

首程控股

中国基础设施管理和和服务领域的业务先锋



孙元祺 分析员
 不动产与空间服务
 SAC 执证编号: S0080521050008
 SFC CE Ref: BOW951
 yuanqi.sun@cicc.com.cn



张文杰 分析员
 交运物流及出行
 SAC 执证编号: S0080520120003
 SFC CE Ref: BRC259
 wenjie.zhang@cicc.com.cn

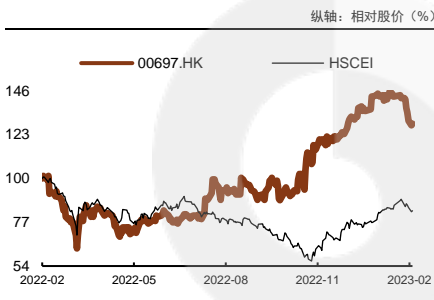


裴佳敏 联系人
 不动产与空间服务
 SAC 执证编号: S0080121060144
 SFC CE Ref: BRY581
 jiamin.pei@cicc.com.cn

首次覆盖跑赢行业

| 股票代码 | 股票评级 | 目标价 |
|----------|--------|---------|
| 00697.HK | * 跑赢行业 | 港币 2.50 |

| | |
|-------------|--------------|
| 股票代码 | 00697.HK |
| 最新收盘价 | 港币 1.71 |
| 52 周最高价/最低价 | 港币 1.97-0.83 |
| 总市值(亿) | 港币 128.7 |



| (港币 百万) | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E |
|-----------|---------|-------|-------|-------|
| 营业收入 | 1,195 | 1,720 | 2,705 | 3,354 |
| 增速 | 69.3% | 44.0% | 57.2% | 24.0% |
| 归属母公司净利润 | -1,095 | 772 | 1,129 | 1,353 |
| 增速 | -266.3% | N.M. | 46.2% | 19.9% |
| 扣非后净利润 | 520 | 772 | 1,129 | 1,353 |
| 增速 | -21.1% | 48.5% | 46.2% | 19.9% |
| 每股净利润 | -0.15 | 0.11 | 0.16 | 0.19 |
| 每股净资产 | 1.41 | 1.40 | 1.50 | 1.59 |
| 每股股利 | 0.10 | 0.06 | 0.09 | 0.11 |
| 每股经营现金流 | -0.11 | 0.01 | 0.10 | 0.13 |
| 市盈率 | N.M. | 16.1 | 11.0 | 9.2 |
| 市净率 | 1.2 | 1.2 | 1.1 | 1.1 |
| EV/EBITDA | 14.0 | 10.3 | 7.7 | 6.6 |
| 股息收益率 | 5.4% | 3.6% | 5.3% | 6.3% |
| 平均总资产收益率 | -8.0% | 5.7% | 8.0% | 8.8% |
| 平均净资产收益率 | -10.0% | 7.6% | 10.7% | 12.1% |

资料来源: Wind, 彭博资讯, 公司公告, 中金公司研究部

更多作者及其他信息请见文末披露页

首次覆盖

投资亮点

首次覆盖首程控股(00697)给予跑赢行业评级,目标价 2.50 港元,基于 2023E 16x P/E。首程控股有限公司为首钢集团旗下的香港上市公司,自 2016 年业务转型以来,正逐步成为中国领先的基础设施管理和服务商。理由如下:

- ▶ **商业模式具有稀缺性。**公司自 2016 年开始进行“轻资产”业务转型,从停车资产管理业务切入,逐渐形成了广义基础设施领域运营管理和资产融通等全链条服务能力,致力于长期提升基础设施价值。尤其自 2021 年中国公募 REITs 试点以来,进一步丰富了公司的业务场景,使得公司商业模式更趋完整。从目前中国广义不动产领域上市公司来看,我们认为公司的业务架构和发展模式都具有较高的稀缺性。
- ▶ **公司具备领先的运营管理经验以及高效的资源整合能力。**公司在停车以及园区等基础设施资产管理中积累了较强的运营管理能力,并运用科技手段持续提升运营效能,在国内相关领域中处于领先地位。此外,公司在转型过程中,陆续引入产业与财务战略投资者,(如首钢集团、日本欧力士集团(IX.N)、香港(中国)新创建集团(0659.HK)、厚朴投资以及北京国管等),我们认为未来在产业资源端有进一步协同的空间。
- ▶ **我们认为公司将进入新一轮快速发展周期。**首先,我们认为公司以停车场经营为代表的基础设施业务有望在疫情缓和以及宏观经济复苏的大背景下重回发展通道,相关领域的服务机会拓展将明显提速。其次,我们认为公募 REITs 在 2023 年的进一步加速发展也将为公司在相关领域的产融业务提供更为充沛的增长空间,且长期看我们认为该领域布局将持续深化。

我们与市场的最大不同?我们认为市场还未充分认知到公司商业模式的独特性和长期潜在的稳定增长空间。

潜在催化剂: 2023 年停车业务增长超预期,基金募集规模持续提升。

盈利预测与估值

我们预计公司 2022~2024 年 EPS 分别为 0.11 港元、0.16 港元、0.19 港元,CAGR 为 32.4%。首次覆盖首程控股(00697)给予跑赢行业评级,目标价 2.50 港元(基于 2023E 16x P/E),较当前股价有 46.2% 上涨空间。当前股价交易于 2023E 11.0 倍 P/E 及 2024E 9.2 倍 P/E。

风险

停车资产管理业务拓展速度不及预期;停车资产管理业务坏账风险;未来基金管理规模增长具有不确定性;公募 REITs 相关业务发展不及预期。

财务报表和主要财务比率

| 财务报表 (百万港元) | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E | 主要财务比率 | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E |
|--------------|--------|--------|--------|--------|--------------|---------|-------|-------|-------|
| 利润表 | | | | | 成长能力 | | | | |
| 营业收入 | 1,195 | 1,720 | 2,705 | 3,354 | 营业收入 | 69.3% | 44.0% | 57.2% | 24.0% |
| 营业成本 | -648 | -784 | -1,410 | -1,835 | 营业利润 | 820.4% | 70.1% | 38.9% | 17.5% |
| 营业费用 | 0 | 0 | 0 | 0 | EBITDA | 238.7% | 45.6% | 31.2% | 14.6% |
| 管理费用 | -343 | -494 | -777 | -963 | 净利润 | -266.3% | N.M. | 46.2% | 19.9% |
| 其他 | 0 | 0 | 0 | 0 | 扣非后净利润 | -21.1% | 48.5% | 46.2% | 19.9% |
| 营业利润 | 569 | 968 | 1,344 | 1,580 | 盈利能力 | | | | |
| 财务费用 | -74 | -111 | -112 | -115 | 毛利率 | 45.8% | 54.4% | 47.9% | 45.3% |
| 其他利润 | -1,615 | 0 | 0 | 0 | 营业利润率 | 47.6% | 56.2% | 49.7% | 47.1% |
| 利润总额 | -989 | 1,046 | 1,530 | 1,834 | EBITDA 利润率 | 66.8% | 67.5% | 56.3% | 52.1% |
| 所得税 | -124 | -262 | -382 | -458 | 净利润率 | -91.7% | 44.9% | 41.7% | 40.3% |
| 少数股东损益 | 18 | -13 | -19 | -22 | 扣非后净利润率 | 43.5% | 44.9% | 41.7% | 40.3% |
| 归属母公司净利润 | -1,095 | 772 | 1,129 | 1,353 | 偿债能力 | | | | |
| EBITDA | 798 | 1,162 | 1,524 | 1,747 | 流动比率 | 8.04 | 7.32 | 4.88 | 4.15 |
| 扣非后净利润 | 520 | 772 | 1,129 | 1,353 | 速动比率 | 8.04 | 7.32 | 4.88 | 4.15 |
| 资产负债表 | | | | | 现金比率 | 2.55 | 1.72 | 1.23 | 1.11 |
| 货币资金 | 2,573 | 1,862 | 2,210 | 2,520 | 资产负债率 | 23.6% | 23.4% | 25.7% | 26.4% |
| 应收账款及票据 | 398 | 910 | 1,431 | 1,774 | 净债务资本比率 | 净现金 | 净现金 | 净现金 | 净现金 |
| 存货 | 0 | 0 | 0 | 0 | 回报率分析 | | | | |
| 其他流动资产 | 5,135 | 5,135 | 5,135 | 5,135 | 总资产收益率 | -8.0% | 5.7% | 8.0% | 8.8% |
| 流动资产合计 | 8,106 | 7,907 | 8,775 | 9,428 | 净资产收益率 | -10.0% | 7.6% | 10.7% | 12.1% |
| 固定资产及在建工程 | 36 | 31 | 28 | 25 | 每股指标 | | | | |
| 无形资产及其他长期资产 | 5,240 | 5,528 | 5,992 | 6,441 | 每股净利润 (港元) | -0.15 | 0.11 | 0.16 | 0.19 |
| 非流动资产合计 | 5,276 | 5,559 | 6,020 | 6,466 | 每股净资产 (港元) | 1.41 | 1.40 | 1.50 | 1.59 |
| 资产合计 | 13,382 | 13,466 | 14,795 | 15,894 | 每股股利 (港元) | 0.10 | 0.06 | 0.09 | 0.11 |
| 短期借款 | 179 | 179 | 269 | 313 | 每股经营现金流 (港元) | -0.11 | 0.01 | 0.10 | 0.13 |
| 应付账款 | 629 | 687 | 1,235 | 1,607 | 估值分析 | | | | |
| 其他流动负债 | 200 | 215 | 296 | 353 | 市盈率 | N.M. | 16.1 | 11.0 | 9.2 |
| 流动负债合计 | 1,008 | 1,080 | 1,800 | 2,273 | 市净率 | 1.2 | 1.2 | 1.1 | 1.1 |
| 长期借款 | 574 | 651 | 713 | 763 | EV/EBITDA | 14.0 | 10.3 | 7.7 | 6.6 |
| 其他非流动负债 | 1,572 | 1,421 | 1,285 | 1,162 | 股息收益率 | 5.4% | 3.6% | 5.3% | 6.3% |
| 非流动负债合计 | 2,146 | 2,072 | 1,998 | 1,925 | | | | | |
| 负债合计 | 3,154 | 3,152 | 3,797 | 4,198 | | | | | |
| 股本 | 12,547 | 12,547 | 12,547 | 12,547 | | | | | |
| 未分配利润 | -2,406 | -2,334 | -1,669 | -993 | | | | | |
| 归母所有者权益 | 10,141 | 10,213 | 10,878 | 11,554 | | | | | |
| 少数股东权益 | 88 | 101 | 119 | 142 | | | | | |
| 负债及股东权益合计 | 13,382 | 13,466 | 14,795 | 15,894 | | | | | |
| 现金流量表 | | | | | | | | | |
| 税前利润 | -989 | 1,046 | 1,530 | 1,834 | | | | | |
| 折旧和摊销 | 229 | 194 | 180 | 167 | | | | | |
| 营运资本变动 | -1,042 | -642 | -171 | -108 | | | | | |
| 其他 | 1,019 | -561 | -792 | -942 | | | | | |
| 经营活动现金流 | -783 | 37 | 747 | 952 | | | | | |
| 资本开支 | -2 | -2 | -2 | -2 | | | | | |
| 其他 | -106 | 67 | 70 | 75 | | | | | |
| 投资活动现金流 | -108 | 64 | 68 | 73 | | | | | |
| 股权融资 | 419 | 0 | 0 | 0 | | | | | |
| 银行借款 | 233 | -112 | -4 | -38 | | | | | |
| 其他 | -956 | -700 | -463 | -677 | | | | | |
| 筹资活动现金流 | -304 | -812 | -467 | -715 | | | | | |
| 汇率变动对现金的影响 | 30 | 0 | 0 | 0 | | | | | |
| 现金净增加额 | -1,195 | -712 | 348 | 310 | | | | | |

