

深圳国际(0152.HK)深度报告： 低估值高股息深圳国企，华南物流园进入业绩兑现期

评级：买入(上调)

李跃森(证券分析师)

S0350521080010

liys05@ghzq.com.cn

祝玉波(证券分析师)

S0350523120005

zhouyb01@ghzq.com.cn

最近一年走势



相对恒生指数表现

表现	1M	3M	12M
深圳国际	-3.9%	8.8%	-2.5%
恒生指数	3.7%	-4.7%	-16.4%

市场数据

2024/02/28

当前价格 (港元)	6.42
52周价格区间 (港元)	4.37-7.80
总市值 (百万港元)	15,364.02
流通市值 (百万港元)	15,364.02
总股本 (万股)	239,314.89
流通股本 (万股)	239,314.89
日均成交额 (百万港元)	22.79
近一月换手 (%)	3.03

预测指标	2022A	2023E	2024E	2025E
主营收入（百万港元）	15529	21064	16915	17553
增长率(%)	-16	36	-20	4
归母净利润	1254	1901	3801	3887
增长率(%)	-65	52	100	2
摊薄每股收益（港元）	0.52	0.79	1.59	1.62
ROE(%)	4	6	11	11
PE	14.59	8.08	4.04	3.95
PB	0.59	0.48	0.45	0.43
PS	1.18	0.73	0.91	0.88
EV/EBITDA	10.15	5.48	4.41	3.79

资料来源：Wind资讯、国海证券研究所

1、直属深圳市国资委，坐拥湾区优质资产。深圳国际是直属深圳国资委的交通运输资产管理平台，坐拥湾区优质资产，旗下资产包括深圳市龙华区50万平方米待开发住宅面积+52%深高速股权+49%深圳航空股权+1055万平方米规划物流园面积。公司物流主业稳步成长，高速港口资产贡献稳定利润增长，土地改性及REITs出表持续贡献利润弹性。

2、物流主业稳步成长，华南物流园有望贡献超百亿净利。作为中国第八大物流地产商，截至2023H1，公司物流园规划土地面积超过1,000万平方米，当中已获取经营权的土地面积约853万平方米，运营面积约453万平方米。与此同时，公司以“投建管转”和“投建融管”的创新型商业模式充分挖掘物流园土地价值，土地改性及REITs出表持续贡献利润弹性。①投建管转方面，“梅林关”、“前海”、“华南物流园”等地产项目逐年兑现。根据我们测算，截至2022年底，前海项目合计共带来归母净利润106.81亿港元，其中土地增值收益为公司带来归母净利润70.36亿港元。在前海项目地产开发进入尾声之际，2023年10月底，公司旗下华南物流园土地整备正式落地，公司共获得10.58亿元的拆迁补偿费+10.87万平方米留用土地，其中规划可出售商品住房50.83万平方米。根据我们测算，该项目有望为公司创造税后收益157.71亿人民币。②投建融管方面，截至2023H1，深圳国际已有3个项目完成REITs出表工作，其中南昌综合物流港确认归母净利润1.75亿港元；杭州项目二期和合肥肥东项目合计贡献归母净利润6.57亿港元。同时，杭州项目一期及贵州项目的公募REITs发行工作也已取得阶段性进展。

3、高速港口构筑利润基础，深航影响短期不再计入。深高速为公司的盈利基本盘，每年为公司贡献的归母净利润中枢约为11亿港元。2017年起，深高速开始布局大环保业务，第二主业逐渐发力。港口业务同样为公司贡献稳定收益，该板块每年为公司贡献的归母净利润中枢约为1亿港元。公司持有深航49%股权，由于深航净资产于2022年末转负，公司于深航之权益已减至零。根据权益法，2023H1起公司将不再确认深航的进一步亏损，深航中短期内将不再对公司利润造成负面影响。

4、持续稳定高股息，低估值提供安全边际。深圳国际承诺每年核心业务利润分派比例不低于30%，但公司实际的分红比例常年维持在50%左右，2018-2022五年时间共计派息93.74亿港元。2023年11月1日深圳国际发布最新一期股权激励，本次股权激励有望充分调动公司核心成员的积极性，彰显公司长期发展信心。我们预计深圳国际2023-2025年营业收入分别为210.64亿港元、169.15亿港元与175.53亿港元，归母净利润分别为19.01亿港元、38.01亿港元与38.87亿港元，对应PE分别为8.08、4.04与3.95倍，对应股息率分别为6.19%、12.37%与12.65%。公司掌握优质资产，持续稳定高股息，未来价值回归路径清晰，上调至“买入”评级。

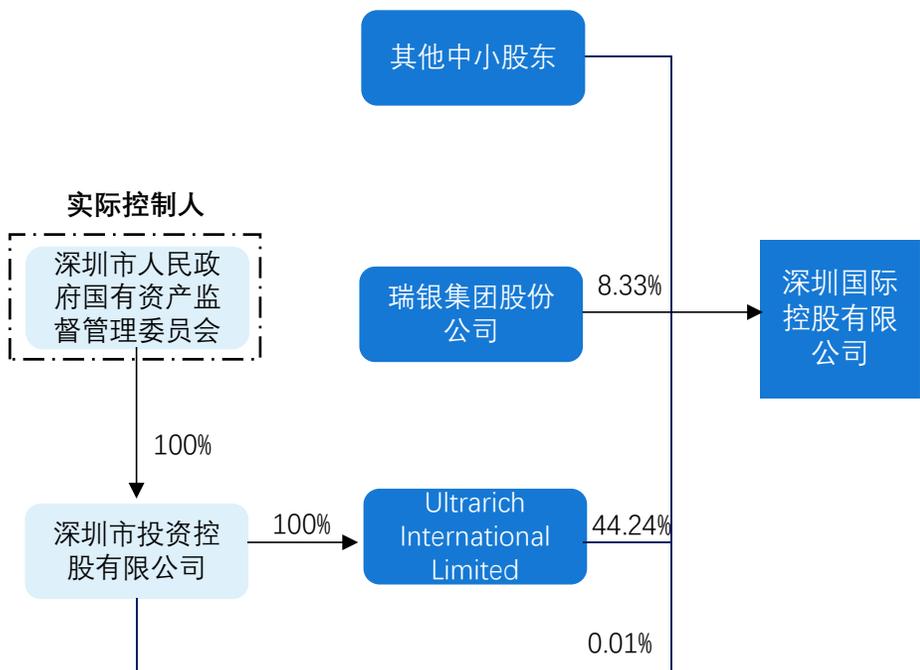
风险提示：华南物流园转型升级项目进度不及预期风险；REITs出表节奏不及预期风险；汇率波动风险；物流园出租率波动风险；高速公路被分流风险；港股估值体系与A股存在差异；测算仅供参考，以公司实际披露为准等。

一、直属深圳市国资委，坐拥湾区优质资产

1.1 直属深圳国资委，投资版图不断扩张

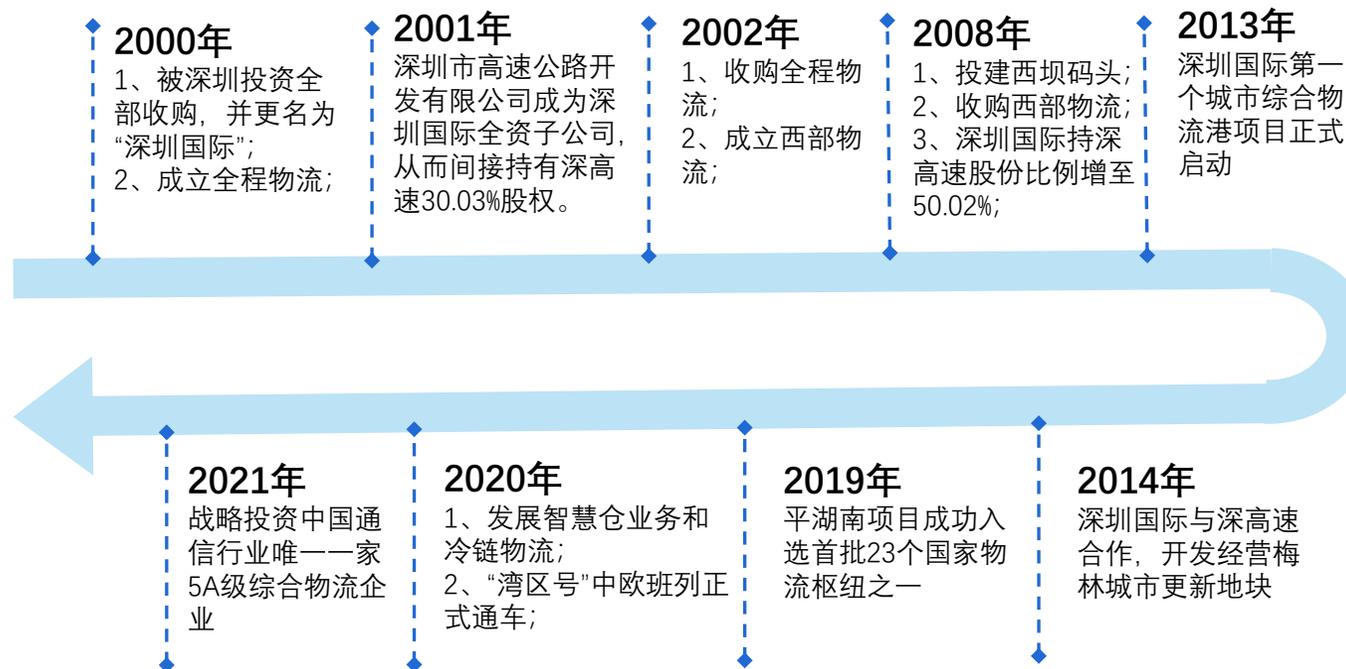
- ◆ 公司前身于1951年在香港成立。2000年，深圳市投资管理公司（深圳市投资控股有限公司前身）完成对公司的全部收购工作，并将公司更名为“深圳国际控股有限公司”。此后，深圳国际一直由深圳市投资控股有限公司控股，实际控制人为深圳市国资委。

图表1：深圳国际直属于深圳市国资委



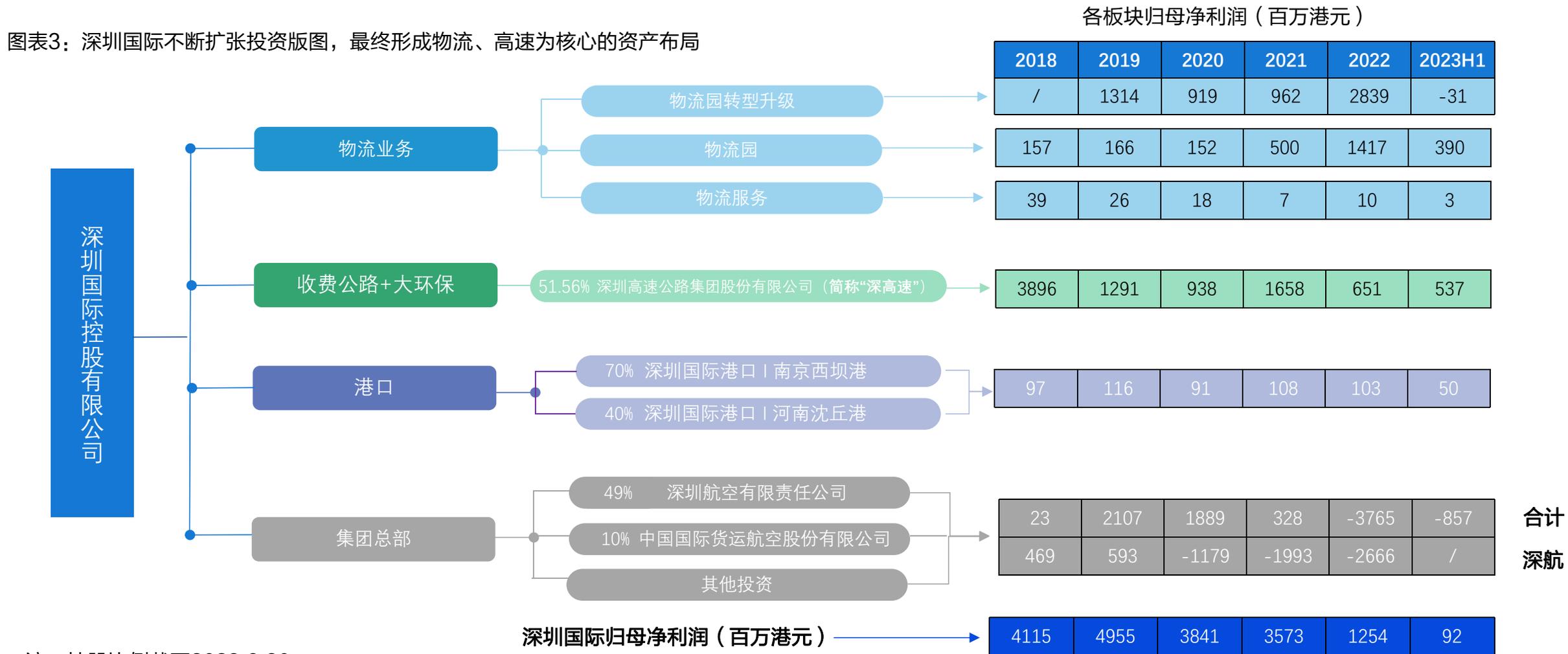
注：持股比例截至2023.6.30

图表2：深圳国际发展历程



1.2 以物流业务+收费公路为核心，全面介入水陆空铁领域

◆ 深圳国际于深圳市国资委旗下一直发挥着基建管理平台的角色，在高速公路、物流园运营、航空、港口、城市地块开发等领域进行投资与运营，版图不断扩张，最终形成物流园、深高速、内河港口以及深圳航空为核心的资产布局。

