跟 踪 评 级 公 告

联合[2018]822 号

深圳国际控股有限公司：

联合信用评级有限公司通过对贵公司主体长期信用状况和贵公司公开发行的公司债券进行跟踪评级，确定：

深圳国际控股有限公司主体长期信用等级为 AAA，评级展望为“稳定”

深圳国际控股有限公司公开发行的“18 国际 P1”的债券信用等级为 AAA

特此公告

联合信用评级有限公司

评级总监：

二零一八年 六月十二日

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号 PICC 大厦 12 层（100022）
电话：010-85172818
传真：010-85171273
http://www.unitedratings.com.cn

深圳国际控股有限公司
公司债券 2018 年跟踪评级报告

主体长期信用等级

跟踪评级结果：AAA　　评级展望：稳定

上次评级结果：AAA　　评级展望：稳定

债项信用等级

债券简称	债券余额	债券期限	上次评级结果	本次评级结果	上次评级时间
18 国际 P1	3 亿元	3+2 年	AAA	AAA	2018 年 1 月 11 日

跟踪评级时间：2018 年 6 月 12 日

主要财务数据

项目	2016 年	2017 年
资产总额（亿港元）	607.41	709.86
总权益（亿港元）	284.36	373.11
长期债务（亿港元）	75.75	108.93
全部债务（亿港元）	123.84	158.25
营业收入（亿港元）	77.87	97.07
年度纯利（亿港元）	29.17	47.56
EBITDA（亿港元）	63.69	91.68
营运活动净现金流（亿港元）	19.15	24.28
营业利润率（%）	40.20	36.89
净资产收益率（%）	10.21	14.47
资产负债率（%）	53.19	47.44
全部债务资本化比率（%）	30.34	29.78
流动比率（倍）	1.72	1.62
EBITDA 全部债务比（倍）	0.51	0.58
EBITDA 利息倍数（倍）	5.86	7.95
EBITDA/待偿本金合计（倍）	17.68	25.45

注：1、本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；2、EBITDA/待偿本金合计=EBITDA/本报告所跟踪债项合计待偿本金。

评级观点

2017 年，深圳国际控股有限公司（以下简称“公司”或“深国际”）作为深圳市国资委下属的香港上市公司，在行业地位、经营实力、盈利能力等方面仍具有显著优势；公司收入规模和年度纯利均有所增长，盈利能力增强，偿债能力较强；与深圳市前海管理局签订的补充协议，有助于公司获得前海土地的土地增值收益；当年获得土地置换补偿金额 28.30 亿港元。同时，联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）也关注到公司高速公路业务受宏观经济及政府政策影响较大、“深国际城市综合物流港”项目网点布局范围较大，存在一定的资本支出压力等因素对公司信用水平带来的不利影响。

未来，随着公司前海项目及梅林关城市更新项目逐步推进，公司土地资源未来升值潜力较大；此外，随着“深国际城市综合物流港”网点布局的完善，公司物流业务市场竞争力有望进一步增强。

综上，联合评级维持公司主体信用等级为“AAA”，评级展望为“稳定”；同时维持“18 国际 P1”的债项信用等级为“AAA”。

优势

1．2017 年，公司作为深圳市国资委下属的香港上市公司，在行业地位、经营实力、盈利能力等方面仍具有显著优势。

2．2017 年，公司收入规模和年度纯利均有所增长，费用控制能力有所提升，盈利能力增强；债务负担仍较轻，公司偿债能力较强。

3．2017 年，公司与深圳市前海管理局签订补充协议，有助于公司获得前海土地的土地增值收益；当年获得土地置换补偿金额 28.30 亿港元。

4．公司拥有深圳航空有限责任公司（以下简称“深圳航空”）49.00%股权，可为其带

来较为稳定的投资回报。

关注

1．公司收费公路业务受宏观经济及政府政策影响较大，如未来政府对高速公路收费政策发生变化，公司可能面临高速公路收费收入下降风险。

2．公司“深国际城市综合物流港”项目处于起步阶段，未来拟在全国布局 18~22 个节点，存在一定的资本支出压力；若项目推进速度或运营成果不及预期，将为公司整体经营带来一定负面影响。

分析师

杨世龙
电话：010-85172818
邮箱：yangsl@unitedratings.com.cn

杨　婷
电话：010-85172818
邮箱：yangt@unitedratings.com.cn

传真：010-85171273
地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号
PICC 大厦 12 层（100022）
Http: //www.unitedratings.com.cn

信用评级报告声明

除因本次跟踪评级事项联合信用评级有限公司（联合评级）与评级对象构成委托关系外，联合评级、评级人员与评级对象不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

联合评级与评级人员履行了尽职调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的跟踪评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本跟踪评级报告的评级结论是联合评级依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。本评级报告所依据的评级方法在公司网站公开披露。

本跟踪评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

本跟踪评级报告中引用的评级对象相关资料主要由评级对象提供，联合评级对所依据的文件资料内容的真实性、准确性、完整性进行了必要的核查和验证，但联合评级的核查和验证不能替代评级对象及其它机构对其提供的资料所应承担的相应法律责任。

本跟踪评级报告自出具之日起至本次（期）债券到期兑付日有效；本次（期）债券存续期间，联合评级将持续开展跟踪评级，根据跟踪评级的结论，在存续期内评级对象的信用等级有可能发生变化。

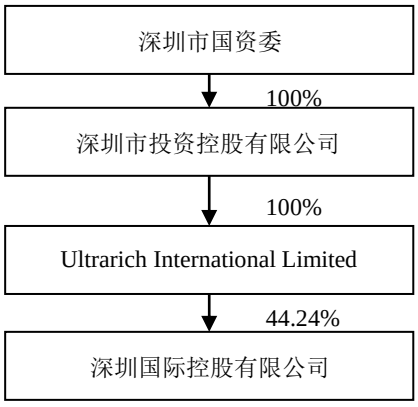
分析师：

联合信用评级有限公司

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”或“深国际”），于 1989 年 11 月 22 日在百慕大注册成立为有限公司。1999 年，深圳市政府实施战略重组，以深投运输（集团）有限公司 60.00%股权注入公司，确立了公司以现代物流和收费公路的发展方向。截至 2017 年底，公司控股股东深圳市投资控股有限公司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，通过全资子公司 Ultrarich International Limited 持有公司 44.24%的股份，公司实际控制人是深圳市国资委。

图 1　截至 2017 年底公司股权结构图



资料来源：公司提供

2017 年，公司的经营范围无变化，仍主要从事物流基础设施的投资、建设与经营，并依托拥有的基础设施及信息服务平台向客户提供各类物流增值服务。公司核心业务立足于深圳，以珠三角、长三角和环渤海等经济发达地区为主要战略区域，通过收购、重组与整合，重点介入物流园区及收费公路等物流基础设施的投资、建设与运营，在此基础上利用供应链管理技术及信息技术向客户提供高端物流增值服务。

截至 2017 年底，公司总部组织架构较年初无变化（详见附件 1）；纳入合并范围的主要附属公司 55 家，较年初增加 7 家；合并口径共有在职员工 6,638 人。

截至 2017 年底，公司合并资产总额 709.86 亿港元，负债总额 336.76 亿港元，总权益合计 373.11 亿港元，其中公司股权持有人应占有权益 262.48 亿港元。2017 年，公司实现收入 97.07 亿港元，年度纯利 47.56 亿港元，其中归属于本公司股权持有人的年度纯利 38.42 亿港元；营运活动产生的净现金 24.28 亿港元，现金及现金等价物净增加额-27.25 亿港元。

公司注册地址：Clarendon House, 2 Church Street, Hamilton HM 11, Bermuda。

二、债券发行及募集资金使用情况

经中国证券监督管理委员会证监许可[2017]173 号文核准，公司获准在中国境内面向合格投资者公开发行面值总额不超过人民币 50 亿元（含 50 亿元）的公司债券。公司采取分期发行方式，公司 2018 年面向合格投资者公开发行公司债券（第一期）（以下简称“本期债券”）基础发行规模为 3 亿元人民币，可超额配售不超过 5 亿元（含 5 亿元）人民币，发行价格为每张 100 元。本期债券发行时间为 2018 年 1 月 19 日至 2018 年 1 月 22 日，实际发行规模为 3 亿元人民币，债券代码为

112636.SZ，债券简称为“18 国际 P1”。本期债券期限为 5 年，附第 3 年末公司上调票面利率选择权和投资者回售选择权。计息期限为 2018 年 1 月 22 日至 2023 年 1 月 21 日止；票面利率为 5.20%；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。

截至本评级报告出具日，公司已使用募集资金 2.85 亿元人民币用于补充物流园运营资金，剩余 0.15 亿元人民币存放在债券专户，尚未使用。由于尚未到第一个付息日，公司尚未支付债券利息。

三、行业分析

公司业务主要为物流服务与收费公路业务，以下将从物流园产业和高速公路两方面对公司进行行业分析。

1. 物流园产业

物流园是物流节点集中组织和管理的场所，其依托规模化的物流设施设备，对物流活动进行综合处理，从而达到降低物流运营成本、提高物流运作效率和水平的基本目的，是具有产业发展性质的经济功能区。

从物流园行业环境看，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，2018 年物流园行业整体企稳向好的态势仍将持续。虽然物流园需求旺盛，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，物流园业近几年来高出租率伴随租金价格持续上涨的业态趋向平稳。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 2018 年物流园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，代表性市场如武汉市场、成都市场等。

盈利模式方面，物流园的赢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；然后是所属物流企业、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。由此不难看出，传统的基于出租、租赁的园区赢利模式在中国还占主导地位。根据国内外运营良好的物流园区经验来看，传统赢利模式已经逐渐被服务收入，特别是基于信息、咨询的增值服务所替代。中国的物流园区经营者有待进一步拓展思路，转变传统盈利模式。

行业竞争方面，园区同质化现象依旧存在，部分园区面临生存压力，为应对新常态下经济发展的宏观要求，物流园区建设成为各地区、各部门、众多企业发展现代物流的重要抓手。物流园区的同质化、重复建设现象在部分地区相当明显，土地资源及税收政策影响明显，部分园区建设缺乏科学规划、仓促上马、与区域经济发展缺乏有效衔接，部分中小城市物流园区数量过多、规划建设面积与区域经济发展要求脱节，部分物流园区在一定程度上存在盲目建设、缺乏全局性统筹论证等问题，并没有得到明显解决或很大改善。

