



## 公司纪要

### 中國支付通 8325 HK

#### 创新预付卡模式打开互联网金融之路

- 中国支付通是一家以支付业务为主的企业。
- 稀缺牌照让公司在未来扩展、收购或合作时，有着先机的的好处。
- 从传统预付卡扩展到个人预付卡及行业应用预付卡的巨大潜力为公司业务带来新市场。
- 与支付宝合作，为线上线下 (O2O) 支付建设打开缺口，实行线下支付“触网”，线上企业“落地”，构建O2O双向发展。

#### 研究部

(852) 2533 3700

[research@sbichinacapital.com](mailto:research@sbichinacapital.com)

#### 公司资料 (8325 HK)

|                 |           |
|-----------------|-----------|
| 建议              | 未有评级      |
| 现价 (港元)         | 1.15      |
| 目标价 (港元)        | -         |
| 过去12个月波动区间 (港元) | 0.94-1.92 |
| 市值 (百万港元)       | 1,192.3   |
| 每日成交额 (百万港元)    | 3.8       |
| 公众持股量 (%)       | 71.5      |

数据来源: 彭博

**稀缺牌照**。中国支付通是香港上市公司中唯一拥有全国性预付卡牌照和互联网支付牌照的公司。全国性预付卡牌照仅有6张，且原则上不再发放。公司是拥有全国性牌照的其中之一，这让公司在未来扩展、收购或合作时，有着先机的的好处。

**从传统预付卡扩展到个人预付卡及行业应用预付卡的巨大潜力**。中国支付通预备把传统预付卡扩展到个人预付卡及行业应用预付卡，个人预付卡重点建立基于手机移动端的电子预付卡及电子卡券分销，亦会针对细分行业。因由于稀缺牌照的优势，会令公司扩展成功机会大大提升。公司与中钞海思合作，推出广东省旅游刷卡无障碍示范项目，会为中国支付通的旅游卡在广东地区有独家营运的好处。公司也正在打进医保、保险行业，发行健康卡。预期今年中国支付通在补充医保行业能够先打响头炮，为传统预付卡业务外带来新市场。

**与支付宝合作，为线上线下 (O2O) 支付建设打开缺口**。公司可借着支付宝庞大的用户群来扩展公司原有的收单业务，同时把业务扩展到泰国以外的其他东南亚地区，实行线下支付“触网”，线上企业“落地”，构建 O2O 双向发展。

图1. 基本财务信息

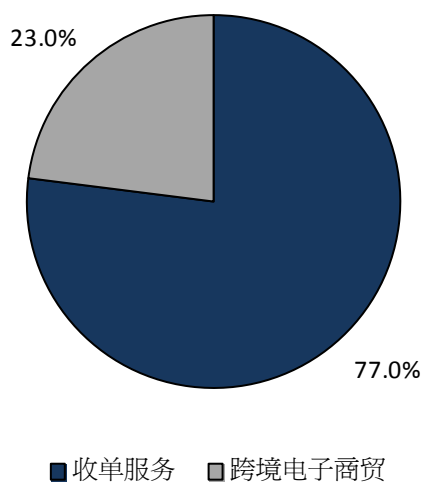
|               | FY03/12 | FY03/13 | FY03/14 | 1H FY03/15 |
|---------------|---------|---------|---------|------------|
| 总收入 (百万港元)    | 22.6    | 84.6    | 148.5   | 159.8      |
| 收入增长率 (YoY)   | 60.0%   | 274.7%  | 75.6%   | 131.0%     |
| 税前收入 (百万港元)   | (1.0)   | 10.2    | (1.3)   | (33.3)     |
| 税前收入增长率 (YoY) | -55.5%  | n.a.    | -112.7% | -457.8%    |
| 净利润 (百万港元)    | (2.3)   | 5.1     | (7.7)   | (37.3)     |
| 净利润增长率 (YoY)  | -18.7%  | n.a.    | -252.0% | -766.9%    |
| 每股收益 (港元仙)    | (0.5)   | (0.1)   | (2.7)   | (4.7)      |
| 每股股利 (港元仙)    | 0.0     | 0.0     | 0.0     | 0.0        |
| P/E (x)       | n.a.    | n.a.    | n.a.    | n.a.       |
| 股息率           | 0.0%    | 0.0%    | 0.0%    | 0.0%       |

