

汇付天下 (1806 HK)

聚焦小微，经营稳健的独立第三方支付公司

- ❖ **聚焦小微企业、审慎经营的独立第三方支付公司。**汇付天下是一家独立第三方支付公司（区别于金融机构或大型电商平台等企业集团旗下的第三方支付公司），同时也是港股市场第一家上市的第三方支付公司。根据 Frost & Sullivan 的报告，2017 年，汇付在中国第三方支付市场及中国独立第三方支付市场中分别列行业第 7 位及第 3 位，市占率约为 2.0% 及 7.7%。汇付主要提供支付服务及金融科技服务，2018 年上半年，公司的收入及经调整净利润分别按年增长 123% 及 76%，主要受惠于公司客群的不断扩大及行业的快速发展。
- ❖ **投资亮点：**1) 业务模式独特，聚焦小微企业，并透过广阔的独立销售机构（ISO）拓展客群，2018 年上半年小微客户数量达到 7,400 万户；2) 移动支付业务及跨境支付业务迅速增长，受惠于移动支付方式渗透率的不断提升，以及蓬勃发展的跨境电商，此外，公司与全球领先支付服务商（如 FDC）的潜在合作将有助于进一步助推业务增速；3) 有效的风险管理系统，降低欺诈等风险，公司 2017 年风险损失率约为 0.3 个基点，仅为行业平均水平的五分之一；4) 较强的科技应用能力，能够将金融科技及客户数据进行商业化；5) 管理层行业经验丰富，公司营运策略稳健审慎，合规性较高，同时享有地方政府的大力支持。
- ❖ **潜在催化剂：**1) 中国政府不断推出政策，鼓励居民消费及支持小微企业发展，有利于支付行业需求的扩张及公司主要客群的增长前景；2) 消费者支付习惯向移动化转变，同时也是公司主要支付业务的拓展方向；3) 科技赋能将有助于公司为客户提供更多高附加值服务，提升竞争壁垒及利润率；以及 4) 与 FDC 的潜在合作有望进一步拓宽公司客户群体，优化公司客户结构。**主要风险因素：**1) 行业政策逐步趋严，例如近期央行要求提高客户备付金集中存管比例，将对公司盈利能力短期内带来一定负面影响；2) P2P 行业相关风险，预期对公司财务表现影响较小，但可能对市场投资情绪造成不利影响；以及 3) 市场竞争加剧，将可能造成公司市场份额下降、引发潜在行业整合，或可能对公司推行自身发展策略产生阻碍。
- ❖ **估值较为吸引。**汇付自上市以来，股价累计下跌 40%，跑输恒生指数 32 个百分点。我们认为公司股价的大幅下跌主要是由于市场忧虑其 P2P 相关业务将受到 P2P 行业大规模危机的影响，以及提高客户备付金集中存管比例对其盈利能力造成的影响。汇付目前的估值相当于 22.2 倍 2018 年预测市盈率，2018 年至 2020 年市场一致预期的每股盈利年复合增长率为 42.1%。与国际同业相比，公司目前估值较为吸引，国际同业 2018 年平均预测市盈率为 54.2 倍，而同期的每股盈利平均年复合增长率为 25.4%。同时，汇付的 PEG 比率仅为 0.5 倍，而国际上市同业的平均水平为 1.9 倍。

财务资料

(截至 12 月 31 日)	FY15A	FY16A	FY17A
营业收入(百万元人民币)	556	1,095	1,726
调整后净利润(百万元人民币)	(6)	120	167
调整后每股收益(元人民币)	N/A	N/A	N/A
调整后每股收益变动(%)	N/A	N/A	N/A
市盈率(x)	N/A	40.4	29.1
市帐率(x)	11.9	9.0	6.9
股息率(%)	N/A	N/A	N/A
权益收益率(%)	N/A	25.5	26.9
净财务杠杆(x)	0.4	1.7	0.9

