

香港交易所 (388 HK)

收购伦交所计划存未知数

9月11日，港交所意外公告，将收购伦敦证券交易所集团（LSE LN，未评级），总作价约300亿英镑（约合2,878亿港元），但交易能否进行将以伦交所集团对Refinitiv的收购被否决或终止为先决条件。我们认为这一潜在收购将能够极大地提升港交所的国际化程度、丰富收入来源，并将连接中国内地与世界的范畴提升至更广阔的维度。但同时，我们认为交易进行的不确定性较高，同时作价较为昂贵。

- 交易估值及架构：**交易作价相当于伦交所集团2019年预测市盈率42.5倍，远高于其现在的估值36.5倍以及港交所现时估值的29.7倍。港交所将通过现金（包括自有资金及新的借贷）以及发行新股予伦交所集团现有股东的形式支付交易作价；新股发行完成后，伦交所集团股东将持有港交所约41%的股份，同时新发行的股份将寻求在伦交所做第二上市。
- 短期而言，战略意义大于财务贡献。**如果交易能够完成，合并后的两家公司目标成为全球领先的市场基础设施运营商，联通东方（特别是中国）及西方，提供多种资产类别的产品及服务。伦交所集团的数据业务（特别是富时罗素指数业务）及FICC业务将对港交所的收入结构形成互补，提升港交所在这两方面的竞争力。此外，互联互通机制将有可能进一步向欧洲区域拓展。尽管长期战略前景广阔，但我们认为短期而言，港交所的财务表现将存在压力，主要由于1) 新股发行对盈利造成摊薄效应；2) 伦交所集团自身的营运效率较港交所为低；以及3) 港交所的债务负担将会加重，但与此同时，在合并后还将继续保持90%的高派息率。
- 前方充满挑战。1) 有关收购Refinitiv的不确定性。**让伦交所集团放弃对Refinitiv的收购或许并不容易。伦交所集团在公告中称，他们仍将致力于推动对Refinitiv的收购并取得积极进展。伦交所集团的股价在公布对Refinitiv的收购之后飙升了27%，显示市场对这一收购表示欢迎。2) **地缘政治及监管的不确定性。**出于国家利益考虑，英国监管机构是否会允许港交所收购其主要金融市场的运营商存在巨大的未知数，特别是在目前地缘政治风险加剧的情况下。
- 估值。**港交所目前估值为29.7倍2019年预测市盈率，与其五年平均估值一致。由于现时交易的不确定性大于长期利好，我们认为投资者对交易的态度可能不会过分乐观。

财务资料

(截至12月31日)	FY16A	FY17A	FY18A
营业收入(百万港元)	11,116	13,180	15,867
净利润(百万港元)	5,769	7,404	9,312
每股盈利(港元)	4.76	6.03	7.50
每股盈利变动(%)	(29)	27	24
市盈率(倍)	51.7	40.8	32.8
市帐率(倍)	9.3	8.2	7.5
股息率(%)	1.7	2.2	2.7
权益收益率(%)	18.6	21.3	23.9
EBITDA 利润率(%)	68.9	72.9	74.1

