

买入
停车与基金协同发展，业绩增长厚积待发
首程控股 (0697.HK)

2022-4-29 星期五

投资要点

目标价: **2.03 港元**
 现价: 1.04 港元
 预计升幅: 95.19%

重要数据

日期	2022.04.28
收盘价 (港元)	1.04
总股本 (百万股)	7,283
总市值 (亿港元)	76.00
净资产 (百万港元)	10,140
总资产 (百万港元)	13,382
52 周高低 (港元)	1.95/0.91
每股净资产 (港元)	1.14

数据来源: Wind、国元证券经纪(香港)整理

主要股东

首钢集团 (34.9%)
 欧力士 (14.3%)
 Cheng Yu Tung Family (Holdings)
 Limited (11.5%)

研究部

姓名: 杨森
 SFC: BJO644
 电话: 0755-21519178
 Email: yangsen@gyzq.com.hk

公司主营停车与基础设施 REITs，业务进入快速发展期

公司聚焦停车出行及 REITs 基金业务。21 年营收达 11.95 亿港元，同比增长 69%；毛利率上升 21% 至 45.8%；扣非税前溢利 3.65 亿港元，同比增长 13%。

停车资产管理运营增长空间大，资本增值属性待发掘

1) 城镇化率提升推动停车位需求长期增长: 21 年末国内城镇化率为 64.72% (发达国家 80%)，预计到 2030 年升至 75%。受益于城镇化率提高，21 年末国内汽车保有量达 3.02 亿辆，相比 2014 年翻倍。而当前停车位数量仅为 1.31 亿个，5 年 CAGR 不足 15%，停车位短缺数量超过 1 亿个。

2) 城市停车规划落后，停车管理及服务急需改善: 公共停车场超过 70% 是由政府以委托代理的方式建设和管理，缺少市场化发展导致配置标准低、智能化不足、从而信息堵塞造成停车场利用率低，空车位+停车难现象并存。

公司停车业务处于高速增长期，科技赋能与多节点增值服务提升竞争力

停车业务高速增长: 21 年收入达 6.14 亿港元，同比增长 28%。公司致力于实现每年新签车位超 10 万，目前日服务客户数超 18 万。公司业务布局至全国 4 大区域 8 大城市，且累计中标及签约的机场 9 个、高铁火车站超 10 个。业务优势:

1) 全链条科技赋能+多节点增值服务，提高停车业务竞争力和稳定现金流入; 2) 实行全方位一体化专业管理，降本增效。

公司基金管理业务稳健增长，出行科技股权投资项目具备增值潜力

公司在管基金 25 支，规模超过 500 亿。城市更新园区基金超 10 支，规模超过 300 亿，已投建面积达 70 万平方米，项目包括新首钢高端产业服务区、“六工汇”项目。业务优势: 1) 明星项目释放基金业绩: 在手项目为地平线、毫末智行、八亿时空，退出理想汽车已产生超额收益。2) 先发优势打造行业领先地位: 唯一一家参与内地首批 11 支上市公募 REITs 战略配售中 7 支的公司。3) 背靠国企提高融资能力，“基金+产业”模式协同驱动发展。

给予“买入”评级，目标价 2.03 港元

1) 随着公司运营停车位数量和增值服务扩张，停车出行业务业绩会明显上升; 2) 考虑到公司手头的明星项目，随着基金规模扩大和未来退出产生超额收益，REITs 基金业务会稳步提升。预测公司 2022/2023/2024 年营收 16.49/22.36/28.48 亿港元，归母净利润 6.81/8.48/11.02 亿港元，每股盈利 0.09/0.12/0.15 港元，以 0.85 倍 PEG，给予公司 22 年 22.56 倍 PE，对应目标价 2.03 港元。

百万港元	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
收入	396.1	705.9	1195.0	1649.7	2236.6	2848.7
同比增长(%)	124.4%	78.2%	69.3%	38.0%	35.6%	27.4%
归母净利润	443.0	658.6	-1095.3	681.2	848.8	1102.1
同比增长(%)	25.5%	48.7%	-266.3%	162.2%	24.6%	29.8%
每股盈利 (港元)	0.08	0.10	-0.15	0.09	0.12	0.15

数据来源: 公司财报、国元证券经纪(香港)整理

目录

目录.....	2
1. 公司概况.....	5
1.1 发展历程.....	5
1.2 经营业绩.....	6
1.3 公司控股聚焦 REITs 基金业务+停车出行业务.....	6
2. 停车资产管理：营运增长空间大，资本增值属性待发掘.....	9
2.1 城镇化率提升推动停车位需求长期增长.....	9
2.2 城市停车规划建设落后善，停车管理和服务范围急需改善.....	10
2.3 停车资产具备的优质内在资本属性有待开发.....	12
3. 公司致力于成为我国停车行业领导者.....	12
3.1 停车业务高速增长，围绕不同场景实施横向布局、纵向分布.....	12
3.2 全链条科技赋能+多节点增值服务，提高停车业务竞争力.....	14
4. 公司致力于成为我国基础设施 REITs 道路引领者.....	16
4.1 明星项目释放基金业绩，业务有抗周期和“现金牛”特质.....	16
4.2 背靠国企提高融资能力，业务协同效应打造行业领先地位.....	18
5. 盈利预测与投资建议.....	18
5.1 盈利预测.....	18
5.2 估值及目标价.....	19
风险提示.....	20

图目录

图 1: 公司聚焦停车出行+REITS 基金主业两大主业.....	6
图 2: 引入知名战略投资者.....	6
图 3: 2014-2021 年公司营业额、毛利润、净利润状况 (百万港元)	6
图 4: 2014-2021 年公司现金流及现金等价物 (百万港元) 和资产负债率状况.....	6
图 5: 基础设施不动产基金业务布局.....	7
图 6: 停车资产管理持续挖掘优质 REITS 资产.....	8
图 7: 停车出行业务施加运营提效+科技赋能.....	8
图 8: 停车出行业务 BOT 立体停车楼代表性项目.....	9
图 9: 停车位短缺及存量停车位利用率低下.....	10
图 10: 2015-2021 年中国汽车保有量和停车位数量 (百万个)	10
图 11: 线上管理模式与传统线下委托管理模式对比.....	11
图 12: 停车资产具备优秀的内在资本属性.....	12
图 13: 停车出行业务板块收入 (百万港元)	13
图 14: 业务布局——8 大城市, 4 大区域.....	13
图 15: 公司业态与经营模式.....	13
图 16: 首程控股已签约机场与高铁火车站项目一览.....	13
图 17: 市政配套主要项目.....	14
图 18: 商办产权标杆项目.....	14
图 19: 项目落地全链条.....	15
图 20: 大型机场增值服务业态.....	15
图 21: 布局新能源汽车充电运营赛道.....	15
图 22: 公司的科技服务演化阶段.....	16
图 23: 基金规模 (亿港元)	16
图 24: 基金管理业务板块收入 (百万港元)	16
图 25: 基础设施不动产基金业务布局.....	17
图 26: 战略配售投资的 6 支首批公募 REITS.....	17
图 27: 战略配售投资的 6 支首批公募 REITS.....	18