来源: 软库中华、公司资料

## 公司背景

中国支付通（前名为“奥思知集团”）是一家以支付业务为主的企业。在运营初期，公司主要在泰国为银联经营销售点卡机（POS）收单服务，其后通过收购，在中国经营跨境电子商贸解决方案业务。公司在泰国拥有大约 900 台 POS 终端机，大部分位于泰国的主要旅游胜地。跨境电子商贸方面，公司提供一站式解决方案，以连系中国电子商贸商户及海外买家，全面覆盖国际电子商贸，包括产品采购及分销、跨境支付、物流、包装、人力资源外判、宣传、品牌管理等。公司特别为资源不足以建立电子商贸基建之中小型及微型电子商贸商户进行公对公（「B2B」）、公对私（「B2C」）及私对私（「C2C」）之跨境电子商贸交易。于 03/14 财年，收单服务和跨境电子商贸占全年总收入 77.0% 与 23.0%。

图2. 03/14财年收入分类



来源：软库中华、公司资料

于 2014 年，公司通过收购把业务扩展到预付卡业务上。首先，公司透过收购上海商酷网络科技有限公司（“上海商酷”）22.2% 扩展其 POS 支付技术。由于传统支付终端功能单一，商户为了接受不同卡片及支付方式，往往同时拥有多个 POS 机，给商户和消费者造成不便。而上海商酷的智能 POS 可在同一台机器上支持多个收单机构及各种支付手段，包括磁条卡、IC 卡、NFC、条形码、二维码及声波支付。因此，除了普通银行卡收单业务之外，智能 POS 可令中国支付通为移动支付工具提供线下落地和进场支付，占领移动支付市场。同时，智能 POS 亦提供智能商户应用中心及第三方开发者行业应用软件，发展线上到线下商务模式（O2O）。再者，智能 POS 能令公司打造标准化平台，计划统一管理品牌、支付标准、后台清算、售后服务、备付金等环节。

其后，公司收购开联通网络技术服务（“开联通”）30%的股权。开联通从事预付卡业务，该公司的收入来源来自四方面：1）商户返佣（交易后商户给公司的佣金）；2）备付金利息收入；及 3）换卡、重发个人记名付款卡等收取行政费用（包括死卡余额收入）。近日中国支付通宣布将行使股权收购开联通余下 60%的股权，待一月股东大会通过，如交易完成公司将持有开联通 90%的股权。

图3. 开联通的业务进程



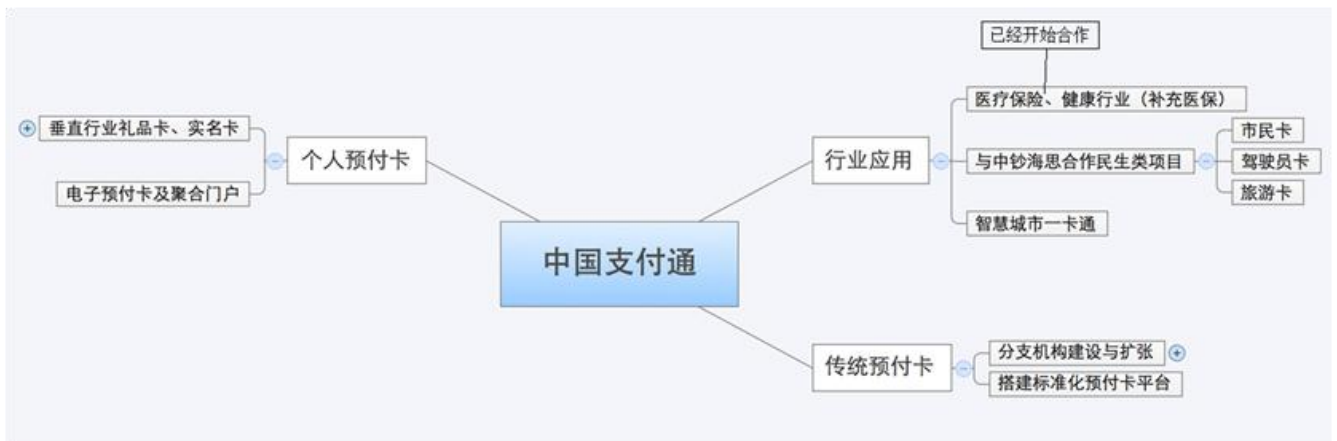
来源：公司资料

开联通预付卡业务始于 2007 年。在北京、上海、陕西西安、浙江温州等地经营预付卡业务。发卡额累计约 50 亿人民币。公司 2013 年发卡金额达到 10 亿人民币，备付金规模约 8 亿人民币。开联通拥有扩大的商户群，目前大约有特约商户 6000 家。

