

信用等级公告

联合[2018]041 号

深圳国际控股有限公司：

联合信用评级有限公司通过对深圳国际控股有限公司主体长期信用状况和拟公开发行的 2018 年公司债券（第一期）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，评级展望为“稳定”

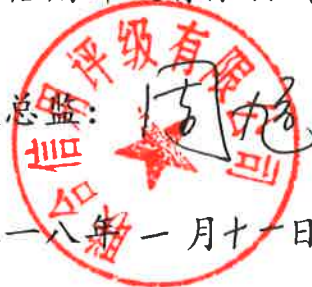
深圳国际控股有限公司拟公开发行的 2018 年公司债券（第一期）信用等级为 AAA

特此公告

联合信用评级有限公司

评级总监：

二零一八年一月十一日



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 2018 年面向合格投资者 公开发行公司债券（第一期）信用评级报告

本期债券信用等级：AAA
公司主体信用等级：AAA
评级展望：稳定
发行规模：基础发行规模为 3.00 亿元人民币，可
超额配售不超过 5.00 亿元人民币
债券期限：3+2 年
还本付息方式：按年付息、到期一次还本
评级时间：2018 年 1 月 11 日
主要财务数据

项目	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年 6 月
资产总额（亿港元）	473.63	589.98	607.41	680.60
总权益（亿港元）	267.28	286.99	284.36	307.07
长期债务（亿港元）	133.55	91.61	75.75	100.88
全部债务（亿港元）	157.47	130.37	123.84	168.22
营业收入（亿港元）	63.70	67.38	77.87	42.05
年度纯利（亿港元）	36.87	30.62	29.17	15.96
EBITDA（亿港元）	70.51	59.24	65.15	--
营运活动净现金流（亿港元）	24.10	21.30	19.15	10.48
营业利润率（%）	49.32	42.52	40.20	39.82
净资产收益率（%）	15.16	11.05	10.21	--
资产负债率（%）	43.57	51.36	53.19	54.88
全部债务资本化比率（%）	37.07	31.24	30.34	35.39
流动比率（倍）	2.24	2.69	1.72	1.23
EBITDA 全部债务比（倍）	0.45	0.45	0.53	--
EBITDA 利息倍数（倍）	7.96	6.53	5.28	--
EBITDA/本期发债额度（倍）	7.66	6.44	7.08	--

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、2017 年半年报未经审计，相关指标未经年化。

评级观点

联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）对深圳国际控股有限公司（以下简称“公司”或“深国际”）的评级，反映了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；公司及子公司深圳高速公路股份有限公司（以下简称“深高速”）均为上市公司，融资渠道畅通。同时，联合评级也关注到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，联合评级对公司的评级展望为“稳定”。

基于对公司主体长期信用以及本次公司债券偿还能力的综合评估，联合评级认为，本次公司债券到期不能偿还的风险极低。

优势

1. 近年来，国家对交通运输业、物流设施建设产业支持力度较大，公司业务发展具有好的外部环境。

2. 公司作为深圳市国资委下属香港上市公司，高速公路业务具有区域垄断地位；物流业务品牌知名度高，市场竞争力强。

3. 公司盈利能力和偿债能力均较强。

4. 公司及子公司深高速均为上市公司，经营管理规范，融资渠道畅通。

5. 未来随着“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。

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，如未来宏观经济面临周期性波动或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. 2015 年，清连高速由于车辆分流收入不及预期，公司对该高速计提了 7.62 亿港元减值准备；未来如果有新的路段对公司所持高速公路造成分流，公司路产面临减值风险。

3. 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

除因本次信用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信用评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本信用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。

本信用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。

本信用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。

本信用评级报告所示信用等级自报告出具之日起至本次（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：

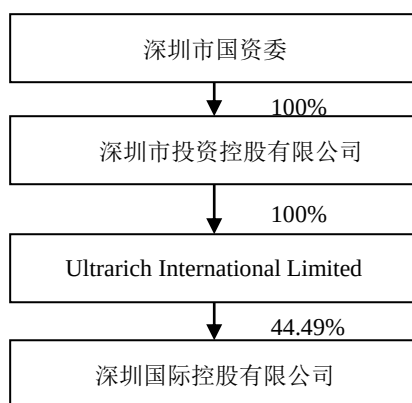
 

联合信用评级有限公司

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 6 月底，公司法定股本为 30.00 亿股，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 44.49% 的股份，公司实际控制人是深圳市国资委。

图 1 截至 2017 年 6 月底公司股权结构图



资料来源：公司提供

公司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 6 月底，公司总部下设投资者关系部、公司秘书部、财务部、行政部、战略研究部、投资部、企业管理部、风险管理部、审计部和信息工程部等职能部门（详见附件 1）；纳入合并范围的主要子公司 48 家，共有在职员工 5,972 人。

截至 2016 年底，公司合并资产总额 607.41 亿港元，负债总额 323.05 亿港元，总权益合计 284.36 亿港元，其中公司股权持有人应占权益 186.34 亿港元。2016 年，公司实现收入 77.87 亿港元，年度纯利 29.17 亿港元，其中归属于本公司股权持有人的年度纯利 21.16 亿港元；营运活动产生的净现金 19.15 亿港元，现金及现金等价物净增加额-49.71 亿港元。

截至 2017 年 6 月底，公司合并资产总额 680.60 亿港元，负债总额 373.52 亿港元，总权益合计 307.07 亿港元，其中公司股权持有人应占权益 202.29 亿港元。2017 年 1~6 月，公司实现收入 42.05 亿港元，实现期内纯利 15.96 亿港元，其中归属于本公司股权持有人的期内纯利 11.04 亿港元；营运活动产生的净现金 10.48 亿港元，现金及现金等价物净增加额-27.27 亿港元。

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

二、本期公司债券概况及债券募集资金用途

1. 本期债券概况

本期债券名称为“深圳国际控股有限公司 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”），本期债券基础发行规模为 3.00 亿元人民币，可超额配售不超过 5.00 亿元人民币。本期债券票面金额为 100 元，按面值平价发行。本期债券的期限为 5 年，债券存续期第 3 年末附发行人调整票面利率选择权及投资者回售选择权。本期债券面向合格投资者公开发行，采取网下面向合格投资者询价配售的方式，由发行人与簿记管理人根据簿记建档结果进行债券配售。本期债券为固定利率，票面利率将根据簿记建档结果确定；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。

本期债券无担保。

2. 本期债券募集资金用途

本期债券募集资金扣除发行费用后，主要用于补充公司物流园开发及运营业务的营运资金。

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。

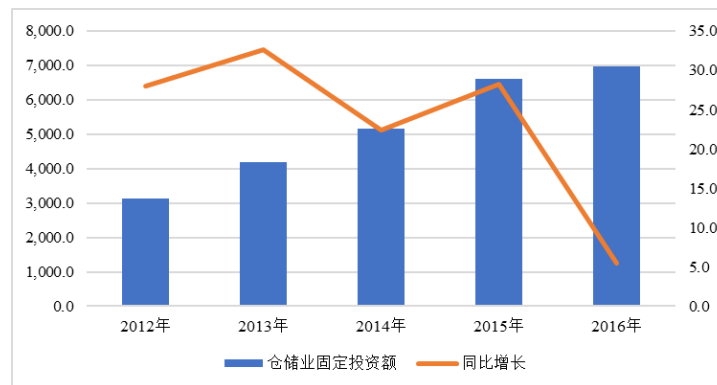
1. 物流园产业

（1）行业概况

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。物流园区是对物流组织管理节点进行相对集中建设的功能区域，也是实现降低物流成本、提高运作效率、改善物流服务等活动的具有产业发展性质的现代物流基地。

近年来，电子商务蓬勃发展，据艾瑞咨询最新数据显示，2016 年中国电子商务市场交易规模 20.2 万亿元，同比增长 23.6%；其中网络购物增长 23.9%，增长迅速。电商的迅速崛起使得适用电商的专用仓库严重紧缺，这促进物流园以及仓库建设热潮。受内需拉动、电子商务的发展和前期物流设施相对不足的多重影响，近年来国内物流仓储业经历了迅速的扩张，2016 年仓储业固定资产投资额增速有所放缓。仓储业固定资产投资额从 2012 年的 3,120.1 亿元增长至 2016 年的 6,983.5 亿元，年均复合增长率达 22.31%。

图 2 2012~2016 年仓储业固定资产投资额情况（单位：亿元、%）



资料来源：WIND 资讯和国家统计局

中国的物流园区于 2001 年兴起，2003 年掀起建设高潮，并一直持续到今。当前，我国经济发展进入“新常态”，随着国务院发布的《物流业发展中长期规划（2014~2020 年）》、国家发展和改革委员会等 12 个部门发布的《全国物流园区发展规划（2013~2020 年）》等政策的出台，物流园区的建设和发展进入新的阶段。根据《中国物流学会》调查数据显示，北部沿海经济区物流园区数量最多，为 216 家，然后依次是长江中游经济区 211 家、黄河中游经济区 175 家、东部沿海经济区 156 家、南部沿海经济区 135 家、西南经济区 132 家、东北经济区 111 家、西北经济区 74 家。目前政府规划、企业主导仍然是我国物流园区开发建设的主要方式，占被调查园区的比例为 65%，其次是企业自主开发的占 19%。物流园区建设资金来源仍然以自筹资金为主，但国内贷款和国家预算内投资比重有较大幅度的提升，表明有关政府部门对物流园区建设的支持力度在加大。

总体看，近年来随着经济发展，人们销售习惯的改变以及电商的崛起，物流仓储行业发展较为迅速，开发模式以政府规划、企业主导为主，资金来源以自筹为主，但是区域分布不平衡。

（2）盈利模式

目前，中国物流园区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。

总体看，当前国内物流园盈利模式仍以传统的出租为主，经营者有待转变发展思路改变盈利模式，提高物流服务收入比重。

（3）行业竞争

园区开发企业的各项业务发展在很大程度上取决于所在城市及园区经济总量、增长潜力、固定资产投资规模、招商引资规模等因素，因此，园区开发企业面临的竞争一定程度上体现为自身所在开发区与周边开发区之间的竞争。《全国物流园区发展规划（2013~2020 年）》按照物流需求规模大小以及在国家战略和产业布局中的重要程度，将物流园区布局城市分为三级，确定一级物流园区布局城市 29 个，二级物流园区布局城市 70 个，三级物流园区布局城市具体由各省（区、市）根据本省物流业发展规划具体确定，原则上应为地级城市。

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。

总体看，物流园区竞争激烈，且部分园区规划不合理，开发建设具有较大盲目性。

（4）行业政策

2014 年 8 月，国务院发布的《关于加快发展生产性服务业促进产业结构调整升级的指导意见》指出优化物流企业供应链管理服务，提高物流企业配送的信息化、智能化、精准化水平，推广企业零库存管理等现代企业管理模式。2014 年 9 月，国务院发布的《物流业发展中长期规划（2014~2020 年）》（以下简称“《规划》”），进一步凸显仓储物流业在国民经济中的基础性和战略性地位。

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、提高物流效率为目标，从托盘标准化入手，统筹协调、有序推进，在快速消费品、农副产品、药品流通领域，率先开展标准化托盘应用推广及循环公用，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，是适度扩大总需求、推进结构性改革尤其是供给侧结构性改革的重要举措，对有效降低企业成本、促进就业、提高全要素生产率具有重要意义。

总体看，随着物流产业在国民经济中的基础地位逐渐凸显，国家对物流仓储业出台的政策较密集，支持力度较大，未来行业逐渐向规范化、标准化和智能化方面发展。

（5）行业发展

一是经济发展改变需求格局，园区呈现区域竞争态势。电子商务特别是跨境电子商务的广泛开展，使我国在国际经济合作中开放程度进一步提高，极大地促进了我国对外贸易的开展，也在很大程度上增强了我国经济发展中的国际物流需求。

二是流通结构引发物流变化，电商促进园区转型升级。随着我国经济发展方式的转变，钢铁、煤炭、化工等生产资料领域的增速进一步放缓，而第三产业产值增速逐步增加，加之电子商务快速发展，物流需求出现了“黑冷白热”、“网涨店缩”的现象。

三是市场竞争日趋激烈，兼并重组与网络化发展提速。激烈的市场竞争催生着物流园区运营模式不断创新，优势互补的各方跨界合作、不同地区功能相近的园区跨区域联合运营等迅速展开，物流园区的兼并、重组和整合将更为常见。

总体看，物流园产业（含仓储物流业）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

（1）行业概况

高速公路是重要的国家资源，具有行车速度快、通行能力大、运输成本低、行车安全等特点，对于促进国家经济增长、提高生活质量以及维护国家安全有重要作用。

自 1988 年中国修建第一条沪嘉（上海-嘉定）高速公路以来，中国高速公路建设经历了三个发展阶段：1988~1992 年为起步阶段，期间每年高速公路通车里程在 50~250 公里之间；1993~1997 年

