

首程控股

中国实体资产管理的新模式引领者



孙元祺 分析员
不动产与空间服务
SAC 执证编号: S0080521050008
SFC CE Ref: BOW951
yuanqi.sun@cicc.com.cn



谭钦元 分析员
不动产与空间服务
SAC 执证编号: S0080524020010
qinyuan.tan@cicc.com.cn



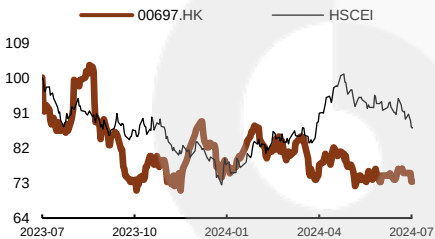
裴佳敏 分析员
不动产与空间服务
SAC 执证编号: S0080523050004
SFC CE Ref: BRY581
jiamin.pei@cicc.com.cn

维持跑赢行业

股票代码	股票评级	目标价
00697.HK	→ 跑赢行业	港币 1.66

股票代码	00697.HK
最新收盘价	港币 1.30
52 周最高价/最低价	港币 1.84~1.23
总市值(亿)	港币 94.9

纵轴: 相对股价 (%)



(港币 百万)	2022A	2023A	2024E	2025E
营业收入	1,600	883	1,136	1,396
增速	33.9%	-44.8%	28.6%	22.9%
归属母公司净利润	922	404	481	585
增速	N.M.	-56.2%	19.2%	21.6%
扣非后净利润	922	404	481	585
增速	77.4%	-56.2%	19.2%	21.6%
每股净利润	0.13	0.06	0.07	0.08
每股净资产	1.40	1.37	1.34	1.37
每股股利	0.12	0.09	0.05	0.06
每股经营现金流	0.01	0.03	0.06	0.08
市盈率	10.0	23.3	19.7	16.2
市净率	0.9	0.9	1.0	1.0
EV/EBITDA	4.5	9.9	7.5	7.2
股息收益率	9.3%	6.6%	4.1%	4.9%
平均总资产收益率	6.8%	3.0%	3.5%	4.1%
平均净资产收益率	9.2%	4.1%	4.9%	5.9%

资料来源: Wind, 彭博资讯, 公司公告, 中金公司研究部

观点聚焦

投资建议

首程控股作为中国核心基础设施服务商, 顺应时代发展背景, 正积极完成其商业模式重塑。基于其丰富的资产运营管理经验及专业的资产融通能力, 公司正迈入“资产循环+强运营”的新阶段, 逐步构建基础设施资产全周期生命管理服务能力。我们认为后续公司有望通过资产循环不断扩大资产管理规模, 获得经营收入的长期可持续增长, 该转型也使得公司成为了中国基础设施资产服务行业的领跑者。

理由

资产运营及融通能力积淀深厚, 为模式转型打下坚实基础。自公司 2016 年资产重组以来, 历时近 8 年沉淀, 公司已逐步构建了资产运营及资产融通两大板块的专业能力。资产运营端, 公司在停车、园区、租赁住房等资产领域中不断扩大管理规模, 并通过科技赋能提升运营管理效率, 积累了丰富的运营管理经验。资产融通端, 公司凭借高效的资源整合能力, 构建了资产退出平台, 从而实现了“投资、融资、管理、退出”的商业闭环; 同时公司发展多支基金以寻求新的投资机会。整体上, 公司通过将资产运营管理及资产融通深度融合, 逐步构建出广义基础设施领域的全链条服务能力, 也为后续商业模式迭代、资产管理版图的进一步扩大打下了坚实基础。

商业模式持续迭代, 领跑中国基础设施资产服务行业。公司持续进行商业模式迭代, 我们认为公司已从“重资产+重运营”迈入了“资产循环+重运营”的新阶段, 主要改变在于由重资产转为资产循环, 即通过资产循环获得资产管理收入及资产增值双重收益。我们认为该模式的转型是顺应时代发展背景的应有之义, 一方面当下更多传统开发企业或转向资产管理, 以获得长期更可持续的增长, 同时我国公募 REITs 有望进一步发展并为公司资产循环提供新的动力, 而公司亦有望在 REITs 领域继续布局。展望未来, 我们认为公司作为专注于基础设施管理及服务的企业, 有望凭借独特的发展模式成为行业的领跑者, 不断扩大资产管理规模, 实现企业价值的持续提升。

盈利预测与估值

我们维持 2024 年归母净利润预测不变, 考虑公司积极拓展新能源车位充电业务并有望于 2025 年贡献收入, 我们上调 2025 年归母净利润预测 10% 至 5.9 亿港元 (同比增加 21.6%), 同时我们提示公司有望维持不低于 80% 的派息比例。**维持跑赢行业评级及目标价 1.66 港元不变**, 目标价对应 1.24 倍 2024 年市净率, 较当前股价隐含 27.7% 的上行空间。公司当前交易于 1.0 倍 2024 年市净率。

风险

停车业务拓展速度不及预期; 基金管理规模增长具有不确定性; 公募 REITs 相关业务发展不及预期。



财务报表和主要财务比率

财务报表 (百万港元)	2022A	2023A	2024E	2025E	主要财务比率	2022A	2023A	2024E	2025E
利润表					成长能力				
营业收入	1,600	883	1,136	1,396	营业收入	33.9%	-44.8%	28.6%	22.9%
营业成本	-535	-524	-583	-743	营业利润	136.6%	-52.8%	33.5%	20.0%
营业费用	0	0	0	0	EBITDA	94.6%	-48.1%	38.6%	13.1%
管理费用	-379	-300	-386	-474	净利润	N.M.	-56.2%	19.2%	21.6%
其他	0	0	0	0	扣非后净利润	77.4%	-56.2%	19.2%	21.6%
营业利润	1,346	635	848	1,017	盈利能力				
财务费用	-102	-106	-93	-115	毛利率	66.5%	40.7%	48.7%	46.7%
其他利润	0	0	0	0	营业利润率	84.1%	71.9%	74.6%	72.9%
利润总额	1,183	466	730	888	EBITDA 利润率	97.0%	91.2%	98.3%	90.5%
所得税	-269	-7	-183	-222	净利润率	57.6%	45.7%	42.4%	41.9%
少数股东损益	8	-56	-67	-81	扣非后净利润率	57.6%	45.7%	42.4%	41.9%
归属母公司净利润	922	404	481	585	偿债能力				
EBITDA	1,552	806	1,117	1,264	流动比率	4.00	4.23	3.66	2.80
扣非后净利润	922	404	481	585	速动比率	4.00	4.23	3.66	2.80
资产负债表					现金比率	2.43	1.70	1.30	0.77
货币资金	3,574	2,263	1,934	1,376	资产负债率	26.6%	25.7%	26.7%	32.0%
应收账款及票据	657	457	587	722	净债务资本比率	净现金	净现金	净现金	净现金
存货	0	0	0	0	回报率分析				
其他流动资产	1,646	2,925	2,925	2,925	总资产收益率	6.8%	3.0%	3.5%	4.1%
流动资产合计	5,877	5,644	5,446	5,023	净资产收益率	9.2%	4.1%	4.9%	5.9%
固定资产及在建工程	23	108	602	2,591	每股指标				
无形资产及其他长期资产	7,756	7,770	7,551	7,439	每股净利润 (港元)	0.13	0.06	0.07	0.08
非流动资产合计	7,779	7,878	8,153	10,030	每股净资产 (港元)	1.40	1.37	1.34	1.37
资产合计	13,656	13,523	13,599	15,053	每股股利 (港元)	0.12	0.09	0.05	0.06
短期借款	582	157	236	275	每股经营现金流 (港元)	0.01	0.03	0.06	0.08
应付账款	627	667	742	987	估值分析				
其他流动负债	262	509	509	530	市盈率	10.0	23.3	19.7	16.2
流动负债合计	1,471	1,333	1,487	1,792	市净率	0.9	0.9	1.0	1.0
长期借款	466	452	452	501	EV/EBITDA	4.5	9.9	7.5	7.2
其他非流动负债	1,696	1,696	1,699	2,517	股息收益率	9.3%	6.6%	4.1%	4.9%
非流动负债合计	2,161	2,149	2,151	3,018					
负债合计	3,632	3,482	3,638	4,810					
股本	12,547	12,995	12,995	12,995					
未分配利润	-2,619	-3,071	-3,218	-3,017					
归母所有者权益	9,928	9,923	9,777	9,977					
少数股东权益	96	117	184	265					
负债及股东权益合计	13,656	13,523	13,599	15,053					
现金流量表									
税前利润	1,183	466	730	888					
折旧和摊销	206	171	269	247					
营运资本变动	-442	-342	-35	58					
其他	-891	-103	-503	-575					
经营活动现金流	56	192	461	618					
资本开支	-5	-104	-12	-12					
其他	1,813	-530	-191	-1,665					
投资活动现金流	1,808	-634	-203	-1,678					
股权融资	0	448	0	0					
银行借款	301	-278	87	933					
其他	-1,041	-998	-673	-431					
筹资活动现金流	-740	-828	-586	502					
汇率变动对现金的影响	-125	-41	0	0					
现金净增加额	1,125	-1,270	-328	-558					

资料来源: 公司公告, 中金公司研究部

公司简介

首程控股有限公司为首钢集团旗下的香港上市公司, 自 2017 年以来, 公司进行全面战略转型, 推动钢铁加工、矿物开采等旧业务剥离或重组, 并引入欧力士集团、新创建集团、厚朴投资等多个战略投资者, 聚焦中国基础设施不动产基金管理及中国停车资产管理业务。