表目錄

表 1: 公司发展历程.....	5
表 2: 业绩摘要及预测 (百万港元)	19

1. 公司概况

1.1 发展历程

首程控股控股有限公司（原名首长国际企业有限公司，下文简称“公司”）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成功收购，此后一直主营垂直一体化的钢铁业务。2016年，公司启动资产重组，陆续剥离秦皇岛钢铁业务，并出售首长宝佳集团有限公司股权、铁矿石长协合同并停止铁矿石贸易业务，于2021年初决定剥离首钢福山资源集团有限公司28.98%股权，将其归类为持有待售资产。

表 1：公司发展历程

事件	
1991 年	公司于香港联交所主板上市。
91~15 年	主营垂直一体化的钢铁业务，包括上游的铁矿石及焦煤贸易、中游的船舶钢板等钢材制造和下游的钢材产品加工。
2016 年	受钢铁业萧条的持续影响，公司启动资产重组，出售秦皇岛钢铁业务，包括钢材制造、矿物开采及加工业务。
2017 年	成功收购京冀资本和首中投资控股权，完成战略转型，主营停车出行业务和私募基金管理业务。
2018 年	发展主营业务，缩减旧有业务规模，剥离相关资产，引入新创建集团、日本欧力士、厚朴投资、经纬中国等企业和金融机构作股东。
2019 年	完成业务结构调整，扩大资金储备，铺开全国业务。
2020 年	正式改名为首程控股有限公司，全面聚焦发展停车出行业务及基础设施不动产基金管理业务。
2021 年	决定剥离首钢福山资源有限公司股权，首钢福山资源有限公司不再是首程控股的联营公司，为其持有待售资产。
2022-1	成功出售首钢福山资源有限公司 11.88% 股权，售得 14.38 亿港元。

资料来源：公司官网、国元证券经纪(香港)整理

引入知名战略投资者，剥离传统资产聚焦主业。公司引资新创建集团、日本欧力士、中集集团、厚朴投资、经纬中国等企业作战略股东，股权结构进一步优化。2022年1月公司以14.38亿港元出售首钢福山资源11.88%股权，余下17.10%股权将择机继续售出。目前公司业务结构已从传统钢铁业务转变至抗周期性较强、现金流良好、发展前景乐观的停车出行业务及基础设施不动产基金业务。截止至22Q1，公司拥有超过20万个已签约停车车位和25支基金，基金总规模超过500亿人民币。

图 1：公司聚焦停车出行+REITs 基金主业两大主业



图 2：引入知名战略投资者



资料来源：公司路演材料、国元证券经纪（香港）整理

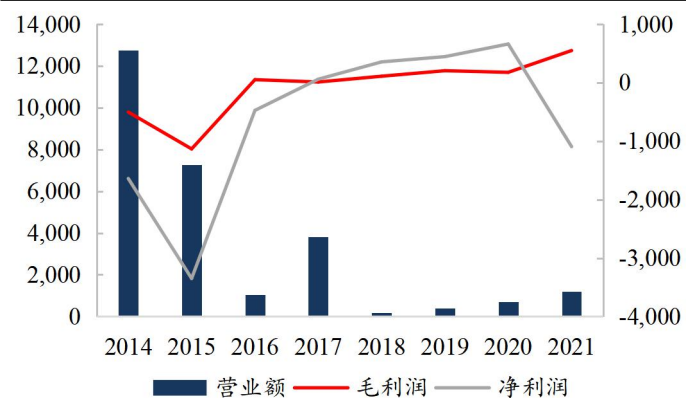
资料来源：公司官网、国元证券经纪（香港）整理

1.2 经营业绩

新主业扭亏为盈，关键财务指标稳中趋增。自亏损业务剥离，新主业的毛利和净利均实现扭亏为盈，并呈现稳中向好的发展趋势。根据公司公告，21 年公司营收自业务转型来首次突破 10 亿达 11.95 亿港元，同比增长 69%，毛利增至 5.47 亿港元，同比增长 214%，毛利率上升 21%至 45.8%，经营溢利达 5.69 亿港元，同比增长 818%，扣非后税前溢利达 3.65 亿港元，同比增长 13%。归母净利润亏损 10.95 亿港元，主要系首钢福山资源股权剥离产生的一次性资产减值拨备全部计提 16.15 亿港元，剔除这部分影响后归母净利润仍保持良好增势。

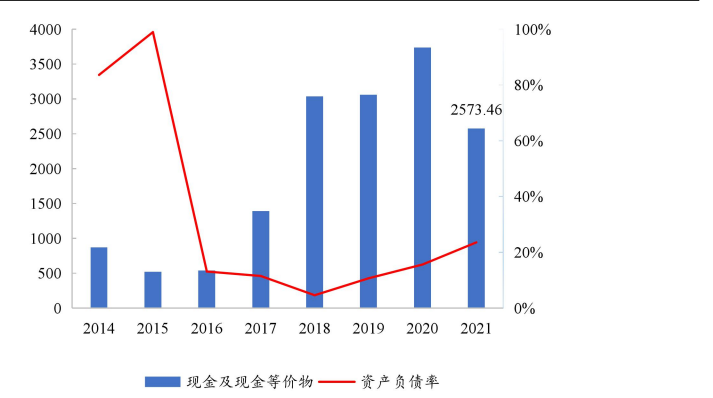
现金流逐步改善，资产结构持续优化。根据 wind 数据，2018 年起公司现金及现金等价物明显增加，偿债能力增强。此外，资产负债率从 2015 年的 98.97%持续降低至 20%左右，总体资产结构持续优化，风险抵御能力升级。随着公司聚焦新型停车出行和 REITs 基金主业，业务增长值得期待。

