

2023年12月20日  
深圳国际(00152.HK)

ESSENCE

公司深度分析

证券研究报告

铁路及公路(HS)

## 高股息价值凸显,物流园资产释放盈利弹性

深圳国际是直属深圳国资委的交运资产管理平台,主要以交通、物流为主业。公司前身为“茂昌”商号,2000年深圳市投资管理公司完成对公司的收购,将公司更名为“深圳国际控股有限公司”,公司实际控制人为深圳市国资委,持股44.24%。公司聚焦大湾区、长三角、京津冀等经济发达地区的核心位置,通过自建、收购等方式不断夯实物流资产、扩大经营规模,打造覆盖“水陆空铁”全业态的物流基础设施网络。公司全物流应用场景均有布局,物流节点网络包含内河码头、陆路物流园、航空货站和铁路货站等。目前核心业务为收费公路及大环保及现代物流,其中收费公路及大环保业务主要由控股子公司深高速运营,2023年H1收费公路及大环保收入占比约为67%,现代物流包含物流园运营,物流服务及港口收入,占比约为33%。公司分红派息政策较为稳定,2017-2022年股利支付率在50%左右,2017-2022年派息总额达114亿港元。

**物流业务:打造物流节点网络,构建大小闭环实现效益提升。**

1)“投建融管”小闭环:公司深耕物流仓储领域多年,通过投资开发运营优质物流项目及推动资产出表实现收益。目前物流业务以高标仓开发运营为核心,物流园区运营面积只有规划面积的43%,仍处于成长阶段。随着物流园区项目逐步落地,成熟园区出表有序推进,预计物流运营收益有望实现稳健增长。2)“投建管转”大闭环涉及城市中心的物流园区项目的转型升级,土地增值及开发运营贡献利润弹性。公司前海项目2017-2023年H1累计为公司带来约115亿元的收益,近期华南物流园与龙华整备局等签订土地整备协议,以前海项目作为参照,预计华南物流园项目有望贡献较大利润增量。3)港口业务:公司经营内陆港口并提供供应链物流服务,2023年底靖江等港口投产有望保障港口业务稳定增长。

**收费公路及大环保:收费公路业务稳健增长,大环保业务逐步发力。**收费公路业务和大环保业务主要由公司旗下上市公司深圳高速统筹运营,公司约持股51.36%深高速。深高速为华南区公路龙头,参控股公路16条,其中深圳里程占比24.5%,广东里程占比约74%,盈利能力稳定,剔除疫情影响,公司通行费毛利在50%左右波动。随着湾区经济的发展,收费公路盈利有望随通车量增长实现稳健增长,沿江二期及外环三期项目投产有望贡献增量。

投资评级 **买入-A**  
首次评级

12个月目标价 10.56港元  
股价(2023-12-19) 5.94港元

### 交易数据

总市值(百万港元)	14,215.00
流通市值(百万港元)	14,215.00
总股本(百万股)	2,393.15
流通股本(百万股)	2,393.15
12个月价格区间	4.49/8.2元

### 股价表现



资料来源:Wind资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	15.9	30.3	-4.3
绝对收益	9.2	19.6	-20.1

孙延 分析师  
SAC执业证书编号:S1450520040004  
sunyan1@essence.com.cn

### 相关报告

2017年起，深圳高速开拓大环保业务，环保行业具备特许经营权属性，公司依靠资金优势，通过投资和并购布局环保业务，从而有效补偿建设周期较长的路产业务在新建及改扩建期间的业绩。

**其他投资：战略持股 49%深圳航空，静待航空盈利修复。**深圳航空为深圳国际其他投资中重要组成部分，公司 2002 年收购深航 10%的权益，2010 年、2011 年先后两次增资，最终持股比例上升至 49%。截止 2022 年 12 月 31 日，深圳航空机队规模 226 架，经营国内外航线 308 条，其中国内航线 301 条、国际航线 7 条。公司其他投资受多因素影响，包含集团自身费用及参股公司的盈利贡献，随着公司其他投资中部分项目的逐步退出，2020-2022 年深航成为影响利润的重要因素，根据公司公告，根据权益法，由于公司应占深航的权益已减至零（2022 年），公司不会确认进一步亏损。随着未来航空市场的逐步复苏，深航有望扭转亏损并对公司产生贡献。

**投资建议：**核心物流主业稳步增长，公路及港口等业务释放稳定收益，华南物流园区土地整备提供利润增量，分红提升下公司价值凸显。我们预计公司 2023-2025 年分别实现归母净利 21.6、38.7、39.8 港元，对应 PE 分别为 8.5、3.6、3.5。考虑公司 2017-2022 年分红比例约为 50%，假设 2024 年分红比例为 50%，对应分红约为 19.4 亿港元，测算下当前股息率约为 13.4%，高股息下公司市值有望回归价值区间，分部估值测算下预计公司目标市值为 253 亿港元，对应 12 个月目标价为 10.56 港元。

**风险提示：**物流园区项目进展或资产证券化进度不达预期；转型升级进度不及预期；高速公路车流量有待恢复；假设及盈利预测不及预期的风险；分红不及预期的风险；转型升级项目收益不及预期的风险

(亿港元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
主营收入	185.2	155.3	156.4	173.3	183.5
净利润	35.7	12.5	21.6	38.7	39.8
每股收益(港元)	1.60	0.54	0.90	1.62	1.66
每股净资产(港元)	16.71	13.09	13.44	14.28	15.15

盈利和估值	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
市盈率(倍)	4.11	11.72	6.69	3.73	3.63
市净率(倍)	0.38	0.46	0.45	0.42	0.40
净利润率	19.29%	8.07%	13.80%	22.35%	21.69%
净资产收益率	9.43%	4.01%	6.71%	11.34%	10.98%
股息收益率	13.94%	4.33%	7.47%	13.40%	13.77%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

## 目 录

1. 构建综合物流服务平台，全链条物流模式拓展.....	5
2. 现代物流：打造物流节点网络，构建大小闭环实现效益提升.....	8
2.1. 以开发运营高端物流综合体为核心，构建全业态物流基础网络.....	8
2.2. “投建融管”小闭环：物流运营具备成长性，资产出表贡献额外增量.....	11
2.3. “投建管转”大闭环：把握转型升级机遇，华南物流园有望贡献较大利润增量... ..	12
2.4. 港口及相关服务业务：网络逐步扩张，贡献稳健收益.....	14
3. 收费公路及大环保：收费公路业务稳健增长，大环保业务逐步发力.....	15
4. 其他投资：持股深圳航空 49%，静待航空盈利修复.....	18
5. 盈利预测与投资建议.....	19
6. 风险提示.....	22

## 目 录

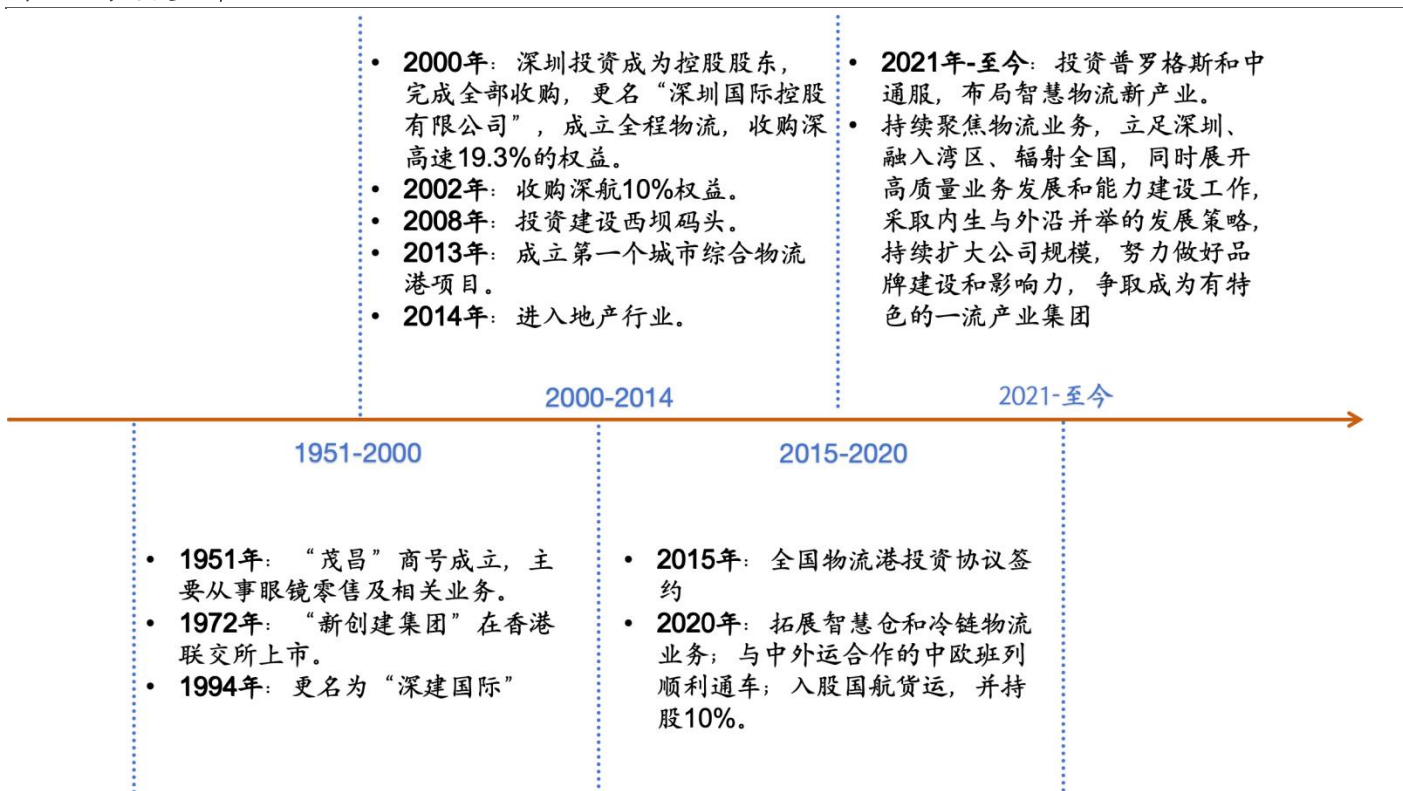
图 1. 公司历史沿革.....	5
图 2. 主营业务及公司架构（截止至 2023 年 H1）.....	6
图 3. 2013-2023 年 H1 公司分部营业收入及 yoy.....	6
图 4. 2023H1 各业务收入占比.....	6
图 5. 2013-2023 年 H1 公司归母净利润及 yoy.....	7
图 6. 2023H1 各业务归母净利润占比.....	7
图 7. 公司 2022 年 H1 及 2023 年 H1 归母净利润拆分.....	7
图 8. 公司 2013-2022 年分红派息情况.....	8
图 9. 公司现代物流商业模式.....	8
图 10. 公司全国资产布局.....	9
图 11. 2018~2020 年中国通用仓库及高标仓面积.....	10
图 12. 2019 年中&美&日人均现代物流地产面积对比.....	10
图 13. 公司 2017-2023 年 H1 现代物流各业务收入.....	11
图 14. 公司 2017-2023 年 H1 现代物流各业务归母净利润.....	11
图 15. “投建融管”小闭环.....	12
图 16. 2017-2023 年 H1“投建融管”小闭环收入及归母净利.....	12
图 17. 公司 2023 年 H1 物流园区规划&获取&已投入运营面积.....	12
图 18. 前海项目流程梳理.....	13
图 19. 华南物流园保留地.....	14
图 20. 深圳国际港口布局.....	15
图 21. 深圳国际港口营收及归母净利润（亿港元）.....	15
图 22. 深高速营业收入，归母净利润及净利率.....	16
图 23. 深高速分部毛利拆分（亿元）.....	16
图 24. 深高速 2013-2022 年通行费收入及 yoy.....	17
图 25. 深高速 2013-2022 年通行费毛利及毛利率.....	17
图 26. 公司环保业务营收拆分（亿元）.....	18
图 27. 公司环保业务毛利（亿元）及毛利率.....	18
图 28. 公司其他投资归母净利润及深航归母净利润.....	19
图 29. 深航所有者权益及深圳国际持股对应权益.....	19

