



资管收益上升，对盈利起杠杆作用

首程控股 2022 年上半年收入同比上升 44.4% 至 9.22 亿元，其中，停车出行板块收入同比上升 76.2%、基础设施不动产资产管理板块收入同比上升 23.9%。毛利率同比上升 15.8 个百分点至 70.8%，经营溢利同比上升 117.5% 至 7.94 亿元，盈利能力有所提升。盈利能力提升，主要来自基金超额收益及非上市股本证券之投资收益同比大幅增加所带动，其毛利率远高于停车出行业务。公司资管板块将稳步推进，国寿基金的正式落地，标志着 Pre-REITs 投资平台成功搭建，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。维持「买入」评级。

报告内容

收入增长强劲。首程控股 2022 年上半年收入同比上升 44.4% 至 9.22 亿元（港元下同，特别指明除外）。其中，停车出行板块收入同比上升 76.2% 至 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 4.42 亿元。分细项来看，停车收入同比下降 18% 至 1.71 亿元；服务特许经营安排收入同比上升 92.3% 至 6575 万元；租赁收入同比上升 22.2% 至 3666 万元；基金管理服务收入约 1 亿元，与去年同期相比保持平稳水平；投资基金的超额回报同比上升 28.5% 至 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 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 1.33 亿元。另外，公司上半年因处置非上市股本证券之投资，而带来 2.2 亿元的收益，去年同期为亏损 100 万元。

利润水平提升。首程控股 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 6.53 亿元、经营溢利同比上升 117.5% 至 7.94 亿元，盈利能力有所提升。分板块来看，停车出行板块分部税前利润同比大升 249.5% 至 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。专注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，于上半年获分配超额收益约 2 亿元，该部分毛利率较高，因而对停车出行板块的盈利能力有所拉升。

资管板块稳步推进。基金管理板块分部税前利润同比上升 38.7% 至 3.89 亿元。公司通过「基金+基地+产业」的不动产金融模式，参与产业载体开发、管理、运营、退出，以基金投资辐射产业资源，有效提升资产的价值。不动产基金所投的「六工汇」项目于 2022 年正式开业运营。在 REITs 方面，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。维持「买入」评级。

风险提示：基金管理回报波动、疫情对业务拓展的影响

(31/12 年结；百万港元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	705.85	1,195.03	1,687.58	2,630.78	4,065.08
增长率(%)	78.2%	69.3%	41.2%	55.9%	54.5%
净利润	658.61	(1,095.33)	880.20	983.52	1,216.37
增长率(%)	48.7%	-266.3%	负转正	11.7%	23.7%
毛利率(%)	24.7%	45.8%	48.0%	38.9%	32.9%
净利率(%)	93.3%	-91.7%	52.2%	37.4%	29.9%
每股收益(港元)	0.10	(0.15)	0.12	0.13	0.17
每股账面价值(港元)	1.70	1.41	1.38	1.40	1.43
市盈率	14.21	(8.95)	11.21	10.10	8.22
市净率	0.80	0.97	0.99	0.97	0.95
净资产收益率(%)	6.1%	-10.0%	8.7%	9.7%	11.7%
股息收益率(%)	7.2%	8.1%	10.3%	7.9%	9.7%

数据来源：公司资料、彭博、安信国际预测

投资评级：**买入**
目标价格：**2.20 港元**
现价 (2022-8-26)：**1.36 港元**

总市值(百万港元)	9,904
流通市值(百万港元)	6,443
总股本(百万股)	7,283
流通股本(百万股)	4,737
12 个月低/高(港元)	0.91/1.956
平均成交(百万港元)	4.7

股东结构	
首钢控股	34.95%
欧力士	14.34%
新创建集团	11.47%

股价表现



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	3.7	34.4	10.6
绝对收益	-2.9	24.4	-10.8