图 3：2014-2021 年公司营业额、毛利润、净利润状况（百万港元）



资料来源：公司财务报告、国元证券经纪（香港）整理

图 4：2014-2021 年公司现金流及现金等价物（百万港元）和资产负债率状况



资料来源：公司财务报告、国元证券经纪（香港）整理

1.3 公司控股聚焦 REITs 基金业务+停车出行业务

1.3.1 公司主营停车出行业务和基础设施不动产基金管理业务，通过“基金+产业”、“投资+运营”协同驱动发展。

公司 REITs 基金管理业务涵盖停车资产基金、园区基金管理和股权投资基金：

- 1) **停车资产基金：以高效运营盘活停车资产，为 REITs 发行的奠定基础。**针对产权类的重资产，通过基金轻资产持有，以及在长期运营过程中提升停车资产价值，取得稳定运营收益的同时在合适的时机售出产权获取额外收益。通过卓越的运营能力充分赋能停车资产，并从出售中获得额外收益。另外，通过基金管理人孵化停车资产资产证券化 (ABS) 能力，为未来公司发展 REITs 奠定先行基础。
- 2) **园区基金管理：采用轻资产管理模式，管理规模已超 300 亿。**公司以基础不动产为方向，依托基金模式，以极轻的资产管理模式推进城市更新。目前公司在管城市更新园区基金超 10 支，管理规模超过 300 亿人民币，已投建面积达 70 万平方米。其中新首钢高端产业综合服务区东南区项目，坐落在世界最大的在建城市更新项目——首钢园区。2021 年与美国著名房地产开发运营公司铁狮门合作的首奥产业园区“六工汇”项目完工亮相，涵盖甲级办公楼、零售餐饮、文化等多功能的大型复合综合体，服务 2022 年北京冬奥会及周边市民。

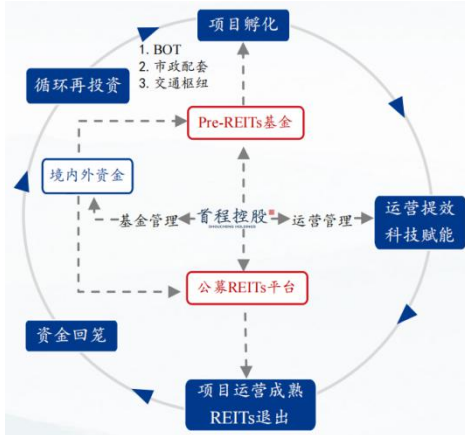
图 5：基础设施不动产基金业务布局



资料来源：公司业绩报告、国元证券经纪（香港）整理

- 3) **股权投资基金：可实现投资收益+产业孵化平台双功用。**围绕主业重点投资智慧出行、智能制造、新材料等领域，通过低频大额、精准投资，实现财务与战略收益最大化。一方面，可以为公司贡献投资收益，在退出时创造超额收益，另一方面，可以成为产业孵化的生态平台，协同主业发展。目前公司明星投资项目为理想汽车、地平线、毫末智行、八亿时空。其中理想汽车实现美股、港股双重上市，从理想项目部分退出已产生超额分配收益。

图 6：停车资产管理持续挖掘优质 REITs 资产



资料来源：公司路演材料、国元证券经纪（香港）整理

图 7：停车出行业务施加运营提效+科技赋能



长期租赁: 针对存量停车资产，通过首程控股的资产赋能，为业主方提供更佳的资产回报，为用户提供更好的服务体验。

BOT 停车楼: 针对交通枢纽、医院、市中心区域等停车位严重不足的地点，提供全产业链的立体车位建设，获取长期运营权。

停车资产基金: 针对产权类的重资产，通过基金的轻资产模式持有，取得资产价值增值及稳定的运营收益。

资料来源：公司路演材料、国元证券经纪（香港）整理

1.3.2 停车出行业务：不同场景对应四种模式，利用科技赋能助力业务稳定现金流入

- 1) **BOT 产品**: 解决中心区车位紧缺问题，获得超 20 年持续且稳定的现金流量。BOT 类产品是公司特许经营模式下的代表性项目，主要针对停车位严重不足的区域，提供全产业链的立体车位建设，获取 20-25 年长期运营权。具体是：政府提供土地，公司“驿停车”投资+设计建设+运营，从中获得运营权期内持续且稳定的现金流收益。目前公司已在北京、天津、冀、长三角、成渝等重点区域相继落地多个 BOT 立体停车库，其中与南京建邺区政府搭建了规模 10 亿的 BOT 停车基金，用于投资建设立体停车楼。
- 2) **长期租赁产品**: 针对存量停车资产，实施固定租金+浮动分成方式。长期租赁产品是与产权方签订 10 年以上的长期租约，进行全方位运营提效和资产赋能。针对存量停车资产，公司通过“驿停车”实现资产赋能，提供更优质客户服务体验和业主高资产回报。采用固定租金+浮动分成的方式与业主分享收益，在经营管理上更具主动性，对业主也更具吸引力。
- 3) **速驿客云托管服务**: 科技赋能实现智慧管理，降本增效。速驿客云托管服务是公司自主研发的科技赋能停车管理系统，实现停车资产管理全流程的、全场景的自动化、智能化、在线化，打造节点协同和数据赋能的运营模式。此外，该平台提质实现运营资产 95% 以上无人收费，路内路侧收费收缴率超过 90%，人均管理车位数提高 40%。其中代表性项目有甘肃白银项目，通过 B 端提供单体停车场自动化、在线化、智能化云服务，G 端提供城市级静态交通综合治理解决方案，推出了“白银智慧泊车”系统。
- 4) **委托管理**: 提升公司影响力和开拓潜在用户。通过线下传统经营管理，利用

逐渐上升的公司影响力，逐步扩充客户数量，并拉动业务增长，之后再加以线上科技服务，实现服务群体的需求升级。

图 8：停车出行业务 BOT 立体停车楼代表性项目



资料来源：公司业绩报告、国元证券经纪（香港）整理

2. 停车资产管理：营运增长空间大，资本增值属性待发掘

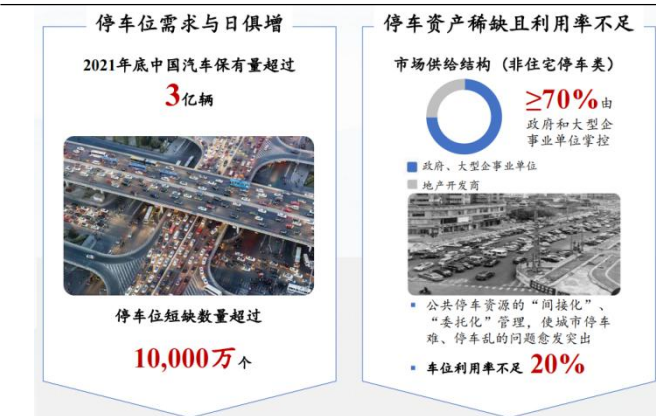
2.1 城镇化率提升推动停车位需求长期增长

国内巨大的城镇化潜力是停车需求增长的主要驱动力。根据国家发改委统计数据，截至 2021 年末国内常住人口城镇化率达 64.72%，预计到 2030 年升至 75%。而在发达经济体中，日本城镇化率超过 90%、英美法超过 80%，与其相比中国的城镇化还有非常大的发展潜力，将仍有力地带动汽车保有量增长。根据公安部统计数据，2021 年末中国汽车保有量已达 3.02 亿辆，占机动车保有量的比例为 76.5%，相比于 2014 年汽车保有量翻了一倍，主要是城镇化迅速提升的贡献。持续增长的汽车保有量在未来有望推动停车需求快速增长。

