

百富環球科技有限公司(327.HK)

投資想法

2016年11月14日

百富環球科技有限公司 - 強勁的市場地位和具有吸引力的估值

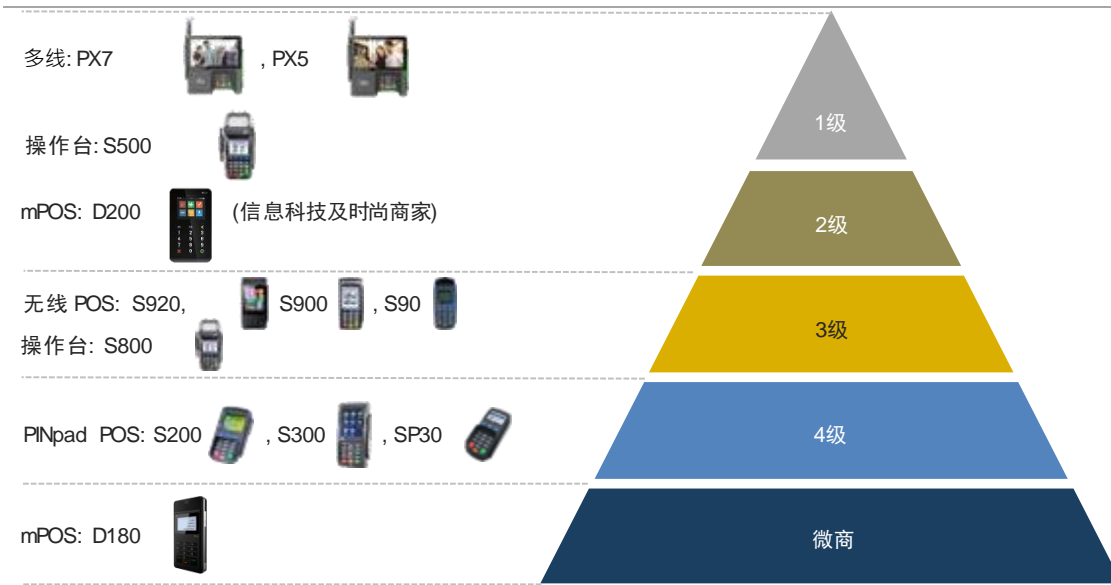
由 AM Capital 判定百富環球科技有限公司 (327.HK) 的表現將優於大市，12 個月的目標價格為 7.14 港元。全球經濟正越來越多地轉向非現金經濟。消費者的便利和政府的規劃正在推動移動及電子支付方式的增加。電子支付的增加導致對銷售點 (POS) 系統需求的巨大增長。百富環球科技有限公司(PAX) 是全球三大支付終端解決方案供應商之一。它在中国市場也佔據了領先的地位。鑒於其類似產品的較低價格，百富環球已經從競爭對手尤其是 Verifone 上獲取了市場份額。並且它還在巴西和阿根廷等新興市場中擁有強大的業務，也正在迅速擴大其在美国的業務。

PAX 目前相較與國內和國際同業在交易上都有相當大的優惠。目前交易的 EV/收益為 1.0X (同業 2.1X)，EV/EBITDA (同業 10.0X) 和 P/E 為 8.2X (同業 13.9X)。公司的股價在過去一年中已經修正了 50% 以上，其中一部分的原因是極具爭議性的分析師會面。然而，鑒於其強勁的業務基礎，公司的表現看起來有望優於大市，是一個極具吸引力的可投資對象。

