

运营投资协同并进，高分红持续兑现

——2024 年中期业绩点评

核心观点

公司 2024 年上半年实现营收 5.4 亿港元，同比增长 55.2%；拥有人应占溢利 2.6 亿港元，同比下降 14.1%。增收不增利主因受股息及利息收入、政府补贴及投资物业公允价值收益等方面收入影响，本期同比合计下降 47.7%。分业务看资产运营业务收入 4.1 亿港元，同比增长 39%，期内广州白云机场和北京丰台站等停车场项目纳入运营，7 月成功获取拉萨机场停车场经营权，运营规模持续提升；投资投行业务收入 1.3 亿港元，同比增长 138%。公司参与设立百亿机器人基金，投资版图有所拓宽。2024 年来 REITs 市场政策利好频出，常态化发行新阶段下投资投行业务亦有望持续受益，迎来发展新机遇。

简评

营收增速亮眼，毛利率有所提升。公司 2024 年上半年实现营收 5.4 亿港元，同比大幅增长 55.2%；实现拥有人应占溢利 2.6 亿港元，同比下降 14.1%。增收不增利主因受股息及利息收入、政府补贴及投资物业公允价值收益等方面收入影响，本期合计实现 2.4 亿港元，同比下降 47.7%。虽然本期拥有人应占溢利同比下降，但公司期内整体毛利率达 43.6%，较去年同期增长 14.9 个百分点，主要得益于公司资产运营效率提升，降本增效成果显著。

资产运营规模稳步增长，全国化布局持续深化。公司 2024 年上半年资产运营业务实现收入 4.1 亿港元，同比增长 39%。上半年广州白云机场和北京丰台站等停车场项目纳入运营，7 月公司顺利获得西藏拉萨机场停车场项目 8 年的经营权。资产运营规模持续扩大为资产运营业务增长提供有力支撑。

REITs 频迎政策利好，投资版图守正出新。公司 2024 上半年投资投行业务实现收入 1.3 亿港元，同比大幅增长 138%。2024 年来 REITs 市场政策利好频出，市场迈入常态化发行新阶段。公司成功参与特变电工 REIT 战配，REITs 咨询业务中易商 REIT 已获批，京能光伏 REIT 扩募获受理。公司类 REITs 发行稳步推进，第二单停车类 REITs 已获深交所无异议函。年初公司与北京国管（公司战略股东）及北京市引导基金设立 100 亿元机器人基金，投资版图有所拓宽。公司与首钢集团、欧力士、新创建集团、北京国管、阳光保险和厚朴等战略股东密切合作协同，战略股东的丰厚资源有望持续赋能公司展业。

首程控股 (0697.HK)

维持

买入

竺劲

zhujinbj@csc.com.cn

SAC 编号:S1440519120002

SFC 编号:BP491

黄啸天

huangxiaotian@csc.com.cn

SAC 编号:S1440520070013

发布日期：2024 年 08 月 30 日

当前股价：1.31 港元

目标价格 6 个月：1.75 港元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现 (%)

1 个月	3 个月	12 个月
-4.48/-4.34	-11.11/-2.86	-20.00/-18.99
12 月最高/最低价 (港元)		1.90/1.24
总股本 (万股)		728,777.34
流通 H 股 (万股)		728,777.34
总市值 (亿港元)		95.47
流通市值 (亿港元)		95.47
近 3 月日均成交量 (万)		105.98
主要股东		
京西控股有限公司		12.46%

股价表现



相关研究报告

【中信建投房地产】首程控股(0697):
21.03.29 停车板块强劲增长,战略聚焦卓有成效
——2020 年度业绩点评

高分红持续兑现，回购提振市场信心。公司 2024 年宣派中期股息 2.1 亿港元，派息率 80%。公司此前给出 2023-2027 五个财年派息率不低于 80% 的指引得到持续兑现。此外，截至 8 月 27 日公司 2024 年已累计回购 3744.4 万股，累计回购金额 5436.7 亿港元。回购彰显管理层对公司长期价值的认可，可有效提振市场信心。

下调目标价，维持买入评级。受益于公司在停车资产管理领域龙头地位，资产运营业务规模有望维持稳健增长，投资投行业务在 REITs 常态化发行新阶段或将持续受益相关政策利好，迎来新发展机遇。我们预测 2024-2026 年公司 EPS 分别为 0.07/0.08/0.09 港元。考虑到公司商业模式稀缺性及各业务板块间的协同，在可比公司平均 P/E 估值（20.6x）的基础上给予公司 20% 的估值溢价，取整后对应 2024 年 P/E 倍数 25x，对应目标价下调至 1.75 港元（原目标价：2.70 港元），维持买入评级。

