

跟踪评级公告

联合[2019]935号

深圳国际控股有限公司：

联合信用评级有限公司通过对贵公司主体长期信用状况和贵公司公开发行的公司债券进行跟踪评级，确定：

深圳国际控股有限公司主体长期信用等级为 AAA，评级展望为“稳定”

深圳国际控股有限公司公开发行的“18 国际 P1”的债券信用等级为 AAA

特此公告

联合信用评级有限公司

评级总监：

二零一九年五月廿一日

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号 PICC 大厦 12 层（100022）

电话：010-85172818

传真：010-85171273

<http://www.unitedratings.com.cn>

深圳国际控股有限公司 公司债券 2019 年跟踪评级报告

主体长期信用等级

跟踪评级结果：AAA

上次评级结果：AAA

债项信用等级

评级展望：稳定

评级展望：稳定

债券简称	债券余额	债券期限	上次评级结果	本次评级结果	上次评级时间
18 国际 P1	3 亿元	3+2 年	AAA	AAA	2018/6/12

跟踪评级时间：2019 年 5 月 31 日

主要财务数据

项目	2017 年	2018 年
资产总额 (亿港元)	787.96	843.65
总权益 (亿港元)	373.28	443.60
长期债务 (亿港元)	162.88	244.74
全部债务 (亿港元)	213.35	266.12
营业收入 (亿港元)	101.39	115.81
年度纯利 (亿港元)	47.07	65.27
EBITDA (亿港元)	95.35	121.11
营运活动净现金流 (亿港元)	25.24	21.13
营业利润率 (%)	37.13	39.51
净资产收益率 (%)	--	15.98
资产负债率 (%)	52.63	47.42
全部债务资本化比率 (%)	36.37	37.50
流动比率 (倍)	1.48	2.40
EBITDA 全部债务比 (倍)	0.45	0.46
EBITDA 利息倍数 (倍)	6.93	7.43
EBITDA/待偿本金合计 (倍)	27.90	35.43

注：1、本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；2、由于子公司深高速收购沿江公司，为同一控制下合并，2017 年报表进行重述，本报告采用经重述的数据；3、因 2016 年报表亦进行追溯调整，无相关明细，2017 年部分指标不测算；4、EBITDA/待偿本金合计=EBITDA/本报告所跟踪债项合计待偿本金。

评级观点

深圳国际控股有限公司（以下简称“公司”）路产质量较高，2018 年通行费收入有所增长，为公司带来稳定的现金流；深圳市交通运输委员会提前收回公司持有的四条高速剩余收费公路权益，带动公司年度纯利大幅增长。同时，联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）也关注到“深国际城市综合物流港”项目网点布局范围较大，存在一定的资本支出压力等因素对公司信用水平带来的不利影响。

未来，公司可获得一定规模的前海剩余土地整备补偿，且随着前海项目和梅林关更新项目推进，项目收益可期。此外，随着“深国际城市综合物流港”网点布局的完善，公司物流业务市场竞争力有望进一步增强。

综上，联合评级维持公司主体信用等级为“AAA”，评级展望为“稳定”；同时维持“18 国际 P1”的债项信用等级为“AAA”。

优势

1. 公司路产主要位于深圳市及广东省内，整体质量较高，跟踪期内车流量和通行费收入整体呈上升趋势，为公司带来规模大且稳定的现金流。

2. 深圳市交通运输委员会于 2018 年底提前收回公司持有的四条高速剩余收费公路权益，公司确认一次性税前收益 47.22 亿港元，带动公司年度纯利大幅增长。

3. 公司持有深圳航空有限责任公司 49.00% 股权和重庆德润环境有限公司 20% 股权，为公司带来一定规模的投资回报。

4. 公司债务负担合理，债务结构良好，在手资金充裕，公司 EBITDA 和经营性现金流对“18 国际 P1”的覆盖能力很强，偿债能力极强。

关注

1. 随着“深国际城市综合物流港”布局推进，公司未来仍有较大资本支出压力，且投资回报期较长，存在运营不及预期的可能。

2. 2018年，四条高速提前收回确认的税前收益对年度纯利的贡献较大，不具有持续性。

分析师

张蔚

电话：010-85172818

邮箱：zhangw@unitedratings.com.cn

崔莹

电话：010-85172818

邮箱：cuiy@unitedratings.com.cn

传真：010-85171273

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号

PICC大厦12层（100022）

Http: //www.unitedratings.com.cn

信用评级报告声明

除因本次跟踪评级事项联合信用评级有限公司（联合评级）与评级对象构成委托关系外，联合评级、评级人员与评级对象不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

联合评级与评级人员履行了尽职调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的跟踪评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本跟踪评级报告的评级结论是联合评级依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。本评级报告所依据的评级方法在公司网站公开披露。

本跟踪评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

本跟踪评级报告中引用的评级对象相关资料主要由评级对象提供，联合评级对所依据的文件资料内容的真实性、准确性、完整性进行了必要的核查和验证，但联合评级的核查和验证不能替代评级对象及其它机构对其提供的资料所应承担的相应法律责任。

本跟踪评级报告自出具之日起至本次（期）债券到期兑付日有效；本次（期）债券存续期间，联合评级将持续开展跟踪评级，根据跟踪评级的结论，在存续期内评级对象的信用等级有可能发生变化。

分析师：

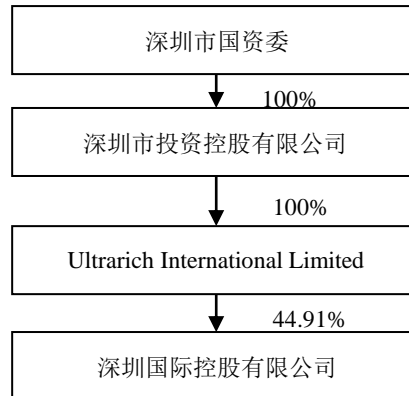


联合信用评级有限公司

一、主体概况

深圳国际控股有限公司（以下简称“公司”），于 1989 年 11 月 22 日在百慕大注册成立为有限公司。截至 2018 年底，公司已发行普通股共 21.20 亿股，深圳市人民政府国有资产监督管理委员会（以下简称“深圳市国资委”）通过全资子公司 Ultrarich International Limited 持有公司 44.91% 的股份，公司实际控制人是深圳市国资委。

图 1 截至 2018 年底公司股权结构图



资料来源：公司提供

2018 年，公司的经营范围无变化，仍主要从事物流基础设施的投资、建设与经营，并依托拥有的基础设施及信息服务平台向客户提供各类物流增值服务。截至 2018 年底，公司总部组织架构较年初略有调整，新增工程监管中心兼安全生产办公室，新增业务协同办公室并由企业管理部兼任，新增董事会办公室并由公司秘书部兼任（详见附件 1）；纳入合并范围的主要附属公司 66 家，较年初增加 11 家；合并口径共有在职员工 6,958 人。

截至 2018 年底，公司合并资产总额 843.65 亿港元，负债总额 400.05 亿港元，总权益合计 443.60 亿港元，其中公司普通股权持有人应占有权益 279.98 亿港元。2018 年，公司实现收入 115.81 亿港元，年度纯利 65.27 亿港元，其中归属于公司普通股权持有人的年度纯利 42.13 亿港元；营运活动产生的净现金 21.13 亿港元，现金及现金等价物净增加额 79.25 亿港元。

公司注册地址：Clarendon House, 2 Church Street, Hamilton HM 11, Bermuda；法定代表人：高雷。

二、债券发行及募集资金使用情况

经中国证券监督管理委员会证监许可[2017]173 号文核准，公司获准在中国境内面向合格投资者公开发行面值总额不超过人民币 50 亿元（含 50 亿元）的公司债券。公司采取分期发行方式，公司 2018 年面向合格投资者公开发行公司债券（第一期）（以下简称“本期债券”）基础发行规模为 3 亿元人民币，可超额配售不超过 5 亿元（含 5 亿元）人民币，发行价格为每张 100 元。本期债券发行规模为 3 亿元人民币，债券代码为 112636.SZ，债券简称为“18 国际 P1”。本期债券期限为 5 年，附第 3 年末公司上调票面利率选择权和投资者回售选择权，计息期限为 2018 年 1 月 22 日至 2023 年 1 月 21 日止，票面利率为 5.20%。本期债券采用单利按年计息，不计复利，每年付息一次，到期一次还本，最后一期利息随本金的兑付一起支付。

截至 2018 年底，公司已使用募集资金 2.84 亿元人民币用于补充公司物流园开发和运营业务的

营运资金，剩余 0.16 亿元人民币存放在债券专户，尚未使用。公司已于 2019 年 1 月 22 日支付“18 国际 P1”2018 年 1 月 22 日至 2019 年 1 月 21 日期间利息。

