

买入

2014年9月19日

受益于沪港通政策的综合性交易所

► **业务齐全的综合交易所：**收购伦敦金属交易所以后，香港交易所提供的产品将包括从现货股票到商品期货的一系列产品，并提供相应的数据及结算服务，未来人民币产品也将获得更进一步的提升。港交所除履行运营职责外，亦履行前线监管职责，包括监管上市发行人、执行上市、交易及结算规则等，行业地位特殊。于2014年6月份，港交所上市的证券价值接近3.1万亿美元，为全球交易所排行第六。

► **三大因素提升港交所营收水平：**我们认为三大因素将利好于港交所：1、沪港通的开通将带来新增交易资金，根据政策安排，两地交易所和结算所将平分交易费用及结算费用，因此无论资金如何流动，港交所均能受益。2、伦敦金属交易所(LME)结算业务将从外包服务转至自身建立的LME Clear运营，这将成为新的业务增量，预计每年能带入8000-9000万美元的收益并预计2014-2016年每年对港交所收入贡献占2.4%/5.3%/5.1%，且结算业务利润率高；3、2015年初LME将开启商业化步伐，费用率将显著提升，在中性情况下预计对于港交所的收入贡献在2014-2016年占比将达到9.8%/9.6%/9.2%。

► **预计净利润水平三年复合增速 30.0%：**我们预测公司2014、2015及2016年归属股东净利润分别为57.2亿、90.9亿及99.9亿，每股盈利分别为4.90港元、7.79港元及8.56港元，按年分别增长24.1%、58.7%及9.9%，三年复合盈利增长30.0%。

► **目标价 203.8 港元，重新覆盖并予以买入评级：**我们采用2阶段DDM模型对港交所进行估值，得出目标价203.8港元，相当于2014年预测每股盈利的41.0倍，2015年预测每股盈利的25.8倍，较现价有15.5%上升空间，重新覆盖并予以买入评级。

郑嘉梁

(852) 25321599

jupiter.zheng@firstshanghai.com.hk

主要资料

行业	金融
股价	176.5 港元
目标价	203.8 港元 (+15.5%)
股票代码	388
已发行股本	11.67 亿股
总市值	2060 亿港元
52 周高/低	185.0 港元 / 112.8 港元
每股净资产	17.6 港元
主要股东	香港特别行政区政府 (5.72%) Black Rock (4.77%)

盈利摘要

截至12月31日财政年度	2012年实际	2013年实际	2014年预测	2015年预测	2016年预测
收入(千港元)	7,211,000	8,723,000	9,959,714	13,797,480	15,159,832
变动(%)	-8.2%	21.0%	14.2%	38.5%	9.9%
净利润(千港元)	4,084,000	4,546,000	5,722,659	9,090,867	9,988,493
变动(%)	-21.2%	11.3%	25.9%	58.9%	9.9%
每股盈利(港元)	3.8	4.0	4.9	7.8	8.6
变动(%)	-20.7%	5.3%	24.1%	58.9%	9.9%
基于176.5港元的市盈率(倍)	47.1	44.7	36.0	22.7	20.6
每股派息(港元)	3.3	3.8	4.4	7.0	7.7
股息率	1.9%	2.1%	2.5%	4.0%	4.4%

资料来源：公司资料，第一上海预测

股价表现



资料来源：Bloomberg

## 业务齐全的综合性交易所

香港交易所为一家综合性交易所，提供现货股票、期货及期权等多种交易产品的交易、交收及结算等服务。目前下辖香港联合交易所有限公司、香港期货交易所有限公司、香港中央结算有限公司、香港联合交易所期权结算所有限公司及香港期货结算有限公司，还包括基本金属市场的伦敦金属交易所（LME）。

港交所除履行运营职责外，亦履行前线监管职责，包括监管上市发行人、执行上市、交易及结算规则等，行业地位特殊。于2014年6月份，港交所上市的证券价值接近3.1万亿美元，为全球交易所排行第六。

图表 1:全球主要交易所市值统计(十亿美元)

交易所	排名	2014年6月市值	排名	2013年12月市值	变幅(%)
纽约泛欧交易所(美国)	1	19178	1	17950	6.8%
纳斯达克 - OMX	2	6672	2	6085	9.6%
伦敦	3	4814	4	4543	6.0%
东京	4	4624	3	4429	4.4%
纽约泛欧交易所(欧洲)	5	3818	5	3584	6.5%
<b>香港</b>	<b>6</b>	<b>3089</b>	<b>6</b>	<b>3101</b>	<b>-0.4%</b>
上海	7	2408	7	2497	-3.6%
多伦多	8	2334	8	2114	10.4%
孟买	9	1500	9	1139	31.7%
巴西	10	1100	10	1020	7.8%

资料来源：公司资料，国际证券交易所联合会

在收购 LME 后，港交所内部重新组合了旗下业务活动，变成五个独立分部：

1) 现货部分。包括现货市场交易平台面买卖的股本证券、以及这些产品的市场数据及相关业务。通过运营主板和创业板两个交易平台，收取来自股本证券产生的交易费、交易系统使用费、上市费及市场数据费。

2) 股本证券及金融衍生品分部。提供股本证券及财务衍生产品如股市指数期货及期权、衍生产品、牛熊证及权证买卖的交易平台及市场数据销售。业务收入来自交易费、系统使用费和衍生品上市费及市场数据费。

