

香港交易所 (00388)

证券研究报告

2021年01月27日

千亿资金南下掘金，港交所的价值如何看？

投资要点：年初至今，千亿南下资金持续通过沪港通流入港股，香港交易所或将直接受益于市场活跃度提升，盈利水平或将进一步抬升，我们预计2020年至2022年归属股东净利润分别为114/165/172亿港元，YOY+21.2%、45.2%和3.8%，首次覆盖给予“买入”评级。

港交所是全球最大的IPO筹资市场之一。截至2020年底，港交所拥有2538家上市公司，股票总市值达到48万亿港元；全年股票成交额达到32万亿港元，ADT 1295亿港元，YOY+49%。2020年新上市公司154家，IPO筹资额达到3975亿港元。根据WFE的数据，截至2020年底，香港交易所的股票总市值、成交额、IPO筹资额分别位居全球的第5/8/3位。

可扩展的轻资产模式，市场活跃度是盈利核心驱动因素。香港交易所的营业收入稳健增长，增速领跑主流交易所；由于成本支出温和增长，随着营业收入的增长，边际成本率不断被摊薄，公司EBITDA利润率过去10年维持75%水平，高于主流证券交易所（45%至60%）。**现货分部、股本证券及金融衍生产品分部以及商品分部是港交所的主要收入来源，因此市场活跃度是影响港交所的盈利水平主要因素之一。**

传统业务迸发新活力，上市及交易业务预计将维持强势增长。股票是交易所核心的产品之一，对于优质资产的争夺成为各家证券交易所的重点。港交所通过修改上市规则，吸引新经济企业赴港上市。IPO筹资额的行业分布趋势显示，金融行业占比下降，可选消费、医疗保健和信息技术三大行业的比重大幅增长，显示出港交所改革的成效。2020年，南下资金日均成交额达到244亿港元，占港股成交额的比重18.9%；南下资金和北上资金的日均成交额之和已超过港股市场本地的成交金额。**年初以来，南下资金净流入港股达到2056亿港元，创历史新高。**

提升区域影响力及扩大产品生态圈。多数交易所都遵循业务链拓展（纵向一体化）、集团化整合（横向合并）、全球化扩张和多样化经营的发展路径。国内资本市场加速开放的背景下，港交所作为资金双向融通战略地位提升，未来可通过互联互通机制纳入更多类别的资产。MSCI产品生态圈逐步扩大，港交所致力于打造中国及亚洲产品的一站式交易中心。

数据业务有望成为长期的业绩增长点。证券交易所拥有交易情况的全部数据，除了可以向数据提供商提供收益率等基础数据以外，还可以根据这些基础数据开发系列指数。截至2019年底，伦敦交易所的信息数据服务营业收入为9.7亿英镑，占其营业收入的42%。**港交所的数据及交易类收入占比具有较大的提升空间，公司已着手于战略布局。**

投资建议：我们预计香港交易所2020-2022年归属股东净利润分别为114/165/172亿港元，分别同比增长21.2%、45.2%和3.8%；对应的EPS分别为8.97港元、12.91港元和13.28港元。我们给予公司2021E45倍PE的估值，对应的目标价是580.95港元/股，首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示：资本市场波动风险、行业竞争加剧、互联互通进度不及预期、经营及业务风险

财务数据和估值	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万港元）	15,867	16,311	18,911	25,646	26,980
增长率（%）	20.4%	2.8%	15.9%	35.6%	5.2%
归属母公司股东净利润（百万港元）	9,312	9,391	11,385	16,528	17,159
增长率（%）	25.8%	0.8%	21.2%	45.2%	3.8%
每股收益（港元）	7.48	7.47	8.97	12.91	13.28
市盈率(P/E)	68.2	68.3	56.9	39.6	38.4
市净率(P/B)	15.5	14.4	14.2	13.8	13.4

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	金融业/其他金融
6个月评级	买入（首次评级）
当前价格	513 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)	650,400.33
每股净资产(港元)	36.19
每股净资产(港元)	
一年内最高/最低(港元)	553.50/206.00

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

内容目录

1. 国际竞争格局中的港交所	4
1.1. 上市公司维度：香港交易所的公司数量及市值持续攀升	4
1.2. 投资者维度：流动性已有改善，衍生产品潜力大	6
2. 香港交易所的特性：稀缺性、区域垄断性和轻资产运营	8
2.1. 交易所的商业模式：区域垄断或寡头经营、可扩展的轻资产模式	8
2.2. 香港交易所：全球领先的交易所及结算所营运机构	11
3. 香港交易所的成长逻辑：受益于中国资本市场双向开通	13
3.1. 成长性一：上市及交易业务预计将维持强势增长	13
3.2. 成长性二：提升区域影响力及扩大产品生态圈	17
3.3. 成长性三：数据业务有望成为长期的业绩增长点	20
4. 盈利预测及估值讨论	22
4.1. 盈利预测：预计 2021E 的归母净利润同比增长 45%	22
4.2. 估值讨论：持续高增长的盈利水平是支撑交易所估值抬升的核心因素	23
5. 风险提示	25

图表目录

图 1：港交所投资者结构（2019）	4
图 2：各大交易所累积上市公司数量（家）	5
图 3：各大交易所上市公司市值（十亿美元）	5
图 4：各大交易所新上市公司数量（家）	5
图 5：各大交易所首发募集资金金额（百万美元）	5
图 6：各交易所上市公司市值 Top5（市值日期：2020.12.31)(市值单位：亿美元)	6
图 7：主要交易所的成交金额（月）	6
图 8：主要交易所的换手率（月）	7
图 9：全球主要债券交易所产品体系	7
图 10：ETF 期权成交数量（百万张）	8
图 11：交易所收入模式	8
图 12：香港交易所的收入情况（百万港元）	9
图 13：香港交易所的 EBITDA 情况（百万港元）	9
图 14：香港交易所的营业开支情况（百万港元）	9
图 15：香港交易所的税后溢利情况（百万港元）	9
图 16：香港交易所的盈利能力突出（2019 年）	10
图 17：香港交易所的 ROE 水平	10
图 18：全球主要交易所的 ROE 对比	10
图 19：香港交易所现金分红和股利支付率	10
图 20：香港交易所股息发行规模（百万港元）	10

图 21: 香港交易所集团组织架构	11
图 22: 洲际交易所集团组织架构	11
图 23: 香港交易所的收入结构 (2019 年)	13
图 24: 纳斯达克交易所的收入结构 (2019 年)	13
图 25: 洲际交易所的收入结构 (2019 年)	13
图 26: 伦敦证券交易所的收入结构 (2019 年)	13
图 27: 全球 IPO 筹资额及发行数量	14
图 28: 香港证券交易所的上市规则整理	14
图 29: 香港交易所股票市场中信息科技行业市值占比提升	15
图 30: 香港交易所 IPO 筹资额行业分布	15
图 31: 互联互通后, 港股交易量提升较为明显	16
图 32: 2020 年以来新发基金规模大幅增长 (单位: 亿元)	16
图 33: 2021 年 1 月以来, 南下资金加速流入港股市场	16
图 34: 2020 年以来, 香港市场换手率呈现改善趋势	17
图 35: 香港交易所成交最活跃前二十的股份占日均成交额的比重及主要活跃股情况 (单位: %)	17
图 36: 恒生指数期货日均成交 (千张)	18
图 37: 恒生国企指数期货日均成交 (千张)	18
图 38: 富时中国 A50 指数期货 (新交所) (千张)	18
图 39: 沪深 300 指数期货 (中金所) (千张)	18
图 40: 香港交易所 MSCI 产品组合	19
图 41: 中国金融市场体量 (万亿美元)	20
图 42: 银行间市场的外资参与情况 (2020 年 10 月)	20
图 43: 商品通双向交易机制: “请进来” 与 “走出去”	20
图 44: 商品通跨境资金采用 “闭环限额” 原则管理	20
图 45: 伦敦证券交易所分项业务收入 (1995 年-2019 年)	21
图 46: 对比全球各大交易所, 香港交易所的数据及科技收入占比有较大提升空间	21
图 47: 香港交易所历年 PE 情况 (2000 年至今)	25
表 1: 香港交易所业务模式 (根据 2019 年年报整理)	12
表 2: 香港交易所按分部划分的收入情况 (2013-2020Q3)	12
表 3: 2020-2022 年的交易费及交易系统使用费预测值 (单位: 百万港元)	22
表 4: 2020-2022 年的联交所上市费预测值 (单位: 百万港元)	22
表 5: 2020-2022 年的结算及交收费预测值 (单位: 百万港元)	23
表 6: 港交所的营业支出情况 (单位: 百万港元)	23
表 7: 港交所互联互通后的年均收入增速约 11%, 利润增速 13% (亿美元)	24
表 8: 交易所的估值水平对比 (单位: 亿美元)	24
表 9: 香港交易所利润表预测 (2020E-2022E)	26
表 10: 香港交易所资产负债表预测 (2020E-2022E)	27

1. 国际竞争格局中的港交所

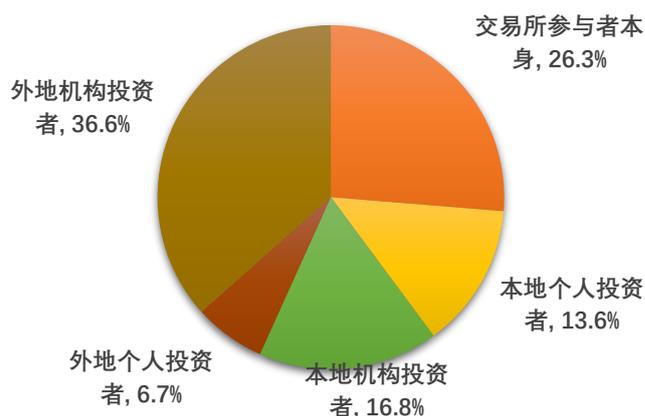
1.1. 上市公司维度：香港交易所的公司数量及市值持续攀升

截至 2020 年底，香港交易所拥有 2538 家上市公司，股票总市值达到 47.52 万亿港元，较 2019 年增加 24.52%；全年股票成交额达到 32.11 万亿港元，平均每日成交金额 1295 亿港元，同比增加 48.56%。2020 年新上市公司 154 家，IPO 筹资金额达到 3975.29 亿港元，位列全球前列。根据 WFE 的排名，香港交易所的股票总市值、成交额、IPO 筹资金额分别居全球的第 5、第 8 和第 3 位。

香港一直都是连接中国内地与国际市场的重要桥梁。从最初的“把握内地机遇”，到“建立市场联通”，再到“连接中国与世界”，香港交易所一直以内地市场作为重要的战略支柱和目标。香港交易所一直都是中国内地发行人主要的离岸上市地，国内产业结构转型持续，大量以新产业、新技术、新业态、新商业模式为代表的经济将不断涌现。新经济浪潮下大量的优质企业预计将为港交所带来新的发展活力。

较高的国际化程度吸引着更多的上市公司。未上市的公司或计划二次上市的公司倾向于在知名度更大的市场上市，进而获得更多的分析师关注度和更广泛的投资者基础。根据全球金融中心指数，香港连续多年位居全球金融中心前列，良好的国际知名度为上市公司走向国际市场创造了条件。港交所拥有大量的海外机构投资者（占比 36.6%），交易资金的来源国际化，在香港上市有利于企业吸引国际投资者投资、改善股东结构、提升国际知名度。

