证券研究报告

TMT 行业

兴业证券 INDUSTRIAL SECURITIES

# 00818.HK 高阳科技

## 支付牌照顺利续展，第三方支付持续发展

2017 年 06 月 27 日

增持 （维持）

事件点评

**市场数据**

| 报告日期 | 2017.06.27 |
|---|---|
| 收盘价（港元） | 1.39 |
| 总股本（亿股） | 27.77 |
| 总市值（亿港元） | 38.60 |
| 净资产（亿港元） | 35.86 |
| 总资产（亿港元） | 54.99 |
| 每股净资产(港元） | 1.27 |

数据来源：Wind

**相关报告**

《产业布局完善，业绩增长可期》20170620 海外深度研究报告

**海外 TMT 研究**

分析师：

张忆东

兴业证券研究所副总经理

zhangyd@xyzq.com.cn

SFC：BIS749

SAC：S0190510110012

联系人：

张博

zhangboyjs@xyzq.com.cn

**事件：**

- 中国人民银行于 2017 年 6 月 26 日公布第四批非银行支付机构《支付业务许可证》续展决定，高阳科技下属随行付支付有限公司获得互联网支付（全国）、移动电话支付（全国）、银行卡收单（除吉林、辽宁、浙江、福建及黑龙江省以外地区）牌照续展。公司牌照有效期为 2017 年 6 月 27 日至 2022 年 6 月 26 日。

**点评：**

- **我们的观点：**高阳科技以随行付为未来业务核心，旗下百富环球、金融业务解决方案及平台业务解决方案与可以实现与随行付的协同发展。随行付支付牌照如期续展有利于公司业务持续发展。我们预计公司 2017 -2019 年分别实现营业收入 22.4、25.8 及 30.0 亿港元，分别同比增长 16.4%，15.3%和 16.6%。预计公司 2017-2019 年分别实现净利润 3.1、3.6 及 4.2 亿港元，分别同比增长 10.2%、13.7%及 17.7%。根据 FCFF 和 FCFE 的折现现金流现值，给予高阳科技每股目标价 1.54 港元。2017-2019 年，高阳科技目标股价分别对应的 PE 为 13.7、12.0 及 10.2，建议投资者关注。
- **牌照稀缺，行业壁垒：**随行付即为高阳科技的支付交易处理解决方案业务。2016 年，该业务占公司总体营业收入的 54.7%。随行付拥有的牌照有助于其进一步拓展第三方支付领域的各项业务。为推进支付行业的健康成长，央行对现有第三方支付市场进行了整顿。自 2015 年 3 月向广东广物电子商务有限公司发出最后一张第三方支付新牌照后，央行暂停了新支付牌照的发放，并于 2016 年 10 月正式明确“一般不再受理新机构设立申请，重点做好对已获牌机构的监管引导和整改规范”。2016 年 8 月，2011 年 5 月发出的第一批 27 张牌照在到期后 3 个月才获得央行续展。2017 年 6 月 26 日中国人民银行第四批牌照续展涉及的 93 家公司中，有 9 家不予续展。
- **“智慧支付”助力随行付发展：**2017 年 6 月 9 日，随行付发布了智慧支付平台。智慧支付平台支持跨系统(银联云闪付及其他主流二维码支付)、跨平台(Android 平台、iOS 平台)、跨终端(多品牌智能 POS)的创新智慧支付综合解决方案，能为商户、运营商、软硬件厂商在不同场景下提供更贴切、更安全的支付与营销服务。截止 2017 年 5 月底，随行付商户规模及月交易额规模录得持续增长。
- **风险提示：**公司牌照取缔、收单业务竞争激烈、国家政策转向

报告正文

## 事件点评

- **第三方支付牌照顺利续展：**中国人民银行于 2017 年 6 月 26 日公布第四批非银行支付机构《支付业务许可证》续展决定，高阳科技下属随行付支付有限公司获得互联网支付（全国）、移动电话支付（全国）、银行卡收单（除吉林、辽宁、浙江、福建及黑龙江省以外地区）牌照续展。公司牌照有效期为 2017 年 6 月 27 日至 2022 年 6 月 26 日。

