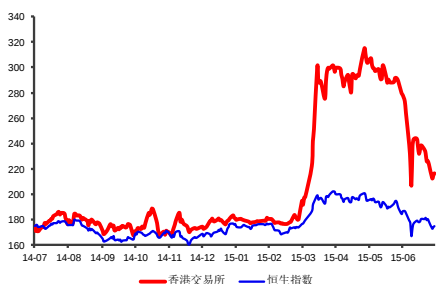


证券研究报告

公司研究

2015 年 7 月 29 日

最近 52 周走势:



相关研究报告:

特别的存在, 难得的机遇——港股投资系列报告之一

报告作者:

分析师: 张晓春

执业证书编号: S0590513090003

联系人:

张晓春 张河生

电话: 0510-82832053

Email: zhangxc@glsc.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, 特此申明。

国联证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格。

爱港股不如就买港交所

——港股投资系列报告二: 香港交易所深度报告

投资概要:

➤ **爱港股不如就买港交所。**当前港股估值几乎处在全球最低、历史最低值, 港股或迎来难得的投机良机, 指数若上行往往伴随着成交额额的上升, 那么香港交易所有望迎来估值和业绩的双击。事实上, 自去年 11 月沪港通开通后, 香港市场活跃度明显提升。2015 年 4 月份当月每日成交金额涨至 **1970 亿港元**, 接近 2014 年的 **3 倍规模**, 其中, 南下资金一度达到日度成交额的 30%, 成为推动港股行情的主要动力。

➤ **香港交易所涵盖“三个市场、六家子公司”。**公司横跨证券、衍生品和商品市场。它们分别对应 **6 家子公司**, **证券市场**: 联交所+香港结算; **衍生品市场**: 期交所、期货结算公司及联交所期权结算所; **商品市场**: 伦敦金属交易所 (LME)。香港特别行政区政府是公司唯一的大股东, 2014 年底持股比例为 **5.71%**。

➤ **公司盈利能力强且稳定:**公司收入主要来源于交易费及交易系统使用费、结算及交收费、联交所上市费、市场数据费等, 2014 年公司实现营收 **98.49 亿港元**, 上述四项收入占全部营收比重为 **85%**; 公司支出主要在薪酬支出、资讯科技及电脑维修保养支出、楼宇支出以及其他支出。2014 年营业支出总计 **30 亿元**, 上述四项分别占总支出到 **57%、16.7%、10% 及 16.7%**。薪酬支出历年占支出总额均超 **50%**。**公司盈利能力强且稳定**, 税前毛利率多数在 **60%-80%** 间波动, 2012 年配售后, 股本回报率有所下降, 但仍在 **20% 以上**, 分红率每年稳定在 **90%**, 当前股价对应今年股息率接近 **3.5%**。

➤ **盈利预测:**我们将公司收入分成几大类, 如交易费和交易系统使用费等与成交额紧密; 上市费和上市年费分别与市场行情和存量证券相关, 增速稳定; 市场数据费、其他收入等总量保持稳定; LME clear 为 2014 年 9 月份公司新业务, 2015 年有望新增 5.5 亿收入。公司支出增长较为平稳。根据以上收入和支出预测公司 2015 年-2017 年 EPS 分别为: 7.26、10.36、15.17 港元, 当前股价对应 PE 分别为 29.22、20.47 和 13.98 倍, 给予“推荐”评级。

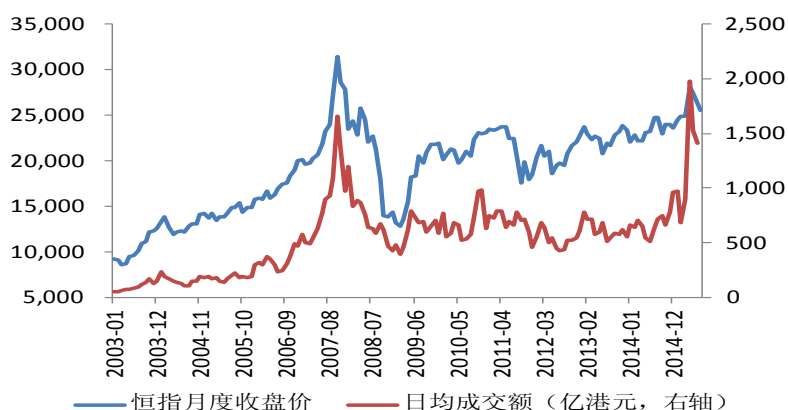
目录

1、爱港股不如就买港交所.....	3
2、公司盈利强且稳定.....	5
2.1 公司简介：三大市场+六家子公司	5
2.2 公司财务情况：盈利能力强且稳定	8
3、交易费及交易系统使用费：与成交额成正比	10
4、结算及交收费：2015LME clear有望大幅增长	14
5、首次上市费及上市年费：保持稳步增长态势	18
6、市场数据费和其它收入：较为稳定	22
6.1 市场数据费	22
6.1 其它收入	25
7、盈利预测	26

1、爱港股不如就买港交所

我们在港股投资系列报告一《特别的市场，难得的机遇》中已对香港整个市场结构、投资者结构、发展历史及回报情况等作了简单的梳理。当前港股整体估值几乎处在全球最低、历史最低值，港股或迎来难得的投机良机，指数若上行则往往伴随着成交额的上升，那么香港交易所有望确定受益。

图表 1：指数上行往往伴随成交额的上升



数据来源：公司年报，国联证券研究所

事实上，自去年 11 月沪港通开通后，香港市场活跃度明显提升。2014 年全年，香港主板平均每日成交金额仅为 690 亿港元，而 2015 年 4 月份当月每日成交金额涨至 1970 亿港元，接近 2014 年的 3 倍规模，其中，南下资金一度达到日度成交额的 30%，成为推动港股行情的主要动力。最近两个月，南下资金的短期热情虽有所退潮，但长期空间依然巨大，港股在四月份日均成交额最高值也仅不到 2000 亿港元，相比 A 股年初以来日均 1.2 万亿人民币的成交额，占比还不到 15%，随着 AH 股估值溢价的不断上行以及深港通的来临，即便只有 10% 的资金南下，也有望让港股交易额大增。

图表 2: 沪港AH 溢价不断上行



数据来源: Wind 国联证券研究所

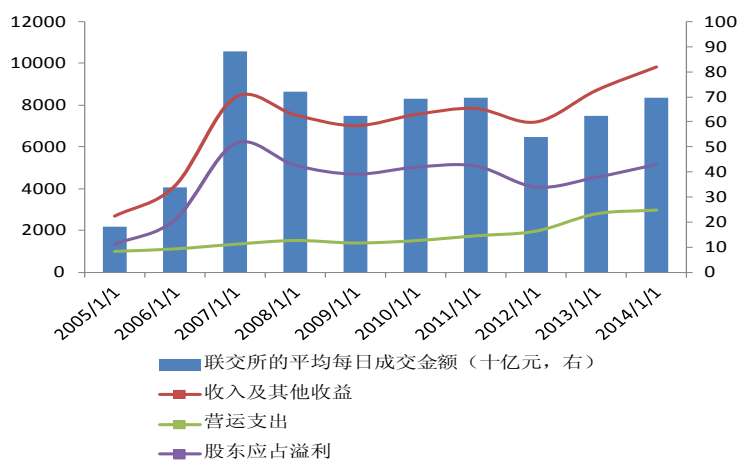
图表 3: 沪港通成交额占恒指成交额比重



数据来源: Wind 国联证券研究所

而香港交易所的业绩与成交额高度相关(图表 4), 港股成交大幅上升有望为公司带来确定性的业绩提升。

图表 4: 香港交易所收入与成交高度相关(左轴单位: 百万港元)

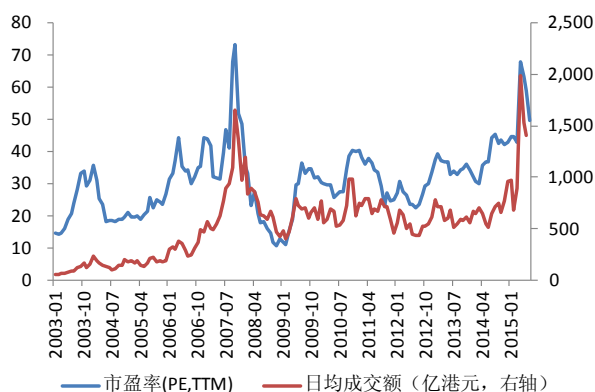


数据来源: 公司年报, 国联证券研究所

另一方面, 长期以来, 公司估值也与成交额高度相关(图表 5), 即如果成交额上升, 那么公司股价有望享受戴维斯双击效应。事实上, 从图表 6 可以看出, 公司月度股价走势图与月度日均成交额走势几乎完美地一致。

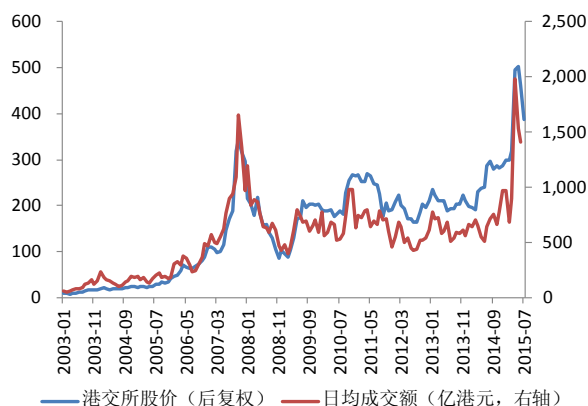
综上, 我们看好港交所的逻辑为: 港股行情上涨带动成交额上升, 成交额上升同时提升公司估值和业绩, 从而带来股价的双击。同时, 港交所作为高壁垒的垄断性公司, 其产品线的不断丰富和交易时间的延长也保证了公司长期业绩增长空间。

