



陶金谈港交所：国际化还是“内地化”？





虽说上海和深圳证券交易所和其他国家的交易所一样，都是具有法人资格的独立机构，但与中国大陆这两个证交所不以营利为经营目的和受到国家证监会直接管理不同，很多国家或者金融市场里的证券交易所都是自负盈亏的，可以自己上市，使投资者得以像买卖其他上市公司的股票一样交易。

全球上市的交易所还是比较多，目前已经有超过 45 家交易所上市，比较有代表的有：香港交易所、芝加哥商品交易所、洲际交易所、德国交易所、伦敦证券交易所、纳斯达克-OMX 集团、芝加哥期权交易所等。香港交易所作为一家股份制公司，在 2000 年便在自己管理的交易所上市了。

一个典型的交易所的业务主要包括交易手续费（或称交易费或结算费）、

企业上市服务、注册和监管（包括会员年费等）、数据提供服务、交易软件和科技服务等。



总体来看，交易所一定区域或领域范围内是唯一的，具有绝对垄断的地位。因而其收益往往也是可观和有保证的。但从估值逻辑看，应该将这类企业归于哪一类？人们看待交易所，更倾向于价值股还是周期股？交易所自身的经营能够多大程度上摆脱市场热度和周期，进而获得更高的估值？这些问题都需要具体分析。

港交所盈利模式

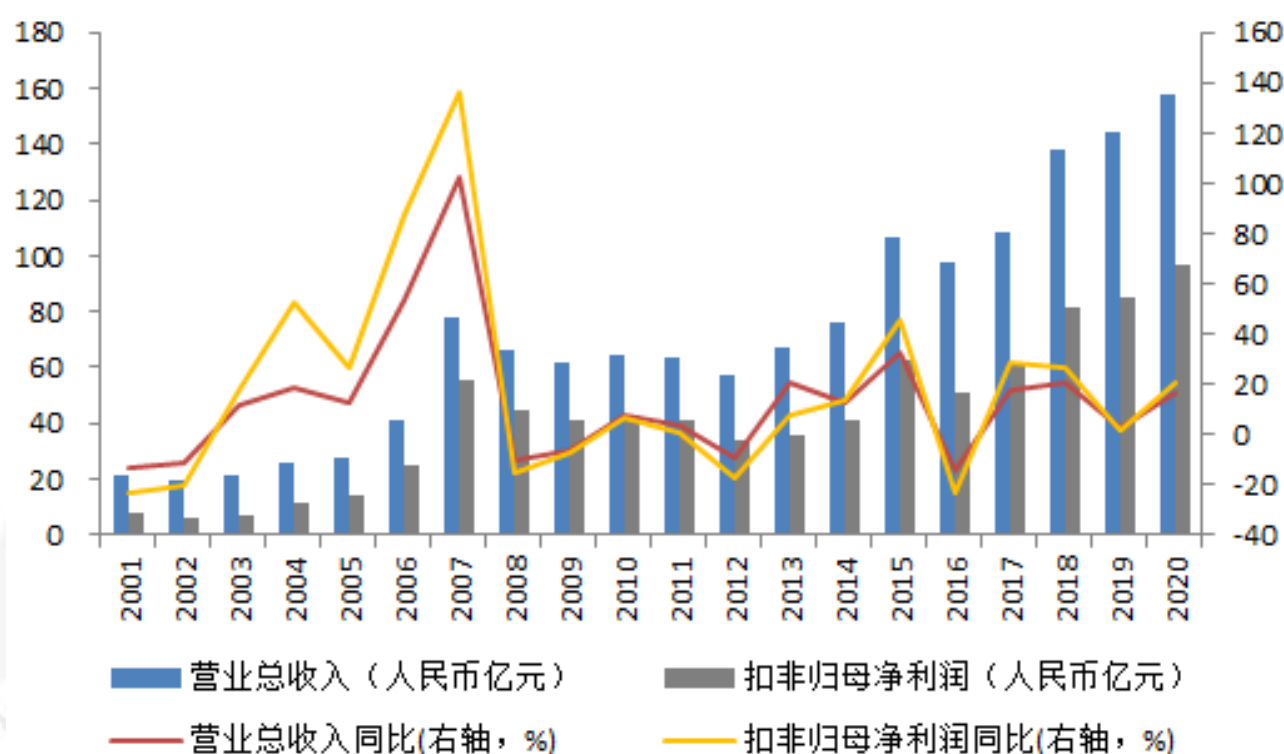
香港联合交易所有限公司（港交所或联交所），是香港联合交易所有限公司、香港期货交易有限公司和香港中央结算有限公司的控股公司。香港交易所旗下的市场机构成功带领香港金融服务业由一本地主导的市场，