### 投资亮点

**稀缺牌照。**中国支付通是香港上市公司中唯一拥有全国性预付卡牌照和互联网支付牌照的公司。自 2011 年以来，中国央行已发放了七批一共超过 250 张第三方支付牌照，市场竞争激烈。尽管预付卡牌照较多，但是全国性预付卡牌照仅有 6 张，且原则上不再发放。而中国支付通旗下拥有 30% 股权的开联通是拥有全国性牌照的其中之一（近日宣布将行使股权收购开联通余下 60% 的股权，如交易完成公司将持有开联通 90% 的股权），同时拥有互联网支付牌照，也是 6 张全国预付卡牌照中唯一拥有上市公司平台的公司，这让公司在未来扩展、收购或合作时，有着先机的的好处。此外，国内预付卡行业增长快速，跟据艾瑞咨询统计，2013 年商业预付卡规模达 2.5 万亿人民币，三年 CAGR 约 20.0%。其中，多用途预付卡的市场规模达 3000 亿元，2010-2013 年间的 CAGR 约 48%。稀缺全国性牌照预期能令中国支付通占据快速增长的预付卡的市场。

图4. 业务规划



来源：公司资料

从传统预付卡扩展到个人预付卡及行业应用预付卡的巨大潜力。当前，传统预付卡在内地政府部门以及在商业机构内较为广泛使用。中国支付通预备把传统预付卡扩展到个人预付卡及行业应用预付卡。个人预付卡方面，分司打算重点建立基于手机移动端的电子预付卡及电子卡券分销，亦会针对细分行业，提供较为人性化的个人预付卡，例如母婴卡、装修卡、美食卡、旅行卡等，甚至为跨境旅行开发跨境预付卡。我们认为因由于上述稀缺牌照的优势，会令公司扩展成功机会大大提升。其次，由于公司能够应付各种支付手段，包括手机支付、二维码支付、网络支付等，所以，在个人预付卡扩展中，中国支付通拥有较大抢先占领的优势。而且，此创新预付卡的模式或会令中国支付通高速增长。

图5. 手机移动端的个人电子预付卡及电子卡券分销平台



来源：公司资料

行业应用预付卡方面，中国支付通将会与中国印钞造币旗下子公司中钞海思合作发行市民卡，打造市内的交通、水电煤缴费、购物餐饮、停车等支付平台。市民卡预计可以支付广东省各个旅游景点的入场费、泊车费、购物、酒店住宿及娱乐费用。市民卡也将扩展到广东省支付驾驶员相关开支，例如通行费、交通罚款、维修及保养费、汽车保险及年度验车费。由于中钞海思主要从事货币电子化解决方案，尤其是于金融、交通、旅游、商务、零售等行业应用支付科技解决方案较有经验，所以我们认为公司与中钞海思合作，会令市民卡的应用拓宽，地区覆盖范围将得以扩张。此外，由于中钞海思是中国广东省旅游局辖下部门及广东银联任命为独家营运商，以推出及落实广东省旅游刷卡无障碍示范项目（「中国旅游卡项目」），这会为中国支付通的旅游卡在广东地区有独家营运的好处。



