

## 【广发非银&海外】香港交易所(00388.HK)

### 港股市场兴衰镜鉴，互联互通水大鱼大

#### 核心观点：

- **港交所是港股市场兴衰的镜鉴。**港交所的收入分类为四项：（1）与交易直接相关，包含交易费及交易系统服务费、结算及交收费；（2）上市费用，包括首次上市及其后发行费用、上市年费；（3）稳定增长费用：包括市场数据费、存托管及代理人服务费、其他收入等；（4）投资收益，包括公司自营资金及外部投资组合。前三者约占总收入 90%。因此，市场活跃与否决定了港交所盈利水平和估值水平。
- **近年来港交所围绕完善交易机制及推动上市改革开展了一系列改革，**包括：上市制度改革，为港交所引入中概股回归及生物科技企业上市；进一步完善互联互通机制，包括中概股纳入港股通；优化交易服务等。
- **水大：互联互通的战略地位汇集中外资金。**港交所作为联通中国与海外的特殊角色，拥有具垄断性与排他性的地理位置与制度优势。作为世界金融中心，为外资投资中资企业提供良好的桥梁与平台。**鱼大：上市制度改革引入有吸引力与成长性的企业。**已运营成熟且具备体量的中概股回归上市有望贡献稳定的交易额，新型生物科技企业成长速度快，有望通过市值增长及高换手率实现增长的交易额。**成长：多年来港交所持续推进机制完善与改革，**目前仍在推进的法团版同股不同权企业第一上市，及将更丰富标的纳入沪深股通等。
- **盈利预测：**预测公司 2020、2021 年实现归母净利润 116.80、130.64 亿港元，EPS 9.19 港元/股和 10.28 港元/股，对应最新收盘价 PE 为 41.6x、37.2x。公司近年 PE (TTM) 波动在 25x-50x 之间，在当前宽松流动性与市场交易活跃背景下，给予公司 2021 年 43xPE 估值，对应合理价值 442.04 港元/股，维持对公司“增持”评级。
- **风险提示：**疫情及地缘政治不稳定影响市场成交及上市公司数目，市场大幅波动导致投资亏损，高管变动导致政策延续不确定等。

#### 盈利预测：

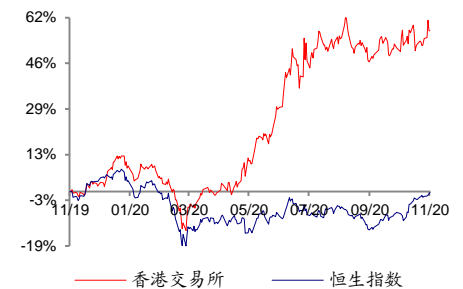
| 单位：港元      | 2018  | 2019  | 2020E | 2021E | 2022E |
|------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入（百万元）  | 15867 | 16311 | 19079 | 21235 | 22843 |
| 增长率（%）     | 20.4% | 2.8%  | 17.0% | 11.3% | 7.6%  |
| 归母净利润（百万元） | 9312  | 9391  | 11680 | 13064 | 13954 |
| 增长率（%）     | 25.8% | 0.8%  | 24.4% | 11.9% | 6.8%  |
| EPS（元/股）   | 7.43  | 7.45  | 9.19  | 10.28 | 10.98 |
| 市盈率（P/E）   | 30.4  | 34.0  | 41.6  | 37.2  | 34.9  |
| ROE（%）     | 21.3% | 23.9% | 20.1% | 18.8% | 21.7% |

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

#### 公司评级

|      |            |
|------|------------|
| 当前价格 | 386.2 港元   |
| 合理价值 | 442.04 港元  |
| 前次评级 | 增持         |
| 报告日期 | 2020-11-27 |

#### 相对市场表现



分析师：陈福



SAC 执证号：S0260517050001

SFC CE No. BOB667



0755-82535901



chenfu@gf.com.cn

分析师：陈韵杨



SAC 执证号：\S0260519080002

SFC CE No. BOX139



0755-82984511



chenyunyang@gf.com.cn

#### 相关研究：

【广发非银&海外】香港交易所(00388.HK)：“新经济”带来强劲活力 2020-08-20

【广发非银&海外】香港交易所(00388.HK)：2020Q1 市场活跃与新机制双重推动主营业务增长 2020-05-08

【广发非银&海外】香港交易所(00388.HK)：2019 业绩表现稳健，新机制支持增长 2020-02-28

## 目录索引

|                                   |    |
|-----------------------------------|----|
| 一、收入视角看港交所是港股兴衰的镜鉴 .....          | 4  |
| (一) 现货市场交易量是第一盈利驱动 .....          | 4  |
| (二) 上市费用与上市企业数量挂钩 .....           | 6  |
| (三) 投资收益波动 .....                  | 7  |
| (四) 复盘港交所 .....                   | 8  |
| 二、制度改革提振港股市场的活力 .....             | 9  |
| (一) 上市制度改革 .....                  | 10 |
| (二) 互联互通机制进一步完善 .....             | 12 |
| (三) 优化交易服务 .....                  | 13 |
| 三、成长性探讨 .....                     | 14 |
| (一) 互联互通机制带来持续活跃交易量 .....         | 14 |
| (二) 中概股回归活跃市场及带来增长的上市费收入 .....    | 15 |
| (三) 生物科技公司上市活跃市场 .....            | 15 |
| 四、展望及盈利预测 .....                   | 17 |
| (一) 水大: 互联互通的战略地位汇集中外资金 .....     | 17 |
| (二) 鱼大: 上市制度改革引入有吸引力与成长性的企业 ..... | 17 |
| (三) 成长: 持续推进改革 .....              | 19 |
| 五、风险提示 .....                      | 20 |

## 图表索引

|  |    |
|--|----|
| 图 1: 按分部划分营收构成.....                            | 4  |
| 图 2: 收入重分类.....                                | 4  |
| 图 3: 交收指示金额与现货 ADT 高度相关.....                   | 5  |
| 图 4: 交易费及交易系统服务费按品种划分 (百万港元).....              | 5  |
| 图 5: 现货市场交易额和衍生权证成交的回归分析.....                  | 6  |
| 图 6: 现货市场交易额和衍生品合约成交的回归分析.....                 | 6  |
| 图 7: 现货市场上市费构成 (百万港元).....                     | 7  |
| 图 8: 现货分部上市年费随上市公司总数上升而增加.....                 | 7  |
| 图 9: 港交所历年单月现货市场 ADT 及 PE 估值.....              | 9  |
| 图 10: 港交所历年 IPO 募资规模及全球排名.....                 | 12 |
| 图 11: 沪深股通、港股通、债券通及现货市场交易金额 (含纳入指数).....       | 13 |
| 图 12: 各品种交易金额构成.....                           | 14 |
| 图 13: 2019 年各品种交易及结算收入构成 (百万港元).....           | 14 |
| 图 14: 联交所日均成交金额及占比 (十亿港元).....                 | 14 |
| 图 15: 债券通资金日均成交金额 (百万港元).....                  | 14 |
| 图 16: 港交所历年上市生物科技公司情况 (十亿港元).....              | 17 |
| 图 17: 恒生生物科技指数成交额与换手率 (十亿港元).....              | 17 |
| 图 18: 港交所主板及创业板总市值与换手率.....                    | 18 |
| 图 19: 恒生生物科技指数成交额与换手率.....                     | 18 |
| 图 20: 港交所上市以来 PE-band.....                     | 19 |
| <br>   |    |
| 表 1: 交易费及交易系统使用费计费方式 (百万港元).....               | 4  |
| 表 2: 结算和清算费计费方式 (百万港元).....                    | 5  |
| 表 3: 上市费及上市年费计费方式.....                         | 6  |
| 表 4: 公司投资收益构成.....                             | 7  |
| 表 5: 港交所上市以来重要改革措施.....                        | 8  |
| 表 6: 港交所《战略规划 2019-2021》要点梳理.....              | 9  |
| 表 7: 港交所今年重要上市制度改革.....                        | 10 |
| 表 8: 港交所上市新规发布后上市同股不同权企业一览.....                | 10 |
| 表 9: 港交所上市新规发布后上市生物科技企业一览.....                 | 11 |
| 表 10: 互联互通机制完善.....                            | 12 |
| 表 11: 港交所优化交易服务措施一览.....                       | 13 |
| 表 12: 市值排名前五十企业中的新准则上市公司.....                  | 15 |
| 表 13: 市值前十未在港股上市中概股 (截至 2020 年 11 月 23 日)..... | 15 |
| 表 14: 未盈利生物科技公司市值及交易情况一览.....                  | 16 |
| 表 15: 中国对外证券投资资产 (亿美元).....                    | 17 |
| 表 16: 已回港二次上市中概股公司两地募资金额对比.....                | 18 |
| 表 17: 港交所在推新政.....                             | 19 |

## 一、收入视角看港交所是港股兴衰的镜鉴

我们把港交所的收入重分类为四项：（1）与交易直接相关，包含交易费及交易系统服务费、结算及交收费；（2）上市费用，包括首次上市及其后发行费用、上市年费；（3）投资收益，包括公司自营资金及外部投资组合；（4）稳定增长费用：包括市场数据费、存托管及代理人服务费、其他收入等。

