跟 踪 评 级 公 告

联合〔2020〕1108 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：

二〇二〇年六月一日

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号 PICC 大厦 10 层（100022）
电话：010-85172818
传真：010-85171273
网址：www.unitedratings.com.cn

深圳国际控股有限公司
公司债券 2020 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	2019/05/31

跟踪评级时间：2020 年 6 月 1 日

主要财务数据

合并口径

项目	2018 年	2019 年
资产总额（亿港元）	843.65	914.09
总权益（亿港元）	443.60	473.41
长期债务（亿港元）	244.74	251.79
全部债务（亿港元）	266.12	264.93
收入（亿港元）	115.81	168.20
年度纯利（亿港元）	65.27	71.10
EBITDA（亿港元）	121.11	122.61
营运活动产生的净现金（亿港元）	21.13	73.44
营业利润率（%）	39.51	39.83
净资产收益率（%）	15.98	15.51
资产负债率（%）	47.42	48.21
全部债务资本化比率（%）	37.50	35.88
流动比率（倍）	2.40	2.09
EBITDA 全部债务比（倍）	0.46	0.46
EBITDA 利息倍数（倍）	7.43	9.83
EBITDA/待偿本金合计（倍）	36.15	36.60
公司本部（母公司）		
资产总额（亿港元）	242.05	251.83
总权益（亿港元）	156.36	176.29
全部债务（亿港元）	85.00	68.01
年度纯利（亿港元）	24.46	41.26
资产负债率（%）	35.40	30.00
全部债务资本化比率（%）	35.22	27.84
流动比率（倍）	9.91	18.41

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

深圳国际控股有限公司（以下简称“公司”）拥有的路产质量高，为公司带来良好的现金流。公司取得部分前海项目置换用地，确认其他收益 24.58 亿港元。同时，联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）也关注到公司存在较大资金支出压力、物流港项目存在收益不及预期的可能等因素对公司信用水平带来的不利影响。

未来，公司可获得一定规模的前海置换用地，且随着前海项目和梅林关更新项目推进，预计可实现一定收益。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．**公司拥有的路产质量高。**公司路产主要位于深圳市及广东省内，2019 年车流量及路费收入整体有所增长，现金流状况良好。

2．**前海项目可取得一定规模的置换用地。**公司前海项目签订土地整体协定，可获得一定规模的置换用地。2019 年，公司取得部分置换用地，确认其他收益 24.58 亿港元。

3．**公司对“18 国际 P1”偿还能力极强。**公司债务负担合理，债务结构良好，在手资金充裕，公司 EBITDA 和经营性现金流对“18 国际 P1”的覆盖程度很高，偿还能力极强。

关注

1．**高速公路业务受政策因素影响较大。**受 2020 年新冠肺炎疫情防控期间全国高速公路车辆通行费免收政策影响，公司短期内通行费收入将有所下降。

2．**物流港项目的资金支出压力较大。**随

着“深国际城市综合物流港”布局推进，公司未来仍有较大资金支出压力，且投资回报期较长，存在收益不及预期的可能。

分析师

崔　莹　登记编号（R0040218080002）
张　蔚　登记编号（R0040219020002）

邮箱：lh@unitedratings.com.cn
电话：010-85172818
传真：010-85171273
地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号
PICC 大厦 10 层（100022）
网址：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（以下简称“公司”）系于香港联交所发行股票的上市公司，股票代码“0152.HK”。跟踪期内，公司法定股本仍为 30.00 亿股，无变化。截至 2019 年底，公司已发行股份为 21.61 亿股，较年初增长 1.98%，主要系发行代息股份所致。截至 2019 年底，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”）通过深圳市投资控股有限公司（以下简称“深圳投控”）间接持有公司 44.04%的股份，公司控股股东和实际控制人无变化，分别为深圳投控和深圳市国资委。

跟踪期内，公司经营范围无变化，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。

跟踪期内，公司总部组织架构无变化（详见附件 1）。截至 2019 年底，纳入公司合并范围的主要附属公司 68 家，较年初增加 2 家；合并口径共有在职员工 6,918 人。

截至 2019 年底，公司合并资产总额 914.09 亿港元，负债总额 440.67 亿港元，总权益合计 473.41 亿港元，其中公司普通股权持有人应占有权益 302.85 亿港元。2019 年，公司实现收入 168.20 亿港元，年度纯利 71.10 亿港元，其中归属于公司普通股权持有人的年度纯利 50.21 亿港元；营运活动产生的净现金 73.44 亿港元，现金及现金等价物净增加额-17.44 亿港元。

公司注册地址：Clarendon House, 2 Church Street, Hamilton HM 11, Bermuda；法定代表人：李海涛。

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”）发行规模为 3 亿元人民币，发行价格为每张 100 元，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 2019 年底，本期债券募集资金已全部使用完毕，用于补充公司物流园开发和运营业务的营运资金。公司已于 2019 年 1 月 22 日和 2020 年 1 月 22 日按期支付利息。

三、行业分析

1. 物流行业

物流行业发展迅速，需求旺盛，同时行业竞争加剧，同质化严重，行业长期发展整体向好。

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，代表性市场如武汉市场、成都市场等。

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，物流行业传统的基于出租、租赁的园区盈利模式在中国还占主导地位。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，特别是基于信息、咨询的增值服务所替代。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，2017 年 8 月，国务院办公厅印发《国务院办公厅关于进一步推进物流降本增效促进实体经济发展的意见》，提出要进一步深化“放管服”改革，激发物流运营主体活力，提升物流综合服务能力，布局和完善一批国家级物流枢纽。2018 年 12 月，国家发展改革委、交通运输部联合印发《国家物流枢纽布局和建设规划》，该规划出台目的是加强物流等基础设施网络建设的决策部署，科学推进国家物流枢纽布局和建设，为此规划提出要加强政策支持保障，营造良好发展环境。长期看，物流行业未来的政策环境整体向好。

2. 高速公路

高速公路行业发展整体稳定向好。短期内，受新型冠状病毒肺炎疫情期间高速公路免收通行费政策实施影响，高速公路企业经营和财务状况将会遭受较大冲击。长期看，《交通强国建设纲要》对交通基础设施建设的中长期发展具有显著支撑作用，随着在建收费公路项目产能逐步释放以及路网协同效应的带动，未来全国高速公路收入规模仍有望保持一定水平的增长。

我国高速公路建设起步相对较晚，但发展迅速。截至 2019 年底，中国高速公路里程 14.96 万公里，较年初增加 0.70 万公里。2019 年，高速公路建设完成投资 11,504 亿元，较上年增长 15.4%。

从高速公路投资模式看，由于高速公路具有准公用品属性，投资规模大且回报周期长，目前高速公路建设多由政府部门主导且经营模式主要为 BOT 模式。在资本金投入难以满足企业的建设资金需求的背景下，高速公路运营企业银行贷款占比高。截至 2018 年底，全国高速公路累计债务余额 53,666.19 亿元，较上年增长 7.62%，其中银行贷款余额占 84.55%。

