現價：HK$220.0	潛在上升空間：+13.05%	目標價：HK$248.7↑	非銀行金融業

港交所 (388.HK)

互聯互通加快推進及高折價推動港股成交量提升

財務資料一覽

年結 12 月 31 日 (HK$m)	2013	2014	2015E	2016E	2017E
Total revenue	8,723	9,849	12,704	14,106	15,280
YoY growth (%)	21.0%	12.9%	29.0%	11.0%	8.3%
Operating income	5,439	6,244	8,742	9,870	10,703
YoY growth (%)	6.7%	14.8%	40.0%	12.9%	8.4%
Net Profit attr. to shareholders	4,552	5,165	7,281	8,249	9,042
YoY growth (%)	11.5%	13.5%	41.0%	13.3%	9.6%
EPS (HK$)	3.92	4.45	6.27	7.10	7.79
P/E	56.1	49.5	35.1	31.0	28.2
P/B	12.4	12.0	10.6	9.9	9.4
Dividend yield (%)	1.60%	1.82%	2.57%	2.91%	3.19%

資料來源：公司、交銀國際

4 月 8 日港交所收盤價 220 港幣，創下 08 年以來的新高；當日股價漲幅達到 12.2%，3 月 27 日以來股價累計漲幅 23.0%。4 月 8 日股價已經超過我們此前的目標價（195.8 港幣）；同時，4 月 8 日香港主機板市場成交量達到 2500 億港幣，超過 2007 年 10 月 3 日的 2098 億，再度創下歷史新高。我們在下文中重新梳理了港交所的投資思路。

- **3 月底對機構投資者投資港股放開限制使得港股投資機會從潛在變為現實。**從 4 月 8 日漲幅較大的股票特點來分析，漲幅排名前列的公司主要為三類，AH 價差較大的公司、互聯網科技股和券商股。我們分析近日個股升幅較大主要因為 AH 股價價差和兩地估值差異持續吸引內地資金流入。雖然 14 年 11 月 17 日開通了滬港通，但截至 3 月底前，港股通成交量並沒有顯著提升，AH 價差也沒有得到顯著收窄，而 3 月底監管層對機構投資者限制放開成為最直接的催化因素。3 月 27 日，中國證監會發佈《公開募集證券投資基金參與滬港通交易指引》，允許公募基金參與滬港通交易；3 月 31 日，中國保監會發佈了《中國保監會關於調整保險資金境外投資有關政策的通知》，允許保險資金投資于港股創業板。

- **我們判斷 AH 股價價差和兩地估值差異，以及資金流動壁壘降低將繼續推動資金流入港股，香港將成為內地居民和機構海外資產配置的重要組成部分。**即使經過 4 月 8 日的大漲，AH 股仍然存在較大幅度的價差，A+H 上市公司中仍有 70%的公司 H 股折價率超過 30%。當然，AH 價差由於交易成本、資金流動限制等原因並不能完全消除，但如此大的價差具有足夠吸引力，特別是在兩地資金流動障礙持續降低的背景下。內地 A 股自 14 年 10 月末以來累計漲幅達到 75%，股票資產在居民資產配置中的比例顯著上升。隨著香港市場與內地股票連通機制的加快推進，將成為內地居民海外股票資產配置最主要的管道。

- **無需特別關注滬港通成交量，更重要的是未來兩地市場連通機制仍有較大放鬆空間，以及這種預期帶來的香港市場本身成交活躍度提升。**滬港通對於香港市場的更大意義並不在於直接的成交量提升，目前由於額度有限，滬港通對於成交量提升幅度有限，港股通更重要的意義是未來兩地市場連通機制仍有較大放鬆空間，以及這種預期帶來香港市場本身成交活躍度提升。3 月 30

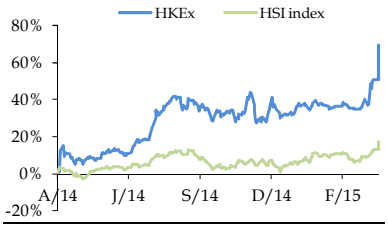
- 4 月 8 日港交所收盤價 220 港幣，創下 08 年以來的新高，同時香港主機板市場成交金額達到 2500 億港幣，創下歷史新高。
- 我們判斷 AH 股價價差和兩地估值差異，以及資金流動壁壘降低將繼續推動資金流入港股，香港將成為內地居民和機構海外資產配置的重要組成部分。無需特別關注滬港通成交量，更重要的是未來兩地市場連通機制仍有較大放鬆空間，以及這種預期帶來的香港市場本身成交活躍度提升。
- LME 在 2015 年將對港交所盈利帶來實質性貢獻；市場預期美元加息時點推遲以及美元升值趨緩，利好香港市場。
- 上調 ADT 假設，上調盈利預測，上調目標價至 248.7 港幣，維持長線買入評級。

