



Company Report: China U-Ton Holdings (06168 HK)

公司报告: 中国优通 (06168 HK)

中文版

Chinese version

Gary Wong 黄家玮

+852 2509 2616

gary.wong@gtjas.com.hk

8 April 2015

Growth is Slowing, Downgrade to “Accumulate”
增长放慢, 下调至“收集”

Rating:

Accumulate

Downgraded

评级:

收集 (下调)

6-18m TP 目标价:

HK\$1.42

Revised from 原目标价:

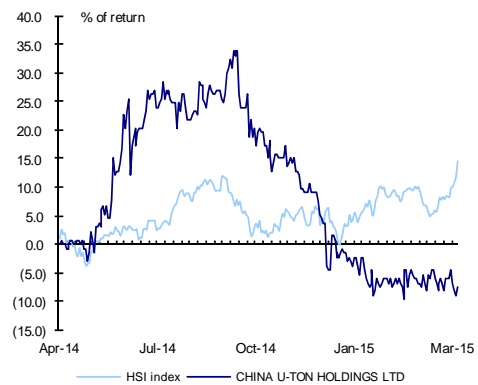
HK\$2.25

Share price 股价:

HK\$1.230

Stock performance

股价表现



Change in Share Price

股价变动

1 M

1 个月

3 M

3 个月

1 Y

1 年

Abs. %

绝对变动 %

(0.8)

(5.4)

(7.5)

Rel. % to HS index

相对恒指变动 %

(5.7)

(14.0)

(22.4)

Avg. share price(HK\$)

平均股价 (港元)

1.2

1.2

1.4

Source: Bloomberg, Guotai Junan International.

- China-Uton (06168 HK) 2014 revenue increased 35.4% YoY to RMB511 million. Net profit decreased 12.4% YoY to RMB75 million. **Results below expectation, due to higher than expected decrease in gross margin, which was down 7.4 ppts YoY to 31.7%.** As at 31 Dec 2014, the Company had RMB32 million of net cash.
- Deployment services revenue was up 22.4% YoY to RMB377 million, gross margin dropped 5.5 ppts to 33.9%. **Of which revenue from deployment services with traditional method increased 40.5% YoY to RMB311 million, gross margin down 7.5 ppts YoY to 29.4%.** Although gross margin decreased substantially, further drop should be limited with an expected 30% bottom line of gross margin of new projects. Low-voltage integration services revenue increased 67.1% YoY to RMB104 million, performance was better than expected. However, further growth is limited with high market competition.
- Revise down EPS estimates of FY15-16 by 44.6% and 43.6% respectively to RMB0.056 and RMB0.070, and initiate EPS estimate of FY17 at RMB0.083. **Lower the TP to HKD1.42 with lower than expected result, representing 20.5x/16.4x/13.9x FY15/16/17 PER. Downgrade to "Accumulate".**
- 中国优通控股(06168 HK)2014 年收入同比增 35.4%至 5.11 亿元(人民币, 下同)。纯利同比跌 12.4%至 75 百万元。**业绩低于预期。主要因为毛利率的下跌大于预期(同比跌 7.4 个百分点至 31.7%)。**截至 2014 年 12 月 31 日, 公司持 32 百万元的净现金。
- 布放收入同比增 22.4%至 3.77 亿元, 毛利率同比跌 5.5 个百分点至 33.9%。**使用传统布放法的收入同比增 40.5%至 3.11 亿元, 毛利率同比跌 7.5 个百分点至 29.4%。**虽然毛利率大跌, 但进一步下跌有限, 因预计新项目最低可接受的毛利率为 30%。弱电集成收入同比增 67.1%至 1.04 亿元。业绩好于预期。但是, 高度竞争的市场将限制收入进一步增长。
- 调低 15-16 年每股盈利预测 44.6%及 43.6%至 0.056 及 0.070 元, 及首次提供 17 年每股盈利预测 0.083 元。**因业绩差于预期, 调低公司目标价至 1.42 港元, 对应 20.5/16.4/13.9 倍 15/16/17 年预期市盈率。下调至“收集”。**

