信用评级公告

联合〔2021〕 4868 号

联合资信评估股份有限公司通过对中国建筑国际集团有限公司主体及其相关债券的信用状况进行跟踪分析和评估，确定维持中国建筑国际集团有限公司主体长期信用等级为 AAA，维持“20 中建 G1”信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估股份有限公司

评级总监：

二〇二一年六月二十二日

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号PICC大厦17层
Editorial Office Address: 17/F, PICC Building, 2, Jianguomenwai Street, Beijing
电话（Tel）：（010）85679696 | 邮箱（Email）:lianhe@lhratings.com | 传真(Fax):(010)85679228
网址（Website）:www.lhratings.com | 邮编（Postal Code）:100022

中国建筑国际集团有限公司2021年跟踪评级报告

评级结果：

项目	本次级别	评级展望	上次级别	评级展望
中国建筑国际集团有限公司	AAA	稳定	AAA	稳定
20中建G1	AAA	稳定	AAA	稳定

跟踪评级债券概况：

债券简称	发行规模	债券余额	到期兑付日
20中建G1	20.00亿元	20.00亿元	2023/07/29

注：上述债券仅包括由联合资信评级、且截至评级时点尚处于存续期的债券

评级时间：2021年6月22日

本次评级使用的评级方法、模型：

名称	版本
建筑与工程企业信用评级方法	V3.0.201907
建筑与工程企业主体信用评级模型（打分表）	V3.0.201907

注：上述评级方法和评级模型均已在联合资信官网公开披露

评级观点

中国建筑国际集团有限公司（以下简称“公司”）是中国建筑集团有限公司（以下简称“中国建筑”）下属重要的港澳地区建筑施工及内地基建投资平台。跟踪期内，公司资质水平进一步提升，在港澳地区仍保持很高的市场地位；股东中国建筑实力极强，持续给予公司支持；公司项目储备充足，未来收入规模有保障。同时，联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到，跟踪期内，公司经营性现金持续净流出，PPP类项目资金沉淀规模大、对资金形成较大占用等因素对公司信用水平带来的不利影响。未来，随着业务的不断拓展及相关业务转型的推进，公司新签合同规模及营业收入有望保持增长。

综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为AAA，维持“20中建G1”信用等级为AAA，评级展望为稳定。

优势

1. **跟踪期内，公司在港澳地区仍保持很高的市场地位，内地施工资质进一步提升。**公司自成立以来深耕香港、澳门市场，市场地位很高。公司资质齐全，持有香港五项最高等级的建筑C牌执照，在澳门可承接所有类别工程；跟踪期内，在大湾区专业资质互认的机遇下，公司在深圳取得四项特级施工总承包资质备案，有助于积极融入粤港澳大湾区市场进行业务开拓。
2. **股东实力极强，跟踪期内持续给予公司支持。**公司股东中国建筑是世界最大的工程承包商，公司是中国建筑基础设施投资板块的旗舰平台，在集团内部基建项目投资额度方面持续获得股东支持。
3. **跟踪期内，公司在手订单充足。**2020年，公司新签合同额1110.80亿港币，截至2020年底，在手未完合同额2523.70亿港币；公

本次评级模型打分表及结果：

指示评级	aaa		评价结果	AAA
评价内容	评价结果	风险因素	评价要素	评价结果
经营风险	A	经营环境	宏观和区域风险	3
			行业风险	4
		自身竞争力	基础素质	1
			企业管理	2
			经营分析	2
财务风险	F2	现金流	资产质量	3
			盈利能力	1
			现金流量	6
		资本结构		2
		偿债能力		2
调整因素和理由				调整子级
--				--

注：经营风险由低至高划分为 A、B、C、D、E、F 共 6 个等级，各级因子评价划分为 6 档，1 档最好，6 档最差；财务风险由低至高划分为 F1－F7 共 7 个等级，各级因子评价划分为 7 档，1 档最好，7 档最差；财务指标为近三年加权平均值；通过矩阵分析模型得到指示评级结果

分析师：

唐立倩（登记编号：R0150220120006）

邹　洁（登记编号：R0150221020002）

邮箱：lianhe@lhratings.com

电话：010-85679696

传真：010-85679228

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号中国人保财险大厦 17 层（100022）

网址：www.lhratings.com

司项目储备充足，未来收入规模有保障。

关注

1. **跟踪期内，公司经营性现金持续净流出。**跟踪期内，受并表投资类业务投入规模大、回款周期较长的影响，公司经营活动现金持续呈净流出状态。
2. **PPP 类项目资金沉淀规模大，对资金形成较大占用。**跟踪期内，随着基建投资项目的推进，公司因基建投资及建筑施工业务未回款而形成的贸易及其他应收款持续增长。截至 2020 年底，公司贸易及其他应收款合计 918.90 亿港币，占资产总额的 49.19%，对资金形成较大占用，未来需关注项目回款情况。

主要财务数据：

合并口径			
项目	2018 年	2019 年	2020 年
现金类资产（亿港币）	179.26	226.24	224.55
资产总额（亿港币）	1361.22	1614.24	1868.11
所有者权益（亿港币）	430.78	509.08	582.80
短期债务（亿港币）	27.96	123.81	127.58
长期债务（亿港币）	382.45	382.76	475.11
全部债务（亿港币）	410.41	506.56	602.70
营业收入（亿港币）	556.26	616.70	624.58
利润总额（亿港币）	62.06	72.84	82.44
EBITDA（亿港币）	83.69	100.44	113.40
经营性净现金流（亿港币）	-19.25	-27.04	-45.32
营业利润率（%）	15.63	14.98	14.86
净资产收益率（%）	11.18	12.18	11.88
资产负债率（%）	68.35	68.46	68.80
全部债务资本化比率（%）	48.79	49.88	50.84
流动比率（%）	112.37	106.18	110.09
经营现金流动负债比（%）	-3.59	-3.80	-5.67
现金短期债务比（倍）	6.41	1.83	1.76
EBITDA 利息倍数（倍）	4.70	4.41	4.23
全部债务/EBITDA（倍）	4.90	5.04	5.31

评级历史：

债项名称	债项级别	主体级别	评级展望	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
20 中建 G1	AAA	AAA	稳定	2020/07/13	倪　昕 张晶晶	建筑与工程企业信用评级方法（原联合信用评级有限公司评级方法）	阅读全文

注：上述历史评级项目的评级报告通过报告链接可查阅

声　明

一、本报告引用的资料主要由中国建筑国际集团有限公司（以下简称“该公司”）提供，联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）对这些资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。

二、除因本次评级事项联合资信与该公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与该公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

三、联合资信与评级人员履行了调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则，符合真实性、准确性、完整性要求。

四、本报告的评级结论是联合资信依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因该公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

五、本报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

六、本次信用评级结果仅适用于本期债项，有效期为本期债项的存续期；根据跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

分析师：

联合资信评估股份有限公司

中国建筑国际集团有限公司 2021 年跟踪评级报告

一、跟踪评级原因

根据有关要求，按照联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）关于中国建筑国际集团有限公司（以下简称“公司”或“中建国际”）及相关债券的跟踪评级安排进行本次跟踪评级。

二、企业基本情况

中建国际前身系中国海外建筑工程有限公司，自 1979 年起在香港从事建筑工程业务，后历经多次重组，2004 年 3 月于开曼群岛注册，并于 2005 年 7 月 8 日在香港上市（股票代码：3311.HK），直接控股股东为中国海外集团有限公司（以下简称“中海集团”）。跟踪期内，公司控股股东及实际控制人未发生变化；截至 2021 年 5 月底，公司总股本 503761.67 万股，中海集团持有公司 64.81%的股份，为公司控股股东，中国建筑集团有限公司（以下简称“中国建筑”）为公司实际控制人。

跟踪期内，公司职能定位和营业范围未发生变化。截至2020年底，公司本部内设部门共计12个，纳入合并范围一级子公司13家，在职员工9107人。

截至 2020 年底，公司资产总额 1868.11 亿港币，所有者权益 582.80 亿港币（含少数股东权益 0.62 亿港币）；2020 年，公司实现营业收入 624.58 亿港币，利润总额 82.44 亿港币。

公司注册地址：Cricket Square，Hutchins Drive，P.O. Box 2681，Grand Cayman KY1-1111，The Cayman Islands；公司董事局主席：颜建国。

三、存续债券概况及募集资金使用情况

截至 2021 年 3 月底，联合资信所评公司存续债券“20 中建 G1”尚需偿还债券余额 20.00 亿元。跟踪期内，“20 中建 G1”尚未到付息日。截至报告出具日，“20 中建 G1”债券募集资金使用完毕，按募集资金规定用途用于偿还公司债务、补充公司流动资金。

