

核心要点

- **港交所收入拆解：股票成交额为核心驱动，投资收益平滑波动。** 1) 收入结构：交易与结算收入为压舱石，投资收益贡献弹性。从港交所2023年利润表中的各项收入科目来看，与市场成交额直接相关的交易费及交易系统使用费、结算及交收费合计占营收比重达到49%，构成盈利的重要基础。投资收益占营收比重为24%，2023年同比增长266%，是公司业绩弹性的主要来源，2) 交易及结算：合计占比超五成，股票现货交易额系决定性因素。考虑到联交所衍生品交易情绪也一定程度依附于现货交易情绪，股票现货交易对于港交所交易及结算业务收入的实际贡献预计达到7-8成。3) 投资收益：与利率高度关联，与交易主业互为对冲。港交所的投资收益率与市场利率水平高度吻合，因此投资收益能够对冲利率对于交易主业的压制，平滑盈利的周期风险。2023年港交所投资收益同比增长266%至49.59亿港元，支撑公司归母净利润逆势增长18%。4) 联交所上市费：增速相对平缓，受成交额正向影响。联交所上市费中，现货上市费波动幅度较小，衍生品上市费由于产品特点原因与现货市场交投情绪高度相关。5) 市场数据费：提升空间广阔，或成为远期增长引擎。2023年纳斯达克/伦交所/港交所数据服务相关收入占比分别为29%/66%/5%，港交所市场数据费收入规模仍具备较大的增长空间。6) 敏感性分析：ADT提升100亿港元，归母净利润预计提升12亿港元。假设2024E联交所日均成交额由1000亿港元提升至1250亿港元，将推动港交所2024E归母净利润提升9.8%。
- **如何理解β：资金面显著改善，交投情绪或继续升温。** 1) 年初以来港股大幅上涨，但估值仍有望提升。截至2024年6月4日，2024年2月以来恒生指数/恒生科技指数涨幅分别达到18.49%/23.82%，在全球主要股指中相对领先，但2014年以来估值分位数分别为36.37%/16.47%，仍具有一定的全边际。2) 南向资金大幅流入，构成做多情绪重要支撑。港股相较于A股折价比例愈发显著，叠加资本市场对港合作政策推波助澜，驱动南向资金2024年2-5月大幅净买入。3) 国际中介持仓触底反弹，外资流入预计温和复苏。观察国际中介持股情况，其持股市值自2024年2月以来显著反弹，5月持股比例突增，预计5月后外资与南向资金集体做多。4) 外部环境优化叠加政策利好预期，港股前景依旧向好。2024年4月美国通胀有所缓和，再度提振了市场对于降息的预期。此外市场对于调降港股通股息税讨论颇多，若政策最终落地，南向交易情绪亦或有所提升，港股行情仍有望延续。
- **如何理解α：优质标的扩容是成交额中枢抬升的暗涌。** 1) 从上市公司质量及换手率两大角度考虑成交额中枢上移可能性。我们对于市场成交额做如下拆分：成交额 ≈ 上市公司利润总和 * 上市公司利润总和增速 * 100 * 换手率。关于港交所成交额中枢会否上移，可主要从上市公司质量及市场换手率两大角度进行考虑。2) 优质投资标的扩容是成交额中枢再上台阶的必要条件。我们通过复盘港交所历史盈利情况发现，优质公司的集中上市是成交额再上台阶的必要条件，港交所的后续的新增优质标的供给预计主要来源于内地以及中东、东南亚等新兴市场。3) 港股换手率长期偏低，流动性改善仍具备空间。港股换手率长期偏低，预计系市场以机构投资者为主导，换仓需求较低。伴随港府调降股票交易印花税，港交所后续仍可通过调降港股通投资门槛、适当引入做市商等措施进一步改善流动性。
- **投资建议：政策红利期叠加周期底部，看好香港交易所α与β同步优化，进一步兑现发展前景。** 预计港交所2024-2026年归母净利润分别为123.83/135.58/144.86亿港元，对应增速分别为4.39% / 9.49% / 6.84%，当前市值对应PE估值分别为27.75x / 25.34x / 23.72x，维持“买入”评级。
- **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。**