数据来源：彭博、港交所、公司

黄焯伟 行业分析师

+852-22131402

stevewong@eif.com.hk

图 1：业绩摘要

(百万元)	2020 年			2021 年		2022 年	同比变动	
	上半年	下半年	2020 年	上半年	下半年	上半年		
收入	257.92	447.93	705.85	638.72	556.31	1,195.03	922.38	44.4%
分部营业收入								
停车收入	113.21	224.04	337.25	208.39	204.98	413.37	170.78	-18.0%
服务特许经营安排收入	-	86.01	86.01	34.19	100.94	135.13	65.75	92.3%
基金管理服务收入	101.98	105.90	207.88	99.69	74.79	174.48	98.05	-1.6%
投资基金的超额回报	-	-	-	258.12	(11.54)	246.58	331.63	28.5%
租赁收入	42.18	15.56	57.74	29.99	34.83	64.82	36.66	22.2%
非上市股本证券之投资收益	0.55	4.29	4.83	(1.01)	138.41	137.40	219.52	负转正
其他	-	12.14	12.14	9.35	13.90	23.24	-	
毛利	39.48	134.91	174.39	351.54	195.66	547.20	653.12	85.8%
毛利率 (%)	15.3%	30.1%	24.7%	55.0%	35.2%	45.8%	70.8%	15.8pp
销售及行政开支	(89.96)	(161.02)	(250.97)	(112.76)	(230.40)	(343.15)	(198.60)	
营业利润	(50.47)	(26.10)	(76.58)	238.79	(34.74)	204.05	454.52	90.3%
营业利率 (%)	-19.6%	-5.8%	-10.8%	37.4%	-6.2%	17.1%	49.3%	11.9pp
净利润	425.01	210.46	635.47	(1,399.97)	286.44	(1,113.53)	594.69	
其中，归属公司拥有人	440.99	217.62	658.61	(1,394.71)	299.38	(1,095.33)	601.93	-143.2%
净利润率 (%)	171.0%	48.6%	93.3%	-218.4%	53.8%	-91.7%	65.3%	283.6pp
分部收入								
停车板块	155.40	325.61	481.00	272.57	340.76	613.32	480.33	76.2%
基金管理	102.53	110.18	212.71	356.81	201.66	558.47	442.05	23.9%
其他	-	12.14	12.14	9.35	13.90	23.24	-	
摊占合联营公司业绩								
停车板块	334.71	9.36	344.07	101.94	15.21	117.15	(13.86)	
基金管理	(2.16)	(2.23)	(4.39)	4.91	(3.01)	1.90	(2.38)	
分部业绩								
停车板块	217.66	(74.98)	142.68	32.09	(18.04)	14.04	112.14	249.5%
基金管理	77.01	108.04	185.05	280.15	147.61	427.76	388.54	38.7%
其他	-	(8.65)	(8.65)	0.22	(3.36)	(3.14)	(7.41)	

资料来源：公司资料、安信国际整理

附表：财务报表预测

合并损益表					
(港币百万)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
收入	705.85	1,195.03	1,687.58	2,630.78	4,065.08
销售成本	(531.46)	(647.83)	(877.84)	(1,607.98)	(2,727.42)
毛利	174.39	547.20	809.75	1,022.79	1,337.65
管理和营销开支	(250.97)	(343.15)	(346.59)	(350.05)	(353.55)
其他收益净额	138.39	(1,250.28)	566.26	514.13	515.24
摊占合联营公司之业绩	687.39	131.46	26.85	29.53	32.48
财务成本	(77.17)	(74.34)	(80.29)	(86.71)	(93.65)
除所得税前溢利	672.04	(989.11)	975.97	1,129.69	1,438.17
所得税(支出)/回拨	(36.57)	(124.41)	(115.79)	(168.19)	(246.02)
持续经营业务之溢利	635.47	(1,113.53)	860.18	961.50	1,192.14
已终止经营业务之溢利	-	-	-	-	-
年度溢利	635.47	(1,113.53)	860.18	961.50	1,192.14
以下人士应占溢利/(亏损)：					
本公司拥有人	658.61	(1,095.33)	880.20	983.52	1,216.37
非控股权益	(23.14)	(18.20)	(20.02)	(22.02)	(24.22)
每股盈利(港币)	0.10	(0.15)	0.12	0.13	0.17
每股股息(港币)	0.10	0.11	0.14	0.11	0.13

资料来源：公司资料、安信国际

主要比率					
	2019	2020	2021	2022E	2023E
增长(%)					
收入	78.2%	69.3%	41.2%	55.9%	54.5%
毛利	-13.8%	213.8%	48.0%	26.3%	30.8%
净利润	48.7%	-266.3%	负转正	11.7%	23.7%
利润率(%)					
毛利	24.7%	45.8%	48.0%	38.9%	32.9%
净利润	93.3%	-91.7%	52.2%	37.4%	29.9%
其他比率(%)					
股息分派	106.2%	117.0%	93.0%	80.0%	80.0%
资产收益率	5.1%	-8.1%	6.4%	6.8%	7.9%
净资产收益率	6.1%	-10.0%	8.7%	9.7%	11.7%
杠杆比率(倍)	1.2	1.2	1.4	1.4	1.5