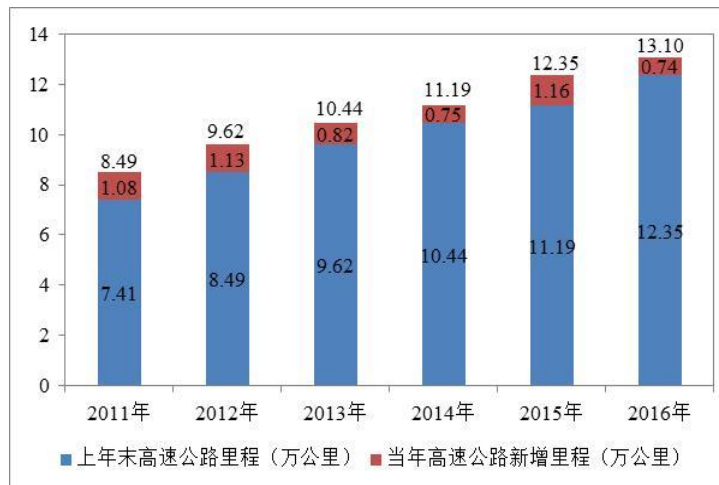
为高速公路的第一个发展高潮，期间高速公路发展有了明显的加快，年通车里程保持在 450~1,400 公里之间；1998 年至今为高速公路的大发展时期，在国家积极财政政策的推动下，这一阶段高速公路建设规模较大，通车里程高速增长，2014~2016 年，我国新改建高速公路里程分别为 7,394 公里、11,265 公里和 6,745 公里，通车里程由 1998 年底的 6,258 公里发展为 2016 年底的 13.10 万公里，年均复合增长率超过 18%。

总体看，我国高速公路发展较快，建设规模较大，但由于行业特性，建设周期长、投资额度大，盈利能力一般；同时与发达国家相比，我国高速公路在密度上和跨省贯通上仍有很多的提升空间。

（2）高速公路建设

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。根据交通运输部发布的《2016 年交通运输行业发展统计公报》，截至 2016 年底，全国公路总里程达 469.63 万公里，较年初增加 11.90 万公里，其中高速公路总里程 13.10 万公里，较年初增加 0.75 万公里。

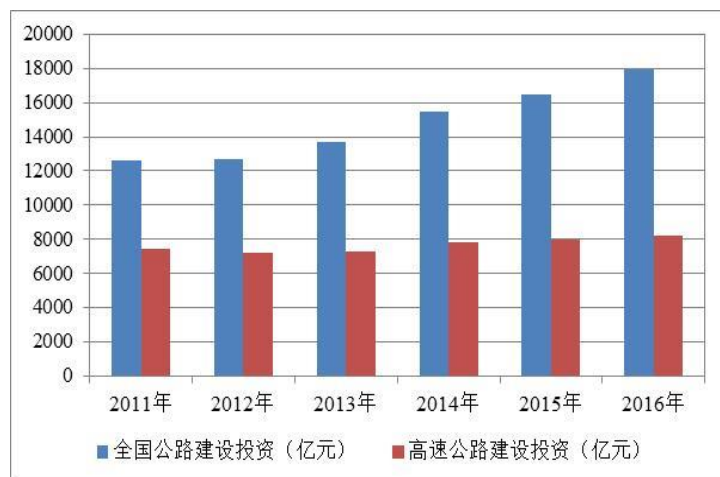
图 3 2011~2016 年全国高速公路里程



资料来源：交通运输部

近年来，我国高速公路投资资金量逐年稳步提升。2016 年，全国完成公路建设投资 17,975.81 亿元，同比增长 8.9%。其中，高速公路建设完成投资 8,235.32 亿元，同比增长 3.6%。2016 年，我国新增高速公路 6,000 多公里，高速公路总里程突破 13 万公里。根据《2017 年全国交通运输工作会议》，2017 年我国将新增高速公路 5,000 公里，公路处于高投入建设期，高速公路行业的发展还需要大规模投资来推动。

图 4 2011~2016 年全国高速公路建设投资情况



资料来源: 交通运输部

2017 年上半年, 我国公路建设完成投资 8,976 亿元, 同比增长 28.9%, 高速公路、普通国省道、农村公路投资分别增长 20.8%、26.0%和 56.9%, 2017 年以来公路固定资产投资保持快速增长。

总体看, 近年来随着经济的快速发展, 对运输效率的要求也逐渐提高, 未来高速公路建设投资规模将保持持续增长态势。

(3) 高速公路运输情况

近年来, 受高铁网联通、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, 全国公路客运量和旅客周转量逐年下降; 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, 货运量和货运周转量波动上升 (具体数据见下表)。

表 1 2014~2016 年全国公路运输情况 (单位: 亿人、亿吨、亿人公里、亿吨公里、%)

年份	客运量	客运量 同比增速	货运量	货运量 同比增速	旅客周转量	旅客周转量 同比增速	货运周转量	货运周转量 同比增速
2014	190.82	3.00	333.28	8.30	12,084.10	7.40	61,016.62	9.50
2015	161.91	-6.70	315.00	1.20	10,742.66	-2.30	57,955.72	2.00
2016	154.28	-4.70	334.13	5.40	10,228.71	-4.80	61,080.10	5.40

资料来源: 交通运输部发布的《交通运输行业发展统计公报》

近年来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。2016 年, 国家高速公路年平均日交通量为 24,468 辆, 较上年增长 5.0%; 年平均日行驶量为 109,261 万车公里, 较上年增长 1.9%。

表 2 2014~2016 年国家干线公路交通流量 (单位: 辆、万车公里)

年份	国家高速公路日平均交通量	国家高速公路日平均行驶量
2014	23,551	97,423
2015	23,818	101,422
2016	24,468	109,261

资料来源: 交通运输部

2017 年 1~6 月, 全社会完成营业性客运量 93.3 亿人, 同比下降 1.3%; 其中, 公路完成营业性客运量 74.3 亿人, 同比下降 3.8%; 高速公路 7 座及以下小客车流量同比增长 14.1%, 私家车出行快

速增长。2017 年 1~6 月，全社会完成货运量 217.1 亿吨，同比增长 10.0%；其中，公路完成货运量 167.0 亿吨，同比增长 9.9%，高速公路货车流量同比增长 17.7%、货运量增长 13.1%。

总体看，随着私家车保有量增长和高速公路路网的丰富，近三年全国高速公路日平均交通量和全国高速公路日平均行驶量均呈现增长态势。虽然公路运输从整体上出现增速放缓的情形，但较其他运输方式相比依然占据最重要地位。

（4）行业政策

高速公路行业进入壁垒很高，政策对于高速公路行业影响很大，2009 年以来，在扩大内需政策推动下，国家加强了对公路建设的重视，加大了对高速公路的投资力度，其中国家高速公路网主骨架是资金投向的重点之一，为高速公路行业发展提供了良好的外部环境。

表 3 公路建设行业政策

政策名称	颁布单位	主要内容	实施时间
《关于推进交通运输安全体系建设的意见》	交通运输部	法规制度体系建设；安全责任体系建设；预防控制体系建设宣传教育体系建设；支撑保障体系建设；国际化战略体系建设。	2015 年 2 月
《关于深化公路建设管理体制改革的若干意见》	交通运输部	完善公路建设管理四项制度，即落实项目法人责任制、改革工程监理制、完善招标投标制、强化合同管理制；创新项目建设管理模式；逐步推行设计施工总承包方式；建立健全统一开放的公路建设市场体系；强化政府监管。	2015 年 4 月
《关于召开全国 ETC 联网工作调度会的通知》	交通运输部	根据全国 ETC 联网工作安排，河南、湖北、广东、贵州作为今年第一批 ETC 联网省份于 6 月底入网。	2015 年 6 月
《综合运输服务“十三五”发展规划》	交通运输部	规划指出要优化通道内运输组织网络，加强综合运输大通道内铁路、水运能力建设，优化道路运输网络的层级匹配；有序推进各种运输方式节点体系和重点枢纽场站建设，完善集疏运体系；提高综合运输枢纽规范化服务能力，建立综合运输枢纽统一规划、一体设计、同步建设、同期运营、协同管理的联动工作机制，规范运输方式间的交通标志指引、标识管理，推动铁路、公路、民航、邮政、城市交通等服务标准在枢纽内相衔接。	2016 年 7 月
《实施绿色公路建设的指导意见》	交通运输部	意见指出公路建设要更加注重统筹建设全过程，更加注重公路与环境、社会多系统的统筹协调，更加注重资源节约、环境友好等要求的贯彻和落实，更加注重公路建设及运行管理的质量和效率，更加注重需求引领下公路的服务提升，以控制资源占用、减少能源消耗、降低污染排放、保护生态环境、拓展公路功能、提升服务水平为具体抓手，全面提升公路工程建设水平。	2016 年 7 月
《地方政府收费公路专项债券管理办法（试行）》	财政部	明确了地方政府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；收费公路专项债券的发行将有助于保障国家公路网规划目标的如期实现和防控交通领域政府债务风险。	2017 年 7 月

资料来源：联合评级整理

以上政策的出台明确了政府对公路建设的支持以及对公路建设管理体制改革的重视，“十二五”时期，我国公路交通不断开创新局面，国家努力加快推进综合交通基础设施网络建设，构建交通运输安全体系。“十三五”时期仍是我国交通运输发展的重要战略机遇期，从发展机遇看，总体需求依然旺盛，发展空间不断拓展，动力转换逐步加快，改革红利持续释放，但同时，行业面临的风险和挑战日益增多，交通运输发展机遇与挑战并存。

总体看，近年来我国政府对公路建设支持力度较大，随着改革不断深化，综合交通基础设施网络的建设加快，我国高速公路施工建设规模仍有望增长。

（5）行业关注

债务支出压力大，行业收支缺口激增

高速公路初始投资大、投资回收期长、准公共品的特性决定了高速公路行业债务规模大、经营企业资产负债率偏高的特点，2015 年，高速公路收支缺口同比增长较快，行业存在较大融资需求。

铁路、航空运输替代效应显著，新投产高速公路路产培育期将更长

随全国交通网络的逐渐覆盖完善，各区域铁路、航空等交通网络布局完善，铁路运输等成本及效率更高的运输工具替代效应更加显著，未来对车流量产生一定分流作用，若未来新投产或新建高速公路在通行费方面不能体现出较低成本优势，车流量不能达到预期水平，未来路产培育期及投资回收期或将延至更长。

（6）未来发展

《“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，且来投资重点向中西部和老少边穷地区倾斜，西部地区将继续是拉动公路投资的主要动力。

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，发展红利继续释放。

3. 深圳市区域环境分析

深圳市是中国南部海滨城市，是中国设立的第一个经济特区，是全球发展最快、中国经济最活跃城市之一，是中国南方重要的高新技术研发和制造基地，同时是世界第三大集装箱港口，中国大陆第四大航空港基地。2015 年 4 月，中国（广东）自由贸易试验区前海蛇口片区在深圳正式挂牌启动，对发挥我国金融业对外开放试验示范窗口、世界服务贸易重要基地和国际性枢纽港的作用凸显。

经济方面，2016 年，深圳市经济快速增长，生产总值达 19,492.60 亿元，较上年增长 9.0%；规模以上工业增加值 7,199.47 亿元，较上年增长 7.0%。固定资产投资方面增速依然较快，2016 年，深圳市固定资产投资 4,078.16 亿元，较上年增长 23.6%，增速创新高。消费增速稳中有升，2016 年，深圳市社会消费品零售总额 5,512.76 亿元，较上年增长 8.1%；物流业增加值 1,984.5 亿元，较上年增长 11.32%，占 GDP 比重 10.2%；战略性新兴产业增加值 7,847.72 亿元，较上年增长 10.6%，占全市 GDP 比重 40.3%。总体看，深圳市经济发展迅速。

高速公路建设方面，截至 2017 年 6 月底，公司持有的高速公路在深圳地区、广东省其他地区和中国其他省份的权益收费里程分别为 177 公里、268 公里和 187 公里，以广东省其他地区为主，深圳市亦隶属于广东省，因此高速公路建设方面主要分析广东省情况。“十二五”期间，广东省高速公路建设共完成投资 3,146 亿元，新增通车里程 2,183 公里；截至 2016 年底，广东省高速公路通车总里程 7,269.9 公里，继续位居全国第一。据统计，2017 年上半年，广东省高速公路建设完成投资 427.4 亿元，广东省高速公路今年在建 61 项（段）3,636 公里，计划建成 7 项 635 公里、开工 7 项 428 公里。目前，拟建成的 7 项工程均进入后期冲刺施工。

交通运输方面，2016 年深圳市货物运输总量 31,164.49 万吨，较上年增长 0.6%；货物运输周转量 2246.86 亿吨公里，较上年下降 0.9%。2016 年，深圳市公路货运运输量为 23,787.80 万吨，较上

年增长 2.2%；累计发送客运量 17,008.76 万人次，较上年增长 5.5%，其中公路发送旅客 5,585.06 万人次，较上年下降 7.6%。2016 年，深圳市民用汽车拥有量 317.88 万辆，较上年增长 1.0%，其中，私人小汽车拥有量 277.58 万辆，较上年增长 1.3%。

总体看，作为中国“改革开放的窗口”的深圳近年来经济发展良好，综合实力大幅提升；高速公路建设和交通运输位于全国先进水平，为公司业务发展提供了良好的发展环境。

四、基础素质分析

1. 规模与竞争力

公司作为一家大型投资控股类企业，业务范围包括高速公路投资、运营及管理，物流基础设施投资、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。公司在香港联交所上市（股票代码：00152.HK），历经十余年的发展，形成了以集物流园、城市综合物流港、港口和物流服务于一体的物流业务和收费公路业务为主要驱动的业务格局，业务遍布深圳、南京、烟台、沈阳、无锡、武汉、天津、石家庄、合肥、杭州、成都及贵州等城市。截至 2017 年 6 月底，公司资产总额 680.60 亿港元，总权益合计 307.07 亿港元；2016 年公司实现营业收入 77.87 亿港元，实现年度纯利为 29.17 亿港元。

（1）物流业务

物流业务是公司重要的收入来源。截至 2017 年 6 月底，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 个物流园区，在沈阳、无锡、天津、武汉、宁波、杭州、长沙等 18 个城市建立“深国际城市综合物流港”网络节点布局，拥有南京西坝码头以经营港口服务业务。