图表 5: 港交所市盈率与日均成交额高度相关



数据来源: 香港交易所, 国联证券研究所

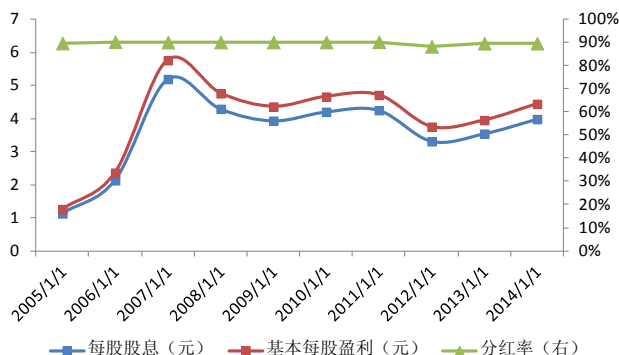
图表 6: 香港交易所股价与日均成交额关系



数据来源: Wind 国联证券研究所

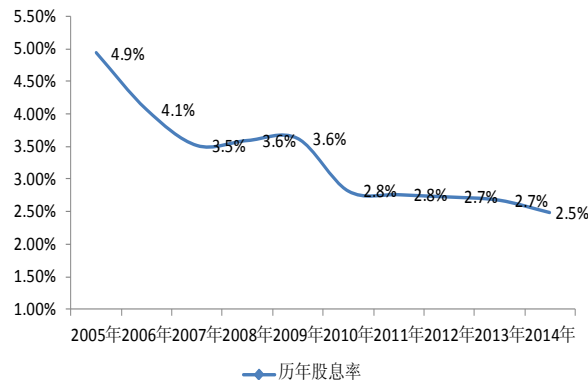
此外, 公司历年分红率稳定在 90%, 股息率近年来虽有所下降但也均在 2.5% 以上, 对于长期投资者, 获取稳定的分红收益也是吸引力所在。

图表 7: 港交所历年股息和分红率



数据来源: 公司年报, 国联证券研究所

图表 8: 香港交易所历年股息率



数据来源: 公司年报, 国联证券研究所, 注: 股息率以当年均价计算

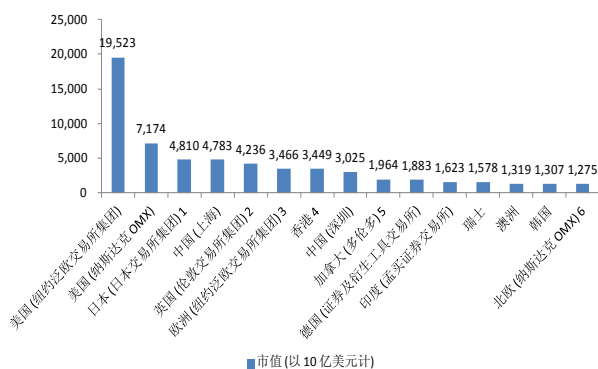
2、公司盈利强且稳定

2.1 公司简介: 三大市场+六家子公司

香港交易所经营证券及衍生产品市场以及相关的结算所, 是香港上市公司的前线监管机构, 也是全球领先的交易所及结算所营运机构。按市值计算, 香港证券交易所全球排名第 7, 亚洲排名第三。

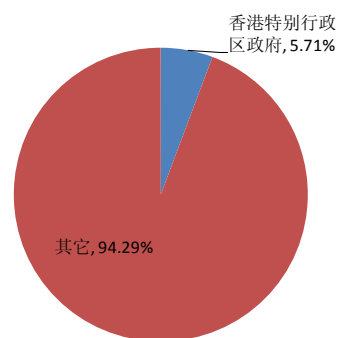
公司股东较为分散，香港特别行政区政府是公司唯一的大股东，截至 2014 年年报，其持股 6673.03 万股，持股比例为 5.71%。

图表 9：世界各大证券交易所排名



数据来源：香港证监会，国联证券研究所

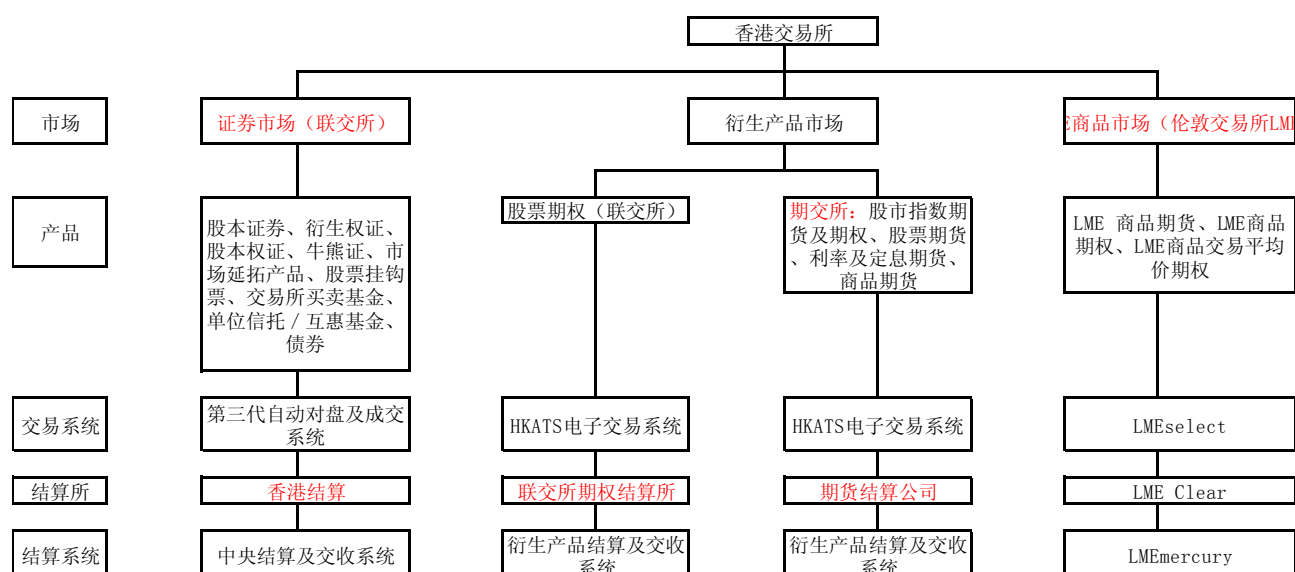
图表 10：香港交易所股权结构



数据来源：Wind 国联证券研究所

香港交易所涵盖“三个市场+六家子公司”。三个市场是指证券市场、衍生品市场和商品市场。它们分别对应 6 家子公司，其中证券市场主要包括联交所和香港中央结算有限公司(香港结算)、衍生品市场对应期交所和香港期货结算有限公司(期货结算公司)及香港联合交易所期权结算所有限公司(联交所期权结算所)，此外，公司旗下还拥有世界首屈一指的基本金属市场——伦敦金属交易所 (LME)。

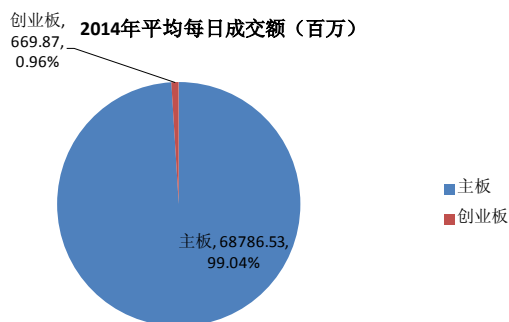
图表 11：香港交易所市场结构



数据来源：公司年报，国联证券研究所，注：红色部分为子公司

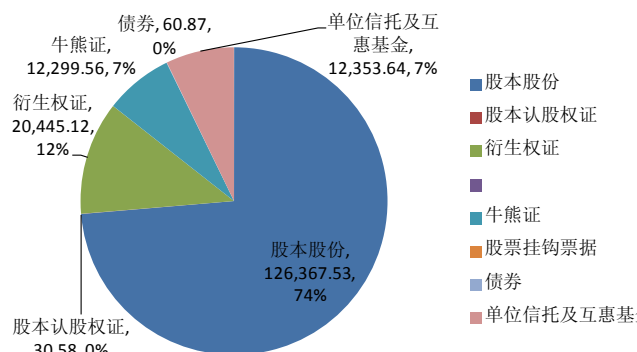
证券市场中，联交所设有主板和创业板，创业板只提供股票买卖，且总市值和交易额占全市场比重不到 1%，主板除股票之外，还包括债券、基金以及结构性产品如股本认股权证、衍生权证、牛熊证等。从交易结构看，2014 年股本证券总成交金额为 12.47 万亿港元，占证券市场交易总额比重达 74%。衍生权证和牛熊证占比分别达 12%和 7%。

图表 12: 2014 年证券市场平均每日成交额



数据来源：香港交易所，国联证券研究所

图表 13: 证券市场中股本股份成交金额占比达 74%

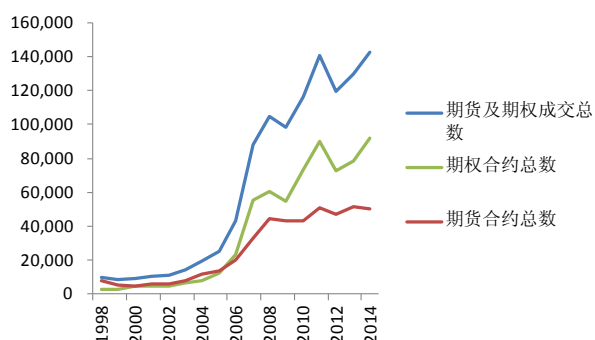


数据来源：香港交易所，国联证券研究所

衍生品市场包括期货和期权两类产品。2014 年两者共成交 1.4 亿张，其中期货合约成交 50379 千张，期权成交 92060 千张。期货产品包括 H 股指期货、恒生指数期货、小型恒生指数期货、三个月港元利率期货、股票期货和其它期货产品。2014 年，上述产品成交量占整体期货成交的比重分别为 43.6%、33.9%、13.8%、0%、0.85%和 7.82%。从趋势看，近几年，H 股指期货期货份额上升最为明显并取代恒生指数期货成为期货市场最大的品种。期权产品包括股票期权、恒生指数期权、小型恒生指数期权、H 股指期货期权和其他期权产品，2014 年股票期权产品占比高达 81%，占据绝对主导地位。

