



清算放开将利好收单业务

报告摘要

银联垄断终结。中国政府网于4月22日发布“国务院关于实施银行卡结算机构准入管理的决定”，自2015年6月1日起，符合要求的机构可申请“银行卡清算业务许可证”，在中国境内从事银行卡结算。我们认为这意味着在中国清算市场一家独大12年的局面被打破，中国银联将告别垄断时代。

外资及国内支付机构将抢占市场蛋糕。根据规定，申请成为银行卡结算机构需要 i) 注册资本不低于10亿元人民币；ii) 至少具有符合规定条件的持股20%以上的单一主要出资人，或者符合规定条件的合计持股25%以上的多个主要出资人；iii) 提出申请前应当连续从事银行、支付或者清算等业务5年以上。我们从行业渠道了解，在国内支付机构中，目前主攻线上支付的支付宝以及拥有最大线下收单的工商银行参与清算市场呼声最高。外资卡组织方面，虽然在中国市场蛰伏30年，但此前一直只能做中国持卡人的境外业务，而其最期待的是通过在境内发行人民币信用卡占领市场，从而带动这些持卡人在境外的刷卡消费。未来VISA、万事达、美国运通、JCB等外资品牌都有机会通过其会员银行在中国境内发行人民币信用卡。

第三方线下收单支付龙头将率先受惠。我们强调支付市场是一个双端市场（持卡人及商户端），卡组织除了扩大发卡规模外亦需要紧抓商户。我们了解到现时包括VISA及万事达等外资卡组织已与各主要发卡行进行合作，下一步将通过与第三方线下收单支付企业或自建收单机构（例如VISA当年在巴西通过建立收单机构VisaNet（即现时全球第7大收单机构Cielo前身）以抓紧商户端）合作的方式拓展当地市场。我们相信随行付作为国内领先第三方线下收单支付企业将在以下两方面受惠：i) 有机会与外卡品牌合作拓展新的商户群，加速扩张商户规模；以及 ii) 清算市场的开放必将为卡组织通路费（估计现时约万分之0.7-0.8）带来竞争压力，有利收单业务盈利能力提升。

重申“买入”评级。高阳科技为中港上市公司中唯一一家具备性感的持续性收入模式的第三方线下收单支付龙头企业。我们预期 i) 新商户接入进度好于预期、ii) P2P小贷业务发展进度超预期、以及 iii) 不断改善的业绩表现将为股价向上催化剂。我们重申公司“买入”评级，以SOTP估值法给予公司目标价3.60港元。

风险提示：i) 新业务执行风险；ii) 政策监管风险；iii) 收单业务增长慢于预期。

(31/12年结；百万港元)	2013	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入	1,294	1,529	1,548	2,367	3,369
增长率(%)	49.1%	18.1%	1.2%	53.0%	42.3%
核心净利润	30	52	204	342	500
增长率(%)	NA	71.7%	295.4%	67.6%	46.3%
毛利率(%)	37.4%	33.3%	44.5%	48.7%	50.3%
核心净利润率(%)	2.3%	3.4%	13.2%	14.4%	14.8%
每股核心收益(港元)	0.01	0.02	0.07	0.12	0.18
每股净资产(港元)	1.00	1.15	1.24	1.38	1.59
市盈率	286.5	167.4	42.3	25.3	17.3
市净率	3.1	2.7	2.5	2.3	2.0
净资产收益率(%)	1.1%	1.7%	6.1%	9.4%	12.2%
股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

数据来源：公司；安信国际

评级：

买入

目标价格：

3.60元

上次预测：3.60元

现价（2015年4月23日）：3.11元

报告日期：

2015-04-23

总市值(百万港元)	8,635.95
流通股市值(百万港元)	8,635.95
总股本(百万股)	2,776.83
流通股股本(百万股)	2,776.83
12个月低/高(港元)	1.59/3.81
平均成交(百万港元)	51.09