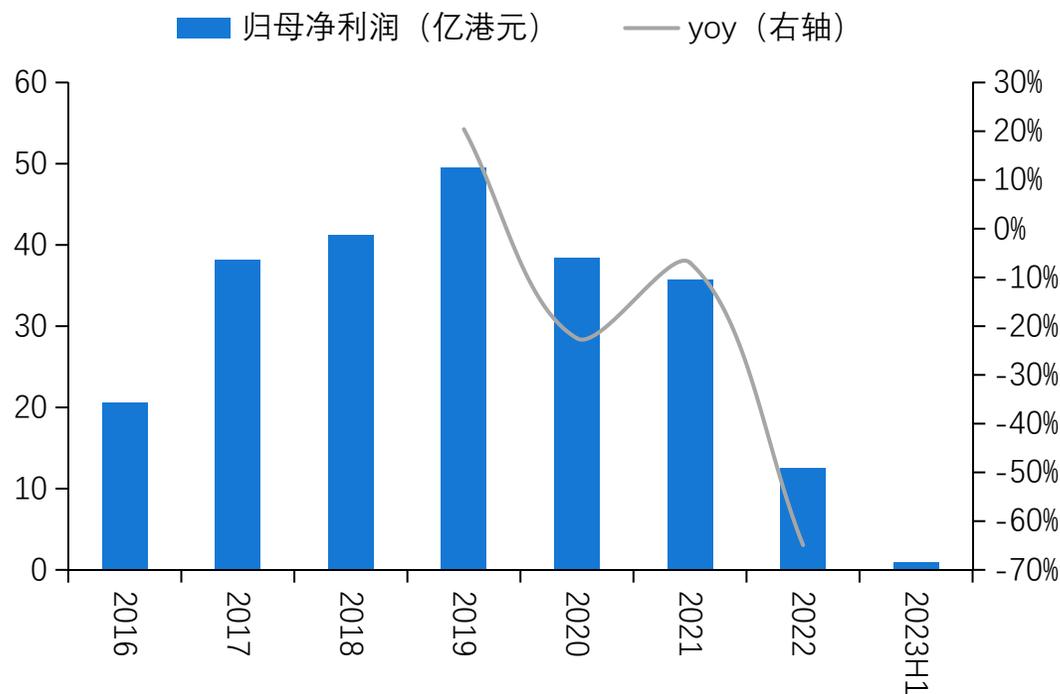


注：持股比例截至2023.6.30

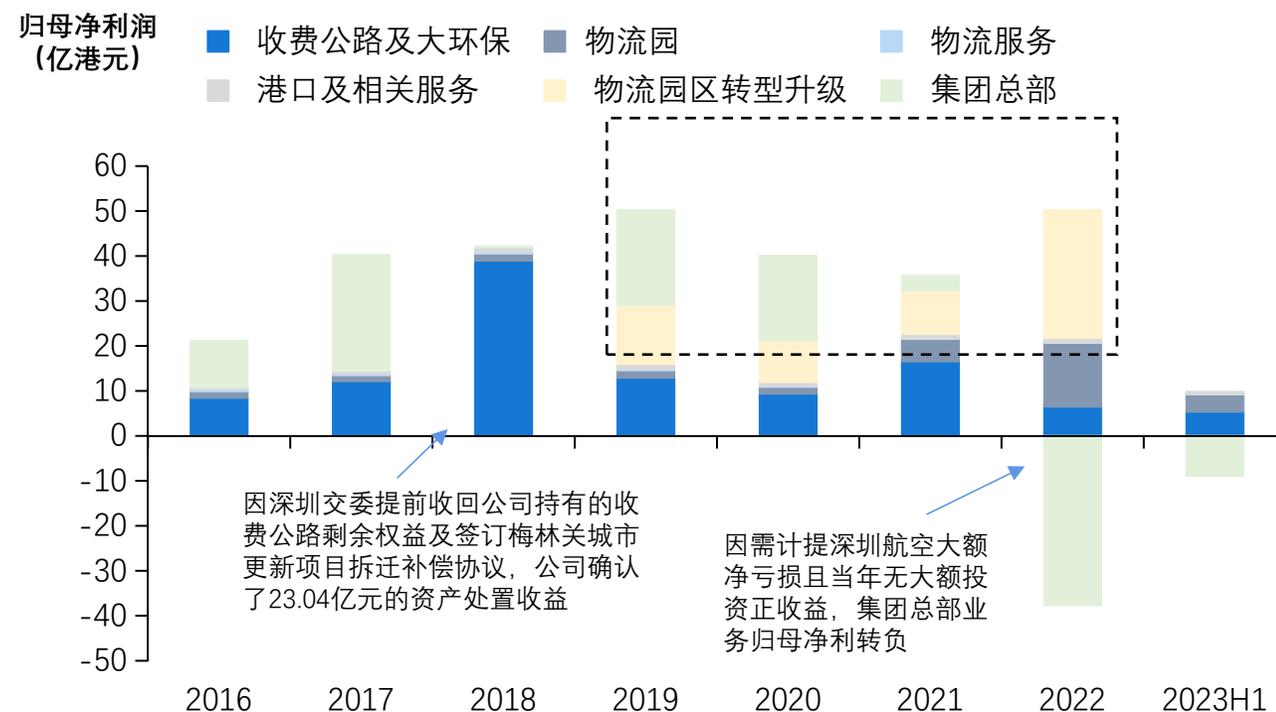
1.3 高速港口稳定利润基础，土地改性及资产出表提供弹性

◆ 公司旗下业务较多，从利润拆分来看，深高速稳定公司利润基本盘，物流园升级及物流园业务提供利润弹性。结合深圳国际2019-2022年财务数据，公司收费公路及大环保板块贡献的归母净利润中枢约为11亿港元，港口及相关服务贡献的归母净利润中枢约为1亿港元，而物流园和物流园转型升级板块则分别通过REITs出表以及土地改性的方式提供主要的利润弹性。由于公司所持有的深航的权益已减至零（截至2023H1），故深航影响短期不再计入。

图表4：2017-2019年，深圳国际归母净利润保持正增长



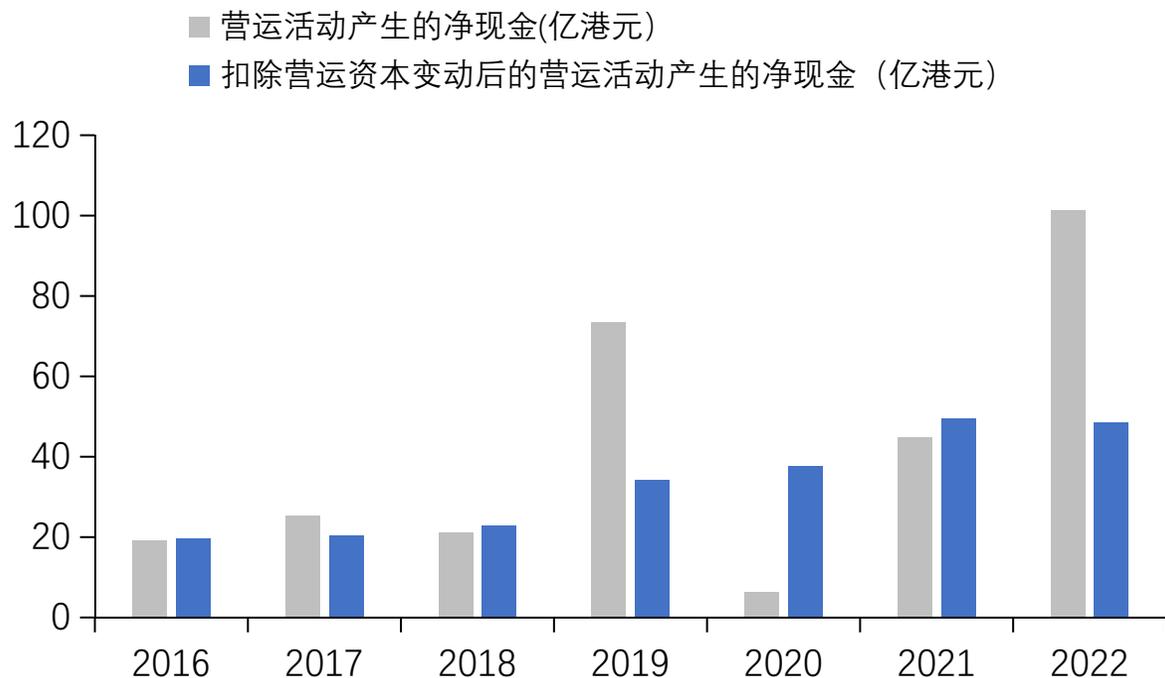
图表5：从利润拆分看，深高速稳定公司利润基本盘，物流园及物流园转型升级提供利润弹性



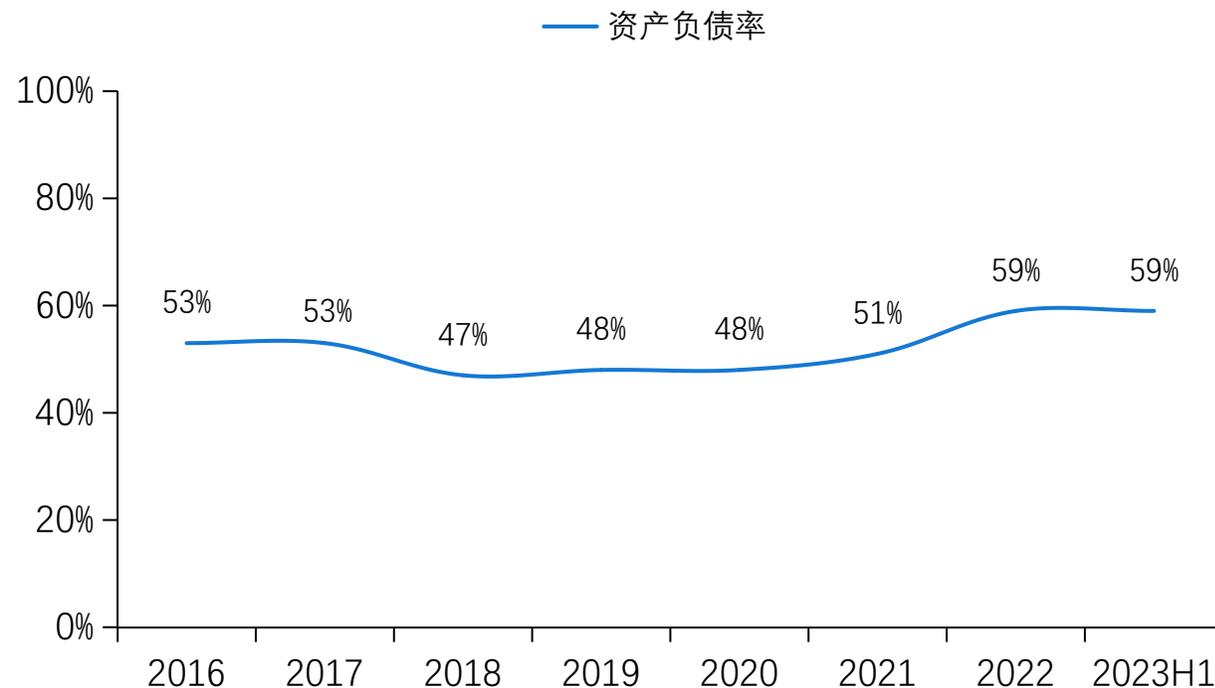
1.4 2023H1资产负债率为59%，营运资产变动放大现金流波动

- ◆ **经营活动现金流大幅波动主要受营运资本变动影响。**2016-2022年公司经营活动现金流大幅波动的原因主要为：①2019-2021年公司梅林关及前海项目的住宅项目开发收入逐步确认，项目开发进度及销售回款节奏均会带来公司营运资本的变动；②由于公司持续向联营公司获取贷款垫款，公司营运资本规模出现较大幅度的波动。
- ◆ **因并购及扩大物流园经营规模的需要，公司资产负债率有所提升。**出于获取物流园用地、高速扩建及收购深投控基建股权的需要，公司于2022年增加了超过100亿港元的流动负债，使公司2022年的资产负债率相较2021年有所提升。截至2023H1，公司资产负债率为59%。

