

香港交易所 [0388.HK]

波动市中录得稳健三季度业绩

港交所公布2018年三季度净利润为24.4亿港元，同比增长20%。尽管三季度的日均成交额环比下降14%至920亿港元，但期内净利润环比仅下降1.45%，这表现颇为良好。股本证券及金融衍生产品的强劲表现，部分抵消了现货业务略为疲弱的影响。由于年初至今的日均成交额约1,120亿港元，仍略高于我们的全年预测1,100亿港元，因此我们的18财年盈利预测大致不变。然而，由于明年前景不明朗，我们将2019年日均成交额预测从1,350亿港元下调至1,150亿港元，据此我们将2019年每股盈利预测下调6%。我们的戈登增长模型目标价亦从300.4港元下调至274港元（基于34.4倍2019年市盈率；Beta值为1.38，股本成本为8.4%，中期股本回报率为20.5%）。港交所的2019年市盈率为28.2倍，2019年EV/EBITDA为20.8倍。这两项指标均接近其8年范围的低端，反映市场预期十分低。评级维持**买入**。鉴于近期市场前景不明朗，上市改革带来的益处或需要更长时间才能看到，但二季度和三季度的稳健业绩已显示出过去几年改革的成果，特别是互联互通。

投资亮点

- **衍生产品业务表现良好，抵消了现货业务略为疲弱的影响。**虽然2018年三季度的日均成交额环比下降14%至920亿港元，但净利润环比仅下降1.45%至24.4亿港元。现货业务收入环比下降3.6%至9.34亿港元。然而，股本证券和金融衍生产品收入环比增长8.34%至8.57亿港元，主要由于市场波动导致衍生产品交易费用增加。因此，总收入环比仅下降1.7%至35.6亿港元。整体EBITDA利润率环比下降0.7个百分点至75%。在2018年首九个月，净利润同比增长35%至74.8亿港元，收入同比增长27%至123亿港元。
- **应能够轻易达到市场共识预测。**目前，市场共识预测代表着2018年四季度净利润为17.4亿港元，即使四季度的运营成本通常相对较高，这预测也应不难实现。如果成本控制优于预期，盈利将有优于预期的机会。
- **互联互通收入保持相对强劲增长。**在2018年首九个月，北向交易的日均成交额为人民币196亿元，同比大增148%。南向交易的日均成交额也同比上涨62%至141亿港元。2018年三季度，互联互通的收入和其他收益为1.56亿港元，同比增长36%（2018年首九个月：同比增长88%）。
- **下调2019年日均成交额预测。**年初至今的日均成交额为1,120亿港元，略高于我们的全年预测1,100亿港元。因此，我们的2018年盈利预测基本保持不变，但我们将2019年日均成交额预测从1,350亿港元下调至1,150亿港元，以反映市场前景不明朗的因素。由于目前的估值（接近8年范围的低端）反映了非常低的市场预期，如果市场情绪改善，股价将有不俗的上涨空间。中期而言，由于上市改革的关系，我们认为日均成交额结构性增长的投资主题仍然不变，尽管短期市况波动或导致上市改革的益处要较长时间才显现。

截至12月31日止年度	2016	2017	2018E	2019E
收入（百万港元）	10,398	11,574	14,070	15,243
收入净额（百万港元）	5,769	7,404	9,201	10,021
净利润率	55%	64%	65%	66%
每股基本盈利（港元）	4.76	6.03	7.40	7.96
同比变动	-29%	27%	23%	7%
市盈率（倍）	47.2	37.2	30.3	28.2
市净率（倍）	8.8	8.0	7.1	6.4
平均股本回报率	18.6%	21.3%	23.3%	22.5%
平均资产回报率	2.4%	2.6%	2.8%	2.7%

