

交通运输

2025 年 06 月 21 日

深圳国际 (00152)

—— 国企优质资源禀赋，物流园转型升级带来业绩弹性

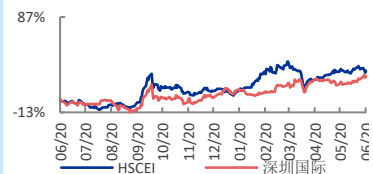
报告原因：首次覆盖

买入 (首次评级)

市场数据：2025 年 06 月 20 日

收盘价 (港币)	7.60
恒生中国企业指数	8527.07
52 周最高/最低 (港币)	8.15/5.68
H 股市值 (亿港元)	185.72
流通 H 股 (百万股)	2,443.74
汇率 (人民币/港币)	1.0949

一年内股价与基准指数对比走势：



资料来源：Bloomberg

相关研究

证券分析师

闫海 A0230519010004
yanhai@swsresearch.com

研究支持

郑逸欢 A0230124010001
zhengyh@swsresearch.com

联系人

郑逸欢
(8621)23297818x
zhengyh@swsresearch.com

申万宏源研究微信服务号

- 深圳国际控股有限公司是深圳市属直管企业中唯一一家整体境外上市公司，也是唯一一家以现代物流、收费公路、港口及大环保为主业的国有产业集团。近年来，公司以粤港澳大湾区、长三角和京津冀经济带为主要战略区域，通过投资并购、重组与整合，重点介入“水陆空铁”四大领域，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。
- 物流及港口业务为公司主业，收费公路及大环保业务是公司收入基本盘，各项核心业务稳中提质。公司主要业务分为收费公路及大环保业务、物流业务（包含物流园、物流服务）、港口及相关服务业务、其他投资（涉及深圳航空、国货航等），其中收费公路及大环保业务主要依托旗下上市附属公司深圳高速公路集团股份有限公司（“深高速”）为主体运营。
- 公司探索出“投建管转”大闭环商业模式和“投建融管”小闭环商业模式，实现业绩持续增长。大闭环商业模式主要是通过完成土地性质转变和重新规划，从而获得土地增值和后续开发营运的收益；小闭环商业模式通过资产证券化的方式将公司旗下优质的物流园区项目置入公募 REITs 或私募基金，实现项目的出表和资金的回笼。
- 华南物流园转型升级为公司带来业绩弹性。通过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权人可以获得政府的土地和货币补偿，后期公司通过对转型地块进行地产开发，获得地产开发及运营收益。预计华南物流园转型整体项目预计共贡献税后收益超 156.58 亿港元。
- 公司致力维持稳定的分红政策，具备高股息特征。自 2017 年以来，公司派息比例一直维持在归母净利润 50% 左右，2015-2024 年公司十年累计分红 155.93 亿港元，我们预计未来 6-8 年华南物流园转型升级项目将继续为公司贡献较大利润，结合物流港 REITs 出表等举措，归母净利润预计继续增长，高股息特征具备吸引力。
- 投资分析意见：我们预测深圳国际 2025-2027 年归母净利润分别为 30.81/34.30/39.25 亿港元，按照分红比例 50% 测算，当前对应股息率分别为 8.28%/9.22%/10.55%。公司探索出物流园转型升级和物流港资产证券化两大长期商业模式增强业绩弹性。预计未来 6-8 年华南物流园转型升级项目将持续释放业绩，叠加物流港资产证券化实现资金回笼，看好公司业绩增长稳定。过去公司估值下修主要原因为市场对分红可持续性的担心，考虑公司分红稳定，土地增值和物流港资产证券化成功，资金使用效率提升，后续分红有望维持，估值有望按照历史均值修复。以 2025 年盈利预测为估值基础，根据最新市值测算，深圳国际的 PE 估值为 5.9x 低于可比公司均值，股息率为 8.28% 高于可比公司，低估值高股息特征具备吸引力。首次覆盖，给予“买入”评级。
- 风险提示：宏观经济不及预期；物流园转型升级土地确认进度不及预期；房地产销售不及预期；分红比例不及预期。

财务数据及盈利预测

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万元)	20,524	15,571	16,007	16,488	17,159
同比增长率 (%)	32	-24	3	3	4
归母净利润 (百万元)	1,902	2,872	3,081	3,430	3,925
同比增长率 (%)	41	51	7	11	14
每股收益 (元/股)	0.80	1.20	1.3	1.4	1.6
净资产收益率 (%)	.	.	.	.	.
市盈率	9.8	6.5	5.9	5.3	4.7
市净率	0.6	0.6	0.3	0.3	0.3

注：“每股收益”为归属于母公司所有者的净利润除以总股本，货币为港元

投资案件

投资评级与估值

我们预测深圳国际 2025-2027 年归母净利润分别为 30.81/34.30/39.25 亿港元，按照分红比例 50%测算，当前对应股息率分别为 8.28%/9.22%/10.55%。公司探索出物流园转型升级和物流港资产证券化两大长期商业模式增强业绩弹性。考虑公司分红稳定，土地增值和 REITs 出表使资金使用效率提升，后续分红有望维持，估值有望按照历史均值修复。以 2025 年盈利预测为估值基础，根据最新市值测算，深圳国际的 PE 估值为 5.9x 低于可比公司均值，股息率为 8.28%高于可比公司，低估值高股息特征具备吸引力。首次覆盖，给予“买入”评级。

关键假设点

物流园及物流服务业务：受当前经济环境及市场供需影响，物流园行业面临较大压力，但随著经济的好转和供求关系的变化，市场调节机制将逐步发挥作用，中长期看物流园行业仍具备较好的发展预期，尤其是核心地区的优势资产。预计公司物流园及物流服务业务 2025-2027 年的营业收入为 19.29/20.25/21.27 亿港元，同比增速均为 5%。

港口及相关服务：公司港口业务在短期内因受宏观经济影响而面临诸多挑战，但从长期来看，港口作为国民经济发展的重要基础设施，具有一定的垄断性和较强的抗周期能力。考虑公司佛山富湾港预计 2027 年开始投营，预计港口业务 2025-2027 年的营业收入为 38.85/40.97/44.85 亿港元，同比增速为 8%/5%/9%。

收费公路及大环保业务：深高速路产规模及盈利能力在国内高速公路上市公司中处于前列，具有良好的区位优势。环保业务将逐步度过爬坡期，未来中长期看好。预计公司收费公路及大环保业务 2025-2027 年的整体营业收入为 100.58/102.12/103.70 亿港元，同比增速 0.3%/2%/2%。

物流园转型升级：2024 年已经确认华南物流园第一期留用土地的土地整備收益，若按照公司每年确认一宗地块的进度预测，预计物流园转型升级业务 2025-2027 年营业收入分别为 1.35/1.54/1.77 亿港元，主要系确认土地整備收益，预计 2028 年公司华南物流园项目房地产开盘销售产生现金流收入。

有别于大众的认识

市场认为：地产行业下行周期尚未结束，地产的运营和开发收入波动性高；高速公路、港口等业务增长面临存量时代的价格竞争；公司业绩持续增长确定性不强。

我们认为：公司拥有深圳优质的核心地段地块资源，过去确认土地整備和开发收益积累经验，后续华南物流园项目保障业绩增长；其次，公司的高速公路、港口等业务具备先发优势，在行业景气波动期提供稳定现金流。公司作为深圳国企，未来业绩增长稳定性强、股息率高。

股价表现的催化剂

华南物流园项目第二期土地整備收益确认；公司物流港 REITs 出表。

核心假设风险

宏观经济不及预期；物流园转型升级土地确认进度不及预期；房地产销售不及预期；分红比例不及预期。

目录

1. 深圳国企，高股息优质标的	6
1.1 扎根深圳辐射全国，城市配套开发运营国企力量	6
1.2 四轮驱动产业布局，致力长期稳定分红派息政策	7
2. “大小闭环”商业模式协同发展	10
2.1 “大闭环”物流园转型升级带来业绩弹性	10
2.2.1 前海项目是物流园转型升级的成功实践	11
2.2.1 华南物流园转型项目继续助力公司业绩增长	13
2.2 “小闭环”物流港资产证券化加速资金回笼	16
3. “水陆空铁”四轮驱动战略布局	18
3.1 物流业务作为公司主业推动业绩释放	18
3.2 港口业务积极布局贡献稳定收入	20
3.3 收费公里及大环保业务是收入基本盘	22
3.4 战略布局航空运输服务领域	26
4. 投资分析意见	28
4.1 关键假设	28
4.2 盈利预测及估值	29
5. 风险提示	33

图表目录

图 1：深圳国际发展历程.....	6
图 2：深圳国际股权结构（截至 2024 年 12 月 31 日）	7
图 3：深圳国际营业收入及增速（百万港元）	7
图 4：深圳国际归母净利润及增速（百万港元）	7
图 5：深国际商业模式及核心业务（截至 2024 年 12 月 31 日）	8
图 6：收费公路及大环保业务是公司收入基本盘（营业收入，百万港元）	9
图 7：近年来物流园转型升级及 REITs 出表贡献主要利润弹性（归母净利润，百万港元）	9
图 8：公司股息和派息率（百万港元）	10
图 9：“投建管转”大闭环商业模式	11
图 10：前海项目截至 2024 年底合计贡献税前收益超 142 亿元	13
图 11：华南物流园土地整备单元规划	14
图 12：“投建融管”小闭环商业模式	17
图 13：物流业务营业收入及增速（百万港元）	19
图 14：物流业务归母净利润及增速（百万港元）	19
图 15：公司成熟物流园区综合出租率	19
图 16：各城市物流仓储市场租金水平（元/平方米/月）	20
图 17：各城市通用仓储市场空置率（%）	20
图 18：港口业务营业收入保持稳步增长（百万港元）	21
图 19：港口业务归母净利润近年受到新投营项目折旧摊销费用较高影响（百万港元）	21
图 20：公司已投营港口联网分布图（截至 2024 年）	21
图 21：深高速最大的收入和盈利来源为收费公路业务	22
图 22：深高速营业收入及增速（百万元）	23
图 23：路费收入为深高速贡献主要营收（百万元）	23
图 24：深高速归母净利润及增速（百万元）	23
图 25：深高速归母净利润在可比公司中游水平（百万元）	23
图 26：深高速大环保业务结构图	24
图 27：2023 年开始深圳航空亏损不再对深圳国际利润造成负面影响（百万港元）	27
图 28：国货航营业收入及增速（百万元）	27

图 29：国货航归母净利润近及增速（百万元）	27
图 30：深圳国际营业收入预测（百万港元）	30
图 31：深圳国际营业成本预测（百万港元）	30
图 32：深圳国际 P/E BAND	32
图 33：深圳国际 P/B BAND.....	32
表 1：深圳国际各业务板块贡献归母净利润情况（百万港元）	9
表 2：前海项目开发进展梳理	12
表 3：华南物流园留用地块控制指标一览表	14
表 4：02-20-04 地块土地单价测算	15
表 5：华南物流园土地整备税后收益测算	15
表 6：华南物流园周边楼盘在售参考价格	16
表 7：华南物流园商品住房开发税后收益测算.....	16
表 8：公司“小闭环” REITs 出表项目梳理	18
表 9：港口业务重点进展（截至 2024 年）	21
表 10：深高速收费公里项目信息及运营表现（截至 2024 年 12 月 31 日）	23
表 11：深高速有机垃圾处理项目主要运营数据（截至 2024 年 12 月 31 日）	25
表 12：深高速清洁能源发电项目主要运营数据（截至 2024 年 12 月 31 日）	26
表 13：国货航各项业务毛利及毛利率情况（百万元）	28
表 14：深圳国际关键假设数据（百万港元）	29
表 15：深圳国际收入及成本预测（百万港元）	30
表 16：深圳国际历年分红情况.....	30
表 17：部分港股高速公路和盈利地产公司 2024 年股息率情况（市值取 2025 年 6 月 20 日）	31
表 18：深圳国际近 10 年 PE(TTM)和 PB(MRQ)年均值	31

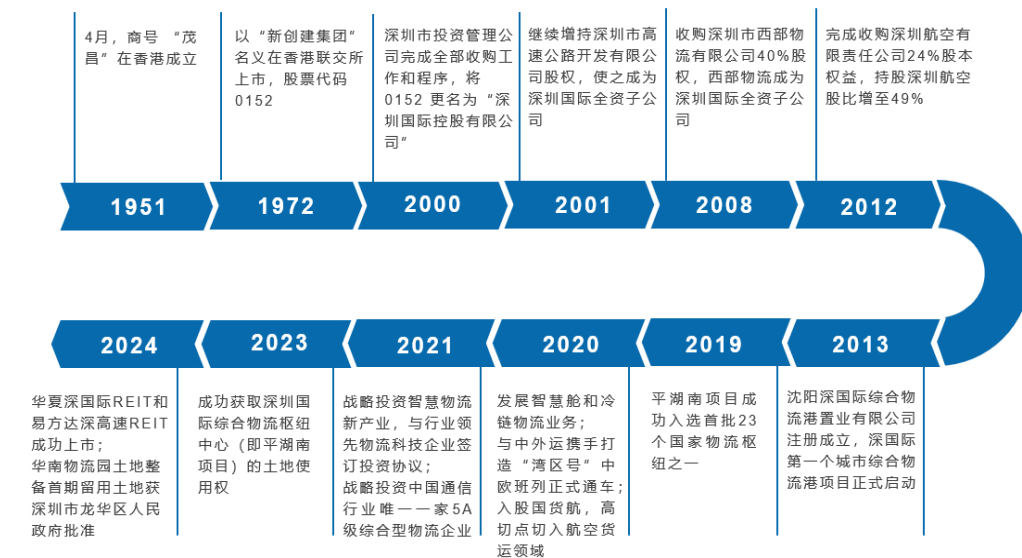
1. 深圳国企，高股息优质标的

1.1 扎根深圳辐射全国，城市配套开发运营国企力量

深圳国际控股有限公司是深圳市属直管企业中唯一一家整体境外上市公司，也是唯一一家以现代物流、收费公路、港口及大环保为主业的国有产业集团。近年来，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，通过投资并购、重组与整合，重点介入“水陆空铁”四大领域，逐步构建了收费公路、现代物流、港口、大环保等四轮驱动产业格局，在此基础上向客户提供仓储智能化和冷链仓配运一体化等物流增值服务，业务领域拓展至“物流+商贸”等产业相关土地的综合开发、大环保产业投资与运营等细分市场，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。

