

香港交易所 (0388.HK)

成交持续活跃将孕育投资机会

核心观点:

- **“3+5”：世界领先的交易所+结算所运营机构**

香港交易所旗下拥有 3 家交易所，5 家结算所，主要对包括股本证券，大宗商品，定息及货币等多种资产类别提供交易和结算等服务。

- **现货市场交易额是公司第一盈利驱动**

对港交所收入方式和盈利驱动进行梳理，我们认为：（1）交易额敏感业务的收入贡献超过 60%，其中，现货市场交易额是第一盈利驱动；（2）规模和牌照优势形成稳健的业绩基础。

- **体制、地理和牌照优势助力长期稳健发展**

港交所长期稳健发展前景，主要依托于：（1）具有成熟的国际金融中心体制；（2）特殊的互联互通地位；（3）IPO 制度改革走在亚洲交易所市场前列，新经济企业占比有望提升。（4）和国际交易所相比，港交所在香港市场有垄断的牌照优势。

- **谨慎增持评级，若日均成交金额持续活跃将孕育投资机会**

基于以下市场环境的判断：1) 互联互通持续活跃；2) 2018 年香港上市企业盈利预期正面；3) 港交所 IPO 新政实施；4) 2018 年一季度成交金额同比增速超过 90%，我们预期港股现货市场 2018 年成交金额能够增长 31%。在 2018 年-2020 年，港交所现货市场平均每日成交金额同比增长 31%、10%和 5%的假设下，我们预期港交所 2018-2020 年实现收入 155.3 亿港元、168.1 亿港元和 177.1 亿港元，分别同比增长 18%、8%和 5%；实现归母净利润 85.6 亿港元、97.0 亿港元和 102.1 亿港元，同比增长 21%、8%和 5%。目前公司市场价 255.8 港元，对应 2018 年 31 倍 P/E 和 8.3 倍 P/B，给予谨慎增持评级。此外，若港交所日均成交金额持续保持在高位，将带来更高的 2018 年盈利预期，对公司估值有正面影响。

- **风险提示**

公司的盈利核心假设为现货市场平均每日成交金额，该指标对市场环境敏感，受多种因素影响。其他风险因素还包括：交易所的国际竞争日趋激烈可能削弱港交所对上市公司的吸引力；交易所牌照如果放开可能削弱港交所竞争优势；新业务拓展不及预期可能影响港交所的增长前景。

	2014	2015	2016	2017	2018E	2019E
营业收入(百万港元)	13375	11116	13180	17529	19037	20078
增长率 (%)	36%	-17%	19%	33%	9%	5%
EBITDA	10085	7661	9614	12830	13933	14695
净利润(百万港元)	7956	5769	7404	10216	11101	11716
增长率(%)	54%	-27%	28%	38%	9%	6%
EPS	6.58	4.71	5.97	8.24	8.95	9.45
市盈率(P/E)	30.2	38.9	42.8	31.0	28.6	27.1
市净(P/B)	8.0	9.7	8.5	8.3	8.0	7.8

数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心（所有 EPS 按最新总股本计算）

公司评级

谨慎增持

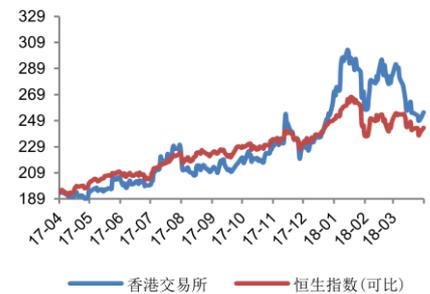
当前价格

255.80 港元

报告日期

2018-04-19

相对市场表现



分析师:

陈福 S0260517050001



0755-82535901



chenfu@gf.com.cn

分析师:

王雯 S0260518020002



0755-88261286



wangwen@gfgroup.com.hk

联系人:

陈韵扬 0755-82984511

chenyunyang@gf.com.cn

目录索引

“3+5”：世界领先的交易所+结算所运营机构	5
港交所业务拆分	6
五大运营分部和七类收入来源	6
现货市场交易额是第一盈利驱动	7
规模和牌照优势形成稳健的业绩基础	11
港交所发展优势	14
地理位置与成熟制度的天然禀赋	14
互联互通带来增长新机遇	16
IPO 改革敞怀新经济	20
交易所的国际比较	22
交易量是最重要驱动因素	22
高度竞争的欧美股票交易 VS 具有牌照垄断的港交所	23
盈利能力和分红比较	25
盈利预测	26
收入及成本假设	26
盈利预测	28
投资建议	29
同业比较	29
历史估值	30
投资建议	31

图表索引

图 1: 2017 年前 9 月全球交易所 IPO 公司数排名	6
图 2: 2017 年前 9 月交易所上市公司总市值排名 (万亿美元)	6
图 3: 港交所营业收入和同比增速 (百万港元)	7
图 4: 收入拆分: 按照运营分部	7
图 5: 收入拆分: 按业务来源	7
图 6: 收入重分类: 交易额敏感业务占绝对主导	9
图 7: 交收指示金额和现货市场交易量正相关	10
图 8: 交收指示金额和现货市场交易量高度拟合	10
图 9: 现货市场成交额和权证牛熊证成交额	10
图 10: 期权期货合约和衍生产品合约	10
图 11: 现货市场交易额和衍生品合约成交张数	11
图 12: 现货市场交易额和衍生品合约成交的回归分析	11
图 13: 衍生品市场上市费和新上市权证、牛熊证数目	11
图 14: 新上市权证、牛熊证和现货市场交易	11
图 15: 现货市场上市费及上市年费持续增长	13
图 16: 联交所上市公司数量持续增长	13
图 17: 市场数据费和存管、托管及代理人服务费稳健增长 (百万港元)	13
图 18: GFCI 得分前五城市排名 (香港第三)	14
图 19: GFCI 得分前五地区排名 (亚太地区第一)	14
图 20: 2017 年股票指数期货合约名义价值排名 (万亿美元)	15
图 21: 2017 年美元兑人民币 (离岸) 期货成交数对比 (万张)	15
图 22: 与国内 A 股市场相比机构投资者交易额占比高 (2016 年数据)	15
图 23: 现货市场中本地与中国内地投资者资金占比	15
图 24: H 股和红筹股对港股 IPO 集资额贡献约七成	16
图 25: H 股和红筹股成交金额占比	16
图 26: 沪深港通每日成交笔数逐渐增加	17
图 27: 沪港通深港通对业务的贡献占比提升	17
图 28: 银行间市场境外投资者数目	18
图 29: 银行间市场境外投资者债券持有量	18
图 30: 近 5 年 LME 收入贡献率、成交量与收入总额	19
图 31: 商品通构想	19
图 32: 中国高净值人群数量及增速	19
图 33: 中国私人可投资资产规模及增速	19
图 34: 香港是中国对外证券投资的重要目的地	20
图 35: 近期国家对外证券投资规模与投向变化	20
图 36: 近五年港股 IPO 新经济公司募资额占比	20
图 37: 各交易所过去十年新经济公司市值占比	20
图 38: 港股主板市值集中在金融、地产、工业行业 (2017 年末数据)	21
图 39: A 股、港股市值与成交金额占比对比 (2017 年末数据)	21

图 40: 洲际交易所集团 2017 年收入拆分	22
图 41: 芝加哥交易所集团 2017 年收入拆分	22
图 42: 纳斯达克 OMX 集团 2017 年收入拆分	23
图 43: 芝加哥期权交易所 2017 年收入拆分	23
图 44: 随着 ECN 的兴起, 纽交所和纳斯达克市占率下滑 (证券交易)	24
图 45: 美国股票交易三足鼎立	25
图 46: 具有地域牌照垄断优势的交易所分红比例 (%) 稳定	25
图 47: 港交所具有较高的净利润率 (%)	26
图 48: 现货市场平均每日成交金额 (月度数据, 十亿港币)	27
图 49: 港交所 5 年历史 PE	30
图 50: 港交所 5 年历史 PB	31
图 51: 历史月度 ADT 和 PE 显示出密切正相关	31
图 52: 港交所 5 年历史 P/ADT	31
表 1: 主要附属公司及业务范围	5
表 2: 公司业务盈利驱动梳理	8
表 3: 现货市场上市费及上市年份分档收费标准	12
表 4: 港交所与 A 股主板上市及融资要求对比	16
表 5: 深港通、沪港通、基金互认平台与 QFII 和 RQFII 的对比	17
表 6: A 股“CDR”模式与港交所“创业板”对比	21
表 7: 收入假设	27
表 8: 成本假设	28
表 9: 盈利预测	28
表 10: 不同现货市场平均每日成交金额假设下的收入利润敏感性分析	29
表 11: 现货市场成交金额和衍生品合约成交张数双变量假设下的归母净利润敏感性分析	29
表 12: 交易所历史估值比较	30

“3+5”：世界领先的交易所+结算所运营机构

香港交易所是全球市值最大的交易所集团之一，也是香港上市公司的一线监管机构。旗下拥有 3 家交易所，5 家结算所，主要对包括股本证券，大宗商品，定息及货币等多种资产类别提供交易和结算等服务。

2000 年，联交所，香港期货交易所，香港中央结算有限公司合并成立香港交易所，并于同年 6 月主板上市。

2012 年 12 月，香港交易所完成对伦敦金属交易所的收购，加快了对商品，货币及定息产品等新业务的拓展。

2013 年，香港场外结算有限公司成立，港交所持股 75%。

在稳健发展香港市场“证券+金融衍生品+结算”业务的同时，港交所于 2012 年 12 月全资收购 LME 伦敦金属交易所，将业务范围拓展至全球大宗商品领域。

此外，港交所依托于特殊的市场地位，不断增强和中国内地监管和市场机构的合作，分别于 2014 年 11 月和 2016 年 12 月，实现沪港通和深港通的开通。

表 1：主要附属公司及业务范围

交易所	业务范围
香港联合交易所（联交所）	股本证券，衍生权证，牛熊证，房地产投资信托基金，债务权证等
香港期货交易所（期交所）	股票指数期货，股票期货，利率期货，期权产品等
伦敦金属交易所（LME）	基本金属期权及期货
结算所	业务范围
香港中央结算（香港结算）	现货市场证券产品的结算交收，存管托管和代理人服务
香港期货结算（期货结算公司）	负责香港期货交易所的计算交收和托管服务
香港联合交易所期权结算所（联交所期权结算所）	负责股票期权交易的计算和交收服务
香港场外结算（场外结算公司）	场外衍生工具合约的结算和交收服务
LME Clear	伦敦金属交易所相关产品的结算和交收服务

数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

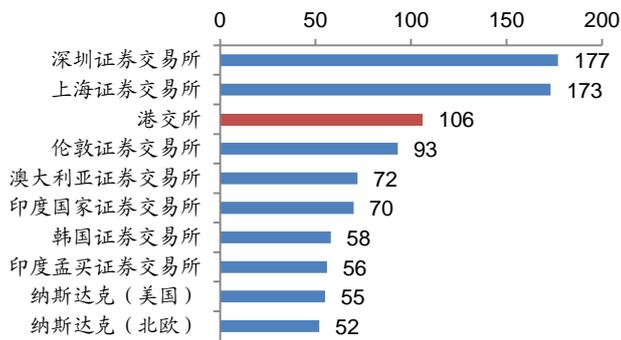
股权结构

公司的股权结构较为分散，香港特别行政区政府是公司大股东，并为持股比例超过 5% 的唯一股东，截止 2017 年 6 月末，持股比例 5.41%。

IPO 和市值排名全球交易所前列

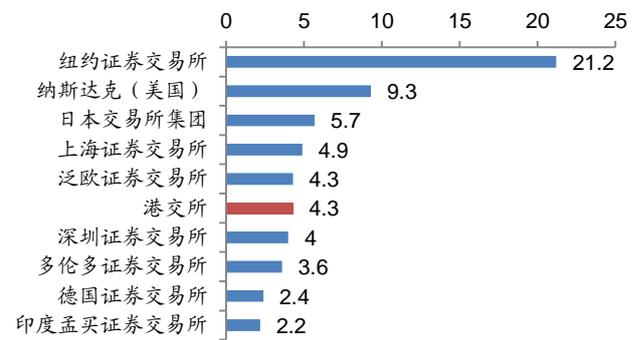
联合交易所从创始初期历经多次牛市、股灾，日趋成熟，截至 2017 年底共有上市公司 2118 家。自 2003 年至今，联交所上市港股市值增长近 500%，除去受 2008 年全球金融危机和 2011 年欧债危机影响蒸发部分市值外，近年来联交所稳步发展。根据 2017 年前 9 月数据，港交所 IPO 公司数量 106 家，全球交易所中排名第三位，是全球 IPO 最活跃的交易所之一；总市值 4.3 万亿美元，全球交易所排名第六位。

图 1: 2017 年前 9 月全球交易所 IPO 公司数排名



数据来源: WFE, 广发证券发展研究中心

图 2: 2017 年前 9 月交易所上市公司总市值排名 (万亿美元)



数据来源: WFE, 广发证券发展研究中心

港交所业务拆分

五大运营分部和七类收入来源

按照业务部门划分, 港交所的收入来自于五大运营分部: **现货市场、股本证券及金融衍生产品分部、商品分部、结算分部和平台及基础设施**。此外, 公司项目不属于业务分部, 主要包括中央收益和中央成本, 予以单列。其中, 结算分部收入贡献最高, 2017 年占比 37%, 其次是现货市场、衍生品市场和商品市场, 分别贡献 26%、17% 和 11%。

现货市场 包括在联交所以及透过沪港通深港通在上海证券交易所及深圳证券交易所买卖的股本证券产品, 这些产品的市场数据销售以及其他相关业务。业务收入主要来源为股本证券产品的交易费、交易系统使用费、上市费以及市场数据费。

