

华南物流园增值添利，高比例分红回报股东

投资要点

- **事件：**2024 年公司实现总收入约 155.71 亿港元，同比下降 24.1%，实现毛利润 35.6 亿港元，同比下降 39.9 亿港元，同比下降 52.8%，毛利率为 22.9%，下降 13.9pp。2024 年公司在华南物流园土地整备取得进展，同时统筹好 REIT 发行等工作，公司全年归母净利润实现大幅增长，2024 年公司实现归母净利润 28.7 亿港元，同比增长 51.1%，归母净利率为 18.4%，同比增长 9.2pp。
- **致力于成为国内领先的城基础设施开发商和运营服务商、智能交通物流产业的建设者和促进者。**逐步构建收费公路、物流、港口、大环保等四轮驱动产业格局，2024 年公司实现总收入约 155.71 亿港元，较 2023 年下跌 24.1%，2024 年公司收费公路业务实现营收 100.3 亿港元，占比为 64.4%；港口及相关服务实现营收 35.9 亿港元，占比为 23%；物流园及综合物流港/物流服务/物流园转型升级分别实现营收 15/3.3/1.2 亿港元，占比为 9.7%/2.1%/0.8%。
- **华南物流园第一期土地转让完成，REITs 成功上市贡献收益。**2024 年公司在华南物流园土地整备取得进展，根据补充协议，公司有权获得第一期预定部分的预留土地，年内成功确认税后收益约 23.67 亿港元。2024 年 7 月，公司以杭州一期项目及贵州龙里项目作为底层资产设立的华夏深国际 REIT 成功于深交所上市，公司确认 5.87 亿港元收益，公司持有 31.28% 份额。公司全年归母净利润实现大幅增长，2024 年公司实现归母净利润 28.7 亿港元，同比增长 51.1%，归母净利率为 18.4%，同比增长 9.2pp。
- **坚持稳定分红政策，积极回报股东。**2024 年公司董事会建议向股东派发 2024 年末期股息每股港币 0.598 元（以 4 月 15 日收盘价 7.82 港元为基准，股息率为 7.64%），同比上升 50%。2024 末期股息总额约为港币 14.41 亿元，派息率约 50%，体现公司维持稳定的分红政策。
- **盈利预测与评级。**我们预计公司 2025-2027 年 EPS 为 1.45、1.47、1.52 港元，我们认为公司未来华南物流园转型升级工作持续推进，土地增值收益持续确认，同时公司推动成熟物流园项目作为底层资产的基础设施公募 REITs 发行工作，公司资产能够实现良性循环，给予公司 2025 年 7 倍 PE，对应目标价 10.15 港元，首次覆盖，给予“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；汇率波动风险；宏观经济波动风险。

指标/年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万港元)	15570.62	16289.13	16936.12	17588.76
增长率	-24.13%	4.61%	3.97%	3.85%
归属母公司净利润(百万港元)	2872.45	3496.84	3540.90	3674.62
增长率	51.05%	21.74%	1.26%	3.78%
每股收益 EPS(港元)	1.19	1.45	1.47	1.52
净资产收益率	8.84%	10.21%	9.83%	9.71%
PE	6.56	5.39	5.32	5.13

数据来源：公司公告，西南证券

西南证券研究院

分析师：胡光烽
执业证号：S1250522070002
电话：021-58351859
邮箱：hgyyf@swsc.com.cn
联系人：杨蕊
电话：021-58351985
邮箱：yangrui@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源：聚源数据