業務概述

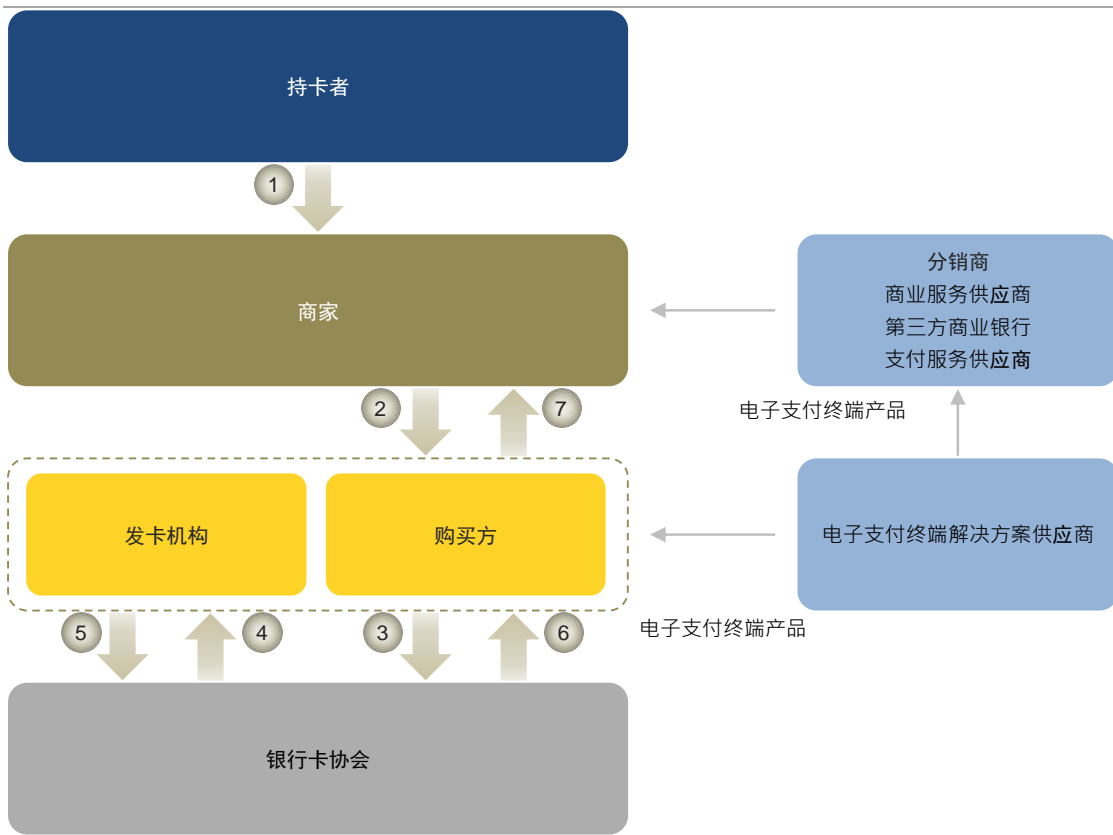
百富環球是安全電子支付終端硬件和交易軟件服務的国际性供應商。其核心業務包括銷售點 (POS) 系統、軟件開發和支持服務。百富環球在全球 100 多個國家/地區銷售了 1000 多萬台的产品。