物流园方面，华南物流园和西部物流园均被国家商务部批准为“国家电子商务示范基地”，均被指定为“深圳市跨境电商展示中心试点项目”，2016 年的出租率分别为 97%和 98%，整体出租率处于较高水平。

综合物流港方面，截至 2017 年中期报告报出日，公司在 18 个重要物流节点城市实现战略布局，规划用地面积共计 533.5 万平方米，已获得土地面积合计 216.9 万平方米。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，截至 2017 年 6 月底，4 个城市综合物流港的综合出租率约 72%，整体出租率尚可。

港口业务方面，南京西坝码头二期项目的码头工程建有一座 5 万吨及四座 7 万吨级通用散货码头泊位，占地面积合计 83 万平方米，随着南京西坝码头二期进入正式运营，公司负责经营的南京西坝码头成为长江中下游规模最大、最具影响力的散货码头之一，公司的港口业务能力较强。

（2）收费公路业务

收费公路业务是公司营业收入的主要来源。截至 2017 年 6 月底，公司控股和参股收费公路总计 18 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 177 公里、268 公里和 187 公里。公司高速公路业务在深圳市具有绝对的垄断优势，具体所辖高速公路在深圳市市内的分布情况如附件 3 所示。2016 年，公司收费公路业务整体收入为 59.10 亿港元，经营盈利 25.49 亿港元。

公司通过十余年的品牌经营与实践，已发展成为中国物流及高速公路行业的知名品牌。控股子公司深圳市深国际华南物流有限公司（以下简称“华南物流”）是全国公路货运枢纽（物流园区）、全国首批甩挂运输试点单位、海关 AA 类管理企业、国检一类企业、深圳市重点物流企业；控股子公司深国际全程物流（深圳）有限公司是首批深圳市重点物流企业、中国物流百强企业、国家 AAAA

物流企业、深圳市诚信物流企业等；控股子公司深圳高速公路股份有限公司（以下简称“深高速”）的《沿海岸线八车道高速公路长大桥梁设计关键技术研究》获评中国公路学会“科学技术奖一等奖”，代建的广深沿江高速公路（深圳段）项目一期工程和广深沿江高速公路（深圳段）项目路面工程分别荣获 2014 年度“广东省重大建设项目档案金册奖”和 2015 年度“广东省市政优良样板工程”。

总体看，公司作为经营收费公路及物流业务的知名企业，具有较高的品牌认知度，高速公路业务在深圳市具有垄断地位，物流业务经营规模大，覆盖范围广，市场竞争力强。未来，随着公司城市综合物流港的建设及投入使用，公司竞争力或将得到持续提升。

2. 人员素质

目前，公司董事及高级管理人员共计 17 人，其中，执行董事 5 人，非执行董事 2 人，独立非执行董事 4 人，高级管理人员 6 人。

公司执行董事长高雷先生，58 岁，硕士学位，高级经济师；历任深圳发展银行广州分行行长、深圳市投资管理公司总经理、深圳市人民政府国有资产监督管理委员会总经济师及副主任，于 2001 年至 2012 年期间曾先后兼任国信证券股份有限公司、国泰君安证券股份有限公司董事、深圳市天健（集团）股份有限公司董事长。高雷先生现任 Ultrarich International Limited 董事，公司董事会主席，兼任公司薪酬与考核委员会委员。

公司执行董事兼总裁李海涛先生，51 岁，毕业于北京大学汇丰商学院；曾在河南省西华县工商行政管理局、深圳市南山区人事局及深圳市建筑工务署等部门任职，加入公司前任职深圳市罗湖区常委、区纪委书记，拥有三十多年镇、县、区、市政府部门及多个专业领导岗位工作经历，熟悉经济管理、土地开发、建筑工程、工商行政管理、对外贸易、人事管理等工作，具有丰富的社会阅历和经济管理经验。李海涛先生现任 Ultrarich International Limited 董事，公司执行董事兼总裁。

截至 2017 年 6 月底，公司共有在职员工 5,972 人，其中深圳总部共计 81 人。深圳总部人员按学历结构划分，本科及以上学历占 88.89%，大专及以下学历占 11.11%；按职能划分，财务人员占 12.35%，其他人员占 87.65%；从年龄划分，30 岁以下的占 14.81%，30~50 岁占 64.20%，50 岁及以上的占 20.99%。

总体看，公司管理层从业及管理经验丰富，总部员工素质较高。

五、公司管理

1. 公司治理

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》附录十四所载企业管治守则及《公司章程》设立了董事会、审核委员会、薪酬与考核委员会和提名委员会，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 2017 年 6 月底，公司董事会由 11 名成员组成，其中 5 名为执行董事（其中 1 名为董事长）、2 名为非执行董事和 4 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；审核委员会由 3 名独立非执行董事组成，他们均具备理解财务报表所需的商业技巧和经验，其职责包括监督和检查公司的财务汇报程序及内部控制制度；提名委员会由 2 名独立非执

行董事和 1 名执行董事组成，其主要职责是对公司董事提名问题进行研究、提出建议；薪酬与考核委员会由 2 名独立非执行董事和 1 名执行董事组成，其职责在于研究董事及高级管理人员的考核标准，进行考核并提出建议，以及研究和审查董事、高级管理人员的薪酬政策及方案。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。

总体看，作为在香港上市的企业，公司治理结构完善，各层级权责分明，确保公司经营及管理有条不紊。

2. 管理体制

截至 2017 年 6 月底，公司总部分香港总部和深圳总部，其中香港总部下设投资者关系部、公司秘书部、财务部和行政部，深圳总部下设行政部、财务部、战略发展部、投资并购部、企业管理部、风险管理部以及人力资源部等职能部门；在企业内部子公司管理方面，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，公司于 2012 年制定了《集团管控指引》、2015 年制定了《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（除物流发展公司）、物流发展公司采用“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总裁及主席审批批准，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。对于公司及附属公司的所有股权投资项目，以及投资额达到附属公司注册资本的 10% 的固定资产投资项目须经公司审批，对于未达到 10% 的项目由附属公司按其内部审批程序决定；若项目投资额在人民币 3,000 万元以上的，自决策之日起 10 个工作日内报公司备案；单个固定资产项目投资额超过人民币 1 亿元以上的，附属公司应报公司审批。投资项目的发起单位应对项目的必要性、行业、项目前景、盈利能力、投资风险等进行认真研究和评判。项目立项后，由项目主办单位组织开展审慎调查与可行性研究论证以及法律咨询等工作。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；未通过投资审核委员会评议的项目，不得进入决策会议。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。

总体看，公司内部管理规范，内部控制水平较高。

六、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。公司营业收入主要以收费公路收入为主，以物流业务收入为辅。2014~2016年，随着公司业务发展，公司营业收入持续增长，年均复合增长 10.56%；2016 年公司实现营业收入 77.87 亿港元，较上年增长 15.56%，主要系收费公路业务收入增长所致。

从营业收入构成看，收费公路业务是公司营业收入的最主要来源。近三年，收费公路业务收入呈波动增长趋势；2015 年收费公路业务占营业收入比例有所下降，主要系委托建设管理服务收入大幅下降所致。收费公路业务主要由路费收入构成，近三年路费收入持续增长，主要系公司运营的收费公路日均车流量有所增长所致；委托建设管理服务收入主要为输出高速公路建设管理及后期运营管理服务产生的收入，该业务每年收入波动较大，主要系委托建设管理项目的管理期通常需 3 年以上，在各期间，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，所确认的相关服务收入年度间波动较大所致；特许经营安排之建造服务收入占营业收入比例较小，对公司经营影响不大；2016 年公司新增其他业务，为房地产开发，但其他业务规模不大。物流业务是公司营业收入的另一主要构成，近三年物流业务收入呈波动增长趋势，主要系物流服务收入波动增长所致；物流业务主要由物流园业务（包括综合物流港）、物流服务业务和港口业务构成；近三年，物流园业务收入波动下降，2016 年物流园业务收入有所下降主要系华通源物流中心搬迁所致；物流服务收入 2015 年较上年大幅增长，主要系随着公司第三方物流服务业务的发展，承接业务量快速上升所致，2016 年较上年有所下降，主要系公司对物流服务客户进行优化筛选，减少了部分利润率较低的客户业务所致；港口业务收入持续增长，2016 年港口业务收入较上年大幅增长，主要系公司依托南京西坝码头优势，创新开展外贸石油焦托盘等供应链业务所致。

表 4 2014~2016 年公司业务情况（单位：亿港元、%）

项目	2014 年			2015 年			2016 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
一、收费公路	51.78	81.29	51.91	48.08	71.35	50.37	60.57	77.78	44.76
其中：路费收入	45.51	71.45	50.42	47.13	69.94	50.41	51.07	65.58	50.65
委托建设管理服务收入及工程咨询服务收入	6.11	9.59	64.47	0.94	1.40	48.47	5.08	6.53	15.21
特许经营安排之建造服务收入	0.16	0.26	0.00	0.01	0.01	0.00	1.46	1.88	0.00
其他	--	--	--	--	--	--	2.95	3.79	16.03
二、物流业务	11.92	18.71	38.05	19.31	28.65	22.96	17.31	22.22	24.23
其中：物流园（含综合物流港）	5.98	9.38	51.69	6.16	9.14	47.97	5.72	7.34	39.18
物流服务	4.26	6.68	15.37	11.29	16.75	5.89	6.30	8.09	15.99
港口	1.69	2.65	46.96	1.86	2.76	43.73	5.29	6.79	17.87
合计	63.70	100.00	49.32	67.38	100.00	42.52	77.87	100.00	40.20

资料来源：公司年报，联合评级整理。

毛利率方面，2014~2016 年，公司综合毛利率持续下降，主要系收入占比最大的收费公路业务毛利率持续下降所致。近三年，公司收费公路业务毛利率持续下降，主要系委托建设管理服务及工程咨询服务业务毛利率持续下降所致；其中，由于公司经营路段均已处于成熟运营期，路费收入毛利率较为稳定；委托建设管理服务收入及工程咨询服务收入毛利率持续下降，主要系人工等成本及其他服务成本的增加，且 2016 年新开展工程咨询服务业务毛利率较低所致；特许经营安排之建造服务收入毛利率近三年均为 0.00%，主要系依据香港会计准则 11 号，需对特许经营安排下建造期所提供的建造服务或改造服务需要进行收入和成本的确认，该项业务收入无实际现金流流入，收入确认额度为公司公路实际支付的建造成本所致。物流业务毛利率波动下降，其中物流园（含综合物流港）毛利率持续下降，主要系劳务成本有所上升所致；物流服务业务毛利率波动上升，2015 年物流服务毛利率下降，主要系第三方物流服务行业竞争加剧所致，2016 年物流服务毛利率有所回升，主要系公司对物流服务客户进行优化筛选，减少了部分利润率较低的客户业务所致；港口业务毛利率持续下降，2016 年港口业务毛利率较上年大幅下降，主要系 2016 年公司创新开展外贸石油焦托盘等供应链业务，供应链业务收入规模较大但毛利率较低所致。

2017 年 1~6 月，公司实现营业收入 42.05 亿港元，同比增长 17.53%，主要系物流业务收入增长所致；其中，收费公路业务实现收入 29.39 亿港元，同比增长 4.89%，变化不大；物流业务实现收入 12.66 亿港元，同比增长 63.14%，主要系码头相关供应链管理服务业务收入较上年同期大幅增长所致。2017 年 1~6 月，公司实现期内纯利 15.96 亿元，同比增长 50.94%，主要系公司处置出售南京化工园物流中心及人民币升值，汇兑由净损失转为净收益，公司财务成本有所下降所致。

总体看，近三年公司营业收入主要以收费公路收入为主，以物流业务收入为辅；收入规模逐年增长，毛利率水平有所下降。公司收费高速公路均处于成熟运营期，收入规模较大且毛利率较为稳定；受华通源物流中心搬迁影响，2016 年物流园收入有所下降，且受劳务成本上升影响，毛利率持续下降；受公司对物流服务客户进行优化筛选影响，2016 年公司物流服务业务收入有所下降，毛利率有所上升；公司依托南京西坝码头优势，创新开展煤炭、石油焦等的供应链业务，2016 年港口业务收入大幅上升，毛利率有所下降。

2. 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。

截至 2017 年 6 月底，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 个物流园区；为配合梅林关城市更新计划，华通源物流中心于 2015 年启动搬迁工作并已停止对外招租，搬迁清场工作于 2016 年年底全面完成；南京化工园物流中心于 2017 年 6 月出售。出租率方面，公司主要物流园近三年均保持较高的出租率水平，仅山东北明全程物流园出租率有所下降，主要系部分客户自建仓库投产使用使得租约到期未能续约所致；租金收入方面，2014~2015 年，公司物流园租金收入稳定增长，收入主要来自于华南物流园、西部物流园和华通源物流中心；受华通源物流中心搬迁影响，该园区 2015 年租金收入下降，2016 年未产生租金收入，2016 年公司物流园租金收入整体较上年有所下降。

表 5 2014~2016 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	建筑面积	营运面积	建成时间	权益	出租率			收入		
						2014 年	2015 年	2016 年	2014 年	2015 年	2016 年
华南物流园	61.1	39.9	32.2	2013.08	100.0	97	96	97	2.40	2.46	2.51
西部物流园	38.0	42.0	11.1	2003.04	100.0	90	93	98	0.95	1.11	0.99
华通源物流中心	11.6	13.3	13.0	2006.06	51.0	96	--	--	1.29	0.99	--
南京化工园物流中心	9.5	4.8	4.8	2009.08	100.0	100	100	100	0.68	0.73	0.79
山东北明全程物流园	7.0	5.0	2.6	2014.02	55.4	95	83	80	0.67	0.87	1.12
合计	127.2	105.0	63.7	--	--	--	--	--	5.98	6.16	5.41