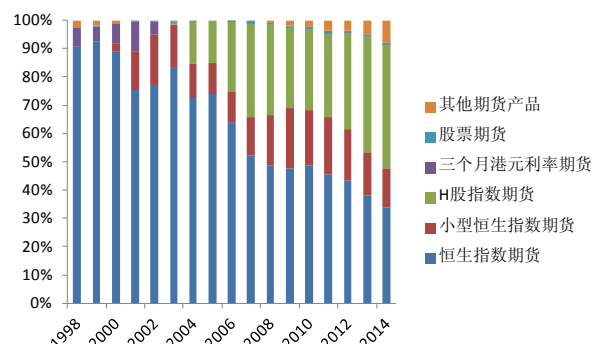
LME 商品市场中铝、钢、特种高级锌是成交最大的三大品种，2014 年成交量占整个商品期货和期权比重分别为 39%、23%和 18%。

图表 14: 香港衍生品市场期货和期权成交量 (千张)



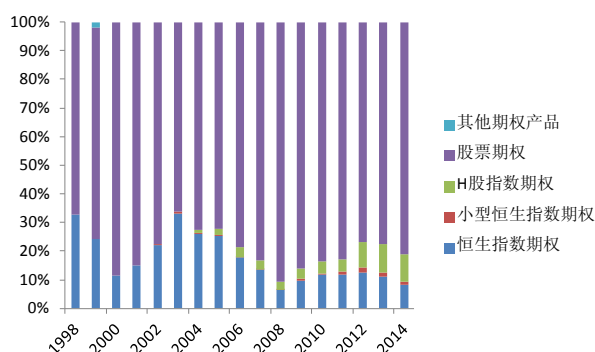
数据来源: Wind 国联证券研究所

图表 15: 衍生品市场期货成交结构



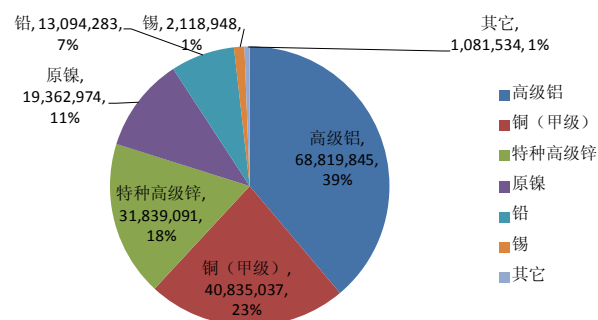
数据来源: Wind 国联证券研究所

图表 16: 香港衍生品市场期权成交结构



数据来源: Wind 国联证券研究所

图表 17: 商品市场期货和期权总量成交结构 (手)

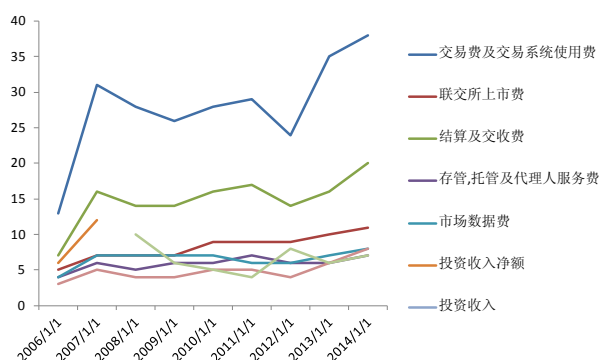


数据来源: 香港交易所, 国联证券研究所

2.2 公司财务情况: 盈利能力强且稳定

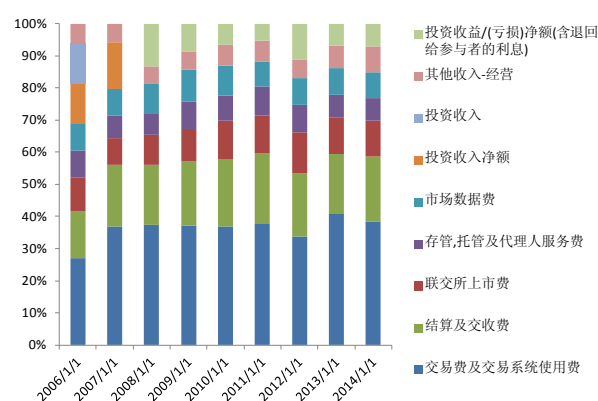
公司收入主要来源于交易费及交易系统使用费、结算及交收费、联交所上市费、市场数据费等, 2014 年公司实现营收 98.49 亿港元, 上述四项收入占全部营收比重为 85%。其中、交易费及交易系统使用费是公司最大收入来源, 大约占总收入 40%左右。

图表 18: 公司主要收入来源 (亿港元)



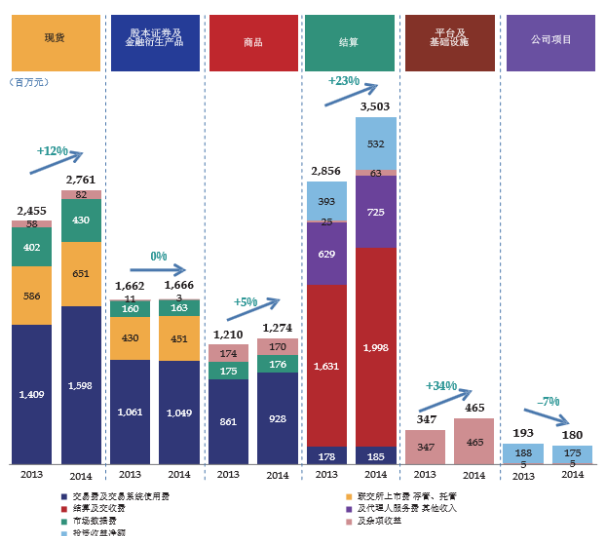
数据来源: 公司年报, 国联证券研究所

图表 19: 公司收入结构



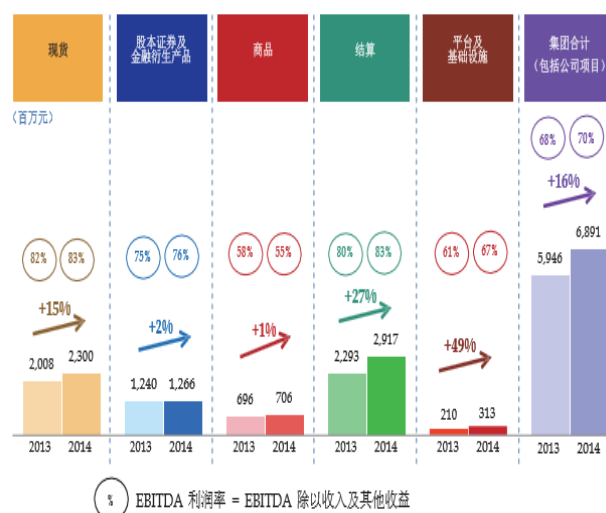
数据来源: 公司年报, 国联证券研究所

图表 20: 2014 年公司收入结构



数据来源: 公司年报, 国联证券研究所

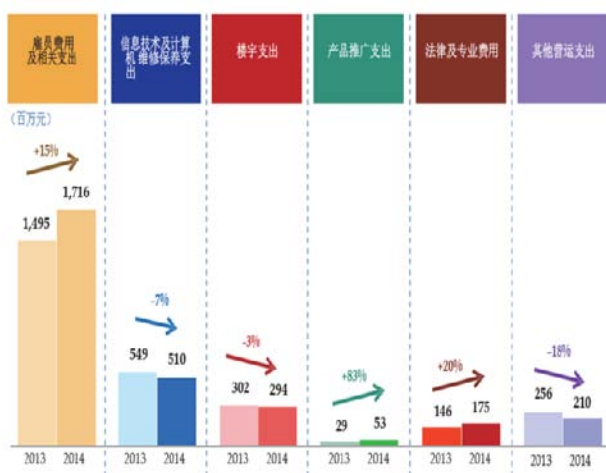
图表 21: 按分部比较的 EBITDA 及 EBITDA 利润率



数据来源: 公司年报, 国联证券研究所

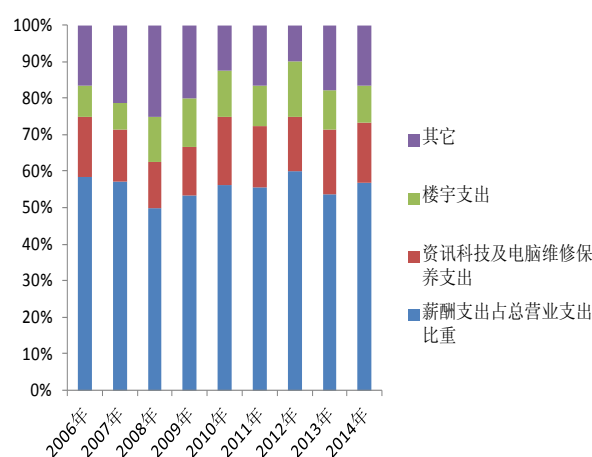
公司支出主要在薪酬支出、资讯科技及电脑维修保养支出、楼宇支出以及其他支出。2014 年营业支出总计 30 亿元, 上述四项分别占总支出到 57%、16.7%、10%及 16.7%。薪酬支出是公司最大的支出项, 历年占支出总额均超 50%。