股本证券及金融衍生产品分部 是包括股票及股市指数期货及期权、衍生权证、牛熊证及权证等金融衍生品的交易平台, 并提供相关市场数据的销售。业务收入主要来自于衍生产品的交易费、交易系统使用费、上市费及市场数据费。

商品分部 包括伦敦金属交易所 LME 的运作, 内地新设的前海联合交易中心的发展, 以及香港期交所的亚洲商品合约。业务收入主要来自商品的交易费、商品市场数据费以及附带业务的收费

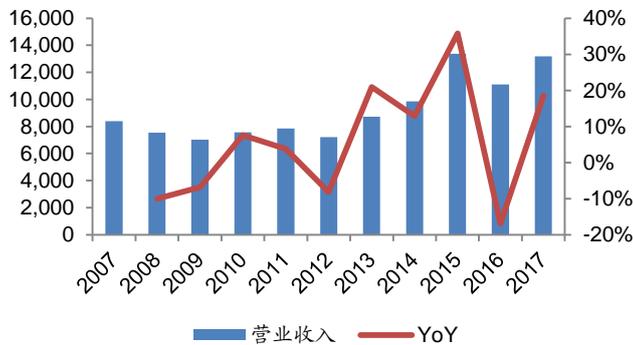
结算分部 指港交所控股的五家结算公司的运作, 业务收入主要来自于提供结算、交收、存管、托管和代理人服务, 以及保证金于结算所基金所获得的投资收益净额。

平台及基础设施 指所有让用户使用集团的平台及基础设施而提供的服务, 业务收入主要来自网络及终端机用户收费、数据专线及软件分判牌照费以及设备托管服务收费

公司项目包括中央收益 (包括公司资金的投资收益净额) 及中央成本 (向所有营运分部提供中央服

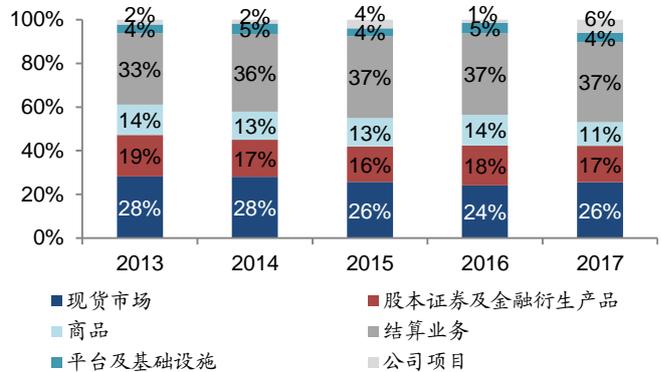
务的支援功能的成本、融资成本及不直接与任何营运分部相关的其他成本)

图 3: 港交所营业收入和同比增速 (百万港元)



数据来源: 公司公告、广发证券发展研究中心

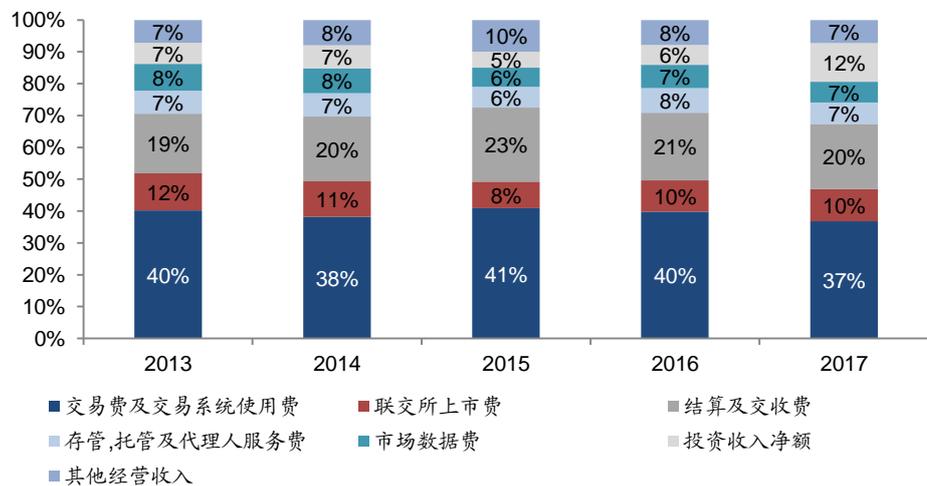
图 4: 收入拆分: 按照运营分部



数据来源: 公司公告、广发证券发展研究中心

按照业务结构的来源, 港交所的收入主要来自于七类: 交易费及交易系统使用费、联交所上市费、结算及交收费、存管、托管及代理人服务费、市场数据费、投资收入净额和其他经营收入。2017年, 交易费及交易系统使用费收入贡献最高, 占比约37%; 其次为结算及交收费, 2017贡献收入占比约为20%。从近五年趋势来看, 公司投资收入净额增长较快, 从2016年的6%的比重上升至2017年的12%, 主要是公司对投资策略进行了一定调整。

图 5: 收入拆分: 按业务来源



数据来源: 广发证券发展研究中心

现货市场交易额是第一盈利驱动

为了进一步解析公司业务的盈利驱动因素, 我们对公司不同业务和部门来源的收入, 按照收入方式和盈利驱动进行了进一步梳理, 并划分为五个类别, 包括: 现货市场交易量、衍生品交易量 (包括股本证券及金融衍生品)、商品市场交易量、稳健增长业务和其他经营收入。

表 2: 公司业务盈利驱动梳理

	收入占比 (2017)	收入方式	盈利驱动	归类	
现货市场	交易费及交易系统使用费	15%	交易系统使用费: 按照每宗交易双边收取 交易费: 按照交易金额的比例收取	现货市场交易量	现货市场交易量
	联交所上市费	6%	首次及其后发行上市费: 按照发行证券市值计算 上市年费: 每年按照证券面值计算	现货市场上市年费占主导, 主要取决于市场存量	稳健增长业务
	市场数据费	4%	按照数据产品收费	取决于基础设施升级和港交所定价	稳健增长业务
	其他收入-经营	1%		占比相对稳定	其他经营收入
股本证券及金融衍生产品	交易费及交易系统使用费	11%	交易费: 按照不同细分品种的合约张数收取	衍生品交易量	衍生品交易量
	联交所上市费	4%	首次及其后发行上市费: 按照发行证券市值计算 上市年费: 每年按照证券面值计算	衍生品市场上市费占主导, 衍生产品上市主要受衍生产品交易量影响	衍生品交易量
	市场数据费	1%	按照数据产品收费	取决于基础设施升级和港交所定价	稳健增长业务
	其他收入-经营	0%		占比相对稳定	其他经营收入
商品	交易费及交易系统使用费	8%	交易费: 按照不同细分品种的合约张数收取	商品市场交易量	商品市场交易量
	市场数据费	1%	按照数据产品收费	取决于基础设施升级和港交所定价	稳健增长业务
	其他收入-经营	1%		占比相对稳定	其他经营收入
结算业务	交易费及交易系统使用费	2%	划拨自衍生品部门	衍生品交易量	衍生品交易量
	结算及交收费	20%	结算费: 类似于交易费, 包括现货市场、衍生品和 LME 分部, 按照交易笔数或张数收费 交收费: 按照成交金额收取 (包括: 经中央结算系统处理之联交所交易和经中央计算机系统处理的交收指示)	取决于现货市场、衍生品和商品市场交易量, 其中现货市场交易量影响最大	现货市场交易量、衍生品交易量和商品市场交易量
	存管、托管及代理人服务费	7%	证券账户相关服务费, 例如登记过户费、履行权责服务费等	较为稳健	稳健增长业务
	投资收入净额	6%	主要为保证金	银行存款为主, 收益率较低	稳健增长业务
	其他收入-经营	1%		占比相对稳定	其他经营收入
平台及基础设施	其他收入-经营	4%	网络及终端机用户收费、数据专线及软件分牌牌照费以及设备托管服务收费等	稳健增长	其他经营收入
公司项目	投资收入净额	6%		投资资产的种类收益率	稳健增长业务
	其他收入-经营	0%		占比相对稳定	其他经营收入

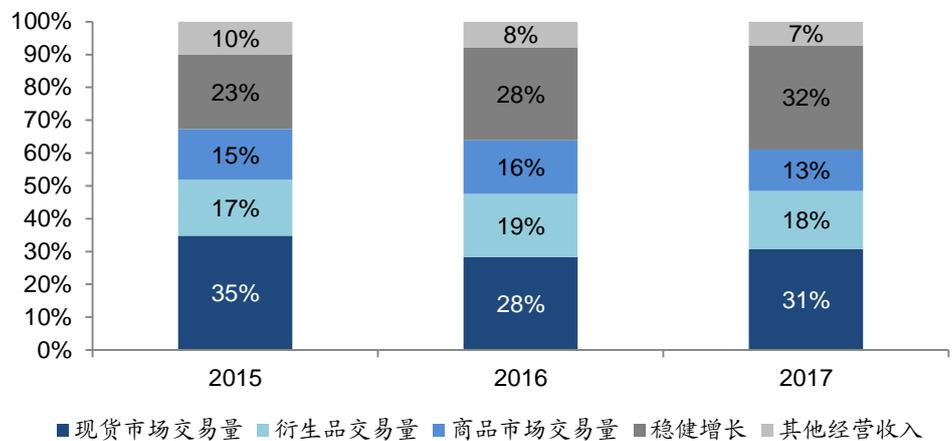
数据来源: 公司数据、广发证券发展研究中心

交易量敏感业务占绝对主导

重分类以后，我们可以看出，公司一半以上的收入来源于交易量敏感业务。2017年，现货市场交易量、衍生品交易量和商品市场交易量驱动的业务收入占比分别为：31%、18%和13%，合计占比61%。其中，结算分部下的结算费按照现货交易结算费、衍生品交易结算费和商品交易结算费细分归入三大市场；交收费受交收指示金额主导，而交收指示金额也主要受现货市场交易量影响，因此亦归入现货市场交易量驱动业务。

另一方面，稳健增长型业务的比例有所上升，从2015年23%的占比增长至2017年的32%。稳健增长型业务得益于牌照带来的垄断优势和规模效应，其主要收入来源包括：现货市场的联交所上市费、市场数据费（现货、衍生品和商品市场）、结算运营分部的存管、托管及代理人服务费，和公司的投资收入净额。

图6：收入重分类：交易额敏感业务占绝对主导



数据来源：公司数据，广发证券发展研究中心

1) 现货市场交易量是第一盈利驱动

2017年，来自现货市场的交易费和交易系统使用费在总收入中的占比仅为15%，但这只是受现货市场交易量驱动最直观的一项收入来源。通过对收入的梳理和重分类，我们认为现货市场交易量是港交所业绩的第一盈利驱动。这主要是因为：

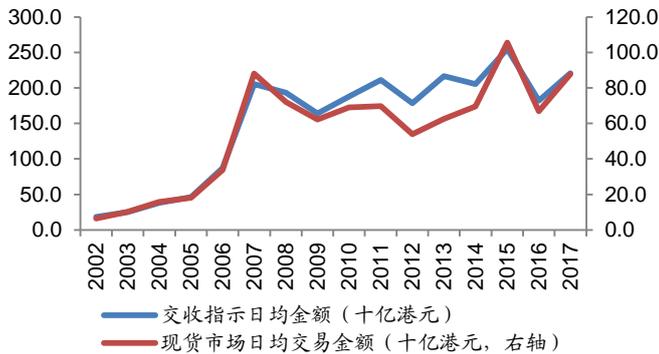
1) 交收指示金额与现货市场交易量高度相关

交收费为港交所控制下的中央结算系统收取。中央结算系统的交收业务可按照交易性质分为三类，包括：经中央结算系统处理之联交所交易，经中央结算系统处理之交收指示，和经中央计算系统处理的投资者交收指示。前两者按照交易金额收取，最后一项为免费。

交收费主要受交收指示金额影响。业务逻辑上，交收指示依然是中央结算系统中证券转移方式的一种，因此交收金额受现货市场证券成交量的影响。数据上，从2002年至2017年，中央结算系统交收指示日均金额从186亿港元增长至2205亿港元，同期现货市场日均交易金额从65亿港元增长至878亿港元。从这15年的历史数据来看，交收指示日均金额和现货市场日均交易金额的正相关性非常明显；线性回归的角度，交收指示日均金额和现货市场日均交易金额的拟合度达到93%。因此，我们在收入

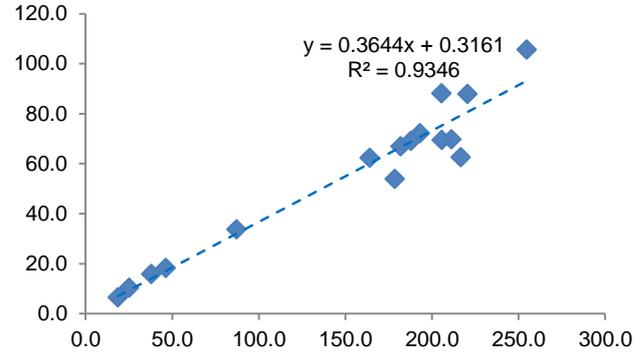
重分类中，将交收费归入现货市场交易量驱动业务。

图 7: 交收指示金额和现货市场交易量正相关



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

图 8: 交收指示金额和现货市场交易量高度拟合



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

2) 衍生品市场交易量和现货市场交易量相关显著

公司衍生品市场 (股本证券及金融衍生产品分部) 包括联交所上市的权证、衍生权证和牛熊证, 期交所的衍生产品合约和联交所的股票期权合约。其中, 联交所上市的权证、衍生权证和牛熊证以股票为标的金融衍生产品, 其成交金额在逻辑上应该与现货市场成交量正相关。从过去十年权证、衍生权证和牛熊证的平均每日成交金额与联交所平均每日成交金额来看, 两者基本同涨同跌, 印证了较强的正相关性存在。