资料来源: 公司年报, 联合评级整理。

注: 各列之和与合计略有差异主要系四舍五入所致。

华南物流园, 位于深圳中部, 梅林关口梅观高速公路旁, 地理位置优越, 交通便利; 占地面积 61.1 万平米, 运营面积 32.2 万平米。华南物流园一期于 2013 年起正式运营, 其出口监管仓、进口保税仓和普通仓建筑面积共计 20 万平方米, 接驳作业场地 2 万平方米, 配套停车场 1 万平方米, 集装箱堆场 6 万平方米, 重箱堆场 2 万平方米, 分拨仓库 3,000 平方米; 其中, 出口监管仓货物享受“入仓即退税”政策, 可开展海运散货拼箱、国际远程配送及 MCC (多国拼箱出口) 等特色业务, 集装箱堆场获准开展海关监管集装箱跨境 (陆路) 堆存业务。2015 年 9 月, 华南物流园被指定为深圳市跨境电商展示中心试点项目, 未来深圳北部地区的跨境电商试点业务将围绕华南物流园展开。2016 年 12 月底, 华南物流园二期工程项目建设正式启动; 华南物流园二期项目占地面积 7.7 万平方米, 计划兴建为集供应链管理和物流总部基地、物流信息中心、电商产业基地、电商网仓中心及综合配套服务平台等功能于一体的综合性高端现代物流服务业聚集区。2014~2016 年, 华南物流园出租率维持在 96% 及以上水平, 租金收入稳步增长, 2016 年实现收入 2.51 亿港元, 是公司物流园业务收入的重要组成部分。

西部物流园, 位于深圳市前海深港现代服务业合作区, 与南坪高速及其他公路网相连, 运输网络便捷; 占地面积 38.0 万平米, 运营面积 11.1 万平米, 拥有高标准建造的保税仓、监管仓和普通仓, 可为客户提供物流基础设施及仓储、转运服务等第三方物流服务。西部物流园于 2003 年起正式运营, 其中出口监管仓及海关监管跨境堆存业务与华南物流园趋同, 2015 年西部物流园亦被国家商务部批准为第二批国家电子商务示范基地及被指定为深圳市跨境电商展示中心试点项目。2014~2016 年, 西部物流园出租率稳定增长; 租金收入波动增长, 2016 年西部物流园租金收入较上年下降 11.09%, 主要系西部物流园 C 仓于 2016 年拆除, 可出租面积有所减少所致。

南京化工园物流中心运营面积 4.8 万平方米, 与华南物流园和西部物流园相比较小。2014~2016 年出租率均为 100%, 租金收入稳步增长。2017 年 6 月, 公司考虑到整合业务的需要, 将南京化工园物流中心出售, 出售所得款项为 1.56 亿人民币。山东北明全程物流园运营面积 2.6 万平米, 2014~2016 年, 山东北明全程物流园租金持续上升, 主要系发展配套物流服务所致。

深国际城市综合物流港

为进一步深耕物流业务领域, 公司于 2012 年启动“深国际城市综合物流港”项目, 该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。

近年来, 公司不断深化“深国际城市综合物流港”网络节点布局, 先后在沈阳、无锡、天津、武汉、宁波、杭州、长沙等城市建立物流网络节点, 通过与各地政府相关部门签署投资协议, 在当

地建设物流港。公司与各地政府谈判，利用自身在物流领域的资源优势，可以为各地物流园引入相关资源，与当地政府实现收入的共赢，因此公司在各地获取的土地成本均较低。截至 2017 年中期报告报出日，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、句容及义乌共 18 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 533.5 万平方米；其中，公司共计有 11 个项目获得部分或全部土地使用权，已获得土地面积合计 216.9 万平方米。

公司 18 个综合物流港土地获取后，公司将进行后期建设，截至 2017 年 6 月底，公司综合物流港项目共投入 33.80 亿元；未来 3 年预计在综合物流港项目上投入约 59 亿元人民币，公司未来面临较大的资本支出压力。

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，截至 2017 年 6 月底，4 个城市综合物流港的综合出租率约 72%。2017 年 6 月和 7 月，公司位于南昌和石家庄的城市综合物流港分别投入试运营，受益于有效的市场推广和市场对现代化的物流设施需求较高，截至公司 2017 年中报报告日南昌综合物流港已全部租出，出租率达 100%，石家庄综合物流港出租率约 77%。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，面临投资回收期较长风险。

表 6 截至 2017 年中报报告日“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	预计运营时间	享有权益
沈阳综合物流港	沈阳于洪区	70.0	24.0	2016.04	85.3
无锡综合物流港	无锡惠山区	34.7	24.6	2017.10	100
武汉综合物流港	武汉东西湖区	12.6	12.6	2016.10	100
天津综合物流港	天津滨海新区	29.5	--	2018.12	100
石家庄综合物流港	石家庄正定县	46.7	33.5	2017.07	80
长沙综合物流港	长沙金霞经济开发区	34.7	14.6	2018.06	100
南昌综合物流港	南昌经济技术开发区	26.7	15.6	2017.06	100
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	2016.10	90
宁波综合物流港	宁波宁南贸易物流园	19.4	9.2	2018.10	100
杭州综合物流港	杭州大江东产业集聚区	43.2	23.9	2017.11	100
成都综合物流港	四川天府新区新津物流园区	17.3	--	2018.12	100
贵州综合物流港	贵州双龙现代服务业集聚区	34.8	33.7	2017.12	100
昆山综合物流港	昆山市陆家镇	11.7	11.7	2016.06	100
重庆综合物流港	重庆江津区双福新区	15.7	--	2018.12	100
郑州综合物流港	郑州经济开发区郑州国际物流园	26.7	--	2018.12	100
西安综合物流港	西安国家民用航天产业基地	12.0	--	2018.12	100
句容综合物流港	江苏句容北部新城区域	40.0	--	2018.12	100
义乌综合物流港	义乌市稠城街道下辖小溪村	44.0	--	2018.12	100
合计	--	533.5	216.9	--	--

资料来源：公司 2017 年中报，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。

2017 年 1~6 月，公司实现物流园业务收入 2.40 亿港元，同比增长 0.87%，变化不大。

总体看，公司物流园业务发展较为成熟，出租率较高；受华通源物流园搬迁影响，2016 年公司物流园业务收入有所下降；2017 年 6 月，公司出售南京化工园物流中心，未来公司物流园收入存在一定的波动风险；随着未来华南物流园二期项目的完工运营以及“深国际城市综合物流港”投入运营，为公司物流园业务进一步发展提供机遇。

（2）港口业务

截至 2017 年 6 月底，公司拥有港口一个，为南京西坝码头。该项目分两期进行，均已投入正式运营；随着二期项目正式投入运营，南京西坝码头为长江中下游规模最大、最具影响力的散货码头之一。该项目总投资约 20 亿元人民币，岸线长 1,330 米，共建有 4 座 7 万吨级和 1 座 5 万吨级现代化的专业散货泊位，可同时满足 4 艘 5~10 万吨级海轮卸船作业、1 艘 5 万吨级海轮和 2~3 艘 0.1~1.6 万吨级江船装船作业；陆域堆场面积 83 万平方米，一次性煤炭堆存量可达 300 万吨；项目年接卸能力 3,000 万吨，预计可实现年吞吐量 2,500 万吨。2014~2016 年，公司港口业务收入持续增长，2016 年港口业务收入实现 5.29 亿港元，较上年增长 184.68%，主要系公司依托南京西坝码头优势，创新开展外贸石油焦托盘等供应链业务所致。

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。2014~2016 年，公司实现年吞吐量持续上升，分别为 1,490 万吨、1,742 万吨和 1,897 万吨。公司经营主要品种为煤炭，近三年占公司吞吐量的比例分别为 98.52%、96.38%和 88.98%。

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神华集团有限责任公司、华润电力控股有限公司、惠生（南京）清洁能源股份有限公司、淮南矿业（集团）有限责任公司等大型知名企业；近三年，公司前五大客户吞吐量占同期总吞吐量的比例均维持在 90.00%左右水平，公司前五大客户集中度高；如未来公司主要客户需求发生变化，可能对公司港口业务带来影响。

表 7 2014~2016 年公司港口散货业务经营情况

项目	2014 年	2015 年	2016 年
停泊船舶（艘）	250	245	298
完成吞吐量（万吨）	1,490	1,742	1,897
其中：煤炭吞吐量（万吨）	1,468	1,679	1,688
石油焦吞吐量（万吨）	22	63	209

资料来源：公司提供

供应链管理业务

2016 年，公司依托南京西坝码头的业务优势，创新开展煤炭、石油焦等的供应链业务，优化码头货源结构，提升码头业务规模和效益；供应链管理业务实现收入 3.21 亿港元。供应链管理业务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。

2017 年 1~6 月，公司实现港口业务收入 5.18 亿港元，同比增长 471.71%，主要系码头相关供应链管理业务服务收入增长所致；供应链管理业务实现收入 3.87 亿港元。

总体看，南京西坝码头为长江中下游规模最大、最具影响力的散货码头之一，港口散货业务稳步增长；2016 年公司创新开展供应链管理业务，收入规模大幅提升；未来随着码头利用率的逐步提升，以及港口业务的不断拓展，港口业务收入规模有望保持增长。

（3）物流服务

公司物流服务业务主要为生产制造企业提供包括物流方案策划、运输、普通仓库、配送及国际货运代理等多环节的第三方综合物流服务及电子化物流信息服务；同时，积极探索小额贷款、融资租赁等物流金融服务模式。

公司物流服务业务盈利模式主要为为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）。公司凭借物流信息系统技术和物流技术优势，依托覆盖全国各主要城市的配送、物流网络资源，为客户提供一站式物流服务。其中：（1）公路运输可以覆盖全国所有省级市、部分地级市、县的公路整车及零担运输业务，同时拥有深圳-香港两地整车、拼车运输业务；（2）铁路运输建立了以广州、昆明、咸宁为中心，覆盖全国的铁路集装箱运输网络，为客户提供铁路整车、铁路集装箱运输业务；（3）海运运输可以为客户提供国内各港口与世界各主要港口门到门集装箱整柜或散货全程服务，包括代理进出口报关、拖车、海陆联运及装卸服务等，国内优势航线包括：华南地区港口至国内各大中城市；国际优势航线包括东南亚、欧洲、美洲、澳洲等港口；（4）空运运输包括国际、国内快件及普通货物运输及深圳-欧洲地区航空货运专线；（5）区域及城市配送覆盖长三角、珠三角、环渤海湾等地区，可进行商超配送、终端配送及 JIT（Just In Time）准时配送；（6）多式联运方面可承担国内及全球范围内的陆、海、空、铁多种形式的集装箱及其它货物联运服务及配套综合性物流服务。

2014~2016 年，公司物流服务业务收入波动增长，分别为 4.26 亿港元、11.29 亿港元和 6.30 亿港元；2015 年物流服务业务收入较上年大幅增长，主要系随着公司第三方物流服务业务的发展，公司承接业务量快速上升所致；2016 年物流服务业务收入较上年有所下降，主要系公司为了提升整体盈利能力，公司对物流服务客户进行优化筛选，减少了部分利润率较低的客户业务所致。未来随着公司积极探索供应链管理、价值链集成及物流金融服务业务，同时加大深圳及珠三角地区业务拓展力度，公司物流服务业务有望得到进一步增长。

2017 年 1~6 月，公司实现物流服务收入 4.84 亿港元，同比增长 8.07%，主要系公司拓展第三方物流服务业务及物流金融服务业务所致。

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。

总体看，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；随着公司第三方物流服务升级转型及拓展物流金融服务业务等，公司物流服务业务有望继续增长。

3. 收费公路业务

收费公路业务是公司业务的重要组成部分，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。公司收费公路业务由路费收入、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，近三年占收费公路业务收入的比例分别为 87.89%、98.03%和 84.32%。

(1) 路费收入

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。

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。2014~2016 年，公司路费收入持续增长，分别为 45.51 亿港元、47.13 亿港元和 50.71 亿港元，主要系公司控股及参股收费公路路段成熟，整体日均车流量有所增长所致。

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。截至 2017 年 6 月底，公司控股和参股收费公路总计 18 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 177 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。其中子公司深国际 2017 年 6 月 15 日通过并购方式将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”）纳入合并范围。

表 8 截至 2017 年 6 月底公司主要控股及参股收费公路情况（单位：%、公里、条）

序号	公路名称	区域	权益	运营期限	收费里程	车道数量
1	梅观高速	深圳	100.00	1995.05-2027.03	5.4	8
2	机荷东段	深圳	100.00	1997.10-2027.03	23.7	6
3	机荷西段	深圳	100.00	1999.05-2027.03	21.8	6
4	盐排高速	深圳	100.00	2006.05-2027.03	--	6
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
6	南光高速	深圳	100.00	2008.01-2033.01	--	6
7	水官高速	深圳	50.00	2002.02-2025.12	20.0	10
8	水官延长段	深圳	40.00	2005.10-2025.12	6.3	6
9	清连高速	深圳	76.37	2009.07-2034.04	216.0	4
10	龙大高速	深圳	89.93	2005.10-2027.10	28.0	6
11	武黄高速	湖北	100.00	1997.09-2022.09	70.3	4
12	阳茂高速	珠三角	25.00	2004.11-2027.07	79.8	4
13	广梧项目	珠三角	30.00	2004.12-2027.11	37.9	4
14	江中项目	珠三角	25.00	2005.11-2027.08	39.6	4
15	广州西二环	珠三角	25.00	2006.12-2030.12	40.2	6
16	长沙环路	湖南	51.00	1999.11-2029.10	34.7	4
17	南京三桥	江苏	25.00	2005.10-2030.10	15.6	6
18	益常高速	湖南	100.00	2017.6-2033.12	73.1	4

