

【广发非银&海外】香港交易所(00388.HK)

估值渐回低位，高股息防御属性彰显

核心观点:

● 归母净利润增速 3%，投资收益增长对冲市场成交活跃度下滑影响

与 2018 年同期相比，2019 上半年香港市场整体成交量回落拖累港交所业绩，而受益投资收益净值增长及沪深港通收入大增对冲负面影响，2019 年上半年，香港交易所实现总营业收入 85.78 亿港元，同比增长 4.7%；归属股东净利润 52.05 亿港元，同比增长 3.3%；中期股息每股 3.72 港元，派息率保持在 90%。

● 交易量短期仍承压

上半年现货分部受累于股本证券产品日均成交金额下滑 25%，拖累交易费及交易系统使用费收入下跌 21%和 9%。沪深港通北向交易活跃，沪股通和深股通日均成交金额为 235 和 204 亿元人民币，同比增长 110%和 137%，对冲部分影响。美国及欧洲经济衰退担忧、国际贸易争端、人民币汇率等影响市场成交的压力短期难释，香港市场交易量可能持续承压。

● 低估值高防御属性，维持增持评级

公司高股息率在当前市场不确定性加强下反映出较强防御属性。同股不同权纳入沪深通市场问询已于 8 月 9 日结束，推出可期，交易机制完善有望持续活跃沪深港通交易量，加之上市机制改革持续对新经济企业具有吸引力。预测公司 2019、2020 年实现净利润 96.68、100.70 亿港元，EPS 7.70 元/股和 8.00 元/股，对应最新收盘价 PE 为 30.5x、29.4x。从历史估值来看，公司 PE (TTM) 中枢在 30 倍-44 倍之间，当前处于估值低位。给予 2019 年 37xPE 估值，对应合理价值 284.9 港元/股，维持对公司增持评级。

● 风险提示

市场成交持续下滑；科创板推进下港交所对上市公司的吸引力下降；交易所牌照如果放开可能削弱港交所竞争优势等。

盈利预测:

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万港元)	13180	15867	16452	17095	17736
增长率(%)	18.6%	20.4%	3.7%	3.9%	3.7%
EBITDA(百万港元)	9614	11757	12183	12657	13124
净利润(百万港元)	7404	9312	9668	10070	10434
增长率(%)	28.1%	26.3%	3.8%	4.2%	3.6%
EPS (港元/股)	5.97	7.45	7.70	8.00	8.29
市盈率 (P/E)	44.9	36.0	30.5	29.4	28.4
市净率 (P/B)	8.9	8.2	7.1	6.9	6.8

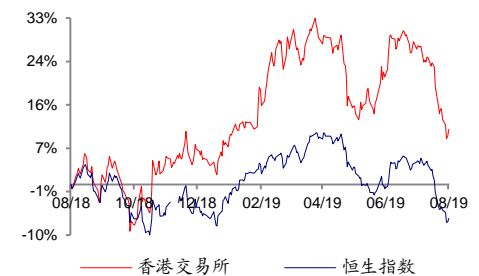
数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

公司评级

增持

当前价格	238.0 港元
合理价值	284.9 港元
前次评级	增持
报告日期	2019-08-15

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

相关研究:

【广发海外】香港交易所 (00388.HK):市场成交修复支撑估值	2019-02-28
港交所三季报点评	2018-11-08

联系人:

