

2025 年 03 月 05 日

投资评级：买入（维持）

证券分析师

孙延
SAC: S1350524050003
sunyan01@huayuanstock.com
王惠武
SAC: S1350524060001
wanghuiwu@huayuanstock.com
曾智星
SAC: S1350524120008
zengzhixing@huayuanstock.com

联系人

张付哲
zhangfuzhe@huayuanstock.com

市场表现：



基本数据 2025 年 03 月 04 日

收盘价（港元） 7.41
一年内最高/最低（港元） 7.73/5.68
总市值（百万港元） 17,855.43
流通市值（百万港元） 17,855.43
资产负债率（%） 58.57

资料来源：聚源数据

深圳国际 (00152. HK)

——转型升级兑现收益，高股息价值凸显

投资要点：

- **事件：**深圳国际发布盈利预喜，预计 2024 年实现股东应占盈利 28 亿港元至 31 亿港元，同比上升约 53%至 63%，盈利增长主因：1）深国际华南物流园转型升级项目确认土地置换税后收益约港币 23 亿元；2）成功将两个物流港项目置入公募 REIT，录得税后收益约港币 5.87 亿元；3）主动优化借贷货币结构，汇兑损失大幅减少。
- **华南物流园转型升级项目兑现收益，2025-2026 年利润有望进一步增厚。**2023 年公司华南物流园签订土地整备协议，获得 10.58 亿元拆迁补偿，以及 10.87 万平方米的留用地使用权，其中住宅建筑面积为 50.83 万平方米，办公及商用面积为 8.76 万平方米，此次确认 02-20-04 地块（约 12 万平方米住宅面积）土地置换税后收益约 23 亿港元，后续仍有约 47.51 万平方米土地预计分两期确认，同口径测算下，仍有约 82 亿港元土地置换税后收益有待释放。
- **分红派息政策稳定，高股息下公司有望回归价值区间。**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。以 50%分红比例测算，预计 24-26 年公司股息率约为 8.2%，11.2%，11.3%，高股息下公司有望回归价值区间。
- **盈利预测与评级：**公司华南物流园区转型升级项目进入兑现期，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 2024-2026 年归母净利润分别为 29.5、40.0、40.2 亿港元，对应 PE 分别为 6.1/4.5/4.4x，维持买入评级。
- **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。

盈利预测与估值（港币）

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万港元）	15529.3	20523.8	14842.7	15908.7	17030.8
同比增长率（%）	-16.2%	32.2%	-27.7%	7.2%	7.1%
归母净利润（百万港元）	1253.9	1901.6	2945.5	4003.9	4021.8
同比增长率（%）	-64.8%	51.7%	54.9%	35.9%	0.4%
每股收益（元/股）	0.54	0.80	1.22	1.66	1.67
ROE（%）	4.0%	6.0%	8.6%	10.5%	9.6%
市盈率（P/E）	14.19	8.23	6.06	4.46	4.44

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

附录：财务预测摘要

损益表					资产负债表				
单位：港币(百万)					单位：港币(百万)				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	20,524	14,843	15,909	17,031	货币资金	7,598	8,398	15,203	21,177
增长率	32.2%	-27.7%	7.2%	7.1%	应收款项	4,160	3,371	3,613	3,868
营业成本	12,978	10,352	11,038	11,859	存货	4,816	5,732	6,111	6,566
%销售收入	63.2%	69.7%	69.4%	69.6%	其他流动资产	3,871	3,449	3,528	3,611
毛利	7,545	4,491	4,871	5,172	流动资产	20,444	20,949	28,455	35,222
%销售收入	36.8%	30.3%	30.6%	30.4%	权益性投资	28,364	28,364	28,364	28,364
其他收入	188	0	0	0	固定资产	22,885	27,850	32,126	36,231
%销售收入	0.9%	0.0%	0.0%	0.0%	无形资产	29,824	29,611	29,406	29,210
销售费用	155	112	120	129	非流动资产	110,051	114,997	119,211	123,263
%销售收入	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%	资产总计	130,495	135,946	147,667	158,485
管理费用	1,270	891	875	937	应付款项	4,338	3,459	3,688	3,963
%销售收入	6.2%	6.0%	5.5%	5.5%	短期借款	26,978	32,978	38,978	43,978
研发费用	0	0	0	0	其他流动负债	10,693	7,733	8,289	8,873
%销售收入	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	流动负债	42,009	44,170	50,955	56,814
财务费用	1,823	1,298	1,402	1,376	长期债务	28,361	28,361	28,361	28,361
%销售收入	8.9%	8.7%	8.8%	8.1%	其他长期负债	5,149	4,655	4,655	4,655
息税前利润 (EBIT)	7,017	6,606	8,247	8,251	非流动负债	33,510	33,016	33,016	33,016
%销售收入	34.2%	44.5%	51.8%	48.4%	负债总计	75,519	77,186	83,971	89,830
投资收益	1,097	993	1,135	1,135	归属母公司股东权益	31,582	34,331	38,138	41,963
%税前利润	21.1%	18.7%	16.6%	16.5%	少数股东权益	23,393	24,428	25,558	26,692
除税前利润	5,194	5,307	6,844	6,875	负债股东权益合计	130,495	135,946	147,667	158,485
利润率	25.3%	35.8%	43.0%	40.4%					
所得税	2,289	1,327	1,711	1,719					
所得税率	44.1%	25.0%	25.0%	25.0%					
净利润 (含少数股东损益)	2,905	3,980	5,133	5,156					
少数股东损益	1,003	1,035	1,129	1,134					
归属于母公司的净利润	1,902	2,945	4,004	4,022					
增长率	51.7%	54.9%	35.9%	0.4%					
净利率	9.3%	19.8%	25.2%	23.6%					

