

中國城市軌道科技 (8240 HK, HK\$0.86, 目標價: HK\$1.30, 買入) - 北京軌道交通指揮中心項目帶動增長

- ❖ **贏得第二期北京軌道交通指揮中心項目。**我們拜訪中國城市軌道交通（中城軌）的管理層以瞭解公司13財年上半年（財年6月結）的業績和公司發展前景。公司贏得了第二期北京軌道交通指揮中心項目合同，價值人民幣1.13億元。管理層透露，該項目由兩部分組成：軟件應用和硬件建設，軟、硬件分別佔合同價值約60%及40%。該系統的硬件項目的70%收入已於13財年上半年確認。我們預期所有軟件應用收入以及剩下的硬件項目收入都將於13財年下半年及14財年上半年確認。該項目將顯著提高中城軌的系統設計及實施分部銷售。
- ❖ **系統維護服務，提供經常性收入來源。**第二期北京軌道交通指揮中心項目完成系統整合後將產生經常性的維護收入。計入這個項目，管理層預計每年的系統維護收入總額可以達人民幣六千萬元。系統維護服務的銷售不斷增長，將提供持續的現金流入，亦令公司更不容易受經濟週期影響。
- ❖ **硬件銷售業務產品組合面臨改變。**在12財年，硬件銷售業務的主要收入來自一共八條鐵路線的讀卡器銷售。然而，由於13財年上半年沒有讀卡器銷售，主要硬件銷售來自第二期北京軌道交通指揮中心的硬件項目。在2015年前，每年將有3-4條地鐵新線在北京落成，我們預計讀卡器業務仍會對硬件銷售有貢獻，惟系統集成項目的硬件銷售將佔更大比重。
- ❖ **毛利率下降。**硬件產品結構的變化將影響公司的毛利率。讀卡器業務的毛利率可以達約60%，而系統集成的硬件毛利率只有個位數。產品結構的變化將導致公司的毛利率下降。
- ❖ **我們評估第二期北京軌道交通指揮中心項目的貢獻，並將13和14財年的營收預測分別調升7.8%和5.7%。**惟毛利率有下調壓力，我們削減13和14財年淨利潤預測分別達27.3%和20.3%至港幣7,540萬及1.04億元。我們以中城軌14財年的10倍市盈率為其估值。我們維持目標價在港幣1.30元，並維持買入評級。
- ❖ **主要風險：**中城軌的主要收入來自客戶的招投標，無法確保中標金額。

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	277,341	333,352	337,314
淨利潤 (港幣千元)	40,470	80,715	75,445	104,260	110,000
每股收益 (港幣)	0.084	0.129	0.094	0.130	0.137
每股收益變動 (%)	NA	53.9	-27.1	38.2	5.5
市盈率(x)	10.2	6.6	9.1	6.6	6.3
市帳率(x)	10.1	1.6	1.7	1.4	1.2
股息率 (%)	0.0	3.7	2.7	3.8	4.0
權益收益率 (%)	98.8	23.8	19.1	21.7	21.0
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

中國城市軌道科技 (8240 HK)

評級	買入
收市價	0.86 港元
目標價	1.30 港元
市值 (港幣百萬)	688
過去3月平均交易 (港幣百萬)	1.2
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	-2.3%	2.4%
3月	-1.1%	-3.5%
6月	24.6%	7.9%

來源：彭博

過去一年股價



來源：彭博

利潤表

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-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。