公司成立於 2000 年，並於 2010 年在香港交易所上市。



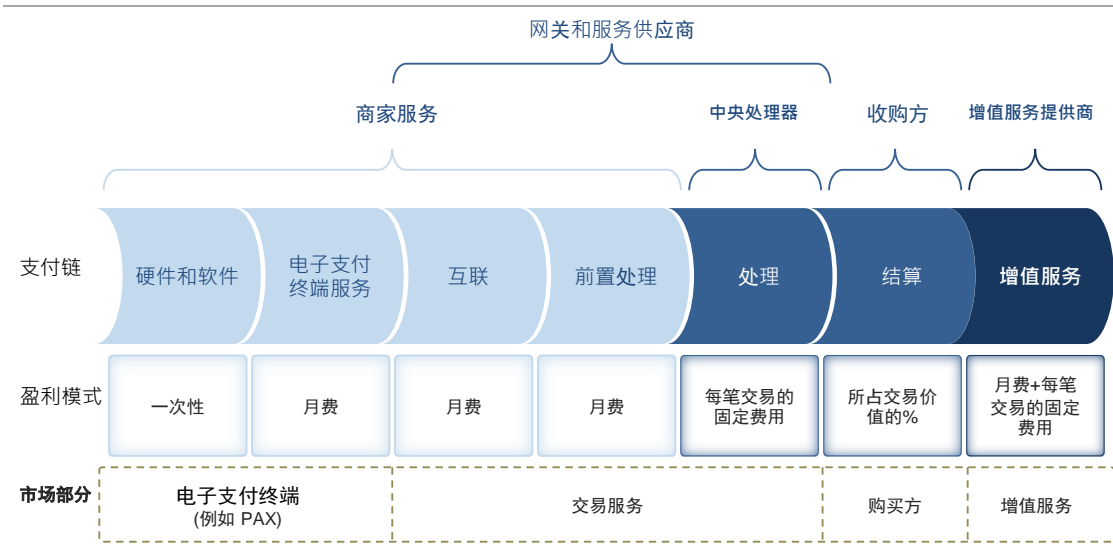
来源: chinadaily.com

电子支付的银行卡交易流程



来源: Lotahgroup.com

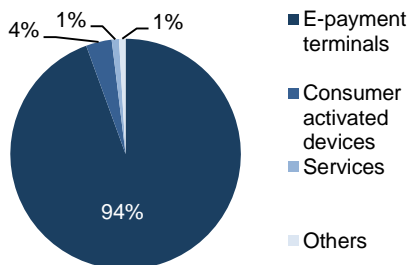
产业链



来源: 公司报告

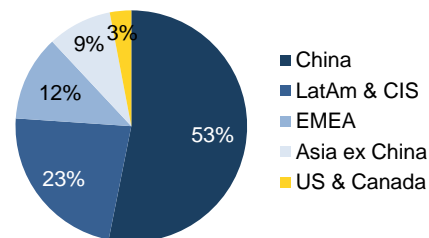
销售分析

业务分类 – 2015 财年



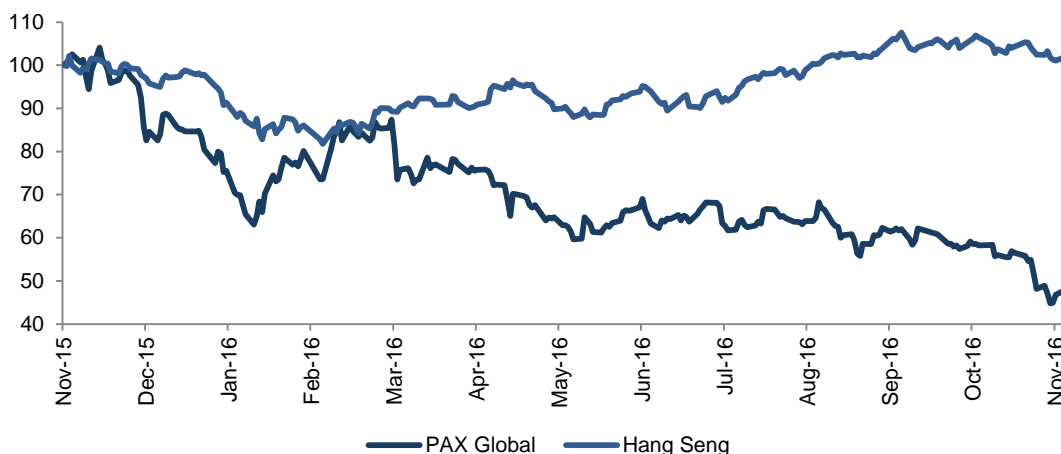
来源: 公司填写

地理区域分类 – 2015 财年



来源: 公司填写

最近股价表现 (重组)



来源: 彭博

价格表现、目标价和上涨/下跌

表现	1M	6M	12M
百富環球	(19.0%)	(25.1%)	(52.9%)
恒生	(4.2%)	10.7%	2.0%
2016 年 11 月 10 日的价格	HKD 4.68		
价格目标 – 12 个月	HKD 7.14		
上行/下行	52.6%		
52 周范围	HKD4.36 – 10.36		

来源: 彭博

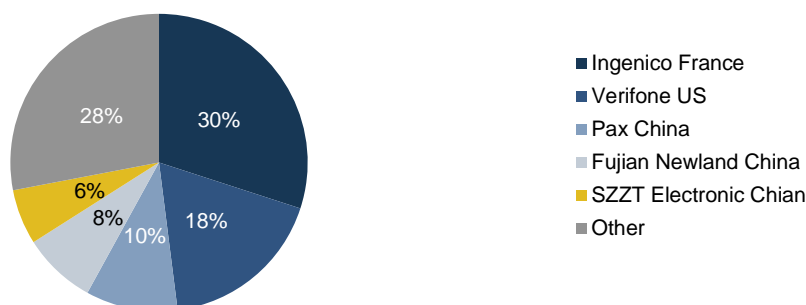
投资理由 -

领先的 ETF-POS 终端解决方案供应商并有不断扩大的市场份额

在全球，有一个协调一致的从现金到电子支付的转变。这导致销售点（POS）终端的强势增长。移动支付在发展中国家也越来越受欢迎。随着消费需求的增长，金融机构和第三方支付服务供应商都在积极建设电子支付终端网络。有利的政府及中央银行政策都已进一步鼓励了电子交易网络的快速扩张。

以其健康的产品线为后盾，在海外市场的积极扩张和强大的研发能力；PAX 定位准确要开拓利润丰厚的市场机会。百富環球是全球第三大的电子支付 POS 终端产品供应商。截至 2014 年，它在中国拥有最大的市场份额（超过 25%），并已占据接近全球市场的 10%。多年来，公司一直在不断地扩大其市场份额。我们相信 PAX 将继续获得竞争对手的市场份额，并通过未来 2 到 3 年的时间可能会取代 Verifone 成为全球的第二大玩家。公司还受益于 EMV / NFC 的循环升级和新兴市场中加快增长的 mPOS 需求，特别是在巴西和阿根廷。公司通过其合理选择的分销合作伙伴（如美国的 Heartland、巴西的 Cielo / UOL 和阿根廷的 LAPOS）成功地打开了海外市场。

