

看好业务转型 上调目标价

评级: 买入

上次评级: 买入

目标价格: 18.00 元

上次预测: 14.08 元

现价 (2015 年 5 月 22 日): 12.04 元

报告日期: 2015-05-26

报告摘要

海外市场首次并购。百富环球于 2015 年 5 月 20 日宣布以 467 万欧元收购 PAX Italia 扩大后股本 70%。PAX Italia 为公司于意大利地区独家分销商，主要业务是为当地银行开发及定制软件系统，相关系统集成多家欧洲银行之专利软件于百富 EFT-POS 平台，并为公司的广泛型号产品提供售后服务。

深入 Ingenico 本土市场腹地。意大利为全球最大电子支付终端供货商 Ingenico 于欧洲第二大收入贡献地区，估计现时存量 EFT-POS 终端数约 120 万台，每年整体出货量约 20-25 万台。我们认为此次收购为公司欧洲业务发展的重要里程碑。除了将为公司带来可观额外收入外，亦将增强公司于欧洲地区市场地位，未来亦有机会继续通过并购方式深入欧洲成熟地区市场腹地。我们观察到公司海外业务发展步伐不断加快，预计公司将于未来两年内将超越 Verifone 成为全球第 2 大电子支付终端供货商。

通过并购方式深入参与支付价值链。我们预计公司 2015E 账面净现金将达 21 亿港元 (或每股 1.93 港元)，未来将通过在全球范围内并购以加快公司业务向更性感的持续性收入模式转型。管理层此前表示并购项目的筛选标准将包括 i) 良好的企业管理、ii) 商业模式与公司现有业务具协同效应、iii) 健康的财务状况、以及 iv) RoE 高于 10%。我们估计公司在硬件领域的收购将可通过对海外分销渠道更充份掌控及更加丰富的产品线以加快抢占全球市场份额，而通过软件或服务性业务的收购则可帮助加快公司从传统的一次性的硬件销售业务模式转型至客户黏性及毛利率更高的持续性收入模式，以更加完善对全球电子支付产业链的布局。

重申“买入”评级。我们相信此次并购将加快公司未来于欧洲地区发展布局，分别上调 2016E/17E 净利润预测 2.9%/3.4%。我们认为 i) Apple Pay 推动全球 NFC 普及加速；ii) 公司海外市场扩张步伐加快；及 iii) 充裕的净现金带来全球并购机会将有望成为股价向上催化剂。我们认为未来公司于全球电子支付产业链的纵深布局加强将进一步提升公司的行业地位，我们以全球行业 2016E 平均动态市盈率 25 倍定价，上调公司目标价至 18.00 港元，重申“买入”评级。

风险提示：i) POS 行业需求增长慢于市场预期；ii) 国内市场竞争加剧带来之毛利率下滑风险；iii) 海外市场扩张执行风险。

总市值(百万港元)	13,376.37
流通市值(百万港元)	13,376.37
总股本(百万股)	1,110.99
流通股本(百万股)	1,110.99
12 个月低/高(港元)	4.52/13.3
平均成交(百万港元)	65.23

股东结构

高阳科技	32.8%
富达基金	8.1%
其他	59.1%

股价表现



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	19.34	64.57	145.30
绝对收益	20.54	79.17	168.95

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

(31/12 年结；百万港元)	2013	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入	1,472	2,373	2,971	3,700	4,564
增长率(%)	12.1%	61.2%	25.2%	24.6%	23.4%
核心净利润	240	420	532	685	861
增长率(%)	18.2%	75.0%	26.5%	28.9%	25.7%
毛利率(%)	36.7%	36.4%	36.7%	37.2%	37.8%
核心净利润率(%)	16.3%	17.7%	17.9%	18.5%	18.9%
核心每股收益(港元)	0.23	0.39	0.48	0.62	0.78
每股净资产(港元)	2.00	2.31	2.75	3.36	4.13
市盈率	52.1	30.9	25.2	19.5	15.5
市盈率(扣除净现金)	45.0	26.5	21.2	15.9	12.0
市净率	6.0	5.2	4.4	3.6	2.9
净资产收益率(%)	11.6%	16.9%	18.4%	20.1%	20.7%
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

