

信用评级公告

联合〔2021〕9608号

联合资信评估股份有限公司通过对深圳国际控股有限公司及其拟面向专业投资者公开发行的 2021 年公司债券(第一期)的信用状况进行综合分析和评估,确定深圳国际控股有限公司主体长期信用等级为 AAA,深圳国际控股有限公司 2021 年面向专业投资者公开发行公司债券(第一期)信用等级为 AAA,评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估股份有限公司

评级总监:



二〇二一年十月二十日

深圳国际控股有限公司 2021 年面向专业投资者 公开发行公司债券（第一期）信用评级报告

评级结果：

主体长期信用等级：AAA

本期债券信用等级：AAA

评级展望：稳定

债项概况：

本期债券发行规模：不超过 50.00 亿元（含）

本期债券期限：品种一为 6（3+3）年，品种二为 10（5+5）年

偿还方式：按年付息，到期一次还本

募集资金用途：偿还公司有息债务和补充流动资金

评级时间：2021 年 10 月 20 日

本次评级使用的评级方法、模型：

名称	版本
一般工商企业信用评级方法	V3.0.201907
一般工商企业主体信用评级模型（打分卡）	V3.0.201907

注：上述评级方法和评级模型均已在联合资信官网公开披露

本次评级模型打分表及结果：

指示评级	aaa	评级结果	AAA	
评价内容	评价结果	风险因素	评价要素	评价结果
经营风险	A	经营环境	宏观和区域风险	2
			行业风险	2
		自身竞争力	基础素质	1
			企业管理	1
			经营分析	2
财务风险	F1	现金流	盈利能力	1
			现金流量	6
			资产质量	4
		资本结构		1
		偿债能力		1
调整因素和理由				调整子级
--				--

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

评级观点

联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）对深圳国际控股有限公司（以下简称“公司”）的评级反映了公司拥有的路产质量高，环保业务发展迅速，物流板块全国网络布局持续推进，前海项目亦取得一定规模的置换用地，整体实力强。同时，联合资信也关注到公司短期债务大幅增长、资金支出压力较大等因素对公司信用水平带来的不利影响。

公司营运产生的现金对本期债券的覆盖程度较高，EBITDA 对本期债券的覆盖程度高。

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。联合资信对公司的评级展望为稳定。

基于对公司主体长期信用状况以及本期债券偿还能力的综合评估，联合资信认为，公司主体偿债风险极低，本期债券到期不能偿还的风险极低。

优势

- 路产质量高。**子公司深圳高速公路股份有限公司（以下简称“深高速”）为深圳市最重要的高速公路投资建设及运营类上市公司，2020 年受疫情期间免通行费政策影响，参控股路产通行费收入有所下降，但单公里收益保持高水平，路产质量高。
- 环保业务发展迅速。**深高速以收购形式拓展环保业务，涉及风力发电、垃圾处理（餐厨垃圾）等领域，发展迅速，2020 年环保收入较上年大幅增长。
- 物流板块全国网络布局日益完善。**截至 2021 年 6 月末，公司物流业务遍布深圳、无锡、苏州和武汉等城市，物流园和综合物流港运营面积分别达 53.9 万平方米和 219.2 万平方米，整体出租率较高。
- 前海项目取得一定规模的置换用地。**公司前海项目获得一定规模的置换用地。2019—2020 年，公司取得置换用地并相应确认其他收益 24.58 亿港元和 40.94 亿港元。

关注

- 短期债务大幅增长。**公司债务规模波动增长，短期债务大幅增长，短期债务占比由 2019 年末的 4.96% 上升至 2021

分析师：

崔莹 登记编号 (R0040218080002)

赵晓敏 登记编号 (R0150221070010)

邮箱: lianhe@lhratings.com

电话: 010-85679696

传真: 010-85679228

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

网址: www.lhratings.com

年6月末的49.23%，公司债务结构有待优化。

2. 资金支出压力较大。随着“深国际城市综合物流港”布局推进和对外股权投资，公司未来仍有较大资金支出压力。

主要财务数据：

合并口径				
项 目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 6 月
现金类资产 (亿港元)	136.64	119.32	90.73	112.13
资产总额 (亿港元)	843.65	914.09	1131.87	1208.91
总权益 (亿港元)	443.60	473.41	584.79	595.22
短期债务 (亿港元)	21.38	13.14	158.72	182.91
长期债务 (亿港元)	244.74	251.79	161.76	188.67
全部债务 (亿港元)	266.12	264.93	320.48	371.59
收入 (亿港元)	115.81	168.20	194.52	72.87
年度纯利 (亿港元)	65.27	71.10	60.39	18.89
EBITDA (亿港元)	121.11	122.61	126.53	--
营运活动产生的净现金 (亿港元)	21.13	73.44	6.32	31.24
营业利润率 (%)	39.51	39.83	33.22	35.55
净资产收益率 (%)	14.71	15.02	10.33	--
资产负债率 (%)	47.42	48.21	48.33	50.76
全部债务资本化比率 (%)	37.50	35.88	35.40	38.43
流动比率 (%)	239.79	209.17	114.73	106.11
经营现金流动负债比 (%)	17.01	48.57	1.86	--
现金短期债务比 (倍)	8.04	11.41	1.01	0.84
EBITDA 利息倍数 (倍)	7.43	9.83	8.20	--
全部债务/EBITDA (倍)	2.20	2.16	2.53	--
本部 (母公司)				
项 目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 6 月
资产总额 (亿港元)	242.05	251.83	245.08	/
总权益 (亿港元)	156.36	176.29	166.79	/
全部债务 (亿港元)	20.26	4.49	70.04	/
年度纯利 (亿港元)	18.41	24.46	3.20	/
资产负债率 (%)	35.40	30.00	31.95	/
全部债务资本化比率 (%)	11.47	2.49	29.57	/
流动比率 (%)	990.72	1840.63	234.84	/

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. 2021 年半年度财务数据未经审计，相关指标未年化；3. “/”代表数据未获取

资料来源：联合资信根据公司财务报表整理

主体评级历史：

信用等级	评级展望	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
AAA	稳定	2020/06/01	崔莹 张蔚	(原联合信用评级有限公司) 工商企业信用评级方法 (主体) (2015 年)	阅读全文
AAA	稳定	2018/01/11	杨世龙 杨婷	(原联合信用评级有限公司) 工商企业信用评级方法 (主体) (2015 年)	阅读全文

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

声 明

一、本报告引用的资料主要由深圳国际控股有限公司（以下简称“该公司”）提供，联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）对这些资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。

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

三、联合资信与评级人员履行了实地调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则，符合真实性、准确性、完整性要求。

四、本报告的评级结论是联合资信依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因该公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

五、本报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

六、本次信用评级结果仅适用于本次（期）债券，有效期为本次（期）债券的存续期；根据跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

分析师：

张蕾

赵晓波

联合资信评估股份有限公司

深圳国际控股有限公司 2021 年面向专业投资者 公开发行公司债券（第一期）信用评级报告

一、主体概况

深圳国际控股有限公司（英文名称：Shenzhen International Holdings Limited）（前身为 Ingot Limited）（以下简称“公司”）于 1989 年 11 月 22 日在百慕大注册成立，并于香港联交所发行股票的上市公司，股票代码“0152.HK”。截至 2021 年 6 月末，公司法定股本为 30.00 亿股，已发行股份为 22.66 亿股，公司控股股东深圳市投资控股有限公司（以下简称“深投控”）为深圳市人民政府国有资产监督管理委员会（以下简称“深圳市国资委”）全资附属企业，其通过全资子公司 Ultrarich International Limited 持有公司 43.49% 的股份，公司实际控制人为深圳市国资委。

公司主要从事高速公路投资、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。

截至 2021 年 6 月末，公司本部设财务部、战略研究部和投资部等职能部门，公司纳入合并范围的主要附属公司 73 家。

截至 2020 年末，公司合并资产总额 1131.87 亿港元，负债总额 547.08 亿港元，总权益合计 584.79 亿港元，其中公司普通股持有人应占权益 343.87 亿港元。2020 年，公司实现收入 194.52 亿港元，年度纯利 60.39 亿港元。

截至 2021 年 6 月末，公司合并资产总额 1208.91 亿港元，负债总额 613.69 亿港元，总权益合计 595.22 亿港元，其中公司普通股持有人应占权益 348.52 亿港元。2021 年 1—6 月，公司实现收入 72.87 亿港元，年度纯利 18.89 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、本期债券概况及募集资金用途

公司计划发行深圳国际控股有限公司 2021 年面向专业投资者公开发行公司债券（第一期）（以下简称“本期债券”），发行规模不超过 50.00 亿元（含）。本期债券分为两个品种，品种一和品种二合计发行规模不超过 50.00 亿元（含），品种一为 6 年期固定利率债券，附第 3 年末公司调整票面利率选择权及投资者回售选择权；品种二为 10 年期固定利率债券，附第 5 年末公司调整票面利率选择权及投资者回售选择权。本期债券引入品种间回拨选择权，回拨比例不受限制，公司与簿记管理人将根据本期债券发行申购情况，在总发行规模内，由公司和簿记管理人协商一致，决定是否行使品种间回拨选择权。本期债券采用单利按年计息，不计复利。每年付息一次，到期一次还本，最后一期利息随本金的兑付一起支付。

本期债券募集资金扣除发行费用后用于偿还有息债务和补充流动资金。

三、宏观经济和政策环境分析

1. 宏观政策环境和经济运行情况

2020 年，新冠肺炎疫情的全球大流行对各国经济和贸易造成严重冲击，全球经济陷入深度衰退。中国宏观政策加大逆周期调节力度对冲疫情负面影响，以“六稳”“六保”为中心，推动经济逐季复苏，GDP 全年累计增长 2.30%（为实际增速，下同），成为全球主要经济体中唯一实现正增长的国家，GDP 首次突破百万亿大关，投资超越消费再次成为经济增长的主要驱动力。

2021 年上半年，中国宏观政策保持连续性、稳定性，经济持续稳定恢复、稳中向好。积极的财政政策兜牢基层“三保”底线，发挥对优化经济结构的撬动作用。稳健的货币政策保持

流动性合理充裕，强化对实体经济、重点领域、薄弱环节的支持。

经济持续稳定修复。2021 年上半年，中国国内生产总值 53.22 万亿元，不变价累计同比增长 12.70%，两年平均增长 5.31%，较一季度加快 0.31 个百分点，低于 2019 年上半年水平。分产业看，第三产业仍是经济修复的主要拖累。具体看，上半年第一、二产业增加值两年平均

增速分别为 4.29% 和 6.12%，均已经高于疫情前 2019 年上半年的水平（2019 年上半年分别为 3.10% 和 5.00%），恢复情况良好；而第三产业上半年两年平均增速为 4.89%，远未达到 2019 年上半年 7.2% 的水平，恢复空间仍然较大，主要是上半年局部性疫情反复出现抑制了服务业的修复进程。

表 1 中国主要经济数据

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年上半年 (括号内为两年平均增速)
GDP (万亿元)	83.20	91.93	98.65	101.60	53.22
GDP 增速 (%)	6.95	6.75	6.00	2.30	12.70 (5.31)
规模以上工业增加值增速 (%)	6.60	6.20	5.70	2.80	15.90 (6.95)
固定资产投资增速 (%)	7.20	5.90	5.40	2.90	12.60 (4.40)
社会消费品零售总额增速 (%)	10.20	8.98	8.00	-3.90	23.00 (4.39)
出口增速 (%)	10.80	7.10	5.00	4.00	38.60
进口增速 (%)	18.70	12.90	1.70	-0.70	36.00
CPI 增幅 (%)	1.60	2.10	2.90	2.50	0.50
PPI 增幅 (%)	6.30	3.50	-0.30	-1.80	5.10
城镇失业率 (%)	3.90	4.90	5.20	5.20	5.00
城镇居民人均可支配收入增速 (%)	6.50	5.60	5.00	1.20	10.70
公共财政收入增速 (%)	7.40	6.20	3.80	-3.90	21.80
公共财政支出增速 (%)	7.70	8.70	8.10	2.80	4.50

注：1. GDP 总额按现价计算；2. 出口增速、进口增速均以美元计价统计；3. GDP 增速、规模以上工业增加值增速、城镇居民人均可支配收入增速为实际增长率，其余指标增速均为名义增长率；4. 城镇调查失业率指标值为期末数
资料来源：联合资信根据国家统计局和 Wind 数据整理

从三大需求看，消费虽然是上半年经济增长的主要拉动力，但仍然弱于 2019 年水平，是掣肘 GDP 增速的主要因素。2021 年上半年，中国社会消费品零售总额累计实现 21.19 万亿元，同比增长 23.00%，两年平均增长 4.39%（2019 年上半年为 8.40%），与疫情前水平仍有一定差距，但在居民人均收入增速逐步回升的趋势下消费呈现温和复苏的态势。固定资产投资继续修复。2021 年上半年，全国固定资产投资（不含农户）累计完成 25.59 万亿元，同比增长 12.60%，6 月份环比增长 0.35%；两年平均增长 4.40%，比一季度加快 1.50 个百分点，低于疫情前 2019 年上半年水平。海外产需缺口支撑中国出口增长。2021 年上半年，中国货物贸易进出口总值 2.79 万亿美元，进出口规模创历史同期最高水平。其中，出口 1.52 万亿美元，