图表6：扣除营运资本变动的影响后，公司经营活动现金流的波动较为平滑



图表7：2023H1，深圳国际资产负债率为59%



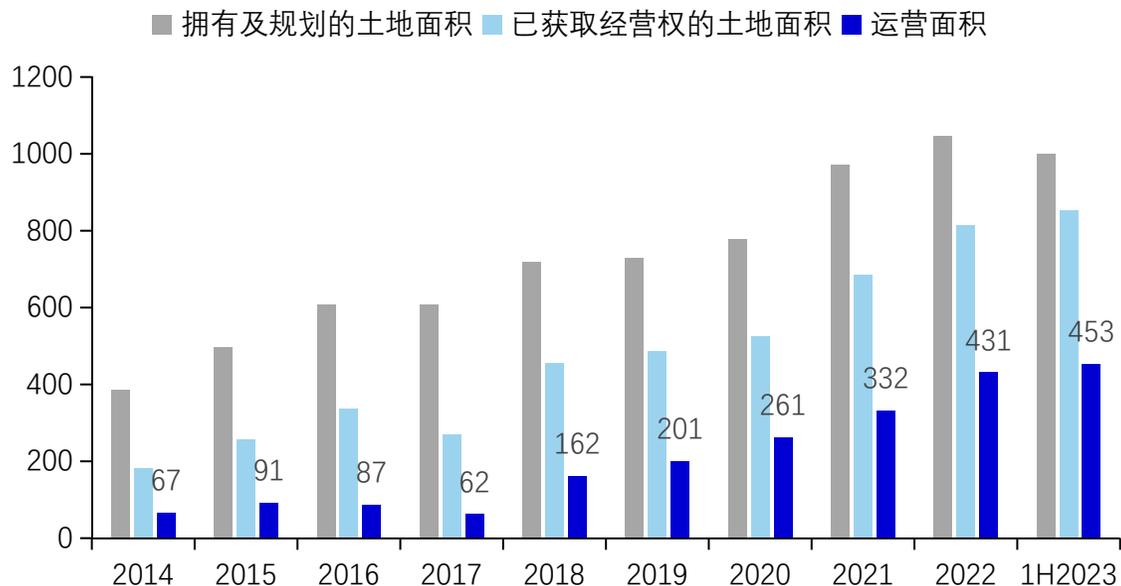
二、物流主业稳步成长，土地改性及REITs出表持续贡献利润弹性

2.1 物流业务以物流园资产作为业务运作的核心

- ◆ 深圳国际聚焦粤港澳大湾区、长三角、京津冀等经济发达地区，为客户提供高标准的物流基础设施租赁服务，能满足电商、快运快递公司、生产商及制造商等各类客户的仓储业务需求。公司物流园业务可分为物流园区运营（含投建融管，即REITs出表）、物流园区转型升级（投建管转，即土地改性+地产开发）和物流服务（涉及冷链和智慧仓）三大类。
- ◆ 物流园区运营方面，截至2023H1，公司在全国近40个物流节点城市实现布局，管理及经营共34个物流项目，规划的土地面积超过1,000万平方米，当中已获取经营权的土地面积约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%。通过不断的发展扩张，深圳国际的物流园运营已居于我国前列，在中物联2023物流园区Top10的排名中深圳国际位列第八。考虑到深圳国际物流园运营面积的持续扩张叠加REITs出表的稳步推进，物流园区运营板块仍将为公司贡献丰厚的归母净利。

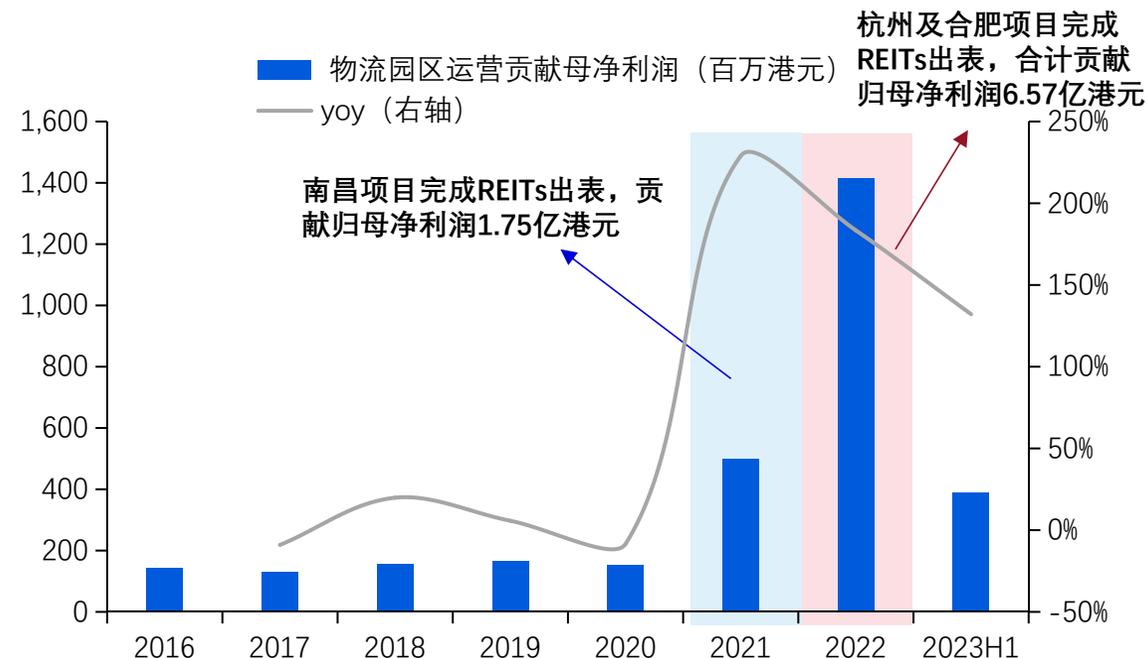
图表8：2017-2022年，深圳国际物流园运营面积快速增长

单位：万平方米



注：深圳国际2023年中报披露的拥有及规划土地面积为超过1000平方米，未披露详细数据

图表9：REITs出表为物流园区运营业务带来利润弹性



2.2.1 物流资产：大湾区项目规划土地面积共有234.1万平方米

图表10：截至 2023H1，深圳国际大湾区主要物流项目规划土地面积共有234.1万平方米

大湾区物流港	项目名称	位置	土地面积 /规划土地面积 (万平方米)	已获得土地面积 (万平方米)	已投入运营面积 (计租面积) (万平方米)	首期项目 投入运营/预计投入 运营时间*
物流枢纽	深圳国际铁路枢纽物流港（深圳平湖南）	深圳市龙岗区南湾街道横东岭路	90	90	-	2026
	深圳国际公路枢纽物流港（深圳宝安）	深圳市宝安区	7.5	-	-	-
物流园	深圳国际华南物流园（深圳）	深圳市龙华区民治街道	57.8	57.8	31.2	2003
	深圳国际西部物流园（深圳）	深圳市南山区临海大道	不适用	不适用	12.2	2003
	深圳国际康淮电商中心（深圳）	深圳市龙华区观澜街道平安路	不适用	不适用	14.3	2018.01
深圳国际智慧物流港	深圳黎光	深圳市龙华区观澜街道黎光村	4.5	4.5	-	2023
	深圳坪山	深圳市坪山区龙田街道兰竹东路	12	12	-	2025
	深圳盐田	深圳市盐田区盐田综合保税区一期	3.2	3.2	-	2023
	中山火炬	中山市中山火炬高技术产业开发区	5.8	5.8	6.6	2019.09
	肇庆	肇庆市高要区金利镇	10	-	-	-
	佛山南海	佛山市南海区	7.6	7.6	-	2024
	佛山顺德	佛山市顺德区	20	20	-	2025
	佛山高明	佛山市高明区	15.7	15.7	-	2025
小计			234.1	216.6	64.3	

2.2.2 物流资产：浙江、苏皖及京津冀项目规划土地面积共有396.8万平方米

图表11：截至 2023H1，深圳国际在浙江、苏皖及京津冀地区的主要物流项目规划土地面积共有396.8万平方米

中国其他地区物流港	区域位置	项目名称	位置	土地面积 /规划土地面积 (万平方米)	已获取土地面积 (万平方米)	已投入运营面积 (计租面积) (万平方米)	首期项目 投入运营/预计投入 运营时间*
深圳国际物流港	浙江区域	杭州	杭州市杭州大江东产业集聚区	一期: 23.9 二期: 不适用	一期: 23.9 二期: 不适用	一期: 21.3 二期: 24.3	2017.11
		宁波	宁波市宁南贸易物流园	19.4	9.2	5.7	2018.01
		金华义乌	金华市义乌稠城街道下辖云溪村	44	41.7	55.9	2020.12
		金华经开	金华市金华经济技术开发区	13.6	-	-	-
		温州	温州市龙港市	13.9	13.9	-	2025
	苏皖区域	无锡惠山	无锡市惠山区	34.7	24.6	12	2017.01
		无锡江阴	无锡市江阴临港经济技术开发区	13.3	13.3	-	2023
		苏州昆山	苏州市昆山陆家镇	11.7	11.7	9.6	2016.06
		苏州相城	苏州市相城区望亭镇国际物流园	3.3	3.3	1.9	2020.12
		南京江宁	南京市江宁区	3.2	3.2	-	2025
		合肥肥东	合肥市肥东县安徽合肥商贸物流开发区	不适用	不适用	9.3	2016.01
		合肥肥西	合肥市肥西县	42.2	42.2	19.1	2022.05
		句容	句容市北部新城区域	40	13.1	-	-
		徐州	徐州市徐州国家高新技术产业开发区	14	13.3	7.2	2021.04
		南通	南通市海门工业园区	15.2	15.2	12.9	2021.01
		上海青浦	上海市青浦区华新镇	2.3	2.3	3	2019.09
		上海闵行	上海市闵行区颛桥镇	3.5	3.5	5.2	2021.09
		淮安	淮安市淮安经济技术开发区	11.1	-	-	-
	泰州	泰州市高港区大泗镇	8.8	8.8	-	2025	
	京津冀区域	天津滨海	天津市天津开发区西区	6	6	3.3	2019.01
天津西青		天津市西青区杨柳青镇	11.6	11.6	7.8	2021.09	
石家庄正定		石家庄市正定县	46.7	31	6.4	2017.07	
石家庄元氏		石家庄市元氏县	14.4	-	-	-	
小计			396.8	291.8	204.9		

