

投资评级 优于大市 维持

## 上半年净利润小幅增长，北向交易活跃

### 股票数据

 08月14日收盘价(港元) 235.20  
 52周股价波动(港元) 193.40-286.20

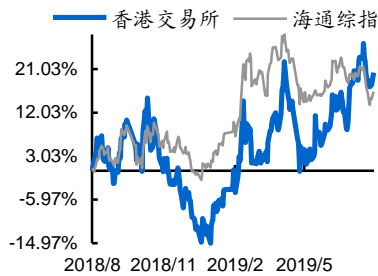
### 股本结构

 总股本(百万股) 1258  
 流通A股(百万股) 0  
 B股/H股(百万股) 0/1258

### 相关研究

《受益于市场活跃及互联互通，业绩创新高》2019.03.01

### 市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	-1.0	7.0	14.0
相对涨幅(%)	2.3	6.2	13.0

资料来源: 海通证券研究所

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

### 投资要点:

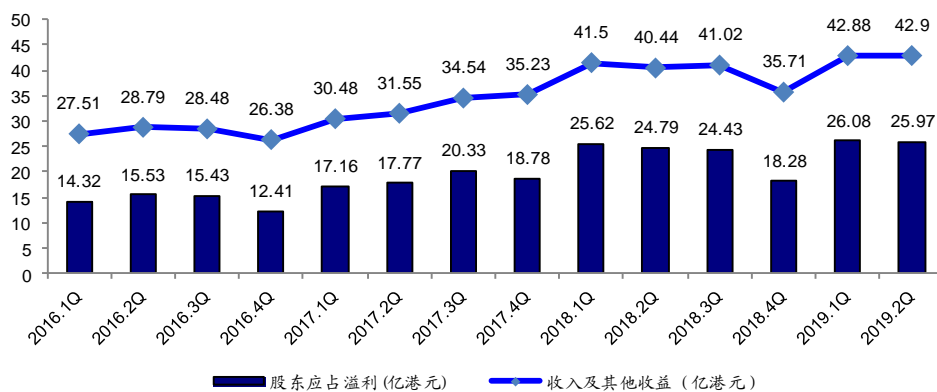
- 【事件】** 港交所 2019 年上半年实现收入及其他收益 86 亿港元，同比增长 5%；归母净利润 52 亿港元，同比增长 3%，对应 EPS 4.16 港元。上半年业绩小幅增长主要来自于集体投资计划（投资收益同比增加 4.83 亿港元）及保证金利息的增长。
- 现货市场日均交易额下滑，现货分部收入小幅下滑。** 2019 年上半年现货分部实现收入 19 亿港元，同比-11%，收入占比 22%。上半年香港现货市场交投较去年同期平淡，日均交易额下滑 23%，二季度交易环比下滑 6%。受益于 MSCI 提高 A 股权重，北向交易继续创新高，日均交易额同比上升 122%，而南向交易额下滑 32%。联交所 IPO 发行 84 家，同比减少 24 家，主要系 GEM 上市数大幅减少。
- 联交所牛熊证、权证等交易量下滑，交易制度继续完善。** 2019 年上半年股本证券及金融衍生品分部收入 16 亿港元，同比-6%。期交所衍生产品日均合约张数小幅增长，但联交所牛熊证及权证等日均交易额下滑 13%。此外，新上市衍生权证数同比下滑 13%，新上市牛熊证数同比下滑 2%，上市费下滑 9%。
- 现货市场结算费下滑，投资净回报率增长驱动投资收益增长。** 2019 年上半年结算收入 33 亿港元，同比增长 4%。交易宗数减少导致现货市场结算费小幅下滑；投资收益净额同比增长 24%，主要是由于存款利率上升，19H1 年化投资净回报率增加 0.41 个百分点至 1.09%。受益于 MSCI 权重提升及互联互通的深化，19 年上半年沪深港通结算设施使用率继续上升，特别独立户口增长 17%，北向交收指示的日均金额同比增长 59%。
- 商品分部：持续推出新品种。** 2019 年上半年商品分部实现收入 7 亿港元，同比小幅下滑 2%。主要是由于金属合约日均成交量同比下滑 6%。未来 LME 还将通过推出新合约、系统升级及调整市场架构等战略方针，持续深化 LME 改革。同时通过设立前海联合交易中心，内地再造 LME。
- 合理价值区间 280.8-314.6 港元，给予“优于大市”评级。** 我们估算港交所 2019/20/21E 实现营业总收入分别为 176.06/191.77/209.34 亿港元，同比 +11%/9%/9%；归属于港交所股东的净利润分别为 104.48/114.49/125.66 亿港元，同比 +12%/10%/10%；对应 EPS 分别为 8.30/9.10/9.99 港元。使用二阶段 DDM 对港交所估值，得出合理价值区间 280.8-314.6 港元，对应 2019E PE 分别为 33.81-37.88 倍。给予“优于大市”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