■ 1、港交所收入拆解：股票成交额为核心驱动，投资收益平滑波动

■ 2、如何理解 β ：资金面显著改善，交投情绪或继续升温

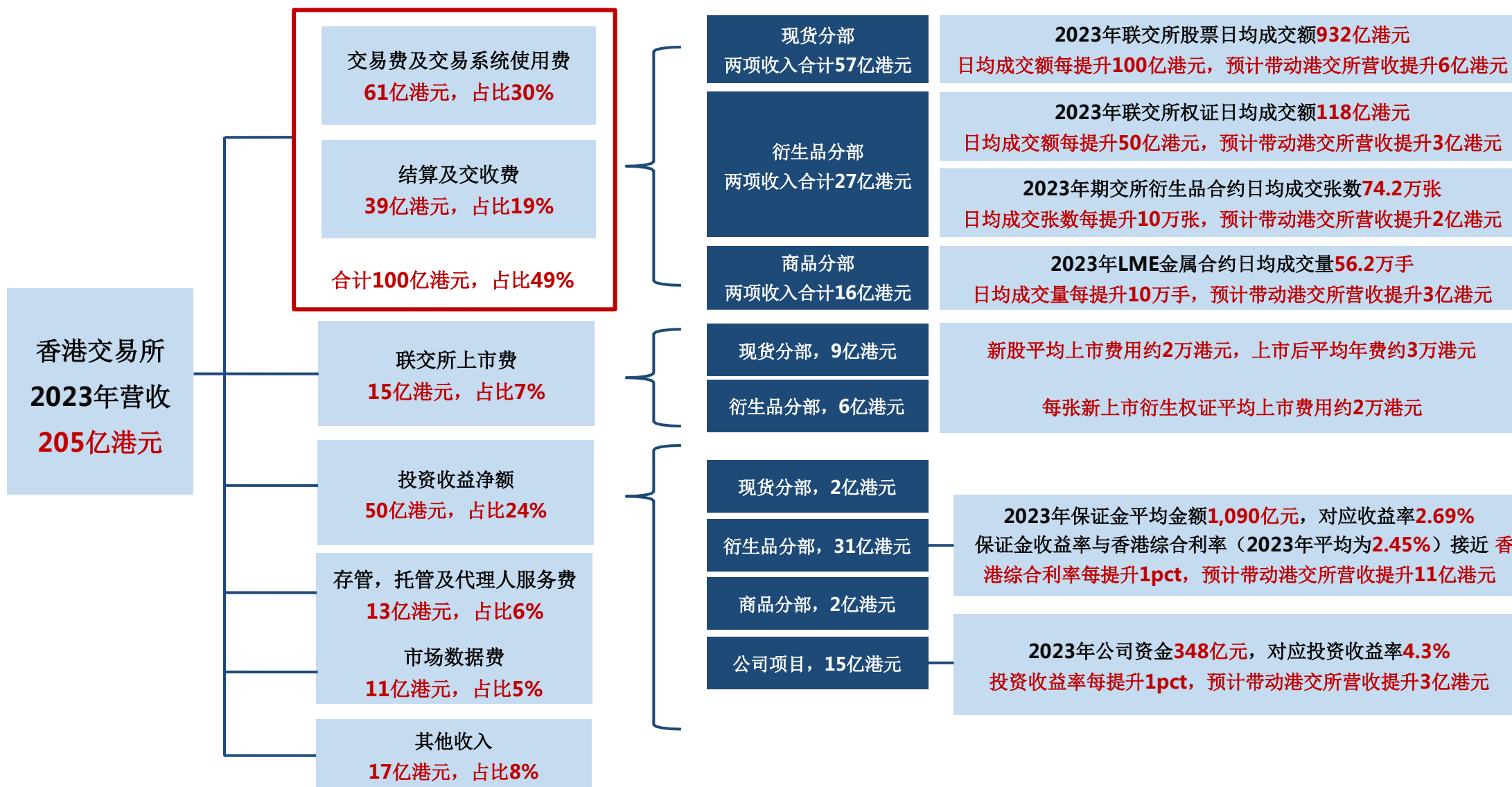
■ 3、如何理解 α ：优质标的扩容是成交额中枢抬升的暗涌

■ 4、投资建议

■ 5、风险提示

一、港交所收入拆解：股票成交额为核心驱动，投资收益平滑波动

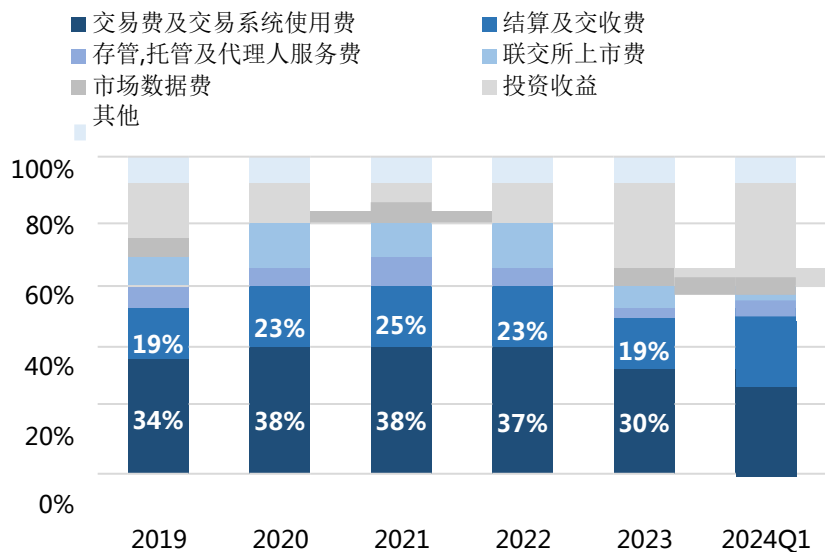
1.1. 收入结构：交易与结算收入为压舱石，投资收益贡献弹性



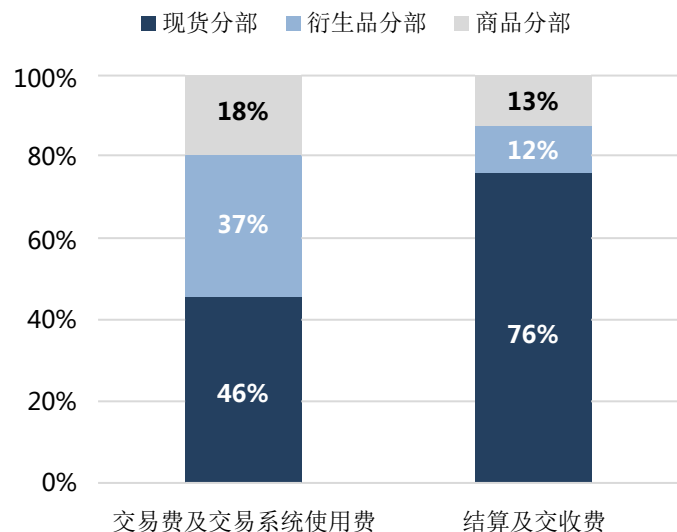
1.2. 交易及结算：合计占比约五成，现货交易系决定性因素

- 港交所交易及结算业务收入合计占比过半，现货交易为最重要基础。对于香港交易所而言，交易费及交易系统使用费、结算及交收费是其牢固的盈利基础，二者合计营收占比基本保持在50%-60%区间。而对于交易及结算业务收入而言，股票现货交易额是决定性因素。2023年港交所现货分部对于港交所交易费及交易系统使用费/结算及交收费的贡献分别达到46%/76%，且考虑到联交所衍生品交易情绪一定程度依附于现货交易，股票现货交易对于港交所交易及结算业务收入的实际贡献预计达到7-8成。