行业政策方面，2015 年 6 月和 11 月，国家标准委、商务部分别印发了《关于加快推进商贸物流标准化工作的意见》和《商贸物流标准化专项行动计划》，以降低物流成本、提高物流效率，带动上下游关联领域物流标准化水平的提高。2016 年 7 月，国家发改委印发《“互联网+”高效物流实施意见》，文件指出物流业是现代服务业的重要组成部分，发展“互联网+”高效物流。

总体看，物流园产业在国民经济中的基础性作用逐渐凸显，在国家政策的引导支持下正向标准化、规范化和智能化等方向发展，但当前行业发展同质化竞争严重，仍以传统的租赁、出租为主，

发展模式和盈利模式有待挖掘，以便满足现代化企业需要，使得物流企业与其他企业间的信息沟通交流、协调合作更加方便快捷。

2. 高速公路

高速公路是重要的国家资源，对于促进国家经济增长、提高人民生活质量以及维护国家安全具有重要作用。1998 年至今为高速公路的大发展时期，在国家积极财政政策的推动下，高速公路建设规模较大，通车里程高速增长。根据交通运输部发布的《2017 年交通运输行业发展统计公报》，截至 2017 年底，全国公路总里程达 477.35 万公里，较上年底增加 7.82 万公里，其中高速公路总里程 13.65 万公里，较上年底增加 0.65 万公里。

高速公路属于资金密集型行业，其建设成本主要包括路面材料费、征地拆迁费、人工成本等。尽管从总里程看高速公路在整个公路体系中的占比不大，但其高成本的特性导致其在公路投资中的占比一直在 50%以上。2017 年，全国完成公路建设投资 21,253.33 亿元，较上年增长 18.2%，其中高速公路建设完成投资 9,257.86 亿元，较上年增长 12.4%，高速公路建设投资保持较快增长。

受高铁路网联通、航空客票价格下调等因素影响，居民出行方式更加多样化，对公路客运产生一定分流效应，2017 年，全国公路客运量和旅客周转量分别为 145.68 亿人和 9765.18 亿人公里，分别较上年下降 5.60%和 4.50%；而由于公路货运较为便捷，且相对于其他运输方式具有成本优势，2017 年，全国货运量和货运周转量分别为 368.69 亿吨和 66,771.52 亿吨公里，较上年分别增长 10.3%和 9.30%。随着私家车保有量增长和高速公路路网的丰富，国家高速公路日平均交通量及国家高速公路日平均行驶量均逐年提高，2017 年分别为 26,328 辆和 127,600 万车公里。

行业关注方面，高速公路的建设具有建设周期长，资金投入大等特点，高速公路项目盈利还本所需的时间也相对较长，建设过程中的成本、工期和质量控制都将直接或间接影响高速公路建设运营的经营状况。建成通车后，定期对路面的日常养护会增加养护成本，尤其是大修养护会影响公路的正常通行和交通流量，对高速公路建设运营的经营业绩造成一定的影响。同时，因为高速公路建设需要大规模资金支持，高速公路建设运营企业普遍具有资产负债率较高的财务特征，还本付息压力较大。

行业政策方面，2012年8月，国务院发布《国务院关于批准交通运输部等部门重大节假日免收小型客车通行费实施方案的通知》（国发〔2012〕37号），对高速公路运营企业的通行费收入及利润带来一定负面影响。2017年7月，财政部印发《地方政府收费公路专项债券管理办法（试行）》（财预〔2017〕97号），明确地方政府收费公路专项债券（以下简称“收费公路专项债券”）是地方政府专项债券的一个品种，专项用于政府收费公路项目建设。收费公路专项债券作为政府债券，具有信用等级高、融资期限长、融资成本低等优势，是收费公路发展的重要资金渠道。

未来发展方面，《“十三五”现代综合交通运输体系发展规划》提出，以高铁、高速公路、民航等为主体，构建品质高、运行速度快的骨干网络；到 2020 年，高速公路将基本覆盖城区常住人口 20 万以上的城市，计划公路通车里程达 500 万公里、高速公路建成里程达 15 万公里。“十三五”期间，我国将继续加快推进国家高速公路网建设，有序发展地方高速公路。根据交通部投资计划，全国公路建设投资将优先考虑国家高速公路网、国家区域发展战略确定的交通基础设施、特大城市圈、大中城市群交通基础设施以及省际“断头路”方面的建设。

总体看，“十三五”期间国家将继续完善路网规划，公路建设的总体需求依然强劲；但同时，根据国家对“现代综合交通运输体系”的发展规划，铁路、民航运输设施的建设亦将迅速推进，对高速公路运输的分流效应或将延续，给高速公路行业带来一定挑战。

四、公司管理

2017年，公司执行董事仍为5位，其中胡伟先生原为公司副总裁，现任公司执行董事；李鲁宁先生原为公司执行董事兼副总裁，现任公司副总裁；新增2位非执行董事，为谢楚道先生和刘晓东先生；由3位独立非执行董事及1位非执行董事，转变为4位独立非执行董事，闫峰先生原为公司非执行董事，现任公司独立非执行董事；新增1位督察长，由纪志龙先生担任；新增3位副总裁，为林娜女士、革非先生和易爱国先生；新增戴敬明先生为财务总监，原财务总监谢日康先生现任公司CFO。截至2017年底，公司董事和高级管理人员共计19人，较年初增加7人，原有人员仍在公司任职。

戴敬明先生，53岁，博士学位，会计师；曾任职于湖北省农业机械总公司及中国农业银行武汉市分行，曾任深圳控股有限公司及深业集团有限公司计划财务部总经理。现任公司财务总监。

2017年，公司新增《深圳国际控股有限公司经营管理授权办法》、《总裁工作细则》、《安全生产方针与目标管理办法》等12项制度，修订《高级管理人员考核评价办法》、《建设工程监管制度》、《土地管理办法》等23项制度，是对原有管理制度的补充和完善。

总体看，2017年，公司管理层相对稳定，对管理制度进行补充完善，管理运作正常。

五、经营分析

1. 经营概况

公司作为深圳市国资委下属的投资控股型企业，业务范围涵盖收费公路、物流及其他投资领域。2017 年，公司营业收入仍以收费公路收入为主，以物流业务收入为辅；实现营业收入 97.07 亿港元，较上年增长 24.65%，主要系收费公路和物流业务收入均有所增长所致。

从营业收入构成看，2017 年，收费公路业务仍是公司营业收入的最主要来源，收费公路业务收入占营业收入的比例为 73.26%，较上年略有下降。收费公路业务收入仍主要由路费收入构成，2017 年路费收入较上年增长，主要系公司运营的收费公路日均车流量有所增长所致；委托建设管理服务及工程咨询服务收入较上年下降 81.41%，主要系 2016 年实现工程咨询服务收入人民币 3.34 亿港元，而 2017 年该业务未产生收入所致；特许经营安排之建造服务收入较上年增长 488.65%，主要系外环项目投入建设所致；其他业务为房地产开发，其他业务收入较上年增长 76.14%，主要系开发的房地产项目交付确认收入所致。物流业务是公司营业收入的另一主要构成，2017 年，物流业务收入占营业收入的比例为 26.55%，较上年略有提升；物流业务仍主要由物流园（包括综合物流港）、物流服务、港口及相关服务构成。2017 年，物流园业务收入较上年下降 1.40%，变动不大；物流服务收入较上年增长 66.03%，主要系新开展的第三方物流服务及物流金融服务业务带动；港口及相关服务收入较上年增长 82.99%，主要系受益于有效的市场开拓，港口业务量和供应链管理服务业务量均实现大幅增长所致。

表 1　2016~2017 年公司收入构成及毛利率情况（单位：亿港元、%）

项目	2016 年			2017 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
一、收费公路	**60.57**	**77.78**	**44.76**	**71.11**	**73.26**	**44.22**
其中：路费收入	51.07	65.58	50.65	56.34	58.05	53.09
委托建设管理服务及工程咨询服务收入	5.08	6.53	15.21	0.95	0.97	24.60
特许经营安排之建造服务收入	1.46	1.88	0.00	8.62	8.88	0.00

其他	2.95	3.79	16.03	5.20	5.35	24.95
二、物流业务	**17.31**	**22.22**	**24.23**	**25.77**	**26.55**	**17.78**
其中：物流园（含综合物流港）	5.72	7.35	39.18	5.64	5.81	35.35
物流服务	6.30	8.09	15.99	10.46	10.77	13.94
港口及相关服务	5.29	6.79	17.87	9.68	9.97	11.69
三、集团总部	**--**	**--**	**--**	**0.19**	**0.19**	**-119.45**
合计	**77.87**	**100.00**	**40.20**	**97.07**	**100.00**	**36.89**

资料来源：公司年报，联合评级整理

毛利率方面，2017 年，公司综合毛利率略有下降，主要系物流业务收入占比提升但毛利率下降所致。2017 年，收费公路业务毛利率较上年变化不大，其中路费收入毛利率较上年增加 2.44 个百分点，较为稳定；委托建设管理服务及工程咨询服务毛利率较上年增加 9.39 个百分点，主要系 2016 年开展的工程咨询服务业务毛利率较低，而 2017 年未开展该业务所致；特许经营安排之建造服务收入毛利率仍为 0.00%，无变化；其他业务毛利率较上年增加 8.92 个百分点，主要系房地产毛利率上升所致。2017 年，物流业务毛利率有所下降，系物流园、物流服务和港口及相关服务毛利率均有所下降所致；物流园（含综合物流港）毛利率较上年下降 3.83 个百分点，主要系劳务成本有所上升所致；物流服务业务毛利率较上年下降 2.05 个百分点，变化不大；港口及相关服务毛利率较上年下降 6.18 个百分点，主要系毛利率较低的供应链管理服务业务收入占比提升所致。

