

买入 (维持)

00388.HK 香港交易所

港股通 (沪、深)

目标价: 290.34 港元

现价: 235.20 港元

沪深港通创历史新高， 港交所业绩表现优于市场交投

2019年08月15日

预期升幅: 23.4%

市场数据

日期 2019.8.14

收盘价(港元)	235.20
总股本(亿股)	12.58
总市值(亿港元)	2,959
净资产(亿港元)	254.6
总资产(亿港元)	2,455
每股净资产(港元)	35.07

数据来源: Wind

相关报告

《立足中国，连接全球，打造国际领先的亚洲时区交易所》海外事件点评 20190310

《连接中国与世界，打造亚洲交易时钟》海外深度报告 20190704

海外金融研究

分析师:

张忆东

兴业证券经济与金融研究院

副院长

海外研究中心

总经理

zhangyd@xyzq.com.cn

SFC: BIS749

SAC: S0190510110012

联系人: 张博

zhangboyjs@xyzq.com.cn

SFC: BMM189

SAC: S0190519060002

主要财务指标

会计年度	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(亿港元)	158.7	173.4	191.5	213.9
同比增长(%)	20.4	9.3	10.4	11.7
归属股东净利润(亿港元)	93.1	100.4	109.8	121.0
同比增长(%)	25.8	7.8	9.4	10.2
ROE (%)	23.9	24.3	25.9	27.8
资产负债率 (%)	84.0	83.2	83.2	82.5
每股净资产(港元)	32.8	33.6	34.6	35.6
每股收益(港元)	7.50	8.08	8.84	9.74
每股派息(港元)	6.71	7.23	7.91	8.72

数据来源: 公司资料、兴业证券经济与金融研究院

投资要点

- **我们的观点:** 我们维持公司“买入”评级，下调公司目标价 9.0% 至 290.34 港元。2019-2021 年，公司目标价对应 PE 水平分别为 35.9、32.8 和 29.8 倍，对应 PB 水平分别为 7.0、6.8 和 6.6 倍。公司目标价较现价有约 23.4% 的升幅，建议投资者关注。
- **上半年业绩保持平稳增长:** 公司 2019 年上半年实现营业收入 85.8 亿港元，同比增长 4.7%；税前溢利为 60.5 亿港元，同比增长 3.4%；归属股东净利润 52.1 亿港元，同比增长 3.3%。基本每股盈利 4.16 港元，同比增长 2.2%。2019H1，现货市场平均每日成交额同比下跌 23%；期货交易所日均成交量同比提升 2%；LME 收费交易平均日均成交量下跌 6%。
- **新股募资强劲，沪深港股通日均交易创历史新高:** 2019 年上半年，联交所新上市公司达到 84 家，其中主板上市 78 家，比去年同期增加 20 家；首发共募集资金额达 718 亿港元，较 2018 年上半年同比增长 39.1%。联交所上市数量上升带动联交所上市费用较去年同期增加 3,000 万港元。2019H1，北上交易活跃，沪股通和深股通合计平均每日成交 439 亿元人民币（其中沪股通日均成交额 235 亿元及深股通 204 亿元），较 2018 年上半年同比增幅达 122%。2019 年上半年，沪深港通的收入及其他收益为 5.08 亿港元，同比提升 39%。
- **结算收入稳步增加:** 2019 年上半年结算费用收入 32.62 亿港元，同比增长 3.9%。其中，结算及交收费实现收入 16.6 亿港元，同比降低 5.4%，在结算收入中占比最大，为 50.7%；投资收益净额和存管托管服务费，占比分别为 23.7% 和 17.6%。
- **利润率提升:** 2019H1，公司毛利率 77.2%，同比提升 5.8 个百分点；净利率 60.7%，同比略有下降，但较 2018 年仍提升 2.1 个百分点。

风险提示: 1) 沪港股通交易增长不及预期; 2) 市场交易量萎缩; 3) 社会事件对市场情绪造成负面影响; 4) IPO 数量及规模减少



报告正文

- **上半年业绩保持平稳增长。**公司 2019 年上半年实现营业收入 85.8 亿港元，同比增长 4.7%；税前溢利为 60.5 亿港元，同比增长 3.4%；归属股东净利润 52.1 亿港元，同比增长 3.3%。基本每股盈利 4.16 港元，同比增长 2.2%；港交所 2019 年中期向股东派息每股 3.72 港元，较去年同期的 3.64 港元上升 2.2%，派息比率为归属股东净利润的 90%。公司营收增长主要来自投资收益净额增长以及来自沪深港通的收入及其他收益创半年度新高。