基础数据

52 周区间(港元)	5.72-7.99
3 个月平均成交量(百万)	4.05
流通股数(亿)	24.10
市值(亿)	189.88

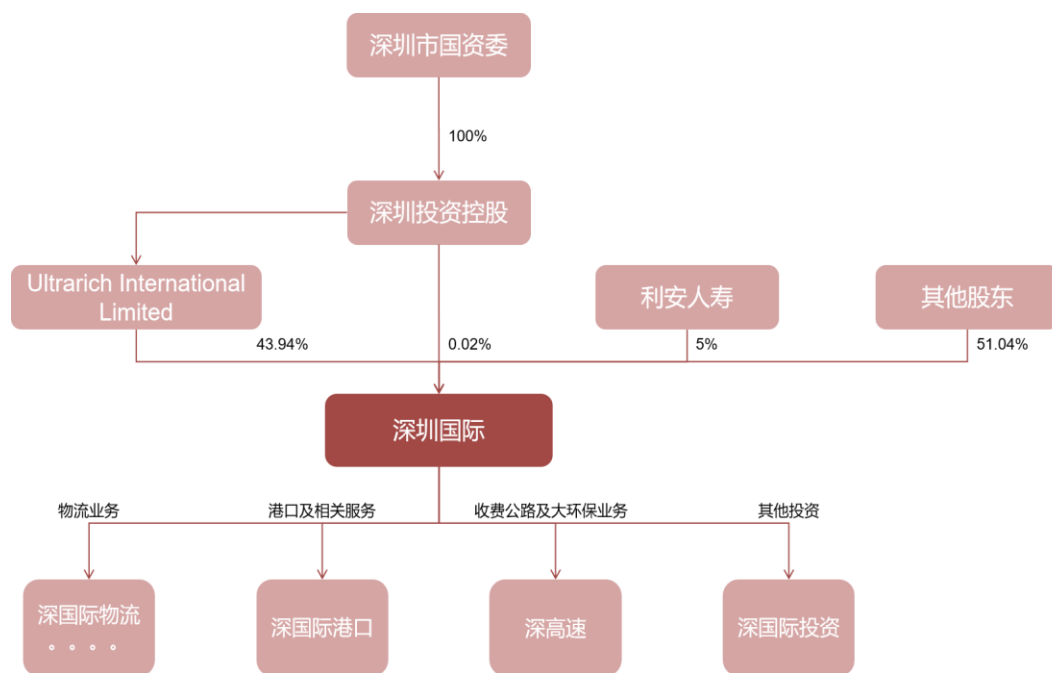
相关研究

1 深圳国际城市配套开发运营国企力量

致力于成为国内领先的城市基础设施开发商和运营服务商、智能交通物流产业的建设者和促进者。深圳国际是一家于百慕达注册并在香港联合交易所主板上市的红筹公司，是深圳市属直管企业中唯一一家整体境外上市公司，也是唯一一家以收费公路、物流、港口及大环保为主业的国有产业集团，公司以“城市配套开发运营国企力量”为定位，以粤港澳大湾区、长三角和京津冀经济带为主要战略区域。

公司实际控制人是深圳市国资委，利安人寿举牌。截止 2024 年 12 月 31 日，Ultrarich International Limited 直接持有共 10.58 亿股公司的普通股，占公司已发行股份约 43.94%。深圳投资控股持有 Ultrarich 100% 权益，加上深圳投资控股直接持有共 0.02% 公司的普通股，深圳投资控股实际持有公司已发行股份约 43.96%，并且为本公司的第一大股东，深圳市国资委通过深圳投资控股所持有的表决权有实际能力主导公司相关活动，即公司的实际控制方。港交所披露易信息显示，利安人寿于 2024 年 11 月 15 日在场内增持 50 万股深圳国际（00152.HK）H 股，耗资约 320 万港元，增持后，利安人寿合计持有公司 1.2 亿股，占公司总股本的 5% 以上，达到举牌线。