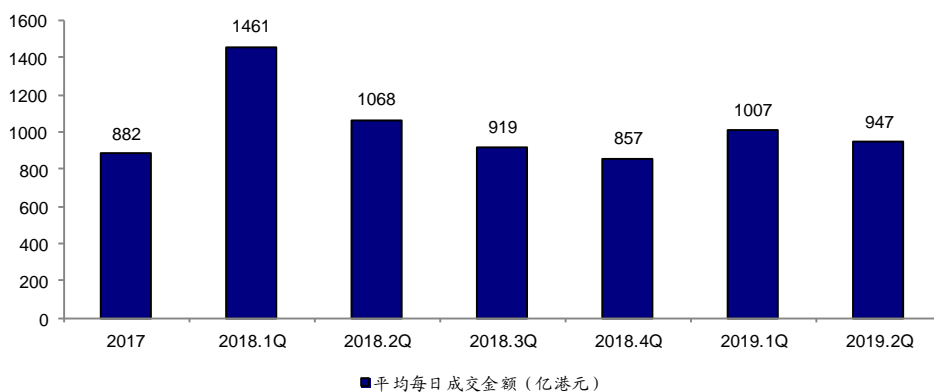
	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万港元)	13180	15867	17606	19177	20934
(+/-)YoY(%)	19%	20%	11%	9%	9%
净利润(百万港元)	7404	9312	10448	11449	12566
(+/-)YoY(%)	28%	26%	12%	10%	10%
每股净利润(港元)	5.89	7.40	8.30	9.10	9.99
每股净资产(港元)	30.36	32.79	36.34	39.49	42.71

资料来源: 公司年报(2017-2018), 海通证券研究所

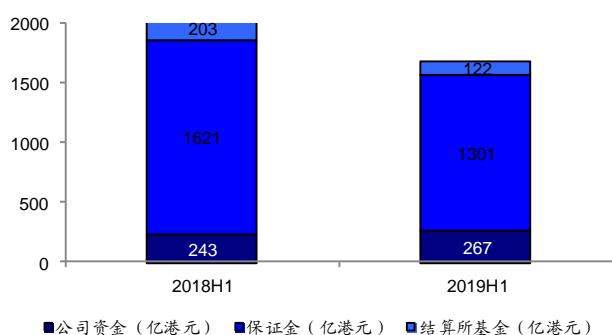
备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润, 按最新股本(12.58亿股)摊薄

**图1 港交所季度业绩数据**


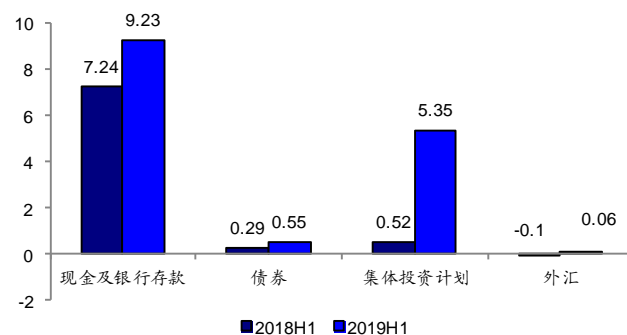
资料来源：港交所 2016 年、2017 年、2018 年各季度业绩报告、2019 年上半年业绩报告，海通证券研究所