图1、营业收入及同比增速

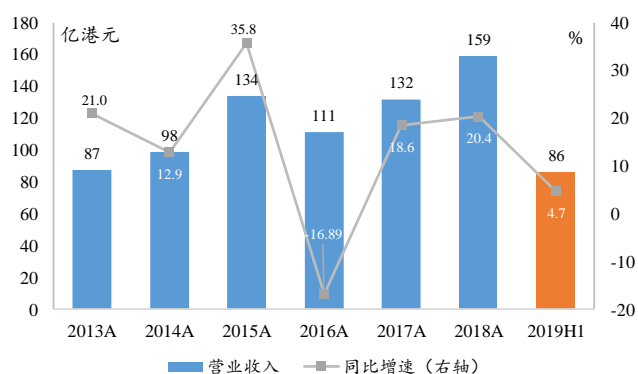
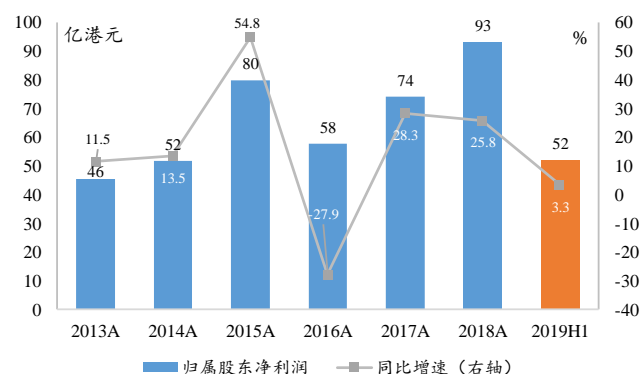


图2、归属股东净利润及同比增速



资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

表 1、港交所收入支出结构（百万港元）

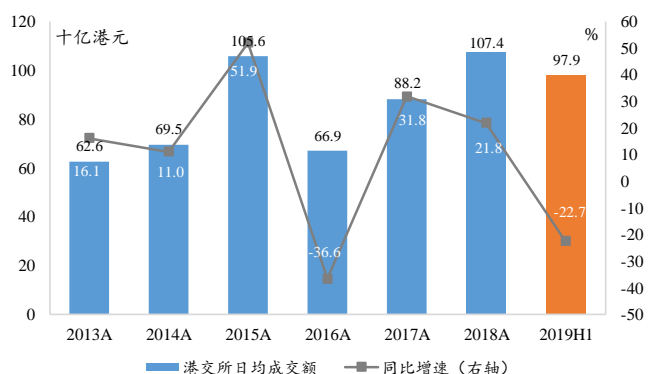
	2018Q4	2019Q1	2019Q2	2019Q1 环比	2019Q2 环比	2019Q2 占比
营业收入	3571	4288	4290	20%	0.05%	100%
交易及系统费	1490	1491	1449	0.1%	-3%	34%
港交所上市费	410	453	394	10%	-13%	9%
结算及交收费	750	834	821	11%	-2%	19%
投资收益及杂项收入	267	882	641	230%	-27%	15%
存托管及服务费	166	140	435	-16%	211%	10%
市场数据费	224	229	232	2%	1%	5%
其他收入	264	259	318	-2%	23%	7%
营业支出	1167	970	983	-17%	1%	100%
雇员费用	695	669	659	-4%	-1%	67%
资讯及电脑维修	130	143	135	10%	-6%	14%
楼宇支出	117	31	33	-74%	6%	3%
推广、法律其他	225	127	156	-44%	23%	16%
成本收入比	37.90%	28.40%	22.91%	/	/	/

资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

- **新股募资强劲，沪深港股通日均交易创历史新高：**2019H1，公司现货分部业务营业收入约 18.6 亿港元，同比下降 11%（第二季度现货分部收入 9.48 亿港元，较第一季度增长 3.6%）。受中美贸易战谈判结果反复、市场形势不明朗的影响，2019 年上半年港交所日均成交额 979 亿港元同比下降 22.7%，较 2018