公路运输经济运行状况与 GDP 增速、行业供需等高度相关。2019 年，受高铁线路开通等因素影响，旅客运输指标延续下滑趋势；货运方面，受益于宏观经济向好带动货运需求增加，加之路网效应的进一步体现，公路货运指标保持较为稳健的增长，但增速有所下降。2018 年，公路完成客运量 136.72 亿人，较上年下降 6.2%，旅客周转量 9,279.68 亿人公里，较上年下降 5.0%；完成货运量 395.69 亿吨，较上年增长 7.3%，货物周转量 71,249.21 亿吨公里，较上年增长 6.7%。2019 年，公路客运量为 130.12 亿人，较上年下降 4.8%；旅客周转量 8,857.08 亿人公里，较上年下降 4.6%；完成营业性货运量 343.55 亿吨，较上年增长 4.2%；货运周转量 59,636.39 亿吨公里，较上年增长 0.4%。

从通行费收入看，公路货运表现较好，带动全国收费高速公路通行费收入增速提高。2018 年，我国高速公路实现通行费总收入 5,168.38 亿元，较上年增长 8.75%，在收费公路通行费总收入中占 93.08%。

从行业政策看，《交通强国建设纲要》作为建设交通强国的顶层设计和系统谋划，对交通基础设施建设的中长期发展具有显著支撑作用，相关政策明确了符合要求的高速公路期满后，可延长收费

期限，高速公路收费标准有望更加灵活和市场化，但随着“公转铁”运输结构调整政策的发力，收费公路行业面临一定的分流压力。此外，交通运输部发布《交通运输部关于新冠肺炎疫情防控期间免收收费公路车辆通行费的通知》，高速公路自 2020 年 2 月 17 日至 2020 年 5 月 6 日免收通行费，对高速公路企业经营和财务状况产生较大冲击。

2020 年是全面建成小康社会和十三五规划收官之年，经济发展仍要“稳”字当头，在此背景下，预计未来收费公路行业整体经营仍将维持稳定向好态势。同时，《交通强国建设纲要》的发布，明确了建设交通强国战略，我国交通基础施建设仍有较大空间，仍将是未来政策持续支持重点方向。预计未来，各省市将陆续发布最新交通项目建设计划，以明确具体的项目建设规划，地方交通运输基建投资的意愿明显增强。

四、公司管理

截至 2019 年底，公司董事和高级管理人员共 17 人，较年初少 1 人，系原 CFO 谢日康先生辞职所致。

五、经营分析

1. 经营概况

受益于梅林关项目销售结转，公司收入规模有所增长。公司综合毛利率较上年变化不大。

2019 年，公司收入较上年增长 45.24%，主要系梅林关项目建设推进并销售所致。

从收入构成看，2019 年，受益于新增物流园转型升级（即梅林关项目）相关收入，物流业务收入大幅增长，收入占比提升至 46.64%。2019 年，收费公路收入规模较上年变化不大，仍主要来自路费收入。2019 年路费收入较上年有所下降，主要系盐坝高速、盐排高速和南光高速剩余的高速公路权益被提前收回，子公司深圳高速公路股份有限公司（以下简称“深高速”）不再核算其相关收入[1]所致。特许经营安排之建造服务收入较上年有所增长，主要系外环 A 段和沿江二期项目建设推进所致。2019 年，公司新增环保服务收入，系深高速拓展环保业务，合并南京风电科技有限公司（以下简称“南京风电”）和包头市南风风电科技有限公司（以下简称“包头南风”）所致。公司物流业务收入较上年有所增长，物流园（含综合物流港）、物流服务、港口及相关服务收入均有所增长，新增物流园转型升级业务收入，系梅林关项目销售结转所致。2019 年，物流园收入较上年增长 26.60%，主要系投入运营的物流港增加，运营面积增加所致。

表 1　2018－2019 年公司收入构成及毛利率情况（单位：亿港元、%）

项目	2018 年			2019 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
一、收费公路	**88.03**	**76.02**	**45.48**	**89.76**	**53.36**	**35.05**
其中：路费收入	67.12	57.96	58.05	53.05	31.54	52.48
委托建设管理服务及工程咨询服务收入	2.73	2.36	38.77	4.04	2.40	1.90
特许经营安排之建造服务收入	12.34	10.66	0.00	18.34	10.90	0.00
环保服务	--	--	--	6.73	4.00	29.06

[1]盐排高速、盐坝高速及南光高速自 2016 年 2 月 7 日零时起实施免费通行，子公司深高速按协议约定的方法计算并确认此三条高速公路项目的收入。

其他	5.83	5.04	0.13	7.59	4.52	20.84
二、物流业务	**27.78**	**23.98**	**20.59**	**78.45**	**46.64**	**45.30**
其中：物流园（含综合物流港）	6.58	5.68	33.96	8.33	4.95	34.37
物流服务	8.02	6.92	19.63	8.78	5.22	20.77
港口及相关服务	13.18	11.38	14.50	15.64	9.30	13.28
物流园转型升级	--	--	--	45.69	27.17	62.97
合计	**115.81**	**100.00**	**39.51**	**168.20**	**100.00**	**39.83**

资料来源：公司年报，联合评级整理

毛利率方面，2019 年，公司综合毛利率较上年变化不大。其中，收费公路业务毛利率较上年减少 10.43 个百分点，主要系委托建设管理服务及工程咨询服务收入受结转项目不同，毛利率有所下降所致。物流业务毛利率较上年增加 24.71 个百分点，主要系新增的物流园转型升级业务毛利率水平较高所致。

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，为公司带来较为稳定的现金流。2019 年，公司新增环保服务收入，系子公司深高速通过收购包头南风和南京风电以拓展环保业务所致。

（1）高速公路投资与运营

公司控股及参股高速公路路产质量高，2019 年路产车流量及路费收入整体有所增长。受 2020 年新冠肺炎疫情防控期间全国高速公路车辆通行费免收政策影响，短期内公司通行费收入将有所下降。

公司的收费公路主要由子公司深高速管理，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。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。

2019 年，公司无新增路产。移交路产方面，2018 年底深圳市交通运输局（以下简称“深圳交委”）提前收回了公司持有的盐排高速、盐坝高速、南光高速及龙大高速深圳段（以下简称“四条高速”）剩余高速公路权益并按约定给予现金补偿。公司于 2018 年底对四条高速确认资产处置收益 47.22 亿港元，自 2019 年起，公司不再拥有四条高速的收费公路权益。

截至 2019 年年报报出日，公司控股或参股收费公路总计 17 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 174 公里、268 公里和 187 公里，主要控股及参股收费公路的权益比例、收费里程等较上年无变化。

从车流量看，公司控股及参股高速公路除阳茂高速、广梧高速、益常高速和龙大高速外，日均车流量均有所增长。2019 年，阳茂高速日均车流量较上年下降 9.3%，主要系相临路段相继开通、阳茂高速部分路段改扩建施工影响所致；广梧高速日均车流量较上年下降 6.6%，主要系受云湛高速新阳二期（新兴－阳春）及广西梧州绕城高速的分流影响所致；益常高速日均车流量较上年下降 2.2%，主要系受周边新开通的马安高速（马迹塘－安化）、德汉大道（常德市政路）的分流，以及交通管制、治理超限超载政策实施影响所致。

