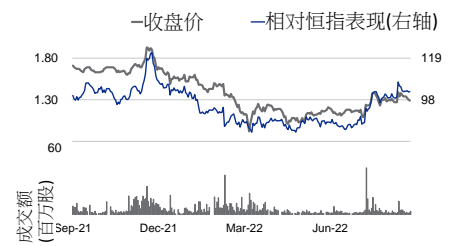


**香港**
**增持**

市场共识评级\*: 买入 4 持有 0 沽出 0

前收盘价:	HK\$1.27
目标价:	HK\$1.99
前目标价:	HK\$
上升/下跌空间:	56.3%
CGI / 市场共识:	-0.7%
路透股票代码:	0697.HK
彭博股票代码:	697 HK
市值:	US\$1,178m
	HK\$9,246m
平均每日成交额:	US\$0.56m
	HK\$4.43m
目前发行在外股数	7,280m
自由流通量	39.2%

\*来源: 彭博



来源: 彭博

股价表现	1M	3M	12M
绝对表现 (%)	-2.3	8.5	-25.7
相对表现 (%)	2.7	19.8	0.9

**主要股东**

主要股东	持股百分比
首钢控股 (香港) 有限公司	35.0
欧力士株式会社	14.3
新创建集团有限公司	11.5

**分析员**
**布家杰 (香港证监会中央编号: AEU692)**

T (852) 3698 6318

E markpo@chinastock.com.hk

# 首程控股

## 尽管近期宏观经济环境面对压力, 业务表现良好

- 首程控股 2022 上半年业绩尽管宏观环境充满挑战, 但仍表现良好。
- 首程控股的业务结构从典型的周期性行业业务成功转型为跨越经济周期、现金流良好、运营稳定健康的中国基础设施不动产投资信托基金 (REITs) 引领者和基础设施不动产
- 资产管理效能提升者
- 管理层一直通过维持较高的派息率积极提升股东价值。
- 我们维持首程控股 “增持” 评级, 目标价为 1.99 港元, 基于 18 倍 2022 年市盈率。

### 2022 上半年业绩摘要

首程控股 2022 上半年收入维持高速增长, 同比上升 44.4% 至港币 9.22 亿元, 其中, 停车出行板块收入 同比上升 76.2% 至港币 4.80 亿元、基础设施不动产资产管理板块收入 同比上升 23.9% 至港币 4.42 亿元。停车 2022 上半年收入 同比下降 18% 至港币 1.71 亿元; 服务特许经营安排收入 同比上升 92.3% 至港币 6,575 万元; 租赁收入 同比上升 22.2% 至港币 3,666 万元; 基金管理服务收入 约港币 1 亿元, 与去年同期相比保持平稳; 投资基金的超额回报 同比上升 28.5% 至港币 3.32 亿元, 其中, 关于停车出行业务方向投资的基金管理公司其所管理的基金本期分配超额收益 约港币 2 亿元、部分战略性股权投资基金进入退出分配期而带来的超额回报 约港币 1.33 亿元。公司上半年因处置非上市股本证券之投资, 而带来港币 2.2 亿元的收益。公司 2022 年上半年毛利率 同比上升 15.8 个百分点至 70.8%、毛利润 同比上半 85.8% 至港币 6.53 亿元、经营溢利 同比上升 117.5% 至 7.94 亿元。分板块来看, 停车出行板块分部税前利润 同比大升 249.5% 至港币 1.12 亿元, 主要受惠于公司以「重点城市+核心位置+优质资产」的布局理念, 以全产业链的思路运营停车资产, 着力打造资金募集、停车设施设计建设、停车管理系统支撑、停车资产运营管理等全产业链业务生态。基金管理板块分部税前利润 同比上升 38.7% 至港币 3.89 亿元。

### 业务复杂的宏观环境下仍在稳定的发展。

在 2022 年上半年复杂的宏观环境下, 首程控股坚持「精准投资+精益运营」的发展理念, 以成为「中国 REITs 引领者和基础设施不动产管理效能提升者」为方向, 持续聚焦基础设施不动产领域, 切实做好盘活存量资产工作, 仍保持持续的增长, 主营业务在 2022 年下半年亦将迎来更为快速的发展态势。在停车出行领域, 公司继续坚持「重点城市、核心位置、优质车位」的布局理念, 在深化京津冀区域、东南区域、成渝区域及大湾区区域四大区域布局的同时, 在交通枢纽及云托管等领域也加大推进力度, 始终聚焦持续提升服务质量, 创造高流量的商业空间, 及挖掘资产的长期价值, 为社会做出持续贡献的同时积累长期收益。基础设施不动产业务专注于能力的建设和产品的打磨, 秉持「基金+基地+产业」循环发展模式, 通过战略投资深度挖掘基地和产业衍生出的投资机会, 为公司带来投资收益。公司已确立先发优势, 已实现公募 REITs 产业园区、仓储物流、高速公路等优质资产 REITs 的全覆盖, 另外, 国寿基金的正式落地, 标志着 Pre-REITs 投资平台成功搭建, 上半年公司聚焦公募 REITs 重点领域, 协助轨道交通、光伏、保障房等领域公募 REITs 发行工作和 Pre-REITs 项目拓展。

