



香港: 专业服务

2015 年 04 月 09 日

## 投资建议:

持有-超越同业 (维持评级)

目标价隐含涨/跌幅: 8.51%

日期 2015/04/09

收盘价 HK\$239.60  
 十二个月目标价 HK\$265.00  
 前次目标价 HK\$187.00  
 香港恒生指数 26,944.39

## 信息更新:

► 年初至今香港股市日平均成交额已达 887.6 亿港元, 较本中心此前预估值高 11%。相应地, 我们将 2015 年日平均成交额预估上调至 1,000 亿港元, 上调目标价至 265 港元。

## 本中心观点:

► 我们认为近期香港股市的牛市行情主要因中国政府出台扶持政策以及港股估值具有吸引力。这将利好港交所, 但我们也注意到该股中期缺乏其他上涨动能。

**公司简介:** 在香港证券及衍生品市场进行合并改革后, 港交所于 2000 年 6 月上市。2010 年港交所日平均成交额为 690 亿港元, 投资流达 8,590 亿港元。

股价相对香港恒生指数表现



市值 HK\$276.4 十亿元  
 三个月平均日成交量 HK\$1.18 十亿元  
 股份总数 (十亿股) 1.17  
 流通股比例 100%  
 大股东: 持股比例 香港特别行政区政府, 5.71%

财务展望 (每股/港元)

年初至 12 月	2013A	2014F	2015F	2016F
收益	3.92	4.42	6.75	8.83
增长率 (%)	10.3	12.8	52.7	30.7
市盈率 (倍)	33.0	38.8	32.6	24.9
拨备前利润	4.58	5.12	7.57	9.53
市价对拨备前利润 (倍)	28.4	33.5	29.0	23.1
净值	17.57	18.21	18.65	20.69
市净率 (倍)	7.3	9.4	11.8	10.6
股利	3.52	3.55	3.60	3.65
股利收益率 (%)	2.1	2.1	2.1	2.1
平均总资产收益率 (%)	5.5	3.2	3.1	3.9
平均净资产收益率 (%)	23.9	25.7	36.6	44.9

报告分析师:

王佳卉

+86 21 6187 3821 nice.wang521@yuanta.com

以下研究人员对本报告有重大贡献:

李梦阳

+86 21 6187 3836 erinlee1221@yuanta.com

## 香港交易及结算所有限公司 (388 HK)

## 有望继续受益于中国政府的扶持政策

**维持“持有-超越同业”评级:** 本周香港股市日平均成交额创新高 (超过 2,000 亿港元), 年初至今日平均成交额达 887.6 亿港元, 这主要因中央政府出台有力的扶持政策 (年初至今日平均成交额已较本中心此前预估的 800 亿港元高出 11%)。我们将 2015 年日平均成交额预估上调至 1,000 亿港元, 将 2015/16 年每股收益预估分别上调 18.6%/18.0%, 相应得出调高后的目标价为 265 港元。但是我们注意到, 目前 A/H 股溢价可能不会长期持续下去, 港交所中期缺乏其他上涨动能。因此, 我们维持“持有-超越同业”评级。

**日平均成交额升高主要得益于扶持政策, 包括:** 1) 自 3 月 27 日起, 证监会允许中国规模达人民币 5 万亿元的公募基金通过沪港通投资标的港股; 2) 3 月 31 日保监会批准中国保险资金 (总规模约为人民币 10 万亿元) 投资香港创业板。随着 A 股市场风险的上升, 尤其是中国创业板 (平均市盈率达 87 倍), 越来越多的资金开始流入香港股市, 利好港交所。

**H 股估值具有吸引力, 应可维持日平均成交额水平:** 截至 4 月 8

日, 沪港通机制下的 85 只 H 股估值低于其 A 股。由于今年将启动深港通, 我们认为估值具有吸引力的高成长性个股应有助于使香港股市日平均成交额维持在高位 (本中心预计 2015 年日平均成交额为 1,000 亿港元), 这将有利于港交所营收的提高。

## 分析师声明及重要披露事项请参见附录 A。

元大与其研究报告所载之公司行号可能于目前或未来有业务往来, 投资人应了解本公司可能因此有利益冲突而影响本报告之客观性。投资人于做出投资决策时, 应仅将本报告视为其中一项考虑因素。本报告原系以英文做成, 并翻译为中文。若投资人对于中文译文之内容正确性有任何疑问, 请参考原始英文版。

