

香港交易所 (00388.HK)

政策夯基，港交所已迈上全新台阶

买入 (维持)

2024 年 05 月 09 日

证券分析师 胡翔

执业证书: S0600516110001

021-60199793

hux@dwzq.com.cn

证券分析师 葛玉翔

执业证书: S0600522040002

021-60199761

geyx@dwzq.com.cn

研究助理 罗宇康

执业证书: S0600123090002

luoyk@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入 (百万元)	18,456	20,516	21,691	23,250	24,646
同比 (%)	-11.90%	11.16%	5.73%	7.18%	6.00%
归母净利润 (百万元)	10,078	11,862	12,124	13,163	14,133
同比 (%)	-19.60%	17.70%	2.21%	8.57%	7.37%
EPS-最新摊薄 (元/股)	7.95	9.36	9.56	10.38	11.15
P/E (现价&最新摊薄)	33.89	28.79	28.17	25.95	24.17

投资要点

我们坚信，在互联互通开展十周年之际，香港资本市场当前正迎来重要的政策红利期，而香港交易所作为平台提供者，也已经具备了开启新征程的外部条件。

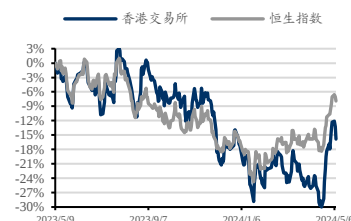
■ **资本市场对港合作五箭齐发，互联互通机制再获优化：**2024 年 4 月 19 日，证监会宣称将与香港方面深化合作，采取 5 项措施来进一步拓展优化沪深港通机制：1) **放宽沪深港通下股票 ETF 合格产品范围**，便利外资投资境内市场。证监会将放宽沪深港通下股票 ETF 合格产品范围，主要着眼于管理规模、跟踪指数成份权重等指标。当前香港 ETF 市场规模正处于高速扩展阶段，ETF 年成交额由 2003 年的 17 亿美元增长至 2023 年的 4.351 亿美元，年复合增长率达到 32%，ETF 互联互通扩容有望加深两地资本市场联系。2) **将 REITs 纳入沪深港通**，丰富互联互通投资品类。互联互通机制自 2014 推出以来持续完善优化，交易品类不断扩充，此次纳入 REITs 是互联互通投资范围扩容的又一重要进程。3) **支持人民币股票交易柜台纳入港股通**，长期有望推动人民币国际化。当前双柜台模式仍处于发展初期，截至 2024 年 4 月 30 日，24 支双柜台获批证券的人民币柜台自成立以来合计日均成交额仅为 0.04 亿元人民币，占港币柜台比重仅为 0.79%。此次双柜台纳入港股通短期对于流动性影响预计有限，长期有利于推动人民币国际化。4) **优化基金互认安排**，有望带动销售规模逐步提升。当前互认基金销售“南冷北热”现象显著，截至 2024 年 3 月，南向/北向互认基金累计申购额分别为 9.7/256.1 亿元人民币。适度放宽互认基金销售比例限制情况下，跨境投资渠道拓宽有望带动销售规模上升。5) **支持内地行业龙头企业赴香港上市，赋予港交所 IPO 市场更多新机遇。**当前港股 IPO 市场表现不佳，2023 年香港市场 IPO 规模 463 亿港元，同比下降 56%，较 2020 年中概股大批回流港股时期高点下降 88%。推动内地优质企业赴港上市融资有望直接带动香港 IPO 市场规模提升，同时为港股二级市场提供丰富优质供给，一定程度上带动流动性改善。

■ **两会提案预计渐次落地，期待股息税调降及衍生品机遇：**1) **港股通股息税征收水平有望降低。**香港证监会主席雷添良在两会提案中就港股通投资者资格问题明确提及，建议降低港股通投资者准入门槛及股息红利税收水平。若提案正式落地，有望提升内地投资者投资港股，尤其高股息资产的意愿，带动香港市场成交量逐步提升。2) **内地资产相关的金融衍生产品范围拓宽在即。**香港证监会主席雷添良的另一重要提案即为在香港推出更多以内地资产为标的的金融衍生产品。在港交所衍生品市场持续繁荣、内地资产相关金融衍生品需求旺盛背景下，以上提案若落地则有望进一步提升香港市场对于海外投资者的吸引力。

■ **盈利预测与投资评级：政策红利期叠加周期底部，看好香港交易所发展前景。**香港交易所作为全球资本交汇枢纽，基于“稀缺赛道+轻资产”的运营模式，充分享受境内资本市场开放深化的政策红利，展业条件得天独厚，叠加与新兴资本市场互联互通机制不断完善，中长期成长空间依旧可观。预计港交所 2024-2026 年归母净利润分别为 121.24 /131.63 /141.33 亿港元，对应增速分别为 2.21%/8.57%/7.37%，当前市值对应 PE 估值分别为 28.17x /25.95x /24.17x。

■ **风险提示：**1) 政策落地节奏及效果不及预期；2) 权益市场大幅波动；3) 行业竞争加剧。

股价走势



市场数据

收盘价(港元)	258.00
一年最低/最高价	212.20/336.00
市净率(倍)	6.61
港股流通市值(百万港元)	327,101.92

基础数据

每股净资产(港元)	39.02
资产负债率(%)	85.30
总股本(百万股)	1,267.84
流通股本(百万股)	1,267.84

相关研究

《香港交易所(00388.HK): 2024 年一季度报点评: 交投情绪拐点显现，政策红利值得期待》

2024-04-24

《香港交易所(00388.HK): 2023 年年报点评: 业绩韧性持续彰显，内外环境同现升势》

2024-02-29

内容目录

1. 资本市场对港合作五箭齐发，互联互通机制再获优化	4
2. 两会提案预计渐次落地，期待股息税调降及衍生品机遇	11
3. 投资建议	13
4. 风险提示	14

