



持有

香港交易所

公司報告

策略師

李聲揚 · CFA

isyli@sinopac.com

(852) 3609 6868

助理市場策略師

李文傑

mkli@sinopac.com

(852) 3609 6381

現價

HKD 185.8

評級	買入	持有	沽售
分析員數目	7	7	7

分析員目標價	最低	最高	中位數
目標價 (HKD)	132.6	232	176.4

	2016	2017
預測市盈率 (倍)	35.1	32.1
預測市淨率 (倍)	7.4	7.1
預測股息率 (%)	2.6	2.9

股價表現	1 個月	3 個月	6 個月	1 年
回報 (%)	-1	13	-12	-36
恒指回報 (%)	-2	-8	-10	-28
相對回報 (%)	1	5	-2	-8

股票資料

公司編號	388 HK
市值 (HKD 百萬)	223,220
股數 (百萬)	1208.5
現價 (HKD)	185.8
一年高位 (HKD)	311.4
一年低位 (HKD)	160.1
三個月平均成交額 (HKD 百萬)	321.7

業績平淡的第一季

季度業績按年下跌 9%

- 港交所第一季業績略遜市場預期，1Q16 純利為 14.3 億，按年跌 9%，按季則跌 6%，是三年來首次季度倒退。純利下跌主要原因是市場交投淡靜，平均每日成交額 (ADT) 下跌所致，ADT 由 1Q15 約港幣 859 億下跌 16% 至 1Q16 的約港幣 722 億，與 4Q15 比則相約 (港幣 713 億)。
- 市場預測港交所全年純利為 64.8 億，以 1Q16 14.3 億的純利計算，達成市場預期的 22%，略遜於市場對港交所的預測。
- 按年而言，雖然上市費及市場數據費的上升 (分別為 4% 及 8%) 有助提高期內溢利，但不足以彌補其受 ADT 影響的主要收益的下跌 (6%)，及營運開支的上升 (18%)。

主導今年的市場關鍵：深港通？

- 國家總理李克強於三月份的工作報告再次提及「適時啟動深港通」、「深港通是既定國策」，可見年內實施深港通可謂勢在必行。
- 但是縱觀滬港通今年年初至昨天的成交，只佔市場的總成交額不足 4%，若非有特殊政策配合，深港通能為港交所帶來多少實際利益其實仍然存疑。

對港交所今年的展望

- 自第一季後港交所的 ADT 持續走弱，由 2Q16 至 5 月 10 日為止的 ADT 約為港幣 644 億，我們預計 ADT 將會橫行並維持至年尾，全年 ADT 預計為約港幣 680 億。鑑於深港通的不明朗因素，加上 ADT 的疲弱，以現價來說我們將給予**持有**的評級。

財年：12 月年結

	2013	2014	2015	2016Q1	2016E
ADT (HKD 百萬)	62,237	68,787	104,559	72,244	68,359#
純利 (HKD 百萬)	4,552	5,165	7,956	1,432	6,479
每股盈利 (HKD)	3.94	4.43	6.67	1.18	5.29
每股派息 (HKD)	3.54	3.98	5.95	不適用	4.85
每股純利增長 (%)	5%	12%	51%	-12%*	-21%
每股派息增長 (%)	7%	12%	49%	不適用	-18%
市盈率 (倍)	47.2	41.9	27.9	39.4	35.1
市淨率 (倍)	10.6	10.2	7.5	7.1	7.4
股息率 (%)	1.9%	2.1%	3.2%	不適用	2.6%

資料來源：公司資料，東盛證券

#由東盛預計

*按 2015 年第一季比較

香港交易所: 2016年第一季業績

<u>按季</u>	1Q16	4Q15	變化
受市場成交額影響的收益	1,856	1,927	-4%
聯交所上市費	274	269	2%
市場數據費	204	207	-1%
投資收益	221	141	57%
其他收入	196	231	-15%
收入及其他收益	2,751	2,775	-1%
營運支出	-1,042	-1,013	3%
營運溢利	1,709	1,762	-3%
所佔合資公司的虧損	-2	-2	0%
融資成本	-23	-19	21%
除稅前溢利	1,684	1,741	-3%
稅項及非控股權益	-252	-210	
期內溢利	1,432	1,531	-6%
ADT	72,244	71,260	-16%
 <u>按年</u>	 1Q16	 1Q15	 變化
受市場成交額影響的收益	1,856	1,966	-6%
聯交所上市費	274	263	4%
市場數據費	204	189	8%
投資收益	221	192	15%
其他收入	196	186	5%
收入及其他收益	2,751	2,796	-2%
營運支出	-1,042	-881	18%
營運溢利	1,709	1,915	-11%
所佔合資公司的虧損	-2	-2	0%
融資成本	-23	-46	-50%
除稅前溢利	1,684	1,867	-10%
稅項及非控股權益	-252	-292	
期內溢利	1,432	1,575	-9%
ADT	72,244	85,906	1%