来源：公司，中国银河国际证券研究部

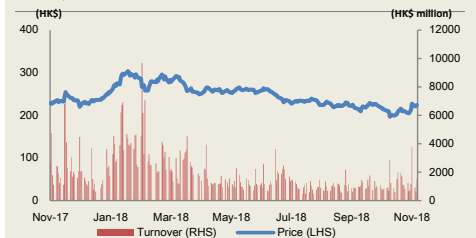
香港金融业

买入

收盘价：224.4港元（2018年11月7日）

目标价：274港元（+22%）

股价表现



来源：彭博

市值	358.42亿美元
发行在外股数	12.51亿股
核数师	PricewaterhouseCoopers
自由流通量	94.45%
52周交易区间	195.6-306.00港元
三个月日均成交量	1.42亿美元
主要股东	HKSAR Govt. (5.45%)

来源：公司，彭博

王志文—研究部主管

(852) 3698-6317

cmwong@chinastock.com.hk

图1: 2018年三季度业绩摘要

百万港元	16Q1	16Q2	16Q3	16Q4	17Q1	17Q2	17Q3	17Q4	18Q1	18Q2	18Q3	YoY
损益表												
交易费及交易系统使用费	1,156	1,099	1,111	1,062	1,097	1,083	1,308	1,368	1,794	1,540	1,515	15.8%
联交所上市费	274	257	279	282	304	289	354	386	460	395	456	28.8%
结算及交收费	609	578	587	584	616	608	721	746	917	830	784	8.7%
存管、托管及代理人服务费	91	382	236	148	117	342	256	177	150	368	295	15.2%
市场数据费	204	200	201	211	207	212	216	222	219	224	232	7.4%
其他收入	196	210	218	223	275	229	223	218	220	268	281	26.0%
收入	2,530	2,726	2,632	2,510	2,616	2,763	3,078	3,117	3,760	3,625	3,563	15.8%
投资收益及杂项收益	221	153	216	128	432	392	376	406	390	419	539	43.4%
收入及其他收益	2,751	2,879	2,848	2,638	3,048	3,155	3,454	3,523	4,150	4,044	4,102	18.8%
雇员费用及相关支出	(526)	(490)	(489)	(530)	(534)	(539)	(566)	(634)	(599)	(606)	(640)	13.1%
资讯技术及电脑维修保养支出	(130)	(121)	(128)	(121)	(106)	(104)	(105)	(118)	(120)	(121)	(137)	30.5%
楼宇支出	(74)	(88)	(81)	(90)	(88)	(88)	(85)	(93)	(100)	(102)	(118)	38.8%
产品推广支出	(6)	(15)	(9)	(24)	(5)	(15)	(10)	(17)	(8)	(14)	(12)	20.0%
法律及专业费用	(21)	(25)	(17)	(43)	5	(23)	(21)	(40)	(13)	(29)	(25)	19.0%
其他营运支出	(97)	(95)	(110)	(125)	(105)	(109)	(100)	(66)	(95)	(111)	(93)	-7.0%
EBITDA	1,897	2,045	2,014	1,705	2,215	2,277	2,567	2,555	3,215	3,061	3,077	19.9%
折旧及摊销	(188)	(194)	(191)	(198)	(175)	(187)	(185)	(311)	(180)	(198)	(198)	7.0%
营运溢利	1,709	1,851	1,823	1,507	2,040	2,090	2,382	2,244	3,035	2,863	2,879	20.9%
融资成本	(23)	(20)	(19)	(20)	(29)	(36)	(28)	(41)	(27)	(28)	(31)	10.7%
所占合资公司的盈利减亏损	(2)	(3)	(2)	(2)	(2)	(3)	(3)	(4)	2	2	(1)	n.a
除税前溢利	1,684	1,828	1,802	1,485	2,009	2,051	2,351	2,199	3,010	2,837	2,847	21.1%
税项	(259)	(281)	(266)	(252)	(299)	(283)	(328)	(345)	(456)	(366)	(409)	24.7%
非控股权益	(7)	(6)	(7)	(8)	(6)	(9)	(10)	(24)	(8)	(8)	(5)	-50.0%
净利润	1,432	1,553	1,543	1,241	1,716	1,777	2,033	1,878	2,562	2,479	2,443	20.2%

