

2024年07月03日

## 买入（首次覆盖）

## 证券分析师

孙延

S1350524050003

sunyan01@huayuanstock.com

王惠武

S1350524060001

wanghuiwu@huayuanstock.com

## 市场表现：



## 相关研究

## 股价数据： 2024年07月02日

收盘价（港元）	6.40
年内最高/最低（港元）	5.77/7.36
总市值（百万港元）	15421.69

## 基础数据： 2023年12月31日

总股本（百万股）	2393.15
总资产（亿港元）	1304.95
净资产（亿港元）	315.88
每股净资产（港元）	13.20

## 深圳国际 0152.HK

## ——转型升级释放盈利弹性，高股息价值突显

## 投资要点：

- **深圳国际全链条物流模式发展，分红派息政策稳定。**2000年深圳市投资控股有限公司完成对公司的收购，目前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。目前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。当前核心业务为收费公路及大环保和现代物流，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年收费公路及大环保收入占比约为50%，现代物流包含物流园运营，物流服务及港口收入，占比约为23%。公司分红派息政策较为稳定，2017-2023年股利支付率在50%左右，2017-2023年派息总额达124亿港元。
- **物流业务：经营核心仓储资产，转型升级提供业绩弹性。**从业务拆分来看：1)“投建融管”：公司深耕物流仓储领域，开发运营物流仓储项目，通过租金收入及资产出表实现收益。目前物流园区运营面积只有规划面积的44%，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”：公司部分项目存在转型升级机遇，土地增值及开发运营贡献利润弹性。公司前海项目2017-2023年累计为公司带来约142亿元的收益，2023年公司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：公司控股深高速，公路业务经营稳健且大环保业务提供增量。**收费公路业务和大环保业务由公司旗下上市公司深圳高速统筹运营，公司约持股51.56%深高速。1)深高速为华南区公路龙头，参控股公路16条，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。2023年经济复苏车流量恢复增长，深高速贡献归母净利润约10亿港元，同比+54%。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。2)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，公司依靠资金优势投资和并购布局环保业务并提供业绩增量。
- **其他投资：静待深航盈利修复。**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。
- **盈利预测与评级：**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

地整備提供利润增量，分红提升下公司价值凸显。我们预计 2024-2026 年归母净利润分别为 30.8、40.2、42.5 亿港元，增速分别为 61.9%、30.5%、5.8%。当前股价对应的 PE 分别为 5.0、3.8、3.6，参考江苏宁沪高速公路、浙江沪杭甬、安徽皖通高速公路、四川成渝高速公路等可比公司估值，公司估值较低，分红提升下价值凸显，首次覆盖给予“买入”评级。

- **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。

盈利预测与估值					
	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入 (亿港元)	155.3	205.2	151.2	162.5	174.0
同比增长率 (%)	-16.1%	32.2%	-26.3%	7.5%	7.1%
毛利率 (%)	45.6%	31.5%	39.8%	47.9%	47.6%
归母净利润 (亿港元)	12.5	19.0	30.8	40.2	42.5
同比增长率 (%)	-64.9%	51.6%	61.9%	30.5%	5.8%
每股收益 (港元/股)	0.5	0.8	1.3	1.7	1.8
ROE (%)	1.52%	1.72%	2.62%	3.31%	3.40%
市盈率	12.8	5.2	5.0	3.8	3.6

## 投资案件

### 投资评级与估值

我们预计公司 2024-2026 年归母净利润分别为 30.8、40.2 和 42.5 亿港元，当前股价对应的 PE 分别为 5.0、3.8、3.6 倍。参考江苏宁沪高速公路、浙江沪杭甬、安徽皖通高速公路、四川成渝高速公路等可比公司估值，公司估值较低，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，首次覆盖给予“买入”评级。

### 关键假设

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 2024 ~ 2026 年收费公路及大环保业务收入分别为 105.0/111.9/117.6 亿港元，同比+1.7%/+6.6%/+5.1%，归母净利润分别为 10.2/11.1/11.8 亿港元，同比+1.7%/+8.8%/+6.4%；

2) 物流业务：预计收入利润随运营园区增加而增长，预计 2024 ~ 2026 年收入分别为 20.1/24.5/29.1 亿港元，同比-72.9%/+22.2%/+18.7%，归母净利润分别为 8.5/7.1/8.0 亿港元，同比-62.6%/-16.7%/+13.7%；

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 2024 ~ 2026 年收入分别为 26.1/26.0/27.3 亿港元，同比-6.9%/-0.3%/+5.0%，归母净利润分别为 1.2/1.1/1.2 亿港元，同比+31.3%/-0.3%/+5.2%；

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 2024 ~ 2026 年归母净利润分别为 10.9/20.8/21.4 亿港元。

### 投资逻辑要点

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 2024-2026 年分别实现归母净利 30.8、40.2、42.5 港元。考虑公司 2017-2023 年分红比例约为 50%，假设 2024 年分红比例为 50%，对应分红约为 15.4 亿港元，测算下当前股息率约为 10.1%，高股息下公司市值有望回归价值区间。