世界 POS 市场份额（2014）



来源：公司数据，Nilson 报告

另一个具有巨大潜力的市场是美国。目前该公司在美国的市场份额较低。然而，管理层已制定了雄心勃勃的目标，旨在今年做到双倍的销售额，根据我们的分析这是可以实现的，原因是：

- 类似 VeriFone 和 Ingenico 所提供的产品，PAX 的优惠额度在 10-15%
- 公司有专门设计的产品（例如多硅终端），以满足美国的需求

2014 POS 终端出货量

2014	2013	制造商/总部	单位台数	变化
1	1	Ingenico (法国)	9,120,000	36%
2	2	Verifone (惠尔丰美国)	5,504,510	17%
3	3	百富环球 (中国)	3,024,576	47%
4	5	福建新大陆 (中国)	2,325,800	141%
5	4	证通电子 (中国)	1,721,350	2%
6	8	深圳新国都 (中国)	1,074,518	38%
7	10	华智融科技 (中国)	979,889	113%
8	7	Bitel (韩国)	877,828	4%
9	6	Cybernet (韩国)	814,900	(6%)
10	9	虹堡科技 (台湾)	743,800	8%

来源：福建新大陆，Nilson 报告

与管理层面对面的交流

我们最近与管理层会面并讨论了他们未来的计划，也澄清了近日空气中所弥漫着极具争议的导致公司负面形象的话题。以下提供了简要的讨论内容：

表现：

整体而言，与 2016 年中期相比是有所下降的，但是 PAX 在海外市场很强劲。在 2016 年 7 月拉丁美洲地区业绩下滑了，但是在 2016 年的第三季度的销售额比公司在上半年实现的销售额要翻了一番。

在每个海外市场，百富環球都非常强劲，预计欧洲、中东和非洲地区的销售额将增长 25-30%、亚太地区销售额增长 10-15%、拉丁美洲和美国增长 10-15%，销售额将是去年的两倍。在中国，由于人民币贬值和新的支付政策像是将借记卡和信用卡的汇率分开，销售额将保持平稳。全年，毛利率将为 38-40%。

新任 CFO 的背景介绍：

新任 CFO 在四大会计事务所都有工作经验，并在审计咨询、IPO 和其它交易方式方面有超过 10 年的经验。在现阶段，他的首要任务是日常业务运营和并购交易。

无机的扩张：

PAX 有一个专业的并购团队，它正在寻找潜在的收购项目；然而，并不能保证公司今年是否会完成任何交易及项目。

未来增长的驱动因素：

中国有很多竞争对手，因而导致了价格的竞争。管理层对海外市场未来的增长持乐观态度，并相信可维持 10-15% 的增长因为公司已在 mPOS 市场占据领先地位。

由于转向低端产品继而对利润率造成的影响：

公司强调对海外市场有非常积极的看法，这可以抵消低毛利润率的影响（中国和海外毛利润率之间存在巨大差异）。此外，在海外市场，PAX 仍然是人民币成本，所以成本控制在其贬值中发挥有益的作用。

客户群多样化：

公司计划多元化其收入来源并增加客户，这将提供定期收入。

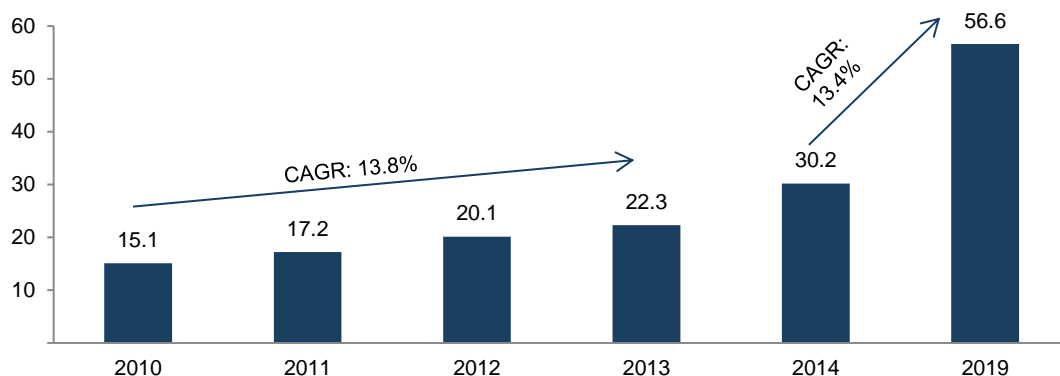
电子支付终端市场的未来增长将由新兴国家引领，其中 PAX 拥有强大和不断增长的市场

