

## 证券研究报告—深度报告

港股

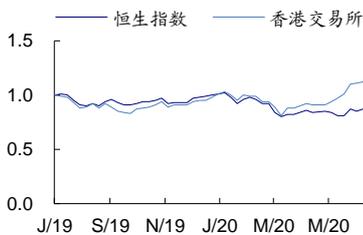
**香港交易所(00388)**
**买入**

港股 II

目标估值: 392 港元 昨收盘: 370 港元 (首次评级)

2020年07月11日

## 一年该股与恒生指数走势比较



## 股票数据

|               |              |
|---------------|--------------|
| 总股本/流通(亿万股)   | 12.68        |
| 总市值/流通(亿港元)   | 4676         |
| 上证综指/深圳成指     | 3,451/13,755 |
| 12个月最高/最低(港元) | 371          |

**证券分析师: 王剑**

电话: 021-60875165

E-MAIL: wangjian@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编号: S0980518070002

**联系人: 王鼎**

电话: 0755-81981000

E-MAIL: wangding1@guosen.com.cn

**独立性声明:**

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

## 深度报告

# 中国资本市场开放的桥头堡

**● 主要内容及结论**

本篇报告是聚焦香港交易所集团的首篇深度报告。我们力求简明扼要, 说清楚业务逻辑及企业估值: 我们在行业部分讲述业务的竞争逻辑, 然后在公司部分对港交所进行业绩预测和估值。

**● 行业逻辑: 抢夺交易, 赢家通吃**

我们主要通过西方交易所行业的分析, 以阐述行业的竞争逻辑:

**(1) 竞争核心:** 交易所行业的竞争核心在于交易量, 交易量追随着交易量, 所以交易所行业天然具有赢家通吃的特征。例如在美国, 电报的发明使得交易量迅速集中, 帮助纽约交易所获得了龙头地位, 之后电子化交易技术的推进则引起了西方交易所行业第二轮的集中化;

**(2) 股票交易所:** 对于股票交易所而言, 竞争相对简单, 谁拥有更多优良的上市公司, 谁便能拥有更多交易量;

**(3) 期货交易所:** 对于衍生品交易所而言, 情况便变得复杂许多, 一是需要时间来证明新交易品种的前景, 二是需要培育新产品, 把其交易量积累到较高量级, 至此才能在该产品上拥有较高的护城河。

**● 公司概况: 资本枢纽, 香江瑰宝**

港交所作为中国对外开放的唯一一家大型交易所集团, 连接着中国和全球的资本市场, 机制灵活, 具有一定的垄断优势, 护城河深, 将长期受益于中国资本市场的发展及逐步的对外开放, 成长性充足。港交所一直以来收入增长稳定, 支出占比少且可控, 分红比例长期维持在 90%, 盈利能力强, 是非常优秀的投资标的。

**● 给与“买入”评级**

我们看好下半年资本市场的交易活跃度, 预计公司 2020-2022 年每股收益 8.5/9.3/10.3 港元, 利润增速分别为 13.8%/9.5%/11.5%, 给与“买入”评级。

**● 风险提示**

(1) 资金面收紧, 市场交易量大幅下滑; (2) 上市公司数量大幅下滑。

**盈利预测和财务指标**

|               | 2018   | 2019   | 2020E  | 2021E  | 2022E  |
|---------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入(百万港元)    | 15,867 | 16,311 | 18,912 | 20,707 | 23,020 |
| (+/-%)        | 20%    | 3%     | 16%    | 9%     | 11%    |
| 净利润(百万港元)     | 9,312  | 9,391  | 10,746 | 11,766 | 13,120 |
| (+/-%)        | 26%    | 1%     | 14%    | 9%     | 12%    |
| 摊薄每股收益(港元)    | 7.5    | 7.5    | 8.5    | 9.3    | 10.3   |
| EBITDA Margin | 74%    | 75%    | 74%    | 74%    | 75%    |
| 净资产收益率(ROE)   | 24%    | 21%    | 21%    | 21%    | 28%    |
| 市盈率(PE)       | 30     | 50     | 44     | 40     | 36     |
| 市净率(PB)       | 7      | 11     | 9      | 9      | 8      |

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

## 投资摘要

### 估值与投资建议

站在现在的时点投资香港交易所集团，投资者普遍关心的问题可能主要在于两个方面：（1）下半年至明年上半年的成交量如何？（2）港交所未来的成长性如何？

（1）在上半年，疫情事件对中国经济及全球经济造成了一定冲击，而下半年为了稳经济，稳就业，中国经济大概率会处于相对扩张的态势，随后全球经济也将大概率会逐步走入相对扩张的态势，同时在明年上半年中国及全球经济的同比表现也会有对股市有一定的支撑作用，所以我们认为下半年的成交量会有一些的表现；

（2）从长远的趋势来看，港交所的成长性应当是毋庸置疑的，其将长期受益于中国资本市场的发展，以及中国资本市场的对外开放。

港交所自上市以来，其所经历过的趋势性行情，都与中国内地有关。一是，在港交所上市之初，大量来自中国内地的企业赴港上市，将港交所的交易量逐渐推至一定的量级；二是，港交所自金融危机之后，其股价就一直盘整到 2014 年，直至 2014 年沪港通正式开通，港交所作为交易桥梁的角色开始显现，才使得其股价摆脱了长期的盘整，顺势而上，同时在大量中资企业的簇拥下，上涨至今。在互联互通的机制下，港交所正受益于国内资本市场的快速发展，其未来的热点还将包括债券通和新股通等。同时，在中国资本市场逐步对外开放的过程中，海外投资者对于相关衍生品的需要将大幅提升，需要一个便捷灵活的交易中心来交易衍生品以对冲风险，而此交易中心大概率是非中国香港莫属。所以，港交所作为中国对外开放的唯一一家大型的交易所集团，其成长性毋庸置疑的。

综上所述，我们给与“港交所”买入评级，短期目标价定为 392 港元。

### 核心假设与逻辑

第一，交易所行业天然拥有集中的趋势，赢者通吃；

第二，香港交易所作为中国香港特别行政区内唯一的一家交易所，同时作为中国内地连接海外资本市场的唯一交易所通道，拥有得天独厚的垄断优势；

第三，中国内地资本市场对外开放的步伐是渐进的，在中长期内上海交易所和深圳交易所不会与香港交易所正面竞争；

第四，中国香港作为连接中国内地企业和海外市场的桥梁，其在股票市场和衍生品市场的成长空间都很大。

### 与市场的差异之处

市场认为中概股回流是此轮港交所股价上升的核心因素，但我们认为，在沪深港二级市场联动的背景下，资本的联动亦是股价长期上涨的核心因素之一，同时未来如果一级市场开始联动，那么港交所的股价大概率将会再次进入一轮上涨的通道。

香港交易所作为中国对外开放的唯一大型交易所集团，具有一定的垄断优势，其在业务方面并无直接的竞争对手，盈利的稳定性具有一定的保障。

### 股价变化的催化因素

第一，市场交易活跃，持续提升日均交易规模；

第二，北向资金的日均交易量持续大幅提升；

第三，上市公司数量大幅提升；

第四，衍生品的创新大获成功，新产品的交易量持续创下新高。

#### **核心假设或逻辑的主要风险**

第一，资金面收紧，市场交易量大幅下滑；

第二，上市公司数量大幅下滑。

## 内容目录

|                             |           |
|-----------------------------|-----------|
| <b>行业生态：争夺交易，赢家通吃</b> ..... | <b>7</b>  |
| 行业特征：市场份额注定要集中 .....        | 7         |
| 竞争重点：产品创新，争夺交易 .....        | 8         |
| 行业格局：交易集中，竞争激烈 .....        | 11        |
| <b>公司概况：资本枢纽，香江瑰宝</b> ..... | <b>13</b> |
| 基本情况：三家交易所和五家结算所 .....      | 13        |
| 财务数据：业务超稳，盈利超强 .....        | 14        |
| 业务结构：产品集中度高，改善空间大 .....     | 14        |
| 未来定位：战略长远，步步为营 .....        | 15        |
| 收入来源：以交易和结算为主 .....         | 16        |
| <b>业绩分析：以交易规模为基础</b> .....  | <b>17</b> |
| 收费基础 .....                  | 17        |
| 盈利预测 .....                  | 20        |
| <b>估值及投资建议</b> .....        | <b>22</b> |
| 估值：目标价 392 港元 .....         | 22        |
| 投资建议：给与“买入”评级 .....         | 26        |
| <b>风险提示</b> .....           | <b>27</b> |
| <b>附表：财务预测与估值</b> .....     | <b>28</b> |
| <b>分析师承诺</b> .....          | 错误!未定义书签。 |
| <b>风险提示</b> .....           | 错误!未定义书签。 |
| <b>证券投资咨询业务的说明</b> .....    | 错误!未定义书签。 |

## 图表目录

|   |    |
|---|----|
| 图 1: 各国及地区历年上市公司数量.....                 | 11 |
| 图 2: 各国及地区历年上市公司总市值.....                | 11 |
| 图 3: 各国及地区历年上市公司总交易量.....               | 12 |
| 图 4: 各国及地区历年上市公司股票换手率.....              | 12 |
| 图 5: 历年全球各类衍生品交易总规模及占比.....             | 12 |
| 图 6: 历年全球各类衍生品交易未平仓合约及占比.....           | 12 |
| 图 7: 金融服务的专业化趋势.....                    | 13 |
| 图 8: 香港交易所集团的主要附属公司.....                | 13 |
| 图 9: 香港交易所集团的产品集中度.....                 | 14 |
| 图 10: 港交所 2019-2021 年的战略定位.....         | 15 |
| 图 11: 联交所（主板和创业板）上市公司数量.....            | 24 |
| 图 12: 联交所上市公司总市值.....                   | 24 |
| 图 13: 香港交易所集团的明星产品的集中度.....             | 25 |
| 图 14: 香港交易所历年 PE 估值.....                | 25 |
| 图 15: 香港交易所历年 PE 估值.....                | 26 |
| <br>                                    |    |
| 表 1: 美国主要交易所近年的成交金额.....                | 9  |
| 表 2: 美国主要交易所近年的 IPO 情况.....             | 9  |
| 表 3: 各交易所的主要上市公司-按月日均成交量排名.....         | 9  |
| 表 4: 美国衍生品交易所行业在 1960s-1970s 的创新数据..... | 10 |
| 表 5: 各类衍生品在第五年成功的概率（1956-2006）.....     | 10 |
| 表 6: 衍生品交易所行业历次的产品创新.....               | 10 |
| 表 7: 各主要衍生品交易所的主要交易品种-按年日均成交量排名.....    | 11 |
| 表 8: 全球主要股票交易所排名-按照 2019 年电子成交额排名.....  | 11 |
| 表 9: 全球主要衍生品交易所排名-按照 2019 年合约成交量排名..... | 12 |
| 表 10: 港交所历年收入及支出情况.....                 | 14 |
| 表 11: 港交所部分战略细节.....                    | 15 |
| 表 12: 港交所的各业务分部及收入来源.....               | 16 |
| 表 13: 历年按分部划分的收入情况.....                 | 16 |
| 表 14: 各分部的收入来源-2019 年.....              | 16 |
| 表 15: 现货分部的历年收入.....                    | 17 |
| 表 16: 股本证券及金融衍生产品分部的历年收入.....           | 18 |
| 表 17: 商品分部的历年收入.....                    | 18 |
| 表 18: 交易后业务分部的历年收入.....                 | 19 |
| 表 19: 现货分部的收入估算.....                    | 20 |
| 表 20: 衍生品及商品交易费.....                    | 20 |
| 表 21: 交易后业务分部的结算费估算.....                | 21 |
| 表 22: 港交所未来三年的盈利预测数据.....               | 21 |
| 表 23: 港交所当下的市场估值分析.....                 | 22 |
| 表 24: 港交所当下的市场估值分析.....                 | 22 |

---

|                           |    |
|---------------------------|----|
| 表 25: 股价对成长空间的敏感性分析 ..... | 23 |
| 表 26: 全球主要区域的股本证券数据 ..... | 23 |
| 表 27: 港交所的部分财务比例 .....    | 24 |