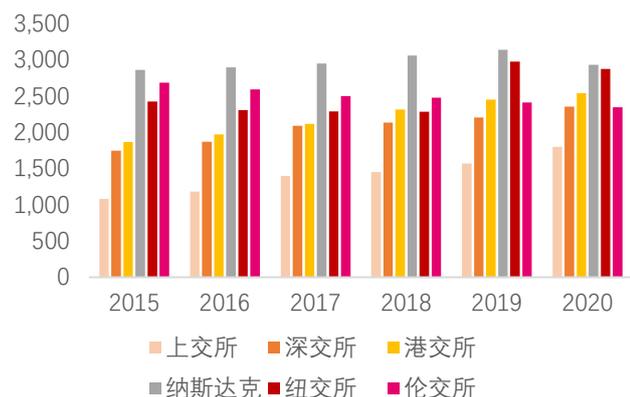
图 1：港交所投资者结构（2019）



资料来源：港交所，天风证券研究所

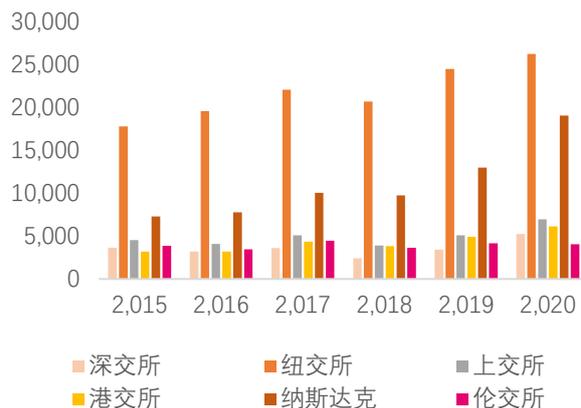
上市公司体量方面，港交所上市公司数量及市值持续攀升，但仍有较大增长空间。美国市场上市公司数量和市值均处于世界领先地位，截至 2020 年底，纳斯达克交易所上市公司数量共 2933 家，市值共 19.06 万亿美元；纽交所上市公司数量共 2873 家（截至 2020 年 10 月），市值共 26.23 万亿美元。中国内地及香港呈不断上升趋势，2020 年港交所上市公司共 2538 家，同比增长 3.63%；深交所上市公司共 2534 家，同比增长 6.76%；上交所上市公司共 1800 家，同比增长 14.5%。

图 2：各大交易所累积上市公司数量（家）



资料来源：WFE，天风证券研究所

图 3：各大交易所上市公司市值（十亿美元）

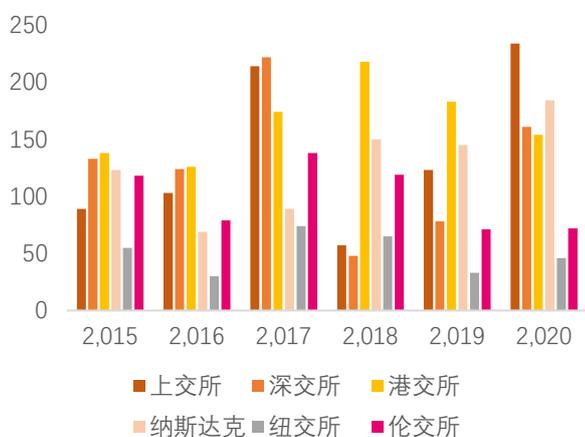


资料来源：WFE，天风证券研究所

IPO 融资方面，港交所年度新上市公司数量处于行业领先地位，这表明港交所对新公司有较强的吸引力。2016 至 2020 年，港交所年度新上市公司数量分别位居行业第 2、3、1、1、4 名。2020 年，港交所新上市 144 家，前三名分别为上海证券交易所（234 家）、纳斯达克交易所（184 家）、深圳证券交易所（161 家）。总体来看，大中华地区近年来上市公司数量增长全球领先，增长潜力可观。

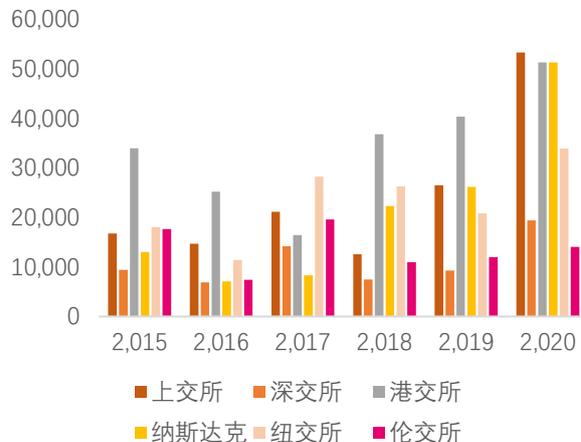
公司首发募集资金金额是交易所融资能力的体现，港交所年度首发募集资金金额在 2015 至 2019 年（除 2017 年）均位居行业第一。2020 年，港交所首发募集资金 512.8 亿美元，排名行业第三，前两名分别为上海证券交易所（532.7 亿美元）、纳斯达克交易所（513.1 亿美元）。

图 4：各大交易所新上市公司数量（家）



资料来源：WFE，天风证券研究所

图 5：各大交易所首发募集资金金额（百万美元）



资料来源：WFE，天风证券研究所

明星上市公司云集的交易所对企业有更大的吸引力，各交易所行业分布情况不同，纳斯达克交易所科技产业占比遥遥领先。因其对科技企业较为友好的上市条件，纳斯达克吸引了大量科技类企业。根据行业分布数据，纳斯达克美国股票市场前 5 大行业为信息技术、可选消费、医疗保健、金融和日常消费，市值占比分别为 56%、20%、11%、4%和 3%。在其上市公司中，市值排名前五的苹果、微软、亚马逊、谷歌和脸书不仅是纳斯达克市场的中流砥柱，也是全球的科技巨头，引领世界科技领域发展，备受全球投资者的关注。

图 6：各交易所上市公司市值 Top5 (市值日期：2020.12.31)(市值单位：亿美元)

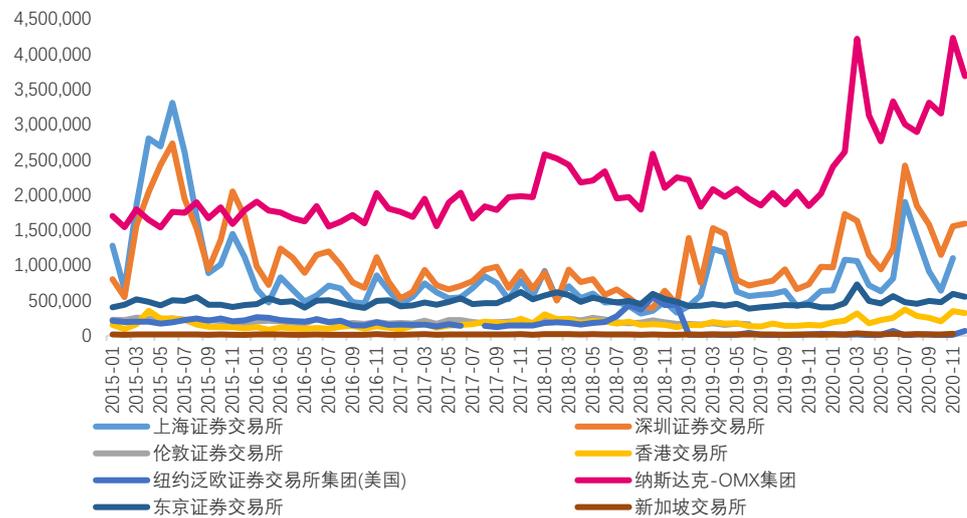
港交所				纽交所				沪深A股				伦交所				纳斯达克			
代码	公司	市值	PE(TTM)	代码	公司	市值	PE(TTM)	代码	公司	市值	PE(TTM)	代码	公司	市值	PE(TTM)	代码	公司	市值	PE(TTM)
4338.HK	微软-T	9,752.20	20.54	BABA.N	阿里巴巴	6,243.50	32.25	600519.SH	贵州茅台	3,846.62	56.30	TYTL	丰田汽车	2,516.27	12.51	AAPL.O	苹果公司(APPLE)	22,559.69	39.30
0700.HK	腾讯控股	6,977.92	38.92	TSM.N	台积电	5,654.90	32.77	601398.SH	工商银行	2,725.66	6.15	RDSA.L	荷兰皇家壳牌(A类股)	1,382.73	-7.81	MSFT.O	微软公司(MICROSOFT)	16,816.06	35.41
9988.HK	阿里巴巴	6,439.14	33.27	V.N	VISA	4,262.13	39.22	601318.SH	中国平安	2,436.84	12.94	RDSB.L	荷兰皇家壳牌(B类股)	1,341.81	-7.58	AMZN.O	亚马逊(AMAZON)	16,341.68	94.04
1398.HK	工商银行	2,312.42	5.53	JNJ.N	强生公司	4,143.10	24.39	601939.SH	建设银行	2,406.27	6.35	AZN.L	阿斯利康	1,309.39	57.53	GOOGL.O	谷歌(ALPHABET)-A	11,855.32	33.20
2318.HK	中国平安	2,240.05	12.42	WMT.N	沃尔玛	4,078.42	20.66	000858.SZ	五粮液	1,736.19	58.38	BOE.L	波音	1,232.79	-27.62	GOOG.O	谷歌(ALPHABET)-C	11,850.18	33.18
												GEC.L	通用电气	1,160.88	33.32	FB.O	FACEBOOK	7,780.40	30.78

资料来源：wind，天风证券研究所

1.2. 投资者维度：流动性已有改善，衍生产品潜力大

交投活跃的市场更能吸引投资者。A股市场有较高的换手率，纳斯达克交易所有着最高的电子订单成交金额，总体来看，美股及A股是全球交易最为活跃的两大市场，但是香港市场的流动性略显不足，市场整体运行效率有待进一步完善。

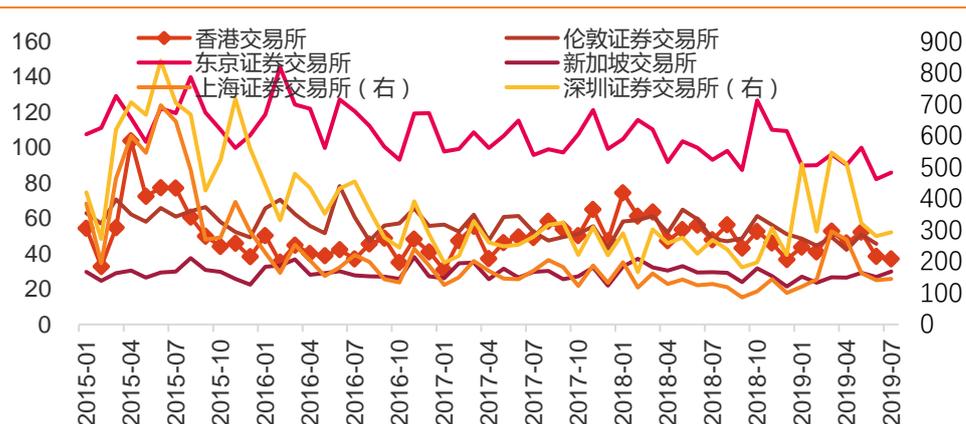
图 7：主要交易所的成交金额（月）



资料来源：wind，天风证券研究所

投资者的投资需求日趋多元化，为了适应投资者的需求，证券交易所需要提供更多元化的产品，以此提升自身吸引力。经过多年发展，全球主要的证券交易所大都产品体系完整，覆盖股票、债券、基金、衍生品和商品等类别，并提供各类市场数据和信息服务产品。纳斯达克的产品线主要包括股票、固定收益产品、基金、衍生品和私募股权等，产品体系较为全面。除美国股票业务外，纳斯达克的其他产品线均是通过兼并收购其他交易所或交易平台的方式获得。国内方面，上交所初步形成覆盖股票、衍生品、基金和债券等品种的产品体系，但产品规模结构并不均衡。