总体看，2017 年，公司营业收入仍以收费公路收入为主，以物流业务收入为辅；营业收入规模有所增长，受物流业务收入占比提升但毛利率下降影响，综合毛利率略有下降。

2. 收费公路业务

收费公路业务是公司业务的重要构成部分，为公司提供持续稳定的现金流；公司控股及参股收费公路均已进入成熟运营期且具有较长的运行年限，未来资本支出较少。2017 年，公司收费公路业务仍由路费收入、委托建设管理服务收入和特许经营安排之建造服务收入构成，其中以路费收入为主。

（1）路费收入

公司的收费公路主要由子公司深圳高速公路股份有限公司（以下简称“深高速”）管理，另外直接控股一条收费公路——龙大高速，由深圳龙大高速公路有限公司管理。深高速成立于 1996 年，为在上海证券交易所和香港联合交易所两地上市企业，证券代码分别为 600548.SH 和 00548.HK；深高速拥有多年收费公路的建造和运营经验，运营的收费公路主要位于深圳周边、珠三角区域等。公司高速公路投资项目均签订的是 BOT（投资建设-经营-移交模式）协议，高速公路项目的特许经营收费权反映在“无形资产”科目。路费收入通过广东省高速联网系统，非现金（粤通卡）路费收入每周结算，现金路费收入按轧差批次结算。公司目前收费路段运行时间较长，均已进入成熟收费期；其中武黄高速收费权将于 2022 年到期。

截至 2017 年年度报告报出日，公司控股或参股收费公路总计 20 条，在深圳地区、广东省其他地区及中国其他省份所经营的收费公路的收费里程分别约为 274 公里、268 公里和 187 公里，主要控股及参股收费公路详情如下表所示。其中子公司深高速 2017 年 6 月通过并购方式以 12.7 亿元人民币收购益常高速的运营管理公司湖南益常高速公路开发有限公司（以下简称“益常公司”）100%股权；2017 年 12 月深高速收购沿江项目 100%权益，于 2018 年 2 月纳入合并范围；深圳外环高速公路深圳段（沿江高速—深汕高速段）（以下简称“外环 A 段”）尚在建设中。2017 年，公司实现路费收入 56.34 亿港元，较上年增长 10.32%，主要系公司新增益常高速通行费收入，且原有高速路

段日均车流量有所提升所致。

2016 年，公司子公司深高速与深圳市政府按照 PPP 模式就外环 A 段的投资、建设和管理签订特许经营协议以获得外环 A 段的特许经营权。外环 A 段起于深圳市宝安区，接广深沿江高速公路，经光明新区、龙华新区、东莞市（东莞段不在项目范围之内）、龙岗区，至坪山新区，与深汕高速互通后与规划的聚龙路相接，为双向六车道高速公路，长约 60 公里；是深高速首个以 PPP 模式开展的收费公路投资项目，总投资概算 205.94 亿元人民币，深高速出资 65 亿元人民币投资外环高速公路深圳 A 段，超出部分由深圳特区建设发展集团有限公司承担。其中，深高速对外环 A 段的特许经营期分为建设期和运营期两个阶段，其中建设期为 38 个月，另外还将获得 25 年全部项目经营收益并承担运营成本。未来随着外环 A 段的建设及运营，有助于巩固公司在深圳公路网的占有率，为公司高速公路路费收入提供新的补充。截至 2017 年底，外环 A 段已投资额为 66.35 亿元人民币，已累计完成约 95%的土地征收以及约 80%的房屋拆迁，完成工程形象进度约 35%。

2017 年 12 月，深高速收购沿江项目业主方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”）100%权益，收购对价 14.72 亿元，于 2018 年 2 月纳入合并范围。沿江项目为广深沿江高速公路深圳段，分为沿江一期和沿江二期；沿江一期为沿江项目主线，收费里程约 30.9 公里，于 2013 年 12 月建成通车；沿江二期全长约 5.7 公里，尚在建设中，预计 2019 年底通车。根据深圳市政府批准的沿江项目投融资方案，沿江项目预计总成本约人民币 167 亿元，其中政府出资 103 亿元，沿江公司以收费权质押向银行贷款人民币 64 亿元，沿江二期后续的建设资本支出压力不大。

表 2　截至 2017 年年度报告报出日公司主要控股或参股收费公路情况（单位：%、公里、条）

序号	公路名称	区域	权益	运营期限	收费里程
1	梅观高速	深圳	100.00	1995.05-2027.03	5.4
2	机荷东段	深圳	100.00	1997.10-2027.03	23.7
3	机荷西段	深圳	100.00	1999.05-2027.03	21.8
4	盐排高速	深圳	100.00	2006.05-2027.03	--
5	盐坝高速	深圳	100.00	A 段：2001.04-2026.04 B 段：2003.07-2028.07 C 段：2010.03-2035.03	--
6	南光高速	深圳	100.00	2008.01-2033.01	--
7	水官高速	深圳	50.00	2002.02-2027.02	20.0
8	水官延长段	深圳	40.00	2005.10-2027.02	6.3
9	清连高速	广东其他地区	76.37	2009.07-2034.04	216.0
10	阳茂高速	广东其他地区	25.00	2004.11-2027.07	79.8
11	广梧项目	广东其他地区	30.00	2004.12-2027.11	37.9
12	江中项目	广东其他地区	25.00	2005.11-2027.08	39.6
13	广州西二环	广东其他地区	25.00	2006.12-2030.12	40.2
14	武黄高速	湖北	100.00	1997.09-2022.09	70.3
15	长沙环路	湖南	51.00	1999.11-2029.10	34.7
16	南京三桥	江苏	25.00	2005.10-2030.10	15.6
17	龙大高速	深圳	89.93	2005.10-2027.10	28.0
18	益常高速及其常德联络线	湖南	100.00	2017.6-2033.12	78.3

19	沿江项目	深圳	100.00	2018.2-2038.12 一期营运，二期在建	36.6
20	外环 A 段	深圳	100.00	在建	60.0

资料来源：公司年报，深高速年报，联合评级整理
注：收费里程合计值为权益收费里程合计。

2017 年，具体的公司控股及参股收费公路运营情况如表 6 所示。2017 年，梅观高速的日均车流量较上年有所增长，主要系免费路段车流量增长带动收费路段增长所致，同时也拉动了相连的机荷高速的营运表现；受益于路面扩建的影响以及相连的盐排高速、盐坝高速及南光高速免费通行的带动作用，机荷高速和水官高速日均车流量均有所增长；受益于与清连高速相接的广清高速的扩建工程于 2016 年 9 月底完工通车，路网的完善有助于提升整个通道的通行效率和服务能力，清连高速日均车流量有所增长；阳茂高速和广州西二环日均车流量有所增长，主要系受益于沿线区域经济增长及货车计重收费政策的实施等因素影响所致；因江罗高速（江门-罗定）二期于 2016 年 12 月开通，其线位与广梧项目基本平行，对广梧项目产生较大的分流影响，但带动了江中项目的车流量增长；武黄高速日均车流量有所增长，主要系周边城市汽车保有量的快速增长以及货车车流量的大幅增长所致；南京三桥日均车流量有所增长，主要系受益于南京长江大桥封闭施工、周边道路交通管制以及省内交通优惠政策的实施等影响所致；益常高速于 2017 年 6 月新并表，无可比性；公司其他控股及参股收费公路日均车流量亦稳中有升。此外，根据公司与深圳市交委的协议，表 5 中的盐坝高速、盐排高速和南光高速自 2016 年 2 月 7 日零时起实施免费通行，公司按约定的方法计算并确认收入，不在表 6 中做统计；龙大高速深圳段（收费里程 23.8 公里）亦从 2016 年 2 月 7 日零时起实施免费通行，剩余收费里程 4.4 公里虽保持原有收费方式不变，但营运数据亦不具有可比性，不在表 6 中做统计。

表 3　2016~2017 年公司主要控股及参股收费公路运营情况（单位：千辆/日、人民币千元）

序号	公路名称	日均车流量		日均路费收入	
		2016 年	2017 年	2016 年	2017 年
1	梅观高速	83	92	311	336
2	机荷东段	250	271	1,767	1,962
3	机荷西段	202	215	1,642	1,729
4	水官高速	227	230	1,693	1,763
5	水官延长段	98	105	299.5	314
6	清连高速	37	41	1,835	2,017
7	武黄高速	44	51	939	1,005
8	阳茂高速	46	50	1,800	1,820
9	广梧项目	40	35	1,025	832
10	江中项目	120	142	1,133	1,249
11	广州西二环	59	71	1,074	1,343
12	长沙环路	26	32	312	373
13	南京三桥	27	33	1,098	1,270
14	益常高速及其常德联络线	--	48	--	1,157

资料来源：公司年报，深高速年报，联合评级整理
注：日均车流量数据不包括假日免费通行的车流量。

2014 年 1 月，深高速与深圳市政府签订调整收费协议，梅观高速自 2014 年 4 月 1 日起调整收费方式，梅林至观澜约 13.8 公里路段实施免费通行，保留梅深莞边界至观澜约 5.4 公里路段的收费；

深圳市政府统一以现金方式进行补偿安排，补偿金额约为 27.00 亿元人民币，相关路产于 2015 年 1 月 1 日起移交给深圳市政府；截至 2017 年底，公司已收到全部补偿款。

2015 年 11 月，公司及子公司深高速与深圳市交通运输委员会（以下简称“深圳交委”）签订调整收费协议，南光高速（收费里程 31.0 公里）、盐排高速（收费里程 15.6 公里）、盐坝高速（收费里程 29.1 公里）和龙大高速深圳段（收费里程 23.8 公里）实施免费通行，深圳交委根据相应调整方式以现金对公司及深高速进行补偿，补偿方案分两阶段进行。第一阶段，自 2016 年 2 月 7 日起至 2018 年 12 月 31 日止，公司保留拟调整路段收费公路权益并继续承担管理和养护责任，对该等路段实行免费通行，深圳交委采购该等路段的通行服务并就所免除的路费收入给予补偿（作为服务对价）；第二阶段，深圳交委根据不同情况选择自 2019 年 1 月 1 日起采用沿用第一阶段模式或收回路产权益的模式。财务处理上，截至 2017 年底，第一阶段仍未结束，路产尚未移交，每年核算下一年通行费计入“业务及其他应付款”，“业务及其他应付款”金额与公司收到的补偿金额差额计入“其他非流动负债”。截至 2017 年底，深圳交委已按照调整协议的约定向公司及深高速支付了补偿金额 97.13 亿元人民币（约 118.45[1]亿港币）。