全球电子支付终端市场从 2010 年起的年复合增长率是 13.8% 到 2014 年的销售单位达到 3020 万。预计到 2019 年，市场将继续保持增长，年复合增长率为 13.4%，并达到 5660 万台的销售业绩。在新兴市场，以巴西和阿根廷为首的拉丁美洲将继续保持强劲增长。

根据 2015 年 7 月发布的“尼尔森报告”，2014 年亚太地区（包括中国大陆），中东和非洲以及拉丁美洲占全球出货量的 75%。然而，这些市场中电子支付终端的普及率仍然远远低于发达市场，这为日后的增长留下了更大的空间。

这些市场的客户对价格很敏感，PAX 的产品定价对于客户而言比其主要竞争对手 Ingenico 和 Verifone 更具吸引力（价格便宜 15-20%）。消费者对定价的敏感度可以通过 Ingenico 在 2013 年因为 BRL 对欧元走弱 13% 而提高其产品在巴西的价格却使其市场份额下降的事实就能说明了。鉴于巴西客户的价格敏感性，PAX 以其提供的产品的成本较低将是它主要的获益方式。

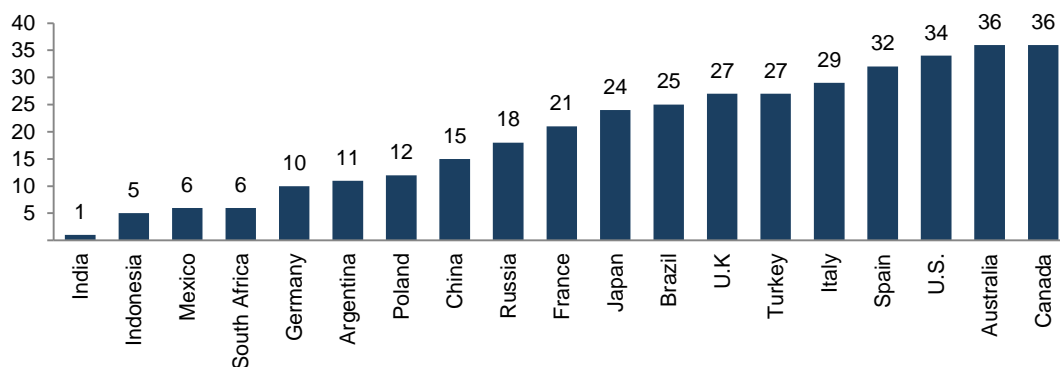
全球电子支付终端出货量（百万）



来源: Nilson 报告

除了 EFT-POS 终端，mPOS 业务在未来的巴西市场有望呈现强劲的势头。巴西拥有世界第四大移动市场。PAX 于 2013 年进入巴西，并与排名第一的购买方（> 54% 的市场份额）的 Cielo Mobile 合作。Pax 利用了 Cielo 的分销网络，并在巴西市场获得了稳定的市场立足。同样，PAX 通过与 LAPOS（主要的当地支付公司，市场份额超过 80%）的合作，来部署电子支付终端产品以此渗透进了阿根廷的市场。

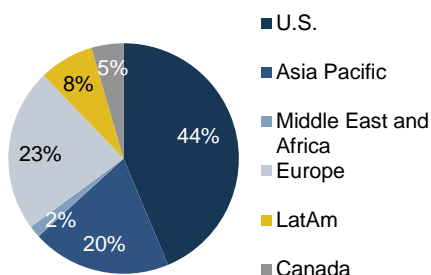
每 1000 名居民所拥有的 POS 终端



来源: Ingenico 2016 年 3 月的简报

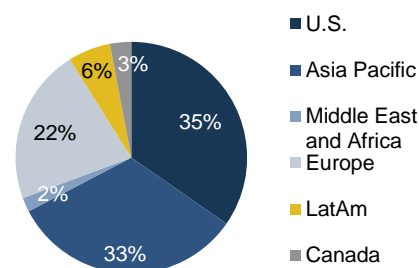
根据 2015 年 7 月发布的“尼尔森报告”，PAX 在中东、非洲、亚太和拉丁美洲的电子支付终端出货量分别在 2014 年达到了 15%、13% 和 9%，预计将在随后的几年里仍会保持上升。