表 1: 高标仓 vs 普通仓 .....	10
表 2: 华南物流园项目利润测算 .....	14
表 3: 深圳国际港口统计 .....	15
表 4: 深高速控股、参股高速公路概况 .....	16
表 5: 深高速 2024~2025 年资本开支计划 (单位亿元) .....	17
表 6: 截止 2022 年深高速投资的大环保项目 .....	18
表 7: 2022 年机队数据 .....	19
表 8: 深圳国际估值模型核心假设 .....	20
表 9: 深圳国际主要财务和估值指标 .....	21
表 10: 可比公司表 (截至 2023. 12. 18) .....	21
表 11: 分部估值测算 .....	21
表 12: 利润表 .....	23
表 13: 现金流量表 .....	23
表 14: 资产负债表 .....	24

## 1. 构建综合物流服务平台，全链条物流模式拓展

持续聚焦物流业务，立足深圳辐射全国。公司前身为“茂昌”商号，2000年深圳市投资管理公司完成对公司的收购，将公司更名为“深圳国际控股有限公司”。2000年起，公司围绕交通运输行业持续拓展业务布局，2000年6月，与深圳投资合作成立全程物流，开始发展物流业务；9月参股“深圳高速公路开发有限公司”，开始拓展高速公路业务；2002年5月参股深圳航空，2012年1月持股增至49%；2008年投资建设及经营南京化学工业园西坝港区码头及物流中心，进一步发展全链条物流模式；2015年，深圳国际合肥、宁波以及杭州等地物流港项目逐步拓展。2020年公司发展智慧仓和冷链物流业务，11月参股中国国际货运航空有限公司，持股10%，进入航空货运领域。2022年，公司投资湖北普罗格科技股份有限公司及中通服供应链管理有限公司，布局智慧物流产业。

图1. 公司历史沿革

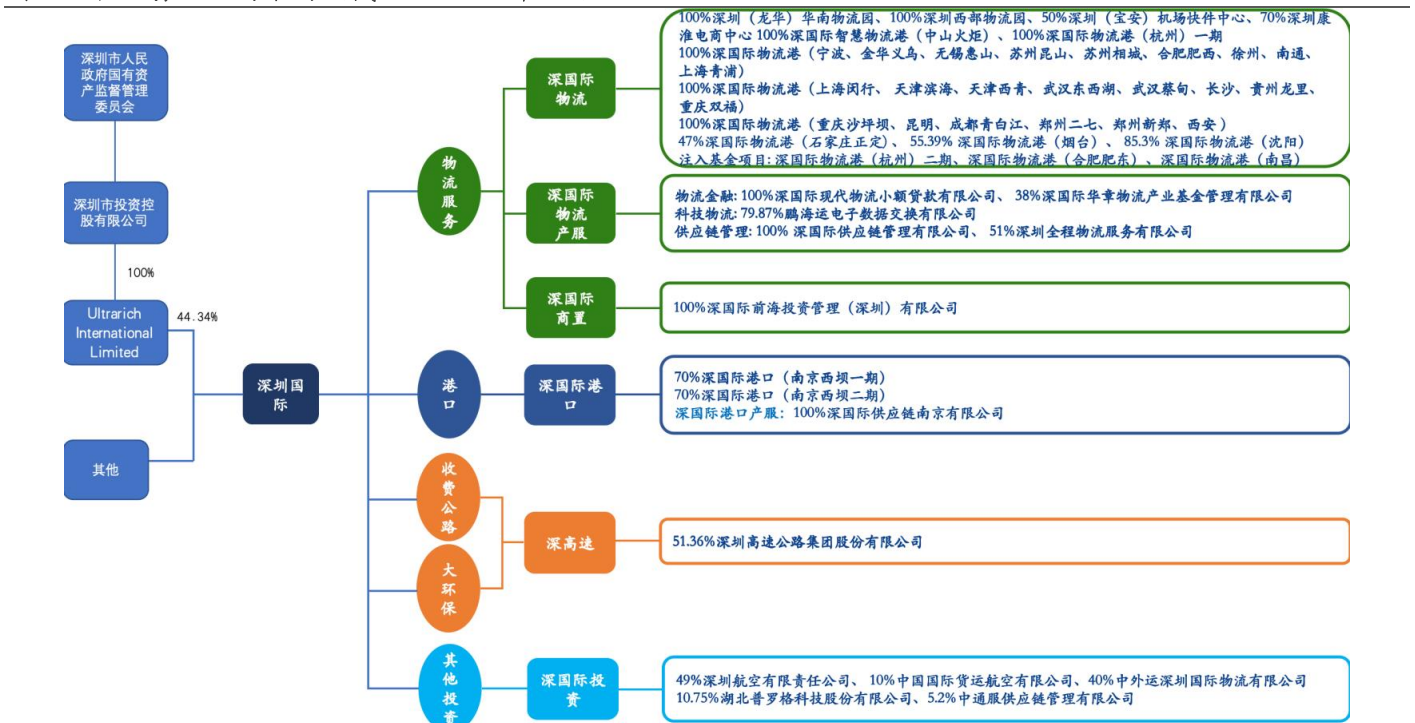


资料来源：公司官网、安信证券研究中心

以收费公路和现代物流为核心，向全链条物流模式拓展。公司实际控制人为深圳市国资委，截止至2023年H1，深圳市国资委通过持有100% Ultrarich International Limited 控股深圳国际44.24%。公司主营业务包含物流业务，港口业务，收费公路，大环保和其他投资，2017-2022公司收入由101亿港元提升至155亿港元，CAGR达8.9%。核心业务为收费公路及大环保及现代物流，其中收费公路及大环保业务主要由控股子公司深高速运营，2023年H1收费公路及大环保收入占比约为67%，现代物流包含物流园运营，物流服务及港口收入，占比约为33%。

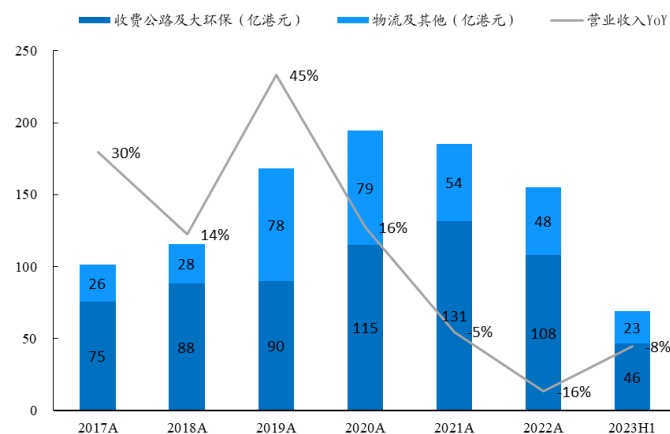


图2. 主营业务及公司架构（截止至 2023 年 H1）



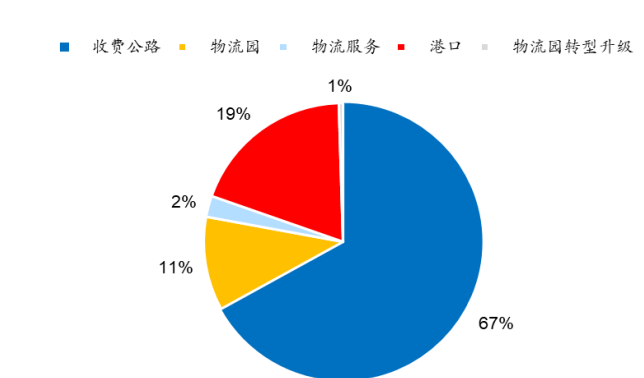
资料来源：公司官网、安信证券研究中心

图3. 2013-2023 年 H1 公司分部营业收入及 yoy



资料来源：公司年报，安信证券研究中心

图4. 2023H1 各业务收入占比



资料来源：公司年报，安信证券研究中心

收费公路及大环保及物流业务构建盈利基本盘，物流园转型升级提供弹性。公司归母净利润由收费公路及大环保业务，现代物流业务，物流园转型升级及其他投资构成，整体波动较大。从业务角度拆分来看，收费公路及大环保业务利润构成基本盘，持续贡献正收益。现代物流业务持续增长，2017-2022 年归母净利润由 2 亿港元提升至 15 亿港元，CAGR 约为 45%。转型升级带来业绩弹性，2019-2022 年合计贡献归母净利约 90 亿港元。其他投资受多因素影响，包含集团费用及深航，国货航等参股公司利润。

2023 年 H1 业绩下滑主因汇兑损益影响，核心主业仍保持稳健增长。2023 年 H1 公司实现归母净利 0.92 亿港元，同比-84%。其中核心主业仍保持稳健增长。1) 收费公路及大环保业务相对稳定，2023 年 H1 实现归母净利 5.4 亿港元，同比增长 3%。2) 现代物流因新产能投产及