**图2 现货市场平均每日成交金额**


资料来源：港交所 2017 年年报、2018 年各季度报告、2019 年上半年业绩报告，海通证券研究所

**图3 港交所平均资金规模**


资料来源：港交所 2019 年上半年业绩报告，海通证券研究所

**图4 各项投资的投资收益净额 (亿港元)**


资料来源：港交所 2019 年上半年业绩报告，海通证券研究所

我们估算港交所 2019/20/21E 实现营业总收入分别为 176.06/191.77/209.34 亿港元，同比+11%/9%/9%；归属于港交所股东的净利润分别为 104.48/114.49/125.66 亿港元，同比+12%/10%/10%；对应 EPS 分别为 8.30/9.10/9.99 港元；EBITDA margin 分别为 75%/75%/75%。

**表 1 港交所盈利预测表 (百万港元)**

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
交易费及交易系统使用费	4856	6,339	6,844	7,471	8,172
联交所上市费	1333	1,721	1,893	2,079	2,278
结算及交收费	2691	3,281	3,665	3,975	4,325
存管、托管及代理人服务费	892	979	1,074	1,179	1,294
市场数据费	857	899	939	982	1,028
其他收入-经营	945	1,033	1,085	1,139	1,196
<b>主营业务收入</b>	<b>11574</b>	<b>14,252</b>	<b>15,499</b>	<b>16,825</b>	<b>18,293</b>
投资收益	2171	2,655			
退回给参与者的利息	-572	-1,071			
<b>投资收益净额</b>	<b>1599</b>	<b>1,584</b>	<b>2086</b>	<b>2333</b>	<b>2618</b>
杂项收入	7	31	20	19	23
出售租赁物业之收益					
<b>营业总收入</b>	<b>13180</b>	<b>15,867</b>	<b>17,606</b>	<b>19,177</b>	<b>20,934</b>
职工薪酬	-2273	-2,540	-2,667	-2,747	-2,829
资讯科技及电脑维修保养支出	-433	-508	-584	-672	-773
楼宇支出	-354	-437	-481	-529	-582
产品推广支出	-47	-52	-60	-69	-79
法律及专业咨询费	-79	-132	-152	-175	-201
其他支出-经营	-380	-441	-507	-583	-671
<b>营业支出</b>	<b>-3566</b>	<b>-4,110</b>	<b>-4,451</b>	<b>-4,774</b>	<b>-5,134</b>
息税折旧摊销前利润	<b>9614</b>	<b>11,757</b>	<b>13,155</b>	<b>14,402</b>	<b>15,799</b>
折旧及摊销	-858	-762	-823	-889	-960
<b>营业利润</b>	<b>8756</b>	<b>10,995</b>	<b>12,332</b>	<b>13,514</b>	<b>14,840</b>
融资成本	-134	-114	-125	-138	-152
应占共同控制实体损益	-12	2	-6	-5	-3
<b>除税前溢利</b>	<b>8610</b>	<b>10,883</b>	<b>12,200</b>	<b>13,370</b>	<b>14,685</b>
所得税	-1255	-1,592	-1,785	-1,956	-2,148
<b>净利润</b>	<b>7355</b>	<b>9,291</b>	<b>10,416</b>	<b>11,414</b>	<b>12,536</b>
<b>-香港交易所股东</b>	<b>7404</b>	<b>9,312</b>	<b>10,448</b>	<b>11,449</b>	<b>12,566</b>
-非控股权益	-49	-21	-33	-34	-29
其他全面收益	157	18	56	77	50
<b>综合收益总额</b>	<b>7512</b>	<b>9,309</b>	<b>10,472</b>	<b>11,491</b>	<b>12,587</b>
-香港交易所股东	7561	9,329	10,504	11,525	12,616
-非控股权益	-49	-20	-32	-34	-29
<b>基本每股盈利 (港元)</b>	<b>5.89</b>	<b>7.40</b>	<b>8.30</b>	<b>9.10</b>	<b>9.99</b>

