股票研究 I 中国 I 综合　　2019 年 4 月 26 日

轻资产转型进行时

- **铁矿石贸易继续剥离，核心业务停车场运营和基金收入预计 19/20 年同比增速分别达到 464%/57%和 147%/48%，停车场运营业务有望在 2019 年实现扭亏为盈。**
- **重资产业务剥离后，营运资本结构改善，现金储备增加，未来三年的现金派息具有资金保障。**
- **公司目前股价对应 2020 年的 19 倍 PER，股息收益率 8.2%，鉴于公司核心业务未来两年的高速增长和经营性现金流的改善，我们将现金流折现的股价上调到 0.34 港币，对应 2020 年业绩的 21 倍 PE，维持买入评级。**

铁矿石贸易继续剥离，核心业务加速扩张

按照公司的转型策略，铁矿石贸易业务继续剥离，18 年贸易收入为 14.9 亿港币，同比下滑超过 60%，2019 年上半年贸易业务预计仍有 1 亿多港币的收入，下半年将完全剥离，全年对净利润的贡献预计在 500-600 万港币之间。停车场运营和基金管理业务在 18 年实现了良好开端，分别实现收入 6,204 万和 10,267 万港币，我们预测 19/20 年这两块核心业务的收入增速将分别达到 464%/57%和 147%/48%，其中停车场业务 19 年可能实现扭亏为盈，净利润率在 10%以内，对净利润形成正的贡献，基金管理业务的规模 19 年将继续扩大，18 年底实缴的资产管理规模预计在 140-150 亿港币，19/20 年底实缴规模预计将会提高到 290 亿/350 亿港币，平均管理费用率也将继续提升。

现金充裕，大比例派息驱动股价重估

18 年底公司账面现金余额超过 30 亿港币，同比增幅超过 118%，主要原因是铁矿石贸易的剥离，公司的应收和应付账款分别同比下降 86%和 89%，使得营运资金净流入达到 1.3 亿元，相比 17 年同期营运资金 2.2 亿元净流出，经营性现金流明显改善。此外，公司在 19 年 4 月份完成新股认购发行，融资额达到 8.45 亿港币，加上首长宝佳处置后账面增加的 2 亿港币，我们预计 19 年 1 季度公司账面现金已经超过 40 亿港币，鉴于未来停车场业务和基金业务的持续扩张，经营性现金流将会稳步提升，我们预测未来三年将有充分的现金保障来维持每年 7 亿港币的现金派息，按目前股价计算公司的股息收益率仍然在 8%以上，对公司估值将会带来有力的支撑。

引入战略股东带来更多行业资源

19 年公司通过新股认购引入厚朴基金和经纬等外部投资人，作为行业资源和投资经验丰富的机构投资者，我们认为厚朴可以在行业资源整合方面给公司带来进一步的增长空间（1）强大的国际投资人网络。（2）与大型地产公司的良好关系有助于公司获取更多停车场资源。（3）投资多家物流相关公司有助于公司非停业务的开展。预计未来公司会更多借助厚朴的资源优势取得停车场资源并扩展基金管理业务。

估值仍有提升空间

公司目前股价对应 2020 年的 19 倍 PER，股息收益率 8.2%，鉴于公司核心业务未来两年的高速增长和经营性现金流的改善，我们将现金流折现的股价上调到 0.34 港币，对应 2020 年业绩的 21 倍 PE，维持买入评级。

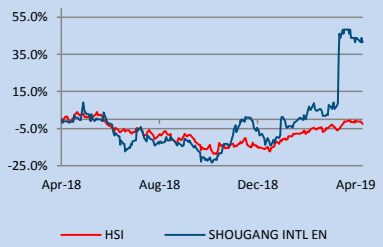
首长国际 (697 HK)

买入
(维持)

目标价 (调整) (上升空间)	HKD0.34 (+23%) (10%)
净利润调整	2019E (+19.5%) 2020E (+33.3%)
收市价（港元）	0.31
市值（百万港元）	8,503mn
自由流通量	42.5%
52 周低/最价（港元）	HKD 0.165 – 0.345
近 3 月日均成交量	HKD6.5mn

股价截至于 2019 年 4 月 25 日

Stock rel HSI performance (%)