发展成为亚洲区内吸引世界各地投资基金的中心市场。

背靠香港这一国际金融中心，港交所可谓与香港金融市场互相成就。在全球金融资本和资金的集散地和大量专业投融资机构集聚地，一家功能齐全、产品服务丰富、运行和监管机制成熟的交易所，必然成为融资、投资的重要渠道，因此港交所就像昔日“淘金热”时代旧金山靠牛仔裤发财的人一样，业务既稳定又赚钱。

不过，20 年来港交所的营收和盈利的波动并不小。部分年份营收和盈利增幅极大，部分年份却遭遇明显业绩下滑。显然，不随时间变化的垄断和业务稳定性并未给予业绩增长的稳定性。

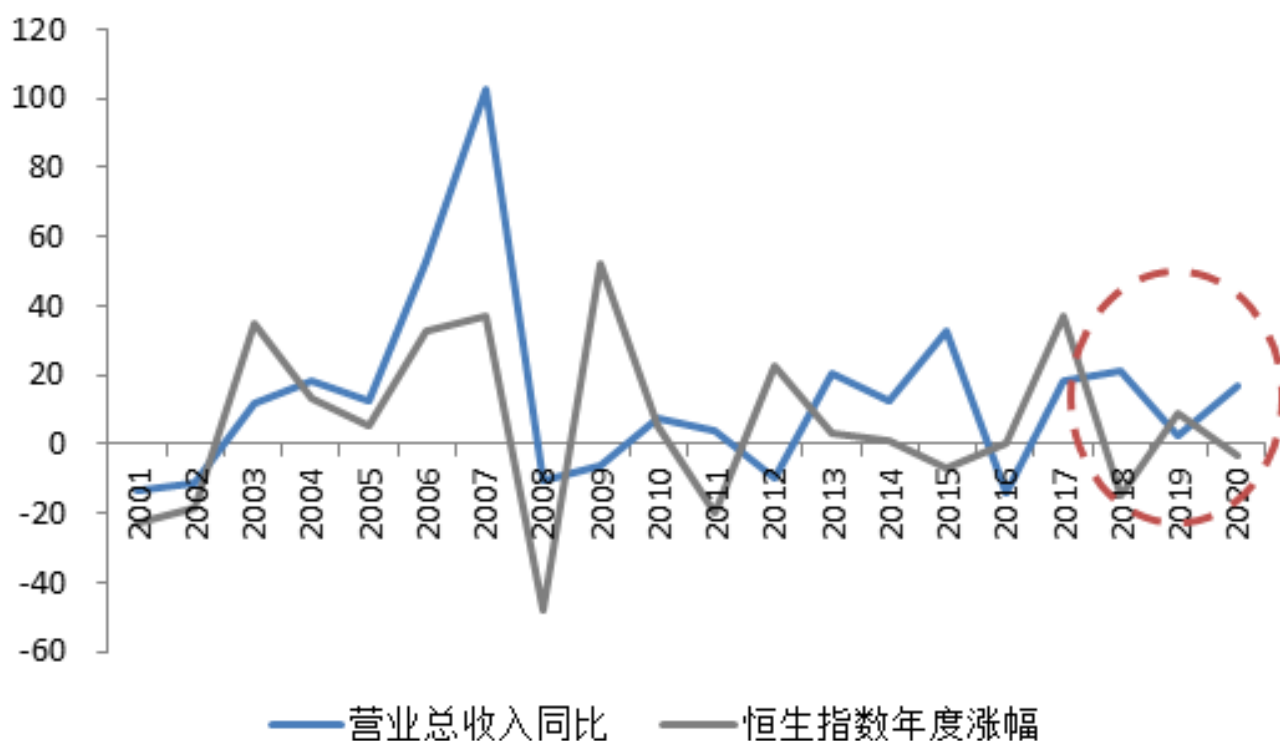
2001 年-2020 年港交所营收与净利润



资料来源: Wind, 苏宁金融研究院

这其实也并不难解释，因为结算费用、年费等收入，很大程度上还是和证券市场的交易热情相关，而当资产尤其是权益资产价格上涨时，背后也对应着更大的证券购买和交易热情，因此 2017 年左右之前，港交所的营收增速与恒生指数的表现成明显正向关系，同时恒生指数还具有一些并不明显的领先性。

