

2020年12月13日

香港交易所 (00388.HK)

深度分析

兼具阿尔法与贝塔的稀缺标的

投资要点

- ◆ **港交所概况：**港交所是香港唯一的证券交易所，2012 年收购 LME 以来，已发展成全球排名前列、全资产类别交易所，并藉由互联互通承担着连接中国与世界的重任。香港特区政府持股 5.90%，是单一大股东。港交所具有典型的轻资产、高毛利特征，2019 年净利润 93.91 亿元，ROE 21.26%，EBITDA 利润率 75%。
- ◆ **交易所行业竞争激烈：**目前全球有超过 130 家证券交易所运营，其中 47 家规模较大。技术进步、全球一体化、资本项目自由流动致交易所间的竞争日趋激烈，集中趋势显著。H120 交易所 TOP10 上市公司市值占比 79%、交易额占比 89%。交易所竞争主要集中在优质公司和产品多样性。此外，交易所往往通过并购快速完善全球布局，吸纳更多企业、扩大业务范围。港交所 2018 年修订《上市规则》，吸引了大量优质公司，并一直积极探索全球范围内的收购兼并。
- ◆ **分部情况：**港交所将业务拆为现货（股票、ETF 等场内基金）、衍生品（期货期权、牛熊证、窝轮等）、商品（LME、QME）、交易后业务（结算）、科技（平台与基础设施）和公司项目。2015 年至今，结算、现货、衍生品三分部贡献约 80% 收入、约 90% 利润，公司主要收入项目均与港股市场密切正相关。新经济上市潮、产品不断丰富、国际资本加大人民币资产配置下，我们预计港股市场将持续活跃。
- ◆ **投资建议：**我们预测公司 2020-22 年归母净利润分别 116.75、130.73 和 145.47 亿元，同比+24%、+12%、+11%。公司在亚太地区拥有近乎垄断的超然地位、是人民币国际化的重要载体，新经济上市潮有望带来持续增长。基于 DDM 模型得出 437.82 元目标价，对应 42.6x 20E P/E，首次覆盖给予“买入-A”评级。

- ◆ **风险提示：**中美交锋、股市波动、与内地同业竞争加剧、区域/业务集中度过高

财务数据与估值

会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	15,867	16,311	19,655	21,852	23,986
同比增长（%）	20.39%	2.80%	20.50%	11.18%	9.76%
归母净利润（百万元）	9,312	9,391	11,675	13,073	14,547
同比增长（%）	25.77%	0.85%	24.32%	11.97%	11.27%
ROE（%）	22.86%	21.26%	26.09%	28.42%	30.71%
EPS（元）	7.50	7.49	9.18	10.19	11.25
BVPS（元）	32.57	35.02	35.65	36.38	37.21
PE	51.47	51.54	42.05	37.86	34.31
PB	11.85	11.02	10.83	10.61	10.37

数据来源：wind，华金证券研究所

投资评级

买入-A(首次)

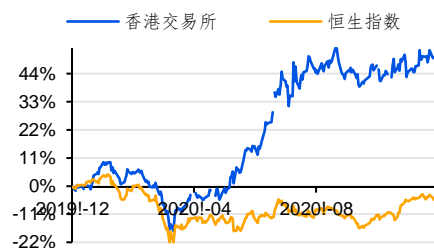
股价(2020-12-11)

386.00 元

交易数据

总市值（百万元）	489,385.04
流通市值（百万元）	489,385.04
总股本（百万股）	1,267.84
流通股本（百万股）	1,267.84
12 个月价格区间	206.00/398.40 元

一年股价表现



资料来源：贝格数据

	1M	3M	12M
升幅%			
相对收益	3.21	-3.57	59.7
绝对收益	4.49	4.61	57.89

分析师

崔晓雁

SAC 执业证书编号：S0910519020001

021-20377098

报告联系人

范清林

fanqinglin1@huajinsec.cn

021-20377065

相关报告

内容目录

一、港交所概况：轻资产、高毛利的全资产类别交易所	5
二、交易所行业概况：竞争激烈、交易为王	7
三、港交所业务分部拆解	11
（一）现货分部：港交所最重要构成	11
1、香港联交所概况	11
2、《上市规则》修订，迎来新经济上市浪潮	12
3、丰富产品类别，促进市场活跃	13
（二）衍生品分部	15
1、港交所衍生品分部概况	15
2、香港期交所：品种多样，但股指相关交易占比高达 95%	16
3、联交所衍生品业务：窝轮、牛熊证，港股市场最佳配角儿	17
4、港交所衍生品业务的优势与不足	18
（三）商品分部	19
1、伦敦金属交易所：港交所全球化、多元化的重要支点	19
2、前海联合交易中心：连接内地与海外的枢纽	22
（四）结算业务及其他	22
1、结算存托管业务：相关收入占比约 30%	22
2、投资相关：客户保证金及自有资金合理运用	23
四、盈利预测与估值推导	25
（一）收入驱动因素解析	25
（二）成本费用解析	26
（三）盈利预测	27
（四）估值推导及投资建议	29
1、港交所目前估值及可比公司比较	29
2、估值推导与投资建议	30
风险提示	32

图表目录

图 1：香港交易所子公司构成	5
图 2：香港交易所产品构成	5
图 3：2020 年 1-3 季度收入结构	5
图 4：过去 5 年，港交所及各业务板块 EBITDA 利润率	5
图 5：港交所业务分部收入结构	6
图 6：港交所业务分部 EBITDA 结构	6
图 7：香港交易所 ROE、ROA（单位：%）	6
图 8：H120 全球总市值排名前十的证券交易所（单位：万亿美元）	7
图 9：H120 全球成交额排名前十的证券交易所（单位：万亿美元）	7
图 10：港交所上市公司总市值与部分交易所比较（单位：千亿美元）	7
图 11：现货分部证券、陆股通、债券通日均成交额（十亿港元）	11
图 12：现货分部各收入项目构成（百万港元）	11
图 13：港交所、纽交所、NASDAQ、A 股交易集中度比较	12

图 14: H120 主流交易所换手率比较 (%)	12
图 15: 2011 年以来港交所 IPO 数量和募资金额	13
图 16: 沪深港交易所 2011 年以来 IPO 家数比较	13
图 17: 沪深港交易所 2011 年以来 IPO 募资金额比较 (亿人民币)	13
图 18: H120 全球交易所 ETF 交易额 Top10	14
图 19: 港交所上市 ETF 数量和成交额	14
图 20: 衍生品分部收入结构及变动趋势 (百万元)	15
图 21: 香港期货交易所收费标准	16
图 22: 香港联交所衍生品业务收费标准	16
图 23: Q320 港交所期货、期权产品成交量结构	16
图 24: 联交所衍生品业务与股票日均成交额比较 (十亿港元)	17
图 25: Q320 末联交所窝轮/牛熊证/界内证市价总值 (亿港元)	18
图 26: 2020.1-3Q 联交所窝轮/牛熊证/界内证成交金额对比	18
图 27: 港交所衍生品分部营收与 CME、CBOE 比较 (百万港元)	18
图 28: CME 2019 年收入构成 (按产品类别)	19
图 29: CBOE 2019 年收入构成 (按产品类别)	19
图 30: 港交所衍生品分部毛利率与 CME、CBOE 比较 (%)	19
图 31: 2020.1-3Q LME 各金属交易比较 (按千手)	20
图 32: LME、COMEX、上期所铝期货库存比较 (千吨)	20
图 33: LME、COMEX、上期所铜期货库存比较 (千吨)	20
图 34: LME 圈内会员公开报价交易实景	21
图 35: LME 收入及毛利率情况 (百万港元)	21
图 36: 港交所结算及其他收入构成	22
图 37: 港交所结算/交收/存管/托管/代理人服务收入及占比	23
图 38: 2020.1-3Q 港交所结算、交收费用结构 (按来源)	23
图 39: 港交所投资相关业务收益率趋势	23
图 40: 货币、债券投资市场环境 (%)	24
图 41: 权益类投资市场环境 (恒指年度涨跌幅%)	24
图 42: 港交所用于投资的资金结构及资产占比 (十亿港元)	24
图 43: 港交所历年投资收益及收入占比 (百万港元)	24
图 44: 港股成交额与市场景气密切正相关	25
图 45: 新上市公司数量与市场景气也密切正相关	25
图 46: 股指期货合约持仓数量与市场景气密切正相关	26
图 47: 股票期权合约成交额与市场景气也密切正相关	26
图 48: 港交所 2016-20E 成本费用 (百万元)	26
图 49: 港交所雇员的表现评价之企业表现评分表	27
图 50: 港交所历年成本费用率	27
图 51: 港交所成本费用结构及费用率与 ICE 等比较	27
图 52: 港交所 P/E 估值随恒生综指波动	29
图 53: 港交所过去 5 年 P/E 倍数	29
图 54: 港交所与可比公司 P/E TTM 比较	30
图 55: 港交所与可比公司 2020E PEG 比较	30
表 1: 国际知名上市交易所集团	9
表 2: 国际知名上市交易所集团 2019 年主要财务数据比较 (单位: 亿美元)	10

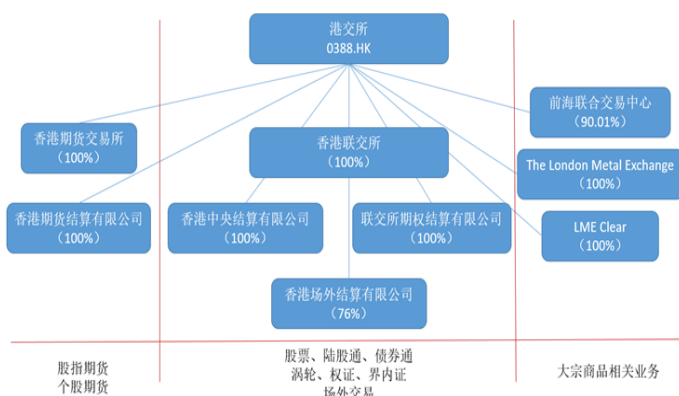
表 3: 香港市场成交最活跃的 ETF	14
表 4: 现货分部核心指标预测 (单位: 十亿元)	15
表 5: 港交所主要收入与核心驱动因素	25
表 6: 港交所核心财务指标 (单位: 百万元)	28
表 7: 港交所各业务分部收入及同比 (单位: 百万元)	28
表 8: 港交所收入结构 (按业务分部)	28
表 9: 港交所 EBITDA 结构 (按业务分部)	29
表 10: 港交所估值与可比公司比较	30
表 11: 港交所估值推导 (单位: 百万元)	31

一、港交所概况：轻资产、高毛利的全资产类别交易所

香港交易所 (0388.HK) 全称香港交易及结算所有限公司, 英文 Hong Kong Exchanges and Clearing Ltd., 由香港联合交易所、香港期货交易所、香港中央结算有限公司、伦敦金属交易所等子公司组成。依托这些子公司, 港交所不但拥有并经营香港唯一的股票交易所、期货交易所及相关结算业务, 并在英国营运基本金属期货及期权合约买卖; 此外, 还在香港经营场外衍生品合约结算, 并在内地经营商品交易。目前, 港交所已发展成为一家全资产类别交易所, 并藉由深港通、沪港通、债券通、前海联合交易中心等承担着将中国市场与世界市场有效连接的重任。

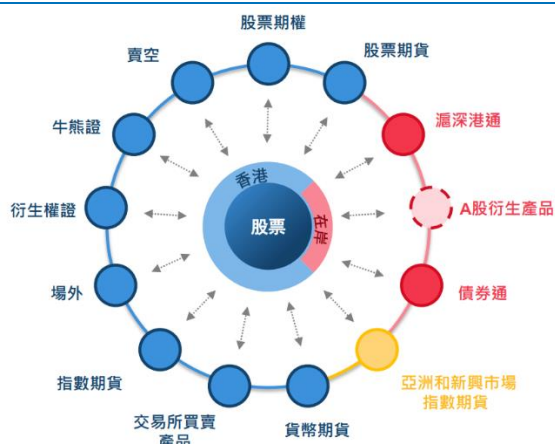
港交所于 2000 年 6 月上市，香港特别行政区政府直接持股 5.90%，是公司股东中唯一持股超过 5.00% 的单一大股东。根据香港《证券及期货条例》规定，除非香港证监会咨询香港财政司司长后给予书面核准，任何人士不能成为香港交易所的次要控制人。

图 1: 香港交易所子公司构成



资料来源：公司公告，华金证券研究所

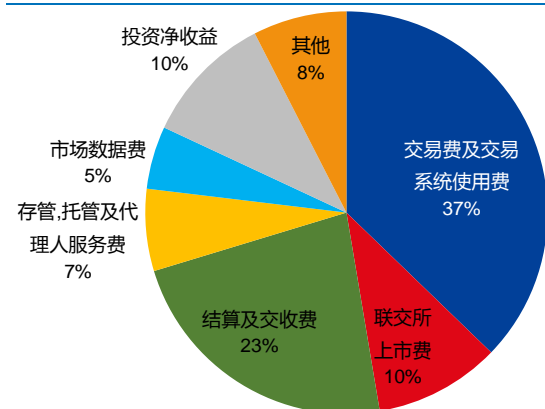
图 2: 香港交易所产品构成



资料来源：港交所投资者简报，华金证券研究所

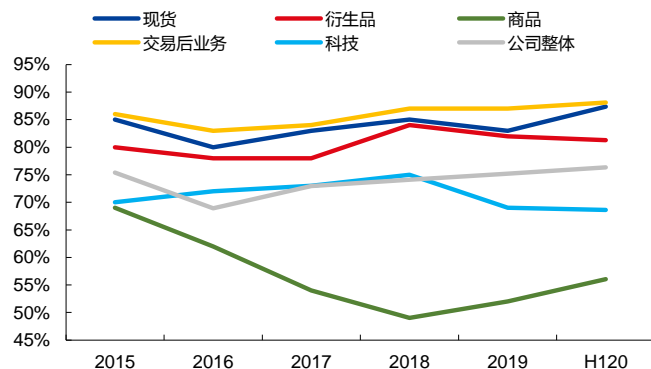
2019 年港交所归母净利润 93.91 亿元，ROE 21.26%。从收入结构来看，交易、结算、上市费、存托管服务、数据是公司主要收入来源，占比超 80%。这一收入结构充分反映了交易所轻资产的业务属性，而公司 EBITDA 利润率过去 10 年一直维持在 75%左右，则展现出交易所业务高毛利的优势。受益于轻资产、高毛利，除个别年份(2016 年)，港交所 ROE 一直维持在 20-30%。