### 核心风险提示

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。

## 目录

---

1.综合物流服务平台，2017-2023 年分红比率约 50%.....	6
2.全链条物流模式布局，转型升级业务贡献盈利弹性.....	8
3.盈利预测与投资建议.....	13
4.风险提示.....	15

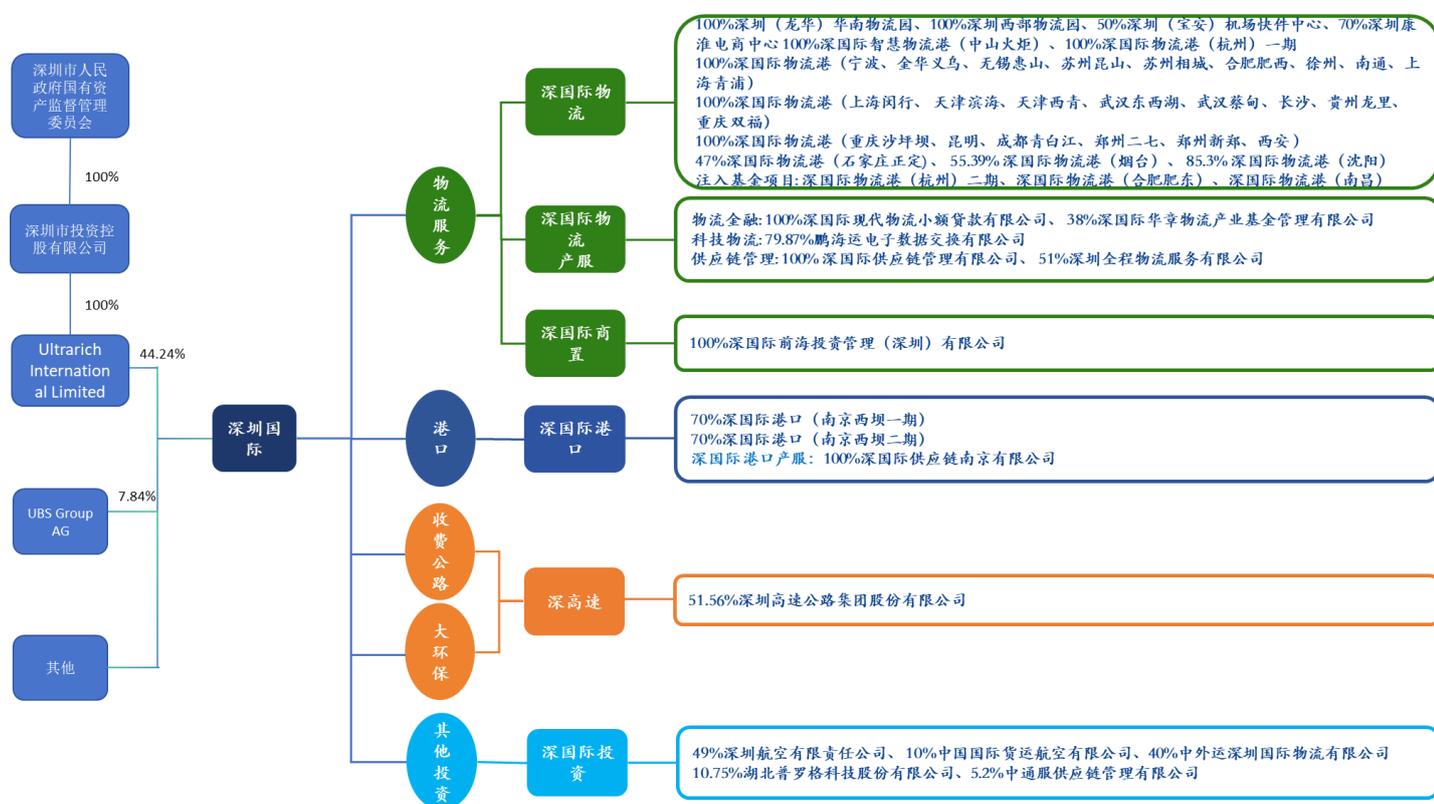
## 图表目录

图 1: 主营业务及公司架构 (截止至 2023 年)	6
图 2: 2017-2023 年公司分部营业收入及同比增速	7
图 3: 2023 年各业务收入占比	7
图 4: 2017-2023 年公司归母净利润及同比增速	7
图 5: 2017-2023 年各业务归母净利润构成	7
图 6: 公司 2013-2023 年分红派息情况	8
图 7: 公司现代物流商业模式	8
图 8: 2017-2023 年“投建融管”小闭环收入及归母净利	9
图 9: 公司 2023 年物流园区规划&获取&已投入运营面积	9
图 10: 华南物流园保留地	10
图 11: 深高速营业收入, 归母净利润及净利率	11
图 12: 深高速分部毛利拆分 (亿元)	11
图 13: 深圳国际港口布局	12
图 14: 深圳国际港口营收及归母净利润 (亿港元)	12
表 1: 华南物流园项目利润测算	11
表 2: 深高速控股、参股高速公路概况 (数据截至 2023 年 12 月 31 日)	11
表 3: 深圳国际估值模型核心假设	13
表 4: 可比公司估值情况	14
表 5: 利润表	16
表 6: 现金流量表	16
表 7: 资产负债表	17