深圳国际控股有限公司的前身于 1951 年在香港成立。1972 年，公司以“新创建集团”名义在香港联合交易所主板挂牌上市。2000 年，深圳市投资管理公司完成全部收购工作和程序，公司更名为“深圳国际控股有限公司”，并于随后多年逐步注入物流、收费公路、航空等相关资产，使其成为整合深圳市物流基础设施资产的平台。近些年，公司逐步增加布局港口、环境产业等，并聚焦物流园区城市更新和资产证券化两大路径，先后通过私募基金和公募 REITs 实现资金回笼。

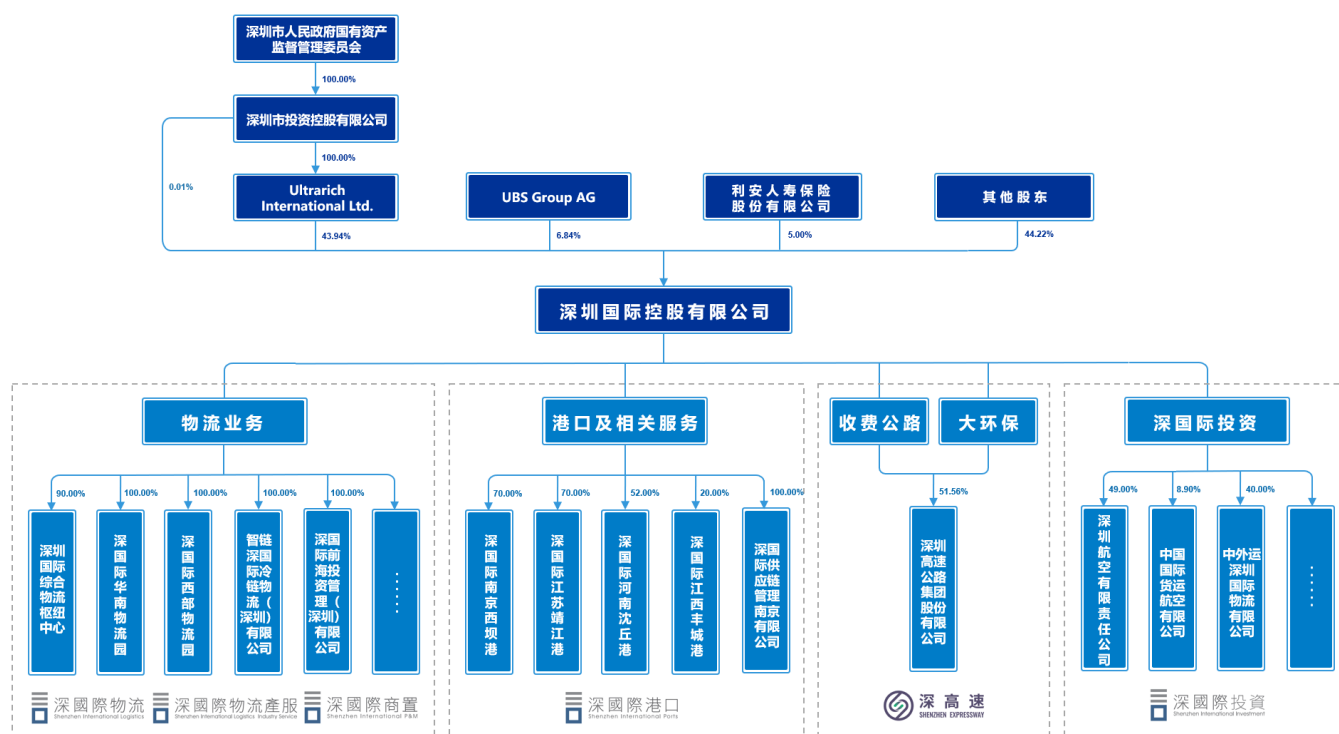
图 1：深圳国际发展历程



资料来源：公司官网，申万宏源研究

公司的实际控制人和大股东是深圳市国资委。截至 2024 年底，深圳市国资委通过深圳市投资控股有限公司持有公司约 43.94%的股权。公司产业布局广泛，旗下子公司涉及物流、港口及相关服务、收费公路、大环保、产业投资等多项业务。

图 2：深圳国际股权结构（截至 2024 年 12 月 31 日）

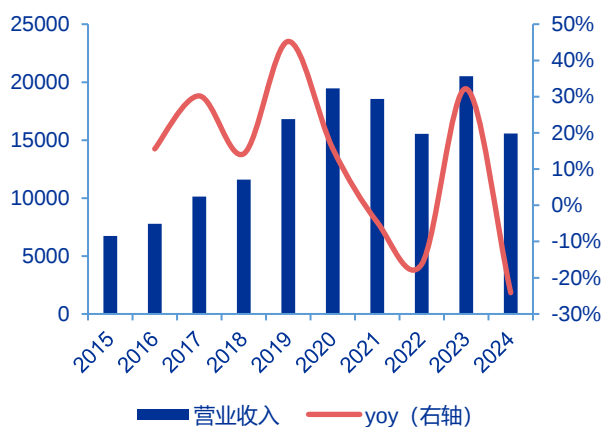


资料来源：公司公告、Wind，申万宏源研究

1.2 四轮驱动产业布局，致力长期稳定分红派息政策

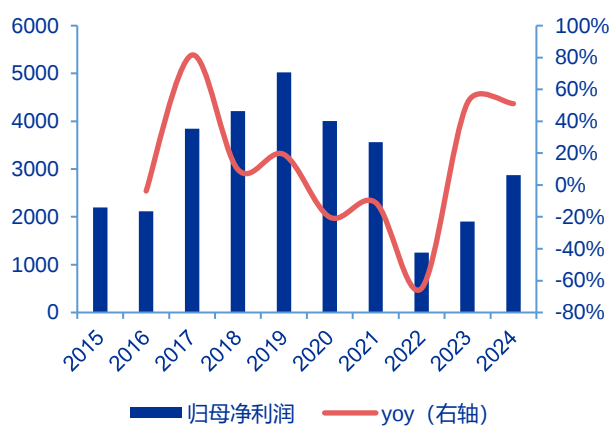
深圳国际作为深圳市属的重要产业平台，经过多年的布局，不断发展物流、港口、收费公路、大环保等多项核心业务，板块业务定位清晰，协同效应显著，构筑了公司独特的竞争优势。疫情前公司营业收入及归母净利润呈现上升趋势，2015-2019 年公司营业收入复合增速为 25.7%，2023 年开始，公司业绩快速复苏，归母净利润已经实现连续两年增长。

图 3：深圳国际营业收入及增速（百万港元）



资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 4：深圳国际归母净利润及增速（百万港元）

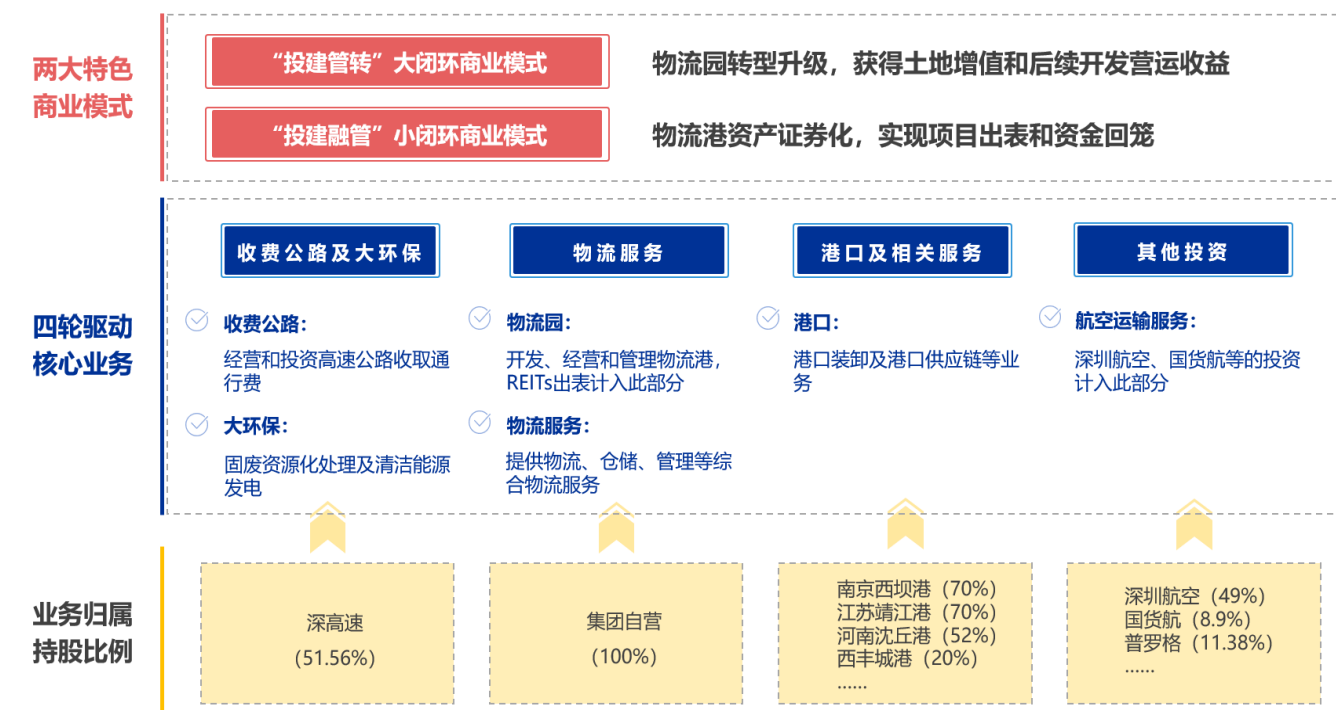


资料来源：公司公告，申万宏源研究

物流及港口业务为公司主业，收费公路及大环保业务是公司收入基本盘，各项核心业务稳中提质。公司主要业务分为收费公路及大环保业务、物流业务（包含物流园、物流服务）、港口及相关服务业务、其他投资（涉及深圳航空、国货航等），其中收费公路及大环保业务主要依托旗下上市附属公司深圳高速公路集团股份有限公司（“深高速”）为主体运营。

公司探索出“投建管转”大闭环商业模式和“投建融管”小闭环商业模式，实现业绩持续增长。大闭环商业模式主要是通过完成土地性质转变和重新规划，对公司现有物流园区进行转型升级，从而获得土地增值和后续开发营运的收益；小闭环商业模式由公司在传统投资建设运营物流园区模式基础上构建，通过资产证券化的方式，将旗下优质的物流园区项目置入公募 REITs 或私募基金，实现项目的出表和资金的回笼，进而优化企业的资本与债务结构，为企业的进一步发展提供资金支持。

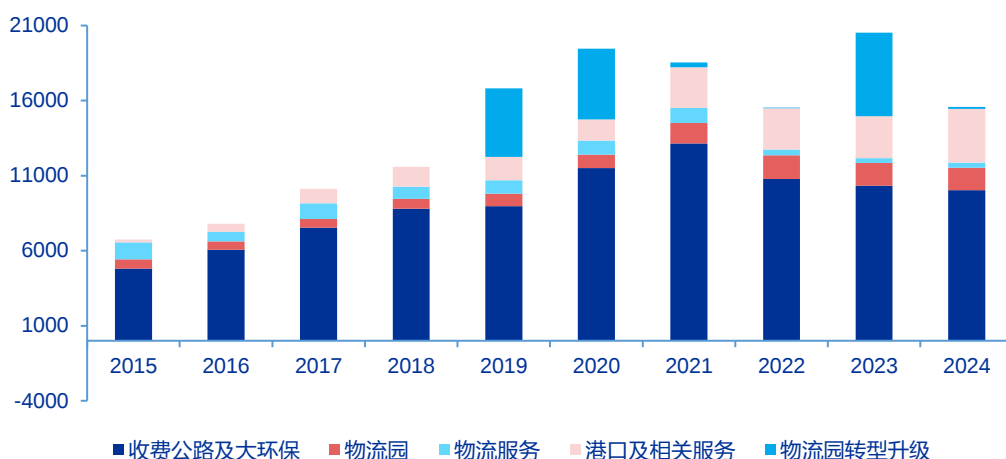
图 5：深国际商业模式及核心业务（截至 2024 年 12 月 31 日）



资料来源：公司公告，申万宏源研究

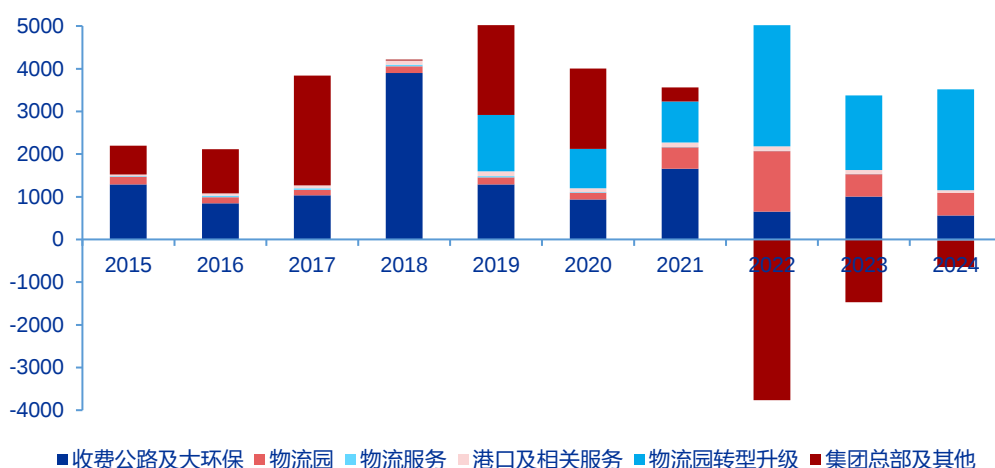
公司收费公路及大环保业务 2015-2024 年营业收入的复合增长为 8.5%，增长保持稳定；近年来物流园转型升级及物流港资产证券化业务为公司贡献主要利润弹性。