图表：重要财务指标

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万港元）	1,599.81	883.48	1,116.45	1,320.75	1,490.01
YoY(%)	33.87	-44.78	26.37	18.30	12.82
净利润（百万港元）	922.01	403.57	503.67	579.92	638.20
YoY(%)	184.18	-56.23	24.81	15.14	10.05
毛利率(%)	66.53	40.72	41.62	46.34	48.98
净利率(%)	57.15	52.02	47.15	45.89	44.77
ROE(%)	9.29	4.07	4.99	5.62	6.06
EPS(摊薄/港元)	0.13	0.06	0.07	0.08	0.09
P/E(倍)	10.51	24.02	19.24	16.71	15.19
P/B(倍)	0.98	0.98	0.96	0.94	0.92

资料来源：iFinD，中信建投

目录

1 营收增速亮眼，毛利率同比提升.....	1
2 资产运营业务：规模稳步增长，全国化布局深化.....	2
3 投资投行业务：REITs 频迎政策利好，投资版图守正出新.....	4
4 高分红叠持续兑现，回购提振市场信心.....	6
5 盈利预测及投资建议.....	7
风险分析.....	9
报表预测.....	10

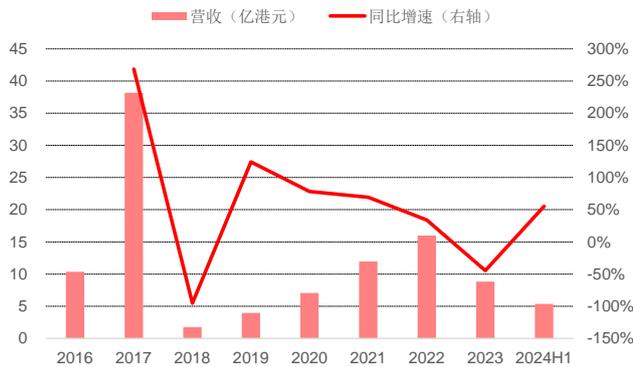
图表目录

图表 1：2024H1 实现营业收入 5.4 亿港元，同比增长 55.2%.....	1
图表 2：公司近五年及一期营收结构.....	1
图表 3：2024H1 实现拥有人应占溢利 2.6 亿港元.....	1
图表 4：2024H1 毛利率 43.6%，较去年同期提升 14.9pct.....	1
图表 5：资产运营业务上半年实现收入 4.1 亿港元.....	2
图表 6：2024Q1 完成白云机场停车场运营交接.....	2
图表 7：本期主要资产运营项目进展.....	3
图表 8：投资投行业务实现收入 1.3 亿港元，同比增长 138%.....	4
图表 9：本期主要投资投行项目情况.....	5
图表 10：公司历年分红及分派率.....	6
图表 11：公司 2024 中期现金分红率达 80%.....	6
图表 12：分业务收入预测（单位：亿港元）.....	7
图表 13：可比公司估值表.....	8

1 营收增速亮眼，毛利率同比提升

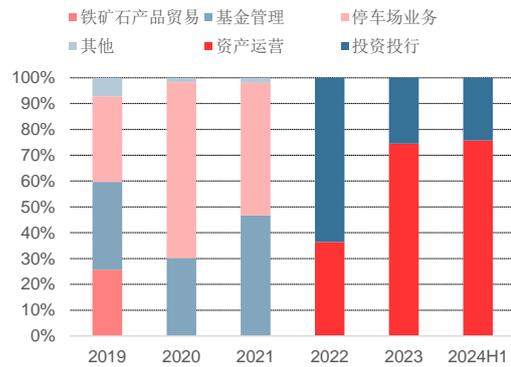
公司 2024 年上半年实现营收 5.4 亿港元，同比大幅增长 55.2%。具体收入结构来看，公司业务可分为资产运营及投资投行两大板块。期内公司资产运营业务实现收入 4.1 亿港元，同比提升 39.3%，占营业收入的比重为 75.7%，主因 2023 年获取的广州白云机场和北京丰台站等停车场项目于今年一季度完成运营交接，大幅提升公司资产运营规模；期内投资投行业务实现收入 1.3 亿港元，同比提升 138%，占营业收入的比重为 24.3%。