物业重估保持较快增长，2023年H1实现归母净利4.4亿港元，同比增长96%；3)转型升级业务中，2022年H1因前海项目被万科增资，公司转型升级业务实现税前24.9亿港元的一次性收益，2023年公司预计于年底确认前海二期项目收益；4)其他业务中，2022年深航负债经营后，2023年H1不再影响公司报表，但美元汇率变动导致公司2023年H1实现汇兑损失6.1亿港元。

图5. 2013-2023年H1公司归母净利润及yoy

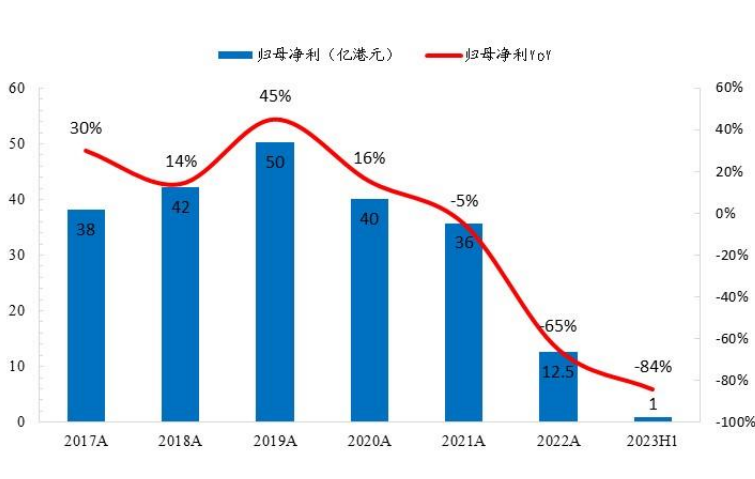
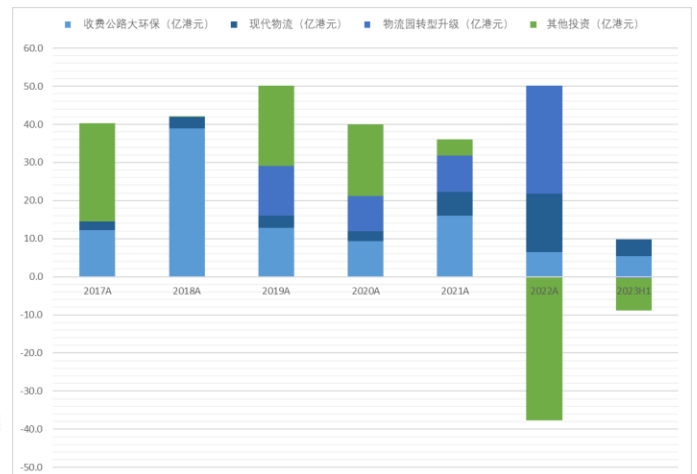


图6. 2023H1各业务归母净利润占比

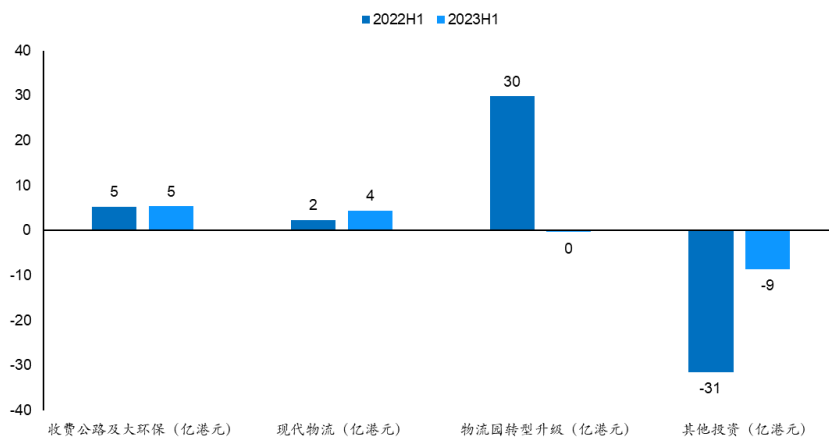


资料来源：公司年报，安信证券研究中心

资料来源：公司年报，安信证券研究中心

注：2018年公司收费公路及大环保包含前海项目及四条公路回购

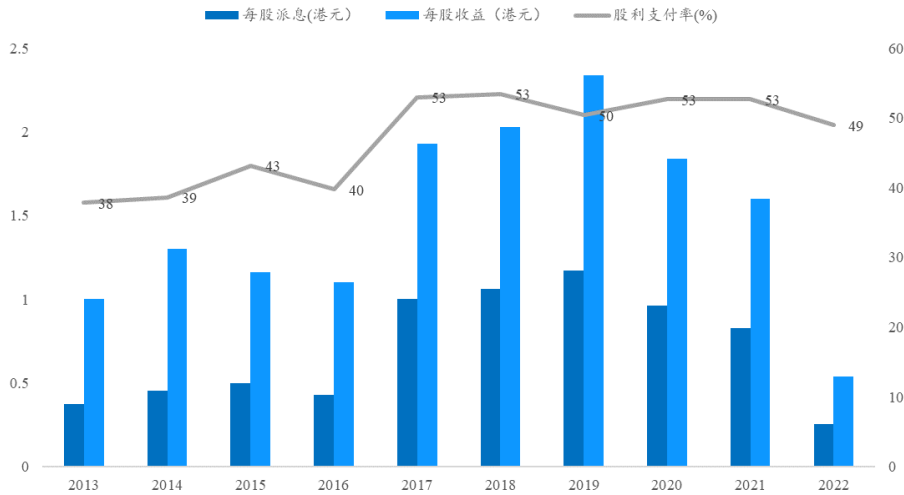
图7. 公司2022年H1及2023年H1归母净利润拆分



资料来源：公司年报，安信证券研究中心

分红派息政策较为稳定，2017-2022年派息总额达114亿港元。深圳国际维持较为稳定的派息政策，2013-2016年公司股利支付率在40%左右，2017-2022年股利支付率提升至50%左右，2017-2022年合计派息总额达114亿港元。

图8. 公司 2013-2022 年分红派息情况



资料来源: wind、安信证券研究中心

## 2. 现代物流：打造物流节点网络，构建大小闭环实现效益提升

### 2.1. 以开发运营高端物流综合体为核心，构建全业态物流基础网络

聚焦物流产业综合服务商，打造全业态物流基础网络。公司聚焦大湾区、长三角、京津冀等经济发达地区的核心位置，通过自建，收购等方式不断夯实物流资产、扩大经营规模，打造覆盖“水陆空铁”全业态的物流基础设施网络。目前公司全物流应用场景均有布局，物流节点网络包含内河码头、陆路物流园、航空货站和铁路货站等。在物流节点基础上，公司通过智慧和冷链物流等增值服务提高综合物流服务的核心竞争力，并通过大小闭环的商业模式实现效益提升。

图9. 公司现代物流商业模式



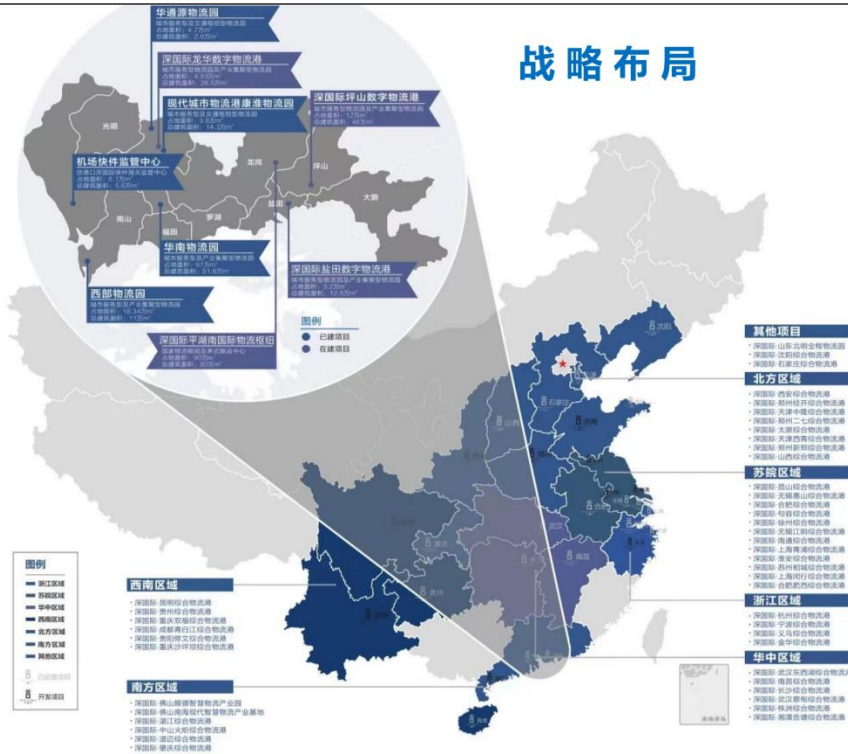
资料来源: 公司公告、安信证券研究中心

以高标仓、智慧物流港等高端物流综合体的开发运营为核心业务，立足深圳辐射全国。公司物流业务以高标仓开发运营为核心，目前仍处于成长阶段。根据公司公告，截止至 2023 年



H1，公司在全国近 40 个物流节点城市实现布局，管理及经营总共 34 个物流项目，规划土地面积超过 1000 万平方米，其中已获取土地面积约 853 万平方米，运营面积约 453 万平方米，成熟物流园区的综合出租率约 82%。公司以深圳为大本营，聚焦大湾区的园区开发运营，同时把握国内其他区域核心城市的布局机会，以形成全国联动效应。目前大湾区规划项目达 13 个，其他区域投入运营项目达 30 个。

图10. 公司全国资产布局



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

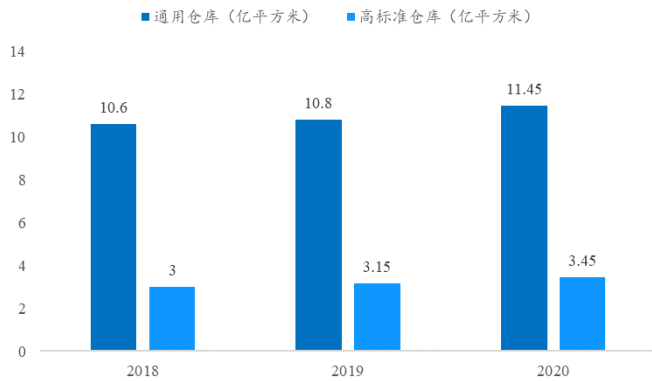
高标仓需求随高端制造业及消费市场提质扩容增长，目前仍较为稀缺。根据戴德梁行及艾瑞咨询，高标仓相比于传统仓，在空间利用率及自动化水平上具备优势，能降低土地及综合管理成本。随着高端制造业、冷链、生鲜电商和社区团购的不断发展，高标仓的需求持续增加。根据艾瑞咨询，2020 年通用仓库面积为 11.45 亿立方米，高标准仓库面积仅为 3.45 亿立方米，从人均物流地产面积来看，2019 年日本人均现代物流地产为 4.0 平方米/人，美国为 3.7 平方米/人，我国人均物流地产面积较发达国家仍有差距。但是老旧仓库改造升级的成本和费用较高、优化难度大，且老仓库地理位置一般，各地新增规划的可用地面积有限，高标仓或将长期维持在结构性短缺状态。