田阳 TIAN Yang
(CE No.: BGL 791)
tianyang@csci.hk +852 3465 5775

Figure 1：利润表

综合利润表							
货币单位：百万港元	**2015**	**2016**	**2017**	**2018**	**2019E**	**2020E**	**2021E**
贸易业务	-	1,032.0	3,812.3	1,499.8	130.0	-	-
停车场运营	-	-	-	62.0	350.0	550.0	700.0
私募基金管理	-	-	-	93.4	240.0	360.0	450.0
其他	-	3.6	3.8	11.8	13.0	14.3	15.7
营业额	**416.1**	**1,035.6**	**3,918.8**	**1,676.3**	**746.8**	**939.5**	**1,182.4**
销售成本	(353.3)	(986.2)	(3,807.0)	(1,515.8)	(440.3)	(485.2)	(602.4)
毛利	62.8	49.4	111.8	160.5	306.5	454.3	580.0
毛利率	15.1%	4.8%	2.9%	9.6%	41.0%	48.4%	49.1%
其他收入	12.4	7.7	6.5	36.7	-	-	-
其他收益及亏损	(217.5)	(146.4)	(147.2)	74.7	150.0	-	-
经营费用	(37.1)	(59.0)	(42.3)	(178.1)	(170.0)	(190.0)	(230.0)
财务成本	(39.8)	(31.0)	(17.4)	(5.7)	35.0	38.5	42.4
联营公司权益之减值亏损	(951.7)	(257.0)	-	-	-	-	-
摊占联营公司之业绩	(275.0)	9.1	248.5	275.4	20.0	200.0	200.0
除税前溢利（亏损）	**(1,445.8)**	**(427.2)**	**160.0**	**366.8**	**341.5**	**502.8**	**592.4**
所得税支出	-	(49.1)	-	(10.0)	(33.0)	(49.5)	(67.5)
来自持续经营业务之年度溢利（亏损）	**(1,445.8)**	**(476.2)**	**160.0**	**356.8**	**308.5**	**453.3**	**524.9**
非控股权益	(0.3)	-	-	3.7	5.0	5.3	5.5
净利润	**(1,445.5)**	**(476.2)**	**160.0**	**353.1**	**303.5**	**448.1**	**519.3**
EBITDA	(8.3)	565.6	69.8	(13.2)	163.0	292.2	379.3
EBITDA率	-2.0%	54.6%	1.8%	-0.8%	21.8%	31.1%	32.1%
每股盈利（港元）	**(0.1600)**	**(0.0527)**	**0.0056**	**0.0175**	**0.0114**	**0.0163**	**0.0189**