港交所营收增速与恒生指数年度涨幅



资料来源: Wind, 苏宁金融研究院

但从上图看，港交所营收增速也很难用股指一个变量来完全解释，尤其是 2017 年后，港交所的业绩基本面走势与股指表现，更多地呈现了负向关系。

这就需要拆解港交所的主营构成。根据港交所近几年的年报，我们简

要总结了港交所以下几个营收来源。其中，根据产品和服务类别，收入可分为：交易费及交易系统使用费（沪深港通股票交易、联交所衍生品等交易、期货期权合约、子公司伦敦金属交易所的金属期货期权合约）、联交所上市费（上市年费、IPO 上市费等）、其他收入（网络用户收费、数据专线、设备托管服务、商品存货征费及仓库核准使用费、融通收益、伦敦金属交易所 LME 场外下单费、港融科技销售及服务、IPO 经纪佣金等）。

根据收入来源的市场或领域来划分，有以下几项：

1、现货

包括所有在联交所的现货市场交易平台以及透过沪港通、深港通在上海和深圳证交所所买卖的股本证券产品。业务收入主要来自于股票的交易费、交易系统使用费以及市场数据费。

2、股本证券及金融衍生产品

指联交所及香港期货交易所买卖的衍生产品业务。包括提供各类股本证券及金融衍生产品（例如股票及股指期货及期权、衍生权证、牛熊证等）买卖的交易平台，以及相关市场数据的销售。业务收入主要来自衍生产品的交易费、交易系统使用费及上市费以及市场数据费。

