

强烈推荐-A (上调)

广博股份 002103.SZ

目标估值: 36.2-51.2 元

当前股价: 25.65 元

2016 年 02 月 17 日

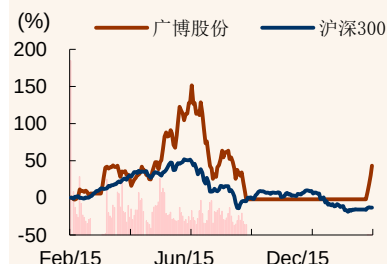
跨境支付新兴蓝海，跨境产业链呼之欲出

基础数据

上证综指	2860
总股本(万股)	30512
已上市流通股(万股)	17111
总市值(亿元)	78
流通市值(亿元)	44
每股净资产(MRQ)	5.2
ROE(TTM)	3.3
资产负债率	17.9%
主要股东	王利平
主要股东持股比例	22.13%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	46	-6	52
相对表现	52	15	66



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

1、《广博股份(002103)——互联网营销+爱丽网平台,全面转型传媒产业》2014-12-26

郑恺

021-68407559
zhengkai1@cmschina.com.cn
S1090514040003

李宏鹏

lihongpeng@cmschina.com.cn
S1090515090001

许荣聪

021-68407349
xurc@cmschina.com.cn
S1090514090002

研究助理

李妍

021-68407410
liyan15@cmschina.com.cn

□ 公司转型跨境产业链，收购汇元通打通跨境支付重要一环。广博股份从一家主营文具用品出口业务的传统制造商，通过 2014 年并购互联网营销公司灵云传媒，2015 年参股泊源科技，上线跨境电商环球淘，2016 年计划增发收购跨境支付商汇元通，已经逐步实现了由传统制造，向互联网广告营销、跨境电商、跨境支付等多业务转型的综合服务商。通过此次收购，公司完善了跨境支付业务环节，为今后进一步完善跨境产业链提供了一级重要台阶；

□ 新需求带动跨境资金量快速增长，跨境支付行业新兴蓝海。跨境电商、留学教育、海外旅行等新兴跨境交易内容爆发，代表了未来跨境资金结算规模增长的新力量，如图 4~7，我们预计新渠道需求带动资金进出境增速未来 3 年复合仍将保持 20%以上增长。由于第三方支付能满足客户 1 对多、多对多的并发支付需求，已经成为占比达到 51%的跨境转账或汇款最主要渠道；同时，支付牌照、运营（客户个性化支付方案）、以及合规等多因素构成经营壁垒；

□ 汇元通经营杠杆高，主要客户 Uber 成长快速，新增客户是催化剂。汇元通以个人货币兑换业务为成熟业务、跨境支付服务业务为成长主力业务、电子旅行支票业务为潜在培育业务布局，其中，公司收入占比约 50%的客户 Uber 风头正盛，当下 Uber 在国内移动用车市占率仅为 11%，未来 3 年其中国业务预计仍将高速增长，从而带动公司收入、盈利弹性，见表 2，此外，未来新增的跨境电商客户以及自身电商业务扩张也将为汇元通带来持续收入动力；

□ 目标价为 36.2~51.2 元，上调至“强烈推荐-A”评级。我们认为公司业务模式为佣金抽成，经营壁垒较大，核心客户 Uber2016 年增长预计维持高速，整体盈利模式弹性类似于券商经纪业务。不考虑并表，我们预计公司 2015~2017 年 EPS 分别为 0.25、0.49、0.54 元，如考虑汇元通承诺业绩，摊薄后 2015~2017 年 EPS 预计为 0.72、0.97、1.17 元，参考可比公司，我们给予 50XPE，按照承诺和乐观 EPS 假设 2016 年分别为 0.72 和 1.02 元，目标价为 36.2~51.2 元，上调至“强烈推荐-A”评级。

□ 风险提示：Uber 中国业务运营风险，人民币在岸与离岸汇率差逆转，汇元通佣金费率下滑。

财务数据与估值

会计年度	2013	2014	2015E	2016E	2017E
主营收入(百万元)	848	907	1397	2045	2310
同比增长	-19%	7%	54%	46%	13%
营业利润(百万元)	13	(5)	78	177	195
同比增长	-68%	-138%	-1656%	127%	10%
净利润(百万元)	17	10	76	150	164
同比增长	-55%	-41%	658%	98%	9%
每股收益(元)	0.08	0.05	0.25	0.49	0.54
PE	329.5	560.2	103.2	52.1	47.7
PB	7.6	7.6	5.3	4.9	4.5

资料来源: 公司数据、招商证券

正文目录

一 打造跨境产业链，跨境支付新兴蓝海	4
1.1 跨境产业链转型路径清晰，再添一环跨境支付	4
1.1.1 跨境支付顺应国内商业的国际扩张，高增长趋势兴起	4
1.1.2 跨境支付行业群雄逐鹿，经营壁垒软硬兼具	7
1.1.3 汇元通是业内领先的跨境支付企业	9
1.2 前期合并整合灵云传媒，产业链协同效应明显	10
1.3 结论：公司立志打造一体化的跨境产业链	10
二 汇元通：跨境支付业务是增长明星	12
2.1 兑换业务起家，跨境支付增长明星	12
2.1.1 兑换业务平稳增长，未来或改变业务模式	13
2.1.2 跨境支付明星增长，Uber 是主引擎	14
2.2 电子旅行支票业务是潜在增长极	15
2.3 结论：跨境支付业务新兴蓝海，汇元通业绩动能十足	16
三 业绩增长弹性大，未来新增客户是催化剂，首次覆盖“强烈推荐-A”评级	18
3.1 跨境支付带来业绩弹性大，	18
3.2 目标价为 36.2~51.2 元，上调至“强烈推荐-A”评级	19
四 风险因素：Uber 中国业务运营风险，人民币在岸与离岸汇率差逆转，汇元通佣金费率下滑	21

图表目录

图 1：广博股份产业链布局示意图	4
图 2：国际支付出境业务流程图	5
图 3：国际支付入境业务流程图	5
图 4：2013-2015 年传统和新兴出境资金增速对比	6
图 5：2013-2015 年传统和新兴入境资金增速对比	6
图 6：2013-2015 年新兴交易出境资金复合增速	6
图 7：2013-2015 年新兴交易入境资金复合增速	6
图 8：新兴交易内容出境规模占比预测	6
图 9：新兴交易内容入境规模占比预测	6
图 10：跨境支付主要营业模式	7

图 11: 2012-2013 年中国网民跨境转账或汇款渠道分布情况	8
图 12: 获得跨境支付牌照的第三方支付机构	8
图 13: 交易前汇元通股权结构图	9
图 14: 灵云传媒业务示意图	10
图 15: 跨境业务已成为汇元通目前主要收入来源	12
图 16: 跨境支付业务应用场景紧扣商业运作和居民生活	12
图 17: 近年兑换业务收入规模稳定	13
图 18: 兑换业务由柜台模式向 O2O 模式转型	14
图 19: 2015 年跨境支付业务爆发式增长	15
图 20: Uber 已成为汇元通第一大客户	15
图 21: 2014 年中国移动出行用户数量急剧攀升	15
图 22: 2015 年 6 月 Uber 在移动用车市场市占率 11%	15
图 23: 新兴交易资金出境持续快速增长	16
图 24: 新兴交易资金入境持续快速增长	16
图 25: 汇元通收入规模迅速扩张	16
图 26: 未来业绩持续高增长有保障	16
图 27: 高毛利跨境支付业务提升整体毛利率	17
图 28: 高经营杠杆驱动净利率直线拉升	17
图 29: 广博股份历史 PE Band	20
图 30: 广博股份历史 PB Band	20
表 1: 跨境支付业务对业绩弹性测算	18
表 2: 随交易量持续高速增长, 公司实际业绩远超承诺业绩	18
表 3: 盈利预测简表	19
表 4: 支付类公司 PE 估值 2016 年平均为 67X	19
附: 财务预测表	22

一 打造跨境产业链，跨境支付新兴蓝海

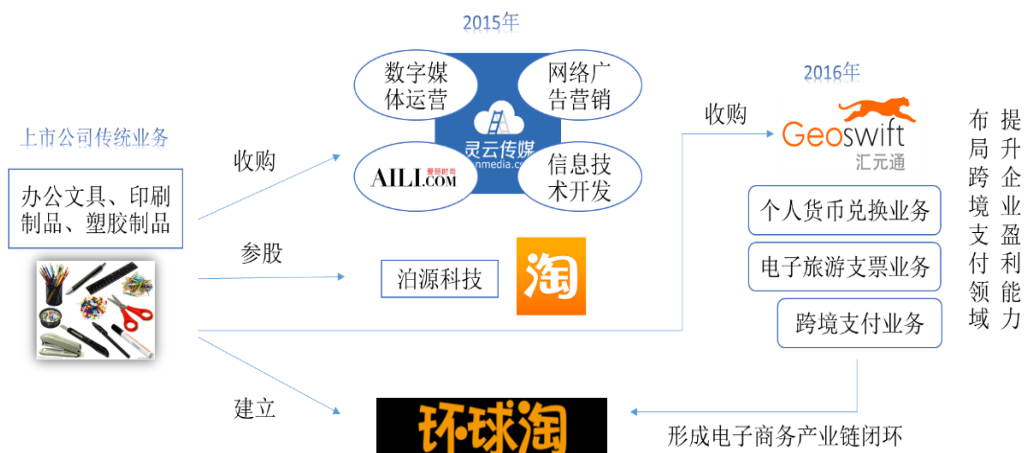
广博股份从一家主营文具用品出口业务的传统制造商，通过 2014 年并购互联网营销公司灵云传媒，2015 年参股泊源科技，上线跨境电商环球淘，2016 年计划增发收购跨境支付商汇元通，已经逐步实现了由传统制造，向互联网广告营销、跨境电商、跨境支付等多业务转型的综合服务商。