# 1. 综合物流服务平台，2017-2023 年分红比率约 50%

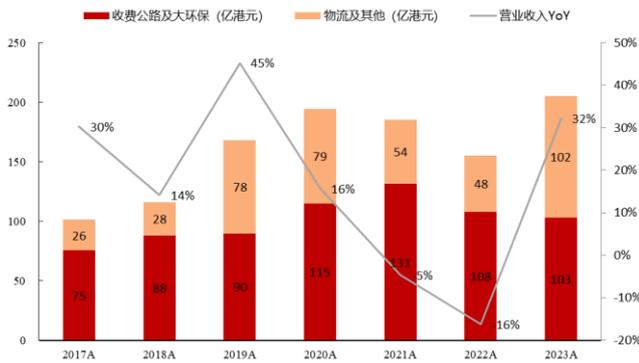
深圳国际实控人为深圳市国资委，2000 年起持续拓展全链条物流服务能力。2000 年深圳市投资控股有限公司完成对公司的收购，目前实际控制人为深圳市国资委，持股 44.24%。公司主营业务包含物流业务，港口业务，收费公路，大环保和其他投资，2017-2023 年公司收入由 101 亿港元提升至 205 亿港元，CAGR 达 12.5%。核心业务为收费公路及大环保和现代物流，其中收费公路及大环保业务主要由控股子公司深高速运营，2023 年收费公路及大环保收入占比约为 50%，现代物流包含物流园运营，物流服务及港口收入，占比约为 23%。

图 1: 主营业务及公司架构 (截止至 2023 年)



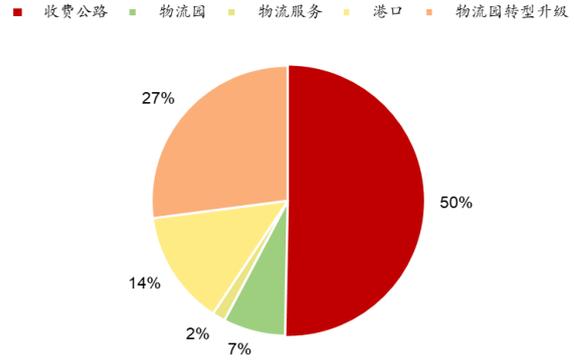
资料来源: 公司年报, 公司 2023 年度业绩推介资料, 华源证券研究

图 2：2017-2023 年公司分部营业收入及同比增速



资料来源：ifind，华源证券研究

图 3：2023 年各业务收入占比



资料来源：ifind，华源证券研究

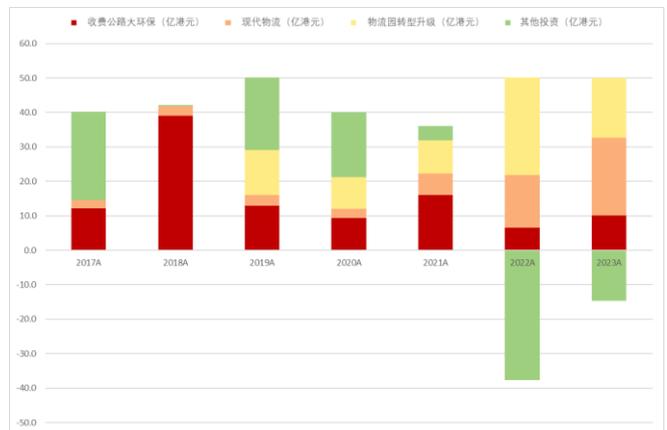
**核心主业构筑基本盘，物流园转型升级业务提供盈利弹性。**公司归母净利润由收费公路及大环保业务，现代物流业务，物流园转型升级及其他投资构成，2023 年公司实现归母净利润 19.02 亿港元，同比+52%。其中核心主业仍保持稳健增长。从业务角度拆分来看，收费公路及大环保业务利润构成基本盘，持续贡献正收益。现代物流业务持续增长，2017-2023 年归母净利润由 2 亿港元提升至 23 亿港元，CAGR 约为 46%。转型升级带来业绩弹性，2019-2023 年合计贡献归母净利润约 78 亿港元。其他投资受多因素影响，包含集团费用及深航，国货航等参股公司利润。

