

中国城市轨道交通科技 (8240 HK, HK\$0.88, 目标价: HK\$1.30, 买入) - 北京地铁蓬勃发展的受益者

- ❖ **专注于北京地铁系统市场。**北京占 2009-10 年中国地铁系统投资的最大份额，总共投资 51 个项目，合同金额总数为人民币 25.5 亿。中国城市轨道交通科技（中城轨）集中发展北京地铁系统市场，凭借丰富的项目经验以及与北京地铁网络的良好合作关系，中城轨成为北京地铁网络层系统服务最大的供货商。在 2009-2010 年，公司拿到了 12 个北京网络层级城市轨道交通项目中的 11 个，市场份额占总合同金额的 92%。
- ❖ **相关技术获得授权。**在公共交通系统领域，中城轨拥有相关的特定技术以满足客户群不同的需要。子公司亿雅捷香港及亿雅捷北京皆获得澳洲城市轨道交通系统技术公司 Vix IP 的非独家及不可转让技术授权，以使用 Vix IP 的技术直到 2014 年 7 月。该授权在届满后会每 3 年接受评估并商讨续期。亿雅捷香港的技术授权可让公司于香港、澳门及台湾使用 Vix IP 的技术，而亿雅捷北京的授权则可让公司于中国使用 Vix IP 的 ACC 技术。
- ❖ **北京地铁发展为公司成长的主要动力。**我们估计中城轨增长的主要驱动力为蓬勃发展的北京地铁市场。北京铁路的总里程数预计将于 2012-15 年期间增加 288 公里。而北京地铁线预计也将从 2011 年的 15 条增加至 2015 年的 29 条。我们估计中城轨的系统设计及实施分部将受惠于北京地铁系统扩建。而系统维护和售后服务的需求也将因应上升，有利于中城轨的系统维护分部。地铁站的设备，包括智能卡阅读器的强劲需求，预计也将推动中城轨的硬件和备件销售。
- ❖ **目前，中城轨的股价为 13 及 14 财年每股预测盈利的 6.8 倍和 5.4 倍。**香港上市同业的市盈率则为 11.9 倍。我们认为北京铁路基础设施发展前景亮丽，中城轨的股价应有被重估并缩小和同业估值差距的机会。因其在创业板上市，我们用 13 财年的 10 倍市盈率为中城轨估值，对比于香港主板上市同业的 11.9 倍市盈率有 20% 的折让。我们的目标价为 1.30 港元，代表着 47.4% 的上升潜力。首次评级买入。
- ❖ **主要风险为业务集中于北京地区及相关技术需 Vix IP 的授权。**

中国城市轨道交通科技 (8240 HK)

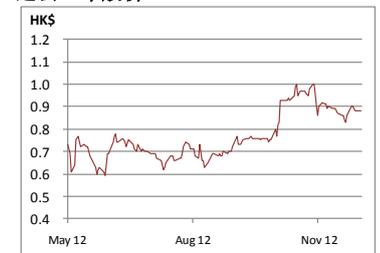
评级	买入
收市价	0.88 港元
目标价	1.30 港元
市值 (港币百万)	704
过去 3 月平均交易 (港币百万)	1.9
52 周高/低 (港币)	1.02/0.58
发行股数 (百万股)	800
主要股东	曹玮 (60.2%)

来源: 彭博

股价表现

	绝对	相对
1 月	-2.2%	-8.1%
3 月	20.5%	10.3%
6 月	18.9%	2.6%

来源: 彭博

过去一年股价


来源: 彭博

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	257,353	315,520	335,660
净利润 (港币千元)	40,470	80,715	103,776	130,940	143,405
每股收益 (港币)	0.084	0.129	0.130	0.164	0.179
每股收益变动 (%)	NA	53.9	0.2	26.2	9.5
市盈率 (x)	10.5	6.8	6.8	5.4	4.9
市帐率 (x)	10.3	1.6	1.7	1.3	1.1
股息率 (%)	0.0	3.6	3.7	4.6	5.1
权益收益率 (%)	98.8	23.8	24.5	24.8	24.5
净财务杠杆率 (%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金

