



支付+聚合抢占万亿市场 金融科技业务值得期待

报告摘要

货币电子化加速，第三方线下收单支付迎来 49 万亿大蛋糕。目前货币电子化已成全球趋势，包括瑞典、丹麦、印度、新加坡等国家已实施相关政策推动“无现金化”社会。国内市场方面，支付宝及微信近年来凭借网购、金融理财、O2O 服务等各种支付场景切入，已成为第三方移动支付市场双寡头领先者，2Q17 合占 94.3% 市场份额。目前国内 85% 的消费仍然发生于线下，而线下支付市场需依赖较为繁重的地推工作，市场集中度仍然较低，支付宝及微信支付主要通过各代理商及聚合支付服务商开拓线下中小商户。2016 年底国内存量联网 POS 终端约 2,454 万台，渗透率仅为 35%，相比美国/韩国 100%/90% 水平仍有巨大空间。我们预计中国第三方线下收单支付市场规模 2016-20E CAGR 将达 22%，2020E 将达 49 万亿元人民币。

随行付为领先支付+聚合 SaaS 服务商，借力金融科技打开新成长空间。公司旗下随行付作为国内领先的支付+聚合 SaaS 服务商，能够为商户提供多种接入方式（手机 APP、POS 终端改造、智能 POS、微信公众号等）、多种支付方式（支付宝/微信及 QQ 支付/京东支付/百度钱包/银联扫码支付等）、以及多级管理体系（支持多层级的连锁商户一体化管理，包括部门设置、数据合并、财务对账等功能），未来将充份分享市场增长盛宴。我们预计随行付 2016-19E 接入商户数/交易额 CAGR 将分别达 23.5%/24.9%，2020E 将达 366 万户/1.57 万亿元人民币。公司于今年 9 月成功取得线上及线下小额贷款业务许可证，未来将围绕商户及消费者交易大数据开拓金融科技业务，有望打开新成长空间。

目前随行付隐含每商户估值被严重低估，仅为海外同业 0.1%。随着“无现金化”趋势加速，今年以来全球支付行业并购不断，标杆性事件为美国最大第三方银行卡收单支付企业 Vantiv 以 104 亿美元收购英国领先第三方支付企业 Worldpay，其 FY2017 交易流水达 3,186 亿美元，接入商户数约 40 万。根据我们梳理今年以来全球支付产业并购案例，被收购方平均估值达每商户 21,454 美元，而目前随行付隐含每商户价值约 22 美元，仅为全球同业平均的 0.1%。

调升至“买入”评级，提升目标价至 3.43 港元。我们认为 i) 国内货币电子化趋势加速；ii) 国内第三方线下收单行业集中度进一步提高；及 iii) 随行付金融科技业务打开新成长空间将为公司股价向上催化剂。我们以 SoTP 分部估值法提升目标价至 3.43 港元（上涨空间：88.5%），调升至“买入”评级。

(31/12 年结；百万港元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	1,377	1,921	2,615	3,066	3,572
增长率(%)	-10.0%	39.5%	36.1%	17.3%	16.5%
净利润	183	284	394	501	612
增长率(%)	255.8%	54.8%	38.7%	27.1%	22.2%
毛利率(%)	34.7%	30.8%	32.8%	34.5%	35.8%
净利润率(%)	13.3%	14.8%	15.1%	16.3%	17.1%
每股收益(港元)	0.07	0.10	0.14	0.18	0.22
每股净资产(港元)	1.19	1.27	1.48	1.65	1.80
市盈率	27.5	17.8	12.8	10.1	8.3
市净率	1.5	1.4	1.2	1.1	1.0
净资产收益率(%)	5.6%	8.3%	10.3%	11.5%	12.8%
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：

3.43 元

现价（2017 年 10 月 20 日）：1.82 元

报告日期：2017-10-23

总市值(百万港元)	5,053.84
流通股市值(百万港元)	5,053.84
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)	1.1/2.06
平均成交(百万港元)	11.94

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	1.34	23.13	16.82
绝对收益	2.82	29.08	37.88