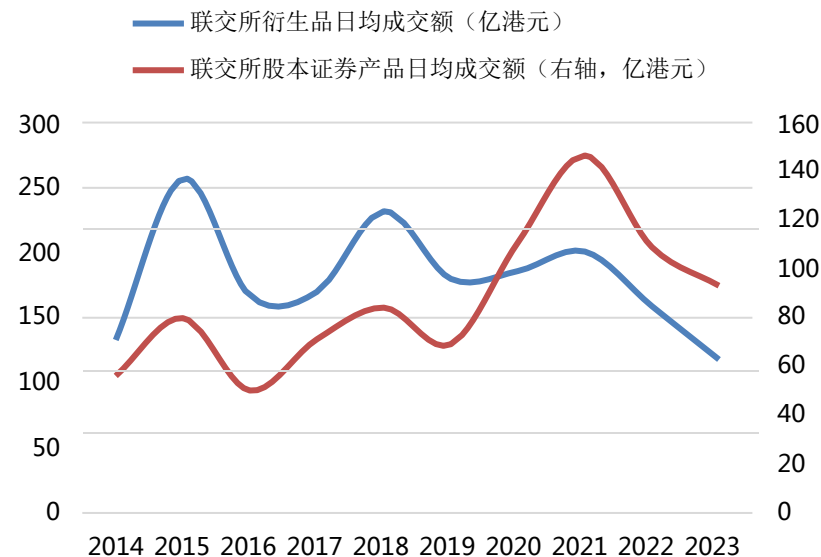
图表：2019-2024Q1港交所收入结构



图表：2023年港交所交易及结算收入 各业务分部占比



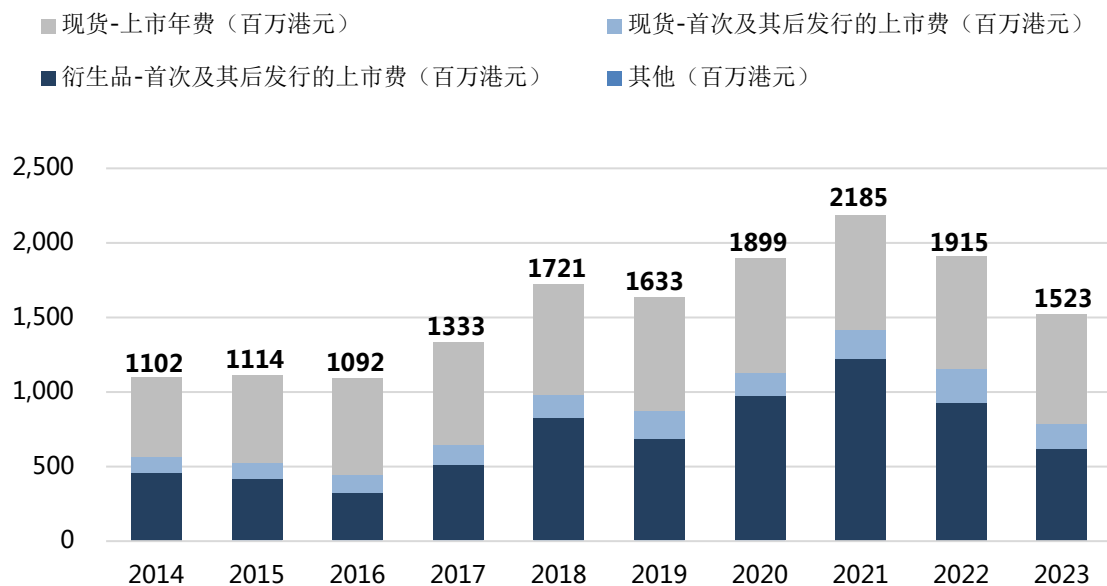
图表：2014-2023年联交所股票及衍生品成交额情况



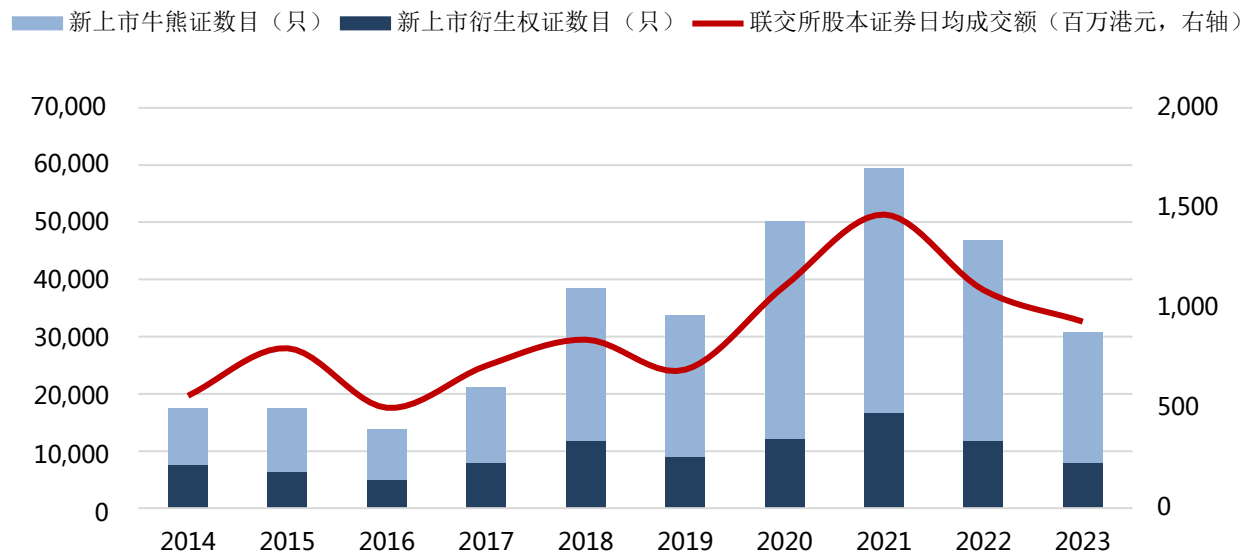
1.3. 上市费：增速相对平缓，与股票成交额亦正向挂钩

- 联交所上市费增速相对平缓，一定程度上仍受到成交额正向影响。1) 现货上市费波动幅度较小。现货分部上市费主要由上市年费与首次及其后发行的上市费构成，前者主要取决于上市公司存量，后者主要取决于上市公司增量，2023年二者占现货分部上市费比重分别为81%/11%。由于上市公司存量的连续年度差异有限，现货分部上市费较港交所整体业绩而言增速相对平缓。2) 衍生品上市费亦与成交额挂钩。衍生品分部上市费仅包括牛熊证、衍生权证的上市费用。由于上述产品由股票现货派生而来，其发行情况与现货市场交投情绪亦高度相关。