表 1　跟踪评级债券概况（单位：亿元、年）

债券简称	发行金额	债券余额	起息日	期限
20 中建 G1	20.00	20.00	2020/07/29	3

资料来源：联合资信根据公开资料整理

四、宏观经济和政策环境

1. 宏观政策环境和经济运行情况

2020 年，新冠肺炎疫情全球大流行，对各国经济和贸易造成严重冲击，全球经济陷入深度衰退。我国宏观政策加大逆周期调节力度对冲疫情负面影响，以“六稳”“六保”为中心，全力保证经济运行在合理区间。在此背景下，2020 年我国经济逐季复苏，GDP 全年累计增长 2.30%，成为全球主要经济体中唯一实现正增长的国家，GDP 首次突破百万亿大关，投资超越消费再次成为经济增长的主要驱动力。

2021 年一季度，我国经济运行持续恢复，宏观政策整体保持了连贯性，稳健的货币政策灵活精准、合理适度，把服务实体经济放到更加突出的位置；积极的财政政策提质增效，推动经济运行保持在合理区间。

经济修复有所放缓。

2021 年一季度，我国国内生产总值现价为 24.93 万亿元，实际同比增长 18.30%，两年平均增长 5.00%[1]，低于往年同期水平，主要是受到疫情反复、财政资金后置等短期影响拖累。分产业看，三大产业中第二产业恢复最快，第三产业仍有较大恢复空间。具体看，第二产业增加值两年平均增长 6.05%，已经接近疫情前正常水平（5%~6%），第二产业恢复情况良好，

[1] 为剔除基数效应影响，方便对经济实际运行情况进行分析判断，文中使用的两年平均增长率为以 2019 年同期为基期进行比较计算的几何平均增长率，下同。

其中工业生产恢复良好，工业企业盈利改善明显；而一、三产业仍未回到疫情前水平。其中第一产业增加值两年平均增长 2.29%，增速略微低于疫情前正常水平；第三产业两年平均增长 4.68%，较 2019 年同期值低 2.52 个百分点，第三产业仍有恢复空间，主要是由于年初局部性疫情爆发拖累了服务业的修复进程。

表 2　2017—2020 年及 2021 年一季度中国主要经济数据（单位：万亿元、%）

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年一季度
GDP	83.20	91.93	98.65	101.60	24.93
GDP 增速	6.95	6.75	6.00	2.30	18.30
规模以上工业增加值增速	6.60	6.20	5.70	2.80	24.50
固定资产投资增速	7.20	5.90	5.40	2.90	25.60
社会消费品零售总额增速	10.20	8.98	8.00	-3.90	33.90
出口增速	10.80	7.10	5.00	4.00	38.70
进口增速	18.70	12.90	1.70	-0.70	19.30
CPI 增幅	1.60	2.10	2.90	2.50	0.00
PPI 增幅	6.30	3.50	-0.30	-1.80	2.10
城镇失业率	3.90	4.90	5.20	5.20	5.30
城镇居民人均可支配收入增速	6.50	5.60	5.00	1.20	13.70
公共财政收入增速	7.40	6.20	3.80	-3.90	24.20
公共财政支出增速	7.70	8.70	8.10	2.80	6.20

注：1. GDP 总额按现价计算；2. 出口增速、进口增速均以人民币计价统计；3. GDP 增速、规模以上工业增加值增速、城镇居民人均可支配收入增速为实际增长率，固定资产投资增速、社会消费品零售总额增速为名义增长率；4. 城镇失业率统计中，2017 年为城镇登记失业率，2018 年开始为城镇调查失业率，指标值为期末数
资料来源：联合资信根据国家统计局和 Wind 数据整理

消费对 GDP 的拉动作用明显提升，成为拉动经济的主引擎；投资拉动垫底；净出口创 2007 年以来新高。

从两年平均增长来看，2021 年一季度社会消费品增速为 4.20%，延续了上年逐季恢复的趋势，与疫情前水平的差距进一步缩小；消费超越投资重新成为拉动经济增长的主引擎，疫情以来对 GDP 增长的拉动作用首次转正，但仍低于疫情前正常水平。一季度固定资产投资完成额 9.60 万亿元，同比增长 25.60%，两年平均增长 2.90%，与疫情前正常水平差距较大，固定资产投资仍处在修复过程中；资本形成总额对 GDP 增长的拉动作用最弱，疫情以来主要靠投资拉动的经济增长模式有所改变。一季度外贸实现开门红，贸易顺差 7592.90 亿元，较上年同期扩大 690.60%，净出口对 GDP 增长的拉动作用延续上年逐季上升的趋势，达到 2007 年以来的最高水平。一季度三大需求对 GDP 增长的拉动情况反映出经济内在增长动力较上年有所增强，经济结构进一步改善。

居民消费价格指数运行平稳，生产者价格指数结构性上涨。

2021 年一季度，全国居民消费价格指数（CPI）和扣除食品和能源价格后的核心 CPI 累计同比增速均为 0，较上年同期分别回落 4.9 和 1.30 个百分点，处于低位。2021 年一季度，全国工业生产者出厂价格指数（PPI）累计同比上涨 2.10%，呈现逐月走高的趋势。国际大宗商品价格上涨推高钢材、有色金属等相关行业出厂价格，带动 PPI 持续上行，加大了制造业的成本负担和经营压力。

社融存量增速下降。

截至 2021 年 3 月底，社融存量同比增速为 12.30%，较上年末下降 1 个百分点，信用扩张放缓；2021 年一季度新增社融 10.24 万亿元，虽同比少增 0.84 万亿元，但却是仅次于上年一季度的历史同期次高值，反映出实体经济融资需求仍较为旺盛。从结构来看，信贷和未贴现银行承兑汇票是支撑一季度社融增长的主要因素，企业债券和政府债券融资则是一季度新增社融的拖累项。货币供应量方面，截至 2021 年 3 月底，M2 余额 227.65 万亿元，同比增长 9.40%，较上年末增速（10.10%）有所下降。同期 M1 余额 61.61 万亿元，同比增长 7.10%，较上年末增速（8.60%）也有所下降，说明货币政策逆周期调节的力度趋于减弱。

一般公共预算收入累计增速转正，收支缺口较 2019 年同期有所收窄。

2021 年一季度一般公共预算收入 5.71 万亿元，同比增长 24.20%，是 2020 年以来季度

数据首次转正。其中税收收入 4.87 万亿元，占一般公共预算收入的 85.31%，同比增长 24.80%，同比增速较高主要受增值税、消费税恢复性增长带动，反映了企业经营以及居民消费的修复。一季度一般公共预算支出 5.87 万亿元，同比增长 6.20%，其中保民生、保就业是一季度的重点支出领域，债务付息创 2016 年以来同期最高增速。2021 年一季度一般公共预算收支缺口为 1588.00 亿元，缺口较 2020 年和 2019 年同期值有所收窄，可能与 2021 年一季度财政收入进度较快相关。2021 年一季度全国政府性基金收入 1.86 万亿元，同比增长 47.90%，主要是由于国有土地出让收入保持高速增长；政府性基金支出 1.73 万亿元，同比减少 12.20%，主要是由于地方政府专项债发行进度有所放缓。

就业压力有所缓解，但依然存在结构性矛盾，居民收入保持稳定增长。

2021 年 1－3 月全国城镇调查失业率分别为 5.40%、5.50%和 5.30%。其中 1－2 月受春节因素影响，加上年初局部性疫情的影响，失业率有所上升；而 3 月随着疫情形势好转，企业复工复产进度加快，用工需求增加，就业压力有所缓解。2021 年一季度，全国居民人均可支配收入 9730.00 元，扣除价格因素后两年平均实际增长 4.50%，延续了上年一季度以来逐季走高的趋势，且与消费支出增速的差值进一步缩小，居民消费能力有所提高。

2. 宏观政策和经济前瞻

2021 年 4 月 30 日政治局会议强调，要精准实施宏观政策，保持宏观政策连续性、稳定性、可持续性，不急转弯，把握好时度效，固本培元，稳定预期，保持经济运行在合理区间，使经济在恢复中达到更高水平均衡。积极的财政政策要落实落细，兜牢基层“三保”底线，发挥对优化经济结构的撬动作用。政策重点从“稳增长”转向“调结构”，减税降费政策将会向制度性减税政策、阶段性的减税降费政策有序退出、强化小微企业税收优惠、加大对制造业和科技创新支持力度等四大方面倾斜。

稳健的货币政策要保持流动性合理充裕，强化对实体经济、重点领域、薄弱环节的支持，保持货币供应量和社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配，保持宏观杠杆率基本稳定。2021 年 3 月 22 日全国主要银行信贷结构优化调整座谈上提到要在管控好风险的同时，因地制宜增加经济困难省份信贷投放，支持区域协调发展。

