



收单及支付终端业务双轮驱动

评级：

买入

目标价格：

4.80 元

上次预测：3.60 元

现价 (2015 年 5 月 26 日)：3.40 元

报告日期：

2015-05-27

报告摘要

支付终端海外业务实现突破。高阳科技旗下持股 32.8% 的全球第 3 大电子支付终端供货商百富环球 (0327.HK) 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 为百富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，并为百富的广泛型号产品提供售后服务。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百富欧洲业务发展的重要里程碑，除了将为百富带来可观额外收入外，亦将增强其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。我们观察到百富环球海外业务发展步伐不断加快，预计其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。

收单业务进展良好，行业格局将进一步集中。现时央行已发放 53 张第三方线下收单支付牌照，但据我们渠道调研了解，当中约 20 家企业并未有实际业务运营，余下企业超过一半皆由于规模过小而处于亏损状态，仅有约 8-10 家企业具盈利能力，而在 2013 年按交易金额计行业 TOP 4 已合共占 67% 份额。我们相信未来第三方支付行业将进入强者恒强阶段，最终行业前 3-4 家企业将抢占 80% 以上市场份额。据我们了解，国内第 2 大第三方线下收单支付企业汇付天下 (2013 年交易份额约 23%) 由于过去两年违规风险尚口较大，去年 9 月被央行勒令于一年内有序退出 15 个省市的现有收单业务，预计年内亦将较难获央行批准放行重新接入新商户。我们从各方渠道调研了解公司收单业务客户拓展进度良好，预计随付付 2015E/16E POS 终端接入量将分别达 72 万/108 万台，带动 2015E/16E 全年交易流水同比增长 95.7%/100% 至 6,006/12,012 亿元人民币。

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。我们预期公司旗下优质资产百富环球仍有巨大价值提升空间，我们基于 2016E 业绩以 SOTP 估值法 (此前基于 2015E 业绩) 调升公司目标价至 4.80 港元，重申公司“买入”评级。

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	348	509
增长率 (%)	NA	71.7%	295.4%	70.5%	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%	14.7%	15.1%
每股核心收益 (港元)	0.01	0.02	0.07	0.13	0.18
每股净资产 (港元)	0.99	1.15	1.24	1.38	1.59
市盈率	313.2	183.1	46.3	27.1	18.6
市净率	3.4	3.0	2.7	2.5	2.1
净资产收益率 (%)	1.1%	1.7%	6.1%	9.6%	12.3%
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

总市值(百万港元)	9,441.24
流通股市值(百万港元)	9,441.24
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)	75.27

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	7.38	51.24	57.88
绝对收益	6.01	64.22	80.11

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：SOTP (Sum Of The Parts) 分部估值法

业务	2016E 应占净利 (百万港元)	所占股本 (%)	估值 (百万港元)	估值方法
线下收单	128	80%	4,084	PEG 0.5x
POS 终端解决方案	203	33%	6,539	同业平均 25x PER
行业解决方案及芯片	17	100%	175	10x PER
总计			10,798	
2016E 净现金 (百万港元)			2,535	
总估值 (百万港元)			13,334	
股数 (百万股)			2,777	
对应目标价 (港元)			4.80	

资料来源：公司、安信国际



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	203	262
财务费用	0	0	0	0	0
税前盈利	28	421	229	400	593
所得税	(1)	(20)	(12)	(21)	(31)
非控股权益	3	(4)	(13)	(32)	(54)
净利润	30	397	204	348	509
核心净利润	30	52	204	348	509
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)	70.5	46.3
核心净利润	(118.7)	71.7	295.4	70.5	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	1,761	2,023
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	2,535	3,055
其他	236	191	191	191	191
总资产	3,576	4,111	4,464	5,239	6,282
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	16	23
借贷	0	0	0	0	0
其他	1	0	9	16	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	3,826	4,397
股东权益	2,759	3,192	3,443	3,833	4,404
非控股权益	(13)	22	35	66	120
股本总额	2,746	3,214	3,477	3,900	4,524
净负债/(现金)	(1,061)	(1,978)	(2,177)	(2,535)	(3,055)
净负债率 (%)	(38.6)	(61.5)	(62.6)	(65.0)	(67.5)

(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	400	593
折旧	46	66	66	66	66
营运资金变动	339	126	86	146	166
其他	(88)	(446)	(144)	(215)	(263)
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)	313.2	183.1	46.3	27.1	18.6
P/B (x)	3.4	3.0	2.7	2.5	2.1
Dividend yield (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
EV/EBITDA (x)	119.5	602.1	61.9	34.9	21.7
EV/EBIT (x)	(145.1)	24.8	90.7	35.2	19.7
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	16.9	17.6
Net margin (%)	2.3	26.0	13.2	14.7	15.1
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	9.6	12.3
ROA (%)	0.9	10.3	4.8	7.2	8.8
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)	(65.0)	(67.5)
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，而应按照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