证券研究报告—动态报告

港股

港股Ⅱ

香港交易所(00388)

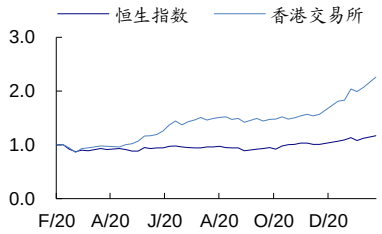
买入

2020 年业绩点评

（维持评级）

2021 年 02 月 26 日

一年该股与恒生指数走势比较



股票数据

总股本/流通(亿股)	12.68/12.68
总市值/流通(亿港元)	6339/6339
上证综指/深圳成指	3,585/14,829
12 个月最高/最低(港元)	587/206

证券分析师：王鼎
电话：0755-81981000
E-MAIL：wangding1@guosen.com.cn
证券投资咨询执业资格证书编码：S0980520110003
证券分析师：王剑
电话：021-60875165
E-MAIL：wangjian@guosen.com.cn
证券投资咨询执业资格证书编码：S0980518070002
证券分析师：戴丹苗
电话：075581982379
E-MAIL：daidanmiao@guosen.com.cn
证券投资咨询执业资格证书编码：S0980520040003

财报点评

基本面强健，维持目标价

- **全年业绩略超预期**

集团于 2020 年全年的收入及其他收益达到 192 亿港元（+18%），略超此前 189 亿港元的预期，股东盈利达到 115 亿港元（+23%），超出此前 107 亿港元的预期，因为总收入的提升，以及费用结构的调整，致 EBITDA 略超预期。

- **增速主要由股票业务线贡献，Q4 更加繁荣**

Q4 现货市场更加活跃，进一步提升全年业绩：（1）股票交易所在 Q4 的活跃程度进一步提升，股票日均成交量的同比增速从 Q3 的 51%提升至全年的 60%，使现货分部的收入同比从 Q3 的 32%提升至全年的 37%；（2）衍生产品平均每日成交张数从 Q3 的-1%下调至-3%，股票期权从 Q3 的 13%提升至 19%，牛熊证等的 ADT 同比从 Q3 的-4%提升至 3%，使衍生品分部的收入同比稳定在 8%；（3）LME 的平均每日成交量从 Q3 的-5%继续下调至-7%，致使商品分部收入的同比从 6%下调至 4%；（4）交易后业务因为现货市场结算费的贡献，收入增速从 19%提升至 38%；（5）科技分部符合预期，公司资金的投资业绩在 Q4 有大幅改善。

- **投资建议：维持目标价 655 港元，维持“买入”评级**

我们提升公司 2021-2023 年每股收益 11.0/13.6/17.26 港元，利润增速分别为 23%/22%/27%，维持“买入”评级，维持目标价 655 港元。

回顾历史，港交所的股价表现向来不具备周期性。从价值投资的角度出发，我们认为香港交易所目前的基本面强健，股票业务线的价值提升不仅仅体现在交易量上，最核心的点还是市值分布结构在迅速改善，即市值 100 亿港元以上的企业数量在迅速增加。**经济周期波动虽在，但基本面提升的趋势没变。**交易所作为一个资金来去自由的交易场所，产品（上市企业）才是最重要的。在中美竞争加剧的背景下，大量中资企业会选择赴港上市，所以集团基本面提升的趋势没变。

- **风险提示：**资金面收紧的预期提前，加大短期波动；美国对香港政策超出预期。

盈利预测和财务指标

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万港元)	16,311	19,190	24,083	29,295	36,828
(+/-%)	*3%*	*18%*	*25%*	*22%*	*26%*
净利润(百万港元)	9,391	11,505	14,001	17,243	21,878
(+/-%)	*1%*	*23%*	*22%*	*23%*	*27%*
摊薄每股收益(港元)	7.49	9.11	11.04	13.60	17.26
EBITDA Margin	75%	76%	74%	75%	75%
净资产收益率(ROE)	21%	23%	26%	28%	34%
市盈率(PE)	67	55	45	37	29
市净率(PB)	14	13	12	11	10

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测　　注：摊薄每股收益按最新总股本计算

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，特此声明。

观点：

（1）资本市场的流动性波动是否会影响香港交易所的股价趋势？

不会。回顾以往，资本市场的流动性不会对港交所的股价有决定性的影响。基本面趋势才是最重要的。港交所的股价在 2010 年到 2014 年之间长期徘徊在 100 港元左右，直到 2014 年沪港通的正式启动，港交所的股价才开始突破盘整趋势，持续向上。