资料来源: 公司公告, 中金公司研究部

公司简介

首程控股有限公司为首钢集团旗下的香港上市公司, 自 2017 年以来, 公司进行全面战略转型, 推动钢铁加工、矿物开采等旧业务剥离或重组, 并引入欧力士集团、新创建集团、厚朴投资等多个战略投资者, 聚焦中国基础设施不动产基金管理及中国停车资产管理业务。截至 2021 年末, 公司在管基金规模超过 500 亿元, 签约车位数已超过 20 万个。

目录

| | |
|---|-----------|
| 公司概况：“轻资产”业务转型，驶入基础设施不动产管理蓝海 | 5 |
| 华丽转身，“轻资产”业务转型初显成效..... | 5 |
| 优质股东助力公司战略发展..... | 7 |
| 科技运营赋能，停车资产管理的领跑者 | 9 |
| 停车行业方兴未艾..... | 9 |
| 深耕运营，国内停车资产管理行业的先行者..... | 12 |
| 围绕公募 REITs 打造资产提升与管理全链条服务 | 16 |
| 借公募 REITs 东风，践行“产业+基金”新模式..... | 16 |
| 布局六大资产领域，重点聚焦停车、产业园及绿色环保资产管理..... | 17 |
| 盈利预测与估值 | 21 |
| 盈利预测..... | 21 |
| 估值..... | 24 |
| 投资风险 | 26 |

图表

| | |
|---------------------------------|----|
| 图表 1：公司发展历程..... | 5 |
| 图表 2：首程控股公司架构..... | 6 |
| 图表 3：首程控股 2019-2021 主营收入情况..... | 6 |
| 图表 4：近三年（2019-2021）停车板块收入..... | 7 |
| 图表 5：近三年（2019-2021）基金管理收入..... | 7 |
| 图表 6：首程控股最新股东结构..... | 7 |
| 图表 7：北京国管业务领域..... | 8 |
| 图表 8：北京国管与首程控股未来潜在合作构想..... | 8 |
| 图表 9：全国汽车保有量..... | 9 |
| 图表 10：部分省市停车位缺口统计..... | 10 |
| 图表 11：中国智慧停车行业规模..... | 10 |
| 图表 12：部分停车行业政策..... | 10 |
| 图表 13：中国智慧停车产业链..... | 11 |
| 图表 14：首程控股停车业务发展历程..... | 12 |
| 图表 15：公司停车业务布局（截至 2022 年末）..... | 13 |
| 图表 16：首程控股停车管理项目矩阵..... | 14 |
| 图表 17：首程控股驿停车运营体系..... | 15 |
| 图表 18：SONIC 智能平台..... | 15 |
| 图表 19：SONIC 运营实例..... | 15 |
| 图表 20：C-REITs 市场概况..... | 16 |
| 图表 21：C-REITs 加权总回报指数..... | 17 |
| 图表 22：基金管理业务布局六大板块..... | 17 |
| 图表 23：全生命周期资产管理闭环..... | 18 |
| 图表 24：六工汇项目实景图..... | 18 |

| | |
|---|----|
| 图表 25: 绿色环保 Pre-REITs 基金..... | 19 |
| 图表 26: Pre-REITs 认缴出资情况..... | 19 |
| 图表 27: 公司股权投资重点项目梳理 | 20 |
| 图表 28: 各板块收入预测 | 22 |
| 图表 29: 我们预计 2021-2024 年公司营业收入年均复合增速有望达 41.1% | 22 |
| 图表 30: 我们预计 2022 年起公司归母净利润重回正增长 | 22 |
| 图表 31: 我们预计 2021-2024 年公司毛利润年均复合增速为 40.5% | 22 |
| 图表 32: 我们认为 2022 年后公司毛利率将呈边际下滑趋势 | 22 |
| 图表 33: 公司财务报表摘要..... | 23 |
| 图表 34: 基于相对估值法测算出的首程控股公允价值一览..... | 24 |
| 图表 35: 采用 DCF 值法测算出的基准情境估值结果（贝塔值 1.3） | 25 |
| 图表 36: 根据 DCF 估值法，我们测算出 2023 年公司每股公允价值为 2.4-2.9 港元..... | 25 |
| 图表 37: 可比公司估值表 | 25 |



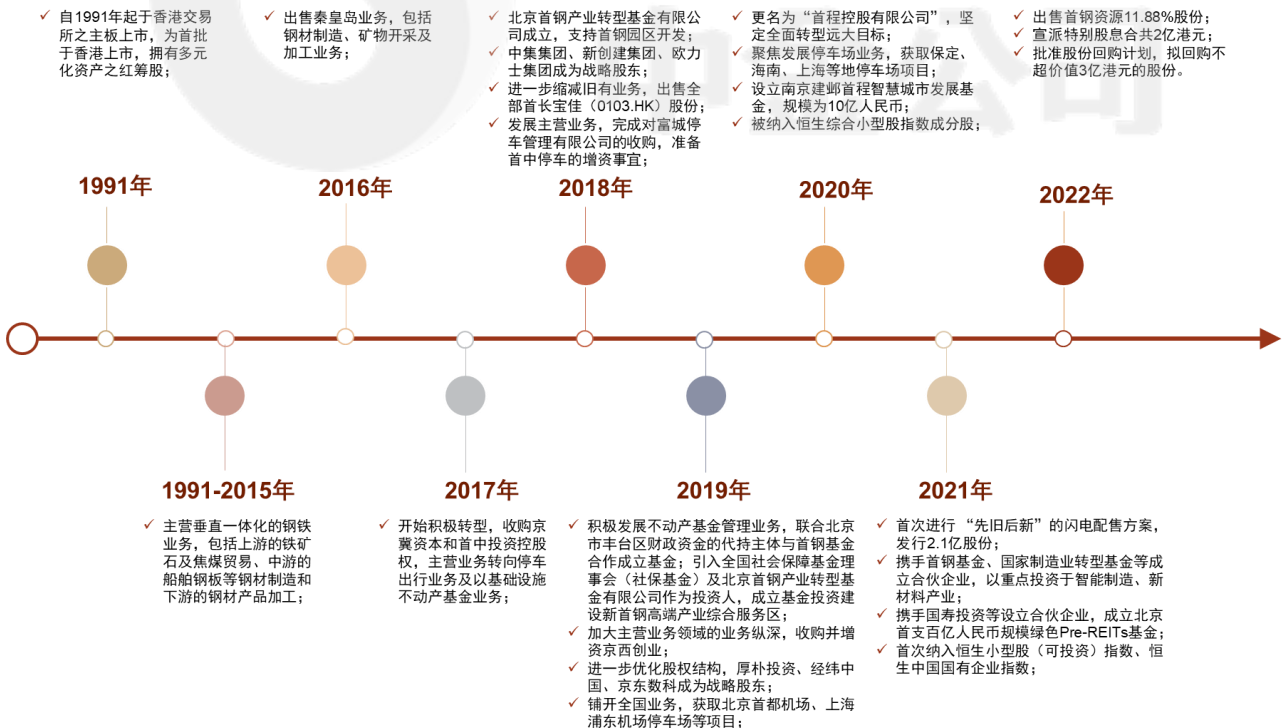
公司概况：“轻资产”业务转型，驶入基础设施不动产管理蓝海

华丽转身，“轻资产”业务转型初显成效

去旧迎新，实现战略转型。首程控股有限公司（以下简称“首程控股”）原名为首长国际企业有限公司（于2020年正式更名为“首程控股”），1991年于香港联交所主板上市，1992年被首钢集团联合长江实业（0001.HK）收购，此后主营钢材加工、矿物开采等资源型业务，也是首钢集团在港旗舰上市公司。自2016年开始，首程控股正式启动资产重组，先后剥离秦皇岛钢铁业务、将持有首长宝佳（0103.HK）股份全部售出、转让贸易业务长协减少铁矿石贸易规模、并于2022年1月正式完成持有的首钢资源（000639.SH）11.88%股权处置事项。

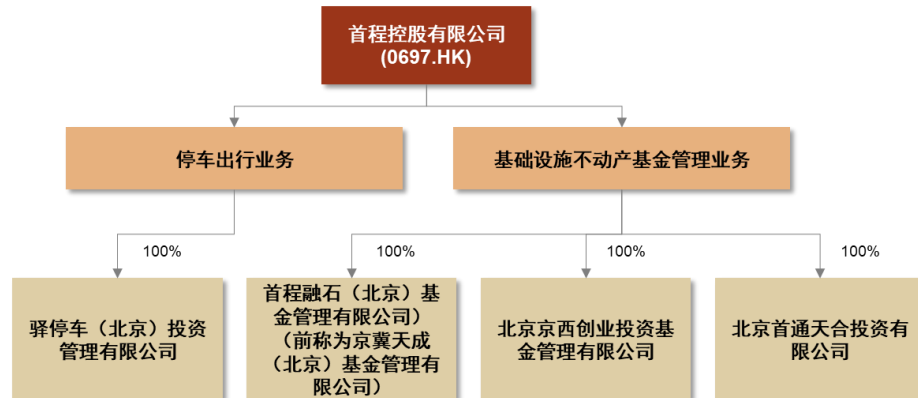
同时，首程控股积极进行资源整合，从停车资产管理业务切入，结合不动产基金、REITs等股权工具持续加码“轻资产业务”，打通业务新闭环，致力于成为运营高效、抗经济周期、现金流良好的基础设施资产管理平台。首程控股于2017年收购首中投资（于2021年6月更名为驿停车）和京冀资本。前者由首钢基金与中集集团合资成立，主营国内停车资产投资运营，特别专注于智能停车领域；后者是北京市财政局和首钢集团为落实京津冀协同发展发展战略所设的投融资运营平台，投资范畴主要包括基础建设、新能源及环保方面。自此首程控股基本完成“轻资产”业务转型，打造基础设施不动产管理版图。