图 4：2017-2023 年公司归母净利润及同比增速



资料来源：ifind，华源证券研究

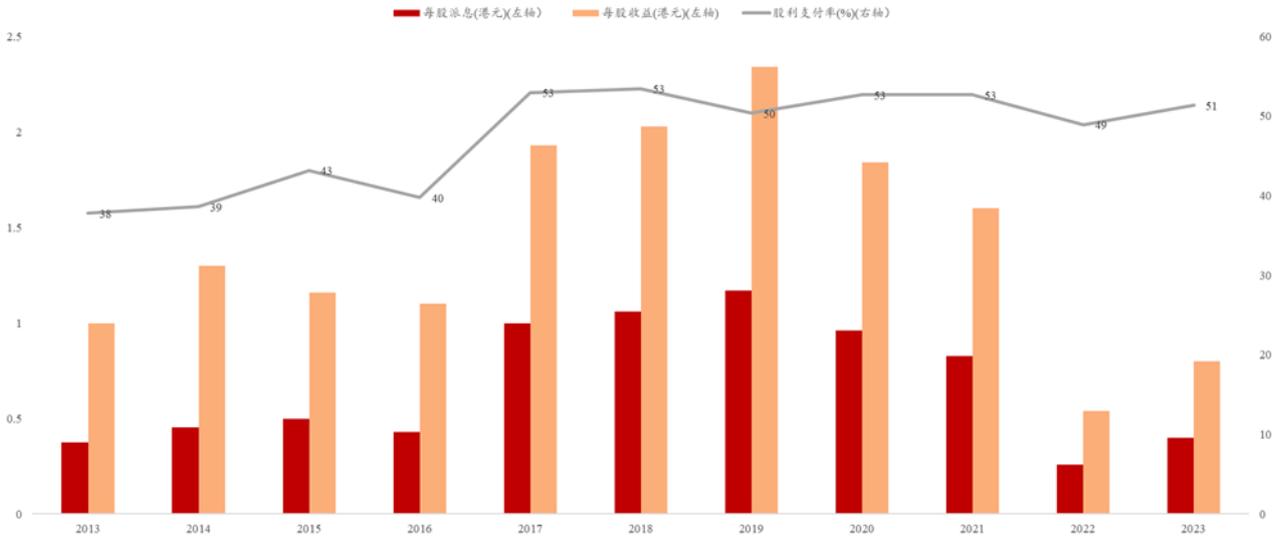
图 5：2017-2023 年各业务归母净利润构成



资料来源：公司公告，华源证券研究

**分红派息政策较为稳定，2017-2023 年派息总额达 124 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，2017-2023 年股利支付率提升至 50%左右，2017-2023 年合计派息总额达 124 亿港元。

图 6: 公司 2013-2023 年分红派息情况



资料来源: ifind, 公司公告, 华源证券研究

## 2. 全链条物流模式布局, 转型升级业务贡献盈利弹性

**布局核心物流资产, 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, 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 7: 公司现代物流商业模式



资料来源: 公司公开业绩推介资料, 华源证券研究

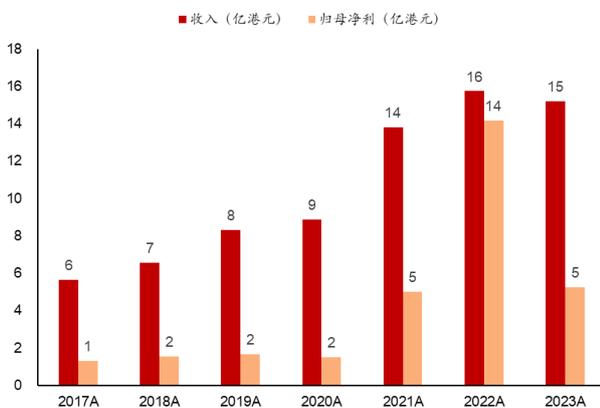
## 1) 物流园运营:

**公司物流园区运营以仓储租金收入为主，同时通过资产证券化路径实现增值收益。**

2017-2023 年，收入由 5.6 亿港元提升至 15.2 亿港元，CAGR 约为 18.0%。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 年公司物流园区板块归母净利润由 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（确认归母净利 1.75 亿港元），2022 年杭州二期和合肥出表（确认归母净利 6.57 亿港元）。2023 年收入约为 15.2 亿港元，同比-3%，归母净利润 5.3 亿港元，同比-63%，利润波动主因 2023 年暂无 reits 出表，剔除一次性因素影响，利润约下滑 30%，主因行业需求低迷及竞争较为激烈。

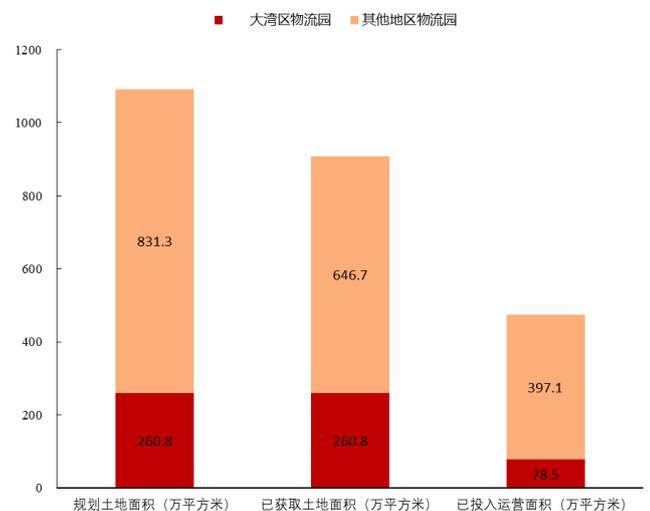
目前公司规划土地面积约为 1092 万平方米，其中已获取土地面积约 907.5 万平方米，运营面积约 476 万平方米，**物流园区运营面积只有规划面积的 44%**，当前大湾区 14 个项目，已投入运营/管理 6 个，深圳坪山，盐田，宝安；佛山南海，顺德，高明；肇庆高要等项目将陆续投入运营；其他城市项目也在陆续推进中，预计物流运营收益有望保持稳健增长。