2021 年一季度经济修复有所放缓，主要是由于局部性疫情对服务业拖累较大，而随着疫苗的推广，疫情对经济的影响减弱，服务业有望加快恢复。未来随着疫情逐渐稳定，居民消费支出将继续修复，消费有望持续温和复苏；随着欧美经济逐渐恢复，外需有望继续保持强势增长；固定资产投资修复过程仍将持续，投资结构有望优化：房地产投资虽然韧性较强，但未来更多的将受制于信用收紧与结构性政策，大概率呈现下行趋势；基建投资则受制于资金来源以及逆周期调节必要性的下降，扩张空间有限，预计保持低速增长；而制造业投资目前表现较弱，但是生产端强劲，积极因素不断增加，随着企业利润不断修复，未来制造业投资增速有望加快。整体看，预计 2021 年我国经济将保持复苏态势，结构进一步优化。

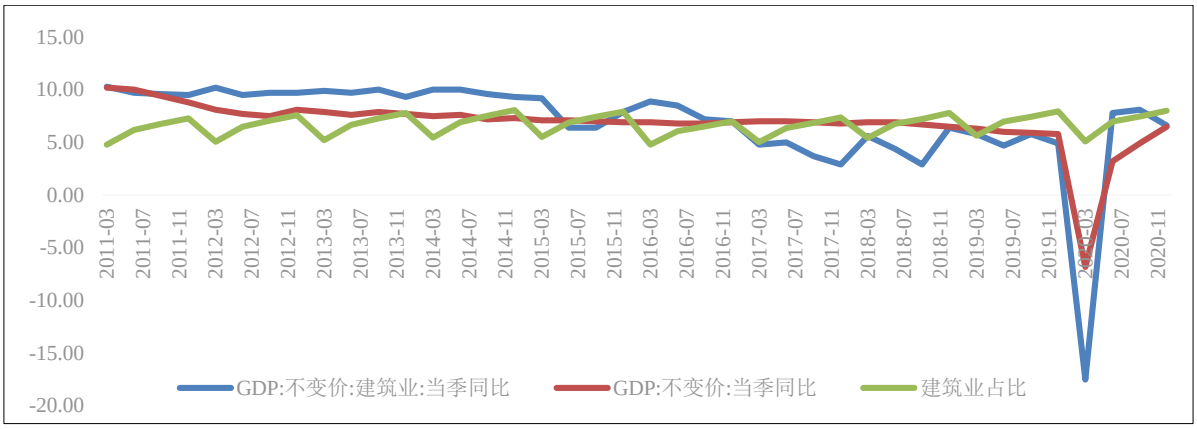
五、行业及区域经济环境

1. 建筑行业发展概况

建筑行业作为国民经济的重要支柱产业之一，其发展与固定资产投资密切相关。近年来，随着经济增速的持续下行，建筑业整体增速也随之放缓，同时受 2020 年“新冠”疫情冲击，经济下行压力显著加大，2020 年建筑业对国民生产总值累计同比的贡献度为 8.01%，比重较 2019 年进一步提升，建筑业在国民经济中的重要性持续提升。整体看，随着经济下行压力持续加大，短期内建筑业对国民经济的提

振作用将更加显著。

图 1　建筑业增速及在国民经济中的占比情况（单位：%）



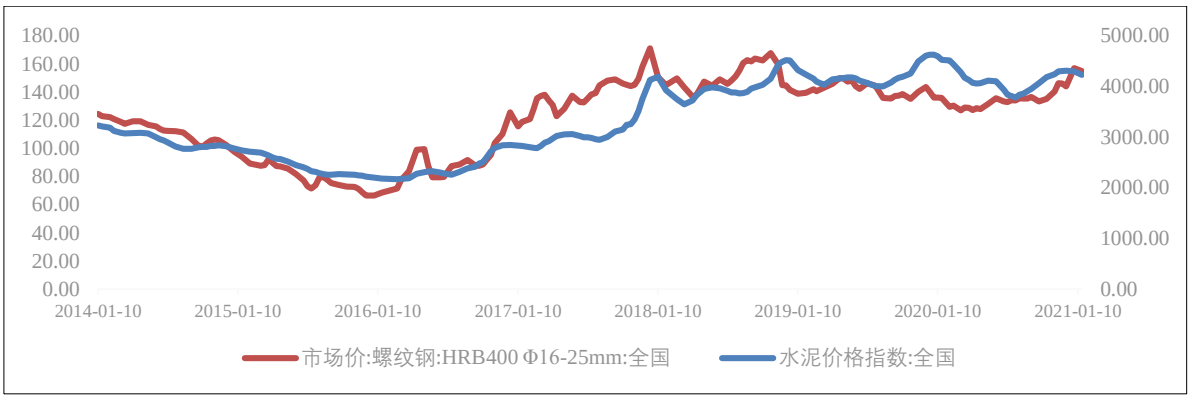
资料来源：联合资信根据公开资料整理

2021 年一季度，全国建筑业实现总产值 47333 亿元，同比增长 31.80%。同期，全国建筑业新签订单量较 2020 年一季度大幅增长 31.90%，增速同比上升 46.66 个百分点。截至 2021 年 3 月底，全国建筑业签订合同总额（在手）34.50 亿元，累计同比增长 12.05%，增速较上年同期上升 7.29 个百分点。总体来看，在 2020 年一季度“新冠”疫情所造成的“低基数效应”影响下，2021 年一季度全国建筑业总产值及新签订单量同比增长强势。

2. 上游原材料供给及下游需求

2020 年以来，受“新冠”疫情影响，全国水泥价格指数及螺纹钢价格中枢较上年有所下降，但随着复产复工带动下游需求逐步恢复，以及赶工需求支撑，水泥价格逐步回暖，螺纹钢价格震荡回升。考虑到建筑业上游持续供给端改革，以及后疫情时代建筑业复苏带动需求的稳步提升，钢铁、水泥价格企稳趋势明显。

图 2　水泥价格指数和螺纹钢价格波动情况



资料来源：联合资信根据公开资料整理

水泥价格方面，随着 2018 年水泥行业协会主导的错峰生产措施等供给端改革的持续推进，水泥价格逐步上行。2020 年 1－4 月，受“新冠”疫情影响，下游需求较弱导致水泥价格持续下降。2020 年 5－10 月，受企业复工复产叠加库存释放的影响，下游需求加快修复，水泥价格逐步回暖。2020 年 11－12 月，北方降温以及重污染天气导致停工对水泥需求影响较大，市场供应总体减少，但大部分地区在赶工需求支撑下，水泥需求仍维持较高景气度，

水泥价格保持平稳。

钢材价格方面，受钢铁企业内部的“降本增效”“产品结构优化”等供给侧改革政策的传导，钢材价格自 2018 年以来维持在高位。2020 年 1－4 月，受“新冠”疫情影响，钢铁下游需求减弱，螺纹钢价格持续下降。2020 年 5 月以来，随着国内疫情得到有效控制，在新签订单量增加及赶工需求的支撑下，建筑钢材需求增长，螺纹钢价格震荡回升。截至 2020 年 12 月底，螺纹钢价格为 4358.40 元/吨，较上年同期增长 15.27%。总体来看，随着后疫情时代建筑业复苏带动需求的稳步提升，钢铁、水泥价格企稳趋势明显。

房建领域，2020 年初“新冠”疫情的爆发对房地产行业造成较大冲击，但随着疫情逐步稳定，房地产行业整体呈现良好的恢复态势。房地产开发投资成为拉动固定资产投资快速修复的主要力量；基建方面，政策导向仍以严控地方政府债务风险为主旋律，预计短期内基建投资将保持温和增长态势。

2020 年，全国完成房地产开发投资 141443 亿元，同比增长 7.00%，超过固定资产投资整体增速 4.10 个百分点。分季度来看，2020 年一至四季度房地产开发投资分别同比增长-7.70%、7.96%、11.83%和 6.73%，二、三季度房地产投资增长态势强劲。2021 年一季度，全国完成房地产开发投资 27575.82 亿元，同比增长 25.6%；全国商品房销售面积 36007 万平方米，同比增长 63.80%。随着“新冠”疫情逐步得到有效控制，2020 年以来房地产投资、销售及施工情况均呈现良好的恢复态势，维持了较高的行业景气度。

2020 年，全国基础设施建设投资（不含电力）14.00 万亿，累计同比实现正增长，同比增长 0.90%。其中，受疫情影响，一季度基建投资（不含电力）同比下降 19.70%。其后，基建投资在二、三、四季度实现稳步增长，主要是由于政策资金的带动以及放宽专项债券作为资本金的范围等政策红利的影响，资金面的边际宽松有效助力基建投资的稳定增长。2021 年一季度，全国基础设施建设投资（不含电力）累计同比增长 29.70%。

