

香港交易所 [0388.HK]

市场结构转型的最大受益者；升级至买入

过去，投资者通常把港交所视为传统的高beta值周期股，我们认为这种看法已经过时。去年上市的美图（1357.HK）以及今年上市的众安（6060.HK）、阅文（0772.HK）、雷蛇（1337.HK）和易鑫（2858.HK）等等，均以高估值定价，意味着市场格局已出现重大转变，我们预计未来数年港交所的成交量将迎来结构性增长。因此，我们将2017年/2018年的日均成交额预测由780亿港元/ 850亿港元上调至860亿港元/1,100亿港元。同时，我们将2017年/ 2018年每股盈利预测上调7.4%/ 11.7%，目标价由246港元上调至287.6港元，基于40.9倍2018年市盈率（戈登增长模型的假设保持不变）。评级由持有升至**买入**。港交所目前的2018年市盈率为33.5倍，这只是周期中期的估值；我们认为很多投资者还未意识到日均成交额有结构性增长的潜力。（覆盖股份的分析师由吕宇转为王志文）

投资亮点

- 过去：旧经济股IPO对日均成交额帮助不大。**由2011年到2016年，港交所的全年日均成交额从未超过700亿港元（2015年为例外，因当年经历了很短的牛市）。我们认为其中一个关键原因是过去几年的IPO没有引起投资者很大的兴趣。它们大部分是旧经济公司，特别是银行和券商（图1）。若以过去三个月的日均成交额计算，2013年至2016年每年的十大IPO之中总共只有七家（占总数的17.5%）是前150只交投最活跃的股票。特别值得注意的是，2016年的前十大IPO，竟然没有一家是现时前150只交投最活跃的股票。
- 现在：预计有更多的新经济IPO推动成交量。**过去，许多中资新经济股都选择在美国上市，主要由于上市估值明显较高。这对港交所来说是重大的损失，因为十大预托证券（大多数是新经济股）的日均成交额已达到470亿港元（图2；相当于港交所今年以来日均成交额的55.9%）。然而，美图去年成功在港上市，为今年更多的新经济股IPO打开了大门。2017年迄今为止的十大IPO中，有至少四只为新经济股，包括众安在线、阅文、雷蛇和易鑫。特别是，阅文的成交量昨天维持在18亿港元水平，成为交投第六活跃的股票。与此同时，美图最新三个月日均成交额约3.7亿港元，成为港股市场交投量第43高的股份。市场投资风格的转变也有利于其他TMT股。以最新的三个月日均成交额计算，腾讯（0700.HK）、舜宇光学（2382.HK）、瑞声科技（2018.HK）和中芯国际（0981.HK）均是交投最活跃的前20只股票。这是推动港交所日均成交额从2016年的660亿港元增至2017年年初至今的840亿港元的主要动力之一。
- 未来：迎接更多的新经济IPO。**在出现了上述成功的新经济IPO案例后，我们相信其他新经济公司将更愿意选择在港交所进行IPO。在2018年，若有更多类似陆金所、腾讯音乐等企业来港IPO，我们亦不会感到意外。因此，我们认为2018年港股日均成交额为1110亿港元的预测并不进取，因为17年第三季的日均成交额已达到927亿港元，高于17年上半年的760亿港元。如果明年有更多新经济IPO来港，这个目标将不难实现。我们认为投资者尚未意识到这一潜力，因为港交所的估值仍处于周期中期值，2018年市盈率仅为33.5倍（图5）。

香港金融业

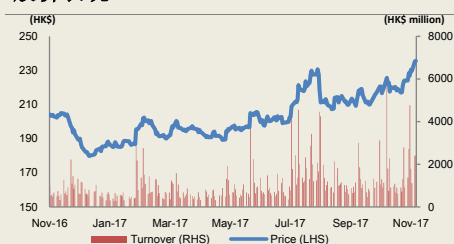
买入

（此前为持有）

收盘价：235.6港元（2017年11月14日）

目标价：287.6港元（+22%）

股价表现



来源：彭博

市值	374.34亿美元
发行在外股数	12.316亿股
核数师	PricewaterhouseCoopers
自由流通量	94.51%
52周交易区间	HK\$177.60-238.80
三个月日均成交量	1.744亿美元
主要股东	HK SAR Govt. (5.42%)

