

香港交易所(0388.HK)：

新鱼带来活水，  
港交所成长性可期

分析师：张博

( SAC: S0190519060002 SFC: BMM189 )

联系人：求培培

( SAC: S0190119100107 )

报告发布日期：2020.10.16



- **维持“买入”评级，目标价432.2港元：**2020-2022年，我们预测公司归属股东净利润分别同比增长14.4%、19.7%和17.1%。公司目标价对应PE水平分别为50、42和36倍，建议投资者积极关注。
- **发行制度改革成果显著，中美新形势下吸引大量中概公司一二次上市：**
  - PO新规实行两年多来，港交所IPO规模保持世界领先，结构上新经济公司首发募资额占比从15.2%（2016年）上升至50%，且中国香港已成为全球第二大生物科技融资中心。
  - 中国香港市场“一国两制、贯通中西”差异化优势没有改变，港股市场将首先受益于中概股回归：1）上市流程和市场环境与美国市场更相似，2）在外资行业准入、汇兑等方面更为宽松灵活，3）有利于企业后续对接国际市场，4）同股不同权企业纳入港股通，未来可同时对接内地和海外资本。未来三年预计将迎来约270-540亿美元的二次上市募资规模和每年50亿美元原拟赴美首次上市规模。
- **优质上市公司底层资产提振市场成交活跃度，2020年前8月日均成交额同比增长超过50%：**
  - 新经济公司和中概股自身交投活跃的属性提振港股市场成交：日均成交额TOP10公司中，新经济公司占比从2018年的9%上升到2020年前8月的25%；8月三只回归中概股合计日均成交额达到83亿港元，占比达到8%。
  - 新经济公司不断吸引内地资金，内地高换手率风格向港渗透：南下资金日均成交额占比持续创新高，前8月占比达23%。
- **互联互通持续壮大且内涵更为丰富。**沪深港通保持高增长，北向仍然是外资进入内地主要渠道，陆股通占外资持股超70%；南下资金持股市值占比近20%。债券通开通3周年，已成为外资增持人民币债券的重要渠道，持有债券市值CAGR达42%。随商品通、ETF通、衍生品通的探索与建立，互联互通内涵将愈加丰富。
- **与MSCI深化合作助力香港成为国际风险管理中心。**现货市场和互联互通的蓬勃发展推动投资者通过衍生品对冲风险的需求增加。2020年港交所与MSCI合作推出亚洲及新兴市场系列产品，A股指数期货产品有望于近期落地，这些产品预计将在未来3-5年大幅提升港交所衍生品成交，推动香港成为国际风险管理中心。

1

交易所国际竞争格局中的港交所

2

受益中概股回归和锐意改革发行制度，IPO保持领先

3

互联互通蓬勃发展，内涵不断丰富

4

与MSCI深化合作，港交所有望升级国际风险管理中心

5

财务分析及盈利预测

6

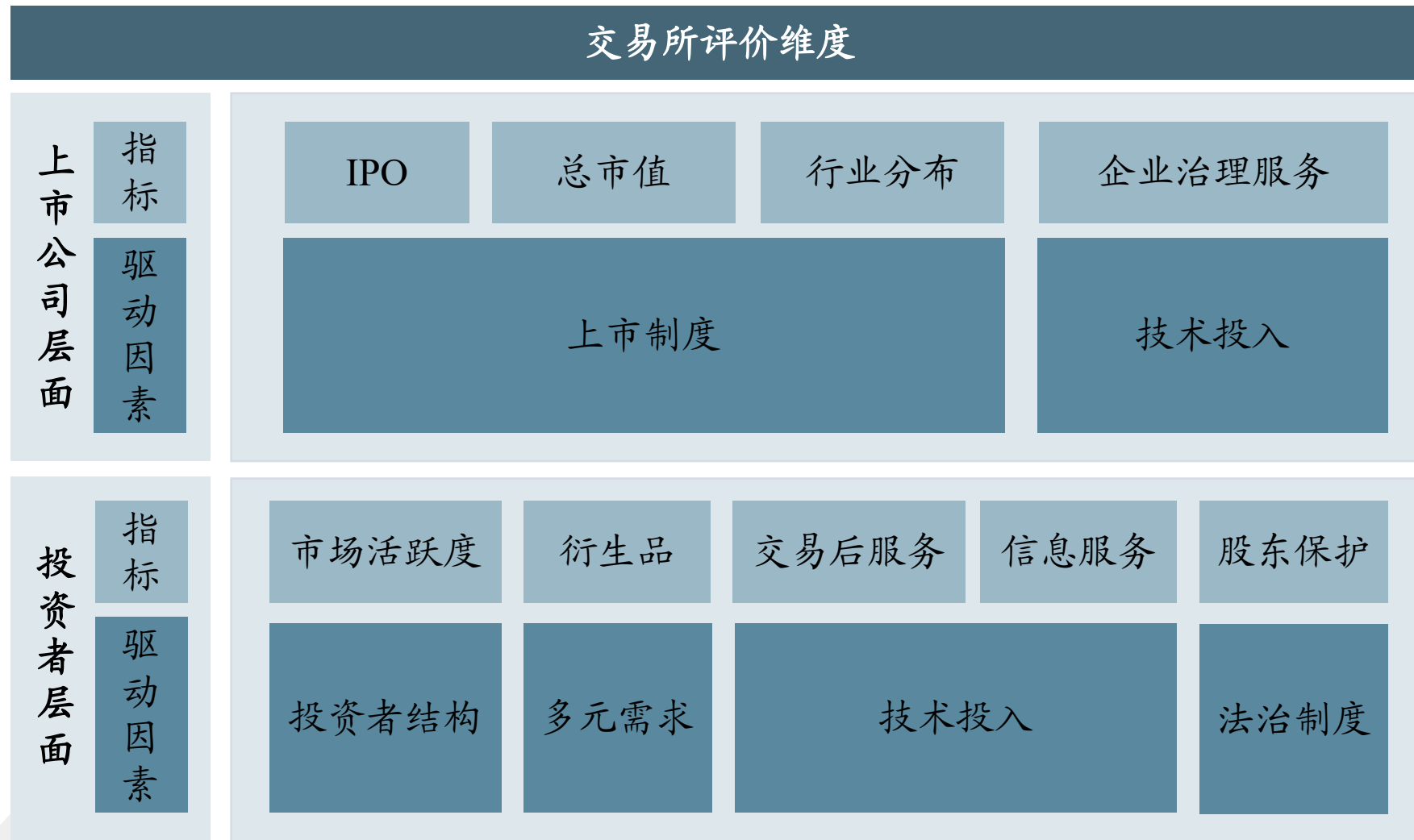
估值与评级

7

风险提示

# Part 1. 国际竞争格局中的 港交所

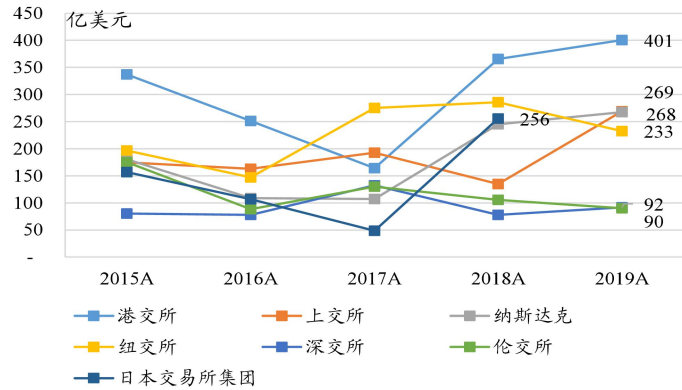
交易所吸引力评价框架



# 1.1

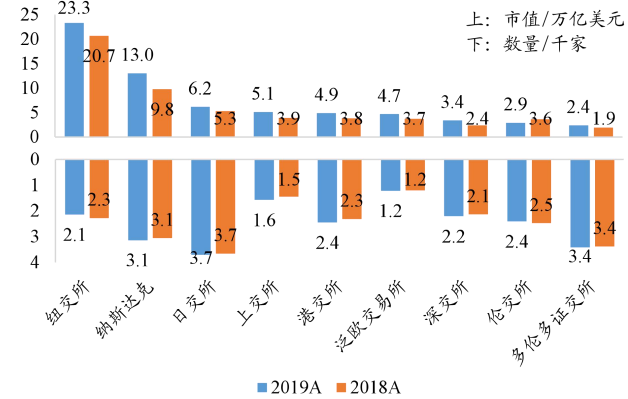
## 上市公司维度：行业格局强者恒强，行业布局各有特色

▶全球主要交易所首发募资额



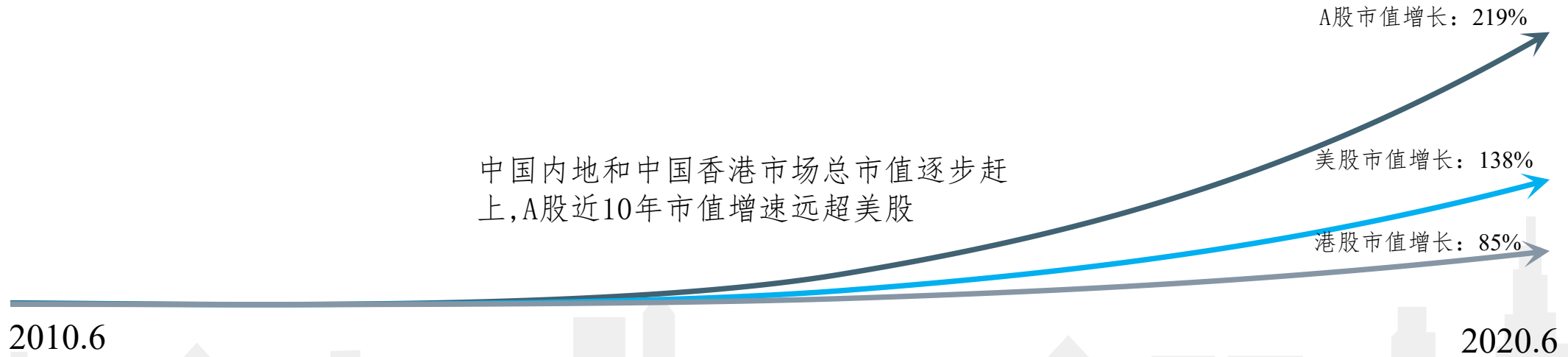
资料来源：港交所，兴业证券经济与金融研究院整理

▶全球主要交易所上市公司市值及数量



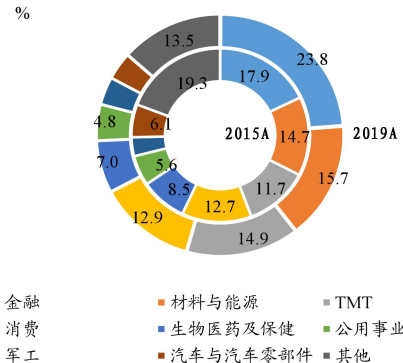
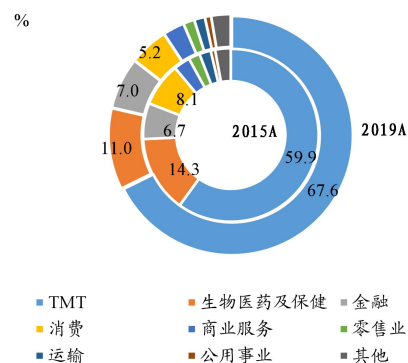
资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

——IPO头部格局稳定，美国市场上市公司数量和市值领先。IPO募资额方面：港交所在近5年内除2017年外募资额均居全球首位。上市公司数量和市值方面：自上世纪70年代以来，美国市场上市公司数量和总市值就一直领先于其它市场。



▶纳斯达克挂牌公司总市值行业分布

▶伦交所挂牌公司总市值行业分布



资料来源: 港交所, 兴业证券经济与金融研究院整理

资料来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

▶各交易所总市值排名TOP5 (2020年6月, 单位: 亿美元)