## 股票估值

本中心估值系基于合理市盈率估值模型和三阶段股利折现率模型计算而得，终期截至 2022 年 12 月 31 日。

### ► 权益成本 (Ke)

我们采用无风险利率 2.05%、年几何平均贝塔值 1.27 和预期市场收益率 4.78%，从而得出权益成本为 4.75%。

基于本中心 2015-22 年预期，这两种估值方法得出结果如下：

### ► 三阶段股利折现率模型

图 1：股利折现率模型

	港元	权重(%)	备注
预测期股利	10.31	4.09	2015-17 年预期平均盈利增长率 = 33.4%, 股利分配率 = 43.4%
第二阶段股利	19.38	7.70	2018-22 年预期平均盈利增长率 = 13.4%, 股利分配率 = 36.7%
永续价值	222.19	88.21	盈利增长率 = 3%
合理现值(PFV)	251.88		折现至 2015 年 1 月
每股合理价值	263.85		12 个月目标合理价值

资料来源：公司资料，元大

### ► 合理日平均成交额及市盈率估值模型

图 2：估值对日平均成交额及市盈率倍数的敏感性分析

日平均成交额 十亿港元	60	65	70	75	80	85	90	95	100	105	110
每股收益	3.50	4.00	4.50	5.00	5.50	6.00	6.50	7.00	7.50	8.00	8.50
LME 100% 股权 港元/股	15.60	15.60	15.60	15.60	15.60	15.60	15.60	16.60	17.60	18.60	19.60
合理价值 - 基于市盈率 32.39 倍 港元/股	129.63	145.92	162.21	178.50	194.79	211.08	227.37	244.66	261.95	279.24	296.53

资料来源：公司资料，元大

### ► 目标价 265 港元，隐含 38.95 倍市盈率

我们将日平均成交额-市盈率敏感性分析估值和股利折现率估值简单平均，得出目标价为 262.95 港元。最终目标价四舍五入至 265 港元，隐含市盈率 38.95 倍。

### 本中心预估值调整

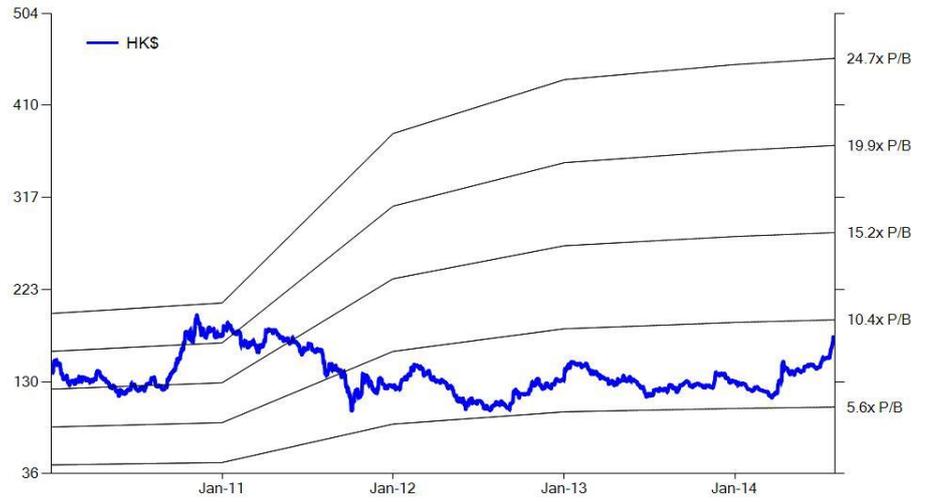
图 3：日平均成交额假设调整

	目标价	评级	盈利预估调整	股利折现率 估值	日平均成交额调整	日平均成交额敏感性分析估值
			2015F		2015F	
调整前	HK\$ 187	持有-超越同业	HK\$ 6,979 百万元	HK\$ 185.23	HK\$80 十亿元	HK\$ 184.68
调整后	HK\$ 265	持有-超越同业	HK\$ 7,889 百万元	HK\$ 263.85	HK\$100 十亿元	HK\$ 261.95

资料来源：公司资料，元大

我们将 2015 年日平均成交额预估（从 800 亿港元）上调至 1,000 亿港元，2015/16 年每股收益预估分别相应调高 18.6%/18.0%。因此，本中心目标价上调至 265 港元，前次为 187 港元。