2.2.3 物流资产：华中、西南、南方及北方地区项目规划土地面积共有424.5万平方米

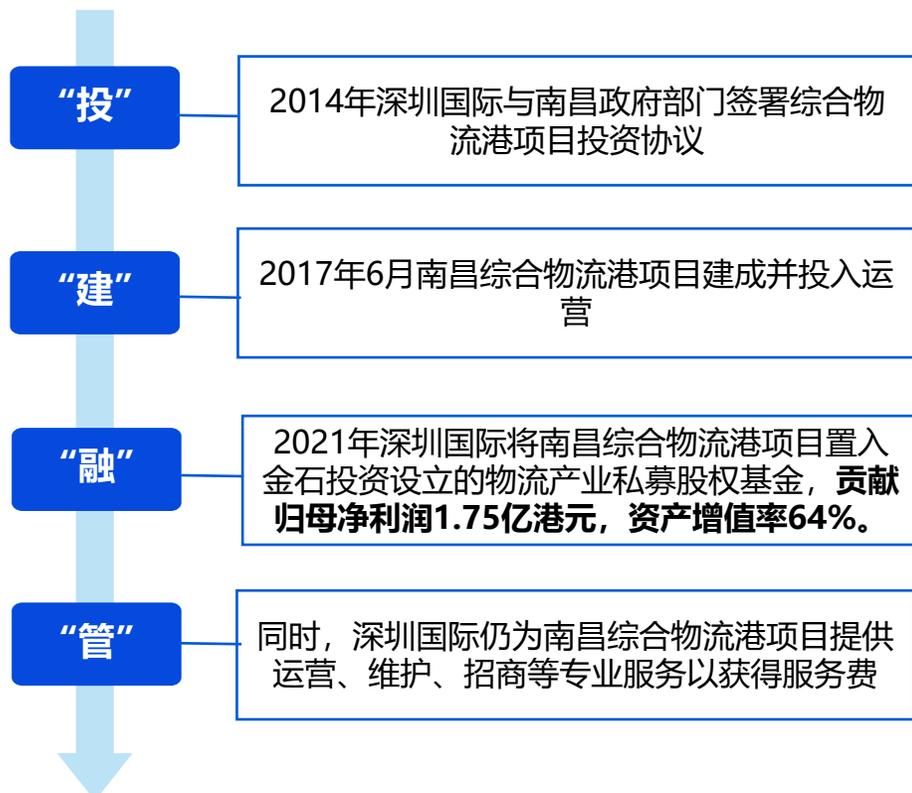
图表12：截至 2023H1，深圳国际在华中、西南、南方及北方地区的主要物流项目规划土地面积共有424.5万平方米

中国其他地区物流港	区域位置	项目名称	位置	土地面积 /规划土地面积 (万平方米)	已获取土地面积 (万平方米)	已投入运营面积 (计租面积) (万平方米)	首期项目 投入运营/预计投入 运营时间*
深圳国际物流港	华中区域	武汉东西湖	武汉市东西湖区	13.3	12.6	6.3	2016.01
		武汉蔡甸	武汉市蔡甸区常福物流园	26.7	12.9	11.7	2022.03
		武汉黄陂	武汉市黄陂区	6.7	6.8	-	2025
		南昌经开	南昌市南昌经济技术开发区	不适用	不适用	8.7	2017.06
		南昌昌北	南昌市综合保税区	15.7	15.6	-	2025
		长沙	长沙市金霞经济开发区	34.7	29.8	24	2018.01
		湘潭	湘潭市岳塘经济开发区	10.2	10	-	2024
		深圳国际智慧物流港（岳阳）	岳阳市城陵矶新港区	不适用	不适用	5.2	2020.01
	西南区域	贵州龙里	贵州双龙现代服务业集聚区	34.8	34.8	14.2	2018.05
		贵阳修文	贵阳市修文经济开发区扎佐工业园	20	20.6	-	2025
		重庆双福	重庆市江津区双福新区	15.7	10.4	5.8	2019.12
		重庆沙坪坝	重庆市沙坪坝区	14.6	14.6	11.6	2021.09
		昆明	昆明市阳宗海景名胜区	17.2	17.2	11.9	2020.01
		成都青白江	成都市青白江区国际铁路物流港	12.9	12.5	12.6	2021.01
		成都温江	成都市温江区	6.7	6.7	-	2025
	南方区域	湛江	湛江市麻章区	20	11	-	2024
		海南澄迈	海南澄迈县金马现代物流中心	6.3	6.3	-	2024
		海口高新	海口市高新区	6.7	6.7	-	2025
	北方区域	郑州二七	郑州市二七区马寨产业集聚区	11	11	12.9	2022.12
		郑州新郑	郑州市新郑市	49.7	49.7	21.5	2022.05
		烟台	烟台市烟台经济技术开发区	6.9	6.9	4.0	2008.06
		西安	西安市西安国家民用航太产业基地	12	12	9.3	2020.08
		太原	太原市小店区潇河产业园	12.7	12.7	-	2025
		沈阳	沈阳市于洪区沈阳国际物流港	70	24.1	24.2	2016.04
	小计			424.5	344.9	183.9	
	总计			1055.4	853.3	453.1	

2.3 “投建融管”：REITs出表持续提供资产增值收益

- ◆ 伴随物流港价值的稳步上升，深圳国际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，可实现资金快速回笼的目的，缩短项目回报周期、降低负债率，并提前兑现物流港在开发、建设、培育运营阶段形成的资产增值收益，有助于推动本集团物流港运营管理规模的快速扩张。
- ◆ 截至2023H1，深圳国际已有3个项目完成REITs出表工作，其中南昌综合物流港于2021年完成出表，确认归母净利1.75亿港元，资产增值率64%；杭州项目二期和合肥肥东项目于2022年完成出表，合计贡献归母净利润6.57亿港元。同时，杭州项目一期及贵州项目的公募REITs发行工作也已取得阶段性进展。

图表13：“投建融管”：南昌综合物流港项目资产增值率达到64%



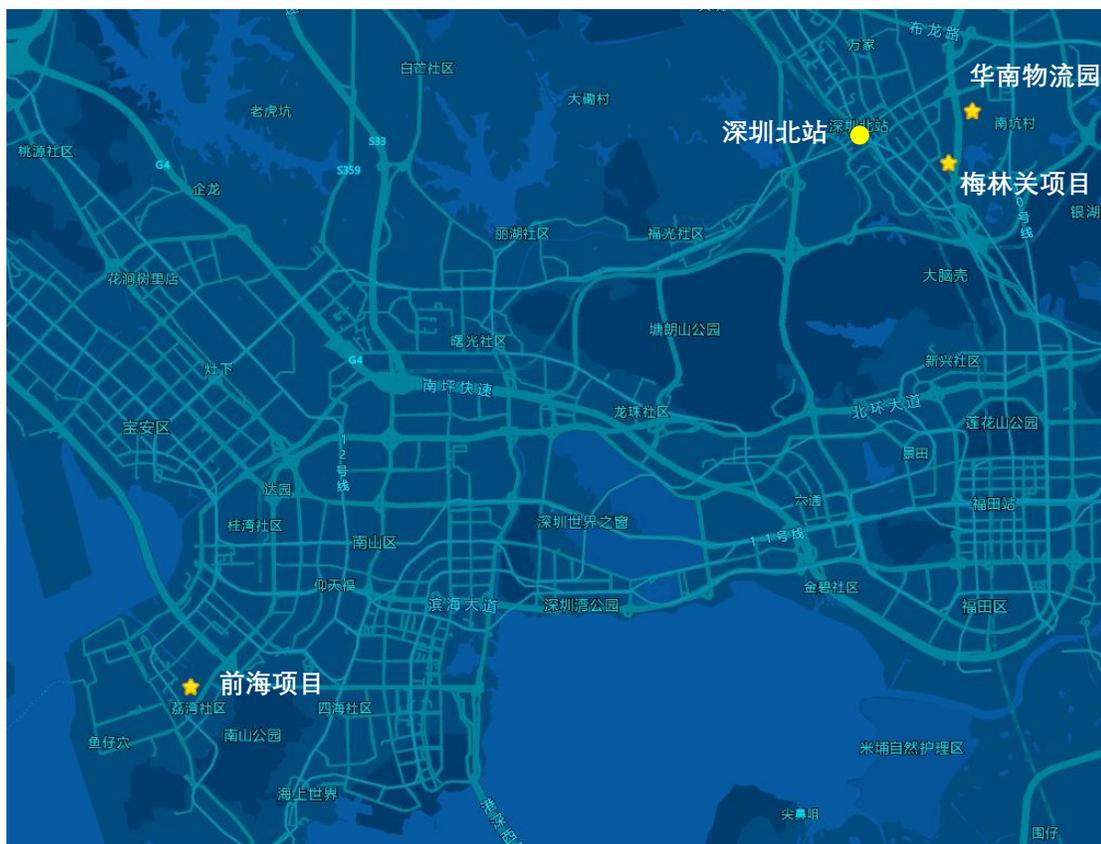
图表14：截至2023H1，公司“投建融管”持续推进中

项目	南昌综合物流港项目	杭州项目（二期）、合肥肥东项目	杭州项目（一期）、贵州龙里项目
REITs类型	私募	私募	公募
	2021	2022	推进中
投入运营面积（万平方米）	9.1	杭州项目（二期）：24.3 合肥肥东项目：9.3	杭州项目（一期）：21.3 贵州龙里项目：14.2
归母净利润（亿港元）	1.75	6.57	6.75（估计）
单位利润（港元/平方米）	1923	1955	1900（估计）

2.4.1 “投建管转”：优质地块土地转性及地产开发持续贡献丰厚利润

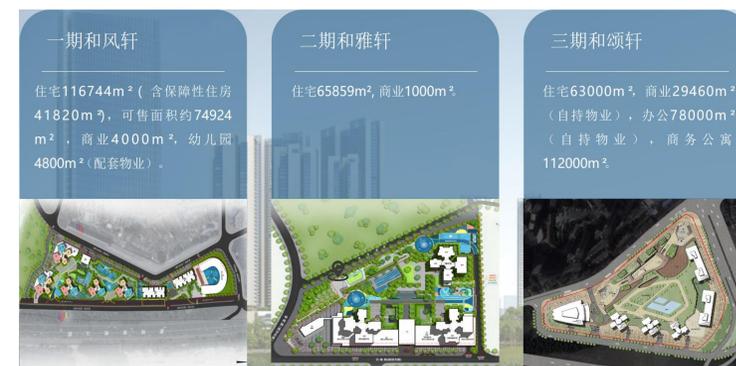
- ◆ “投建管转”充分发挥公司物流园的区位优势，抓住城市化进程下土地功能调整的机遇，通过土地转性和更新改造，快速释放土地价值。截至2022年底，前海项目合计共带来归母净利润106.81亿港元，其中土地增值收益为公司带来归母净利润70.36亿港元。当前梅林关一期、二期项目收益已全部释放，前海项目逐步落地，华南物流园项目目前已签订了土地整备监管协议书。

图表15：物流园转型升级项目区位优势明显



图表16：前海项目是公司首个成功实现「投建管转」大闭环发展模式的项目

梅林关项目



前海项目



2.4.2 “投建管转”：前海项目接近尾声，华南物流园升级启动在即

图表17：深圳国际“投建管转”项目梳理

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	...
梅林关项目	2014年9月与龙华区管委会签订协议			2017年四季度全面开工	梅林关项目引入万科作为战略投资者	一期项目：确认住宅项目开发收益	二期项目：确认住宅项目开发收益	确认因出售梅林关项35.7%股权获得的投资收益			
贡献的税前收益/归母净利润 (亿港元)						13.14 归母净利润	9.19 归母净利润	28.52 归母净利润			
前海项目		9月签订土地整备框架协议，12月开始动工	一期项目引入深业置地作为合作方	一期项目：确认土地增值收益		二期项目：确认土地增值收益	三期项目：确认土地增值收益	一期项目：确认住宅开发及物业重估收益	二期项目：确认因万科增资所得的投资收益	二期住宅项目待交付	三期住宅项目待交付
贡献的税前收益/归母净利润 (亿港元)			6.48 税前收益	21.22 归母净利润		18.43 归母净利润	30.71 归母净利润	投资收益：8.75 估值收益：1.50	24.87 (亿元) 税前收益		
华南物流园项目										2023年10月签订土地整备协议	10.58亿港元 拆迁补偿待确认
当年公司归母净利润 (亿港元)			20.52	38.17	41.15	49.55	38.41	35.73	12.54		
									此期间深航亏损		

注：前海项目2022年税前收益为人民币24.87亿元

2.4.3 “投建管转”：华南物流园项目落定，建筑面积达69万平方米

- ◆ 华南物流园分为一期和二期。一期项目是以保税物流与商贸为主的综合性产业园，二期以发展数字产业为导向。
- ◆ 据深圳市龙华区城市更新和土地整备局（2023-11-01），此次华南物流园土地整备针对一期项目。根据土地整备协议，深圳国际作为原土地使用权人，可在华南物流园内留用该地块的部分土地（约10.87万平方米）。同时，深圳国际将获得10.58亿元的拆迁补偿费。
- ◆ 其中，深圳国际的留用土地10.87万平方米对应的规划容积约69.42万平方米，权益容积约66.52万平方米，包括住宅约57.76万平方米（含商品住房50.83万平方米，无偿移交政府住房6.93万平方米），商业、办公、旅馆业建筑约8.76万平方米。