	代码	公司	市值	PE (TTM)	6月交易额市占率 (%)	代码	公司	市值	PE (TTM)	6月交易额市占率 (%)
纽交所						纳斯达克				
1	BABA.N	阿里巴巴	5710	27.5	1.7	AAPL.O	苹果	15812	27.7	7.8
2	BRK_A.N	伯克希尔	5520	19.3	0.1	MSFT.O	微软	15433	33.4	4.1
3	JPM.N	摩根大通	4299	10.1	1.3	GOOGL.O	谷歌	13760	28.0	1.6
4	JNJ.N	强生	3840	21.5	0.6	AMZN.O	亚马逊	9665	130.3	6.4
5	V.N	VISA	3692	30.1	0.9	FB.O	Facebook	6469	30.9	3.5
港交所						伦交所 (除环球板)				
1	9988.HK	阿里巴巴	5710	27.5	10.0	TYT.L	丰田汽车	2063	9.9	0.0
2	0700.HK	腾讯	4605	45.8	5.6	JARBL	怡和洋行	1438	8.3	0.0
3	1398.HK	工商银行	2423	4.9	1.2	AZN.L	阿斯特捷利康制药	1370	74.9	3.6
4	0939.HK	建设银行	2030	5.4	1.7	RDSA.L	荷兰皇家壳牌	1217	10.3	1.8
5	2318.HK	中国平安	1837	10.0	2.7	HON.L	霍尼韦尔	1121	18.3	0.0

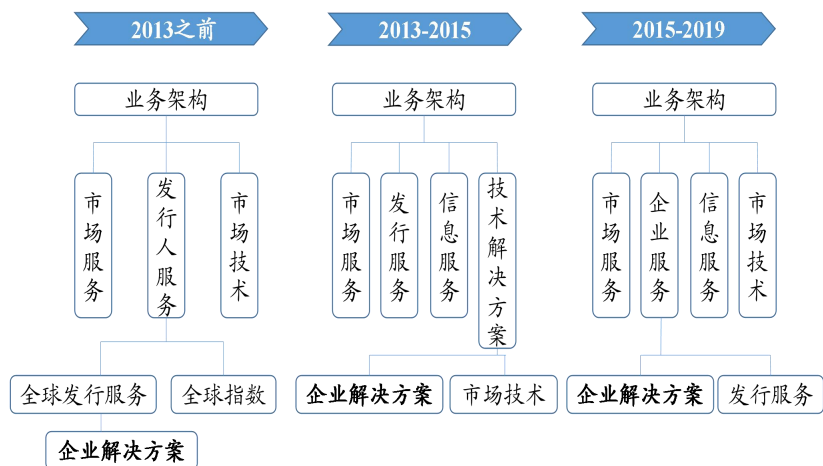
资料来源: Wind, 伦交所, 兴业证券经济与金融研究院整理

——各交易所上市公司行业分布差异较大。纳斯达克的科技公司行业集群明显，TMT行业市值占比接近70%；港交所近年来发行制度改革卓有成效，科技行业占比有所上升，超过金融行业成为市值占比最高行业。科技头部公司股票普遍成交更活跃，对市场整体交投活跃度贡献更大。

——相对宽松和灵活的上市制度是吸引优质上市公司资源的重要因素。纳斯达克最早针对科技公司对资本市场的需求设计相应上市条件，在早期吸引了大量的科技公司上市。

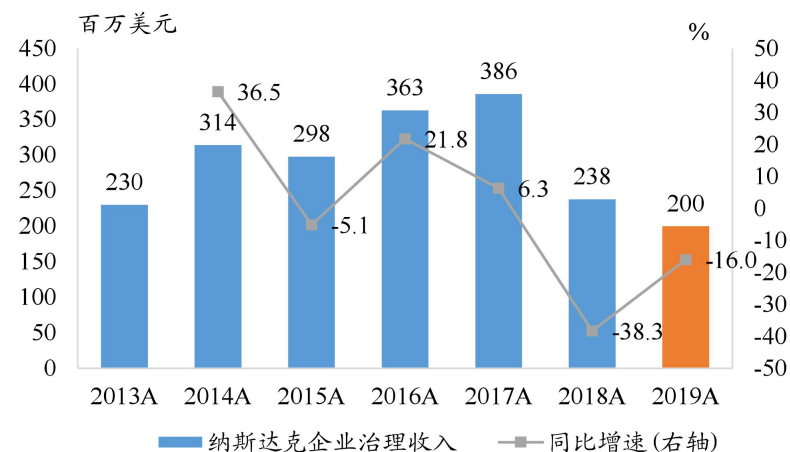


▶全球主要交易所首发募资额



资料来源：纳斯达克，兴业证券经济与金融研究院整理

▶全球主要交易所上市公司市值及数量



资料来源：纳斯达克，兴业证券经济与金融研究院整理

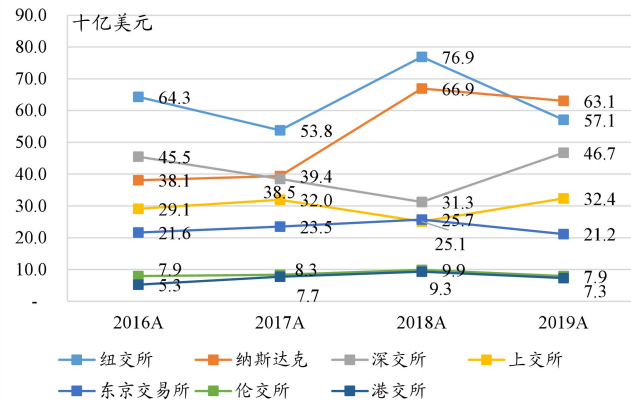
——除上市服务外，交易所亦积极探索向公司提供综合解决方案服务，进一步丰富公司服务的内涵。纳斯达克通过提供先进技术、数据分析和咨询服务，帮助公司增进对市场了解，强化其股权全球化扩张的能力，并改善公司治理。纳斯达克的公司解决方案业务服务对象既包括纳斯达克的上市公司，也包括别所挂牌的上市公司，该业务占营收比保持稳定，约在10%。



## 1.2

# 投资者维度：港交所市场交投活跃度较低，科技能力有较大提升空间

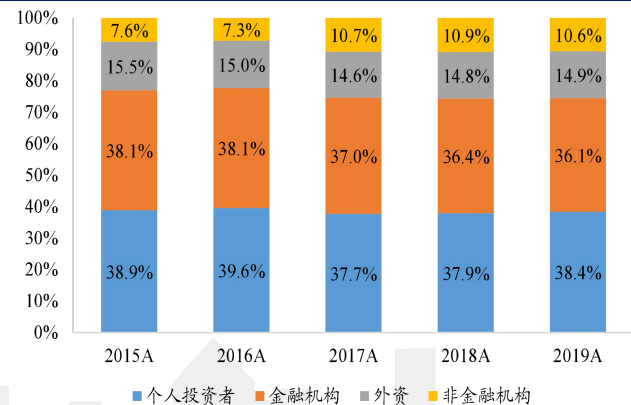
### 各交易所股票日均交易额



资料来源:日交所、世界交易所联合会、Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

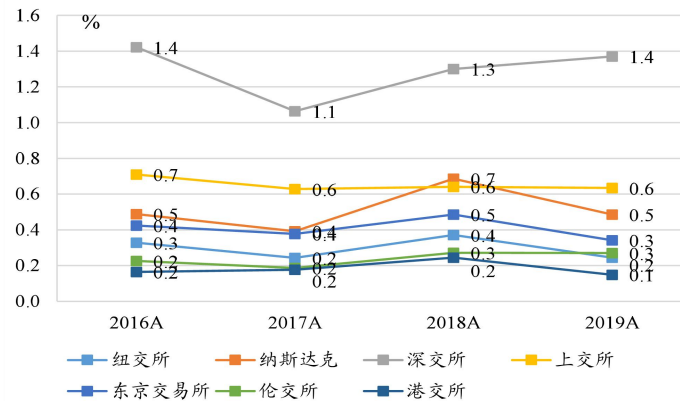
注: 仅包括电子订单交易 (Electronic order book)

### 美股投资者结构(按持有市值)



资料来源:美联储, 兴业证券经济与金融研究院整理

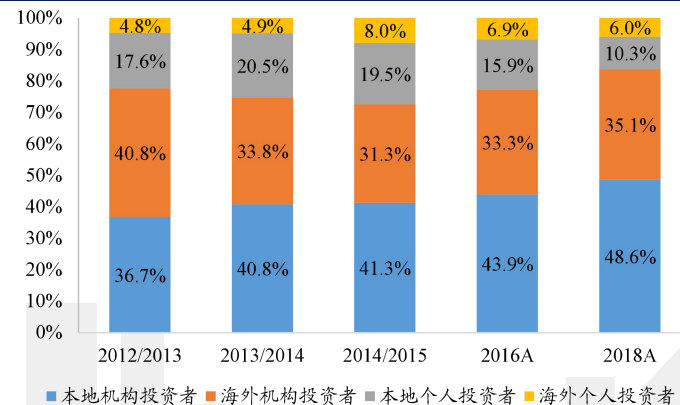
### 各交易所股票日均换手率



资料来源:日交所、世界交易所联合会、Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

注: 仅包括电子订单交易 (Electronic order book)

### 港股投资者结构(按持有市值)

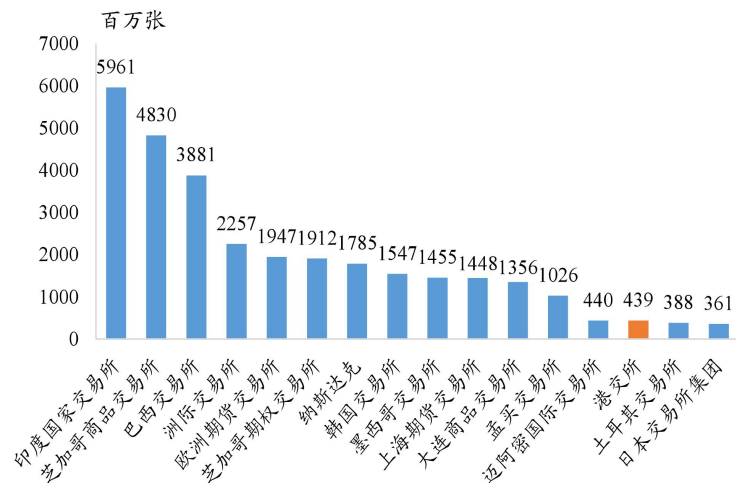


资料来源:港交所, 兴业证券经济与金融研究院整理

——市场交投活跃更能吸引投资者。美股、A股市场股票交易活跃度高，近年一直是最为活跃的交易市场。2019年电子订单交易换手率最高的市场是深交所股票市场，日均换手率达到1.4%；上交所和纳斯达克的日均换手率接近，分别为0.6%和0.5%，港交所日均换手率仅0.1%。

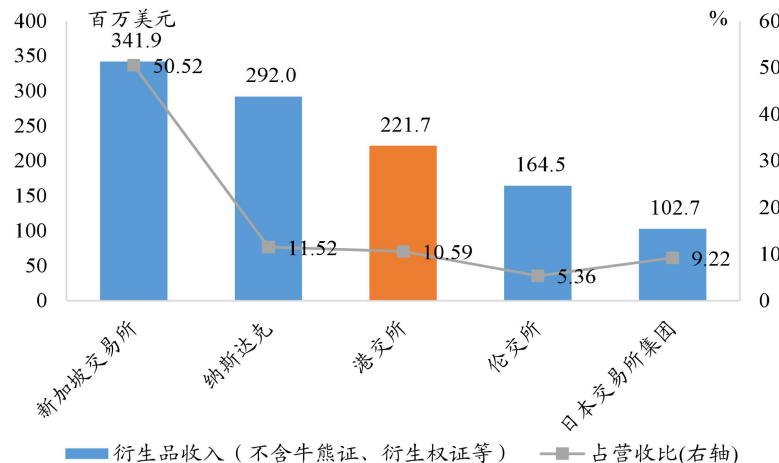
——行业分布和投资者结构是市场交易活跃度主要影响因素之一。以港市、伦市、沪市和美股为例，在剔除非金融机构投资者影响后，个人投资者持有市值占比从高到低分别为A股沪市（55%）、美股市场（43%）、香港市场（16%）、英国市场（14%）。

