

深圳国际控股有限公司

2025 年跟踪评级报告

联合资信评估股份有限公司
China Lianhe Credit Rating Co., Ltd.

专业 | 尽责 | 真诚 | 服务

信用评级公告

联合〔2025〕2168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主体及其相关债券的信用状况进行跟踪分析和评估，确定维持深圳国际控股有限公司主体长期信用等级为 AAA，维持“23 国际 P1”“23 国际 P3”和“23 国际 P7”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：

二〇二五年六月十三日

声 明

一、本报告是联合资信基于评级方法和评级程序得出的截至发表之日的独立意见陈述，未受任何机构或个人影响。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，而非对评级对象的事实陈述或鉴证意见。联合资信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。鉴于信用评级工作特性及受客观条件影响，本报告在资料信息获取、评级方法与模型、未来事项预测评估等方面存在局限性。

二、本报告系联合资信接受深圳国际控股有限公司（以下简称“该公司”）委托所出具，除因本次评级事项联合资信与该公司构成评级委托关系外，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、本报告引用的资料主要由该公司或第三方相关主体提供，联合资信履行了必要的尽职调查义务，但对引用资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。联合资信合理采信其他专业机构出具的专业意见，但联合资信不对专业机构出具的专业意见承担任何责任。

四、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至相应债券到期兑付日有效；根据跟踪评级的结论，在有效期内评级结果有可能发生变化。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。

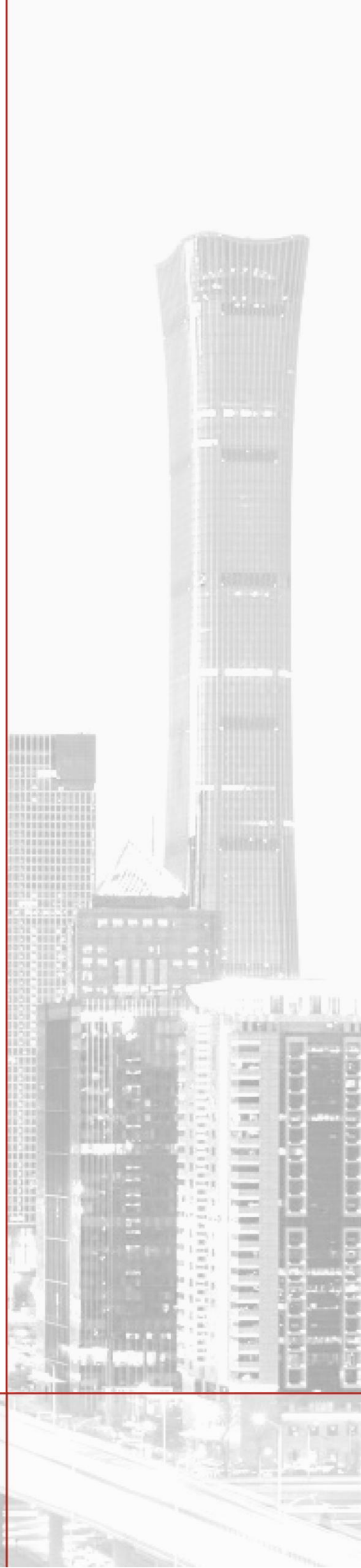
五、本报告所含评级结论和相关分析不构成任何投资或财务建议，并且不当被视为购买、出售或持有任何金融产品的推荐意见或保证。

六、本报告不能取代任何机构或个人的专业判断，联合资信不对任何机构或个人因使用本报告及评级结果而导致的任何损失负责。

七、本报告所列示的主体评级及相关债券或证券的跟踪评级结果，不得用于其他债券或证券的发行活动。

八、本报告版权为联合资信所有，未经书面授权，严禁以任何形式/方式复制、转载、出售、发布或将本报告任何内容存储在数据库或检索系统中。

九、任何机构或个人使用本报告均视为已经充分阅读、理解并同意本声明条款。



深圳国际控股有限公司

2025 年跟踪评级报告

项 目	本次评级结果	上次评级结果	本次评级时间
深圳国际控股有限公司	AAA/稳定	AAA/稳定	2025/06/13
23 国际 P1	AAA/稳定	AAA/稳定	
23 国际 P3	AAA/稳定	AAA/稳定	
23 国际 P7	AAA/稳定	AAA/稳定	

评级观点

跟踪期内，深圳国际控股有限公司（以下简称“公司”）仍主要从事物流、收费公路、港口及大环保业务。公司依法建立了完善的法人治理结构，内部管理体系健全。跟踪期内，公司管理团队主要人员稳定，主要管理制度连续，管理运作正常。公司物流板块全国网络布局日益完善，收费公路路产质量高，固废资源化处理及清洁能源发电业务持续发展，港口项目在长江下游的布局全面投运，整体实力强。公司资产仍主要为土地及楼宇、风电设备、收费公路经营权和于联营及合营公司之权益，盈利能力仍强。公司债务负担适中，其中短期债务占比较高，存在一定短期偿债压力，债务结构有待优化，长期偿债指标表现强，融资渠道畅通。

个体调整：无。

外部支持调整：公司在政府补助等方面持续获得外部支持。

评级展望

未来，随着公司物流节点布局建设持续推进、物流园转型升级释放资产价值、参股及控股路产持续经营、大环保业务持续发展和港口码头持续布局，公司将保持稳定发展。

可能引致评级上调的敏感性因素：不适用。

可能引致评级下调的敏感性因素：发生重大资产或股权划转、对重要职能板块子公司失去管控能力；融资渠道受阻，偿债能力大幅下降。

优势

- **公司整体实力强。**公司物流板块全国网络布局日益完善，收费公路路产质量高，固废资源化处理及清洁能源发电业务持续发展，港口项目在长江下游的布局全面投运，整体实力强。
- **持续获得外部支持。**公司重要子公司深圳高速公路集团股份有限公司（以下简称“深高速”）是深圳市最重要的高速公路投资建设及运营类上市公司。2024 年，深高速其他收益为 2345.80 万元，主要为与日常活动相关的政府补助和税费返还及增值税加计扣除等。截至 2024 年末，深高速递延收益 2.97 亿元，主要为高速公路运营费用补偿及政府补助；长期应收款中电费补贴收入 14.05 亿元。

关注

- **资金支出压力较大。**2025 年，公司计划资本开支约 131 亿元（约 139 亿港元），其中物流园项目约 30 亿元、平湖南项目约 25 亿元、华南物流园转型升级项目约 10 亿元、收费公路和大环保业务约 53 亿元。随着公司业务持续推进，未来仍有较大资金支出压力。
- **债务结构有待优化。**截至 2024 年末，公司全部债务 613.80 亿港元，其中短期债务占比较高，债务结构有待优化。

本次评级使用的评级方法、模型

评级方法 一般工商企业信用评级方法 V4.0.202208				
评级模型 一般工商企业主体信用评级模型（打分表） V4.0.202208				
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	F2	现金流	资产质量	5
			盈利能力	1
			现金流量	6
		资本结构		1
		偿债能力		2
指示评级				aa ⁺
个体调整因素：--				--
个体信用等级				aa ⁺
外部支持调整因素：政府支持				+1
评级结果				AAA

个体信用状况变动说明：由于联合资信评级方法和模型进行统一调整，公司指示评级结果由上次评级的aaa变动为aa⁺，无个体调整因素，故公司的个体信用等级由aaa变动为aa⁺。

外部支持变动说明：公司实际控制人具有非常强的综合实力，在政府补助等方面持续给予公司支持。公司外部支持子级及调整是联合资信结合其个体信用状况，并根据外部支持能力和支持可能性所确定的。

