



中信证券研究部

核心观点



邵子钦  
首席非银分析师  
S1010513110004



薛姣  
非银分析师  
S1010518110002



童成焮  
首席非银分析师  
S1010513110006



田良  
首席非银分析师  
S1010513110005



陆昊  
非银分析师  
S1010519070001

**2020 年归母净利润 115 亿港元，同比增长 23%。新经济成为融资及 ADT 提升的主要贡献方，头部公司带动效应明显，ADT 有望维持高位。MSCI A 股股指期货有望落地，中长期看成长路径清晰。印花税率调升超市场预期，但并不改变公司基本面投资逻辑。参照公司动态历史估值上限，给予 2021 年 50xPE 估值，目标价 620 港元，维持“增持”评级。**

■ **2020 归母净利润 115 亿港元，同比增长 23%，符合预期。**公司 2020 年总收入 192 亿港元，同比增长 18%；其中主营业务收入同比增长 24%。营运支出同比增加 11%，扣除香港交易所慈善基金的慈善捐款影响，同比增长 8%，主要由于增加的慈善支出 1.12 亿港元以及收购港融科技后雇员费用上升。EBITDA 为 146.4 亿港元，同比增长 19%。EBITDA 率 77%，较 2019 年提升 2 个百分点，主要由于市场交易活跃带来现货和交易后的规模经济性提升。全年 ADT 1295 亿港元，同比增加 49%；日均股票期权成交张数 52.6 万张，同比增长 19%。商品分部持续表现平淡，LME 日均收费成交量同比下滑 7%，商品分部收入同比增长 4%。低息环境叠加去年一季度投资亏损影响，全年投资收益净额 22.3 亿港元，低于 2019 年的 27.3 亿港元。

■ **新经济成为融资及 ADT 提升的主要贡献方，ADT 有望维持高位。**2020 年港交所新股集资额达到 4002 亿港元，列全球第二，同比上升 27%。其中 64% 来自 50 家新经济公司，其中根据新上市制度 IPO 的公司达到 22 家。2018 年以来融资额超 10 亿美元的 28 家新上市公司中，占 2020 年现货日均成交额的 24%，股票期权日均成交量的 16%。阿里巴巴、京东集团及网易上市后香港流通股占全球已发行股数百分比分别提升了 560%、145% 和 73%。截至 2 月 24 日，港股市场 ADT 达到 2359 亿港元，日均换手率 0.45%，除春节前后外基本处于 2000 亿港元以上，在换手率未过热情形下，预计有望维持高位。

■ **互联互通重要性持续提升，双向融通地位明确。**北向交易日均成交额达到 913 亿元人民币，同比提升 119%；南向日均成交额 224 亿港元，同比提升 126%；双双创新高。互联互通全年总收入达到 19.26 亿港元，占集团总收入 10%。截至 2020 年 2 月 24 日，南向资金累计净流入 3914 亿港元，2021 年日均成交额超 700 亿港元。北向资金累计净流入 875 亿人民币，2021 年日均成交额超 1360 亿港元。2 月 24 日港府发布财政预算案显示，港交所会检视整体第二上市制度，包括非 WVR 架构的大中华公司是否需要属创新科技公司，才能透过新设立渠道在港交所二次上市，标的门槛有望进一步放宽。考虑到港股新经济公司集聚效应明显，生物科技公司也已纳入港股通，内地新发基金对优质资产配置是刚需。叠加科创板纳入陆股通，以及未来二次上市中概股纳入港股通等预期，预计互联互通交易额仍将保持高速增长。

**香港交易所 00388.HK**

<b>评级</b>	<b>增持 (维持)</b>
当前价	509.00 港元
目标价	620 港元
总股本	1,268 百万股
港股流通股本	1,268 百万股
52 周最高/最低价	567.0/211.4 港元
近 1 月绝对涨幅	-0.29%
近 6 月绝对涨幅	36.52%
近 12 月绝对涨幅	94.35%

**MSCI A 股股指期货有望落地，长期业务仍具较大成长潜力，估值中枢有望持续抬升。** 2 月 24 日港府财政预算案提出，港交所会加紧预备推出 MSCI 中国 A 股股指期货合约工作。虽然目前港交所表示仍未有具体时间表，但我们预计落地时点正在临近。考虑到港交所已就该事项准备多时，审批落地后将可迅速推出。如我们在《香港交易所 (00388.HK) 深度跟踪报告—短期换手率仍有空间，中长期成长逻辑清晰》(2021-2-10) 中所述，港交所中期增量明确，长期看遵循国际经验，仍有巨大成长潜力有待释放。随着盈利多元化带来业绩稳定性提升，未来估值中枢有望持续抬升。