从通行费收入看，深圳地区的高速公路日均路费收入均有所增长。阳茂高速、广梧高速和益常高速日均路费收入下降，与日均车流量变动一致。2019 年，江中项目和广州西二环的日均车流量较上年有所增长，但日均路费收入有所下降，主要系江中项目受南沙大桥开通、叠加虎门大桥实施交通管制、治理超限超载政策影响所致；广州西二环系佛山一环主线于 2019 年 1 月改造完工通车后尚未收费并取消货车限行，导致行驶广州西二环的短程车流量增长但全程过境货车大幅减少，同时相

连的广佛肇高速道路正在改造带来一定的负面影响所致。

表 2　2018－2019 年公司主要控股及参股收费公路运营情况（单位：千辆次、人民币千元）

公路名称	日均车流量		日均路费收入	
	2018 年	2019 年	2018 年	2019 年
广东省-深圳地区：				
梅观高速	100	112	351	383
机荷东段	289	305	2,076	2,105
机荷西段	222	228	1,794	1,830
沿江高速	90	100	1,273	1,459
水官高速	219	229	1,738	1,786
水官延长段	80	82	329	331
龙大高速	113	110	428	431
广东省-其他地区：				
清连高速	43	48	2,084	2,293
阳茂高速	51	46	1,771	1,524
广梧高速	39	37	869	796
江中项目	149	159	1,313	1,250
广州西二环	74	86	1,653	1,597
其他省份：				
武黄高速	53	58	1,055	1,130
益常高速	51	50	1,119	1,106
长沙环路	36	44	395	428
南京三桥	34	36	1,341	1,393

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

2019 年，公司运营的高速公路收费标准和计价依据较上年无变化。

2020 年 2 月，交通运输部发布《交通运输部关于新冠肺炎疫情防控期间免收高速公路车辆通行费的通知》，经国务院同意，在新冠肺炎疫情防控期间，免收全国高速公路车辆通行费。免收通行费的时间范围为自 2020 年 2 月 17 日至 2020 年 5 月 6 日。免收通行费的车辆范围为依法通行高速公路的所有车辆。受上述政策影响，短期内公司通行费收入将有所下降。

在建项目方面，截至 2019 年底，公司主要在建项目为外环 A 段项目和沿江二期项目，预计总投资额 75.00 亿元，尚需投资金额 39.20 亿元，公司未来面临一定的资金支出压力。

表 3　截至 2019 年底公司主要自建项目情况（单位：年、亿元）

项目名称	起止日	建设年限	自有资本金到位情况	总投资	已投资额	未来投资计划		
						2020 年	2021 年	2022 年
外环 A 段项目	2016－2021	6	1.00	65.00	35.50	11.79	17.71	0.00
沿江二期项目	2018－2024	7	0.15	10.00	0.30	0.18	0.18	0.18
合计	--	--	**1.15**	**75.00**	**35.80**	**11.97**	**17.89**	**0.18**

注：1. 此表中外环 A 段项目和沿江二期项目总投资为公司应出资部分；2. 沿江二期项目于 2015 年开始建设，但由公司自建部分为 2018 年开始

外环 A 段项目为双向六车道，全长约 60.09 公里，预计总投资额 203.10 亿元。深高速、深高速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”）签订共建协议，三方将共同投入资金或安排融资建设外环 A 段项目（公司及外环公司合共投入资金或安排融资 65.00 亿元，其余金额由特建发投入），外环公司为外环 A 段项目的建设经营主体，全面负责外环 A 段的建设、收费、设施、路产、财务等经营管理。截至 2019 年底，外环 A 段项目已实现投资 125.21 亿元，完工进度约 67%，土地征收和拆迁工作基本完成，正全面开展路基、桥梁桩基、隧道和路面等工程施工。公司应投资总额 65.00 亿元，截至 2019 年底已投资额为 35.50 亿元。

沿江二期预计总投资额为 61.90 亿元，其中 10.00 亿元由公司出资，剩余由深圳市财务委员会直接拨付到沿江公司。截至 2019 年底，沿江二期项目完工进度约 40%，其中土地征收工作已全部完成，并已完成 97%房屋拆迁工作，已完成约 49%的路基工程、53%的桥梁工程和约 10%的路面工程。

此外，考虑到机荷高速车流量呈饱和状态，加之相连的盐坝高速、盐排高速和南光高速及清平高速二期免费通行对其车流量产生诱增作用，机荷高速高峰期车流拥堵，公司 2018 年 1 月开展机荷高速改扩建项目初步设计等前期工作。截至 2019 年底，公司已按最新方案完成了机荷高速改扩建项目的工程可行性报告修编，并全面推进项目用地预审与选址、环评等专项工作，项目预计总投资额尚未明确。

（2）建设相关服务收入

委托建设管理业务及工程咨询服务、特许经营安排之建造服务为高速公路建设运营业务的补充。

公司通过输出建设管理和收费公路营运管理方面的服务，实现收入与回报。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，不同委托建设管理项目的收入确认比例有所不同。2019 年，公司提供委托建设管理服务的项目主要包括外环 A 段项目、深汕南门河项目、贵州朵花项目等，实现委托建设管理服务及工程咨询服务收入为 4.04 亿港元，较上年有所增长。

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。2019 年，公司实现特许经营安排之建造服务收入 18.34 亿港元，较上年增长 32.71%，主要系外环 A 段和沿江二期项目建设推进所致。

（3）环保业务

子公司深高速通过并购拓展环保业务，并实现一定收入。

2019 年，子公司深高速并购及增资获得南京风电 51%股权，收购包头南风 67%股权。

南京风电是一家从事新型能源风力发电机组研发、生产，以及风电场开发的高科技企业，主要业务是研发、生产和销售大型风力发电机组，以及风电发电项目的投资运营。截至 2018 年底，南京风电总资产规模约 7 亿元，负债规模约 3.5 亿元。2019 年（仅合并日后），南京风电实现营业收入 5.11 亿元。收入主要来自于风电主机及附属设施装配制造，主要客户包括中机国能电力工程有限公司、河南森源电气股份有限公司等。

包头南风在内蒙古自治区设有 5 家从事风力发电项目的投资开发与经营的全资子公司，拥有 165 台风力发电机组，总装机容量 24.75 万千瓦，经核准的上网电价为 0.49 元/千瓦时。截至 2018 年底，包头南风资产总额 19.79 亿元，负债总额 19.27 亿元，2018 年，实现营业收入 1.38 亿元，净利润 0.51 亿元。2019 年（仅合并日后），包头风电实现营业收入 0.88 亿元。

