

信用评级公告

联合〔2023〕7335号

联合资信评估股份有限公司通过对深圳国际控股有限公司及其拟面向专业投资者公开发行的2023年公司债券（第四期）的信用状况进行综合分析和评估，确定深圳国际控股有限公司主体长期信用等级为AAA，深圳国际控股有限公司2023年面向专业投资者公开发行公司债券（第四期）信用等级为AAA，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估股份有限公司

评级总监：

二〇二三年九月十一日

深圳国际控股有限公司 2023 年面向专业投资者 公开发行人公司债券（第四期）信用评级报告

评级结果：

主体长期信用等级：AAA

本期债券信用等级：AAA

评级展望：稳定

债券概况：

本期债券发行规模：不超过 19.00 亿元（含）

本期债券期限：品种一为 5（3+2）年，品种二为 8（5+3）年

偿还方式：按年付息，到期一次还本

募集资金用途：拟将不超过 15.00 亿元用于偿还公司即将到期的有息债务，剩余不超过 4.00 亿元用于补充流动资金

评级时间：2023 年 9 月 11 日

本次评级使用的评级方法、模型：

名称	版本
一般工商企业信用评级方法	V4.0.202208
一般工商企业主体信用评级模型（打分表）	V4.0.202208

注：上述评级方法和评级模型均已在联合资信官网公开披露

本次评级模型打分表及结果：

评价内容	评价结果	风险因素	评价要素	评价结果
经营风险	A	经营环境	宏观和区域风险	2
			行业风险	2
		自身竞争力	基础素质	1
			企业管理	1
			经营分析	2
财务风险	F2	现金流	资产质量	5
			盈利能力	1
			现金流量	5
		资本结构	1	
		偿债能力	2	
指示评级				aaa
个体调整因素				--
个体信用等级				aaa
外部支持调整因素				--
评级结果				AAA

注：经营风险由低至高划分为 A、B、C、D、E、F 共 6 个等级，各级因子评价划分为 6 档，1 档最好，6 档最差；财务风险由低至高划分为 F1—F7 共 7 个等级，各级因子评价划分为 7 档，1 档最好，7 档最差；财务指标为近三年加权平均值；通过矩阵分析模型得到指示评级结果

评级观点

深圳国际控股有限公司（以下简称“公司”）是深圳国资委下属的上市公司，业务涵盖物流、收费公路、港口及大环保业务，联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）对公司的评级反映了公司物流板块全国网络布局日益完善、收费公路路产质量高，大环保业务发展迅速，整体实力强。同时，联合资信也关注到公司资金支出压力较大、债务规模增长较快等因素对公司信用水平带来的不利影响。

未来，随着公司物流节点布局建设持续推进、参股及控股路产持续经营、大环保业务持续发展和港口布局项目建成投运，公司业务有望保持稳定发展。

基于对公司主体长期信用状况及本期债券信用状况的综合评估，联合资信确定公司主体长期信用等级为 AAA，本期债券信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

优势

- 物流板块全国网络布局日益完善。**截至 2022 年末，公司在全国近 40 个物流节点城市实现物流业务布局，管理及经营共有 34 个物流项目，物流项目运营面积约 431 万平方米，综合出租率约 86%。
- 公司路产质量高。**公司子公司深圳高速公路集团股份有限公司（以下简称“深高速”）为深圳市最重要的高速公路投资建设及运营类上市公司，其参股及控股路产单公里收益保持高水平，路产质量高。
- 公司大环保业务发展迅速。**深高速投资并购带来风力发电装机容量提升，且随着控股生物质项目和部分有机垃圾处理项目转入商业运营，餐厨垃圾处理运营效益显现。

关注

- 资金支出压力较大。**随着公司物流节点布局建设和对外股权投资推进，公司未来仍有较大资金支出压力。
- 债务规模增长较快。**2020—2022 年，公司全部债务持续增长，年均复合增长 29.10%；其中，短期债务波动增长，年均复合增长 35.65%。截至 2022 年末，公司全部债务 548.40 亿港元，其中短期债务 294.24 亿港元（占 53.65%）。

分析师:

霍正泽 登记编号 (R0150221050004)

徐汇丰 登记编号 (R0040218010006)

邮箱: lianhe@lhratings.com

电话: 010-85679696

传真: 010-85679228

地址: 北京市朝阳区建国门外大街2号
中国人保财险大厦17层(100022)

网址: www.lhratings.com

主要财务数据:

合并口径				
项目	2020年	2021年	2022年	2023年6月
现金类资产(亿港元)	90.73	78.83	108.30	77.00
资产总额(亿港元)	1131.87	1237.08	1334.95	1271.49
总权益(亿港元)	584.79	630.52	551.99	520.10
短期债务(亿港元)	159.90	144.75	294.24	269.26
长期债务(亿港元)	169.14	273.03	254.17	243.03
全部债务(亿港元)	329.04	417.78	548.40	512.29
收入(亿港元)	194.52	185.42	155.29	69.18
年度纯利(亿港元)	60.39	60.90	19.36	6.26
EBITDA(亿港元)	126.53	130.85	73.23	--
营运活动产生的净现金(亿港元)	6.32	36.72	101.34	--
营业利润率(%)	33.22	30.02	26.70	32.94
净资产收益率(%)	10.33	9.66	3.51	--
资产负债率(%)	48.33	49.03	58.65	59.09
全部债务资本化比率(%)	36.01	39.85	49.84	49.62
流动比率(%)	114.73	93.25	62.73	54.16
经营现金流动负债比(%)	1.86	12.67	20.86	--
现金短期债务比(倍)	1.00	0.72	0.57	0.42
EBITDA利息倍数(倍)	8.20	9.44	3.76	--
全部债务/EBITDA(倍)	2.60	3.19	7.49	--
公司本部				
项目	2020年	2021年	2022年	2023年6月
资产总额(亿港元)	245.08	301.16	315.67	--
总权益(亿港元)	166.79	177.43	134.77	--
全部债务(亿港元)	70.04	115.99	173.72	--
年度纯利(亿港元)	3.20	19.03	7.04	--
资产负债率(%)	31.95	41.08	57.31	--
全部债务资本化比率(%)	29.57	39.53	56.31	--
流动比率(%)	234.84	278.04	162.40	--

注: 1. 本报告中部分合计数与各相加数直接相加之和在尾数上存在差异, 系四舍五入造成;
2. 公司未披露2023年半年度现金流量表及公司本部报表, 相关数据无法获取, 以"--"表示
资料来源: 联合资信根据公司年报及中期业绩公告整理

主体评级历史:

信用等级	评级展望	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
AAA	稳定	2023/07/19	霍正泽 徐汇丰	一般工商企业信用评级方法 V4.0.202208 一般工商企业主体信用评级模型(打分表) V4.0.202208	阅读全文
AAA	稳定	2018/01/11	杨世龙 杨婷	(原联合信用评级有限公司)工商企业信用评级方法(主体)(2015年)	阅读全文

注: 1. 上述历史评级项目的评级报告通过报告链接可查阅; 2. 2019年8月1日之前的评级方法和模型无版本号

声 明

一、本报告版权为联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）所有，未经书面授权，严禁以任何形式/方式复制、转载、出售、发布或将本报告任何内容存储在数据库或检索系统中。

二、本报告是联合资信基于评级方法和评级程序得出的截至发表之日的独立意见陈述，未受任何机构或个人影响。评级结论及相关分析为联合资信基于相关信息和资料对评级对象所发表的前瞻性观点，而非对评级对象的事实陈述或鉴证意见。联合资信有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

三、本报告所含评级结论和相关分析不构成任何投资或财务建议，并且不应当被视为购买、出售或持有任何金融产品的推荐意见或保证。

四、本报告不能取代任何机构或个人的专业判断，联合资信不对任何机构或个人因使用本报告及评级结果而导致的任何损失负责。

五、本报告系联合资信接受深圳国际控股有限公司（以下简称“该公司”）委托所出具，引用的资料主要由该公司或第三方相关主体提供，联合资信履行了必要的尽职调查义务，但对引用资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。联合资信合理采信其他专业机构出具的专业意见，但联合资信不对专业机构出具的专业意见承担任何责任。

六、除因本次评级事项联合资信与该公司构成评级委托关系外，联合资信、评级人员与该公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

七、本次信用评级结果仅适用于本期债券，有效期为本期债券的存续期；根据跟踪评级的结论，在有效期内评级结果有可能发生变化。联合资信保留对评级结果予以调整、更新、终止与撤销的权利。

八、任何机构或个人使用本报告均视为已经充分阅读、理解并同意本声明条款。

分析师：

联合资信评估股份有限公司

深圳国际控股有限公司 2023 年面向专业投资者 公开发行公司债券（第四期）信用评级报告

一、主体概况

深圳国际控股有限公司（英文名称：Shenzhen International Holdings Limited，前身为 Ingot Limited，以下简称“公司”）于 1989 年 11 月 22 日在百慕大注册成立，并于香港联交所发行股票的上市公司，股票代码 0152.HK。截至 2023 年 6 月末，公司法定股本为 30.00 亿股，已发行股份为 23.93 亿 H 股在香港联合证券交易所上市交易，公司控股股东深圳市投资控股有限公司（以下简称“深投控”）为深圳市人民政府国有资产监督管理委员会（以下简称“深圳市国资委”）全资附属企业，其直接持有公司 0.01% 的股份、通过全资子公司 Ultrarich International Limited 持有公司 44.24% 的股份，公司实际控制人为深圳市国资委。

公司主要从事物流、收费公路、港口及大环保业务。

截至 2022 年末，公司本部设财务部、战略部和投资部等职能部门，公司纳入合并范围的主要附属公司 67 家。

截至 2022 年末，公司资产总额 1334.95 亿港元，负债总额 782.96 亿港元，总权益合计 551.99 亿港元，其中公司普通股股权持有人应占权益 312.48 亿港元。2022 年，公司实现收入 155.29 亿港元，年度纯利 19.36 亿港元。

截至 2023 年 6 月末，公司资产总额 1271.49 亿港元，负债总额 751.38 亿港元，总权益合计 520.10 亿港元，其中公司普通股股权持有人应占权益 293.13 亿港元。2023 年 1—6 月，公司实现收入 69.18 亿港元，年度纯利 6.26 亿港元。

公司注册地址：Clarendon House, 2 Church Street, Hamilton HM11, Bermuda; 法定代表人：李海涛。

二、本期债券概况及募集资金使用情况

公司于 2021 年 9 月 24 日获得中国证券监督管理委员会证监许可〔2021〕3119 号文，同意面向专业投资者发行面值不超过人民币 100.00 亿元（含 100.00 亿元）的公司债券。公司已分别发行“21 国际 P1”、“22 国际 P1”、“23 国际 P1”和“23 国际 P3”，发行规模分别为 40.00 亿元、10.00 亿元、15.00 亿元和 16.00 亿元。公司拟发行深圳国际控股有限公司 2023 年面向专业投资者公开发行公司债券（第四期）（以下简称“本期债券”），本期债券分为两个品种，品种一和品种二合计发行规模不超过 19.00 亿元（含）。期限方面，品种一为 5 年期固定利率债券，附第 3 年末公司调整票面利率选择权及投资者回售选择权；品种二为 8 年期固定利率债券，附第 5 年末公司调整票面利率选择权及投资者回售选择权。本期债券引入品种间回拨选择权，回拨比例不受限制，公司与簿记管理人将根据本期债券发行申购情况，在总发行规模内，由公司和簿记管理人协商一致，决定是否行使品种间回拨选择权。本期债券采用单利按年计息，不计复利。每年付息一次，到期一次还本，最后一期利息随本金的兑付一起支付。

