

深圳市投资控股有限公司 2020 年面向合格投资者 公开发行公司债券（第三期）信用评级报告

项目负责人：张 卡 kzhang01@ccxi.com.cn

张卡

项目组成员：刘 凯 kliu02@ccxi.com.cn

刘凯

电话：(021)60330988

传真：(021)60330991

2020 年 5 月 12 日

声 明

■ 本次评级为发行人委托评级。除因本次评级事项使中诚信国际与评级对象构成委托关系外，中诚信国际与评级对象不存在任何其他影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系；本次评级项目组成员及信用评审委员会人员与评级对象之间亦不存在任何其他影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系。

■ 本次评级依据评级对象提供或已经正式对外公布的信息，相关信息的合法性、真实性、完整性、准确性由评级对象负责。中诚信国际按照相关性、及时性、可靠性的原则对评级信息进行审慎分析，但对于评级对象提供信息的合法性、真实性、完整性、准确性不作任何保证。

■ 本次评级中，中诚信国际及项目人员遵照相关法律、法规及监管部门相关要求，按照中诚信国际的评级流程及评级标准，充分履行了勤勉尽责和诚信义务，有充分理由保证本次评级遵循了真实、客观、公正的原则。

■ 本评级报告的评级结论是中诚信国际遵照相关法律、法规以及监管部门的有关规定，依据合理的内部信用评级流程 and 标准做出的独立判断，不存在因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响而改变评级意见的情况。本评级报告所依据的评级方法在公司网站（www.ccxi.com.cn）公开披露。

■ 本信用评级报告对评级对象信用状况的任何表述和判断仅作为相关决策参考之用，并不意味着中诚信国际实质性建议任何使用人据此报告采取投资、借贷等交易行为，也不能作为使用人购买、出售或持有相关金融产品的依据。

■ 中诚信国际不对任何投资者（包括机构投资者和个人投资者）使用本报告所表述的中诚信国际的分析结果而出现的任何损失负责，亦不对发行人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。

■ 本次评级结果中的信用等级自本评级报告出具之日起生效，有效期为受评债券的存续期。债券存续期内，中诚信国际将按照《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象进行跟踪评级，根据跟踪评级情况决定评级结果维持、变更、暂停或中止评级对象信用等级，并及时对外公布。

信用等级通知书

信评委函字 [2020]1459D 号

深圳市投资控股有限公司：

受贵公司委托，中诚信国际信用评级有限责任公司对贵公司及贵公司拟发行的“深圳市投资控股有限公司 2020 年面向合格投资者公开发行人公司债券（第三期）”的信用状况进行了综合分析。经中诚信国际信用评级委员会最后审定，贵公司主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定，本期公司债券的信用等级为 **AAA**。

特此通告

中诚信国际信用评级有限责任公司

二零二零年五月十二日

发行要素

发行主体	本期规模	发行期限	偿还方式	发行目的
深圳市投资控股有限公司	不超过 10 亿元 (含 10 亿元)	5 年	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	拟全部用于新设子公司深圳资产管理有限公司出资

评级观点: 中诚信国际评定深圳市投资控股有限公司 (以下简称“深投控”或“公司”) 主体信用等级为 **AAA**, 评级展望为稳定; 评定“深圳市投资控股有限公司 2020 年面向合格投资者公开发行公司债券 (第三期)”的债项信用等级为 **AAA**。中诚信国际肯定了公司所在区域极强的经济实力、公司业务布局多元化、金融板块业务竞争力强和盈利能力较强且盈利质量较好等方面的优势对公司整体信用实力提供了有力支持。同时, 中诚信国际关注到房地产行业景气度波动为公司带来一定去化压力和公司债务规模增长较快, 偿债压力有所增加等因素对公司经营及信用状况造成的影响。

概况数据

深投控	2017	2018	2019	2020.3
总资产 (亿元)	4,863.88	5,561.15	6,995.08	7,125.06
所有者权益合计 (亿元)	2,200.21	2,336.40	3,055.47	2,943.20
总负债 (亿元)	2,663.67	3,224.75	3,939.61	4,181.85
总债务 (亿元)	1,315.05	1,950.83	2,246.85	2,604.85
营业总收入 (亿元)	473.81	717.55	1,993.40	414.79
净利润 (亿元)	149.09	159.53	196.35	16.11
EBIT (亿元)	209.44	238.83	299.26	38.04
EBITDA (亿元)	242.83	302.63	345.33	-
经营活动净现金流 (亿元)	-153.17	-131.61	404.10	70.66
营业毛利率 (%)	48.88	37.07	21.32	20.63
总资产收益率 (%)	4.72	4.58	4.77	2.16
资产负债率 (%)	54.76	57.99	56.32	58.69
总资本化比率 (%)	37.41	45.50	42.37	46.95
总债务/EBITDA (X)	5.42	6.45	6.51	-
EBITDA 利息倍数 (X)	11.19	8.64	6.89	-

注: 中诚信国际根据 2017~2019 年审计报告及 2020 年一季度未经审计的财务报表整理; 所有者权益包含少数股东权益, 净利润包含少数股东损益。

正面

■ **极强的区域经济实力。**2019 年, 深圳市实现地区生产总值 26,927.09 亿元, 位居全省第一位, 深圳市极强的区域经济实力为公司的持续发展提供了良好的外部环境。此外, 粤港澳大湾区一体化发展的建设也为公司的发展创造有效契机。

■ **多元化的业务格局。**近年来公司投资控股了多个企业, 形成了相对多元化的业务格局, 主要涉及证券、担保、保险、建筑施工、房地产及园区开发、收费公路、高端服务、工业制造等领域, 提高了公司的抗风险能力。

同行业比较

2019 年同区域部分投资控股企业主要指标对比表

公司名称	资产总额 (亿元)	负债总额 (亿元)	资产负债率 (%)	营业总收入 (亿元)	净利润 (亿元)	经营活动净现金流 (亿元)
深投控	6,995.08	3,939.61	56.32	1,993.40	196.35	404.10
广东粤海	1,167.17	500.78	42.91	234.30	15.99	72.05
越秀集团	6,320.97	5,206.18	82.36	586.01	20.63	262.43

注: “广东粤海”为“广东粤海控股集团有限公司”简称; “越秀集团”为“广州越秀集团股份有限公司”简称。

资料来源: 中诚信国际整理

■ **金融板块业务竞争力强。**国信证券是全国性大型综合类证券公司, 拥有业务资质较为齐全, 在证券经纪、证券承销与保荐、研究等领域都有着突出的市场地位。

■ **盈利能力较强且盈利质量较好。**近年来, 公司经营业务利润持续增长, 2019 年经营业务利润为 189.86 亿元, 且当年经营业务利润占利润总额比重为 75.40%, 公司盈利能力较强且盈利质量较好。

关注

■ **房地产行业景气度波动为公司带来一定去化压力。**在宏观经济增速放缓、房地产市场结构性供求矛盾凸显的背景下, 近期房地产行业景气度仍呈现波动, 行业竞争日益加剧, 行业环境的变化或将为公司带来一定的库存去化压力。

■ **债务规模增长较快, 偿债压力有所增加。**随着业务的持续发展及合并范围的扩大, 公司债务规模增长较快, 截至 2020 年 3 月末, 公司债务规模为 2,604.85 亿元, 其中短期债务为 1,401.82 亿元, 短期偿债压力有所增加。

评级展望

中诚信国际认为, 深圳市投资控股有限公司信用水平在未来 12~18 个月内将保持稳定。

■ **可能触发评级下调因素。**公司地位下降, 致使股东及相关各方支持意愿减弱等; 公司的财务指标出现明显恶化, 再融资环境恶化, 备用流动性减少; 公司主要运营板块因重大资产重组等带来的业务缩减, 收入和利润大幅下滑。

发行主体概况

深圳市投资控股有限公司（以下简称“深投控”或“公司”）成立于 2004 年 10 月，是将原国有独资企业—深圳市投资管理公司、深圳市商贸投资控股公司及深圳市建设投资控股公司合并设立的国有独资有限责任公司，初始注册资本 40 亿元，出资人为深圳市国有资产监督管理委员会（以下简称“深圳市国资委”）。作为深圳市政府重要的资本投资主体，公司对全资、控股和参股企业的国有股权进行投资、运营和管理，目前公司业务主要分为科技金融、科技园区和新兴产业与高端服务三大板块。

截至 2020 年 3 月末，公司注册资本和实收资本均为 276.49 亿元，深圳市国资委持有公司 100% 股权，系公司唯一股东和实际控制人。同期末，公司合并报表下的子公司有 39 家。

表 1：公司主要子公司（%）

全称	简称	持股比例
国信证券股份有限公司	国信证券	33.53
深圳市高新投资集团有限公司	高新投	30.55
深圳担保集团有限公司	担保集团	52.28
国任财产保险股份有限公司	国任保险	41.00
深圳国际控股有限公司	深圳国际	44.04
深圳市投控资本有限公司	投控资本	100.00
深圳市纺织（集团）股份有限公司	纺织集团	45.96
深圳市物业发展（集团）股份有限公司	物业集团	63.82
深圳经济特区房地产（集团）股份有限公司	深深房	63.55
天音通信控股股份有限公司	天音控股	18.80
深圳市怡亚通供应链股份有限公司	怡亚通	18.30
深圳市通产集团有限公司	通产集团	100.00
深圳市建安（集团）股份有限公司	建安集团	99.76
深圳市城市建设开发（集团）有限公司	城建集团	100.00
深圳市天使投资引导基金管理有限公司	天使基金	60.00

注：公司对高新投的表决权为 41.80%，对担保集团的表决权为 74.53%，对天音控股的表决权为 28.48%

资料来源：中诚信国际整理

本期债券概况

本期债券发行规模不超过 10 亿元（含 10 亿元），期限为 5 年，采用单利按年计息，不计复利，每年付息一次，最后一期的利息随本金的兑付一起支付，拟全部用于新设子公司深圳资产管理有

限公司出资。

宏观经济和政策环境

宏观经济：在新冠肺炎疫情的冲击下，今年一季度 GDP 同比下滑 6.8%，较上年末大幅回落 12.9 个百分点，自 1992 年公布季度 GDP 数据以来首次出现负增长。后续来看，随着国内疫情防控取得阶段性胜利，在稳增长政策刺激下后三个季度经济有望反弹，中诚信国际预计在中性情境下全年 GDP 或同比增长 2.5% 左右，但仍需警惕海外疫情蔓延给中国经济带来的不确定性。

应对疫情采取的严厉管控措施导致今年前两个月中国经济数据出现大幅度的下滑。3 月份随着国内疫情防控成效显著、复工复产持续推进，当月宏观经济数据出现技术性修复。受 1-2 月份经济近乎“停摆”、3 月份国内产能仍未完全恢复影响，一季度供需两侧均受到疫情的巨大冲击，工业增加值、投资、消费、出口同比均出现两位数以上的降幅。此外，疫情之下供应链受到冲击，部分产品供求关系扭曲导致 CPI 高位运行，工业生产低迷 PPI 呈现通缩状态，通胀走势分化加剧。

宏观风险：虽然当前国内疫情防控取得显著进展，但海外疫情的全面爆发加剧了中国经济运行的内外风险，中国经济面临的挑战前所未有。从外部因素来看，疫情蔓延或导致全球经济衰退，国际贸易存在大幅下滑可能，出口压力持续存在，对外依存度较高的产业面临较大冲击；同时，疫情之下全球产业链或面临重构，有可能给中国经济转型带来负面影响；再次，近期保护主义变相升级，中美关系长期发展存在不确定性，地缘政治风险仍有进一步抬升可能。从国内方面看，多重挑战依然存在甚至将进一步加剧：首先，疫情防控输入、防反弹压力仍然较大，对国内复工复产的拖累持续存在；其次，宏观经济下行企业经营状况恶化，信用风险有加速释放可能，同时还将导致居民就业压力明显加大；再次，经济增长放缓财政收入大幅下滑但财政支出加大，政府部门尤其是地方政府的收支平衡压力进一步凸显；最

后，当前我国宏观杠杆率仍处于高位，政策刺激力度加大或加剧债务风险。

宏观政策：在经济遭遇前所未有冲击的背景下，宏观政策坚持底线思维。4月17日政治局会议在坚持打好三大攻坚战、加大“六稳”工作力度基础上，进一步提出“保居民就业、保基本民生、保市场主体、保粮食能源安全、保产业链供应链稳定、保基层运转”的“六保”方向。财政政策将更加有效，赤字率有望进一步提升，新增专项债额度或进一步扩大，发行特别国债也已提上日程，未来随着外部形势的演变和内部压力的进一步体现，不排除有更大力度的刺激政策。海外量化宽松下国内货币政策仍有空间，货币政策将更加灵活，保持流动性合理充裕的同时引导利率继续下行，在一季度三次降准或结构性降准基础上，年内或仍有一至两次降准或降息操作，可能的时点有二季度末、三季度末或年末。政策在加大短期刺激的同时，着眼长远的市场化改革进一步推进，《中共中央、国务院关于构建更加完善的要素市场化配置体制机制的意见》等文件陆续出台。

宏观展望：尽管当前国内疫情发展进入缓冲期，生产秩序逐步恢复，但消费、投资和出口形势均不容乐观。其中，受经济下行居民收入放缓和谨慎性动机等因素影响，消费需求疲软或将延续；尽管刺激政策将针对基建领域重点发力，但考虑到基建存在一定投资周期，投资或将低位运行；海外疫情迅速扩散导致包括中国主要贸易国在内的全球主要经济体先后进入短期停摆状态，疲软的外部需求将限制出口的增长。需求疲弱将对生产带来拖累，从而给国内的复工复产带来负面影响。综合来看，疫情冲击下中国经济在2020年将面临进一步下行压力，但经济刺激政策能在一定程度上对冲疫情对中国经济的负面影响。

中诚信国际认为，虽然国内疫情管控效果显现和经济刺激政策的发力有助于中国经济在后三个季度出现改善，但后续经济的恢复程度仍取决于疫情海外蔓延的情况和国内政策对冲效果，疫情冲击下中国经济短期下行压力仍十分突出。不过，从中