图表目录

图 1: 证监会发布 5 项资本市场对港合作措施5

图 2: 沪深交易所沪深港通业务实施办法修订内容6

图 3: 2003-2023 年港交所 ETF 总成交额（亿美元）7

图 4: 港币-人民币双柜台机制概述8

图 5: 双柜台证券名单9

图 6: 2016-2024 年南北向互认基金累计净申购额（亿元人民币）10

图 7: 2016-2023 年香港市场 IPO 情况11

图 8: 港股与 A 股股息税政策安排比较11

图 9: 2024 年工商银行 A/H 股涨跌幅对比12

图 10: 2024 年中国神华 A/H 股涨跌幅对比12

图 11: 香港交易所盈利预测13

图 12: 香港交易所财务预测表15

2024 年两会期间，基于中央金融工作会议对未来五年国家的金融工作进行了全面部署，并明确支持香港巩固提升国际金融中心地位的背景，香港证监会主席雷添良针对进一步提升香港国际金融中心的竞争力的问题提出多项建议，包括：**1）持续扩大优化现有互联互通机制，巩固香港作为连接内地与海外资本市场的桥梁作用。**具体建议措施包括降低港股通投资者准入资格、丰富互联互通机制下的跨境投资产品、充分利用粤港澳大湾区先行先试优势探索制度创新。**2）巩固提升香港作为内地企业首选海外上市地的重要地位。**具体建议措施包括优化境内企业境外上市备案制度、出台鼓励优质企业赴港上市融资的支持政策。**3）强化香港作为内地资产风险管理中心功能，在香港推出更多以内地资产为标的的金融衍生产品。**具体建议措施包括支持香港尽快推出中证 300 指数期货及开发其他基于内地 A 股的宽基指数期货产品。我们认为，以上建议共同串联成为了支持香港资本市场后续发展的政策脉络，尤其在部分建议已转化为政策文件内容的情况下（2024 年 4 月 19 日，证监会发布 5 项资本市场对港合作措施，将优化互联互通机制、支持境内优质企业赴港上市等建议落地为实际措施），以上建议更加形成了探究香港资本市场发展方向的重要线索。我们坚信，在互联互通开展十周年之际，香港资本市场当前正迎来重要的政策红利期，而香港交易所作为平台提供者，也已经具备了开启新征程的外部条件。

1. 资本市场对港合作五箭齐发，互联互通机制再获优化

证监会对港五项合作措施出台，给予香港资本市场强大支持。2024 年 4 月 19 日，为配合新“国九条”作出的坚持统筹资本市场高水平制度型开放和安全、拓展优化资本市场跨境互联互通机制等部署，证监会宣称将与香港方面深化合作，采取 5 项措施来进一步拓展优化沪深港通机制、助力香港巩固提升国际金融中心地位，共同促进两地资本市场协同发展。5 项措施包括：①放宽沪深港通下股票 ETF 合资格产品范围；②将 REITs 纳入沪深港通；③支持人民币股票交易柜台纳入港股通；④优化基金互认安排；⑤支持内地行业龙头企业赴香港上市。

图 1：证监会发布 5 项资本市场对港合作措施

措施	具体内容
(一) 放宽沪深港通下股票 ETF 合格产品范围	拟适度放宽合格股票 ETF 的平均资产管理规模要求，降低南向港股通 ETF 产品的港股权重和港股通股票权重要求，北向沪股通、深股通 ETF 产品做对等调整，支持香港国际资产管理中心建设。
(二) 将 REITs 纳入沪深港通	拟总体参照两地股票和 ETF 互联互通制度安排，将内地和香港合格的 REITs 纳入沪深港通标的，进一步丰富沪深港通交易品种。
(三) 支持人民币股票交易柜台纳入港股通	内地与香港交易所和结算公司已就相关业务方案初步达成共识，下一步双方将继续推进业务方案完善、规则修订、技术改造、投资者教育等各项准备工作，争取早日推出，助力人民币国际化。
(四) 优化基金互认安排	拟推动适度放宽互认基金客地销售比例限制，允许香港互认基金投资管理职能转授予与管理人同集团的海外资产管理机构，进一步优化基金互认安排，更好满足两地投资者多元化投资需求。
(五) 支持内地行业龙头企业赴香港上市	证监会将进一步加大和有关部门的沟通协调力度，支持符合条件的内地行业龙头企业赴港上市融资。

数据来源：证监会，东吴证券研究所

(1) 放宽沪深港通下股票 ETF 合格产品范围，便利外资投资境内市场

2022 年 7 月 4 日，ETF 正式纳入互联互通，标志着内地与香港资本市场的深化合作迈上新台阶，跨境投资品种进一步丰富。本次放宽沪深港通下股票 ETF 合格产品范围，主要着眼于管理规模、跟踪指数成份权重等指标。1) 对于沪深股通而言：①管理规模方面，纳入互联互通 ETF 产品的规模要求由过去 6 个月日均资产规模不低于 15 亿元调整为不低于 5 亿元；②基准指数成份权重方面，跟踪指数成份证券中沪深交易所上市股票占比要求由不低于 90%调整为不低于 60%，沪深股通股票占比要求由不低于 80%调整至不低于 60%；③调出沪深港通情形方面，产品规模门槛从此前的过去 6 个月日均资产规模低于 10 亿元调整为低于 4 亿元；沪深交易所上市股票/沪深股通股票占比门槛由低于 85%/70%下调至低于 55%/55%。2) 对于港股通而言：①管理规模方面，纳入互联互通 ETF 产品的规模要求由过去 6 个月日均资产规模不低于 17 亿港元调整为不低于 5.5 亿港元；②基准指数成份权重方面，跟踪指数成份证券中联交所上市股票权重占比要求由不低于 90%调整为不低于 60%，港股通股票占比要求由此前的差异化安排统一调整至不低于 60%；③调出沪深港通情形方面，产品规模门槛从此前的低于 12 亿港元调整为低于 4.5 亿港元。联交所上市股票/港股通股票占比门槛统一调整至 55%。