本期债券募集资金扣除发行费用后，拟将不超过 15.00 亿元用于偿还公司即将到期的有息债务，剩余不超过 4.00 亿元用于补充流动资金。

三、宏观经济和政策环境

2023 年一季度，宏观政策以落实二十大报告、中央经济工作会议及全国两会决策部署为主，聚焦于完善房地产调控政策、健全 REITs 市场功能、促进中小微企业调结构强能力。二季度，宏观政策以贯彻落实 4 月中央政治局会议精神为主，聚焦于进一步优化房地产调控政策、深化

资本市场改革、稳住外贸外资基本盘、提振汽车和家居等大宗消费、优化调整稳就业政策。

2023年上半年，随着经济社会全面恢复常态化运行，生产需求逐步恢复，消费和服务业加快修复，就业、物价总体稳定，经济运行整体回升向好。经初步核算，上半年我国GDP为59.30万亿元，按不变价格计算，同比增长5.5%。随着前期积压需求在一季度集中释放，二季度经济表现低于市场预期，但6月PMI止跌回升、工业增加值、服务业生产指数、社会消费品零售总额等指标两年平均增速加快，反映出生产、消费等领域出现边际改善，是经济向好的积极信号，但回升动能依然较弱，恢复势头仍需呵护。信用环境方面，2023年上半年，社融规模小幅扩张，信贷结构有所好转，但居民融资需求仍偏弱，同时企业债券融资节奏同比有所放缓。银行间市场流动性先紧后松，实体经济融资成本稳中有降。

展望未来，宏观政策调控力度将进一步加大，着力扩大内需、提振信心、防范风险，推动经济实现质的有效提升和量的合理增长。当前房地产市场供给仍处在调整阶段，房地产开发投资或将保持低位运行；在制造业利润低迷、外需回落以及产能利用率偏低等因素的影响下，制造业投资或将保持温和增长；就业形势整体好转，消费市场有望维持复苏态势，但修复到2019年水平仍需耐心等待；作为稳增长的重要抓手，在经济下行压力较大、出口承压、房地产疲弱等背景下，基建投资仍将发挥经济支撑作用。总体来看，2023年下半年随着基数的升高，三、四季度增速较二季度或将有所回落，但当前积极因素增多，经济增长有望延续回升态势，实现全年5%的增长目标可期。完整版宏观经济与政策环境分析详见[《宏观经济信用观察（2023年上半年）》](#)。

四、行业分析

1. 物流行业

物流行业是国民经济中重要的服务行业，随着我国经济的快速发展和居民消费水平的不

断升级，我国物流行业规模不断增长，特别是在电子商务迅猛发展的推动下，仓储物流行业和干线运输行业都获得了较为迅速的增长。虽然近年来随着宏观经济增速放缓，物流行业增长速度随之放缓，但仍保持稳步增长趋势。

从物流行业环境看，随着整体经济的增长和居民消费水平的提升，在电子商务的驱动下，物流行业整体企稳向好的态势仍将持续。虽然物流需求旺盛，但竞争形势严峻，随着普洛斯等国际巨头的不断扩张和以菜鸟为代表的新进入者的快速布局，激增的市场供应量导致部分地区的仓库出租率有所下滑，预计物流行业在部分区域将面临租金价格滞涨和出租率下滑的双重压力。部分区域市场由于短期内供应量大增，需一定的时间消化，使得短期竞争加剧。

盈利模式方面，物流行业的盈利模式中主要收入来源首先是库房、货场租金；其次是办公楼租金、配套设施租金、管理费和物业管理费；然后是增值服务费、设备租金等；最后是土地升值后出租或出售、税收优惠以及国家拨款获得的收益等。由此可以看出，传统的基于出租、租赁的园区盈利模式在中国还占据主导地位。但根据国内外运营良好的物流行业经验来看，传统盈利模式已经逐渐被服务收入替代，特别是基于信息、咨询的增值服务。中国的物流业务经营者有待进一步拓展思路，转变传统盈利模式。

行业政策方面，2019年2月，国家发展改革委联合中央网信办、工业和信息化部、公安部、财政部、自然资源部等24个部门和单位印发《关于推动物流高质量发展促进形成强大国内市场的意见》，提出推动具备条件的物流园区引入铁路专用线，加强入港铁路等基础设施短板建设，支持铁路专线进码头，打通公铁水联运衔接“最后一公里”。2020年6月，国家发展改革委、交通运输部联合印发《关于进一步降低物流成本的实施意见》，提出深化关键环节改革，降低物流制度成本；加强土地和资金保障，降低物流要素成本；深入落实减税降费措施，降低物流税费成本；加强信息开放共享，降低物流信息成本；推动物流设施高效衔接，降低物流联运成本；促

进物流业提质增效，降低物流综合成本等六个方面意见以降低物流成本。

整体看，随着经济发展对物流仓储、运输等需求的进一步加大，中国物流行业仍将保持平稳发展。

2. 高速行业

高速公路作为重要的交通基础设施，对于促进商品流通、提高城市化水平、带动区域经济发展具有重要作用。公路运输运行状况与 GDP 增速、行业供需等因素高度相关。2022 年以来，受外部环境影响，公路旅客运输量和货物运输量均有所下降，但公路运输仍为交通运输体系中的主导运输方式；随着经济的逐步复苏，2023 年以来公路运输指标逐步向好。作为重资产行业，近年来高速公路建设投资规模持续增长，但存在回收周期长、收支缺口巨大等问题。为落实交通强国建设总体要求，国家相关部门颁布一系列政策，以支持公路交通领域投资，并为收费公路存量债务接续和化解存量债务风险提供相应保障。长期来看，随着外部环境的好转，以及国家高速路网的不断完善，高速公路行业仍有较大投资空间，行业发展前景良好。详见《[2023 年收费公路行业分析](#)》。

五、基础素质分析

1. 股权状况

截至 2023 年 6 月末，公司法定股本为 30.00 亿股，控股股东为深投控，实际控制人为深圳市国资委。

2. 企业规模和竞争力

公司业务涵盖物流、收费公路、港口及大环保业务，物流板块全国网络布局日益完善，收费公路路产质量高，大环保业务发展迅速，港口业务在长江中下游和内河主航道持续布局项目，公司整体实力强。

公司为深圳市国资委下属在香港交易所上市的公司，主要从事物流、收费公路、港口及大环保业务。

高速公路投资运营和环保业务由子公司深圳高速公路集团股份有限公司（以下简称“深高速”）负责。深高速为深圳市最重要的高速公路投资建设及运营类上市公司，以高速公路运营和大环保业务为双主业。截至 2022 年末，深高速控股及参股的高速公路项目共 16 个，所投资或运营的高速公路里程数按权益比例折算约 643 公里，全部为经营性高速公路，路产单公里收益保持高水平，路产质量高。同时，深高速以收购形式拓展大环保业务，涉及风力发电、餐厨垃圾处理等领域，环保业务发展迅速。

物流业务方面，截至 2022 年末，公司在全国近 40 个物流节点城市实现物流业务布局，管理及经营共有 34 个物流项目，运营面积约 431 万平方米，综合出租率约 86%。港口业务方面，公司在长江中下游和内河主航道持续布局项目。

3. 人员素质

公司高级管理人员具备丰富的从业经历和管理经验。

截至 2022 年末，公司高级管理人员 6 人。

李海涛先生，56 岁，曾就读北京大学汇丰商学院，曾在工商管理、人事及建筑工务等政府部门任职，有镇、县、区、市政府部门及多个专业领导岗位工作经历。自 2016 年 6 月任公司执行董事、总裁，于 2020 年 5 月由公司总裁调任为董事会主席，兼任薪酬与考核委员会委员。

刘征宇先生，52 岁，高级会计师，持有经济学学士学位及工商管理硕士学位，曾长期担任大型企业高级管理人员、董事等职务。自 2021 年 9 月任公司执行董事及总裁，兼任公司可持续发展委员会主席。

截至 2022 年末，公司共有在职员工 8983 人。

4. 企业信用记录

公司为境外主体，无法提供中国人民银行出具的企业信用报告。

根据公司过往在公开市场发行债务融资工具的本息偿付记录，未发现公司存在逾期或违

约记录。

截至 2023 年 9 月 11 日，联合资信未发现公司本部被列入全国失信被执行人名单。

六、管理分析

1. 法人治理结构

公司作为香港上市企业，治理结构完善，各层级权责分明。

公司按照百慕大法律法规、《香港联合交易所有限公司证券上市规则》企业管治守则及《公司章程》设立了董事会、审核委员会、提名委员会和薪酬与考核委员会，行使公司的决策权、经营管理权和监督权。

公司董事会向股东大会负责，执行股东大会的决议。董事会负责制定公司的整体策略、监察及控制等工作，董事会将其管理及行政功能的权力转授予管理层，并成立执行董事委员会负责管理及监察公司日常业务运作、落实董事会的所有决策及负责监管公司企业管制事宜等工作。截至 2022 年末，公司董事会由 8 名成员组成，包括 4 名执行董事、1 名非执行董事和 3 名独立非执行董事。董事会下设 3 个专门委员会，分别为审核委员会、提名委员会和薪酬与考核委员会。

公司设总裁 1 名，由董事会提名，董事会聘任或者解聘对董事会负责。公司总裁由执行董事兼任。

2. 管理水平

公司建立了规范健全的管理体系。

公司根据所处行业、经营方式和资产结构等特点，结合公司业务具体情况，制定了详细、严格的管理制度。

子公司管理方面，公司以产权为中心、产业链为纽带，通过成员企业经营业务考核机制实现对全资、控股和参股子公司的管理。

内部管控方面，作为控股型公司，公司制定了《集团管控指引》《附属公司年度业务考核管理办法（试行）》和《附属公司高管薪酬管理办法（试行）》等文件，以适应公司经营管治需要，

公司对附属公司通过预算管理、绩效考核、投资管理、资金管理、工程管理、薪酬管理、产权结构等重要经济活动进行控制、支持和引导，明确附属企业按照公司战略规划目标开展重大经营活动，保证公司的战略规划得到有效实施。公司根据分权程度，分别对收费公路上市公司、物流业板块等采用“战略设计、战略管控、战略控制以及部分职能偏战略设计”的管控模式，完善附属公司法人治理结构。

资金管理方面，公司为加强公司资金管理，规范内部审批程序，保证资金安全，根据相关法规及公司实际情况，制定资金管理规定等相关文件。根据规定，公司开设及撤销银行账户，均需公司财务部根据业务需要提出申请，经财务总监审核后报执行董事会审批批准，其他附属公司开户须经过其董事会或其他经营决策机构的批准。公司严格执行现金清查盘点及银行对账制度，财务部每周将公司合并范围内的货币资金明细表汇总报公司管理层审阅。对于公司获得的各项资金收入，必须纳入核算范围，由财务部统一管理，任何部门及个人不得在不受财务部监控的情况下组织款项收取。

投资管理方面，为加强公司投资项目管理，完善投资管理程序，根据公司章程、国内及香港有关投资管理、公司管治额规定，公司制定了投资管理规定等相关文件。公司设立投资审核委员会，投资审核委员会对公司拟投资项目及投资方案等进行咨询和建议，作为公司投资决策的重要参考。此外，公司审计部门应对各投资主体所有在建及新完工项目进行自我评价。