来源: 公司及招銀国际研究部

利润表

6月30日 (港币 '000)	FY11A	FY12A	FY13E	FY14E	FY15E
收入	72,047	190,240	257,353	315,520	335,660
设计及实施应用解决方案服务	37,627	49,909	96,400	112,917	110,220
维护应用解决方案服务	31,595	29,104	34,095	41,873	51,209
销售软件	0	70,680	79,267	93,385	109,538
销售硬件及备件	2,825	40,547	47,591	67,344	64,693
销售成本	(27,244)	(56,403)	(87,128)	(105,506)	(109,351)
毛利	44,803	133,837	170,224	210,014	226,309
销售及管理费用	(12,384)	(29,735)	(38,603)	(45,119)	(46,992)
其他营运收入/费用	12	27	37	45	48
息税前收益	32,431	104,129	131,658	164,940	179,364
息税及折旧摊销前收益	32,903	104,835	132,674	166,317	181,157
其他非营运收入/费用	13,389	(4,899)	(6,627)	(8,125)	(8,644)
税前利润	45,820	99,230	125,031	156,814	170,720
所得税	(5,350)	(18,515)	(21,255)	(25,874)	(27,315)
净利润	40,470	80,715	103,776	130,940	143,405

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	FY13E	FY14E	FY15E
非流动资产	19,736	66,373	89,442	109,399	116,069
物业、厂房及设备	1,093	1,502	1,686	1,808	1,611
其他	18,643	64,871	87,756	107,591	114,459
流动资产	66,385	398,208	437,760	522,719	631,080
现金及现金等价物	33,021	203,196	347,943	444,622	570,149
已抵押银行存款	0	0	0	0	0
存货	685	1,554	2,387	2,891	2,996
应收贸易款项	32,679	193,458	87,429	75,206	57,936
其他	0	0	0	0	0
流动负债	45,165	124,767	103,612	103,302	107,664
借债	0	0	0	0	0
应付贸易账款	44,971	106,053	78,296	72,264	74,898
其他	194	18,714	25,316	31,038	32,766
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	423,590	528,815	639,486
股东权益	40,956	339,814	423,590	528,815	639,486

来源：公司资料·招银国际则预测

现金流量表

6月30日 (港币 '000)	FY11A	FY12A	FY13E	FY14E	FY15E
净利润	40,470	80,715	103,776	130,940	143,405
折旧和摊销	472	706	1,016	1,378	1,793
营运资金变动	(9,973)	(131,093)	84,040	11,410	21,527
其他	(8,416)	34,486	0	0	0
经营活动所得现金净额	22,553	(15,186)	188,832	143,728	166,725
购置固定资产	(225)	(1,869)	(1,200)	(1,500)	(1,596)
其他	18	16	(22,885)	(19,835)	(6,868)
投资活动所得现金净额	(207)	(1,853)	(24,085)	(21,335)	(8,463)
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)	(25,714)	(32,735)
融资活动所得现金净额	4,685	187,107	(20,000)	(25,714)	(32,735)
现金增加净额	27,031	170,068	144,747	96,679	125,527
年初现金及现金等价物	5,812	33,021	203,196	347,943	444,622
外汇差额	178	107	0	0	0
年末现金及现金等价物	33,021	203,196	347,943	444,622	570,149

来源：公司资料，招银国际则预测

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	37.5	35.8	32.8
维护应用解决方案服务	43.9	15.3	13.2	13.3	15.3
销售软件	0.0	37.2	30.8	29.6	32.6
销售硬件及备件	3.9	21.3	18.5	21.3	19.3
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	66.1	66.6	67.4
息税及折旧摊销前收益率	45.7	55.1	51.6	52.7	54.0
营业利润率	45.0	54.7	51.2	52.3	53.4
净利润率	56.2	42.4	40.3	41.5	42.7
有效税率	11.7	18.7	17.0	16.5	16.0

增长 (%)

收入增长	195	164	35	23	6
毛利增长	272	199	27	23	8
息税前收益增长	388	221	26	25	9
净利润增长	718	99	29	26	10

资产负债比率

流动比率 (x)	1.5	3.2	4.2	5.1	5.9
速动比率 (x)	1.5	3.2	4.2	5.0	5.8
平均应收账款周转天数	166	371	124	87	63
平均应付账款周转天数	9	10	10	10	10
平均存货周转天数	602	686	328	250	250
现金周期	(428)	(305)	(194)	(153)	(177)
净负债/权益比率 (%)	(81)	(60)	(82)	(84)	(89)

回报率 (%)

资本回报率	98.8	23.8	24.5	24.8	24.5
资产回报率	20.8	47.0	17.4	19.7	20.7

每股数据 (港币)

每股利润	0.084	0.129	0.130	0.164	0.179
每股账面值	0.085	0.545	0.529	0.661	0.799
每股股息	0.000	0.032	0.032	0.041	0.045

来源：公司资料，招银国际则预测

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

本报告期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上责任。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。