从政策角度来看，2020 年 7 月财政部发布的相关通知中虽然指出“赋予地方一定的自主权，对因准备不足短期内难以建设实施的项目，允许省级政府及时按程序调整用途”使得专项债支出灵活度得以提高，但国家发展和改革委员会在 9 月初例行发布会上表示，要引导地方尽力而为、量力而行，严防地方政府债务风险，严防“大水漫灌”，在引导地方政府理性投资的同时，进一步强调稳增长与地方政府债务风险之间的再平衡。整体看，2020 年政策导向仍以严控地方政府债务风险为基调，预计短期内基建投资增速将保持温和增长态势。

2021 年一季度，全国固定资产投资 9.60 万亿元，同比增长 25.60%，两年平均增长 2.90%，固定资产投资持续修复。具体来看，2021 年一季度，房地产开发投资两年平均增长 7.67%，与 1-2 月（7.60%）基本持平，对固定投资起到主要支撑作用；一季度基建投资两年平均增长 2.05%，不及 2019 年同期水平，主要是受到专项债推迟发行的影响。

3. 建筑施工行业竞争态势分析

近年来我国经济结构逐步调整，投资对经济的拉动作用有所下降。在经济增速长期下行的压力下，建筑业作为由需求驱动的行业下行压力持续加大，建筑业集中度加速提升，进一步加快资质和融资能力较弱的建筑施工企业被市场淘汰的步伐。

近年来我国经济结构逐步调整，2011 年以来，消费超越投资成为我国经济增长的主要拉动力，过去高度依赖于基建和房地产投资拉动的经济结构不再。2021 年一季度，我国经济修复有所放缓，三大需求中消费拉动作用显著提升，投资拉动垫底，净出口创近几年新高，经济增长动能有所增强，经济结构进一步改善。

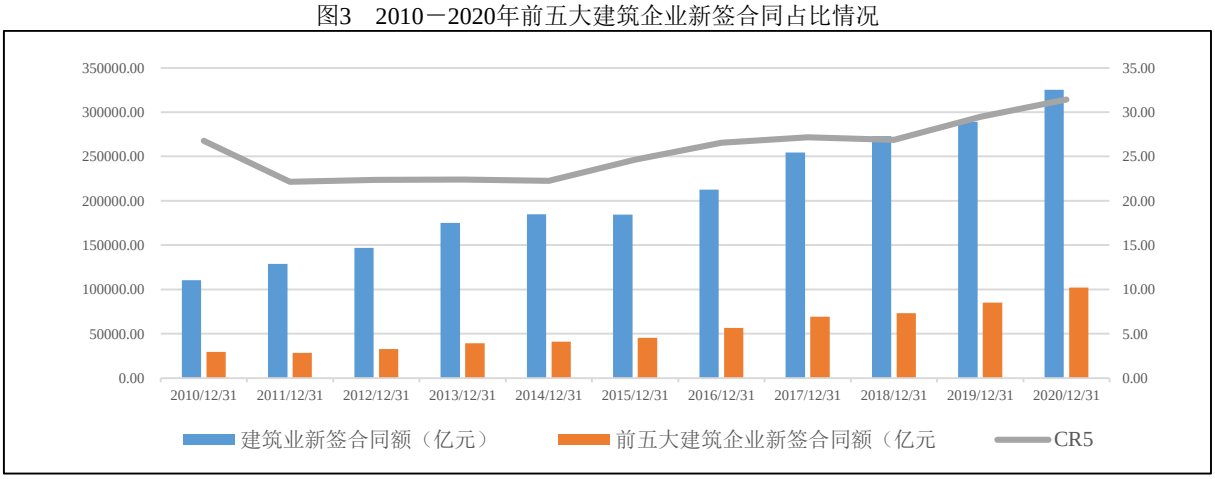
作为一个由需求驱动的行业，在经济增速长期下行的压力下，建筑业整体下行压力加大，加速了资质和融资能力相对较弱的建筑施工企业出清。2020 年下半年，基建投资受地方政府债务管控等政策的影响而呈收敛态势，建筑业整体需求

端有所萎缩；同时叠加对建筑业企业整体负债水平严控的政策影响，建筑施工企业融资空间有所收窄。整体看，2020 年，受疫情冲击叠加需求端和资金端的双重收紧，建筑业集中度加速提升，从而进一步加快资质和融资能力较弱的建筑施工企业被市场淘汰的步伐。

从公开发债企业新签合同数据来看，不同所有制企业新签订单增速分化加剧，国有企业订单持续高速增长，民企则有所下滑。从细分行业来看，2020 年新签合同 CR5（前五大企业新签合同在全行业占比）由 2019 年的 29.46%上升至 2020 年的 31.41%，集中度进一步提升。受房地产行情影响，装饰装修行业中抗风险能力偏弱的小规模企业在项目遴选方面受订单盈利空间、订单体量等限制较多，订单向龙头企业靠拢；另外，园林等细分行业同样出现类似分化情况，小规模企业新签合同增速稳定性较弱。

总体来看，在下游行业增速进入下行区间影响下，拥有融资和技术优势的国有企业及细分领域的龙头民企有望维持业绩的稳定增长，从而进一步提高市场占有率。

图3　2010－2020年前五大建筑企业新签合同占比情况



资料来源：联合资信根据公开资料整理

4. 建筑施工行业发展趋势

2020年以来，建筑业继续在国民经济中扮演重要角色。短期来看，基建和房地产投资增速陆续转正，下游行业需求逐步修复，对建筑行业的下游需求和资金来源提供了有力支撑。长期来看，在国内经济结构逐步调整、经济增速长期下行的压力下，建筑业作为由需求驱动的行业下行压力持续加大，行业集中度加速提升，建筑业未来增速或将长期放缓，进入中低速增长阶段。整体看，建筑业行业风险为中等，行业展望为稳定。

五、基础素质分析

1. 产权状况

截至 2021 年 5 月底，公司总股本 503761.67 万股，控股股东中海集团持有公司 64.81%的股份，中国建筑为公司实际控制人。

2. 企业规模及竞争力

公司自成立以来深耕香港、澳门市场，并依托央企加外资背景在内地基建投资领域快速拓展；公司资质齐备，持有香港五项最高等级的建筑C牌执照，在澳门可承接所有类别工程。跟踪期内，在大湾区专业资质互认的机遇下，公司在深圳取得四项特级施工总承包资质备案。

公司是港澳地区最大的总承建商之一，也是中国内地领先的城市综合投资运营商。公司自 1979 年起在香港从事建筑业务，历经多年发展，目前已成为香港地区最大的建筑商之一。公司持有五项最高等级 C 牌建造执照，可竞投标额不受限制的公共楼宇建筑、海港工程、道

路与渠务、地盘开拓及水务工程。公司先后承接了西九龙填海造地、迪斯尼酒店、中环湾仔绕道隧道、港珠澳大桥香港口岸基建、香港故宫文化博物馆、竹篙湾及鲤鱼门防疫中心等一系列标志性项目，在香港地区竞争实力很强，市场占有率较高。目前公司在香港的主要竞争对手包括法国宝嘉、澳门礼顿、日本五洋和韩国现代等。公司是澳门可承接所有类别的合资格承建商，于 2006 年向中海集团收购中国建筑工程（澳门牌）有限公司（以下简称“中建澳门”）后进入澳门市场，目前已成为澳门规模最大的投资建设综合企业之一，具有绝对领先的市场地位，公司参与的标志性建筑包括澳门观光塔、美狮美高梅、葡京人酒店、新濠天地、永利澳门、中联办新办公大楼等。优势领域方面，公司在港澳地区的医院、超豪华酒店、高端异形玻璃幕墙、海底隧道等项目领域竞争实力突出。

公司于 2007 年开始积极拓展内地基建投资业务，是中国建筑基础设施投资板块的旗舰平台，依托于央企加外资背景、多元的海内外融资渠道、领先的技术水平和成熟的工程管理经验，公司在内地市场快速扩张。此前公司在内地拥有建筑工程施工总承包一级资质、地基基础工程专业承包一级资质、市政公用工程施工总承包一级资质和建筑装修装饰工程专业承包一级资质等。跟踪期内，在《粤港澳大湾区发展规划纲要》要求扩大内地与港澳专业资格互认范围的机遇下，公司在珠海横琴率先完成资质备案，在深圳前海率先取得建筑工程、公路工程/市政公用工程（不含给水工程）、港口与航道工程、市政公用工程（仅限给水工程）四项特级施工总承包资质备案证书，上述资质可在试点城市使用，公司内地施工资质明显增强，有助于公司积极融入粤港澳大湾区市场进行业务开拓。