来源：公司，彭博

截至12月31日止年度	2015	2016	2017E	2018E
收入（百万港元）	12,233	10,398	11,640	13,233
收入净额（百万港元）	7,956	5,769	7,432	8,730
净利润率	65%	55%	64%	66%
基本每股盈利（港元）	6.70	4.76	6.06	7.03
同比变动	51%	-29%	27%	16%
市盈率（倍）	35.1	49.5	38.9	33.5
市盈率（倍）	11.1	9.3	8.5	7.7
平均净资产收益率	31.1%	18.6%	21.7%	22.7%
平均资产收益率	3.2%	2.4%	3.0%	3.4%

来源：公司，中国银河国际证券研究部

王志文—研究部主管

(852) 3698-6317

cmwong@chinastock.com.hk

图1: 香港年度十大IPO (2013 - 2017年年初至今)

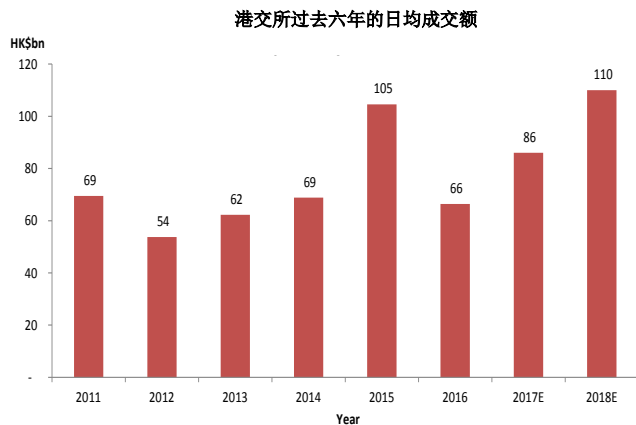
2013			
股票代码	公司	集资规模(百万美元)	是否交投最活跃的 150 只股份之一?
6818	光大银行	2,592	
1359	中国信达	2,441	√
2386	中石化炼化工程	1,788	
6863	辉山乳业	1,491	
3698	徽商银行	1,360	
6881	中国银河	1,092	√
3369	秦港股份	559	
1270	朗廷-SS	546	
1963	重庆银行	556	
586	海螺创业	423	
2014			
股票代码	公司	集资规模(百万美元)	是否交投最活跃的 150 只股份之一?
3699	万达商业	4,015	
1816	中广核电力	3,145	
2638	港灯-SS	3,093	
288	万洲国际	2,347	√
1958	北汽汽车	1,523	√
2066	盛京银行	1,502	
6199	中国北车	1,285	
6138	哈尔滨银行	1,124	
2186	绿叶制药	873	
1619	天合化工	650	
2015			
股票代码	公司	集资规模(百万美元)	是否交投最活跃的 150 只股份之一?
6886	华泰证券	4,968	√
1776	广发证券	4,112	
2799	中国华融	2,540	√
1508	中国再保险	2,114	
3396	联想控股	1,975	
3996	中国能源建设	1,900	
3969	中国通号	1,455	
3799	达利食品	1,147	
3606	福耀玻璃	1,089	
3908	中金公司	933	√
2016			
股票代码	公司	集资规模(百万美元)	是否交投最活跃的 150 只股份之一?
1658	邮储银行	7,624	
3320	华润医药	1,941	
2016	浙商银行	1,938	
6099	招商证券	1,371	
6178	光大证券	1,144	
2588	中银航空租赁	1,127	
3958	东方证券	1,073	
6066	中信建投证券	1,057	
1578	天津银行	991	
1606	国银租赁	810	
2017 年初至今			
股票代码	公司	集资规模(百万美元)	
2611	国泰君安	2,211	
6060	众安在线	1,751	
772	阅文集团	1,227	
1551	广州农商银行	1,191	
1216	中原银行	1,191	
2858	易鑫集团	867	
2269	药明生物	587	
1337	雷蛇	529	
2232	晶苑国际	489	
6122	九台农商银行	446	