增长 38.60%；进口 1.27 万亿美元，增长 36.00%；贸易顺差 2515.20 亿美元。

上半年 CPI 温和上涨，PPI 持续上涨但 6 月涨幅略有回落。2021 年上半年，全国居民消费价格（CPI）累计同比上涨 0.50%，处于近年来较低的水平，整体呈现逐月上升的态势；全国工业生产者出厂价格（PPI）累计同比上涨 5.10%。分月看，受国际大宗商品价格上涨与上年低基数等因素影响，1—5 月 PPI 同比涨幅逐月走高至 9.00%；6 月涨幅小幅回落至 8.80%，主要是由于上游三黑一色行业价格 6 月小幅回落。PPI 同比持续上涨，加大了制造业的成本负担和经营压力。

2021 年上半年，社融存量同比增速整体呈下行趋势；截至 6 月末，社融存量同比增速与上月末持平，维持在 11.00%。上半年新增社融

17.74 万亿元，虽同比少增 3.09 万亿元，但仍为仅次于上年一季度的历史同期次高值，反映出上半年实体经济融资需求较为旺盛。从结构来看，贷款是支撑上半年社融增长的主要原因，企业、政府债券净融资和非标融资则是上半年新增社融的主要拖累项。货币供应方面，上半年 M1 同比增速持续回落，M2 同比增速先降后升。二季度以来 M2-M1 剪刀差继续走阔，主要是由于房地产销售降温、原材料价格上涨造成企业现金流压力使得 M1 增速下行所致。此外，上半年财政存款同比多增 5015.00 亿元，财政支出力度不及上年同期，拖累了 M2 的增长。

上半年财政收入进度较快，支出节奏放缓。

上半年全国一般公共预算收入 11.71 万亿元，同比增长 21.80%，同比增速较高主要是去年同期收入基数较低和当前工业生产者价格上涨较快，同时反映了中国经济恢复取得明显成效；收入进度达到全年预算的 59.25%。上半年财政收入增速较快，从结构上看，全国税收收入 10.05 万亿元，同比增长 22.50%；非税收入 1.67 万亿元，同比增长 17.40%。其中，在经济逐步复苏的背景下，增值税和所得税等大税种实现高增长，土地与房地产相关税收承压。支出方面，上半年全国一般公共预算支出 12.17 万亿元，同比增长 4.50%，支出进度仅为全年预算的 48.65%，支出进度较慢。上半年，全国政府性基金预算收入 3.91 万亿元，同比增长 24.10%。其中国有土地使用权出让收入 3.44 万亿元，同比增长 22.40%，土地出让金收入增速明显放缓；全国政府性基金预算支出 4.17 万亿元，同比下降 7.80%，主要是受专项债发行缓慢影响。

2021 年上半年就业形势总体不断改善，居民可支配收入恢复性增长。一季度受春节因素和部分地区散发疫情影响，各月调查失业率相对较高；二季度劳动力市场继续回暖，企业用工需求增加，城镇调查失业率连续下降至 6 月的 5.00%，低于上年同期 0.70 个百分点。上半年全国城镇调查失业率均值为 5.20%，低于 5.50% 左右的政府预期目标。上半年，城镇居民人均可支配收入 24125 元，同比名义增长 11.4%，

扣除价格因素，实际增长 10.7%，维持恢复性增长势头。

2. 宏观政策和经济前瞻

鉴于当前全球疫情仍在持续演变，外部环境更趋复杂严峻，国内经济恢复仍然不稳固、不均衡，未来宏观政策仍将维持稳定性、连续性、可持续性，保持经济运行在合理区间。积极的财政政策提升政策效能，兜牢基层“三保”底线，合理把握预算内投资和地方政府债券发行进度，推动今年末明年初形成实物工作量。稳健的货币政策要保持流动性合理充裕，助力中小企业和困难行业持续恢复。增强宏观政策自主性，保持汇率在合理均衡水平上基本稳定。做好大宗商品保供稳价工作。

2021 年上半年中国经济稳定修复，工业生产、出口表现强势，局部性疫情对服务业影响仍然较大。德尔塔病毒加大了下半年经济增长的不确定性，但未来随着疫苗接种范围的扩大，疫情对经济的影响或将逐步减弱，前期表现较弱的消费和制造业投资有望发力，经济有望继续稳健增长，经济增长重心回归内需，但国内散点疫情的反复可能会对个别月份的经济数据带来扰动。

具体看，未来随着疫情防控的常态化，服务业及居民消费支出将继续修复，芯片短缺逐步缓解将推动汽车销售好转，消费有望持续温和复苏。固定资产投资仍处于修复过程中，受调控政策影响，下半年房地产投资增速大概率呈现下行趋势；受制于资金来源以及逆周期调节必要性的下降，基建投资未来扩张空间有限，预计基建投资保持低速增长；在信贷政策支持、产能利用率处于高位、效益不断改善等有利于制造业投资恢复的多方面因素的支撑下，制造业投资增速有望进一步加快，成为下半年固定资产投资增长的主要拉动因素。在上年下半年较高基数、海外疫情与需求扩张的不确定、替代效应减弱等因素影响下，下半年出口承压，同比增速或将放缓。

四、行业及区域经济环境

1. 物流行业

物流行业竞争加剧，同质化严重。同时，行业发展迅速，需求旺盛，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。

盈利模式方面，物流行业的盈利模式中主要收入来源首先是库房、货场租金；其次是办公楼租金、配套设施租金、管理费和物业管理费；然后是增值服务费、设备租金等；最后是土地升值后出租或出售、税收优惠以及国家拨款获得的收益等。由此不难看出，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替代，特别是基于信息、咨询的增值服务。中国的物流业务经营者有待进一步拓展思路，转变传统盈利模式。

行业政策方面，2019年2月，国家发展改革委联合中央网信办、工业和信息化部、公安部、财政部、自然资源部等24个部门和单位印发《关于推动物流高质量发展促进形成强大国内市场的意见》，提出推动具备条件的物流园区引入铁路专用线，加强入港铁路等基础设施短

板建设，支持铁路专线进码头，打通公铁水联运衔接“最后一公里”。2020年6月，国家发展改革委、交通运输部联合印发《关于进一步降低物流成本的实施意见》，提出深化关键环节改革，降低物流制度成本；加强土地和资金保障，降低物流要素成本；深入落实减税降费措施，降低物流税费成本；加强信息开放共享，降低物流信息成本；推动物流设施高效衔接，降低物流联运成本；促进物流业提质增效，降低物流综合成本等六个方面意见以降低物流成本。整体看，物流行业长期发展向好。

2. 高速行业

高速公路作为重要的交通基础设施，在中国国民经济和社会发展中占据重要地位，近年来中国高速公路通车里程稳定增长，投资规模维持较高水平，未来仍有一定发展空间。随着经济发展对高速公路运输需求的进一步加大，居民出行需求的提高，行业发展前景良好。联合资信认为高速公路行业整体风险低，展望为稳定。

(1) 行业概况

高速公路作为重要的交通基础设施，对于促进商品流通、提高城市化水平、带动区域经济发展具有重要作用。依据《中华人民共和国公路法》，公路按其在公路路网中的地位分为国道、省道、县道和乡道，按技术等级分为高速公路、一级公路、二级公路、三级公路和四级公路。从运营主体分类来看，收费公路分为政府还贷公路和经营性公路。政府还贷公路指县级以上地方人民政府交通主管部门利用贷款或者向企业、个人有偿集资建设的公路，不以盈利为目的，通行费收入属于行政事业性收费，严格实行收支两条线管理，法律上是政府债务。

《收费公路管理条例》修订稿中提出，政府还贷公路的收费期限最长不得超过15年，国家确定的中西部省、自治区、直辖市的政府还贷公路收费期限，最长不得超过20年。经营性公路的运营主体为国内外经济组织、依法成立的公路企业法人，以市场化形式运营，法律上是企

业债务。经营性公路的收费期限最长不得超过 25 年。国家确定的中西部省、自治区、直辖市的经营性公路收费期限，最长不得超过 30 年。

根据交通运输部发布的《2019—2020 年交通运输行业发展统计公报》，2019—2020 年，中国高速公路通车里程分别达 14.96 万公里和 16.10 万公里，其中国家高速公路通车里程分别为 10.86 万公里和 11.30 万公里。2020 年末，中国高速公路通车里程占公路总里程的 3.10%，较年初提高 0.12 个百分点。中国高速公路通车里程居世界第一。随着国家逐渐取消政府还贷二级公路收费及高速公路通车里程的增加，中国收费公路结构不断优化。分区域看，广东、云南是全国高速公路里程最长的两个省份；近年新增里程主要集中在路网密度较低区域。

公路运输运行状况与 GDP 增速、行业供需等高度相关。近年来，受高铁、航空等其他交通方式分流影响，经营性旅客运输指标呈下滑趋势；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，2015—2018 年公路货运指标保持较为稳健的增长，2019 年公路货运指标首次出现下降，或与大宗货物“公转铁”“公转水”政策实施相关。受新冠肺炎疫情影响，2020 年，中国公路客运指标较 2019 年明显下降；同期，公路货物运输总量基本持平，货物运输周转量小幅增长。得益于相对完备的路网体系及灵活便捷的承运属性，公路运输在中国交通运输体系中持续占据主导地位，2020 年分别承担国内营业性货物运输总量及旅客运输总量的 73.8%和 71.3%。

表 2 2015—2020 年中国公路运输主要指标情况

指标	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年		2020 年	
					绝对值	同比 (%)	绝对值	同比 (%)
营业性旅客运输总量 (亿人次)	161.91	154.28	145.68	136.50	130.10	-4.80	68.94	-47.0
旅客运输周转量 (亿人公里)	10742.66	10228.71	9765.20	9275.50	8857.10	-4.60	4641.01	-47.60
营业性货物运输总量 (亿吨)	315.00	334.13	368.69	395.69	343.50	--	342.64	-0.30
货物运输周转量 (亿吨公里)	57955.72	61080.10	66771.50	71249.20	59636.40	--	60171.85	0.90

注：联合资信根据公开资料整理

运输需求方面，2021 年一季度，随着疫情得到有效控制，国内经济增速企稳回升，中国交通运输货运量增速已基本达疫情前水平，营业性客运量仍处于恢复阶段。其中，公路货物运输量 80.87 亿吨，较 2020 年同期增长 52.9%，货物运输周转量 1447.87 亿吨公里，较 2020 年同期增长 56.9%；公路旅客运输量 13.10 亿人次，较 2020 年同期下降 4.1%，旅客运输周转量 896.84 亿人公里，较 2020 年同期下降 5.0%，受分流以及疫情对旅客跨地区出行限制的多重影响，公路营业性旅客运输指标呈下降趋势。

(2) 行业特点

行业周期性较弱，抗风险能力较强。从需求角度看，经济发展离不开完善的交通网络，经济处于上行周期时客货周转量快速增长，交通运输尤其是高速公路行业的景气度随之上行。从投资端来看，交通基础设施是国民经济发展

的重要硬件支撑，通常由政府主导，行业投资成为逆周期经济中政府投资的重要构成。

投资规模大，回收周期长，行业进入壁垒高。高速公路是重资产行业，单公里造价高，其建设所需资金规模大，回报周期长。2020 年，中国高速公路建设完成投资 13479 亿元，增长 17.2%，增速较 2019 年 (15.4%) 提升 1.8 个百分点，投资规模及增速维持高位。

行业债务负担较重，未来中西部地区债务规模或继续增长。高速公路建设资金来源主要为资本金及银行贷款，近年资本金比率维持在 30%左右，银行贷款比重介于 64%~66%，其他债务占比为 5%左右。这导致高速公路行业负债率较高，债务负担较重。区域分布方面，我国东部地区的高速公路建设较早，单公里造价低，且早期举借的债务已陆续偿还，债务规模相对较小，增速也较为缓慢。近年来新增的高速公

路主要集中在中西部地区，新增债务规模较大，进一步加重了其债务负担。

收支缺口巨大，收入可覆盖利息支出。2019年，中国高速公路通行费总收入同比增长7.40%，同期，支出总额（存量项目还本付息支出、养护支出等）同比增长13.29%，通行费收支缺口

扩大至4673.94亿元，较上年增加816.63亿元。其中，支出总额以对存续债务的还本付息支出为主，2019年占78.12%。由于存续债务规模大，高速公路行业年度通行费收入无法覆盖当年还本付息支出，对利息支出的保障程度较好。

表3 2015—2019年中国高速公路通行费收入及支出情况

项目	2015年	2016年	2017年	2018年	2019年	
					绝对值	同比
通行费收入（亿元）	4097.75	4548.46	5130.20	5168.38	5551.00	7.40%
支出总额（亿元）	7285.06	8691.73	9156.69	9025.69	10224.94	13.29%
其中：偿还债务利息支出（亿元）	2251.95	2313.34	2495.72	2499.24	2675.93	7.07%
偿还债务本金支出（亿元）	3497.94	4750.47	4952.79	4766.20	5311.80	11.45%
收支缺口（亿元）	3187.31	4143.27	4026.49	3857.31	4673.94	21.17%
通行费收入/偿还债务利息（倍）	1.82	1.97	2.06	2.07	2.07	--
通行费收入/偿还债务本金（倍）	1.17	0.96	1.04	0.71	0.69	--

