



中信证券研究部



张全国  
房地产和物业服务  
行业联席首席分析师

S1010517050001



陈聪  
基础设施和现代服务  
产业首席分析师

S1010510120047

核心观点

2022 年，公司实现收入 16.0 亿港元，同比增长 34%；归母净利润 9.2 亿港元，业绩扭亏为盈。公司逐渐形成稀缺的基础设施“资产融通+资产运营”的业务格局，在基础设施项目孵化、运营管理、后期退出等环节形成完整链条。展望未来，公司资产运营业务有望迎来效率和规模的双重增长，资产融通业务下基金管理规模稳定增长。我们给予公司 2.2 港元/股的目标价，维持“买入”评级。

- **主营业务稳定增长，业绩扭亏为盈。**2022 年，公司实现营业收入 16.0 亿港元，同比增长 34%；毛利润 10.6 亿港元，同比增长 95%；归母净利润 9.2 亿港元，较上年扭亏为盈，若剔除剥离首钢资源导致的 16.15 亿港元的亏损，则公司归母净利润同比增长 77.4%。
- **迈向基础设施资产管理公司转型之路。**2016 年起，公司开始转型轻资产业务，到 2022 年形成“资产融通+资产运营”的业务格局，在基金募集及管理、基础设施项目孵化、运营管理、后期退出等环节形成完善的链条。公司看好 C-REITs 市场发展，积极通过搭建基金和自投的方式参与 REITs 发行，进一步丰富展业模式，拓宽收入来源，积累发行经验。
- **资产融通超额收益改善盈利能力。**2022 年，公司资产融通业务实现收入 10.2 亿港元，同比增长 82%，其中基金超额收益 5.2 亿港元，同比增长 109%，推动公司当期毛利率上涨 21 个百分点至 67%。公司基金管理服务收入同比增长 7.1%至 1.9 亿港元，显示公司具备募资能力，管理基金规模有望稳步提升。
- **资产运营收入有望恢复，规模有望上升。**2022 年，公司资产运营收入 5.8 亿港元，同比降低 8.5%，主要是疫情期间居民出行意愿明显下降，公司当前管理的以公共停车场为主的基础设施的拓展和运营均受到较大影响。随着疫情管控逐渐放开，居民出行需求恢复，未来公司在管停车场的运营和外拓进度均有望恢复。同时，我们也期待公司管理资产进一步扩容扩类，通过多元化的资产管理组合，实现稳定的运营收入。
- **在手现金充足，丰厚股息回馈股东。**截止 2022 年末，公司货币资金达 35.7 亿港元，在手现金充裕。2022 年，公司累计公告分派股息 9 亿港元，占当期归母净利润的 98%，按公告当天收盘价测算股息率达 6.5%。2023 年 3 月 31 日，公司公告，计划在 2023-2027 年度，每年向股东分派不低于当期归母净利润的 80% 的股息。
- **风险因素：**公司基础设施项目拓展不及预期的风险；2022 年公司来自于按公允价值计量的金融资产损益的收入约 3.1 亿港元，未来该类金融资产价格波动，可能导致公司业绩波动较大的风险；公司剥离首钢资源尚未完成，进度存在不确定性，其他收入未来也可能存在下降风险；基金超额收益存在波动的风险。
- **盈利预测、估值与评级：**公司逐渐转型基金管理+不动产管理的轻资产业务模式。资产融通业务有望随着管理规模逐渐扩大而逐渐增长。资产运营方面业务受益于基础设施运营效率恢复、规模提升带来的双重增长。我们微调公司 2023/24/25 年 EPS 预测至 0.14/0.17/0.22 港元（原 2023/24 年预测为 0.14/0.15），参考 ESR 等资产管理公司估值水平，考虑公司未来的增长和国内基础设施资产管理领域的稀缺性，我们给予公司 2023 年 16 倍 PE 的目标估值，对应目标价 2.2 港元/股，维持“买入”评级。