在本篇报告中，我们首先介绍交易所行业的竞争格局及业务特点，然后再介绍香港交易所的基本业务情况，并进行盈利预测及估值。

## 行业生态：争夺交易，赢家通吃

放眼全球，证券交易所之间的竞争在于两点，即（1）交易量和（2）上市产品。围绕着交易量，证券交易所行业通常有着赢家通吃的特征，所以交易量往往是行业竞争的核心。交易量越大，资产的流动性就越好，如此投资者就能达成更好的交易，或者价格更好，或者在相同价格下成交规模更大。所以，交易量吸引着交易量，流动性追随着流动性，使得证券交易所这个行业天然拥有着赢家通吃的特征。

而证券交易所为了获取更大的交易量，往往在科技层面及产品层面努力创新。但科技层面的时代红利已然告一段落：全球各大交易所已经竞相实现了电子化交易，很难再有吸收老式楼层交易平台的战略机遇。所以当下证券交易所扩大交易量的主要竞争手段就是产品创新或者并购整合。而在电子化交易的时代背景下，产品创新的成本越来越低，使得各大交易所在产品竞争方面更是不遗余力。

### 行业特征：市场份额注定要集中

时势造英雄，两次信息技术的进步都改变了西方交易所行业的格局。最为典型的就是美国：电报技术的发明造就了纽约证券交易所的龙头地位，之后计算机技术的进步造就了纳斯达克的龙头地位。信息技术的进步，降低了信息和交易的迁移成本，使证券的交易量不断集中，从地区性证券交易所到全国性证券交易所，从全国性交易所到全球性交易所集团。证券交易所行业的市场份额注定要经历一轮又一轮的集中化。

**第一轮集中化：**在 1867 年，美国人发明了证券报价机，并在此基础之上开发了股票经济公司与证券交易所之间的信息收发系统。之后该系统在纽约市得到了迅速的推广，使美国的证券交易所行业经历了第一轮集中化。在 19 世纪，美国的证券交易所多达上百家，而其中的大部分交易所则在此轮的科技冲击中被逐渐淘汰，使得全行业的交易量逐渐集中到纽约、波士顿、费城、芝加哥和旧金山等地的交易所。到 1910 年，全国约 90% 的债券交易量和超过 60% 的股票交易量集中在纽约证券交易所（以下称为 NYSE）。（数据来自美国经济历史协会）

**第二轮集中化：**电子化交易平台的推广催生了交易所行业的第二轮集中化。虽然是美国率先推进了电子自动报价系统，但其初衷不在于提升行业竞争力，反而是欧洲大陆率先开发了完整的电子化交易平台，并在欧洲大陆一体化的背景下，为了提升交易所竞争力，率先开始了西方交易所行业的第二轮整合。

美国率先开发了自动报价系统，即创立于 1971 年的纳斯达克（NASDAQ），英文全称是 National Association of Securities Dealers Automated Quotations，翻译过来就是“美国全国证券交易商协会自动报价表”。正如其名称所阐述的，纳斯达克最初只是一个报价系统，其创立初衷是改善柜台交易市场（OTC）上的价格公平性。OTC 市场是自营商市场，投资者通过其股票经纪商与自营商达成交易。起初，OTC 市场的股票价格不透明，不同的股票经纪商对同一只股票可能提供不同的买卖价格，而投资者难以寻觅最好的价格，所以美国证券交易委员会（SEC）在 1963 年向议会提交报告，建议建立自动化报价系统，以改善 OTC 市场的价格公平性。这就是纳斯达克的由来。后来，有经济学家质疑纳斯达克的买卖差价仍存在者人为操纵的可能，随后美国证券交易委员会在 1997

年发布了新的新订单处理规则，允许电子通讯网络（Electronic Communication Networks, ECN）与交易所直接连结，以保证交易价格的公平性。自此，ECN 大量创立，推进了美国交易所行业的科技进步，进一步降低了交易成本，改善了交易的便捷性。但 ECN 的出现，仅仅给经纪商及自营商带来了竞争压力，并未对交易所产生直接威胁。美国的主要交易所直到要面对欧洲大陆的对手时，才纷纷完成了电子化交易的转型，加入了西方交易所行业的第二轮整合。

第二轮的整合由欧洲交易所开始，例如曾经一度搅乱美国期交所行业的 Eurex，以及曾和美国纽约证券交易所合并的 Euronext。我们在此仅举一个例子。

欧洲期货与期权交易所集团（以下称为 Eurex）由德国期货交易所（以下称为 DTB）和瑞士期权和金融期货交易所（以下称为 SOFFEX）在 1998 年合并而成，是当时全球最大的衍生品交易所，其中 SOFFEX 创立于 1986 年，而 DTB 创立于 1989 年，两者的创立目的基本相同，皆是为了采用电子化交易平台以整合国内的期货交易，所以 Eurex 自创立以来，就是采用全电子化交易平台，连结全球的投资者。之后 Eurex 持续扩张，并从 1999 年开始尝试进入美国市场，使芝加哥期货交易所（以下称为 CBOT）和芝加哥商业交易所（以下称为 CME）如临大敌，因为当时 CBOT 和 CME 的电子化程度很低，一旦 Eurex 复制相关拳头产品，交易量很可能会迅速集中到 Eurex 的平台里，颓势难返。于是，CME 和 CBOT 在电子化技术方面迅速突破，巩固了自己的赢家优势，大幅降低了 Eurex 的威胁，到 2004 年，即 Eurex 在美国正式开始运营的那一年，其美国分部的交易量惨淡，之后亦是如此。在 2007 年，CME 和 CBOT 合并，成为全球最大的衍生品交易所。

所以，科技的进步会持续促进交易所行业的集中。即使是现在，纳斯达克和纽约交易所只是维持着表面的平和，其间的竞争亦非常激烈。

### 竞争重点：产品创新，争夺交易

无论是在电子化交易时代，还是电报交易时代，产品创新是各交易所之间争夺交易量的业务重点：（1）对于股票交易所而言，竞争相对简单，谁拥有更多优良的上市公司，谁便能拥有更多交易量；（2）但对于衍生品交易所而言，情况便变得复杂许多，一是交易所每开发出一款新的衍生产品，一般都需要时间来证明其前景，二是交易所需要培育新产品，并把其交易量积累到较高量级，至此才能在该产品上拥有较高的护城河，因为此时竞争对手即使开发了类似的产品，也难以获取交易量，因为赢者已经出现，通吃。

### 股票交易所：争夺优秀的上市公司

股票交易所之间的竞争基本都是围绕着如何争夺优秀的公司挂牌上市。最典型的例子就是美国的股票交易所行业。

在 NASDAQ 未诞生之前，NYSE 是绝对的行业龙头，已然成为赢家，在行业内拥有着绝对的交易量，是优秀公司上市的首选地，坚持着最严格的上市标准，保证其上市公司的质量，并要求其上市公司给与股东更多的权力，使其交易量的增长处于正向循环的状态。而同处于纽约市的美国证券交易所（以下称为 Amex）为了生存，获得交易量，只能错位竞争，设定较低的上市标准，迎合达不到 NYSE 发行要求的发行人。在赢家通吃的行业里，Amex 在与发行人的谈判中话语权较低，其内部运营存在非常多的暗箱操作，损害投资者的利益。直到美国证券交易委员会出面，才促成了 Amex 的整顿和改革，使其在 1968 年发布了第一版的上市公司指引，制定有关上市标准及股东权利等方面的条款，但 Amex 已然颓势难返。在 2008 年，Amex 被 NYSE Euronext 收购。

Amex (现在名称为 NYSE America) 后续的地位如下表所示。虽然 Amex 目前仍然是美国主要的股票交易所之一,但在赢家通吃的行业里,只能维持着微弱的交易量,地位较低,现在的服务对象仍然主要是初创型成长公司,与 NYSE 错位竞争。NYSE 凭借着庞大的交易金额,仍然是全球最大的股票交易所。

**表 1: 美国主要交易所近年的成交金额**

|      | 成交金额(亿美元) |         |       |         | 成交金额占比(%) |        |      |
|------|-----------|---------|-------|---------|-----------|--------|------|
|      | NYSE      | NASDAQ  | AMEX  | 合计      | NYSE      | NASDAQ | AMEX |
| 2020 | 227,191   | 193,044 | 769   | 421,005 | 54        | 46     | 0.18 |
| 2019 | 335,000   | 233,534 | 818   | 569,352 | 59        | 41     | 0.14 |
| 2018 | 356,238   | 263,300 | 1,013 | 620,551 | 57        | 42     | 0.16 |
| 2017 | 300,366   | 187,875 | 906   | 489,147 | 61        | 38     | 0.19 |
| 2016 | 304,953   | 163,158 | 810   | 468,921 | 65        | 35     | 0.17 |
| 2015 | 310,073   | 174,123 | 950   | 485,146 | 64        | 36     | 0.20 |
| 2014 | 292,564   | 168,505 | 1,147 | 462,215 | 63        | 36     | 0.25 |
| 2013 | 253,942   | 134,468 | 781   | 389,191 | 65        | 35     | 0.20 |
| 2012 | 238,394   | 126,399 | 807   | 365,601 | 65        | 35     | 0.22 |

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

**表 2: 美国主要交易所近年的 IPO 情况**

|      | IPO 家数 |        |      |     | IPO 融资规模(亿美元) |        |      |     |
|------|--------|--------|------|-----|---------------|--------|------|-----|
|      | NYSE   | NASDAQ | AMEX | 合计  | NYSE          | NASDAQ | AMEX | 合计  |
| 2020 | 57     | 101    | 5    | 163 | 146           | 174    | 1    | 321 |
| 2019 | 83     | 269    | 5    | 357 | 285           | 325    | 0    | 610 |
| 2018 | 114    | 270    | 6    | 390 | 366           | 270    | 4    | 640 |
| 2017 | 104    | 197    | 18   | 319 | 296           | 148    | 4    | 448 |
| 2016 | 69     | 154    | 3    | 226 | 134           | 130    | 0    | 264 |
| 2015 | 85     | 214    | 11   | 310 | 179           | 158    | 1    | 338 |
| 2014 | 139    | 239    | 12   | 390 | 643           | 199    | 1    | 844 |
| 2013 | 129    | 156    | 10   | 295 | 393           | 141    | 7    | 541 |
| 2012 | 86     | 105    | 5    | 196 | 188           | 222    | 5    | 416 |

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

三家交易所的王牌上市公司如下表所示,其中纳斯达克以及纽约证券交易所都有着各自不同的王牌上市公司,以捍卫自身的交易量,巩固自身的行业地位。但 NASDAQ 和 NYSE 之间的竞争仍然非常激烈,而且如今交易所行业的竞争日益国际化,全球各大开放经济体的交易所集团都面临着非常大的竞争压力。