3. 物流业务

（1）物流园业务

公司物流园整体收入有所上升，随着投入运营的综合物流港增加，物流园业务收入有望继续增长。随着物流节点布局建设推进和贯通，公司资金支出压力较大，且城市综合物流港项目投资回报期较长，存在运营不及预期的可能。

深圳（大湾区）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。2019 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 2019 年底，公司主要拥有或运营的华南物流园、西部物流园、康淮电商中心已进入成熟运营期。出租率方面，2019 年，公司物流园平均出租率为 84%。

其中，深国际康淮电商中心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。该项目营运面积约 13.8 万平方米，于 2018 年 1 月投入运营。深国际康淮电商中心的业务包括仓储物流服务、办公楼、宿舍、餐厅、超市及大型数据中心。截至 2019 年底，项目整体出租率为 90%，较年初上升 4 个百分点。

表 4　公司主要物流园经营情况（单位：万平方米、年、%、亿元人民币）

物流园区	土地面积	营运面积	运营时间	权益	收入	
					2018 年	2019 年
华南物流园	61.1	32.2	2003	100.0	2.92	3.33
西部物流园	--	11.1	2003	100.0	0.62	0.44
深国际康淮电商中心	--	13.8	2018	70.0	0.58	0.68
合计	**61.1**	**57.1**	--	--	**4.12**	**4.45**

注：1. 深国际康淮电商中心为租赁模式，非自有土地，土地面积统计不适用；2. 各列之和与合计数略有差异主要系四舍五入所致
资料来源：公司年报，联合评级整理

此外，公司于 2018 年底获取深圳市龙华新区的黎光项目土地使用权，占地面积约 4.5 万平方米，于 2019 年底正式开工建设，预计 2022 年投入运营。黎光项目将建成聚焦冷链、商超、电商市场，以城际分拨为主，提供中转分拨、储存及配套等综合服务的高标准、多高层的生态型智慧物流园。

深国际城市综合物流港

2019 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 2019 年底，公司在 26 个重要物流节点城市（不含深圳市）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 662.5 万平方米，详见下表。土地获取方面，公司一方面加强与地区政府的沟通协调，另一方面通过并购或合资的方式收购土地等相关物流资产。截至 2019 年底，公司共计有 24 个项目获得部分或全部土地使用权，已获得土地面积合计 421.6 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，公司未来面临较大的资本支出压力。

运营方面，2019 年，公司位于贵州、重庆和无锡的综合物流港项目陆续建成并投入运营，加上天津中隆、上海青浦等收购项目，综合物流港新增运营面积逾 40 万平方米。截至 2019 年底，公司共 16 个综合物流港项目投入运营，总运营面积 144.3 万平方米，综合出租率约 85%。

表 5　截至 2019 年底“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	25.6	2016.04
无锡综合物流港	无锡惠山区	34.7	24.6	12.4	2017.10
武汉东西湖综合物流港	武汉东西湖区	13.3	12.6	6.7	2016.10
天津中隆项目	天津开发区西区新环东路	6.0	6.0	3.2	2019.01
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	29.8	8.5	2018.10
南昌综合物流港	南昌经济技术开发区	26.7	15.6	9.1	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	9.9	2016.10
宁波综合物流港	宁波宁南贸易物流园	19.4	9.2	6.0	2018.10
杭州综合物流港	杭州大江东产业集聚区	42.7	42.7	14.7	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	--	--	2021.12
贵州综合物流港	贵州双龙现代服务业集聚区	34.8	35	15.0	2018.05
昆山综合物流港	昆山市陆家镇	11.7	11.7	8.5	2016.06
重庆综合物流港	重庆江津区双福新区	15.7	10.4	5.8	2020.01
郑州综合物流港	郑州经济开发区郑州国际物流园	26.7	--	--	2021.12
西安综合物流港	西安国家民用航天产业基地	12.0	12.0	--	2020.06
句容综合物流港	江苏句容北部新城区域	40.0	13.1	--	2020.08
义乌综合物流港	义乌市稠城街道下辖云溪村	44.0	41.7	--	2020.07
武汉蔡甸综合物流港	武汉市蔡甸区常福物流中心	26.7	12.9	--	2020.12
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	12.5	--	2020.12
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	--	2020.06
济南章丘综合物流港	济南市章丘区宁家埠街道	18.0	--	--	2020.12
江阴综合物流港	江阴临港经济开发区	13.3	--	--	2021.12
徐州综合物流港	徐州高新技术产业开发区	14.0	13.3	--	2021.12
山东北明全程物流园	烟台市经济技术开发区	7.0	7.0	3.7	2008
南通综合物流港	江苏海门工业园区	15.2	15.2	--	2020.12
上海青浦综合物流港	上海市青浦区华新镇华志路	2.3	2.3	3.0	2019.09
湛江综合物流港	湛江市麻章区	20	--	--	2021.12
中山火炬综合物流港	广东省中山市十涌路	5.7	5.7	5.8	2019.09
合计	**--**	**662.5**	**421.6**	**144.3**	--

注：预计运营时间为估计时间
资料来源：公司年报，联合评级整理

未来，随着公司在全国物流节点布局建设推进和贯通，公司物流业务竞争力将有望得到较大的提升，但公司资本支出压力亦较大。同时，城市综合物流港项目投资回报期较长，存在运营不及预期的可能。

（2）港口及相关服务业务

公司西坝码头二期若干资产逐步移交，获得一定现金补偿。公司港口散货业务吞吐量略有下降，丰城项目前期工作持续推进。

截至 2019 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，包括一座 5 万吨和四座 7 万吨级通用散货泊位，及占地 40 万平方米的堆场。因南京市仙新路过江通道建设需占用南京西坝码头二期后方的陆域堆场，南京市江北新区管理委员会征收西坝码头二期若干资产，

补偿协议价格 15 亿元，其中二期堆场于 2019 年 11 月移交，公司已获得现金补偿 4.5 亿元。

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。2019 年，公司港口停泊船舶 748 艘，较上年下降 19.57%，散货完成吞吐量为 4,318 万吨，较上年下降 2.53%。

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公司专注于煤炭、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。公司港口散货业务前五大客户较上年变化不大，集中度仍较高。

公司于 2019 年与靖江经济技术开发区管理委员会签订靖江港项目合作协议，拟开发靖江港项目，公司节点码头有望实现拓展。

此外，2017 年，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”（以下简称“丰城项目”）项目合作框架协议，2019 年，丰城项目前期工作持续推进。受江苏省港口资源整合影响，项目推进有所延后。

供应链管理服务业务

2019 年，公司供应链管理服务业务模式较上年基本无变化，主要包括煤炭、石油焦的采购和销售。公司发展供应链管理服务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。

（3）物流服务

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）。2019 年，公司物流服务业务模式未发生变化，实现收入 8.78 亿港元，较上年略有增长。