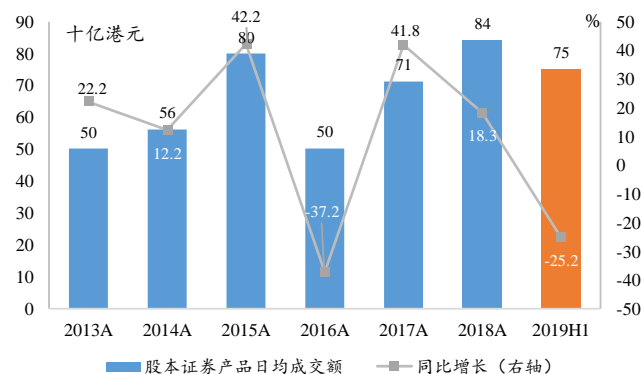
年下半年环比增长了 10.2% (第二季度日均成交额 947 亿港元, 较第一季度 1011 亿港元下降 6.3%)。2019 年上半年股本证券日均交易额 751 亿港元同比下降 25.2%, 较 2018 年下半年环比增长 9.6% (第二季度日均成交额 759 亿港元, 较第一季度 743 亿港元增长 2.2%)。

图3、港交所日均成交额及同比增速



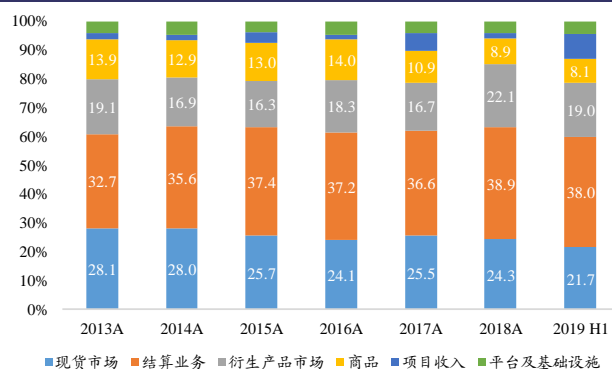
资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

图4、股本证券日均交易额及同比增长



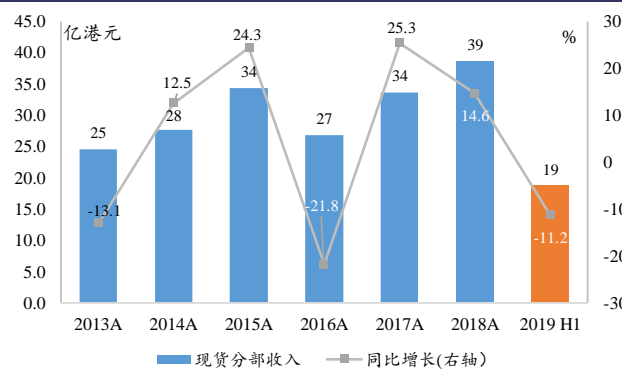
资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

