

**首次覆盖**  
**买入**  
 投资评级

# 志存高远，互联互通新时代

**股票数据**

6个月内目标价(港元)	305.8
05月18日收盘价(港元)	259.4
52周股价波动(港元)	192.1-302.6

**主要估值指标**

	2017	2018E	2019E
市盈率	43.01	36.21	33.35
市净率	8.54	7.71	7.06

**股本结构**

总股本(百万股)	1240
流通A股(百万股)	0
B股/H股(百万股)	0/1240

**相关研究**
**市场表现**


沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	5.8	5.2	8.6
相对涨幅(%)	3.6	9.2	10.4

资料来源: 海通证券研究所

**投资要点: 互联互通的先行者, 全面受益于内地市场开放。近6年净利润复合增速10%, ROE保持在15%以上, EBITDA近70%。互联互通不断深化, 带动联交所交易量大增。目标价305.8港元, 首次覆盖“买入”评级。**

- **互联互通的先行者, 全面受益于内地市场开放。** 伴随着香港及内地金融市场的发展, 港交所近年来推出了一系列改革, 以把握中国资本市场加速开放的种种机遇。2014年以来, 香港和内地进入了互联互通时代; 17年启动债券通、H股全流通试点; 18年修改新上市规则。长期来看, 种种系列改革对活跃港股全市场起到积极作用, 有利于香港市场多元化发展。
- **稳定持续盈利能力: 近6年净利润复合增速10%, ROE保持在15%以上, EBITDA近70%。** 2012-2017年间, 港交所营业总收入的6年复合增速达10.57%; 2017年港交所实现总收入132亿港元, 同比增长19%, 一方面受益于国内资本市场开放, 沪深港通交易量猛增, 且港股市场交易活跃, 另一方面公司新增集体投资计划, 投资收益大幅增长。公司12年以来ROE均保持在15%以上, EBITDA近70%, 持续稳定的高收益率保证了公司派息率稳定在90%。
- **互联互通不断深化, 沪深港通交投活跃, 带动联交所交易量大增。** 随着内地投资者对港股兴趣越来越浓厚, 香港及国际投资者对A股的配置需求上升, 南向及北向成交量创下多项新高纪录。2017年, 北向成交额达人民币2.27万亿元, 较2016年增加194%; 南向成交总额达2.26万亿港元, 增长170%。其中, 南向ADT增长近2倍至91亿元, 约占港股日均成交额的13%。互联互通的不断深化使得港交所直接受益于交易量提升带来的交易费及结算费的增加。
- **修改上市规则仅仅是个开始, 长远来看, 有利于形成港股市场良性循环。** 从实际带来的上市收入费来看, 修改上市规则带来的直接收益微乎其微。更为重要的是, 新经济公司和独角兽来港上市后将带动更多资金进入港股市场, 带动港股交易量提升, 从而增加港交所交易费、结算费等。此外, 预计未来港交所还将推出新型衍生品, 进一步丰富产品的多样性。
- **目标价305.8港元, 首次覆盖“买入”评级。** 我们估算港交所2018/19/20E实现营业总收入分别为156/170/186亿港元, 同比+18%/9%/9%; 归属于港交所股东的净利润分别为89/98/108亿港元, 同比+20%/10%/10%; 对应EPS 7.16/7.78/8.46港元。考虑到港交所股息分配率常年保持在90%, 我们使用二阶段DDM对港交所估值, 得出每股价值305.8港元, 对应2018/19E PE 42.69/39.22倍。首次覆盖给予“买入”评级。
- **风险提示:** 香港现货及衍生品交易量大幅萎缩; 互联互通进展停滞; LME改革效果不达预期, 量价齐跌。

**主要财务数据及预测**

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万港元)	11116	13180	15564	17018	18579
(+/-)YoY(%)	-17%	19%	18%	9%	9%
净利润(百万港元)	5769	7404	8915	9801	10789
(+/-)YoY(%)	-27%	28%	20%	10%	10%
每股净利润(港元)	4.76	6.03	7.16	7.78	8.46
每股净资产(港元)	26.61	30.36	33.64	36.72	39.88

资料来源: 公司年报(2016-2017), 海通证券研究所

备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润

分析师: 孙婷

Tel: (010)50949926

Email: st9998@htsec.com

证书: S0850515040002

分析师: 何婷

Tel: (021)23219634

Email: ht10515@htsec.com

证书: S0850516060001

## 目 录

投资要点 .....	6
1. 港交所：全球最大金融市场运营机构之一 .....	8
2. 持续稳定高 ROE，受益于国内资本市场开放 .....	9
2.1 现货分部：受益于港股交易活跃及互联互通 .....	10
2.2 股本证券及金融衍生品分部：品种日趋丰富，交易制度不断完善 .....	12
2.3 商品分部：内地再造“LME” .....	13
2.4 结算分部：结算费及保证金投资收益双驱动 .....	14
2.5 引入集体投资计划，盘活公司资金 .....	15
3. 互联互通迈向新里程碑 .....	15
3.1 沪深港通交投活跃 .....	15
3.2 债券通打开内地债市新局面 .....	17
4. H股全流通：港股大时代即将来临 .....	17
5. 上市制度改革，吸引新经济公司 .....	18
6. 盈利预测与投资建议 .....	20
6.1 盈利预测 .....	20
6.2 估值及投资建议 .....	23
6.3 投资风险 .....	24
财务报表分析和预测 .....	25

## 图目录

图 1	2012-2017 港交所收入构成 (百万港元)	6
图 2	持续稳定高 ROE	6
图 3	沪港通及深港通平均每日成交额 (十亿港元)	7
图 4	债券境外持有量 (十亿人民币)	7
图 5	港交所的历史沿革	8
图 6	港交所组织架构	8
图 7	港交所互联互通发展进程	9
图 8	2012-2017 港交所盈利情况 (百万港元)	9
图 9	持续稳定高 ROE	9
图 10	2012-2017 港交所营运支出及增速	10
图 11	2012-2017 港交所收入构成 (百万港元)	10
图 12	2012-2017 各营运分部的收入占比情况 (%)	10
图 13	2012-2017 现货分部收入构成 (百万港元)	11
图 14	2012-2017 股本证券产品、沪深股通日均交易额	12
图 15	2012-2017 现货分部交易及系统使用费	12
图 16	2012-2017 现货分部上市年费收入情况	12
图 17	2012-2017 现货分部首次及其后发行的上市费收入情况	12
图 18	2012-2017 股本证券及金融衍生产品分部收入构成 (百万港元)	13
图 19	2013-2017 商品分部收入构成 (百万港元)	14
图 20	2013-2017 商品分部交易费及交易系统使用费情况	14
图 21	LME 战略路径	14
图 22	2013-2017 结算分部收入构成 (百万港元)	15
图 23	港交所保证金平均资金金额 (十亿港元)	15
图 24	港交所近四年公司项目投资收益净额 (百万港元)	15
图 25	港交所近四年公司资金 (百万港元)	15
图 26	沪港通及深港通平均每日成交额 (十亿港元)	16
图 27	沪深港通扩大额度三阶段	16
图 28	债券境外持有量 (十亿人民币)	17

---

图 29	港股各行业家数占比 .....	19
图 30	港股各行业总市值对比 .....	19
图 31	各营运分部贡献 (百万港元) .....	21

## 表目录

表 1	交易费及交易系统使用费收费标准 .....	11
表 2	联交所、期交所衍生品市场数据 .....	13
表 3	《主板上市规则》各项修订 .....	18
表 4	放宽生物科技公司上市条件潜在收入测算 (百万港元) .....	19
表 5	港交所允许第二地上市的潜在收入 (百万港元) .....	19
表 6	港交所允许同股不同权公司上市的潜在收入 (百万港元) .....	19
表 7	主要交易市场假设 (十亿港元) .....	20
表 8	主要发行市场假设 (家) .....	20
表 9	港交所盈利预测表 (百万港元) .....	21
表 10	港交所资产负债表 (百万港元) .....	22
表 11	联交所 ADT 与沪深股通 ADT 变动对净利润的敏感性分析 .....	23
表 12	港交所股利折现模型 (港元) .....	23
表 13	港交所可比公司估值 (2018 年 5 月 16 日) .....	23

## 投资要点

港交所是与中国市场互联互通的先行者和最大的人民币离岸市场。伴随着香港及内地金融市场的发展，港交所近年来推出了一系列改革，以把握中国资本市场加速开放的种种机遇。2014年以来，香港和内地进入了互联互通时代，港交所与内地交易所联合先后推出沪港通与深港通机制，实现A股与香港证券市场的互联互通；并于2017年7月启动债券通，让国际投资者可通过香港直接投资内地银行间债券市场。

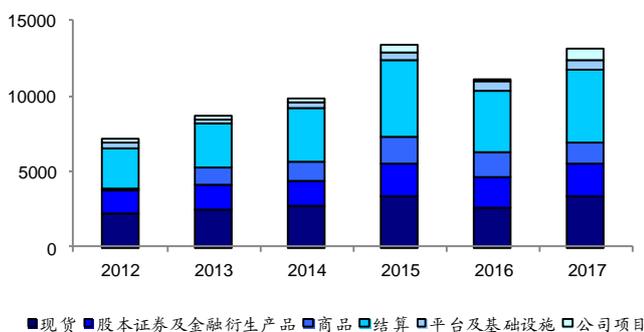
### 估值及投资建议：

港交所股息分配率常年保持在90%，因此我们使用二阶段DDM对港交所估值，得出每股价值305.8港元，对应2018/19E PE分别为42.69/39.22倍。首次覆盖给予“买入”评级。主要的估值假设：1) CAMP折现率：无风险利率（长期国债收益率）3.5%，风险溢价4.0%，Beta系数1.25（我们认为港交所股价波动略高于市场整体），计算折现率为8.50%；2) 股息分配率继续维持在90%的水平；3) 长期增长率为5%。

### 我们看好公司主要基于以下几个逻辑：

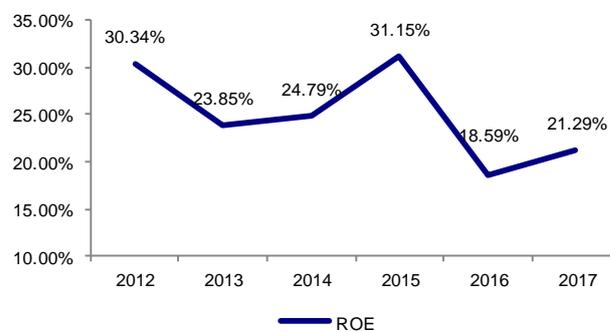
1) 受益于国内资本市场开放，港交所营收整体呈现上升趋势。2012-2017年间，收入及其他收益的6年复合增速达10.57%；2017年港交所的总收入131.8亿港元，同比增长18.57%，一方面受益于国内资本市场开放，沪深港通交易量猛增，且港股市场交易活跃，另一方面公司新增集体投资计划，投资收益大幅增长。持续稳定高ROE，股息派付率高达90%。公司12年以来ROE均保持在15%以上，持续稳定的高收益率保证了公司派息率稳定在90%。

图1 2012-2017 港交所收入构成 (百万港元)