而衍生品合约平均成交张数 (期交所的衍生产品合约平均每日成交张数和联交所的股票期权合约平均每日成交张数之和) 从2002年的11,029千张增长至2017年的214,845千张, 一方面受现货市场成交额的影响: 以各类股票指数和个券为标的的衍生品合约占据重要地位; 2002-2017年, 现货市场交易额和衍生品合约成交张数呈现出比较明显的相关性, 拟合优度达到76%。另一方面, 衍生产品合约品种的开发和丰富, 以及境外资金对人民币资产相关风险管理工具的需求, 使港交所衍生品合约成交量呈现总体上升趋势。

我们认为权证、衍生权证和牛熊证成交金额, 期交所衍生品产品合约成交张数和联交所股票期权合约成交张数三个指标, 已经全面概括了公司衍生品市场交易量。综合来看, 衍生品市场众多产品以现货市场证券为标的资产, 其交易量受到现货市场行情的主导影响, 在数据端也呈现出和现货市场交易量的显著正相关。

图 9: 现货市场成交额和权证牛熊证成交额

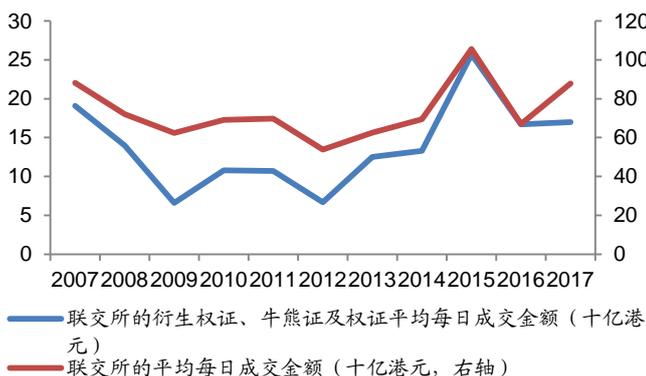
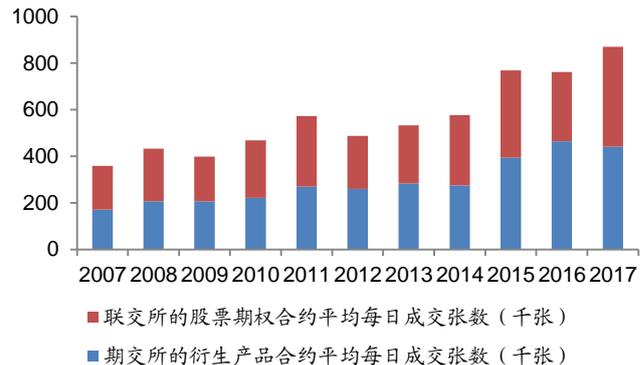


图 10: 期权期货合约和衍生产品合约

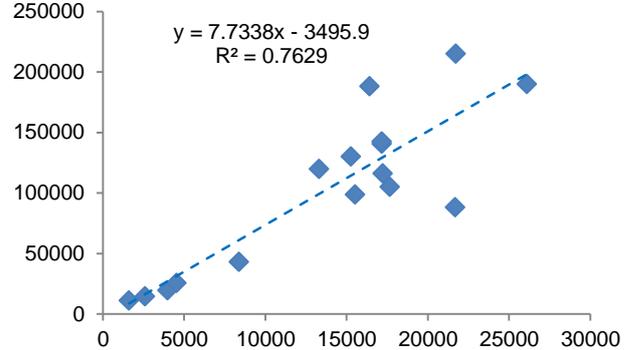
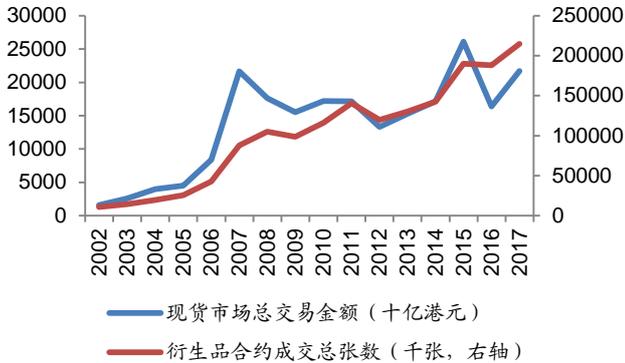


数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

图 11: 现货市场交易额和衍生品合约成交张数

图 12: 现货市场交易额和衍生品合约成交的回归分析



数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

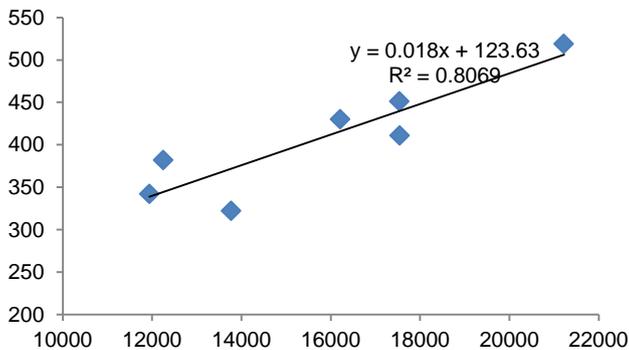
数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

3) 衍生品市场上市费和现货市场交易量正相关

上市费包括首次及其后发行的上市费和上市年费。对于衍生品市场而言，首次及其后发行的上市费在总衍生品市场上市费中的占比长期高于99%，这是由于绝大多数衍生品都具有一定的期限特征，到期后就不再存续。从回归分析来看，2011年-2017年数据表明，新上市权证、牛熊证数目和衍生品市场上市费高度相关。而从2009-2017年数据来看，当联交所的交易活跃度增加，也会带动新上市权证、牛熊证数目增加。两者表现出同涨同跌的正相关。

图 13: 衍生品市场上市费和新上市权证、牛熊证数目

图 14: 新上市权证、牛熊证和现货市场交易



数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

规模和牌照优势形成稳健的业绩基础

归为稳健增长类业务主要收入来源包括：现货市场的联交所上市费、市场数据费（现货、衍生品和商品市场）、结算运营分部的存管、托管及代理人服务费、公司的投资收入净额，和平台及基础设施下的其他经营收入。

规模效应带来现货市场联交所上市费的稳健增长

联交所上市费包括首次及其后发行的上市费和上市年费。新申请人发行股本证

券，需于提交上市申请表的同时，缴纳首次上市费用。上市发行每年均需缴纳上市年费，首次上市时需一次性预先缴纳上市年费。上市费和上市年费均需按档缴纳，但前者是依据将上市的股本证券市值分档，后者是根据将上市的证券面值分档。

表3: 现货市场上市费及上市年份分档收费标准

主板市场			主板市场		
将上市的股本证券市值(百万港元)		首次上市费(港元)	上市股本证券的面值(百万港元)		上市年费(港元)
不超过	100	150,000	不超过	200	145,000
	200	175,000		300	172,000
	300	200,000		400	198,000
	400	225,000		500	224,000
	500	250,000		750	290,000
	750	300,000		1,000	356,000
	1,000	350,000		1,500	449,000
	1,500	400,000		2,000	541,000
	2,000	450,000		2,500	634,000
	2,500	500,000		3,000	726,000
	3,000	550,000		4,000	898,000
	4,000	600,000		5,000	1,069,000
	5,000	600,000	超过	5,000	1,188,000
超过	5,000	650,000			
创业板			创业板		
将上市的股本证券市值(百万港元)		首次上市费(港元)	上市股本证券的面值(百万港元)		上市年费(港元)
不超过	100	100,000	不超过	100	100,000
	1,000	150,000		2,000	150,000
超过	1,000	200,000	超过	2,000	200,000

数据来源: 公司数据, 广发证券发展研究中心

将上市的股本证券市值越大, 所需缴纳的上市费越高; 存量证券面值越大, 所需缴纳的上市年费越高。前者受市场行情和交易量影响, 市场估值越高交易越活跃, 现货市场新上市融资额越高。而后者受市场存量股票数影响, 随着港交所上市的公司数量逐步增加, 规模效应决定了上市年费在现货市场的总上市费中占据主导地位。

从历史数据来看, 现货市场上市费及上市年费呈持续稳健增长趋势, 从2011年的5.62亿港元增长至2017年的8.03亿港元, 复合增长率约为6%。其中, 占主导地位的是上市年费, 占比从2011年的79%上升至2017年的85%, 是稳健增长趋势的主要贡献者。而同期, 联交所上市公司的数量从2011年末的1496家稳健增长至2017年末的2118家, 复合增长率和总上市费相当, 亦约为6%。

图15: 现货市场上市费及上市年费持续增长



数据来源: 公司数据, 广发证券发展研究中心

图16: 联交所上市公司数量持续增长



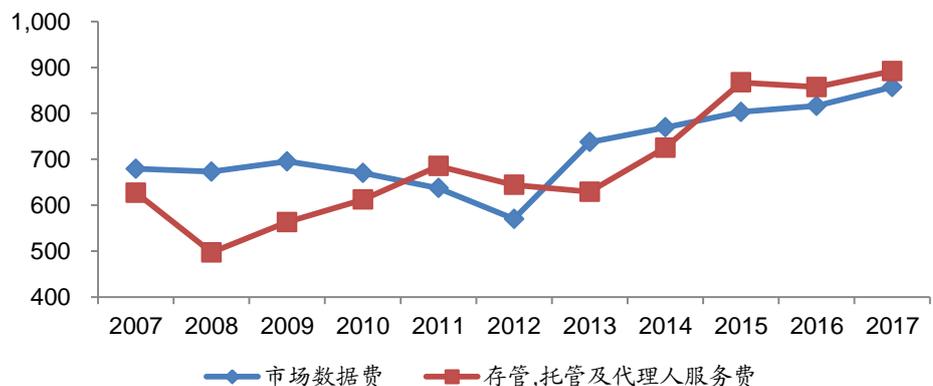
数据来源: 广发证券发展研究中心

牌照优势带来市场数据费和存管、托管及代理人服务费的稳健增长

市场数据费来自公司为现货市场、衍生品市场和商品市场提供的各类实时数据、历史数据和参考数据产品, 系统设施包括“香港交易所领航星”市场数据平台-证券市场 (OMD-C)、内地市场数据枢纽-证券市场 (OMD-MMDH)、“香港交易所领航星”市场数据平台-衍生产品市场 (OMD-D)、证券及衍生产品市场综合网络 (SDNet/2) 等。市场数据费的收取依托于交易数据在港交所旗下现货、衍生品和商品市场的汇集, 由于港交所交易结算功能在香港市场的垄断地位, 市场数据费事实上依赖于港交所牌照建立起来的护城河优势。2017年, 公司市场数据费收入为8.57亿港元, 在过去十年 (除去2011-2012年), 基本维持了稳健增长的趋势, 年均复合增长率约为2.4%。

存管、托管及代理人服务费来自港交所旗下的中央结算系统为市场参与者提供证券相关的存管、托管和代理服务, 例如登记过户费、履行权责服务费等。存管、托管及代理服务一方面依托于港交所旗下结算牌照带来的护城河优势, 另一方面也受益于公司覆盖的证券品种增加带来的规模效应。2017年, 公司存管、托管及代理人服务非收入为8.92亿港元, 在过去十年也保持了较为稳健增长的趋势, 年均复合增长率约为3.6%。

图17: 市场数据费和存管、托管及代理人服务费稳健增长 (百万港元)



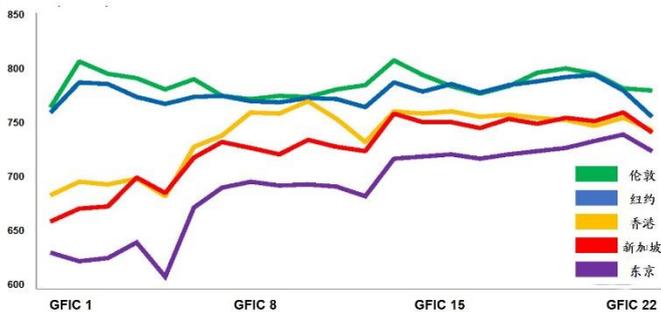
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

港交所发展优势

地理位置与成熟制度的天然禀赋

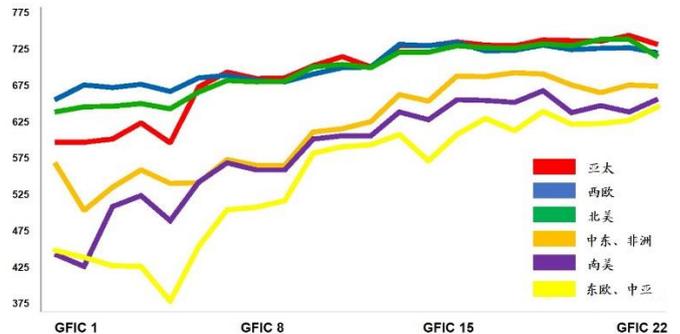
1、处于成熟国际金融中心，体制完善。香港税制简单，无外汇管制，资金与信息自由流通，法制完善，在制度建设上具备优势。根据金融智库Z/Yen发布全球金融中心指数（GFCI）报告，综合对竞争力、基础建设、人才队伍、国际市场准入等多因素排名所得，香港已连续多年稳居世界前五。在2017年9月最新发布报告中，香港排名仅次于纽约与伦敦，位居世界第三、亚洲第一，力压新加坡与东京。