来源: 港交所, 彭博, 中国银河国际证券研究部

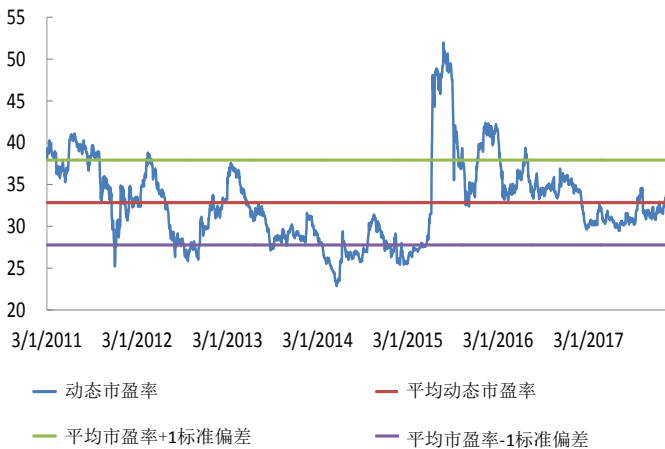
图2: 交投最活跃的10只中资预托证券的成交量

股票代码	公司	目前市值(百万港元)	三个月日均成交额(百万港元)
BABA US Equity	阿里巴巴	466,039	25,875
JD US Equity	京东公司	56,063	5,013
BIDU US Equity	百度股份	80,993	4,998
NTES US Equity	网易公司	38,908	2,821
CTRP US Equity	携程	23,440	2,125
MOMO US Equity	陌陌公司	5,765	1,685
WB US Equity	微博公司	23,635	1,577
TAL US Equity	好未来教育集团	14,298	1,110
EDU US Equity	新东方科技教育集团	13,274	1,104
YY US Equity	欢聚时代	5,460	971
合計			47,278
		港交所 2017 年年初至今日均成交额	
		84,049	

