

股票

香港

业绩覆盖

第一季

12 个月评级

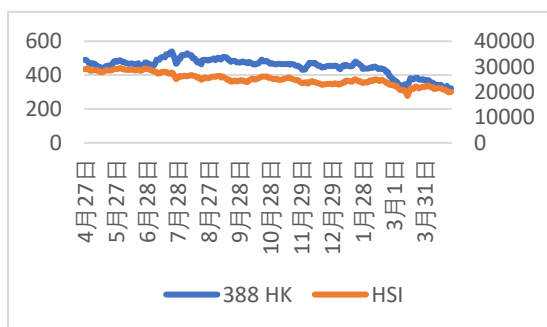
买入

股价 (2022 年 4 月 27 日)	321 港币
6-12 个月目标价	447 港币
股票代码	0388. HK
升跌幅 (%)	39.25%
市值 (2022 年 4 月 27 日)	4,080 亿港元
企业价值 (2022 年 4 月 27 日)	6,267 亿港元
已发行普通股数 (百万)	1,268
香港流通股数 (百万)	1,268 (100%)
PB (12/22E)	8.46
52 周价格幅度	314.00 - 532.17 港币

主要财务数据

(港币)	12/21	12/22E	12/23E
收入(百万元)	19,471	20,167	21,827
增长	15.66%	3.57%	8.23%
EPS(元)	9.91	10.14	11.04
增长	8.78%	2.28%	8.89%
ROE	25.44%	24.79%	24.79%
股息率	1.97%	2.04%	2.09%
PE(X)	36.37	35.56	32.65
PB(X)	9.21	8.46	7.76

52 周内股价走势图



数据源：彭博、万得、恒大证券研究部

恒大证券研究中心分析员

胡文杰

852 3550 6950

hugh.wu@gisf.hk

港交所 0388. HK

2022 年首季业绩较去年同期逊色，但与上季相若

第一季收入及其他收益为 46.90 亿元，同比下跌 21.26%，环比下跌 0.89%；交易费及交易系统使用费为 19.15 亿元，同比下跌 19.84%，环比上升 12.38%，结算及交收费为 12.34 亿元，同比下跌 19.56%，环比上升 7.77%；联交所上市费 5.61 亿元，同比下跌 5.08%，环比上升 0.90%；营运支出为 11.79 亿元，同比下跌 6.90%，环比下跌 1.83%；EBITDA 利润率为 74.67%，同比下跌 6.68%，环比上升 0.21%；股东应占溢利为 26.68 亿元，同比下跌 30.52%，环比下跌 0.22%。

首季标题平均每日成交金额减少，令交易及结算费减少，加上电子首次公开招股服务费用减少令存管费用减少，导致主要业务收入同比下跌 16%。标题平均每日成交金额为 1,465 亿元，同比下跌 35%，环比上升 16%。期交所的衍生产品合约成交张数录得稳健增长，平均每日成交张数较同比上升 21%，环比上升 39%。

沪深港通北向及南向总成交金额分别为 6139.4 十亿元人民币（同比下跌 16.54%，环比下跌 2.91%）及 1950.3 十亿港元（同比下跌 42.69%，环比下跌 44.69%）。

伴随上市公司数目增加，料下半年港交所的盈利增速有望提升

受地缘政治紧张、通胀风险升温及加息的环境影响，料冷淡的市场气氛会在第二季持续，但相信港股市场进一步受压的空间不大，预期下半年伴随上市公司数目增加及中概股回港上市步伐加快，港交所的盈利增速有望提升。于 2022 年 3 月 31 日共有 157 宗上市申请正在处理中，当中包括 10 宗 SPAC 的上市申请，配合预期在第四季推出的码化公开招股程序 FINI，料推动下半年 IPO 业绩和市场成交额。长远看好中港透过「沪深港通」扩展内地金融产品体系，完善风险管理工具，进一步开放内地金融市场。