目录

中国核心基础设施资产服务商	4
丰富的资产运营服务经验	4
专业的资产融通能力	7
借助时代机遇重塑商业模式	9
迈入“资产循环+强运营”的第二阶段	9
时代背景支持其商业模式转型	12
收入盈利均具韧性，估值具备一定支撑	16
资产运营及基金管理规模支撑收入稳健增长，派息力度有望维持	17
估值水平具备一定支撑	19
风险提示	21
附录：中国 REITs 市场数据	22

图表

图表 1：首程控股停车业务的三种业态	5
图表 2：首钢园重点项目	6
图表 3：创业公社在产业空间运营形成的生态圈	6
图表 4：首程控股的资产融通模式—以停车业务为例	7
图表 5：首程控股资产融通的价值创造全景	7
图表 6：第二阶段，首程控股将聚焦资产流转模式	10
图表 7：首程控股的公司价值全景	11
图表 8：中国公募 REITs 发展概况	12
图表 9：海外不动产的资本管理模式逻辑	13
图表 10：REITs 相关的投资占到日本三菱营收的 14%	14
图表 11：三菱物流资产融通收入占比约为 40%	14
图表 12：首程控股的资产融通占比约为 50%	14
图表 13：日本三菱不动产资产运营能力突出	15
图表 14：日本三菱不动产约 60%租金收入来自丸之内的商业地产	15
图表 15：首程控股财务概览	16
图表 16：首程控股财务概览	17
图表 17：2024-2025 年各板块收入预测	18
图表 18：我们维持 2024 年归母净利润预测不变，上调 2025 年归母净利润预测 10%至 5.9 亿港元	18
图表 19：采用 DDM 估值法测算出的基准情形估值结果（贝塔值 0.6）	19
图表 20：根据 DDM 估值法，我们测算出 2024 年公司每股公允价值为 1.40-2.17 港元	20
图表 20：远期市净率	20
图表 22：可比公司估值表	20
图表 23：C-REITs 市场走势	22
图表 24：产权类 REITs 预期分派率与债券及中特估指数收益率对比	22
图表 25：C-REITs 全市场 P/NAV 趋势	23
图表 26：产权类 REITs 年化预期分派率	23
图表 27：产权类 REITs 年化预期分派率与十年期国债收益率利差	23

中国核心基础设施资产服务商

首程控股作为一家专注中国核心基础设施资产（China core infrastructure asset，简称 CCIA）投资、运营、管理的公司，其业务主要分为资产营运及资产融通两大板块。自公司 2016 年剥离重资产业务并加码“资产循环业务”以来，一方面，通过近 8 年时间的沉淀，公司在资产运营端积累了丰富的管理经验，已显著提高购入资产的资产收益率；另一方面，公司积极进行资源整合，不断深化资产融通能力，实现了更高的资产赋能能力。同时，公司还将资产营运与资产融通融合，实现了全产业链条发展。我们认为当前公司已成为中国核心的基础设施资产服务商，正在打造属于自己的基础设施不动产管理版图。

丰富的资产运营服务经验

首程控股历时近 8 年沉淀，积累了丰富的资产运营服务经验。首程控股的资产运营服务包含基于产业的基础运营服务及相关创新增值等服务，自 2016 年完成资产重组后，历时近 8 年时间，公司已拥有较大的资产运营规模，并积累了丰富的资产运营经验。从历史经营情况来看，公司不仅维持了资产运营的稳健性，同时也优化了资产的现金流状况。下文我们分别对其运营的四类资产（停车、园区、租赁住房及其他生活服务）的运营情况做一定介绍。

停车

2017 年首程控股收购首中投资（现名为“驿停车”）并进入停车资产管理行业，此后驿停车在停车运营领域不断深耕。一方面，公司持续扩大停车服务的规模，与北京、上海、广州、博鳌等机场均签订了长期租赁协议。在全国范围内旅客吞吐量排名前十的机场中有较多停车场由首程控股运营，这使得公司在中国机场停车领域处于相对领先的地位。截至 2023 年末，公司累计获取 20 余个机场及高铁站停车场资产管理项目，停车运营项目日均服务客户数量约 20 万人次。另一方面，为了提升租赁资产的现金流，公司高度重视科技投入带来的运营效率和管理模式的变革。如首程控股优化了北京大兴国际机场停车位设计，将停车位从 4,200 个增加到 4,321 个，并引入自主研发的“5G+云计算+人工智能”停车系统，实现了机器人自动泊车、反向查车等功能，我们认为公司后续有望进一步实现全机器人自助泊车功能，从而降低停车项目的运营成本。同时公司尝试将旗下若干停车场站升级为“光储充”一体化的服务综合驿站，通过推动基础设施的跨界融合与创新，不断挖掘基础设施资产的增量收益。

图表 1：首程控股停车业务的三种业态

业态	适用范围	运营模式及公司优势	代表项目
交通枢纽类	机场、高铁站等交通枢纽停车资源	国内较为领先的地位，已在全国范围内累计获取多个机场及多个高铁站的停车项目并实现了京沪线机场停车资源全覆盖	 大兴机场停车楼
市政配套类	医院、路侧、“P+R”（驻车换乘停车场）以及公建景区项目	利用城市零散地块和部分地下空间，高标准规划车位配以智慧停车管理系统，提高空间坪效，整合优化周边存量车位资源	 宣外大街项目
商办配套类	园区、写字楼以及商业综合体等密集型商办项目	采用分时租赁、道闸改造、计算流量合理规划或新建空间率高的机械式停车楼等方式，并引入新能源汽车换电站等增值创新业务	 成都东升桥驿 站立体停车场项目

资料来源：万物研究院，中金公司研究部

产业园区

2018 年底公司进军工业园区改造领域，通过项目精准定位与有效合作实现了园区的持续发展。2018 年底，北京发布《加快新首钢高端产业综合服务区发展建设打造新时代首都城市复兴新地标行动计划（2019-2021 年）》，明确提出了将新首钢地区打造成为“新时代首都城市复兴新地标”的目标。同年，首程控股把握机遇，正式进军工业园区改造领域。公司旗下首程融石与首钢集团共同出资 100 亿元人民币成立首钢转型基金，专注于重塑首钢园区的项目价值。同时，首程控股与美国铁狮门（铁狮门在城市历史建筑改造方面拥有丰富的经验，其标志性的城市更新项目——美国洛克菲勒中心，已成为纽约的文化与建筑象征）合作打造了首钢园·六工汇项目。2022 年，首钢园在北京冬奥会成为了网红打卡地，六工汇项目吸引了多家具有创新理念、科技精神和时代引领性的企业入驻。我们统计六工汇项目已签约产业客户中包括高新企业、国企及外资企业总计 22 家，专精特新企业 9 家（“小巨人”企业¹4 家），“瞪羚企业”²10 家，科技企业占比达到 38%，有望逐渐形成硬科技的产业集群。同时，产业客户的营收表现较好，其总营收超过 70 亿元、总纳税额超过 2.7 亿元。总的来说，六工汇项目租赁情况出色，出租率已达到 95%的较高水平。2023 年，公司产业园区已投建面积 80 万平米，其中，融石广场项目 20 万平米、首程时代中心项目 44 万平米、理想产业园二期项目 15 万平米。此外，公司产业园区还有储备面积达 1,000 万平米。2024 年，首程控股再次获签首钢冬奥广场的 20 年租赁经营权，吸引了多家知名企业和平台签约入驻。往前看，我们认为公司有望提升产业园租金单价与出租率，并加快待售物业的去化速度，逐步扩大首钢园等核心园区的业务收入规模。

¹ 专精特新“小巨人”企业，是“专精特新”中小企业中的佼佼者，是专注于细分市场、创新能力强、市场占有率高、掌握关键核心技术、质量效益优的排头兵企业。

² “瞪羚企业”是指创业后跨过死亡谷以科技创新或商业模式创新为支撑进入高成长期的中小企业。认定范围主要是产业领域符合国家和省战略新兴产业发展方向，涵盖新兴工业、新一代信息技术（含大数据、物联网与云计算、高端软件、互联网）、生物健康、人工智能、金融科技、节能环保、消费升级等领域。

图表 2：首钢园重点项目

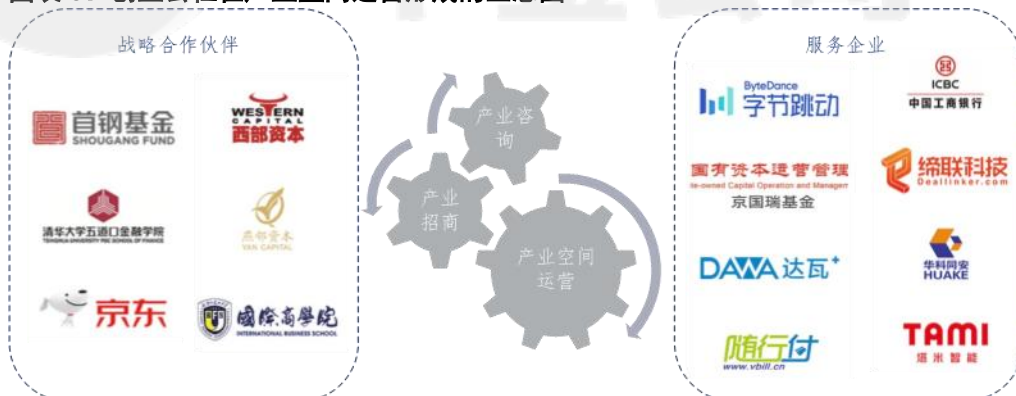


资料来源：公司网站，万物研究院，中金公司研究部

租赁住房

创业公社是首程控股旗下另一品牌，致力于为创新企业提供产业园区、办公空间载体、全生命周期咨询、产业供应链生态管理等服务。与停车板块类似，创业公社也通过租赁资产扩大业务规模，房源来自机关与国企、集体建设用地，以及一些城市更新改造遗留下的资产项目。同时，创业公社通过“批发式”的改造和出租，按照长租公寓和产业园区总面积 1:1 的配比，打造“职住平衡”的青年创业社区，有效降低了存量资产的改造和运营成本。经过近十年的培育，创业公社已经成为北京规模较大的市场化空间运营商，在京运营面积约 150 万平米，服务企业超过 1.8 万家，并成功打造了中关村、首钢园、亦庄、核心区、顺义、南中轴六大产业创新聚合带，为北京产业聚集贡献大量产业空间和产业升级服务。凭借租赁住房对青年人才充足的吸引力，据公司公告披露，创业公社在 2022 年疫情期间仍维持了较高出租率。