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

1. 货币电子化加速，第三方线下收单支付迎来 49 万亿大蛋糕

1.1. “无现金化社会”已成全球大趋势

目前货币电子化已成全球趋势，包括瑞典、丹麦、印度、新加坡等国家已实施相关政策推动“无现金化社会”。

瑞典有望成为最早实现“无现金化社会”的国家。随着移动网络及智能手机的普及，欧洲最早发行钞票的国家 - 瑞典，被认为是最有可能率先进入“无现金社会”的国家。根据瑞典央行 (Sveriges Riksbank) 的数据，2015 年流通现金 M0 只占瑞典 GDP 的 2%，2015 年瑞典商店内的消费付款只有约 20% 使用现金，相比 5 年前又减少了一半，远低于 75% 的全球平均水平；瑞典克朗的流通量也已于 2009 年的 1,060 亿下降到 2015 年的 800 亿。另一方面，瑞典的公交车和地铁已经多年不接受现金购票，零售商店有权拒绝顾客使用纸币和硬币，甚至街边的商贩和教会也更倾向于银行卡支付和移动支付；瑞典四大银行，包括北欧斯安银行 (SEB)、瑞典银行 (Swedbank)、商业银行 (SHB) 和北欧联合银行 (Nordea Bank)，有半数以上的银行网点不再接受现金存款，不储存现金，ATM 的数量也大幅减少。

美国的现金交易占消费交易规模已从 14% 进一步下降至 8%，北欧国家则接近 4%。其他国家方面，印度总理莫迪于 2016 年 11 月宣布，将立即废除面额为 500 卢比和 1,000 卢比的纸币，此举导致流通中的现金减少了 86%；此外，被废纸币必须在 2016 年 12 月 30 日之前存入银行，并且取款受到限制。丹麦政府自今年起实施「无纸币政策」，银行停用部份支票、跨行资金移转将会以转账方式处理，积极朝向无现金社会。2016 年 12 月，韩国央行也宣布计划于 2020E 实现无现金社会目标。新加坡已宣布将测试区块链系统驱动的数字货币。过去几年来，美国的现金交易占消费交易规模已从 14% 进一步下降至 8%，北欧国家则接近 4%。我们相信“无现金化社会”已成为全球大趋势。

1.2. 支付+聚合 SaaS 服务商将与移动支付巨头共同开拓线下支付场景

国内市场方面，支付宝及微信近年来凭借网购、金融理财、O2O 服务等各种支付场景切入已成为第三方移动支付市场双寡头领先者，2Q17 合占 94.3% 市场份额。

线下支付大数据将成为巨头抢夺的金矿。在以现金支付为主流的时代，由于缺乏网络数据以及技术手段，庞大的线下支付市场没有得到开发，商户无法精准地判断用户的消费习惯。随着大数据和云计算的科技能力的成熟，以支付宝及微信支付为代表的移动支付企业在线下市场不断下沉，用户的线下数据每时每刻都在被生产、收集和分析。

用户的支付频次、支付时间、支付地点、支付金额大小等等通过大数据的分析，拼接出完整的用户画像，画像中包含用户的消费习惯、消费偏好。接着支付宝和微信支付通过对商家线上线下场景的打通，这些数据就能传到商家的系统中，进而对每一位微信或者支付宝用户进行精细的、符合其口味的营销、完善用户体验，增强用户粘性。

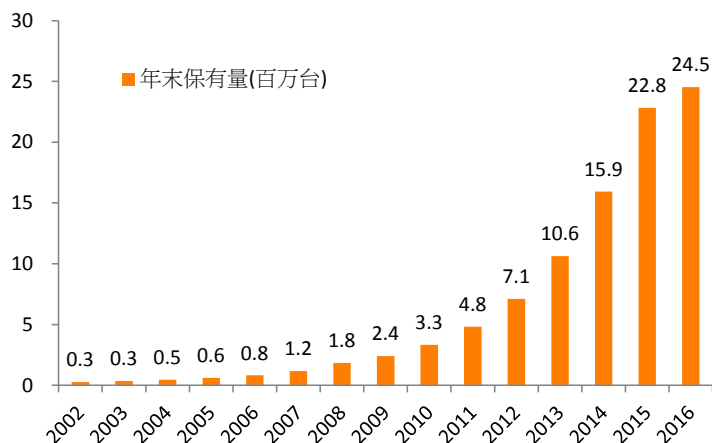
除了无现金活动，支付宝还在积极推动无现金城市建设，让支付从零售、餐饮等行业延伸到交通出行、生活物业、健康医疗等生活的方方面面。而微信支付在上线以来，也通过微信公众号、小程序、会员等服务能力，将微信支付环节触及到线下更多场景，遍及零售、时尚、餐饮、出行等。线下支付渗透的场景越多，支付数据越全，用户画像就越清晰。

支付+聚合领域将出现领先的 SaaS 服务商。目前国内 85% 的消费仍然发生于线下，而线下支付市场需依赖较为繁重的地推工作，市场集中度仍然较低。支付宝及微信支付主要优势在于把握 C 端体验，但在 B 端方面，支付宝/微信支付需要依靠加盟服务商进行线下推广和服务，相较深耕线下多年、贴近商户需求的 POS 收单机构而言依然有所差距，因此双方未来将主要通过各代理商及聚合支付服务商开拓线下中小商户。我们相信在与移动支付巨头合作推动货币电子化的过程中支付+聚合领域将出现领先的 SaaS 服务商，通过大数据分析及云计算技术以更好的服务全国约 7,000 万家的中小商户，并通过增值服务及金融科技打开新的商业化空间。

