

买入

2015年4月14日

香港市场成交量突破历史新高，提升目标价至 400 港元，重申买入评级

- 香港市场成交量突破历史新高：** 港股市场在上周成交量大幅放量，4月9日达到2915亿的历史新高，4月8日至13日平均成交量在2560亿以上，4月8日首次出现了港股通日均额度用尽的情况。原因主要是：1、大陆监管政策对大陆资金投资港股有了很大放松；2、在A股短期高速拉升之后，港股相对于A股出现估值洼地，存量资金抢先在公募基金/保险资金投资前加速布局；3、国家政策的长期引导开始显现效果。
- 大陆放松资金出海态度明确：** 大陆监管机构对资金出海监管的放松体现在：1、中国证监会于2015年3月27日下发了《公开募集证券投资基金参与沪港通交易指引》，允许大陆公募基金可以通过沪港通机制投资香港市场，不需具备合格境内机构投资者(QDII)资格。2、中国保监会于2015年3月31日发布了《中国保监会关于调整保险资金境外投资有关政策的通知》，放开保险资金范围，保险资金可以投资香港创业板股票。
- 料港股大市成交可以维持较高水平：** 我们认为大陆资金出海是非常具有持续性的，国家政策正确引导资本输出的趋势非常明显，像“一带一路”引导产业资本出海，“沪港通”开通以及未来“深港通”的开通引导金融资本出海，另一方面大陆主力资金进入后，将带入A股市场高换手率的风格，因此我们认为未来港交所将进入前所未有的基本面持续向好的时期，2015年每天ADT维持在2000亿港元以上的水平将是常态。
- 提升目标价至 400 港元，重申买入评级：** 我们调升2015/2016/2017年每股盈利预测至10.12/12.3/14.3港元（中性情况），以反映我们的预计。我们的预测中未有将沪港通扩容及未来深港通的因素考虑进去，因此未来仍有进一步盈利上调空间。我们认为目前可以参考历史估值高峰时期的水平给予港交所估值，2010年港交所估值最高曾达到40倍市盈率的水平，因此我们提升港交所目标价至400港元，分别对应2015/2016年39.5倍和32.5倍的市盈率，重申买入评级。

郑嘉梁

852-25321599

jupiter.zheng@firstshanghai.com.hk

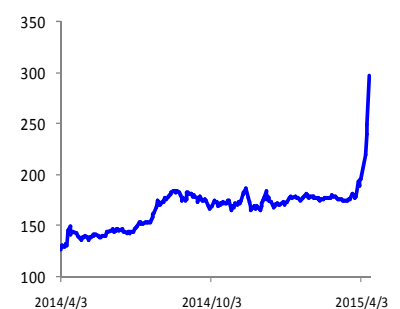
主要数据

行业	金融
股价	297.4 港元
目标价	400 港元 (+35.9%)
股票代码	388
已发行股本	11.68 亿股
市值	3475 亿港元
52 周高/低	300.0/130.2 港元
每股净现值	18.2 港元
主要股东	香港特别行政区政府 (5.71%) Black Rock (4.77%)

盈利摘要

截至12月31日财政年度	2013年实际	2014年实际	2015年预测	2016年预测	2017年预测
收入(千港元)	8,723,000	9,849,000	21,701,737	25,326,522	28,143,320
变动(%)	21.0%	12.9%	120.3%	16.7%	11.1%
净利润(千港元)	4,546,000	5,165,000	11,780,867	14,307,925	16,640,187
变动(%)	11.3%	13.6%	128.1%	21.5%	16.3%
每股盈利(港元)	4.0	4.4	10.1	12.3	14.3
变动(%)	5.3%	12.4%	128.1%	21.5%	16.3%
基于297.4港元的市盈率(倍)	75.3	67.0	29.4	24.2	20.8
每股派息(港元)	3.8	4.0	9.1	11.0	12.8
股息率	1.3%	1.3%	3.1%	3.7%	4.3%