股份資料

52 周高位 (HK$)	220.00
52 周低位 (HK$)	128.70
市值 (百万港币)	257.0
发行股数 (百万)	1,168
日成交量 (百万)	45
1 个月内变化 (%)	24.93
年初至今变化 (%)	28.13
50 天平均价 (HK$)	178.94
200 天平均价 (HK$)	172.58
14 天强弱指数	76.16

資料來源: Bloomberg

個股 1 年走勢圖



資料來源: Bloomberg

萬麗 CFA
wanli@bocomgroup.com
Tel: (8610) 8800 9788 – 8051

李珊珊 CFA
lishanshan@bocomgroup.com
Tel: (8610) 8800 9788 - 8058

日以來的連續四個交易日主機板單日成交金額均超過 1100 億港幣，但同期滬港通的額度使用比率雖然較前期提升但仍不足 25%。在實際操作過程中，內地個人投資者具有在香港直接開立港股帳戶的管道，據媒體報導，近期內地個人投資者在香港直接開立帳戶數量有成倍增長。**未來在兩地市場的連通機制上，仍有較大放鬆空間：1）目前現有的滬港通標的股票範圍擴大，滬港通額度擴大；2）年內有望開通深港通。深港通在連通深圳市場的同時，有望納入港交所上市的中小盤股，相比內地估值非常有吸引力；3）港股通投資者範圍進一步擴大，比如取消 50 萬的門檻限制。**

- **LME 在 2015 年將對港交所盈利帶來實質性貢獻。**1）LME 於 15 年 1 月 1 日正式提高收費標準，交易費在原來基礎上提高 34%；2）LME clear 已於 14 年 9 月 22 日正式啟動，2015 年將貢獻全年的清算收入，我們預計為 8 億港幣。預計 LME 對港交所 15 年收入貢獻達到 21.3%，較 13 年提升幅度超過 5 個百分點。

- **市場預期美元加息時點推遲以及美元升值趨緩，利好香港市場。**3 月中旬最近一次美聯儲貨幣政策委員會上雖然仍沒有明確何時啟動加息，但市場根據綜合因素判斷加息時點較之前推遲，美元升值預期較之前弱化。

- **維持長線買入評級。** 我們上調 15-16 年日均成交額 8.7%/5.9%到 868 億和 998 億港幣，上調 15-16 年盈利預測 6.4%/6.0%，預計 15-16 年盈利增速分別為 41.0%/13.3%，目標價由 195.3 港幣上調至 248.7 港幣（對應 40 倍 15 年 PE），目前股價對應 15 年 PE 和 PB 分別為 35.1 和 10.6 倍，維持長線買入評級。

圖表 1：Updated earnings forecasts

	2015E			2016E		
	Previous	Current	Chng%	Previous	Current	Chng%
Trading fees and trading tariff	4,582	4,785	4.4%	5,150	5,313	3.2%
Stock Exchange listing fees	1,143	1,143	0.0%	1,218	1,218	0.0%
Clearing and settlement fees	3,116	3,318	6.5%	3,577	3,739	4.5%
Depository, custody and nominee services fees	841	914	8.7%	992	1,051	5.9%
Market data fees	807	807	0.0%	856	856	0.0%
Revenue and turnover	11,392	11,869	4.2%	12,820	13,204	3.0%
Net investment income	836	836	0.0%	902	902	0.0%
Total revenue	12,227	12,704	3.9%	13,722	14,106	2.8%
Staff costs and related expenses	2,062	2,018	-2.1%	2,410	2,245	-6.9%
Operating expenses	4,003	3,962	-1.0%	4,399	4,235	-3.7%
Operating income	8,224	8,742	6.3%	9,323	9,870	5.9%
PBT	8,038	8,556	6.4%	9,146	9,694	6.0%
Net profit attr to shareholders	6,839	7,281	6.4%	7,783	8,249	6.0%
EPS	5.89	6.27	6.4%	6.70	7.10	6.0%
	Previous	Current	Chng%		Current	Chng%
ADT (HK$bn)	79.9	86.8	8.7%	94.3	99.8	5.9%
Avg. daily trading number of derivatives ('000 contracts)	609.2	609.2	0.0%	657.9	657.9	0.0%
# of New listings	124.0	124.0	0.0%	135.0	135.0	0.0%
Equity funds raised (HK$bn)	659.9	659.9	0.0%	699.5	699.5	0.0%
			ppts			ppts
Cost-to-income ratio	32.7%	31.2%	-1.6%	32.1%	30.0%	-2.0%
Staff costs/Rev. and turnover	18.1%	17.0%	-1.1%	18.8%	17.0%	-1.8%
Effective tax rate	14.9%	14.9%	0.0%	14.9%	14.9%	0.0%