三、行业分析

1. 物流行业

物流行业是国民经济中重要的服务行业，随着我国经济的快速发展和居民消费水平的不断升级，我国物流行业规模不断增长，特别是在电子商务迅猛发展的推动下，仓储物流行业和干线运输行业都获得了较为迅速的增长。虽然近年来随着宏观经济增速放缓，物流行业增长速度随之放缓，但仍保持稳步增长趋势。

从物流行业环境看，随着整体经济的增长和居民消费水平的提升，在电子商务的驱动下，物流行业整体企稳向好的态势仍将持续。虽然物流需求旺盛，但竞争形势严峻，随着普洛斯等国际巨头的不断扩张和以菜鸟为代表的新进入者的快速布局，激增的市场供应量导致部分地区的仓库出租率有所下滑，预计物流行业在部分区域将面临租金价格滞涨和出租率下滑的双重压力。部分区域市场由于短期内供应量大增，需一定的时间消化，使得短期竞争加剧，代表性市场如武汉市场、成都市场等。

盈利模式方面，物流行业的赢利模式中主要收入来源首先是库房、货场租金；其次是办公楼租金、配套设施租金、管理费和物业管理费；然后是所属物流企业、增值服务费、设备租金等；最后是土地升值后出租或出售、税收优惠以及国家拨款获得的收益等。由此不难看出，传统的基于出租、租赁的园区赢利模式在中国还占主导地位。根据国内外运营良好的物流行业经验来看，传统赢利模式已经逐渐被服务收入，特别是基于信息、咨询的增值服务所替代。中国的物流业务经营者有待进一步拓展思路，转变传统盈利模式。

行业政策方面，2017 年 8 月，国务院办公厅印发《国务院办公厅关于进一步推进物流降本增效促进实体经济发展的意见》，提出要进一步深化“放管服”改革，激发物流运营主体活力，提升物流综合服务能力，布局和完善一批国家级物流枢纽。2018 年 12 月，国家发展改革委、交通运输部联合印发《国家物流枢纽布局和建设规划》，该规划出台目的是加强物流等基础设施网络建设的决策部署，科学推进国家物流枢纽布局和建设，为此规划提出要加强政策支持保障，营造良好发展环境。整体看物流行业未来的政策环境长期向好。

总体看，物流行业发展迅速，需求旺盛，同时行业竞争加剧，同质化严重，行业长期发展整体向好。

2. 高速公路

我国高速公路建设起步相对较晚，但发展迅速。截至 2018 年底，中国高速公路里程 14.26 万公里，较年初增加 0.61 万公里。

从高速公路投资模式看，由于高速公路具有准公用属性，投资规模大且回报周期长，目前高速公路建设多由政府主导且经营模式主要为 BOT 模式。在资本投入难以满足企业的建设资金需求的背景下，高速公路运营企业银行贷款占比高。截至 2017 年底，全国高速公路债务余额合计 49,867.38 亿元，其中中部地区占比较高，其次为西部地区。

2018 年，全国高速公路建设完成投资 9,972 亿元，较上年增长 7.7%，增速较 2017 年的 12.4% 明显下降。公路运输经济运行状况与 GDP 增速、行业供需等高度相关。2018 年，受高铁线路开通

等因素影响，旅客运输指标延续 2017 年下滑趋势；货运方面，受益于宏观经济向好带动货运需求增加，加之路网效应的进一步体现，公路货运指标保持较为稳健的增长，但增速有所下降。2018 年，公路完成营业性客运量 136.72 亿人，较上年下降 6.2%，旅客周转量 9,279.68 亿人公里，较上年下降 5.0%；完成货运量 395.69 亿吨，较上年增长 7.3%，货物周转量 71,249.21 亿吨公里，较上年增长 6.7%。

从行业政策看，《收费公路管理条例》修订稿提出对收费公路的偿债期限或者经营期限做出调整，并新增养护收费期，对投资规模大的高速公路，可以约定超过 30 年，若得以实施，收费期限的调整将对缓解高速公路企业偿债压力。此外，《关于深化交通运输基础设施投融资改革的指导意见》、《地方政府收费公路专项债券管理办法（试行）》等政策提出高速公路行业融资新渠道，有利于融资多样化及提高投资效率。但《打赢蓝天保卫战三年行动计划》、《推进运输结构调整三年行动计划（2018-2020 年）》的通知等政策，或降低公路货运在全社会货运的占比，对高速公路行业造成一定不利影响。

从未来发展看，根据各省市“十三五”规划，截至 2020 年，全国高速公路里程预计达到约 16.7 万公里，增量主要集中在中西部地区，而东部及中部路网较完善地区则把解决断头路及力争实现县县通高速作为首要目标。随着新增路产的建设以及路网效益的显现，未来全国高速公路收入规模仍有望保持一定水平的增长。

总体看，2018 年，高速公路里程有所增长，但建设投资支出增速有所下降；未来随着新增路产的建设以及路网效益的显现，全国高速公路收入规模仍有望保持一定水平的增长。

四、公司管理

2018 年，公司董事和高级管理人员共 18 人，人数较上年无变化；其中独立非执行董事梁铭源先生于 2018 年 8 月辞任，由郑大昭先生接任。

郑大昭先生，61 岁，剑桥大学哲学博士、科学博士，任香港理工大学工商管理学院院长，冯尧敬—永亨银行工商管理教授及管理学讲座教授，公司独立非执行董事、审核委员会委员。

2018 年，公司管理制度无重大变化。

总体看，公司管理层较为稳定，管理制度延续。

五、经营分析

1. 经营概况

公司作为深圳市国资委下属的投资控股型企业，业务范围涵盖收费公路、物流及其他投资领域。2018 年，公司营业收入仍以收费公路收入为主，以物流业务收入为辅，实现营业收入 115.81 亿港元，较上年增长 14.22%，系收费公路和物流业务收入均有所增长所致。

从营业收入构成看，2018 年，收费公路业务仍是公司营业收入的最主要来源。收费公路业务收入仍主要来自路费收入，2018 年路费收入较上年增长 10.11%，主要系益常高速和长沙环路为全年通行费收入、新增运营路产沿江项目以及车流量自然增长和路网进一步完善带来通行费收入增长所致。特许经营安排之建造服务收入较上年增长 43.13%，主要系外环 A 段项目投入建设所致。物流业务是公司营业收入的另一主要构成，物流业务仍主要由物流园（包括综合物流港）、物流服务、港口及相关服务构成。2018 年，物流园业务收入较上年增长 16.61%，主要系投入运营的综合物流港增加，以及已运营的杭州综合物流港面积扩大所致。物流服务收入较上年下降 23.34%，主要系公司着重发展优质客户所致。港口及相关服务收入较上年增长 36.24%，主要系公司通过拓展与码头经营相关的供

供应链管理业务，同时带动港口散货吞吐量的增长所致。

表 1 2017~2018 年公司收入构成及毛利率情况（单位：亿港元、%）

项目	2017 年			2018 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
一、收费公路	75.43	74.40	44.12	88.03	76.02	45.48
其中：路费收入	60.96	60.12	55.47	67.12	57.96	58.05
委托建设管理服务及工程咨询服务收入	0.62	0.62	58.94	2.73	2.36	38.77
特许经营安排之建造服务收入	8.62	8.50	0.00	12.34	10.66	0.00
其他	5.22	5.15	-17.19	5.83	5.04	0.13
二、物流业务	25.77	25.42	17.78	27.78	23.98	20.59
其中：物流园（含综合物流港）	5.64	5.56	35.35	6.58	5.68	33.96
物流服务	10.46	10.31	13.94	8.02	6.92	19.63
港口及相关服务	9.68	9.54	11.69	13.18	11.38	14.50
三、集团总部	0.19	0.18	-119.45	--	--	--
合计	101.39	100.00	37.13	115.81	100.00	39.51

资料来源：公司年报，联合评级整理

毛利率方面，2018 年，公司综合毛利率略有上升。2018 年，收费公路业务毛利率较上年变化不大。其中，路费收入毛利率较上年增加 2.58 个百分点，略有提升；特许经营安排之建造服务收入毛利率仍为 0.00%，无变化。2018 年，物流业务毛利率有所提升，系物流服务和港口及相关服务毛利率均有提高所致。物流服务业务毛利率较上年上升 5.70 个百分点，主要系公司着重发展优质客户所致。

总体看，公司营业收入仍以收费公路收入为主，以物流业务收入为辅，营业收入规模有所增长，综合毛利率有所提升。

2. 收费公路业务

收费公路业务是公司业务的重要构成部分，为公司提供持续稳定的现金流。2018 年，公司收费公路业务收入仍由路费收入、委托建设管理服务及工程咨询服务收入、特许经营安排之建造服务收入构成，其中以路费收入为主。