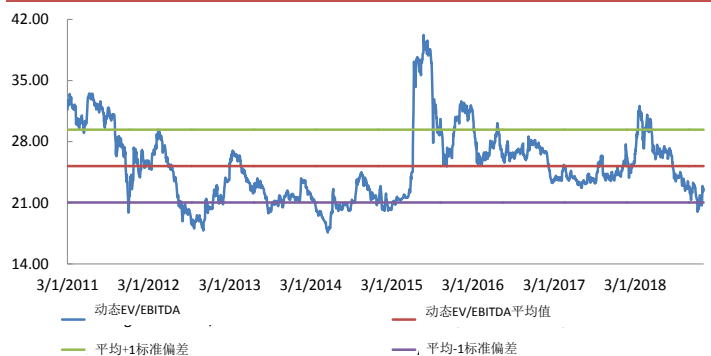
来源: 公司, 中国银河国际证券研究部

图2: 香港交易所的市盈率



来源: 中国银河国际证券研究部

图3: 香港交易所的EV/EBITDA



来源: 中国银河国际证券研究部

主要财务指标

简明综合损益表(百万港元)	2015	2016	2017	2018E	2019E
交易费及交易系统使用费	5,469	4,428	4,856	6,108	6,703
联交所上市费	1,114	1,092	1,333	1,626	1,796
结算及交收费	3,118	2,358	2,691	3,446	3,715
存管、托管及代理人服务费	867	857	892	935	970
市场数据费	803	816	857	925	980
其他收入	862	847	945	1,030	1,080
收入	12,233	10,398	11,574	14,070	15,243
同比	34%	-15%	11%	22%	8%
投资收入净额	1,123	696	1,599	1,578	1,717
其他收入	19	22	7	22	22
收入及其他收益	13,375	11,116	13,180	15,670	16,982
雇员费用及相关支出	(2,020)	(2,035)	(2,273)	(2,490)	(2,720)
信息技术及计算机维修保养支出	(517)	(500)	(433)	(494)	(553)
楼宇支出	(294)	(333)	(354)	(400)	(420)
产品推广支出	(41)	(54)	(47)	(52)	(57)
法律及专业费用	(99)	(106)	(79)	(110)	(120)
其他营运支出	(396)	(427)	(380)	(400)	(420)
EBITDA	10,085	7,661	9,614	11,724	12,692
折旧及摊销	(684)	(771)	(858)	(862)	(859)
营运溢利	9,401	6,890	8,756	10,862	11,833
融资成本	(114)	(82)	(134)	(110)	(124)
所占合资公司的亏损	(9)	(9)	(12)	8	10
除税前溢利	9,278	6,799	8,610	10,760	11,719
税项	(1,347)	(1,058)	(1,255)	(1,614)	(1,758)
非控股权益	(25)	(28)	(49)	(55)	(60)
净利润	7,956	5,769	7,404	9,201	10,021
同比	54.0%	-27.5%	28.3%	24.3%	8.9%

简明综合资产负债表(百万港元)	2015	2016	2017	2018E	2019E
现金及等同现金项目	110,890	115,723	155,660	163,967	189,750
财务资产	92,144	99,159	125,794	140,220	153,430
应收账款	15,535	12,928	16,564	22,105	23,645
流动资产	218,571	227,810	298,018	326,292	366,825
财务资产	57	74	60	80	90
商誉	17,872	17,812	17,925	18,000	18,100
固定资产	1,560	1,499	1,469	1,430	1,400
非流动资产	133	123	132	135	137
非流动资产	19,622	19,508	19,586	19,645	19,727
财务负债	64,486	61,627	85,335	95,009	105,009
保证金按金	115,213	126,846	157,814	168,200	190,400
应付账款	15,270	12,246	16,159	17,840	18,356
参与者对结算所基金的缴款	7,474	8,656	16,626	18,070	19,888
流动负债	1,533	1,313	2,632	1,841	1,994
流动负债	203,976	210,688	278,566	300,960	335,647
借款	3,409	3,422	833	1,925	1,980
递延税项负债	761	713	711	968	1,055
非流动负债	85	111	119	150	170
非流动负债	4,255	4,246	1,663	3,043	3,205
股东应占股本权益	29,816	32,266	37,273	41,777	47,483
非控股权益	146	118	102	157	217