**印花税率提升 30% 超市场预期，负面情绪消化带来配置时间窗口。** 2 月 24 日港府在其财政预算案中表示，决定提交法案，将股票印花税率自 0.1% 提升至 0.13%。这是 1993 年以来港府首次提及提高股票交易印花税率，也是自 2001 年 9 月以后再次调整印花税率。由于香港双边征收股票印花税，不考虑券商佣金，预计税率调整提升投资者交易成本 ~26%。由于港府此前未与港交所进行过协商，市场对此完全无预期，负面情绪需要时间消化。我们认为，港交所与美股市场相比，本身交易成本就偏高，对高频程序交易并不友好，换手率偏低，预计高频交易在市场内占比 ~10+%，影响有限。从过往历次调整看，印花税调整前后交易额与指数涨跌和调整动作相关性不大。尽管因年代久远，港股市场市值结构、投资者结构和交易资金均发生了较大变化，参考意义有限，但这是我们仅有的可参考数据。

**风险因素。** 国际环境恶化超预期，日均成交量大幅疲弱，重要潜在标的上市进度低于预期，资本市场大幅下跌。

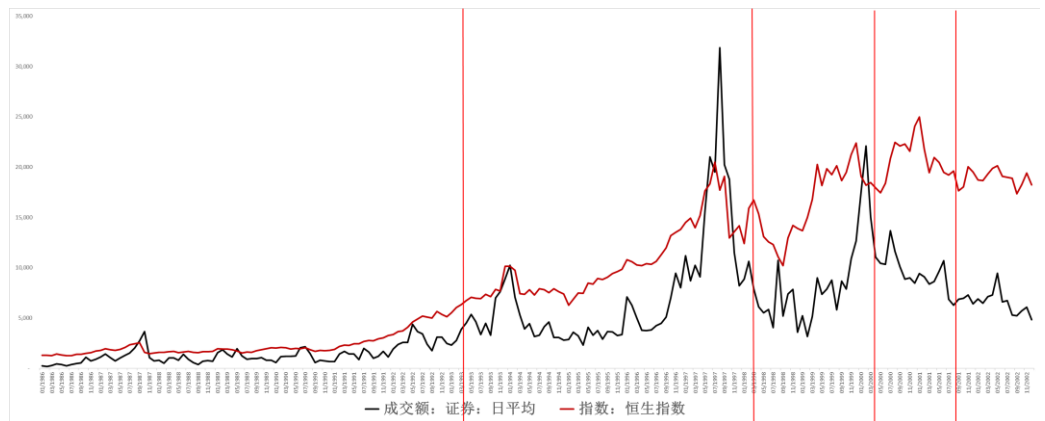
**投资建议：未来一年目标价 620 港币，维持“增持”评级。** 根据财报数据，我们调整部分费用假设，公司 2021/2022 年 EPS 预测为 12.4/14.0 港元 (前预测值 12.5/14.2 港元)，引入 2023 年 EPS 预测 15.9 港元，现价对应 PE 分别为 41/36/32x。维持 2021 年 50xPE 目标估值，未来目标价 620 港元，维持“增持”评级。

百万港元	2019	2020	2021E	2022E	2023E
收入及其他收益	16,311	19,190	24,627	27,205	30,232
同比	3%	18%	28%	10%	11%
归母净利润	9,391	11,505	15,652	17,660	20,101
同比	1%	23%	36%	13%	14%
ROE	22%	25%	31%	33%	35%
EPS (港元)	7.5	9.1	12.4	14.0	15.9
BVPS (港元)	35.0	38.6	41.1	43.4	46.0
PE	68	56	41	36	32
PB	15	13	12	12	11

资料来源：Wind，中信证券研究部预测

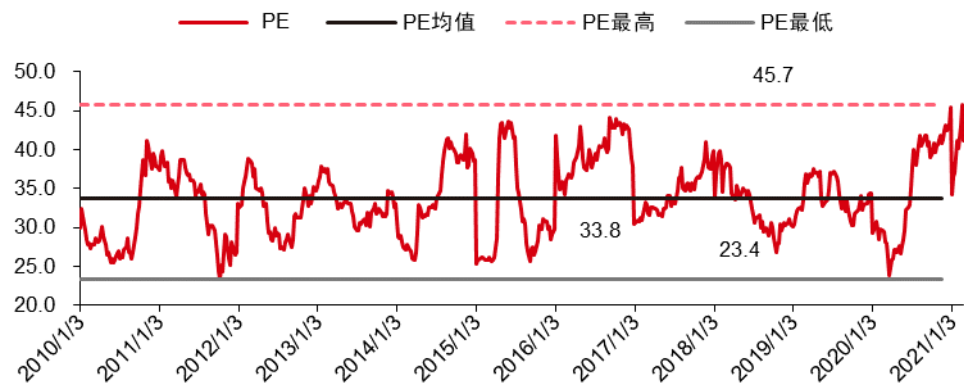
注：股价为 2021 年 2 月 24 日收盘价，汇率按 0.85 计算

图 1：港股市场历次印花税调整时点恒指及日均成交额（百万港元）



资料来源：CEIC，中信证券研究部

图 2：公司 2010 年后历史动态估值



资料来源：Wind，中信证券研究部



## 分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

## 评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的6到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。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；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准；韩国市场以科斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上
	行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上