（1）路费收入

公司的收费公路主要由子公司深圳高速公路股份有限公司（以下简称“深高速”）管理，另外直接控股一条收费公路——龙大高速，由深圳龙大高速公路有限公司管理。公司目前收费路段运行时间较长，均已进入成熟收费期，其中武黄高速收费权将于 2022 年到期。

2018 年，公司新增路产为沿江项目，系子公司深高速于 2018 年 2 月完成深圳市广深沿江高速公路投资有限公司（以下简称“沿江公司”）100% 股权的收购所致，收购对价为 14.72 亿元。移交路产方面，盐排高速、盐坝高速、南光高速及龙大高速深圳段（以下简称“四条高速”）自 2016 年 2 月 7 日零时起实施免费通行，公司按协议约定的方法计算并确认该等公路项目的收入。深圳市交通运输委员会（以下简称“深圳交委”）于 2018 年四季度确定提前收回四条高速剩余的收费公路权益，并就此按调整协议约定给予公司现金补偿。截至 2018 年年报报出日，公司控股或参股收费公路总计 17 条，在深圳地区、广东省其他地区及中国其他省份所经营的收费公路的收费里程分别约为 174 公里、268 公里和 187 公里，主要控股及参股收费公路详情如下表所示。

表 2 截至 2018 年年报报出日公司主要控股或参股收费公路情况（单位：%、公里、条）

收费项目	权益比例	控股/参股	位置	收费里程	车道数量	状况	收费到期日
广东省-深圳地区:							
梅观高速	100	控股	深圳	5.4	8	营运	2027.3
机荷东段	100	控股	深圳	23.7	6	营运	2027.3
机荷西段	100	控股	深圳	21.8	6	营运	2027.3
水官高速	50	控股	深圳	20	10	营运	2027.2
水官延长段	40	参股	深圳	6.3	6	营运	2027.2
龙大高速	89.93	控股	深圳	4.4	6	营运	2027.10
沿江项目	100	控股	深圳	36.6	8	一期营运 二期在建	2038.12
外环 A 段项目	100	控股	深圳	60	6	在建	--
广东省-其他地区:							
清连高速	76.37	控股	广东	216	4	营运	2034.7
广梧项目	30	参股	广东	37.9	4	营运	2027.11
阳茂高速	25	参股	广东	79.8	4	营运	2027.7
江中项目	25	参股	广东	39.6	4	营运	2027.8
广州西二环	25	参股	广东	40.2	6	营运	2030.12
其他省份:							
武黄高速	100	控股	湖北	70.3	4	营运	2022.9
长沙环路	51	控股	湖南	34.7	4	营运	2029.10
南京三桥	25	参股	江苏	15.6	6	营运	2030.10
益常高速	100	控股	湖南	78.3	4	营运	2033.12

资料来源：公司年报，深高速年报，联合评级整理

注：收费里程合计值为权益收费里程合计

2018 年，公司控股及参股收费公路运营情况如表 3 所示。从车流量看，除水官高速及水官延长段外，受益于深圳市汽车保有量增长以及路网进一步完善，深圳地区的高速公路日均车流量均有所增长。水官高速及水官延长段日均车流量有所下降，主要系水官高速因龙岗至横坪路段边坡塌方，自 2018 年 9 月 5 日起对该路段东西向车道进行封闭维修施工，同时清平高速二期免费通行亦产生一定分流影响，以及超限管理规定的实施对水官高速的货运车流量产生一定负面影响等因素的综合作用所致。广东省其他地区和其他省份的高速公路日均车流量均有所增长。从通行费收入看，水官高速和益常高速日均路费收入略有下降，变化不大；阳茂高速 2018 年日均路费收入较上年有所下降，主要系受深茂高铁江湛段及云湛高速新阳二期分别于 2018 年 7 月及 9 月开通所产生的分流影响所致。其他运营的高速公路日均路费收入均有所增长。

表 3 2017~2018 年公司主要控股及参股收费公路运营情况（单位：千辆次、人民币千元）

公路名称	日均车流量		日均路费收入	
	2017 年	2018 年	2017 年	2018 年
广东省-深圳地区:				
梅观高速	92	100	336	351
机荷东段	271	289	1,962	2,076
机荷西段	215	222	1,729	1,794
沿江高速	82	90	1,093	1,273
水官高速	230	219	1,763	1,738

水官延长段	105	80	314	329
龙大高速	116	113	437	428
广东省-其他地区:				
清连高速	41	43	2,017	2,084
阳茂高速	50	51	1,820	1,771
广梧高速	35	39	832	869
江中项目	142	149	1,249	1,313
广州西二环	71	74	1,343	1,653
其他省份:				
武黄高速	51	53	1,005	1,056
益常高速	48	50	1,157	1,119
长沙环路	32	36	373	395
南京三桥	33	34	1,270	1,341

资料来源：公司年报，深高速年报，联合评级整理
注：日均车流量数据不包括假日免费通行的车流量。

除车流量变化外，高速公路收入实现受政策影响较大。2018年2月，深圳交委与公司的全资子公司沿江公司就沿江项目实施货车运输收费调整事宜（以下简称“收费调整”）签订了协议。根据收费调整方案，自2018年3月1日至2020年12月31日期间，沿江项目通行的全部类型货车将按正常收费标准的50%收取通行费，深圳交委为此给予沿江公司3.02亿元的补偿。收费调整方案实施期限届满之前，有关各方将进一步协商确定其后续安排，如果收费调整方案不再实施，沿江项目通行的全部类型货车将恢复正常收费标准。除沿江项目外，运营的其他高速公路近年来收费标准未调整。

2015年11月，公司及子公司深高速与深圳交委签订调整收费协议，南光高速（收费里程31.0公里）、盐排高速（收费里程15.6公里）、盐坝高速（收费里程29.1公里）和龙大高速深圳段（收费里程23.8公里）实施免费通行，深圳交委根据相应调整方式以现金对公司及深高速进行补偿，补偿方案分两阶段进行。第一阶段，自2016年2月7日起至2018年12月31日止，公司保留拟调整路段收费公路权益并继续承担管理和养护责任，对该等路段实行免费通行，深圳交委采购该等路段的通行服务并就所免除的路费收入给予补偿（作为服务对价）；第二阶段，深圳交委根据不同情况选择自2019年1月1日起采用沿用第一阶段模式或收回路产权益的模式。财务处理上，路产尚未移交时，每年核算下一年通行费计入“业务及其他应付款”，“业务及其他应付款”金额与公司收到的补偿金额差额计入“其他非流动负债”。截至2017年底，深圳交委已按照调整协议的约定向公司及深高速支付了补偿金额97.13亿元人民币（约118.45亿港元）。2018年底，深圳交委提前收回了公司持有的四条高速剩余收费公路权益并按约定给予现金补偿。根据中国企业会计准则的相关规定，公司于2018年底确认一次性税前收益47.22亿港元。自2018年12月31日24时起，公司不再拥有四条高速公路的收费公路权益，相关资产移交及养护安排等工作正在进行。

在建项目方面，公司目前主要在建项目为外环A段项目和沿江项目。外环A段项目为双向六车道，全长约60公里，项目初步设计概算约为206亿元。公司、全资子公司深圳市外环高速公路投资有限公司（以下简称“外环公司”）及深圳市特区建设发展集团有限公司（以下简称“特建发”）签订共建协议，三方将共同投入资金或安排融资建设外环A段项目（公司及外环公司合共投入资金或安排融资65亿元，其余金额由特建发投入），外环公司为外环A段项目的建设经营主体，全面负责外环A段的建设、收费、设施、路产、财务等经营管理。截至2018年底，外环A段项目已实现投资95.79亿元，土地征收和拆迁工作基本完成，正全面开展工程施工。公司应投资总额65亿元，截至2018年底已投资额为21.99亿元。

沿江项目分两期建设，沿江一期为沿江高速主线，于 2013 年 12 月运营，沿江二期包括深中通道深圳侧接线（含鹤洲立交、机场立交）和国际会展中心（沙井）立交两部分，于 2015 年开工建设。沿江二期总投资额为 53 亿元，其中 10 亿元由公司出资，剩余 43 亿元由深圳市财务委员会直接拨付到沿江公司。截至 2018 年底，沿江二期已累计完成约 93% 土地征收和约 90% 的拆迁面积，正在开展梁体、桩基、路面等工程施工。公司应投资总额 10 亿元，截至 2018 年底已投资额为 0.10 亿元。

表 4 截至 2018 年底公司主要高速公路在建项目情况（单位：年、亿元）

项目名称	建设期间	项目总投资额	项目已投资额	公司出资部分	公司已投资额
外环 A 段项目	2016-2020	206	95.79	65	21.99
沿江二期项目	2015-2024	53	16.58	10	0.10
合计	--	259	112.37	75	22.09