图表 1：2024H1 实现营业收入 5.4 亿港元，同比增长 55.2%



资料来源：公司公告，中信建投

图表 2：公司近五年及一期营收结构

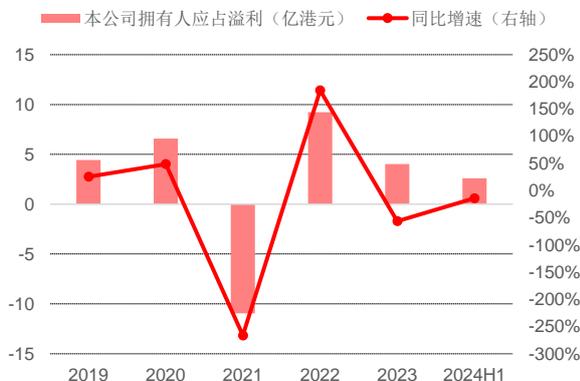


资料来源：公司公告，中信建投

注：投资投行业务即公司公告中所称“资产融通”业务，下同

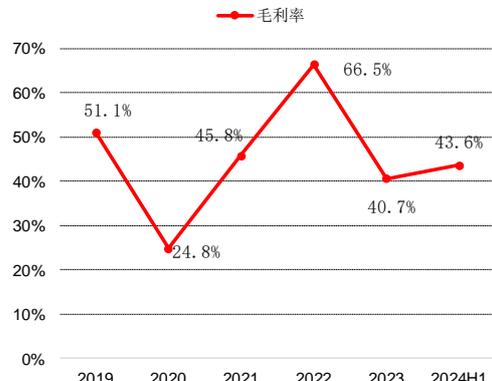
公司 2024 上半年实现拥有人应占溢利 2.6 亿港元，同比下降 14.1%。公司增收不增利主因为受其他收入及其他收益净额同比减少影响，二者合计实现 2.4 亿港元，同比下降 47.7%。其中，“其他收入”科目主要包含部分股息收入、政府补助及利息收入等，公司上半年实现其他收入 2.1 亿港元，同比下降 32.3%；“其他收益净额”科目主要包含投资物业公允价值收益等，公司上半年实现其他收益净额 3089 万港元，同比下降 79.5%。虽然本期拥有人应占溢利同比下降，但公司期内整体毛利率达 43.6%，较去年同期增长 14.9 个百分点，主要得益于公司资产运营效率提升，降本增效成果显著。

图表 3：2024H1 实现拥有人应占溢利 2.6 亿港元



资料来源：公司公告，中信建投

图表 4：2024H1 毛利率 43.6%，较去年同期提升 14.9pct



资料来源：公司公告，中信建投

2 资产运营业务：规模稳步增长，全国化布局深化

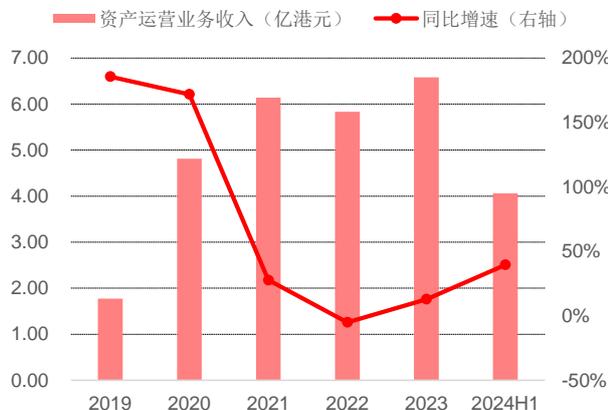
公司资产运营业务稳健增长，停车资产管理规模稳步扩张。上半年公司实现资产运营业务收入 4.1 亿港元，同比增长近 40%。主要原因在于公司资产运营规模的增长，2024 年上半年年初投入运营的广州市白云国际机场停车场经营权项目（广州白云机场停车场经营权项目）和北京市丰台铁路站停车场项目（北京丰台站停车场项目）等项目为资产运营收入增长提供强劲动能。

停车资产管理：规模稳健增长，一季度白云机场及丰台站完成交接，全国化布局持续深化。公司交通枢纽类停车场资产管理业务以点化线，以线成面，已实现全国范围“东南西北中”全方位网络贯穿式业务布局。2024 年一季度，公司高效完成了 2023 年获取的广州白云机场停车场北京丰台站停车场项目经营权的运营交接，其中广州白云机场停车场经营权项目的项目面积合计约 49 万平方米，停车位合计 10407 个；2024 年 7 月，公司公告取得西藏拉萨市贡嘎机场停车场项目为期 8 年的停车场经营权，该机场为全球规模最大的高原机场。广州白云机场停车场经营权项目、北京丰台站停车场项目以及西藏拉萨机场停车场项目等项目的获取，不但夯实了公司在交通枢纽类停车场资产管理业务的领先地位，也进一步扩大公司停车资产管理规模。