图表18：华南物流园留用土地规划安排（2023-11-01）

地块编号	性质代码	用地性质	用地面积 (m ²)	规划容积率	规划容积 (m ²)				合计
					商品住房	住宅 无偿移交政府住房	商业、办公、 旅馆业建筑	公共配套设施 (含地下)	
02-20-01	R2+C1	二类居住用地+商业用地	29036	7.9	69880	69320	87600	3500	230300
02-20-02	R2	二类居住用地	25008	5.8	137540	0	0	8400	145940
02-20-03	R2	二类居住用地	32737	5.8	180050	0	0	11350	191400
02-20-04	R2	二类居住用地	21968	5.8	120820	0	0	5700	126520
合计	—	—	108749	—	508290	69320	87600	28950	694160

图表19：华南物流园一览



2.4.4 “投建管转”：华南物流园有望为公司贡献百亿规模净利

- ◆ 深圳华南物流园升级改造收益测算：
- ◆ ①**土地增值收益**：参考近期华南物流园整备土地A808-0025挂牌地价情况，以该地块挂牌起始价进行测算，预计华南物流园留用土地至少可为公司带来税后106.67亿元土地增值收益。
- ◆ ②**售房收益**：按照规划，华南物流园留用土地的商品住房总面积为508290平方米，假设住宅建成出售时房屋均价为6万元/平方米，考虑相关建安成本及税费，预计贡献税后收益51.04亿元。
- ◆ 根据我们的测算，华南物流园项目的土地增值收益+后续售房收益有望为公司带来税后收益157.71亿元。

图表20：华南物流园整备土地A808-0025挂牌详情

宗地代码	宗地号	土地位置	土地用途	土地面积 (平方米)	建筑面积 (平方米)	挂牌起始价 (人民币、万元)	最高限制地价 (人民币、万元)	竞买保证金 (人民币、万元)	土地使用年限 (年)
440309406010GB00040	A808-0025	龙华区民治街道	二类居住用地+道路用地	46763.51 (其中城市道路3448平方米)	216570	516900	594400	258400	70

图表21：深圳北站片区开盘价梳理（数据来源为安居客，开盘价采集日期为2024.2.5）

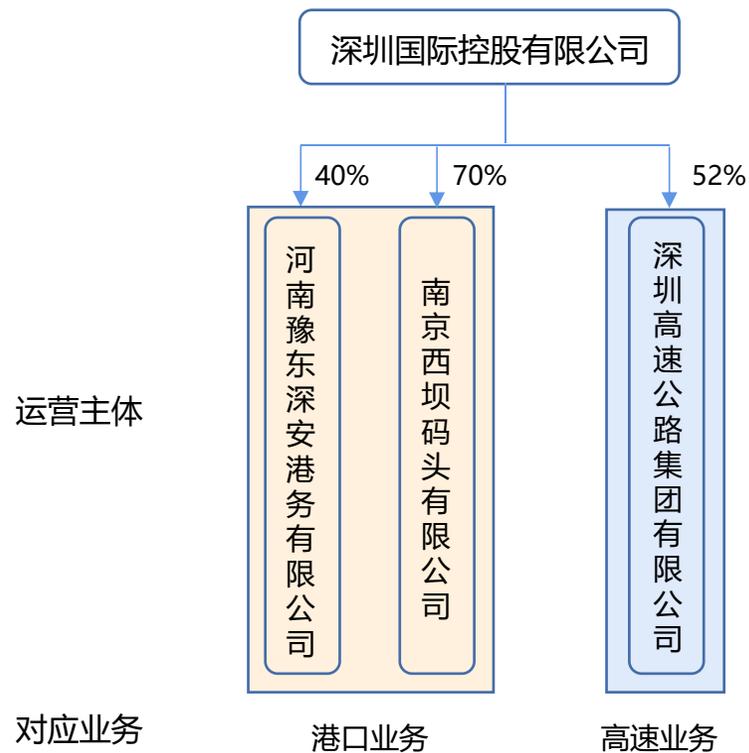
楼盘名称	开盘	交房	价格 (元/平方米)
中海珑悦理	2023.08.19	2025年下半年	72450
皇嘉珑府	2022.12.22	2023.06.30	65000
中洲迎玺	2023.12.09	2025	72400
超核紫云府	2023.09.22	2025	72450
保利招商龙誉	2023.04.05	2025	70000

三、高速港口构筑利润基础，深航影响短期不再计入

3.1 高速及港口业务为公司盈利的基本盘，持续贡献25%以上归母净利润

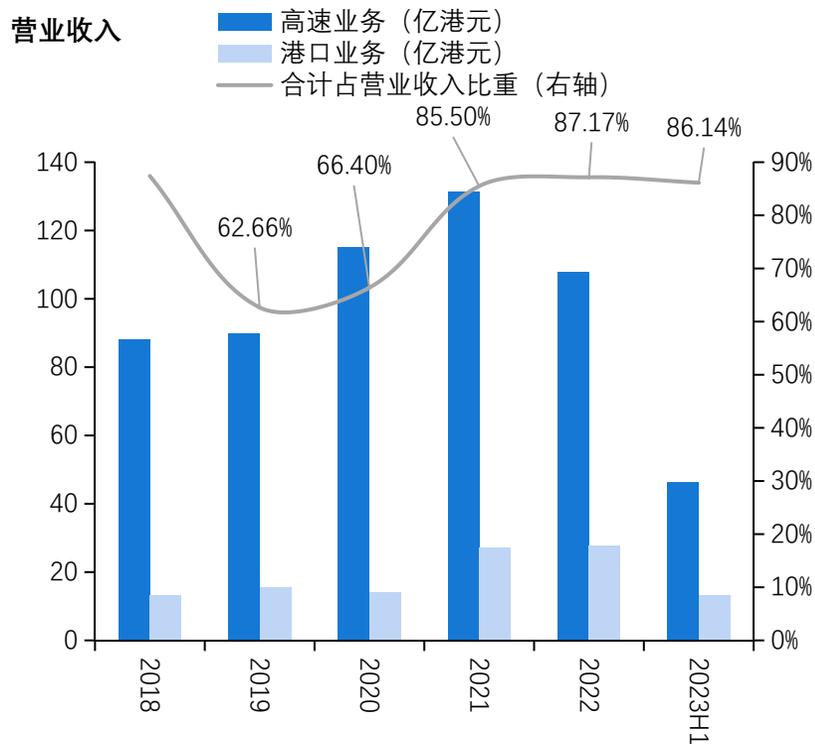
◆ 深圳国际旗下高速及港口业务主要由深高速、南京西坝码头及河南豫东深安港务三家公司负责日常运营。作为公司盈利的基本盘，2018-2022年高速及港口业务合计贡献利润持续占据公司归母净利润的25%以上。2023H1，高速及港口业务合计贡献营收及归母净利润分别为59.59亿港元及5.87亿港元。

图表22：深圳国际旗下高速及港口业务均有对应控股子公司负责运营

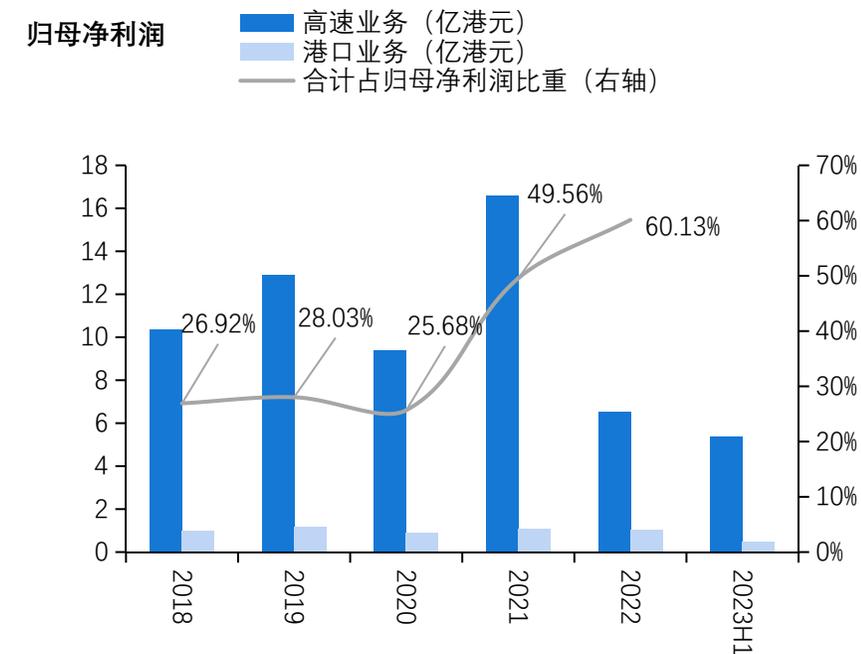


注：持股比例截至2023.6.30

图表23：2023H1，高速及港口业务合计贡献营收比重达到86.14%



图表24：2023H1，高速及港口业务归母净利润分别为5.37及0.50亿港元



注：2023H1高速及港口业务合计占归母净利润比重为638.22%，原因是公司受人民币贬值及财务成本上升等因素影响，整体净利润同比大幅下滑

3.2.1 高速业务：坐拥华南地区优质公路资产，广东省内收费里程超500公里

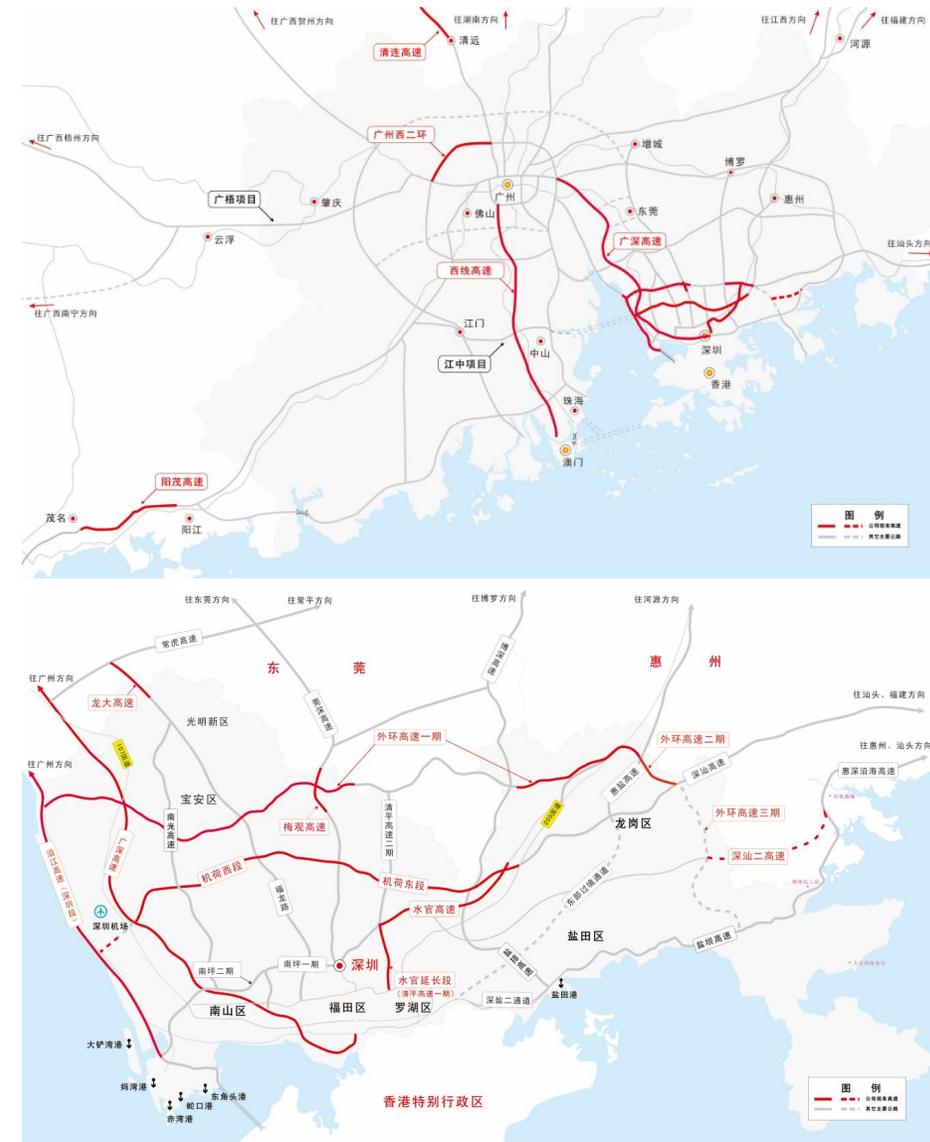
- 截止2023H1，深高速共运营和投资公路项目16个，总收费里程达到643公里（按权益比例折算），其中深圳地区共8个，收费里程占比27%；广东省除深圳外的其他地区共5个，占比54%；除广东以外的其他省份共3个，占比18.51%。