图 8：主要交易所的换手率（月）



资料来源：wind，天风证券研究所

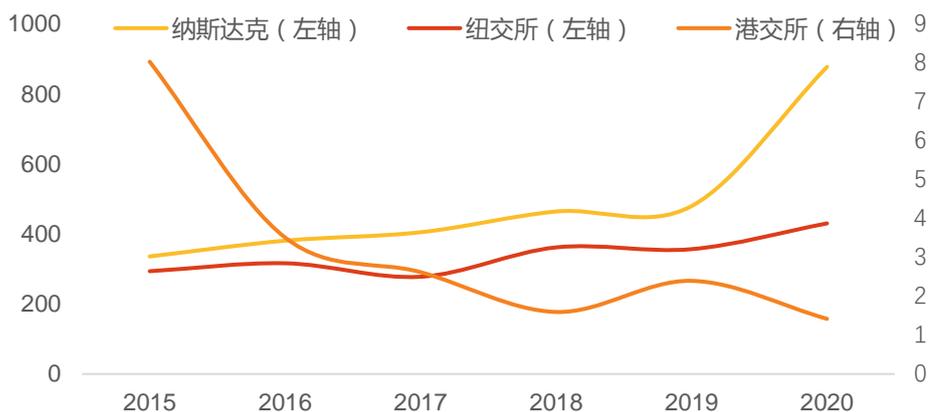
与其他主流证券交易所相比较，港交所的衍生产品体系具有较大提升空间。现阶段与 MSCI 的合作预计将成为港交所衍生品发展的一大助力。以 ETF 期权合约成交数量为例，2020 年港交所成交数量为 1.4 百万张，同期纳斯达克交易所成交数量为 877.2 百万张，纽交所成交量为 430.3 百万张，港交所的 ETF 期权交易并不活跃。2020 年 5 月，港交所与 MSCI 签订十年授权协议，MSCI 同意授权香港期交所使用 MSCI 亚洲及新兴市场股票指数，MSCI 的授权预计将极大推动港交所衍生品的发展。MSCI A 股期货的推出，或将有助于提升港交所衍生品产品在亚太地区的竞争力。

图 9：全球主要债券交易所产品体系

产品类别	品种	洲际所	纳斯达克	多交所	伦交所	德交所	泛欧所	日交所	港交所	印度孟买	印度国家	澳交所
现货类	股票	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓
	债券	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓
	基金	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓
期货类	股票	✓	✓	✓	✓	✓	✓		✓	✓	✓	✓
	债券		✓	✓	✓	✓		✓				
	ETF			✓					✓			
	指数	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓
	利率	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓
	商品	✓	✓		✓	✓	✓		✓	✓	✓	✓
	货币	✓	✓		✓	✓	✓		✓	✓	✓	
期权类	股票	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓
	债券		✓	✓		✓		✓				
	ETF	✓	✓	✓			✓	✓	✓			
	指数	✓	✓	✓		✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓
	利率	✓	✓	✓		✓	✓	✓		✓	✓	✓
	商品	✓	✓			✓	✓			✓	✓	✓
	货币	✓	✓	✓		✓			✓	✓	✓	
其他类	权证		✓	✓	✓	✓	✓		✓			✓
	结构化产品		✓			✓	✓		✓			✓
	数字货币	✓	✓									

资料来源：根据各交易所官网，天风证券研究所整理

图 10: ETF 期权成交数量 (百万张)



资料来源: WFE, 天风证券研究所

2. 香港交易所的特性: 稀缺性、区域垄断性和轻资产运营

2.1. 交易所的商业模式: 区域垄断或寡头经营、可扩展的轻资产模式

交易所的盈利主要是来自于: 1) 上市及交易等传统业务; 2) 结算、清算及存托管等交易后业务收入; 3) 由市场数据所产生的数据分析、指数业务、科技服务等增值业务收入; 4) 交易所运用自有资金、客户保证金等所产生的投资收入。交易所集团具有区域垄断或寡头经营、可扩展的轻资产模式、收入弹性直接体现为利润弹性、高的 ROE 水平等特点。

图 11: 交易所收入模式

基础收入			交易后收入		
收入明细		影响因素及拆分	收入明细		影响因素拆分
交易费	现货产品	=成交额 (双边) * 交易费率	结算及清算	现货产品交易及清算	=成交额 (双边) * 费率
	股票衍生品	=产品成交量 (合约数, 双边) * 单价 /		股票及衍生品结算及清算	=产品成交量 (合约数, 双边) * 单价 /
	商品	=成交金额 (双边) * 交易费率			=成交金额 (双边) * 费率
上市费	首发	=市值/股数 / 股本	存管、托管及代理人服务费	股票过户、证券托管、代收股息、股票交收	客户证券规模、成交额、客户基础、市场情况
	再融资			*累计有效首发费率	
	上市年费	按年收取		*累计有效增发费率	
投资收入			增值服务	市场数据、数据分析、科技服务投入	客户基础、市场情况、技术及数据服务能力
投资及利息收入	自有资金投资收入、客户保证金投资收入、利息收入	=投资规模 * 投资回报率		企业服务	企业基础、企业规模、企业服务能力
				指数业务	被动资金规模、指数影响力、指数纳入情况、产品丰富度

资料来源: 公司公告, 天风证券研究所整理

港交所的营业收入稳健增长, 且增速处于主流交易所的领先地位。依靠内生增长以及外延扩展, 香港交易所的营业收入在 2016-2019 年之间复合增速达到 13.6%, 较上一个周期 (2013-2016 年) 的增速提升了 5.2 个百分点。

港交所的营业支出温和增长, 收入弹性直接体现为利润弹性。香港交易所的固定成本有限且资本支出较少, 营业支出中主要是员工薪酬, 每年保持稳定的上涨。2016 年至 2019 年, 港交所的营业支出复合增长率为 5.4%, 远低于公司的营业收入复合增长率, 因此公司的 EBITDA 和税后溢利均保持较高的复合增长率。

图 12: 香港交易所的收入情况 (百万港元)



资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

图 13: 香港交易所的 EBITDA 情况 (百万港元)



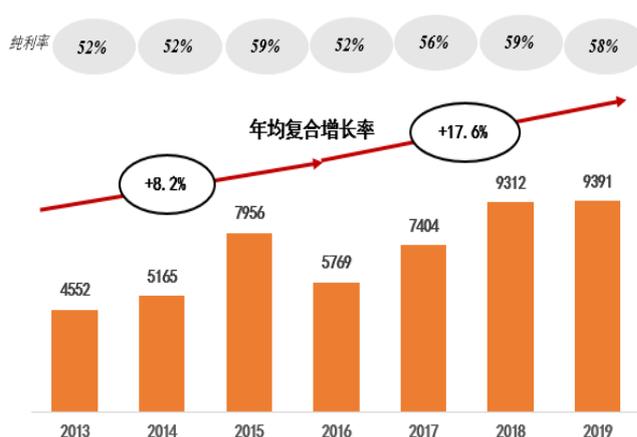
资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

图 14: 香港交易所的营业开支情况 (百万港元)



资料来源: 公司公告, 天风证券研究所, 如不计算采纳 HKFRS16 的影响, 2019 年的营运开支将为 43.62 亿港元, 2016 年至 2019 年的年均复合增长率将为 8.1%

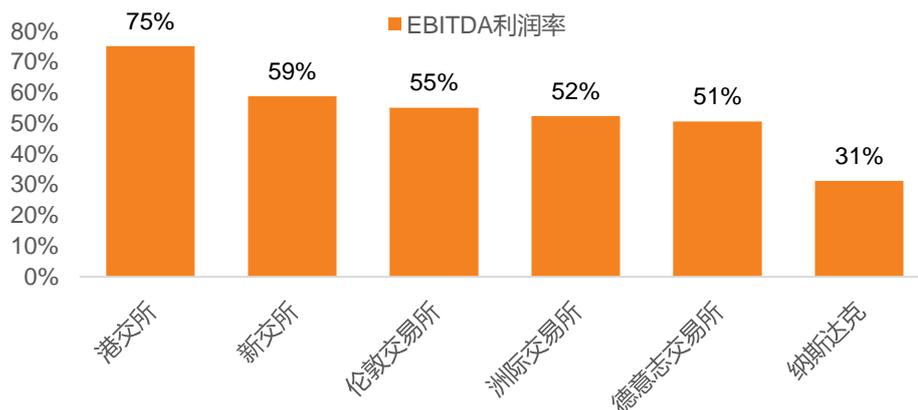
图 15: 香港交易所的税后溢利情况 (百万港元)



资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

香港交易所的运营效率处于全球领先地位。港交所的 EBITDA 利润率过去 10 年一直维持 75%, 而新交所、伦交所、德交所等主要证券交易所的 EBITDA 利润率均在 45%至 60%之间的水平。随着香港交易所积极引入更多可投资资产和南下资金为主的增量资金, 我们判断未来公司的营业收入增长有望带来更高的 EBITDA。**轻资产运营模式下, 证券交易所均有较高的净资产收益率。**全球主要证券交易所的 ROE 水平大多高于 10%, 香港交易所的净资产收益率常年保持在 20%至 30%的水平。

图 16: 香港交易所的盈利能力突出 (2019 年)



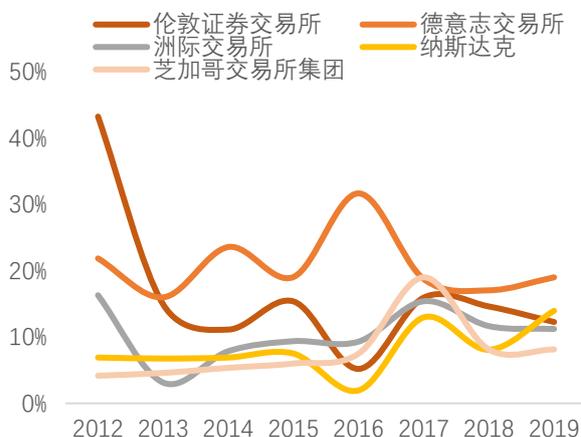
资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