图表 1：公司发展历程



资料来源：公司官网，中金公司研究部

图表 2：首程控股公司架构

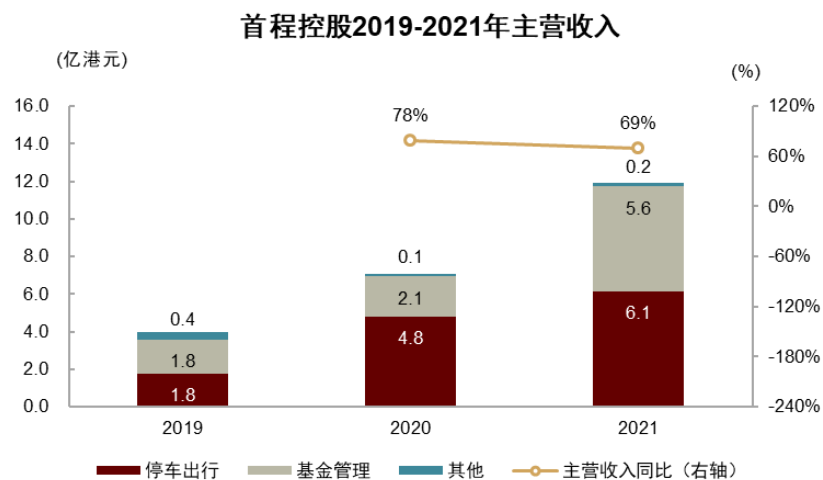


注：数据截至 2021 年 12 月 31 日
资料来源：公司年报，中金公司研究部

转型以来，“轻资产”业务实现稳健增长。自 2017 年转型后，公司营业收入主要来自于停车资产管理以及基础设施不动产基金管理业务。

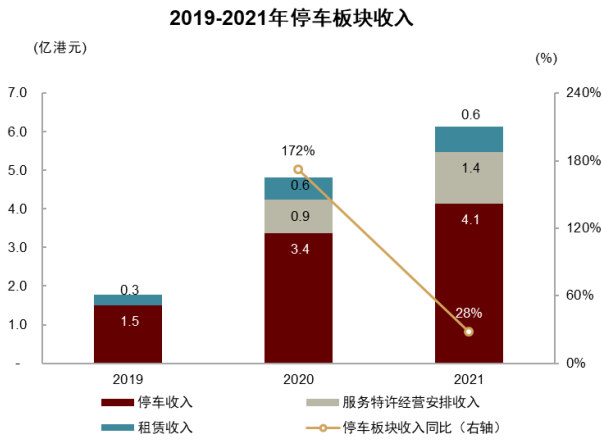
- ▶ 停车资产管理业务：2019 到 2021 年，公司停车资产管理业务迅速发展。截至 2021 年末，公司签约车位数已超过 20 万个，停车资产管理业务收入亦实现快速增长，2019-2021 年分别为 1.77 亿港元、4.81 亿港元和 6.13 亿港元，三年复合年化增长率为 51.3%，2021 年停车业务板块收入占总营业收入比重为 51.3%。
- ▶ 基础设施不动产基金管理业务：得益于公司在基础设施不动产领域的资源和资金优势，公司基金管理规模稳健增长，截至 2021 年末，公司共设立 25 支基金，管理规模超 500 亿元，实缴规模（即产生基金管理费部分）约 200 亿元，该业务板块 2021 年实现 6.13 亿港元收入，占总营业收入比重为 46.7%，其中可持续性收入部分（基金管理费）为 1.74 亿港元，占该板块收入比重为 31.2%。

图表 3：首程控股 2019-2021 主营收入情况



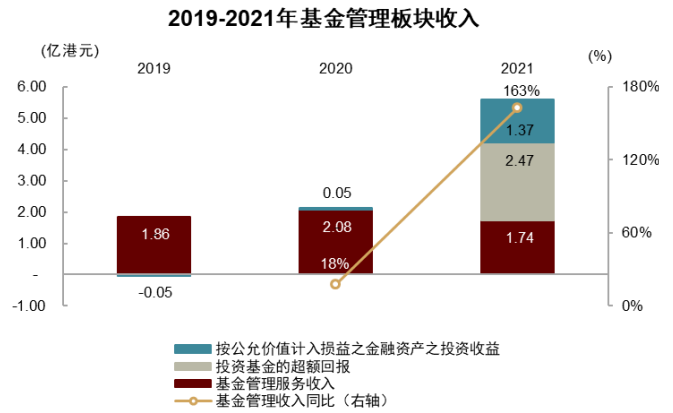
注：数据截至 2021 年 12 月 31 日
资料来源：公司年报，中金公司研究部

图表 4：近三年（2019-2021）停车板块收入



注：数据截至 2021 年 12 月 31 日
资料来源：公司年报，中金公司研究部

图表 5：近三年（2019-2021）基金管理收入

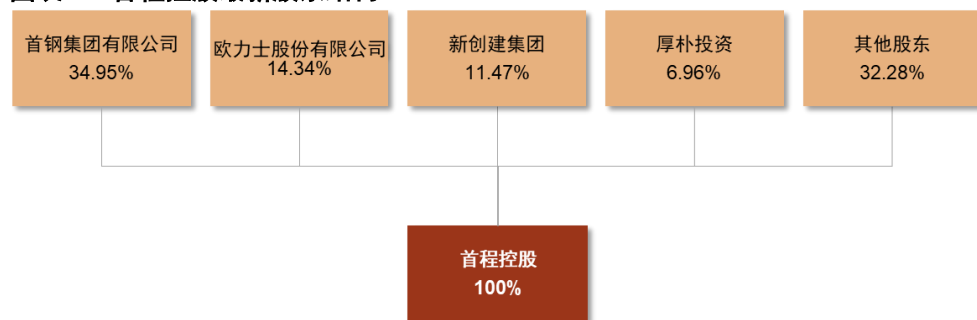


注：数据截至 2021 年 12 月 31 日
资料来源：公司年报，中金公司研究部

优质股东助力公司战略发展

引入战略股东，谋划协同发展。公司在转型过程中，陆续引入产业与财务战略投资者，在资金和资源两端共谋协同发展。根据公司最新公告（截至 2022 年 6 月），公司主要股东为首钢集团、日本欧力士集团（IX.N）、香港（中国）新建集团（0659.HK）、厚朴投资以及北京国管等。我们认为优质股东入局，对于公司业务转型以及未来业务战略布局都将产生有益催化和资源协同。

图表 6：首程控股最新股东结构



注：数据截至 2022 年 6 月 30 日
资料来源：公司公告，中金公司研究部

以北京国管为例，共谋基础设施资产管理战略协同。根据公司 2022 年 11 月 14 日公告，北京国有资本运营管理有限公司（简称“北京国管”）已经完成对首程控股总股本约 10%收购，跻身大股东之列。北京国管于 2008 年 12 月由北京市政府出资设立，注册资本 500 亿元，是以国有资本证券化和价值最大化为目标的市属重点骨干企业。北京国管的业务领域主要包括资本运营、投资管理以及基金管理等。我们认为北京国管受托管理北京市政府投资引导基金、城市副中心建设发展基金等，政策导向性强，行业经验丰富，覆盖面广，未来有望在基金管理、募资、研究等多个领域能够和首程控股发挥协同作用。借助北京国管在推动产业发展、绿色发展等战略目标上提供的强劲助力，双方的战略合作有望推动首程控股旗下停车场、产业园区、绿色环保等三大资产类别管理规模持续扩张，完成从资金筹集到资产管理再到资产证券化的产业实践。

图表 7：北京国管业务领域

| 类别 | 介绍 |
|------|--|
| 资本运营 | 承接北京市国资委所持上市和非上市企业的国有股权，通过一系列的市场化运作方式实现国有资本的保值增值，最大化推动国企改革重组、实现国有资本的有序运营。 |
| 投资管理 | 北京国有资本经营管理中心管理的股权投资项目涉及电子、汽车、航空发动机、环保、农业等多个领域，投资金额超过1,150亿元。与中央企业保持着密切合作，先后与中央汇金、中信集团、华润集团、中航工业集团等央企合作，共同投资了高端制造业、医药、证券等行业。 |
| 基金管理 | 受托管理北京市政府投资引导基金、城市副中心建设发展基金、京国瑞国企改革发展基金、京国益基金等重大基金，出资参与组建北京科技创新基金，管理基金总规模达2,000亿元。与国内外知名投资机构进行合作，共同发起设立多只基金，重点投向科技创新、节能环保、医疗健康等战略新兴产业。 |
| 其他业务 | 涉及不动产项目的前期调研、咨询论证、项目立项、投资规划、运营管理与监督等相关工作。 |

资料来源：北京国管网站，中金公司研究部

图表 8：北京国管与首程控股未来潜在合作构想

| 类别 | 介绍 |
|---------|--|
| 业务扩张 | 北京国管的主要职责包括以市场方式进行资本运作的融资平台，推动国企深化改革、协助国有资本有序进退的产业整合，双方合作能够推动首程控股旗下停车场、产业园区、绿色环保等资产类别管理规模持续扩张。 |
| 资金引入 | 北京国管受托管理北京市政府投资引导基金、城市副中心建设发展基金等，在基金募资、基金投资等多个领域能够和首程控股发挥协同作用。 |
| 基金管理 | 北京国管与首程控股都具有基金管理能力，但侧重点有所区别，北京国管政策导向更强，行业经验丰富，首程控股主要集中于基础设施行业与停车业务相关行业，双方能够优势互补。 |
| 基础设施证券化 | 通过北京国管的战略投资，帮助首程控股对接北京市场资源、打通政企关系。依靠在REITs领域长期形成的基础设施不动产建设运营经验，结合北京国管在牵引国有资产走向精细化运营的先进丰富经验，推动北京市基础设施领域资产证券化。 |

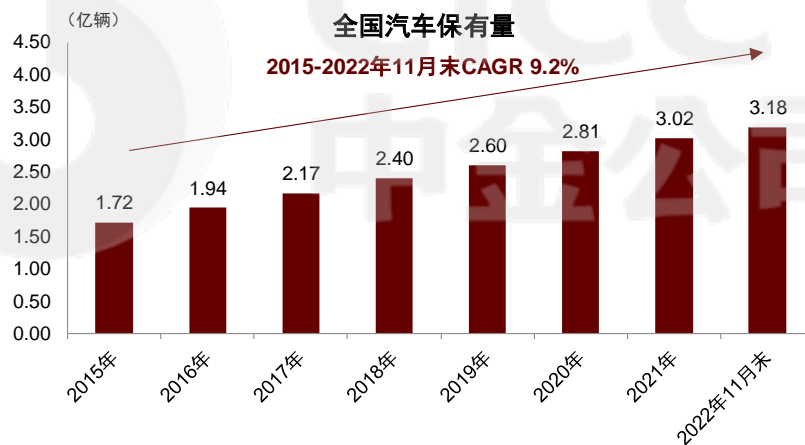
资料来源：北京国管，首程控股，中金公司研究部

科技运营赋能，停车资产管理的领跑者

停车行业方兴未艾

我国停车位供给缺口大，存在结构性短缺。根据公安部交通管理局数据，截至 2022 年 11 月底，全国机动车保有量达到 4.15 亿辆，其中汽车保有量为 3.18 亿辆，较 2015 年 1.72 亿辆增长 86%，年均复合增速达 9.2%。相较于我国汽车保有量快速增长，停车位供给则相对不足。截至 2019 年 6 月，公安部交通管理局数据显示，城市汽车与停车位的平均比例仅为 1: 0.8（此时汽车保有量已达到 2.4 亿辆），距离理想比例 1: 1.1 至 1: 1.3¹仍有显著差距，停车位供给缺口较大。此外，不同地点、不同时间停车高峰期也带来停车位结构性短缺问题。针对停车位供给相对不足问题，相关部门也陆续出台政策支持停车基础设施建设，譬如 2021 年 5 月，国务院办公厅转发国家发改委等部门《关于推动城市停车设施发展意见》²中指出到 2035 年，全国大中小城市基本建成停车设施为主、路外公共停车设施为辅、路内停车为补充的城市停车系统。我们认为在供需两端共同推动下，停车市场规模有望迎来快速发展，根据头豹研究数据，2025 年整体智慧停车市场规模（按营收口径，主要为停车费收入）将达到 1.4 万亿元，5 年复合增长率为 19%。

图表 9：全国汽车保有量



注：数据截至 2022 年 11 月
资料来源：公安部，Wind，中金公司研究部

¹ http://www.gov.cn/xinwen/2015-09/07/content_2925855.htm

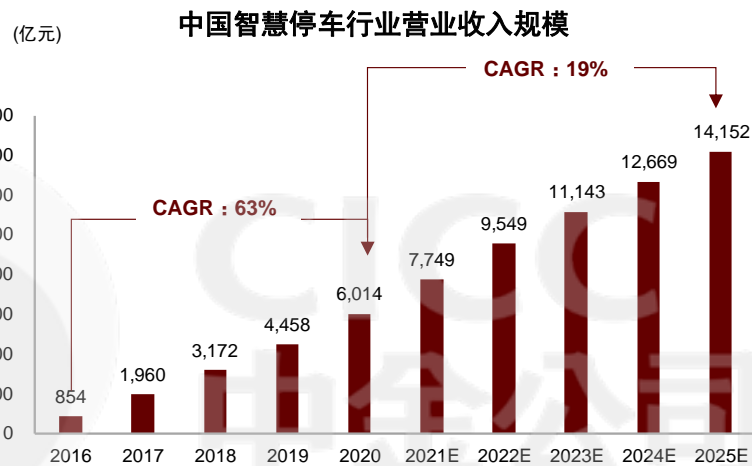
² http://www.gov.cn/zhengce/content/2021-05/21/content_5609800.htm