►2019各综合交易所衍生品交易量排行



资料来源: Statista, 兴业证券经济与金融研究院整理

►2019各交易所衍生品收入及占营收比

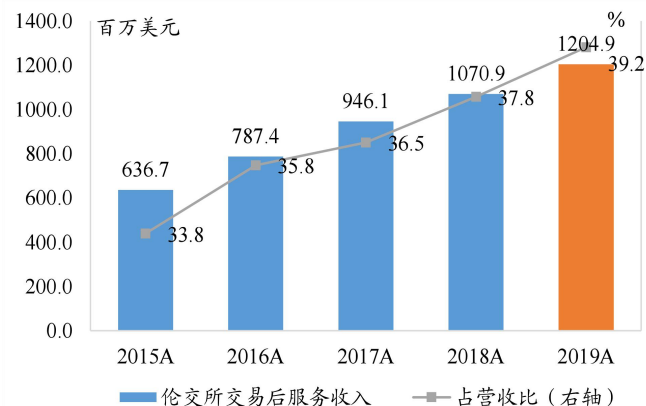


资料来源: 各交易所, 兴业证券经济与金融研究院整理  
注2: 日本交易所集团2019年报财年为2018/3/31-2019/3/31

——衍生品为投资者提供多元的投资选择和风险管理工具，产品丰富度和交易活跃度是衡量衍生品业务发展的重要指标。港交所于上世纪80年代开始发展衍生品，经历30年发展，其发展速度较慢，与发展时间较接近的新加坡交易所相比，品种多样化程度较低，其重点衍生品恒指期权期货的成交量亦远不及新交所重点产品A50期货合约。

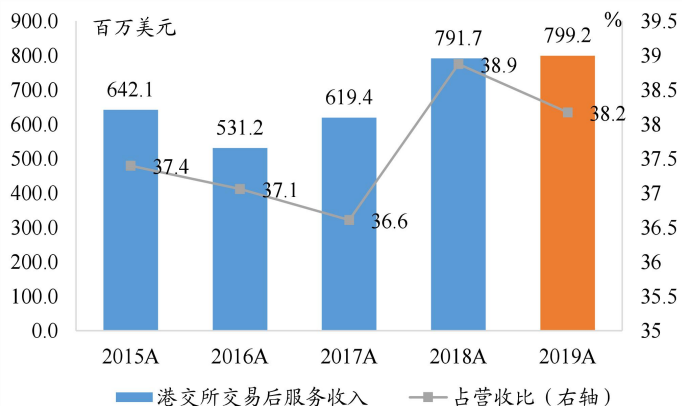
- 港交所：品类约60种（不含MSCI系列），恒指期权期货年成交量6000+万张
- 新交所：品类约240种，富时A50期货年成交量9000+万张

► 伦交所交易后服务收入及占营收比



资料来源: 伦交所, 兴业证券经济与金融研究院整理

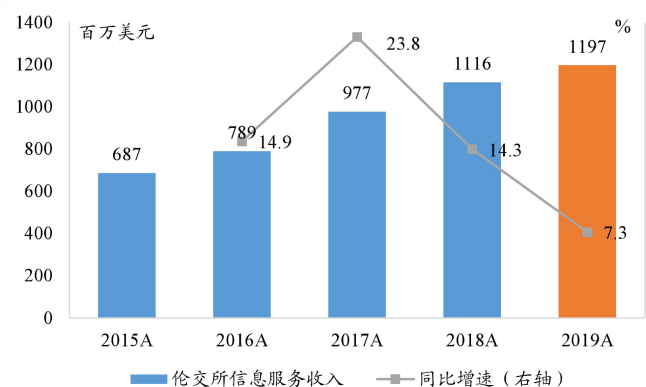
► 港交所交易后服务收入及占营收比



资料来源: 港交所, 兴业证券经济与金融研究院整理

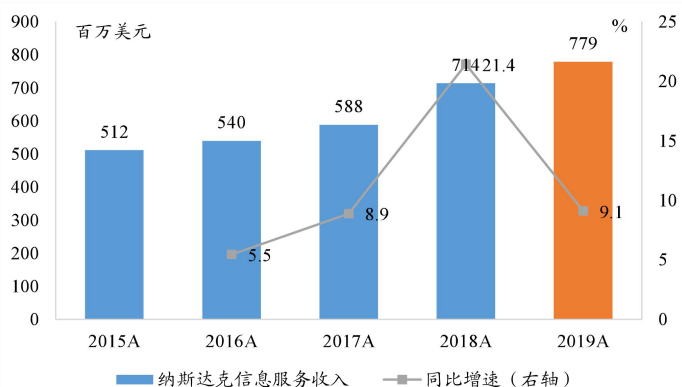
——交易后服务主要为客户提供场内场外交易的清算、结算、交收、存托和保管等服务。伦交所是全球资产交易最核心的清算、结算等交易后服务金融基础设施, 旗下控有伦敦清算所LCH、意大利清算机构CC&G。伦交所的交易后业务以衍生品清算为主, 其中又以OTC衍生品清算为主。

► 伦交所信息服务收入及同比增速



资料来源: 伦交所, 兴业证券经济与金融研究院整理

► 纳斯达克信息服务收入及同比增速



资料来源: 纳斯达克, 兴业证券经济与金融研究院整理

——数据分析能力是各家交易所近年来重点发展方向。在可预见的未来交易所需要提供更复杂的分析能力、更高效的数字解决方案等以满足客户的需求。港交所在三年战略中提出拥抱科技作为其三大战略主题之一, 有望在未来逐步开发建立信息服务业务体系。

►近年港交所、伦交所、纳斯达克技术类并购事件

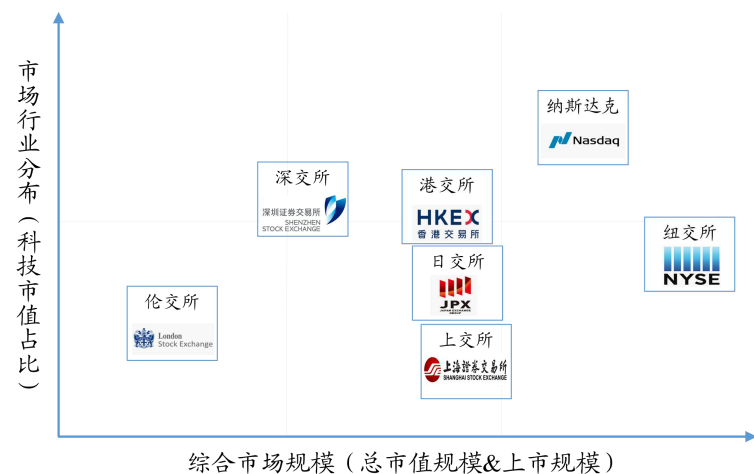
港交所			伦交所			纳斯达克		
时间	收购标的	标的主业	时间	收购标的	标的主业	时间	收购标的	标的主业
2002.4	邦盛亚州	电子交易平台	2007.10	意大利交易所	交易所	2004.5	Brut	电子交易系统
2002.5	Computershare(香港)	证券登记服务	2009.12	Turquoise	交易所	2005.12	Instinet	电子交易系统
2012.12	LME	金属衍生品	2013.5	LCH	结算与清算	2007.5	瑞典OMX	证券交易商
2019.2	深圳融汇通金科技	金融市场科技	2014.12	Frank Russell	信息服务	2013.4	eSpeed	电子债券交易平台
2020.1	华控清交	多方安全计算	2017.1	Mergent	信息服务	2019.1	Cinnober	交易和清算技术
			2017.8	花旗固收业务	固收分析平台及信息服务			
			2019.8	Refinitiv	信息服务			

资料来源：公开资料，兴业证券经济与金融研究院整理

——各交易所主要通过加大技术投入和外延并购来提升科技能力。近年伦交所和纳斯达克大量收购有关信息服务、技术服务的公司：

- 2019年8月伦交所宣布收购金融数据分析提供商路孚特，报价270亿美元，这笔交易将使其转型成为全球领先的金融市场基础设施提供商、显著增强数据分析能力、以及建立全球多资产类别资本市场。
- 2019年1月，纳斯达克收购瑞典金融科技公司Cinnober，要约合1.9亿美元，该公司专注于提供和数字货币相关的交易、实时清算技术，此次收购会推动和加速纳斯达克作为全球资本市场技术和分析提供商的战略布局。
- 2019年7月，港交所完成对融汇通金科技有限公司的收购，业务主要涉及交易所市场、金融监管领域的技术和数据应用等。

## ►吸引上市公司维度行业格局



资料来源:兴业证券经济与金融研究院整理

## ►吸引投资者交易维度行业格局



资料来源:兴业证券经济与金融研究院整理

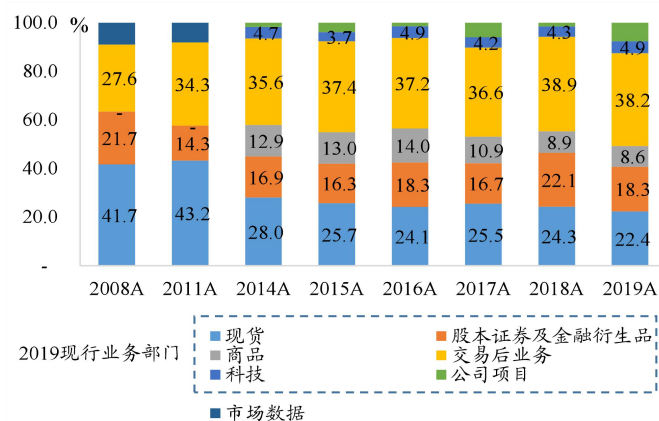
——吸引上市公司维度：近年来各交易所在吸引上市公司维度竞争力格局相对稳定，强者恒强，港交所多年保持IPO第一，同时在行业布局上新经济公司占比不断提升。

——吸引投资者交易维度：交易活跃度高和衍生品产品丰富的交易所继续在竞争格局中占优势，未来交易所自身科技能力和信息服务竞争或成另一主战场。

### 1.3

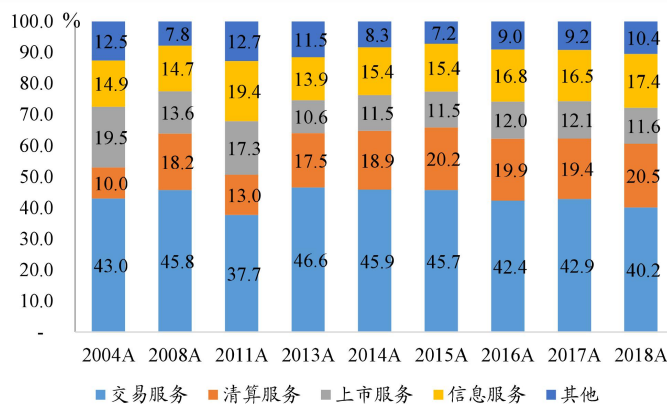
## 主要交易所收入结构分析

### ► 港交所历史收入结构



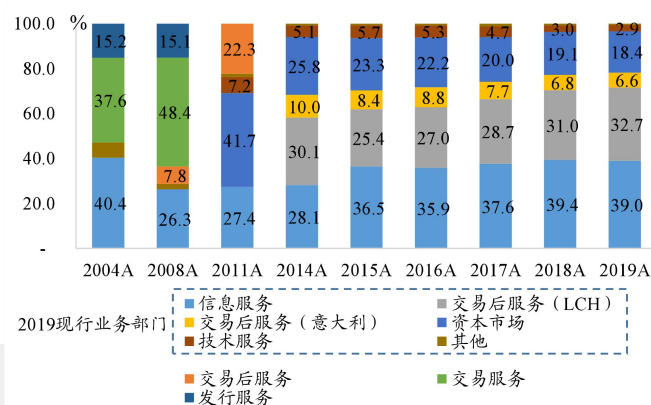
资料来源：港交所，兴业证券经济与金融研究院整理

### ► 日本交易所集团历史收入结构



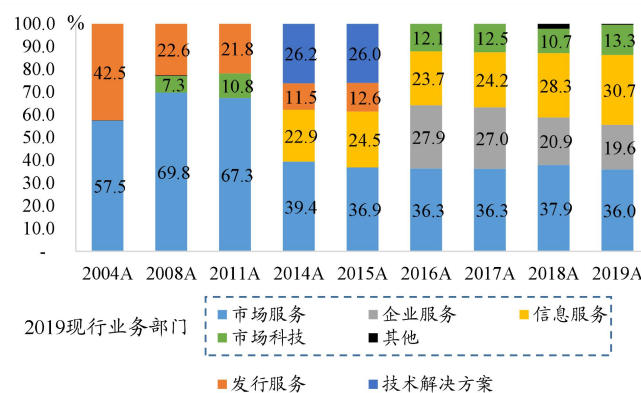
资料来源：日本交易所集团，兴业证券经济与金融研究院整理  
 注：自2013年东京交易所收购大阪交易所组成日本交易所集团后，报表由日交所集团编制，2013之前为东交所编制