来源：公司，中国银河国际证券研究部预测

主要财务指标

综合简明现金流量表	2015	2016	2017	2018E	2019E
税前利润	9,278	6,799	8,610	10,760	11,719
折旧及摊销	684	771	858	862	859
营运资本调整	(293)	(321)	(54)	(5,613)	(1,626)
业务活动之现金流入净额	8,321	6,164	8,013	5,005	9,866
资本开支	(710)	(620)	(688)	(898)	(929)
其他	290	(2,715)	2,002	(3,499)	(1,980)
投资活动之现金流出净额	(420)	(3,335)	1,314	(4,397)	(2,909)
派付股息	(3,017)	(3,329)	(2,561)	(4,538)	(4,509)
财务活动之现金流出净额	(3,224)	(3,586)	(4,467)	(4,856)	(4,849)
自由现金流	7,611	5,544	7,325	4,107	8,937
现金净额/(负债净额)	9,335	5,864	13,313	7,973	10,026
净负债比率	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
总负债比率	11%	11%	2%	5%	4%

比率	2015	2016	2017	2018E	2019E
EBITDA 利润率	75%	69%	73%	75%	75%
净利润率	65%	55%	64%	65%	66%
平均股本回报率	31%	19%	21%	23%	22%
平均资产回报率	3.2%	2.4%	2.6%	2.8%	2.7%
市盈率(倍)	33.5	47.2	37.2	30.3	28.2
市净率(倍)	10.6	8.8	8.0	7.1	6.4
EV/EBITDA	26.2	35.0	27.1	22.7	20.8
每股基本盈利(港元)	6.70	4.76	6.03	7.40	7.96
每股摊薄盈利(港元)	6.67	4.75	6.02	7.39	7.94
每股派息(港元)	5.94	4.25	5.40	6.58	7.07
股息收益率	2.6%	1.9%	2.4%	2.9%	3.2%
每股净资产值(港元)	90%	90%	90%	90%	90%
分部贡献	21.2	25.4	28.0	31.4	35.0
现货分部	28%	26%	29%	29%	28%
股本证券及金融衍生产品分部	18%	20%	19%	23%	24%
商品分部	14%	15%	12%	10%	10%
结算分部	36%	35%	35%	35%	34%
平台及基础设施分部	4%	5%	5%	4%	4%

主要假设	2015	2016	2017	2018E	2019E
联交所的股本证券产品平均每日成交金额(十亿港元)	79.9	50.2	71.2	87.5	89.7
联交所的衍生权证、牛熊证及权证平均每日成交金额(十亿元)	25.7	16.7	17.0	22.5	25.3
联交所的平均每日成交金额(十亿元)	105.6	66.9	88.2	110.0	115.0
沪股通、深股通平均每日成交金额(人民币十亿元)	6.4	4.7	9.6	20.5	25.0
港股通平均每日成交金额(十亿港元)	3.4	4.1	9.8	13.5	15.0
港股通贡献	3.2%	6.1%	11.1%	12.3%	13.0%
主板新上市公司数目	104	81	94	115	125
创业板新上市公司数目	34	45	80	85	50
联交所的衍生权证、牛熊证及权证平均每日成交金额(十亿元)	25.7	16.7	17.0	22.5	25.3
期交所的衍生产品合约平均每日成交张数	393,948	463,722	440,563	616,788	709,306
联交所的股票期权合约平均每日成交张数	374,346	297,903	428,499	514,199	575,903
LME的金属合约平均每日成交量(手)	670,189	618,627	624,480	760,000	836,000