资料来源：中信建投（国际）研究部

Figure 2：资产负债表

综合资产负债表							
货币单位：百万港元	**2015**	**2016**	**2017**	**2018**	**2019E**	**2020E**	**2021E**
投资物业	38.8	6.0	6.9	151.7	174.5	183.2	192.3
物业、厂房及设备	9,239.4	2.2	4.9	8.1	31.5	53.7	74.4
预付租赁款项	292.8	-	-	-	-	-	-
于联营公司之权益	5,353.9	4,654.5	5,073.1	5,232.3	5,023.0	5,073.3	5,124.0
于一家合营公司之权益	-	-	81.3	80.2	84.2	88.4	92.9
股本工具	56.2	0.8	-	-	-	-	-
递延税项资产	32.6	32.3	35.2	-	-	-	-
有关商品合约之资产	312.9	181.7	151.2	150.2	120.2	96.1	76.9
收购物业、厂房及设备按金	15.7	-	-	-	-	-	-
已抵押银行存款	191.4	-	-	-	-	-	-
按公平值计入损益之金融资产 - 非流动	-	-	121.6	195.4	175.9	158.3	142.5
其他非流动资产	-	-	208.5	246.3	270.9	298.0	327.8
非流动资产总额	**15,533.6**	**4,877.5**	**5,682.7**	**6,064.2**	**5,880.2**	**5,951.0**	**6,030.8**
存货	1,531.6	-	-	-	-	-	-
应收账款及票据	2,005.3	394.8	823.7	117.2	105.5	95.0	85.5
应收关联公司账款	126.2	8.7	-	-	-	-	-
应收一名股东之最终控股公司款项	1.3	-	-	-	-	-	-
预付款项、按金及其他应收款项	399.4	5.4	74.6	63.9	70.3	77.3	85.0
预付租赁款项	7.5	-	-	-	-	-	-
借予关联公司之款项	212.9	0.5	0.4	0.0	-	-	-
借予联营公司之款项	7.4	0.0	0.0	0.2	-	-	-
按公平值计入损益之金融资产 - 流动	-	-	114.7	145.3	174.4	209.3	251.1
受限制银行存款	832.6	-	0.6	2.0	2.0	2.0	2.0
已抵押银行存款	85.1	23.1	-	-	-	-	-
原到期日为三个月以上的定期存款	-	-	100.0	-	-	-	-
银行结余及现金	519.5	537.5	1,389.6	3,034.0	3,674.4	3,362.2	3,112.9
流动资产总额	**5,728.8**	**969.9**	**2,503.6**	**3,366.2**	**4,026.6**	**3,745.7**	**3,536.5**
应付账款及票据	3,464.2	276.1	569.2	61.4	55.2	49.7	44.7
应付一家关联公司账款	652.7	8.2	-	-	-	-	-
其他应付款项、拨备及应计负债	1,175.3	48.8	95.9	74.7	67.2	60.5	54.5
有关商品合约之负债	-	-	92.0	-	-	1.0	2.0
应付税项	144.7	192.3	160.4	156.9	175.7	202.0	232.4
应付一名股东之最终控股公司款项	7,074.2	-	-	-	-	-	-
欠关联公司款项	263.4	-	-	-	-	-	-
欠一名股东之最终控股公司款项	2.1	-	-	-	-	-	-
来自一名股东之最终控股公司之贷款	1,013.1	-	-	-	-	-	-
银行借款	5,986.6	616.8	-	103.1	118.6	136.4	156.9
流动负债总额	**19,776.3**	**1,142.2**	**917.5**	**404.2**	**425.2**	**458.6**	**499.8**
递延税项负债	29.3	-	25.2	29.6	32.6	35.9	39.4
银行借款	818.9	-	-	-	-	-	1.0
来自一名股东之最终控股公司之贷款	417.9	-	-	-	-	-	-
非流动负债总额	**1,266.2**	**-**	**25.2**	**30.8**	**32.6**	**35.9**	**40.4**
股本	5,345.2	5,345.2	7,349.5	8,830.4	9,675.4	9,675.4	9,675.4
储备	(4,008.9)	(640.0)	(324.8)	135.8	(260.7)	(512.6)	(693.3)
本公司拥有人应占权益	1,336.3	4,705.2	7,024.8	8,966.3	9,414.8	9,162.8	8,982.1
非控股权益	(1,116.4)	-	218.9	29.2	34.2	39.4	45.0
总权益	**219.9**	**4,705.2**	**7,243.7**	**8,995.5**	**9,449.0**	**9,202.3**	**9,027.1**

资料来源：中信建投（国际）研究部

Figure 3：现金流量表

综合现金流表							
货币单位：百万港元	**2015**	**2016**	**2017**	**2018**	**2019E**	**2020E**	**2021E**
税前盈利	(3,889.6)	(1,954.2)	57.3	366.8	341.5	502.8	592.4
摊占联营公司之业绩	274.5	(9.8)	(248.5)	(275.4)	-	-	-
物业、厂房及设备之折旧	917.6	832.1	0.3	1.1	26.5	27.9	29.3
其他项目调整	2,109.94	702.75	157.31	(131.00)	0.98	(9.84)	(21.63)
应收账款及票据增加	(303.6)	(483.6)	(447.7)	719.1	11.7	10.6	9.5
预付款项、按金及其他应收款项增加	244.8	(16.8)	(26.1)	(14.9)	(6.4)	(7.0)	(7.7)
应付账款及票据增加	(650.3)	706.2	290.6	(507.6)	(6.1)	(5.5)	(5.0)
其他应付款项、拨备及应计负债变动	197.1	270.9	(11.2)	(27.1)	(7.1)	(6.3)	(5.6)
其他运营资金变动	1,449.15	553.84	8.70	-	19.25	20.11	19.92
所得税及其他	(645.9)	(502.2)	(65.7)	(11.1)	(33.0)	(49.5)	(67.5)
经营活动净现金流	**(296.2)**	**99.2**	**(285.1)**	**120.0**	**347.4**	**483.1**	**543.6**
购买物业、厂房及设备	(94.9)	(182.0)	(0.4)	(3.8)	(30.0)	(30.0)	(30.0)
其他投资活动现金流	505.77	596.99	(251.85)	221.42	162.53	(83.16)	(84.31)
投资活动净现金流	**410.8**	**415.0**	**(252.2)**	**217.6**	**132.5**	**(113.2)**	**(114.3)**
新增银行借款	6,704.4	5,670.4	3,483.9	2,048.4	15.5	17.8	21.5
发行普通股之所得款项净额	-	-	2,004.4	1,218.7	845.0	-	-
偿还银行借款	(7,770.7)	(6,954.5)	(4,105.1)	(1,949.1)	-	-	-
其他融资活动现金流	612.86	799.39	-	-	(700.00)	(700.00)	(700.00)
融资活动现金流	**(453.5)**	**(484.7)**	**1,383.2**	**1,318.0**	**160.5**	**(682.2)**	**(678.5)**
现金及现金等值项目增加净额	**(338.8)**	**29.5**	**845.9**	**1,655.7**	**640.4**	**(312.3)**	**(249.3)**
年初之现金及现金等值项目	872.3	519.5	537.5	1,389.6	3,034.0	3,674.4	3,362.2
外币汇率变动之影响	(14.0)	(11.4)	6.2	(11.3)	-	-	-
年终之现金及现金等值项目	**519.5**	**537.5**	**1,389.6**	**3,034.0**	**3,674.4**	**3,362.2**	**3,112.9**