此外，公司收费公路受国家政策影响明显，自 2012 年 6 月，广东省对省内所有高速公路项目实施统一收费标准（各收费公路的最高收费标准），降低了梅观高速、机荷高速及盐排高速除一类车以外其他车辆类别的收费标准，自 2012 年 9 月，各省市开始施行节假日高速公路免费政策，一年内免费通行的时间大约有 20 天，亦对高速公路公司的营收造成一定影响。截至 2017 年底，上述二项政策对公司通行费收入的负面影响依然存在。

总体看，2017 年，公司通过并购及参与 PPP 项目等多种方式，控股高速公路有所增加，收费里程增长，且原有高速路段日均车流量和日均通行费收入有所提升，路费收入有所增长。

（2）委托建设管理服务和特许经营安排之建造服务

委托建设管理服务

2017 年，公司实现委托建设管理服务收入为 0.95 亿港元，较上年的 1.20 亿港元有所下降，主要系公司委托建设管理项目受项目规模、当期完工进度、合约条款、政府部门审计结果以及工程结算情况等因素的变动影响，公司确认相关服务收入和成本随之波动所致。

公司凭借多年来在相关领域积累的专业技能和经验，通过输出建设管理和收费公路营运管理方面的服务，实现合理的收入与回报。公司委托建设管理服务收入的确定取决于项目预算造价与实际发生成本的节余，且项目建设无需公司垫资，不同委托建设管理项目的收入确认比例有所不同。2017 年，公司提供委托建设管理服务的项目主要包括观澜人民路—梅观高速节点工程、横五路、横六路、深汕地块平整项目等。

特许经营安排之建造服务

特许经营安排之建造服务是根据香港会计准则第 11 号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，为公司实际支付的项目成本。2017 年，公司实现特许经营安排之建造服务收入 8.62 亿港元，较上年大幅增长 488.65%，主要系外环项目投入建设所致。

总体看，公司委托建设管理服务和特许经营安排之建造服务业务是收费公路业务的补充，未来随着深圳外环 A 段收费公路的投资运营，将为公司路费收入提供新的支持。

[1] 此处数据与公司 2016 年现金流量表中数据略有差异，主要系汇率变动所致。

3. 物流业务

（1）物流园业务

物流园

物流园为公司自建物流中心，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、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。2017 年，公司物流园业务较上年变化不大，在原有基础上进行一定的探索转型升级。

截至 2017 年底，公司主要拥有华南物流园、西部物流园和山东北明全程物流园 3 个已进入成熟运营期的物流园区；公司考虑到整合业务的需要，将南京化工园物流中心于 2017 年 6 月出售，出售所得款项为 1.56 亿人民币。出租率方面，2017 年，公司物流园平均出租率为 96%，出租率水平较上年变化不大且仍较高；租金收入方面，2017 年，华南物流园较上年增长 23.11%，主要系华南物流园打造智能电商云仓等创新业务，有效提升了库容率，实现了提质增效；西部物流园和山东北明全程物流园租金收入较上年略有下降，变化不大；南京化工园物流中心租金收入较上年大幅下降，主要系其于 2017 年 6 月出售所致。

表 4　2016~2017 年公司主要物流园业务经营情况（单位：万平方米、%、亿港元）

物流园区	占地面积	营运面积	建成时间	权益	租金收入	
					2016 年	2017 年
华南物流园	61.1	32.2	2013.08	100.0	2.51	3.09
西部物流园	38.0	11.1	2003.04	100.0	0.99	0.96
南京化工园物流中心	9.5	4.8	2009.08	100.0	0.79	0.32
山东北明全程物流园	7.0	2.6	2014.02	55.4	0.61	0.59
合计	**115.6**	**63.7**	--	--	**4.90**	**4.97**

资料来源：公司年报，联合评级整理

注：各列之和与合计数略有差异主要系四舍五入所致。

此外，公司发展深国际康淮电商中心，这是公司首个以租赁方式经营的轻资产营运项目，与以往建设自有物流园的模式略有不同；该项目占地约 3.8 万平方米，建筑面积约 14.3 万平方米，已于 2017 年底建成，将于 2018 年投入运营，已签订物业租赁合同近 9 万平方米，综合出租率超过 65%。随着深国际康淮电商中心投入运营，公司物流园租金收入有望增长。

深国际城市综合物流港

2017 年，公司“深国际城市综合物流港”的业务模式和定位未发生变化，公司继续积极推进实现覆盖全国的网络布局。

截至 2017 年年度报告报出日，公司在沈阳、无锡、武汉、天津、石家庄、长沙、南昌、合肥、宁波、杭州、成都、昆山、贵阳、重庆、郑州、西安、句容、义乌、昆明和济南共 20 个重要物流节点城市实现战略布局，并已与相关政府部门签署投资协议，规划用地面积共计 608.3 万平方米；其中，公司共计有 15 个项目获得部分或全部土地使用权，已获得土地面积合计 269.8 万平方米。

建设方面，公司获取综合物流港土地后，将进行后期建设，2018 年预计在综合物流港项目上投入约 24 亿元人民币，公司未来面临较大的资本支出压力。

运营方面，公司位于沈阳、昆山、武汉及合肥的 4 个城市综合物流港于 2016 年 4 月起陆续投入运营。2017 年，公司位于石家庄、南昌、杭州及无锡的综合物流港项目陆续完工并投入运营或试运营，2017 年新增运营面积 18.1 万平方米。截至 2017 年底，公司共 8 个综合物流港投入运营或试运营，合计运营面积达 62.3 万平方米，综合出租率约 81%。随着投入运营的综合物流港增加，2017

年公司实现综合物流港运营收入 0.67 亿港元，较上年大幅增长 111.05%。

未来，随着公司城市综合物流港项目陆续建成投入运营，以及全国布局物流节点的贯通，将带动公司物流板块业务的增长。但联合评级也关注到，公司城市综合物流港项目属于重资本型投资，相关项目投资规模较大，面临投资回报期较长风险。

表 5　截至 2017 年年度报告日“深国际城市综合物流港”项目情况（单位：万平方米、%）

项目名称	位置	规划土地面积	已获得土地面积	已投入运营面积	预计运营时间
沈阳综合物流港	沈阳于洪区	70.0	24.1	24.1[2]	2016.04
无锡综合物流港	无锡惠山区	34.7	24.6	2.7	2017.10
武汉东西湖综合物流港	武汉东西湖区	12.6	12.6	6.7	2016.10
天津综合物流港	天津滨海新区	29.5	--	--	2020.12
石家庄综合物流港	石家庄正定县	46.7	33.5	6.4	2017.07
长沙综合物流港	长沙金霞经济开发区	34.7	14.6	--	2019.06
南昌综合物流港	南昌经济技术开发区	26.7	15.6	4.4	2017.06
合肥综合物流港	合肥市肥东县 安徽合肥商贸物流开发区	13.8	13.5	3.8	2016.10
宁波综合物流港	宁波宁南贸易物流园	19.4	9.2	--	2018.10
杭州综合物流港	杭州大江东产业集聚区	43.2	23.9	4.6	2017.11
成都新津综合物流港	四川天府新区新津物流园区	17.3	--	--	2020.12
贵州综合物流港	贵州双龙现代服务业集聚区	34.8	33.8	--	2018.06
昆山综合物流港	昆山市陆家镇	11.7	11.7	9.6	2016.06
重庆综合物流港	重庆江津区双福新区	15.7	10.4	--	2019.12
郑州综合物流港	郑州经济开发区郑州国际物流园	26.7	--	--	2020.12
西安综合物流港	西安国家民用航天产业基地	12.0	12.0	--	2019.12
句容综合物流港	江苏句容北部新城区域	40.0	13.1	--	2019.12
义乌综合物流港	义乌市稠城街道下辖云溪村	44.0	--	--	2019.12
武汉蔡甸综合物流港	武汉市蔡甸区常福物流中心	26.7	--	--	2019.12
成都青白江综合物流港	成都市青白江区国际铁路物流港	12.9	--	--	2019.12
昆明综合物流港	昆明市阳宗海风景名胜区七甸街道	17.2	17.2	--	2019.12
济南综合物流港	济南市章丘区宁家埠街道	18.0	--	--	2019.12
合计	--	**608.3**	**269.8**	**62.3**	--

资料来源：公司 2017 年年报，联合评级整理
注：预计运营时间为估计时间，将根据进度做出更新。

根据公司整体战略规划，公司“深国际城市综合物流港”未来预计逐步在全国重要城市布局 18~22 个网络节点；随着公司在全国物流节点布局的不断成熟，公司物流业务竞争力将有望得到较大的提升，但公司未来资本支出压力较大。

总体看，2017 年，公司物流园出租率仍较高，公司积极探索转型升级，出售了南京化工园物流中心，发展以租赁方式经营的轻资产营运项目深国际康淮电商中心；投入运营的综合物流港增加，带动综合物流港运营收入大幅增长；随着公司城市综合物流港项目陆续建成投入运营，以及全国布局物流节点的贯通，将带动公司物流园业务收入的增长。

[2] 其中包括商业销售面积约 9.7 万平方米。

（2）港口及相关服务业务

截至 2017 年底，公司拥有港口仍为 1 个，为南京西坝码头；南京西坝码头分两期建设，均已投入正式运营。2017 年，公司港口及相关服务业务实现收入 9.68 亿港元，较上年增长 82.91%，主要系受益于有效的市场开拓，港口业务量和供应链管理服务业务量均实现大幅增长所致。

港口散货业务

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。2017 年，公司港口散货完成吞吐量为 2,626 万吨，较上年增长 38.43%，主要系公司通过拓展与码头经营相关的供应链管理服务业务，带动港口散货吞吐量的增长所致；主要品种仍为煤炭和石油焦。

