

2013年9月26日

## 睿智投资


 招商銀行全資附屬機構  
 A Wholly Owned Subsidiary Of China Merchants Bank

**中国城市轨道交通科技 (8240 HK, HK\$0.91, 目标价: HK\$1.10, 买入) - 13 财年业绩概要**

- ❖ **13 财年业绩好坏参半。**中国城市轨道交通（中城轨）录得稳定的 13 财年（六月年结）收入增长 33.6% 至港币 2.54 亿。收入增长主要归因于建设北京地铁二期指挥中心的 ACC 和 TCC 系统，这分别带动了设计和实施部门及系统保养部门的收入增长 91% 和 120%。因 13 财年硬件销售部门毛利率急剧下降。整体毛利率从 12 财年的 70.4% 下降到 38.6%。净利润达港币 5,904 万，同比下降 26.9%。13 财年不派股息。
- ❖ **收购京投亿雅捷。**中城轨于 6 月 28 日完成收购联营公司京投亿雅捷的 46% 权益。收购完成后，公司持有京投亿雅捷 90% 的股权。该收购将帮助中城轨垂直整合线路层面和网络层面服务（京投亿雅捷为城轨线路层面系统提供解决方案）。此外，完成收购后，北京基础设施投资有限公司（京投）在中城轨的权益从 9.95% 上升至 24.50%。我们相信中城轨将受益于与京投的战略合作关系，从而提高运营效率及拉动项目合作。
- ❖ **销售硬件产品组合的变化为毛利率下降的主因。**因硬件产品销售组合发生根本性的变化，硬件销售部门的毛利率由 12 财年的 59.1% 大幅下跌至 13 财年的 2.8%。12 财年硬件销售业务收入主要来自闸机读卡器销售（毛利率达 60% 左右）。而 13 财年该分部销售的主要来源为交通指挥中心二期系统的建设（毛利率仅为个位数）。鉴于京投亿雅捷将负责新地铁干线的读卡器业务，及毛利率偏低的交通指挥中心二期系统建设收入已全部入账，我们预计硬件销售业务的毛利率在 14 财年将有显著的改善。
- ❖ **系统维护服务将成为稳定的收入来源。**因系统安装后会产生大量经常性的保养及维护收入，系统维护部门 13 财年录得 120% 的收入增长，毛利率达 84.4%。我们相信目前的项目完成后，将带来维修及保养需求，系统维护收入将稳步增长。
- ❖ **因京投亿雅捷将被并表，我们调高 14 和 15 财年的营收预测分别达 18.8% 和 32.0%。然而，我们调低了毛利率预估，因此稍微上调了 14 和 15 财年的净利润预测仅 0.3% 和 5.0%。因收购后的股权稀释效应，我们分别下调了 14 和 15 财年的每股盈利预测达 15.9% 和 12.0% 至港币 0.110 及港币 0.121 元。我们以中城轨 14 财年的 10 倍市盈率为其估值，并将目标价从港币 1.30 下调至港币 1.10，维持买入评级。**
- ❖ **主要风险：13 财年中城轨的应收账款周转天数攀升至 491 天。**

## 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	254,135	395,935	445,254
净利润 (港币千元)	40,470	80,715	59,042	104,568	115,510
每股收益 (港币)	0.084	0.129	0.074	0.110	0.121
每股收益变动 (%)	NA	53.9	-43.1	48.7	10.5
市盈率 (x)	10.8	7.0	12.3	8.3	7.5
市帐率 (x)	10.7	1.7	1.5	1.5	1.3
股息率 (%)	0.0	3.5	0.0	3.0	3.3
权益收益率 (%)	98.8	23.8	12.1	17.5	18.0
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	0.91 港元
目标价	1.10 港元
市值 (港币百万)	868
过去 3 月平均交易 (港币百万)	1.2
52 周高/低 (港币)	1.02/0.7
发行股数 (百万股)	954.2
主要股东	曹玮 (50.4%)