评级模型使用说明：评级映射关系矩阵参见联合资信最新披露评级技术文件。

主要财务数据

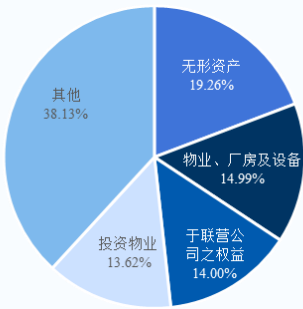
合并口径		
项 目	2023 年	2024 年
现金类资产（亿港元）	108.70	103.08
资产总额（亿港元）	1304.95	1359.98
总权益（亿港元）	549.76	545.23
短期债务（亿港元）	270.43	194.50
长期债务（亿港元）	293.08	419.30
全部债务（亿港元）	563.51	613.80
收入（亿港元）	205.24	155.71
年度纯利（亿港元）	29.05	36.87
EBITDA（亿港元）	105.17	101.53
营运活动产生的净现金（亿港元）	55.52	43.80
营业利润率（%）	36.76	22.85
净资产收益率（%）	5.28	6.76
资产负债率（%）	57.87	59.91
全部债务资本化比率（%）	50.62	52.96
流动比率（%）	48.66	66.93
营运现金流流动负债比（%）	13.22	12.35
现金短期债务比（倍）	0.40	0.53
EBITDA 利息倍数（倍）	4.49	4.95
全部债务/EBITDA（倍）	5.36	6.05

公司本部口径		
项 目	2023 年	2024 年
资产总额（亿港元）	303.21	338.48
总权益（亿港元）	140.71	148.68
全部债务（亿港元）	155.50	182.89
年度纯利（亿港元）	14.74	21.21
资产负债率（%）	53.60	56.08
全部债务资本化比率（%）	52.50	55.16
流动比率（%）	240.16	267.42

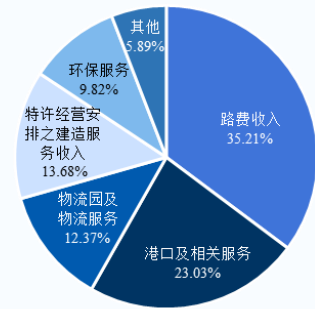
注：本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币

资料来源：联合资信根据公司财务数据整理

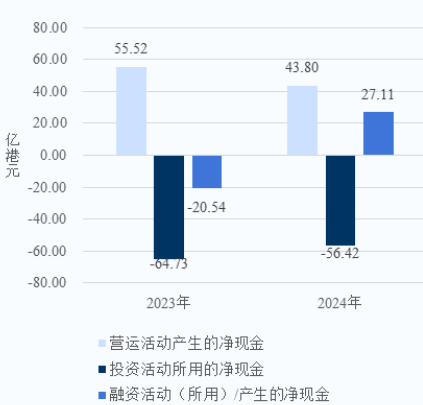
2024 年末公司资产构成



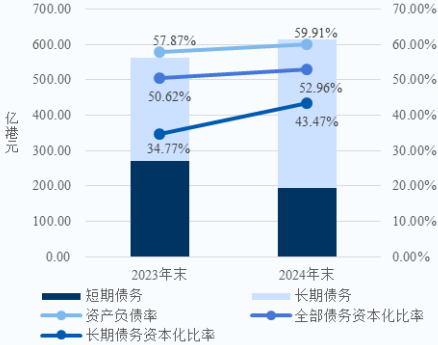
2024 年公司收入构成



公司现金流情况



公司债务情况



跟踪评级债项概况

债券简称	发行规模	债券余额	到期兑付日	特殊条款
23 国际 P1	15.00 亿元	15.00 亿元	2029/07/13	回售选择权，调整票面利率选择权，经营维持承诺
23 国际 P3	16.00 亿元	16.00 亿元	2028/07/26	回售选择权，调整票面利率选择权，经营维持承诺
23 国际 P7	19.00 亿元	19.00 亿元	2028/09/21	回售选择权，调整票面利率选择权，经营维持承诺

注：上述债券仅包括由联合资信评级且截至评级时点尚处于存续期的债券
 资料来源：联合资信整理

评级历史

债项简称	债项评级结果	主体评级结果	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
23 国际 P1 23 国际 P3 23 国际 P7	AAA/稳定	AAA/稳定	2024/06/03	王昀千 张 晨	一般工商企业信用评级方法 V4.0.202208 一般工商企业主体信用评级模型（打分表） V4.0.202208	阅读全文
23 国际 P7	AAA/稳定	AAA/稳定	2023/09/11	霍正泽 徐汇丰	一般工商企业信用评级方法 V4.0.202208 一般工商企业主体信用评级模型（打分表） V4.0.202208	阅读全文
23 国际 P3	AAA/稳定	AAA/稳定	2023/07/19	霍正泽 徐汇丰	一般工商企业信用评级方法 V4.0.202208 一般工商企业主体信用评级模型（打分表） V4.0.202208	阅读全文
23 国际 P1	AAA/稳定	AAA/稳定	2023/07/06	霍正泽 徐汇丰	一般工商企业信用评级方法 V4.0.202208 一般工商企业主体信用评级模型（打分表） V4.0.202208	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
 资料来源：联合资信整理

评级项目组

项目负责人：王昀千 wangyq@lhratings.com

项目组成员：赵传第 zhaocd@lhratings.com

公司邮箱：lianhe@lhratings.com

网址：www.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）



跟踪评级报告

| 3

一、跟踪评级原因

根据有关法规要求，按照联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）关于深圳国际控股有限公司（以下简称“公司”）及其相关债券的跟踪评级安排进行本次跟踪评级。

二、企业基本情况

公司在百慕大注册成立，于香港联合交易所（股票代码：0152.HK）上市。截至 2024 年末，公司法定股本为 30.00 亿股，已发行股份为 24.10 亿 H 股，公司控股股东深圳市投资控股有限公司为深圳市人民政府国有资产监督管理委员会（以下简称“深圳市国资委”）全资附属企业，持有公司 43.95% 股份（直接持有公司 0.01% 的股份、通过全资子公司 Ultrarich International Limited 持有公司 43.94% 的股份），公司实际控制人为深圳市国资委。

公司主要从事物流、收费公路、港口及大环保业务。

截至 2024 年末，公司本部设财务部、战略部、投资部和企业管理部等职能部门；公司重要子公司深圳高速公路集团股份有限公司（股票代码：00548.HK、600548.SH，以下简称“深高速”）主营业务为收费公路及大环保业务的投资、建设和经营管理；公司员工总数 8960 人。

截至 2024 年末，公司总资产 1359.98 亿港元，总负债 814.74 亿港元，总权益 545.23 亿港元，其中公司普通股股权持有人应占有权益 325.00 亿港元。2024 年，公司实现收入 155.71 亿港元，年度纯利 36.87 亿港元。

公司注册地址：Clarendon House, 2 Church Street, Hamilton HM11, Bermuda；法定代表人：李海涛。

三、债券概况及募集资金使用情况

截至 2024 年末，公司由联合资信评级的存续债券见下表，募集资金已按指定用途部分使用或使用完毕，并在付息日正常付息。

图表 1 • 截至 2024 年末公司由联合资信评级的存续债券概况

债券简称	发行金额（亿元）	债券余额（亿元）	起息日	期限	募集资金未使用金额（亿元）
23 国际 P1	15.00	15.00	2023/07/13	6（3+3）年	0.00
23 国际 P3	16.00	16.00	2023/07/26	5（3+2）年	0.00
23 国际 P7	19.00	19.00	2023/09/21	5（3+2）年	1.40

资料来源：联合资信根据 Wind 和公司年报整理

四、宏观经济与政策环境分析

2025 年一季度国民经济起步平稳、开局良好，延续回升向好态势。各地区各部门着力打好宏观政策“组合拳”，生产供给较快增长，国内需求不断扩大，股市楼市价格总体稳定。宏观政策认真落实全国两会和中央经济工作会议精神，使用超长期特别国债资金支持“两重两新”政策，加快专项债发行和使用；创新金融工具，维护金融市场稳定；做好全方位扩大国内需求、建设现代化产业体系等九项重点工作。

2025 年一季度国内生产总值 318758 亿元，按不变价格计算，同比增长 5.4%，比上年四季度环比增长 1.2%。宏观政策持续发力，一季度经济增长为实现全年经济增长目标奠定坚实基础。信用环境方面，人民银行实施适度宽松的货币政策。综合运用存款准备金、公开市场操作、中期借贷便利、再贷款再贴现等工具，保持流动性充裕。健全市场化的利率调控框架，下调政策利率及结构性货币政策工具利率，带动存贷款利率下行。推动优化科技创新和技术改造再贷款，用好两项资本市场支持工具。坚持市场在汇率形成中起决定性作用，保持汇率预期平稳。接下来，人民银行或将灵活把握政策实施力度和节奏，保持流动性充裕。