此次通过收购汇元通，公司完善了跨境支付业务环节，为今后进一步完善跨境产业链提供了一级重要台阶。

1.1 跨境产业链转型路径清晰，再添一环跨境支付

广博股份是一家集办公文具、应刷制品、塑胶制品和进出口贸易等为一体的企业集团。受宏观经济影响，公司传统业务下滑。但也打开了公司转型的大门，2014 年公司收购灵云传媒，积极向互联网转型。2015 年公司参股泊源科技，后者专注服务淘宝卖家客户。同年，跨境电商环球淘上线，公司正式切入跨境电商领域。今年收购汇元通在拓展海外市场的同时进一步增强了公司在跨境电商业务上的跨境支付结算能力，协同效应明显。

图 1：广博股份产业链布局示意图

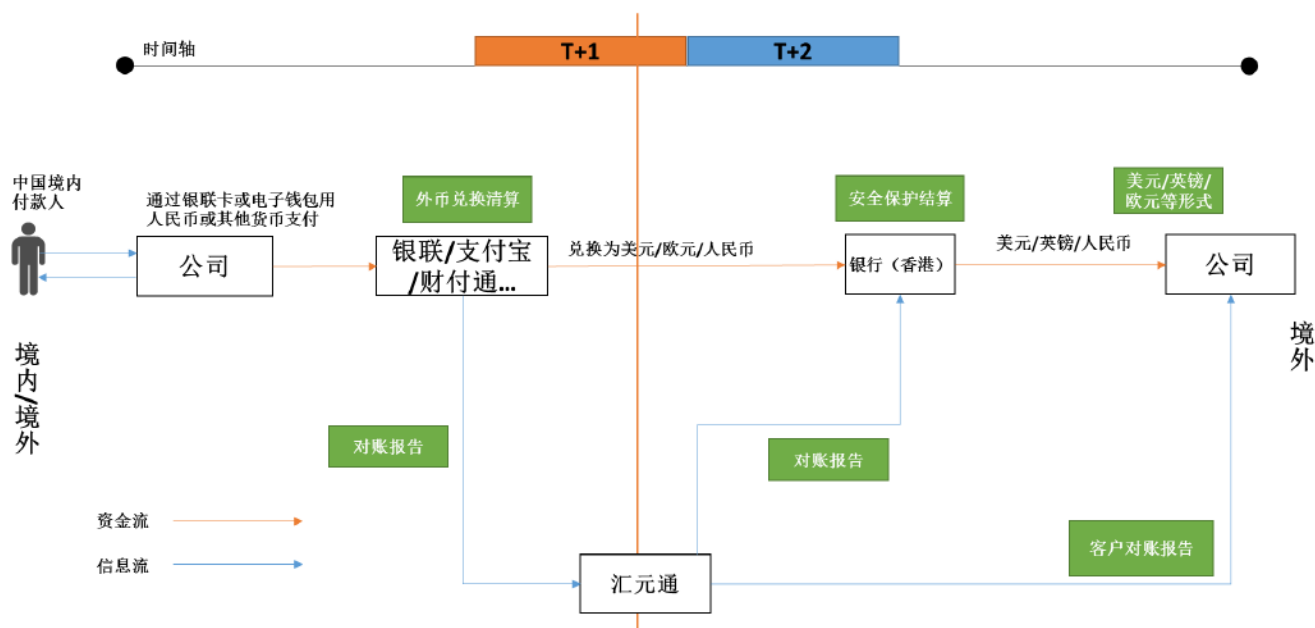


资料来源：公司公告、招商证券

1.1.1 跨境支付顺应国内商业的国际扩张，高增长趋势兴起

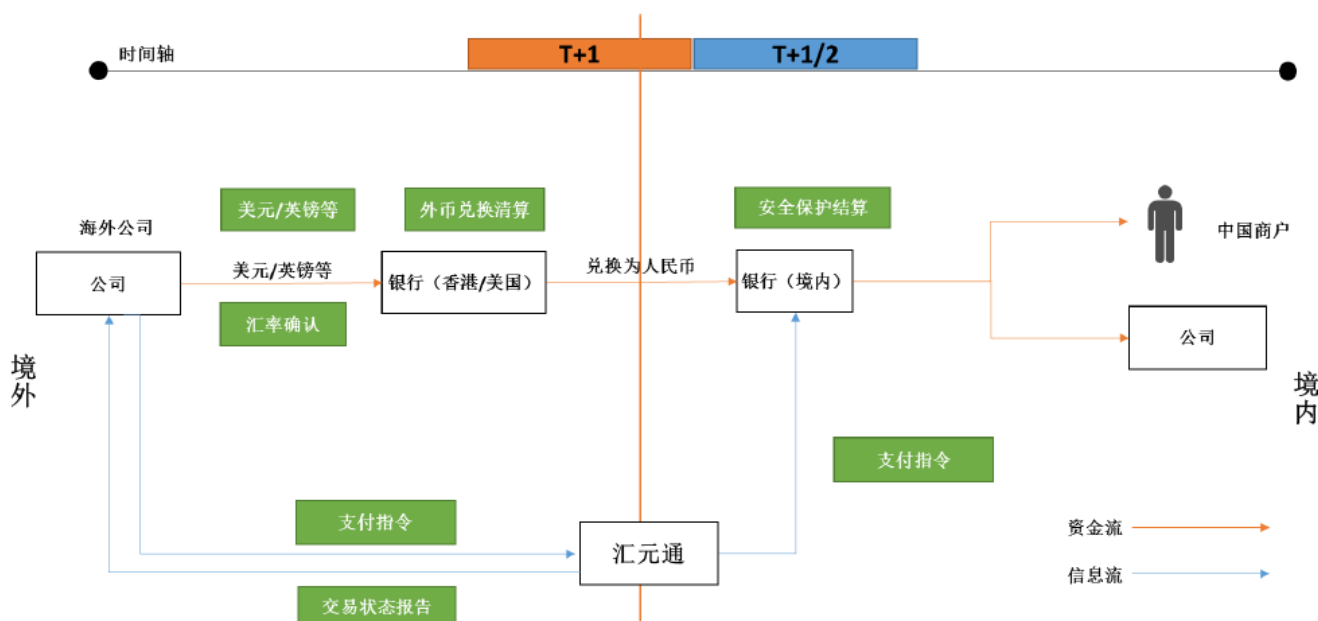
第三方跨境支付业务包括资金支付出境和资金入境两个方面。1) 国际支付出境：在海外，通过直连银行加入 ACH 等清算网络打造海外下发网络，并与海外第三方支付公司和银行合作，为中国第三方支付公司提供海外下发通道；在国内，通与多家第三方支付公司和银行合作，为海外第三方支付公司、银行以及商户提供在中国的收单方案；2) 国际支付入境：借助境内第三方支付机构，为其搭建资金跨境和境内下发通道，帮助境外支付机构和商业平台完成资金入境和下发。

图 2：国际支付出境业务流程图



资料来源：公司公告、招商证券

图 3：国际支付入境业务流程图



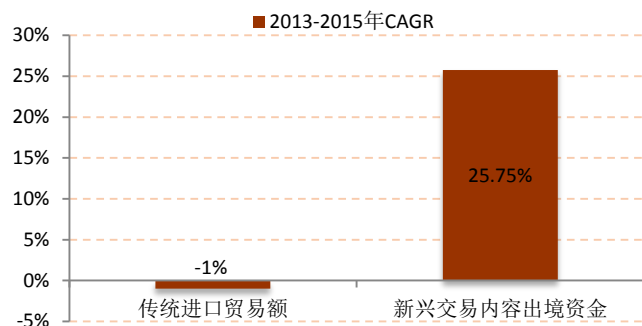
资料来源：公司公告、招商证券

受益于新兴跨境交易内容的快速增长，第三方跨境支付服务市场将迎来良好的业务发展机遇。传统进出口货品或服务贸易受制于全球经济增长放缓、需求降低、国内人力成本上涨等诸多不利因素影响，市场规模增长乏力；而诸如跨境电商、留学教育、海外旅行等新兴跨境交易内容的市场爆发，代表了未来跨境资金结算规模增长的新力量。

传统进口贸易增长停滞，新兴交易内容进出口资金高速增长。2015 年进口和出口贸易额分别占据资金出境和入境总额的 83.99% 和 68.67%，但增长停滞，2013-2015 年复