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

2014~2016 年，具体的公司控股及参股收费公路运营情况如下表所示。梅观高速梅林至观澜段约 13.8 公里路段自 2014 年 4 月免费通行，2015 年日均路费收入有所下降；2016 年略有回升，主要系免费路段车流量增长带动收费路段的车流增长所致。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，机荷东段和机荷西段近三年日均车流量和日均路费收入均稳定增长。深圳盐田坳隧道 2015 年取消收费对盐排高速、盐坝高速货车产生较大分流影响，盐排高速和盐坝高速 2015 年日均路费收入有所下降；根据公司与深圳市政府相关部门就南光高速、盐排高速、盐坝高速及龙大高速公路由起点至南光高速匝道接入处 23.8 公里路段收费模式的调整签署的调整收费及补偿的协议，这几条路段自 2016 年 2 月 7 日免费通行，2016 年相关营运数据较上年不具有可比性，下表中未披露。2015 年清连高速日均路费收入有较大幅度下降，主要系广乐高速及二广高速广东连州至怀集段分别于 2014 年 9 月底及 12 月底建成通车，对清连高速产生一定的分流所致（公司已于 2015 年底对清连高速计提减值准备 7.62 亿港元），2016 年清连高速日均路费收入有所回升，主要系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，对清连高速日均通车量有一定带动作用所致；阳茂高速和广州西二环近三年日均车流量和日均路费收入均持续增长，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；益常高速 2017 年 6 月新并表，下表不做分析；公司其他控股及参股收费公路近三年来经营均较为稳定。

表 9 2014~2016 年公司控股及参股收费公路运营情况（单位：千辆/日、千港元）

序号	公路名称	日均车流量			日均路费收入		
		2014 年	2015 年	2016 年	2014 年	2015 年	2016 年
1	梅观高速	85	75	83	521	348	383
2	机荷东段	190	219	250	2,031	2,145	2,166
3	机荷西段	150	176	202	1,595	1,833	2,016
4	盐排高速	57	57	--	735	543	--
5	盐坝高速	36	37	--	620	581	--
6	南光高速	87	96	--	1,057	1,082	--
7	水官高速	169	191	227	1,743	1,889	2,078
8	水官延长段	62	75	98	291	312	368
9	清连高速	33	33	37	2,687	2,146	2,253
10	龙大高速	140	150	--	1,728	1,712	--
11	武黄高速	39	41	44	1,121	1,117	1,151
12	阳茂高速	35	40	46	1,952	2,083	2,208
13	广梧项目	32	35	40	1,009	1,099	1,264
14	江中项目	101	107	120	1,282	1,311	1,390
15	广州西二环	46	50	59	1,153	1,217	1,314
16	长沙环路	16	20	26	211	274	384
17	南京三桥	28	27	27	1,375	1,279	1,356

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；广东省自 2015 年 6 月底实施高速公路车型分类和货车计重收费与国家标准对接工作，相关项目的车型结构比例发生一定幅度的变化。

为了降低市民出行交通成本，均衡道路交通流量，深圳市政府及其相关部门与公司签署收费调整协议，自 2016 年 2 月 7 日对公司 5 条高速公路全部或部分路段实行免费通行，具体补偿对价如下表所示。

表 10 收费公路收费调整情况表（单位：公里、亿元人民币、%）

公路名称	公司权益	调整里程	补偿对价	资产账面原值	已计提折旧摊销	资产账面净值
梅观高速	100.00	13.8	27.00	12.77	4.13	8.63
盐排高速	100.00	31.0	96.88 或 76.52	31.50	5.45	26.05
盐坝高速	100.00	15.6		10.45	4.24	6.21
南光高速	100.00	29.1		15.56	4.54	11.02
龙大高速深圳段	89.93	23.8	42.59 或 38.40	13.02	5.48	7.54

资料来源：公司公告

注：梅观高速账面原值及净值评估使用截至 2013 年 12 月 31 日未经审计财务报表估算；南光高速、盐排高速、盐坝高速及龙大高速深圳段账面原值及净值评估使用截至 2015 年 9 月 30 日未经审计财务报表估算。

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，补偿范围包括免费路段未来收益现值（收费权至 2027 年 3 月、折现方法依据专业机构出具的合理预测收益进行折现）、梅观高速相关路段扩建工程费、新增 4 个匝道收费站未来运营费、部分路段管道迁改费及税金等，补偿金额约为 27.00 亿元人民币；深高速于 2015 年 1 月 1 日起，向深圳市政府移交相关路产。相关补偿款均以现金方式进行支付，截至 2017 年 6 月底，公司已收到 28.00 亿元人民币。

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）；第一阶段补偿暂定为 31.53 亿元人民币（约 38.46 亿港元）。第二阶段，深圳交委根据不同情况选择自 2019 年 1 月 1 日起采用方式一或方式二执行：若采用方式一，则继续沿用第一阶段的调整方式，即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）；若采用方式二，深圳交委将提前收回拟调整路段的收费公路权益并给予相应的补偿，即深高速将不再拥有该等路段的收费公路权益，亦不再承担相应的管理和养护责任。在第二阶段采用方式一的情况下，本次调整的补偿金额的总额暂定为 139.47 亿元人民币（约 170.09 亿港元）；在第二阶段采用方式二的情况下，本次调整的补偿金额的总额暂定为 114.92 亿元人民币（约 140.15 亿港元）。补偿金额支付方式：自协议签订 30 日内，深圳交委向深高速支付补偿金额 97.13 亿元人民币（约 118.45 亿港元）；在第一阶段届满前 10 个月内，深圳交委将选择采用方式一或方式二，公司与深圳交委将计算及确定剩余补偿金额；剩余补偿金额（包括相关税费补偿金额）、结算差额、应计利息等，将在该等金额经双方确定之日起或税款缴纳之日起 30 个工作日内支付。财务处理上，上述路产在移交前，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 6 月底，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 118.45¹亿港元）。

上述收费调整路段运营均较为稳定，是公司路费收入重要组成部分，此次收费调整，公司未来收费公路业务收入及现金流面临下降风险；但此次收费方案的调整，使得公司将未来收益在合理预

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。

测的情况下以合理对价及资金成本获得大额现金，不仅改善了公司财务状况、降低了相关高速公路未来收费不确定性风险，也为公司大力发展物流业务及“深国际城市综合物流港”项目提供了有利支持。

此外，公司收费公路受国家政策影响明显，自 2012 年 6 月起，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），该方案的实施对公司下属的梅观高速、机荷高速等造成较大负面影响。相关收费标准调整详见附件 4。此次收费方案调整，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，对公司路费收入产生一定的负面影响。近三年，公司受广东省统一收费方案影响，通行费收入年均减少约 3.60 亿元人民币。自 2012 年 9 月份，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。2014~2016 年，公司受上述政策影响，通行费收入分别减少 1.62 亿元人民币、1.68 亿元人民币和 1.56 亿元人民币。截至 2017 年 6 月底，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，公司收费公路业务运行时间较长，控股和参股路段均进入成熟运营期，可为公司提供稳定的现金流入；但收费公路业务受国家政策影响较大，未来业务收入存在一定的政策风险。

（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

2014~2016 年，公司实现委托建设管理服务收入分别为 6.11 亿港元、0.94 亿港元和 1.20 亿港元，呈波动趋势。公司委托建设管理项目的运营期通常需 3 年以上，在各期间，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可能出现较大波动。

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运营管理方面的服务，按照与委托方约定的计费模式收取管理费用及可能的奖励金，实现合理的收入与回报。近三年，公司提供委托建设管理服务的项目主要包括南坪项目、深云立交项目、德政路项目、贵州龙里 BT 项目及安置房项目、沿江一期、沿江二期、观澜人民路—梅观高速节点工程、横五路、横六路代建工程及深国际贵州物流港代建项目等。

公司代建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。譬如，对于沿江项目，代建管理费按项目投资概算的 1.5% 计取，节余金额的 20.00% 由公司享有；对于南坪项目及龙大市政段项目，若节余金额在项目预算造价的 2.5% 以内，节余由公司享有，若节余金额在 2.5% 以上，超过部分公司享有 20.00%；对于龙里安置房一期项目以及龙里安置房二期项目，公司享有全部的节余额。不同委托建设管理项目的收入确认比例有所不同。

2016 年，公司子公司深高速与深圳市政府按照 PPP 模式就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”）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，总投资概算约 206 亿元人民币，深高速将与外环公司共同出资 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 6 月底，外环 A 段正进入建设阶段，各合同段的工程正在有序

推进中；外环 A 段也是公司目前唯一的在建公路项目。

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。2014~2016 年，公司实现特许经营安排之建造服务收入分别为 0.16 亿港元、55.70 万港元和 1.46 亿港元，呈波动上升趋势。

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，为公司路费收入提供新的支持。

4. 其他投资

持有深圳航空 49.00%股权

截至 2017 年 6 月底，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）。近三年，公司所持深圳航空股权无变化。深圳航空主要经营航空客运、货运及提供航空相关服务，是中国第五大航空公司，总部位于深圳。截至 2016 年底，深圳航空共持有客机 171 架，经营国内外航线 191 条，其中国内航线 162 条，国际航线 19 条及港澳台地区航线 10 条。2016 年，深圳航空旅客运输量达到 427.56 亿客公里，运输旅客 2,750 万人次，客运收入达到 220.72 亿元人民币。近三年，深圳航空整体经营稳步增长，各项经营指标逐年增加，具体运营数据如下表所致。

表 11 2014~2016 年深圳航空运营数据

项目	2014 年	2015 年	2016 年
营业收入（亿港元）	287.94	293.30	301.94
客运收入（亿元）	195.63	204.17	220.72
净利润（亿港元）	9.81	9.14	18.29
旅客运输量（亿客公里）	348.73	390.34	427.56
运输旅客（万人次）	2,340	2,550	2,750

资料来源：公司公告，联合评级整理。

2014~2016 年，深圳航空对公司贡献盈利分别为 4.05 亿港元、3.81 亿港元和 8.34 亿港元，2015 年贡献盈利大幅下降主要系人民币汇率于 2015 年下半年大幅波动带来的汇兑损益的大幅增加所致，2016 年贡献盈利大幅上升主要系 2016 年航油价格持续下跌，深圳航空航油成本较上年明显减少所致。

2017 年 1~6 月，深圳航空客运量保持增长，旅客运输量为 211.63 亿客公里，运输旅客达 1,365 万人次，分别同比增长 2.27%和 3.02%；实现收入 149.74 亿港元，同比增长 2.72%；虽受航油价格上升影响，航油成本有所上升，但深圳航空实现汇兑收益 3.34 亿元人民币，2017 年 1~6 月深圳航空实现净利润 9.60 亿港元，归属于公司的盈利约为 4.47 亿港元，较上年同期均有所增长。

持有南玻集团股权

南玻集团成立于 1984 年，总部位于深圳蛇口，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 1~6 月，公司未减持南玻集团 A 股股份，截至 2017 年中报报告日，公司持有南玻集团 A 股股份约 2,693 万股，约占南玻集团

已发行股本总额的 1.30%；以南玻集团于 2017 年 6 月 30 日收盘价 8.03 元人民币/股计算，公司拥有南玻集团股票市值为 2.16 亿元人民币。根据公司的长期业务规划，公司会结合资本市场运行实际情况，适时减持南玻集团股份。

总体看，公司拥有深圳航空 49.00%股权可为其带来稳定的投资回报。

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 万平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。该补充协议的订立，有助于前海土地整备的推进，以及公司获得前海土地的土地增值收益。

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 and 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。截至 2015 年底，依据香港戴德梁行有限公司出具的评估报告，该地块估值为 94.00 亿元人民币，远高于该地取得成本。项目进度方面，为配合梅林关城市更新规划，华通源物流中心自 2015 年启动搬迁工作，已于 2016 年底搬迁完成，预计梅林关项目可于 2017 年年内开工。

总体看，随着公司前海项目及梅林关城市更新项目逐步推进，公司土地资源优势将逐步得到释放，未来升值潜力较大。

6. 经营效率

2014~2016 年，随着公司经营规模的扩大，公司收入持续增长，业务及其他应收款受 2015 年公司收到梅观高速补偿款的影响波动下降，应收账款周转次数波动上升，分别为 3.10 次、2.90 次和 3.77 次；近三年，受公司所建物业及相关土地资产逐年增加影响，公司存货周转率呈逐年下降趋势，分别为 5.76 次、3.74 次和 2.16 次；近三年，公司总资产周转率变动不大，分别为 0.14 次、0.13 次和 0.13 次。

总体看，公司经营效率较高。

7. 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，如未来宏观经济面临周期性波动或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。

(3) 清连高速由于车辆分流，2015 年收入不及预期，公司对该高速计提了 7.62 亿港元减值准备；未来如果有新的路段对公司所持高速公路造成分流，公司路产面临减值风险。

(4) 公司持有深圳航空 49.00%股权，可为公司带来持续稳定的盈利。但深圳航空有一定规模的外币债务，如未来人民币汇率发生较大波动，公司或将承担一定的汇兑损失。