图5、港交所历年营业收入构成



资料来源：公司年报，兴业证券经济与金融研究院整理

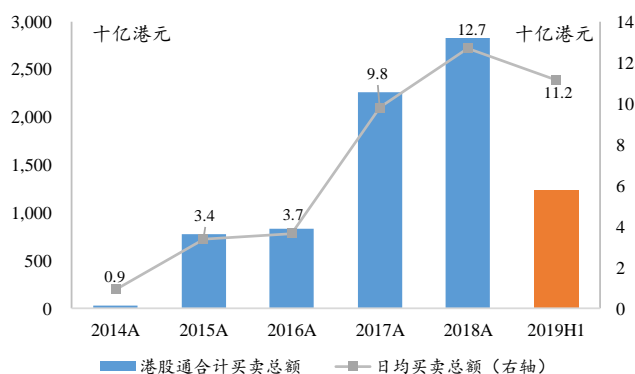
图6、现货分部历年营业收入及同比增长



资料来源：公司年报，兴业证券经济与金融研究院整理

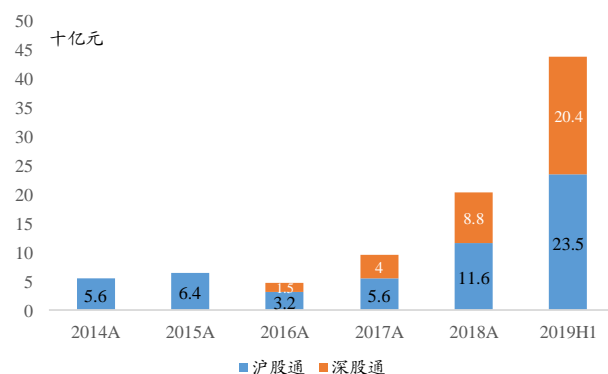
沪深港股通保持强劲增长。随着互联互通机制不断完善, MSCI 在 2019 年 5 月 28 日正式将指数中现有的中国大盘 A 股纳入因子从 5% 增加至 10%, 沪深港通交易保持强劲增长趋势。2019 年上半年, 北上交易活跃, 沪股通和深股通合计平均每日成交 439 亿元人民币 (其中沪股通日均成交额 235 亿元及深股通 204 亿元), 创半年度新高, 较 2018 年上半年同比增幅高达 122%, 是 2018 年下半年旧记录的两倍多; 港股通平均每日成交金额 111 亿港元, 同比下降 31.9%, 但较 2018 年下半年仍有所回升, 环比增长 20.7%。2019 年上半年, 沪深港通的收入及其他收益为 5.08 亿港元, 创半年度新高, 同比增加 39.2%, 其中 3.56 亿元 (2018 年上半年 2.21 亿元) 来自交易及结算活动, 同比增加 61.1%。

图7、港股通历史成交金额及日均成交额



资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

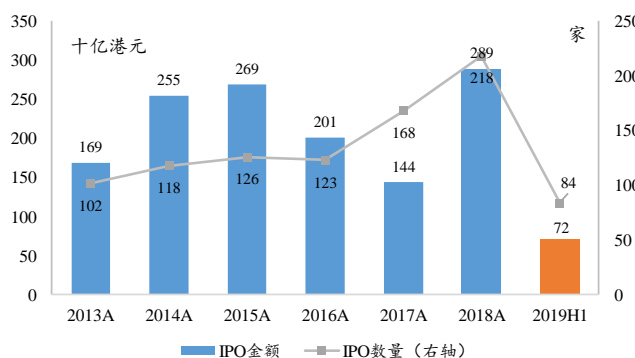
图8、沪股通/深股通日均成交金额



资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

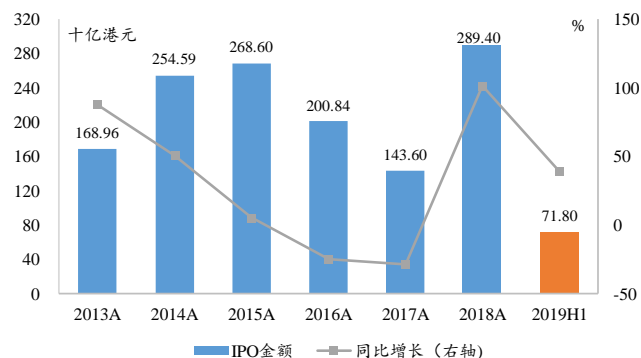
新股募资强劲。2019年上半年，港交所新上市公司达到84家，其中主板上市78家，比去年同期增加20家，首发共募集资金额达718亿港元，较2018年上半年同比增长39.1%。上市数量上升带动联交所上市费用增加，2019年上半年上市费用收入4.8亿港元，较去年同期增加3,000万港元。