2013 年各地区的购买交易量



来源: Nilson 报告

预计 2023 年各地区的购买交易量



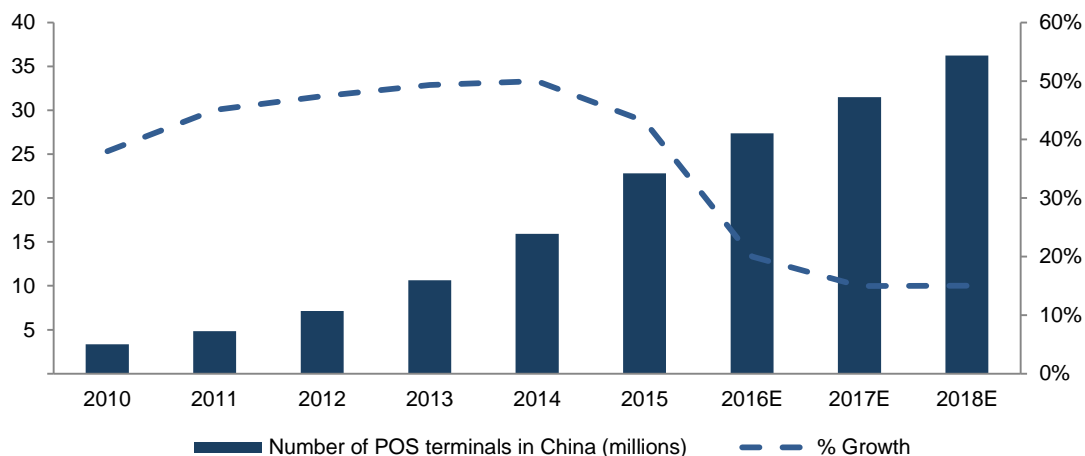
来源: Nilson 报告

海外市场在 2016 年有了一个令人印象深刻的发展，前 9 个月同比增长了 15.7%。管理层预计 2016 年第四季度的销售将加速增长，主要是受到拉丁美洲销量回升的带动大概有 40 万台移动销售点 (mPOS) 的市场需求，相较于前 9 个月的同比下降 3.5%，可同比增长 10-15%。之前，拉丁美洲在前 9 个月的表现拉低了海外销售额的增长率。PAX 也希望欧洲市场在 2016 年第四季度得到提升，目标同比增长 25-30%。北美的销售预计在 2017 年会翻一番，然而，亚太区域的销售可能在 2016 年第四季度相较疲软。

中国仍然是一个有吸引力的市场; 然而，增长将由支付服务业务引领

中国在过去几年中取得了显著的销售点 (POS) 终端增长，这得益于电子支付服务的日益普及以及芯片升级的需求，以满足银行卡的认证要求。

中国 POS 终端数量 (百万) - 2016 年 4 月

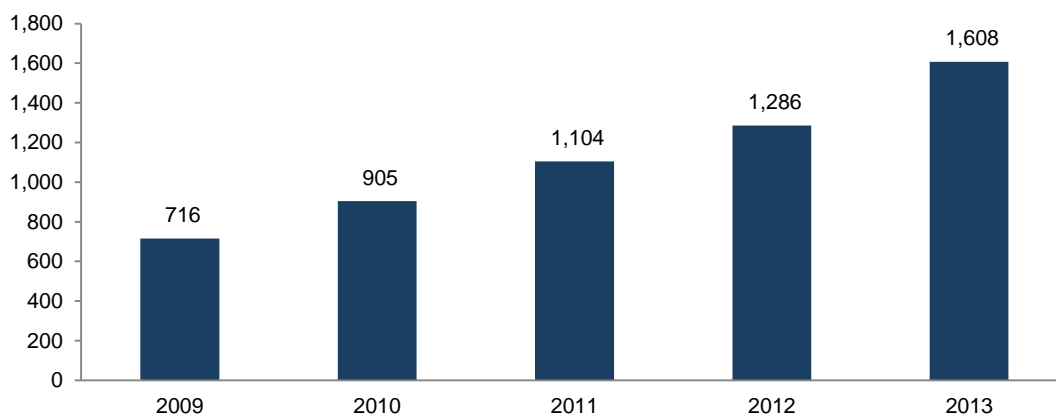


来源: Wind 资讯, 麦格理研究

随着中国走向非现金支出，以及随着银联继续扩大其网络覆盖范围，中国的销售点 (POS) 终端增长将保持强劲。还有安装基建的升级空间，特别是网上在线支付。

中国也有大量的中小型商户，这可能推动人均 POS 终端比例变得更高，因为用卡支付可以为消费者提供不带现金的便利。

中国非现金支付（万亿元）



来源: PBOC, CIS

由于监管的不确定性，在中国的硬件销售可能给 PAX 带来挑战，例如新的收费结构将有购买方向商家收费，这也影响了 PAX 的一些第三方支付供应商（PAX 的客户）。公司在中国也面临着激烈的同业竞争。然而，我们认为管理层设立的 2016 年在中国稳定的销售目标仍将实现，是因为服务业务销售额的增长应能弥补硬件销售的短缺。