图表 22: 2014 年公司支出结构



数据来源: 公司年报, 国联证券研究所

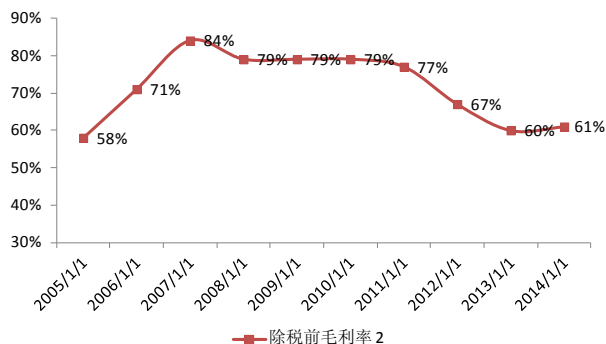
图表 23: 公司支出结构历年占比



数据来源: 公司年报, 国联证券研究所

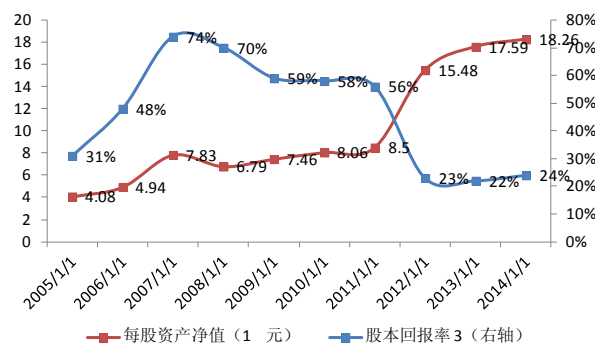
公司盈利能力强且稳定。公司税前毛利率多数在 60%-80% 间波动, 公司股本回报率在 2012 年前连续多年稳定在 50% 以上, 2012 年配售后, 随着股本的扩大, 股本回报率有所下降, 但仍在 20% 以上。

图表 24: 历年除税前毛利率



数据来源: 公司年报, 国联证券研究所, 注: 收益包括出售一家联营公司所得收益及所占联营公司/合资公司的溢利减亏损。

图表 25: 历年股本回报率



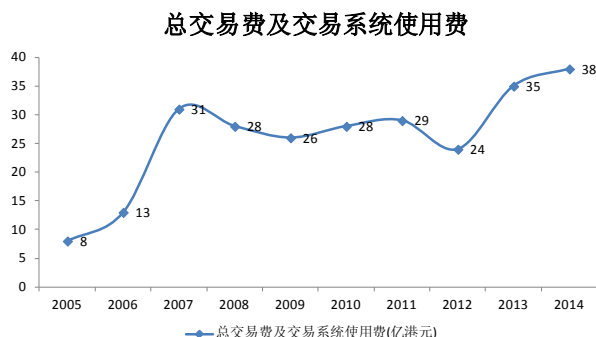
数据来源: 公司年报, 国联证券研究所, 注: 根据于年底香港交易所股东应占股本权益计算

3、交易费及交易系统使用费: 与成交额成正比

交易费用和交易系统使用费是公司主要收入来源, 接近整体收入的 40% 左右。此项收费主要由三部分构成, 联交所证券买卖、衍生品市场的期权期货交

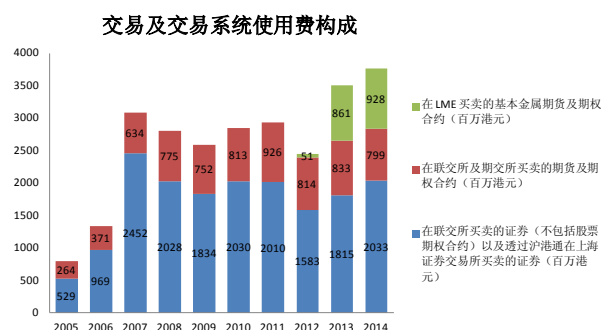
易以及 LME 商品市场期货其期权合约买卖产生的交易费。

图表 26: 交易费及交易系统使用费 (亿港元)



数据来源: 公司年报, 国联证券研究所

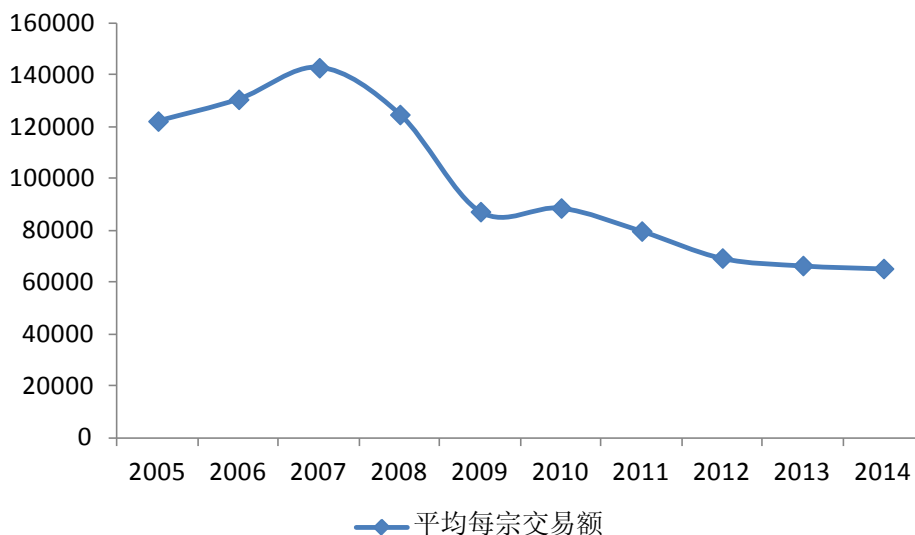
图表 27: 交易费及交易系统使用费构成 (百万港元)



数据来源: 公司年报, 国联证券研究所

其中交易系统使用费仅来自证券交易, 收取标准为买卖双方需按各宗 0.5 港元双边收取, 如 2014 年创业板和主板交易总宗数为 2.62 亿宗, 则交易系统使用费收入为 2.62 亿元。因交易宗数与成交金额高度相关 (见图表 28), 因此, 交易宗数大体上可由交易金额预测, 但这几年平均每宗交易金额有逐步减少趋势, 这使得同样的交易金额或带来更多的交易系统使用费。

图表 28: 证券市场产品平均每宗交易额 (港元)



数据来源: 公司年报, 国联证券研究所, 注: 红色部分为子公司

交易费的收取标准则根据产品有所区分, 证券市场按交易金额收费, 买卖双方各需按交易金额的 0.005% 收取, 衍生品市场和商品市场则主要按合约张数

收取，且每个细分品种的收取单价有所差异，我们以 2014 年的成交量和单价核算各品种交易费，与公司年报公布金额基本吻合。

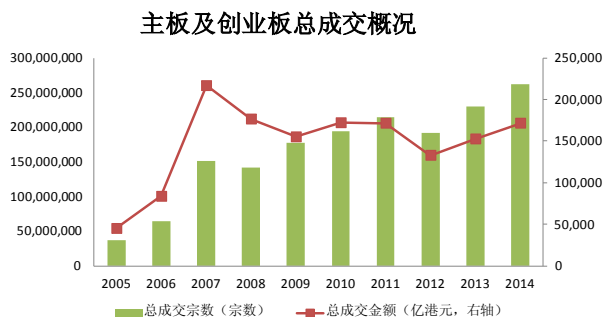
图表 29：交易费及交易系统使用费收取标准以及以 2014 年为例的核算过程

2014 年交易费计算					
市场	产品	产品细项	单价	2014 年成交量 (亿港元; 千张; 千手)	收费总额 (亿)
证券市场	全部产品	一般买卖	买卖双方各付交易金额 0.005%	171557.3	17.16
		首次公开	买卖双方各付交易金额 0.005%	2325	0.23
衍生品 市场	股市 指数 产品	恒生指数期货	每边每张合约港币 \$10.00	17,067.00	3.41
		恒生指数期权	每边每张合约港币 \$10.00	7,519.00	1.50
		H 股指数期货	每边每张合约港币 \$3.50	21,984.00	1.54
		H 股指数期权	每边每张合约港币 \$3.50	9,036.00	0.63
		小型恒生指数期货	每边每张合约港币 \$3.50	6,960.00	0.49
		小型恒生指数期权	每边每张合约港币 \$2.00	961.00	0.04
		小型 H 股指数期货	每边每张合约港币 \$2.00	3,429.00	0.14
		恒指股息期货	每边每张合约港币 \$3.00	16.00	0.00
		恒生国企股息期货	每边每张合约港币 \$1.50	241.00	0.01
		恒指波幅指数期货	每边每张合约港币 \$10.00	0.48	0.00
		中华交易服务中国 120 指数期货	每边每张合约港币 \$10.00	40.00	0.01
		IBOVESPA 期货	每边每张合约港币 \$10.00	—	0.00
		金砖市场期货: MICEX 指数期货; S&P BSE SENSEX 指数期货; FTSE/JSE Top40 期货	每边每张合约港币 \$5.00	—	0.00
	股票产品	股票期货	每边每张合约港币 \$3.50	428.00	0.03
		股票期权	每边每张合约港币 \$0.5	74,544.00	0.75
	货币期货	人民币货币期货	每边每张合约人民币 8.00	205.00	0.03
	利率及 定息产品	一个月港元利率期货	每边每张合约港币 \$5.00	0.00	0.00
		三个月港元利率期货	每边每张合约港币 \$5.00	0.04	0.00
	商品	伦敦铝期货小型合约	每边每张合约人民币 3.00 元	1.64	0.00
		伦敦锌期货小型合约	每边每张合约人民币 3.00 元	2.83	0.00
		伦敦铜期货小型合约	每边每张合约人民币 5.00 元	4.32	0.00
LME 商 品市场	全部产品	商品期货; 商品期权 LME 交易平均价期权	场内: 每边每张 0.25 美元; 场外: 每边每张 0.65 美元	177152	9.61
交易费总额					35.58
2014 年交易系统使用费计算					
证券市场	全部产品	买卖双方各付每宗 0.50 元	262437450 (宗)	2.62	
交易费+交易系统使用费					38.20