资料来源: 港交所各年业绩报告, 海通证券研究所 注: 按最新股本 (12.58 亿股) 摊薄

**表 2 港交所资产负债表 (百万港元)**

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>资产总计</b>	<b>317604</b>	<b>255,948</b>	<b>271,651</b>	<b>287,567</b>	<b>304,166</b>
<b>流动资产合计</b>	<b>298018</b>	<b>235,783</b>	<b>251,281</b>	<b>266,997</b>	<b>283,393</b>
现金及等同现金项目	155660	121,196	131,253	139,462	148,026
按公允价值计入损益的金融资产	95037	61,004	66,066	70,198	74,509
以摊销成本计量的财务资产	30757	31,487	34,100	36,232	38,457
应收账款	16564	18,341	19,863	21,105	22,401
可收回税款					
按公允价值计入其他全面收益的金融资产		3,755			
<b>非流动资产合计</b>	<b>19586</b>	<b>20,165</b>	<b>20,330</b>	<b>20,497</b>	<b>20,666</b>
以摊销成本计量的财务资产	60	398	398	398	398
应收账款	21	21	21	21	21
于合营公司之权益	61	63	63	63	63
商誉及其他无形资产	17925	18,019	18,199	18,381	18,565
固定资产	1469	1,625	1,609	1,593	1,577
租赁土地	20	20	20	20	20
递延税项资产	30	19	20	21	22
<b>负债及股东权益总计</b>	<b>317604</b>	<b>255,948</b>	<b>271,651</b>	<b>287,567</b>	<b>304,166</b>
<b>负债合计</b>	<b>280229</b>	<b>215,045</b>	<b>225,797</b>	<b>237,087</b>	<b>248,941</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>278566</b>	<b>213,581</b>	<b>224,260</b>	<b>235,473</b>	<b>247,247</b>
结算保证金按金	157814	123,728	129,914	136,410	143,231
应付账款应计费用及其他负债	16159	18,316	19,232	20,193	21,203
递延收入	957	1,000	1,050	1,103	1,158
应交税费	505	678	712	747	785
其他金融负债	58	59	62	65	68
参与者对结算所基金的缴款	16626	14,787	15,526	16,303	17,118
短期借款	1027	1,005	1,055	1,108	1,163
拨备	85	93	98	103	108
按公允价值计入损益之金融负债	85335	53,915	56,611	59,441	62,413
<b>非流动负债合计</b>	<b>1663</b>	<b>1,464</b>	<b>1,537</b>	<b>1,614</b>	<b>1,695</b>
应付账款	51	53	56	58	61
长期借款	833	161	169	178	186
拨备	68	89	93	98	103
递延税项负债	711	743	780	819	860
递延收入		418	439	461	484
<b>股东权益合计(含少数股东权益)</b>	<b>37375</b>	<b>40,903</b>	<b>45,854</b>	<b>50,480</b>	<b>55,224</b>
<b>股东权益合计(不含少数股东权益)</b>	<b>37273</b>	<b>40,729</b>	<b>45,713</b>	<b>50,373</b>	<b>55,146</b>
股本	25141	27,750	31,110	34,119	37,111
股份奖励计划所持股份	-606	-682	-666	-689	-717
以股份支付的雇员酬金储备	222	218	215	212	209
汇兑储备	-104	-84	-28	49	100
设定储备	822	523	438	326	161
向非控股权益承诺出售选择权储备	-293	-369	-369	-369	-369
留存收益	12090	13,379	15,019	16,730	18,657
对冲储备	1	-6	-6	-6	-6
少数股东权益	102	174	141	107	78