图 1：按分部划分营收构成

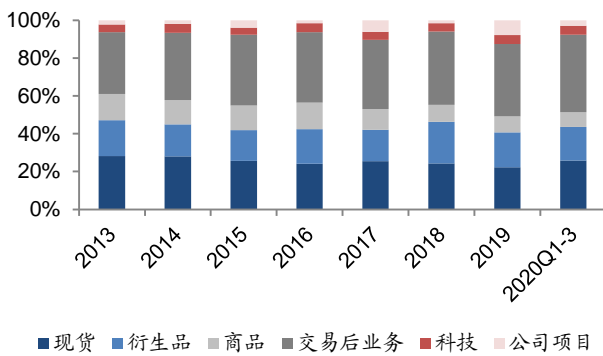
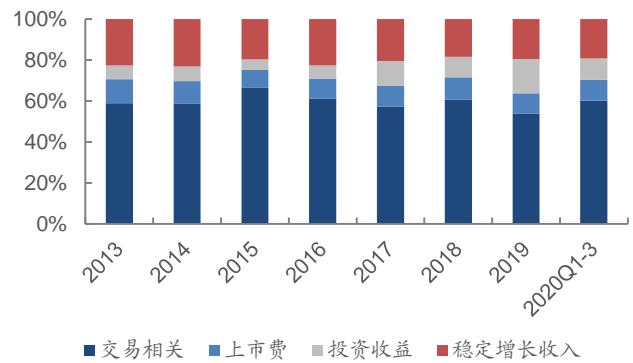


图 2：收入重分类



数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

### （一）现货市场交易量是第一盈利驱动

统计2013-2020Q3财报数据，与交易相关费用收入在公司总收入中稳定占比约60%，该部分收入收费模式均是固定费率，因此收入增长依赖于成交量的增长。其中现货市场交易量是第一盈利驱动。

表1：交易费及交易系统使用费计费方式（百万港元）

| 分部                      | 交易费计算  | 备注        | 2020H1 收入 | 收入占比   |
|-------------------------|--|-----------|-----------|--------|
| <b>1. 现货分部</b>          |  |           |           |        |
| 交易费                     | 基础费用<br>ADT×港股市场成交天数（扣除港股通 ADT/2×南向交易天数）×0.005%×2（双边）                    | 对 ETF 有减免 | 1303      | 14.84% |
|                         | 沪深港通<br>南向资金：南向 ADT/2×0.005%×南向交易天数<br>北向资金：北向 ADT/2×40%×0.00487%×北向交易天数 |           |           |        |
| 交易系统服务费                 | 所有产品（除港股通）<br>日均成交笔数×北向交易天数×0.5 港元×2（双边）                                 |           | 176       | 2.00%  |
|                         | 港股通<br>日均成交笔数×南向交易天数×0.5 港元/2  |           |           |        |
| <b>2. 股本证券和金融衍生产品分部</b> |  |           |           |        |
| 交易费和交易系统使用费             | 日均成交量×单笔价格×港股市场交易天数×2（双边）  | 对不同做市商有减免 | 1072      | 12.21% |
| <b>3. 商品分部</b>          |  |           |           |        |
| 交易费用                    | 日均成交合约数×单笔价格×LME 交易天数×2（双边）+<br>日均未平仓合约数×0.02 美元×LME 交易天数×2（双边）          | 对不同做市商有减免 | 574       | 6.54%  |
| <b>4. 交易后业务</b>         |  |           |           |        |

|                           |             |  |     |       |
|---------------------------|-------------|--|-----|-------|
| 拨自股本证券及衍生产品分部的交易费及交易系统使用费 | 同股本证券和衍生品分部 |  | 205 | 2.33% |
|---------------------------|-------------|--|-----|-------|

数据来源：公司官网、广发证券发展研究中心

表2：结算和清算费计费方式（百万港元）

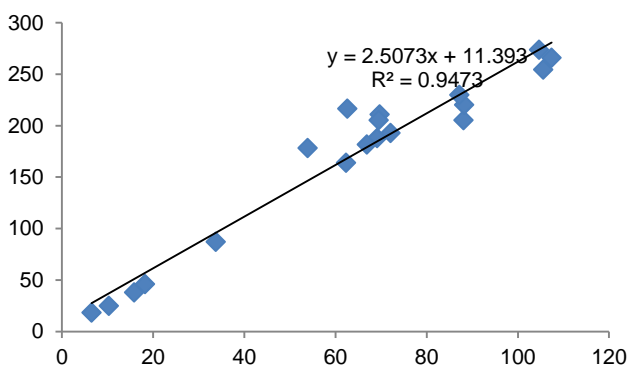
| 交易后业务       | 交易费率  | 备注                     | 2020H1 收入 | 收入占比   |   |
|-------------|---|------------------------|-----------|--------|---|
| 清算和结算费—现货市场 | 交易所交易   | 费用区间为 2-100 港元且在不同时间可变 | 1364      | 15.53% |   |
|             | 港股通   |                        |           |        | ADT×港股市场成交天数（扣除港股通 ADT/2×南向交易天数）×0.002%×2（双边） |
|             | 沪深股通  |                        |           |        | 南向 ADT/2×0.002%×南向交易天数                        |
|             | 清算指令  |                        |           |        | 北向 ADT/2×0.002%×北向交易天数×1.5                    |
| 清算和结算费—商品市场 | 日均成交合约数×单笔价格×LME 交易天数×2（双边）+日均未平仓合约数×0.01 美元×LME 交易天数×2（双边） |                        | 302       | 3.44%  |   |
|             |   |                        | 324       | 3.69%  |   |

数据来源：公司官网、广发证券发展研究中心

**（1）结算交收费由当期交易指示金额决定，交收指示金额与现货市场交易量高度相关。**通过从2002-2019年的历史数据来看，交收指示日均金额和现货市场日均交易金额的正相关性非常明显；线性回归的角度，交收指示日均金额和现货市场日均交易金额的拟合度达到93%。

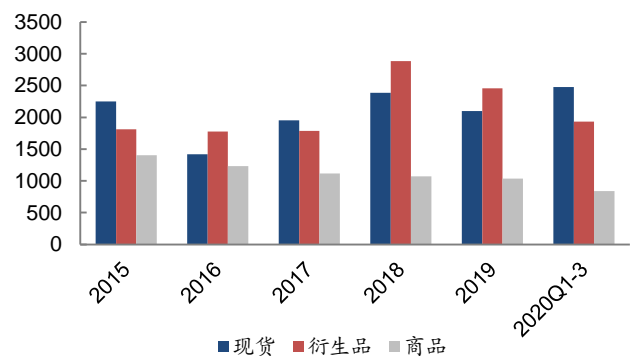
**（2）衍生品市场交易量和现货市场交易量相关显著。**交易费及交易系统服务费分为现货、衍生品、商品期货三个品种，近年现货和衍生品在该项收入中占比在35%-45%区间，商品总额相对平稳，占比近年降至约17%。一般而言在市场波动较大下衍生品交易量越大。从线性回归角度，衍生权证、牛熊证及权证日均成交金额与现货市场日均成交金额拟合度约85%；期交所衍生产品合约和联交所股票期权合约日均成交张数与现货市场日均成交金额拟合度约82%。

图 3：交收指示金额与现货 ADT 高度相关



数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

图 4：交易费及交易系统服务费按品种划分（百万港元）



数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心



图 5: 现货市场交易额和衍生权证成交的回归分析

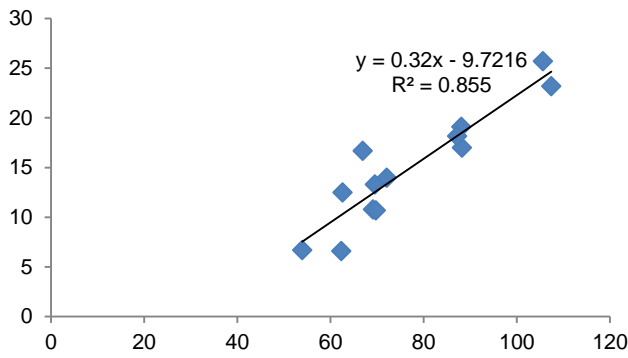
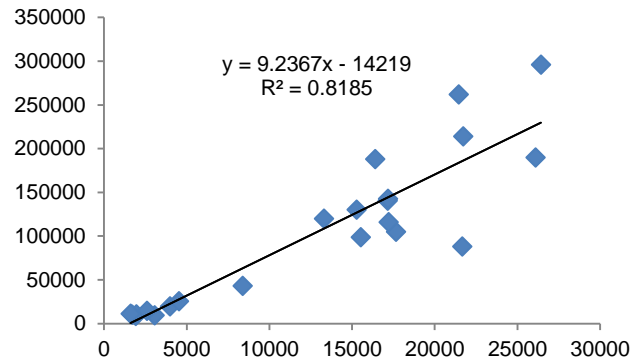


图 6: 现货市场交易额和衍生品合约成交的回归分析



数据来源: 公司年报、广发证券发展研究中心

数据来源: 公司年报、广发证券发展研究中心

## (二) 上市费用与上市企业数量挂钩

上市费和上市年费在公司总收入中占比稳定约为10%，按产品类型不同同样分为现货、衍生品、商品三类。其中：（1）对上市企业收取上市费及上市年费，收费参考公司市值，因此收入与上市企业数量及市值挂钩；（2）对上市股本证券及衍生品收取固定上市费用，为单笔收费，因此收入与新上市产品数量挂钩。