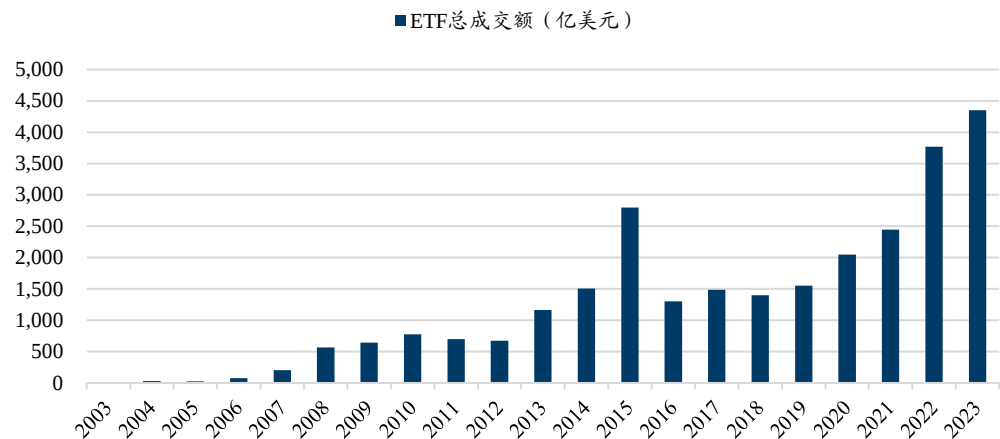
图 2：沪深交易所沪深港通业务实施办法修订内容

	港股通ETF（南向）		沪深股通ETF（北向）	
	新规前	新规后	新规前	新规后
上市时长及基准指数历史	ETF已上市6个月或以上，基准指数推出满一年	ETF已上市6个月或以上，基准指数推出满一年	ETF已上市6个月或以上，基准指数推出满一年	ETF已上市6个月或以上，基准指数推出满一年。
资产管理规模	以港币计价，过去6个月日均资产管理规模不低于 港币17亿元	以港币计价，且最近6个月日均资产管理规模不低于 港币5.5亿元	以人民币计价，且最近6个月日均资产管理规模不低于 人民币15亿元	以人民币计价，且最近6个月日均资产管理规模不低于 人民币5亿元
基准指数股票权重要求	跟踪的标的指数成份证券中，联交所上市股票权重占比不低于 90% ；跟踪的标的指数为恒生指数、恒生中国企业指数、恒生科技指数或恒生香港上市生物科技指数的，其成份证券中港股通股票权重占比不低于 70% ；为其他指数的，其成份证券中港股通股票权重占比不低于 80%	跟踪的标的指数成份证券中，联交所上市股票权重占比不低于 60% ，且港股通股票权重占比不低于 60%	跟踪的标的指数成份证券中，沪深交易所上市股票权重占比不低于 90% ，且沪股通股票和深股通股票权重占比不低于 80%	跟踪的标的指数成份证券中，沪深交易所上市股票权重占比不低于 60% ，且沪股通股票和深股通股票权重占比不低于 60%
基准指数中单一成份证券权重	跟踪的标的指数或其编制方案符合以下条件：为宽基股票指数的，单一成份股权重不超过30%；为非宽基股票指数的，应当符合以下全部条件： ①成份股数量不低于30只； ②单一成份证券权重不超过15%且前5大成份证券权重合计占比不超过60%； ③权重占比合计90%以上的成份股最近1年日均成交额位于其所在证券交易所全部上市股票的前80%。	跟踪的标的指数或其编制方案符合以下条件：为宽基股票指数的，单一成份股权重不超过30%；为非宽基股票指数的，应当符合以下全部条件： ①成份股数量不低于30只； ②单一成份证券权重不超过15%且前5大成份证券权重合计占比不超过60%； ③权重占比合计90%以上的成份股最近1年日均成交额位于其所在证券交易所全部上市股票的前80%。	跟踪的标的指数或其编制方案符合以下条件：为宽基股票指数的，单一成份股权重不超过30%。为非宽基股票指数的，应当符合以下全部条件： ①成份股数量不低于30只； ②单一成份证券权重不超过15%且前5大成份证券权重合计占比不超过60%； ③权重占比合计90%以上的成份股最近1年日均成交额位于其所在证券交易所上市股票的前80%；	跟踪的标的指数或其编制方案符合以下条件：为宽基股票指数的，单一成份股权重不超过30%。为非宽基股票指数的，应当符合以下全部条件： ①成份股数量不低于30只； ②单一成份证券权重不超过15%且前5大成份证券权重合计占比不超过60%； ③权重占比合计90%以上的成份股最近1年日均成交额位于其所在证券交易所上市股票的前80%；
调出沪深港通情形	（一）最近6个月日均资产规模低于 港币12亿元 ； （二）跟踪的标的指数成份证券中，联交所上市股票权重占比低于 85%	（一）最近6个月日均资产规模低于 港币4.5亿元 ； （二）跟踪的标的指数成份证券中，联交所上市股票权重占比低于 55% ，或者港股通股票权重占比低于 55%	（一）最近6个月日均资产规模低于 人民币10亿元 ； （二）跟踪的标的指数成份证券中，本所和深交所上市股票权重占比低于 85% ，或者沪股通股票和深股通股票权重占比低于 70%	（一）最近6个月日均资产规模低于 人民币4亿元 ； （二）跟踪的标的指数成份证券中，本所和深交所上市股票权重占比低于 55% ，或者沪股通股票和深股通股票权重占比低于 55%

