

中國城市軌道科技 (8240 HK, HK\$0.88, 目標價: HK\$1.30, 買入) - 北京地鐵蓬勃發展的受益者

- ❖ **專注於北京地鐵系統市場。**北京占 2009-10 年中國地鐵系統投資的最大份額，總共投資 51 個項目，合同金額總數為人民幣 25.5 億。中國城市軌道科技（中城軌）集中發展北京地鐵系統市場，憑藉豐富的項目經驗以及與北京地鐵網絡的良好合作關係，中城軌成為北京地鐵網絡層系統服務最大的供應商。在 2009-2010 年，公司拿到了 12 個北京網絡層級城市軌道交通項目中的 11 個，市場份額占總合同金額的 92%。
- ❖ **相關技術獲得授權。**在公共交通系統領域，中城軌擁有相關的特定技術以滿足客戶群不同的需要。子公司億雅捷香港及億雅捷北京皆獲得澳洲城市軌道系統技術公司 Vix IP 的非獨家及不可轉讓技術授權，以使用 Vix IP 的技術直到 2014 年 7 月。該授權在屆滿後會每 3 年接受評估並商討續期。億雅捷香港的技術授權可讓公司於香港、澳門及臺灣使用 Vix IP 的技術，而億雅捷北京的授權則可讓公司於中國使用 Vix IP 的 ACC 技術。
- ❖ **北京地鐵發展為公司成長的主要動力。**我們估計中城軌增長的主要驅動力為蓬勃發展的北京地鐵市場。北京鐵路的總里程數預計將於 2012-15 年期間增加 288 公里。而北京地鐵線預計也將從 2011 年的 15 條增加至 2015 年的 29 條。我們估計中城軌的系統設計及實施分部將受惠於北京地鐵系統擴建。而系統維護和售後服務的需求也將因應上升，有利於中城軌的系統維護分部。地鐵站的設備，包括智能卡閱讀器的強勁需求，預計也將推動中城軌的硬件和備件銷售。
- ❖ **目前，中城軌的股價為 13 及 14 財年每股預測盈利的 6.8 倍和 5.4 倍。**香港上市同業的市盈率則為 11.9 倍。我們認為北京鐵路基礎設施發展前景亮麗，中城軌的股價應有被重估並縮小和同業估值差距的機會。因其在創業板上市，我們用 13 財年的 10 倍市盈率為中城軌估值，對比於香港主板上市同業的 11.9 倍市盈率有 20% 的折讓。我們的目標價為 1.30 港元，代表著 47.4% 的上升潛力。首次評級買入。
- ❖ **主要風險為業務集中於北京地區及相關技術需 Vix IP 的授權。**

中國城市軌道科技 (8240 HK)

評級	買入
收市價	0.88 港元
目標價	1.30 港元
市值 (港幣百萬)	704
過去 3 月平均交易 (港幣百萬)	1.9
52 周高/低 (港幣)	1.02/0.58
發行股數 (百萬股)	800
主要股東	曹瑋 (60.2%)

來源: 彭博

股價表現

	絕對	相對
1 月	-2.2%	-8.1%
3 月	20.5%	10.3%
6 月	18.9%	2.6%

來源: 彭博

過去一年股價



來源: 彭博

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	257,353	315,520	335,660
淨利潤 (港幣千元)	40,470	80,715	103,776	130,940	143,405
每股收益 (港幣)	0.084	0.129	0.130	0.164	0.179
每股收益變動 (%)	NA	53.9	0.2	26.2	9.5
市盈率(x)	10.5	6.8	6.8	5.4	4.9
市帳率(x)	10.3	1.6	1.7	1.3	1.1
股息率 (%)	0.0	3.6	3.7	4.6	5.1
權益收益率 (%)	98.8	23.8	24.5	24.8	24.5
淨財務杠杆率 (%)	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

利潤表

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) 他們的新酬在過往、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-15%至+15%之間
賣出	: 股價於未來 12 個月的潛在跌幅超過 15%
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責任。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。

本報告基於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 1986 年英國金融服務法案(投資廣告)(豁免)(第 2 號)第 11(3)條 1995 年修正案規定範圍的個人，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。接收本報告之行爲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。