資料來源：BOCOM Int'l; note: LME consolidated

公司背景

HKEx owns and operates the stock exchange, futures exchange, and their related clearing houses in Hong Kong. The Company provides the trading platforms for a range of cash and derivatives products and the facilities for processing trades. HKEx acquired LME in December 2012.

港交所 (388.HK): 財务报表

Balance sheet (HK$m)

	2013	2014	2015E	2016E	2017E
Assets					
Fixed assets	1,776	1,626	1,635	1,622	1,564
Financial assets	54,400	209,720	219,579	227,450	235,611
Accounts receivable/prepayments/ deposits	10,946	22,523	23,649	24,359	25,089
Goodwill and Other assets	18,821	17,991	18,357	18,724	19,097
Total assets	85,943	251,860	263,220	272,155	281,361
Liabilities					
Financial liabilities	43,683	198,590	207,649	215,053	222,903
Accounts payable/accruals/other liabilities	12,834	22,849	22,849	22,621	22,168
Deferred revenue	593	646	672	699	727
Taxation payable	379	348	-40	-24	119
Other liabilities	7,936	8,068	8,088	8,109	8,129
Total liabilities	65,425	230,501	239,219	246,457	254,045
Equity					
Share capital	1,161	1,161	1,161	1,161	1,161
Shareholders' funds	20,518	21,359	24,002	25,698	27,315

Income statement (HK$m)

	2013	2014	2015E	2016E	2017E
Trading fees and trading tariff	3,509	3,760	4,785	5,313	5,748
Stock Exchange listing fees	1,016	1,102	1,143	1,218	1,291
Clearing and settlement fees	1,631	1,998	3,318	3,739	4,080
Depository, custody and nominee service fees	629	725	914	1,051	1,156
Market data fees	737	769	807	856	899
Revenue and turnover	8,131	9,127	11,869	13,204	14,326
Net investment income	581	707	836	902	953
Total revenue	8,723	9,849	12,704	14,106	15,280
Staff costs and related expenses	1,495	1,716	2,018	2,245	2,507
Total operating expenses	3,284	3,605	3,962	4,235	4,577
Operating income	5,439	6,244	8,742	9,870	10,703
Profit before tax	5,246	6,038	8,556	9,694	10,625
Net Profit attri. to shareholders	4,552	5,165	7,281	8,249	9,042

資料來源：公司招股書，交銀國際

Growth rate

	2013	2014	2015E	2016E	2017E
Revenue and turnover	26.4%	12.2%	30.0%	11.2%	8.5%
Operating expenses	55.3%	9.8%	9.9%	6.9%	8.1%
PBT	8.3%	15.1%	41.7%	13.3%	9.6%
Net profit attr to shareholders	11.5%	13.5%	41.0%	13.3%	9.6%
Earnings abilities					
Cost-to-income ratio	37.6%	36.6%	31.2%	30.0%	30.0%
Staff costs/Rev. and turnover	18.4%	18.8%	17.0%	17.0%	17.5%
Gross profit margin	62.4%	63.4%	68.8%	70.0%	70.0%
Net profit margin	52.1%	52.2%	57.3%	58.5%	59.2%
Effective tax rate	13.3%	14.9%	14.9%	14.9%	14.9%
ROAA	5.46%	3.06%	2.83%	3.08%	3.27%
ROAE	23.8%	24.7%	32.1%	33.2%	34.1%

Earnings drivers (HK$bn)