风险管理方面，公司依据有关法律和《公司章程》制定了《全面风险管理规定》等风险管理文件，公司按照控制环境、财务监控、运作监控、合规监控及风险管理，不断完善内部监控与风险管理系统，建立以风险识别、风险评估和风险防范为核心的全面风险管理体系，根据规定，公司每年开展季度和年度风险评估，编制风险管理报告，对可能出现的风险，通过辨识与评估，制定应对策略。公司风险管理组织体系由董事会、审核委员会、公司管理层、风险管理部以及

其他部门风险管理岗组成。公司严格执行风险管理制度及规范，可以有效管理公司可能面临的重大风险，降低风险事件影响，确保公司长远战略目标的实现。

七、经营分析

1. 经营概况

2021年，受梅林关项目销售进度影响，公司物流园转型升级收入和毛利率大幅下降；2022年，受交通运输需求变化及通行费减免政策影响，公司收费公路业务收入和毛利率有所下降，综合影响下，公司收入规模和综合毛利率水平持续下降。

2020—2022年，公司收入持续下降。具体看，路费收入方面，2021年，随着经营环境改善、恢复收取通行费的影响，公司收费公路收入有所增长；2022年，因道路交通需求下降叠加第四季度对货车通行费部分减免政策的影响，公司收费公路收入较上年有所下降。2020—2022年，公司委托建设管理服务及工程咨询服务收入规模受项目建设进度影响波动增长。2020—2022年，受相关建造服务完工进度影响，特许经营安排之建造服务收入规模持续下降。大环保业务方面，2020—2022年，与风机设备销售相关收入受政策影响市场竞争加剧、存量项目实施缓慢及增量订单延期实施等因素影响大幅下降；投资并购带来风电项目装机容量提

升，风力发电收入持续增加；随着控股生物质项目和部分有机垃圾处理项目转入商业运营，餐厨垃圾处理运营收入持续增加；但部分餐厨垃圾处理项目建设进度滞后，公司按履约进度确认建造收入的金额大幅下降，综合影响下，公司大环保业务收入规模持续下降。随着公司综合物流港园区新运营面积增加，物流网络布局日益完善，规模效应日益显现，公司物流园（含综合物流港）收入持续增长。物流服务方面，2021年，该业务收入规模变动不大；2022年，公司为规避风险、提升盈利能力，主动对物流服务业务进行结构性调整，退出毛利率较低、风险较高的部分业务，导致其收入规模较上年大幅下降。港口及相关服务方面，2021年，受惠于有效开拓新客源及维护现有客户，外贸市场份额提高，港口及相关服务收入较上年有所增长；2022年，该业务收入规模变动不大。物流园转型升级收入大幅下降主要受梅林关项目不再纳入合并报表范围的影响，2020年梅林关项目二期和雅轩住宅单位全部售罄并交付，确认收入46.97亿港元，2021年确认二期和雅轩住宅装修收入3.09亿港元，2022年确认深国际颐都大厦投入使用带来的租金收入0.30亿港元。

同期，公司综合毛利率持续下降，主要系2021年毛利率较高的物流园转型升级收入规模大幅下降和2022年交通运输需求下降及通行费减免政策导致收费公路业务毛利率下降所致。

表1 公司收入构成及毛利率情况

项目	2020年			2021年			2022年			2023年1—6月		
	收入 (亿港元)	占比 (%)	毛利率 (%)	收入 (亿港元)	占比 (%)	毛利率 (%)	收入 (亿港元)	占比 (%)	毛利率 (%)	收入 (亿港元)	占比 (%)	毛利率 (%)
一、收费公路和大环保业务	115.05	59.14	27.55	131.43	70.88	34.46	107.74	69.38	31.82	46.34	66.98	32.94
其中：路费收入	50.58	26.00		71.24	38.42		57.23	36.85		29.20	42.20	
委托建设管理服务及工程咨询服务收入	5.84	3.00		12.50	6.74		10.21	6.57		2.08	3.00	
特许经营安排之建造服务收入	22.55	11.59		18.62	10.04		14.44	9.30		4.54	6.56	
大环保服务	29.06	14.94		21.70	11.70		20.20	13.01		8.45	12.22	
其他	7.02	3.61		7.39	3.98		5.67	3.65		2.08	3.00	
二、物流和港口业务	79.47	40.86	40.77	53.99	29.12	18.43	47.55	30.62	17.46	22.85	33.02	
其中：物流园（含综合物流港）	8.87	4.56		13.80	7.44		15.73	10.13		7.56	10.92	
物流服务	9.52	4.90		9.88	5.33		3.90	2.51		1.70	2.45	

港口及相关服务	14.11	7.25		27.12	14.62		27.62	17.78		13.26	19.16
物流园转型升级	46.97	24.15		3.20	1.72		0.30	0.19		0.34	0.48
合计	194.52	100.00	33.22	185.42	100.00	29.79	155.29	100.00	27.42	69.18	100.00

资料来源：公司提供

2023年1—6月，公司收入69.18亿港元，同比下降7.59%，除去汇率影响，与去年同期基本持平；综合毛利率32.94%。其中，收费公路业务收入29.20亿港元，同比增长0.83%，主要系客运出行需求回升影响所致；大环保业务收入8.45亿港元，同比下降15.86%，主要系风机销售及餐厨设备销售下降，以及风资源较小引起风力发电收入下降所致；物流园（含综合物流港）业务收入7.56亿港元，同比增长2.14%，主要系新建物流园先后投入运营所致；物流服务业务收入1.70亿港元，同比下降26.08%，主要系为降低业务风险持续调整业务架构所致；港口及相关服务收入13.26亿港元，同比下降16.07%，主要系受电力、水泥等终端企业均不同程度下调生产负荷，市场需求较为疲弱等因素影响所致。

2. 收费公路

公司收费公路业务由子公司深高速负责。

（1）高速公路投资与运营业务

深高速新建、收购部分路产，参股路产里程有所增加，外环项目形成贯通效应后运营表现向好，路产质量高。

路产情况变动方面，2020年，深高速收购龙大高速，建成通车外环项目一期（约50.74公

里），出让广梧高速和江中项目。2022年，深高速通过对深圳投控国际资本控股基建有限公司（以下简称“深投控基建”）的股权收购持有深圳投控湾区发展有限公司（港股上市公司，股票代码80737.HK，以下简称“湾区发展”）71.83%股权，间接享有西线高速50.00%和广深高速45.00%的利润分配比例；外环项目二期（约9.35公里）通车运营，武黄高速的特许经营期到期终止。2023年上半年，公司路产情况较上年末无变动。

项目建设方面，机荷高速改扩建项目已于2020年末获得广东省发改委的核准批复，建设实施方案及投融资方案仍处于优化调整中。深汕第二高速的重要组成部分深圳外环高速公路支线已获得广东省发改委批复项目核准，深高速已开展勘察设计等前期工作。

截至2022年末，深高速控股及参股的高速公路项目共16个，所投资或运营的高速公路里程数按权益比例折算约643公里，全部为经营性高速公路。深高速经营和投资的高速公路主要分布在深圳市和广东省其他地区，还通过股权并购向湖南省和江苏省拓展。2022年，深高速控股路产单公里收益为993.82万元，路产质量高。

表2 截至2022年末深高速控股及参股高速公路收费公里情况

序号	收费项目	权益比例 (%)	持股情况	位置	收费里程 (公里)	车道数量 (条)	状况	收费到期日 (年、月)
1	梅观高速	100.00	控股	深圳	5.40	8	营运	2027.03
2	机荷东段	100.00	控股	深圳	23.70	6	营运	2027.03
3	机荷西段	100.00	控股	深圳	21.80	6	营运	2027.03
4	水官高速	50.00	控股	深圳	20.00	10	营运	2027.02
5	水官延长段	40.00	参股	深圳	6.30	6	营运	2027.02
6	沿江项目	100.00	控股	深圳	36.60	8	一期营运 二期在建	2038.12
7	外环项目	100.00	控股	深圳	60.00	6	营运	2045.12（尚未得到最终批准）
8	龙大高速	89.93	控股	深圳	4.43	6	营运	2027.10

9	阳茂高速	25.00	参股	广东	79.80	4	营运	2027.07
10	广州西二环	25.00	参股	广东	40.20	6	营运	2030.12
11	清连高速	76.37	控股	广东	216.00	4	营运	2034.07
12	西线高速	50.00	参股	广州、佛山、中山	98.00	6	营运	2035.06
13	广深高速	45.00	参股	深圳、东莞、广州	122.80	6	营运	2027.06
14	益常高速	100.00	控股	湖南	78.30	4	营运	2033.12
15	长沙环路	51.00	控股	湖南	34.70	4	营运	2029.10
16	南京三桥	35.00	参股	江苏	15.60	6	营运	2030.10

注：1. 2022年，深高速以约1.75亿元（扣除过渡期分红实际对价为1.589亿元）受让南京三桥10.00%股权，相关工商登记变更手续已于2022年9月27日完成，深高速所持南京三桥股权比例由25.00%增至35.00%；2. 武黄高速的特许经营期已于2022年12月10日24时到期终止，相关信息不再列示；3. 2022年8月，湾区发展子公司深湾基建（深圳）有限公司（以下简称“深湾基建”）拟以29.98亿元认购深圳市广深沿江高速公路投资有限公司（以下简称“沿江公司”）约29.14亿元的新增注册资本（其余约0.84亿元进入沿江公司的资本公积金），增资完成后，深湾基建直接持有增资后的沿江公司的51.00%股权，深高速直接持有沿江公司的股权由100.00%降至49.00%，仍控股沿江公司，相关股权交割手续已于2022年11月完成。

资料来源：公司年报

收费政策方面，广东省政府部门于2022年4月下发了《广东省全面推广高速公路差异化收费实施方案的通知》，提出经营性单位可自主实施差异化收费，合理实行收费差异化下浮。深高速综合考虑内外部经营环境及行业情况，维持现有差异化收费政策不变。2022年9月30日，交通运输部、财政部联合下发了《关于做好阶段性减免收费公路货车通行费有关工作的通知》，要求从2022年10月1日0时起至12月31日24时止，全国收费公路在继续执行现有各类通行费减免政策的基础上，统一对货车通行费再减免10.00%。

运行情况方面，2020年2月17日至2020年5月6日免收全国高速公路车辆通行费。2021年，随着市场环境改善和恢复收取通行费，深高速大部分投资及运营的高速公路收入较上年有所增长，部分公路在恢复期间受平行路段分流等因素影响有不同表现。其中，外环一期于2020年12月末通车营运，其开通对机荷高速全线车流量产生分流影响；广佛肇高速主线于2021年4月下旬贯通，其对广州西二环车流量产生分流影响；南京五桥于2020年末

通车运营，对南京三桥产生车流量分流影响；坂银大道于2020年5月通车，对水官延长段车流量产生分流影响。2022年，因道路交通需求下降叠加第四季度对货车通行费部分减免的影响，深高速大部分高速公路收入较上年有所下降，部分公路受建成通车、调整费率标准等因素影响有不同表现。其中，外环二期于2022年初通车营运，与外环一期形成贯通效应，对外环项目整体营运表现产生正面影响；同时，外环项目作为深圳东西向最便捷的高快速主干道，与龙大高速车流量产生路网协同效应，带动龙大高速车流量增长；阳茂高速于2021年末完成改扩建，双向八车道全线通行，费率标准由0.45元/标准车公里上调为0.60元/标准车公里，因此阳茂高速通行费收入同比增长。