图表 10：部分省市停车位缺口统计

| 省市 | 统计/报道时间 | 汽车保有量 | 停车位 | 车位缺口 |
|-----|----------|----------------------|-------------|----------|
| 长沙市 | 2022年9月 | 超过300万辆 | 停车位240余万个 | 超60万个 |
| 南阳市 | 2022年8月 | 中心城区约45万辆 | 城区总数约20万个 | 约23万个 |
| 江苏省 | 2022年7月 | 约1,900万辆 | 约1,400万个 | 约500万个 |
| 佛山市 | 2022年7月 | 327.8万辆，其中小汽车301.0万辆 | - | 缺口超100万 |
| 天津市 | 2021年11月 | 超过300万辆 | 约210万个 | 近100万个 |
| 安徽省 | 2021年8月 | 城市小型汽车超过457万辆 | 停车泊位435.4万个 | 约21.67万个 |
| 东莞市 | 2021年7月 | 340万辆（另有过境车约60万辆/日） | 约150万个 | 近300多万个 |
| 广东省 | 2019年末 | 1,737万辆 | 保守估计不超过900万 | 近1,000万个 |

资料来源：长沙发布，河南日报，南方日报，羊城晚报，中金公司研究部

图表 11：中国智慧停车行业规模



注：数据截至 2021 年 5 月
资料来源：头豹研究所，中金公司研究部

图表 12：部分停车行业政策

| 时间 | 政策 |
|----------|--|
| 2021年5月 | 国务院办公厅转发国家发改委等部门《关于推动城市停车设施发展》，提出 到2025年，全国大中小城市基本建成配建停车设施为主、路外公共停车设施为辅、路内停车为补充的城市停车系统。 到2035年，实现布局合理、供给自足、智能高效、便捷可及的城市停车系统全面建成。 |
| 2021年7月 | 国家发展改革委发布的《国家发展改革委关于进一步做好基础设施领域不动产投资信托基金（REITs）试点工作的通知》， 新增停车场项目作为市政基础设施纳入公募REITs试点行业。 |
| 2021年9月 | 国家发展改革委、住建部等多部门联合发布《关于近期推动城市停车设施发展重点工作的通知》，提出十条工作重点，包括评估完善标准规划、研究建立指标体系、 加快停车设施建设 、制定用地支持政策、规范不动产确权、加大金融支持力度、加强充电设施保障、依法规范停车秩序、加快制定实施办法、加大宣传引导力度。 |
| 2022年6月 | 国务院常务会议提到确定加大汽车消费支持的政策。会议强调，要进一步释放汽车消费潜力：一是活跃二手车市场，促进汽车更新消费。二是支持新能源汽车消费。三是完善平行进口政策， 支持停车场建设。 |
| 2022年12月 | 中共中央、国务院印发《扩大内需战略规划纲要（2022-2035年）》，提出释放出行消费潜力。推进汽车电动化、网联化、智能化， 加强停车场、充电桩、换电站、加氢站等配套设施建设。 |

资料来源：中央人民政府官网，国家发改委，中金公司研究部

行业集中度较低，运营能力是核心。智慧停车产业链上、中、下游分别对应设备供应商、停车解决方案提供商和停车场方案需求方，其中中游停车解决方案企业较多，产品同质化严重，竞争激烈，同时由于停车位地域属性较强，业务扩张对于资源禀赋要求较高，大多数企业以区域性市场为主，行业内缺乏大型专业化管理公司，总体运营管理能力较弱。根据前瞻产业研究院统计，2020年智慧停车行业市占率前8的企业合计占比也仅为20.32%，市场集中度较低。往前看我们认为具备资金、运营团队以及政府资源优势的企业有望在该行业内提升市占率。

图表 13：中国智慧停车产业链

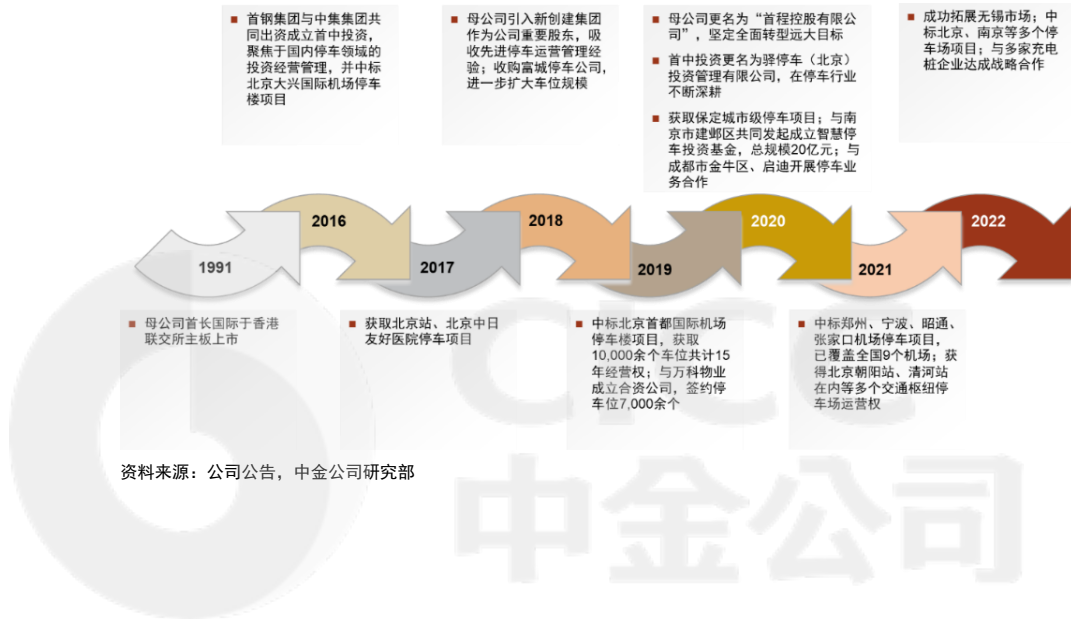


资料来源：中国停车网，头豹研究院，中金公司研究部

深耕运营，国内停车资产管理行业的先行者

由停车业务切入基础设施不动产管理。自首程控股收购首中投资（现名为“驿停车”）后正式进入停车资产管理行业，以“投资+运营”驱动模式不断创新产品品类、拓展业务覆盖，已经构建出规划和设计、投资和建设、管理和运营、创新增值的全周期、全链条综合能力。截至2021年末，公司已签约车位数已逾20万，日服务客户数超30万，业务范围已覆盖了4大城市群，包括京津冀地区（北京、天津、唐山、保定）、西南地区（成都、重庆）、长三角地区（南京、上海）以及大湾区（广州、佛山）。未来三年，我们预计公司停车位管理规模仍将稳健增长。

图表 14：首程控股停车业务发展历程



图表 15：公司停车业务布局（截至 2022 年末）



“3+4” 停车业务模式全覆盖。首程控股深耕停车资产管理行业多年，充分研究停车业态以及打磨产品模式，目前已经形成三种主流业态，包括交通枢纽类、市政配套类和商办配套类，并开发出四种模式以分散风险，包括长期租赁、新建/改建 BOT³、产权持有和云端托管。

- ▶ **三种业态：**1) **交通枢纽类：**公司在交通枢纽类停车领域处于龙头地位，已在全国范围内累计获取 9 座机场及多个高铁站的停车项目并实现了京沪线机场停车资源全覆盖；2) **市政配套类：**此类项目聚焦于医院、路测、“P+R”（驻车换乘停车场）以及公建景区项目，利用城市零散地块和部分地下空间，高标准规划车位配以智慧停车管理系统，提高空间坪效，整合优化周边存量车位资源；3) **商办配套类：**针对园区、写字楼以及商业综合体等密集型商办项目，公司发挥精益运营能力，采用分时租赁、道闸改造、计算流量合理规划或新建空间率高的机械式停车楼等方式，并引入新能源汽车换电站等增值创新业务。
- ▶ **四种模式：**1) **长期租赁：**公司与产权方签订 10 年以上的长期租约，进行全方位运营提效和资产赋能，通常采用固定租金+收益分成的商业模式，与业主方进行深度绑定，典型项目如北京大兴机场综合停车楼；2) **新建/改建 BOT：**通过与土地所有权人或承租人，如政府部门、园区产权方等进行合作，利用城市零散地块和部分地下空间，新建或改建自走式、机械式及地下停车楼等产品，典型项目如北京卧虎桥自走式停车驿站；3) **产权持**

³ BOT (build-operate-transfer) 即建设-经营-转让，概念由土耳其总理厄扎尔 1984 年正式提出。BOT 是指政府授予私营企业一定期限的特许经营权，许可其融资建设和经营某公用基础设施，在规定的特许期限内，私人企业可以向基础设施使用者收取费用，由此来获取投资回报。特许期满后，私人企业将该设施无偿或有偿转让给政府。

有：收购具备长期经营价值的车位资产，盘活合作方存量项目。该类项目对底层资产享有定价权、自由处置权，未来公司亦可能享有资产退出后的资质收益，典型项目如成都高新区公共服务停车场；**4) 云端托管：**通过自研 SONIC 系统为城市提供智慧停车、智慧出行、新能源出行在内的一站式数智化治理解决方案，实现停车云端管理，未来公司有望通过数字化产品对外输出开拓二三线城市市场。

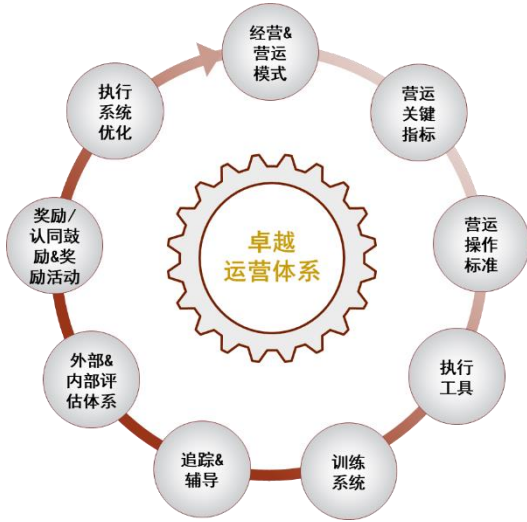
图表 16：首程控股停车管理项目矩阵

| 业态类型 | 产品模式 | 重点项目（含产品模式） |
|-------|-----------|--|
| 交通枢纽类 | 长期租赁 | 机场停车楼： 北京大兴及首都（长期租赁）、上海虹桥及浦东（长期租赁）、西安咸阳（长期租赁）、海南博鳌（长期租赁）、云南昭通（长期租赁）、张家口（长期租赁）等十个机场的停车楼项目； 高铁停车楼： 北京站（长期租赁）、唐山站（长期租赁）、无锡东站（长期租赁）等； |
| 市政配套类 | 长期租赁、BOT | 医院类停车项目： 中日友好医院（新建/改建 BOT）等； 路侧类停车项目： 保定市路侧项目（长期租赁）等； 公建配套： 锡东商务区公共停车场（长期租赁）、成都浣澜溪广场停车场（长期租赁）、重庆义渡古镇停车场（长期租赁）、南京星海路项目（长期租赁）； 其他： 北京卧虎桥项目（新建/改建 BOT）、成都高升桥驿站项目（新建/改建 BOT）、南京白鹭洲停车场项目（新建/改建 BOT）、南京旭光里停车场项目等（新建/改建 BOT） |
| 商办配套类 | 长期租赁、产权持有 | 北京新世界中心停车场（长期租赁）、电子城停车场（长期租赁）、月亮河休闲小镇停车场（长期租赁）等；成都西部智谷停车场（长期租赁）、重庆龙湖时代天街三期停车场项目（产权持有）等；广州万科云城一期、二期 BC 区停车场项目（长期租赁）、佛山金域中央 B、C 区停车场项目（产权持有）等。 |