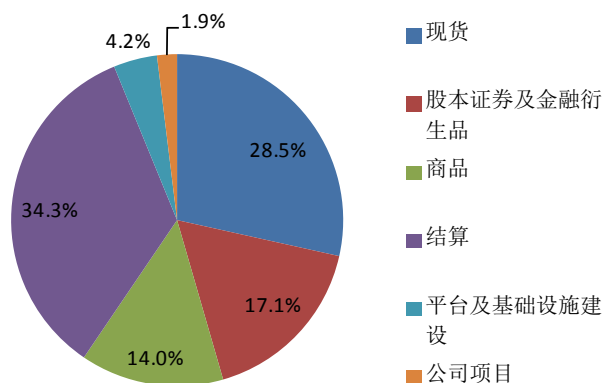
3) 商品分部指 LME 的运作带来的交易费用及商品市场数据费等。

4) 结算分部。包括香港结算、联交所期权结算所、期货结算公司及场外结算公司这四家结算公司的运作。负责提供联交所、期交所的结算、交收和托管业务、场外衍生工具合约的结算，以及为在 LME 买卖的基本金属期货及期权合约进行结算的新结算所 LME Clear 的发展和营运。收入主要为费用收入及结算所基金的投资收益。

5) 平台及基础设施分部。港交所通过向客户提供平台及基础设施服务而收取网络和终端机用户收费、数据专线及软件分判牌照费、交易归为使用费及设备托管服务费用。

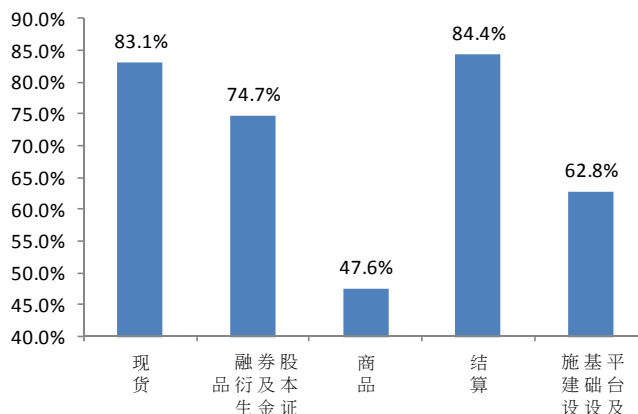
按照服务性质分，港交所的营业性收入包括：1、交易费及交易系统使用费；2、联交所上市费；3、结算及交收费；4、存管、托管及代理人服务费；5、市场数据费及6、其他收入六个部分。

图表 2:2014 上半年收入分部占比



资料来源：公司资料，第一上海

图表 3: 2014 上半年收入分部 EBITDA 率



资料来源：公司资料，第一上海

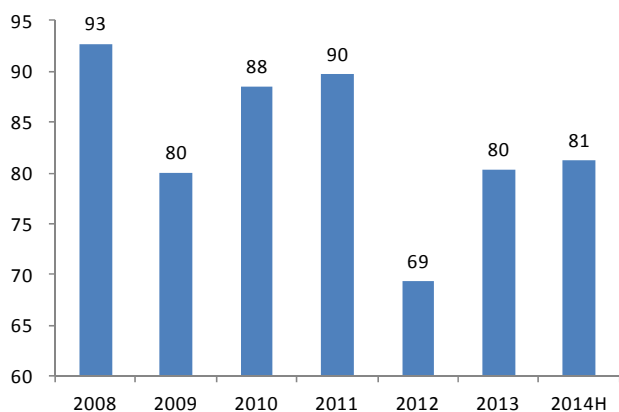
## 业务亮点

### (1) 沪港通将显著提升收入水平

上海香港股票市场互联互通机制(以下简称“沪港通”)将成为香港交易所提升盈利能力的重要契机。根据目前的沪港通机制，无论是北上的沪股通和南下的港股通，其产生的交易费用和结算费用将由两地交易所和结算所平分，因此沪港通带来的增量将极大地带动港交所营收增长。上半年港股的现货 ADT 629 亿港元，而沪港通北上和南下的每日净额分别为 130 亿人民币及 105 亿人民币，由于净额是买入卖出相抵减后的额度，因此实际成交金额会更高。

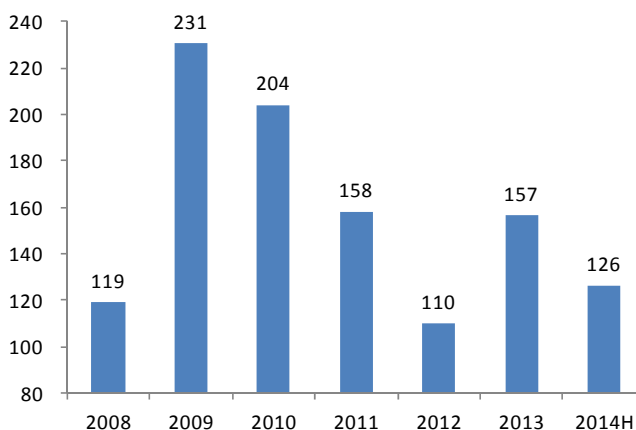
从目前公布的沪港通可交易名单来看，均以大中型股票为主，在沪市蓝筹股普遍低估的情况下，涌入上海的资金将抢先购买这些大中型股票。从风格上来看，海外资金注重基本面，因此低估值蓝筹股将成为首选。国内投资者的交易习惯略有不同，因为目前国内市场由散户主导，交易频繁，即便大中型股票并不是首选，但甫一开通，港股成交量预计仍会有显著提升。