Year End 年结 12/31	Turnover 收入 (RMB m)	Net Profit 股东净利 (RMB m)	EPS 每股净利 (RMB)	EPS 每股净利变动 (Δ%)	PER 市盈率 (x)	BPS 每股净资产 (RMB)	PBR 市净率 (x)	DPS 每股股息 (RMB)	Yield 股息率 (%)	ROE 净资产收益率 (%)
2013A	378	85	0.051	15.4	18.6	0.238	4.0	0.000	0.0	24.3
2014A	511	75	0.044	(13.9)	22.3	0.329	3.0	0.008	0.8	15.5
2015F	661	98	0.056	28.5	17.3	0.371	2.6	0.008	0.9	16.2
2016F	822	122	0.070	24.7	13.9	0.432	2.3	0.011	1.1	17.4
2017F	978	144	0.083	17.9	11.8	0.503	1.9	0.012	1.3	17.7

Shares in issue (m) 总股数 (m)	1,742.5	Major shareholder 大股东	Bright Warm Limited 52.5%
Market cap. (HK\$ m) 市值 (HK\$ m)	2,108.4	Free float (%) 自由流通比率 (%)	47.5
3 month average vol. 3 个月平均成交股数 ('000)	923.1	FY15 Net gearing (%) FY15 净负债/股东资金 (%)	20.2
52 Weeks high/low (HK\$) 52 周高/低	1.800 / 1.110	FY14-17 EPS CAGR 14-17 年每股盈利年增率 (%)	23.4

Source: the Company, Guotai Junan International.

2014年纯利同比跌12.4%至人民币75百万元，业绩低于预期。中国优通控股（06168 HK）2014年收入同比增35.4%至人民币5.11亿元。纯利同比跌12.4%至人民币75百万元。业绩低于预期，主要因为毛利率的下跌大于预期（同比跌7.4个百分点至31.7%）。公司称如此大幅的下跌主要是由于1）使用传统布放法的项目复杂程度不如2013年，及2）更多项目处于初始阶段，未达到确认毛利的标准。管理费用同比升49%至人民币51百万元。截至2014年12月31日，贸易应收款项同比跌38%至人民币1.43亿元，应收客户合约款项同比增100%至人民币5.10亿元。公司持人民币32百万元的净现金。

图 1: 分部收入

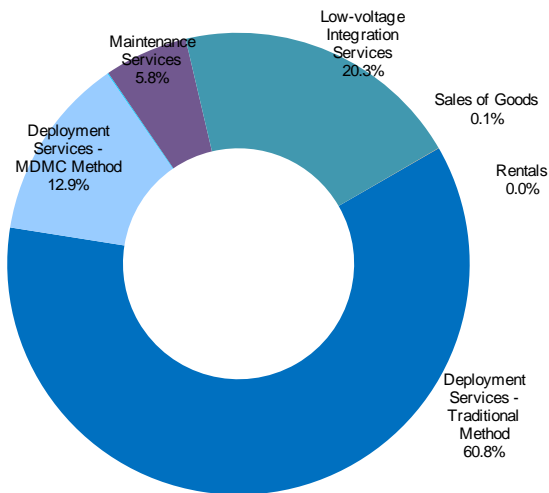
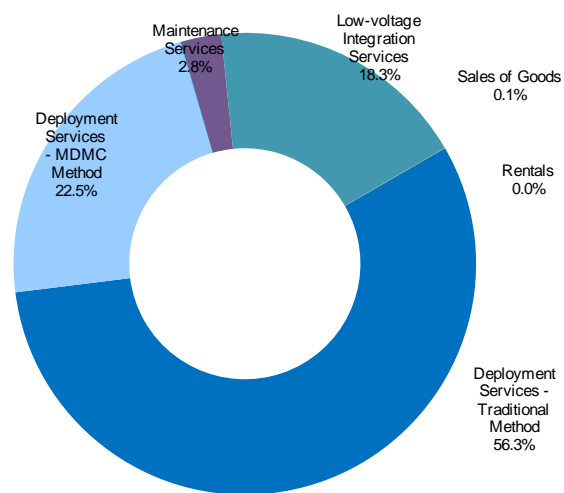