图18: GFCI得分前五城市排名（香港第三）



数据来源：全球金融中心指数报告（注：GFCI每半年发布一期，GFCI1为2007年3月发布，GFCI22为2017年9月发布；右图同）、广发证券发展研究中心

图19: GFCI得分前五地区排名（亚太地区第一）

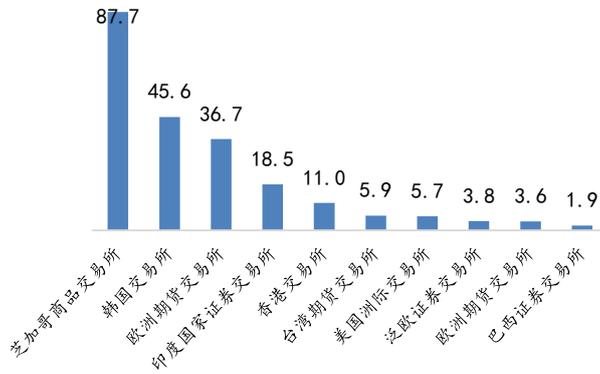


数据来源：全球金融中心指数报告、广发证券发展研究中心

2、成熟交易市场：交易品种齐全，投资者多元。香港的期货与证券交易均由港交所完成，涵括包括股票、衍生工具、基金、债券、商品等多类产品及金融衍生品，从股指期货期权合约名义价值排名看，港交所位列全球第五，2017全年期货及期权合计成交2.15亿张，其中股票指数期货期权1.1亿张，名义价值达11万亿美元，其中恒指期货占比近80%，在国际市场中具重要影响力。

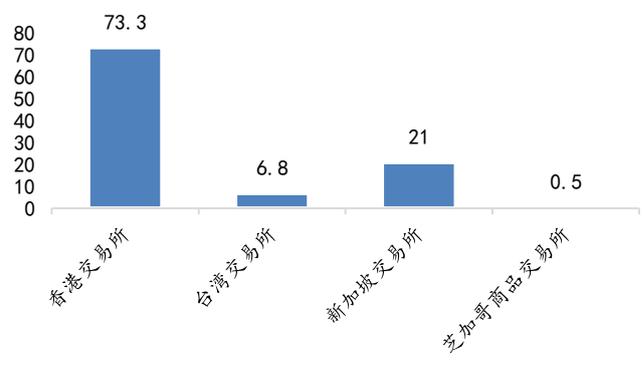
此外，作为人民币最重要离岸市场，香港市场是人民币衍生品交易最活跃场所。以美元兑人民币（离岸）期货为例，交易场所集中在港交所、新加坡交易所、台湾期货交易所及芝加哥商品交易所，而截止2017年，港交所完成美元兑人民币（离岸）期货合约73.3万张，远高于其他交易所交易量之和。

图20: 2017年股票指数期货合约名义价值排名(万亿美元)



数据来源: WFE、广发证券发展研究中心

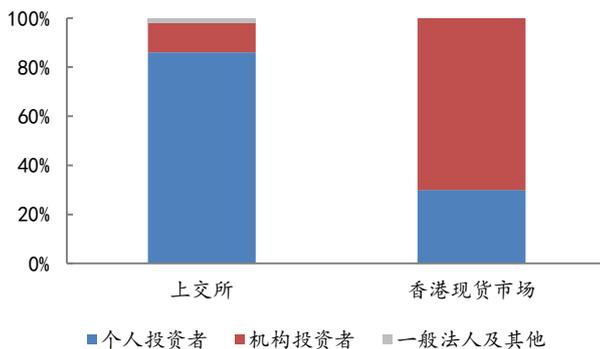
图21: 2017年美元兑人民币(离岸)期货成交数对比(万张)



数据来源: WFE、广发证券发展研究中心

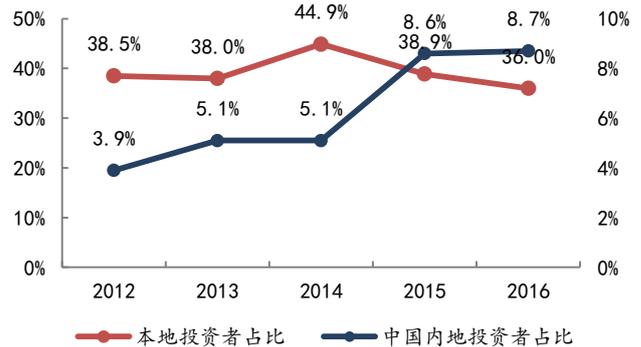
3、现货市场参与者以机构投资者为主, 内地投资者比重不断上升。作为成熟的市場, 香港现货市場以机构投资者为主要交易参与者, 与国内A股以个人投资者为主不同。根据港交所资料, 2016年香港现货市場中, 机构投资者交易额占比为70%, 个人投资者交易额占比为30%; 而根据上交所年鉴, A股中的专业机构交易额占比为12%, 自然人投资者交易额占比为85%。而中国内地投资者的交易额占比持续上升, 在2016年已超过美国, 成为外地投资者第一大来源。

图22: 与国内A股市场相比机构投资者交易额占比高(2016年数据)



数据来源: 港交所年报、上交所年鉴、广发证券发展研究中心

图23: 现货市场中本地与中国内地投资者资金占比



数据来源: 港交所年报、广发证券发展研究中心

4、上市制度具吸引力, 内地企业到香港上市热情不减。与大陆上市审批制度相比, 由于香港上市采取注册制, 因此IPO流程审批时间短, 首次上市融资与再融资额度不限, 股票锁定期短等, 与A股市场上市制度相比具备相对优势。

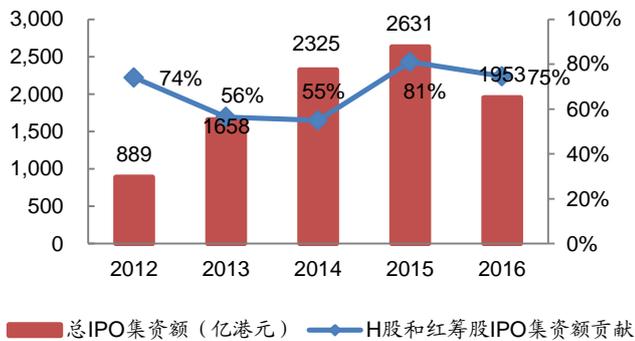
表4: 港交所与A股主板上市及融资要求对比

对比方面	港交所主板	A股主板
审核方式	注册制	核准制
平均需时	4个月-12个月	24个月-36个月
盈利能力要求	三年累计盈利≥5000万港元(最近一年不 低于2000万港元)	最近三年净利润为正数且累计盈利 ≥3000万元人民币
再融资时间间隔	6个月	18个月
股权锁定期	控股股东自股票上市后12个月内公司不 得失去控股地位	控股股东和实际控制人自股票上市 之日起3年内不得转让
其他	接受同股不同权企业上市	“新经济企业IPO门槛降低”，考 虑允许通过CDR方式第二上市

数据来源: 港交所官网、证监会、广发证券发展研究中心

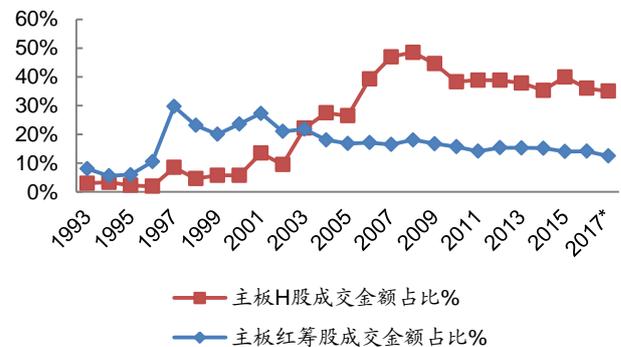
相对便捷与成熟的二级市场吸引了大量中资企业到香港融资: 从2016年IPO集
资额看, H股和红筹股贡献比为75%, 且近年来一直维持在50%-80%高位。而从市
场交易金额看, 2006年以来, 港交所主板H股成交额占主板总成交额约40%, 红筹
股成交额的贡献平均在约15%。两者合计对港交所交易成交金额贡献超过半数。

图24: H股和红筹股对港股IPO集资额贡献约七成



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

图25: H股和红筹股成交金额占比



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

互联互通带来增长新机遇

1、**互联互通机制完善, 发挥两地协同效应。**香港是内地对外联通的重要平台, 近年内地资产管理行业发展迅猛, 资金多元配置需求加强, 而在互联互通机制不断完善, 渠道通畅下, 将有更多资金通过香港进入海外市场。此外, 中国影响力不断加强, 中概股将更多被纳入配置, 海外资金进场, 亦将为港交所带来更大流量。

沪港通、深港通单日投资额度已大幅放宽, 有望进一步放宽投资标的与投资者

准入限制。2014年11月与2016年8月，沪港通与深港通相继运行，作为进一步推动资本市场对外开放与人民币国际化的重要布局。与QFII、RQFII制度相比，沪深港通免去定期额度申请及锁定期的限制，且放宽投资者准入门槛，进一步释放两地资金配置需求与投资机会。

表 5: 深港通、沪港通、基金互认平台与 QFII 和 RQFII 的对比

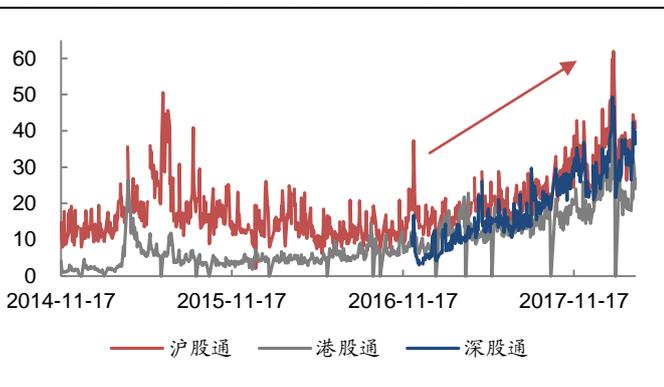
指标	深港通	沪港通	基金互认服务平台	QFII (截止 2017 年 12 月 27 日)	RQFII (截止 2017 年 12 月 27 日)
投资方向	双向	双向	双向	单向	单向
投资额度	深股通单日额度 520 亿, 港股通单日额度 420 亿;	沪股通单日额度 520 亿, 港股通单日额度 420 亿	净汇出或净汇入规模等值不超过 3000 亿元人民币	逐一批准, 目前额度为 971.59 亿美元	逐一批准, 目前额度为 6050.62 亿元人民币
投资标的	深证成份指数及深证中小创新指数的成份股 (考察截止日前六个月 A 股日均市值不低于人民币 60 亿元); A+H 股上市公司在深交所上市的 A 股	上证 180 指数成份股; 上证 380 指数成份股; A+H 股上市公司的上交所上市 A 股	成立 1 年以上, 规模不低于 2 亿元人民币或等值外币, 不以内地市场为主要投资方向, 在内地的销售规模占基金总资产的比例不高于 50% 的股票型、混合型、债券型及指数型 (含 ETF) 基金	1. 股票 (普通股、优先股); 2. 债券 (国债、国债预发行、地方政府债、公司债券、企业债券、可转换公司债券、分离交易可转换公司债券、可交换公司债券、中小企业私募债、政策性金融债、次级债); 3. 基金 (ETF、封闭式基金、开放式基金、货币市场基金); 4. 权证; 5. 资产支持证券;	
额度计价货币	人民币	人民币	人民币	美元	人民币
投资者	个人投资者可参与	个人投资者可参与		限机构投资者	限机构投资者
跨境资金管理	留存资金原路返回, 无锁定期	留存资金原路返回, 无锁定期	无	可以留在中国市场, 锁定期 3 个月	可以留在中国市场, 锁定期 3 个月

资料来源: 中国人民银行、国家外汇局、证监会、港交所、广发证券发展研究中心

沪深港通单日交易限额扩大为原来四倍，机制完善与认可度提升蕴藏机遇。2018年4月11日，两地证监会宣布进一步扩大互联互通机制单日额度限制，沪股通及深股通每日额度从原来130亿元上调至520亿元，港股通每日额度从人民币105亿元上调至人民币420亿元。额度富余为两地资金流通提供充足交易空间，未来仍有望扩大现有的投资标的范围、降低投资者进入门槛等，进一步完善互联互通机制。

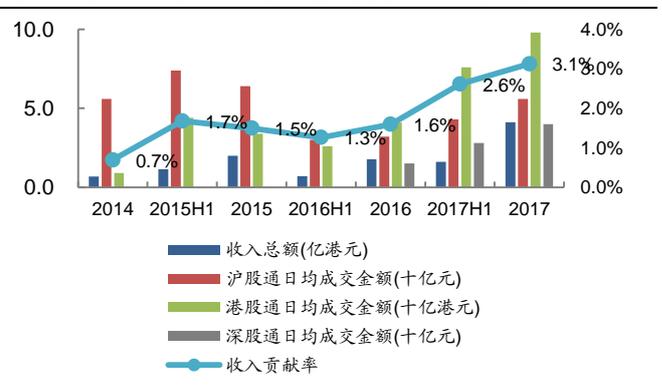
此外，随着投资者对两地市场与交易制度理解的进一步加深，投资意愿与活跃度将有所提升，在获取投资收益同时实现汇率避险、分散投资等功能。从港交所年报披露看，2017年沪港通深港通对业务贡献已稳步提升至3.1%，随着交易范围扩大与标的持续丰富，对营收增长的贡献仍有较大提升空间。