图表 4:港交所每日成交变化 (亿美元)



资料来源：公司资料，第一上海整理

图表 5:上交所 A 股每日成交变化 (亿美元)



资料来源：上海证券交易所网站，第一上海整理

上交所 A 股最近五年的换手率明显高于港交所的港股换手率, 因此对于南下资金来讲, 其炒作特性将会提升香港交易所的换手率。这里要注意到, 大陆投资者惯于炒作小市值股票, 而港股通这边合格的 266 只股票以大中型市值为主, 因此不能确定南下资金的操作特性在进入港股市场后是否会发生变化。但是可以确定的是, 港股通的中大型股票多为业绩稳定的蓝筹股票, 且如腾讯、金山软件等具备行业独特性, 为国内投资者所熟知, 因此南下资金并不会有很长的观望期。

此外目前上市的 A+H 股中, 超大型市值蓝筹股的 A 股估值明显低于 H 股估值月约 10%-20%左右不等, 因此海外资金会抢先配置这些股票, 利于 A 股蓝筹估值提升。由于港交所和上交所平分交易费用及结算费用, 因此对于港交所来讲, 不管资金流向如何, 均将从中获益。

**图表 6: 两地证券交易所换手率对比**

香港交易所主板						
2008	2009	2010	2011	2012	2013	
123.2%	65.1%	58.6%	68.8%	43.4%	46.6%	
上海证券交易所A股						
2008	2009	2010	2011	2012	2013	
185.6%	187.9%	170.3%	160.3%	103.9%	152.2%	

资料来源: 香港交易所, 上海证券交易所, 第一上海整理

目前已有信息是每日北向额度净额 130 亿人民币, 每日南下净额 105 亿人民币, 而沪港通开通后对两地真实的成交量的增加为未知量, 我们采取假设的办法。在我们的预测模型中, 假设开通后南下资金的 ADT 为 320 亿人民币, 北上资金的 ADT 为 352 亿人民币。这样到 2016 年, 我们预计沪港通对港交所收入贡献可以达到 15.9 亿, 约为港交所自身港股成交收入的 76%左右。除交易费用外, 结算及交易所费用也可以录得很大提升。

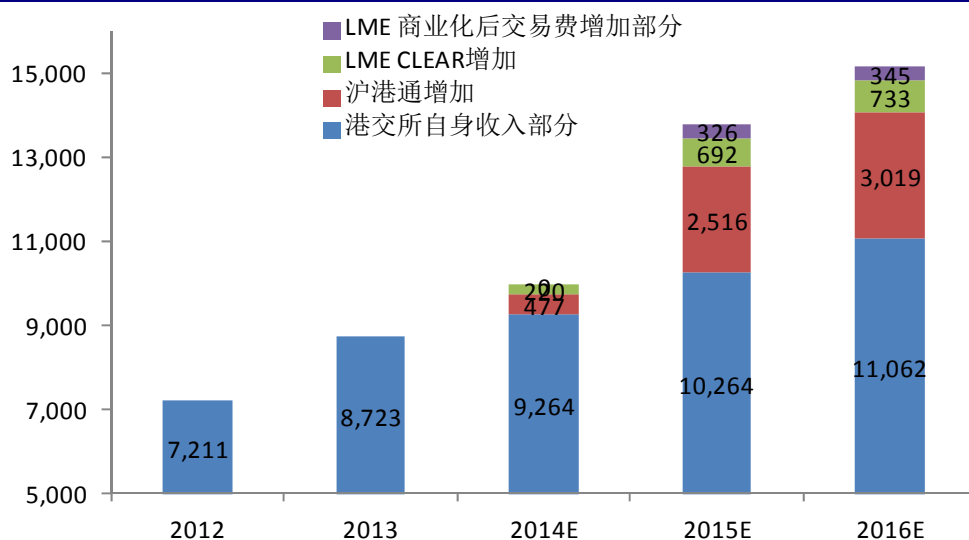
## (2) 伦敦金属交易所清算所 (LME Clear) 业务并入

港交所在接手 LME 后实施 LME 的商业化运作, 其中一个部分就是将外包的 LME 清算业务由 LCH.clearenet 这家第三方公司转移到 LME 自身的清算所 LME Clear 运营, 按照既定进程, 今年 9 月份 LME Clear 将正式投入使用。于 9 月 3 日, LME clear 宣布英格兰银行已批准其申请成为符合欧洲市场设施监管规则 (EMIR) 的中央结算对手, 当日生效。于 9 月 22 日, LME Clear 计划将正式推出, 初期为所有在 LME 成交及在场外对盘服务执行的交易提供结算服务。在获得认可后, LME Clear 将成为巴塞尔协定 III/资本要求指令 (CRD) IV 下的一名合格中央结算对手。我们预计每年 LME Clear 带来的收入大概约 8000-9000 万美元, 则从 2014-2016 年预计每年对港交所收入贡献占 2.4%/5.3%/5.1%。

## (3) LME 商业化后交易费率提升

作为商业化的另一部分, LME 在 2015 年初将提升交易所征费, 目前按照 LME 的非盈利模式, 交易费用基本能够维持支出平衡。目前港交所还未宣布交易征费细则, 按照报道初步计划提升费率 20%-50%, 这样在中性情况下 (假设费率提升 35%) 这样对于港交所的收入贡献占在 2014-2016 年预计占比将达到 9.8%/9.6%/9.2%。