图9、香港市场 IPO 融资规模及数量



资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

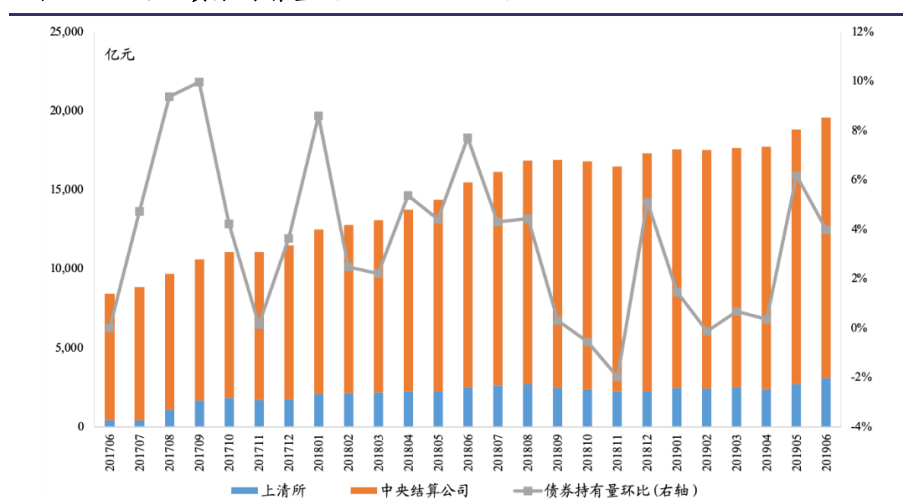
图10、香港市场 IPO 融资额及增长



资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

债券通实现跨越式增长。2019年上半年，债券通日均成交额达到66亿元，同比增加94%，截至2019年6月，北向通债券持有量达1.95万亿元，较2018年底增长13.0%。随着4月起人民币计价的中国国债和政策性银行债券被纳入国际三大主要指数之一的彭博巴克莱全球综合指数，以及7月国务院金融稳定发展委员会办公室发布《关于进一步扩大金融业对外开放的有关举措》中大力推进债券市场开放，(包括允许外资机构对银行间债券市场和交易所债券市场的所有种类债券评级及允许外资机构获得银行间债券市场A类主承销牌照等)预计将带来更多被动追踪指数的外资机构配置中国债券。

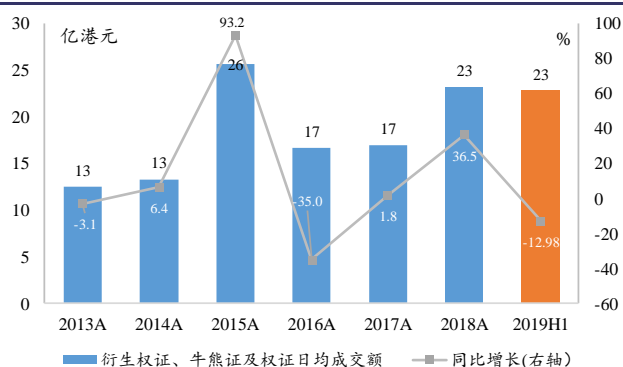
图11、北向通债券持有量(2017.6-2019.6)



资料来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

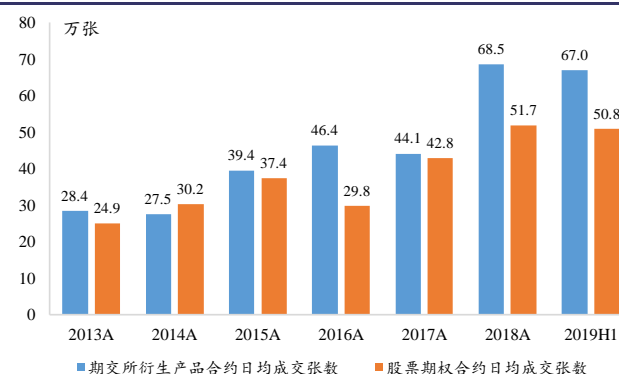
- 新政提振衍生品市场成交额:** 2019H1, 衍生权证、牛熊证及权证日均成交额 228 亿港元, 同比下降 13.0%; 占上半年联交所日均交易额的 23.3%, 较去年同期占比增长了 2.6 个百分点。2019 上半年新上市权证牛熊证总数为 17,551 个, 同比下降 5.6%; 权证牛熊证交易费及交易系统使用费收入 3.58 亿港元, 较去年同期下跌 14%。此外, 期交所的衍生品合约日均成交张数为 67 万张, 同比增长 1.8%, 但期内交易日数较少, 衍生产品合约交易费相应略减 1% (其中 2019 年第二季的平均每日成交合约张数分别较第一季及去年同期增加 4% 及 6%)。2019 年 6 月 17 日, 香港交易所将 27 只产品 (包括股票指数期货及期权、货币期货及商品期货) 的交易时段由凌晨 1 时延至凌晨 3 时, 6 月 19 日, 延长交易时段内的股票指数产品成交量占 T+1 时段总成交量的 30%。2019 年上半年, 人民币货币衍生产品成交量有所增长, 期内成交的美元/人民币 (香港) 期货合约逾 100 万张, 较去年同期高 48%。随着 2019 年第二季人民币兑美元双向波幅加剧, 美元/人民币 (香港) 期货 2019 年 6 月平均每日成交张数急升至 10,782 张 (名义价值为 10.8 亿美元), 较今年首五个月增加 29%。