图表 3：创业公社在产业空间运营形成的生态圈



资料来源：公司网站，万物研究院，中金公司研究部

其他生活服务

除覆盖上述三类业态外，首程控股的业务覆盖多个居民生活服务方向，通过孵化新类型的基础设施资产，培育公司的下一个资产运营服务增长点。如 2023 年，首程控股与阳光资管联合发起设立北京首程城市发展基础设施投资基金，投资范围涉及仓储物流、保障性租赁住房等多项资产。

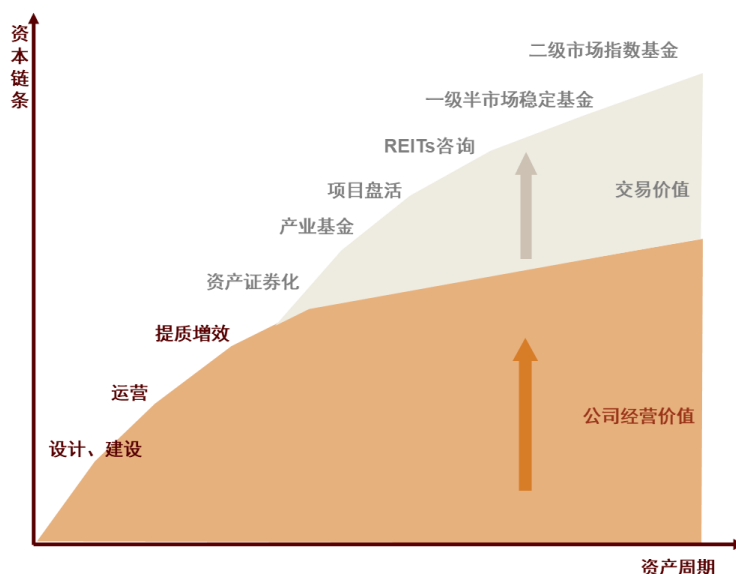
专业的资产融通能力

首程控股打造了一条横向的资产融资增值链条，也构建了一条纵向的资产上市增值链条，两大链条交织形成了公司专业的资产融通能力。通过资产融通，公司实现了“投资、融资、管理、退出”的商业闭环。从投资端来看，首程控股目前已投资包括停车场、保障房、产业园区、仓储物流、垃圾处理和污水处理在内的多个核心行业的基础设施。公司为这些资产引入了多元化的外部资金。我们预计未来公司或将沿着中国核心基础设施的发展脉络进行更多布局。从退出端来看，首程控股已成功构建了资产退出平台，并通过发行公募 REITs 进一步增强资产的流动性。此外，我们预计公司或将资产融通能力向外迁移，通过专业的 REITs 咨询协助多家企业完成旗下资产整合和 REITs 发行。

图表 4：首程控股的资产融通模式—以停车业务为例



图表 5：首程控股资产融通的价值创造全景



首程控股已盘活部分资金，并尝试再次投资于核心基础设施资产。据年报披露，2023 年公司资产融通板块收入为 2.25 亿港元，我们测算若剔除 C-REITs 的市场波动影响，仅考虑管理费收入及成熟项目和部分基金的退出带来的收益，则该板块收入规模将达到 3.78 亿港元。公司利用所得资金，以北京为基地，向全国拓展资产版图。以停车业务为例，截至 2024 年 3 月 31 日，公司在全国运营的停车场库数量已超过 130 个，其中在北京管理停车位数万，同时停车业务已扩展至上海、广州、南京、成都等关键城市的核心区域。公司不仅在诸如广州白云机场、北京丰台站等重要交通枢纽停车场占据核心地位，还成功获得了重庆市财富中心、龙湖新壹城、北京市海淀区天创科技大厦等商业地产的产权车位停车场项目。特别值得一提的是，在全国范围内，旅客吞吐量排名前十的机场中，超过半数的停车场由首程控股运营，这使得公司在机场停车位这一中国核心基础资产领域处于行业绝对领先地位。展望未来，伴随 2024 年中国证监会将 C-REITs 纳入沪深港通的交易标的，我们认为市场对 C-REITs 产品的关注度或进一步提升，公司或能获得更广阔的资金盘活空间和丰富的投资机会。

此外，公司通过投资和生态建设加速数智化进程，探索潜在增收机会。一是，公司成立了多只产业发展基金，利用丰富的基金管理经验，通过产业投资实现企业赋能和产业落地。近期，公司与战略股东合作共建多只基金，实现优势互补。例如，2023 年，首程资本联合战略股东北京国管设立了总规模 100 亿元的“北京市机器人产业发展投资基金”，助力公司形成硬科技产业集群。同年，公司还与阳光保险合作设立了总规模 100 亿元城市发展基金，专注于收购具有 REITs 发行潜力的核心基础设施资产。二是，公司紧跟国家新能源汽车产业发展的政策导向，通过自建或战略收购布局了一批高标准、智慧化的充电场站，扩大停车资产的收入来源。三是，首程资本旗下参加学院通过构建产业社群，探索资本与企业的双向赋能与连结。截至目前，参加学院服务的企业家和创业者已超过 1,000 人次，覆盖 700 多家优秀企业，其中上市企业近 90 家，行业独角兽近 60 家，总市值超过一万亿元。参加学院专注于推动“教育+资本+产业”的深度融合，实现已投资企业和首程园区内入驻企业的多维度赋能。通过以上举措，首程控股不仅展示了其在投资和生态建设中的领导地位，也为未来的持续增长奠定了坚实基础。

通过以上举措，首程控股不仅展示了其在投资和生态建设中的领导地位，也为未来的持续增长奠定了坚实基础。

借助时代机遇重塑商业模式

顺应基础设施资产商业模式的变迁，首程控股持续迭代自身的商业模式。公司自 2016 年资产重组以来，商业模式转为以北京为运营中心，业务涵盖停车、园区、租赁住房等多个领域，通过精细化的人员管理和服务在行业内确立了相对领先的市场地位；当前公司已进入发展的第二阶段，聚焦资产循环，借助中国公募 REITs 的发展东风，通过“产业+基金”模式进一步扩大管理规模，稳步提高基金管理业务收入。

迈入“资产循环+强运营”的第二阶段

我们认为首程控股对核心基础设施资产的运营模式可以分为“三步走”阶段，当前已迈入“资产循环+强运营”的第二阶段。

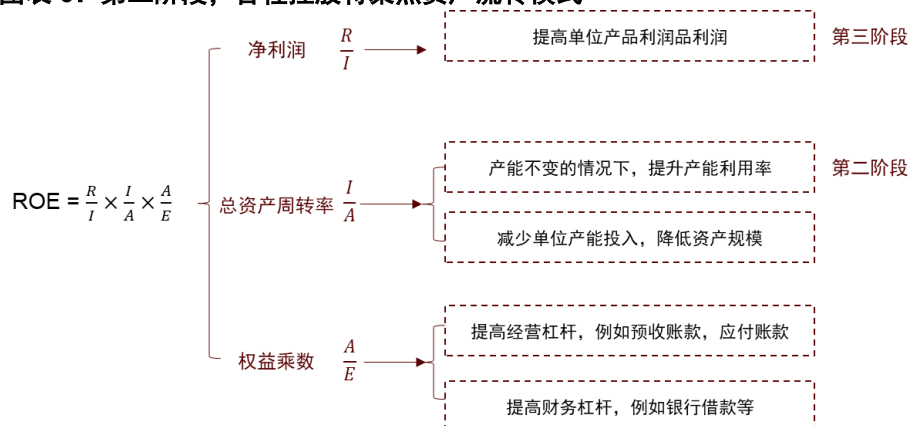
第一，重资产+强运营。自 2016 年战略重组以来，首程控股已成功构建了涵盖停车、商业办公、产业园区等多个领域的中国核心基础设施运营体系，实现了从无到有的跨越。这些资产位于核心城市的关键区域，具有一定稀缺性和不可再生性，我们认为其土地价值和现金流回报有望稳步提升。

第二，资产循环+强运营。当前公司已积累一定规模的中国核心基础设施资产，拥有了单个资产或多资产综合体的长期经营权，在此基础上公司为实现资产循环，搭建了资产退出渠道，开始从“一家资产运营公司”向“一家资产管理公司”转型，如 2023 年首程控股发行了全国首单停车资产类 REITs，这一产品帮助公司回流资金 2.1 亿元。