3. 外部支持

跟踪期内，公司持续获得股东的有力支持，整体经营规模大。

公司股东及实际控制人中国建筑是世界最大的工程承包商，在2020年《财富》世界500强排名中提升3个位次至第18位，在中国上榜企业中位列第4；在ENR工程承包商排名中，公司全球业务持续居于行业首位。

中建国际是中建集团内唯一港澳建筑业务平台，是中建集团境内基础设施投资旗舰平台，中国建筑在集团内部基建项目投资额度方面给予公司较多支持，对于投资总额50.00亿元以下的投资项目，可由公司自主进行投资决策。

依托于极强的股东背景及外资身份、较高的基建投资额度支持，公司承接了较大规模的内地基建投资项目，在业务获取等方面具备明显优势。2020年，公司新签合同额共计1110.8亿港币，截至2020年底，在手未完合同额2523.7亿港币，整体经营规模大。

六、管理分析

跟踪期内，公司在治理结构、管理制度等方面无重大变化。

七、经营分析

1. 经营概况

跟踪期内，受疫情及基建投资类业务策略调整影响，公司收入增速有所放缓，综合毛利率略有下滑。

公司主营业务仍包括港澳建筑工程、内地基建投资和幕墙工程。2020年，公司营业收入624.58亿港币，同比增长1.28%，增速较上年有所放缓，主要受疫情以及投资类业务策略调整影响所致。建筑工程及基建投资仍为公司最主要的业务板块，2020年上述板块在营业收入中的占比分别为42.84%和50.46%，收入规模较上年均略有增长。

2020年，公司综合毛利率为14.86%，同比下降0.22个百分点，主要系建筑工程板块毛利率下降所致。

表 3　2019－2020 年及 2021 年 1－3 月公司营业收入及毛利率情况（单位：亿港币、%）

项目	2018 年			2019 年			2020 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
建筑工程合约收入	220.00	39.55	8.43	262.86	42.62	7.49	267.55	42.84	5.82
基建投资项目收入	293.11	52.69	21.66	310.32	50.32	21.30	315.12	50.46	21.99
幕墙工程业务收入	29.10	5.23	9.79	26.78	4.34	11.35	22.95	3.67	14.29
其他	14.05	2.53	14.73	16.74	2.71	21.12	18.96	3.03	24.79
合计	**556.26**	**100.00**	**15.63**	**616.70**	**100.00**	**15.08**	**624.58**	**100.00**	**14.86**

注：基建投资项目收入主要包括 PPP 模式及安置房定向回购等投资类项目所提供的建造服务的营业额及相关利息收入；其他收入主要为公司运营的两条高速公路经营收入、热电业务收入、项目监理服务、建筑材料销售收入等
资料来源：公司提供

2. 经营分析

（1） 建筑工程业务

跟踪期内，受疫情影响，公司建筑工程收入增速有所放缓；公司在手合同储备充足，港澳地区项目基本能实现按约每月结算，为公司带来持续稳定的现金流入。

公司建筑工程合约收入主要为港澳地区的建筑施工收入，公司在港澳地区的业务主要由中国建筑工程（香港）有限公司（以下简称“中建香港”）和中建澳门负责。业务类型方面，公司香港地区建筑合约以公屋、居屋工程等房建工程和医院等公建工程为主，还包括市政道路工程、机电工程等，业主方多为香港地区政府下属职能部门、医院学校等半官方机构和私营房地产开发商；公司澳门地区建筑合约主要覆盖赌场工程、市政道路工程、私人楼宇工程等。公司长期深耕港澳市场，竞争实力突出。

公司在港澳地区的施工业务拓展主要通过政府及私人业主公开招标和邀请招标获取。项目结算方面，港澳地区建筑施工结算主要为按进度进行结算（按月结算），公司项目可基本实现按约支付，为公司带来持续稳定的净现金流入，2020 年净现金流入 12.31 亿港币。

跟踪期内，受疫情影响，公司在香港地区新签合同额同比下降 28.93%至 271.00 亿港币，在澳门地区因当年新中标的澳门新濠影汇二期项目单体体量较大，新签合同额增长 10.57%至 132.80 亿港币。截至 2020 年底，公司在香港、澳门地区的建筑施工业务在手未完工合同额分别为 530.00 亿港币和 177.10 亿港币，项目储备充足。

表 4　2018－2020 年公司建筑工程业务情况（单位：亿港币）

类别	2018 年	2019 年	2020 年
香港地区新签合同额	263.20	381.30	271.00
期末香港地区未完合同额	345.10	521.80	530.00
澳门地区新签合同额	71.00	120.10	132.80
期末澳门地区未完合同额	57.80	96.10	177.10

注：未完合同额指在建项目未执行部分及拟建项目合同额的总和
资料来源：公司提供

截至2020年底，公司香港地区主要在建项目包括广华医院重建项目第一期上盖工程、将军澳至蓝田隧道及相关工程、香港故宫文化博物馆工程和将军澳日出康城7期A及B商住项目等，涵盖政府医院、道路工程、文化场馆及私人房屋工程等，合同额421.77亿港币，已完工合同额187.70亿港币。公司澳门地区主要在建项目包括澳门主题公园度假村酒店、新濠影汇二期等，合同额236.22亿港币，已完工合同额115.92亿港币。

表5　截至2020年底公司香港地区主要在建项目情况（单位：百万港币）

项目名称	合同金额	业主方全称	开工时间	预计完工时间	合同额完成情况
将军澳至蓝田隧道及相关工程	8731	香港特区政府土木工程署	2016 年 7 月	--	4343
广华医院重建项目第一期上盖工程	5688	香港医院管理局	2019 年 5 月	--	892
将军澳日出康城 7 期 A 及 B 商住项目	4981	会德丰地产有限公司	2019 年 3 月	--	3965
火炭坳背湾街 1－11 号项目	4100	Centralcon Company Limited	2017 年 12 月	2022 年 4 月	1118
合和中心二期上盖工程	4000	香港合和实业有限公司	2019 年第三季	--	386
将军澳日出康城第10期工程项目	3132	City Century Development Ltd	2018 年 1 月	2021 年 4 月	1597
屯门管翠路 500 地段住宅发展	2925	福彩发展有限公司	2018 年 3 月	2020 年 9 月	**2931**
机场岛上无人驾驶车及行李运送隧道	2371	香港机管局	2017 年 7 月	--	1625
香港故宫文化博物馆工程	2156	西九文化区	2019 年 3 月	--	1003
香港机场 T1 航站楼天际走廊	881	香港机管局	2018 年 5 月	--	770
长沙湾 NKIL6549 住宅项目	3212	--	2020 年一季度	--	140
合计	**42177**	--	--	--	**18770**

资料来源：公司提供

表6　截至2020年底公司澳门地区主要在建项目情况（单位：百万港币）

项目名称	合同金额	业主方全称	开工时间	合同额完成情况
离岛医疗综合体主体建筑工程	7138	澳门特别行政区建造发展办公室	2019 年 6 月	692
澳门主题公园度假村酒店综合发展项目	3359	澳门主题公园度假村股份有限公司	2018 年 1 月 9 日	3179
筷子基俾若翰街 C 地段住宅发展项目	2226	东富业地产发展有限公司	2016 年 9 月 28 日	1851
青州坊公共房屋第 1 及 2 地段建造工程	1892	澳门特别行政区运输基建办公室	2013 年 1 月	2251
广东省珠海市横琴口岸服务区 A03 地块开发项目	1491	珠海横琴信德房地产开发有限公司	2016 年 6 月	1487
C385R-轻轨车厂上盖建造工程	1039	澳门特别行政区运输基建办公室	2016 年 9 月 20 日	1118
澳门新濠影汇二期-主体工程	6477	Studio City Decelopments Limited	2020 年一季度	1014
合计	**23622**	--	--	**11592**

资料来源：公司提供

（2）基建投资业务

跟踪期内，公司内地基建投资业务收入仍保持增长，毛利率维持在较高水平。由于前期投资的 PPP 项目回款周期较长，公司加快基建投资业务转型，开发重点逐步向高周转项目过渡。

公司基建投资业务主要为公司在中国内地投建的 PPP、BT、安置房定向回购和产业园投资等项目，涉及收费公路、收费桥梁、市政道路、安置房、物流等领域，该板块主要由子公司中建国际投资集团有限公司（以下简称“中建国际投资”）负责。公司通过公开招标、竞争性谈判等方式获取项目的投资权及总承包权，依靠公司的外资加央企背景、多元的融资渠道及丰富的项目经验，近年来公司在中国内地多个省份开展业务，项目业主方主要为各地政府或平台企业。