下阶段，保持经济增长速度，维护股市楼市价格稳定，持续推进地方政府债务化解对于完成全年经济增长目标具有重大意义。进入 4 月之后，全球关税不确定性肆意破坏贸易链。预计财政和货币政策将会适时适度加码，稳住经济增长态势。中国将扩大高水平对外开放，同各国开辟全球贸易新格局。

完整版宏观经济与政策环境分析详见[《宏观经济信用观察（2025 年一季度报）》](#)。

五、行业环境分析

1 物流行业分析

物流行业是国民经济中重要的服务行业。虽然近年来制造业供应链经受多重挑战，但在人工智能、大数据、数字孪生、物联网等技术驱动下，供应链物流企业迎来数字化、智能化转型机遇。国内物流市场规模庞大且高度分散，企业整合与拓展空间大，盈利思路有待拓展。长期看，中国物流行业将保持平稳发展。

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。

行业挑战方面，近年来制造业供应链经受多重挑战。从国际看，全球供应链受到地缘政治冲突、贸易限制与保护、商品产销周期错配等风险的影响，全球经济滞胀预期上升和外需放缓，外贸压力持续加大。从国内看，经济面临有效需求不足、部分行业产能过剩、社会预期偏弱、风险隐患仍然较多的四重压力，导致制造业投资增速放缓，制造企业经营困难，减缓了制造业生产性物流行业快速发展的趋势。

行业政策和机遇方面，在人工智能、大数据、数字孪生、物联网等技术驱动下，供应链物流企业迎来数字化、智能化转型机遇。国务院先后发布《“十四五”智能制造发展规划》《关于加快建设全国统一大市场的意见》《“十四五”现代物流发展规划》等行业政策，提出“大力发展智慧物流”“打造智慧供应链体系”，要求强化物流行业科技赋能，加快物流数字化、智能化转型，促进物流业与制造业深度融合，培育一批具有国际竞争力的现代物流企业，提升一体化供应链综合服务能力。

行业内竞争方面，我国物流行业竞争激烈、市场高度分散。快递业的“马太效应”延续，强者恒强。除快递业的集中度相对较高外，其他多个细分领域（包括零担快运、冷链、综合物流、跨境物流等）行业集中度仍然较低，但亦呈现出日益集中的趋势。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，新增的市场供应量导致部分地区的仓库面临租金价格滞涨和出租率下滑的双重压力，尚需一定的时间消化。

盈利模式方面，物流行业的主要收入来源一是库房、货场租金；二是办公楼租金、配套设施租金、管理费和物业管理费；三是增值服务费、设备租金等；四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。传统的基于出租、租赁的园区盈利模式在中国还占据主导地位。但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。

整体看，随着经济发展对物流仓储、运输等需求的进一步加大，中国物流行业将保持平稳发展。

2 收费公路行业分析

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。2023 年以来，随着经济形势的好转公众出行意愿显著增强，公路旅客运输量大幅提升，货物运输量亦有所增长，公路运输仍为交通运输体系中的主导运输方式。作为重资产行业，高速公路建设投资规模持续增长，但存在回收周期长、收支缺口巨大等问题。为落实交通强国建设总体要求，国家相关部门颁布一系列政策，以支持公路交通领域投资，并为收费公路存量债务接续和化解存量债务风险提供相应保障。长期来看，随着外部环境的好转以及国家高速路网的不断完善，高速公路行业仍有较大投资空间，行业发展前景良好。完整版详见[《2024 年收费公路行业分析》](#)。

六、跟踪期主要变化

（一）基础素质

跟踪期内，公司控股股东和实际控制人未发生变动。企业规模和竞争力方面，公司物流板块全国网络布局日益完善，收费公路路产质量高，固废资源化处理及清洁能源发电业务持续发展，港口项目在长江下游的布局全面投运，公司整体实力强。社会责任方面，公司定期对外披露《环境、社会及管治报告》。公司本部及子公司深高速本部过往债务履约情况良好¹。

¹ 公司为境外主体，无企业信用报告。根据中国人民银行《企业信用报告（自助查询版）》（统一社会信用代码：91440300279302515E），截至 2025 年 5 月 8 日，深高速本部无已结清或未结清的关注/不良信贷信息，过往履约情况良好。根据公司本部及深高速本部过往在公开市场发行债务融资工具的本息偿付记录，公司本部及深高速本部无逾期或违约记录，履约情况良好。截至 2025 年 6 月 11 日，联合资信未发现公司本部或深高速本部存在严重失信行为、曾被列入全国失信被执行人名单、在证券期货市场有严重违法失信行为、

(二) 管理水平

公司依法建立了完善的法人治理结构，内部管理体系健全。跟踪期内，公司管理团队主要人员稳定，主要管理制度连续，管理运作正常。

2024 年 1 月，公司 1 位非执行董事辞任转为高级管理人员；3 月，公司 1 位独立非执行董事获委任；7 月，公司 1 位非执行董事获委任；2025 年 1 月，公司 1 位执行董事辞任。截至 2025 年 3 月末，公司董事会成员 8 位，其中 3 位执行董事、1 位非执行董事、4 位独立非执行董事。

(三) 经营方面

1 业务经营分析

跟踪期内，公司收入和毛利率均有所下降，主要系上年房产住宅项目集中交付，本年无此事项发生所致。公司经营和投资的收费公路车流量较稳定，路产单公里收益处于行业的高水平，路产质量高；环保业务主要包括固废资源化处理及清洁能源发电，餐厨垃圾处理项目运营收入规模持续提升，发电项目电力消纳较有保障；物流园收入维持稳定，成熟物流园区的综合出租率较高，随着物流节点布局建设持续推进，资金支出压力较大；物流园转型升级业务中，上年住宅项目颐城栖湾里完工交付确认收入规模较大，本年无集中交付项目；港口项目在长江下游的布局全面投运，且持续拓展供应链轻资产业务。

图表 2 • 公司营业总收入及毛利率情况

业务板块	2023 年			2024 年		
	收入 (亿港元)	占比 (%)	毛利率 (%)	收入 (亿港元)	占比 (%)	毛利率 (%)
收费公路和大环保业务	103.25	50.31	34.16	100.29	64.41	29.20
其中：路费收入	59.71	29.09		54.82	35.21	
委托建设管理服务及工程咨询服务收入	5.66	2.76		4.82	3.09	
特许经营安排之建造服务收入	14.96	7.29		21.30	13.68	
大环保服务	17.98	8.76		15.29	9.82	
其他	4.95	2.41		4.06	2.61	
物流和港口业务	101.99	49.69	39.41	55.41	35.59	11.44
其中：物流园（含综合物流港）	15.73	7.66		15.94	10.24	
物流服务	3.19	1.55		3.33	2.14	
港口及相关服务	28.05	13.67		35.86	23.03	
物流园转型升级	55.02	26.81		0.29	0.19	
合计	205.24	100.00	36.77	155.71	100.00	22.88

资料来源：联合资信根据公司年报整理

(1) 收费公路和大环保业务

跟踪期内，公司收费公路运营和大环保业务运营主体仍为深高速。

① 收费公路业务

截至 2024 年末，深高速控股及参股的高速公路项目共 16 个，所投资或经营的高速公路里程数按权益比例折算约 613 公里，全部为经营性高速公路。深高速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，还通过股权并购向湖南省和江苏省拓展。路产变动方面，2024 年 3 月，深高速以益常高速收费公路权益及其附属设施作为底层基础设施项目申报发售公募基础设施领域不动产投资信托基金（REITs）并持有该 REITs 40.00%份额，因此深高速对益常高速权益由 100.00%变更为通过 REITs 间接持有 40.00%。从路产到期日看，深高速有 5 条控股、3 条参股高速公路收费权将于 2027 年到期，上述路产剩余收费年限较短且面临维护成本上升风险，其中部分路产计划通过改扩建延长经营期、部分路产暂无改扩建计划，深高速未来收入规模和现金流情况有待关注。

