

## 百富環球 (327 HK)

### 業績預期重回正軌，邁向下一個發展階段

- ❖ **FY17 業績疲弱合乎預計，海外業務保持快速增長。**公司 FY17 年收入同比增長 22%，較預期高 13%，而由于公司之前已發布了盈警，因此淨利潤同比下降 32% 合乎市場預。公司 17 年業績疲弱的主要原因是 1) FY17 年下半年的毛利率下降至 39.7%，對比上半年的 41.7%，2) 研發費用大幅加大以開發安卓產品，同比增加 56%，以及 3) 一次性上海卡說的資產減值共 1.76 億港幣。按地區來看，儘管國內銷售因競爭激烈而持續疲弱，但是海外業務保持快速增長，EMEA/LACIS/APAC/USCA 地區分別同比增長 10%/115%/10%/44%。經過公司過去 10 年以上的持續投入，管理層相信公司海外市場份額將保持快速上升。
- ❖ **FY18 指引：收入同比增長 15-25%，毛利率將趨于穩定。**管理層預計 FY18 年的收入增長較快，整體增速為 15-25% 之間，對比 FY17 年增速為 23%，而毛利率將于 34-37% 之間，低于 FY17 年的 40%，主要由于國內競爭激烈而所導致。但是管理層認為毛利率將在 2018 年後見底回升，因為海外收入占比將加速提升 (FY17 年為 75%，而 FY16 年為 57%)，以導致收入結構持續改善。
- ❖ **投資成立新部門以更好發展中國業務。**管理層表示最近已經成立了新的業務部門，主要集中加快針對中國市場產品的開發周期，以更好捕捉到中國快速變化的需求。未來一年公司將把 10-15% 的研發資源投資在這個新業務部門，用于開發高端的安卓智能 POS (17 年已發布了 7 個產品)，以及中低端但增長潛力巨大的 MPOS。
- ❖ **通過并購進一步完善銷售渠道和創新科技的布局。**為了進一步提升在支付行業的領先地位，公司在 FY17 年分別投資在不同方面的業務，包括 1) 擴大集團銷售渠道 (韓國的 Kwang Woo，在日本及印度的子公司)，2) 擴展多元化的解決方案及服務 (意大利的 CSC Italia，瑞典的 Onslip AB)，3) 投資於一間北京的創新科技基金 (共 51 百萬人民幣)。管理層相信并購是支付行業增長戰略的關鍵部分，公司將繼續尋求優質資產和獨特的并購機會。
- ❖ **現價估值為 7.9 倍 18 年預測市盈率，低于 4 年歷史平均水平的 1 個標準偏差。**基于一致預期的預測，目前現價只有 7.9 倍的 18 財年預測市盈率，低于 4 年歷史平均水平的 11.5 倍。鑒于公司在行業的領先地位，FY18E 的收入增長和利潤率恢復穩健，我們認為公司目前的估值并不高。

#### 財務資料

(截至 12 月 31 日)	FY13A	FY14A	FY15A	FY16A	FY17A
營業額 (百萬港幣)	1,472	2,373	2,871	2,915	3,591
淨利潤 (百萬港幣)	227	392	621	601	408
EPS (美元)	0.22	0.36	0.56	0.54	0.37
EPS 變動 (%)	23.9	66.5	54.3	-3.7	-32.0
市盈率 (x)	17.3	10.4	6.8	7.0	10.3
市帳率 (x)	1.9	1.6	1.4	1.2	1.1
股息率 (%)	0	0	1.1	2.1	1.2
權益收益率 (%)	11	15	20	17	11
淨財務杠杆率 (%)	淨現金	淨現金	淨現金	淨現金	淨現金

資料來源：公司及招銀國際研究預測

#### 未評級

當前股價 HK\$3.78

#### 黃群

電話：(852) 3900 0889

郵件：sophiehuang@cmbi.com.hk

#### TMT 行業

市值 (百萬港幣)	4,159
3 月平均流通量 (百萬港幣)	11.14
5 周內股價高/低 (港幣)	5.52/3.25
總股本 (百萬)	1,100.2

資料來源：彭博

#### 股東結構

Hi Sun Technology	33.09%
Kopernik Global Investment	7.06%
Franklin Resources	6.03%