表3: 上市费及上市年费计费方式

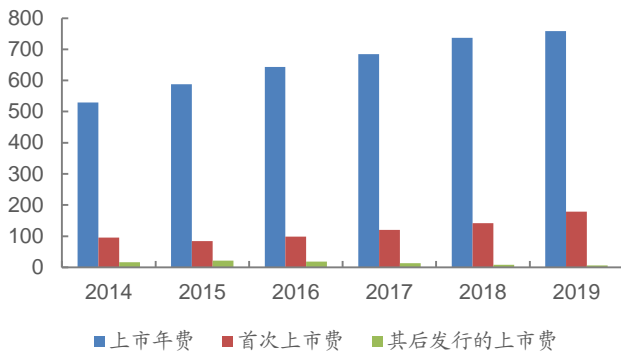
|                        |              | 交易费率              | 备注   | 2020H1 收入 | 收入占比  |
|------------------------|--------------|-------------------|--|-----------|-------|
| <b>1、现货分部</b>          |              |                   |  |           |       |
| 上市费用                   | 首次及以后发行的上市费用 | 对上市公司按账面市值以不同费率收费 | 主板从 15 万港元到 40 万港元；创业板从 10 万港元到 20 万港元                                     | 463       | 5.27% |
|                        | 年费           | 对上市公司按名义市值以不同费率收费 | 主板从 14.5 万港元到 118.8 万港元；创业板从 10 万港元到 20 万港元                                |           |       |
| <b>2、股本证券和金融衍生产品分部</b> |              |                   |  |           |       |
| 上市费用                   | 首次及以后发行的上市费用 | 对不同上市品种按不同费率收费    | 首次发行的权证、界内证收费为 6 万港元，非首次发行的为 4 万港元。<br>首次发行的牛熊证收费 1.8 万港元，非首次发行的为 1.2 万港元。 | 465       | 5.29% |

数据来源: 公司官网、广发证券发展研究中心

现货市场的上市费用主要由上市年费构成，占比超过80%。（1）上市年费随上市公司总数上升而增加。从回归方程看，现货市场上市年费与上市公司总数的拟合度达98%，呈现高度相关。

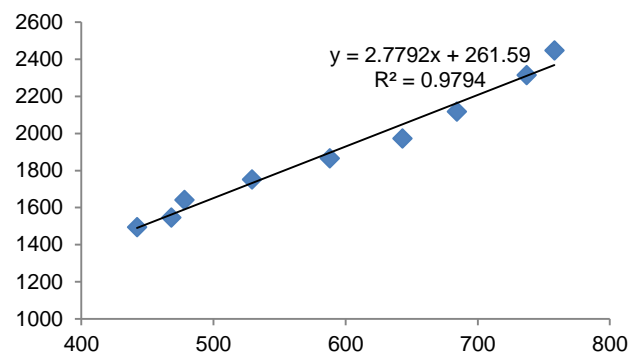
（2）从历史数据看，首次上市费增长平稳，其后发行的上市费金额较小。首次上市费计费方式与募资金额相关，但受计费上限限制（根据公司官网披露，最高收费档次为对主板发行金额超过15亿港元企业统一收取40万港元上市费；对GEM发行金额超过10亿港元企业统一收取20万港元上市费），部分年份即使募资总额较高，但若超过单家募资总额超过收费上限的企业数较多，亦会导致上市费减少。此外影响因素还包括各年对未成功上市企业没收的上市费差异。

图 7: 现货市场上市费构成 (百万港元)



数据来源: 公司年报、广发证券发展研究中心

图 8: 现货分部上市年费随上市公司总数上升而增加



数据来源: 公司年报、广发证券发展研究中心

### (三) 投资收益波动

公司投资收益由两分部组成, 一是交易后结算分部, 分别为保证金 (自2014年9月起收取LME Clear参与者的资金) 与结算所基金 (自2014年11月起透过沪深港通买卖上交所A股而收取参与者的内地证券及结算保证金)。截至2020年三季度末保证金与结算所基金余额分别为1553亿港元与163亿港元, 两项基金投资收益均主要来自于现金及银行存款, 历年投资回报率平均在1%左右, 主要受存款利率波动影响。

二是公司项目分部, 为公司资金投资于集体投资计划 (外部组合, 主要投向上市股本证券、绝对收益、多行业固收及美国政府债券等) 与现金及银行存款、债券、汇兑损益 (合称内部组合)。截至2020年三季度末公司资金投资余额为302亿港元, 其中投于集体投资计划约为70亿港元, 分别投资于多行业固定收益 (30%)、美国政府债券及按揭证券 (24%)、绝对回报 (26%)、上市股本证券 (21%)。2020年前三季度实现投资收益14.83亿港元, 同比减少约6.73亿港元, 主要由于集体投资计划盈利大幅下降, 年化投资收益率1.60% (2019年为7.86%, 2018年为1.42%)。集团已于2020年三季度净赎回24亿港元, 转为内部管理现金存款及转投于货币市场基金。

交易后结算分部资金由于均为保证金, 因此资金净额受日均交易影响; 公司项目资金主要为留存资金, 资金净额平稳增长。而从投资收益构成看, 两分部主要资金投入流动性较好及安全性较高的现金及存款, 该部分收益平稳, 主要受短期银行存款利率变化影响; 集体投资计划资产受益波动可参考MSCI World Index等指数。

表4: 公司投资收益构成

|               | 2013  | 2014  | 2015  | 2016  | 2017 | 2018  | 2019  | 2020H1 |
|---------------|-------|-------|-------|-------|------|-------|-------|--------|
| 交易后结算分部       |       |       |       |       |      |       |       |        |
| 平均资金净额 (十亿港元) | 46.4  | 73.1  | 157.8 | 127.8 | 149  | 169   | 142.4 | 168    |
| 投资收益 (百万港元)   | 393   | 532   | 604   | 547   | 809  | 1377  | 1496  | 772    |
| 年化投资净回报       | 0.85% | 0.73% | 0.38% | 0.43% | 0.54 | 0.81% | 1.05% | 0.92%  |
| 公司项目          |       |       |       |       |      |       |       |        |
| 平均资金净额 (十亿港元) | 9.4   | 10.9  | 14.3  | 17.4  | 20.6 | 25.3  | 27.9  | 29.3   |

|                 |        |       |        |       |        |         |        |        |
|-----------------|--------|-------|--------|-------|--------|---------|--------|--------|
| -其中：外部组合资金净额    |        |       |        | 5.1   | 6.6    | 7.1     | 9.3    | 6.7    |
| -其中外部组合投向上市股本证券 |        |       |        | 35%   | 33%    | 29%     | 26%    | 23%    |
| 投资收益（百万港元）      | 188    | 175   | 74     | 149   | 790    | 248     | 1233   | 66     |
| 年化投资净回报         | 2.00%  | 1.62% | 0.52%  | 0.86% | 3.83%  | 0.82%   | 4.42%  | 0.45%  |
| MSCI 全球         | 20.25% | 2.10% | -4.26% | 5.63% | 21.62% | -11.18% | 24.05% | -0.07% |

数据来源：Wind、公司年报、广发证券发展研究中心

#### （四）复盘港交所

**多措施改革持续提升服务质量与丰富产品。**港交所自2000年上市以来积极推动多项改革，主要围绕着扩大交易渠道、便利投资者和完善配套的方向。在2007年前，港交所主要对自身交易系统进行完善，推出新产品。而2011年后港交所在吸引内资方面有着很大进步，另外港交所成功收购了伦敦金融交易所，补充完善商品交易板块。而2018年的上市规则修订及国际指数纷纷将A股纳入，对港股自身成交量和沪深港股通有了更大的刺激作用。

表5：港交所上市以来重要改革措施

| 事件                 | 时间               | 具体内容   | 对港交所的提升   |
|--------------------|------------------|--|---|
| QDII 制度推出          | 2006 年 4 月       | 允许符合条件的银行、基金公司和保险机构按照相关规定，进行境外理财投资，并允许个人参与   | 截至 2020 年 11 月 8 日，QDII 累计获批额度为 1124.03 亿美元   |
| 开放上市机制             | 2007 年 3 月 7 日   | 便利海外公司在香港上市<br>研究让预托证券上市（08 年生效）   | 2019 年与 2020 年前三季度海外公司（非 H 股、红筹股或中资民营股）在港上市股票成交金额为 9.3 万亿与 7.9 万亿港元，占现货市场成交金额 44%与 39%。             |
| 双币双股模式             | 2011 年           | 可让人民币计价证券在港交所上市  |   |
| 收购伦敦金融交易所          | 2012 年 12 月      | 收购价格 13.88 亿英镑   | 2019 年与 2020 年前三季度商品分部 EBITDA 为 7.31、5.92 亿港元   |
| 更新交易系统             | 2013-2018 年      | 推出新交易系统领航星市场数据平台，衍生产品交易及结算系统升级至 Genium INET，均提升了交易体验。  |   |
| 沪港通开通              | 2014 年 11 月 17 日 | 2016 年 8 月起取消沪港通、深港通总额度；   | 2019 年和 2020 年前三季度沪深股通日均成交金额分别为 417、900 亿元；港股通日均成交金额为 108、232 亿港元。                                  |
| 深港通开通              | 2016 年 12 月 5 日  | 2018 年 5 月起沪股通深股通每日额度均调整至 520 亿元人民币，港股通均调整至 420 亿元人民币。   |   |
| 债券通北向交易开通          | 2017 年 7 月 3 日   |  | 2019 年与 2020 年前三季度债券通日均成交金额分别为 107、197 亿港元。   |
| 各大指数将 A 股和中国债券纳入成分 | 2018 年开始         | 2018 年 6 月：A 股纳入 MSCI 指数<br>2019 年 4 月：债券通纳入彭博巴克莱指数<br>2019 年 6 月：A 股纳入富时罗素指数<br>2020 年 2 月：中国国债纳入摩根大通指数 | 吸收增量跟踪指数的国际资金参与内地资本市场投资   |
| 修订上市规则             | 2018 年 8 月       | 允许同股不同权的创新企业和尚未盈利的生物科技公司上市。2020 年 10 月允许法团同股不同权企业在香港二次上市。  | 2019 年与 2020 年（截至 11 月 23 日）同股不同权企业成交金额为 6486 亿和 32279 亿港元，占现货市场成交金额 3.02%与 11.44%。生物科技公司成交金额为 7363 |