长期来看，中国市场潜力巨大，改革走向纵深将持续释放制度红利，中国经济中长期增长前景依旧可期。

行业及区域经济环境

深圳市作为我国改革开放和现代化建设先行先试的地区和我国的重要国际门户，是全球经济最活跃的城市之一，是中国南方重要的高新技术研发和制造基地，是国家创新型城市，经济总量处于国内前列

改革开放以来，深圳市作为中国第一个经济特区，凭借改革精神、政策红利以及地缘优势迅速发展成为国内最发达地区之一。2017~2019年深圳市实现生产总值分别为22,438.39亿元、24,221.98亿元和26,927.09亿元，同比分别增长8.8%、7.6%和6.7%。2019年人均GDP达20.34万元，同比增长3.0%。分产业来看，2019年深圳市第一产业增加值25.20亿元，增长5.2%；第二产业增加10,495.84亿元，增长4.9%；第三产业增加值16,406.06亿元，增长8.1%。三次产业结构为0.1:39.0:60.9，第三产业占比最高，第一产业占比不足1%。自成立经济特区以来，深圳市以出口加工工业为起点，不断攀升全球价值链，形成了以服务业为主导的产业格局。第二产业方面，深圳市倚重通信设备、计算机及其他电子设备制造行业，并培育出华为、中兴通讯和比亚迪等国际影响力的企业。第三产业方面，深圳市形成了金融、房地产、交通运输与物流等支柱产业，并且培育出中国平安、万科地产和顺丰速运等一批行业领军企业。

2019年深圳市规模以上服务业企业实现营业收入13,260亿元，比上年增长12.6%，其中信息传输、软件和信息技术服务业营业收入增长16.5%。全年商品销售总额35,672.97亿元，比上年增长7.8%，其中批发销售总额29,920.38亿元，增长8.2%，此外全年社会消费品零售总额6,582.85亿元，比上年增长6.7%。2019年全年货物进出口总额

29,773.86 亿元，比上年下降 0.6%，其中出口总额 16,708.95 亿元，增长 2.7%；进口总额 13,064.92 亿元，下降 4.7%。出口总额连续二十七年居内地大中城市首位。

作为中国南方的金融中心，深圳民间资本活跃，市场化程度高，已建立了庞大的证券公司和基金公司群体，同时拥有众多的银行、保险公司、风险投资机构等各类金融机构总部。2019 年末，全市金融机构（含外资）本外币存款余额 83,942.45 亿元，比上年末增长 15.7%；金融机构（含外资）本外币贷款余额 59,461.39 亿元，增长 13.2%。

伴随着经济发展，深圳市财政收入同样呈现稳中有升的局面。2017~2019 年深圳市完成一般公共预算收入分别为 3,347.28 亿元、3,538.41 亿元和 3,773.21 亿元，其中 2019 年一般公共预算收入比上年增长 6.5%。

2019 年 2 月 18 日，国务院印发《粤港澳大湾区发展规划纲要》，明确粤港澳大湾区包括香港、澳门两个特别行政区和广东省广州市、深圳市、珠海市、佛山市、惠州市、东莞市、中山市、江门市和肇庆市。2019 年 8 月，国务院下发《关于支持深圳建设中国特色社会主义先行示范区的意见》，明确深圳市的战略定位为高质量发展高地、法治城市示范、城市文明典范、民生幸福标杆和可持续发展先锋。

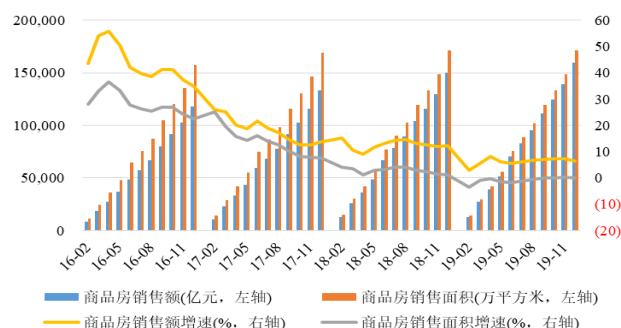
中诚信国际认为，深圳市地理位置优越，经济高度发达，高新技术、新兴产业蓬勃发展，培育出了一大批资质优秀的企业。此外，深圳市财政实力雄厚，为市政府加快区域内社会建设、增强资源调度能力和支持当地经济发展奠定了良好的基础，且粤港澳大湾区和建设中国特色社会主义先行示范区等目标推进将为深圳市的经济发展提供新的机遇。

2019 年在房地产调控政策持续及政策区域分化加重的影响下，房地产销售增速放缓，房价涨幅明显收窄，房地产去库存效果逐步显现

在坚持住房居住属性政策大基调的背景下，近年来房地产销售增速呈现下行趋势。2019 年，全国商品房销售面积为 17.16 亿平方米，同比下降 0.1%，近年来首次出现负增长；全年商品房销售金额为 15.97 万亿元，同比增长 6.5%，增速下滑 5.7 个百分点。商品房销售价格方面，2019 年，70 个大中城市价格指数环比涨幅呈现明显缩窄，由 2018 年 8 月环比涨幅 1.49% 的高点波动回落至 2019 年 12 月的 0.35%。

图 1：近年来全国商品房销售情况

单位：亿元、万平方米、%



资料来源：国家统计局，中诚信国际整理

随着房地产去库存政策的持续推进，全国商品房待售面积持续下降，截至 2019 年末全国商品房待售面积降至 4.98 亿平方米，同比下降 4.9%，去库存效果逐步显现，但值得注意的是此前土地供应较多、人口增长较慢甚至负增长的弱能级城市，库存压力仍然较大，同时棚改货币化政策的收紧亦或对三、四线及以下城市需求产生一定影响。

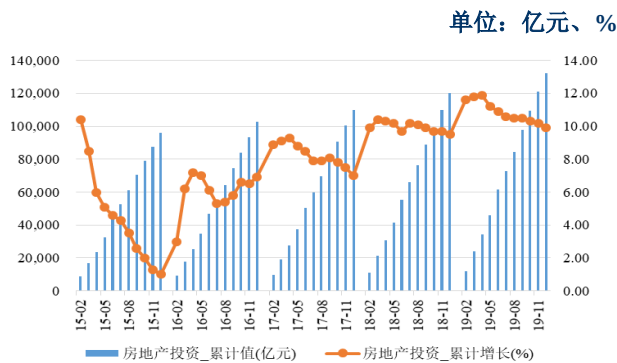
中诚信国际认为，2019 年以来，房地产市场调控继续坚持以“房住不炒”为主要思路，各城市延续多维度实施精准化、差异化调控。在调控政策持续的影响下，房地产企业整体内部流动性来源增速承压。

受融资环境紧缩的影响，2019 年房企外部现金流平衡能力面临挑战，但拿地意愿的下降及新开工面积增速的大幅放缓，均有助于房企现金流状况的改善

在投资方面，2019 年，在年初新开工面积和施工面积的双向推动下，房地产开发投资额始终维持两位数的高增速，但随后房企根据外部环境变化调

整项目进度，房地产开发投资增速逐渐回落，全年房地产开发投资同比增长 9.9%至 13.22 万亿元，其中住宅投资同比增长 13.9%至 9.71 万亿元。

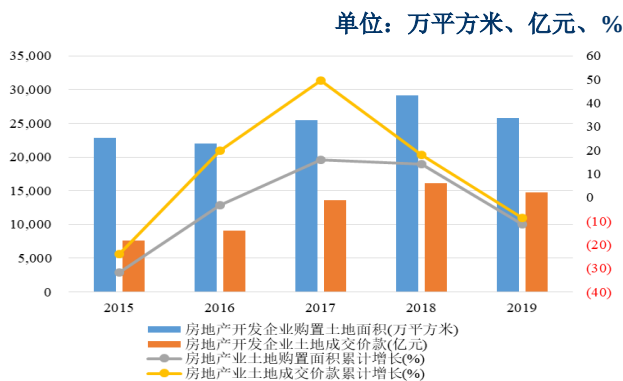
图 2：近年来全国房地产开发投资情况



资料来源：国家统计局，中诚信国际整理

受销售增速放缓以及融资环境紧缩的影响，房企拿地意愿降低，新开工增速下滑。其中土地市场方面，国内土地市场购置面积和价款均发生明显下降，同比分别下降 11.4%和 8.7%。施工方面，2019 年，房地产开发企业新开工面积 22.72 亿平方米，同比增长 8.5%，增速下滑 8.7 个百分点。

图 3：近年来房地产开发企业土地购置面积及金额



资料来源：国家统计局，中诚信国际整理

外部融资是房地产企业现金流的重要补充来源。2019 年 5 月以来，多项针对房企融资端的调控政策相继出台¹，房地产企业外部融资难度有所增加。与

¹ 5 月，银保监会的 23 号文明确要求，商业银行、信托、租赁等金融机构不得违规进行房地产融资；7 月，银保监会对多家信托进行窗口指导，要求控制房地产信托规模的增量，并强化合规管控；当月，国家发改委发文要求，房企发行外债只能用于置换未来一年内到期的中长期境外债务，同时还需详细披露其海外发债的具体情况和资金用途；8 月，银保监会向各银保监局信托监管处室传达下半年监管重点，指出按月监测房地产信托业务变化情况，及时采取多种措施，坚决遏制房地产信托过快增长、风险过度积累的势头。

此同时，房地产行业面临未来 2~3 年债务集中到期压力，对房企的资金平衡能力形成较大挑战。

中诚信国际认为，在行业整体规模增速放缓和融资环境收紧的综合作用下，房地产企业土地投资趋于理性，新开工节奏有所放缓，在一定程度上能够缓解内部现金流平衡压力；与此同时，房地产行业外部流动性压力增大，对房企的资金平衡能力提出更高要求。

新型冠状病毒肺炎疫情对房地产企业销售回款及开工推盘有负面影响，各地政府相继出台相关政策加以应对；疫情对房地产行业的影响程度取决于疫情持续时间

新型冠状病毒肺炎疫情（以下简称“疫情”）直接导致的全国范围停工、停售对房企推盘及销售造成一定冲击；房地产企业土地储备进度及项目推盘节奏亦将更趋审慎。

与此同时，部分地方政府围绕活跃交易、土地出让和融资等层面出台行业相关政策，帮助房地产企业渡过难关。其中上海市、浙江省、海南省、无锡市、西安市、南昌市、深圳市等省市先后发文，从允许延迟土地价款缴纳、税费缴纳延期、预售条件适度放宽、延长公积金贷款期限、信贷支持等多个维度帮助房地产开发企业应对疫情影响，但尚未突破限购、限贷、限售、限价等调控政策。

中诚信国际认为，因疫情爆发于房地产行业销售淡季，因而短期内对行业的整体冲击可控；但 2020 年下半年房地产企业公开市场到期债务压力较重，若疫情持续时间延长，则房地产企业的资金平衡将在更大程度上依赖于外部政策环境的持续改善。

2019 年我国园区运营及租赁行业不断转型升级，从而推动产业园区的城市化进程，园区经济与城区经济逐步走向融合

园区开发即在一定的产业政策和区域政策的指导下，以土地为载体，通过提供基础设施、生产空间（如写字楼/研发楼/厂房/仓库/技术平台等）及

各类综合配套服务，吸引特定类型、特定产业集群的内外资企业入驻、投资，形成技术、知识、产业、劳动力等要素有效整合、集结，不断向外辐射的特定区域。园区通过打造特定的产业竞争力、形成产业集群效应，并推动园区自身发展。

伴随着中国改革开放的步伐，历经 30 多年的发展，经政府批准设立的各级经济技术开发区、高新技术产业开发区、出口加工区、保税区、边境经济合作区、旅游度假区和生态经济区等各种形态的园区（开发区）已经遍及全国各地，各级开发区，特别是国家级开发区在区域经济发展、吸引外资及先进管理经验、产业培育、科技进步、城市建设、出口创汇、创造税收和就业等诸多方面都取得了显著成绩，成为中国经济最有活力、最具潜力的经济增长点。

深圳市作为中国的第一个经济特区，也是全国产业园区行业中发展最早、最成熟的城市。在政策和资本的驱动下，深圳市高度按照市场化需求发展园区建设，从而推动产业集群。具有代表性的园区有位于龙岗的万科星火 ONLINE、龙华的宝能科技园、宝安的泰华梧桐岛、南山的蛇口网谷、福田的天安数码科技园等项目。深圳市的国际化重点园区包括深圳湾科技生态园、深圳市软件产业基地、南山智园、中芬设计园、星河 WORLD 等项目。

目前，园区开发行业已形成了一定的规模效应，并由传统产业不断向高科技产业转型，但伴随着同质化竞争不断加剧，园区也开始面临转型升级压力。未来，园区开发行业可能呈现以下趋势：

- （1）产业集群效应不断加深，“产城融合”成为发展趋势；
- （2）由加工型高新区向研发型高新区转型；
- （3）由功能单一的产业区向现代化综合功能区转型。

总之，在新旧产业的迭代、更替以及新旧产业链重构、调整的大趋势下，园区开发模式、融资渠道、产品以及盈利模式都将发生变化，以适应新常态下的经济环境。

2019 年以来市场行情总体有所回暖；多层次资本市

场体系建设逐步深入；券商收入结构有所优化但对经纪业务依赖度仍较高；证券公司分类评价体系进一步完善，仍需关注市场波动及监管政策对行业信用状况的影响

证券行业的运营表现与宏观经济环境高度相关。2016 年底，中央经济工作会议定调，要稳中求进、去杠杆，大力发展实体经济，2017 年 A 股出现慢牛格局。2017 年全年，上证指数全年振幅 13.98%，截至 2017 年末，上证综指收盘收于 3,307.17 点，较年初上涨 6.56%。2018 年，受中美贸易战、国内经济增速放缓等内外部因素影响，上证综指震荡下跌，截至 2018 年末，上证综指收盘于 2,493.90 点，较年初下跌 24.59%。2019 年以来，国内财政政策整体趋于宽松，市场情绪回暖，风险偏好提升，但结构性问题依然存在，国内外环境呈现不确定性，A 股市场一季度呈现活跃，之后受到国内外宏观因素的影响出现持续波动，但市场行情总体回暖，年末上证综指收于 3,050.12 点，较上年末涨幅 22.30%。

