

中国城市轨道交通科技 (8240 HK, HK\$0.86, 目标价: HK\$1.30, 买入) - 北京轨道交通指挥中心项目带动增长

- ❖ **赢得第二期北京轨道交通指挥中心项目。**我们拜访中国城市轨道交通（中城轨）的管理层以了解公司13财年上半年（财年6月结）的业绩和公司发展前景。公司赢得了第二期北京轨道交通指挥中心项目合同，价值人民币1.13亿元。管理层透露，该项目由两部分组成：软件应用和硬件建设，软、硬件分别占合同价值约60%及40%。该系统的硬件项目的70%收入已于13财年上半年确认。我们预期所有软件应用收入以及剩下的硬件项目收入都将于13财年下半年及14财年上半年确认。该项目将显著提高中城轨的系统设计及实施分部销售。
- ❖ **系统维护服务，提供经常性收入来源。**第二期北京轨道交通指挥中心项目完成系统整合后将产生经常性的维护收入。计入这个项目，管理层预计每年的系统维护收入总额可以达人民币六千万元。系统维护服务的销售不断增长，将提供持续的现金流入，亦令公司更不容易受经济周期影响。
- ❖ **硬件销售业务产品组合面临改变。**在12财年，硬件销售业务的主要收入来自一共八条铁路线的读卡器销售。然而，由于13财年上半年没有读卡器销售，主要硬件销售来自第二期北京轨道交通指挥中心的硬件项目。在2015年前，每年将有3-4条地铁新线在北京落成，我们预计读卡器业务仍会对硬件销售有贡献，惟系统集成项目的硬件销售将占更大比重。
- ❖ **毛利率下降。**硬件产品结构的变化将影响公司的毛利率。读卡器业务的毛利率可以达约60%，而系统集成的硬件毛利率只有个位数。产品结构的变化将导致公司的毛利率下降。
- ❖ **我们评估第二期北京轨道交通指挥中心项目的贡献，并将13和14财年的营收预测分别调升7.8%和5.7%。**惟毛利率有下调压力，我们削减13和14财年净利润预测分别达27.3%和20.3%至港币7,540万及1.04亿元。我们以中城轨14财年的10倍市盈率为其估值。我们维持目标价在港币1.30元，并维持买入评级。
- ❖ **主要风险：**中城轨的主要收入来自客户的招投标，无法确保中标金额。

财务资料

(截至6月30日)	FY11A	FY12A	FY13E	FY14E	FY15E
营业额(港币千元)	72,047	190,240	277,341	333,352	337,314
净利润(港币千元)	40,470	80,715	75,445	104,260	110,000
每股收益(港币)	0.084	0.129	0.094	0.130	0.137
每股收益变动(%)	NA	53.9	-27.1	38.2	5.5
市盈率(x)	10.2	6.6	9.1	6.6	6.3
市帐率(x)	10.1	1.6	1.7	1.4	1.2
股息率(%)	0.0	3.7	2.7	3.8	4.0
权益收益率(%)	98.8	23.8	19.1	21.7	21.0
净财务杠杆率(%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金

来源: 公司及招银国际研究部

中国城市轨道交通科技 (8240 HK)

评级	买入
收市价	0.86 港元
目标价	1.30 港元
市值(港币百万)	688
过去3个月平均交易(港币百万)	1.2
52周高/低(港币)	1.02/0.58
发行股数(百万股)	800
主要股东	曹玮 (60.2%)
来源: 彭博	

股价表现

	绝对	相对
1月	-2.3%	2.4%
3月	-1.1%	-3.5%
6月	24.6%	7.9%

来源: 彭博

过去一年股价



来源: 彭博

利润表

6月30日 (港币 '000)	FY11A	FY12A	FY13E	FY14E	FY15E
收入	72,047	190,240	277,341	333,352	337,314
设计及实施应用解决方案服务	37,627	49,909	127,447	165,198	157,358
维护应用解决方案服务	31,595	29,104	34,095	55,695	66,495
销售软件	0	70,680	49,476	75,138	77,797
销售硬件及备件	2,825	40,547	66,323	37,322	35,664
销售成本	(27,244)	(56,403)	(137,773)	(149,996)	(150,583)
毛利	44,803	133,837	139,568	183,356	186,731
销售及管理费用	(12,384)	(29,735)	(41,601)	(50,003)	(47,224)
其他营运收入/费用	12	27	39	47	48
息税前收益	32,431	104,129	98,006	133,401	139,555
息税及折旧摊销前收益	32,876	117,760	110,864	149,051	157,307
其他非营运收入/费用	13,365	(4,957)	(7,227)	(8,686)	(8,789)
税前利润	45,820	99,230	90,898	124,862	130,952
所得税	(5,350)	(18,515)	(15,453)	(20,602)	(20,952)
净利润	40,470	80,715	75,445	104,260	110,000