- **牌照稀缺，行业壁垒：**随行付即为高阳科技的支付交易处理解决方案业务。2016 年，该业务占公司总体营业收入的 54.7%。随行付拥有的牌照有助于其进一步拓展第三方支付领域的各项业务。为推进支付行业的健康成长，央行对现有第三方支付市场进行了整顿。自 2015 年 3 月向广东广物电子商务有限公司发出最后一张第三方支付新牌照后，央行暂停了新支付牌照的发放，并于 2016 年 10 月正式明确“一般不再受理新机构设立申请，重点做好对已获牌机构的监管引导和整改规范”。2016 年 8 月，2011 年 5 月发出的第一批 27 张牌照在到期后 3 个月才获得央行续展。2017 年 6 月 26 日中国人民银行第四批牌照续展涉及的 93 家公司中，有 9 家不予续展。

- **“智慧支付”助力随行付发展：**2017 年 6 月 9 日，随行付发布了智慧支付平台。智慧支付平台支持跨系统(银联云闪付及其他主流二维码支付)、跨平台(Android 平台、iOS 平台)、跨终端(多品牌智能 POS)的创新智慧支付综合解决方案，能为商户、运营商、软硬件厂商在不同场景下提供更贴切、更安全的支付与营销服务。截止 2017 年 5 月底，随行付商户规模及月交易额规模录得持续增长。

- **我们的观点：**高阳科技以随行付为未来业务核心，旗下百富环球、金融业务解决方案及平台业务解决方案与可以实现与随行付的协同发展。随行付支付牌照如期续展有利于公司业务持续发展。我们预计公司 2017 -2019 年分别实现营业收入 22.4、25.8 及 30.0 亿港元，分别同比增长 16.4%，15.3%和 16.6%。预计公司 2017-2019 年分别实现净利润 3.1、3.6 及 4.2 亿港元，分别同比增长 10.2%、13.7%及 17.7%。根据 FCFF 和 FCFE 的折现现金流现值，给予高阳科技每股目标价 1.54 港元。2017-2019 年，高阳科技目标股价分别对应的 PE 为 13.7、12.0 及 10.2，建议投资者关注。

- **风险提示：**公司牌照取缔、收单业务竞争激烈、国家政策转向

## 附表

**资产负债表** 单位：百万港元

| 会计年度 | 2016A | 2017E | 2018E | 2019E |
|---|---|---|---|---|
| **流动资产** | **3,337.5** | **3,432.6** | **4,156.3** | **4,343.0** |
| 现金及现金等价物 | 2,805.0 | 2,612.0 | 3,466.3 | 3,325.7 |
| 应收账款及应收票据 | 243.5 | 562.9 | 425.8 | 726.6 |
| 存货 | 75.0 | 94.9 | 101.5 | 128.0 |
| **非流动资产** | **2,161.5** | **2,322.2** | **2,595.8** | **2,911.7** |
| 投资物业 | 2.1 | 1.8 | 1.6 | 1.4 |
| 物业、厂房及设备 | 267.1 | 342.1 | 435.9 | 553.2 |
| 租赁土地 | 32.2 | 31.2 | 30.3 | 29.4 |
| 无形资产 | 10.5 | 7.8 | 5.9 | 4.4 |
| 以权益法入账之投资 | 1,663.3 | 1,829.6 | 2,012.5 | 2,213.8 |
| 可供出售金融资产 | 106.1 | 106.1 | 106.1 | 106.1 |
| **资产总计** | **5,499.0** | **5,754.8** | **6,752.1** | **7,254.8** |
| **流动负债** | **1,913.2** | **1,824.3** | **2,429.7** | **2,470.9** |
| 应付款项 | 1,700.3 | 1,611.5 | 2,216.9 | 2,258.1 |
| **非流动负债** | **0.2** | **0.2** | **0.2** | **0.2** |
| 递延所得税负债 | 0.2 | 0.2 | 0.2 | 0.2 |
| **负债合计** | **1,913.4** | **1,824.6** | **2,429.9** | **2,471.1** |
| 股本 | 6.9 | 6.9 | 6.9 | 6.9 |
| 储备 | 3,524.3 | 3,837.1 | 4,193.0 | 4,612.0 |
| 少数股东权益 | 54.5 | 86.2 | 122.2 | 164.7 |
| **股东权益合计** | **3,585.7** | **3,930.2** | **4,322.2** | **4,783.6** |
| **负债及权益合计** | **5,499.0** | **5,754.8** | **6,752.1** | **7,254.8** |