图 4：2014-2019 上证综合指数变化趋势图



资料来源：Wind，中诚信国际整理

多层次资本市场体系建设方面，近年来，在大力发展资本市场的政策导向下，针对证券市场和证券公司的深层次改革陆续展开，多层次的资本市场体系逐步壮大和完善。2016 年以来，IPO 审核提速，截至 2016 年末，我国境内上市公司数（A、B 股）增至 3,052 家，总市值下降至 50.82 万亿元。2017 年前三季度，IPO 审核提速，2017 年 10 月新一届发审委履职以来，IPO 审核通过率大幅降低，2017 年 IPO 企业数量创下历史记录。

截至 2017 年末,我国境内上市公司数(A、B 股)增至 3,485 家,总市值下降至 44.93 万亿元。2018 年, IPO 审核趋严,众多企业主动终止审查、放弃 IPO,同时 IPO 审核趋缓, IPO 过会企业数量大幅减少。截至 2018 年末,我国境内上市公司数(A、B 股) 3,584 家,总市值下降至 43.49 万亿元。2019 年,市场行情好转,但传统股权融资仍旧较为低迷,科创板尚未对券商投行收入产生影响。截至 2019 年末,我国境内上市公司数(A、B 股) 3,777 家,2019 年以来,受益于股票市场有所回暖,总市值较上年末增加 36.44%至 59.29 万亿元。与此同时,随着证券市场的发展,证券投资品种日趋多元化,基金、债券、期货等证券品种均得到了较大发展,多层次资本市场体系建设逐步深入。

表 2: 2016-2019 股票市场主要指标(单位:家、万亿元)

指标	2016	2017	2018	2019
上市公司总数	3,052	3,485	3,584	3,777
总市值	50.82	44.93	43.49	59.29
总成交额	127.38	112.46	90.17	127.46

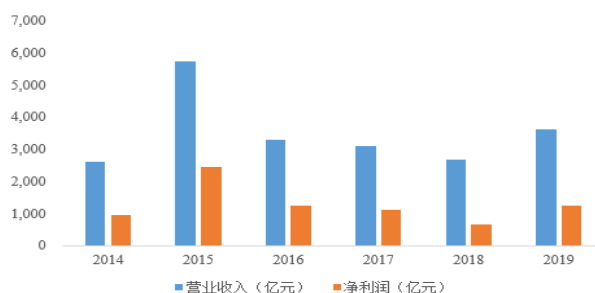
资料来源:东方财富 Choice,中诚信国际整理

交易量方面,伴随着近几年证券市场的发展,市场交易量呈现一定的波动。2016 年,证券市场整体较为低迷,两市成交额为 127.38 万亿元,较上年大幅减少 49.94%。2017 年全年两市成交额 112.46 万亿元,同比减少 11.71%。2018 年,受中美贸易战、国内经济增速放缓等内外部因素影响,证券市场交易更为低迷,两市成交额 90.17 万亿元,同比减少 19.82%。2019 年,证券市场回暖,股票交易复苏,当期两市成交额 127.46 万亿元,同比增加 41.36%。

从券商业务结构来看,目前国内券商已逐步确立了经纪业务、投行业务、自营业务、信用业务和资产管理业务五大业务板块。从中国证券行业的收入结构来看,虽然经纪业务占比呈现震荡下降态势,收入结构得到优化,但从绝对占比看,仍较大程度的依赖于传统的经纪业务,因而整体

的经营状况与宏观经济及证券场景气度息息相关。随着市场景气度的提升,2013~2015 年,全行业证券公司分别实现净利润 440.21 亿元、965.54 亿元和 2,447.63 亿元,总体呈现上升态势。2016 年,证券公司整体经营情况受二级市场行情下滑影响显著,2016 年全行业证券公司实现净利润 1,234.45 亿元。受二级市场成交量及债券承销业务量下滑共同影响,2017 年证券公司实现净利润 1,129.95 亿元,同比减少 8.47%。受经济环境及监管政策影响,证券公司业绩持续承压,2018 年证券公司实现净利润 666.20 亿元,同比减少 41.04%。2019 年,随着资本市场走强及交投活跃度提升,证券公司收入及利润均实现大幅增长,当期全行业实现净利润 1,230.95 亿元,同比增长 84.77%。

图 5: 2014-2019 证券公司营业收入和净利润情况



资料来源:证券业协会,中诚信国际整理

从行业风险管理能力看,随着中国证券市场的发展,国内证券公司经历了从松散到规范的发展历程。为进一步提高证券公司的风险管理能力和合规管理水平,证监会出台《证券公司分类监管规定》,将证券公司分为 A(AAA、AA、A)、B(BBB、BB、B)、C(CCC、CC、C)、D、E 等 5 大类 11 个级别。其中, A、B、C 三大类中各级别公司均为正常经营公司, D 类、E 类公司分别为潜在风险可能超过公司可承受范围及被依法采取风险处置措施的公司。自 2010 年起,证监会每年对证券公司进行分类评价,以确定其风险管理能力和合规管理水平。2017 年 7 月,证监会发布修订后的《证券公司分类监管规定》,提出全

面风险管理；新增年度营业收入、机构客户投研服务收入占经纪业务收入比例、境外子公司收入海外业务收入、新业务市场竞争力或者信息系统建设投入等评级加分项；提高净资产加分门槛等。在 2017 年分类评价中，有 97 家券商参评，其中 A 类有 40 家、B 类有 48 家、C 类有 9 家，评级最高的 AA 级有 11 家。在 2018 年 7 月发布的分类评价中，共有 98 家券商参评，其中 A 类有 40 家、B 类有 49 家、C 类有 8 家、D 类有 1 家，评级最高的 AA 级有 12 家。2018 年的分类评价结果与 2017 年相比，有 24 家评级上升、24 家评级下滑、48 家评级持平，并首次出现了 D 类评级。2019 年 7 月，证监会公布了最新一期证券公司分类结果，其中 A 类有 38 家、B 类有 50 家、C 类有 8 家、D 类有 2 家，评级最高的 AA 级减少至 10 家，与 2018 年相比，有 19 家评级上调，28 家评级下滑，51 家评级持平。

行业政策方面，2019 年 7 月，证监会发布《证券公司股权管理规定》及《关于实施〈证券公司股权管理规定〉有关问题的规定》，推动证券公司分类管理，支持差异化发展。2019 年 12 月，修订《证券法》，推进证券发行注册制，进一步加强信息披露义务人的信息披露责任；增设投资者保护专章，加强投资者保护力度等。

中诚信国际认为，随着业务资格普及，证券公司牌照红利逐渐弱化，大型综合类证券公司在业务布局、渠道建设、风控能力等方面拥有较大优势，市场集中度呈上升趋势。未来，中小型证券公司竞争将更为激烈，推动证券行业加快整合。

业务运营

作为深圳市政府重要的资本投资主体，公司对全资、控股和参股企业的国有股权进行投资、运营和管理，目前公司业务主要分为科技金融、科技园区和新兴产业与高端服务三大板块。近年来，得益于公司业务持续发展及业务范围的扩张，公司营业总收入持续增长，2017~2019 年及 2020 年 1-3 月，公司实现营业总收入分别为 473.81 亿元、717.55 亿元、1,993.40 亿元和 414.79 亿元，2019 年营业总收入大幅增长主要系怡亚通和天音控股并表使得高端服务业收入大幅增长所致。随着新兴产业与高端服务板块业务并表范围的扩大，公司科技金融板块和科技园区板块收入占比逐渐下降，2019 年科技金融板块收入、科技园区板块收入和新兴产业与高端服务板块收入占营业总收入的比重分别为 11.84%、18.18%和 69.97%。

表 3：2017~2019 年及 2020 年 1-3 月公司营业收入情况（亿元、%）

项目	2017		2018		2019		2020.1-3	
	收入	占比	收入	占比	收入	占比	收入	占比
科技金融板块	143.49	30.28	173.74	24.21	236.02	11.84	52.06	12.55
保险	0.13	0.03	36.35	5.07	46.80	2.35	11.83	2.85
担保	24.12	5.09	36.62	5.10	47.50	2.38	11.52	2.78
证券	119.24	25.17	100.31	13.98	140.32	7.04	28.30	6.82
股权投资	-	-	0.46	0.04	1.39	0.07	0.41	0.10
科技园区板块	219.05	46.23	274.82	38.30	362.25	18.18	67.82	16.35
房地产及园区开发	109.34	23.08	119.59	16.67	164.67	8.26	49.90	12.03
建筑施工	13.93	2.94	45.99	6.41	40.74	2.04	4.31	1.04
物流园区建设	87.95	18.56	98.33	13.70	150.03	7.53	12.01	2.89
园区租赁及运营	7.83	1.65	10.91	1.52	7.07	0.35	1.60	0.39
新兴产业与高端服务板块	111.27	23.48	268.99	37.49	1,394.88	69.97	294.91	71.10
高端服务	53.42	11.27	203.79	28.40	1,310.26	65.73	281.11	67.77

工业制造	39.75	8.39	39.72	5.54	57.22	2.87	9.40	2.27
规划设计	18.07	3.81	24.23	3.38	27.38	1.37	4.40	1.06
实业投资	0.03	0.01	1.24	0.17	0.01	0.00	0.00	0.00
合计	473.81	100.00	717.55	100.00	1,993.40	100.00	414.79	100.00

注：明细加总数与板块合计数、综合合计数不符系四舍五入所致

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

得益于证券市场行业回暖，2019 年公司证券业务收入呈现增长趋势，盈利水平显著回升，且国信证券的资本实力很强，各项业务市场排名位于行业前列，市场地位和竞争优势均较为突出

公司证券业务经营主体主要为子公司国信证券，国信证券是全国性大型综合类证券公司，拥有证券经纪、证券承销与保荐、证券自营、证券资产管理、融资融券等全部证券业务资质。经过多年的发展，国信证券在证券经纪和投资银行两大业务方面形成了较强的竞争力，排名行业前列；资产管理、资本中介、直接投资等业务也得到较好发展。截至 2020 年 3 月末，国信证券共设有 53 家分公司和 164 家证券营业部，主要分布于北京、上海、广州、杭州、浙江、陕西、湖北、四川和江苏等全国 119 个中心城市地区。同期末，国信证券的注册资本和实收资本均为 82.00 亿元，公司持有国信证券 33.53% 的股权。

截至 2020 年 3 月末，国信证券总资产 2,492.09 亿元，所有者权益合计 574.55 亿元；当期实现营业收入 41.16 亿元，净利润为 14.25 亿元。2019 年国信证券实现营业收入 140.93 亿元，同比增长 40.49%；净利润为 49.14 亿元，同比增长 43.19%。从经营业绩来看，2018 年国信证券总资产、净资产、净资本、营业收入、净利润、托管证券市值和证券经纪业务收入在行业中排名分别为 10 位、9 位、11 位、11 位、8 位、13 位和 5 位。券商分类监管评审方面，2017~2019 年国信证券分别被评 A 类 A 级、A 类 A 级、A 类 AA 级。

表 4：近年来国信证券经营情况（亿元、家、支）

项目名称	2017	2018	2019	2020.1-3
营业总收入	119.24	100.31	140.93	41.16
其中：经纪及财富管理业务	54.17	40.78	49.78	-
投资与交易	14.72	19.21	39.43	-

资产管理	4.07	3.62	3.31	-
投资银行	21.24	11.00	15.77	-
资本中介	13.86	13.76	15.78	-
证券营业部	166	165	164	164
全年 IPO 承销项目数	28	2	12.5	1
全年 IPO 承销额	152.08	53.69	84.08	6.29
全年债券承销项目数	69.25	72.00	102.85	23.23
全年债券承销额	794.29	1,006.84	1,032.45	199.05
资产管理规模	1,954.86	1,554.29	1,603.45	1,633.18

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

国信证券经纪业务主要包括证券经纪业务和期货经纪业务、推广和销售证券服务及金融产品业务、提供专业化研究和咨询服务业务等。受资本市场景气度影响，国信证券经纪及财富管理业务收入呈现波动状态，2017~2019 年，国信证券经纪业务收入分别为 54.17 亿元、40.78 亿元和 49.78 元。2019 年，公司代理买卖手续费净收入市场份额为 5.01%（不含席位租赁），排名行业第三，金融产品销售净收入市场份额为 3.92%，排名行业第五（相关数据以中证协公布的证券公司经营业绩排名情况为准）；截至 2019 年末，公司经纪业务客户数量达 851 万，较上年增长 21%，托管资产超过 1.37 万亿元，较上年增长 34%。截至 2019 年底，公司金太阳手机证券用户总数已超过 1,280 万，较上年末增长 16%，交易占比达到 56%。2019 年，公司机构业务实现交易单元席位佣金收入 2.34 亿元，同比下降 3.34%。

国信证券投资银行业务主要是向机构客户提供金融服务，具体包括股票承销保荐、债券承销、并购重组和新三板挂牌推荐等业务。2017~2019 年，公司投资银行业务实现营业收入分别为 21.24 亿元、11.00 亿元和 15.77 亿元。2019 年公司完成股

票及可转债承销 23.5 家，同比增长 68%，市场份额 5.14%，排名行业第四，其中 IPO 承销家数 12.5 个，再融资承销家数 11 个。2019 年公司累计完成 6.5 家科创板 IPO 项目，排名行业第三。此外，公司推动多元业务稳健发展，在助力企业纾困、缓解市场风险方面发挥较大作用。截至 2019 年末，公司累计推进 10 个纾困项目，其中 8 个项目完成内部审核，1 个项目完成交易。2019 年债券承销家数 102.85 家，主承销金额 1,032.45 亿元，其中公司债 433.02 亿元、债务融资工具 231.50 亿元、资产支持证券 197.28 亿元。

国信证券投资与交易业务主要包括权益类、固定收益类、衍生类产品、其他金融产品的交易和做市业务以及私募基金类业务。2017~2019 年，国信证券投资与交易业务分别实现营业收入 14.72 亿元、19.21 亿元和 39.43 亿元。权益类投资方面，公司建立了以资产配置和多策略组合为支柱的投资模式，坚持以风险控制体系为底线，力争实现中低风险绝对收益的目标。公司通过分红投资策略、大宗交易策略、价值成长投资策略、公私募基金组合投资策略、衍生品套利策略等多种策略有效分散投资风险，降低组合波动，丰富收益来源，2019 年公司权益类投资业务取得了良好的投资收益率。2019 年公司以持有债券获取息差为主要投资策略，辅以参与交易性机会增厚利润。在合理控制信用资质的前提下，较好地把握了投资机遇。