**表 3: 各交易所的主要上市公司--按月日均成交量排名**

| 排名 | Amex                  | 日均成交量占比 | 排名 | NASDAQ          | 日均成交量占比 | 排名 | NYSE               | 日均成交量占比 |
|----|-----------------------|---------|----|-----------------|---------|----|--------------------|---------|
| 1  | ZOMEDICA PHARM.       | 35%     | 1  | 苹果公司 (APPLE)    | 8%      | 1  | 波音 (BOEING)        | 6%      |
| 2  | IBIO                  | 11%     | 2  | 特斯拉             | 6%      | 2  | 阿里巴巴               | 2%      |
| 3  | ORAGENICS             | 3%      | 3  | 亚马逊 (AMAZON)    | 6%      | 3  | 摩根大通               | 1%      |
| 4  | ACTINIUM PHARM.       | 3%      | 4  | 微软公司            | 4%      | 4  | SHOPIFY            | 1%      |
| 5  | POLYMET MINING        | 3%      | 5  | FACEBOOK        | 3%      | 5  | 美国银行               | 1%      |
| 6  | NOVABAY PHARM.        | 2%      | 6  | 英伟达 (NVIDIA)    | 2%      | 6  | 达美航空 (DELTA)       | 1%      |
| 7  | B2GOLD                | 2%      | 7  | ZOOM            | 2%      | 7  | 花旗集团 (CITIGROUP)   | 1%      |
| 8  | NEW GOLD              | 2%      | 8  | 联合航空            | 2%      | 8  | 迪士尼 (WALT DISNEY)  | 1%      |
| 9  | INUVO                 | 2%      | 9  | 超威半导体 (AMD)     | 2%      | 9  | VISA               | 1%      |
| 10 | NORTHERN OIL & GAS    | 1%      | 10 | 谷歌 (ALPHABET)-A | 2%      | 10 | 艺康化工 (ECOLAB)      | 1%      |
| 11 | INDIA GLOBAL. CAPITAL | 1%      | 11 | 谷歌 (ALPHABET)-C | 1%      | 11 | 富国银行 (WELLS FARGO) | 1%      |
| 12 | 灿菲特生物制药               | 1%      | 12 | 奈飞公司 (NETFLIX)  | 1%      | 12 | 挪威游轮控股             | 1%      |
| 13 | 安皮奥制药                 | 1%      | 13 | 美国航空            | 1%      | 13 | 伯克希尔哈撒韦            | 1%      |
| 14 | GREAT PANTHER MIN.    | 1%      | 14 | 英特尔 (INTEL)     | 1%      | 14 | 皇家加勒比海游轮           | 1%      |

|    |                     |     |    |             |     |    |                    |     |
|----|---------------------|-----|----|-------------|-----|----|--------------------|-----|
| 15 | GOLD STANDARD VENT. | 1%  | 15 | 奥多比(ADOBE)  | 1%  | 15 | 赛富时(SALESFORCE)    | 1%  |
| 16 | ONCOCYTE            | 1%  | 16 | T-MOBILE US | 1%  | 16 | 埃克森美孚(EXXON MOBIL) | 1%  |
| 17 | AIM IMMUNOTECH      | 1%  | 17 | 思科          | 1%  | 17 | 万事达卡(MASTERCARD)   | 1%  |
| 18 | 惠普森医药               | 1%  | 18 | 美光科技        | 1%  | 18 | 美国电话电报(AT&T)       | 1%  |
| 19 | ALPHA PRO TECH      | 1%  | 19 | BEYOND MEAT | 1%  | 19 | 辉瑞制药(PFIZER)       | 1%  |
| 20 | 全球星                 | 1%  | 20 | PAYPAL      | 1%  | 20 | 联合健康集团             | 1%  |
|    | 占比总和                | 77% |    | 占比总和        | 46% |    | 占比总和               | 23% |

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理 (Wind 数据有限, 交易日期区间基本为 2020 年 6 月)

### 衍生品交易所: 争先上市最强衍生品

衍生品交易所的竞争更显惊心动魄。在电子化交易的年代下, 各大交易所争先上市各品种的衍生品, 谁上市的最早, 谁最先抢夺到交易量, 谁就能稳操胜券。

典型的例子如上世纪 60 年代和 70 年代的行业龙头, 如 CBOT 和 CME, 即使拥有绝对的市场份额, 在产品创新方面仍不遗余力, 如下表所示。

**表 4: 美国衍生品交易所行业在 1960s-1970s 的创新数据**

| 排名 | 交易所   | 1960 年的<br>交易量占比 | 创新产品数<br>量 | 创新数量占比 | 排名 | 交易所   | 1970 年的<br>交易量占比 | 创新产品数<br>量 | 创新数量占比 |
|----|-------|------------------|------------|--------|----|-------|------------------|------------|--------|
| 1  | CBOT  | 64.3             | 6          | 11.5   | 1  | CBOT  | 58.3             | 10         | 9.8    |
| 2  | CME   | 14.6             | 17         | 32.7   | 2  | CME   | 24.3             | 23         | 22.5   |
| 3  | NYME  | 6.6              | 9          | 17.3   | 3  | COMEX | 6.4              | 4          | 3.9    |
| 4  | NYCS  | 3.3              | 5          | 9.6    | 4  | CSCE  | 4.9              | 4          | 3.9    |
| 5  | COMEX | 0.27             | 3          | 5.8    | 5  | NYME  | 3.1              | 16         | 15.7   |

资料来源: Sibley 1981, 国信证券经济研究所整理

深入分析, 衍生品交易所行业的产品创新并不容易, 且需要时间来验证其是否成功, 积累交易量。正如下表所展示的, 有的学者认为要等到第五年之后才能判断产品是否成功, 或者投资者该类产品的需求亦需要时间积累。

**表 5: 各类衍生品在第五年成功的概率 (1956-2006)**

|      | 非常成功 | 成功  | 正常  | 淘汰  | 总共   |
|------|------|-----|-----|-----|------|
| 农业   | 8%   | 13% | 26% | 53% | 100% |
| 其他   | 43%  | 9%  | 16% | 32% | 100% |
| 股票   | 33%  | 7%  | 17% | 43% | 100% |
| 期货   | 18%  | 5%  | 39% | 38% | 100% |
| 利率   | 27%  | 4%  | 12% | 57% | 100% |
| 非贵金属 | 9%   | 18% | 27% | 46% | 100% |
| 能源   | 27%  | 4%  | 20% | 49% | 100% |
| 贵金属  | 21%  | 14% | 28% | 37% | 100% |

资料来源: Gorham 2012, 国信证券经济研究所整理 (以第五年的交易量为衡量指标, 非常成功的年交易量大于 1 百万张合约, 成功的为 10 万到 1 百万张之间, 正常的为 0 到 10 万张之间, 淘汰的为 0)

衍生品交易所行业发展至今, 基本经历了 6 轮的产品创新, 从 1865 年农业期货到 1982 年的股票指数期货, 涉及到多个基础商品种类, 包括农业、金属、能源、外汇、债券、股票指数等。

**表 6: 衍生品交易所行业历次的产品创新**

| 日期   | 分类   | 最初的创新      |       | 2007 年王牌交易产品及交易量 |     |       |
|------|------|------------|-------|------------------|-----|-------|
|      |      | 产品         | 交易所   | 产品               | 交易所 | 成交量   |
| 1865 | 农业   | 大麦         | CBOT  | 大豆               | DCE | 64.7  |
| 1933 | 金属   | 银          | COMEX | 铝                | LME | 40.2  |
| 1967 | 能源   | 丙烷         | COMEX | 轻质原油             | CME | 121.5 |
| 1972 | 外汇   | 8 种外汇      | CME   | USD/Euro         | CME | 43.0  |
| 1975 | 债券   | GNMA       | CBOT  | 欧洲美元             | CME | 621.5 |
| 1982 | 股票指数 | Value Line | KCBOT | 微型标普 500         | CME | 415.3 |

资料来源: Gorham 2009, 国信证券经济研究所整理

当下，全球主要的衍生品交易所都有自己的王牌交易品种，如下表所示。例如，芝加哥交易所（CME）拥有大量王牌金融衍生品，例如欧洲美元和指数类衍生品等；芝加哥商品交易所（CBOT）不仅拥有农产品期货，同时拥有美国国债期货这类王牌衍生品；ICE Europe 则拥有布伦特原油和西德州轻质原油等王牌能源类衍生品，而纽约商品交易则擅长轻质原油及黄金类等商品的交易。

表 7：各主要衍生品交易所的主要交易品种-按年日均成交量排名

| 排名 | CME       | 排名 | CBOT      | 排名 | ICE Europe | 排名 | NYMEX    |
|----|-----------|----|-----------|----|------------|----|----------|
| 1  | 欧洲美元      | 1  | 10 年美债    | 1  | 布伦特原油      | 1  | 轻质原油     |
| 2  | 微型标普 500  | 2  | 5 年美债     | 2  | 西德州轻质原油    | 2  | 天然气      |
| 3  | 微型纳指 100  | 3  | 玉米        | 3  | 柴油         | 3  | RBOB 汽油  |
| 4  | 微型罗素 2000 | 4  | 2 年美债     | 4  | 取暖油        | 4  | 取暖油      |
| 5  | 活牛        | 5  | 超国债       | 5  | 欧盟碳配额      | 5  | 布油金融     |
| 6  | 英镑美元      | 6  | 30 年美债    | 6  | 汽油         | 6  | 铂        |
| 7  | 澳元美元      | 7  | 大豆        | 7  | 英国天然气      | 7  | E-M 轻质原油 |
| 8  | 日元美元      | 8  | 小麦        | 8  | 罗布斯塔咖啡     | 8  | 钯        |
| 9  | 日经 225 期货 | 9  | 30 天期联邦基金 | 9  | 鹿特丹煤炭      | 9  | 特矿石      |
| 10 | 比索美元      | 10 | 豆油        | 10 | 纽卡斯尔煤炭     | 10 | 美国钢卷     |

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理 (各类合同按照商品名称分类)

### 行业格局：交易集中，竞争激烈

当下，全球股票交易所行业基本以国界或者行政区域的疆界为界限，在界限内整合集中。

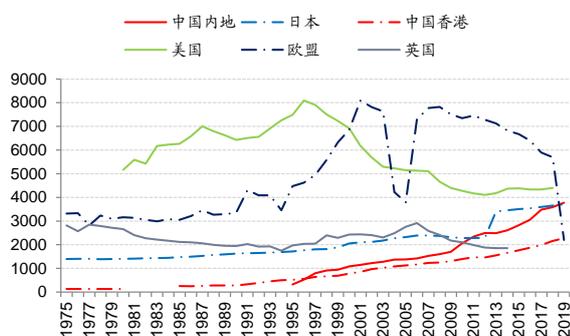
表 8：全球主要股票交易所排名-按照 2019 年电子成交额排名

| 排名 | 交易所                  | 交易额    | 排名 | 交易所              | 交易额   |
|----|----------------------|--------|----|------------------|-------|
| 1  | 美国纳斯达克               | 15,910 | 9  | 伦敦证券交易所集团        | 1,995 |
| 2  | 纽约证券交易所              | 14,401 | 10 | 韩国交易所            | 1,927 |
| 3  | CBOE Global Markets  | 13,506 | 11 | 欧洲交易所 (Euronext) | 1,895 |
| 4  | 深圳股票交易所              | 11,458 | 12 | 香港交易所            | 1,866 |
| 5  | BATS Global Exchange | 11,448 | 13 | 德意志交易所集团         | 1,481 |
| 6  | 上海股票交易所              | 7,934  | 14 | 多伦多证交所集团         | 1,415 |
| 7  | 日本交易所                | 5,085  | 15 | 印度股票交易所          | 1,182 |
| 8  | CBOE Europe          | 2,112  |    |                  |       |

资料来源: Statistics, 国信证券经济研究所整理 (单位: 十亿美元)

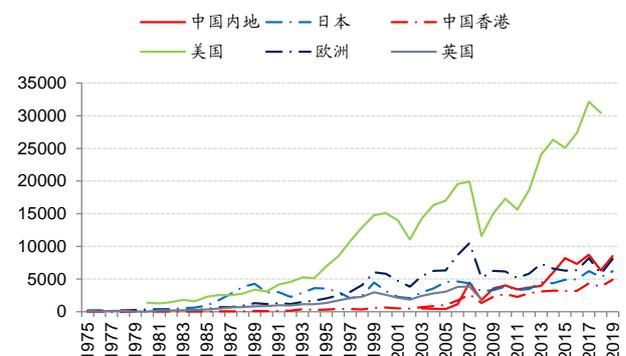
再放眼全球的股票市场，美国的上市公司数量在下滑，但整体的市值在上升，在一定程度上体现出各行各业的市场集中度在持续提升。同时，中国内地和中国香港的上市公司数量和总市值在持续提升，利好香港交易所集团的业务前景。

图 1：各国及地区历年上市公司数量



资料来源: 世界银行, 国信证券经济研究所整理 (单位: 个)