国家大力鼓励停车基础设施、停车系统等建设，达到提质增效的目的。《关于推动城市停车设施发展的意见》提到：为加快补齐城市停车供给短板、改善交通环境和推动高质量发展，以市场化方式推进停车设施规划建设，加快停车设施提质增效，强化资金用地等政策保障，有效满足市场主体和人民群众的基本停车需求和出行停车需求，优化停车设施供给结构。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，社会资本广泛参与，信息技术与停车产业深度融合，停车资源高效利用，城市停车规范有序，依法治理、社会共治局面基本形成，居住社区、医院、学校、交通枢纽等重点区域停车需求基本得到满足。

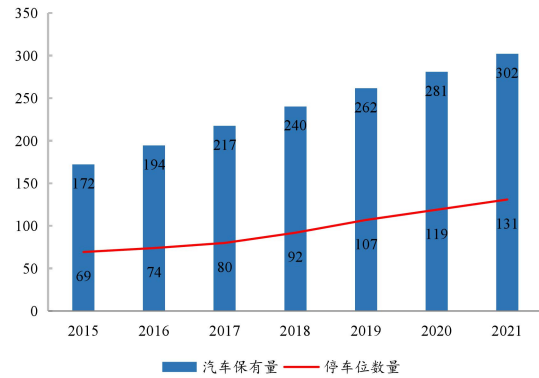
当前停车位短缺数量超过1亿个，停车需求日益增长。在城镇化大背景下，当前中国的停车位数量仅为1.31亿个，停车位需求与日俱增，且存在巨大的需求缺口。近5年中国停车位数量年均增长不到15%，在绝对的基数差距条件下，并未能非常有效地改善停车位需求缺口的问题。

图9：停车位短缺及存量停车位利用率低下



资料来源：公司公告、国元证券经纪（香港）整理

图10：2015-2021年中国汽车保有量和停车位数量（百万个）



资料来源：国家统计局、国元证券经纪（香港）整理

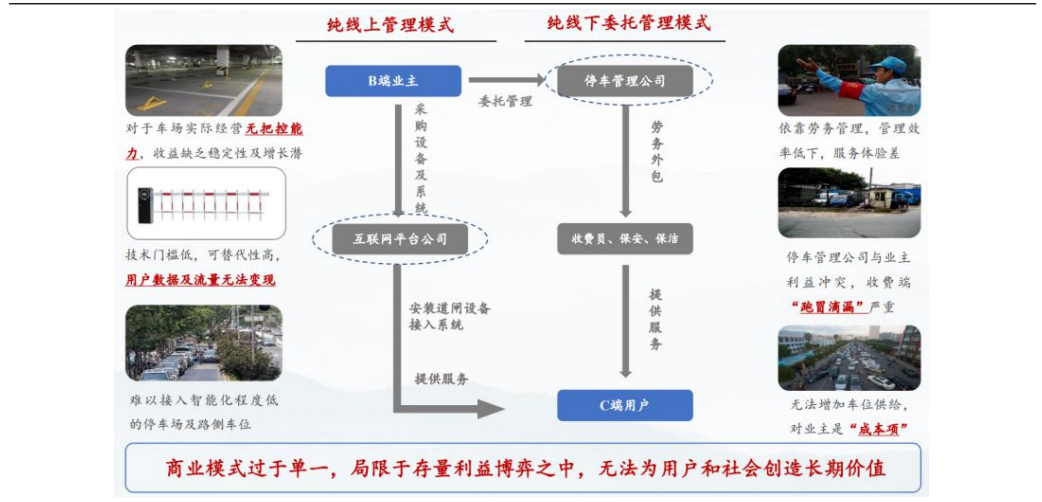
2.2 城市停车规划建设落后善，停车管理和服务范围急需改善

2.2.1 目前城市停车规划建设落后，停车场地利用率不高

当前城市建设项目缺少市场化机制，导致配置标准低。公共停车场项目超过70%是由政府和大型企事业单位掌控，通常采用委托代理的方式建设和管理。由于项目建设和管理缺少市场化发展，项目作用延伸拓展受限，导致相应的配置标准比较低，“大数据”、“物联网”、“5G”及“互联网+”等新技术模式应用不广。

停车场地利用率不高，“空车位+停车难”现象并存。目前市面上大部分的停车设施智能化水平不高。由于前期建设规划时未充分考虑未来接入智能化设备的需要，部分老旧城区、商业中心的停车场和路侧难以有效实施设施升级；其次缺少足够的投资和成熟的员工培训机制，仍然没有得到充分的智能化建设；此外，智能化、信息化建设不均匀导致停车数据的采集和开放存在地域局限的问题，泊位信息不对称不利于车主找车位，也不利于停车场地招引客流，因此场地利用率不高，停车难和停车位空闲现象并存。

图 11：线上管理模式与传统线下委托管理模式对比



资料来源：公司公告、国元证券经纪（香港）整理

2.2.2 传统停车管理模式存在诸多漏洞，停车管理和服务范围急需改善

传统模式下管理公司无经营控制权，致使车位周转率低下。当下传统委托管理模式由业主委托地方性停车管理公司进行管理，然后停车管理公司再将保安、保洁、代收费等劳务外包。日常经营性事务主要由停车管理公司承担，但是停车管理公司对管理规范、收费标准等的决策、制定和调整基本无实际控制，一般只充当执行委托协议义务的角色，收取固定委托费，缺乏效益上的积极性。例如，对于“僵尸车”现象，即使严重影响车位周转率，浪费停车资源，停车管理公司由于无把控能力，只能实施有限的干预，效果甚微。

收费管理混乱，利益分配博弈。绝大部分路侧停车采取人工收费，单人管理一片区域，效率非常低，同时由于人工记录管理，流程规范性不足，容易产生“乱收费”、“跑冒滴漏”等现象，导致业主利益受损。此外，由于在利益分配上业主、被委托方和外包人员间的联系较为独立，具体提供服务和执行收费时存在博弈，服务质量差异大，部分实际收入变成灰色收入下落不明，对业主往往是成本增加项。

2.2.3 监管不完善且执行效果欠佳

责任落实不到位，寻租空间大。收费端的责任标准往往比较模糊，且缺少严格的约束手段，个别人会利用职务之便牟取私利，例如“要高价”、“收钱留车位”、“收钱纵容逃费和乱停车”等，对整个行业秩序造成极其不利的的影响。由于传统管理模式下经常缺少举证材料，责任方容易逃脱。