收入确认模式方面，公司承建的 BT 项目及其他项目均在建设期按照完工百分比法确认收入。公司承建的 PPP 项目建设期按完工百分比确认建筑施工收入，涉及到 PPP 项目收入按准则进行合并抵消。账务处理方面，针对已发生成本未结算的部分计入合约资产。现金流量表中，针对并表 PPP 项目，除实缴资本金外其他投入均计入经营性现金流，不并表项目计入投资性现金流。结算方面，PPP 项目、BT 项目等结算周期较长，整体回款相对较慢。原材料风险控制上，公司内地基建投资业务一般从合约端实现对采购价格的风险控制，受上游原材料价格波动影响不大。

公司前期参与的内地基建投资业务以 BT、PPP 项目为主。2020 年，公司已完工基建投资项目 31 个，可为公司提供较稳定的现金流。截至 2020 年底，公司主要在建基建投资项目 71 个，其中控股项目 56 个，控股项目未完工合约额 1102.33 亿港币。公司控股的投资类项目规模大，仍面临较大的支出压力，且投资回收周期较长，对公司资金形成较大占用。

近年来，受 PPP 项目投资周期长、资金沉淀规模大等因素影响，公司积极寻求业务转型，重点开发高周转项目，安置房定向回购、产业园投资及“工改”项目等成为新的投资重点。其中，安置房定向回购主要由公司购买土地并进行安置房建设，建成后由业主方统一进行回购。产业园投资是指通过“基建投资+产业导入”模式，由项目公司全面参与产业园开发，包括土地购置、厂房建设等；项目完工后，按照协议具体要求，由业主回购或由公司对园区厂房进行出租、出售。“工改”项目主要是指公司对旧厂房、工业园进行改造升级等，到期按照协议要求出售或出租获取投资收益。公司新拓展的基建投资项目回款周期可控制在 3~5 年，有利于提高资金周转效率，提升抗风险能力。

2020 年，公司内地新签合同金额 655.80 亿港币，同比增长 18.31%，主要系公司转型升级，积极获取内地基建投资项目所致；2020 年，公司内地新签合同中 PPP 项目占比由上年的 37.00%降至 3.00%，基建投资业务转型成效明显。

表 7　2018—2020 年公司在中国内地新签及在手合同情况（单位：亿港币）

类别	2018 年	2019 年	2020 年
新签合同额	819.40	554.30	655.80
其中 PPP 项目占比	/	37.00	3.00
期末在手合同额	1895.40	1574.30	1727.80
其中 PPP 项目占比	/	36.00	22.00

资料来源：公司提供

截至 2020 年底，公司内地项目在手未完合同金额 1727.80 亿港币，项目储备充足，未来收入较有保障。公司主要在建 PPP 项目总投资额合计 548.58 亿港币，主要分布在安徽、广东、湖北、湖南、福建、贵州、浙江等省份。公司主要在建的其他项目合同金额合计 345.19 亿港币，已完工合同额合计 247.16 亿港币。

表 8　截至 2020 年底主要在建的 PPP 项目情况（单位：亿港币、%）

合同名称	业主方	项目所在地	合同签订时间	建设周期	SPV 是否并表	持股比例	是否入财政部 PPP 项目库	总投资
贵州省正习高速公路 PPP 项目	贵州省交通厅	贵州遵义	2016 年 3 月	4 年	否	30	是	181.90
贵州省印江至重庆市秀山高速公路 PPP 项目	铜仁市交通运输局	贵州铜仁	2016 年 9 月	3 年	否	30	是	84.64
广东省佛山市城市综合开发 PPP 项目	佛山市顺德区国土承建和水利局	广东佛山	2016 年 3 月 23 日	3 年	否	64	是	65.19
湖北省十堰市扶贫产业园建设 PPP 项目	郧西工业园区管理委员会	湖北十堰	2017 年 12 月 29 日	2 年	是	75	是	34.88
湖南省长沙市保税区基础设施 PPP 项目	长沙黄花综合保税区管理委员会	湖南长沙	2016 年 7 月	2 年	是	90	是	41.19
湖南省长沙市岳麓山大学科技城 PPP 项目	岳麓区政府	湖南长沙	2017 年 10 月 26 日	3 年	否	65	是	38.65
福建省泉州市棚户区改造及基础设施 PPP 项目	泉州市鲤城区住房和建设局	福建泉州	2018 年 2 月 27 日	3 年	是	79.99	是	34.41
湖北省襄阳市高新区科技园建设（一期）PPP 项目	襄阳高新投资发展有限公司	湖北襄阳	2016 年 12 月 29 日	2 年	否	70	是	38.00
安徽省滁州市原创科技城一期 PPP 项目	滁州市人民政府	安徽滁州	2018 年 7 月	3 年	是	69	是	29.72
合计								**548.58**

注：贵州省正习高速公路PPP项目施工内容有所修改，目前已投资已超过预计总投资
资料来源：公司提供

表 9　截至 2020 年底公司内地主要在建的其他项目情况（单位：亿港币）

项目名称	业主方	合同金额	已完工合同额
浙江省温州市鹿城区保障性住房项目 BT 项目（一、二期）	温州市鹿城区人民政府	75.26	74.31
浙江省温州市平阳县还迁安置房 BT 项目	温州市平阳县人民政府	39.74	33.69
浙江省嘉兴市平湖市还迁安置房 BT 项目（一、二期）	平湖市人民政府	46.68	41.26
浙江省台州市黄岩区安置房 BT 项目	台州市人民政府	12.75	13.76
福建省福州市 G104 国道连江至晋安段改线 BT 项目	福州市人民政府	41.76	38.02
福建省泉州市白沙片区棚户区改造政府购买服务项目	泉州台商投资区管理委员会	39.94	16.19
山东省济宁市棚户区改造投资建设项目	济宁市市中区城建投资有限公司	33.33	6.49
浙江温州鹿城区 E-28a 地块安置房政府定购项目	温州市鹿城区城中村改造建设中心	24.41	9.9
浙江省温州市鹿城区 E-25b 地块安置房政府定购项目	温州市鹿城区城中村改造建设中心	12.60	6.18
福建省莆田市火车货运站电商园区一期项目	--	10.36	5.45
安徽省六安市绿色家居产业新城二期 A 区(启动项目)	--	8.36	1.91
合 计		**345.19**	**247.16**

注：浙江省台州市黄岩区安置房BT项目已完工合同额超过合同金额系后有新增工程所致
资料来源：公司提供

（3）幕墙工程及其他

跟踪期内，公司幕墙工程业务收入受策略调整影响同比有所下滑。

公司的幕墙工程业务仍主要为子公司中国建筑兴业集团有限公司（以下简称“中建兴业”）负责。中建兴业于 1969 年在香港成立，并于 2010 年上市，业务专注于幕墙工程领域，公司在 2012 年 3 月将其收购。中建兴业业务主要集中在港澳地区和内地，同时在英国、美国、加拿大、迪拜、新加坡、日本、澳大利亚等多个海外市场有所拓展。中建兴业主要参与项目包括全球第一高楼迪拜哈利法塔、上海国际金融中心、澳门美高梅酒店、香港国际机场翔天廊和美国拉斯维加斯大都会度假酒店等，主要合作客户涵盖协兴建筑有限公司、太古地产有限公司等大型地产公司、建筑公司。项目获取方面，公司采用招标和邀标的形式。结算方面，根据合同要求不同实行按月结算或完工后结算方式。

跟踪期内，公司幕墙工程业务采取“收缩海外、巩固港澳、拓展内地、瞄准高端制造”的策略，公司在海外市场以消化存量订单为主，并在内地进行产能铺排，预计近 1~2 年会陆续落地新厂、增扩产能，以大湾区、长三角为根据地进一步辐射内地市场。受策略调整影响，2020 年，公司幕墙业务收入规模同比有所下滑，由上年的 26.78 亿港币降至 22.94 亿港币。

公司的其他收入主要为下属子公司中建阳泉基础设施投资有限公司、阳泉市阳五高速公路投资管理有限公司运营的 BOT 高速公路（山西阳泉至娘子关一级公路及山西阳孟高速公路（阳泉至孟县段））通行收入、子公司沈阳皇姑热电有限公司的供热电及提供接驳服务收入，以及合营公司南京长江第二大桥有限责任公司运营的南京长江二桥通行收入。此外，还包括工程监理、建筑材料销售、机械租赁等收入。

3. 未来发展

未来公司在港澳市场将强化核心竞争力，进一步做优做强；在内地市场将重点开拓长三角、珠三角区域，积极改善项目现金流和负债水平。随着相关业务转型的推进，预计 2021 年新签合同额及净利润将实现较快增长。

“十四五”期间，公司将围绕“以差异化竞争优势，打造一流投资、建设、运营集团”的目标，进一步做强做优，向“科技+投资+建筑+资产运营管理”的战略迈进。在香港市场，推动房屋工程规模化、土木工程专业化、基础工程精细化、机电工程多元化，努力从最大走向最强。在澳门市场，巩固建筑业务份额，坚