国信证券资产管理业务主要是根据客户需求开发资产管理产品并提供相关服务，包括集合、单一资产管理业务，资产证券化业务以及基金管理业务等。2017~2019 年，国信证券资产管理业务收入分别为 4.07 亿元、3.62 亿元和 3.31 亿元。截至 2019 年末，国信证券资产管理净值规模为 1,603.45 亿元，同比增长 2.98%，其中集合资产管理业务规模 427.02 亿元，同比增长 43.52%；单一资产管理业务规模 926.37 亿元，同比下降 16.20%。

国信证券资本中介业务主要包括融资融券、股票质押式回购、约定回购、行权融资等业务。2017~2019 年，国信证券资本中介收入分别为 13.86

亿元、13.76 亿元和 15.78 亿元。2019 年末，公司融资融券业务余额为 373.8 亿元，较 2018 年末增加 31%。此外，公司成为以约定申报方式参与科创板转融券业务的首批九家证券公司之一，顺利推出科创板融资融券及转融通业务。股票质押式回购业务方面，公司不断完善内部控制和风险管理，切实防范和化解业务风险。截至 2019 年末，公司自有资金出资的股票质押式回购业务余额为 230.9 亿元，较 2018 年末减少 24%。行权融资业务方面，公司不断优化运营效率和客户体验，业务规模保持行业第一。

2019 年担保板块的公司获得股东注资，资本实力不断提高，在保责任余额均呈增长趋势；担保集团和高新投均为深圳市政府设立的专业性担保机构，目前已发展成为行业内具有实力的中小企业及高新企业担保机构

公司的担保业务主要由高新投和深圳担保集团负责运营。随着公司业务的持续发展，担保板块收入呈现良好增长趋势，2017~2019 年及 2020 年 1-3 月，担保板块收入分别为 24.12 亿元、36.62 亿元、47.50 亿元和 11.52 亿元。

高新投成立于 1994 年，是国内最早设立的专业担保机构之一，经过二十多年的发展，高新投目前已在多个重点城市设立了 32 家分公司和办事处，主要为孵化期和初创期的科技型企业提供融资担保服务，形成了以融资担保、金融产品担保、保证担保、委托贷款和创业投资为主，小额贷款和典当贷款为辅的业务格局。2019 年股东对高新投增资 50.00 亿元，截至 2020 年 3 月末，高新投实收资本为 121.12 亿元。截至 2020 年 3 月末，高新投总资产为 337.80 亿元，所有者权益为 219.04 亿元。2019 年实现营业收入 27.87 亿元，其中担保业务收入 12.00 亿元，净利润 11.53 亿元。高新投业务稳定发展，在保责任余额呈现快速增长趋势，截至 2020 年 3 月末，在保责任余额为 748 亿元。代偿方面，截至 2020 年 3 月末，累计代偿余额为 3.13 亿元，2019 年和 2020 年 1-3 月当期代偿率分别为

0.14%和 0.03%。

担保集团成立于 1999 年，是深圳市政府成立的专业担保机构，业务品种涵盖贷款担保、保函、投资、政府专项资金担保、发债担保、集合票据担保等。2019 年股东对担保集团增资 50.00 亿元，截至 2020 年 3 月末，担保集团的实收资本为 114.05 亿元。截至 2020 年 3 月末，担保集团总资产为 295.02 亿元，所有者权益为 180.00 亿元。2019 年，担保集团实现营业收入 21.80 亿元，其中担保业务收入 11.72 亿元，净利润为 7.24 亿元；2020 年 1-3 月，实现营业收入 4.65 亿元，其中担保业务收入 4.24 亿元，净利润为 2.85 亿元。新增担保额方面，2017~2019 年及 2020 年 1-3 月，担保集团新增担保额分别为 326 亿元、393 亿元、400 亿元和 71 亿元，截至 2020 年 3 月末担保余额为 327 亿元，当期累计代偿余额为 1.94 亿元，代偿率为 0.61%。

表 5：近年来公司担保业务主要经营情况（亿元、户、%）

高新投				
项目名称	2017	2018	2019	2020.1-3
注册资本	72.77	88.52	88.52	88.52
营业总收入	15.06	20.85	27.87	7.29
担保资金投资收益	0.85	0.59	0.29	0.30
年新增担保户数	2,713	2,898	3,566	491
在保户数	2,751	3,014	3,714	3,705
年新增担保额	489.1	704.7	1,661.07	445.47
在保责任余额	959.62	827	744	748
代偿余额	2.43	2.26	3.06	3.13
当年代偿率	0.01	0.09	0.14	0.03
深圳担保集团				
项目名称	2017	2018	2019	2020.1-3
注册资本	54.95	80.00	114.05	114.05
营业总收入	9.07	16.57	21.80	4.65
担保资金投资收益	0.16	0.15	-	-
年新增担保户数	3,307	4,040	4,755	958
在保户数	1,625	3,005	3,648	3,692
年新增担保额	326	393	400	71
在保责任余额	237	277	319	327
代偿余额	1.56	1.57	1.56	1.94
当年代偿率	0.21	0.11	0.26	0.61

注：高新投在保责任余额和在保户数不包含蚂蚁金服项目
资料来源：公司提供，中诚信国际整理

2019 年国任保险的综合偿付能力充足率较上年有

所下滑，但仍远高于中国银保监会所要求的最低标准，保险业务有序开展；股权投资业务为 2018 年新增业务，该业务处于发展初期

公司保险业务主要由国任保险负责，国任保险于 2017 年纳入公司合并范围，其前身是信达财产保险股份有限公司，2009 年 8 月经中国保监会批准成立，截至 2020 年 3 月末，注册资本 30.00 亿元。目前在北京、深圳设有双总部。国任保险的客户群体涉及银行、煤炭、化工、航天、能源、货运、通讯等多个行业领域，先后承保了中国 3D 风云卫星、C919 飞机、新能源与光伏、全国电网、中国地铁多条线等重大项目。截至 2019 年末，国任保险的综合核心偿付能力充足率为 285.02%，较上年末下降 14.04 个百分点，主要系最低资本较上年同期末上升 11,920.31 万元，实际资本较上年末上升 24,636.52 万元，但目前公司综合偿付能力充足率远高于中国银保监会所要求的最低标准。

截至 2020 年 3 月末，国任保险总资产为 90.40 亿元，负债总额为 68.01 亿元，所有者权益为 22.39 亿元。2019 年实现营业收入 49.86 亿元，其中保险业务收入 48.54 亿元；2020 年 1-3 月，实现营业收入 11.84 亿元，其中保险业务收入 8.97 亿元。

股权投资业务为 2018 年新增细分业务，主要业务经营主体为天使基金和投控资本。投控资本专业从事私募股权基金投资管理，是深投控基金投资和资本运营核心设施平台，目前投控资本基金规模 200.05 亿元，认缴规模 150.05 亿元，实缴规模 78.07 亿元。其中，公司共认缴 41.70 亿元，实际投资约 27.11 亿元，基金投资方向主要为“深投控”旗下子基金、国风基金、深投控及下属企业主营业务涉及的上下游企业、深投控及下属企业作为项目业主或参与投资的产业园区以及入驻园区内的企业、深圳市国资委监管企业或其下属企业的有关项目以及其他经合伙企业投资决策委员会审议通过的其他投资与并购项目。资金来源为深投控自有资金，退出模式一般为股份转让、IPO 上市等。天使基金是深圳市政府投资发起设立的战略性和政策性基金，是

深圳市对标国际一流，补齐创业投资短板，助力种子期、初创期企业的重大政策举措。

公司房地产业务在深圳区域深耕多年，在当地具有一定的市场认可度；且目前公司土地储备较为充裕，未来有望为公司房地产板块带来一定收益。同时，公司园区建设稳步推进，主要在建项目仍需较大投资额，未来将面临一定的资本支出压力

公司房地产及园区开发业务主要由本部及深深房、深物业、城建集团、深圳市深福保（集团）有限公司等成立时间较早的子公司经营。公司在深圳当地完成了较多标志性建筑，拥有一定的市场认可度，具备相应施工建设资质。

深深房系于1993年7月经深圳市人民政府办公厅深府办复【1993】724号文批准，在原深圳经济特区房地产总公司的基础上改组设立的股份有限公司，深深房发行的A股及B股分别于1993年9月15日及1994年1月10日在深圳证券交易所挂牌交易，1994年8月31日，深深房发行的B股作为一级有保荐ADR在纽约柜台市场挂牌交易。截至2020年3月末，深深房总资产为44.99亿元，所有者权益为35.54亿元。2019年，深深房实现营业总收入25.49亿元，净利润5.41亿元；2020年1-3月，深深房实现营业总收

入2.57亿元，净利润0.28亿元。

深物业成立于1983年1月，截至2020年3月末，深物业总资产为112.88亿元，所有者权益为33.94亿元。2019年，深物业实现营业总收入39.62亿元，净利润为7.42亿元；2020年1-3月，深物业实现营业总收入8.62亿元，净利润为1.28亿元。

表 6：2017~2019 年及 2020 年 1~3 月公司房地产业务情况

项目	2017	2018	2019	2020.1-3
销售面积（万平方米）	22.69	17.16	38.22	1.47
销售金额（亿元）	33.98	39.80	97.95	1.89
完工面积（万平方米）	71.31	39.67	58.08	0.00
已售未结转金额（亿元）	30.04	12.64	35.46	22.98

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

公司房地产项目主要位于深圳市内，同时在东莞、汕头、中山和扬州等地均有项目。2017~2019年及2020年1-3月，公司房地产业务板块主要子公司累计销售面积分别为22.69万平方米、17.16万平方米、38.22万平方米和1.47万平方米，受房地产市场宏观调控影响呈现波动状态。目前，在售项目包括金叶岛、金领假日公寓、翠林苑和传麒东湖名苑等项目，可销售面积共230.72万平方米，预计可实现收入达379.18亿元，现已实现收入225.22亿元。

表 7：截至 2020 年 3 月末主要在售房地产项目情况

项目名称	性质	可售面积（平方米）	均价（元/平方米）	预计可实现收入（万元）	已实现收入（万元）	销售进度
金领假日公寓	住宅	91,051	73,206	666,551	264,441	40%
湖畔御景园	住宅	121,993	9,623	117,389	98,742	84%
半山御景一期	住宅	85,653	6,648	56,941	55,526	98%
半山御景二期	住宅	21,721	12,461	27,067	0	0%
翠林苑	住宅	57,100	35,000	199,850	165,960	90%
传麒东湖名苑	住宅	33,171	65,000	215,612	37,020	24%
天悦湾一期	住宅	161,135	5,400	87,013	42,578	46%
悦景东方	住宅	41,754	8,100	33,821	33,248	98%
金叶岛	住宅	276,171	6,900	190,558	189,757	99%
仁山智水	尾盘	284,077	26,478	752,170	742,698	99%
御河湾花园	尾盘	172,468	11,596	200,000	170,673	85%
御城金湾	尾盘	481,487	7,477	360,000	209,526	58%
御城花园	新盘	305,600	20,942	640,000	165,130	26%
MIG 金融大厦	城市综合体	115,437	11,124	128,412	15,936	11%

福保产业园	产业园	58,349	9,509	116,454	60,970	60%
合计	-	2,307,169	-	3,791,838	2,252,205	-

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

土地储备方面，截至 2020 年 3 月末，公司房产深圳、珠海、汕头等地，为未来项目建设提供了较好的保证。地产板块拥有土地储备 47.70 万平方米，主要位于

表 8：截至 2020 年 3 月末公司土地储备情况（万平方米、万元）

土地位置	所属公司	土地面积	购地金额	土地性质
南山区侨香路	城建集团	10.56	11,223	商品房
罗湖区梨园路	城建集团	0.9	2,091	商品房
横岗安良	城建集团	0.79	231	非商品房
惠州都田	城建集团	2.16	1,030	商品房
珠海三灶	城建集团	2.98	1,092	商品房
徐州（半山御景二期）	深物业	3.15	7,041	住宅
淡水镇石桥下廖乌尼坑	深物业	1.77	3,697	住宅
深圳福民新村福昌二期	深物业	0.43	622	住宅
深圳市福田区	深物业	1.15	-	工业
淡水土地(未定名)	深物业	1.77	3,700	住宅
美林土地（未定名）	深物业	1.15	尚处于拆迁阶段，地价款尚未支付。土地证尚未取得	工业
御品峦山项目	深物业	2.19	17,997.5	住宅
宝路项目	深物业	3.24	12,256.63	工业
深圳市福田区保税区	福保集团	1.11	322	仓储
深圳市福田区保税区	福保集团	1.06	308	仓储
深圳市坪山区	福保集团	4.2	-	工业
深圳市坪山区	福保集团	8.5	4,308	工业
汕头新峰大厦	深深房	0.59	-	综合用地
合计	-	47.70	-	-

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

同时，公司根据深圳市委市政府要求，作为深圳市投资主体之一，承担了深圳市重要园区的建设任务。公司园区建设项目主要包括深圳湾科技生态园项目、深圳湾创新科技中心项目、深圳市软件产业基地、深圳湾创业投资大厦、深圳市生物医药创新产业园和深投控创智天地大厦等园区项目，分别承担深圳市未来高科技上市公司的总部基地、软件产业基地、创业投资服务平台及生物产业基地等职能，为深圳市的产业升级和未来发展提供各项配套服务。项目收益方面，目前公司所投资的项目以出租为主、出售为辅。

截至 2020 年 3 月末，深圳市软件产业基地、深圳湾创业投资大厦、深圳市生物医药创新产业园和深投控创智天地大厦已竣工。此外，截至 2020 年 3 月末，公司主要在建的园区建设项目预计总投资

441.23 亿元，已投资 305.83 亿元。2020 年 4-12 月、2021 年和 2022 年，公司分别计划对项目投资 23.36 亿元、27.99 亿元和 27.77 亿元。