图 3: 2020 年 1-3 季度收入结构



资料来源：公司公告，华金证券研究所

图 4: 过去 5 年, 港交所及各业务板块 EBITDA 利润率

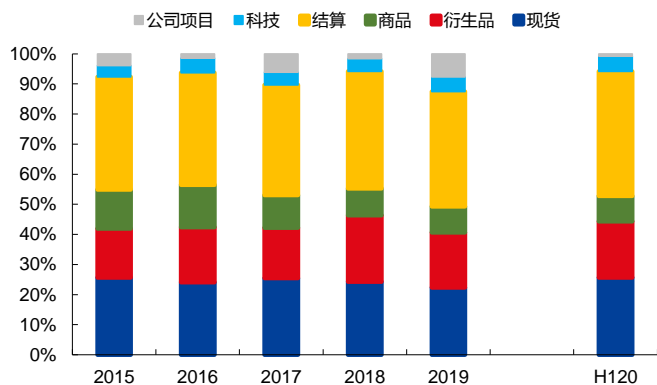


资料来源：公司公告，华金证券研究所

分业务板块看，港交所将业务分部拆为现货（股票、ETF 等场内基金）、衍生品（股指期货、股指期权、牛熊证、窝轮等）、商品（LME、QME）、交易后业务（结算分部）、科技（平台与基础设施）和公司项目。

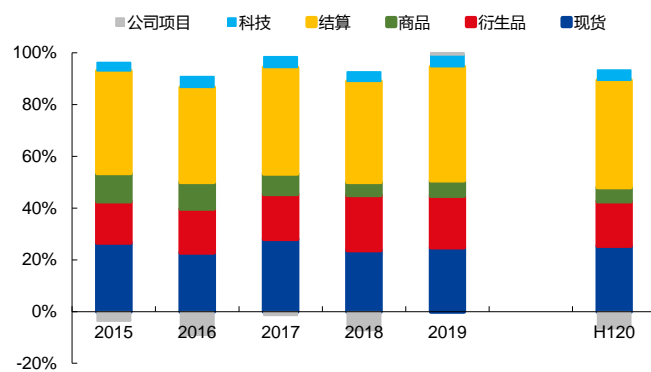
2015 年至今，结算、现货、衍生品三分部贡献公司约 80% 的收入、约 90% 的利润。从收入和利润构成可见，尽管港交所开启全球布局和多元化战略已经多年，但区域集中度过高和以股票相关业务为核心的问题尚未解决。

图 5：港交所业务分部收入结构



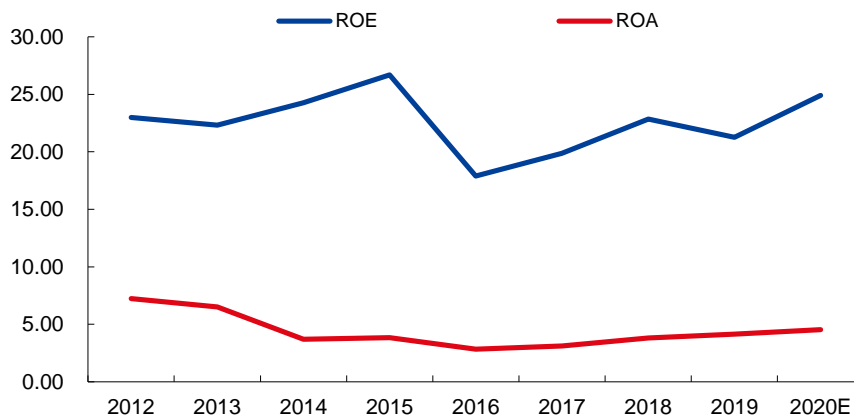
资料来源：公司公告，华金证券研究所

图 6：港交所业务分部 EBITDA 结构



资料来源：公司公告，华金证券研究所

图 7：香港交易所 ROE、ROA（单位：%）



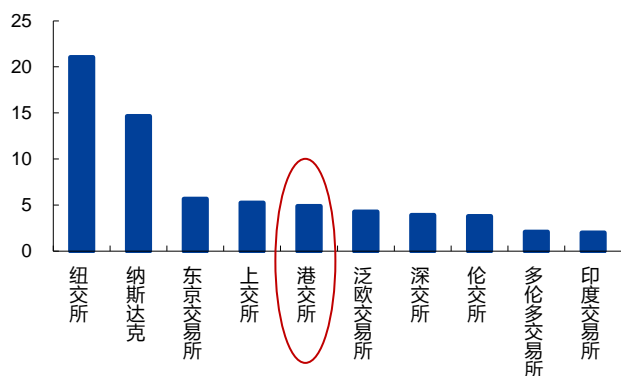
资料来源：公司公告，华金证券研究所

二、交易所行业概况：竞争激烈、交易为王

根据德勤报告，目前全球有超过 130 家的证券交易所从事交易运营，涉及股票、基金、期权期货、互换产品及各类金融衍生品。根据世界交易所联合会（World Federation of Exchanges）数据，目前全球有 47 家较大规模的证券交易所，包括知名度较高的纽交所、纳斯达克，也包括大陆投资者鲜有了解的百慕大证券交易所、卢森堡证交所、马耳他证交所、爱尔兰证交所等。

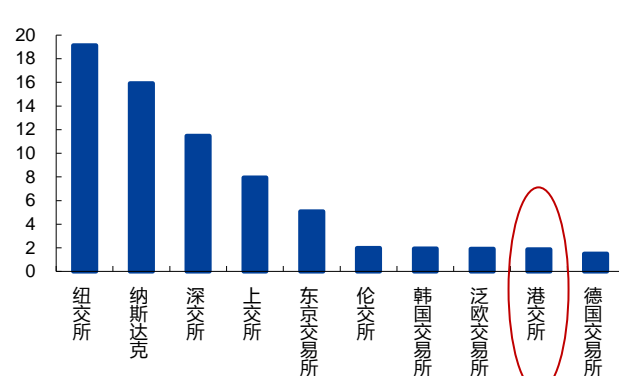
交易所业务轻资产、高毛利、盈利能力特别强，但随着电子交易等信息技术的进步、全球一体化推进以及资本项目自由流动，交易所之间的竞争日趋激烈，集中趋势显著。目前，证券交易所业务集中度已经较高。以 2020 年上半年数据，全球排名前十的证券交易所，总市值占比 79%、交易额占比 89%。

图 8: H120 全球总市值排名前十的证券交易所（单位：万亿美元）



资料来源: WFE, 华金证券研究所

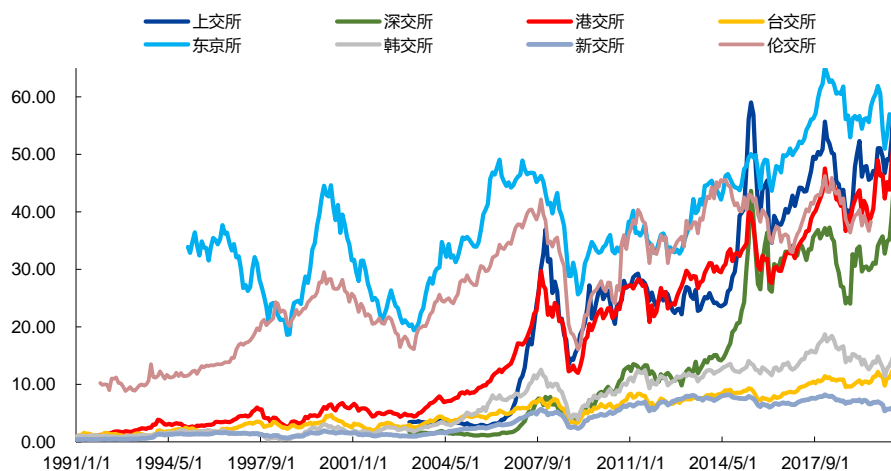
图 9: H120 全球成交额排名前十的证券交易所（单位：万亿美元）



资料来源: WFE, 华金证券研究所

从过去 30 年的变化趋势来看，1990s 上交所、深交所刚起步，港交所上市公司总市值与台湾交易所、韩国交易所相当，距离东京交易所、伦敦交易所较大差距，难望纽交所项背。经过 30 年发展，上交所、深交所、港交所已超越台湾交易所、韩国交易所和伦敦交易所，逼近东京交易所，成为任何资本不可忽视的重要投资领域。这一变化即归功于中国国际地位的提升、中国企业发展壮大、人民币升值吸引大量国际资本，也离不开交易所自身的改革创新。

图 10: 港交所上市公司总市值与部分交易所比较（单位：千亿美元）



资料来源: WFE, 华金证券研究所

交易所间的竞争主要集中在吸引优质公司上市和衍生产品多样性。我们认为，证券交易的良性循环是：优质公司挂牌--吸引资金涌入--交易活跃度提升—投资银行、指数公司等中介机构以优质公司为底层资产开发衍生产品--更多不同久期、不同风险偏好的资金流入--更多优质公司挂牌。

吸引优质公司上市方面，根据 WFE 数据，2020 年 6 月末，纽交所、纳斯达克和伦交所分别有 505 家、501 家和 368 家外国公司挂牌，占总上市公司数量的 18%、15%和 16%，是全球最国际化的三家证券交易所¹。其他交易所上市公司主要是本国公司。

跨国上市（Cross-Listing）在我国并不是新鲜事，阿里巴巴、拼多多、网易、中国移动、中国人寿、好未来等是我国跨国上市公司中较知名的企业。截止 2020 年 11 月中旬，共 390 只在美国、伦敦、新加坡上市的中概股。但我们认为，跨国上市虽然利于吸引更多海外资金、提升国际知名度，但也伴随着语言、文化、时差、监管制度、财务准则等多方面差异，成本较高。同时，部分企业跨国上市后，在海外市场并未取得较高认可度、股价持续低迷。这些都导致企业更倾向于在本国上市。

我们看到交易所在吸引优质公司、丰富业务和产品类别方面，除进行改革发行制度、自主开发外，更普遍的方式是收购其他交易所。回顾各大交易所发展历程，可以看到很多全球范围内兼并收购的案例。通过并购可以快速完善全球布局、将更多企业纳入版图、扩大业务范围、增加客户资源。其中比较具有代表性的包括：

- **纽交所的归属。**2013 年 11 月洲际交易所集团（ICE）完成以 82 亿美元的价格收购纽约证券交易所的母公司纽约-泛欧交易所集团（NYSE-Euronext）。

ICE 当时的主要业务是能源期货交易，提供原油及相关提炼品、天然气、电力、碳排放量等期货合约交易。ICE 收购 NYX 主要在于看重欧洲第二大衍生品交易平台——伦敦国际金融期货期权交易所（LIFFE），以抗衡芝加哥期货交易集团(CME)的压力。纽交所则试图通过与 ICE 的联合，摆脱传统交易所面对全球化竞争、金融市场变革和电子交易革新带来的冲击。合并完成后的洲际交易所（ICE.N）成为拥有 23 个交易市场，覆盖美国、加拿大、欧洲境内。该集团经营的各交易所和结算所涵盖各种资产类别，包括利率、股票、股票衍生品、信用衍生品、债券、外汇、能源、金属，以及农产品。

事实上，2011-13 年间纽交所的归属可谓一波三折、十分精彩。2011 年，纳斯达克与 ICE 联手先对 NYX 提出了总额 113 亿美元的竞购要约，被拒绝后，直接向股东发起收购要约（俗称恶意收购），总金额 110 亿美元。后美国司法部以反垄断为由否决了这一交易。

几乎与纳斯达克同时，2011 年 2 月纽交所与德意志交易所达成合并协议，德意志交易所拟以 95.3 亿美元的总额收购 NYX。2012 年 2 月，欧盟委员会以合并可能引发欧洲金融衍生品市场交易垄断为由否决了这一申请。

- **伦交所主动出击与源源不断的收购要约。**伦交所是全球固定收益及货币市场的领军者，2007 年 10 月，伦交所以 16 亿欧元(约合 25 亿美元)的价格收购了意大利交易所(MTS)，

¹ 新加坡交易所外国上市公司数量占比 35%，国际化程度更高，但新交所体量较小、交易不活跃。

形成伦敦证券交易所集团。受益于意大利交易所债券平台辐射全欧洲的影响力，伦交所获得了大量欧洲业务。2011年2月，伦交所以32亿美元的代价收购了多伦多交易所的母公司TMX集团。此后，伦交所又先后收购了欧洲地区最大的场外股票交易平台Turquoise、伦敦清算所，以及富时、罗素等指数公司，并组建了富时罗素。

伦交所主动出击、并购扩张的同时，也屡屡收到其他机构的并购要约。2005年，麦格理银行（Macquarie Bank）拟以15亿英镑的价格收购伦交所，被拒；2006年，纳斯达克（NASDAQ）发来了24亿英镑的收购要约，同样被拒绝；德意志交易所分别于2002、2005和2016年三次尝试收购，均以失败告终，其中2016年提议获伦交所认可，但未获得欧盟委员会和各国反垄断部门的批准；2011年，港交所第一次提出以溢价47%的价格收购伦交所，被拒，2019年9月港交所再次提出近300亿英镑的要约收购，再度被拒。

2020年10月，伦交所同意以43.25亿欧元（约50.9亿美元）的价格将意大利证券交易所整体出售给泛欧证券交易所（NYSE-Euronext）。交易将于2021年上半年正式完成，届时泛欧交易所将拥有超过1800家上市公司，总市值达5.2万亿美元，成为欧洲最大证券交易所。

港交所也在积极通过并购扩张业务版图，2012年12月以13.88亿英镑的价格收购伦敦金属交易所（LME），开启了业务多元化的战略转型。2019年港交所要约收购伦交所，虽未获成功，但也是向全球领先的固定收益及货币市场积极探索的尝试。

经过一系列并购重组，目前全球证券交易所市场90%以上的交易集中在10家左右交易所集团手中。其中上交所、深交所等未上市，泛欧交易所2013年纳入洲际版图后退市，其他主要交易所集团已登录资本市场多年，详见表1。