图 6：收费公路及大环保业务是公司收入基本盘（营业收入，百万港元）



资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 7：近年来物流园转型升级及 REITs 出表贡献主要利润弹性（归母净利润，百万港元）



资料来源：公司公告，申万宏源研究

表 1：深圳国际各业务板块贡献归母净利润情况（百万港元）

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
收费公路及大环保业务	1289	846	1032	3896	1291	938	1658	651	1005	560
YOY		-34%	22%	277%	-67%	-27%	77%	-61%	54%	-44%
物流园	180	144	131	157	166	152	500	1417	524	538
YOY		-20%	-9%	20%	6%	-8%	229%	183%	-63%	3%
物流服务	15	38	38	39	26	18	7	10	9	-21
YOY		152%	0%	3%	-35%	-31%	-58%	28%	-10%	-349%
港口及相关服务	40	50	65	97	116	91	108	103	88	60
YOY		24%	31%	49%	20%	-22%	19%	-5%	-15%	-31%
物流园转型升级					1314	919	962	2839	1746	2358
YOY						-30%	5%	195%	-39%	35%
集团总部及其他	673	1037	2575	23	2107	1889	328	-3765	-1469	-622
YOY		54%	148%	-99%	8983%	-10%	-83%	-1248%	-61%	-58%
合计										

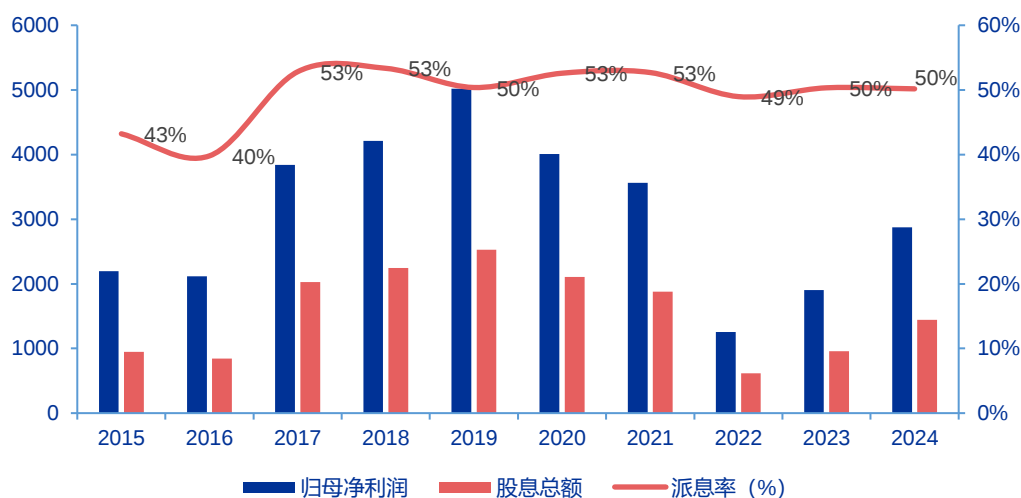
YOY	-4%	82%	10%	19%	-20%	-11%	-65%	52%	51%
-----	-----	-----	-----	-----	------	------	------	-----	-----

资料来源：公司公告，申万宏源研究

公司密切关注汇率变动趋势，持续优化债务期限及币种结构，严格控制外币贷款规模，并成功锁定优惠贷款利率，进一步降低财务成本。一方面，公司通过积极应对汇率波动，显著降低了汇率风险。2024 年，公司录得净汇兑亏损约 2553 万港元，较去年同期大幅减少约 5.28 亿港元；另一方面，公司于 2024 年 10 月成功发行第一期人民币 40 亿元的 3 年期中期票据，票面利率 2.21%，创公司人民币债券融资成本历史新低。未来公司还将继续加强财务管理，优化债务结构，提升应对市场风险的能力，确保在复杂多变的市场环境中稳健发展。

公司致力维持稳定的分红政策，具备高股息特征。公司自 2017 年以来，派息比例一直维持在归母净利润 50% 左右，2015-2024 年公司十年累计分红 155.93 亿港元，我们预计未来 6-8 年华南物流园转型升级项目将继续为公司贡献较大利润，结合物流港 REITs 出表等举措，归母净利润预计继续增长。2024 年公司分红股息总额达到 14.41 亿港元，分红比例为 50%。我们预计公司将维持 50% 的稳健分红政策，高股息特征具备吸引力。

图 8：公司股息和派息率（百万港元）



资料来源：公司公告，申万宏源研究

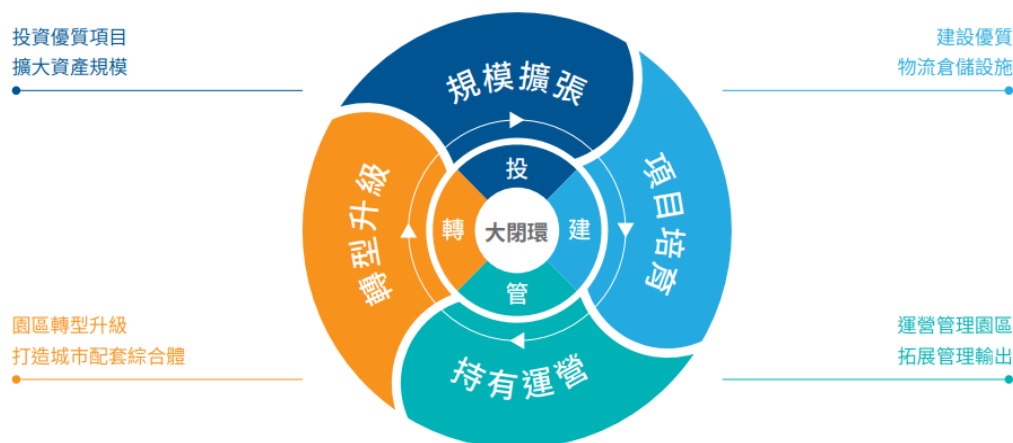
2. “大小闭环” 商业模式协同发展

2.1 “大闭环” 物流园转型升级带来业绩弹性

公司紧紧抓住中国城市化进程带来的历史性机遇，全力推动旗下位于深圳等核心城市中心位置的物流园项目的转型，通过产业升级和更新改造、开发运营，实现物流园区“投建管转”大闭环发展模式。公司通过物流园转型升级项目实现了相关资产的价值最大化，所获取的投资收益为业务发展和业绩表现提供长远支撑，并为公司股东贡献了丰厚回报。

因物流园转型升级涉及房地产开发项目，目前公司仅在深圳核心区域开展，公司物流园转型升级及综合性资产开发运营管理平台为深国际商置管理（深圳）有限公司（公司持有权益 100%）。物流园转型升级也是公司探索出来的长期商业模式。

图 9：“投建管转”大闭环商业模式



资料来源：公司公告，申万宏源研究

物流园转型升级为公司带来利润弹性。通过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权人可以获得政府的土地和货币补偿。公司在和政府协商确认好转型升级的地块后，完整的过程一般经历三个阶段：第一阶段为拆迁，政府会对物流园拆迁给予一定拆迁补偿费；第二阶段为土地整备，公司将物流园地块转化为商业及住宅用地使得土地增值，产生土地增值收益；第三阶段为开发及运营，公司通过对转型地块进行地产开发，获得地产开发及运营收益。

2.2.1 前海项目是物流园转型升级的成功实践

公司通过前海项目完整成功的实践了物流园转型升级。前海项目是集产业数字经济小镇、潮流商业和配套住宅于一体的深国际前海产城共同体，从产业升级、资源集聚、功能融合等方面助力前海发展，促进产城资源融合。公司通过前海项目成功实现“投建管转”大闭环发展模式，通过前海土地整备，公司获取了约人民币 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合共约 12 万平方米，总建筑面积约 39 万平方米，其中住宅建筑面积约 19 万平方米、公寓建筑面积约 2.5 万平方米。土地增值收益是前海土地整备的第一步，随著置换用地逐步开发、建成物业投放市场，前海项目数年来已先后 7 次释放税前收益合共约人民币 144.48 亿元，助力公司业绩稳定增长，并为公司后续其他转型升级项目的顺利推进提供经验借鉴和奠定良好基础。

表 2：前海项目开发进展梳理

时间	事项
2015 年	9 月，公司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备工作与深圳市前海深港现代服务业合作区管理局签订了《土地整备框架协议》，标志着前海项目取得重大突破。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。
2016 年	引入优质房地产企业深业置地有限公司，就共同开发前海首期项目中的住宅项目签订增资协议，锁定项目地块的部分价值及利润，带来税前收益约港币 6.48 亿元。
2017 年	与前海局、深圳市规土委签订了于前海所拥有面积合共约 38 万平方米的全部五宗土地的土地整备框架协议的补充协议，公司可享有土地补偿价值总额约港币 96.9 亿元（约人民币 83.7 亿元）。12 月，获取面积约 3.88 万平方米前海首期项目用地为前海按新规划条件下的第一块补偿用地，土地价值（地价）约港币 28.6 亿元（约人民币 24.7 亿元）。公司确认税前收益约港币 28.3 亿元（约人民币 24.4 亿元），股东应占盈利约港币 21.22 亿元，土地整备取得重大突破。
2018 年	4 月，公司与 CSIP&CCID 签订《合作备忘录》，进一步明确“一带一路”信息港的发展模式，为信息港的建设运营奠定基础。
2019 年	2019 年底，公司与前海管理局签订两块宗地（前海二期项目）的土地使用权出让合同，涉及的土地面积合共约 4.12 万平方米，计容建筑面积共约 11 万平方米。据此，公司确认一次性税前收益约港币 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。前海首期的住宅、商业及办公等项目均取得预期进展，其中住宅项目已开盘预售并实现回款。
2020 年	6 月，公司与前海管理局签订前海三期项目三块宗地的土地使用权出让合同，涉及土地面积合共约 4.12 万平方米，计容建筑面积共约 17.25 万平方米。据此，公司确认一次性税前收益约港币 40.94 亿元（约人民币 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）。标志着前海项目土地整备工作圆满完成。
2021 年	公司与深业置地共同开发的前海一期住宅项目“颐湾府”于 6 月交付，12 月底住宅房源已售出约 97%。为公司带来投资收益约港币 8.75 亿元（约人民币 7.24 亿元）；此外，前海首期项目投入使用，物业重估带来估值收益约港币 1.50 亿元，股东应占盈利较去年同期上升 5%至港币 9.62 亿元。
2022 年	引入深圳万科作为前海商业公司的战略投资者。前海商业公司拥有前海项目 T102-0266、T102-0337 及 T102-0338 宗地的开发权（即「前海·印里」及前海二期、三期项目中与深圳万科合作的项目）。深圳万科先后以约人民币 9.15 亿元及人民币 14.80 亿元两次注资前海商业公司。第二次增资完成后，公司于前海商业公司的股权摊薄至 50%。该增资事项为公司带来税前收益约人民币 24.87 亿元，股东应占盈利港币 28.39 亿元，较去年同期上升约 195%。
2023 年	前海二期住宅项目“颐城栖湾里”于本年度竣工交付，确认税前收益人民币 26.35 亿元，股东应占盈利约港币 17.46 亿元。
2024 年	确认“颐城臻湾悦”项目开发收益，获得税前收益人民币 2.29 亿元。

资料来源：公司公告，申万宏源研究

前海项目土地增值阶段（2017 年-2020 年）：通过土地整备，公司共计获得税前收益约 83.73 亿元的土地使用权补偿。其中，分别于 2017 年、2019 年、2020 年分别确认首期、二期、三期项目税前收益约人民币 24.4 亿元、21.87 亿元、35.51 亿元。

前海项目开发及运营阶段（2021 年-至今）：公司对置换的新规划条件下的土地面积合共约 12 万平方米，总建筑面积约 39 万平方米（其中住宅建筑面积约 19 万平方米，公寓建筑面积约 2.5 万平方米）进行开发和运营，从 2021 年开始确认收益：2021 年，公司与深业置地共同开发的前海一期住宅项目“颐湾府”于 6 月交付，12 月底住宅房源售出约 97%，为公司带来投资收益约人民币 7.24 亿元，同年下半年，首期办公项目“颐都大厦”开始贡献租金收入；2022 年，公司引入深圳万科作为前海商业公司的战略投资者开发“颐城臻湾悦”，深圳万科先后以约人民币 9.15 亿元及人民币 14.80 亿元两次注资前海商业公司，第二次增资

完成后，公司于前海商业公司的股权摊薄至 50%，该增资事项为公司带来税前收益约 24.87 亿元；2023 年，前海二期住宅项目“颐城栖湾里”竣工交付，公司获得税前收益 26.35 亿元；2024 年，公司确认“颐城臻湾悦”项目开发收益，获得税前收益 2.29 亿元。

