



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

公司公告 2022 上半年实现归母净利润不低于 5.8 亿港元，实现扭亏为盈。公司主营业务保持稳健增长，停车业务仍处于扩张阶段，随着管理规模和单车位收入增长，后续有望实现收入和盈利能力同步扩张；基金管理收入将随着管理规模增长，投资项目超额收益值得期待。公司在手现金仍然充裕，有望维持高派息。我们给予公司 1.7 港元/股的目标价，维持“买入”评级。

主营业务保持稳定增长，业绩扭亏为盈。2022 年 7 月 27 日，公司发布盈利预告，2022 年上半年录得归母净利润不低于 5.80 亿港元，2021 年同期的归母净利润亏损 13.95 亿港元，业绩实现扭亏为盈。剔除剥离首钢资源所产生减值拨备，去年同期归母净利润为 3.82 亿港元，2022 上半年归母净利润同比增长 52%，公司业绩保持稳定增长。

疫情影响逐步减弱，停车出行业务还处在扩张阶段。2021 年，公司停车出行业务实现收入 6.14 亿港元，同比增长 28%。2022 上半年，部分地区疫情反复，但公司仍预计停车出行业务收入及盈利能力有望改善。公司停车业务管理规模仍在扩张阶段，随着车位运营能力逐渐成熟，单车位贡献收入增长，有望带动收入和盈利能力同步扩张。

超额收益体现改善盈利能力，基金管理规模稳定增长。公司基金管理业务已形成了成熟的“投融管退”体系，随着 REITs 产品陆续发行，公司管理的基础设施基金退出渠道更加多元，有望带来稳定且高毛利的管理费。公司坚持在停车出行相关赛道进行股权投资，随着投资项目陆续退出，有望贡献超额收益。2021 年，公司基金管理业务收入达 5.58 亿港元，同比增长 162%，其中来自于股权投资超额收益为 2.58 亿港元。不考虑超额收益后，基金管理费同比增长 41%，基金管理规模仍在快速增加。

在手现金充裕，有望维持高股息分派。2021 年，公司实现归母净利润亏损 10.95 亿港元，主要是由于剥离首钢资源导致 16.15 亿港元减值拨备。截至 2021 年末，公司在手现金超 25 亿港元，出售首钢资源部分股份预计将获得 14.4 亿港元，公司在手现金更为充裕。公司 2021 年公司累计拟派息 9 亿港元，与目前市值相比，股息率为 8.9%。我们相信公司在手现金充裕，有望维持较高派息水平。

风险因素：局部疫情反复，影响停车出行业务经营；停车业务竞争增长，车位拓展存在不及预期的风险；公司基金管理业务超额收益波动较大。

盈利预测、估值与评级：首钢资源剥离导致公司 2021 年出现暂时亏损，但公司主营业务仍然保持稳定增长：1) 停车出行业务处于快速扩张期，随着管理规模和单车位收入增长，有望带动收入和盈利能力同步扩张；2) 基金管理规模增长将带来稳定增长管理费收入，超额收益也值得期待。2022 上半年实现归母净利润不低于 5.8 亿港元，较去年同期实现扭亏为盈。我们略微调整公司 2022/23/24 年的 EPS 分别为 0.12/0.14/0.15 港元/股，参考物管公司和资产管理公司估值水平，我们给予公司 2022 年 14 倍 PE 的目标估值，对应目标价 1.7 港元/股，公司当前股价 1.39 港元/股，维持“买入”评级。

首程控股	00697.HK
评级	买入 (维持)
当前价	1.39 港元
目标价	1.70 港元
总股本	7,283 百万股
港股流通股本	7,283 百万股
总市值	101 亿港元
近三月日均成交额	4 百万港元
52 周最高/最低价	1.68/0.92 港元
近 1 月绝对涨幅	12.10%
近 6 月绝对涨幅	7.53%
近 12 月绝对涨幅	-6.83%

项目/年度	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万港元)	706	1,195	1,648	2,258	2,918
营业收入增长率 YoY	78.2%	69.3%	37.9%	37.0%	29.2%
净利润(百万港元)	659	(1,095)	870	1,026	1,119
净利润增长率 YoY	48.7%	-266.3%	N/A	18.0%	9.0%
每股收益 EPS(基本)(港元)	0.09	(0.15)	0.12	0.14	0.15
每股净资产 (港元)	1.62	1.39	1.40	1.48	1.56
毛利率	24.7%	45.8%	45.0%	40.0%	38.0%

净利率	93.3%	-91.7%	52.8%	45.5%	38.4%
PE	15.4	-9.3	11.6	9.9	9.3
PB	0.9	1.0	1.0	0.9	0.9

资料来源: Wind, 中信证券研究部预测

注: 股价为 2022 年 8 月 23 日收盘价

利润表 (百万港元)