数据来源：公司年报，国联证券研究所，注：1、以上为计算数据，最终值 38.3 与实际值 38 亿港元略有误差；2、商品核算中，按 1 美元兑 7.75 港元核算。

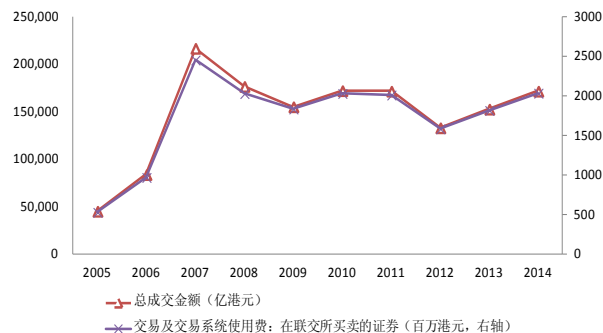
从图表 30 和图表 31 中可以看出证券市场产品交易额和交易费及交易系统使用费的关系走势几乎一致。

图表 30：联交所买卖证券成交宗数与成交额



数据来源：公司年报，国联证券研究所

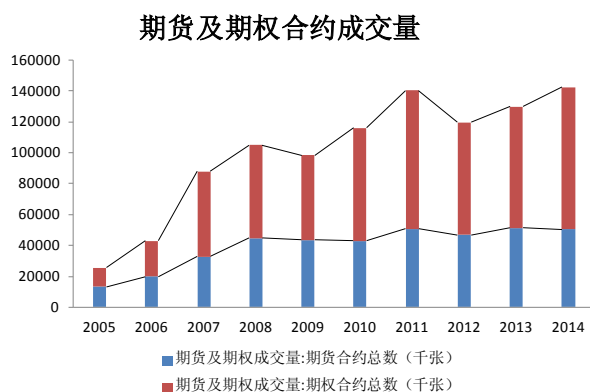
图表 31：联交所交易费及交易系统使用费与成交额关系



数据来源：公司年报，国联证券研究所

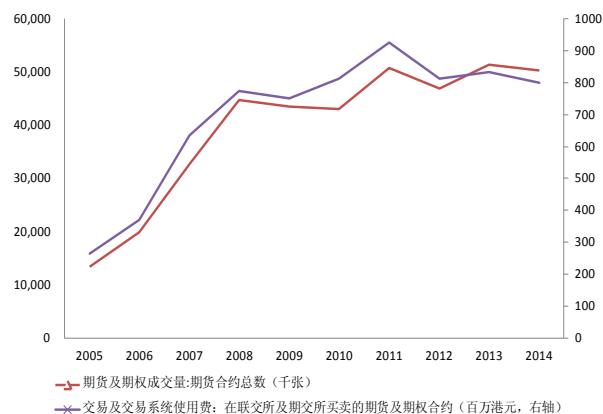
从图表 33 中可以看出衍生品市场成交量和交易费及交易系统使用费也几乎完美匹配。

图表 32：在联交所及期交所买卖的期货及期权合约



数据来源：公司年报，国联证券研究所

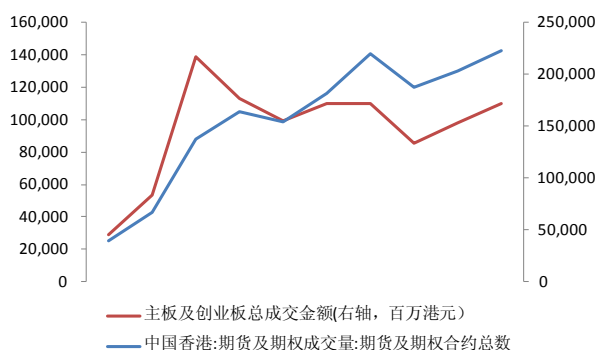
图表 33：衍生品交易系统使用费与成交量关系



数据来源：公司年报，国联证券研究所

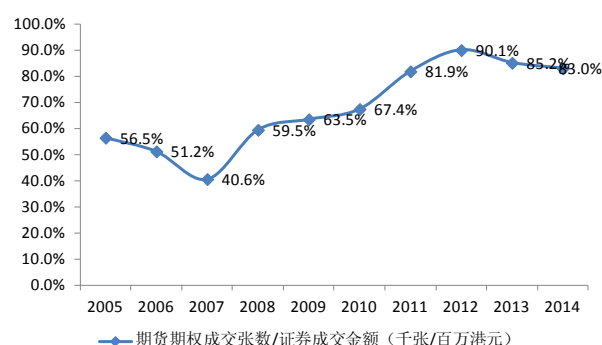
此外，值得注意的是，衍生品市场的成交量主要也由证券现货市场的成交额决定，近几年来，每百万港元的现货成交金额基本对应了 0.8-0.9 张的期货和期权合约，由此，在盈利预测中，可以根据现货成交金额合理估算衍生品成交量。

图表 34: 衍生品成交量和证券成交量成正比



数据来源: 公司年报, 国联证券研究所

图表 35: 期货期权成交张数/证券成交金额 (千张/百万港元)

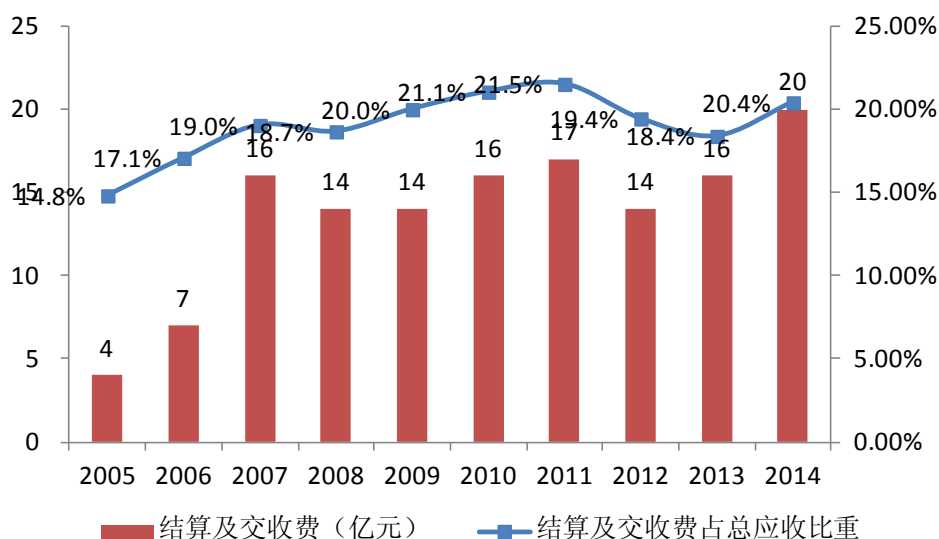


数据来源: 公司年报, 国联证券研究所

4、结算及交收费: 2015LME clear 有望大幅增长

结算及交收费包括结算费和交收费, 是公司第二大收入来源, 2014 年此项收入达 20 亿元, 近年来此项收入大约占总收入 20% 左右。其中, 香港中央结算中非证券业务的交收收入占据半壁江山。

图表 36: 历年结算及交收费以及其占整体收入的比重



数据来源: 公司年报, 国联证券研究所

在结算费和交收费两大类中, 交收费占据主导。在多个结算系统中, 仅中

央结算系统收取交收费。香港中央结算不仅负责证券业务的交收结算，而且为香港所有银行提供银行同业结算及交收服务，并代表金管局管理公营和私营机构债券的中央结算及交收系统。

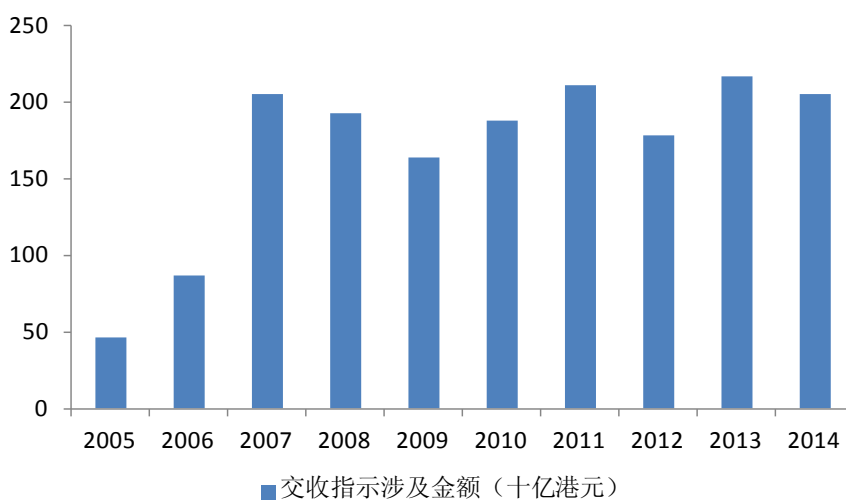
具体而言，中央结算系根据交易性质分成三类，包括：经中央结算系统处理之联交所交易（即证券交易）；经中央结算系统处理之交收指示（类似于银行间同业业务）；经中央结算系统处理的投资者交收指示（类似于投资者个人和机构的交易）。交收费收取标准方面，前两者按照成交或交收金额的 0.002% 收取，而经中央结算系统处理的投资者交收指示则不收取交收费。其中，经中央结算系统处理之联交所交易类似与上节描述中的交易费，只不过交易费收取为交易额 0.005%，但交收费仅为 0.002%，且前者双边计费，交收费则不存在双边收取。

图表 37: 交收费收取标准以及以 2014 年为例的核算过程

结 算 所	结 算 系 统	交 易 性 质	单 价	涉 及 金 额（ 亿 港 元 ）	交 收 额（ 亿 港 元 ）
香 港 结 算	中 央 结 算 系 统	经中央结算系统处理之联交所交易	每宗联交所买卖总值的 0.002%	171557.3	3.43
		经中央结算系统处理之交收指示	每宗交收总值的 0.002%	507832	10.16
		经中央结算系统处理的投资者交收指示	免 费	—	—
交 收 费 用 总 额					13.56