业务合作方面，得益于南京西坝码头较好的区位优势、毗邻南京化工园物流中心及专注于煤炭、石油焦等品种的散货业务，公司积极与大型矿企及其终端用户进行业务洽谈与合作。公司港口散货业务主要合作客户为华润电力（江苏）燃料有限公司、南京诚志清洁能源有限公司、华能国际电力股份有限公司、奥克斯堡翔宇（烟台）能源有限公司和上海海螺物流有限公司；2017 年，公司前五大客户吞吐量占同期总吞吐量的比例约为 58.70%，公司前五大客户集中度一般。

表 6　2016~2017 年公司港口散货业务经营情况

项目	2016 年	2017 年
停泊船舶（艘）	298	389
完成吞吐量（万吨）	1,897	2,626
其中：煤炭吞吐量（万吨）	1,688	2,279
石油焦吞吐量（万吨）	209	347

资料来源：公司提供

供应链管理服务业务

公司依托南京西坝码头的业务优势，创新开展与码头经营相关的供应链管理服务业务，优化码头货源结构，提升码头业务规模和效益。2017 年，公司供应链管理服务业务实现收入 6.10 亿元人民币，较上年大幅增长。2017 年，供应链管理服务业务模式较上年基本无变化，主要包括委托采购和委托销售两种模式：委托采购即委托方为下游企业，下游企业委托公司与指定的上游供货商签订采购合同，并向公司支付合同货款的 20%~30%作为定金，由公司向上游企业支付采购款，在货物到达西坝码头后，委托方支付货款并提货；委托销售即委托方为上游企业，公司与上游企业签订采购合同，在货物达到西坝码头后，向上游企业支付不超过 75%合同货款，同时委托公司与其指定的下游企业签订销售合同，将货物销售给下游企业。公司发展供应链管理业务主要为了增加南京西坝码头的客户粘性，赚取价差较少，供应链管理业务的利润规模较小。

此外，2017 年，公司制定了“深国际港口及供应链子战略”，明确了公司港口业务的未来发展方向；公司与江西丰城市政府相关部门签署了“深国际·丰城水铁联运物流基地”项目合作框架协议，该项目是“深国际港口及供应链子战略”规划推进的关键节点，港口业务迈出了向外投资拓展的第一步，为港口业务的未来发展带来新的机遇。

总体看，2017 年，受益于有效的市场开拓，公司港口业务量和供应链管理服务业务量均实现大幅增长，公司港口及服务业务收入有所增长；随着“深国际·丰城水铁联运物流基地”项目合作框架协议的签订，为港口业务的未来发展带来新的机遇。

（3）物流服务

公司依托现有的物流基础，利用资源和资金优势，逐渐改变传统的物流服务业务并探索供应链管理、价值链集成及物流金融服务，公司物流服务业务是公司物流业务板块收入的重要组成部分，为未来发展“深国际城市综合物流港”奠定了良好的软件基础并提供了有利的资源支持。公司物流服务业务盈利模式主要为对客户提供物流方案策划等收取的服务费用和为客户解决运输方案赚取买卖差价（承接客户运单，运用自身信息系统优势，将运单转给相关专业运输机构以满足客户需求）。2017 年，公司加大研发力度，推出数据信息服务系统等创新产品，同时探索小额贷款、融资租赁等物流金融服务模式。

2017 年，公司物流服务业务收入为 10.46 亿港元，较上年增长 53.67%，主要系新开展的第三方物流服务及物流金融服务业务带动所致。2017 年 6 月，公司与从事矿泉水、粮油及乳业等生产及销售的恒大农牧集团有限公司签订战略合作协议，为其核心业务板块提供全面物流管理及营运服务，开创了物流管理及业务营运全部外包的合作模式，对公司在第三方物流服务领域转型升级有着重要意义。

此外，公司附属公司深圳全程物流服务有限公司（以下简称“深圳全程物流”）为进一步拓展第三方物流业务及增进员工凝聚力，于 2017 年 7 月以增资扩股方式引进战略投资者并实施核心员工持股计划，增资扩股完成后，公司对深圳全程物流的持股比例由 100%降至 51%。

总体看，2017 年，随着公司新开展第三方物流服务及物流金融服务业务，公司物流服务业务收入有所增长；公司与恒大农牧集团有限公司的战略合作协议对公司的第三方物流服务业务的升级转型有着重要意义，公司物流服务业务收入有望继续增长。

4. 其他投资

持有深圳航空 49.00%股权

截至 2017 年底，公司拥有深圳航空有限责任公司（以下简称“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），较年初无变化。深圳航空主要经营航空客运、货运及提供航空相关服务，总部位于深圳。截至 2017 年底，深圳航空共持有客机 203 架，经营国内外航线 240 条，其中国内航线 210 条，国际航线 20 条及港澳台地区航线 10 条，较年初均有所增长。2017 年，深圳航空旅客运输量达到 438.30 亿客公里，较上年增长 2.51%；运输旅客 2,828 万人次，较上年增长 2.84%；客运收入达到 238.37 亿元人民币，较上年增长 8.00%；具体运营数据如下表所示。

表 7　2016~2017 年深圳航空运营数据

项目	2016 年	2017 年
营业收入（亿港元）	301.94	319.98
客运收入（亿元）	220.72	238.37
净利润（亿港元）	18.29	16.65
旅客运输量（亿客公里）	427.56	438.30
运输旅客（万人次）	2,750	2,828

资料来源：公司年报，联合评级整理。

2017 年，深圳航空对公司贡献盈利为 7.63 亿港元，较上年下降 8.51%，主要系 2017 年受航油价格上升影响，深圳航空航油成本较上年明显增长所致。

持有德润环境 20.00%股权

2017 年 5 月，公司收购重庆德润环境有限公司（以下简称“德润环境”）20%股权，收购对价 50.10 亿港元，并对德润环境的财务、生产及经营决策有重大影响，将其作为联营公司以权益法入账。德润环境成立于 2014 年 10 月，下属 2 家重要子公司，重庆水务集团股份有限公司（以下简称“水务集团”）和重庆三峰环境产业集团有限公司（以下简称“三峰环境”）。子公司水务集团的主要业务为给排水项目的投资、建设、经营管理以及设计和技术咨询，收入主要来源于在重庆的自来水销售业务及其他污水处理项目；子公司三峰环境的主要业务为建设及运营垃圾焚烧发电工厂、环境保护技术咨询和开发，其收入来源来自于垃圾焚烧发电设施的生产和销售，项目的投资，建设和经营。

公司通过收购德润环境的股权，一方面可以获得合理的投资回报，另一方面可能与德润环境开展深层次合作，在业务发展方面实现优势互补。自 2017 年 5 月 31 日（收购日）至 2017 年底，德润公司实现营业收入 57.73 亿港元，实现年度纯利 7.43 亿港元，对公司盈利提升有一定的贡献。

持有南玻集团股权

中国南玻集团股份有限公司（以下简称“南玻集团”）成立于 1984 年，总部位于深圳市蛇口工业区，主要业务为节能玻璃、平板玻璃以及太阳能产业。公司根据业务发展、资金需要和内部资源整合等考虑因素，于 2015 年和 2016 年减持南玻集团 A 股股份，分别获得非经常性税后收益为 7.29 亿港元和 2.55 亿港元。2017 年，公司未减持南玻集团 A 股股份。截至 2017 年年报报出日，公司持有南玻集团 A 股股份约 3,097 万股，约占南玻集团已发行股本总额的 1.25%，以南玻集团于 2017 年 12 月 29 日收盘价 8.45 元人民币/股计算，公司拥有南玻集团股票市值约为 2.62 亿元人民币。未来，根据公司业务发展、资金需要和内部资源整合等考虑因素，结合资本市场运行的实际情况，以及公司及股东利益最大化原则，公司会适时减持南玻集团股份。

总体看，公司拥有深圳航空 49.00%股权可为其带来较为稳定的投资回报；此外公司还持有 A 股上市公司南玻集团股权，具有一定变现能力。

5. 其他重大项目

前海项目

根据前海片区总体发展规划，物流业、信息服务业是前海重点发展的优势产业。依据公司 2015 年 10 月公告，公司已与深圳市规划和国土资源委员会及深圳市前海深港现代服务业合作区管理局（以下简称“前海管理局”）签订了土地整备框架协议，就西部物流园拥有的 5 宗土地，合计占地面积 38 万方米的物流用地进行土地性质变更。已达成的协议内容为：同意将西部物流园 T102-0069 宗地由物流用地变更为商住用地；同时，公司将前海片区地块中涉及市政用地的相关土地分阶段移交前海管理局。用途变更地块（T102-0069）作为前海深港合作区前期启动项目，占地面积约 3.88 万平方米，计容面积约 10.02 万平方米，包含地下商业用途及停车场等在内的总建面将达到约 16.00 万平方米，该项目集办公、商业及居住等多功能为一体，已被前海管理局列为前海自贸新城建设重要工程之一。

2016 年 12 月，公司前海项目引入房地产开发商深业置地有限公司，就共同开发前海首期项目中的住宅项目签订增资协议，锁定项目地块的部分价值及利润，为公司带来税前收益约 6.48 亿港元。此次增资也为将来公司前海所拥有的土地的价值体现起到示范性的作用。

2017 年 10 月，公司与深圳市前海管理局就公司在前海拥有的全部 5 宗土地签订补充协议，明确土地整备价值评估时点为 2015 年 1 月 1 日，并以此为新规划条件下土地使用期限的起始日期，土

地使用期限按国家规定的最高期限确定；原规划条件下的土地评估价值全部由公司享有，新规划条件下的土地评估价值扣除原规划条件下土地价值后的余额，在扣除 5%政策刚性支出后，按照前海管理局占 60%、公司占 40%的比例进行分享。按照补充协议，公司可享有前海新规划土地的补偿价值约 96.9 亿港元，将以等价土地置换的方式，以 2015 年 1 月 1 日作为地基基准日，获取于前海在新规划条件下的土地作为补偿。因此，公司于 2016 年 12 月获取的 3.88 万平方米前海首期项目用地成为公司于前海按新规划条件下的第一块补偿用地，作为上述土地补偿价值总额等价值置换土地的第一部分，其土地价值（地价）约 28.6 亿港元已无需支付前海管理局，按照适用的相关会计准则对补偿收入的确认要求，公司于 2017 年确认税前收益约 28.3 亿港元。