缺乏智能化，使得稽查效率不高。由于停车场地人员流动性大，在缺少智能化设备支持的条件下，稽查成本高、耗时耗力，且通常责任追究成功获得的收益也不

高，难以从根本上解决问题。

2.3 停车资产具备的优质内在资本属性有待开发

实际上，停车资产管理公司具备诸多尚未被发现的价值，优质的基础设施类资产主要集中在稳定现金流、较好的增值潜力、可资产证券化等三方面。

- 1) **具备抗周期特质的现金流。**抗经济周期，现金流可预期是基础设施类资产优质的内在属性，可以为资产持有人贡献稳定的运营收益。而停车资产恰恰兼具抗周期性和收益性，且现金流稳定，拥有较强的增值潜力停车资产具有融通性，可发行多样化证券产品。
- 2) **较好的增值潜力。**基础设施类资产兼具强民生属性与高行业壁垒，投资核心城市基础设施，可充分发挥区位优势，构筑自身护城河。
- 3) **金融属性：通过资产证券化实现融通性。**通过金融工具赋予基础设施资产金融属性，提高资产底层收益和流动性，实现资金回流。同时基础设施资产具有良好的融通性，可通过 REITs 等资产证券化产品，实现资产快速变现-资金再投资-资管规模扩大的良性循环。

图 12：停车资产具备优秀的内在资本属性



资料来源：公司公告、国元证券经纪（香港）整理

3. 公司致力于成为我国停车行业领导者

3.1 停车业务高速增长，围绕不同场景实施横向布局、纵向分布

3.1.1 公司致力于实现新签车位每年超 10 万，推动停车业务高速增长

停车业务收入达 6.14 亿，同比增长 28%。得益于快速增长的运营车位数量和创新性开发的停车场增值服务，公司停车出行业务板块收入自 2018 年开始增长迅

市政配套项目：拿下全国各大城市停车项目，地方政府积极响应。市政配套项目向各级地方政府提供城市级智慧停车解决方案。通过科技赋能和精益运营，切实缓解市政交通压力，包括医院、路侧、P+R等项目。公司陆续与北京、天津、南京等多个重大达成城市级合作项目，如医院项目包揽北京医院等6家医院。路侧方面获得北京、天津、保定市等京津冀地区路侧停车位长期运营权。此外，停车服务项目还辐射至长三角地区、西部区域。公司加强与地方政府合作，以BOT的方式提供增量车位供给，在减轻政府财政压力的同时，提升了市政资源使用效率和城市治理的效果。

商办产权项目：纵深布局取得可观的战略进展。商办产权项目是公司强化停车业务纵深布局的重要路径，包括产业园区、写字楼、商业综合体等，近两年取得相当可观的战略进展。在城市级项目中，公司承办国内外多个重磅级会展项目，实现了发展商业地产项目的新突破。此外，在广州、佛山和万科成立合资公司，共同落地并经营广州天河云城和佛山金城中央项目，成功开拓大湾区业务布局。

图 17：市政配套主要项目



资料来源：公司业绩报告、国元证券经纪（香港）整理

图 18：商办产权标杆项目



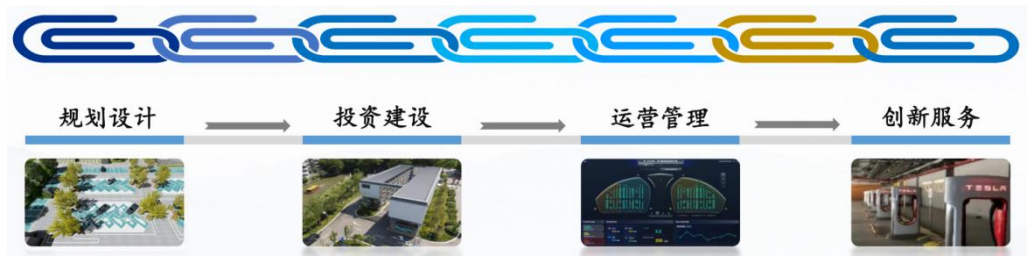
资料来源：公司业绩报告、国元证券经纪（香港）整理

3.2 全链条科技赋能+多节点增值服务，提高停车业务竞争力

停车业务从单一停车管理优化为灵活资产经营。独特的固定租金+浮动分成方式释放更多运营管理主观性，对业主也起到收益增加的作用，巩固了签约车位规模增长的基础，创造了可观的收益。

通过规划、投资、建设、运营全方位一体化专业管理，实现停车业务降本增效。公司拥有专业的智能团队和强大的资金实力。从前端规划就开始赋能，合理车场动线并预留足够商业服务面积，设定科学项目评估和交付标准，严格监督把控项目质量，并且实行精细化管理，降低全链条成本，同时提高多流程效益。

图 19：项目落地全链条



资料来源：公司公告、国元证券经纪（香港）整理

创造增值服务，打造多元化城市交通核心节点。目前公司的增值服务主要分为机场增值和新能源汽车充电运营两块。大兴机场的增值服务主要提供品牌车企展厅、自动缴费及寻车设备、租车等服务；而新能源汽车充电运营主要与充电桩企业合作打造品牌，并经营充电桩。

图 20：大型机场增值服务业态



资料来源：公司公告、国元证券经纪（香港）整理

图 21：布局新能源汽车充电运营赛道



资料来源：公司公告、国元证券经纪（香港）整理

领先于行业的科技服务能力，实现停车业务全链条的智慧化。公司的科技服务有两阶段：1) 运营提质增收阶段；2) 科技外拓阶段；阶段的跨越依次通过全场景数智化平台、AI 空间化管理平台、城市级静态交通综合治理平台实现。

- 全场景数智化平台，实现无人收费。通过全场景数智化平台赋能，路外场库实现运营资产 95%以上实现无人化收费，路内路侧收费收缴率超过 90%，人均管理车位数提高 40%。
- AI 空间化管理平台，提高问题处理效率。AI 数字化空间管理平台将，主动发现车场异常事件实时将事件以工单形式同步至管理人员或保安、保洁，快速介入处理；代替巡检人员工作，实现主动发现，精准调度提高异常问题处理效率。
- AI 空间化管理平台，提高人均管理车位数。融合全量路内/路外物联网设备，提高人均管理车位数，同时突破行业主要以收费系统为核心的技术模式，由

停车智慧管理进阶为城市静态交通数字化综合治理，进而对城市智慧赋能，提升居民出行停车满意度，构建智慧城市新生态。

图 22：公司的科技服务演化阶段



资料来源：公司公告、国元证券经纪（香港）整理

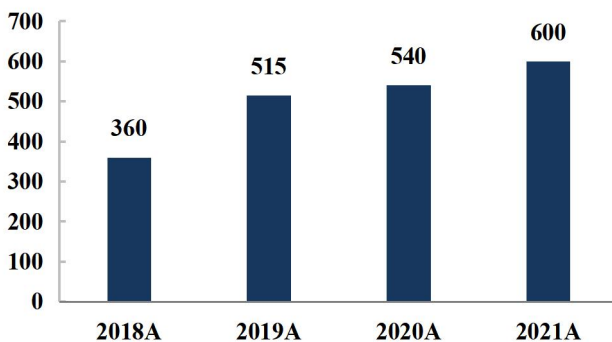
4. 公司致力于成为我国基础设施 REITs 道路引领者

4.1 明星项目释放基金业绩，业务有抗周期和“现金牛”特质

引入众多大型金融机构，已持有累计 500 亿的 25 支基金。公司通过“基金+基地+产业”的不动产金融模式，参与产业的开发、管理、运营和退出，吸引投资者和高端产业聚集，并引入社保基金等大型金融机构的投资，目前公司已有 25 支基金，累计规模超过 500 亿人民币，已投建面积约 60 万平方米，储备面积约 1000 万平方米。