图表 7:香港交易所未来收入增量估计 (百万港元)



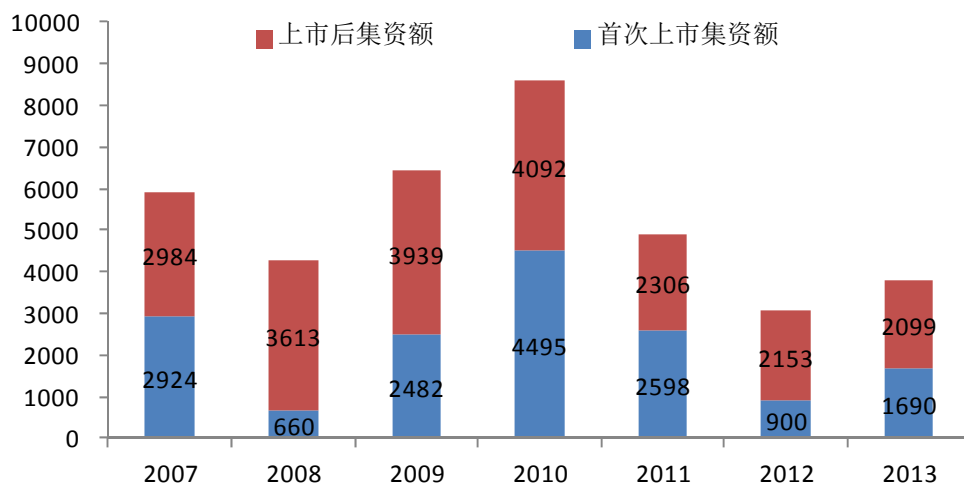
资料来源: 公司资料, 第一上海预测

## 香港市场表现

截止 2014 年 6 月底, 港交所上市公司共 1689 家, 总市值约 23.94 万亿港元。首六个月平均每日交易金额为 629.33 亿元, 同比去年同期的 682.8 亿元下跌 8%。上半年共有 52 家新上市公司, 去年同期为 23 家, 同比增 126%, 首次公开招股集资金额为 811.37 亿元, 相比去年同期的 396.97 亿元提升 104%。

衍生品市场方面, 首六个月期货及期权平均每日成交量为 52.58 万张, 较去年同期的 55.82 万张下跌 6%。人民币期货平均每日成交量为 900 张合约, 较去年同期的 599 张上升 50%。

图表 8:香港首次公开招股有回暖趋势



资料来源: 公司资料, 第一上海

图表 9:上市证券数目统计

	2014年6月	2013年6月	变幅	2014年6月	2013年底	变幅
上市公司数目	1,689	1,567	7.8%	1,689	1,643	2.8%
总市值	239,444	207,065	15.6%	239,444	240,428	-0.4%
新增上市公司数(家)	18	5	260.0%	18	110	-83.6%
上市证券(只)	9,265	8,174	13.3%	9,265	8,522	8.7%
股本认沽证券(只)	5	10	-50.0%	5	8	-37.5%
衍生证券(只)	5,054	4,895	3.2%	5,054	4,715	7.2%
牛熊证(只)	1,846	1,222	51.1%	1,846	1,620	14.0%
信托基金(只)	136	121	12.4%	136	129	5.4%
债券(只)	531	355	49.6%	531	403	31.8%

资料来源:公司资料,第一上海

图表 10:上市证券交易统计

证券市场	截止2014年6月底	截止2013年底	变幅
新增上市公司	52	23	126.1%
每日平均成交金额(百万元)	62,933	68,280	-7.8%
每日平均成交金额(百万股)	125,774	159,143	-21.0%
每日平均成交宗数	1,025,720	976,469	5.0%
首次上市集资总额(百万元)	81,137	39,697	104.4%
集资总额(包括首次上市集资)(百万元)	215,832	136,993	57.5%
衍生品市场	截止2014年6月底	截止2013年底	变幅
平均每日合约成交量(张)	192,417	212,331	-9.4%
- 股市指数期货	1,505	2,406	-37.4%
- 股票期货	-	-	
- 利率期货	900	599	50.3%
- 人民币货币期货	-	-	
- 股市指数期权	67,831	75,835	-10.6%
- 股票期权	263,163	267,047	-1.5%
结算及交收	截止2014年6月底	截止2013年底	变幅
经中央结算系统处理的联交所买卖之每日平均数	1,025,115	975,334	5.1%
经中央结算系统处理的交收指示之每日平均数	87,156	85,523	1.9%
经中央结算系统处理的投资者交收指示之每日平均数	376	425	-11.5%

资料来源:公司资料,第一上海

## 财务分析及预测

我们预测公司 2014、2015 及 2016 年归属股东净利润分别为 57.2 亿、90.9 亿及 99.9 亿，每股盈利分别为 4.90 港元、7.79 港元及 8.56 港元，按年分别增长 24.1%、58.7%及 9.9%，三年复合盈利增长 30.0%。

## 大市成交

我们预计未来三年港股本地成交将按年提升 5%/5.7%/3.9%，从 2013 年的 622 亿港元的 ADT 增长到 2016 年 717 亿港元的 ADT，温和增长的主要推动因素为沪港通带来的本地交投趋于活跃（不包括沪港通本身的新增成交）。

