



深圳国际 (00152.HK)

买入 (首次评级)

港股公司深度研究

证券研究报告

土地转性贡献弹性 高股息价值凸显

投资逻辑

定位基建管理平台，物流业务贡献高弹性。公司定位深圳国资委旗下基建管理平台角色，主要业务包括物流、收费公路及环保、港口等，同时投资深圳航空及国货航的股权。公司公路环保业务依托深高速（持股 51.6%）开展，业务较为稳定，过往归母净利润中枢在 11-12 亿港元。物流业务以物流园运营为基础，在物流用地转为商业及住宅用地时，可贡献大量住宅开发收益及土地增值收益，是公司盈利弹性的来源。2023 年公司归母净利润实现 19.02 亿港元，同比增长 51.66%；公司分红比例过往 6 年维持在 50% 左右。

华南物流园项目初步落地，预计 2024 年贡献利润。2023 年公司华南物流园与政府签订土地整备协议，以 53 万平方米物流土地置换得 10.8 万平米商业及住宅用地及拆迁补偿。根据我们测算，华南物流园在项目期内贡献的税后收益可达 150 亿元人民币，其中土地增值收益约 96 亿元。我们预计 2024 年公司可确认补偿的 4 块土地其一的土地增值收益，贡献增值利润。此外，公司以运营成熟的物流园为底层资产发行 REITs，可以实现资产出表并获得一次性收益。2024 年 6 月，公司的华夏深国际 REIT 正式发售，相关收益在 2024 年确认。

公路港口利润稳定，深航不再对公司业绩产生负面影响。公司公路及港口业务贡献盈利稳定，2023 年受益于出行及车流量恢复，公路业务归母净利润同比增加 54%。子公司深高速以益常高速为底层资产发行 REITs，2024 年 3 月已募资完成，今年可贡献利润。公司持有深圳航空 49% 股权，2018-2019 年分别为公司贡献 4.7 亿港元、5.9 亿港元归母净利润。由于航空出行大幅减少，深圳航空连续 4 年净亏损，公司计提相应资产减值准备。截至 2023 年，公司已计提拥有的深圳航空全部权益。2023 年及以后，深航亏损不会让公司业绩受损。

盈利预测、估值和评级

预计公司 2024-2026 年归母净利润分别为 27.6 亿港元、34.1 亿港元、38.6 亿港元，对应每股股利为 0.57 港元、0.71 港元、0.80 港元。采用 DDM 估值法，预计公司 WACC=6.43%，假设公司在华南物流园项目结束后不再进行土地转性及地产开发业务，维持 $g=2\%$ 的稳定增长，计算得公司目标价格为 7.90 港元，首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示

土地确认不及预期风险；深圳房价大幅下滑风险；物流园租金下滑风险；汇率波动风险；并购整合不及预期风险；资产减值风险。

交通运输组

分析师：郑树明 (执业 S1130521040001)

zhengshuming@gjzq.com.cn

联系人：霍泽嘉

huozejia@gjzq.com.cn

市价 (港币)：6.540 元

目标价 (港币)：7.90 元



主要财务指标

项目	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万港元)	15,529	20,524	16,175	15,919	24,159
营业收入增长率	-16.25%	32.16%	-21.19%	-1.58%	51.76%
归母净利润(百万港元)	1,254	1,902	2,761	3,406	3,859
归母净利润增长率	-64.80%	51.66%	45.19%	23.37%	13.29%
摊薄每股收益(港元)	0.52	0.79	1.15	1.41	1.60
每股经营性现金流净额	4.24	2.32	0.56	0.82	2.47
ROE(归属母公司)(摊薄)	4.01%	6.02%	8.04%	9.02%	9.73%
P/E	13.54	7.67	5.00	4.05	3.58
P/B	0.54	0.46	0.40	0.37	0.35

来源：公司年报、国金证券研究所



内容目录

一、深圳国际：定位深圳基建管理平台，高分红高股息凸显配置价值.....	5
1.1 深圳国际：直属深圳国资委，定位基建管理平台的国有企业集团.....	5
1.2 公路及港口为利润压舱石，物流业务提供业绩弹性.....	6
1.3 公司业绩恢复正增长，物流产业贡献渐显.....	7
二、物流园运营为基础，土地转性及 REITs 出表推动利润释放.....	10
2.1 物流业务依托物流园资产，商业模式分为自运营、REITs 出表及物流园转型.....	10
2.2 土地转性实现高价值释放，华南物流园项目初步落地.....	12
2.3 发行 REITs 实现资产出表，贡献利润增量.....	16
三、公路港口贡献稳定利润，深航亏损不再对公司造成负面影响.....	18
3.1 公路环保及港口业务为营收主要来源，贡献稳定归母净利润.....	18
3.2 收费公路业绩增长稳健，现金流充裕保障未来改扩建支出.....	18
3.3 港口网络布局加强，贡献稳定收入.....	22
3.4 深圳航空：权益归零，短期内将不再对公司利润产生负面影响.....	23
四、盈利预测与投资建议.....	23
五、风险提示.....	26

图表目录

图表 1： 公司历经多年发展，逐渐发展收费公路、物流、港口及大环保业务.....	5
图表 2： 实控人深圳市国资委共持有公司 44.25% 的股权（截至 2024 年 3 月 31 日）.....	5
图表 3： 公司业务主要包括物流、公路、环保、港口等.....	6
图表 4： 公司各业务归母净利润（亿港元）.....	7
图表 5： 收费公路及大环保业务贡献主要营收.....	7
图表 6： 物流业务贡献利润弹性.....	7
图表 7： 2023 年公司营收同比增长 32%.....	8
图表 8： 2023 年公司归母净利润同比增长 52%.....	8
图表 9： 2023 年公司毛利率同比上升 10pct.....	8
图表 10： 2023 年公司 ROE（加权）达到 6.02%.....	8
图表 11： 深高速归母净利润超过大部分可比公司.....	9
图表 12： 深高速归母净利润较可比公司稳定性更强.....	9
图表 13： 仓储物流归母净利润高于可比公司.....	9
图表 14： 仓储物流归母净利润增速波动较大.....	9
图表 15： 公司现金分红比例维持在 50% 上下.....	10



图表 16:	无风险利率仍在下行区间	10
图表 17:	公司物流业务商业模式分为自运营、REITs 出表及物流园转型三种	11
图表 18:	公司物流园运营面积持续增长	11
图表 19:	2023 年公司运营成熟的物流园区出租率达 90%	11
图表 20:	深圳物流仓储市场租金水平处于第一梯队	11
图表 21:	深圳物流仓储市场空置率水平最低	11
图表 22:	REITs 出表可一次性贡献较多利润增量	12
图表 23:	土地转性通过土地增值和地产开发贡献增量	12
图表 24:	公司物流园规划面积 1000 万平方米以上，分布在全国各大地区（截至 2023 年底）	12
图表 25:	梅林关项目梳理：合计贡献归母净利润 50.85 亿港元	13
图表 26:	前海项目梳理：合计贡献归母净利润 125.83 亿港元	14
图表 27:	华南物流园补偿土地规划容积面积达 69.42 万平方米	15
图表 28:	华南物流园补偿土地容积率大	15
图表 29:	华南物流园项目规划用地	15
图表 30:	华南物流园被纳入北站枢纽商务城市功能节点	15
图表 31:	华南物流园所处地块拍卖成交价为 2.4 万元/平方	16
图表 32:	深圳北站附近楼盘在售楼盘现价在 7 万元/平方米左右	16
图表 33:	截至 2024 年 7 月公司共发行 3 个基金出表项目	17
图表 34:	南昌综合物流港项目梳理：贡献归母净利润 1.75 亿港元	17
图表 35:	公司物流园近三年重点项目	18
图表 36:	收费公路及环保、港口业务为公司主要营收来源	18
图表 37:	收费公路及环保、港口业务业绩中枢在 12-13 亿港元	18
图表 38:	深高速拥有收费公路控股权益里程 643 公里（截至 2023 年 12 月 31 日）	19
图表 39:	公司深圳地区 8 条高速路段总里程达 173 公里	19
图表 40:	公司公路资产主要位于珠三角地区内优质地段	19
图表 41:	2023 年公司收费公路业务同比增长 8%	19
图表 42:	2023 年深高速日均车流量恢复	19
图表 43:	2013-2023 年深圳市常住人口 CAGR 为 3.5%	20
图表 44:	2013-2023 年深圳私人汽车拥有量 CAGR 为 4.1%	20
图表 45:	2024-2026 年深高速资本性开支预计 88.7 亿元	20
图表 46:	深高速大环保业务 2023 年营收同比下降 8%	21
图表 47:	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	21
图表 48:	公司港口布局主要围绕长江沿线、赣江、淮河等流域（截至 2023 年末）	22
图表 49:	持续加大优质港口项目的拓展工作，加速构建“1+N”多点布局的港口网络体系	22
图表 50:	公司港口业务 2023 年营收同比+1.6%，归母净利润同比-14.6%	23



图表 51: 2023 年开始深圳航空亏损不再对公司利润造成负面影响.....	23
图表 52: 预测营业收入、营业成本、毛利率拆分 (百万港元)	24
图表 53: 非经常损益及投资收益预测 (百万港元)	25
图表 54: 关键指标预测.....	25
图表 55: 公司 WACC 预测.....	25
图表 56: 每股股利预测 (港元)	26