图 4: 12 个月预期市净率区间



资料来源: 公司资料, 元大

## 资产负债表

年初至 12 月 (HK\$ 百万元)	2012A	2013A	2014F	2015F	2016F
现金及等价	4,035	41,452	136,778	150,456	165,501
交易性 投资	4,492	3,902	62,686	56,417	50,776
可供出售到期投资	97	87	77	77	75
客户贷款总额	13,696	10,953	22,531	21,404	20,334
其他资产	58,517	29,549	29,788	30,941	32,108
生息资产	13,793	11,040	22,608	21,481	20,409
总资产	80,837	85,943	251,860	259,296	268,794
其他负债	63,073	65,425	230,501	237,416	244,539
总负债	63,073	65,425	230,501	237,416	244,539
少数股东权益	0	113	86	86	86
母公司股东权益	17,764	20,406	21,273	21,794	24,170
每股净值 (HK\$)	15.45	17.67	18.28	18.73	20.76
期末股数 (百万股)	1,149.8	1,161.5	1,168.2	1,168.3	1,168.3

资料来源: 公司资料、元大

## 增长动能

至 12 月 31 日 (%)	2012A	2013A	2014F	2015F	2016F
放款增长率	89.4	(20.0)	105.7	(5.0)	(5.0)
净利息收益率	3.4	1.7	3.5	2.9	3.2
净利息收入增长率	28.3	(38.7)	173.7	6.1	5.0
手续费收入增长率	(8.8)	(1.2)	19.0	32.0	20.0
非利息收入增长率	(11.5)	25.8	10.9	30.2	20.1
非利息收入比营业收入	94.9	97.5	94.0	95.0	95.6
营业收入增长率	(10.1)	22.5	15.1	28.8	19.4
成本收入比	30.0	38.1	37.1	30.1	26.3
营业支出增长率	16.1	55.2	12.1	4.4	4.4
拨备前利润增长率	(18.0)	8.4	16.9	43.1	25.8
营业利润增长率	(18.0)	8.4	16.9	43.1	25.8
净利润增长率 (属母公司股东)	(19.8)	11.5	17.9	47.0	30.7
每股收益增长率	(24.7)	10.3	12.8	52.7	30.7
每股股利增长率	(24.7)	10.3	0.8	1.3	1.3

资料来源: 公司资料、元大

## 损益表

年初至 12 月 (HK\$ 百万元)	2012A	2013A	2014F	2015F	2016F
利息净收入	354	217	594	630	662
非利息收入	6,620	8,326	9,235	12,026	14,448
营业收入	6,974	8,543	9,829	12,656	15,110
营业支出	(2,095)	(3,252)	(3,646)	(3,807)	(3,975)
拨备前利润	4,879	5,291	6,183	8,849	11,135
营业利润	4,879	5,291	6,183	8,849	11,135
业外项目	(34)	(45)	56	(70)	87
税前利润	4,845	5,246	6,239	8,780	11,222
所得税费用	(761)	(700)	(900)	(918)	(936)
属少数股东净利润	0	6	27	27	27
属母公司股东净利润	4,084	4,552	5,366	7,889	10,313
红利	3,671	4,092	4,147	4,203	4,259
每股收益 (HK\$)	3.55	3.92	4.42	6.75	8.83
有效税率 (%)	15.7	13.3	14.4	10.5	8.3
每股股利 (HK\$)	3.19	3.52	3.55	3.60	3.65
分红比例 (%)	89.9	89.9	77.3	53.3	41.3

资料来源: 公司资料、元大

## 杜邦分析

至 12 月 31 日 (占平均资产比重)	2012A	2013A	2014F	2015F	2016F
利息净收入	0.5	0.3	0.4	0.2	0.3
非利息收入	9.8	10.0	5.5	4.7	5.5
营业收入	10.3	10.2	5.8	5.0	5.7
营业支出	(3.1)	(3.9)	(2.2)	(1.5)	(1.5)
拨备前利润	7.2	6.3	3.7	3.5	4.2
资产减值损失	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
营业利润	7.2	6.3	3.7	3.5	4.2
营业外项目	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0
税前利润	7.2	6.3	3.7	3.4	4.3
所得税费用	(1.1)	(0.8)	(0.5)	(0.4)	(0.4)
属少数股东及首选股股利	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
总资产收益率 (%)	6.1	5.5	3.2	3.1	3.9
杠杆倍数 (倍)	5.01	4.37	8.10	11.87	11.49
净资产收益率 (%)	30.3	23.9	25.7	36.6	44.9

资料来源: 公司资料、元大

## 附录 A: 重要披露事项

### 分析师声明

主要负责撰写本研究报告全文或部分内容的分析师，兹针对本报告所载证券或证券发行机构，于此声明：(1) 文中所述观点皆准确反映其个人对各证券或证券发行机构之看法；(2) 研究部分分析师于本研究报告中所提出之特定投资建议或观点，与其过去、现在、未来薪酬的任何部份皆无直接或间接关联。