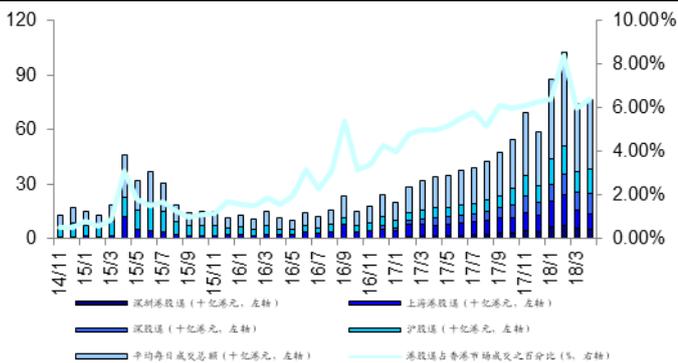
资料来源：港交所官网，海通证券研究所

图2 持续稳定高 ROE

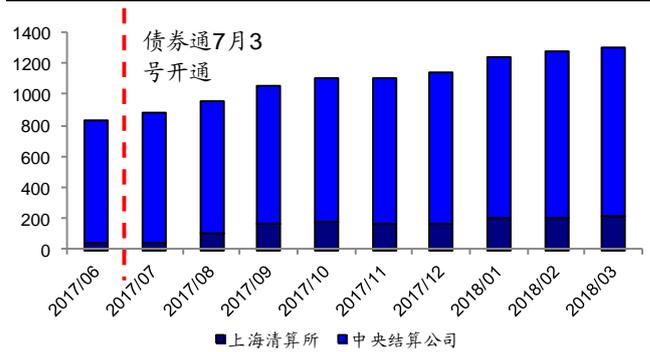


资料来源：港交所官网，海通证券研究所

2) 互联互通不断深化，沪深港通交投活跃，港交所直接受益。随着内地投资者对港股兴趣越来越浓厚，香港及国际投资者对A股的配置需求上升，南向及北向成交量创下多项新高纪录。2017年，北向成交总额达人民币2.27万亿元，较2016年增加194%；南向成交总额达2.26万亿港元，增长170%。其中，南向平均每日成交金额增长近2倍至91亿元，约占港股日均成交额（现货部分）的13%。此外17年港交所顺利推出债券通北向交易，使海外投资者也能参与内地债券市场，预计未来还将推出南向通。互联互通的不断深化使得港交所直接受益于交易量提升带来的交易费及结算费的增加。

**图3 沪港通及深港通平均每日成交额 (十亿港元)**


资料来源：港交所官网，海通证券研究所

**图4 债券境外持有量 (十亿人民币)**


资料来源：港交所官网，海通证券研究所

**3) “全流通”将增加结构的透明度和市场参与度，提升港股市场吸引力。**长期来看，H股全流通试点将对活跃港股全市场起到积极作用，逐步开放H股全流通，将有助于香港的融资活动，再加上新经济企业寻求上市等因素支持，我们预期将有利于香港IPO市场朝多元化发展。H股“全流通”之后，上市企业的股本扩容，也将为港股市场拓宽源头活水。另外，配合港交所近期的一系列制度改革，预计有望吸引更多优质公司赴港上市，提升港股市场的吸引力。

**4) 修改上市规则仅仅是个开始，长远来看，有利于形成港股市场良性循环。**从实际带来的上市收入费来看，修改上市规则带来的直接收益微乎其微。更为重要的是，新经济公司和独角兽来港上市后将带动更多资金进入港股市场，带动港股交易量提升，从而增加港交所交易费、结算费等。此外，我们预计未来港交所可能还将推出新型衍生品，进一步丰富产品的多样性。

#### 投资风险:

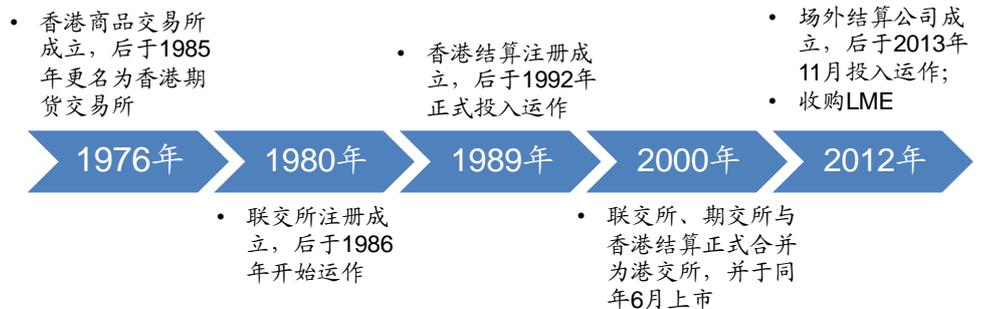
- 1、香港现货及衍生品交易量大幅萎缩;
- 2、互联互通进展停滞;
- 3、LME 改革效果不达预期，量价齐跌。

## 1. 港交所：全球最大金融市场运营机构之一

香港交易所是全球最大金融市场运营机构之一，由联交所、期交所与香港结算合并而来。(1) **联交所**：1891年香港首家证券交易所成立，1921年第二间交易所香港股份商会注册成立。1947年，两所合并为香港证券交易所，合力重建二战后的香港股市。此后，香港经济快速发展，1970年前后另外三家交易所的成立，即远东交易所、金银证券交易所与九龙证券交易所。1980年，在加强市场监管与合并四所的压力下，香港联合交易所成立。1986年4月，新交易所开始运作，使用电脑辅助交易系统买卖证券。(2) **期交所**：1976年，香港商品交易所成立，成为亚太区内主要的衍生产品交易所，买卖棉花期货、黄金期货等。1985年更名为香港期货交易所，并于次年推出恒生指数期货。(3) **香港结算**：1989年，香港中央结算成立；1992年，中央结算及交收系统投入服务，成为所有结算参与者的中央交收对手，同时香港结算提供代理人服务。**2000年3月，联交所、期交所与香港结算正式合并，合并后的香港交易所于同年6月在联交所上市。**

合并后，港交所持续扩大业务版图，完善服务覆盖面。2012年5月，香港场外结算成立；2013年11月，场外结算及交收系统投入运作，成为所有会员结算场外衍生品的中央结算对手。2012年12月，港交所收购了伦敦金属交易所(LME)。

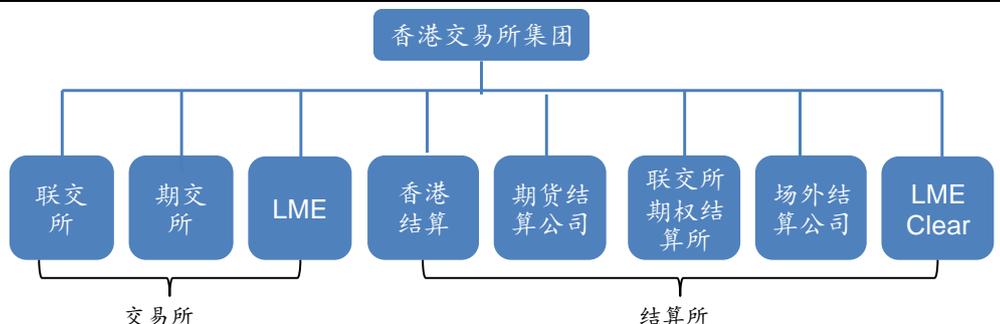
图5 港交所的历史沿革



资料来源：港交所官网，海通证券研究所

目前，港交所旗下共有**3家交易所**与**5家结算所**。3家交易所：联交所与期交所分别经营香港证券市场与期货市场；LME为全球领先的金属交易所。**结算所方面**，香港结算、期货结算公司、联交所期权结算所向参与者提供综合性结算、交收存管、代理人等业务；场外结算公司则提供场外利率衍生产品及外汇衍生产品结算服务；LME Clear为在LME交易的合约提供结算及交收服务。

图6 港交所组织架构



资料来源：港交所官网，海通证券研究所

港交所是与中国市场互联互通的先行者和最大的人民币离岸市场。伴随着香港及内地金融市场的发展，港交所近年来推出了一系列改革，以把握中国资本市场加速开放的种种机遇。2014年以来，香港和内地进入了互联互通时代，港交所与内地交易所联合先后推出沪港通与深港通机制，实现A股与香港证券市场的互联互通；并于2017年7月启动债券通，让国际投资者可通过香港直接投资内地银行间债券市场。

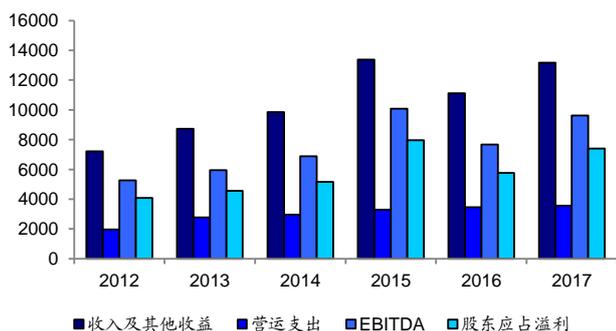
在恒指创十年新高的同时，港交所创新从未止步。2017年港交所推出了人民币期权，上市了香港地区首对实物交收的双币种黄金期货以及首只黑色金属产品铁矿石期货。在沪深港通平稳运行的基础上，沪深港通北向投资者识别码模式方案落地，又为新经济公司打开大门，并就改革创业板进行了市场咨询。无论是新经济还是传统经济，受益于互联互通机制的有效运行，内地投资者都可以分享投资机会。

**图7 港交所互联互通发展进程**

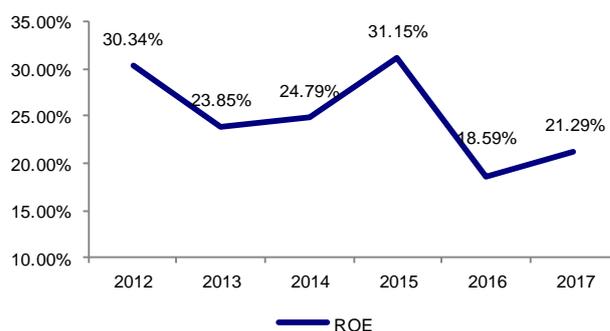

资料来源：港交所官网，海通证券研究所

## 2. 持续稳定高 ROE，受益于国内资本市场开放

受益于国内资本市场开放，港交所营收整体呈现上升趋势。2012-2017年间，收入及其他收益的6年复合增速达10.57%；2017年港交所的总收入131.8亿港元，同比增长18.57%，一方面受益于国内资本市场开放，沪深港通交易量猛增，且港股市场交易活跃，另一方面公司新增集体投资计划，投资收益大幅增长。持续稳定高ROE，股息派付率高达90%。公司12年以来ROE均保持在15%以上，持续稳定的高收益率保证了公司派息率稳定在90%。

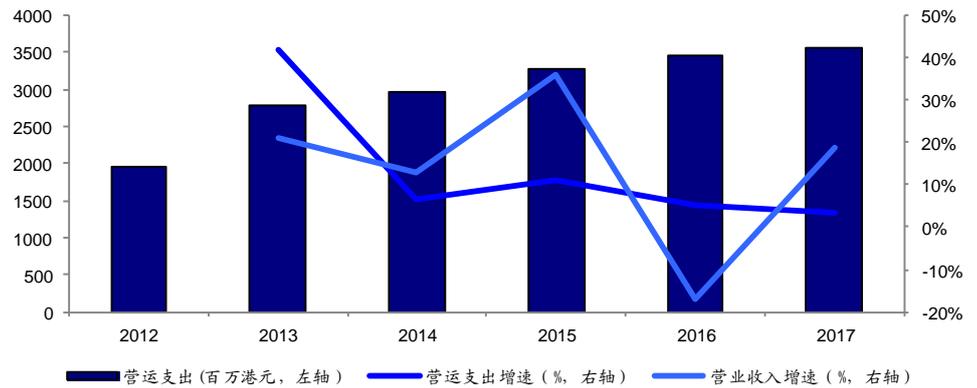
**图8 2012-2017 港交所盈利情况 (百万港元)**


资料来源：港交所官网，港交所2017年报，海通证券研究所

**图9 持续稳定高 ROE**


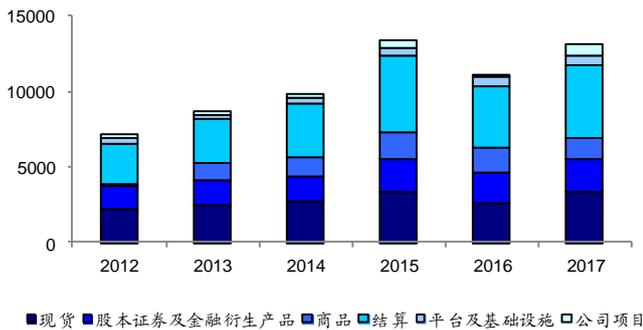
资料来源：港交所官网，海通证券研究所

成本控制良好，利润弹性较大。港交所的成本支出主要为人员成本，具有一定的刚性。2012以来，在港交所营业收入整体提升较多的同时，营运支出保持稳定小幅增长，成本控制能力良好，利润弹性较大。2017年，港交所的营运支出35.66亿港元，同比仅增长3.21%，远低于营业收入增速的18.57%。