投资建议维持“买入”评级，维持目标价 447 港元

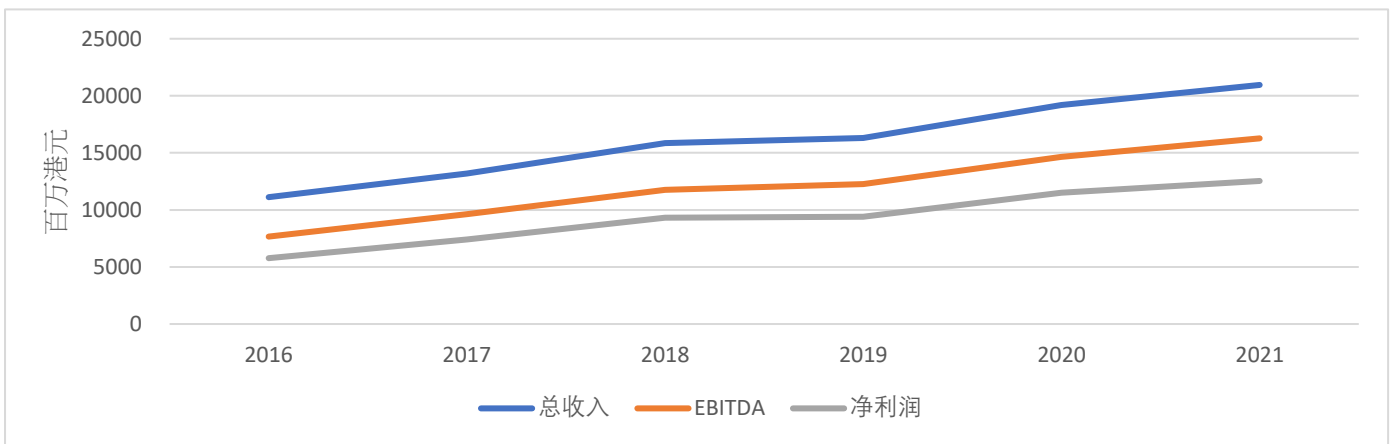
预测其 2022-24 年年度溢利可达 128.26/139.99/152.28 亿元，同比分别增长 2.52%/8.89%/9.21%。公司在香港有垄断的超然地位，亦是人民币国际化的重要载体，新经济上市潮有望带来持续增长。基于绝对估值 DCF 模型得出 447 元目标价，给予买入评级。