梅林关城市更新项目

根据深圳市龙华区规划，深圳政府拟实施梅林关城市更新项目，梅林关城市更新项目地块紧邻深圳市中心区域的福田区，是华通源物流中心的原址、市中心的功能拓展区以及城市重点发展区域，地理位置优越，具有较好的投资价值和增值空间。

2015 年 6 月，公司附属公司深圳市深国际联合置地有限公司（以下简称“联合置地”）与深圳市规划和国土资源委员会龙华管理局签订土地出让合同，以总地价 35.67 亿元人民币（约为 39.81 亿港元）获取梅林关的土地使用权，联合置地于 2015 年 6 月支付 30%总地价款，剩余 70%总地价款于 2016 年 6 月支付完毕。梅林关城市更新项目为计容建筑面积约 48.6 万平方米的综合开发项目，将建有包括住宅、商业、办公、商务公寓以及公用配套设施等；规划可出售面积约 47.00 万平方米，折合楼面地价约为 10,000~11,000 元/平方米。受益于深圳地区的土地价格大幅上升，梅林关城市更新项目地块价值将可进一步提升。

2017 年，公司确定了梅林关城市更新项目的开发模式，并通过公开招标方式引入了房地产行业领先企业作为代建单位，项目的代建、施工图审查、工程设计等招投标工作以完成，通过引入房地产行业领先企业，可弥补公司在开发综合性大型房地产项目的经验不足，预期将有效提升项目的开发价值。

总体看，2017 年，公司与深圳市前海管理局签订补充协议，有助于公司获得前海土地的土地增值收益，同时确定了梅林关城市更新项目的开发模式；随着前海项目和梅林关城市更新项目开发的稳步推进，公司土地资源优势将逐步得到释放，未来升值潜力较大。

6. 经营关注

（1）公司“深国际城市综合物流港”项目范围较大，未来存在一定的资本支出压力；同时，如未来公司在全国各地布点的“深国际城市综合物流港”项目推进速度或项目运营成果不及预期，将为公司整体经营带来一定负面影响。

（2）公司高速公路业务受宏观经济及政府政策影响较大，如政府对高速公路收费政策发生变化，公司可能面临高速公路收费收入下降风险。

7. 未来发展

受益于政府推出的一系列促进物流产业发展的政策措施，以及对“一带一路”、“粤港澳大湾区”和前海自贸区建设发展的积极推进，加上市场对物流基础设施和优质物流服务的需求有极大的增长潜力，公司的发展空间广阔。公司将继续坚定落实“深国际城市综合物流港”核心战略，坚持新建与并购相结合，加快轻重资产并举发展的步伐，进一步推动“产融网”结合，提升营运能力，严格控制成本，优化业务和资产，坚持做强、做优、做大物流业务。

2018 年，公司将重点拓展珠三角地区、长三角地区及环渤海地区，同时力争在尚未布点的物流节点城市投资建设“深国际城市综合物流港”项目，并积极推进贵州、宁波、杭州等多个新建及续建项目的工程建设工作，预计于 2018 年内陆续竣工及投入营运的新增营运面积将达 35 万平方米。此外，公司将力争落实深圳市龙华新区的黎光地块土地使用权的获取工作及开展项目建设的前期工作，建筑面积达 25 万平方米的黎光地块将被发展为“深国际城市综合物流港”的深圳地区节点，进一步巩固公司在深圳地区的物流市场份额。

此外，受惠于深圳地区土地价格近年大幅上升，梅林关项目的价值可进一步提升，公司将积极推进梅林关项目的开发建设，2018 年进入全部施工，并力争在 2019 年达到部分销售；前海项目方面，公司将会加紧与前海管理局及政府相关部门的磋商，推进前海余下地块土地置换补偿协议的签署工作，适时获取余下土地增值收益，同时推进前海首期项目的建设，预计其中的住宅项目于 2019 年可开始预售；环保产业方面，公司将通过加强与重庆德润和取得深圳市水务规划设计院有限公司及其股东的沟通合作，寻求进一步开展深层次合作机会，同时跟进已有初步进展的环保项目，深入研究新的项目，寻求细分领域的并购机会。

总体看，公司未来发展战略紧随国家政策，发展规划明确。

六、财务分析

1. 财务概况

公司提供的 2016~2017 年财务报表经毕马威会计师事务所审计，并出具了标准无保留意见的审计意见。公司综合财务报表根据香港财务报告准则及其他准则的原则编制。

从合并范围变化看，截至 2017 年底，公司纳入合并范围的重要附属公司共 55 家，较年初增加 7 家，但新纳入及移出附属公司的规模不大；从会计政策和会计估计变更看，2017 年公司综合财务报表采用的会计估计无变化，会计政策根据香港会计师公会发布的多项香港财务报告准则之修订编制 2017 年综合财务报表，且按照《香港会计准则》第 7 号修订本“现金流量表：披露协议”引入新的披露要求，整体影响不大。

总体看，2017 年，公司合并范围有一定变化，会计政策有所调整，但其变动对公司财务数据连续性和可比性的影响不大，公司财务数据可比性较强。

2. 资产质量

截至 2017 年底，公司资产合计 709.86 亿港元，较年初增长 16.87%，主要系非流动资产有所增长所致；其中流动资产占 24.42%，非流动资产占 75.58%，资产构仍成以非流动资产为主。

流动资产

截至 2017 年底，公司流动资产 173.33 亿港元，较年初减少 21.24%，主要系现金及现金等价物、分类为持作待售之处置组别资产减少所致。公司流动资产主要由存货（占 43.81%）、业务及其他应收款（占 12.07%）、受限制银行存款（占 6.08%）、现金及现金等价物（占 31.54%）构成。

截至 2017 年底，公司存货 75.94 亿港元，较年初大幅增长 160.11%，主要系公司新增待开发的其他土地 52.26 亿港元，为梅林关城市更新项目土地，原为“分类为持作待售之处置组别资产”，因发展计划改变，重分类为“存货-待开发的其他土地”所致；存货主要由待开发的前海土地（占 51.59%）、发展中物业及土地（占 22.35%）和待售的已完工物业（占 19.21%）构成。截至 2017 年底，公司存货计提减值准备 2.51 亿港元，主要系沈阳综合物流港项目经营业绩欠佳，公司评估位于

沈阳的待售已完工物业存在减值迹象，对其计提减值准备所致。公司业务及其他应收款主要是 1 个月内的应收高速公路结算款[3]和信贷期在为 1~4 个月的业务应收款，以及深圳交委尚未支付的委托代建款等。截至 2017 年底，公司业务及其他应收款 20.91 亿港元，较年初减少 6.74%；公司对陷入经济困境客户的业务应收款共计提减值准备 0.01 亿港元，预计收回较为困难；公司具有严格的风控制度，应收款项欠款方主要为中国政府部门和过往无拖欠还款记录之现有客户，应收账款不能回收风险较小。截至 2017 年底，公司受限制银行存款 10.54 亿港元，较年初减少 35.32%，主要系随着委托工程管理项目陆续完工，相应的专项账户存款减少所致。截至 2017 年底，公司现金及现金等价物较年初减少 33.77%，主要系公司购买德润环境 20%股权和水规院 15%的股权及综合物流港建设工程款等支出较多所致。

非流动资产

截至 2017 年底，公司非流动资产合计 536.53 亿港元，较年初增长 38.52%，主要系于联营公司之权益、无形资产及其他非流动资产有所增长所致。公司非流动资产主要由物业、厂房及设备（占 9.33%）、无形资产（占 48.63%）、于联营公司之权益（占 26.62%）及其他非流动资产（占 6.62%）构成。

截至 2017 年底，公司物业、厂房及设备账面净值为 50.08 亿港元，较年初增长 18.28%，主要系在建工程完工转入所致；累计折旧及减值 23.27 亿港元，成新率一般，为 67.79%。公司无形资产主要为特许经营无形资产，即公司获得中国有关政府部门授予的各收费公路的收费经营权；截至 2017 年底，公司无形资产 260.90 亿港元，较年初增长 22.56%，主要系公司收购益常公司 100%权益，且受长沙市深长快速干道有限公司（以下简称“深长公司”）2017 年 4 月修订公司章程影响，公司取得深长公司实际控制权，深长公司由合营公司转变为附属公司所致。截至 2017 年底，公司无形资产累计摊销及减值 108.76 亿港元。截至 2017 年底，公司于联营公司之权益 142.85 亿港元，较年初增长 90.72%，主要系深高速子公司深圳高速环境有限公司通过产权交易所获得德润环境 20.00%股权，收购对价 44.09 亿元人民币，已于 2017 年 6 月 6 日完成股权交割，德润环境为公司联营企业所致。公司重要的联营公司主要为深圳航空（持股比例 49.00%）和德润环境（持股比例 20.00%）。公司联营公司规模较大，未来预期可为公司带来一定的投资回报。截至 2017 年底，公司其他非流动资产为 35.53 亿港元，较年初增长 176.69%，主要系公司以人民币 14.72 亿元收购沿江公司的股权，于 2017 年底全额支付，且沿江公司完成工商注册变更，但该项投资尚未完成公司内部程序表决，收购款仍在记在收购子公司预付款所致；其他非流动资产主要为收购子公司预付款、土地使用权预付款、项目款项、其他长期应收款。

截至 2017 年底，公司受限资产合计为 164.08 亿港元，占资产总额的比例为 23.11%，公司资产受限比例一般；受限资产主要包括清连高速、水官高速、益常高速、外环高速的高速公路收费权、子公司深圳市梅观高速公路有限公司股权以及货币资金中的专项账户存款。

总体看，截至 2017 年底，公司资产仍以非流动资产为主，符合公司经营特点；非流动资产中收费公路经营权和于联营公司之权益占比较大，预期可为公司带来较为稳定的收入及经营性现金流入和一定的投资回报；公司资产质量仍较高。