自 2018 年以来，中美竞争加剧，许多中资企业选择赴港上市，使得港交所的上市企业质量迅速提升，在每年新增的上市企业中，市值过 100 亿的企业数量持续突破历史记录。

交易所是资金来去自如的场所，最核心的竞争力就是上市企业的质量。只要集团基本面向上的趋势没有变，短期流动性的影响不需要被重视。

（2）香港地区提升股票印花税是否会影响香港交易所的基本面？

不会。从需求的角度出发，投资者最在意的是上市企业的质量，而不是税费。只要上市企业的质量在提升，我们没有必要担心税收对集团基本面的影响。

估值及投资建议

估值逻辑：股票业务线最关键的因素是上市企业的市值分布

自 2018 年以来，香港交易所集团的上市企业结构在迅速改善，即市值 100 亿港元以上和市值 1000 亿港元以上的企业数量在迅速提升。

在 2018 年以前，集团每年新增的市值 100 亿以上的企业数量大致维持在 15 家上下，市值 1000 亿以上的维持在 2 家左右。但这种情况在 2018 年出现了质的变化，之后两者的新增数量持续维持在较高的水平。

表 1：香港交易所历年上市企业数量

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
1000亿市值以上数量	6	3	2	2	2	3	2	2	10	5	16	1
100 亿市值以上数量	23	16	12	16	15	23	18	14	32	33	47	4
上市企业数量	84	78	59	97	105	121	119	161	206	164	147	20
1000 亿以上占比	7%	4%	3%	2%	2%	2%	2%	1%	5%	3%	11%	5%
100 亿以上占比	27%	21%	20%	16%	14%	19%	15%	9%	16%	20%	32%	20%

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理（单位：个）

以往，很多中国企业会选择赴美上市，因为美国的机构投资人多，资本市场活跃，但自 2018 年中美贸易摩擦以来，中美关系变得更加微妙，越来越多的中国企业选择赴港上市。在此背景下，香港交易所的活跃程度已经发生巨大的改善，交易量持续提升。我们认为以上趋势将会持续，对 2021 年做出如下假设：

（1）2021 年上市企业数如下所示，延续往年的趋势；

表 2：香港交易所近年上市企业数量

	2018	2019	2020	2021
1000 亿市值以上数量	10	5	16	10
100 亿市值以上数量	32	33	47	37
上市企业数量	206	164	147	172
1000 亿以上占比	5%	3%	11%	6%
100 亿以上占比	16%	20%	32%	22%

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理（单位：个）

（2）预计 2021 年是周期股大年，同时美联储加息大概率在 2022 年年底，中小票的市值波动应当有限，参考港交所在 2018 年-2020 年的总市值增长幅度为 -12%/28%/25%，我们假设 2021 年的总市值增长 20%;

（3）同理，参考港交所在 2018 年-2020 年的换手率为 88%/56%/68%，我们假设 2021 年的总换手率为 71%;

综合以上，在 2021 年，香港交易所集团的股票成交额为 40 万亿港元，同比增速为 26%。同时，我们假设其他业务线的增速与往年基本相同。

基于以上分析，我们预计公司 2021 的收入为 240 亿港元，利润为 140 亿港元，对应的目标价为 655 港元。

投资建议：集团基本面向上的趋势没有变，短期的流动性波动并非重要因素

虽然在估值的时候，我们会考虑交易量。但从价值投资的角度来分析，我们应该从正常的情况来对港交所进行估值。那么我们如何来界定“正常情况”？

2020 年是正常情况吗？不完全是，但有参考意义。我们对 2020 年的目标价是 513 港元，股价也是如此反应的，这里面有交易量提升的因素，也有基本面提升的因素。

鉴于以下因素，我们将 2021 年的目标价维持于 655 港元:（1）我们不认为交易量会在 2021 年大幅下滑，毕竟美联储的加息时点应该在 2022 年年底左右，影响不会似疾风骤雨;（2）集团的基本面在持续提升，即上市企业质量在持续提升，对更高的目标价有支撑作用。

逻辑阐述：为什么最关键的因素是上市企业的市值分布

我们重点分析两个因素：市值结构和换手率。因为总市值和换手率决定交易量，而交易量是集团盈利的基础。

（1）市值结构：从上市企业市值分部的角度来看，香港交易所仍然有非常大的改善空间，集团中等市值规模的企业太少，而部分超大市值的企业在港股属于第二上市，或者是 AH 同步上市。