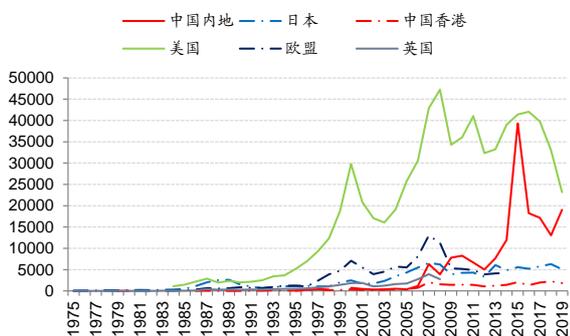
图 2：各国及地区历年上市公司总市值



资料来源: 世界银行, 国信证券经济研究所整理 (单位: 十亿美元)

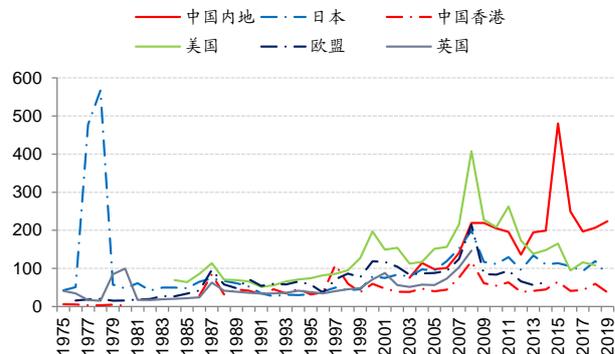
从交易量及换手率等指标来比较，中国香港皆处于较低的水平。

图 3: 各国及地区历年上市公司总交易量



资料来源: 世界银行, 国信证券经济研究所整理 (单位: 十亿美元)

图 4: 各国及地区历年上市公司股票换手率



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理 (单位: %)

衍生品交易所行业也基本以行政区域的疆界为界限，市场份额一般在界限内整合。香港交易所的成交量同样比中国内地及美国的主要交易所相差甚远，如下表所示。

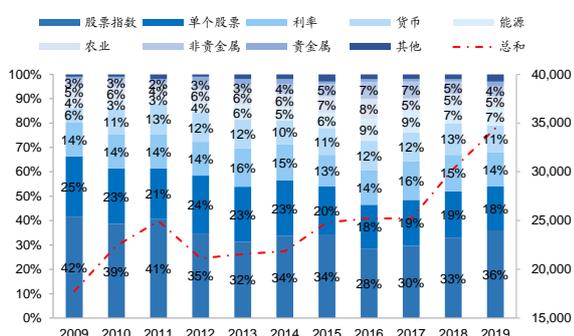
表 9: 全球主要衍生品交易所排名-按照 2019 年合约成交量排名

| 排名 | 交易所             | 成交量   | 排名 | 交易所       | 成交量   |
|----|-----------------|-------|----|-----------|-------|
| 1  | 印度股票交易所         | 5,961 | 11 | 大连商品交易所   | 1,356 |
| 2  | CME Group       | 4,830 | 12 | 郑州商品交易所   | 1,093 |
| 3  | B3              | 3,881 | 13 | BSE       | 1,026 |
| 4  | 洲际交易所           | 2,257 | 14 | 迈阿密国际控股   | 440   |
| 5  | 欧洲期货交易所 (Eurex) | 1,947 | 15 | 香港交易所     | 439   |
| 6  | CBOE Holdings   | 1,912 | 16 | 伊斯坦布尔交易所  | 388   |
| 7  | 纳斯达克            | 1,785 | 17 | 日本交易所     | 361   |
| 8  | 韩国交易所           | 1,547 | 18 | 印度多种商品交易所 | 307   |
| 9  | 莫斯科交易所          | 1,455 | 19 | 台湾期货交易所   | 261   |
| 10 | 上海期货交易所         | 1,448 | 20 | 澳大利亚证券交易所 | 260   |

资料来源: Statistics, 国信证券经济研究所整理 (单位: 百万张合约)

放眼全球的衍生品交易市场，金融衍生品类的交易量最大，其次是商品。

图 5: 历年全球各类衍生品交易总规模及占比



资料来源: IFA, 国信证券经济研究所整理 (右边单位: 百万张合约)

图 6: 历年全球各类衍生品交易未平仓合约及占比



资料来源: IFA, 国信证券经济研究所整理 (右边单位: 百万张合约)

综上所述，目前全球交易所行业以行政地域为疆界，在疆界内整合集中。香港交易所，作为中国香港特别行政区内唯一的一家交易所集团，同时作为中国内地和全球资本市场之间的桥梁，拥有一定的垄断优势，护城河深。

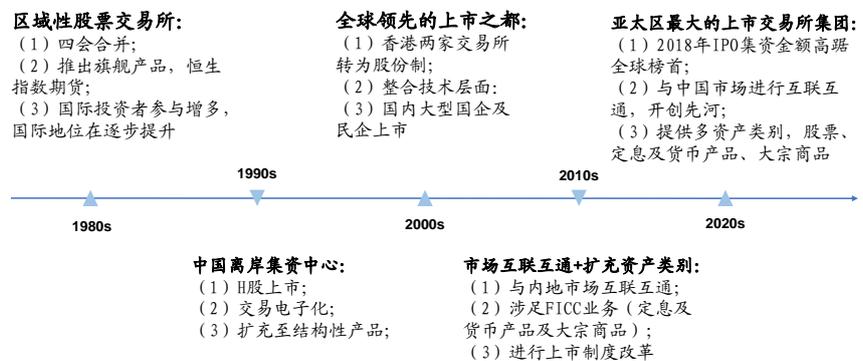
在了解完交易所行业的基本情况之后，我们开始重点分析香港交易所的业务前景及估值情况。

## 公司概况：资本枢纽，香江瑰宝

### 基本情况：三家交易所和五家结算所

1999年，中国香港特别行政区政府对区域内的证券及期货市场进行全面改革，以提高中国香港的竞争力和迎接市场全球化所带来的挑战。于是，在港府的推动及整合下，中国香港的交易所行业在2000年实现了全面的集中化，香港联合交易所有限公司（以下称为联交所）与香港期货交易所有限公司（期交所）实行股份制，并与香港中央结算有限公司（香港结算）合并，由单一控股公司香港交易所（以下称港交所）拥有。同时，中国香港特别行政区政府一直是港交所的单一最大股东，截止于2019年末，持股5.98%。

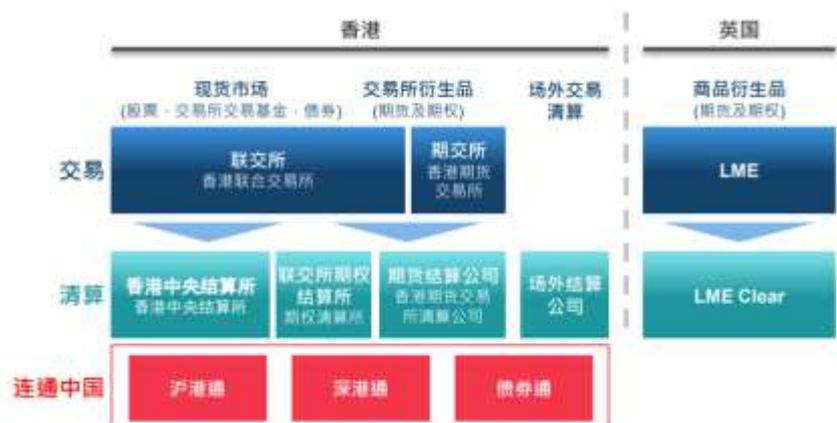
图7：金融服务的专业化趋势



资料来源：港交所官方网站，国信证券经济研究所整理

根据港交所集团2019年的财务报表，其拥有3家交易所，持股比例皆为100%，同时拥有5家结算公司，除对香港场外结算公司的持股比例为76%，对其余4家结算公司的持股比例皆为100%。

图8：香港交易所集团的主要附属公司



资料来源：香港交易所投资者简报

### 财务数据：业务超稳，盈利超强

在财务数据方面，如下表所示，港交所历年来收入增长稳定，营运支出稳定，EBITDA 利润率常年来维持在 70%-80%之间，股息派付比例一直为 90%，可见港交所业务之稳定性，盈利之强健性。正如，港交所曾在公开资料中所说的，其盈利有一定的稳定性，当收入承压之时，港交所将会搁置部分非关键性项目，同时执行成本管控措施，使 EBITDA 利润率保持在 65%到 70%之间。

表 10：港交所历年收入及支出情况

|             | 2010   | 2011   | 2012   | 2013   | 2014   | 2015   | 2016   | 2017   | 2018   | 2019   |
|-------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 收入及其他收益     | 7,566  | 7,855  | 7,211  | 8,723  | 9,849  | 13,375 | 11,116 | 13,180 | 15,867 | 16,311 |
| 雇员费用及相关支出   | -892   | -1,030 | -1,178 | -1,495 | -1,716 | -2,020 | -2,035 | -2,273 | -2,540 | -2,703 |
| 总营运支出       | -1,612 | -1,823 | -1,957 | -2,777 | -2,958 | -3,290 | -3,455 | -3,566 | -4,110 | -4,048 |
| EBITDA      | 6,053  | 6,127  | 5,254  | 5,946  | 6,891  | 10,085 | 7,661  | 9,614  | 11,757 | 12,263 |
| 股东应占溢利      | 5,037  | 5,093  | 4,084  | 4,552  | 5,165  | 7,956  | 5,769  | 7,404  | 9,312  | 9,391  |
| EBITDA 利润率  | 80%    | 78%    | 73%    | 68%    | 70%    | 75%    | 69%    | 73%    | 74%    | 75%    |
| 净利润率        | 67%    | 65%    | 57%    | 52%    | 52%    | 59%    | 52%    | 56%    | 59%    | 58%    |
| 股本回报率       | 58%    | 56%    | 23%    | 22%    | 24%    | 27%    | 18%    | 20%    | 23%    | 21%    |
| 股息派付比例      | 90%    | 90%    | 90%    | 90%    | 90%    | 90%    | 90%    | 90%    | 90%    | 90%    |
| 债务总额/股本     | 0%     | 0%     | 37%    | 34%    | 33%    | 11%    | 11%    | 5%     | 3%     | 1%     |
| 债务总额/EBITDA | 0%     | 0%     | 126%   | 116%   | 102%   | 34%    | 45%    | 19%    | 10%    | 3%     |

资料来源：港交所财务报表，国信证券经济研究所整理（单位：百万港元）

### 业务结构：产品集中度高，改善空间大

在业务结构方面，港交所目前的交易量是比较集中的，集中于明星产品：在现货市场的股票中前 100 名的日均成交额占比达到 74%，前结构性产品中前 10 名的日均交易量占比为 88%，而交易所买卖产品亦是如此；同时在衍生产品中，期货的前 3 名产品的日均交易量占比达到 95%，分别为恒指期货、恒生国企指数期货和小型恒指期货，而期权的前 3 名产品的日均交易量占比达到 98%，分别为股票期权、恒生国企指数期权和恒指期权。所以，港交所在产品方面的改善空间非常之大。

图 9：香港交易所集团的产品集中度

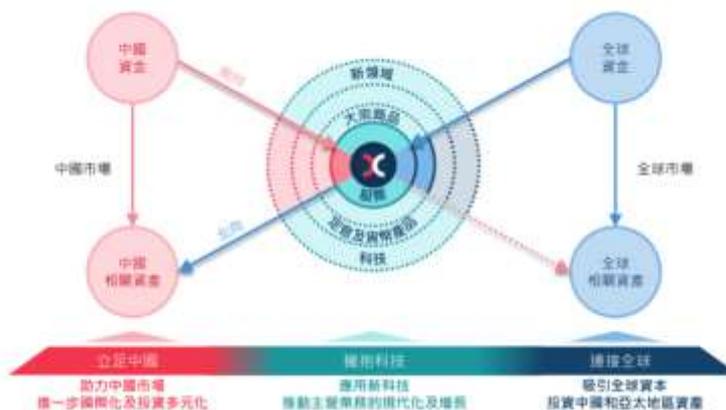
|                                   | 现货        |          |              | 衍生产品                 |                      |
|-----------------------------------|-----------|----------|--------------|----------------------|----------------------|
|                                   | 股票        | 结构性产品    | 交易所买卖产品(ETP) | 期货                   | 期权                   |
| 产品数目 <sup>1</sup>                 | 2,315     | 9,610    | 129          | 24                   | 7                    |
| 平均每日成交额/成交量 <sup>2</sup>          | 791亿元     | 232亿元    | 45亿元         | 515,055张合约           | 680,105张合约           |
| 上市及交易收入 <sup>3</sup>              | 28亿元      | 14亿元     | 5,000万元      | 19亿元                 | 6亿元                  |
| 3年间收入增幅                           | +62%      | +89%     | -4%          | +222%                | +75%                 |
| 主要产品占平均每日成交额/成交量比重 <sup>4</sup>   | 前100: 74% | 前10: 88% | 前10: 94%     | 前3: 95% <sup>5</sup> | 前3: 98% <sup>6</sup> |
| 内地相关股份占平均每日成交额/成交量比重 <sup>7</sup> | 80%       | 50%      | 67%          | 35%                  | 77%                  |

