5%	4%	8%
淨利潤	28%	26%	1%	5%	8%
經營效率					
成本收入比	34%	31%	31%	32%	32%
EBITDA 利潤率	73%	74%	76%	75%	75%
盈利能力					
平均權益回報率	21.3%	23.9%	21.9%	21.3%	21.7%
平均資產回報率	2.6%	3.2%	3.5%	3.4%	3.5%
每股數據					
每股淨利潤(港元)	6.03	7.50	7.49	7.79	8.38
每股股息(港元)	5.37	6.68	6.71	6.98	7.51
每股賬面值(港元)	30.1	32.71	35.84	37.60	39.95

資料來源:公司及招銀國際證券預測

免責聲明及披露

分析員聲明

負責撰寫本報告的全部或部分內容之分析員，就本報告所提及的證券及其發行人做出以下聲明：(1) 發表於本報告的觀點準確地反映有關於他們個人對所提及的證券及其發行人的觀點；(2) 他們的薪酬在過往、現在和將來與發表在報告上的觀點並無直接或間接關係。

此外，分析員確認，無論是他們本人還是他們的關聯人士（按香港證券及期貨事務監察委員會操作守則的相關定義）(1) 並沒有在發表研究報告30日前處置或買賣該等證券；(2) 不會在發表報告3個工作日內處置或買賣本報告中提及的該等證券；(3) 沒有在有關香港上市公司內任職高級人員；(4) 並沒有持有有關證券的任何權益。

招銀國際證券投資評級

買入	: 股價於未來12個月的潛在漲幅超過15%
持有	: 股價於未來12個月的潛在變幅在-10%至+15%之間
賣出	: 股價於未來12個月的潛在跌幅超過10%
未評級	: 招銀國際證券并未給予投資評級

招銀國際證券行業投資評級

優於大市	: 行業股價於未來12個月預期表現跑贏大市指標
同步大市	: 行業股價於未來12個月預期表現與大市指標相若
落後大市	: 行業股價於未來12個月預期表現跑輸大市指標

招銀國際證券有限公司

地址: 香港中環花園道3號冠君大廈45樓

電話: (852) 3900 0888

傳真: (852) 3900 0800

招銀國際證券有限公司("招銀國際證券")為招銀國際金融有限公司之全資附屬公司(招銀國際金融有限公司為招商銀行之全資附屬公司)

重要披露

本報告內所提及的任何投資都可能涉及相當大的風險。報告所載數據可能不適合所有投資者。招銀國際證券不提供任何針對個人的投資建議。本報告沒有把任何人的投資目標、財務狀況和特殊需求考慮進去。而過去表現亦不代表未來的表現，實際情況可能和報告中所載的大不相同。本報告中所提及的投資價值或回報存在不確定性及難以保證，並可能會受目標資產表現以及其他市場因素影響。招銀國際證券建議投資者應該獨立評估投資和策略，並鼓勵投資者諮詢專業財務顧問以便作出投資決定。

本報告包含的任何信息由招銀國際證券編寫，僅為本公司及其關聯機構的特定客戶和其他專業人士提供的參考數據。報告中的信息或所表達的意見皆不可作為或被視為證券出售要約或證券買賣的邀請，亦不構成任何投資、法律、會計或稅務方面的最終操作建議，本公司及其雇員不就報告中的內容對最終操作建議作出任何擔保。我們不對因依賴本報告所載資料採取任何行動而引致之任何直接或間接的錯誤、疏忽、違約、不謹慎或各類損失或損害承擔任何的法律責任。任何使用本報告信息所作的投資決定完全由投資者自己承擔風險。

本報告基於我們認為可靠且已經公開的信息，我們力求但不擔保這些信息的準確性、有效性和完整性。本報告中的資料、意見、預測均反映報告初次公開發布時的判斷，可能會隨時調整，且不承諾作出任何相關變更的通知。本公司可發布其它與本報告所載資料及/或結論不一致的報告。這些報告均反映報告編寫時不同的假設、觀點及分析方法。客戶應該小心注意本報告中所提及的前瞻性預測和實際情況可能有顯著區別，唯我們已合理、謹慎地確保預測所用的假設基礎是公平、合理。招銀國際證券可能採取與報告中建議及/或觀點不一致的立場或投資決定。

本公司或其附屬關聯機構可能持有報告中提到的公司所發行的證券頭寸並不時自行及/或代表其客戶進行交易或持有該等證券的權益，還可能與這些公司具有其他投資銀行相關業務聯繫。因此，投資者應注意本報告可能存在的客觀性及利益衝突的情況，本公司將不會承擔任何責任。本報告版權僅為本公司所有，任何機構或個人於未經本公司書面授權的情況下，不得以任何形式翻版、複製、轉售、轉發及或向特定讀者以外的人士傳閱，否則有可能觸犯相關證券法規。

如需索取更多有關證券的信息，請與我們聯絡。

對於接收此份報告的英國投資者

本報告僅提供給符合(I)不時修訂之英國2000年金融服務及市場法令2005年(金融推廣)令("金融服務令")第19(5)條之人士及(II)屬金融服務令第49(2)(a)至(d)條(高淨值公司或非公司社團等)之機構人士，未經招銀國際證券書面授權不得提供給其他任何人。

對於接收此份報告的美國投資者

本報告僅提供給美國1934年證券交易法規則15a-6定義的"主要機構投資者"，不得提供給其他任何個人。接收本報告之行為即表明同意接受協議不得將本報告分發或提供給任何其他人士。

對於在新加坡的收件人

本報告由CMBI (Singapore) Pte. Limited (招銀國際證券G) (公司註冊號201731928D) 在新加坡分發。招銀國際證券G是在《財務顧問法案》(新加坡法例第110章)下所界定，并由新加坡金融管理局監管的豁免財務顧問公司。招銀國際證券G可根據《財務顧問條例》第32C條下的安排分發其各自的外國實體，附屬機構或其他外國研究機構編寫的報告。如果報告在新加坡分發給非《證券與期貨法案》(新加坡法例第289章)所定義的認可投資者，專家投資者或機構投資者，則招銀國際證券G僅會在法律要求的範圍內對這些人士就報告內容承擔法律責任。新加坡的收件人應致電(+65 6350 4400) 聯繫招銀國際證券G，以瞭解由本報告引起或與之相關的事宜。