数据来源：上交所，深交所，东吴证券研究所

香港 ETF 市场规模正处于高速扩展阶段，互联互通 ETF 扩容有望加深两地资本市场联系。2003-2023 年，香港交易所 ETF 年成交额由 17 亿美元增长至 4,351 亿美元，年复合增长率达到 32%，投资者对于 ETF 产品的需求持续高增。从 ETF 互联互通规模来看，截至 2024 年 4 月 30 日，沪深港通 ETF 产品共 149 只，其中北向产品 141 只，规模为人民币 1.58 万亿元，南向产品 10 只，规模为港币 2,287 万元，仍具备较大扩展空间。另外，此次扩容有望将部分行业主题 ETF 产品纳入互联互通，后续面对结构性行情有望带动互联互通 ETF 产品交易活跃度提升。

图 3：2003-2023 年港交所 ETF 总成交额（亿美元）



数据来源：世界交易所联合会，东吴证券研究所

（2）将 REITs 纳入沪深港通，丰富互联互通投资品类

互联互通机制自 2014 推出以来持续完善优化，交易品类不断扩充。此次纳入 REITs 是互联互通投资范围扩容的又一重要进程。REIT 让投资者涉猎广泛类型物业的投资，涉及不同的估值与投资回报，是除股票与以外，以丰富多元化投资策略的另一投资选项。从可投资范围来看，截至 2024 年 4 月 30 日，香港市场 REITs 产品共 11 支，合计市值 1,234 亿港元，内地市场 REITs 产品共 36 支，合计市值人民币 1,061 亿元。

（3）支持人民币股票交易柜台纳入港股通，长期有望推动人民币国际化

双柜台模式仍处于开通初期，规模增长仍需时日。港交所“港币-人民币双柜台模式”于 2023 年 6 月 19 日正式启动。双柜台模式下，符合市值、流动性要求的港股公司可在现有港币柜台基础上，再增设人民币柜台；投资者可以选择用港币或人民币买卖双柜台证券，并可以互换同一上市发行人的港币柜台证券及人民币柜台证券。当前双柜台模式仍处于发展初期，加之此前未加入港股通，主要供香港本地及海外投资者使用，成交量仍待增长。截至 2024 年 4 月 30 日，香港市场共 24 家上市公司获批设立人民币柜台，其人民币柜台成立以来合计日均成交额仅为 0.04 亿元人民币，占港币柜台比重仅为 0.79%。

双柜台纳入港股通主要意义在于提升投资便利度，短期对于流动性影响预计有限，长期有利于推动人民币国际化。此次证监会支持人民币股票交易柜台纳入港股通，预计主要影响将集中于改善南向投资者交易便利度，及南向投资者可直接使用人民币投资，可节省换汇的时间成本及汇兑成本，但是受限于规模，双柜台纳入港股通无法快速提升南向成交规模。长期来看，双柜台模式的推出一定程度上丰富人民币产品生态圈，为发

行人和投资者提供更多交易选择，有助于推进人民币国际化，增加整体离岸人民币的投资渠道。

图 4：港币-人民币双柜台机制概述

	港币柜台	人民币柜台
证券代码	0XXXXX	8XXXXX
证券简称	XYZ	XYZ-R
交易币种	港币	人民币
股东权益转换	投资人于两个柜台持有的证券可在不改变拥有权的情况下转换。	
二级市场交易	两个柜台的交易独立进行，交易规则与现行规则相同。同时，可进行跨柜台交易，在一个柜台买入、另一个柜台卖出，两个柜台的证券可相互转换。	
结算交收	两个柜台的证券独立进行结算交收。为方便识别，不同柜台的股票具有不同的股份代号、股份简称及国际证券识别号码。在结算交收环节，两个柜台的交易各有一个持续净额交收数额。与现行交收机制相同，人民币柜台交易也设为T+2日完成结算交收。两个柜台的证券可相互转换，中央结算系统不收取任何费用。	
印花税及交易费用支付	人民币柜台交易费用及印花税须以港币支付，但是但经纪商可能提供货币转换服务，从而方便投资者使用人民币支付相关费用	
上市公司行为	双柜台模式下，上市公司可以自行选择通过港币或人民币支付股息，派送红股时投资者将按其人民币或港币柜台持股数量分别收取人民币或港币柜台证券。上市公司在进行股票回购时也可自行选择人民币或港币柜台进行。	