携手理想成立首程超充，有望与停车业务形成有效协同。2024 年 8 月 22 日，首程控股与理想汽车在北京市首钢园区签署合作协议，双方后续将出资成立北京首程超充能源科技有限公司（首程超充），致力于构建覆盖全国的超级充电网络，推动新能源汽车的普及应用。我们认为，超充业务或将与公司现有的停车业务形成有机协同，二者结合有望创造资产运营业务新增长极。

产业园区管理：在管项目招商平稳推进。2024 年一季度公司全程主导规划设计位处北京市顺义区的首个定制化服务项目，理想汽车总部二期项目已全面投入使用；2024 年二季度为进一步延展公司管理和持有之资产的服务链条，公司与国贸物业酒店管理有限公司合资设立专注于物业管理业务的非全资附属公司，构建资产管理循环，夯实和补强公司的资产运营能力，强化公司为资产持有者提供全周期的一站式解决方案的能力，助力在管项目经营收益的提升。同时，公司在管园区招商工作稳步推进，北京市六工汇项目（六工汇项目）整体出租率已超过 95%；2024 年一季度新签的北京市首钢冬奥广场项目，已吸引了多家知名企业和平台签约入驻；在管北京市项目包括融石广场、首程时代中心等开发进度平稳推进、招商储备提前布局。

图表 5：资产运营业务上半年实现收入 4.1 亿港元



资料来源：公司公告，中信建投

图表 6：2024Q1 完成白云机场停车场运营交接



资料来源：公司公告，中信建投

图表 7：本期主要资产运营项目进展

城市	类型	项目/业务类型	本期进展
北京	交通枢纽停车场项目	北京丰台站停车场/经营权	完成运营交接
广州	交通枢纽停车场项目	广州白云机场停车场/8 年经营权	完成运营交接
拉萨	交通枢纽停车场项目	西藏拉萨机场停车场/8 年经营权	签约
北京	产业园区项目	理想总部二期/定制化服务	全面投入使用
北京	产业园区项目	北京市首钢冬奥广场/20 年经营权	签约

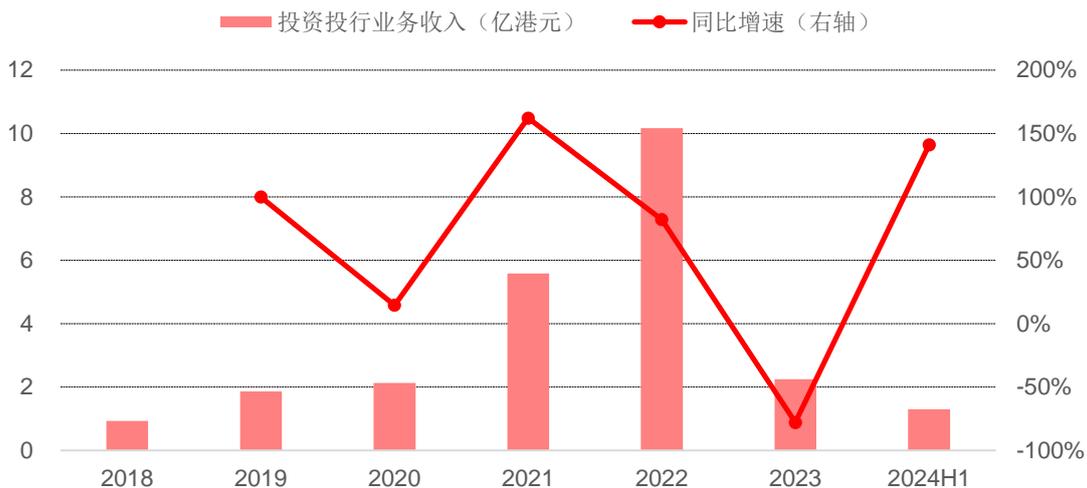
资料来源：公司公告，中信建投

3 投资投行业务：REITs 频迎政策利好，投资版图守正出新

投资投行业务增速迅猛，投资版图守正出新。2024 上半年公司实现投资投行（即公司公告中的“资产融通”）业务收入 1.3 亿港元，同比增长 138%。停车资产方面，公司以 8 个自持的产权停车场项目作为底层资产打包计划发行的停车资产类 REITs 产品‘国君-首程控股智慧停车资产第二期支持专项计划’已于 7 月 26 日取得深圳证券交易所挂牌条件的无异议函，为公司继 2023 年发行市场首单停车资产类 REITs 产品后的再一次实践。另一方面，公司投资版图有所拓宽，年初作为执行事务合伙人与北京国管（公司战略股东）、北京市引导基金发起北京机器人产业发展投资基金（有限合伙），目标规模人民币 100 亿元，2024 年上半年率先发力完成多项投资，涵盖了具身智慧、脑机介面、仿生机器人、医疗机器人等多个机器人细分领域。公司与首钢集团、欧力士、新创建集团、北京国管、阳光保险和厚朴等战略股东密切合作协同，战略股东的丰厚资源有望持续赋能公司展业。