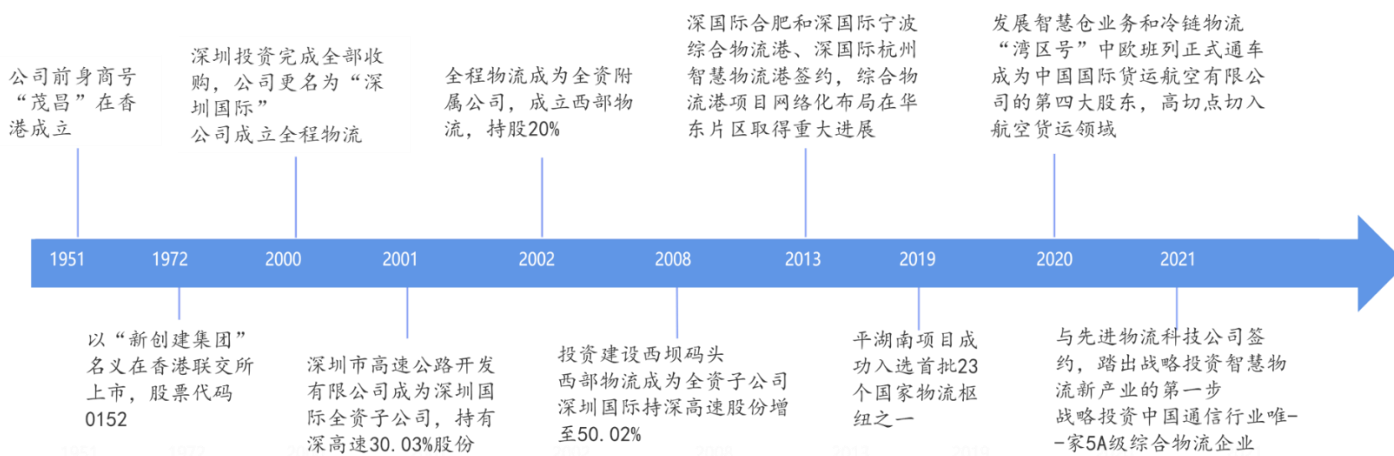


一、深圳国际：定位深圳基建管理平台，高分红高股息凸显配置价值

1.1 深圳国际：直属深圳国资委，定位基建管理平台的国有企业集团

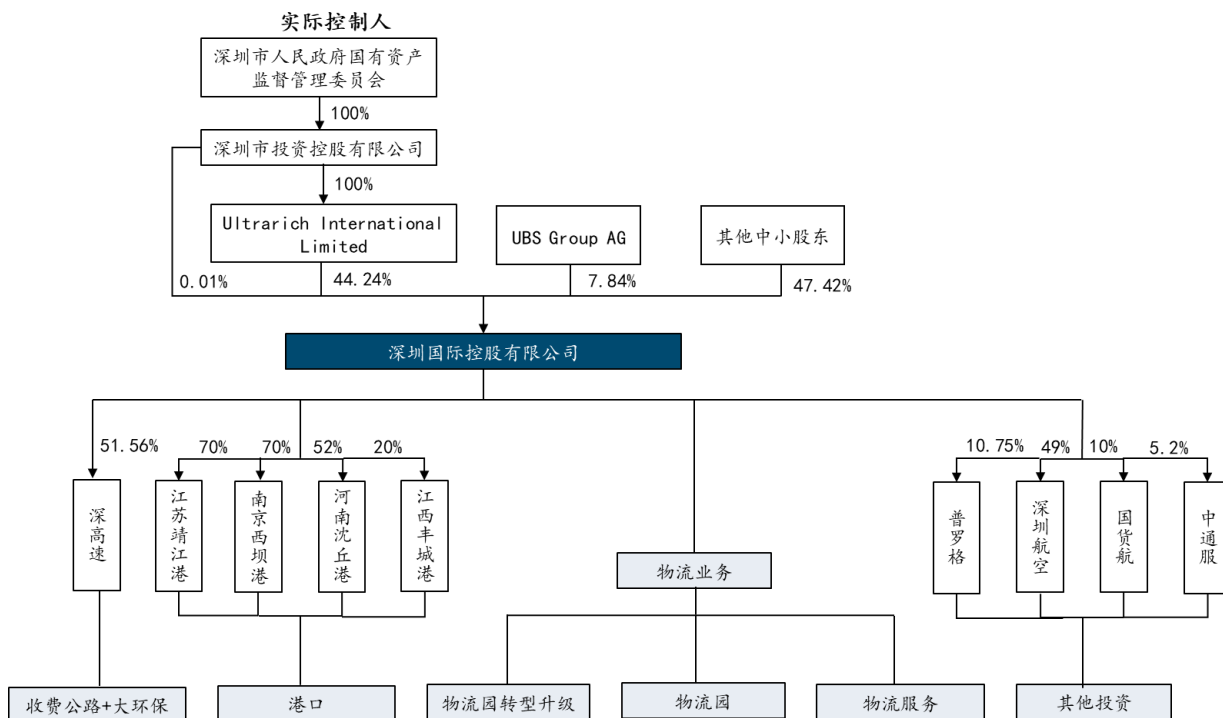
公司前身于1951年成立。2000年，公司被深圳投资收购，实控人变为深圳市国资委，并成立全程物流。自此后，公司一直在深圳市国资委旗下发挥基建管理平台的角色。2001年，深高速成为公司的子公司，公司拓展公路板块。2002年，成立西部物流并投资深圳航空10%股权。2008年，公司投资建设西坝码头，切入码头业务，并增资西部物流及深高速。此后公司不断通过收并购扩大自身业务规模，公司逐渐发展物流、收费公路及环保、码头等主营业务。

图表1：公司历经多年发展，逐渐发展收费公路、物流、港口及大环保业务



来源：公司官网，国金证券研究所

图表2：实控人深圳市国资委共持有公司44.25%的股权（截至2024年3月31日）



来源：ifind，公司公告，国金证券研究所



1.2 公路及港口为利润压舱石，物流业务提供业绩弹性

公司业务主要包括物流、公路、环保、港口等。公司的物流业务为公司自营，包括物流园投资运营、综合物流服务以及物流园转型升级，依托物流园资产进行。公司收费公路及环保业务依托控股子公司深高速开展，公司持有深高速 51.6% 股权。码头业务依托子公司南京西坝港（持股 70%）、江苏靖江港（持股 70%）、河南沈丘港（持股 52%）等开展。此外，公司持有深圳航空 49% 股权以及中国国际货运航空 10% 股权，两者为公司投资收益的主要来源。

图表3：公司业务主要包括物流、公路、环保、港口等

业务	业务描述	依托上市公司及持股比例
物流	主要包括三方面业务：物流园投资经营、综合物流服务、物流园转型升级。	公司自营
	<ul style="list-style-type: none"> 物流园投资运营为客户提供物流园仓储租赁服务，运营成熟的物流园 REITs 出表收益也计入该部分 	
	<ul style="list-style-type: none"> 综合物流服务为客户提供物流、仓储、管理等综合物流服务 物流园转型升级是将物流用地转性为商业及住宅用地，公司开发地产进行租售 	
公路	运营高速公路并收取通行费	深高速（51.56%）
环保	垃圾处理及新能源电池拆解及利用	
港口	提供港口装卸及物流等业务	江苏靖江港（70%）、南京西坝港（70%）、河南沈丘港（52%）、西丰城港（20%）
投资	对深圳航空及中国国际货运航空的投资计入该部分	深圳航空（49%）、国货航（10%）、普罗格（10.75%）、中通服（5.2%）
其他	物流园转型升级带来的土地增值收益计入非经常损益，计入总部及其他	公司自营

来源：公司公告，国金证券研究所

公路及港口为利润压舱石，物流业务提供业绩弹性。我们将公司利润分为三部分，分别是提供稳定收入和利润的公路及港口业务、提供业绩弹性的物流业务、深航等公司贡献的投资收益。

- 公路及环保业务过往贡献归母净利润中枢在 11-12 亿港元，2020 年后收入保持在 100 亿港元以上。2018 年，深圳市提前收回梅关高速公路特许经营权及签订拆迁补偿协议，公司确认 23 亿港元的资产处置收益，计入收费公路及大环保业务，故利润大幅上涨。港口业务过往贡献业绩中枢约 1 亿港元。公路及港口业务贡献盈利较为稳定，构成利润压舱石。
- 物流业务的弹性主要来自于土地转性（物流用地转为商业及住宅用地）带来的土地增值收益和地产开发收益，以及物流园 REITs 出表带来的资产增值收益。例如，2019 年公司梅林关项目贡献房地产开发销售利润 13.14 亿港元，计入物流园转型升级；前海项目贡献土地增值收益 18.43 亿港元，计入总部集团及其他。当年物流园土地转性给公司带来归母净利润高达 31.57 亿港元，占当年归母净利润的 63%。
- 深圳航空在 2018-2019 年分别为公司贡献 4.7 亿港元、5.9 亿港元归母净利润，占比 11%、12%，计入总部集团及其他。2020-2023 年，由于航空出行大幅减少，深航连续 4 年净亏损，公司计提相应资产减值准备，故 2022 年总部及其他项录得 -37.7 亿港元归母净利润。截至 2023 年，公司已计提拥有的深圳航空全部权益。2023 年及以后，深航亏损不会让公司业绩受损。



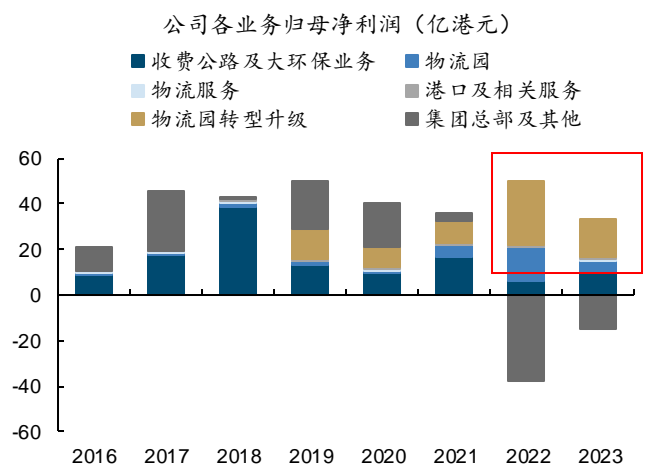
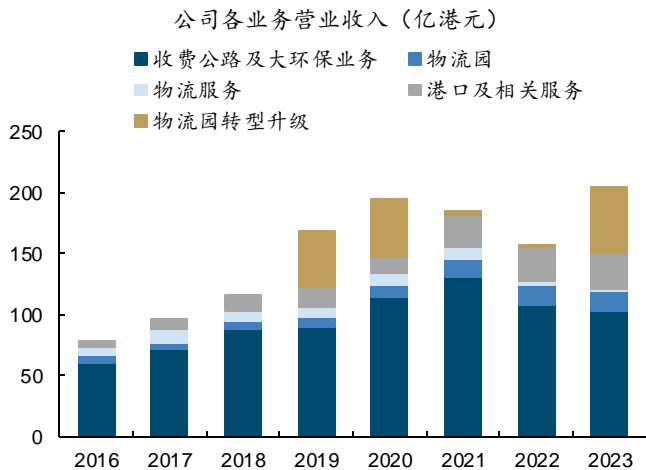
图表4: 公司各业务归母净利润 (亿港元)

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
收费公路及大环保业务	8.5	17.2	39.0	12.9	9.4	16.6	6.5	10.0
物流园	1.4	1.3	1.6	1.7	1.5	5.0	14.2	5.2
物流服务	0.4	0.4	0.4	0.3	0.2	0.1	0.1	0.1
港口及相关服务	0.5	0.7	1.0	1.2	0.9	1.1	1.0	0.9
物流园转型升级	-	-	-	13.1	9.2	9.6	28.4	17.5
集团总部及其他	10.4	25.7	0.2	21.1	18.9	3.3	-37.7	-14.7
合计	21.2	38.4	42.1	50.2	40.1	35.6	12.5	19.0

来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表5: 收费公路及大环保业务贡献主要营收

图表6: 物流业务贡献利润弹性



来源: 公司公告, 国金证券研究所

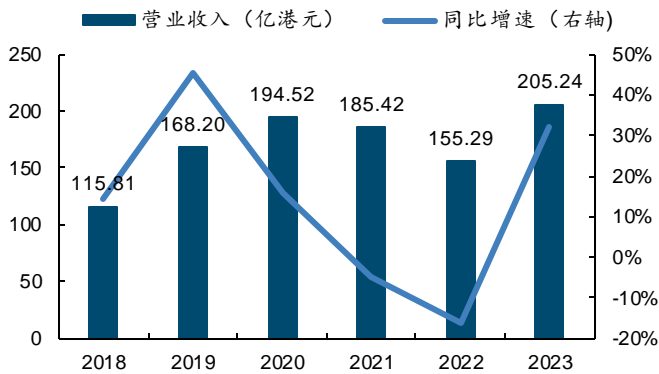
来源: 公司公告, 国金证券研究所

1.3 公司业绩恢复正增长, 物流产业贡献渐显

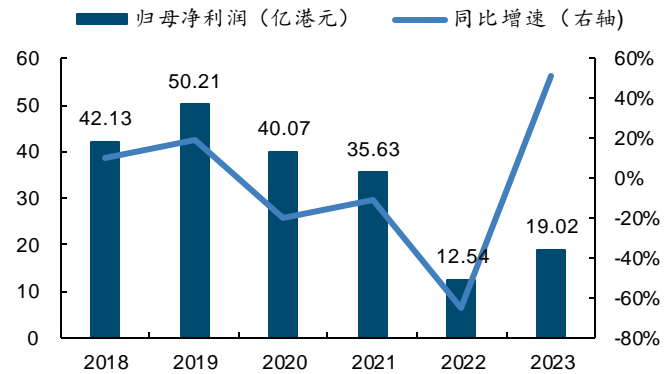
2023 年公司营收及利润恢复增长。公司营收主要由深高速的公路及环保业务贡献, 2020-2022 年由于居民出行减少导致车流量下滑, 公司营收负增长。2023 年由于车流量恢复、前海住宅项目颐城栖湾里 (物流园转型) 于当年交付等原因, 营收同比增长 32%。归母净利润方面, 2020 年起由于航空出行大幅减少, 深航连续 4 年净亏损, 公司计提减值导致业绩大幅下降。2023 年公司不再计提深航减值, 同时公路业绩同比增长 54%, 公司归母净利润同比增长 52%。