8. 未来发展

2017 年，公司将继续围绕“以经济效益为工作中心、以改革创新为精神动力、以投资并购重组为推进路径、以提高质量防范风险为保障前提”的主线，在遵循市场运行规则的基础上，抓住城市综合物流港全面布局与市场发展机遇期，加大资源要素整合力度，加快轻重资产并举发展的步伐；加速前海、梅林关城市更新改造等重大项目和华南等现有物流园产业转型升级的推进；进一步推动产融网结合、强化资本运作、优化激励机制，以实现公司跨越式发展。

未来五年，公司将依照“十三五”战略规划指引，积极做好产业运营与投资工作，以长期稳健经营为目标，不断提升公司的综合竞争力。

总体看，公司未来发展战略紧随国家政策，发展规划明确。

七、财务分析

1. 财务概况

公司提供的 2014~2015 年财务报表经罗兵咸永道会计师事务所审计，2016 年财务报表经毕马威会计师事务所审计，均出具了标准无保留意见的审计意见。公司提供的 2017 年上半年财务报表未经审计。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 2015 年底，公司纳入合并范围的重要附属公司共 42 家，较上年底增加 8 家；截至 2016 年底，公司纳入合并范围的重要附属公司共 48 家，较上年底新增杭州深国际供应链管理、西安深国际综合物流港发展有限公司和昆山深国际综合物流港发展有限公司等 7 家子公司，深圳高速工程顾问有限公司 1 家子公司不再纳入合并范围。

从会计估计变更看，自 2016 年 1 月 1 日起，公司根据独立专业交通顾问重新评估的龙大高速公

路、南光高速公路、盐坝高速公路、盐排高速公路及清连高速公路的未来总交通流量，按照未来适用法对相关的特许经营无形资产单位摊销额进行调整，该会计估计变更导致截至 2016 年底，公司股权持有人应占盈利减少约 0.21 亿港元，并对公司未来摊销金额产生影响；自 2016 年 10 月 1 日起，公司根据独立专业交通顾问重新评估的武黄高速公路的未来总交通流量，按照未来适用法对相关的特许经营无形资产单位摊销额进行调整，该会计估计变更导致截至 2016 年底，公司股权持有人应占盈利减少约 0.04 亿港元，并对公司未来摊销金额产生影响。

总体看，近三年公司合并范围有一定变化，会计估计有所调整，但其变动对公司财务数据连续性和可比性的影响不大，公司报表可比性较强。

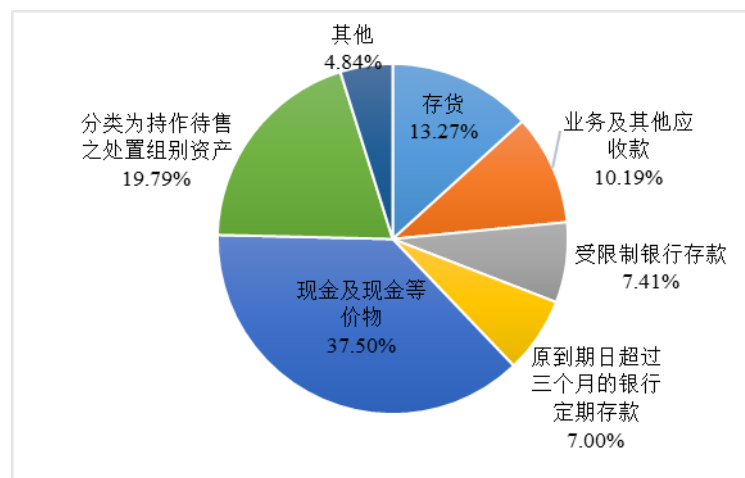
2. 资产质量

2014~2016 年，公司资产规模持续增长，年均复合增长 13.25%。截至 2016 年底，公司资产合计 607.41 亿港元，较年初增长 2.95%，变化不大；其中流动资产占 36.23%，非流动资产占 63.77%，资产构成以非流动资产为主。

流动资产

2014~2016 年，公司流动资产持续增长，年均复合增长 33.45%。截至 2016 年底，公司流动资产 220.09 亿港元，较年初增长 1.61%，变化不大。公司流动资产主要由存货、业务及其他应收款、受限制银行存款、原到期日超过三个月的银行定期存款、现金及现金等价物和分类为持作待售之处置组别资产构成，如下图所示。

图 5 截至 2016 年底公司流动资产构成



资料来源：公司年报

2014~2016 年，公司存货持续增长，年均复合增长 108.17%。截至 2016 年底，公司存货 29.19 亿港元，较年初增长 108.75%，主要系公司子公司持有的深圳前海两宗土地的地价成本及相关开发费用共 15.06 亿港元，分类为存货-待开发的前海土地；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 2016 年底，公司存货未计提跌价准备，公司存货无抵押。

2014~2016 年，公司业务及其他应收款波动下降，年均复合下降 9.89%。公司业务及其他应收款主要是深圳交委尚未支付委托代建款、预付土地使用权和政府尚未支付的梅观高速补偿款等。截至 2015 年底，公司业务及其他应收款 18.79 亿港元，较年初下降 31.96%，主要系公司收到梅观高速补

偿款所致。截至 2016 年底，公司业务及其他应收款 22.43 亿港元，较年初增长 19.35%，主要系收费公路路费收入存在的一定的结算周期，应收路费收入有所增加且随着公司在建工程推进，预付工程及其他应收与工程相关的款项增加所致；截至 2016 年底，公司业务应收款为 12.21 亿港元，其中账龄 1 年以内的占 60.25%，主要为 1 个月内的应收高速公路结算款²和信贷期在为 1~4 个月的业务应收款；账龄超过 1 年的占 39.75%，主要为应收深圳交委委托公司管理建设的公路项目款及应收沿江高速深圳段的委托建设管理服务款项共计 4.36 亿港元；此外公司对陷入经济困境客户的业务应收款共计计提减值准备 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。

2014~2016 年，公司受限制银行存款波动增长，年均复合增长 85.47%，截至 2016 年底，公司受限制银行存款 16.30 亿港元，较年初增长 465.33%，主要系随着委托工程管理项目增加，相应的专项账户存款大幅增长所致。

截至 2014 年底，公司无原到期日超过三个月的银行定期存款。2015~2016 年，公司原到期日超过三个月的银行定期存款分别为 20.93 亿港元和 15.40 亿港元，系公司对银行定期存款进行投资，进行现金管理所致。

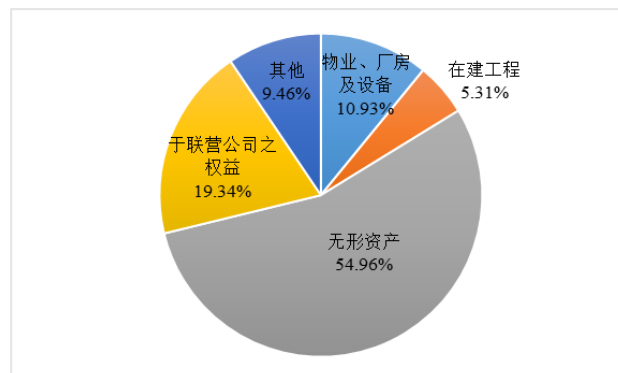
2014~2016 年，公司现金及现金等价物波动增长，年均复合增长 7.36%；截至 2015 年底，公司现金及现金等价物较年初增长 85.08%，主要系公司收到政府就南光高速等四条高速公路收费模式调整的补偿款所致；截至 2016 年底，公司现金及现金等价物较年初下降 37.72%，主要系公司支付梅林关地块土地使用权剩余 70%总地价款、综合物流港建设工程款及公司总部购买办公楼物业所致等支出较多所致。

2015~2016 年，公司分类为持作待售之处置组别资产分别为 16.28 亿港元和 43.54 亿港元；截至 2016 年底，分类为持作待售之处置组别资产较年初大幅增长 167.39%，主要系公司拟于一年之内出售不少于 50.00%的子公司联合置地股权予第三方房地产开发公司，公司据此将一组处置组别主要包括地价预付款、原土地使用权及附着物业及装置分类为持作待售之资产，形成持作待售之处置组别资产所致。

非流动资产

2014~2016 年，公司非流动资产持续增长，年均复合增长 5.19%。截至 2016 年底，公司非流动资产合计 387.32 亿港元，较年初增长 3.74%，变化不大。公司非流动资产主要由物业、厂房及设备、在建工程、无形资产以及于联营公司之权益构成。

图 6 截至 2016 年底公司非流动资产构成



资料来源：公司年报

²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。

2014~2016 年，公司物业、厂房及设备较为稳定，年均复合增长 1.80%。截至 2016 年底，公司物业、厂房及设备规模为 42.34 亿港元，累计折旧及减值 20.63 亿港元，成新率一般，为 67.18%。

2014~2016 年，公司在建工程持续增长，年均复合增长 115.63%；截至 2016 年底，公司在建工程 20.56 亿港元，主要系公司“深国际城市综合物流港”项目投资增加所致。

2014~2016 年，公司无形资产波动增长，年均复合增长 0.52%。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 2015 年底，公司无形资产 238.34 亿港元，较年初增长 13.14%，主要系公司收购附属公司清龙公司所致；截至 2016 年底，无形资产 212.87 亿港元，较年初下降 10.69%，主要系收费公路成本摊销及汇兑差额所致。截至 2016 年底，公司无形资产成本累计摊销及减值 80.41 亿港元。受限无形资产方面，截至 2016 年底，公司以清连高速公路的收费经营权账面净值 80.57 亿港元为 21.01 亿港元贷款作抵押。

2014~2016 年，公司于联营公司之权益波动增长，年均复合增长 13.19%。截至 2015 年底，公司于联营公司之权益 56.73 亿港元，较年初下降 2.95%，主要系收到股息 4.60 亿港元，且清龙公司转为附属公司所致；截至 2016 年底，公司于联营公司之权益 74.90 亿港元，较年初增长 32.02%，主要系公司新增贵州银行股份有限公司、深国际前海置业（深圳）有限公司和深圳高速工程顾问有限公司 3 家联营公司，持有权益分别为 4.41%、50.00%和 24.00%所致。公司重要的联营公司主要为深圳航空（持股比例 49.00%）。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 6 月底，公司资产规模为 680.60 亿港元，较年初增长 12.05%，主要系非流动资产增长所致；其中流动资产占 27.23%，非流动资产占 72.77%，仍以非流动资产为主。流动资产中，截至 2017 年 6 月底，现金及现金等价物 55.04 亿港元，较年初下降 33.32%，主要系增加投资于联营公司所致。非流动资产中，截至 2017 年 6 月底，公司于联营公司之权益 132.80 亿港元，较年初增长 77.30%，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重庆德润环境有限公司（以下简称“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。

总体看，公司资产以非流动资产为主，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。公司资产质量较高。

3. 负债及所有者权益

负债

2014~2016 年，公司负债持续增长，年均复合增长 25.12%。截至 2016 年底，公司负债合计 323.05 亿港元，较年初增长 6.62%，主要系流动负债有所增长所致；其中流动负债占 39.68%，非流动负债占 60.32%，以非流动负债为主。

2014~2016 年，公司流动负债持续增长，年均复合增长 52.48%。截至 2016 年底，公司流动负债 128.19 亿港元，较年初增长 59.07%，主要系业务及其他应付款和贷款有所增长所致。公司流动负债主要由业务及其他应付款（占 58.10%）和贷款（流动负债部分）（占 37.51%）构成。

2014~2016 年，公司业务及其他应付款持续增长，年均复合增长 81.97%。截至 2015 年底，公司业务及其他应付款 36.13 亿港元，较年初增长 60.64%，主要系新增南光高速、盐排高速、盐坝高速和龙大高速免费路段政府补偿款³10.55 亿港元所致。截至 2016 年底，公司业务及其他应付款 74.48

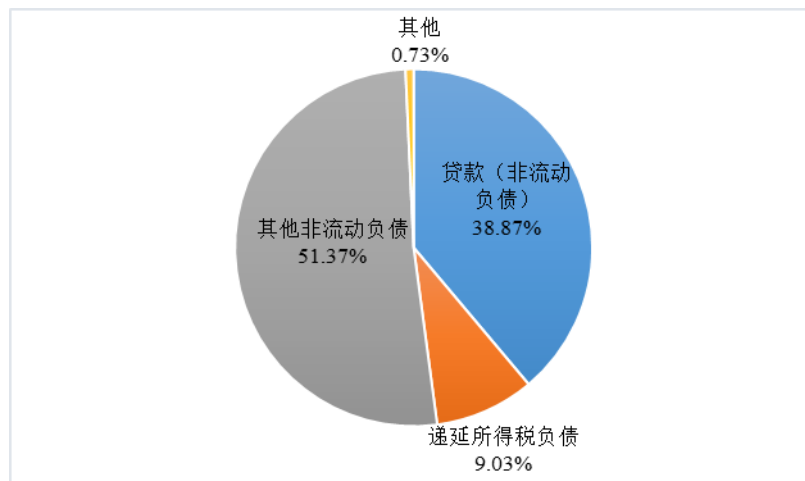
³该部分款项为每年测算的路费收入，由深圳市交通规划设计研究中心有限公司对各年度的实际路费收入按照调整协议约定的方式进行核算的金额。