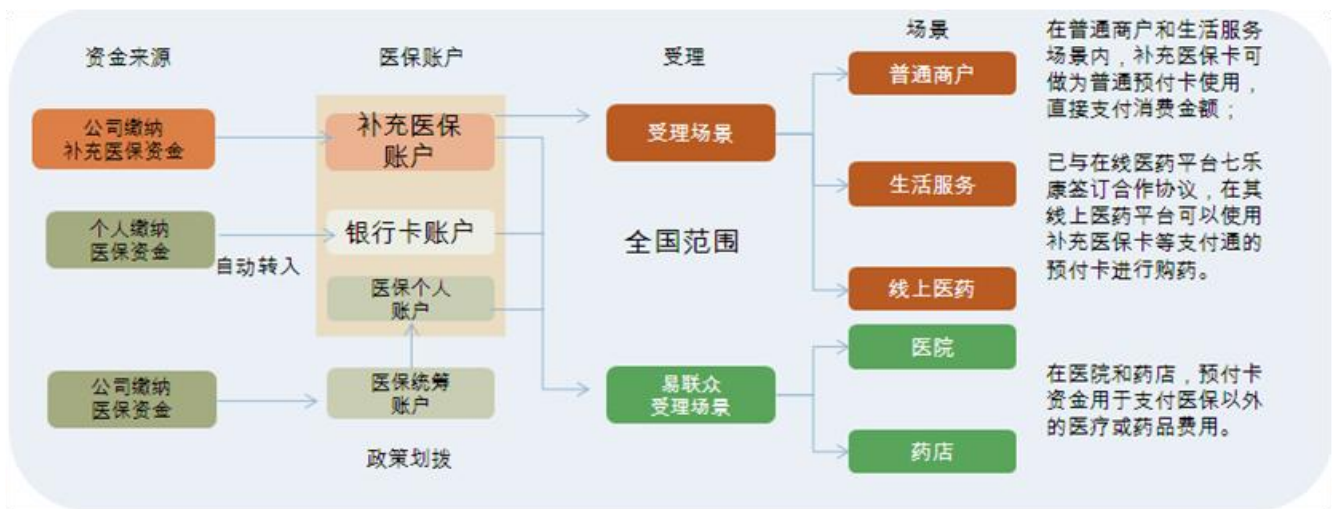
图6. 行业应用卡 - 市民卡



来源：公司资料

中国支付通也正在打进医保、保险行业，发行健康卡。开联通已与广州七乐康药业连锁有限公司（「七乐康」）成立合资公司提供健康支付服务。公司将会推出健康卡，除能在七乐康购买相应的健康服务外，还可以在其他健康行业的合作机构购买服务，包括医药配送、医疗就诊、私家医生、体检、医疗保险、健身、保健等，还计划引入保险公司，开发商业医疗保险等各种产品。因七乐康是国家食品药品监督管理总局认证的网上药店，连续三年成为天猫商城「双十一」医药销售额第一的商家，所以我们预期七乐康可为中国支付通打进医疗健康服务市场。此外，中国支付通已与易联众成立合资公司，共同发行补充医保卡，为 1.5 亿实名用户提供补充医疗支付服务。他们的开发策略是就诊一卡通、药店折扣、公用事业支付及优惠卡等等。我们认为，由于医保市场巨大，在中国内的需求强劲，预期今年中国支付通在补充医保行业能够先打响头炮，为传统预付卡业务外带来新市场。

图7. 行业应用卡 - 补充医保案例



来源：公司资料

与支付宝合作，为线上线下（O2O）支付建设打开缺口。公司与支付宝将会独家合作，在东南亚地区及日本提供支付宝当面付（二维码及条形码）。中国支付通获委任为其海外商户合伙人，利用其智能 POS 终端及相关网络技术，提供支付宝当面付之商家收单服务支援。公司预计支付宝当面付交易将在 2015 年 1 月在泰国大型的免税店 King Power 首次受理，未来支付宝当面付交易将会扩展到日本和其他东南亚国家。而支付宝将提供技术支持、结算服务、营销及促销支援。我们认为中国支付通与支付宝合作是一个双赢的局面。从前者的角度来看，公司可借着支付宝庞大的用户群来扩展公司原有的收单业务，同时把业务扩展到泰国以外的其他东南亚地区。此外，智能 POS 终端是公司自己的技术，因此预计能接受公司发的预付卡，与预付卡业务产生协同效应。从后者的角度来看，他们可以借着中国支付通在海外已建立的商户群，迅速的打开国外市场，实行线下支付“触网”，线上企业“落地”，构建 O2O 双向发展。

**管理团队奠定良好基础。**中国支付通的管理团队也是为公司未来发展奠定良好基础：主席是有「民企之父」之称的张化桥，曾在著名投资银行工作 11 年，善于资本市场运作和资源整合。另外，执行董事兼总裁熊文森，曾经在在通联（目前中国第二大卡收单机构）任职高级副总裁和董事，是支付行业的专家。

## 估值

中国支付通在 03/14 财年录得亏损 17.8 百万，但撇除一次性支出后的亏损实际比 2013 财年已有所减少。在收购开联通后，我们预计公司将会得到更多商机，未来几年业务将会进入快速增长期。