（4）物流园转型升级业务

梅林关城市更新项目

随着梅林关项目的建设推进及销售，公司实现一定的销售收入。

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。梅林关项目紧邻深圳市中心区域的福田区，是深圳市中心的功能拓展区以及城市重点发展区域，由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”）负责。土地使用权系联合置地于 2015 年 6 月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，以总地价人民币 35.67 亿元（约为 39.81 亿港元）获取。为保证项目质量，提升项目管理水平和整体回报，2018 年联合置地以增资方式引入万科企业股份有限公司（以下简称“万科”）作为战略投资者。增资完成后，万科拥有联合置地 30%的权益，公司和子公司深高速在联合置地的权益分别摊薄至 35.7%和 34.3%。

梅林关城市更新项目分三期进行开发建设，一期住宅可售面积约 7.5 万平方米，保障房面积约 4.2 万平方米，二期预计住宅可售面积约 6.8 万平方米，项目三期预计住宅可售面积约 6.3 万平方米，并设有约 19 万平方米的办公及商务公寓综合建筑。此外，梅林关城市更新项目总体规划了约 3.45 万平方米的商业配套物业。截至 2019 年底，项目一期和风轩住宅已全部销售并回款，回款额为人民币 46.47 亿元（约 52.21 亿港元）；项目二期和雅轩于 2019 年 10 月启动预售，截至 2019 年底去化率达 87%；项目三期正在进行相关报建及前期基础工程。

前海项目

公司前海项目签订土地整体协定，未来可获得一定规模的置换用地，同时随着前海首期和前海二期项目建设推进，公司预计可实现一定收益。

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。2015 年 10 月，公司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，由物流用地变更为商住用地，涉及市政用地的前海片区地块分阶段移交前海管理局。

公司获取的 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，其土地价值（地价）无需支付前海管理局。前海首期项目总建筑面积约 11 万平米，包括住宅项目 5.14 万平方米、办公项目 3.5 万平方米及商业项目 2.5 万平方米。住宅项目由公司与深业置地有限公司共同开发，已开工建设。

2019 年 9 月，公司就前海项目 38 万平方米土地的整体方案与深圳市规划和自然资源局及前海管理局签订土地整体协定，最终确定了土地整体规划、土地估价原则、土地补偿及土地出让等具体安排。2019 年 12 月，公司下属子公司与前海管理局签订土地使用权出让合同，涉及土地面积 4.12 万平方米（以下简称“前海二期”），计容建筑面积共约 11.00 万平方米（主要为住宅建筑面积），土地出让价款合计约 25.12 亿港元。根据土地整体协定，上述土地为土地整体协议中的置换用地，合同地价不再另行收取，公司相应确认其他收益 24.58 亿港元。

随着前海首期和前海二期项目的开发推进，公司预计可实现一定的收益。

4. 其他投资

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，为其带来一定规模的投资回报。受新冠疫情影响，深圳航空 2020 年一季度净利润为亏损。

截至 2019 年底，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），较年初无变化。截至 2019 年底，深圳航空共持有客机 218 架，经营国内外航线 291 条，其中国内航线 260 条，国际航线 22 条及港澳台地区航线 9 条，较年初变化不大。2019 年，深圳航空运输旅客 3,251 万人次，较上年增长 6.00%；旅客运输量达 507.00 亿客公里，较上年增长 5.57%；客运收入达到 273.29 亿元人民币，较上年增长 5.13%。2019 年，深圳航空对公司贡献盈利为 5.93 亿港元，较上年增长 26.44%，主要系受益于航油价格下跌，航油成本下降，以及深圳航空优化债务币种结构以减少汇率波动影响所致。2020 年一季度，受新冠肺炎疫情影响，深圳航空净利润为-13.51 亿元人民币。

表 6　2018－2019 年深圳航空运营数据

项目	2018 年	2019 年
营业收入（亿港元）	366.62	359.00
净利润（亿港元）	10.82	13.41
旅客运输量（亿客公里）	480.26	507.00
运输旅客（万人次）	3,067	3,251

资料来源：公司年报，联合评级整理

此外，截至 2019 年年报报出日，公司持有中国南玻集团股份有限公司（以下简称“南玻集团”）A 股股份约 3,917 万股，约占南玻集团已发行股本总额的 1.26%，以南玻集团于 2019 年 12 月 31 日收盘价 5.01 元人民币/股计算，公司拥有南玻集团股票市值约为 1.96 亿元人民币。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。未来，根

据公司业务发展、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，公司或将适时减持南玻集团股份。

5. 未来发展

未来，公司将继续围绕“一带一路”、粤港澳大湾区、深圳先行示范区、长江经济带等战略机遇，发展物流基础设施领域及相关产业，拓展综合物流港项目全国网络布局，尤其加大在粤港澳大湾区、长三角、环渤海湾等经济发达地区的布局，为公司发展积累资源。同时，公司将提升已投入运营物流港项目的招商和运营管理能力，控制成本，叠加增值服务，提高单位仓储面积产出能力；探索综合物流港“投、建、管、退”的商业模式闭环，实现滚动发展；抓住深圳地区物流园土地功能调整的机遇，推进物流园转型，推进前海项目和梅林关项目。

六、财务分析

1. 财务概况

公司 2019 年度财务报告经毕马威会计师事务所审计，审计结论为标准无保留意见。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 2019 年底，公司纳入合并范围的主要附属公司共 68 家，较年初增加 2 家，新纳入的主要附属公司规模不大。从会计政策和会计估计变更看，2019 年公司采用香港会计师公会颁布新订的《香港财务报告准则》第 16 号租赁及若干经修订的《香港财务报告准则》，对公司财务报表无实质影响。整体看，公司财务数据可比性很强。

2. 资产质量

公司资产仍以非流动资产为主，收费公路经营权和于联营公司之权益占比较大，可为公司带来较为稳定的经营性现金流入，公司在手资金充裕，资产质量较高。

截至 2019 年底，公司合并资产总额较年初增长 8.35%，资产结构仍以非流动资产为主。

表 7　公司资产主要构成情况（单位：亿港元、%）

科目	2018 年末		2019 年末		增长率
	金额	占比	金额	占比	
流动资产	**297.90**	**35.31**	**316.26**	**34.60**	**6.16**
存货及其他合同成本	80.55	27.04	101.12	31.97	25.53
业务及其他应收款	39.77	13.35	56.62	17.90	42.39
受限制银行存款	20.89	7.01	20.57	6.50	-1.54
现金及现金等价物	136.64	45.87	119.32	37.73	-12.68
非流动资产	**545.75**	**64.69**	**597.83**	**65.40**	**9.54**
物业、厂房及设备	52.73	9.66	100.30	16.78	90.20
土地使用权	29.32	5.37	33.94	5.68	15.73
无形资产	270.21	49.51	262.61	43.93	-2.81
于联营公司之权益	142.45	26.10	145.27	24.30	1.98
资产总额	**843.65**	**100.00**	**914.09**	**100.00**	**8.35**