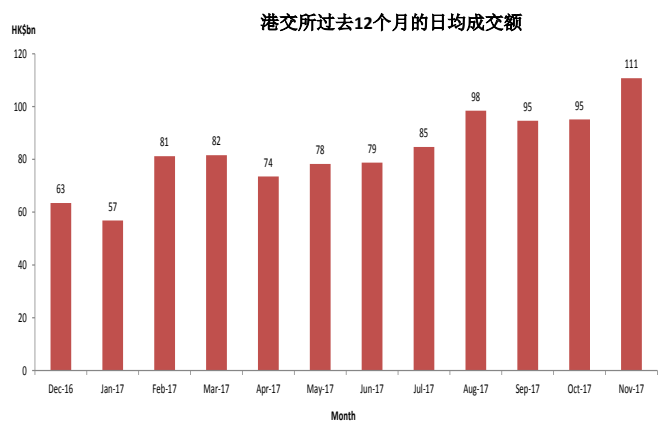
来源: 彭博, 中国银河国际证券研究部

图3: 港交所的日均成交额


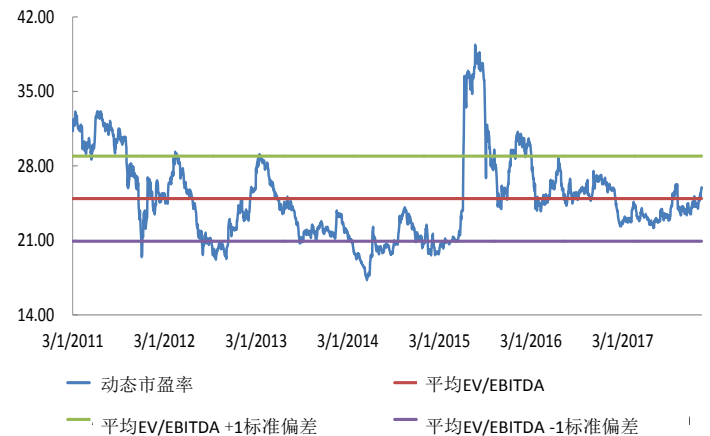
来源: 公司, 中国银河国际证券研究部预测

图5: 港交所的动态市盈率


来源: 彭博, 中国银河国际证券研究部预测

图4: 港交所的日均成交额 (月度)


来源: 公司, 中国银河国际证券研究部预测

图6: 港交所的动态EV/EBITDA


来源: 彭博, 中国银河国际证券研究部预测

图7: 20只交投最活跃港股

股票代码	公司	市值(百万港元)	三个月日均成交额(百万港元)
700 HK Equity	腾讯控股	3,685,583	6,492
2318 HK Equity	中国平安	1,458,958	2,688
939 HK Equity	建设银行	1,699,982	1,973
1398 HK Equity	工商银行	2,406,655	1,965
5 HK Equity	汇丰控股	1,501,806	1,522
3988 HK Equity	中国银行	1,280,237	1,462
388 HK Equity	香港交易所	292,099	1,356
2628 HK Equity	中国人寿	1,023,776	1,298
941 HK Equity	中国移动	1,608,349	1,269
175 HK Equity	吉利汽车	252,883	1,207
3333 HK Equity	中国恒大	388,047	1,137
1299 HK Equity	友邦保险	795,693	1,077
1918 HK Equity	融创中国控股	143,365	977
2382 HK Equity	舜宇光学科技	160,601	966
883 HK Equity	中国海洋石油	486,657	845
1211 HK Equity	比亚迪股份	210,224	815
2018 HK Equity	瑞声科技	213,972	732
3968 HK Equity	招商银行	820,657	655
981 HK Equity	中芯国际	63,209	646
2007 HK Equity	碧桂园	274,257	627

来源: 彭博, 中国银河国际证券研究部

主要财务指标

简明综合损益表(百万港元)	2015	2016	2017E	2018E
交易费及交易系统使用费	5,469	4,428	4,794	5,526
联交所上市费	1,114	1,092	1,297	1,373
结算及交收费	3,118	2,358	2,802	3,409
存管、托管及代理人服务费	867	857	930	980
市场数据费	803	816	855	930
其他收入	862	847	962	1,014
收入	12,233	10,398	11,640	13,233
同比	34%	-15%	12%	14%
投资收入净额	1,123	696	1,497	1,636
其他收入	19	22	22	22
收入及其他收益	13,375	11,116	13,160	14,891
雇员费用及相关支出	(2,020)	(2,035)	(2,175)	(2,260)
信息技术及计算机维修保养支出	(517)	(500)	(445)	(490)
楼宇支出	(294)	(333)	(350)	(365)
产品推广支出	(41)	(54)	(58)	(62)
法律及专业费用	(99)	(106)	(100)	(120)
其他营运支出	(396)	(427)	(440)	(470)
EBITDA	10,085	7,661	9,592	11,125
折旧及摊销	(684)	(771)	(757)	(767)
营运溢利	9,401	6,890	8,834	10,358
融资成本	(114)	(82)	(116)	(90)
所占合资公司的亏损	(9)	(9)	(9)	(9)
除税前溢利	9,278	6,799	8,709	10,259
税项	(1,347)	(1,058)	(1,306)	(1,559)
非控股权益	(25)	(28)	(29)	(30)
净利润	7,956	5,769	7,432	8,730
同比	54.0%	-27.5%	28.8%	17.5%
简明综合资产负债表(百万港元)	2015	2016	2017E	2018E
现金及等同现金项目	110,890	115,723	118,513	124,192
财务资产	92,144	99,159	88,125	103,620
应收账款	15,535	12,928	15,049	21,085
流动资产	218,571	227,810	221,687	248,897
财务资产	57	74	75	80
商誉	17,872	17,812	17,850	17,820
固定资产	1,560	1,499	1,450	1,430
非流动资产	19,622	19,508	19,502	19,457
财务负债	64,486	61,627	46,009	55,009
保证金按金	115,213	126,846	130,000	137,000
应付账款	15,270	12,246	12,655	18,459
参与者对结算所基金的缴款	7,474	8,656	10,062	10,510
流动负债	203,976	210,688	200,239	222,732
借款	3,409	3,422	3,524	3,625
递延税项负债	761	713	914	1,092
非流通负债	4,255	4,246	4,561	4,850
股东应占股本权益	29,816	32,266	36,241	40,596
非控股权益	146	118	147	177