注：联合资信根据全国收费公路统计汇总表整理

（3）行业政策

高速公路行业具有很强的政策性，公路的收费标准及收费期限、运输政策、再融资政策等变化对行业运营产生重大影响。

2017年7月，财政部、交通运输部联合发布《地方政府收费公路专项债券管理办法（试行）》，开始在政府收费公路领域试点发行以项目对应并纳入政府性基金预算管理的车辆通行费收入、专项收入等为偿债资金来源的收费公路专项债券。原来的政府收费公路“贷款修路、收费还贷”模式相应调整为政府发行专项债券方式筹措建设资金。2019年，中国收费公路专项债发行规模同比增长103.51%至1525.51亿元，收费公路专项债成为中国路网建设的重要资金来源。

2018年9月，国务院办公厅印发《推进运输结构调整三年行动计划（2018—2020年）的通知》国办发〔2018〕91号，以京津冀及周边地区、长三角地区、汾渭平原等区域为主战场，大力推进大宗货物运输“公转铁”“公转水”，不断完善综合运输网络，减少公路运输量，增加铁路运输量。该政策的意义在于加快公路运输行业转型升级，在公路大宗货物运量缩减的同时，及时有效地扩大短途运输、小批量运输

市场份额，充分发挥公路运输方式机动灵活的优势。

2018年12月，交通运输部发布《公路法修正案（草案）》《收费公路管理条例（修订草案）》。按照预算法及相关改革要求，地方政府要为政府收费公路发展举借债务、发行收费公路专项债券，并以车辆通行费收入偿还；明确新建的收费公路只能是高速公路，停止新建收费一、二级公路和独立桥梁、隧道，严格控制收费公路规模；明确车辆通行费收入无法满足债务利息和养护管理支出需求的省份不得新建收费公路，防止盲目投资建设；建立养护管理收费制度，一省范围内所有政府收费高速公路债务偿清的，按照满足基本养护、管理支出需求和保障通行效率的原则，重新核定收费标准，实行养护管理收费，保障养护管理资金需要。

2020年初，受新冠肺炎疫情影响，春节期间全国收费公路免收车辆通行费期间由7天延长至16天。2月15日，交通运输部发布通知，自2月17日零时起至疫情防控工作结束，全国收费公路免收车辆通行费。4月28日，交通运输部发布关于恢复收费公路收费的公告，自2020年5月6日零时起，经依法批准的收费公路恢复收费（含收费桥梁和隧道）。突发的新冠

肺炎疫情对收费公路行业短期负面冲击较大。

2020年1月起，全国取消省界收费站，原有以省为界的高速公路运营模式变为全国高速公路全网统一运行；同时开始施行《收费公路车辆通行费车型分类》，新标准主要作了三个方面的调整：①增加了专项作业车大类；②将8座、9座小型客车由原2类客车降为1类客车；③载货汽车按照总轴数、车长和总质量进行分类。上述政策的施行是深化收费公路制度改革的重要实践，有利于提升收费公路通行效率及实载率。同时，根据交通运输部初步测算，按照新的货车车轴型收费标准，在同等交通量条件下，年度货车通行费预计下降11.6%，即货车整体收费标准有所降低。

2020年4月30日，中国证监会、国家发展改革委发布《关于推进基础设施领域不动产投资信托基金（REITs）试点相关工作的通知》（以下简称“通知”），通知中提出优先支持基础设施补短板行业，包括仓储物流、收费公路等交通设施。高速公路是典型的资本密集型行业，发行公募REITs有利于企业盘活存量资产、降低资产负债率。

2020年8月6日，交通运输部印发《关于推动交通运输领域新型基础设施建设的指导意见》（以下简称“意见”），提出围绕加快建设交通强国总体目标，推动交通运输领域新型基础设施建设，打造融合高效的智慧交通基础设施。公路方面，推动先进信息技术应用，逐步提升公路基础设施规划、设计、建造、养护、运行管理等全要素、全周期数字化水平。

2020年，多省份积极推动高速公路企业债务化解工作，由国开行牵头的银团与多家省级高速公路企业达成融资再安排协议，通过原债务置换、展期或重组等方式，降低企业融资成本，拉长到期时间，平滑债务期限，有效缓解了相关企业受疫情影响通行费收入下降带来的流动性紧张。长期而言，为高速公路行业现金流培育与存量债务还本付息的匹配调节提供了更多空间。

总体看，推出收费公路专项债券、修订收费公路管理条例、取消省界收费站、推出公募REITs等政策以及债务化解方案的实施对缓解公路建设企业投资压力、提高收费公路运营效率等有积极意义。

（4）未来发展

短期来看，中国国内疫情得以有效控制，宏观经济修复性增长，公路货物运输指标保持高位增长；境外疫情扩散蔓延，居民境内短途出行意愿增加，均对公路运输需求形成有力支撑，2021年高速公路企业通行费收入有望逐步恢复。

长期来看，中国现有的高速公路仅能满足部分运输需求，中西部地区起步晚且地域面积广，高速公路需求尚未得到充分满足，未来中国高速公路建设仍将以中西部地区为重心。随着其加强对高速公路的投资建设，高速公路通车里程将稳定增长。

根据《国家公路网规划（2013—2030年）》，到2030年中国将建成总规模约11.8万公里的国家高速公路网，由7条首都放射线、11条南北纵线、18条东西横线及地区环线、并行线、联络线等组成，另规划远期展望线1.8万公里，位于西部地广人稀地区。2021年3月，中共中央发布《中华人民共和国国民经济和社会发展第十四个五年规划和2035年远景目标纲要》（以下简称“十四五规划”）提出：加快建设交通强国，建设现代化综合交通运输体系，推进各种运输方式一体化融合发展，提高网络效应和运营效率。高速公路建设工程方面，实施京沪、京港澳、长深、沪昆、连霍等国家高速公路主线路拥挤路段扩容改造，加快建设国家高速公路主线并行线、联络线，推进京雄等雄安新区高速公路建设，规划布局建设充电设施，新建高速公路里程2.5万公里。

随着经济发展对高速公路运输需求的进一步加大，居民出行需求的提高，我国高速公路行业仍将保持平稳发展。联合资信认为高速公路行业整体风险低，展望为稳定。

五、基础素质分析

1. 股权状况

截至 2021 年 6 月末，公司控股股东深投控持有公司 43.49% 的股份，公司实际控制人为深圳市国资委。

2. 企业规模和竞争力

公司业务涵盖高速公路投资运营、环保、物流基础设施投资建设与运营，拥有的路产质量高，环保业务发展迅速，物流板块全国网络布局日益完善，公司整体实力强。

公司为深圳市国资委下属在香港交易所上市的公司（红筹股），业务包括高速公路投资运营、环保、物流基础设施投资建设与运营。

高速公路投资运营和环保业务由子公司深圳高速公路股份有限公司（以下简称“深高速”）负责。深高速是深圳市最重要的高速公路投资建设及运营类 A 股上市公司。截至本报告出具日，深高速控股及参股的高速公路项目共 15 个，所投资或运营的高速公路里程数按权益比例折算约 529 公里，全部为经营性高速公路。受疫情期间免通行费政策、收费政策调整及路网分流等综合影响，高速公路路产 2020 年通行费收入有所下降，但单公里收益保持高水平，路产质量高。此外，深高速以收购形式拓展环保业务，涉及风力发电、垃圾处理（餐厨垃圾）等领域，发展迅速。

物流板块方面，公司在深圳市运营华南物流园、西部物流园和康淮电商中心 3 个物流园，“深国际城市综合物流港”全国网络布局日益完善。截至 2021 年 6 月末，公司物流业务遍布深圳、无锡、苏州和武汉等城市，物流园和综合物流港运营面积分别达 53.9 万平方米和 219.2 万平方米，整体出租率较高。

3. 人员素质

公司高级管理人员具备多年从业经历和丰富的管理经验；员工岗位构成较为合理，能够满足日常经营需求。

截至本报告出具日，公司高级管理人员 5 人。

李海涛先生，54 岁，曾在工商行政管理、人事及建筑工务等政府部门任职，曾任 Ultrarich International Limited 董事；自 2016 年 6 月任公司执行董事、总裁，并于 2020 年 5 月由公司总裁调任为董事会主席，兼任薪酬与考核委员会委员。

截至 2021 年 6 月末，公司共有在职员工 8699 人，其中深圳总部共 123 人。深圳总部员工按学历结构划分，本科及以上学历员工 121 人，大专及以下学历员工 2 人；按职能划分，财务人员 9 人，其他人员 114 人；从年龄划分，30 岁以下员工 25 人，30~50 岁员工 81 人，50 岁以上员工 17 人。

4. 企业信用记录

公司为境外主体，无法提供中国人民银行出具的企业信用报告。

根据子公司深高速提供的中国人民银行征信中心出具的企业信用报告（统一社会信用代码：91440300279302515E），截至 2021 年 9 月 7 日，深高速无未结清和已结清的关注类或不良信贷信息记录，过往债务履约情况良好。

根据公司过往在公开市场发行债务融资工具的本息偿付记录，公司无逾期或违约记录。

截至 2021 年 10 月 19 日，联合资信未发现公司被列入全国失信被执行人名单。

六、管理分析

1. 法人治理结构

公司作为香港上市企业，治理结构完善，各层级权责分明。

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

公司董事会向股东大会负责，执行股东大会的决议。董事会负责制定公司的整体策略、

监察及控制等工作，董事会将其管理及行政功能的权力转授予管理层，并成立执行董事委员会负责管理及监察公司日常业务运作、落实董事会的所有决策及负责监管公司企业管制事宜等工作。截至本报告出具日，公司董事会由 9 名成员组成，包括 4 名执行董事、2 名非执行董事和 3 名独立非执行董事。董事会下设 3 个专门委员会，分别为审核委员会、提名委员会和薪酬与考核委员会；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。公司总裁由执行董事兼任。

2. 管理水平

公司建立了规范的管理体系。

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

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

内部管控方面，作为控股型公司，公司于 2012 年制定了《集团管控指引》，于 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执行董事会审批批准，其他附属公司开户须进过其董事会或其他经营决策机构的批准。公司严格执行现金清查盘点及银行对账制度，财务部每周将公司合并范围内的货币资金明细表汇总报公司管理层审阅。对于公司获得的各项资金收入，必须纳入核算范围，由财务部统一管理，任何部门及个人不得在不受财务部监控的情况下组织款项收取。

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

风险管理方面，公司依据有关法律和《公司章程》制定了《全面风险管理规定》等风险管理文件，公司按照控制环境、财务监控、运作监控、合规监控及风险管理，不断完善内部监控与风险管理系统，建立以风险识别、风险评估和风险防范为核心的全面风险管理体系，根据规定，公司每年开展季度和年度风险评估，编制风险管理报告，对可能出现的风险，通过辨识与评估，制定应对策略。公司风险管理组织体系由董事会、审核委员会、公司管理层、风险管理部以及其他部门风险管理岗组成。公司严格执行风险管理制度及规范，可以有效管理公司可能面临的重大风险，降低风险事件影

响，确保公司长远战略目标的实现。

七、经营分析

1. 经营概况

2018—2020 年，公司营业收入持续增长，主要来自于收费公路、环保和物流相关业务。公司综合毛利率波动下降，其中收费公路板块毛利率持续下降，物流板块毛利率波动上升。

2018—2020 年，公司营业收入持续增长，年均复合增长 29.60%。同期，公司收费公路收入持续增长，其中路费收入持续下降，2019 年路费收入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，公司不再核算其相关收入；2020 年路费收入较上年有所下降主要系受疫情期间免通行费政策影响所致。特许经营安排之建造服务收入持续增长，主要系外环一期和沿江二期项目建设推进所致。2019 年起，公司新增环保收入，系子公司深高速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；2020 年环保业务收入较上年大幅增长，主要系与风机设备销售相关收入和风力发电收入大幅增长，以及新增餐厨垃圾处理项目建造和运营收入所致。2018—2020 年，公司物流收入持续增长，

其中物流园（含综合物流港）和物流服务均持续增长，主要系投入运营的物流港面积增长，物流网络布局日益完善所致。港口及相关服务收入波动增长，2020 年有所下降，主要受新冠疫情影响所致。2019 年公司新增物流园转型升级收入，主要系梅林关项目销售结转所致。

毛利率方面，2018—2020 年，公司综合毛利率波动下降。其中，收费公路业务毛利率持续下降，2019 年较上年下降 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结转项目不同，毛利率大幅下降所致；2020 年毛利率较上年下降 7.50 个百分点，主要系高速公路疫情期间受免通行费政策影响，以及受风机抢装潮及疫情影响，风机设备零部件供应紧张，南京风电毛利率有所下降所致。物流业务毛利率波动上升，2019 年毛利率较上年增加 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；2020 年毛利率较上年下降 4.53 个百分点，主要系物流园转型升级结转项目不同，毛利率略有下降所致。

2021 年 1—6 月，公司实现营业收入 72.87 亿港元，较上年同期增长 65.54%，主要系上年同期路费收入受免通行费政策影响较大所致；毛利率为 35.50%，变动不大。