图12、衍生权证、牛熊证及权证日均交易额



资料来源: 公司资料, 兴业证券经济与金融研究院整理

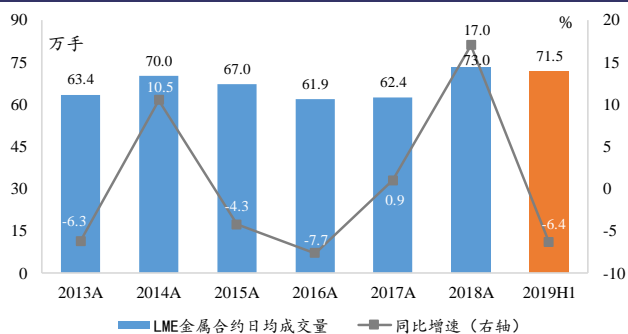
图13、期交所衍生品合约及联交所股票期权合约张数



资料来源: 公司资料, 兴业证券经济与金融研究院整理

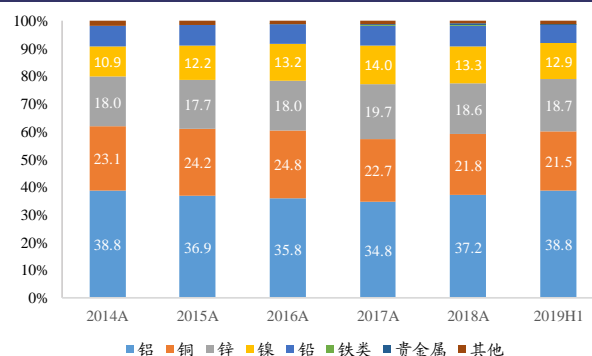
- **商品分部交易额环比增长:** 港交所目前的金属合约主要指在伦敦金属交易所进行的交易, 交易品种包括铜、铝、铅、锌、镍和铝合金等。2019年上半年金属合约日均成交71.5万手, 较2018年同期减少了6.4%, 但较2018年下半年环比仍有略微增长2.6%。

图14、LME金属合约日均交易量



资料来源: 公司资料, 兴业证券经济与金融研究院整理

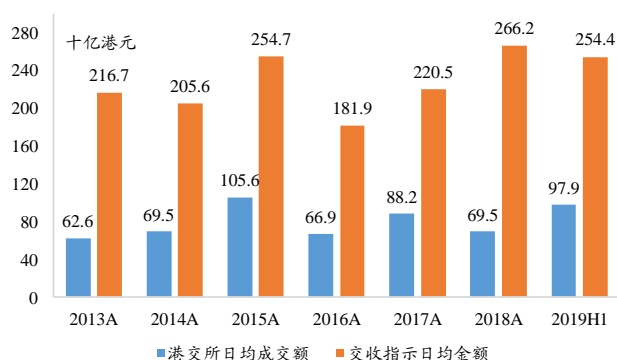
图15、LME金属合约成交分类构成



资料来源: 公司资料, 兴业证券经济与金融研究院整理

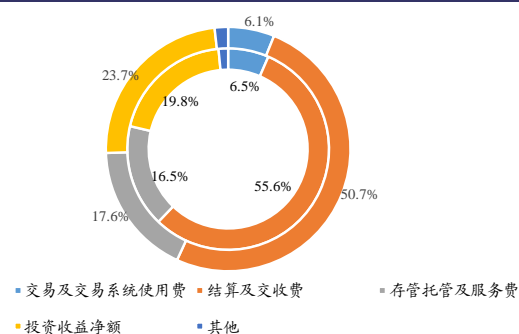
- **结算收入稳步增加:** 港交所结算费用主要交易及交易系统使用费、结算及交收费、存管托管及代理人服务费、投资收益净额和其他。其中, 交易及交易系统使用费指衍生产品分部交易费用未包括的部分, 结算费用包括现货市场结算费、期货期权及场外合约结算费、LME结算费, 投资收益净额主要是公司投资自有资金取得的回报。2019年上半年结算费用收入32.62亿港元, 同比增长3.9%。其中, 结算及交收费实现收入16.6亿港元, 同比降低5.4%, 在结算收入中占比最大, 为50.7%; 其次为投资收益净额和存管托管服务费, 占比分别为23.7%和17.6%, 其中投资收益净额占比较同期增加2.9个百分点, 而存管托管服务费同比增加1.1个百分点。