图表7: 2023 年公司营收同比增长 32%



图表8: 2023 年公司归母净利润同比增长 52%

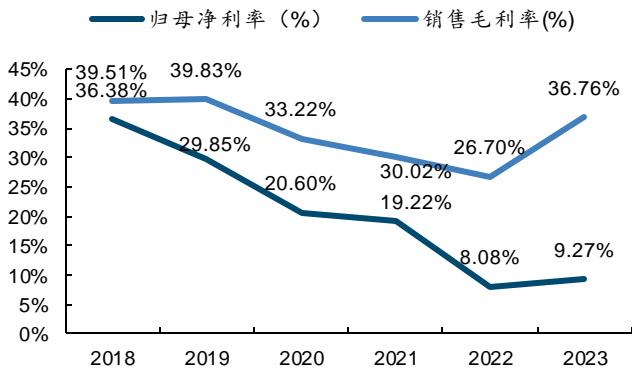


来源: ifind, 国金证券研究所

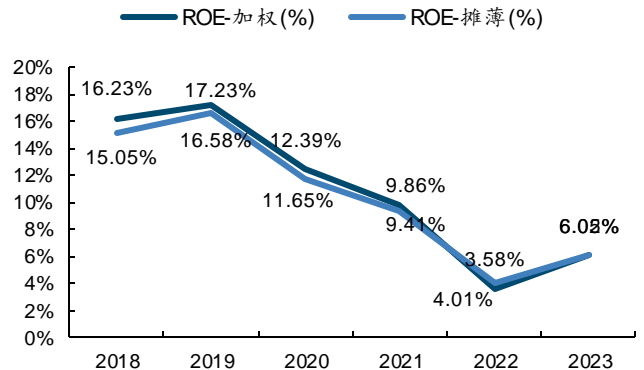
来源: ifind, 国金证券研究所

2023 年公司毛利率为 36.76%, 同比上升 10.0pct; 归母净利率为 9.27%, 同比上升 1.19pct。公司毛利率上升得益于收费公路业务毛利率恢复, 以及高毛利的物流园转型业务贡献收益。公司归母净利率增速低于毛利率, 主要系物流园转型升级业务中, 2022 年同期深圳万科增资扩股前海商业公司, 公司录得税前收益约人民币 24.87 亿, 而 2023 年并无该等收益。2023 年公司加权 ROE 为 6.02%, 同比增长 2.44pct。

图表9: 2023 年公司毛利率同比上升 10pct



图表10: 2023 年公司 ROE (加权) 达到 6.02%



来源: ifind, 国金证券研究所

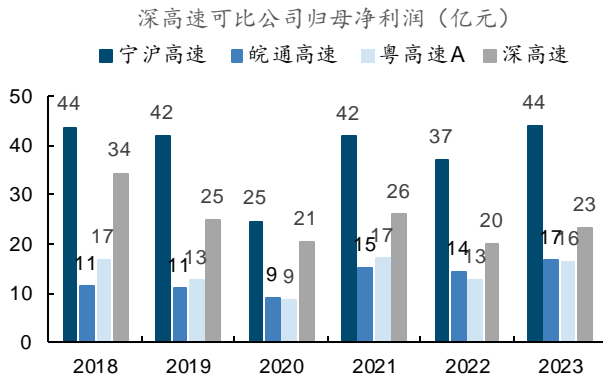
来源: ifind, 国金证券研究所

公路业务稳定, 物流业务弹性高于可比公司。深圳国际主要业务包括收费公路和物流业务, 分别与同行业公司对比:

- 收费公路业务主要由深高速公司经营, 深高速归母净利润超过大部分同行可比公司, 高于同在大湾区经营的粤高速。深圳作为一线城市, 人口净流入和车辆保有量持续增长带动车流量增长。由于深高速有环保业务作为缓冲, 在 2019-2022 年公司归母净利润波动相较可比公司更小, 盈利稳定性更强。2023 年受益于车流恢复, 深高速归母净利润同比增长 16%。
- 公司物流业务相比可比公司盈利弹性更大。深圳国际的仓储物流业务包括物流园、物流服务和物流园转型升级三个板块, 归母净利润高于同行可比公司。公司物流业务相较可比公司增速波动幅度大, 主要因为物流园运营 REITs 出表和土地转性之后的房地产开发收益计入该部分, 带来利润弹性。

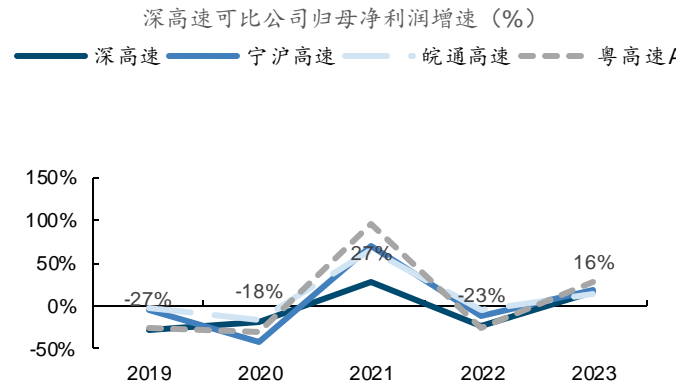


图表11: 深高速归母净利润超过大部分可比公司



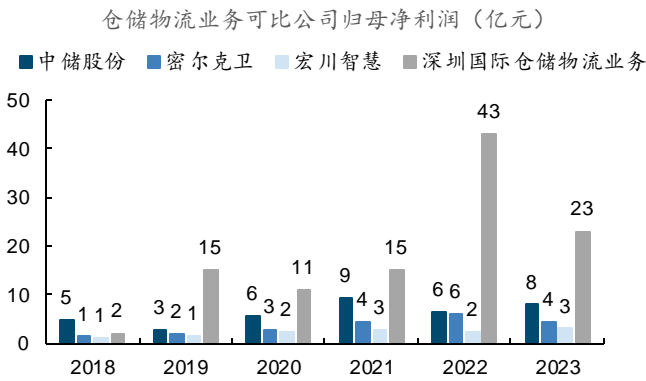
来源: ifind, 国金证券研究所

图表12: 深高速归母净利润较可比公司稳定性更强



来源: ifind, 国金证券研究所

图表13: 仓储物流归母净利润高于可比公司

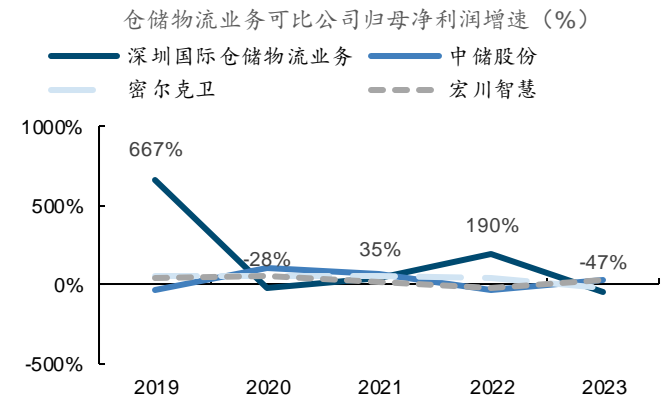


来源: ifind, 国金证券研究所

注: 包含物流园转型升级项目

图表14: 仓储物流归母净利润增速波动较大

图表15:



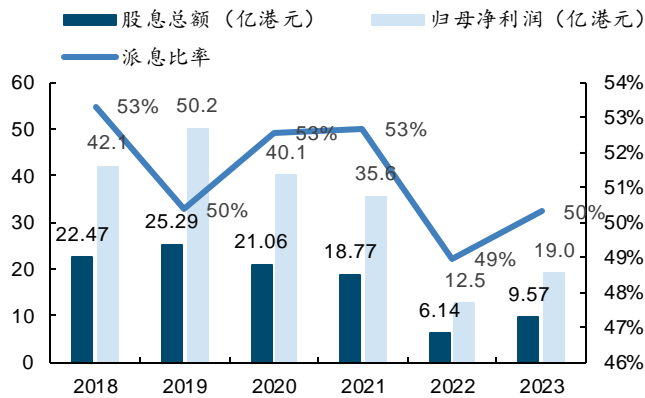
来源: ifind, 国金证券研究所

公司港股上市以来保持稳定的分红政策。2018-2023 年分红比例均在 50% 以上, 仅 2022 年分红比例为 49%。受益于前海项目推进释放的利润, 2018-2020 年公司除了派发基本每股股息, 还派发特别股息, 每股股息合计较高, 2021 年及以后不再派发特别股息, 每股股息持续上涨。2023 年公司分红股息总额达到 9.57 亿港元, 分红比例为 50%; 每股股息达到 0.4 港元, 同比上升 56%。

我们认为当前公司的高股息特征具有较好配置价值: 1) 以 10 年期国债收益率为代表的无风险利率处于下行阶段, 公司以 2023 年归母净利润计算的股息率有 6%, 具备吸引力。2) 我们预计公司 2024 年因为华南物流园项目贡献利润, 归母净利润将会有大幅增长。公司维持 50% 的高分红政策, 预计股息率将达到 9% 左右。



图表 15: 公司现金分红比例维持在 50% 上下



图表 16: 无风险利率仍在下行区间



来源: 公司公告, 国金证券研究所

来源: ifind, 国金证券研究所

二、物流园运营为基础, 土地转性及 REITs 出表推动利润释放

2.1 物流业务依托物流园资产, 商业模式分为自运营、REITs 出表及物流园转型

公司物流业务主要依托于公司的物流园资产进行。公司通过自建和并购的形式扩张物流园资产, 2014-2023 年, 公司物流园运营面积年复合增长率高达 24.3%。截至 2023 年底, 公司在全国近 40 个物流节点城市实现布局, 主要聚焦于大湾区、长三角、京津冀等经济发达地区, 管理及经营达 37 个物流项目, 总运营面积 476 万平方米。公司物流业务商业模式可以分为自运营、REITs 出表及物流园转型。

公司运营的物流园主要为客户提供仓储和物流服务, 赚取租金和物流服务费。物流园作为物流节点的集中场所, 可以通过规模化管理降低物流成本, 提高作业效率。例如: 仓储环节的高标仓相对普通仓库更高, 单位面积储存量更大, 自动化程度更高可以提升作业效率。物流环节中, 物流园可以集中处置货物, 通过规模效应降低物流成本。由于公司经营的物流园区聚焦在经济发达地区, 物流用地单位产值小, 政府批地少, 因此较为稀缺。公司运营的物流园区位优势显著, 租金具备充足向上弹性, 成熟物流园区综合出租率约 90%。

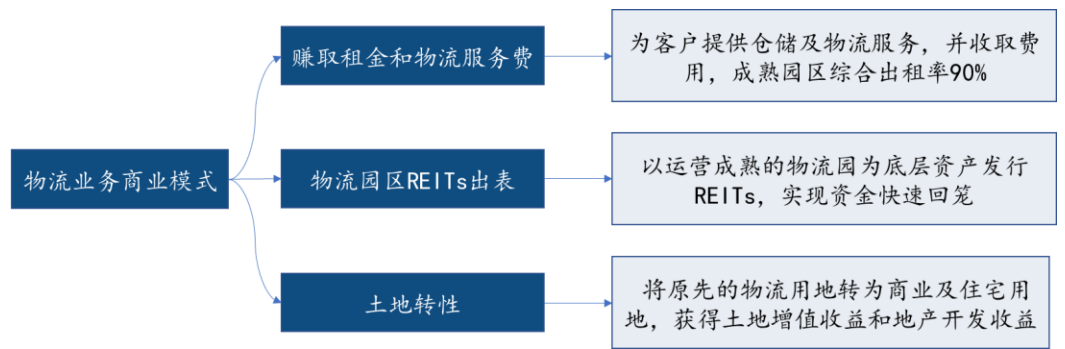
物流园区 REITs 出表可带来利润增量。公司运营成熟的物流园项目每年可以提供稳定的租金收入, 符合 REITs 的发行标准。公司积极推动产融结合, 通过置入私募基金或发行 REITs 实现资产出表和资金快速回笼。截至 2024 年 7 月, 公司已有 2 个置入私募基金和 1 个 REITs 项目出表。同时, 公司仍会为出表项目提供运营、维护、招商等服务以获得服务费。