2023年上半年，由于上年同期基数较低，叠加客运出行需求回升，深高速日均混合车流量和日均通行费收入均同比增长。但上年末武黄高速特许经营权到期亦对路费收入产生一定影响。整体看，2023年1-6月，公司路费收入同比变动不大。

表3 深高速控股及参股高速公路运营情况

位置	公路名称	日均通行费收入（千元）				日均混合车流量（千量次）		
		2020年	2021年	2022年	2023年上半年	2021年	2022年	2023年上半年
广东省—深圳地区	梅观高速	392.6	448.9	373.2	408	158	138	159
	机荷东段	2012.0	2012.4	1733.0	1820	329	283	312
	机荷西段	1680.4	1526.7	1284.0	1459	217	187	213

	水官高速	1658.5	1808.7	1565.6	1690	266	238	263
	水官延长段	252.8	244.1	189.2	210	71	55	63
	沿江高速	1498.4	1619.6	1317.8	1637	168	141	182
	外环项目	--	2523.5	2615.6	3140	234	242	296
	龙大高速	--	400.1	361.0	411	115	140	162
广东省—其他地区	阳茂高速	1293.6	1352.6	1681.9	2079	46	44	54
	广州西二环	1543.5	1380.4	1109.6	1279	91	73	86
	清连高速	2274.5	2399.5	1686.1	1905	51	44	51
	广深高速	--	--	6186.4	7687	--	527	627
	西线高速	--	--	2862.4	3406	--	222	262
其他省份	武黄高速	1059.5	1311.4	1053.1	--	67	63	--
	益常高速	1065.8	1277.5	1059.7	1185	58	55	61
	长沙环路	511.5	816.3	650.9	703	87	83	92
	南京三桥	1516.9	1301.3	1250.1	1469	29	29	39

注：1. 外环项目一期自 2020 年 12 月 29 日通车运营、二期于 2022 年 1 月 1 日通车运营，因此未列入 2020 年相关数据中；2. 深高速于 2020 年 11 月完成对深圳龙大高速公路有限公司的收购，因此龙大高速未列入 2020 年相关数据中；3. 沿江项目自 2021 年 1 月 1 日至 2024 年 12 月 31 日通行的货车按照收费标准的 50.00%收取通行费，免收的 50.00%通行费将由深圳市政府于次年的 3 月一次性补偿支付，补偿收入在当期确认为收入；4. 2022 年 1 月 11 日，深高速参股西线高速和广深高速，相关路产无 2020 年和 2021 年数据；5. 武黄高速的特许经营期已于 2022 年 12 月 10 日 24 时到期终止；6. 日均混合车流量数据不包含在实施节假日免费方案期间通行的免费车流量

资料来源：公司年报和中期业绩公告

（2）自建项目

外环项目全长约 77 公里，分三期建设，其中，一期和二期由公司本部、公司全资子公司深圳市外环高速公路投资有限公司（以下简称“外环公司”）及深圳市特区建设发展集团有限公司（以下简称“特建发”）共建，建成后由外环公司运营，且公司接受委托负责外环项目的建设管理，以经审核的项目清理概算（不含土地征用及拆迁补偿费，含管线改迁费）加成 1.5%测算委托管理费。外环一期（约 50.74 公里）于 2020 年末通车运营，二期（约 9.35 公里）于 2022 年初通车运营。2023 年 4 月，广东省发改委批复外环三期坑梓至大鹏段约 16.8 公里，公司的估算总投资为 84.47 亿元；2023 年 7 月，公司董事会批准投资 84.47 亿元建设外环三期。

沿江项目分两期建设，沿江一期为沿江高速主线，已于 2013 年 12 月运营；沿江二期于 2015 年 12 月开工建设，包括深中通道深圳侧接线和国际会展中心（沙井）互通立交两部分，其中国际会展中心互通立交已于 2019 年完工通车。沿江二期预计总投资额为 61.90 亿元，其中 10.00 亿元由深高速出资，剩余由深圳市

财务委员会直接拨付到沿江公司。截至 2023 年 6 月末，沿江二期项目累计完成工程进度约 85%，完成约 83%的路基工程、约 92%的桥梁工程和约 45%的路面工程。

（3）委托建设管理服务及工程咨询服务

深高速委托代建业务主要是深高速依托所积累的项目管理经验，为委托方提供工程项目管理服务并获得一定工程管理费用。截至 2022 年末，深高速主要代建项目为外环项目、深汕环境园项目、比孟安置小区项目和龙里河大桥（原名朵花项目）等。

深高速提供的代管业务可实现一定委托代管收入。2022 年，深高速续签南光高速、盐排高速、盐坝高速和龙大高速深圳段综合管养项目的项目，合同期 3 年，累计合同金额约为 2.9 亿元。深高速继续运营管理坝光和梧桐收费站、沙荷临时发车站。

深高速于 2021 年承接的坪山区全区域及光明区、宝安区部分街道的市政道路养护业务合同金额约为 2.73 亿元；2022 年新签 11 个道路修复及绿化改造等市场化服务项目，合计金额约 1500 余万元。

(4) 特许经营安排之建造服务

特许经营安排之建造服务是采用完工百分比法对就特许经营安排下处于建设期内路段所提供的建造服务或改造服务所确认的收入。该项业务收入并无相对应的实际现金流入，结转成本与确认收入金额相同，为实际支付的项目成本，相应的毛利率为 0%。

3. 大环保业务

深高速通过投资并购带来风电项目装机容量提升，风力发电业务开展较好；风电整机制造行业技术更新迭代速度快、市场竞争激烈，公司风机设备销售市场开拓不理想，存量项目实施缓慢，增量订单延期实施。随着控股生物质项目和部分有机垃圾处理项目转入商业运营，餐厨垃圾处理运营效益显现；但在建项目建设进度有所滞后。

公司大环保业务由子公司深高速负责。

(1) 清洁能源

截至 2022 年末，深高速持有南京风电科技有限公司（以下简称“南京风电”）51.00% 股权。南京风电负责研发、生产和销售风力发电机组，以及风电发电项目的投资运营。随着“平价上网”时代来临，大容量的大型风机更符合风电企业降本增效的需求，新周期下风电整机制造行业技术更新迭代速度快、市场竞争激烈，

南京风电现有的中小机型风机难以满足市场风机大型化需求，市场开拓不理想，存量项目实施缓慢，增量订单延期实施。2020—2022 年南京风电实现风机设备销售收入分别为 14.28 亿元、1.33 亿元和 1.16 亿元。

南京风电收入规模下降的同时也存在减值迹象。深高速 2019 年收购南京风电时确认商誉 1.56 亿元。2021 年，南京风电未完成业绩承诺，深高速计提减值准备 1.10 亿元。2022 年，南京风电业务开展仍然不及预期，经评估后资产组的可收回金额低于账面净资产值，深高速将商誉全额计提减值准备后，进一步计提减值准备 0.18 亿元。此外，南京风电的部分合同未按约定执行，2022 年末，相关合同形成的应收账款和存货资产可变现净值低于账面原值，计提存货跌价准备 0.80 亿元。

深高速通过投资并购带来风电项目装机容量提升，2020—2022 年，深高速实现风力发电收入分别为 2.38 亿元、5.80 亿元和 6.92 亿元。截至 2022 年末，深高速投资和经营的风电项目累计装机容量按权益比例折算为 648MW。2023 年上半年，公司装机容量较上年末无变动。电价补贴方面，截至 2022 年末，深高速控股风电项目累计应收电费补贴 13.88 亿元，其中尚未收到的电费补贴为 10.88 亿元。

表 4 深高速风电项目运营情况

风力发电			截至 2022 年末 装机容量 (兆瓦 MW)	上网电价 (元/千瓦时)	上网电量 (亿千瓦时 GWH)			风力发电业务收入 (千万元)		
项目	权益比例 (%)	收入合并 比例 (%)			2021 年	2022 年	2023 年 1—6 月	2021 年	2022 年	2023 年 1—6 月
包头南风项目	100.00	100.00	247.50	0.49	705.49	747.97	412.95	25.84	25.42	12.92
木垒风力发电项目	100.00	100.00	299.00	249.5 兆瓦的上网电价为 0.49 元/千瓦时； 49.5 兆瓦的上网电价为 0.51 元/千瓦时	519.86	734.71	343.57	30.56	34.45	15.99
永城助能项目	100.00	100.00	32.00	0.60	27.65	79.48	47.75	1.47	4.22	2.44
中卫甘塘项目	100.00	100.00	49.50	0.56	3.65	104.98	64.30	0.18	5.07	3.39
淮安中恒项目	20.00	--	99.40	--	7.37	216.77	115.78	--	10.61	5.82

注：1. 上网电量为按电网结算周期核算的数据，风力发电业务收入中包含按上网电量计算的电价补贴收入；2. 深高速 2021 年一季度陆续完成对木垒风力发电项目的收购，上表数据为木垒风力发电项目纳入深高速合并范围后数据；3. 永城助能项目于 2021 年 9 月 1 日起纳入深高速合并报表范围，上表数据为其纳入深高速合并范围后数据；4. 中卫甘塘项目于 2021 年 12 月 15 日起纳入深高速合并报表范围，上表数据为其纳入深高速合并范围后数据

资料来源：公司年报和中期业绩公告

2022年2月,深高速通过与国家电投集团福建电力有限公司成立的合营公司以4.03亿元控股收购了南京安维士传动技术股份有限公司(以下简称“安维士”)51.00%股权,其中深高速实缴出资2.01亿元。安维士从事国内齿轮箱运维业务,2022年,安维士累计签订销售订单金额约4.38亿元,主要包括备机销售、返厂修复、配件销售和维修业务。2023年上半年,安维士累计签订销售订单金额约1.42亿元。

2023年,深高速与国家电投集团贵州金元威宁能源股份有限公司成立深圳金深新能源有限公司(以下简称“金深新能源”),深高速持股65.00%。截至2023年6月末,金深新能源已取得贵州省紫云县180MW风电项目核准,自主申报的河北平山县60MW光伏项目和70MW光伏项目已分别纳入了保障性项目和储备类项目。

(2) 固废资源化处理

2020—2022年,深高速共实现餐厨垃圾处理项目建造、运营和设备销售收入分别为8.43亿元、8.47亿元和5.55亿元。

2022年,深高速对深高蓝德环保科技集团股份有限公司(以下简称“蓝德环保”)的持股比例由67.14%增加至92.29%。蓝德环保是国内重要的有机垃圾综合处理和建设运营的企业,主要为客户提供市政有机垃圾处理的系统性综合解决方案,业务经营模式主要包括项目PPP投资运营(含BOT)、环保工程EPC及设备制造销售等。2022年,随着在建有机垃圾处理项目的推进和存量项目陆续转入商业运营,蓝德环保完成有机垃圾处理量约84.4万吨(2021年为68.7万吨),餐厨垃圾处理项目运营收入3.90亿元(2021年为3.17亿元)。截至2022年末,蓝德环保拥有有机垃圾处理PPP项目20个,厨余垃圾设计处理量超过4800吨/天。其中,已进入商业运营项目13个,在建项目6个,预计总投资8.88亿元,已投资6.37亿元,部分在建项目建设进度有所滞后。2023年上半年,随着餐饮消费市场回暖,餐厨垃圾量