	2013	2014	2015E	2016E	2017E
ADT of cash market	62.6	69.5	86.8	99.8	109.8
YoY growth%	16.2%	11.0%	25.0%	15.0%	10.0%
ADT of financial derivatives ('000 contracts)	530	580	609	658	697
YoY growth%	8.5%	9.5%	5.0%	8.0%	6.0%
# of new listings	110	122	124	135	141
Total funds raised	379	943	660	699	734
YoY growth%	24.6%	148.8%	-30.0%	6.0%	5.0%

Other key ratios (HK$)

	2013	2014	2015E	2016E	2017E
A/E (x)	4.19	11.79	10.97	10.59	10.30
Gearing ratio	76.1%	91.5%	90.9%	90.6%	90.3%
Dividend payout ratio	90%	90%	90%	90%	90%
EPS	3.92	4.45	6.27	7.10	7.79
BPS	17.67	18.40	20.67	22.13	23.53
DPS	3.52	3.99	5.64	6.39	7.01
P/E (x)	56.1	49.5	35.1	31.0	28.2
P/B (x)	12.4	12.0	10.6	9.9	9.4
Dividend yield	1.60%	1.82%	2.57%	2.91%	3.19%

交銀國際

香港中環德輔道中 68 號萬宜大廈十一樓

總機: +852 3710 3328	傳真: +852 3798 0133	www.bocomgroup.com

評級定義

公司評級

買入: 預期股價於 12 個月內上升超過 20%
長線買入: 預期股價於 12 個月以上時間上升超過 20%
中性: 預期股價波幅在±20%之間
沽出: 預期股價於 12 個月內下跌超過 20%

行業評級

領先: 預期行業指數於 12 個月內超過大市漲幅 10%以上
同步: 預期行業指數與大市漲幅的差幅在±10%之間
落後: 預期行業指數於 12 個月內落後大市漲幅 10%以上

研究團隊

研究部主管

		@bocomgroup.com
鄭子豐 CFA, CPA, CA	(852) 2977 9393	raymond.cheng

策略

洪灝 CFA	(852) 2977 9384	hao.hong

銀行/網路新金融

楊青麗	(852) 2977 9212	yangqingli
李珊珊 CFA	(86) 10 8800 9788 - 8058	lishanshan
萬麗 CFA	(86) 10 8800 9788 - 8051	Wanli

非必需品消費

黃文嫣	(852) 2977 9391	phoebe.wong
朱曉潆	(852) 2977 9205	anita.chu

必需品消費

王惟穎	(852) 2977 9221	summer.wang
吳效宇	(852) 2977 9386	shawn.wu

醫藥生物

劉一賀	(852) 2977 9387	milo.liu

保險及證券

李文兵	(852) 2977 9389	liwenbing
張雨璠	(852) 2977 9250	yufan.zhang

互聯網

馬原 PhD	(86) 10 8800 9788 - 8039	yuan.ma
穀馨瑜 CPA	(86) 10 8800 9788 - 8045	conniegu

有色金屬及礦業

李浩	(852) 2977 9243	jovi.li

宏觀經濟

李苗獻	(86) 10 8800 9788 - 8043	miaoxian.li

油氣/燃氣

吳菲	(852) 2977 9392	fei.wu
劉旭彤	(852) 2977 9390	xutong.liu

房地產

劉雅瀚 CFA, FRM	(852) 2977 9235	alfred.lau
謝騏聰 CFA, FRM	(852) 2977 9220	philip.tse
過璐璐	(852) 2977 9211	luella.guo

新能源

孫勝權	(86) 21 6065 3606	louis.sun

電訊/中小盤

李志武	(852) 2977 9209	lizhiwu

科技

謝劍英	(852) 2977 9216	miles.xie

交通運輸及工業

鄭碧海 CFA	(852) 2977 9380	geoffrey.cheng
周雲飛	(852) 2977 9381	fay.zhou

汽車

姚煒	(86) 21 6065 3675	wei.yao

分析員披露

本研究報告之作者，茲作以下聲明：i)發表於本報告之觀點準確地反映有關於他們個人對所提及的證券或其發行者之觀點;及 ii)他們之薪酬與發表於報告上之建議/觀點並無直接或間接關係; iii)對於提及的證券或其發行者，他們並無接收到可影響他們的建議的內幕消息/非公開股價敏感消息。