图 17: 香港交易所的 ROE 水平



资料来源: wind, 天风证券研究所

图 18: 全球主要交易所的 ROE 对比



资料来源: wind, 天风证券研究所

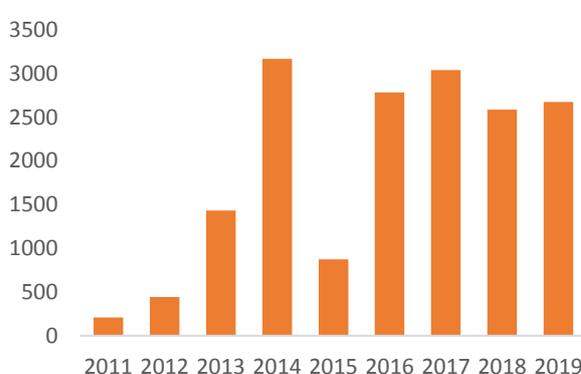
香港交易所拥有较高的股东回报。公司的股利支付率稳定在 90%的水平, 上市至今累计现金分红接近 800 亿元, 远高于其上市以来的股权融资规模。此外, 香港交易所从 2010 年以来为其股东提供可以股份形式收入股息的选择, 董事会自 2015 年起让选择以股代息的股东可以折让认购价 (折让率为 3%) 认购股份, 鼓励股东将股息再投资于公司的股份。

图 19: 香港交易所现金分红和股利支付率



资料来源: wind, 天风证券研究所

图 20: 香港交易所股代息发行规模 (百万港元)

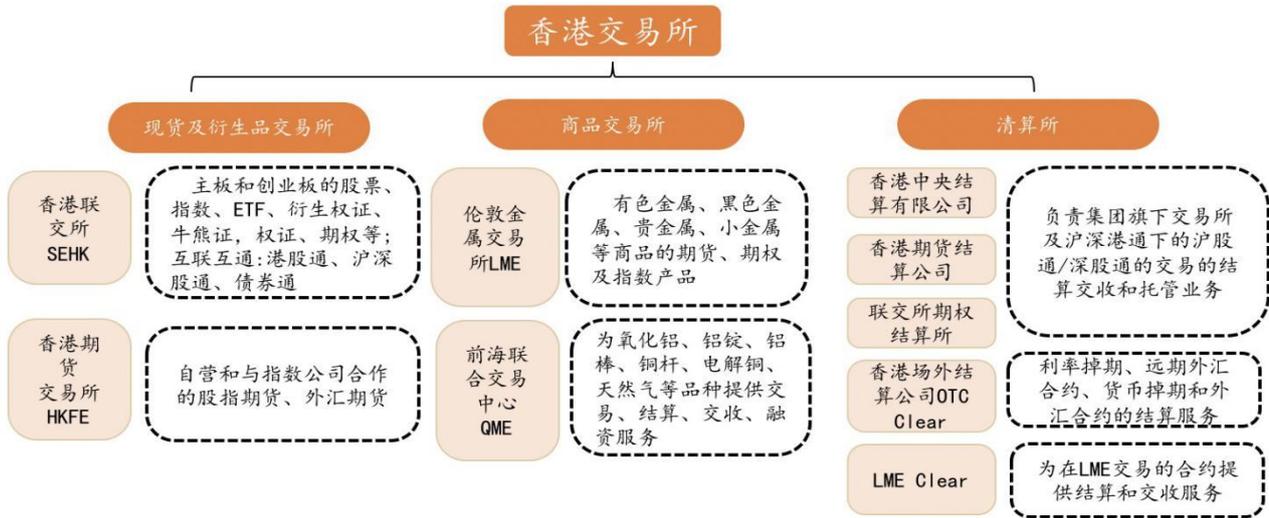


资料来源: 公司年报, 天风证券研究所

2.2. 香港交易所：全球领先的交易所及结算所营运机构

1) 从组织架构来看，全球大多数的交易所均已完成改制上市，并采取集团化经营模式。而香港交易所集团旗下运营：香港联合交易所、香港期货交易所和伦敦金属交易所共 3 家交易场所。香港交易所集团选择“垂直整合”模式，实现交易清算一体化，拥有香港结算、期货结算、联交所期权结算、场外结算和 LME 结算等共 5 家结算机构。港交所还通过深圳前海联合交易中心有限公司（QME）运营中国内地大宗商品交易平台。

图 21：香港交易所集团组织架构



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 22：洲际交易所集团组织架构



资料来源：公司公告，天风证券研究所

2) 从业务发展来看，港交所在 2012 年收购 LME 后新增商品业务分部，并新设立科技分部和取消市场数据分部，形成了现阶段现货、股本证券及金融衍生产品、商品、交易后业务、科技和公司项目等六大分部。港交所一方面持续完善传统上市交易业务，包括改革上市制度以吸引全球科技创新企业，优化互联互通机制以增加北向资金流入，加大开发衍生品和结构化产品以增加市场吸引力；另一方面持续革新核心技术系统，积极探索前沿技术应用。港交所的业务分部的内容总结如下图：

表 1: 香港交易所业务模式 (根据 2019 年年报整理)

分部	业务内容总结
现货	1. 所有在现货市场交易平台及通过沪港通、深港通、债券通买卖的证券产品交易、这些产品的市场数据销售等业务。 2. 分为主板和创业板两个现货市场交易平台。 3. 收入来源自交易费及交易系统使用费、联交所上市费、市场数据费及其他收入。
股本证券及金融衍生产品	1. 在联交所买卖的衍生产品 (衍生权证、牛熊证、权证及股票期权) 以及在期交所买卖的期货及期权。 2. 收入来源自交易费及交易系统使用费、联交所上市费、市场数据费及其他收入。
商品	1. 是指伦敦金属期货交易所 (LME) 业务和前海联合交易中心 (QME) 业务。 2. 收入来源自交易费及交易系统使用费、市场数据费、商品存货征费及仓库核准使用费、金融机构场外下单费及其他费用。
交易后业务	1. 是指香港结算、期货结算公司、联交所期权结算、场外结算公司、伦敦金属期货交易所结算 (LME Clear) 五家结算公司。 2. 香港结算、期货结算公司及联交所期权结算所向其参与者提供综合结算及交收服务, 而场外结算公司则为场外利率及外汇衍生产品交易提供结算及交收服务, 伦敦金属期货交易所结算 (LME Clear) 为 LME 交易所合约提供结算服务。 3. 收入来源自交易费及交易系统使用费-拨自股本证券及金融衍生产品分部、结算及交收费、存管托管及代理人服务费及其他收入及杂项收益。
科技	1. 所有让用户使用集团的平台及基础设施而提供的服务。 2. 收入来源自网络及终端机用户收费、数据专线及软件判牌照费、设备托管服务费、港融科技销售及收入及其他收益及其他收入。
公司项目	1. 公司项目主要包括中央收益和中央成本。 2. 中央收益包括公司资金的投资收益净额。投资收益净额来自现金及银行存款、集体投资计划、债务证券及汇兑收益。 3. 中央成本是指向所有营运分部提供中央服务支援功能的成本及不直接关乎任何营运分部的其他成本。

资料来源: 公司年报, 天风证券研究所

3) 从经营业绩看, 现货分部 (以股本证券为主)、股本证券及金融衍生产品分部 (以指数产品和股票衍生品为主) 以及商品分部 (以金属为主) 是港交所三个主要收入来源。传统股票交易和结算业务是支撑香港交易所成长的核心驱动力。尤其是在 2014 年, 互联互通机制建立后, 极大促进了现货分部和交易后业务 (结算) 的繁荣。

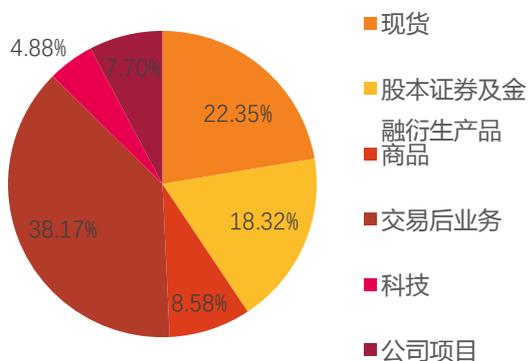
表 2: 香港交易所按分部划分的收入情况 (2013-2020Q3)

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020Q3
现货	2455	2761	3435	2683	3363	3855	3646	3637
占比	28%	28%	26%	24%	26%	24%	22%	26%
股本证券及金融衍生产品	1662	1666	2179	2034	2195	3503	2988	2511
占比	19%	17%	16%	18%	17%	22%	18%	18%
商品	1210	1274	1735	1560	1436	1415	1399	1107
占比	14%	13%	13%	14%	11%	9%	9%	8%
交易后业务 (结算)	2856	3503	5002	4138	4825	6168	6226	5771
占比	33%	36%	37%	37%	37%	39%	38%	41%
科技	347	465	499	540	560	678	796	662
占比	4%	5%	4%	5%	4%	4%	5%	5%
公司项目	193	180	525	161	801	248	1256	403
占比	2%	2%	4%	1%	6%	2%	8%	3%
总和	8723	9849	13375	11116	13180	15867	16311	14091

资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

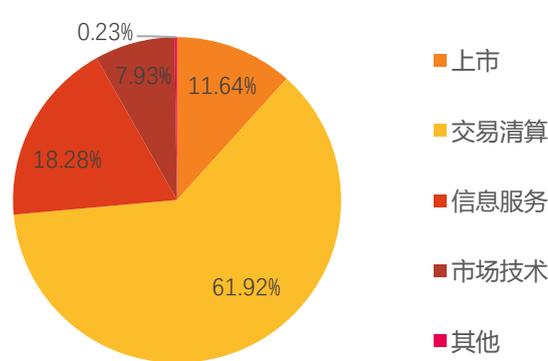
4) 全球主流证券交易所具有收入多元化, 以及信息服务、数据与技术等创新收入占比高的特征。2019 年, 纳斯达克的信息服务和市场技术的收入贡献分别是 18.28%和 7.93%; 洲际交易所的数据与技术的收入占比达到 33.77%; 伦敦证券交易所的信息服务收入达到 38.98%, 是第二大收入来源。

图 23: 香港交易所的收入结构 (2019 年)



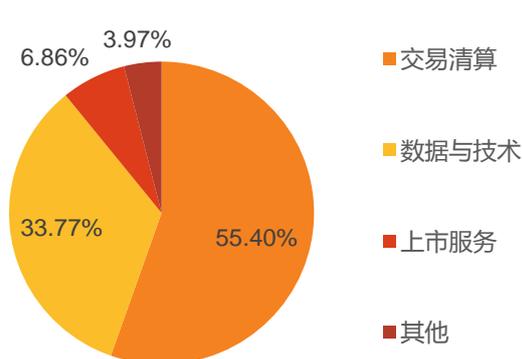
资料来源: 上交所官网, 天风证券研究所

图 24: 纳斯达克交易所的收入结构 (2019 年)



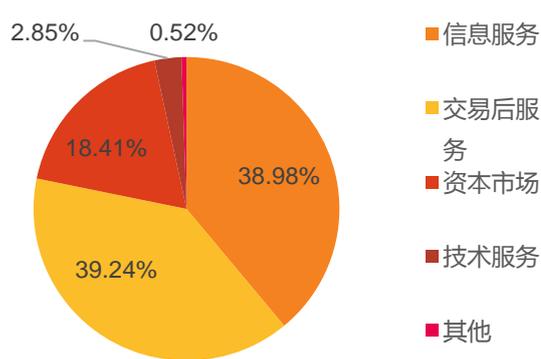
资料来源: 上交所官网, 天风证券研究所

图 25: 洲际交易所的收入结构 (2019 年)