同比上升,蓝德环保运营收入同比有所增长。2023年1—6月,蓝德环保完成有机垃圾处理量约47.19万吨,油脂销售量1.70万吨,生产生物质电约1551万度。但受油脂销售价格下降、部分项目达产率较低等因素影响,蓝德环保上半年的运营业务表现未达预期;此外,蓝德环保仍面临新项目拓展不及预期,装备订单未能按期落地,部分完工工程未按期验收等情况,总体经营表现欠佳。

2022年,深高速子公司深圳高速环境有限公司(以下简称“环境公司”)与深圳市利赛环保科技有限公司(以下简称“利赛环保”)原个人股东签订了关于利赛环保股权转让及增资协议,以不超过13125万元收购利赛环保70.00%的股权,成为其控股股东,2022年4月20日股权转让相关工作已完成。利赛环保拥有深圳市城市生物质垃圾处置工程BOT项目(“生物质项目”)的特许经营权,特许经营服务区域为深圳市龙华区郁南环境园,原设计处理能力为生物质垃圾500吨/日,其中餐厨垃圾处理特许经营期为“10+5”年,市政污泥处理特许经营期为25年。收购后,环境公司投资不超过3577万元对利赛环保的生产线进行技术改造,改造后其餐厨垃圾处理能力将提升至650吨/日,新增油脂处理能力30吨/日,垃圾收运量提升至600吨/日以上。2022年,利赛环保全年完成餐厨垃圾处理量约15.8万吨,提油量约3642吨,5—12月餐厨垃圾处理项目运营收入0.83亿元。2023年上半年,利赛环保完成有机垃圾处理量约8.43万吨,油脂销售量3783.15吨。

光明环境园项目由环境公司负责。光明环境园项目位于深圳市光明区,将建成一座具备处理餐厨垃圾1000吨/天、大件(废旧家具)垃圾100吨/天、绿化垃圾100吨/天的大规模处理厂,采用BOT模式实施,深高速负责项目的投融资、设计、建设、改造、运营维护以及移交等工作,特许经营期拟定为10年,经考核合格及光明区政府批准后,特许经营权可

延期5年。项目总投资估算约为不超过9.58亿元，截至2023年6月末，深高速已完成约83.26%的土建工程形象进度和约65%的设备安装形象进度，预计将于2023年竣工。

2022年11月，环境公司中标邵阳市餐厨垃圾收运处置特许经营项目，项目位于湖南省邵阳市大祥区，项目设计处理规模为200吨/日，采用“TOT（转让-运营-移交）”模式，项目总投资不超过3.3亿元，特许经营期限为30年，环境公司已于2022年12月签署特许经营协议。邵阳项目于2023年2月末启动试运营，累计收运餐厨垃圾约1.10万吨，垃圾预处理系统完成全流程带料调试工作，部分设备尚在调试运行。

2022年6月，深高速对深圳深汕特别合作区乾泰技术有限公司（以下简称“深汕乾泰”）的持股比例由50.00%增加至63.33%。深汕乾泰具备报废机动车回收拆解资质，可在提供燃油车报废回收处置服务的同时提供新能源汽车及退役动力电池一体化资源综合利用服务，且为深圳市唯一一家获得《新能源汽车废旧动力蓄电池综合利用行业规范条件》白名单资质企业。2022年，深汕乾泰中标报废电池综合处置项目累计合同金额超过4亿元；已回收报废车辆近2860台，其中传统油车占比例约为35%，新能源占比例约为65%。2023年上半年，受锂电材料价格持续下跌、动力电池市场需求增速放缓影响，深汕乾泰业务开展未达预期；同时，报废车回收市场价格持续上涨，但废金属市场价格下降，使得拆车利润有所下降，报废车回收业务获取和回收处理量整体受到影响。综合以上因素，2023年上半年深汕乾泰业绩未达预期。

（3）水环境治理

深高速持有重庆德润环境有限公司（以下简称“德润环境”）20.00%股权。德润环境是一家综合性的环境企业，主要业务为供水及污水处理、垃圾焚烧发电和环境修复等。2020—2022年，深高速参股德润环境分别实现投资收

益2.06亿元、2.98亿元和2.56亿元。

4. 物流业务

（1）物流园（含综合物流港）业务

随着物流节点布局建设持续推进，公司物流园收入持续增长，综合出租率约86%，同时资金支出压力亦较大。

公司物流园业务模式为公司自建或收购物流中心，为客户提供物流中心仓库（包括出口监管仓库、进口保税仓库、危险品仓库和普通仓库）租赁、货物装卸及空箱堆存等服务，以及跨境接驳、代理报关、报检等一系列增值服务。

“深国际城市综合物流港”项目以城际货运物流中心为核心，同时具备仓储中心、分拨转运中心、城市配送中心、电商中心、交易展示中心及物流信息中心等功能，并提供商业及金融增值服务，在物流基础设施的基础上构建物流信息化平台。

公司持续推进物流项目覆盖全国的网络布局。2021年，公司先后完成了海南澄迈、贵阳修文、湖南湘潭和山西太原等多个综合物流港项目的投资计划，新增签约面积超49万平方米；位于成都青白江、徐州、南通和杭州二期等综合物流港项目陆续建成并投入运营，新增运营面积约50万平方米。武汉蔡甸、郑州二七、无锡江阴和义乌电商产业园等项目已开展工程建设工作。2022年，公司以17.10亿元收购郑州和合肥两个核心节点城市的物流仓储项目，加速了在核心城市“一城多园”的布局。2022年，公司新获取土地面积约181万平方米，新建成并投入运营的面积约87万平方米。2023年上半年，公司获取深圳平湖南项目占地面积约33.4万平方米的物流用地，并先后在佛山高明、山西太原及成都温江成功竞得若干仓储用地。2023年上半年，公司新建成并投入运营金华义乌项目和长沙项目二期A项目，新增运营面积约22万平方米。

截至2022年末，公司在全国近40个物流

节点城市实现物流业务布局，管理及经营共有 34 个物流项目，拥有及规划的土地面积合共约 1046 万平方米，当中已获取经营权的土地面积约 815 万平方米，运营面积约 431 万平方米，综合出租率约 86%。截至 2023 年 6 月末，公司总运营面积逾 450 万平方米，此外，公司已在 14 个关键节点城市完成“一城多园”的布局。

截至 2023 年 6 月末，公司主要在建物流港项目 6 个。①深国际铁路枢纽物流港（深圳平湖南）项目位于深圳市龙岗区，占地面积约 90 万平方米，物流仓储建筑面积预计约 85 万平方米；深圳平湖南项目一期部分已投入运营，开展仓储服务、港口集装箱堆场及铁路运输等服务；深圳平湖南项目二期拟于铁路货场上盖开发建设现代化物流园，架空层上建设物流仓储设施；2023 年 6 月，公司通过公开招拍挂的方式以 11.87 亿元获得项目上盖仓储的土地使用权，项目用地为全国首宗铁路货场上盖产业空间用地，预计 2023 年末至 2023 年初全年开工，争取于 2026 年建成。②深国际智慧物流港（深圳黎光）位于深圳市龙华区，占地面积约 4.5 万平方米。规划建筑面积约 26.5 万平方米，园区内规划有冷库、常温库、自动立体库等仓库设置及电商孵化运营中心和园区配套服务中心等多种业态，项目已于 2023 年 5 月实现工程规划验收，预计于 2023 年下半年分批投入运营。③深圳国际物流港（深圳福田）位于深圳市福田区，占地面积约 3.2 万平方米，规划建筑面积约 12.7 万平方米，项目将依托国际枢纽港福田港和福田综合保税区的政策优势，重点开展保税新业态，开展国际分拣、跨境电商、冷链物流、保税展示等高附加值物流综合服务，项目已于 2023 年 4 月完成项目主体结构封顶，并于 6 月末完成主体结构验收，预计将于 2023 年末竣工并投入运营。④深国际智慧物流港（深圳坪山）位于深圳市坪山区，占地面积约 12 万平方米，规划建筑面积约 45 万平方米，项目周边聚集了信息技术、生物医

药、新能源汽车等产业，有旺盛的物流需求，项目已于 2023 年 5 月举行开工仪式，预计将于 2025 年建成并投入运营。⑤深国际智慧物流港（佛山南海）位于佛山市南海区，建筑面积约 9.3 万平方米，已进入全面施工阶段，预计于 2024 年投入运营。⑥深国际智慧物流港（佛山顺德）位于佛山市顺德区，建筑面积约 33.7 万平方米，已进入全面施工阶段，预计于 2025 年投入运营。

公司在持续拓展物流港新项目的同时，亦稳步推进在建的物流项目，截至 2023 年 6 月末，公司新开工建设项目共 4 个，建筑面积合计约 52 万平方米，包括湘潭项目、温州项目、南昌昌北项目、合肥肥西项目（新建部分）；续建项目共 4 个，建筑面积合计约 43 万平方米，包括无锡江阴项目、海南澄迈项目、湛江项目、湘潭项目等预计将于 2024 年陆续竣工并投入运营。随着公司物流节点布局建设和对外股权投资推进，公司未来仍有较大资金支出压力。

未来，随着公司在全国物流节点布局建设和贯通，公司物流业务竞争力将有望持续提升。同时，公司积极探索物流港资产证券化路径，实施“投、建、融、管”闭环发展商业模式，通过发行物流产业基金，缩短项目回报周期，提前兑换资产增值收益。

（2）物流服务

2022 年，公司主动对物流服务业务进行结构性调整，导致物流服务收入下降。未来，随着公司战略入股效益逐步显现，物流服务能力有望持续提升。

公司物流服务业务侧重于智慧物流和冷链物流等新业态。2021 年，公司在龙华黎光项目、平湖南项目、成都青白江及石家庄等物流港项目规划和建设冷仓；在杭州综合物流港项目、华南物流园、石家庄项目等建设智慧仓。2022 年，公司新增石家庄正定项目的 2 栋医药仓、成都青白江项目以及天津西青项目等冷仓，完成龙卓智慧仓项目、石家庄正定项目部分仓库的智慧化改造。2022 年，公司为规避风险、

提升盈利能力，主动对物流服务业务进行结构性调整，退出毛利率较低、风险较高的供应链业务，导致其收入规模较上年大幅下降。截至2023年6月末，公司已投入运营的智慧仓和冷仓面积共约5.7万平方米，在建、拟建及规划中的智慧仓和冷仓面积约28.7万平方米。

股权投资方面，2020年，公司与中国外运股份有限公司合资成立中外运深圳国际物流有限公司，合资公司负责运营深圳“湾区号”中欧班列，主营国际货运代理、铁路国际班列运营等业务。此后，还相继开通“湾区号”中老国际班列、中老泰专列。2022年4月，首列中老泰冷链专列从平湖南铁路货场出发。公司下属物流园依托于“湾区号”各班列项目，开展了货物集中拼装、代理订舱、装卸、仓储、运输等一站式服务，利于公司物流服务业务开展。

2021年，公司出资约15.65亿元持有中国国际货运航空有限公司（以下简称“国货航”）10%的股权，成为国货航第四大股东。公司战略入股国货航，以切入航空货运行业延伸物流综合服务能力。公司将与国货航合作推动深圳、北京等地的航空物流项目落地，打造集航空物流、高标仓储、冷链物流等于一体的综合型物流体系。