表1: 高标仓 vs 普通仓

特征	高标准物流仓储	普通物流仓储
选址	靠近城市中心或交通枢纽(机场、港口、公路)	多位于工业园区和港口附近
结构	单层: 高品质钢结构 多层: 混凝土/钢结构, 附带坡道/电梯	非标准混凝土/钢结构 多层: 无通道
总建筑面积	≥8,000 平方米	<8,000 平方米
净高	≥9 米	4 米至 7 米
承载力	1 层: ≥3 吨/平方米 2 层: ≥2 吨/平方米	1 层: <3 吨/平方米 其他楼层: <2 吨/平方米
立柱间距	≥12 米	5 米至 7 米
操作设备	双边装卸月台及可升降平台、硬化防尘地坪、叉车充电间	物卸货平台及卡车装卸区域
消防设施	自动防火喷淋、消防栓、火灾报警器、灭火器	消防栓
地面漆	耐磨性环氧树脂/金刚砂耐磨地坪	非标准, 如水泥地面或者素填土
监控系统	24 小时安保及集中监控服务	保卫室或无该设施
采光顶	装备条形照明灯天花板	非标准
集中供热(可选)	办公室及仓库装置(可选)	无该设施
通风设备(可选)	每小时两次(可选)	手通空气或无该设施
所属权归属	经过政府正规土地出让程序, 权属清晰, 性质为物流用地	可能存在土地权属不清晰, 性质不明确等问题

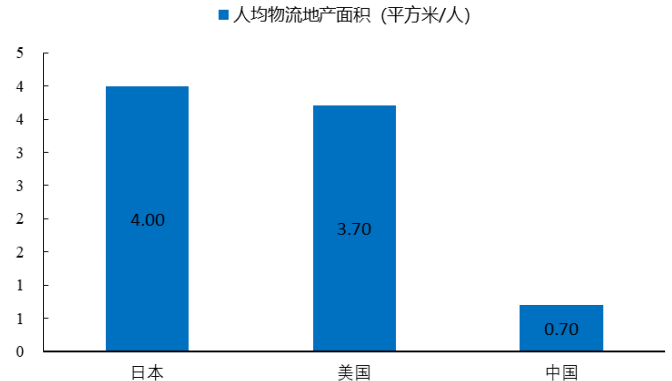
资料来源: 艾瑞咨询、安信证券研究中心

图11. 2018~2020 年中国通用仓库及高标仓面积



资料来源: 艾瑞咨询, 安信证券研究中心

图12. 2019 年中 &美&日人均现代物流地产面积对比

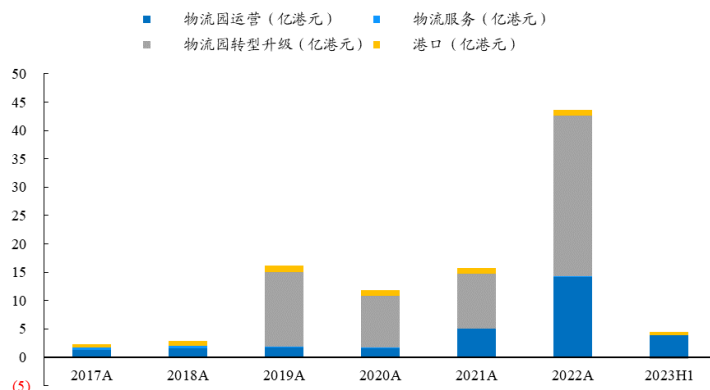
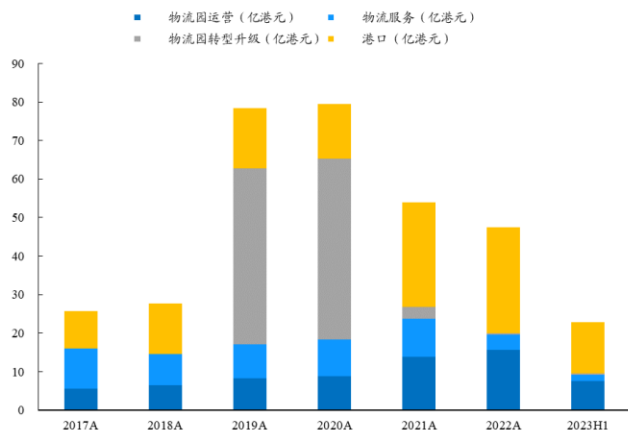


资料来源: 艾瑞咨询, 安信证券研究中心

**物流运营稳健增长, 转型升级提供业绩弹性。**公司现代物流业务包含物流园运营, 物流服务, 物流园转型升级及港口业务, 收入及利润受物流园转型升级业务影响波动较大, 2019-2020 年公司物流园转型升级业务收入占比分别为 58.2%, 59.1%。2019-2022 年物流园转型升级合计贡献利润 90 亿港元, 约占 75%物流总利润。除转型升级业务外, 公司 2017-2022 年收入 CAGR 约为 12.9%, 归母净利润 CAGR 约为 45.5%。

图13. 公司 2017-2023 年 H1 现代物流各业务收入

图14. 公司 2017-2023 年 H1 现代物流各业务归母净利润



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

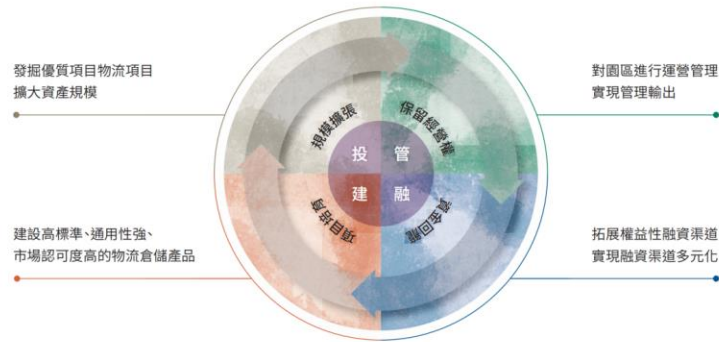
资料来源：公司公告，安信证券研究中心

## 2.2. “投建融管”小闭环：物流运营具备成长性，资产出表贡献额外增量

“投建融管”小闭环以物流园区开发运营为主，资产出表提供利润增量。公司深耕物流仓储领域多年，通过投资开发运营优质物流项目赚取租金。公司积极推动产融结合，通过公募REITs等资产证券化路径，兑现物流园资产增值收益，实现资金的快速回笼，降低负债率，推动物流园运营管理规模的快速扩张。公司收入随物流园区运营面积的增长而保持较快增长，2017-2022年，收入由5.6亿港元提升至15.7亿港元，CAGR约为22.8%。公司利润受运营面积增加及资产出表等多因素影响，增长较快，2017-2022年公司归母净利润由1.3亿港元提升至14.2亿港元，CAGR约为61.0%，其中2021年南昌项目出表(+1.75亿港元)，2022年杭州二期和合肥出表(+6.57亿港元)。

目前公司规划土地面积约为1055万平方米，其中已获取土地面积约853万平方米，运营面积约453万平方米，物流园区运营面积只有规划面积的43%，当前大湾区13个项目，已投入运营/管理4个，深圳坪山、黎光、平湖南、盐田、佛山南海、顺德、高明等项目将陆续投入运营；其他城市项目也在陆续推进中，预计物流运营收益有望保持稳健增长。

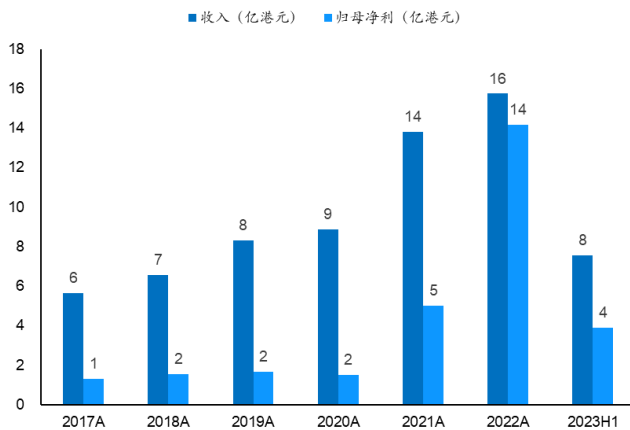
图15. “投建融管”小闭环



- 投** - 投資拓展。利用本集團在物流倉儲領域深耕多年的投資經驗，發掘優質物流項目，加大投資拓展力度。
- 建** - 工程建設。建設高標準、通用性強、成本合理、市場認可度高的物流倉儲產品，注重資產可流通性，提升工程建設管理水平。
- 融** - 產融結合。通過發行公募REITs等資產證券化路徑，實現資金快速回籠，降低負債率，確保現金流充足，並實現資產增值收益。
- 管** - 運營管理。對物流港項目進行運營管理，掌握客戶資源，保持整體控制力，拓展園區增值服務，不斷提升核心競爭力。