图 2: 分部毛利



资料来源：公司。

资料来源：公司。

布放收入同比增22.4%至人民币3.77亿元，毛利率同比跌5.5个百分点至33.9%。年内公司继续扩张至重庆和贵州等西部地区。由于这些地区对价格的敏感性高于东部地区，他们倾向于选择传统布放法，价格上一般比微管微缆布放法低20%-30%。随着竞争加剧，传统布放法的毛利率同比跌7.5个百分点至29.4%，首次低于30%。我们认为30%是公司接受一个新项目的底线，并预计传统布放法毛利率进一步下跌的可能性不大。使用微管微缆布放法的收入同比跌24.1%，但毛利率提升了9.4个百分点。我们认为这要归功于微管微缆布放法的协商招标性质（传统布放法则是公开招标），使公司在项目所有者面前拥有更多协商权，并且毛利率可得到维持甚至提高。此外，随着越来越多的城市开始选择微管微缆布放法来替代传统布放法（完成更快且可大为减少建设期间的干扰），收入应可回复增长。不过，在长期内，由于竞争越来越激烈，我们预计分部毛利率将从55.2%跌至45%-50%。

弱电集成收入同比增67.1%至人民币1.04亿元，毛利率同比跌9.4个百分点至28.5%。该分部业绩好于预期。我们原本预期该分部将被出售，因为它与其它分部的协同效应较低，而且弱电集成市场高度竞争。虽然毛利率同比跌9.4至28.5%，但并未远低于整体毛利率，而且该分部贡献了约1/5的公司总毛利。我们认为公司或许保留该业务作为收入和利润的稳定器。然而，由于弱电集成市场的高度竞争性质，该业务收入和毛利率在现有水平上增长的难度相当大。

表 1: 分部业绩汇总

人民币千元	2014年收入	2013年收入	同比	2014年毛利率	2013年毛利率	同比
布放服务						
-传统布放法	311,208	221,524	+40.5%	29.4%	36.9%	-7.5百分点
-微管微缆布放法	65,926	86,831	-24.1%	55.2%	45.8%	+9.4百分点
销售货品	388	931	-58.4%	25.8%	49.0%	-23.2百分点
维修服务	29,884	6,012	+397.0%	15.4%	34.4%	-19.0百分点
弱电集成服务	104,001	62,227	+67.1%	28.5%	37.9%	-9.4百分点
租金收入	65	94	-30.9%	71.0%	68.1%	-2.9百分点
合计	511,472	377,619	+35.4%	31.7%	39.1%	-7.4百分点

资料来源: 公司。

调低公司目标价至**1.42港元**, 下调至“收集”。调低2015-2016年每股盈利预测44.6%及43.6%至人民币0.056元及人民币0.070元, 及首次提供2017年每股盈利预测人民币0.083元。公司在未来3年内将可受益于3G网络升级和4G网络建设潮, 但由于市场的高度竞争性质, 毛利率压力将继续成为关注点。再者, 旺盛的营运资本需求或推动进一步股权融资(去年9月已经配售62.5百万股新股), 可能出现摊薄效应。因业绩差于预期, 调低公司目标价至**1.42港元**, 对应20.5/16.4/13.9倍2015/2016/2017年预期市盈率。下调至“收集”。