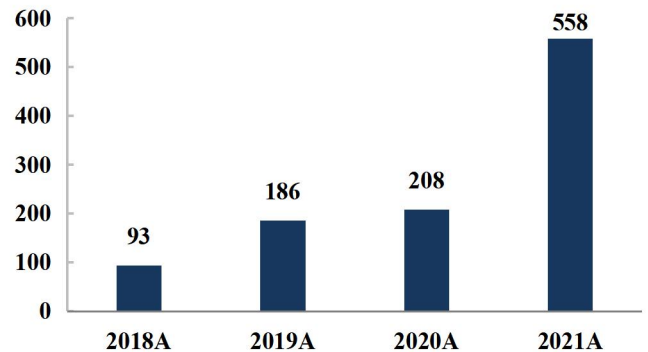
REITs 基金业务高增长，明星项目释放收益。2021 年基础设施不动产基金业务板块收入 5.58 亿港元，同比增长 162%，盈利 4.28 亿港元，同比增长 131%。2021 年因理想汽车项目部分退出产生约 2.58 亿超额分配收益，战略配售的首批上市 REITs 至年末带来 1.37 亿投资收益利润，贡献了较高的板块收入增长和盈利增长。随着管理基金数目及规模的稳步增长，预期管理费收入及投资收益将保持可持续高速增长，形成强劲竞争力。

图 23：基金规模（亿港元）



资料来源：Wind、国元证券经纪（香港）整理

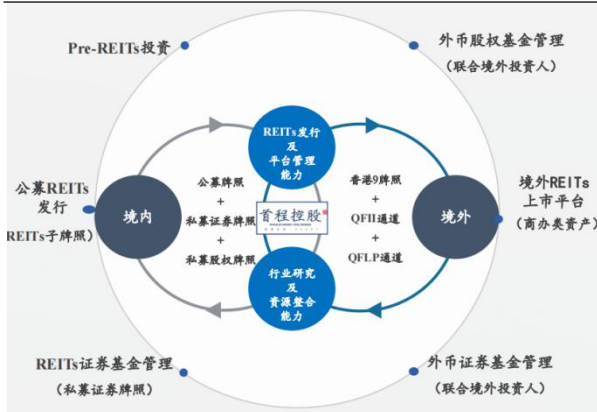
图 24：基金管理业务板块收入（百万港元）



资料来源：公司财报、国元证券经纪（香港）整理

REITs 基金管理业务具有抗经济周期，现金流可预期的优良性质。首钢集团占股 34.9%，为公司最大股东，并吸引多样化的战略股东提供了良好的资金和行业资源支持。公司通过 Pre-REITs 基金促进项目孵化，在项目运营成熟时利用公募 REITs 平台退出，以此实现资金回笼——循环再投资，根据 REITs 类资产优质的内在属性，可以为资产持有人贡献稳定的运营收益。根据公司资料，2019-2021 年公司对外投资规模合计约 55 亿港元，为业务布局和发展奠定了坚实基础。

图 25：基础设施不动产基金业务布局



资料来源：公司业绩报告、国元证券经纪（香港）整理

图 26：战略配售投资的 6 支首批公募 REITs



资料来源：公司业绩报告、国元证券经纪（香港）整理

REITs 战略配售投资/Pre-REITs 基金：发挥平台管理和资源整合能力的舞台。结合“一个上市公司+两个市场+三个业务条线+四个金融牌照，打造“公募 REITs 发行及平台管理能力+行业研究及资源整合能力”为基础的双涡轮驱动模式。

- 1) 在公募 REITs 基金方面：公司将公募 REITs 从“牌照端”和“项目端”进行两手抓，依托首批“首钢绿能”项目发行经验，打通 Pre-REITs 基金和公募 REITs 发行的通道。
- 2) 在 REITs 战配基金方面：根据目前打造的以 REITs 为特色的基金管理平台，结合自身大类资产配置能力，采取多元化投资策略。公司现在搭建了主打 REITs 战略配售投资的私募基金“朗和一号基金”和以 REITs 为核心资产的主题基金“朗和首熙基金”，进一步加大 REITs 战略投资深度。
- 3) 在 Pre-REITs 基金方面：从基金端、项目端、团队端三个方面发力，公司在多个领域搭建 Pre-REITs 基金，持续推进资产并购重组，促进相关行业资源整合，打造了多个领域的 REITs 运营管理平台。2021 年 12 月公司联手中国人寿及首钢基金，发起设立了首期规模 45 亿人民币的 Pre-REITs 基金，建立了“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”全周期的 REITs 平台，代表项目有六工汇项目。截至目前，六工汇商业招商进度近 7 成。

图 27：战略配售投资的 6 支首批公募 REITs


资料来源：公司业绩报告、国元证券经纪（香港）整理

通过“募、投、管、退”全方位的管理周期，确保基金管理业务稳健运行。公司基金管理过程主要包括募资——投资——管理——退出四大环节。在募资方面，拥有强大的基金募资能力，吸引了多家政府投资机构以及大型金融机构等星级合作伙伴。在投资方面，拥有成熟的产品模式和精准的投资能力，把控优质资产长生命周期的特许经营权/产权。在管理方面，团队深耕基础设施领域多年，拥有精益的资产经营及管理能力，将逐步培育资产至成熟期；在退出方面，通过金融工具，赋予基础设施资产金融属性，提高资产底层收益和流动性，实现资金回流。

4.2 背靠国企提高融资能力，业务协同效应打造行业领先地位

依托首钢集团的国企背景，多融资渠道增强募资能力。首程控股背靠首钢集团大股东背景，能够充分对接资本市场，协同主营业务投资并且助力实现公司资产证券化。

“基金+产业”模式协同驱动发展，相辅相成。公司成立的多支基金围绕着停车出行业务打造，为停车出行业务增加投资来源，同时停车出行业务发展回馈基金管理绩效，提供稳定收益。

投资组合有产业聚集优势，先发优势打造行业领先地位。公司管理的战略投资基金主要专注于出行和基础设施产业，属于投资关联产业。通常一个领域的投资增加会促进另一个领域的投资增加，并且可以通过提升技术和运营上的联系整合产业链，搭建闭环关联，互相促进的同时可以提高对外壁垒巩固竞争地位，实现收益稳增长。此外，公司是唯一参与中国内地首批 11 支上市公募 REITs 战略配售中 7 支的港股上市公司，带来的行业先发优势能够帮助将来停车资产、园区项目资产打包成立自身的公募 REITs，积累充足经验和行业认可。