图表25：公司主要公路资产集中于广东省内，广东省内总收费里程占公司控股权益里程的81.49%

主要收费公路业务（截至2023H1）					
广东省-深圳地区			广东省-其他地区		
收费项目	收费里程（公里）	权益占比	收费项目	收费里程（公里）	权益占比
梅观高速	5.4	100%	清连高速	216.0	76.37%
机荷东段	23.7	100%	广深高速	122.8	45%
机荷西段	21.8	100%	西线高速	98	50%
沿江项目	36.6	100%	阳茂高速	79.8	25%
外环项目	60	100%	广州西二环	40.2	25%
龙大高速	4.4	89.93%	中国其他省份		
水官高速	20.0	50%	益常高速	78.3	100%
水官延长段	6.3	40%	长沙环路	34.7	51%
			南京三桥	15.6	25%

编入合并报表项目
 不编入合并报表项目

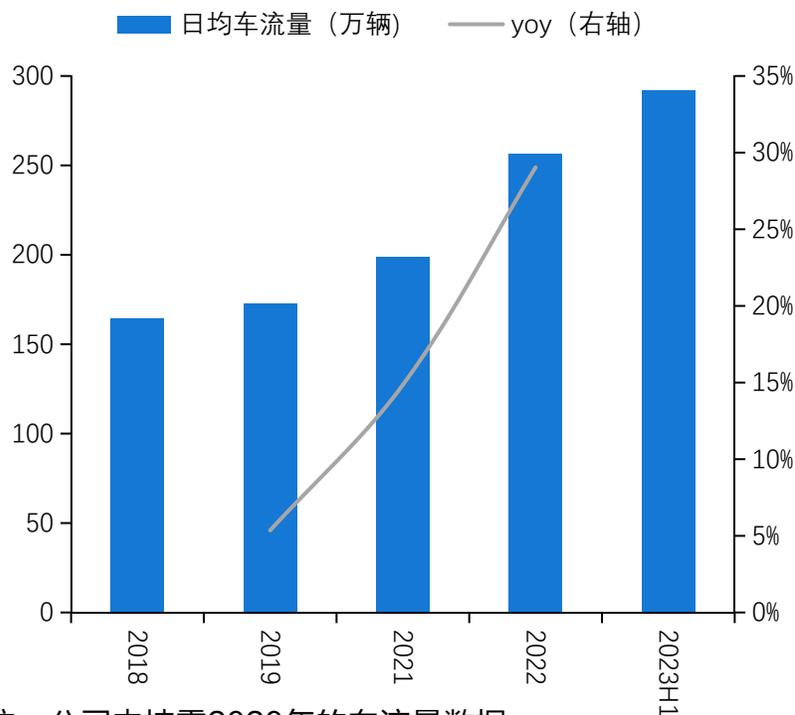
图表26：公司广东省内公路资产主要位于珠三角地区内优质地段



3.2.2 高速业务：投资建设叠加外延并购助力收费公路业务规模持续扩张

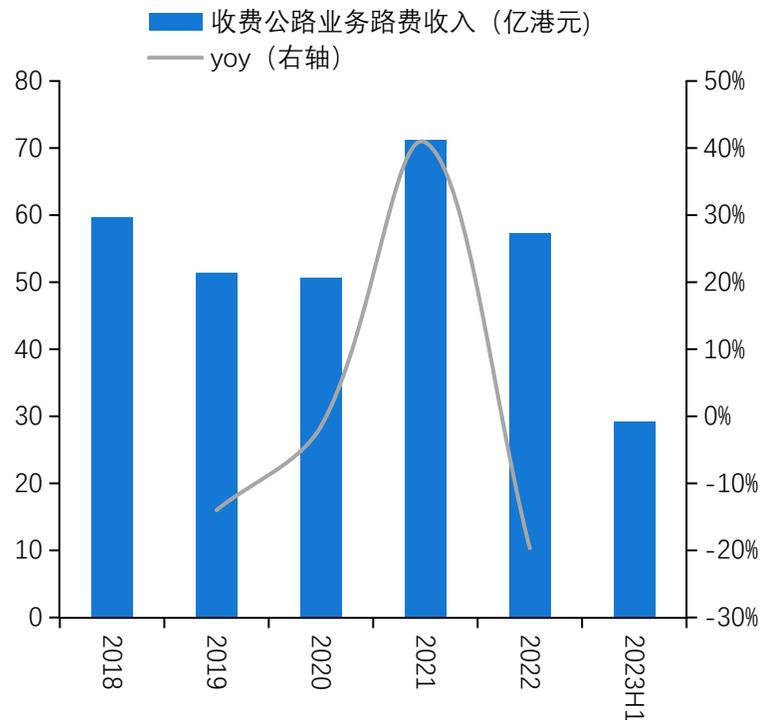
- ◆ 优质资产扩充能力优异，收费公路业务盈利能力无虞。2020-2022年，公司通过投资建设及并购的方式获取了深圳外环项目100%、西线高速50%和广深高速45%的利润分配权益，对优质资产的获取能力确保了公司收费公路业务的盈利能力。在此基础上，2018-2022年公司收费公路业务净利润CAGR达到9.86%。

图表27：2018-2022年公司旗下收费公路日均车流量保持增长态势

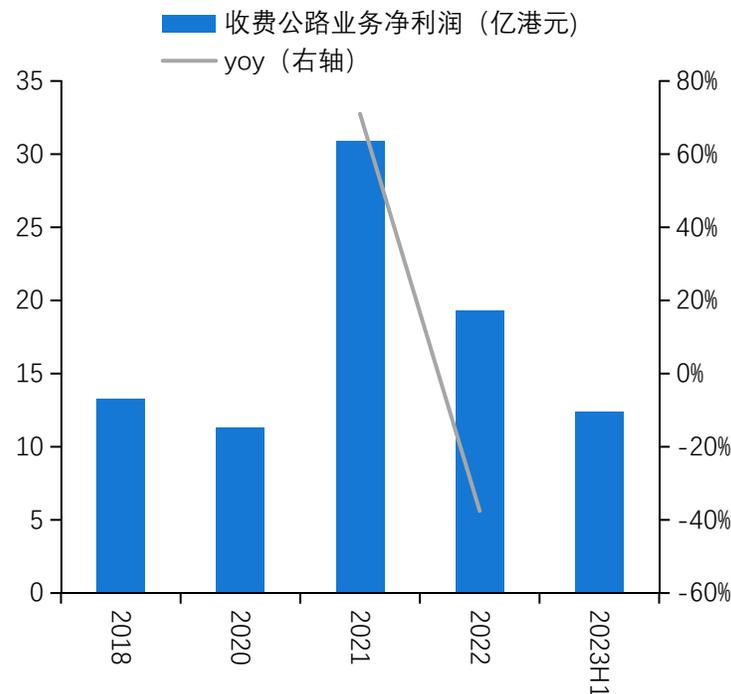


注：公司未披露2020年的车流量数据

图表28：受疫情影响，2020-2022年公司路费收入波动明显



图表29：2023H1收费公路业务实现净利润12.38亿港元



注：公司未披露2019年收费公路的净利润数据

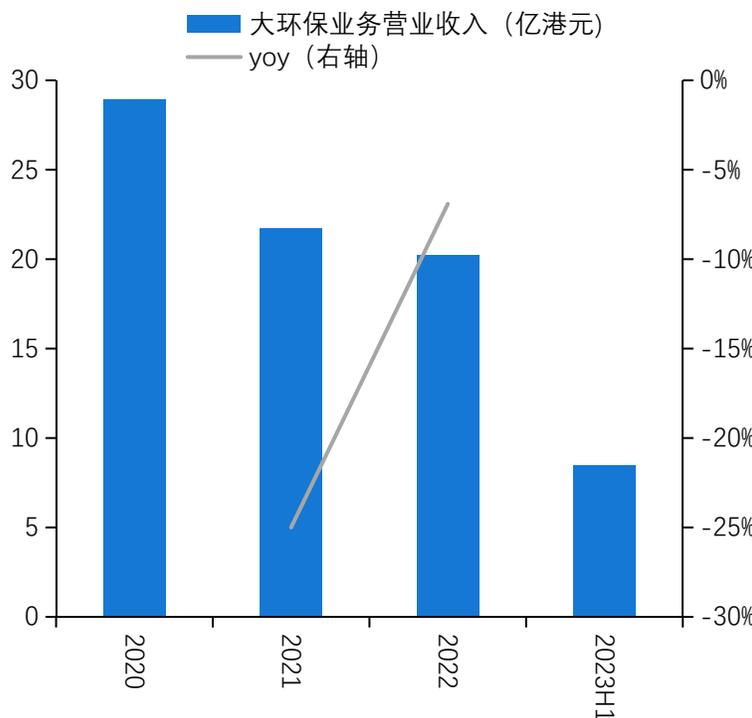
3.2.3 高速业务：大环保业务持续开拓，多领域布局打造深高速第二增长曲线

- ◆ **投购并举助力大环保业务持续扩张，多领域布局打造第二增长曲线。**在公司对大环保行业持续布局的影响下，2020-2022年大环保业务利润规模维持在2-4亿港元。2023H1，受投资收益减少及计提大额资产减值损失的影响，公司大环保业务净利润为2181万港元。

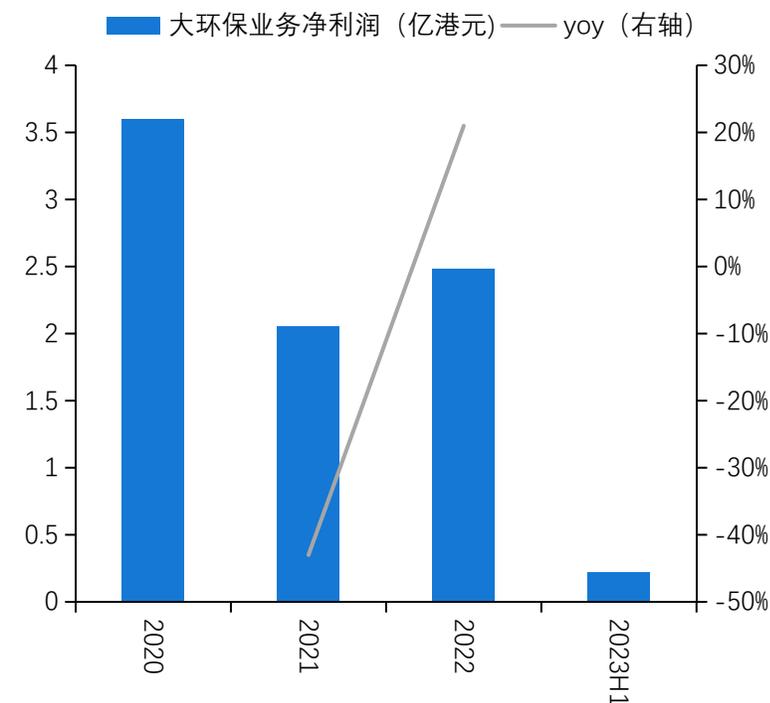
图表30：公司通过投资和并购的方式实现了大环保业务的多领域布局（截至2023H1）

大环保业务细分板块	大环保业务投资或经营的项目/公司	持股比例
清洁能源	包头南风项目	100%
	新疆木垒项目	100%
	永城助能项目	100%
	中卫甘塘项目	100%
	淮安中恒项目	20%
固废资源化处理	深高蓝德环保科技集团有限公司	92.29%
	深圳深汕合作区乾泰技术有限公司	63.33%
	深圳市利赛环保科技有限公司	70%
	邵阳项目	100%
	光明环境园项目	100%
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有限公司	11.25%

