

香港交易所 (00388)

证券研究报告
2021年02月25日

印花税调整实际影响有限，不改港交所成长逻辑

投资要点：香港交易所 2020 年的税后溢利同比+23%至 115 亿港元，业绩表现超预期，归因于现货及沪深港通交易创新高。我们认为提高印花税短期对于港交所的影响有限，维持“买入”评级。

核心数据：1) 港交所 2020 年收入及其他收益总额 192 亿港元，同比+18%；税后溢利 115 亿港元，同比+23%，略超预期；EBITDA 利润率较 19 年同期增加 2 个百分点至 77%；EPS 为 9.11 港元，同比+22%，每股股息 8.17 港元，同比+22%，创历史新高。2) Q420 实现收入及其他收益 51 亿港元，同比+36%，环比-4%；税后溢利 29 亿港元，同比+48%，环比-13%，单季度环比下滑主要是由于交易日较少及出现季节性支出。

现货分部：ADT 大增是业绩高增长核心驱动因素。现货市场日均交易额上升 49%至 1295 亿港元。收入总额 49.9 亿港元，同比+37%，收入占比 26%；其中交易费及交易系统使用费 34.1 亿港元，同比+62%。其中，沪深股通交易的费用创新高是交易费大增的核心驱动因素，沪深港通的收入及其他收益连续四年创新高，达 19.3 亿港元，占集团收入及其他收益总额的 10%，未来互联互通机制进一步完善的背景下，该收入占比有望继续提升。

股本证券及金融衍生品分部：新发行的衍生权证及牛熊证数目均创新高。该分部的收入总额 32.4 亿港元，同比+8%，收入占比 17%。期货及期权合约总成交量较 19 年上升 7%，更为重要的是港交所成功新推出 38 只 MSCI 指数期货合约及恒生科技指数期货等新品种，带动衍生品市场活跃度提升。

商品分部：交易费率上调对冲成交量下滑的负面影响。2020 年实现收入 15 亿港元，同比增长 4%。受新冠病毒疫情影响，金融用户避险情绪较高，LME 交易金属合约日均成交量仍同比下滑 7%。但由于 2020 年起上调收费，LME 交易费仍同比增长 5%。

交易后业务分部：现货 ADT 提振结算费，保证金投资净回报率下降拉低整体投资收益。2020 年结算收入 62.5 亿港元，同比增长 32%。交易宗数增加及沪港深通北向交易费用收入创新高导致现货市场结算费大幅上涨。尽管保证金投资收益减少，但由于合约保证金要求增加、保证金的平均金额上升，抵消部分减幅。

公司项目：实现收入 9.6 亿港元，同比下滑 24%。公司资金的投资收益净额较 19 年下降 3.9 亿港元，是集体投资计划公允价值收益减少及存款利率下跌使利息收益减少所致。投资净回报较 2019 年的 4.42%，大幅降至 2.76%。此外，港交所的科技分部实现收入及其他收益总额 9.1 亿港元，同比+14%。

投资建议：基于我们调整香港市场的 ADT，我们预计香港交易所 2021-2023 年归属股东净利润分别为 161（前值为 165 亿港元，下调）/189（前值为 172 亿港元，上调）/217 亿港元，分别同比增长 39.8%、17.3%和 15.1%；对应的 EPS 分别为 12.56 港元、14.60 港元和 16.65 港元。当前股价对应 41x 2021E PE，维持“买入”评级。

风险提示：资本市场波动风险、互联互通进度不及预期、经营及业务风险

财务数据和估值	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万港元）	16,311	19,190	24,669	28,416	32,268
增长率（%）	2.8	17.7	28.6	15.2	13.6
归属母公司股东净利润（百万港元）	9,391	11,505	16,079	18,868	21,718
增长率（%）	0.8	22.5	39.8	17.3	15.1
每股收益（港元）	7.47	9.09	12.56	14.60	16.65
市盈率(P/E)	68.1	56.0	40.5	34.9	30.6
市净率(P/B)	14.4	13.1	12.8	12.5	12.1

投资评级

行业	金融业/其他金融
6 个月评级	买入（维持评级）
当前价格	509 港元
目标价格	581 港元

基本数据

港股总股本(百万股)	1,267.84
港股总市值(百万港元)	645,328.98
每股净资产(港元)	38.58
资产负债率(%)	87.66
一年内最高/最低(港元)	587.00/206.00

作者

夏昌盛	分析师
SAC 执业证书编号: S1110518110003 xiachangsheng@tfzq.com	
罗钻辉	分析师
SAC 执业证书编号: S1110518060005 luozuanhui@tfzq.com	

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

- 《香港交易所-首次覆盖报告:千亿资金南下掘金，港交所的价值如何看？》
2021-01-27

香港特区政府财政司司长陈茂波 2 月 24 日在立法会提交的 2021 至 2022 年度《政府财政预算案》中公布，计划将提高股票印花税至 0.13%，此前为买卖双方按交易金额各付 0.1%。

印花税提升不会在几个月内就实行，仍然需要立法过程。香港的财政预算案是每年做一次，一般是在政府财政年度开始前由财政司司长在香港立法会宣读，并付诸表决，通过后再由行政长官签署、中央备案就生效。