業績短評

收入及其他收益

受累於市場交投淡靜，ADT 按年下跌 16%，按季微升 1%。受市場交易額影響的收益首當其衝下跌，按年及按季分別下跌 6%及 4%。雖然交易費及交易系統使用費有按季因為 ADT 回升而稍微上升至港幣 11.5 億，但存管、託管及交收費的下跌(34%)已完全抵消了該升幅，甚至拖累總收益下跌，較為令人失望。

反觀上市費收益仍能錄得升幅，按年及按季分別上升 4%及 2%，雖然上市的公司數目不多，但上市公司數目上升（1Q15 的 1,755 間上升至 1Q16 的 1,883 間，上升 7%）使上市年費錄得增長。而投資收益的顯著上升是由於投資的公平值收益增加及匯兌損失減少所造成。

營運支出

營運開支方面仍然有增無減，按年上升 18%，扣除 1Q15 的一次性開支扣減後按年仍上升 9%。按季則上升 3%。上升的主因是薪酬調整及增聘人手所致。

股東應佔溢利

期內溢利為 14.3 億，按年下跌 9%，按季則下跌 6%。市場預測港交所全年純利為 64.8 億，而第一季度的盈利只完成市場所預期的 22%，略遜於市場期望。每股盈利則按年下跌 12%至港幣 1.18 元，按季下跌 6%。

深港通可會是大家所期待的「救星」？

國家總理李克強一而再，再而三指出「適時啟動深港通」，新任中國證監會主席劉士余亦強調「深港通就是今年的任務」，可見深港通於今年內推出的機會極高；加上市場傳聞推行深港通有助 A 股納入 MSCI 指數等等，看來深港通一事似乎勢在必行，但，深港通到底能為港交所帶來多少好處，似乎仍有討論餘地。

先來看看滬港通的資料，自 2014 年 11 月 17 日滬港通推行直至該年年底，恆指不升反而下跌 0.8%，而上證指數則上升約 31%。惟直至上年 3 月中證監宣佈允許未有合格境內機構投資者(QDII)額度的內地公募基金能透過滬港通買賣港股，市場才憧憬「北水買南貨」而進入港股「大時代」。可見滬港通其實只是一個橋樑，真正帶來利益的是政策的推動。其次，深港通的啟動其實比起南下資金，其實更能推動的是北上資金既流

動，市場更期望可以購入一些只於深圳上市而增長力高的民企。以南下來說，早已有滬港通一途（當中今年港股通每日只佔港股每日成交量的不足 4%），深港通對於內地投資者南下買股是否必然及必要其實十分值得深思。

所以，對於港交所的前景來說，與其說是憧憬深港通，其實更憧憬的可能是國策的加持，因此，我們相信單單啟動深港通其實對於港交所的實際利益其實不大。

港交所今年可能只是精彩，但不亮麗

自第一季過去，由 2Q16 開始截止 5 月 10 日，港股的 ADT 回落至 644 億，比起第一季平均 722 億再度下降 11%。2015 及 2016 的 ADT 的詳細見下圖：

2015 與 2016E 的 ADT(百萬 HKD)			
1Q15	85,906	1Q16	72,244
2Q15	162,707	2Q16 起截止 5 月 10 日	64,418
3Q15	100,697		
4Q15	71,260	餘下交易日 (167 日)	67,600
FY15	104,599	FY2016E	68,359

資料來源: 公司資料，東盛證券

我們預期港交所的 ADT，比起 2Q16 開始截止 5 月 10 日為止，會因深港通的關係於餘下的交易日錄得輕微增長。借鑑滬港通為 ADT 於 2016 年不足 4% 的貢獻底下，我們預計 ADT 會錄得的增幅大約為 5%，而全年的 ADT 則維持在 683 億左右。

對比於過去「大時代」的表現，港交所的 ADT 其實下降了 55%，相反股價其實只下跌了約 40% 左右。踏入第二季起，港交所的 ADT 仍然繼續下跌，始終港交所的盈利大部份是以 ADT 作為主導，絕不能忽視 ADT 對股價的影響；縱然市場期望深港通能為港交所帶來新的一片天，但一則現時港交所的盈利能力並不樂觀，影響港交所的派息潛力（市場預計 2016 年的股息率會降至 2.61%），二則以現在的市場預測市盈率(35.1 倍)來說仍是略高，買入並不是十分吸引的選擇，所以給予持有的評價。