未来前海项目还将贡献部分收益。目前公司还独立持有前海两宗办公及商业用地，计容建筑面积约 9.2 万平方米，其中办公建筑面积约 7.9 万平方米、商业建筑面积约 1.2 万平方米、社康服务中心建筑面积约 0.1 万平方米。由于该两宗地块处于保税港区内，公司还将与深圳市政府相关部门协商置换及开发事宜，全力推动置换方案落地，贡献增量收益；公司前海首期办公项目“颐都大厦”自 2021 年下半年开始为公司持续贡献租金收入。

图 10：前海项目截至 2024 年底合计贡献税前收益超 142 亿元



资料来源：公司公告，申万宏源研究

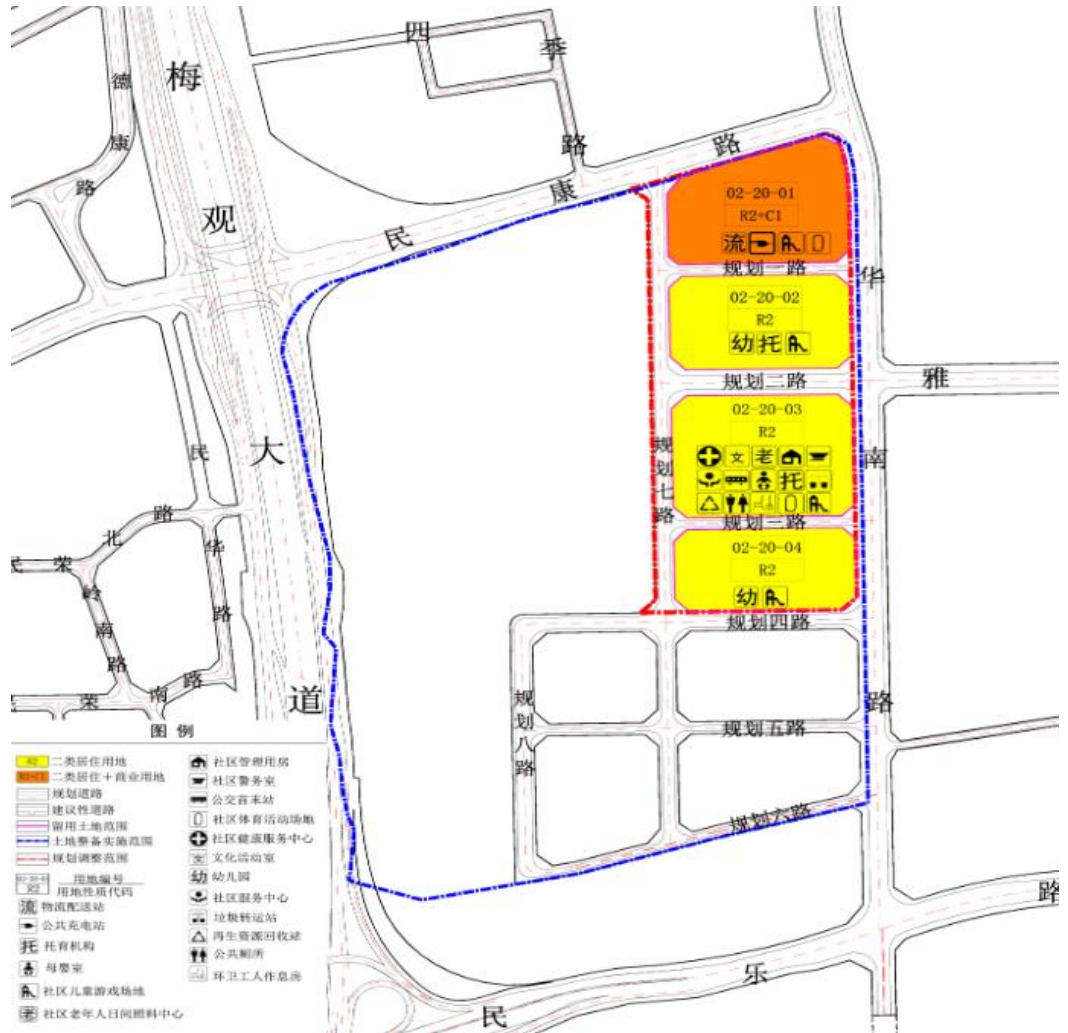
2.2.1 华南物流园转型项目继续助力公司业绩增长

华南物流园转型项目稳步推进。根据公司公告，2023 年 10 月公司全资附属公司深圳市深国际华南物流有限公司与深圳市龙华区城市更新和土地整备局、深圳市规划和自然资源局龙华管理局及深圳市龙华区民治街道办事处就深国际华南物流园一期面积约 53 万平方米土地开展整备项目签订了土地整备实施监管协议，同意综合采用安排留用土地和货币补偿的方式实施此项目。根据土地整备协议，华南物流公司获得约人民币 10.58 亿元的拆迁补偿费。公司作为原土地使用权人，可在华南物流园内留用面积 108749 平方米的土地，规划容积为 694160 平方米，其中配套容积 28950 平方米，权益容积 665210 平方米：包括住宅 577610 平方米（含部份共有产权住房，将按政府有关政策实施），商业、办公、旅馆业建筑约 87600 平方米。

2024 年华南物流园转型升级取得重大突破。根据公司公告，2024 年 10 月，龙华区整备局公布了土地整备单元规划，列示了留用土地及其规划；2024 年 12 月，市规自龙华局公布，第一期留用土地已获得深圳市龙华区人民政府批准并将开展供地相关工作，该通告的发布标志公司拥有上述地块的开发权。第一期涉及的留用土地为 -- 地块，用地面

积 21968 平方米。公司于 2024 年确认土地整备税后收益约 23.67 亿港元。后续，公司在拆迁工作后进入开发建设阶段，实现销售回款与现金流回笼。未来数年内，公司将继续推进留用土地的获取及开发建设，逐步实现土地增值收益和开发收益。

图 11：华南物流园土地整备单元规划



资料来源：深圳市龙华区城市更新和土地整备局，申万宏源研究

表 3：华南物流园留用地块控制指标一览表

地块编号	性质代码	用地性质	用地面积 (m²)	规划容积率	规划容积 (m²)					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	—

资料来源：深圳政府在线官网，申万宏源研究

华南物流园转型整体项目预计共贡献税后收益超 156.58 亿港元。预期贡献税后收益由土地拆迁费、土地增值收益、开发及运营收益三部分组成：

土地拆迁补偿费：根据公司公告，依据土地整备协议，华南物流公司将获得约人民币 10.58 亿元的拆迁补偿费，该补偿费包括拆除地块内建筑物、附着物、青苗等进行的经济补偿。

土地增值收益：根据公司公告，2024 年公司确认第一期涉及的留用土地为 02-20-04 地块，用地面积 21968 平方米，土地整备税后收益约港币 23.67 亿元。假设土地拆迁等成本为 10%、所得税率为 25%，通过计算公式： $\text{扣除无偿移交政府住房的规划容积} \times \text{土地单价} \times (1 - 10\% \text{土地拆迁成本}) \times (1 - 25\% \text{所得税}) = \text{税后土地整备收益}$ ，测算得到 02-20-04 地块的土地单价为 2.9 万港元/平方米。

表 4：02-20-04 地块土地单价测算

02-20-04 地块土地单价	
土地整备税后收益（亿港元）	23.67
商品住房容积（平方米）	120820
土地拆迁成本	10%
所得税	25%
土地单价（万港元/平方米）	2.9

资料来源：公司公告、深圳政府在线官网，申万宏源研究

根据深圳市龙华区城市更新和土地整备局公示的 02-20-01 至 02-20-04 四宗地块土地整备的规划容积，包括住宅商品住房规划容积 508290 平方米与商业、办公、旅馆业建筑规划容积 87600 平方米，合计规划容积 595890 平方米。土地单价按照测算得到的 02-20-04 地块土地单价 2.9 万港元/平方米作为整体土地整备的假设，计算得到华南物流园整体土地整备税后收益约为 116.74 亿港元，该收益预计计入其他收益。

表 5：华南物流园土地整备税后收益测算

华南物流园土地整备税后收益测算	
商品住房容积（平方米）	595890
土地单价（万港元/平方米）	2.9
土地拆迁成本	10%
所得税	25%
土地整备税后收益（亿港元）	116.74

资料来源：公司公告、深圳政府在线官网，申万宏源研究

开发及运营收益：公司 02-20-01 至 02-20-04 四宗地块待开发的商品住房规划容积共 508290 平方米。参考 2025 年 5 月华南物流园附近 5km 以内地块在售楼盘新房、二手房价格数据，住宅均价对应约 . 万元/平方米。

表 6：华南物流园周边楼盘在售参考价格

楼盘名称	开盘时间	参考均价 (万元/平方米)	地段
中洲迎玺花园	2025/2/22	5.83	龙华民治
中海明德里	2021/9/30	5.1	龙华坂田
龙安君鄰	2023/6/17	7.8	龙华坂田
恒壹四季华府	2021/6/1	7	龙华坂田
保利招商龙誉	2023/4/7	6	龙华梅林关
中海珑悦理	2023/8/19	7.2	龙华民治
均价 (万元/平方米)		6.5	

资料来源：链家，申万宏源研究

按照上述均价的 9 折和 85 折预估华南物流园未来开发地产的售价，假设土地成本按照测算得到的土地单价 2.9 万港元*住宅面积，假设建筑成本为 6000 元/平方米、营销管理费用为销售收入的 10%、土地增值税为 40%、所得税率为 25%，港币兑人民币汇率按 0.92，测算得到华南物流园整体商品住房开发收益预计约为 39.84-46.56 亿港元。

表 7：华南物流园商品住房开发税后收益测算

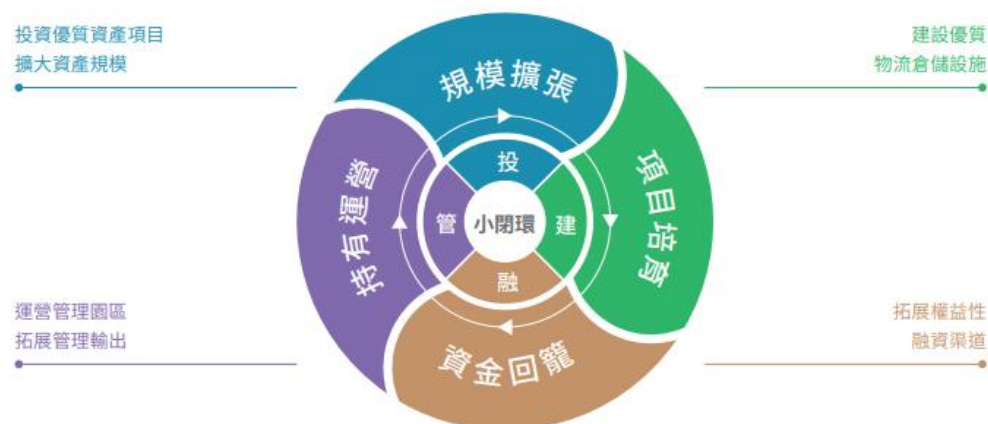
华南物流园商品住房开发税后收益		
预估参考楼盘售价百分比	90%	85%
商品住房规划容积（平方米）	508290	508290
售价（万元/平方米）	5.84	5.52
销售收入（亿元）	296.82	280.33
土地成本（亿元）	135.61	135.61
建筑成本（亿元）	30.50	30.50
营销管理费用（亿元）	29.68	28.03
土地增值税（亿元）	43.91	37.31
所得税（亿元）	14.28	12.22
港币兑人民币汇率	0.92	0.92
税后利润（亿港元）	46.56	39.84

资料来源：公司公告、深圳政府在线官网，申万宏源研究

2.2 “小闭环”物流港资产证券化加速资金回笼

公司积极探索物流港资产证券化路径，实施“投建融管”小闭环发展商业模式。通过发行物流产业基金，加速资金回笼、缩短项目回报周期，优化资本结构、降低负债率，并提前兑现物流港在开发、建设、培育及运营阶段累积的资产增值收益，此举也有力推动了公司物流港运营管理规模的扩张及相应业务利润的提升，为公司长期稳健发展注入新动能。

图 12：“投建融管”小闭环商业模式



资料来源：公司公告，申万宏源研究

2021 年 6 月，综合物流港“投建融管”闭环发展商业模式实现破冰，公司成功将南昌综合物流港项目置入由公司联合金石投资有限公司设立的物流产业私募股权基金，实现了首个物流园项目的资产证券化。南昌项目在“投建融管”模式下置入基金后，一方面为公司贡献股东应占盈利约港币 1.75 亿元，资产增值率 64%，将综合物流港的价值逐步释放，实现长期可持续发展；另一方面，公司仍为基金持有的物流园提供运营、维护、招商等专业服务以获得服务费。2022 年公司完成了合肥肥东项目及杭州项目（二期）的基金置入工作，“投建融管”小闭环商业模式进一步落地，为公司贡献税后收益约港币 6.57 亿元。