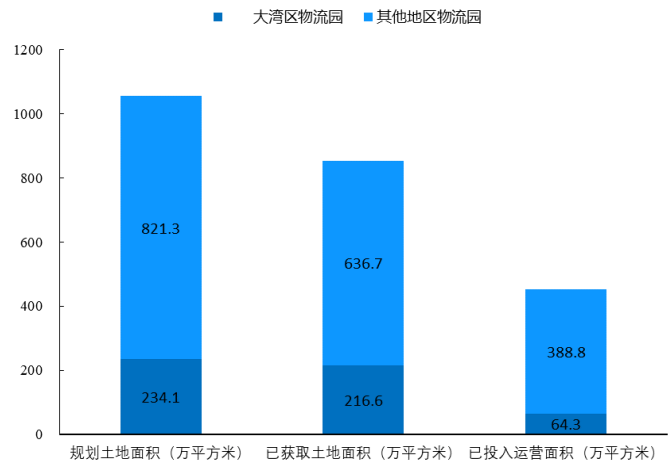
资料来源：公司年报，安信证券研究中心

图16. 2017-2023年H1“投建融管”小闭环收入及归母净利润



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

图17. 公司 2023年H1 物流园区规划&获取&已投入运营面积



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

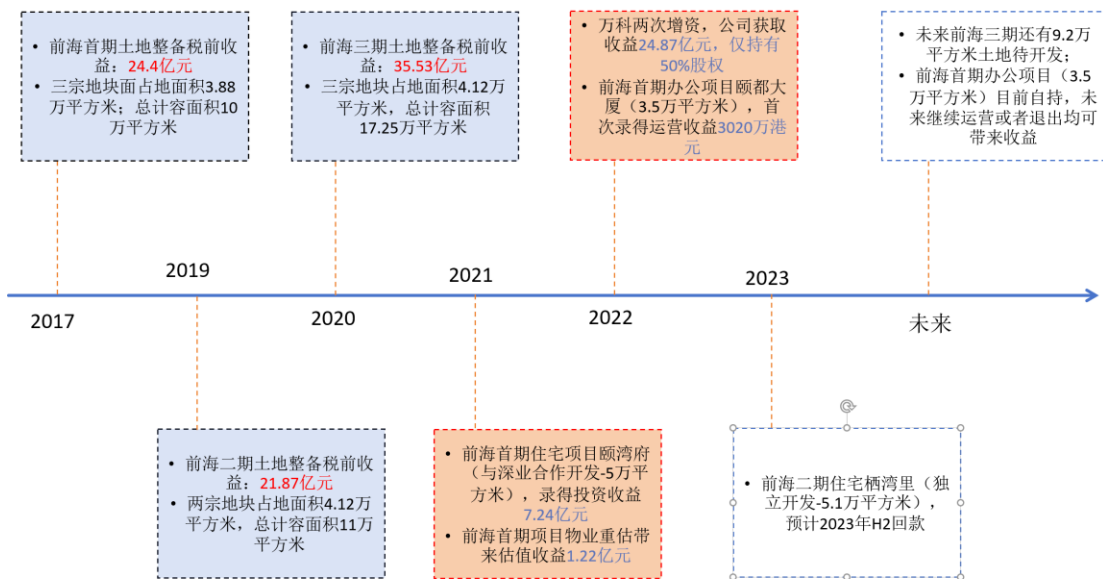
### 2.3. “投建管转”大闭环：把握转型升级机遇，华南物流园有望贡献较大利润增量

“投建管转”大闭环涉及城市中心的物流园区项目的转型升级，土地增值及开发运营贡献利润弹性。随着国内城市化的进程，公司位于城市中心的物流园区项目或迎来土地性质调整，公司利用转型升级的土地性质变更和更新改造、开发运营，实现相关资产的价值最大化。根据公司公告，2017年-2023年H1，公司通过前海土地整备，获取了约人民币83.73亿元的土地使用权的补偿，置换了新规划条件下的土地面积共计12万平方米，总建筑面积为38万平方米（其中住宅面积约19万平方米，公寓建筑面积约2.5万平方米）。

**前海项目梳理：**1) 2017年，前海项目首期完成转型升级，其中土地整备税前收益为24.4亿元，转型的土地占地面积为3.88万平方米，总计容建筑面积为10万平方米；2) 2019年，前海二期转型升级完成，土地整备税前收益为21.87亿元，占地面积为4.12万平方米，总计

容建筑面积为 11 万平方米。3) 2020 年, 前海三期项目转型升级, 土地整备税前收益达到 35.53 亿元。占地面积为 4.12 万平方米, 总计容建筑面积达到 17.25 万平方米。4) 2021 年, 前海首期项目中的住宅项目“颐湾府”完成交付, 录得投资收益 7.24 亿元, 物业重估带来估值收益 1.22 亿元, 合计收益为 8.46 亿元。5) 2022 年, 公司选择和深圳万科合作开发住宅项目, 万科前后两次增资, 合计注资 24.87 亿元, 持股 50%。同年, “深圳国际颐都大厦”录得运营收益 3020 万港元。6) 2023 年, 公司独立开发的前海二期住宅项目“栖湾里”预计下半年回款。未来前海三期项目还有 9.2 万平方米的土地有待开发。前海首期办公项目将会持续给公司带来收益。

图18. 前海项目流程梳理



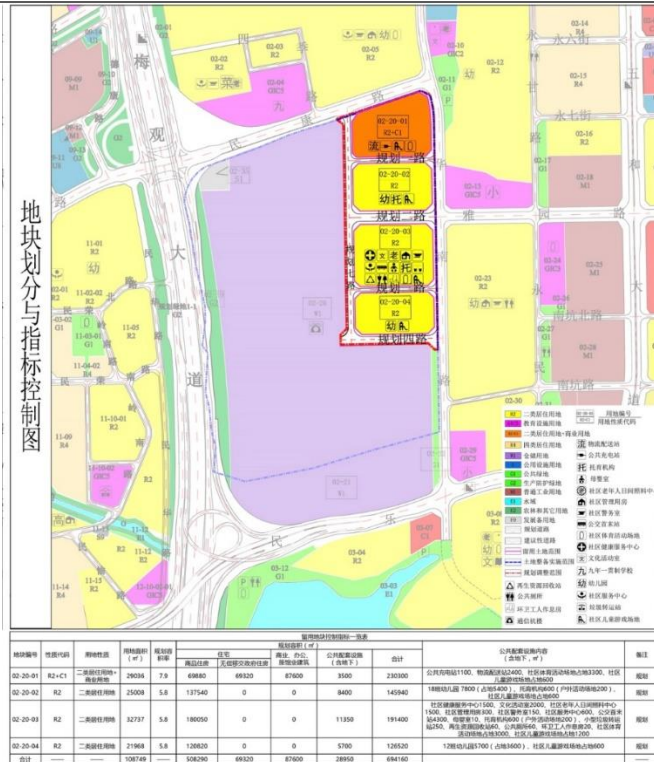
资料来源: 公司公告, 安信证券研究中心

**近期华南物流园区土地整备, 转型升级有望贡献利润增量。**根据公司公告, 2023年10月31日, 公司旗下华南物流园公司与龙华整备局、龙华管理局及民治街道办事处等签订了就华南物流园一期 53 万平方米土地整备协议, 华南物流园公司作为原土地使用者, 获得 10.58 亿拆迁补偿, 以及 10.8 万平方米的留用地使用权, 其中住宅建筑面积为 50.8 万平方米, 办公及商用面积为 8.76 万平方米。

**以前海项目作为参照, 预计华南物流园项目有望贡献较大利润增量。**预计华南物流园区有望产生土地整备及开发运营收益约 169.5 亿元, 折合 184.7 亿港元: 1) 土地整备收益: 以前海项目作为参照, 按所得税 25%估算, 预计华南物流园留用地使用权有望贡献归母净利润 111.8 亿元。2) 开发收益: 参考安居客统计, 龙华 12 月新房均价约为 6.6 万元/平方米, 假设未来华南物流园地产开发后的销售收入为 6 万元/平方米, 建造成本为 1 万/平方米, 按所得税 25%估算, 预计贡献归母净利润 56.6 亿元。



图19. 华南物流园保留地



资料来源：深圳市龙华区城市更新和土地整备局，安信证券研究中心

表2: 华南物流园项目利润测算

前海土地整备合计贡献 税前利润 (亿元)	规划容积 (万平方 方米)	单位收益 (万/平方 米)	华南土地整备合计贡 献税前利润 (亿元)	税后利润 (亿元)
83.73	39	2.15	149.0	111.8
华南土地整备用地面积 (万平方米)	规划容积 (万平方 方米)	单位收益 (万/平方 米)	华南土地整备合计贡 献税前利润 (亿元)	税后利润 (亿元)
10.87	69.42	2.15	149.0	111.8
商品住房及商业办公等 建筑面积 (万平方米)	地产销售收入 (万/平方米)	建造成本 (万/平方 米)	土地开发利润 (亿 元)	税后利润 (亿元)
59.59	6	1	75.4	56.6
<b>合计利润</b>		<b>169.5 亿元</b>	<b>港币汇率 0.9162 (12.19)</b>	<b>184.7 亿港元</b>

资料来源：公司公告，安信证券研究中心测算

## 2.4. 港口及相关服务业务：网络逐步扩张，贡献稳健收益

公司的港口业务主要涉及港口投资与运营、港口供应链服务和港口运维管理输出等业务。业务布局主要围绕长江沿线、赣江、淮河等流域，以南京西坝码头、靖江港深圳国际物流中心码头为江海联运枢纽港，以沈丘港、江西丰城港为重要配送节点。

表3: 深圳国际港口统计

项目	持股比例	简要介绍
南京西坝码头	70%	该项目位于南京江北新区新材料产业园区内, 于 2021 年开始运营。该项目是南京重点规划建设的海江联运、铁水多式联运枢纽港, 也是目前南京唯一位于长江以北的万吨级以上公用散货码头, 可实现卸船、装船、过驳、装卸火车、仓储等多项服务功能。
江苏靖江港	70%	靖江港位于靖江市经济开发区, 规划建设两座 10 万吨级(水工结构兼并 15 万吨级别) 长江主码头, 改造五个 1000 吨级(水工结构兼并 3000 吨级) 内港泊位。该项目将打造为国内一流的绿色、智慧、高效于一体的海江联运枢纽港以及能源储存集散中心和综合交易中心。该项目预计将于 2023 年底投入运营。
河南沈丘港	40%	沈丘港项目位于沈丘县沙颍河畔, 是辐射豫皖地区的港城一体化示范项目, 拟建设 26 个千吨级泊位, 将分三期建设, 预计全部投产后, 每年可增加港口产能 3000 万吨。该项目将打造高效、环保、先进的散货码头。沈丘港一期项目四个通用泊位已于 2023 年 3 月投产运营。
江西丰城港	20%	该项目已于 2023 年 2 月完成竣工验收, 并于 2023 年 7 月正式投产运营, 是辐射赣江沿线的重要配送节点, 主要服务于当地若干大型发电厂。