服务相关的收入开始初露锋芒，并将推动未来增长

根据 Verifone 的信息，支付服务有据可循的总市场是达 100 亿美元，而传统终端解决方案为 40 亿美元。为了开拓市场潜力，POS 设备制造商正在开发额外的功能，为客户增加产品价值。其中一个驱动因素是将付款作为一种服务，它捆绑了硬件和服务，并将它们连接到同一个单一平台。

PAX 正在开发新的 POS 终端，其可以结合一个应用平台允许第三方应用程序的跨设备使用。它还正在开发解决方案可以允许商家向其客户提供特制的产品和奖励。这个板块虽然规模小，但将是一个额外的收入来源，是公司中长期业绩的主要驱动因素。

公司瞄准高增长和定期性收益业务的无机增长

去年 PAX 收购了 3 家公司。其中，南昌卡说是一项重要的投资。它可能开始为公司作出重大的贡献。估计在 2016 年的第四季度，它占中国销售量的 17-18%（价值 2 亿港元或 2017 财年销售额的 5-6%）。卡说的销售是自然需要的经常性定期消费因为它是专门提供各类服务业务（提供数据分析、至尊项目及会员管理、支持银行卡推广活动等等），这些都让它的销售更稳定并有定期性收益。这次的收购可以为公司提供除了硬件销售以外另一个稳定的收益渠道。在我们和公司管理层的会议中，我们被告知公司已经有了一个专注的 M&A 团队，并正在寻找潜在的收购对象，但是并不能保证公司今年能完成任何交易和项目。

同业估值指标对比表格:

公司名称	EV/收益			EV/EBITDA			P/E		
	CY+1	CY+2	LTM	CY+1	CY+2	LTM	CY+1	CY+2	
百富環球科技	1.0x	1.0x	0.9x	4.4x	4.4x	3.8x	8.2x	8.3x	7.3x
深圳新国都	6.0x	5.3x	4.1x	NA	NA	NA	NA	NA	41.8x
福建新大陆	5.4x	4.4x	3.4x	NA	NA	NA	45.7x	39.8x	30.9x
Ingenico 集团	2.1x	2.1x	1.9x	10.0x	10.3x	9.3x	19.7x	17.9x	15.9x
Verifone 系统	1.3x	1.3x	1.4x	10.8x	8.1x	8.8x	16.0x	9.8x	10.1x
中	2.1x	2.1x	1.9x	10.0x	8.1x	8.8x	17.9x	13.9x	15.9x
高	6.0x	5.3x	4.1x	10.8x	10.3x	9.3x	45.7x	39.8x	41.8x
低	1.0x	1.0x	0.9x	4.4x	4.4x	3.8x	8.2x	8.3x	7.3x

来源: 2016 年 11 月 11 日彭博数据

风险及注意事项

- 在中国失去的市场份额可能严重影响销售合同
- 比预期更严重的巴西市场需求的下降, 可能导致 2017 年度拉丁美洲市场收益下滑。
- 海外市场价格竞争的增强可能影响到公司的底线因为公司在海外销售的利润相对较高。
- 从中端向低端市场转移可能会影响利润。

財務表現

損益表 (數據百萬港元)

	FY10A	FY11A	FY12A	FY13A	FY14A	FY15A	FY16E	FY17E
營業收益	723.6	1,103.2	1,313.3	1,472.5	2,373.3	2,870.8	3,217.2	3,630.5
产品销售成本	431.7	711.5	849.1	931.4	1,508.4	1,778.3	1,943.0	2,181.0
毛利潤	291.9	391.7	464.2	541.1	864.9	1,092.5	1,274.2	1,449.5
EBITDA	177.3	209.0	216.2	256.1	447.0	650.8	715.4	830.1
D&A	2.6	3.1	3.4	3.7	4.0	5.0	(0.7)	3.2
EBIT	174.7	205.9	212.8	252.3	443.0	645.8	716.1	826.9
非經營支出/收入	2.2	(1.6)	(10.5)	(13.9)	(20.2)	(12.2)	NA	NA
PBT	172.5	207.5	223.3	266.2	463.2	658.0	NA	NA
稅收	27.1	25.7	40.3	39.7	71.4	37.7	NA	NA
PAT	145.4	181.8	183.0	226.5	391.8	620.3	NA	NA

資產負債表 (數據百萬港元)