### 股息提升股东价值

公司的盈利能力持续改善, 受惠于基础设施不动产基金管理业务表现较为稳定、及公司充裕的在手现金, 首程控股的派息政策将保持稳定, 加上特别股息, 2022 年的派息将高于 2021 年水平。

### 维持首程控股 “增持” 评级

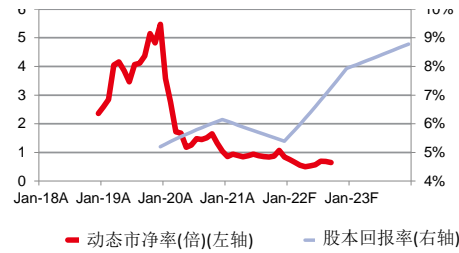
我们维持首程控股 “增持” 评级, 目标价为 1.99 港元, 基于 18 倍 2022 年市盈率。公司股价三个月跑赢大市, 我们预计公司各项业务未来将保持稳健发展。

主要财务指标	Dec-20A	Dec-21A	Dec-22F	Dec-23F	Dec-24F
收入 (百万港元)	706	1,195	1,763	2,484	3,513
经营 EBITDA (百万港元)	(70.5)	210.5	474.0	585.1	878.1
净利润 (百万港元)	659	(1,095)	805	892	1,128
每股核心盈利 (港元)	0.04	0.08	0.11	0.12	0.15
每股核心盈利增长	100%	124%	34%	11%	26%
全面摊薄市盈率 (倍)	35.21	15.73	11.71	10.53	8.32
每股派息 (人民币)	0.10	0.10	0.12	0.11	0.11
股息率	7.57%	7.45%	9.58%	8.57%	8.82%
EV/EBITDA (倍)	NA	35.90	10.07	9.28	6.61
股价/股权自由现金流 (倍)	18.99	NA	2.53	42.94	13.39
净负债权益比	(27.3%)	(17.8%)	(46.3%)	(39.7%)	(35.1%)
市净率 (倍)	0.78	0.93	0.92	0.92	0.90
股本回报率	6.1%	5.4%	7.9%	8.8%	10.9%
每股核心盈利预测的变动					
CGI/市场共识预测每股盈利 (倍)			1.05	0.94	0.97

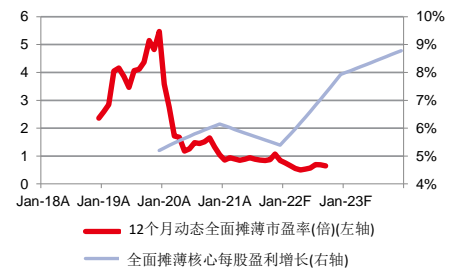
来源: 中国银河国际证券研究部, 公司, 彭博

## 财务数据

### 市净率 vs 股本回报率



### 12个月动态全面摊薄市盈率 vs 全面摊薄核心每股盈利增长



### 损益表

(百万港元)	Dec-20A	Dec-21A	Dec-22F	Dec-23F	Dec-24F
净营业收入	705.9	1,195.0	1,763.4	2,484.0	3,512.7
毛利	180.4	553.7	870.9	984.9	1,323.8
经营EBITDA	(70.5)	210.5	474.0	585.1	878.1
折旧及摊销	(6.0)	(6.5)	(7.0)	(7.5)	(8.1)
经营EBIT	(76.6)	204.0	467.0	577.6	870.0
财务收入(支出)	6.1	(17.0)	45.9	28.2	16.1
应占联营公司的税前收入(损失)	687.4	131.5	57.4	63.0	69.1
非经营性收入(开支)	56.2	378.3	379.7	381.2	382.8
税前利润(撇除一次性项目)	673.1	696.8	950.0	1,050.0	1,338.0
一次性项目	(1.1)	(1,685.9)	0.0	0.0	0.0
税前利润	672.0	(989.1)	950.0	1,050.0	1,338.0
所得税开支	(36.6)	(124.4)	(159.4)	(176.2)	(226.6)
一次性项目 - 税后					
税后利润	635.5	(1,113.5)	790.7	873.8	1,111.4
非控制性权益	23.1	18.2	14.1	18.5	16.9
优先股息					
汇兑收益(损失) - 税后					
其他调整 - 税后					
优先股息(澳洲)					
净利润	658.6	(1,095.3)	804.7	892.2	1,128.3
经常性净利润	636.5	572.4	790.7	873.8	1,111.4
全面摊薄经常性净利润	659.7	590.6	804.7	892.2	1,128.3