有重大税收违法失信行为以及重大被行政处罚等行为。

图表 3 • 截至 2024 年末深高速控股及参股高速公路收费公路情况

序号	项目	权益比例 (%)	持股情况	位置	收费里程 (公里)	车道数量 (条)	状况	收费到期日 (年、月)
1	梅观高速	100.00	控股	深圳	5.40	8	营运	2027.03
2	机荷东段	100.00	控股	深圳	23.70	6	营运	2027.03
3	机荷西段	100.00	控股	深圳	21.80	6	营运	2027.03
4	水官高速	50.00	控股	深圳	20.00	10	营运	2027.03
5	水官延长段	40.00	参股	深圳	6.30	6	营运	2027.03
6	沿江项目	100.00	控股	深圳	36.60	8	营运	2038.11
7	外环项目	100.00	控股	深圳	76.80	6	一期、二期营运	2045.12
8	龙大高速	89.93	控股	深圳	4.43	6	营运	2027.10
9	阳茂高速	25.00	参股	广东	79.80	8	营运	2027.07
10	广州西二环	25.00	参股	广东	40.20	6	营运	2030.12
11	清连高速	76.37	控股	广东	216.00	4	营运	2034.06
12	益常高速	40.00	参股	湖南	78.30	4	营运	2034.03
13	长沙环路	51.00	控股	湖南	34.70	4	营运	2030.01
14	南京三桥	35.00	参股	江苏	15.60	6	营运	2030.10
15	西线高速	50.00	参股	广州、佛山、中山	98.00	6	营运	2038.01
16	广深高速	45.00	参股	深圳、东莞、广州	122.80	6	营运	2027.06

注：1. 深高速对水官高速持股50.00%，水官高速项目公司董事会由7名董事组成，深高速有权提名其中5名董事，占董事会席位超过半数，对水官高速形成实际控制，因此水官高速为深高速控股路产；2. 深高速对西线高速持股50.00%，西线高速项目公司约定主要决策需要所有合营伙伴的一致同意后实施，各股东方对该公司实施共同控制，因此西线高速为深高速参股路产

资料来源：深高速年报及深高速公开资料

2024 年，受公路项目所在地区的不利天气、实施节假日小型客车免费通行的天数较上年同期增加，以及益常高速自 2024 年 3 月开始不再纳入合并范围等综合因素影响，公司路费收入同比有所下降。此外，具体收费公路项目的营运表现还受到行业政策、周边竞争性或协同性路网变化、项目自身的建设或维修、相连或平行道路整修、实施城市交通组织方案等因素以及其他运输方式的正面或负面的影响。2024 年，深高速控股路产单公里收益保持上升，为 1149.98 万元，路产质量高。

图表 4 • 深高速控股及参股高速公路运营情况

序号	项目	日均通行费收入（千元）			日均混合车流量（千量次）		
		2022 年	2023 年	2024 年	2022 年	2023 年	2024 年
1	梅观高速	373	427	431	138	164	165
2	机荷东段	1733	1861	1830	283	318	309
3	机荷西段	1284	1498	1495	187	218	223
4	水官高速	1566	1742	1729	238	269	263
5	水官延长段	189	214	191	55	64	59
6	沿江项目	1318	1724	2012	141	189	205
7	外环项目	2616	3270	3196	242	307	310
8	龙大高速	361	427	434	140	165	168
9	清连高速	1686	1862	1729	44	51	48
10	广深高速	6186	7924	7883	527	632	632
11	西线高速	2862	3572	3466	222	270	268
12	阳茂高速	1682	2064	2089	44	55	56
13	广州西二环	1110	1366	1395	73	91	96
14	长沙环路	651	730	717	83	96	96
15	南京三桥	1250	1510	1435	29	39	36
16	益常高速	1060	1184	1063	55	61	55
17	武黄高速	1053	--	--	63	--	--

注：1. 通行费收入为不含税收入；2. 日均混合车流量数据不包含在实施节假日免费方案期间通行的免费车流量；3. 沿江项目自2021年1月1日至2024年12月31日通行的货车按照收费标准的50.00%收取通行费，免收的50.00%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”，自2025年起沿江项目货车运输按正常收费标准收费；4. 武黄高速的特许经营期已于2022年12月10日24时到期终止

资料来源：深高速年报

② 大环保业务

深高速大环保业务主要包括固废资源化处理和清洁能源发电。

截至 2024 年末，深高速投资和经营的清洁能源发电项目 7 个，按权益比例折算的累计装机容量为 668 兆瓦，相关电场均为已建成并网项目，所在地风资源较为丰富，电力消纳较有保障。2024 年，深高速清洁能源发电收入 5.49 亿元（上年 6.52 亿元）、毛利率 44.41%（上年 57.72%），受所在地风资源下降及弃风率上升等因素影响，深高速实现清洁能源发电收入规模和毛利率水平有所下降。电价补贴方面，截至 2024 年末深高速累计尚未收到的电费补贴为 14.05 亿元，体现在“长期应收款”中。

图表 5 • 深高速清洁能源发电项目主要营运数据

项目	深高速控股比例	收入合并比例	装机容量 (兆瓦 MW)	上网电量 (亿瓦时 GWH)			发电业务收入 (亿元)		
				2022 年	2023 年	2024 年	2022 年	2023 年	2024 年
包头南风	100%	100%	247.50	74.80	78.32	58.76	2.54	2.46	1.83
新疆木垒	100%	100%	299.00	73.47	65.12	64.82	3.45	3.00	2.97
永城助能	100%	100%	32.00	7.95	8.32	7.13	0.42	0.41	0.24
中卫甘塘	100%	100%	49.50	10.50	12.11	10.83	0.51	0.65	0.27
樟树高传	100%	100%	20.00	--	--	5.18	--	--	0.19
淮安中恒	20%	--	99.40	21.68	22.26	19.47	1.06	1.06	0.90
晟能乾泰	100%	100%	3.40	--	--	0.17	--	--	0.01

注：1. 上网电量为按电网结算周期核算的数据，风力发电业务收入中包含按上网电量计算的电价补贴收入；2. 樟树高传项目于2023年12月起纳入深高速合并报表范围，上表数据仅列示2024年数据；3. 晟能乾泰为深高速自主开发的分布式光伏试点项目，于2024年7月并网发电进入试运营阶段
资料来源：深高速年报

截至 2024 年末，深高速有机垃圾设计处理规模超过 6700 吨/日，其中已进入商业运营有机垃圾处理项目 17 个（设计总规模 5206.5 吨/日），经营模式主要为 BOT 等特许经营方式，为政府客户提供有机固废和生活垃圾（包括餐饮垃圾、厨余垃圾、园林垃圾等）无害化处理，并将处理后的资源化产品销售给下游客户。2024 年，深高速餐厨垃圾处理项目运营收入 6.94 亿元（上年 6.29 亿元）、毛利率 7.34%（上年 7.40%），随着餐饮消费市场回暖，市场餐厨垃圾量上升，以及在建有机垃圾处理项目的推进和完工项目陆续转入商业运营，深高速实现餐厨垃圾处理项目运营收入规模有所提升，但受油脂销售价格下降、部分项目垃圾收运量不足导致达产率较低、项目前期成本费用偏高等因素综合影响，业务毛利率有所下滑。

图表 6 • 深高速有机垃圾处理项目主要营运数据

项目	主要业务区域	深高速控股比例	收入合并比例	有机垃圾处理量 (万吨)			运营收入 (亿元)		
				2022 年	2023 年	2024 年	2022 年	2023 年	2024 年
蓝德环保	全国多地	按项目 51~100%不等	100%	84.4	109.06	107.43	3.90	4.76	4.83
利赛环保	广东省深圳市	70%	100%	15.8	29.23	20.47	0.83	1.50	1.36
邵阳项目	湖南省邵阳市	100%	100%	--	3.71	4.29	--	0.26	0.38
光明环境园	广东省深圳市	100%	100%	--	--	7.91	--	--	0.44

注：1. 利赛环保项目于2022年4月20日完成股权转让，上表有机垃圾处理量数据为全年数据，运营收入数据为其纳入深高速合并范围后数据；2. 上表中运营收入包括按垃圾处理量计算的预计补贴收入；3. 上表运营业务收入中含有少量病死禽畜处理服务费收入，未列入餐厨垃圾处理项目运营收入统计中
资料来源：深高速年报