资料来源：公司提供

此外，考虑到机荷高速车流量呈饱和状态，加之相连的盐坝高速、盐排高速和南光高速及清平高速二期免费通行对其车流量产生诱增作用，机荷高速高峰期车流拥堵，公司 2018 年 1 月开展机荷高速改扩建项目初步设计等前期工作，截至 2018 年底初步设计招标工作已完成，项目预计总投资额尚未明确。

总体看，公司运营的控股及参股高速公路日均车流量和日均路费收入整体有所增长，运营情况良好，高速公路在建及拟建项目存在一定的资本支出压力。

（2）其他

委托建设管理服务及工程咨询服务

2018 年，公司实现委托建设管理服务及工程咨询服务收入为 2.73 亿港元，较上年的 0.62 亿港元大幅上升，主要系公司委托建设管理项目受项目规模、当期完工进度、合约条款、政府部门审计结果以及工程结算情况等因素的变动影响，公司确认相关服务收入和成本随之波动所致。

公司凭借多年来在相关领域积累的专业技能和经验，通过输出建设管理和收费公路运营管理方面的服务，实现合理的收入与回报。公司委托建设管理服务收入的确定取决于项目预算造价与实际发生成本的节余，不同委托建设管理项目的收入确认比例有所不同。2018 年，公司提供委托建设管理服务的项目主要包括外环 A 段项目、深汕南门河项目、贵州朵花项目等。

特许经营安排之建造服务

特许经营安排之建造服务是根据香港会计准则第 11 号采用完工百分比法对就特许经营安排下处于建设期内路段所提供的建造服务或改造服务所确认的收入。该项业务收入并无相对应的实际现金流入，结转成本与确认收入金额相同，为公司实际支付的项目成本。2018 年，公司实现特许经营安排之建造服务收入 12.34 亿港元，较上年大幅增长 43.13%，主要系外环 A 段项目建设推进所致。

总体看，公司委托建设管理服务和特许经营安排之建造服务业务是收费公路业务的补充。

3. 物流业务

（1）物流园业务

深圳（大湾区）物流园

物流园为公司自建物流中心，为客户提供物流中心仓库（包括出口监管仓库、进口保税仓库、危险品仓库、普通仓库）租赁、货物装卸及空箱堆存等服务，以及跨境接驳、代理报关、报检等一系列增值服务。2018 年，公司物流园业务较上年变化不大，在原有基础上进行一定的探索转型升级。

截至 2018 年底，公司主要拥有或运营华南物流园、西部物流园、康淮电商中心 3 个已进入成熟运营期的物流园区。出租率方面，2018 年，公司物流园平均出租率为 92%。

其中，深国际康淮电商中心是公司首个以租赁方式经营的轻资产运营项目，与以往建设自有物流园的模式略有不同。该项目营运面积约 13.8 万平方米，于 2018 年 1 月投入运营。目前深国际康淮电商中心的业务包括仓储物流服务、办公楼、宿舍、餐厅、超市及大型数据中心，截至 2018 年底，项目整体出租率为 86%。

表 5 公司主要物流园业务经营情况（单位：万平方米、%、亿元人民币）

物流园区	土地面积	营运面积	运营时间	权益	收入	
					2017 年	2018 年
华南物流园	61.1	32.2	2003	100.0	2.80	2.92
西部物流园	33.6	11.1	2003	100.0	0.81	0.60
深国际康淮电商中心	--	13.8	2018	70.0	--	0.58
合计	94.7	57.1	--	--	3.61	4.10

资料来源：公司年报，联合评级整理

注：1、深国际康淮电商中心为租赁模式，非自有土地，土地面积统计不适用；2、各列之和与合计数略有差异主要系四舍五入所致。

此外，公司于 2018 年底获取深圳市龙华新区的黎光项目土地使用权，占地面积约 4.5 万平方米，预计于 2019 年开工建设，建成聚焦冷链、商超、电商市场，以城际分拨为主，提供中转分拨、储存及配套等综合服务的高标准、多高层的生态型智慧物流园。

深国际城市综合物流港

2018 年，公司“深国际城市综合物流港”的业务模式和定位未发生变化，公司继续积极推进实现覆盖全国的网络布局。截至 2018 年年报报出日，公司在 22 个重要物流节点城市（详见下表）实现战略布局，并已与相关政府部门签署投资协议，规划用地面积共计 611.6 万平方米。土地获取方面，公司一方面加强与地区政府的沟通协调，另一方面通过并购或合资的方式收购土地等相关物流资产。2018 年初，公司收购昆明综合物流港项目地块，交易价款为 1.30 亿元。2018 年底，公司收购天津中隆项目相关资产，交易价款为 1.16 亿元，已于 2019 年 2 月支付完成 1.06 亿元。截至 2018 年年报报出日，公司共计有 18 个项目获得部分或全部土地使用权，已获得土地面积合计 350.0 万平方米。

建设方面，公司获取综合物流港土地后，将进行后期建设，公司未来面临较大的资本支出压力。

运营方面，2018 年，公司位于长沙、宁波和贵州的综合物流港项目陆续建成并投入运营，加上杭州综合物流港 2018 年新建成面积 10.1 万平方米，综合物流港新增运营面积 36.6 万平方米，具体情况如下表所示。

表 6 截至 2018 年年报报出日“深国际城市综合物流港”项目情况（单位：万平方米）

项目名称	位置	规划土地面积	已获得土地面积	已投入运营面积	预计运营时间
沈阳综合物流港	沈阳于洪区	70.0	24.1	24.1	2016.4
无锡综合物流港	无锡惠山区	34.7	24.6	2.7	2017.10
武汉东西湖综合物流港	武汉东西湖区	12.6	12.6	6.7	2016.10
天津中隆项目	天津开发区西区新环东路	6.0	6.0	3.3	2019.1
石家庄综合物流港	石家庄正定县	46.7	33.5	6.4	2017.7

长沙综合物流港	长沙金霞经济开发区	34.7	14.6	8.5	2018.10
南昌综合物流港	南昌经济技术开发区	26.7	15.6	9.1	2017.6
合肥综合物流港	合肥市肥东县 安徽合肥商贸物流开发区	13.8	13.5	6.0	2016.10
宁波综合物流港	宁波宁南贸易物流园	19.4	9.2	6.0	2018.10
杭州综合物流港	杭州大江东产业集聚区	42.7	42.7	14.7	2017.11
成都新津综合物流港	四川天府新区新津物流园区	17.3	--	--	2021.12
贵州综合物流港	贵州双龙现代服务业集聚区	34.8	35	5.1	2018.5
昆山综合物流港	昆山市陆家镇	11.7	11.7	9.6	2016.6
重庆综合物流港	重庆江津区双福新区	15.7	10.4	--	2020.1
郑州综合物流港	郑州经济开发区郑州国际物流园	26.7	--	--	2021.12
西安综合物流港	西安国家民用航天产业基地	12.0	12.0	--	2020.6
句容综合物流港	江苏句容北部新城区域	40.0	13.1	--	2020.8
义乌综合物流港	义乌市稠城街道下辖云溪村	44.0	41.7	--	2020.7
武汉蔡甸综合物流港	武汉市蔡甸区常福物流中心	26.7	--	--	2020.12
成都青白江综合物流港	成都市青白江区国际铁路物流港	12.9	12.5	--	2020.12
昆明综合物流港	昆明市阳宗海风景区七甸街道	17.2	17.2	--	2019.12
济南章丘综合物流港	济南市章丘区宁家埠街道	18.0	--	--	2020.12
江阴综合物流港	江阴临港经济开发区	13.3	--	--	2021.12
徐州综合物流港	徐州高新技术产业开发区	14.0	--	--	2021.12
山东北明全程物流园	烟台市经济技术开发区	7.0	7.0	2.7	2008
合计	--	618.6	357.0	104.9	--

资料来源：公司年报，联合评级整理

注：1、预计运营时间为估计时间；2、2018年公司将山东北明全程物流园管理架构调整至综合物流港。

未来，随着公司在全国物流节点布局建设推进和贯通，公司物流业务竞争力将有望得到较大的提升，但公司资本支出压力亦较大。同时，城市综合物流港项目投资回报期较长，存在运营不及预期的可能。

总体看，公司物流园整体收入有所上升，随着投入运营的综合物流港增加，物流园业务整体收入有望增长。随着公司在全国物流节点布局建设推进和贯通，公司资金支出压力较大，且城市综合物流港项目投资回报期较长，存在运营不及预期的可能。

（2）港口及相关服务业务

截至2018年底，公司拥有港口仍为1个，为南京西坝码头，南京西坝码头分两期建设，均已投入正式运营。2018年，公司港口及相关服务业务实现收入13.18亿港元，较上年增长36.24%，主要系港口吞吐量及装卸业务有所增长所致。