除本地市场成交外，我们前文已经提述，预计沪港通每日将额外带分别带来南下和北上 ADT320 亿/352 亿人民币，此估计为我们的中性估计。由于市场变化难于预料，我们将根据实际情况更新预测依据。

## 流转比率

我们预计港股自身成交流转比率（即换手率）将会有稳步提升，从 2013 年的 68%逐步提升到 2016 年的 72%。我们没有对流转比率有过高的提升预期，目前新股上市及再融资开始回暖，整体市值提升速度较快，在流转比率一定的情况下，ADT 即可稳定提升。目前看不到除沪港通外对港股本身产生重大利好的因素。

## 衍生品买卖交易

我们预计每张衍生品在 14 年至 16 年可以保持收入贡献 12.04 港元的水平，因此预计衍生品买卖交易费用收入在 14 年至 16 年的收入将分别为 9.16 亿、11.00 亿及 13.19 亿。主要是考虑到未来港交所会在 LME 期货合约及人民币产品方面推出更多举措，以及上市公司数量增加，相应的上市衍生品数量会增加，带动成交活跃。

图表 11:衍生品市场回暖

(百万港元)	2012	2013	2014E	2015E	2016E
衍生产品成交张数(千张)	63,721	69,201	76,121	91,345	109,614
平均日成交(千张)	260	284	312	374	449
增长(%)	-3.70%	9.23%	9.85%	20.00%	20.00%
每张收入(港元)	12.77	12.04	12.04	12.04	12.04
衍生产品合约收入	814,000	833,000	916,300	1,099,560	1,319,472
增长(%)	-12.1%	2.3%	10.0%	20.0%	20.0%

资料来源：公司资料，国际证券交易所联合会

图表 12: 港交所收入预测

收入	2012	2013	2014E	2015E	2016E
交易所及交易系统使用费	2,448,000	3,509,000	3,959,871	5,696,915	6,335,597
按年增长(%)	-17%	43%	13%	44%	11%
在现货市场买卖的证券	1,583,000	1,815,000	1,905,750	2,015,040	2,093,339
沪港通南下部分			119,520	631,064	757,276
沪港通北上部分			131,472	694,170	833,004
在衍生产品市场买卖的衍生产品合约	814,000	833,000	916,300	1,099,560	1,319,472
在LME买卖的基本金属期货及期权合约	51,000	861,000	886,830	1,257,082	1,332,506
联交所上市费	916,000	1,016,000	1,014,824	1,283,519	1,332,613
按年增长(%)	-3%	11%	0%	26%	4%
结算及交收费	1,406,000	1,631,000	2,157,680	3,693,333	4,043,372
按年增长(%)	-15%	16%	32%	71%	9%
存管、托管及代理人服务费	644,000	629,000	660,450	698,325	725,460
按年增长(%)	-6%	-2%	5%	6%	4%
出售信息	570,000	737,000	810,700	891,770	980,947
按年增长(%)	-11%	29%	10%	10%	10%
其他收入	448,000	609,000	730,800	876,960	1,052,352
按年增长(%)	-8%	36%	20%	20%	20%
净投资收益	766,000	581,000	611,793	642,383	674,502
按年增长(%)	96%	-24%	5%	5%	5%
出售物业所得收益	-	-	-	-	-
营运收入	7,198,000	8,712,000	9,946,118	13,783,204	15,144,843
按年增长(%)	-7%	21%	14%	39%	10%
营运支出	1,957,000	2,777,000	3,170,712	3,012,648	3,310,115
按年增长(%)	13%	42%	14%	-5%	10%
成本收入比率(%)	27.2%	31.9%	31.9%	21.9%	21.9%

资料来源：公司资料，国际证券交易所联合会

## 目标价 203.8 元，重新覆盖予以买入评级

我们采用 2 阶段 DDM 模型对港交所进行估值，在模型的第一阶段我们假设从 2014 到 2019 年，港交所盈利增长从最高 59% 降到 7%，在 2020-2014 年维持 6% 的增长率，然后在 2024 年以后永续增长率为 5%。由于港交所历史派息稳定，因此我们为派息率维持 90% 的预计不变。折现率方面，我们的假设采取了 2.5% 无风险利率、Beta 1.3 倍、市场风险溢价 5% 的假设，得出折现率 9%。我们综合两个阶段估值，得出目标价 203.8 港元，相当于 2014 年预测每股盈利的 41 倍，2015 年预测每股盈利的 25.8 倍，较现价有 15.5% 上升空间，重新覆盖予以买入评级。



图 13:2 阶段 DDM 模型

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020-2024	Terminal
每股盈利	4.97	7.90	8.68	9.46	10.31	11.03	11.81	12.40
每股盈利增长	26%	59%	10%	9%	9%	7%	7%	5%
派息比率	90%	90%	90%	90%	90%	90%	90%	90%
每股派息	4.48	7.11	7.81	8.51	9.28	9.93	58.71	12.91
每股派息现值	4.48	6.50	6.54	6.52	6.50	6.37	28.80	5.31
无风险利率	2.5%							
Beta(Bloomberg)	1.3							
市场风险溢价	5.0%							
折现率	9.0%							
一阶段股利现值(港元)	65.7							
二阶段股利现值(港元)	138.1							
合计	203.8							
股价(港元)	203.8							