图16、港交所日均成交额及交收指示金额



资料来源: 公司资料, 兴业证券经济与金融研究院整理

图17、2018及2019年上半年结算收入构成

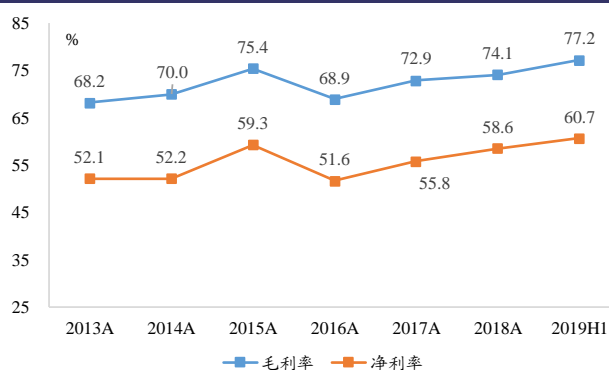


资料来源: 公司资料, 兴业证券经济与金融研究院整理

*注: 内圈为2018年数据, 外圈为2019年上半年数据

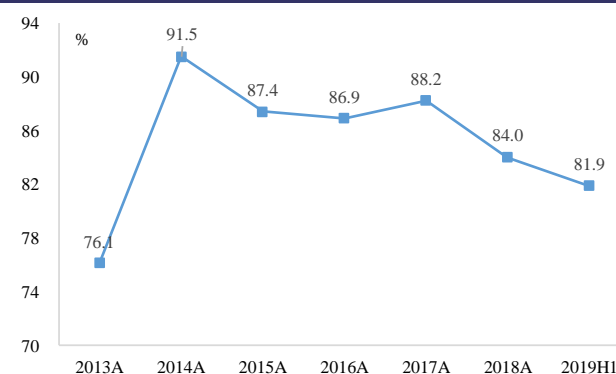
- **利润率提升，资产负债率保持稳定：**港交所近年的毛利润率和净利润率不断提升，2019年上半年港交所毛利率77.2%，同比提升5.8个百分点；净利率60.7%，同比略有下降，但较2018年度仍提升2.1个百分点，净利率与毛利率的上行幅度基本保持一致。同时，2015年以来港交所资产负债率较为稳定，维持在81%-89%之间，2019年上半年负债率81.9%。公司整体发展势头良好，处于风险可控状态。

图18、公司毛利率及净利率



资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

图19、公司资产负债率



资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

- **我们的观点：**在中国内地和中国香港两地互联互通机制不断完善和A股国际化权重提升的背景下，港交所积极推进“立足中国，连接全球，拥抱世界”的三年战略规划，不断丰富交易产品和模式。2019H1，联交所新上市公司达到84家；首发共募集资金额达718亿港元；沪股通和深股通合计平均每日成交同比增幅达122%。港交所衍生品产品不断丰富，交易时长提升，助推成交量增长。我们维持公司“买入”评级，下调公司目标价9.0%至290.34港元。2019-2021年，公司目标价对应PE水平分别为35.9、32.8和29.8倍，对应PB水平分别为7.0、6.8和6.6倍。公司目标价较现价有约23.4%的升幅，建议投资者关注。
- **风险提示：**沪港股通交易增长不及预期，市场交易量萎缩，社会事件对市场情绪造成负面影响，IPO数量及规模减少