图 8：2017-2023 年“投建融管”小闭环收入及归母净利润



资料来源：公司公告，华源证券研究

图 9：公司 2023 年物流园区规划&获取&已投入运营面积



资料来源：公司公告，华源证券研究

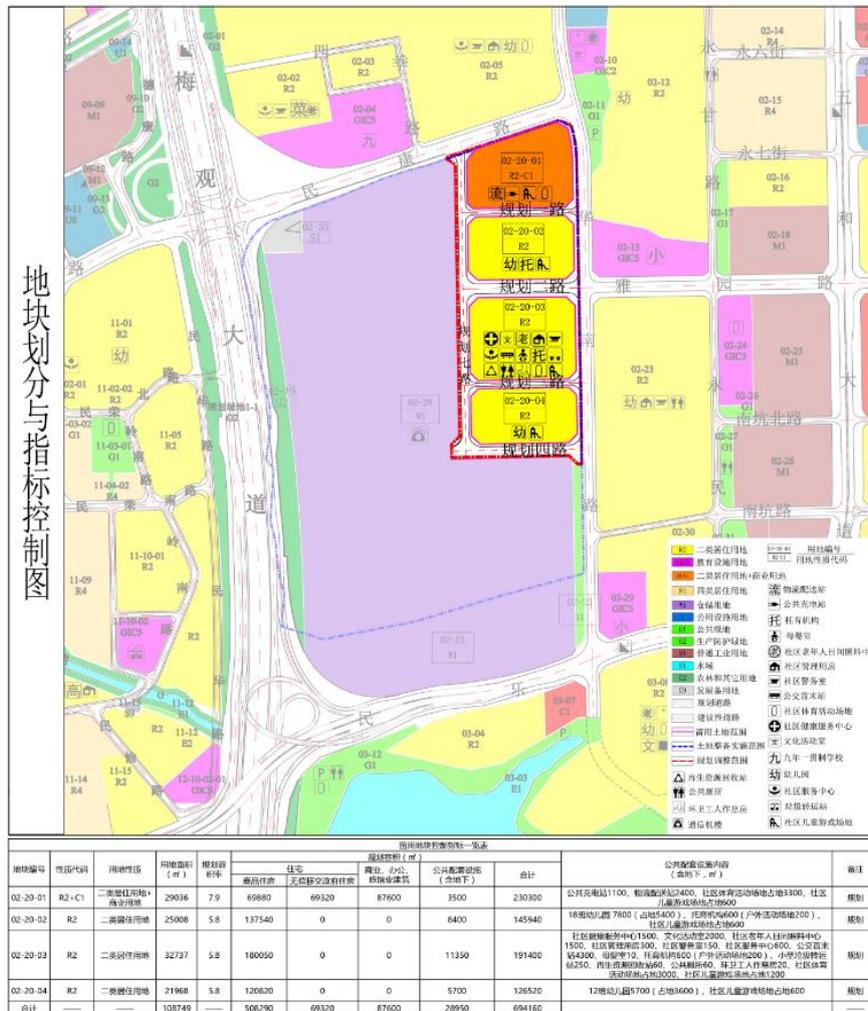
## 2) 转型升级:

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，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

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）。

**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：1) 土地增值收益约 96.5 亿元：**以近期周边地块拍卖价格约 2.4 万/平方米建筑面积测算，扣除 25% 所得税，预计华南物流园留用地使用权贡献土地增值收益 96.5 亿元；**2) 地产开发收益约 33.4 亿元：**假设未来华南物流园地产开发后的销售收入为 5 万元/平方米，建造成本为 1 万/平方米，扣除土增税及所得税，预计贡献归母净利润 33.4 亿元。

图 10: 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，华源证券研究

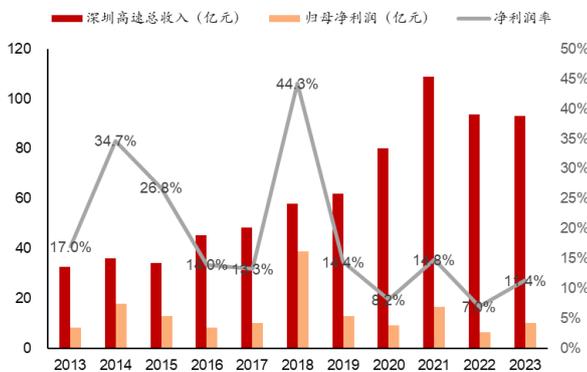
**表 1：华南物流园项目利润测算**

商品住房及商业办公等建筑 面积 (万平方米)	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)
59.59	2.4		143	96.5
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	5	1	95.3	33.4
<b>合计利润</b>		<b>129.9 亿元</b>	<b>1 港元=0.9302 人民币</b>	<b>139.6 亿港元</b>