③ 委托管理及其他基础设施开发

深高速依托在公路建设和运营相关领域积累的专业技能和经验，持续开展或参与公路等基础设施项目的建设和运维管理业务，同时拓展与公路主业联动的土地综合开发、高速公路沿线土地规划调整带来的城市更新等业务。2024 年，深高速委托建设与管理服务收入 4.44 亿元（上年 5.09 亿元）、毛利率 8.68%（上年 26.55%），主要系龙里河大桥项目、比孟安置小区项目陆续完工，确认的委托建设与管理收入和利润减少所致。截至 2024 年末，深高速主要在建项目见下表，其中深高速出资部分计划总投资 351.77 亿元，已完成投资 109.46 亿元，存在一定资金支出压力。

图表 7 • 截至 2024 年末深高速主要在建项目情况

项目名称	建设模式	资金筹措方案	总投资金额 (亿元)	已完成投资金额 (亿元)
货运组织调整项目	代建	委托方出资	14.74	12.44
深汕环境园项目	代建	委托方出资	57.63	26.66
外环项目（一期和二期）	代建+自建	委托方出资	132.97	112.63
		深高速出资	65.00	65.00

外环项目三期	自建	深高速出资	84.47	10.12
沿江项目二期	自建	深高速出资	10.00	9.86
		深圳市财务委员拨付	51.90	41.39
机荷改扩建	自建	深高速出资	192.30	24.48
合计	--	--	609.01	302.58

资料来源：深高速提供

外环项目（外环高速公路深圳段）全长约 77 公里，分三期建设。其中，一期和二期由深高速和政府出资代表共建，已通车运营，深高速享有 100.00%权益，入账价值为深高速出资部分。三期为深高速自建项目，全长约 16.8 公里，2024 年全线开工建设，截至 2024 年末外环项目三期完成约 14.3%工程形象进度。

机荷高速改扩建项目采用立体复合通道模式，建设工程将分地面层和立体层，均采用双向 8 车道高速公路标准，全长约 41.4 公里。截至 2024 年末，机荷高速改扩建项目主体工程已全面开工建设，已完成约 11.4%工程形象进度，相关投入主要计入无形资产。

④ 特许经营安排下的建造服务

深高速以总额法按进度确认特许经营安排下的建造服务收入，确认收入的项目主要为餐厨垃圾处理、沿江二期、机荷改扩建及光明环境园等项目。2024 年，深高速确认特许经营安排下的建造服务收入 19.64 亿元（上年 13.47 亿元）、毛利率 8.72%（上年 0%），因项目工程量持续增加，深高速按进度确认的建造服务收入规模有所增加。2023 年，深高速按总额法确认建造服务收入和成本，暂不产生毛利润；2024 年，部分项目工程进度达到确认利润的条件，深高速采用成本加成法确定相应建造服务利润。

（2）物流业务

① 物流园（含综合物流港）业务

公司物流园业务模式为公司自建或收购物流中心，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、危险品仓库和普通仓库）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。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。

公司持续推进物流项目覆盖全国的网络布局，聚焦粤港澳大湾区，把握长三角、京津冀等经济发达地区核心节点城市的布局机会。截至 2024 年末，公司在全国 42 个物流节点城市实现 66 个物流业务项目布局（其中大湾区 14 个），规划的土地面积约 1021 万平方米，其中已获取经营权的土地面积约 836 万平方米（其中大湾区 227 万平方米），管理及经营共 46 个物流项目（其中大湾区 9 个），运营面积约 579 万平方米（其中大湾区 118 万平方米），成熟物流园区的综合出租率约 91%。2024 年，公司物流园（含综合物流港）收入为 15.94 亿港元，同比变动不大。

截至 2024 年末，公司主要在物流项目有深圳宝安、佛山顺德、佛山高明、肇庆高要、石家庄正定、郑州新郑和南宁经开等项目。2025 年，公司计划资本开支中物流园项目约 30 亿元。随着公司物流节点布局建设，公司未来仍有较大资金支出压力。

同时，公司积极探索物流港资产证券化路径，实施“投、建、融、管”闭环发展商业模式，通过发行物流产业基金，缩短项目回报周期，降低资产负债率，提前兑换物流港累积的资产增值收益。私募方面，公司与中信证券股份有限公司旗下的金石投资有限公司共同发起设立了深石（深圳）智慧物流基础设施私募基金合伙企业（有限合伙），以该基金作为主体，通过公开竞价方式收购公司位于南昌、合肥和杭州的物流港项目。公募方面，2024 年，公司以位于杭州和贵州的成熟物流港项目作为底层资产设立的基础设施公募 REITs 发行上市，发行规模 14.94 亿元，公司确认税后收益 5.87 亿港元，截至 2024 年末公司持有该基金的 31.28%。

② 物流服务

公司物流服务业务主要侧重智慧物流和冷链物流等新业态，打造冷链物流、智慧物流、物流运营服务于一体的综合物流综合服务体系。2024 年，公司物流服务业务收入 3.33 亿港元，同比小幅增长，主要系项目持续投运所致。

智冷业务

截至 2024 年末，公司已投入运营的冷仓面积 18.6 万平方米，其中智慧化冷仓面积约 2.8 万平方米；在建、拟建及规划中的冷仓及智慧仓面积约 27.6 万平方米。

股权投资方面，公司对行业领先的智慧仓系统集成企业湖北普罗格科技股份有限公司（以下简称“普罗格”）进行战略投资，2024 年末持股比例 11.38%。2024 年，公司与普罗格在部分项目实现合作，为医药及三方物流客户提供数智化、自动化仓储方案。

公司参股国内通信物流市场占有率排名第一的中国通信服务股份有限公司旗下中通服供应链股份有限公司（以下简称“中通服”），是其第三大股东，中通服为中国通信行业唯一一家 5A 级综合型物流企业。2024 年，公司与中通服在多个项目开展仓储租赁、供应链服务等合作，并继续协同对接物流仓储网络，将在信息通信、数据中心、双碳及新能源等新兴产业领域拓展高端物流增值服务。公司原持有中国国际货运航空股份有限公司（以下简称“国货航”）10%的股权；2024 年 12 月，国货航在深圳证券交易所主板上市（股票代码：001391.SZ），上市后公司持有的股权比例相应调整，2024 年末公司持有国货航 8.76%股权。跟踪期内，公司与国货航继续深化合作，打造集航空物流、高标仓储、冷链物流等于一体的综合型物流体系。

海运集装箱物流综合信息服务

公司持续发展海运集装箱物流综合信息服务业务，公司子公司已打造华南地区最大的集装箱运输 SAAS 公共服务平台，中标 2024 年深圳港集装箱运输单证交换及港口外堆场预约提柜服务项目。

铁路综合物流枢纽

公司平湖南项目为全国首批 23 个国家级物流枢纽项目之一，平湖南项目在铁路线上加盖多层物流仓储设施，充分利用铁路货场空间向上拓展，上盖开发现代物流设施，实现铁路用地的复合开发及“铁路运输+现代物流”的融合发展。公司已获取平湖南项目 90 万平方米的土地经营权，取得其中约 33.4 万平方米的上盖空间土地使用权，在保留铁路货场规划功能的前提下建设 11 米架空层，架空层以上为物流用地，拟建设 85 万平方米的物流仓储设施。平湖南项目盖板、盖板以下工程和盖板以上工程建设所涉及工程费用分别为 16.52 亿元、15.96 亿元和 15.73 亿元。截至 2024 年末，项目盖板及以下工程已封顶，预计整个项目于 2025 年建成。2025 年，公司计划资本开支中平湖南项目约 25 亿元。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，合资公司负责运营深圳中欧班列、中老班列，主营国际货运代理、铁路国际班列运营等业务。各班列以平湖南项目作为始发场站，有利于带动平湖南项目的货运量，提升仓库的使用效率。

③ 物流园转型升级业务

公司推动旗下位于深圳等核心城市中心位置的物流园项目的转型，通过产业升级和更新改造、开发运营，实现物流园区“投建管转”闭环发展模式。公司物流园转型升级业务主要为前海项目和华南物流园转型项目。2024 年，公司物流园转型升级业务收入大幅下降，主要系 2023 年颐城栖湾里项目完工交付确认收入约 55 亿港元、2024 年无该项收入所致。