表1：国际知名上市交易所集团

证券代码	集团名称	构成
ICE.N	洲际交易所	包括纽交所、国际石油交易所在内的16家交易所
NDAQ.O	纳斯达克	美国纳斯达克证券交易所、北欧证券交易商瑞典OMX
CME.O	芝加哥交易所集团	芝加哥商品交易所、芝加哥期货交易所、纽约商业交易所、纽约商品交易所
LSE.L	伦敦证券交易所	伦敦证券交易所、加拿大蒙特利尔交易所、多伦多证券交易所创业板、蒙特利尔气候交易所
CBOE.BAT	芝加哥期权交易所	芝加哥期权交易所、Bats Global Markets（美国第三大交易所营运商）
0388.HK	香港交易所	香港联交所、香港期货交易所、伦敦金属交易所、前海联合交易中心
8697.T	日本交易所集团	东京证券交易所、大板证券交易所
S68.SG	新加坡交易所	目前正谋求与澳大利亚证券交易所合并

资料来源：华金证券研究所整理

拥有纽交所、泛欧证券交易所的洲际交易所集团（ICE）是股票现货方面全球最大²的证券交易所集团；芝加哥交易所集团（CME）拥有美国原油期货（在纽约商品交易所）和布伦特原油期货（在芝加哥商品交易所）两大合约品种，是全球净利润和净资产最高的证券交易所集团。芝加哥期权交易所（CBOE）则是众多上市交易所中最独特的一家，与其他交易所向全资产类别发展不同，CBOE坚持以期权为主要产品，通过不断开发新产品吸引全球投资者瞩目。

² 按2019年营业收入也是全球最高

表 2：国际知名上市交易所集团 2019 年主要财务数据比较（单位：亿美元）

证券代码	集团名称	营业总收入	归母净利润	总资产	归母净资产	ROE	EBITDA 利润率	备注
ICE.N	洲际交易所	52.02	19.33	945	173	11.22	65.90	
CME.O	芝加哥交易所集团	48.68	21.17	752	261	8.13	68.63	
NDAQ.O	纳斯达克	42.62	7.74	139	56	13.96	31.28	
LSE.L	伦敦证券交易所	29.21	5.47	98	45	12.27	50.34	剔除清算中资产
CBOE.BAT	芝加哥期权交易所	24.96	3.73	51	34	11.37	28.69	
0388.HK	香港交易所	20.65	12.06	358	57	22.12	75.37	
8697.T	日本交易所集团	11.58	4.40	644	28	16.65	68.43	剔除清算中资产
S68.SG	新加坡交易所	6.72	2.89	16	8	35.76	58.86	

资料来源：WIND、华金证券研究所

近年来，金融科技突飞猛进，竞争压力和被取代风险下，各大交易所均在积极探索技术升级转型，目前主要集中在高频交易、托管清算效率、网络安全、交易所间合作等领域。如纳斯达克开发基于区块链技术的股权交易平台、并在瑞典测试使用区块链技术发行股票。此外，纳斯达克还在 2019 年宣布正式上线比特币流动性指数（BLX）和以太坊流动性指数（ELX），该指数将以美元报价，数据每 30 秒更新一次。

伦交所对路孚特（Refinitiv）的收购，也彰显了公司向金融科技转型的决心。2019 年以来，伦交所收购金融市场数据和基础设施提供商——路孚特相关事宜持续推进。路孚特原是汤森路透旗下处理金融与风险业务板块，独立之后发展为金融资讯、数据、交易服务商，为 190 多个国家/地区的 40000 多家机构服务。伦交所并购路孚特的交易总额高达 270 亿美元。伦交所并购路孚特旨在向金融市场数据制造商和经销商的方向转型，以及依托路孚特的 FXall³等撮合平台，进军外汇场外（OTC）市场。

³ FXall 是路孚特开发的一款外汇交易平台，可实现 500 多种货币的灵活交易

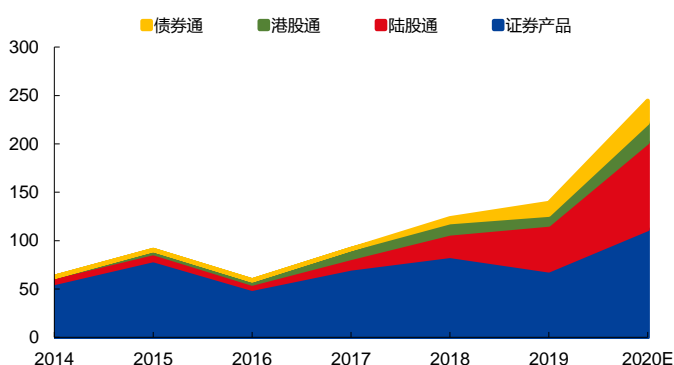
三、港交所业务分部拆解

（一）现货分部：港交所最重要构成

1、香港联交所概况

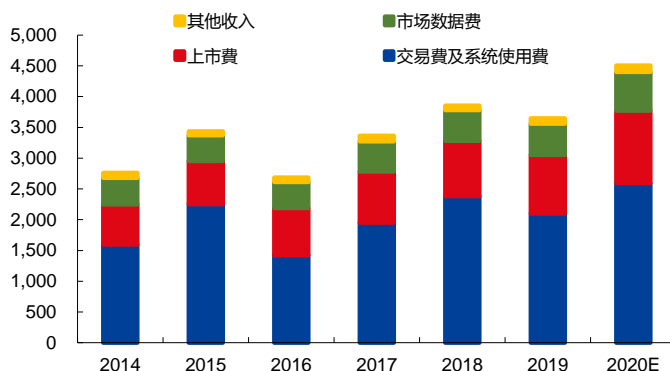
港交所现货分部业务由联交所证券类产品（股票、ETF 等场内基金）、互联互通（沪股通+深股通、港股通）、债券通构成，取得收入按科目可分为交易费及系统使用费、上市费、市场数据费和其他。

图 11：现货分部证券、陆股通、债券通日均成交额（十亿港元）



资料来源：公司公告，华金证券研究所

图 12：现货分部各收入项目构成（百万港元）



资料来源：公司公告，华金证券研究所

2019 年，港交所交易费用及系统使用费 21.00 亿元，占现货分部营业收入的 57.6%，是现货分部主要收入来源。其中互联互通贡献 10.09 亿元，已占现货分部交易费用及系统使用费的 48%。港交所现货业务交易费用及系统使用费的收费标准是：

- 交易费用大致等于日交易额*交易日*0.005%*2；互联互通交易南向交易额/2*交易日*0.005% + 北向交易额*40%*交易日*0.00487%；ETF 可获得一定比例豁免。此外，新发基金按照募资金额*0.005%*2。港交所 0.005%按交易额双向征收的交易费收费水平，与上交所、深交所 0.00487%的标准相差不大。
- 系统使用费等于：日成交宗数（不含南向交易）*交易日*0.5HKD*2；互联互通日成交宗数*0.5HKD*交易天数/2。

上市费用：分上市初费和上市年费。通常根据总市值不同、收费标准不同。港交所上市初费大致 60-100 万港元/家，上市年费大致 30-60 万元港元/家，原本上交所、深交所上市初费、年费与港交所大致相当。2019 年 12 月两家内地交易所下调了上市费用，目前主板上市初费最高 17.5 万元、上市年费最高 7.5 万元。当然，我们认为企业上市旨在登陆资本市场融资和挂牌交易，对上市费用并不敏感。

2019 年，港交所上市费用共 9.54 亿元，占现货分部营业收入的 26.2%，其中上市初费 1.85 亿元、上市年费 7.60 亿元。

港交所与纽交所、纳斯达克、伦交所、东京交易所等全球知名大型交易所一样，上市发行施行注册制。在香港发行股票必须在香港联交所上市。2003年，香港证监会与联交所签署备忘录，规定香港证监会对联交所规定的上市程序进行监督。《证券及期货条例》规定上市审核权归联交所，证监会保留否决权。香港对证券公开发行的监管实行双重存档制度，联交所将发行人提交的材料副本转交给证监会，则该材料被视为已由发行人向证监会提交。通过此项双重备案制度的安排，证监会可以行使法定调查权，对其怀疑在向证监会进行法定备案时故意或轻率地提供了不实或具有误导性信息的人进行调查。香港联交所注册制的特定在于：

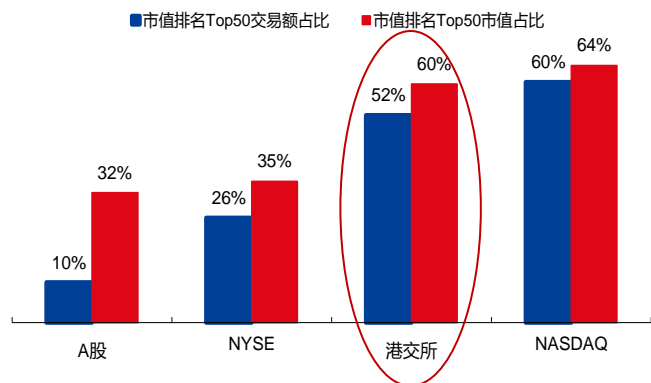
- 交易所对股票发行进行审核，审查核心是信息披露，不对发行人进行价值判断。
- 投资者是价值判断的主体。注册制下，股票发行和上市是相互独立的环节。投资者如何决策是决定企业发行能否成功的关键。
- 发行人和中介机构对信息披露的真实性和准确性负责。

但与其他交易所不同之处在于，港交所没有量化的退市机制和摘牌标准，只有上市公司不遵守《上市规则》情节严重、拥有资产不足以保证证券继续上市、业务不再适宜上市等定性描述。这样的退市制度导致港股市场退市率极低，但产生了大量仙股和僵尸股。截止2020年11月25日，港股市场2,552家上市公司中377家股价不足0.10元，1,953家今年以来日均成交额不足1000万元。

市值和交易量集中在少数个股的现象并非港交所特有，港交所市值最大的前50家公司，占全市场59.5%的总市值、51.7%的交易额。这一现象，纳斯达克更突出，市值最大的前50家公司，占全市场64.2%的总市值、60.0%的交易额。A股中小市值个股交易活跃，市值最大的前50家公司虽然占32.4%的总市值，但交易额占比仅10.0%。

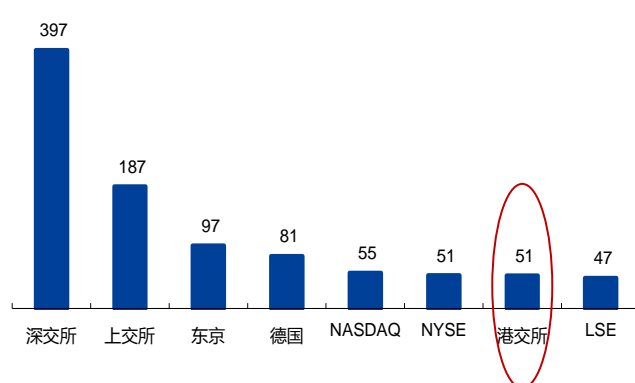
从换手率也可看到，港交所换手率与纽交所、纳斯达克、伦交所等相当，深交所全球最高、上交所换手率是港交所等6家交易所平均值的3x。我们认为，这一差异主要是投资者结构导致的。根据上交所统计年鉴，A股市场自然人投资者交易占比约80%，个别年份85%；而港交所《现货市场交易研究调查2018》中则披露个人投资者交易占比仅16%。

图 13：港交所、纽交所、NASDAQ、A 股交易集中度比较



资料来源：WIND，华金证券研究所，注：使用2020年1月1日至11月25日数据

图 14：H120 主流交易所换手率比较（%）

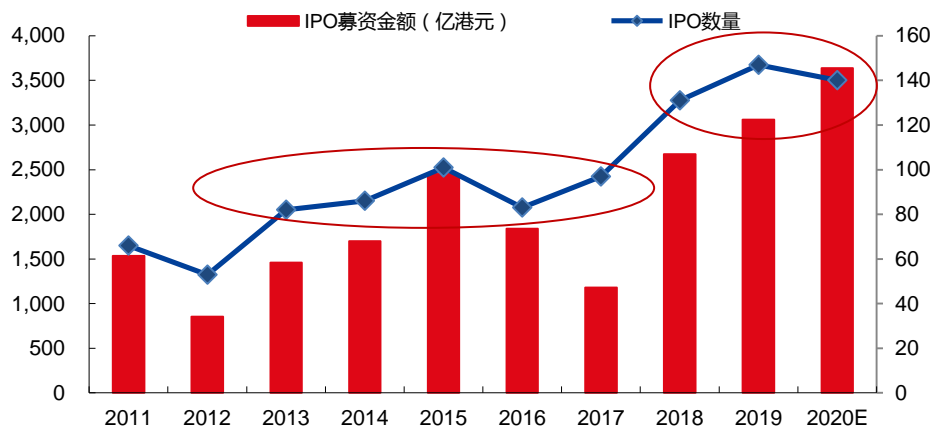


资料来源：WFE，华金证券研究所

2、《上市规则》修订，迎来新经济上市浪潮

2018年4月，港交所修订了《上市规则》，新增三个章节，包括允许未能通过主板财务资格测试的生物科技公司、拥有同股不同权架构的公司及符合条件的大中华集团国际公司二次上市。受益于上市规则放松，阿里巴巴、京东、美团、小米、药明康德等内地知名企业登陆港交所。受益于上市规则放宽，2018年以来，港交所IPO数量和募资金额显著提升。

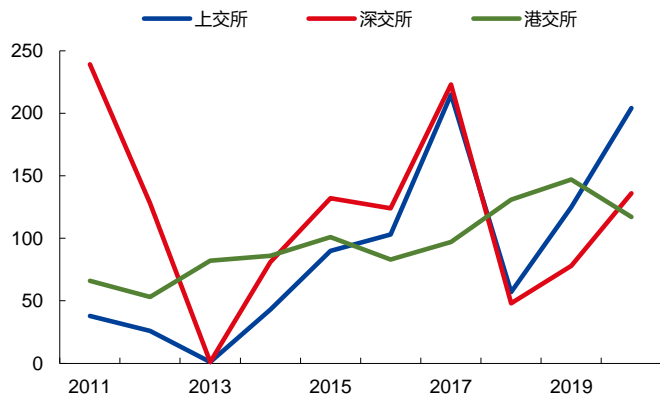
图 15：2011 年以来港交所 IPO 数量和募资金额



资料来源：WIND，华金证券研究所

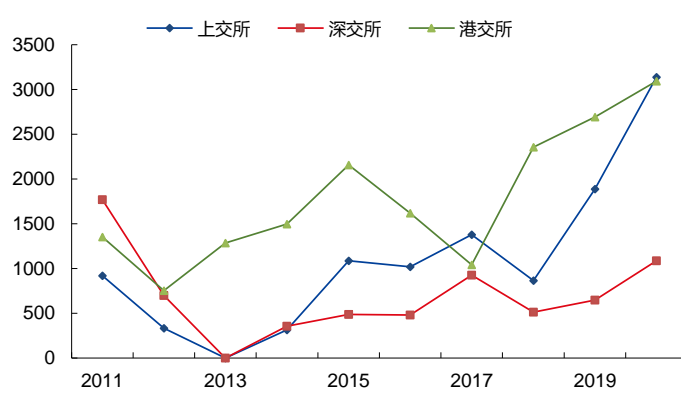
相对上交所和深交所，港交所的IPO家数呈持续增长但增幅平稳，上交所和深交所则波动较大，但港交所的IPO募资金额更高。这一差异主要因上交所、深交所近年来支持中小企业相关，导致单企业IPO融资额不高。