图 26: 沪深港通每日成交笔数逐渐增加



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

图 27: 沪港通深港通对业务的贡献占比提升



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

2、海外指数纳入A股的，香港将成为海外指数和资金进出内地市场重要平台

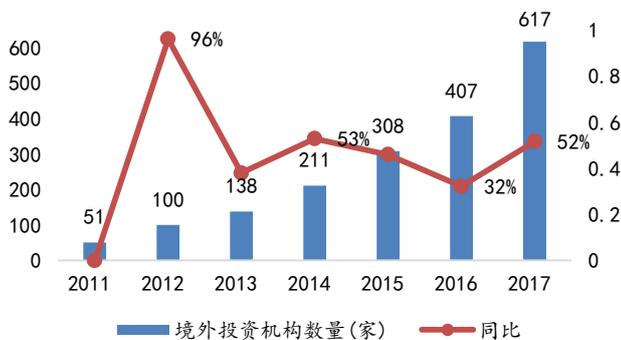
2017年6月, MSCI官方宣布将中国A股纳入新兴市场指数, 2018年5月启动后, 将可以通过沪港通与深港通交易名单内A股标的。MSCI是全球重要追踪指数, 其对大量海外资金进入A股市场作出具有启发性的创新尝试。虽然按首阶段市值5%纳入比例计算, A股纳入MSCI新兴市场指数初始预计引入增量资金规模仅千亿元人民币规模, 与当前港交所日均交易额相比量较小, 但其作为联通境内外资金的重要枢纽角色进一步强化。未来或有更多海外指数和资金通过香港进出境内市场, 长远看港交所将有望受益。

3、未来有望进一步实现债券通、商品通，丰富互联互通品种

互联互通机制延伸至债券市场。2017年7月, “债券通”北向端启动, 境外投资者可通过互通机制投资内地银行间债券市场。与现有QFII与CIBM制度相比简化了开户与交易流程, 提供更便捷进入内地债市的通道。有助于进一步刺激资金在两地流动, 拓宽市场对更多利率与外汇衍生品工具产品需求。

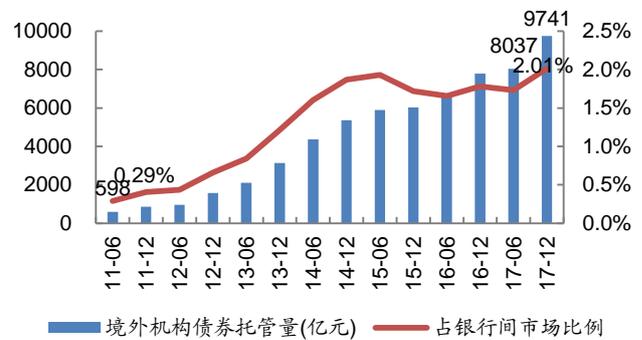
根据债券通公司披露, 截至2017年10月底, 开通三个月内注册使用债券通的境外投资者数目已增至 200名, 超过合格QFII计划总数三分之一。根据公司2017年年报数据, 债券通推出后, 外国投资者在中国银行间债券市场本地债务证券的整体持有量已达人民币9741亿元, 较2017年中旬提升21%。

图28: 银行间市场境外投资者数目



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

图29: 银行间市场境外投资者债券持有量



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

发力补充商品业务短板。2012年12月, 港交所耗资近167亿港元完成收购伦敦金属交易所, 完成商品业务短板的补充。从近5年数据来看, LME成交量较为稳定, 收入总额逐步提升, 截止2017年年底LME的金融合约收入总额为14.4亿港元 LME贡献收入近10.9%, 较往年有所下降, 主要是由于战略项目(设立前海交易中心)产生的费用、信息技术费用及LME营运费用增加。

借鉴LME模式在境内成立的前海联合交易中心(QME), 补充在岸大宗交易市场的服务, 共同构成大宗商品业务板块中的现货部分。此外, 仍在推进的商品通, 通过“伦港通”及“现货通”, 将LME交易通过香港平台引入亚洲市场, 同时联通

境内外大宗商品市场，全面构建商品交易架构。

图30: 近5年LME收入贡献率、成交量与收入总额



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

图31: 商品通构想

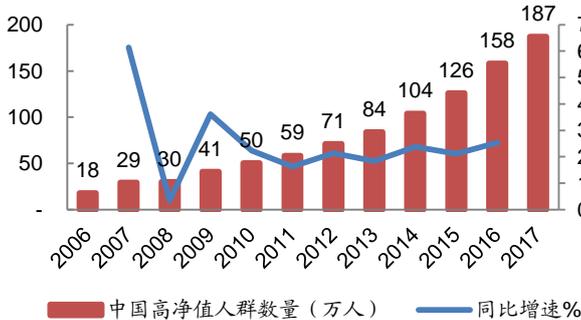


数据来源: 公司公告、广发证券发展研究中心

4、互联互通契合中国投资者与日俱增的海外配置需求

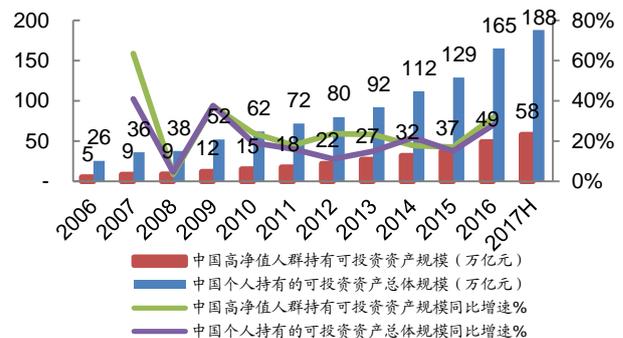
中国高净值人群（指资产净值在600万人民币/100万美元资产以上的个人）保持快速增长，截至2017年6月，中国的高净值人群数量持续增长数量达到187万，同比增长率维持在约20%，且该群体持有的可支配投资资产规模也在稳步递增。除了高净值人群群体，国内普通投资者可支配的投资资产于2017年6月达到188万亿元人民币，同比增长约14%。未来一段时间内，国内投资者对于资产的投资需求，特别是海外配资需求将保持较快增长。

图32: 中国高净值人群数量及增速



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

图33: 中国私人可投资资产规模及增速

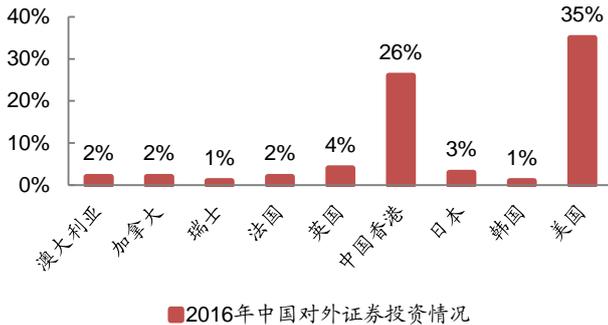


数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

作为中国最大的离岸交易市场，香港是内地资本与海外连接的重要通道。根据国家外汇管理局披露的数据，2016年中国离岸证券投资中有26%的资产流向香港，仅次于美国，自有数据记录以来，投向香港市场的金额从2015年上半年495亿美元持续提升至2017年上半年1223亿美元，占比达29%，平均年复合增长率近57%，逐步趋近首位美国。中国对外证券投资规模在2017年上半年达4206亿美元，近两年平均年复合增速21%，占年化GDP比重从2015年上半年2.7%提升至2017年上半年3.3%。

假定2017年末占比保持在3.3%-3.5%区间，按2017年全年GDP为82.71万亿元人民币（约13.27亿美元）计算，即年末中国对外证券投资规模有望达4400-4600亿美元。在互联互通机制进一步成熟两地连通加深，假定投向香港资产占比进一步提升至30%-35%，即将有1320-1610亿美元资金投向香港，较2017年上半年新增100-400亿美元（约650-2500亿元人民币）资金。展望连通机制完善与海外投融资需求旺盛，流向香港的资金将持续增长，港交所将是最直接的受益者。

图34: 香港是中国对外证券投资的重要目的地



数据来源: 国家外汇管理局、广发证券发展研究中心

图35: 近期国家对外证券投资规模与投向变化

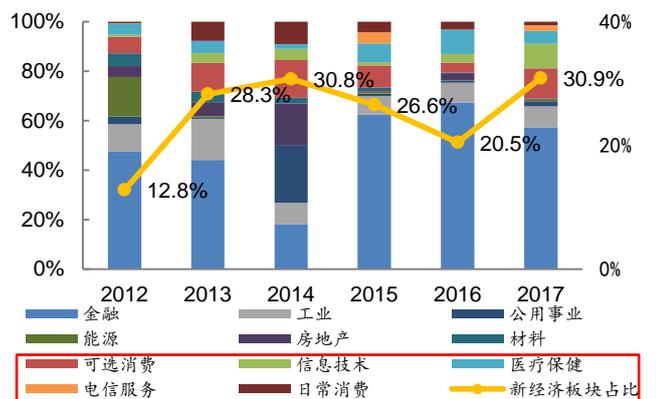


数据来源: 国家外汇管理局、广发证券发展研究中心

IPO 改革敞怀新经济

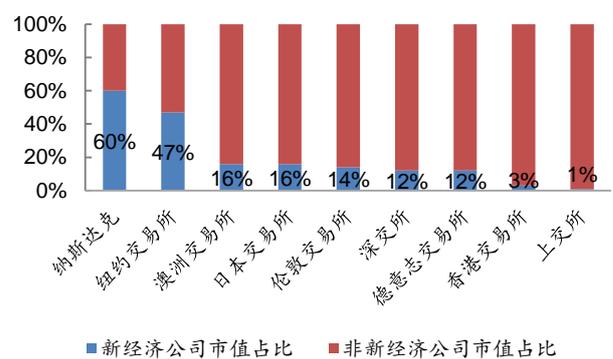
与国内A股及海外交易所相比，目前香港交易所新经济公司上市占比较低。从IPO募资额看，近5年新上市企业中募资额占比较大的主要为金融、工业、房地产行业，募资额占比超过60%，而信息技术、医疗保健等“新经济”板块募资额占比仅为30%左右。从市值占比看，过去10年在港上市的新经济行业公司仅占香港证券市场总市值的3%，而纳斯达克、纽交所以及伦交所这一比例分别为60%、47%和14%。

图36: 近五年港股IPO新经济公司募资额占比



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

图37: 各交易所过去十年新经济公司市值占比

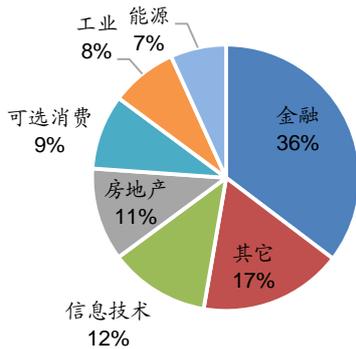


数据来源: 彭博、Wind、广发证券发展研究中心

革新上市制度，敞怀新经济行业。2017年6月，港交所发布建议设立创新板的框架咨询文件，两大亮点包括：一是在当前原有“主板+创业版（GEM）”上市框架中，新增“创新主板+创新初板”，分别对未达主板要求或尚未有盈利能力的新经

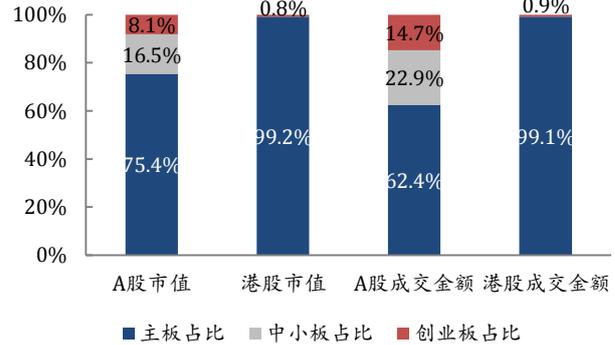
济公司开放上市大门，以吸揽新经济及其他高增长型公司入驻香港资本市场。亮点包括在创新主板中允许纳入符合主板财务要求但采取同股不同权的等非传统股权管治结构的企业，在创新初版中纳入未有盈利能力的新经济公司。二是更新创业板上市与转板机制，包括提高对企业的上市要求，及取消创业板转往主板的简化转板程序，以提升创业板整体交易质量与活跃度。

图38: 港股主板市值集中在金融、地产、工业行业 (2017年末数据)



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

图39: A股、港股市值与成交金额占比对比 (2017年末数据)



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

与国内当前推出的CDR模式相比，港交所的创新初板与创新主板对新经济企业上市仍具有吸引力：

一是上市门槛相对较低，适用广泛。盈利门槛最低的创新初板不设任何财务或业务记录要求，且允许采取同股不同权管制架构企业上市，同时亦开放创新主板面向经营稳定财务能力较强的大中型企业。重点吸纳备受关注的生物科技公司、创新型同股不同权公司、及合资格发行人作第二上市公司。二是香港市场作为更开放与成熟的国际化交易市场，具备投资者多元与制度完善的优势。

两地交易所新模式推出对吸引新经济企业回归本土均起积极作用，港交所将在增量市场中的迎接来自内地的竞争，同时亦将进一步实现两地互联互通，优势互补，如可为拟在内地发行CDR企业提供上市平台，及为境内外上市企业提供价格连通及互换机制。

表 6: A股“CDR”模式与港交所“创新板”对比

	港交所创新初板	创新主板	A股CDR模式
目标发行人	未录得盈利/处于起步阶段的新经济公司	已符合主板财务及营业记录规定,但由于采取非传统管制架构,目前不适合在港上市的公司	属于互联网、大数据、云计算、人工智能、软件和集成电路、高端装备制造、生物医药等高新技术产业和战略性新兴产业
盈利门槛	不设财务或业务记录要求,上市时市值最少达2亿港元	符合主板财务及营业记录规定	已在境外上市大型红筹企业,市值不低于2000亿元人民币;未在境外上市,最近一年营收不低于30亿元人民币,估值不低于200亿元人民币

