

香港交易所 (388 HK)

短期催化剂需时变现

我们首次覆盖香港交易所，给予持有评级，目标价 248.0 港元。我们认为港交所的长期增长前景保持稳固，依然将通过互联互通机制等渠道受益于中国资本市场开放，中期的增长将来自产品类别及维度的丰富以及市场微观结构改善带来的交易活跃度提升。但我们认为当前市场交易额回升趋势尚不明显，而利好因素需时转化为较为明确的财务收益。目前港交所估值为 33 倍一年预估市帐率（五年历史平均为 30 倍）；我们认为现时估值较为合理。

- **当前股价反应利好因素；催化剂需时变现。**港交所的股票市场换手率于 2019 年前 11 个月保持下降趋势，11 月接近历史低位（~45%），同时证券市场日均成交额同比下降 20%；与此同时，我们认为诸如大型美国上市中概股回港作第二上市、MSCI 中国 A 股指数期货将推出等利好消息支撑了其股价表现。我们的情境分析显示这些利好消息对当前港交所财务表现的正面影响较为有限，或尚不确定利好发生的时点。
- **中长期增长前景：从三方面提升市场活跃度。**由于收入结构集中于成交敏感类业务（约占总收入~54%），我们认为提升市场活跃度对于港交所的内生增长至关重要。中企而言，我们预期交易活跃度将逐步提升，主要由于：1) 股票市场互联互通机制双向渗透率不断提升；2) 提供以衍生品为代表的更多产品供给，其增长较现货股票市场波动较小且更具韧性；3) 市场微观结构优化，市场参与的便捷性提高。
- **我们预期港交所 FY19/20E 净利润将同比增长 1%/5%，至 94 亿港元/99 亿港元。**我们的净利润预测较市场一致预期低 1%/6%，相信主要由于我们对于明年证券市场日均成交额及投资收益率的预测较为保守，以及对于未来营运成本开支稍高。
- **我们基于三阶段股息贴现模型，给予目标价 248.0 港元，对应 3% 的下降空间，2.8% 的 FY20E 股息率以及 31.8 倍一年预估市盈率。**首次覆盖给予持有评级。我们留意到近期随着中美贸易争端的缓和，市场情绪得以修复，过去两个星期证券市场日均成交由 7-11 月的平均 770 亿港元回升至 890 亿港元。我们的目标价对应 FY20E 日均成交额 980 亿港元。
- **主要催化剂：**1) MSCI 中国 A 股指数期货的推出；2) 市场日均成交额明显增长。**主要风险因素：**与其他交易所（特别是中国境内交易所）在获取中国上市公司及发行中国相关产品方面竞争加剧。

财务资料

(年结：12月31日)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
营业收入(百万港元)	13,180	15,867	16,333	17,093	18,560
同比增长(%)	7,404	9,312	9,408	9,880	10,718
净利润(百万港元)	6.03	7.50	7.49	7.79	8.38
每股盈利(港元)	27	24	(0)	4	8
每股盈利变动(%)	42.5	34.2	34.2	32.9	30.6
市盈率(倍)	8.5	7.8	7.1	6.8	6.4
市帐率(倍)	2.1	2.6	2.6	2.7	2.9
股息率(%)	21.3	23.9	21.9	21.3	21.7
权益收益率(%)	72.9	74.1	75.5	75.0	74.7