在这方面，香港交易所有超预期的潜力。未来能有多少家中等规模以上市值的企业赴港上市，对集团股票业务线的长期价值关系重大。

从这个角度出发，SPAC（可参考我们于 2021 年 2 月发布的报告《SPAC，股票交易所的第二战线》）或许对香港交易所有更加重要的战略意义，因为 SPAC 的收购对象更偏向于中等市值规模的企业。

表 3：香港交易所上市企业的市值分布

	总市值（万亿）	市值<3	市值在 3-30 之间	30-100	100-600	600-1000	1000-10000	>10000
香港交易所	71	825	939	297	305	60	125	17
A 股	90	46	1056	1826	1022	101	138	8

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理（截止于 2021 年 1 月 8 日；单位：亿港元/人民币）

表 4: NYSE 及 NASDAQ 的上市企业市值分布结构

	总市值	总数	<$50M	$50M-$300M	$300M-$2B	$2B-$10B	$10B-$200B	>$200B
NYSE	32	2542	183	375	779	652	533	20
NASDAQ	23	3508	929	838	983	498	244	16

资料来源: NASDAQ，国信证券经济研究所整理（总数包含了不同类别的普通股票；M 为百万，B 为十亿）

（2）股票换手率：一直以来，香港交易所的股票换手率都较低，一直都维持在60%上下的水平，比起美国和中国内地的股票市场，仍有很大的提升空间。因为换手率等于成交额/市值，我们重点分析成交额分布。

表 5: 香港交易所的股票换手率

	NYSE	NASDAQ	AMEX	港交所主板	港交所创业板	港交所合计	中国内地
2020	132%	187%	159%	68%	66%	68%	258%
2019	107%	149%	77%	56%	47%	56%	214%
2018	139%	219%	106%	88%	68%	88%	206%
2017	101%	148%	80%	64%	53%	64%	197%
2016	121%	165%	78%	67%	37%	66%	249%
2015	132%	186%	110%	106%	99%	106%	476%
2014	108%	187%	98%	68%	92%	68%	197%
2013	110%	173%	87%	64%	59%	63%	194%
2012	122%	237%	96%	61%	43%	61%	136%

资料来源: Wind，国信证券经济研究所整理

具体来看，成交额分布与市值分布非常一致。在港交所，中等规模市值以上的上市企业少，而能贡献 100 亿以上成交额的上市企业数量也非常少。对比100-1000 亿人民币成交额的企业数量，A 股有 2926 家，港股只有 251 家，而对比 1000 亿-1 万亿级别的企业数量，港股也同样是 A 股的 10%。集团的成交额与市值分布关系密切，即市值分布才是最核心的因素。

表 6: 2020 年港交所和 A 股上市企业的年成交额分布

	<1	1-100	100-1000	1000 亿-1 万亿	>1 万亿
港交所	1218	1051	251	45	3
A 股	60	750	2926	451	6

资料来源: Wind，国信证券经济研究所整理（单位：亿港元/亿人民币）

我们再参考 NYSE 和 NASDAQ 的年成交额数据: 对比 200-2000 亿美元级别的年成交额的企业数量，NASDAQ 是 NYSE 的一半，但对比 0.2-20 亿美元年成交额的企业数量，NYSE 是 NASDAQ 的一半。

表 7: 2020 年 NYSE 和 NASDAQ 上市企业的年成交额分布

	<0.2	0.2-20	20-200	200-2000 亿	>2000 亿
NYSE	138	814	854	381	25
NASDAQ	410	1961	723	186	24

资料来源: Wind，国信证券经济研究所整理（单位：美元）

结合上文的数据，对比市值超过 20 亿美元的企业数量，NASDAQ 同样是 NYSE 的一半，而对比市值低于 20 亿美元的企业数量，NYSE 是 NASDAQ 的一半，与年成交量分布基本一致。

结合以上两个因素，再结合业务逻辑，我们基本可以判断，市值分布决定成交额分布，也就是说市值分布才是核心因素。**所以，香港交易所股票业务线的成长空间就是，未来有越来越多的中等规模以上的企业赴港上市，以持续改善集团的企业市值分布。**