表 4 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：亿港元）

项目	2018 年			2019 年			2020 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	88.03	76.02	45.48	89.76	53.36	35.05	115.05	59.14	27.55
其中：路费收入	67.12	57.96	58.05	53.05	31.54	52.48	50.58	26.00	44.78
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	5.84	3.00	20.42
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	22.55	11.59	0.00
环保服务	--	--	--	6.73	4.00	29.06	29.06	14.94	19.08
其他	5.83	5.04	0.13	7.59	4.52	20.84	7.02	3.61	32.90
二、物流业务	27.78	23.98	20.59	78.45	46.64	45.30	79.47	40.86	40.77
其中：物流园（含综合物流港）	6.58	5.68	33.96	8.33	4.95	31.10	8.87	4.56	28.08
物流服务	8.02	6.92	19.63	8.78	5.22	20.77	9.52	4.90	16.66

港口及相关服务	13.18	11.38	14.50	15.64	9.30	13.28	14.11	7.25	13.34
物流园转型升级	--	--	--	45.69	27.17	62.97	46.97	24.15	56.30
合计	115.81	100.00	39.51	168.20	100.00	39.83	194.52	100.00	33.22

注：尾差系四舍五入所致

资料来源：公司年报及公司提供，联合资信整理

2. 收费公路业务

公司收费公路业务包括高速公路投资与运营、建设相关服务和环保业务，均由子公司深高速负责。

(1) 高速公路投资与运营业务

子公司深高速拥有的路产质量高，受疫情期间免通行费政策、收费政策调整及路网分流等综合影响，2020年通行费收入有所下降。2021年上半年，公司收费公路营运表现较疫情前基本恢复。

2020年，公司建成通车外环项目一期，出让广梧高速和江中项目。外环项目由子公司深高速及深圳市外环高速公路投资有限公司（以下简称“外环公司”）及深圳市特区建设发展集团有限公司（以下简称“特建发”）共建，建成后由外环公司运营。外环项目一期于2020年12月29日通车运营，全线长约51公里，是深圳市构建“十横十三纵”路网的又一重要干道，贯穿深圳市宝安、光明、龙华、龙岗、坪山等地，后续可实现一定规模的通行费收入。

路产出让方面，综合考虑广梧高速和江中项目改扩建投资成本及资本回报，并结合公司发展战略，公司通过公开挂牌方式捆绑出让广梧高速和江中项目的路产公司的股权（相应的持股比例分别为30.00%和25.00%），相应股权投资账面净值分类至“持有待售资产”，账面价值4.95亿元。2020年12月，公司与广东新粤交通投资有限公司签订相关股权转让协议，交易价格约为5.2亿元，截至本报告出具日，相关资产交割手续已完成。

改扩建高速公路方面，阳茂高速改扩建项目正在推进，机荷高速改扩建项目已获得核准。

阳茂高速为公司参股路产，公司持有广东阳茂高速公路有限公司（以下简称“阳茂公司”）25.00%股权，2018年6月公司与阳茂公司其他股东签订出资协议，根据出资协议，阳茂公司3名股东将按各自所持有的股份比例出资共30.24亿元（其中公司应出资7.56亿元）作为阳茂高速改扩建项目的资本金，阳茂高速将按八车道标准进行改扩建，改扩建项目总投资金额约为86.4亿元，预计2022年完工。截至2021年6月末，阳茂高速改扩建工程的路基、软基处理、涵洞工程、桥梁基础及桥梁下构工程已全部完成，已完成约93%桥梁上构工程，约84%的路面工程。机荷高速改扩建项目已于2020年末获得广东省发展和改革委员会的核准批复，工程可行性方案已通过交通运输部审查，公司正在开展方案初步设计评审及先行段施工招标等相关工作，投融资模式正在磋商，尚未明确。

截至本报告出具日，公司控股及参股的高速公路项目共15个，所投资或运营的高速公路里程数按权益比例折算约529公里，较2019年末的546公里略有下降；全部为经营性高速公路，其中15公里尚在建设中，具体情况见下表。公司经营和投资的高速公路主要分布在深圳市和广东省其他地区。此外，公司通过股权并购向其他省份拓展，目前所投资的项目地处湖北省、湖南省和江苏省并位于或连接三省的省会城市武汉、长沙及南京，区位优势明显。从单公里收益看，2020年公司运营的路产单公里收益为865.56万元，较上年的931.75万元有所下降，但单公里收益水平仍保持高水平，公司路产质量高。

表5 截至本报告出具日公司控股及参股高速公路收费公里情况（单位：公里、条）

收费项目	权益比例 (%)	控股/参股	位置	收费里程	车道数量	状况	收费到期日
广东省-深圳地区：							

梅观高速	100.00	控股	深圳	5.40	8	营运	2027.03
机荷东段	100.00	控股	深圳	23.70	6	营运	2027.03
机荷西段	100.00	控股	深圳	21.80	6	营运	2027.03
水官高速	50.00	控股	深圳	20.00	10	营运	2027.02
水官延长段	40.00	参股	深圳	6.30	6	营运	2027.02
沿江项目	100.00	控股	深圳	36.60	8	一期营运 二期在建	2038.12
外环项目	100.00	控股	深圳	60.00	6	一期营运 二期在建	2045.12（尚未 得到最终批 准）
龙大高速	89.93	控股	深圳	4.43	6	营运	2027.10
广东省-其他地区：							
清连高速	76.37	控股	广东	216.00	4	营运	2034.07
阳茂高速	25.00	参股	广东	79.80	4	营运	2027.07
广州西二环	25.00	参股	广东	40.20	6	营运	2030.12
其他省份：							
武黄高速	100.00	控股	湖北	70.30	4	营运	2022.09
长沙环路	51.00	控股	湖南	34.70	4	营运	2029.10
南京三桥	25.00	参股	江苏	15.60	6	营运	2030.10
益常高速	100.00	控股	湖南	78.30	4	营运	2033.12

资料来源：公司年报及公司提供

2020年，公司高速公路收费政策有所调整，主要包括（1）为推广ETC使用，对ETC用户实行不少于5%的车辆通行费基本优惠政策；（2）根据交通运输部出具的《收费公路车辆通行费车型分类》，将核载8人和9人客车由原2类客车降为1类微型客车，货车由计重收费转为按车型收费；（3）广东省交通管理部门要求对枢纽互通匝道里程取消收费，并重新核准分段计费收费标准，且各段收费金额精确计量到分；（4）为提高结算效率并降低物流成本，2020年5月6日全国高速公路恢复收费后，所有ETC系统对各路段收费采取“四舍五不入”累计计费方式，即各路段收费金额小于0.5元的部分舍去取整到“元”，大于0.5元的部分不进位仍按实际金额享受95折优惠费率。

除疫情期间免通行费政策和收费政策调整影响外，公司运营的各高速公路在恢复收费期间受区域复工复产或分流等因素影响，亦有不同表现，具体如下。

梅观高速、沿江高速、长沙环路和南京三桥的2020年日均通行费收入较上年有所提升，主要系梅观高速在恢复收费期间，受益于沿线大型生产基地及建筑工程的全面复工复产，货

车车流量有所增长所致；长沙环路受益于周边经济商圈的复苏及长益北线高速等周边路网开通的正面影响；南京三桥主要受益于周边及区域经济的较快回升所致。沿江高速主要受益于深圳前海及西部港区等多个大型建筑工程的建设推进、沿线经济活动的复苏，以及东滨隧道沙河西侧接线西行段开通带来的路网协同效应等正面影响。此外，沿江项目自2021年1月1日至2024年12月31日通行的货车仍按照收费标准的50%收取通行费，免收的50%通行费将由深圳市政府于次年的3月一次性补偿支付，补偿收入在当期确认为通行费收入，计入“应收账款”。该政策利于沿江项目车流量及通行费收入增长。

其余的高速公路2020年日均通行费收入较上年均有所下降。深圳地区的机荷高速、水官高速及水官延长段主要系受广东省实施取消枢纽互通匝道及站外里程收费等政策，对各路段收费里程进行重新梳理核准，计费里程有所调整所致。此外，坂银大道于2020年5月通车，对水官延长段车流量分流较为明显。广东省其他地区及其他省份高速公路日均通行费收入下降，主要系受疫情免通行费政策、收费政策调

整及路网分流影响所致。其中，阳茂高速 2020 年日均通行费收入较上年下降 15.09%，除收费政策调整、相邻路网分流影响外，主要系路网封闭施工等因素对其有负面影响所致。

2021 年 1—6 月，春运期间提倡就地过年以及广州、深圳出现疫情，对广东省内高速公路产生一定负面影响。但公司收费公路营运表现基本恢复，因上年同期基数较低，公司各收费公路项目日均通行费收入较上年同期均大幅提升。同时，公司收费公路营运表现受周边竞争性或协同性路网变化影响。

表 6 公司控股及参股高速公路运营情况

(单位：千元)

区域	公路名称	日均通行费收入			
		2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 1—6 月
深圳地区	梅观高速	351	383	393	441
	机荷东段	2076	2105	2012	1946
	机荷西段	1794	1830	1680	1477
	沿江高速	1273	1459	1498	1514

	外环项目	--	--	--	2310
	龙大高速	--	--	--	387
	水官高速	1738	1786	1658	1724
	水官延长段	329	331	253	241
广东省其他地区	清连高速	2084	2293	2275	2491
	阳茂高速	1771	1524	1294	1272
	广梧高速	869	796	787	--
	江中项目	1313	1250	1175	--
	广州西二环	1653	1597	1544	1337
其他省份	武黄高速	1055	1130	1059	1148
	益常高速	1119	1106	1066	1225
	长沙环路	395	428	511	708
	南京三桥	1341	1393	1517	1370

注：龙大高速为 2020 年 11 月收购，2018—2020 年日均通行费收入未列示；2020 年底，广梧高速和江中项目已出让

资料来源：公司年报，联合资信整理

公司主要自建项目包括外环项目和沿江二期项目中的应出资部分，具体投资情况如下表所示。截至 2021 年 6 月末，公司在建项目预计总投资额 75.00 亿元，尚需投资金额 23.47 亿元。

表 7 截至 2021 年 6 月末公司主要自建项目情况 (单位：亿元)

项目名称	建设期间	建设年限	预计总投资	已投资额	未来投资计划		
					2021 年 7—12 月	2022 年	2023 年
外环项目	2016—2022 年	6 年	65.00	51.00	3.17	10.83	--
沿江二期项目	2018—2024 年	7 年	10.00	0.53	0.14	3.22	3.22
合计	--	--	75.00	51.53	3.31	14.05	3.22

注：1. 此表中外环项目和沿江二期项目预计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；3. 部分数据根据公司提供的最新情况进行调整

资料来源：公司提供

外环项目为双向六车道，一期和二期全长 60.09 公里，预计总投资额 203.10 亿元，其中公司及外环公司共投入资金或安排融资 65.00 亿元，其余金额由特建发投入。截至 2020 年末，外环项目已实现投资 157.76 亿元，完工进度约 81.4%，土地征收和拆迁工作已基本完成。其中，外环项目一期已通车运营，二期工程正全面开展路基、桥梁等工程施工。此外，规划中的外环三期里程约 16.86 公里，截至 2021 年 6 月末，公司在开展外环三期先行段工程勘察设计及其他专项项目的前期工作。

沿江项目分两期建设，沿江一期为沿江高

速主线，于 2013 年 12 月运营；沿江二期包括深中通道深圳侧接线（含鹤洲立交、机场立交）和国际会展中心（沙井）立交两部分，于 2015 年开工建设。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。因配合深中通道东人工岛建设要求，2020 年沿江二期工程设计及建设方案有所调整。截至 2021 年 6 月末，根据调整后的建设方案，沿江二期项目完工进度约 52.6%，土地征收和拆迁工作已全部完成，完成约 67%的路基工程、65%的桥梁工程和约 10%的路面工程。

此外, 2021 年 8 月, 深高速、美华实业(香港)有限公司与深投控附属公司深圳投控国际资本控股基建有限公司(以下简称“深投控基建”)签订相关协议, 预计以不超过 104.79 亿港元收购深投控基建 100% 股权。交易完成后, 公司将间接持有深圳投控湾区发展有限公司(以下简称“湾区发展”, 联交所上市公司, 股票代码 0737.HK) 约 71.83% 股份。湾区发展拥有位于粤港澳大湾区的核心区域的广深高速和西线高速等优质路产权益, 通过本次交易, 公司可以巩固在公路投资、管理及营运方面的核心优势, 提高区域市场份额、未来盈利能力和现金流量, 可推动广深高速改扩建与土地开发利用相结合的沿线土地开发方案, 释放沿线土地开发价值。此收购尚需获得深高速、公司的股东大会批准以及深投控的核准方可作实。

(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收入的补充。

公司通过输出建设管理和收费公路运营管理方面的服务, 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。公司提供委托建设管理服务的项目主要包括外环项目和贵州朵花项目等。2018—2020 年, 公司分别实现委托建设管理服务及工程咨询服务收入为 2.73 亿港元、4.04 亿港元和 5.89 亿港元, 持续增长。