图 16：沪深港交易所 2011 年以来 IPO 家数比较



资料来源：WIND，华金证券研究所

图 17：沪深港交易所 2011 年以来 IPO 募资金额比较（亿人民币）



资料来源：WIND，华金证券研究所

根据港交所最新版《上市规则》，市值不低于400亿港元，或市值大于100亿港元且最近一年收益不少于10亿港元。符合港交所最新上市要求的中概股还有约40家。考虑港交所对优质生物科技、互联网企业的吸引力，我们预期此次中概股回归浪潮有望持续4-5年，吸引大量新的国内外投资者进入港股市场，推动港交所市值和交易活跃度提升至新的高度。

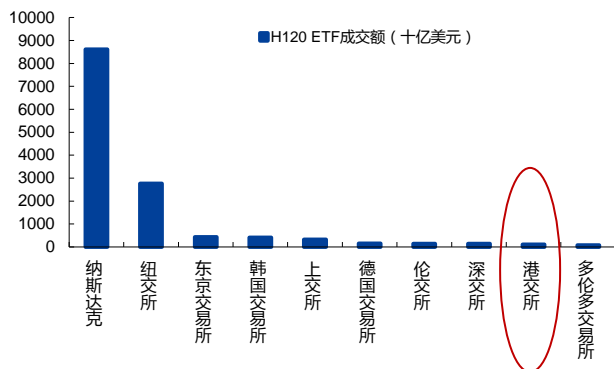
3、丰富产品类别，促进市场活跃

大量引入新经济相关热点公司的同时，港交所也在大力发展ETF和L&I⁴产品。截止2020年中期末，港交所共有108只ETF和26只L&I产品可供交易，总市值约3500亿。2020年上

⁴ Leveraged and Inverse Products，杠杆及反向产品

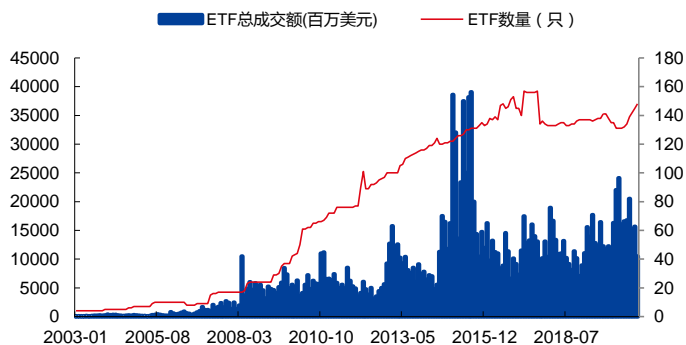
半年，港交所交易所买卖产品（包括 ETF 和 L&I）日均成交额由上年同期的 53 亿元增至 71 亿元，占交易所股权类日均成交的 7.1%，其中 ETF 日均 53 亿元、L&I 日均 18 亿元。虽然较纳斯达克、纽交所仍有较大差距，但按成交金额，港交所是全球第九大 ETF 市场。同时，ETF 上市数量和成交额也显示，港交所 ETF 市场处于持续发展中。

图 18: H120 全球交易所 ETF 交易额 Top10



资料来源: WIND, 华金证券研究所

图 19: 港交所上市 ETF 数量和成交额



资料来源: WIND, 华金证券研究所

2020 年 7 月 27 日，恒生科技指数推出，追踪港交所上市的 30 只最大型科技板块股份。8 月 28 日，南方东英恒生科技指数 ETF (3033.HK) 推出，成为第一支跟踪该指数的 ETF 基金。上市当日即创下香港新上市 ETF 的首日最高成交金额，共 30.5 亿港元，最新 AUM 52.06 亿元。截止 11 月末，共 4 只跟踪恒生科技指数的 ETF，除南方东英恒生科技外，还有华夏恒生科技 (3088.HK)、恒生科技 ETF (3032.HK) 和大成恒生科技 (获批未上市)。此外，据新加坡《商业时报》报道，新加坡华侨银行下月将在新加坡证券交易所推出追踪恒生科技指数的 ETF，预料将于 12 月 10 日挂牌。

L&I 产品，与分级基金类似，2016 年 6 月推出首批产品，开始追踪日本东证及韩国 KOSPI 200 指数，2017 年放宽至香港股票指数和其他非股票指数（如以黄金商品为基础），2020 年 7 月四只以沪深 300 为基础的 A 股杠杆及反向产品⁵上市。L&I 产品目前杠杆比率最高 2 倍、反向最多 -1 倍，未来不排除将杠杆率扩大至 3x 和 -2x 的可能。

与港股和亚洲其他 ETF 市场类似，香港 ETF 的成交集中度也较高，成交额最大的盈富基金 (2800.HK)、恒生中国企业 (2828.HK)、南方东英富时中国 A50 (2822.HK) 等 5 只占香港全部 ETF 成交额比例的 90% 以上。

表 3: 香港市场成交最活跃的 ETF

代码	基金名称	成立日期	2020 年 YTD 日均成交额 (百万元)	管理资产规模 (亿元)	收盘价 2020/11/26
2800.HK	盈富基金	1999-11-12	2,082	999	26.94
7500.HK	南方东英恒生指数每日反向(-2x)产品	2019-05-28	984	68	5.32
3188.HK	华夏沪深 300 指数 ETF	2012-07-17	831	141	59.30
2828.HK	恒生 H 股指数上市基金	2003-11-19	592	227	108.50
2822.HK	CSOP 富时中国 A50 ETF	2012-08-28	472	105	18.92
7200.HK	南方东英恒生指数每日杠杆(2x)产品	2017-03-10	447	9	9.01

⁵ 举例：南方东英沪深 300 指数每日杠杆(2x)产品（代码 7233.HK）；南方东英沪深 300 指数每日反向(-1x)产品（7333.HK）

代码	基金名称	成立日期	2020年YTD日均成交额（百万元）	管理资产规模（亿元）	收盘价 2020/11/26
2823.HK	iShares 安硕富时 A50 中国指数 ETF	2004-11-15	398	150	19.05
3033.HK	南方东英恒生科技指数 ETF	2020-08-21	214	52	8.02
2840.HK	SPDR 金 ETF	2004-11-12	115	-	1,320.00
3175.HK	三星标普高盛原油 ER 期货 ETF	2016-04-29	106	33	3.01

资料来源: <https://cn.investing.com/etfs/hong-kong-etfs>, WIND, 华金证券研究所

基于新经济上市浪潮继续、ETF 和 L&I 产品持续丰富以及国际资本加大配置人民币资产, 我们预计港股市场上市公司数量、总市值、证券类产品成交额有望保持持续增长。

表 4: 现货分部核心指标预测 (单位: 十亿元)

项目	2015	2016	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E
交易日	244	244	244	243	244	244	244	244	244	244
主板新上市公司数目	104	81	94	143	168	140	180	190	160	150
GEM 新上市公司数目	34	45	80	75	15	10	15	15	15	15
年末主板上市公司数目	1,644	1,713	1,794	1,926	2,071	2,211	2,391	2,581	2,741	2,891
年末 GEM 上市公司数目	222	260	324	389	378	388	403	418	433	448
年末主板上市公司市值	24,426	24,450	33,718	29,723	38,058	45,100	45,725	46,400	47,000	47,575
股本证券产品日均成交额	80	50	71	84	69	112	100	105	105	105

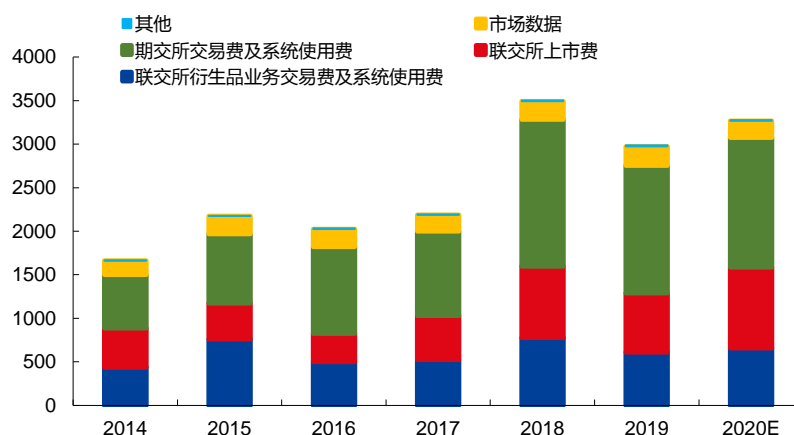
资料来源: 公司公告, 华金证券研究所

(二) 衍生品分部

1、港交所衍生品分部概况

港交所衍生品分部由联交所证券衍生品(牛熊证、窝轮、界内证等)业务和香港期货交易所业务组成。收入构成和现货分部一样, 由交易费及系统使用费、上市费、市场数据费和其他构成。根据收入项目细分, 2019 年期交所贡献的交易费及系统使用费占比 49.1%、联交所衍生品业务贡献的交易费及系统使用费占比 43.1%、市场数据费占 7.3%、其他收入占比 0.5%。H120 上述比例变更为 45.4%、48.5%、5.9%、0.2%。

图 20: 衍生品分部收入结构及变动趋势 (百万元)

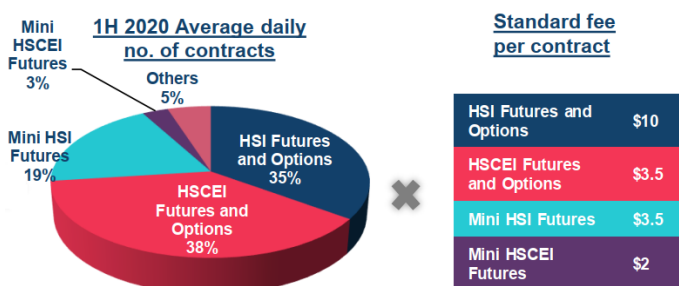


资料来源: 公司公告, 华金证券研究所

2018-20 年,衍生品分部的收入较 2014-17 年明显上一台阶。究其原因,除市场大幅波动下,投资者风险管理需求上升、衍生产品交投活跃的原因外,交易所提升收市后交易时段功不可没。2017 年 11 月港交所将收市后交易时段延长至凌晨 1 时,2018 年 5 月 14 日又将股票指数期权纳入 T+1 时段。2019 年 6 月 17 日,港交所将 27 只产品(包括股指期货及期权、货币期货及商品期货)的交易时段延长至凌晨 3 时。受益于交易时长的延长和交易品种的增加,2018 年以来,股指期货、期权成交量连创新高。

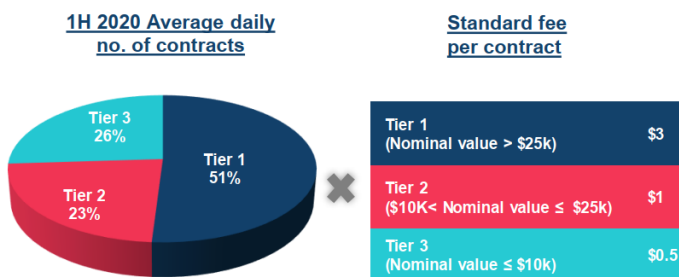
港交所,无论期交所还是联交所衍生品业务,交易费用及系统使用费均按照交易合约张数*一定标准双边收费;联交所牛熊证、窝轮、界内证等新发证券,还需缴纳上市费用。

图 21: 香港期货交易所收费标准



资料来源: 港交所官网, 华金证券研究所

图 22: 香港联交所衍生品业务收费标准

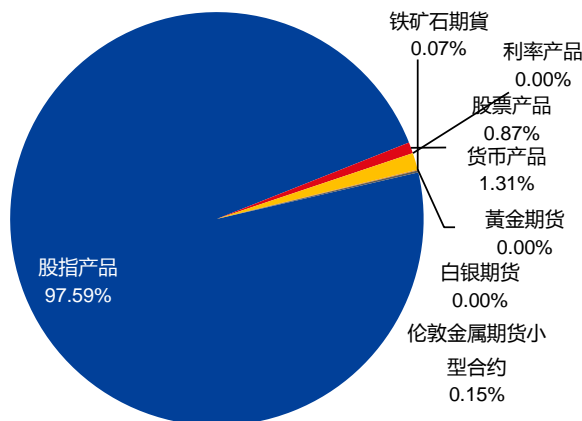


资料来源: 港交所官网, 华金证券研究所

2、香港期交所: 品种多样, 但股指相关交易占比高达 95%

香港期货交易所前身是 1977 年开始运营的香港商品交易所。香港商品交易所起初经营原糖和棉花交易, 1979 年开始大豆交易, 1986 年 5 月恒生指数期货合约开始交易, 交易量迅速超过其它合约。目前期交所交易品种广泛多样, 涉及股指、股票、利率、货币、商品等众多资产类别, 但恒生指数期货及期权、恒生中国企业指数期货及期权、迷你恒生指数期货、迷你国企指数期货四类产品的成交量占期交所总成交量的 95%左右。

图 23: Q320 港交所期货、期权产品成交量结构



资料来源: 公司公告, 华金证券研究所

香港期交所 2020 年 5 月 27 日与 MSCI 签订授权协议，可在香港就 MSCI 亚洲及新兴市场指数推出一系列合共 37 只的期货及期权合约产品。其中 2020 年第 3 季度推出 38 只 MSCI 期货合约。这批指数涉及 MSCI 新兴市场亚洲指数、MSCI 中国自由指数、MSCI 日本指数、MSCI 台湾指数、MSCI 新加坡指数及 MSCI 印度指数等。这一系列期货和期权合约产品的推出将极大丰富港交所旗下衍生产品组合，大幅增加香港市场的广度和深度。