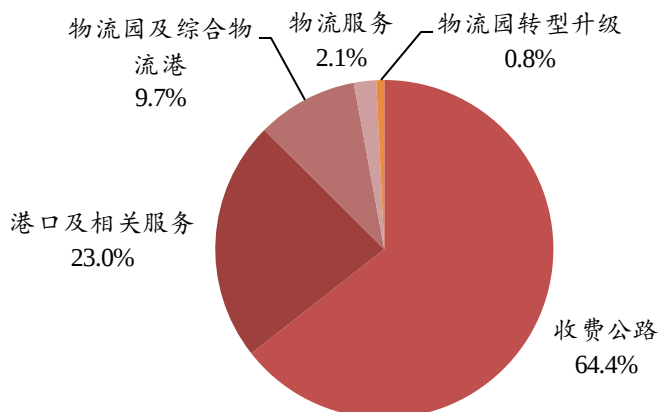
图 1：公司股权结构



数据来源：wind，公司公告，港交所，西南证券整理

逐步构建收费公路、物流、港口、大环保等四轮驱动产业格局。经过多年发展公司业务逐渐丰富，物流业务主要通过集团子公司深国际物流、深国际物流产服、深国际商置开展；港口及相关服务主要通过深国际港口开展；收费公路及大环保业务主要是控股深高速；其他投资则是持有深圳航空、国货航等公司股权。2024 年公司收费公路业务实现营收 100.3 亿港元，占比为 64.4%；港口及相关服务实现营收 35.9 亿港元，占比为 23%；物流园及综合物流港/物流服务/物流园转型升级分别实现营收 15/3.3/1.2 亿港元，占比为 9.7%/2.1%/0.8%。

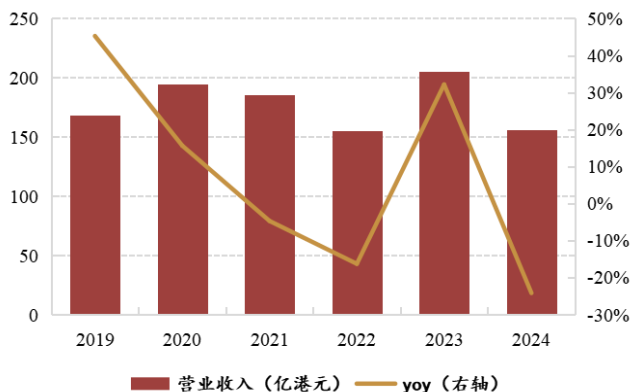
图 2：2024 年公司各项业务占比



数据来源：wind，西南证券整理

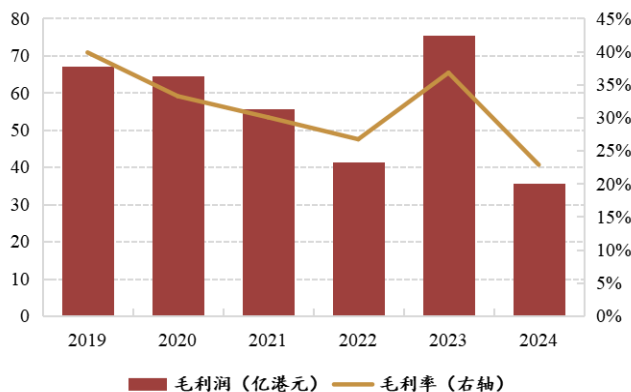
多元业务组合以及独特大小闭环商业模式，公司穿越周期整体经营稳健。2024 年公司实现总收入约 155.71 亿港元，较 2023 年下跌 24.1%，主要由于 2023 年前海住宅项目（颐城栖湾里）交付并确认收入约 55 亿港元，而 2024 年并无该项收入，若不考虑该影响，公司整体经营较为稳健。2024 年实现毛利润 35.6 亿港元，较 2023 年减少 39.9 亿港元，同比下降 52.8%，毛利率为 22.9%，下降 13.9pp。