	FY10A	FY11A	FY12A	FY13A	FY14A	FY15A
資產						
現金和投資	1,067	1,152	1,368	1,698	1,919	2,144
應收賬款	230	457	507	595	842	1,261
庫存	149	306	244	465	475	562
其他流動資產	49	80	64	66	86	53
流動資產合計	1,494	1,995	2,183	2,824	3,323	4,021
淨 PP&E	11	11	10	8	12	12
長期投資	-	-	-	-	-	-
其他長期資產	-	-	-	-	-	48
總資產	1,505	2,006	2,194	2,833	3,334	4,080
負債						
應付帳款	143	250	225	446	424	711
長期流動負債	-	-	-	-	-	-
其他流動負債	75	155	158	300	362	277
流動負債合計	218	405	383	746	786	988
長期負債	-	-	-	-	-	-
其他非流動負債	-	-	-	-	-	2
總負債	218	405	383	746	786	990
總股本	1,287	1,601	1,811	2,087	2,548	3,091
負債合計及股權	1,505	2,006	2,194	2,833	3,334	4,080

現金流 (數據百萬港元)

	FY10A	FY11A	FY12A	FY13A	FY14A	FY15A
運營現金	119	(15)	214	306	178	338
投資現金	(4)	(2)	(11)	9	(7)	(29)
融資現金	709	103	3	25	50	(84)
淨變現金	824	86	206	340	220	226

關鍵比率

	FY10A	FY11A	FY12A	FY13A	FY14A	FY15A	FY16E	FY17E
資產收益率 (%)	14.0%	10.4%	8.7%	9.0%	12.7%	16.7%	14.3%	14.1%
資本回報率 (%)	17.0%	12.6%	10.7%	11.6%	16.9%	22.0%	NA	NA
股本回報率 (%)	17.0%	12.6%	10.7%	11.6%	16.9%	22.1%	18.6%	18.0%
毛利率 (%)	40.3%	35.5%	35.3%	36.7%	36.4%	38.1%	NA	NA
EBITDA 利潤率 (%)	24.5%	18.9%	16.5%	17.4%	18.8%	22.7%	NA	NA
息稅前利潤率 (%)	24.1%	18.7%	16.2%	17.1%	18.7%	22.5%	22.1%	22.6%
淨利潤率 (%)	20.1%	16.5%	13.9%	15.4%	16.5%	21.6%	19.6%	19.9%
總負債/股權 (%)	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	NA	NA
淨債務/ EBITDA (x)	(6.0x)	(5.5x)	(6.3x)	(6.6x)	(4.3x)	(3.3x)	(3.3x)	(3.4x)

資料來源: 彭博

利益披露:

AM Capital Limited 有可能会从本份研究报告中涉及的上市公司获取报酬或是得到其他利益。AM Capital Limited 对本份研究报告涉及的上市公司投资金额（包括股票）少于这些公司的市值的1% (不包括1%)；AM Capital Limited 与这些上市公司亦不存在投资银行业务或是做市商业关系；AM Capital Limited 的雇员无一是一些上市公司的管理人员，撰写本份报告的分析员与这些上市公司没有利益关联。

免责声明:

AM Capital 委托 Aranca 撰写本份报告, 本报告由 AM Capital 发布。Aranca 为环球客户提供定制化的研究分析服务。

本份报告包含的内容是保密的, 仅供它旨在的接收方使用。报告的内容, 不管是部分还是全部, 可能不能以任何用途或目的, 由其他方复制、转发和发布。

本份报告根据公开信息撰写, 这些公开信息俱理被认为是可信赖的。Aranca 可能没有对这些信息进行第三方的证实。Aranca 和它的顾问、董事以及雇员不能保证撰写本份报告所使用到信息的准确、合理和完整。Aranca 和它的顾问、董事以及雇员不对以任何形式使用本份报告导致的损失负有责任。

此外, 本份报告不是买入或是卖出证券、商品和货币的邀约, 本报告不是依据个案而定的投资建议, 撰写本报告没有考量到接收方的财务状况和目的的因素。合理的投资建议应当考虑投资者的具体状况和投资目的, 本份报告涉及的公司或其他投资标地的可能并不适合所有的投资者。不能完全依赖本报告或是替代个别判断。

本份报告可能对其提及的证券、商品和货币的预期表现进行预测、估计和陈述。这些预测、估计和陈述基于我们认为可信赖的信息, 这些信息可能反映了对经济状况的各种预期, 而这些预期可能未被证实或正确。我们不担保预期的正确性。我们于本报告表达的观点可能会改变。

© 2016, AM Capital Limited. All rights reserved.



CONTACT US

1605, West Tower, Shun Tak Center, 168-200 Connaught Road, Central, Hong Kong
Direct: +852 2116 3536 | Fax: +852 2151 1778
E-mail: info@amcapital.hk