物流园转型升级释放丰厚利润。随着城市化推进, 公司位于城市中心位置的物流园或迎来土地改性, 可释放丰厚利润。土地改性是将原先的物流用地转为商业及住宅用地, 公司作为土地的原使用人可以获得政府的土地和货币补偿。公司可获得原先物流园土地中的部分地块, 由于转化为住宅用地使得土地增值, 可产生土地增值收益。公司可在该地块进行地产开发, 获得地产开发收益。此外, 政府会对物流园拆迁给予公司货币补偿。

目标 2025 年底投营 800 万平方米, 支撑物流业务成长。物流园区是公司通过三种商业模式开展物流业务的基础, 园区面积增长可支撑公司物流业务的成长。截至 2023 年底, 公司物流园规划面积在 1000 万平方米以上, 分布长三角、华中、西南、南方及北方各大地区。根据公司展望, 到 2025 年底公司将投营 800 万平方米的物流园区土地, 较 2023 年 CAGR 为 29.6%, 为公司物流业务增长奠定良好基础。

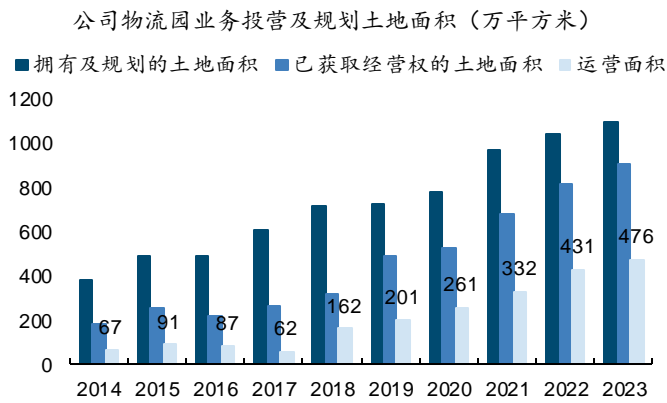


图表17: 公司物流业务商业模式分为自运营、REITs 出表及物流园转型三种



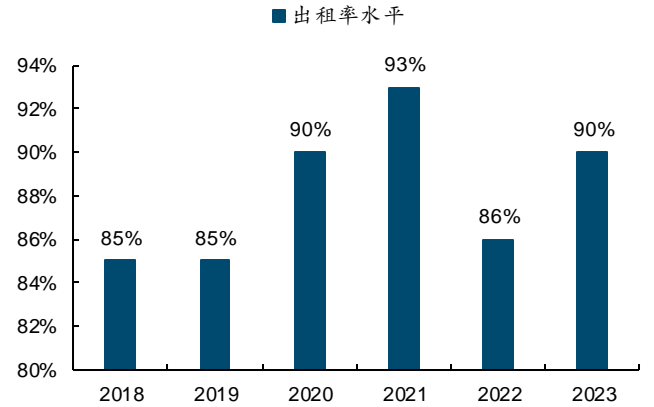
来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表18: 公司物流园运营面积持续增长



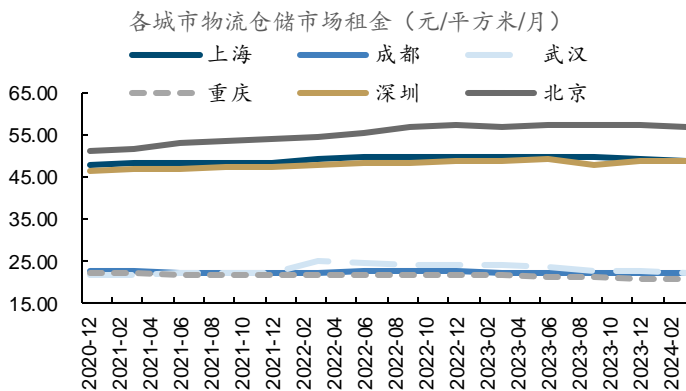
来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表19: 2023 年公司运营成熟的物流园区出租率达 90%



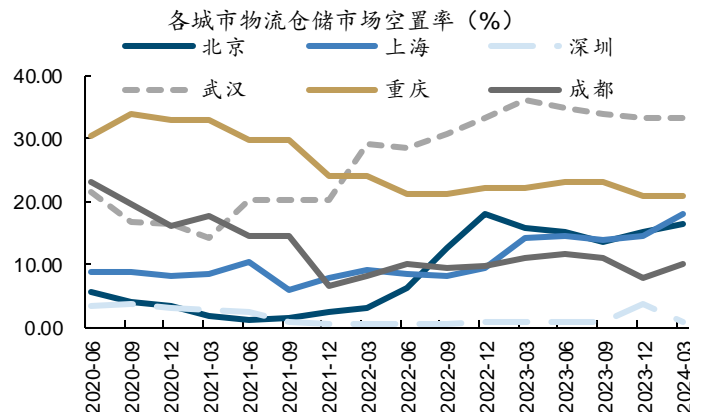
来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表20: 深圳物流仓储市场租金水平处于第一梯队



来源: ifind, 国金证券研究所

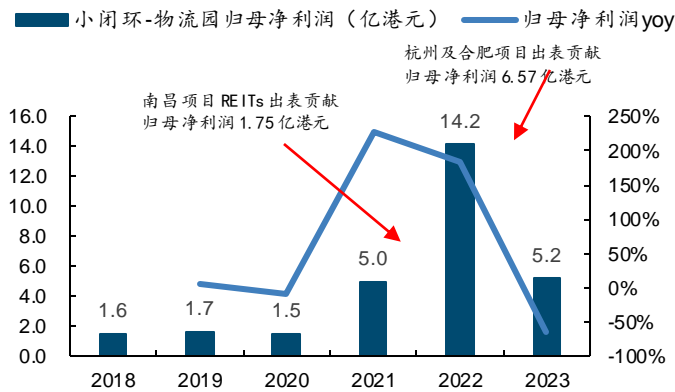
图表21: 深圳物流仓储市场空置率水平最低



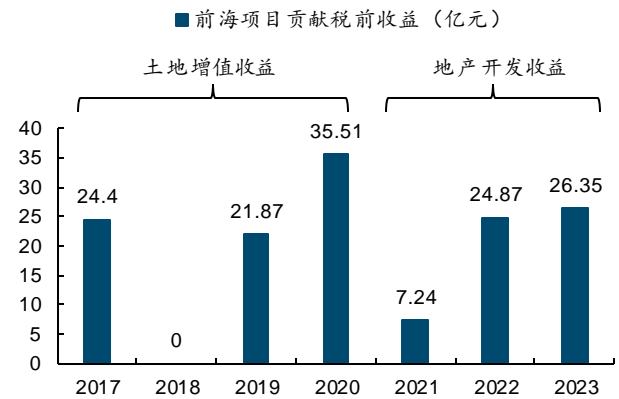
来源: ifind, 国金证券研究所



图表22: REITs 出表可一次性贡献较多利润增量



图表23: 土地转性通过土地增值和地产开发贡献增量



来源: 公司公告, 国金证券研究所

来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表24: 公司物流园规划面积 1000 万平方米以上, 分布在全国各大地区 (截至 2023 年底)



来源: 公司官网, 国金证券研究所

2.2 土地转性实现高价值释放, 华南物流园项目初步落地

土地转性增厚利润, 商业模式走向成熟。2014 年至今, 公司先后运营的土地转性项目有梅林关项目、前海项目和华南物流园项目。公司通过土地转性实现资产升值、获取开发利润的商业模式逐渐成熟。2023 年公司华南物流园项目签订土地整备协议, 标志着项目开始。我们认为华南物流园项目贡献利润有望再创新高。

梅林关项目是公司第一个土地转性项目。政府调整公司拥有的华通源物流中心地块及梅林关地块的土地性质, 并将龙华新区的黎光地块补偿给公司。由于公司没有拿到土地转性的相关地块补偿, 故并没有计入土地增值收益。公司以低于市场价格的成本收购梅林关项目地块, 进行开发。期间万科为项目投入 29 亿元, 拿到 30% 股权。该项目累计为公司带来 50.85 亿港元的归母净利润, 其中 22.33 亿港元为房地产开发收益, 28.52 亿港元为项目股权售出的一次性收益。


图表25：梅林关项目梳理：合计贡献归母净利润 50.85 亿港元

时间	事件	地产开发收益 (亿港元)	土地增值收益 (亿港元)
2014 年	成立 100%持股附属公司，负责开发梅林关城市更新项目土地获取及拆迁。政府将龙华新区的黎光地块出让作为集团物流用地以重置华通源物流中心。	0	0
2015 年	公司就梅林关城市更新项目签署相关土地出让协议，并支付第一期 30% 的地价款人民币约 10.7 亿元。获取其土地出让权。梅林关地块已转型升级为建筑面积约 48.6 万平方米的综合开发项目，包括住宅、商业、办公、商业公寓以及公寓配套设施等。2015 年年底该土地估值为人民币 94 亿元，公司获取地价低于其估值。	0	0
2016 年	公司支付梅林关土地剩余价款，人民币约 24.97 亿元。	0	0
2017 年	公司确定了项目开发模式，与另一房地产开发商签署了代建合同，并实现项目顺利开工。	0	0
2018 年	公司以人民币 29 亿元引入专业地产开发商万科占项目 30% 的股份，提前锁定部分土地增值利润。首期住宅项目（可售面积约 7.5 万平方米）预售情况理想。	0	0
2019 年	一期住宅全部售罄，在 2019 年验收；二期住宅年底预售，去化率 87%。梅林关项目首次为集团带来收入 45.69 亿港元及股东应占盈利 13.14 亿港元	13.14	0
2020 年	年内竣工验收梅林关二期，实现收入 46.97 亿港元，股东应占盈利 9.19 亿港元	9.19	0
2021 年	2021 年确认梅林关二期住宅装修收入港币 3.09 亿元；集团通过出售梅林关项目 35.7% 的股权，带来约税前收益 47.71 亿港元和股东应占盈利 28.52 亿港元	28.52	0
合计（收益为归母净利润）		50.85	0

来源：公司公告，国金证券研究所

前海项目是公司第一个完整参与的土地转性项目。公司合计拥有前海约 38 万平方米的五宗土地。土地转性后，政府补偿公司前海项目内土地面积约 12.02 万平方米，建筑面积约 39.58 万平方米。由于物流用地转为商业及住宅用地产生土地增值收益，公司土地整备累计获得归母净利润约港币 70.36 亿元。截至 2023 年，前海项目共交付两期住宅项目合计 10.2 万平方米，加之项目公司增资扩股，公司在前海项目的开发累计获得归母净利润约港币 55.47 亿元。截至 2023 年，公司累计在前海项目中获得归母净利润约港币 125.83 亿元。展望后续，前海办公项目将持续为集团提供租金收入，前海三期项目开发也将贡献收益。