拟建项目方面，公司着力推动重点园区项目建设，未来深圳湾超级总部基地项目、深港科技创新合作区、香蜜湖北区深圳国际交流中心、保定深圳园等重点园区项目将陆续开工建设。

表 9：截至 2020 年 3 月末主要在建园区项目情况（亿元）

项目名称	计划总投资	已投资	投资计划		
			2020.4-12	2021	2022
深圳湾科技生态园	211.00	181.40	6.47	3.52	3.15
深圳湾创新科技中心项目	92.71	70.43	4.16	5.81	7.01
中国风投大厦	63.06	45.92	4.30	4.78	1.52
深汕科技生态园	51.67	7.54	3.77	5.53	7.14
深港开放创新中心	22.79	0.54	4.66	8.35	8.95
合计	441.23	305.83	23.36	27.99	27.77

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

公司建筑施工业务资质完备、经验丰富，在手合同项目较多，但受新冠肺炎疫情等因素影响，2020 年一季度完工项目较少

公司建筑施工业务运营主体为子公司建安集团。建安集团主要从事房屋建筑施工，是以各类建筑工程、市政工程和大中型设备安装为主体，集房地产开发、物业管理为一体的多元化综合性大型企业集团，拥有房屋建筑工程、市政公用工程及机电安装工程三项总承包一级资质，以及化工石油工程、城市道路照明工程、钢结构工程等多项专业承包资质。先后参与并承建了深圳市民中心、深圳宝安机场候机楼、深圳会展中心、深港西部通道、深圳侨香村、深云村经济适用房、深圳大学城管理中心、深圳图书馆、深圳信息学院、南坪快速路二期、电信滨海机楼等多项大型重点工程。

近年来，建安集团建筑业务稳步推进。2017~2019 年及 2020 年 1-3 月，建安集团完成新签合同额分别为 31.00 亿元、80.39 亿元、30.71 亿元和 0.62 亿元；在手未完工合同额分别为 33.66 亿元、88.51 亿元、66.68 亿元和 65.54 亿元；已完工合同额分别为 20.78 亿元、56.79 亿元、34.24 亿元和 1.76 亿元，2020 年一季度完工合同金额较低主要系受新冠肺炎疫情等影响。公司项目主要在深圳地区，深圳项目的合同金额占比约为 80%。

表 10：近年来建安集团建筑业务情况（亿元）

项目名称	2017	2018	2019	2020.1-3
新签合同额	31.00	80.39	30.71	0.62
在手未完工合同额	33.66	88.51	66.68	65.54
已完工合同额	20.78	56.79	34.24	1.76

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

公司所运营的高速公路地理位置优越，物流业务随着全国网络布局的不断推进，运营面积将进一步扩大；此外，受益于梅林关等项目如期交付，2019 年物流业务收入大幅增长

公司物流园区建设业务主要经营主体为子公司深圳国际。深圳国际于百慕达成立、在香港联合交易所主板上市，是一家以物流、收费公路为主业的企业。深圳国际通过拓展、并购重组与整合，开展物流基础设施的投资、建设与经营，向客户提供各类物流增值服务，已构建以现代物流、收费公路为核心的产业格局。业务区域主要集中在粤港澳大湾区、长三角和环渤海等地区。

表 11：近年来深圳国际营业收入构成情况（港币百万元）

项目	2017	2018	2019
收费公路	7,543	8,803	8,976
收入	6,680	7,569	7,141
建造服务收入	863	1,234	1,835
物流业务	2,577	2,778	7,844
物流园	564	658	833
物流服务	1,045	802	878
港口及相关服务	968	1,318	1,564
物流园转型升级	-	-	4,569
集团总部	19	-	-
合计	10,139	11,581	16,820

资料来源：深圳国际年报，中诚信国际整理

2013年以来，深圳国际全面启动综合物流港发展战略，打造以“规模化物流园区网络+高端化综合物流服务”为核心竞争力的现代智慧物流平台。综合物流港的商业模式是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，为客户、合作伙伴等提供高效率、多功能一站式的服务平台，为物流公司、生产商及制造商提供服务。截至2019年

末，深圳国际在全国（含深圳物流圈）共27个物流节点城市实现布局，涉及规划用地面积达728万平方米，其中以获取土地面积约487万平方米，投入运营的项目增加至19个，总运营面积达201万平方米，综合出租率约85%。

2017~2019年，深圳国际物流业务收入分别为25.77亿港元、27.78亿港元和78.44亿港元，2019年较上年大幅增加主要系当年物流园转型升级带来业务收入45.69亿港元，该业务主要系梅林关项目一期已全部售罄并如期竣工交付买家。

表 12：截至 2020 年 3 月末深圳国际主要物流项目情况

单位：万平方米、港币元/平方米、千港币

物流园区	主营业务	运营面积	出租率	2019年平均服务费收入	业务收入			
					2017	2018	2019	2020.1-3
华南物流园	提供物流中心、空箱堆场、跨境转关接驳及跨境快速通关服务	32	100%	44.30	309,749	344,237	281,932	55,928
西部物流	提供物流中心服务	11	67%	29.60	96,369	72,785	48,888	6,038
山东北明全程物流园	提供物流中心、运输和配送等服务	4	81%	16.76	58,641	17,784	-	-
综合物流港	提供城际货运物流中心服务	153	89%	22.64	66,790	329,460	407,085	96,770
深国际康淮电商中心	供物流中心、电商物流配套服务	14	91%	47.84	-	149,463	76,444	12,576
华通源物流中心	提供物流中心服务	2.60	95%	41.10	-	-	18,279	1,934

注：山东北明全程物流园的业务收入在2019年及以后归入综合物流港

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

综合物流港业务方面，2019年，贵州二期、重庆、无锡一期B及无锡二期等项目陆续建成并投入运营，加上天津中隆、中山火炬、上海青浦等收购项目，综合物流港运营面积较去年增加逾40万平方米。截至2019年末，深圳国际共有16个城市综合物流港项目投入运营，总运营面积约144万平方米，综合物流港项目的综合出租率约85%，整体出租情况良好。

物流服务业务方面，深圳国际在综合物流港网络布局的基础上，不断推进物流增值业务和物流金融业务，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个环节的第三方综合物流服务和电子化物流信息服务。2017~2019年，深圳国际实现物流服务业务收入分别为10.45亿港元和8.02亿港元和8.78亿港元

港口业务方面，深圳国际投资的南京西坝码头港区项目位于南京化学工业园区内，是南京市规划建设的主要深水港之一。南京西坝港区项目的地理位置优越，主要为客户的煤炭、矿石等固体散货船舶提供码头装卸服务，同时为客户提供物料堆存、转运及其他综合服务。2019年，停泊南京西坝码头的海轮共748艘，完成吞吐量4,318万吨。2017~2019年，深圳国际实现港口及相关服务收入分别为9.68亿港元、13.18亿港元和15.64亿港元，2019年收入较去年增长19%，主要系受惠于港口及供应链管理业务增长及作业费率上调所致。

收费公路方面，深圳国际收费公路业务分布在深圳市、广东省其他地区及中国其他省份，主要通过子公司深圳高速公路股份有限公司（以下简称“深高速”，深圳国际持有约52%权益）经营，此外

深圳投控湾区发展有限公司也从事一定的公路运营业务，目前该公司运营的高速公路项目为粤港澳大湾区公路网络之重要组成或连接部份，正在营运的收费高速公路项目有广州—深圳高速公路(广深高速公路)以及广州—珠海西线高速公路(广珠西线高速公路)。深高速是香港联合交易所和上海证券交易所上市企业，是深圳国际在广东省及深圳市收费公路的运营主体。截至 2020 年 3 月末，深圳国际持有高速公路 17 条，其中深圳沿江项目二期及深圳外环项目共计 65.7 公里尚在建设中。

2015 年 11 月，深圳市政府与深圳国际签署调整南光高速、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 公里路段共四个项目（合计约 100 公里路段）收费模式的调整收费及补偿协议，自 2016 年 2 月 7 日起调整收费方

式，在至 2018 年 12 月 31 日止的第一阶段，深圳国际保留该等路段收费公路权益并继续承担管理和养护责任，对该等路段实施免费通行，深圳市政府向深圳国际采购通行服务并就所免除的路费收入给予相应补偿。2018 年 10 月，深圳市政府通知深圳国际其将选择提前收回上述项目的收费公路权益，并按照协议约定给予深圳国际剩余现金补偿。深圳国际已于 2018 年度确认一次性资产处置收益并贡献股东应占盈利约人民币 21.82 亿元。

2017~2019 年，深圳国际分别实现收费公路业务收入 66.80 亿港元 75.69 亿港元和 71.41 亿港元，2019 年收入较上年下降 6%，主要系 2019 年起深圳国际不再拥有南光高速、盐排高速、盐坝高速及龙大高速公路四条收费公路权益。

表 13：截至 2020 年 3 月末深圳国际高速公路情况

公路名称	所占权益比例	收费里程(公里)	收费期限	状况	2019 年日均车流量(千辆)	2019 年日均路费收入(人民币千元)	2020 年 1-3 月日均车流量(千辆)	2020 年 1-3 月日均路费收入(人民币千元)
广东省地区								
梅观高速	100%	5.40	1995.05-2027.03	运营	112	383	77	103
机荷东段	100%	23.70	1997.10-2027.03	运营	315	2,105	206	593
机荷西段	100%	21.80	1999.05-2027.03	运营	228	1,830	133	496
水官高速	50%	20.00	2002.02-2027.02	运营	229	1,786	155	515
水官延长段	40%	6.30	2005.10-2027.02	运营	82	331	51	91
沿江项目	100%	一期: 30.90 二期: 5.70	至 2038.12	一期运营 二期在建	100	1,459	60	606
外环项目	100%	60.00	-	在建	-	-	-	-
龙大高速	90%	4.40	2005.10-2027.10	运营	110	431	66	107
清连高速	76%	216.00	2009.07-2034.07	运营	48	2,293	43	996
阳茂高速	25%	79.80	2004.11-2027.07	运营	46	1,524	32	297
江中高速	25%	39.60	2005.11-2027.08	运营	159	1,250	115	295
广梧高速	30%	37.90	2004.12-2027.11	运营	37	796	39	360
广州西二环	25%	40.20	2006.12-2030.12	运营	86	1,597	66	343
其他省份								
益常高速	100%	78.30	至 2033.12.31	运营	50	1,106	20	434
武黄高速	100%	70.30	1997.09-2022.09	运营	58	1,130	25	375
长沙环路	51%	34.70	1999.11-2029.10	运营	44	428	43	155
南京三桥	25%	15.60	2005.10-2030.10	运营	36	1,393	39	735

合计	-	790.60	-	-	-	-	-	-
----	---	--------	---	---	---	---	---	---

注：1、日均车流量数据不包含节假日免费通行的车流量；2、深高速于 2017 年 12 月 11 日签署协议收购沿江项目 100%股权；3、益常高速项目于 2017 年 6 月 15 日起纳入合并范围；4、长沙环路项目于 2017 年 4 月 1 日起纳入合并范围。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

公司拥有较多可出租的园区物业资产，园区租赁及运营业务收入可给公司贡献一定的收入来源

公司园区租赁及运营业务主体主要为深圳湾科技发展有限公司、深圳市投控物业管理有限公司以及深圳市深投物业发展有限公司等控股子公司以及公司本部。此外，深纺织、深圳市通产集团有限公司（以下简称“通产集团”）、建安集团和建总院等多家主要从事其他行业的控股子公司因自有闲置物业出租，也对该板块收入产生一定贡献。

针对自持物业的经营管理，公司制定了《所属企业物业租赁经营管理工作指导意见》等管理制度。子公司依法依规开展物业租赁经营的各项工作，根据物业的实际情况，通过公开招租、邀请招租、续租等方式确定写字楼、厂房、仓库、商铺等自持物业的承租方。物业租赁价格参照深圳市房屋租赁管理部门最新发布的房屋租金指导价，结合市场行情、周边同类物业的租金水平及物业实际情况等因素确定每平方米物业的租金价格。2017~2019 年及 2020 年 1-3 月，公司园区租赁及运营业务实现收入分别为 7.83 亿元、10.91 亿元、7.07 亿元和 1.60 亿元。

近年来受益于天音控股和怡亚通并表，高端服务业收入增长较快

公司高端服务业主要由子公司深圳市人才集团有限公司、深圳会展中心管理有限责任公司、天音通信控股股份有限公司和深圳市公路客货运输服务中心有限公司等负责运营。2017~2019 年及 2020 年 1-3 月，公司高端服务业实现收入分别为 53.42 亿元、203.79 亿元、1,310.26 亿元和 281.11 亿元，2018 年较上年增长较多主要系当年天音控股并表所致；2019 年较上年增长较多主要系当年怡亚通并表所致。

深圳市人才集团有限公司（以下简称“人才集团”）的前身是 1984 年成立的深圳市人才服务公司

（事业编制、企业化管理），1989 年更名为深圳市人才交流中心，2017 年更名为深圳市人才集团有限公司。经过多年发展人才集团逐渐发展成为集现场招聘、网络招聘、人才信息服务、人事代理、人才派遣、人才征信、人事外包、人才培训、大学生就业服务、承办人才高交会和人才文博会、举办毕业生就业双选会、管理和服务流动党员等兼具市场化服务和公益型服务职能的华南地区知名、全国具有一定影响力的大型人才服务专业机构。人才派遣和外包收入占比超过 95%，2019 年人才集团营业总收入 45.37 亿元，其中人才派遣和外包服务收入为 43.81 亿元；2020 年 1-3 月，人才集团营业总收入 11.86 亿元，其中人才派遣和外包服务收入为 11.72 亿元。

天音控股成立于 1997 年，于 1997 年 12 月 2 日在深圳证券交易所上市，股票代码为 000829，2018 年 8 月，公司与深圳市天富锦创业投资有限责任公司（以下简称“天富锦”）签署《一致行动协议》，公司成为天音控股的控股股东，《一致行动协议》签署后，天富锦成为公司的一致行动人，公司成为天音控股的控股股东。截至 2020 年 3 月末，天音控股注册资本为 10.33 亿元，公司持有天音控股 18.80%股份，但对天音控股的表决权为 28.48%。