资料来源：公司及招银国际证券预测

持有（首次覆盖）

目标价	HK\$ 248.0
潜在升幅	-3.2%
当前股价	HK\$ 256.2

多元金融行业

隋晓萌

(852) 3761 8775

suixiaomeng@cmbi.com.hk

公司数据

市值(百万港元)	323,120
3月平均流通量(百万港元)	1,035
52周内股价高/低(港元)	286.2/218.88
总股本(百万)	1,261.2

资料来源：彭博

股东结构

香港特区政府	5.93%
--------	-------

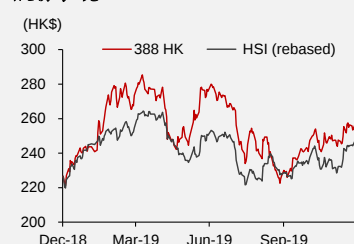
资料来源：彭博

股价表现

	绝对回报	相对回报
1-月	3.9%	-3.0%
3-月	13.2%	4.1%
6-月	-6.9%	-5.8%

资料来源：彭博

股份表现



资料来源：彭博

审计师：罗兵咸永道

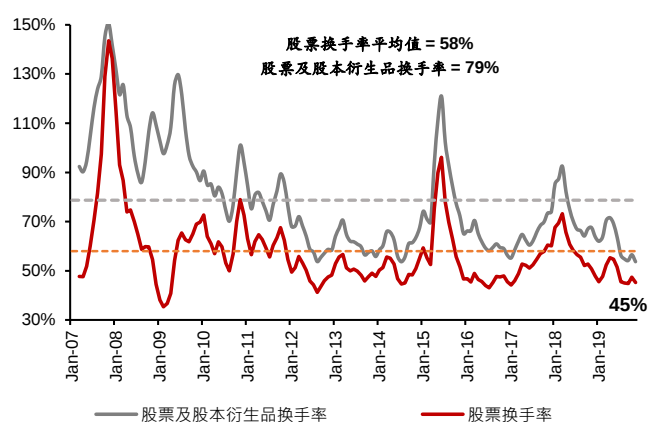
焦点图表

图 1: 港交所的股份表现与其现货股票市场日均成交额走势在 2019 年 5 月末后开始出现较明显背离



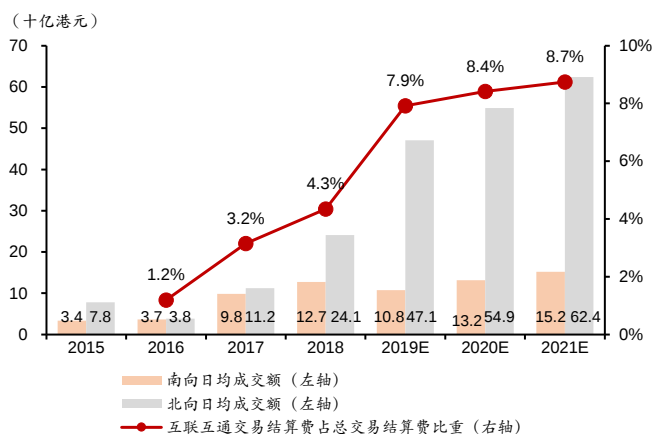
资料来源：公司资料，招银国际证券预测

图 2: 股票市场换手率持续下行，2019 年 11 月已接近金融危机后低位



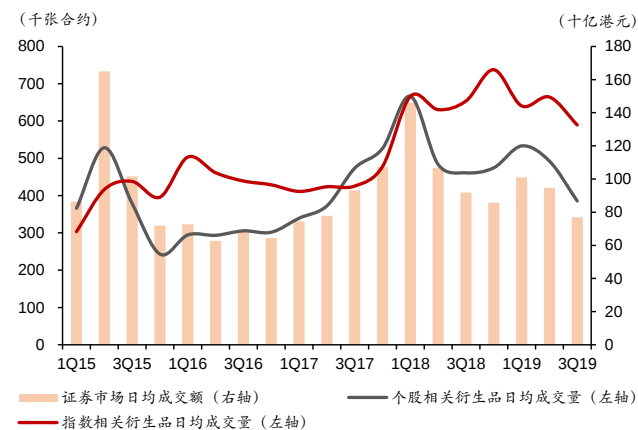
资料来源：公司资料，招银国际证券预测

图 3: 我们预期来自股票市场互联互通机制的收入贡献将逐步提升



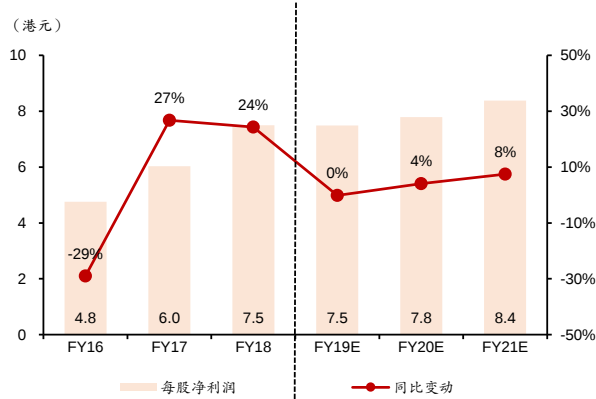
资料来源：公司资料，招银国际证券预测

图 4: 港交所衍生品日均成交量表现具备较强韧性，一定程度上缓冲了证券市场的成交低迷



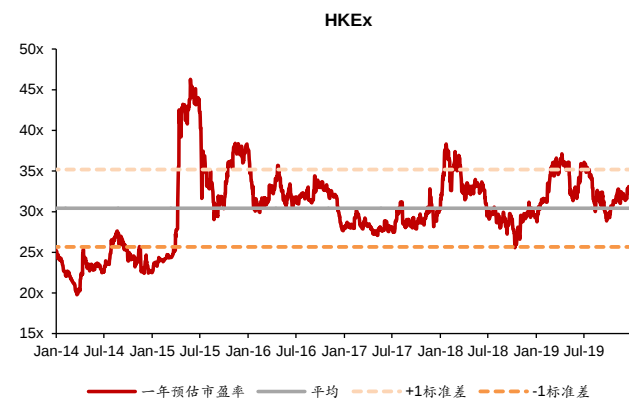
资料来源：公司资料，招银国际证券

图 5: 随着市场活跃度的逐步回升，我们预计港交所 FY18-FY21E 每股净利润的年复合增长率将达到 4%



资料来源：公司资料，招银国际证券预测

图 6: 目前港交所的估值较其 5 年平均（即进入互联互通时代后）高约 9%



资料来源：公司资料，招银国际证券预测

财务报表

利润表

年结:12月31日(百万港元)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
交易费及交易系统使用费	4,856	6,339	5,592	6,111	6,851
结算及交收费	2,691	3,281	3,168	3,650	4,064
联交所上市费	1,333	1,721	1,642	1,680	1,755
存管、托管及代理人服务费	892	979	1,048	1,121	1,199
市场数据费	857	899	925	957	996
投资收益净额	952	1,064	1,170	1,287	1,416
其他收入	1,599	1,584	2,788	2,288	2,279
经营收入	13,180	15,867	16,333	17,093	18,560
雇员支出	(2,273)	(2,540)	(2,664)	(2,822)	(3,101)
资讯技术支出	(433)	(508)	(588)	(667)	(780)
其他营业支出	(860)	(1,062)	(750)	(785)	(815)
经营支出	(3,566)	(4,110)	(4,002)	(4,273)	(4,696)
EBITDA	9,614	11,757	12,331	12,820	13,864
折旧与摊销	(858)	(762)	(1,067)	(1,120)	(1,176)
税前利润	8,756	10,995	11,265	11,700	12,688
所得税费用	(1,255)	(1,592)	(1,611)	(1,692)	(1,835)