注：数据截至 2022 年 12 月
资料来源：公司公告，中金公司研究部

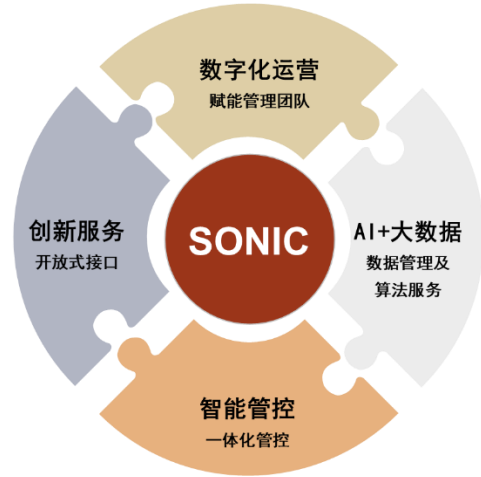
深耕运营，科技化赋能。首程控股驿停车不仅建立了完善的运营体系，同时积极探索科技化创新为运营赋能。首程控股与京东合作开发了 SONIC（速驿客）智能平台，围绕人、车、场服务，实现了客户、数据、交易结算和创新业务的多维统一，是国内首个从资产经营管理角度开发的线上停车智能平台。借助 SONIC 平台，公司于 21 年下半年重点推出云托管服务，通过“停车场设备升级+全场景自助缴费+全视景视频监控”，释放前端岗亭收费人员，减少停车场认为人为干预，实现停车场出入口无人化收费。我们认为公司自研的科技化产品将对于公司内部业务产生增益，使得公司在内部运营提升效能的同时，实现更低成本服务和开拓存量和增量客户。

图表 17：首程控股驿停车运营体系



资料来源：公司官网，中金公司研究部

图表 18：SONIC 智能平台



资料来源：公司官网，中金公司研究部

图表 19：SONIC 运营实例



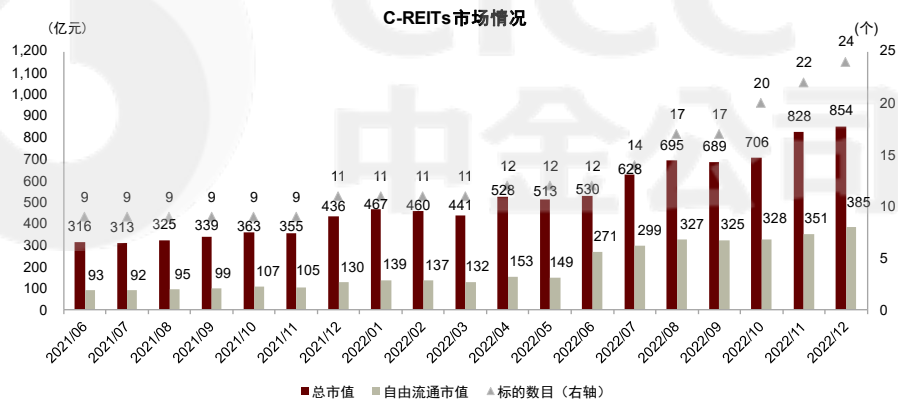
注：数据截至 2022 年 12 月
资料来源：公司公告，中金公司研究部

围绕公募 REITs 打造资产提升与管理全链条服务

借公募 REITs 东风，践行“产业+基金”新模式

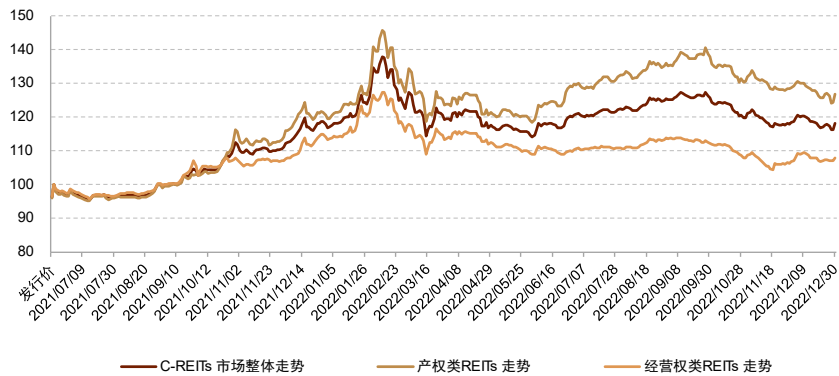
我国公募 REITs 市场加速发展，驱动商业闭环。我国公募 REITs 试点在监管以及市场各方努力推动下已取得了阶段性的成果，截至目前（2022 年 12 月 30 日），公募 REITs 总市值已超过 800 亿元，底层资产支持我国大部分基础设施资产类型。公募 REITs 能够有效盘活存量基础设施资产，优化相关主体资产负债表，推动基础设施投融资可持续发展。我们强调在战略股东的加持下，在资产开发培育、运营提升、资产退出及资本循环等 REITs 链条上，首程控股在国内都具有较强的竞争优势。截至 2021 年末，首程控股在管基金 25 只，管理规模超 500 亿元，基金投资人大多为长线投资人，包括全国社保基金会、省市级政府基金、新加坡金鹰集团、中国农业银行和招商银行等投资机构，实现基金管理业务收入 5.58 亿港元，同比增加 163%，其中基金管理费 1.74 亿港元，同比减少 16%（主要系部分基金退出），投资收益 1.37 亿港元（主要来自于公募 REITs 战配投资）以及超额收益 2.47 亿港元（主要来源于股权项目退出超额收益）。我们认为首程控股所打造了“产业+基金”模式有望借助 REITs 东风进一步扩大管理规模，稳步提高基金管理业务收入。我们预计公司未来三年基金管理规模平均年增长约 50 亿港元。

图表 20：C-REITs 市场概况



注：数据截至 2022 年 12 月 30 日
资料来源：Wind，中金公司研究部

图表 21: C-REITs 加权总回报指数



注：数据截至 2022 年 12 月 30 日
资料来源：Wind，中金公司研究部

布局六大资产领域，重点聚焦停车、产业园及绿色环保资产管理

公司通过基金模式以及运营赋能布局公募 REITs 聚焦领域，包括停车出行、绿色环保、产业园区、物流园区、保障房以及新能源产业。

图表 22: 基金管理业务布局六大板块



资料来源：公司官网，中金公司研究部

“资产+基金”模式为产业园资产管理带来新动力

围绕北京首钢核心园区及周边地块投资开发产业园区。公司依托基金模式，以基金管理人身份主导推进母公司集团下首钢园区更新项目，同时探索产业园资产服务管理闭环，实现管理费与资产退出增值双重收益，目前园区领域基金总规模已超 400 亿元。首钢园区位于长安街沿线最西端，占地面积 8.63 平方公里，总建筑面积 600 余万平方米，周边可协作发展空间共计 22.3 余万平方米，是北京“城六区”唯一大规模连片开发区域，园区被定位为新时代首都城市复兴新地标。现阶段该园区已开发或规划开发的主要项目包括六工汇项目、新首钢国际人才社区项目、新首钢东南区项目以及一耐养老项目。其中六工汇项目是与美国铁狮门联手打造，涵盖甲

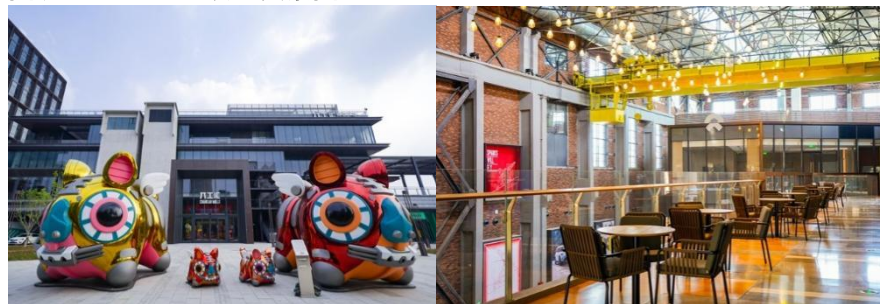
级办公楼、零售餐饮、文化等多功能复合的综合体，该项目地上建筑面积为 16.5 万平方米，总建筑面积（含地下）为 22.3 万平方米，于 2021 年年底全面完工。根据公司最新公告，六工汇在 22 年国庆假期期间客流量合计超过 20 万人次，创开业以来新高，已发展成为北京西部区域消费新地标。我们认为伴随后续优质项目的陆续开发，相关基金也将吸引更多投资人的关注，公司基金管理规模有望进一步扩大。

图表 23：全生命周期资产管理闭环



注：数据截至 2022 年 12 月末
资料来源：公司官网，中金公司研究部

图表 24：六工汇项目实景图



注：数据截至 2022 年 12 月
资料来源：公司公告，中金公司研究部

基金模式驱动停车资产管理闭环

基金模式与停车资产管理业务产生协同效应。公司已成功将基金模式应用在停车资产管理业务，通过成立停车产权基金与停车投资基金，打通停车资产管理生态闭环。停车产权基金是公司与国内龙头企业合作获取优质产权车位的新模式，目前该模式在广州和佛山项目中表现良好，未来潜在的停车车位资产增值收益也可能进一步增厚公司投资收益。停车专项投资基金是公司 2020 年与南京市建邺区共同发起国内首支智慧停车投资基金，总规模为 20 亿元，该基金的成立实现了停车资产管理闭环。

资源协同探索绿色环保资产管理业务

依托母集团资源优势探索 Pre-REIT 基金业务。2021 年 12 月公司中国人寿和首钢基金发起了首期规模 45 亿元的 Pre-REITs 基金（总规模 100 亿元），践行“Pre-REITs 基金投资+平台运营管理+公募 REITs 发行退出+REITs 战略配售投资”全链条 REITs 战略。该基金将主要投资于国家政策支持的基础设施项目，重点投资城镇垃圾处理及资源化利用、污水处理及资源化利用等绿色环保基础设施相关项目。公司非全资附属公司北京合寿（截至 2022 年 12 月末首程控股持有 81% 权益，国寿资本持有 19% 权益）将担任普通合伙人（GP）及执行事务合伙人，基金年度管理费为实缴出资额的 0.5% 计算。此外，公司唯一参与公募 REITs 战略配售投资的在港上市公司，目前累计参与 7 支上市公募 REITs 战略配售，战略配售的首批上市 REITs 至 21 年年末带来 1.37 亿港元投资收益利润。

图表 25：绿色环保 Pre-REITs 基金



注：数据截至 2022 年 12 月
资料来源：公司公告，中金公司研究部

图表 26：Pre-REITs 认缴出资情况

| | 认缴出资额（万元） | 于合伙企业的权益百分比（约） |
|--------------|----------------|----------------|
| 普通合伙人 | | |
| 北京合寿 | 4,500 | 1.0% |
| 有限合伙人 | | |
| 国寿投资 | 300,000 | 66.7% |
| 首钢基金 | 145,500 | 32.3% |
| 合计 | 450,000 | 100.0% |