风险提示

资金流失、中美政策、地缘政治风险持续。

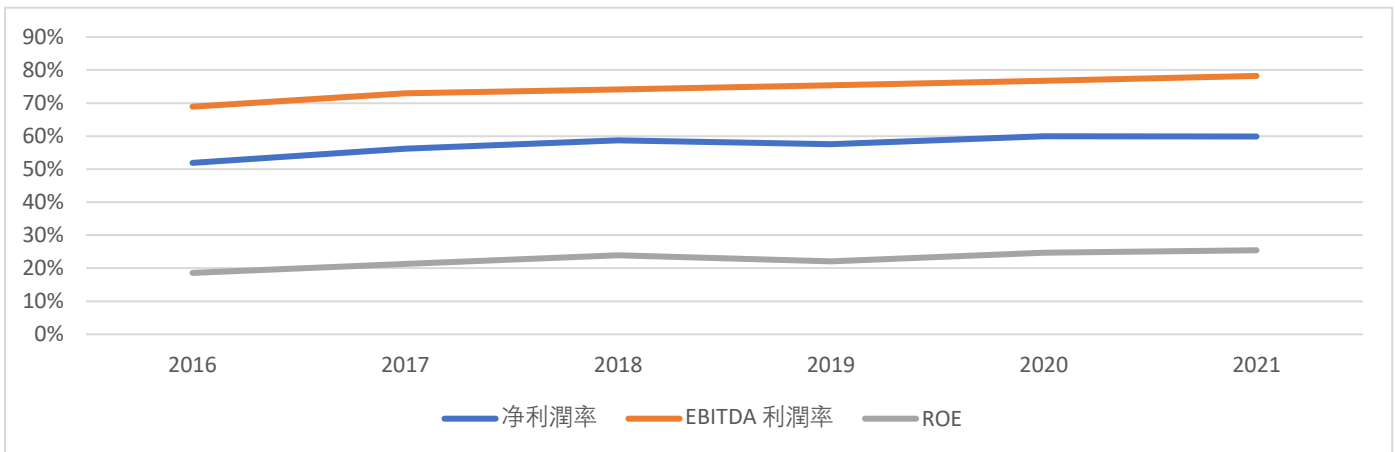
2022-04-28

图 1: 过去 6 年, 港交所期内总收入、净利润、EBITD



数据源: 港交所财政报告、恒大证券研究部

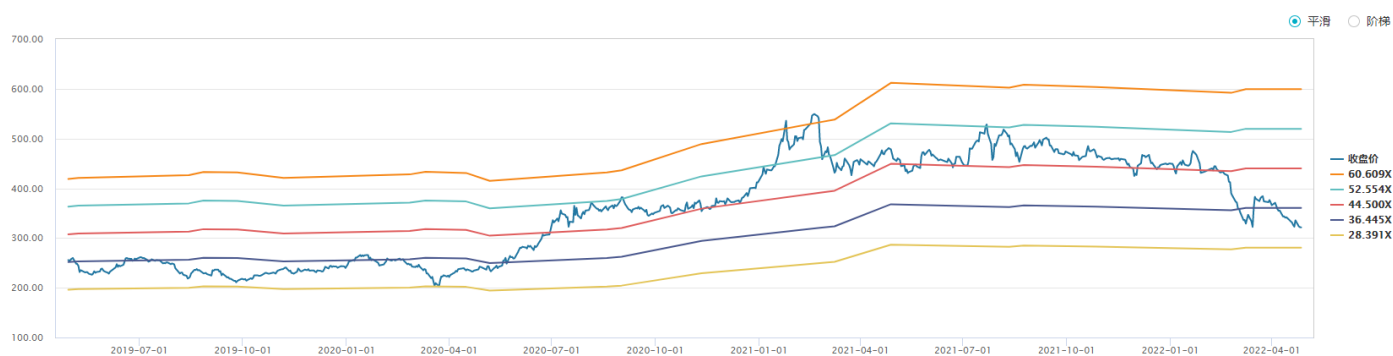
图 2: 过去 6 年, 港交所期内 ROE、净利率、EBITDA 利润率



数据源: 港交所财政报告、Wind、恒大证券研究部

港交所总收入、净利润和 EBITDA 走势存线性关系, 而且整体趋势向上。除个别年份(2016), 港交所 ROE 稳定维持在约 20%至 30%的水平; 净利率维持在约 50%至 60%的水平; EBITDA 利润率维持在约 75%至 80%的水平, 可见港交所有能力在维持成本效益的情况下增加其收入, 展现出业务高毛利的优势。

