

香港交易所 (388 HK)

收購倫交所計劃存未知數

9月11日，港交所意外公告，將收購倫敦證券交易所集團（LSE LN，未評級），總作價約 300 億英鎊（約合 2,878 億港元），但交易能否進行將以倫交所集團對 Refinitiv 的收購被否決或終止為先決條件。我們認為這一潛在收購將能夠極大地提升港交所的國際化程度、豐富收入來源，並將連接中國內地與世界的範疇提升至更廣闊的維度。但同時，我們認為交易進行的不確定性較高，同時作價較為昂貴。

- **交易估值及架構：**交易作價相當於倫交所集團 2019 年預測市盈率 42.5 倍，遠高於其現在的估值 36.5 倍以及港交所現時估值的 29.7 倍。港交所將通過現金（包括自有資金及新的借貸）以及發行新股予倫交所集團現有股東的形式支付交易作價；新股發行完成後，倫交所集團股東將持有港交所約 41% 的股份，同時新發行的股份將尋求在倫交所做第二上市。
- **短期而言，戰略意義大於財務貢獻。**如果交易能夠完成，合併後的兩家公司目標成為全球領先的市場基礎設施運營商，聯通東方（特別是中國）及西方，提供多種資產類別的產品及服務。倫交所集團的數據業務（特別是富時羅素指數業務）及 FICC 業務將對港交所的收入結構形成互補，提升港交所在這兩方面的競爭力。此外，互聯互通機制將有可能進一步向歐洲區域拓展。儘管長期戰略前景廣闊，但我們認為短期而言，港交所的財務表現將存在壓力，主要由於 1) 新股發行對盈利造成攤薄效應；2) 倫交所集團自身的營運效率較港交所為低；以及 3) 港交所的債務負擔將會加重，但與此同時，在合併後還將繼續保持 90% 的高派息率。
- **前方充滿挑戰。1) 有關收購 Refinitiv 的不確定性。**讓倫交所集團放棄對 Refinitiv 的收購或許並不容易。倫交所集團在公告中稱，他們仍將致力於推動對 Refinitiv 的收購並取得積極進展。倫交所集團的股價在公佈對 Refinitiv 的收購之後飆升了 27%，顯示市場對這一收購表示歡迎。2) **地緣政治及監管的不確定性。**出於國家利益考慮，英國監管機構是否會允許港交所收購其主要金融市場的運營商存在巨大的未知數，特別是在目前地緣政治風險加劇的情況下。
- **估值。**港交所目前估值為 29.7 倍 2019 年預測市盈率，與其五年平均估值一致。由於現時交易的不確定性大於長期利好，我們認為投資者對交易的態度可能不會過分樂觀。

財務資料

(截至 12 月 31 日)	FY16A	FY17A	FY18A
營業收入 (百萬港元)	11,116	13,180	15,867
淨利潤 (百萬港元)	5,769	7,404	9,312
每股盈利 (港元)	4.76	6.03	7.50
每股盈利變動 (%)	(29)	27	24
市盈率 (倍)	51.7	40.8	32.8
市帳率 (倍)	9.3	8.2	7.5
股息率 (%)	1.7	2.2	2.7
權益收益率 (%)	18.6	21.3	23.9
EBITDA 利潤率 (%)	68.9	72.9	74.1

資料來源：公司、彭博、招銀國際證券

未評級

當前股價

HK\$ 246.0

多元金融行業

隋曉萌

(852) 3761 8775

suixiaomeng@cmbi.com.hk

孫明，CFA

(852) 3900 0836

terrysun@cmbi.com.hk

公司數據

市值(百萬港元)	309,495
3 月平均流通量 (百萬港元)	1,225.5
52 周內股價高/低 (港元)	286.2/195.6
總股本 (百萬)	1,258