注：数据截至 2022 年 12 月末
资料来源：公司公告，中金公司研究部

产业股权投资贡献超额收益

股权投资基金带来核心业务以外超额收益。公司坚守“守正用奇，生态孵化”的理念，采用股权投资基金围绕主营业务产业上下游进行布局，关注智慧出行、健康医疗以及新材料等领域的产业投资机会，一方面实现投资收益，另一方面形成业务协同发展。重点项目如八亿时空、理想汽车、地平线和毫末智行，其中 2021 年因理想汽车项目部分退出产生约 2.47 亿港元超额分配收益。

图表 27：公司股权投资重点项目梳理

| 重点项目投资 | 业务简介 |
|--------|--|
| 理想汽车 | 智能电动车企业。 |
| 八亿时空 | 专业从事显示用液晶材料、聚合物分散液晶（PDLC）、有机电致发光材料（OLED）、聚酰亚胺（PI）、光刻胶材料的研发、生产和销售的高新技术企业。 |
| 地平线 | 高效能智能驾驶计算方案提供商，提供汽车智能芯片。 |
| 毫末智行 | 致力于自动驾驶的人工智能技术公司，提供乘用车辅助驾驶及低速无人车生态的系统与解决方案，同时提供辅助驾驶相关产品的研发与定制服务。 |

注：数据截至 2022 年 12 月

资料来源：公司官网，中金公司研究部



盈利预测与估值

我们预计 2022 年公司归母净利润由负转正（2021 年归母净利润-11.0 亿港元，2022 年转正为 7.7 亿港元），并于 2023-2024 实现较快增长（对应 2022-2024 年年均复合增速 32.4%），主要驱动因素为停车板块和基金管理板块收入端提升。基于 2023 年归母净利润 11.3 亿港元的业绩预测，我们认为 2023 年合理市盈率为 16 倍，进而得出每股目标价 2.5 港元。

盈利预测

我们预测公司 2022-2024 年营业收入分别为 17.2、27.0 和 33.5 亿港元（同比分别增长 44.0%、57.2%及 24.0%，对应 2021-2024 年年均复合增速 41.1%）。我们认为公司作为国内首家布局基础设施资产管理全链条管理者，依托各方资源，其业务模式兼具成长性和抗周期性，是市场上较为稀缺的标的。我们预计公司 2021-2024 年整体营业收入年复合增速为 41.1%，主要得益于公司停车资产以及基金管理规模增长带来的收入提升，其中停车板块收入 2021-2024 年均复合增速为 55.7%，基金管理板块收入 2021-2024 年均复合增速为 21.9%。我们对于停车板块及基金管理板块的收入预测具体如下：

- ▶ **停车板块关注在管车位规模、车位使用率及单车位停车费提升。**其中在管车位规模主要取决于签约车位规模及在管车位占签约车位比例，我们预测 2023 年签约车位规模增速为 30%，2024 年由于经济活动恢复，车位拓展速度加快，增幅将达到 35%；同时我们预测 2023 年在管车位占签约车位比例将增加约 10ppt。车位使用率方面，我们预计 2023 年伴随疫情防控优化整体车位使用率将提升约 10ppt。最终基于单车位停车费增长率假设 2.0%，我们得到停车板块 2022-2024 年收入分别为 7.1、17.2 和 23.2 亿港元。
- ▶ **基金管理业务重点关注基金规模提升。**公司基金管理业务收入主要来源于基金管理费、投资收益以及超额收益，其中基金管理费主要取决于管理费率以及实际认缴规模，投资收益主要由 REITs 业务贡献，超额收益则来源于股权退出。我们预计公司 2022-2024 年基金管理规模年均增长为 50 亿港元，2024 年末基金管理规模有望达到 700 亿港元左右。此外我们测算基金的实缴资金比例约为 50%，基金管理费率约为 1%，进而得出 2022-2024 年公司基金管理费收入分别为 3.0、3.3 和 3.5 亿港元。投资收益与超额收益部分受市场波动较大，我们从审慎视角出发估计 23-24 年投资收益年化回报率不超过 8%（与 22 年部分 C-REITs 年化总回报相差不大），测算 2022-2024 年投资收益与超额收益之和分别为 6.8、6.3 和 6.6 亿港元。基于以上分析，我们预测公司基金管理板块 2022-2024 年收入分别为 9.8、9.6 和 10.1 亿港元。

毛利率将有所下降。在毛利率端，公司近三年（2019-2021）毛利率分别为 51.1%、24.7%和 45.8%，2020 年毛利率较上年下滑明显，主要受到毛利率水平相对较低的停车资产规模大幅增长以及疫情对于停车资产盈利水平的影响。长期来看，我们认为伴随公司业务转型深入，停车资产规模持续增长，毛利率或仍有一定边际下行空间但会较快趋于稳定。

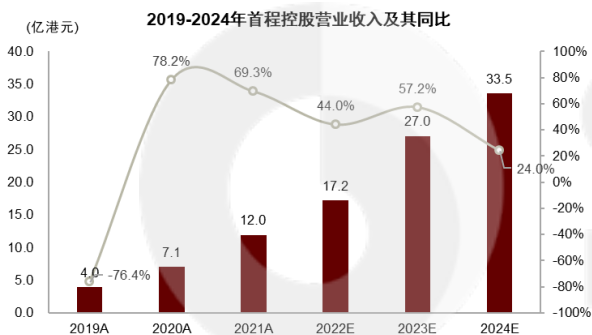
我们预计 2022 年起公司归母净利润重回较快正增长。我们估计 2022-2024 首程控股归母净利润分别为 7.7（由 2021 年-11.0 亿港元转正）、11.3（同比+46.2%）和 13.5（同比+19.9%）亿港元，对应 EPS 分别为 0.11、0.16 和 0.19 港元。

图表 28：各板块收入预测

| 各板块收入预测（单位：亿港元） | 2020A | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E |
|---------------------|------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| 停车业务板块收入 | 4.8 | 6.1 | 7.1 | 17.2 | 23.2 |
| 同比 | 171.7% | 27.5% | 16.2% | 141.9% | 34.4% |
| 停车收入 | 3.4 | 4.1 | 5.0 | 14.7 | 20.2 |
| 服务特许经营权收入 | 0.9 | 1.4 | 1.5 | 2.0 | 2.3 |
| 租赁收入 | 0.6 | 0.6 | 0.6 | 0.6 | 0.6 |
| 基金管理业务板块收入 | 2.1 | 5.6 | 9.8 | 9.6 | 10.1 |
| 同比 | 17.6% | 162.5% | 76.2% | -2.7% | 5.7% |
| 基金管理服务收入 | 2.1 | 1.7 | 3.0 | 3.3 | 3.5 |
| 投资基金的超额回报 | 0.0 | 2.5 | 4.6 | 5.1 | 5.6 |
| 按公允价值计入损益之金融资产之投资收益 | 0.0 | 1.4 | 2.2 | 1.2 | 1.0 |
| 其他收入 | 0.1 | 0.2 | 0.2 | 0.2 | 0.2 |
| 营业收入合计 | 7.1 | 12.0 | 17.2 | 27.0 | 33.5 |
| 同比 | 78.2% | 69.3% | 44.0% | 57.2% | 24.0% |

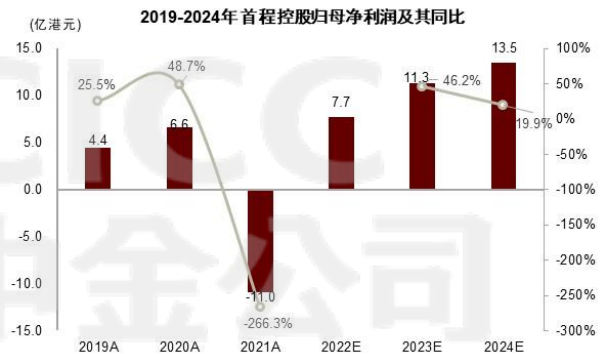
资料来源：公司年报，中金公司研究部

图表 29：我们预计 2021-2024 年公司营业收入年均复合增速有望达 41.1%



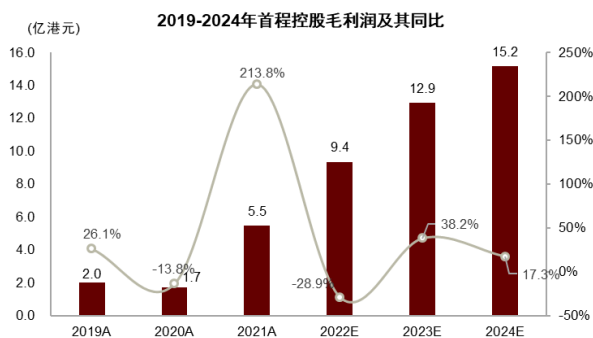
资料来源：公司年报，中金公司研究部

图表 30：我们预计 2022 年起公司归母净利润重回正增长



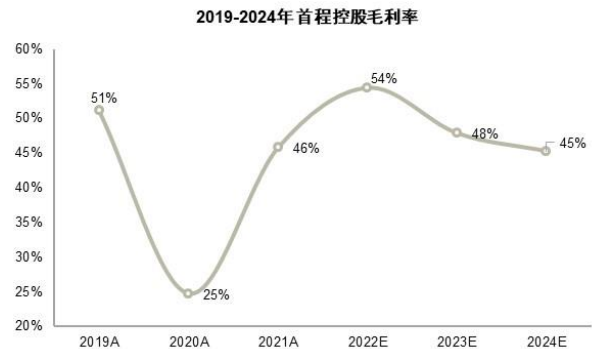
资料来源：公司年报，中金公司研究部

图表 31：我们预计 2021-2024 年公司毛利润年均复合增速为 40.5%



资料来源：公司年报，中金公司研究部

图表 32：我们认为 2022 年后公司毛利率将呈边际下滑趋势



资料来源：公司年报，中金公司研究部

图表 33：公司财务报表摘要

| 利润表 (亿港元) | 2019A | 2020A | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E |
|-------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入 | 4.0 | 7.1 | 12.0 | 17.2 | 27.0 | 33.5 |
| 营业成本 | -1.9 | -5.3 | -6.5 | -7.8 | -14.1 | -18.4 |
| 毛利润 | 2.0 | 1.7 | 5.5 | 9.4 | 12.9 | 15.2 |
| 销售管理费用 | -2.3 | -2.5 | -3.4 | -4.9 | -7.8 | -9.6 |
| 其他收益 | 0.7 | 1.4 | 3.6 | 5.3 | 8.3 | 10.2 |
| 息税前利润 | 0.4 | 0.6 | 5.7 | 9.7 | 13.4 | 15.8 |
| 财务费用 | -0.3 | -0.8 | -0.7 | -1.1 | -1.1 | -1.1 |
| 一次性收支 | 0.0 | 0.0 | -16.2 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 联营合营权益 | 3.0 | 6.9 | 1.3 | 1.9 | 3.0 | 3.7 |
| 税前利润 | 3.1 | 6.7 | -9.9 | 10.5 | 15.3 | 18.3 |
| 所得税费用 | 1.3 | -0.4 | -1.2 | -2.6 | -3.8 | -4.6 |
| 少数股东损益 | 0.0 | 0.2 | 0.2 | -0.1 | -0.2 | -0.2 |
| 归属母公司股东的净利润 | 4.4 | 6.6 | -11.0 | 7.7 | 11.3 | 13.5 |