图8. 可比公司

| 公司     | 代码      | 市值(百万港元) | 3个月平均成交额(百万港元) | 2013 市盈率 (x) | 2014E 市盈率 (x) | 2015E 市盈率 (x) | 市净率 (x) | 股权回报率 (%) | 资产回报率 (%) | 息率 (%) | 净负债/总权益 |
|--------|---------|----------|----------------|--------------|---------------|---------------|---------|-----------|-----------|--------|---------|
| 中国支付通  | 8325 HK | 1,213.1  | 3.8            | n.a.         | 117.0         | n.a.          | 2.3     | (22.6)    | (18.3)    | 0.0    | (33.1)  |
| 科联系统   | 46 HK   | 634.9    | 0.1            | 12.8         | n.a.          | n.a.          | 1.5     | 12.0      | 9.5       | 5.4    | (84.9)  |
| 首都信息   | 1075 HK | 1,738.9  | 3.0            | 18.9         | n.a.          | n.a.          | 2.0     | 10.8      | 7.8       | 6.7    | (52.2)  |
| 环亚智富   | 1390 HK | 1,369.5  | 3.7            | 20.3         | 18.9          | 18.9          | 0.8     | 3.9       | 1.9       | 0.0    | (81.8)  |
| 中国创新支付 | 8083 HK | 3,867.8  | 35.6           | n.a.         | n.a.          | n.a.          | n.a.    | n.a.      | n.a.      | 0.0    | (2.8)   |
| 华普智通系统 | 8165 HK | 182.0    | 1.8            | n.a.         | n.a.          | n.a.          | n.a.    | n.a.      | n.a.      | 0.0    | (550.1) |
| 神通电信服务 | 8206 HK | 433.7    | 0.0            | n.a.         | n.a.          | n.a.          | n.a.    | n.a.      | (12.0)    | 0.0    | n.a.    |
| 神州数字   | 8255 HK | 614.4    | 0.9            | 25.5         | n.a.          | n.a.          | 6.2     | 20.6      | 11.7      | 0.0    | (86.1)  |
| 平均*    |         | 1,263.0  | 6.5            | 19.4         | 18.9          | 18.9          | 2.6     | 11.8      | 3.8       | 1.7    | (143.0) |

来源：软库中华、彭博

\*不包括中国支付通

图9. 每股信息

|              | FY03/12 | FY03/13 | FY03/14 | 1H FY03/15 |
|--------------|---------|---------|---------|------------|
| 每股收益 (港元仙)   |         |         |         |            |
| - 基本 (港元仙)   | (0.5)   | (0.1)   | (2.7)   | (4.7)      |
| - 摊薄 (港元仙)   | (0.5)   | (0.1)   | (2.7)   | (4.7)      |
| 股利每股收益 (港元仙) | 0.0     | 0.0     | 0.0     | 0.0        |
| 每股净资产 (港元)   | 0.0     | 0.0     | 0.2     | 0.5        |

来源：软库中华、公司资料

图10. 指标分析

|                   | FY03/12 | FY03/13 | FY03/14 | 1H FY03/15 |
|-------------------|---------|---------|---------|------------|
| <b>增长率 (按年度计)</b> |         |         |         |            |
| 收入                | 60.0%   | 274.7%  | 75.6%   | 131.0%     |
| 税前收入              | -55.5%  | n.a.    | -112.7% | -457.8%    |
| 净利润               | -18.7%  | n.a.    | -252.0% | -766.9%    |
| <b>利率</b>         |         |         |         |            |
| 毛利率               | 32.4%   | 32.2%   | 24.2%   | 13.8%      |
| 税前利润率             | -4.4%   | 12.1%   | -0.8%   | -20.6%     |
| 净利润率              | -10.3%  | 6.0%    | -5.2%   | -23.4%     |
| <b>其他比例</b>       |         |         |         |            |
| 平均资产回报率           | -8.6%   | 8.1%    | -5.5%   | -11.9%     |
| 平均股权回报率           | -12.7%  | 28.7%   | -9.6%   | -14.4%     |
| 派息比率              | 0.0%    | 0.0%    | 0.0%    | 0.0%       |
| <b>估值指标</b>       |         |         |         |            |
| 市盈率 (x)           | n.a.    | n.a.    | n.a.    | n.a.       |
| 市净率 (x)           | 40.0    | 36.4    | 5.7     | 2.2        |
| 股息收益率             | 0.0%    | 0.0%    | 0.0%    | 0.0%       |