股东结构

渠万春	23.3%
车峰	12.0%
其他	64.7%

股价表现



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	11.80	50.85	30.33
绝对收益	25.40	62.83	53.96

数据来源：彭博、港交所、公司

蔡伟鸿 CFA
+852-2213 1409

行业分析师
patrickchoi@eif.com.hk



表 1：高阳科技 2010 至 2014 年主要财务数据

(百万港元)	2010	2011	2012	2013	2014	同比 (%)	VS 2014E	2014E
收入	902	839	868	1,294	1,529	18.1%	13.4%	1,348
支付交易处理解决方案	0	0	82	400	473	18.4%	28.2%	369
金融解决方案	142	178	248	272	407	49.9%	36.3%	299
电能计量产品	370	419	279	311	327	5.1%	-2.7%	336
电讯解决方案	350	177	167	199	198	-0.4%	-11.1%	222
支付平台解决方案	40	48	88	103	108	5.4%	-2.4%	111
其他	0	16	4	11	17	49.0%	47.5%	11
销售成本	(731)	(664)	(624)	(810)	(1,020)	25.8%	21.3%	(841)
毛利	170	174	244	484	509	5.3%	0.4%	507
其他收入/(开支)	(6)	(143)	(9)	3	392	11179.8 %	-3.2%	405
销售及管理费用	(390)	(395)	(483)	(545)	(599)	9.9%	8.7%	(551)
经营溢利	(226)	(364)	(248)	(58)	302	-624.0%	-16.2%	361
财务费用	(0)	(2)	(1)	0	0	NA	NA	0
应占联营公司溢利/亏损	7	78	74	86	119	38.7%	8.8%	109
税前盈利	(219)	(288)	(175)	28	421	1401.0%	-10.4%	470
所得税	2	8	1	(1)	(20)	1266.7%	-70.3%	(67)
非控股权益	(29)	24	14	3	(4)	-221.2%	-312.0%	2
净利润	850	(255)	(161)	30	397	1221.6%	-2.0%	405
核心净利润	850	(255)	(161)	30	52	71.7%	915.7%	5
毛利率 (%)	18.9%	20.8%	28.1%	37.4%	33.3%	-4.0 ppt	-4.3 ppt	37.6%
销管费用率 (%)	43.3%	47.1%	55.6%	42.1%	39.2%	-2.9 ppt	-1.7 ppt	40.9%
有效税率 (%)	0.8%	2.7%	0.5%	5.2%	4.7%	-0.4 ppt	-9.5 ppt	14.3%
核心净利率 (%)	94.3%	-30.5%	-18.5%	2.3%	3.4%	+1.0 ppt	+2.9 ppt	0.4%