公司通过多种物流资产证券化途径实现价值最大化。公司全力推动以成熟物流港项目作为底层资产的基础设施公募 REITs 发行工作。随着基础设施公募 REITs 制度体系的持续完善，市场发展基础的不断夯实及底层资产种类和数量的持续提升，中国公募 REITs 市场进入扩容提质阶段。以此为契机，公司于 2024 年成功完成首个仓储物流 REIT 发行工作。2024 年 6 月，公司成功把杭州一期项目及贵州龙里项目置入华夏深国际 REIT，录得税后收益约港币 5.87 亿元。7 月，华夏深国际 REIT 于深圳证券交易所成功上市，基金发行规模为约人民币 14.94 亿元。华夏深国际 REIT 是 2024 年中国境内公募 REITs 市场上市的首单仓储物流 REIT，通过华夏深国际 REIT 的发行，公司可有效盘活优质存量物流港资产，畅通融资渠道，实现资金回笼，进一步增强公司投资良性循环以及在境内资本市场的知名度。此外，公司作为基金份额持有人仍可继续受益于项目的业绩，同时可通过提供营运管理服务从而获得持续的收入。截至 2024 年 12 月 31 日，公司合计持有华夏深国际 REIT 份额总数的 31.28%，并已取得 2024 年度的两次基金分红收益合计约人民币 1190 万元。

表 8：公司“小闭环”REITs 出表项目梳理

时间	置入基金项目	控制权	贡献收益（亿港元）
2021 年	南昌综合物流港	由公司持有 40%权益的合营企业深石（深圳）智慧物流基础设施私募基金合伙企业（有限合伙）所持	1.75（股东应占盈利）
2022 年	杭州项目（二期）、合肥肥东项目	有	6.57（税后收益）
2024 年	杭州一期项目、贵州龙里项目	由公司持有约 31%基金份额的华夏深国际仓储物流封闭式基础设施证券投资基金所持有	5.87（税后收益）

资料来源：公司公告，申万宏源研究

后续，公司将根据市场情况，适时启动华夏深国际 REIT 扩募，同时持续推动私募物流基金设立工作及基金类投资，不断丰富“投建融管”小闭环商业模式。

3. “水陆空铁”四轮驱动战略布局

3.1 物流业务作为公司主业推动业绩释放

公司具有丰富的物流园开发、经营和管理经验，深耕深圳，并聚焦于大湾区、长三角及京津冀等经济发达地区的核心位置。公司以成为“全国领先的一流物流产业综合服务商”为愿景，以高标仓、智慧物流港等城市高端物流综合体的开发运营作为核心业务，同时配套提供智能仓储、冷链、第三方物流等综合物流服务方案，全方位满足客户的需求。

物流园业务方面：公司物流港立足深圳、聚焦大湾区，同时以“优中选优”的策略完善全国物流港网络布局，并适时通过“小闭环”商业模式选择物流港开展资产证券化实现资金回笼，同时积极建设铁路综合物流枢纽。根据公司公告，截至 2024 年 12 月底，公司在全国 42 个城市实现布局，规划的土地面积约 1021 万平方米，当中已获取经营权的土地面积约 836 万平方米，管理及经营共 46 个物流项目，运营面积约 579 万平方米，成熟物流园区的综合出租率约 91%。其中，公司在大湾区共布局 14 个物流港项目，已投入运营/管理的项目共 9 个（包括深圳市的 7 个项目），建设中的项目 5 个（包括深圳市的 2 个项目），目前，在大湾区已获取经营权的土地面积约 227 万平方米，已投入运营的面积约 118 万平方米；公司在全国其他地区 38 个城市实现物流港布局，投入运营的项目合计 37 个，运营面积约 461 万平方米，整体出租情况稳定。

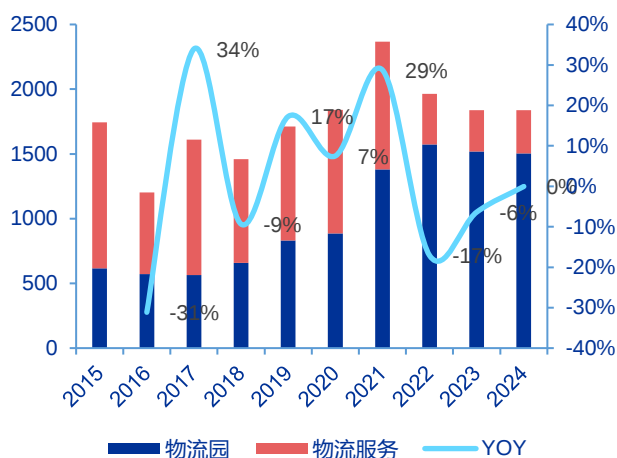
物流服务业务方面：公司提供物流、仓储、管理等综合物流服务，主要集中在智冷业务和海运集装箱物流综合信息服务两大业务领域。截至 2024 年 12 月底，公司已投入运营的冷仓面积约 18.6 万平方米，主要位于深圳黎光项目、上海闵行项目、石家庄正定项目、成都青白江项目及天津西青项目。其中，已投入运营的智慧化冷仓面积约 2.8 万平方米，在建、拟建及规划中的冷仓及智慧仓面积合计约 27.6 万平方米；海运集装箱物流信息服务方面主要依托附属公司深圳市鹏海运电子数据交换有限公司搭建跨境物流供应链数智化服务平台，鹏海运已成功打造华南地区最大的集装箱运输 SAAS 公共服务平台，通过不断推

动海运基础业务及创新业务的发展,2024 年发布了专为集港运输企业量身定制的新产品“AI 易集运”。

公司物流园业务收入保持稳健,“小闭环”模式物流港 REITs 出表带来利润增量。

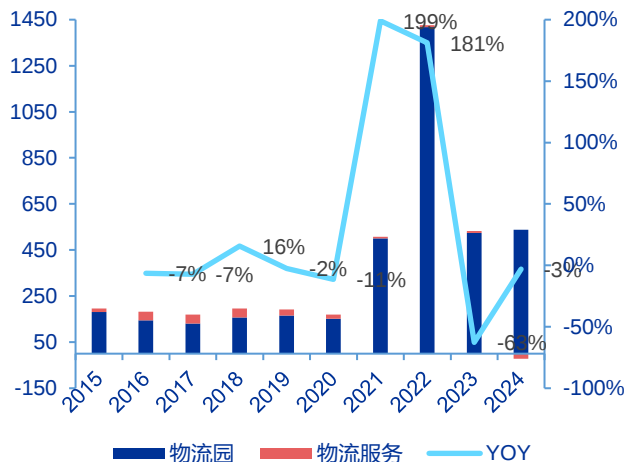
2015-2024 年物流园及物流服务收入波动中增长。2021 年起,公司“小闭环”物流港资产证券化 REITs 出表,为公司物流板块带来稳定收入和利润增量。2023 年物流园利润同比下降主要因需求低迷及行业竞争激烈且当年未经“小闭环”模式获得出表收益;2024 年物流园业务大湾区新投营项目折旧摊销费用上升以及若干物流港项目公允价值损失和资产减值损失增加带来不利影响,但受惠于杭州一期项目及贵州龙里项目置入华夏深国际 REIT。

图 13: 物流业务营业收入及增速 (百万港元)



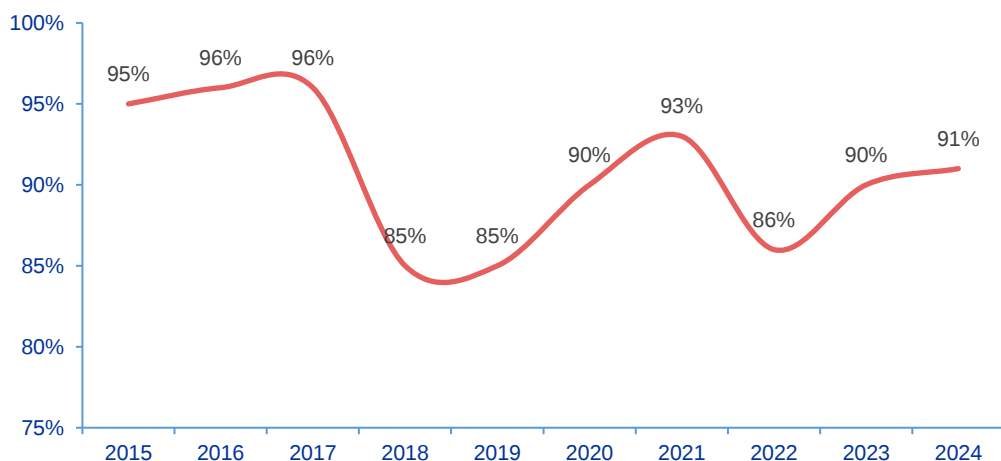
资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

图 14: 物流业务归母净利润及增速 (百万港元)



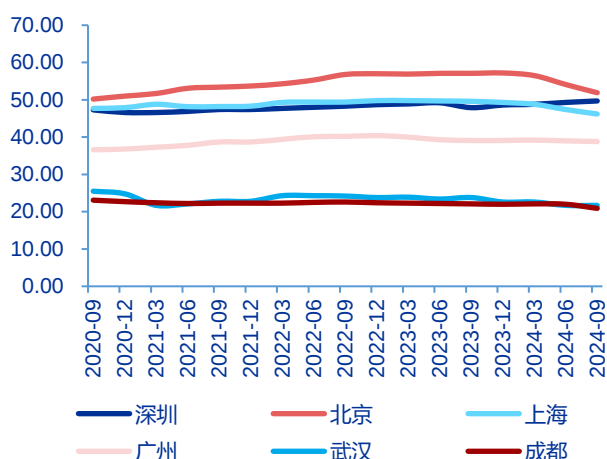
资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

图 15: 公司成熟物流园区综合出租率



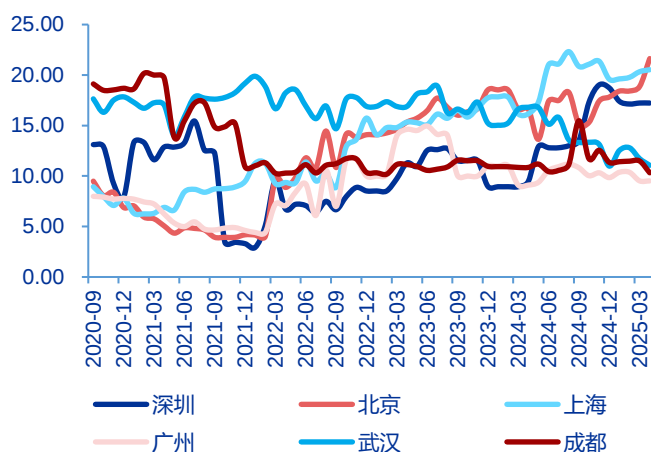
资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

图 16: 各城市物流仓储市场租金水平 (元/平方米/月)



资料来源: Wind, 申万宏源研究

图 17: 各城市通用仓储市场空置率 (%)



资料来源: Wind, 申万宏源研究

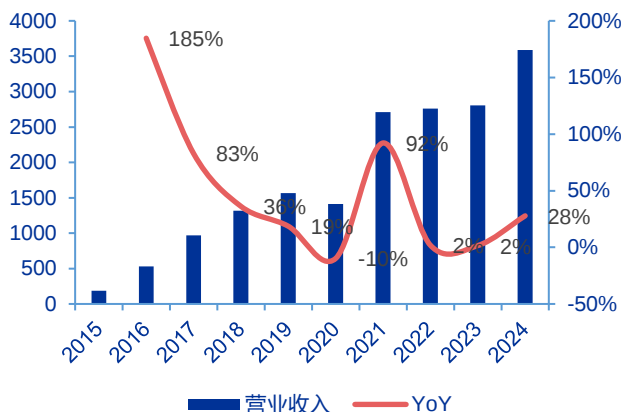
受当前经济环境及市场供需影响, 物流园行业面临较大压力, 体现在租金和出租率方面较前些年有所下滑, 地区分化特征加剧。但随著经济的好转和供求关系的变化, 市场调节机制将逐步发挥作用, 中长期看物流园行业仍具备较好的抗周期性和发展预期, 尤其是核心地区的优势资产。公司长期坚持聚焦经营效益好、抗风险能力强的一线城市及头部二线城市核心区位, 不断夯实物流主业发展基础: 一是深圳地区巩固领先地位; 二是深圳以外地区精细化布局, 在北京成功摘牌位于北京市房山区的深国际京西南综合物流枢纽(一期)智慧物流中心项目地块, 推动在京重点项目首次落地, 成功签约佛山高明项目二期, 获取揭阳项目百亩级土地等; 三是“投建融管”持续完善, 推动物流主业“投建融管”闭环发展, 持续释放资产价值。

3.2 港口业务积极布局贡献稳定收入

公司港口联网布局基本成型。2024 年, 随著江苏靖江港的全面投产, 公司港口板块进入了整体投产经营的新阶段, 全面构建起以南京西坝港、江苏靖江港为枢纽港, 以上游河南沈丘港为集货港, 以下游江西丰城港为配给港的港口营运产业链。同时, 持续拓展供应链轻资产业务, 推动产业链上下游资源整合, 港口板块轻重协同取得实质性效果, 进一步巩固并提升了港口板块的核心竞争力。2024 年, 公司成功获取佛山富湾港的项目用地, 标志公司港口板块在大湾区的首次布局, 并顺利完成了“2 个枢纽港+3 个配套港”港口产业布局目标。截至 2024 年 12 月 31 日, 公司已投产港口泊位 22 个, 控制岸线超 3300 米, 港口吞吐量逾亿吨。

公司在 2021-2023 年港口业务贡献较为稳定的营收, 2024 年收入上了新台阶。公司港口业务贡献归母净利润也相对稳定, 2024 年有所下滑。2024 年公司港口收入增长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产带来新的收入贡献, 归母净利润同比下降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 18：港口业务营业收入保持稳步增长（百万港元）



资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 19：港口业务归母净利润近年受到新投营项目折旧摊销费用较高影响（百万港元）



资料来源：公司公告，申万宏源研究

尽管公司港口板块在短期内因受宏观经济影响而面临诸多挑战，但从长期来看，港口作为国民经济发展的重要基础设施，具有一定的垄断性和较强的抗周期能力。尤其是近年来，在国家政策的大力支持下，内河航运的重要性愈发凸显，预计为公司港口板块的持续发展带来新的机遇。