首程控股

00697.HK

|            |              |
|------------|--------------|
| 评级         | 买入 (维持)      |
| 当前价        | 1.91 港元      |
| 目标价        | 2.20 港元      |
| 总股本        | 7,529 百万股    |
| 港股流通股本     | 7,529 百万股    |
| 总市值        | 144 亿港元      |
| 近三月日均成交额   | 7 百万港元       |
| 52 周最高/最低价 | 1.94/1.01 港元 |
| 近 1 月绝对涨幅  | 16.46%       |
| 近 6 月绝对涨幅  | 49.84%       |
| 近 12 月绝对涨幅 | 77.15%       |

| 项目/年度       | 2021    | 2022  | 2023E | 2024E | 2025E |
|-------------|---------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入(百万港元)  | 1,265   | 1,650 | 2,499 | 3,108 | 3,832 |
| 营业收入增长率 YoY | 69.3%   | 33.9% | 56.2% | 24.4% | 23.3% |
| 净利润(百万港元)   | (1,160) | 951   | 1,020 | 1,270 | 1,621 |

|                  |        |       |       |       |       |
|------------------|--------|-------|-------|-------|-------|
| 净利润增长率 YoY       |        |       | 10.7% | 24.4% | 27.7% |
| 每股收益 EPS(基本)(港元) | (0.15) | 0.13  | 0.14  | 0.17  | 0.22  |
| 毛利率              | 45.8%  | 66.5% | 50.0% | 60.0% | 65.0% |
| 净利率              | -91.7% | 57.6% | 40.8% | 40.9% | 42.3% |
| PE               | -12.7  | 14.7  | 13.6  | 11.2  | 8.7   |
| PB               | 1.3    | 1.4   | 1.4   | 1.4   | 1.3   |
| PS               | 11.4   | 8.7   | 5.8   | 4.6   | 3.8   |

资料来源: Wind, 中信证券研究部预测

注: 股价为 2023 年 3 月 28 日收盘价

15327312976

15327312976

15327312976

15327312976

15327312976

利润表 (百万港元)

| 指标名称                     | 2021    | 2022  | 2023E   | 2024E   | 2025E   |
|--------------------------|---------|-------|---------|---------|---------|
| 营业收入                     | 1,195   | 1,600 | 2,499   | 3,108   | 3,832   |
| 营业成本                     | (648)   | (535) | (1,250) | (1,244) | (1,342) |
| 毛利                       | 547     | 1,064 | 1,249   | 1,864   | 2,490   |
| 销售费用                     | 0       | 0     | 0       | 0       | 0       |
| 管理费用                     | (343)   | (379) | (625)   | (777)   | (958)   |
| 研发费用                     | 0       | 0     | 0       | 0       | 0       |
| 融资收入净额                   | (74)    | (102) | (75)    | (67)    | (61)    |
| 销售成本、综合开<br>销及行政管理费<br>用 | 0       | 0     | 0       | 0       | 0       |
| 原材料                      | 0       | 0     | 0       | 0       | 0       |
| 折旧和摊销                    | 0       | 0     | 0       | 0       | 0       |
| 租赁费                      | 0       | 0     | 0       | 0       | 0       |
| 其他收益                     | 436     | 675   | 510     | 540     | 575     |
| 投资收益                     | 131     | (60)  | 253     | 108     | 100     |
| 营业利润                     | 569     | 1,346 | 1,133   | 1,627   | 2,107   |
| 利润总额                     | (989)   | 1,183 | 1,313   | 1,670   | 2,149   |
| 所得税费用                    | (124)   | (269) | (302)   | (401)   | (537)   |
| 税后利润                     | (1,114) | 914   | 1,011   | 1,269   | 1,612   |
| 少数股东损益                   | (18)    | (8)   | (10)    | (1)     | (10)    |
| 归属于母公司股<br>东的净利润         | (1,095) | 922   | 1,020   | 1,270   | 1,621   |
| 核心净利润                    | 0       | 0     | 0       | 0       | 0       |
| EBITDA                   | (686)   | 1,492 | 1,615   | 1,963   | 2,428   |