资料来源：公司公告，华源证券研究

### 3) 高速公路及大环保：

**公路业务经营稳健，通车量提升推动利润增长。** 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 51.56%深高速，2023 年公路及大环保业务收入约为 103.3 亿港元，同比下滑 4.1%，归母净利润约为 10.0 亿港元，同比增长 54.4%。公路业务整体经营稳定，盈利波动主要受公路投产收回及政策变化影响，沿江二期及外环三期项目投产后，通车量提升下毛利有望进一步提升。

**图 11：深高速营业收入，归母净利润及净利率**


资料来源：公司公告，华源证券研究

**图 12：深高速分部毛利拆分 (亿元)**


资料来源：公司公告，华源证券研究

**表 2：深高速控股、参股高速公路概况 (数据截至 2023 年 12 月 31 日)**

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
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，华源证券研究

#### 4) 港口及相关服务业务

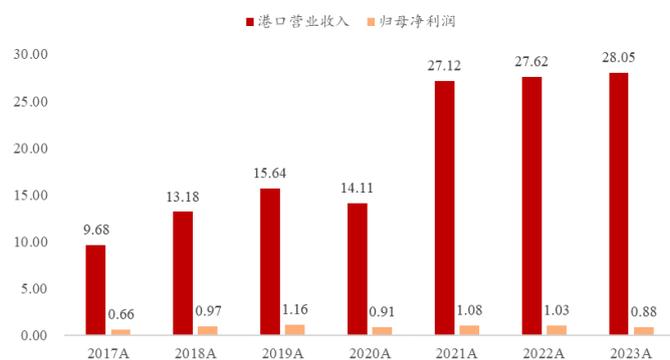
**网络逐步扩张，贡献稳健收益。**公司的港口业务主要涉及港口投资与运营、港口供应链服务和港口运维管理输出等业务，业务布局包含南京西坝码头、靖江港深圳国际物流中心码头等核心枢纽。码头业务整体经营稳健，网络扩张下收入及利润稳健增长。港口收入由 2017 年的 9.68 亿港元增长至 2023 年的 28.05 亿港元，CAGR 约为 19.40%，归母净利润由 0.66 亿港元提升至 0.88 亿港元，CAGR 约为 4.81%。

图 13：深圳国际港口布局



资料来源：公司官网，华源证券研究

图 14：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，ifind，华源证券研究

#### 5) 总部及其他投资

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。

### 3. 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 2024~2026 年收费公路及大环保业务收入分别为 105.0/111.9/117.6 亿港元，同比+1.7%/+6.6%/+5.1%，归母净利润分别为 10.2/11.1/11.8 亿港元，同比+1.7%/+8.8%/+6.4%；

2、物流业务：预计收入利润随运营园区增加而增长，预计 2024~2026 年收入分别为 20.1/24.5/29.1 亿港元，同比-72.9%/+22.2%/+18.7%，归母净利润分别为 8.5/7.1/8.0 亿港元，同比-62.6%/-16.7%/+13.7%。

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 2024~2026 年收入分别为 26.1/26.0/27.3 亿港元，同比-6.9%/-0.3%/5.0%，归母净利润分别为 1.2/1.1/1.2 亿港元，同比+31.3%/-0.3%/+5.2%。

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 2024~2026 年归母净利润分别为 10.9/20.8/21.4 亿港元。

**表 3：深圳国际估值模型核心假设**

(亿港元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>营业收入</b>	<b>155.3</b>	<b>205.2</b>	<b>151.2</b>	<b>162.5</b>	<b>174.0</b>
yoy	-16.1%	32.2%	-26.3%	7.5%	7.1%
1-收费公路及大环保业务	<b>107.7</b>	<b>103.2</b>	<b>105.0</b>	<b>110.7</b>	<b>116.3</b>
yoy	-17.9%	-4.2%	1.7%	6.6%	5.1%
2-物流园区运营及服务	<b>19.9</b>	<b>73.9</b>	<b>20.1</b>	<b>24.5</b>	<b>29.1</b>
yoy	-25.8%	271.0%	-72.9%	22.2%	18.7%
3-港口	<b>27.6</b>	<b>28.0</b>	<b>26.1</b>	<b>26.0</b>	<b>27.3</b>
yoy	1.9%	1.6%	-6.9%	-0.3%	5.0%
4-其他投资					
yoy					