**现金流量表**

| 会计年度 | 2016A | 2017E | 2018E | 2019E |
|---|---|---|---|---|
| **除税前溢利** | **332.1** | **366.6** | **417.0** | **490.9** |
| 折旧和摊销 | 105.6 | 117.4 | 144.6 | 179.0 |
| 利息收入 | -19.7 | -17.2 | -19.2 | -21.4 |
| 存货增加 | -24.7 | -19.9 | -6.6 | -26.6 |
| 应收应付款项 | 727.3 | -356.9 | 742.5 | -259.6 |
| 已付所得税 | -8.9 | -22.0 | -25.0 | -29.5 |
| **经营活动产生现金流量** | **908.8** | **-145.0** | **1,012.7** | **49.6** |
| **投资活动产生现金流量** | **-291.4** | **-47.9** | **-158.5** | **-190.3** |
| **融资活动产生现金流量** | **3.9** | **-** | **-** | **-** |
| 现金净变动 | 621.3 | -192.9 | 854.3 | -140.6 |
| 现金的期初余额 | 2,292.3 | 2,805.0 | 2,612.0 | 3,466.3 |
| **现金的期末余额** | **2,805.0** | **2,612.0** | **3,466.3** | **3,325.7** |

**利润表** 单位：百万港元

| 会计年度 | 2016A | 2017E | 2018E | 2019E |
|---|---|---|---|---|
| **营业收入** | **1,921.2** | **2,236.3** | **2,577.7** | **3,004.4** |
| 营业成本 | 1,328.5 | 1,549.8 | 1,791.5 | 2,094.0 |
| **毛利润** | **592.7** | **686.6** | **786.2** | **910.3** |
| 销售费用 | 101.6 | 111.8 | 128.9 | 150.2 |
| 管理费用 | 403.8 | 469.6 | 536.2 | 615.9 |
| 应占百富环球业绩 | 199.0 | 212.9 | 240.5 | 283.3 |
| **除税前溢利** | **332.1** | **366.6** | **417.0** | **490.9** |
| 所得税 | 19.5 | 22.0 | 25.0 | 29.5 |
| **年度溢利** | **312.7** | **344.6** | **391.9** | **461.4** |
| 少数股东损益 | 28.7 | 31.7 | 36.1 | 42.5 |
| **归属股东净利润** | **284.0** | **312.9** | **355.9** | **419.0** |
| **EPS(港仙)** | **10.2** | **11.3** | **12.8** | **15.1** |

**主要财务比率**

| 会计年度 | 2016A | 2017E | 2018E | 2019E |
|---|---|---|---|---|
| **成长性(%)** | | | | |
| 营业收入增长率 | 39.5 | 16.4 | 15.3 | 16.6 |
| 毛利润增长率 | 24.1 | 15.8 | 14.5 | 15.8 |
| 净利润增长率 | 54.8 | 10.2 | 13.7 | 17.7 |
| **盈利能力(%)** | | | | |
| 毛利率 | 30.8 | 30.7 | 30.5 | 30.3 |
| 归属股东的净利率 | 14.8 | 14.0 | 13.8 | 13.9 |
| ROE | 7.9 | 8.0 | 8.2 | 8.8 |
| **偿债能力(%)** | | | | |
| 资产负债率 | 34.8 | 31.7 | 36.0 | 34.1 |
| 流动比率 | 1.7 | 0.5 | 0.6 | 0.6 |
| 速动比率 | 1.6 | 1.6 | 1.5 | 1.5 |
| **营运能力(次)** | | | | |
| 资产周转率 | 0.3 | 0.4 | 0.4 | 0.4 |
| 应收帐款周转率 | 5.5 | 5.2 | 5.2 | 5.2 |
| **每股资料(港元)** | | | | |
| 每股收益 | 0.10 | 0.11 | 0.13 | 0.15 |
| 每股净资产 | 1.29 | 1.42 | 1.56 | 1.72 |
| **估值比率(倍)** | | | | |
| PE | 12.6 | 11.4 | 10.1 | 8.5 |
| PB | 1.0 | 0.9 | 0.8 | 0.7 |