图 20：公司已投营港口联网分布图（截至 2024 年）



资料来源：公司公告，申万宏源研究

表 9：港口业务重点进展（截至 2024 年）

项目	持有权益	运营泊位数量	利用岸线长度（米）	投入运营时间	项目概况
南京西坝港	70%	已投营	1330	2010 年 5 月	2024 年，南京西坝港共 415 艘海轮停泊，完成约 3156 万吨吞吐量（其中火车发运量约 477 万吨），业务量持续位居沿江 11 个同类码头首位
江苏靖江港	70%	已投营	1090	2023 年 12 月	2024 年共有 182 艘海轮停泊，完成约 1592 万吨吞吐量，投营首年业务量超同类码头
河南沈丘港	%	一期 个通用泊位已投营		年 月	项目整体规划建设 个 吨级泊位，设计年吞吐量约 万吨。2024 年完成约 166 万吨吞吐量

江西丰城港	20%	一期 6 个泊位 已投营	580	2023 年 7 月	规划建设 10 个 1000 吨级的散货泊位，其中项目一期 6 个泊位的设计年吞吐量为 600 万吨，已于 2023 年 7 月正式投产运营
佛山富湾港	97.10%	待建	-	预计 2027 年	正全力推进报批报建工作，力争于 2027 年投营

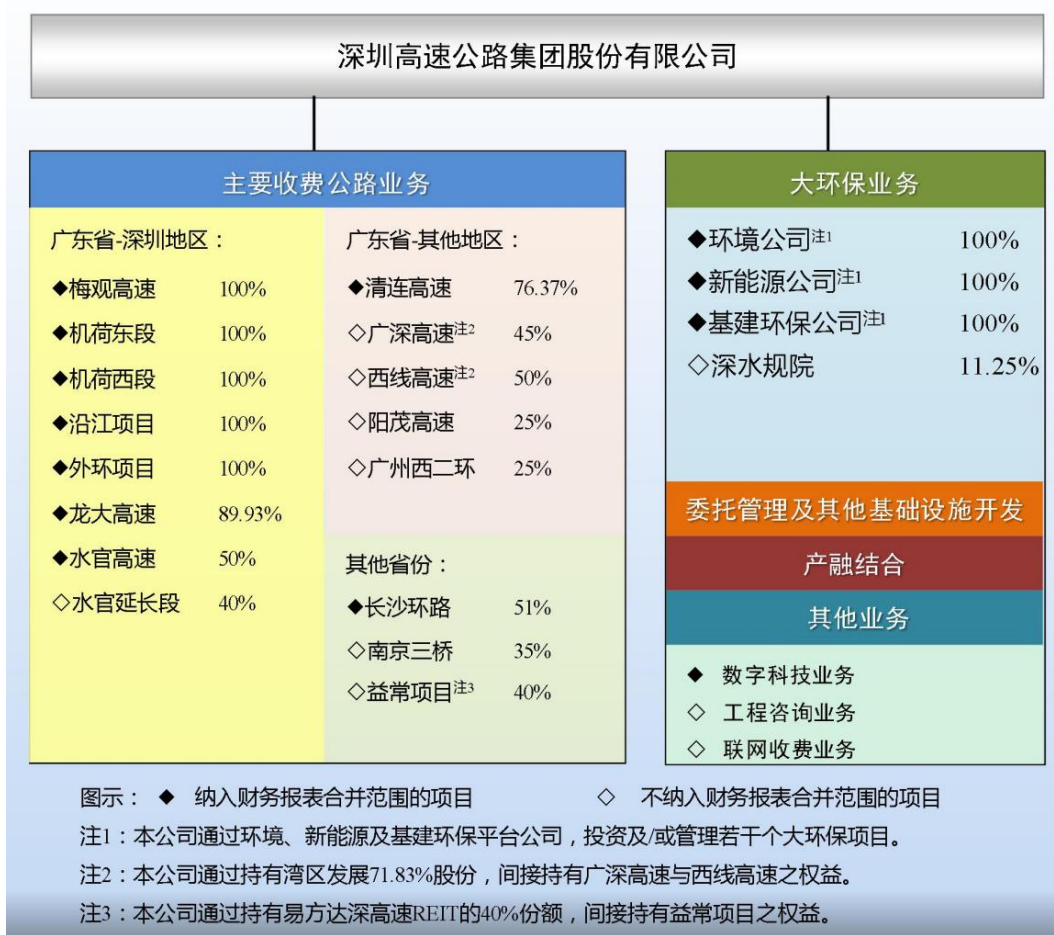
资料来源：公司公告，申万宏源研究

3.3 收费公里及大环保业务是收入基本盘

公司收费公路及大环保业务由非全资附属公司深圳高速公路集团股份有限公司统筹经营。公司全资子公司新通产公司为深高速最大股东，截至 2025 年 3 月底，深圳国际间接合计持有深高速 47.3%的股份，为深高速的间接控股股东。

深高速聚焦“收费公路+大环保”双主业领域。根据公司公告，截至 2024 年底，深高速已在全国投资或经营共 16 个高速公路项目，主要位于深圳和大湾区，以及经济较发达地区，具有良好的区位优势，公司在深圳地区、广东省其他地区及中国其他省份经营或投资的收费公路的控股权益里程分别约为 191 公里、350 公里及 72 公里，共计约 613 公里。深圳高速在整固与提升收费公路主业的同时，将固废资源化处理和清洁能源发电等大环保产业作为其第二主业。近几年通过投资和并购，逐步聚焦固废资源化处理和清洁能源发电行业，实现了大环保产业的初步布局。

图 21：深高速最大的收入和盈利来源为收费公路业务



资料来源：公司公告，申万宏源研究

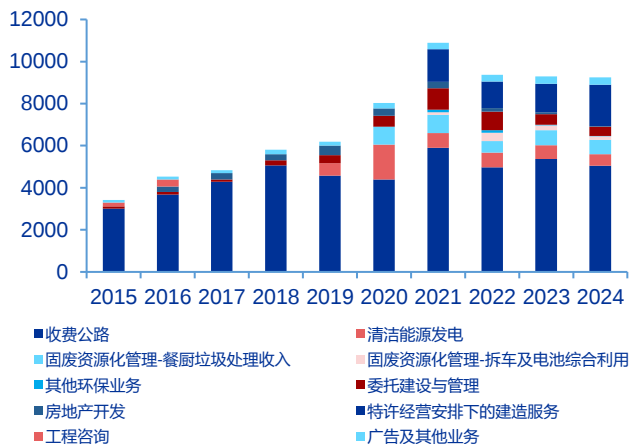
深高速在疫情前营业收入保持逐年增长态势，2015-2024 年的复合增速为 11.7%，近三年公司营业收入保持稳定，其中路费收入为公司贡献主要营业收入。

图 22：深高速营业收入及增速（百万元）



资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 23：路费收入为深高速贡献主要营收（百万元）



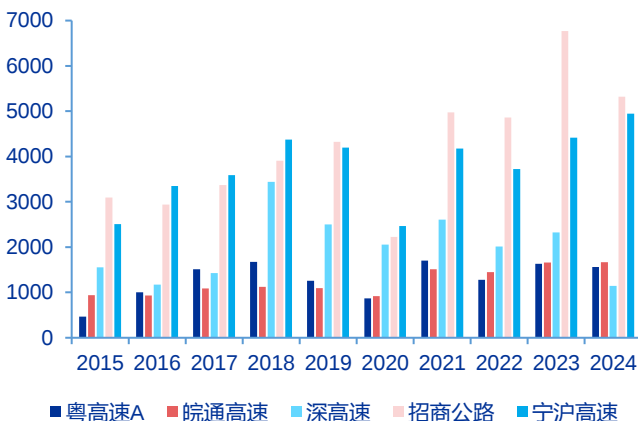
资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 24：深高速归母净利润及增速（百万元）



资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 25：深高速归母净利润在可比公司中游水平（百万元）



资料来源：公司公告，申万宏源研究

深高速路产规模及盈利能力在国内高速公路上市公司中处于前列。目前公司所投资或经营的收费公路项目共 16 个，控股权益里程约 613 公里，主要位于深圳和粤港澳大湾区及经济较发达地区，具有良好的区位优势，同时公司正在积极推进外环三期、机荷高速、京港澳高速广深段等重大新建、改扩建项目的投资建设，以不断补充本集团优质公路资产。公司还加强推动智慧交通的研究及运用，提升交通数据的采集、分析和预测能力，持续优化路网监测与指挥调度系统，全面提升道路管理水平和服务能力。

表 10：深高速收费公里项目信息及运营表现（截至 2024 年 12 月 31 日）

收费项目	控股权益	位置	收费里程 (公里)	车道 数量	状况	日均混合车流量		日均路费收入	
						2024 年 (千辆次)	同比 2023 年	2024 年 (人民币千元)	同比 2023 年
梅观高速	%	深圳	.	.	营运	.	%	.	%

机荷东段	100%	深圳	23.7	6	营运	309	-2.70%	1830	-1.70%
机荷西段	100%	深圳	21.8	6	营运	223	2.50%	1495	-0.20%
深圳沿江高速	100%	深圳	36.6	8	营运	205	8.60%	2012	16.70%
深圳外环项目	100%	深圳	76.8	6	一期、二期营运, 三期在建	310	1.10%	3196	-2.30%
龙大高速	89.93%	深圳	4.4	6	营运	168	1.50%	434	1.80%
水官高速	50%	深圳	20	10	营运	263	-2.50%	1729	-0.80%
水官延长段	40%	深圳	6.3	6	营运	59	-7.80%	191	-11.00%
清连高速	76.37%	广东	216	4	营运	48	-5.80%	1729	-7.20%
广深高速	45%	广东深圳、东莞、广州	122.8	6	营运	632	-0.10%	7883	-0.50%
西线高速	50%	广东广州、佛山、中山	98	6	营运	268	-1.00%	3466	3.00%
阳茂高速	25%	广东	79.8	8	营运	56	1.10%	2089	1.20%
广州西二环	25%	广东	40.2	6	营运	96	4.80%	1395	2.10%
长沙环路	51%	湖南	34.7	4	营运	96	-0.80%	717	-1.90%
南京三桥	35%	江苏	15.6	6	营运	36	-9.50%	1435	-5.00%
益常高速	40%	湖南	78.3	4	营运	55	-9.80%	1069	10.20%

资料来源：公司公告，申万宏源研究

深国际大环保业务领域主要包括固废资源化处理及清洁能源发电。公司在整固与提升收费公路主业的同时，将固废资源化处理和清洁能源发电等大环保产业作为第二主业，力求为集团长远发展开拓更广阔的空间。深国际已设立了环境公司和新能源公司作为拓展大环保产业的主要投资管理平台。

图 26：深高速大环保业务结构图



资料来源：公司公告，申万宏源研究

固废资源化处理：

国家环保政策对有机垃圾处理行业给予支持，深高速“十四五”战略中将有机垃圾处理作为大环保产业下着重发展的细分行业，努力在该领域成为具有行业领先技术水平及规模优势的头部。2024 年，公司有机垃圾设计处理规模约 6700 吨/日，其中已进入商业运营有机垃圾处理项目 17 个（设计总规模 5206.5 吨/日）。项目经营模式主要为 BOT 等方式，为政府客户提供有机固废和生活垃圾（包括餐饮垃圾、厨余垃圾、园林垃圾等）无害化处理，并将处理后的资源化产品销售给下游客户。

表 11：深高速有机垃圾处理项目主要运营数据（截至 2024 年 12 月 31 日）

有机垃圾			有机垃圾处理量 (千吨)	运营收入（人民币 千元）
项目	集团控股比例	收入合并比例	2024 年	2024 年
一、蓝德环保				
贵阳项目（含一期及改扩建项目）	100%	100%	176.38	97223.7
南宁项目（含一期、二期及三期改扩建项目）	100%	100%	179.18	96624.59
德州项目	100%	100%	117.50	33706.37
泰州项目	100%	100%	86.25	32,079.22
自贡项目	84.57%	100%	53.24	41317.11
诸暨项目	90%	100%	75.86	24416.39
尤游项目	100%	100%	61.39	3887.94
邯郸项目	90%	100%	45.99	17167.34
黄石项目	70%	100%	32.35	12150.22
上饶项目	100%	100%	27.17	13386.72
新余项目	100%	100%	32.71	16403.55
抚州项目	100%	100%	31.01	16022.82
桂林项目	100%	100%	24.86	19748.34
北海项目	90%	100%	14.35	5404.11
内蒙项目	51%	100%	92.70	45415.16
滁州项目	89.1%	100%	23.38	8360.38
蓝德环保项目小计			1,074.31	483313.96
二、利赛环保	70%	100%	204.66	135557.96
三、邵阳项目	100%	100%	42.89	37596.82
四、光明环境园	100%	100%	79.09	43800.92
合计			1400.96	700269.66

资料来源：公司公告，申万宏源研究

清洁能源发电：

根据公司公告，截至 2024 年 12 月底，深高速投资和经营的已并网风力发电项目累计装机容量约 668MW。2024 年受风力资源下降及弃风率上升等因素影响，包头南风上网电量及风力发电收入同比有所下降；新疆木垒总体风资源提升，但弃风率同比上升，上网电

量及风力发电收入同比基本持平。目前深高速着重加强存量项目的提质增效，在审慎研究及甄别的基础上开拓优质项目，公司第一个自主开发的分布式光伏试点项目——晟能乾泰已于 2024 年 7 月成功并网发电进入试运营阶段，该项目总装机容量为 3.40MW。