图表31：2020-2022年大环保业务营收保持在20-30亿港元之间



图表32：受投资收益减少、计提资产减值损失等因素影响，2023H1大环保业务净利润仅有2181万港元



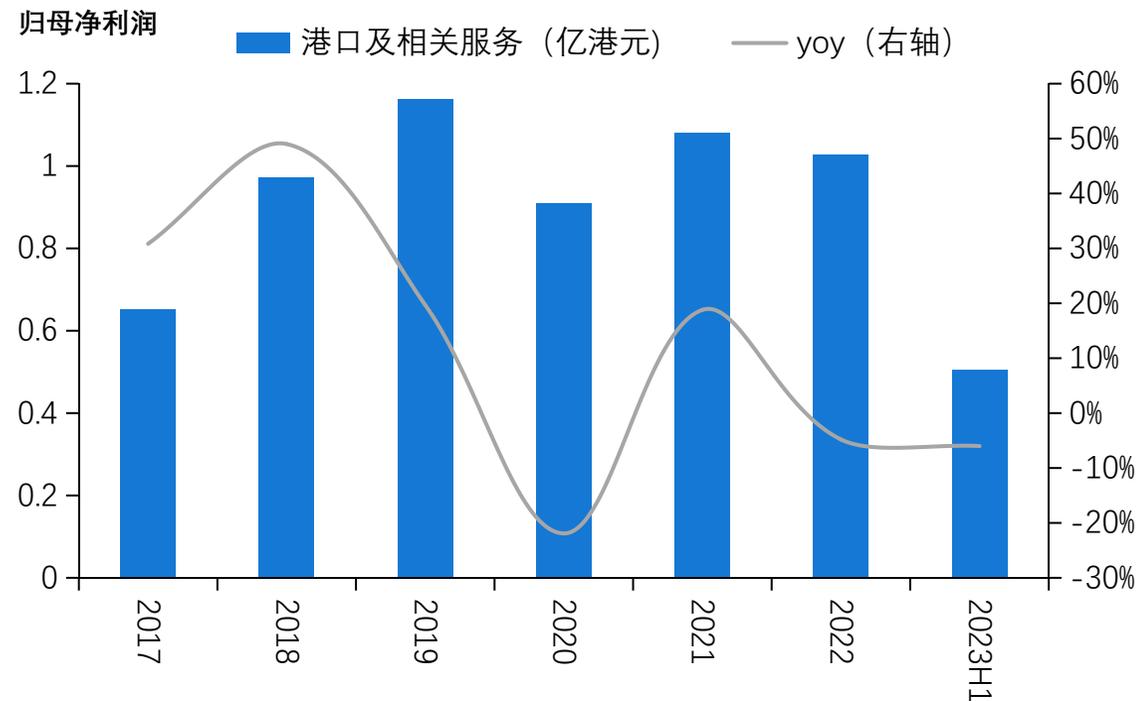
3.3 港口业务：手握优质散货码头资产，盈利贡献较为稳定

- ◆ **手握优质港口资产，盈利能力保持相对稳定。**南京西坝港作为南京港唯一位于长江以北的万吨散货码头，区位优势显著。2018-2022年，港口业务为深圳国际贡献的归母净利润基本维持在1亿港元左右，盈利贡献较为稳定。
- ◆ **优质港口项目持续落地，经营规模有望实现进一步扩张。**伴随着沈丘港、丰城港及靖江港项目在2023年内的投产及产能爬坡，港口业务经营规模及归母净利润有望实现进一步提升。

图表33：深圳国际的港口资产主要为南京西坝港

项目	持股比例	简要介绍
南京西坝	70%	一、二期共一座5万吨、两座7万吨和两座10万吨的散货泊位以及约40万平方米的堆场；2023年上半年共232艘海轮停泊，完成吞吐量1738万吨，火车发运212万吨
江苏靖江	70%	规划建设两座十万吨的主码头和五个一千吨级的内港池泊位，码头主体已完成交工验收，预计将于2023年年底投入运营
河南沈丘	40%	拟建26个千吨级泊位，三期全部投产后可增加3000万吨/年的产能；一期四个通用泊位已投产运营，二期及三期规划建设二十二个泊位及陆域配套堆场，引入铁路专用线，一期项目已于2023年3月投产运营
江西丰城	20%	已完成竣工验收，并于2023年7月正式投产运营

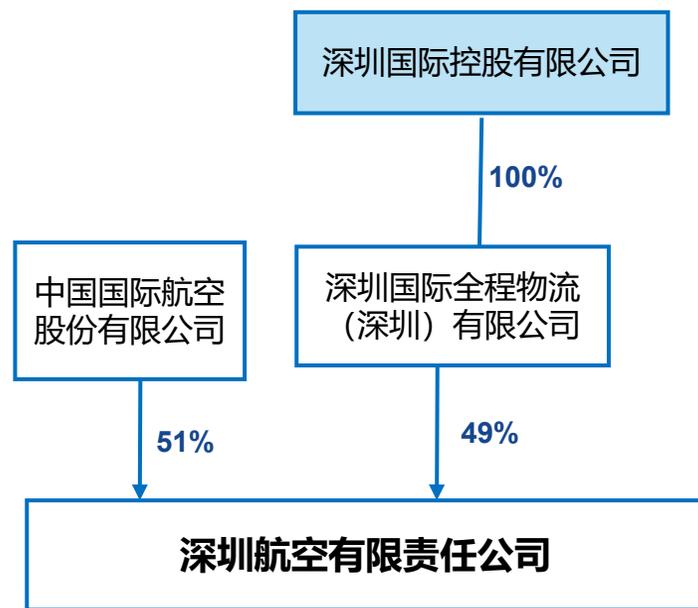
图表34：2018-2022年港口业务贡献归母净利润基本维持在1亿港元左右，较为稳定



3.4 航空资产：深航权益归零，短期内将不再对公司利润产生负面影响

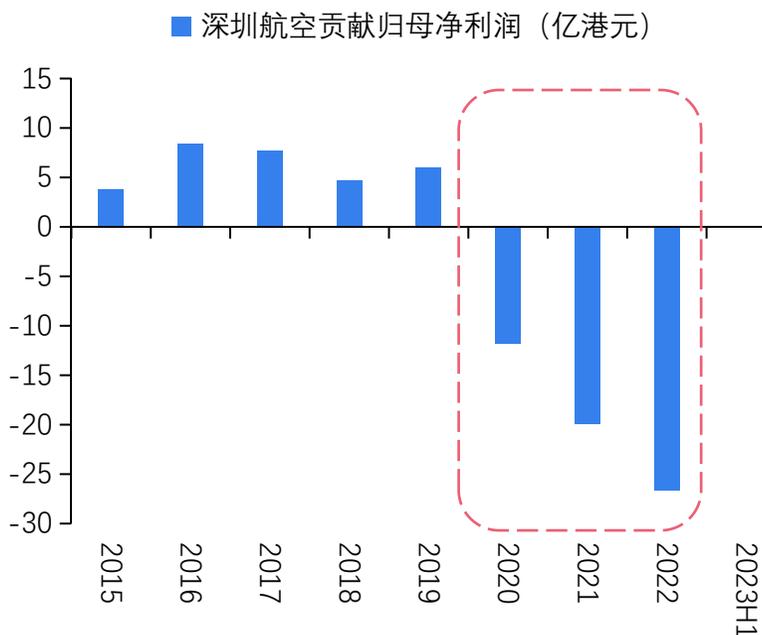
- ◆ **深航权益归零，对公司的负面影响已释放完毕。**公司作为持有深航49%股权的参股股东（截至2023H1，深圳国际所持有的深航的权益已减至零），在2020-2022年深航录得大额净亏损期间分别计提了11.79、19.93、27.1亿港元的应占亏损。由于2020-2022年连续计提大额净亏损，深航净资产于2022年末转负，公司于深航之权益已减至零。根据权益法，2023H1起公司将不再确认深航的进一步亏损，深航中短期内将不再对公司利润造成负面影响。

图表35：公司间接拥有深航49%的股权



注：持股比例截至2023.6.30

图表36：2020-2022年深航持续录得大额净亏损对公司归母净利润造成短期的负面影响



注：2023H1深圳国际所持有的深航的权益已减至零，不再确认深航的进一步亏损

图表37：2022年末，深圳国际对深圳航空的权益已减至零

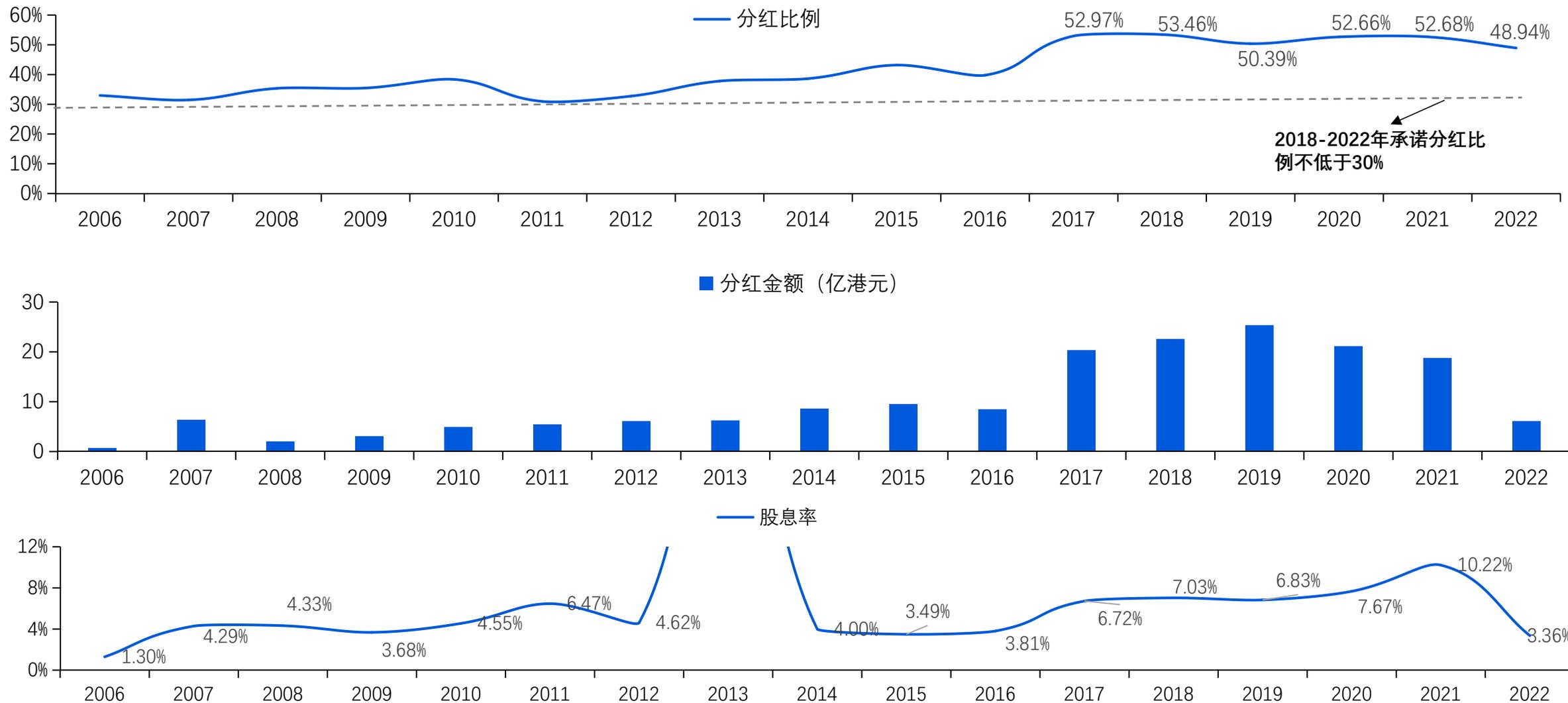
单位：亿港元	2019	2020	2021	2022	1H2023
深圳国际持股比例	49%				
应占深航盈利/亏损	5.93	-11.79	-19.93	-27.1	/
应占深航净资产账面价值	56.80	46.85	28.33	0	0
深航净资产	98.31	76.89	38.49	-93.55	/