### 现金流

(百万港元)	Dec-20A	Dec-21A	Dec-22F	Dec-23F	Dec-24F
EBITDA	(71)	211	474	585	878
投资及联营公司现金流					
运营资本变动	88	261	168	211	298
经直线折旧法调整					
其他非现金(收入)/开支	215	19	(4)	14	25
其他经营现金流	(140)	356	397	393	385
净利息(支出)/收入	(77)	(74)	(79)	(84)	(91)
税项					
经营现金流	15	772	957	1,119	1,495
资本开支	(28)	(7)	(7)	(8)	(9)
出售FA/子公司所得资金					
收购子公司/投资	(162)	(338)	(338)	(338)	(338)
其他投资现金流	(105)	(1,939)	2,974	(723)	(688)
投资现金流	(295)	(2,285)	2,628	(1,069)	(1,035)
债务所得资金(偿还资金)	1,503	660	133	169	241
发行股票所得资金	477	419	0	0	0
回购股份					
支付股息	(800)	(690)	(702)	(745)	(829)
优先股息					
其他融资现金流	(245)	(43)	(4)	(30)	(75)
融资现金流	935	346	(573)	(606)	(662)
合计生产现金	655	(1,166)	3,012	(556)	(202)
股权自由现金流	1,223	(853)	3,718	219	701
企业自由现金流	(203)	(1,438)	3,664	134	552

来源: 中国银河国际证券研究部, 公司, 彭博

**财务数据(续)**
**资产负债表**

(百万港元)	Dec-20A	Dec-21A	Dec-22F	Dec-23F	Dec-24F
现金及现金等价物	3,739	2,573	5,586	5,030	4,828
应收账款	524	398	587	827	1,170
货物	0	0	0	0	0
其他流动资产	552	5,135	1,776	1,943	2,127
<b>流动资产总额</b>	<b>4,814</b>	<b>8,106</b>	<b>7,949</b>	<b>7,801</b>	<b>8,125</b>
固定资产	40	40	41	41	42
投资总额	0	0	0	0	0
无形资产	0	0	0	0	0
其他非流动资产	9,271	5,236	5,878	6,603	7,420
<b>非流动资产总额</b>	<b>9,311</b>	<b>5,276</b>	<b>5,919</b>	<b>6,644</b>	<b>7,462</b>
短期债务	6	179	264	372	526
长债的流动部分					
应付账款	421	629	929	1,308	1,850
其他流动负债	273	200	257	329	428
<b>流动负债总额</b>	<b>700</b>	<b>1,008</b>	<b>1,451</b>	<b>2,010</b>	<b>2,805</b>
长期债务总额	477	574	574	574	574
混合债务-债务组成					
其他非流动负债总额	1,012	1,512	1,512	1,512	1,512
<b>非流动负债总额</b>	<b>1,488</b>	<b>2,086</b>	<b>2,086</b>	<b>2,086</b>	<b>2,086</b>
拨备总额	18	60	66	72	80
<b>负债总额</b>	<b>2,206</b>	<b>3,154</b>	<b>3,602</b>	<b>4,168</b>	<b>4,970</b>
<b>股东股本</b>	<b>11,772</b>	<b>10,141</b>	<b>10,164</b>	<b>10,156</b>	<b>10,480</b>
非控制性权益	147	88	102	120	137
<b>总股本</b>	<b>11,919</b>	<b>10,228</b>	<b>10,266</b>	<b>10,277</b>	<b>10,617</b>

**主要比率**

	Dec-20A	Dec-21A	Dec-22F	Dec-23F	Dec-24F
收入增长	78.2%	69.3%	47.6%	40.9%	41.4%
经营EBITDA增长	175%	N/A	125%	23%	50%
经营EBITDA利润率	(10.0%)	17.6%	26.9%	23.6%	25.0%
每股净现金(港元)	0.46	0.25	0.65	0.56	0.51
每股净资产(港元)	1.66	1.38	1.40	1.40	1.44
总利息覆盖率	(0.99)	2.74	5.95	6.89	9.52
有效税率	5.4%	0.0%	16.8%	16.8%	16.9%
净派息比率	105%	119%	112%	90%	73%
应收账款天数	188.4	140.9	102.0	104.0	104.1
库存天数	-	-	-	-	-
应付账款天数	204.9	298.9	318.7	272.4	264.1
ROIC (%)	(1.0%)	2.1%	4.7%	8.1%	11.2%
ROCE (%)	0.06%	2.23%	5.33%	6.14%	8.47%
平均资产回报率	5.02%	4.29%	5.47%	5.97%	7.29%