2021年，公司参股成为国内通信物流市场占有率排名第一的中国通信服务股份有限公司旗下中通服供应链管理集团有限公司（以下简称“中通服”）第三大股东，中通服为中国通信行业唯一一家5A级综合型物流企业，公司与中通服协同对接物流仓储网络，将在信息通信、数据中心等新兴产业领域拓展高端物流增值服务。

（3）物流园转型升级业务

受梅林关项目不再纳入合并报表范围的影响，物流园转型升级收入大幅下降。前海项目引入战略投资者提前实现资金回流。

前海项目

公司就西部物流园拥有的5宗土地，获取

了前海地区价值约83.73亿元的土地使用权的补偿，置换了前海项目土地面积12万平方米，总建筑面积约39万平方米，共分三期开发。

首期项目总建筑面积约11万平方米，包括住宅项目约5.1万平方米，办公项目约3.5万平方米及商业项目约2.5万平方米。其中，住宅项目颐湾府已于2021年6月完成交付；办公项目中标杆项目深国际颐都大厦已于2021年7月完成竣工验收并投入使用，截至2023年6月末，企业入驻率约80%；商业项目“前海·印里”于2022年9月正式开业，截至2023年6月末，整体出租率约76.3%。

前海二期项目计容建筑面积共约11万平方米，分两部分开发，其中公司独立开发运营的颐城栖湾里计容建筑面积约6.5万平方米，包括住宅建筑面积约5.1万平方米、商业建筑面积约0.6万平方米，颐城栖湾里已于2022年9月开盘预售，预售当天销售率约98.5%，截至2023年6月末回款约51亿元，预计于2023年末竣工交付；另一部分由公司和深圳市万科发展有限公司（以下简称“深圳万科”）合作开发，包括住宅建筑面积约4.0万平方米、商业建筑面积约0.34万平方米，已于2022年完成预售，预计将于2023年封顶。

前海三期项目计容建筑面积共约17.2万平方米，其中公司和深圳万科合作开发部分计容建筑面积约8万平方米，包括住宅建筑面积约5万平方米、公寓建筑面积约2.5万平方米、商业建筑面积约0.5万平方米，住宅部分已于2023年4月开盘预售，截至2023年6月末销售率约87%；公司独立持有部分计容建筑面积约9.2万平方米，包括办公建筑面积约7.9万平方米、商业建筑面积约1.2万平方米和社康服务中心建筑面积0.1万平方米，尚未开始建设。

2022年，公司引入深圳万科为深国际前海商业发展（深圳）有限公司（以下简称“前海商业公司”）战略投资者，前海商业公司负责一期中的前海·印里项目、以及二期和三期中公

司与深圳万科合作的项目。深圳万科先后以 9.15 亿元和 14.80 亿元两次注资前海商业公司，增资事项完成后，公司于前海商业公司的股权摊薄至 50%，公司获得税前收益约 24.87 亿元。

华南物流园项目

华南物流园项目地处深圳中轴、核心节点，占地面积约 58 万平方米，是公司在深圳最大的传统仓储物流园。华南物流园一期转型打造华南数字经济超级总部基地正在进行中。华南物流园二期项目“深国际华南数字谷”占地面积约 6.2 万平方米，建筑面积约 20 万平方米，契合龙华区“数字龙华”的发展战略，以发展数字产业为导向，重点引进人工智能、5G 技术和工业互联网三大产业方向的企业。深国际华南数字谷于 2016 年末开展建设工程，分为一组团和二组团开发建设，一组团已于 2021 年 12 月投入运营，二组团计划于 2023 年下半年投入运营。

梅林关项目

梅林关项目位于公司华通源物流中心原址，已升级转型为计容建筑面积约 48.6 万平方米的综合开发项目。梅林关项目由深圳市深国际联合置地有限公司（以下简称“联合置地”）负责。公司原直接持有联合置地 35.7% 股权、通过深高速持有联合置地 34.3% 股权（合计 70.00%），2021 年 12 月，公司以 27.88 亿元转让对价向深圳万科出售公司直接持有的 35.7% 联合置地股权，减持后，联合置地成为公司的联营公司。

梅林关项目计划分三期进行建设，2020 年梅林关项目二期和雅轩住宅单位全部销售完毕，确认收入 46.97 亿港元；2021 年确认二期和雅轩住宅装修收入 3.09 亿港元；2022 年参股联合置地为公司带来 0.26 亿元投资收益。截至 2022 年末，项目一期和风轩、二期和雅轩和三期和颂轩的住宅已全部销售完毕；和颂轩还设有约 19 万平方米的办公、商业及商务公寓综合建筑，其中公寓 2700 余套，已签约销售 1081 套，办公和商业未对外销售。

石家庄正定项目

石家庄正定项目是公司在京津冀协同发展区域投资建设的河北省重点项目，共占地 31 万平方米，打造医药物流、电商冷链、冰雪运动、文旅融合、创新创业平台、优质农产品展示于一体的现代化产城综合体。商业部分建筑面积 33 万平方米，其中创新创业办公及主体街区已于 2022 年 3 月开工建设，预计于 2023 年下半年实现主体封顶；大型室内滑雪场已于 2023 年上半年开工建设；国际商务酒店和商业中心已取得工程规划许可，预计于 2023 年下半年开工建设。

5. 港口及相关服务业务

公司港口及相关服务收入随着南京西坝码头停泊船舶和吞吐量的增长而增长。未来随着公司在长江中下游和内河主航道布局的项目建成投运，公司港口及相关服务业务规模有望扩大。

截至 2022 年末，公司持有 70% 权益的南京西坝码头位于南京江北新区新材料产业园区内，包括 1 座 5 万吨、2 座 7 万吨、2 座 10 万吨级通用散货泊位，及占地 40 万平方米的堆场。南京西坝码头主要承接港口散货业务，可实现卸船、装船、过驳、装汽车、装火车作业的五大功能，主要经营煤炭和石油焦的装卸、中转、堆存业务，并开展供应链管理服务业务，开发了动力煤终端客户。2020—2022 年，南京西坝码头停泊船舶分别为 448 艘、604 艘和 571 艘海轮，完成吞吐量分别为 3593 万吨、3877 万吨和 3870 万吨。2023 年上半年，供需市场环境低迷，南京西坝码头深度挖掘存量客户需求，同时大力拓展新客户带来业务增量，共有 232 艘海轮停泊，完成了约 1738 万吨吞吐量，货车发运量约 212 万吨，业务量持续位居沿江 11 个同类码头首位。

公司持续推进港口项目的拓展，沈丘港项目（公司持股 40%）一期和丰城港项目（公司持股 20%）已分别于 2023 年 3 月和 7 月投产

运营，靖江港项目（公司持股 70%）码头主体已通过交工验收，预计于 2023 年末投入运营。靖江港项目为公司与靖江市政府合作投资项目，项目位于靖江市经济开发区，规划建设拟建 2 座 10 万吨级（水工结构兼顾 15 万吨级）长江主码头、改造 5 个 1000 千吨级（水工结构兼顾 3000 吨级）内港池泊位。

6. 其他投资

受航空市场需求疲弱的影响，公司参股的深圳航空有限责任公司（以下简称“深圳航空”）持续亏损。

截至 2022 年末，公司拥有深圳航空 49.00% 股权（剩余 51.00% 股权由中国国际航空公司持有）。

2020—2022 年，深圳航空运输旅客分别为 2167 万人次、2062 万人次和 1461 万人次，旅客运输量分别为 321.62 亿客公里、307.54 亿客公里和 223.96 亿客公里。受航空市场需求疲弱，民航业陷入低谷期，叠加航油价格持续大幅攀升以及汇率波动等因素影响，深圳航空净亏损进一步加大，2020—2022 年，公司应占深圳航空亏损分别约为 11.79 亿港元、19.93 亿港元和 26.66 亿港元。

2023 年上半年，民航客运市场明显回暖，深圳航空运输旅客 1581 万人次，旅客运输量 243.95 亿客公里，分别同比增长 142% 和 146%。但由于航油成本仍居于高位，汇率及利率波动明显，旅客出行意愿和模式、市场格局、竞争形式均进入新常态，深圳航空的经营压力依然

较大。2023 年 1—6 月，深圳航空净亏损 14.20 亿元。根据权益法，公司于深圳航空之权益已减至零，公司将不再确认深圳航空相关的任何进一步亏损。

7. 未来发展

未来，公司将立足于城市配套基础设施服务的传统优势，围绕物流、港口、收费公路、大环保四大核心业务，依托公路物流主业带来的现金流，加快投资并购，扩大产业规模，积极培育智能仓、冷链及大环保业务。

八、财务分析

1. 财务概况

公司 2020 年合并财务报表经毕马威会计师事务所审计，公司 2021 和 2022 年度合并财务报表经德勤·关黄陈方会计师行审计，审计结论为标准无保留意见。公司 2023 年半年报未经审计。

合并范围方面，公司新增或减少的附属公司规模不大，财务数据可比性较强。

2. 资产质量

公司资产以非流动资产为主，主要为土地及楼宇、风电设备、收费公路收费经营权和于联营公司之权益，整体资产质量较高。

2020—2022 年，公司资产总额持续增长，年均复合增长 8.60%。截至 2022 年末，公司资产总额较上年末增长 7.91%，资产结构以非流动资产为主。

表 5 公司资产主要构成情况

科目	2020 年末		2021 年末		2022 年末		2023 年 6 月末	
	金额 (亿港元)	占比 (%)	金额 (亿港元)	占比 (%)	金额 (亿港元)	占比 (%)	金额 (亿港元)	占比 (%)
流动资产	389.80	34.44	270.16	21.84	304.77	22.83	253.23	19.92
存货	147.22	13.01	95.62	7.73	62.95	4.72	65.08	5.12
业务及其他应收款	72.22	6.38	63.29	5.12	66.62	4.99	69.35	5.45
现金及现金等价物	90.73	8.02	78.83	6.37	108.30	8.11	77.00	6.06
非流动资产	742.07	65.56	966.91	78.16	1030.18	77.17	1018.25	80.08
物业、厂房及设备	127.43	11.26	190.79	15.42	178.74	13.39	168.82	13.28
投资物业	6.11	0.54	76.98	6.22	102.26	7.66	108.60	8.54

无形资产	316.46	27.96	329.22	26.61	299.41	22.43	281.98	22.18
于联营公司之权益	144.31	12.75	195.60	15.81	175.42	13.14	170.55	13.41
其他非流动资产	34.72	3.07	75.50	6.10	75.39	5.65	76.54	6.02
资产总额	1131.87	100.00	1237.08	100.00	1334.95	100.00	1271.49	100.00

资料来源：联合资信根据公司年报和中期业绩公告整理

2020—2022年，公司流动资产波动下降，年均复合下降11.58%，主要系存货减少所致。截至2022年末，公司流动资产较上年末增长12.81%，主要系现金及现金等价物增加所致。

2020—2022年，公司存货持续下降，年均复合下降34.61%，主要系公司降低对联合置地和前海商业公司的持股，联合置地和前海商业公司由子公司转为联营公司，相关土地使用权不再纳入合并范围所致。截至2022年末，公司存货主要由待售的发展中土地及物业（占39.23%）和待售的已完工物业（占45.64%）构成。

2020—2022年，公司业务及其他应收款波动下降，年均复合下降3.95%。截至2022年末，公司业务及其他应收款主要由业务应收款及应收票据（占36.02%）、应收联营公司款项（占15.94%）、应收其他债务人（占22.96%）和保证金及预付款（占18.75%）等构成。