图 3: 港交所 PE-Band



数据源: Wind、恒大证券研究部

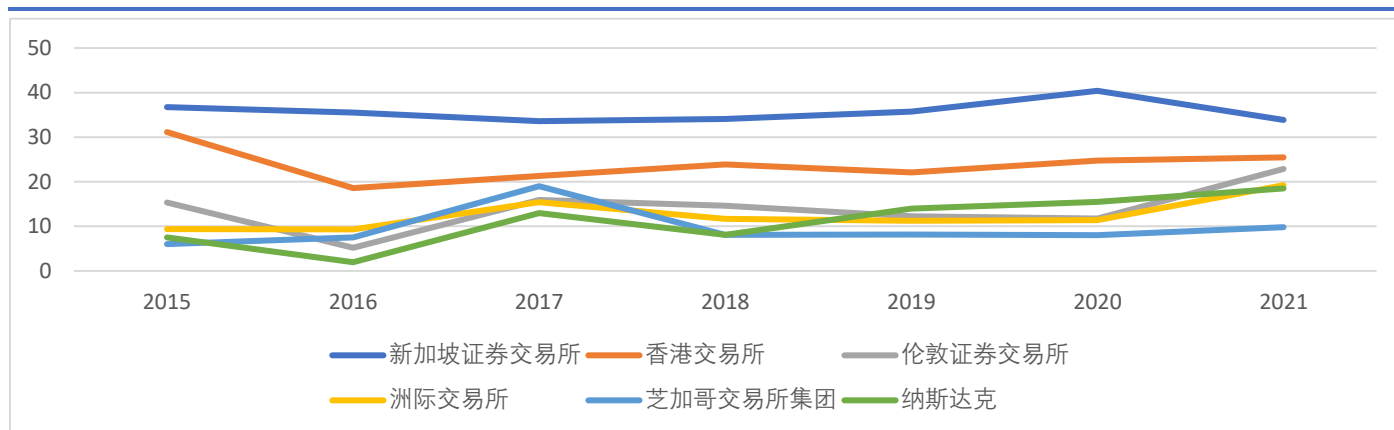
图 4: 港交所 PB-Band



数据源: Wind、恒大证券研究部

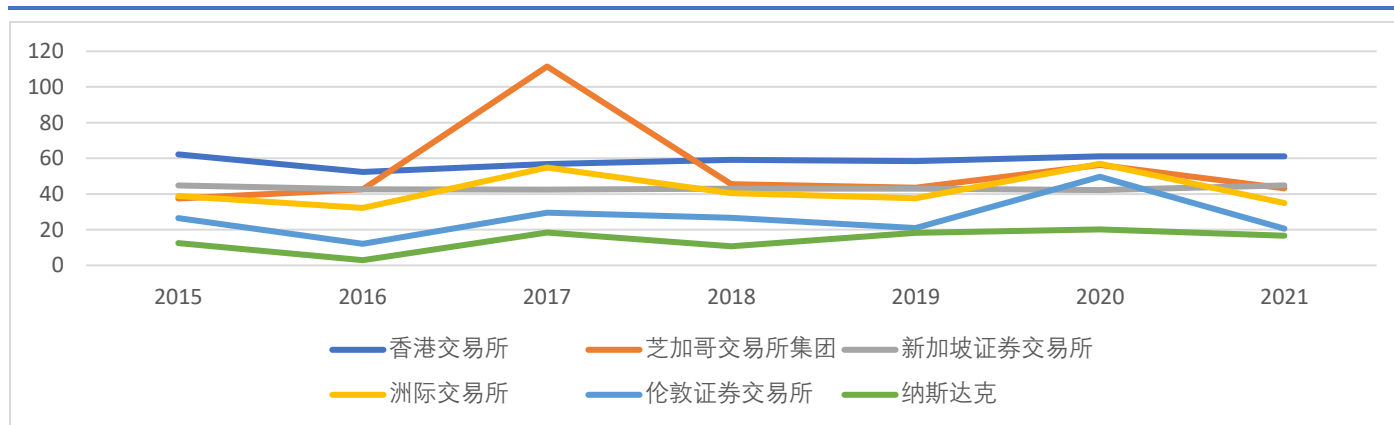
港交所的 PE 由 21 年约 61X 回落至约 32X，低于中间值 44.50X；港交所的 PB 亦由 21 年约 14X 回落至约 8X，低于中间值 10.09X，因此，港交所的股价有望回升。

图 5: 2016-2021 全球六家大型交易所 ROE 比较



数据源: Wind、恒大证券研究部

图 6: 2015-2021 全球六家大型交易所利润率比较



数据源: Wind、恒大证券研究部

表 1: 国际知名上市交易所集团 2021 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	净利润	总资产	净资产
ICE. N	洲际交易所	71. 46	40. 58	1935. 02	227. 48
CME. O	芝加哥交易所集团	46. 90	26. 36	1967. 80	273. 99
NDAQ. O	纳斯达克 OMX 集团	34. 20	11. 86	211. 15	74. 05
LSEG. L	伦敦证券交易所	92. 73	43. 05	10653. 52	345. 40
CBOE. BAT	芝加哥期权交易所	14. 76	5. 29	68. 15	36. 05
0388. HK	香港交易所	25. 05	16. 13	512. 09	64. 01
8697. T	日本交易所集团	12. 46	4. 74	5396. 55	27. 07
SGX	新加坡交易所	7. 87	3. 16	25. 03	10. 51
ENX	泛欧交易所	15. 36	4. 89	1660. 86	42. 50