资产负债表 (百万港元)

| 指标名称               | 2021   | 2022   | 2023E  | 2024E  | 2025E  |
|--------------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 货币资金               | 2,573  | 3,574  | 3,176  | 3,284  | 3,832  |
| 存货                 | -      | -      | -      | -      | -      |
| 应收及预付款             | 398    | 657    | 1,238  | 1,284  | 1,685  |
| 其他流动资产             | 5,135  | 1,646  | 1,178  | 1,399  | 1,357  |
| 流动资产               | 8,106  | 5,877  | 5,592  | 5,966  | 6,875  |
| 物业、厂房及设备           | 36     | 23     | 53     | 79     | 103    |
| 联营及合营公司的<br>权益     | 1,028  | 814    | 819    | 824    | 829    |
| 无形资产               | -      | -      | -      | -      | -      |
| 其他长期资产             | 4,212  | 6,942  | 7,214  | 7,403  | 7,597  |
| 非流动资产              | 5,276  | 7,779  | 8,086  | 8,306  | 8,529  |
| 资产总计               | 13,382 | 13,656 | 13,678 | 14,273 | 15,404 |
| 短期借款               | 179    | 582    | 50     | 62     | 77     |
| 应付款及应计费用           | 389    | 354    | 697    | 856    | 991    |
| 合同负债               | 24     | 23     | 90     | 93     | 102    |
| 其他流动负债             | 416    | 513    | 517    | 563    | 1,045  |
| 流动负债               | 1,008  | 1,471  | 1,354  | 1,574  | 2,215  |
| 长期借款               | 574    | 466    | 436    | 368    | 300    |
| 其他长期负债             | 1,572  | 1,696  | 1,737  | 1,798  | 1,866  |
| 非流动性负债             | 2,146  | 2,161  | 2,173  | 2,166  | 2,166  |
| 负债合计               | 3,154  | 3,632  | 3,526  | 3,740  | 4,380  |
| 归属于母公司所有<br>者权益合计  | 10,141 | 9,928  | 10,065 | 10,447 | 10,947 |
| 少数股东权益             | 88     | 96     | 87     | 86     | 76     |
| 股东权益合计             | 10,228 | 10,024 | 10,151 | 10,533 | 11,024 |
| 负债股东权益总计           | 13,382 | 13,656 | 13,678 | 14,273 | 15,404 |
| 夹层权益               | -      | -      | -      | -      | -      |
| 负债所有者权益和<br>夹层权益总计 | 13,382 | 13,656 | 13,678 | 14,273 | 15,404 |

主要财务指标

| 指标名称                | 2021   | 2022   | 2023E  | 2024E | 2025E |
|---------------------|--------|--------|--------|-------|-------|
| <b>增长率</b>          |        |        |        |       |       |
| 营业收入(%)             | 69.3%  | 33.9%  | 56.2%  | 24.4% | 23.3% |
| 营业利润(%)             | 820.4% | 136.6% | -15.8% | 43.5% | 29.5% |
| 归母净利润(%)            |        |        | 10.7%  | 24.4% | 27.7% |
| <b>利润率</b>          |        |        |        |       |       |
| 毛利率(%)              | 45.8%  | 66.5%  | 50.0%  | 60.0% | 65.0% |
| EBIT Margin(%)      |        | 80.4%  | 55.5%  | 55.9% | 57.7% |
| EBITDA<br>Margin(%) |        | 93.2%  | 64.6%  | 63.2% | 63.4% |
| 净利率(%)              |        | 57.6%  | 40.8%  | 40.9% | 42.3% |
| <b>回报率</b>          |        |        |        |       |       |
| 净资产收益率(%)           |        | 9.3%   | 10.1%  | 12.2% | 14.8% |
| 总资产收益率(%)           |        | 6.8%   | 7.5%   | 8.9%  | 10.5% |
| <b>其他</b>           |        |        |        |       |       |
| 资产负债率(%)            | 23.6%  | 26.6%  | 25.8%  | 26.2% | 28.4% |
| 所得税率(%)             |        | 22.7%  | 23.0%  | 24.0% | 25.0% |
| 股利支付率(%)            |        | 97.6%  | 80.0%  | 80.0% | 80.0% |
| <b>费用率</b>          |        |        |        |       |       |
| 销售费用率(%)            | 0.0%   | 0.0%   | 0.0%   | 0.0%  | 0.0%  |
| 管理费用率(%)            | 28.7%  | 23.7%  | 25.0%  | 25.0% | 25.0% |
| 研发费用率(%)            | 0.0%   | 0.0%   | 0.0%   | 0.0%  | 0.0%  |