资料来源：港交所投资者简报（数据截止于 2018 年）

### 未来定位：战略长远，步步为营

在战略规划方面，港交所的战略规划长远且明确。首先在定位方面，港交所提出“拥抱科技，立足中国，连接全球。”

图 10：港交所 2019-2021 年的战略定位



资料来源：港交所投资者简报

根据公司官网信息，港交所的长远目标可总结于以下三点：

- 中国香港：积极在全球，尤其在亚洲推广和巩固中国香港的国际金融中心地位；
- 中国内地：推动中国的持续开放和国际化，为中国企业和投资者提供有吸引力的资本市场，促进中国资本与国际资本互动；
- 全球：成为国际投资者于中国及亚洲地区配置资本的首选市场及主要融资中心。

同时，港交所的战略规模在细节方面亦非常明确，并不停留在宏观口号上。

表 11：港交所部分战略细节

| 主题               | 备注                          | 相关细节   |
|------------------|-----------------------------|--|
| 香港交易所市场——定息及货币资产 | 把握人民币国际化所带来的机遇              | 把握机遇，将中国香港发展成全球主要定息及货币产品中心<br>开发以在岸人民币计价的衍生产品市场，推出更多利率、信用、货币产品<br>扩大证券托管及抵押品管理服务，为投资者改善资本效率                      |
| 香港交易所市场——大宗商品    | LME 业务已经完全整合，必须继续推进大宗商品业务发展 | 继续增加铁类金属及贵金属合约<br>争取将仓库网络延伸至内地，为内地参与者降低交易成本及风险<br>价值链延伸至现货市场，提供更佳的价格发现能力<br>发展 LME、QME、香港大宗商品市场互联互通机制            |
| 北向通              | 助力中国资本市场更高水平开放              | 沪深港通北向交易将受惠于内地资本市场持续改革——上海科创板<br>推出在岸相关资产的风险管理工具——A 股相关衍生产品、国债相关衍生产品<br>建立基础设施，帮助监管机构密切监察及维护市场透明，支持投资者进入在岸人民币市场  |
| 南向通              | 助力内地财富进行全球资产配置，实现投资多元化      | 透过提供安全、透明的渠道，促进内地资金逐步进行国际化多元资产配置，投资全球相关资产<br>延伸互联互通机制——ETF、更多股票（包括国际公司）、新股发行、伦港通、南向债券通、接通其他国际交易所<br>提高南向通持股的资本效益 |

资料来源：港交所投资者简报，国信证券经济研究所整理

### 收入来源：以交易和结算为主

在具体的收入科目方面，香港交易所集团的收入分为6个部分，分别是现货分部、股本证券及金融衍生产品分部、商品分部、交易后分部、科技分部和公司项目部分，如下表所示。

**表 12：港交所的各业务分部及收入来源**

| 分部          | 具体业务及收入来源  |
|-------------|--|
| 现货          | 现货包括所有在现货市场交易平台以及透过沪港通及深港通（沪深港通）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， <b>业务收入主要来自于股本证券产品的交易费、交易系统使用费及上市费以及市场数据费</b>                       |
| 股本证券及金融衍生产品 | 指在香港联合交易所有限公司及香港期货交易所有限公司（期交所）买卖的衍生产品及其他相关业务， <b>业务收入主要来自于衍生产品的交易费、交易系统使用费及上市费以及市场数据费</b>                                      |
| 商品          | 指伦敦金属交易所的运作，及内地商品交易平台前海联合交易中心有限公司（前海联合交易中心）的运营，亦覆盖在期交所买卖的伦敦金属期货等部分合约， <b>业务收入主要来自于商品的交易费、商品市场数据费及从其他附带业务赚取的收费</b>              |
| 交易后业务       | 指集团旗下5家结算公司的运作，负责集团旗下交易所及沪深港通下的沪股通/深港通的交易的结算、交收和托管业务，以及场外衍生品合约的结算和交收， <b>业务收入主要来自提供结算、交收、存管、托管和代理人服务，以及保证金与结算所基金所获得的投资收益净额</b> |
| 科技          | 指所有让用户使用集团的平台及基础设施而提供的服务，及由集团新收购的附属公司港融科技有限公司提供的服务， <b>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</b>                           |
| 公司项目        | 指中央收益（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及不直接关乎任何营运分部的其他成本）  |

资料来源：港交所财务报表，国信证券经济研究所整理

各分部中，科技分部与市场情况并无直接关系，而公司项目分部与投资收益相关，难以预期，所以我们将业绩预测部分主要预测前四个分部的业绩。

**表 13：历年按分部划分的收入情况**

|             | 2013  | 2014  | 2015   | 2016   | 2017   | 2018   | 2019   |
|-------------|-------|-------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 现货          | 2,455 | 2,761 | 3,435  | 2,683  | 3,363  | 3,855  | 3,646  |
| 占比          | 28%   | 28%   | 26%    | 24%    | 26%    | 24%    | 22%    |
| 股本证券及金融衍生产品 | 1,662 | 1,666 | 2,179  | 2,034  | 2,195  | 3,503  | 2,988  |
| 占比          | 19%   | 17%   | 16%    | 18%    | 17%    | 22%    | 18%    |
| 商品          | 1,210 | 1,274 | 1,735  | 1,560  | 1,436  | 1,415  | 1,399  |
| 占比          | 14%   | 13%   | 13%    | 14%    | 11%    | 9%     | 9%     |
| 交易后业务（结算）   | 2,856 | 3,503 | 5,002  | 4,138  | 4,825  | 6,168  | 6,226  |
| 占比          | 33%   | 36%   | 37%    | 37%    | 37%    | 39%    | 38%    |
| 科技（平台及基础设施） | 347   | 465   | 499    | 540    | 560    | 678    | 796    |
| 占比          | 4%    | 5%    | 4%     | 5%     | 4%     | 4%     | 5%     |
| 公司项目        | 193   | 180   | 525    | 161    | 801    | 248    | 1,256  |
| 占比          | 2%    | 2%    | 4%     | 1%     | 6%     | 2%     | 8%     |
| 总和          | 8,723 | 9,849 | 13,375 | 11,116 | 13,180 | 15,867 | 16,311 |

资料来源：港交所财务报表，国信证券经济研究所整理（单位：百万港元）

而各收入来源中，存管、托管及代理人服务费、市场数据费和其他收入及杂项收入等3个科目与市场变动并不相关，所以我们主要在盈利预测部分分析其他3个收入来源科目。

**表 14：各分部的收入来源-2019 年**

| 收入来源         | 现货    | 股本证券及金融衍生产品 | 商品    | 交易后业务 | 科技  | 公司项目  | 2019   |
|--------------|-------|-------------|-------|-------|-----|-------|--------|
| 交易费及交易系统使用费  | 2,100 | 2,076       | 1,036 | 380   |     |       | 5,592  |
| 联交所上市费       | 954   | 679         |       |       |     |       | 1,633  |
| 结算及交收费       |       |             |       | 3,160 |     |       | 3,160  |
| 存管、托管及代理人服务费 |       |             |       | 1,052 |     |       | 1,052  |
| 市场数据费        | 508   | 218         | 193   |       |     |       | 919    |
| 其他收入及杂项收入    | 84    | 15          | 170   | 138   | 796 | 23    | 1,226  |
| 投资收益净额       |       |             |       | 1,496 |     | 1,233 | 2,729  |
| 合计           | 3,646 | 2,988       | 1,399 | 6,226 | 796 | 1,256 | 16,311 |

资料来源：港交所财务报表，国信证券经济研究所整理（单位：百万港元）

在介绍完港交所的基本情况之后，我们开始对港交所进行量化分析，以预测其未来业绩。我们首先简单介绍港交所的收入计算方式，然后再预测其收入。

## 业绩分析：以交易规模为基础

我们首先介绍交易所及结算所收费的计算方式，然后在此基础上，我们给出核心数据的假设，以预测业绩。

### 收费基础

港交所集团未来的收入规模，直接与旗下各交易品种的交易规模成正比。在 4 个分部的收入来源中，主要是各类交易品种的交易费及交易系统使用费、上市费、结算及交收费等，与各类品种的交易天数和日均交易量直接相关，即与总交易额或者总交易量直接相关。

#### (1) 现货分部：交易相关费用及每年挂牌费用

表 15: 现货分部的历年收入

|             | 2012  | 2013  | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018  | 2019  |
|-------------|-------|-------|------|------|------|------|-------|-------|
| 交易费及交易系统使用费 | 1,180 | 1,409 | 1589 | 2252 | 1421 | 1954 | 2,386 | 2,100 |
| 同比          |       | 19%   | 13%  | 42%  | -37% | 38%  | 22%   | -12%  |
| 联交所上市费      | 581   | 586   | 651  | 703  | 770  | 828  | 899   | 954   |
| 同比          |       | 1%    | 11%  | 8%   | 10%  | 8%   | 9%    | 6%    |
| 市场数据费       | 386   | 402   | 430  | 420  | 422  | 490  | 496   | 508   |
| 同比          |       | 4%    | 7%   | -2%  | 0%   | 16%  | 1%    | 2%    |
| 其他收入        | 56    | 58    | 82   | 60   | 70   | 91   | 74    | 84    |
| 同比          |       | 4%    | 41%  | -27% | 17%  | 30%  | -19%  | 14%   |
| 收入总额        | 2,203 | 2,455 | 2761 | 3435 | 2683 | 3363 | 3,855 | 3,646 |
| 同比          |       | 11%   | 12%  | 24%  | -22% | 25%  | 15%   | -5%   |

资料来源：港交所财务报表，国信证券经济研究所整理（单位：百万港元）

- 现货分部的交易品种包括股票及 ETF 等产品，交易费用的计算方式基本如下所示（ETF 等产品有一定的豁免比例，北向和南向交易的收费方式略有不同）：

$$\text{日均交易额} \times \text{交易天数} \times 0.005\% \times 2$$

交易系统使用费的计算方式基本如下所示（南向交易的收费略有不同）：

$$\text{日均交易额} \times \text{交易天数} \times \text{HK\$}0.5 \times 2$$

如上所示，如果收费价格不变，交易费及交易系统使用费收入规模直接与日均交易量和交易天数直接相关。

- 联交所上市费用主要包括公司上市年费、首次及其后发行的上市费、其他费用，其中以上市费用为主，与上市公司数量成正比例关系。我们假设其计算方式可以如下所示：

$$\text{上市公司数量} \times \text{平均上市费用}$$

所以，如果平均上市费用基本不变，上市费用的收入规模直接与上市公司数量相关。

## (2) 股本证券及金融衍生产品分部：交易相关费用及每年挂牌费用

**表 16: 股本证券及金融衍生产品分部的历年收入**

|             | 2012  | 2013  | 2014  | 2015  | 2016  | 2017  | 2018  | 2019  |
|-------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 交易费及交易系统使用费 | 1,078 | 1,061 | 1,049 | 1,557 | 1,499 | 1,498 | 2,462 | 2,076 |
|             |       | -2%   | -1%   | 48%   | -4%   | 0%    | 64%   | -16%  |
| 联交所上市费      | 335   | 430   | 451   | 411   | 322   | 505   | 822   | 679   |
|             |       | 28%   | 5%    | -9%   | -22%  | 57%   | 63%   | -17%  |
| 市场数据费       | 172   | 160   | 163   | 206   | 204   | 186   | 210   | 218   |
|             |       | -7%   | 2%    | 26%   | -1%   | -9%   | 13%   | 4%    |
| 其他收入        | 14    | 11    | 3     | 5     | 9     | 6     | 9     | 15    |
|             |       | -21%  | -73%  | 67%   | 80%   | -33%  | 50%   | 67%   |
| 收入总额        | 1,599 | 1,662 | 1,666 | 2,179 | 2,034 | 2,195 | 3,503 | 2,988 |
|             |       | 4%    | 0%    | 31%   | -7%   | 8%    | 60%   | -15%  |