归母净利润	12.5	19.0	30.8	40.2	42.5
yoy	-64.9%	51.6%	61.9%	30.5%	5.8%
1-收费公路及大环保业务	6.5	10.0	10.2	11.1	11.8
yoy	-61.0%	54.4%	1.7%	8.8%	6.4%
2-物流园区运营及服务	42.7	22.6	8.5	7.1	8.0
yoy	190.4%	-46.9%	-62.6%	-16.7%	13.7%
3-港口	1.1	0.9	1.2	1.1	1.2
yoy	-4.8%	-14.6%	31.3%	-0.3%	5.2%
4-其他投资（包含转型升级的土地增值）	-37.7	-14.7	10.9	20.8	21.4
yoy	-1247.7%	-61.0%	-174.4%	90.6%	2.8%

资料来源：公司公告，华源证券研究

**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 2024-2026 年分别实现归母净利 30.8、40.2、42.5 亿港元，对应 PE 分别为 5.0、3.8、3.6。考虑公司 2017-2023 年分红比例约为 50%，假设 2024 年分红比例为 50%，对应分红约为 15.4 亿港元，测算下当前股息率约为 10.1%。参考江苏宁沪高速公路、浙江沪杭甬、安徽皖通高速公路、四川成渝高速公路等可比公司估值，公司估值较低，分红提升下价值凸显，首次覆盖给予“买入”评级。

**表 4：可比公司估值情况**

证券代码	证券名称	市值（亿港元）	EPS（港元）			PE		
			2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
0177.HK	江苏宁沪高速公路	627.39	0.98	1.07	1.15	7.66	7.02	6.58
0576.HK	浙江沪杭甬	324.25	0.94	1.00	1.04	5.36	5.04	4.84
0995.HK	安徽皖通高速公路	227.8	1.11	1.21	1.27	8.10	7.43	7.10
0107.HK	四川成渝高速公路	158.15	0.43	0.47	0.53	7.64	6.99	6.24
平均值			0.87	0.94	1.00	7.19	6.62	6.19

资料来源：ifind，华源证券研究

注：可比公司均采用 ifind 一致预期，估值日期 2024/7/2：

## 4. 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预期的风险。

**表 5: 利润表**

(亿港元)	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>收入</b>	<b>185.2</b>	<b>155.3</b>	<b>205.2</b>	<b>151.2</b>	<b>162.5</b>	<b>174.0</b>
经营成本	89.6	84.5	140.5	91.0	84.6	91.1
<b>经营利润</b>	<b>95.5</b>	<b>70.8</b>	<b>64.7</b>	<b>60.2</b>	<b>77.8</b>	<b>82.9</b>
经营利润率	51.6%	45.6%	31.5%	39.8%	47.9%	47.6%
应占合营公司盈利	4.9	0.6	4.3	4.1	4.1	4.1
应占联营公司盈利	-1.6	-16.5	6.7	6.1	6.3	6.6
财务收益	4.0	3.0	2.4	2.0	2.0	2.0
财务成本	-13.3	-28.7	-26.2	-22.3	-23.4	-24.6
<b>税前利润</b>	<b>89.6</b>	<b>29.3</b>	<b>51.8</b>	<b>52.9</b>	<b>66.6</b>	<b>70.6</b>
所得税	-27.3	-9.9	-22.9	-10.8	-14.2	-15.0
<b>少数股东权益</b>	<b>-25.6</b>	<b>-5.9</b>	<b>-10.0</b>	<b>-9.5</b>	<b>-10.4</b>	<b>-11.1</b>
<b>净利润</b>	<b>35.7</b>	<b>12.5</b>	<b>19.0</b>	<b>30.8</b>	<b>40.2</b>	<b>42.5</b>
<b>分红</b>			<b>9.50</b>	<b>15.38</b>	<b>20.08</b>	<b>21.24</b>

资料来源：公司公告，华源证券研究

**表 6: 现金流量表**

(亿港元)	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>经营活动产生的现金流</b>	<b>36.72</b>	<b>101.34</b>	<b>55.52</b>	<b>9.69</b>	<b>43.71</b>	<b>53.43</b>
<b>投资活动产生的现金流</b>	<b>-81.53</b>	<b>-78.36</b>	<b>-64.73</b>	<b>-82.21</b>	<b>-85.65</b>	<b>-74.36</b>
<b>融资活动产生的现金流</b>	<b>30.46</b>	<b>-4.45</b>	<b>-20.54</b>	<b>44.84</b>	<b>39.92</b>	<b>28.76</b>
现金及现金等价物净增加/（减少）	-11.91	7.99	-32.32	-27.69	-32.02	-12.17
汇兑收益/（亏损）	2.44	-10.53	-2.57	0.00	1.00	2.00
期初现金、现金等价物和限制性现金	90.73	100.31	108.30	75.98	48.29	46.27
<b>期末现金及现金等价物</b>	<b>78.83</b>	<b>108.30</b>	<b>75.98</b>	<b>48.29</b>	<b>46.27</b>	<b>54.09</b>