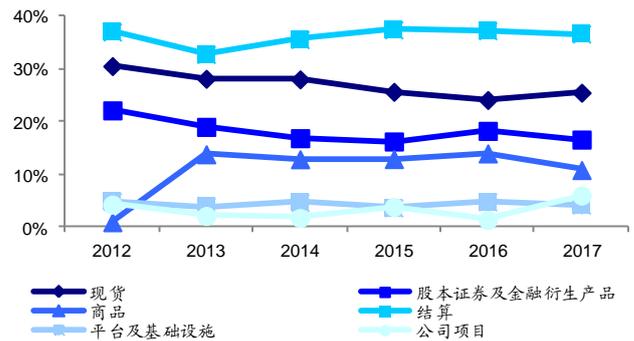
**图10 2012-2017 港交所营运支出及增速**


资料来源：港交所官网，海通证券研究所

**五大营运分部结构基本稳定，现货及结算占比最高。**港交所设有五大营运分部：现货分部、股本证券及金融衍生产品分部、商品分部、结算分部、平台及基础设施分部；中央收益与中央成本计入公司项目，主要为公司资金的投资收益。五大营运分部结构基本稳定，现货及结算分部占比最高，合计占比 60% 以上。

**图11 2012-2017 港交所收入构成 (百万港元)**


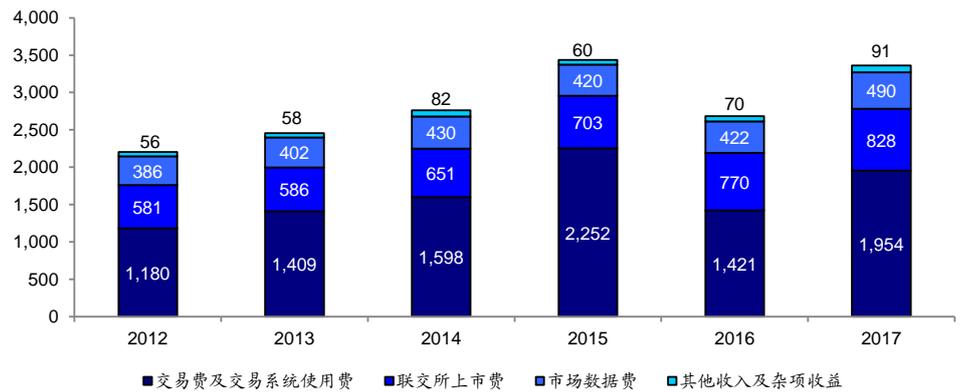
资料来源：港交所官网，港交所 2017 年报，海通证券研究所

**图12 2012-2017 各营运分部的收入占比情况 (%)**


资料来源：港交所官网，海通证券研究所

## 2.1 现货分部：受益于港股交易活跃及互联互通

港交所主要收入来源之一，受益于港股交易活跃、国内资本市场开放、互联互通持续推进、上市制度改革等。现货分部涵盖在现货市场交易平台买卖的股本证券产品、通过沪港通与深港通在沪深交易所买卖的股本证券产品、市场数据销售业务等，是港交所主要收入来源之一。2017 年，港交所现货分部的收入为 33.63 亿港元，同比+25.34%；其中交易费及交易系统使用费为 19.54 亿港元，占比 58.10%；联交所上市费为 8.28 亿港元，占比 24.62%；市场数据费为 4.90 亿港元，占比 14.57%。

**图13 2012-2017 现货分部收入构成 (百万港元)**


资料来源: 2012-2017 年港交所年报, 海通证券研究所

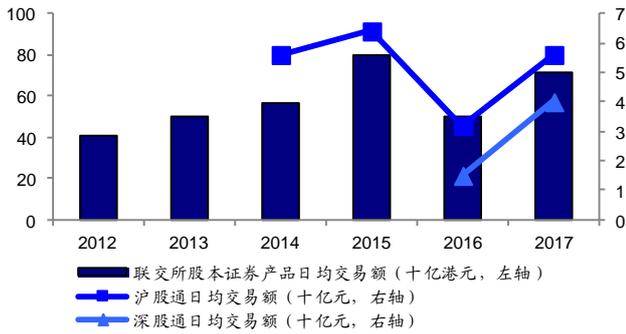
(1) **交易费及交易系统使用费: 与市场交易息息相关, 受益于互联互通。**一般证券产品及新筹集资金按照交易金额或集资额的 0.005% 收取交易费; 沪深股通交易费需与内地交易所共分, 沪深股通按照成交额的 0.00487% 收取, 港股通按照成交额的 0.005% 收取。交易系统使用费按照每宗 0.50 港元收取, 港股通部分与内地交易所均分。2017 年, 现货分部交易费为 19.54 亿港元, 同比增长 37.51%, 主要受益于股本证券日均交易额同比增长 41.83%、沪深股通交易额同比增长 193.9%、港股通交易额同比增长 170.22%。

**MSCI 长远利好沪深港通。**2017 年 6 月, 全球最大指数提供商之一的 MSCI 宣布 2018 年将在其 MSCI 新兴市场指数和 MSCI ACWI 指数中引入部分大市值 A 股, 从长远角度亦有利于沪深股通的成交。**债券通, 互联互通重大进展。**2017 年 6 月, 港交所与中国外汇交易中心成立合资公司债券通公司, 提供债券通相关的支援服务, 将互联互通机制延伸至新的资产类别。随后, 债券通北向交易于 7 月正式推出, 截至 2017 年末, 外资持有中国银行间债券市场在岸债券的金额约 1.15 万亿元, 较 2017 年 6 月末上升 36%。

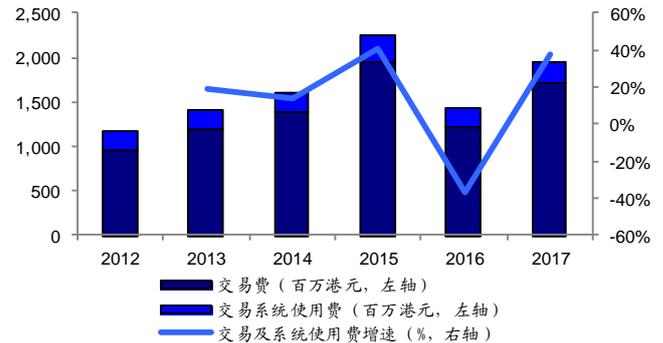
**表 1 交易费及交易系统使用费收费标准**

项目	收费标准
<b>交易费</b>	
1、股本证券、衍生权证、牛熊证、基金买卖等	成交额 (不包括港股通/2) * 0.005% * 双边
2、新筹集资金	集资额 * 0.005% * 双边
3、沪深港通	成交额 (港股通) * 0.005% / 2 + 成交额 (沪深股通) * 0.00487% * 40%
<b>交易系统使用费</b>	
1、股本证券、衍生权证、牛熊证、基金买卖等	成交宗数 (不包括港股通/2) * 0.5 港元 * 双边
2、沪深港通	成交宗数 (港股通) * 0.5 港元 / 2

资料来源: 港交所官网, 海通证券研究所

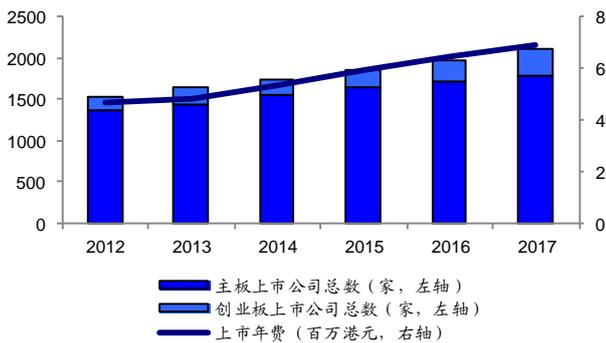
**图14 2012-2017 股本证券产品、沪深股通日均交易额**


资料来源：2012-2017 年港交所年报，海通证券研究所

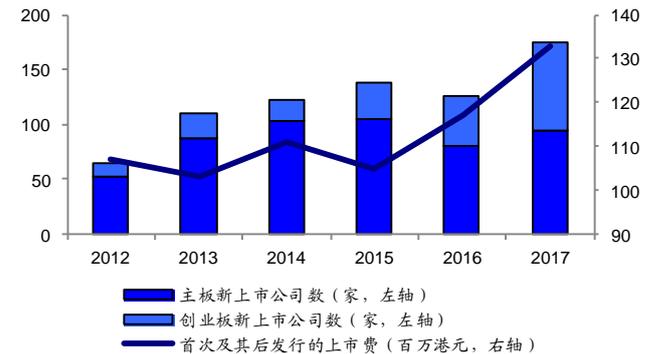
**图15 2012-2017 现货分部交易及系统使用费**


资料来源：2012-2017 年港交所年报，海通证券研究所

- (2) **联交所上市费：上市规则修改，有望加速增长。**联交所上市费包括上市年费、首次及其后发行的上市费，2017 年同比增长 7.53%。2012-2017 年，联交所上市公司总数持续稳定增长，由 2012 年末的 1547 家增长到 2017 年末的 2118 家，复合增速 6.48%，主板占 85%。随着港交所修改上市规则，预计将吸引更多高增长的新兴及创新产业公司赴港上市，上市费有望加速增长。

**图16 2012-2017 现货分部上市年费收入情况**


资料来源：2012-2017 年港交所年报，海通证券研究所

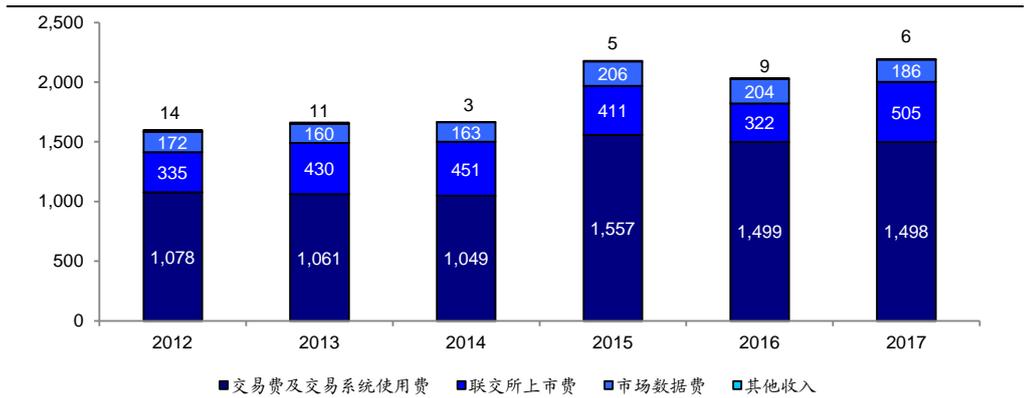
**图17 2012-2017 现货分部首次及其后发行的上市费收入情况**


资料来源：2012-2017 年港交所年报，海通证券研究所

- (3) **市场数据费：整体呈增长趋势。**港交所提供多样化的实时数据产品、历史数据产品，通过“香港交易所领航星”市场数据平台（OMD）发放。2012-2017 年，现货分部的市场数据费收入整体上呈现上升趋势。