资料来源：公司、彭博、招银国际证券

未评级

当前股价

HK\$ 246.0

多元金融行业

隋晓萌

(852) 3761 8775

suixiaomeng@cmbi.com.hk

孙明, CFA

(852) 3900 0836

terrysun@cmbi.com.hk

公司数据

市值(百万港元)	309,495
3月平均流通量(百万港元)	1,225.5
52周内股价高/低(港元)	286.2/195.6
总股本(百万)	1,258

资料来源：彭博

股东结构

香港特别行政区政府	5.38%
-----------	-------

资料来源：公司

股价表现

	绝对回报	相对回报
1-月	1.2%	-1.6%
3-月	-5.0%	-1.8%
6-月	-8.0%	-2.7%

资料来源：彭博

股份表现



资料来源：彭博

审计师：罗兵咸永道

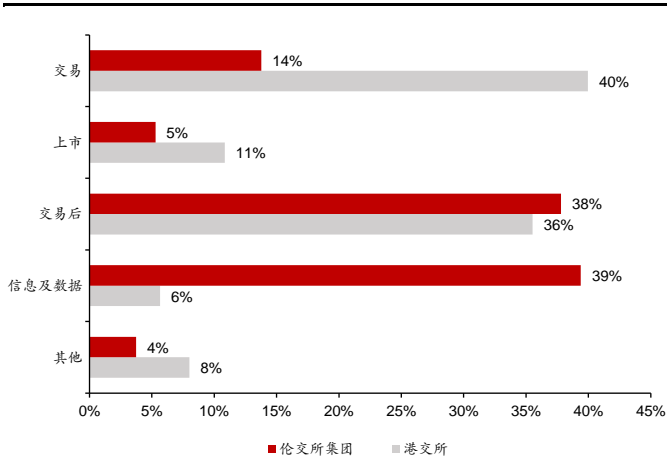
图 1：交易估值及结构

交易结构	
每股伦交所集团股票可以获得	现金 2,045 便士
	+ 2.495 股港交所新发行股份
每股交易作价 (便士) *	8,376
伦交所集团已发行股份 (百万)	354.5
交易总作价 (十亿英镑)	29.7
企业价值	31.7
交易估值	
对应FY18市盈率	49.0x
对应FY19预测市盈率	42.5x
对应FY18 EV/EBITDA	30.1x
对应FY19预测EV/EBITDA	26.0x

资料来源：公司、彭博、招银国际证券

* 以港交所 9 月 11 日收市价 246.0 港元计算。

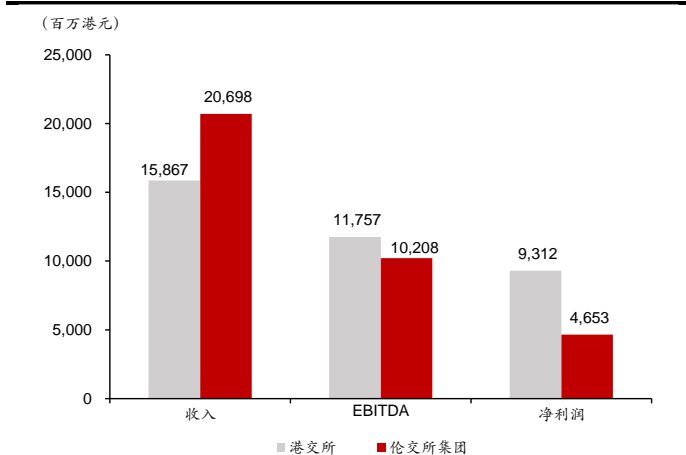
图 2：港交所及伦交所集团 FY18 收入结构对比



资料来源：公司、招银国际证券

注：部分项目已进行重分类。

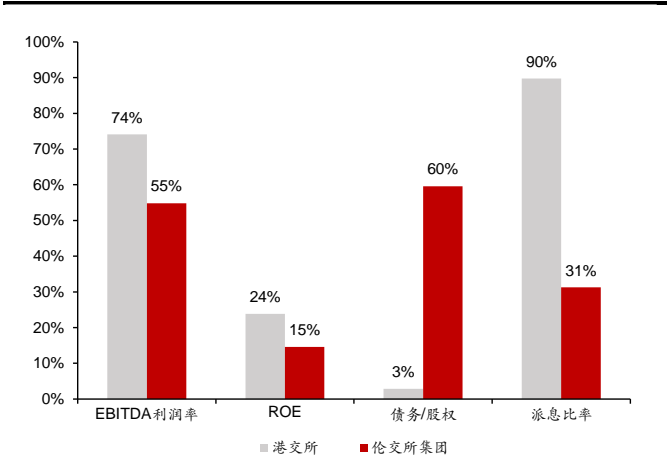
图 3：港交所及伦交所集团 FY18 收入盈利对比



资料来源：公司、招银国际证券

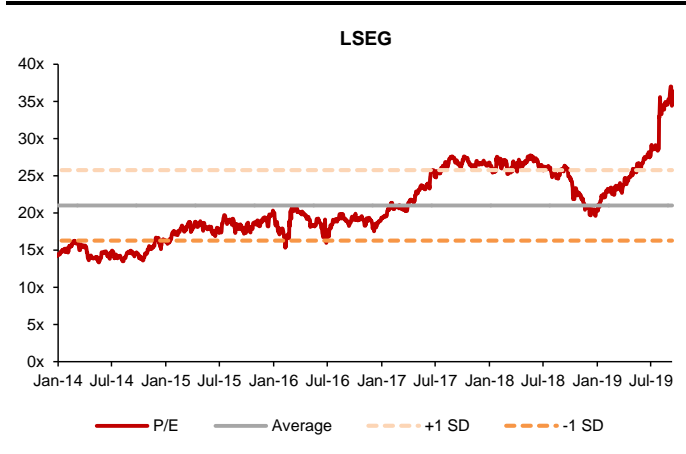
注：假设英镑对港元的汇率为 9.695。

图 4：港交所及伦交所集团 FY18 营运指标对比



资料来源：公司、招银国际证券

图 5：伦交所集团过去五年前瞻市盈率



资料来源：彭博、招银国际证券

图 6：港交所过去五年前瞻市盈率



资料来源：彭博、招银国际证券

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风险。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。招银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)2000年英国不时修订之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任何其他个人。