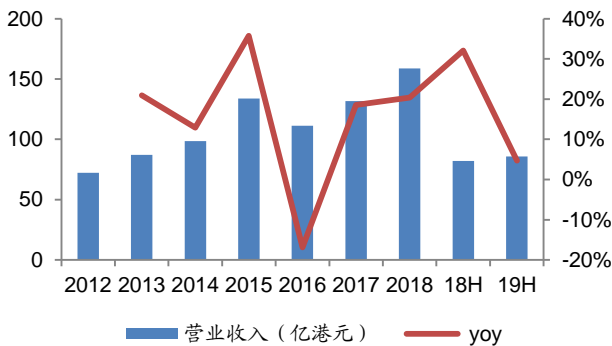
陈韵杨 0755-82984511

chenyunyang@gf.com.cn

归母净利润增速 3%，投资收益增长对冲市场成交活跃度下滑影响

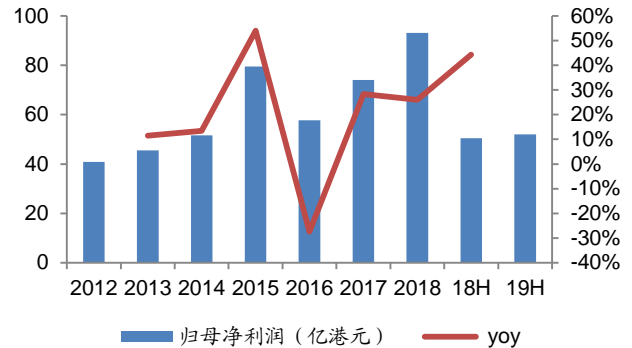
2019年前6月香港证券市场每日成交金额979亿港元，同比下降23%；衍生品市场期货及期权交易平均平均每日合约成交张数118万张，同比下跌4%。IPO活动持续活跃，前六月上市公司数量有所下降，但整体募资金额达718亿，同比增长39%；LME平均每日成交金属合约张数同比下跌6%。与2018年同期相比，2019上半年香港市场整体成交量下降拖累港交所业绩增长，而受益投资收益净值增长及沪深港通收入大增对冲负面影响，2019年上半年，香港交易所实现总营业收入85.78亿港元，同比增长4.7%；归属股东净利润52.05亿港元，同比增长3.3%；中期股息每股3.72港元，派息率保持在90%。

图 1：港交所营业收入及增速



数据来源：公司年报及半年报，广发证券发展研究中心

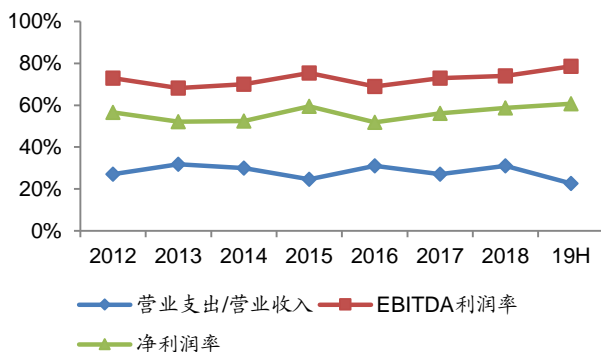
图 2：港交所归母净利润及增速



数据来源：公司年报及半年报、广发证券发展研究中心

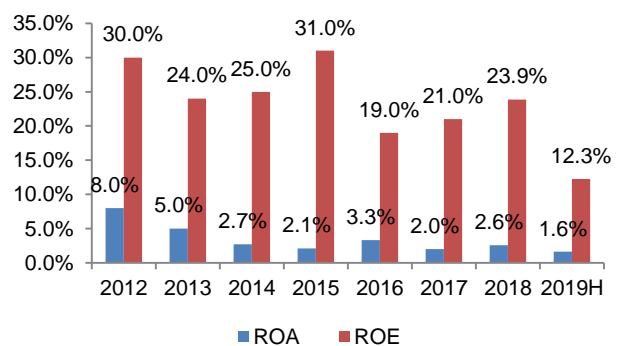
2019上半年港交所加强成本控制健，盈利水平保持平稳：2018年上半年营业成本率23%（2018H：23%）；EBITDA利润率73%（2018H：77%）；净利润率61%（2018H：62%）。2018年上半年ROE约为12.3%（未年化），持平去年同期。

图 3：港交所成本控制稳健有所加强



数据来源：公司年报及半年报，广发证券发展研究中心

图 4：港交所上半年盈利能力出色



数据来源：公司年报及半年报，广发证券发展研究中心

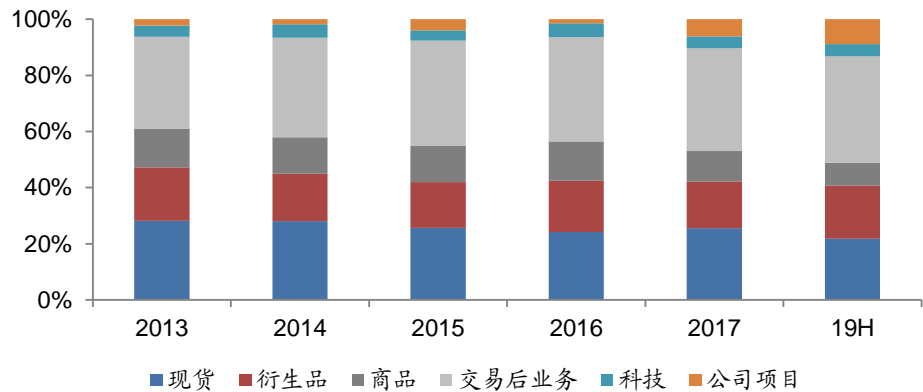
分部门来看，港交所五大事业部：现货、衍生品、商品、交易后业务（原结算）、

科技(原平台和基础设施)及公司项目收入同比增速分别为-11.2%、-5.9%、-1.7%、3.9%、14.1%和301.6%。现货、衍生品和结算部门的收入增速下滑主要由于市场交易活跃度回落。