前海项目

公司就西部物流园拥有的 5 宗土地，获取了前海地区价值约 83.73 亿元的土地使用权的补偿，且置换了前海项目土地面积 12 万平方米。前海项目总建筑面积约 39 万平方米，共分三期开发。首期项目总建筑面积约 11 万平方米，其中住宅项目颐湾府已于 2021 年完成交付，已确认税前收益 7.24 亿元；办公项目颐都大厦由公司自持用于出租，截至 2024 年末企业入驻率约 81%；商业项目“前海·印里”截至 2024 年末整体出租率约 76%。前海二期项目计容建筑面积共约 11 万平方米，分两部分开发，其中公司独立开发运营的颐城栖湾里已于 2023 年竣工交付，已确认税前收益约 26.35 亿元；另一部分为公司和深圳市万科发展有限公司（以下简称“深圳万科”）合作开发的颐城臻湾悦项目，截至 2024 年末，项目一期已全部售罄并交付，项目二期去化率较高，预计将于 2025 年内交付，2024 年公司获得项目开发收益 2.29 亿元。前海三期项目计容建筑面积共约 17.2 万平方米，分两部分开发，其中公司独立持有两块办公及商业用地，尚未开始建设，由于地块处于保税港区内，正在与相关部门协商土地置换及开发事宜；公司和深圳万科合作开发部分在预售过程中。

2022 年，公司引入深圳万科为深国际前海商业发展（深圳）有限公司（以下简称“前海商业公司”）战略投资者，前海商业公司负责一期中的前海·印里项目、以及二期和三期中公司与深圳万科合作的项目。深圳万科增资前海商业公司事项完成后，公司于前海商业公司的股权摊薄至 50%，公司获得税前收益约 24.87 亿元。

华南物流园转型项目

公司华南物流园地处深圳中轴、核心节点，占地面积约 58 万平方米。根据龙华区政府公布的国土空间分区规划，华南物流园被纳入城市空间规划范围，相关土地整理利益统筹被列入计划。公司计划将华南物流园转型升级为华南数字经济超级总部基地，项目分两期进行。2023 年 10 月，公司与龙华区政府有关部门就华南物流园一期土地签订了土地整理监管协议书，拟采用安排置换土地和拆迁补偿货币资金（约 10.58 亿元）的方案，其中华南物流园内留用土地性质包括住宅、商业、办公等，第一期留用土地已获得龙华区人民政府批准，用地面积 2.20 万平方米；截至 2024 年末，公司已将第一期土地转让给龙华区政府，终止确认土地使用权账面价值累计 4745.41 万元，确认第一期置换的留用土地 33.23 亿元、计入流动资产中的其他资产，确认留用土地补地款 3.32 亿元、计入其他应付款。2024 年，公司确认土地整备税后收益 23.67 亿港元（主要体现在其他收益中）。华南数字谷为华南物流园二

期项目，该项目契合龙华区发展战略，以发展数字产业为导向，围绕人工智能、5G 技术、工业互联网、软件信息业等四大数字产业，重点引进主导产业，主要用于出租；该项目分为一组团和二组团开发建设，其中一组团已投入运营，二组团产业办公部分于 2024 年投入运营，配套公寓已取得深圳市保障性租赁住房项目认定书。2025 年，公司计划资本开支中华南物流园转型升级项目约 10 亿元。

（3）港口业务

公司港口项目主要包括南京西坝码头、靖江港项目、沈丘港项目和江西丰城港项目（参股项目）。2024 年，靖江港项目全面投运，公司构建起以南京西坝码头、江苏靖江港为枢纽港，以上游河南沈丘港项目为集货港，以下游江西丰城港为配给港的港口运营产业链。同时，公司持续拓展供应链轻资产业务，推动产业链上下游资源整合。2024 年，公司港口及相关服务收入 35.86 亿港元，同比有所增长，主要系靖江港项目全面投运和供应链增长所致。截至 2024 年末，公司已投产港口泊位 22 个，控制岸线超 3300 亩，港口吞吐量超亿吨。2024 年，公司在西江流域布局，获取佛山富湾港的项目用地，地块位于西江主航道岸线，项目规划分期建设 4 个 3000 吨级通用泊位，设计年吞吐量 530 万吨，正在推进报批报建工作。

（4）其他投资业务

截至 2024 年末，公司拥有深圳航空有限责任公司 49.00% 股权（剩余 51.00% 股权由中国国际航空公司持有，以下简称“深圳航空”）。2024 年，深圳航空运输旅客 3999 万人次，旅客运输量 638.46 亿客公里，分别同比增长 20% 和 23%；实现营业收入 330.70 亿元，同比增长 10%。虽然航空市场需求复苏，但深圳航空仍面临多重经营压力，包括国内民航市场竞争加剧、航油价格高位波动、运营成本增加以及汇兑损失等。2024 年，深圳航空净亏损 28.13 亿元（2023 年为净亏损 17.35 亿元）。根据权益法，公司应占联营公司深圳航空之累计亏损份额已超过公司在深圳航空的权益，2024 年公司将不再确认深圳航空的进一步亏损。

2 未来发展

公司将积极应对宏观环境变化及行业发展趋势，一是稳健把握节奏、做好投资储备；二是积极拓展招商、稳定基础收益；三是提升运营能力、培育发展动能；四是深化闭环模式、助力主业发展；五是提升管理效能、有序保障健康发展。

物流业务方面，公司将更加谨慎，以实际需求为导向，管理控制投资节奏，强化对细分市场研究，坚持优中选优。港口业务方面，一方面，公司将推进佛山富湾港建设工作；另一方面，将继续落实“港口联网”战略，拓节点、延链条，持续关注大湾区、西江流域等重点布局战略区域，在充分研究市场需求及供应情况基础上，选取优质码头投资机会。收费公路业务方面，公司将通过优化资源配置、提升运营效率、拓展产业链价值，积极应对投资回报率波动、新建项目成本偏高、培育期长等挑战。大环保业务方面，公司将加强存量项目的提质增效，开拓优质项目，努力提升大环保业务的运营质量与盈利能力。

（四）财务方面

德勤·关黄陈方会计师行对公司 2024 年财务报表进行了审计，审计结论为标准无保留意见。公司编制的财务报表符合香港财务报告准则、公司条例、证券上市规则等要求。2024 年，除首次生效的会计政策外，公司会计政策未发生变更。关键会计估计及判断为根据过往经验及对未来事件的合理预测等因素持续进行评估。2024 年，公司合并范围变动不大。整体看，财务数据可比性强。

1 主要财务数据变化

跟踪期内，公司资产仍主要为土地及楼宇、风电设备、收费公路经营权和于联营及合营公司之权益。总权益中其它储备及保留盈余和非控制性权益占比较高，权益结构稳定性仍一般。公司债务负担适中，其中短期债务占比较高，债务结构有待优化。2024 年无房产项目集中交付，收入规模有所下降，盈利能力仍强。

图表 8 • 公司主要资产情况

项目	2023 年末		2024 年末	
	金额（亿港元）	占比（%）	金额（亿港元）	占比（%）
流动资产	204.44	15.67	237.46	17.46
现金及现金等价物	75.98	5.82	87.19	6.41
非流动资产	1100.51	84.33	1122.51	82.54

物业、厂房及设备	197.81	15.16	203.92	14.99
投资物业	150.81	11.56	185.20	13.62
无形资产	292.80	22.44	261.88	19.26
于联营公司之权益	174.94	13.41	190.44	14.00
于合营公司之权益	108.70	8.33	104.97	7.72
其他非流动资产	78.72	6.03	78.22	5.75
总资产	1304.95	100.00	1359.98	100.00

资料来源：联合资信根据公司财务数据整理

截至 2024 年末，公司资产总额较上年末小幅增长，资产结构仍以非流动资产为主。公司现金及现金等价物为未受限的库存现金及银行存款，主要币种为人民币；受限制银行存款 3.30 亿港元，主要为受限制项目资金。公司本年新增其他资产列示在流动资产中带动流动资产规模增长，其他资产主要为华南物流园转型项目第一期置换的留用土地，转让日公允价值 33.23 亿元（约 35.35 亿港元）。物业、厂房及设备较上年末变动不大，构成上主要为土地及楼宇（占 67.71%）和港口装卸设备及设施、风电设备（占 23.75%）。投资物业主要为经营租赁租出的物业及仓库，较上年末增长主要系购入 27.48 亿港元物业所致。无形资产主要为收费公路经营权（占 82.11%）和餐厨垃圾处理项目的特许经营权，较上年末下降主要系益常高速用于公募 REITs 发行出表转入于联营公司之权益核算所致。于联营公司之权益主要为对前海商业公司（持股 50%）和重庆德润环境有限公司（持股 20%）持股。于合营公司之权益主要为对广深高速和西线高速项目公司的投入。其他非流动资产主要为预期于超过一年后收回的合同资产、应收电力补贴款、应收融资租赁款和非流动资产预付款等。