资料来源：中信建投（国际）研究部

评级说明

以恒生指数涨跌幅为基准。

买入　未来 12 个月绝对总回报不小于 10%

持有　未来 12 个月绝对总 回报大于-10%但小于 10%

买出　未来 12 个月绝对总回报不大于-10%

利益披露声明

截至本报告的日期，

1. 主要负责撰写本报告全部或部分内容的分析师在此声明：
   （i）　本报告所表述的任何观点均准确地反映了上述每一位分析师对作为分析对象的证券和发行者的个人观点；
   （ii）　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涉及本报告所表达的任何具体建议或观点。

2. 主要负责撰写本报告全部或部分内容的分析师,或其关联方,均不在本报告提及的任何公司中拥有任何权益(包括直接或间接拥有证券、安排财务融通或担任高级管理人员)。

3. 本报告由中信建投（国际）证券有限公司（下称“中信建投（国际)”）受香港证券及期货监察委员会监管（中央编号：BAU373）发出。

4. 中信建投（国际）及每一间在香港从事投资银行，自营证券交易或代理证券经纪业务的集团公司，没有持有本报告提及的任何公司高于市场资本值的 1%。

5. 中信建投（国际）及每一间在香港从事投资银行，自营证券交易或代理证券经纪业务的集团公司，在过去 12 个月内可能向本报告提及的任何公司就投资银行服务收取任何报酬或接受任何委托。

6. 中信建投（国际）及每一间在香港从事投资银行，自营证券交易或代理证券经纪业务的集团公司，并无雇员或其有关联的个人担任此报告内所评论的任何上市公司的高级人员。

7. 中信建投（国际）及每一间在香港从事投资银行，自营证券交易或代理证券经纪业务的集团公司，可能有为此报告所评论的任何上市公司的证券进行庄家活动。

免责声明

此报告只提供参考之用，在任何地区皆不可作为证券出售要约或证券买卖的邀请。此报告所提及的证券可能在某些地区不能出售。此报告所载的资料由中信建投（国际）编写，所载资料的来源被中信建投（国际）认为可靠。此报告所载的见解、分析、预测、推断和预期都是以这些可靠资料为基础，只是表达观点；中信建投（国际）或任何个人不对其准确性或完整性作任何担保。此报告所载的资料（除另有说明)、意见及推测反映中信建投（国际）于最初发此报告日期当日的判断，可随时更改。由于假设及准则不一，不同的观点及分析方法可能被应用于准备有关材料，中信建投（国际）并无责任向任何接受本报告的人士提供该等材料。中信建投（国际)、其控股公司或任何其附属公司不对因使用此报告的材料而引致的直接或间接损失而负任何责任。

此报告内所提及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，而且也不适合所有的投资者。此报告中所提及投资的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。此报告没有把任何人的投资目标、财物状况或特殊需求考虑进去。投资者应该不依靠此报告而是靠自己作出投资决定。客户在做出任何以此报告的建意为依据的投资行动前，应先咨询专业意见。在投资于本报告所涉及的证券前，投资者应考虑其个人投资目标及财物状况，并在有需要时就财政、税务及法律征询专业意见。

本报告的收件人须对本报告严格保密。本报告以仅供参考为目的而提供，且不得以任何目的被复制、再散布或传递（无论直接或间接）给其他任何人或被全部或部分公开。在其他管辖区散布本报告的行为可能受到法律的限制，且拥有本报告的任何人均应自行获悉所有该等限制或任何须遵守的规定。

中信建投（国际）研究部

香港中环交易广场2期18楼

电话：(852) 34655600　传真：(852) 21809495