资料来源：公司、安信国际

表 2：同业估值比较

股份名称	代码	市值 百万元	股价 元	最近报表				---- 市盈率 (倍) ----				--- 每股盈利增长 (%) ---				股息率 (%)		市净率 (倍)		净负债 比率 %*
				年结	历史	今年	下年	下两年	历史	今年	下年	下两年	历史	今年	历史	今天				
高阳科技	818 HK	8,636	3.11	12/2014	22.2	41.5	28.3	17.8	13x	-46.4	46.7	59.1	n/a	n/a	2.71	2.52	-62.3			
环亚智富	1390 HK	2,054	3.96	06/2014	30.5	30.5	28.3	26.4	n/a	0.0	7.7	7.1	n/a	0.66	1.15	1.12	-82.0			
Vantiv股份有限公司	VNTV US	7,406	39.1	12/2014	44.5	18.3	16.2	14.5	-8.3	142.8	12.7	11.8	n/a	n/a	8.17	5.72	332.8			
哈特兰支付系统公司	HPY US	1,888	51.7	12/2014	55.5	18.4	16.1	14.8	-54.2	201.5	14.4	8.7	0.77	0.73	7.49	6.02	195.0			
全系统服务公司	TSS US	7,080	38.3	12/2014	22.1	17.3	15.7	14.7	13.0	27.6	10.3	7.2	1.05	1.05	4.18	3.61	68.9			
环汇公司	GPN US	6,770	102	05/2014	30.0	21.2	18.8	16.8	22.3	41.4	13.0	11.8	0.08	0.08	7.03	6.51	125.5			
维萨公司	V US	167,006	68	09/2014	31.2	26.3	22.7	20.4	13.8	18.9	15.7	11.3	0.71	0.68	7.56	5.70	-25.4			
万事达股份有限公司	MA US	105,325	91.2	12/2014	29.3	26.3	21.9	18.4	20.9	11.4	20.1	19.2	0.70	0.62	15.48	13.08	-70.9			
Fiserv公司	FISV US	18,790	78.9	12/2014	26.0	20.8	18.6	16.7	22.2	25.2	11.9	11.2	n/a	n/a	5.76	3.94	106.5			
富达国民信息服务公司	FIS US	18,211	64.3	12/2014	27.0	19.4	17.3	15.2	43.2	39.5	12.2	13.5	1.62	1.56	2.79	2.45	69.8			
美国运通	AXP US	79,668	78.4	12/2014	14.1	14.3	13.7	12.3	13.6	-1.9	4.5	11.6	1.33	1.44	3.88	3.60	189.4			
Euronet全球公司	EEFT US	3,059	59	12/2014	30.1	20.3	17.9	n/a	11.4	48.7	13.2	n/a	n/a	n/a	4.17	3.82	-5.8			
FleetCor技术公司	FLT US	14,508	158	12/2014	36.2	26.1	21.8	19.2	25.6	38.9	19.5	13.5	n/a	n/a	5.27	4.66	88.7			
Alliance Data Systems Cor	ADS US	19,189	308	12/2014	35.4	20.6	17.8	16.3	-13.6	71.5	15.7	9.4	n/a	n/a	8.21	6.99	130.7			

注：*净负债比率为负数代表净现金；上表里高阳科技预测数字来自彭博

数据来源：彭博



附表：财务报表预测

(31/12 年结；百万港元)	2013	2014	2015E	2016E	2017E
损益表					
销售收入	1,294	1,529	1,548	2,367	3,369
支付交易处理解决方案	400	473	751	1,502	2,428
金融解决方案	272	407	444	479	517
电能计量产品	311	327	0	0	0
电讯解决方案	199	198	219	244	270
支付平台解决方案	103	108	117	126	136
其他	11	17	17	17	17
销售成本	(810)	(1,020)	(859)	(1,215)	(1,675)
毛利	484	509	689	1,153	1,694
其他收入/(开支)	3	392	11	13	14
销售及管理费用	(545)	(599)	(620)	(968)	(1,377)
经营溢利	(58)	302	80	198	331
分占联管公司业绩	86	119	148	196	253
财务费用	0	0	0	0	0
税前盈利	28	421	229	394	584
所得税	(1)	(20)	(12)	(20)	(30)
非控股权益	3	(4)	(13)	(32)	(54)
净利润	30	397	204	342	500
核心净利润	30	52	204	342	500
EBITDA	70	12	118	200	300
EBIT	(58)	302	80	198	331
同比增长 (%)					
销售收入	49.1	18.1	1.2	53.0	42.3
支付交易处理解决方案	387.8	18.4	58.8	100.0	61.7
金融解决方案	9.4	49.9	9.0	8.0	8.0
电能计量产品	11.3	5.1	NA	NA	NA
电讯解决方案	18.7	(0.4)	11.0	11.0	11.0
支付平台解决方案	17.1	5.4	8.0	8.0	8.0
其他	174.5	49.0	1.0	1.0	1.0
毛利	98.1	5.3	35.3	67.3	46.9
净利润	(118.7)	1,221.6	(48.6)	67.6	46.3
核心净利润	(118.7)	71.7	295.4	67.6	46.3
EBITDA	(152.2)	(82.2)	848.1	69.6	50.3
EBIT	(76.7)	(624.0)	(73.4)	145.9	67.3
资产负债表					
非流动资产					
物业、厂房及设备	155	109	122	137	153
商誉	68	29	29	29	29
其他	1,634	1,410	1,559	1,755	2,008
流动资产	1,719	2,560	2,754	3,312	4,077
存货	77	54	45	64	88
应收帐	345	337	341	521	742
现金	1,061	1,978	2,177	2,536	3,055
其他	236	191	191	191	191
总资产	3,576	4,111	4,464	5,233	6,267
流动负债					
借贷	0	0	0	0	0
应付帐	401	489	571	917	1,328
其他	428	407	407	407	407
非流动负债	1	0	9	15	23
借贷	0	0	0	0	0
其他	1	0	9	15	23
总负债	830	897	987	1,339	1,758
股本	7	7	7	7	7
储备	2,752	3,185	3,436	3,820	4,382
股东权益	2,759	3,192	3,443	3,827	4,389
非控股权益	(13)	22	35	66	120
股本总额	2,746	3,214	3,477	3,894	4,509
净负债/(现金)	(1,061)	(1,978)	(2,177)	(2,536)	(3,055)
净负债率 (%)	(38.6)	(61.5)	(62.6)	(65.1)	(67.8)