现货分部受累于股本证券产品日均成交金额下滑25%，拖累交易费及交易系统使用费收入下跌21%和9%。沪深港通北向交易活跃，沪股通和深股通日均成交金额为235和204亿元人民币，同比增长110%和137%，对冲部分影响。

公司项目部门收入大幅提升，主要因为投资收益同比增加5.72亿港元，来自于收益集体投资计划的投资收益净额同比增加5.15亿港元(上半年实现年化投资收益率5.59%，去年同期为1.42%)，及现金及银行存款利息收入增加0.6亿港元。但从港交所选择的外部组合所选择的投资策略来看，多资产定息收益、美国政府债券及按揭支付证券分别占比27%和27%，防守证券和绝对回报策略占比分别为29%和17%，投资风格保持稳健。

图5: 港交所收入占比拆分



数据来源: 公司年报及半年报, 广发证券发展研究中心

表 1: 2019 上半年市场数据一览

	1H19	1H18	YoY	2018
联交所的股本证券产品平均每日成交金额 (十亿港元)	75.1	100.4	-25%	84.2
联交所衍生权证、牛熊证及权证平均每日成交金额 (十亿港元)	22.8	26.2	-13%	23.2
联交所的平均每日成交金额 (十亿港元)	97.9	126.6	-23%	107.4
期交所衍生产品合约平均每日成交张数	672	659	2%	687
联交所的股票期权合约平均每日成交张数	508	574	-11%	517
LME 的金属合约平均每日成交量 (手)	619	659	-6%	630
沪股通平均每日成交金额	23.5	11.2	110%	11.6
港股通平均每日成交金额	20.4	8.6	137%	8.8
新上市公司数量	84	108	-22%	218
已上市公司数量	2,382	2,215	8%	2,315
IPO 募资金额 (十亿港元)	71.8	51.6	39%	288
再融资募资金额 (十亿港元)	77.4	141.1	-45%	256.1

新上市衍生权证数目	5,048	5,785	-13%	11,794
新上市牛熊证数目	12,503	12,811	-2%	26,678
交收指示平均每日金额 (十亿港元)	254	296	-14%	266

数据来源：公司半年报，广发证券发展研究中心

交易量短期仍承压

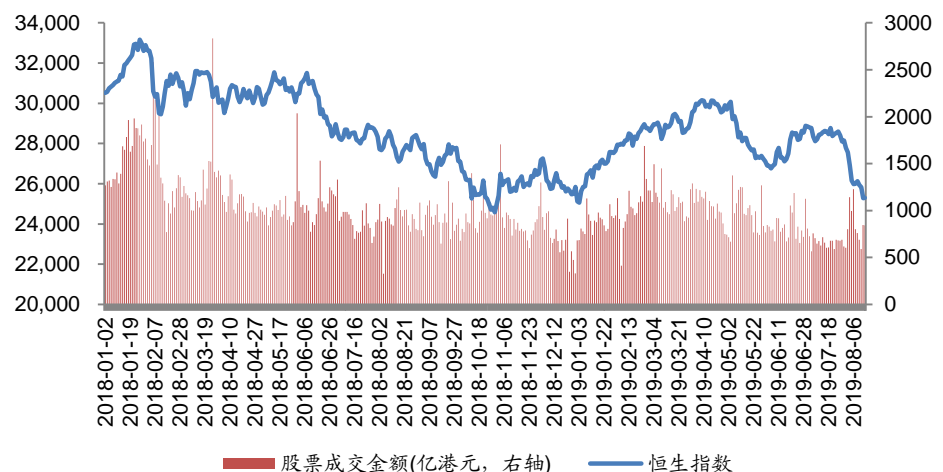
在中美贸易争端持续、人民币贬值压力和内地经济放缓预期的共同作用下，香港恒生指数在2019年二季度以来出现了调整，并伴随着股票交易量的持续走低。从港交所7月数据看，除牛熊证外股票市场、衍生品权证及期货期权合约成交环比仍呈现下滑，美国及欧洲经济衰退担忧、国际贸易争端、人民币汇率等影响市场成交的阴霾短期难以消散，香港市场交易量可能持续承压。