数据源: Bloomberg、WIND、恒大证券研究部

表 2: 国际知名上市交易所集团 2021 年主要财务数据比较

证券代码	集团名称	净利润率	ROE (%)	EBITDA (T12M) (%)	P/E	市场份额
ICE. N	洲际交易所	56. 79	19. 23	64. 85	31. 22	22. 28
CME. O	芝加哥交易所集团	56. 22	9. 74	67. 71	37. 89	14. 62
NDAQ. O	纳斯达克 OMX 集团	32. 83	18. 51	53. 51	29. 37	10. 66
LSEG. L	伦敦证券交易所	12. 58	22. 88	46. 45	70. 43	28. 91
CBOE. BAT	芝加哥期权交易所	37. 62	15. 26	68. 25	25. 25	4. 60
0388. HK	香港交易所	64. 43	25. 44	83. 62	45. 95	7. 81
8697. T	日本交易所集团	38. 09	16. 53	67. 24	25. 71	3. 88
SGX	新加坡交易所	40. 13	31. 40	57. 70	23. 48	2. 45
ENX	泛欧交易所	39. 59	17. 56	63. 93	21. 22	4. 79

数据源: Bloomberg、恒大证券研究部

以相对值作为比较, 港交所的净利润率、EBITDA (T12M) 和 ROE 分别是 64. 43%、83. 62%和 25. 44%, 领先于其他交易所, 而且比平均值分别高出 22. 40%、19. 92%和 5. 82%, 显示港交所在营运效益和成本控制能力方面拥有优势。

财务报表预测和估值数据汇总

综合财务状况表 (百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
现金及等同现金项目	157,996	181,361	181,496	181,636	181,781
以公允价值计量及列入溢利或亏损的财务资产	100,597	100,861	100,936	101,014	101,095
以公允价值计量及列入其他全面收益的财务资产	7,942	9,755	9,762	9,770	9,778
以摊销成本计量的财务资产	62,688	51,828	51,867	51,907	51,948
应收账款、预付款及按金	47,080	32,738	32,762	32,788	32,814
应收回税项	26	19	19	19	19
于合资公司的权益	164	244	244	244	245
商誉及其他无形资产	18,737	18,972	18,986	19,001	19,016
固定资产	1,657	1,605	1,606	1,607	1,609
使用权资产	2,193	1,896	1,897	1,899	1,900
递延税项资产	26	25	25	25	25
总资产	399,106	399,304	399,601	399,909	400,230
按公允价值列账及列入溢利或亏损的财务负债	92,884	91,424	90,342	89,150	89,233
保证金以及现金抵押品	187,008	203,536	201,128	198,472	198,659
应付账款、应付费用及其他负债	42,974	28,335	28,000	27,630	27,656
递延收入	1,420	1,454	1,437	1,418	1,419
应付税项	1,174	1,153	1,139	1,124	1,125
其他财务负债	48	513	507	500	501
参与者对结算所基金的缴款	20,439	19,182	18,955	18,705	18,722
租赁负债	2,358	2,059	2,035	2,008	2,010
借款	423	426	421	415	416
拨备	212	180	178	176	176
递延税项负债	930	1,132	1,119	1,104	1,105
总负债	349,870	349,394	345,261	340,702	341,022
股本	31,891	31,896	34,727	37,838	37,838
为股份奖励计划而持有的股份	-485	-901	-981	-1,069	-1,069
以股份支付的雇员酬金储备	232	306	333	363	363
对冲及重估储备	25	15	16	18	18
汇兑储备	-218	-117	-127	-139	-139
设定储备	628	623	678	739	739
有关向非控股权益给予出售选择权的储备	-369	-369	-402	-438	-438
保留盈利	17,214	18,173	19,786	21,558	21,558
香港交易所股东应占股本权益	48,918	49,626	54,031	58,871	58,871
非控股权益	318	284	309	337	337
股本权益总额	49,236	49,910	54,341	59,208	59,208