1.3. 2020E 中国第三方线下收单支付市场规模将达 49 万亿元人民币

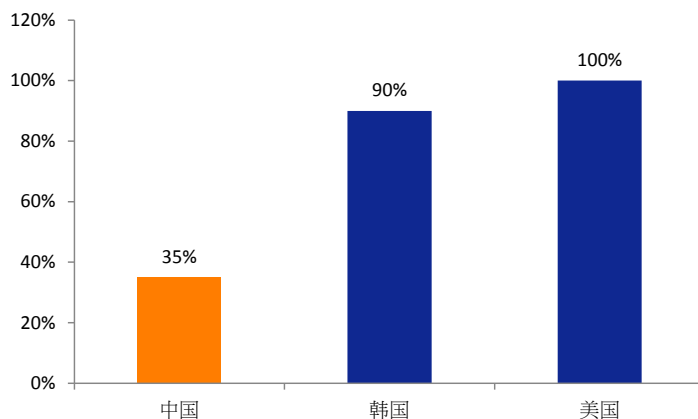
2016 年底国内存量联网 POS 终端约 2,454 万台，渗透率仅为 35%，相比美国/韩国 100%/90% 水平仍有巨大空间。我们预计中国第三方线下收单支付市场规模 2016-20E CAGR 将达 22%，2020E 将达 49 万亿元人民币。

图 1：2002-16 年中国联网 POS 终端保有量



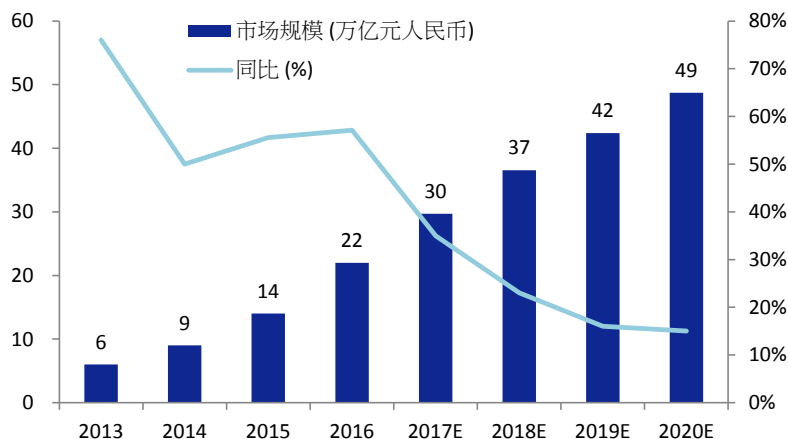
资料来源：中国人民银行、支付清算协会、安信国际

图 2：中美韩 POS 终端渗透率比较



资料来源：Google、中国人民银行、支付清算协会、安信国际

图 3：2013-20E 中国第三方线下收单支付市场规模



资料来源：中国人民银行、支付清算协会、艾瑞咨询、安信国际

2. 随行付为领先支付+聚合 SaaS 服务商，借力金融科技打开新成长空间

2.1. 领先支付+聚合 SaaS 服务商乘势崛起

在移动战役如火如荼下，商户或主动、或被动需要不断接入支付宝/微信支付/银行卡收单/NFC 移动支付等多种支付方式，聚合支付能够减少商户接入、维护支付结算服务时所面临的成本支出，提高商户支付结算效率，并在巨头重磅扶持下获得高额返佣。

商户面临支付工具碎片化痛点，聚合支付顺势而起。如同最初第三方支付的出现是为了对接更多银行接口，方便商户的一次性便捷接入；当线下商户收银系统由单一的 POS 终端变成多种扫码设备及扫码台卡，商户需要面对各种复杂的账号申请、财务对账等流程，由此诞生了对聚合支付服务的需求。公司旗下随行付作为国内领先的支付+聚合 SaaS 服务商，能够为商户提供多种接入方式（手机 APP、POS 终端改造、智能 POS、微信公众号等）、多种支付方式（支付宝/微信及 QQ 支付/京东支付/百度钱包/银联扫码支付等）、以及多级管理体系（支持多层级的连锁商户一体化管理，包括部门设置、数据合并、财务对账等功能），未来将充份分享市场增长盛宴。

表 1：聚合支付解决商户痛点，提供多种接入方式

聚合支付主要服务	具体解决方案
多种商户接入方式	通过手机 APP、POS 终端改造、智能 POS、公众账号等多种接入方式。
多种支付方式接入	可支持包括微信支付、手 Q 支付、支付宝以及其他移动支付方式的接入。
商户多级管理体系	支持多层级的连锁商户一体化管理，包括部门设置、数据合并、财务对账等功能。