往前看，公司将进一步打造“产业+基金”模式，即依托基金管理人的身份完成资产运营及提升，同时构建多种资产证券化的退出渠道，实现“资产收并购-运营提升-资产退出-资金再投资-资管规模扩大”的全生命周期资产管理闭环，获得管理费与资产退出增值的双重收益。得益于公司较强的资源整合能力，公司已与多家资本方搭建了资产管理平台，如 2023 年公司与战略股东阳光保险合作设立了 100 亿元的城市发展基金，专注于收购具有 REITs 发行潜力的基础设施资产；2021 年公司与中国人寿合作成立 100 亿元的北京绿色发展基金，聚焦于投资固废、污水处理等环保类项目，当前该基金已进入投资阶段。

第三，资产循环+数智化运营。第三阶段，首程控股将进一步加强资产循环，同时着力打造业务的科技属性，通过 SaaS、人工智能、大数据等工具进一步完善资产的增值服务，实现资产价值和社会责任价值的双提升。

图表 6：第二阶段，首程控股将聚焦资产流转模式



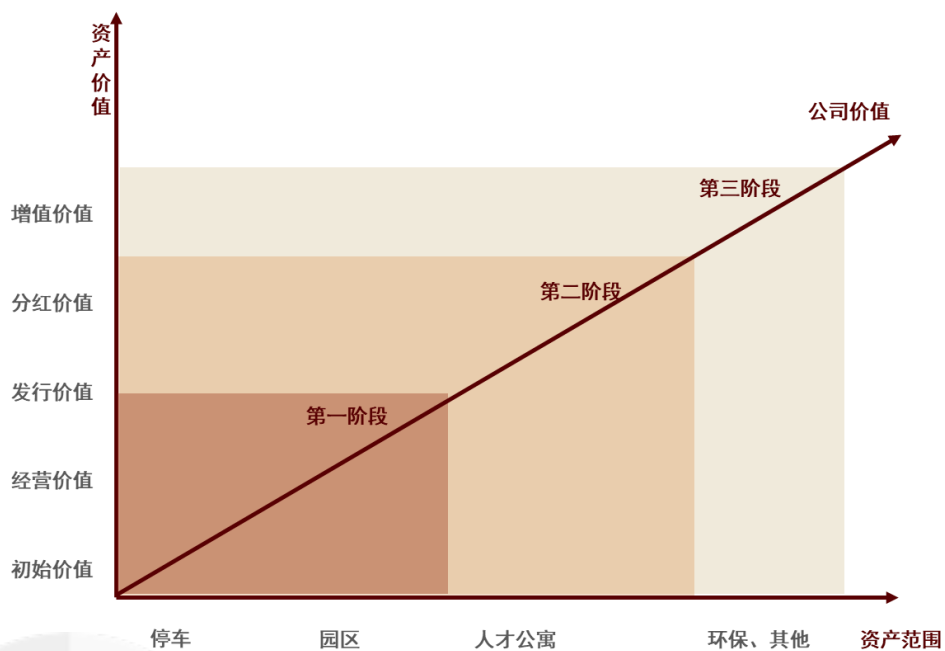
注：R 为净利润、I 为销售收入、A 为总资产、E 为所有者权益

资料来源：Wind，万物研究院，中金公司研究部

整体上，首程控股有望引领基础设施行业模式走向“资产管理模式”：

- **中期维度，首程控股将深化资产轻量化能力，实现资产运营和资产融通的深度融合。**在业务拓展的横向维度，公司致力于提升资产运营能力，实现资产设计、建设、运营、提质增效的全生命周期管理，以确保在多种资产类别（包括停车场、机场、环保、物流、新能源等）中实现持续的增值收益。同时，在资产价值的纵向发展上，公司将加强资产融通能力，利用自有资金进行“募、投、管、退”的全链条操作，最终通过 REITs 完成退出。
- **长期维度，首程控股有望将资产管理版图拓展至全国及海外。**一方面，我们认为公司较为充沛的现金流为持续收购资产提供了坚实的财务支持。另一方面，公司较强的资源整合能力，叠加长期资产经营的良好业绩，为打入全国核心城市及海外提供了有力支撑。因此长期维度，我们认为公司资产管理范围有望不断扩大。

图表 7：首程控股的公司价值全景



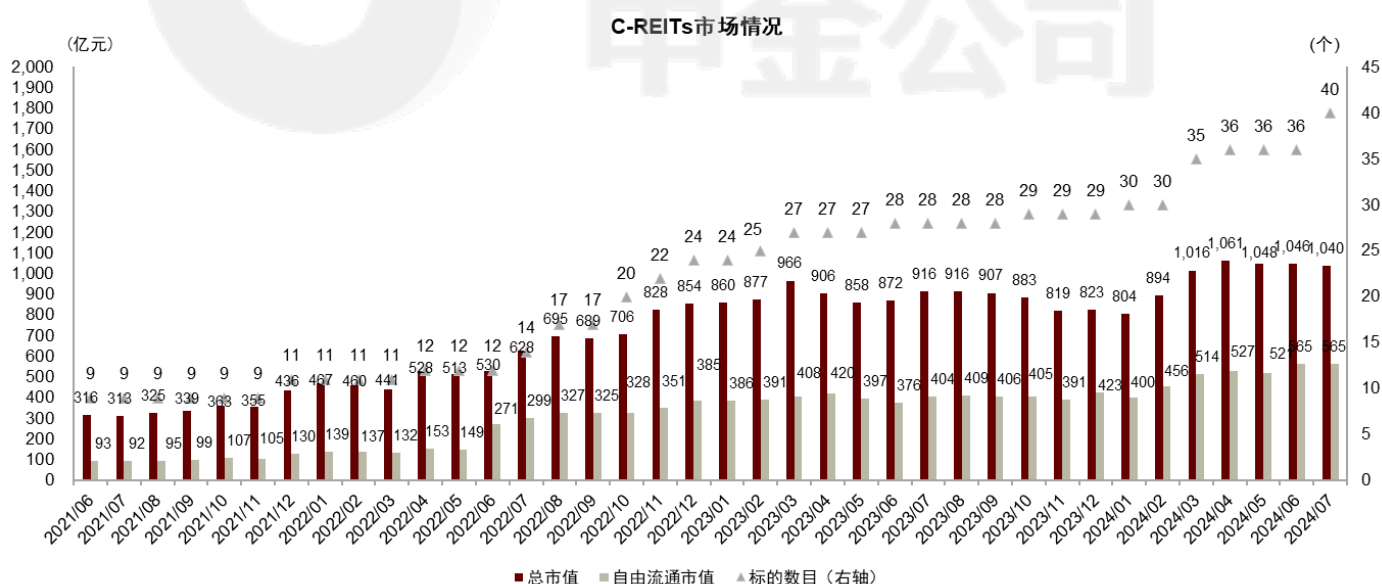
资料来源：万物研究院，中金公司研究部

时代背景支持其商业模式转型

我们认为当前时代背景亦支持了首程控股的商业模式转型。一方面，2022 年初以来，随着经济增长换挡，我国存款利率持续走低，各类债券收益率降至历史低位。在该时代背景下，能够提供稳定现金流的核心资产的配置价值进一步凸显。同时在宏观去杠杆的环境中，传统开发业务增量有限，有助于推动相关企业转向发展不动产资产管理业务，通过资产全生命周期的管理促进资产循环，不断扩大管理规模，实现企业长期的可持续发展。另一方面，2020 年以来中国公募 REITs 的蓬勃发展为资产循环拓展了新的资产退出渠道。当前 REITs 市场规模正在逐步扩大，从项目数量来说，我们认为 1-2 年内中国 REITs 的上市只数赶超日本、新加坡市场（都在 60 只上下）已经是较为确定的事件。从更长维度看，我们认为伴随项目数量的进一步提升及单体项目不断的扩容，三年后中国 REITs 的总市值或可从 1,000 亿元向 4,000-5,000 亿元区间去预期，REITs 有望成为中国大类资产的重要组成部分。因此，我们认为首程控股开启商业模式转型，不断深化资产轻量化能力是顺应时代背景的应有之义。

我们认为地产新周期之中，首程控股有望成为中国城市更新进程中的关键力量。即在不涉及资产所有权转让的前提下，资产运营综合服务商将参与到资产的投资、运营和管理中，与地方政府携手合作，共享资产运营带来的超额收益，实现共赢的分红机制。目前，首程控股在努力实践这种全新模式。由于中国核心基础设施资产（China Core Infrastructure Asset，简称 CCIA）具备区域优良、盈利稳定、高分红等特征，首程控股专注于成为中国核心基础设施资产综合服务商，并已取得一定成果，公司已经与多个核心城市合作开发核心基础设施。例如，2023 年，首程控股获得广州白云机场、无锡东高铁站等停车场管理权，获得北京冬奥广场的 20 年租赁经营权。