港口散货业务

南京西坝码头主要承接港口散货业务，可实现卸船、装船、过驳、装汽车、装火车作业的五大功能，主要经营煤炭和石油焦的装卸、中转、堆存业务。2018年，公司港口散货完成吞吐量为4,430万吨，较上年增长68.70%，主要系公司通过拓展与码头经营相关的供应链管理服务业务，进一步丰富港口业务的结构并带动港口散货吞吐量的增长所致。

业务合作方面，得益于南京西坝码头较好的区位优势、毗邻南京化工园物流中心及公司专注于煤炭、石油焦等品种的散货业务，公司积极与大型矿企及其终端用户进行业务洽谈与合作。公司港口散货业务主要合作客户仍为华润电力（江苏）燃料有限公司、神华销售集团有限公司华中分公司、南京诚志清洁能源有限公司、华能国际电力股份有限公司和上海海螺物流有限公司。2018年，公司

前五大客户吞吐量占同期总吞吐量的比例约为 74%，公司前五大客户集中度较上年有所提升。

表 7 2017~2018 年公司港口散货业务经营情况

项目	2017 年	2018 年
停泊船舶（艘）	389	930
完成吞吐量（万吨）	2,626	4,430
其中：煤炭吞吐量（万吨）	2,279	4,110
石油焦吞吐量（万吨）	347	320

资料来源：公司提供

供应链管理服务业务

2018 年，公司供应链管理服务业务模式较上年基本无变化，主要包括委托采购和委托销售两种模式。公司供应链管理服务业务实现收入 8.75 亿元人民币，较上年大幅增长 43.66%，主要系公司大力拓展石油焦业务所致。公司发展供应链管理业务主要为了增加南京西坝码头的客户粘性，赚取价差较少，供应链管理业务的利润规模较小。

此外，2017 年，公司与江西丰城市政府相关部门签署了“深国际·丰城水铁联运物流基地”（以下简称“丰城项目”）项目合作框架协议，丰城项目由尚庄货运码头和同田综合码头 2 个码头组成。2018 年，公司继续推进落实与江西丰城市政府签署的丰城项目合作框架协议，成立了丰城深国际港湾有限公司，投资开发丰城项目，公司计划出资比例为 55%，预计总投资额为 10.6 亿元。目前尚庄货运码头已取得批复，同田综合码头完成土地调规等，项目前期工作正有序推进。

总体看，通过拓展与码头经营相关的供应链管理服务业务，带动港口散货吞吐量的增长，港口及服务业务收入有所增加，“深国际·丰城水铁联运物流基地”项目正有序推进。

（3）物流服务

公司物流服务业务盈利模式主要为对客户id提供物流方案策划等收取的服务费用和为客户解决运输方案赚取买卖差价（承接客户运单，运用自身信息系统优势，将运单转给相关专业运输机构以满足客户需求）。

2018 年，公司设立轻资产运营平台，对公司现有的第三方物流及供应链业务进行统筹管理，并积极探索物流增值服务，包括与敦豪航空货运公司（简称“DHL”）合作为华为智慧仓提供建设及运营服务、与从事矿泉水、粮油及乳业等生产及销售的恒大农牧集团有限公司于 2019 年初成立合资公司，为其提供全面的供应链管理服务。2018 年，公司物流服务业务收入为 8.02 亿港元，较上年减少 23.34%，主要系公司集中资源发展优质客户所致。

此外，公司与渤海轮渡集团股份有限公司共同出资的山东深国际渤海物流科技发展有限公司已成立，主要依托于烟台至大连黄金水道着力发展公水联运业务。

总体看，公司集中资源发展优质客户，物流服务收入有所下降，未来公司将发展公水联运业务。

4. 其他投资

（1）投资环保产业

2017 年 5 月，深高速以 44.09 亿元的对价收购重庆德润环境有限公司（以下简称“德润环境”）20.00% 股权。德润环境是一家综合性的环境企业，拥有水处理和垃圾焚烧发电两大业务，主要从事再生资源回收与资源化利用，环境污染治理及土壤修护整治。2017~2018 年，深高速参股德润环境分别实现投资收益 1.26 亿元和 1.62 亿元。

2017 年 7 月，深高速通过参与深圳联合产权交易所组织的深圳市水务规划设计院有限公司（以

下简称“深圳水规院”)增资 50%股权项目的报名登记和竞争性谈判,以 6,189 万元的对价认购深圳水规院增资后的 15%股权,深圳水规院是中国最早开展水务一体化设计的综合性勘测设计机构,拥有水利行业、市政给排水、工程勘察综合、测绘等 7 项甲级资质。

2019 年 3 月,深高速子公司深圳高速环境有限公司(以下简称“环境公司”)与南京风电科技有限公司(以下简称“南京风电”)原股东签订股权并购协议,约定以 2.10 亿元收购南京风电 30%股权,且在收购完成后对南京风电单方增资 3.00 亿元。上述股权并购及增资手续完成后,环境公司将持有南京风电 51%股权。南京风电是一家从事新型能源风力发电机组研发、生产,以及风电场开发的高科技企业,主要业务是研发、生产和销售大型风力发电机组,以及风电发电项目的投资运营,目前,该项股权并购事项尚未完成。

(2) 持有深圳航空 49.00%股权

截至 2018 年底,公司拥有深圳航空有限责任公司(以下简称“深圳航空”)49.00%股权(剩余 51.00%股权由中国国际航空公司持有),较年初无变化。截至 2018 年底,深圳航空共持有客机 214 架,经营国内外航线 286 条,其中国内航线 252 条,国际航线 24 条及港澳台地区航线 10 条,较年初均有所增长。2018 年,深圳航空运输旅客 3,067 万人次,较上年增长 8.45%;旅客运输量达 480.26 亿客公里,较上年增长 9.57%;客运收入达到 259.96 亿元人民币,较上年增长 9.06%。

表 8 2017~2018 年深圳航空运营数据

项目	2017 年	2018 年
营业收入(亿港元)	319.98	366.62
净利润(亿港元)	16.65	10.82
旅客运输量(亿客公里)	438.30	480.26
运输旅客(万人次)	2,828	3,067

资料来源:公司年报,联合评级整理

2018 年,深圳航空对公司贡献盈利为 4.69 亿港元,较上年下降 38.53%,主要系受汇率波动影响存在一定汇兑亏损所致。

(3) 持有南玻集团股权

中国南玻集团股份有限公司(以下简称“南玻集团”)成立于 1984 年,总部位于深圳市蛇口工业区,主要业务为节能玻璃、平板玻璃以及太阳能产业。截至 2018 年年报报出日,公司持有南玻集团 A 股股份约 3,561 万股,约占南玻集团已发行股本总额的 1.24%,以南玻集团于 2018 年 12 月 29 日收盘价 3.99 元人民币/股计算,公司拥有南玻集团股票市值约为 1.42 亿元人民币。未来,根据公司业务发展、内部资源整合等考虑因素,结合资本市场运行的实际情况,以及公司及股东利益最大化原则,公司或将适时减持南玻集团股份。

总体看,公司拥有深圳航空 49.00%股权可为其带来较为稳定的投资回报,子公司深高速将环保产业作为投资和发展方向,顺应国家政策,实现多元化经营。

5. 其他重大项目

(1) 前海项目

根据前海片区总体发展规划,物流业、信息服务业是前海重点发展的优势产业。2015 年 10 月,公司与深圳市规划和国土资源委员会及深圳市前海深港现代服务业合作区管理局(以下简称“前海管理局”)签订了土地整备框架协议,就西部物流园拥有的 5 宗土地,合计占地面积 38 万平方米的物

流用地进行土地性质变更，将西部物流园 T102-0069 宗地由物流用地变更为商住用地，涉及市政用地的前海片区地块分阶段移交前海管理局。

2017 年 10 月，公司与深圳市规划和国土资源委员会及前海管理局就公司于前海拥有的全部 5 宗土地签订土地整备框架协议的补充协议，公司可享有前海新规划土地的补偿价值总额约人民币 83.7 亿元，将以等价值置换土地的方式，以 2015 年 1 月 1 日作为地价基准日，获取于前海在新规划条件下的土地作为补偿。因此，公司于 2016 年 12 月获取的 3.88 万平方米前海首期项目用地成为公司于前海按新规划条件下的第一块补偿用地，作为上述土地补偿价值总额等价值置换土地的第一部分，其土地价值（地价）无需支付前海管理局，按照适用的相关会计准则对补偿收入的确认要求，公司于 2017 年确认税前收益约人民币 24.4 亿元。未来，公司将按照前海管理局的总体规划，适时获取前海剩余的土地整备补偿，并确认收益。

前海首期项目总建筑面积约 11 万平米，包括住宅项目 5.14 万平方米，办公项目 3.5 万平方米及商业项目 2.5 万平方米。住宅项目由公司与深业置地有限公司共同开发，已开工建设，预计 2019 年开始预售。办公项目方面，公司 2017 年与工业和信息化部软件与集成电路促进中心（以下简称“CSIP”）及中国电子信息产业发展研究院（以下简称“CCID”）签订三方合作协议，办公项目定位于“一带一路”信息港，打造面向物流及供应链领域的信息产业基地，建成面向“一带一路”的信息服务战略枢纽。2018 年 4 月，公司与 CSIP 和 CCID 签订《合作备忘录》，进一步明确了“一带一路”信息港的发展模式。

