

香港交易所 (388 HK)

印花税上调影响有限；当前估值已反映日均成交强劲趋势

港交所 2020 财年业绩符合预期，净利润 115 亿港元，同比增长 23%。但创纪录的高业绩因香港政府计划将股票交易印花税由 0.1% 提高至 0.13% 而蒙上阴影。我们认为印花税上调将在短期内打击市场气氛，并在中期内减缓一些成本敏感型投资者的资金流入，这可能会使港交所日均成交量减少约 10%，而从长远来看，港交所吸引中国相关新经济公司的优势和“互联互通”机制不会受到交易成本的实质性影响。我们上调盈利预测以反映日均成交量走强的趋势，并将目标价上调至 549.0 港元。维持持有评级，因我们认为当前估值（47 倍 1 年远期市盈率）相对较高。

■ **我们对印花税上调的看法：**1) 印花税上调可能会在中期内令港交所日均成交量下降 10%，收益下降 5%。港交所管理层估计，印花税约占香港市场总交易成本的 30%，因此上调 3 个基点将使总成本增加约 8%。我们估计，港交所现货股票日均成交量中（主要是本地股票交易和南向交易）有 84% 需缴印花税（ETF、DW/CBBC/IW 豁免），这部分交易结算收入约占港交所收入的 40%。我们认为高频交易者对价格更敏感，管理层称，高频投资者交易约占日均成交量 10%。假设全部 10% 日均成交量都因印花税上调而受到影响，根据我们估计，这将使港交所 2021 财年净利润减少 5%，我们认为影响并不显著。2) **但是我们认为，港交所吸引中国相关新经济公司和“互联互通”机制的核心竞争力不会因交易成本而受到实质性削弱**，因为这些优势很难在其他地方复制。即使没有提高印花税，香港在全球主要市场中交易成本已属最高之一，特别是高于其主要竞争对手美国的交易所及中国内地交易所。但是新经济公司交易仍然活跃，二次上市公司的股票也从美国迁移到香港。我们认为，新经济公司和“互联互通”机制将继续有效弥补内地到港交所的流动性。3) **潜在下行风险包括：进一步提高印花税和更长的印花税期限。**从历史上看，其他市场的印花税趋势是逐步下降并最终被取消。如果印花税长期维持在较高水平，将会损害港交所的市场活跃度，并损害其对全球发行人和投资者的吸引力。

■ **2020 年第四季度业绩回顾及影响：**2020 年第四季度收入达 51 亿港元，由于季节性因素，环比下降 4%。核心收入（不包括净投资收入和其他收入）环比下降 9%，由于现货股票日均成交量环比走强（本地环比+5%，南向环比+3%），但被衍生品的疲软所抵消。投资收益环比增长 16%，这得益于公司基金投资收益增加及保证金和结算所基金规模的增加。与去年同期相比，成本收入比下降 5.3 个百分点，显示出更高的运营效率。

■ **上调 2021-22 财年盈利预测，并将目标价上调至 549 港元；维持持有评级。**我们将 2021/22 财年净利润预测提高 25%/27%，以反映现货股票市场日均成交量和互联互通下股票日均成交量的增加。新目标价为 549.0 港元，基于三阶段 DDM，我们将 COE 由 8.3% 降低至 8.0%，其他假设不变。港交所股价年初迄今已上涨 20%，近期估值 >50 倍，而互联互通时代后平均值加 2 个标准差为 45 倍。我们认为估值很大程度上已反映了近期南向强劲的走势以及新经济公司上市的消息。维持持有评级。

财务资料

| (截至 12 月 31 日) | FY19A | FY20A | FY21E | FY22E | FY23E |
|----------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入(百万元人民币) | 16,311 | 19,190 | 23,076 | 26,063 | 28,841 |
| 同比增长 (%) | 3 | 18 | 20 | 13 | 11 |
| 净收入(百万元人民币) | 9,391 | 11,505 | 13,761 | 15,637 | 17,372 |
| 每股盈利(元人民币) | 7.49 | 9.11 | 10.85 | 12.33 | 13.70 |
| 每股盈利变动 (%) | (0) | 22 | 19 | 14 | 11 |
| 市场预测每股盈利(元人民币) | 不适用 | 不适用 | 11.35 | 12.80 | 14.4 |
| 市盈率(倍) | 68.0 | 55.9 | 46.9 | 41.3 | 37.1 |
| 市帐率(倍) | 14.4 | 13.1 | 12.3 | 11.5 | 11.3 |
| 股息率 (%) | 1.3 | 1.6 | 1.9 | 2.2 | 2.4 |
| 权益收益率 (%) | 22.1 | 24.7 | 27.2 | 29.0 | 30.8 |
| EBITDA 利润率 (%) | 75.2 | 76.3 | 75.3 | 75.3 | 75.2 |

资料来源：公司、彭博及招银国际证券预测

持有（维持）

| | |
|---------|------------|
| 目标价 | HK\$549.0 |
| (此前目标价) | HK\$254.0) |
| 潜在升幅 | +7.2% |
| 当前股价 | HK\$509.0 |

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) | 645,329 |
| 3 月平均流通量(百万港元) | 2,881.29 |
| 52 周内股价高/低(港元) | 587.0/206.0 |
| 总股本(百万) | 1,268 |

资料来源：彭博

股东结构

| | |
|---------------------|-------|
| JPMorgan Chase & Co | 7.03% |
| 香港特别行政区政府 | 5.90% |

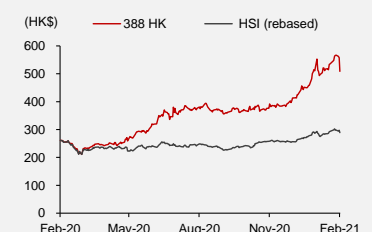
资料来源：港交所

股价表现

| | 绝对回报 | 相对回报 |
|-----|-------|-------|
| 1-月 | 9.3% | 5.1% |
| 3-月 | 48.4% | 28.0% |
| 6-月 | 48.2% | 21.5% |

资料来源：彭博

股份表现



资料来源：彭博

审计师：罗兵咸永道

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。

招銀国际证券投资评级

| | |
|-----|------------------------------|
| 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个月的潜在涨幅在-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 | : 招銀国际证券并未给予投资评级 |

招銀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 |

招銀国际证券有限公司

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

招銀国际证券有限公司(“招銀国际证券”)为招銀国际金融有限公司之全资附属公司(招銀国际金融有限公司为招商銀行之全资附属公司)

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。招銀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。招銀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銀国际证券编写，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责任。任何使用本报告信息所作的投资决定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。招銀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，未经招銀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商投资者

招銀国际证券不是在美国的注册经纪交易商。因此，招銀国际证券不受美国就有研究报告准备和研究分析员独立性的规则的约束。负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，未在美国金融业监管局(“FINRA”)注册或获得研究分析师的资格。分析员不受旨在确保分析师不受可能影响研究报告可靠性的潜在利益冲突的相关FINRA规则的限制。本报告仅提供给美国1934年证券交易法(经修订)规则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其他人。接收本报告的美国收件人如想根据本报告中提供的信息进行任何买卖证券交易，都应仅通过美国注册的经纪交易商来进行交易。

对于在新加坡的收件人

本报告由CMBI(Singapore)Pte. Limited(CMBISG)(公司注册号201731928D)在新加坡分发。CMBISG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。CMBISG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)所定义的认可投资者，专家投资者或机构投资者，则CMBISG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CMBISG，以了解由本报告引起或与之相关的事宜。