3、商品

指 LME 的运作，以及内地商品加以平台深圳前海联合交易中心的营运、香港期交所的商品合约。业务收入主要来自商品的交易费、商品市场数据

费以及附带业务的收费。

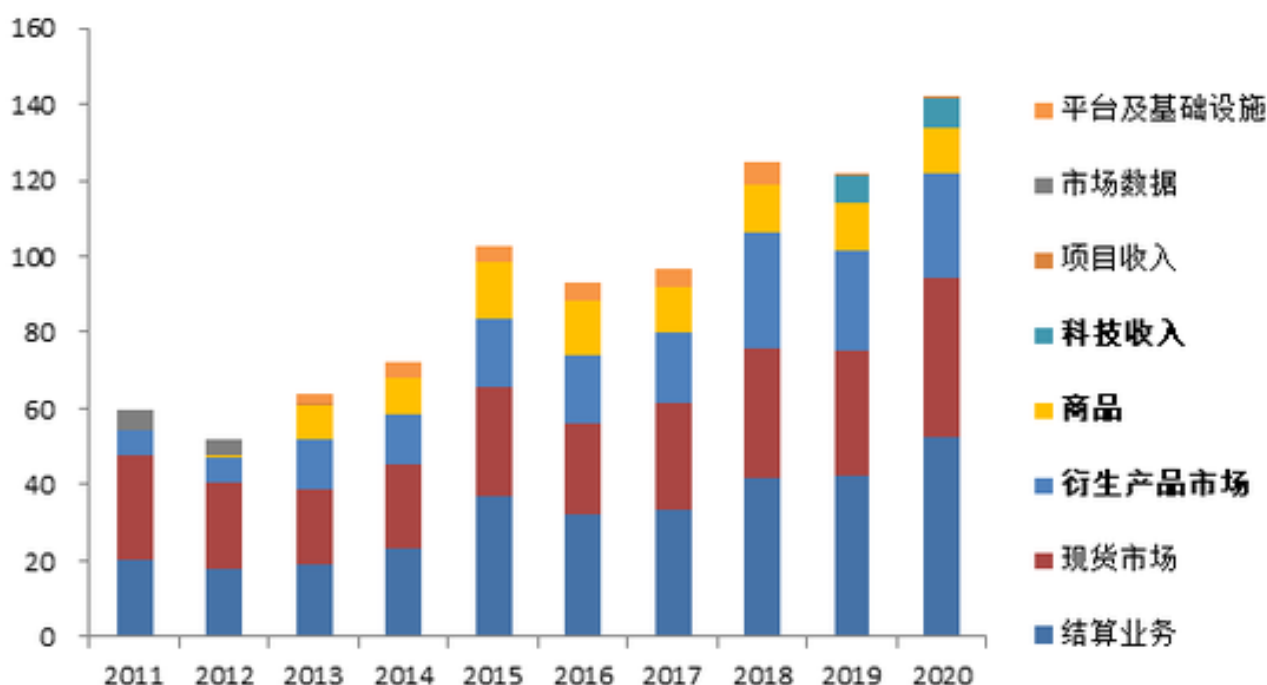
4、交易后服务

指集团旗下物价结算公司的运作，包括沪深股通交易产生的服务。业务收入主要来自结算、交收、村官、托管和代理人服务等。

5、科技

指所有让用户使用集团的平台和基础设施的费用，具体有港融科技有限公司提供服务。业务收入主要来自网络和终端机用户收费、数据专线和软件分判牌照费、设备托管服务收费。

近年港交所主营业务构成（亿元人民币）

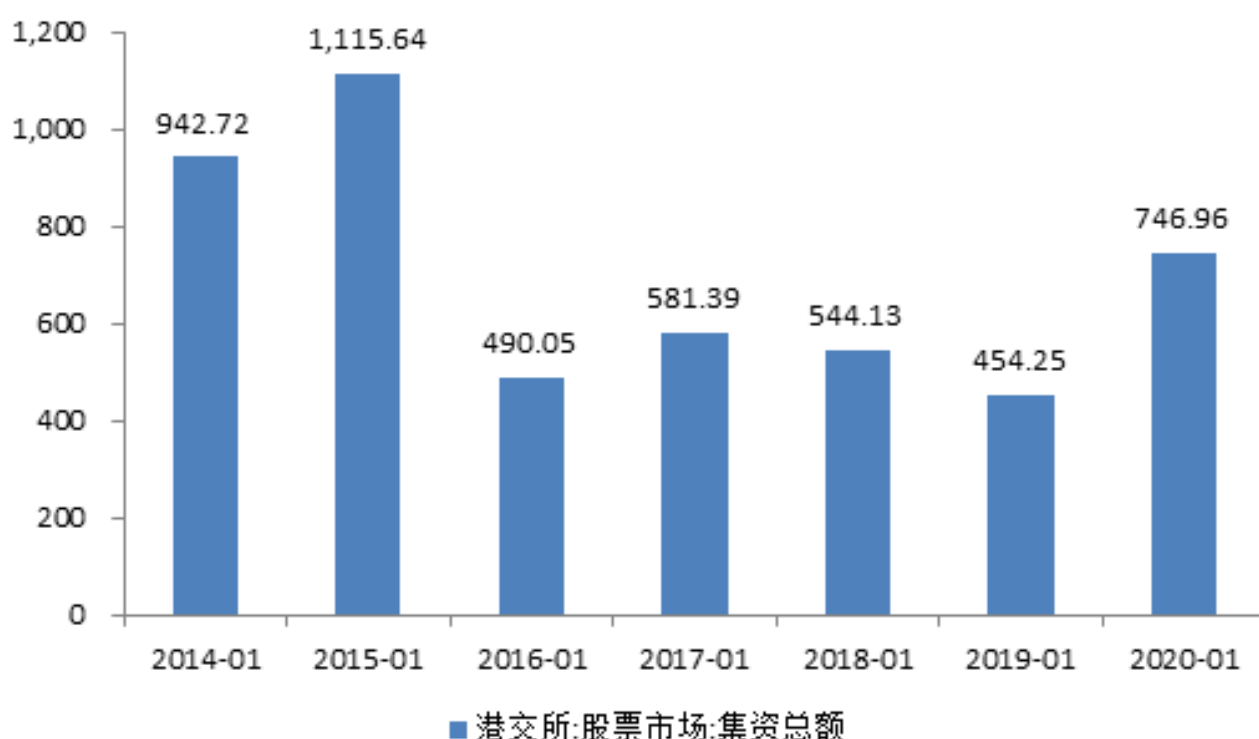


资料来源：Wind，苏宁金融研究院

港交所自成立以来，最稳定的业务依然是结算费用。2020年结算业务

收入为 52.54 亿元，增长 24.2%。现货市场与结算费用类似，2020 年收入为 42.01 亿元，增长 28.6%。这两个业务的背后是交易所上市公司的增加、市值规模的扩张。近年来，港交所的募资规模跃升为全球股票募资高地，尤其是在 IPO 领域，2018 年港交所 IPO 募资规模排名全球第一。

港交所股票市场集资总额（十亿港元）



资料来源: Wind, 苏宁金融研究院

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_34727