（2）梅林关城市更新项目

梅林关城市更新项目地块紧邻深圳市中心区域的福田区，是深圳市中心的功能拓展区以及城市重点发展区域，地理位置优越，具有较好的投资价值和增值空间。

梅林关城市更新项目由公司附属公司深圳市深国际联合置地有限公司（以下简称“联合置地”）负责。土地使用权系联合置地于 2015 年 6 月与深圳市规划和国土资源委员会龙华管理局签订土地出让合同，以总地价 35.67 亿元人民币（约为 39.81 亿港元）获取。梅林关城市更新项目为计容建筑面积约 48.6 万平方米的综合开发项目，将建有包括住宅、商业、办公、商务公寓以及公用配套设施等。

2018 年，联合置地以增资方式引入万科企业股份有限公司（以下简称“万科”）作为战略投资者共同开发梅林关城市更新项目。万科增资金额为 29 亿元人民币，获得联合置地 30% 股权。本次增资有助于借助万科在房地产领域全方位的经验、能力、技术、品牌等优势，提升梅林关更新项目的质量管理及整体回报。

梅林关城市更新项目分三期进行开发建设，一期住宅可售面积约 7.5 万平方米，保障房面积约 4.2 万平方米，二期预计住宅可售面积约 6.8 万平方米，项目三期预计住宅可售面积约 6.3 万平方米，并设有约 19 万平方米的办公及商务公寓综合建筑。此外，梅林关城市更新项目总体规划了约 3.45 万平方米的商业配套物业。截至 2018 年底，项目一期正在进行主体工程建设，并已取得项目预售许可证，项目二期正在进行施工图报建，项目三期正在进行方案报建，计划于 2019 年上半年取得《建设工程规划许可证》。

总体看，公司未来可获得一定规模的前海剩余土地整备补偿，前海首期项目前景较好，引进万科作为战略投资者共同开发梅林关更新项目，有助于提升梅林关更新项目质量管理及整体回报。

6. 未来发展

未来，公司将围绕“一带一路”、粤港澳大湾区建设、长江经济带等国家级战略，做好已投入运营的物流园项目的运营管理，提升招商、运营以及增值服务能力，控制经营成本，优化业务范围。

同时，做好综合物流港战略的贯彻落实，加快在全国重要物流节点城市的布局，尤其要在珠三角、长三角、环渤海湾地区和重要物流节点城市加密布局，坚持新建与并购，不断积累优质资源，不断筑牢发展基础，拓展盈利空间。

2019年，公司将寻求国内一线城市以及海外具有可持续性的优质物流项目的并购机会，力争在大湾区、长三角等地的多个战略性项目取得实质性突破，扩大公司规模及网络覆盖范围，通过资源整合促进现有物流业务的规模和效益提升。

总体看，公司发展战略紧随国家政策，发展规划明确，可实施性强。

六、财务分析

1. 财务概况

公司2018年度财务报告经毕马威会计师事务所审计，并出具了标准无保留的审计意见。公司综合财务报表根据《香港财务报告准则》及其他准则的原则编制。

从合并范围变化看，截至2018年底，公司纳入合并范围的重要附属公司共66家，较年初增加11家，其中新纳入沿江公司规模较大，其他新纳入或移出附属公司规模不大。由于子公司深高速收购沿江公司，为同一控制下合并，则需对2017年财务报表进行重述，本报告采用重述后数据。从会计政策和会计估计变更看，2018年公司财务报表采用的会计估计无变化，会计政策采用香港会计师工会发出的新香港财务报告准则及修订。对公司财务报表有影响的会计准则包括《香港财务报告准则》第9号、第15号和香港（国际财务报告解释公告）第22号。公司相应调整2018年期初数据，其他数据不重述。

总体看，公司合并范围有一定变化，会计政策有所调整，但其变动对公司财务数据连续性和可比性的影响不大，且同一控制下合并进行财务报表重述，且本报告采用重述后数据，公司财务数据可比性强。

2. 资产质量

截至2018年底，公司资产合计843.65亿港元，较年初增长7.07%，主要系流动资产有所增长所致。其中，流动资产占35.31%，非流动资产占64.69%，资产构仍成以非流动资产为主。

流动资产

截至2018年底，公司流动资产297.90亿港元，较年初增长53.40%，主要系现金及现金等价物、业务及其他应收款增加所致。公司流动资产主要由存货（占27.04%）、业务及其他应收款（占13.35%）、受限制银行存款（占7.01%）、现金及现金等价物（占45.87%）构成。

截至2018年底，公司存货80.55亿港元，较年初增长6.07%，主要系公司采纳《香港财务报告准则》第15号，于2018年1月1日做期初调整以就若干预收客户预付款确认预提利息，且该利息符合资本化条件则计入发展中物业账面价值所致。存货主要由待开发的前海土地（占20.17%）、发展中物业及土地（占68.97%）和待售的已完工物业（占11.06%）构成。截至2018年底，公司存货计提减值准备2.48亿港元，主要系沈阳综合物流港项目经营业绩欠佳，公司评估位于沈阳的待售已完工物业存在减值迹象，对其计提减值准备所致。公司业务及其他应收款主要是1个月内的应收高速公路结算款¹、信贷期在为3个月内的业务应收款，以及深圳交委尚未支付的因处置四项目收益的所得税款补偿款等。截至2018年底，公司业务及其他应收款39.77亿港元，较年初增长89.13%，主

¹ 公司所运营高速公路已实行联网统一路费收取政策，收费公路的路费收入结算期通常为1个月以内。

要系因处置四条高速公路之特许经营权新增应收政府款项 19.42 亿港元所致，公司对业务及其他应收款计提亏损拨备 0.30 亿港元。公司受限制银行存款 20.89 亿港元，较年初减少 27.80%，主要系随着委托工程管理项目陆续完工，相应的专项账户存款减少所致。截至 2018 年底，公司现金及现金等价物为 136.64 亿港元，较年初增长 139.58%，主要系公司增加对外融资所致。

非流动资产

截至 2018 年底，公司非流动资产合计 545.75 亿港元，较年初减少 8.09%，主要系无形资产减少所致。公司非流动资产主要由物业、厂房及设备（占 9.66%）、土地使用权（占 5.37%）、无形资产（占 49.51%）和于联营公司之权益（占 26.10%）构成。

截至 2018 年底，公司物业、厂房及设备账面净值为 52.73 亿港元，较年初增长 0.52%，累计折旧及减值 29.20 亿港元，成新率一般，为 67.06%。公司土地使用权为 29.32 亿港元，较年初增长 49.68%，主要系公司综合物流港项目推进，获得土地使用权增加所致，主要由位于中国的土地租赁中期租约（10~15 年）构成，占比为 99.82%，土地使用权累计摊销额为 0.56 亿港元，产生汇兑差额为 1.19 亿港元。公司无形资产 270.21 亿港元，较年初减少 19.64%，主要系深圳交委于 2018 年底收回四条高速公路的公路权益所致，无形资产累计摊销及减值 99.59 亿港元。公司于联营公司之权益 142.45 亿港元，较年初减少 0.28%，公司重要的联营公司主要为深圳航空（持股比例 49.00%）和德润环境（持股比例 20.00%）。

截至 2018 年底，公司受限资产合计为 232.77 亿港元，占资产总额的比例为 27.59%，公司资产受限比例偏高，受限资产主要包括清连高速、梅观高速、益常高速、外环高速、沿江高速的部分或全部收费经营权，以及受限制银行存款 20.89 亿港元。

总体看，公司资产仍以非流动资产为主，非流动资产中收费公路经营权和于联营公司之权益占比较大，可为公司带来较为稳定的收入及经营性现金流入和一定的投资回报，在手资金充裕，公司资产质量良好。

3. 负债及所有者权益

负债

截至 2018 年底，公司负债合计 400.05 亿港元，较年初减少 3.53%，系流动负债和非流动负债均有所减少所致。其中，流动负债占 31.05%，非流动负债占 68.95%，仍以非流动负债为主。

截至 2018 年底，公司流动负债 124.23 亿港元，较年初减少 5.05%，主要系贷款（流动负债部分）、业务及其他应付款减少所致。流动负债由业务及其他应付款（占 49.08%）、合同负债（占 14.69%）、应付所得税（占 19.02%）和贷款（流动负债部分）（占 17.21%）构成。截至 2018 年底，公司业务及其他应付款 60.98 亿港元，较年初减少 14.72%，主要系深圳交委提前收回四条高速公路产权权益，确认资产处置收益，政府所给予免费通行补偿相关款项相应减少所致。公司应付所得税 23.63 亿港元，较年初增长 206.06%，主要系 2018 年公司确认南光等四条高速公路的处置收益，应付所得税相应增加所致。公司贷款（流动负债部分）21.38 亿港元，较年初减少 57.64%，主要系偿还部分短期贷款所致。