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万港元）	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	157,996	180,927	207,186	243,316
按公允值计入损益的金融资产	100,597	135,968	183,775	274,223
以摊销成本计量的财务资产	62,688	88,951	126,218	185,411
应收账款,按金及预付款项	47,080	76,073	122,920	207,205
流动资产合计	374,301	488,452	647,286	918,060
按公允值计入损益的金融资产	874	961	1,057	1,022
以摊销成本计量的财务资产	933	1,027	1,129	1,092
商誉及其他无形资产	18,571	18,792	19,057	19,289
商誉及其他无形资产	1,623	1,680	1,699	1,738
资产总计	398,818	513,453	672,813	943,831
向结算参与者收取保证金等	203,653	228,418	281,898	355,616
应付账款,应计费用及其他负债	27,524	32,893	39,985	48,473
按公允价值计入损益金融负债	92,884	97,528	102,405	107,525
流动负债合计	346,101	455,208	607,777	870,057
非流动负债合计	3,496	4,598	6,139	8,788
负债合计	349,597	459,807	613,916	878,845
股本	31,891	35,080	38,588	42,447
留存收益	17,214	18,614	20,338	22,526
股东权益	48,893	53,319	58,568	64,657
负债和股东权益总计	398,818	513,453	672,813	943,831

关键财务与估值指标	2020	2021E	2022E	2023E
每股收益	9.11	11.04	13.60	17.26
每股红利	8.20	9.94	12.24	15.53
每股净资产	38.82	42.31	46.45	51.26
ROE	23%	26%	29%	34%
EBIT Margin	70%	69%	70%	70%
EBITDA Margin	76%	75%	75%	75%
税率	-17%	-17%	-17%	-18%
收入增长	18%	25%	22%	26%
净利润增长率	23%	22%	23%	27%
资产负债率	88%	90%	91%	93%
息率	90%	90%	90%	90%
P/E	55	45	37	29
P/B	13	12	11	10
EV/EBITDA	56	51	47	46

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

利润表（百万港元）	2020	2021E	2022E	2023E
交易费及交易系统使用费	6,798	8,296	9,973	12,327
联交所上市费	1,978	2,341	2,798	3,348
结算及交收费	4,837	6,978	9,832	14,284
存管,托管及代理人服务费	1,160	1,218	1,279	1,279
市场数据费	975	1,004	1,034	1,034
其他收入-经营	1,457	1,748	2,098	2,098
主营业务收入	17,205	21,585	27,015	34,370
投资净收益	2,222	2,498	2,280	2,458
营业总收入	19,427	24,083	29,295	36,828
营业支出	-4663	-6038	-7284	-9161
息税折旧摊销前利润	14,765	18,045	22,011	27667
折旧及摊销	-1253	-1441	-1585	-1743.2712
营业利润	13,512	16,604	20,426	25924
所得税	-1,976	-2,443	-3,023	-3885
归属于母公司净利润	11,376	14,001	17,243	21878

现金流量表（百万港元）	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	11,376	14,001	17,243	21,878
折旧摊销	1,253	1,441	1,585	1,743
营运资本变动	114	126	137	150
其他非现金调整	-307	-279	-253	-229
经营活动现金流	14,769	17,575	20,211	23,243
出售固定资产收到的现金				
减：资本性支出	1364	1514	1680	1865
投资净额	5830	6361	6971	7640
其他投资产生现金流量净额	809	874	949	1029
投资活动现金流	-7482	-7000	-7703	-8476
债务增加				
减：债务减少	874	1049	1258	1447
股本增加				
减：股本减少	299	314	330	346
支付的股利合计	6981	8592	10582	13426
其他筹资活动的现金流	-199	-221	-245	-271
筹资活动的现金流	-7474	-10030	-12060	-14947
现金及现金等价物期初余额	10,603	10,416	10,815	10,909
现金及现金等价物期末余额	10,416	10,815	10,909	10,185

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 ±10%之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 ±10%之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

负责编写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明:

1. 本报告所述所有观点准确反映了本人对上述美股、港股市场及其证券的个人见解。
2. 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观的出具本报告，并保证报告所采用的数据均来自公开、合规渠道。
3. 本人不曾因、不因、也将不会因本报告中的内容或观点而直接或间接地收到任何形式的补偿。

风险提示

国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告版权归我公司所有，仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告仅适用于在中华人民共和国境内（不包括港澳台地区）的中华人民共和国内地居民或机构。在此范围之外的接收人（如有），无论是否曾经或现在为我公司客户，均不得以任何形式接受或者使用本报告。否则，接收人应自行承担由此产生的相关义务或者责任; 如果因此给我公司造成任何损害的，接收人应当予以赔偿。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，我公司力求但不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，可随时更新但不保证及时公开发布。本公司其他分析人员或专业人士可能因为不同的假设和标准，采用不同的分析方法口头或书面的发表与本报告意见或建议不一致的观点。

我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本

报告中意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险。我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳
深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层
邮编：518001　总机：0755-82130833

上海
上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼
邮编：200135

北京
北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032