现金流量表					比率分析				
单位：港币(百万)					2023A				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	1,902	2,945	4,004	4,022	每股指标				
少数股东损益	1,003	1,035	1,129	1,134	每股收益	0.80	1.22	1.66	1.67
营运资金变动	-2,993	-3,545	84	66	每股净资产	13.20	14.25	15.83	17.41
其他变动	5,640	433	-531	-44	每股经营现金净流	2.32	0.36	1.94	2.15
经营活动现金流量净额	5,552	868	4,685	5,179	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
资本开支	-10,039	-7,000	-6,500	-6,500	回报率				
投资	942	-143	-143	-143	净资产收益率	6.02%	8.58%	10.50%	9.58%
其他	2,624	2,722	4,530	4,315	总资产收益率	1.46%	2.17%	2.71%	2.54%
投资活动现金流量净额	-6,473	-4,421	-2,113	-2,328	投入资本收益率	3.56%	4.13%	4.72%	4.39%
股权募资	0	0	0	0	增长率				
债权募资	2,319	6,000	6,000	5,000	营业收入增长率	32.16%	-27.68%	7.18%	7.05%
其他	-4,373	-1,450	-1,570	-1,680	EBIT增长率	61.74%	-5.87%	24.84%	0.05%
筹资活动现金流量净额	-2,054	4,550	4,430	3,320	净利润增长率	51.66%	54.89%	35.93%	0.45%
现金净变动	-3,232	800	6,805	5,974	总资产增长率	-2.25%	4.18%	8.62%	7.33%

资产管理能力					偿债能力				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
应收账款周转天数	33.8	40.1	37.5	37.5	流动比率	0.49	0.47	0.56	0.62
存货周转天数	154.1	183.4	193.1	192.4	速动比率	0.34	0.32	0.42	0.48
应付账款周转天数	118.5	135.6	116.6	116.1	净负债/股东权益	86.84%	90.10%	81.85%	74.52%
固定资产周转天数	387.6	615.3	678.6	722.5	EBIT利息保障倍数	3.4	4.6	5.3	4.9
					资产负债率	57.87%	56.78%	56.87%	56.68%

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

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

华源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告是机密文件，仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息撰写，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、意见及推测等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。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。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，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。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。

本报告所载的意见、评估及推测仅反映本公司于发布本报告当日的观点和判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所载意见、评估及推测不一致的报告。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。除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可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。

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。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。如征得本公司许可进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华源证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。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。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

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。因此，投资者应当考虑到本公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级说明

证券的投资评级：以报告日后的6个月内，证券相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入：相对同期市场基准指数涨跌幅在20%以上；

增持：相对同期市场基准指数涨跌幅在5%~20%之间；

中性：相对同期市场基准指数涨跌幅在-5%~+5%之间；

减持：相对同期市场基准指数涨跌幅低于-5%及以下。

无：由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

行业的投资评级：以报告日后的6个月内，行业股票指数相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好：行业股票指数超越同期市场基准指数；

中性：行业股票指数与同期市场基准指数基本持平；

看淡：行业股票指数弱于同期市场基准指数。

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：A股市场（北交所除外）基准为沪深300指数，北交所市场基准为北证50指数，香港市场基准为恒生中国企业指数（HSCEI），美国市场基准为标普500指数或者纳斯达克指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）。