数据来源：公司年报，国联证券研究所

从图表 37 两项交收费的金额核算过程看，中央结算系统处理之交收指示收费金额较大，2014 年此项收费占整个交收费 75%，同时也占到了整个结算及交收费的 50%。也就是说银行间同业结算的交收才是港交所交收费的主要来源。而此项交收规模自 2007 年来保持较为稳定的规模，2007-2014 年均值大约为 48.23 万亿元。这也是我们后续交收费的盈利预测基础。

图表 38: 经中央结算系统处理的交收指示 (平均每日值), 全年总值平均为 48.23 万亿


数据来源: 公司年报, 国联证券研究所

结算费的收取标准类似于交易费, 但有以下几点不同: 现货买卖即经中央结算系统处理之联交所交易不需要结算费; 其次, 经中央结算系统处理的交收指示和经中央结算系统处理的投资者交收指示按每次一港元收费; 第三, 衍生品的结算费收取标准基本和交易费一致, 不同的在于交易费双边收取, 而结算费只收单边, 因此, 衍生品结算费基本相当于交易费的一半左右; 此外, LMEclear 于 2014 年 9 月正式运营, 其在 2014 年结算费用为 1.87 亿港元, 如果 2015 年按 2014 年的四倍时间计算, 且假设平均每天结算费用相同, 则 2015 年此项结算费用有望达到 7.5 亿元, 在其它条件不变的情况下, 整体结算费用有望显著增长。

图表 39: 结算费收取标准以及以 2014 年为例的核算过程

结算所	结算系统	交易性质		单价	成交量 ¹	结算额 ² (亿)
香港结算	中央 结算 系统	经中央结算系统处理之联交所交易		免费	—	0
		经中央结算系统处理的交收指示		每次收费 1 港元	21931377	0.22
		经中央结算系统处理的投资者交收指示		每次收费 1 港元	97318	0.00
期货结算公司	衍生 产品 结算 及交	股市指 数产品	恒生指数期货	每张合约港币\$10.00	17,067.00	1.71
			恒生指数期权	每张合约港币\$10.00	7,519.00	0.75
			H 股指数期货	每张合约港币\$5.00	21,984.00	1.10
			H 股指数期权	每张合约港币\$3.50	9,036.00	0.32

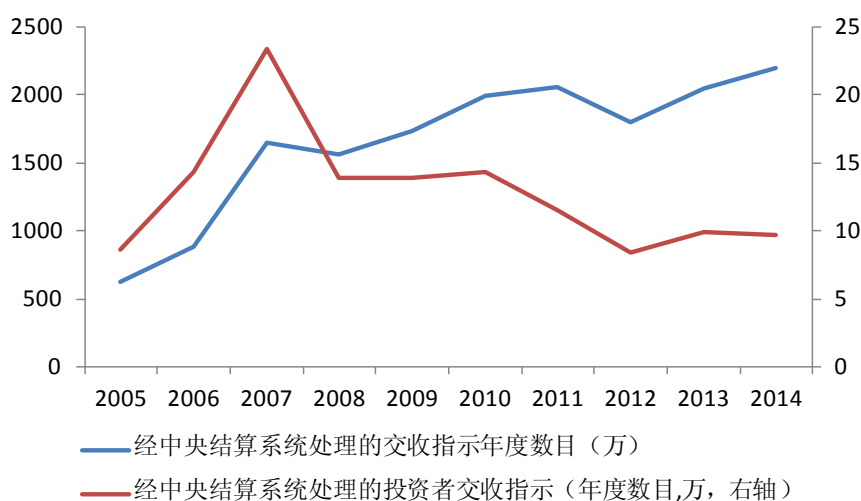
¹ 1.成交量: 经中央结算系统处理的交收指示和经中央结算系统处理的投资者交收指示的成交量单位为交收指示数目; 衍生产品的成交量单位为千张;

² 期货产品为结算费; 股票期权产品为行使费

	收系统			小型恒生指数期货	每张合约港币\$3.50	6,960.00	0.24
				小型恒生指数期权	每张合约港币\$2.00	961.00	0.02
				小型 H 股指数期货	每张合约港币\$2.00	3,429.00	0.06
				恒指股息期货	每张合约港币\$3.00	16.00	0.00
				恒生国企股息期货	每张合约港币\$1.50	241.00	0.00
				恒指波幅指数期货	每张合约港币\$10.00	0.48	0.00
				中华交易服务中国 120 指数期货	每张合约港币\$10.00	40.00	0.00
				IBOVESPA 期货	每张合约港币\$10.00	——	0.00
				MICEX 指数期货 S&P BSE SENSEX 指数期货 FTSE/JSE Top40 期货	每张合约港币\$5.00	——	0.00
		股票产品		股票期货	每张合约港币\$10.00	428.00	0.04
		货币期货		人民币货币期货	每张合约人民币 8.00	205.00	0.02
		利率及定息产品		一个月港元利率期货	每张合约港币\$5.00	0.00	0.00
				三个月港元利率期货	每张合约港币\$5.00	0.04	0.00
		伦敦铝期货小型合约		每张合约人民币 3.00	1.64	0.00	
		伦敦锌期货小型合约		每张合约人民币 3.00	2.83	0.00	
		伦敦铜期货小型合约		每张合约人民币 5.00	4.32	0.00	
联交所期权 结算所	衍生 产品 结算	股票产品	港币计价股票期权	每张合约港币\$2.00	74,544.00	1.49	
			人民币计价股票期权	每张合约人民币 2.00			
LMEclear ³						1.87	
结算费总额						7.85	

数据来源：公司年报，国联证券研究所

图表 40：历年经中央结算系统处理的交收指示和投资者交收指示数目



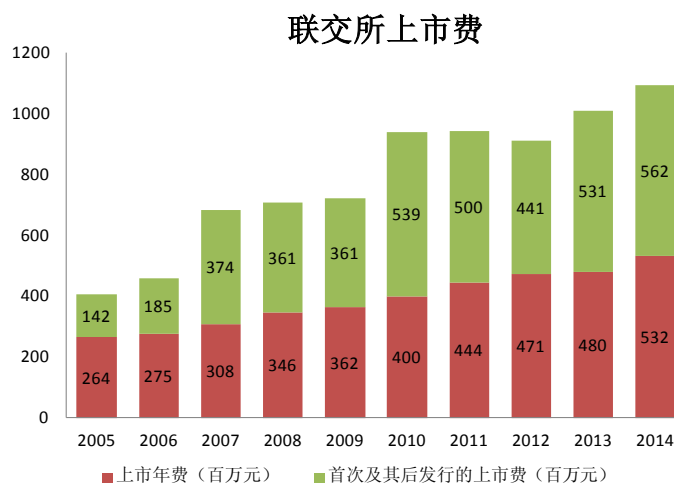
³ LMEclear 于 2014 年 9 月正式运营

数据来源：公司年报，国联证券研究所

5、首次上市费及上市年费：保持稳步增长态势

上市费包括首次及其后发行的上市费以及上市年费，新申请人发行股本证券，需在申请上市时须根据将予上市的股本证券的市值缴付首次上市费。上市发行人每年均需缴纳上市年费，首次上市时须一次性预先缴付上市年费，该项费用按照现时或将会在交易所上市的证券的面值计算。上市费及上市年费均分档收取。区别在于前者根据市值而定，后者则根据面值计算。

图表 41：联交所上市费历年走势和构成（百万港元）



数据来源：公司年报，国联证券研究所

首次上市费用根据将要上市的股本证券的市值而定（见表格 42 和 43），主板最低 15 万港元，最高 65 万港元。创业板最低 15 万港元，最高 60 万港元。此外，如在主板作第二上市，首次上市费通常为所列费用的 25%，最低款额为 15 万港元。对于创业板转主板的申请人，首次上市费将获减 50%。如属发行牛熊证，每名发行人在任何历年首次就某证券、指数、货币或其他资产而推出发行的结构性产品，其上市费用为“基本费用”的 30%；其后同一发行人在同一历年就同一相关证券、指数、货币或其他资产而再推出发行的结构性产品，其上市费用则为上述“减收费用”的 30%。

图表 42：主板首次上市费收取规则

将予上市的股本证券的市值（百万港元）	首次上市费（港元）
不超过：100	150000

200	175000
300	200000
400	225000
500	250000
750	300000
1000	350000
1500	400000
2000	450000
2500	500000
3000	550000
4000	600000
5000	600000
超过: 5000	650000

数据来源: 香港交易所网站, 国联证券研究所

图表 43: 创业板首次上市费收取规则

将予上市的股本证券的市值 (百万港元)	首次上市费 (港元)
不超过: 100	150000
1000	175000
超过: 1000	600000

数据来源: 香港交易所网站, 国联证券研究所

公司上市费源自股本证券和牛熊证等结构性产品。从 2014 年数据看, 公司股本证券上市费为 1 亿元, 牛熊证、衍生权证和其它的上市费为 4.62 亿元, 可见, 后者是公司上市费的主要来源。

图表 44: 上市年费主要来自股本证券, 上市费主要来自牛熊证及衍生权证 (百万港元)

费用	2014 年				2013 年			
	股本证券		牛熊证、衍生 权证及其它	合计	股本证券		牛熊证、衍生 权证及其它	合计
	主板	创业板			主板	创业板		
上市年费	502	27	3	532	453	25	2	480
首次及其后发行的上市费	89	11	462	562	81	13	437	531
其他上市费用	6	2	—	8	4	1	—	5