来源：软库中华、公司资料

图11. 利润表 (百万港元)

|                  | FY03/12      | FY03/13     | FY03/14      | 1H FY03/15    |
|------------------|--------------|-------------|--------------|---------------|
| <b>收益</b>        | <b>22.6</b>  | <b>84.6</b> | <b>148.5</b> | <b>159.8</b>  |
| 提供服务的成本及已售出货品的成本 | (15.3)       | (57.4)      | (112.5)      | (137.8)       |
| 其他收入             | 0.2          | 0.1         | 0.1          | 0.2           |
| 一般行政开支           | (7.5)        | (14.1)      | (34.4)       | (53.6)        |
| 销售及分销成本          | (1.0)        | (2.9)       | (2.9)        | (1.5)         |
| <b>经营溢利</b>      | <b>(1.0)</b> | <b>10.3</b> | <b>(1.3)</b> | <b>(32.9)</b> |
| 融资成本             | (0.0)        | (0.0)       | (0.0)        | (0.0)         |
| 分占一间联营公司的业绩      | 0.0          | 0.0         | 0.0          | (0.4)         |
| 分占一间合营公司的业绩      | 0.0          | 0.0         | 0.0          | (0.0)         |
| <b>所得税前溢利</b>    | <b>(1.0)</b> | <b>10.2</b> | <b>(1.3)</b> | <b>(33.3)</b> |
| 所得税开支            | (1.3)        | (5.2)       | (6.4)        | (4.0)         |
| <b>年内溢利</b>      | <b>(2.3)</b> | <b>5.1</b>  | <b>(7.7)</b> | <b>(37.3)</b> |
| 本公司权益持有人         | (3.2)        | (0.5)       | (17.8)       | (40.4)        |
| 非控股权益            | 0.9          | 5.6         | 10.1         | 3.1           |
| <b>总溢利</b>       | <b>(2.3)</b> | <b>5.1</b>  | <b>(7.7)</b> | <b>(37.3)</b> |

来源：软库中华、公司资料

图12. 资产负债表 (百万港元)

|                 | FY03/12      | FY03/13       | FY03/14       | 1H FY03/15    |
|-----------------|--------------|---------------|---------------|---------------|
| <b>非流动资产</b>    |              |               |               |               |
| 物业、厂房及设备        | 1.0          | 3.5           | 3.3           | 5.5           |
| 于一间联营公司之权益      | 0.0          | 0.0           | 0.0           | 24.8          |
| 于一间合营公司之权益      | 0.0          | 0.0           | 0.0           | 197.5         |
| 商誉              | 0.0          | 0.0           | 1.0           | 1.0           |
| 其他非流动资产         | 0.0          | 0.0           | 0.0           | 0.0           |
| <b>非流动资产总额</b>  | <b>1.0</b>   | <b>3.5</b>    | <b>4.3</b>    | <b>228.8</b>  |
| <b>流动资产</b>     |              |               |               |               |
| 贸易及其他应收款项       | 7.9          | 64.6          | 123.6         | 190.1         |
| 受限制银行结余         | 1.0          | 6.5           | 9.0           | 6.5           |
| 现金及现金等价物        | 16.9         | 23.0          | 47.1          | 110.9         |
| <b>流动资产总额</b>   | <b>25.8</b>  | <b>94.1</b>   | <b>179.8</b>  | <b>307.5</b>  |
| <b>非流动负债</b>    |              |               |               |               |
| 递延税项负债          | (0.2)        | (76.4)        | (0.7)         | (0.5)         |
| 其他长期负债          | (0.3)        | (2.1)         | (0.4)         | (0.4)         |
| <b>非流动负债总额</b>  | <b>(0.5)</b> | <b>(78.5)</b> | <b>(1.1)</b>  | <b>(0.9)</b>  |
| <b>流动负债</b>     |              |               |               |               |
| 贸易及其他应付款        | (9.2)        | (0.2)         | (38.6)        | (39.6)        |
| 应付税款            | (0.3)        | (0.4)         | (1.8)         | (4.1)         |
| <b>流动负债总额</b>   | <b>(9.5)</b> | <b>(0.6)</b>  | <b>(40.5)</b> | <b>(43.7)</b> |
| <b>净资产</b>      | <b>16.8</b>  | <b>18.5</b>   | <b>142.6</b>  | <b>491.8</b>  |
| <b>权益</b>       |              |               |               |               |
| 本公司权益持有人应占股本及储备 | 15.1         | 16.2          | 134.5         | 485.6         |
| 非控股权益           | 1.7          | 2.2           | 8.1           | 6.2           |
| <b>权益总额</b>     | <b>16.8</b>  | <b>18.5</b>   | <b>142.6</b>  | <b>491.8</b>  |