## 2.2 股本证券及金融衍生品分部：品种日趋丰富，交易制度不断完善

股本证券及金融衍生产品分部涵盖在联交所、期交所买卖的衍生产品及其他相关业务，包括提供这些产品的交易平台、销售相关市场数据等。2017 年，分部总收入 21.95 亿港元，同比+7.92%。其中，分部的交易费及交易系统使用费收入为 14.98 亿港元，占比 68.25%；联交所上市费收入为 5.05 亿港元，占比 23.01%；市场数据费收入为 1.86 亿港元，占比 8.47%。

**图18 2012-2017 股本证券及金融衍生产品分部收入构成 (百万港元)**


资料来源：2012-2017 年港交所年报，海通证券研究所

近年来，股本证券及金融衍生产品分部的产品类别日趋丰富，交易制度也不断完善。15 年以来香港衍生品市场交易量大幅放大，我们认为一方面是由于 15 年内地市场异常波动后，内地投资者来港投资对风险管理需求大幅提升，带动衍生市场活跃；另一方面境外资金的避险需求向香港及新加坡市场转移。此外近年来香港市场股票期货及期权的种类逐渐增加，17 年港交所陆续推出人民币期权和 5 年期国债期货，在汇率期权和利率期货上实现突破。同时交易制度也在不断完善，17 年 6 月，港交所推出优化股票期权持仓限额模式，将股票期权持仓限额增加至 15 万张合约，推动衍生产品市场进一步发展；11 月延长股票指数期货交易时间至凌晨 1 点。

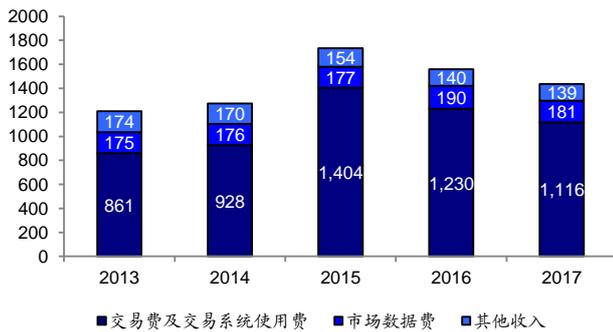
**表 2 联交所、期交所衍生品市场数据**

	2012	2013	2014	2015	2016	2017
联交所衍生权证、牛熊证及权证日均交易额(十亿港元)	12.9	12.5	13.3	25.7	16.7	17.0
期交所衍生品每日成交合约张数	259556	283610	274844	394174	463722	440563
联交所股票期权每日成交合约张数	228438	249295	301797	374346	297903	428499
新上市衍生权证数	5886	7264	7560	6336	4875	7989
新上市牛熊证数	6056	8948	9983	11213	8896	13235

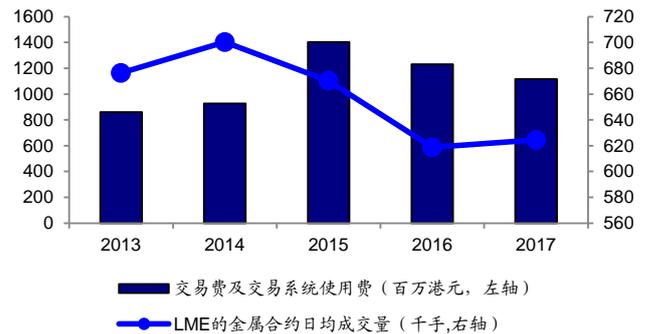
资料来源：港交所官网，海通证券研究所

### 2.3 商品分部：内地再造“LME”

商品分部的主要涵盖伦敦金属交易所 (LME) 的运作、在内地新设的大宗商品交易平台“前海交易中心”的发展以及在期交所买卖的亚洲商品合约、黄金与铁矿石期货合约。港交所 2012 年 12 月收购 LME 以后，商品分部迅速发展，2013-2015 年，商品分部总收入的复合增速高达 19.74%。

**图19 2013-2017 商品分部收入构成 (百万港元)**


资料来源: 2013-2017 年港交所年报, 海通证券研究所

**图20 2013-2017 商品分部交易费及交易系统使用费情况**


资料来源: 2013-2017 年港交所年报, 海通证券研究所

**基于四大主要原则, 深化 LME 战略改革。** LME 基于服务现货市场、确保市场公平运作、增加用户选择、尽量提高交易效率这四大主要原则, 制定了包括推出新合约、系统升级及调整市场架构等战略方针, 持续深化 LME 改革: 1) 不断丰富产品种类。2017 年, LME 采取了多项改革举措, 先后推出 LME 贵金属、可实物交付的双币黄金期货、铁矿石期货等, 丰富的产品种类相辅相成, 为投资者提供更多买卖、对冲及资产配置工具。未来还将研究推出黄金和白银期权等。2) 降低短期、中期的调期交易费用, 优惠现货用户并鼓励使用每日交割结构。3) 建议加收金融机构场外下单费及制定交易规则维护市场公平运作。4) 推出 LME 仓库改革计划。

**图21 LME 战略路径**


资料来源: 港交所官网, 海通证券研究所

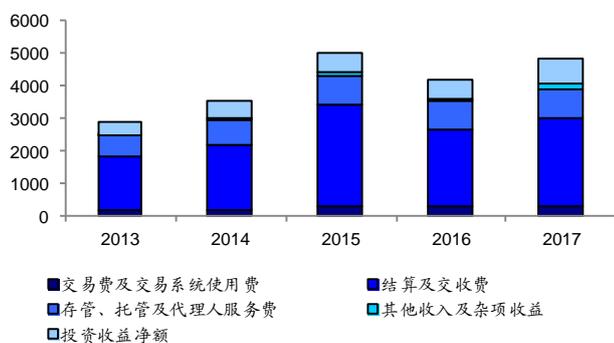
**设立前海联合交易中心, 内地再造 LME。** 在大宗商品战略方面, 港交所计划在前海设立大宗商品交易平台, 旨在内地复制一个 LME, 并打造一个和 LME 类似的仓储系统, 以填补内地缺乏规范、透明、可信赖、有实物交割体系和仓储体系的大宗商品交易平台的缺口, 有效服务实体经济。

## 2.4 结算分部: 结算费及保证金投资收益双驱动

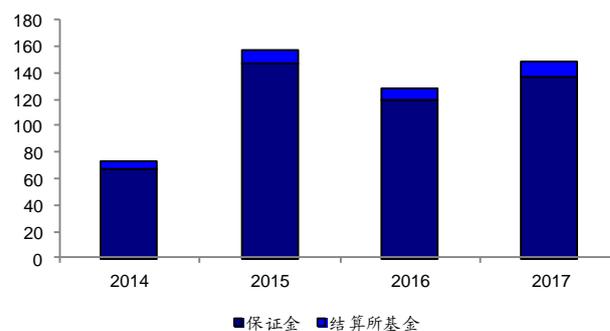
结算分部的业务涵盖港交所旗下 5 家结算所的运作, 负责 3 家交易所与沪股通、深港通的交易结算、交收、托管业务, 以及场外衍生工具合约的结算与交收。结算分部的主要收入来源有交易费及交易系统使用费, 结算及交收费, 存管、托管及代理人服务费, 以及由保证金与结算所基金所获得的投资收益净额。

**持续优化结算服务, 受益于市场活跃及互联互通。** 2017 年在 H 股交易活跃及互联

互通的双重影响下，港交所结算费用增长 12%。截至 2017 年末，港股通组合价值增长至 9270 亿港元，同比+154.67%；沪股通与深港通的组合价值增长至人民币 5310 亿元，同比+185.48%。沪深股通相关的存管、托管、代理人服务费收益达 6900 万港元，同比+146%。此外保证金平均资金金额的增加，亦驱动结算分部中投资收益的大幅增长（同比+48%）。预计未来随着港交所产品种类的不断拓宽、港股市场交易活跃及互联互通的深化，结算分部有望继续稳步增长。

**图22 2013-2017 结算分部收入构成 (百万港元)**


资料来源：2013-2017 年港交所年报，海通证券研究所

**图23 港交所保证金平均资金金额 (十亿港元)**


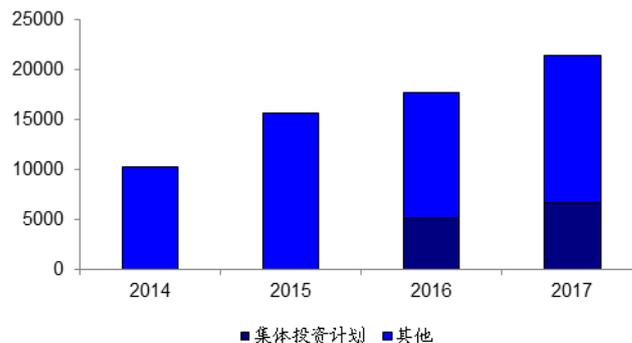
资料来源：2014-2017 年港交所年报，海通证券研究所

## 2.5 引入集体投资计划，盘活公司资金

投资收益大幅增长，主要受益于集体投资计划。过去港交所留存资金投资于流动性较强、收益较低的银行存款、股本证券、债券证券等，而自 2016 年末港交所引入集体投资计划（委托多家外部专业机构）以来，投资收益大幅增长，从 2016 年的 1.49 亿港元增长到 7.9 亿港元，大幅增长 430%，有效盘活公司留存资金。

**图24 港交所近四年公司项目投资收益净额 (百万港元)**


资料来源：2014-2017 年港交所年报，海通证券研究所

**图25 港交所近四年公司资金 (百万港元)**


资料来源：2014-2017 年港交所年报，海通证券研究所

## 3. 互联互通迈向新里程碑

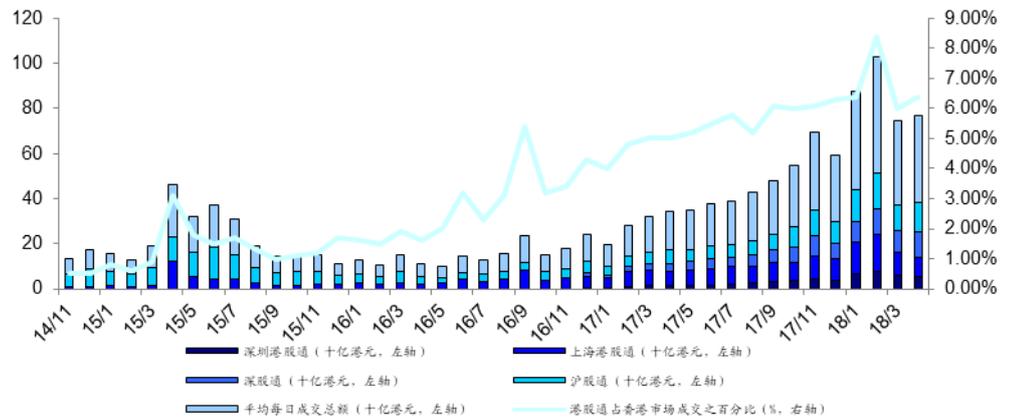
随着人民币国际化进程的逐渐推进，中国市场的互联互通业务也在不断发展。自 2014 年 11 月 17 日推出沪股通及 2016 年 12 月 5 日推出深港通以来，市场交易量不断加大。2017 年沪深港通交易量创新高，同时香港交易所于 2017 年 7 月 3 日成功推出了债券通，意味着互联互通市场的新里程碑。