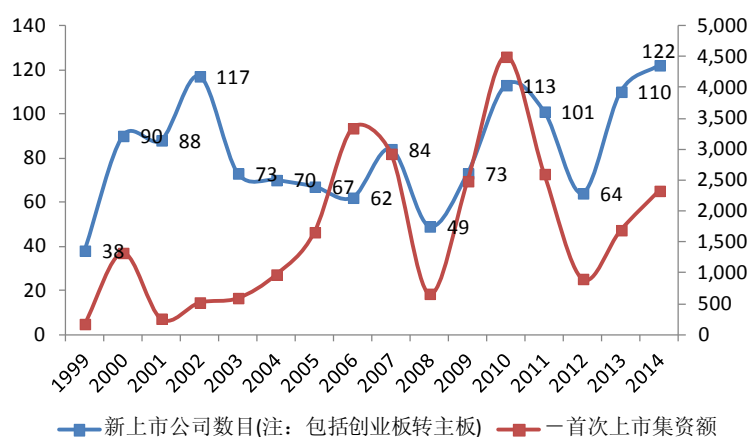
数据来源: 公司年报, 国联证券研究所

近几年新增牛熊证呈现快速上升态势, 作为上市费的主要来源, 它们的快速增长保证了公司上市费的收入增长。而股本证券的上市与行情显著相关, 如 2007 年和 2009 年行情较好之时, 上市企业和募集资金明显增多 (见图表 46)

图表 45: 主板新上市证券数目, 主要集中在牛熊证和衍生权证

类别	2010	2011	2012	2013	2014
普通股 *	106	88	52	87	103
- 新上市公司	94	76	50	79	96
- 创业板转主板	12	12	2	8	7
优先股	1	0	0	0	4
股本认股权证	12	7	3	3	7
衍生权证	7,826	6,917	5,886	7,264	7,560
股票挂钩票据	0	0	0	0	0
牛熊证	6,541	5,334	6,056	8,948	9,983
单位信托基金 互惠基金	27	9	35	18	12
交易所买卖基金(ETFs)	26	8	35	16	12
- 房地产投资信托基金 (REITs)	1	1	0	2	0
- 其它	0	0	0	0	0
债券	38	50	109	170	281
总数	14,551	12,405	12,141	16,490	17,950

数据来源: 公司年报, 国联证券研究所

图表 46: 首发上市公司数目和募集资金规模 (亿元)


数据来源: 公司年报, 国联证券研究所

上市年费按上市证券面值计算, 如果发行人的股份面值低于 0.25 港元或无面值, 在计算上市年费时, 每股股份的面值视作 0.25 港元。此外, 如果在主板作第二上市, 上市年费通常为上文所列费用的 25%; 对于预托证券发行人, “上市股份的面值” 指的是预托证券所代表的股份的面值; 若上市发行人的股

份于上市日期后不再有面值（「无面值事件」），则使用紧接无面值事件之前用于计算上市年费的每股面值（「每股名义面值」）作为计算无面值事件后的上市年费。若发行人于无面值事件后分拆股份，每股名义面值须相应调整，但须符合最少须为 0.25 港元的规定（例如发行人将一股分拆为两股，每股名义面值为 1 港元，用于计算分拆后上市年费的每股面值将为 0.50 港元）。

主板上市年费最低 14.5 万港元，最高 118.8 万港元；创业板上市年费最低 10 万港元，最高 20 万港元。

图表 47：主板上次年费收取规则

上市股本证券的面值（百万港元）	上市年费（港元）
不超过：200	145,000
300	172,000
400	198,000
500	224,000
750	290,000
1,000	356,000
1,500	449,000
2,000	541,000
2,500	634,000
3,000	726,000
4,000	898,000
5,000	1,069,000
超过：5,000	1,188,000

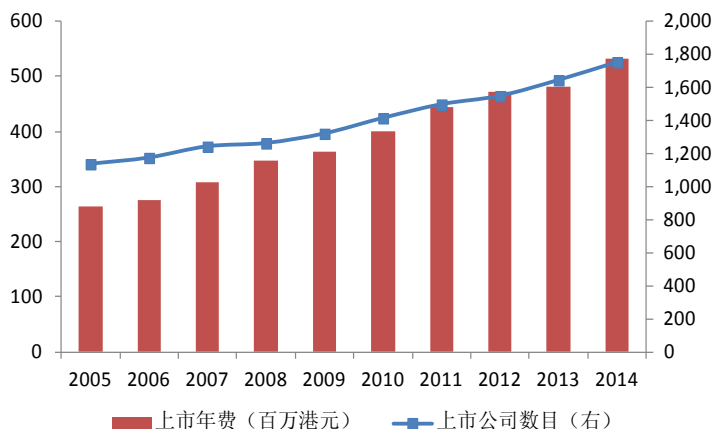
数据来源：香港交易所网站，国联证券研究所

图表 48：创业板上市年费收取规则

上市股本证券的面值（百万港元）	上市年费（港元）
100	100,000
2,000	150,000
2,000	200,000

从图表 44 看出，上市年费主要来自股本证券，并与港交所存量上市公司高度相关（见图表 49）。

图表 49: 上市年费主要取决于存量上市公司数目



数据来源: 公司年报, 国联证券研究所

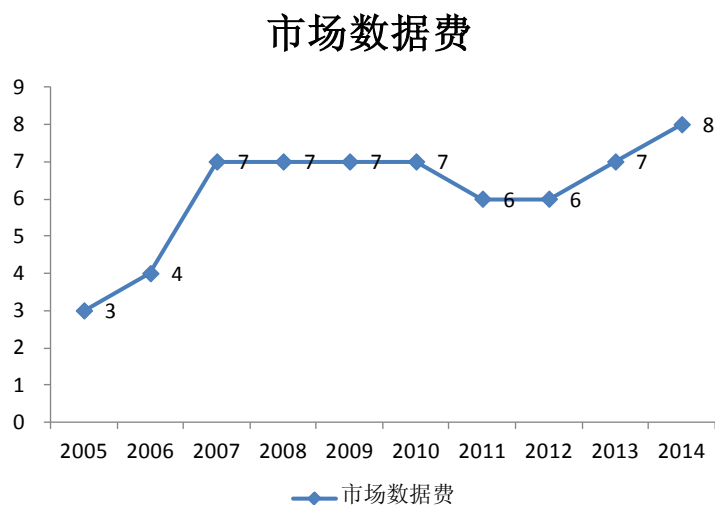
放长远看, 香港作为国际金融中心, 对企业尤其是内地企业的上市仍具有相当大的吸引力, 香港即是本土市场又是国际化运营平台, 兼有健全的法律体制、国际会计准则、完善的监管架构、再融资便利以及先进的交易、结算及交收措施。以上优势是公司长期上市费和上市年费增长的主要保障。

6、市场数据费和其它收入: 较为稳定

6.1 市场数据费

市场数据费源自实时数据产品和历史数据及参考数据产品。实时数据产品包括由香港交易所领航行星市场数据平台 (OMD) 提供的一系列数据传送专线产品, 涵盖证券市场专线产品 (OMD - C) 及衍生产品市场专线产品 (OMD - D); 以及由发行人公告专线服务系统 (IIS) 提供的发行人公告专线和发行人公告标题专线产品。从历年数据看, 此项收费基本稳定在 6-8 亿港元之间, 近三年呈现递增趋势。

图表 50: 市场数据费收入较为稳定 (亿港元)



数据来源: 公司年报, 国联证券研究所

图表 51: 供应商牌照费和内部使用者牌照费: 实时数据产品

图表 51: 供应商牌照费和内部使用者牌照费: 实时数据产品				
实时数据 产品	证券市场数据			定价
	所有在香港交易所 证券市场(即香港联 合交易所)上市的证 券产品的交易资料	产品包括:	数据传送专线:	收费标准
		股本证券	<u>OMD-C SS</u> <u>OMD-C SP</u> <u>OMD-C SF</u>	
		权证		
		房地产投资信 基金		
		债务证券		
		交易所买卖基金		
单位信 /互惠基金				
股票挂钩票据				
衍生权证				
牛熊证				
衍生产品市场数据				
在香港期货交易所 有限公司(即期交 所)交易的衍生产品 的交易资料	产品包括:	数据传送专线		
	股票期货	<u>OMD-D DS</u> <u>OMD-D DP</u> <u>OMD-D DF</u>		
	股票指数期货及期权			
	利率期货和定息产品期货			
	商品			
	股票期权			
	货币期货			
黄金期货				
发行人公告				

	在香港交易所证券市场上市的公司和发行人的交易信息资讯及公告	信息包括:	数据传送专线:	
		上市发行人公告包括重组、关联交易或须与公布的交易、主要人事变动、董事局会议和股东大会通知、派息、盈警及股本变动等有关资讯。 上市公司财务报表及年报、首次公开募股(IPO)的招股章程、IPO 配股结果、及其它与上市有关的档如招股章程和通告等。 交易所交易信信息	<u>IIS News</u> <u>IIS News Headline</u>	

数据来源：香港交易所，国联证券研究所

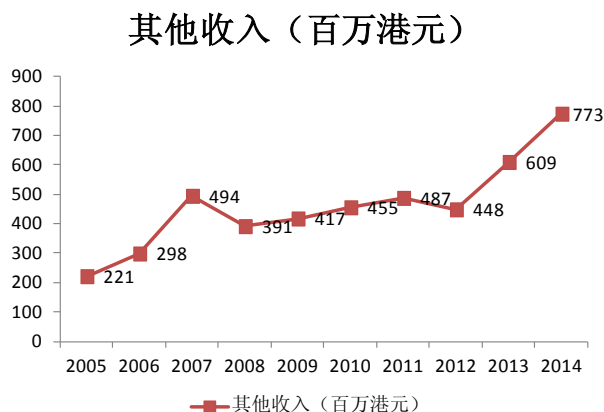
图表 52: 供应商牌照费和内部使用者牌照费: 历史数据产品			
	分类	具体内容	定价
历史数据及参考数据产品	历史数据	详尽介绍各类历史数据产品并附档案样本, 包括: 证券市场 衍生产品市场 上市公司文件 派息及其他权益记录	每月 300 到 5000 元不等 每月 100 到 1500 元不等 每年 600 到 2400 元不等 派息其他权益除净通知每年 5000 元 主板及创业板派息 (其他权益) 记录 (1986 年至 2013 年) 全期 2000 元 派息 (其他权益) 记录 (1970 年至 1986 年) 全期 1000 元
	买卖盘及交易记录 (只供联交所参与者订购)	买卖盘档案 交易资料档案 最佳买卖价变动档案	OTFS 订购价为每月港币 5000 元。香港交易及结算所资讯服务有限公司将会以季度方式收取。
	EMSIS 服务	证券市场资讯报表 衍生产品市场资讯报表	牌照收费: A. 资讯供应商收费 (适用于资讯转发) (i) 初始登记费: 港币 3,000 元 (ii) 标准收费: 每半年港币 78,000 元 B. 最终用户收费 (不适用于资讯转发) (i) 初始登记费: 港币 3,000 元 (ii) 标准收费: 每半年港币 6,000 元