图表：2014-2023年联交所上市费变化情况



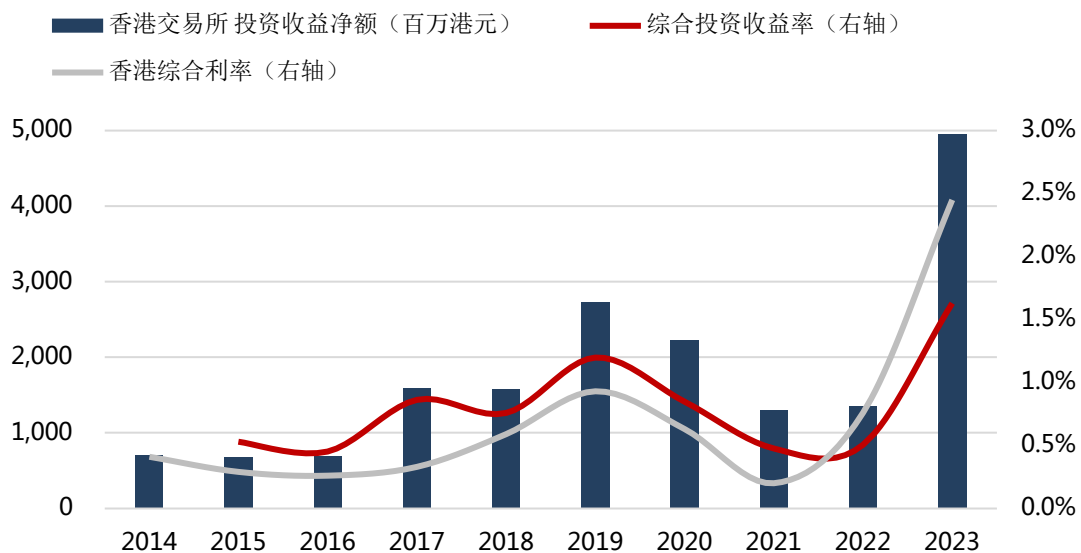
图表：联交所新上市衍生品数量与现货成交额正相关



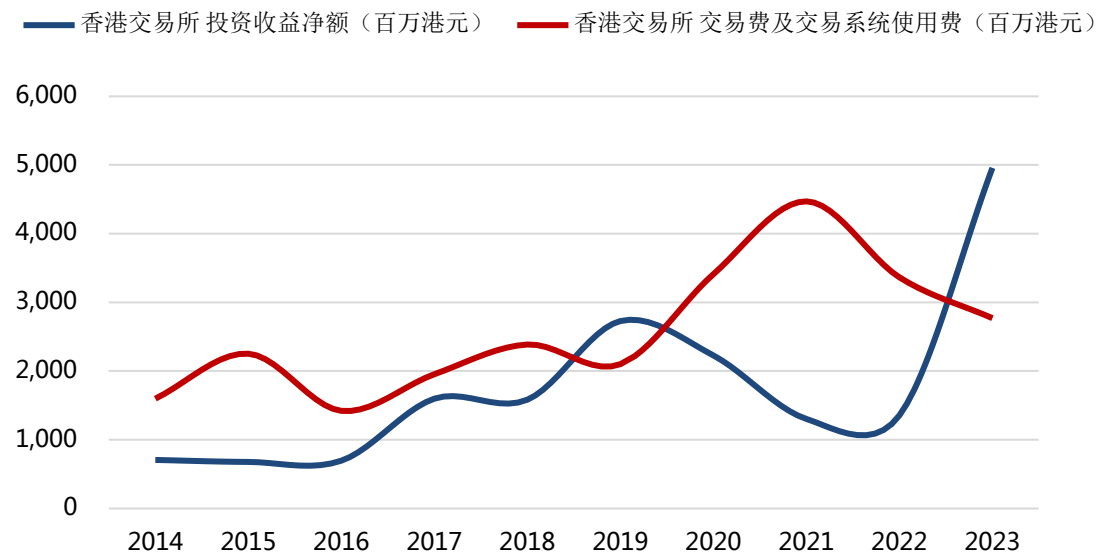
1.4. 投资收益：与利率高度关联，与交易主业互为对冲

- 港交所投资收益与利率走 高度正相关，面对周期风险能够成为业绩平滑剂。出于客户保证金及自有资金的全稳健 作需要，港交所投资收益主要来源于现金及银行存款（2023年现金及银行存款占港交所投资收益比重达到为89%），其投资收益率变化情况亦同市场利率水平高度吻合。在股市行情及交投情绪受到利率压制，交易相关主业表现不佳的情况下，投资收益能够对冲部分负面影响，平滑盈利的周期风险。2023年，得益于全球高息环境，港交所投资收益同比增长266%至49.59亿港元，支撑公司归母净利润逆势增长18%。