资料来源: 上交所官网, 天风证券研究所

图 26: 伦敦证券交易所的收入结构 (2019 年)



资料来源: 上交所官网, 天风证券研究所

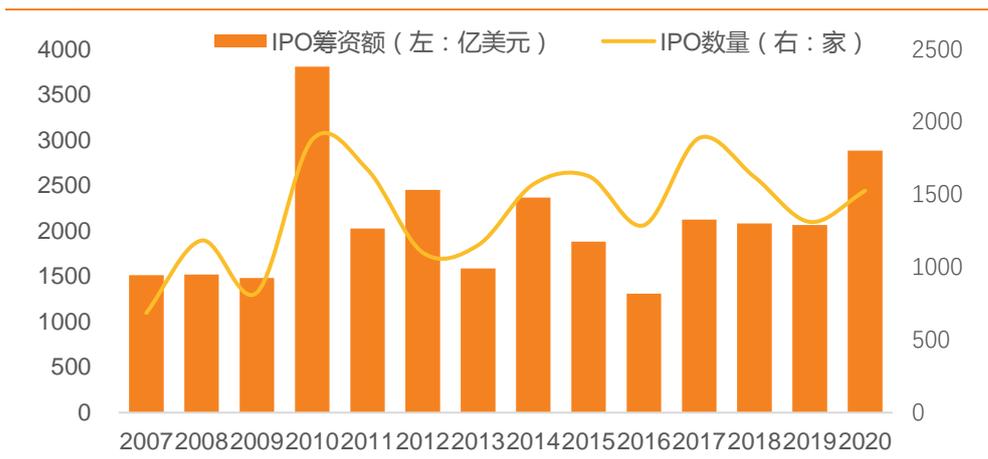
3. 香港交易所的成长逻辑: 受益于中国资本市场双向开通

3.1. 成长性一: 上市及交易业务预计将维持强势增长

股票是交易所最传统、最核心的产品之一, 在全球 IPO 规模增速放缓的背景下, 各家证券交易所对于优质资产的争夺日趋激烈。近年来, 新经济企业已成为 IPO 项目争夺的重点, 各家交易所纷纷采取调整上市制度、推动市场内部分层以及创新上市方式等一系列手段竞争新经济企业上市资源。

1) 香港交易所是全球最大的 IPO 募资市场之一, 近年来修改上市规则, 吸引新经济企业赴港上市。2018 年 4 月, 香港交易所正式推出《上市规则》修订文件, 主要是允许尚未通过任何主板财务资格测试的生物科技发行人和不同投票权架构公司赴港上市, 新设第二上市渠道接纳大中华及海外公司赴港作第二上市。

图 27： 全球 IPO 筹资额及发行数量



资料来源：wind，天风证券研究所

图 28： 香港证券交易所的上市规则整理

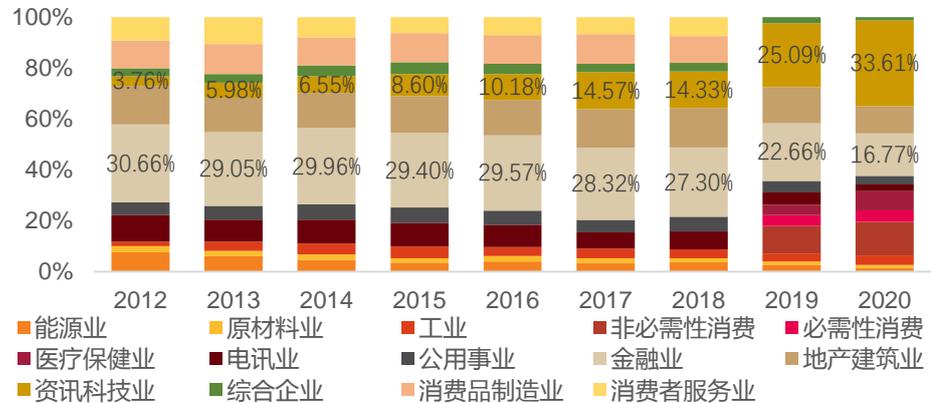
主板				GEM
财务要求 (符合以下其中一项测试)				财务要求
盈利测试	市值/收入测试	市值/收入/现金流测试	不同投票权架构	
最近1年股东应占盈利 ≥ 2000万港元, 且前2年累计股东应占盈利 ≥ 3000万港元	最近1年收入 ≥ 5亿港元; 市值 ≥ 40亿港元;	最近1年收入 ≥ 5亿港元; 市值 ≥ 20亿港元; 前3年现金流合计 ≥ 1亿港元	市值 ≥ 400亿港元; 市值 ≥ 400亿港元, 且最近1年收入 ≥ 100亿港元;	经营业务有现金流入, 前2年营业现金流合计 ≥ 3000万港元; 市值 ≥ 1.5亿港元
流动性要求				流动性要求
(1) 最低公众持股量一般为25% (如上市时市值 > 100亿港元可减至15%); (2) 至少300名股东; (3) 管理层最近3年不变; (4) 拥有权和控制权最近1年不变; (5) 具备不少于3个会计年度的营业记录; (6) 至少3名独立董事, 并必须占董事会成员人数至少三分之一; (7) 同股同权股东必须持有上市发行人股东大会不少于10%的合资格投票权 (针对具有不同投票权股份上市)				(1) 最低公众持股量一般为25% (如上市时市值 > 100亿港元可减至15%); (2) 最低公众持股市值 ≥ 4500万港元; (3) 至少100名股东; (4) 管理层最近2年不变; (5) 拥有权和控制权最近1年不变; (6) 至少3名独立董事, 并必须占董事会成员人数至少三分之一

资料来源：港交所官网，天风证券研究所

受新经济发行人和第二上市带动，新股市场表现出色。 生物科技公司方面，截至 2020 年底，累计有 28 家生物科技公司在香港上市，筹资额 795 亿港元。在同股不同权方面，小米、美团等 7 家公司作为不同投票权发行人在香港上市，累计筹资额达到 2350 亿元。此外，阿里巴巴、京东集团、网易等 10 家公司通过便利第二上市渠道回归港交所。整体来看，IPO 筹资额的行业分布趋势显示，金融行业占比明显下降，可选消费、医疗保健和信息技术三大行业的比重大幅增长，显示出港交所改革的成效。

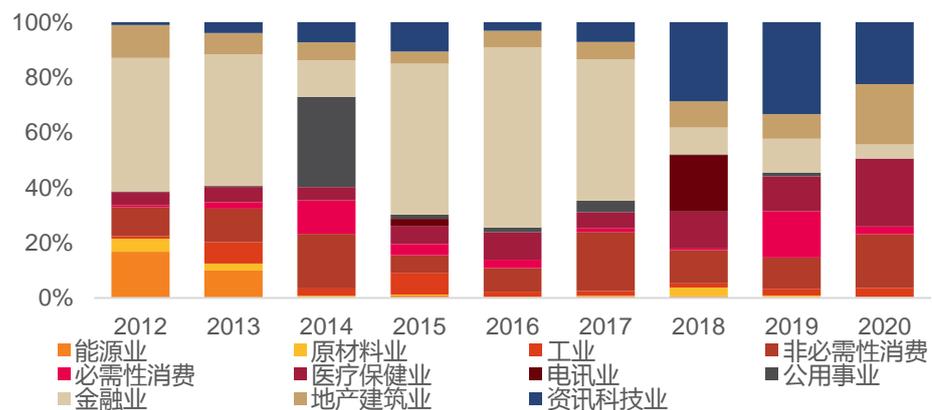
信息科技行业市值占比大幅提升。从行业分布来看，港交所股票市场前 5 大行业分别为资讯科技、金融、非必需性消费、地产建筑和医疗保健，市值占比分别为 33.6%、16.8%、13.2%、10.7%和 7.4%。其中，资讯科技行业市值占比较 2016 年增加了 23.4 个百分点，显示出港交所加大吸引科技公司的转变。

图 29：香港交易所股票市场中信息科技行业市值占比提升



资料来源：wind，天风证券研究所

图 30：香港交易所 IPO 筹资额行业分布

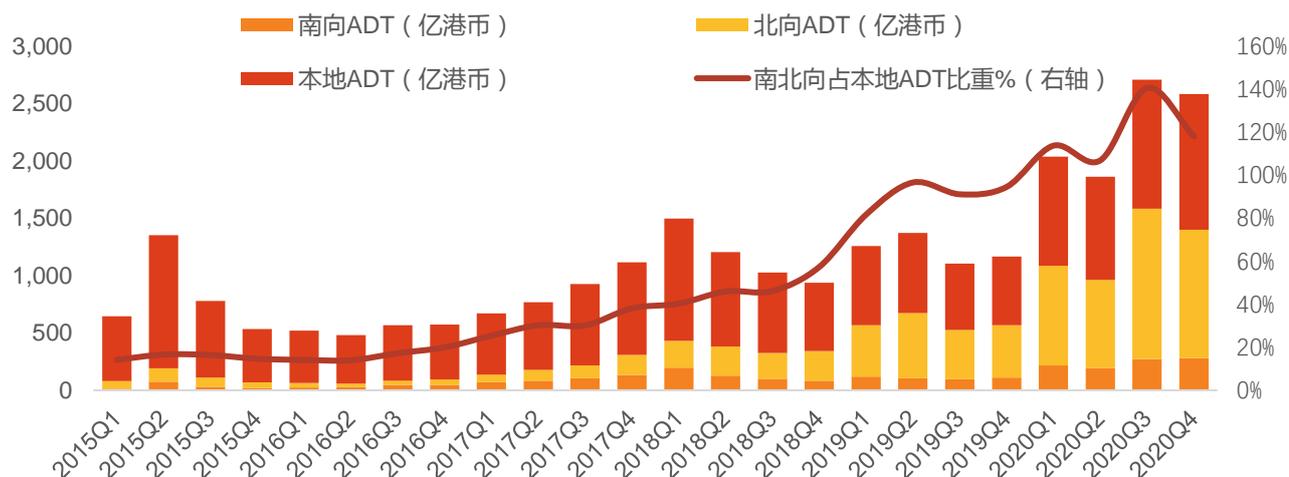


资料来源：wind，天风证券研究所

2) 香港市场是中国居民配置海外资产的第一站。2020 年，南下资金日均成交额达到 243.72 亿港元，占港股成交额的比重 18.9%。2020 年，南下资金和北上资金的日均成交额之和已经超过港股市场本地的成交金额。尤其是，2021 年 1 月以来，南下资金加速流入港股市场，单月净流入金额达到 2056 亿港元，创下历史新高。