## 投资评级说明

**行业评级** 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期恒生指数的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

推　　荐: 相对表现优于市场;

中　　性: 相对表现与市场持平

回　　避: 相对表现弱于市场

**公司评级** 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期恒生指数的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

买　　入: 相对大盘涨幅大于 15% ;

增　　持: 相对大盘涨幅在 5%～15%之间

中　　性: 相对大盘涨幅在-5%～5%;

减　　持: 相对大盘涨幅小于-5%


| 机构销售经理联系方式 | | | | | |
|---|---|---|---|---|---|
| 机构销售负责人 | | | 邓亚萍 | 021-38565916 | dengyp@xyzq.com.cn |
| 上海地区销售经理 | | | | | |
| 姓 名 | 办公电话 | 邮 箱 | 姓 名 | 办公电话 | 邮 箱 |
| 盛英君 | 021-38565938 | shengyj@xyzq.com.cn | 冯诚 | 021-38565411 | fengcheng@xyzq.com.cn |
| 顾超 | 021-20370627 | guchao@xyzq.com.cn | 杨忱 | 021-38565915 | yangchen@xyzq.com.cn |
| | | | 王溪 | 021-20370618 | wangxi@xyzq.com.cn |
| 王立维 | 021-38565451 | wanglw@xyzq.com.cn | 李远帆 | 021-20370716 | liyuanfan@xyzq.com.cn |
| | | | 胡岩 | 021-38565982 | huyanjg@xyzq.com.cn |
| 姚丹丹 | 021-38565778 | yaodandan@xyzq.com.cn | 曹静婷 | 18817557948 | caojt@xyzq.com.cn |
| 地址: 上海浦东新区长柳路 36 号兴业证券大厦 12 层 (200135) 传真: 021-38565955 | | | | | |
| 北京地区销售经理 | | | | | |
| 姓 名 | 办公电话 | 邮 箱 | 姓 名 | 办公电话 | 邮 箱 |
| 郑小平 | 010-66290223 | zhengxiaoping@xyzq.com.cn | 朱圣诞 | 010-66290197 | zhusd@xyzq.com.cn |
| | | | 刘晓浏 | 010-66290220 | liuxiaoliu@xyzq.com.cn |
| 肖霞 | 010-66290195 | xiaoxia@xyzq.com.cn | 陈杨 | 010-66290197 | chenyangjg@xyzq.com.cn |
| 袁博 | 15611277317 | yuanb@xyzq.com.cn | 吴磊 | 010-66290190 | wulei@xyzq.com.cn |
| 陈姝宏 | 15117943079 | chenshuhong@xyzq.com.cn | 王文剴 | 010-66290197 | wangwenkai@xyzq.com.cn |
| 地址: 北京西城区锦什坊街 35 号北楼 601-605 (100033) 传真: 010-66290220 | | | | | |
| 深圳地区销售经理 | | | | | |
| 姓 名 | 办公电话 | 邮 箱 | 姓 名 | 办公电话 | 邮 箱 |
| 朱元彧 | 0755-82796036 | zhuyy@xyzq.com.cn | 杨剑 | 0755-82797217 | yangjian@xyzq.com.cn |
| 李昇 | 0755-82790526 | lisheng@xyzq.com.cn | 邵景丽 | 0755-23836027 | shaojingli@xyzq.com.cn |
| 王维宇 | 0755-23826029 | wangweiyu@xyzq.com.cn | | | |
| 地址: 福田区中心四路一号嘉里建设广场第一座 701 (518035) 传真: 0755-23826017 | | | | | |
| 国际机构销售经理 | | | | | |
| 姓 名 | 办公电话 | 邮 箱 | 姓 名 | 办公电话 | 邮 箱 |
| 刘易容 | 021-38565452 | liuyirong@xyzq.com.cn | 徐皓 | 021-38565450 | xuhao@xyzq.com.cn |
| 张珍岚 | 021-20370633 | zhangzhenlan@xyzq.com.cn | 陈志云 | 021-38565439 | chanchiwan@xyzq.com.cn |
| 马青岚 | 021-38565909 | maql@xyzq.com.cn | 曾雅琪 | 021-38565451 | zengyaqi@xyzq.com.cn |
| 申胜雄 | 021-20370768 | shensx@xyzq.com.cn | 陈俊凯 | 021-38565472 | chenjunkai@xyzq.com.cn |
| 俞晓琦 | 021-38565498 | yuxiaoqi@xyzq.com.cn | 蔡明珠 | 13501773857 | caimzh@xyzq.com.cn |
| 地址: 上海浦东新区长柳路 36 号兴业证券大厦 12 层 (200135) 传真: 021-38565955 | | | | | |
| 私募及企业客户负责人 | | | 刘俊文 | 021-38565559 | liujw@xyzq.com.cn |
| 私募销售经理 | | | | | |
| 姓 名 | 办公电话 | 邮 箱 | 姓 名 | 办公电话 | 邮 箱 |
| 徐瑞 | 021-38565811 | xur@xyzq.com.cn | 杨雪婷 | 021-20370777 | yangxueting@xyzq.com.cn |
| 唐恰 | 021-38565470 | tangqia@xyzq.com.cn | 韩立峰 | 021-38565840 | hanlf@xyzq.com.cn |
| 李桂玲 | 021-20370658 | ligl@xyzq.com.cn | 施孜琪 | 021-20370837 | shzq@xyzq.com.cn |
| 王磊 | 021-20370658 | wanglei1@xyzq.com.cn | | | |