图表：港交所投资表现与香港综合利率高度吻合



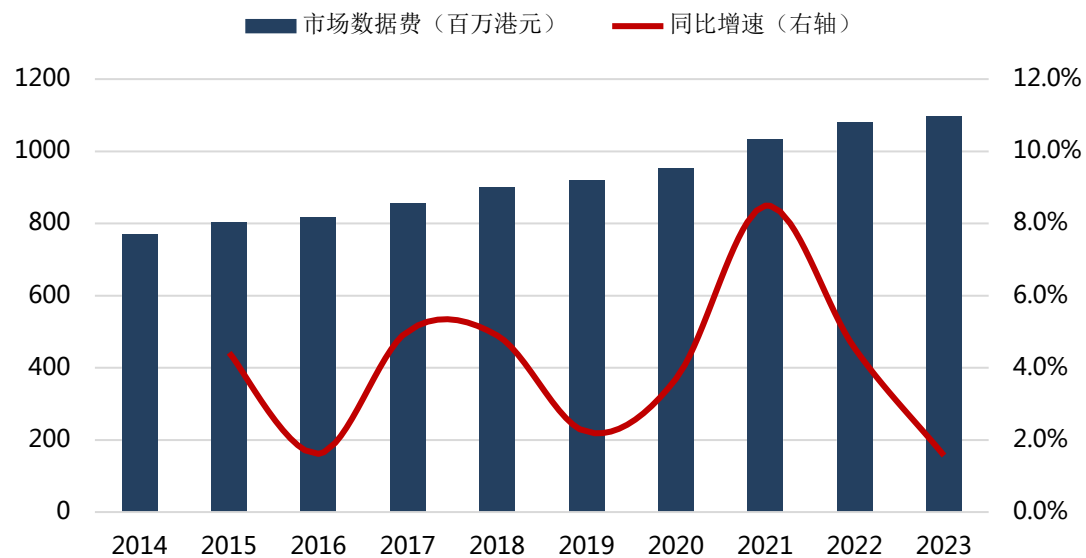
图表：港交所投资收益与交易费呈反向变动关系



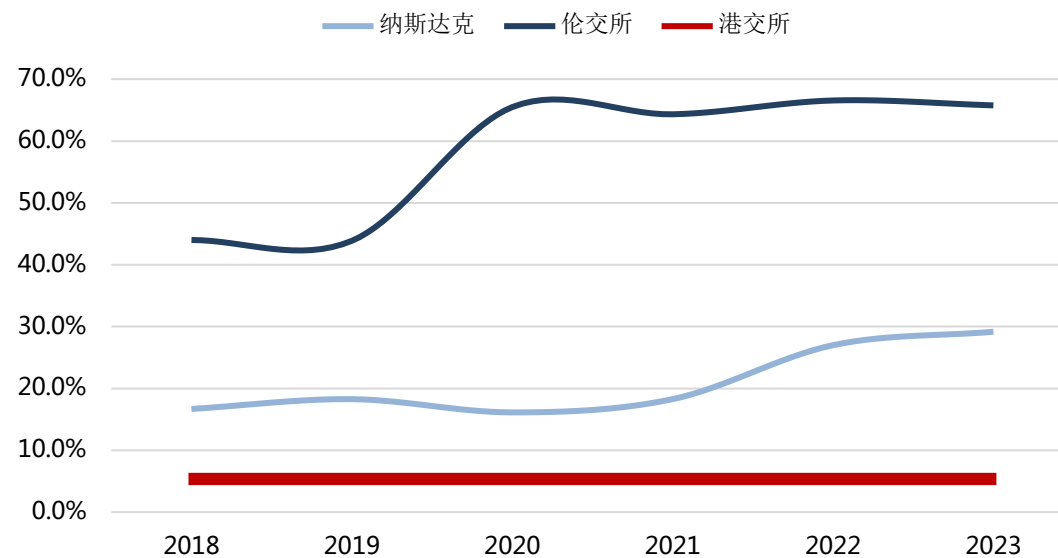
1.5. 市场数据费：提升空间广阔，或成为远期增长引擎

- 对标海外头部交易所，港交所市场数据费增长空间广阔。2023年港交所实现市场数据费11亿港元，同比增长2%，2014-2023年复合增速为4%。横向对标海外头部交易所，2023年纳斯达克/伦交所/港交所数据服务相关收入占比分别为29%/66%/5%，港交所仍需进一步挖掘市场数据资源，在扩充盈利规模、平滑业绩波动的同时，也能够一定程度上吸引投资者，与交易主业相互促进。