### ► 伦交所历史收入结构



资料来源：伦交所，兴业证券经济与金融研究院整理

### ► 纳斯达克历史收入结构



资料来源：纳斯达克，兴业证券经济与金融研究院整理

——在过去20年里，纳斯达克、伦交所经历了多次业务的分拆与重整，在近年形成较稳定的业务划分。

- 纳斯达克于13年为信息服务专门开设业务部门，15年整合公司解决方案和发行服务为公司服务业务部门。
- 伦交所的业务重组较早，整合主要针对交易后业务。在2011年之前交易后业务被单独拆出，并设立技术服务部门。在2013年交易后业务被进一步拆分为伦敦清算所交易后业务和意大利交易后业务，2020年又合并统一为交易后业务部。
- 港交所于2012收购LME后新增了商品业务分部，在新设科技分部和取消了市场数据分部后，形成了目前的6大业务部门。

## ►各交易所最新财年主要财务指标

指标 (亿美元)	港交所	伦交所	纳斯达克	日交所集团	新交所
总资产	358.2	10664.2	139.2	4976.0	15.9
净资产	57.1	50.4	56.4	26.8	8.1
总营收	20.9	30.7	25.4	11.2	6.8
净利润	12.1	6.2	7.7	4.6	2.9
ROE (%)	22.1	12.3	14.0	17.6	35.8
资产负债率 (%)	84.1	99.5	59.5	99.5	48.8

资料来源: Wind、日本交易所集团, 兴业证券经济与金融研究院整理

注1: 以2019年12月31日汇率换算

注2: 日交所集团最新财年为2018财年: 2018/3-2019/3; 新交所最新财年2019财年: 2018/6-2019/6

——港交所净资产规模与伦、纳相近, 盈利能力领先。

从各项主要的财务指标对比来看, 总资产规模上各交易所差别较大, 港交所、伦交所、纳斯达克净资产规模相近, 均约在50亿美元的规模。港交所净利率则要显著高于其他四所, 达到了60%以上; 在ROE方面也要显著高于伦交所、纳斯达克和日交所集团。

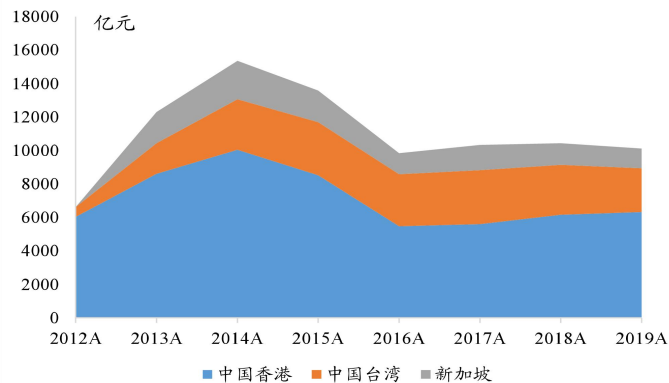
Part 2. 受益中概股回归和  
锐意改革发行制度，IPO  
保持领先



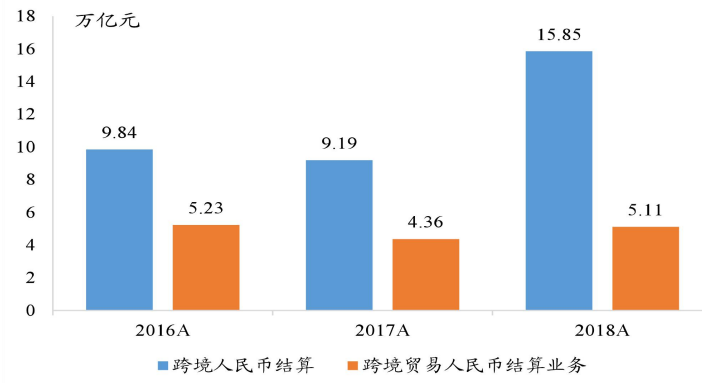
## 2.1

# 制度优势叠加开放红利，香港金融中心明天更美好

### ► 离岸人民币存款规模



### ► 跨境人民币结算业务



资料来源：香港金管局、台湾中央银行、新加坡金管局，兴业证券经济与金融研究院全球策略团队整理

资料来源：港交所，兴业证券经济与金融研究院全球策略团队整理

### ► GFCI全球金融中心指数排名前二十城市

排名	城市	所属法系	排名	城市	所属法系
1	纽约	普通法系	11	深圳	大陆法系
2	伦敦	普通法系	12	迪拜	伊斯兰法系
3	东京	大陆法系	13	法兰克福	大陆法系
4	上海	大陆法系	14	苏黎世	大陆法系
5	新加坡	普通法系	15	巴黎	大陆法系
6	香港	普通法系	16	芝加哥	普通法系
7	北京	大陆法系	17	爱丁堡	混合法系
8	旧金山	普通法系	18	卢森堡	大陆法系
9	日内瓦	大陆法系	19	广州	大陆法系
10	洛杉矶	普通法系	20	悉尼	普通法系

资料来源：英国智库Z/Yen集团，兴业证券经济与金融研究院全球策略团队整理

——香港金融中心的地位拥有其他金融中心所不具备的“一国两制、贯通中西”独特优势：

- 持续享受开放政策红利。
- 全球离岸人民币业务枢纽的地位进一步强化
- 法律体系与英美相近
- 卓越的资产管理枢纽
- 较高的经济自由度
- 亚洲风险管理枢纽并正成为亚洲衍生产品中心
- 成熟国际化的市场参与者
- 作为“一带一路”的“超级联系人”有独特优势

## 2.2

# 港交所将首先受益于中概股回归

### ► 中概股回归情景分析

	美方监管态度	中方企业面临情况
情景一	为尽可能保障美国投资者和美国投行利益，美监管采取相对克制态度。	部分已上市中概股分批回港股或A股二次上市，中资企业赴美上市稳中有降。
情景二	美监管采取较为严苛态度，对已上市中概股进行严苛检查（PCAOB标准），同时提高中资企业赴美上市门槛。	大部分已上市中高市值中概股集中回港股或A股上市，中资企业赴美上市大幅减少。
情景三	美监管采取极端严厉态度，对已上市中概股进行严苛检查，大幅提高中资企业赴美上市门槛，要求VIE架构企业退市。	所有符合条件中概股回港股或A股二次上市，大量企业面临在美退市，中资企业赴美上市渠道几乎关闭。约4000亿美元市值的企业将从美股退市回港股或A股。

资料来源：兴业证券经济与金融研究院整理

### ► A股红筹改革具体实施办法

企业类型	需符合的标准
已在境外上市的红筹企业	回A股上市市值要求： 1) 市值不低于2000亿元人民币； 2) 市值200亿元人民币以上，且拥有自主研发、国际领先技术，科技创新能力较强，同行业竞争中处于相对优势地位。
已在境外上市，存在协议控制架构（VIE）的红筹企业	申请发行股票： 中国证监会受理相关申请后，将征求红筹企业境内实体实际从事业务的国务院行业主管部门和国家发展改革委、商务部意见，依法依规处理。
尚未境外上市红筹企业	申请在境内上市： 应在申报前就存量股份减持等涉及用汇的事项形成方案，报中国证监会，由中国证监会征求相关主管部门意见。

资料来源：中国证监会，兴业证券经济与金融研究院整理

——美监管多次释放收紧信号，中概股或将面临越来越严格的审核。

- 2019年11月，美国国会中国经济与安全审查委员会向国会建议禁止VIE公司在美上市。
- 美国国会参议院通过《外国公司问责法案》。

——港交所在外资行业准入和汇兑等方面更为宽松灵活。

- A股红筹新规面临的不确定性：在行业限制和外汇安排方面还是一事一议，申请程序、时长和结果都存在一定不确定性。
- 阿里、京东、网易回港二次上市为中概股大规模回归积累了成功经验。
- 港交所为中概股在港二次上市提供便利，为其设立披露豁免的条款。

► 中概股潜在回归名单 (Part 1)

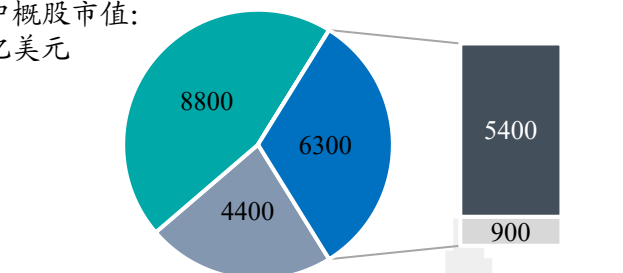
证券代码	证券简称	总市值 (亿美元)	所属行业	上市时间	2019营收 (亿美元)	是否VIE	近12月成交额 (亿美元)
PDD.O	拼多多	1,150.08	TMT	2018-07-26	43.21	是	361.11
TAL.N	好未来	485.47	消费者服务	2010-10-20	32.73	是	106.49
BIDU.O	百度	415.50	TMT	2005-08-05	153.97	是	198.15
ZTO.N	中通快递	292.39	运输	2016-10-27	31.69	是	50.79
TME.N	腾讯音乐	265.72	TMT	2018-12-12	36.46	是	85.99
GSX.N	跟谁学	232.50	消费者服务	2019-06-06	3.03	是	162.58
EDU.N	新东方	225.93	消费者服务	2006-09-07	30.96	否	35.94
YUMC.N	百胜中国	196.57	消费者服务	2016-10-17	87.76	否	51.91
TCOM.O	携程网	165.41	零售业	2003-12-09	51.13	是	69.07
NIO.N	蔚来	161.09	新能源汽车	2018-09-12	11.22	是	716.60
IQ.O	爱奇艺	159.20	TMT	2018-03-29	41.56	是	94.85
VIPS.N	唯品会	153.98	TMT	2012-03-23	133.30	是	54.19
BILI.O	哔哩哔哩	151.03	TMT	2018-03-28	9.72	是	185.67
LIO	理想汽车	136.83	新能源汽车	2020-07-30	0.41	是	17.09
GDS.O	万国数据	123.79	TMT	2016-11-02	5.91	是	54.70
ATHM.N	汽车之家	104.87	TMT	2013-12-11	12.07	是	29.01
HTHT.O	华住	103.68	消费者服务	2010-03-26	16.07	否	39.37
OCFT.N	金融壹账通	88.11	TMT	2019-12-13	3.34	是	7.82
WUBA.N	58同城	82.95	TMT	2013-10-31	22.33	是	53.69
MLCO.O	新濠博亚娱乐	81.83	消费者服务	2006-12-19	57.37	否	23.66

资料来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理, 市值截至2020.8.4

——结合港交所上市制度的改革, 我们设定以下回归标准对尚未双边上市的中概股进行筛选, 符合其一即认定其有较高的回归可能性:

- 上市超过1年、近12月总成交额超过10亿美元且市值超过52亿美元 (400亿港元) 的公司。
- 市值超过52亿美元的科技公司
- 市值超过13亿美元 (100亿港元) 且近1个财年收入超过1.3亿美元的科技公司。

中概股市值:  
亿美元



■ 原双边上市 ■ 近年已回归 ■ 未双边上市  
■ 有潜在回归可能 ■ 其他

——按发行2%-10%计算, 潜在回归的中概股预计发行募资额为270-540亿美元。

► 中概股潜在回归名单 (Part 2)