资料来源: 公司公告, 安信证券研究中心

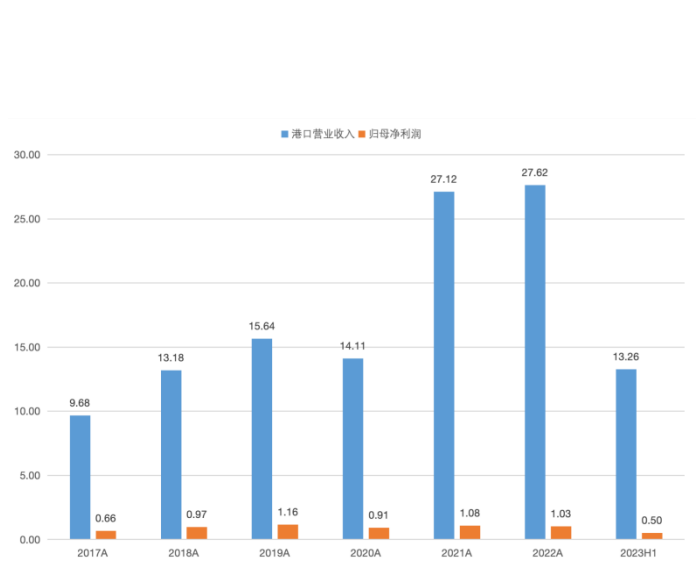
网络逐步扩张, 贡献稳健收益。公司港口收入由 2017 年的 9.68 亿港元增长至 2022 年的 27.62 亿港元, CAGR 约为 23.33%, 归母净利润由 0.66 亿港元提升至 1.03 亿港元, CAGR 约为 9.51%。其中 2020 年公司西坝码头二期退出, 导致收入及利润略有下滑, 2021-2022 年新增煤炭、石油焦的供应链贸易业务及开拓新客源, 收入及利润有所回升。2023 年靖江港, 沈丘港以及丰城港的逐步投产有望带动港口吞吐量提升, 进而推动港口收入及利润稳健增长。

图20. 深圳国际港口布局



资料来源: 公司官网, 安信证券研究中心

图21. 深圳国际港口营收及归母净利润 (亿港元)



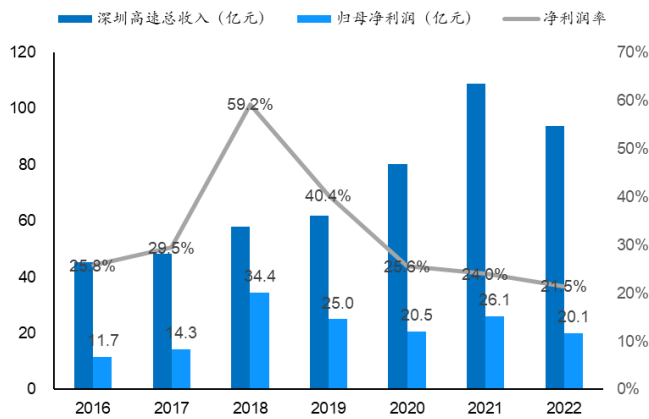
资料来源: 公司公告, 安信证券研究中心

### 3. 收费公路及大环保: 收费公路业务稳健增长, 大环保业务逐步发力

控股华南公路龙头, 公路及环保业务稳健增长。收费公路业务和大环保业务主要由公司旗下上市公司深圳高速统筹运营, 公司约持股 51.36%深高速。深高速于 1996 年 12 月成立, 1997 年、2001 年分别在香港、上海上市。在 2015~2019 五年战略发展期间, 随着收费公路的增长进入瓶颈期, 公司做出转型升级战略规划, 明确将环保产业作为第二主业, 形成“公路(60%)+环保(18%)”的业务布局(2022 年)。截止 2023 年 6 月 31 日, 深圳高速已在全国投资、

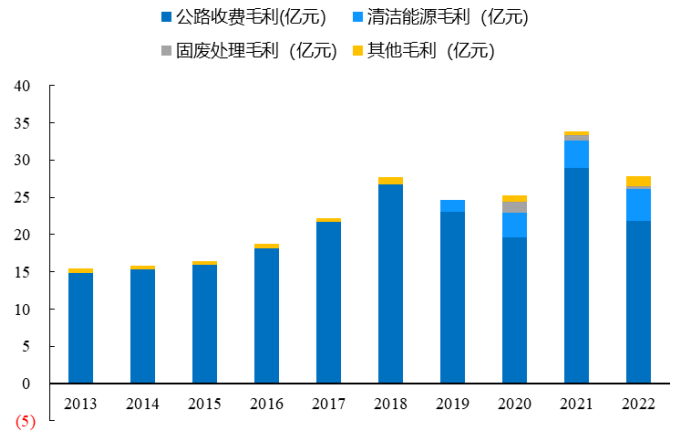
运营 16 条高速公路项目，分布在深圳、粤港澳大湾区，以及经济发达地区。深圳地区总权益里程为 174 公里、湾区权益里程为 350 公里和其他省份权益里程 119 公里。

图22. 深高速营业收入，归母净利润及净利率



资料来源：公司公告、安信证券研究中心

图23. 深高速分部毛利拆分 (亿元)



资料来源：公司公告、安信证券研究中心

表4: 深高速控股、参股高速公路概况

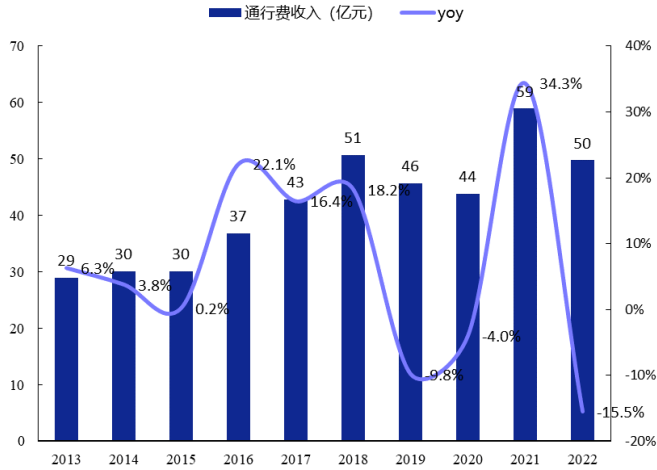
收费公路	权益比例	控股情况	位置	收费里程(公里)	车道数量	状况	收费到期日期
梅观高速	100%	控股	深圳	5.4	8	营运	2027.03
机荷东段	100%	控股	深圳	23.7	6	营运	2027.03
机荷西段	100%	控股	深圳	21.8	6	营运	2027.03
水官高速	50%	控股	深圳	20	10	营运	2027.02
水官延长段	40%	参股	深圳	6.3	6	营运	2027.02
沿江项目	100.00%	控股	深圳	36.6	8	一期营运 二期在建	2038.12
外环项目	100.00%	控股	深圳	60	6	一、二期营运 三期在建	2020.12/2022.1/2028 通车
龙大高速	89.93%	控股	深圳	4.43	6	营运	2027.10
阳茂高速	25%	参股	广东	79.8	4	营运	2027.07
广州西二环	25%	参股	广东	40.2	6	营运	2030.12
清连高速	76.37%	控股	广东	216	4	营运	2034.07
武黄高速	100%	控股	湖北	70.3	4	营运	2022.09
益常高速	100%	控股	湖南	78.3	4	营运	2033.12
长沙环路	51%	控股	湖南	34.7	4	营运	2029.1
南京三桥	25%	参股	江苏	15.6	6	营运	2030.1
西线高速	50%		广州、佛山、中山	98	6	营运	
广深高速	45%		深圳、东莞、广州	122.8	6	营运	2027

资料来源：公司公告、安信证券研究中心

通行费收入受公路投产、收回影响，盈利能力整体稳定。深高速通行费收入受公路投产、收回影响较大，2015年10月水官高速并表，2017年4月深长公司、6月益常高速并表，2018年2月沿江公司并表下2016年-2018年公司收入由37亿元提升至51亿元。2019年南光高速、盐排高速及盐坝高速收回，通行费收入出现短暂下滑。2020-2022年受疫情扰动需求及道路通行费减免影响，收入及利润波动较大，剔除疫情影响，公司通行费毛利在50%左右波

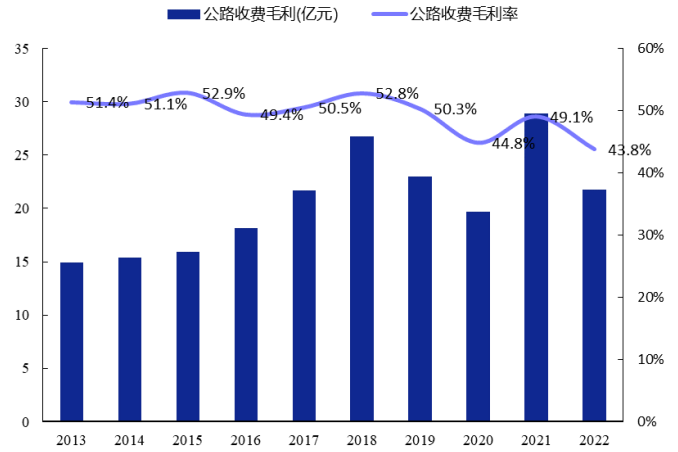
动。展望未来，随着通车量逐步恢复，沿江二期及外环三期项目投产下，公司通行费收入及利润有望稳中有升。

图24. 深高速 2013-2022 年通行费收入及 yoy



资料来源：公司公告、安信证券研究中心

图25. 深高速 2013-2022 年通行费毛利及毛利率



资料来源：公司公告、安信证券研究中心

表5: 深高速 2024~2025 年资本开支计划 (单位亿元)

项目名称	2024 年	2025 年
外环项目 (一、二期第三期)	14.50	20.60
沿江二期	2.77	
机荷改扩建	7.48	
深汕第二高速前期开支	0.13	0.20
蓝德环保餐厨项目	0.53	0.001
光明环境园项目	1.06	1.08
利塞环保技改项目	0.03	
汉京金融中心 35~48 层办公物业装修尾款	0.04	
合计	26.5	21.9

资料来源：公司公告、安信证券研究中心

**战略布局大环保业务，有望成为第二成长曲线。**环保行业具备特许经营权属性，公司依靠资金优势，通过投资和并购布局环保业务，从而有效补偿建设周期较长的路产业务在新建及改扩建期间的业绩。根据公司公告，大环保业务包括三大板块，分别为清洁能源、固废资源化管理以及其他环保业务。从业务布局来看：1) 清洁能源业务主要涉及可持续能源发电，含包头南风、新疆木垒、永城助能、中衡甘塘以及淮安中恒五个项目，截止 2023 年 6 月 31 日，累计装机容量达 648 MW，累计发电量 98.5 兆瓦时。2) 固废处理：公司主要通过附属公司蓝德环保公司和利塞环保公司进行餐厨垃圾处理，累计有机垃圾处理量 556.24 千吨；通过乾泰公司提供报废新能源汽车回收拆解服务；光明环境园项目负责处理有机垃圾、大件垃圾和绿化垃圾。3) 其他环保业务为公司全资子公司环境公司持有德润环境 20% 股权，该公司主业包括供水及污水处理、垃圾焚烧发电、环境修复等；另外公司还持有深水规院 11.25% 股权。