REITs 市场频迎政策利好，投资投行业务扬帆待发。2024 年以来，REITs 市场政策利好频发。一方面，证监会于年初发布《监管规则适用指引——会计类第 4 号》，明确 REITs 权益属性的同时推动 REITs 的 FVOCI 记账，可有效缓释 REITs 二级市场价格波动对投资人利润表的影响；另一方面国家发展改革委发布《关于全面推动基础设施领域不动产投资信托基金（REITs）项目常态化发行的通知》，标志着 C-REITs 迎来常态化发行新阶段，REITs 一级发行有望提速。基础设施 REITs 对促进投融资机制创新、深化资本市场改革、服务实体经济发展的作用日益显现。从公司业务来看，2024 年上半年，公司 REITs 咨询业务中，中航易商仓储物流 REIT 项目的上市申请已经获得中国证券监督管理委员会批复；中航京能光伏 REIT 扩募项目也已成功获上海证券交易所受理。同时，2024 年上半年公司也参与了华夏特变电工新能源 REIT 的战略配售投资。我们认为，公司投资投行业务涉及 REITs 前融（即 Pre-REITs）、REITs 咨询、REITs 战略投资等全链条、多角色，在 REITs 常态化发行新阶段有望持续受益相关政策利好，迎来新的发展机遇。

图表 8：投资投行业务实现收入 1.3 亿港元，同比增长 138%



资料来源：公司公告，中信建投

图表 9：本期主要投资投行项目情况

项目	本期进展
国君-首程控股智慧停车资产第二期支持专项计划	已获批
北京机器人产业发展投资基金（有限合伙）	设立并完成多个细分领域投资
中航易商仓储物流 REIT 咨询项目	已获批
京能光伏 REIT 扩募咨询项目	已获上交所受理
华夏特变电工新能源 REIT 项目	参与战略配售投资

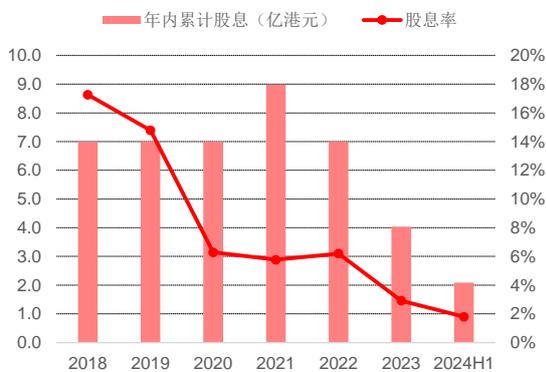
资料来源：公司公告，中信建投

4 高分红叠持续兑现，回购提振市场信心

高分红指引持续兑现，上半年派息率达80%。公司董事会宣派2024中期派息2.08亿港元，对应派息率80%，以年初市值计股息率1.82%。根据公司董事会此前批准的2023-2027财年股息宣派计划，在相关法律法规及股息政策允许范围且无不可预见因素情况下，计划于2023-2027合共5个财年每年派发当年拥有人应占溢利的80%作为股息。高分红指引持续兑现有望持续为公司股东增厚确定性收益。

持续回购提振市场信心，强股东赋能展业。截至8月27日，公司2024年以来已累计回购3744.4万股，累计回购金额5436.7亿港元。我们认为彰显公司管理层对公司长期价值的认可，可有效提振市场信心。