### 3.1 沪深港通交投活跃

内地投资者关注度加强，沪深港通交投活跃。2017 年是沪港通和深港通开通的第三及第一年，随着内地投资者对港股兴趣越来越浓厚，香港及国际投资者对 A 股的配置需求上升，南向及北向成交量创下多项新高纪录。2017 年，北向成交总额达人民币 2.27

万亿元,较2016年增加194%;南向成交总额达2.26万亿港元,增长170%。其中,南向平均每日成交金额增长近2倍至91亿元,约占港股日均成交额(现货部分)的13%。沪深港通推出以来至2017年底,北向和南向的净资金流入分别为人民币3480亿元及7260亿港元。2018年2月6日,港股通成交438亿港元,沪深股通成交338亿元,创历史新高。

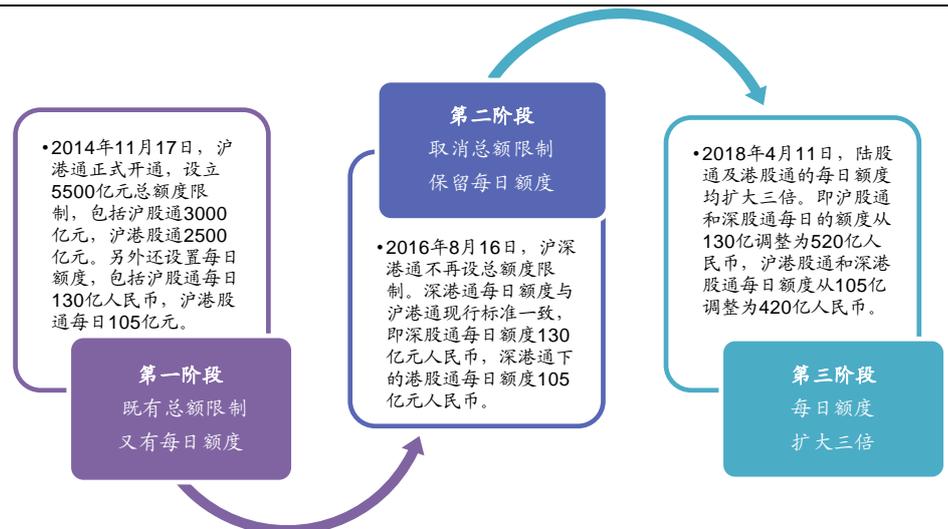
图26 沪港通及深港通平均每日成交额(十亿港元)



资料来源: 港交所官网, 海通证券交易所 注: 此处香港市场成交额包含衍生品成交量

**沪深港通大幅扩大单日额度迎接 MSCI。** 为了迎接 MSCI, 2018 年 4 月 11 日, 香港证监会及中国证监会发布联合公告, 自 2018 年 5 月 1 日起, 将沪/深股通及港股通的每日额度均扩大三倍。沪股通和深股通每日的额度将从 130 亿元人民币调整为 520 亿元人民币, 港股通每日额度从 105 亿元人民币调整为 420 亿元人民币。沪深港通自开通以来, 经历了三个阶段。1) 第一阶段: 2014 年 11 月 17 日, 沪深港通开通, 既有总额限制, 又有每日额度限制。2) 第二阶段: 2016 年 8 月 16 日, 沪深港通取消总额度限制, 保留每日额度限制, 即沪/深股通每日额度 130 亿元人民币, 港股通每日额度 105 亿元人民币。3) 第三阶段: 2018 年 4 月 11 日, 沪/深股通及港股通的每日额度均扩大三倍。

图27 沪深港通扩大额度三阶段



资料来源: 港交所官网, 海通证券研究所

**沪深港通在开放内地股市方面的重要角色受到肯定。** 2017 年 6 月, MSCI 宣布于 2018 年将中国 A 股纳入其新兴市场指数及所有国家世界指数, 同时国际投资者对投资 A 股及使用沪深港通的兴趣日增, 互联互通的作用进一步加深。未来港交所将继续与监管机构及内地交易及结算同业合作, 丰富交易产品的种类, 包括推出 ETF 通和进一步完善机制安排, 如假期交易安排及北向交易的投资者识别系统。

### 3.2 债券通打开内地债市新局面

**债券通成为两地互联互通的又一重要里程碑。**债券通北向交易于2017年7月3日开通,使得香港及境外投资者可以基于香港与中国内地在交易、托管、结算等方面互联互通的机制安排,投资于内地银行间债券市场,预期未来业务还将有机会拓展至南向通。债券通是开放内地债券市场的一大突破,让更多不同的国际投资者得以经香港进入中国银行间债券市场。港交所与中国外汇交易中心合资成立债券通有限公司,支援债券通相关交易服务、投资者教育及其他服务。

**债券通开通以来,境外机构投资者入市数量以及交易规模均平稳增长。**截止2018年1季度末,共有288个境外账户通过债券通渠道进入银行间债券市场,境外非法人产品账户数量占50%,境外商业银行占25%,境外证券公司占9%。2018年第一季度债券通债券交易保持增长,交易总量达1625.83亿元,环比增长7.23%,境外机构买入量占67.5%。2018年4月份债券通北向通日均交易量为31.1亿元,较一季度环比增长14.76%。自债券通开通以来,上海清算所和中央结算公司的债券境外持有量明显上升,截至17年一季度末合计持有量达13049亿元,较2017年6月末增长55%。

图28 债券境外持有量 (十亿人民币)



资料来源: 港交所官网, 海通证券研究所

**债券通是开放内地债市的重大突破,有关优化措施正有序开展。**债券通使港交所得以拓展至传统股票业务以外的市场,在定息及货币产品市场(尤其是衍生产品业务)奠定进一步发展的基础。2017年下半年,债券通团队出席多个非交易路演及研讨会,让本地及国际投资者了解债券通的时间安排及最新进展。债券通有限公司正与内地及香港金融基础设施机构合作,研究进一步优化债券通。

## 4. H股全流通: 港股大时代即将来临

**H股全流通推出试点,港股市场进入新时代。**2017年12月29日,经国务院批准,证监会正式开展H股上市公司“全流通”试点,进一步优化境内企业境外上市融资环境,深化境外上市制度改革。2018年4月20号,中国结算、深交所联合发布《H股“全流通”试点业务实施细则(试行)》,对H股“全流通”的账户安排、跨境转登记、存管和持有明细维护、交易委托与指令传递、清算交收、名义持有人服务以及风险管理等方面做了详尽的安排。全流通试点准备工作基本完成,未来将有序推进H股“全流通”试点。根据证监会文件,参与H股“全流通”试点的企业需满足4项基本条件:

(1) 符合外商投资准入、国有资产管理、国家安全及产业政策等有关法律规定和政策要求;

(2) 所属行业符合创新、协调、绿色、开放、共享的发展理念,符合国家产业政策发展方向,契合服务实体经济和支持“一带一路”建设等国家战略,且具有一定代表性的优质企业;

(3) 存量股份的股权结构相对简单, 且存量股份市值不低于 10 亿港元;

(4) 公司治理规范, 企业内部决策程序依法合规, 具备可操作性, 能够充分保障股东知情权、参与权和表决权。

**有助于解决 H 股上市公司股权分置这一历史遗留问题。**H 股上市公司的股份分为 H 股、内资法人股与国有股等, 由于出现部分流通与部分不流通的分化状况, 客观上导致了 H 股上市公司的股份出现了股权分置的现象。股权分置使得上市公司控股股东很少关心股价涨跌及投资者利益。而港股“全流通”之后, 将会使得原先不流通的法人股与国有股部分开始流通, 使得股权分置所导致的隐藏的内外资股东利益冲突问题得到解决。短期来看, 全流通减持压力相对可控, 长期来看对活跃全市场有积极意义。

**“全流通”将增加结构的透明度和市场参与度, 提升港股市场吸引力。**长期来看, H 股全流通试点对活跃港股全市场起到积极作用, 逐步开放 H 股全流通, 将有助于香港的融资活动, 再加上新经济企业寻求上市等因素支持, 我们预期将有利于香港 IPO 市场朝多元化发展。H 股“全流通”之后, 上市企业的股本扩容, 也将为港股市场拓宽源头活水。另外, 配合港交所近期的一系列制度改革, 预计有望吸引更多优质公司赴港上市, 提升港股市场的吸引力。

## 5. 上市制度改革, 吸引新经济公司

**修改上市规则, 吸引高增长的新兴及创新产业公司赴港上市。**港交所 2018 年 4 月 24 日宣布, 新修订的《上市规则》于 4 月 30 日生效。这次上市制度的改革主要加入 3 个全新章节来吸引高增长的新兴及创新产业公司赴港上市。港交所将在主板上市规则中新增两个章节, 列出有关尚未有收入的生物科技公司 and 采用“不同投票权架构”的新经济公司赴港上市的规则框架。同时港交所将修改第二上市的相关规则, 方便更多已在主要国际市场上市的公司赴港进行第二上市。更多新经济企业在港股上市, 将使投资者有更多选择, H 股价值投资的内涵和外延也将更加丰富。

表 3 《主板上市规则》各项修订

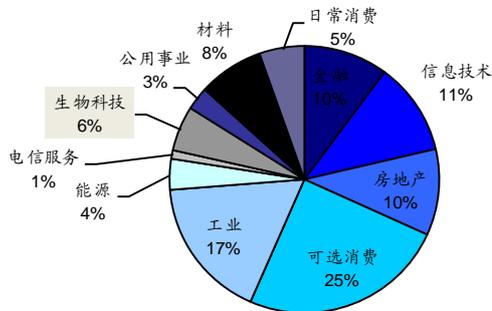
<b>吸引以研发为主的生物科技公司</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>· 最少有一只核心产品已通过概念开发流程</li> </ul>
<b>生物科技</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>· 市值: 至少 15 亿港元</li> <li>· 以研发为主, 专注开发核心产品</li> <li>· 已得到资深投资者提供相当数额的第三方投资</li> <li>· 四个方向: 分子药物、生物药物、二级以上器械、其他</li> </ul>
<b>吸引高增长及创新产业公司</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>· 必须是高增长的创新产业公司</li> </ul>
<b>不同投票权</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>· 不同投票权受益人只限个人——必须为公司董事并对推动公司业务增长有重大贡献</li> <li>· 通过财务资格测试及市值: 至少 100 亿港元及 10 亿港元收益 (如市值 &lt; 400 亿港元)</li> <li>· 已得到资深投资者提供相当数额的第三方投资</li> <li>· 符合额外的上市规定及股东保障措施</li> </ul>
<b>吸引高增长及创新产业公司</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>· 允许大中华公司在香港作第二上市</li> </ul>
<b>第二上市</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>· 通过财务资格测试及市值: 至少 100 亿港元及 10 亿港元收益 (如果市值 &lt; 400 亿港元)</li> <li>· 在纽约交易所、纳斯达克及伦敦交易所上市最少两个会计年度, 且合规记录良好</li> </ul>

资料来源: 港交所官网, 海通证券研究所

**1) 生物科技公司已上市数量占比较小, 新规出台有望扩大上市规模。**从市值及上市家数来看, 金融、信息技术、地产等行业的占比较高, 而生物科技公司的规模较小。截止 4 月末, 港股已上市公司合计 2221 家, 其中仅 121 家为生物科技公司。由于生物科技公司运营的特殊性, 较难满足过去的上市规则, 而此次新规放宽生物科技公司在港股上市的标准, 允许尚未盈利的生物科技公司赴港上市, 将在一定程度上扩大生物科技公司在港股上市的规模。目前, 已有第一家尚未盈利的制药企业歌礼生物提交上市材料。