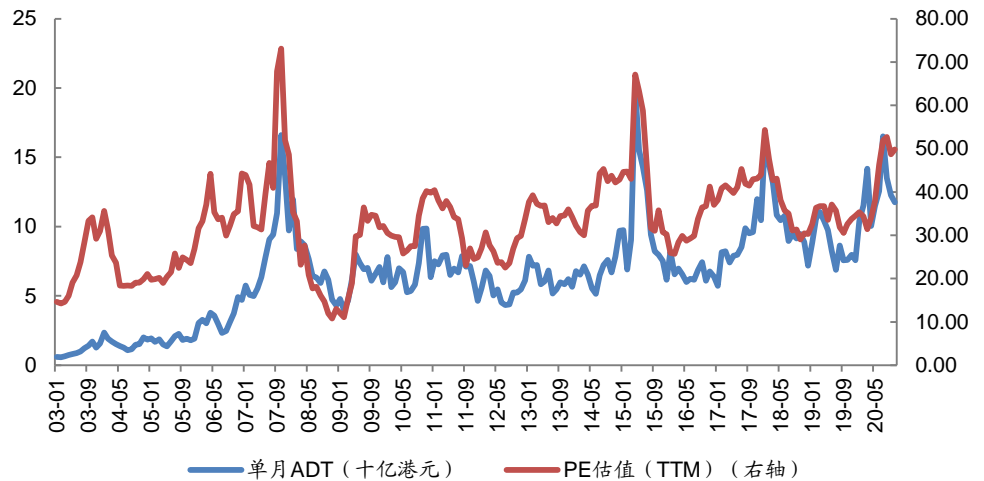


|                |          |          |                          |
|----------------|----------|----------|--------------------------|
| 将同股不同权股票纳入南向交易 | 2019年10月 | 目前有小米和美团 | 亿和 14749 亿港元，占比为 3%与 5%。 |
|----------------|----------|----------|--------------------------|

数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

从港交所历年单月现货市场日均成交金额及PE估值情况看，PE估值波动与单月现货市场的波动趋势高度重合，趋势均呈上行。由此判断，活跃的日均成交既提升公司当期盈利水平，亦提升公司当期估值水平。

图9：港交所历年单月现货市场 ADT 及 PE 估值



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

## 二、制度改革提振港股市场的活力

为了吸引更多的投资者进行交易、融资等操作，港交所一直在资金渠道、交易产品、交易所功能这三个核心元素进行创新。在《战略规划2019-2021》中，港交所明确三大主题：**立足中国、连接全球、拥抱科技**，打造国际领先亚洲时区交易所，连接中国与世界。

表6：港交所《战略规划2019-2021》要点梳理

| 板块   | 核心内容   | 重点改革措施   |
|------|--|--|
| 立足中国 | 便利南北向资金流通（包括促进中国内地资本市场国际化、及便利中国内地财富多元资产配置）             | <p><b>优化沪深港通：</b>纳入港股同股不同权公司，扩大互联互通投资标的，并推出相关公司衍生品。</p> <p><b>构建债券平台：</b>港交所将彭博纳入认可交易平台、彭博巴克莱指数纳入在岸中国债券，加大市场参与度。</p> <p><b>增加交易产品：</b>支持人民币定息、货币衍生品的跨境交易；伦敦金提供更多大宗商品，延长交易时间；加强伦敦金所和前海联交所仓库建设等交收服务。</p> <p><b>加强大湾区和内地融合：</b>探讨“新股通”，打通一级市场前往内地融资渠道；引入国债主力期货合约，建立认可债券认证机构等。</p> |
| 连接全球 | 丰富证券标的和亚太产品（提升香港市场对全球资本的吸引力，及在香港市场提供更多亚太区投资产品）；提高市场流动性 | <p><b>IPO 上市规则改革：</b>允许同股不同权的创新产业公司、未有收入或尚未盈利的生物科技公司在香港上市。</p> <p><b>加强发行 ETF 和衍生产品：</b>提供更多亚太地区产品，延长交易时间和扩大卖空标的，并和内地互联互通。</p>   |

|             |                           |   |
|-------------|---------------------------|---|
| <b>拥抱科技</b> | 加快主业现代化进程，及探索金融科技和数据市场新领域 | <b>完善交易平台：</b> 2018年起更新港股各渠道的交易系统。<br><b>探讨科技业务：</b> 建立创新实验室，并购买港融科技、华控清交、富融银行股权，发展金融科技、数据分析、区块链和虚拟银行等业务。 |
|-------------|---------------------------|---|

资料来源：公司财报，广发证券发展研究中心

其中，在上市制度改革、两地互联互通及交易品种丰富三项上改革成效最为显著：

### （一）上市制度改革

上市制度改革主要有两项创新制度，分别是接受同股不同权的创新产业公司、及允许未有收入或尚未盈利的生物科技公司在香港上市。

**表7：港交所今年重要上市制度改革**

| 事件                  | 时间       | 具体文件                                 |
|---------------------|----------|--------------------------------------|
| 允许同股不同权的创新产业公司在香港上市 | 2018年4月  | 港交所《上市规则》8A章，适用于第一上市企业；9C章，适用于第二上市企业 |
| 未有收入或尚未盈利的生物科技公司    | 2018年4月  | 港交所《上市规则》18A章                        |
| 允许法团实体同股不同权的公司二次上市  | 2020年10月 | 公司官网《联交所刊发有关法团实体不同投票权的咨询总结》          |

数据来源：公司官网、广发证券发展研究中心

2018年4月，港交所发布新上市制度，纳入同股不同权企业，满足条件企业可在香港市场进行第一或第二次上市。2020年10月末，港交所发布《联交所刊发有关法团实体不同投票权的咨询总结》，允许法团实体同股不同权的公司可在港二次上市。目前已有阿里巴巴、美团、小米集团、京东等7家同股不同权企业实现在港上市，其中5家为回流中概股，IPO募资总额合计约2394亿港元。

**表8：港交所上市新规发布后上市同股不同权企业一览**

| 公司      | 上市日期       | 发行价格(港元) | IPO 总额(百万港元) | 是否回流中概股 |
|---------|------------|----------|--------------|---------|
| 小米集团-W  | 2018-07-09 | 17.00    | 42,610.87    | 否       |
| 美团-W    | 2018-09-20 | 69.00    | 33,138.53    | 否       |
| 阿里巴巴-SW | 2019-11-26 | 176.00   | 101,200.00   | 是       |
| 京东集团-SW | 2020-06-18 | 226.00   | 34,558.13    | 是       |
| 中通快递-SW | 2020-09-29 | 218.00   | 11,281.50    | 是       |
| 宝尊电商-SW | 2020-09-29 | 82.90    | 3,633.81     | 是       |
| 万国数据-SW | 2020-11-02 | 80.88    | 12,940.80    | 是       |

数据来源：公司官网、广发证券发展研究中心

此外，2018年港交所允许符合规定条件但未通过财务资格测试的生物科技企业联交所上市。2019年有9家生物科技公司根据新规则在港交所上市。得益新政策实施，港交所在2019年成为全球第二大生物科技集资中心。统计自2018年至2020年11

月9日，合计有24家合资格公司完成上市，募集资金总额达到656亿港元，其中2家为回流中概股。其中有三家（百济神州、信达生物、君实生物）已符合市值/收益测试摘除“B标记”，成为创收公司。

表9：港交所上市新规发布后上市生物科技企业一览

| 名称       | 上市日期       | 发行价格(港元) | IPO 总额(百万港元) | 是否回流中概股 |
|----------|------------|----------|--------------|---------|
| 歌礼制药-B   | 2018-08-01 | 14.00    | 3,137.92     | 否       |
| 百济神州     | 2018-08-08 | 108.00   | 7,084.80     | 是       |
| 华领医药-B   | 2018-09-14 | 8.28     | 892.06       | 否       |
| 信达生物     | 2018-10-31 | 13.98    | 3,799.79     | 否       |
| 君实生物     | 2018-12-24 | 19.38    | 3,541.63     | 否       |
| 基石药业-B   | 2019-02-26 | 12.00    | 2,572.26     | 否       |
| 康希诺生物-B  | 2019-03-28 | 22.00    | 1,357.38     | 否       |
| 迈博药业-B   | 2019-05-31 | 1.50     | 1,175.37     | 否       |
| 复宏汉霖-B   | 2019-09-25 | 49.60    | 3,425.47     | 否       |
| 亚盛医药-B   | 2019-10-28 | 34.20    | 479.07       | 否       |
| 东曜药业-B   | 2019-11-08 | 6.55     | 589.50       | 否       |
| 中国抗体-B   | 2019-11-12 | 7.60     | 1,384.18     | 否       |
| 启明医疗-B   | 2019-12-10 | 33.00    | 2,980.49     | 否       |
| 康宁杰瑞制药-B | 2019-12-12 | 10.20    | 2,104.39     | 否       |
| 诺诚健华-B   | 2020-03-23 | 8.95     | 2,576.45     | 否       |
| 康方生物-B   | 2020-04-24 | 16.18    | 2,967.72     | 否       |
| 沛嘉医疗-B   | 2020-05-15 | 15.36    | 2,693.94     | 否       |
| 开拓药业-B   | 2020-05-22 | 20.15    | 1,860.80     | 否       |
| 欧康维视生物-B | 2020-07-10 | 14.66    | 1,785.87     | 否       |
| 永泰生物-B   | 2020-07-10 | 11.00    | 1,260.42     | 否       |
| 再鼎医药-SB  | 2020-09-28 | 562.00   | 6,827.54     | 是       |
| 嘉和生物-B   | 2020-10-07 | 24.00    | 3,112.40     | 否       |
| 云顶新耀-B   | 2020-10-09 | 55.00    | 4,019.35     | 否       |
| 荣昌生物-B   | 2020-11-09 | 52.10    | 3,987.58     | 否       |