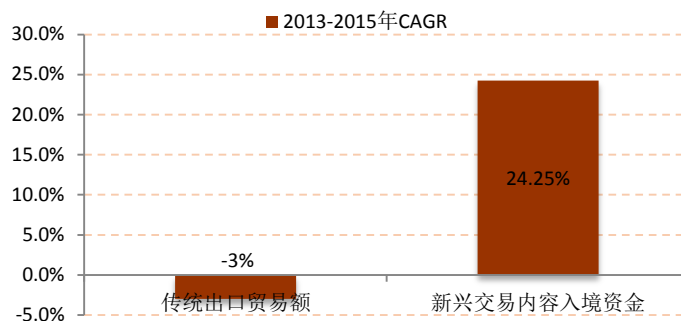
合增长率分别为-1%和-3%；而新兴交易内容如跨境电商、旅游、留学及其他进出口服务增速较快，新兴交易内容出境和入境支付规模 2013-2015 年复合增长率分别为 25.75% 和 24.25%。

图 4：2013-2015 年传统和新兴出境资金增速对比



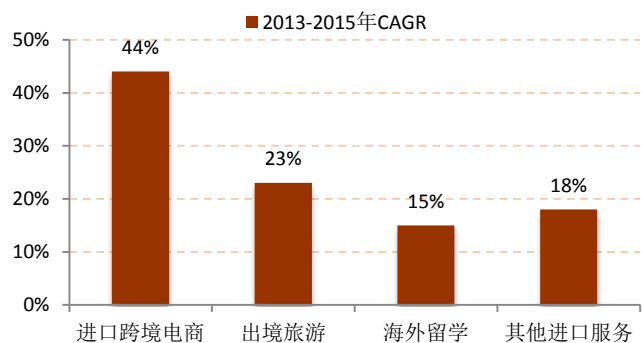
资料来源：久谦咨询、招商证券

图 5：2013-2015 年传统和新兴入境资金增速对比



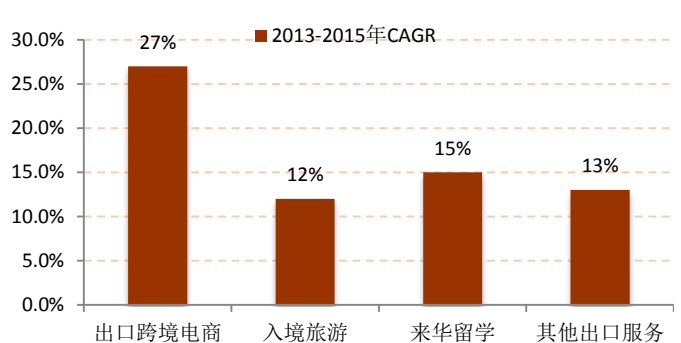
资料来源：久谦咨询、招商证券

图 6：2013-2015 年新兴交易出境资金复合增速



资料来源：久谦咨询、招商证券

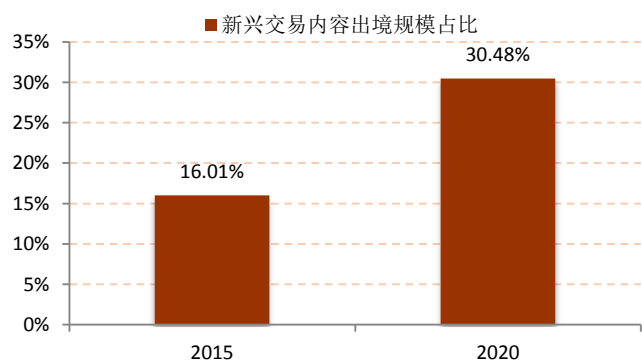
图 7：2013-2015 年新兴交易入境资金复合增速



资料来源：久谦咨询、招商证券

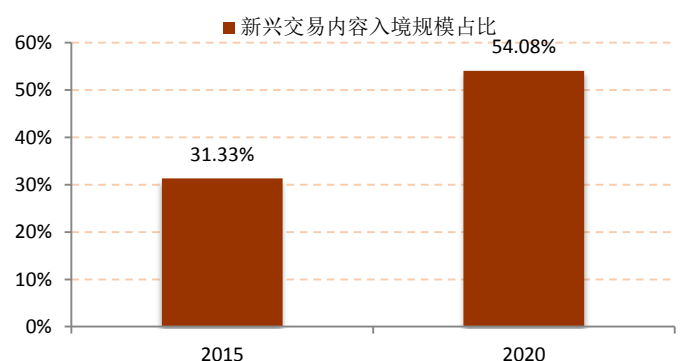
新兴交易内容具备较大的市场潜力，出入境规模占比将持续提高。根据久谦咨询预测，新兴交易内容的资金出境规模占比将从 2015 年的 16.01% 增长至 2020 年的 30.48%，入境规模占比将从 2015 年的 31.33% 增长至 2020 年的 54.08%。

图 8：新兴交易内容出境规模占比预测



资料来源：久谦咨询、招商证券

图 9：新兴交易内容入境规模占比预测



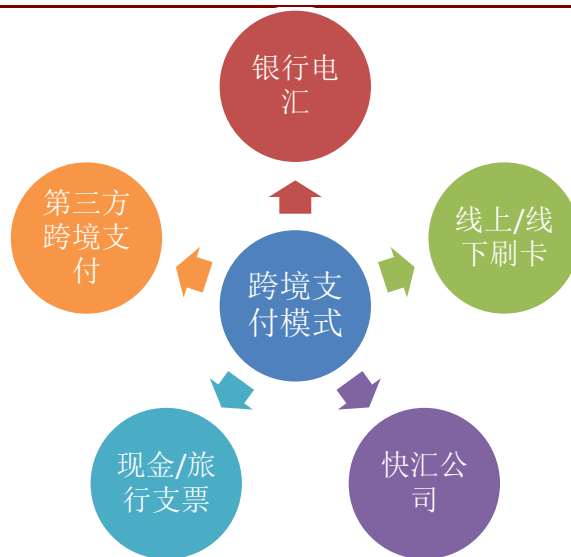
资料来源：久谦咨询、招商证券

1.1.2 跨境支付行业群雄逐鹿，经营壁垒软硬兼具

目前跨境支付主要有五种成熟的营业模式：银行电汇、线上/线下刷卡、快汇公司、现金/旅行支票、第三方跨境支付。

- 1) **银行电汇 (Swift 系统)**: 客户直接委托银行 (网银或柜台) 购汇, 并发出汇款请求, 通过汇出行, 经过 Swift 系统达到汇入行, 最终达到收款人。
- 2) **线上/线下刷卡**: 客户通过线上/线下刷卡, 经过收单机构转至收单行、卡组织、最终发卡行扣款, 再经由 Swift 系统到达收款商户所在银行账户。
- 3) **快汇公司**: 在银行购汇后通过汇款公司所在银行网点汇款, 并发出汇款请求, 通过汇出行, 经过 Swift 系统达到汇入行, 最终达到收款人。
- 4) **现金/旅行支票**: 现金通过银行或特许机构换汇直接支付, 旅行支票由境外银行发行, 境内银行待售, 在国外银行, 国际酒店等消费场所兑换现金或直接使用。
- 5) **第三方跨境支付**: 国内/海外用户通过银行卡或第三方进行线上支付到达商户所在银行账户, 换汇后通过第三方跨境支付机构, 最后到达商户所在海外/国内账户。

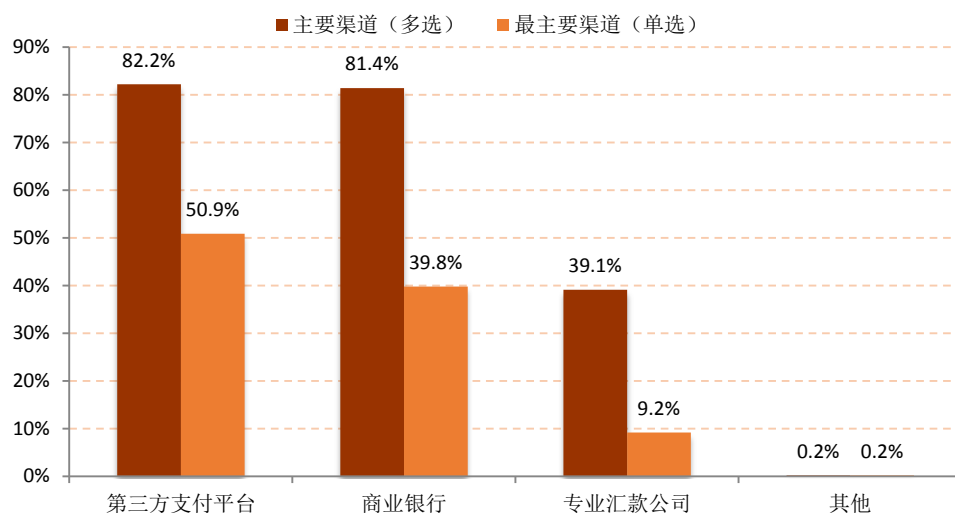
图 10: 跨境支付主要营业模式



资料来源：公司资料、招商证券

不同的跨境支付模式优劣并存，侧重点各有不同。1) 银行电汇：商业银行基本占领传统进出口贸易的跨境支付结算市场，但手续费高昂、流程繁琐；2) 汇款公司：到账速度快，但同样也是手续费相对较高，同时网点不足；3) 第三方跨境支付机构：通过聚集多笔小额跨境支付交易能够有效降低交易成本，优势在于金额小、笔数多的新兴跨境交易内容。

