

评级：买入（维持）

市场价格：482.00（港币）

分析师：陆韵婷

执业证书编号：S0740518090001

Email: luyt@r.qlzq.com.cn

分析师：戴志锋

执业证书编号：S0740517030004

Email: daizf@r.qlzq.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	1267
流通股本(百万股)	1267
市价(港币)	482
市值(百万港币)	635186
流通市值(百万港币)	635186

股价与行业-市场走势对比



相关报告

《互联互通深化，衍生品扩容，ETF活跃度提升和新经济体上市将带来持续业绩增长——香港交易所深度报告》——2020/7/24

《市场活跃助推核心业务表现强势，MSCI 期货合约和 ETF 互挂于第三季度上市——香港交易所 2020 年 3 季报点评》——2020/11/13

公司盈利预测及估值

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万港币)	15867	16311	18702	23558	26414
增长率 yoy%	20.39%	2.80%	14.66%	25.96%	12.12%
归母净利润(百万港币)	9312	9391	11323	14649	16673
增长率 yoy%	25.77%	0.85%	20.57%	29.38%	13.82%
每股收益(港元)	7.50	7.49	8.92	11.40	12.81
净资产收益率	23.8%	22.0%	24.3%	28.5%	29.8%
P/E	64.29	64.35	54.01	42.27	37.62

投资要点

■ 短期港交所的业绩将大幅超预期：2021Q1 增速有望达到 60%以上

- 1、港交所 2020 年 Q1 的集体投资计划受熔断影响遭受 4.2 亿元的损失，今年 300 亿元的投资金额按照 4.5% 的年化收益率计算，将获取 3.5 亿元的投资收益，同比增加 7.7 亿元，占 2020Q1 营业收入的 18.9%；（图表 1）
- 2、2021 年以来港股市场交投活跃，截止 1 月 18 日香港市场 ADT 为 2238 亿港币，较 2020 年 Q1 增长 83%，北向和南向 ADT 为 1442 亿人民币和 608 亿港币，分别增长 85% 和 181%，由于 1 月以来交易时间还不长，我们中性预估 Q1 全市场 ADT 增长 50%，北向和南向 ADT 增加 50% 和 100%，在这样的假设下现货市场交易和清算结算收入增速在 50% 以上；（图表 2）
- 3、随着交易金额的提升，港交所边际成本递减优势会进一步体现，我们预计 2021Q1 净利润率会较去年同期的 56.4% 有 3-4Pct 上升空间；（图表 3）

■ 港交所有长期估值中枢提升的基础：盈利的增长性和稳定性均有所强化

- 1、我们以 5 年为一个维度计算 2001 年至 2020 年港交所净利润的平均值和增速标准差，其中 2020 年净利润采用 wind 一致预期；
- 2、自互联互通开启以来，港交所的盈利能力和稳定性显著提升，2016 年至 2020 年港交所的净利润绝对平均值为 86.4 亿港币，是 2011-2015 年平均值的 1.61 倍，净利润增速标准差为 20.9%，低于前三个时间段（图表 5）；
- 3、港交所由于稳定的分红率，具有类债权属性，根据无风险收益率 $r = \text{股息} / \text{市值} = (\text{股息} / \text{当年净利润}) / (\text{市值} / \text{当年净利润}) = \text{分红率} / \text{PE}$ ，可得 $\text{PE} = \text{分红率} / r = 90\% / r$ ，随着美国 10 年期国债收益率由 2018 年的 3% 趋势性下降，港交所的估值存在向上抬升趋势
- 4、2010 年至今港交所的市盈率估值平均值为 33.84 倍，基于盈利稳定性，增长性的强化，和港交所地位的提升，我们认为其长期估值中枢有上升空间（图表 6）；

■ 港交所长期空间：基于成交金额=总市值*年换手率的视角

- 1、2010 年至 2020 年，香港市场的总市值由 21.07 万亿增加至 47.52 万亿港币，复合增速为 8.5%，基于：
 - a、香港常年位居全世界交易所中 IPO 募集规模的前五位，过去 10 年平均 IPO 募资金额为 2517 亿港币；
 - b、2018 年上市规则修改后新经济体更愿意选择在港股 IPO，2020 年有 51 家新经济公司在港交所上市，募资金额 2520 亿港币，占当年全市场总量的 63%；当前港交所在聆讯法人团体同股不同权的上市可能；（图表 7）
 - c、美国预托证券会向香港股票转化，阿里，网易和京东在香港二次上市以后，在港交所的股权占比分别由首发时的 2.7%，5.8%，5.1% 增加至 14.8%，6.5% 和 9.6%；（图表 8）