数据来源：港交所，东吴证券研究所

图 5：双柜台证券名单

证券代码	证券简称	公司属性	总市值（亿元）	设立双柜台以来 涨跌幅	港币柜台是否 纳入港股通	设立双柜台以来 日均成交额（人 民币亿元）	人民币柜台日 均成交额占港 币柜台比重
80700.HK	腾讯控股-R	民营企业	30,527	-2.52%	是	0.15	0.26%
89988.HK	阿里巴巴-SWR	公众企业	14,242	-18.10%	否	0.07	0.23%
80941.HK	中国移动-R	中央国有企业	14,102	11.83%	是	0.14	1.69%
80883.HK	中国海洋石油-R	中央国有企业	8,705	76.30%	是	0.07	0.65%
83690.HK	美团-WR	民营企业	6,690	-14.67%	是	0.04	0.12%
82318.HK	中国平安-R	公众企业	6,064	-30.26%	是	0.18	0.86%
81211.HK	比亚迪股份-R	民营企业	5,741	-19.05%	是	0.02	0.15%
81299.HK	友邦保险-R	公众企业	5,641	-35.29%	是	0.04	0.24%
81810.HK	小米集团-WR	民营企业	4,007	60.35%	是	0.04	0.32%
89618.HK	京东集团-SWR	民营企业	3,473	-22.70%	否	0.01	0.10%
80388.HK	香港交易所-R	公众企业	2,941	-19.05%	是	0.05	0.44%
89888.HK	百度集团-SWR	民营企业	2,626	-27.78%	否	0.02	0.21%
82020.HK	安踏体育-R	民营企业	2,362	3.60%	是	0.00	0.06%
82388.HK	中银香港-R	中央国有企业	2,331	-1.56%	是	0.04	2.55%
81024.HK	快手-WR	民营企业	2,281	0.20%	是	0.01	0.05%
80016.HK	新鸿基地产-R	外资企业	1,960	-27.65%	是	0.01	0.28%
80011.HK	恒生银行-R	外资企业	1,818	-9.35%	是	0.00	0.30%
80291.HK	华润啤酒-R	中央国有企业	1,093	-31.15%	是	0.00	0.12%
80992.HK	联想集团-R	中央国有企业	1,038	11.04%	是	0.03	0.75%
82333.HK	长城汽车-R	民营企业	919	29.78%	是	0.00	0.04%
80175.HK	吉利汽车-R	民营企业	877	-4.22%	是	0.02	0.82%
86618.HK	京东健康-R	民营企业	788	-49.80%	是	0.00	0.06%
82331.HK	李宁-R	公众企业	507	-55.57%	是	0.00	0.04%
80020.HK	商汤-WR	外资企业	375	-46.41%	是	0.02	0.79%

数据来源：Wind，东吴证券研究所（截至 2024 年 4 月 26 日）

注：备注汇率，1 港元=0.90018 元人民币。

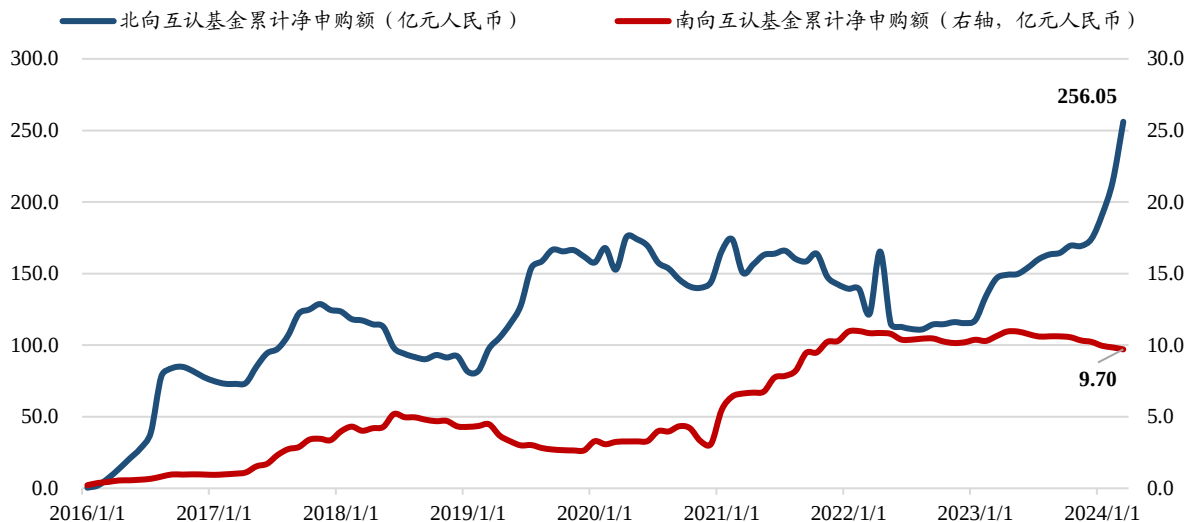
（4）优化基金互认安排，有望带动销售规模逐步提升

2015 年 7 月 1 日起，中国证监会与香港证监会联合开展两地基金互认。根据证监会《香港互认基金管理暂行规定》，要求，香港互认基金在内地公开销售，应当符合以下条件：①依照香港法律在香港设立和运作，经香港证监会批准公开销售，受香港证监会监管；②管理人是在香港注册及经营，持有香港资产管理牌照，未将投资管理职能转授予其他国家或者地区的机构，最近 3 年或者自成立起未受到香港证监会的重大处罚；③采用托管制度，信托人、保管人符合香港证监会规定的资格条件；④基金类型为常规股票型、混合型、债券型及指数型（含交易型开放式指数基金）；⑤基金成立 1 年以上，资产规模不低于 2 亿元人民币(或者等值外币)，不以内地市场为主要投资方向，在内地的销售规模占基金总资产的比例不高于 50%。香港证监会对于内地互认基金，在基金规模、销售对象、销售比例等方面亦作出相同规定。

互认基金销售“南冷北热”现象显著，整体规模仍相对有限。截至 2024 年 4 月 30 日，内地（南下）及香港（北上）互认基金注册产品数量分别为 54/117 支，合计管理规