2019 年，天音控股继续聚焦产业互联网战略，坚持以手机分销为核心，以彩票业务为重点，以建设“一网一平台”为抓手，逐步形成“1+N”战略布局和“重点业务海外发展布局”的发展策略。目前，天音控股主要业务包括手机分销、彩票业务、零售电商业务、移动转售和移动互联网业务。手机分销业务为天音通信的核心业务，也是“一网一平台”战略的支柱产业，2019 年在苹果业务方面，天音控股获得京东 CES 渠道的授权，成为国内唯一同时具有苹果线上、线下分销和线下零售三大渠道授权的代理商；华为方面，截至 2019 年末，天音控股帮助华为成功运营智能生活馆和 1,700 多家 HESR 的专

卖店；三星业务方面，天音控股成为三星最大的国代商。彩票业务作为天音控股的重点业务，业务范围覆盖电脑票、即开票、视频彩票等国内主流彩票的游戏的设计和优化、彩票销售系统的建设和运营、彩票营销服务与支持、彩票销售渠道的建设和运营等领域，2019年上半年天音控股成功中标中福彩基诺游戏全国建设项目，下半年中标中国福利彩票视频型彩票新系统业务软件建设项目。零售电商业务为天音控股新增业务，天音控股于2018年收购上海能良电子科技有限公司，开始发展零售电商业务，目前已服务超过千万用户，合作品牌数量从54家增长到102家，SPU数量达到2,432个。2017~2019年及2020年1-3月，天音控股实现营业收入分别为396.28亿元、424.66亿元、529.42亿元和143.78亿元；同期，实现净利润分别为2.48亿元、-2.31亿元、0.84亿元和0.72亿元。

表 14：2018~2019 年天音控股营业收入情况（亿元）

收入分类	2018	2019
通信产品销售	410.52	452.67
通信产品维修	1.55	1.17
彩票设备	4.29	3.94
零售电商	-	64.59
其他	8.31	7.05
合计	424.66	529.42

资料来源：天音控股年报，中诚信国际整理

怡亚通成立于1997年11月，于2007年11月于深交所上市，股票代码为002183.SZ，深圳市怡亚通投资控股有限公司（以下简称“怡亚通控股”）就转让部分怡亚通股份事宜与公司分别于2018年5月15日和2018年9月9日签署了《股权转让协议》，转让的股份分别为13.30%和5.00%，转让完成后，公司持有怡亚通18.30%的股份，为怡亚通第一大股东，怡亚通控股为第二大股东。怡亚通于2018年12月27日收到了怡亚通控股出具的《放弃部分表决权的承诺函》，作出关于“无条件且不可撤销地放弃持有怡亚通的212,269,782股股份（占怡亚通总股本的10%）对应的表决权”的承诺，据此承诺，怡亚通控股持有怡亚通股份表决权由17.85%下降

至7.85%。2019年1月7日，怡亚通控股公告放弃其持有怡亚通10%股份对应的表决权，公司能够实质控股怡亚通成为其控股股东。

怡亚通主营业务是为客户提供全程供应链服务，以广度综合商业服务平台、380新流通服务平台为核心的供应链服务载体，构建服务于各行业、各产业的全程供应链服务，帮助产业链上原材料供应商、品牌商、制造商、下游渠道商、销售终端、大客户、增值服务商等之间实现资源整合、信息连接、平台共享，推动企业向整合型企业发展。2019年，380新流通服务平台整合“供应链+金融+营销+物流+系统等”综合服务能力为品牌方与合伙人打造平台服务模式，基于公司供应链种类繁多的商品优势与覆盖全国的渠道优势，利用电商、无人售货机、社群团购等新型消费渠道拓展消费者购物场景。2019年380分销平台中，酒饮、家电、日化、母婴和食品实现收入分别为76.83亿元、71.07亿元、62.28亿元、52.18亿元和68.48亿元。

广度综合商业服务平台方面，2019年综合商业平台结合各地特有优势资源，与当地政府、国资成立相关合资公司，各合资公司聚焦具体产业，将每个产业“做深做透”。综合商业平台自2018年底启动至今，已在全国23个省、直辖市，开展了百余个项目的深入洽谈，签订战略合作协议30多个，落地项目10余个。2019年广度综合商业服务平台中IT、通信，母婴，家电和化工实现收入与分别为145.97亿元、104.43亿元、69.09亿元和43.68亿元。

表 15：2018~2019 年怡亚通营业收入情况（亿元）

收入分类	2018	2019
380 分销平台	406.79	327.12
广度综合商业服务平台	283.74	384.47
物流平台	7.72	8.06
宇商金控平台	0.11	0.14
其他平台	4.26	3.56
平台间关联交易	-6.01	-5.01
合计	696.92	718.84

注：明细加总数与合计数不符系四舍五入所致

资料来源：怡亚通年报，中诚信国际整理

公司工业制造板块在各自细分领域具有较强的市场竞争力，且近年来该板块整体业务平稳运行，未来随着深纺织对偏光片设备及技术的持续优化、通产丽星对产品的持续研发及新市场的拓展，公司工业制造板块盈利水平或将有所提升

公司工业制造业务主要由深纺织、深圳市通产丽星股份有限公司（以下简称“通产丽星”）和深圳市深投环保科技有限公司负责运营。2017~2019年及2020年1-3月，公司工业制造业务实现收入分别为39.75亿元、39.72亿元、57.22亿元和9.40亿元。

深纺织由深圳市纺织工业公司改制成立，公司股票“深纺织A”、“深纺织B”于1994年8月在深圳证券交易所上市。深纺织的传统业务为服装生产及贸易，1995年深纺织通过成立全资子公司深圳盛波光电科技有限公司开始进入LCD用偏光片生产领域。偏光片是液晶显示器的核心部件，由多种光学特性膜层压制而成。目前，全球偏光片主要供应商有日东电工、住友化学、LG化学、SDI、奇美材料和明基材料。随着国内面板产业的迅猛发展，国际偏光片厂商纷纷将目光投向中国市场，境外偏光片大厂SDI、LG化学、奇美材料已陆续在中国大陆建厂，偏光片市场竞争加剧。

深纺织是国内较早进入偏光片生产领域的企业，拥有20多年偏光片产业的运作经验，技术积累逐步达到国际先进水平。截至2020年3月末，深纺织拥有TFT-LCD用偏光片6条生产线及2,080万平方米的年生产能力，在国内竞争力较强，且得到了深圳市政府及公司的强力支持。目前7号线在建，规划产能为3,200万平方米，主要产品为TFT/OLED。公司产品涵盖TN、STN、TFT、OLED、3D、染料片、触摸屏用光学膜等领域，主要应用于TV、NB、导航仪、Monitor、车载、工控、仪器仪表、智能手机、可穿戴设备、3D眼镜、太阳眼镜等产品，已成为华星光电、京东方、龙腾光电、深超光电、LGD、深天马等主流面板企业的合格供应商。

2017~2019年及2020年1-3月，深纺织实现营

业收入分别为14.76亿元、12.72亿元、21.58和3.84亿元，其中偏光片制造收入分别为8.52亿元、8.32亿元、14.30亿元和3.58亿元，2019年营业收入较上年增长69.62%，主要系TFT-LCD二期6号线在2018年下半年投产，产能在本年度释放，销量同比增加所致。2019年，公司前五大客户销售金额合计13.21亿元，占当年销售总额的比重为61.20%；当年向前5名供应商合计采购金额为5.67亿元，占总采购金额的比重为42.38%。

表 16：2017~2019 年及 2019 年 1-3 月深纺织主要经营情况

单位：亿元、万平方米、条				
项目名称	2017	2018	2019	2020.1-3
营业收入	14.76	12.72	21.58	3.84
其中：偏光片	8.52	8.32	14.30	3.58
服装	0.41	0.47	0.46	0.13
贸易	4.67	2.89	5.17	0.00
偏光片产能	1,080	2,080	2,080	2,080
偏光片产线数量	5	6	6	6
偏光片产量	853.29	1,110.26	1,806.66	412.99

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

通产丽星为国内化妆品塑料包装行业的龙头企业，与宝洁、箭牌、欧莱雅、联合利华、资生堂、玫琳凯、雅诗兰黛等国际著名化妆品企业建立了长期稳定的合作关系，覆盖超过85%以上的一线化妆品品牌。2019年公司完成发行股份收购力合科创集团有限公司100%股权事项，新增科技创新服务业务。2017~2019年，营业总收入分别为12.35亿元、22.78亿元和21.50亿元；其中，软管实现收入分别为4.06亿元、4.66亿元和5.79亿元。

表 17：2017~2019 年通产丽星主要经营情况

项目名称	2017	2018	2019
营业收入（亿元）	12.35	22.78	21.50
软管（亿元）	4.06	4.66	5.79
吹瓶（亿元）	1.87	1.88	1.70
注塑	2.32	2.83	2.77
灌装	2.53	2.58	3.65
包装销售量（亿支）	13.51	14.74	15.04
灌装销售（万吨）	1.24	1.17	1.34

资料来源：通产丽星年报，中诚信国际整理

公司在规划设计相关行业拥有丰富的项目经验，承接了较多具有知名度的项目，此外公司在该领域拥有较强的业务资质

公司规划设计业务分别通过深圳市建筑设计研究总院有限公司、深圳市水务规划设计院有限公司和深圳市综合交通设计研究院经营。近年来，公司规划设计业务实现收入规模稳步增长，2017~2019年及2020年1-3月分别为18.07亿元、24.23亿元、27.38亿元和4.40亿元。

深圳市建筑设计研究总院有限公司为深圳市直属的大型国家甲级设计院，拥有多项专业资质，其中包括：建筑行业（建筑工程）甲级资质，可从事资质证书许可范围内相应的建设工程总承包业务以及项目管理和相关的技术与管理服务；城乡规划编制甲级资质；市政行业（给水工程、排水工程、热力工程）专业乙级资质和风景园林工程设计专项乙级资质。近年来，深圳市建筑设计研究总院有限公司完成国内外建筑工程设计项目6,500余项，覆盖办公建筑、商业建筑、医疗建筑、体育建筑、居住建筑、教育建筑、工业园区及城市规划、市政工程等各种类型。先后设计了深圳市深房广场、深圳市邮电枢纽中心大厦、广东省委办公楼、温州会展中心、深圳市大学城清华大学园区、深圳市基督教堂、云天化集团总部办公楼与科技楼等标志性建筑，与境外事务所合作设计完成了深圳市地王大厦、深圳市市民中心、深圳世贸中心大厦、深圳市宝安体育馆与和黄中航广场等大型项目。

重大事项

深圳经济特区房地产（集团）有限公司与恒大地产集团有限公司及其股东重组上市事项

2016年10月10日，深深房及公司与恒大地产集团有限公司（以下简称“恒大地产”）及其股东广州市凯隆置业有限公司（以下简称“凯隆置业”）签署了《关于重组上市的合作协议》，深深房以发行A股股份及/或支付现金的方式购买恒大地产100%股权；交易完成后，凯隆置业将成为深深房的控股股

东，深深房将不再列入公司的合并范围内，本次重大资产重组涉及深圳市国有企业改革，交易结构较为复杂，截至目前，该资产重组仍在进行中，其对公司经营和财务状况的影响目前尚无法准确估量。

战略规划及管理

公司根据深圳市国资委对其的发展定位，制定了相对清晰与符合自身发展的战略规划及目标。全力推进科技金控平台建设，深入实施“一区多园”战略，强化资本运作和产业培育

根据深圳市国资委对公司的国有资本投资公司的功能定位，公司制定了未来五年发展规划。未来，公司将实施双轮驱动、搭建三大平台、推动三化经营，打造成为国际一流的国有资本投资公司。根据2019年8月21日获批的《深圳市区域性国资国企综合改革试验实施方案》，公司亦将承担探索“完善国有资本投资公司功能”的重任，通过加强国有股权投资、运作与管理，推动国有资本做强做优做大。到2020年，力争成为世界500强企业，控股10家以上上市公司。

公司将构建金融控股、科技园区、实业投资三大平台，利用金融控股平台打通资金端、利用科技园区平台联通资产端、利用实业投资平台对接投融资，形成融通资本、货币和信贷三大市场的更好服务实体经济的发展架构，打造国际一流的国有资本投资运营公司。

另外，公司将以企业化运作经营资源，推动资源资产化；以持续扩大再生产规模，推动资产资本化；以系统性对接资本市场，推动资本证券化，实现资源、资产、资本、资金良性循环以及国有资本和社会资本共生共荣。

产业板块方面，公司将发展以科技金融为特色的金融服务产业集群，掌控资金筹措端口，为科技园区、新兴产业提供资金支持，同时分享行业发展红利。发展以创新服务为特色的科技园区产业集群，打造产业发展平台，为金融服务、新兴产业提供集聚空间，同时优化资产组合结构。发展以科技

产业为特色的新兴产业与高端服务产业集群，构筑投资引导体系，为金融服务、科技园区提供资产内容，同时储备长远发展后劲。

公司法人治理结构完善，拥有健全的管理体系

根据公司章程，公司董事会应设9名董事，其中外部董事6名，内部董事3名（含职工董事1名）。董事会下设战略与预算委员会、提名委员会、薪酬与考核委员会、审计与风险管理委员会4个专门委员会。公司监事会设5名监事，其中3名监事由市国资委委派，2名监事由职工代表出任。

在制度建设方面，公司制定了多项管理制度，包括财务管理规定、财产管理办法、全面预算管理办法、担保管理办法、全面风险管理暂行办法、投资管理办法、绩效管理办法和人力资源管理办法等，内部控制体系较为完善。

财务分析

以下分析主要基于公司提供的经天健会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2017年度审计报告、经致同会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2018~2019年度审计报告以及未经审计的2020年一季度财务报表。2017年财务数据为2018年审计报告期初数；2018年财务数据为2019年审计报告期初数；2019年财务数据为2019年审计报告期末数。公司各期财务报告均按照新会计准则编制，所有数据均为合并报表口径。

盈利能力

受合并范围的扩大及业务的持续发展，公司营业收入增长较快，但营业毛利率受新增合并子公司毛利率较低影响，呈现下降趋势；公司经营性业务利润和投资收益合计占利润总额不低于80%，盈利能力很强且盈利质量较好，但受营业收入快速增长 EBITDA 利润率呈现下降趋势

随着合并范围的不断扩大和已有业务的持续发展，近年来，公司营业收入快速增长。2019年营业总收入较上年大幅度增长，主要系合并怡亚通和天音控股所致。分板块来看，得益于资本市场景气度的提升，2019年公司证券业务收入增长较快；保险及担保业务随着业务的持续开展，营业收入稳步增长；得益于大力发展园区建设及深圳市房地产景气度提升等，2019年房地产及园区开发业务收入增长较快；受益于梅林关等项目如期交付确认收入，2019年物流园区建设业务收入增长较快。