图 11：2012-2013 年中国网民跨境转账或汇款渠道分布情况

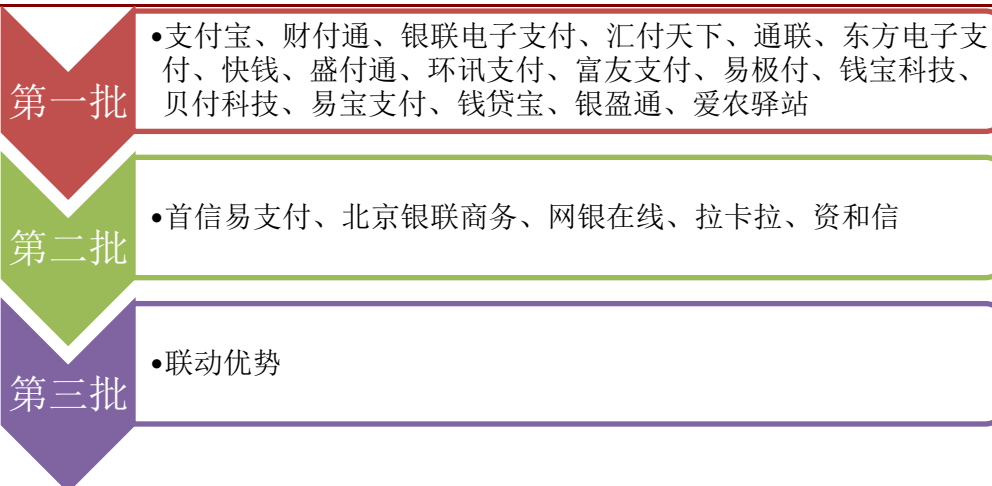


资料来源：公司资料、招商证券

跨境支付行业群雄逐鹿，中国跨境支付市场上已经形成三股竞争力量。1) 涉足跨境网络购物、外贸 B2B 市场的境内第三方支付企业，如支付宝；2) 境内传统金融机构，凭借强大的银行网络，不仅支持跨境购物、外贸 B2B，还覆盖了境外 ATM 取款和刷卡消费等国际卡业务市场，如银联；3) 在跨境支付市场上已成熟布局的、提供全球在线收付款业务的境外支付企业，代表者为 PayPal。

第三方支付行业具有较强的行业壁垒。1) **牌照壁垒：**目前国内共有 23 家第三方支付机构已获得国家外管局颁布的跨境支付牌照。跨境支付业务试点于 2013 年开始推行，此前只在北京、上海、广州、深圳、浙江五个省市，2013 年下发第一批 17 家支付企业，2014 年下发第二批 5 家。2015 年外管局发布了《支付机构跨境外汇支付业务试点指导意见》，在全国范围内开展支付机构跨境外汇支付业务试点；2) **运营壁垒：**第三方支付跨境支付服务业务链条复杂，涉及多方利益主体，处于避免非法资金洗钱等多种合规法律要求，业内公司需要通过长期的合作和专业的服务来赢得客户、合作伙伴的认可，新进入者难以在短期内与合作伙伴形成规模交易，通道受到阻碍，同时又因为涉及到资金，客户通常也难以信任新进入者。

图 12：获得跨境支付牌照的第三方支付机构



资料来源：公司资料、招商证券

1.1.3 汇元通是业内领先的跨境支付企业

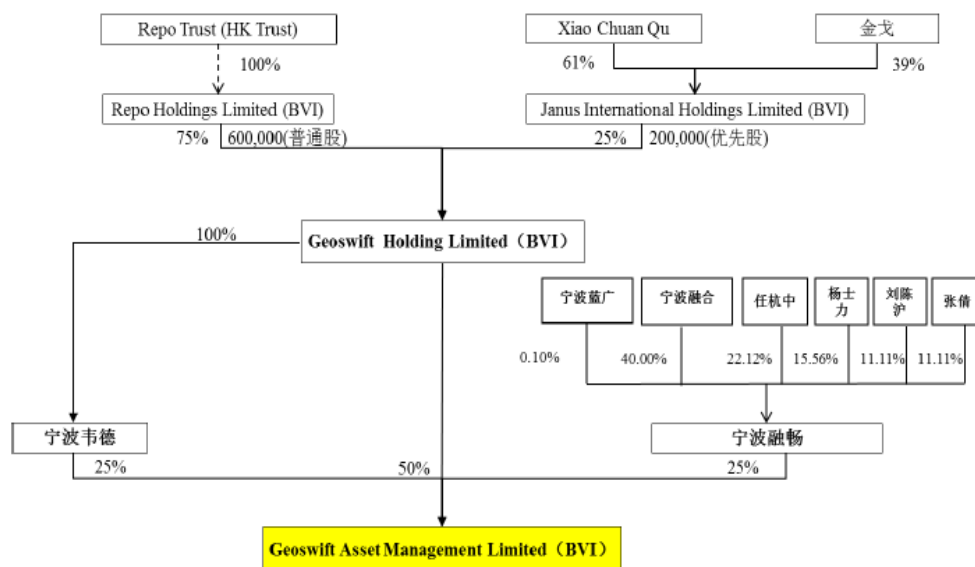
公司2月16日公告,拟支付现金16500万美元,并22.85元/股发行不超过4740万股,合计不超过33000万美元,收购汇元通100%股权;同时,拟22.85元/股向镜纓投资、中邮基金、杨爱华等9名特定投资者发行5426.70万股,募资12.4亿元用于支付现金对价及补充流动资金等。

汇元通是一家提供连接中国和世界其他地区新支付服务的公司,以成熟的个人货币兑换业务为成熟业务、跨境支付服务业务为成长主力业务、电子旅行支票业务为潜在培育业务,三项业务形成梯次发展格局。2015年兑换业务收入3,068,413美元,跨境支付业务收入25,994,839美元。据业绩承诺,汇元通2016年、2017年、2018年实现的税前利润(扣非孰低)分别不低于2,900万美元、3,900万美元、4,900万美元。

双方业务契合度高,锁定跨境产业链上支付重要一环。我们认为,通过此次交易,双方业务协同效应显著,首先,对公司来说,增量效应有二:一是汇元通在跨境支付领域长年积累的技术能力、运营能力有望进一步完善公司的跨境商务及相关服务业务链,提升公司电子商务综合服务能力,提供一站式的流量导入、经营管理、支付结算服务。二是汇元通在海外较强的客户拓展能力也可帮助公司获取海外商家资源,达成跨境服务方面的业务合作,增强公司电商业务壁垒。

其次,对汇元通来说,一方面,其产品及服务并入到公司整体的行业布局后,通过上市公司的平台,共享客户资源,开拓新的行业发展机遇;另一方面,汇元通也可充分利用上市公司的资金、技术和资本平台的优势,实现技术上的协同和融合,研发新服务,进一步扩大市场占有率,提升收入和盈利水平。

图 13: 交易前汇元通股权结构图



资料来源：公司资料、招商证券

1.2 前期合并整合灵云传媒，产业链协同效应明显

灵云传媒成立于 2013 年，专注于互联网广告领域，是一家集网络广告营销、数字媒体运营、电子商务服务、信息技术研发于一体的专业互联网整合营销服务提供商，旗下拥有国内最大的女性时尚网站爱丽时尚网（www.aili.com）。

灵云传媒每年拥有超过 6 个多亿媒体采购规模，投放额在品牌、电商、旅游行业处于行业领先地位已成为各大导航网站例如好 123 网址、360 导航、2345 网址导航、搜狗导航、毒霸网址导航等导航网站的核心广告代理公司。此外，公司旗下爱丽时尚网作为国内女性时尚的主要新媒体平台，为普通网友提供生活以及潮流资讯服务、网友时尚生活相关的互动交流社区服务、化妆品产品数据库、专家评测、网友试用以及网友口碑评论服务等；同时通过媒体平台的传播价值为品牌广告主提供平拍广告硬广投放、软性专题支持等一系列的广告投放服务。

图 14：灵云传媒业务示意图



资料来源：公司官网、招商证券

公司拥有灵云传媒互联网营销优势以及泊源科技丰富的淘宝卖家客户资源以及卖家服务经验，15 年全球跨境电商平台环球淘正式上线。此次收购汇元通将进一步完善上市公司跨境电子商务业务链并形成商业闭环，有效提升公司电子商务综合服务能力，提供一站式流量导入、经验管理、支付结算服务。同时，汇元通较强的海外客户拓展能力可以帮助公司获取海外商家资源，达成全球淘方面的业务合作，增强上市公司电商业务运营能力。