证券代码	证券简称	总市值 (亿美元)	所属行业	上市时间	2019营收 (亿美元)	是否VIE	近12月成交额 (亿美元)
MLCO.O	新濠博亚娱乐	81.83	消费者服务	2006-12-19	57.37	否	23.66
KC.O	金山云	80.63	TMT	2020-05-08	5.67	是	24.57
WB.O	微博	78.92	TMT	2014-04-17	17.67	是	29.48
YY.O	欢聚	63.96	TMT	2012-11-21	36.66	是	49.60
ZLAB.O	再鼎医药	59.93	生物医药	2017-09-20	0.13	否	16.70
HUYA.N	虎牙直播	52.90	TMT	2018-05-11	12.00	是	28.73
DOYU.O	斗鱼	46.57	TMT	2019-07-17	10.44	是	12.27
CBPO.O	泰邦生物	41.02	生物医药	2009-12-02	5.04	否	6.00
HCM.O	和黄中国医药科技	39.12	生物医药	2016-03-17	2.05	否	3.77
MOMO.O	陌陌	39.03	TMT	2014-12-11	24.39	是	46.79
SOGO.N	搜狗	33.26	TMT	2017-11-09	11.72	是	10.92
VNET.O	世纪互联	27.37	TMT	2011-04-21	5.43	是	18.22
BZUN.O	宝尊电商	26.98	TMT	2015-05-21	10.4	是	24.52
SINA.O	新浪	26.31	TMT	2000-04-13	21.63	是	14.17
NIU.O	小牛电动	16.52	TMT	2018-10-19	2.98	是	9.43
DQ.N	大全新能源	16.21	新能源	2010-10-07	3.50	是	12.75
LX.O	乐信	15.35	TMT	2017-12-21	13.40	是	10.40
SY.O	新氧	15.26	TMT	2019-05-02	1.65	是	4.45
CSIQ.O	阿特斯太阳能	13.31	新能源	2006-11-09	32.01	否	10.55

资料来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理, 市值截至2020.8.4

——除了上市发行之外，回归中概股通常会将大量ADR存放于香港托管行，相较发行，此部分转换为港股流通股带来的市值规模更为庞大。

阿里巴巴2019/11/26托管ADR比例19.75%，截至2020/09/18收盘，已累计转换11.13%；  
 京东2020/06/18托管ADR比例19.16%，截至2020/09/18收盘，已累计转换3.57%；  
 网易2020/06/12托管ADR比例54.88%，截至2020/09/18收盘，已累计转换1.89%。

——按转换5%-15%计算，潜在回归的中概股转换规模约540-1100亿美元。

►过去5年赴美IPO数量和金额

年份	IPO数量	IPO金额（亿美元）	IPO金额（亿港元）
2015A	15	3.9	30.8
2016A	13	22.8	177.8
2017A	29	35.8	279.1
2018A	44	93.1	726.2
2019A	40	37.1	289.0
2019M1-7	25	26.1	203.8
2020M1-7	26	39.5	308.1

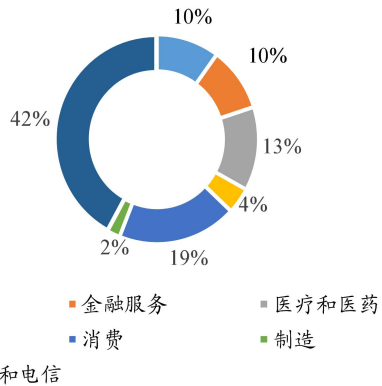
资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理，市值截至2020.8.4

——预计美国监管机构在2021年落地相关法规法案，原计划2021/22赴美上市的公司或将改赴内地和港股市场上市。

预计2021和2022合计原计划赴美公司数量和规模约为60家/1400亿港元。按50%比例转赴香港估算，预计21/22年将共计转港30家/700亿港元（即每年15家/350亿港元）。

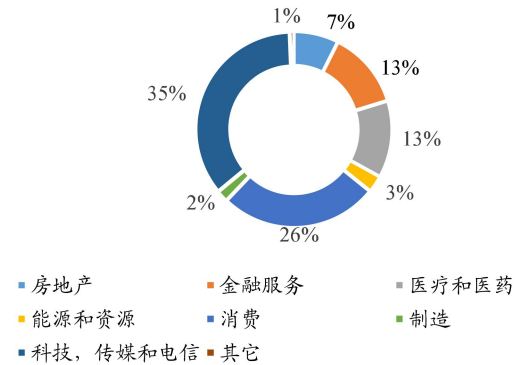
## 2.3 港交所锐意改革上市制度脚步不停，新经济生态不断优化

►2018年香港IPO融资金额按行业分布



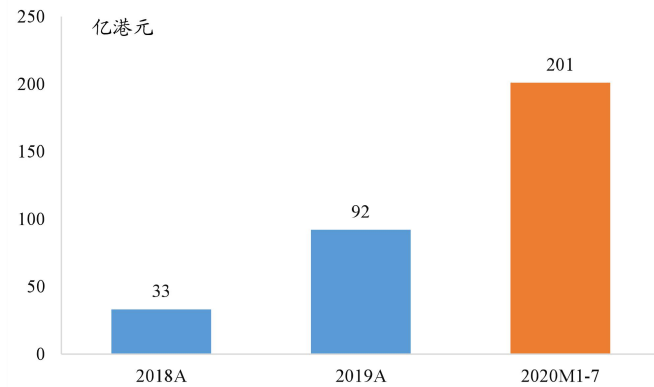
资料来源: 港交所官网, 兴业证券经济与金融研究院整理

►2019年香港IPO融资金额按行业分布



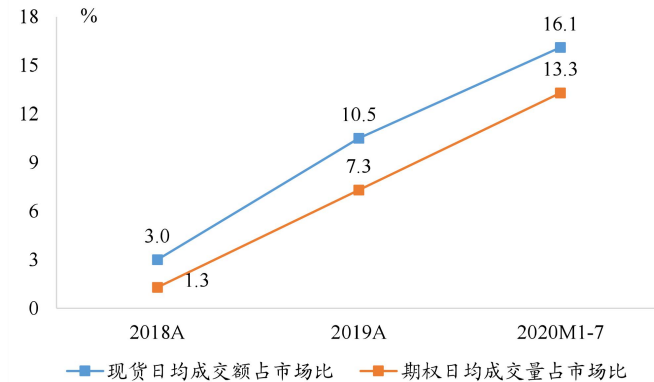
资料来源: 港交所官网, 兴业证券经济与金融研究院整理

►2018至今IPO TOP14公司股票ADT



资料来源: 港交所官网, 兴业证券经济与金融研究院整理

►2018至今IPO TOP14公司日均成交占比



资料来源: 港交所官网, 兴业证券经济与金融研究院整理  
 注: 现货日均成交额包含股票日均成交额和衍生权证(如牛熊证等)日均成交额

——上市制度改革持续推进, 2020年有望推出允许法团实体享有同股不同权。

——上市数量和规模持续增长, 中资企业是绝对主力。

——吸引新经济企业赴港上市, 持续优化港股行业生态。

——培育香港的生物科技投资生态圈, 使香港成为全球第二大生物科技融资中心。

——新经济行业公司通常交易量更大, 新经济公司对股票市场日均成交金额(ADT)的贡献不断增长。成交额TOP10公司中新经济ADT市场占比由17年的9.5%上升至20年前8月的24.7%。

### ►同股不同权纳入港股通条件

---

挂牌时间	在联交所上市满 6 个月及其后 20 个港股交易日
流通量	考察日前183日港股总成交额不低于港币60亿元
市值	考察日前183日中的港股交易日的日均市值不低于港币200亿元
企业治理	未违反相关法律法规，未受过监管指责、批评

---

《深圳证券交易所深港通业务实施办法》、《上海证券交易所沪港通业务实施办法》，兴业证券经济与金融研究院整理

——2018年以来，港交所与内地监管机构密切合作，共同研究推动同股不同权企业纳入港股通，有助于提升同股不同权公司股票的交易量，进一步消除新经济企业以同股不同权方式在港上市对其股票流动性的担忧。

——小米集团和美团点评两家同股不同权公司已于2019年10月底纳入港股通。阿里巴巴、京东和网易在港股属于二次上市，目前港交所还未就同股不同权+二次上市企业纳入港股通给出明确意见，阿里巴巴未在2020年9月被纳入港股通。被纳入港股通是回归港股的中概股主要诉求之一，我们预计目前已回归的企业有望于2021年纳入港股通，进而大幅提升南下资金可选港股优质标的比例，提振市场交投活跃度。

## 2.5

# H股“全流通”有序推进，A+H股双重上市或成趋势

### ► 已完成H股全流通公司

公司名称	公司代码	进展日期	进展	转化前非流通股占比	转化后剩余非流通股占比	所属行业
雅生活服务	3319.HK	2020.1.21	证监会接收材料	67.5%	0%	房地产
		2020.2.4	受理申请			
		2020.2.28	一次书面反馈			
		2020.6.24	证监会批准			
		2020.7.23	联交所批准			
		2020.7.28	<b>转化股份上市交易</b>			
天保能源	1671.HK	2020.1.8	证监会接收材料	72%	0%	能源
		2020.1.15	受理申请			
		2020.2.29	一次书面反馈			
		2020.6.1	证监会批准			
		2020.7.9	联交所批准			
		2020.7.28	<b>转化股份上市交易</b>			
招金矿业	1818.HK	2020.1.3	证监会接收材料	68%	20.2%	材料
		2020.1.10	受理申请			
		2020.2.13	一次书面反馈			
		2020.6.18	证监会批准			
		2020.8.3	联交所批准			
		2020.8.10	<b>转化股份上市交易</b>			

资料来源：证监会、公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

——2019年11月-2020年2月，证监会发布《H股公司境内未上市股份申请“全流通”业务指引》，深交所发布《H股“全流通”业务实施细则》，以及中国结算发布《H股“全流通”业务指南》，H股“全流通”全面推开。目前已有14家公司申请H股全流通，其中3家转股股份已挂牌上市、3家已获证监会批准。

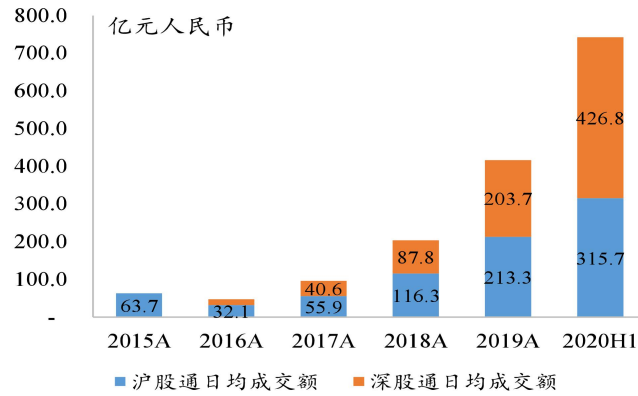
——近年赴港上市的A股公司数量快速增长，截止2020年7月底，H股公司总数已达到286家，较2010年的163家增长了75%。A+H股双重上市已成趋势。



## Part 3. 互联互通蓬勃发展，内涵不断丰富

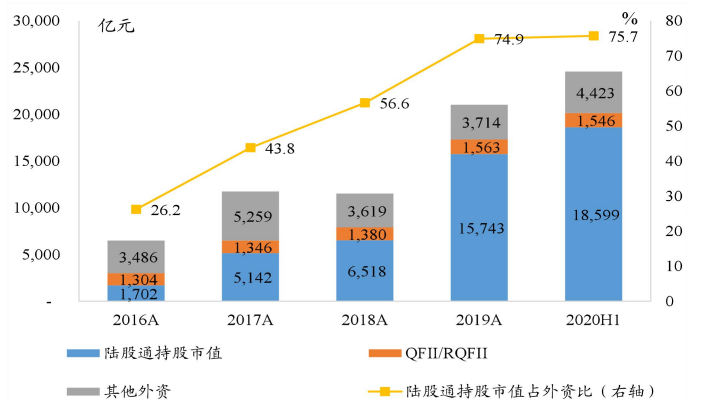
# 3.1 沪深港通屡创新高，陆股通是外资进入中国内地主要通道

► 沪股通/深股通日均成交金额



资料来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

► 外资持股市值及陆股通市值占外资比

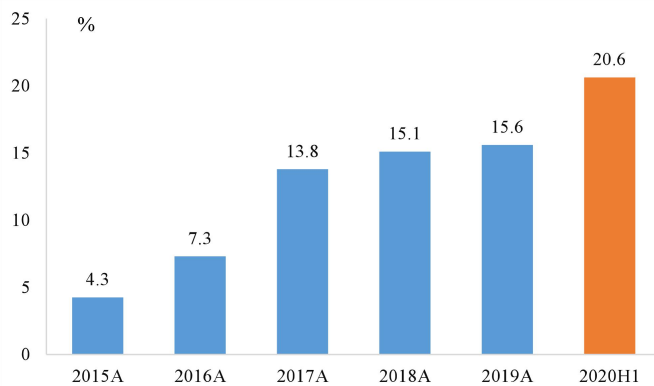


资料来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

——北上成交额屡创新高，陆股通为外资进入中国内地市场主要通道。2020H1，北上日均成交额743亿元，同比增长69.1%。75.7%的外资通过陆股通进入中国内地。