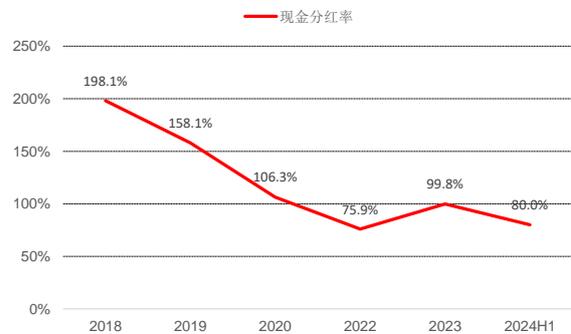
图表 10：公司历年分红及分派率



资料来源：公司公告，中信建投

注：股息率=年度累计分红总额（已宣告）/年初市值

图表 11：公司 2024 中期现金分红率达 80%



资料来源：公司公告，中信建投

注：现金分红率=年度累计分红总额（已宣告）/本期拥有人应占溢利；2021 公司拥有人应占溢利为负，故该指标不适用

5 盈利预测及投资建议

5.1 盈利预测：预测 2024-2026 年 EPS 分别为 0.07/0.08/0.09 港元

我们预测公司 2024-2026 年 EPS 分别为 0.07/0.08/0.09 港元。各业务分部收入假设如下：

资产运营板块：受益运管规模稳步增长，新能源充电业务或可打造的第二增长曲线。资产运营板块三项收入中，假定运营服务收入受益于公司在停车资产管理领域龙头地位，2024-2026 年增速分别达 18%/18%/15%；BOT 相关业务收入增速偏低，2024-2026 年增速分别达 10%/10%/0%。租赁收入方面，我们重点关注新能源充电业务与公司成熟停车业务的协同效应。由于公司在 2024 年初与理想合作成立首程超充，我们假定相关业务 2025 年开始放量并确认收入，对应 2024-2026 年租赁收入增速分别达 10%/80%/40%。

投资投行板块：重点关注基金管理规模提升。投资投行板块的三项收入中，基金管理服务收入服务主要取决于基金在管规模和管理费率。由于基金管理费率相对固定，我们假定 2024-2026 基金管理服务收入随在管基金规模而增长，年均增速为 5%；超额回报的兑现主要取决于在管基金退出清算情况，公允价值变动计量的投资价值损益则主要与 REITs 投资业务挂钩，二者均与市场高度相关，具有一定的不确定性。基于审慎性原则，我们假设 2024-2026 投资基金超额回报分别为 1.56/1.79/1.79 亿港元。公允价值变动计量的投资价值损益方面，我们假定公司受益于 REITs 会计新规相关业务止亏，偏于审慎地预测 2024-2026 年相关业务收入贡献为 0。

图表 12：分业务收入预测（单位：亿港元）

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
总营收	16.00	8.83	11.16	13.21	14.90
YoY	33.9%	-44.8%	26.4%	18.3%	12.8%
1、资产运营业务	5.83	6.58	7.68	9.40	10.99
YoY	-8.4%	12.9%	16.7%	22.3%	16.9%
(a) 运营服务收入	3.87	5.55	6.55	7.72	8.88
YoY	-11.4%	43.4%	18.0%	18.0%	15.0%
(b) 服务特许经营安排	1.25	0.49	0.54	0.59	0.59
建造收入					
YoY	-7.8%	-60.9%	10.0%	10.0%	0.0%
(c) 租赁收入	0.72	0.55	0.60	1.08	1.52
YoY	10.5%	-23.7%	10.0%	80.0%	40.0%
2、投资投行业务	10.17	2.25	3.48	3.81	3.91
(d) 基金管理服务收入	1.87	1.83	1.92	2.02	2.12
YoY	7.1%	-2.0%	5.0%	5.0%	5.0%
(e) 投资基金超额回报	5.15	1.95	1.56	1.79	1.79
YoY	109.1%	-62.2%	-20.0%	15.0%	0.0%
(f) 公允价值变动计量的	3.15	-1.53	0.00	0.00	0.00
投资价值损益					
YoY	128.9%	-148.5%	-	0.0%	0.0%

资料来源：公司公告，中信建投

5.2 估值与投资建议：给予公司 2024 年 25x P/E 估值，对应目标价 1.75 港元

我们给予公司 2024 年 25x P/E 估值，下调目标价至 1.75 港元。公司商业模式具备一定稀缺性，我们选取优质不动产商管服务商锦和商管、中国国贸，同属港股经营服务商的存量房业务龙头贝壳，以及智慧停车运营商捷顺科技共三大类四家作为可比公司，可比公司 2024 年平均 P/E 倍数为 20.6x。在此基础上我们给予公司 20% 的估值溢价，取整对应 P/E 为 25.0x，目标价 1.75 港元。我们给予公司估值溢价的主要逻辑为：

(1) 公司商业模式具备稀缺性，资产运营及投资投行两大板块存在协同效应。公司以资产运营+投资投行两大业务板块为主业，商业模式在 A 股及港股市场均具备一定稀缺性，且两大板块间存在较强协同效应，可带来一定的估值溢价。

(2) 中长期业绩增长值得期待。投资投行方面，随着 REITs 常态化发行推进，相关政策利好频出，公司 REITs 相关业务有望全面受益。资产运营方面，新能源充电业务有望协同成熟停车场运营业务，打造全新增长极，叠加资产运管规模稳步提升，为资产运营业务提供有力支撑。两大业务板块协同并进，公司中长期业绩增长值得期待。