免责声明

此研究报告并非针对或意图被居于或位于某些司法管辖范围之任何人士或市民或实体作派发或使用，而在该等司法管辖范围内分发、发布、提供或使用将会违反当地适用的法律或条例或会导致中国银河国际证券(香港)有限公司(“银河国际证券”)及/或其集团成员需在该司法管辖范围内作出注册或领照之要求。

银河国际证券(中国银河国际金融控股有限公司附属公司之一)发行此报告(包括任何附载资料)予机构客户，并相信其资料来源都是可靠的，但不会对其准确性、正确性或完整性作出(明示或默示)陈述或保证。

此报告不应被视为是一种报价、邀请或邀约购入或出售任何文中引述之证券。过往的表现不应被视为对未来的表现的一种指示或保证，及没有陈述或保证，明示或默示，是为针对未来的表现而作出的。收取此报告之人士应明白及了解其投资目的及相关风险，投资前应咨询其独立的财务顾问。

报告中任何部份之资料、意见、预测只反映负责预备本报告的分析员的个人意见及观点，该观点及意见未必与中国银河国际金融控股有限公司及其附属公司(“中国银河国际”)、董事、行政人员、代理及雇员(“相关人士”)之投资决定相符。

报告中全部的意见和预测均为分析员在报告发表时的判断，日后如有改变，恕不另行通告。中国银河国际及/或相关伙伴特此声明不会就因为本报告及其附件之不准确、不正确及不完整或遗漏负上直接或间接上所产生的任何责任。因此，读者在阅读本报告时，应连同此声明一并考虑，并必须小心留意此声明内容。

利益披露

中国银河证券(6881.HK; 601881.CH)乃中国银河国际及其附属公司之直接或间接控股公司。

中国银河国际可能持有目标公司的财务权益，而本报告所评论的是涉及该目标公司的证券，且该等权益的合计总额相等于或高于该目标公司的市场资本值的1%;

一位或多位中国银河国际的董事、行政人员及/或雇员可能是目标公司的董事或高级人员。

中国银河国际及其相关伙伴可能，在法律许可的情况下，不时参与或投资在本报告里提及的证券的金融交易，为该等公司履行服务或兜揽生意及/或对该等证券或期权或其他相关的投资持有重大的利益或影响交易。

中国银河国际可能曾任本报告提及的任何或全部的机构所公开发售证券的经理人或联席经理人，或现正涉及其发行的主要庄家活动，或在过去12个月内，曾向本报告提及的证券发行人提供有关的投资或一种相关的投资或投资银行服务的重要意见或投资服务。

再者，中国银河国际可能在过去12个月内就投资银行服务收取补偿或受委托和可能现正寻求目标公司投资银行委托。

分析员保证

主要负责撰写本报告的分析员确认 (a) 本报告所表达的意见都准确地反映他或他们对任何和全部目标证券或发行人的个人观点; 及 (b) 他或他们过往，现在或将来，直接或间接，所收取之报酬没有任何部份是与他或他们在本报告所表达之特别推荐或观点有关连的。

此外，分析员确认分析员本人及其有联系者(根据香港证监会持牌人操守准则定义)均没有(1) 在研究报告发出前30 日内曾交易报告内所述的股票; (2) 在研究报告发出后3个营业日内交易报告内所述的股票; (3)担任报告内涵盖的上市公司的行政人员; (4)持有报告内涵盖的上市公司的财务权益。

评级指标

- 买入 : 股价于12个月内将上升 >20%
- 沽出 : 股价于12个月内将下跌 >20%
- 持有 : 没有催化因素，由“买入” 降级直至出现明确“买入” 讯息或再度降级为立刻卖出

版权所有

本题材的任何部份不可在未经中国银河国际证券(香港)有限公司的书面批准下以任何形式被复制或发布。

中国银河国际证券(香港)有限公司 (中央编号: AXM459)

香港上环干诺道中111号永安中心20楼 电话: 3698-6888