主要财务指标

综合简明现金流量表	2015	2016	2017E	2018E
税前利润	9,278	6,799	8,709	10,259
折旧及摊销	684	771	757	767
营运资本调整	(293)	(321)	(181)	(1,282)
业务活动之现金流入净额	8,321	6,164	8,437	8,641
资本开支	(710)	(620)	(746)	(717)
其他	290	(2,715)	(2,198)	(3,980)
投资活动之现金流出净额	(420)	(3,335)	(2,944)	(4,697)
派付股息	(3,017)	(3,329)	(3,141)	(3,928)
财务活动之现金流出净额	(3,224)	(3,586)	(3,459)	(4,250)
自由现金流	7,611	5,544	7,691	7,924
现金净额/(负债净额)	9,335	5,864	7,796	7,389
净负债比率	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
总负债比率	11%	11%	10%	9%

比率	2015	2016	2017E	2018E
EBITDA 利润率	82%	74%	82%	84%
净利润率	65%	55%	64%	66%
平均股本回报率	31%	19%	22%	23%
平均资产回报率	3.2%	2.4%	3.0%	3.4%
市盈率(倍)	35.1	49.5	38.9	33.5
市净率(倍)	11.1	9.3	8.5	7.7
EV/EBITDA	27.6	36.8	29.2	25.2
每股基本盈利(港元)	6.70	4.76	6.06	7.03
每股摊薄盈利(港元)	6.67	4.75	6.05	7.02
每股派息(港元)	5.94	4.25	5.40	6.25
股息收益率	2.5%	1.8%	2.3%	2.7%
每股净资产值(港元)	90%	90%	90%	90%

分部贡献				
现货分部	28%	26%	29%	30%
股本证券及金融衍生产品分部	18%	20%	18%	17%
商品分部	14%	15%	13%	12%
结算分部	36%	35%	35%	36%
平台及基础设施分部	4%	5%	5%	4%

主要假设	2015	2016	2017E	2018E
联交所的股本证券产品平均每日成交金额(十亿港元)	79.9	50.2	70.2	93.0
联交所的衍生权证、牛熊证及权证平均每日成交金额(十亿元)	25.7	16.7	15.8	17.0
联交所的平均每日成交金额(十亿元)	105.6	66.9	86.0	110.0
沪股通、深股通平均每日成交金额(人民币十亿元)	6.4	4.7	8.5	14.0
港股通平均每日成交金额(十亿港元)	3.4	4.1	9.5	15.0
港股通贡献	3.2%	6.1%	11.0%	13.6%
主板新上市公司数目	104	81	85	90
创业板新上市公司数目	34	45	80	42
联交所的衍生权证、牛熊证及权证平均每日成交金额(十亿元)	25.7	16.7	15.8	17.0
期交所的衍生产品合约平均每日成交张数	393,948	463,722	430,000	450,000
联交所的股票期权合约平均每日成交张数	374,346	297,903	420,000	520,000
LME 的金属合约平均每日成交量(手)	670,189	618,627	620,000	650,000