来源：公司资料，招银国际预测

资产负债表

6月30日 (港币 '000)	FY11A	FY12A	FY13E	FY14E	FY15E
非流动资产	19,736	66,373	86,303	99,605	103,898
物业、厂房及设备	1,093	1,502	1,712	1,869	1,650
递延税款资产	53	1,911	2,786	3,349	3,388
无形资产	18	39,560	47,692	53,384	57,369
其他	18,572	23,400	34,114	41,003	41,490
流动资产	66,385	398,208	479,673	537,296	609,727
现金及现金等价物	33,021	203,196	279,125	321,760	438,826
已抵押银行存款	0	0	0	0	0
存货	685	1,554	7,549	8,219	8,251
应收贸易款项	32,679	193,458	192,999	207,318	162,650
其他	0	0	0	0	0
流动负债	45,165	124,767	170,718	156,076	148,865
借债	0	0	0	0	0
应付贸易账款	44,971	106,053	143,435	123,284	115,516
其他	194	18,714	27,282	32,792	33,349
非流动负债	0	0	0	0	0
借债	0	0	0	0	0
其他	0	0	0	0	0
少数股东权益	0	0	0	0	0
净资产总值	40,956	339,814	395,259	480,825	564,760
股东权益	40,956	339,814	395,259	480,825	564,760

来源：公司资料，招银国际预测

现金流量表

6月30日 (港币 '000)	FY11A	FY12A	FY13E	FY14E	FY15E
营业利润	32,431	104,129	98,006	133,401	139,555
折旧和摊销	445	13,631	12,858	15,650	17,752
营运资金变动	(9,973)	(131,093)	40,414	(29,629)	37,424
利息收入	24	58	118	148	187
税款支出	(5,357)	(1,853)	(16,328)	(21,165)	(20,992)
其他	4,983	(58)	(7,227)	(8,686)	(8,789)
经营活动所得现金净额	22,553	(15,186)	127,843	89,718	165,136
购置固定资产	(225)	(1,869)	(1,200)	(1,500)	(1,518)
其他	18	16	(30,714)	(26,889)	(20,487)
投资活动所得现金净额	(207)	(1,853)	(31,914)	(28,389)	(22,005)
股本的变化	4,685	197,353	0	0	0
银行贷款变动	0	0	0	0	0
其他	0	(10,246)	(20,000)	(18,694)	(26,065)
融资活动所得现金净额	4,685	187,107	(20,000)	(18,694)	(26,065)
现金增加净额	27,031	170,068	75,929	42,635	117,066
年初现金及现金等价物	5,812	33,021	203,196	279,125	321,760
外汇差额	178	107	0	0	0
年末现金及现金等价物	33,021	203,196	279,125	321,760	438,826

来源：公司资料，招银国际预测

主要比率

6月30日	FY11A	FY12A	FY13E	FY14E	FY15E
销售组合 (%)					
设计及实施应用解决方案服务	52.2	26.2	46.0	49.6	46.7
维护应用解决方案服务	43.9	15.3	12.3	16.7	19.7
销售软件	0.0	37.2	17.8	22.5	23.1
销售硬件及备件	3.9	21.3	23.9	11.2	10.6
总和	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0

盈利能力比率 (%)

毛利率	62.2	70.4	50.3	55.0	55.4
息税及折旧摊销前收益率	45.6	61.9	40.0	44.7	46.6
营业利润率	45.0	54.7	35.3	40.0	41.4
净利润率	56.2	42.4	27.2	31.3	32.6
有效税率	11.7	18.7	17.0	16.5	16.0

增长 (%)

收入增长	195	164	46	20	1
毛利增长	272	199	4	31	2
息税前收益增长	388	221	(6)	36	5
净利润增长	718	99	(7)	38	6

资产负债比率

流动比率 (x)	1.5	3.2	2.8	3.4	4.1
速动比率 (x)	1.5	3.2	2.8	3.4	4.0
平均应收账款周转天数	166	371	254	227	176
平均存货周转天数	9	10	20	20	20
平均应付账款周转天数	602	686	380	300	280
现金周期	(428)	(305)	(106)	(53)	(84)
净负债/权益比率 (%)	(81)	(60)	(71)	(67)	(78)

回报率 (%)

资本回报率	98.8	23.8	19.1	21.7	21.0
资产回报率	20.8	47.0	17.4	13.3	16.4

每股数据 (港币)

每股利润	0.084	0.129	0.094	0.130	0.137
每股账面值	0.085	0.545	0.494	0.601	0.706
每股股息	0.000	0.032	0.023	0.033	0.034

来源：公司资料，招银国际预测

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于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）没有在有关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-15%至+15%之间
卖出	: 股价于未来 12 个月的潜在跌幅超过 15%
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: 香港中环夏慤道 12 号美国银行中心 18 楼 1803-04 室 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，并可能会受标的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責任。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 1986 年英国金融服务法案(投资广告)(豁免)(第 2 号)第 11(3)条 1995 年修正案规定范围的个人，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。