表 1：百富环球 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	724	1,103	1,313	1,472	2,373	61.2%	21.1%	1,960
中国	566	755	919	1,046	1,386	32.5%	13.2%	1,224
海外	157	348	394	426	987	131.5%	34.1%	736
销售成本	(432)	(711)	(849)	(931)	(1,508)	62.0%	23.2%	(1,225)
毛利	292	392	464	541	865	59.8%	17.6%	735
其他收入/(开支)	27	42	30	50	70	39.8%	22.6%	57
销售及管理费用	(147)	(226)	(271)	(325)	(472)	45.1%	19.8%	(394)
经营溢利	173	207	223	266	463	74.0%	16.2%	399
财务费用	0	0	0	0	0	NA	NA	0
税前盈利	173	207	223	266	463	74.0%	16.2%	399
所得税	(27)	(26)	(40)	(40)	(71)	80.0%	49.2%	(48)
净利润	145	182	183	227	392	73.0%	11.7%	351
核心净利润	145	182	203	240	420	75.0%	10.8%	379
毛利率 (%)	40.3%	35.5%	35.3%	36.7%	36.4%	-0.3 ppt	-1.0 ppt	37.5%
销管费用率 (%)	20.3%	20.5%	20.6%	22.1%	19.9%	-2.1 ppt	-0.2 ppt	20.1%
有效税率 (%)	15.7%	12.4%	18.0%	14.9%	15.4%	+0.5 ppt	+3.4 ppt	12.0%
核心净利率 (%)	20.1%	16.5%	15.5%	16.3%	17.7%	+1.3 ppt	-1.6 ppt	19.4%

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 年结	---- 市盈率 (倍) ----				--- 每股盈利增长 (%) ---				股息率 (%)		市净率 (倍)		净负债 比率 %*
					历史	今年	下年	下两年	历史	今年	下年	下两年	12个月	今年	历史	今天	
百富环球	327 HK	13,821	12.04	12/2014	33.2	24.4	19.0	15.8	66.5	35.8	28.8	20.3	n/a	n/a	5.20	4.28	-75.3
Verifone	PAY US	4,264	37.29	10/2014	-ve E	20.5	16.7	14.7	87.5	n/a	22.7	13.4	n/a	n/a	4.09	4.22	61.2
Ingenico	ING FP	6,975	114.90	12/2014	36.4	26.4	22.6	19.4	45.6	37.9	16.6	16.8	0.87	1.07	6.15	5.05	71.2
新国都	300130 CH	13,487	117.96	12/2014	168.5	150.3	119.2	n/a	191.7	12.1	26.1	n/a	0.04	n/a	11.93	n/a	-41.3
高阳科技	818 HK	9,747	3.38	12/2014	24.1	44.5	28.9	19.3	13x	-45.7	53.9	49.6	n/a	n/a	2.94	2.74	-62.3
中国信贷	8207 HK	6,051	1.85	12/2014	80.0	59.2	30.2	20.3	-68.0	35.1	96.0	49.0	0.25	0.20	3.39	3.25	-5.6
环亚智富	1390 HK	2,111	4.07	06/2014	31.3	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	1.18	n/a	-82.0
贸易通	536 HK	1,659	2.03	12/2014	21.8	n/a	n/a	n/a	-10.6	n/a	n/a	n/a	4.07	n/a	n/a	n/a	n/a

