

6-12 个月评级

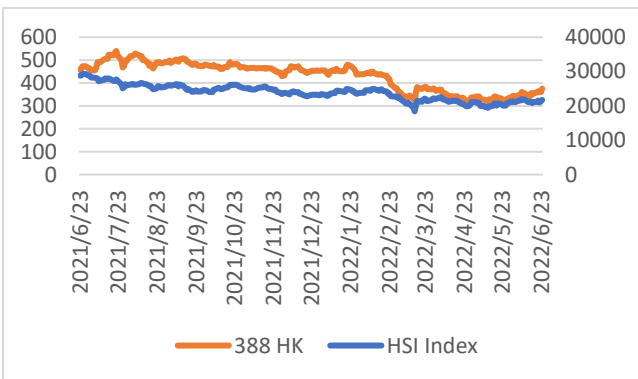
买入

股价 (2022 年 06 月 23 日)	359.4 港币
6-12 个月目标价	447 港币
股票代码	RIC: 388.HK BBG: 388 HK
涨跌幅 (%)	24.37%
市值	4,557 亿港币
企业价值	8,561 亿港币
已发行普通股数 (百万)	1,268
香港流通股数 (百万)	1,268 (100%)
市账率 (12/22E)	10.48
52 周价格幅度	314.0 - 532.2 港币

主要财务数据

(港元)	12/21A	12/22E	12/23E	12/24E
收入(百万元)	19,471	20,167	21,827	23,633
增长	15.66%	3.58%	8.23%	8.27%
每股盈利(元)	9.91	10.14	11.04	12.05
增长	8.78%	2.28%	8.89%	9.21%
股本回报率	25.44%	24.79%	24.79%	25.96%
股息率	1.97%	2.04%	2.22%	2.43%
市盈率(倍)	36.27	44.08	40.48	37.06
市账率(倍)	9.18	10.48	9.62	9.62

过去一年股价及恒指表现



数据来源: 公司公告、彭博、万得、恒大证券研究部

恒大证券研究中心分析师:

胡文杰

852 3550 6950

hugh.wu@gisf.hk

展望风雨过后, 苦尽甘来

料 2022 表现持续低迷; 1H22 业绩同比逊色, 但符合预测。受地缘政治紧张、通胀风险升温、加息环境及疫情影响, 第一季度市场交投冷淡气氛持续至第二季, 符合第一季报告时的预测。料 2022 股本证券产品 ADT 同比下跌, 但环比有改善; 1H22 ADT 同比下跌 27%; 1H22 主要业务收入同比下跌 20%。但相信港股市场进一步受压的空间不大。

宏观因缘稳定及缓和, 有利港股修复失地。乌俄战争、中美角力等地缘政治因素虽则依然胶着但稳定。国外疫情虽然持续波动, 但防疫管制已逐步放宽; 国内疫情虽然仍有零星个案, 但已从高峰回落至低水平。监管政策没有收紧迹象, 中央反而推行经济放宽政策。流动性宽松、稳增长政策发力以及资本市场改革持续深化, 对于市场情绪带来修复、进而带动基本面预期的改善。香港股票市场当前估值处于低位水平, 下调空间有限, 上调概率大。料 1H2022 市场成交额和 IPO 市场有望迎来复苏, 有助港交所的业务和其股价表现修复。

料 1H22 伴随上市公司数目增加, 港交所的盈利增速有望提升。于 2022 年 5 月 31 日共有 135 宗上市申请正在处理中, 当中有 35 宗已获原则上批准准备上市。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」扩展和优化内地金融市场体系。**料交易型开放式基金于 2022 年第三季尾纳入互联互通, 尽管短期对增量成交额的影响或有限, 长远看好中港金融贸易持续透过互联互通优化, 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。为吸引中概股回流香港上市, 和提升香港资本市场竞争力, 料中港内地监管机构大机会容许在港上市中概股纳入港股通, 有助资金在两地流通并吸引外资经联交所流通内地市场, 增加成交量。