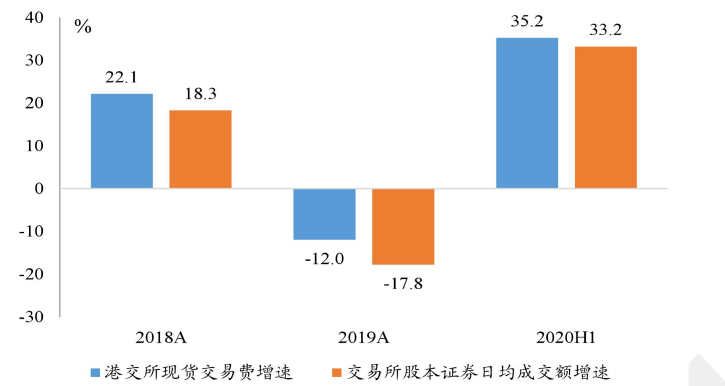
——南下资金占比逐年提高，内地资金持续影响港股生态。2020H1，南下资金日均成交206.1亿港元，同比增长84.6%。港股通成交金额占港股总成交金额比重逐年升高。

► 港股通成交额占港股成交额比重



资料来源: 港交所官网、Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

► 港交所交易费及股票日均成交增速

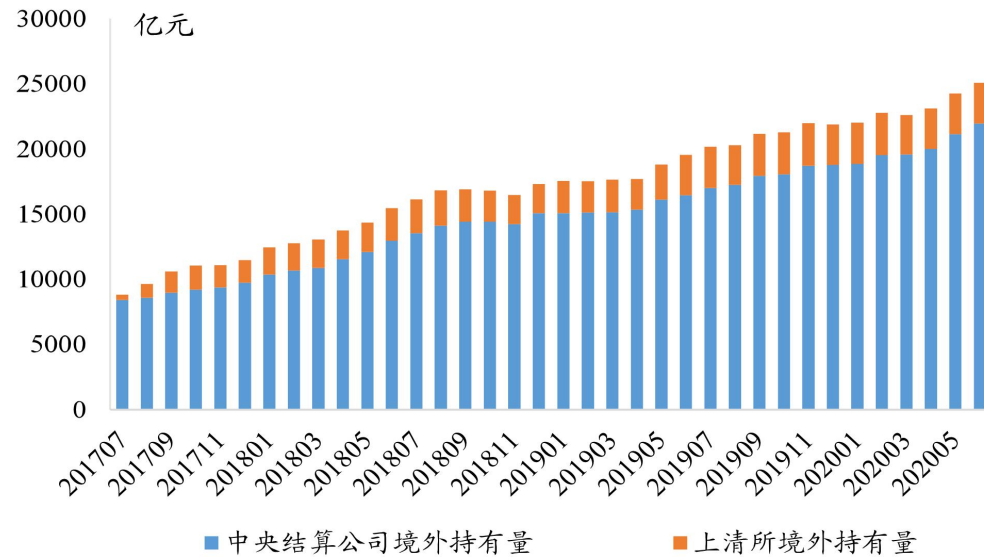


资料来源: 港交所年报, 兴业证券经济与金融研究院整理  
 注: 交易所股本证券含港股通、不含牛熊证等权证

——自沪股通开通和深股通开通后，北上成交额迅速增长，北上交易相关费用为港交所总交易费带来的增量使其增速走势开始优于港股市场成交额。

## 3.2 债券通3周年，成为境外机构增持人民币债券的重要渠道

### ►北向通债券持有量（2017.7-2020.06）



资料来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

——2017年7月3日开通的债券通，至今已有3周年，债券通已成为境外机构增持人民币债券的重要渠道，3年以来持有市值年化增长率达到41.6%。

——截至2020年6月底，通过债券通入市的境外机构超过550家，账户数量达2012个，覆盖全球33个国家和地区；3年累计成交量超过6万亿元人民币，单日最高成交369亿元人民币。

——对于港交所来说，债券通是服务于其FIC固定收益战略的。港交所目前也正在与人行和证监会深入讨论关于如何使债券通交易机制更为灵活。

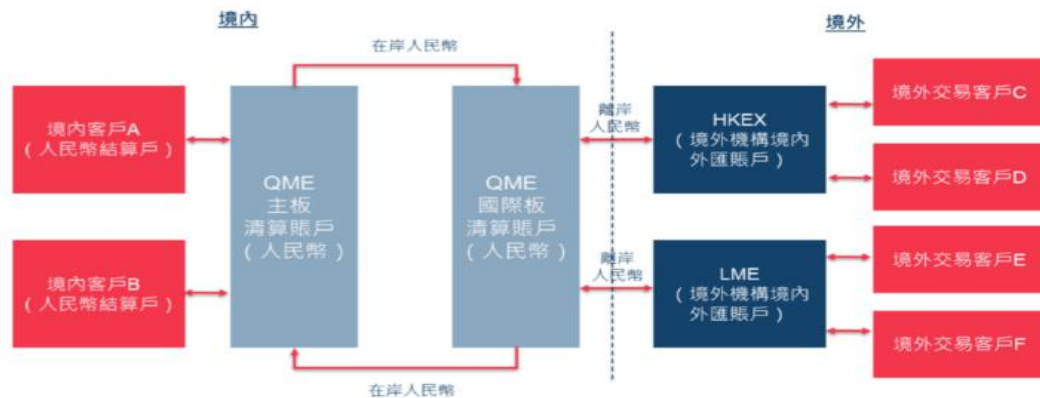
### 3.3 商品通、衍生品通可期，不断丰富互联互通内涵

#### ►商品通双向交易机制：请进来与走出去



资料来源：港交所，兴业证券经济与金融研究院整理

#### ►商品通结算闭环限额原则



资料来源：港交所，兴业证券经济与金融研究院整理

——得益于《粤港澳大湾区规划纲要》的政策支持，QME有望探索“商品通”：

- “请进来”与“走出去”双向交易机制设计。
- 在资金结算方案上，跨境资金采用“闭环限额”原则管理。

——QME发展商品通独有优势：

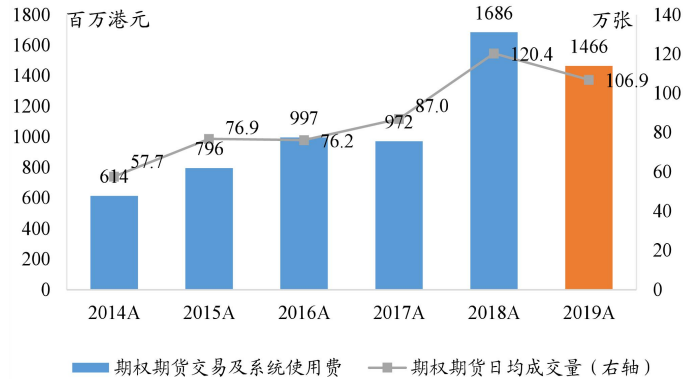
- 背靠经济特区、先行示范区、粤港澳大湾区，集三区政策之力，具地域优势。
- 较强的国际化属性。
- 可与LME东西呼应，打造国际级大宗商品集散中心。

——ETF通、金融衍生品通等相关机制也正在探讨和推进中。

Part 4. 与MSCI深化合作，港  
交所有望升级为国际风险管理  
中心

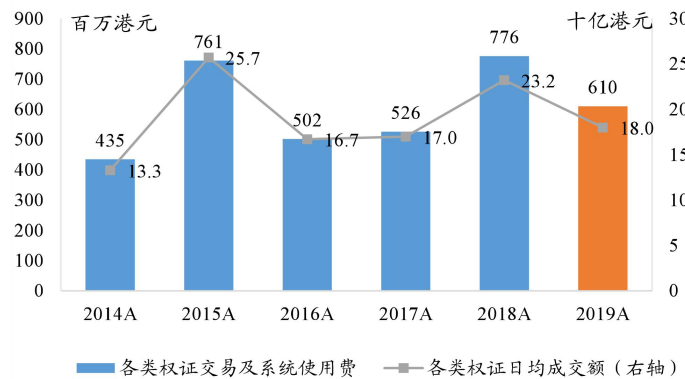
## 4.1 港股衍生品市场蓬勃发展

► 期权期货日均成交量及交易相关费用



资料来源：港交所，兴业证券经济与金融研究院整理

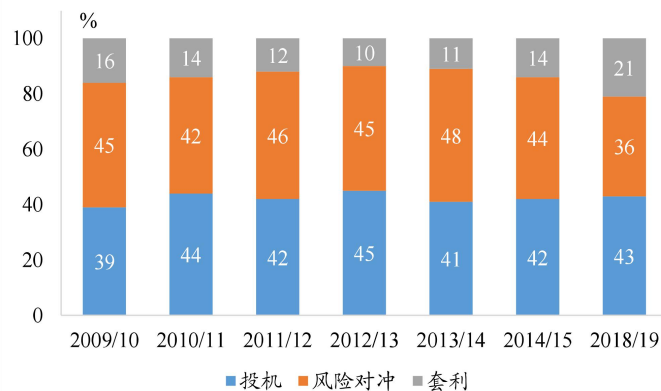
► 各类权证日均成交额及交易相关费用



资料来源：港交所，兴业证券经济与金融研究院整理

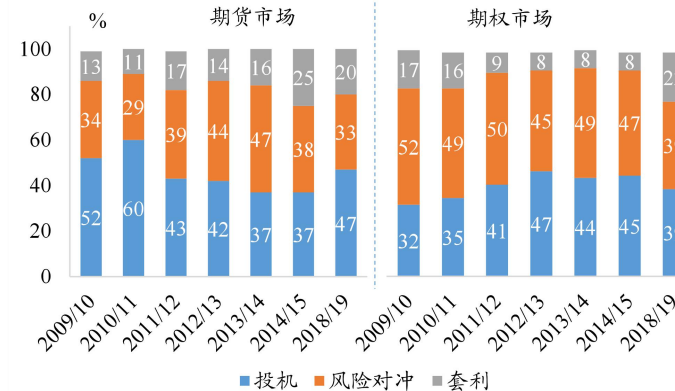
——近年来，港交所大力发展股票衍生产品和结构性产品的努力初见成效，已经拥有全球最活跃的结构产品市场和亚洲（除日本外）最大的ETF市场。期权期货2019日均成交107万张，6年增长102%；衍生权证、牛熊证等各类权证2019日均成交180亿港元，6年增长44%。