資料來源：彭博

股東結構

香港特別行政區政府	5.38%
-----------	-------

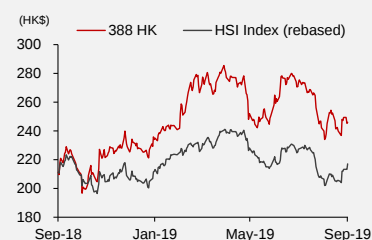
資料來源：公司

股價表現

	絕對回報	相對回報
1-月	1.2%	-1.6%
3-月	-5.0%	-1.8%
6-月	-8.0%	-2.7%

資料來源：彭博

股份表現



資料來源：彭博

審計師：羅兵咸永道

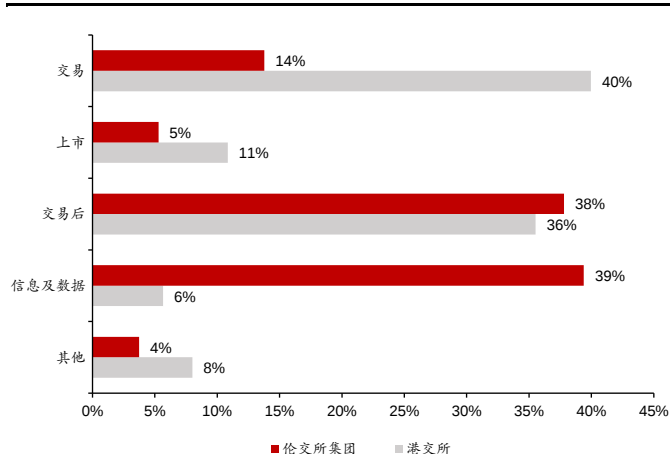
圖 1：交易估值及結構

交易結構	
每股倫交所集團股票可以获得	現金 2,045 便士 + 2.495 股港交所新發行股份
每股交易作价 (便士) *	8,376
倫交所集團已發行股份 (百萬)	354.5
交易總作价 (十億英鎊)	29.7
企業價值	31.7
交易估值	
对应FY18市盈率	49.0x
对应FY19預測市盈率	42.5x
对应FY18 EV/EBITDA	30.1x
对应FY19預測EV/EBITDA	26.0x

資料來源：公司、彭博、招銀國際證券

* 以港交所 9 月 11 日收市價 246.0 港元計算。

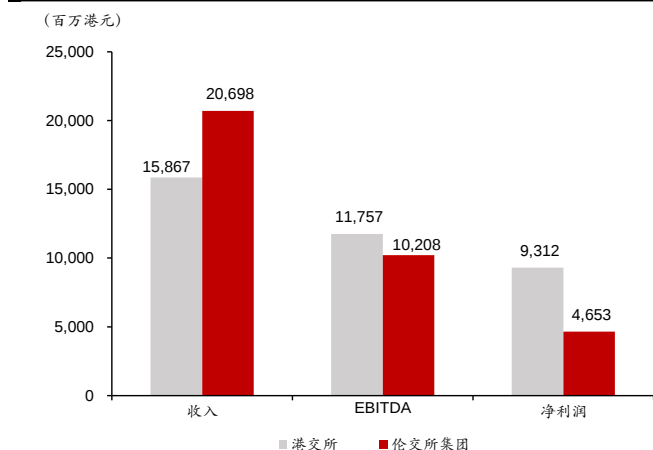
圖 2：港交所及倫交所集團 FY18 收入結構對比



資料來源：公司、招銀國際證券

注：部分項目已進行重分類。

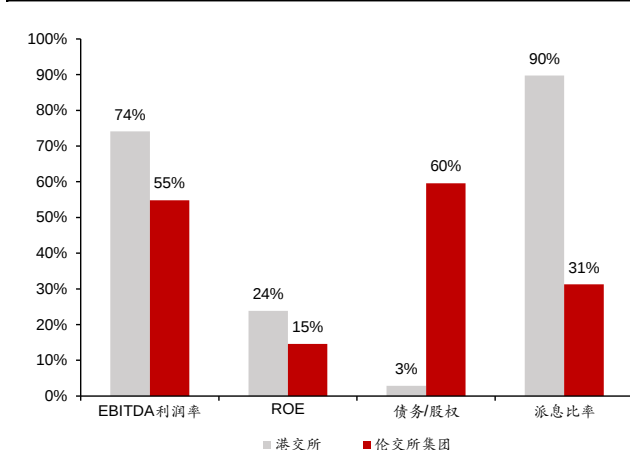
圖 3：港交所及倫交所集團 FY18 收入盈利對比



資料來源：公司、招銀國際證券

注：假設英鎊對港元的匯率為 9.695。

圖 4：港交所及倫交所集團 FY18 營運指標對比



資料來源：公司、招銀國際證券

圖 5：倫交所集團過去五年前瞻市盈率



資料來源：彭博、招銀國際證券

圖 6：港交所過去五年前瞻市盈率



資料來源：彭博、招銀國際證券

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	: 招銀國際並未給予投資評級

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。而過去的表现亦不代表未來的表现，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佈時的判斷，可能會隨時調整，且不承諾作出任何相關變更的通知。本公司可發佈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)2000年英國不時修訂之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。