资料来源：公司年报，联合评级整理

截至 2019 年底，公司流动资产较年初增长 6.16%，主要由存货及其他合同成本、业务及其他应

收款、受限制银行存款、现金及现金等价物构成。

截至 2019 年底，公司存货及其他合同成本较年初增长 25.53%，主要系梅林关项目开发推进所致。存货主要由待开发的土地（占 27.30%）和发展中物业及土地（占 66.34%）构成。2019 年，公司对存货及其他合同成本累计计提减值准备 2.40 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所致。截至 2019 年底，公司业务及其他应收款较年初增长 42.39%，主要系公司拆借给万科 18.52 亿港元的往来款所致。业务及其他应收款主要包括 3 个月内的应收高速公路结算款（一般结算期为 1 个月以内）、预付给子公司的非控股股东款项、保证金及预付款。公司对业务及其他应收款累计计提亏损拨备 0.65 亿港元。公司受限制银行存款较年初变化不大，主要为委托工程管理项目的专项账户存款。截至 2019 年底，公司现金及现金等价物较年初下降 12.68%，主要系公司偿还贷款及对外投资资金支出较多所致。

截至 2019 年底，公司非流动资产较年初增长 9.54%，主要系物业、厂房及设备增长所致。公司非流动资产主要由物业、厂房及设备、土地使用权、无形资产和于联营公司之权益构成。

截至 2019 年底，公司物业、厂房及设备账面净值较年初增长 90.20%，主要系公司并购包头南风和南京风电，相应设备增加，以及深国际大厦完工转入所致；累计折旧及减值 32.49 亿港元，成新率为 71.27%，成新率尚可。公司土地使用权较年初增长 15.73%，主要系公司综合物流港项目推进，获得土地使用权增加所致。公司土地使用权主要由位于中国的土地租赁中期租约（10~15 年）构成，占比为 99.84%。公司无形资产账面净值较年初变化不大，主要为公司获得授予的对各收费公路之收费经营权，无形资产累计摊销及减值 118.59 亿港元。公司于联营公司之权益较年初变化不大，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%）。

截至 2019 年底，公司受限资产合计为 223.32 亿港元，占资产总额的比例为 24.43%，公司资产受限比例偏高，受限资产主要包括清连高速、外环高速、沿江高速的收费经营权，Jade Emperor Limited 45%股权和包头南风达茂旗项目风电场设备及土地使用权，以及受限制银行存款 20.57 亿港元。

3. 负债及所有者权益

（1）负债

公司债务结构良好，整体债务负担处于合理水平。

截至 2019 年底，公司负债总额较年初增长 10.16%，负债结构仍以非流动负债为主。

表 8　公司主要负债构成情况（单位：亿港元、%）

科目	2018 年末		2019 年末		增长率
	金额	占比	金额	占比	
流动负债	**124.23**	**31.05**	**151.20**	**34.31**	**21.70**
业务及其他应付款	60.98	49.08	74.33	49.16	21.89
合同负债	18.25	14.69	46.13	30.51	152.75
应付所得税	23.63	19.02	16.59	10.98	-29.76
贷款（流动负债部分）	21.38	17.21	13.14	8.69	-38.53
非流动负债	**275.82**	**68.95**	**289.48**	**65.69**	**4.95**
贷款（非流动负债部分）	244.74	88.73	251.79	86.98	2.88
递延所得税负债	18.09	6.56	17.74	6.13	-1.93
负债总额	**400.05**	**100.00**	**440.67**	**100.00**	**10.16**

资料来源：公司年报，联合评级整理

截至 2019 年底，公司流动负债较年初增长 21.70%，主要由业务及其他应付款、合同负债、应

付所得税和贷款（流动负债部分）构成。截至 2019 年底，公司业务及其他应付款较年初增长 21.89%，主要系收费公路建设和物流园项目推进使得工程应付款增加，以及新增应付南京风电股权收购款 2.35 亿港元所致。公司合同负债较年初增长 152.75%，主要系公司房地产项目收取的预售定金及分期款增加，以及合并南京风电带动预先收取的销售和维护费用增加所致。公司应付所得税较年初下降 29.76%，主要系所得税支付所致。公司贷款（流动负债部分）较年初下降 38.53%，主要系新增短期银行借款减少所致。

截至 2019 年底，公司非流动负债较年初增长 4.95%，变动不大。公司非流动负债主要由贷款（非流动负债部分）和递延所得税负债构成。截至 2019 年底，公司贷款（非流动负债部分）较年初变动不大，由长期银行贷款（占 51.38%）、熊猫债券（占 22.15%）、企业债券（占 12.77%）、中期票据（占 7.97%）、优先票据（占 3.08%）和融资租赁公司借款（占 2.65%）构成。截至 2019 年底，公司贷款（非流动负债部分）2021 年到期的为 61.93 亿港元，2022~2024 年到期的为 111.84 亿港元，2024 年以后到期的为 78.03 亿港元，公司贷款（非流动负债部分）2021 年存在一定的集中偿付压力。截至 2019 年底，公司递延所得税负债较年初变动不大。

截至 2019 年底，公司全部债务为 264.93 亿港元，较年初变化不大。其中，短期债务占 4.96%，长期债务占 95.04%，仍以长期债务为主，债务结构良好。截至 2019 年底，公司资产负债率为 48.21%，较年初增加 0.79 个百分点，全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 35.88%和 34.72%，分别较年初下降 1.61 个百分点和 0.84 个百分点，公司债务负担处于合理水平。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 2019 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 50.76%、39.04%和 37.93%，分别较调整前增加 2.55 个百分点、3.16 个百分点和 3.21 个百分点。

（2）总权益

公司总权益规模有所增长，总权益稳定性一般。

截至 2019 年底，公司总权益合计 473.41 亿港元，较年初增长 6.72%，主要系公司其它储备及保留盈余有所增长所致。公司总权益中本公司普通股持有人应占权益占 63.97%，永续债券占 4.92%，非控制性权益占 31.10%。普通股持有人应占权益主要由股本及股本溢价（占 36.65%）和其它储备及保留盈余（占 63.35%）构成。公司总权益稳定性一般。

截至 2019 年底，公司股本及股本溢价为 110.99 亿港元，较年初增长 5.18%，主要系公司根据 2019 年 5 月股东大会批准的末期股息的代息股份计划，以每股约 13.33 港元价格发行 3,084.70 万股新股，以支付股息 4.11 亿港元，以及雇员行使前期被授予的购股权所致。截至 2019 年底，公司其他储备及保留盈余为 191.86 亿港元，较年初增长 9.98%，主要系保留盈余累积所致。

4. 盈利能力

公司收入规模和年度纯利均有所增长，应占联营公司盈利对经营盈利形成一定补充，其他收益对经营盈利贡献程度较大，但其他收益的实现不具有持续性，公司整体盈利水平高。

2019 年，公司收入较上年增长 45.24%，主要系梅林关项目建设推进及销售所致；实现毛利 66.99 亿港元，较上年增长 46.42%；实现经营盈利 86.25 亿港元，较上年变动不大，主要系其他收益有所下降所致。