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, 相应的毛利率为 0。2018—2020 年, 公司实现特许经营安排之建造服务收入分别为 12.34 亿港元、18.34 亿港元和 22.55 亿港元, 持续增长。

(3) 环保业务

南京风电和包头南风业务开展较好, 收入有所增长; 2020 年 1 月合并的深高蓝德环保科技集团股份有限公司(以下简称“蓝德环保”)效益显现, 新增餐厨垃圾处理项目建设和运营收入。未来, 受益于收购木垒风力发电项目和深圳深汕特别合作区乾泰技术有限公司(以下简称“乾泰公司”), 以及光明环境园的建设运营, 公司环保业务规模将继续扩大。

风机设备销售

2019 年 4 月, 公司通过并购和增资获得南京风电 51.00% 股权。南京风电负责研发、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。

2020 年, 南京风电实现销售收入 14.28 亿元, 交付风机设备 169 台, 较上年的 80 台大幅增长, 主要系受抢装潮影响所致。2021 年 1—6 月, 南京风电推进风机订单交付及调试, 销售回款约 1.6 亿元, 并同时陆续签署近 100 兆瓦风电项目订单。南京风电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; 相对于收费公路业务的账期, 南京风电账期较长。

风力发电

包头南风在内蒙古自治区设有 5 家从事风力发电项目投资开发与经营的全资子公司。截至 2021 年 6 月末, 包头南风拥有 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。2020 年, 包头南风电上网电量 64413.00 万千瓦时, 较上年增长 11.35%, 主要系蒙西地区复工复产情况和风电政策环境均较好, 用电需求增长所致; 平均电价较上年变化不大。2020 年, 包头南风实现风力发电收入 2.38 亿元。2021 年 1—6 月, 包头南风完成上网电量 38243.60 万千瓦时, 较上年同期增长 19.06%。

电价补贴方面, 包头南风 5 个风场均纳入新能源补贴目录。截至 2021 年 6 月末, 包头南风累计应收电费补贴款项 3.66 亿元。截至本报告出具日, 包头南风累计收到补贴款 0.30 亿元。

表 8 包头南风运营情况

指标	2018 年	2019 年	2020 年
发电量（万千瓦时）	31510.70	59422.05	66186.00
上网电量（万千瓦时）	30728.22	57846.00	64413.10
平均电价（元/千瓦时）	0.49	0.43	0.41

资料来源：公司提供

此外，2021 年一季度，子公司深高速（广东）新能源投资有限公司通过股权受让及增资方式，以约 10.15 亿元收购木垒县乾智能源开发有限公司（以下简称“乾智”）、木垒县乾慧能源开发有限公司（以下简称“乾慧”）和木垒县乾新能源开发有限公司（以下简称“乾新”），合称“木垒风力发电项目”。木垒风力发电项目位于新疆昌吉回族自治州，共拥有 166 台风力发电机组，实际装机容量合计 299 兆瓦。乾智和乾慧装机容量合计 249.5 兆瓦，已于 2020 年末建成并网发电，经营期至 2040 年 12 月，经核准的上网电价为 0.49 元/千瓦时；乾新项目装机容量 49.5 兆瓦，已于 2015 年 11 月建成并网，经营期至 2036 年 4 月，上网电价 0.51 元/千瓦时。木垒风资源丰富，具有较高的风力开发价值，且公司在木垒的风力发电项目属于准东—皖南特高压配套项目，电力消纳具有一定保障。自收购日至 2021 年 6 月末，木垒风力发电项目合计完成上网电量 33941.2 万千瓦时。

餐厨垃圾处理

截至 2021 年 6 月末，公司持有蓝德环保 67.14% 股权。蓝德环保是国内重要的有机垃圾综合处理和建设运营的企业，主要从事为客户提供餐厨垃圾、垃圾渗滤液等市政有机垃圾处理的系统性综合解决方案服务。

2020 年，随着在建有机垃圾处理项目的推进，蓝德环保实现餐厨垃圾处理项目建造收入 7.38 亿元；在运营和试运营的项目共实现餐厨垃圾处理项目运营收入 1.05 亿元。截至 2021 年 6 月末，蓝德环保拥有以餐厨垃圾为主的有机垃圾处理 BOT/PPP 项目 18 个，餐厨厨余垃圾设计处理量超过 4000 吨/天。其中，进入商业运营项目 5 个，投入试运营项目 3 个，进入调试阶段项目 5 个。

此外，2021 年 2 月，公司中标光明环境园项目，光明环境园项目位于深圳市光明区，将建成一座具备处理餐厨垃圾 1000 吨/天，及具备处理大件（废旧家具）垃圾 100 吨/天、绿化垃圾 100 吨/天的大规模处理厂，采用 BOT 模式实施，公司负责项目的投融资、设计、建设、改造、运营维护以及移交等工作，特许经营期拟定为 10 年，经考核合格及光明区政府批准后，特许经营权可延期 5 年。项目静态总投资估算约为 7.08 亿元。未来，随着光明环境园建设运营，公司餐厨垃圾项目建设和运营收入将会有所增长。

其他

公司持有重庆德润环境有限公司（以下简称“德润环境”）20.00% 股权。德润环境是一家综合性的环境企业，拥有水处理和垃圾焚烧发电两大业务，主要从事再生资源回收与资源化利用，环境污染治理及土壤修护整治。2018—2020 年及 2021 年 1—6 月，公司参股德润环境实现投资收益 1.62 亿元、1.93 亿元、2.06 亿元和 1.63 亿元。

此外，公司通过增资和转让形式以 2.25 亿元收购乾泰公司 50% 股权，于 2020 年 12 月 16 日将其纳入合并范围。乾泰公司于 2020 年 12 月获批国家高新技术企业，是深圳市唯一入选国家工信部第二批符合《新能源汽车废旧动力蓄电池综合利用行业规范条件》企业名单的企业。乾泰公司拥有报废新能源汽车拆解资质，主要经营退役动力电池综合利用业务和汽车拆解业务，具有 10 余项拥有自主知识产权的动力电池回收与新能源汽车拆解的核心技术，在新能源汽车拆解、动力电池技术领域和上下游市场具有较强的综合实力。

3. 物流业务

（1）物流园（含综合物流港）业务

公司物流园整体收入持续上升，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，公司资金支出压力较大。

物流园（深圳）

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 2021 年 6 月末，公司主要拥有或运营的华南物流园、西部物流园和康淮电商中心已进入成熟运营期。出租率方面，2020 年，上述物流园出租率分别为

98%、62%和 90%。截至 2021 年 6 月末，公司运营物流园的综合出租率约 98%。

其中，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。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。

表 9 公司主要物流园经营情况（单位：万平方米、亿元）

物流园区	土地面积	营运面积	运营时间	权益（%）	收入		
					2018 年	2019 年	2020 年
华南物流园	57.8	29.0	2003 年	100.0	2.92	3.33	3.07
西部物流园	--	11.1	2003 年	100.0	0.62	0.44	0.38
康淮电商中心	--	13.8	2018 年	70.0	0.58	0.68	0.65
合计	57.8	53.9	--	--	4.12	4.45	4.10

注：1. 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，联合资信整理

此外，公司于 2018 年末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 年末正式开工建设，拟建 10 万平方米常温库、5 万平方米冷库和 1.8 万平方米办公和交易展示区域等，并提供物流仓储、交易展示、分拨集运、城市配送及流通性加工等综合物流服务。黎光项目预计 2023 年投入运营。

2020 年，公司与中国铁路广州局集团有限公司（以下简称“广铁集团”）针对平湖南项目签订合作协议。公司将与广铁集团成立合资公司，将平湖南铁路货站升级改造为全国最大的公铁海多式联运枢纽。该项目获国家发改委和交通运输部纳入全国首批 23 个国家综合物流枢纽项目，占地约 90 万平方米。项目一期将会开展仓储服务、港口集装箱堆场及铁路集装箱运输等业务；二期将在铁路货站上盖建设现代物流园。

深国际城市综合物流港

公司“深国际城市综合物流港”项目以城际货运物流中心为核心，同时具备仓储中心、分拨转运中心、城市配送中心、电商中心、交易展示中心及物流信息中心等功能，并提供商

业及金融增值服务，在物流基础设施的基础上构建物流信息化平台。公司持续推进其覆盖全国的网络布局。2021 年 1—6 月，公司以约 16 亿元收购位于上海、天津、重庆三个核心城市的物流高标仓项目，可增加约 29.7 万平方米的土地面积及约 24.6 万平方米的建筑面积。截至 2021 年 6 月末，公司在 30 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 687.3 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。

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，2020 年公司先后完成了郑州二七、株洲、淮安、金华等综合物流港项目的投资计划；昆明、西安、义乌一期等项目陆续建成并投入运营，综合物流港运营面积较上年增加约 55 万平方米。2021 年 1—6 月，位于南通、徐州等综合物流港项目陆续建成并投入运营，新增运营面积约 20 万平方米。截至 2021 年 6

月末，公司共 22 个综合物流港项目投入运营，总运营面积 219.2 万平方米，综合出租率约 92%。

表 10 截至 2021 年 6 月末“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	首期项目投入运营/预计投入运营时间
贵州综合物流港	贵州双龙现代服务业集聚区	34.8	35.0	14.8	2018.05
重庆综合物流港	重庆市江津区双福新区	15.7	10.4	5.8	2019.12
昆明综合物流港	昆明市阳宗海风景名胜区	17.2	17.2	12.1	2020.01
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	--	2021.10
成都新津综合物流港	成都市天府新区新津物流园区	17.3	--	--	2023.12
武汉东西湖综合物流港	武汉市东西湖区	13.3	12.6	6.7	2016.10
武汉蔡甸综合物流港	武汉市蔡甸区常福物流园	26.7	12.9	--	2022.03
南昌综合物流港	南昌市南昌经济技术开发区	--	--	9.1	2017.06
长沙综合物流港	长沙市金霞经济开发区	34.7	29.8	8.5	2018.10
株洲综合物流港	株洲市云龙示范区	12.6	--	--	2023.12
杭州综合物流港	杭州市杭州大江东产业集聚区	42.7	42.7	20.7	2017.11
宁波综合物流港	宁波市宁南贸易物流园	19.4	9.2	6.0	2018.10
义乌综合物流港	金华市义乌稠城街道下辖云溪村	44.0	41.7	24.6	2020.12
无锡综合物流港	无锡市惠山区	34.7	24.6	12.5	2017.10
江阴综合物流港	无锡市江阴临港经济技术开发区	13.3	13.3	--	2023.08
昆山综合物流港	苏州市昆山陆家镇	11.7	11.7	8.5	2016.06
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
句容综合物流港	句容市北部新城区域	40.0	13.1	--	2023.12
徐州综合物流港	徐州市徐州国家高新技术产业开发区	14.0	13.3	7.6	2021.04
南通综合物流港	南通市海门工业园区	15.2	15.2	12.5	2021.01
上海青浦综合物流港	上海市青浦区华新镇	2.3	2.3	3.1	2019.09
淮安综合物流港	淮安市淮安经济技术开发区	11.1	--	--	2023.12
金华综合物流港	金华市金华经济技术开发区	13.6	--	--	2024.05
苏州相城综合物流港	苏州市相城区望亭镇国际物流园	3.3	3.3	2.0	2020.12
沈阳综合物流港	沈阳市于洪区沈阳国际物流港	70.0	24.1	26.4	2016.04
石家庄综合物流港	石家庄市正定县	46.7	33.5	6.4	2017.07
西安综合物流港	西安市西安国家民用航天产业基地	12.0	12.0	9.3	2020.08
济南章丘综合物流港	济南市章丘区	18.0	--	--	2023.12
天津中隆综合物流港	天津市天津开发区西区	6.0	6.0	3.2	2019.01
郑州综合物流港	郑州市郑州经济开发区郑州国际物流园	26.7	--	--	2023.12
郑州二七综合物流港	郑州市二七区马寨产业集聚区	10.9	10.9	--	2022.11
山东北明全程物流园	烟台市烟台经济技术开发区	7.0	7.0	3.7	2008 年
湛江综合物流港	湛江市麻章区	20.0	11.0	--	2023.06
中山火炬综合物流港	中山市中山火炬高技术产业开发区	5.7	5.7	5.8	2019.09
合计	--	687.3	444.5	219.2	--

资料来源：公司年报，联合资信整理

在建物流项目

截至 2021 年 6 月末，公司主要在建物流项目预计总投资 92.76 亿元，已投资 41.19 亿元，尚需投资规模较大。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。

表 11 截至 2021 年 6 月末公司主要在建物流项目情况（单位：亿元）

项目	预计总投资	已投资
华南物流园二期工程（一组团）	3.59	2.90
华南物流园二期工程（二组团）	7.85	1.22
黎光物流园	20.32	9.15
综合物流港	61.00	27.92
总计	92.76	41.19

资料来源：公司提供

（2）港口及相关服务业务

南京西坝码头二期资产逐步移交，公司获得一定现金补偿。2018—2020 年公司港口散货业务吞吐量持续下降。未来随着靖江港、沈丘港和丰城项目建成运营，公司港口及相关服务业务规模有望扩大。