我们设置年化 5%，10% 和 15% 的三种市值复合增速情景

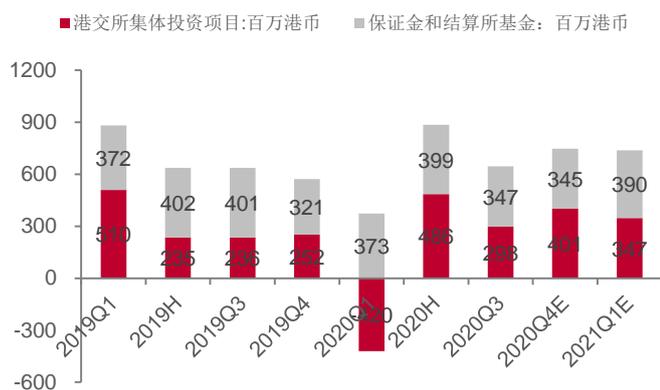
- 2、2010 年至 2020 年，香港股票市场的换手率平均值为 75.8%，最高值为 2015 年的 104.9%，最低点为 2019 年的 63%，2020 年则将为 74.9%。基

于:

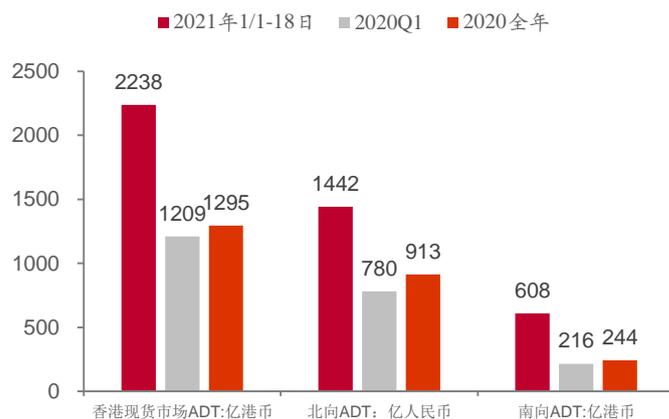
- a、高换手率的新经济体占比逐年提高;
- b、互联互通投资标的的进一步扩大,例如纳入尚未盈利的医药公司;
- c、机构投资者中可以参与互联互通的数量增加,例如当前新发基金大多可以购买港股通标的;
- d、上交所,深交所和东京交易所过去 5 年的的换手率分别是港交所的 3.25 倍, 6.30 倍和 1.95 倍

我们设置 90%, 100%和 110%的三种换手率情景假设;

- 3、在乐观假设下,即市值复合增速 15%,换手率升至 110%,则 2025 年日均交易金额是 2020 年的 3.06 倍,中性假设下,即市值复合增速 10%,换手率升至 90%,则日均交易金额是 2020 年的 2.28 倍,悲观假设下,即市值复合增速 5%,换手率 80%,则日均交易金额是 2020 年的 1.65 倍;
 - 4、简单考虑衍生品业务和现货业务同速增长,中性假设下预计港交所 2025 年的净利润约为 249 亿港币,如果给予 40 倍估值,对应市值 10326 亿港币,当前市场隐含的 capm 模型的折现率约为 7%,那么当前市值应该为 7362 亿港币;
- **投资建议:** 香港交易所 2021 年开年以来交投活跃,我们预期 Q1 净利润增速可达 60%以上过去 5 年在互联互通等改革举措下,公司的盈利能力和稳定性均显著增加,我们基于换手率和市值复合增速的三种情景假设对公司 2025 年的利润进行了预测。我们上调 2020-2022 年归母净利润分别增长 20.57%, 29.38%和 13.82%至 113.2 亿港币, 146.5 亿港币和 166.7 亿港币,当前股价对应 2021 年的 PE 为 42.3 倍,维持买入评级。
 - **风险提示:** 现货和衍生品业务市场交易量均大幅下降,权益市场大幅下滑,互联互通业务进展不及预期

图表 1: 港交所季度投资收益情况: 百万港币


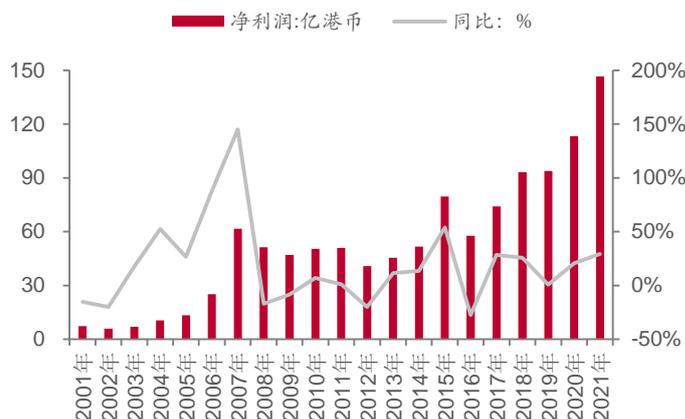
来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 2: 南向日均交易: 10 亿港币