图 3：公司营业收入情况



数据来源：wind，西南证券整理

图 4：公司毛利润情况



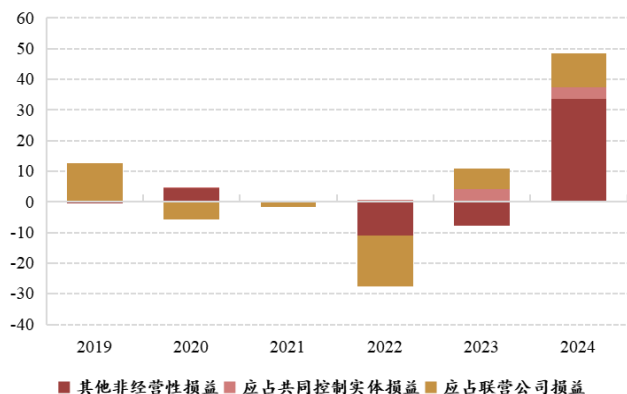
数据来源：wind，西南证券整理

华南物流园第一期土地转让完成，reit 成功上市贡献收益。截至 2024 年 12 月 31 日，华南物流园第一期转让土地剩余部分已转让给政府。第一期转让土地转让完成后，董事会认定，根据补充协议，公司有权获得第一期预定部分的预留土地，年内成功确认税后收益约 23.67 亿港元，2024 年公司实现其他非经营性损益合计 33.7 亿港元。

2024 年 3 月公司以益常高速作为底层资产设立的易方达深高速 REIT 成功于上交所上市，公司持有 40% 份额；7 月公司以杭州一期项目及贵州龙里项目作为底层资产设立的华夏深国际 REIT 成功于深交所上市，公司确认 5.87 亿港元收益，公司持有 31.28% 份额，2024 年公司实现合营以及联营公司收益合计为 14.8 亿港元，较去年增长 3.9 亿港元。

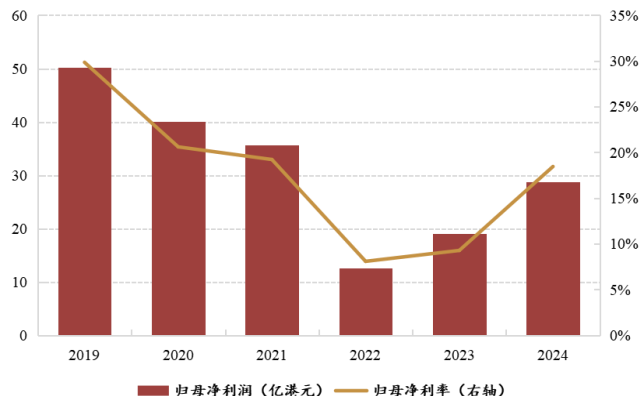
深化大小闭环、助力主业发展。2024 年公司在华南物流园土地整备取得进展，同时统筹好 REIT 发行等工作，公司全年归母净利润实现大幅增长，2024 年公司实现归母净利润 28.7 亿港元，同比增长 51.1%，归母净利率为 18.4%，同比增长 9.2pp。