1.3 结论：公司立志打造一体化的跨境产业链

作为纸制品文具行业龙头企业，公司近年已开始逐步发力互联网业务。1) 传统业务上，

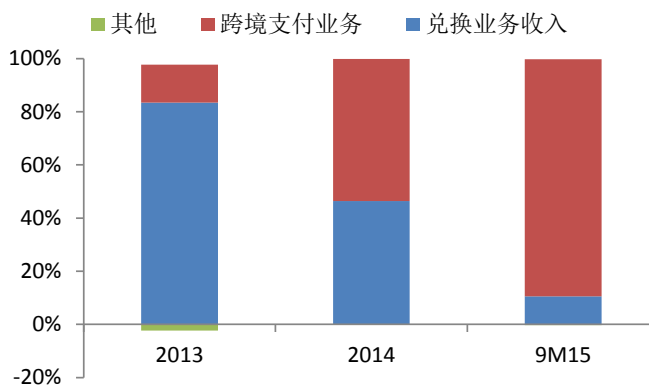
通过与一号店、苏宁易购、飞牛网等多个电商平台开展合作，目前已初步形成了以天猫旗舰店为基础发展 O2O 网络分销商，带动线上线下融合销售。2) 2015 年 6 月，完成灵云传媒收购，切入数字营销领域，并于前期整合其旗下特价女性时尚导购平台网站爱丽时尚。3) 2015 年 7 月，10%参股电子商务解决方案供应商泊源科技，并上线跨境电商平台“环球淘”。4) 2016 年 2 月，此次通过收购汇元通切入跨境支付领域，为公司的跨境产业链形成又一有力卡位。

通过与以上公司股权合作，我们认为广博股份跨境产业链雏形已经基本完成，后期预计公司仍将在跨境业务上持续布局，成为公司新主业。

二 汇元通：跨境支付业务是增长明星

汇元通近年来围绕跨境产业链逐步扩展业务范围，目前以个人货币兑换业务为成熟业务、跨境支付服务业务为成长主力业务、电子旅行支票业务为潜在培育业务的梯次发展格局，三大业务布局明晰，亮点纷呈。

图 15：跨境业务已成为汇元通目前主要收入来源



资料来源：公司资料、招商证券

2.1 兑换业务起家，跨境支付增长明星

兑换业务是汇元通的发展起点，在全球 200 多个国家有支付体系，目前已逐步进入成熟模式。而跨境支付正快速成长为其主要增长驱动，应用场景紧扣商业运作和居民生活，包括海外资金分发、海外学费支付、境内收单、境内资金分发、境外收单以及海外向境内个人汇款等六大类。

图 16：跨境支付业务应用场景紧扣商业运作和居民生活



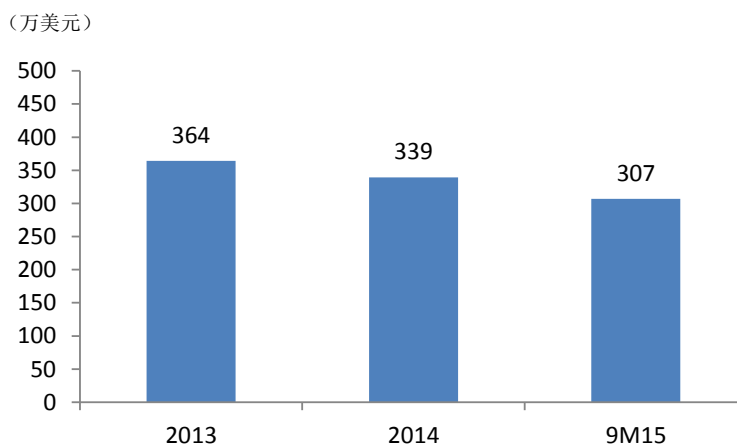
资料来源：公司资料、招商证券

2.1.1 兑换业务平稳增长，未来或改变业务模式

目前，汇元通兑换业务以柜台模式为主，在 8 大主要城市共有 19 个兑换网点，主要位于机场、酒店附近以及游客区内，网点总数在所有个人本外币兑换特许机构中排名领先，兑换业务规模近年稳定为主。

盈利模式在于兑换手续费、汇率加成收入及优化现钞运营所赚取的汇率差收益，主要成本包括外汇现钞购入成本以及营业网点租赁费用和人工成本。其中，1) 兑换手续费主要按照每笔收取，并视兑换地点不同而差异化收费，如在机场兑换点，每笔手续费为 60 元，超出 5,000 元的手续费减半，而在市区网点每笔手续费为 50 元，超过 2,500 元即享受收费费率减半的优惠。2) 汇率加成收入主要以“整买零卖”的方式，通过汇元通向银行以批发买入价买入现钞，再加价进行零售，而获得交易差价利润。3) 优化现钞运营所赚取的汇率差收入是指，目前汇元通利用在全国范围内开展个人本外币兑换业务的优势，在不同地区之间调配当地稀缺外币所赚取的收益，且未来汇元通有望通过申请现钞进口资质以及 O2O 模式的结合等而获得更优现钞买入成本。

图 17：近年兑换业务收入规模稳定

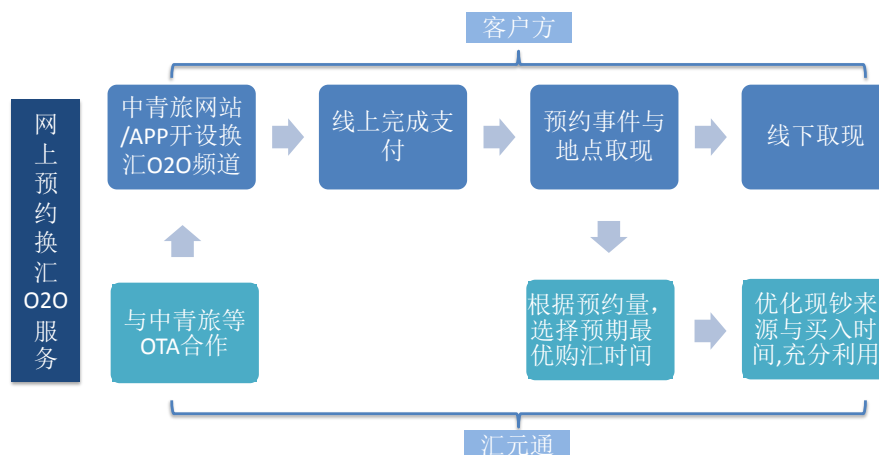


资料来源：公司资料、招商证券

未来将从柜台模式转向 O2O 模式，提升业务量和运营效率。未来来看，汇元通将逐步拓展线上业务，开通网上预约换汇 O2O 服务，通过与中青旅等各主流 OTA 网站合作，在其网站/APP 上开设汇元通换汇 O2O 频道引流，客户被引至汇元通交易页面后，在线上完成支付并预约好时间、地点在线下网点领取现钞。

对汇元通来说，O2O 模式优势有三：一是可以通过引流扩大业务规模；二是其可以根据网上付款预约量，在预约日之间选择预期最优时间购汇，实现利润最大化；三是，另一方面利用网络传播效应打造品牌口碑，带动其跨境支付、电子旅行支票业务良性联动增长。

图 18：兑换业务由柜台模式向 O2O 模式转型



资料来源：公司资料、招商证券

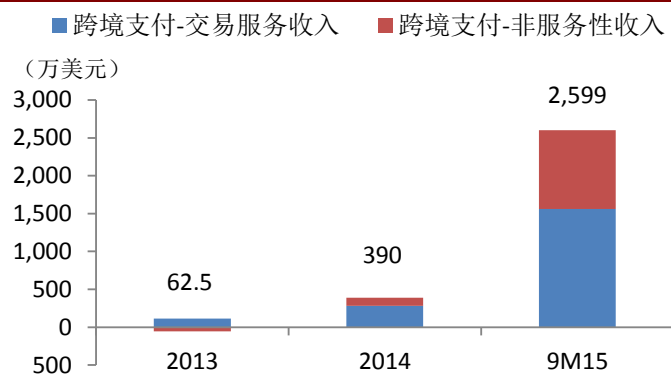
2.1.2 跨境支付明星增长，Uber 是主引擎

跨境支付业务竞争优势在于为企业提供国际化解决方案。汇元通跨境支付业务的运作以香港子公司为经营主体，通过支付宝、银联、微信、财付通等已形成较有特色的产品。具体运作方面，当国外的支付公司要进入中国时，它们对中国的监管、运营不大熟悉，汇元通则可提供适应当地的解决方案；而中国公司要走出去时，比如银联国际和支付宝在拓展海外市场的业务等，汇元通作为银联国际的正式会员（基本都是银行为主），也可为其提供解决方案。

在 Uber 带动下，汇元通跨境支付业务 2015 年出现爆发式增长。Uber 仅在过去 4 年的时间里，业务就激增了 38 倍，2015 年 Uber 业务在中国的井喷式增长，其业务范围从 5 个城市发展到 25 个城市，2016 年目标是 50 个城市；目前 Uber 约 30% 的订单发生在中国，在中国市场每天收到的订单量已经接近 100 万份，业务规模几乎与美国相当。随着 Uber 在中国的迅速发展，汇元通跨境支付业务规模成倍扩张，2015 年前三季度，来自 Uber 的业务收入占汇元通手续费收入和营业收入比重分别高达 79%、42%，已成为其第一大客户。与此同时，汇元通具备 TCR 认证，也在持续开发新客户，且打车行业在中国刚处于起步阶段，预计汇元通此业务未来高速增长趋势仍有望延续。