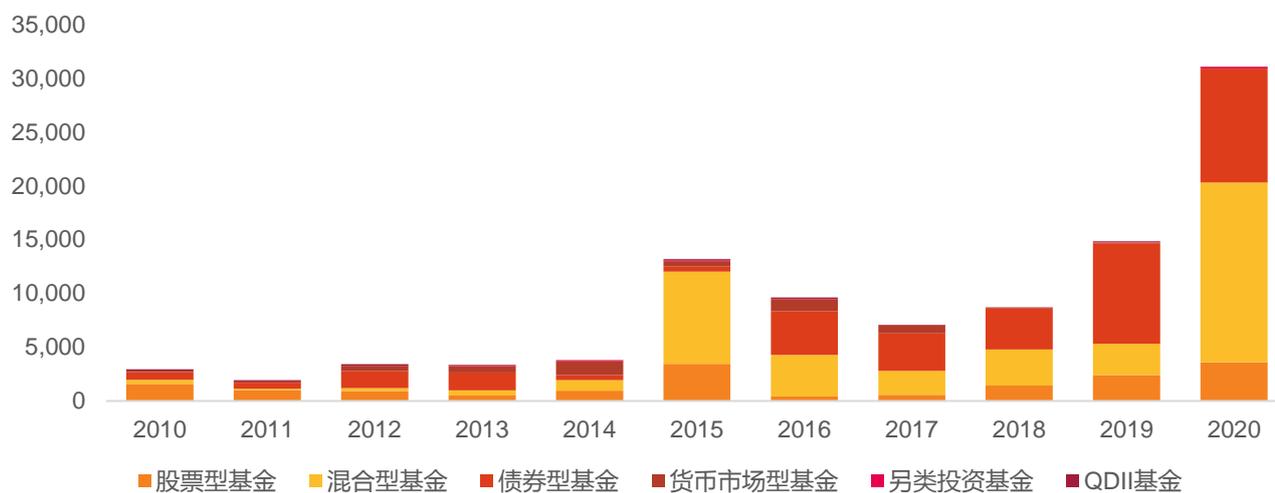
展望未来，新经济企业纳入互联互通（比如同股不同权纳入港股通）、H 股“全流通”有序推进、居民资产配置拐点提振新发基金规模增长、国际指数持续纳入 A 股以及境外 A 股衍生工具的建立，上述一系列利好政策都将推动南下及北上资金的流通。

图 31：互联互通后，港股交易量提升较为明显



资料来源：wind，天风证券研究所

图 32：2020 年以来新发基金规模大幅增长 (单位：亿元)



资料来源：wind，天风证券研究所

图 33：2021 年 1 月以来，南下资金加速流入港股市场



资料来源：wind，天风证券研究所

3) 优质上市公司以及南下增量资金入市从供需两端提振香港交易所的流动性。香港市场国际化程度较高, 投资者群体以海外机构投资者为主, 较高的印花税导致现货交易中程式及量化交易占比低, 上述因素导致香港市场的流动性略显不足。从供给端看, 未来市场扩容及优质新经济企业上市, 将改善市场整体公司结构; 从需求端看, 投资者增长及结构优化 (主要是南下资金) 将改善换手率。

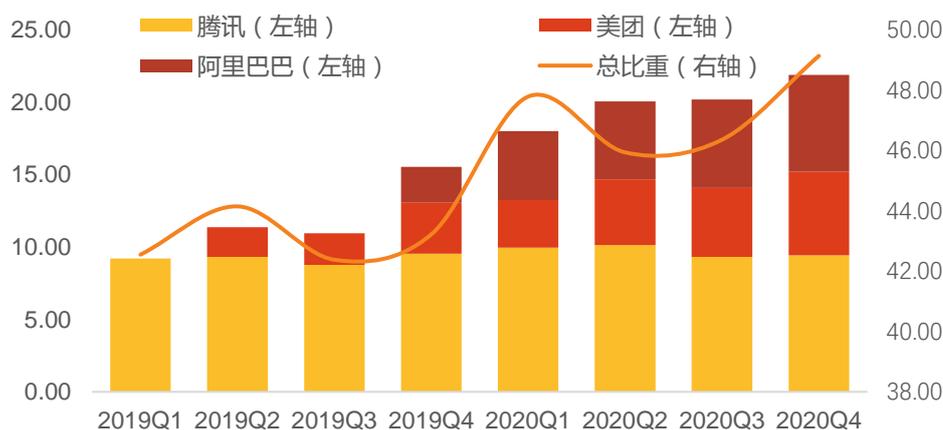
上市新规引入的科技类公司对于交易金额的拉动效应较为显著。2019Q1-2020Q4 这 8 个季度中, 香港交易所成交金额最大的 20 只股票占全市场成交额的比重分别为 42.6%, 44.2%, 42.4%, 43.2%, 47.8%、45.9%、46.4%和 49.1%, 其中腾讯控股的平均交易金额占比高达 9.5%, 受益于同股不同权新规在香港交易所上市的美团点评最近 7 个季度成交金额占全市场的比重为 3.7%, 而受益于二次上市新规的阿里巴巴最近 5 个季度成交金额占全市场的比重达到了 5.1%。

图 34: 2020 年以来, 香港市场换手率呈现改善趋势



资料来源: wind, 天风证券研究所

图 35: 香港交易所成交最活跃前二十的股份占日均成交额的比重及主要活跃股情况 (单位: %)



资料来源: 香港交易所官网, 天风证券研究所

3.2. 成长性二: 提升区域影响力及扩大产品生态圈

从交易所战略演变来看, 多数交易所都遵循业务链拓展 (纵向一体化)、集团化整合 (横向合并)、全球化扩张和多样化经营的发展路径。从产品体系看, 股票、债券、ETF 基金、标的多元化的衍生品合约、REITS、结构化产品应有尽有。港交所背靠大陆市场, 有望打造成中国资产离岸产品中心以及亚洲地区资产枢纽, 并通过互联互通的架构纳入更多资产类别。

1) MSCI 产品生态圈逐步扩大

港交所致力于打造中国及亚洲产品的一站式交易中心。在取得 MSCI 亚洲及新兴市场一系列指数的授权后，港交所已推出 39 只相关期货及期权合约，与现有的恒指期货及恒生国企指数期货系列相辅相成。目前，港交所拥有最多元化的 MSCI 衍生产品组合，这将极有利于其成为亚洲时区全球领先衍生品市场。

MSCI A 股期货产品有助于提升港交所衍生品产品在亚太地区的竞争力。从 2016-2020 日均成交额情况来看，新加坡交易所的富时中国 A50 指数期货具有相比最高的交易活跃度。MSCI 系列虽与新交所富时 A50 有激烈竞争，但自推出以来仍有显著的日均成交量记录，且日均成交量和未平仓合约不断增长。随着投资者将未平仓合约转移到香港交易所，我们预计交易势头将伴随时间推移逐渐增长，MSCI A 股期货的推出或将对新加坡盈利性强的富时 A50 期货形成竞争。

图 36: 恒生指数期货日均成交 (千张)



资料来源: 香港交易所官网, 天风证券研究所

图 37: 恒生国企指数期货日均成交 (千张)



资料来源: 香港交易所官网, 天风证券研究所

图 38: 富时中国 A50 指数期货 (新交所) (千张)



资料来源: 新交所官网, 天风证券研究所

图 39: 沪深 300 指数期货 (中金所) (千张)



资料来源: 中金所官网, 天风证券研究所

图 40：香港交易所 MSCI 产品组合

净总收益		
单一国家		地区
MSCI澳洲	MSCI新加坡	MSCI亚洲除日本
MSCI中国自由	MSCI新加坡自由	MSCI新兴市场亚洲
MSCI香港	MSCI台湾	MSCI新兴市场亚洲除中国
MSCI印度	MSCI台湾 25/50	MSCI新兴市场亚洲除韩国
MSCI印尼	MSCI泰国	MSCI新兴市场除中国
MSCI日本	MSCI越南	MSCI新兴市场除韩国
MSCI日本(日圆)		MSCI新兴市场拉丁美洲
MSCI马来西亚		MSCI新兴市场
MSCI新西兰		MSCI太平洋
MSCI菲律宾		MSCI太平洋除日本
价格回报		
单一国家		地区
MSCI中国自由	MSCI台湾 25/50	MSCI新兴市场
MSCI印度	MSCI泰国	
MSCI印尼	MSCI新加坡自由(新加坡元)	
MSCI日本(日圆)	MSCI台湾	
MSCI马来西亚	MSCI越南	
MSCI菲律宾		
期权		
MSCI台湾		

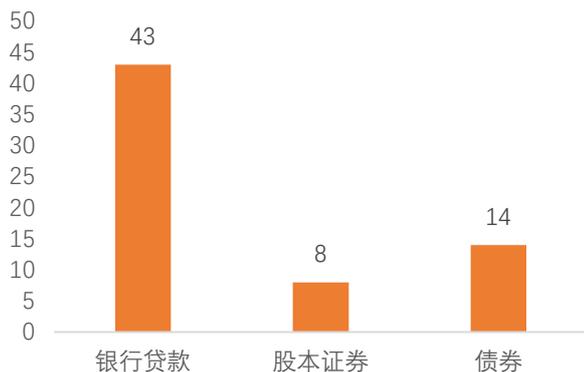
资料来源：香港交易所投资者简报，天风证券研究所

2) 债券通成为境外机构增持人民币债券的重要渠道，未来大有可为。

国内方面，金融结构转型持续进行，融资方式正由传统的银行贷款转移至债市等直接融资，债券市场发展前景广阔；基础设施项目的资金需求大（如一带一路、熊猫债），债券发行及披露的要求日益提升。国际方面，债券通为国际投资者提供了更高效的进入中国债券市场的通道，满足其地域及资产类别上配置多元化的需要。随着国际投资者对中国债券需求的日益旺盛，2020年2月，中国国债正式纳入摩根大通全球新兴市场政府债券指数，标志着中国债券市场对外开放的新里程碑。

债券通的推出使中国银行间市场的外资参与度不断提升，但目前中国外资参与率仅为3%，相较于海外发达国家市场38.5%的平均水平仍有较大增长空间。全球定息指数逐渐纳入内地债券、全球再投资人民币资产的需求不断扩大以及内地债市渐次开放预计都将是推动债券通长期发展的有利因素。