同股不同权	允许采用非传统管治架构	允许采用非传统管治架构	存在投票权差异、协议控制架构或类似特殊安排的，需在招股说明书披露
除牌	连续停牌90日立即撤销上市地位	连续停牌6个月后可撤销其上市地位	
投资者	仅允许专业投资者参与	允许个人投资者参与	允许个人投资者参与

数据来源：港交所、证监会、广发证券发展研究中心

交易所的国际比较

交易量是最重要驱动因素

虽然所处的市场竞争环境差异很大，所覆盖的产品千差万别，但对于上市交易所而言，所覆盖产品的交易量是盈利的最重要驱动力。我们列举了四家美国上市的交易所，分别为芝加哥交易所集团（CME.O）、洲际交易所集团（ICE.N）、纳斯达克OMX集团（NDAQ.O）和芝加哥期权交易所（CBOE.O）。从世界范围内上市的交易所市值来看（3月25日数据），这四家交易所分别位于第一位、第二位、第六位和第七位，而港交所的市值排名第三位。四家交易所重点覆盖的领域以及所提供的产品各有不同，但从收入结构来看，交易和清算费用的收入贡献都达到了60%以上。

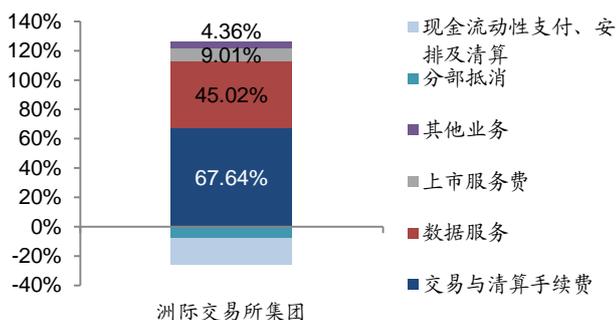
芝加哥交易所集团（CME.O）

芝加哥交易所集团是世界领先的衍生品交易所集团，旗下拥有芝加哥商品交易所CME、芝加哥期货交易所CBOT、纽约商业交易所NYMEX和纽约商品交易所COMEX，覆盖的产品范围包括农产品商品、能源、天气、房地产、股指、外汇、利率和金属期权期货产品。

洲际交易所集团（ICE.N）

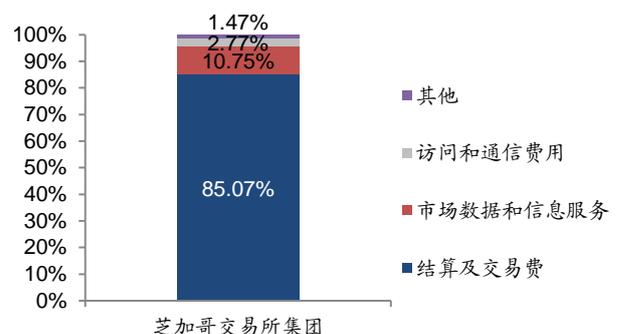
洲际交易所集团成立于2000年，最初是一家美国网上期货交易平台，主要提供能源相关商品及衍生品的网上交易和场外柜台服务（OTC）。经过多次的收购合并，洲际交易所集团目前旗下拥有六家期货交易所，覆盖50%以上的全球原油和成品油期货交易份额；包括纽约证券交易所在内的六家证券交易所；七家清算所，业务覆盖美国、加拿大、欧洲和新加坡。

图40：洲际交易所集团2017年收入拆分



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图41：芝加哥交易所集团2017年收入拆分



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

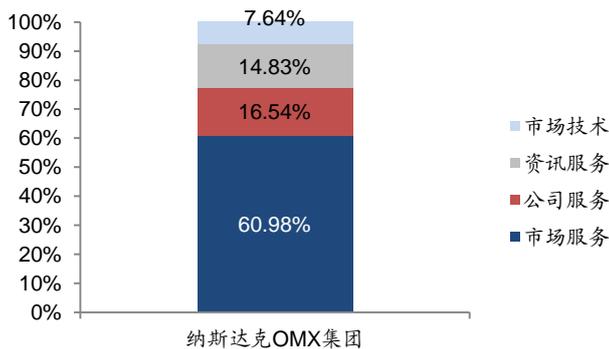
纳斯达克OMX集团 (NDAQ.O)

2007年美国纳斯达克证券交易所并购北欧证券交易商瑞典OMX集团，形成了纳斯达克OMX集团。纳斯达克证券交易所是美国和世界首家电子化股票交易市场，也是全球股票成交额最高的交易市场。OMX（北欧证券交易所）拥有北欧地区最大的联合证券交易市场，覆盖地域范围包括瑞典、丹麦、冰岛、芬兰、立陶宛、爱沙尼亚等，也是欧洲最大的衍生品交易市场之一。同时OMX在在证券交易和票据清算软件系统方面具有优势，为包括港交所在内的全球超过60家证券交易所提供软件解决方案。

芝加哥期权交易所 (CBOE.O)

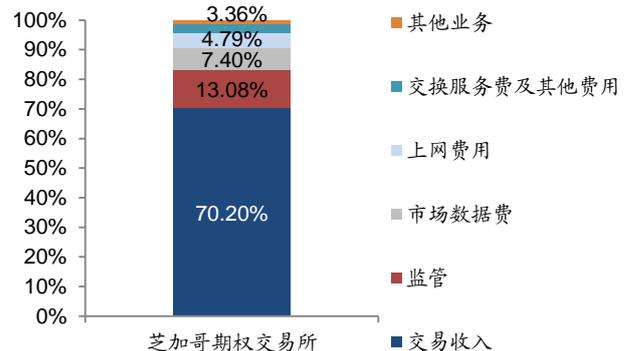
芝加哥期权交易所是美国最大的期权交易所，也是全世界首家以期权产品为主的交易所。提供产品覆盖股票个股期权、指数期权和ETF期权，包括美国指数期权中最活跃的标普500指数期权，以及著名的CBOE波动率指数VIX期权等专利产品。2016年收购BATS集团（旗下包括4家美国股票交易所，1家期权交易所和1家泛欧股票交易所），将业务拓展至欧美股票及外汇交易。

图42: 纳斯达克OMX集团2017年收入拆分



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图43: 芝加哥期权交易所2017年收入拆分



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

注: 纳斯达克OMX集团市场服务收入主要包括股票衍生品等产品的交易和清算收入。

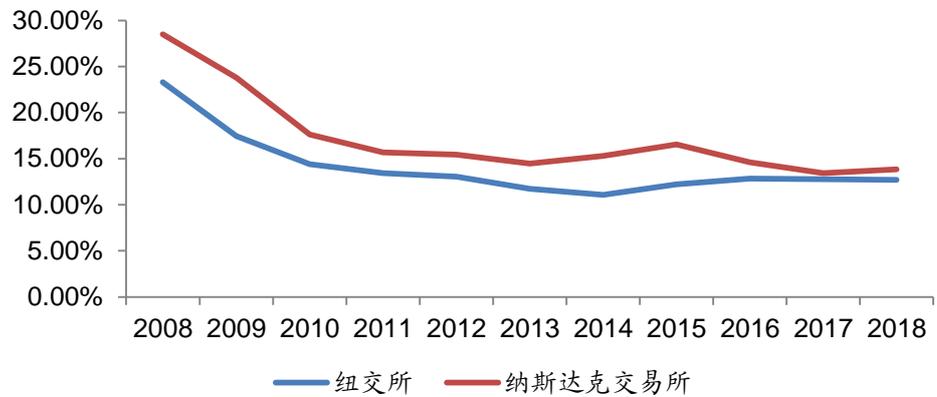
高度竞争的欧美股票交易 VS 具有牌照垄断的港交所

对港交所上市的公司来说，其股票交易都需要在港交所完成。但对于欧美同行，交易市场是分散且高度竞争的。

以美国为例，两大股票上市场所分别为纽约证券交易所和纳斯达克证券交易所，但一家纽约证券交易所上市公司的股票交易可以在纽交所撮合完成，也可以在其他交易所撮合完成。这意味着即使像纽交所这样上市公司市值全球最大的交易所巨头，如果不能持续提供有竞争力的交易服务，其交易市场占有率会面临诸多其他交易所的竞争。在美国，除了纽交所和纳斯达克交易所以外，还存在着电子交易所ECN (Electronic Communications Network)、另类交易系统(ATS)和暗池(Dark Pool)。随着高频交易的兴起和电子交易技术的更新，交易市场竞争加剧，纽约证券交易所和纳斯达克证券交易（不包括各自交易所集团旗下的其他交易市场平台）的证券

交易市场占比在2008-2012年经历了持续下滑，但在最近五年相对平稳。

图44: 随着ECN的兴起, 纽交所和纳斯达克市占率下滑 (证券交易)



数据来源: 交易所官网数据、广发证券发展研究中心

其中, 伴随着交易新技术的应用成长起来的著名ECN平台包括:

NYSE Archipelago Exchange (ARCA): 在2006 年被纽交所集团 (NYSE) 并购, 按照2018年3月的交易数据, 是美国第三大的电子股票交易所。

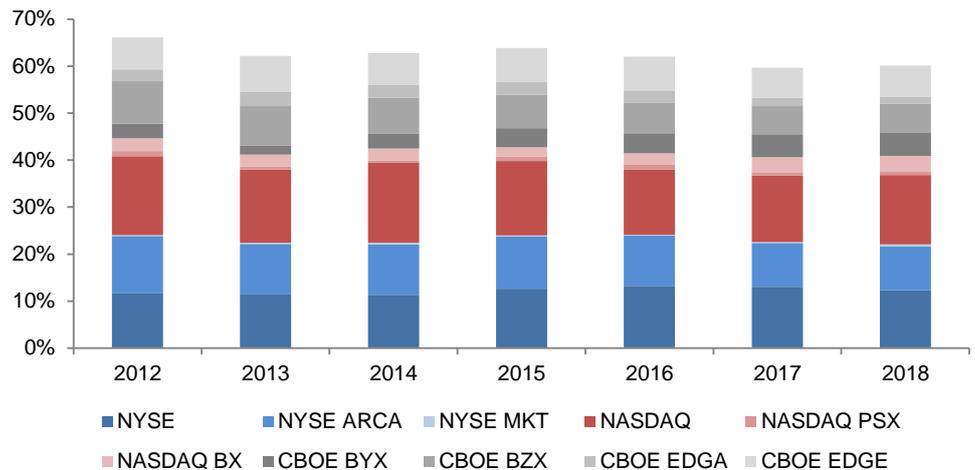
NYSE AMEX, 前身是美国证券交易所, 2008年被纽交所收购, 改名NYSE MKT LLC, 专注小盘股。

BATS Exchanges: 创立于 2005 年, 旗下两个主要交易所分别为BZX和BYX。2014年与Direct Edge合并, 2016年被CBOE收购 (芝加哥期货交易所)。按照2018年3月的交易数据, 是美国第二大的电子股票交易所, 仅次于纳斯达克交易所。

Direct Edge: 创立于1998年, 旗下有两个主要交易所, 一个叫EDGA, 一个叫EDGX, 二者的交易费用结构不同。2014年Direct Edge 和 BATS 合并, 2016年被CBOE一同收购。按照2018年3月的交易数据, 是美国第四大的电子股票交易所。

在激烈的市场竞争下, 美国三大股票交易所集团通过收购兼并, 实现了资源整合和规模效应, 维持了股票交易市占率的相对稳定。目前, 纽交所集团(NYSE)旗下拥有纽交所、ARCA和MKT三大股票交易所 (下图蓝色系柱状图); 纳斯达克集团(NASDAQ)拥有纳斯达克、PSX和BX三大股票交易所 (下图红色系柱状图); 芝加哥期货交易(CBOE)所拥有BZX、BYX、EDGA和EDGE四大股票交易所 (下图灰色系柱状图)。按照2018年3月的交易数据, 三大交易集团的各自旗下交易所合并市场占有率分别为: 22%、19%和19%, 总和市占率约为60%。

图45: 美国股票交易三足鼎立



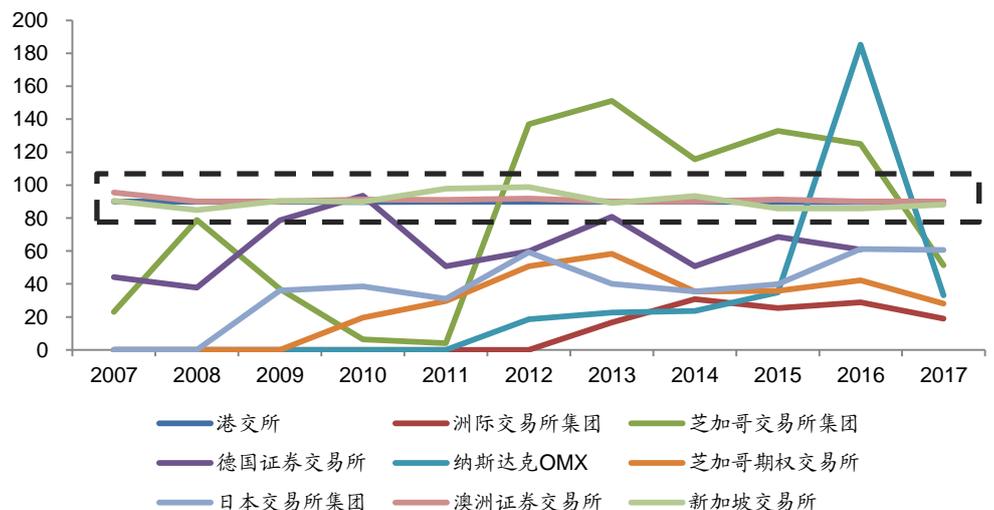
数据来源: 交易所网站数据, 广发证券发展研究中心

盈利能力和分红比较

牌照优势为港交所带来了更高的利润率和现金分红的能力。从和国际同行的对比来看, 竞争市场中的交易所通常依托于技术创新和收购并购来实现增长, 需要资金的长期投入。而垄断市场中的交易所具有牌照优势, 技术更新投入没有那么紧迫, 现金流动性更为充裕。虽然交易所的交易量受到宏观经济周期和货币流动性的影响而呈现出较高的波动性, 但垄断市场中的交易所可以选择在资金较为充裕的情况下, 加大技术更新投入或进行收购并购行为, 而在交易清淡、资金较为紧张的时候尽量缩减开支, 因此在经营的稳定性, 净利润率和分红比例都优于竞争市场中的交易所。