少数股东权益	49	21	6	7	7
净利润	7,404	9,312	9,408	9,880	10,718

资产负债表

年结:12月31日(百万港元)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
现金及金融资产	281,514	217,840	243,454	253,507	282,754
固定资产	1,469	1,625	4,049	4,170	4,296
商誉及其他无形资产	17,925	18,019	18,199	18,381	18,565
合营及联营公司	61	63	76	83	91
其他资产	16,635	18,401	16,566	17,477	18,699
总资产	317,604	255,948	282,345	293,619	324,405
保证金及现金抵押品	157,814	123,728	151,727	152,435	170,731
结算所基金缴款	16,626	14,787	14,935	15,831	16,781
借款	1,860	1,166	415	415	415
其他负债	103,929	75,364	70,040	77,058	85,151
总负债	280,229	215,045	237,117	245,739	273,078
股东权益	37,273	40,729	45,045	47,687	51,126
少数股东权益	102	174	183	192	201

关键指标

年结:12月31日	FY1	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
主要市场数据					
证券市场日均成交额(十亿港元)	88	107	87	98	110
港股通日均成交额(十亿港元)	10	13	11	13	15
陆股通日均成交额(十亿港元)	11	24	47	55	62
港交所衍生品日均成交量(千张)	869	1204	1073	1184	1340
伦敦金属交易所日均成交量(千张)	601	630	623	662	710
分部收入结构					
现货	26%	24%	23%	23%	24%
股本证券及金融衍生品	17%	22%	17%	18%	18%
商品	11%	9%	9%	9%	9%
交易后业务	37%	39%	39%	41%	41%
科技及其他	10%	6%	12%	9%	9%
总计	100%	100%	100%	100%	100%
占收入比重					
交易费及交易系统使用费	37%	40%	34%	36%	37%
联交所上市费	10%	11%	10%	10%	9%
结算及交收费	20%	21%	19%	21%	22%
雇员支出	17%	16%	16%	17%	17%
资讯技术支出	3%	3%	4%	4%	4%
同比增速					
收入总额	19%	20%	3%	5%	9%
EBITDA	25%	22%	5%	4%	8%
净利润	28%	26%	1%	5%	8%
经营效率					
成本收入比	34%	31%	31%	32%	32%
EBITDA 利润率	73%	74%	76%	75%	75%
盈利能力					
平均权益回报率	21.3%	23.9%	21.9%	21.3%	21.7%
平均资产回报率	2.6%	3.2%	3.5%	3.4%	3.5%
每股数据					
每股净利润(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
每股账面值(港元)	30.1	32.71	35.84	37.60	39.95

资料来源:公司及招银国际证券预测

免责声明及披露

分析员声明

负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，就本报告所提及的证券及其发行人做出以下声明：（1）发表于本报告的观点准确地反映有关于他们个人对所提及的证券及其发行人的观点；（2）他们的薪酬在过往、现在和将来与发表在报告上的观点并无直接或间接关系。