亿港元，较年初增长 106.13%，主要系受委托管理建设公路项目的应付款大幅增长及新增应付前海管理局土地款 27.29 亿港元所致。

2014~2016 年，公司贷款（流动负债部分）持续增长，年均复合增长 41.78%。截至 2015 年底，公司贷款（流动负债部分）38.76 亿港元，较年初增长 62.03%，主要系长期贷款（无抵押的银行贷款、企业债券⁴）一年内到期转至所致。截至 2016 年底，公司贷款（流动负债部分）48.09 亿港元，较年初增长 24.06%，主要系公司发行的 3.00 亿美元优先票据和 10.00 亿元人民币中期票据一年内到期转至所致。

2014~2016 年，公司非流动负债波动增长，年均复合增长 13.52%。截至 2016 年底，公司非流动负债 194.86 亿港元，较年初下降 12.38%，主要系贷款（非流动负债部分）和递延所得税负债减少所致；公司非流动负债主要由贷款（非流动负债部分）、递延所得税负债和其他非流动负债构成。

图 7 截至 2016 年底公司非流动负债构成



资料来源：公司年报

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。2014~2016 年，贷款（非流动负债部分）持续下降，年均复合减少 24.69%。截至 2016 年底，公司贷款（非流动负债部分）75.75 亿港元，较年初下降 17.31%，主要系公司 15.00 亿人民币企业债券到期偿还及 3.00 亿美元优先票据和 10.00 亿元人民币中期票据一年内到期转至贷款（流动负债部分）所致。截至 2016 年底，公司贷款（非流动负债部分）2018 年到期的占 16.16%，2019~2022 年到期的占 56.04%，2022 年以后到期的占 27.80%，公司贷款（非流动负债）集中偿付压力不大。

2014~2016 年，公司递延所得税负债波动增长，年均复合增长 13.24%。截至 2015 年底，公司递延所得税负债 19.99 亿港元，较年初增长 45.70%，主要系收购清龙公司额外 10.00% 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 2016 年底，公司递延所得税负债 17.59 亿港元，较年初下降 11.98%，主要系处置附属公司深圳高速工程顾问有限公司所致。

2014~2016 年，公司其他非流动负债分别为 2.78 亿港元、109.30 亿港元和 100.10 亿港元。截至 2015 年底，公司其他非流动负债较年初增加 106.52 亿港元，主要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 2016 年底，公司其他非流动负债 100.10 亿港元，较年初变化不大。

2014~2016 年，随着部分企业债券等到期偿还，公司全部债务持续下降，年均复合下降 11.32%。

⁴深圳高速于 2011 年发行面值为 15.00 亿元人民币的企业债券，该债券为固定利率，5 年期，于 2016 年 7 月到期。

截至 2016 年底，公司全部债务 123.84 亿港元，其中长期债务占 61.17%，短期债务占 38.83%，以长期债务为主。2014~2016 年，随着公司负债总额持续增长，公司资产负债率持续上升，分别为 43.57%、51.36%和 53.19%；全部债务资本化比率分别为 37.07%、31.24%和 30.34%，持续下降，主要系全部债务持续下降所致；长期债务资本化比率分别为 33.32%、24.20%和 21.04%，持续下降，主要系长期债务持续下降所致。整体看，公司债务负担较轻。

截至 2017 年 6 月底，公司负债合计 373.52 亿港元，较年初增长 15.62%，主要系流动负债及非流动负债均有所增长所致；其中流动负债占 40.27%，非流动负债占 59.73%，仍以非流动负债为主。截至 2017 年 6 月底，公司流动负债较年初增长 17.34%，主要系业务发展需求，增加银行借款，贷款（流动负债部分）增长所致；非流动负债较年初增长 14.50%，主要系深高速以清连高速、外环高速及益常高速的收费权做抵押取得贷款所致。

截至 2017 年 6 月底，公司全部债务为 168.22 亿港元，较年初增长 35.84%，系短期债务和长期债务均有所增长所致；其中短期债务占 40.03%，长期债务占 59.97%，仍以长期债务为主。截至 2017 年 6 月底，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 54.88%、35.39%和 24.73%，较年初增加 1.70 个百分点、5.06 个百分点和 3.69 个百分点，公司债务负担有所加重。

总体看，由于公司收到政府收费公路补偿款而相关资产尚未移交，公司其他非流动负债大幅增长，带动公司负债规模增长；同时，随着政府补偿款到位，公司部分企业债券到期偿还，公司全部债务规模有所下降。未来，随着“深国际综合物流港”的持续推进，公司全部债务规模或将有所增长。

总权益

2014~2016 年，公司总权益波动增长，年均复合增长 3.14%，变化不大。截至 2016 年底，公司总权益合计 284.36 亿港元，较年初下降 0.92%；公司总权益中，控制性权益占 65.53%，控制性权益主要由股本及股本溢价（占 44.67%）和保留盈余（占 55.33%）构成，公司总权益结构稳定性一般。

2014~2016 年，公司股本及股本溢价持续增长，年均复合增长 5.19%，主要系发行股份所致。截至 2015 年底，公司股本及股本溢价 76.26 亿港元，较年初增长 1.37%，主要系 2015 年公司获批增加法定股本 10.00 亿股至 30.00 亿股，每股面值 1.00 港元，上述获批增加股本已于 2015 年发行 707.65 万股，股本溢价 0.96 亿港元。截至 2016 年底，公司股本及股本溢价为 83.24 亿港元，较年初增长 9.15%，主要系公司根据 2016 年 5 月股东大会批准的末期股息的代息股份计划，以每股 11.51 港元价格发行 0.58 亿股新股，以支付股息 6.62 亿港元所致。

2014~2016 年，公司保留盈余波动增长，年均复合增长 4.80%。截至 2016 年底，公司保留盈余 103.11 亿港元，较年初下降 3.21%，主要系货币汇兑损失及派发 2015 年股息所致。

截至 2017 年 6 月底，公司总权益为 307.07 亿港元，较年初增长 7.99%，主要系股本及股本溢价增长所致；股本及股本溢价为 90.34 亿港元，较年初增长 8.54%，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 0.55 亿新股，以支付股息 6.63 亿港元所致；公司总权益结构较年初变化不大。

总体看，公司总权益中保留盈余和非控制性权益占比较大，总权益结构稳定性一般。

4. 盈利能力

2014~2016 年，公司营业收入持续增长，年均复合增长 10.56%；受路费收入增加的影响，2016 年，公司实现营业收入 77.87 亿港元，较上年增长 15.56%。2014~2016 年，公司年度纯利持续下降，年均复合下降 11.05%，主要系受其他收益净额持续下降影响所致。

从期间费用看，2014~2016 年，公司的费用总额持续增长，年均复合增长 13.56%。2016 年，公司期间费用总额为 15.78 亿港元，较上年增长 25.09%，主要系财务费用增长所致；从构成来看，以管理费用（占 32.29%）和财务费用（占 63.08%）为主。2016 年，公司管理费用为 5.10 亿港元，较上年增长 2.88%，主要系委托费、道路管理费与维修费增长所致；财务费用为 9.96 亿港元，较年初增长 43.61%，主要系政府补偿款包含未确认融资费用，在 2015 年 12 月~2018 年 12 月期间进行摊销计入财务成本以及汇兑净亏损增加所致。2014~2016 年，公司费用收入比波动增长，分别为 19.21%、18.72%和 20.27%，公司费用控制能力一般。

2014~2016 年，公司其他收入波动下降，分别为 1.25 亿港元、0.78 亿港元和 1.11 亿港元，主要为股息收入和政府补贴等，整体规模较小。2014~2016 年，公司其他收益持续下降，分别为 19.99 亿港元、13.28 亿港元和 8.67 亿港元；2014 年公司其他收益规模较大，主要系公司处置梅观高速免费路段相关资产获得其他收益 19.26 亿港元所致；2015 年，公司其他收益主要为公司出售持有的部分南玻集团股份获得收益 7.29 亿港元所致；2016 年，公司其他收益主要为出售于前海的土地资产收益 6.48 亿港元；总体看，公司其他收益的产生不具有持续性。2014~2016 年，公司其他收益占经营盈利的比例分别为 41.55%、35.87%和 24.58%，其他收益对经营盈利的贡献较大。

2014~2016 年，公司应占合营公司盈利规模较小，对公司盈利影响不大；应占联营公司盈利分别为 7.26 亿港元、7.53 亿港元和 11.82 亿港元，主要来自于深圳航空及参股高速公路产生的收益；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 13.15%、16.75%和 24.89%，是公司经营盈利的有效补充。

从盈利指标来看，2014~2016 年，公司营业利润率持续下降，分别为 49.32%、42.52%和 40.20%，主要系收费公路业务毛利率下降所致。2014~2016 年，公司总资产收益率分别为 11.17%、9.21%和 9.70%，总资产报酬率分别为 12.43%、8.68%和 8.09%，净资产收益率分别为 15.16%、11.05%和 10.21%。整体看，公司盈利能力较强。

2017 年 1~6 月，公司实现营业收入 42.05 亿港元，同比增长 17.52%，主要系收费公路业务收入稳定增长及码头相关供应链管理服务业务收入较上年同期大幅增长所致；实现期内纯利 15.96 亿港元，同比增长 50.94%，主要系公司处置出售南京化工园物流中心及人民币升值，汇兑由净损失转为净收益，公司财务成本有所下降所致。

总体看，公司盈利能力较强；公司其他收益对经营盈利贡献较大但具有不可持续性，未来随着其他收益的波动，公司经营盈利或存在一定波动。

5. 现金流

从营运活动情况看，2014~2016 年，公司营运活动产生的净现金持续下降，年均复合下降 10.86%，分别为 24.10 亿港元、21.30 亿港元和 19.15 亿港元。

从投资活动情况看，2014~2016 年，公司投资活动所用的净现金分别为 0.74 亿港元、-24.80 亿港元和 -56.89 亿港元。2015 年，公司投资活动现金流入主要为处置梅观高速获得的补偿款 19.50 亿港元及出售南玻集团股权及其他可供出售财务资产获得金额 10.21 亿港元，公司投资活动现金流出主要为支付梅林关地块土地使用权 30%的总地价款、获取武汉、宁波、南昌等地城市综合物流港土地使用权及沈阳城市综合物流港、南京西坝码头二期工程等项目的投入及进行理财投资支出原到期日超过三个月的银行存款 20.93 亿港元构成。2016 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 5.53 亿港元及收到的利息和股息，公司投资活动现金流出主要为公司支付梅林关地块土地使用权剩余 70%总地价款、综合物流港建设工程款及公司总部购买办公楼物业

所致。2015~2016 年，公司投资性现金流出均大幅高于投资性现金流入。

从筹资活动情况看，2014~2016 年，公司筹资活动所用的净现金分别为-2.73 亿港元、64.43 亿港元和-11.97 亿港元，波动较大；2015 年筹资活动所用的净现金较上年大幅增长，主要系收到南光高速、盐排高速、盐坝高速和龙大高速免费路段相关的政府补偿所得款项所致；2016 年筹资活动所用的净现金较上年大幅下降，主要系贷款到期偿还及派发股息所致。

2017 年 1~6 月，公司营运活动产生的现金净流入为 10.48 亿港元，较上年同期变化不大；投资活动所用的净现金为-58.93 亿港元，主要系公司收购益常高速及获取无锡、宁波综合物流港项目土地使用权所致；筹资活动所用的净现金为 21.18 亿港元，主要系公司因业务需要增加银行贷款所致。

总体看，公司营运活动现金流入规模较大，投资活动现金流量净额有所波动；随着公司“深国际综合物流港”及“外环 A 段”PPP 项目的持续推进，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，2014~2016 年，公司流动比率波动下降，分别为 2.24 倍、2.69 倍和 1.72 倍；速动比率分别为 2.12 倍、2.51 倍和 1.49 倍。2014~2016 年，公司现金短期债务比波动下降，分别为 3.73 倍、4.32 倍和 2.57 倍，主要系 2016 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高。

从长期偿债能力指标来看，2014~2016 年，公司 EBITDA 波动下降，分别为 70.51 亿港元、59.24 亿港元和 65.15 亿港元，主要系销售成本和期间费用增长导致除税前盈利持续下降以及折旧加摊销波动增长所致。2016 年，公司的 EBITDA 主要由除税前盈利（占 57.63%）、折旧加摊销（占 25.68%）和计入财务费用的利息支出（占 16.69%）构成。2014~2016 年，公司 EBITDA 利息保障倍数分别为 7.96 倍、6.53 倍和 5.28 倍；EBITDA 全部债务比分别为 0.45 倍、0.45 倍和 0.53 倍，EBITDA 对利息覆盖程度较好，对全部债务覆盖程度尚可较好。整体看，公司长期偿债能力较强。

截至 2017 年 6 月底，公司对外担保明细如下表所示，公司担保比率较低。

表 12 截至 2017 年 6 月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	2.43	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，联合评级整理

截至 2017 年 6 月底，公司无重大未决诉讼或仲裁事项。

截至 2017 年 6 月底，公司合并口径获得主要贷款银行的授信额度为 714.80 亿港元，其中未使用额度为 547.48 亿港元，公司融资渠道畅通。

总体看，公司整体偿债能力强。

八、本期公司债券偿债能力分析

1. 本期公司债券的发行对目前负债的影响

截至 2017 年 6 月底，公司全部债务为 168.22 亿港元，本期拟发行基础发行规模为 3.00 亿元人民币，可超额配售不超过 5.00 亿元人民币，以超额配售全部完成进行测算，为发行规模 8.00 亿元人

民币，折合 9.20 亿港元⁵，相对于公司全部债务规模，本期发债规模不大。

以 2017 年 6 月底财务数据为基础，本期债券发行后，在其他因素不变的情况下，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 55.48%、36.62%和 26.39%，分别较发债前提高了 0.60 个百分点、1.23 个百分点和 1.66 个百分点，公司债务负担略有加重，但仍处于较低水平。