注：受疫情、油价攀升、汇率波动等因素影响，深航在2020-2022年连续录得净亏损且其净资产于2022年末转负

四、投资建议：持续稳定高股息，低估值提供安全边际

4.1 实际分红比例约50%，2018-2022年累计分红93.83亿港元

图表38：2017-2022年公司分红比例基本维持在50%左右，2017-2021年分红金额均保持在18亿港元以上



4.2 新一期股权激励落地，考核兼顾业务与财务表现

- ◆ 股权激励凝聚团队促成长。2023年11月1日深圳国际发布了最新一期股权激励，本次股权激励有望充分调动公司核心成员的积极性，彰显公司长期发展信心。

图表39：2023年11月1日公司发布最新股权激励计划

行权价格 (港元)	当日股价 (港元)	姓名	身份	购股权数目	解锁期限&行权比例
5.37	5.37	李海涛	执行董事兼主席	184.4万股	授予日期后24个月：40% 授予日期后36个月：30% 授予日期后48个月：30%
		刘征宇	执行董事兼总裁	175.2万股	
		王沛航	执行董事	156.7万股	
		周治伟	非执行董事	156.7万股	
		集团雇员	雇员	4872.4万股	

4.3 收入确认节奏及汇率波动拖累2023H1业绩

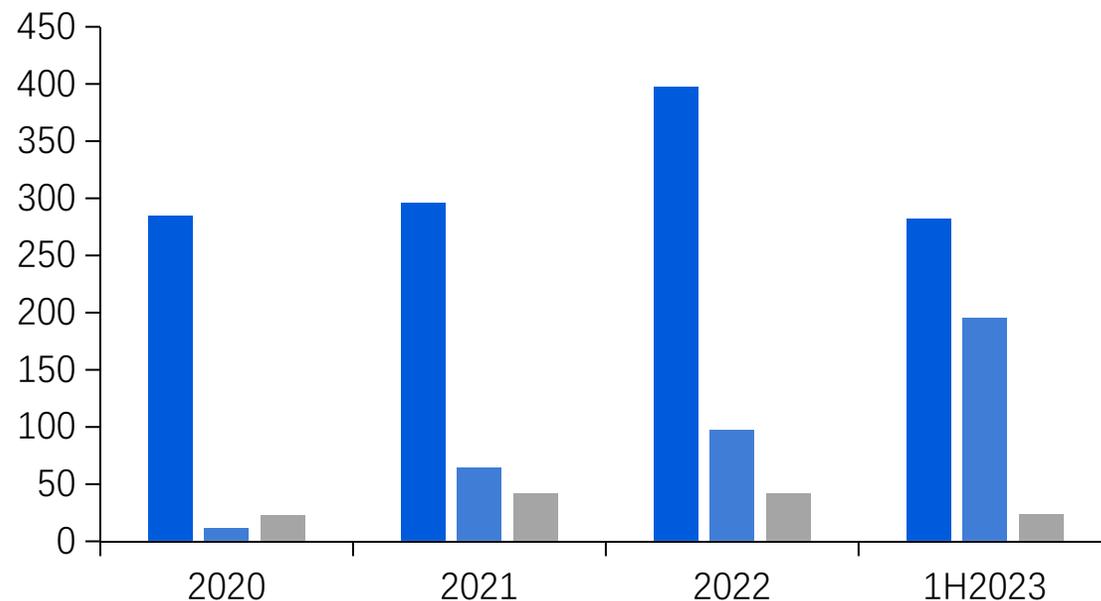
- ◆ **收入确认节奏及汇率波动拖累公司2023H1业绩。** 1H2023，深圳国际归母净利润同比下降84%至9205万港元，主要由于上年同期深国际前海商业发展（深圳）有限公司（「前海商业公司」）增资扩股录得一次性收益（税前24.87亿港元），而本期间并无该一次性收益，以及受本期人民币贬值和财务成本上升等因素影响。2023年下半年伴随着前海二期项目的收入（截至2023H1回款约51亿元）确认以及人民币汇率趋于稳定，公司全年业绩值得期待。

图表40：2023H1，人民币贬值3.61%



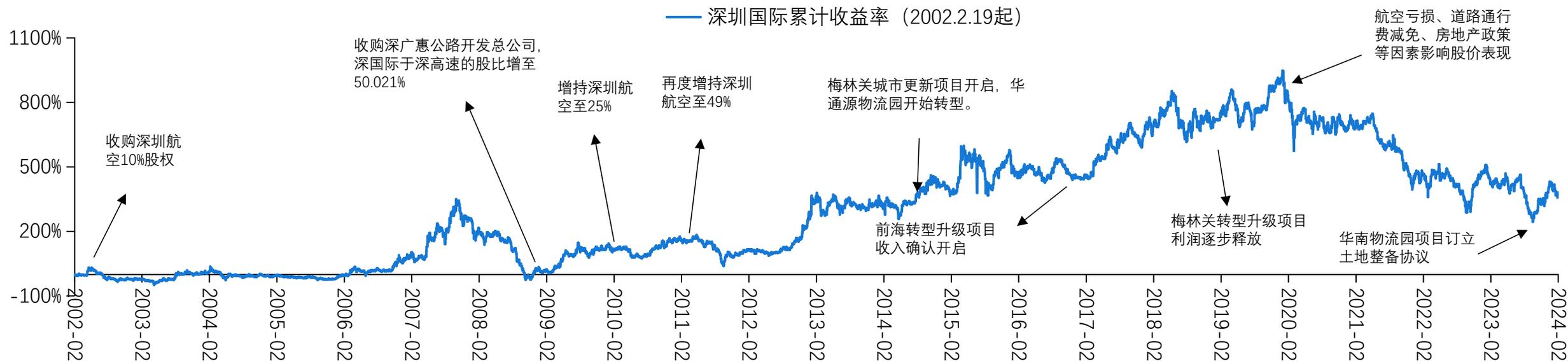
图表41：截至2023H1，公司港元及美元借款总额达到219.23亿港元

单位：亿港元 ■ 人民币借款 ■ 港元借款 ■ 美元借款



4.4 PE估值中枢为6-7倍，前海项目落地催化上轮股价上行

图表42：聚焦物流地产业务的深圳国际股价走势与自身物流园转型升级业务收入确认节奏较为相关（截至2024.2.19）



◆ 盈利预测：

我们预计深圳国际2023-2025年营业收入分别为210.64亿港元、169.15亿港元与175.53亿港元，归母净利润分别为19.01亿港元、38.01亿港元与38.87亿港元，对应PE分别为8.08、4.04与3.95倍，对应股息率分别为6.19%、12.37%与12.65%。公司掌握优质资产，持续稳定高股息，未来价值回归路径清晰，上调至“买入”评级。

◆ 风险提示：

- 1、华南物流园转型升级项目进度不及预期风险：华南物流园转型升级项目预计将为公司带来丰厚利润，该项目推进的节奏对公司业绩影响较大。
- 2、REITs出表节奏不及预期风险：REITs出表将为公司带来稳定的回报，但出表的节奏易受政策监管的影响。
- 3、汇率波动风险：公司持有一定的港元及美元债务，当汇率发生波动时或增加公司的债务负担。
- 4、物流园出租率波动风险：公司拥有大量物流园仓储资源，仓储出租率的高低对公司业绩将产生较大影响。
- 5、高速公路被分流风险：公司旗下的高速公路存在被平行分流的风险。
- 6、港股估值体系与A股存在差异。
- 7、测算仅供参考，以公司实际披露为准。

深圳国际盈利预测表

证券代码： 00152

股价： 6.42 (港元)

投资评级： 买入(上调)

日期： 20240228

资产负债表 (百万港元)	2022A	2023E	2024E	2025E	利润表 (百万港元)	2022A	2023E	2024E	2025E	每股指标与估值	2022A	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	10830	15829	22651	30109	营业收入	15529	21064	16915	17553	每股指标				
应收款项	2146	2289	2222	2459	营业成本	11383	13199	11575	12035	EPS	0.53	0.79	1.59	1.62
存货净额	6295	6904	6958	7201	营业税金及附加					BVPS	13.09	13.46	14.25	15.06
其他流动资产	11206	11759	12033	12507	销售费用	148	190	186	193	估值				
流动资产合计	30477	36780	43864	52277	管理费用	1124	1264	1269	1317	P/E	14.6	8.1	4.0	4.0
固定资产	21311	23923	27633	30427	财务费用	1408	2832	2734	2876	P/B	0.6	0.5	0.5	0.4
在建工程					其他费用/(-收入)					P/S	1.2	0.7	0.9	0.9
无形资产及其他	30493	29943	29421	28925	营业利润					财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
长期股权投资	28490	28490	28490	28490	营业外净收支					盈利能力				
资产总计	133495	141861	152132	162843	利润总额	2931	4728	9049	9527	ROE	4%	6%	11%	11%
短期借款	31709	32709	34709	36709	所得税费用	995	1560	2715	3049	毛利率	27%	37%	32%	31%
应付款项	4208	4591	4669	5360	净利润	1936	3168	6334	6479	期间费率	8%	7%	9%	9%
预收帐款					少数股东损益	682	1267	2534	2591	销售净利率	8%	9%	22%	22%
其他流动负债	12666	12428	12686	12670	归属于母公司净利润	1254	1901	3801	3887	成长能力				
流动负债合计	48584	49728	52065	54740	现金流量表 (百万港元)	2022A	2023E	2024E	2025E	收入增长率	-16%	36%	-20%	4%
长期借款及应付债券	24426	29426	32926	36426	经营活动现金流	10134	8731	11359	12387	利润增长率	-65%	52%	100%	2%
其他长期负债	5285	5285	5285	5285	净利润	1254	1901	3801	3887	营运能力				
长期负债合计	29711	34711	38211	41711	少数股东权益	682	1267	2534	2591	总资产周转率	0.12	0.15	0.11	0.11
负债合计	78296	84439	90276	96452	折旧摊销	3310	4437	4813	5202	应收账款周转率	7.71	9.50	7.50	7.50
股本	2388	2393	2393	2393	公允价值变动	-405	2287	136	985	存货周转率	1.44	2.00	1.67	1.70
股东权益	55199	57422	61856	66391	营运资金变动	5292	-1161	75	-279	偿债能力				
负债和股东权益总计	133495	141861	152132	162843	投资活动现金流	-7836	-5751	-5102	-5305	资产负债率	59%	60%	59%	59%
					资本支出	-7231	-6500	-8000	-7500	流动比	0.63	0.74	0.84	0.95
					长期投资	-857	0	0	0	速动比	0.43	0.53	0.64	0.76
					其他	252	749	2898	2195					
					筹资活动现金流	-445	2020	565	376					
					债务融资	15879	6000	5500	5500					
					权益融资	0	5	0	0					
					其它	-16324	-3986	-4935	-5124					
					现金净增加额	799	4999	6822	7458					

交运小组介绍

祝玉波：交通运输行业首席分析师，资深物流行业专家，4年物流行业从业经验，以产业赋能金融，紧跟行业变化趋势，主攻快递、快运、跨境电商物流，以及化工物流、汽车物流等细分产业链板块。

李跃森：交通运输行业资深分析师，香港中文大学硕士，5年交运行业研究经验，坚持以实业思维做研究，寻找优质公司，挖掘行业本质，主攻机场、航空等出行板块。

分析师承诺

李跃森, 祝玉波, 本报告中的分析师均具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立，客观的出具本报告。本报告清晰准确的反映了分析师本人的研究观点。分析师本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收取到任何形式的补偿。

国海证券投资评级标准

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深300指数；
中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深300指数；
回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深300指数。

股票投资评级

买入：相对沪深300 指数涨幅20%以上；
增持：相对沪深300 指数涨幅介于10%~20%之间；
中性：相对沪深300 指数涨幅介于-10%~10%之间；
卖出：相对沪深300 指数跌幅10%以上。

免责声明

本报告的风险等级定级为R4，仅供符合国海证券股份有限公司（简称“本公司”）投资者适当性管理要求的客户（简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户及/或投资者应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，也不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

风险提示

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

郑重声明

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。

国海证券 · 研究所 · 交运研究团队

心怀家国，洞悉四海



国海研究上海

上海市黄浦区绿地外滩中心C1栋
国海证券大厦

邮编：200023

电话：021-61981300

国海研究深圳

深圳市福田区竹子林四路光大银
行大厦28F

邮编：518041

电话：0755-83706353

国海研究北京

北京市海淀区西直门外大街168
号腾达大厦25F

邮编：100044

电话：010-88576597