综合收益表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
交易费及交易系统使用费	6,959	7,931	8,038	8,552	9,098
联交所上市费	1,899	2,185	2,245	2,511	2,810
结算及交收费	4,355	5,214	5,381	5,862	6,386
存管、托管及代理人服务费	1,264	1,543	1,699	1,870	2,058
市场数据费	953	1,034	1,079	1,125	1,173
其他收入	1,405	1,564	1,727	1,908	2,107
收入	16,835	19,471	20,167	21,827	23,633
投资收益	2,577	1,351	1,507	1,680	1,874
退回给参与者的利息	(349)	(47)	(53)	(59)	(66)
投资收益净额	2,228	1,304	1,454	1,622	1,808
香港交易所慈善基金的捐款收益	106	139	114	94	78
杂项收益	21	36	40	45	50
收入及其他收益	19,190	20,950	21,776	23,588	25,568
减：交易相关支出	(110)	(152)	(106)	(125)	(94)
收入及其他收益减交易相关支出	19,080	20,798	21,670	23,463	25,474
营运支出	(4,439)	(4,529)	(4,777)	(5,038)	(5,314)
EBITDA	14,641	16,269	16,893	18,425	20,160
折旧及摊销	(1,197)	(1,354)	(1,517)	(1,700)	(1,905)
营运溢利	13,444	14,915	15,376	16,725	18,255
融资成本	(181)	(154)	(162)	(170)	(179)
所占合资公司的溢利减亏损	69	80	16	34	40
除税前溢利	13,332	14,841	15,230	16,589	18,116
税项	(1,845)	(2,343)	(2,404)	(2,619)	(2,860)
2021 年度溢利	11,487	12,498	12,826	13,970	15,256
主要财务数据	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
EBITDA 利润率	76.73%	78.22%	77.96%	78.53%	79.14%
ROA	3.39%	3.14%	3.22%	3.50%	3.82%
ROE	24.72%	25.44%	24.79%	24.79%	25.96%
EPS (Basic)	9.11	9.91	10.14	11.04	12.05
BVPS	38.58	39.14	42.62	46.43	46.43
PE(X)	39.56	36.37	35.56	32.65	29.90
PB(X)	9.34	9.21	8.46	7.76	7.76
DPS	8.17	8.87	9.12	9.93	10.85
分红比率	90%	90%	90%	90%	90%

免责声明

分析师声明

负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券的看法；分析师的弥偿不会直接或间接地与其就调研报告或投资银行业务所发表的观点及意见有任何连系；分析师并不直接受监管于及汇报予投资银行业务；分析师没有违反安静期的规定，于本报告就相关证券发出调研报告；分析师并非本报告的调研标的公司的主管及董事，或与其及调研标的公司有任何关系。

估值方法与风险声明

盈利预测及企业金融相关行为受多方面因素影响，包括经济、金融、会计、规管方向、税务政策等等，所以非常难以准确预测。

免责声明

恒大证券（香港）有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司客户使用。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与本公司其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。本公司并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任，投资者应当自行关注相应的更新或修改，若有需要，应寻求独立专业意见，再自行分析及判断。

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。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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上任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离制度控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司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。在法律许可的情况下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“恒大证券研究部”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

披露事项

本公司并无拥有相当于所分析标的证券1%或以上市值的财务权益(包括持股)，与有关标的上市公司无投资银行关系，并无进行有关股份的庄家活动。本公司员工均非该上市公司的雇员。上述分析员并无于本报告所载的上市公司中拥有财务权益。

公司投资评级的说明：

强烈推荐：分析师预测未来半年公司股价有20%以上的涨幅；
推荐：分析师预测未来半年公司股价有10%以上的涨幅；
中性：分析师预测未来半年公司股价在-10%和10%之间波动；
减持：分析师预测未来半年公司股价有10%以上的跌幅。

行业投资评级的说明：

推荐：分析师预测未来半年行业表现强于基准指数；
中性：分析师预测未来半年行业表现与基准指数持平；
减持：分析师预测未来半年行业表现弱于基准指数。

地址：香港湾仔告士打道38号中国恒大中心20楼2004-6室

网址：www.gisf.hk

联络电话：+852 3550 6888

传真：+852 3550 6999