

睿智投資

中國城市軌道科技 (8240 HK, HK\$0.91, 目標價 : HK\$1.10, 買入) - 13 財年業績概要

- ❖ **13 財年業績好壞參半。**中國城市軌道交通（中城軌）錄得穩定的 13 財年（六月底）收入增長 33.6% 至港幣 2.54 億。收入增長主要歸因於建設北京地鐵二期指揮中心的 ACC 和 TCC 系統，這分別帶動了設計和實施部門及系統保養部門的收入增長 91% 和 120%。因 13 財年硬件銷售部門毛利率急劇下降。整體毛利率從 12 財年的 70.4% 下降到 38.6%。淨利潤達港幣 5,904 萬，同比下降 26.9%。13 財年不派股息。
- ❖ **收購京投億雅捷。**中城軌於 6 月 28 日完成收購聯營公司京投億雅捷的 46% 權益。收購完成後，公司持有京投億雅捷 90% 的股權。該收購將幫助中城軌垂直整合線路層面和網絡層面服務（京投億雅捷為城軌線路層面系統提供解決方案）。此外，完成收購後，北京基礎設施投資有限公司（京投）在中城軌的權益從 9.95% 上升至 24.50%。我們相信中城軌將受益於與京投的戰略合作關係，從而提高運營效率及拉動項目合作。
- ❖ **銷售硬件產品組合的變化為毛利率下降的主要原因。**因硬件產品銷售組合發生根本性的變化，硬件銷售部門的毛利率由 12 財年的 59.1% 大幅下跌至 13 財年的 2.8%。12 財年硬件銷售業務收入主要來自閘機讀卡器銷售（毛利率達 60% 左右）。而 13 財年該分部銷售的主要來源為交通指揮中心二期系統的建設（毛利率僅為個位數）。鑑於京投億雅捷將負責新地鐵幹線的讀卡器業務，及毛利率偏低的交通指揮中心二期系統建設收入已全部入帳，我們預計硬件銷售業務的毛利率在 14 財年將有顯著的改善。
- ❖ **系統維護服務將成為穩定的收入來源。**因系統安裝後會產生大量經常性的保養及維護收入，系統維護部門 13 財年錄得 120% 的收入增長，毛利率達 84.4%。我們相信目前的項目完成後，將帶來維修及保養需求，系統維護收入將穩步增長。
- ❖ 因京投億雅捷將被並表，我們調高 14 和 15 財年的營收預測分別達 18.8% 和 32.0%。然而，我們調低了毛利率預估，因此稍微上調了 14 和 15 財年的淨利潤預測僅 0.3% 和 5.0%。因收購後的股權稀釋效應，我們分別下調了 14 和 15 財年的每股盈利預測達 15.9% 和 12.0% 至港幣 0.110 及港幣 0.121 元。我們以中城軌 14 財年的 10 倍市盈率為其估值，並將目標價從港幣 1.30 下調至港幣 1.10，維持買入評級。
- ❖ **主要風險：**13 財年中城軌的應收賬款周轉天數攀升至 491 天。

財務資料

(截至 6 月 30 日)	FY11A	FY12A	FY13E	FY14E	FY15E
營業額(港幣千元)	72,047	190,240	254,135	395,935	445,254
淨利潤(港幣千元)	40,470	80,715	59,042	104,568	115,510
每股收益(港幣)	0.084	0.129	0.074	0.110	0.121
每股收益變動(%)	NA	53.9	-43.1	48.7	10.5
市盈率(x)	10.8	7.0	12.3	8.3	7.5
市帳率(x)	10.7	1.7	1.5	1.5	1.3
股息率(%)	0.0	3.5	0.0	3.0	3.3
權益收益率(%)	98.8	23.8	12.1	17.5	18.0
淨財務杠桿率(%)	淨現金	淨現金	淨現金	淨現金	淨現金

來源: 公司及招銀國際研究部

中國城市軌道科技 (8240 HK)

評級	買入
收市價	0.91 港元
目標價	1.10 港元
市值(港幣百萬)	868
過去 3 月平均交易(港幣百萬)	1.2
52 周高/低(港幣)	1.02/0.7
發行股數(百萬股)	954.2
主要股東	曹瑋 (50.4%)

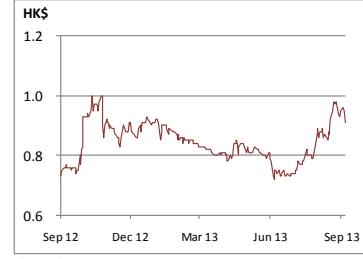
來源:彭博

股價表現

	絕對	相對
1 月	3.4%	-2.0%
3 月	21.3%	6.9%
6 月	9.6%	6.1%

來源:彭博

過去一年股價



來源:彭博

利润表

6月30日(港币'000)	FY11A	FY12A	FY13A	FY14E	FY15E
收入	72,047	190,240	254,135	395,935	445,254
设计及实施应用解决方案服务	37,627	49,909	95,294	198,567	244,054
维护应用解决方案服务	31,595	29,104	64,086	89,720	103,178
销售软件	0	70,680	11,292	20,326	22,358
销售硬件及备件	2,825	40,547	83,463	87,322	75,664
 销售成本	(27,244)	(56,403)	(155,992)	(222,569)	(252,429)
毛利	44,803	133,837	98,143	173,365	192,826
 销售及管理费用	(12,384)	(29,735)	(33,918)	(48,700)	(53,431)
其他营运收入/费用	12	27	3,285	5,118	4,007
息税前收益	32,431	104,129	67,510	129,783	143,402
息税及折旧摊销前收益	32,876	117,760	74,895	142,368	157,804
 其他非营运收入/费用	13,365	(4,957)	5,165	0	0
税前利润	45,820	99,230	72,675	129,888	143,526
 所得税	(5,350)	(18,515)	(13,633)	(23,380)	(25,835)
非控制股东权益	0	0	0	(1,940)	(2,182)
净利润	40,470	80,715	59,042	104,568	115,510