資料來源：彭博

#### 股價表現

	絕對回報	相對回報
1-月	5.5%	12.7%
3-月	11.3%	4.3%
6-月	-12.5%	-20.0%

資料來源：彭博

#### 股價表現



資料來源：彭博

#### 審計師：普華永道

公司網站：www.paxglobal.com.hk

圖 1:財務概覽

Year end Dec 31 (HKD mn)	FY13A	FY14A	FY15A	FY16A	FY17A	YoY
E-payment terminals products	1,431	2,325	2,821	2,688	3,430	28%
Services:	21	26	29	157	161	3%
Payment solutions services	-	-	-	125	96	-24%
Maintenance and installation serv	-	-	29	32	66	105%
Others	20	22	20	69	-	
<b>Revenue</b>	<b>1,472</b>	<b>2,373</b>	<b>2,871</b>	<b>2,915</b>	<b>3,591</b>	<b>23%</b>
COGS	(931)	(1,508)	(1,778)	(1,653)	(2,133)	29%
<b>Gross profit</b>	<b>541</b>	<b>865</b>	<b>1,092</b>	<b>1,262</b>	<b>1,458</b>	<b>15%</b>
Selling expense	(131)	(219)	(236)	(297)	(426)	43%
Admin expense	(194)	(254)	(308)	(347)	(502)	45%
R&D expense	(94)	(114)	(158)	(184)	(287)	56%
Others	(100)	(140)	(150)	(163)	(214)	31%
<b>Operating profit</b>	<b>216</b>	<b>393</b>	<b>549</b>	<b>618</b>	<b>529</b>	<b>-14%</b>
Other income	50	70	109	72	75	
Interest income	15	23	20	15	21	
Value added tax refund	33	42	80	45	35	
Subsidy income	1	4	8	10	12	
Others	2	2	1	2	7	
Impairment of assets	0	-	-	-	(176)	
Share of result of an investment (eq	-	-	-	-	0	
Finance costs	-	-	-	(11)	(4)	
<b>Pre-tax profit</b>	<b>266</b>	<b>463</b>	<b>658</b>	<b>678</b>	<b>425</b>	<b>-37%</b>
Income tax expense	(40)	(71)	(38)	(75)	(88)	18%
Non-controlling interests	-	-	0	(3)	71	
<b>Net profit</b>	<b>227</b>	<b>392</b>	<b>621</b>	<b>601</b>	<b>408</b>	<b>-32%</b>

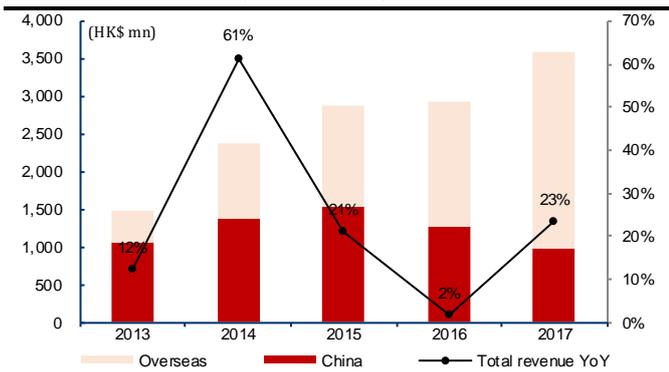
資料來源：公司，招銀國際研究

圖 2: 公司收入 (按地區)

HK\$m, Dec-YE	2015	2016	2017
China	1,530	1,258	989
Overseas	1,341	1,657	2,602
EMEA	456	554	609
LACIS	559	690	1,480
APAC	220	236	258
USCA	105	177	255
<b>Total</b>	<b>2,871</b>	<b>2,915</b>	<b>3,591</b>
<b>YoY Growth (%)</b>			
China		-18%	-21%
Overseas		24%	57%
EMEA		21%	10%
LACIS		23%	115%
APAC		7%	9%
USCA		68%	44%
<b>Total</b>		<b>2%</b>	<b>23%</b>