从现金分红比例来看, 具有地域牌照垄断优势的港交所、澳洲证券交易所和新加坡证券交易所都具有较高且较稳定的现金分红比例, 港交所分红比例长期保持在90%左右。而欧美同行分红比例非常不稳定, 波动性很高。

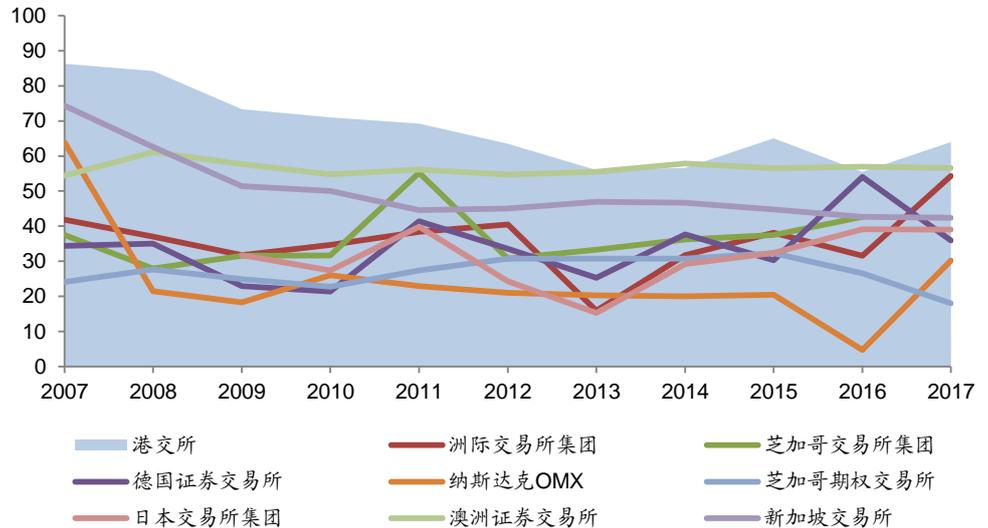
图46: 具有地域牌照垄断优势的交易所分红比例 (%) 稳定



数据来源: Bloomberg, 广发证券发展研究中心

从净利润率水平来看，具有地域牌照垄断优势的港交所、澳洲证券交易所和新加坡证券交易所也表现出较高的净利润率。但随着交易所的全球化竞争加剧，不同交易所净利润率的差别有收窄的趋势。港交所净利润率从2007年的86%下降至2017年的64%，但和国际同行相比，依然保持在较高水平。

图47：港交所具有较高的净利润率（%）



数据来源：Bloomberg，广发证券发展研究中心

盈利预测

收入及成本假设

通过对港交所收入的拆分，我们认为市场交易量是驱动港交所收入最核心的动力。2017年，现货市场、期货市场和商品市场交易量敏感收入占比分别为31%、18%和13%。其中商品市场成交量相对独立，而衍生品市场成交量和现货市场成交量正相关显著。因此现货市场成交量是港交所收入预测中最核心假设变量。

我们的主要假设包括：

1. 2018年-2020年，港交所现货市场平均每日成交金额同比增长31%、10%和5%。
2. 商品市场交易量温和增长：LME的金属合约平均每日成交量同比上升3%、2%和2%。
3. 现货市场已上市公司数目平稳增长，同比增幅分比为7%、6%和6%。

我们把2018年香港现货市场平均每日成交金额同比增速31%作为基本情景中的假设。我们认为2018年港交所现货市场能交易量能够实现和2017年相当的较高增速的原因包括：1) 香港和内地市场的互联互通逐渐深入，南下资金持续流入，提升香港市场交易活跃度；2) 随着中国及全球经济的增长，2018年香港上市企业盈利预期正面；3) 随着港交所IPO新政实施，更多的新经济公司有望登录港股市场，带来更活跃的投资者市场参与；4) 进入2018年后，港交所现货市场成交活跃，前三月

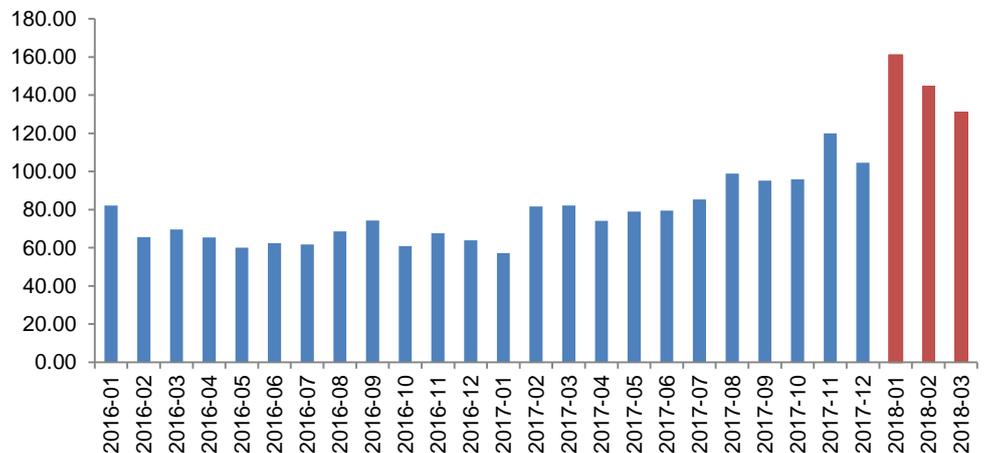
平均每日成交金额分别为1609亿、1448亿和1316亿港元，同比增长显著（同期同比增长超过90%）。而我们同比增长31%的假设下，2018年现货市场平均每日成交金额约为1150亿港元，相比目前的成交水平预留了一定成交回落的空间，主要基于全球贸易摩擦的增加以及美股高位回落可能拖累港股后期的表现。此外，考虑到香港市场成交量受全球宏观经济、货币政策和政治局势等多种因素影响，我们也测算了不同交易量假设下公司收入和净利润的敏感性分析，具体测算结果见表10和11。

表 7: 收入假设

	2013	2014	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
联交所的平均每日成交金额（十亿元）	62.6	69.5	105.6	66.9	87.8	115.0	126.5	132.8
YoY	16%	11%	52%	-37%	31%	31%	10%	5%
衍生品交易合约平均每日成交张数（千张）	533	577	768	762	870	1008	1066	1097
YoY	9%	8%	33%	-1%	14%	16%	6%	3%
权证牛熊证成交(每日成交金额, 十亿港元)	12.5	13.3	25.7	16.7	17	28	32	34
YoY	87%	6%	93%	-35%	2%	66%	14%	7%
LME 的金属合约平均每日成交量（手）	676	700	670	619	624	643	656	669
YoY	7%	4%	-4%	-8%	1%	3%	2%	2%
现货市场已上市公司数目（家）	1643	1752	1866	1973	2118	2274	2410	2555
YoY	6%	7%	7%	6%	7%	7%	6%	6%
新上市权证、牛熊证数目	16,212	17,543	17,549	13,771	21,224	24,591	26,001	26,776
YoY	36%	8%	0%	-22%	54%	16%	6%	3%
交收指示平均每日金额（十亿港元）	216.7	205.6	254.7	181.9	220.5	283	311	327

数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

图48: 现货市场平均每日成交金额（月度数据，十亿港币）



数据来源：Bloomberg，广发证券发展研究中心

成本端，我们预期2018年-2020年，港交所可以保持相对于2017年较为稳定的毛利水平，营业支出成本率约为27%。随着全球经济的复苏和美联储的加息，我们预期负债成本率轻微上升；有效税率稳定在15%的水平。

表 8: 成本假设

(占营业收入%)	2013	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E	2020E
职工薪酬	17%	17%	15%	18%	17%	17%	17%	17%
资讯科技及电脑维修								
保养支出	6%	5%	4%	4%	3%	3%	3%	3%
楼宇支出	3%	3%	2%	3%	3%	3%	3%	3%
销售费用	0%	1%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
法律及专业咨询费	2%	2%	1%	1%	1%	1%	1%	1%
其他支出经营	3%	2%	2%	4%	3%	3%	3%	3%
营业支出	32%	30%	25%	31%	27%	27%	27%	27%
负债成本率	2.7%	2.8%	2.2%	2.4%	3.5%	3.6%	3.7%	3.8%
有效税率	13%	15%	15%	16%	15%	15%	15%	15%

数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

盈利预测

根据以上假设，我们预期港交所2018-2020年实现收入155.3亿港元、168.1亿港元和177.1亿港元，分别同比增长18%、8%和5%；实现归母净利润85.6亿港元、97.0亿港元和102.1亿港元，同比增长21%、8%和5%。由于现货市场平均每日成交金额（ADT）是盈利预测中最核心的假设，且跟随市场环境波动性较高，因此我们测算了在保持其他假设不变情况下，ADT不同增速对应的收入和利润水平（表10）。在较为极端的情境下，当现货市场平均每日成交金额同比增长1%（基本保持不变）和61%（全年日均成交金额保持在2018年前三月的水平），归母净利润分别实现77亿和102亿，同比增长4%和38%。此外，我们还测算了现货市场成交金额（同比增长1%-61%）和衍生品合约成交张数（同比增长1%-31%）双变量假设下归母净利润的变化情况，测算结果如表11所示。

表 9: 盈利预测

	2013	2014	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	8723	9849	13375	11116	13180	15533	16811	17709
YoY	21%	13%	36%	-17%	19%	18%	8%	5%
EBITDA	5946	6891	10085	7661	9614	11369	12304	12961
EBITDA 利								
润率	68%	70%	75%	69%	73%	73%	73%	73%
营业利润	5439	6244	9401	6890	8756	10565	11468	12097
营业利润率	62%	63%	70%	62%	66%	68%	68%	68%

除税前净利	5246	6038	9278	6799	8610	10425	11294	11900
有效税率	13%	15%	15%	16%	15%	15%	15%	15%
净利润 (归母)	4552	5165	7956	5769	7404	8959	9696	10216
YoY	11%	13%	54%	-27%	28%	21%	8%	5%
净利润率	52%	52%	59%	52%	56%	58%	58%	58%

数据来源: 公司年报、广发证券发展研究中心

表 10: 不同现货市场平均每日成交金额假设下的收入利润敏感性分析

现货市场平均每日成交金额 YoY	1%	11%	21%	31%	41%	51%	61%
现货市场平均每日成交金额	89	97	106	115	124	133	141
收入	13537	14202	14868	15533	16199	16864	17529
	-13%	-9%	-4%	0	4%	9%	13%
归母净利润	7704	8123	8542	8959	9380	9799	10218
	-14%	-9%	-5%	0	5%	9%	14%

数据来源: 公司年报、广发证券发展研究中心

表 11: 现货市场成交金额和衍生品合约成交张数双变量假设下的归母净利润敏感性分析

	现货市场平均每日成交金额							
	89 (1%)	97 (11%)	106 (21%)	115 (31%)	124 (41%)	133 (51%)	141 (61%)	
衍生品交易合约平均每日成交张数 (千张)								
875 (+1%)	7702	8105	8508	8911	9314	9717	10120	
920 (+6%)	7718	8121	8524	8927	9330	9733	10136	
964 (+11%)	7734	8137	8540	8943	9346	9749	10152	
1008 (+16%)	7750	8153	8556	8959	9362	9765	10168	
1052 (+21%)	7766	8169	8572	8975	9378	9781	10184	
1096 (+26%)	7782	8185	8588	8991	9394	9797	10200	
1140 (+31%)	7798	8201	8604	9007	9410	9813	10216	

数据来源: 公司年报、广发证券发展研究中心

投资建议

同业比较

通过和国际上市交易所的比较, 我们认为由于交易所之间牌照垄断性、经营产品范围、金融市场环境都具有较大区别, 因此估值可比性不高。从历史数据来看, 港交所维持了相对于国际同行较高的PE和PB水平, 主要归于(1)和欧美同行相比, 港交所上市公司只能通过港交所交易(或者互联互通方式, 但港交所同样可以收取交易费用), 具有牌照垄断优势; (2)特殊的地理优势: 成为中国企业走入国际资本市场的优先选择, 在全球IPO竞争加剧的环境下保持着稳健的竞争力; (3)互联互通业务逐步开展和全面开放预期带来交易活跃度的可持续增长