注：*净负债比率为负数代表净现金；上表里百富环球预测数字来自彭博

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	1,472	2,373	2,971	3,700	4,564
POS 终端机	1,367	2,222	2,763	3,449	4,245
消费者操作设备	48	92	98	118	151
非接触式读卡设备	16	12	30	41	55
服务	21	26	42	52	59
其他	20	22	39	41	55
销售成本	(931)	(1,508)	(1,882)	(2,324)	(2,841)
毛利	541	865	1,089	1,376	1,724
其他收入/(开支)	50	70	70	79	91
销售及管理费用	(325)	(472)	(564)	(681)	(835)
经营溢利	266	463	594	775	979
分占联营公司业绩	0	0	0	0	0
财务费用	0	0	0	0	0
税前盈利	266	463	594	775	979
所得税	(40)	(71)	(77)	(93)	(117)
非控股权益	0	0	0	0	0
净利润	227	392	517	682	861
核心净利润	240	420	532	685	861
EBITDA	270	467	599	780	985
EBIT	266	463	594	775	979
同比增长 (%)					
销售收入	12.1	61.2	25.2	24.6	23.4
POS 终端机	16.9	62.6	24.4	24.8	23.1
消费者操作设备	(53.5)	89.7	6.9	20.8	27.2
非接触式读卡设备	14.0	(29.7)	157.5	37.0	34.6
服务	12.1	27.8	57.3	24.6	14.5
其他	167.6	7.3	75.8	5.4	34.6
毛利	16.6	59.8	25.9	26.4	25.2
净利润	23.8	73.0	31.9	31.9	26.4
核心净利润	18.2	75.0	26.5	28.9	25.7
EBITDA	19.1	73.1	28.2	30.3	26.3
EBIT	19.2	74.0	28.3	30.4	26.4
资产负债表					
非流动资产	8	12	13	13	13
物业、厂房及设备	8	11	13	13	13
商誉	0	0	0	0	0
其他	0	0	0	0	0
流动资产	2,824	3,323	4,066	4,910	5,967
存货	465	475	716	884	1,081
应收帐	638	898	1,193	1,486	1,833
现金	1,698	1,919	2,127	2,510	3,023
其他	23	30	30	30	30
总资产	2,833	3,334	4,079	4,924	5,980
流动负债	746	786	1,020	1,191	1,395
借贷	0	0	0	0	0
应付帐	446	424	677	836	1,022
其他	300	362	343	355	373
非流动负债	0	0	0	0	0
借贷	0	0	0	0	0
其他	0	0	0	0	0
总负债	746	786	1,020	1,191	1,395
股本	104	110	110	110	110
储备	1,983	2,438	2,949	3,623	4,474
股东权益	2,087	2,548	3,059	3,733	4,584
非控股权益	0	0	0	0	0
股本总额	2,087	2,548	3,059	3,733	4,584
净负债/(现金)	(1,698)	(1,919)	(2,127)	(2,510)	(3,023)
净负债率 (%)	(81.4)	(75.3)	(69.5)	(67.2)	(65.9)

(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	266	463	594	775	979
折旧	4	4	5	6	6
营运资金变动	54	(320)	(282)	(302)	(358)
其他	(46)	(22)	(126)	(114)	(139)
经营活动现金流量	292	154	191	364	489
资本开支	(1)	(7)	(6)	(6)	(6)
其他	15	24	23	26	30
投资活动现金流量	23	16	17	20	24
贷款变动	0	0	0	0	0
其他	0	0	0	0	0
融资活动现金流量	8	74	0	0	0
净资金流入/(出)	323	245	208	383	513
自由现金流	290	147	185	358	483
财务及估值比率					
P/E (x)	52.1	30.9	25.2	19.5	15.5
P/B (x)	6.0	5.2	4.4	3.6	2.9
Dividend yield (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
EV/EBITDA (x)	43.3	24.5	18.8	13.9	10.5
EV/EBIT (x)	43.9	24.7	18.9	14.0	10.6
Gross margin (%)	36.7	36.4	36.7	37.2	37.8
EBITDA margin (%)	18.3	19.7	20.2	21.1	21.6
Pre-tax profit margin (%)	18.1	19.5	20.0	20.9	21.4
Net margin (%)	15.4	16.5	17.4	18.4	18.9
SG&A/sales (%)	22.1	19.9	19.0	18.4	18.3
Effective tax rate (%)	14.9	15.4	13.0	12.0	12.0
ROE (%)	11.6	16.9	18.4	20.1	20.7
ROA (%)	9.0	12.7	13.9	15.1	15.8
Current ratio (x)	3.8	4.2	4.0	4.1	4.3
Stock turnover days (s)	182.3	115.1	138.9	138.9	138.9
A/R turnover days (s)	158.1	138.2	146.6	146.6	146.6
A/P turnover days (s)	174.6	102.5	131.4	131.4	131.4
Interest coverage (x)	NA	NA	NA	NA	NA
Net debt/ (cash) to equity (%)	(81.4)	(75.3)	(69.5)	(67.2)	(65.9)
Total asset to equity ratio (x)	1.4	1.3	1.3	1.3	1.3
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