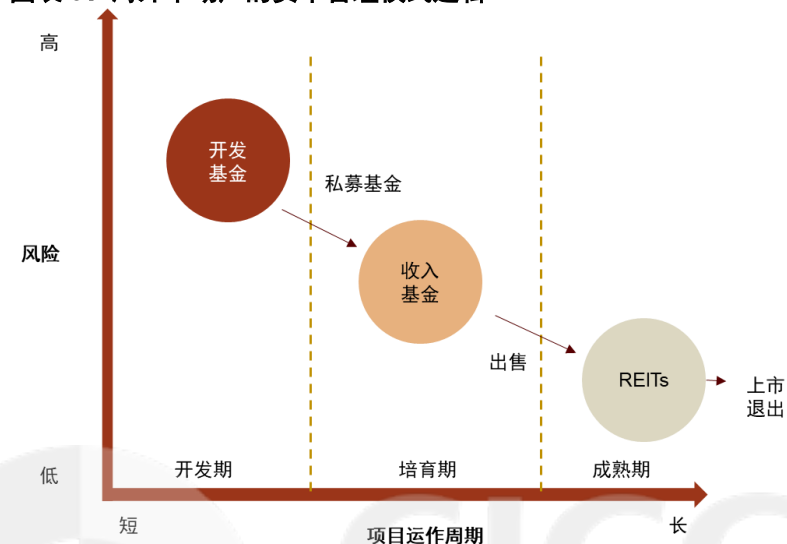
图表 8：中国公募 REITs 发展概况



注：数据截至 2024 年 7 月 24 日
资料来源：Wind，中金公司研究部

回顾国际经验，在低利率时代背景下，部分海外核心基础设施资产服务商走向“资产管理模式”的战略转型。参考海外经验可以发现，海外知名服务商（如日本综合性不动产运营管理企业三菱不动产、日本最大的停车经营企业 Park24 等）大多是通过高质量的运营服务、精准的投资能力以及资本循环模式助力规模化扩张，进而实现估值和市值的不断增长。

图表 9：海外不动产的资本管理模式逻辑



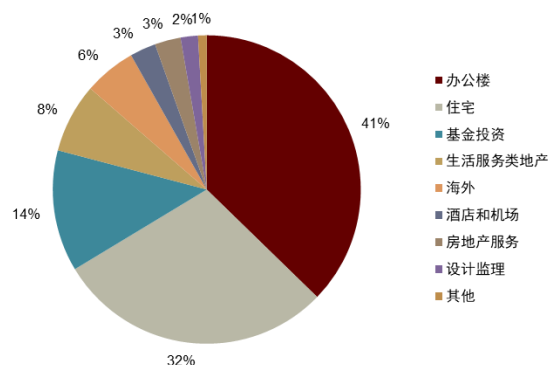
资料来源：公司公告，万物研究院，中金公司研究部

以日本三菱不动产（Mitsubishi Estate）为例，三菱不动产改革于日本“后地产时代”，从一家“重资产”企业转型成“轻资产”企业，并成为了日本 REITs 市场的领军者之一。三菱商事物流是三菱不动产专门负责 REITs 投资的子公司，2019-2023 年，三菱商事物流约 60% 的资产来自三菱地产，资产平均 NOI 收益率达到 5.1%；40% 的资产通过 REITs 的方式和外部合作开发，平均 NOI 收益率达到 4.5%。

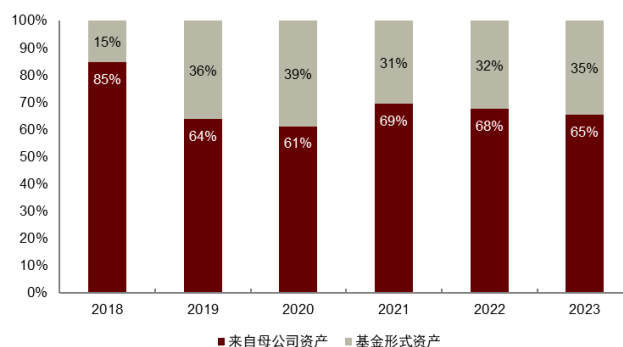
特别地，三菱不动产旗下最为重要的资产之一为占地约 1.2 平方千米的东京“丸之内”城市更新项目。该项目与首程控股精心打造的“首钢园”城市更新项目在理念和实践上有异曲同工之处。两者均致力于通过城市更新，推动区域经济的复兴与活力提升，同时注重历史文脉的保护与现代城市功能的融合。改造后，丸之内地区的店铺数量从 280 家激增到 860 家，营业面积从 4 万平方米拓展到近 12 万平方米，而人流量亦增长到从前的 3 倍。同时丸之内地区物业占三菱地所集团自持物业的 1/3，为集团的租金收益贡献了 60%。

得益于其轻资产模式，三菱不动产市盈率于 2009-2016 年间维持在 30x 以上。截至 2024 年 1 月，三菱不动产市盈率约 20 倍。

图表 10: REITs 相关的投资占到日本三菱营收的 14% 图表 11: 三菱物流资产融通收入占比约为 40%

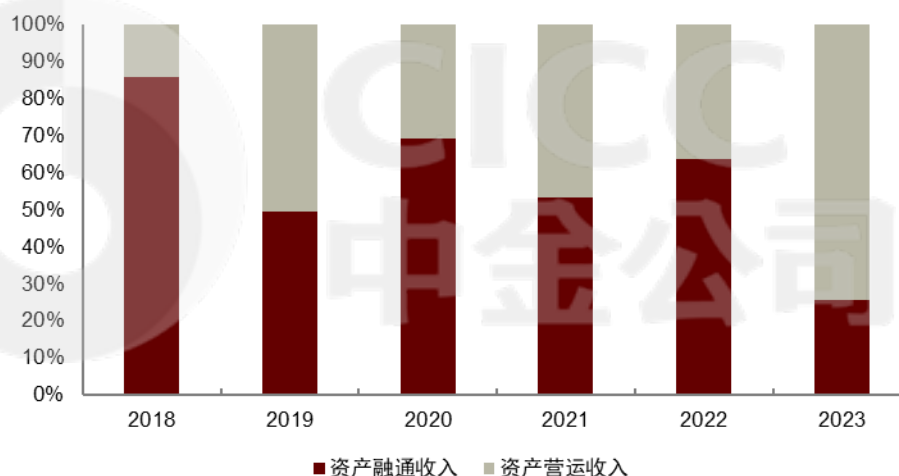


注：数据截至 2023 年末
资料来源：三菱不动产官网，中金公司研究部



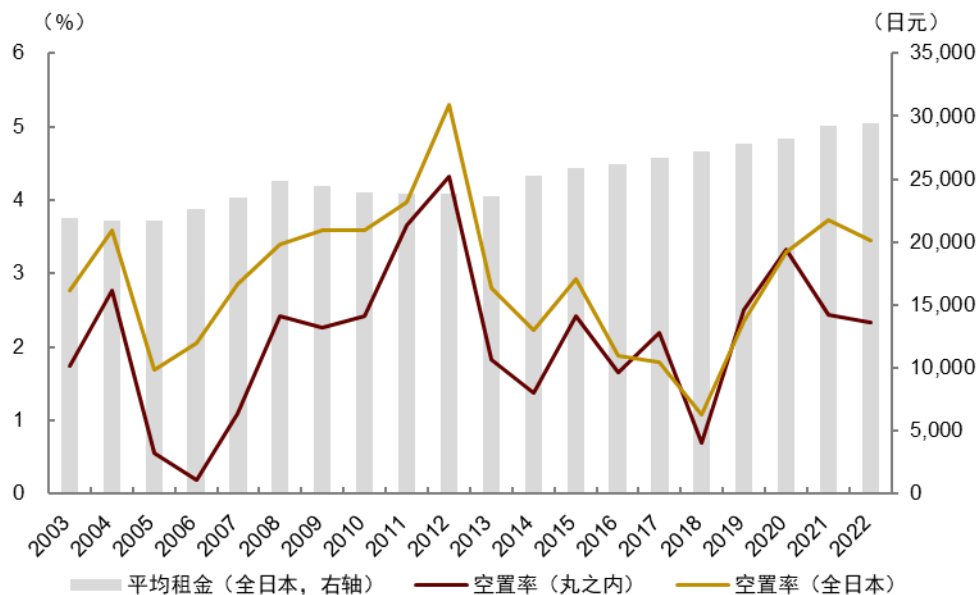
注：2018-2019 年数据利用三菱商事物流年报中两类资产的面积占比计算
资料来源：三菱商事物流官网，万物研究院，中金公司研究部

图表 12: 首程控股的资产融通占比约为 50%



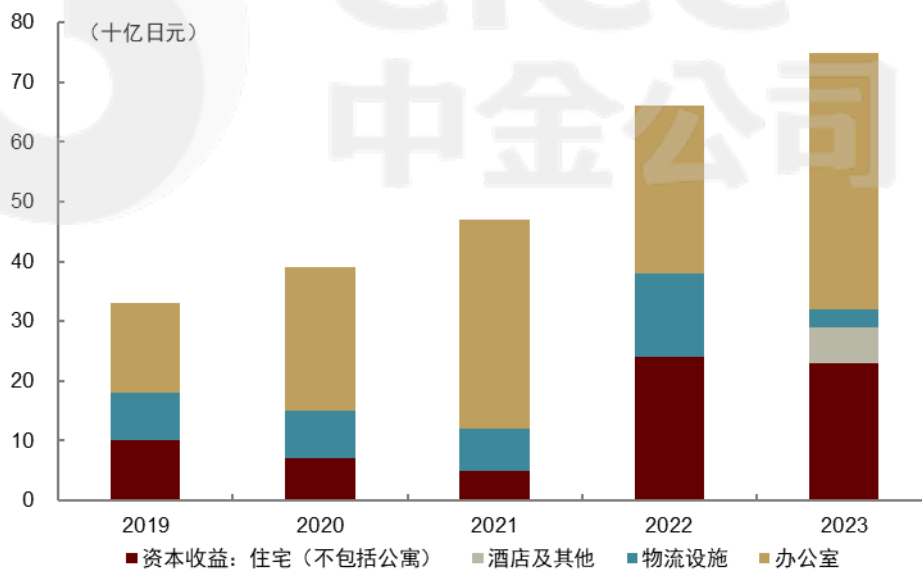
注：2018、2019 年数据，利用首程控股停车收入作为营运收入计算
资料来源：首程控股官网，万物研究院，中金公司研究部