模分别为 326 亿元/989 亿港元；截至 2024 年 3 月，南向/北向互认基金累计申购额分别为 9.7/256.1 亿元人民币。

图 6：2016-2024 年南北向互认基金累计净申购额（亿元人民币）



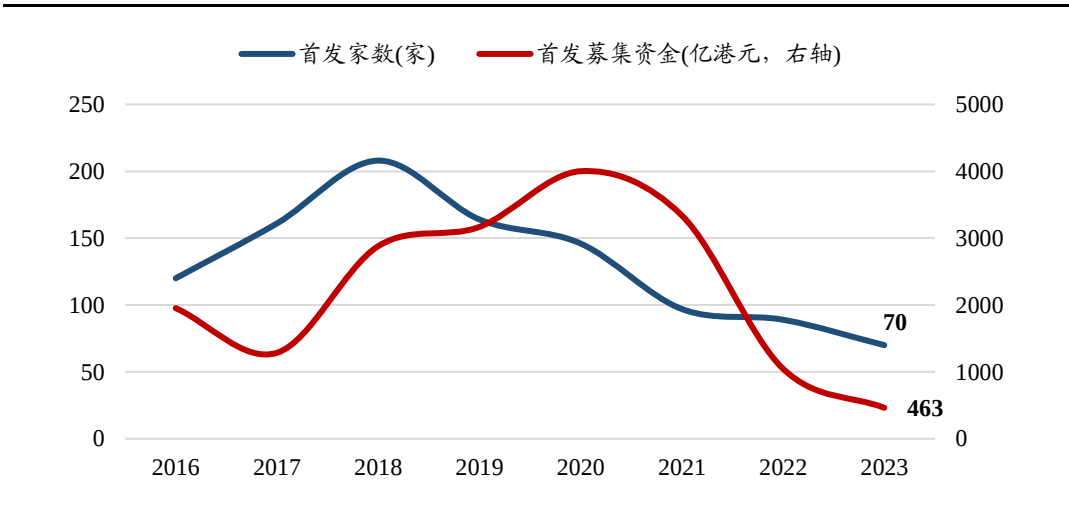
数据来源：国家外汇管理局，东吴证券研究所

适度放宽互认基金销售比例限制，跨境投资渠道拓宽有望带动销售规模上升。此次证监会计划推动适度放宽互认基金客地销售比例限制，有望带动互认基金市场规模逐步扩大。此外，证监会部分放松对于管理人的资格要求，允许香港互认基金投资管理职能转授予与管理人同集团的海外资产管理机构，有望强化香港管理人与境外关联方合作，推动更多基金在香港设立和注册，增强香港市场的吸引力和竞争力。

（5）支持内地行业龙头企业赴香港上市，赋予港交所 IPO 市场更多新机遇

港股 IPO 市场表现不佳，支持内地龙头企业赴港上市有望丰富优质供给。近年来宏观经济下行压力较大，港股市场行情持续低迷，导致 IPO 市场表现相对不佳。2023 年香港市场 IPO 家数仅为 70 家，较 2022 年下降 19 家；IPO 规模 463 亿港元，同比下降 56%，较 2020 年中概股大批回流港股时期高点下降 88%。在此背景下，推动内地优质企业赴港上市融资有望直接带动香港 IPO 市场规模提升，同时为港股二级市场提供丰富优质供给，一定程度上带动流动性改善。

图 7：2016-2023 年香港市场 IPO 情况



数据来源：Wind，东吴证券研究所

2. 两会提案预计渐次落地，期待股息税调降及衍生品机遇

(1) 港股通股息税征收水平有望降低

香港证监会主席提案调降港股通股息税，南向交易限制或进一步放开。当前股息税政策安排下，港股通投资者投资红筹股所获得股息，需先向特区政府缴纳 10% 红利税，再按照税后金额向中央政府缴纳 20% 红利税，二者累计后实际税率为 28%，远高于境外投资者；港股通投资者投资 H 股及本地港股所获得股息，在股息税缴纳方面亦不存在长期持股优惠。针对这一问题，香港证监会主席雷添良在两会提案中就港股通投资者资格问题明确提及：**建议降低港股通个人投资者的股息红利税收水平，使之与 A 股市场持平**。若提案落地，南向交易通道将进一步拓宽，南向交易情绪亦或有所提升。

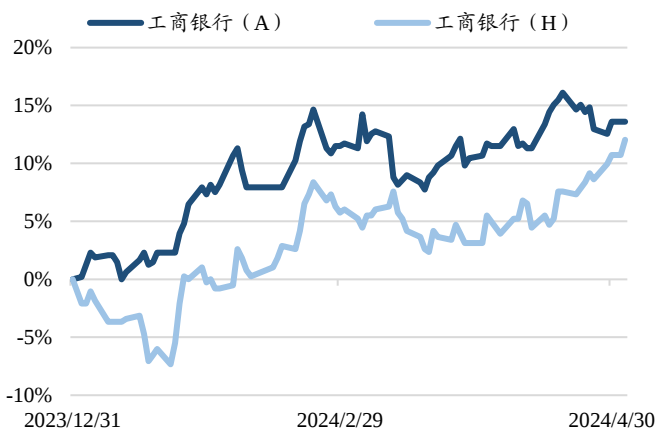
图 8：港股与 A 股股息税政策安排比较

A股股息税政策安排				
持股时长		个人及证券投资基金		
1个月以内		20%		
1个月至1年		10%		
1年以上		0%		
港股股息税政策安排				
	内地个人投资者	内地证券投资基金	内地居民企业	境外投资者
H股	20%	20%	20%	10%
非H中资股（红筹股）	28%	28%	28%	0%
本地港股	20%	20%	20%	0%

数据来源：国家税务总局，东吴证券研究所

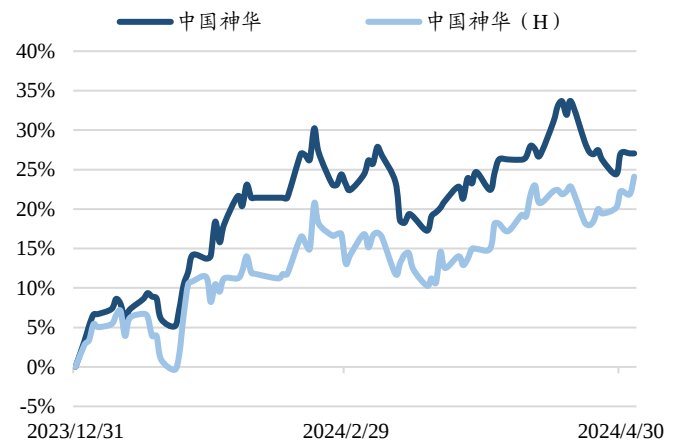
调降南向股息税有望强化港股高股息资产投资热情。2024 年以来，伴随宏观经济增长预期转弱，市场对于低估值、高股息标的的避险投资需求大幅增长，致使 A 股高股息红利资产受到热捧（截至 2024 年 4 月 30 日，上证指数/红利指数年涨跌幅分别为 +4.37%/+12.80%）。然而在港股市场，高股息策略表现较之在 A 股市场仍有差距，代表性高股息标的 H 股走势大多逊于 A 股。高股息偏好向香港市场传导不畅，原因之一即为港股通投资者投资港股高股息标的所需承担的股息税远高于投资 A 股，大幅降低了持有港股高股息股票的实际回报率。调降南向股息税有望提升内地投资者投资港股，尤其高股息资产的意愿。