财务报表和比率

损益表					
Year end Dec (RMB'000)	2013A	2014A	2015F	2016F	2017F
Revenue	377,619	511,472	660,790	821,661	978,309
Cost of sales	(230,004)	(349,324)	(451,181)	(563,404)	(672,100)
Gross profit	147,615	162,148	209,609	258,258	306,210
Other incomes	2,399	2,606	3,023	3,476	3,998
Selling and distribution costs	(7,695)	(10,169)	(12,711)	(15,889)	(19,861)
Administrative expenses	(34,429)	(51,149)	(64,448)	(77,982)	(91,239)
Other expenses	0	(2,720)	(3,291)	(3,982)	(4,819)
Operating profit	107,890	98,154	132,182	163,881	194,289
Finance income/costs, net	(6,117)	(9,882)	(16,953)	(21,565)	(27,348)
Profit before tax	101,773	89,191	116,608	144,039	169,009
Income Tax	(12,490)	(13,078)	(17,050)	(20,043)	(22,896)
Profit after Tax	89,283	76,113	99,558	123,995	146,113
Net profit	85,234	74,695	97,856	122,038	143,862
Minority interests	4,049	1,418	1,702	1,957	2,250
EPS (RMB)	0.051	0.044	0.056	0.070	0.083
DPS (RMB)	0.000	0.008	0.008	0.011	0.012

现金流量表					
Year end Dec (RMB'000)	2013A	2014A	2015F	2016F	2017F
Profit before tax	101,773	89,191	116,608	144,039	169,009
Depreciation and amortization	4,133	5,531	6,532	8,143	10,060
Change in working capital	(70,445)	(163,503)	(236,565)	(55,502)	(76,337)
Other operating activities	(3,132)	(2,376)	(2,617)	(1,483)	878
Net cash from operating	32,328	(71,157)	(116,042)	95,197	103,610
Purchase of PPE & intangible assets	(16,945)	(12,710)	(18,006)	(25,807)	(31,762)
Other investing activities	(11,057)	(36,205)	(5,077)	(5,839)	(6,714)
Net cash used in investment	(28,002)	(48,915)	(23,083)	(31,645)	(38,477)
Stock issuance	0	100,000	0	0	0
Issuance/(repayment) of debts	30,935	44,569	59,650	55,902	67,243
Dividends paid	0	0	(11,204)	(14,678)	(18,306)
Other financing activities	(3,853)	(18,627)	(12,372)	(21,565)	(27,348)
Net cash used in financing	27,082	125,942	36,074	19,659	21,589
Net increase in cash	31,408	5,870	(103,051)	83,210	86,722
Cash equivalents at beginning of year	130,300	161,708	167,578	64,527	147,737
Cash equivalents at end of the year	161,708	167,578	64,527	147,737	234,459

资料来源: 公司、国泰君安国际。

资产负债表					
Year end Dec (RMB'000)	2013A	2014A	2015F	2016F	2017F
Property, plant and equipment	21,870	27,603	30,956	38,523	46,985
Goodwill	34,080	36,423	36,423	36,423	36,423
Intangible assets	86	3,186	3,664	4,213	4,846
Other non-current assets	13,996	24,530	27,060	30,058	33,538
Total non-current assets	70,032	91,742	98,103	109,217	121,791
Trade and other receivables	155,601	142,657	178,321	206,853	237,881
Inventories	3,377	4,820	5,543	6,374	7,331
Due from customer for contract	254,466	509,514	792,948	911,890	1,048,674
Cash and equivalents	161,708	167,578	64,527	147,737	234,459
Other current assets	47,751	103,315	113,544	130,576	150,162
Total current assets	622,903	927,884	1,154,883	1,403,430	1,678,506
Total assets	692,936	1,019,626	1,252,987	1,512,647	1,800,297
Trade and other payables	173,913	290,008	374,569	467,737	557,976
Due to related parties	4,164	0	0	0	0
Short-term borrowings	83,398	92,280	138,420	166,104	191,020
Other current liabilities	17,747	30,399	25,057	27,608	30,422
Total current liabilities	279,222	412,687	538,046	661,448	779,418
Long-term borrowings	7,240	35,273	56,437	84,655	126,983
Other non-current liabilities	6,454	9,793	11,752	14,102	16,922
Total non-current liabilities	13,694	45,066	68,188	98,757	143,905
Share capital	136,982	143,139	143,139	143,139	143,139
Reserves	251,703	405,981	489,159	592,891	715,174
Minority interests	11,335	12,753	14,455	16,411	18,662
Total equity	400,020	561,873	646,752	752,442	876,975
Total liabilities and equity	692,936	1,019,626	1,252,987	1,512,647	1,800,297
BPS (RMB)	0.238	0.329	0.371	0.432	0.503