图 41：中国金融市场体量（万亿美元）



资料来源：中国银行保险监督管理委员会（2020年8月）、世界银行、中国人民银行、国际结算银行、国际货币基金组织，天风证券研究所

图 42：银行间市场的外资参与情况（2020年10月）

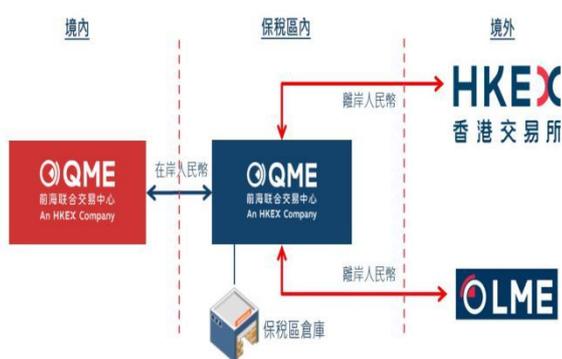


资料来源：中债登及上海清算所、彭博、国际结算银行网站，天风证券研究所

3) 积极探索商品通，进一步拓宽互联互通的内涵

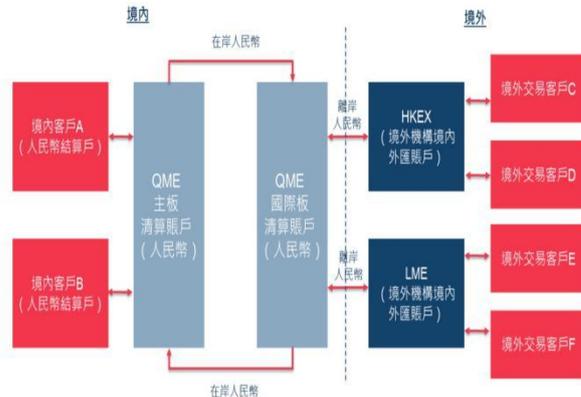
前海联合交易中心（QME）是位于深圳的大宗商品现货交易平台，由港交所集团发起并与前海金控合作投资成立。在中国内地，QME 在 2019 年间推出了四款产品，包括铜杆、电解铜、铝锭及铝棒，并持续稳步拓展国内的仓库网络。2020 年 8 月，QME 天然气产品试运行，QME 的产品由基础金属拓展至能源。建立一个同时能够吸引境内外大宗商品市场参与者的交易市场，形成境内外共同认可的成交价格，是中国获取大宗商品国际定价权必不可少的基础设施和先决条件。地处新时代改革开放最前沿—深圳前海，背靠经济特区、先行示范区、粤港澳大湾区，集三区政策之利，依托港交所平台，且与 LME 东西呼应，QME 有望探索商品通，进而成为服务境内外客户的大宗商品现货交易平台。

图 43：商品通双向交易机制：“请进来”与“走出去”



资料来源：港交所，天风证券研究所

图 44：商品通跨境资金采用“闭环限额”原则管理

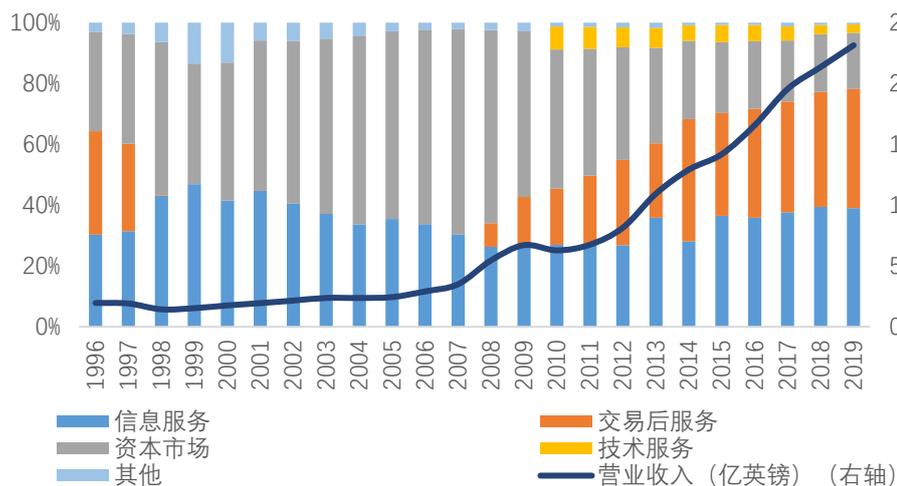


资料来源：港交所，天风证券研究所

3.3. 成长性三：数据业务有望成为长期的业绩增长点

证券交易所拥有交易情况的全部数据，除了可以向数据提供商提供收益率等基础数据以外，还可以根据这些基础数据开发系列指数，因此信息技术已经成为全球各大证券交易所的重点发展战略。伦交所是全球交易所中较早捕捉到信息数据业务机遇的公司，1995 年 11 月和 2011 年 12 月，伦交所先后两次收购富时指数集团股权，并使其成为伦交所全资子公司。2014 年 12 月，伦交所通过收购罗素指数公司，将其信息业务发展至美国市场，进一步巩固自身信息业务领域的优势。根据伦交所披露的年报数据，截至 2019 年底，信息数据服务营业收入规模达到 9.7 亿英镑，占其营业收入总额的 42%。

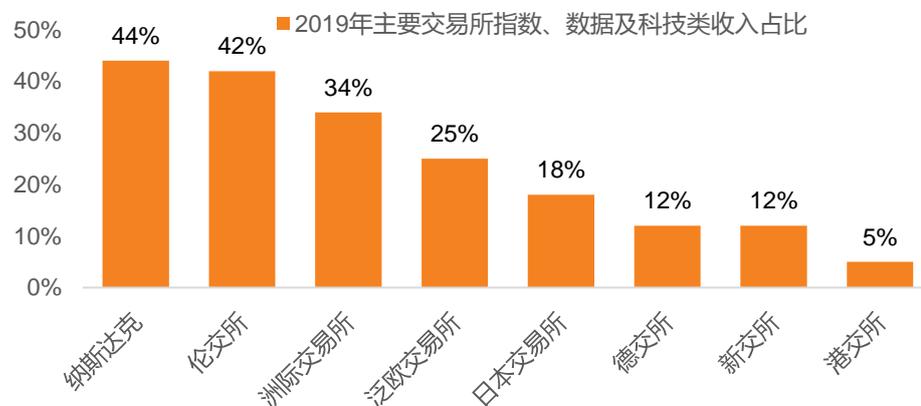
图 45：伦敦证券交易所分项业务收入（1995 年-2019 年）



资料来源：伦交所历年年报，天风证券研究所

港交所的数据及交易类收入占比具有较大的提升空间，公司已着手于战略布局。香港交易所其在 2019-2021 年的战略规划中明确提出“拥抱科技”的战略规划：1) 革新核心系统，有效提升产品发行及服务水平，提升市场及营运效率；2) 灵活善用科技，包括人工智能、区块链、云端计算基础设施和数据分析，优化营运程序，加强与客户的联系，并调动价值链各环节提升成本效益；3) 探索新征途，联合内地科技龙头，开拓全新的业务领域，尤其是大数据有望成为金融市场一大新的资产类别带来潜在的市场机遇。港交所先后收购金证股份旗下融汇通金 51% 股份（更名为港融科技），并投资北京华控清交信息科技公司少数股权等。

图 46：对比全球各大交易所，香港交易所的数据及科技收入占比有较大提升空间



资料来源：公司公告，天风证券研究所

4. 盈利预测及估值讨论

4.1. 盈利预测：预计 2021E 的归母净利润同比增长 45%

我们预计港交所 2020-2022 年的营业收入分别为 189.1 亿港元、256.5 亿港元和 269.8 亿港元，分别同比增长 15.9%、35.6%和 5.2%；归属股东净利润分别为 113.9 亿港元、165.3 亿港元和 171.6 亿港元，分别同比增长 21.2%、45.2%和 3.8%；对应的 EPS 分别为 8.97 港元、12.91 港元和 13.28 港元。

一、收入端核心假设如下：

1、交易费及交易系统使用费：预计 2020-2022 年贡献收入为 69.76 亿港元、102.44 亿港元和 114.24 亿港元。

1) 2020-2022 年现货市场的交易费及交易系统使用费分别为 34.22 亿港元、55.38 亿港元和 50.72 亿港元。

2) 2020-2022 年股本证券及金融衍生产品的交易费及交易系统使用费分别为 20.54 亿港元、30.35 亿港元和 44.74 亿港元。

表 3：2020-2022 年的交易费及交易系统使用费预测值（单位：百万港元）

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
现货	1,954	2,386	2,100	3,422	5,538	5,072
股本证券及金融衍生产品	1,498	2,462	2,076	2,054	3,035	4,474
商品	1,116	1,069	1,036	1,100	1,156	1,213
交易后业务	288	422	380	399	516	665
合计	4,856	6,339	5,592	6,976	10,244	11,424

资料来源：公司公告，天风证券研究所

2、联交所上市费：预计 2020-2022 年贡献收入为 19.51 亿港元、23.28 亿港元和 28.25 亿港元。

1) 2020 年在香港交易所上市公司数量为 2538 家，假设 2021-2022 年新增上市公司的数量分别为 2741 家、2878 家，则对应的上市费收入为 9.91 亿港元、10.39 亿港元和 10.94 亿港元。

2) 股本证券及金融衍生品分部贡献的上市费收入 9.60 亿港元、12.89 亿港元和 17.32 亿港元。

表 4：2020-2022 年的联交所上市费预测值（单位：百万港元）

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
现货	828	899	954	991	1,039	1,094
股本证券及金融衍生产品	505	822	679	960	1,289	1,732
联交所上市费	1,333	1,721	1,633	1,951	2,328	2,825

资料来源：公司公告，天风证券研究所

3、结算及交收费：预计 2020-2022 年贡献收入为 43.3 亿港元、66.9 亿港元和 58.1 亿港元。

1) 现货市场结算费分别为 31.64 亿港元、50.82 亿港元和 42.41 亿港元。

2) 交收指示费分别为 5.76 亿港元、9.26 亿港元和 7.73 亿港元。

3) 期货、期权及场外合约结算费分别为 0.97 亿港元、1.16 亿港元和 1.40 亿港元。

4) LME Clear 结算费分别为 4.92 亿港元、5.66 亿港元和 6.51 亿港元，2020 年出现下滑主要是源于 LME 的收费交易金属合约的平均每日成交量下降所致。

表 5：2020-2022 年的结算及交收费预测值（单位：百万港元）

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
现货市场结算费	1,645	2,157	2,073	3,164	5,082	4,241
交收指示费	451	524	492	576	926	773
期货、期权及场外合约结算费	48	81	87	97	116	140
LME Clear 结算费	547	519	508	492	566	651
结算及交收费	2,691	3,281	3,160	4,330	6,690	5,805

资料来源：公司公告，天风证券研究所

4、投资收益净额：预计 2020-2022 年贡献收入为 21.06 亿港元、25.19 亿港元和 27.40 亿港元，同比增速分别为-22.8%、+19.6%和+8.8%。

5、市场数据费：预计 2020-2022 年贡献收入为 9.58 亿港元、10.16 亿港元和 10.78 亿港元，同比增速分别为 4.3%、6.0%和 6.1%，其中来自于现货的市场数据分别为 5.59 亿港元、5.87 亿港元和 6.16 亿港元。

6、其他收入及杂项收益：预计 2020-2022 年贡献收入为 14.32 亿港元、15.75 亿港元和 17.33 亿港元，同比增速分别为 16.82%、10%和 10%，其中来自于平台及基础设施贡献的收入分别是 8.76 亿港元、9.63 亿港元和 10.59 亿港元。

7、存管、托管及代理人服务费：预计 2020-2022 年贡献收入为 11.57 亿港元、12.73 亿港元和 13.75 亿港元，同比增速分别为 10%、10%和 8%。

二、成本端核心假设如下：

受益于营业收入得提升和边际递增的利润率，我们假设 2020-2022 年营业支出/收入及其他收益的比例分别为 23.2%、19.0%和 20.2%，对应的 EBITDA 分别增长 18.5%、42.9%和 3.7% 至 145.3 亿港元、207.6 亿港元和 215.3 亿港元，EBITDA 利润率分别为 76.8%、81.0%和 79.8%。