股价表现



来源：公司资料，第一上海预测

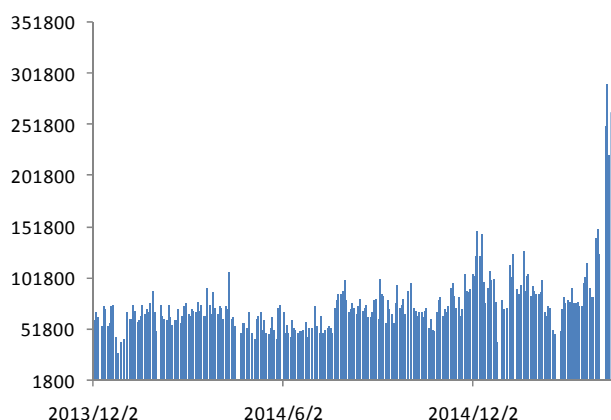
来源：Bloomberg

香港市场成交量突破历史新高

港股市场在上周成交量大幅放量，4月8日一天成交量达到2500亿港元，4月9日达到2915亿的历史新高，这四天平均成交量在2560亿以上，同时可以看到的是4月8日首次出现了港股通日均额度用尽的情况。

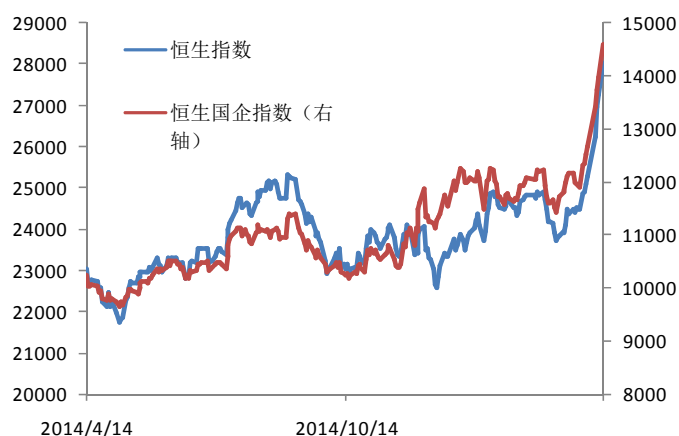
我们认为造成这变化的原因主要是：1、大陆监管政策对大陆资金投资港股有了很大放松；2、在A股短期高速拉升之后，港股相对于A股出现估值洼地，存量资金抢先在公募基金/保险资金投资前加速布局；3、国家政策的长期引导开始显现效果。

图表 1：港股每日成交量（百万港元）



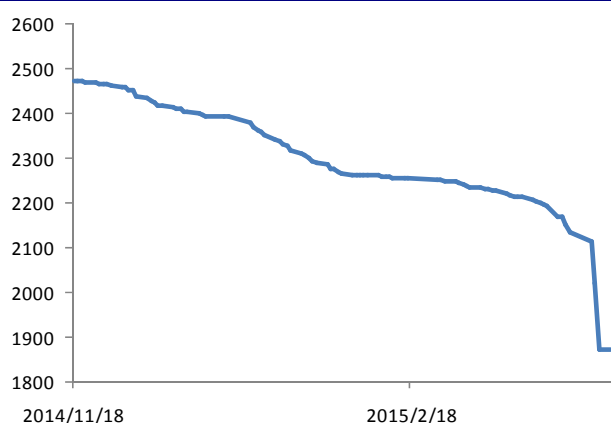
资料来源：Bloomberg,

图表 2：恒生指数/恒生国企指数走势



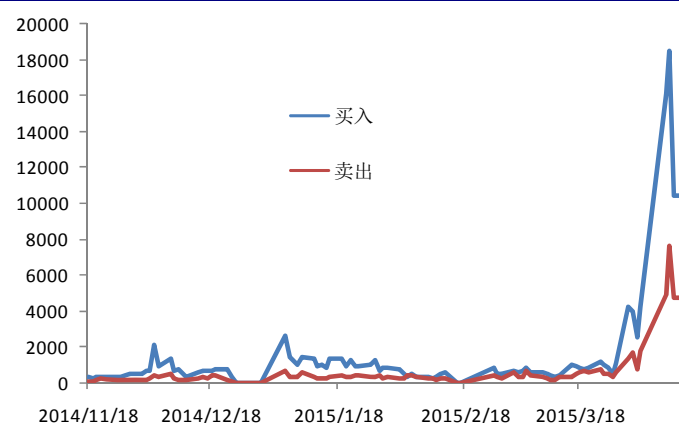
资料来源：Bloomberg,

图表 3：港股通总余额（亿人民币）快速下降



资料来源：上交所

图表 4：港股通每日买入和卖出成交（百万港元）



资料来源：上交所

大陆放松资金出海态度明确

大陆监管机构对资金出海监管的放松体现在：1、中国证监会于2015年3月27日下发了《公开募集证券投资基金参与沪港通交易指引》，允许大陆公募基金可以通过沪港通机制投资香港市场，不需具备合格境内机构投资者（QDII）资格。2、中国保监会于2015年3月31日发布了《中国保监会关于调整保险资金境外投资有关政策的通知》，放开保险资金范围，保险资金可以投资香港创业板股票，保监会特