图 5：公司其他收益及应占合营/联营企业收益情况（亿港元）



数据来源：wind，西南证券整理

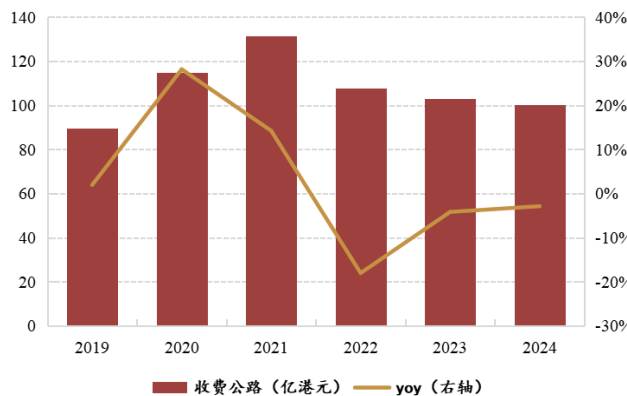
图 6：公司净利润情况



数据来源：wind，西南证券整理

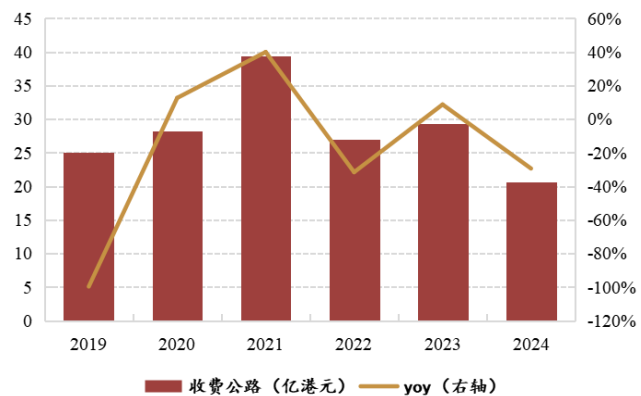
公司通过旗下控股上市公司深圳高速统筹经营收费公路业务和大环保业务。2024 年深圳高速实现收入 100.3 亿港元，较 2023 年下跌 3%，主要由于益常高速项目公司于 2024 年 3 月 21 日起不再纳入合并范围以及大环保业务收入同比下降。深圳高速 2024 年净利润约 13.22 亿港元，较 2023 年下跌 50%，主要原因包括其联营公司深圳市深国际联合置地有限公司所贡献的投资收益较去年大幅下降，资产减值损失增加，以及经营利润下滑。2024 年公司应占深圳高速的盈利为约 5.6 亿港元，较 2023 年下跌 44%。

图 7：公司收费公路业务收入



数据来源：wind，西南证券整理

图 8：公司收费公路业务经营利润

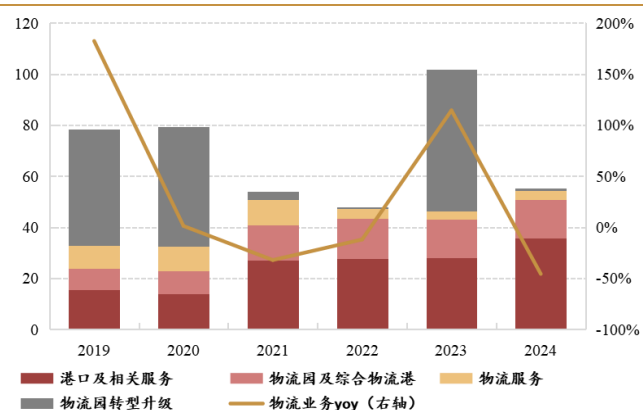


数据来源：wind，西南证券整理

2024 年公司物流业务实现收入约 18.4 亿港元，股东应占盈利较 2023 年下跌 3%至约 5.2 亿港元，主要由于若干物流港项目资产减值损失及公允价值损失所致。物流园转型升级业务方面，由于深国际华南物流园土地整备确认收益，股东应占盈利较 2023 年上升 35%至约港币 23.6 亿港元，收入较 2023 年下降 98%至约 1.2 亿港元，主要由于 2023 年前海住宅项目交付确认收入约港币 55 亿元，而本年度并无该项收入。

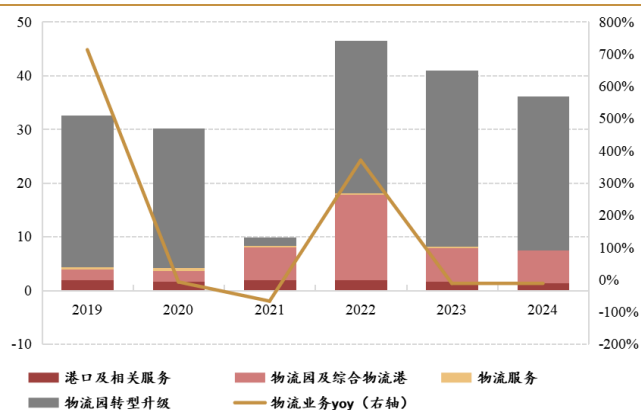
港口及相关服务业务方面，2024 年实现收入约 35.9 亿港元，较 2023 年上升 28%，主要受惠于港口供应链业务收入增长及江苏靖江港全面投营带来新的收入贡献。股东应占盈利较 2023 年下跌 31%至 6040 万港元，主要由于国内市场竞争激烈导致港口业务毛利率下降，加上新投营港口项目仍处于培育阶段，初期运营成本及开支较高。