图表：2014-2023年港交所市场数据费变化情况



图表：2018-2023年部分交易所数据服务相关收入占比情况



1.6. 敏感性分析：ADT提升100亿港元，归母净利润预计提升12亿港元

- 我们针对联交所日均成交额这一指标对港交所2024E归母净利润进行敏感性分析，假设保持当前交易费率不变，若联交所日均成交额由1000亿港元提升至1250亿港元，将推动港交所2024E归母净利润提升9.8%。联交所日均成交额每提升100亿港元，预计带动港交所归母净利润提升12亿港元。

图表：联交所日均成交额及交易费率对于港交所2024E归母净利润的敏感性分析

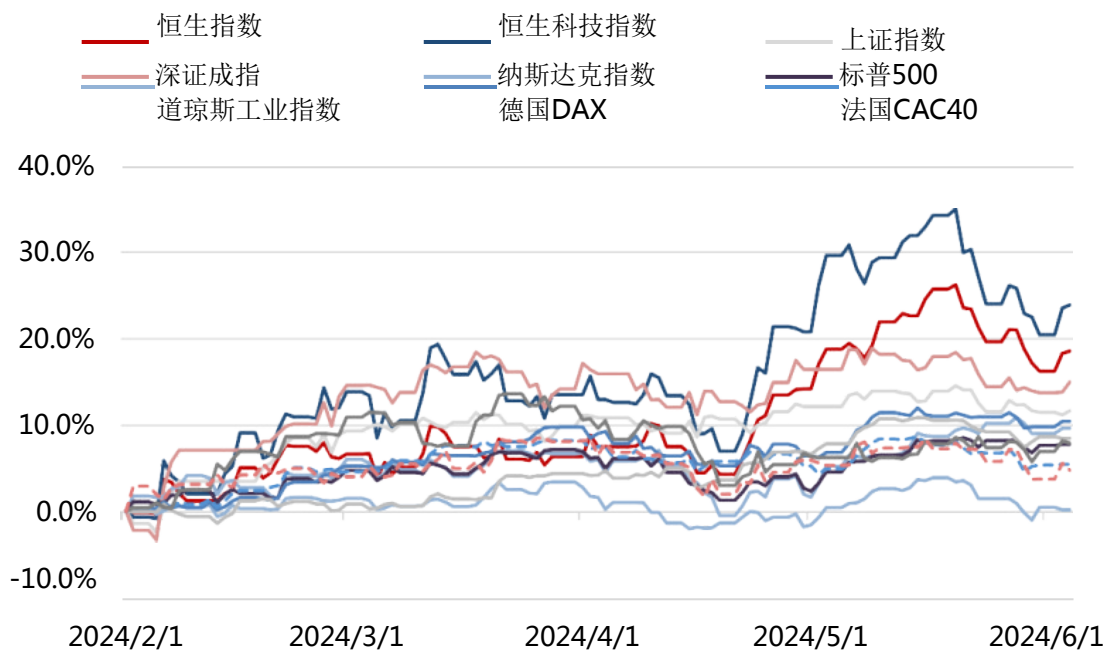
联交所日均成交额（亿港元）		500	750	1,000	1,250	1,500	1,750	2,000
交易费率	0.004%	95.36	105.95	116.55	127.15	137.74	148.34	158.93
	0.005%	97.51	109.01	120.50	132.00	143.49	154.99	166.49
	0.00565%	98.91	110.99	123.07	135.15	147.23	159.31	171.39
	0.006%	99.66	112.06	124.45	136.85	149.25	161.64	174.04
	0.007%	101.81	115.11	128.41	141.70	155.00	168.29	181.59