表2: 2019年7月市场数据

亿港元	2019年7月	2019年6月	环比增速
现货市场每日平均成交金额	687	824	-16.6%
衍生权证成交金额	1,485	1,570	-5.4%
牛熊证成交金额	1,636	1,430	14.4%
期货合约平均每日成交张数 (张)	398,474	493,518	-19.3%
期权合约平均每日成交张数 (张)	427,962	566,440	-24.4%

数据来源：港交所网站，广发证券发展研究中心

图6: 2019年二季度以来恒生指数及股票成交金额呈震荡下降趋势



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

低估值高防御属性，维持增持评级

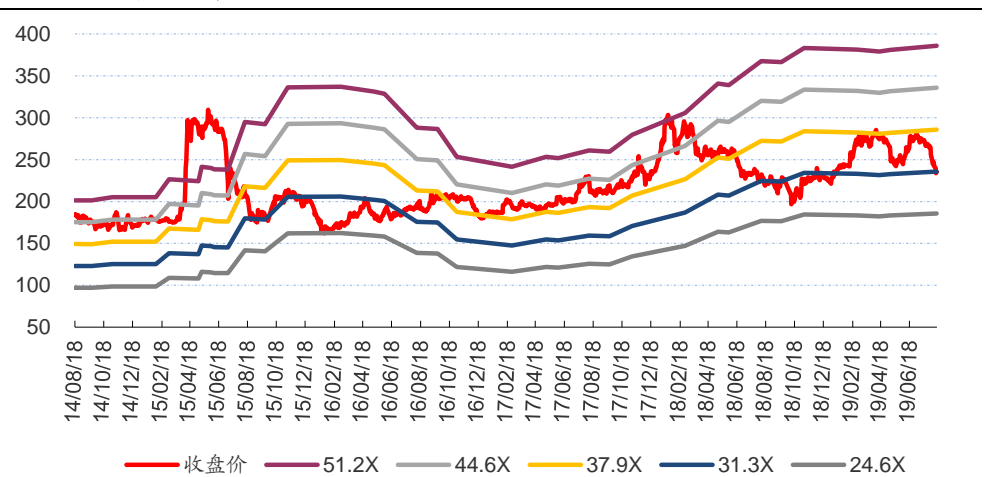
从历史估值来看，港交所估值区间受市场环境的影响较大，PE（TTM）中枢在30倍-44倍之间，牛市环境下通常在44倍以上。

由于现货市场平均每日成交金额（ADT）是港交所最核心的盈利驱动因素，因此港交所的估值水平也和ADT显示出密切的正相关，这是因为当市场成交活跃，市场对港交所的盈利预期越好，因此愿意给予较高的估值。

我们认为长期来看，香港交易所增长前景稳健，主要基于：（1）具有成熟的国际金融中心体制、交易品种和投资者结构；（2）特殊的互联互通地位，成为中国企业和中国资本步入国际资本市场的首选通道，并同时成为外资投资中国的优先选择；（3）在香港市场具有垄断的牌照优势，具有很深的业务护城河；（4）IPO制度改革走在亚洲交易所市场前列，新经济企业占比有望持续提升。在这样的市场预期下，我们认为港交所估值可以保持在历史区间。

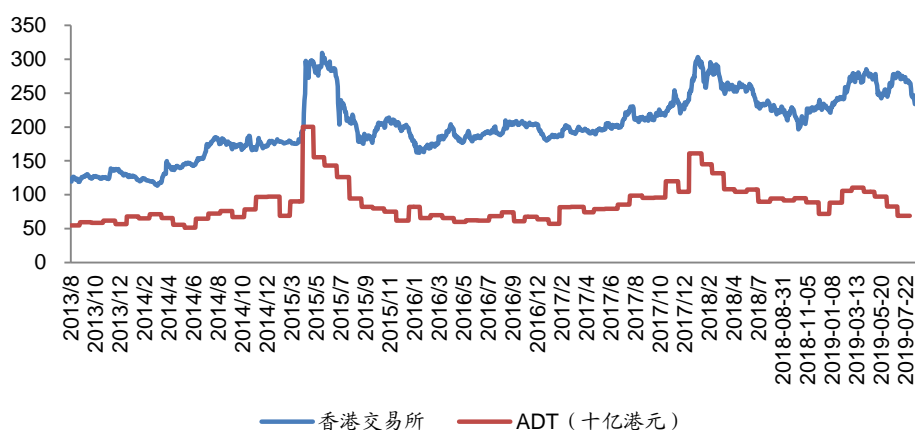
公司高股息率在当前市场不确定性加强下反映出较强防御属性。同股不同权纳入沪深通市场问询已于8月9日结束，推出可期，交易机制完善有望持续活跃沪深港通交易量，加之上市机制改革持续对新经济企业具有吸引力。预测公司2019、2020年实现净利润96.68、100.70亿港元，EPS 7.70元/股和8.00元/股，对应最新收盘价PE为30.5x、29.4x。从历史估值来看，公司PE（TTM）中枢在30倍-44倍之间，当前处于估值低位。给予2019年37xPE估值，对应合理价值284.9港元/股，维持对公司增持评级。