此外，分析员确认，无论是他们本人还是他们的关联人士（按香港证券及期货事务监察委员会操作守则的相关定义）（1）并没有在发表研究报告30日前处置或买卖该等证券；（2）不会在发表报告3个工作日内处置或买卖本报告中提及的该等证券；（3）没有在有关香港上市公司内任职高级人员；（4）并没有持有有关证券的任何权益。

招银国际证券投资评级

买入	: 股价于未来12个月的潜在涨幅超过15%
持有	: 股价于未来12个月的潜在变幅在-10%至+15%之间
卖出	: 股价于未来12个月的潜在跌幅超过10%
未评级	: 招银国际证券并未给予投资评级

招银国际证券行业投资评级

优于大市	: 行业股价于未来12个月预期表现跑赢大市指标
同步大市	: 行业股价于未来12个月预期表现与大市指标相若
落后大市	: 行业股价于未来12个月预期表现跑输大市指标

招银国际证券有限公司

地址: 香港中环花园道3号冠君大厦45楼

电话: (852) 3900 0888

传真: (852) 3900 0800

招银国际证券有限公司(“招银国际证券”)为招银国际金融有限公司之全资附属公司(招银国际金融有限公司为招商银行之全资附属公司)

重要披露

本报告内所提及的任何投资都可能涉及相当大的风险。报告所载数据可能不适合所有投资者。招银国际证券不提供任何针对个人的投资建议。本报告没有把任何人的投资目标、财务状况和特殊需求考虑进去。而过去的表现亦不代表未来的表现，实际情况可能和报告中所载的大不相同。本报告中所提及的投资价值或回报存在不确定性及难以保证，并可能会受目标资产表现以及其他市场因素影响。招银国际证券建议投资者应该独立评估投资和策略，并鼓励投资者咨询专业财务顾问以便作出投资决定。

本报告包含的任何信息由招银国际证券编写，仅为本公司及其关联机构的特定客户和其他专业人士提供的参考数据。报告中的信息或所表达的意见皆不可作为或被视为证券出售要约或证券买卖的邀请，亦不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司及其雇员不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。我们不对因依赖本报告所载资料采取任何行动而引致之任何直接或间接的错误、疏忽、违约、不谨慎或各类损失或损害承担任何的法律法律责任。任何使用本报告信息所作的投资决策完全由投资者自己承担风险。

本报告基于我们认为可靠且已经公开的信息，我们力求但不担保这些信息的准确性、有效性和完整性。本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整，且不承诺作出任何相关变更的通知。本公司可发布其它与本报告所载资料及/或结论不一致的报告。这些报告均反映报告编写时不同的假设、观点及分析方法。客户应该小心注意本报告中所提及的前瞻性预测和实际情况可能有显著区别，唯我们已合理、谨慎地确保预测所用的假设基础是公平、合理。招银国际证券可能采取与报告中建议及/或观点不一致的立场或投资决定。

本公司或其附属关联机构可能持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并不时自行及/或代表其客户进行交易或持有该等证券的权益，还可能与这些公司具有其他投资银行相关业务联系。因此，投资者应注意本报告可能存在的客观性及利益冲突的情况，本公司将不会承担任何责任。本报告版权仅为本公司所有，任何机构或个人于未经本公司书面授权的情况下，不得以任何形式翻版、复制、转售、转发及或向特定读者以外的人士传阅，否则有可能触犯相关证券法规。

如需索取更多有关证券的信息，请与我们联系。

对于接收此份报告的英国投资者

本报告仅提供给符合(I)不时修订之英国2000年金融服务及市场法令2005年(金融推广)令(“金融服务令”)第19(5)条之人士及(II)属金融服务令第49(2)(a)至(d)条(高净值公司或非公司社团等)之机构人士，未经招银国际证券书面授权不得提供给其他任何人。

对于接收此份报告的美国投资者

本报告仅提供给美国1934年证券交易法规15a-6定义的“主要机构投资者”，不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人士。

对于在新加坡的收件人

本报告由CMBI (Singapore) Pte. Limited (招银国际证券G) (公司注册号201731928D)在新加坡分发。招银国际证券G是在《财务顾问法案》(新加坡法例第110章)下所界定，并由新加坡金融管理局监管的豁免财务顾问公司。招银国际证券G可根据《财务顾问条例》第32C条下的安排分发其各自的外国实体，附属机构或其他外国研究机构编制的报告。如果报告在新加坡分发给非《证券与期货法案》(新加坡法例第289章)所定义的可投资者，专家投资者或机构投资者，则招银国际证券G仅会在法律要求的范围内对这些人士就报告内容承担法律责任。新加坡的收件人应致电(+65 6350 4400)联系招银国际证券G，以了解由本报告引起或与之相关的事宜。