资料来源：公司资料，国际证券交易所联合会

港交所现价为 2014 年预测每股盈利的 36 倍，较行业平均 22.9 倍为高，预测股本回报率为 27.3%，远高于行业平均的 16.9%。根据我们的估计，其股本回报率在 2015 年可以提升到接近 40%的水平，并由于其在港股、国际金属交易的垄断位置，及未来沪港通开通以后带来双向资金流动的特殊地位，我们认为港交所享有的估值溢价较为合理。

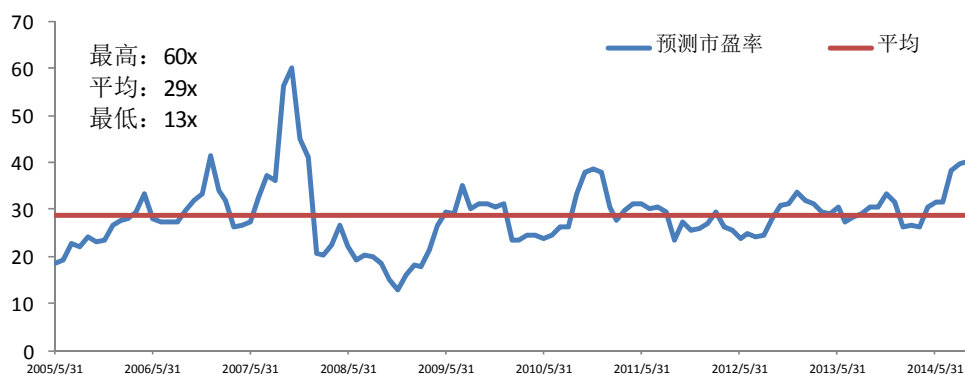
图表 14: 同业估值比较

交易所	股票代码	价格(上市 当地货币)	市值(百万 美元)	PE(x)			PB(x)			ROE		
				2013	2014	2015	2013	2014	2015	2013	2014	2015
亚洲				2013	2014	2015	2013	2014	2015	2013	2014	2015
香港交易所 (HKEx)	388. HK	176.5	26580.2	44.6	39.5	31.1	9.3	9.4	8.9	23.8%	27.3%	39.7%
新加坡交易所 (SGX)	SGX. SP	7.2	6130.7	24.1	22.3	19.8	8.4	8.0	7.5	35.4%	36.6%	37.9%
澳洲交易所 (ASX)	ASX. AU	35.9	6241.2	18.1	17.6	16.7	1.9	1.9	1.8	11.0%	10.7%	11.0%
马来西亚交易所 (Bursa)	BURSA. MK	8.0	1322.2	24.7	22.0	20.3	5.3	5.4	5.3	20.1%	23.6%	26.2%
欧美												
芝加哥商品交易所 (CME)	CME. US	80.7	27113.7	27.7	25.5	22.0	1.3	1.2	1.2	4.4%	4.9%	5.5%
纳斯达克 (Nasdaq)	NDAQ. US	43.9	7400.8	16.6	15.2	13.4	1.2	1.2	1.1	7.6%	7.6%	8.4%
美国洲际交易所 (ICE)	ICE. US	201.8	22896.0	27.4	23.0	18.4	1.7	1.7	1.6	5.3%	7.3%	8.5%
伦敦交易所 (LSE)	LSE. LN	1867.0	8984.3	29.6	18.5	16.7	3.3	3.2	3.0	11.1%	17.1%	18.0%
平均				26.6	22.9	19.8	4.0	4.0	3.8	14.8%	16.9%	19.4%

资料来源：Bloomberg，第一上海

历史上港交所估值曾达到过 60 倍的预测市盈率，平均来看预测市盈率达到 29 倍左右。历史高点出现在“沪港直通车”在 2007 年预期将开通的时候，而此次“沪港通”的到来从估值上显示市场更加理智客观，虽然宏观环境和 2007 年相比有较大变化，但两地市场对于港交所的发展利好毋庸置疑，因此估值上理应有提升空间。

图表 15:港交所历史估值区间



资料来源：公司资料，国际证券交易所联合会

## 风险因素

### 宏观情况不稳

公司业务与金融场景气程度密切相关，中国大陆经济正面临“三期叠加”的特殊时期，经济基本面面临阵痛，会影响短期行业表现，令募集资金等活动受到阻碍。美国经济复苏良好但加息时点接近，无风险收益率将提升，权益类资产估值将面临下滑。

### 业绩波动性

未来沪港通开通后的市场情况难以预料，或将成为影响港交所业绩的主要因素，而资金本身具有极大的不确定性，完全视乎市场热度等外部因素，非港交所所能控制，业绩预期均依赖于一些基本的市场情况假设。

## 附：沪港通简介

### (1) 背景与意义

上海香港股票市场互联互通机制（简称“沪港通”）是由香港交易及结算所有限公司、上海证券交易所与中国证券登记结算有限公司联合建立的实现香港与中国内地股票市场交易与结算的互联互通机制，是香港与中国内地投资者实现投资于对方市场股票的便利机制。沪港通机制的设立，是内地逐步开放资本市场的一个新的举措，也是继 QFII（合格的境外投资者）、QDII（合格的境内投资者）后促进跨境资本流动上迈出的一大步。沪港通承担着未来更大规模与更多层次资本账户开放试点角色，其成功经验将会在未来得到推广，并会成功推动人民币国际化的不断深化。沪港通的设立，于内地方面，海外投资者进入内地市场会间接提升内地资本市场效率、优化监管环境，使内地市场投资模式与国际接轨，更易于国际市场接受；于香港方面，内地个人投资者的进入会给香港市场带来长期发展动力，巩固香港作为国际资本进入内地的窗口和离岸人民币中心的地位。