数据来源：公司官网、广发证券发展研究中心

港交所作为内地和海外沟通的桥梁，吸引了很多内地公司赴港上市。从2006年起，港交所的IPO募资规模迅速提升，在2009-2011年连续三年获得全球第一。2012-2017年的IPO规模受当年市场环境、A股暂停IPO等因素影响，募资规模呈稳定状态。2018年上市制度改革后，港交所的IPO规模继续逐步提升，统计2008至2019年IPO募资规模7次获得全球第一。

图 10: 港交所历年 IPO 募资规模及全球排名



数据来源: 彭博、广发证券发展研究中心

## (二) 互联互通机制进一步完善

近年包括MSCI、富时罗素等多项国际指数将A股纳入指标, 海外资金通过沪深股通参与A股市场交易活跃度大增, 沪深股通交易连创新高。此外, 上述上市新规推行作为港交所引入众多具备吸引力的新经济标的, 吸引南向资金流入。中港两地亦在不断推动互联互通机制完善, 包括 (1) 对南向资金投资港股同股不同权股票的放宽、(2) 完善了各个交易系统 (目前已经改造证券、沪深股通、衍生产品等交易系统)、(3) 优化债券通功能, 拟降低降低交易成本、延长交易时间等措施。

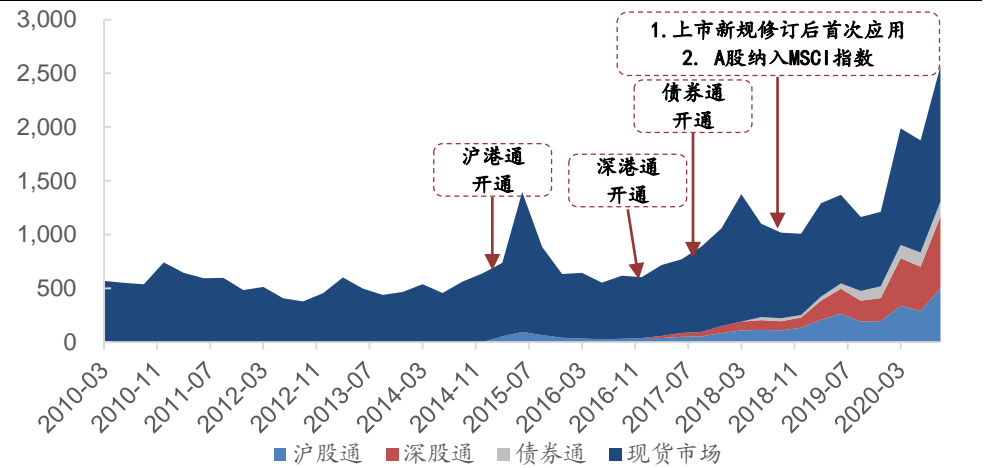
表10: 互联互通机制完善

| 事件  | 时间                | 具体文件                      |
|---|-------------------|---------------------------|
| 港交所推出全新证券交易系统“领航星”, 处理流量倍增                      | 2018年2月           | 公司官网《香港交易所公布全新证券交易系统推出日期》 |
| 港股通纳入同股不同权股票                                    | 2019年10月          | 沪深交易所《港股通业务实施办法(2019年修订)》 |
| 债券通新便利措施 (降低交易成本、延长交易服务时间、与新的境外交易平台对接、完善一级市场服务) | 2020年7月 (同年11月推出) | 债券通官网《债券通开通三周年志庆》         |

数据来源: 公司官网、广发证券发展研究中心

根据公司三季报数据, 从总额看, 2020年前三季度联交所股本证券产品日均成交金额同比增长51%至1068亿元, (2020Q1、H1日均成交金额同比增长分别为39%、33%), 带动现货分部交易费与市场数据费分别同比增长58%与33%。互联互通机制交易持续活跃, 沪深股通成交金额创新高。按总额计算, 2020前三季度沪股通、深股通、债券通日均成交金额合计1097亿元人民币, 同比增长116%, 保持高增长。

图 11: 沪深股通、港股通、债券通及现货市场交易金额 (含纳入指数)



数据来源: wind、广发证券发展研究中心

### (三) 优化交易服务

包括增加交易品种、延长交易时间、便利交易后操作。港交所在衍生品和ETF等方面继续着力,增加交易流动性和投资热情。衍生品方面,港交所一方面加快上市公司相关衍生品的上市时间,一方面延长部分产品的收市后交易时段。ETF方面,港交所积极推动更多产品上市,同时和内地市场进行互挂等联动操作。交易后操作方面,港交所在内地建立前海联交所和伦金所进行合作,增强对现货的交收体验。

表11: 港交所优化交易服务措施一览

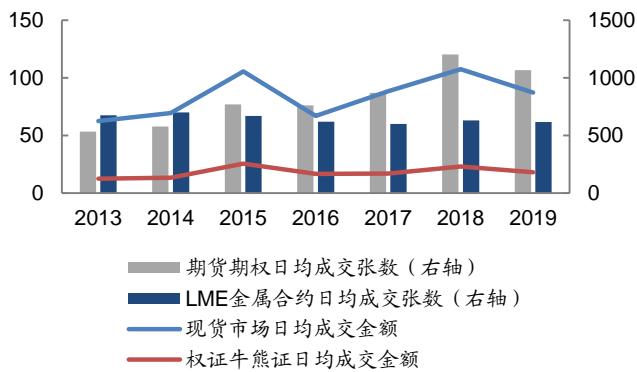
| 事件                                     | 时间          | 具体文件                                   |
|--|-------------|--|
| 延长 T+1 时段交易时间至翌日凌晨 3 点, 包括股指期货、货币和商品产品 | 2019 年 5 月  | 《香港交易所将于 6 月 17 日延长收市后交易时段》            |
| 按 MSCI 亚洲及新兴市场指数推出 37 只期货/期权合约         | 2020 年 5 月  | 《香港交易所与 MSCI 签订授权协议推出亚洲及新兴市场指数期货及期权产品》 |
| 完善前海联交所建设                              | 持续推进        | 《伦敦金属交易所与中国内地大宗商品市场加强联系可带来的机遇》         |
| ETF 互挂计划                               | 2020 年 10 月 | 《香港交易所欢迎首批香港与内地 ETF 互挂计划产品上市》          |

数据来源: 公司官网、广发证券发展研究中心

从各交易品种交易费及结算收入看(以2019年年报披露数据为例),现货分部为最大的收入贡献来源。

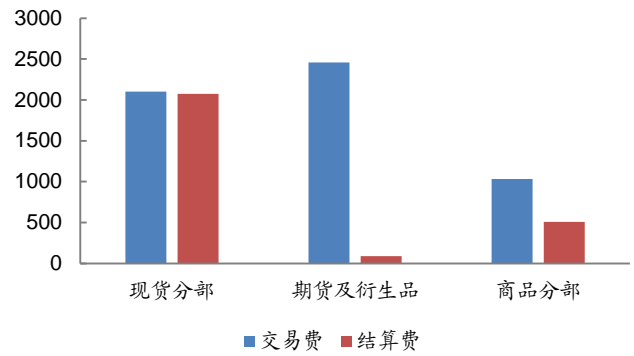


图 12: 各品种交易金额构成



数据来源: 公司年报、广发证券发展研究中心

图 13: 2019 年各品种交易及结算收入构成(百万港元)



数据来源: 公司年报、广发证券发展研究中心

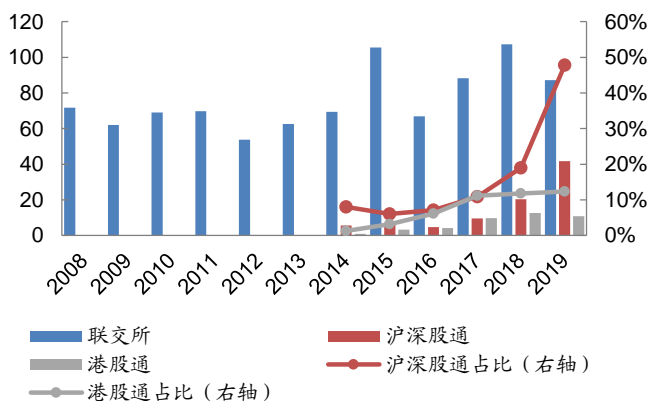
### 三、成长性探讨

#### (一) 互联互通机制带来持续活跃交易量

2019 年 10 月起，港股通对同股不同权股票纳入标的进行了规定。同年 12 月小米和美团成功纳入港股通，带动港股通成交量进一步上升。港股通成交量占港股成交量比例从 19 年 11 月的 13.26% 提升至 20 年 10 月的 20.79%，日均成交金额从 105.56 亿元上升至 244.34 亿元。近三年的资金净流入也呈现明显增长，18 年至今分别为 826.96、2493.37 和 5416.24 亿元。这些资金的流入会对港交所的交易费收入有明显提升。