毛利率方面，受新增合并报表子公司业务毛利率较低影响，公司营业毛利率呈下降趋势，2017~2019年及2020年1-3月，公司营业毛利率分别为48.88%、37.07%、21.32%和22.42%。分板块来看，受业务属性原因，公司科技金融板块毛利率较高，近年来，始终保持在75%以上，其中证券业务毛利率维持在90%以上；科技园区板块毛利率呈现上升趋势，2017~2019年毛利率分别为33.41%、37.49%和41.84%；新兴产业与高端服务板块随着怡亚通和天音控股的并表，呈现下滑趋势。

表 18：近年来公司主要板块收入结构及毛利率情况（亿元、%）

项目	2017		2018		2019		2020.1-3	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
科技金融板块	143.49	95.97	173.74	77.72	236.02	77.21	52.06	91.03
保险	0.13	100.00	36.35	24.50	46.80	29.88	11.83	96.33
担保	24.12	76.64	36.62	78.42	47.50	75.85	11.52	74.87
证券	119.24	99.88	100.31	96.66	140.32	93.24	28.30	95.25
股权投资	-	-	0.46	100.00	1.39	100.00	0.41	100.00
科技园区板块	219.05	33.41	274.82	37.49	362.25	41.84	67.82	47.77
房地产及园区开发	109.34	33.67	119.59	49.20	164.67	51.03	49.90	61.84
建筑施工	13.93	5.13	45.99	2.9	40.74	2.81	4.31	-0.21
物流园区建设	87.95	37.21	98.33	40.26	150.03	42.78	12.01	5.53

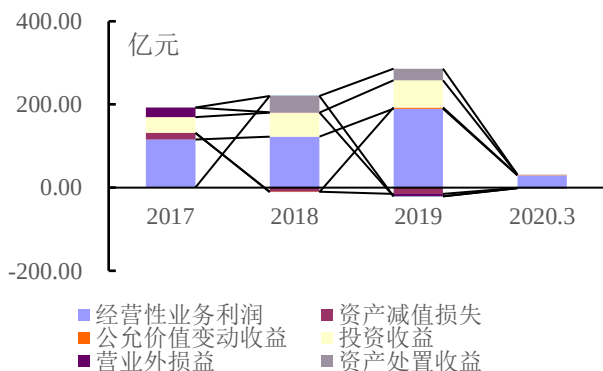
园区租赁及运营	7.83	37.63	10.91	29.96	7.07	32.89	1.60	55.45
新兴产业与高端服务板块	111.27	18.61	268.99	10.38	1,394.88	6.54	294.91	4.48
高端服务	53.42	16.71	203.79	7.15	1,310.26	5.24	281.11	3.95
工业制造	39.75	17.28	39.72	18.76	57.22	30.38	9.40	18.77
规划设计	18.07	27.40	24.23	23.26	27.38	18.91	4.40	8.34
实业投资	0.03	-164.43	1.24	21.47	0.01	-601.00	0.00	-497.66
合计	473.81	48.88	717.55	37.07	1,993.40	21.32	414.79	22.42

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

受合并范围的不断扩大，销售费用和管理费用中的职工薪酬增长较快，同时随着公司对外融资规模的扩大，财务费用中的利息费用支出亦增长较快。受新合并报表中的怡亚通和天音控股营业收入规模较大影响，公司的期间费用收入占比呈现下降趋势，2017~2019年及2020年1-3月，期间费用收入占比分别为20.30%、16.77%、10.02%和11.27%。

公司投资参股了较多公司且持有部分金融资产，每年产生的投资收益较为可观，2017~2019年，投资收益分别为37.66亿元、57.93亿元和65.19亿元，主要来自于权益法核算的长期股权投资收益、可供出售金融资产等取得的投资收益和处置可供出售金融资产取得的投资收益。

图6：近年来公司利润总额构成情况



资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

公司经营性业务利润规模较大且呈现增长趋势，主要系公司科技金融板块盈利很强和科技园区板块毛利率逐渐增长所致。此外，公司的利润总额规模亦较大，主要由经营性业务利润和投资收益构成，2017~2019年利润总额分别为192.48亿元、238.83亿元和251.81亿元，近年来经营性业务利润和投资收益合计占利润总额不低于80%。

随着利润总额的增加和费用化利息支出的持

续增长，EBIT和EBITDA亦呈现逐年增长的态势，2017~2019年EBITDA分别为242.83亿元、302.63亿元和3345.33亿元。近年来，营业收入增长率高于EBITDA增长率，使得EBITDA利润率呈现下降趋势。

表19：近年来公司盈利能力相关指标（亿元、%）

	2017	2018	2019	2020.1-3
期间费用合计	96.19	120.33	199.74	46.73
期间费用率	20.30	16.77	10.02	11.27
经营性业务利润	115.90	122.40	189.86	29.39
投资收益	37.66	57.93	65.19	0.90
营业外损益	22.90	0.75	-5.87	0.80
利润总额	192.48	209.65	251.81	25.62
EBIT	209.44	238.83	299.26	38.04
EBITDA	242.83	302.63	345.33	-
EBITDA 利润率	51.25	42.18	17.32	-
总资产收益率	4.72	4.58	4.77	2.16

资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

资产质量

公司资产规模呈现较快增长，且以金融类资产为主，资产流动性及变现能力较好；随着债务规模的增加和合并子公司的增多，财务杠杆率呈现波动状态，但依然处于合理水平

近年来，随着公司并表子公司不断增多且各业务板块持续发展，公司资产总额快速增长，2017~2019年末及2020年3月末，总资产分别为4,863.88亿元、5,561.15亿元、6,995.08亿元和7,125.06亿元；此外，负债总额亦呈现增长趋势，同期负债总额分别为2,663.67亿元、3,224.75亿元、3,939.61亿元和4,181.85亿元，主要系随着业务规模的发展，公司持续对外融资及并表怡亚通所致。2017~2019年末及2020年3月末，所有者权益分别为2,200.21亿元、2,336.40亿元、3,055.47亿元和

2,943.20 亿元，2019 年末较上年增长较多主要系当年深圳市国资委无偿划转华润深国投信托有限公司 49%股权至公司，增加资本公积 99.38 亿元；公司可供出售金融资产公允价值变动损益计入其他综合收益，当年其他综合收益增加 229.80 亿元；此外，由于公司合并报表控股子公司增加，当年少数股东权益增加 301.03 亿元。受可供出售金融资产公允价值变动损益影响，2020 年 3 月末所有者权益较上年末有少许下降。

近年来，公司财务杠杆率呈现波动状态，但仍保持在相对合理水平，2017~2019 年末及 2020 年 3 月末，资产负债率分别为 54.76%、57.99%、56.32% 和 58.69%；同期末，总资本化比率分别为 37.41%、45.50%、42.45%和 46.95%。

表 20：近年来公司主要资产情况（亿元）

	2017	2018	2019	2020.3
货币资金	748.84	846.53	1,240.04	1,346.06
交易性金融资产	-	-	636.10	698.52
存货	292.43	346.17	520.44	523.36
其他流动资产	226.49	352.84	479.03	483.36
可供出售金融资产	1,186.09	1,099.30	1,122.35	945.87
投资性房地产	286.78	367.77	521.18	577.45
无形资产	309.04	304.94	323.58	341.38
长期股权投资	188.52	367.77	521.18	577.45
总资产	4,863.88	5,561.15	6,995.08	7,125.06

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

资产结构方面，公司以流动资产为主，截至 2020 年 3 月末，公司的流动资产占资产总额的比重为 57.72%。流动资产主要由货币资金、拆出资金、交易性金融资产、存货和其他流动资产。货币资金主要系银行存款和其他货币资金，2019 年末较上年增长较多主要系国信证券经纪业务客户存放在证券账户资金增加以及怡亚通并表所致，截至 2019 年末，受限货币资金 130.87 亿元；拆出资金全部为国信证券融出资金，其中 95%以上为融资融券业务融出资金，且大部分为对个人拆出资金，由于风控严格及风险隔离机制设定完备，收回风险相对较小；交易性金融资产，主要系国信证券自营投资的股票和债券，主要以短期持有赚取差价为目的；存货主要系开发的园区及房地产项目和库存商品等，2019

年末较上年增加 50.34%，主要系怡亚通并表导致库存商品增加、深圳国际新增商置土地整备和城建集团购买土地；其他流动资产主要系委托贷款资产、银行理财产品和存出保证金。

非流动资产方面，非流动资产主要由可供出售金融资产、长期股权投资、投资性房地产和无形资产构成。可供出售金融资产主要系国信证券对可供出售债券、可供出售权益工具等金融资产的投资；长期股权投资主要系对广深珠高速公路有限公司、广东广珠西线高速公路有限公司等联营企业、合营企业以及其他企业的投资；投资性房地产主要系公司拥有的房屋建筑物等；无形资产主要系收费公路的特殊经营权和土地使用权。

负债结构方面，公司以流动负债为主，且呈上升趋势，截至2020年3月末，流动负债占负债总额的比重为62.99%。流动负债主要由短期借款、卖出回购金融资产款、代理买卖证券款和其他流动负债构成。短期借款主要由抵押借款、信用借款等构成，2019年末较上年增长较多，主要系怡亚通并表所致；卖出回购金融资产款主要系国信证券回购融资业务产生，回购标的以债券为主；代理买卖证券款主要系国信证券接受客户委托，代理客户买卖股票、债券和基金等有价值证券而收到的款项，2019年代理买卖证券款较上年增长43.55%，主要系当年证券市场回暖，国信证券代理客户买卖业务有所增长；其他流动负债主要系长期借款和应付债券，长期借款主要系信用借款和抵押借款等；应付债券主要系公司及子公司发行的各类债务融资工具。

现金流及偿债能力

经营活动净现金流和投资活动净现金流主要呈现净流出状态，其对债务的本息保障程度较弱；公司的债务规模呈现增长趋势且短期债务规模较大，短期偿债压力有所增加；虽然随着债务规模增长，EBITDA 对债务的保障能力有所减弱，但保障能力依然较好

公司经营活动现金流入主要来自于销售商品、提供劳务所收到的现金，主要包括下属子公司所开展的各类经营性业务产生的现金流入；经营活动现金流出同样主要系下属子公司所开展的各类经营性业务所产生的现金流出。2017 年和 2018 年经营活动净现金流呈流出状态，2019 年经营活动净现金流为 404.10 亿元，主要系受当年证券市场回暖国信证券经纪业务收入产生较多现金流入。近年来，公司投资活动净现金呈现大幅流出状态，但净流出规模有所减少，主要系公司及其子公司配合市国资委的调整要求，调整对各行业的投资力度所致。

公司债务规模随着融资需求增加及合并子公司的增多快速增长，2017~2019 年末及 2020 年 3 月末，债务总额分别为 1,315.05 亿元、1,950.83 亿元、2,246.85 亿元和 2,604.85 亿元。债务总额中以短期债务和长期债务规模相差不大，截至 2019 年末，长短期债务比（短期债务/长期债务）为 1.09 倍。

受债务规模增长的速度高于 EBITDA 增长速度，公司总债务/EBITDA，有稍许增长，2017~2019 年末，总债务/EBITDA 分别为 5.42 倍、6.45 倍、6.51 倍；此外，近年来随着债务规模的增加，利息支出亦快速增长，使得 EBITDA 利息倍数呈现下降趋势，EBITDA 对债务本息的保障能力有所减弱，但依然较好。除 2019 年和 2020 年一季度经营活动净现金流净流入外，近年来公司的投资活动净现金流和经营活动净现金流主要呈现净流出状态，对债务本息保障程度较弱。

表 21：近年来公司现金流及偿债指标情况（亿元、X、%）

	2017	2018	2019	2020.1-3
经营活动净现金流	-153.17	-131.61	404.10	70.66
投资活动净现金流	-219.17	-157.82	-130.59	-15.37
总债务	1,315.05	1,950.83	2,246.85	2,604.85
经营活动净现金流/总债务	-0.12	-0.07	0.18	-
经营活动净现金流/利息支出	-7.06	-3.76	8.06	5.41
(CFO-股利)/总债务	-0.17	-0.13	0.11	-
FCF/总债务	0.11	0.06	0.15	-
总债务/EBITDA	5.42	6.45	6.51	-
EBITDA 利息倍数	11.19	8.64	6.89	-

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

公司外部授信较好，未使用授信余额较多，备用流动性充足；公司受限资产主要系证券业务产生的受限资产，此外公司本部对外担保金额较小，对外担保风险可控

银行授信方面，截至2020年3月末，公司本部银行授信额度为2,528.00亿元，未使用额度为2,328.22亿元，备用流动性充足。

受限资产方面，截至2019年末，公司受限资产账面价值合计为800.91亿元，占当期总资产的比重为11.45%，受限资产主要系限售期、回购交易抵押、担保、债券借贷业务质押、质押借款的交易性金融资产，回购交易设定质押、债券借贷业务设定质押的其他债权投资和货币资金等。

对外担保方面，截至2020年3月末，公司本部对外担保余额为16.59亿元，占当期公司本部净资产的比重为1.27%。

过往债务履约情况：根据公司提供的《企业信用报告》，截至2020年4月30日，公司不存在未结清不良信贷信息、已结清不良信贷信息、欠息信息，未出现已发行债务融资工具到期未偿付情形。

外部支持

公司在深圳市国资体系中战略地位显著，在资本金注入、股权划入和财政补贴等方面持续获得深圳市国资委的大力支持

公司作为深圳市属大型国有控股企业对全资、控股和参股企业的国有股权进行投资、运营和管理，下属多家公司为行业龙头企业。2018 年，国务院国有企业改革领导小组决定选取百家中央子企业和百家地方国有骨干企业，在 2018~2020 年间实施“国企改革双百行动”，公司成为深圳市入选的 5 家市属国有企业之一。

公司在深圳市国资体系中战略地位显著，自公司成立以来，深圳市国资委在资本金注入、股权划转和财政补贴等方面给予公司支持。资本金注入方面，2017~2019年深圳市国资委对公司增加注册资本金分别为15.69亿元、22.00亿元和23.00亿元。股