图表 13：日本三菱不动产资产运营能力突出



资料来源：三菱不动产官网，中金公司研究部

图表 14：日本三菱不动产约 60%租金收入来自丸之内的商业地产



资料来源：三菱不动产官网，万物研究院，中金公司研究部

收入盈利均具韧性，估值具备一定支撑

我们预计 2024-2025 年首程控股收入分别为 11.4、14.0 亿港元（同比分别增长 28.6%、22.9%），归母净利润分别为 4.8、5.9 亿港元（同比分别增长 19.2%、21.6%），主要驱动因素为停车板块和基金管理板块收入端提升。我们给予公司 1.24 倍 2024 年目标市净率，对应目标价 1.66 港元，较当前股价具备 27.7% 的上行空间。

图表 15：首程控股财务概览

利润表（亿港元）	2022A	2023A	2024E	2025E
营业收入	16.00	8.83	11.36	13.96
营业成本	-5.35	-5.24	-5.83	-7.43
毛利润	10.64	3.60	5.53	6.52
销售管理费用	-3.79	-3.00	-3.86	-4.74
财务费用	-1.02	-1.06	-0.93	-1.15
税前利润	11.83	4.66	7.30	8.88
所得税费用	-2.69	-0.07	-1.83	-2.22
少数股东损益	0.08	-0.56	-0.67	-0.81
归属母公司股东的净利润	9.22	4.04	4.81	5.85

资产负债表（亿港元）	2022A	2023A	2024E	2025E
现金及现金等价物	35.74	22.63	19.34	13.76
存货	0.00	0.00	0.00	0.00
应收及预付款	6.57	4.57	5.87	7.22
其他流动资产	16.46	29.25	29.25	29.25
流动资产	58.77	56.44	54.46	50.23
物业、厂房及设备	0.23	1.08	6.02	25.91
投资物业	6.16	8.41	8.41	8.41
预付账款	1.67	1.74	1.93	2.88
使用权资产	20.52	18.23	16.28	14.54
与服务特许经营安排有关的合约资产	2.09	1.15	1.15	1.15
合联营公司权益	8.14	8.02	7.78	7.64
递延所得税资产	0.05	0.30	0.30	0.30
其他长期资产	38.93	39.85	39.65	39.48
非流动资产	77.79	78.78	81.53	100.30
资产总计	136.56	135.23	135.99	150.53
应付账款	6.27	6.67	7.42	9.87
合约负债	0.23	0.59	0.75	0.93
短期借款	5.82	1.57	2.36	2.75
其他流动负债	2.39	4.51	4.34	4.38
流动负债	14.71	13.33	14.87	17.92
长期借款	4.66	4.52	4.52	5.01
其他非流动负债	16.96	16.96	16.99	25.17
非流动负债	21.61	21.49	21.51	30.18
负债总计	36.32	34.82	36.38	48.10
归属母公司所有者权益	99.28	99.23	97.77	99.77
少数股东权益	0.96	1.17	1.84	2.65
权益总计	100.24	100.41	99.61	102.43

资料来源：公司年报，中金公司研究部

图表 16：首程控股财务概览

现金流量表（亿港元）	2022A	2023A	2024E	2025E
税前利润	11.83	4.66	7.30	8.88
所得税费用	-1.15	-1.42	-1.83	-2.22
折旧摊销	2.06	1.71	2.69	2.47
合联营公司业绩	0.60	0.63	0.24	0.14
营运资金变动	-4.42	-3.42	-0.35	0.58
其他	-8.36	-0.24	-3.45	-3.66
经营活动现金流量	0.56	1.92	4.61	6.18
资本性支出	-0.05	-1.04	-0.12	-0.12
收购/出售	13.08	-0.87	-5.36	-20.32
其他	5.05	-4.43	3.45	3.66
投资活动现金流量	18.08	-6.34	-2.03	-16.78
借款增加额	3.01	-2.78	0.87	9.33
发行普通股之所得款项净额	0.00	4.48	0.00	0.00
非控股权益注资	0.24	0.03	0.00	0.00
支付股息	-8.78	-6.56	-6.27	-3.85
其他	-1.88	-3.45	-0.46	-0.46
融资活动现金流量	-7.40	-8.28	-5.86	5.02
现金及现金等价物净增加净额	11.25	-12.70	-3.28	-5.58
期初现金及现金等价物	25.73	35.74	22.63	19.34
期末现金及现金等价物	35.74	22.63	19.34	13.76

资料来源：公司年报，中金公司研究部

资产运营及基金管理规模支撑收入稳健增长，派息力度有望维持

我们预测公司 2024-2025 年营业收入分别为 11.4、14.0 亿港元（同比分别增长 28.6%、22.9%，对应 2023-2025 年年均复合增速 25.7%）。我们认为公司作为国内首家布局基础设施资产管理全链条管理者，其业务模式兼具成长性和抗周期性，是市场上较为稀缺的标的。我们预计公司 2023-2025 年整体营业收入年复合增速为 25.7%，主要得益于资产运营以及基金管理规模增长带来的收入提升，其中资产运营板块收入 2023-2025 年均复合增速为 28.6%，资产融通板块收入 2023-2025 年均复合增速为 16.9%。我们对于各板块的收入预测具体如下：

- **资产运营板块关注普通停车位收入的内生增长及新能源车位充电业务的外部拓展。** 1) 当前资产运营板块可以细分为运营服务、服务特许经营权、租赁三类业务，其中运营服务（主要为普通停车位资产运营服务）收入占比最大（2023 年占比超 80%）。我们对运营服务收入的预测如下：我们预计普通停车位资产运营服务的收入增长主要由在管车位规模的拓展和单车位停车费的增长带来。我们预测 2024-2025 年在管车位规模增速分别为 10%及 15%；单车位停车费方面，我们假设伴随停车位陆续提价，2024-2025 年增速分别达 8%及 5%，测得 2024-2025 年普通车位运营服务收入分别为 7.1、8.6 亿港元；服务特许经营权及租赁部分在 2023 年受宏观环境影响略有承压，我们预计 2024 年及之后伴随项目开工及国内出行持续回暖，2024-2025 年年均复合增速均为 10%，测得 2024-2025 年服务特许经营权及租赁收入之和为 1.2、1.4 亿港元。2) 除上述已运营的三个业务外，公司正积极拓展新能源车位充电业务，我们预计 2025 年新能源车位充电收入有望达 1.0 亿港元。最终我们测得资产运营板块 2024-2025 年收入分别为 8.4、10.9 亿港元。
- **资产融通板块基金管理业务重点关注基金规模提升。** 公司基金管理业务收入主要来源于基金管理费、投资收益以及超额收益，其中基金管理费主要取决于管理费率以及实际认缴规模，投资收益主要由 REITs 业务贡献，超额收益则来源于股权退出。我们预计公司

2025 年末基金管理规模有望达到 700 亿港元左右。此外我们测算基金的实缴资金比例约为 30%，基金管理费率约为 1%，进而得出 2024-2025 年公司基金管理费收入分别为 2.0、2.1 亿港元。投资收益与超额收益部分受市场波动较大，我们从审慎视角出发预测投资收益为零，测算 2024-2025 年投资收益与超额收益之和分别为 1.0、1.0 亿港元。基于以上分析，我们预测公司基金管理板块 2024-2025 年收入分别为 3.0、3.1 亿港元。

我们预计公司有望维持较高力度的派息，2024-2025 年股息或不低于 3.8、4.7 亿港元。根据公司公告³，公司计划 2023-2027 年每年向股东分派不低于当期归母净利润的 80% 作为股息，我们预计公司有望维持较高力度的分红。基于我们预计公司 2024-2025 年归母净利润 4.8、5.9 亿港元，我们预计公司 2024-2025 年股息或不低于 3.8、4.7 亿港元。

图表 17：2024-2025 年各板块收入预测

各板块收入预测（单位：亿港元）	2022A	2023A	2024E	2025E
停车业务板块收入	5.8	6.6	8.4	10.9
同比	-8.4%	12.9%	27.0%	30.2%
运营服务收入	3.9	5.5	7.1	8.6
服务特许经营收入	1.2	0.5	0.5	0.6
租赁收入	0.7	0.5	0.7	0.8
其他（含新能源车位充电）	-	-	-	1.0
基金管理业务板块收入	10.2	2.3	3.0	3.1
同比	82.1%	-77.8%	33.2%	2.5%
基金管理服务收入	1.9	1.8	2.0	2.1
投资基金的超额回报	5.2	1.9	1.0	1.0
按公允价值计入损益之金融资产之投资收益	3.1	-1.5	0.0	0.0
营业收入合计	16.0	8.8	11.4	14.0
同比	33.9%	-44.8%	28.6%	22.9%

资料来源：公司年报，中金公司研究部

图表 18：我们维持 2024 年归母净利润预测不变，上调 2025 年归母净利润预测 10% 至 5.9 亿港元

百万港元	2024E			2025E		
	调整前	调整后	变化	调整前	调整后	变化
收入	1,272	1,136	-11%	1,368	1,396	2%
YoY		28.6%			22.9%	
归属母公司净利润	481	481	0%	533	585	10%
YoY		19.2%			21.6%	
归属母公司权益	9,777	9,777	0%	9,563	9,977	4%
YoY		-1.5%			2.0%	