来源：软库中华、公司资料

图13. 现金流量表 (百万港元)

|                     | FY03/12      | FY03/13     | FY03/14     | 1H FY03/15   |
|---------------------|--------------|-------------|-------------|--------------|
| 经营活动所得的现金净额         | (1.6)        | 14.4        | (45.4)      | (32.3)       |
| 投资活动所得的现金净额         | (0.7)        | (3.3)       | (53.0)      | (257.0)      |
| 融资活动所得的现金净额         | (0.6)        | (5.1)       | 123.8       | 353.0        |
| <b>现金及现金等价物增加净额</b> | <b>(2.9)</b> | <b>5.9</b>  | <b>25.4</b> | <b>63.7</b>  |
| 期初的现金及现金等价物         | 19.9         | 16.9        | 23.0        | 47.1         |
| 汇率变动的影响             | (0.1)        | 0.2         | (1.3)       | 0.1          |
| <b>期末的现金及现金等价物</b>  | <b>16.9</b>  | <b>23.0</b> | <b>47.1</b> | <b>110.9</b> |

来源：软库中华、公司资料



软库中华是香港一家主要服务香港上市公司的投资银行，如要获取更多研究报告，请参考以下联系方式：  
[research@sbichinacapital.com](mailto:research@sbichinacapital.com), [thomsononeanalytics.com](http://thomsononeanalytics.com), [factset.com](http://factset.com) and [multex.com](http://multex.com)

## SBI研究评级

软库中华金融的股票评级：

**强烈建议购入**：未来3个月绝对增长超过50%

**建议购入**：未来6个月绝对增长超过10%

**建议持有**：未来6个月绝对回报在-10%至+10%

**建议售出**：未来6个月绝对下降超过10%

投资者应在阅读本报告时假设软库中华金融正在或将要和本报告中提到的公司建立投资银行或其它主要的业务关系。

**分析员声明**：本报告中给出之观点准确反应了分析员对于该证券的个人见解。分析员就其在本报告中给出的特定建议或者见解，并没有直接或间接地为之收受任何的经济补偿。

## 免责声明：

本研究报告不得被视为任何股票售出之要约或股票购买或认购之要求。本报告中提到之股票可能在某些地区不具备公开出售资格。本报告中资讯已经由软库中华金融服务有限公司(简称为“软库中华金融”)的研究部门根据其认为可靠之来源加以整理，但是软库中华金融或其他任何人都没有就本报告的正确性或者完整性给出声明、保证或担保。所有本报告中的观点和预测都是(除非特别注明)报告发布日时软库中华金融所发布，且可在不通知前提下予以变更。软库中华金融或任何其他人都不得为使用本报告或其内容或其它和本报告相关原因而发生的损失承担任何责任。本报告之读者应独立负责考察本报告中所提到公司的业务、财务状况和发展远景。软库中华金融和其高级职员、董事和雇员，包括本报告准备和发布过程中涉及人员，可以在任何时候(1) 在本报告中提到公司(或其投资)中任职，或购买或售出其股票；(2) 和本报告中提到的公司存在咨询、投行或其它经纪业务关系；和(3) 在适用法律许可情况下，在本报告发布之前或紧接之后，在其自己的针对本报告中某个公司的投资帐户中使用本报告资讯或者依据此资讯行动(包括进行交易)。本报告可能无法在同样时间被分发到每一位接受方手中。本报告仅可被分发给专业投资者或经纪商，供其参考。任何获得本报告者无论出于什么原因，都不得复制、出版、重新生成、或者转发(全文或部分)给任何其他方。本报告在香港由软库中华金融发布。获得本报告者如需本报告中提到股票之更多资讯，请联系软库中华金融在其当地所设立之分支机构

软库中华金融服务有限公司版权所有©。保留所有权利。