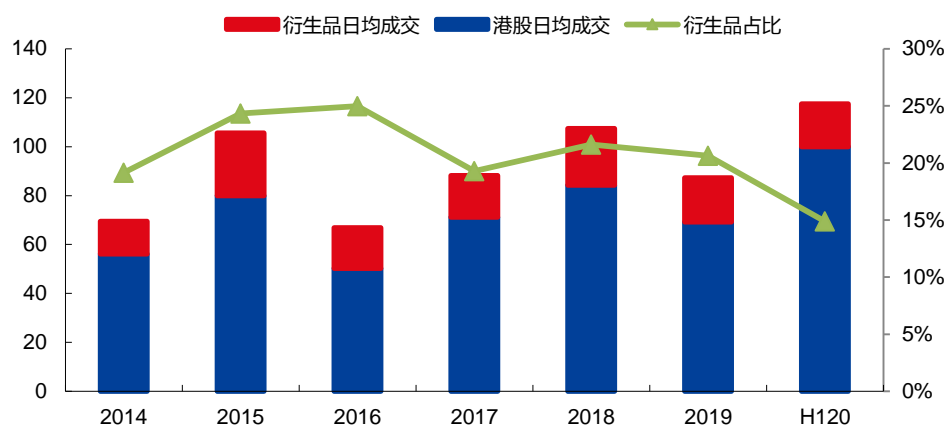
2020 年 9 月 30 日，MSCI 系列产品推出以来合共录得 12.60 万张合约成交，未平仓合约共 4.41 万张。这 38 只 MSCI 指数期货合约中，以 MSCI 台湾（美元）指数期货及 MSCI 台湾净总回报（美元）指数期货交投最活跃。

参考港交所产品收费表，每张合约的交易所费用约为 0.6 美元。假设 MSCI 系列产品交易活跃度保持 Q320 水平，我们估算 MSCI 系列产品的推出将为港交所带来每年 2.30-3.20 亿港元的增量收入，约占衍生品分部 2020E 营业收入的 7.2-10%，港交所合并报表收入的 1.10-1.50% 左右。当然，需要说明的是，MSCI 产品推出时间尚短，港交所三季报披露信息十分有限，交易活跃的假设依据并不充足，我们测算的业绩贡献准确度可能不高。

3、联交所衍生品业务：窝轮、牛熊证，港股市场最佳配角儿

窝轮与牛熊证是港股市场的一大特色、最佳配角儿，加之 2019 年 7 月推出的界内证，共同组成了联交所的衍生品组合。2020 年上半年，联交所窝轮、牛熊证、界内证等衍生产品日均成交 175 亿元，占联交所日成交额的 14.89%。

图 24：联交所衍生品业务与股票日均成交额比较（十亿港元）



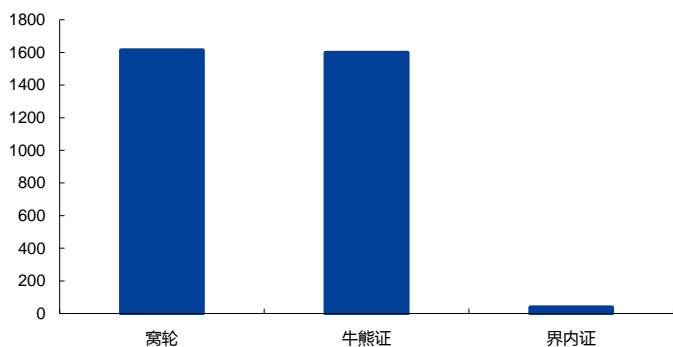
资料来源：公司公告，华金证券研究所

截止 2020 年 3 季度末，港股共上市公司 2,518 家，窝轮 7,136 只、牛熊证 4,940 只、界内证 717 只，衍生品市场比正股市场更加丰富。

- 窝轮（Warrant）：特指香港联交所认股权证中的衍生权证，自 1986 年起开始经营。通常由投行或券商发行，欧式期权，分看涨（call）和看跌（put）两种，其价格随标的物价格按比例同向变动。

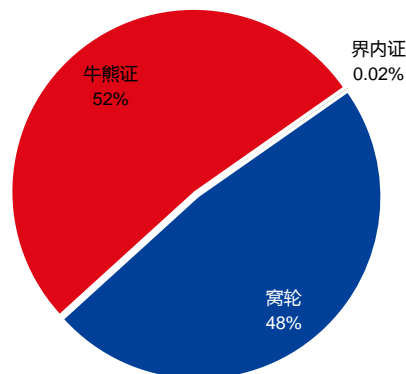
- **牛熊证 (CBBC):** 港交所 2006 年 6 月引入,是具有“敲出特性”的欧式期权(European option with Knock-off provision),回收价就是期权的敲出价、属于强制赎回条款,一旦“敲出”则提前结算。
- **界内证 (Inline Warrant):** 推出不足两年,设计更为复杂,是两个两点期权(binary option)的组合。这两个期权的行权价就是界内证对应的上限价格和下限价格,界内证的价格就是这两个两点期权的价格之和。

图 25: Q320 末联交所窝轮/牛熊证/界内证市价总值 (亿港元)



资料来源: 港交所官网, 华金证券研究所

图 26: 2020.1-3Q 联交所窝轮/牛熊证/界内证成交金额对比



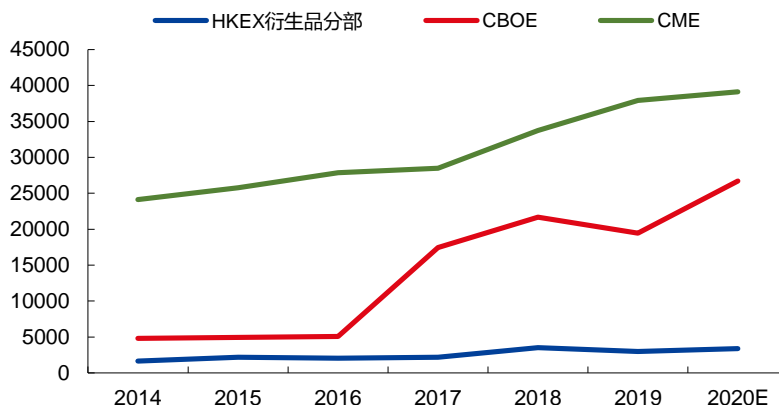
资料来源: 港交所官网, 华金证券研究所

考虑到界内证推出 1 年半的时间,交易品种虽已推出 700 余只,但交易十分不活跃,全年累计成交或仅 10 亿元左右,不足窝轮或牛熊证的 0.05%。我们认为若不考虑市场环境变化、交易时间延长等不可控因素,联交所衍生品业务业绩短期内大幅提升的可能性不高。

4、港交所衍生品业务的优势与不足

港交所是全球最大、最活跃的衍生权证(窝轮、牛熊证)市场。然而,对比芝加哥期货交易所(CME)、芝加哥期权交易所(CBOE)两家全球最大的金融衍生品市场,港交所衍生品业务在盈利规模、产品结构等方面仍有较大差距。2019 年,港交所衍生品分部营业收入 29.88 亿元,为 CBOE、CME 同期营业收入的 15.37%、7.88%;港交所衍生品分部 2019 年 EBITDA 24.37 亿元,为 CBOE、CME 同期 EBITDA 的 43.70%、9.37%。

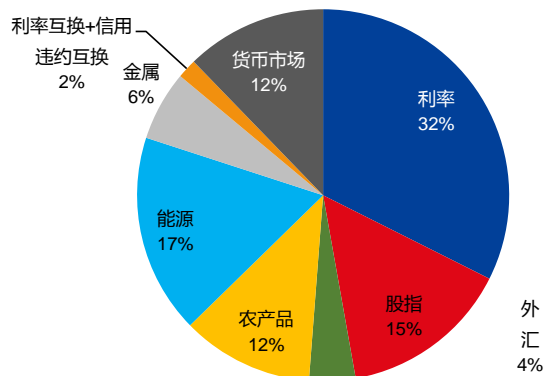
图 27: 港交所衍生品分部营收与 CME、CBOE 比较 (百万港元)



资料来源: 公司公告, 华金证券研究所

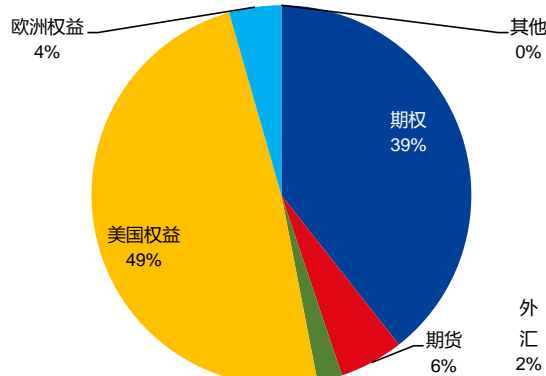
从收入构成来看，港交所衍生品业务主要是与港股挂钩的股指期货/期权、窝轮、牛熊证，利率、货币、贵金属等其他资产衍生出来的产品虽有，但交易量很小。而 CME、CBOE 产品结构则相对均衡，区域集中度和底层资产集中度均较低。

图 28: CME 2019 年收入构成（按产品类别）



资料来源：公司年报，华金证券研究所

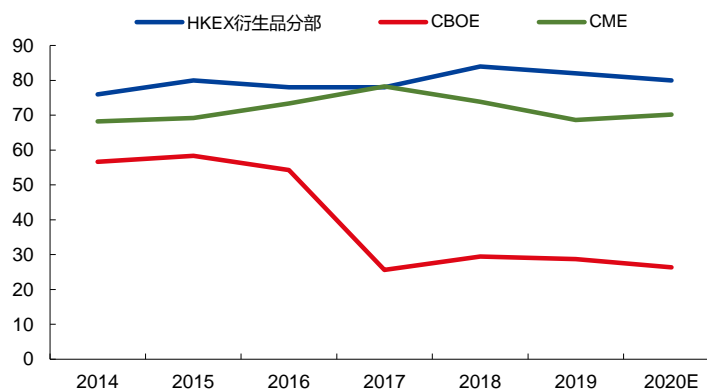
图 29: CBOE 2019 年收入构成（按产品类别）



资料来源：公司年报，华金证券研究所

受益于出众的运营和成本管控能力，港交所毛利率较高。单就衍生品业务而言，港交所 80% 的毛利率显著高于 CME 70% 左右的毛利率水平，更远远超出 CBOE 目前不足 30% 的毛利率水平。CBOE 毛利率较低，原因一方面在于公司在产品创新方面领先同业，对应的投入成本也相对较高；另一方面，2017 年 CBOE 完成收购 Bats Global Markets，实现了向期权以外的资产扩张，盈利规模上一大台阶，但毛利率也由 55% 左右降至 28% 附近。

图 30: 港交所衍生品分部毛利率与 CME、CBOE 比较 (%)



资料来源：公司公告，华金证券研究所，注：毛利率=EBITDA/营业总收入

（三）商品分部

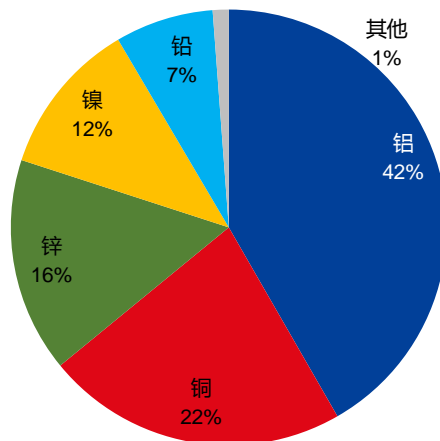
港交所商品业务分部主要由 2012 年收购的伦敦金属交易所（LME）和 2018 年与前海金控合作设立的前海联合交易中心（Qianhai Mercantile Exchange，简称 QME）组成。

1、伦敦金属交易所：港交所全球化、多元化的重要支点

2012 年，港交所击败 ICE 等 15 竞争对手，以 13.88 亿英镑现金(折合 166.73 亿港元)的价格实现对 LME 的全资收购。伦敦金属交易所（全称 London Metal Exchange）是全球最大的有

色金属交易所之一，成立于 1876 年，交易品种主要为铝、铜、锌、铅、镍等有色金属相关期货、期权。2014 年以来，LME 平均每日成交量 60-70 万手，年交易额超 15 万亿美元。LME 的价格和库存对世界范围的有色金属生产和销售有着重要影响。

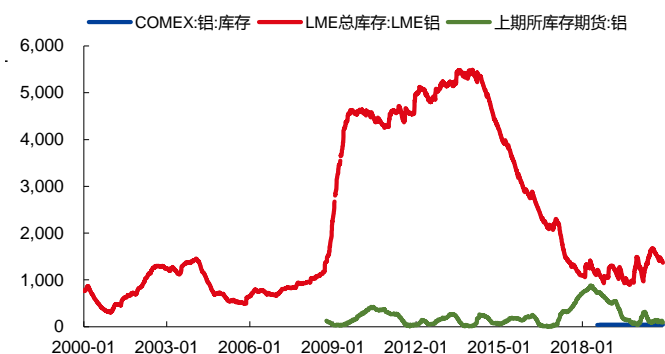
图 31：2020.1-3Q LME 各金属交易比较（按千手）



资料来源：公司公告，华金证券研究所

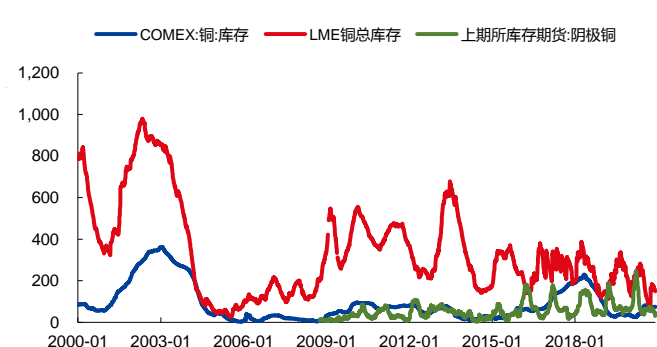
LME 的主要竞争对手是 CME 旗下的纽约商品交易所（COMEX）；发展中国业务的直接竞争对手是上海期货交易所。从 LME 铝、铜两大交易品种的库存与 COMEX 和上期所比较来看，LME 铝仍保持较大优势、LME 铜的优势地位则在缩减。