表 9　公司盈利能力情况（单位：亿港元、%、百分点）

项目	2018 年	2019 年	增长率/增减百分点
收入	115.81	168.20	45.24
销售成本	70.06	101.21	44.47
其他收益	47.03	28.60	-39.20
管理费用	5.93	8.70	46.69
应占联营公司盈利	11.26	12.47	10.69
财务成本	15.40	10.16	-34.07
年度纯利	65.27	71.10	8.93
营业利润率	39.51	39.83	0.32
总资本收益率	12.29	11.20	-0.48
净资产收益率	15.98	15.51	-0.47

资料来源：公司年报，联合评级整理

从期间费用看，2019 年公司费用总额为 17.58 亿港元，较上年下降 16.43%，主要系财务费用下降所致。费用总额由管理费用（占 49.46%）、分销成本（占 8.59%）和财务成本（占 41.95%）构成。2019 年，公司管理费用较上年增长 46.69%，主要系公司业务规模扩大，以及深高速计提增量利润奖金所致。财务成本较上年下降 34.07%，主要系不再摊销南光高速等四项目的财务成本所致。2019 年，公司费用收入比为 10.45%，较上年减少 7.71 个百分点，公司费用控制能力有所提升。

2019 年，公司其他收益为 28.60 亿港元，较上年下降 39.20%，主要为公司获得的土地置换补偿收益。2018 年，公司其他收益规模较大，主要系深圳交委提前收回了公司持有的四条高速剩余收费公路权益并按约定给予现金补偿，并确认为其他收益所致。2019 年，公司其他收益占经营盈利的比例为 33.16%，较上年减少 21.25 个百分点；其他收益对经营盈利的贡献程度较大，但其他收益的实现不具有持续性。

2019 年，公司应占联营公司盈利较上年增长 10.69%，主要系联营公司深圳航空和德润环境年度纯利均有所增长所致。

从盈利指标看，2019 年，公司营业利润率、总资本收益率和净资产收益率较上年均变动不大，整体盈利水平高。

5. 现金流

受益于梅林关项目销售结转，公司营运活动产生的净现金规模较上年大幅增长，投资活动所用的净现金仍为净流出状态。随着公司“深国际综合物流港”的持续推进，公司仍有较大筹资需求。

表 10　公司现金流量情况（单位：亿港元、%、百分点）

项目	2018 年	2019 年	增长率/百分点
营运产生的现金	42.55	116.52	173.81
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	37.27	42.92	15.17
营运活动产生的净现金	**21.13**	**73.44**	**247.57**
投资活动所用的净现金	**-25.20**	**-27.10**	**7.57**
融资活动（所用）/产生的净现金	**83.31**	**-63.78**	**--**

资料来源：公司年报，联合评级整理

从营运活动看，2019 年，公司营运活动产生的净现金较上年大幅增长 247.57%，主要系梅林关项目销售带动现金流入增加所致。

从投资活动看，公司投资活动现金流入主要为子公司深高速出让贵州圣博置地有限公司、贵州恒丰信置业有限公司、贵州恒弘达置业有限公司和贵州业恒达置业有限公司股权，以及收到西坝码头拆迁补偿款等投资活动现金流出主要为公司推进综合物流港项目布局和建设，购置土地使用权及建设开发的支出。2019 年，公司投资活动所用的净现金仍为净流出状态，净流出规模较上年变化不大。

从筹资活动看，2019 年，公司借贷所得款项 52.02 亿港元，较上年下降 72.45%，主要为银行借款；公司偿还贷款和融资租赁资产款项分别为 49.29 亿港元和 14.92 亿港元，较上年偿还贷款规模 126.18 亿港元大幅下降。2019 年，公司融资活动（所用）/产生的净现金由净流入转为净流出。

6. 偿债能力

公司短期和长期偿债能力均很强，融资渠道畅通，整体偿债能力极强。

表 11　公司偿债能力指标情况（单位：倍）

项目	2018 年	2019 年
短期偿债能力指标		
流动比率	2.40	2.09
速动比率	1.75	1.42
现金短期债务比	8.04	11.41
长期偿债能力指标		
EBITDA 利息倍数	7.43	9.83
EBITDA 全部债务比	0.46	0.46

资料来源：公司年报，联合评级整理

从短期偿债能力指标来看，截至 2019 年底，公司流动比率和速动比率较年初均有所下降，现金短期债务比较年初有所提升。整体看，公司短期偿债能力很强。

从长期偿债能力指标来看，2019 年公司 EBITDA 为 122.61 亿港元，较上年变动不大，由除税前盈利（占 74.61%）、折旧加摊销（占 17.24%）和计入财务费用的利息支出（占 8.15%）构成。公司 EBITDA 对利息覆盖倍数高利息倍数高，EBITDA 对全部债务覆盖能力强。整体看，公司长期偿债能力很强。

截至 2019 年底，公司对外担保合计为 64.90 亿港元，主要为对物业买家之房屋贷款提供连带责任保证担保，或有负债风险可控。

表 12　截至 2019 年底公司对外担保明细（单位：亿港元）

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	物业买家之房屋贷款	7.27	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
联合置地	物业买家之房屋贷款	48.70	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
深高速	中国建设银行深圳市分行	8.93	2007 年 8 月	公司债券本息偿还完毕之日	企业债券反担保

资料来源：公司提供

截至 2019 年底，公司下属子公司深圳市深国际融资租赁有限公司（以下简称“深国际租赁公司”）与腾邦物流集团股份有限公司发生保理合同纠纷。2019 年 12 月 24 日，深国际租赁公司胜诉，但两项仲裁被申请人均未按规定期限履行生效法律文书确定的给付义务。公司已申请强制执行，目前案

件处于强制执行阶段。

截至 2019 年底，公司合并口径金融机构未使用授信余额约为 567 亿港元，公司融资渠道畅通。

7. 母公司财务概况

公司主要业务由下属子公司深高速、南京西坝码头有限公司和各物流港运营公司等负责。受益于确认土地置换补偿收益，母公司年度纯利大幅增长。母公司债务规模有所下降，债务负担较轻。

截至 2019 年底，母公司资产总额 251.83 亿港元，较年初变动不大。其中，流动资产占 65.97%，非流动资产占 34.03%。从构成看，流动资产主要为应收附属公司之股息，非流动资产由于附属公司之权益和应收附属公司之款项构成。截至 2019 年底，母公司现金及现金等价物为 5.53 亿港元。

截至 2019 年底，母公司总权益为 176.29 亿港元，较年初增长 12.75%，系股本及股本溢价、其他储备及保留盈余均有所增长所致。

截至 2019 年底，母公司负债总额 75.54 亿港元，较年初下降 11.85%。其中，流动负债占 11.95%，非流动负债占 88.05%。从构成看，流动负债主要由应付附属公司款项和贷款构成，非流动负债主要由熊猫债券、优先票据和贷款构成。截至 2019 年底，公司债务总额为 68.01 亿港元，较年初下降 19.98%。截至 2019 年底，母公司资产负债率、全部债务资本化比率分别为 30.00%和 27.84%，较年初分别减少 5.41 个百分点和 7.38 个百分点。