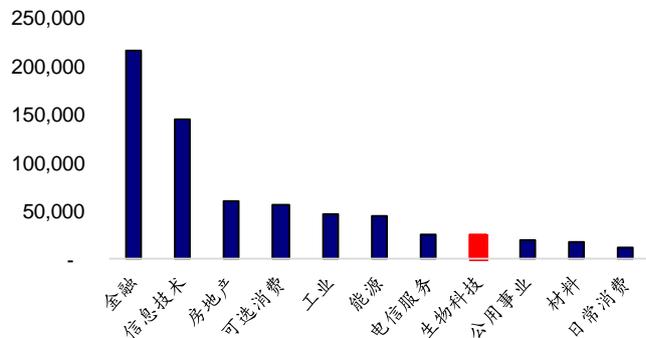
在悲观/中性/乐观假设下, 预计港交所潜在收入为 0.14-0.28 亿港元。据 wind 数据, 平均每年上市的生物科技公司家数为 10 家, 平均流通市值 100 亿港元, 每股面值基本低于 0.25 港元。我们假设悲观/中性/乐观条件下, 生物科技类公司上市家数分别为 20/30/40 家, 预计港交所在生物科技板块的潜在收入为 0.14-0.28 亿港元。

图29 港股各行业家数占比



资料来源: Wind, 海通证券研究所

图30 港股各行业总市值对比 (亿港元)



资料来源: Wind, 海通证券研究所

表 4 放宽生物科技公司上市条件潜在收入测算 (百万港元)

	悲观 (2 倍)	中性 (3 倍)	乐观 (4 倍)
上市家数 (家)	20	30	40
首次上市费	8.96	13.44	17.93
上市年费	5.11	7.66	10.22
合计潜在收入	14.07	21.11	28.14

资料来源: 港交所官网, Wind, 海通证券研究所

2) 第二上市规则修改有望吸引海外上市公司来港上市。按照港交所第二地上市规则, 我们统计得出共有 53 家在海外上市的中国概念股符合在港第二地上市的条件, 在发行比例为 5%/10%/15% 的假设下, 预计港交所的潜在收入为 0.16-0.21 亿港元。

表 5 港交所允许第二地上市的潜在收入 (百万港元)

	发行比例		
	5%	10%	15%
发行规模 (亿港元)	4119	8238	12358
首次上市费	26.30	30.25	32.00
上市年费	38.84	48.45	53.52
合计潜在收入	16.29	19.67	21.38

资料来源: 港交所官网, 胡润研究院, 海通证券研究所

3) 允许“不同投票权架构”的公司赴港上市将吸引新经济公司 IPO, 内地新经济公司将是未来上市主力军。允许“不同投票权”架构的新经济公司上市, 这将在一定程度上吸引新经济公司尤其是内地的新经济公司赴港上市。我们根据港交所发布的新规, 筛选出 10 家内地新经济公司独角兽, 如小米、滴滴等。在发行比例为 5%/10%/15% 的假设下, 潜在收入为 0.15-0.17 亿港元。

表 6 港交所允许同股不同权公司上市的潜在收入 (百万港元)

	发行比例		
	5%	10%	15%
发行规模 (亿港元)	907	1814	2721
首次上市费	5.60	5.80	5.85
上市年费	9.73	10.57	10.69
潜在收入	15.33	16.37	16.54

资料来源: 港交所官网, 胡润研究院, 海通证券研究所

修改上市规则仅仅是个开始, 长远来看, 有利于形成港股市场良性循环。从实际带来的上市收入费来看, 修改上市规则带来的直接收益微乎其微。更为重要的是, 新经济公司和独角兽来港上市后将带动更多资金进入港股市场, 带动港股交易量提升, 从而增加港交所交易费、结算费等。此外, 我们预计未来港交所可能还将推出新型衍生品, 进一步丰富产品的多样性。

## 6. 盈利预测与投资建议

### 6.1 盈利预测

我们假设 2018/19/20E 联交所日均成交量分别为 1300/1430/1573 亿港元, 其中股本证券 ADT 为 1020/1122/1234 亿港元, 衍生品 ADT 为 280/308/339 亿港元。假设 2018/19/20E 沪股通 ADT 为 84/126/189 亿港元, 深股通 ADT 为 66/99/149 亿港元, 港股通成交额为 3.84/6.36/10.58 万亿港元。

表 7 主要交易市场假设 (十亿港元)

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
联交所平均每日成交额	66.9	88.2	130.0	143.0	157.3
增速%	-37%	32%	47%	10%	10%
-股本证券产品平均交易额	50.2	71.2	102.0	112.2	123.4
增速%	-37.17%	41.83%	43.26%	10.00%	10.00%
-衍生权证、牛熊证及权证日均成交额	16.7	17.0	28.0	30.8	33.9
沪股通平均每日成交额(十亿元人民币)	3.2	5.6	8.4	12.6	18.9
增速%	-50.00%	75.00%	50.00%	50.00%	50.00%
深股通平均每日成交额(十亿元人民币)	1.5	4.0	6.6	9.9	14.9
增速%		166.67%	65.00%	50.00%	50.00%
港股通成交额	836	2259	3843	6361	10584
增速%		170.22%	70.13%	65.51%	66.40%

资料来源: 港交所官网, 海通证券研究所

我们假设 2018/19/20E 港股上市家数分别为 310/403/483 家, 募集资金总额分别为 6784/7938/9314 亿港元。假设 2018/19/20E 末主板上市公司数为 1951/2155/2399 家, 创业板上市公司数为 445/604/795 家。

表 8 主要发行市场假设 (家)

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
主板新上市公司数目	81	94	174	226	271
创业板新上市公司数目	45	80	136	177	212
股本证券集资总额 (十亿港元)	490.1	581.4	678.4	793.8	931.4
其中: 首次公开招股	195.3	128.5	134.9	141.7	148.8
上市后	294.8	452.9	543.5	652.2	782.6
截止日主板上市公司数目	1713	1794	1951	2155	2399
截止日创业板上市数目	260	324	445	604	795
新上市衍生权证数目	4875	7989	11984	12583	13212
新上市牛熊证数目	8896	13235	19853	20845	21887

资料来源: 港交所官网, 海通证券研究所

我们估算港交所 2018/19/20E 实现营业总收入分别为 155.64/170.18/185.79 亿港元, 同比+18%/9%/9%; 归属于港交所股东的净利润分别为 89.15/98.01/107.89 亿港元, 同比+20%/10%/10%; 对应 EPS 分别为 7.16/7.78/8.46 港元; EBITDA margin 分别为 74%/74%/75%。

表9 港交所盈利预测表 (百万港元)

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
交易费及交易系统使用费	4428	4856	6368	7072	7821
联交所上市费	1092	1333	1780	2008	2251
结算及交收费	2358	2691	3564	3909	4286
存管、托管及代理人服务费	857	892	892	892	892
市场数据费	816	857	877	898	921
其他收入-经营	847	945	800	840	882
<b>主营业务收入</b>	<b>10398</b>	<b>11574</b>	<b>14280</b>	<b>15618</b>	<b>17053</b>
投资收益	826	2171			
退回给参与者的利息	-130	-572			
<b>投资收益净额</b>	<b>696</b>	<b>1599</b>	1267	1385	1513
杂项收入	22	7	16	15	13
出售租赁物业之收益					
<b>营业总收入</b>	<b>11116</b>	<b>13180</b>	<b>15564</b>	<b>17018</b>	<b>18579</b>
职工薪酬	-2035	-2273	-2614	-2745	-2827
资讯科技及电脑维修保养支出	-500	-433	-498	-573	-659
楼宇支出	-333	-354	-389	-428	-471
产品推广支出	-54	-47	-54	-62	-71
法律及专业咨询费	-106	-79	-91	-104	-120
其他支出-经营	-427	-380	-437	-503	-578
<b>营业支出</b>	<b>-3455</b>	<b>-3566</b>	<b>-4083</b>	<b>-4415</b>	<b>-4726</b>
息税折旧摊销前利润	7661	9614	11481	12603	13853
折旧及摊销	-771	-858	-927	-1001	-1081
<b>营业利润</b>	<b>6890</b>	<b>8756</b>	<b>10554</b>	<b>11602</b>	<b>12772</b>
融资成本	-82	-134	-147	-162	-178
应占共同控制实体损益	-9	-12	-10	-10	-11
<b>除税前溢利</b>	<b>6799</b>	<b>8610</b>	<b>10397</b>	<b>11430</b>	<b>12583</b>
所得税	-1058	-1255	-1515	-1666	-1834
<b>净利润</b>	<b>5741</b>	<b>7355</b>	<b>8881</b>	<b>9764</b>	<b>10749</b>
<b>-香港交易所股东</b>	<b>5769</b>	<b>7404</b>	<b>8915</b>	<b>9801</b>	<b>10789</b>
-非控股权益	-28	-49	-34	-37	-40
其他全面收益	-6	157	48	66	90
<b>综合收益总额</b>	<b>5735</b>	<b>7512</b>	<b>8929</b>	<b>9830</b>	<b>10839</b>
-香港交易所股东	5763	7561	8963	9867	10879
-非控股权益	-28	-49	-34	-37	-40
<b>基本每股盈利</b>	<b>4.76</b>	<b>6.03</b>	<b>7.16</b>	<b>7.78</b>	<b>8.46</b>

资料来源: 港交所官网, 海通证券研究所

图31 各营运分部贡献 (百万港元)



资料来源: 港交所官网, 海通证券研究所

**表 10 港交所资产负债表 (百万港元)**

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>资产总计</b>	<b>247318</b>	<b>317604</b>	<b>336182</b>	<b>355253</b>	<b>375271</b>
<b>流动资产合计</b>	<b>227810</b>	<b>298018</b>	<b>316421</b>	<b>335315</b>	<b>355154</b>
现金及等同现金项目	115723	155660	165272	175141	185503
按公允价值计入损益的金融资产	70066	95037	100906	106931	113257
以摊销成本计量的财务资产	29093	30757	32656	34606	36654
应收账款	12928	16564	17587	18637	19740
可收回税款					
<b>非流动资产合计</b>	<b>19508</b>	<b>19586</b>	<b>19752</b>	<b>19920</b>	<b>20090</b>
以摊销成本计量的财务资产	74	60	60	60	60
应收账款	21	21	21	21	21
于合营公司之权益	59	61	61	61	61
商誉及其他无形资产	17812	17925	18104	18285	18468
固定资产	1499	1469	1454	1440	1425
租赁土地	21	20	20	20	20
递延税项资产	22	30	32	33	35
<b>负债及股东权益总计</b>	<b>247318</b>	<b>317604</b>	<b>336182</b>	<b>355253</b>	<b>375271</b>
<b>负债合计</b>	<b>214934</b>	<b>280229</b>	<b>294240</b>	<b>308952</b>	<b>324400</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>210688</b>	<b>278566</b>	<b>292494</b>	<b>307119</b>	<b>322475</b>
结算保证金按金	126846	157814	165705	173990	182689
应付账款应计费用及其他负债	12246	16159	16967	17815	18706
递延收入	842	957	1005	1055	1108
应交税费	356	505	530	557	585
其他金融负债	37	58	61	64	67
参与者对结算所基金的缴款	8656	16626	17457	18330	19247
短期借款		1027	1078	1132	1189
拨备	78	85	89	94	98
按公允价值计入损益之金融负债	61627	85335	89602	94082	98786
<b>非流动负债合计</b>	<b>4246</b>	<b>1663</b>	<b>1746</b>	<b>1833</b>	<b>1925</b>
应付账款	30	51	54	56	59
长期借款	3422	833	875	918	964
拨备	81	68	71	75	79
递延税项负债	713	711	747	784	823
<b>股东权益合计(含少数股东权益)</b>	<b>32384</b>	<b>37375</b>	<b>41942</b>	<b>46301</b>	<b>50871</b>
<b>股东权益合计(不含少数股东权益)</b>	<b>32266</b>	<b>37273</b>	<b>41874</b>	<b>46270</b>	<b>50880</b>
股本	22085	25141	28154	31110	34119
股份奖励计划所持股份	-599	-606	-647	-666	-689
以股份支付的雇员酬金储备	226	222	219	216	213
汇兑储备	-260	-104	-56	10	101
设定储备	773	822	882	916	964
向非控股权益承诺出售选择权储备	-293	-293	-293	-293	-293
留存收益	10334	12090	13614	14975	16465
对冲储备		1	1	1	1
少数股东权益	118	102	68	31	-9