图表26：前海项目梳理：合计贡献归母净利润 125.83 亿港元

时间	事件	地产开发收益 (亿港元)	土地增值收益 (亿港元)
2015 年	2015 年 9 月，集团就前海项目的土地置换、价值补偿及利益共享等方式进行的整顿工作与深圳市前海管理局签订了框架协议。前海首期项目占地面积约 3.88 万平方米，总建筑面积约 16 万平方米，集办公、商业及居住等多功能业态为一体。于 2015 年 12 月正式动工，同时前海首期项目深国际前海智慧港已于 2015 年底开工建设。	0	0
2016 年	集团于 2016 年 12 月初与前海管理局签署首期项目新用地合同权属，前海首期项目用地为产业办公为主，配套高端商业和居住功能的综合性用地，计容建筑面积约 10 万平方米，引入深业置地为合作方，深业置地的增资使本集团产生约 6.48 亿港元出售资产收益。	0	0
2017 年	2017 年集团前海就所拥有的全部五宗土地面积合共约 38 万平方米与前海管理局签订土地补偿协议。按照协议所订原则，本集团可享有前海项目规划土地补偿价值约港币 96.9 亿元（约人民币 83.7 亿元）。2016 年 12 月获取的 3.88 万平方米前海首期项目用地为第一块补偿用地，补偿港币 28.6 亿元，满足确认收入要求，据此，本集团 2017 年确认税前收益约港币 28.3 亿元（约人民币 24.4 亿元），并带来股东应占盈利约港币 21.22 亿元。	0	21.22
2018 年	无确认补偿收益，土地补偿价值将按政府总体规划适时获取，前海首期项目中，住宅项目已开工建设，预计 2019 年开始预售；办公项目定位为“一带一路”信息港，2018 年 4 月，本集团与 CSIP&CCID 签订《合作备忘录》，进一步明确其发展模式。商业项目的规划也在进一步深入研究。	0	0
2019 年	顺利完成了土地整备协议以及本集团前海项目两块宗地土地使用权出让合同的签署，前海首期的住宅、商业及办公等项目均取得预期进展，住宅项目已开盘预售并实现回款。本年度签订前海二期项目，确认一次性税前收益港币约 24.57 亿元（约人民币 21.87 亿元），并带来股东应占盈利约港币 18.43 亿元。	0	18.43
2020 年	年内完成签订前海三期项目的土地整备协议，确认一次性税前收益约港币 40.94 亿元（人民币 35.51 亿元），并带来股东应占盈利约港币 30.71 亿元（约人民币 26.63 亿元）。成功签订前海三期项目土地出让合同，标志前海项目土地整备工作圆满完成。	0	30.71
2021 年	前海首期办公项目、商业部分均超额完成招商指标，前海一期住宅项目带来投资收益约港币 8.75 亿元，且前海首期物业重估带来估值收益约港币 1.5 亿元，股东应占盈利较去年同期上升 5%至港币 9.62 亿元。	9.62	0
2022 年	由于深圳万科增资扩股前海商业公司，前海项目提前释放价值，该增资事项在 2023 年为本集团带来税前收益约人民币 24.87 亿元，并带来股东应占盈利港币 28.39 亿元，较去年同期上升约 195%。	28.39	0
2023 年	前海二期住宅项目开发收益人民币 26.35 亿元。股东应占盈利港币 17.46 亿元	17.46	0
	合计（收益为归母净利润）	55.47	70.36

来源：公司公告，国金证券研究所

华南物流园初步落地，容积率大，建筑面积多。2023 年 10 月，公司华南物流园与政府签订土地整备协议。公司拥有华南物流园一期 53 万平方米土地。土地转性后，政府补偿公司拆迁补偿款人民币 10.58 亿元，土地使用权 10.8 万平方米。由于华南物流园容积率大，公司 10.8 万平方米土地对应规划容积面积达 69.42 万平方米，权益容积面积达到 66.52 万平方米。其中住宅为 57.76 万平方米（包括无偿移交给政府的 6.93 万平方米），商业办公面积为 8.76 万平方米。



图表27: 华南物流园补偿土地规划容积面积达 69.42 万平方米

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

来源: 深圳政府网站, 国金证券研究所

图表28: 华南物流园补偿土地容积率大

地块编号	公共配套设施内容 (含地下, m ²)
02-20-01	公共充电站 1100、物流配送站 2400、社区体育活动场地占地 3300、社区儿童游戏场地占地 600
02-20-02	18 班幼儿园 7800 (占地 5400)、托育机构 600 (户外活动场地 200)、社区儿童游戏场地占地 600
02-20-03	社区健康服务中心 1500、文化活动室 2000、社区老年人日间照料中心 1500、社区管理用房 300、社区警务室 150、社区服务中心 600、公交首末站 4300、母婴室 10、托育机构 600 (户外活动场地 200)、小型垃圾转运站 250、再生资源回收站 60、公共厕所 60、环卫工人作息房 20、社区体育活动场地占地 3000、社区儿童游戏场地占地 1200
02-20-04	12 班幼儿园 5700 (占地 3600)、社区儿童游戏场地占地 600

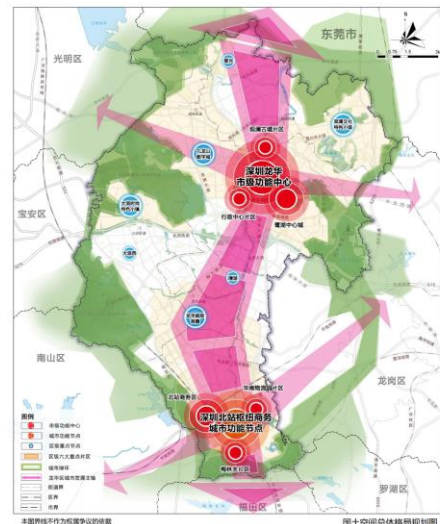
来源: 深圳政府网站, 国金证券研究所

图表29: 华南物流园项目规划用地



来源: 深圳政府网站, 国金证券研究所

图表30: 华南物流园被纳入北站枢纽商务城市功能节点



来源: 深圳政府网站, 国金证券研究所



华南物流园项目有望贡献较大利润增量。华南物流园项目预期贡献的利润由土地增值收益和地产开发收益两部分构成：

- 预计华南物流园项目贡献土地增值收益 96 亿元。参考近期华南物流园整备土地拍卖情况，A808-0025 号地块拍卖单价为 2.4 万元/平方米，土地面积按照权益容积率减去无偿移交政府面积计算，约为 59.59 万平方米。土地增值收益=（土地单价*土地面积-地价款-残值）*（1-25%所得税），根据我们测算，华南物流园贡献的土地增值收益约为 96 亿元。
- 预计华南物流园贡献住宅开发收益 50 亿元。公司华南物流园项目留下的住宅总面积约为 50.83 万平方。参考华南物流园项目所处的深圳北站附近楼盘现价情况，2024 年新开盘及其他在售楼盘当前房价在 7 万元/平方米左右。我们以折价 15%进行保守估计，以 6 万元/平方米进行测算。土地开发收益=（单价*土地面积-土地成本及地产五税-建安成本）*（1-25%所得税），根据我们测算，华南物流园贡献的地产开发收益约为 50 亿元。
- 华南物流园贡献土地拆迁款 10.58 亿元，扣除拆迁成本及所得税后收益约为 4 亿元

根据我们测算，华南物流园项目在项目期内贡献的税后收益约为 150 亿元。根据龙华区政府对外发布的《龙华区国土空间分区规划（2021-2035）》（草案）公示读本显示，深国际华南物流园已被纳入‘北站枢纽城市功能节点’等空间范围，成功写入龙华区未来 15 年中长期发展空间蓝图。公司留有华南物流园商业办公面积 8.76 万平方米；预计在未来可以为公司贡献可观的租金收入。

2024 年若确认土地增值收益，或可贡献税后净利润约 20 亿元。借鉴过往项目经验，我们预计公司的 4 块土地将分 4 次计入土地增值收益，住宅开发项目也将逐年计入收益。假设 2024 年确认 01-04 号土地中任意一块计入增值收益。土地面积为自有权益容积率，例如 01 号土地面积=合计面积-无偿移交政府面积-公共设施面积，约为 15.748 万平方米）参考土地拍卖单价 2.4 万元/平方米，土地增值收益=（土地单价*土地面积-地价款）*（1-25%所得税）。根据我们测算，确认 01-04 号地块将贡献土地增值收益分别为 25.37 亿元、22.16 亿元、29.01 亿元、19.47 亿元，收益均为税后口径。

图表31：华南物流园所处地块拍卖成交价为 2.4 万元/平方

宗地号	宗地位置	土地用途	土地面积	建筑面积	成交价	综合楼面单价
A808-0025	龙华区民治街道	二类居住用地 + 道路用地	46763.51 平方米	216570 平方米	517900 万元	23913.75 元/平方

来源：深圳公共资源交易中心，国金证券研究所

图表32：深圳北站附近楼盘在售楼盘现价在 7 万元/平方米左右

楼盘名称	开盘	交房时间	价格（元/平方米）
中州迎玺	2024.06.19	2026 年	72400
深业颐樾府	2024.06.19	2026 年	69100
其他在售			
中海珑悦理	2023.08.19	2025 年下半年	72450
保利招商龙誉	2023.04.05	2025 年	70000
众福红山印	2023.11.08	2025 年下半年	78700

来源：安居客，国金证券研究所

注：时间为 2024 年 7 月 15 日

2.3 发行 REITs 实现资产出表，贡献利润增量

置入基金实现资产出表，贡献利润增量。公司物流园经营的第三种商业模式是将资产置入基金或发行 REITs 进行资产出表，通常会以成熟综合物流园区作为底层资产申报，发行后加速资金回流，助力公司布局优化。截至 2024 年 7 月，公司共置入 2 个私募基金及发行 1 个 REITs 出表项目，累计实现 13.88 亿港元的归母净利润。置入私募基金分别是在 2021 年发行的南昌项目，以及在 2022 年发行的杭州项目二期、合肥肥东项目。REITs 出表是 2024 年的杭州项目一期、贵州龙里项目。



图表33: 截至 2024 年 7 月公司共发行 3 个基金出表项目

时间	2021	2022	2024
项目	南昌综合物流港项目	杭州项目二期及合肥肥东项目	杭州项目一期及贵州龙里项目
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
合计运营面积 (万平方米)	9.1	33.6	35.5
贡献归母净利润 (亿港元)	1.75	6.57	5.12 (亿人民币)

来源: 公司公告, 国金证券研究所

南昌综合物流港项目资产增值率达 64%。南昌综合物流港项目是公司第一个基金出表项目。2014 年公司签订物流港投资协议, 获得项目用地 26.6 万平方米。2017 年首期项目建成并投入运营, 试运营期间已全部租出。项目运营期间运营面积为 9.1 万平方米, 出租率表现较好。2021 年 6 月, 公司将南昌综合物流港项目进行私募基金出表, 置入金石投资设立的物流产业私募股权基金, 实现资产证券化。置入基金后, 南昌项目为公司贡献归母净利润 1.75 亿港元, 资产增值率 64%。同时, 公司仍为基金持有的物流园提供运营、维护、招商等服务以获取服务费。

图表34: 南昌综合物流港项目梳理: 贡献归母净利润 1.75 亿港元

时间	事件	规划土地面积 (约平方米)	已获取土地面积 (约平方米)	已投入运营面积 (约平方米)
2014 年	公司与南昌经济技术开发区管委会签订投资协议, 投资、开发与建设南昌综合物流港, 项目用地约 26.6 万平方米, 将分两期获取。公司在协议签订后一个月内成立项目公司作为公司的全资附属公司负责项目建设, 而集团于南昌项目的投资总额预期为 10 亿元人民币, 项目于 2014 年下半年正式开工建设。	26.7 万	0	0
2015 年	南昌项目已取得一期土地使用权, 并启动了招商工作。	26.7 万	15.6 万	0
2016 年	南昌项目按规划展开相关项目工程建设的工作。	26.7 万	15.6 万	0
2017 年	于 2017 年 6 月底, 位于南昌的城市综合物流港项目投入试运营, 受惠于市场对优质物流设施的强劲需求, 南昌项目已全部租出, 运营面积为 4.5 万平方米。	26.7 万	15.6 万	4.5 万
2018 年	南昌项目运营面积从 4.5 万平方米扩大至 9.1 万平方米。	26.7 万	15.6 万	9.1 万
2019 年	南昌项目稳步运营。	26.7 万	15.6 万	9.1 万
2020 年	预计于 2021 年, 集团将以南昌等综合物流港作为试点, 推进资产证券化的落地, 同时继续探索未来发行中国针对基础设施的公募房地产信托投资基金试点的机会。	26.7 万	15.6 万	9.1 万
2021 年	2021 年上半年, 本集团成功将南昌综合物流港项目置入由本集团联合金石投资有限公司设立的物流产业私募股权基金, 为本集团贡献股东应占盈利港币 1.75 亿元, 项目增值率达到 64%。此外, 集团对南昌综合物流港取得实际控制权的百分比从 100%降至 40%, 南昌综合物流港不再为集团附属公司, 不再计入环境、社会及管制报告的范围。	不适用	不适用	9.1 万