数据来源：香港交易所，国联证券研究所

6.1 其它收入

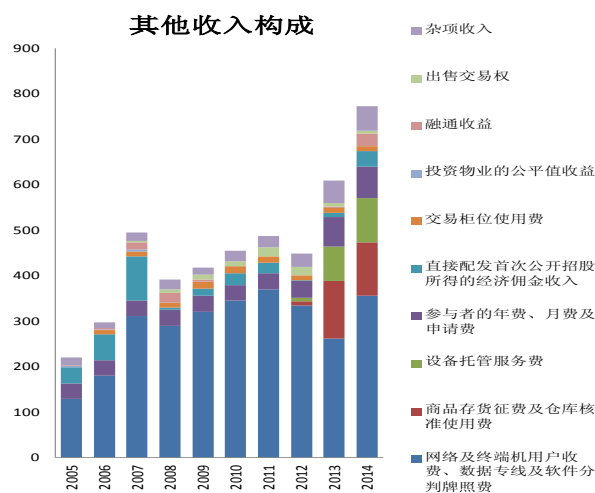
其他收入包括网络及终端机用户收费、数据专线及软件分判牌照费、商品存货征费及仓库核准使用费、设备托管服务费、参与者的年费、月费及申请费、直接配发首次公开招股所得的经济佣金收入、交易柜位使用费、融通收益、出售交易权以及杂项收入。

图表 53: 其他收入 (百万港元)



数据来源: 公司年报, 国联证券研究所

图表 54: 其他收入构成 (百万港元)



数据来源: 公司年报, 国联证券研究所

2013 和 2014 年其它收入增长较为明显, 2014 年其他收入较 13 年增加 1.64 亿元 (27%), 主要有以下几方面原因:

现货分部其他收入因直接配发首次公开招股所得的经济佣金收入上升而增加 2400 万元 (41%); 结算分部因 LME Clear 参与者将现金抵押品存于 LME Clear 所收取的融通收益 (有关抵押品的投资回报低于 LME Clear 结算规则所订的基准投资回报) 而增加 2500 万元;

平台及基础设施分部的总收入全部计入其他收入, 包括网络及终端机用户收费、数据专线及软件分判牌照费、设备托管服务费、其他。网络及终端机用户收费、数据专线及软件分判牌照费增加 9400 万元 (36%), 原因是节流率的销售增加 (部分来自参与者为沪港通推出作准备而进行一次性购买), 以及推出 OCG 带来的现货市场交易系统线路租赁收益和推出 Genium 系统带来的衍生产品市场交易系统分判牌照费收益均有所上升。设备托管服务费增加 2300 万元 (31%), 是由于客户承租的伺服器机柜数目上升。

7、盈利预测

假设条件:

- 1、假设公司收费模式不发生改变;
- 2、假设 2015 年全年公司按上半年增速预测, 2016 年、2017 年股本证券日均成交额增速降至 60%, 其余品种增速不变。

图表 55: 由年初累积至 2015 年 6 月底之市场统计资料

证券市场	截至 2015 年 6 月底	截至 2014 年 6 月底	同比增减
新增上市公司(家)	51	52	-1.90%
每日平均成交额(百万元)^	125,339	62,933	99.20%
每日平均成交股数(百万股)	215,535	125,774	71.40%
每日平均成交宗数	1,573,371	1,025,720	53.40%
首次上市集资总额(百万元)	129,382	82,092	57.60%
集资总额(包括首次上市集资)(百万元)	708,904	217,912	225.30%
衍生产品市场	截至 2015 年 6 月底	截至 2014 年 6 月底	同比增减
平均每日合约成交量(张数)			
股市指数期货	274,058	192,417	42.40%
股票期货	3,656	1,505	142.90%
利率期货	1	0	-
人民币货币期货	766	900	-14.80%
黄金期货	0	0	-
伦敦金属期货小型合约	247	-	-
股市指数期权	86,721	67,831	27.80%
股票期权	442,928	263,163	68.30%
结算及交收	截至 2015 年 6 月底	截至 2014 年 6 月底	同比增减
经中央结算系统处理的联交所买卖之每日平均数	1,520,511	1,025,115	48.33%
经中央结算系统处理的交收指示之每日平均数	106,302	87,156	21.97%
经中央结算系统处理的投资者交收指示每日平均	559	376	48.67%

数据来源: 香港交易所, 国联证券研究所

我们将公司收入分成几大类, 如交易费和交易系统使用费、经中央结算系统之联交所交易结算费等与成交额紧密; 上市费和上市年费分别与市场行情和存量证券相关, 基本呈现**稳定增长**; 市场数据费、存管, 托管及代理人服务费、

其他收入基本保持稳定; LME clear 为 2014 年 9 月份公司新业务, 当年收入 1.87 亿港元, 也是 2015 年重要的增长点。公司支出主要为薪酬支出, 增长较为平稳, 楼宇支出甚至有下降趋势。根据以上收入和支出预测公司 2015 年-2017 年 EPS 分别为: 7.26、10.36、15.17 港元, 当前股价对应 PE 分别为 29.22、20.47 和 13.98 倍, 给予“推荐”评级。

图表 56: 盈利预测表 (亿港元)

指标	2014 年	2015E	2016E	2017E
日均成交额	695	1253.39	2005.42	3208.68
收入				
与交易量成比例的收入	47.43	80.27	121.71	185.32
证券市场交易费及交易系统使用费	20	39.84	63.74	101.99
衍生品市场交易费及交易系统使用费	18	25.20	35.28	49.39
经中央结算系统处理之联交所交易结算费	3.43	6.83	10.92	17.47
衍生品结算费	6	8.40	11.76	16.46
与行情不成比例但显著正相关收入	5.62	6.74	8.09	9.71
首次上市费	5.62	6.74	8.09	9.71
与存量相关	5.32	5.50	6.00	6.00
上市年费	5.32	5.50	6.00	6.00
与银行间同业结算量成正比	10	12.12	14.54	17.45
经中央结算系统处理的交收指示之	10	12.12	14.54	17.45
2014 年新业务	1.87	7.48	8.23	9.05
LME clear	1.87	7.48	8.23	9.05
相对稳定收入	29.73	30.00	30.00	30.00
市场数据费	8	8	8.00	8.00
存管, 托管及代理人服务费	7	7	7.00	7.00
其他收入	7.73	7.73	7.73	7.73
投资收益	7	7	7.00	7.00
支出				
职工薪酬	(17.00)	(19.00)	(21.00)	(21.00)
资讯科技及电脑维修保养支出	(5.00)	(5.00)	(5.00)	(5.00)
楼宇支出	(3.00)	(3.00)	(3.00)	(3.00)
销售费用	(1.00)	(1.00)	(1.00)	(1.00)
法律及专业咨询费	(2.00)	0.00	0.00	0.00
其他支出-经营	(2.00)	(2.00)	(2.00)	(2.00)
折旧及摊销	(6.00)	(6.00)	(6.00)	(6.00)
财务费用	(2.00)	(2.00)	(2.00)	(2.00)
所得税	(9.00)	(18.22)	(26.00)	(38.07)
净利润	52	86.94	124.06	181.64
EPS (港元)	4.34	7.26	10.36	15.17
当前股价对应的 PE	48.85	29.22	20.47	13.98

数据来源: 香港交易所, 国联证券研究所, 注以上红色括号内为负值, 表示支出

无锡

国联证券股份有限公司研究所

江苏省无锡市太湖新城金融一街8号国联金融大厦9层

电话: 0510-82833337

传真: 0510-82833217

上海

国联证券股份有限公司研究所

上海市浦东新区源深路1088号葛洲坝大厦22F

电话: 021-38991500

传真: 021-38571373

北京

国联证券股份有限公司研究所

北京市海淀区首体南路9号主语国际4号楼12层

电话: 010-68790997

传真: 010-68790897

深圳

国联证券股份有限公司研究所

广东省深圳市福田区福华三路卓越世纪中心1号楼2401室

电话: 0755-82556064

传真: 0755-82556064

国联证券投资评级:

类别	级别	定义
股票 投资评级	强烈推荐	股票价格在未来6个月内超越大盘20%以上
	推荐	股票价格在未来6个月内超越大盘10%以上
	谨慎推荐	股票价格在未来6个月内超越大盘5%以上
	观望	股票价格在未来6个月内相对大盘变动幅度为-10%~10%
行业 投资评级	卖出	股票价格在未来6个月内相对大盘下跌10%以上
	优异	行业指数在未来6个月内强于大盘
	中性	行业指数在未来6个月内与大盘持平
	落后	行业指数在未来6个月内弱于大盘
	关注	不作为强烈推荐、推荐、谨慎推荐、观望和卖出的投资评级,提示包括但不限于可能的交易性投资机会和好公司可能变成好股票的机会

免责声明:

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写,本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性,客户也不应该认为该信息是准确和完整的。报告中的内容和意见仅供参考,并不构成对所述证券买卖的出价和询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构将来可能会寻求持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易的机会,还可能在将来寻求为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务的机会。本报告版权归国联证券所有,未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。