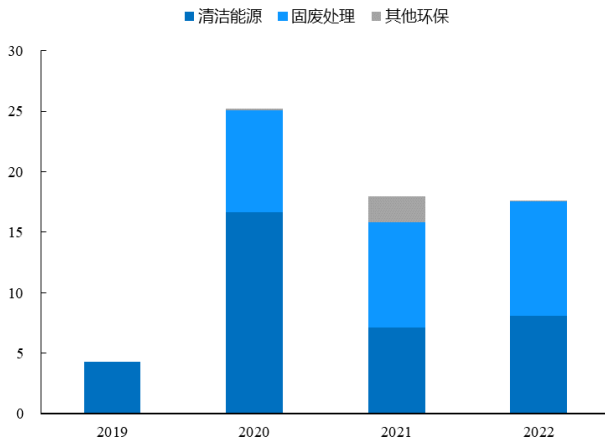
清洁能源业务为主要盈利来源，2022 年收入约为 8.1 亿元，占大环保业务总收入比约为 46.0%，毛利约为 4.3 亿元，占比约为 93.5%、固废资源化处理业务成长空间较大，2022 年收入约为 9.5 亿元，占比约为 54.0%，毛利约为 0.4 亿元，占比约为 8.7%。公司在现有业务基础上，通过自建及并购的方式持续推进大环保业务布局，根据深高速公告，公司子公司金深新能源的贵州紫云县 180MW 风电项目以及河北坪山县 60MW 光伏项目和 70MW 光伏项目在稳步推进中，预计未来有望贡献盈利增量。

表6: 截止 2022 年深高速投资的大环保项目

类型	公司/项目名称	持有权益
清洁能源	新疆木垒项目	100%
	包头市南风电科技有限公司	100%
	永城助能项目	100%
	中衡甘塘项目	100%
	南京风电科技有限公司	51%
	淮安中恒能源有限公司	20%
	深圳峰和能源投资有限公司	50%
固废资源化处理	光明环境园项目	100%
	邵阳项目	100%
	深圳市利赛环保科技有限公司	70%
	深高蓝德环保科技集团股份有限公司	92.29%
	深圳特别合作区乾泰技术有限公司	63.33%
水环境治理及其他环保业务	重庆德润环境有限公司	20%
	深圳市水务规划设计院股份有限公司	11.25%

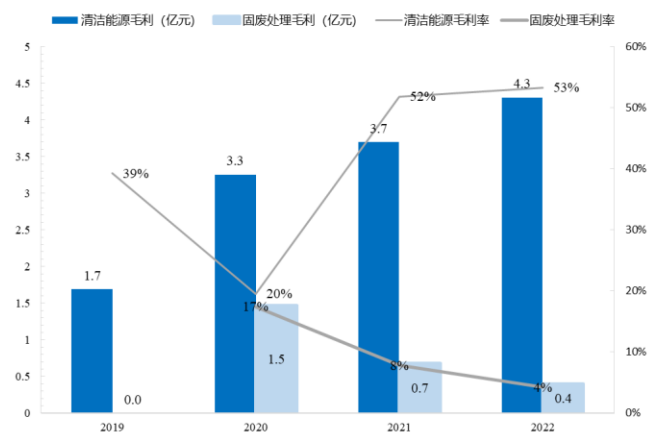
资料来源: 公司公告、安信证券研究中心

图26. 公司环保业务营收拆分 (亿元)



资料来源: 公司公告、安信证券研究中心

图27. 公司环保业务毛利 (亿元) 及毛利率



资料来源: 公司公告、安信证券研究中心

#### 4. 其他投资: 持股深圳航空 49%, 静待航空盈利修复

**战略持股 49%深圳航空, 静待航空盈利修复。**深圳航空为深圳国际其他投资中重要组成部分, 公司 2002 年收购深航 10% 的权益, 2010 年、2011 年先后两次增资, 最终持股比例上升至 49%。深圳航空主基地为广州和深圳, 同时拥有深圳、广州、江西、重庆和泉州等 7 个营运基地; 截止 2022 年 12 月 31 日, 深圳航空机队规模 226 架, 经营国内外航线 308 条, 其中国内航线 301 条、国际航线 7 条。公司其他投资受多因素影响, 包含集团自身费用及参股公司的盈利贡献, 随着公司其他投资中部分项目的逐步退出, 2020-2022 年深航成为影响利润的重要因素, 根据公司公告, 根据权益法, 由于公司应占深航的权益已减至零 (2022 年), 公司不会确认进一步亏损。随着未来航空市场的逐步复苏, 深航有望扭转亏损并对公司产生贡献。

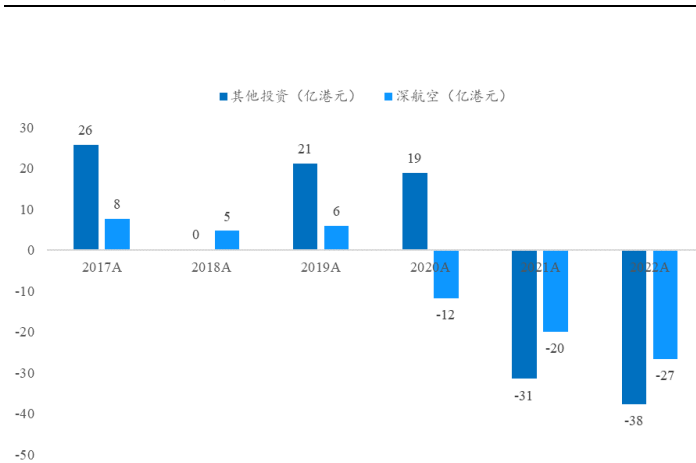


表7: 2022年机队数据

引进方式	机型	合计
经营租赁	B737-700	53
	B737-800	
	空客 A320	
	空客 A319	
	空客 A330	
融资租赁	B737-800	91
	空客 A320	
自置	B737-700	82
	B737-800	
	B737-900	
	空客 A319	
	空客 A320	
合计		226

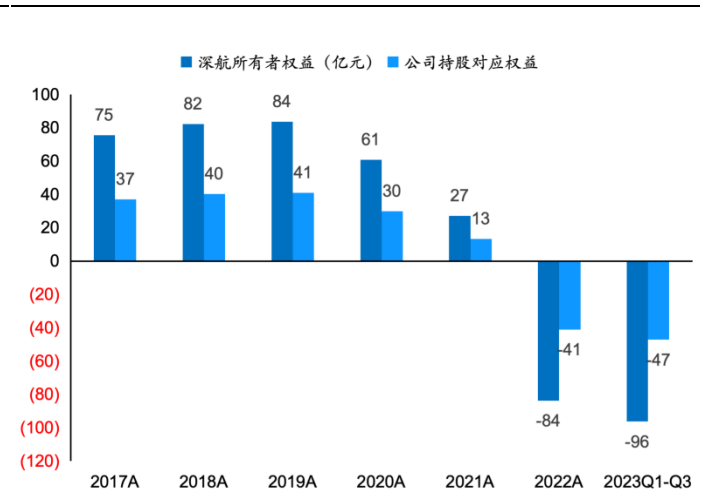
资料来源: 公司公告、安信证券研究中心

图28. 公司其他投资归母净利润及深航归母净利润



资料来源: 公司公告, 安信证券研究中心

图29. 深航所有者权益及深圳国际持股对应权益



资料来源: wind, 安信证券研究中心

## 5. 盈利预测与投资建议

**核心假设:** 1、高速公路业务: 预计深高速业务收入随着大湾区通行量稳步提升, 24年沿江二期投产提供增量, 环保业务保持稳定增长。预计2023~2025年收费公路及大环保业务收入分别为110.6/116.7/121.8亿港元, 同比+2.6%/+5.6%/+4.4%, 归母净利润分别为9.4/9.4/10.0亿港元, 同比+44.2%/+0.2%/+6.8%;

2、物流业务: 预计预计收入利润随运营园区增加而增长, 预计2023~2025年收入分别为23.4/28.3/33.4亿港元, 同比+17.3%/+20.9%/+18.3%, 归母净利润分别为20.6/9.3/10.3亿港元, 同比-51.6%/-55.1%/+10.6%。

3、港口业务: 港口业务的营业收入较为稳定, 考虑靖江港等项目于2023年投入运营, 吞吐量提升推动收入利润增长, 预计2023~2025年收入分别为22.5/28.3/28.3亿港元, 同比-18.6%/+26.0%/-0.3%, 归母净利润分别为1.0/1.3/1.3亿港元, 同比-5.2%/33.8%/-0.2%。

4、其他投资：预计 24-26 年华南物流园区土地分批确权后逐步兑现土地增值收益，深航负债经营结束前暂不影响公司收入和利润，预计 2023~2025 年归母净利润分别为 -15.0/21.6/20.7 亿港元。

表8：深圳国际估值模型核心假设

(亿港元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>营业收入</b>	<b>185.2</b>	<b>155.3</b>	<b>156.4</b>	<b>173.3</b>	<b>183.5</b>
yoy	-4.8%	-16.1%	0.7%	10.8%	5.9%
1-收费公路及大环保业务	131.2	107.7	110.6	116.7	121.8
yoy	14.0%	-17.9%	2.6%	5.6%	4.4%
2-物流园区运营及服务	26.9	19.9	23.4	28.3	33.4
yoy	-58.9%	-25.8%	17.3%	20.9%	18.3%
3-港口	27.1	27.6	22.5	28.3	28.3
yoy	92.1%	1.9%	-18.6%	26.0%	-0.3%
4-其他投资					
yoy					
<b>归母净利润</b>	<b>35.7</b>	<b>12.5</b>	<b>21.6</b>	<b>38.7</b>	<b>39.8</b>
yoy	-8.8%	-64.9%	72.2%	79.4%	2.7%
1-收费公路及大环保业务	16.1	6.5	9.4	9.4	10.0
yoy	71.6%	-59.6%	44.2%	0.2%	6.8%
2-物流园区运营及服务	14.7	42.7	20.6	9.3	10.3
yoy	34.0%	190.3%	-51.6%	-55.1%	10.6%
3-港口	1.1	1.0	1.0	1.3	1.3
yoy	18.8%	-4.8%	-5.2%	33.8%	-0.2%
4-其他投资(包含转型升级的土地增值)	3.9	-37.6	-15.0	21.6	20.7
yoy	-78.4%	-1070.5%	-60.2%	244.1%	-4.5%