资料来源：港交所财务报表，国信证券经济研究所整理（单位：百万港元）

- 衍生产品分部的交易品种包括股票期权、衍生权证、牛熊证及权证以及期交所的衍生产品。各品种费用的计算方式基本如下所示（做市商交易享有一定的折扣）：

$$\text{日均交易量} \times \text{交易天数} \times \text{每类品种平均合同费用} \times 2$$

因为股票期权根据面值对应三档价格（HK\$0.5, \$1, \$3），期交所的衍生产品根据种类主要对应四档价格（HK\$2, \$3, \$3, \$10）的收费价格，所以衍生产品分部的年收入不仅与日均交易量和交易天数直接相关，也与当年的产品交易结构直接相关，以算出每类品种的平均合同费用。

- 衍生产品部的上市费用主要来自衍生权证及牛熊证的首次及其后发行的上市费。各品种费用的计算方式基本如下所示：

$$\text{上市衍生品数量} \times \text{平均上市费用}$$

因为每类衍生品的上市费用不同，所以该上市费用的年收入也与当年产品的上市结构直接相关，即各类上市产品的数量占比，同时也与衍生品的上市数量相关。

## (3) 商品分部：交易费用

商品分部指的是港交所于 2012 年收购的伦敦金属交易所集团（不包括其结算业务和公司项目）。

**表 17: 商品分部的历年收入**

|             | 2013  | 2014  | 2015  | 2016  | 2017  | 2018  | 2019  |
|-------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 交易费及交易系统使用费 | 861   | 928   | 1,404 | 1,230 | 1,116 | 1,069 | 1,036 |
| 同比          |       | 8%    | 51%   | -12%  | -9%   | -4%   | -3%   |
| 市场数据费       | 175   | 176   | 177   | 190   | 181   | 193   | 193   |
| 同比          |       | 1%    | 1%    | 7%    | -5%   | 7%    | 0%    |
| 其他收入        | 174   | 170   | 154   | 140   | 139   | 153   | 170   |
| 同比          |       | -2%   | -9%   | -9%   | -1%   | 10%   | 11%   |
| 收入总额        | 1,210 | 1,274 | 1,735 | 1,560 | 1,436 | 1,415 | 1,399 |
| 同比          |       | 5%    | 36%   | -10%  | -8%   | -1%   | -1%   |

资料来源：港交所财务报表，国信证券经济研究所整理（单位：百万港元）

- 商品分部的交易费及交易系统使用费主要以交易费用为主，与以上分部一样，与日均交易量和交易天数存在直接关系：

$$\text{可收费的日均交易量} \times \text{交易天数} \times \text{平均单位价格} \times 2$$

我们在预测时假设平均单位价格变动不大，主要根据对日均交易量和交易天数的变化来预测收入总额。

#### (4) 交易后业务分部：结算相关费用及交易相关费用

交易后业务分部指的是港交所集团拥有的 5 家结算公司的业务，而这是集团强大盈利能力的核心基础之一。交易后业务分部涉及到现货市场、衍生品市场和柜台市场、商品市场以及南向和北向的交易。集团可以在交易费用之外，再收一次清算费用。

表 18: 交易后业务分部的历年收入

|                       | 2012  | 2013  | 2014  | 2015  | 2016  | 2017  | 2018  | 2019  |
|-----------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 交易费及交易系统使用费——拨自衍生产品分部 | 139   | 178   | 185   | 256   | 278   | 288   | 422   | 380   |
| 同比                    |       | 28%   | 4%    | 38%   | 9%    | 4%    | 47%   | -10%  |
| 结算及交收费                | 1,406 | 1,631 | 1,998 | 3,118 | 2,358 | 2,691 | 3,281 | 3,160 |
| 同比                    |       | 16%   | 23%   | 56%   | -24%  | 14%   | 22%   | -4%   |
| 存管、托管及代理人服务费          | 644   | 629   | 725   | 867   | 857   | 892   | 979   | 1052  |
| 同比                    |       | -2%   | 15%   | 20%   | -1%   | 4%    | 10%   | 7%    |
| 其他收入及杂项收入             | 12    | 14    | 63    | 157   | 98    | 145   | 109   | 138   |
| 同比                    |       | 17%   | 350%  | 149%  | -38%  | 48%   | -25%  | 27%   |
| 投资收益净额                |       |       | 532   | 604   | 547   | 809   | 1377  | 1496  |
| 同比                    |       |       |       | 14%   | -9%   | 48%   | 70%   | 9%    |
| 总和                    | 2201  | 2452  | 3503  | 5002  | 4138  | 4825  | 6168  | 6226  |
| 同比                    |       |       |       | 43%   | -17%  | 17%   | 28%   | 1%    |

资料来源：港交所财务报表，国信证券经济研究所整理（单位：百万港元）

- 交易费及交易系统使用费——拨自衍生产品分部的计算方式如下所示：

$$\text{日均交易量} \times \text{交易天数} \times \text{平均单位价格} \times 2$$

我们在预测时假设平均单位价格变动不大，主要根据对日均交易量和交易天数的变化来预测该收入。

- 结算及交收费主要涉及到现货市场的结算费、交收指示费（SI）、南向及北向的结算费、商品结算费等，且计算方式都基本一致（单位清算价格略有不同，例如联交所的结算费按照总交易额的 0.002% 计算收费，而商品的结算以固定单位结算价格计算收费）：

$$\text{日均交易额} \times \text{交易天数} \times \text{单位结算价格} \times 2$$

在各类结算及交收费中，如若其单位结算价格变化不大，则我们可以依据日均交易额和交易天数的变化来预测其收费规模。

综上所述，同时拥有交易所和结算所的香港交易所集团可以对一笔交易的买卖双方收取两次费用，拥有强大的盈利基础。

## 盈利预测

我们主要基于以下假设条件来预测港交所未来三年(2020年-2022年)的盈利:

- (1) 未来三年, 股票市场日成交金额的同比增速分别为 32%/10%/10%;
- (2) 股票市场日成交宗数的同比增速分别为 15%/10%/10%;
- (3) 北向交易日成交金额的同比增速分别为 70%/70%/70%;
- (4) 南向交易日成交金额的同比增速分别为 40%/20%/20%;
- (5) 衍生权证和牛熊证日成交金额的同比增速皆分别为 20%/5%/5%;
- (6) 市场集资总额的同比增速分别为 12%/10%/10%;
- (7) 期货及股票期权日成交量的同比增速分别为 24%/-5%/13%;
- (8) 商品总成交量的同比增速分别为 5%/5%/5%;
- (9) 总上市公司的数量分别为 2649/2870/3114;
- (10) 营业支出成本率分别为 26%/26%/26%;
- (11) 税率分别为 15%/15%/15%。

基于以上假设, 通过计算, 我们得出主要分部及集团整体的预测数据, 如下所示:

**表 19: 现货分部的收入估算**

|                   | 2019 | 2020 E | 2021E | 2022E |
|-------------------|------|--------|-------|-------|
| 期初                | 3162 | 2710   | 3576  | 4083  |
| 交易费               | 2428 | 1901   | 2514  | 2723  |
| 系统使用费             | 382  | 345    | 397   | 436   |
| 其他(融资、南向、北向及 ETF) |      |        |       |       |
| ——融资              | 139  | 135    | 151   | 167   |
| ——南向              | 73   | 62     | 81    | 89    |
| ——北向              | 104  | 217    | 368   | 589   |
| ——ETF             | 36   | 50     | 66    | 79    |
| 交易费用的改变           | -506 | 613    | 209   | 226   |
| 交易系统使用费的改变        | -33  | 52     | 40    | 44    |
| 融资费用的改变           | -4   | 16     | 16    | 17    |
| 南向的改变             | -11  | 19     | 8     | 9     |
| 北向的改变             | 112  | 152    | 221   | 295   |
| EFT 的改变           | 15   | 15     | 13    | 16    |
| 期末                | 2710 | 3576   | 4083  | 4689  |
| 同比                |      | 32%    | 14%   | 15%   |

资料来源: 国信证券经济研究所预测(百万港元)

**表 20: 衍生品及商品交易费**

|              | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E |
|--------------|------|-------|-------|-------|
| 期初           | 3176 | 2933  | 3402  | 3326  |
| 股票期权         | 315  | 267   | 318   | 299   |
| 期交所          | 1792 | 1614  | 1980  | 1867  |
| LME 商品交易     | 1069 | 1052  | 1105  | 1160  |
| ——期交所交易量改变   | -160 | 387   | -92   | 245   |
| ——期交所销售结构改变  | -18  | -22   | -21   | -23   |
| ——股票期权交易量改变  | -46  | 53    | -16   | 30    |
| ——股票期权销售结构改变 | -2   | -3    | -3    | -3    |
| ——LME 商品交易   | -17  | 53    | 55    | 58    |
| 期末           | 2933 | 3402  | 3326  | 3633  |

资料来源: 国信证券经济研究所预测(百万港元)

**表 21: 交易后业务分部的结算费估算**

|               | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E |
|---------------|------|-------|-------|-------|
| 期初            | 3281 | 3171  | 4215  | 5025  |
| 现货结算费 (除北向)   | 1780 | 1545  | 1981  | 2082  |
| 交收指示费用        | 492  | 441   | 582   | 640   |
| 北向            | 293  | 608   | 1034  | 1655  |
| 期货、期权及场外合约结算费 | 87   | 77    | 93    | 97    |
| LME 结算费       | 508  | 500   | 525   | 551   |
| —清算费改变        | -236 | 437   | 101   | 241   |
| —交收指示费用改变     | -51  | 141   | 58    | 64    |
| —北向改变         | 316  | 426   | 621   | 827   |
| —期货等改变        | -10  | 15    | 5     | 5     |
| —LME 结算费改变    | -8   | 25    | 26    | 28    |
| 期末            | 3171 | 4215  | 5025  | 6190  |

资料来源: 国信证券经济研究所预测 (百万港元)

**未来三年盈利预测**
**表 22: 港交所未来三年的盈利预测数据**

|           | 2018   | 2019   | 2020E  | 2021E  | 2022E  |
|-----------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 总营业收入     | 15,867 | 16,311 | 18,912 | 20,707 | 23,020 |
| 营业支出      | -4,110 | -4,048 | -4,886 | -5,287 | -5,856 |
| 息税折旧摊销前利润 | 11,757 | 12,263 | 14,026 | 15,420 | 17,164 |
| 营业利润      | 10,995 | 11,219 | 12,773 | 13,979 | 15,579 |
| 除税前溢利     | 10,883 | 10,951 | 12,613 | 13,819 | 15,419 |
| 归母净利润     | 9,312  | 9,391  | 10,746 | 11,766 | 13,120 |
| 每股分红 (港元) | 5.9    | 6.0    | 7.6    | 8.4    | 9.3    |
| ROE (%)   | 24%    | 21%    | 24%    | 26%    | 30%    |

资料来源: 国信证券经济研究所预测 (百万港元)

综合以上各分部的数据, 我们得出港交所在 20-22 年的收入分别为 189/207/230 亿港元, 归母净利润分别为 107/118/131 亿港元, 同比增速分别为每股分红为 7.6/8.4/9.3 港元。