图 32：LME、COMEX、上期所铝期货库存比较（千吨）



资料来源：WIND，华金证券研究所

图 33：LME、COMEX、上期所铜期货库存比较（千吨）



资料来源：WIND，华金证券研究所

2017⁶年，LME 与世界黄金协会(World Gold Council)及高盛、摩根士丹利等多家机构合作推出一系列场内买卖及中央结算的贵金属产品，包括黄金和白银的现货、每日及每月期货、期权及跨期组合等贵金属合约。伦敦黄金现货市场年交易额超过 5 万亿美元，是全球最大的黄金现货市场，但一直在 OTC 柜台交易。LME 黄金合约的推出，标志着伦敦黄金现货市场进入交易所场内集中清算模式。贵金属业务也被视为 LME 业务边界拓展的重要举措。

CME 的 COMEX 黄金是世界黄金定价的另一重要风向标。2017 年 1 月 CME 推出针对伦敦现货黄金的新合约。ICE 涉足黄金业务较晚，2014 年底获选为黄金价格电子指标提供者，为伦敦金银市场协会黄金定盘价的指标提供实货结算、电子及可交易竞价。整体而言，ICE、LME 与 CME 是全球范围内贵金属期货市场的强有力竞争对手。

⁶ 2016 年 8 月宣布，2017 年 7 月获批并正式推出

LME 实行会员制,由此形成的交易制度也与电子报价不同,其会员有 7 种类型: Ring Dealing、Associate Broker Clearing、Associate Broker、Associate Trade clearing、Associate Trade、only for individual and honorary member, 阶梯型分布、对应不同权限。只有前三种 RDMs、ABCMs、ABMs 可向客户发售 LME 合约。RDMs 可以进入圈内公开叫价交易, 可以进行 24 小时不间断的 Interoffice trade, 可以签发客户合约, 相当于市场上的做市商或庄家。

图 34: LME 圈内会员公开报价交易实景

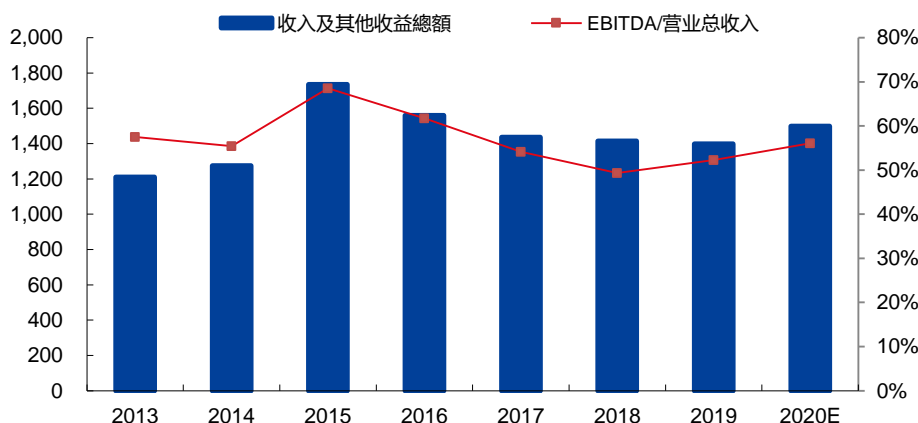


资料来源: 第一黄金网, 华金证券研究所

被收购之前, 受大部分会员不接受较高交易所费用影响, LME 一直受困于盈利能力问题。2012 年 7 月, LME 与港交所达成收购意向后, 提高了会员及其客户的场内合约交易收费标准, 并开始征收调期费。2019 年 5 月 1 日起, 依据《金融工具市场指令 II》再度将部分不收费的行政交易变更为每张合约收取 0.04 美元。2020 年 1 月 1 日, LME Clear 再度上调结算费用, 使得 H120 结算费在日均成交量下滑 6% 的基础上增加 9%。

港交所收购 LME 之初, 公司管理层及市场对中国增量业务助力 LME 做大做强充满期待, 开展贵金属业务也被视为 LME 弯道超车的重要举措。然而, 8 年过去了, 我们看到 LME 的收入和利润表现十分平稳, 并未出现持续提升。

图 35: LME 收入及毛利率情况 (百万港元)



资料来源: 公司公告, 华金证券研究所

究其原因，我们认为主要是某些贸易壁垒尚未打破。可以说 LME 在开发中国内地客户方面的态度也十分积极。LME 圈内会员（Ring Dealing Member）共 10 位左右，2014 年 1 月接纳广发金融交易（英国）有限公司（GFFM）成为 LME 第一家中资圈内会员，2016 年 4 月接纳建银国际-迈特迪斯环球商品(英国)有限公司成为 LME 第二家中资圈内会员。2015 年，LME 将人民币作为银行和经纪商交易的质押品，与欧元、英镑和日圆地位相当，LME 合约多以美元计价。然而，中国有色企业需向中国证监会提出申请，获批后才能在境外经纪公司开立账户到 LME 进行交易。同时，交易资金转入、转出也需接受外汇管理局管制。

2、前海联合交易中心：连接内地与海外的枢纽

前海联合交易中心（QME）是港交所发起并与前海金控合作投资成立的现货大宗商品交易平台，位于深圳前海蛇口片区。QME 是港交所运营内地大宗商品业务的交易平台，是港交所“走出去买”和“走进来建”战略中“走进来建”的重要体现。港交所的愿景是依托 QME 在期货领域找到互惠共赢的互联互通机制，实现“商品通”。

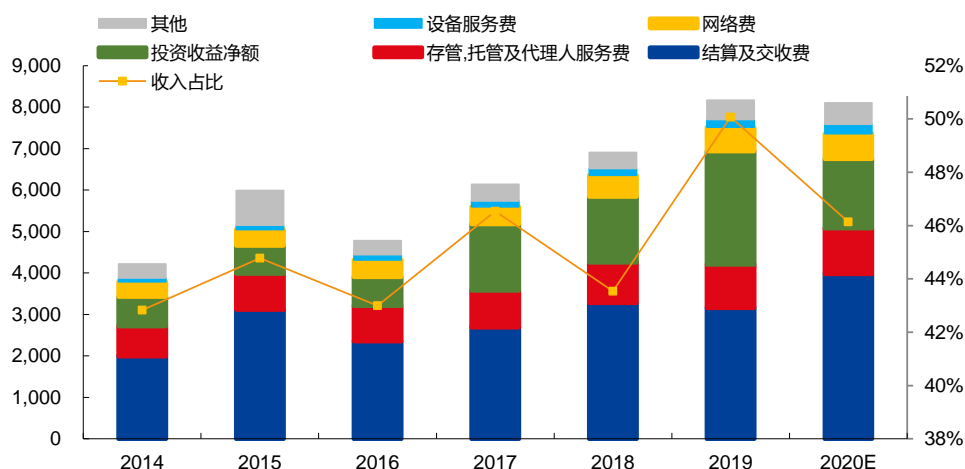
港交所致力于发展成为集股票、大宗商品与外汇为一体的全方位国际金融中心，扩张的方式即“走出去买”和“走进来建”。“走出去买”即海外兼并收购；“走进来建”则体现在与内地监管当局和机构深度合作，新建扎根内地的交易市场。

2019 年 QME 推出四种新的基本金属（铝锭、铝棒、铜杆及电解铝）产品。Q320，QME 成功推出天然气产品，成为华南首个提供能源产品的现货交易平台，同时也让 QME 的产品组合由基础金属扩展至能源。QME 2020 年上半年总交投量仅人民币 22 亿元，业绩贡献很小。

（四）结算业务及其他

除现货、衍生品、商品三大业务板块外，港交所还有交易后业务、科技和公司项目三个分部，涉及结算、存管、网络费、设备服务费、投资等多个收入项目。但其中结算和投资收益金额较大。

图 36：港交所结算及其他收入构成

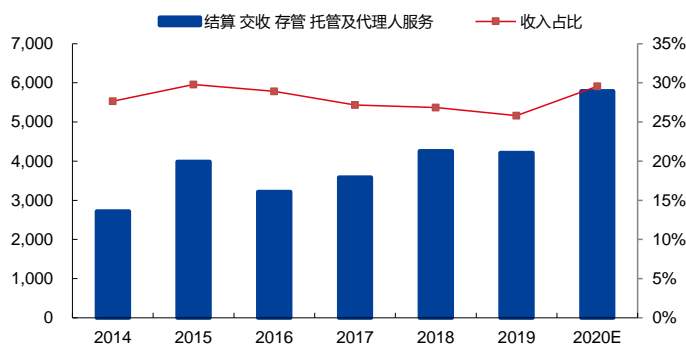


资料来源：公司公告，华金证券研究所

1、结算存托管业务：相关收入占比约 30%

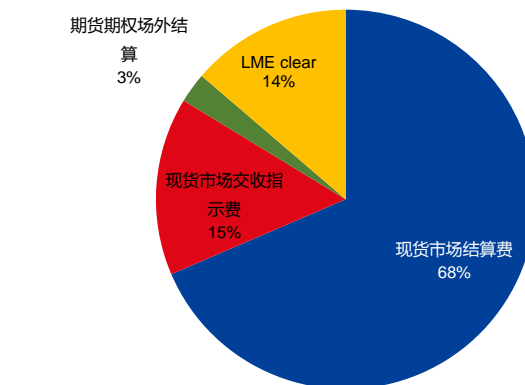
结算/清算是交易所的重要职能，香港中央结算系统 1991 年 12 月 18 日正式开始运作，以电脑化帐面交收系统取代了原先以实物为基础的货银对付式的手工交收制度，为香港证券市场带来一次大的飞跃。港交所的这套中央结算系统在建立过程中主要吸取了美国市场结算与托管制度的经验，同时借鉴了国际 30 人小组的一些建议，因此在国际证券市场上受到普遍肯定，被公认为是一个较先进的交收系统。2020.1-3Q，港交所结算、交收、存管、托管及代理人服务收入合计 41.64 亿元，收入占比 33.14%。从收入来源来看，83%源自港股现货市场。

图 37：港交所结算/交收/存管/托管/代理人服务收入及占比



资料来源：公司公告，华金证券研究所

图 38：2020.1-3Q 港交所结算、交收费用结构（按来源）



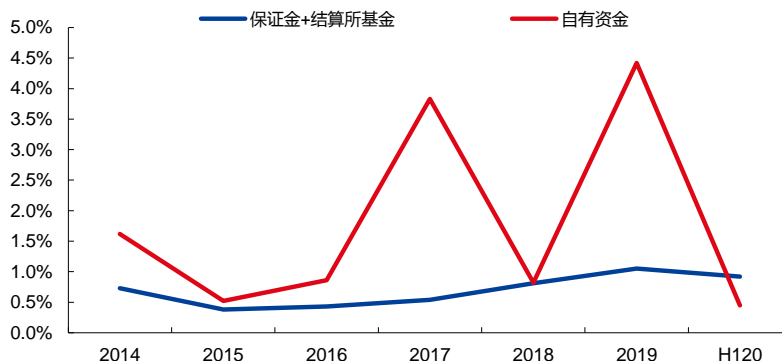
资料来源：公司公告，华金证券研究所

2、投资相关：客户保证金及自有资金合理运用

投资并非港交所主业，公司投资风格也相对保守。港交所投资相关收益主要来自两类资金 1) 结算业务中留存的保证金和结算所基金；2) 公司自有资金。

- 保证金和结算所基金受流动性、久期等资金属性限制，主要配置在现金、银行存款，少量债券，因此投资收益率较低。最近几年，收益率长期维持在 0.5-1.0% 区间。
- 公司自有资金配置相对灵活，港交所配置了较大比重的集体投资计划（权益和固定收益资产），因此投资收益率高于保证金和结算基金，当然波动也相对较大。

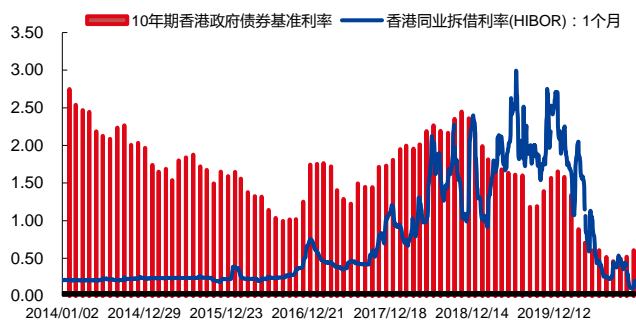
图 39：港交所投资相关业务收益率趋势



资料来源：公司公告，华金证券研究所

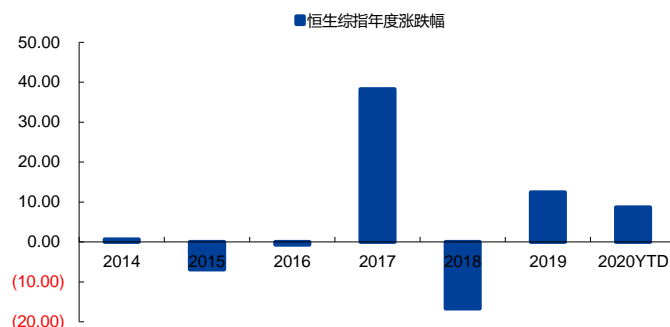
从收益率与市场基准比较来看,保证金和结算所基金收益率大致与 1 个月期的香港同业拆借利率相当,而自有资金投资收益率的波动则主要受恒生指数影响。

图 40: 货币、债券投资市场环境 (%)



资料来源: WIND, 华金证券研究所

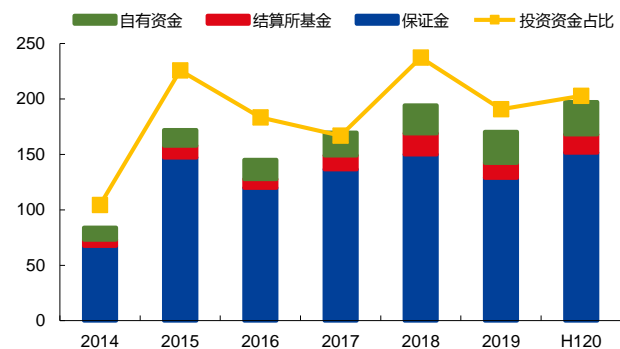
图 41: 权益类投资市场环境 (恒指年度涨跌幅%)