2019 年，母公司实现年度纯利 41.26 亿港元，较上年增长 68.72%，主要系下属公司向母公司分红所致。

七、公司债券偿还能力分析

从资产情况来看，截至 2019 年底，公司现金类资产为 149.99 亿港元，为“18 国际 P1”待偿本金 3.00 亿元人民币（折合 3.35 亿港元[2]）的 44.77 倍，公司现金类资产对债券的覆盖程度很高；净资产为 473.41 亿港元，为债券待偿本金（3.35 亿港元）的 141.32 倍，公司较大规模的现金类资产和净资产能够对“18 国际 P1”的按期偿付起到很强的保障作用。

从盈利情况来看，2019 年，公司 EBITDA 为 122.61 亿港元，为待偿本金（3.35 亿港元）的 36.60 倍，公司 EBITDA 对“18 国际 P1”债券本金的覆盖程度很高。

从现金流情况来看，公司 2019 年营运产生的现金和营运活动产生的净现金分别为 116.52 亿港元和 73.44 亿港元，为“18 国际 P1”待偿本金（3.35 亿港元）的 34.78 倍和 21.92 倍，公司经营活动现金流入量和净额均对“18 国际 P1”债券本金的覆盖程度很高。

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、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

公司拥有的路产质量高，为公司带来较为稳定的现金流。公司取得部分前海项目置换用地，确认其他收益 24.58 亿港元。同时，联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）也关注到公司存在较大资金支出压力、物流港项目存在收益不及预期的可能等因素对公司信用水平带来的不利影响。

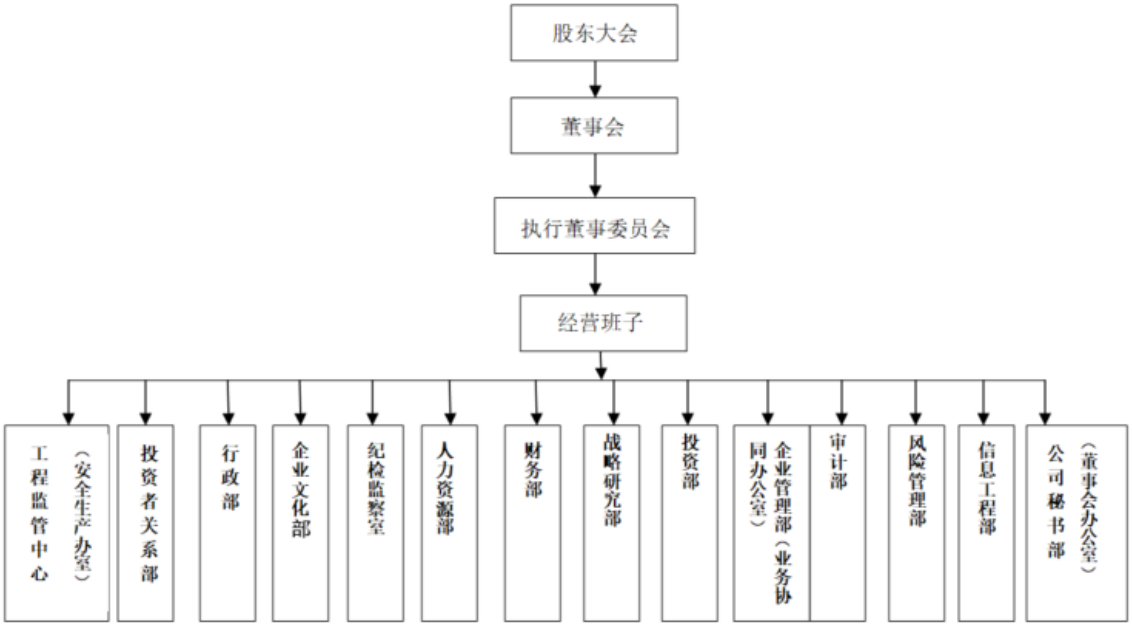
未来，公司可获得一定规模的前海置换用地，且随着前海项目和梅林关更新项目推进，预计可

[2] 以 2019 年 12 月 31 日汇率折算，人民币兑港元为 1.1154

实现一定收益。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（截至 2019 年底）



资料来源：公司提供

附件 2-1 深圳国际控股有限公司
主要财务指标（合并报表）

项目	2018 年	2019 年
资产总额（亿港元）	843.65	914.09
总权益（亿港元）	443.60	473.41
短期债务（亿港元）	21.38	13.14
长期债务（亿港元）	244.74	251.79
全部债务（亿港元）	266.12	264.93
收入（亿港元）	115.81	168.20
年度纯利（亿港元）	65.27	71.10
EBITDA（亿港元）	121.11	122.61
营运活动产生的净现金（亿港元）	21.13	73.44
应收账款周转次数（次）	3.78	3.47
存货周转次数（次）	0.87	1.08
总资产周转次数（次）	0.14	0.19
总资本收益率（%）	12.29	11.20
总资产报酬率（%）	12.01	11.55
净资产收益率（%）	15.98	15.51
营业利润率（%）	39.51	39.83
费用收入比（%）	18.16	10.45
资产负债率（%）	47.42	48.21
全部债务资本化比率（%）	37.50	35.88
长期债务资本化比率（%）	35.56	34.72
EBITDA 利息倍数（倍）	7.43	9.83
EBITDA 全部债务比（倍）	0.46	0.46
流动比率（倍）	2.40	2.09
速动比率（倍）	1.75	1.42
现金短期债务比（倍）	8.04	11.41
经营现金流动负债比率（%）	17.01	48.57
EBITDA/待偿本金合计（倍）	36.15	36.60

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

附件 2-2 深圳国际控股有限公司
主要财务指标（公司本部/母公司）

项目	2018 年	2019 年
资产总额（亿港元）	242.05	251.83
总权益（亿港元）	156.36	176.29
短期债务（亿港元）	15.77	1.50
长期债务（亿港元）	69.23	66.52
全部债务（亿港元）	85.00	68.01
收入（亿港元）	/	/
年度纯利（亿港元）	24.46	41.26
EBITDA（亿港元）	/	/
营运活动产生的净现金（亿港元）	/	/
应收账款周转次数（次）	/	/
存货周转次数（次）	/	/
总资产周转次数（次）	/	/
现金收入比率（%）	/	/
总资本收益率（%）	/	/
总资产报酬率（%）	/	/
净资产收益率（%）	16.19	24.81
营业利润率（%）	/	/
费用收入比（%）	/	/
资产负债率（%）	35.40	30.00
全部债务资本化比率（%）	35.22	27.84
长期债务资本化比率（%）	30.69	27.40
EBITDA 利息倍数（倍）	/	/
EBITDA 全部债务比（倍）	/	/
流动比率（倍）	9.91	18.41
速动比率（倍）	/	/
现金短期债务比（倍）	2.87	3.69
经营现金流动负债比率（%）	/	/

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. “/”代表相关数据未获得

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-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）
本次债券偿还能力	
EBITDA 偿债倍数	EBITDA/本次债券到期偿还额
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/本次债券到期偿还额
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额/本次债券到期偿还额

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。