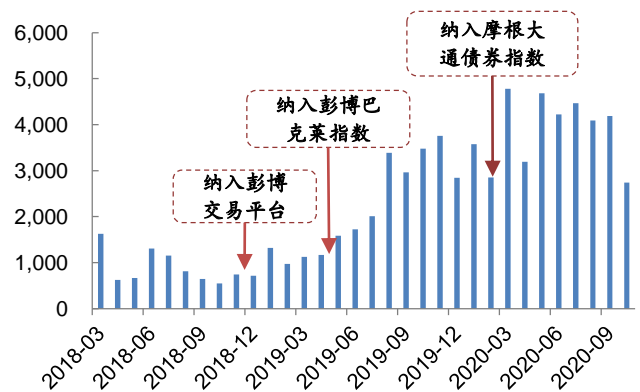
债券通方面，自从港交所和彭博平台及彭博巴克莱指数进行合作后，债券通的成交量得到了巨大的增长。18 年至 20 年前十个月的成交量分别为 8840、26335 和 33798 亿元，19 年同比增长 1.98 倍。而随着 20 年 11 月债券通开始包括降低交易成本等新便利措施，债券通的成交量有望继续提升，为港交所带来增量收入。若以双边征收 0.005% 的交易费计算，今年前十月债券通能为港交所带来 3.38 亿元的收入。

图 14: 联交所日均成交金额及占比(十亿港元)



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 15: 债券通资金日均成交金额(百万港元)



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

## (二) 中概股回归活跃市场及带来增长的上市费收入

运用新准则回流上市的公司丰富了港交所的交易范围，刺激港股总市值和成交金额的增长。截至2020年11月20日，港股前50大市值的公司中有6个是在新准则中得以上市的中概股公司，合计市值占比为16.58%。其中阿里巴巴的市值排名第二，达到5.48万亿港元。

表12: 市值排名前五十企业中的新准则上市公司

| 名称      | 市值(亿港元)   | 市值占比   | 2020年前三季度成交金额(亿港元) | 成交金额占比 | 2020年前三季度平均换手率 |
|---------|-----------|--------|--------------------|--------|----------------|
| 阿里巴巴-SW | 54,762.08 | 11.93% | 10,122.10          | 4.32%  | 0.11%          |
| 京东集团-SW | 10,516.11 | 2.29%  | 1,000.20           | 0.43%  | 0.19%          |
| 网易-S    | 4,899.36  | 1.07%  | 698.73             | 0.30%  | 0.18%          |
| 中通快递-SW | 1,994.10  | 0.43%  | 11.88              | 0.01%  | 5.61%          |
| 百济神州    | 1,983.01  | 0.43%  | 53.43              | 0.02%  | 0.02%          |
| 百胜中国-S  | 1,967.56  | 0.43%  | 80.13              | 0.03%  | 3.20%          |
| 合计      | 76,122.22 | 16.58% | 11,966.46          | 5.10%  |                |

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心(市值统计日为2020年11月23日)

可回归中概股数量丰富。根据万得数据，截至2020年11月23日，在美上市中概股中共有264只。目前市值超过20亿美元的共67只，合计总市值22944.37亿美元，其中未在港股上市的共44家，合计总市值7846.9亿美元，占比分别为65.67%与34.20%。这44家企业中，属于同股不同权VIE结构的共37家，总市值7523.36亿美元，占比分别为55.22%与32.79%。

表13: 市值前十未在港股上市中概股(截至2020年11月23日)

| 证券简称         | 上市时间       | 总市值(亿美元) | 是否VIE |
|--------------|------------|----------|-------|
| 拼多多(PDD.O)   | 2018-07-26 | 1,760.39 | 是     |
| 贝壳(BEKE.N)   | 2020-08-13 | 695.17   | 是     |
| 蔚来(NIO.N)    | 2018-09-12 | 664.34   | 是     |
| 百度(BIDU.O)   | 2005-08-05 | 464.24   | 是     |
| 好未来(TAL.N)   | 2010-10-20 | 446.32   | 是     |
| 小鹏汽车(XPEV.N) | 2020-08-27 | 387.87   | 是     |
| 陆金所控股(LU.N)  | 2020-10-30 | 356.21   | 是     |
| 理想汽车(LI.O)   | 2020-07-30 | 318.81   | 是     |
| 腾讯音乐(TME.N)  | 2018-12-12 | 280.65   | 是     |
| 携程网(TCOM.O)  | 2003-12-09 | 199.98   | 是     |

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

## (三) 生物科技公司上市活跃市场

生物科技公司在2018年新规后选择香港作为上市数量增加，包括百济神州和再鼎医药这类二次上市公司。截至2020年11月22日，已有25家企业在港股上市，合计募资684.03亿元，占港股同期募资总额的8.90%。生物科技类公司上市单家募资金

额小，但其换手率较高，交易为活跃。2019年港交所已成为全球第二大生物科技融资中心，反映较强的吸引力与竞争力。

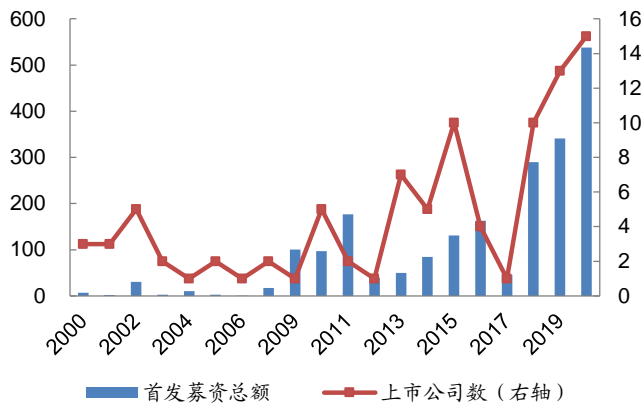
表14: 未盈利生物科技公司市值及交易情况一览

| 名称       | 市值 (亿港元) | 市值占比  | 前三季度成交金额 (亿港元) | 成交金额占比 | 前三季度平均换手率 |
|----------|----------|-------|----------------|--------|-----------|
| 百济神州     | 1,989.92 | 0.48% | 53.43          | 0.03%  | 0.02%     |
| 信达生物     | 803.45   | 0.19% | 517.66         | 0.28%  | 0.47%     |
| 君实生物     | 755.79   | 0.18% | 79.20          | 0.04%  | 0.50%     |
| 康希诺生物-B  | 716.69   | 0.17% | 550.78         | 0.30%  | 1.27%     |
| 再鼎医药-SB  | 550.87   | 0.13% | 10.10          | 0.01%  | 0.11%     |
| 启明医疗-B   | 348.10   | 0.08% | 98.68          | 0.05%  | 0.47%     |
| 复宏汉霖-B   | 253.00   | 0.06% | 11.73          | 0.01%  | 0.08%     |
| 康方生物-B   | 220.38   | 0.05% | 150.55         | 0.08%  | 0.55%     |
| 沛嘉医疗-B   | 170.89   | 0.04% | 95.37          | 0.05%  | 0.46%     |
| 康宁杰瑞制药-B | 141.51   | 0.03% | 61.84          | 0.03%  | 0.19%     |
| 欧康维视生物-B | 138.03   | 0.03% | 51.19          | 0.03%  | 0.32%     |
| 诺诚健华-B   | 130.21   | 0.03% | 83.12          | 0.04%  | 0.35%     |
| 基石药业-B   | 103.80   | 0.02% | 24.74          | 0.01%  | 0.15%     |
| 亚盛医药-B   | 63.70    | 0.02% | 35.32          | 0.02%  | 0.22%     |
| 永泰生物-B   | 54.13    | 0.01% | 25.32          | 0.01%  | 0.53%     |
| 华领医药-B   | 52.64    | 0.01% | 15.53          | 0.01%  | 0.12%     |
| 迈博药业-B   | 49.08    | 0.01% | 4.70           | 0.00%  | 0.05%     |
| 中国抗体-B   | 35.22    | 0.01% | 5.66           | 0.00%  | 0.07%     |
| 开拓药业-B   | 33.76    | 0.01% | 44.41          | 0.02%  | 0.59%     |
| 歌礼制药-B   | 30.76    | 0.01% | 50.83          | 0.03%  | 0.59%     |
| 东曜药业-B   | 25.54    | 0.01% | 1.34           | 0.00%  | 0.03%     |
| 合计       | 6,667.46 | 1.61% | 1,971.49       | 1.07%  | 0.30%     |