来源: 公司, 中国银河国际证券研究部

免责声明

此研究报告并非针对或意图被居于或位于某些司法管辖范围之任何人士或市民或实体作派发或使用，而在该等司法管辖范围内分发、发布、提供或使用将会违反当地适用的法律或条例或会导致中国银河国际证券(香港)有限公司(“银河国际证券”)及/或其集团成员需在该司法管辖范围内作出注册或领照之要求。

银河国际证券(中国银河国际金融控股有限公司附属公司之一)发行此报告(包括任何附载资料)予机构客户，并相信其资料来源都是可靠的，但不会对其准确性、正确性或完整性作出(明示或默示)陈述或保证。

此报告不应被视为是一种报价、邀请或邀约购入或出售任何文中引述之证券。过往的表现不应被视为对未来的表现的一种指示或保证，及没有陈述或保证，明示或默示，是为针对未来的表现而作出的。收取此报告之人士应明白及了解其投资目的及相关风险，投资前应咨询其独立的财务顾问。

报告中任何部份之资料、意见、预测只反映负责预备本报告的分析员的个人意见及观点，该观点及意见未必与中国银河国际金融控股有限公司及其附属公司(“中国银河国际”)、董事、行政人员、代理及雇员(“相关人士”)之投资决定相符。

报告中全部的意见和预测均为分析员在报告发表时的判断，日后如有改变，恕不另行通告。中国银河国际及/或相关伙伴特此声明不会就因为本报告及其附件之不准确、不正确及不完整或遗漏负上直接或间接上所产生的任何责任。因此，读者在阅读本报告时，应连同此声明一并考虑，并必须小心留意此声明内容。

利益披露

中国银河证券(6881.HK; 601881.CH)乃中国银河国际及其附属公司之直接或间接控股公司。

中国银河国际可能持有目标公司的财务权益，而本报告所评论的是涉及该目标公司的证券，且该等权益的合计总额相等或高于该目标公司的市场资本值的1%;

一位或多位中国银河国际的董事、行政人员及/或雇员可能是目标公司的董事或高级人员。

中国银河国际及其相关伙伴可能，在法律许可的情况下，不时参与或投资在本报告里提及的证券的金融交易，为该等公司履行服务或兜揽生意及/或对该等证券或期权或其他相关的投资持有重大的利益或影响交易。

中国银河国际可能曾任本报告提及的任何或全部的机构所公开发售证券的经理人或联席经理人，或现正涉及其发行的主要庄家活动，或在过去12个月内，曾向本报告提及的证券发行人提供有关的投资或一种相关的投资或投资银行服务的重要意见或投资服务。

再者，中国银河国际可能在过去12个月内就投资银行服务收取补偿或受委托和可能现正寻求目标公司投资银行委托。

分析员保证

主要负责撰写本报告的分析员确认 (a) 本报告所表达的意见都准确地反映他或他们对任何和全部目标证券或发行人的个人观点; 及 (b) 他或他们过往，现在或将来，直接或间接，所收取之报酬没有任何部份是与他或他们在本报告所表达之特别推荐或观点有关连的。

此外，分析员确认分析员本人及其有联系者(根据香港证监会持牌人操守准则定义)均没有(1) 在研究报告发出前30 日内曾交易报告内所述的股票; (2) 在研究报告发出后3个营业日内交易报告内所述的股票; (3)担任报告内涵盖的上市公司的行政人员; (4)持有报告内涵盖的上市公司的财务权益。

评级指标

买入：股价于12个月内将上升 >20%

沽出：股价于12个月内将下跌 >20%

持有：没有催化因素，由“买入”降级直至出现明确“买入”讯息或再度降级为立刻卖出

版权所有

本题材的任何部份不可在未经中国银河国际证券(香港)有限公司的书面批准下以任何形式被复制或发布。

中国银河国际证券(香港)有限公司 (中央编号: AXM459)

香港上环干诺道中111号永安中心20楼 电话: 3698-6888