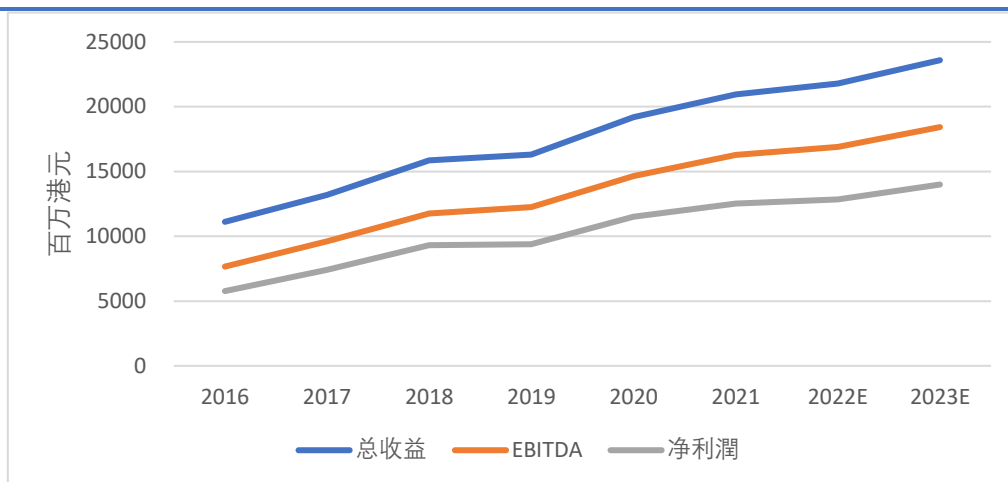
投资建议:

维持买入评级及维持 447 元目标价。

风险提示:

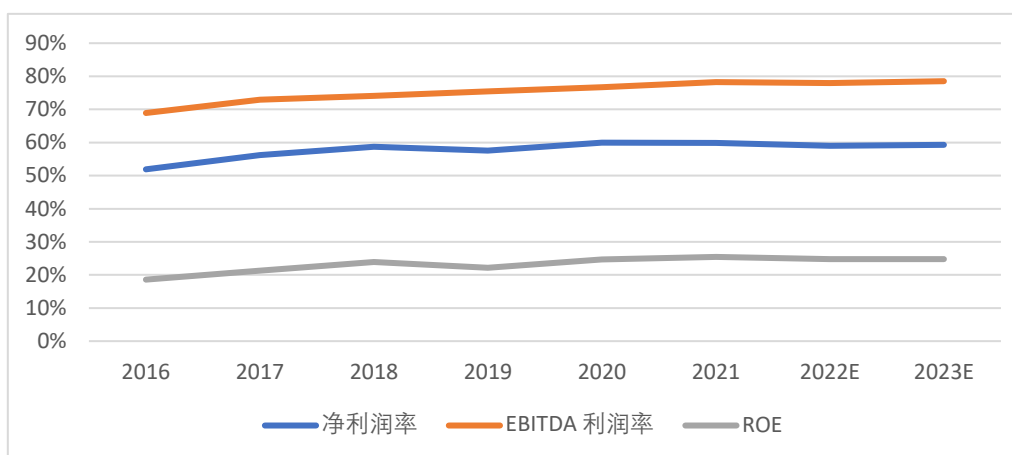
疫情、中美政策, 和乌俄战争及地缘政治紧张局势。

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、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