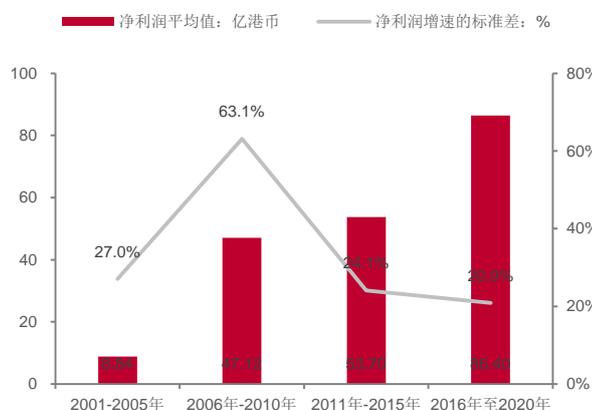
来源: wind, 中泰证券研究所

图表 3: 港交所净利润率情况: %

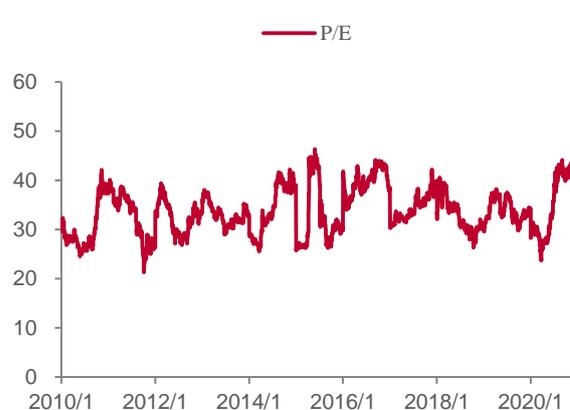

来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 4: 港交所净净利润情况: 亿港元, %


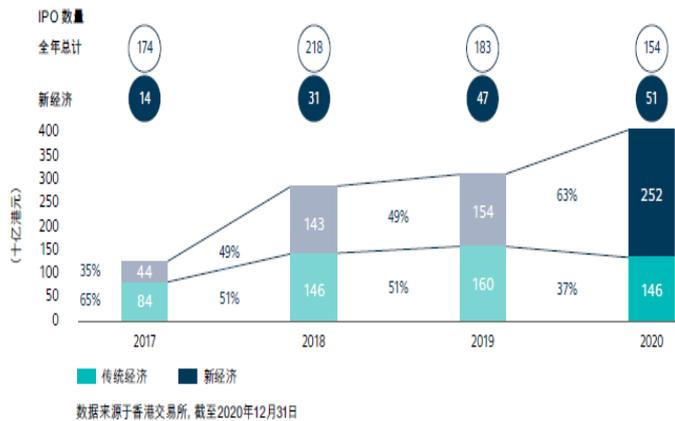
来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 5: 港交所净利润平均值和标准差: 亿港元, %


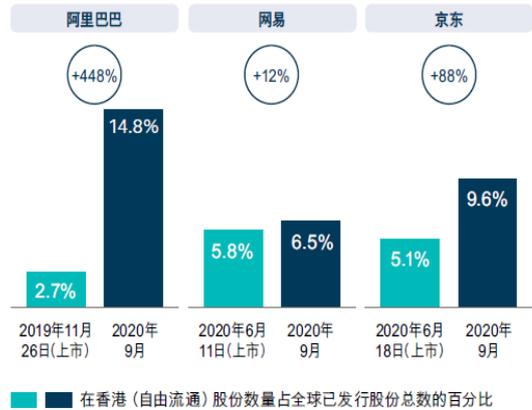
来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 6: 2010 年至今港交所市盈率变化