本研究報告之作者進一步確認： i)他們及他們之相關有聯繫者【按香港證券及期貨監察委員會之操守準則的相關定義】並沒有於發表研究報告之 30 個日曆日前處置/買賣該等證券; ii)他們及他們之相關有聯繫者並沒有於任何上述研究報告覆蓋之香港上市公司任職高級職員;iii) 他們及他們之相關有聯繫者並沒有持有有關上述研究報告覆蓋之證券之任何財務利益。

有關商務關係之披露

交銀國際證券有限公司及/或其有關聯公司在過去十二個月內與交通銀行股份有限公司、瀚華金控股份有限公司、中州證券股份有限公司、中國新城市商業發展有限公司、中國聖牧有機奶業有限公司、博大綠澤國際有限公司、中國國家文化產業集團有限公司、四川發展（控股）有限責任公司、奧星生命科技有限公司、北京汽車股份有限公司、中國惠農資本集團有限公司、德基科技控股有限公司、國聯證券股份有限公司、廣發控股（香港）有限公司、培力控股有限公司及有齊合天地集團有限公司投資銀行業務關係。

交銀國際控股有限公司現持有上海複星醫藥集團有限責任公司的股本證券逾 1%。

交銀國際證券有限公司現持有三門峽天元鋁業股份有限公司的股本證券逾 1%。

免責聲明

本報告之收取者透過接受本報告 (包括任何有關的附件)，表示並保證其根據下述的條件下有權獲得本報告，並且同意受此中包含的限制條件所約束。 任何沒有遵循這些限制的情況可能構成法律之違反。

本報告為高度機密，並且只以非公開形式供交銀國際證券的客戶閱覽。本報告只在基於能被保密的情況下提供給閣下。 未經交銀國際證券事先以書面同意，本報告及其中所載的資料不得以任何形式(i)複製、複印或儲存，或者(ii) 直接或者間接分發或者轉交予任何其它人作任何用途。

交銀國際證券、其聯屬公司、關聯公司、董事、關聯方及/或雇員，可能持有在本報告內所述或有關公司之證券、並可能不時進行買賣、或對其有興趣。此外，交銀國際證券、其聯屬公司及關聯公司可能與本報告內所述或有關的公司不時進行業務往來，或為其擔任市場莊家，或被委任替其證券進行承銷，或可能以委託人身份替客戶買入或沽售其證券，或可能為其擔當或爭取擔當並提供投資銀行、顧問、包銷、融資或其它服務，或替其從其它實體尋求同類型之服務。投資者在閱讀本報告時，應該留意任何或所有上述的情況，均可能導致真正或潛在的利益衝突。

本報告內的資料來自交銀國際證券在報告發行時相信為正確及可靠的來源，惟本報告並非旨在包含投資者所需要的所有資訊，並可能受送遞延誤、阻礙或攔截等因數所影響。交銀國際證券不明示或暗示地保證或表示任何該等資料或意見的足夠性、準確性、完整性、可靠性或公平性。因此，交銀國際證券及其集團或有關的成員均不會就由於任何協力廠商在依賴本報告的內容時所作的行為而導致的任何類型的損失（包括但不限於任何直接的、間接的、隨之而發生的損失）而負上任何責任。

本報告只為一般性提供資料之性質，旨在供交銀國際證券之客戶作一般閱覽之用，而並非考慮任何某特定收取者的特定投資目標、財務狀況或任何特別需要。本報告內的任何資料或意見均不構成或被視為集團的任何成員作出提議、建議或徵求購入或出售任何證券、有關投資或其它金融證券。

本報告之觀點、推薦、建議和意見均不一定反映交銀國際證券或其集團的立場，亦可在沒有提供通知的情況下隨時更改，交銀國際證券亦無責任提供任何有關資料或意見之更新。

交銀國際證券建議投資者應獨立地評估本報告內的資料， 考慮其本身的特定投資目標、財務狀況及需要，在參與有關報告中所述公司之證券的交易前，委任其認為必須的法律、商業、財務、稅務或其它方面的專業顧問。惟報告內所述的公司之證券未必能在所有司法管轄區或國家或供所有類別的投資者買賣。

對部分的司法管轄區或國家而言，分發、發行或使用本報告會抵觸當地法律、法則、規定、或其它註冊或發牌的規例。本報告不是旨在向該等司法管轄區或國家的任何人或實體分發或由其使用。

本免責聲明以中英文書寫，兩種文本具同等效力。若兩種文本有矛盾之處，則應以英文版本為准。