图表 13：可比公司估值表

公司名称	公司代码	股价(元/ 港元)	每股收益			PE		
			2023A	2024E	2025E	2023A	2024E	2025E
贝壳-W	2423.HK	38.7	1.63	1.68	2.03	21.7	21.0	17.4
中国国贸	600007.SH	21.2	1.26	1.30	1.37	16.8	16.3	15.5
捷顺科技	002609.SZ	6.8	0.35	0.28	0.36	19.1	24.5	18.7
		可比公司最大值					24.5	18.7
		可比公司最小值					16.3	15.5
		可比公司平均值					20.6	17.2

资料来源：公司公告，中信建投

风险分析

1、资产运营业务：（1）停车资产管理行业竞争加剧，造成公司规模扩张及盈利能力承压；（2）在管项目提价进度不及预期；（3）人力及物料成本超预期提升等。

2、投资投行业务：（1）基金规模增长不及预期；（2）市场超预期波动，造成公司收取的超额收益及公允价值变动计量的投资价值损益不及预期等。

3、公募 REITs 相关风险：（1）监管政策出现超预期变化；（2）相关项目发行审核进度不及预期；（3）参与战配个券经营情况波动，造成分派表现不及预期等。

4、敏感性分析：若 2024 公司资产运营业务不及预期，收入下滑 50%，则公司整体营收下降 34.4%；若公司投资投行业务不及预期，收入下滑 50%，则公司整体营收下降 15.6%。

报表预测

资产负债表 (百万港元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	5,876.84	5,644.28	5,959.14	6,558.09	7,163.72
现金	3,573.69	2,262.57	2,418.89	2,584.77	2,831.62
应收票据及应收账款合	355.96	203.65	210.67	249.22	281.16
其他应收款	29.16	0.00	6.78	8.03	9.05
预付账款	194.10	185.42	178.74	211.45	238.54
存货	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他流动资产	1,723.94	2,992.64	3,144.06	3,504.62	3,803.34
非流动资产	7,779.35	7,878.24	7,637.43	7,396.62	7,155.82
长期投资	813.99	801.97	801.97	801.97	801.97
固定资产	22.94	108.07	91.14	74.21	57.28
无形资产	2,051.68	1,823.26	1,519.38	1,215.51	911.63
其他非流动资产	4,890.74	5,144.94	5,224.94	5,304.94	5,384.94
资产总计	13,656.19	13,522.52	13,596.57	13,954.71	14,319.53
流动负债	1,470.94	1,333.18	1,204.37	1,328.94	1,436.72
短期借款	581.82	157.13	157.13	157.13	157.13
应付票据及应付账款合	353.95	485.59	475.66	517.19	554.70
其他流动负债	535.17	690.46	571.58	654.62	724.88
非流动负债	2,161.19	2,148.61	2,148.61	2,148.61	2,148.61
长期借款	465.57	636.07	636.07	636.07	636.07
其他非流动负债	1,695.62	1,512.54	1,512.54	1,512.54	1,512.54
负债合计	3,632.13	3,481.78	3,352.98	3,477.55	3,585.33
少数股东权益	96.47	117.38	140.16	166.38	195.23
股本	12,546.85	12,994.85	13,994.85	14,994.85	15,994.85
资本公积	-2,619.26	-3,071.50	-4,071.50	-5,071.50	-6,071.50
留存收益	0.00	0.00	180.09	387.44	615.62
归属母公司股东权益	9,927.59	9,923.35	10,103.44	10,310.79	10,538.97
负债和股东权益	13,656.19	13,522.52	13,596.57	13,954.71	14,319.53

现金流量表 (百万港元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	56.484	191.802	176.63867	240.8389	365.02942
净利润	914.35	459.55	526.45	606.14	667.06
折旧摊销	205.98	170.99	320.81	320.81	320.81
财务费用	102.36	105.69	139.33	144.16	150.35
其他经营现金流	-1,166.20	-544.42	-809.95	-830.27	-773.19
投资活动现金流	1,808.42	-634.18	442.59	441.77	442.18
资本支出	-8.50	412.82	0.00	0.00	0.00
其他投资现金流	1,816.92	-1,047.00	442.59	441.77	442.18
筹资活动现金流	-740.00	-828.08	-462.92	-516.73	-560.37
短期借款	402.78	-424.69	0.00	0.00	0.00
长期借款	-108.03	170.49	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金流	-1,034.75	-573.89	-462.92	-516.73	-560.37
现金净增加额	1,124.90	-1,270.46	156.32	165.88	246.85