### 香港交易及结算所有限公司 (388 HK) – 投资建议与目标价三年历史趋势



#	日期	收盘价 (A)	目标价 (B)	调整后目标价 (C)	评级	分析师
1	2014/08/06	144.50	180.00	180.00	持有-超越同业	王佳卉
2	2014/09/30	171.00	185.00	185.00	持有-超越同业	王佳卉
3	2015/03/06	171.00	187.00	187.00	持有-超越同业	王佳卉

资料来源: Bloomberg, 元大

注: A = 依据股票股利与现金股利调整后之股价; B = 未调整之目标价; C = 依据股票股利与现金股利调整后之目标价。员工分红稀释影响未反映于A、B或C。

### 目前元大研究分析个股评级分布

评级	追踪个股数	%
买入	196	47%
持有-超越同业	109	26%
持有-落后同业	49	12%
卖出	9	2%
评估中	46	11%
限制评级	4	1%
总计:	413	100%

资料来源: 元大

### 投资评级说明

**买入:** 根据本中心对该档个股投资期间绝对或相对报酬率之预测，我们对该股持正面观点。此一观点系基于本中心对该股之发展前景、财务表现、利多题材、评价信息以及风险概况之分析。建议投资人于投资部位中增持该股。

**持有-超越同业:** 本中心认为根据目前股价，该档个股基本面吸引力高于同业。此一观点系基于本中心对该股发展前景、财务表现、利多题材、评价信息以及风险概况之分析。

**持有-落后同业:** 本中心认为根据目前股价，该档个股基本面吸引力低于同业。此一观点系基于本中心对该股发展前景、财务表现、利多题材、评价信息以及风险概况之分析。

**卖出:** 根据本中心对该档个股投资期间绝对或相对报酬率之预测，我们对该股持负面观点。此一观点系基于本中心对该股之发展前景、财务表现、利多题材、评价信息以及风险概况之分析。建议投资人于投资部位中减持该股。

**评估中:** 本中心之预估、评级、目标价尚在评估中，但仍积极追踪该个股。

**限制评级:** 为遵循相关法令规章及/或元大之政策，暂不给予评级及目标价。

注: 元大给予个股之目标价系依 12 个月投资期间计算。大中华探索系列报告并无正式之 12 个月目标价，其投资建议乃根据分析师报告中之指定期间分析而得。

## 总声明

© 2015 元大版权所有。本报告之内容取材自本公司认可之资料来源，但并不保证其完整性或正确性。报告内容并非任何证券之销售要约或邀购。报告中所有的意见及预估，皆基于本公司于特定日期所做之判断，如有变更恕不另行通知。

本报告仅提供一般信息，文中所载信息或任何意见，并不构成任何买卖证券或其他投资目标之要约或要约之引诱。报告数据之刊发仅供客户一般传阅用途，并非意欲提供专属之投资建议，亦无考虑任何可能收取本报告之人士的个别财务状况与目标。对于投资本报告所讨论或建议之任何证券、投资目标，或文中所讨论或建议之投资策略，投资人应就其是否适合本身而咨询财务顾问的意见。本报告之内容取材自据信为可靠之资料来源，但概不以明示或默示的方式，对数据之准确性、完整性或正确性作出任何陈述或保证。本报告并非（且不应解释为）在任何司法管辖区内，任何非依法从事证券经纪或交易之人士或公司，为于该管辖区内从事证券经纪或交易之游说。

元大研究报告于美国仅发送予美国主要投资法人（依据 1934 年《证券交易法》15a-6 号规则及其修正条文与美国证券交易委员会诠释定义）。美国投资人若欲进行与本报告所载证券相关之交易，皆必须透过依照 1934 年《证券交易法》第 15 条及其修正条文登记注册之券商为之。元大研究报告在台湾由元大证券投资顾问股份有限公司发布，在香港则由元大宝来证券(香港)有限公司发布。元大宝来证券(香港)系获香港证券及期货事务监察委员会核准注册之券商，并获许从事受规管活动，包括第 4 类规管活动（就证券提供意见）。非经元大宝来证券(香港)有限公司书面明示同意，本研究报告全文或部份，不得以任何形式或方式转载、转寄或披露。

欲取得任何本报告所载证券详细数据之台湾人士，应透过下列方式联络元大证券投资顾问股份有限公司：

致：联络人姓名  
元大证券投资顾问股份有限公司  
台湾台北市 104 南京东路三段  
225 号 4 楼

欲取得任何本报告所载证券详细数据之香港人士，应透过下列方式联络元大宝来证券(香港)有限公司：

致：研究部  
元大宝来证券(香港)有限公司  
香港夏慤道 18 号  
海富中心 1 座 23 楼