截至 2021 年 6 月末，公司拥有的南京西坝码头，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全部资产，补偿协议价格 15 亿元。二期堆场于 2019 年 11 月完成一阶段移交，于 2020 年 7 月完成第二阶段的资产移交，且公司已签订二期项目返租协议。截至 2021 年 6 月末，公司已获得全部现金补偿 15 亿元。

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。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。

2018—2020 年，南京西坝码头停泊船舶及吞吐量均持续下降。2020 年，受疫情及宏观经济下行压力影响，南京西坝码头停泊船舶量和吞吐量较上年下降明显。

表 12 公司港口散货业务经营情况

（单位：艘、万吨）

项目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 1—6 月
停泊船舶	588	537	448	251
吞吐量	4430	4318	3593	1991
其中：煤炭	4110	4026	3454	1811
石油焦	320	292	139	180

注：停泊船舶数量不包括江船

资料来源：公司提供

公司持续推进港口项目的拓展，截至 2021 年 6 月末，公司已拓展靖江港项目、丰城尚庄项目和沈丘港项目 3 个港口项目。2020 年 12 月，公司与靖江市政府签订投资合作协议，并推进报批手续，计划于 2022 年内开工建设。靖江港项目岸线长度 713 米，规划建设 3 个 5 万吨级泊位及 5 个 1000 吨级泊位，未来将打造为长江下游煤炭物流集散加工中心、煤炭综合交易中心，建成后可实现年吞吐量 3480 万吨的生产能力。丰城尚庄项目于 2020 年 12 月底开工建设，公司持有该项目 20% 权益。2021 年上半年，公司与沈丘县政府进一步签订战略合作协议，公司将与沈丘县在物流园区规划建设、港口加工增值服务和水铁联运等方面进行合作。

此外，公司开展供应链管理业务，主要包括煤炭、石油焦的采购和销售。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。

（3）物流服务

公司物流服务收入持续增长。未来，随着公司参股中国国际货运航空有限公司（以下简称“国货航”），公司物流服务能力有望提升。

公司物流服务业务侧重于智慧物流和冷链物流等新业态。公司拓展了与 DHL 合作的智慧

仓项目、与恒大农牧集团有限公司合作的供应链管理业务等。截至 2021 年 6 月末，公司在建及投入运营的智慧仓面积约 11 万平方米。同时，公司结合市场需求，发展冷链业务。2020 年，公司与中国外运股份有限公司合资成立中外运深圳国际物流有限公司，公司持股比例为 40%。合资公司负责运营深圳“湾区号”中欧班列，公司下属物流园依托于中欧班列，开展了货物集中拼装、代理订舱、装卸、仓储、运输等一站式服务，利于公司物流服务业务开展。2018—2020 年，公司物流服务实现收入 8.02 亿港元、8.78 亿港元和 9.52 亿港元，持续增长。

此外，2020 年 11 月，公司与国货航签订增资协议，出资约 15.65 亿元持有国货航 10% 的股权。公司战略入股国货航，以切入航空货运行业延伸物流综合服务能力。截至 2021 年 6 月末，该交易仍在履行有关监管审批程序。

（4）物流园转型升级业务

梅林关项目

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 35.67 亿元（约为 39.81 亿港元）获取。公司、子公司深高速和万科企业股份有限公司（以下简称“万科”）对联合置地持股比例分别为 35.7%、34.3% 和 30%。

梅林关项目位于深圳市龙华区，计划分三期进行建设。其中，项目一期预计住宅可售面积约 7.5 万平方米，保障房面积约 4.2 万平米；项目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，梅林关项目总体规划了约 3.45 万平方米

的商业配套物业。

梅林关项目一期和风轩住宅单位已全部售罄并交付；项目二期和雅轩于 2019 年 9 月启动销售，截至 2020 年末二期的 683 套住宅已全部销售并基本回款。2020 年，项目三期和颂轩已完成相关审批程序并已开工建设，拟推出 630 套住宅及 2722 套公寓，并已于 2020 年 12 月初正式销售，截至 2021 年 6 月末 630 套住宅已全部销售完毕，公寓已签约销售 608 套。

前海项目

前海地区地理位置优越，发展潜力大。公司已获得前海项目全部置换用地，未来随着前海项目建设推进，公司预计可实现一定收益。

前海地区是珠三角湾区“穗—深—港”发展主轴上的重要节点，地理位置优越。根据前海片区总体发展规划，创新金融、现代物流和总部经济等是前海地区重点发展领域。整体看，前海地区发展潜力大。2015 年 10 月，公司就西部物流园拥有的 5 宗土地（占地面积 38 万平方米），将涉及市政用地的前海片区地块分阶段移交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”）。

2016 年，公司获取 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 万平方米，包括住宅项目 5.1 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，截至 2021 年 6 月末住宅项目颐湾府已完成交付。办公项目定位为前海“一带一路”信息港，已于 2021 年 7 月取得竣工备案回执，招商运营工作有序开展；截至 2021 年 8 月初，已签约租赁面积达 8000 平方米。商业项目方面，项目以“前海·印里”对外发布品牌，并举办了招商发布会；截至 2021 年 8 月初，招商意向率占商业可租赁面积 45%，拟于 2022 年投入运营。

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，其中住宅面积9.1万平方米，土地出让价款合计约25.12亿港元。根据土地整备协议，上述土地为土地整备协议中的置换用地，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。2021年3月，前海二期项目正式开工。

2020年6月，公司与前海管理局签订前海三期项目的土地使用权出让合同，涉及土地面积约4.12万平方米，计容建筑面积约17.2万平方米（均可销售），包括住宅建筑面积约5万平方米、公寓建筑面积约2.5万平方米、办公建筑面积7.9万平方米和商业建筑面积1.7万平方米。前海三期项目地块为土地整体协议中的置换用地，合同地价亦不再另行收取，公司相应确认其他收益40.94亿港元。至此，公司前海项目置换用地已全部置换完毕。

未来，随着前海首期、二期和三期项目的开发推进，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，2020年深圳航空由盈转亏。

截至2021年6月末，公司拥有深圳航空49.00%股权（剩余51.00%股权由中国国际航空公司持有）。截至2020年末，深圳航空共持有客机222架，经营国内外航线227条，其中国内航线221条，国际航线5条及港澳台地区航线1条。2020年，深圳航空运输旅客和旅客运输量较上年均大幅下降，对公司贡献盈利为-11.79亿港元，较上年的5.93亿港元，由盈转亏，主要系疫情在全球持续蔓延，对航空客运业务造成严重冲击，航空客运需求锐减所致。

2021年1—6月，全球疫情反复对航空客运造成严重冲击，公司应占深圳航空亏损约8.11

亿港元。

表13 深圳航空运营数据

项目	2018年	2019年	2020年
营业收入（亿港元）	366.62	359.00	200.56
净利润（亿港元）	10.82	13.41	-23.79
旅客运输量（亿客公里）	480.26	507.00	321.62
运输旅客（万人次）	3067	3251	2167

资料来源：公司年报以及公开资料查询，联合资信整理

此外，截至2021年6月末，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2163万股，约占南玻集团已发行股本总额的0.7%。公司持有的南玻集团A股股份已于2021年7月全部出售，截至本报告出具日，公司未持有南玻集团A股股份。

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、京津冀等经济发达地区的布局，把握物流关键节点城市“一城多园”的布局机会，进一步做大资产规模，发展规模效应。公司将巩固已运营的物流园的市场地位，推动相关项目智能化改造，持续提升招商运营及增值服务能力。同时，公司将开拓物流产业链上下游的投资机会，加强公路、铁路、航空及多式联运领域的产业链延伸，加大智慧仓、冷链项目的投资与建设力度，培养智慧仓运营和集成规划能力，探索轻、重资产结合、业务协同和管控模式。

八、财务分析

1. 财务概况

公司提供了2018—2020年合并财务报表，毕马威会计师事务所对上述财务报表进行了审计，审计意见均为标准无保留。公司2021年半年度财务报表未经审计。

从合并范围变化看,2018年,公司新增14家附属公司,其中投资新设12家附属公司、非同一控制下合并2家附属公司;2019年,公司合并范围内附属公司较年初增加2家,新纳入的主要附属公司规模不大;2020年,公司新增12家附属公司,其中投资新设9家附属公司、非同一控制下合并3家附属公司;2021年1-6月,公司合并范围无变化。截至2021年6月末,公司纳入合并范围的主要附属公司73家。整体看,公司新增或减少附属公司规模不大,财务

数据可比性强。

2. 资产质量

公司资产以非流动资产为主,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。

2018-2020年末,公司资产规模持续增长,年均复合增长15.83%。公司资产构成以非流动资产为主。

表14 公司资产主要构成情况(单位:亿港元)

科目	2018年末		2019年末		2020年末		2021年6月末	
	金额	占比(%)	金额	占比(%)	金额	占比(%)	金额	占比(%)
流动资产	297.90	35.31	316.26	34.60	389.80	34.44	408.54	33.79
存货及其他合同费用	80.55	9.55	101.12	11.06	147.22	13.01	158.51	13.11
业务及其他应收款	39.77	4.71	56.62	6.19	72.22	6.38	91.71	7.59
受限制银行存款	20.89	2.48	20.57	2.25	25.22	2.23	10.55	0.87
现金及现金等价物	136.64	16.20	119.32	13.05	90.73	8.02	112.13	9.27
非流动资产	545.75	64.69	597.83	65.40	742.07	65.56	800.37	66.21
物业、厂房及设备	52.73	6.25	100.30	10.97	127.43	11.26	165.15	13.66
土地使用权	29.32	3.48	33.94	3.71	38.02	3.36	38.36	3.17
无形资产	270.21	32.03	262.61	28.73	316.46	27.96	315.95	26.14
于联营公司之权益	142.45	16.88	145.27	15.89	144.31	12.75	153.41	12.69
资产总额	843.65	100.00	914.09	100.00	1131.87	100.00	1208.91	100.00

资料来源:联合资信根据公司财务报表整理

2018-2020年末,公司流动资产规模持续增长,年均复合增长14.39%,主要系存货及其他合同费用增长所致。

2018-2020年末,公司存货及其他合同费用持续增长,年均复合增长35.19%,主要系获得前海三期置换用地及综合物流港等项目建设推进所致。截至2020年末,公司存货主要由待开发的土地(占48.89%)和待售的发展中土地及物业(占43.51%)构成。截至2020年末,公司对存货及其他合同费用累计计提减值准备2.55亿港元,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。

2018-2020年末,公司业务及其他应收款持续增长,年均复合增长34.76%;2019年有所增长,主要系公司拆借给万科18.52亿港元的往

来款所致;2020年有所增长,主要系南京风电业务有一定账期,业务应收款有所增长所致。截至2020年末,公司业务及其他应收款主要包括应收高速公路结算款(占36.93%,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(占29.05%)、保证金及预付款(占18.26%)。截至2020年末,公司对业务及其他应收款累计计提亏损拨备2.13亿港元。

2018-2020年末,公司受限制银行存款波动增长,年均复合增长9.87%,主要为委托工程管理项目的专项账户存款。

2018-2020年末,公司现金及现金等价物持续下降,年均复合下降18.51%,主要系公司项目建设及对外股权投资支出较多所致。

2018-2020年末,公司非流动资产规模持续增长,年均复合增长16.61%,主要系物业、

厂房及设备、无形资产增长所致。

2018—2020 年末，公司物业、厂房及设备持续增长，年均复合增长 55.45%，主要系公司合并包头南风和南京风电，相应设备增加所致。截至 2020 年末，公司物业、厂房及设备主要由土地及楼宇（占 62.20%）和港口装卸、设备及设施、风电设备（占 21.08%）构成；其中 9.16 亿港元资产未办妥产权证，主要为将在公路收费期满后无偿归还政府的公路及附属房屋；累计折旧及减值 41.14 亿港元。

2018—2020 年末，公司土地使用权持续增长，年均复合增长 13.87%。公司土地使用权主要由位于中国的租赁土地中期租约（10~50 年）构成，占比为 99.86%。

2018—2020 年末，公司无形资产波动增长，年均复合增长 8.22%，主要为公司拥有的收费公路收费经营权和餐厨垃圾处理项目的特许经营权。截至 2020 年末，公司无形资产累计摊销及减值 144.44 亿港元。

2018—2020 年末，公司于联营公司之权益波动增长，年均复合增长 0.65%，主要为深圳航空（持股比例 49.00%）和德润环境（持股比例 20.00%）。2020 年，应占联营公司亏损为 5.71 亿港元，主要系受深圳航空亏损影响所致。

截至 2020 年末，公司受限资产 188.44 亿元，受限资产占总资产比重为 19.78%，受限比例一般。

表 15 截至 2020 年末公司受限资产情况
(单位: 亿元)

受限资产	账面价值	受限原因
清连高速收费权	61.26	质押

沿江高速收费权	57.56	质押
水官高速收费权	21.33	质押
货币资金	21.24	受到限制的项目委托工程管理专项账户存款等
蓝德环保餐厨垃圾处理项目特许经营权、蓝德环保子公司股权	18.67	抵押
梅观公司 100%股权	5.54	反担保
Jade Emperor Limited 45%股权	2.62	质押
廊坊市水气蓝德机械设备制造有限责任公司土地使用权	0.22	抵押
合计	188.44	--