资料来源：公司、安信国际

与移动领域巨头共同开拓线下广大中小商户。无论是传统的 POS 收单机构还是支付宝/微信支付这样的移动支付玩家，随着线下收单规模的扩大需要将服务密集型业务外包给代理商/服务商，由其承担商户推荐、接入、对账、差错处理、风控、营销活动等工作并获得一定比例的分润。我们认为随着银联商务主导的 NFC、银行系推出的二维码以及美国/京东等移动玩家未来几年依然会激烈争峰，加大推广力度，代理商的重要性突显，预计巨头扶持计划中长期将持续，如支付宝“春雨”计划和微信“星火”计划（从商户支付的 0.6%费率中拿出约 0.3%返佣给服务商）。

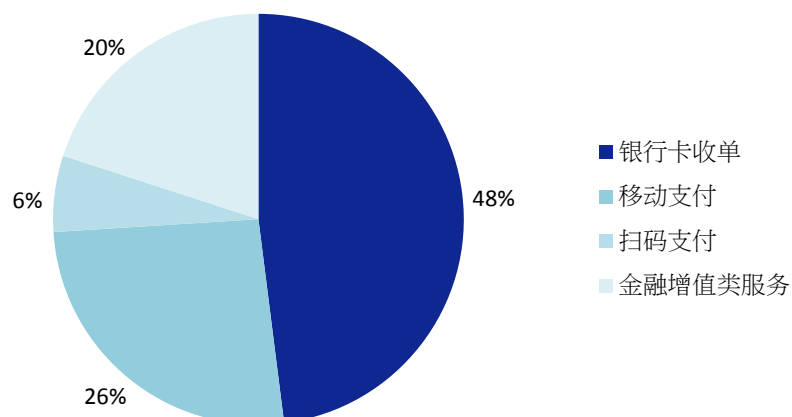
未来行业集中度有望进一步提升。聚合支付产品的不断迭代需要服务商具备一定的技术和产品研发团队储备，而对于模块化的产品，具有规模优势的服务商能够将成本分摊给更多的商户，意味着开发成本的降低。实际上交易量很小的聚合支付服务商难以维持系统正常运作，预计行业并购案例将在 2018E 频繁发生，使得行业集中度继续提升，成本优势造成赢家通吃局面。

2.2. 预计 2020E 随行付全年交易流水将达 1.57 万亿元人民币

随行付于 1H17 升级并发布了「智慧支付平台」解决方案，以开放、融合、联接的原则和方向，更完善地为支付行业中各方参与者提供跨终端、跨软硬件、跨用户的一系列多支付场景应用解决方案。于 2017 年 6 月底，随行付顺利获批人民银行对银行卡收单、互联网支付及移动支付牌照的续展，有效期 5 年。

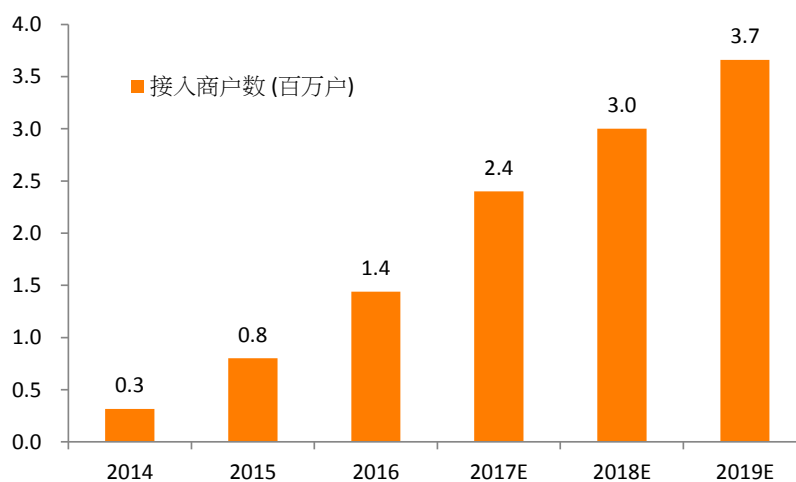
随行付也积极促进业务多元化，推出了各种移动支付服务（mPOS、银联闪付、Apple Pay 及其他非接触支付）、二维码支付、智能 POS 支付；而 2015 年中推出的早期结算金融增值服务已成为稳定收入来源。我们预计随行付 2016-19E 接入商户数/交易额 CAGR 将分别达 23.5%/24.9%，2020E 将达 366 万户/1.57 万亿元人民币。