5.盈利预测与投资建议

5.1 盈利预测

我们认为随着公司运营停车位数量增加和创新增值服务扩张升级，停车出行业务

的经营业绩会明显上升；另外，考虑到目前公司手头的明星投资项目（不含理想汽车）有地平线、毫末智行、八亿时空，随着公司基金规模扩大和未来退出产生超额收益，基础设施不动产基金业务的经营业绩会稳步提升。因此预测2022/2023/2024年公司录得营业收入分别为16.49亿/22.36亿/28.48亿港元，分别同比增长38.05%/35.58%/27.37%；2022/2023/2024年毛利分别为7.49亿/8.89亿/12.00亿港元，分别同比增长36.93%/18.77%/34.91%。

2021年公司将联营公司首钢福山资源集团有限公司归类为持有待售资产，计提投资减值亏损拨备16.15亿港元，产生账目上的净利润亏损。目前首程控股持有的首钢福山资源集团有限公司28.98%股权于2022年1月售出11.88%股权，售得14.38亿港元，2022年公司净利润会实现好转。因此预测2022/2023/2024年公司归母净利润分别为6.81亿/8.48/11.02亿港元，分别同比增长161.19%/24.6%/29.85%。

表 2：业绩摘要及预测（百万港元）

单位：百万港元	2018A	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
收入	176.50	396.09	705.85	1,195.03	1,649.68	2,236.64	2,848.74
<i>yoy</i>		124.41%	78.21%	69.30%	38.05%	35.58%	27.37%
停车出行	62.04	177.02	481.00	613.32	1,127.31	1,713.81	2,338.04
基金管理	93.44	185.53	207.88	558.46	497.96	497.21	483.79
其他	21.02	33.54	16.98	23.24	24.41	25.63	26.91
毛利	108.18	202.39	174.40	547.20	749.29	889.90	1,200.56
<i>yoy</i>		87.09%	-13.83%	213.76%	36.93%	18.77%	34.91%
归母净利润	353.10	443.00	658.61	-1,095.33	681.20	848.75	1,102.10
<i>yoy</i>		25.46%	48.67%	-266.31%	162.19%	24.60%	29.85%

资料来源：公司财报、国元证券经纪（香港）整理及预测

5.2 估值及目标价

公司以轻资产运营模式为主，资产负债率较低，同时现金流良好，未来盈利前景较好，决定采用P/E估值法。预测公司2022/2023/2024年录得归母净利润分别为6.81亿/8.48亿/11.02亿港元，两年复合增长率为26.58%，以0.85倍PEG作估值，给予公司2022年22.56倍PE，对应目标价2.03港元，较现价有95.19%的涨幅空间。

风险提示

- 1、疫情控制不及预期可能会减缓公司新增车位的进度和其他配套服务进展；
- 2、疫情控制不及预期可能会导致公司平均单位车位收入水平增速下降甚至绝对金额减少。

损益表

单位：百万港元	2018A	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
收入	176.50	396.09	705.85	1,195.03	1,649.68	2,236.64	2,848.74
停车出行	62.04	177.02	481.00	613.32	1,127.31	1,713.81	2,338.04
基金管理	93.44	185.53	207.88	558.46	497.96	497.21	483.79
其他	21.02	33.54	16.98	23.24	24.41	25.63	26.91
销售成本	-68.32	-193.70	-531.46	-647.83	-900.39	-1,346.74	-1,648.17
毛利	108.18	202.39	174.40	547.20	749.29	889.90	1,200.56
其他收益净额	103.26	72.10	138.39	364.90	276.81	320.86	298.83
行政支出	-161.85	-230.77	-250.97	-343.15	-360.31	-396.34	-443.90
财务成本	-5.70	-27.36	-77.17	-74.34	-78.06	-85.87	-96.17
联占合营公司之业绩	3.25	0.09	344.07	114.83	158.51	214.91	273.72
联占联营公司之业绩	275.36	295.50	343.32	16.63	/	/	/
减值减值亏损准备	/	/	/	-1,615.18	/	/	/
除所得税前溢利	322.51	311.95	672.04	-989.11	757.51	949.53	1,240.33
所得税(支出)/回拨	-10.01	129.21	-36.57	-124.41	-96.98	-120.21	-158.29
持续经营业务之溢利	312.50	441.16	635.47	-1,113.53	660.53	829.32	1,082.05
已终止经营业务之溢利	44.27	0.90	/	/	/	/	/
年度溢利	356.77	442.06	635.47	-1,113.53	660.53	829.32	1,082.05
以下人士应占溢利:							
本公司拥有人	353.10	443.00	658.61	-1,095.33	681.20	848.75	1,102.10
非控股权益	3.67	-0.94	-23.14	-18.20	-20.67	-19.43	-20.05
每股盈利(港元)	0.08	0.08	0.10	-0.15	0.09	0.12	0.15

现金流量表

单位：百万港元	2018A	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动之现金流量:							
税前经营利润	366.78	312.85	672.04	-989.11	757.51	949.53	1,240.33
已付所得税	-9.22	-8.84	-29.43	-52.98	-96.98	-120.21	-158.29
利息支出	-30.86	-63.38	-16.25	32.82	34.46	36.18	37.99
营运资本变动	169.61	182.96	-46.29	-1,042.39	-104.77	-124.43	-167.87
扣除联占合营公司之业绩	-278.62	-295.59	-687.39	-131.46	-169.78	-220.98	-281.01
其他非现金调整	-95.22	119.24	170.09	1,399.63	144.67	157.38	151.02
经营活动之现金流量净额	122.47	247.24	62.77	-783.48	565.11	677.47	822.18
投资活动之现金流量:							
与合营公司之现金流量	0.38	-6.67	-3.30	76.83	92.19	110.63	132.76
与联营公司之现金流量	318.88	249.02	237.16	256.31	281.94	310.13	341.14
减: 投资调整额	187.11	798.36	607.93	419.55	-1,151.68	-1,722.73	408.00
其他投资活动之现金流量	85.49	97.11	79.30	-21.59	88.20	83.75	85.98
投资活动之现金流量净额	217.64	-458.90	-294.78	-1,088.00	1,614.02	2,227.25	151.88
融资活动之现金流量:							
债务调整额	99.34	-121.88	1,229.65	8.68	-245.93	-614.83	-54.01
新增股本	1,218.71	1,295.54	457.46	399.77	359.79	323.81	291.43
支付股息	/	-904.26	-800.17	-712.04	-900.00	-700.00	-700.00
其他	/	-16.96	/	/	-150.00	-150.00	/
融资活动之现金流量净额	1,318.04	252.44	886.94	-303.60	-936.14	-1,141.02	-354.56
现金及现金等价物净额	1,658.15	40.79	654.93	-1,195.07	1,242.99	1,763.70	619.50
期初之现金及现金等价物	1,389.63	3,034.03	3,057.22	3,738.53	2,573.46	3,844.64	5,637.44
汇率变动之影响	-11.33	-17.50	26.39	30.00	28.19	29.10	28.65
期末之现金及现金等价物	3,036.45	3,057.32	3,738.53	2,573.46	3,844.64	5,637.44	6,285.58