附表

资产负债表					利润表				
单位:亿港元					单位:亿港元				
会计年度	2018A	2019E	2020E	2021E	会计年度	2018A	2019E	2020E	2021E
资产	2,559	2,494	2,558	2,533	营业收入	159	173	192	214
现金及等同现金项目	1,212	1,325	1,258	1,030	交易费及交易系统使用费	63	73	80	90
以公允价值计量及列入溢利或亏损的财务资产	610	431	420	431	联交所上市费	17	20	22	24
以摊销成本计量的财务资产	315	307	430	602	结算及交收费	33	38	42	46
应收账款、预付款及按金	183	207	230	253	投资收益净额	16	12	15	19
商誉及其他无形资产	180	179	179	179	其他收入	10	12	13	14
固定资产	16.3	14.1	11.1	7.3	雇员费用及相关支出	-25	-30	-34	-39
总负债	2,150	2,075	2,128	2,090	信息科技及计算机维修保养支出	-4	-4	-4	-4
按公允价值列账及列入溢利或亏损的财务负债	539	382	373	382	税前溢利	109	117	128	141
向结算参与者收取的保证金按金、内地证券及结算保证金, 以及现金抵押品	1,237	1,291	1,321	1,255	税项支出	-16	-17	-19	-21
参与者对结算所基金的缴款	148	155	159	151	年度溢利	93	100	110	121
借款	11.7	12.2	12.9	13.5	非控股股东应占溢利	0	0	0	0
拨备	1.8	1.2	1.3	1.3	归属公司股东年度溢利	93	100	110	121
香港交易所股东应占股本权益	407	418	429	442	EPS-基本	7.50	8.08	8.84	9.74
非控股权益	1.74	1.51	1.26	0.98	主要财务比率				
总权益	409	419	431	443	会计年度	2018A	2019E	2020E	2021E
负债及权益合计	2,559	2,494	2,558	2,533	成长性(%)				
现金流量表					交易费及交易系统使用费同比增速	30.5	14.5	10.4	11.9
					联交所上市费同比增速	29.1	29.1	13.7	10.1
					结算及交收费同比增速	21.9	15.0	10.0	10.0
					归属股东净利润同比增速	25.8	7.8	9.4	10.2
					偿债能力(%)				
					资产负债率	84.0	83.2	83.2	82.5
					营运能力(%)				
					ROE	23.9	24.3	25.9	27.8
					每股资料(港元)				
					每股收益(EPS)	7.50	8.08	8.84	9.74
					每股净资产	32.8	33.6	34.6	35.6
					估值比率(倍)				
					PE	31.4	29.1	26.6	24.1
					PB	7.2	7.0	6.8	6.6

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】

兴业证券股份有限公司（“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。

【分析师声明】

本人具有相关监管机构所须之牌照。本人确认已合乎监管机构之相关合规要求，并以勤勉的职业态度，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。本人确认并没有在发表报告之前 30 日内交易或买卖该等证券。本人及本人之有联系者并不是任职该等上市公司之高级职员。本人及本人之有联系者并没有持有本报告覆盖之证券之任何权益。

【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、阳光油砂有限公司、浦江中国控股有限公司、建发国际投资集团有限公司、游莱互动集团有限公司、华立大学集团有限公司、龙皇集团控股有限公司、民信国际控股有限公司、浙商银行股份有限公司、MS Concept Limited、惠陶集团（控股）有限公司、信源企业集团有限公司、银合控股有限公司、Republic Healthcare Limited、江西银行股份有限公司、胜利证券（控股）有限公司、百应租赁控股有限公司、永续农业发展有限公司、山东黄金矿业股份有限公司、恒益控股有限公司、成志控股有限公司、朗诗绿色集团有限公司、永升生活服务集团有限公司、天美（控股）有限公司、云能国际股份有限公司、汇量科技有限公司、国际济丰包装集团、徽盟集团、日照港裕廊股份有限公司、K2 F&B Holdings Limited、管道工程控股有限公司、新东方在线科技控股有限公司、盛世大联保险代理股份有限公司、兑吧集团有限公司、慕尚集团控股有限公司、Medialink Group Limited、中国船舶（香港）航运租赁有限公司、思考乐教育集团、华检医疗控股有限公司和旷世控股有限公司有投资银行业务关系。

【法律声明】

本报告由兴业证券股份有限公司（已具备证券投资咨询业务资格）制作。

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。

本报告将依据其他国家或地区的法律法规和监管要求于该国家或地区提供本报告。

本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.xyzq.com.cn> 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

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。

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

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本公司违反当地的法律或法规或可致使本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）。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到本公司网站以外的资料，本公司未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接的目的，纯粹为了收件人的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。收件人须承担浏览这些网站的风险。

本公司系列报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司及/或兴证国际证券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/或兴证国际证券有限公司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。

若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

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。