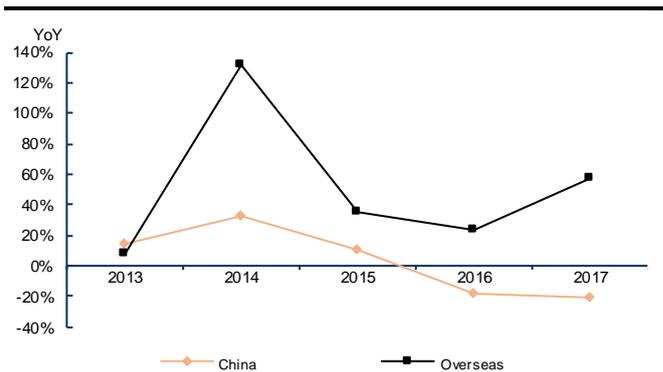
資料來源：公司，招銀國際研究

圖 3: 公司收入趨勢 (2013-2017)



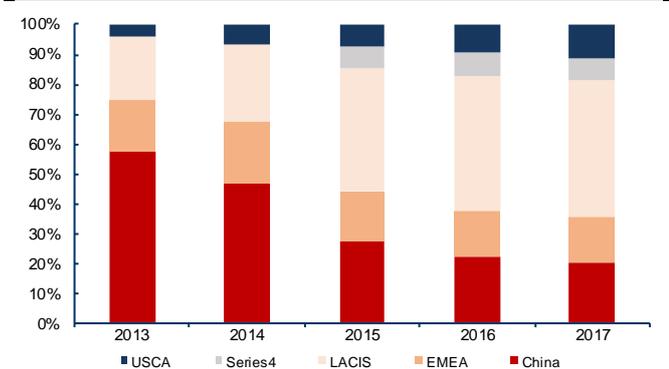
Source: Company, CMBIS

圖 4: 海外增長保持強勁



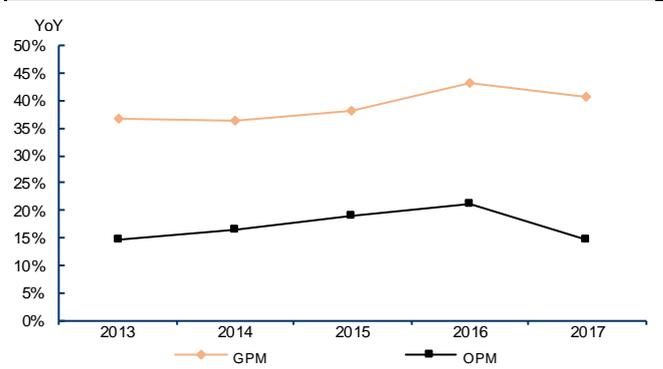
Source: Company, CMBIS

圖 5: 公司收入結構 (按地區)



Source: Company, CMBIS

圖 6: 2017 年毛利率壓力較大



Source: Company, CMBIS

圖 7: 同業比較

Company	Ticker	Rating	Market Cap (US\$ mn)	Current Price (LC\$)	TP (LC\$)	Upside	P/E (x)		P/B (x)		ROE (%)	
							FY17E	FY18E	FY17E	FY18E	FY17E	FY18E
PAX Global	327 HK	NR	537	3.78	n.a.	n.a.	10.3	7.9	1.1	1.0	9%	11%
<b>China</b>												
SZZT Electronics	002197 CH	NR	884	10.67	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Fujian Newland	000997 CH	NR	3,044	18.73	n.a.	n.a.	26.9	23.4	4.4	3.7	20%	18%
Nexgo	300130 CH	NR	1,022	23.97	n.a.	n.a.	46.1	28.2	3.6	3.1	8%	12%
<b>Simple Avg</b>							<b>36.5</b>	<b>25.8</b>	<b>4.0</b>	<b>3.4</b>	<b>0.1</b>	<b>0.1</b>
<b>Overseas</b>												
Ingenico	ING FP	NR	5,082	70.08	n.a.	n.a.	14.8	14.0	2.3	2.0	16%	15%
VeriFone	PAY US	NR	1,983	17.99	n.a.	n.a.	13.8	12.1	2.6	2.3	18%	20%
<b>Simple Avg</b>							<b>14.3</b>	<b>13.1</b>	<b>2.4</b>	<b>2.2</b>	<b>17%</b>	<b>18%</b>

Source: Bloomberg, Company, CMBIS

來源: 公司及招銀國際研究部預測

## 免責聲明及披露

### 分析員聲明

負責撰寫本報告的全部或部分內容之分析員，就本報告所提及的證券及其發行人做出以下聲明：（1）發表于本報告的觀點準確地反映有關於他們個人對所提及的證券及其發行人的觀點；（2）他們的薪酬在過往、現在和將來與發表在報告上的觀點并無直接或間接關係。