## 估值及投资建议

**估值：目标价 392 港元**

**分红折现法：350-394 港元**

实际上，港交所具有垄断优势，其发展稳定，盈利稳定，分红稳定。港交所在公开资料上显示，其营运支出占比是固定的。即如果收入承压，港交所将会搁置部分非关键性项目，同时执行成本管控措施，使 EBITDA 利润率保持在 65% 到 70% 之间。同时，港交所的分红率长期保持在 90% 的水平。所以，鉴于港交所的分红相对而言是非常稳定的，我们采用分红折现法对其进行估值。

**关键假设：**

- (1) 2020 年-2022 年的收入增速如上文所述；
- (2) 2023 年-2032 年的收入平均增速为 10%（参照 2010 年-2019 年的收入平均增速）；
- (3) 运营支出比例假设为 26%（港交所不需要进行庞大的投入，就可以维持自己的垄断优势），税率假设为 15%（参照 2010 年-2019 年的数据）；
- (4) 股息派付比例假设为 90%（参照 2010 年-2019 年的数据）；
- (5) 2020 年-2032 年的折现率为 8%，2033 年之后的折现率为 6%；

首先，我们解读当前市场的估值：港交所在 7 月 6 日的收盘价为 354 港元，对应的基本面信息可以如下列表格所示。

**表 23：港交所当下的市场估值分析一**

| 关键信息           | 每股估值信息 |                    |
|----------------|--------|--------------------|
| 股价             | 353    | 现值（最终价值） 231       |
| 假设 3-13 年收入增长率 | 12%    | 现值（未来 13 年的分红） 122 |
| 未来收入增长率        | 3.5%   | 总现值 353            |
| 1-13 年折现率      | 7%     |                    |
| 未来折现率          | 6%     |                    |

资料来源：Wind，国信证券经济研究所预测（单位：港元）

**表 24：港交所当下的市场估值分析二**

| 关键情景信息         | 每股估值信息 |                    |
|----------------|--------|--------------------|
| 股价             | 353    | 现值（最终价值） 258       |
| 假设 3-13 年收入增长率 | 10%    | 现值（未来 13 年的分红） 104 |
| 未来收入增长率        | 4%     | 总现值 362            |
| 1-13 年折现率      | 8%     |                    |
| 未来折现率          | 6%     |                    |

资料来源：Wind，国信证券经济研究所预测（单位：港元）

我们假设 2020 年-2032 年间的折现率为 7%，未来的折现率为 6%，对股价做敏感性分析，结果如下表所示：

**表 25: 股价对成长空间的敏感性分析**

|              |     | 未来的平均增长率 |      |      |      |      |      |
|--------------|-----|----------|------|------|------|------|------|
| 2020 年的平均增长率 | 2%  | 1.5%     | 2.0% | 2.5% | 3.0% | 3.5% | 4.0% |
|              | 6%  | 206      | 222  | 243  | 270  | 309  | 366  |
|              | 10% | 221      | 237  | 257  | 285  | 323  | 381  |
|              | 14% | 239      | 255  | 276  | 303  | 342  | 400  |
|              | 18% | 262      | 278  | 299  | 326  | 365  | 423  |
|              | 22% | 291      | 307  | 328  | 355  | 394  | 451  |
|              |     | 327      | 343  | 364  | 391  | 430  | 487  |

资料来源:国信证券经济研究所预测(单位:港元)

对于以上测算，投资者可能会有两个问题：

(1) 以上最乐观的成长情景会不会出现？(2) 以上折现率会不会较低？

首先，我们认为以上最乐观的成长情景可能会出现。我们对比全球主要区域的行业数据，在 2018 年中国香港的股票总交易量为 2 万亿美元，而美国是 33 万亿美元。如果中国香港在未来 13 年的年平均增速为 20%，则到第 13 年其总交易量将大概达到 14 万亿美元，只接近 2018 年中国大陆的总交易量，不到美国的一半。同时，中国经济的潜在增长空间是很大的，证券化的空间亦非常大，所以即使第 13 年之后，港交所也仍有可能保持一段时间的扩张，其未来平均增速能达到 4% 亦存在一定可能。

未来，港交所大幅提高交易量可能还是必须得双管齐下：一是让大量优秀的上市公司选择港交所上市，二是通过互联互通等通道，使得中国内地的资金可以源源不断地涌入中国香港，提高中国香港的交易量占总市值比例。

**表 26: 全球主要区域的股本证券数据**

|                | 1975  | 1980  | 1990  | 2000   | 2010   | 2018   |
|----------------|-------|-------|-------|--------|--------|--------|
| <b>中国内地总市值</b> |       |       |       |        | 4,028  | 6,325  |
| 数量             |       |       |       |        | 2,063  | 3,584  |
| 总交易量           | 60    |       |       |        | 8,258  | 13,071 |
| 总交易量/市值        |       |       |       |        | 205%   | 207%   |
| <b>日本总市值</b>   | 142   | 379   | 2,929 | 3,157  | 3,828  | 5,297  |
| 数量             | 1,398 | 1,402 | 1,627 | 2,055  | 2,281  | 3,652  |
| 总交易量           | 60    | 180   | 1,541 | 2,481  | 4,270  | 6,304  |
| 总交易量/市值        | 42%   | 47%   | 53%   | 79%    | 112%   | 119%   |
| <b>中国香港总市值</b> | 8     | 39    | 83    | 623    | 2,711  | 3,819  |
| 数量             | 136   | 137   | 284   | 779    | 1,396  | 2,161  |
| 总交易量           | 1     | 1     | 35    | 373    | 1,488  | 2,267  |
| 总交易量/市值        |       |       | 42%   | 60%    | 55%    | 59%    |
| <b>美国总市值</b>   |       | 1,360 | 3,093 | 15,108 | 17,283 | 30,436 |
| 数量             |       | 5,164 | 6,429 | 6,917  | 4,279  | 4,397  |
| 总交易量           |       |       | 2,032 | 29,782 | 36,025 | 33,027 |
| 总交易量/市值        |       |       | 66%   | 197%   | 208%   | 109%   |
| <b>欧盟总市值</b>   | 156   | 204   | 1,164 | 5,803  | 6,170  | 5,768  |
| 数量             | 3,321 | 3,163 | 3,347 | 6,855  | 7,345  | 5,700  |
| 总交易量           | 25    | 41    | 901   | 7,061  | 5,159  |        |
| 总交易量/市值        | 16%   | 20%   | 77%   | 122%   | 84%    |        |
| <b>英国总市值</b>   | 86    | 36    | 850   | 2,577  |        |        |
| 数量             | 2,820 | 2,659 | 1,946 | 2,428  |        |        |
| 总交易量           | 35    | 36    | 304   | 1,833  |        |        |
| 总交易量/市值        | 41%   | 100%  | 36%   | 71%    |        |        |

资料来源:世界银行,国信证券经济研究所整理(世界银行的数据并不完整,但不妨碍分析;单位分别为:十亿美元、个、十亿美元)

其次，考虑到港交所的低风险，以上折现率应该并不低。与一般的科技型企业不同，港交所不需要大量的人力财力就可以维持其当下的竞争优势。同时，与一般的金融企业不同，港交所不需要负债经营，且盈利能力强，盈利稳定，其经营风险非常之低，可以匹配较低的股权要求回报率。（虽然中央结算业务天然具有一定的风险，但可以通过风险管理等方式控制。）

表 27: 港交所的部分财务比例

|            | 2012 年 | 2013 年 | 2014 年 | 2015 年 | 2016 年 | 2017 年 | 2018 年 | 2019 年 |
|------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| EBITA 利润率  | 73     | 68     | 70     | 75     | 69     | 73     | 74     | 75     |
| 净利润率       | 57     | 52     | 52     | 59     | 52     | 56     | 59     | 58     |
| 债务总额/股本    | 37     | 34     | 33     | 11     | 11     | 5      | 3      | 1      |
| 债务总额/EBITA | 126    | 116    | 102    | 34     | 45     | 19     | 10     | 3      |
| 股本回报率      | 23     | 22     | 24     | 27     | 18     | 20     | 23     | 21     |

资料来源：港交所官方网站，国信证券经济研究所整理

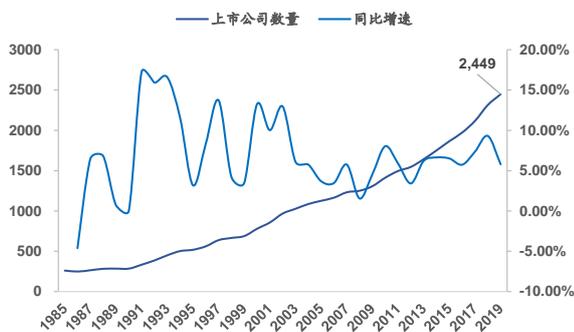
综上所述，根据分红折现模型的测算，当前港交所的股价存在一定的合理性。考虑到当下投资者的风险偏好和市场流动性，我们认为目前港交所的合理股价可以在 350-394 港元之间。

### 相对估值：392 港元

鉴于港交所以轻资本的方式盈利，且具备充分的成长性，我们在相对估值部分主要以 PE 倍数来对港交所估值。

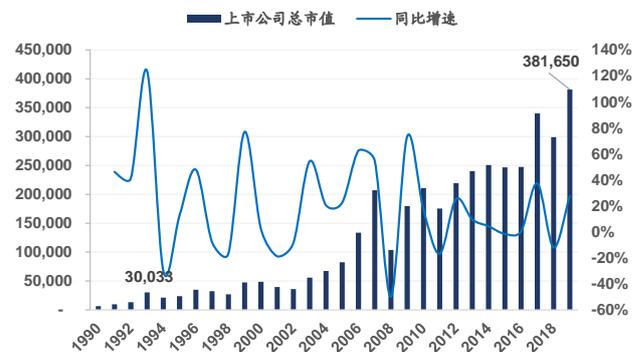
PE 倍数回顾：港交所自上市以来，其上市公司数量及总市值持续上升，且上市公司总市值从 2000 年的约 5 万亿港元，上涨至 2019 年的约 38 万亿港元，证明港交所在产品方面的表现一直是非常优异的，年均增速达到 12%。同时，根据世界银行的数据，港交所的总交易量从 2000 年的约 0.4 万亿美元增长到 2018 年的近 2 万亿美元，平均年增速达到 10%。

图 11: 联交所（主板和创业板）上市公司数量



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理（单位：个）

图 12: 联交所上市公司总市值



资料来源：WFE、Wind，国信证券经济研究所整理（单位：亿港元；2000 年之前的数据来自于 WFE，假设美元兑港元的汇率为 7.8）

在以上背景下，港交所的股价及估值水平如图所示，从 2000 年的 3 港元上涨至 2020 年的 350 港元：

图 13：香港交易所集团的明星产品的集中度



资料来源：港交所投资者简报（数据截止于 2018 年；单位：港元）

港交所的股价自上市以来一路上扬，在 2007 年突破 50 港元，但在 2009 年到 2014 年间基本在 100 港元上下盘整，直到沪港通在 2014 年开通，深港通在 2016 年开通，才使得港交所股价又开始一路上扬，在 2014 年到 2020 年间从 100 港元上涨至现在的 350 港元附近。港交所历年对应的 PE 倍数如下图所示：

图 14：香港交易所历年 PE 估值



资料来源：港交所官方网站，国信证券经济研究所整理（单位：港元）

港交所的 PE 倍数在 2005 年到 2013 年间长期徘徊在 20 到 40 倍之间，在 2007 年最高达到了 76 倍。

在 2013 年到 2019 年间，港交所的估值范围波动较大，其 PE 并未有稳定于某一区间，例如在 2015 年的最高点达到 67 倍，在 2017 年稳定在 42 倍，在 2019 年位于 42 倍到 36 倍之间，在 2020 年开始一路上升，至 7 月 3 日达到 48 倍。

图 15: 香港交易所历年 PE 估值



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理 (单位: 港元)

当下，资金面宽裕，市场活跃程度超前，同时叠加中概股回归等积极因素，港交所股价在短期内有望进一步抬升。所以，短期内我们取 PE 为 55 倍，短期的股价目标定为 392 港元。

### 投资建议: 给与“买入”评级

站在现在的时点投资香港交易所集团，投资者普遍关心的问题可能主要在于两个方面: (1) 下半年至明年上半年的成交量如何? (2) 港交所未来的成长性如何?