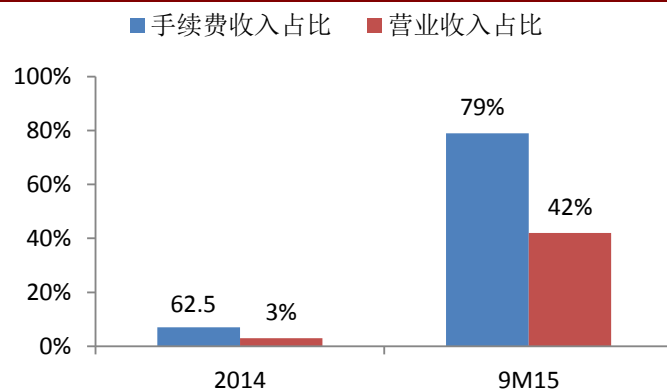
盈利模式在于客户交易服务费及非服务性收入，主要成本为支付给境内外第三方支付机构的费用以及给客户的返还佣金。其中，1) 交易服务费是即服务手续费，模式有三：一是按交易量百分比计算的服务费，二是每笔交易收取一定金额的手续费，三是实际业务中亦存在同时按百分比和定额收取服务费的模式。2) 而非服务性收入则包括境内人民币与离岸人民币汇率价差收益、资金沉淀期的汇率浮动收益、以及外汇整买零卖的汇率差价收益三个部分。成本构成方面，包括按交易量的一定比例支付费用以及按笔数支付费用，具体费率视渠道商市场地位不同而从 0.05%-1.2% 不等。

图 19: 2015 年跨境支付业务爆发式增长



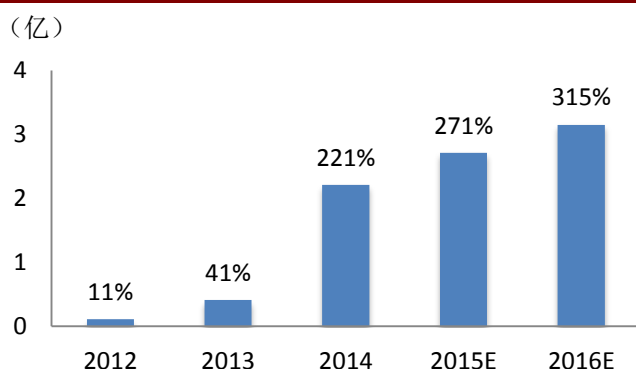
资料来源: CEIC、招商证券

图 20: Uber 已成为汇元通第一大客户



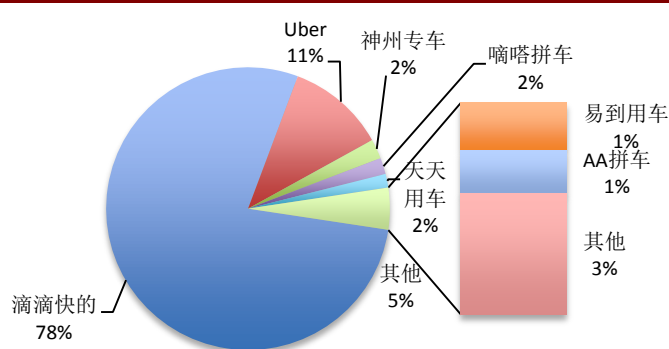
资料来源: CEIC、招商证券

图 31: 2014 年中国移动出行用户数量急剧攀升



资料来源: CNNIC、招商证券

图 22: 2015 年 6 月 Uber 在移动用车市场市占率 11%



资料来源: CNNIC、招商证券

2.2 电子旅行支票业务是潜在增长极

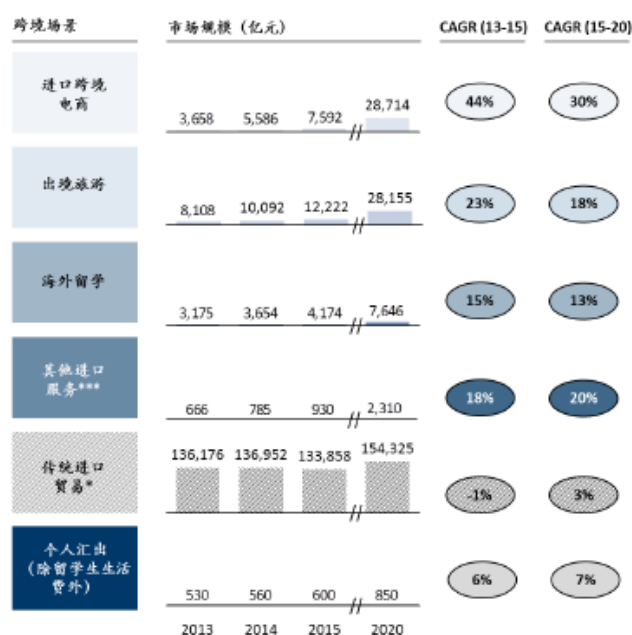
电子旅行支票业务处于初级阶段，与银联、VISA 等传统的信用卡有较大不同在于可以跨境切换，是汇元通未来发展的重要业务方向。主要模式是客户将资金支付到汇元通香港银行账户后，汇元通计划和其他清算机构合作生成相应的电子旅行支票账号，再以实体卡或虚拟卡的形式发送给客户，客户可使用电子旅行支票在海内外刷卡消费或取现。目前，汇元通已与通汇香港 (Transforex) 达成合作，从事万事达记名电子旅行支票和不记名电子旅行支票业务，并计划未来两年与世界主要发卡组织合作，大力拓展电子旅行支票业务。

盈利模式在于各类杂费收入、资金沉淀利息收入、残值/账户管理费收入，主要成本包括支付给电子旅行支票发行方和下游分销商的费用。其中，各类杂费除了包括现有的卡工本费、作为发卡行的商户通道费、ATM 取现、货币转换费（到非币种国家消费）、挂失补卡费等之外，未来随着汇元通获得主发卡机构资格，还有望进一步获得刷卡通道手续费收入。

2.3 结论：跨境支付业务新兴蓝海，汇元通业绩动能十足

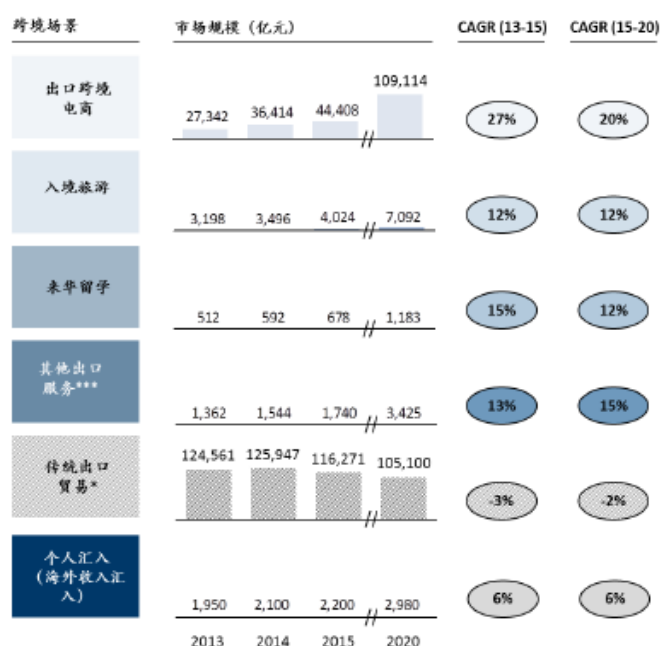
场景式新兴跨境支付行业方兴未艾，带动汇元通业绩爆发式增长。跨境电商、出入境旅游、海外及来华留学等新兴跨境支付市场目前正处于高速成长期，据久谦咨询统计，除传统进口贸易外的其他新兴交易内容入境支付规模 2012-2015 年均复合增长率为 24.25%，且新兴交易内容的资金入境规模占比将从 2015 年的 31.33% 增长至 2020 年的 54.08%，具备较大的市场潜力。汇元通经营规模也因其跨境支付服务业务持续高速增长而迅速扩张，且为未来持续快速发展提供保障。