图 9：公司港口物流业务收入情况（亿港元）



数据来源：wind，西南证券整理

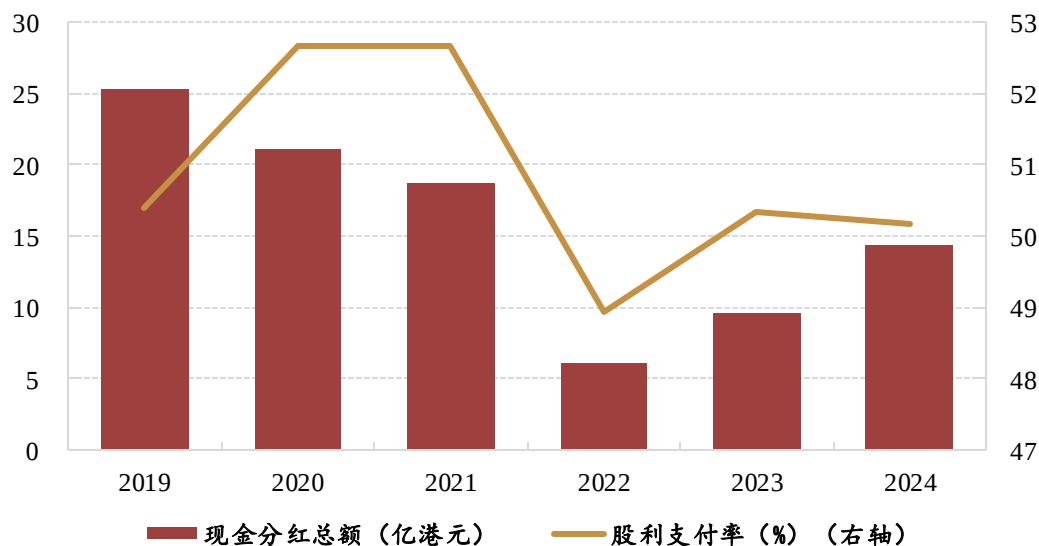
图 10：公司港口物流业务经营利润情况（亿港元）



数据来源：wind，西南证券整理

坚持稳定分红政策，积极回报股东。2024 年公司董事会建议向股东派发 2024 年末期股息每股港币 0.598 元（以 4 月 15 日收盘价 7.82 港元为基准，股息率为 7.64%），同比上升 50%。2024 末期股息总额约为港币 14.41 亿元，派息率约 50%，体现公司维持稳定的分红政策。2025 年，公司将坚持稳定的分红政策，平衡企业长期发展与股东回报。

图 11：公司现金分红情况



数据来源：wind，西南证券整理

2 盈利预测及估值

关键假设：

1) 我们认为随着宏观经济逐步修复，子公司深高速运营高速公路车流量将保持一定增速，同时公司沿江二期项目 2024 年下半年开通运营，自 2025 年 1 月 1 日起沿江项目货车运输按正常收费标准收费，相关收入有所增长，以及部分路产收费期限在 2027 年到期，综合影响下我们预计公司收费收入 2025-2027 年同比增长 5%、4%、2%，整体毛利率因车流量整体回升而提升。

2) 我们认为公司新投营港口项目逐步经过培育阶段，港口业务量逐步增长，同时物流相关业务保持稳健，此外福山福湾港预计 2027 年顺利投入运营，公司 2027 年港口业务有积极增长，我们预计整体物流业务 2025-2027 年同比增长 3.9%、3.9%、7.2%，整体毛利率随着业务量增加有所上升。

3) 我们认为公司收费公路业务毛利率因车流量整体回升而提升，整体物流业务毛利率随着业务量增加有所上升，预计公司 2025-2027 年毛利率为 24%、24.4%、24.6%。