(1) 在上半年，疫情事件对中国经济及全球经济造成了一定冲击，而下半年为了稳经济，稳就业，中国经济大概率会处于相对扩张的态势，随后全球经济也将大概率会逐步走入相对扩张的态势，同时在明年上半年中国及全球经济的同比表现也会有对股市有一定的支撑作用，所以我们认为下半年的成交量会有一些的表现;

(2) 从长远的趋势来看，港交所的成长性应当是毋庸置疑的，其将长期受益于中国资本市场的发展，以及中国资本市场的对外开放。

港交所自上市以来，其所经历过的趋势性行情，都与中国内地有关。一是，在港交所上市之初，大量来自中国内地的企业赴港上市，将港交所的交易量逐渐推至一定的量级; 二是，港交所自金融危机之后，其股价就一直盘整到 2014 年，直至 2014 年沪港通正式开通，港交所作为交易桥梁的角色开始显现，才使得其股价摆脱了长期的盘整，顺势而上，同时在大量中资企业的簇拥下，上涨至今。在互联互通的机制下，港交所正受益于国内资本市场的快速发展，其未来的热点还将包括债券通和新股通等。同时，在中国资本市场逐步对外开放的过程中，海外投资者对于相关衍生品的需要将大幅提升，都需要一个便捷灵活的交易中心来交易衍生品以对冲风险，而此交易中心大概率是非中国香港莫属。所以，港交所作为中国对外开放的唯一一家大型的交易所集团，其成长性毋庸置疑的。

综上所述，我们给与“港交所”买入评级，短期目标价定为 392 港元。

## 风险提示

### 估值的风险

(1)我们采取分红折现的方法计算得出香港交易所的合理股价在 350-394 之间,但该计算结果存在多个重要的假设,包括未来的成长性、运营的稳定性、业务的竞争能力等。这些假设都面临着同一个潜在变数,即随着中国资本市场对外资的逐步开放,上海交易所和深圳交易所可能会与香港交易所同台竞争,如此则香港交易所将面临非常大的竞争压力;

(2)我们采取 PE 倍数来对香港交易所估值,得出的短期股价目标为 392 港元。由于同业公司的参照性较差,我们仅参考历史数据,所以估算结果存在一定的主观色彩,涉及到对未来资本市场活跃度的判断。如果美国股市大幅下挫,打击市场情绪,或者国内资金面收紧,都将打击到市场活跃度。

### 盈利预测的风险

- (1) 2020 年的现货交易量不及预期;
- (2) 未来三年北向及南向的交易量不及预期;
- (3) 2020 年的衍生权证和牛熊证交易量不及预期;
- (4) 未来三年港交所的市场集资规模不及预期;
- (5) 交易价格、系统使用费价格及清算价格等下降;
- (6) 上市公司数量以及衍生品的上市数量不及预期;
- (7) 投资回报大幅下降。

### 政策风险

中美摩擦升级,波及到中国香港的金融体系;

中国资本市场对外资加速开放,上海交易所和深圳交易所将与香港交易所同台竞争,如此则香港交易所将面临非常大的竞争压力。

### 经营风险

信息科技的进步再次对交易所行业造成冲击,使得港交所投入大量资本,以维护竞争力;

中央结算业务面临一定的风险。

## 附表：财务预测与估值

| 资产负债表 (百万港元)     |                |                |                |                | 利润表 (百万港元)       |               |               |               |               |
|------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
|                  | 2019           | 2020E          | 2021E          | 2022E          |                  | 2019          | 2020E         | 2021E         | 2022E         |
| 货币资金             | 128,152        | 135,888        | 131,193        | 134,832        | 交易费及交易系统使用费      | 5,592         | 6,978         | 7,409         | 8,322         |
| 按公允价值计入损益的金融资产   | 56,729         | 73,748         | 81,122         | 89,235         | 联交所上市费           | 1,633         | 1,849         | 2,074         | 2,234         |
| 以摊销成本计量的财务资产     | 39,954         | 51,940         | 57,134         | 62,848         | 结算及交收费           | 3,160         | 4,215         | 5,025         | 6,190         |
| 应收账款,按金及预付款项     | 25,791         | 32,623         | 35,886         | 39,474         | 存管,托管及代理人服务费     | 1,052         | 1,160         | 1,218         | 1,279         |
| <b>流动资产合计</b>    | <b>255,195</b> | <b>300,139</b> | <b>311,869</b> | <b>333,576</b> | 市场数据费            | 919           | 975           | 1,004         | 1,034         |
| 按公允价值计入损益的金融资产   | 672            | 874            | 961            | 1,057          | 其他收入-经营          | 1,209         | 1,352         | 1,419         | 1,490         |
| 以摊销成本计量的财务资产     | 718            | 933            | 1,027          | 1,129          | 主营业务收入           | 13,565        | 16,528        | 18,150        | 20,549        |
| 商誉及其他无形资产        | 18,378         | 18,571         | 18,792         | 19,057         | 投资净收益            | 2,729         | 2,384         | 2,557         | 2,471         |
| 商誉及其他无形资产        | 1,589          | 1,623          | 1,680          | 1,699          | 营业总收入            | 16,311        | 18,912        | 20,707        | 23,020        |
| <b>资产总计</b>      | <b>279,051</b> | <b>324,656</b> | <b>336,870</b> | <b>359,103</b> | 营业支出             | 4,048         | 4886          | 5287          | 5856          |
| 向结算参与者收取保证金等     | 142,536        | 151,096        | 150,898        | 161,499        | 息税折旧摊销前利润        | 12,263        | 14,026        | 15,420        | 17,164        |
| 应付账款,应计费用及其他负债   | 22,447         | 27,524         | 32,893         | 39,985         | 折旧及摊销            | 1,044         | 1253          | 1441          | 1585          |
| 按公允价值计入损益金融负债    | 48,008         | 50,408         | 52,929         | 55,575         | 营业利润             | 12,773        | 13,979        | 15,579        | 12,773        |
| <b>流动负债合计</b>    | <b>230,937</b> | <b>271,771</b> | <b>279,231</b> | <b>296,129</b> | 所得税              | 1,561         | 1,867         | 2,053         | 2,300         |
| <b>非流动负债合计</b>   | <b>3,613</b>   | <b>2,745</b>   | <b>2,821</b>   | <b>2,991</b>   | <b>归属于母公司净利润</b> | <b>9,391</b>  | <b>10,746</b> | <b>11,766</b> | <b>13,120</b> |
| <b>负债合计</b>      | <b>234,550</b> | <b>274,516</b> | <b>282,052</b> | <b>299,121</b> |                  |               |               |               |               |
| 股本               | 30,449         | 35,016         | 38,518         | 42,370         | 现金流量表 (百万港元)     |               |               |               |               |
| 留存收益             | 14,204         | 15,279         | 16,455         | 17,767         | <b>净利润</b>       | <b>9,391</b>  | <b>10,746</b> | <b>11,766</b> | <b>13,120</b> |
| 股东权益             | 44,501         | 50,140         | 54,818         | 59,982         | 折旧摊销             | 1,044         | 1,253         | 1,441         | 1,585         |
| <b>负债和股东权益总计</b> | <b>279,051</b> | <b>324,656</b> | <b>336,870</b> | <b>359,103</b> | 营运资本变动           | 65            | 114           | 126           | 137           |
|                  |                |                |                |                | 其他非现金调整          | -438          | -307          | -279          | -253          |
|                  |                |                |                |                | <b>经营活动现金流</b>   | <b>10,062</b> | <b>11,806</b> | <b>13,053</b> | <b>14,589</b> |
|                  |                |                |                |                | 出售固定资产收到的现金      |               |               |               |               |
|                  |                |                |                |                | 减: 资本性支出         | 1364          | 1514          | 1680          | 1364          |
|                  |                |                |                |                | 投资净额             | 2915          | 3180          | 3485          | 2915          |
|                  |                |                |                |                | 其他投资产生现金流量净额     | 809           | 874           | 949           | 809           |
|                  |                |                |                |                | <b>投资活动现金流</b>   | <b>-3470</b>  | <b>-3819</b>  | <b>-4217</b>  | <b>-3470</b>  |
|                  |                |                |                |                | 债务增加             |               |               |               |               |
|                  |                |                |                |                | 减: 债务减少          | 903           | 903           | 903           | 903           |
|                  |                |                |                |                | 股本增加             |               |               |               |               |
|                  |                |                |                |                | 减: 股本减少          | 299           | 314           | 330           | 299           |
|                  |                |                |                |                | 支付的股利合计          | 6620          | 7248          | 8082          | 6620          |
|                  |                |                |                |                | 其他筹资活动的现金流       | -199          | -221          | -245          | -199          |
|                  |                |                |                |                | 筹资活动的现金流         | -8022         | -8686         | -9560         | -8022         |
|                  |                |                |                |                | 现金及现金等价物期初余额     | 10,603        | 10,918        | 11,465        | 10,603        |
|                  |                |                |                |                | 现金及现金等价物期末余额     | 10,918        | 11,465        | 12,278        | 10,918        |

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

| 关键财务与估值指标     |      |       |       |       |
|---------------|------|-------|-------|-------|
|               | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E |
| 每股收益          | 7.5  | 8.5   | 9.3   | 10.3  |
| 每股红利          | 6.7  | 7.1   | 7.3   | 7.6   |
| 每股净资产         | 35   | 39    | 43    | 47    |
| ROE           | 24%  | 21%   | 21%   | 21%   |
| EBIT Margin   | 68%  | 68%   | 68%   | 68%   |
| EBITDA Margin | 74%  | 74%   | 74%   | 75%   |
| 税率            | -17% | -17%  | -17%  | -18%  |
| 收入增长          | 3%   | 16%   | 9%    | 11%   |
| 净利润增长率        | 1%   | 14%   | 9%    | 12%   |
| 资产负债率         | 84%  | 85%   | 84%   | 83%   |
| 息率            | 90%  | 90%   | 90%   | 90%   |
| P/E           | 50   | 44    | 40    | 36    |
| P/B           | 11   | 9     | 9     | 8     |
| EV/EBITDA     | 33   | 47    | 43    | 40    |

## 国信证券投资评级

| 类别         | 级别 | 定义                                  |
|------------|----|-------------------------------------|
| 股票<br>投资评级 | 买入 | 预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上           |
|            | 增持 | 预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间       |
|            | 中性 | 预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间   |
|            | 卖出 | 预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上           |
| 行业<br>投资评级 | 超配 | 预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上         |
|            | 中性 | 预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间 |
|            | 低配 | 预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上         |

## 分析师承诺

负责编写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：

1. 本报告所述所有观点准确反映了本人对上述美股、港股市场及其证券的个人见解。
2. 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，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观的出具本报告，并保证报告所采用的数据均来自公开、合规渠道。
3. 本人不曾因、不因、也将不会因本报告中的内容或观点而直接或间接地收到任何形式的补偿。

## 风险提示

国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告版权归我公司所有，仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告仅适用于在中华人民共和国境内（不包括港澳台地区）的中华人民共和国内地居民或机构。在此范围之外的接收人（如有），无论是否曾经或现在为我公司客户，均不得以任何形式接受或者使用本报告。否则，接收人应自行承担由此产生的相关义务或者责任；如果因此给我公司造成任何损害的，接收人应当予以赔偿。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，我公司力求但不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，可随时更新但不保证及时公开发布。本公司其他分析人员或专业人士可能因为不同的假设和标准，采用不同的分析方法口头或书面的发表与本报告意见或建议不一致的观点。

我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。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意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险。我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

### 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

## 国信证券经济研究所

---

### 深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层  
邮编：518001 总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼  
邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层  
邮编：100032