权划转方面，2019年，深圳市国资委无偿划转华润深国投信托有限公司49%股权至公司。财政补贴方面，2017~2019年，公司收到政府补助分别为2.03亿元、1.83亿元和5.40亿元。

评级结论

综上所述，中诚信国际评定深圳市投资控股有限公司主体信用等级为**AAA**，评级展望为稳定；评定“深圳市投资控股有限公司2020年面向合格投资者公开发行公司债券（第三期）”的债项信用等级为**AAA**。

中诚信国际关于深圳市投资控股有限公司 2020 年面向合格投资者公开发行公司债券（第三期）的跟踪评级安排

根据中国证监会相关规定、评级行业惯例以及本公司评级制度相关规定，自首次评级报告出具之日（以评级报告上注明日期为准）起，本公司将在本期债券信用级别有效期内或者本期债券存续期内，持续关注本期债券发行人外部经营环境变化、经营或财务状况变化以及本期债券偿债保障情况等因素，以对本期债券的信用风险进行持续跟踪。跟踪评级包括定期和不定期跟踪评级。

在跟踪评级期限内，本公司将于本期债券发行主体及担保主体（如有）年度报告公布后两个月内完成该年度的定期跟踪评级，并根据上市规则于每一会计年度结束之日起 6 个月内披露上一年度的债券信用跟踪评级报告。此外，自本次评级报告出具之日起，本公司将密切关注与发行主体、担保主体（如有）以及本期债券有关的信息，如发生可能影响本期债券信用级别的重大事件，发行主体应及时通知本公司并提供相关资料，本公司将在认为必要时及时启动不定期跟踪评级，就该事项进行调研、分析并发布不定期跟踪评级结果。

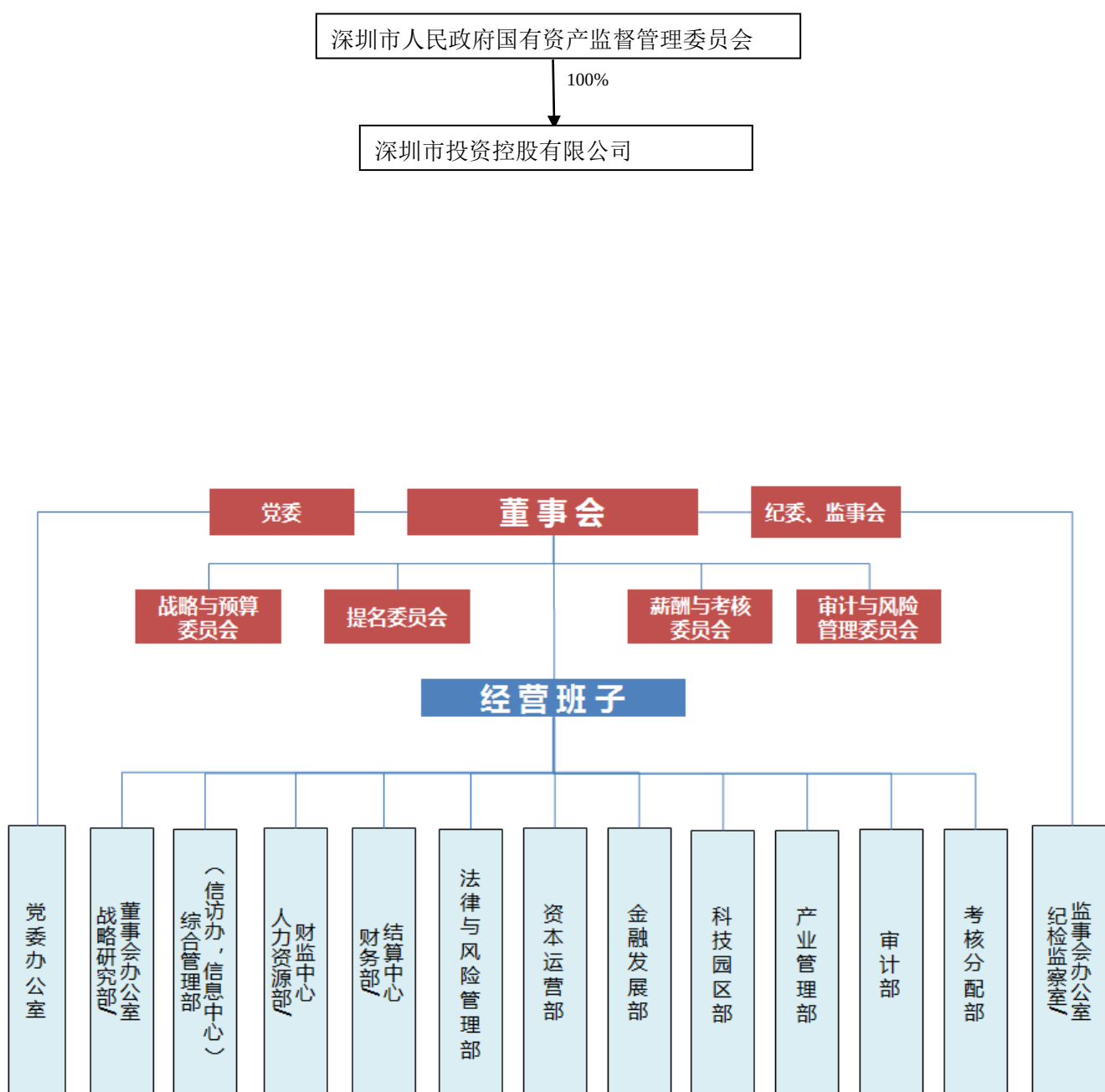
本公司的定期和不定期跟踪评级结果等相关信息将根据监管要求或约定在本公司网站（www.ccxi.com.cn）和交易所网站予以公告，且交易所网站公告披露时间不得晚于在其他交易场所、媒体或者其他场合公开披露的时间。

如发行主体、担保主体（如有）未能及时或拒绝提供相关信息，本公司将根据有关情况进行分析，据此确认或调整主体、债券信用级别或公告信用级别暂时失效。

中诚信国际信用评级有限责任公司

2020 年 5 月 12 日

附一：深圳市投资控股有限公司股权结构图及组织结构图(截至 2020 年 3 月末)



资料来源：公司提供

附二：深圳市投资控股有限公司财务数据及主要指标（合并口径）

财务数据（单位：万元）	2017	2018	2019	2020.3
货币资金	7,488,439.11	8,465,345.13	12,400,414.87	13,460,569.69
应收账款	443,221.94	654,114.51	1,902,691.84	2,100,800.21
其他应收款	450,324.39	882,172.65	820,195.00	669,467.74
存货净额	2,924,327.09	3,461,689.24	5,204,359.23	5,233,590.17
长期投资	13,746,038.56	14,670,764.34	16,435,314.87	15,240,756.04
固定资产	1,014,586.29	1,175,944.63	1,796,832.29	1,811,231.89
在建工程	561,473.92	415,481.91	515,129.87	532,094.08
无形资产	3,090,411.29	3,049,363.57	3,235,810.51	3,413,843.34
总资产	48,638,757.39	55,611,477.73	69,950,802.19	71,250,565.92
其他应付款	1,400,697.48	1,487,985.02	1,758,492.20	1,631,161.47
短期债务	6,333,286.21	9,220,736.86	11,727,597.38	14,018,224.62
长期债务	6,817,209.40	10,287,562.97	10,740,904.66	12,030,261.59
总债务	13,150,495.62	19,508,299.83	22,468,502.04	26,048,486.21
净债务	5,662,056.51	11,042,954.70	10,068,087.17	12,587,916.52
总负债	26,636,689.21	32,247,459.36	39,396,145.95	41,818,528.48
费用化利息支出	169,518.36	291,797.78	474,574.24	124,203.20
资本化利息支出	47,573.73	58,665.92	26,799.27	6,478.15
所有者权益合计	22,002,068.18	23,364,018.37	30,554,656.24	29,432,037.44
营业总收入	4,738,135.20	7,175,471.51	19,933,980.23	4,147,876.53
经营性业务利润	1,158,957.07	1,224,001.18	1,898,599.24	293,928.93
投资收益	376,644.06	579,341.49	651,883.18	9,041.90
净利润	1,490,895.72	1,595,299.46	1,963,530.15	161,051.21
EBIT	2,094,356.14	2,388,292.24	2,992,625.56	380,410.50
EBITDA	2,428,330.99	3,026,329.86	3,453,317.72	-
经营活动产生现金净流量	-1,531,732.14	-1,316,136.80	4,041,000.12	706,618.04
投资活动产生现金净流量	-2,191,688.44	-1,578,243.04	-1,305,858.90	-153,710.23
筹资活动产生现金净流量	2,771,826.68	3,476,618.21	411,988.53	1,060,859.84
资本支出	1,105,599.25	726,170.55	646,462.68	126,357.17
财务指标	2017	2018	2019	2020.3
营业毛利率（%）	48.88	37.07	21.32	20.63
期间费用率（%）	20.30	16.77	10.02	11.27
EBITDA 利润率（%）	51.25	42.18	17.32	-
总资产收益率（%）	4.72	4.58	4.77	2.16
净资产收益率（%）	7.55	7.03	7.28	2.15
流动比率（X）	1.73	1.68	1.61	1.56
速动比率（X）	1.54	1.49	1.40	1.36
存货周转率（X）	0.78	1.41	3.62	0.62
应收账款周转率（X）	11.07	13.08	15.59	2.07
资产负债率（%）	54.76	57.99	56.32	58.69
总资本化比率（%）	37.41	45.50	42.37	46.95
短期债务/总债务（X）	0.48	0.47	52.20	53.82
经营活动净现金流/总债务（X）	-0.12	-0.07	0.18	-
经营活动净现金流/短期债务（X）	-0.24	-0.14	0.34	-
经营活动净现金流/利息支出（X）	-7.06	-3.76	8.06	5.41
总债务/EBITDA（X）	5.42	6.45	10.72	2.11
EBITDA/短期债务（X）	0.38	0.33	6.51	-
EBITDA 利息覆盖倍数（X）	11.19	8.64	0.29	-
EBIT 利息保障倍数（X）	9.65	6.81	6.89	-

注：1、2020 年一季报未经审计；2、所有者权益包含少数股东权益，净利润包含少数股东损益；拆入资金、卖出回购金融资产款和其他流动负债中的有息债务调入短期债务。

附三：基本财务指标的计算公式

指标	计算公式
资本结构	现金及其等价物（货币等价物）=货币资金（现金）+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
	长期投资=可供出售金融资产+持有至到期投资+长期股权投资
	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/交易性金融负债+应付票据+一年内到期的非流动负债+其他债务调整项
	长期债务=长期借款+应付债券+其他债务调整项
	总债务=长期债务+短期债务
	净债务=总债务-货币资金
	资产负债率=负债总额/资产总额
	总资本化比率=总债务/（总债务+所有者权益合计）
经营效率	存货周转率=营业成本/存货平均净额
	应收账款周转率=营业总收入/应收账款平均净额
	现金周转天数=应收账款平均净额×360天/营业收入+存货平均净额×360天/营业成本-应付账款平均净额×360天/（营业成本+期末存货净额-期初存货净额）
盈利能力	营业成本合计=营业成本+利息支出+手续费及佣金成本+退保金+赔付支出净额+提取保险合同准备金净额+保单红利支出+分保费用
	营业毛利率=（营业总收入—营业成本合计）/营业总收入
	期间费用率=（销售费用+管理费用+研发费用+财务费用）/营业总收入
	经营性业务利润=营业总收入-营业成本合计-税金及附加-期间费用+其他收益
	EBIT（息税前盈余）=利润总额+费用化利息支出
	EBITDA（息税折旧摊销前盈余）=EBIT+折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销
	总资产收益率=EBIT/总资产平均余额
	净资产收益率=净利润/所有者权益合计平均值
现金流	EBIT 利润率=EBIT/当年营业总收入
	EBITDA 利润率=EBITDA/当年营业总收入
	资本支出=购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金
	经调整的经营活 动净现金流（CFO-股利）=经营活动净现金流（CFO）-分配股利、利润或偿付利息支付的现金
	FCF=经营活动净现金流-购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金-分配股利、利润或偿付利息支付的现金
偿债能力	留存现金流=经营活动净现金流-（存货的减少+经营性应收项目的减少+经营性应付项目的增加）-（分配股利、利润或偿付利息所支付的现金-财务性利息支出-资本化利息支出）
	流动比率=流动资产/流动负债
	速动比率=（流动资产-存货）/流动负债
	利息支出=费用化利息支出+资本化利息支出
	EBITDA 利息保障倍数=EBITDA/利息支出
偿债能力	EBIT 利息保障倍数=EBIT/利息支出

注：“利息支出、手续费及佣金支出、退保金、赔付支出净额、提取保险合同准备金净额、保单红利支出、分保费用”为金融及涉及金融业务的相关企业专用。根据《关于修订印发 2018 年度一般企业财务报表格式的通知》（财会[2018]15 号），对于已执行新金融准则的企业，长期投资计算公式为：“长期投资=债权投资+其他权益工具投资+其他债权投资+其他非流动金融资产+长期股权投资”。

附四：信用等级的符号及定义

主体等级符号	含义
AAA	受评对象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	受评对象偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低。
A	受评对象偿还债务的能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	受评对象偿还债务的能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	受评对象偿还债务的能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
B	受评对象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	受评对象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	受评对象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	受评对象不能偿还债务。

注：除 AAA 级，CCC 级及以下等级外，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。

中长期债券等级符号	含义
AAA	债券安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
AA	债券安全性很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低。
A	债券安全性较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	债券安全性一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	债券安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
B	债券安全性较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
CCC	债券安全性极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
CC	基本不能保证偿还债券。
C	不能偿还债券。

注：除 AAA 级，CCC 级及以下等级外，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。

短期债券等级符号	含义
A-1	为最高级短期债券，还本付息风险很小，安全性很高。
A-2	还本付息风险较小，安全性较高。
A-3	还本付息风险一般，安全性易受不利环境变化的影响。
B	还本付息风险较高，有一定的违约风险。
C	还本付息风险很高，违约风险较高。
D	不能按期还本付息。

注：每一个信用等级均不进行微调。