截至 2018 年底，公司非流动负债 275.82 亿港元，较年初减少 2.83%，主要系其他非流动负债减少所致。公司非流动负债主要由贷款（非流动负债部分）（占 88.73%）和递延所得税负债（占 6.56%）构成。截至 2018 年底，公司贷款（非流动负债部分）为 244.74 亿港元，较年初增长 50.26%，主要系公司发行“18 国际 P1”和“18 国际 P2”以及子公司深高速发行“18 深圳高速 MTN001”和“18 深圳高速 MTN002”，合计发行规模人民币 68.00 亿元。公司贷款（非流动负债部分）主要由长期

银行贷款（占 51.93%）、熊猫债券（占 23.29%）、企业债券（占 13.24%）、中期票据（占 8.37%）和优先票据（占 3.17%）构成。截至 2018 年底，公司贷款（非流动负债部分）2020 年到期的为 10.93 亿港元，2021~2023 年到期的为 167.01 亿港元（其中 2023 年到期规模较大），2023 年以后到期的为 66.80 亿港元，公司贷款（非流动负债）2023 年存在一定的集中偿付压力。截至 2018 年底，公司递延所得税负债 18.09 亿港元，较年初减少 18.23%，主要系梅林关项目搬迁补偿及新收费站运营补偿使得公司计税基础与账面价值差额的暂时性差异减少所致。

截至 2018 年底，公司全部债务为 266.12 亿港元，较年初增长 24.74%，主要系长期债务增加所致。其中，短期债务占 8.03%，长期债务占 91.97%，仍以长期债务为主，债务结构较好。截至 2018 年底，公司资产负债率为 47.42%，较年初下降 5.21 个百分点，全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 37.50% 和 35.56%，分别较年初上升 1.13 个百分点和 5.18 个百分点，公司债务负担处于合理水平。将公司发行的永续证券调整至长期债务进行测算调整后，截至 2018 年底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 50.18%、40.78% 和 38.94%，分别较调整前上升 2.76 个百分点、3.28 个百分点和 3.39 个百分点，增长幅度不大。

总体看，公司负债仍以非流动负债为主，债务结构较好，整体债务负担处于合理水平。

总权益

截至 2018 年底，公司总权益合计 443.60 亿港元，较年初增长 18.84%，主要系公司其它储备及保留盈余、非控制性权益有所增长所致。公司总权益中本公司普通股持有人应占权益占 63.12%，主要由股本及股本溢价（占 37.69%）、其它储备及保留盈余（62.31%）构成，公司总权益结构稳定性一般。

截至 2018 年底，公司股本及股本溢价为 105.52 亿港元，较年初增长 15.20%，主要系公司根据 2018 年 5 月股东大会批准的末期股息的代息股份计划，以每股 16.35 港元价格发行 7,298.40 万股新股，以支付股息 11.93 亿港元所致。截至 2018 年底，公司其他储备及保留盈余为 174.46 亿港元，较年初增长 18.14%，主要系保留盈余累积所致。

总体看，公司总权益规模有所增长，总权益结构稳定性一般。

4. 盈利能力

2018 年，公司实现收入 115.81 亿港元，较上年增长 14.22%，主要系公司收费公路收入有所增长所致；实现年度纯利 65.27 亿港元，较上年增长 38.65%，主要系受益于深圳交委收回四条高速公路的路产权益，其他收益大幅增长所致。

从期间费用看，2018 年公司费用总额为 21.04 亿港元，较上年增长 24.36%，主要系财务费用增长所致。费用总额主要由管理费用（占 28.18%）和财务费用（占 67.67%）构成。2018 年，公司管理费用为 5.93 亿港元，较上年减少 2.20%，变动不大。财务费用为 14.24 亿港元，较上年增长 40.90%，主要系债务规模增长，利息费用相应增长，且受汇率波动影响，由上年的汇兑净收益转为汇兑损失所致。2018 年，公司费用收入比为 18.16%，较上年增加 1.48 个百分点，公司费用对利润有一定侵蚀。

2018 年，其他收益为 47.03 亿港元，较上年增长 78.54%，主要系深圳交委提前收回了公司持有的四条高速剩余收费公路权益并按约定给予现金补偿，并确认为其他收益所致。2018 年，公司其他收益占经营盈利的比例为 54.41%，较上年提升 8.76 个百分点；其他收益对经营盈利的贡献较大，但其他收益的确认存在一定的波动性，未来经营盈利或随之有所波动。

2018 年，公司应占合营公司盈利为 0.15 亿港元，较上年下降 24.04%，主要系深国际融资租赁

公司由合营公司转为附属公司所致。

2018年，公司应占联营公司盈利为11.26亿港元，较上年减少17.72%，主要系联营公司深圳航空受汇率波动影响，净利润有所下降所致。

从盈利指标看，2018年，公司总资本收益率、总资产报酬率和净资产收益率分别为12.29%、12.01%和15.98%。

总体看，公司收入规模和年度纯利均有所增长，应占联营公司盈利对经营盈利形成一定补充，其他收益对经营盈利的贡献较大，但其他收益的确认存在一定的波动性。

5. 现金流

从营运活动看，2018年，公司营运活动产生的净现金为21.13亿港元，较上年减少16.29%，主要系物流服务业务部分应收款未到期回款，营运产生的现金减少所致。

从投资活动看，2018年公司投资活动现金流入主要为收回部分债券投资款、前海土地前期出让款及收到利息和股息，投资活动现金流出主要为公司推进综合物流港项目布局和建设，购置土地使用权的支出。2018年，公司投资活动所用的净现金为-25.20亿港元，仍为净流出状态，但净流出规模较上年有所缩减。

从筹资活动看，2018年公司筹资活动现金流入主要为公司借贷所得款项188.85亿港元，包括银行借款和发行债券；筹资活动现金流出主要为公司偿还贷款126.18亿港元。2018年，公司筹资活动产生的净现金为83.31亿港元，净流入规模进一步扩大。

总体看，公司营运活动产生的净现金规模较上年有所减少，投资活动所用的净现金仍为净流出状态，净流出规模较上年有所缩减，随着公司“深国际综合物流港”的持续推进，公司仍有较大筹资需求。

6. 偿债能力

从短期偿债能力指标来看，截至2018年底，公司流动比率和速动比率分别为2.40倍和1.75倍，较年初的1.48倍和0.90倍均有所提升。公司现金短期债务比为8.04倍，较上年的1.93倍有所提升，公司在手资金充裕，短期偿债能力很强。

从长期偿债能力指标来看，2018年公司EBITDA为121.11亿港元，较上年增长27.02%，主要系除税前盈利有所增长所致。公司的EBITDA主要由除税前盈利（占69.04%）、折旧加摊销（占19.08%）和计入财务费用的利息支出（占11.87%）构成。2018年，公司EBITDA全部债务比为0.46倍，变动不大；EBITDA利息保障倍数为7.43倍，较上年的6.93倍有所提升，公司整体长期偿债能力很强。

截至2018年底，公司对外担保合计为19.02亿港元（具体如下表所示），公司对外担保金额小，整体代偿风险较小。

表9 截至2018年底公司对外担保明细（单位：亿港元）

担保方	被担保方	担保额度	担保起始日	担保有效截止日	担保类型
深高速	物业买家之房屋贷款	8.49	贷款合同生效之日起	合同项下的抵押生效日	连带责任保证担保
联合置地	贷款客户	1.40	贷款合同生效之日起	合同项下的抵押生效日	连带责任保证担保
深高速	中国建设银行深圳市分行	9.13	2007年8月	公司债券本息偿还完毕之日	股权质押担保

资料来源：公司提供

截至 2018 年底，公司无重大未决诉讼。

截至 2018 年底，公司合并口径金融机构未使用授信余额约为 556 亿港元，公司融资渠道畅通。总体看，公司短期和长期偿债能力均很强，可用授信规模大，整体偿债能力极强。

7. 母公司财务概况

截至 2018 年底，母公司资产总额 242.05 亿港元，总权益 156.36 亿港元，负债为 85.70 亿港元，全部债务为 85.00 亿港元，其中应付债券为 56.99 亿港元；母公司资产负债率为 35.40%，全部债务资本化比率为 35.22%。2018 年，母公司实现年度纯利 24.46 亿港元。