别提到“香港创业板很多上市公司的实际业务在境内开展，放开香港创业板股票投资，也符合党中央及国务院关于支持小微企业发展的政策要求。”

料港股大市成交可以维持较高水平

我们认为大陆资金出海是非常具有持续性的，结合整个宏观政策来看，国家政策正确引导资本输出的趋势非常明显，像“一带一路”引导产业资本出海，人民币国际化大环境下“沪港通”开通以及未来“深港通”的开通引导金融资本出海，因此未来香港市场会成为中资与外资争端资本定价权的首要之地，香港作为离岸中心的地位越来越突出。

另一方面大陆主力资金进入后，将带入A股市场高换手率的风格，因此我们认为未来港交所将进入前所未有的基本面持续向好的时期，我们认为2015年每天ADT维持在2000亿港元的水平将是常态。我们以2000亿ADT作为我们对2015年估算的中性情况就港交所2015年盈利做一下敏感性分析。可以看到4月8日至13日四天日均成交达到2560亿，我们的中性估计并不激进。

图表 5:港交所盈利敏感性分析

敏感性分析	悲观						中性	乐观					
ADT(亿港币)	800	1,000	1,200	1,400	1,600	1,800	2,000	2,200	2,400	2,600	2,800	3,000	3,200
2015预测EPS(港元)	6.2	6.9	7.5	8.2	8.8	9.5	10.1	10.8	11.4	12.1	12.7	13.4	14.0
现价对应市盈率(297.4港元)	47.7	43.2	39.5	36.4	33.7	31.4	29.4	27.6	26.0	24.6	23.4	22.3	21.2

资料来源：公司资料，第一上海估算

提升目标价至 400 港元，重申买入评级

我们调升2015/2016/2017年每股盈利预测至10.12/12.3/14.3港元（中性情况），以反映我们的预计。我们的预测中未有将沪港通扩容及未来深港通的因素考虑进去，因此未来仍有进一步盈利上调空间。我们认为目前可以参考历史估值高峰时期的水平给予港交所估值，2010年港交所估值最高曾达到40倍市盈率的水平，因此我们提升港交所目标价至400港元，分别对应2015/2016/2017年39.5倍/32.5倍和28倍的市盈率，重申买入评级。