2020—2022年，公司现金及现金等价物波动增长，年均复合增长9.25%。截至2022年末，公司现金及现金等价物均为非受限货币资金，主要币种为人民币（占91.91%）。

2020—2022年，公司非流动资产持续增长，年均复合增长17.82%，主要系物业、厂房及设备，投资物业，于联营公司之权益和其他非流动资产增长所致。截至2022年末，公司非流动资产较上年末增长6.54%。

2020—2022年，公司物业、厂房及设备波动增长，年均复合增长18.44%。截至2021年末，公司物业、厂房及设备较上年末增加63.36亿港元，主要系在建工程转入土地及楼宇24.04亿港元和收购附属公司木垒风力发电项目、助能新能源和宁夏中卫增加港口装卸、设备及设施、风电设备27.62亿港元所致。截至2022年

末，公司物业、厂房及设备较上年末下降6.31%，主要由土地及楼宇（占60.50%）和港口装卸、设备及设施、风电设备（占28.49%）构成。其中8.62亿港元资产未办妥产权证，主要为将在公路收费期满后无偿归还政府的公路及附属房屋。

2020—2022年，公司投资物业大幅增长，年均复合增长309.00%，公司投资物业主要为以经营租赁方式出租的投资性房地产。截至2021年末，公司投资物业较上年末增加70.76亿港元，其中由存货、在建工程和土地使用权转入的金额分别为26.96亿港元、13.44亿港元和7.78亿港元，收购附属公司（为上海、天津和重庆物流高标仓项目的持股公司）产生19.16亿港元。截至2022年末，公司投资物业较上年末增加25.28亿港元，其中新购入22.95亿港元投资物业，收购附属公司（为合肥物流园和郑州物流园的持股公司）产生19.54亿港元，降低对前海商业公司的持股，前海商业公司由子公司转为联营公司，相关12.48亿港元投资物业不再纳入合并范围。

2020—2022年，公司无形资产波动下降，年均复合下降2.73%。截至2022年末，公司无形资产主要为收费公路收费经营权和餐厨垃圾处理项目的特许经营权。

2020—2022年，公司于联营公司之权益波动增长，年均复合增长10.25%。截至2022年末，公司于联营公司之权益主要为深圳航空（持股比例49.00%）和德润环境（持股比例20.00%）。2022年，受深圳航空亏损影响，应占联营公司亏损为16.47亿港元。

2020—2022年，公司其他非流动资产波动增长，年均复合增长47.37%。截至2022年末，公司其他非流动资产主要为应收沿江项目货车

通行费补贴款、应收融资租赁款、应收电力补贴款、非流动资产预付款和预期于超过一年后收回的合同资产等。

受限资产方面，截至 2022 年末，公司受限资产为 221.98 亿港元，在总资产中占比约为 16.63%。

表 6 截至 2022 年末公司资产受限情况

受限项目	账面价值 (亿港元)
货币资金	28.05
高速公路收费权	141.47
子公司股权	21.24
土地使用权	2.14
应收账款收款权	8.10

蓝德环保餐厨垃圾处理项目特许经营权、生产设备和子公司股权	20.98
合计	221.98

资料来源：公司年报

截至 2023 年 6 月末，公司资产总额较上年末下降 4.75%，主要系现金及现金等价物和结构性存款减少所致。

3. 资本结构

公司总权益波动下降，稳定性一般。

2020—2022 年，公司总权益波动下降，年均复合下降 2.84%。截至 2022 年末，公司总权益较中其它储备及保留盈余和非控制性权益占比较高，总权益稳定性一般。

表 7 公司权益主要构成情况

科目	2020 年末		2021 年末		2022 年末		2023 年 6 月末	
	金额 (亿港元)	占比 (%)						
股本及股本溢价	115.29	19.72	123.32	19.56	132.18	23.95	132.54	25.48
其它储备及保留盈余	228.57	39.09	255.40	40.51	180.30	32.66	160.59	30.88
永续证券	23.31	3.99	23.31	3.70	--	--	--	--
非控制性权益 (少数股东权益)	217.61	37.21	228.50	36.24	239.51	43.39	226.97	43.64
总权益	584.79	100.00	630.52	100.00	551.99	100.00	520.10	100.00

资料来源：联合资信根据公司年报和中期业绩公告整理

2020—2022 年，公司股本及股本溢价持续增长，年均复合增长 7.07%，主要系公司根据股东周年大会批准的代息股份计划发行新股所致。

2020—2022 年，公司其它储备及保留盈余波动下降，年均复合下降 11.19%，主要系保留盈余累积、支付股息和从功能货币换算到列报货币的汇兑差额综合影响所致。

2022 年 11 月，公司全额赎回永续证券。截至 2022 年末，公司无已发行未偿还的永续证券。

截至 2023 年 6 月末，公司总权益较上年末下降 5.78%，主要系其它储备及保留盈余减少所致。

公司债务规模持续增长，短期债务占比有所提升，整体债务负担适中。

2020—2022 年，公司负债总额持续增长，年均复合增长 19.63%。截至 2022 年末，公司负债结构以流动负债为主。

表 8 公司负债主要构成情况

科目	2020 年末		2021 年末		2022 年末		2023 年 6 月末	
	金额 (亿港元)	占比 (%)						
流动负债	339.76	62.10	289.71	47.76	485.84	62.05	467.60	62.23
业务及其他应付款	128.84	23.55	124.58	20.54	127.71	16.31	135.87	18.08
贷款 (流动负债部分)	158.72	29.01	143.80	23.71	293.41	37.47	268.48	35.73
非流动负债	207.32	37.90	316.85	52.24	297.11	37.95	283.78	37.77

贷款 (非流动负债部分)	161.76	29.57	258.77	42.66	244.26	31.20	233.34	31.06
负债总额	547.08	100.00	606.55	100.00	782.96	100.00	751.38	100.00

资料来源：联合资信根据公司年报和中期业绩公告整理

2020—2022年，公司流动负债波动增长，年均复合增长19.58%，主要系贷款（流动负债部分）增加所致。

2020—2022年，公司业务及其他应付款变动不大。截至2022年末，公司主要由业务应付款（占32.95%）、工程应付款（占11.12%，主要为与建设项目有关的政府预付款和与物流园工程项目、收费公路委托管理建设及工程建设项目相关的应付款项）、其他应付款及预提费用（占22.53%）、应付联营公司款项（占13.35%，主要联营公司联合置地和前海商业的贷款垫款）和关联方之借款（占18.55%）构成。

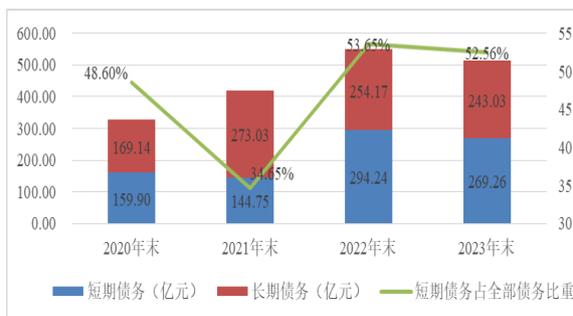
2020—2022年，公司贷款（流动负债部分）波动增长，年均复合增长35.96%。截至2022年末，公司贷款（流动负债部分）主要由银行贷款（占77.84%）、一年内到期的债券和票据（占14.13%）和超短期融资债券（占7.73%）构成。

2020—2022年，公司非流动负债波动增长，年均复合增长19.71%，主要系贷款（非流动负债部分）增加所致。

2020—2022年，公司非流动负债波动增长，年均复合增长19.71%。截至2022年末，公司贷款（非流动负债部分）主要由银行贷款（占49.21%）、企业债券（占26.58%）和熊猫债券（占23.27%）构成。

2020—2022年，公司全部债务持续增长，年均复合增长29.10%，主要系银行贷款增加和发行债券所致。债务结构方面，截至2022年，公司短期债务占53.65%，短期债务占比有所提升。从债务指标来看，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率均持续上升。公司整体债务负担适中。从到期期限分布看，截至2022年末，公司全部债务还款期在1年以内、2~5年和5年以上分别占55%、30%和15%。

图1 公司债务结构



资料来源：联合资信根据公司年报和中期业绩公告整理

图2 公司财务杠杆水平



资料来源：联合资信根据公司年报和中期业绩公告整理

截至2023年6月末，公司负债较上年末下降4.03%，公司全部债务较上年末下降6.59%，主要系贷款减少所致。

4. 盈利能力

公司收入和年度纯利有所下降，盈利能力处于高水平。

2020—2022年，公司收入和销售成本均持续下降，年均复合下降分别为10.65%和6.39%。

同期，公司营业利润率持续下降。

表9 公司盈利能力情况（单位：亿港元）

科目	2020年	2021年	2022年	2023年1—6月
收入	194.52	185.42	155.29	69.18
销售成本	129.90	129.75	113.83	46.40
其他收益	49.63	56.26	39.99	2.00
分销成本	1.66	1.85	1.48	0.68

管理费用	9.72	13.53	11.24	3.78
应占联营公司盈利	-5.71	-1.58	-16.47	3.55
财务成本净额	6.02	7.46	25.69	14.46
年度纯利	60.39	60.90	19.36	6.26
营业利润率	33.22%	30.02%	26.70%	32.94%
总资本收益率	7.71%	6.89%	3.32%	--
净资产收益率	10.33%	9.66%	3.51%	--

资料来源：联合资信根据公司年报和中期业绩公告整理

2020—2022年，公司费用总额（测算包含管理费用、分销成本和财务成本净额）持续增长，年均复合增长48.57%，主要系业务规模扩大导致管理费用增加、借贷规模增加导致利息上升及汇兑损失导致财务成本增加所致；公司费用总额占收入的比重分别为8.94%、12.32%和24.73%，费用控制能力有待增强。

2020—2022年，公司其他收益波动下降，年均复合下降10.24%。2020年，公司其他收益主要为土地置换补偿收益。2021年，公司其他收益为处置联合置地股权的收益。2022年，公司其他收益为处置前海商业股权的收益。2020—2022年，公司其他收益占年度纯利的比重分别为82.19%、92.39%和206.53%，对年度纯利的实现贡献度高，但其他收益的实现不具有持续性。

2020—2022年，公司应占联营公司盈利体现为持续亏损，主要系联营公司深圳航空亏损所致。

盈利指标方面，2020—2022年，公司总资本收益率和净资产收益率均持续下降，但公司整体盈利能力仍处于高水平。

2023年1—6月，公司收入69.18亿港元，年度纯利6.26亿港元。

5. 现金流分析

公司营运产生的现金持续增加；受综合物流港和高速公路等长期资产持续投入影响，公司投资活动所用的现金持续净流出。随着公司物流节点布局建设持续推进，公司仍有较大筹资需求。

表 10 公司现金流情况（单位：亿港元）

科目	2020年	2021年	2022年
营运产生的现金	48.69	58.83	116.76
营运活动产生的净现金	6.32	36.72	101.34
购置物业、厂房及设备、土地使用权、在建工程、无形资产及其他非流动资产	61.58	80.85	72.31
投资活动所用的净现金	-79.66	-81.53	-78.36
融资活动（所用）/产生的净现金	45.35	30.46	-4.45