### (2) 主要制度要点

1、适用的交易、结算及上市规定。交易结算活动遵守交易结算发生地市场的规定及业务规则。上市公司将继续受上市地上市规则及其他规定的监管。沪港通仅在沪港两地均为交易日且能够满足结算安排的情况下开通。

2、结算方式。中国结算、香港结算采取直连的跨境结算方式，相互成为对方的结算参与者，为沪港通提供相应的结算服务。

3、投资标的。试点初期，沪股通的股票范围是上海证券交易所上证 180 指数、上证 380 指数的成份股，以及上海证券交易所上市的 A+H 股公司股票；港股通的股票范围是香港联合交易所恒生综合大型股指数、恒生综合中型股指数的成份股和同时在香港联合交易所、上海证券交易所上市的 A+H 股公司股票。双方可根据试点情况对投资标的的范围进行调整。

4、投资额度。试点初期，对人民币跨境投资额度实行总量管理，并设置每日额度，实行实时监控。其中，沪股通总额度为 3000 亿元人民币，每日额度为 130 亿元人民币；港股通总额度为 2500 亿元人民币，每日额度为 105 亿元人民币。双方可根据试点情况对投资额度进行调整。

5、投资者。试点初期，香港证监会要求参与港股通的境内投资者仅限于机构投资者及证券账户及资金账户余额合计不低于人民币 50 万元的个人投资者。

### (3) 预期时间表及进程

沪港通的预计推出时间是从 2014 年 4 月 10 日订立该制度的 6 个月后，在这 6 个月中两地参与者及监管机构需要准备的主要事项：

- 1) 交易规则与程式的修订，并交由监管层报批
- 2) 参与者的准备及市场测试，其中参与者包括交易所、结算所、交易所与结算所参与者（券商）、IT 咨询和系统服务商及发行人和银行
- 3) 市场沟通与投资者教育

近期重要进程:

6月19日,香港证监会已开始就沪港通细节开始讨论

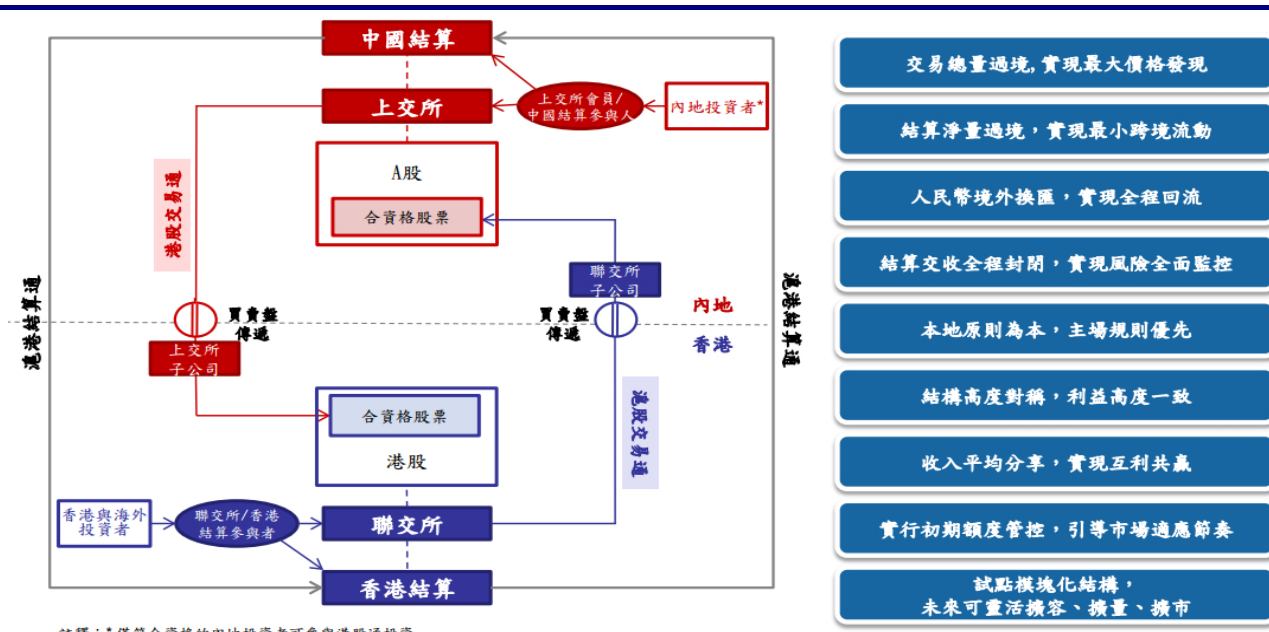
6月13日,港交所初步收到500家券商的参与意向,当中200家表示有兴趣参与,包括70余家C类券商

6月13日,中国证监会正式公布《沪港股票市场交易互联互通机制试点若干规定》(【101号令】)

9月4日,上交所、港交所、中登公司和香港中央结算公司就沪港通业务签署四方合作的基础文件《四方协议》,用以明确四方的权利和义务,内容涵盖沪港通主要基本业务细节。

9月15日,上交所有关人士表示上月底及上周末进行的两轮沪港通全网测试,所有测试内容均按计划完成,符合预期,参测会员未有回报重大异常问题。而两次全网测试上交所与中国结算、港交所和市场参与者密切配合,完成测试各项任务。