资料来源：公司公告，安信证券研究中心

**盈利预测与投资建议：**核心物流主业稳步增长，公路及港口等业务释放稳定收益，华南物流园区土地整备提供利润增量，分红提升下公司价值凸显。我们预计公司 2023-2025 年分别实现归母净利 21.6、38.7、39.8 港元，对应 PE 分别为 8.5、3.6、3.5。考虑公司 2017-2022 年分红比例约为 50%，假设 2024 年分红比例为 50%，对应分红约为 19.4 亿港元，测算下当前股息率约为 13.4%，高股息下公司市值有望回归价值区间。

表9：深圳国际主要财务和估值指标

(亿港元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	185.2	155.3	156.4	175.3	185.5
yoy	-4.8%	-16.1%	0.7%	12.0%	5.8%
归母净利润	35.7	12.5	21.6	38.7	39.8
yoy	-8.8%	-64.9%	72.2%	79.4%	2.7%
PE	4.1	11.8	8.6	3.6	3.5

资料来源：wind, 安信证券研究中心

分部估值：1) 收费公路及大环保业务选取安徽皖通高速公路和江苏宁沪高速公路作为可比公司，PE 约为 6.0x；2) 地产服务选取 ESR 及万科企业为可比公司，PE 约为 6.6x；3) 港口选取招商局港口和青岛港作为可比公司，PE 约为 5.1x；4) 转型升级项目为一次性收益，基于对未来现金流风险和不确定性的判断，以及满足企业最低投资回报率的要求，对转型升级项目利润以年化 10%折现。测算下预计公司分部估值为 253 亿港元，对应 12 个月目标价为 10.56 港元。

表10：可比公司表（截至 2023.12.18）

可比公司	公司名称	PE (2024E)	平均 PE
高速	安徽皖通高速公路	5.7	6.0
	江苏宁沪高速公路	6.4	
地产服务与运营	ESR	9.2	6.6
	万科企业	4.0	
港口	青岛港	4.8	5.1
	招商局港口	5.5	

资料来源：wind, 安信证券研究中心

表11：分部估值测算

业务	归母净利润 2024E (亿港元)	平均 PE	市值 (亿港元)
收费公路及大环保业务	9.4	6.0	57
物流	9.3	6.6	61
港口	1.3	5.1	7
转型升级	185 (项目合计)	按年化 10%折现	128
合计市值			253

资料来源：wind, 安信证券研究中心

## 6. 风险提示

- 1) 物流园区项目进展或资产证券化进度不达预期：若物流园区建设及资产证券化进度低于预期，公司物流园业务收入及利润增速可能不达预期。
- 2) 转型升级进度不及预期：如转型升级进度较慢，则公司土地增值收益兑现可能偏慢。
- 3) 高速公路车流量有待恢复：如通车量恢复较慢，则高速通车费收入可能不及预期
- 4) 假设及盈利预测不及预期的风险：盈利预测的假设如与实际情况偏差较大，公司的业绩或低于盈利预测。
- 5) 分红不及预期：如公司最终分红比例不及预期，分红或低于市场预期
- 6) 转型升级项目收益不及预期：如转型升级项目收益不及预期，则公司未来业绩有不及的风险

表12: 利润表

亿港元	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
收入	194.5	185.2	155.3	156.4	173.3	183.5
经营成本	91.8	89.6	84.5	104.8	90.5	97.4
<b>经营利润</b>	<b>102.7</b>	<b>95.5</b>	<b>70.8</b>	<b>51.6</b>	<b>82.9</b>	<b>86.1</b>
经营利润率	52.8%	51.6%	45.6%	33.0%	47.8%	46.9%
应占合营公司盈利	0.1	4.9	0.6	0.0	0.0	0.0
应占联营公司盈利	-5.7	-1.6	-16.5	8.1	8.4	8.8
财务收益	3.2	4.0	3.0	3.0	2.9	3.0
财务成本	-9.2	-13.3	-28.7	-27.0	-28.4	-29.8
<b>税前利润</b>	<b>91.1</b>	<b>89.6</b>	<b>29.3</b>	<b>33.4</b>	<b>63.4</b>	<b>65.5</b>
所得税	-30.7	-27.3	-9.9	-2.8	-13.4	-13.8
<b>少数股东权益</b>	<b>-19.4</b>	<b>-25.6</b>	<b>-5.9</b>	<b>-7.4</b>	<b>-9.0</b>	<b>-9.6</b>
<b>净利润</b>	<b>40.1</b>	<b>35.7</b>	<b>12.5</b>	<b>21.6</b>	<b>38.7</b>	<b>39.8</b>
分红				10.8	19.4	19.9
分红比例				50%	50%	50%

资料来源: 公司公告, 安信证券研究中心

表13: 现金流量表

亿港元	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
经营活动产生的现金流	6.32	36.72	101.34	32.14	30.28	42.68
投资活动产生的现金流	-79.66	-81.53	-78.36	-41.17	-40.93	-40.69
融资活动产生的现金流	45.35	30.46	-4.45	5.79	0.63	-9.90
现金及现金等价物净增加/(减少)	-28.58	-11.91	7.99	-3.23	-10.02	-7.91
汇兑收益/(亏损)	-0.59	2.44	-10.53	-	-	-
期初现金、现金等价物和限制性现金	119.32	90.73	100.31	108.30	105.07	95.05
<b>期末现金及现金等价物</b>	<b>90.73</b>	<b>78.83</b>	<b>108.30</b>	<b>105.07</b>	<b>95.05</b>	<b>87.14</b>

资料来源: 公司公告, 安信证券研究中心



表14：资产负债表

亿港元	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产</b>	<b>389.80</b>	<b>270.16</b>	<b>304.77</b>	<b>317.23</b>	<b>304.22</b>	<b>306.14</b>
存货及其他合同成本	147.22	95.62	62.95	78.12	67.43	72.60
业务及其他应收账款	72.22	63.29	66.62	67.11	74.36	78.72
合同资产	4.09	4.85	4.25	4.28	4.74	5.02
其他财务资产	9.37	5.43	28.34	28.34	28.34	28.34
衍生财务工具	-	2.61	2.37	2.37	2.37	2.37
受限银行存款	25.22	9.31	28.05	28.05	28.05	28.05
原到期日超过三个月的银行定期存款	35.09	10.24	3.90	3.90	3.90	3.90
现金及现金等价物	90.73	78.83	108.30	105.07	95.05	87.14
持作出售用途之出售组别	5.87	-	-	-	-	-
<b>非流动资产</b>	<b>742.07</b>	<b>966.91</b>	<b>1030.18</b>	<b>1061.29</b>	<b>1091.93</b>	<b>1122.13</b>
投资物业	6.11	76.98	102.26	102.26	102.26	102.26
物业、厂房及设备	127.43	190.79	178.74	204.28	229.17	253.44
土地使用权	38.02	33.29	31.82	35.54	39.12	42.56
在建工程	31.00	39.27	34.36	34.36	34.36	34.36
无形资产	316.46	329.22	299.41	297.43	295.54	293.72
商誉	2.79	4.09	5.52	5.52	5.52	5.52
与联营公司之权益	144.31	195.60	175.42	179.27	183.36	187.69
与合营公司之权益	0.9	2.37	109.48	109.46	109.44	109.42
其他财务资产	23.45	11.20	10.22	10.22	10.22	10.22
递延税项资产	16.88	8.60	7.56	7.56	7.56	7.56
其他非流动资产	34.72	75.50	75.39	75.39	75.39	75.39
<b>资产总额</b>	<b>1131.87</b>	<b>1237.08</b>	<b>1334.95</b>	<b>1378.52</b>	<b>1396.16</b>	<b>1428.27</b>
<b>流动负债</b>	<b>339.76</b>	<b>289.71</b>	<b>485.84</b>	<b>527.60</b>	<b>534.25</b>	<b>555.07</b>
业务及其他应付款	128.84	124.58	127.71	158.49	136.80	147.30
衍生金融工具	0.99	-	-	-	-	-
合同负债	28.17	2.90	56.10	56.10	56.10	56.10
应付所得税	21.86	17.48	7.79	2.18	10.53	10.84
贷款	158.72	143.80	2293.41	310.00	330.00	340.00
租赁负债	1.18	0.95	0.83	0.83	0.83	0.83
<b>非流动负债</b>	<b>207.32</b>	<b>316.85</b>	<b>297.11</b>	<b>297.11</b>	<b>297.11</b>	<b>297.11</b>
贷款	161.76	258.77	244.26	244.26	244.26	244.26
衍生财务工具	-	-	-	-	-	-
租赁负债	7.38	14.26	9.90	9.90	9.90	9.90
公路养护责任主体	-	-	-	-	-	-
递延税项负债	22.53	26.23	28.10	28.10	28.10	28.10
其他非流动负债	15.65	17.59	14.85	14.85	14.85	14.85
<b>负债总额</b>	<b>547.08</b>	<b>606.55</b>	<b>782.96</b>	<b>824.71</b>	<b>831.37</b>	<b>852.18</b>
<b>股东权益</b>	<b>584.79</b>	<b>630.52</b>	<b>551.99</b>	<b>553.81</b>	<b>564.79</b>	<b>576.09</b>
<b>负债和权益总额</b>	<b>1131.87</b>	<b>1237.08</b>	<b>1334.95</b>	<b>1378.52</b>	<b>1396.16</b>	<b>1428.27</b>

资料来源：公司公告，安信证券研究中心

## 目 公司评级体系 ■■■

收益评级:

买入 —— 未来 6 个月的投资收益率领先恒生指数 15%及以上;

增持 —— 未来 6 个月的投资收益率领先恒生指数 5% (含) 至 15%;

中性 —— 未来 6 个月的投资收益率与恒生指数的变动幅度相差-5% (含) 至 5%;

减持 —— 未来 6 个月的投资收益率落后恒生指数 5%至 15% (含);

卖出 —— 未来 6 个月的投资收益率落后恒生指数 15%以上;

风险评级:

A —— 正常风险, 未来 6 个月的投资收益率的波动小于等于恒生指数波动;

B —— 较高风险, 未来 6 个月的投资收益率的波动大于恒生指数波动;

## 目 分析师声明 ■■■

本报告署名分析师声明, 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责, 保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据, 特此声明。

## 目 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明 ■■■

安信证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 经中国证券监督管理委员会核准, 取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告, 是证券投资咨询业务的一种基本形式, 本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向本公司的客户发布。

**目 免责声明**

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设，并采用适当的估值方法和模型得出的，由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性，估值结果和分析结论也存在局限性，请谨慎使用。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

**安信证券研究中心**

深圳市

地 址： 深圳市福田区福田街道福华一路 19 号安信金融大厦 33 楼

邮 编： 518026

上海市

地 址： 上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮 编： 200080

北京市

地 址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮 编： 100034