数据来源: Bloomberg、Wind、公司官网, 广发证券发展研究中心。数据截至 2020 年 11 月 20 日。

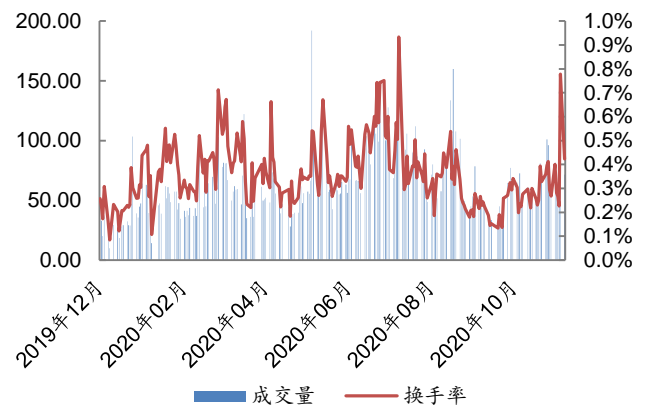
恒生香港生物科技指数集合了港股上市的各家生物科技公司, 目前有13个运用新上市准则18A章上市的公司, 2020年三季度末市值合计为5728.20亿港元, 占港交所比例为1.38%。由于该指数含药明康德、阿里健康等较大市值公司, 该指数标的总市值占比达到5.97%。该板块成交额和换手率分别维持在40-100亿港元和0.2%-0.8%的区间, 交易活跃。

图 16: 港交所历年上市生物科技情况 (十亿港元)



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 17: 恒生生物科技指数成交额与换手率 (十亿港元)



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

## 四、展望及盈利预测

结合上述分析, 交易量是公司的盈利核心与估值关键, 展望明后年, 我们认为仍有良好制度基础与改革措施支持港交所保持较历史相比更强且稳定的交易量, 利好因素包括:

### (一) 水大: 互联互通的战略地位汇集中外资金

港交所作为联通中国与海外的特殊角色, 拥有具垄断性与排他性的地理位置与制度优势。作为中国最大的离岸交易市场, 香港是内地资本与海外连接的重要通道。根据国家外汇管理局披露的数据, 2019 年中国对外证券投资中有 35% 的资产流向香港, 已超越美国成为第一大地区, 自有数据记录以来, 投向香港市场的金额从 2015 年上旬 495 亿美元持续提升至 2019 年 2264 亿美元, 平均年复合增长率近 40%, 已超过此前投向首位的美国。而中国对外证券投资规模在 2019 年达 6460 亿美元, 近两年平均年复合增速 21%, 占年化 GDP 比重基本保持在 4%。

表 15: 中国对外证券投资资产 (亿美元)

|      | 2015     | 2016     | 2017     | 2018     | 2019     |
|------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 总额   | 2,808.30 | 3,596.50 | 4,977.35 | 4,979.57 | 6,459.81 |
| 香港地区 | 584.95   | 922.06   | 1,543.94 | 1,542.10 | 2,264.26 |
| 占比   | 21%      | 26%      | 31%      | 31%      | 35%      |
| 排名   | 2        | 2        | 1        | 1        | 1        |

数据来源: 外汇局、广发证券发展研究中心

此外, 随着近年多项重要国际指数将 A 股纳入, 外资对中资企业的投资需求与偏好进一步提升, 香港作为世界金融中心, 具备国际化与高成熟度的基础设施, 为外资投资中资企业提供良好的桥梁与平台。

### (二) 鱼大: 上市制度改革引入有吸引力与成长性的企业

上市制度改革, 为港交所引入 (1) 中概股回归, 根据交易所统计, 2018 年 1 月

以来共21只大型新股上市（集资金额大于10亿美元），此21只大型新股中，有5只为第二上市、5只为同股不同权架构企业。其中阿里巴巴、网易、京东三家公司在2020年前三季度日均成交额占港交所总日均成交金额的8.1%。这些已运营成熟且具备体量的中概股有望贡献稳定的交易额。此外，上述三家二次上市公司美国预托证券转化为港股使得其在香港自由流动股份数目占其全球已发行股份总数比例均有提升，进一步支持这些中概股交易迁移至港股市场。

假定前述市值超过20亿且未在港上市的中概股均在港交所实现二次上市并获得同样市值（7846.9亿美元），若按每日0.10%-0.15%换手率、港元兑美元汇率为0.129计算，仅股票交易即可贡献每日成交金额达61-91亿港元，占2020年前三季度现货市场日均成交金额约5.7%-8.5%。

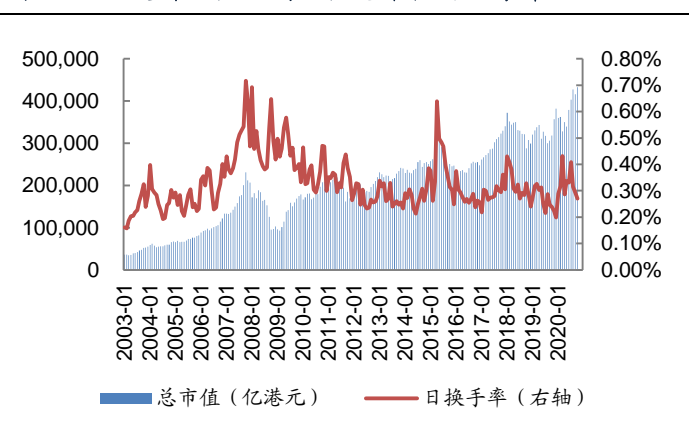
（2）新型生物科技企业体量小但交易活跃，成长速度快，市值增长具备空间，有望通过市值增长及高换手率实现增长的交易额。

表16: 已回港二次上市中概股公司两地募资金额对比

| 名称      | 美股发行时间     | 美股募资总额<br>(百万美元) | 美股发行时 PE | 港股发行时间     | 港股募资总额<br>(亿港元) | 港股发行时 PE |
|---------|------------|------------------|----------|------------|-----------------|----------|
| 阿里巴巴-SW | 2014/5/6   | 25032.3          | 39.53    | 2019/11/26 | 1012 (52%)      | 36.74    |
| 京东集团-SW | 2014/1/30  | 2047.02          | -54.29   | 2020/6/18  | 345.58 (218%)   | 51.67    |
| 网易-S    | 2000/6/30  | 69.75            | -775.00  | 2020/6/11  | 242.56 (4487%)  | 17.79    |
| 百济神州    | 2015/10/16 | 200.93           | -394.44  | 2018/8/8   | 70.85 (502%)    | -110.37  |
| 中通快递-SW | 2016/9/30  | 1405.95          | 59.09    | 2020/9/29  | 112.82 (104%)   | 29.20    |
| 百胜中国-S  | 2016/10/17 | -                | -        | 2020/9/10  | 172.67          | 31.10    |
| 华住集团-S  | 2010/3/5   | 126.79           | 306.25   | 2020/9/22  | 69.75 (710%)    | 48.34    |
| 再鼎医药-SB | 2017/8/15  | 150.00           | -30.30   | 2020/9/28  | 68.28 (511%)    | -31.79   |
| 宝尊电商-SW | 2015/4/17  | 126.50           | -11.49   | 2020/9/29  | 36.34 (371%)    | 64.01    |

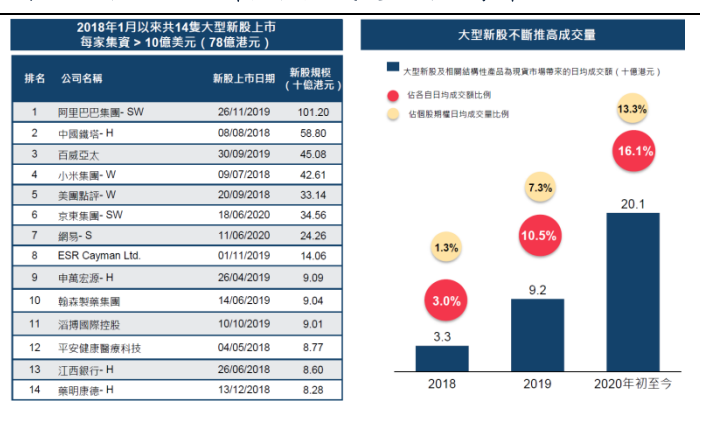
数据来源: Wind、广发证券发展研究中心 (\*括号内为港股募资总额占美股募资总额比例) 注: 百胜中国从百胜餐饮集团拆分上市。网易发行时 PE 是用发行价/上年每股盈利计算。

图 18: 港交所主板及创业板总市值与换手率



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 19: 恒生生物科技指数成交额与换手率



数据来源: 公司官网, 广发证券发展研究中心



### （三）成长：持续推进改革

多年来港交所持续推进机制完善与改革，目前仍在推进的法团版同股不同权企业第一上市，及将更丰富标的纳入沪深股通等，都持续在丰富交易品种，及吸引更多内地与境外资金参与。改革措施落地有望支持更高水平的成交金额。