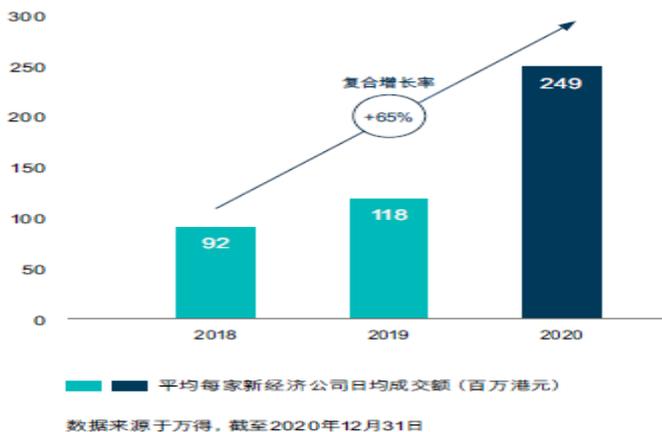
来源: wind, 中泰证券研究所

图表 7: 新经济公司 IPO 情况: 10 亿港元, %
新经济公司首发集资金额占比


来源: 港交所官网, 中泰证券研究所

图表 8: 美国 ADR 和香港股票转换情况: %
美国预托证券与香港股票的转换


来源: 港交所官网, 中泰证券研究所

图表 9: 新经济体日均交易金额: 百万港币, %


来源: 港交所官网, 中泰证券研究所

图表 10: 基于换手率和市值增速的 ADT 测算

市值复合增速	换手率			
	日均交易量倍数	90%	100%	110%
5%	1.65	1.84	2.03	
10%	2.05	2.28	2.50	
15%	2.50	2.78	3.06	

来源: wind, 中泰证券研究所

图表 11: 香港交易所利润表预测: 百万港币

利润表	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
交易费及交易系统使用费	6339	5592	6900	8387	9528
联交所上市费	1721	1633	1969	2307	2684
结算及交收费	3281	3160	4069	5602	6379
存管, 托管和代理人服务费	979	1052	1136	1250	1375
市场数据费	899	919	947	994	1044
其他收入	1033	1209	1402	1613	1855
收入	14252	13565	16423	20153	22864
投资收益净额	1584	2729	2229	3345	3490
杂项收益	31	17	50	60	60
收入及其他收益	15867	16311	18702	23558	26414

营运支出	-4110	-4048	-4114	-4947	-5283
EBITDA	11757	12263	14588	18611	21131
摊销折旧	-762	-1044	-1148	-1263	-1390
营运溢利	10995	11219	13439	17347	19741
除税前溢利	10883	10951	13239	17127	19491
税项	-1592	-1561	-1920	-2483	-2826
应占溢利	9291	9390	11320	14644	16665
归母公司股东	9312	9391	11323	14649	16673
非控股股东	-21	-1	-3	-5	-8
其他综合收益	18	-87	-60	0	0
综合收益总额	9309	9303	11260	14644	16665

来源：公司公告，中泰证券研究所

图表 12：香港交易所资产负债表预测：百万港币

资产负债表	2018	2019	2020E	2021E	2022E
现金及等同现金项目	121196	128152	147322	177567	202253
以公允价值计量及列入溢利或亏损的财务资产	61004	57401	70423	81113	89723
以公允价值计量及列入其他综合损益的财务资产	3755	4569	4850	5578	6414
以摊销成本计量的财务资产	31885	40672	55511	50250	56759
应收账款，预付款及按金	18362	25812	33556	40267	48320
其他	19746	22445	19636	2457	15449
总资产	255948	279051	331298	357232	418918
按公允价值计入溢利或者亏损的财务负债	53915	48008	62410	68651	75517
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	123728	142536	164674	189425	217814
应付账款，应付费用及其他负债	18369	22447	29181	16876	35017
其他负债	19033	21559	26264	28379	32502
总负债	215045	234550	282529	303332	360850
股本	27750	30449	31877	33305	33305
为股份奖励计划而持有的股份	-682	-770	-830	-900	-990
以股份支付的雇员酬金储蓄	218	250	280	300	320
保留盈利	13379	14204	17072	20714	24871
归母净资产	40729	44173	48429	53499	57636
非控股权益	174	328	339	401	432
股本权益总额	40903	44501	48768	53901	58068
负债及股本权益总额	255948	279051	331298	357232	418918

来源：公司公告，中泰证券研究所

投资评级说明:

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注: 评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价 (或行业指数) 相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准; 新三板市场以三板成指 (针对协议转让标的) 或三板做市指数 (针对做市转让标的) 为基准; 香港市场以摩根士丹利中国指数为基准, 美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准 (另有说明的除外)。

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仅代表个人对上述港股、美股等海外市场及其证券的个人理解。
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, 同时在此承诺, 在执业过程中, 谨守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则。
3. 本人承诺所有报告内容及研究观点均恪守独立、客观原则, 并保证报告内容及研究观点所采用数据均来自公开、权威、合规渠道。
4. 本人承诺由本人出具的所有报告中的内容或观点, 不会直接或间接地收到任何形式的补偿, 并且不存在任何形式的利益关联。

重要声明:

中泰证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 反映了作者的研究观点, 力求独立、客观和公正, 结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断, 可能会随时调整。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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用, 不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户, 不构成客户私人咨询建议, 且仅限中国内地使用。

市场有风险, 投资需谨慎。在任何情况下, 本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意, 在法律允许的情况下, 本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发, 需注明出处为“中泰证券研究所”, 且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。