图 9：2024 年工商银行 A/H 股涨跌幅对比



数据来源：Wind，东吴证券研究所（截至 2024.4.30）

图 10：2024 年中国神华 A/H 股涨跌幅对比



数据来源：Wind，东吴证券研究所（截至 2024.4.30）

（2）内地资产相关的金融衍生产品范围拓宽在即

香港证监会主席雷添良的另一重要提案即为在香港推出更多以内地资产为标的的**金融衍生产品**。为进一步强化香港的风险管理中心功能，雷添良建议内地相关部委支持香港尽快推出中证 300 指数期货及开发其他基于内地 A 股的宽基指数期货产品。此举可与现有的 MSCI 中国 A50 互联互通指数期货形成互补，丰富香港的离岸风险管理工具，帮助国际投资者更好地管理其内地资产相关风险，从而促进国际资金长期投资于内地市场，避免随市场波动出现大规模资金跨境流动。

港交所衍生品市场持续繁荣，内地资产相关金融衍生品需求旺盛。香港交易所持续推动其衍生品市场的创新与发展，不断提升市场效率与吸引力。香港衍生品市场成交量连续 4 年维持正增长，年化增长 6.6%，成交量 3.31 亿手及持仓量 1184 万手均创历史新高。过去 10 年，港交所衍生品成交量和持仓量年均增速分别为 15.5% 和 9%，衍生品板块是港交所多年来业务增长最为稳健的板块。内地资产相关金融衍生品方面，2023 年港

交所 MSCI 中国净总回报指数期货成交张数较 2022 年增长 149%至 37.4 万张，受到投资者青睐。伴随内地资产价格波动加大，海外投资者对于内地资产的风险管理需求提升，港交所强化内地资产相关金融衍生产品布局，有望进一步提升香港市场对于海外投资者的吸引力。

3. 投资建议

政策红利期叠加周期底部，看好香港交易所发展前景。香港交易所作为全球资本交汇枢纽，基于“稀缺赛道+轻资产”的运营模式，充分享受境内资本市场开放深化的政策红利，展业条件得天独厚，叠加与新兴资本市场互联互通机制不断完善，中长期成长空间依旧可观。1) 港交所迎来重要政策红利期。2023 年起，港交所增设人民币柜台、港府调降股票印花税率等改革举措频频落地。2024 年 4 月证监会发布 5 项资本市场对港合作措施，亦有望进一步改善香港资本市场流动性。2) 交投情绪触底反弹，主业有望迎来周期底部反转。2024 年 3 月香港证券市场日均成交额环比+24%至 1,112 亿港元，时隔 7 个月后再度突破千亿港元。伴随交易成本的降低、美元加息周期趋近尾声以及港股盈利的逐步改善，港交所基本面拐点较为清晰。3) 估值处于历史低位，修复空间较大。截至 2024 年 4 月 30 日，港交所 PE(TTM)估值 29.90x，2012 年以来估值历史分位数 17.11%，安全边际较高。预计港交所 2024-2026 年归母净利润分别为 121.24 /131.63 /141.33 亿港元，对应增速分别为 2.21% / 8.57% / 7.37%，当前市值对应 PE 估值分别为 28.17x /25.95x /24.17x。

图 11：香港交易所盈利预测

单位：百万港元	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	20,950	18,456	20,516	21,691	23,250	24,646
交易费及交易系统使用费	7,931	6,837	6,081	6,727	7,321	7,921
联交所上市费	2,185	1,915	1,523	1,648	1,849	2,012
结算及交收费	5,214	4,335	3,885	4,374	4,812	4,998
存管、托管及代理人服务费	1,543	1,260	1,276	1,340	1,407	1,477
市场数据费	1,034	1,081	1,098	1,155	289	306
其他收入-经营	1,564	1,506	1,582	1,876	2,986	3,381
主营业务收入	19,471	16,934	15,445	15	18,663	20,094
投资收益净额	1,304	1,356	4,959	4,314	4,325	4,282
营业支出	-4,529	-5,095	-5,441	-5,852	-6,135	-6,346
归属于母公司股东净利润	12,535	10,078	11,862	12,124	13,163	14,133
归属于母公司股东净资产	49,626	49,728	51,344	53,422	55,611	57,376
营业收入增速	9.17%	-11.90%	11.16%	5.73%	7.18%	6.00%
归属于母公司股东净利润增速	8.95%	-19.60%	17.70%	2.21%	8.57%	7.37%
归属于母公司股东净资产增速	1.45%	0.21%	3.25%	4.05%	4.10%	3.17%
ROE	25.44%	20.29%	23.47%	23.15%	24.15%	25.02%
EPS（港元）	9.89	7.95	9.36	9.56	10.38	11.15
BVPS（港元）	39.14	39.22	40.50	42.14	43.86	45.26
P/E（H）	27.25	33.89	28.79	28.17	25.95	24.17
P/B（H）	6.88	6.87	6.65	6.39	6.14	5.95