二、如何理解 β ：港股资金面显著改善，交投情绪或继续升温

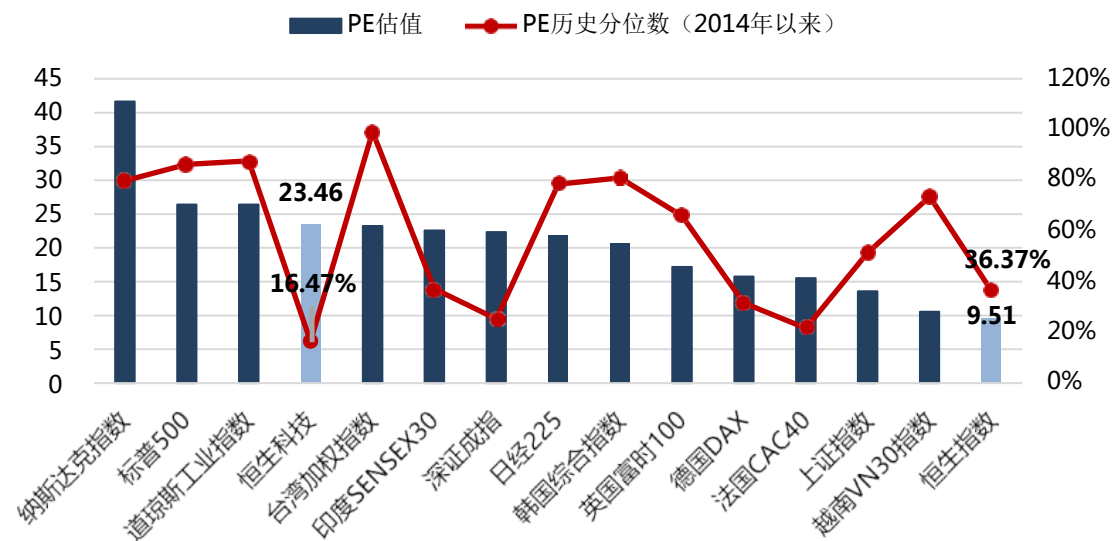
2.1. 年初以来港股大幅上涨，但估值仍有望提升

- 2月以来港股涨幅在全球范围内领先，但是估值仍具备提升空间。2024年2月以来，得益于资金面及政策面的双重推动，港股市场表现亮眼。截至2024年6月4日，恒生指数/恒生科技指数自2024年2月以来涨幅分别达到18.49%/23.82%，在全球主要股指中相对领先。5月中旬后港股经历回调，目前估值仍具有一定的全边际。截至2024年6月4日，恒生指数/恒生科技指数PE估值分别为9.51x/23.46x，2014年以来历史分位数分别为36.37%/16.47%。

图表：2024年2月以来全球主要股指走



图表：全球主要股指PE估值及历史分位数（2014年以来）



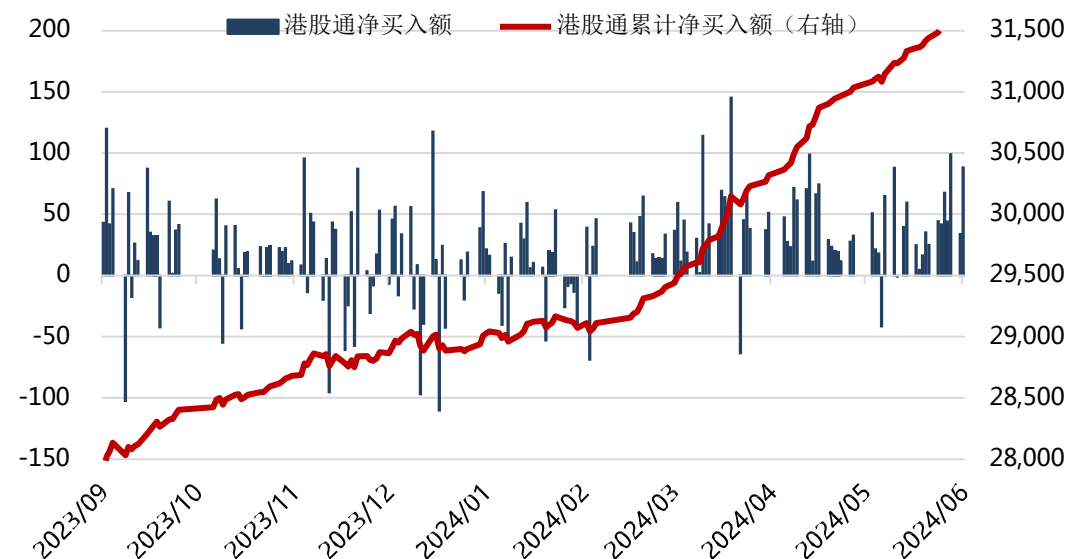
2.2. 南向资金大幅流入，构成做多情绪重要支撑

- 南向资金大幅流入，构成做多情绪重要支撑。年初以来港股市场对于南向资金的吸引力逐步提升。一方面，港股相较于A股折价比例愈发显著，恒生AH股溢价指数收盘价于2024年2月9日达到阶段高点；另一方面，4月证监会发布对港合作五项措施，对于南向资金投资情绪也起到了推波助澜的效果。自2024年2月起，港股通累计净买入额增长斜率显著提升，其中2/3/4月港股通净买入额分别为245/859/804亿港元，较上年同期分别增长198%/28%/157%/213%。

图表：恒生护港深通AH股溢价指数走



图表：2023.09-2024.06 港股通交易统计（亿港元）



以上内容仅为本文档的试下载部分，为可阅读页数的一半内容。如要下载或阅读全文，请访问：
<https://d.book118.com/158005027134006103>