| | | | | | |
|---|---|---|---|---|---|
| 地址：上海浦东新区长柳路 36 号兴业证券大厦 12 层 （200135）传真：021-38565955 | | | | | |
| **港股机构销售服务团队** | | | | | |
| **机构销售负责人** | | | 丁先树 | 18688759155 | dingxs@xyzq.com.hk |
| **姓 名** | **办公电话** | **邮 箱** | **姓 名** | **办公电话** | **邮 箱** |
| 王文洲 | 18665987511 | petter.wang@xyzq.com.hk | 郑梁燕 | 18565641066 | zhengly@xyzq.com.hk |
| 陈振光 | 13818288830 | chenzg@xyzq.com.hk | 周围 | 13926557415 | zhouwei@xyzq.com.hk |
| 孙博轶 | 13902946007 | sunby@xyzq.com.hk | | | |
| 地址：香港中环德辅道中 199 号无限极广场 32 楼 3201 室 传真：(852)3509-5900 | | | | | |


## 【信息披露】

兴业证券股份有限公司(“本公司”)在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

## 【分析师声明】

本人具有相关监管机构所须之牌照。本人确认已合乎监管机构之相关合规要求，并以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

## 【法律声明】

本报告由兴业证券股份有限公司(已具备证券投资咨询业务资格)制作。

本报告由受香港证监会监察的兴证国际证券有限公司(香港证监会中央编号：AYE823)于香港提供。香港的投资者若有任何关于本报告的问题请直接联系兴证国际证券有限公司的销售交易代表。

本报告将依据其他国家或地区的法律法规和监管要求于该国家或地区提供本报告。

本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 http://www.xyzq.com.cn 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使本公司违反当地的法律或法规或可致使本公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934 年美国《证券交易所》第 15a-6 条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到本公司网站以外的资料，本公司未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接的目的，纯粹为了收件人的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。收件人须承担浏览这些网站的风险。

本公司系列报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。