指标名称	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	706	1,195	1,648	2,258	2,918
营业成本	(531)	(648)	(906)	(1,355)	(1,809)
毛利	174	547	742	903	1,109
销售费用	0	0	0	0	0
管理费用	(251)	(343)	(379)	(406)	(438)
研发费用	0	0	0	0	0
融资收入净额	(77)	(74)	(74)	(48)	(32)
其他收益	139	436	279	285	333
投资收益	687	131	371	397	300
营业利润	62	569	641	781	1,004
利润总额	672	(989)	939	1,130	1,272
所得税费用	(37)	(124)	(75)	(113)	(153)
税后利润	635	(1,114)	864	1,017	1,119
少数股东损益	(23)	(18)	(6)	(9)	(0)
归属于母公司股东的净利润	659	(1,095)	870	1,026	1,119

资产负债表 (百万港元)

指标名称	2020	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	3,739	2,573	4,707	6,933	7,249
存货	-	-	-	-	-
应收及预付款	524	398	872	1,208	1,359
其他流动资产	552	5,135	2,072	-	-
流动资产	4,814	8,106	7,650	8,140	8,608
物业、厂房及设备	40	36	63	94	121
联营及合营公司的权益	5,926	1,028	1,033	1,038	1,043
无形资产	-	-	-	-	-
其他长期资产	3,346	4,212	4,531	4,912	5,193
非流动资产	9,311	5,276	5,628	6,044	6,358
资产总计	14,126	13,382	13,278	14,185	14,965
短期借款	6	179	33	45	58
应付款及应计费用	205	389	369	632	807
合同负债	89	24	59	68	84
其他流动负债	400	416	437	497	545
流动负债	700	1,008	898	1,242	1,494
长期借款	477	574	544	476	408
其他长期负债	1,030	1,572	1,582	1,593	1,614
非流动性负债	1,506	2,146	2,126	2,069	2,023
负债合计	2,206	3,154	3,024	3,312	3,517
归属于母公司所有者权益合计	11,772	10,141	10,173	10,801	11,377
少数股东权益	147	88	81	72	72
股东权益合计	11,919	10,228	10,254	10,873	11,449
负债股东权益总计	14,126	13,382	13,278	14,185	14,965

主要财务指标

指标名称	2020	2021	2022E	2023E	2024E
增长率					
营业收入(%)	78.2%	69.3%	37.9%	37.0%	29.2%
营业利润(%)	41.4%	820.4%	12.7%	21.9%	28.5%
归母净利润(%)	48.7%	-266.3%	N/A	18.0%	9.0%
利润率					
毛利率(%)	24.7%	45.8%	45.0%	40.0%	38.0%
EBIT Margin(%)	106.1%	-76.5%	61.4%	52.2%	44.7%
EBITDA Margin(%)	130.7%	-57.4%	76.9%	64.6%	55.0%
净利率(%)	93.3%	-91.7%	52.8%	45.5%	38.4%
回报率					
净资产收益率(%)	5.6%	-10.8%	8.6%	9.5%	9.8%
总资产收益率(%)	4.7%	-8.2%	6.6%	7.2%	7.5%
其他					
资产负债率(%)	15.6%	23.6%	22.8%	23.3%	23.5%
所得税率(%)	5.4%	-12.6%	8.0%	10.0%	12.0%
股利支付率(%)	59.1%	-82.2%	60.0%	60.0%	60.0%
费用率					
销售费用率(%)	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
管理费用率(%)	35.6%	28.7%	23.0%	18.0%	15.0%
研发费用率(%)	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
财务费用率(%)	10.9%	6.2%	4.5%	2.1%	1.1%

现金流量表 (百万港元)

指标名称	2020	2021	2022E	2023E	2024E
税后利润	635	(1,114)	864	1,017	1,119
折旧和摊销	174	229	254	281	302
营运资金的变化	(46)	(1,042)	(337)	(5)	87
其他经营现金流	(700)	1,144	(289)	(338)	(248)
经营现金流合计	63	(783)	492	956	1,260
资本支出	(159)	(25)	(31)	(35)	(34)
其他投资现金流	(136)	(83)	2,761	1,806	(280)
投资现金流合计	(295)	(108)	2,730	1,771	(314)
权益变动	477	419	-	-	-
负债变动	1,230	9	(176)	(56)	(55)
股息支出	(800)	(700)	(900)	(522)	(616)
其他融资现金流	(20)	(32)	(12)	76	40
融资现金流合计	887	(304)	(1,088)	(501)	(630)
现金及现金等价物净增加额	681	(1,165)	2,134	2,225	316
期初现金及现金等价物	3,057	3,739	2,573	4,707	6,933
期末现金及现金等价物	3,739	2,573	4,707	6,933	7,249

资料来源: 公司公告, 中信证券研究部预测

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。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持任何观点的背书。

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 2022 版权所有。保留一切权利。