图 43：新兴交易资金出境持续快速增长



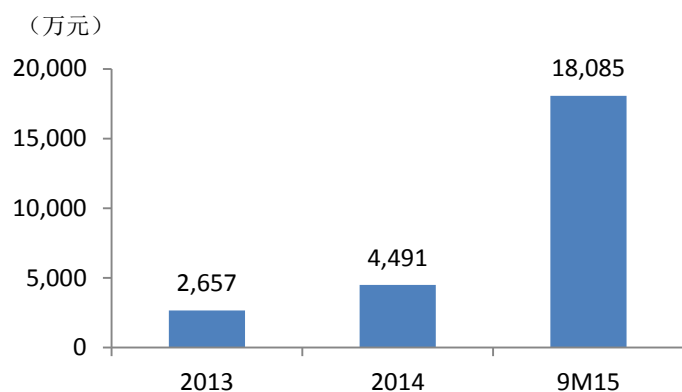
资料来源：公司资料、招商证券

图 24：新兴交易资金入境持续快速增长



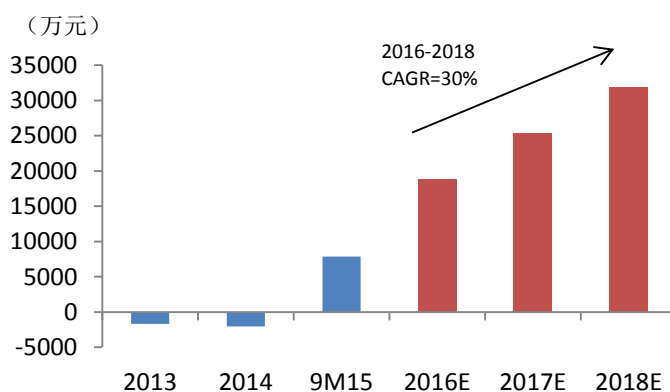
资料来源：公司资料、招商证券

图 55：汇元通收入规模迅速扩张



资料来源：公司资料、招商证券

图 26：未来业绩持续高增长有保障

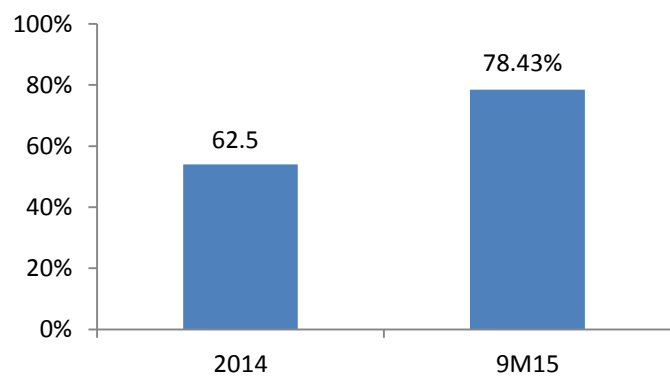


资料来源：公司资料、招商证券

高毛利跨境支付业务对盈利能力提升效应显著。2013-2014 年，汇元通毛利率基本稳定在 50% 以上的较高水平，2015 年以来，因高毛利跨境支付业务拉动，前三季度整体毛利率显著提升至 78.43%。体现在净利率上的拉动效应更为突出，汇元通净利率从 2014

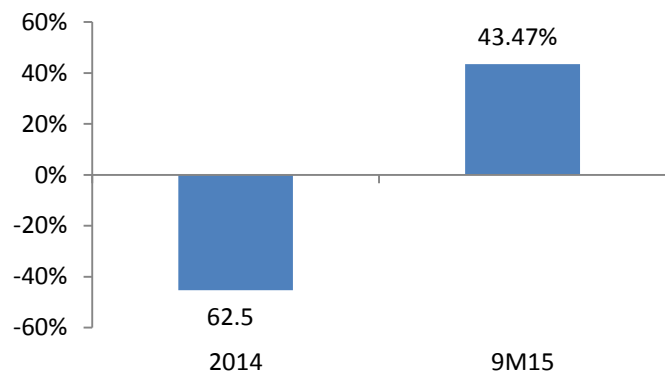
年的-45.31%迅速升至 2015 年前三季度的 43.47%，主要因跨境支付业务具有低费用率、高经营杠杆的特点，预计未来利润率迅速提升趋势有望延续。

图 67：高毛利跨境支付业务提升整体毛利率



资料来源：公司资料、招商证券

图 28：高经营杠杆驱动净利率直线拉升



资料来源：公司资料、招商证券

三 业绩增长弹性大，未来新增客户是催化剂，首次覆盖“强烈推荐-A”评级

我们认为公司业务模式为佣金抽成，经营壁垒较大，核心客户 UBer2016 年增长预计维持高速，整体盈利模式弹性类似于券商经纪业务。

因汇元通尚未并表，单纯考虑灵云传媒并表后的业绩贡献，我们预计公司 2015~2017 年 EPS 分别为 0.25、0.49、0.54 元，以汇元通承诺业绩为基准，增发摊薄后，2015~2017 年 EPS 预计为 0.72、0.97、1.17 元，但如果考虑未来 UBer 等核心客户提供的盈利弹性，公司 2015~2017 年预期为 1.02、1.70、2.37 元。

我们考虑支付概念股 2016 年平均市盈率为 PE66.7 倍，由于公司主营业务有一定估值拖累，我们给予 50XPE，按照承诺和乐观 EPS2016 年分别为 0.72 和 1.02 元，目标价为 36.2~51.2 元，基于公司打造跨境产业链的发展信心和盈利超预期可能，我们首次给予“强烈推荐-A”评级。

3.1 跨境支付带来业绩弹性大，

如图 27、28 所示，公司业务随着支付量的净利率水平从-45.31%调升至 43%水平，我们认为如果 2016 年公司客户跨境支付量的进一步提升，将继续带动公司收入和净利率的双抬升，我们测算如下。

假设 2016 年汇元通兑换业务规模稳定增长，最主要的业务驱动力跨境支付业务收入分别以 40%~150%的增长做情景假设测算，如下表所示，随着明年 Uber 在中国市场的进一步扩张以及跨境支付行业持续发展，汇元通业绩弹性表现相当值得期待。

表 1：跨境支付业务对业绩弹性测算

2016 跨境支付业务增速	40%	80%	120%	150%
2016E 汇元通净利润（万元）	17,427	24,240	30,909	31,040.6
净利率假设%	50%	55%	58%	60%

资料来源：公司数据、招商证券

假定 2016~2018 年汇元通分别以 150%、100%和 50%的跨境支付交易量增长，如下表可以测算出乐观情景假设下，公司盈利超预期幅度分别为 41%、76%和 102%。

表 1：随交易量持续高速增长，公司实际业绩远超承诺业绩

	2015E	2016E	2017E	2018E
承诺净利润（万元）				
灵云传媒	6,500.0	8,450.0	10,985.0	12,083.5
广博主业净利润	1,947.6	2,142.4	2,249.5	2,361.9
汇元通		18,850.0	26,130.0	33,320.0
合计盈利备考	8,447.6	29,442.4	39,364.5	47,765.4
业绩弹性（万元）				
灵云传媒	6,500.0	8,450.0	10,985.0	12,083.5
广博主业净利润	1,947.6	2,142.4	2,249.5	2,361.9
汇元通收入预计	25,521.7	51,734.4	90,264.3	129,990.2
净利率%	46.1%	60%	62%	63%

	2015E	2016E	2017E	2018E
汇元通净利润	11,757.0	31,040.6	55,963.9	81,893.8
合计盈利预测	20,204.6	41,633.0	69,198.4	96,339.3
超预期幅度%		41.4%	75.8%	101.7%

资料来源：公司数据，招商证券

3.2 目标价为 36.2~51.2 元，上调至“强烈推荐-A”评级

因汇元通尚未并表，单纯考虑灵云传媒并表后的业绩贡献，我们预计公司 2015~2017 年 EPS 分别为 0.25、0.49、0.54 元，以汇元通承诺业绩为基准，增发摊薄后，2016~2018 年 EPS 预计为 0.72、0.97、1.17 元，但如果考虑未来 Uber 等核心客户提供的盈利弹性，公司 2016 年预期为 1.02 元。

表 3：盈利预测简表

单位：百万元	2013	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入	848	907	1397	2045	2310
营业成本	671	731	1101	1572	1780
营业税金及附加	5	5	8	11	13
营业费用	89	91	119	164	185
管理费用	69	76	84	110	125
财务费用	14	6	10	13	15
资产减值损失	0	5	0	0	0
公允价值变动收益	2	(5)	(5)	(5)	(5)
投资收益	11	7	7	7	7
营业利润	13	(5)	78	177	195
营业外收入	14	24	24	24	24
营业外支出	3	3	3	3	3
利润总额	24	16	99	198	216
所得税	7	6	23	48	52
净利润	17	10	76	150	164
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属于母公司净利润	17	10	76	150	164
EPS (元)	0.08	0.05	0.25	0.49	0.54

资料来源：公司数据、招商证券

我们以支付行业概念公司为 PE 衡量基准，如下表可以注意到 2016 年这类公司平均 PE66.7 倍，由于公司主营业务有一定估值拖累，我们给予 50XPE，按照承诺和乐观 EPS2016 年分别为 0.72 和 1.02 元，目标价为 36.2~51.2 元，基于公司打造跨境产业链的发展信心和盈利超预期可能，我们上调至“强烈推荐-A”评级。