3. 负债及所有者权益

负债

截至 2017 年底，公司负债合计 336.76 亿港元，较年初增长 4.24%，主要系非流动负债有所增长

[3] 广东省高速公路已实行联网统一路费收取政策，收费公路的路费收入结算期通常为 1 个月以内。

所致；其中流动负债占 31.73%，非流动负债占 68.27%，以非流动负债为主。

截至 2017 年底，公司流动负债 106.86 亿港元，较年初下降减少 16.64%，主要系业务及其他应付款和贷款有所减少所致。公司流动负债主要由业务及其他应付款（占 45.58%）、应付所得税（占 7.21%）和贷款（流动负债部分）（占 46.15%）构成。截至 2017 年底，公司业务及其他应付款 48.71 亿港元，较年初减少 34.60%，主要系按照公司与深圳市规土委、前海管理局就五宗前海土地签订的补充协议，公司于 2016 年在前海深港合作区已获取的约 3.88 万平方米经营性用地成为公司于前海按新规划条件下的第一块补偿用地，作为上述土地补偿价值总额等价值置换土地的一部分，土地价值约人民币 24.40 亿元无需再支付前海管理局所致。截至 2017 年底，公司应付所得税 7.70 亿港元，较年初增长 46.42%，主要系利润增长所致。截至 2017 年底，公司贷款（流动负债部分）49.32 亿港元，较年初变化不大。

截至 2017 年底，公司非流动负债 229.89 亿港元，较年初增长 17.98%，主要系贷款（非流动负债部分）有所增长所致；公司非流动负债主要由贷款（非流动负债部分）（占 47.38%）、递延所得税负债（占 9.62%）和其他非流动负债（占 42.28%）构成。公司贷款（非流动负债部分）主要由长期银行贷款、企业债券、优先票据、中期票据和其他长期贷款构成。截至 2017 年底，公司贷款（非流动负债部分）为 108.93 亿港元，较年初增长 43.81%，主要系子公司深高速新增借款所致。截至 2017 年底，公司贷款（非流动负债部分）2019 年到期的为 13.08 亿港元，2019~2022 年到期的为 65.20 亿港元， 2022 年以后到期的为 30.66 亿港元，公司贷款（非流动负债）集中偿付压力不大。截至 2017 年底，公司递延所得税负债 22.12 亿港元，较年初增长 25.72%，主要系收购益常公司股权使之成为公司附属公司所形成的公司计税基础与账面价值差额的暂时性差异所致。截至 2017 年底，公司其他非流动负债 97.21 亿港元，较年初变化不大；公司其他非流动负债的形成系公司收到政府关于南光高速、盐排高速、盐坝高速和龙大高速深圳段调整收费和补偿款项，而相关资产尚未移交所致。

截至 2017 年底，公司全部债务为 158.25 亿港元，较年初增长 27.79%，主要系长期债务增加所致；其中短期债务占 31.16%，长期债务占 68.84%，仍以长期债务为主。截至 2017 年底，公司资产负债率、全部债务资本化比率分别为 47.44%和 29.78%，分别较年初下降 5.75 个百分点和 0.55 个百分点；长期债务资本化比率为 22.60%，较年初上升 1.56 个百分点，公司债务负担仍较轻。将公司发行的永续证券调整至长期债务进行测算，调整后，截至 2017 年底，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 50.72%、34.17%和 27.43%，分别较调整前上升 3.28 个百分点、4.39 个百分点和 4.84 个百分点。

总体看，截至 2017 年底，受子公司深高速银行贷款增加影响，公司贷款（非流动负债部分）较年初有所增长，带动公司负债规模和全部债务规模有所上升，但公司债务负担仍较轻。

总权益

截至 2017 年底，公司总权益合计 373.11 亿港元，较年初增长 31.21%，主要系公司保留盈余有所增长；公司总权益中，控制性权益占 70.35%，控制性权益主要由股本及股本溢价（占 34.90%）、其它储备及保留盈余（56.22%）和永续证券（占 8.88%）构成，公司总权益结构稳定性一般。

截至 2017 年底，公司股本及股本溢价为 91.60 亿港元，较年初增长 10.04%，主要系公司根据 2017 年 5 月股东大会批准的末期股息的代息股份计划，以每股 11.99 港元价格发行 5,533.83 万股新股，以支付股息 6.63 亿港元所致。截至 2017 年底，公司其他储备及保留盈余为 147.58 亿港元，较年初增长 43.13%，主要系受货币汇兑差额和应占联营公司其他全面亏损由负转正影响，其他储备由负转正，且保留盈余累积所致。截至 2017 年底，公司永续证券为 23.31 亿港元，全部为 2017 年新增，主要系 2017 年公司发行永续债 3.00 亿美元所致。

总体看，截至 2017 年底，公司总权益规模有所增长，总权益结构稳定性一般。

4. 盈利能力

2017 年，公司实现收入 97.07 亿港元，较上年增长 24.65%，主要系公司收费公路和物流业务收入均有所增长所致；实现年度纯利 47.56 亿港元，较上年增长 63.05%，主要系收入增长带动毛利增加，且受益于前海项目补充协议，其他收益大幅增长所致。

从期间费用看，2017 年公司费用总额为 14.70 亿港元，较上年下降 6.89%，主要系财务费用有所下降所致；主要由管理费用（占 41.24%）和财务费用（占 53.65%）构成。2017 年，公司管理费用为 6.06 亿港元，较上年增长 18.94%，主要系益常高速和深长高速纳入合并范围后，人工薪酬增加所致；财务费用为 7.88 亿港元，较上年下降 20.81%，主要系由上年的汇兑损失转为汇兑净收益所致。2017 年，公司费用收入比为 15.14%，较上年下降 5.13 个百分点，公司费用控制能力有所提升。

2017 年，公司其他收入为 0.54 亿港元，较上年下降 51.58%，主要系 2016 年减持南玻集团股份，收到股息减少所致；公司其他收入整体规模较小；其他收益为 26.34 亿港元，较上年增长 203.95%，主要系按照公司与深圳市规土委、前海管理局就五宗前海土地签订的补充协议，可享有前海新规划土地的补偿价值总额约人民币 83.70 亿元，将以等价值置换土地的方式，获取于前海在新规划条件下的土地作为补偿，因此公司 2016 年在前海深港合作区已获取的约 3.88 万平方米经营性用地成为公司于前海按新规划条件下的第一块补偿用地，作为上述土地补偿价值总额等价值置换土地的一部分，土地价值约人民币 24.40 亿元无需再支付前海管理局，并确认为其他收益所致。2017 年，公司其他收益占经营盈利的比例为 47.15%，较上年提升 22.56 个百分点，其他收益对经营盈利的贡献较大，但其他收益的确认存在一定的波动性，未来经营盈利或随之有所波动。

2017 年，公司应占合营公司盈利为 0.19 亿港元，较上年下降 54.64%，主要系深长高速纳入公司合并范围，不再作为公司合营公司，相应的应占合营公司盈利减少所致；应占合营公司盈利规模较小，对公司盈利影响不大。2017 年，公司应占联营公司盈利为 13.69 亿港元，较上年增长 15.77%，主要系公司 2017 年收购德润环境 20.00%股权，德润环境自收购日至 2017 年底实现年度纯利 7.43 亿港元所致；应占联营公司盈利占同期除税及财务成本前盈利的比例为 19.63%，是公司经营盈利的有效补充。

从盈利指标看，2017 年，公司总资本收益率、总资产报酬率和净资产收益率分别为 12.58%、10.98%和 14.47%，分别较上年提升 3.00 个百分点、3.14 个百分点和 4.26 个百分点；受益于前海土地补偿款，公司盈利指标有所上升。

总体看，2017 年，公司收入规模和年度纯利均有所增长，费用控制能力有所提升，盈利能力增强；应占联营公司盈利是经营盈利的有效补充，其他收益对经营盈利的贡献较大，但其他收益的确认存在一定的波动性，未来经营盈利或随之有所波动。

5. 现金流

从营运活动看，2017 年，公司营运活动产生的净现金为 24.28 亿港元，较上年增长 24.07%，主要系受益于收入规模增长，营运产生的现金增加所致。

从投资活动看，2017 年，公司投资活动现金流入主要为原到期日超过三个月的银行存款到期，收回 7.26 亿港元及收到利息和股息；投资活动现金流出主要为公司增加投资于联营公司德润环境。2017 年，公司投资活动所用的净现金为-80.61 亿港元，仍为净流出状态，且净流出规模较上年有所扩大。

从筹资活动看，2017 年，公司筹资活动现金流入主要为公司借贷所得款项 89.08 亿港元及公司发行永续债券所得款项 23.31 亿港元；筹资活动现金流出主要为公司偿还贷款 76.99 亿港元。2017 年，公司筹资活动所用的净现金为 29.08 亿港元，由上年的净流出转为净流入。

总体看，2017 年，公司营运活动产生的净现金规模较上年有所增长，投资活动所用的净现金仍为净流出状态，且净流出规模较上年有所扩大；随着公司“深国际综合物流港”的持续推进，公司或存在一定的筹资压力。

6. 偿债能力

从短期偿债能力指标来看，2017 年，公司流动比率 1.62 倍，较上年的 1.72 倍略有下降；速动比率为 0.91 倍，较上年的 1.49 倍有所下降。截至 2017 年底，公司现金短期债务比为 1.55 倍，较上年的 2.57 倍有所下降，主要系 2017 年公司资本支出较多，现金类资产有所减少所致。总体看，公司短期偿债能力较强。

从长期偿债能力指标来看，2017 年，公司 EBITDA 为 91.68 亿港元，主要系除税前盈利有所增长所致。2016 年，公司的 EBITDA 主要由除税前盈利（占 67.48%）、折旧加摊销（占 21.12%）和计入财务费用的利息支出（占 11.40%）构成。2017 年，公司 EBITDA 利息保障倍数和 EBITDA 全部债务比分别为 7.95 倍和 0.58 倍，较上年的 5.86 倍和 0.51 倍均有所提升，EBITDA 对利息全部债务覆盖程度较好。整体看，公司长期偿债能力较强。