图表 16: 沪港通交易流程及特点



资料来源: 港交所资料

## 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											
	2012年	2013年	2014年	2015年	2016年	2012年	2013年	2014年	2015年	2016年	
	实际	实际	预测	预测	预测	实际	实际	预测	预测	预测	
<b>收入</b>	<b>7,211</b>	<b>8,723</b>	<b>9,960</b>	<b>13,797</b>	<b>15,160</b>	<b>盈利能力</b>					
营运支出	-1,957	-2,777	-3,171	-3,013	-3,310	税前溢利率(%)	67.2%	60.1%	68.2%	78.2%	
<b>税前溢利</b>	<b>4,845</b>	<b>5,246</b>	<b>6,789</b>	<b>10,785</b>	<b>11,850</b>	EBITDA率(%)	69.4%	66.0%	73.6%	82.3%	
税项	-761	-700	-1,066	-1,694	-1,861	净利率(%)	56.6%	52.1%	57.5%	65.9%	
<b>纯利</b>	<b>4,084</b>	<b>4,546</b>	<b>5,723</b>	<b>9,091</b>	<b>9,988</b>	<b>营运表现</b>					
折旧及摊销	158	507	536	568	601	成本收入比率(%)	27.1%	31.8%	31.8%	21.8%	
<b>EBITDA</b>	<b>5,003</b>	<b>5,753</b>	<b>7,325</b>	<b>11,352</b>	<b>12,450</b>	实际税率(%)	15.7%	13.3%	15.7%	15.7%	
<b>每股收益(港元)</b>	<b>3.75</b>	<b>3.95</b>	<b>4.90</b>	<b>7.79</b>	<b>8.56</b>	股息支付率(%)	90.0%	90.0%	90.0%	90.0%	
<b>增长</b>						<b>回报率</b>					
收入(%)	-99.9%	21.0%	14.2%	38.5%	9.9%	ROAA(%)	0.0%	5.5%	6.3%	9.0%	
EBITDA(%)	-99.9%	15.0%	27.3%	55.0%	9.7%	ROAE(%)	0.1%	23.8%	27.3%	39.7%	
每股收益(%)	-20.7%	5.3%	24.1%	58.9%	9.9%						
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					
	2012年	2013年	2014年	2015年	2016年		2012年	2013年	2014年	2015年	2016年
	实际	实际	预测	预测	预测		实际	实际	预测	预测	预测
现金	4,035	6,531	10,566	15,795	19,892	<b>经营业务产生现金流量</b>	<b>4,845</b>	<b>5,246</b>	<b>6,789</b>	<b>10,785</b>	<b>11,850</b>
应收账款、预付款及按金	13,689	10,940	11,487	12,061	12,664	折旧及摊销	158	507	536	568	601
财务资产	12,811	12,747	13,384	14,054	14,756	已付税项	-872	-701	-640	-1,016	-1,117
<b>总流动资产</b>	<b>60,577</b>	<b>65,146</b>	<b>74,143</b>	<b>84,990</b>	<b>95,489</b>	其他	2,360	-64	-450	-450	-450
固定资产	1,675	1,753	1,928	2,121	2,333	<b>营运活动现金流</b>	<b>6,491</b>	<b>4,988</b>	<b>6,236</b>	<b>9,886</b>	<b>10,884</b>
财务资产	254	201	211	222	233	资本开支	-17,896	-797	-60	-60	-60
其他资产	104	93	93	93	93	其他投资活动	2,351	274	-500	-500	-500
<b>总资产</b>	<b>80,837</b>	<b>85,943</b>	<b>95,125</b>	<b>106,174</b>	<b>116,895</b>	<b>投资活动现金流</b>	<b>-15,545</b>	<b>-523</b>	<b>-560</b>	<b>-560</b>	<b>-560</b>
参与者对结算所基金的缴	1,924	3,884	4,661	5,593	6,712	发行股份所得款项	7,755	1	0	0	0
保证金按金	36,786	39,793	43,044	46,561	50,365	已付股息	-3,784	-2,320	-4,562	-6,498	-8,541
现金抵押品	0	0	0	0	0	<b>融资活动现金流</b>	<b>10,744</b>	<b>-2,164</b>	<b>-4,562</b>	<b>-6,498</b>	<b>-8,541</b>
应付账款、应付费用及其他	15,818	12,815	14,097	15,506	17,057	<b>现金变化</b>	<b>1,690</b>	<b>2,301</b>	<b>1,114</b>	<b>2,828</b>	<b>1,783</b>
其它	809	1,046	935	834	834	期初持有现金	2,340	4,035	6,375	7,489	10,317
<b>总流动负债</b>	<b>55,337</b>	<b>57,538</b>	<b>62,736</b>	<b>68,494</b>	<b>74,967</b>	期末持有现金	4,035	6,375	7,489	10,317	12,100
参与者对结算所基金的缴	0	0	340	340	340						
递延税项负债	1,056	900	24	24	24						
拨备	45	47	40	32	32						
<b>总负债</b>	<b>63,073</b>	<b>65,425</b>	<b>70,080</b>	<b>75,830</b>	<b>82,303</b>						
<b>股东权益</b>	<b>17,764</b>	<b>20,405</b>	<b>21,591</b>	<b>24,183</b>	<b>25,631</b>						

资料来源：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。