持品牌路线，高质量、差异化竞争，强化核心竞争力；按照大市场、大业主、大项目导向，增强投资策划能力，努力扩大投资份额。在中国内地，将加强现有优势业务模式的复制和推广，积极探索新的业务模式，以投资地图为引领，优选投资区域，集中开拓长三角、珠三角市场，积极改善项目现金流和负债水平；同时发挥公司在港澳地区深耕多年所积累的工程技术、管理、人才等优势，进一步融入粤港澳大湾区市场并提升市场占有率，积极推进港澳模式和试点项目持续在大湾区落地。在资产运营方面，进一步完善资产运营业务模式，实时动态对资产经营质量和资产估值进行监控，妥善开展收购和处置业务，加快资金周转，有效提升整体经营质量。随着公司相关业务转型的推进，2021 年，公司计划新签合同额约 1400 亿港币、实现近 30%的增长，净利润争取在 2020 年基础上取得 10%以上的增长。

八、财务分析

1. 财务概况

公司提供了 2019 年和 2020 年合并财务报告，罗兵咸永道会计师事务所和安永会计师事务所分别对上述财务报表进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计结论。

合并范围变化方面，2020 年，公司新设 3 家子公司，其中两家为公司境外债券发行主体，一家为公司装配式建筑平台。截至 2020 年底，公司合并范围内一级子公司合计 13 家；合并范围新增子公司规模相对较小，公司财务数据可比性强。

2. 资产质量

跟踪期内，公司资产规模有所增长，贸易及其他应收款规模随着投资类项目投入规模的增长有所扩大，对资金形成较大占用，未来需关注项目回款情况。

跟踪期内，公司资产规模有所增长。截至 2020 年底，公司资产总额 1868.11 亿港币，较上年底增长 15.73%，主要系因建筑工程及基建投资业务未回款而形成的贸易及其他应收款快速增长所致；公司贸易及其他应收款合计 918.90 亿港币，占资产总额的 49.19%，对资金形成较大占用。截至 2020 年底，公司流动资产占 47.11%，非流动资产占 52.89%，资产结构较上年底相对稳定。

表 10 公司主要资产构成情况（单位：亿港币、%）

科目	2018 年		2019 年		2020 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
银行结余及现金	179.26	13.17	226.24	14.02	224.55	12.02
贸易及其他应收款	253.21	18.60	306.01	18.96	381.60	20.43
应收合营企业款	37.81	2.78	51.05	3.16	64.21	3.44
合约资产	90.82	6.67	121.16	7.51	119.82	6.41
流动资产合计	**602.63**	**44.27**	**755.00**	**46.77**	**880.07**	**47.11**
贸易及其他应收款	380.48	27.95	443.17	27.45	537.30	28.76
于联营公司之权益	56.55	4.15	63.01	3.90	68.30	3.66
于合营企业之权益	117.09	8.60	140.13	8.68	164.53	8.81
基建项目投资权益	36.80	2.70	47.47	2.94	57.14	3.06
投资物业	46.81	3.44	50.67	3.14	46.43	2.49
物业、厂房及设备	41.50	3.05	47.26	2.93	53.91	2.89
特许经营权	41.55	3.05	38.38	2.38	38.13	2.04
非流动资产合计	**758.59**	**55.73**	**859.24**	**53.23**	**988.04**	**52.89**
资产总计	**1361.22**	**100.00**	**1614.24**	**100.00**	**1868.11**	**100.00**

资料来源：根据公司审计报告整理

（1）流动资产

截至 2020 年底，公司流动资产 880.07 亿港币，较上年底增长 16.57%，主要系短期贸易及其他应收款增长所致；公司流动资产主要由银行结余及现金、贸易及其他应收款、应收合营企业款和合约资产构成。

公司银行结余及现金较为充裕，截至 2020 年底为 224.55 亿港币，占资产总额的 12.02%；其中使用权受限的资金 0.41 亿港币，为已抵押的银行存款，货币资金受限比例相对较低；公司货币资金中人民币、港币、澳门币、美元分别占 60.35%、16.46%、7.73%和 14.96%，其中美元占比较其区域业务体量偏高，主要系公司发行美元证券融资所致，公司所持币种与业务区域及类型匹配度高。

公司短期贸易及其他应收款主要为建筑工程业务形成的应收款、账龄在一年内的保固金及基建投资项目应收款，截至 2020 年底为 381.60 亿港币，较上年底增长 24.70%，增速较快，主要系基建投资类项目应收增长所致。短期贸易及其他应收款中，账期在 90 天以内的占 38.40%，公司建筑工程业务主要在港澳地区开展，业主方多按月结算，回款效率较高。

截至 2020 年底，公司应收合营企业款 64.21 亿港币，较上年底增长 4.37%。

公司合约资产主要为已完工未结算的建筑施工款，截至 2020 年底，公司合约资产 119.82 亿港币，较上年底下降 1.11%。

（2） 非流动资产

截至2020年底，公司非流动资产988.04亿港币，较上年底增长14.99%，主要系非流动部分贸易及其他应收款增长所致；公司非流动资产主要包括长期贸易及其他应收款，于合营、联营企业之权益和基建项目投资权益等构成。

公司非流动部分贸易及其他应收款主要系公司在内地开展基建投资业务形成的应收款，截至 2020 年底为 537.30 亿港币，较上年底增长 21.24%；前五大应收单位合计欠款 110.39 亿港币，占比 20.55%。公司非流动部分贸易及其他应收款一般由业主提供资产担保且按相关合约条款收取利息，款项预计于 2022－2030 年逐步收回，其中 2022－2024 年分别应收回 156.55 亿港币、181.85 亿港币和 88.49 亿港币，2025－2030 年合计应收约 110.41 亿港币。

表 11 截至 2020 年底贸易及其他应收款（非流动部分）前五大应收单位情况

（单位：亿港币、%）

企业名称	应收净额	占比
郑州正中投资开发有限公司	35.45	6.60
吴兴区人民政府	21.47	4.00
淄博市淄川区罗村镇人民政府	20.79	3.87
南昌市新建区城市建设投资发展有限公司	18.76	3.49
中牟县交通运输局	13.92	2.59
合计	**110.39**	**20.55**

资料来源：公司提供

公司的合营企业主要系公司为参与投资类或建筑工程项目与其他承包商及各地平台公司组成的合营公司，联营企业主要系公司与其他公司组成的物业开发或投资类公司。截至 2020 年底，公司于合营、联营企业之权益分别为 164.53 亿港币和 68.30 亿港币，较上年底分别增长 17.42%和 8.40%。

公司基建项目投资权益为公司给予合营企业用于 PPP 基建项目的融资垫款，其回报由相关协议条款预先约定；截至 2020 年底为 57.14 亿港币，较上年底增长 20.36%，系融资垫款规模随项目推进增加所致。

截至 2020 年底，公司投资物业 46.43 亿港币，较上年底下降 8.37%，主要系出售莱州港所致；由于山东目前正在进行省内港口资源整合，莱州港亦处于整合之列，若不参与整合未来莱州港的竞争优势将减弱，因此公司将其出让。

截至 2020 年底，公司特许经营权 38.13 亿港币，较上年底下降 0.66%；物业、厂房及设备 53.91 亿港币，较上年底增长 14.05%。

截至 2021 年底，公司受限资产合计 154.49 亿港币，主要包括应收款质押 127.15 亿港币、基建项目投资权益质押 26.44 亿港币和小部分银行存款、房屋和机器设备抵押。公司资产受限比例占总资产的 8.27%。

3. 资本结构

（1）所有者权益

跟踪期内，公司所有者权益随本年溢利及折算附属公司汇兑差额增长而增加。

截至 2020 年底，公司所有者权益 582.80 亿港币，较上年底增长 14.48%，主要系股本溢价及储备增长所致；公司所有者权益包括股本 1.26 亿港币、永续资本证券 77.99 亿港币、股本溢价及储备 489.68 亿港币和非控股权益 13.87 亿港币。

截至 2020 年底，公司股本溢价及储备较上年底增长 16.53%，主要系本年溢利 64.84 亿港币，附属公司、合营及联营公司产生汇总差额随人民币升值增长 26.05 亿港币。

（2）负债

随着公司在内地投资类项目的扩张，公司负债规模增长较快；考虑到投资类项目未来持续的投入，公司债务规模或进一步上升。

截至 2020 年底，公司负债 1285.32 亿港币，较上年底增长 16.30%，主要系长期借款、贸易应付款等增长所致。公司流动负债占 62.19%、非流动负债占 37.81%，负债结构较上年底变化不大。