► 衍生品市场交易量按投资目的分布



资料来源：港交所，兴业证券经济与金融研究院整理

► 期权期货市场交易量按投资目的分布



资料来源：港交所，兴业证券经济与金融研究院整理

——衍生品市场投机交易和套利交易的占比逐渐上升，衍生品投机交易和套利交易2019年占比分别达到43%和21%。一般认为，投机和套利交易有着更高的交易频率。

**►港交所与MSCI合作推出的亚州及新兴市场指数衍生品**

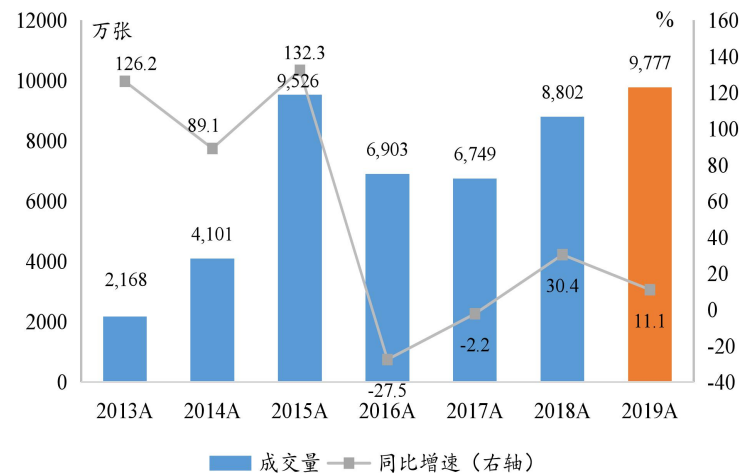
衍生品名		衍生品名	
1	MSCI 澳洲净总收益(美元)指数期货	21	MSCI 马来西亚(美元)指数期货
2	MSCI 中国大陆自x'由(美元)指数期货	22	MSCI 马来西亚净总收益(美元)指数期货
3	MSCI 中国大陆自由净总收益(美元)指数期货	23	MSCI 纽西兰净总收益(美元)指数期货
4	MSCI 新兴市场(美元)指数期货	24	MSCI 太平洋净总收益(美元)指数期货
5	MSCI 新兴市场净总收益(美元)指数期货	25	MSCI 太平洋(日本除外)净总收益(美元)指数期货
6	MSCI 新兴市场(中国大陆除外)净总收益(美元)指数期货	26	MSCI 菲律宾(美元)指数期货
7	MSCI新兴市场(韩国除外)净总收益(美元)指数期货	27	MSCI 菲律宾净总收益(美元)指数期货
8	MSCI 新兴市场亚洲净总收益(美元)指数期货	28	MSCI 新加坡自由(新加坡元)指数期货
9	MSCI 新兴市场亚洲(除中国大陆)净总收益(美元)指数期货	29	MSCI 新加坡自由净总收益(美元)指数期货
10	MSCI 新兴市场亚洲(韩国除外)净总收益(美元)指数期货	30	MSCI 新加坡净总收益(美元)指数期货
11	MSCI 新兴市场欧非中东净总收益(美元)指数期货	31	MSCI中国台湾(美元)指数期货
12	MSCI 新兴市场拉丁美洲净总收益(美元)指数期货	32	MSCI 中国台湾净总收益(美元)指数期货
13	MSCI 中国香港净总收益(美元)指数期货	33	MSCI 泰国(美元)指数期货
14	MSCI 印度(美元)指数期货	34	MSCI 泰国净总收益(美元)指数期货
15	MSCI 印度净总收益(美元)指数期货	35	MSCI 越南(美元)指数期货
16	MSCI 印尼(美元)指数期货	36	MSCI 越南净总收益(美元)指数期货
17	MSCI 印尼净总收益(美元)指数期货	37	MSCI中国台湾(美元)指数期权
18	MSCI 日本(日元)指数期货	38	MSCI台湾25/50指数期货
19	MSCI 日本净总收益(美元)指数期货	39	MSCI台湾25/50净总收益指数期
20	MSCI 日本净总收益(日元)指数期货		

资料来源：港交所官网，兴业证券经济与金融研究院整理

——港交所与MSCI合作拟推出一系列亚洲及新兴市场指数的期货及期权产品。7月已有17只期货产品推出，8只产品于8月3日推出，8只产品于8月17日推出。在有关合约全部推出后，香港交易所将成为亚洲时区内拥有最多元化MSCI衍生工具的交易所。

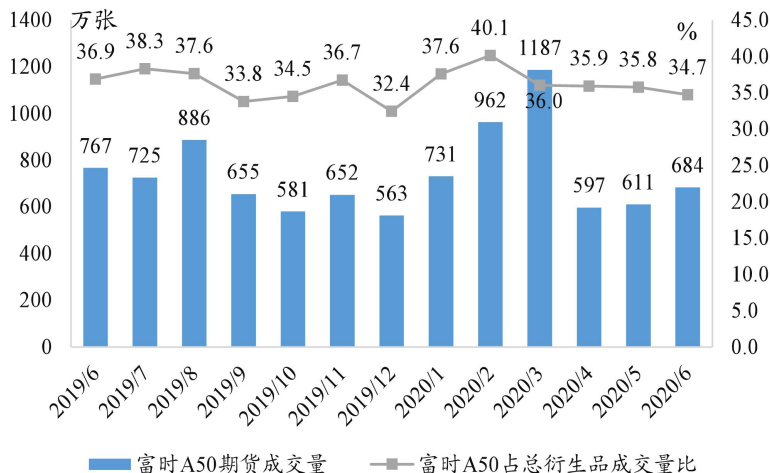
- 为投资者提供“一站式”投资亚洲平台
- 与“立足中国、连接全球”的战略相符
- 推动中国香港升级为国际风险管理中心

►新加坡A50期货合约成交量及同比



资料来源: Bloomberg, 兴业证券经济与金融研究院整理

►A50期货占新交所总衍生品成交量之比



资料来源: 新交所, 兴业证券经济与金融研究院整理

——2019年3月，港交所曾公布与MSCI就推出A股指数期货开展合作。为回应国际投资者的需求及有助开发A股投资者所需的主要风险管理工具，MSCI同意授权港交所使用MSCI中国A股指数以推出期货合约。2020年6月证监会副主席方星海表示对港交所推出基于A股的衍生品予以支持。

——目前市场上主要管理A股风险的衍生品工具：新加坡交易所主要产品之一——富时A50。2006年，新加坡交易所推出了新华富时A50指数期货，该产品目前已经成为海外市场最主流的管理A股风险的衍生品工具之一，占新加坡衍生品市场总交易量的比重维持在35%-50%。



## 4.3

# 恒生科技指数推出，促进更多指数挂钩产品推出

### ► 恒生科技指数和上证科创板50指数编制目的及定位

	恒生科技指数	上证科创板50指数
目的	反映于中国香港上市、来自科技或创新领域的龙头公司之表现	及时反映科创板上市证券的表现，为市场提供投资标的和业绩基准
定位	继恒生指数及恒生中国企业指数，另一旗舰	反映科创板证券价格表现的首条指数
对象成分股	回归香港上市的中概股或计划来港上市的独角兽；科技融入业务，并改变日常生活的大、中型公司	日均总市值排名靠前的50只科创板证券作为“科创50”指数样本

资料来源：恒生指数公司、上交所，兴业证券经济与金融研究院整理

——恒生指数公司新推出的恒生科技指数，定位旗舰，包含了30只高科技公司，旨在反映最具代表性的科技企业表现，以及协助市场开发不同指数挂钩产品，包括基金及衍生工具。

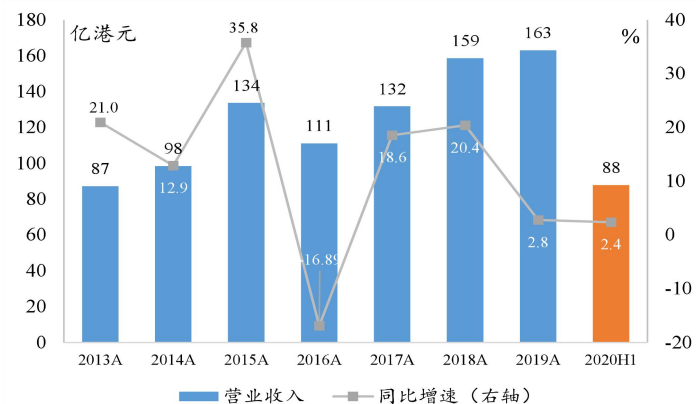
——有利于增加指数挂钩类衍生产品种类，促进港交所衍生品发展。除新推的MSCI系列衍生品外，港交所目前61种衍生品品类中，有30种品类与指数挂钩。

## Part 5. 财务分析及盈利预测

## 5.1

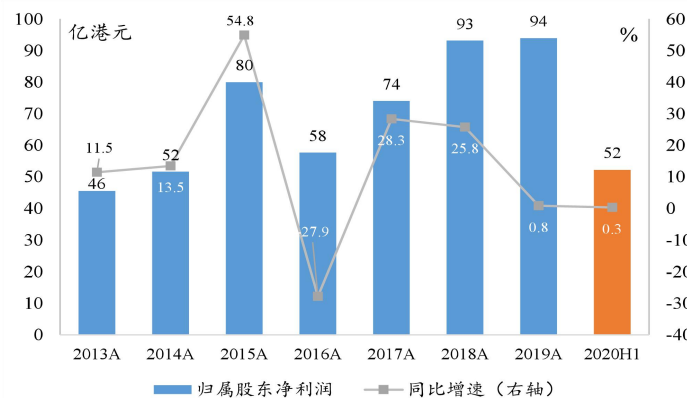
## 主要财务指标

### ►营业收入及同比增速



资料来源：港交所，兴业证券经济与金融研究院整理

### ►归属股东净利润及同比增速

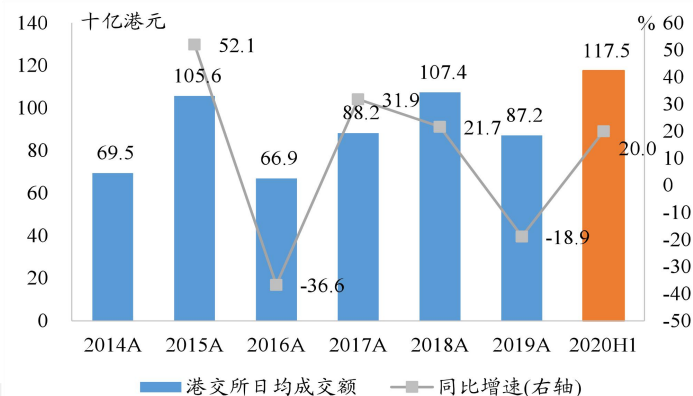


资料来源：港交所，兴业证券经济与金融研究院整理

——营收和净利同比保持稳定。

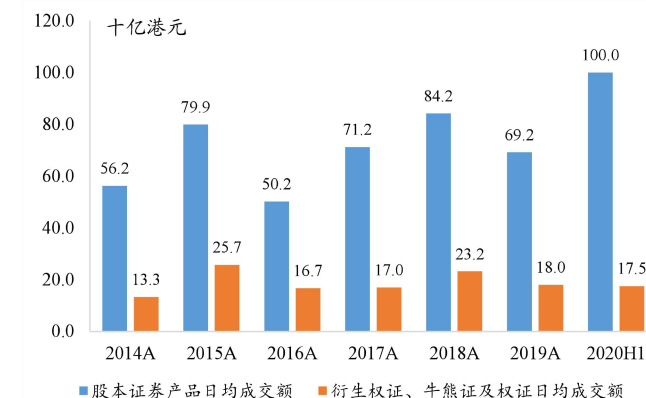
公司主营业务同比增长了12.5%，报收79.4亿港元，主要系日均成交额同比大幅增长20.0%，带动交易及结算费增加。但投资收益同比大幅下降44.8%至8.4亿港元，导致营收较去年同期增长不明显，投资收益主要受市场波动影响，2020Q1录得净损失4700万港元。