**主要驱动项目**

	Dec-20A	Dec-21A	Dec-22F	Dec-23F	Dec-24F
停车场数量	87,522.7	93,000.0	143,000.0	228,000.0	303,000.0
平均每个停车场的贡献	5,495.7	5,495.7	5,495.7	6,594.9	7,584.1

来源: 中国银河国际证券研究部, 公司, 彭博

## 免责声明

此研究报告并非针对或意图被居于或位于某些司法管辖范围之任何人士或市民或实体作派发或使用，而在该等司法管辖范围内分发、发布、提供或使用将会违反当地适用的法律或条例或会导致中国银河国际证券(香港)有限公司(“银河国际证券”)及/或其集团成员需在该司法管辖范围内作出注册或领照之要求。

银河国际证券(中国银河国际金融控股有限公司附属公司之一)发行此报告(包括任何附载资料)予机构客户，并相信其资料来源都是可靠的，但不会对其准确性、正确性或完整性作出(明示或默示)陈述或保证。

此报告不应被视为是一种报价、邀请或邀约购入或出售任何文中引述之证券。过往的表现不应被视为对未来的表现的一种指示或保证，及没有陈述或保证，明示或默示，是为针对未来的表现而作出的。收取此报告之人士应明白及了解其投资目的及相关风险，投资前应咨询其独立的财务顾问。

报告中任何部份之资料、意见、预测只反映负责预备本报告的分析员的个人意见及观点，该观点及意见未必与中国银河国际金融控股有限公司、其子公司及附属公司(“中国银河国际”)、董事、行政人员、代理及雇员(“相关人士”)之投资决定相符。

报告中全部的意见和预测均为分析员在报告发表时的判断，日后如有改变，恕不另行通告。中国银河国际及/或相关伙伴特此声明不会就因为本报告及其附件之不准确、不正确及不完整或遗漏负上直接或间接上所产生的任何责任。因此，读者在阅读本报告时，应连同此声明一并考虑，并必须小心留意此声明内容。

## 利益披露

中国银河证券(6881.HK; 601881.CH)乃中国银河国际金融控股有限公司、其子公司及附属公司之直接或间接控股公司。

中国银河国际可能持有目标公司的财务权益，而本报告所评论的是涉及该目标公司的证券，除特别注明外，该等权益的合计总额相等于或低于该目标公司的市场资本值的1%。

一位或多位中国银河国际的董事、行政人员及/或雇员可能是目标公司的董事或高级人员。

中国银河国际及其相关伙伴可能，在法律许可的情况下，不时参与或投资在本报告里提及的证券的金融交易，为该等公司履行服务或兜揽生意及/或对该等证券或期权或其他相关的投资持有重大的利益或影响交易。

银河国际证券可能曾任本报告提及的任何或全部的机构所公开发售证券的经理人或联席经理人，或现正涉及其发行的主要庄家活动，或在过去12个月内，曾向本报告提及的证券发行人提供有关的投资或一种相关的投资或投资银行服务的重要意见或投资服务。

再者，银河国际证券可能在过去12个月内就投资银行服务收取补偿或受委托和可能现正寻求目标公司投资银行委托。

中国银河国际已设置相关制度，以消除、避免和管理与研究报告编制相关的任何潜在利益冲突。负责本报告的研究分析师作为独立团队的一部分，与银河国际证券投资银行职能是独立运作，相关制度亦能确保研究或投资银行职能所持有的机密信息得到适当处理。

## 分析员保证

主要负责撰写本报告的分析师确认 (a) 本报告所表达的意见都准确地反映他或他们对任何和全部目标证券或发行人的个人观点；及 (b) 他或他们过往，现在或将来，直接或间接，所收取之报酬没有任何部份是与他或他们在本报告所表达之特别推荐或观点有关连的。

此外，分析师确认分析员本人及其有联系者(根据香港证监会持牌人操守准则定义)均没有(1) 在研究报告发出前30日内曾交易报告内所述的股票；(2) 在研究报告发出后3个营业日内交易报告内所述的股票；(3) 担任报告内涵盖的上市公司的行政人员；(4) 持有报告内涵盖的上市公司的财务权益。

## 评级指标

增持：	预计股份未来12个月的总回报超过10%
减持：	预计股份未来12个月的总回报为0%或以下
持有：	预计股份未来12个月的总回报为0%至10%

## 版权所有

中文本与英文本如有歧义，概以英文本为准。

本题材的任何部份不可在未经中国银河国际证券(香港)有限公司的书面批准下以任何形式被复制或发布。

中国银河国际证券(香港)有限公司 (中央编号: AXM459)

香港上环干诺道中111号永安中心20楼 电话: 3698-6888