数据来源：Wind，东吴证券研究所（截至 2024 年 5 月 6 日）

4. 风险提示

1) 政策落地节奏及效果不及预期。若后续香港资本市场政策出台节奏及落地效果不佳，将对于投资者预期产生负面影响。

2) 权益市场大幅波动。若香港权益市场大幅波动，将直接影响投资者交易情绪及企业上市发行意愿，从而对公司基本面及估值造成冲击。

3) 行业竞争加剧。港交所在争取一些互联网、科技类公司 IPO 时，需要面临来自内地交易所及欧美发达市场的激烈竞争，若竞争不力则对于港交所业绩表现产生负面影响。

图 12：香港交易所财务预测表

合并资产负债表	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	合并利润表	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
现金及等同现金项目	184,965	125,107	131,329	138,080	132,181	营业总收入	18,456	20,516	21,691	23,250	24,646
按公允价值计入损益的金融资产	6,177	6,357	6,673	7,016	7,366	交易费及交易系统使用费	6,837	6,081	6,727	7,321	7,921
以摊销成本计量的财务资产	70,285	74,984	61,011	64,148	67,344	联交所上市费	1,915	1,523	1,648	1,849	2,012
应收账款,按金及预付款项	25,354	33,313	31,103	32,775	34,479	结算及交收费	4,335	3,885	4,374	4,812	4,998
可收回税款	17	64	15	15	16	存管、托管及代理人服务费	1,260	1,276	1,340	1,407	1,477
按公允价值计入其他全面收益的金融资产	14,962	18,250	20,337	21,383	22,448	市场数据费	1,081	1,098	1,155	289	306
流动资产合计	382,478	316,202	331,816	348,947	353,625	其他收入-经营	1,506	1,582	1,876	2,986	3,381
以摊销成本计量的财务资产	209	1,665	1,698	1,732	1,767	投资收益净额	1356	4959	4314	4325	4282
按公允价值计入损益的金融资	787	604	813	855	898	杂项收入	36	24	29	35	41
应收账款,预付款及按金	21	19	19	19	19	营业支出	-5,095	-5,441	-5,852	-6,135	-6,346
于合营公司之权益	291	352	352	352	352	职工薪酬	-3,324	-3,564	-3,804	-3,988	-4,125
商誉及其他无形资产	18,968	19,279	19,472	19,667	19,863	资讯科技及电脑维修保养支出	-732	-814	-878	-920	-952
固定资产	1,640	1,553	1,537	1,522	1,507	楼宇支出	-120	-134	-176	-184	-190
使用权资产	1,604	1,484	2,000	2,000	2,000	产品推广支出	-129	-135	-146	-153	-159
递延税项资产	53	21	22	23	30	法律及专业咨询费	-279	-289	-187	-196	-203
非流动资产合计	23,573	24,977	25,914	26,170	26,436	香港交易所慈善基金的慈善捐款	-136	-94	-146	-153	-159
资产总计	406,051	341,179	357,730	375,117	392,839	其他支出-经营	-375	-411	-515	-540	-558
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	227,902	176,165	184,973	194,222	203,933	息税折旧摊销前利润	13,185	14,828	15,585	16,847	18,020
应付账款,应付费用及其他负债	19,054	27,849	29,241	30,704	32,239	折旧及摊销	-1,459	-1,443	-1,472	-1,501	-1,531
递延收入	1,076	1,060	1,113	1,169	1,227	营业利润	11,726	13,385	14,113	15,346	16,488
应交税费	2,172	639	671	704	740	融资成本	-138	-135	-142	-149	-156
其他金融负债	40	29	30	32	34	与伦敦证交所拟议合并有关的费用	0	0	0	0	0
参与者对结算所基金的缴款	21,205	21,955	23,053	24,205	25,416	应占共同控制实体损益	71	82	84	85	87
短期借款	430	382	401	421	442	除税前溢利	11,659	13,332	14,055	15,283	16,419
拨备	67	62	65	68	72	所得税	-1,564	-1,351	-1,897	-2,063	-2,217
按公允价值计入损益之金融负债	80,705	58,100	61,005	64,055	67,258	净利润	10,095	11,981	12,157	13,219	14,202
租赁负债	297	270	284	298	313	归属于母公司股东的净利润	10,078	11,862	12,124	13,163	14,133
应付账款,应付费用及其他负债	1,448	1,334	1,401	1,471	1,544	少数股东损益	17	119	33	56	69
长期借款	61	65	68	72	75						
拨备	90	113	119	125	131	重要财务与估值指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
递延税项负债	1,072	1,053	1,106	1,161	1,219	营业收入增长率	-11.90%	11.16%	5.73%	7.18%	6.00%
递延收入	333	307	322	338	355	归母净利润增速	-19.60%	17.70%	2.21%	8.57%	7.37%
负债合计	355,952	289,383	303,852	319,045	334,997	归母净资产增速	0.21%	3.25%	4.05%	4.10%	3.17%
股本	31,918	31,946	32,585	33,237	33,901	每股收益（港元）	7.95	9.36	9.56	10.38	11.15
股东权益合计(不含少数股东权益)	49,728	51,344	53,422	55,611	57,376	每股净资产（港元）	39.22	40.50	42.14	43.86	45.26
少数股东权益	371	452	457	461	466	净资产收益率	20.29%	23.47%	23.15%	24.15%	25.02%
股东权益合计(含少数股东权益)	50,099	51,796	53,878	56,073	57,842	P/E	33.89	28.79	28.17	25.95	24.17
负债及股东权益总计	406,051	341,179	357,730	375,117	392,839	P/B	6.87	6.65	6.39	6.14	5.95

数据来源：Wind，东吴证券研究所（截至 2024 年 5 月 6 日）

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

在法律许可的情况下，东吴证券及其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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5%以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准-5%与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5%以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>