(转下页...)



财务报表预测 (续)

(31/12 年结; 百万港元)	2013	2014	2015E	2016E	2017E
现金流量表					
税前盈利	28	421	229	394	584
折旧	46	66	66	66	66
营运资金变动	339	126	86	146	166
其他	(88)	(446)	(144)	(208)	(254)
经营活动现金流量	326	166	236	398	562
资本开支	(65)	(50)	(52)	(55)	(58)
其他	18	759	7	7	7
投资活动现金流量	(48)	710	(46)	(48)	(51)
贷款变动	0	0	0	0	0
其他	(0)	9	9	9	9
融资活动现金流量	(0)	69	9	9	9
净资金流入/(出)	278	945	199	359	520
自由现金流	261	116	184	343	504
财务及估值比率					
P/E (x)	286.5	167.4	42.3	25.3	17.3
P/B (x)	3.1	2.7	2.5	2.3	2.0
Dividend yield (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
EV/EBITDA (x)	108.0	537.3	55.1	30.9	19.0
EV/EBIT (x)	NA	22.1	80.7	31.2	17.2
Gross margin (%)	37.4	33.3	44.5	48.7	50.3
EBITDA margin (%)	5.4	0.8	7.6	8.4	8.9
Pre-tax profit margin (%)	2.2	27.5	14.8	16.6	17.3
Net margin (%)	2.3	26.0	13.2	14.4	14.8
SG&A/sales (%)	42.1	39.2	40.0	40.9	40.9
Effective tax rate (%)	5.2	4.7	5.2	5.2	5.2
ROE (%)	1.1	13.3	6.1	9.4	12.2
ROA (%)	0.9	10.3	4.8	7.0	8.7
Current ratio (x)	2.1	2.9	2.8	2.5	2.3
Stock turnover days (s)	34.5	19.2	19.2	19.2	19.2
A/R turnover days (s)	97.4	80.4	80.4	80.4	80.4
A/P turnover days (s)	180.7	175.2	242.8	275.5	289.3
Interest coverage (x)	NA	NA	NA	NA	NA
Net debt/ (cash) to equity (%)	(38.6)	(61.5)	(62.6)	(65.1)	(67.8)
Total asset to equity ratio (x)	1.3	1.3	1.3	1.3	1.4
Dividend payout ratio (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0