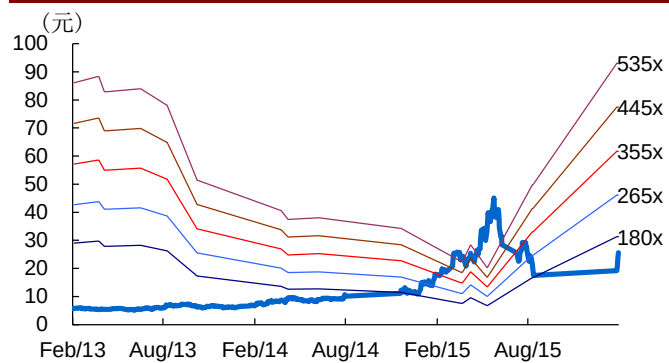
表 2：支付类公司 PE 估值 2016 年平均为 67X

公司	股价	EPS		PE		PB	市值		
	2016/2/21	14	15E	16E	14	15E	16E	(MRQ)	(亿)
恒宝股份	19.27	0.41	0.55	0.73	47.0	35.0	26.4	13.6	137.4
梅泰诺	56.68	0.28	0.39	0.64	202.4	145.3	88.6	6.8	107.9
硕贝德	15.99	0.01	-0.10	0.29	1599.0		55.1	10.7	64.8
新开普	30.98	0.12	0.17	0.26	258.2	182.2	119.2	22.1	93.6
国民技术	36.63	0.04	0.31	0.48	915.8	118.2	76.3	4.3	103.3

新大陆	19.38	0.29	0.42	0.56	66.8	46.1	34.6	13.0	181.9
平均					514.9	105.4	66.7	11.8	114.8

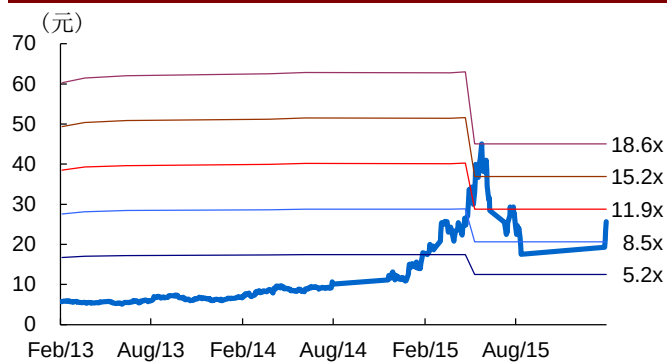
资料来源：公司数据、招商证券

图 29：广博股份历史 PE Band



资料来源：贝格数据、招商证券

图 30：广博股份历史 PB Band



资料来源：贝格数据、招商证券

四 风险因素：Uber 中国业务运营风险，人民币在岸与离岸汇率差逆转，汇元通佣金费率下滑

综上所述，我们认为广博股份跨境产业链日臻完善，跨境支付业务软硬壁垒兼备，核心客户增长带动公司盈利弹性。

但根据公司披露，我们认为公司未来核心竞争风险在于以下三点：

- 1、Uber 公司在中国业务运营风险。尽管交通部 15 年 10 月公布了《网络预约出租汽车经营服务管理暂行办法(征求意见稿)》，但目前专车营运资质以及司机的从业资格的实操仍较为繁琐，专车在国内的合法化路径较为漫长，不排除未来在专车运营业务被叫停风险。而 Uber 占汇元通收入比例很高，这将导致业绩修正风险；
- 2、公司跨境支付业务的非服务性收入中，境内人民币与离岸人民币汇率价差收益占有相当比例、在人民币有贬值预期的背景下，离岸人民币汇价与在岸人民币汇价之差成为公司汇兑过程中的收益，相反，如贬值预期消失，此时的收益将成为亏损；
- 3、汇元通目前针对客户的跨境支付佣金率为 1%以上，而国内通道费仅为千分之一左右，利差较大，未来如果竞争加剧，不排除佣金率下滑的风险。

参考报告：

- 1、《广博股份（002103）—互联网营销+爱丽网平台,全面转型传媒产业》2014-12-26

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2013	2014	2015E	2016E	2017E
流动资产	637	678	868	1284	1418
现金	286	157	110	187	176
交易性投资	5	0	0	0	0
应收票据	2	1	1	2	2
应收款项	117	157	214	314	354
其它应收款	23	47	73	106	120
存货	177	184	265	378	428
其他	26	133	204	298	336
非流动资产	534	492	1100	1067	1030
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	357	316	280	247	218
无形资产	108	101	745	745	738
其他	69	75	74	74	73
资产总计	1171	1170	1967	2351	2447
流动负债	215	418	473	729	707
短期借款	0	0	166	310	237
应付账款	111	117	177	252	286
预收账款	19	16	24	34	39
其他	85	285	106	133	145
长期负债	204	3	3	3	3
长期借款	200	0	0	0	0
其他	4	3	3	3	3
负债合计	419	421	475	732	709
股本	218	218	305	305	305
资本公积金	227	227	959	959	959
留存收益	296	295	218	345	464
少数股东权益	11	10	10	10	10
归属于母公司所有者权益	741	740	1482	1609	1728
负债及权益合计	1171	1170	1967	2351	2447

现金流量表

单位：百万元	2013	2014	2015E	2016E	2017E
经营活动现金流	68	1	(28)	(35)	118
净利润	17	10	76	150	164
折旧摊销	45	43	37	32	36
财务费用	6	5	10	13	15
投资收益	(11)	(7)	(2)	(2)	(2)
营运资金变动	13	(50)	(158)	(245)	(101)
其它	(2)	0	9	16	6
投资活动现金流	(34)	(115)	(643)	2	2
资本支出	(38)	(35)	(643)	2	2
其他投资	4	(80)	0	0	0
筹资活动现金流	(27)	(21)	624	110	(131)
借款变动	84	115	(34)	144	(73)
普通股增加	0	0	87	0	0
资本公积增加	(0)	0	733	0	0
股利分配	(109)	(131)	(153)	(23)	(45)
其他	(2)	(5)	(8)	(11)	(13)
现金净增加额	7	(135)	(47)	77	(11)

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位：百万元	2013	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入	848	907	1397	2045	2310
营业成本	671	731	1101	1572	1780
营业税金及附加	5	5	8	11	13
营业费用	89	91	119	164	185
管理费用	69	76	84	110	125
财务费用	14	6	10	13	15
资产减值损失	0	5	0	0	0
公允价值变动收益	2	(5)	(5)	(5)	(5)
投资收益	11	7	7	7	7
营业利润	13	(5)	78	177	195
营业外收入	14	24	24	24	24
营业外支出	3	3	3	3	3
利润总额	24	16	99	198	216
所得税	7	6	23	48	52
净利润	17	10	76	150	164
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属于母公司净利润	17	10	76	150	164
EPS (元)	0.08	0.05	0.25	0.49	0.54

主要财务比率

	2013	2014	2015E	2016E	2017E
年成长率					
营业收入	-19%	7%	54%	46%	13%
营业利润	-68%	-138%	-1656%	127%	10%
净利润	-55%	-41%	658%	98%	9%
获利能力					
毛利率	20.9%	19.4%	21.2%	23.1%	23.0%
净利率	2.0%	1.1%	5.4%	7.3%	7.1%
ROE	2.3%	1.4%	5.1%	9.3%	9.5%
ROIC	1.3%	0.0%	4.0%	7.4%	8.0%
偿债能力					
资产负债率	35.8%	36.0%	24.2%	31.1%	29.0%
净负债比率	17.1%	17.1%	8.4%	13.2%	9.7%
流动比率	3.0	1.6	1.8	1.8	2.0
速动比率	2.1	1.2	1.3	1.2	1.4
营运能力					
资产周转率	0.7	0.8	0.7	0.9	0.9
存货周转率	3.8	4.1	4.9	4.9	4.4
应收帐款周转率	6.6	6.6	7.5	7.7	6.9
应付帐款周转率	6.2	6.4	7.5	7.3	6.6
每股资料 (元)					
每股收益	0.08	0.05	0.25	0.49	0.54
每股经营现金	0.31	0.00	-0.09	-0.12	0.39
每股净资产	3.39	3.39	4.86	5.28	5.66
每股股利	0.60	0.70	0.07	0.15	0.16
估值比率					
PE	329.5	560.2	103.2	52.1	47.7
PB	7.6	7.6	5.3	4.9	4.5
EV/EBITDA	13.3	22.5	7.0	4.0	3.6

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

郑恺，毕业于同济大学计算机科学与技术专业和复旦大学经济学（硕士），8 年证券从业经验，现为招商证券造纸轻工首席行业分析师。2015 年新财富、水晶球、金牛奖轻工造纸行业最佳分析师第三名，第一财经耐用消费品行业最佳分析师第一名。

李宏鹏，经济学硕士，5 年证券从业经验，招商证券造纸轻工行业分析师。2015 年新财富、水晶球、金牛奖轻工造纸行业最佳分析师第三名，第一财经耐用消费品行业最佳分析师第一名。

许荣聪，武汉大学经济学硕士，厦门大学经济学、数学与应用数学双学士，曾任职于长江证券和湘财证券，逻辑推理能力强，对银行业具有深刻的理解。

濮冬燕，经济学硕士，09 年至今任造纸轻工行业分析师，2015 年新财富、水晶球轻工造纸行业最佳分析师第三名，第一财经耐用消费品行业最佳分析师第一名。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上

审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间

中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

A：公司长期竞争力高于行业平均水平

B：公司长期竞争力与行业平均水平一致

C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。