图 4：2017E 随行付收入构成



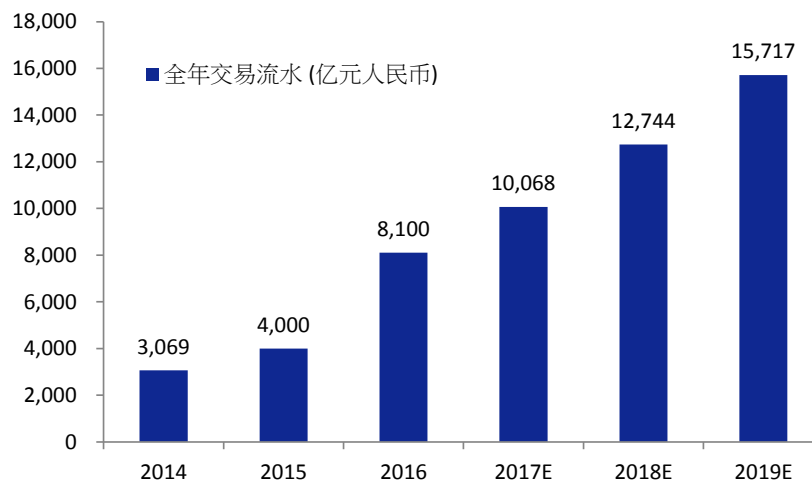
资料来源：公司、安信国际

图 5：2014-19E 随行付年底接入商户数



资料来源：公司、安信国际

图 6：2014-19E 随行付全年交易流水

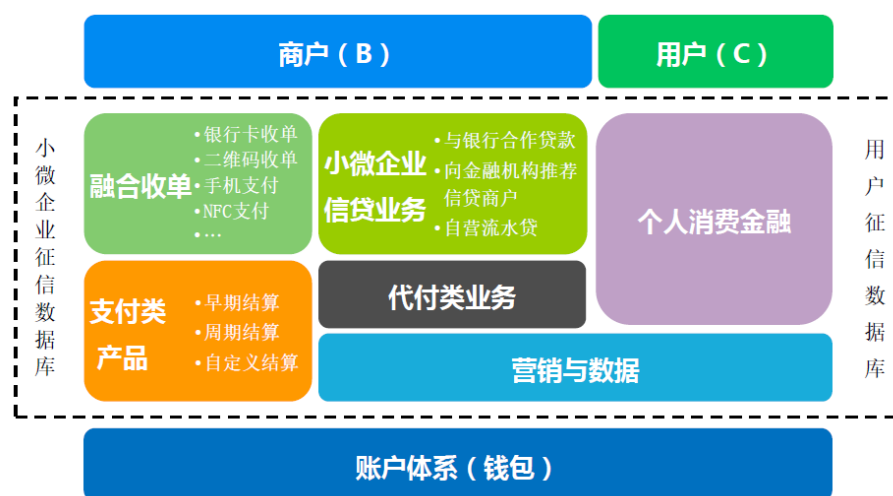


资料来源：公司、安信国际

2.3. 金融科技及增值服务有望成为新增长引擎

公司于今年9月成功取得线上及线下小额贷款业务许可证，未来将围绕商户及消费者交易大数据开拓金融科技业务，有望打开新成长空间。当线下POS升级为智能收单平台后，除基础的收单业务外，通过后台对企业财务数据、交易数据和目标用户等进行匹配和管理，便可将企业营销、企业理财和企业信贷等服务内容搭载到智能POS平台上，使支付公司与服务商户之间的关系更加紧密，提高支付在商业环境中的价值和地位。未来广大中小商户可以通过随行付的智能POS平台作为载体，从而实现支付、理财、信贷、营销等多种综合化应用。未来随行付作为支付+聚合SaaS服务商的主要收入来源将包括 i) 交易服务费用 (依然贡献主要收入)；ii) 增值服务收益，包括对沉淀的C端用户提供消费分期、现金贷等产品，以及针对企业端的现金管理等；iii) 广告、SaaS软件、卡券等其他定向服务。