资料来源: 港交所各年业绩报告, 海通证券研究所

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，得出合理价值区间280.8-314.6港元（港交所股价变动幅度0.2港元，因此取近似值），对应2019E PE分别为33.81-37.88倍。给予“优于大市”评级。

#### 主要的估值假设 (1) 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1.1 (我们认为港交所股价波动略高于市场整体)，计算折现率为7.90%;

2. 股息分配率继续维持在90%的水平;

3. 长期增长率为5%。

主要的估值假设 (2) 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1.2 (我们认为港交所股价波动略高于市场整体), 计算折现率为8.30%;

2. 股息分配率继续维持在90%的水平;

3. 长期增长率为5%。

**表 3 港交所股利折现模型 (港元)**

	2017	2018	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	LT	Total
每股红利	5.40	6.71	7.46	8.05	8.73	9.53	10.36		
增速	27%	24%	11%	8%	8%	9%	9%	5%	
折现系数			0.95	0.91	0.86	0.82	0.78		
<b>每股价值 (1)</b>			<b>6.39</b>	<b>6.76</b>	<b>6.96</b>	<b>7.19</b>	<b>7.47</b>	<b>245.96</b>	<b>280.72</b>
<b>每股价值 (2)</b>			<b>6.39</b>	<b>6.76</b>	<b>6.96</b>	<b>7.19</b>	<b>7.47</b>	<b>279.88</b>	<b>314.65</b>

资料来源: 港交所官网, 海通证券研究所

**表 4 港交所可比公司估值 (2019年8月14日)**

公司名称	收盘价 (港币)	市值(亿 美元)	PE (倍)			PB (倍)			ROE(%)			股息率(%)	
			2017	2018	2019E	2017	2018	2019E	2017	2018	2019E	2016	2017
港交所	235.20	377.15	43.1	31.4	28.8	8.6	7.2	6.8	21.3	24.4	24.4	2.4	2.3
纳斯达克	97.93	161.28	22.2	23.9	20.8	2.8	2.7	2.5	13.0	11.5	12.5	1.8	1.9
洲际交易所	92.01	515.64	21.5	30.1	26.1	3.2	3.3	3.0	15.4	10.7	12.0	1.2	1.1
伦敦交易所	67.48	285.37	46.1	50.9	44.2	7.3	6.7	6.1	15.9	13.7	14.4	1.3	1.2
芝加哥商品交易所	213.30	763.82	17.8	40.8	35.5	3.2	3.5	3.2	19.0	8.3	9.5	4.9	4.2
澳交所	87.15	114.10	38.8	36.2	31.4	4.3	4.2	3.9	11.2	11.8	12.9	2.3	2.4
德意志交易所	128.50	273.97	28.0	24.7	21.5	5.1	4.5	4.1	22.5	19.4	20.1	1.8	1.9

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

## 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,兴业银行,中国太保,杭州银行,国金证券,中国人寿,东方财富,光大证券,建设银行,国泰君安,东吴证券,汇丰控股,中国银行,兴业证券,华安证券,中国银河,招商证券,安信信托,中国平安,中国财险,众安在线,中金公司,华泰证券,中信建投,中原证券,东方证券,中国太平,光大银行,南京银行,新华保险

### 投资评级说明

	类别	评级	说明
<b>1. 投资评级的比较和评级标准:</b> 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准,报告发布日后 6 个月内的公司股价(或行业指数)的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅; <b>2. 市场基准指数的比较标准:</b> A 股市场以海通综指为基准; 香港市场以恒生指数为基准; 美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票投资评级	优于大市	预期个股相对基准指数涨幅在 10%以上;
		中性	预期个股相对基准指数涨幅介于-10%与 10%之间;
		弱于大市	预期个股相对基准指数涨幅低于-10%及以下;
		无评级	对于个股未来 6 个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上;
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间;
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平-10%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。