来源: 公司公告, 国金证券研究所

REITs 出表持续推进中, 未来大批投产项目将贡献新的利润增量。2022 年, 杭州项目二期及合肥肥东项目发行私募基金, 为公司贡献归母净利润 6.57 亿港元。公司的杭州项目一期及贵州龙里项目将作为底层资产发行公募 REITs, 2024 年已募集完成。公司近三年主要项目有深国际投资大厦+华南数字谷、深国际龙华(黎光)数字物流港、深国际鹏深智慧



保税物流园、深国际坪山数字物流港、广州南沙智慧园等，未来项目投产运营成熟也可通过 REITs 出表的方式提供利润。REITs 出表商业模式的核心在于通过发行物流产业基金，实现对项目的快速切入、运营以及增值兑现，并以此形成良好的现金流运转，帮助深国际摆脱重资产的束缚，加速新基建领域的扩张布局。

公司 2024 年 REITs 出表可为公司贡献归母净利润 5.12 亿元。6 月 17 日开始，华夏深国际 REIT (180302.SZ) 正式启动发售，发售价格 2.49 元/份，发售 6 亿份，募集资金总额 14.94 亿元。目前募资工作已完成，我们认为公司将于 2024 年确认 REITs 出表收益。根据公司公告，公司作为原始权益人将认购 REITs 份额的 30%。在出表中公司的股权转让价款为人民币 11.17 亿元，考虑到公司项目仍有 5.30 亿元的账面净值，预计 REITs 出表将为公司贡献税后收益人民币 5.12 亿元，折合 5.56 亿港元。

图表35：公司物流园近三年重点项目

序号	项目名称	占地面		总投资 (亿元)	预计投入运营时间
		积 (万 m ²)	建筑面积 (万 m ²)		
1	深国际华南数字谷	6.2	20	15	2023-2024 年
2	深国际龙华（黎光）数字物流港	4.53	26.5	30	2023 年
3	深国际鹏深智慧保税物流园	3.1	12.7	11	2024 年
4	深国际坪山数字物流港	12	44.72	22	2024 年

来源：公司官网，公司公告，国金证券研究所

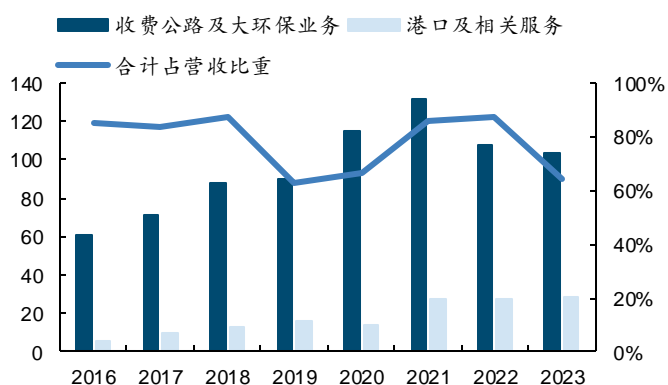
三、公路港口贡献稳定利润，深航亏损不再对公司造成负面影响

3.1 公路环保及港口业务为营收主要来源，贡献稳定归母净利润

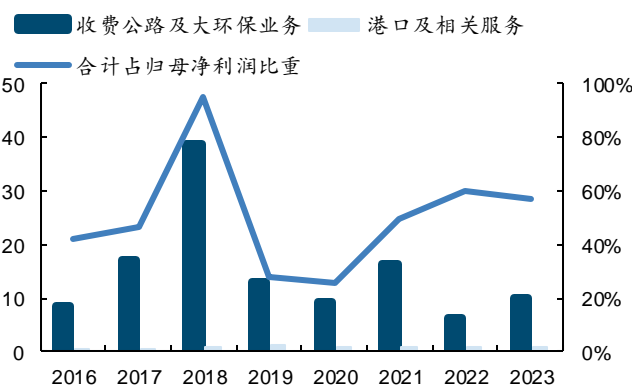
公司公路及环保业务主要依托深高速，公司持有其 52% 股权。港口业务主要依托南京西坝港（持股 70%）及河南沈丘港（持股 40%）。公路及环保、港口业务为公司营收主要来源，2023 年贡献营收 103.25 亿港元，合计占比 63.97%。过往来看，高速公路及港口业务贡献归母净利润较稳定，归母净利润中枢约为 12-13 亿港元。2023 年二者合计贡献归母净利润 10.05 亿港元，占比 57.44%。

图表36：收费公路及环保、港口业务为公司主要营收来源

图表37：收费公路及环保、港口业务业绩中枢在 12-13 亿港元



来源：公司公告，国金证券研究所



来源：公司公告，国金证券研究所

3.2 收费公路业绩增长稳健，现金流充裕保障未来改扩建支出

深高速是国内领先的高速公路运营企业。截至 2023 年末，深圳高速在全国投资、经营 16 个高速公路项目，分布在深圳和粤港澳大湾区，以及经济较发达地区，具有区位优势。深高速在深圳地区、广东省其他地区及中国其他省份所投资或经营的高等级公路里程数按控股权益比例折算约 660 公里，资产规模在 A 股上市公司中排名第 4。



图表38：深高速拥有收费公路控股权益里程 643 公里（截至 2023 年 12 月 31 日）

收费公路	收费里程（公里）	权益占比	收费公路	收费里程（公里）	权益占比
广东省-深圳地区			广东省-其他地区		
梅观高速	5.4	100%	清连高速	216	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%
深圳沿江	36.6	100%	阳茂高速	79.8	25%（参股）
深圳外环	60	100%	广州西二环	40.2	25%（参股）
龙大高速	4.4	89.93%	其他省份		
水官高速	20	50%	益常高速	78.3	100%
水官延长段	6.3	40%（参股）	长沙环路	34.7	51%
			南京三桥	15.6	35%（参股）

来源：公司公告，国金证券研究所

图表39：公司深圳地区 8 条高速路段总里程达 173 公里



图表40：公司公路资产主要位于珠三角地区内优质地段



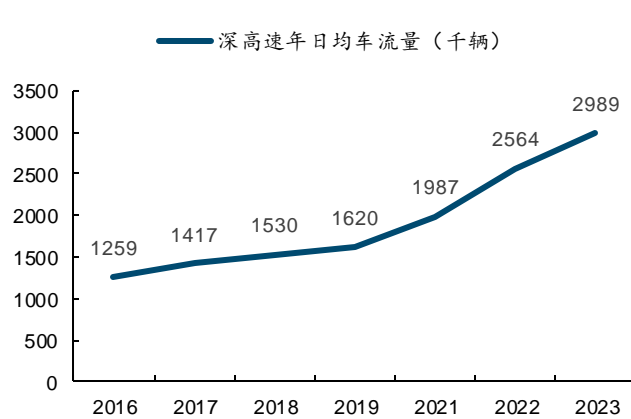
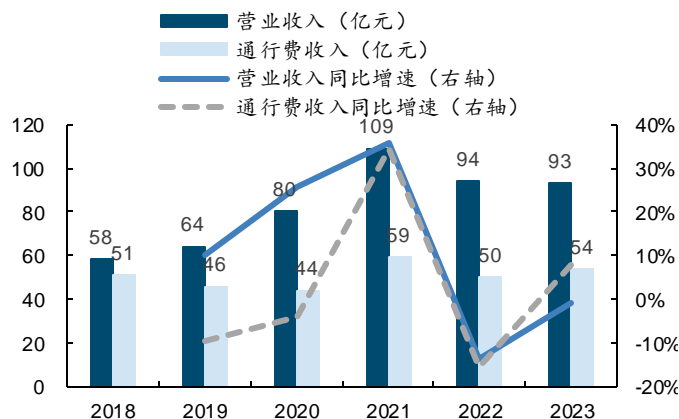
来源：深高速公司官网，国金证券研究所

来源：深高速公司官网，国金证券研究所

收费公路车流量恢复增长，深圳地区增长强劲。受益于 2023 年居民出行恢复，深高速实现车流量 2989 千辆次，同比增长 17%。收费公路业务实现收入 53.75 亿元，同比+8%；业务毛利实现 33.46 亿元，同比+11%。受武黄高速特许经营权于 2022 年 12 月到期终止的影响，深高速通行费收入增速有所收窄。其中，深圳地区路段的收入增长超过 16%，显示出该地区经济活力和交通需求的强劲增长。这一增长势头不仅体现了深高速在区域交通建设中的重要地位，也为公司的盈利能力提供了可靠支撑。

图表41：2023 年公司收费公路业务同比增长 8%

图表42：2023 年深高速日均车流量恢复





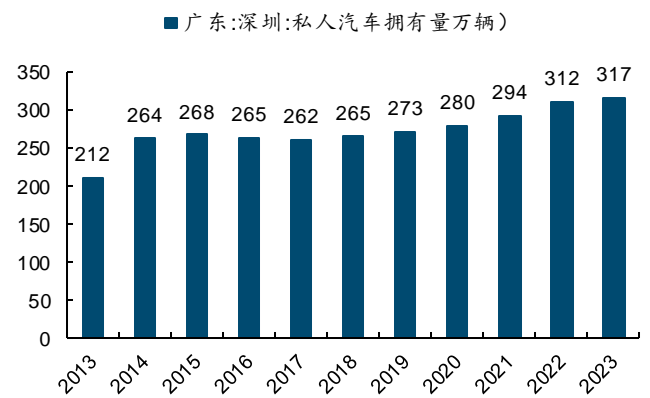
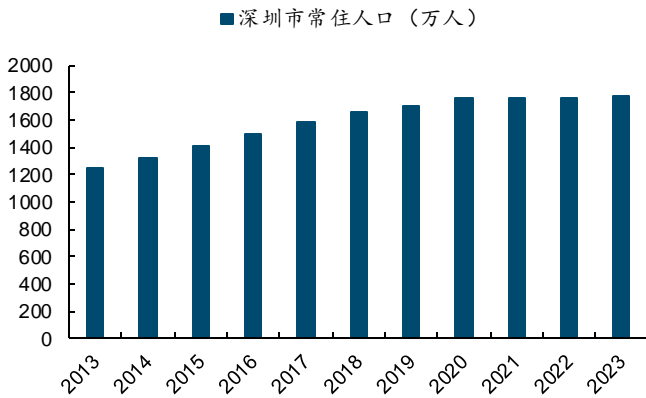
来源: ifind, 国金证券研究所

来源: ifind, 国金证券研究所

车辆保有量增长, 人口净流入, 看好深高速未来车流量增长。我们认为深圳地区在经济、人口等方面富有活力, 能够支撑车流量的增长。2023年深圳市GDP为34606.4亿元, 同比增长6%, 在全国市级行政单位中排名第三。深圳市的产业基础提供大量就业机会, 吸引人口流入。2013-2023年, 深圳市常住人口CAGR为3.5%。受益于经济发展和交通基础设施完善, 深圳车辆保有量在2023年达到317万辆, 2013-2023年CAGR为4.1%。人口增长、经济活动频繁、车辆保有量增长均可支撑当地车流量增长。