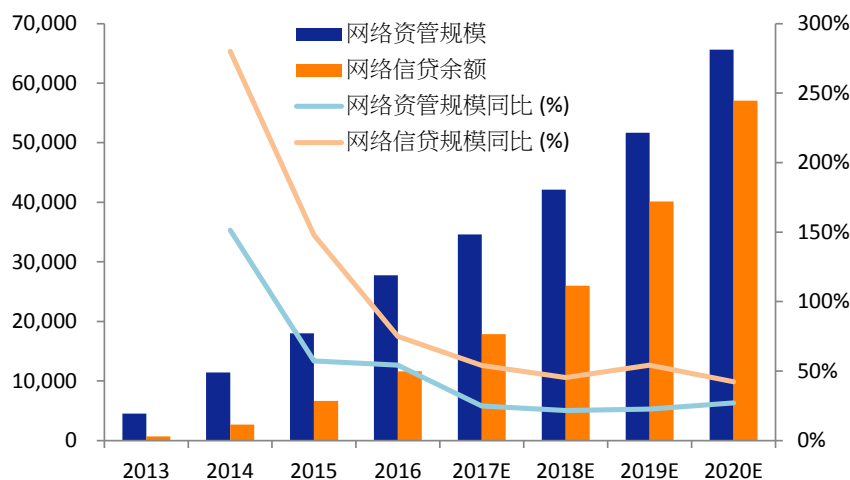
图7：随行付将以智能POS平台作为入口开拓金融科技业务



资料来源：公司、安信国际

2020E 中国金融科技核心业务市场规模将超过 12 万亿。2016 年中国网络资管规模超过 2.7 万亿元人民币，网络信贷余额超过 1 万亿元人民币。在这些业绩的背后潜藏更大的业务空间，互联网短平快的特点，在交易规模上实际可将存量市场放大数倍。而且伴随着互联网高频的特点，金融科技的长尾价值将得到突显。艾瑞咨询预计，2020E 中国金融科技核心业务市场规模将超过 12 万亿元人民币，在行业高速发展的过程中，金融科技将更多的参与到优质资产生成的过程中。

图 8：2013-20E 中国金融科技核心业务市场规模 (亿元人民币)



资料来源：公开市场信息、证券投资基金业协会、保险业协会、艾瑞咨询、安信国际

3. 随行付隐含每商户估值被严重低估，仅为海外同业 0.1%

随着“无现金化”趋势加速，今年以来全球支付行业并购不断，标杆性事件为美国最大第三方银行卡收单支付企业 Vantiv 以 104 亿美元收购英国领先第三方支付企业 Worldpay，其 FY2017 交易流水达 3,186 亿美元，接入商户数约 40 万。根据我们梳理今年以来全球支付产业并购案例，被收购方平均估值达每商户 21,454 美元，而目前随行付隐含每商户价值约 22 美元，仅为全球同业平均的 0.1%，我们认为随行付价值目前被市场严重低估。

表 2：2017 年全球支付行业并购案例

时间	买方	卖方 (总部/业务地区)	卖方年交易流水 (亿美元)	卖方商户数 (户)	估值 (亿美元)	平均每商户 估值 (美元)
4 月	蚂蚁金服 (中国最大第三方支付企业)	MoneyGram (美国)	NA	NA	12.0	NA
5 月	First Data (美国第二大第三方银行卡收单支付企业)	CardConnect (美国)	260 (FY2016)	67,000	7.5	11,194
7 月	Ingenico (全球最大支付终端解决方案服务商)	Bambora (瑞典)	643 (FY2016)	110,000	17.6	15,955
	Worldline (欧洲支付服务商)	First Data Baltics (波罗的海地区)	NA	NA	0.9	NA
	Visa (全球 TOP3 银行卡组织)	Klarna (瑞典)	NA	70,000	25.0	35,714
	PayPal (全球领先第三方支付平台)	TIO Networks (美国)	70 (FY2016)	10,000	2.4	23,800
8 月	Vantiv (美国最大第三方银行卡收单支付企业)	Worldpay (英国)	3,186 (FY2017)	400,000	104.0	26,000
	Blackstone 及 CVC (美国及欧洲私募基金)	Paysafe (英国)	481 (FY2016)	NA	38.9	NA
9 月	Hellman & Friedman (美国私募基金)	Nets (丹麦)	751 (FY2016)	330,000	53.0	16,061

资料来源：Google、各公司、安信国际

表 3：目前随行付隐含每商户价值仅约 22 美元

		备注
公司 2017 年 10 月 20 日收市价 (HKD)	1.82	A
公司总股数 (亿股)	27.8	B
公司市值 (亿港元)	50.5	C=A*B
减：应占百富环球 (0327.HK) 市值 (亿港元)	14.6	D
减：2017E 净现金 (亿港元)	32.6	E
隐含公司所持 80% 随行付估值 (亿港元)	3.3	F=C-D-E
隐含随行付 100% 估值 (亿港元)	4.2	G=F/80%
2017E 随行付接入商户数 (百万户)	2.4	H
隐含随行付每商户价值 (港元)	174.1	I=G*100/H
美元兑港元	7.8	J
隐含随行付每商户价值 (美元)	22.3	K=I/J