资料来源: WIND, 华金证券研究所

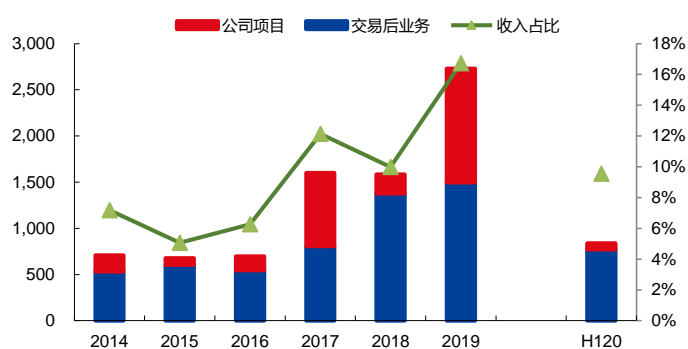
客户保证金和结算所基金约占公司总资产的 55-60%，再剔除商誉、固定资产、无形资产、递延资产、应收账款等，剩余可动用资产中约 35% 用于公司自有投资。

图 42: 港交所用于投资的资金结构及资产占比 (十亿港元)



资料来源: 公司公告, 华金证券研究所

图 43: 港交所历年投资收益及收入占比 (百万港元)



资料来源: 公司公告, 华金证券研究所

四、盈利预测与估值推导

（一）收入驱动因素解析

港交所主要收入项目是不同类别证券成交额或成交量*既定标准，上市费与新上市公司数量相关，投资收益与保证金、结算所基金规模相关。

表 5：港交所主要收入与核心驱动因素

分部	收入项目	驱动因素
现货分部	交易费	联交所的股本证券产品平均每日成交金额
	交易系统使用费	联交所的股本证券产品平均每日成交宗数
	首次上市费	新上市公司总数
	上市年费	12 月 31 日的上市公司总数
衍生品分部	窝轮、牛熊证交易费	衍生权证、牛熊证及权证平均每日成交金额
	窝轮、牛熊证系统使用费	衍生权证、牛熊证及权证平均每日成交宗数
	期交所的衍生产品合约交易费	期交所的衍生产品合约平均每日成交张数
	股票期权合约交易系统使用费	股票期权合约平均每日成交张数
商品分部	LME 金属合约交易费	LME 的收费交易金属合约的平均每日成交量
结算	现货市场结算费	联交所平均每日成交金额
	交收指示费	交收指示平均每日金额
	期货期权场外结算	期货及期权合约平均每日成交张数
	LME clear	LME 的收费交易金属合约平均每日成交量

资料来源：华金证券研究所

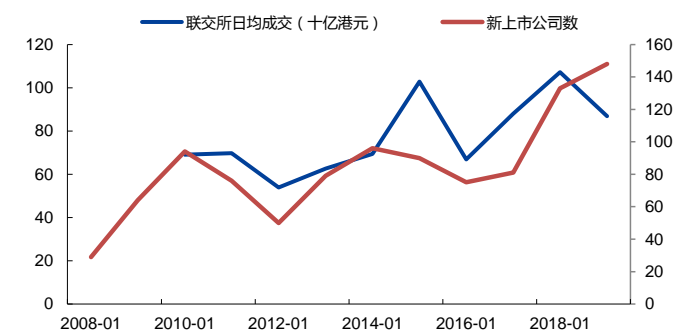
除 LME 外，联交所、期交所证券成交额、成交量；新上市公司数量；以及保证金、结算所基金规模均与港股市场景气程度密切正相关。即便具有做空功能的衍生产品（窝轮、牛熊证、股指期货期权、股票期货期权），也是股票市场景气较高时，表现更活跃。因此，港交所收入、利润随港股市场波动而波动，呈现较强周期性。

图 44：港股成交额与市场景气密切正相关



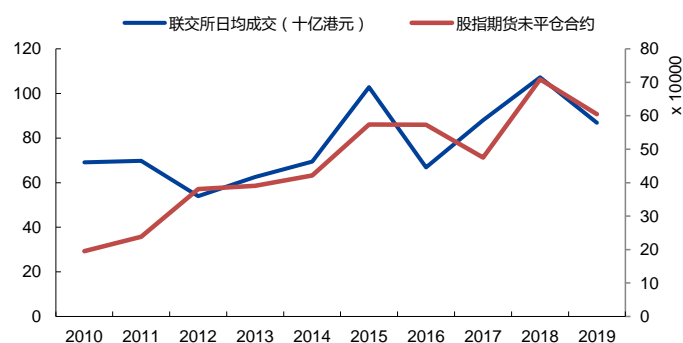
资料来源：WIND，华金证券研究所

图 45：新上市公司数量与市场景气也密切正相关



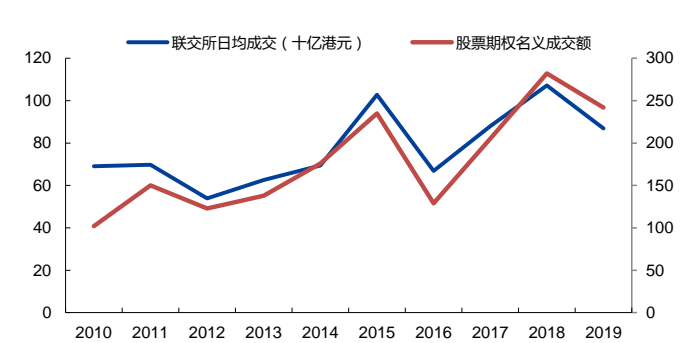
资料来源：WIND，华金证券研究所

图 46：股指期货合约持仓数量与市场景气密切相关



资料来源：WIND，华金证券研究所

图 47：股票期权合约成交额与市场景气也密切相关

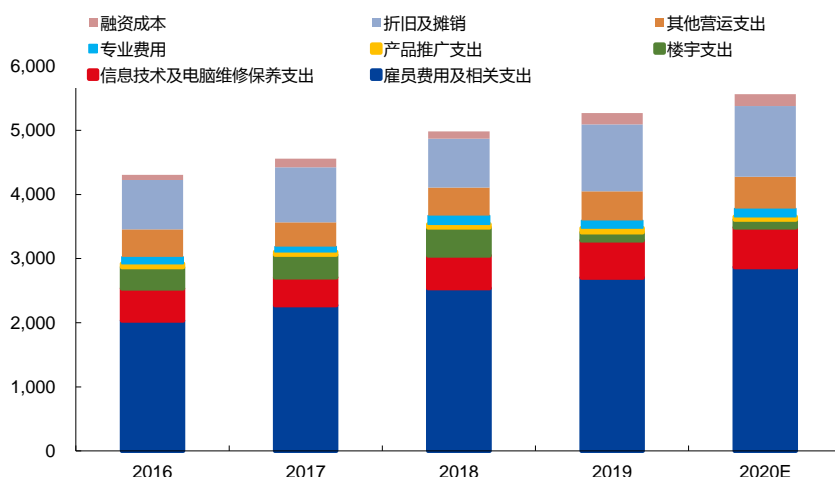


资料来源：WIND，华金证券研究所

(二) 成本费用解析

交易所是轻资产业务，成本费用⁷构成相对简单。以港交所为例，公司成本费用中约 50%是雇员费用及相关支出，其次是折旧摊销、IT 及电脑维护费用。

图 48：港交所 2016-2020E 成本费用（百万元）



资料来源：公司公告，华金证券研究所

港交所员工分长期雇员和临时雇员。2019 年末，员工总数 2,372 人（其中长期雇员 2,182 人），较 2018 年的 1,990 人增加近 20%，原因主要是 2019 年 6 月收购港融科技。正常年度，员工人数增幅维持 5-10%。

具有市场竞争力且结构合理的激励机制是金融机构维持核心竞争力的重要因素。港交所员工报酬由基本薪金、表现花红、股份奖励计划、退休福利、其他福利⁸五部分组成。总裁李小加 2019 年薪资合计 5,111 万元，其中股份奖励占比 47%、花红 31%、基本薪金仅占 18%；另外 5 名核心管理人员⁹，平均薪资 1,315 万元，其中股份奖励占比 27%、花红 39%、基本薪金仅占 28%。由薪资金额及结构可见，对于总裁，待遇显著高于其他核心管理人员（基本薪资+现金花红是其他

⁷ 本文成本费用包括营业支出、折旧摊销、融资成本，不包括企业所得税

⁸ 其他福利包括有薪假期、保险费、会籍、搬遷津贴、代僱員支付英國稅項以及替代退休金供款的支付（如適用）

⁹ 核心管理人员：LME 行政总裁张柏廉、联席总裁罗力、CFO 刘碧茵、联席总裁及 COO 戴志坚、市场主管姚嘉仁

核心管理人员平均的 2.86x) 且以股份奖励为主 (与股东一致的长期利益); 而对于其他核心管理人员, 则更侧重以年度考评计量的现金花红 (中短期利益)。

图 49: 港交所雇员的表现评价之企业表现评分表

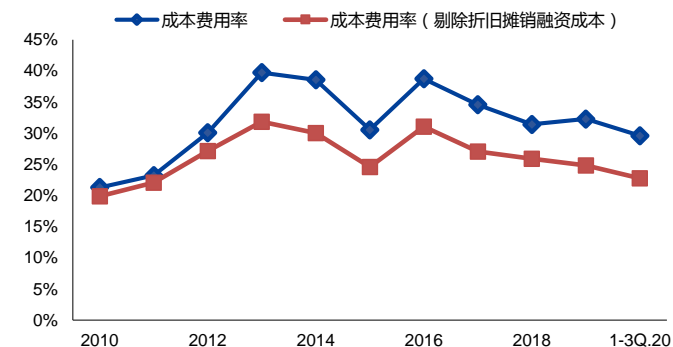
表现衡量基准

财务	战略	市场及监管发展	组织发展
<ul style="list-style-type: none"> • 相对于其他作比较的国际交易所: - 主要市场业务表现 • 相对于预算及去年表现: - 收入及溢利表现 - 毛利率 - 整体成本佔收益比率 • 相对于预算: - 绝对开支 (不包括奖励) 	<ul style="list-style-type: none"> • 香港交易所《战略规划 2019-2021》的主要计划: - 上市 - 现货及衍生产品市场 - 与中國互联互通 - 科技 	<ul style="list-style-type: none"> • 监管合规 • 完成处理英国脱欧及相關歐盟規例的影響所需的監管行動 • 加强上市規管 • 系統穩定性及可靠性 • 市場結構改革 • 持份者關係管理, 着重提高內地投資群體對香港市場的認識/肯定 • 加强對交易所買賣產品方面的違約管理 • 提升保安控制 	<ul style="list-style-type: none"> • 人才保留及發展 • 繼任計劃及組織發展 • 文化及價值 • 企業社會責任

资料来源: 公司公告, 华金证券研究所

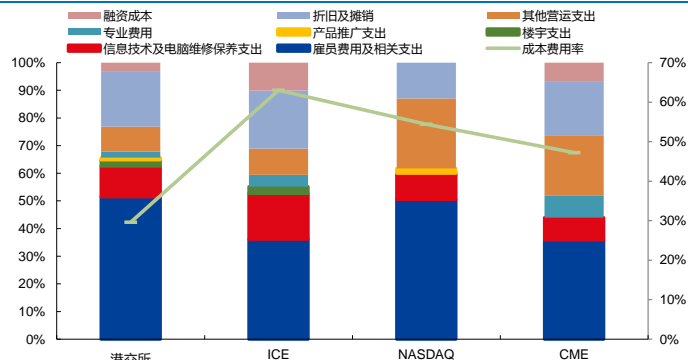
成本管控能力方面, 港交所成本管控能力较强, 剔除 2013¹⁰、14 年因收购 LME 成本费用率陡增、2015 年因市场活跃收入骤增致成本费用率突降, 正常年份成本费用率保持 30% 左右, 剔除折旧摊销、融资成本的成本费用率维持 25% 左右。相对 ICE、NASDAQ、CME 等可比公司, 港交所成本费用率也处于较低位, 展现出较强的成本管控能力。

图 50: 港交所历年成本费用率



资料来源: 公司公告, 华金证券研究所

图 51: 港交所成本费用结构及费用率与 ICE 等比较



资料来源: WIND, 华金证券研究所

注: 为统一口径, 将 NASDAQ 营业收入扣除营业成本中的交易回扣费用、经纪佣金、结算及交易所费用后计算净收入, 然后计算成本费用率

(三) 盈利预测

基于新经济上市浪潮继续、ETF 和 L&I 产品持续丰富以及国际资本加大人民币资产配置, 我们预计港股现货市场将持续活跃。现货市场活跃假设下, 衍生品市场、结算业务、保证金/结算所基金/公司自有资金投资也将保持增长。

¹⁰ 港交所于 2012 年 12 月正式收购 LME

大宗商品业务，我们预期 LME 业务继续保持稳健，QME 经过一段时间积累或可从 2022 年开始带来增量。

基于上述假设和判断，我们预测公司 2020-22 年归母净利润分别实现 116.75 亿元、130.73 亿元和 145.47 亿元，同比分别增长 24%、12%和 11%。

表 6：港交所核心财务指标（单位：百万元）

项目	2015	2016	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业总收入	13,375	11,116	13,180	15,867	16,311	19,655	21,852	23,986
yoy	36%	-17%	19%	20%	3%	21%	11%	10%
归母净利润	7,956	5,769	7,404	9,312	9,391	11,675	13,073	14,547
yoy	54%	-27%	28%	26%	1%	24%	12%	11%
总资产	238,193	247,318	317,604	255,948	279,051	326,345	341,856	381,577
yoy	-5%	4%	28%	-19%	9%	17%	5%	12%
归母净资产	29,816	32,266	37,273	40,729	44,173	45,341	46,648	48,103
yoy	40%	8%	16%	9%	8%	3%	3%	3%
ROE	26.68%	17.88%	19.86%	22.86%	21.26%	26.09%	28.42%	30.71%