## 其他声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

## 法律主体声明

本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。本研究报告由下列机构代表中信证券在相应地区分发：在中国香港由CLSA Limited分发；在中国台湾由CL Securities Taiwan Co., Ltd.分发；在澳大利亚由CLSA Australia Pty Ltd.（金融服务牌照编号：350159）分发；在美国由CLSA group of companies（CLSA Americas, LLC（下称“CLSA Americas”）除外）分发；在新加坡由CLSA Singapore Pte Ltd.（公司注册编号：198703750W）分发；在欧盟与英国由CLSA Europe BV或CLSA（UK）分发；在印度由CLSA India Private Limited分发（地址：孟买（400021）Nariman Point的Dalalal House 8层；电话号码：+91-22-66505050；传真号码：+91-22-22840271；公司识别号：U67120MH1994PLC083118；印度证券交易委员会注册编号：作为证券经纪商的INZ000001735，作为商人银行的INM000010619，作为研究分析商的INH000001113）；在印度尼西亚由PT CLSA Sekuritas Indonesia分发；在日本由CLSA Securities Japan Co., Ltd.分发；在韩国由CLSA Securities Korea Ltd.分发；在马来西亚由CLSA Securities Malaysia Sdn Bhd分发；在菲律宾由CLSA Philippines Inc.（菲律宾证券交易所及证券投资者保护基金会会员）分发；在泰国由CLSA Securities (Thailand) Limited分发。

## 针对不同司法管辖区的声明

**中国：**根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

**美国：**本研究报告由中信证券制作。本研究报告在美国由CLSA group of companies（CLSA Americas除外）仅向符合美国《1934年证券交易法》下15a-6规则定义且CLSA Americas提供服务的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。任何从中信证券与CLSA group of companies获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当联系CLSA Americas。

**新加坡：**本研究报告在新加坡由CLSA Singapore Pte Ltd.（资本市场经营许可持有人及受豁免的财务顾问），仅向新加坡《证券及期货法》s.4A（1）定义下的“机构投资者、认可投资者及专业投资者”分发。根据新加坡《财务顾问法》下《财务顾问（修正）规例（2005）》中关于机构投资者、认可投资者、专业投资者及海外投资者的第33、34及35条的规定，《财务顾问法》第25、27及36条不适用于CLSA Singapore Pte Ltd.。如对本报告存有疑问，还请联系CLSA Singapore Pte Ltd.（电话：+65 6416 7888）。MCI (P) 024/12/2020。

**加拿大：**本研究报告由中信证券制作。对身在加拿大的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。

**欧盟与英国：**本研究报告在欧盟与英国归属于营销文件，其不是按照旨在提升研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在欧盟与英国由CLSA（UK）或CLSA Europe BV发布。CLSA（UK）由（英国）金融行为管理局授权并接受其管理，CLSA Europe BV由荷兰金融市场管理局授权并接受其管理，本研究报告针对由相应本地监管规定所界定的在投资方面具有专业经验的人士，且涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告。对于由英国分析师编纂的研究资料，其由CLSA（UK）与CLSA Europe BV制作并发布。就英国的金融行业准则与欧洲其他辖区的《金融工具市场指令II》，本研究报告被制作并意图作为实质性研究资料。

**澳大利亚：**CLSA Australia Pty Ltd（“CAPL”）（商业编号：53 139 992 331/金融服务牌照编号：350159）受澳大利亚证券与投资委员会监管，且为澳大利亚证券交易所及CHI-X的市场参与主体。本研究报告在澳大利亚由CAPL仅向“批发客户”发布及分发。本研究报告未考虑收件人的具体投资目标、财务状况或特定需求。未经CAPL事先书面同意，本研究报告的收件人不得将其分发给任何第三方。本段所称的“批发客户”适用于《公司法（2001）》第761G条的规定。CAPL研究覆盖范围包括研究部门管理层不时认为与投资者相关的ASX All Ordinaries指数成分股、离岸市场上市证券、未上市发行人及投资产品。CAPL寻求覆盖各个行业中与其国内及国际投资者相关的公司。

## 一般性声明

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券 2021 版权所有。保留一切权利。