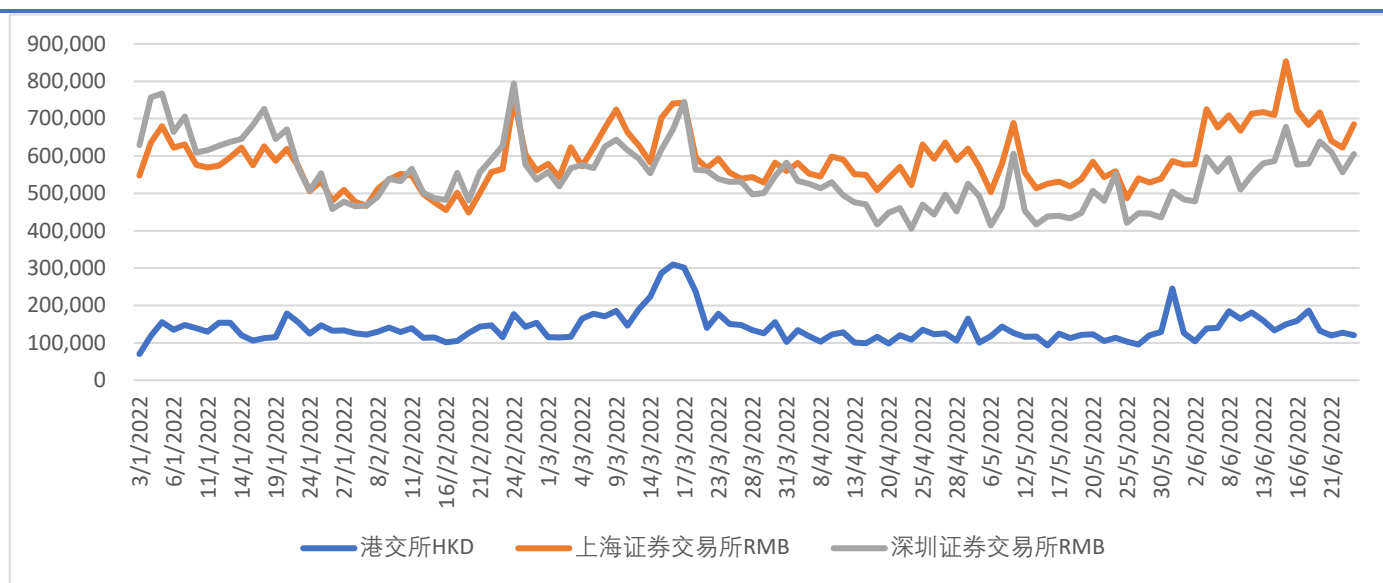
数据源: Bloomberg、恒大证券研究部

图 4: 港交所 PB-Band



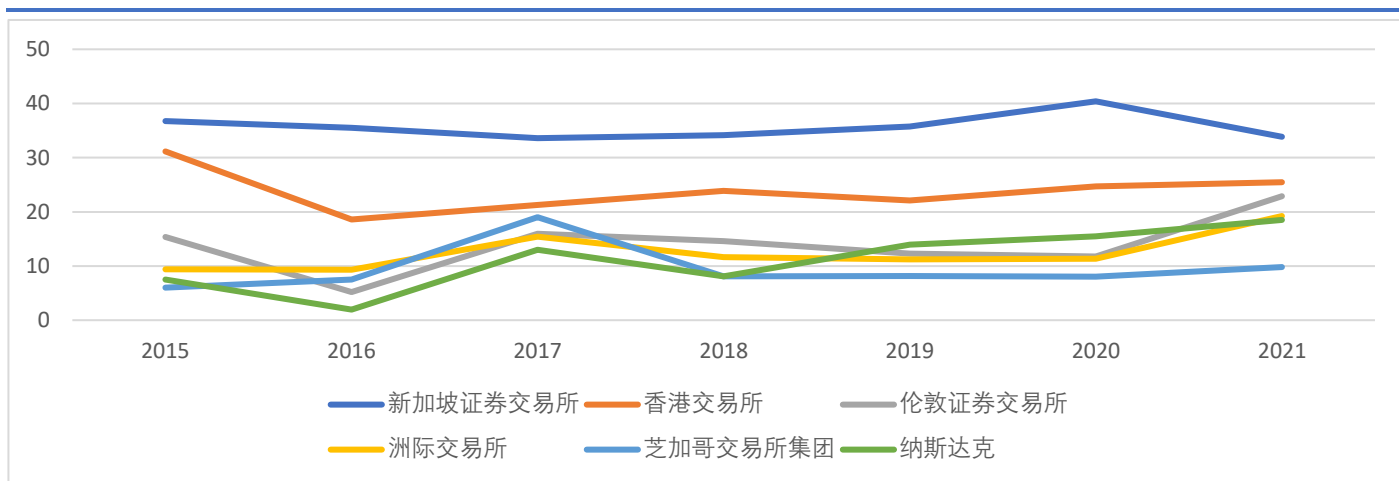
数据源: Bloomberg、恒大证券研究部

图 5: 市场每日总成交额(百万元)