图表43: 2013-2023年深圳市常住人口CAGR为3.5%

图表44: 2013-2023年深圳私人汽车拥有量CAGR为4.1%



来源: ifind, 国金证券研究所

来源: ifind, 国金证券研究所

截至2023年末, 深高速经董事会批准的2024-2026年资本性支出主要包括对外环项目、沿江二期、蓝德环保餐厨项目、光明环境园项目等工程建设支出, 资本性支出总额约为88.7亿元。重大项目进展方面, 截至2023年末, 公司已批准投资约人民币84.47亿元建设深圳外环项目三期项目。深圳沿江项目二期累计完工进度约91%。益常高速公募REITs已于2024年3月7日完成发售, 最终募集基金份额3亿份, 发售价格为人民币6.825元/份。益常高速发行的REITs于2024年确认收益, 可为公司贡献利润。

图表45: 2024-2026年深高速资本性开支预计88.7亿元

项目名称	2024年(亿元)	2025年(亿元)	2026年(亿元)	合计
外环项目(一、二期第三期)	9.1487	18.8989	19.836	47.8836
沿江二期	2.9484	—	—	2.9484
机荷改扩建	16.9575	12.1812	—	29.1387
蓝德环保餐厨项目	3.7213	1.3063	0.09	5.1176
邵阳餐厨项目	0.1618	0.0035	—	0.1653
光明环境园项目	2.4357	0.0039	0.3023	2.7419
利赛环保技改项目	0.0636	0.1075	—	0.1711
办公物业装修尾款	—	0.1798	—	0.1798
长沙环路路面结构补强加固尾款	0.0945	—	—	0.0945
平山县光伏项目前期开支	0.1396	—	—	0.1396
晟能科技项目	0.0468	—	—	0.0468
利赛环保股权并购尾款	0.0648	—	—	0.0648
合计	35.7827	32.6811	20.2283	88.6921

来源: 深高速债券募集说明书, 国金证券研究所

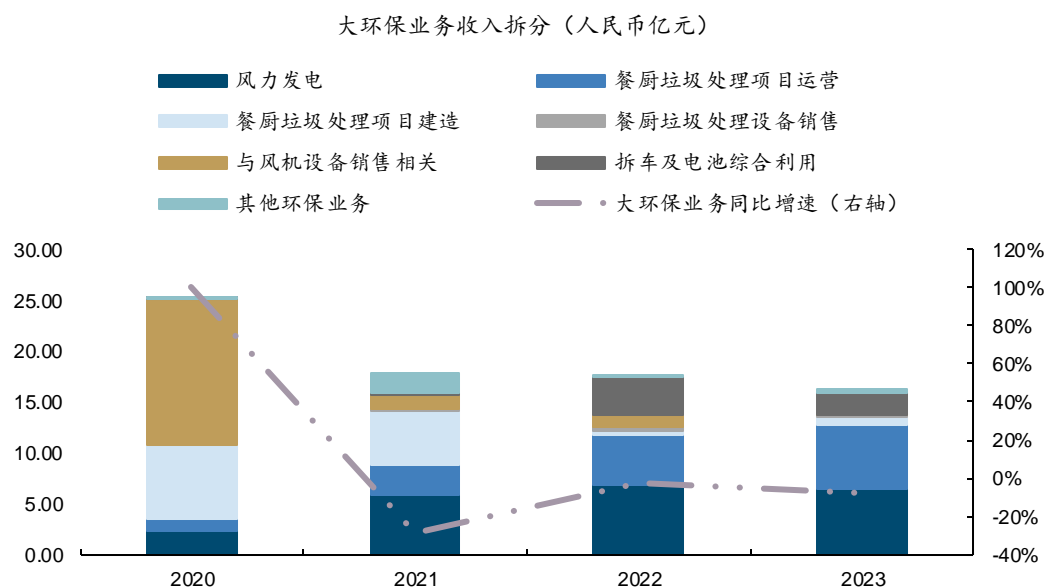
大环保业务实现多领域布局, 贡献新的利润增长点。深高速大环保业务包括清洁能源和固废资源化管理两个板块, 如下:



- ▶ 清洁能源：截至 2023 年底，集团投资和经验的火力发电项目累计装机容量达 648 兆瓦，均为已建成并网项目。贵州省风电项目正在有序推进前期工作，深圳高速乾泰工业园正在开发分布式光伏，预计 2024 年完工并网，南京风电在风电基础上拓展光伏市场，加大业务转型，未来有望经营好转。
- ▶ 固废资源化管理：光明环境园项目预计 2024 年投入运营，利赛环保公司的生产线技术改造已基本完成，目前基本实现满产运营。蓝德环保公司拥有有机垃圾处理项目共 20 个，餐厨垃圾设计处理量超过 4800 吨/日，其中 13 个项目进入商业运营。处理规模行业领先，加强存量项目的提质增效，未来业绩增长可期。

深高速 2023 年大环保业务收入 16.18 亿人民币元 (17.98 亿港元)，同比下降 8%。主要由于 (1) 风机销售下降及 2023 年度风资源较小导致风力发电收入减少；(2) 蓝德环保公司的折旧摊销费用增加及南京风电公司资产减值。

图表46：深高速大环保业务 2023 年营收同比下降 8%



来源：公司公告，国金证券研究所

图表47：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

细分板块	公司名称	持有权益
固废资源化处理	深高蓝德环保科技集团有限公司	92%
	深圳深汕合作区乾泰技术有限公司	63%
	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%
	包头南风项目	100%
清洁能源	新疆木垒项目	100%
	永城助能项目	100%
	中卫甘塘项目	100%
其他环保业务	淮安中恒项目	20%
	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%



来源：公司公告，国金证券研究所

3.3 港口网络布局加强，贡献稳定收入

多个港口陆续投产，港口网络布局加强。公司港口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。南京西坝港是公司主要的运营码头，控股 70%。2023 年共 461 艘海轮停泊南京西坝码头，完成吞吐量 3578 万吨，火车发运 427 万吨，业务量持续位居沿江 11 个同类码头首位。

图表48：公司港口布局主要围绕长江沿线、赣江、淮河等流域（截至 2023 年末）



来源：公司官网，国金证券研究所

随着靖江港、沈丘港及丰城港于年内的连续投产运营，本集团港口联网战略目标成效突显。本集团将通过积极培养新投产运营项目以实现其与南京西坝港之间的良好业务协同，这将有助于集团港口板块提高运输效率、提升客户服务能力、扩大市场份额和降低运营风险。

图表49：持续加大优质港口项目的拓展工作，加速构建“1+N”多点布局的港口网络体系

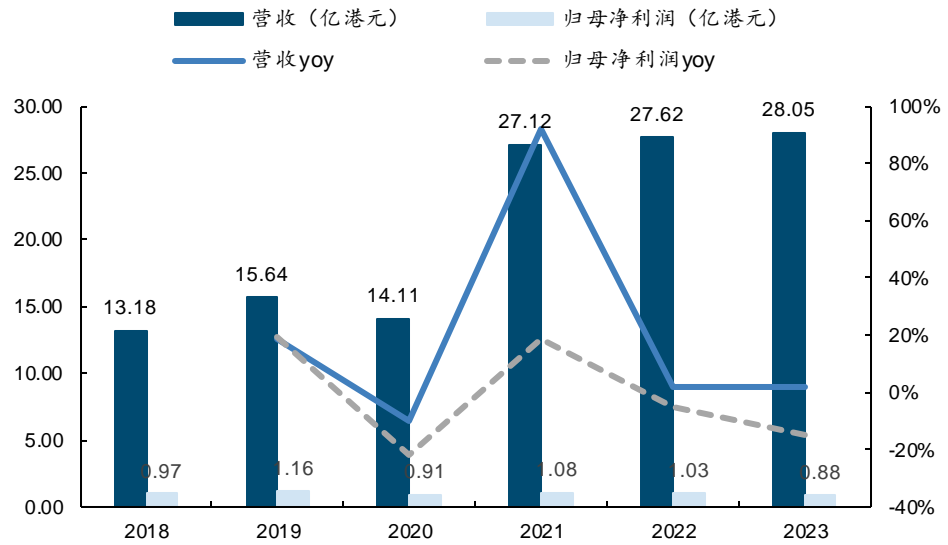
项目	持股比例	简要介绍
南京西坝码头	70%	2021 年开始运营，一期、二期共一座 5 万吨、两座 7 万吨和两座 10 万吨的散货泊位以及约 40 万平方米的堆场
江苏靖江港	70%	建有 2 座 10 万吨级长江主码头及 5 个 1,000 吨级内港池泊位，已于 2023 年 12 月正式运营
河南沈丘港	52%	辐射豫皖地区的港城一体化示范项目，拟建设 26 个千吨级泊位，分三期建设，预计全部投产后，每年可增加港口产能 3000 万该将项目将打造高效、环保、先进的散货码头。沈丘港一期项目 4 个通用泊位已于 2023 年 3 月投产
江西丰城港	20%	规划建设 10 个 1,000 吨级的散货泊位，其中项目一期 6 个泊位（设计年吞吐能力 600 万吨），已于 2023 年 7 月正式投产运营

来源：公司公告，国金证券研究所

2023 港口及相关服务业务营收同比上升 1.6%，而利润同比下降 14.6%，主要由于南京西坝港因市场需求下降导致业务量减少所致。2021-2023 年港口业务贡献较为稳定的营业收入，约 27-28 亿港元；港口业务贡献归母净利润也较为稳定，约为 1 亿港元。



图表50: 公司港口业务 2023 年营收同比+1.6%, 归母净利润同比-14.6%

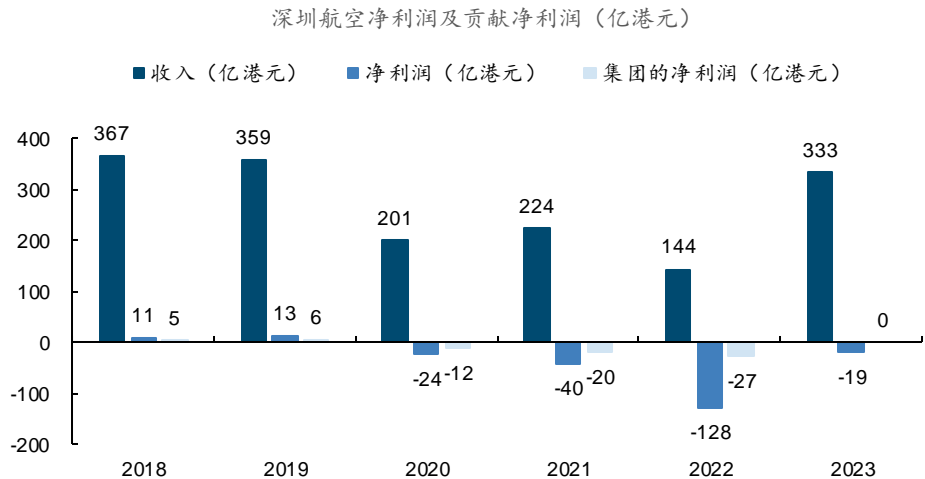


来源: 公司公告, 国金证券研究所

3.4 深圳航空: 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 2023 年末, 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, 2023 年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。等待深航净资产转正, 深航盈利可以为公司贡献投资收益。

图表51: 2023 年开始深圳航空亏损不再对公司利润造成负面影响



来源: 公司公告, 国金证券研究所

此外, 深圳国际于 2021 年出资人民币约 15.65 亿元, 以增资扩股方式持有中国国际货运航空股份有限公司 (‘国货航’) 10% 的股权, 并成为国货航的战略股东, 参股后持续取得较好的投资回报。国货航 (首发) 已于 2023 年内通过深圳证券交易所上市审核委员会审议, 正在推动后续上市发行工作。