附录 1: 主要财务报表

损益表						财务分析					
财务年度截至<12月31日>百万港元											
	2013年	2014年	2015年	2016年	2017年		2013年	2014年	2015年	2016年	2017年
	实际	实际	预测	预测	预测		实际	实际	预测	预测	预测
收入	8,723	9,849	21,702	25,327	28,143	盈利能力					
营运支出	-2,777	-2,958	-6,880	-7,296	-7,296	税前溢利率(%)	60.1%	61.3%	64.3%	71.2%	74.1%
税前溢利	5,246	6,038	13,944	18,030	20,847	EBITDA率(%)	66.0%	67.9%	67.4%	74.1%	76.8%
税项	-700	-900	-2,190	-2,832	-3,274	净利率(%)	52.1%	52.4%	54.3%	56.5%	59.1%
纯利	4,546	5,165	11,781	14,308	16,640	营运表现					
折旧及摊销	507	647	685	724	766	成本收入比率(%)	31.8%	30.0%	31.7%	28.8%	25.9%
EBITDA	5,753	6,685	14,629	18,755	21,614	实际税率(%)	13.3%	14.9%	15.7%	15.7%	15.7%
每股收益(港元)	3.95	4.44	10.12	12.30	14.30	股息支付率(%)	90.0%	90.0%	90.0%	90.0%	0.0%
增长						回报率					
收入(%)	21.0%	12.9%	120.3%	16.7%	11.1%	ROAA(%)	5.5%	3.1%	4.5%	5.0%	5.3%
EBITDA(%)	15.0%	16.2%	118.8%	28.2%	15.2%	ROAE(%)	23.8%	24.8%	49.9%	52.5%	55.4%
每股收益(%)	5.3%	12.4%	128.1%	21.5%	16.3%						
资产负债表						现金流量表					
财务年度截至<12月31日>百万港元						财务年度截至<12月31日>百万港元					
	2013年	2014年	2015年	2016年	2017年		2013年	2014年	2015年	2016年	2017年
	实际	实际	预测	预测	预测		实际	实际	预测	预测	预测
公司现金	6,531	8,067	12,181	16,613	21,442	经营业务产生现金净额	5,246	6,038	13,944	18,030	20,847
应收账款、预付款及按金	10,940	22,517	23,643	24,825	26,066	折旧及摊销	507	647	685	724	766
财务资产	12,747	59,679	62,663	65,796	69,086	已付税项	-701	-540	-1,314	-1,699	-1,965
总流动资产	65,146	232,188	255,432	280,366	307,315	其他	-64	-450	-450	-450	-450
固定资产	1,753	1,603	1,763	1,940	2,134	营运活动现金流	4,988	4,673	12,865	16,606	19,199
财务资产	201	57	60	63	66	资本开支	-797	-60	-60	-60	-60
其他资产	93	83	83	83	83	其他投资活动	274	-500	-500	-500	-500
总资产	85,943	251,860	276,045	301,157	328,303	投资活动现金流	-523	782	-560	-560	-560
参与者对结算所基金的缴款	3,884	9,426	11,311	13,573	16,288	发行股份所得款项	1	0	0	0	0
保证金按金	39,793	129,484	140,063	151,506	163,884	已付股息	-2,320	-4,339	-7,295	-11,614	-13,810
现金抵押品	0	0	0	0	0	融资活动现金流	-2,164	-3,718	-7,295	-11,614	-13,810
应付账款、应付费用及其他	12,815	22,835	25,119	27,630	30,393	现金变化	2,301	796	5,010	4,432	4,829
其它	1,046	60,819	60,498	60,498	60,498	期初持有现金	4,035	6,375	7,171	12,181	16,613
总流动负债	57,538	222,564	236,991	253,208	271,064	期末持有现金	6,375	8,067	12,181	16,613	21,442
参与者对结算所基金的缴款	0	0	340	340	340						
递延税项负债	900	839	24	24	24						
拨备	47	58	32	32	32						
总负债	65,425	230,501	250,130	272,548	296,863						
股东权益	20,405	21,273	25,915	28,609	31,440						

数据来源: 公司资料、第一上海预测

第一上海证券有限公司

香港中环德辅道中 71 号

永安集团大厦 19 楼

电话: (852) 2522-2101

传真: (852) 2810-6789

本报告由第一上海证券有限公司(“第一上海”)编制并只作私人一般阅览。未经第一上海书面批准,不得复印、节录,也不得以任何方式引用、转载或传送本报告之任何内容。本报告所载的内容、资料、数据、工具及材料只提供给阁下作参考之用,并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的邀请或要约或构成对任何人的投资建议。阁下不应依赖本报告中的任何内容作出任何投资决定。本报告的内容并未有考虑到个别的投资者的投资取向、财务情况或任何特别需要。阁下应根据本身的投资目标、风险评估、财务及税务状况等因素作出本身的投资决策。

本报告所载资料来自第一上海认为可靠的来源取得,但第一上海不能保证其准确、正确或完整,而第一上海或其关连人仕不会对因使用/参考本报告的任何内容或资料而引致的任何损失而负上任何责任。第一上海或其关连人仕可能会因应不同的假设或因素发出其它与本报告不一致或有不同结论的报告或评论或投资决策。本报告所载内容如有任何更改,第一上海不作另行通知。第一上海或其关连人仕可能会持有本报告内所提及到的证券或投资项目,或提供有关该证券或投资项目的证券服务。

在若干国家或司法管辖区,分发、发行或使用本报告可能会抵触当地法律、规定或其他注册/发牌的规例。本报告不是旨在向该等国家或司法管辖区的任何人或单位分发或由其使用。