表 1：公司分业务盈利预测

（亿港元）	2024A	2025E	2026E	2027E
收费公路				
收入	100.29	105.30	109.52	111.71
yoy	-2.87%	5.00%	4.00%	2.00%
物流业务				
收入	55.41	57.58	59.84	64.17
yoy	-45.67%	3.92%	3.92%	7.25%
营业总收入	155.70	162.88	169.35	175.88
yoy	-24.14%	4.61%	3.97%	3.85%
营业成本	120.13	123.84	128.03	132.64
毛利率	22.85%	23.97%	24.40%	24.59%

数据来源：wind，西南证券

我们预计公司 2025-2027 年营收为 162.9、169.4、175.9 亿港元，归母净利润为 35、35.4、36.7 亿港元，EPS 为 1.45、1.47、1.52 港元。

表 2：可比公司估值

公司	代码	股价 (港元)	每股净收益 (港元)				市盈率			
			2024A	2025E	2026E	2027E	2024A	2025E	2026E	2027E
江苏宁沪高速公路	0177.HK	9.67	1.06	1.05	1.08	1.09	9	9	9	9
招商局港口	0144.HK	12.54	1.89	1.8	1.93	2.1	7	7	6	6
可比公司估值							8	8	8	7
深圳国际	0152.HK	7.82	1.19	1.45	1.47	1.52	7	5	5	5

数据来源：wind，西南证券整理 注：股价截至 2025-04-15

考虑到公司主营业务涉及到收费公路以及港口物流，我们选取和公司业务较为相近的三家公司，涉及收费公路、以及港口业务，可比公司 2025 年平均 PE 为 8 倍，我们认为公司未来华南物流园转型升级工作持续推进，土地增值收益持续确认，同时公司未来推动成熟物流园项目作为底层资产的基础设施公募 REITs 发行工作，公司资产能够实现良性循环，给予公司 2025 年 7 倍 PE，对应目标价 10.15 港元，首次覆盖，给予“买入”评级。