受限资产方面，截至 2024 年末，公司受限资产 186.37 亿港元，在总资产中占比为 13.70%。

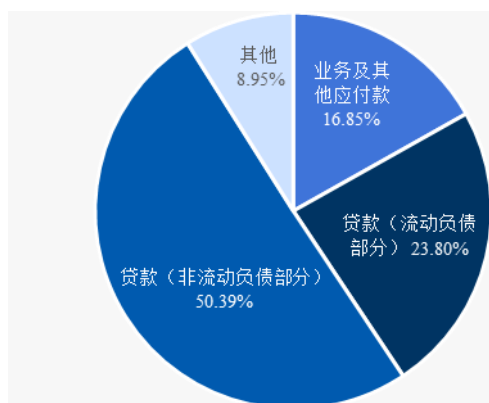
图表 9 • 截至 2023 年公司受限资产情况

受限资产类别	受限金额（亿港元）
受限制银行存款	3.30
业务及其他应收款	6.50
无形资产	157.36
子公司股权	19.22
合计	186.37

资料来源：公司年报

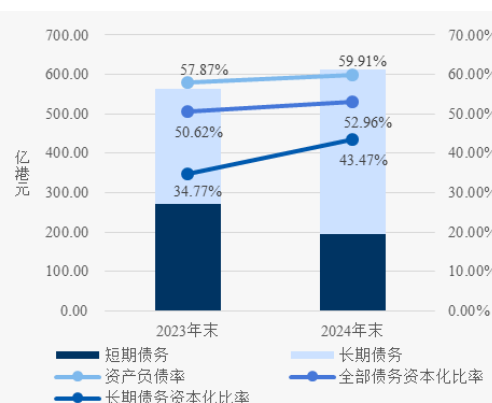
公司维持稳定的现金分红政策。截至 2024 年末，公司总权益 545.23 亿港元，其中股本及股本溢价、其它储备及保留盈余和非控制性权益分别占 24.56%、35.05%和 40.39%，其它储备及保留盈余和非控制性权益占比较高，权益结构稳定性一般。

图表 10 • 截至 2024 年末公司负债构成



资料来源：联合资信根据公司财务数据整理

图表 11 • 公司有息债务情况



资料来源：联合资信根据公司财务数据整理

截至 2024 年末，公司负债总额 814.74 亿港元，主要为有息债务。截至 2024 年末，公司全部债务 613.80 亿港元，包括长短期贷款 604.49 亿港元和租赁负债 9.31 亿港元，较上年末增长 8.92%，债务指标较上年末有所上升（见图表 11），债务负担适中。长短期贷款中（即统计口径不包括租赁负债），从融资渠道看，公司银行及其他贷款占 58.74%、债券融资占 41.26%；从币种看，人民币占 92.50%、港币占 3.68%、美元占 3.82%；从到期分布看，于一年内到期的部分占 32%、于 2~5 年到期的部分占 54%、于 5 年以上到期的部分占 14%，短期债务占比较高，债务结构有待优化。

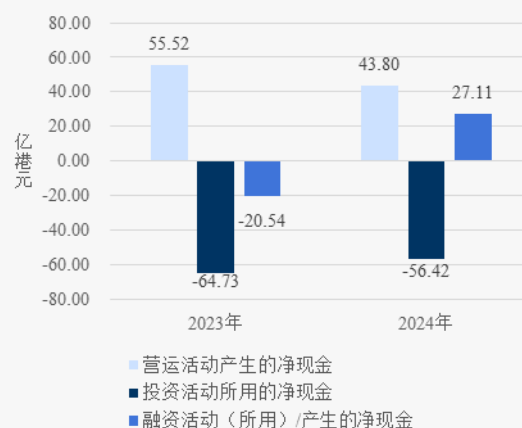
2024 年，公司收入同比下降 24.13%，主要系上年物流园转型升级业务中前海住宅项目颐城栖湾里项目于当年竣工交付、确认收入约 55 亿港元，2024 年无此类事项发生所致。公司 2024 年其他收益主要为华南物流园转型项目一期确认土地处置净收益 23.67 亿港元；财务成本下降主要系储备境内外低息贷款及降低汇兑损失所致。整体看，公司盈利能力强。

图表 12 • 公司盈利能力情况（单位：亿港元）

项目	2023 年	2024 年
收入	205.24	155.71
销售成本	129.78	120.13
其他收益	2.83	32.03
分销成本	1.55	1.21
管理费用	12.70	13.50
应占联营公司盈利	6.78	11.24
财务成本净额	23.77	15.90
年度纯利	29.05	36.87
营业利润率（%）	36.76	22.85
总资本收益率（%）	4.46	4.68
净资产收益率（%）	5.28	6.76

资料来源：联合资信根据公司财务数据整理

图表 13 • 公司现金流量情况



资料来源：联合资信根据公司财务数据整理

2024 年，公司营运产生的现金保持净流入；投资活动所用的现金保持净流出，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的支出；融资产生/（所用）的现金由净流出转为净流入，主要为公司融资及债务到期偿还款项。

2 偿债指标变化

公司存在一定短期偿债压力，长期偿债指标表现强，融资渠道畅通，或有负债风险可控。

图表 14 • 公司偿债指标

项目	指标	2023 年（末）	2024 年（末）
短期偿债指标	流动比率（%）	48.66	66.93
	速动比率（%）	37.20	54.00
	现金类资产/短期债务（倍）	0.40	0.53
长期偿债指标	EBITDA（亿港元）	105.17	101.53
	全部债务/EBITDA（倍）	4.49	4.95
	EBITDA/利息支出（倍）	5.36	6.05

资料来源：联合资信根据公司财务数据整理

从偿债指标看，公司流动资产和速动资产对流动负债保障程度较弱，现金类资产对短期债务保障程度较弱，公司存在一定短期偿债压力；公司 EBITDA 对利息支出的保障能力强，公司长期偿债指标表现强。

截至 2024 年末，公司未使用银行融资金额（授信额度）1107.31 亿元，间接融资渠道畅通。同时，公司在香港联合交易所上市，具备直接融资渠道。

截至 2024 年末，公司为房产项目的合格按揭贷款客户提供阶段性的连带责任担保，担保金额 8.45 亿港元；深高速若干工程履约等保函处于生效状态，担保金额约 6.42 亿元。整体看，公司或有负债风险可控。

截至 2024 年末，公司作为被告的未决诉讼索赔总额约 8.22 亿元，主要集中在深高速子公司，案件均尚在办理中，公司董事会认为诉讼结果和赔偿义务（如有）无法可靠估计。

3 公司本部主要变化情况

公司业务主要由子公司运营，资产和债务主要集中在子公司，公司本部债务负担适中，对子公司管控力度强。

公司主要业务由附属公司深高速、各物流港运营公司及港口运营公司等负责。截至 2024 年末，公司本部资产、总权益和全部债务占合并口径比重分别为 24.89%、27.27%和 29.80%，2024 年公司本部年度纯利占合并口径比重为 57.53%。2024 年，公司本部资产负债率和全部债务资本化比率分别为 56.08%和 55.16%，公司本部债务负担适中。跟踪期内，公司持续加强对子公司的内部管理，通过控制子公司的财务及营运政策对子公司拥有控制权，公司本部对子公司管控力度强。

（五）ESG 方面

公司注重安全生产与环保投入，积极履行作为上市公司的社会责任，治理结构和内控制度完善。整体来看，目前公司 ESG 表现较好，对其持续经营无负面影响。

环境方面，公司建立了环境保护相关机制，规范了各经营环节的工作流程、操作规范等内容，严格控制能源消耗，强化节能减排的管理和控制措施。截至 2024 年末，公司累计遵循绿建涉及标准或获得绿建认证项目 18 个，其中前海颐都大厦项目获得 LEED-CS 铂金级认证；可再生能源使用总量 1135896 千万时；物流板块累计光伏装机总容量约 9.32MW、港口板块累计光伏装机总容量约 12.09MW；环保板块通过收运（处理）有机垃圾、沼气发电上网发电、风力发电上网发电、减少使用标准煤，共相当于减少排放二氧化碳约 120 万吨。