财务比率					
	2013A	2014A	2015F	2016F	2017F
Gross margin (%)	39.1	31.7	31.7	31.4	31.3
Operating margin (%)	28.6	19.2	20.0	19.9	19.9
Net margin (%)	22.6	14.6	14.8	14.9	14.7
ROA (%)	14.9	8.7	8.6	8.8	8.7
ROE (%)	24.3	15.5	16.2	17.4	17.7
Net gearing ratio (%)	Net Cash	Net Cash	20.2	13.7	9.5

个股评级标准

参考基准: 香港恒生指数

评级区间: 6至18个月

评级	相对表现
买入	超过 15% 或公司、行业基本面良好
收集	5% 至 15% 或公司、行业基本面良好
中性	-5% 至 5% 或公司、行业基本面中性
减持	-15% 至 -5% 或公司、行业基本面不理想
卖出	小于-15% 或公司、行业基本面不理想

行业评级标准

参考基准: 香港恒生指数

评级区间: 6至18个月

评级	相对表现
跑赢大市	超过 5% 或行业基本面良好
中性	-5% 至 5% 或行业基本面中性
跑输大市	小于-5% 或行业基本面不理想

利益披露事项

- (1) 分析员或其有联系者并未担任本研究报告所评论的发行人的高级人员。
- (2) 分析员或其有联系者并未持有本研究报告所评论的发行人的任何财务权益。
- (3) 除山东晨鸣纸业集团股份有限公司-H股(01812)、中国全通(控股)有限公司(00633)、广深铁路股份有限公司-H股(00525)、国泰君安国际控股有限公司(01788)及滨海投资有限公司(02886)外, 国泰君安或其集团公司并未持有本研究报告所评论的发行人的市场资本值1%或以上的财务权益。
- (4) 国泰君安或其集团公司在现在或过去12个月内有与本研究报告所评论的发行人存在投资银行业务的关系。

免责声明

本研究报告内容既不代表国泰君安证券(香港)有限公司 (“国泰君安”)的推荐意见也并不构成所涉及的个别股票的买卖或交易之要约。国泰君安或其集团公司有可能会与本报告涉及的公司洽谈投资银行业务或其它业务(例如:配售代理、牵头经辨人、保荐人、包销商或从事自营投资于该股票)。

国泰君安的销售员, 交易员和其它专业人员可能会向国泰君安的客户提供与本研究部中的观点截然相反的口头或书面市场评论或交易策略。国泰君安集团的资产管理部和投资业务部可能会做出与本报告的推荐或表达的意见不一致的投资决策。

报告中的资料力求准确可靠, 但国泰君安并不对该等数据的准确性和完整性作出任何承诺。报告中可能存在的一些基于对未来政治和经济的某些主观假定和判断而做出预见性陈述, 因此可能具有不确定性。投资者应明白及理解投资证券及投资产品之目的, 及当中的风险。在决定投资前, 如有需要, 投资者务必向其各自专业人士咨询并谨慎抉择。

本研究报告并非针对或意图向任何属于任何管辖范围的市民或居民或身处于任何管辖范围的人士或实体发布或供其使用, 而此等发布, 公布, 可供使用 情况或使用会违反适用的法律或规例, 或会令国泰君安或其集团公司在此等管辖范围内受制于任何注册或领牌规定。

© 2015 国泰君安证券(香港)有限公司 版权所有, 不得翻印
 香港中环皇后大道中181号新纪元广场低座27楼
 电话 (852) 2509-9118 传真(852) 2509-7793
 网址: www.gtja.com.hk