3 风险提示

华南物流园转型升级项目进度不及预期风险；汇率波动风险；宏观经济波动风险。

附：财务报表

资产负债表(百万港元)	2024	2025E	2026E	2027E	利润表(百万港元)	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	9048.98	8470.35	8806.78	9146.15	营业额	15570.62	16289.13	16936.12	17588.76
应收账款	1818.49	1836.22	1909.15	1982.72	销售成本	12012.66	12384.96	12803.27	13264.14
预付款项、按金及其他应收款项	2565.36	2456.36	2553.93	2652.34	销售费用	120.63	134.74	140.09	145.49
其他应收款	399.75	418.19	434.80	451.56	管理费用	1349.97	1199.74	1247.39	1295.46
存货	4044.17	4169.51	4310.34	4465.49	财务费用	1589.93	1767.23	1782.95	1796.85
其他流动资产	5869.37	6140.22	6384.10	6630.12	其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00
流动资产总计	23746.12	23490.85	24399.10	25328.39	投资收益	1483.70	1783.70	1858.70	1908.70
长期股权投资	29540.44	31324.14	33182.84	35091.54	公允价值变动损益	-222.40	0.00	0.00	0.00
固定资产	20391.88	20764.38	21107.56	21421.39	营业利润	1758.72	2586.17	2821.12	2995.52
无形资产	30244.34	29236.19	28228.05	27219.90	其他非经营损益	3356.35	3557.73	3379.84	3447.44
长期待摊费用	0.00	0.00	0.00	0.00	税前利润	5115.07	6143.90	6200.96	6442.95
其他非流动资产	32074.78	31348.60	32091.00	34036.24	所得税	1428.06	1217.31	1212.30	1265.91
非流动资产合计	112251.44	116673.32	120609.44	123769.08	税后利润	3687.00	4926.58	4988.66	5177.05
资产总计	135997.56	140164.18	145008.54	149097.47	归属于非控制股东利润	814.56	1429.74	1447.76	1502.43
短期借款	19391.13	19505.37	20523.53	20623.17	归属于母公司股东利润	2872.45	3496.84	3540.90	3674.62
应付账款	5161.22	4679.94	4838.01	5012.16	EBITDA	10004.71	12272.95	12906.49	13988.86
其他流动负债	10926.17	12281.66	12730.58	13203.99	NOPLAT	2574.06	3635.98	3837.59	3987.29
流动负债合计	35478.52	36466.97	38092.13	38839.31	EPS(港元)	1.19	1.45	1.47	1.52
长期借款	41057.76	41057.76	41057.76	41057.76					
其他非流动负债	4938.13	4938.13	4938.13	4938.13	主要财务比率	2024	2025E	2026E	2027E
非流动负债合计	45995.89	45995.89	45995.89	45995.89	成长能力				
负债合计	81474.40	82462.85	84088.01	84835.20	营收额增长率	-24.13%	4.61%	3.97%	3.85%
股本	2409.64	2409.64	2409.64	2409.64	EBIT 增长率	-11.43%	17.99%	0.92%	3.21%
留存收益	0.00	1748.42	3518.87	5356.18	EBITDA 增长率	-7.61%	22.67%	5.16%	8.39%
归属于母公司股东权益	32499.74	34248.16	36019.61	37858.92	税后利润增长率	26.92%	33.62%	1.26%	3.78%
归属于非控制股东权益	22023.42	23453.16	24900.92	26403.35	盈利能力				
权益合计	54523.16	57701.32	60920.53	64262.27	毛利率	22.85%	23.97%	24.40%	24.59%
负债和权益合计	135997.56	140164.18	145008.54	149097.47	净利率	23.68%	30.24%	29.46%	29.43%
					ROE	8.84%	10.21%	9.83%	9.71%
					ROA	2.11%	2.49%	2.44%	2.46%
现金流量表(百万港元)	2024	2025E	2026E	2027E	ROIC	2.33%	3.19%	3.24%	3.25%
税后经营利润	358.55	578.43	693.73	783.39	估值倍数				
折旧与摊销	3299.72	4361.82	4922.58	5749.06	P/E	6.56	5.39	5.32	5.13
财务费用	1589.93	1767.23	1782.95	1796.85	P/S	1.21	1.16	1.11	1.07
其他经营资金	-868.33	550.84	35.18	57.64	P/B	0.58	0.55	0.52	0.50
经营性现金净流量	4379.87	7258.33	7434.43	8386.94	股息率	10.89%	9.28%	9.40%	9.75%
投资性现金净流量	-5642.42	-4435.55	-4562.77	-4513.04	EV/EBIT	14.97	13.00	13.19	12.98
筹资性现金净流量	2711.37	-3401.41	-2535.23	-3534.53	EV/EBITDA	10.03	8.38	8.16	7.64
现金流量净额	1448.82	-578.63	336.43	339.37	EV/NOPLAT	38.99	28.29	27.45	26.82

数据来源：公司公告，西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20% 以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -20% 以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5% 以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数 -5% 以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告

须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究院

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴 21 世纪大厦 10 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 22 楼

邮编：518038

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼 21 楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理、销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售副总监	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	李煜	资深销售经理	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	田婧雯	高级销售经理	18817337408	18817337408	tjw@swsc.com.cn
	汪艺	高级销售经理	13127920536	13127920536	wyyf@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymyf@swsc.com.cn
	欧若诗	销售经理	18223769969	18223769969	ors@swsc.com.cn
	李嘉隆	销售经理	15800507223	15800507223	ljlong@swsc.com.cn
	龚怡芸	销售经理	13524211935	13524211935	gongyy@swsc.com.cn
	蒋宇洁	销售经理	15905851569	15905851569	jjj@swsc.com.c
北京	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杨薇	资深销售经理	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	姚航	资深销售经理	15652026677	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	张鑫	高级销售经理	15981953220	15981953220	zhxin@swsc.com.cn
	王一菲	高级销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	王宇飞	高级销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
	马冰竹	销售经理	13126590325	13126590325	mbz@swsc.com.cn

广深	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	龚之涵	高级销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	杨举	销售经理	13668255142	13668255142	yangju@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyrif@swsc.com.cn
	林哲睿	销售经理	15602268757	15602268757	lzf@swsc.com.cn