| 资产负债表 (亿港元) | 2019A | 2020A | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E |
|------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 现金及现金等价物 | 30.6 | 37.4 | 25.7 | 18.6 | 22.1 | 25.2 |
| 存货 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 应收及预付款 | 2.0 | 5.2 | 4.0 | 9.1 | 14.3 | 17.7 |
| 其他流动资产 | 5.5 | 5.5 | 51.3 | 51.3 | 51.3 | 51.3 |
| 流动资产 | 38.1 | 48.1 | 81.1 | 79.1 | 87.8 | 94.3 |
| 物业、厂房及设备 | 0.2 | 0.4 | 0.4 | 0.3 | 0.3 | 0.3 |
| 投资物业 | 1.5 | 1.6 | 2.6 | 2.6 | 2.6 | 2.6 |
| 预付账款 | 1.3 | 3.0 | 1.3 | 3.7 | 6.7 | 8.8 |
| 使用权资产 | 10.9 | 17.5 | 22.0 | 20.8 | 19.6 | 18.5 |
| 与服务特许经营安排有关的合约资产 | 0.0 | 0.9 | 1.2 | 1.2 | 1.2 | 1.2 |
| 合营公司权益 | 53.0 | 59.3 | 10.3 | 12.2 | 15.2 | 18.8 |
| 递延所得税资产 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 其他长期资产 | 5.0 | 10.5 | 14.9 | 14.7 | 14.6 | 14.5 |
| 非流动资产 | 71.9 | 93.1 | 52.8 | 55.6 | 60.2 | 64.7 |
| 资产总计 | 110.0 | 141.3 | 133.8 | 134.7 | 147.9 | 158.9 |
| 应付款项 | 2.0 | 4.8 | 7.3 | 8.3 | 14.6 | 18.8 |
| 合约负债 | 0.1 | 0.9 | 0.2 | 0.3 | 0.5 | 0.7 |
| 短期借款 | 0.1 | 0.1 | 1.8 | 1.8 | 2.7 | 3.1 |
| 其他流动负债 | 0.7 | 1.2 | 0.8 | 0.4 | 0.2 | 0.1 |
| 流动负债 | 2.9 | 7.0 | 10.1 | 10.8 | 18.0 | 22.7 |
| 长期借款 | 4.5 | 4.8 | 5.7 | 6.5 | 7.1 | 7.6 |
| 递延所得税负债 | 0.4 | 0.2 | 0.6 | 0.6 | 0.6 | 0.6 |
| 其他非流动负债 | 4.0 | 10.1 | 15.1 | 13.6 | 12.3 | 11.0 |
| 非流动负债 | 8.8 | 15.1 | 21.5 | 20.7 | 20.0 | 19.2 |
| 负债总计 | 11.7 | 22.1 | 31.5 | 31.5 | 38.0 | 42.0 |
| 归属母公司所有者权益 | 96.8 | 117.7 | 101.4 | 102.1 | 108.8 | 115.5 |
| 少数股东权益 | 1.4 | 1.5 | 0.9 | 1.0 | 1.2 | 1.4 |
| 权益总计 | 98.2 | 119.2 | 102.3 | 103.1 | 110.0 | 117.0 |

| 现金流量表 (亿港元) | 2019A | 2020A | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E |
|---------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 税前利润 | 3.1 | 6.7 | -9.9 | 10.5 | 15.3 | 18.3 |
| 所得税费用 | -0.1 | -0.3 | -0.5 | -2.6 | -3.8 | -4.6 |
| 折旧摊销 | 0.9 | 1.7 | 2.3 | 1.9 | 1.8 | 1.7 |
| 合联营公司业绩 | -3.0 | -6.9 | -1.3 | -1.9 | -3.0 | -3.7 |
| 营运资金变动 | 1.8 | -0.5 | -10.4 | -6.4 | -1.7 | -1.1 |
| 其他 | -0.4 | -0.2 | 12.0 | -1.1 | -1.1 | -1.1 |
| 经营活动现金流量 | 2.5 | 0.6 | -7.8 | 0.4 | 7.5 | 9.5 |
| 资本性支出 | -0.1 | -1.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 收购/出售 | -2.8 | -0.2 | -1.7 | -0.4 | -0.4 | -0.4 |
| 其他 | -1.6 | -1.8 | 0.7 | 1.1 | 1.1 | 1.1 |
| 投资活动现金流量 | -4.6 | -2.9 | -1.1 | 0.6 | 0.7 | 0.7 |
| 借款增加额 | -1.0 | -0.2 | 2.3 | -1.1 | 0.0 | -0.4 |
| 发行普通股之所得款项净额 | 13.0 | 4.8 | 4.2 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 非控股权益注资 | 0.0 | 0.9 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 支付股息 | -9.0 | -8.0 | -7.1 | -7.0 | -4.6 | -6.8 |
| 其他 | -0.4 | 11.4 | -2.5 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 融资活动现金流量 | 2.5 | 8.9 | -3.0 | -8.1 | -4.7 | -7.2 |
| 现金及现金等价物净增加净额 | 0.4 | 6.5 | -12.0 | -7.1 | 3.5 | 3.1 |
| 期初现金及现金等价物 | 30.3 | 30.6 | 37.4 | 25.7 | 18.6 | 22.1 |
| 期末现金及现金等价物 | 30.6 | 37.4 | 25.7 | 18.6 | 22.1 | 25.2 |

资料来源：公司年报，中金公司研究部

估值

我们首次覆盖首程控股（0697.HK），给予“跑赢行业”投资评级，并根据相对估值法给予目标价 2.5 港元，对应 16 倍 2023 年和 13.3 倍 2024 年 P/E，较当前股价具备 46.2% 的上行空间。我们采用自由现金流折现法（DCF）测算公司 2023 年末每股合理价值区间为 2.4-2.9 港元，基准情形下为 2.6 港元，隐含 16.6 倍 2023 年 P/E，与目标价基本一致。

相对估值

我们选取部分运营管理属性较强的持有型物业公司及不动产投资管理公司作为可比公司。我们认为首程控股的商业模式不同于传统房地产开发企业，体现在其主业聚焦于基础设施管理与服务的“轻资产”业务。在可选范围内，我们挑选了 A/H 股部分运营管理属性较强的持有型物业公司，以及不动产领域投资管理公司（如 ESR）作为可比公司，尽管上述公司与标的公司业务模式不完全相仿，我们认为这些公司是可选范围内相对合理的选项。

我们认为首程控股估值相较可比公司或存在溢价。我们认为公司估值相较可比公司或存在一定溢价，主要考虑到：1) 公司以基础设施管理与服务为核心的商业模式稀缺性较强，我们认为初期市场认知或将带来一定溢价；2) 我们认为公司中短期业绩增长的确性较强，尤其是伴随疫情防控优化，其停车业务的修复前景较为明确，我们预计 2022-2024 公司归母净利润复合增速有望达 32.4%（详见上文盈利预测），PEG 或将低于 1 倍；3) 公司偏轻资产运营模式，且主要服务于基础设施领域而非商业不动产领域，我们认为底层资产价格波动对公司未来盈利能力影响较弱，因此我们认为公司较部分重资产企业（如以持有型为主的企业）有一定幅度溢价较为合理。最终基于我们选取的可比公司 2023 年平均市盈率 13.6 倍（根据市场一致预期），我们认为给予 16 倍 2023 年市盈率较为合理，较可比公司 2023 年估值倍数溢价约 18%。

图表 34：基于相对估值法测算出的首程控股公允价值一览

| 相对估值法下的公允价值估计 | |
|-----------------------|------------|
| 2023年预测归母净利润（亿港元） | 11.3 |
| 2024年预测归母净利润（亿港元） | 13.5 |
| 价值 | |
| 2023年预测P/E倍数 (x) | 16.0 |
| 权益公允价值（亿港元） | 180.6 |
| 每股股权价值（目标价，港元） | 2.5 |

资料来源：中金公司研究部

绝对估值

我们采用自由现金流折现估值法，测算出 2023 年公司每股公允价值为 2.4-2.9 港元（基准情形下为 2.6 港元），作为对公司估值的参考。我们的主要假设包括：

- ▶ 基金管理规模自 2022 年开始逐年增长，于 2027 年达到约 830 亿港元规模。
- ▶ 2023-2024 年签约车位规模增速分别为 30% 和 35%，此后逐渐降低至 5% 左右的年化增速。

- ▶ 贝塔值 1.2-1.4（基准情形下为 1.3）。
- ▶ 永续增长率为 1%。

图表 35：采用 DCF 值法测算出的基准情境估值结果（贝塔值 1.3）

| 自由现金流预测（单位：亿港元） | 2023E | 2024E | ... | 2032E | 2033E |
|-----------------|-------------|-------------|-----|-------------|-------------|
| 净收入 | 27.0 | 33.5 | | 57.7 | 61.2 |
| 同比 | 57.2% | 24.0% | | 6.1% | 6.1% |
| 息税前利润 | 13.4 | 15.8 | | 22.9 | 24.2 |
| 同比 | 8.5% | 8.5% | | 8.5% | 8.5% |
| 息税前利润率 | 49.7% | 47.1% | | 39.8% | 39.5% |
| 息税前利润*（1-有效税率） | 10.1 | 11.8 | | 17.2 | 18.1 |
| +折旧与摊销 | 1.8 | 1.7 | | 1.0 | 1.0 |
| -营运资本变动 | -1.7 | -1.1 | | -0.5 | -0.6 |
| -资本支出 | 0.0 | 0.0 | | 0.0 | 0.0 |
| 自由现金流 | 10.1 | 12.4 | | 17.7 | 18.5 |

现金流折现分析（单位：亿港元）

| | | | |
|-------------------|--------------|--------------|-------|
| 自由现金流现值 | 99.6 | 有效税率 | 25.0% |
| 期末价值 | 210.7 | 资产负债率 | 8.2% |
| 期末价值的现值 | 76.1 | Beta系数 | 1.3 |
| 企业价值 | 175.7 | 无风险收益率（中金预测） | 3.7% |
| 净现金（负债，少数权益） | 11.7 | 风险溢价（中金预测） | 5.8% |
| 股权价值 | 187.4 | 股权成本 | 11.2% |
| 总股本（亿股） | 72.9 | 债务成本 | 6.5% |
| 每股股权价值（港元） | 2.6 | 债务成本（税盾） | 4.9% |
| 隐含2023年P/E倍数 | 16.6 | 加权平均融资成本 | 10.7% |
| | | 永续增长率 | 1.0% |

资料来源：公司公告，中金公司研究部

图表 36：根据 DCF 估值法，我们测算出 2023 年公司每股公允价值为 2.4-2.9 港元

现金流折现模型敏感性分析

| 每股股权价值（港元） | | 永续增长率 | | | | |
|------------|-----|-------|------|------|------|------|
| | | 2.60 | 0.0% | 0.5% | 1.0% | 1.5% |
| Beta系数 | 1.2 | 2.6 | 2.7 | 2.7 | 2.8 | 2.9 |
| | 1.3 | 2.5 | 2.5 | 2.6 | 2.7 | 2.7 |
| | 1.4 | 2.4 | 2.4 | 2.5 | 2.5 | 2.6 |

Beta值/永续增长率变动对现金流折现估值变动比例

| | | 永续增长率 | | | | |
|--------|-----|-------|------|------|------|------|
| | | 0.0% | 0.5% | 1.0% | 1.5% | 2.0% |
| Beta系数 | 1.2 | 1% | 3% | 5% | 8% | 11% |
| | 1.3 | -4% | -2% | 0% | 2% | 5% |
| | 1.4 | -8% | -7% | -5% | -3% | -1% |