资料来源：联合资信根据公司年报整理

2020—2022年，公司营运产生的现金和营运活动产生的净现金均持续增长。其中，2022年，颐城栖湾里预售引起公司营运产生的现金和净现金均大幅增长。

2020—2022年，公司投资活动所用的现金持续净流出，主要为综合物流港、高速公路等长期资产的投入以及对外股权投资。

2020—2022年，公司融资产生/（所用）的现金由净流入转为净流出，主要为公司融资及债务到期偿还款项。

6. 偿债指标

公司短期偿债指标表现一般，长期偿债指标表现强，融资渠道畅通，或有负债风险低。

从短期偿债指标表现看，2020—2022年，公司流动比率、速动比率和现金短期债务比持续下降。截至2022年末，公司剔除受限货币资金后的现金短期债务比为0.48倍。截至2023年6月末，公司上述指标较上年末均有所下降。整体看，公司短期偿债指标表现一般。

从长期偿债指标表现看，2020—2022年，公司EBITDA波动下降，EBITDA/利息支出波动下降，全部债务/EBITDA持续增长。整体看，公司长期偿债指标表现强。

表 11 公司偿债指标

项目	2020年（末）	2021年（末）	2022年（末）	2023年6月（末）	
短期偿债能力指标	流动比率	114.73%	93.25%	62.73%	
	速动比率	71.40%	60.25%	49.77%	
	现金短期债务比（倍）	1.00	0.72	0.57	
长期偿债	EBITDA（亿港元）	126.53	130.85	73.23	--

能力指标	EBITDA/利息支出(倍)	8.20	9.44	3.76	--
	全部债务/EBITDA(倍)	2.60	3.19	7.49	--

资料来源：联合资信根据公司年报和中期业绩公告整理

截至 2023 年 6 月末，公司持有现金及备用银行信贷额度约 884 亿港元，间接融资渠道畅通。同时，公司在香港联合交易所上市，可申请股票增发，进行直接融资。

截至 2022 年末，公司对外担保金额为 5.14 亿港元，担保比率 0.93%，或有负债风险低。

截至 2022 年末，公司为应诉方的重大未决诉讼涉诉均集中在深高速，其中蓝德环保下属子公司因建设工程施工合同纠纷涉诉 1.03 亿元（其中反诉 0.51 亿元），南京风电因合同纠纷涉诉 2.60 亿元（其中反诉 0.79 亿元），贵州贵深投资发展有限公司及下属子公司贵州置地因股权转让合同纠纷涉诉金额 1.23 亿元，深圳高速建设发展有限公司因采购合同纠纷涉诉 0.46 亿元。

7. 公司本部财务分析

公司主要业务由附属公司深高速、南京西坝码头有限公司和各物流港运营公司等负责。公司本部占合并口径的资产、总权益、有息债务和年度纯利等比重较低，公司本部债务负担适中。

截至 2022 年末，公司本部资产总额 315.67 亿港元（占合并口径的 23.65%）。公司本部资产结构以流动资产为主，流动资产 201.46 亿港元（占 63.82%），主要由应收附属公司之股息构成；非流动资产 114.20 亿港元（占 36.18%），主要由于附属公司之权益和应收附属公司之款项构成。截至 2022 年末，公司本部现金及现金等价物为 0.89 亿港元。

截至 2022 年末，公司本部总权益为 134.77 亿港元（占合并口径的 24.42%），主要为股本及股本溢价（占 98.08%）。

截至 2022 年末，公司本部负债总额 180.90 亿港元（占合并口径的 23.10%），负债结构以

流动负债为主，其中流动负债 124.06 亿港元（占 68.58%），主要为贷款；非流动负债 56.84 亿港元（占 31.42%），主要为熊猫债券。截至 2022 年末，公司本部全部债务为 173.72 亿港元，资产负债率和全部债务资本化比率分别为 57.31% 和 56.31%，债务负担适中。

2022 年，公司本部年度纯利 7.04 亿港元（占合并口径的 36.34%）。

九、本期债券偿还能力分析

本期债券发行对公司债务规模和结构影响一般。

1. 本期债券的发行对公司债务的影响

本期债券拟发行规模为不超过 19.00 亿元（含），以发行上限 19.00 亿元和 2022 年末汇率测算（下同）测算，相当于公司 2022 年末长期债务和全部债务的 8.46% 和 3.92%，对公司债务规模和结构影响一般。

截至 2022 年末，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 58.65%、49.84% 和 31.53%。不考虑其他因素，预计本期债券发行后，上述指标将分别提高至 59.31%、50.80% 和 33.31%，公司债务负担有所加重。

2. 本期债券偿还能力分析

本期债券发行后，截至 2022 年末，公司发行后长期债务为 243.70 亿元。2022 年经营活动现金流入量、经营活动现金流净额和 EBITDA 对发行后长期债务的保障情况如下表。

表 12 本期债券偿还能力测算

项目	指标值
发行后长期债务（亿元）	243.70
营运产生的现金/发行后长期债务（倍）	0.42
营运活动产生的净现金/发行后长期债务（倍）	0.37
发行后长期债务/EBITDA（倍）	3.76

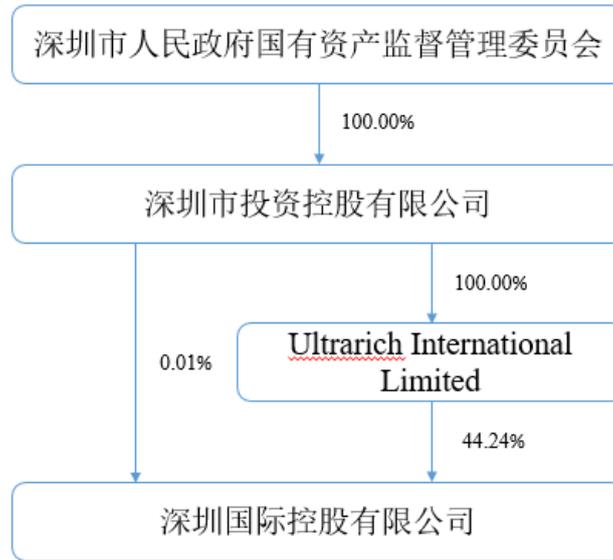
注：发行后长期债务为将本期债券最大发行额度计入后测算的长期债务总额

资料来源：联合资信根据公司财务数据整理

十、结论

基于对公司经营风险、财务风险及债项条款等方面的综合分析评估，联合资信确定公司主体长期信用等级为 AAA，本期债券信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

附件 1-1 截至 2023 年 6 月末公司股权结构图



资料来源：联合资信根据公司 2023 年度中期业绩公告整理

附件 1-2 截至 2022 年末公司组织架构图



资料来源：公司提供

附件 2 主要财务数据及指标 (合并口径)

项目	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年 6 月
财务数据				
现金类资产 (亿港元)	90.73	78.83	108.30	77.00
资产总额 (亿港元)	1131.87	1237.08	1334.95	1271.49
总权益 (亿港元)	584.79	630.52	551.99	520.10
短期债务 (亿港元)	159.90	144.75	294.24	269.26
长期债务 (亿港元)	169.14	273.03	254.17	243.03
全部债务 (亿港元)	329.04	417.78	548.40	512.29
收入 (亿港元)	194.52	185.42	155.29	69.18
年度纯利 (亿港元)	60.39	60.90	19.36	6.26
EBITDA (亿港元)	126.53	130.85	73.23	--
营运活动产生的净现金 (亿港元)	6.32	36.72	101.34	--
财务指标				
现金收入比 (%)	25.03	31.73	75.19	--
营业利润率 (%)	33.22	30.02	26.70	32.94
总资本收益率 (%)	7.71	6.89	3.32	--
净资产收益率 (%)	10.33	9.66	3.51	--
长期债务资本化比率 (%)	22.43	30.22	31.53	31.85
全部债务资本化比率 (%)	36.01	39.85	49.84	49.62
资产负债率 (%)	48.33	49.03	58.65	59.09
流动比率 (%)	114.73	93.25	62.73	54.16
速动比率 (%)	71.40	60.25	49.77	40.24
经营现金流流动负债比 (%)	1.86	12.67	20.86	--
现金短期债务比 (倍)	1.00	0.72	0.57	0.42
EBITDA 利息倍数 (倍)	8.20	9.44	3.76	--
全部债务/EBITDA (倍)	2.60	3.19	7.49	--

注：公司未披露 2023 年半年度现金流量表及公司本部报表，相关数据无法获取，以“--”表示
资料来源：联合资信根据公司年报及中期业绩公告整理

附件 3 主要财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
资产总额年复合增长率	
净资产年复合增长率	(1) 2 年数据: 增长率=(本期-上期)/上期×100%
营业总收入年复合增长率	(2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} -1]×100%
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业总收入/(平均应收账款净额+平均应收票据+平均应收款项融资)
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业总收入/平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业总收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	(净利润+费用化利息支出)/(所有者权益+长期债务+短期债务)×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益×100%
营业利润率	(营业总收入-营业成本-税金及附加)/营业总收入×100%
债务结构指标	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务/(长期债务+短期债务+所有者权益)×100%
长期债务资本化比率	长期债务/(长期债务+所有者权益)×100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
全部债务/ EBITDA	全部债务/ EBITDA
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×100%
速动比率	(流动资产合计-存货)/流动负债合计×100%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
现金短期债务比	现金类资产/短期债务

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产+应收票据+应收款项融资中的应收票据

短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的非流动负债+应付票据+其他短期债务

长期债务=长期借款+应付债券+租赁负债+其他长期债务

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+使用权资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

附件 4-1 主体长期信用等级设置及含义

联合资信主体长期信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。除 AAA 级、CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

各信用等级符号代表了评级对象违约概率的高低和相对排序，信用等级由高到低反映了评级对象违约概率逐步增高，但不排除高信用等级评级对象违约的可能。

具体等级设置和含义如下表。

信用等级	含义
AAA	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约概率极低
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约概率很低
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约概率较低
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约概率一般
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约概率较高
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约概率很高
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约概率极高
CC	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务
C	不能偿还债务

附件 4-2 中长期债券信用等级设置及含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。

附件 4-3 评级展望设置及含义

评级展望是对信用等级未来一年左右变化方向和可能性的评价。评级展望通常分为正面、负面、稳定、发展中四种。

评级展望	含义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级调升的可能性较大
稳定	信用状况稳定，未来保持信用等级的可能性较大
负面	存在较多不利因素，未来信用等级调降的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能调升、调降或维持

联合资信评估股份有限公司关于 深圳国际控股有限公司 2023 年面向专业投资者 公开发行公司债券（第四期） 的跟踪评级安排

根据相关监管法规和联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）有关业务规范，联合资信将在本期债项信用评级有效期内持续进行跟踪评级，跟踪评级包括定期跟踪评级和不定期跟踪评级。

深圳国际控股有限公司（以下简称“公司”）应按联合资信跟踪评级资料清单的要求及时提供相关资料。联合资信将按照有关监管政策要求和委托评级合同约定在本期债项评级有效期内完成跟踪评级工作。

贵公司或本期债项如发生重大变化，或发生可能对贵公司或本期债项信用评级产生较大影响的重大事项，贵公司应及时通知联合资信并提供有关资料。

联合资信将密切关注贵公司的经营管理状况、外部经营环境及本期债项相关信息，如发现有重大变化，或出现可能对贵公司或本期债项信用评级产生较大影响的事项时，联合资信将进行必要的调查，及时进行分析，据实确认或调整信用评级结果，出具跟踪评级报告，并按监管政策要求和委托评级合同约定报送及披露跟踪评级报告和结果。

如贵公司不能及时提供跟踪评级资料，或者出现监管规定、委托评级合同约定的其他情形，联合资信可以终止或撤销评级。