资料来源：公司年报，中金公司研究部

³ <http://www.shouchengholdings.com/scfiles/2023/0324/20230324091241243.pdf>

估值水平具备一定支撑

我们首先采用相对估值法对首程控股进行估值，基于 1.24 倍 2024 年市净率给予公司目标价 1.66 港元，较当前股价具备 27.7% 的上行空间；其次采用股利贴现模式（DDM）对估值结果进行交叉验证，测算公司 2024 年末每股合理价值区间为 1.40-2.17 港元，基准情形下 1.68 港元，隐含 1.27 倍 2024 年市净率，与目标价基本一致。

我们给予公司 1.24 倍 2024 年市净率，主要逻辑基于：

- **公司商业模式具备一定稀缺性。**公司以基础设施管理与服务为核心的商业模式稀缺性较强，我们认为或将带来一定市场溢价；
- **公司具备一定扩表潜力。**公司在手现金充沛，有利于支撑其持续扩表。往前看，我们认为公司有望从内生增长（增加普通停车位）及外部拓展（拓展新能源停车位充电业务）两方面不断扩大资产管理规模；
- **中长期维度公司业绩有望稳健增长。**我们认为公司中长期业绩增长的确定性较强，尤其是停车业务拓展前景较为明确。整体上，我们预计 2023-2025 公司归母净利润复合增速有望达 20.4%（详见上文盈利预测）。

我们采用股利贴现法对估值结果进行交叉验证。测算出 2024 年公司每股公允价值为 1.40-2.17 港元，基准情形下为 1.68 港元，与上述估值大体相当，侧面证明了上述估值具备一定合理性。我们的主要假设包括：

- 2024-2025 年在管车位规模增速分别为 10% 及 15%，此后降低至 5% 左右的年化增速；
- 基金管理规模自 2024 年开始稳步增长，于 2033 年达到约 900 亿港元规模；
- 贝塔值 0.5-0.7（基准情形下为 0.6）；
- 永续增长率为 2%。

图表 19：采用 DDM 估值法测算出的基准情形估值结果（贝塔值 0.6）

股利贴现模型（单位：亿港元，百分比除外）	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E	2034E
股息	3.8	4.7	5.7	5.9	6.2	6.6	6.9	7.3	7.6	8.0	8.4
同比	-38.6%	21.6%	20.8%	4.8%	5.3%	5.2%	5.2%	5.1%	5.1%	5.0%	5.0%
永续增长率	2.0%										
终值											155.8
总收益	3.8	4.7	5.7	5.9	6.2	6.6	6.9	7.3	7.6	8.0	164.3
折现率	7.5%										
净现值	124.1										
总股本（亿股）	73.7										
隐含每股股权价值（港元）	1.68										
股权资本成本	7.5%										
无风险收益率	4.5%										
风险溢价	5.0%										
Beta系数	0.6										

资料来源：公司年报，中金公司研究部

图表 20：根据 DDM 估值法，我们测算出 2024 年公司每股公允价值为 1.40-2.17 港元

股利贴现模型敏感性分析

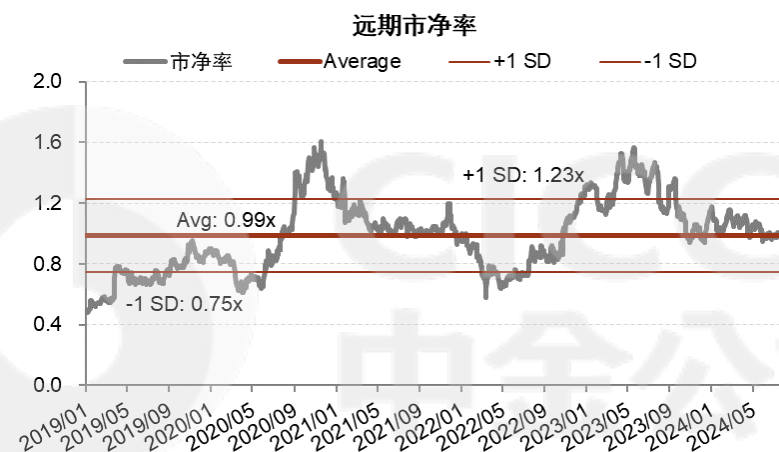
每股股权价值（港元）		永续增长率				
	1.68	1.0%	1.5%	2.0%	2.5%	3.0%
	0.5	1.65	1.74	1.86	1.99	2.17
Beta系数	0.6	1.52	1.59	1.68	1.79	1.92
	0.7	1.40	1.47	1.54	1.63	1.73

Beta值/永续增长率变动对应股利贴现模型估值变动比例

		永续增长率				
		1.0%	1.5%	2.0%	2.5%	3.0%
	0.5	-2%	4%	10%	18%	29%
Beta系数	0.6	-10%	-5%	0%	6%	14%
	0.7	-17%	-13%	-8%	-3%	3%

资料来源：公司年报，中金公司研究部

图表 21：远期市净率



资料来源：Wind，公司年报，中金公司研究部

图表 22：可比公司估值表

公司名称	代码	评级	股价	目标价	市值	P/E (x)				股息收益率				P/B (x)			
						2022A	2023A	2024E	2025E	2022A	2023A	2024E	2025E	2022A	2023A	2024E	2025E
			(港元/元)	(港元/元)	(亿港元/亿元)												
首程控股	0697.HK	跑赢行业	1.3	1.66	94.9	10.0	23.3	19.7	16.2	9.3%	6.6%	4.1%	4.9%	0.9	0.9	1.0	1.0
ESR	1821.HK	跑赢行业	11.7	12.11	491.3	8.2	16.6	9.7	9.0	3.4%	3.4%	3.3%	3.3%	0.5	0.5	0.5	0.5
中国国贸	600007.SH	跑赢行业	21.6	25.50	217.8	20.6	18.3	17.0	15.9	3.1%	5.7%	3.8%	4.4%	2.5	2.4	2.4	2.2
南山控股*	002314.SZ	n.a.	2.0	n.a.	53.1	7.8	39.2	n.a.	n.a.	5.1%	1.9%	n.a.	n.a.	0.5	0.5	n.a.	n.a.
大悦城*	000031.SZ	n.a.	2.3	n.a.	99.0	(3.4)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	0.6	0.7	n.a.	n.a.
平均值						8.3	24.7	13.4	12.5	3.3%	4.6%	3.6%	3.9%	1.0	1.0	1.5	1.4
中间值						8.0	18.3	13.4	12.5	3.3%	4.6%	3.6%	3.9%	0.6	0.6	1.5	1.4
市值加权平均						10.0	16.5	9.8	9.2	3.3%	4.1%	3.5%	3.6%	1.0	1.0	0.9	0.8

注：*不在我们覆盖范围内，采用彭博一致预测；其它公司为中金覆盖，其数据基于我们的业绩预测；平均值、中间值及市值加权平均测算剔除首程控股；收盘价截至北京时间 2024 年 7 月 26 日

资料来源：Wind，彭博资讯，公司公告，中金公司研究部

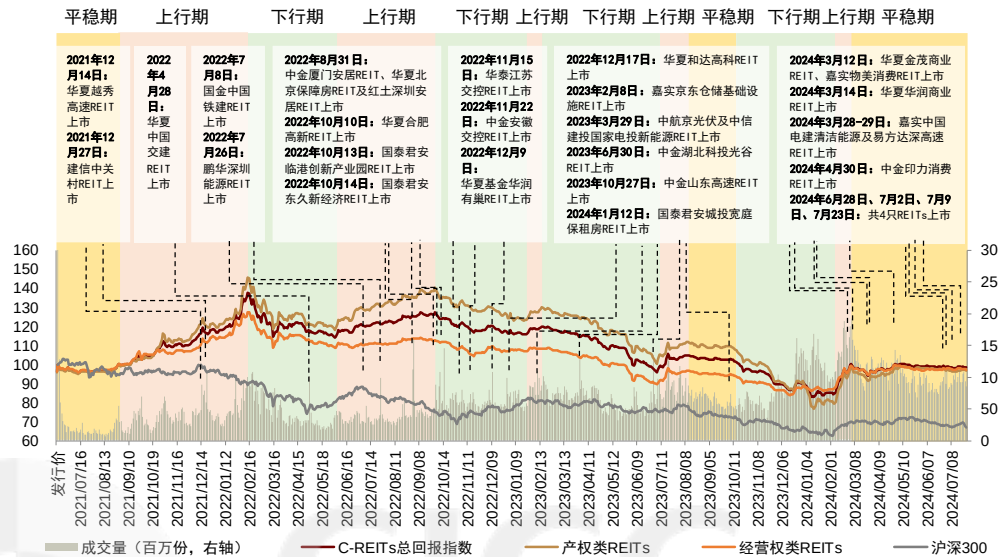
风险提示

- ▶ **停车业务拓展速度不及预期：**停车业务是公司资产运营板块中的主要构成部分，包含普通停车位运营以及新能源充电停车位运营两个部分，我们认为若普通停车位及新能源停车位拓展速度不及预期，或影响公司资产运营板块的收入增速。
- ▶ **基金管理规模增长具有不确定性：**公司合作方资源的拓展受到宏观及微观的多重因素影响，因此我们认为后续基金管理规模的增长具有一定不确定性。
- ▶ **公募 REITs 相关业务发展不及预期：**公募 REITs 是公司资产融通业务能力建设的重要一环，若公司公募 REITs 相关业务发展不及预期，或降低公司盘活资金的效率，进而对公司实现“投融管退”闭环带来不利影响。