表 12：深高速清洁能源发电项目主要运营数据（截至 2024 年 12 月 31 日）

清洁能源发电			上网电量（兆瓦时）	发电业务收入（人民币千元）
项目	集团权益比例	收入合并比例	2024 年	2024 年
包头南风	100%	100%	587587.34	183,209.15
新疆木垒	100%	100%	648160.33	296,632.95
永城助能	100%	100%	71264.55	23717.57
中卫甘塘	100%	100%	108343.74	27184.62
樟树高传	100%	100%	51,810.81	18,809.22
淮安中恒	20%		194666.9	90259.91
晟能乾泰	100%	100%	1650.53	788.75

资料来源：公司公告，申万宏源研究

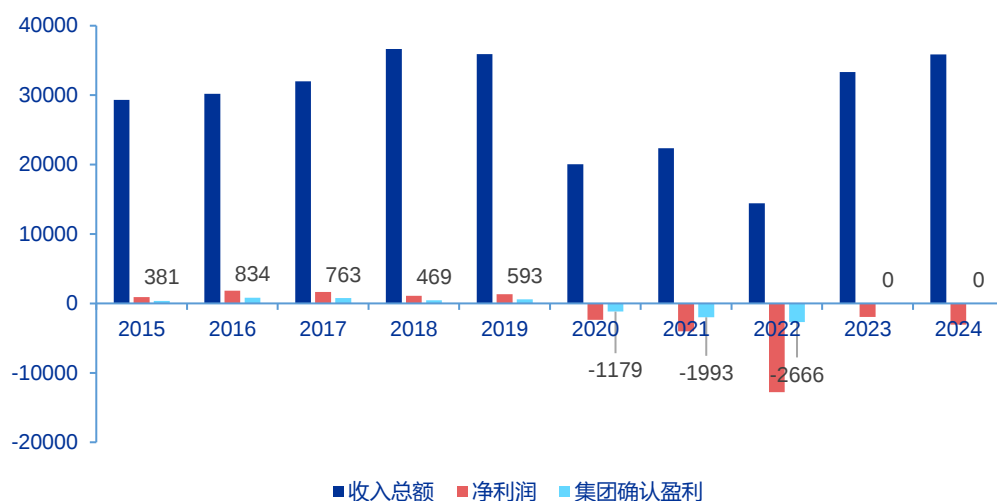
3.4 战略布局航空运输服务领域

深圳航空：

深圳航空累计亏损份额已超过了深圳国际在该联营公司的权益，2023 年起深圳航空亏损不再对公司盈利造成影响。公司持有深圳航空 49% 股权，深圳航空受到疫情对航空业的冲击造成亏损，2020-2022 年集团分别录得亏损 11.79、19.93、26.66 亿港元，合计超过公司在该联营公司的权益，公司自 2023 年起不再确认与深圳航空相关的进一步亏损。

近两年民航客运市场持续复苏，但受到国内民航市场竞争加剧、航油价格高位波动、运营成本增加以及汇兑损失等因素影响，截至 2024 年深圳航空仍处于经营亏损。2024 年深圳航空收入总额同比增加 10% 至 358.75 亿港元，其中客运收入同比增加 10% 至 335.41 亿港元，录得净亏损 30.52 亿港元。根据公司公告，截止 2024 年底，深圳航空机队规模 235 架。深圳航空经营国内外航线 325 条，包括国内航线 291 条、国际与地区航线 34 条。未来，深圳航空将充分利用其身处粤港澳大湾区核心引擎城市的区位优势，集中优势巩固深圳主基地，积极拓展大湾区及周边市场，持续提升市场份额与竞争力。

图 27：2023 年开始深圳航空亏损不再对深圳国际利润造成负面影响（百万港元）



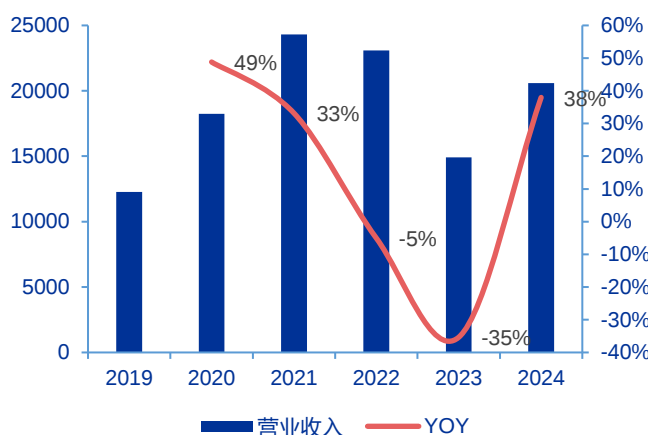
资料来源：公司公告，申万宏源研究

国货航：

公司为国货航战略股东。公司于 2021 年通过出资人民币约 15.65 亿元，完成收购中国国际货运航空股份有限公司 10.69 亿股股份，持股比例为 10%，以此为契机，公司以较高起点切入具有垄断性及较高门槛的航空物流领域。

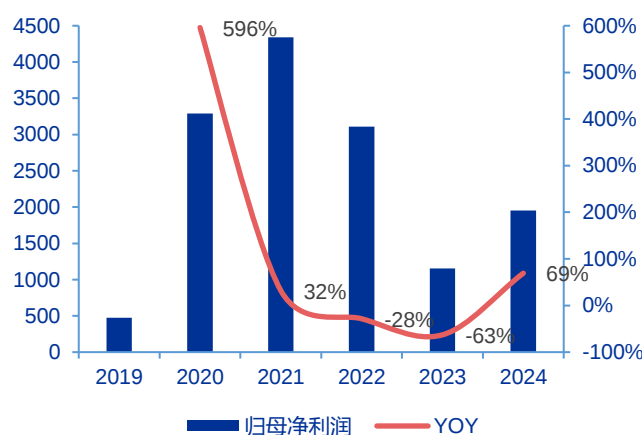
2024 年 12 月 30 日，国货航顺利完成了 A 股股票首次公开发行，并在深圳证券交易所主板上市。国货航上市后，公司持有的国货航股权比例相应调整，截至 2025 年 1 月底，公司持有国货航约 8.76% 的股权。国货航的成功上市，标志着公司的战略投资取得了显著的成果，也进一步提升了公司的资产价值。

图 28：国货航营业收入及增速（百万元）



资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 29：国货航归母净利润近及增速（百万元）



资料来源：公司公告，申万宏源研究

表 13：国货航各项业务毛利及毛利率情况（百万元）

		2019	2020	2021	2022	2023	2024
航空货运	毛利	549	4020	5078	3639	1469	2508
	毛利率	5.7%	26.7%	27.2%	21.8%	14.4%	16.5%
综合物流解决方案	毛利	137	414	1007	1156	427	590
	毛利率	11.7%	20.5%	23.5%	22.2%	12.5%	14.8%
航空货站服务	毛利	297	116	131	-193	-70	40
	毛利率	20.7%	10.5%	10.5%	-17.8%	-6.0%	3.0%
其他业务	毛利	81	68	66	68	68	84
	毛利率	85.3%	76.2%	74.4%	77.6%	80.4%	85.9%

资料来源：公司公告，申万宏源研究

4. 投资分析意见

4.1 关键假设

1) 物流园及物流服务业务——核心区位优势资产仍具备较好发展预期

受当前经济环境及市场供需影响，物流园行业面临较大压力，体现在租金和出租率方面较前些年有所下滑，地区分化特征加剧。但随著经济的好转和供求关系的变化，市场调节机制将逐步发挥作用，中长期看物流园行业仍具备较好的发展预期，尤其是核心地区的优势资产。公司长期坚持聚焦经营效益好、抗风险能力强的一线城市及头部二线城市核心区位，不断夯实物流主业发展基础，我们预计物流园及物流服务业务 2025-2027 年的营业收入为 19.29/20.25/21.27 亿港元，同比增速均为 5%。

2) 港口及相关服务——短期受到宏观经济影响，长期具备一定抗周期能力

公司港口业务在短期内因受宏观经济影响而面临诸多挑战，但从长期来看，港口作为国民经济发展的基础设施，具有一定的垄断性和较强的抗周期能力。近年来在国家政策的大力支持下，内河航运的重要性愈发凸显，预计将为公司港口板块的持续发展带来了新的机遇。考虑佛山富湾港预计 2027 年开始投营，我们预测公司港口业务 2025-2027 年的营业收入为 38.85/40.97/44.85 亿港元，同比增速为 8%/5%/9%。

3) 收费公路及大环保业务——优质路产具备区位优势，环保业务中长期看好

深高速路产规模及盈利能力在国内高速公路上市公司中处于前列，主要位于深圳和粤港澳大湾区及经济较发达地区，具有良好的区位优势，同时公司正在积极推进外环三期、机荷高速、京港澳高速广深段等重大新建、改扩建项目的投资建设，以不断补充优质公路资产。环保业务将逐步度过爬坡期，未来中长期看好。我们预计公司收费公路及大环保业务 2025-2027 年的整体营业收入为 100.58/102.12/103.70 亿港元，同比增速 0.3%/2%/2%。

4) 物流园转型升级——确认土地整備收益，预计 2028 年地产销售带来现金流收入

公司华南物流园转型升级一共 4 宗地块，2024 年已经确认第一期留用土地的土地整备收益，我们按照公司每年确认一宗地块的进度预测，预计物流园转型升级业务 2025-2027 年营业收入分别为 1.35/1.54/1.77 亿港元，增速分别为 14%/14%/15%，近几年物流园转型升级主要系确认土地整备收益，预计 2028 年公司华南物流园项目房地产开盘销售产生现金流收入。

暂未计算公司未来 REITs 出表项目，若公司未来筛选持有的物流港进行资产证券化出表，预计将为公司贡献更大业绩弹性。

表 14：深圳国际关键假设数据（百万港元）

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
收费公路及大环保业务	10774	10325	10029	10058	10212	10370
YoY		-4%	-3%	0.3%	2%	2%
路费收入	5723	5971	5482	5572	5777	5977
YoY		4%	-8%	2%	4%	3%
大环保服务	2020	1798	1529	1584	1641	1700
YoY		-11%	-15%	4%	4%	4%
物流业务	1963	1838	1837	1929	2025	2127
YoY		-6%	0%	5%	5%	5%
物流园	1573	1519	1504	1580	1659	1742
YoY		-3%	-1%	5%	5%	5%
物流服务	390	319	333	349	367	385
YoY		-18%	4%	5%	5%	5%
港口及相关服务	2762	2805	3586	3885	4097	4485
YoY		2%	28%	8%	5%	9%
物流园转型升级	30	5556	119	135	154	177
YoY		18297%	-98%	14%	14%	15%

资料来源：公司公告，申万宏源研究

4.2 盈利预测及估值

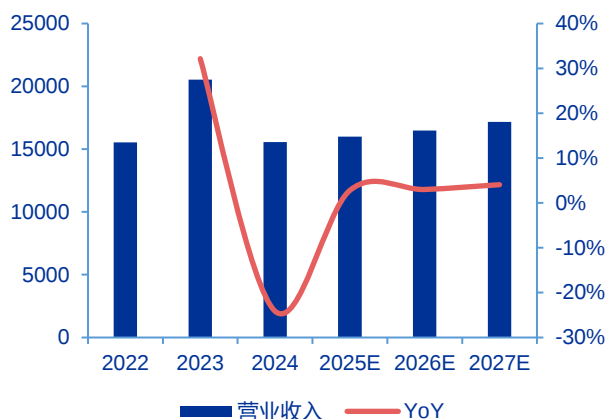
结合关键假设，我们预测公司 2025-2027 年营业收入为 160.07/164.88/171.59 亿港元，同比增速为 3%/4%/4%。成本端方面，我们预测公司 2025-2027 年营业成本为 126.52/129.19/132.77 亿港元，同比增速为 5%/2%/3%。

表 15：深圳国际收入及成本预测（百万港元）

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	15529	20524	15571	16007	16488	17159
YoY		32%	-24%	3%	3%	4%
营业成本	11383	12978	12013	12652	12919	13277
YoY		14%	-7%	5%	2%	3%
毛利	4147	7545	3558	3356	3569	3882
YoY		82%	-53%	-6%	6%	9%
毛利率	26.70%	36.76%	22.85%	20.96%	21.65%	22.62%
归母净利润	1347	1902	2872	3081	3430	3925
YoY		41%	51%	7%	11%	14%

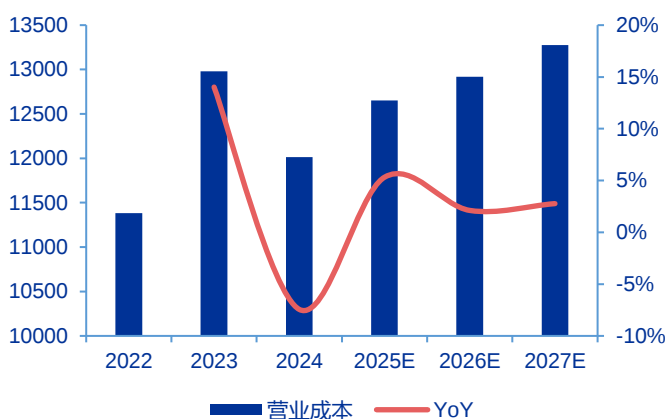
资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 30：深圳国际营业收入预测（百万港元）



资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 31：深圳国际营业成本预测（百万港元）



资料来源：公司公告，申万宏源研究

根据关键假设，我们预测深圳国际 2025-2027 年归母净利润分别为 30.81/34.30/39.25 亿港元。公司自 2017 年以来每年分红比例维持在 50%左右，预计未来 3 年每年分红比例维持 50%，则 2025-2027 年预计归母净利润分红股息总额约为 15.40/17.15/19.62 亿港元，根据 2025 年 6 月 20 日公司最新市值计算，对应股息率分别为 8.28%/9.22%/10.55%。

表 16：深圳国际历年分红情况

除权除息日	派息日	每股股利	每股收益	股利支付率（%）	分红总额（万港元）
2025/5/13	2025/6/20	0.598	1.20	50.16	144096
2024/5/17	2024/6/20	0.400	0.800	50.34	95726
2023/5/18	2023/6/21	0.257	0.540	48.94	61367
2022/5/17	2022/6/22	0.828	1.600	52.68	187684
2021/5/21	2021/6/23	0.960	1.840	52.66	211020
2020/5/19	2020/6/19	1.170	2.340	50.39	252970
2019/5/21	2019/6/24	1.060	2.030	53.46	225219
//	//	.	.	.	.