资料来源：公司及招银国际研究部

未评级

当前股价 HK\$4.50

隋晓萌

电话：(852) 3761 8775

邮件：suixiaomeng@cmbi.com.hk

丁文捷，博士

电话：(852) 3900 0856

邮件：dingwenjie@cmbi.com.hk

孙明，CFA

电话：(852) 3900 0836

邮件：terrysun@cmbi.com.hk

中国金融科技行业

市值(百万港元)	5,632
3 月平均流通量(百万港元)	14.73
52 周内股价高/低(港元)	7.36/3.17
总股本(百万)	1,251

资料来源：彭博

股东结构

Trixen	24.60%
Bain Capital	18.41%
China PnR Management	11.36%

资料来源：公司

股价表现

	绝对回报	相对回报
1-月	23.6%	22.4%
3-月	-35.6%	-33.3%

资料来源：彭博

股价表现



资料来源：彭博

核数师：安永

公司网站：www.huifu.com

免责声明及披露

分析员声明

负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，就本报告所提及的证券及其发行人做出以下声明：(1) 发表于本报告的观点准确地反映有关他们个人对所提及的证券及其发行人的观点；(2) 他们的薪酬在过往、现在和将来与发表在报告上的观点并无直接或间接关系。

此外，分析员确认，无论是他们本人还是他们的关联人士（按香港证券及期货事务监察委员会操作守则的相关定义）(1) 并没有在发表研究报告 30 日前处置或买卖该等证券；(2) 不会在发表报告 3 个工作日内处置或买卖本报告中提及的该等证券；(3) 没有在有在香港上市公司内任职高级人员；(4) 并没有持有有关证券的任何权益。

招银证券投资评级

买入	: 股价于未来 12 个月的潜在涨幅超过 15%
持有	: 股价于未来 12 个月的潜在变幅在-10%至+15%之间
卖出	: 股价于未来 12 个月的潜在跌幅超过 10%
未评级	: 招银国际并未给予投资评级

招银国际证券有限公司

地址: 香港中环花园道 3 号冠君大厦 45 及 46 楼

电话: (852) 3900 0888

传真: (852) 3900 0800

招银国际证券有限公司(“招银证券”)为招银国际金融有限公司之全资附属公司(招银国际金融有限公司为招商银行之全资附属公司)

重要披露

本报告内所提及的任何投资都可能涉及相当大的风险。报告所载数据可能不适合所有投资者。招银证券不提供任何针对个人的投资建议。本报告没有把任何人的投资目标、财务状况和特殊需求考虑进去。而过去的表现亦不代表未来的表现，实际情况可能和报告中所载的大不相同。本报告中所提及的投资价值或回报存在不确定性及难以保证，并可能会受目标资产表现以及其他市场因素影响。招银证券建议投资者应该独立评估投资和策略，并鼓励投资者咨询专业财务顾问以便作出投资决定。

本报告包含的任何信息由招银证券编写，仅为本公司及其关联机构的特定客户和其他专业人士提供的参考数据。报告中的信息或所表达的意见皆不可作为或被视为证券出售要约或证券买卖的邀请，亦不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司及其雇员不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。我们不对因依赖本报告所载资料采取任何行动而引致之任何直接或间接的错误、疏忽、违约、不谨慎或各类损失或损害承担任何的法律风险。任何使用本报告信息所作的投资决定完全由投资者自己承担风险。

本报告基于我们认为可靠且已经公开的信息，我们力求但不担保这些信息的准确性、有效性和完整性。本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整，且不承诺作出任何相关变更的通知。本公司可发布其它与本报告所载资料及/或结论不一致的报告。这些报告均反映报告编写时不同的假设、观点及分析方法。客户应该小心注意本报告中所提及的前瞻性预测和实际情况可能有显著区别，唯我们已合理、谨慎地确保预测所用的假设基础是公平、合理。招银证券可能采取与报告中建议及/或观点不一致的立场或投资决定。

本公司或其附属关联机构可能持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并不时自行及/或代表其客户进行交易或持有该等证券的权益，还可能与这些公司具有其他相关业务联系。因此，投资者应注意本报告可能存在的客观性及利益冲突的情况，本公司将不会承担任何责任。本报告版权仅为本公司所有，任何机构或个人于未经本公司书面授权的情况下，不得以任何形式翻版、复制、转售、转发及或向特定读者以外的人士传阅，否则有可能触犯相关证券法规。

如需索取更多有关证券的信息，请与我们联系。

对于接收此份报告的英国投资者

本报告仅提供给符合(I)2000 年英国不时修订之金融服务及市场法令 2005 年(金融推广)令(“金融服务令”)第 19(5) 条之人士及(II) 属金融服务令第 49(2)(a) 至(d) 条(高净值公司或非公司社团等)之机构人士，未经招银证券书面授权不得提供给其他任何人。

对于接收此份报告的美国投资者

本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法规 15a-6 定义的“主要机构投资者”，不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人士。

注释：招银国际证券（或相关实体）在过去 12 个月之内为汇付天下（1806 HK）提供过上市服务，烦请知悉。