资料来源：Bloomberg、公司、安信国际



4. 调升至“买入”评级，提升目标价至 3.43 港元

我们认为 i) 国内货币电子化趋势加速；ii) 国内第三方线下收单行业集中度进一步提高；及 iii) 随行付金融科技业务打开新成长空间将为公司股价向上催化剂。我们以 SoTP 分部估值法提升目标价至 3.43 港元 (上涨空间：88.5%)，调升至“买入”评级。

表 4：SoTP 分部估值法

业务	2017E 应占净利 (百万港元)	所占股本 (%)	估值 (百万港元)	估值方法
随行付 (第三方线下收单)	192	80%	4,806	2017E PER 25x 或 PEG 0.7x
百富环球 (0327.HK)	205	33%	1,455	以 2017 年 10 月 20 日收市价计
2017E 净现金 (百万港元)			3,264	
总估值 (百万港元)			9,526	
股数 (百万股)			2,777	
对应目标价 (港元)			3.43	

资料来源：Bloomberg、公司、安信国际

表 5：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	
高阳科技	818 HK	5,054	1.82	12/2016	17.8	14.6	12.1	11.0	54.5	22.5	20.0	10.0	n/a	n/a	1.43	1.27	-77.7
Vantiv	VNTV US	12,334	69.1	12/2016	50.4	20.7	18.2	16.3	34.3	144.2	13.3	12.1	n/a	n/a	10.30	14.00	235.8
哈特兰支付	HPY US	n/a	n/a	12/2015	n/a	n/a	n/a	n/a	148.4	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	126.6
全系统服务	TSS US	12,506	67.3	12/2016	38.7	20.5	18.8	17.4	-11.7	88.4	9.2	8.3	0.77	0.67	5.88	5.11	139.9
环汇公司	GPN US	14,817	96.8	05/2016	47.2	24.5	20.7	18.2	-1.0	92.8	18.2	13.9	0.04	0.05	5.44	4.65	140.1
维萨 (Visa)	V US	245,942	107	09/2016	38.8	31.2	26.6	23.0	-3.1	24.2	17.4	15.6	0.72	0.62	9.22	8.03	11.1
万事达 (Mastercard)	MA US	154,815	145	12/2016	39.2	32.6	27.4	23.5	10.1	20.1	18.9	16.9	0.61	0.61	27.71	23.88	-55.8
Fiserv	FISV US	27,032	128	12/2016	30.2	25.1	22.2	20.2	38.8	20.3	13.0	10.1	n/a	n/a	10.82	4.60	167.7
富达国民信息服务	FIS US	31,672	95.2	12/2016	54.7	22.2	19.6	17.9	-22.3	145.9	13.6	9.4	1.22	1.23	3.20	3.00	100.6
美国运通 (American Express)	AXP US	81,406	91.9	12/2016	16.2	15.7	14.2	12.9	11.8	3.1	10.5	10.4	1.52	1.46	4.05	3.96	133.5
Euronet全球	EEFT US	5,186	96.8	12/2016	29.0	21.3	18.3	15.8	76.7	36.3	16.3	15.5	n/a	n/a	5.63	n/a	-14.5
FleetCor	FLT US	15,131	164	12/2016	33.5	19.6	17.1	15.1	24.1	71.4	14.2	13.7	n/a	n/a	4.88	4.28	109.7
联合数据系统	ADS US	13,281	233	12/2016	31.6	12.9	11.0	9.6	-17.3	145.6	17.0	15.1	0.87	0.89	8.06	7.23	225.7
安智 (Ingenico)	ING FP	5,166	82.3	12/2016	20.6	17.3	15.4	13.5	5.0	19.3	11.8	14.0	1.81	1.92	2.97	2.65	7.4
惠尔丰 (Verifone)	PAY US	2,251	20	10/2016	-ve E	15.4	12.7	11.7	n/a	n/a	21.2	8.2	n/a	n/a	2.73	2.84	95.6
Paypal	PYPL US	85,306	67.3	12/2016	58.0	36.2	29.9	25.0	16.0	60.3	20.9	19.5	n/a	n/a	5.52	5.07	-44.3
Worldline	WLN FP	5,373	40	12/2016	36.7	34.6	29.3	24.8	39.7	6.1	18.0	18.1	n/a	0.36	4.68	4.13	-35.3
新力金融	600318 CH	6,428	13.3	12/2016	39.8	88.9	46.0	n/a	116.1	-55.2	93.3	n/a	0.38	0.38	4.97	5.13	189.4
新大陆	000997 CH	22,551	22.3	12/2016	44.7	31.6	26.9	21.2	35.1	41.2	17.6	26.9	0.27	0.36	8.58	6.42	-44.5
平均					36.9	26.9	21.5	17.5	30.9	52.1	20.2	14.0	0.82	0.78	7.00	6.25	74.3