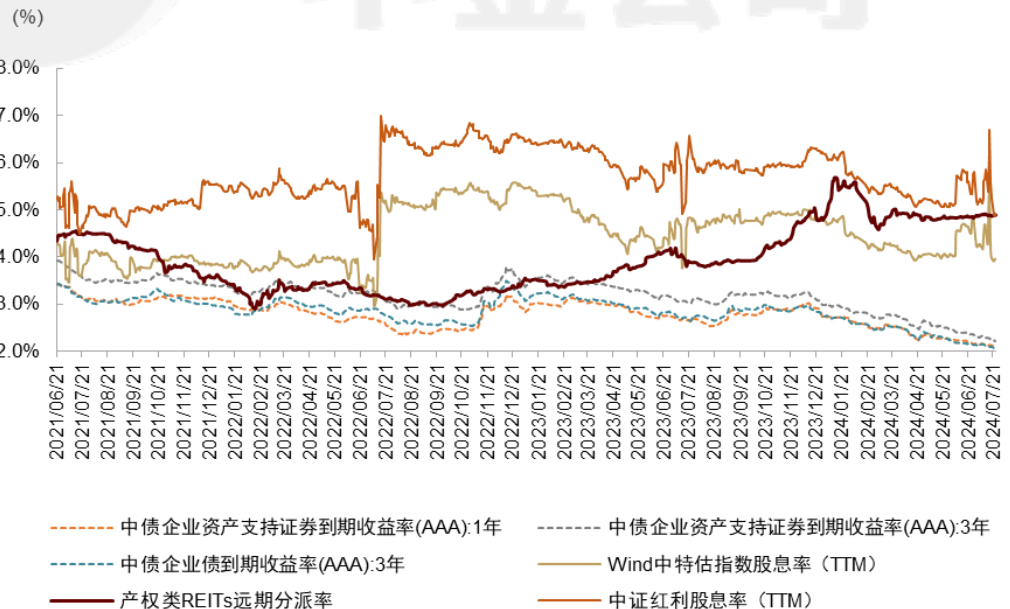
附录：中国 REITs 市场数据

图表 23：C-REITs 市场走势



注：数据截至 2024 年 7 月 24 日
资料来源：Wind，中金公司研究部

图表 24：产权类 REITs 预期分派率与债券及中特估指数收益率对比



注：数据截至 2024 年 7 月 24 日
资料来源：Wind，中金公司研究部

图表 25: C-REITs 全市场 P/NAV 趋势



注：数据截至 2024 年 7 月 24 日
资料来源：Wind，中金公司研究部

图表 26: 产权类 REITs 年化预期分派率



注：数据截至 2024 年 7 月 24 日
资料来源：Wind，中金公司研究部

图表 27: 产权类 REITs 年化预期分派率与十年期国债收益率利差



注：数据截至 2024 年 7 月 24 日
资料来源：Wind，中金公司研究部

法律声明

一般声明

本报告由中国国际金融股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但中国国际金融股份有限公司及其关联机构（以下统称“中金公司”）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，应同时考量各自的投资目的、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，中金公司及/或其关联人员均不承担任何责任。

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，相关证券或金融工具的价格、价值及收益亦可能会波动。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，中金公司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中金公司的客户、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。

中金公司的销售人员、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。中金公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。中金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。

本报告由受香港证券及期货事务监察委员会监管的中国国际金融香港证券有限公司（“中金香港”）于香港提供。香港的投资者若有任何关于中金公司研究报告的问题请直接联系中金香港的销售交易代表。本报告作者所持香港证监会牌照的牌照编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

本报告由受新加坡金融管理局监管的中国国际金融（新加坡）有限公司（“中金新加坡”）于新加坡向符合新加坡《证券期货法》定义下的合格投资者及/或机构投资者提供。本报告无意也不应直接或间接地分发或传递给新加坡的任何其他人。提供本报告于合格投资者及/或机构投资者，有关财务顾问将无需根据新加坡之《财务顾问法》第 45 条就任何利益及/或其代表就任何证券利益进行披露。有关本报告之任何查询，在新加坡获得本报告的人员可联系中金新加坡持牌代表。

本报告由受金融行为监管局监管的中国国际金融（英国）有限公司（“中金英国”）于英国提供。本报告有关的投资和服务仅向符合《2000 年金融服务和市场法 2005 年（金融推介）令》第 19（5）条、38 条、47 条以及 49 条规定的人士提供。本报告并未打算提供给零售客户使用。在其他欧洲经济区国家，本报告向被其本国认定为专业投资者（或相当性质）的人士提供。

本报告由中国国际金融日本株式会社（“中金日本”）于日本提供，中金日本是在日本关东财务局（日本关东财务局长（金商）第 3235 号）注册并受日本法律监管的金融机构。本报告有关的投资产品和服务仅向符合日本《金融商品交易法》第 2 条 31 项所规定的专业投资者提供。本报告并未打算提供给日本非专业投资者使用。

本报告亦由中国国际金融股份有限公司向符合日本《金融商品交易法施行令》第 17 条第 3 款第 1 项及《金融商品交易法》第 58 条第 2 款但书前段所规定的日本金融机构提供。在该情形下，本报告有关的投资产品和服务仅向日本受监管的金融机构提供。

本报告将依据其他国家或地区的法律法规和监管要求于该国家或地区提供。

特别声明

在法律许可的情况下，中金公司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，投资者应当考虑到中金公司及/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。

与本报告所含具体公司相关的披露信息请访问 <https://research.cicc.com/footer/disclosures>，亦可参见近期已发布的关于该等公司的具体研究报告。

中金研究基本评级体系说明：

分析师采用相对评级体系，股票评级分为跑赢行业、中性、跑输行业（定义见下文）。

除了股票评级外，中金公司对覆盖行业的未来市场表现提供行业评级观点，行业评级分为超配、标配、低配（定义见下文）。

我们在此提醒您，中金公司对研究覆盖的股票不提供买入、卖出评级。跑赢行业、跑输行业不等同于买入、卖出。投资者应仔细阅读中金公司研究报告中的所有评级定义。请投资者仔细阅读研究报告全文，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠评级来推断结论。在任何情形下，评级（或研究观点）都不应被视为或作为投资建议。投资者买卖证券或其他金融产品的决定应基于自身实际具体情况（比如当前的持仓结构）及其他需要考虑的因素。

股票评级定义：

- 跑赢行业（OUTPERFORM）：未来 6~12 个月，分析师预计个股表现超过同期其所属的中金行业指数；
- 中性（NEUTRAL）：未来 6~12 个月，分析师预计个股表现与同期其所属的中金行业指数相比持平；
- 跑输行业（UNDERPERFORM）：未来 6~12 个月，分析师预计个股表现不及同期其所属的中金行业指数。

行业评级定义：

- 超配（OVERWEIGHT）：未来 6~12 个月，分析师预计某行业会跑赢大盘 10%以上；
- 标配（EQUAL-WEIGHT）：未来 6~12 个月，分析师预计某行业表现与大盘的关系在-10%与 10%之间；
- 低配（UNDERWEIGHT）：未来 6~12 个月，分析师预计某行业会跑输大盘 10%以上。

研究报告评级分布可从<https://research.cicc.com/footer/disclosures> 获悉。

本报告的版权仅为中金公司所有，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。

V190624
编辑：赵静

北京

中国国际金融股份有限公司
中国北京建国门外大街 1 号
国贸写字楼 2 座 28 层
邮编: 100004
电话: (86-10) 6505 1166
传真: (86-10) 6505 1156

深圳

中国国际金融股份有限公司深圳分公司
深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 72 层、
73 层 01A 单元、74 层 0203 单元
邮编: 518048
电话: (86-755) 8319-5000
传真: (86-755) 8319-9229

东京

中国国际金融日本株式会社
〒100-0005 東京都千代田区丸の内 3 丁目 2 番 3
号 丸の内二重橋ビル 2 1 階
Tel: (+813) 3201 6388
Fax: (+813) 3201 6389

纽约

CICC US Securities, Inc
280 Park Ave, 32F,
New York, NY 10017, USA
Tel: (+1-646) 7948 800
Fax: (+1-646) 7948 801

伦敦

China International Capital Corporation (UK)
Limited
25th Floor, 125 Old Broad Street
London EC2N 1AR, United Kingdom
Tel: (+44-20) 7367 5718
Fax: (+44-20) 7367 5719

上海

中国国际金融股份有限公司上海分公司
上海市浦东新区陆家嘴环路 1233 号
汇亚大厦 32 层
邮编: 200120
电话: (86-21) 5879-6226
传真: (86-21) 5888-8976

香港

中国国际金融（国际）有限公司
香港中环港景街 1 号
国际金融中心第一期 29 楼
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

旧金山

CICC US Securities, Inc. San Francisco Branch
Office
One Embarcadero Center, Suite 2350,
San Francisco, CA 94111, USA
Tel: (+1) 415 493 4120
Fax: (+1) 628 203 8514

新加坡

China International Capital Corporation
(Singapore) Pte. Limited
6 Battery Road, #33-01
Singapore 049909
Tel: (+65) 6572 1999
Fax: (+65) 6327 1718

法兰克福

China International Capital Corporation (Europe)
GmbH
Neue Mainzer Straße 52-58, 60311
Frankfurt a.M, Germany
Tel: (+49-69) 24437 3560