资料来源：公司公告，华源证券研究

**表 7：资产负债表**

(亿港元)	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>流动资产</b>	<b>299.20</b>	<b>304.77</b>	<b>204.44</b>	<b>184.02</b>	<b>181.97</b>	<b>197.30</b>
存货及其他合同成本	95.62	62.95	48.16	52.53	48.85	52.60
业务及其他应收账款	66.54	66.62	41.60	45.13	48.50	51.96
合同资产	4.85	4.25	4.35	3.72	3.99	4.28
其他财务资产	9.74	28.34	10.66	10.66	10.66	10.66
衍生财务工具	2.61	2.37	1.63	1.63	1.63	1.63
受限银行存款	9.31	28.05	10.89	10.89	10.89	10.89
原到期日超过三个月的银						
行定期存款	10.24	3.90	11.18	11.18	11.18	11.18
现金及现金等价物	100.31	108.30	75.98	48.29	46.27	54.09
持作出售用途之出售组别	-	-	-	-	-	-
<b>非流动资产</b>	<b>1081.31</b>	<b>1030.18</b>	<b>1,100.51</b>	<b>1170.21</b>	<b>1233.89</b>	<b>1286.59</b>
投资物业	76.98	102.26	150.81	150.81	150.81	150.81
物业、厂房及设备	190.87	178.74	197.81	247.86	296.67	339.25
土地使用权	33.29	31.82	42.32	45.63	48.80	51.85
在建工程	39.27	34.36	31.04	51.04	66.04	76.04
无形资产	329.22	299.41	292.80	291.09	289.45	287.87
商誉	6.58	5.52	5.44	5.44	5.44	5.44
与联营公司之权益	195.60	175.42	174.94	173.88	173.07	172.53
与合营公司之权益	121.85	109.48	108.70	107.81	106.96	106.15
其他财务资产	11.45	10.22	11.56	11.56	11.56	11.56
递延税项资产	8.60	7.56	6.39	6.39	6.39	6.39
其他非流动资产	67.60	75.39	78.72	78.72	78.72	78.72
<b>资产总额</b>	<b>1380.51</b>	<b>1334.95</b>	<b>1304.95</b>	<b>1354.23</b>	<b>1415.87</b>	<b>1483.89</b>
<b>流动负债</b>	<b>341.51</b>	<b>485.84</b>	<b>420.09</b>	<b>459.00</b>	<b>513.89</b>	<b>572.98</b>
业务及其他应付款	157.55	127.71	127.22	116.93	108.74	117.09
衍生金融工具	-	-	-	-	-	-
合同负债	2.90	56.10	1.66	1.66	1.66	1.66
应付所得税	17.60	7.79	20.79	9.77	12.85	13.59
贷款	162.48	293.41	269.78	330.00	390.00	440.00
租赁负债	0.97	0.83	0.65	0.65	0.65	0.65
<b>非流动负债</b>	<b>362.28</b>	<b>297.11</b>	<b>335.10</b>	<b>335.10</b>	<b>335.10</b>	<b>335.10</b>
贷款	279.11	244.26	283.61	283.61	283.61	283.61
衍生财务工具	-	-	-	-	-	-
租赁负债	14.30	9.90	9.48	9.48	9.48	9.48
公路养护责任主体	-	-	-	-	-	-
递延税项负债	27.83	28.10	26.47	26.47	26.47	26.47
其他非流动负债	41.04	14.85	15.54	15.54	15.54	15.54
<b>负债总额</b>	<b>703.79</b>	<b>782.96</b>	<b>755.19</b>	<b>793.72</b>	<b>848.58</b>	<b>907.64</b>
<b>股东权益</b>	<b>676.72</b>	<b>551.99</b>	<b>549.76</b>	<b>560.14</b>	<b>566.88</b>	<b>575.81</b>
<b>负债和权益总额</b>	<b>1380.51</b>	<b>1334.95</b>	<b>1304.95</b>	<b>1354.23</b>	<b>1415.87</b>	<b>1483.89</b>

资料来源：公司公告，华源证券研究

## 证券分析师声明

本报告署名分析师在此声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本报告表述的所有观点均准确反映了本人对标的证券和发行人的个人看法。本人以勤勉的职业态度，专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观的出具此报告，本人所得报酬的任何部分不曾与、不与，也不将会与本报告中的具体投资意见或观点有直接或间接联系。

## 一般声明

本报告是机密文件，仅供华源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的签约客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司客户。本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。客户应对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特殊需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或使用本报告所造成的一切后果，本公司均不承担任何法律责任。

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。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式修改、复制或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司销售人员、交易人员以及其他专业人员可能会依据不同的假设和标准，采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论或交易观点，本公司没有就此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

## 信息披露声明

在法律许可的情况下，本公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司将会在知晓范围内依法合规的履行信息披露义务。

## 销售人员信息

华东区销售代表 李瑞雪 lirui xue@huayuanstock.com  
华北区销售代表 王梓乔 wangzhiqiao@huayuanstock.com  
华南区销售代表 杨洋 yangyang@huayuanstock.com

## 股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	： 相对强于市场表现 20%以上；
增持 (Outperform)	： 相对强于市场表现 5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	： 相对市场表现在 - 5% ~ + 5%之间波动；
减持 (Underperform)	： 相对弱于市场表现 5%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	： 行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	： 行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	： 行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

本报告采用的基准指数： 恒生中国企业指数 (HSCEI)