资料来源: 港交所官网, 海通证券研究所

我们认为港交所净利润对联交所日均交易额和沪/深股通日均交易额较为敏感。联交所 ADT 每变动 10%，公司净利润变动 6.8%；沪/深股通 ADT 每变动 10%，公司净利润变动 0.1%。

**表 11 联交所 ADT 与沪深股通 ADT 变动对净利润的敏感性分析**

		联交所平均每日成交金额						
		-30%	-20%	-10%	0%	10%	20%	30%
沪股通/ 深股通日 成交额	-30%	-20.7%	-13.9%	-7.1%	-0.2%	6.6%	13.4%	20.2%
	-20%	-20.6%	-13.8%	-7.0%	-0.2%	6.6%	13.5%	20.3%
	-10%	-20.5%	-13.7%	-6.9%	-0.1%	6.7%	13.5%	20.4%
	0%	-20.4%	-13.6%	-6.8%	0.0%	6.8%	13.6%	20.4%
	10%	-20.4%	-13.5%	-6.7%	0.1%	6.9%	13.7%	20.5%
	20%	-20.3%	-13.5%	-6.6%	0.2%	7.0%	13.8%	20.6%
	30%	-20.2%	-13.4%	-6.6%	0.2%	7.1%	13.9%	20.7%

资料来源：港交所官网，海通证券研究所

## 6.2 估值及投资建议

港交所股息分配率常年保持在90%，因此我们使用二阶段DDM对港交所估值，得出每股价值305.8港元，对应2018/19E PE分别为42.69/39.22倍。首次覆盖给予“买入”评级。

主要的估值假设如下：

1. CAMP折现率：无风险利率（长期国债收益率）3.5%，风险溢价4.0%，Beta系数1.25（我们认为港交所股价波动略高于市场整体），计算折现率为8.50%；
2. 股息分配率继续维持在90%的水平；
3. 长期增长率为5%。

**表 12 港交所股利折现模型（港元）**

	2016	2017	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E	LT	Total
每股红利	4.25	5.40	6.45	7.00	7.61	8.29	9.09		
增速	-29%	27%	19%	9%	9%	9%	10%	5%	
折现系数			0.95	0.91	0.86	0.82	0.78		
<b>每股价值</b>			<b>6.14</b>	<b>6.35</b>	<b>6.57</b>	<b>6.82</b>	<b>7.12</b>	<b>272.76</b>	<b>305.8</b>

资料来源：港交所官网，海通证券研究所

**表 13 港交所可比公司估值（2018年5月18日）**

公司名称	收盘价 (本币)	市值(亿 美元)	PE (倍)			PB (倍)			ROE(%)			股息率(%)	
			2017	2018E	2019E	2017	2018E	2019E	2017	2018E	2019E	2016	2017
港交所	259.40	409.70	43.0	32.7	27.8	8.5	8.2	7.8	21.3	25.4	30.2	2.4	2.3
纳斯达克	90.57	151.22	20.5	22.1	19.2	2.6	2.5	2.3	13.0	11.5	12.5	1.8	1.9
洲际交易所	72.40	419.36	17.0	23.6	20.6	2.5	2.6	2.3	15.4	10.7	12.0	1.2	1.1
伦敦交易所	44.98	211.94	30.7	33.9	29.5	4.8	4.4	4.0	15.9	13.7	14.4	1.3	1.2
芝加哥商品交易所	160.70	547.20	13.4	30.7	26.7	2.4	2.7	2.4	19.0	8.3	9.5	4.9	4.2
澳交所	61.36	89.30	27.3	25.5	22.1	3.0	3.0	2.7	11.2	11.8	12.9	3.3	3.4
德意志交易所	113.45	258.64	24.7	21.8	18.9	4.5	4.0	3.6	22.5	19.4	20.1	2.0	2.1

资料来源：港交所官网，Wind，海通证券研究所 注：EPS、BVPS、ROE 使用 Wind 一致预期

### 6.3 投资风险

- 1、香港现货及衍生品交易量大幅萎缩；
- 2、互联互通进展停滞；
- 3、LME 改革效果不达预期，量价齐跌

## 财务报表分析和预测

主要财务指标	2017	2018E	2019E	2020E	利润表 (百万港元)	2017	2018E	2019E	2020E
<b>每股指标 (港元)</b>					<b>营业收入</b>	<b>13180</b>	<b>15564</b>	<b>17018</b>	<b>18579</b>
每股收益	6.03	7.16	7.78	8.46	交易费及交易系统使用费	4856	6368	7072	7821
每股净资产	30.36	33.64	36.72	39.88	联交所上市费	1333	1780	2008	2251
年累计每股股利	5.40	6.45	7.00	7.61	结算及交收费	2691	3564	3909	4286
<b>价值评估 (倍)</b>					存管、托管及代理人服务费	892	892	892	892
P/E	43.01	36.21	33.35	30.67	市场数据费	857	877	898	921
P/B	8.54	7.71	7.06	6.50	其他收入-经营	945	800	840	882
年累计股息率 (%)	2.3%	2.5%	2.7%	2.9%	投资收益净额	1599	1267	1385	1513
<b>盈利能力指标 (%)</b>					杂项收入	7	16	15	13
营业利润率	66.4%	67.8%	68.2%	68.7%	出售租赁物业之收益	-	-	-	-
净利润率	<b>56.2%</b>	<b>57.3%</b>	<b>57.6%</b>	<b>58.1%</b>	<b>营业支出</b>	<b>-4424</b>	<b>-5010</b>	<b>-5416</b>	<b>-5807</b>
净资产收益率	21.3%	22.5%	22.2%	22.2%	职工薪酬	-2273	-2614	-2745	-2827
总资产收益率	2.6%	2.7%	2.8%	3.0%	资讯科技及电脑维修保养支出	-433	-498	-573	-659
<b>盈利增长 (%)</b>					其他支出-经营	-860	-971	-1098	-1241
营业收入增长率	19%	18%	9%	9%	折旧及摊销	<b>-858</b>	<b>-927</b>	<b>-1001</b>	<b>-1081</b>
营业利润增长率	27%	21%	10%	10%	<b>营业利润</b>	<b>8756</b>	<b>10554</b>	<b>11602</b>	<b>12772</b>
净利润增长率	28%	20%	10%	10%	<b>除税前溢利</b>	<b>8610</b>	<b>10397</b>	<b>11430</b>	<b>12583</b>
<b>杠杆指标</b>					所得税	-1255	-1515	-1666	-1834
资产负债率	8.52	8.03	7.68	7.38	少数股东损益	-49	-34	-37	-40
					<b>归属母公司所有者净利润</b>	<b>7404</b>	<b>8915</b>	<b>9801</b>	<b>10789</b>
					<b>归属于母公司所有者的综合收益总额</b>	<b>7561</b>	<b>8963</b>	<b>9867</b>	<b>10879</b>

资产负债表 (百万港元)	2017	2018E	2019E	2020E
现金及等同现金项目	155660	165272	175141	185503
按公允价值计入损益的金融资产	95037	<b>100906</b>	<b>106931</b>	<b>113257</b>
以摊销成本计量的金融资产	30817	32716	34666	36714
应收账款,按金及预付款项	16585	17608	18658	19761
商誉及其他无形资产	17925	18104	18285	18468
固定资产	1469	1454	1440	1425
于合营公司之权益	61	61	61	61
其他资产	50	60	71	82
<b>资产总计</b>	<b>317604</b>	<b>336182</b>	<b>355253</b>	<b>375271</b>
向结算参与者收取的保证金按金,内地证券及结算保证金以及现金抵押品	157814	<b>165705</b>	<b>173990</b>	<b>182689</b>
应付账款,应计费用及其他负债	16210	17021	17872	18765
参与者对结算所基金的缴款	16626	17457	18330	19247
按公允价值计入损益之金融负债	85335	89602	94082	98786
其他负债	<b>4244</b>	<b>4456</b>	<b>4679</b>	<b>4913</b>
<b>负债总计</b>	<b>280229</b>	<b>294240</b>	<b>308952</b>	<b>324400</b>
总股本	25141	28154	31110	34119
普通股股东权益	37273	41874	46270	50880
少数股东权益	102	<b>68</b>	<b>31</b>	<b>-9</b>
<b>负债和所有者权益合计</b>	<b>317604</b>	<b>336182</b>	<b>355253</b>	<b>375271</b>

备注:表中计算估值指标的收盘价日期为05月17日

资料来源:公司年报(2017),海通证券研究所

## 信息披露

### 分析师声明

孙婷 银行行业、非银行金融行业  
何婷 非银行金融行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

### 分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司： 第一创业,五矿资本,晨鸣纸业,中国太保,国金证券,越秀金控,中国人寿,国泰君安,东吴证券,光大证券,东方财富,兴业证券,中国银河,浙商证券,华安证券,招商证券,中原证券,中金公司,中国平安,华泰证券,安信信托,众安在线,中国财险,中国太平,东方证券,宝硕股份,长江证券,新华保险,广发证券,国元证券

### 投资评级说明

类别	评级	说明
1. 投资评级的比较标准	买入	个股相对大盘涨幅在 15%以上;
	增持	个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间;
	中性	个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间;
	减持	个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间;
	卖出	个股相对大盘涨幅低于-15%。
2. 投资建议的评级标准	增持	行业整体回报高于市场整体水平 5%以上;
	中性	行业整体回报介于市场整体水平 - 5%与 5%之间;
	减持	行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

### 法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，海通证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络海通证券研究所并获得许可，并需注明出处为海通证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

## 海通证券股份有限公司研究所

路颖 所长  
(021)23219403 luying@htsec.com

高道德 副所长  
(021)63411586 gaodd@htsec.com

姜超 副所长  
(021)23212042 jc9001@htsec.com

邓勇 所长助理  
(021)23219404 dengyong@htsec.com

荀玉根 所长助理  
(021)23219658 xyg6052@htsec.com

钟奇 所长助理  
(021)23219962 zq8487@htsec.com

### 宏观经济研究团队

姜超(021)23212042 jc9001@htsec.com  
顾潇啸(021)23219394 gxx8737@htsec.com  
于博(021)23219820 yb9744@htsec.com  
梁中华(021)23154142 lzh10403@htsec.com  
联系人  
李金柳(021)23219885 lj11087@htsec.com  
宋潇(021)23154483 sx11788@htsec.com  
陈兴(021)23154504 cx12025@htsec.com