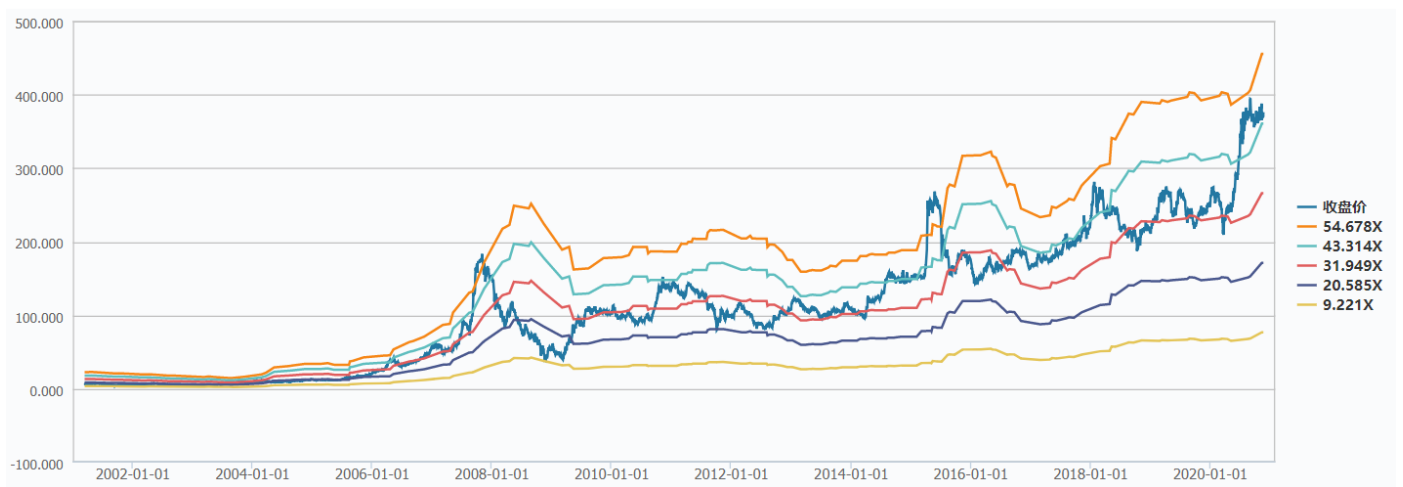
表17: 港交所推新政

| 推进中的新政         | 详情  | 意义   |
|----------------|---|--|
| 新股结算平台         | 拟将新股上市交易日和定价日间隔从5天缩短到最少1天   | 缩短结算周期，提高新股市场定价效率，减少新股申购冻结资金对香港银行间市场流动性带来的波动 |
| 允许法团版同股不同权公司上市 | 2020年10月始允许采用法团不同投票权架构且在海外有良好合规表现的上市公司来港第二上市，暂未允许第一上市               | 进一步吸引新经济公司来港上市                               |
| 拓宽沪深港股通        | (1) 拟将符合条件第二上市的港股及未有收入的生物科技公司纳入港股通投资范围；<br>(2) 探讨互联互通是否能打通一级市场和期货市场 | 丰富两地投资者投资标的                                  |
| 推出MSCI中国A股指数期货 | 2019年3月已获MSCI授权，正在推行  | 丰富香港的风险管理产品，吸引更多国际投资者参与内地股票投资                |

数据来源：公司官网、广发证券发展研究中心

预测公司2020、2021年实现归母净利润116.80、130.64亿港元，EPS 9.19港元/股和10.28港元/股，对应最新收盘价PE为41.6x、37.2x。公司近年PE（TTM）波动在25x-50x之间，在当前宽松流动性与市场交易活跃背景下，给予公司2021年43xPE估值，对应合理价值442.04港元/股，维持对公司“增持”评级。

图20: 港交所上市以来PE-band



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

## 五、风险提示

公司的盈利核心假设为现货市场平均每日成交金额，该指标对市场环境敏感，受多种因素影响。其他风险因素还包括：新冠疫情及地缘政治不稳定影响市场成交及上市公司数目；交易所的国际竞争日趋激烈可能削弱港交所对上市公司的吸引力；交易所牌照如果放开可能削弱港交所竞争优势；新业务拓展不及预期（如互联互通业务和前海商品交易所）可能影响港交所的增长前景；高管变动导致政策延续不确定等。

| 资产负债表       |        |        |        |        |        | 利润表          |       |       |       |       |       |
|-------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 单位: 百万港元    |        |        |        |        |        | 单位: 百万港元     |       |       |       |       |       |
| 至 12 月 31 日 | 2018   | 2019   | 2020E  | 2021E  | 2022E  | 至 12 月 31 日  | 2018  | 2019  | 2020E | 2021E | 2022E |
| 货币资金        | 121196 | 128152 | 129701 | 129701 | 129701 | 交易费及交易系统使用费  | 6339  | 5592  | 7272  | 7956  | 8549  |
| 按公允价值计入损益的  | 61004  | 57401  | 64453  | 69042  | 70423  | 联交所上市费       | 1721  | 1633  | 2012  | 2261  | 2498  |
| 金融资产        |        |        |        |        |        | 结算及交收费       | 3281  | 3160  | 4297  | 4688  | 5028  |
| 应收账款,按金及预付  | 18362  | 25812  | 28393  | 31233  | 34356  | 存管,托管及代理人服务费 | 979   | 1052  | 1136  | 1204  | 1277  |
| 商誉及其他无形资产   | 18019  | 18378  | 18639  | 18880  | 19101  | 市场数据费        | 899   | 919   | 965   | 994   | 1024  |
| 以摊销成本计量的财务  | 31885  | 40672  | 44739  | 49213  | 54134  | 其他收入         | 1033  | 1209  | 1330  | 1463  | 1609  |
| 资产          |        |        |        |        |        | 主营业务收入       | 14252 | 13565 | 17012 | 18566 | 19984 |
| 固定资产        | 1625   | 1589   | 1600   | 1596   | 1577   | 投资收益/(亏损)    | 1584  | 2729  | 2057  | 2659  | 2849  |
| 总资产         | 255948 | 279051 | 289964 | 302071 | 311665 | 营业收入         | 15867 | 16311 | 19079 | 21235 | 22843 |
| 按公平值列账及列入盈  | 53915  | 48008  | 49886  | 51968  | 53619  | 职工薪酬         | -2540 | -2703 | -3027 | -3330 | -3663 |
| 利或亏损的财务负债   |        |        |        |        |        | 资讯科技及电脑维修保养  | -508  | -580  | -667  | -754  | -829  |
| 向结算参与者收取的   | 123728 | 142536 | 148110 | 154294 | 159195 | 销售费用         | -52   | -68   | -78   | -88   | -97   |
| 保证金、内地证券及结算 |        |        |        |        |        | 法律及专业咨询费     | -132  | -119  | -129  | -135  | -139  |
| 应付账款,应计费用及  | 18369  | 22447  | 23197  | 24166  | 24933  | 其他支出         | -441  | -451  | -519  | -596  | -686  |
| 递延收入        | 1418   | 1436   | 1492   | 1554   | 1604   | 营业支出         | -4110 | -4048 | -4553 | -5044 | -5561 |
| 应交税费        | 678    | 678    | 705    | 734    | 757    | 息税折旧摊销前利润    | 11757 | 12263 | 14526 | 16191 | 17282 |
| 参与者对结算所基金   | 14787  | 14394  | 14957  | 15581  | 16076  | 折旧及摊销        | -762  | -1044 | -778  | -813  | -848  |
| 借款          | 1166   | 418    | 57     | -1716  | -4013  | 营业利润         | 10995 | 11219 | 13748 | 15378 | 16434 |
| 拨备          | 182    | 194    | 206    | 215    | 222    | 财务费用         | -114  | -177  | -186  | -204  | -225  |
| 递延税项负债      | 743    | 792    | 870    | 906    | 935    | 所得税          | -1592 | -1561 | -1938 | -2168 | -2315 |
| 总负债         | 215045 | 234550 | 242047 | 250273 | 255899 | 净利润(含少数股东权益) | 9291  | 9390  | 11656 | 13038 | 13926 |
| 少数股东权益      | 174    | 328    | 240    | 259    | 279    | 归母净利润        | 9312  | 9391  | 11680 | 13064 | 13954 |
| 股东权益合计      | 40903  | 44501  | 47918  | 51798  | 55766  |              |       |       |       |       |       |

## 财务指标

| 至 12 月 31 日 | 2018  | 2019  | 2020E | 2021E | 2022E |
|-------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| ROE         | 21.3% | 23.9% | 20.1% | 18.8% | 21.7% |
| ROA         | 2.6%  | 3.3%  | 4.1%  | 4.4%  | 4.5%  |
| EPS         | 7.43  | 7.45  | 9.19  | 10.28 | 10.98 |
| BVPS        | 32.71 | 35.29 | 37.79 | 40.86 | 43.98 |
| PE          | 30.4  | 34.0  | 41.6  | 37.2  | 34.9  |
| PB          | 7.0   | 7.2   | 10.1  | 9.4   | 8.7   |

## 广发非银金融行业研究小组

- 陈 福：首席分析师，经济学硕士，2017年3月进入广发证券研究发展中心。
- 陈 卉：资深分析师，英国布里斯托大学（University of Bristol）金融投资专业硕士，2017年进入广发证券发展研究中心。
- 陈 韵 杨：资深分析师，香港中文大学经济学硕士，中山大学学士，2017年进入广发证券发展研究中心。
- 刘 淇：资深分析师，中南财经政法大学投资学硕士，2020年进入广发证券发展研究中心。
- 陈 思 宇：研究助理，西安交通大学硕士，2020年进入广发证券发展研究中心。

## 广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

## 广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
- 增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

## 联系我们

|      | 广州市                           | 深圳市                             | 北京市                     | 上海市                              | 香港                      |
|------|-------------------------------|---------------------------------|-------------------------|----------------------------------|-------------------------|
| 地址   | 广州市天河区马场路<br>26号广发证券大厦35<br>楼 | 深圳市福田区益田路<br>6001号太平金融大厦<br>31层 | 北京市西城区月坛北街<br>2号月坛大厦18层 | 上海市浦东新区南泉北<br>路429号泰康保险大厦<br>37楼 | 香港中环干诺道中111<br>号永安中心14楼 |
| 邮政编码 | 510627                        | 518026                          | 100045                  | 200120                           | 1401-1410室              |
| 客服邮箱 | gfzqyf@gf.com.cn              |                                 |                         |                                  |                         |

## 法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

## 重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收

入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

## 权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

## 版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。