七、公司债券偿还能力分析

从资产情况来看，截至 2018 年底，公司现金类资产为 171.77 亿港元，为“18 国际 P1”待偿本金 3.00 亿元人民币（折合 3.42 亿港元²）的 50.23 倍，公司现金类资产对债券的覆盖程度很高；净资产为 443.60 亿港元，为债券待偿本金（3.42 亿港元）的 129.71 倍，公司较大规模的现金类资产和净资产能够对“18 国际 P1”的按期偿付起到很强的保障作用。

从盈利情况来看，2018 年，公司 EBITDA 为 121.11 亿港元，为待偿本金（3.42 亿港元）的 35.41 倍，公司 EBITDA 对“18 国际 P1”债券本金的覆盖程度很高。

从现金流情况来看，公司 2018 年营运产生的现金和营运活动产生的净现金分别为 42.55 亿港元和 21.13 亿港元，为“18 国际 P1”待偿本金（3.42 亿港元）的 12.44 倍和 6.18 倍，公司经营活动现金流入量和净额均对“18 国际 P1”本金的覆盖程度很高。

综上分析，并考虑到公司作为深圳市国资委下属的香港上市公司，在行业地位、经营实力、盈利能力等方面具有显著优势，公司对“18 国际 P1”的偿还能力极强。

八、综合评价

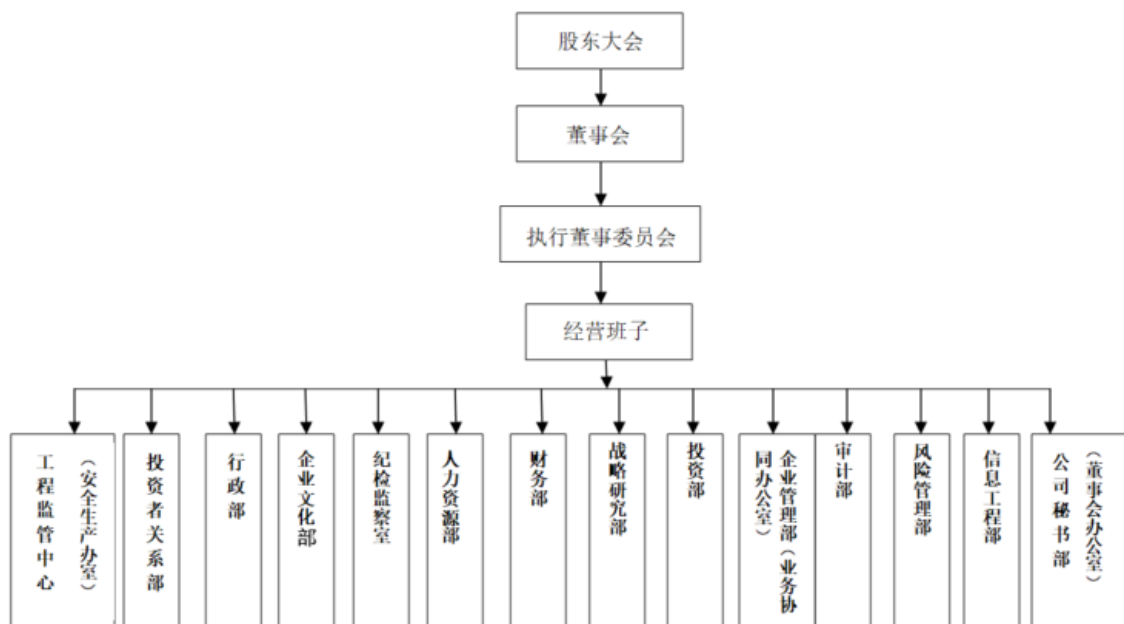
公司路产质量较高，2018 年通行费收入有所增长，为公司带来稳定的现金流；深圳交委提前收回公司持有的四条高速剩余收费公路权益，带动公司年度纯利大幅增长。同时，联合评级也关注到“深国际城市综合物流港”项目网点布局范围较大，存在一定的资本支出压力等因素对公司信用水平带来的不利影响。

未来，公司可获得一定规模的前海剩余土地整备补偿，且随着前海项目和梅林关更新项目推进，项目收益可期。此外，随着“深国际城市综合物流港”网点布局的完善，公司物流业务市场竞争力有望进一步增强。

综上，联合评级维持公司主体信用等级为“AAA”，评级展望为“稳定”；同时维持“18 国际 P1”的债项信用等级为“AAA”。

² 以 2018 年 12 月 31 日汇率折算

附件 1 深圳国际控股有限公司 组织结构图



附件 2 深圳国际控股有限公司 主要计算指标

项目	2017 年	2018 年
资产总额 (亿港元)	787.96	843.65
总权益 (亿港元)	373.28	443.60
短期债务 (亿港元)	50.47	21.38
长期债务 (亿港元)	162.88	244.74
全部债务 (亿港元)	213.35	266.12
营业收入 (亿港元)	101.39	115.81
年度纯利 (亿港元)	47.07	65.27
EBITDA (亿港元)	95.35	121.11
经营性净现金流 (亿港元)	25.24	21.13
应收账款周转次数 (次)	--	3.78
存货周转次数 (次)	--	0.87
总资产周转次数 (次)	--	0.14
总资本收益率 (%)	--	12.29
总资产报酬率 (%)	--	12.01
净资产收益率 (%)	--	15.98
营业利润率 (%)	37.13	39.51
费用收入比 (%)	16.68	18.16
资产负债率 (%)	52.63	47.42
全部债务资本化比率 (%)	36.37	37.50
长期债务资本化比率 (%)	30.38	35.56
EBITDA 利息倍数 (倍)	6.93	7.43
EBITDA 全部债务比 (倍)	0.45	0.46
流动比率 (倍)	1.48	2.40
速动比率 (倍)	0.90	1.75
现金短期债务比 (倍)	1.93	8.04
经营现金流动负债比率 (%)	19.29	17.01
EBITDA/待偿本金合计 (倍)	27.90	35.43

注：1、本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；2、由于子公司深高速收购沿江公司，为同一控制下合并，2017 年报表进行重述，本报告采用经重述的数据；3、因 2016 年报表亦进行追溯调整，无相关明细，2017 年部分指标不测算；4、EBITDA/待偿本金合计=EBITDA/本报告所跟踪债项合计待偿本金。

附件 3 有关计算指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
年均增长率	(1) 2 年数据: 增长率=(本期-上期)/上期×100% (2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} -1]×100%
经营效率指标	
应收账款周转次数	营业收入/[(期初应收账款余额+期末应收账款余额)/2]
存货周转次数	营业成本/[(期初存货余额+期末存货余额)/2]
总资产周转次数	营业收入/[(期初总资产+期末总资产)/2]
现金收入比率	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	(净利润+计入财务费用的利息支出)/[(期初所有者权益+期初全部债务+期末所有者权益+期末全部债务)/2]×100%
总资产报酬率	(利润总额+计入财务费用的利息支出)/[(期初总资产+期末总资产)/2]×100%
净资产收益率	净利润/[(期初所有者权益+期末所有者权益)/2]×100%
主营业务毛利率	(主营业务收入-主营业务成本)/主营业务收入×100%
营业利润率	(营业收入-营业成本-营业税金及附加)/营业收入×100%
费用收入比	(管理费用+营业费用+财务费用)/营业收入×100%
财务构成指标	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务/(长期债务+短期债务+所有者权益)×100%
长期债务资本化比率	长期债务/(长期债务+所有者权益)×100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/(资本化利息+计入财务费用的利息支出)
EBITDA 全部债务比	EBITDA/全部债务
经营现金债务保护倍数	经营活动现金流量净额/全部债务
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数	筹资活动前现金流量净额/全部债务
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计
速动比率	(流动资产合计-存货)/流动负债合计
现金短期债务比	现金类资产/短期债务
经营现金流动负债比率	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
经营现金利息偿还能力	经营活动现金流量净额/(资本化利息+计入财务费用的利息支出)
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力	筹资活动前现金流量净额/(资本化利息+计入财务费用的利息支出)
本期公司债券偿债能力	
EBITDA 偿债倍数	EBITDA/本期公司债券到期偿还额
经营活动现金流入量偿债倍数	经营活动产生的现金流入量/本期公司债券到期偿还额
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额/本期公司债券到期偿还额

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产+应收票据

长期债务=长期借款+应付债券

短期债务=短期借款+应付票据+应付短期债券+一年内到期的非流动负债

全部债务=长期债务+短期债务

EBITDA=利润总额+计入财务费用的利息支出+固定资产折旧+摊销

所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 4 公司主体长期信用等级设置及其含义

公司主体长期信用等级划分成 9 级，分别用 AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC 和 C 表示，其中，除 AAA 级，CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

AAA 级：偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低；

AA 级：偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低；

A 级：偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低；

BBB 级：偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般；

BB 级：偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高；

B 级：偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高；

CCC 级：偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高；

CC 级：在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务；

C 级：不能偿还债务。

长期债券（含公司债券）信用等级符号及定义同公司主体长期信用等级。