若该法案最终获得通过，我们预计将增加香港市场的本地交易和港股通南向交易成本（双边均受影响），对于陆股通北向交易暂无影响。香港市场印花税处于全球较高水平（税率与 A 股一致，但双边收费）。香港地区的股票交易主要是包括印花税、交易所交易费、交易所交收费、过户纸印花税、过户费和证监会交易税，印花税是主要构成部分，占比 88%。

我们预计香港市场 ADT 受到的冲击有限。1) 港股市场吸引力受到多重因素影响，交易成本仅是其中一环。香港作为联通海内外的资本双向开放的重要桥头堡，未来会有更多新经济公司在赴港上市。这几年除了美团、阿里巴巴等优质中概股回归之外，香港交易所自 18 年修改上市规则后，可选消费、医疗保健和信息技术三大行业优质上市公司占比大幅增长。今年年初大量资金南下就是因为港股众多优质标的稀缺性，政策层面也是一直鼓励互联互通积极发展。2) 从投资者结构和交易习惯角度考虑，香港市场以机构投资者为主，高频交易占比低，因此受到印花税提高的冲击预计较小。香港市场的现货市场中的程式/量化交易投资者占平均每日成交额额的 10%至 20%，衍生产品市场中的占比相对较高（40%至 60%）。

我们认为提高印花税短期对于港交所的影响是偏短期的，并未动摇港交所的核心价值。对于香港交易所，我们认为需要更多关注其中长期的成长空间，包括互联互通机制的完善、新经济企业上市、衍生品扩容等，以及对标国际领先交易所集团中数据等业务潜力。

表 1：香港交易所利润表预测（2021E-2023E）

利润表（百万港元）	2019	2020	2021E	2022E	2023E
收入					
交易费及交易系统使用费	5,592	6,959	9,590	11,659	13,250
联交所上市费	1,633	1,899	2,328	2,641	3,217
结算及交收费	3,160	4,355	5,917	6,443	7,134
存管、托管及代理人服务费	1,052	1,264	1,390	1,502	1,622
市场数据费	919	953	1,078	1,229	1,401
投资收益净额	2,729	2,228	2,797	3,217	3,746
其他收入及杂项收益	1,226	1,426	1,569	1,725	1,898
HKEX 收入	16,311	19,190	24,669	28,416	32,268
雇员费用及相关支出	2,703	2,967	3,264	3,590	3,949
资讯技术及电脑维修保养支出	580	635	730	840	966
楼宇支出	127	119	125	131	138
产品推广支出	68	81	89	98	108
法律及专业费用	119	151	159	166	175
其他营运支出	451	112	134	161	194
营运支出合计	4,048	4,439	4,501	4,987	5,529
EBITDA	12,263	14,641	20,168	23,429	26,740
折旧和摊销	1,044	1,197	1,269	1,345	1,426
融资成本	177	181	181	181	181
营运溢利	11,219	13,444	18,718	21,903	25,133

总附加	32	69	104	155	233
除税前溢利	10,951	13,332	18,641	21,877	25,185
税项	1,561	1,845	2,580	3,028	3,485
有效税率	14%	14%	14%	14%	14%
本年度溢利	9,390	11,487	16,061	18,850	21,700
非控股权应占溢利/亏损	-1	-18	-18	-18	-18
应占溢利/ (亏损): 香港交易所股东	9,391	11,505	16,079	18,868	21,718

资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

表 2: 香港交易所资产负债表预测 (2021E-2023E)

资产负债表 (百万港元)

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
资产					
现金及等同现金项目	128,152	157,996	178,062	185,010	192,130
应收账款、预付款及按金	25,812	47,080	61,204	70,385	80,942
财务资产	102,642	171,227	179,788	188,778	198,217
固定资产	1,589	1,657	1,657	1,657	1,657
商誉及其他无形资产	18,378	18,737	19,299	19,878	20,474
于合资公司的权益	95	164	164	164	164
其他资产	2,383	2,245	51	51	51
总资产	279,051	399,106	440,226	465,922	493,635
负债					
向结算参与者收取的保证金按金、内地证券及结算保证金, 以及现金抵押品	142,536	187,008	220,669	238,323	257,389
应付账款、应付费用及其他负债	22,447	42,974	42,974	42,974	42,974
参与者对结算所基金的缴款	14,394	20,439	21,461	22,534	23,661
递延税项负债	792	930	837	753	678
借款	418	423	423	423	423
其他负债	53,963	98,096	103,001	108,151	113,558
负债合计	234,550	349,870	389,365	413,158	438,683
股东权益					
股本	30,449	31,891	31,891	31,891	31,891
股本溢价	0	0	0	0	0
保留盈利	14,204	17,214	18,839	20,742	22,931
其他权益	-152	131	131	131	131
股东资金	44,501	49,236	50,861	52,764	54,953
负债及股本权益总额	279,051	399,106	440,226	465,922	493,635

资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期恒生指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期恒生指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99	上海市浦东新区兰花路 333	深圳市福田区益田路 5033 号
邮编：100031	号保利广场 A 座 37 楼	号 333 世纪大厦 20 楼	平安金融中心 71 楼
邮箱：research@tfzq.com	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com