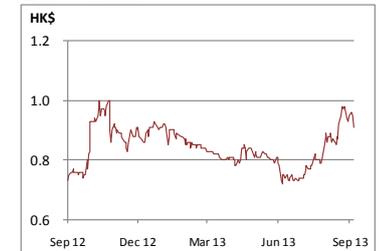
来源: 彭博

## 股价表现

	绝对	相对
1 月	3.4%	-2.0%
3 月	21.3%	6.9%
6 月	9.6%	6.1%

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	FY13A	FY14E	FY15E
<b>收入</b>	<b>72,047</b>	<b>190,240</b>	<b>254,135</b>	<b>395,935</b>	<b>445,254</b>
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
<b>销售成本</b>	<b>(27,244)</b>	<b>(56,403)</b>	<b>(155,992)</b>	<b>(222,569)</b>	<b>(252,429)</b>
<b>毛利</b>	<b>44,803</b>	<b>133,837</b>	<b>98,143</b>	<b>173,365</b>	<b>192,826</b>
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
<b>息税前收益</b>	<b>32,431</b>	<b>104,129</b>	<b>67,510</b>	<b>129,783</b>	<b>143,402</b>
<b>息税及折旧摊销前收益</b>	<b>32,876</b>	<b>117,760</b>	<b>74,895</b>	<b>142,368</b>	<b>157,804</b>
其他非营运收入/费用	13,365	(4,957)	5,165	0	0
<b>税前利润</b>	<b>45,820</b>	<b>99,230</b>	<b>72,675</b>	<b>129,888</b>	<b>143,526</b>
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)
<b>净利润</b>	<b>40,470</b>	<b>80,715</b>	<b>59,042</b>	<b>104,568</b>	<b>115,510</b>

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	FY13A	FY14E	FY15E
<b>非流动资产</b>	<b>19,736</b>	<b>66,373</b>	<b>133,303</b>	<b>172,850</b>	<b>185,362</b>
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
<b>流动资产</b>	<b>66,385</b>	<b>398,208</b>	<b>559,275</b>	<b>656,776</b>	<b>750,173</b>
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
<b>流动负债</b>	<b>45,165</b>	<b>124,767</b>	<b>198,115</b>	<b>227,192</b>	<b>242,550</b>
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
<b>非流动负债</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>5,111</b>	<b>5,111</b>	<b>5,111</b>
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
<b>净资产总值</b>	<b>40,956</b>	<b>339,814</b>	<b>483,255</b>	<b>587,823</b>	<b>677,191</b>
<b>股东权益</b>	<b>40,956</b>	<b>339,814</b>	<b>483,255</b>	<b>587,823</b>	<b>677,191</b>

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	FY13A	FY14E	FY15E
<b>营业利润</b>	<b>32,431</b>	<b>104,129</b>	<b>67,510</b>	<b>129,783</b>	<b>143,402</b>
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
<b>经营活动所得现金净额</b>	<b>22,553</b>	<b>(15,186)</b>	<b>(18,771)</b>	<b>61,695</b>	<b>118,120</b>
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)
<b>投资活动所得现金净额</b>	<b>(207)</b>	<b>(1,853)</b>	<b>(72,692)</b>	<b>(50,159)</b>	<b>(26,228)</b>
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)
<b>融资活动所得现金净额</b>	<b>4,685</b>	<b>187,107</b>	<b>95,506</b>	<b>3,402</b>	<b>(24,962)</b>
<b>现金增加净额</b>	<b>27,031</b>	<b>170,068</b>	<b>4,043</b>	<b>14,937</b>	<b>66,930</b>
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
<b>年末现金及现金等价物</b>	<b>33,021</b>	<b>203,196</b>	<b>207,239</b>	<b>220,236</b>	<b>284,987</b>

来源：公司资料·招銀国际预测

**主要比率**

6月30日	FY11A	FY12A	FY13A	FY14E	FY15E
<b>销售组合 (%)</b>					
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
<b>总和</b>	<b>100.0</b>	<b>100.0</b>	<b>100.0</b>	<b>100.0</b>	<b>100.0</b>

**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

**增长 (%)**

收入增长	195	164	34	56	12
毛利增长	272	199	(27)	77	11
息税前收益增长	388	221	(35)	92	10
净利润增长	718	99	(27)	77	10

**资产负债比率**

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)

**回报率 (%)**

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

**每股数据 (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。

### 招銀证券投资评级

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-10%至+15%之间
卖出	: 股价于未来 12 个月的潜在跌幅超过 10%
未评级	: 招銀国际并未给予投资评级

### 招銀国际证券有限公司

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

招銀国际证券有限公司(“招銀证券”)为招銀国际金融有限公司之全资附属公司(招銀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。报告所载资料可能不适合所有投资者。招銀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。招銀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。

本报告包含的任何资讯由招銀证券编写, 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资料。报告中的资讯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。任何使用本报告资讯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资讯, 我们力求但不担保这些资讯的准确性、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。招銀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资讯, 请与我们联络。

对于接收此份报告的英国投资者

本报告仅提供给符合(I)2000年英国不时修订之金融服务及市场法令 2005年(金融推广)令(“金融服务令”)第 19(5)条之人士及(II)属金融服务令第 49(2)(a)至(d)条(高净值公司或非公司社团等)之机构人士, 未经招銀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商投资者

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。