现金流量表 (百万港元)

| 指标名称             | 2021    | 2022  | 2023E   | 2024E   | 2025E   |
|------------------|---------|-------|---------|---------|---------|
| 税后利润             | (1,114) | 914   | 1,011   | 1,269   | 1,612   |
| 折旧和摊销            | 229     | 206   | 227     | 227     | 219     |
| 营运资金的变化          | (1,042) | -     | (16)    | 162     | (217)   |
| 其他经营现金流          | 1,144   | (112) | (137)   | 18      | 26      |
| 经营现金流合计          | (783)   | 1,008 | 1,085   | 1,676   | 1,640   |
| 资本支出             | (25)    | (92)  | (33)    | (30)    | (29)    |
| 其他投资现金流          | (83)    | (416) | 71      | (527)   | (270)   |
| 投资现金流合计          | (108)   | (508) | 38      | (558)   | (298)   |
| 权益变动             | 419     | -     | -       | -       | -       |
| 负债变动             | 9       | 295   | (562)   | (56)    | (53)    |
| 股息支出             | (700)   | (900) | (900)   | (816)   | (1,016) |
| 其他融资现金流          | (32)    | (102) | (58)    | (138)   | 276     |
| 融资现金流合计          | (304)   | (708) | (1,520) | (1,010) | (793)   |
| 现金及现金等价<br>物净增加额 | (1,165) | (207) | (398)   | 108     | 549     |
| 期初现金及现金<br>等价物   | 3,739   | 2,573 | 3,574   | 3,176   | 3,284   |
| 期末现金及现金<br>等价物   | 2,573   | 2,367 | 3,176   | 3,284   | 3,832   |

---

|          |      |      |      |      |      |
|----------|------|------|------|------|------|
| 财务费用率(%) | 6.2% | 6.4% | 3.0% | 2.2% | 1.6% |
|----------|------|------|------|------|------|

---

资料来源：公司公告，中信证券研究部预测

15327312976

15327312976

15327312976

15327312976

15327312976

## 分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

## 一般性声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含 CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断并自行承担投资风险。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告或其所包含的内容产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可跌可升。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

## 评级说明

| 投资建议的评级标准  |      | 评级   | 说明                            |
|--|------|------|-------------------------------|
| 报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的 6 到 12 个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准；韩国市场以科斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。 | 股票评级 | 买入   | 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 20%以上       |
|  |      | 增持   | 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 5%~20%之间  |
|  |      | 持有   | 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~5%之间  |
|  |      | 卖出   | 相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上       |
|  | 行业评级 | 强于大市 | 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 10%以上       |
|  |      | 中性   | 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间 |
|  |      | 弱于大市 | 相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上       |

## 特别声明

在法律许可的情况下，中信证券可能（1）与本研究报告所提到的公司建立或保持顾问、投资银行或证券服务关系，（2）参与或投资本报告所提到的公司的金融交易，及/或持有其证券或其衍生品或进行证券或其衍生品交易，因此，投资者应考虑到中信证券可能存在与本研究报告有潜在利益冲突的风险。本研究报告涉及具体公司的披露信息，请访问 <https://research.citicsinfo.com/disclosure>。

## 法律主体声明

本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。本研究报告由下列机构代表中信证券在相应地区分发：在中国香港由 CLSA Limited（于中国香港注册成立的有限公司）分发；在中国台湾由 CL Securities Taiwan Co., Ltd. 分发；在澳大利亚由 CLSA Australia Pty Ltd.（商业编号：53 139 992 331/金融服务牌照编号：350159）分发；在美国由 CLSA（CLSA Americas, LLC 除外）分发；在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.（公司注册编号：198703750W）分发；在欧洲经济区由 CLSA Europe BV 分发；在英国由 CLSA（UK）分发；在印度由 CLSA India Private Limited 分发（地址：8/F, Dalamal House, Nariman Point, Mumbai 400021；电话：+91-22-66505050；传真：+91-22-22840271；公司识别号：U67120MH1994PLC083118）；在印度尼西亚由 PT CLSA Sekuritas Indonesia 分发；在日本由 CLSA Securities Japan Co., Ltd. 分发；在韩国由 CLSA Securities Korea Ltd. 分发；在马来西亚由 CLSA Securities Malaysia Sdn Bhd 分发；在菲律宾由 CLSA Philippines Inc.（菲律宾证券交易所及证券投资者保护基金会会员）分发；在泰国由 CLSA Securities (Thailand) Limited 分发。