图7:港交所近五年PE（TTM）-band



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图8: 港交所价格和现货市场日均成交金额 (ADT)



数据来源: Wind, 港交所官网, 广发证券发展研究中心

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: 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。

资产负债表						利润表					
单位: 百万港元						单位: 百万元					
至 12 月 31 日	2017	2018	2019E	2020E	2021E	至 12 月 31 日	2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	155660	121196	127256	133619	140300	交易费及交易系统使用费	4856	6339	6494	6737	6990
按公允价值计入损益的金 融资产	95037	61004	62224	63469	64738	联交所上市费	1333	1721	1733	1823	1891
应收账款, 按金及预付款 项	30817	18362	19096	19860	20655	结算及交收费	2691	3281	3405	3503	3603
商誉及其他无形资产	17925	18019	17166	16769	16370	存管, 托管及代理人服务	892	979	1028	1079	1133
总资产	317604	255948	259754	268674	277999	市场数据费	857	899	935	972	1011
按公允价值列账及列入盈 利财务负债	85335	53915	54717	56596	58560	其他收入-经营	945	1033	1071	1113	1155
向结算参与者收取的保 证金、内地证券及结算保 证金、以及现金抵押品	157814	123728	125568	129880	134388	主营业务收入	11574	14252	14666	15228	15783
应付账款, 应计费用及其 他负债	16210	18369	18642	18807	19460	投资收益/(亏损)	1599	1584	1775	1856	1940
递延收入	957	1418	1439	1489	1540	营业收入	13180	15867	16452	17095	17736
应交税费	505	678	688	712	736	职工薪酬	-2273	-2540	-2642	-2747	-2857
借款	1860	1166	1057	2000	2514	资讯科技及电脑维修	-433	-508	-527	-547	-568
拨备	153	182	185	191	198	楼宇支出	-354	-437	-453	-471	-488
总负债	280229	215045	217882	225795	234077	销售费用	-47	-52	-54	-56	-58
股东权益合计	37273	40729	41698	42705	43748	法律及专业咨询费	-79	-132	-137	-142	-148
						其他支出-经营	-380	-441	-457	-475	-493
						营业支出	-3566	-4110	-4270	-4439	-4612
						息税折旧摊销前利润	9614	11757	12183	12657	13124
						折旧及摊销	-858	-762	-764	-772	-781
						营业利润	8756	10995	11419	11884	12344
						财务费用	-134	-114	-96	-115	-148
						除税前溢利	8610	10883	11325	11771	12198
						所得税	-1255	-1592	-1657	-1722	-1784
						净利润	7355	9291	9668	10050	10413

财务指标					
至 12 月 31 日	2017	2018	2019E	2020E	2021E
ROE	21%	24%	24%	24%	24%
ROA	2.0%	2.6%	3.6%	3.7%	3.7%
EPS (港元/股)	6.0	7.4	7.7	8.0	8.3
BVPS (港元/股)	30.1	32.6	33.2	34.0	34.8
PE	44.9	36.0	30.5	29.4	28.4
PB	8.9	8.2	7.1	6.9	6.8

广发非银行金融行业研究小组

- 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。
- 鲍 淼：资深分析师，南开大学精算学硕士，南开大学学士，2018年进入广发证券发展研究中心。
- 文 京 雄：资深分析师，英国阿伯丁大学（University of Aberdeen）金融投资管理硕士，武汉大学双学士，2015年进入广发证券发展研究中心。
- 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：高级分析师，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。

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 26号广发证券大厦35 楼	深圳市福田区益田路 6001号太平金融大厦 31层	北京市西城区月坛北街 2号月坛大厦18层	上海市浦东新区世纪大 道8号国金中心一期16 楼	香港中环干诺道中111 号永安中心14楼 1401-1410室
邮政编码	510627	518026	100045	200120	
客服邮箱	gfyf@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。

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。