### 金融工程研究团队

高道德(021)63411586 gaodd@htsec.com  
冯佳睿(021)23219732 fengjr@htsec.com  
郑雅斌(021)23219395 zhengyb@htsec.com  
罗蕾(021)23219984 ll9773@htsec.com  
沈泽承(021)23212067 szc9633@htsec.com  
余浩淼(021)23219883 yhm9591@htsec.com  
袁林青(021)23212230 ylq9619@htsec.com  
姚石(021)23219443 ys10481@htsec.com  
联系人  
周一洋(021)23219774 zyy10866@htsec.com  
吕丽颖(021)23219745 lly10892@htsec.com  
张振岗(021)23154386 zzg11641@htsec.com  
颜伟(021)23219914 yw10384@htsec.com  
梁镇(021)23219449 lz11936@htsec.com

### 金融产品研究团队

高道德(021)63411586 gaodd@htsec.com  
倪韵婷(021)23219419 niyt@htsec.com  
陈瑶(021)23219645 chenyaoyao@htsec.com  
唐洋运(021)23219004 tangyy@htsec.com  
宋家骥(021)23212231 sjj9710@htsec.com  
薛涵 xh11528@htsec.com  
皮灵(021)23154168 pl10382@htsec.com  
徐燕红(021)23219326 xyh10763@htsec.com  
联系人  
谈鑫(021)23219686 tx10771@htsec.com  
王毅(021)23219819 wy10876@htsec.com  
蔡思圆(021)23219433 csy11033@htsec.com  
庄梓恺 zzk11560@htsec.com

### 固定收益研究团队

姜超(021)23212042 jc9001@htsec.com  
周霞(021)23219807 zx6701@htsec.com  
朱征星(021)23219981 zzx9770@htsec.com  
姜珮珊(021)23154121 jps10296@htsec.com  
联系人  
李波(021)23154484 lb11789@htsec.com  
杜佳(021)23154149 dj11195@htsec.com

### 策略研究团队

荀玉根(021)23219658 xyg6052@htsec.com  
钟青(010)56760096 zq10540@htsec.com  
高上(021)23154132 gs10373@htsec.com  
李影(021)23154117 ly11082@htsec.com  
联系人  
姚佩(021)23154184 yp11059@htsec.com  
唐一杰(021)23219406 tyj11545@htsec.com  
郑子勋(021)23219733 zzx12149@htsec.com

### 中小市值团队

张宇(021)23219583 zy9957@htsec.com  
钮宇鸣(021)23219420 ymniu@htsec.com  
孔维娜(021)23219223 kongwn@htsec.com  
潘莹练(021)23154122 pyl10297@htsec.com  
联系人  
王鸣阳(021)23219356 wmy10773@htsec.com  
程碧升(021)23154171 cbs10969@htsec.com  
相姜(021)23219945 xj11211@htsec.com

### 政策研究团队

李明亮(021)23219434 lml@htsec.com  
陈久红(021)23219393 chenjiuhong@htsec.com  
吴一萍(021)23219387 wuyiping@htsec.com  
朱蕾(021)23219946 zl8316@htsec.com  
周洪荣(021)23219953 zhr8381@htsec.com  
王旭(021)23219396 wx5937@htsec.com

### 石油化工行业

朱军军(021)23154143 zjj10419@htsec.com  
邓勇(021)23219404 dengyong@htsec.com  
联系人  
胡歆(021)23154505 hx11853@htsec.com

### 医药行业

余文心(0755)82780398 ywx9461@htsec.com  
郑琴(021)23219808 zq6670@htsec.com  
孙建(021)23154170 sj10968@htsec.com  
师成平(010)50949927 scp10207@htsec.com  
联系人  
贺文斌(010)68067998 hwb10850@htsec.com  
吴佳桢(010)56760092 wjs11852@htsec.com  
范国钦 021-23219630 fgq12116@htsec.com

### 汽车行业

王猛(021)23154017 wm10860@htsec.com  
杜威(0755)82900463 dw11213@htsec.com  
谢亚彤(021)23154145 xyt10421@htsec.com

### 公用事业

张一弛(021)23219402 zyc9637@htsec.com  
张磊(021)23212001 zl10996@htsec.com  
联系人  
陈佳彬(021)23154513 cjb11782@htsec.com  
傅逸帆(021)23154398 fuf11758@htsec.com

### 批发和零售贸易行业

汪立亭(021)23219399 wanglt@htsec.com  
李宏科(021)23154125 lhk11523@htsec.com  
联系人  
史岳(021)23154135 sy11542@htsec.com

### 互联网及传媒

钟奇(021)23219962 zq8487@htsec.com  
郝艳辉(010)58067906 hyh11052@htsec.com  
许樱之 xyz11630@htsec.com  
孙小雯(021)23154120 sxw10268@htsec.com  
刘欣(010)58067933 lx11011@htsec.com  
联系人  
强超廷(021)23154129 qct10912@htsec.com  
毛云聪(010)58067907 myc11153@htsec.com  
陈星光 cxg11774@htsec.com

### 有色金属行业

施毅(021)23219480 sy8486@htsec.com  
联系人  
李妹醒(021)23219401 lsx11330@htsec.com  
陈晓航(021)23154392 cxh11840@htsec.com  
李骥(021)23154513 lj11875@htsec.com  
甘嘉尧 gjy11909@htsec.com

### 房地产行业

涂力磊(021)23219747 tll5535@htsec.com  
谢盐(021)23219436 xiey@htsec.com  
联系人  
杨凡(021)23219812 yf11127@htsec.com  
金晶(021)23154128 jj10777@htsec.com

<b>电子行业</b> 陈平(021)23219646 cp9808@htsec.com 联系人 谢磊(021)23212214 xl10881@htsec.com 尹琴(021)23154119 yl11569@htsec.com 石坚(010)58067942 sj11855@htsec.com	<b>煤炭行业</b> 吴杰(021)23154113 wj10521@htsec.com 戴元灿(021)23154146 dyc10422@htsec.com 李淼(010)58067998 lm10779@htsec.com	<b>电力设备及新能源行业</b> 张一弛(021)23219402 zyc9637@htsec.com 房青(021)23219692 fangq@htsec.com 曾彪(021)23154148 zb10242@htsec.com 徐柏乔(021)32319171 xbq6583@htsec.com 张向伟(021)23154141 zxw10402@htsec.com
<b>基础化工行业</b> 刘威(0755)82764281 lw10053@htsec.com 刘海荣(021)23154130 lhr10342@htsec.com 张翠翠 zcc11726@htsec.com 孙维容(021)23219431 swr12178@htsec.com 联系人 李智(021)23219392 lz11785@htsec.com	<b>计算机行业</b> 郑宏达(021)23219392 zhd10834@htsec.com 鲁立(021)23154138 ll11383@htsec.com 黄竞晶(021)23154131 hjj10361@htsec.com 杨林(021)23154174 yl11036@htsec.com 联系人 洪琳(021)23154137 hl11570@htsec.com	<b>通信行业</b> 朱劲松(010)50949926 zjs10213@htsec.com 余伟民(010)50949926 ywm11574@htsec.com 联系人 张峥青 zzzq11650@htsec.com
<b>非银行金融行业</b> 何婷(021)23219634 ht10515@htsec.com 孙婷(010)50949926 st9998@htsec.com 联系人 夏昌盛(010)56760090 xcs10800@htsec.com 李芳洲(021)23154127 lfz11585@htsec.com	<b>交通运输行业</b> 虞楠(021)23219382 yun@htsec.com 联系人 李丹(021)23154401 ld11766@htsec.com 党新龙(0755)82900489 dxl12222@htsec.com	<b>纺织服装行业</b> 梁希(021)23219407 lx11040@htsec.com 联系人 盛开 sk11787@htsec.com
<b>建筑建材行业</b> 钱佳佳(021)23212081 qjj10044@htsec.com 冯晨阳(021)23212081 fcy10886@htsec.com 联系人 申浩(021)23154114 sh12219@htsec.com	<b>机械行业</b> 余炜超(021)23219816 swc11480@htsec.com 耿耘(021)23219814 gy10234@htsec.com 杨震(021)23154124 yz10334@htsec.com 沈伟杰(021)23219963 swj11496@htsec.com	<b>钢铁行业</b> 刘彦奇(021)23219391 liuyq@htsec.com 联系人 周慧琳(021)23154399 zhl11756@htsec.com 刘璇 lx11212@htsec.com
<b>建筑工程行业</b> 杜市伟 dsw11227@htsec.com 张欣劼 zxj12156@htsec.com	<b>农林牧渔行业</b> 丁频(021)23219405 dingpin@htsec.com 陈雪丽(021)23219164 cxl9730@htsec.com 陈阳(021)23212041 cy10867@htsec.com	<b>食品饮料行业</b> 闻宏伟(010)58067941 whw9587@htsec.com 成珊(021)23212207 cs9703@htsec.com 唐宇(021)23219389 ty11049@htsec.com
<b>军工行业</b> 张恒昶 zhx10170@htsec.com 蒋俊(021)23154170 jj11200@htsec.com 刘磊(010)50949922 ll11322@htsec.com 联系人 张宇轩 zyx11631@htsec.com	<b>银行行业</b> 孙婷(010)50949926 st9998@htsec.com 联系人 谭敏沂 tmy10908@htsec.com 林加力 021-23219392 lj12245@htsec.com	<b>社会服务行业</b> 汪立亭(021)23219399 wanglt@htsec.com 李铁生(010)58067934 lts10224@htsec.com 联系人 陈扬扬(021)23219671 cyy10636@htsec.com
<b>家电行业</b> 陈子仪(021)23219244 chenzy@htsec.com 联系人 李阳 ly11194@htsec.com 朱默辰(021)23154383 zmc11316@htsec.com 刘璐(021)23214390 ll11838@htsec.com	<b>造纸轻工行业</b> 衣楦永 yzy12003@htsec.com 曾知(021)23219810 zz9612@htsec.com 赵洋(021)23154126 zy10340@htsec.com	

## 研究所销售团队

<b>深广地区销售团队</b> 蔡铁清(0755)82775962 ctq5979@htsec.com 伏财勇(0755)23607963 fcy7498@htsec.com 辜丽娟(0755)83253022 gulj@htsec.com 刘晶晶(0755)83255933 liujj4900@htsec.com 王雅清(0755)83254133 wyq10541@htsec.com 饶伟(0755)82775282 rw10588@htsec.com 欧阳梦楚(0755)23617160 oymc11039@htsec.com 宗亮 zl11886@htsec.com 巩柏含 gbh11537@htsec.com	<b>上海地区销售团队</b> 胡雪梅(021)23219385 huxm@htsec.com 朱健(021)23219592 zhuj@htsec.com 季唯佳(021)23219384 jiwj@htsec.com 黄毓(021)23219410 huangyu@htsec.com 漆冠男(021)23219281 qgn10768@htsec.com 胡宇欣(021)23154192 hyx10493@htsec.com 黄诚(021)23219397 hc10482@htsec.com 毛文英(021)23219373 mwy10474@htsec.com 马晓男 mxn11376@htsec.com 杨祎昕(021)23212268 yyx10310@htsec.com 方辉晨(021)23154220 fyc10312@htsec.com 张思宇 zsy11797@htsec.com 慈晓聪(021)23219989 cxc11643@htsec.com 王朝领 wcl11854@htsec.com	<b>北京地区销售团队</b> 殷怡琦(010)58067988 yyq9989@htsec.com 吴尹 wy11291@htsec.com 张丽莹(010)58067931 zlx11191@htsec.com 杨羽莎(010)58067977 yys10962@htsec.com 杜飞 df12021@htsec.com 张杨(021)23219442 zy9937@htsec.com
--	---	---

海通证券股份有限公司研究所  
地址: 上海市黄浦区广东路 689 号海通证券大厦 9 楼  
电话: (021) 23219000  
传真: (021) 23219392  
网址: www.htsec.com