## 针对不同司法管辖区的声明

**中国大陆：**根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

**中国香港：**本研究报告由 CLSA Limited 分发。本研究报告在香港仅分发给专业投资者（《证券及期货条例》（香港法例第 571 章）及其下颁布的任何规则界定的），不得分发给零售投资者。就分析或报告引起的或与分析或报告有关的任何事宜，CLSA 客户应联系 CLSA Limited 的罗鼎，电话：+852 2600 7233。

**美国：**本研究报告由中信证券制作。本研究报告在美国由 CLSA（CLSA Americas, LLC 除外）仅向符合美国《1934 年证券交易法》下 15a-6 规则界定且 CLSA Americas, LLC 提供服务的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所持任何观点的背书。任何从中信证券与 CLSA 获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当联系 CLSA Americas, LLC（在美国证券交易委员会注册的经纪交易商），以及 CLSA 的附属公司。

**新加坡：**本研究报告在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.，仅向（新加坡《财务顾问规例》界定的）“机构投资者、认可投资者及专业投资者”分发。就分析或报告引起的或与分析或报告有关的任何事宜，新加坡的报告收件人应联系 CLSA Singapore Pte Ltd，地址：80 Raffles Place, #18-01, UOB Plaza 1, Singapore 048624，电话：+65 6416 7888。因您作为机构投资者、认可投资者或专业投资者的身份，就 CLSA Singapore Pte Ltd. 可能向您提供的任何财务顾问服务，CLSA Singapore Pte Ltd 豁免遵守《财务顾问法》（第 110 章）、《财务顾问规例》以及其下的相关通知和指引（CLSA 业务条款的新加坡附件中证券交易服务 C 部分所披露）的某些要求。MCI（P）085/11/2021。

**加拿大：**本研究报告由中信证券制作。对身在加拿大的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。

**英国：**本研究报告归属于营销文件，其不是按照旨在提升研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在英国由 CLSA（UK）分发，且针对由相应本地监管规定所界定的在投资方面具有专业经验的人士。涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告。

**欧洲经济区：**本研究报告由荷兰金融市场管理局授权并管理的 CLSA Europe BV 分发。

**澳大利亚：**CLSA Australia Pty Ltd（“CAPL”）（商业编号：53 139 992 331/金融服务牌照编号：350159）受澳大利亚证券与投资委员会监管，且为澳大利亚证券交易所及 CHI-X 的市场参与主体。本研究报告在澳大利亚由 CAPL 仅向“批发客户”发布及分发。本研究报告未考虑收件人的具体投资目标、财务状况或特定需求。未经 CAPL 事先书面同意，本研究报告的收件人不得将其分发给任何第三方。本段所称的“批发客户”适用于《公司法（2001）》第 761G 条的规定。CAPL 研究覆盖范围包括研究部门管理层不时认为与投资者相关的 ASX All Ordinaries 指数成分股、离岸市场上市证券、未上市发行人及投资产品。CAPL 寻求覆盖各个行业中与其国内及国际投资者相关的公司。

**印度：**CLSA India Private Limited，成立于 1994 年 11 月，为全球机构投资者、养老基金和企业提供股票经纪服务（印度证券交易委员会注册编号：INZ000001735）、研究服务（印度证券交易委员会注册编号：INH000001113）和商人银行服务（印度证券交易委员会注册编号：INM000010619）。CLSA 及其关联方可能持有标的公司的债务。此外，CLSA 及其关联方在过去 12 个月内可能已从标的公司收取了非投资银行服务和/或非证券相关服务的报酬。如需了解 CLSA India“关联方”的更多详情，请联系 Compliance-India@clsa.com。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券 2023 版权所有。保留一切权利。