资料来源：公司公告，华金证券研究所

表 7：港交所各业务分部收入及同比（单位：百万元）

项目	2015	2016	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
现货	3,435	2,683	3,363	3,855	3,646	5,197	5,865	6,343
YoY	24%	-22%	25%	15%	-5%	43%	13%	8%
衍生品	2,179	2,034	2,195	3,503	2,988	3,401	3,598	3,795
YoY	31%	-7%	8%	60%	-15%	14%	6%	5%
商品	1,735	1,560	1,436	1,415	1,399	1,498	1,613	1,709
YoY	36%	-10%	-8%	-1%	-1%	7%	8%	6%
交易后业务	5,002	4,138	4,825	6,168	6,226	7,761	8,591	9,407
YoY	43%	-17%	17%	28%	1%	25%	11%	10%
科技	499	540	560	678	796	886	957	1,033
YoY	7%	8%	4%	21%	17%	11%	8%	8%
公司项目	525	161	801	248	1,256	912	1,228	1,699
YoY	192%	-69%	398%	-69%	406%	-27%	35%	38%

资料来源：公司公告，华金证券研究所

表 8：港交所收入结构（按业务分部）

项目	2015	2016	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
现货	26%	24%	26%	24%	22%	26%	27%	26%
衍生品	16%	18%	17%	22%	18%	17%	16%	16%
商品	13%	14%	11%	9%	9%	8%	7%	13%
交易后业务	37%	37%	37%	39%	38%	39%	39%	37%
科技	4%	5%	4%	4%	5%	5%	4%	4%
公司项目	4%	1%	6%	2%	8%	5%	6%	4%

资料来源：公司公告，华金证券研究所

表 9：港交所 EBITDA 结构（按业务分部）

项目	2015	2016	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
现货	29%	28%	29%	28%	25%	30%	30%	30%
衍生品	17%	21%	18%	25%	20%	19%	18%	17%
商品	12%	13%	8%	6%	6%	5%	5%	5%
交易后业务	43%	45%	42%	46%	44%	46%	46%	46%
科技	3%	5%	4%	4%	4%	4%	4%	4%
公司项目	-4%	-11%	-2%	-9%	1%	-5%	-4%	-2%

资料来源：公司公告，华金证券研究所

（四）估值推导及投资建议

1、港交所目前估值及可比公司比较

受业绩周期性影响，港交所的 P/E 倍数也呈现一定的波动性。与恒生综指比较可见，港交所估值倍数与港股市场景气密切正相关。

从历史估值区间来看，过去 5 年港交所的平均 P/E（TTM）是 38.62x，合理区间为 30.31-46.92x，最高值 67.54x 出现在 2015 年 4 月 27 日，最低值 24.64x 出现在 2016 年 1 月 27 日。港交所目前¹¹2020E P/E 42.05x，处于合理区间；2021E P/E 37.86x，略低于过去 5 年平均 P/E。

图 52：港交所 P/E 估值随恒生综指波动



资料来源：WIND，华金证券研究所

图 53：港交所过去 5 年 P/E 倍数



资料来源：WIND，华金证券研究所

港交所过去 5 年平均 P/E 38.62x，相对于 12.70% 的 CAGR，PEG 3.04x；从 P/B 来看，港交所 25% 左右的 ROE 支撑 10x 左右的 P/B，看似估值较高。但证券交易所在金融领域具有特殊性，其股权含有主权意识和民族情结，在任何国家地区均属战略资产，拥有稀缺性。英国脱欧，LSE 在监管要求下选择出售意大利证券交易所；泛欧交易所集团为增加收购意大利证券交易所获

¹¹ 使用 2020 年 12 月 11 日 收盘价

批的可能性，特别邀请意大利国有机构 Cassa Depositi e Prestiti (CDP) 和意大利最大的银行 Intesa SanPaolo 进行联合竞购。

港交所在亚太拥有近乎垄断的超然地位，香港政府从法规层面确保港交所股权结构的独立性。同时，受益于《上市规则》修订，2018 年以来港交所迎来新经济上市浪潮。小米（2018 年 7 月）、美团（2018 年 9 月）、阿里巴巴（2019 年 11 月）、京东（2020 年 6 月）、京东健康（2020 年 12 月）等大市值、重量级优质公司先后赴港上市。大市值优质公司的上市不断推动港交所现货市场市值、交易额上一台阶，也为衍生品市场和未来几年的活跃打下基础。我们认为市场给予港交所一定的溢价是合理的。

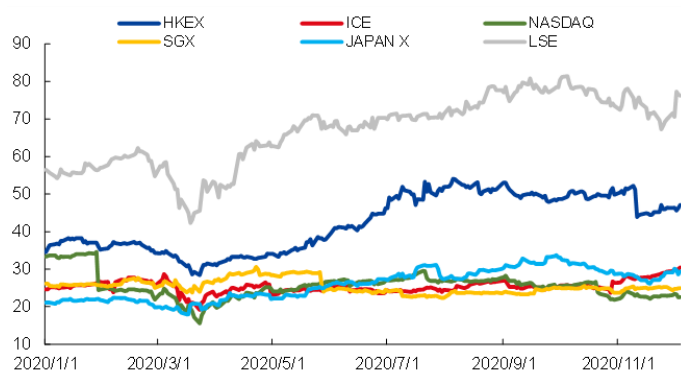
与可比公司比较，港交所过去 5 年（2014-19 年）业绩增速并不突出，但未来 3 年（2019-22 年）业绩增速有望超越 ICE、NDAQ 等主要同业。从 2020E PEG 比较来看，港交所处于可比公司中游位置。

表 10：港交所估值与可比公司比较

证券代码	集团名称	总市值 亿港元	CAGR 2019-22	CAGR 2014-19	2020E	P/E 2021E	2022E	P/B(LF)	ROE 2020E
CME.O	芝加哥交易所	5,097	6.1%	13.4%	26.9	27.2	25.7	2.44	9.00%
0388.HK	香港交易所	4,868	14.5%	12.7%	41.8	37.7	34.1	10.61	26.09%
ICE.N	洲际交易所	4,798	14.1%	14.5%	24.7	23.1	21.5	3.25	12.76%
LSE.L	伦敦证券交易所	3,178	32.5%	6.2%	43.2	35.8	31.7	8.16	13.77%
NDAQ.O	纳斯达克	1,635	11.1%	13.3%	21.4	21.3	19.9	3.51	17.18%
8697.T	日本交易所集团	1,017	4.8%	6.7%	28.9	27.4	25.8	4.67	16.33%
CBOE.BAT	芝加哥期权交易所	783	10.7%	14.6%	20.3	21.2	20.5		16.76%
S68.SG	新加坡交易所	562	5.3%	4.1%	20.6	21.9	21.5	8.86	40.40%

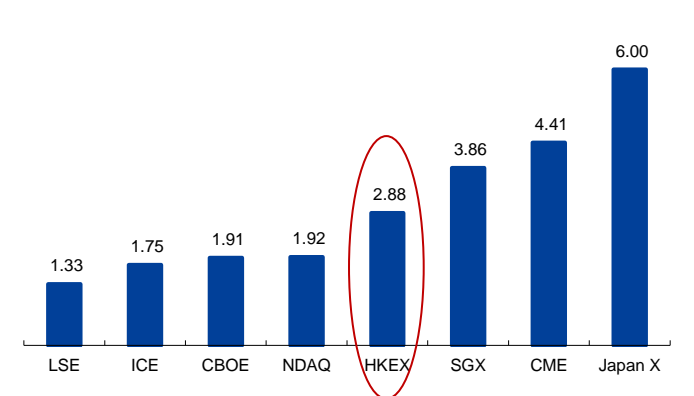
资料来源：Bloomberg, WIND, 华金证券研究所（注：统一使用 2020 年 12 月 8 日收盘价）

图 54：港交所与可比公司 P/E TTM 比较



资料来源：WIND, 华金证券研究所

图 55：港交所与可比公司 2020E PEG 比较



资料来源：Bloomberg, WIND, 华金证券研究所

2、估值推导与投资建议

考虑到港交所每年将 90% 的净利润用于分红，股息支付率十分稳定，我们使用三阶段 DDM 模型推导公司估值。

在股息支付率保持 90%；COE 5.04%；长期可持续阶段 ROE 25% 和永续增速 3.0% 的假设下，基于 DDM 模型，推导得出港交所目标价 437.82 元，高于 12 月 8 日收盘价 14.02%。这一收盘价对应 2020E P/E 42.6x。

COE 推导过程：10 年期香港政府债券 2020 年平均利率 0.76%，风险溢价率 5%，最近一年 beta 值 0.8561， $0.76\% + 5\% \times 0.8561 = 5.04\%$

表 11：港交所估值推导（单位：百万元）

项目	第一阶段					第二阶段					永续阶段
	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	
净利润	117	131	145	160	175	189	202	214	225	234	
yoy	24%	12%	11%	10%	9%	8%	7%	6%	5%	4%	
净资产	453	466	481	497	514	533	553	575	597	621	
ROE	26.1%	28.4%	30.7%	32.6%	34.5%	36.0%	37.1%	37.9%	38.3%	38.3%	
分红率	90%	90%	90%	90%	90%	90%	90%	90%	90%	90%	
分红额	105	118	131	144	157	170	182	192	202	210	
折现系数	1.00	0.95	0.91	0.86	0.82	0.78	0.74	0.71	0.67	0.64	
分红现值	105	112	119	124	129	133	135	136	136	135	
关键假设											
COE											5.04%
永续增速											3.00%
长期可持续 ROE											25.00%
一二阶段现值											1,264
永续阶段现值											4,304
整体估值											5,569
目标价											437.82

资料来源：华金证券研究所

我们首次覆盖港交所（0388.HK），考虑到公司在亚太地区拥有近乎垄断的超然地位、人民币国际化重要载体及新经济上市潮带来的持续增长，基于 DDM 模型给予 437.82 元目标价，对应 42.6x 2020E P/E，给予“买入-A”评级。

风险提示

中美交锋不断升级风险：若中美交锋在贸易、科技、金融等领域持续升级，美国或对中国金融机构实施惩罚性措施，或波及港交所。

周期运行下，市场波动风险：港交所主要业务与证券市场景气度密切正相关，证券市场通常呈周期性波动。若证券市场转入低迷，现货/衍生品交易、新上市证券数量、互联互通交易等不达预期，港交所业绩将面临低于预期的风险。

竞争恶化风险：上交所、深交所、中金所、上期所等与港交所成正面竞争关系。中国资本市场加速开放下，内地证券市场较高的估值水平和交易活跃度或吸引更多优质公司和资金进行，从而造成港股市场资源流失。

科技投入致成本费用率上升风险：全球范围内，交易所间的竞争一直十分激烈。目前，科技进步日新月异，各大交易所均在加大科技投入以保持竞争力。若港交所持续加大战略投入却收效甚微，市场或质疑公司成本管控和营运能力。

区域和业务集中度较高风险：尽管香港交易所在多元化和跨区域方面做出很多努力，但依赖港股现货市场的问题并未解决。若香港国际金融中心地位动摇、若港股现货市场持续低迷，公司业绩或低于预期。

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2018	2019	2020E	2021E	2022E		2018	2019	2020E	2021E	2022E
资产总计	255,948	279,051	326,345	341,856	381,577	营业收入	15,867	16,311	19,655	21,852	23,986
货币资金	121,196	128,152	130,538	136,742	152,631	现货	3,855	3,646	5,197	5,865	6,343
按公允价值计损益金融资产	61,004	56,729	77,766	82,906	92,623	衍生品	3,503	2,988	3,401	3,598	3,795
以摊销成本计量的财务资产	31,487	39,954	55,547	59,218	66,159	商品	1,415	1,399	1,498	1,613	1,709
应收账款,按金及预付款项	18,341	25,791	31,200	34,320	37,066	交易后业务	6,168	6,226	7,761	8,591	9,407
指定按公允价值计损益金融资	3,755	4,569	5,555	5,922	6,616	科技	678	796	886	957	1,033
固定资产	1,625	1,589	1,580	1,600	1,600	公司项目	248	1,256	912	1,228	1,699
商誉及其他无形资产	18,019	18,378	18,569	18,569	18,569	营业支出	(4,110)	(4,048)	(4,914)	(5,463)	(5,757)
保证金+结算所基金	138,515	156,930	192,461	206,665	227,332	息税折旧摊销前利润	11,757	12,263	14,741	16,389	18,229
非投资资产	38,067	48,236	48,952	51,278	53,421	折旧及摊销	(762)	(1,044)	(896)	(908)	(1,014)
自有资金投资	25,300	27,900	29,726	30,208	37,305	营业利润	10,995	11,219	13,845	15,482	17,215
剔除保证金/结算基金/非投	79,366	73,885	84,932	83,912	100,825	财务费用	(114)	(177)	(185)	(185)	(185)
负债总计	215,045	234,550	280,654	294,858	333,125	应占共同控制实体损益	2	32	60	60	60
向结算参与者收取的保证金	123,728	142,536	176,461	189,065	207,972	除税前溢利	10,883	10,951	13,720	15,357	17,090
参与者对结算所基金的缴款	14,787	14,394	16,000	17,600	19,360	减: 所得税	(1,592)	(1,561)	(2,058)	(2,303)	(2,564)
应付账款,应计费用及其他负	18,316	22,447	14,033	14,743	16,656	净利润	9,291	9,390	11,662	13,053	14,527
按公允价值计损益金融负债	53,915	48,008	66,656	71,062	79,391	减: 少数股东损益	(21)	(1)	(13)	(20)	(20)
股东权益合计	40,903	44,501	45,691	46,998	48,453	归属于母公司所有者的净利润	9,312	9,391	11,675	13,073	14,547
股本	27,750	30,449	31,887	31,887	31,887						
留存收益	13,379	14,204	15,372	16,679	18,134	财务指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
少数股东权益	174	328	350	350	350	净利率	59%	58%	59%	60%	61%
归属于母公司所有者权益	40,729	44,173	45,341	46,648	48,103	ROA	3.25%	3.51%	3.86%	3.91%	4.02%
总股本 (百万股)	1,251	1,261	1,272	1,282	1,293	ROE	22.86%	21.26%	26.09%	28.42%	30.71%
						EPS(元)	7.50	7.49	9.18	10.19	11.25
						BVPS(元)	32.57	35.02	35.65	36.38	37.21
						PE(X)	51.47	51.54	42.05	37.86	34.31
						PB(X)	11.85	11.02	10.83	10.61	10.37
						DPS(元)	6.45	6.75	8.26	9.18	10.13
						分红比率	89.97%	89.99%	90.00%	90.00%	90.00%

资料来源: wind, 华金证券研究所

公司评级体系

收益评级：

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；

卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

分析师声明

崔晓雁声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以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，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。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，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

地址：上海市浦东新区杨高南路 759 号（陆家嘴世纪金融广场）31 层

电话：021-20655588

网址： www.huajinsc.cn