数据来源: 公司; 安信国际预测

客户服务热线

香港：2213 1888

国内：40086 95517

免责声明

此报告只提供给阁下作参考用途，并非作为或被视为出售或购买或认购证券的邀请或向任何特定人士作出邀请。此报告内所提到的证券可能在某些地区不能出售。此报告所载的资料由安信国际证券(香港)有限公司(安信国际)编写。此报告所载资料的来源皆被安信国际认为可靠。此报告所载的见解，分析，预测，推断和期望都是以这些可靠数据为基础，只是代表观点的表达。安信国际，其母公司和/或附属公司或任何个人不能担保其准确性或完整性。此报告所载的资料、意见及推测反映安信国际于最初发此报告日期当日的判断，可随时更改而毋须另行通知。安信国际，其母公司或任何其附属公司不会对因使用此报告内之材料而引致任何人士的直接或间接或相关之损失负上任何责任。

此报告内所提到的任何投资都可能涉及相当大的风险，若干投资可能不易变卖，而且也可能不适合所有的投资者。此报告中所提到的投资价值或从中获得的收入可能会受汇率影响而波动。过去的表现不能代表未来的业绩。此报告没有把任何投资者的投资目标，财务状况或特殊需求考虑进去。投资者不应仅依靠此报告，而应根据自己的判断作出投资决定。投资者依据此报告的建议而作出任何投资行动前，应咨询专业意见。

安信国际及其高级职员、董事、员工，可能不时地，在相关的法律、规则或规定的许可下 (1)持有或买卖此报告中所提到的公司的证券，(2)进行与此报告内容相异的仓盘买卖，(3)与此报告所提到的任何公司存在顾问，投资银行，或其他金融服务业务关系，(4)又或可能已经向此报告所提到的公司提供了大量的建议或投资服务。投资银行或资产管理可能作出与此报告相反投资决定或持有与此报告不同或相反意见。此报告的意见亦可能与销售人员、交易员或其他集团成员专业人员的意见不同或相反。安信国际，其母公司和/或附属公司的一位或多位董事，高级职员和/或员工可能是此报告提到的证券发行人的董事或高级人员。(5)可能涉及此报告所提到的公司的证券进行自营或庄家活动。

此报告对于收件人来说是完全机密的文件。此报告的全部或任何部分均严禁以任何方式再分发予任何人士，尤其(但不限于)此报告及其任何副本均不可被带往或传送至日本、加拿大或美国，或直接或间接分发至美国或任何美国人士(根据1933年美国证券法S规则的解释)，安信国际也没有任何意图派发此报告给那些居住在法律或政策不允许派发或发布此报告的地方的人。

收件人应注意安信国际可能会与本报告所提及的股票发行人进行业务往来或不时自行及/或代表其客户持有该等股票的权益。因此，投资者应注意安信国际可能存在影响本报告客观性的利益冲突，而安信国际将不会因此而负上任何责任。

此报告受到版权和资料全面保护，除非获得安信国际的授权，任何人不得以任何目的复制、派发或出版此报告。安信国际保留一切权利。

规范性披露

- 本研究报告的分析员或其有联系者(参照证监会持牌人守则中的定义)并未担任此报告提到的上市公司的董事或高级职员。
- 本研究报告的分析员或其有联系者(参照证监会持牌人守则中的定义)并未拥有此报告提到的上市公司有关的任何财务权益。
- 安信国际拥有此报告提到的上市公司的财务权益少于1%或完全不拥有该上市公司的财务权益。

公司评级体系

收益评级：

- 买入 — 预期未来6个月的投资收益率为15%以上；
- 增持 — 预期未来6个月的投资收益率为5%至15%；
- 中性 — 预期未来6个月的投资收益率为-5%至5%；
- 减持 — 预期未来6个月的投资收益率为-5%至-15%；
- 卖出 — 预期未来6个月的投资收益率为-15%以下。

安信国际证券(香港)有限公司

地址：香港中环交易广场第一座三十九楼

电话：+852-2213 1000

传真：+852-2213 1010