资产负债表

单位：百万港元	2018A	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
总资产	9,430.39	10,997.02	14,125.63	13,382.24	14,139.21	14,971.46	17,030.59
流动资产	3,366.19	3,809.55	4,814.46	8,106.28	7,986.60	8,145.28	9,242.80
应收账款	117.23	99.29	190.67	135.14	316.10	340.75	489.93
预付款项、按金及其他应收款项	64.15	103.08	333.56	262.95	571.29	633.34	896.60
受限制银行存款	2.04	22.76	36.89	/	/	/	/
银行结余及现金	3,034.03	3,057.22	3,738.53	2,573.46	3,844.64	5,637.44	6,285.58
流动金融资产	145.32	527.19	514.80	1,523.21	1,019.00	1,271.11	1,145.06
有关商品合约之流动资产	3.43	/	/	/	/	/	/
持有待售资产	/	/	/	3,511.51	2,073.51	0.00	0.00
非流动资产	6,064.20	7,187.48	9,311.18	5,275.97	6,152.61	6,826.17	7,787.79
物业、厂房及设备	8.07	17.23	39.75	35.66	37.71	36.68	37.19
使用权资产	/	1,087.45	1,753.17	2,204.77	2,425.24	2,667.77	2,934.55
与服务特许经营安排有关的合约资产	/	/	88.27	124.02	136.42	150.06	165.07
投资物业	151.70	148.86	158.52	257.47	283.21	311.53	342.69
于联营公司之投资	5,232.33	5,034.39	5,269.69	173.54	/	/	/
于合营公司之投资	80.22	269.47	656.14	854.69	1,025.63	1,230.76	1,476.91
非流动金融资产	195.42	238.57	709.91	1,075.92	1,183.51	1,301.86	1,432.04
预付款项及按金	/	129.67	296.74	132.99	411.56	413.42	614.02
有关商品合约之非流动资产	150.19	/	/	/	/	/	/
递延所得税资产	/	3.08	0.02	/	/	/	/
其他	246.28	258.76	338.97	413.61	454.97	500.46	550.51
总负债	434.93	1,174.40	2,206.33	3,153.84	2,853.79	3,373.26	3,510.64
流动负债	404.16	289.96	699.86	1,008.08	1,036.64	1,472.11	1,723.77
应付账款	61.38	22.32	204.62	389.34	443.90	736.66	857.05
其他应付款项、拨备及应付负债	74.72	145.01	216.40	240.16	350.21	511.54	633.54
合约负债	8.05	9.61	89.07	23.82	56.45	40.13	48.29
应付税项	156.87	33.96	60.83	98.45	79.64	89.04	84.34
借款	103.14	5.71	6.10	179.04	6.40	6.07	6.19
租赁负债	/	73.35	122.83	77.28	100.05	88.66	94.36
非流动负债	30.77	884.44	1,506.48	2,145.76	1,817.15	1,901.15	1,786.87
递延所得税负债	29.63	36.07	18.06	59.80	38.93	49.36	44.15
借款	/	450.96	476.83	573.61	516.24	464.62	418.16
租赁负债	/	397.41	1,011.58	1,512.36	1,261.97	1,387.16	1,324.57
其他	1.14	/	/	/	/	/	/
总权益	8,995.46	9,822.62	11,919.30	10,228.41	11,285.43	11,598.20	13,519.94
股本	8,830.43	10,125.97	12,127.55	12,546.85	12,846.85	13,046.85	13,246.85
储备	135.83	-441.67	-355.26	-2,406.21	-1,684.35	-1,431.69	-429.51
本公司拥有人应占权益	8,966.26	9,684.31	11,772.29	10,140.64	11,162.50	11,615.15	13,676.36
非控股权益	29.20	138.32	147.01	87.77	122.93	-16.95	-156.41
总权益及负债	9,430.39	10,997.02	14,125.63	13,382.24	14,139.21	14,971.46	17,030.59

主要比率

	2018A	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
盈利能力							
毛利率	61.29%	51.10%	24.71%	45.79%	45.42%	39.79%	42.14%
净利率	200.06%	111.84%	93.31%	-91.66%	41.29%	37.95%	38.69%
ROE	3.93%	4.51%	5.53%	-10.71%	6.04%	7.32%	8.15%
偿债能力							
流动比率	8.33	13.14	6.88	8.04	7.70	5.53	5.36
速动比率	8.17	12.78	6.40	7.78	7.15	5.10	4.84
资产负债率	4.61%	10.68%	15.62%	23.57%	20.18%	22.53%	20.61%
营运能力							
资产周转率(次)	0.02	0.04	0.05	0.09	0.12	0.15	0.17
EPS(港元)	0.08	0.08	0.10	-0.15	0.09	0.12	0.15
BPS(港元)	0.37	0.34	1.68	1.40	1.55	1.59	1.85
PE	14.25	14.25	11.40	-7.46	12.20	9.79	7.54
PB	3.05	3.36	0.68	0.81	0.74	0.72	0.61

投资评级定义和免责条款

投资评级

买入	未来 12 个月内目标价距离现价涨幅不小于 20%
持有	未来 12 个月内目标价距离现价涨幅在正负 20%之间
卖出	未来 12 个月内目标价距离现价涨幅不小于-20%
未评级	对未来 12 个月内目标价不做判断

免责声明

一般声明

本报告由国元证券经纪（香港）有限公司（简称“国元证券经纪（香港）”）制作，国元证券经纪（香港）为国元国际控股有限公司的全资子公司。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国元证券经纪（香港）及其关联机构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，应同时考虑各自的投资目的、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，国元证券经纪（香港）及/或其关联人员均不承担任何责任。

本报告署名分析师与本报告中提及公司无财务权益关系。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。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，国元证券经纪（香港）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国元证券经纪（香港）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。

国元证券经纪（香港）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。国元证券经纪（香港）没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国元国际控股有限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。

特别声明

在法律许可的情况下，国元证券经纪（香港）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，投资者应当考虑到国元证券经纪（香港）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。

本报告的版权仅为国元证券经纪（香港）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。

分析员声明

本人具备香港证监会授予的第四类牌照——就证券提供意见。本人以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

国元国际控股有限公司
香港中环康乐广场8号交易广场三期17楼
电 话：(852) 3769 6888
传 真：(852) 3769 6999
服务热线：400-888-1313
公司网址：<http://www.gyzq.com.hk>