此外，分析員確認，無論是他們本人還是他們的關聯人士（按香港證券及期貨事務監察委員會操作守則的相關定義）（1）並沒有在發表研究報告 30 日前處置或買賣該等證券；（2）不會在發表報告 3 個工作日內處置或買賣本報告中提及的該等證券；（3）沒有在有關香港上市公司內任職高級人員；（4）並沒有持有有關證券的任何權益。

### 招銀證券投資評級

買入	: 股價于未來 12 個月的潛在漲幅超過 15%
持有	: 股價于未來 12 個月的潛在變幅在-10%至+15%之間
賣出	: 股價于未來 12 個月的潛在跌幅超過 10%
未評級	: 招銀國際并未給予投資評級

### 招銀國際證券有限公司

地址: 中環花園道 3 號冠君大廈 45 樓

電話: (852) 3900 0888

傳真: (852) 3900 0800

招銀國際證券有限公司("招銀證券")為招銀國際金融有限公司之全資附屬公司(招銀國際金融有限公司為招商銀行之全資附屬公司)

### 重要披露

本報告內所提及的任何投資都可能涉及相當大的風險。報告所載數據可能不適合所有投資者。招銀證券不提供任何針對個人的投資建議。本報告沒有把任何人的投資目標、財務狀況和特殊需求考慮進去。而過去表現亦不代表未來的表現，實際情況可能和報告中所載的大不相同。本報告中所提及的投資價值或回報存在不確定性及難以保證，并可能會受目標資產表現以及其他市場因素影響。招銀證券建議投資者應該獨立評估投資和策略，并鼓勵投資者諮詢專業財務顧問以便作出投資決定。

本報告包含的任何信息由招銀證券編寫，僅為本公司及其關聯機構的特定客戶和其他專業人士提供的參考數據。報告中的信息或所表達的意見皆不可作為或被視為證券出售要約或證券買賣的邀請，亦不構成任何投資、法律、會計或稅務方面的最終操作建議，本公司及其雇員不就報告中的內容對最終操作建議作出任何擔保。我們不對因依賴本報告所載資料採取任何行動而引致之任何直接或間接的錯誤、疏忽、違約、不謹慎或各類損失或損害承擔任何的法律责任。任何使用本報告信息所作的投資決定完全由投資者自己承擔風險。

本報告基于我們認為可靠且已經公開的信息，我們力求但不擔保這些信息的準確性、有效性和完整性。本報告中的資料、意見、預測均反映報告初次公開發布時的判斷，可能會隨時調整，且不承諾作出任何相關變更的通知。本公司可發布其它與本報告所載資料及/或結論不一致的報告。這些報告均反映報告編寫時不同的假設、觀點及分析方法。客戶應該小心注意本報告中所提及的前瞻性預測和實際情況可能有顯著區別，唯我們已合理、謹慎地確保預測所用的假設基礎是公平、合理。招銀證券可能採取與報告中建議及/或觀點不一致的立場或投資決定。

本公司或其附屬關聯機構可能持有報告中提到的公司所發行的證券頭寸并不時自行及/或代表其客戶進行交易或持有該等證券的權益，還可能與這些公司具有其他相關業務聯繫。因此，投資者應注意本報告可能存在的客觀性及利益衝突的情況，本公司將不會承擔任何責任。本報告版權僅為本公司所有，任何機構或個人于未經本公司書面授權的情況下，不得以任何形式翻版、複製、轉售、轉發及或向特定讀者以外的人士傳閱，否則有可能觸犯相關證券法規。

如需索取更多有關證券的信息，請與我們聯絡。

對於接收此份報告的英國投資者

本報告僅提供給符合(I)2000年英國不時修訂之金融服務及市場法令 2005年(金融推廣)令("金融服務令")第 19(5)條之人士及(II)屬金融服務令第 49(2)(a)至(d)條(高淨值公司或非公司社團等)之機構人士，未經招銀證券書面授權不得提供給其他任何人。

對於接收此份報告的美國投資者

本報告僅提供給美國 1934 年證券交易法規則 15a-6 定義的"主要機構投資者"，不得提供給其他任何個人。接收本報告之行為即表明同意接受協議不得將本報告分發或提供給任何其他人士。