社会责任方面，公司秉持尊重和保护员工权益的原则，为员工提供平等的机会和发展空间。2024 年，公司员工培训覆盖率 100%，人均受训时长 17.08 小时，安全生产培训覆盖率 100%。公司为企业提供国际物流服务超过 6888 家，因自身产品或服务质量问题而引起的负面事件为零起，各版块客户满意度均在 94%以上，研发投入超过 6000 万元。公司 2024 年公益总支出 47.3 万元。

公司遵守香港联交所《主板上市规则》中《环境、社会及管制报告指引》规定、并参考《联合国可持续发展目标企业行动指南》履行披露责任，ESG 信息披露质量高。公司建立了三层 ESG 管制架构，董事会负责制定相关决策、可持续发展委员会负责相关管理工作、ESG 工作小组负责落实执行各项决策，同时设置了 ESG 风险管理和内部监督机制，ESG 风险管理体系完善。2024 年，公司 Wind ESG 评级提升至 A 级、获格龙汇主办的“ESG 金格奖”颁发的“ESG 可持续发展卓越企业”、明晟 MSCI ESG 评级提升至 BBB 级，在国资国企社会责任先锋 100 指数位列 12，连续三年获评全国“双百行动”标杆企业。

七、外部支持

公司实际控制人具有非常强的综合实力，公司业务涵盖物流、收费公路、港口及大环保业务，子公司深高速是深圳市最重要的高速公路投资建设及运营类上市公司，在政府补助等方面持续获得外部支持。

公司实际控制人为深圳市国资委。深圳市经济发达，财政实力非常强，是我国重要的出口贸易港，具有非常强的综合实力。

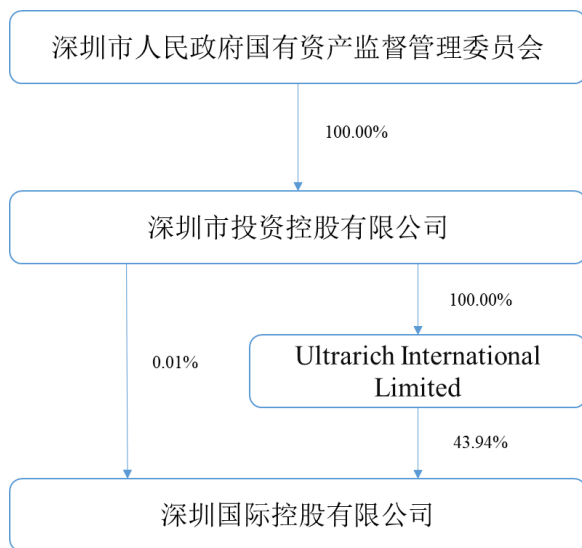
公司业务涵盖物流、收费公路、港口及大环保业务，子公司深高速是深圳市最重要的高速公路投资建设及运营类上市公司。近年来，深高速在政府补助等方面持续获得外部支持。

2024 年，深高速其他收益为 2345.80 万元，主要为与日常活动相关的政府补助和税费返还及增值税加计扣除等。截至 2024 年末，深高速递延收益 2.97 亿元，主要为高速公路运营费用补偿及政府补助；长期应收款中电费补贴收入 14.05 亿元。

八、跟踪评级结论

基于对公司经营风险、财务风险、外部支持及债项条款等方面的综合分析评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AAA，维持“23 国际 P1”“23 国际 P3”和“23 国际 P7”的信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

附件 1-1 公司股权结构图（截至 2024 年末）



资料来源：联合资信根据公司年报整理

附件 1-2 公司组织架构图（截至 2024 年末）



资料来源：公司官网

附件 1-3 公司重要子公司情况（截至 2024 年末）

子公司名称	持股比例	
	直接	间接
深圳高速公路集团股份有限公司	--	51.56%

注：2025 年 3 月深高速向特定对象发行 A 股股票后，公司持有深高速股份由 51.56% 下降至 47.30%

资料来源：联合资信根据公司年报整理

附件 2 主要财务数据及指标（公司合并口径）

项 目	2023 年	2024 年
财务数据		
现金类资产（亿港元）	108.70	103.08
业务及其他应收款（亿港元）	0.00	35.35
存货及其他合同成本（亿港元）	48.16	45.88
物业、厂房及设备（亿港元）	197.81	203.92
无形资产（亿港元）	292.80	261.88
于联营公司之权益（亿港元）	174.94	190.44
于合营公司之权益（亿港元）	108.70	104.97
资产总额（亿港元）	1304.95	1359.98
股本及股本溢价（亿港元）	132.58	133.90
其它储备及保留盈余（亿港元）	183.24	191.10
总权益（亿港元）	549.76	545.23
短期债务（亿港元）	270.43	194.50
长期债务（亿港元）	293.08	419.30
全部债务（亿港元）	563.51	613.80
收入（亿港元）	205.24	155.71
销售成本（亿港元）	129.78	120.13
其他收益（亿港元）	2.83	32.03
年度纯利（亿港元）	29.05	36.87
EBITDA（亿港元）	105.17	101.53
营运产生的现金（亿港元）	65.16	55.99
营运活动产生的净现金（亿港元）	55.52	43.80
投资活动所用的净现金（亿港元）	-64.73	-56.42
融资活动（所用）/产生的净现金（亿港元）	-20.54	27.11
财务指标		
销售债权周转次数（次）	3.79	3.48
存货周转次数（次）	2.34	2.55
总资产周转次数（次）	0.16	0.12
现金收入比（%）	31.75	35.96
营业利润率（%）	36.76	22.85
总资本收益率（%）	4.46	4.68
净资产收益率（%）	5.28	6.76
长期债务资本化比率（%）	34.77	43.47
全部债务资本化比率（%）	50.62	52.96
资产负债率（%）	57.87	59.91
流动比率（%）	48.66	66.93
速动比率（%）	37.20	54.00
营运现金流动负债比（%）	13.22	12.35
现金短期债务比（倍）	0.40	0.53
EBITDA 利息倍数（倍）	4.49	4.95
全部债务/EBITDA（倍）	5.36	6.05

注：1. 本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；2. 因公司本部数据披露有限，本报告未单独展示公司本部主要财务数据及指标附表
 资料来源：联合资信根据公司财务数据整理

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	
总权益年复合增长率	(1) 2 年数据: 增长率= (本期-上期) / 上期×100%
收入年复合增长率	(2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} - 1]×100%
年度纯利年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	收入 / (平均业务及其他应收款)
存货周转次数	销售成本 / 平均存货
总资产周转次数	收入 / 平均资产总额
现金收入比	营运产生的现金 / 收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	(年度纯利+费用化利息支出) / (总权益+全部债务) ×100%
净资产收益率	年度纯利 / 总权益×100%
营业利润率	(收入-销售成本) / 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 / (全部债务+总权益) ×100%
长期债务资本化比率	长期债务 / (长期债务+总权益) ×100%
担保比率	担保余额 / 总权益×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	营运活动产生的净现金 / 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=现金及现金等价物+原到期日超过三个月的银行定期存款+受限制银行存款+流动资产中的其他财务资产

短期债务=流动负债中贷款+流动负债中租赁负债

长期债务=非流动负债中贷款+非流动负债中租赁负债

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=除税前盈利+折旧加摊销+费用化利息支出

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

附件 4-1 主体长期信用等级设置及含义

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。

各信用等级符号代表了评级对象违约概率的高低和相对排序，信用等级由高到低反映了评级对象违约概率逐步增高，但不排除高信用等级评级对象违约的可能。

具体等级设置和含义如下表。

信用等级	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，违约概率极低
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约概率很低
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约概率较低
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约概率一般
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约概率较高
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约概率很高
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约概率极高
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 评级展望设置及含义

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。评级展望通常分为正面、负面、稳定、发展中等四种。

评级展望	含义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级调升的可能性较大
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，未来信用等级调降的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能调升、调降或维持