资料来源: 公司公告, iFinD, 中信建投证券

利润表 (百万港元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	1,599.81	883.48	1,116.45	1,320.75	1,490.01
营业成本	535.39	523.76	651.82	708.74	760.14
销售费用	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
管理费用	378.57	299.98	321.29	380.08	428.79
研发费用	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
财务费用	102.36	105.69	139.33	144.16	150.35
资产减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
信用减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他经营收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	198.10	116.53	80.00	80.00	80.00
投资净收益	-60.32	-62.88	0.00	0.00	0.00
营业利润	721.27	7.70	84.01	167.77	230.72
其他非经营损益	462.17	458.75	460.46	459.61	460.03
利润总额	1,183.44	466.45	544.47	627.38	690.76
所得税	269.09	6.91	18.02	21.24	23.70
净利润	914.35	459.55	526.45	606.14	667.06
少数股东损益	-7.66	55.98	22.77	26.22	28.86
归属母公司净利润	922.01	403.57	503.67	579.92	638.20
EBITDA	1,491.77	743.13	1,004.61	1,092.35	1,161.91
EPS (港元)	0.13	0.06	0.07	0.08	0.09

主要财务比率

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入(%)	33.87	-44.78	26.37	18.30	12.82
净利润(%)	182.11	-49.74	14.56	15.14	10.05
获利能力					
毛利率(%)	66.53	40.72	41.62	46.34	48.98
净利率(%)	57.15	52.02	47.15	45.89	44.77
ROE(%)	9.29	4.07	4.99	5.62	6.06
ROIC(%)	6.90	-0.05	1.88	2.99	3.83
偿债能力					
资产负债率(%)	26.60	25.75	24.66	24.92	25.04
净负债比率(%)	-25.20	-14.63	-15.87	-17.10	-18.99
流动比率	4.00	4.23	4.95	4.93	4.99
速动比率	3.84	2.87	3.31	3.18	3.16
运营能力					
总资产周转率	0.12	0.07	0.08	0.09	0.10
应收账款周转率	4.49	4.34	5.30	5.30	5.30
每股指标 (港元)					
每股收益(最新摊薄)	0.13	0.06	0.07	0.08	0.09
每股经营现金流(最新)	0.01	0.03	0.02	0.03	0.05
每股净资产(最新摊薄)	1.36	1.36	1.39	1.41	1.45
估值比率					
P/E	10.51	24.02	19.24	16.71	15.19
P/B	0.98	0.98	0.96	0.94	0.92
EV/EBITDA	8.66	19.98	15.99	15.82	15.84

分析师介绍

竺劲

地产、周期及中小盘研究组组长，房地产和建筑行业首席分析师，北京大学国家发展研究院金融学硕士，专注于房地产、物业管理等行业研究，13 年证券从业经验。

连续三年（2018-2020）荣获最佳行业金牛分析师奖（房地产行业），获得 2020 年新财富最佳分析师（房地产行业）入围奖，2020 年机构投资者·财新资本市场分析师成就奖（房地产行业）大陆区入围奖，2020 年卖方分析师水晶球奖（房地产行业）第 5 名。

黄啸天

中信建投证券房地产&REITs 行业分析师，上海财经大学硕士。2018 年加入中信建投，深入覆盖房地产开发、物业管理、REITs 等领域。2020 年最佳行业金牛分析师奖团队成员，2018、2020 年卖方分析师水晶球奖团队成员，2018-2023 年 Wind 金牌分析师。

研究助理

于秉仟

yubingqian@csc.com.cn

评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6个月内公司股价（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。A股市场以沪深300指数作为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数作为基准；美国市场以标普500指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15%以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15%以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10%以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅 10%以上

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：（i）以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，结论不受任何第三方的授意或影响。（ii）本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构（以下合称“中信建投”）制作，由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国（仅为本报告目的，不包括香港、澳门、台湾）提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由中信建投（国际）证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础，不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料，但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断，该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更，亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件，而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策，中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保，亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内，中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益，也可能在过去 12 个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点，分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系，分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容，亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有，违者必究。

中信建投证券研究发展部

北京
朝阳区景辉街 16 号院 1 号楼 18 层
电话：（8610） 56135088
联系人：李祉瑶
邮箱：lizhiyao@csc.com.cn

上海
上海浦东新区浦东南路 528 号南塔 2103 室
电话：（8621） 6882-1600
联系人：翁起帆
邮箱：wengqifan@csc.com.cn

深圳
福田区福中三路与鹏程一路交汇处广电金融中心 35 楼
电话：（86755） 8252-1369
联系人：曹莹
邮箱：caoying@csc.com.cn

中信建投（国际）

香港
中环交易广场 2 期 18 楼
电话：（852） 3465-5600
联系人：刘泓麟
邮箱：charleneliu@csci.hk