損益表 (HKD 百萬，除非另有注明)

	2012	2013	2014	2015	2015Q1	2015Q2	2015Q3	2015Q4	2016Q1
ADT (百萬 HKD)	53,715	62,237	68,787	104,599	85,906	162,707	100,697	71,260	72,244
股數 (加權平均，百萬)	1,091	1,155	1,165	1,198	不適用	不適用	不適用	不適用	不適用
股數 (期末，百萬)	1,150	1,162	1,168	1,209	不適用	不適用	不適用	不適用	1,209
受市場成交額影響的收益	4,498	5,769	6,483	9,454	1,966	3,134	2,427	1,927	1,856
交易費及交易系統使用費	2,448	3,509	3,760	5,469	1,190	1,751	1,380	1,148	1,156
結算及交收費	1,406	1,631	1,998	3,118	676	1,000	802	640	609
存管、託管及代理人服務費	644	629	725	867	100	383	245	139	91
聯交所上市費	916	1,016	1,102	1,114	263	301	281	269	274
市場數據費	570	737	769	803	189	197	210	207	204
投資收益	766	581	707	678	192	199	141	141	221
其他收入	461	620	788	881	186	226	243	231	196
收入及其他收益	7,211	8,723	9,849	12,930	2,796	4,057	3,302	2,775	2,751
營運支出	(2,115)	(3,284)	(3,605)	(3,974)	(881)	(1,024)	(1,056)	(1,013)	(1,042)
營運溢利	5,096	5,439	6,244	8,956	1,915	3,033	2,246	1,762	1,709
所佔合資公司的虧損	(3)	(10)	(10)	(9)	(2)	(3)	(2)	(2)	(2)
出售資產所得收益	-	-	-	445	-	-	445	-	-
融資成本	(55)	(183)	(196)	(114)	(46)	(31)	(18)	(19)	(23)
收購 LME 集團有關的成本	(138)	-	-	-	-	-	-	-	-
可換股債券的衍生部分之公平值虧損	(55)	-	-	-	-	-	-	-	-
除稅前溢利	4,845	5,246	6,038	9,278	1,867	2,999	2,671	1,741	1,684
稅項及非控股權益	(761)	(694)	(873)	(1,322)	(292)	(479)	(341)	(210)	(252)
股東應佔溢利	4,084	4,552	5,165	7,956	1,575	2,520	2,330	1,531	1,432
每股盈利(HKD)	3.74	3.94	4.43	6.67	1.34	2.13	1.94	1.26	1.18
每股派息(HKD)	3.31	3.54	3.98	5.95	不適用	3.08	不適用	2.87	不適用

資料來源: 公司資料，東盛證券

損益表 (HKD 百萬，除非另有注明)

	2013	2014	2015	2016Q1
流動資產	65,146	232,188	218,571	204,697
非流動資產	20,797	19,672	19,622	19,571
總資產	85,943	251,860	238,193	224,268
流動負債	57,538	222,564	203,976	188,552
非流動負債	7,887	7,937	4,255	4,260
總負債	65,425	230,501	208,231	192,812
淨資產	20,518	21,359	29,962	31,456
每股淨資產(HKD)	17.59	18.26	24.74	26.01

資料來源: 公司資料，東盛證券

增長

	2013	2014	2015
ADT(HKD 百萬)	62,237	68,787	104,559
ADT 增長(%)	16%	11%	52%
純利增長(%)	11%	13%	54%
每股純利增長 (%)	5%	12%	51%
每股派息增長 (%)	7%	12%	50%
每股淨資產增長 (%)	14%	4%	54%

資料來源: 公司資料，東盛證券

估值

	2013	2014	2015	2016Q1
市盈率(倍)	47.2	41.9	27.9	39.4
市淨率(倍)	10.6	10.2	7.5	7.1
股息率 (%)	1.9%	2.1%	3.2%	不適用

資料來源: 公司資料，東盛證券

財務比率

	2013	2014	2015
有效稅率 (%)	13.3%	14.9%	14.5%
資產回報率 ROA (%)	5.4%	3.1%	3.3%
股本回報率 ROE (%)	23.8%	24.7%	31.0%
派息比率(%)	90%	90%	90%

資料來源: 公司資料, 東盛證券

免責聲明

本報告所載資訊、工具及資料僅作參考資料用途，並不用作或視作為銷售、提呈或招攬購買或認購本報告所述證券、投資產品或其他金融工具之邀請或要約，也不構成對有關證券、投資產品或其他金融工具的任何意見或建議。編制本研究報告僅作一般發送。並不考慮接獲本報告之任何特定人士之特定投資對象、財政狀況及特別需求。閣下須就個別投資作出獨立評估，於作出任何投資或訂立任何交易前，閣下須就本報告所述任何證券諮詢獨立財務顧問。