### ►港交所日均成交额及同比增速



资料来源：港交所，兴业证券经济与金融研究院整理

### ►股本证券日均交易额



资料来源：港交所，兴业证券经济与金融研究院整理

## 港交所收入支出结构 (百万港元)

	2019				2020			2020H1		
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	H1	同比	环比	占比
<b>营业收入</b>	<b>4288</b>	<b>4290</b>	<b>3987</b>	<b>3746</b>	<b>4009</b>	<b>4773</b>	<b>8782</b>	<b>2.4%</b>	<b>13.6%</b>	<b>100%</b>
交易及系统费	1491	1449	1369	1283	1794	1536	<b>3330</b>	13.3%	25.6%	37.9%
港交所上市费	453	394	394	392	492	436	<b>928</b>	9.6%	18.1%	10.6%
结算及交收费	834	821	777	728	1052	938	<b>1990</b>	20.2%	32.2%	22.7%
投资收益及杂项收入	882	641	643	580	-46	889	<b>843</b>	-44.7%	-31.1%	9.6%
存托管及服务费	140	435	276	201	160	391	<b>551</b>	-4.2%	15.5%	6.3%
市场数据费	229	232	231	227	237	235	<b>472</b>	2.4%	3.1%	5.4%
其他收入	259	318	297	335	320	348	<b>668</b>	15.8%	5.7%	7.6%
<b>营业支出</b>	<b>970</b>	<b>983</b>	<b>949</b>	<b>1146</b>	<b>1,025</b>	<b>1051</b>	<b>2076</b>	<b>6.3%</b>	<b>-0.91%</b>	<b>100%</b>
雇员费用	669	659	649	726	703	695	<b>1398</b>	5.3%	1.7%	67.3%
资讯及电脑维修	143	135	144	158	152	163	<b>315</b>	13.3%	4.3%	15.2%
楼宇支出	31	33	32	31	29	30	<b>59</b>	-7.8%	-6.4%	2.8%
推广、法律及其他	127	156	124	231	141	163	<b>304</b>	7.4%	-14.4%	14.6%
<b>成本收入比</b>	<b>22.6%</b>	<b>22.9%</b>	<b>23.8%</b>	<b>30.6%</b>	<b>25.6%</b>	<b>22.0%</b>	<b>23.6%</b>	/	/	/

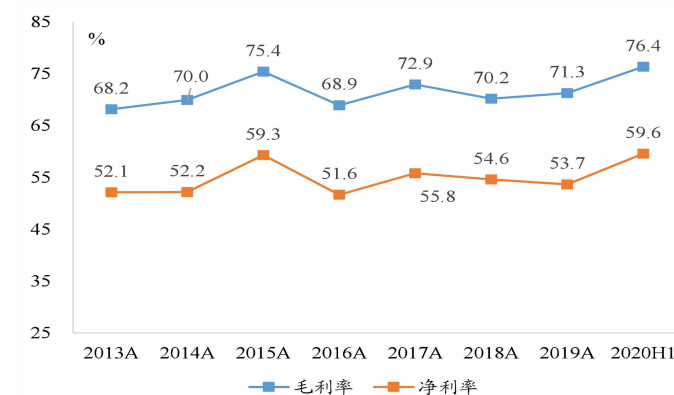
资料来源：港交所，兴业证券经济与金融研究院整理

## 2020H1港交所收入分部结构 (百万港元)

	现货	股本证券	商品	交易后业务	科技	公司项目	合计
交易费及交易系统使用费	1,479	1,072	574	205			<b>3,330</b>
联交所上市费	463	465					<b>928</b>
结算及交收费				1,990			<b>1,990</b>
存管、托管及代理人服务				551			<b>551</b>
市场数据费	280	97	95				<b>472</b>
其他收入及杂项收入	31	4	80	111	443	4	<b>673</b>
投资收益净额				772		66	<b>838</b>
<b>合计</b>	<b>2,253</b>	<b>1,638</b>	<b>749</b>	<b>3,629</b>	<b>443</b>	<b>70</b>	<b>8,782</b>

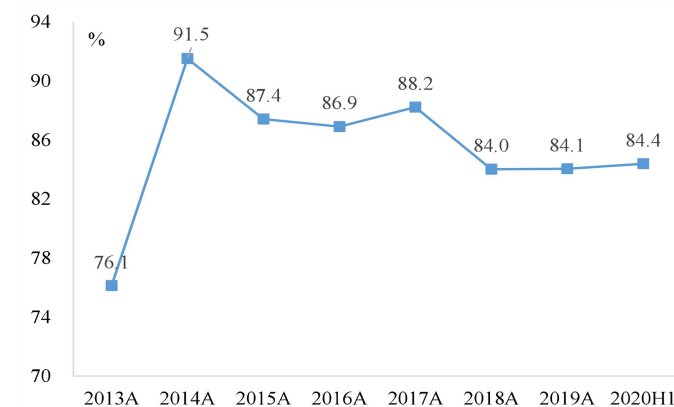
资料来源：港交所，兴业证券经济与金融研究院整理

## 公司毛利率及净利率



资料来源：港交所，兴业证券经济与金融研究院整理

## 公司资产负债率



资料来源：港交所，兴业证券经济与金融研究院整理

**►原计划赴美公司改赴港预计带来IPO每年增量（港元）**

	预计每年赴美总规模	每年转港规模		
		转港比例30%	转港比例50%	转港比例80%
2021E/2022E	25家/300亿	8家/90亿	13家/150亿	20家/240亿
2021E/2022E	30家/350亿	9家/105亿	15家/175亿	24家/280亿
2021E/2022E	35家/400亿	11家/120亿	18家/200亿	28家/320亿

资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

**►中概股发行带来的ADT增量情景分析（亿港元）**

		预计发行市值 (递减回归)	预计发行带来的ADT增量（亿港元）		
			日均换手率1.5%	日均换手率2.0%	日均换手率2.5%
按发行3%计	2020E	600	9	12	15
	2021E	540	8	11	13
	2022E	480	7	10	12
按发行5%计	2020E	1000	15	20	25
	2021E	900	13	18	22
	2022E	800	12	16	20
按发行8%计	2020E	1600	24	32	40
	2021E	1430	21	29	36
	2022E	1270	19	25	32

资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

——在上市发行方面，我们将IPO具体分为2个方面：

- 首次上市：包含同股不同权、新经济和赴美改赴港公司
- 二次上市：主要为中概股回归

我们预测2020/21/22年市场募资总额增速为15%/10%/10%，上市公司数量增长为5%/10%/10%。

——在日均成交额方面，我们重点预测中概股回归带来的增量。中概股回归可分两个阶段，第一阶段为发行，第二阶段为ADR转换为港股。按5%的发行比例和2%的日均换手率假设，预计2020/21/22年市场日均成交额增速为40%/35%/30%。

——在衍生品方面，假设港交所MSCI相关合约在2023年前达到新加坡近似水平、A股股指期货在2024年前达到新加坡水平，每年稳定增长。我们预测2020/21/22年衍生品交易量增速为5%/15%/20%。

## ► 盈利预测

项目	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>公司总体运营情况</b>				
营业收入 (亿港元)	163	184	216	250
同比增速 (%)	2.8	13.1	17.1	15.5
归属股东净利润 (亿港元)	94	107	129	151
同比增速 (%)	0.8	14.4	19.7	17.1
交易费及交易系统使用费 (亿港元)	55.9	67.3	82.6	100.1
联交所上市费 (亿港元)	16.3	18.4	20.5	22.1
结算及交收费 (亿港元)	31.6	39.8	47.8	54.9
投资收益净额 (亿港元)	27.3	23.3	27.3	30.6

资料来源：港交所，兴业证券经济与金融研究院整理

——以上因素叠加情况下，我们预计公司2019-2021年：

- 营业收入分别为184、216及250亿港元，分别同比增长13.1%、17.1%及15.5%。
- 归属股东净利润分别为107、129及151亿港元，分别同比增长14.4%、19.7%和17.1%。

其中：

- 公司交易费及交易系统使用费收入分别为67.3、82.6及100.1亿港元。
- 联交所上市费分别为18.4、20.5及22.1亿港元。
- 结算及交收费分别为39.8、47.8及54.9亿港元。

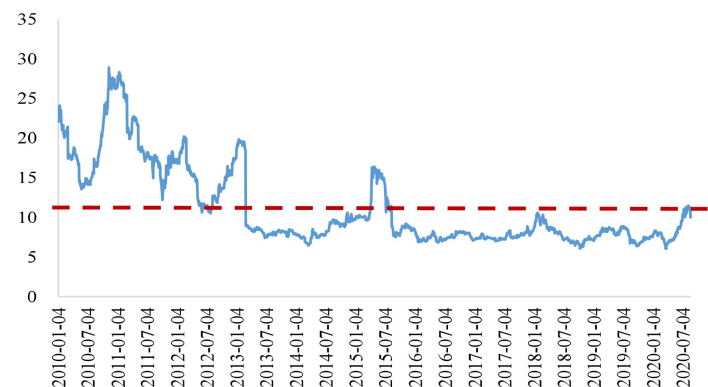
## Part 6. 估值与评级

►公司历年PE情况



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院全球策略团队整理

►公司历年PB情况



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院全球策略团队整理

——由于券商属于周期性行业，利润每年随市场会有较大的变动，因此其PE水平随资本市场同向变动，而PB水平通常会维持在较为稳定的水平。截至2020年8月21日，公司的2019年对应PE及PB值分别为50.8及10.1倍，PE处于历年均值之上，PB在均值附近波动。

——在与其他上市交易所的对比中，由于轻资产运营，香港交易所2019年ROE水平达到22.1%，仅次于新加坡交易所的35.8%，盈利能力排行业前列。

►各上市交易所估值水平（股价截至2020年9月16日）

代码	公司	交易货币	股价 (原始货币)	总市值 (十亿原始货币)	总市值 (十亿港元)	ROE	PB (MRQ)	PE FY2019
0388.HK	香港交易所	港元	374.4	474.68	474.68	22.1	10.1	50.5
ICE.N	洲际交易所	美元	100.9	54.82	424.87	11.2	3.2	28.4
NDAQ.O	纳斯达克	美元	127.3	20.91	162.05	14.0	3.6	27.0
S68.SG	新加坡交易所	新元	8.6	9.17	52.20	35.8	8.4	23.5
8697.T	日本交易所集团	日元	2,898.0	1,554.35	114.29	17.6	5.5	31.7
LSE.L	伦敦证券交易所	英镑	8,974.0	31.47	314.08	12.3	8.4	75.5
<b>加权平均</b>								<b>49.5</b>

资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

注：日本交易所集团最新财年为2018财年

——我们认为香港交易所具有优秀的ROE水平，受益于中概股回归、衍生品市场逐步发力等因素，成长性高于同行，且未来盈利能力可以持续。综合考虑以上因素，我们给予公司目标价432.2港元，维持公司“买入”评级。2020-2022年，公司目标价对应PE水平分别为50、42和36倍。



## Part 7.风险提示

➤ 公司发展面临以下风险：

- 1) 中概股回归不及预期；
- 2) 互联互通政策落地速度不及预期；
- 3) 市场成交不及预期

### 分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

### 投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后的12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中：A股市场以上证综指或深圳成指为基准，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。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%
		审慎增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~15%之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
		无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

### 信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录www.xyzq.com.cn内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

### 使用本研究报告的风险提示及法律声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供兴业证券股份有限公司（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。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；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；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告由受香港证监会监察的兴证国际证券有限公司（香港证监会中央编号：AYE823）于香港提供。香港的投资者若有任何关于本报告的问题请直接联系兴证国际证券有限公司的销售交易代表。本报告作者所持香港证监会牌照的牌照编号已披露在报告首页的作者姓名旁。本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本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。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

**有关财务权益及商务关系的披露**

兴证国际证券有限公司及/或其有关联公司在过去十二个月内与兴证国际金融集团有限公司、浦江中国控股有限公司、游莱互动集团有限公司、华立大学集团有限公司、信源企业集团有限公司、日照港裕廊股份有限公司、旷世控股有限公司、尚晋(国际)控股有限公司、四川蓝光嘉宝服务集团股份有限公司、信基沙溪集团股份有限公司、宝龙商业管理控股有限公司、赤子城科技有限公司、汇景控股有限公司、生兴控股(国际)有限公司、正荣服务集团有限公司、正荣地产集团有限公司、嘉兴市燃气集团股份有限公司、福建省蓝深环保技术股份有限公司和中国恒大集团有投资银行业务关系。

**特别声明**

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

**联系方式**

上海	北京	深圳	香港（兴证国际）
地址：上海浦东新区长柳路36号兴业证券大厦15层 邮编：200135 邮箱：research@xyzq.com.cn	地址：北京西城区锦什坊街35号北楼601-605 邮编：100033 邮箱：research@xyzq.com.cn	地址：深圳市福田区皇岗路5001号深业上城T2座52楼 邮编：518035 邮箱：research@xyzq.com.cn	地址：香港德辅道中199号无限极广场32楼全层 传真：（852）35095929 邮箱：ir@xyzq.com.hk

**THANKS**