2. 本期公司债偿债能力分析

以 2016 年相关财务数据为基础，公司 EBITDA 和运营活动现金净流量分别为本期公司债券发行额度（以超额配售全部完成进行测算）的 7.08 倍和 2.08 倍。整体看，EBITDA 和运营活动现金净流量对本期债券的覆盖程度较高。

综合来看，考虑到公司作为深圳市国资委下属企业，在行业地位、经营实力、品牌知名度等方面具有较强的竞争优势；加之公司及子公司深圳高速均为上市公司，融资渠道畅通；公司主营业务突出，盈利能力较强，随着公司前海项目及梅林关城市更新项目逐步推进，公司土地资源优势将逐步得到释放，未来升值潜力较大；随着城市综合物流港网点布局的完善，市场竞争力进一步增强，联合评级认为公司对本次公司债券的偿还能力极强。

九、综合评价

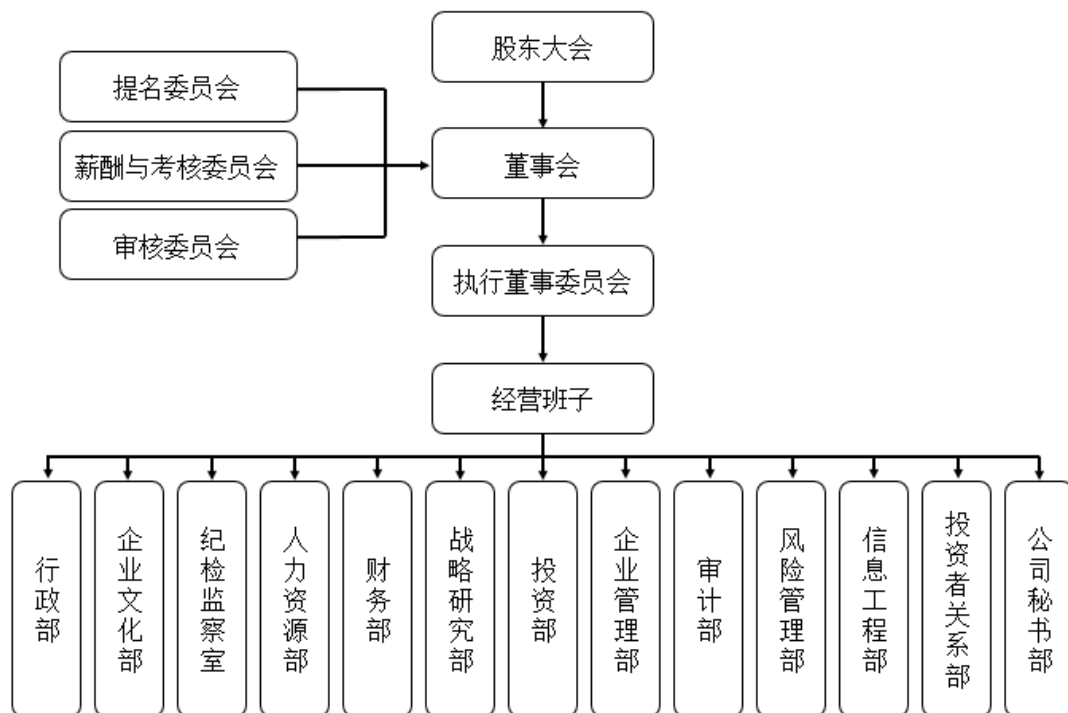
公司作为深圳市国资委下属的香港上市公司，在行业地位、经营实力、品牌知名度、盈利能力等方面具有显著优势；公司及子公司深高速均为上市公司，融资渠道畅通。同时，联合评级也关注到高速公路业务受宏观经济及政府政策影响较大、“深国际城市综合物流港”项目网点布局范围较大，存在一定的资本支出压力等因素对公司信用水平带来的不利影响。

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，在“深国际城市综合物流港”网点布局的完善的带动下，公司物流业务市场竞争力有望进一步增强，联合评级对公司的评级展望为“稳定”。

基于对公司主体长期信用以及本次公司债券偿还能力的综合评估，联合评级认为，本次公司债券到期不能偿还的风险极低。

⁵以 2017 年 6 月 30 日汇率折算

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

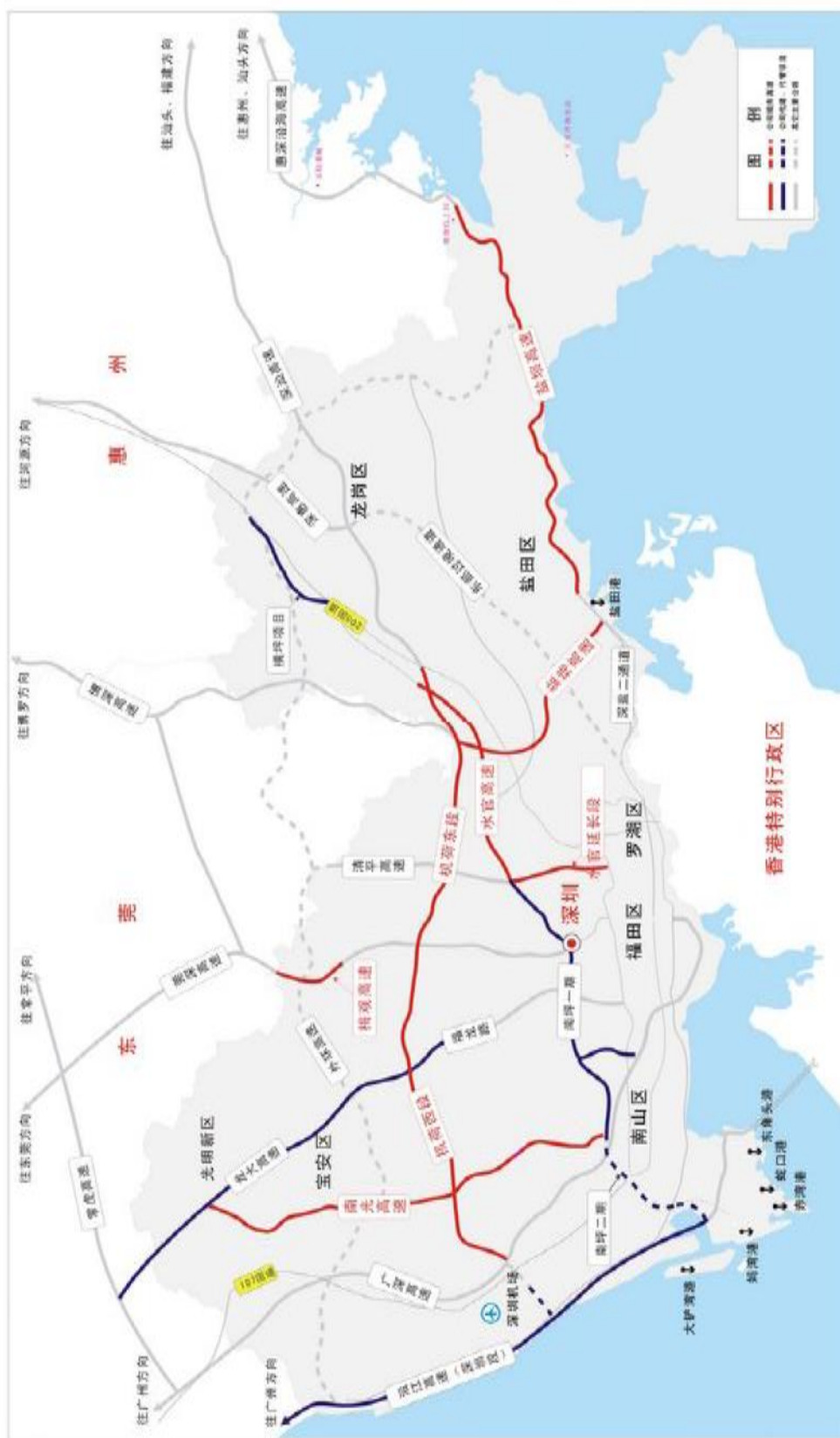
主要计算指标

项目	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年 6 月
资产总额 (亿港元)	473.63	589.98	607.41	680.60
总权益 (亿港元)	267.28	286.99	284.36	307.07
短期债务 (亿港元)	23.92	38.76	48.09	67.35
长期债务 (亿港元)	133.55	91.61	75.75	100.88
全部债务 (亿港元)	157.47	130.37	123.84	168.22
营业收入 (亿港元)	63.70	67.38	77.87	42.05
年度纯利 (亿港元)	36.87	30.62	29.17	15.96
EBITDA (亿港元)	70.51	59.24	65.15	--
经营性净现金流 (亿港元)	24.10	21.30	19.15	10.48
应收账款周转次数 (次)	3.10	2.90	3.77	1.99
存货周转次数 (次)	5.76	3.74	2.16	1.13
总资产周转次数 (次)	0.14	0.13	0.13	0.07
总资本收益率 (%)	11.17	9.21	9.70	--
总资产报酬率 (%)	12.43	8.68	8.09	--
净资产收益率 (%)	15.16	11.05	10.21	--
营业利润率 (%)	49.32	42.52	40.20	39.82
费用收入比 (%)	19.21	18.72	20.27	13.51
资产负债率 (%)	43.57	51.36	53.19	54.88
全部债务资本化比率 (%)	37.07	31.24	30.34	35.39
长期债务资本化比率 (%)	33.32	24.20	21.04	24.73
EBITDA 利息倍数 (倍)	7.96	6.53	5.28	--
EBITDA 全部债务比 (倍)	0.45	0.45	0.53	--
流动比率 (倍)	2.24	2.69	1.72	1.23
速动比率 (倍)	2.12	2.51	1.49	1.03
现金短期债务比 (倍)	3.73	4.32	2.57	1.28
经营现金流动负债比率 (%)	43.72	26.43	14.94	6.97
EBITDA/本期发债额度 (倍)	7.66	6.44	7.08	--

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、2017 年半年报未经审计，相关指标未经年化。

附件 3 深圳地区高速路网示意图

深圳地区高速路网示意图



附件 4 2012 年 6 月广东省统一收费调整方案对比

项目	车辆类别	收费标准变动前		收费标准变动后	
		车次费（元/ 辆次）	车公里费（元/ 车/公里）	车次费（元/辆次）	车公里费（元/ 车/公里）
梅观高速	第一类	10	0.6	10	0.6
	第二类	25	1.2	17	0.9
	第三类	35	1.8	23	1.2
	第四类	50	2.4	35	1.8
	第五类	60	3.0	40	2.1
机荷高速	第一类	30	0.6	27	0.6
	第二类	55	1.2	41	0.9
	第三类	85	1.8	54	1.2
	第四类	110	2.4	82	1.8
	第五类	135	3.0	96	2.1
清连高速	第一类	97	0.45	95	0.45
	第二类	146	0.675	145	0.675
	第三类	194	0.9	194	0.9
	第四类	292	1.35	290	1.35
	第五类	340	1.575	340	1.575
盐排高速	第一类	9	0.6	9	0.6
	第二类	20	1.2	14	0.9
	第三类	25	1.8	19	1.2
	第四类	35	2.4	28	1.8
	第五类	45	3.0	33	2.1
盐坝高速	第一类	15	0.3	15	0.6
	第二类	25	0.9	25	0.9
	第三类	35	1.2	35	1.2
	第四类	50	1.8	50	1.8
	第五类	60	2.1	60	2.1
南光高速	第一类	20	0.6	19	0.6
	第二类	30	0.9	28	0.9
	第三类	40	1.2	37	1.2
	第四类	60	1.8	56	1.8
	第五类	70	2.1	65	2.1

附件 5 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)
本次公司债券偿债能力	
EBITDA 偿债倍数	EBITDA / 本次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 / 本次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 / 本次公司债券到期偿还额

注: 现金类资产 = 货币资金 + 以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产 + 应收票据

长期债务 = 长期借款 + 应付债券

短期债务 = 短期借款 + 以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债 + 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 6 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。

联合信用评级有限公司关于 深圳国际控股有限公司 2018 年面向合格投资者 公开发行公司债券（第一期）的跟踪评级安排

根据监管部门和联合信用评级有限公司（联合评级）对跟踪评级的有关要求，联合评级将在本次（期）债券存续期内，在每年深圳国际控股有限公司年报公告后的两个月内进行一次定期跟踪评级，并在本次（期）债券存续期内根据有关情况进行不定期跟踪评级。

深圳国际控股有限公司应按联合评级跟踪评级资料清单的要求，提供有关财务报告以及其他相关资料。深圳国际控股有限公司如发生重大变化，或发生可能对信用等级产生较大影响的重大事件，应及时通知联合评级并提供有关资料。

联合评级将密切关注深圳国际控股有限公司的相关状况，如发现深圳国际控股有限公司或本次（期）债券相关要素出现重大变化，或发现其存在或出现可能对信用等级产生较大影响的重大事件时，联合评级将落实有关情况并及时评估其对信用等级产生的影响，据以确认或调整本次（期）债券的信用等级。

如深圳国际控股有限公司不能及时提供上述跟踪评级资料及情况，联合评级将根据有关情况进行分析并调整信用等级，必要时，可公布信用等级暂时失效，直至深圳国际控股有限公司提供相关资料。

联合评级对本次（期）债券的跟踪评级报告将在本公司网站和交易所网站公告，且在交易所网站公告的时间不晚于在本公司网站、其他交易场所、媒体或者其他场合公开披露的时间；同时，跟踪评级报告将报送深圳国际控股有限公司、监管部门等。

联合信用评级有限公司

二零一八年一月十一日