本報告所載資訊、工具及資料並非用作或擬作分派予在分派、刊發、提供或使用有關資訊、工具及資料抵觸適用法例或規例之司法權區或導致東盛（經紀）集團及 / 或其附屬公司或聯屬公司（統稱「東盛」）須遵守該司法權區之任何註冊或申領牌照規定的有關司法權區的公民或居民。

本報告所載資料及意見均獲自或源於東盛可信之資料來源，但東盛並不就其準確性或完整性作出任何聲明，於法律及 / 或法規准許情況下，東盛概不會就本報告所載之資料引致之損失承擔任何責任。本報告不應倚賴以取代獨立判斷。東盛可能已刊發與本報告不一致及與本報告所載資料達致不同結論之其他報告。該等報告反映不同假設、觀點及編制報告之分析員之分析方法。

主要負責編制本報告之研究分析員確認：(a) 本報告所載所有觀點準確反映其有關任何及所有所述證券或發行人之個人觀點；及 (b) 其於本報告所載之具體建議或觀點於過去、現在或將來，不論直接或間接概與其薪酬無關。

過往表現並不可視作未來表現之指標或保證，亦概不會對未來表現作出任何明示或暗示之聲明或保證。

東盛之董事或僱員，如有投資於本報告內所涉及之任何公司之證券或衍生產品時，其所作出的投資決定，可能與這報告所述的觀點並不一致。

一般披露事項

東盛及其高級職員、董事及僱員（包括編制或刊發本報告之相關人士）可以在法律准許下不時參與及投資本報告所述證券發行人之融資交易，為有關發行人提供服務或招攬業務，及 / 或於有關發行人之證券或期權或其他有關投資中持倉或持有權益或其他重大權益或進行交易。此外，其可能為本報告所呈列資料所述之證券擔任市場莊家。東盛可以在法律准許下，在本報告所呈列的資料刊發前利用或使用有關資料行事或進行研究或分析。東盛一名或以上之董事、高級職員及 / 或僱員可擔任本報告所載證券發行人之董事。東盛在過去三年之內可能曾擔任本報告所提供及任何或所有實體之證券公開發售之經辦人或聯合經辦人，或現時為其證券發行建立初級市場，或正在或在過去十二個月內就本報告所述投資或一項有關投資提供重要意見或投資服務。

本研究報告的編制僅供一般刊發。本報告並無考慮收取本報告的任何個別人士之特定投資目標、財務狀況及個別需要。本報告所載資料相信為可予信賴，然而其完整性及準確性並無保證。本報告所發表之意見可予更改而毋須通知，本報告任何部分不得解釋為提呈或招攬購買或出售任何於報告或其他刊物內提述的任何證券或金融工具。本公司毋須承擔因使用本報告所載資料而可能直接或間接引致之任何責任。

根據香港證券及期貨事務監察委員會規定之監管披露事項

東盛證券（經紀）有限公司（「東盛證券」）之政策：

- 刊發投資研究之研究分析員並不直接受投資銀行或銷售及交易人員監督，並不直接向其報告。
- 研究分析員之薪酬或酬金不應與特定之投資銀行工作或研究建議掛鉤。
- 禁止研究分析員或其聯係人從事其研究 / 分析 / 涉及範圍內的任何公司之證券或衍生產品的買賣活動。
- 禁止研究分析員或其聯係人擔任其研究 / 分析 / 涉及範圍內的任何公司之董事職務或其他職務。

東盛集團於香港從事投資銀行、坐盤交易、市場莊家或促銷或代理買賣之公司（包括東盛證券）（「該等公司」）並非本報告所分析之公司證券之市場莊家。

該公司與報告中提到的公司在最近的 12 個月內沒有任何投資銀行業務關係。

截至 2016 年 5 月 13 日，東盛證券（經紀）有限公司及其編制該報告之分析師與上述公司沒有任何利益關係。

分析員認證：

本研究報告中所表達的意見，準確地反映了分析員對於有關證券或發行人的個人觀點。研究分析員的薪酬與在報告中表達的具體建議或觀點沒有任何直接或間接的相關。

© 2015 東盛證券（經紀）有限公司。保留所有權利。除非特別允許，該報告任何部分不得未經東盛證券（經紀）有限公司事先書面許可以任何方式進行複製或分發。東盛證券（經紀）有限公司概不承擔第三方此方面行為的任何責任。