资料来源：公司资料、安信国际

客户服务热线

香港：2213 1888

国内：40086 95517

免责声明

此报告只提供给您作参考用途，并非作为或被视为出售或购买或认购证券的邀请或向任何特定人士作出邀请。此报告内所提到的证券可能在某些地区不能出售。此报告所载的资料由安信国际证券(香港)有限公司(安信国际)编写。此报告所载资料的来源皆被安信国际认为可靠。此报告所载的见解，分析，预测，推断和期望都是以这些可靠数据为基础，只是代表观点的表达。安信国际，其母公司和/或附属公司或任何个人不能担保其准确性或完整性。此报告所载的资料、意见及推测反映安信国际于最初发此报告日期当日的判断，可随时更改而毋须另行通知。安信国际，其母公司或任何其附属公司不会对因使用此报告内之材料而引致任何人士的直接、间接或相关之损失负上任何责任。

此报告内所提到的任何投资都可能涉及相当大的风险，若干投资可能不易变卖，而且也可能不适合所有的投资者。此报告中所提到的投资价值或从中获得的收入可能会受汇率影响而波动。过去的表现不能代表未来的业绩。此报告没有把任何投资者的投资目标，财务状况或特殊需求考虑进去。投资者不应仅依靠此报告，而应按照自己的判断作出投资决定。投资者依据此报告的建议而作出任何投资行动前，应咨询专业意见。

安信国际及其高级职员、董事、员工，可能不时地，在相关的法律、规则或规定的许可下 (1)持有或买卖此报告中所提到的公司的证券，(2)进行与此报告内容相异的仓盘买卖，(3)与此报告所提到的任何公司存在顾问，投资银行，或其他金融服务业务关系，(4)又或可能已经向此报告所提到的公司提供了大量的建议或投资服务。投资银行或资产管理可能作出与此报告相反投资决定或持有与此报告不同或相反意见。此报告的意见亦可能与销售人员、交易员或其他集团成员专业人员的意见不同或相反。安信国际，其母公司和/或附属公司的一位或多位董事，高级职员和/或员工可能是此报告提到的证券发行人的董事或高级人员。(5)可能涉及此报告所提到的公司的证券进行自营或庄家活动。

此报告对于收件人来说是完全机密的文件。此报告的全部或任何部分均严禁以任何方式再分发予任何人士，尤其(但不限于)此报告及其任何副本均不可被带往或传送至日本、加拿大或美国，或直接或间接分发至美国或任何美国人士(根据1933年美国证券法S规则的解释)，安信国际也没有任何意图派发此报告给那些居住在法律或政策不允许派发或发布此报告的地方的人。

收件人应注意安信国际可能会与本报告所提及的股票发行人进行业务往来或不时自行及/或代表其客户持有该等股票的权益。因此，投资者应注意安信国际可能存在影响本报告客观性的利益冲突，而安信国际将不会因此而负上任何责任。

此报告受到版权和资料全面保护。除非获得安信国际的授权，任何人不得以任何目的复制，派发或出版此报告。安信国际保留一切权利。

规范性披露

- 本研究报告的分析员或其有联系者(参照证监会持牌人守则中的定义)并未担任此报告提到的上市公司的董事或高级职员。
- 本研究报告的分析员或其有联系者(参照证监会持牌人守则中的定义)并未拥有此报告提到的上市公司有关的任何财务权益。
- 安信国际拥有此报告提到的上市公司的财务权益少于1%或完全不拥有该上市公司的财务权益。

公司评级体系

收益评级：

- 买入 — 预期未来6个月的投资收益率为15%以上；
- 增持 — 预期未来6个月的投资收益率为5%至15%；
- 中性 — 预期未来6个月的投资收益率为-5%至5%；
- 减持 — 预期未来6个月的投资收益率为-5%至-15%；
- 卖出 — 预期未来6个月的投资收益率为-15%以下。

安信国际证券(香港)有限公司

地址：香港中环交易广场第一座三十九楼

电话：+852-2213 1000

传真：+852-2213 1010