表 12: 交易所历史估值比较

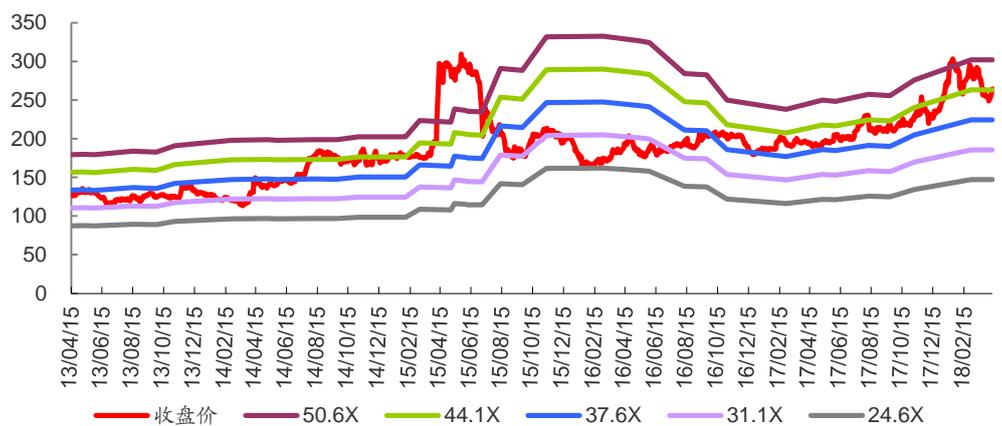
价格更新至 3 月 25 日						ROE (%)		PE				PB			
亿美元	上市市场	最新报告期	市值	总资产	净资产	2017	2018E	2015	2016	2017	2018E	2015	2016	2017	2018E
港交所	香港	2017	406	406	48	21.3	25.2	29.6	38.5	39.8	33.2	8	6.9	8	8.3
洲际交易所集团	美国	2017	409	783	170	15.4	11.9	21.2	22.6	22.6	19.9	2.1	2.1	2.4	2.4
芝加哥交易所集团	美国	2017	538	758	224	19	10	23.8	27	27	23.9	1.5	1.9	2.2	2.4
德国证券交易所	德国	2016	258	1,726	49	18.8	19.6	24.6	19.7	19.7	21.6	4.3	3.2	3.7	4
纳斯达克 OMX 集团	美国	2017	134	158	59	13	13.7	18.4	19	19	17.5	1.7	2.1	2.2	2.3
芝加哥期权交易所	美国	2017	126	53	31	23.1	16.1	26.9	31.7	31.7	24.2	20.5	18.9	4.5	3.8
日本交易所集团	日本	2016	96	3,696	24	16.4	17.7	27.8	21.1	21.1	21.9	4.1	3.7	3.4	3.9
澳洲证券交易所	澳大利亚	2017	84	102	30	11.2	11.7	19.4	20.8	20.8	23.5	2.1	2.3	2.7	2.7

数据来源: Bloomberg、广发证券发展研究中心

历史估值

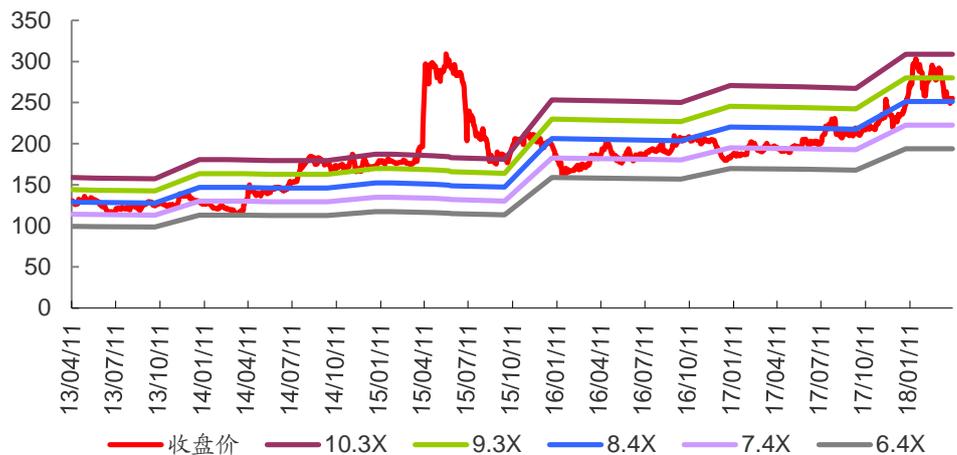
从历史估值来看, 港交所估值区间受市场环境的影响较大, PE (TTM) 中枢在 30 倍-44 倍之间, 牛市环境下通常在 44 倍以上; PB 中枢在 7.4 倍-9.3 倍之间, 牛市环境下通常在 8.4 倍以上。

图 49: 港交所 5 年历史 PE



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

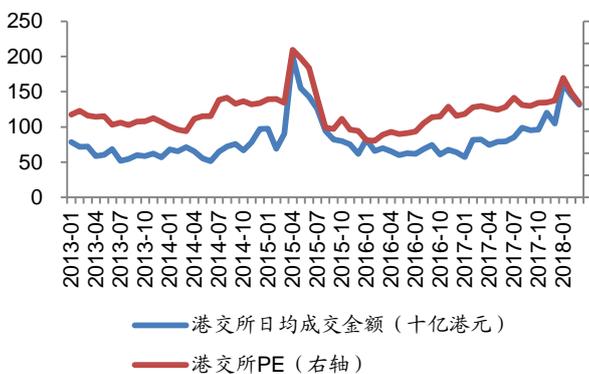
图50: 港交所5年历史PB



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

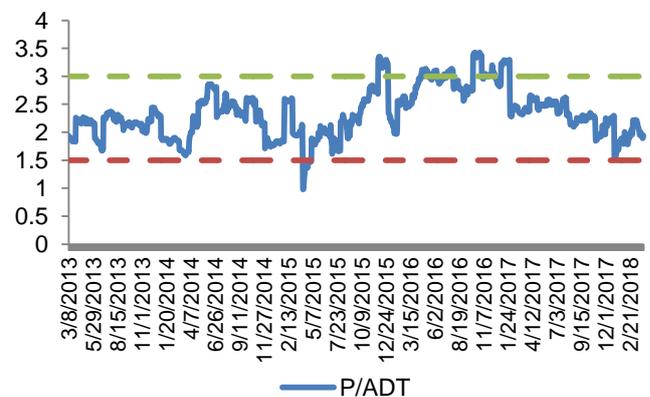
由于现货市场平均每日成交金额 (ADT) 是港交所最核心的盈利驱动因素, 因此港交所的估值水平也和ADT显示出密切的正相关, 这是因为当市场成交活跃, 市场对港交所的盈利预期越好, 因此愿意给予较高的估值。从五年历史数据来看, 港交所的历史平均P/ADT指标为2.35倍, 历史区间基本在【1.5, 3】的区间内。

图51: 历史月度ADT和PE显示密切正相关



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图52: 港交所5年历史P/ADT



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

投资建议

通过经营环境、商业模式的分析以及国际交易所比较, 我们认为长期来看, 香港交易所增长前景稳健, 主要基于: (1) 具有成熟的国际金融中心体制、交易品种和投资者结构; (2) 特殊的互联互通地位, 成为中国企业和中国资本步入国际资本市场的首选通道, 并同时成为外资投资中国的优先选择; (3) 在香港市场具有垄断的牌照优势, 具有很深的业务护城河; (4) IPO制度改革走在亚洲交易所市场前列, 新经济企业占比有望提升。短期而言, 港交所2018年也具有较为乐观的市场预期,

主要基于：（1）持续的南下资金推升市场活跃度，2018年前三月现货市场日均成交金额大幅上升，同比上升约98%；（2）MSCI投资A股5月启动，标志着香港即将成为海外指数和资金进出内地市场重要平台；（3）IPO新政实施，可能吸引更多的新经济公司和高增长企业赴港上市，市场交投有望持续活跃。

在这样的市场预期下，我们认为港交所估值可以保持在历史区间的较高位置，目前市场价255港元，对应2017年PE42.8倍，PB8.5倍；对应2018年PE35.3倍，PB8.3倍，处于牛市环境下估值的下沿；对应P/ADT（2018年3月平均每日成交金额）为1.95，处于历史正常估值区间，给予谨慎增持评级。此外，港交所属于港股牛市下的弹性品种，若日均成交金额持续保持在高位，将带来更高的2018年盈利预期，对公司估值有正面影响。

风险提示

公司的盈利核心假设为现货市场平均每日成交金额，该指标对市场环境敏感，受多种因素影响：（1）美股下跌可能导致港股市场大幅下调并影响市场成交活跃度；（2）A股市场下跌可能导致港股市场大幅下调并影响市场成交活跃度；（3）全球贸易战兴起可能导致外资流出使香港市场日均成交下跌；（4）南下资金流入不及预期可能导致香港市场日均成交下跌；（5）经济下行可能导致香港上市公司盈利不及预期，从而影响市场成交。其他风险因素还包括：交易所的国际竞争日趋激烈可能削弱港交所对上市公司的吸引力；交易所牌照如果放开可能削弱港交所竞争优势；新业务拓展不及预期（如互联互通业务和前海商品交易所）可能影响港交所的增长前景。

资产负债表					
(百万港元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
资产总计					
货币资金	115723	155660	169919	178415	187336
按公允价值计入损益的金融资产	70066	95037	97888	99846	101843
以摊销成本计量的财务资产	29167	30817	32358	33652	34998
应收账款, 按金及预付款项	12949	16585	17414	18111	18835
于合营公司之权益	59	61	61	61	61
商誉及其他无形资产	17812	17925	18183	18343	18485
固定资产	1499	1469	1342	1179	1005
租赁土地	21	20	20	20	20
递延税项资产	22	30	35	38	40
衍生品合约保证金	0	0	0	0	0
其他	0	0	0	0	0
总资产	247318	317604	337219	349664	362623
按公允价值列账及列入盈利或亏损的财务负债	61627	85335	91049	94409	97908
向结算参与者收取的保证金、内地证券及结算保证金, 以及现金抵押品	126846	157814	168610	174832	181312
应付账款, 应计费用及其他负债	12276	16210	16861	17483	18131
递延收入	842	957	1012	1049	1088
应交税费	356	505	674	699	725
其他财务负债	37	58	67	70	73
参与者对结算所基金的缴款	8656	16626	16861	17483	18131
借款	3422	1860	2851	3264	3677
拨备	159	153	162	168	175
递延税项负债	713	711	674	699	725
总负债	214934	280229	298823	310157	321945
股东权益合计(不含少数股东权益)	32266	37273	38295	39405	40576
少数股东权益	118	102	102	102	102
股东权益合计(含少数股东权益)	32384	37375	38397	39507	40678

财务指标					
	2016	2017	2018E	2019E	2020E
ROE	19%	21%	27%	29%	29%
ROA	3%	2%	2%	3%	3%
EPS	4.7	6.0	8.2	9.0	9.4
BVPS	26.4	30.1	30.9	31.8	32.7
PE	38.9	42.8	31.0	28.6	27.1
PB	9.7	8.5	8.3	8.0	7.8
股息收益率(%)	1.7	2.1	2.9	3.2	3.3

利润表					
(百万港元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
交易费及交易系统使用费	4428	4856	6605	7086	7361
联交所上市费	1092	1333	1518	1610	1691
结算及交收费	2358	2691	3986	4337	4535
存管, 托管及代理人服务费	857	892	924	957	992
市场数据费	816	857	877	898	919
其他收入-经营	847	945	1257	1365	1440
主营业务收入	10398	11574	15166	16252	16937
出售以摊销成本计量的财务资产的收益/(亏损)	0	0	0	0	0
投资收益/(亏损)	696	1599	2353	2774	3130
其他经营净收益	0	0	0	0	0
杂项收入	22	7	10	11	12
出售投资物业收益/(亏损)	0	0	0	0	0
投资及其他收入	0	0	0	0	0
出售租赁物业之收益	0	0	0	0	0
营业收入	11116	13180	17529	19037	20078
职工薪酬	-2035	-2273	-2980	-3236	-3413
资讯科技及电脑维修保养支出	-500	-433	-576	-625	-660
楼宇支出	-333	-354	-471	-511	-539
销售费用	-54	-47	-63	-68	-72
法律及专业咨询费	-106	-79	-105	-114	-120
其他支出-经营	-427	-380	-505	-549	-579
营业支出	-3455	-3566	-4700	-5104	-5383
息税折旧摊销前利润	7661	9614	12830	13933	14695
折旧及摊销	-771	-858	-804	-836	-864
营业利润	6890	8756	12026	13097	13831
与建议收购Imc集团有关的支出	0	0	0	0	0
财务费用	-82	-134	-126	-154	-173
可换股债券衍生部份公允价值变动	0	0	0	0	0
所占合资公司的收益/亏损	-9	-12	-12	-12	-12
除税前溢利	6799	8610	11888	12931	13646
所得税	-1058	-1255	-1733	-1885	-1989
净利润(含少数股东权益)	5741	7355	10156	11046	11657
净利润(不含少数股东权益)	5769	7404	10216	11101	11716
少数股东损益	-28	-49	-61	-55	-58

数据来源: 公司年报, 广发证券发展研究中心

广发非银行金融行业研究小组

- 陈福：首席分析师，经济学硕士，2017年3月进入广发证券研究发展中心。
- 王雯：分析师，美国乔治华盛顿大学（George Washington University）金融硕士，2014年进入广发证券，从事港股金融板块研究。
- 陈韵杨：研究助理，香港中文大学经济学硕士，中山大学学士，2017年进入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
- 谨慎增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市
地址	广州市天河区林和西路9号耀中广场A座1401	深圳福田区益田路6001号太平金融大厦31层	北京市西城区月坛北街2号月坛大厦18层	上海浦东新区世纪大道8号国金中心一期16层
邮政编码	510620	518000	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线				

免责声明

广发证券股份有限公司（以下简称“广发证券”）具备证券投资咨询业务资格。本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布，只有接收客户才可以使使用，且对于接收客户而言具有相关保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。本报告的内容、观点或建议并未考虑个别客户的特定状况，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。