资料来源：中金公司研究部

图表 37：可比公司估值表

| 公司名称 | 代码 | 评级 | 股价 | 目标价 | 市值 | 每股收益 | | | | P/E (x) | | | | 股息收益率 | | | |
|--------|-----------|------|--------|--------|----------|--------|-----|-----|------|---------|------|------|------|-------|------|------|------|
| | | | | | | 21A | 22E | 23E | 24E | 21A | 22E | 23E | 24E | 21A | 22E | 23E | 24E |
| | | | (港元/元) | (港元/元) | (亿港元/亿元) | (港元/元) | | | | | | | | | | | |
| 首程控股 | 0697.HK | 跑赢行业 | 1.7 | 2.5 | 128.7 | (0.2) | 0.1 | 0.2 | 0.2 | n.m. | 16.1 | 11.0 | 9.2 | 5.4% | 3.6% | 5.3% | 6.3% |
| ESR | 1821.HK | 跑赢行业 | 15.7 | 25.0 | 693.1 | 0.5 | 0.9 | 1.1 | 1.2 | 29.5 | 17.0 | 14.6 | 13.1 | 0.0% | 1.5% | 1.5% | 1.5% |
| 中国国贸 | 600007.SH | 中性 | 16.6 | 17.3 | 166.7 | 1.0 | 1.2 | 1.2 | n.a. | 16.2 | 14.4 | 14.0 | n.a. | 3.6% | 4.1% | 4.2% | n.a. |
| 南山控股* | 002314.SZ | n.a. | 3.8 | n.a. | 104.0 | 0.4 | 0.4 | 0.5 | 0.5 | 10.7 | 9.4 | 8.4 | 7.6 | n.a. | n.a. | n.a. | n.a. |
| 大悦城* | 000031.SZ | n.a. | 3.7 | n.a. | 159.9 | 0.0 | 0.2 | 0.2 | 0.3 | 124.3 | 21.9 | 16.6 | 14.3 | n.a. | n.a. | n.a. | n.a. |
| 平均值 | | | | | | | | | | 45.2 | 15.7 | 13.4 | 11.7 | 1.8% | 2.8% | 2.9% | 1.5% |
| 中间值 | | | | | | | | | | 22.9 | 15.7 | 14.3 | 13.1 | 1.8% | 2.8% | 2.9% | 1.5% |
| 市值加权平均 | | | | | | | | | | 39.3 | 16.6 | 14.2 | 10.8 | 0.7% | 2.0% | 2.0% | 1.2% |

注：*不在我们覆盖范围内，采用彭博一致预测；其它公司为中金覆盖，其数据基于我们的业绩预测；平均值、中间值及市值加权平均测算剔除首程控股；收盘价截至北京时间 2023 年 2 月 7 日

资料来源：Wind，彭博资讯，公司公告，中金公司研究部

投资风险

我们认为投资首程控股可能存在以下风险：

- ▶ **停车资产管理业务拓展速度不及预期：**我们认为公司停车资产管理收入增长的主要渠道之一是靠多种模式下外拓停车管理规模，若业务拓展速度不及预期，将影响公司停车管理业务增长情况。
- ▶ **停车资产管理业务坏账风险：**我们认为停车管理业务若出现坏账，或将影响公司营运现金流以及当期派息能力。
- ▶ **未来基金规模增长不及预期：**现阶段公司在管基金底层资产主要依赖于与母集团进行战略合作获取，未来若第三方资产开拓不及预期，可能会影响公司基金规模增长。
- ▶ **公募 REITs 相关业务发展不及预期：**我们认为现阶段中国公募 REITs 仍处于发展初期，若公募发展速度慢于预期，则可能影响公司公募 REITs 相关业务的发展。



作者信息



孙元祺 分析员

不动产与空间服务

SAC 执证编号: S0080521050008

SFC CE Ref: BOW951

yuanqi.sun@cicc.com.cn



张文杰 分析员

交运物流及出行

SAC 执证编号: S0080520120003

SFC CE Ref: BRC259

wenjie.zhang@cicc.com.cn



裴佳敏 联系人

不动产与空间服务

SAC 执证编号: S0080121060144

SFC CE Ref: BRY581

jiamin.pei@cicc.com.cn



张宇 分析员

不动产与空间服务

SAC 执证编号: S0080512070004

SFC CE Ref: AZB713

eric.zhang@cicc.com.cn



谭钦元 联系人

不动产与空间服务

SAC 执证编号: S0080122030137

qinyuan.tan@cicc.com.cn



CICC
中金公司

法律声明

一般声明

本报告由中国国际金融股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但中国国际金融股份有限公司及其关联机构（以下统称“中金公司”）对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成对买卖任何证券或其他金融工具的出价或征价或提供任何投资决策建议的服务。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐或投资操作性建议。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，自主审慎做出决策并自行承担风险。投资者在依据本报告涉及的内容进行任何决策前，应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，并就相关决策咨询专业顾问的意见对依据或者使用本报告所造成的一切后果，中金公司及/或其关联人员均不承担任何责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断，相关证券或金融工具的价格、价值及收益亦可能会波动。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，中金公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

本报告署名分析师可能会不时与中金公司的客户、销售交易人员、其他业务人员或在本报告中针对可能对本报告所涉及的标的证券或其他金融工具的市场价格产生短期影响的催化剂或事件进行交易策略的讨论。这种短期影响的分析可能与分析师已发布的关于相关证券或其他金融工具的目标价、评级、估值、预测等观点相反或不一致，相关的交易策略不同于且也不影响分析师关于其所研究标的证券或其他金融工具的基本面评级或评分。

中金公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。中金公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。中金公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见不一致的投资决策。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本报告提供给某接收人是基于该接收人被认为有能力独立评估投资风险并就投资决策能行使独立判断。投资的独立判断是指，投资决策是投资者自身基于对潜在投资的目标、需求、机会、风险、市场因素及其他投资考虑而独立做出的。

本报告由受香港证券及期货事务监察委员会监管的中国国际金融香港证券有限公司（“中金香港”）于香港提供。香港的投资者若有任何关于中金公司研究报告的问题请直接联系中金香港的销售交易代表。本报告作者所持香港证监会牌照的牌照编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

本报告由受新加坡金融管理局监管的中国国际金融（新加坡）有限公司（“中金新加坡”）于新加坡向符合新加坡《证券期货法》定义下的合格投资者及/或机构投资者提供。本报告无意也不应直接或间接地分发或传递给新加坡的任何其他人。提供本报告于合格投资者及/或机构投资者，有关财务顾问将无需根据新加坡之《财务顾问法》第 45 条就任何利益及/或其代表就任何证券利益进行披露。有关本报告之任何查询，在新加坡获得本报告的人员可联系中金新加坡持牌代表。

本报告由受金融行为监管局监管的中国国际金融（英国）有限公司（“中金英国”）于英国提供。本报告有关的投资和服务仅向符合《2000 年金融服务和市场法 2005 年（金融推介）令》第 19（5）条、38 条、47 条以及 49 条规定的人士提供。本报告并未打算提供给零售客户使用。在其他欧洲经济区国家，本报告向被其本国认定为专业投资者（或相当性质）的人士提供。

本报告由中国国际金融日本株式会社（“中金日本”）于日本提供，中金日本是在日本关东财务局（日本关东财务局长（金商）第 3235 号）注册并受日本法律监管的金融机构。本报告有关的投资产品和服务仅向符合日本《金融商品交易法》第 2 条 31 项所规定的专业投资者提供。本报告并未打算提供给日本非专业投资者使用。

本报告亦由中国国际金融股份有限公司向符合日本《金融商品交易法施行令》第 17 条第 3 款第 1 项及《金融商品交易法》第 58 条第 2 款但书前段所规定的日本金融机构提供。在该情形下，本报告有关的投资产品和服务仅向日本受监管的金融机构提供。

本报告将依据其他国家或地区的法律法规和监管要求于该国家或地区提供。

特别声明

在法律许可的情况下，中金公司可能与本报告中提及公司正在建立或争取建立业务关系或服务关系。因此，投资者应当考虑到中金公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。

与本报告所含具体公司相关的披露信息请访问 <https://research.cicc.com/footer/disclosures>，亦可参见近期已发布的关于该等公司的具体研究报告。

中金研究基本评级体系说明：

分析师采用相对评级体系，股票评级分为跑赢行业、中性、跑输行业（定义见下文）。

除了股票评级外，中金公司对覆盖行业的未来市场表现提供行业评级观点，行业评级分为超配、标配、低配（定义见下文）。

我们在此提醒您，中金公司对研究覆盖的股票不提供买入、卖出评级。跑赢行业、跑输行业不等同于买入、卖出。投资者应仔细阅读中金公司研究报告中的所有评级定义。请投资者仔细阅读研究报告全文，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠评级来推断结论。在任何情形下，评级（或研究观点）都不应被视为或作为投资建议。投资者买卖证券或其他金融产品的决定应基于自身实际具体情况（比如当前的持仓结构）及其他需要考虑的因素。

股票评级定义：

- 跑赢行业（OUTPERFORM）：未来 6~12 个月，分析师预计个股表现超过同期其所属的中金行业指数；
- 中性（NEUTRAL）：未来 6~12 个月，分析师预计个股表现与同期其所属的中金行业指数相比持平；
- 跑输行业（UNDERPERFORM）：未来 6~12 个月，分析师预计个股表现不及同期其所属的中金行业指数。

行业评级定义：

- 超配（OVERWEIGHT）：未来 6~12 个月，分析师预计某行业会跑赢大盘 10%以上；
- 标配（EQUAL-WEIGHT）：未来 6~12 个月，分析师预计某行业表现与大盘的关系在-10%与 10%之间；
- 低配（UNDERWEIGHT）：未来 6~12 个月，分析师预计某行业会跑输大盘 10%以上。

研究报告评级分布可从<https://research.cicc.com/footer/disclosures> 获悉。

本报告的版权仅为中金公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

V190624
编辑：张莹

北京

中国国际金融股份有限公司
中国北京建国门外大街1号
国贸写字楼2座28层
邮编: 100004
电话: (86-10) 6505 1166
传真: (86-10) 6505 1156

深圳

中国国际金融股份有限公司深圳分公司
深圳市福田区益田路5033号
平安金融中心72层
邮编: 518048
电话: (86-755) 8319-5000
传真: (86-755) 8319-9229

东京

中国国际金融日本株式会社
〒100-0005 東京都千代田区丸の内3丁目2番3号
丸の内二重橋ビル21階
Tel: (+813) 3201 6388
Fax: (+813) 3201 6389

纽约

CICC US Securities, Inc
32nd Floor, 280 Park Avenue
New York, NY 10017, USA
Tel: (+1-646) 7948 800
Fax: (+1-646) 7948 801

伦敦

China International Capital Corporation (UK)
Limited
25th Floor, 125 Old Broad Street
London EC2N 1AR, United Kingdom
Tel: (+44-20) 7367 5718
Fax: (+44-20) 7367 5719

上海

中国国际金融股份有限公司上海分公司
上海市浦东新区陆家嘴环路1233号
汇亚大厦32层
邮编: 200120
电话: (86-21) 5879-6226
传真: (86-21) 5888-8976

香港

中国国际金融(香港)有限公司
香港中环港景街1号
国际金融中心第一期29楼
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

旧金山

CICC US Securities, Inc. San Francisco Branch
Office
One Embarcadero Center, Suite 2350,
San Francisco, CA 94111, USA
Tel: (+1) 415 493 4120
Fax: (+1) 628 203 8514

新加坡

China International Capital Corporation
(Singapore) Pte. Limited
6 Battery Road, #33-01
Singapore 049909
Tel: (+65) 6572 1999
Fax: (+65) 6327 1278

法兰克福

China International Capital Corporation (Europe)
GmbH
Neue Mainzer Straße 52-58, 60311
Frankfurt a.M, Germany
Tel: (+49-69) 24437 3560