2017/5/19 2017/6/23 0.430 1.100 39.79 84185

资料来源：Wind，申万宏源研究

以部分港股高速公路和盈利的地产公司作为可比公司，以股息率为重点参考依据，根据 2025 年 6 月 20 日公司最新市值计算，H 股各家可比公司 2024 年股息率区间处于 4.56-7.04%，股息率平均值 5.50%，深圳国际 2024 年股息率为 7.87%，远高于其他 H 股可比公司。

表 17：部分港股高速公路和盈利地产公司 2024 年股息率情况（市值取 2025 年 6 月 20 日）

代码	公司	公司市值（亿港元）	2024 年分红金额（亿港元）	2024 年股息率（%）
0177.HK	江苏宁沪高速公路	808.50	24.68	4.68
0576.HK	浙江沪杭甬	431.55	25.00	5.79
0995.HK	安徽皖通高速公路	314.19	10.32	4.56
1052.HK	越秀交通基建	59.40	2.18	7.04
1109.HK	华润置地	1,896.83	87.07	5.41
平均股息率				5.50
0152.HK	深圳国际	185.72	14.41	7.87

资料来源：Wind，申万宏源研究

2015-2024 年十年间公司 PE（TTM）的区间为 5.13x-12.76x，PB（MRQ）的区间为 0.48x-1.42x，取十年平均值作为估值标准，则对应的 PE(TTM)和 PB(MRQ)的中枢分别为 9.2x 和 0.99x。根据当前最新市值测算，公司 2025-2027 年对应 PE 分别为 5.9x/5.3x/4.7x。参考可比公司 2025 年 PE 估值，深圳国际 PE 估值仍处于相对偏低区间。

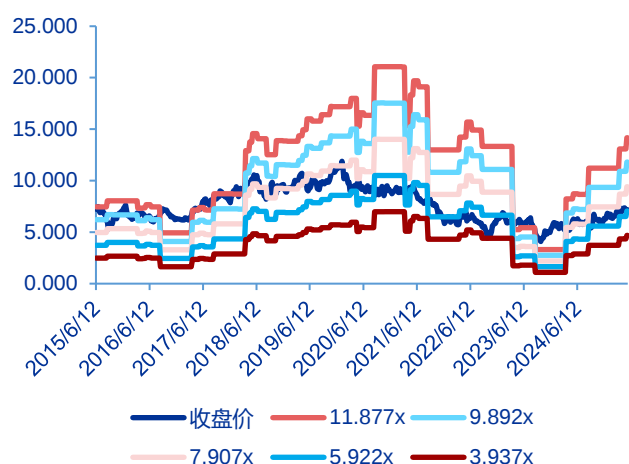
综上，公司作为唯一一家以现代物流、收费公路、港口及大环保为主业的国有产业集团，同时探索出物流园转型升级和物流港资产证券化两大长期商业模式增强业绩弹性。华南物流园项目 2024 年确认第一期土地增值收益迈出了关键一步，预计未来 6-8 年华南物流园转型升级项目将持续为公司贡献业绩，叠加物流港资产证券化实现资金回笼，我们看好公司业绩增长稳定。考虑公司分红稳定，土地增值和物流港资产证券化成功，资金使用效率提升，后续分红有望维持，估值有望按照历史均值修复。以 2025 年盈利预测为估值基础，根据 2025 年 6 月 20 日最新市值测算，深圳国际的 PE 估值为 5.9x 低于可比公司均值，股息率为 8.28%高于可比公司，低估值高股息特征具备吸引力。首次覆盖，给予“买入”评级。

表 18：深圳国际近 10 年 PE(TTM)和 PB(MRQ)年均值

年化均值	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
PE(TTM)	10.30	12.31	12.76	9.20	7.64	6.21	5.87	5.13	12.76	10.27
PB(MRQ)	1.33	1.28	1.39	1.42	1.26	1.04	0.75	0.48	0.49	0.51

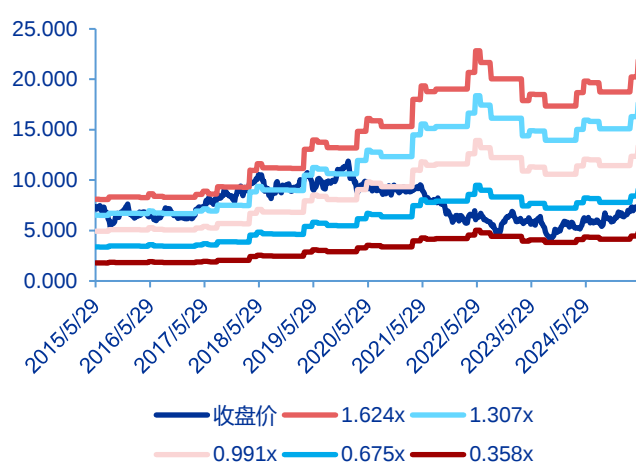
资料来源：Wind，申万宏源研究

图 32: 深圳国际 P/E BAND



资料来源：Wind，申万宏源研究

图 33: 深圳国际 P/B BAND



资料来源：Wind，申万宏源研究

表 19: 重要可比公司估值表

证券代码	证券简称	2025/6/20		预测 EPS (港元/股)				PE		
		收盘价 (港元)	总市值 (亿港元)	2024A	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
0177.HK	江苏宁沪高速公路	11.46	808.50	1.06	1.07	1.10	1.10	10.71	10.40	10.43
0576.HK	浙江沪杭甬	7.20	431.55	0.99	1.04	1.07	1.13	6.92	6.70	6.38
0995.HK	安徽皖通高速公路	14.50	314.19	1.09	1.13	1.17	1.13	12.83	12.44	12.78
1052.HK	越秀交通基建	3.55	59.40	0.42	0.46	0.48	0.49	7.76	7.47	7.28
1109.HK	华润置地	26.60	1,896.83	3.88	4.03	4.26	4.60	6.60	6.24	5.78
	行业均值							8.16	7.83	7.58
0152.HK	深圳国际	7.60	185.72	1.20	1.28	1.42	1.63	5.94	5.34	4.67

资料来源：Wind，申万宏源研究

注：深圳国际盈利预测为本报告预测，其他标的盈利预测为 Wind 一致预期

5. 风险提示

宏观经济不及预期：公司多项核心业务于宏观经济景气度高度挂钩，如宏观经济下滑速度超预期，可能影响到公司物流业务的租金下降、空置率提高，港口业务内贸吞吐量下降，收费公路业务车流量减少、通行费收入下滑等情形发生，进而影响公司业绩表现。

物流园转型升级土地确认进度不及预期：华南物流园还有三宗地块土地整备收益还未确认，尚需与政府协商确认后公告。因物流园转型升级土地增值收益为公司贡献主要利润弹性，进度确认不及预期将影响公司当期利润。

房地产销售不及预期：华南物流园为公司贡献现金流取决于未来房地产销售情况，若房价下降或销售进度不及预期，将对公司业绩产生影响。

分红比例不及预期：自 2017 年起公司分红比例基本维持在归母净利润 50%左右，若公司降低分红比例，将低于市场预期。

合并损益表

百万港元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	20524	15571	16007	16488	17159
主营收入	20524	15571	16007	16488	17159
营业成本	-12978	-12013	-12652	-12919	-13277
销售及营销费用	-155	-121	-132	-130	-137
一般行政管理费用	-1270	-1350	-1179	-1221	-1341
研发费用	0	0	0	0	0
其他经营损益	471	3374	3769	4286	4877
利息收入	241	174	176	175	176
利息费用	-2618	-1764	-1863	-2030	-2028
投资收益（亏损以负号填列）	1097	1484	1360	1460	1560
资产减值损失（损失以负号填列）	-117	-240	0	0	0
其他非经常性损益（损失以负号填列）	0	0	0	0	0
除税前利润	5194	5115	5486	6109	6989
所得税及其他	-2289	-1428	-1532	-1705	-1951
其中：所得税	-2289	-1428	-1532	-1705	-1951
净利润	2905	3687	3955	4403	5038
少数股东损益及其他	1003	815	874	973	1113
其中：少数股东损益	1003	815	874	973	1113
归属普通股股东净利润	1902	2872	3081	3430	3925

资料来源：聚源数据，申万宏源研究

合并资产负债表

百万港元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	7598	8719	8866	8626	8951
交易性金融资产	163	138	97	51	13
其他短期投资	1089	968	1028	998	1013
应收账款及票据	4160	4784	4565	4229	4829
应收关联方款项	0	0	0	0	0
其他应收款及预付款项	0	0	0	0	0
存货	4816	4588	5329	5042	5272
其他流动资产	2619	4550	4550	4550	4550
流动资产合计	20444	23746	24435	23495	24628
金融资产投资	0	0	0	0	0
其他长期投资	0	1209	403	538	717
长期股权投资	28364	29540	29540	29540	29540
投资物业	15081	18520	18235	17425	16591
固定资产	19781	20392	31216	39529	43452
使用权资产	0	0	0	0	0
无形资产	33512	30244	30244	30244	30244
商誉	544	515	515	515	515
其他应收款-非流动	0	0	0	0	0
递延税项资产					

其他非流动资产	12132	11232	11232	11232	11232
非流动资产合计	110051	112251	121984	129622	132890
资产总计	130495	135998	146419	153117	157518
短期借款	26978	19391	26975	30931	31792
短期金融负债	0	0	0	0	0
应付账款及票据	12722	13730	14461	14766	15175
应付关联方款项	0	0	0	0	0
应计负债及其他应付款项	2079	2048	2048	2048	2048
合同负债	166	250	250	250	250
递延收入-流动	0	0	0	0	0
租赁负债-流动	65	59	59	59	59
其他流动负债	0	0	0	0	0
流动负债合计	42009	35479	43793	48054	49324
长期借款及应付债券	28361	41058	41058	41058	41058
租赁负债-非流动	948	872	872	872	872
预计负债	0	0	0	0	0
递延收益-非流动	0	0	0	0	0
递延所得税负债	2647	2439	2439	2439	2439
其他非流动负债	1554	1626	1626	1626	1626
非流动负债合计	33510	45996	45996	45996	45996
负债合计	75519	81474	89788	94050	95320
股本	13258	13390	13390	13390	13390
加：库存股	0	0	0	0	0
总储备	18324	19110	20344	21807	23825
其他股东权益	0	0	0	0	0
本公司拥有人应占权益	31582	32500	33734	35197	37215
非控股权益	23393	22023	22897	23870	24983
权益总额	54976	54523	56631	59067	62198
负债及权益总额	130495	135998	146419	153117	157518

资料来源：聚源数据，申万宏源研究

合并现金流量表

百万港元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
净利润	2905	3687	3955	4403	5038
折旧与摊销	2108	2026	3361	3997	4411
营运资本变动	-1131	-666	207	929	-421
递延项目调整	-45	-168	0	0	0
投资损失	-1097	-1484	-1360	-1460	-1560
利息净支出	2377	1590	1687	1855	1852
减值准备	117	240	0	0	0
其他非现金调整	319	-845	0	0	0
经营活动产生的现金流量净额	5552	4380	7850	9724	9320
处置长期资产取得的现金净额	4520	2046	0	0	0
投资收益	1097	1484	1360	1460	1560
资本性支出	-	-	-	-	-

投资的现金净收回	1916	-2240	787	-57	-157
交易性金融资产的现金净收回	74	25	41	47	38
金融资产投资的现金净收回	0	0	0	0	0
长期股权投资的现金净收回	126	-1177	0	0	0
其他投资的现金净收回	1716	-1088	746	-104	-194
其他投资活动现金净流入	-3967	2860	0	0	0
投资活动产生的现金流量净额	-6473	-5642	-11753	-10097	-6097
短期借款的净增加	-2363	-7587	7584	3956	861
长期借款的净增加	3934	12697	0	0	0
租赁负债净增加	-61	-81	0	0	0
股权融资净增加	0	24	-1555	-1657	-1606
支付的利息和股利	-4373	-4018	-1687	-1855	-1852
其他融资活动现金净流入	-7938	-6360	0	0	0
融资活动产生的现金流量净额	-2054	2711	4342	443	-2597

资料来源：聚源数据，申万宏源研究

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，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、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。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到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东组	茅炯	021-33388488	maojiong@swhyse.com
银行团队	李庆	021-33388245	liqing3@swhyse.com
华北组	肖霞	010-66500628	xiaoxia@swhyse.com
华南组	张晓卓	13724383669	zhangxiaozhuo@swhyse.com
华东创新团队	朱晓艺	021-33388860	zhuxiaoyi@swhyse.com
华北创新团队	潘烨明	15201910123	panyeming@swhyse.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。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数

法律声明

本报告由上海申银万国证券研究所有限公司（隶属于申万宏源证券有限公司，以下简称“本公司”）在中华人民共和国境内（香港、澳门、台湾除外）发布，仅供本公司的客户（包括合格的境外机构投资者等合法合规的客户）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 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

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真实性、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。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。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司强烈建议客户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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

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制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，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，未获本公司同意，任何人均无权在任何情况下使用他们。