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

5. 风险提示

- 国内第三方支付行业增长慢于预期；
- 国内支付行业政策风险；
- 金融科技及其他新业务执行风险。



附表：财务报表预测

(31/12 年结；百万港元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
损益表					
销售收入	1,377	1,921	2,615	3,066	3,572
销售成本	(899)	(1,329)	(1,758)	(2,009)	(2,292)
毛利	478	593	857	1,057	1,280
其他收入/(开支)	47	45	50	53	57
销售及管理费用	(518)	(505)	(620)	(717)	(829)
经营溢利	6	132	287	393	508
分占联营公司业绩	190	200	183	209	236
财务费用	0	0	0	0	0
税前盈利	196	332	469	601	744
所得税	(4)	(19)	(28)	(35)	(44)
非控股权益	(9)	(29)	(48)	(65)	(88)
净利润	183	284	394	501	612
EBITDA	135	297	472	585	712
EBIT	6	132	287	393	508
同比增长 (%)					
销售收入	(10.0)	39.5	36.1	17.3	16.5
毛利	(6.2)	24.1	44.6	23.4	21.1
净利润	(53.8)	54.8	38.7	27.1	22.2
EBITDA	989.6	119.3	58.9	24.1	21.6
EBIT	(97.9)	1,937.9	116.6	37.0	29.4
资产负债表					
非流动资产					
物业、厂房及设备	214	267	299	335	375
商誉	19	10	10	10	10
其他	1,572	1,807	1,929	2,137	2,372
流动资产	2,771	3,338	3,987	4,568	5,102
存货	53	75	99	113	129
应收帐	236	244	331	389	453
现金	2,292	2,727	3,264	3,774	4,450
其他	190	70	70	70	70
总资产	4,577	5,499	6,303	7,127	7,936
流动负债					
借贷	0	0	0	0	0
应付帐	674	1,054	1,316	1,591	1,898
其他	493	681	681	681	681
非流动负债	0	0	21	26	33
借贷	0	0	0	0	0
其他	0	0	21	26	33
总负债	1,239	1,913	2,099	2,380	2,694
股本	7	7	7	7	7
储备	3,302	3,524	4,095	4,573	4,980
股东权益	3,309	3,531	4,101	4,580	4,987
非控股权益	29	54	103	168	256
股本总额	3,338	3,586	4,204	4,747	5,242
净负债/(现金)	(2,292)	(2,727)	(3,264)	(3,774)	(4,450)
净负债率 (%)	(68.7)	(76.0)	(77.6)	(79.5)	(84.9)

(转下页...)



财务报表预测 (续)

(31/12 年结; 百万港元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
现金流量表					
税前盈利	196	332	469	601	744
折旧	66	106	106	106	106
营运资金变动	419	703	149	204	227
其他	(204)	(231)	(169)	(236)	(226)
经营活动现金流量	478	909	555	674	850
资本开支	(100)	(171)	(179)	(188)	(198)
其他	24	(120)	80	20	20
投资活动现金流量	(76)	(291)	(100)	(169)	(178)
贷款变动	0	0	0	0	0
其他	(14)	4	4	4	4
融资活动现金流量	(14)	4	4	4	4
净资金流入/(出)	388	621	459	510	676
自由现金流	377	738	376	486	653
财务及估值比率					
P/E (x)	27.5	17.8	12.8	10.1	8.3
P/B (x)	1.5	1.4	1.2	1.1	1.0
Dividend yield (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
EV/EBITDA (x)	20.6	8.0	4.0	2.5	1.2
EV/EBIT (x)	429.8	18.0	6.6	3.7	1.7
Gross margin (%)	34.7	30.8	32.8	34.5	35.8
EBITDA margin (%)	9.8	15.5	18.0	19.1	19.9
Pre-tax profit margin (%)	14.3	17.3	18.0	19.6	20.8
Net margin (%)	13.3	14.8	15.1	16.3	17.1
SG&A/sales (%)	37.6	26.3	23.7	23.4	23.2
Effective tax rate (%)	1.8	5.9	5.9	5.9	5.9
ROE (%)	5.6	8.3	10.3	11.5	12.8
ROA (%)	4.2	5.6	6.7	7.5	8.1
Current ratio (x)	2.2	1.7	1.9	1.9	1.9
Stock turnover days (s)	21.6	20.6	20.6	20.6	20.6
A/R turnover days (s)	62.5	46.3	46.3	46.3	46.3
A/P turnover days (s)	273.6	289.6	273.1	289.0	302.2
Interest coverage (x)	NA	NA	NA	NA	NA
Net debt/ (cash) to equity (%)	(68.7)	(76.0)	(77.6)	(79.5)	(84.9)
Total asset to equity ratio (x)	1.4	1.5	1.5	1.5	1.5
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