资料来源：公司提供

截至 2021 年 6 月末，公司资产总额较年初增长 6.81%，其中物业、厂房及设备较年初增长 29.61%，主要系深高速收购乾泰公司等附属公司并入相关资产所致。资产结构仍以非流动资产为主，较年初变化不大。

3. 资本结构

公司总权益规模持续增长，总权益稳定性一般。

2018—2020 年末，公司总权益持续增长，年均复合增长 15.83%，主要系公司其它储备及保留盈余增长所致。截至 2020 年末，公司总权益 584.79 亿港元，其中股本及股本溢价、其它储备及保留盈余、永续债券和非控制性权益分别占 19.72%、39.09%、3.99%和 37.21%。公司其它储备及保留盈余和非控制性权益占比较高，总权益稳定性一般。

表 16 公司权益主要构成情况 (单位: 亿港元)

科目	2018 年末		2019 年末		2020 年末		2021 年 6 月末	
	金额	占比 (%)	金额	占比 (%)	金额	占比 (%)	金额	占比 (%)
股本及股本溢价	105.52	23.79	110.99	23.44	115.29	19.72	123.37	20.73
其它储备及保留盈余	174.46	39.33	191.86	40.53	228.57	39.09	225.15	37.83
永续债券	23.31	5.25	23.31	4.92	23.31	3.99	23.31	3.92
非控制性权益 (少数股东权益)	140.31	31.63	147.25	31.10	217.61	37.21	223.39	37.53
总权益	443.60	100.00	473.41	100.00	584.79	100.00	595.22	100.00

资料来源：联合资信根据公司财务报表整理

2018—2020 年末，公司股本及股本溢价持续增长，年均复合增长 4.53%，主要系公司根据 2019 年 5 月和 2020 年 5 月举行的股东周年大会批准的代息股份计划发行新股、支付股息以及雇员行使前期被授予的购股权所致。

2018—2020 年末，公司其它储备及保留盈余持续增长，年均复合增长 14.49%，主要系保留盈余累积所致。

截至 2021 年 6 月末，公司所有者权益较年

初增长 1.78%。公司所有者权益规模及构成较年初变化不大。

公司债务规模波动增长，其中短期债务因部分长期债务一年内到期转入而大幅增长，债务结构有待优化，整体债务负担一般。

2018—2020 年末，公司负债总额持续增长，年均复合增长 16.94%；其中，流动负债上升快，公司负债结构由以非流动负债为主转为以流动负债为主。

表 17 公司负债主要构成情况（单位：亿港元）

科目	2018 年末		2019 年末		2020 年末		2021 年 6 月末	
	金额	占比（%）	金额	占比（%）	金额	占比（%）	金额	占比（%）
流动负债	124.23	31.05	151.20	34.31	339.76	62.10	385.02	62.74
业务及其他应付款	60.98	15.24	74.33	16.87	128.84	23.55	129.61	21.12
合同负债	18.25	4.56	46.13	10.47	28.17	5.15	63.70	10.38
应付所得税	23.63	5.91	16.59	3.77	21.86	3.99	6.48	1.06
贷款（流动部分）	21.38	5.34	13.14	2.98	158.72	29.01	182.91	29.81
非流动负债	275.82	68.95	289.48	65.69	207.32	37.90	228.67	37.26
贷款（非流动部分）	244.74	61.18	251.79	57.14	161.76	29.57	188.67	30.74
递延所得税负债	18.09	4.52	17.74	4.02	22.53	4.12	16.27	2.65
负债总额	400.05	100.00	440.67	100.00	547.08	100.00	613.69	100.00

资料来源：联合资信根据公司财务报表整理

2018—2020 年末，公司流动负债持续增长，年均复合增长 65.37%，主要系业务及其他应付款和贷款（流动部分）增长所致。

2018—2020 年末，公司业务及其他应付款持续增长，年均复合增长 45.36%，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，以及新增按股比借入联营公司深国际前海置业（深圳）有限公司的现金 20.49 亿港元所致。

2018—2020 年末，公司合同负债波动增长，年均复合增长 24.23%。截至 2019 年末，公司合同负债较年初增长 152.75%，主要系公司房地产项目预收购房款增加，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。截至 2020 年末，公司合同负债较年初减少 38.94%，主要系预收购房款随着交房结转所致。

2018—2020 年末，公司贷款（流动部分）波动增长，年均复合增长 172.49%。截至 2020 年末，公司贷款（流动部分）较年初大幅增长，主要系部分贷款（非流动部分）一年内到期和

新增超短期融资债券所致。

2018—2020 年末，公司非流动负债波动下降，年均复合下降 13.30%。

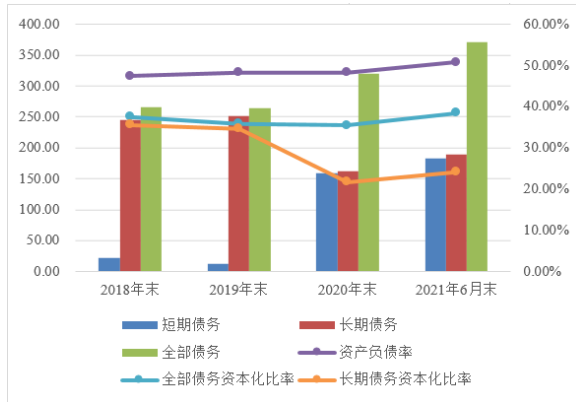
2018—2020 年末，公司贷款（非流动部分）波动下降，年均复合下降 18.70%。截至 2020 年末，公司贷款（非流动部分）较年初减少 35.76%，主要系部分贷款（非流动部分）一年内到期调整至贷款（流动部分）所致。截至 2020 年末，公司贷款（非流动部分）由长期银行贷款、熊猫债券、企业债券、中期票据、优先票据和融资租赁公司借款构成。

2018—2020 年末，公司递延所得税负债波动增长，年均复合增长 11.62%，主要为可供出售金融资产公允价值增加，以及收购企业后子公司各项可辨认资产、负债公允价值与其账面价值差额形成的暂时性差异。

截至 2021 年 6 月末，公司负债总额较年初增长 12.18%，其中合同负债较年初增长 126.16%，主要系联合置地等房产预售款增加所

致。负债结构仍以流动负债为主，较年初变化不大。

图 1 公司财务杠杆情况（单位：亿港元）



资料来源：联合资信根据公司财务报表整理

有息债务方面，2018—2020 年末，公司全部债务波动增长，年均复合增长 9.74%。截至 2020 年末，公司全部债务为 320.48 亿港元，较年初增长 20.97%，主要系短期债务大幅增长所致；短期债务和长期债务占比分别为 49.53% 和 50.47%，短期债务占比较年初上升 44.57 个百分点。从债务指标来看，2018—2020 年末，公司资产负债率持续上升，全部债务资本化比率和长期债务资本化比率持续下降。

截至 2021 年 6 月末，公司全部债务为 371.59 亿港元，较年初增长 9.74%，债务结构

较年初变化不大。其中，短期债务为 182.91 亿港元，规模较大。从债务指标来看，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率较年初均有所上升。如将永续证券调入长期债务，截至 2021 年 6 月末，公司全部债务增至 394.90 亿港元；债务结构方面，短期债务 182.91 亿港元（占 46.32%），长期债务 211.98 亿港元（占 53.68%）；从债务指标来看，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 52.69%、40.85% 和 27.04%，较调整前分别上升 1.93 个百分点、2.41 个百分点和 2.97 个百分点。公司整体债务负担一般。

4. 盈利能力

2018—2020 年，公司收入规模持续增长，其他收益对年度纯利的实现贡献度高，但其他收益的实现不具有持续性。联营公司深圳航空 2020 年受疫情影响而亏损导致公司年度纯利波动下降。总体看，公司整体盈利能力强。

2018—2020 年，公司收入及销售成本均持续增长，年均复合增长率分别为 29.60% 和 36.17%，销售成本增速超过收入增速，营业利润率波动下降。

表 18 公司盈利能力情况（单位：亿港元）

科目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 1—6 月
收入	115.81	168.20	194.52	72.87
销售成本	70.06	101.21	129.90	46.97
其他收益	47.03	28.60	49.63	2.70
分销成本	0.87	1.51	1.66	0.95
管理费用	5.93	8.70	9.72	4.33
经营盈利	86.44	86.25	102.70	23.04
应占联营公司盈利	11.26	12.47	-5.71	4.49
财务成本	15.40	10.16	9.19	5.55
年度纯利	65.27	71.10	60.39	18.89
营业利润率	39.51%	39.83%	33.22%	35.55%
总资本收益率	11.22%	10.98%	7.79%	2.02%
净资产收益率	14.71%	15.02%	10.33%	3.20%

资料来源：联合资信根据公司财务报表整理

从期间费用看，2018—2020 年，公司费用总额（包含管理费用、分销成本和财务成本）持续下降，年均复合下降 9.05%，主要系财务费用大部分资本化所致。2020 年，公司费用总额由管理费用（占 55.85%）、分销成本（占 9.57%）和财务成本（占 34.58%）构成。2018—2020 年，公司费用总额占营业收入的比重分别为 18.16%、10.45% 和 8.94%，费用控制能力尚可。

2018—2020 年，公司其他收益波动增长，年均复合增长 2.73%。2018 年，公司其他收益为深圳市交通运输局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—2020 年，其他收益主要为土地置换补偿收益。2018—2020 年，公司其他收益占年度纯利的比重分别为 72.06%、40.22% 和 82.19%。公司其他收益对年度纯利的实现贡献度高，但其他收益的实现不具有持续性。

2018—2020 年，公司应占联营公司由盈利转为亏损，主要系联营公司深圳航空 2020 年受疫情影响亏损 23.79 亿港元，公司根据持股比例相应确认亏损 11.79 亿港元所致。

盈利指标方面，2018—2020 年，公司总资

本收益率持续下降，净资产收益率波动下降。整体看，公司盈利能力强。

2021 年 1—6 月，公司收入较上年同期增长 65.54%，主要系上年同期路费收入受免通行费政策影响较大所致。同期，公司实现其他收益较上年同期大幅减少，主要系 2020 年 6 月公司获取前海三期置换用地并确认其他收益，但 2021 年上半年未有该事项。2021 年 1—6 月，公司期内纯利为 18.89 亿港元，较上年同期变化不大。

5. 现金流

受预收售房款影响，公司营运产生的现金波动较大，2020 年大幅下降；受综合物流港和高速公路等长期资产持续投入影响，公司投资活动所用的净现金持续净流出。随着公司“深圳国际综合物流港”的持续推进，公司仍有较大筹资需求。

从营运活动来看，2018—2020 年，公司营运产生的现金波动增长，年均复合增长 6.97%。2019 年公司营运产生的现金较上年大幅增长 173.81%，但 2020 年较上年大幅下降 58.21%，主要系 2019 年梅林关项目预收售房款较多所致。

表 19 公司现金流量情况（单位：亿港元）

科目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 1—6 月
营运产生的现金	42.55	116.52	48.69	57.21
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	61.58	40.04
营运活动产生的净现金	21.13	73.44	6.32	31.24
投资活动所用的净现金	-25.20	-27.10	-79.66	-28.51
融资活动（所用）/产生的净现金	83.31	-63.78	45.35	17.03

数据来源：联合资信根据公司财务报表整理

从投资活动来看，2018—2020 年，公司投资活动所用的净现金均为净流出，且净流出规模持续扩大，主要为综合物流港、高速公路等长期资产的投入以及对外股权投资；2020 年公司投资活动所用的净现金较上年大幅增长，主要系公司推进综合物流港等项目投资建设，以及出资 9.50 亿元收购万和证券股份有限公司 8.68% 股份等所致。

从筹资活动来看，2018—2020 年，公司融

资产生/（所用）的净现金波动较大。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，主要系公司当年未进行大额融资所致。2020 年，公司融资活动（所用）/产生的净现金由净流出转为净流入，主要系公司借贷所得款项规模较大所致。

2021 年 1—6 月，公司营运活动产生的净现金仍为净流入；受综合物流港等项目持续投资建设影响，公司投资活动所用的净现金仍为净

流出；公司融资活动产生的净现金仍为净流入，主要系银行借款增加所致。

6. 偿债能力

公司短期偿债能力较强，长期偿债能力强，间接融资渠道畅通，整体偿债能力极强。

从短期偿债能力指标看，2018—2020 年末，公司流动比率和速动比率持续下降，现金短期债务比波动下降，截至 2020 年末公司剔除受限

资金后的现金短期债务比为 0.78 倍。截至 2021 年 6 月末，公司流动比率、速动比率和现金短期债务比较年初均有所下降。整体看，公司短期偿债能力较强。

从长期偿债能力指标看，2018—2020 年，公司 EBITDA 持续增长。同期，公司 EBITDA 对利息的保障倍数波动上升，对全部债务的覆盖程度波动下降。整体看，公司长期偿债能力强。

表 20 公司偿债能力指标

科目	2018 年（末）	2019 年（末）	2020 年（末）	2021 年 6 月（末）
短期偿债能力指标				
流动比率	239.79%	209.17%	114.73%	106.11%
速动比率	174.95%	142.29%	71.40%	64.94%
现金短期债务比（倍）	8.04	11.41	1.01	0.84
长期偿债能力指标				
EBITDA（亿港元）	121.11	122.61	126.53	--
EBITDA 利息倍数（倍）	7.43	9.83	8.20	--
全部债务/EBITDA（倍）	2.20	2.16	2.53	--