四、盈利预测与投资建议

预计 2024-2026 年公司营业收入为 161.8 亿港元、159.2 亿港元、241.6 亿港元, 增速分



别为-21%、-2%、52%。主要假设如下：

预计物流产业 2024-2026 年营业收入分别为 57.8 亿港元、54.3 亿港元、135.8 亿港元，增速分别为-43%、-6%、150%。

- 预计物流园业务 2024-2026 年营业收入分别为 25.5 亿港元、21.2 亿港元、23.3 亿港元，增速分别为 68%、-17%、10%。公司物流园业务增长主要依靠公司持续扩张物流园区面积，2024 年亿元收入大幅上涨主要由于华夏深国际 REIT 出表于 2024 年贡献营业收入。
- 预计物流园转型升级业务 2024-2026 年营业收入分别为 0.4 亿港元、0.4 亿港元、79.1 亿港元，增速分别为-99%、0%、22492%。公司物流园转型升级项目 24-25 年由前海商业及办公项目出租获得收入，预计 2026 年公司华南物流园项目开盘产生收入。
- 预计物流服务业务 2024-2026 年营业收入分别为 3.4 亿港元、3.5 亿港元、3.7 亿港元，增速均为 5%。预计港口及相关服务业务 2024-2026 年营业收入分别为 28.6 亿港元、29.2 亿港元、29.8 亿港元，增速均为 2%。

预计收费公路及大环保业务 2024-2026 年营业收入分别为 103.9 亿港元、104.9 亿港元、105.8 亿港元，同比均增长 1%。

- 预计公路业务 2024-2026 年营业收入分别为 60.3 亿港元、61.5 亿港元、62.7 亿港元，增速分别为 1%、2%、2%。预计公司高速公路业务维持稳定增长，由于 2024 年宏观环境偏弱，全国货车流量有所下滑，加之华南地区暴雨影响，预计公路通行费收入同比增长 1%。
- 预计环保业务 2024-2026 年营业收入分别为 17.6 亿港元、17.3 亿港元、16.8 亿港元，增速分别为-2%、-2%、-3%。预计其他业务 2024-2026 年营业收入分别为 26 亿港元、26.1 亿港元、26.2 亿港元，增速分别为 2%、0%、0%。

图表52：预测营业收入、营业成本、毛利率拆分（百万港元）

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	18542	15529	20524	16175	15919	24159
YOY (%)	-5%	-16%	32%	-21%	-2%	52%
营业成本	12975	11383	12978	11,252	11,232	16,952
YOY (%)	0%	-12%	14%	-13%	0%	51%
毛利率	30.0%	26.7%	36.8%	30.4%	29.4%	29.8%
物流产业						
营业收入	5399	4755	10199	5784	5427	13583
YOY (%)	-32%	-12%	114%	-43%	-6%	150%
物流园业务收入	1380	1573	1519	2553	2122	2330
YOY (%)	56%	14%	-3%	68%	-17%	10%
物流园转型升级业务	320	30	5556	35	35	7907
YOY (%)	-93%	-91%	18297%	-99%	0%	22492%
物流服务业务收入	988	390	319	335	352	369
YOY (%)	4%	-61%	-18%	5%	5%	5%
港口及相关服务业务	2712	2762	2805	2861	2918	2976
YOY (%)	92%	2%	2%	2%	2%	2%
收费公路及大环保业务						
营业收入	13143	10774	10325	10390	10493	10576
YOY (%)	14%	-18%	-4%	1%	1%	1%
通行费收入	7100	5796	5971	6030	6151	6274
YOY (%)	44%	-18%	3%	1%	2%	2%
大环保业务	2161	2046	1798	1760	1728	1681
YOY (%)	-24%	-5%	-12%	-2%	-2%	-3%
其他	3838	3070	2557	2600	2613	2620


图表56：每股股利预测（港元）

	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	后续
每股股利	0.57	0.71	0.80	0.94	0.52	0.42	0.32	7.35
股利现值	0.54	0.62	0.66	0.74	0.38	0.29	0.21	4.46
股价	7.90							

来源：ifind，公司公告，国金证券研究所

五、风险提示

土地确认不及预期风险。若华南物流园项目的土地增值收益确认进度不及预期，则难以在预计时间内贡献利润，影响企业盈利。

深圳房价大幅下滑风险。公司华南物流园项目利润主要来自于土地增值收益及地产开发收益，若深圳市房价大幅下滑，则华南物流园项目贡献利润不及预期。

物流园租金下滑风险。宏观环境弱势下，国内物流园租金或出现下滑。若公司所运营物流园租金下滑，则会影响企业盈利。

资产减值风险。公司拥有资产包括物流园、公路、港口等，若出现资产减值，则影响当期盈利。

汇率波动风险。人民币汇率可能出现贬值，从而带来汇兑损失，造成公司财务成本上升。

并购整合不及预期风险。若对市场前瞻性判断不足，投资决策流程过长、效率偏低，可能导致公司物流园区扩张进度不及预期。



附录：三张报表预测摘要

损益表(人民币 百万)

	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
主营业务收入	18,542	15,529	20,524	16,175	15,919	24,159
增长率	-4.7%	-16.2%	32.2%	-21.2%	-1.6%	51.8%
主营业务成本	12,975	11,383	12,978	11,252	11,232	16,952
%销售收入	70.0%	73.3%	63.2%	69.6%	70.6%	70.2%
毛利	5,567	4,147	7,545	4,922	4,687	7,207
%销售收入	30.0%	26.7%	36.8%	30.4%	29.4%	29.8%
营业税金及附加	0	0	0	0	0	0
%销售收入	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
销售费用	185	148	155	123	121	184
%销售收入	1.0%	1.0%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%
管理费用	1,353	1,124	1,270	1,001	985	1,495
%销售收入	7.3%	7.2%	6.2%	6.2%	6.2%	6.2%
研发费用	0	0	0	0	0	0
%销售收入	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
息税前利润 (EBIT)	9,563	4,339	7,017	7,750	9,317	10,353
%销售收入	51.6%	27.9%	34.2%	47.9%	58.5%	42.9%
财务费用	845	1,408	1,823	1,599	1,672	1,691
%销售收入	4.6%	9.1%	8.9%	9.9%	10.5%	7.0%
投资收益	-140	-1,584	1,097	1,179	1,282	1,357
%税前利润	-1.6%	-54.0%	21.1%	19.2%	16.8%	15.7%
营业利润	4,076	2,953	6,096	3,798	3,581	5,528
营业利润率	22.0%	19.0%	29.7%	23.5%	22.5%	22.9%
营业外收支						
税前利润	8,718	2,931	5,194	6,152	7,646	8,662
利润率	47.0%	18.9%	25.3%	38.0%	48.0%	35.9%
所得税	2,628	995	2,289	1,969	2,485	2,815
所得税率	30.1%	33.9%	44.1%	32.0%	32.5%	32.5%
净利润	6,090	1,936	2,905	4,183	5,161	5,847
少数股东损益	2,527	682	1,003	1,422	1,755	1,988
归属于母公司的净利润	3,563	1,254	1,902	2,761	3,406	3,859
净利率	19.2%	8.1%	9.3%	17.1%	21.4%	16.0%

现金流量表(人民币 百万)

	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	3,563	1,254	1,902	2,761	3,406	3,859
少数股东损益	2,527	682	1,003	1,422	1,755	1,988
非现金支出	-1,638	277	3,386	-780	-2,153	-913
非经营收益						
营运资金变动	-1,486	5,292	-2,993	-1,394	-170	1,982
经营活动现金净流	3,672	10,134	5,552	1,349	1,972	5,940
资本开支	-8,085	-7,231	-10,039	-5,000	-5,000	-5,000
投资	-618	-857	942	0	0	0
其他	550	252	2,624	3,606	5,737	4,825
投资活动现金净流	-8,153	-7,836	-6,473	-1,394	737	-175
股权募资	59	0	0	0	0	0
债权募资	6,480	5,236	2,319	2,086	2,893	3,132
其他	-3,493	-5,681	-4,373	-1,750	-1,829	-3,888
筹资活动现金净流	3,046	-445	-2,054	336	1,064	-756
现金净流量	-1,191	799	-3,232	291	3,772	5,009

资产负债表(人民币 百万)

	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	7,883	10,830	7,598	7,889	11,661	16,671
应收款项	6,255	6,547	4,160	3,379	3,502	4,778
存货	9,562	6,295	4,816	4,188	5,055	6,310
其他流动资产	3,317	6,805	3,871	3,480	3,462	4,038
流动资产	27,016	30,477	20,444	18,935	23,680	31,797
%总资产	21.8%	22.8%	15.7%	14.5%	16.9%	20.9%
长期投资	19,798	28,490	28,364	28,364	28,364	28,364
固定资产	23,006	21,311	22,885	27,123	31,235	35,223
%总资产	18.6%	16.0%	17.5%	20.7%	22.3%	23.2%
无形资产	33,331	30,493	29,824	29,824	29,824	29,824
非流动资产	96,691	103,018	110,051	112,063	116,174	120,162
%总资产	78.2%	77.2%	84.3%	85.5%	83.1%	79.1%
资产总计	123,708	133,495	130,495	130,998	139,854	151,960
短期借款	14,380	31,709	26,978	26,764	27,657	28,789
应付款项	3,872	4,208	4,338	3,751	4,680	5,651
其他流动负债	10,719	12,666	10,693	8,087	7,960	12,079
流动负债	28,971	48,584	42,009	38,602	40,297	46,519
长期贷款	25,877	24,426	28,361	30,661	32,661	34,661
其他长期负债	5,808	5,285	5,149	2,577	2,577	2,577
负债	60,655	78,296	75,519	71,840	75,534	83,757
普通股股东权益	37,872	31,248	31,582	34,343	37,749	39,644
其中：股本	2,267	2,388	2,393	2,393	2,393	2,393
未分配利润	33,991	34,230	35,590	38,350	41,757	43,652
少数股东权益	25,181	23,951	23,393	24,816	26,570	28,558
负债股东权益合计	123,708	133,495	130,495	130,998	139,854	151,960

比率分析

	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
每股指标						
每股收益	1.60	0.54	0.80	1.15	1.41	1.60
每股净资产	16.71	13.09	13.20	14.25	15.67	16.45
每股经营现金净流	1.62	4.24	2.32	0.56	0.82	2.47
每股股利	0.83	0.26	0.40	0.63	0.74	0.81
回报率						
净资产收益率	9.41%	4.01%	6.02%	8.04%	9.02%	9.73%
总资产收益率	2.88%	0.94%	1.46%	2.11%	2.44%	2.54%
投入资本收益率	6.47%	2.57%	3.56%	4.52%	5.05%	5.31%
增长率						
主营业务收入增长率	-4.68%	-16.25%	32.16%	-21.19%	-1.58%	51.76%
EBIT 增长率	-2.46%	-54.63%	61.74%	10.45%	20.22%	11.11%
净利润增长率	-11.09%	-64.80%	51.66%	45.19%	23.37%	13.29%
总资产增长率	9.29%	7.91%	-2.25%	0.39%	6.76%	8.66%
资产管理能力						
应收账款周转天数	42.1	46.7	33.8	35.0	34.3	25.9
存货周转天数	336.9	250.8	154.1	144.0	148.1	120.7
应付账款周转天数	70.1	127.8	118.5	129.4	135.1	109.7
固定资产周转天数	377.1	513.7	387.6	556.5	659.9	495.2
偿债能力						
净负债/股东权益	57.59%	84.37%	91.96%	84.14%	76.02%	68.94%
EBIT 利息保障倍数	8.4	2.5	3.4	4.4	5.1	5.4
资产负债率	49.03%	58.65%	57.87%	54.84%	54.01%	55.12%

来源：公司年报、国金证券研究所



投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；

中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。



特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级(含C3级)的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究