截至 2017 年底，公司对外担保明细如下表所示，公司担保比率较低。

表 8　截至 2017 年底公司对外担保明细（单位：亿元人民币）

担保方	被担保方	担保额度	担保起始日	担保有效截止日	担保类型
深高速	中国建设银行深圳市分行	8.00	2007.08	公司债券本息偿还完毕之日	股权质押担保
贵州深高速置地有限公司	贷款客户	4.16	贷款合同生效之日起	合同项下的抵押生效日	连带责任保证担保

资料来源：公司提供

截至 2017 年底，公司未决诉讼共 1 笔，系附属公司深圳市深国际华通源物流有限公司（以下简称“华通源”）与深圳市怡华轩酒店有限公司（以下简称“怡华轩”）的房屋租赁合同纠纷仲裁案所致，怡华轩申请提前解除租赁合同经济补偿共 5,800 万元，而华通源请求收回物业，补偿金额按仲裁裁定结果执行。目前，双方对各自补偿评估报告不予认同，现仲裁委指定第三方评估机构对解除合同经营损失进行重新鉴定，鉴定结果尚未出具。

截至 2017 年底，公司合并口径金融机构未使用额度约为 567 亿港元，公司融资渠道畅通。

总体看，公司整体偿债能力强。

七、公司债券偿债能力分析

从资产情况来看，截至 2017 年底，公司现金类资产为 76.47 亿港元，为“18 国际 P1”待偿本金 3.00 亿元人民币（折合 3.60 亿港元[4]）的 21.24 倍，公司现金类资产对债券的覆盖程度较高；净资产为 373.11 亿港元，为债券待偿本金（3.60 亿港元）的 103.64 倍，公司较大规模的现金类资产和净资产能够对“18 国际 P1”的按期偿付起到较强的保障作用。

[4] 以 2017 年 12 月 31 日汇率折算

从盈利情况来看，2017 年，公司 EBITDA 为 91.68 亿港元，为待偿本金（3.60 亿港元）的 25.45 倍，公司 EBITDA 对“18 国际 P1”债券本金的覆盖程度较高。

从现金流情况来看，公司 2017 年营运产生的现金 40.93 亿港元，为“18 国际 P1”待偿本金（3.60 亿港元）的 11.37 倍，公司经营活动现金流入量对“18 国际 P1”本金的覆盖程度较高。

综上分析，并考虑到公司作为深圳市国资委下属的香港上市公司，在行业地位、经营实力、品牌知名度、盈利能力等方面具有显著优势，公司对“18 国际 P1”的偿还能力极强。

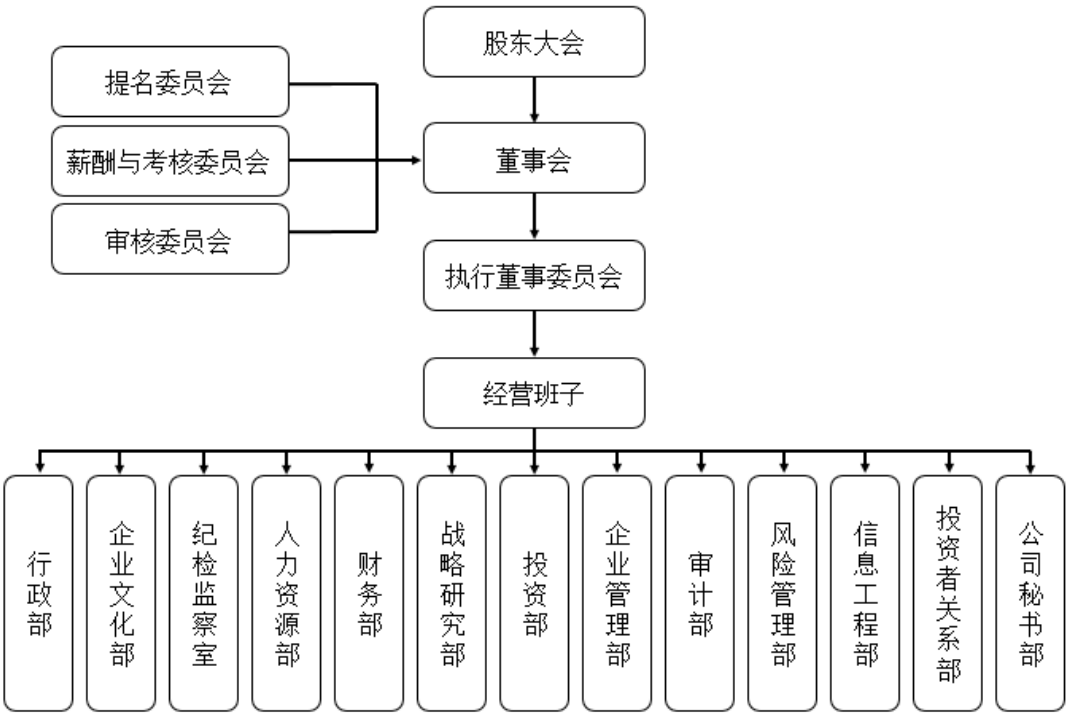
八、综合评价

2017 年，深国际作为深圳市国资委下属的香港上市公司，在行业地位、经营实力、盈利能力等方面仍具有显著优势；公司收入规模和年度纯利均有所增长，盈利能力增强，偿债能力较强；与深圳市前海管理局签订的补充协议，有助于公司获得前海土地的土地增值收益，当年获得土地置换补偿金额 28.30 亿港元。同时，联合评级也关注到公司高速公路业务受宏观经济及政府政策影响较大、“深国际城市综合物流港”项目网点布局范围较大，存在一定的资本支出压力等因素对公司信用水平带来的不利影响。

未来，随着公司前海项目及梅林关城市更新项目逐步推进，公司土地资源未来升值潜力较大；此外，随着“深国际城市综合物流港”网点布局的完善，公司物流业务市场竞争力有望进一步增强。

综上，联合评级维持公司主体信用等级为“AAA”，评级展望为“稳定”；同时维持“18 国际 P1”的债项信用等级为“AAA”。

附件 1　深圳国际控股有限公司
组织结构图



附件 2　深圳国际控股有限公司
主要计算指标

项目	2016 年	2017 年
资产总额（亿港元）	607.41	709.86
总权益（亿港元）	284.36	373.11
短期债务（亿港元）	48.09	49.32
长期债务（亿港元）	75.75	108.93
全部债务（亿港元）	123.84	158.25
营业收入（亿港元）	77.87	97.07
年度纯利（亿港元）	29.17	47.56
EBITDA（亿港元）	63.69	91.68
经营性净现金流（亿港元）	19.15	24.28
应收账款周转次数（次）	3.77	4.45
存货周转次数（次）	2.16	1.14
总资产周转次数（次）	0.13	0.15
总资本收益率（%）	9.35	12.35
总资产报酬率（%）	7.84	10.98
净资产收益率（%）	10.21	14.47
营业利润率（%）	40.20	36.89
费用收入比（%）	20.27	15.14
资产负债率（%）	53.19	47.44
全部债务资本化比率（%）	30.34	29.78
长期债务资本化比率（%）	21.04	22.60
EBITDA 利息倍数（倍）	5.86	7.95
EBITDA 全部债务比（倍）	0.51	0.58
流动比率（倍）	1.72	1.62
速动比率（倍）	1.49	0.91
现金短期债务比（倍）	2.57	1.55
经营现金流动负债比率（%）	14.94	22.72
EBITDA/待偿本金合计（倍）	17.68	25.45

注：1、本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入所致；2、EBITDA/待偿本金合计=EBITDA/本报告所跟踪债项合计待偿本金。

附件 3　有关计算指标的计算公式

指 标 名 称	计 算 公 式
增长指标	
年均增长率	（1）2 年数据：增长率=（本期-上期）/上期×100% （2）n 年数据：增长率=[(本期/前 n 年)^（1/(n-1)）-1]×100%
经营效率指标	
应收账款周转次数	营业收入/ [(期初应收账款余额+期末应收账款余额)/2]
存货周转次数	营业成本/[(期初存货余额+期末存货余额)/2]
总资产周转次数	营业收入/[(期初总资产+期末总资产)/2]
现金收入比率	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	（净利润+计入财务费用的利息支出）/[（期初所有者权益+期初全部债务+期末所有者权益+期末全部债务）/2]×100%
总资产报酬率	（利润总额+计入财务费用的利息支出）/[（期初总资产+期末总资产）/2] ×100%
净资产收益率	净利润/[（期初所有者权益+期末所有者权益）/2]×100%
主营业务毛利率	（主营业务收入-主营业务成本）/主营业务收入×100%
营业利润率	（营业收入-营业成本-营业税金及附加）/营业收入×100%
费用收入比	（管理费用+营业费用+财务费用）/营业收入×100%
财务构成指标	
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/（资本化利息+计入财务费用的利息支出）
EBITDA 全部债务比	EBITDA/全部债务
经营现金债务保护倍数	经营活动现金流量净额/全部债务
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数	筹资活动前现金流量净额/全部债务
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计
速动比率	（流动资产合计-存货）/流动负债合计
现金短期债务比	现金类资产/短期债务
经营现金流动负债比率	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
经营现金利息偿还能力	经营活动现金流量净额/（资本化利息+计入财务费用的利息支出）
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力	筹资活动前现金流量净额/（资本化利息+计入财务费用的利息支出）
本期公司债券偿债能力	
EBITDA 偿债倍数	EBITDA/本期公司债券到期偿还额
经营活动现金流入量偿债倍数	经营活动产生的现金流入量/本期公司债券到期偿还额
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额/本期公司债券到期偿还额

注：　现金类资产=货币资金+交易性金融资产+应收票据

长期债务=长期借款+应付债券

短期债务=短期借款+应付票据+应付短期债券+一年内到期的非流动负债

全部债务=长期债务+短期债务

EBITDA=利润总额+计入财务费用的利息支出+固定资产折旧+摊销

所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 4　公司主体长期信用等级设置及其含义

公司主体长期信用等级划分成 9 级，分别用 AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC 和 C 表示，其中，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。

AAA 级：偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低；

AA 级：偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低；

A 级：偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低；

BBB 级：偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般；

BB 级：偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高；

B 级：偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高；

CCC 级：偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高；

CC 级：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 级：不能偿还债务。

长期债券（含公司债券）信用等级符号及定义同公司主体长期信用等级。