数据来源：联合资信根据公司财务报表整理

截至 2020 年末，公司对外担保余额为 74.31 亿港元，占总权益的比重为 12.71%。对外担保包括公司为房地产项目购房客户提供阶段性连带责任保证担保，担保余额 64.81 亿港元，以及深高速发行“07 深高速债”而向作为债券担保主体的中国建设银行股份有限公司深圳市分行提供反担保，担保金额 8.00 亿元。公司或有负债风险较小。

截至 2021 年 6 月末，公司合并口径金融机构未使用授信余额约为 581 亿港元，公司融资渠道畅通。

截至本报告出具日，公司本部不存在重大未决诉讼。子公司深高速的涉诉主体主要为蓝德环保下属子公司，涉诉事项均系蓝德环保在被收购前已存在的事项，深高速在收购时已考虑了涉诉事项的风险，同时在并购协议中做了合理安排。

7. 母公司财务分析

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。母公司债务负担较轻。

2018—2020 年末，母公司资产总额波动增长，年均复合增长 0.62%；截至 2020 年末，母公司资产总额 245.08 亿港元（占合并口径的 21.65%）。其中，流动资产占 67.58%，非流动资产占 32.42%。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 2020 年末，母公司现金及现金等价物为 0.88 亿港元。

2018—2020 年末，母公司负债总额波动下降，年均复合下降 4.42%；截至 2020 年末，母公司负债总额 78.29 亿港元（占合并口径的 14.31%）。其中，流动负债占 90.08%，非流动负债占 9.92%。从构成看，流动负债主要由熊猫债券构成，非流动负债主要由优先票据构成。2018—2020 年末，母公司全部债务波动增长，年均复合增长 85.95%；截至 2020 年末，公司债务总额为 70.04 亿港元，构成以短期债务为主。截至 2020 年末，母公司资产负债率、全部债务

资本化比率分别为 31.95%和 29.57%，债务负担一般。

2018—2020 年末，母公司总权益波动增长，年均复合增长 3.28%；截至 2020 年末，母公司总权益为 166.79 亿港元（占合并口径的 28.02%）。其中，股本及股本溢价、其它储备及保留盈余和永续证券分别占 69.13%、16.90%和 13.98%。

2018—2020 年末，母公司年度纯利波动下降，年均复合下降 58.30%；2020 年，母公司实现年度纯利 3.20 亿港元（占合并口径的 5.30%）。

九、本期债券偿还能力分析

1. 本期债券对公司债务的影响

公司本期债券发行规模为不超过 50.00 亿元（含），按发行金额上限 50.00 亿元和 2021 年 6 月末汇率测算（下同），本期债券发行规模占 2021 年 6 月末公司长期债务和全部债务的比重分别为 31.87%和 16.18%，对公司债务影响较大。

以 2021 年 6 月末财务数据为基础，本期债券发行后，在其他因素不变的情况下，公司的资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别由 50.76%、38.43%和 24.07%上升至 53.10%、42.04%和 29.48%。考虑到公司募集资金部分用于偿还公司有息债务，公司实际债务负担将低于上述预测值。

2. 本期债券偿还能力分析

2018—2020 年，公司 EBITDA 分别为本期债券发行额度（50.00 亿元）的 2.01 倍、2.04 倍和 2.10 倍，公司 EBITDA 对本期债券的覆盖程度高。同期，公司营运产生的现金分别为本期债券发行额度（50.00 亿元）的 0.71 倍、1.94 倍和 0.81 倍，公司营运产生的现金对本期债券的覆盖程度较高；公司营运活动产生的净现金分别为本期债券发行额度（50.00 亿元）的 0.35 倍、1.22 倍和 0.11 倍，公司营运活动产生的净现金对本期债券的覆盖程度较低。

综合以上分析，同时考虑公司作为深圳市国资委下属的港股上市公司，整体实力强，联

合资信认为，公司对本期债券的偿还能力极强。

十、结论

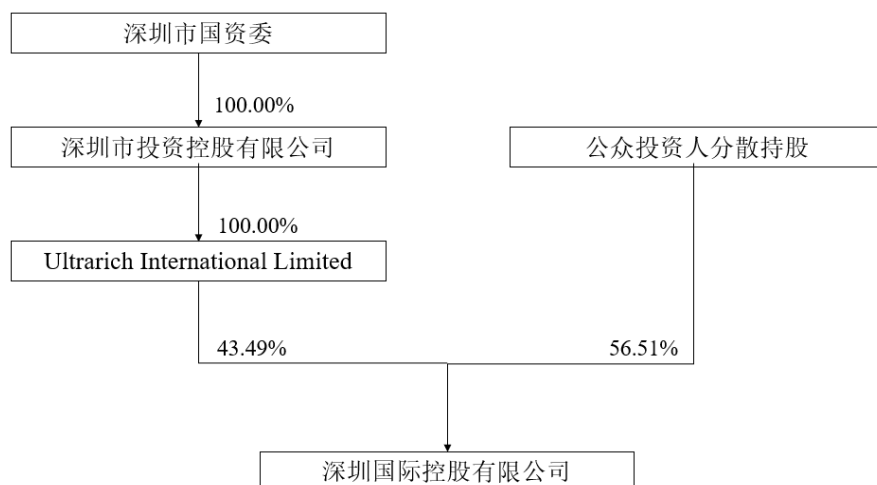
公司拥有的路产质量高，环保业务发展迅速，物流板块全国网络布局持续推进，前海项目亦取得一定规模的置换用地，整体实力强。同时，联合资信也关注到公司短期债务大幅增长、资金支出压力较大等因素对公司信用水平带来的不利影响。

公司营运产生的现金对本期债券的覆盖程度较高，EBITDA 对本期债券的覆盖程度高。

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。联合资信对公司的评级展望为稳定。

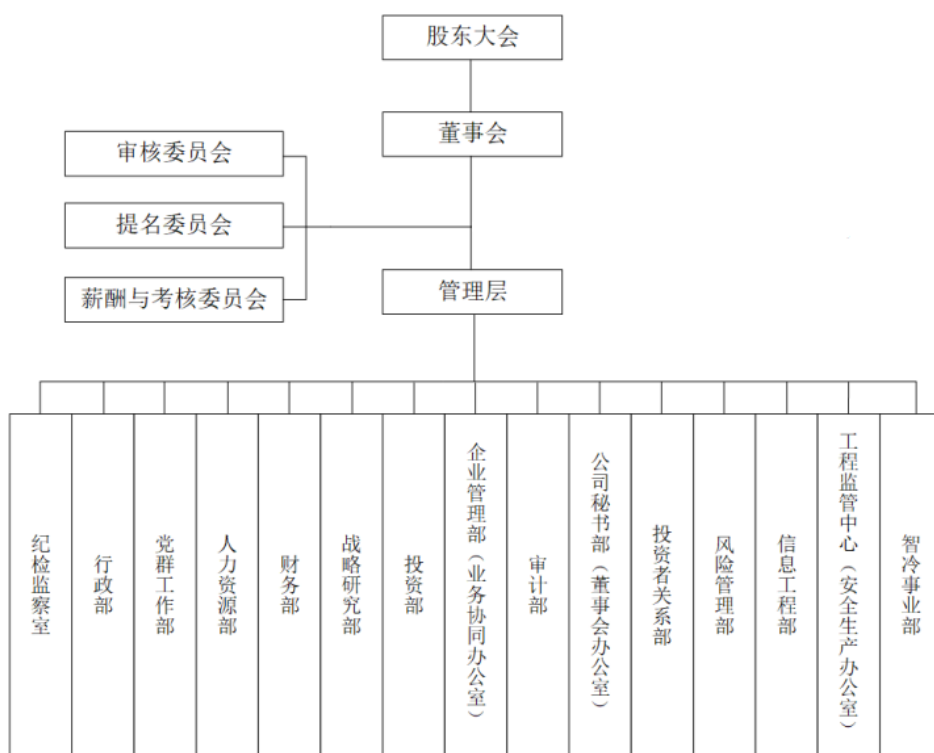
基于对公司主体长期信用状况以及本期债券偿还能力的综合评估，联合资信认为，公司主体偿债风险极低，本期债券到期不能偿还的风险极低。

附件 1-1 截至 2021 年 6 月末公司股权结构图



资料来源：公司提供

附件 1-2 截至 2021 年 6 月末公司组织结构图



资料来源：公司提供

附件 2 主要财务数据及指标（合并口径）

项 目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 6 月
财务数据				
现金类资产（亿港元）	136.64	119.32	90.73	112.13
资产总额（亿港元）	843.65	914.09	1131.87	1208.91
总权益（亿港元）	443.60	473.41	584.79	595.22
短期债务（亿港元）	21.38	13.14	158.72	182.91
长期债务（亿港元）	244.74	251.79	161.76	188.67
全部债务（亿港元）	266.12	264.93	320.48	371.59
收入（亿港元）	115.81	168.20	194.52	72.87
年度纯利（亿港元）	65.27	71.10	60.39	18.89
EBITDA（亿港元）	121.11	122.61	126.53	--
营运活动产生的净现金（亿港元）	21.13	73.44	6.32	31.24
财务指标				
销售债权周转次数（次）	3.81	3.49	3.02	--
存货周转次数（次）	0.90	1.11	1.05	--
总资产周转次数（次）	0.14	0.19	0.19	--
现金收入比（%）	36.74	69.27	25.03	78.51
营业利润率（%）	39.51	39.83	33.22	35.55
总资本收益率（%）	11.22	10.98	7.79	--
净资产收益率（%）	14.71	15.02	10.33	--
长期债务资本化比率（%）	35.56	34.72	21.67	24.07
全部债务资本化比率（%）	37.50	35.88	35.40	38.43
资产负债率（%）	47.42	48.21	48.33	50.76
流动比率（%）	239.79	209.17	114.73	106.11
速动比率（%）	174.95	142.29	71.40	64.94
经营现金流动负债比（%）	17.01	48.57	1.86	--
现金短期债务比（倍）	8.04	11.41	1.01	0.84
EBITDA 利息倍数（倍）	7.43	9.83	8.20	--
全部债务/EBITDA（倍）	2.20	2.16	2.53	--

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. 2021 年半年度财务数据未经审计，相关指标未年化

资料来源：公司财务报表，联合资信整理

附件 3 主要财务指标的计算公式

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

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产+应收票据

短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的非流动负债+应付票据

长期债务=长期借款+应付债券

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

企业执行新会计准则后, 所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 4-1 主体长期信用等级设置及其含义

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

信用等级设置	含义
AAA	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
BBB	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	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	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	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	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务
C	不能偿还债务

附件 4-2 中长期债券信用等级设置及其含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。

附件 4-3 评级展望设置及其含义

联合资信评级展望是对信用等级未来一年左右变化方向和可能性的评价。联合资信评级展望含义如下：

评级展望设置	含义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级提升的可能性较大
稳定	信用状况稳定，未来保持信用等级的可能性较大
负面	存在较多不利因素，未来信用等级调低的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能提升、降低或不变

联合资信评估股份有限公司关于 深圳国际控股有限公司 2021 年面向专业投资者公开发行 公司债券（第一期）的跟踪评级安排

根据监管部门和联合资信对跟踪评级的有关要求，联合资信将在本次（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，且不晚于每一会计年度结束之日起六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资信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或本次（期）债券如发生重大变化，或发生可能对深圳国际控股有限公司或本次（期）债券信用等级产生较大影响的重大事项，深圳国际控股有限公司应及时通知联合资信并提供有关资料。

联合资信将密切关注深圳国际控股有限公司的经营管理状况、外部经营环境及本次（期）债券相关信息，如发现深圳国际控股有限公司出现重大变化，或发现存在或出现可能对深圳国际控股有限公司或本次（期）债券信用等级产生较大影响的事项时，联合资信将就该事项进行必要调查，及时对该事项进行分析，据实确认或调整信用评级结果。

如深圳国际控股有限公司不能及时提供跟踪评级资料，导致联合资信无法对深圳国际控股有限公司或本次（期）债券信用等级变化情况做出判断，联合资信可以终止评级。

联合资信对本次（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。

权利与免责声明

1. 本报告版权为联合资信所有，未经书面授权，任何机构和个人不得复制、转载、出售和发布；经授权使用的，不得对有关内容进行歪曲和篡改，且不得用于任何非法或未经授权的用途。
2. 联合资信对本报告所使用资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证；本报告的评级结论及相关分析为联合资信基于相关信息和资料对评级对象所发表的前瞻性观点，而非事实陈述；并非且不应被视为购买、出售、持有任何资产的投资建议。
3. 联合资信保留对评级结果予以调整、更新、终止与撤销的权利。
4. 联合资信不对任何投资者（包括机构投资者和个人投资者）因使用本报告及联合资信采取评级调整、更新、终止与撤销等评级行动而导致的任何损失负责，亦不对发行人因使用本报告或将本报告提供给第三方所产生的任何后果承担责任。
5. 任何使用者使用本报告均视为同意本权利与相关免责条款。