来源：公司资料，招银国际则预测

资产负债表

6月30日(港币'000)	FY11A	FY12A	FY13A	FY14E	FY15E
非流动资产	19,736	66,373	133,303	172,850	185,362
物业、厂房及设备	1,093	1,502	2,141	1,869	1,797
递延税款资产	53	1,911	3,534	5,506	6,192
无形资产	18	39,560	127,628	129,018	136,375
其他	18,572	23,400	0	36,456	40,998
 流动资产	66,385	398,208	559,275	656,776	750,173
现金及现金等价物	33,021	203,196	207,239	220,236	284,987
已抵押银行存款	0	0	0	0	0
存货	685	1,554	10,040	12,196	13,832
应收贸易款项	32,679	193,458	341,996	424,344	451,354
其他	0	0	0	0	0
 流动负债	45,165	124,767	198,115	227,192	242,550
借债	0	0	0	0	0
应付贸易账款	44,971	106,053	169,707	182,934	193,644
其他	194	18,714	28,408	44,259	48,906
 非流动负债	0	0	5,111	5,111	5,111
借债	0	0	0	0	0
其他	0	0	5,111	5,111	5,111
 少数股东权益	0	0	6,097	9,499	10,682
净资产总值	40,956	339,814	483,255	587,823	677,191
 股东权益	40,956	339,814	483,255	587,823	677,191

来源：公司资料，招银国际则预测

現金流量表

6月30日(港币'000)	FY11A	FY12A	FY13A	FY14E	FY15E
營業利潤	32,431	104,129	67,510	129,783	143,402
折旧和摊销	445	13,631	7,385	12,584	14,402
营运资金变动	(9,973)	(131,093)	(83,676)	(55,426)	(13,288)
利息收入	24	58	101	105	124
税款支出	(5,357)	(1,853)	(15,256)	(25,352)	(26,521)
其他	4,983	(58)	5,165	0	0
經營活動所得現金淨額	22,553	(15,186)	(18,771)	61,695	118,120
购置固定资产	(225)	(1,869)	(1,629)	(1,071)	(1,687)
其他	18	16	(71,063)	(49,088)	(24,541)
投資活動所得現金淨額	(207)	(1,853)	(72,692)	(50,159)	(26,228)
股本的变化	4,685	197,353	77,660	0	0
银行贷款变动	0	0	0	0	0
其他	0	(10,246)	17,846	3,402	(24,962)
融資活動所得現金淨額	4,685	187,107	95,506	3,402	(24,962)
現金增加淨額	27,031	170,068	4,043	14,937	66,930
年初现金及现金等价物	5,812	33,021	203,196	207,239	220,236
外汇差额	178	107	0	0	0
年末现金及现金等价物	33,021	203,196	207,239	220,236	284,987

来源：公司资料，招銀國際則預測

主要比率

6月30日	FY11A	FY12A	FY13A	FY14E	FY15E
銷售組合 (%)					
设计及实施应用解决方案服务	52.2	26.2	37.5	50.2	54.8
维护应用解决方案服务	43.9	15.3	25.2	22.7	23.2
销售软件	0.0	37.2	4.4	5.1	5.0
销售硬件及备件	3.9	21.3	32.8	22.1	17.0
總和	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
盈利能力比率 (%)					
毛利率	62.2	70.4	38.6	43.8	43.3
息税及折旧摊销前收益率	45.6	61.9	29.5	36.0	35.4
营业利润率	45.0	54.7	26.6	32.8	32.2
净利润率	56.2	42.4	23.2	26.4	25.9
有效税率	11.7	18.7	18.8	18.0	18.0
增長 (%)					
收入增长	195	164	34	56	12
毛利增长	272	199	(27)	77	11
息稅前收益增长	388	221	(35)	92	10
净利润增长	718	99	(27)	77	10
資產負債比率					
流动比率(x)	1.5	3.2	2.8	2.9	3.1
速动比率(x)	1.5	3.2	2.8	2.8	3.0
平均应收账款周转天数	166	371	491	391	370
平均存货周转天数	9	10	23	20	20
平均应付账款周转天数	602	686	397	300	280
现金周期	(428)	(305)	118	111	110
净负债/权益比率(%)	(81)	(60)	(42)	(37)	(41)
回報率 (%)					
资本回报率	98.8	23.8	12.1	17.5	18.0
资产回报率	20.8	47.0	17.4	8.5	12.6
每股數據(港币)					
每股利润	0.084	0.129	0.074	0.110	0.121
每股账面值	0.085	0.545	0.611	0.626	0.721
每股股息	0.000	0.032	0.000	0.027	0.030

来源：公司资料，招銀國際則預測

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) 發表於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並無直接或間接關係。

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

招銀國際證券有限公司

地址: 香港中環夏慤道 12 號美國銀行中心 18 樓 1803-04 室 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。報告所載資料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。而過去的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，並可能會受標的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，並鼓勵投資者諮詢專業財務顧問以便作出投資決定。

本報告包含的任何資訊由招銀證券編寫，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資料。報告中的資訊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責任。任何使用本報告資訊所作的投資決定完全由投資者自己承擔風險。

本報告基於我們認為可靠且已經公開的資訊，我們力求但不擔保這些資訊的準確性、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佈時的判斷，可能會隨時調整，且不承諾作出任何相關變更的通知。本公司可發佈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並不時自行及/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，任何機構或個人於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資訊，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。