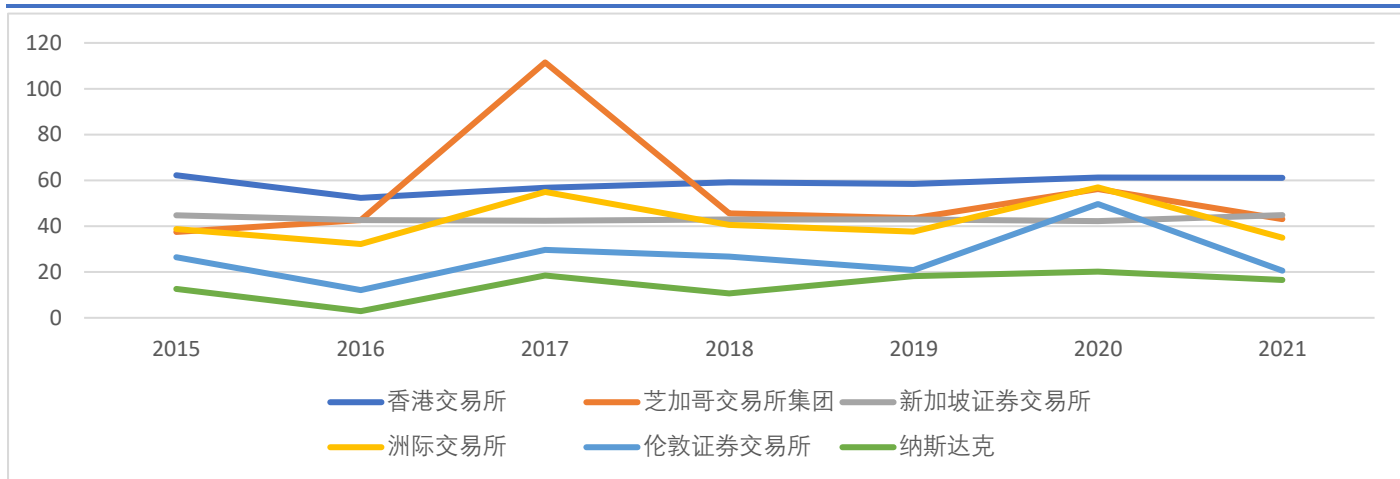
数据来源: Wind、恒大证券研究部

图 6: 2016-2021 全球六家大型交易所 ROE 比较



数据来源: Wind、恒大证券研究部

图 7: 2015-2021 全球六家大型交易所利润率比较



数据来源: 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

数据来源: 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

数据来源: 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
负债及股本权益					
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
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	187,008	203,536	201,128	198,472	198,659
应付账款、应付费及其他负债	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
结算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
结算及交收费	4,355	5,214	5,381	5,862	6,386
联交所上市费	1,899	2,185	2,245	2,511	2,810
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)
年度溢利	11,487	12,498	12,826	13,970	15,256
主要财务数据					
净利润率	60%	60%	59%	59%	59.77%
EBITDA 利润率	77%	78%	78%	79%	79.14%
ROA	3%	3%	3%	4%	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)	39.45	36.27	44.08	40.48	37.06
PB (X)	9.31	9.18	10.48	9.62	9.62
DPS	8.17	8.87	9.12	9.93	10.85
分红比率	90%	90%	90%	90%	90%
股息率	2.27%	2.47%	2.04%	2.22%	2.43%

2022-06-24

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于投资银行业务；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唯一参考因素，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