表 6：港交所的营业支出情况（单位：百万港元）

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
EBITDA	9614	11757	12263	14528	20761	21531
YOY	25.5%	22.3%	4.3%	18.5%	42.9%	3.7%
EBITDA 利润率	72.9%	74.1%	75.2%	76.8%	81.0%	79.8%
营运支出合计	3,566	4,110	4,048	4,383	4,885	5,449
营业支出/收入及其他收益	27.1%	25.9%	24.8%	23.2%	19.0%	20.2%

资料来源：wind，天风证券研究所

4.2. 估值讨论：持续高增长的盈利水平是支撑交易所估值抬升的核心因素

交易所自身独特的商业模式以及较为稳健的财务表现，是支撑其估值水平高于一般金融机构的核心因素。对比全球交易所的估值水平，估值平均水平高于 30 倍 PE，其中，收入结构相对较好的或者具有较强增长预期的估值中枢能够稳步提升。

伦交所、港交所和纳斯达克是全球交易所中估值相对较高的。1) 伦交所主要是源于其在数据、科技等业务领域具有较强竞争优势，整体收入结构在 2016 年以后发生较大改善，估值中枢稳步提升。2) 纳斯达克的估值溢价主要是源于过去 10 年的牛市带动其盈利持续增长，同时纳斯达克也是主动拥抱数字化转型的佼佼者。

复盘香港交易所的历史 PE 情况，公司的估值中枢有三次明显的抬升：1) 2005 年，大批中资国企赴港上市，PE 水平提升至 30 倍；2) 2014 年互联互通的推出，使得港交所的日均成交金额提升，公司自身展现较强的内生增长潜力，支撑其估值中枢再次抬升；3) 新经济企业回流港交所，南下资金流入将提振日均成交额，盈利预期改善支撑其估值中枢抬升。4) 香港交易所具有较高的 ROE 水平，成长空间较为广阔，未来将持续受益于中概股

回归、互联互通机制深化、衍生产品体系逐步建立等积极因素。长期来看，数据、科技等业务的收入占比有望提升，将进一步优化香港交易所的收入结构，估值中枢仍有提升空间。

2014 年至今，香港交易所的估值中枢为 38 倍 PE，考虑到年初以来，南下资金加速流入港股，市场交易活跃度明显提升，新经济企业和中概股上市超预期落地，将支撑公司估值中枢抬升。我们给予公司 2021E45 倍 PE 的估值，对应的目标价是 580.95 港元/股，首次覆盖给予“买入”评级。

表 7：港交所互联互通后的年均收入增速约 11%，利润增速 13%（亿美元）

代码	交易所	市值	PE/TTM	收入增速		净利润增速		营业支出增速	
				CAGR(09-19)	CAGR(14-19)	CAGR(09-19)	CAGR(14-19)	CAGR(09-19)	CAGR(14-19)
0388.HK	港交所	835	61.3	8.8%	10.6%	7.2%	12.8%	17.7%	6.5%
DB1.DY	德意志交易所	308	23.62	3.8%	6.6%	8.2%	5.6%	-1.0%	2.6%
NDAQ.O	纳斯达克	230	25.28	2.3%	4.0%	11.3%	13.3%	6.0%	2.9%
ICE.N	洲际交易所	628	31.24	20.7%	9.2%	20.1%	14.0%	18.0%	9.0%
S68.SG	新交所	82	27.62	4.3%	5.8%	2.5%	4.1%	7.0%	7.3%
LSE.L	伦敦交易所	439	80.56	11.8%	16.2%	-	27.6%	9.4%	4.5%
ASX.AX	澳交所	107	27.77	2.7%	6.2%	4.6%	5.1%	-0.2%	7.6%
	平均	376	39.63	7.8%	8.4%	9.0%	11.8%	8.1%	5.8%

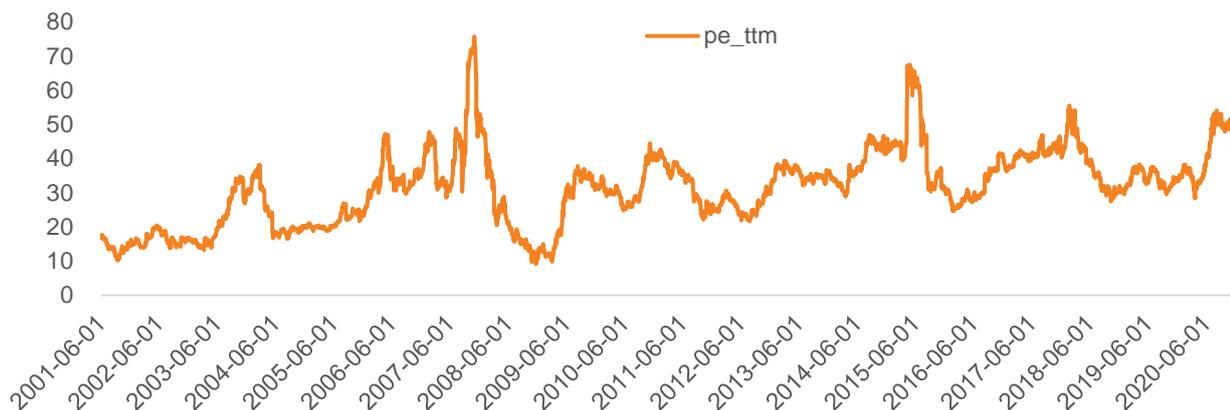
资料来源：公司公告，天风证券研究所，数据截至北京时间 2021 年 1 月 22 日

表 8：交易所的估值水平对比（单位：亿美元）

交易所	市值	PE/TTM	PB/M	ROE-17	ROE-18	ROE-19	ROA-17	ROA-18	ROA-19	EBITDA 利润率-17	EBITDA 利润率-18	EBITDA 利润率-19
港交所	835	61.30	14.11	21.3%	23.9%	22.1%	3.1%	3.8%	4.1%	72.9%	74.1%	75.2%
德意志交易所	308	23.62	4.20	18.8%	17.0%	19.0%	0.9%	0.8%	0.9%	54.5%	46.1%	50.6%
纳斯达克	230	25.28	3.83	13.0%	8.1%	14.0%	6.8%	7.7%	7.7%	30.5%	33.3%	31.3%
洲际交易所	628	31.24	3.30	15.4%	11.7%	11.2%	3.4%	3.2%	3.0%	55.6%	53.4%	52.4%
新交所	82	27.62	9.90	33.6%	34.1%	35.8%	19.7%	21.0%	22.3%	58.3%	59.0%	58.9%
伦敦交易所	439	80.56	8.54	15.9%	14.6%	12.3%	0.1%	0.1%	0.1%	49.9%	54.7%	55.1%
澳交所	107	27.77	3.72	11.2%	11.3%	12.5%	5.2%	5.7%	5.0%	80.2%	78.2%	79.9%
平均	376	39.63	6.80	18.5%	17.3%	18.1%	5.6%	6.1%	6.2%	54.8%	54.1%	54.7%

资料来源：公司公告，天风证券研究所，数据截至北京时间 2021 年 1 月 22 日

图 47：香港交易所历年 PE 情况（2000 年至今）



资料来源：wind，天风证券研究所

5. 风险提示

资本市场波动风险：公司的经营业绩与资本市场的走势有较强的相关性，资本市场周期性较强，低迷的资本市场行情会对公司交易费、交易系统使用费、上市费等收入造成不利影响。

行业竞争加剧风险：国际方面，港交所面临伦交所、纳斯达克交易所以及亚洲地区新加坡交易所等大型交易所的竞争。2018 年，新交所也推出改革接纳同股不同权的企业上市，交易所之间对新经济企业的争夺战日益激烈。中国方面，上交所科创板的启动、A 股注册制的改革势必吸引更多优质公司，上交所、深交所与港交所之间的竞争加剧。

互联互通不及预期风险：与内地实现更多标的互联互通，是港交所拓展产品生态圈的重要途径。若互联互通政策落地速度不及预期，商品通等业务可能发展受阻。

经营及业务风险：若中概股回归不及预期，将会对公司现货分部业务造成不利影响。自营投资业务可能面临对经济金融形势存在误判、证券投资品种选择失误、证券交易时机选择失误等问题。

表 9：香港交易所利润表预测（2020E-2022E）

利润表（百万港元）	2018	2019	2020E	2021E	2022E
收入					
交易费及交易系统使用费	6,339	5,592	6,976	10,244	11,424
联交所上市费	1,721	1,633	1,951	2,328	2,825
结算及交收费	3,281	3,160	4,330	6,690	5,805
存管、托管及代理人服务费	979	1,052	1,157	1,273	1,375
市场数据费	899	919	958	1,016	1,078
投资收益净额	1,584	2,729	2,106	2,519	2,740
其他收入及杂项收益	1,064	1,226	1,432	1,575	1,733
HKEX 收入	15,867	16,311	18,911	25,646	26,980
支出					
雇员费用及相关支出	2,540	2,703	2,960	3,256	3,581
资讯技术及电脑维修保养支出	508	580	664	764	878
楼宇支出	437	127	133	140	147
产品推广支出	52	68	75	82	91
法律及专业费用	132	119	125	131	138
其他营运支出	441	451	426	512	614
营运支出合计	4,110	4,048	4,383	4,885	5,449
EBITDA	11,757	12,263	14,528	20,761	21,531
折旧和摊销	762	1,044	1,107	1,173	1,243
融资成本	114	177	195	195	195
营运溢利	10,881	11,219	13,421	19,394	20,093
总附加	2	32	50	75	113
除税前溢利	10,883	10,951	13,277	19,274	20,011
税项	1,592	1,561	1,892	2,747	2,852
有效税率	15%	14%	14%	14%	14%
本年度溢利	9,291	9,390	11,384	16,527	17,158
非控股权应占溢利/亏损	-21	-1	-1	-1	-1
应占溢利/（亏损）：香港交易所股东	9,312	9,391	11,385	16,528	17,159

资料来源：公司公告，天风证券研究所

表 10：香港交易所资产负债表预测（2020E-2022E）

资产负债表（百万港元）

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
资产					
现金及等同现金项目	121,196	128,152	137,902	146,080	154,569
应收账款、预付款及按金	18,362	25,812	25,812	25,812	25,812
财务资产	96,644	102,642	107,774	113,163	118,821
固定资产	1,625	1,589	1,589	1,589	1,589
商誉及其他无形资产	18,019	18,378	17,459	16,586	15,757
于合资公司的权益	63	95	95	95	95
其他资产	39	2,383	51	51	51
总资产	255,948	279,051	290,683	303,376	316,694
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	123,728	142,536	149,663	157,146	165,003
应付账款、应付费用及其他负债	18,369	22,447	22,447	22,447	22,447
参与者对结算所基金的缴款	14,787	14,394	15,114	15,869	16,663
递延税项负债	743	792	713	642	577
借款	1,166	418	418	418	418
其他负债	56,252	53,963	56,661	59,494	62,469
负债合计	215,045	234,550	245,015	256,016	267,577
股东权益					
股本	27,750	30,449	30,449	30,449	30,449
股本溢价	0	0	0	0	0
保留盈利	13,379	14,204	15,370	17,062	18,819
其他权益	-226	-152	-152	-152	-152
股东资金	40,903	44,501	45,667	47,359	49,116
负债及股本权益总额	255,948	279,051	290,683	303,376	316,694

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