表 12 公司主要负债构成情况（单位：亿港币、%）

科目	2018 年		2019 年		2020 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	27.96	3.00	100.41	9.09	97.07	7.55
贸易应付款、其他应付款及预提费用	367.15	39.46	446.99	40.45	512.88	39.90
合约负债	90.27	9.70	78.31	7.09	85.47	6.65
流动负债合计	**536.30**	**57.64**	**711.06**	**64.34**	**799.39**	**62.19**
长期借款	320.34	34.43	293.48	26.56	354.89	27.61
应付担保票据及公司债券	62.11	6.68	62.16	5.62	91.79	7.14
非流动负债合计	**394.14**	**42.36**	**394.11**	**35.66**	**485.92**	**37.81**
负债合计	**930.44**	**100.00**	**1105.16**	**100.00**	**1285.32**	**100.00**

资料来源：根据公司审计报告整理

截至 2020 年底，公司流动负债 799.39 亿港币，较上年底增长 12.42%，主要系贸易应付款、其他应付款及预提费用增长所致。

截至 2020 年底，公司短期借款 97.07亿港币，较上年底略有下降；公司借款（不区分长短期）中信用借款占 64.50%；按币种划分，港币及人民币借款分别占 12.64%和 86.73%，公司在香港地区所获借款均为信用借款，利率 2.12%，所获人民币借款利率 4.38%~4.76%。

截至 2020 年底，公司贸易应付款、其他应付款及预提费用 512.88 亿港币，较上年底增长 14.74%，主要系业务扩张所致；其中包括贸易应付款 396.00 亿港币、应付保固金 58.59 亿港币和其他应付款及预提费用 58.29 亿港币；公司贸易应付款中应付关联方结余款 161.14 亿港币，其他应付款及预提费用主要包括员工费用、其他税项和其他应付经营费用，以及 3.40 亿港币应付关联方结余款。

截至 2020 年底，公司已结算回款但尚未完工的项目形成合约负债（短期部分）85.47 亿港币，较上年底增长 9.15%。公司合约负债（含非流动部分）包括建筑服务形成 79.79 亿港币、热电业务形成 12.24 亿港币。

截至 2020 年底，公司非流动负债 485.92 亿港币，较上年底增长 23.30%，主要系长期借款、应付担保票据及公司债券增长所致。

截至 2020 年底，公司长期借款 354.89 亿元，较上年底增长 20.93%。公司应付担保票据

及公司债券91.79亿元，较上年底增长47.67%，主要系本部发行20.00亿元公司债券（票面利率3.48%）、子公司中建国际投资发行5.00亿元中期票据（票面利率3.45%）所致。

有息债务方面，截至2020年底，公司全部债务602.70亿港币，较2019年底增长18.98%，公司有息债务规模随投资类项目的推进增长较快。有息债务中短期债务和长期债务分别占21.17%和78.83%，长期债务占比较上年底增长13.29个百分点，整体债务结构与公司基建投资回款周期相匹配。截至2020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68.80%、50.84%和44.91%，较上年底变动不大，主要系公司权益规模随利润增长而扩大所致。考虑到公司发行的77.99亿港币永续债券，实际债务负担高于上述指标值。公司投资类项目待投资规模仍大，未来债务规模或进一步上升。

公司有息债务偿付安排方面，若将永续债券考虑在内[2]，截至2020年底，公司于2021年及2022年到期债务规模分别为166.58亿港币和149.95亿港币，于2023－2025年到期规模280.32亿港币，2026年及以后到期83.84亿港币。公司2021－2022年到期债务规模较大，考虑到公司现金储备较为充裕，港澳地区项目回款效率高，整体债务偿付有保障。

4. 盈利能力

跟踪期内，受疫情影响，公司营业收入增速放缓；公司费用控制能力尚可。

表13 公司盈利能力情况（单位：亿港币、%）

项目	2018年	2019年	2020年
营业收入	**556.26**	**616.70**	**624.58**
营业成本	469.30	524.34	531.74
毛利润	**86.96**	**92.36**	**92.84**
行政、销售及其他经营费用	13.97	16.82	19.20
财务费用	17.82	22.79	26.80
费用总额	**31.78**	**39.61**	**46.00**
投资收入、其他收入及其他收益净额	-3.60	6.37	9.79
应占合营企业损益	7.05	4.53	7.02
应占联营公司损益	3.43	9.20	18.80
本年溢利	**45.57**	**57.24**	**64.84**
总资本收益率	8.13	8.62	8.33
净资产收益率	11.18	12.18	11.88

资料来源：根据公司审计报告整理

2020年，公司实现营业收入624.58亿港币，同比小幅增长1.28%，增速明显放缓主要受疫情影响；同期，公司营业成本531.74亿港币，同比增长1.41%；营业利润率为14.86%，同比略有下滑，但仍维持在较高水平。2020年，公司经营费用及财务费用总额46.00亿元，增长主要系财务费用随债务规模扩张而增长所致，公司费用占收入的比重为7.36%，较上年增长0.99个百分点，公司费用整体控制能力尚可。2020年，公司溢利64.84亿元，较上下增长13.29%，主要系与其他公司合作的房地产项目出售后获得占联营公司损益18.80亿元所致。

从主要盈利指标看，2020年，公司总资本收益率和净资产收益率分别为8.33%和11.88%，同比分别下降0.29个和0.30个百分点。

5. 现金流分析

跟踪期内，公司经营活动现金净流出规模进一步扩大；投资活动随着PPP类项目新增投资的减少而实现净流入；公司基建投资业务在手合同金额大，未来外部融资需求仍大。

表14 公司现金流情况（单位：亿港币、%）

项目	2018年	2019年	2020年
经营活动产生的现金流量净额	-19.25	-27.04	-45.32
投资活动产生的现金流量净额	-69.54	-30.90	3.25
筹资活动产生的现金流量净额	95.81	105.07	28.81

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

从经营活动来看，2020年，公司经营活动现金净流出规模进一步扩大至45.32亿港币，

[2] 永续债券到期日按首个行权日计算。

主要系并表投资类业务投入规模较大，但回款周期较长所致。

从投资活动来看，2020 年，公司投资活动现金净流入 3.25 亿元，净现金流由负转正，主要系出售合营企业获得 13.59 亿元，同时收缩 PPP 类基建投资业务规模所致。

从筹资活动来看，2020 年，公司筹资活动现金净流入 28.81 亿港币，较上年下降 72.58%，主要系当年取得的合营企业借款和集团系内公司借款规模下降较大所致；当期公司主要筹资活动包括新增银行借款 321.69 亿元、发行公司债券款项净额 28.03 亿元、偿还银行借款 282.08 亿元。公司账面现金类资产仍较为充裕，截至 2020 年底为 224.12 亿元，2020 年公司经营、投资、筹资活动合计减少现金 13.26 亿元，但受外币汇率变动折算影响，现金类资产与年初基本持平。

6. 偿债能力

公司偿债能力指标表现较好，整体偿债能力很强。

从短期偿债能力指标看，截至 2020 年底，公司流动比率与速动比率较上年底略有增长，分别为 110.09%和 87.41%；2020 年，公司经营活动持续净流出，对流动负债无保障能力。截至 2020 年底，公司现金类资产 224.55 亿港币，相当于同期短期债务的 1.76 倍，公司现金类资产充裕，短期偿债能力较好。

从长期偿债能力指标看，2020 年，公司 EBITDA 为 113.40 亿港币，同比增长 12.90%；EBITDA 利息倍数由上年的 4.41 倍略降至 4.23 倍，维持在较高水平；公司全部债务/EBITDA 由上年的 5.04 倍上升至 5.31 倍。整体看，公司长期债务偿债能力指标表现仍较好。

截至 2020 年底，公司对外担保 31.18 亿港币，对外担保比率 5.35%；被担保方为公司的合营和参股企业，此类担保均系按照公司持股提供同等比例的担保，目前被担保企业经营稳定，公司或有负债风险相对可控。

截至 2020 年底，公司获得银行授信总额 1265.06 亿港币，未使用额度 655.99 亿港币，同时考虑到公司为港股上市公司，公司直接、间接融资渠道通畅。

截至 2020 年底，公司不存在作为被诉方涉及争议标的金额在 5000 万元以上的重大未决诉讼。

考虑到公司作为中国建筑下属港股上市建筑施工企业，综合竞争实力强，融资渠道畅通，公司整体偿债能力极强。

九、存续债券偿还能力分析

截至2021年5月底，公司及子公司存续债券余额120.66亿港币，公司现金类资产充裕，EBITDA规模较大，存续债券偿付能力很强。

截至2021年5月底，公司存续债余额120.66亿港币[3]，公司需于年内偿付到期债券规模39.00亿港币，存续债券偿债高峰期为2024年，当年共需偿还51.19亿港币。2020年，公司现金类资产、经营活动现金流净额和EBITDA分别为224.55亿港币、-45.32亿港币和113.40亿港币，对公司存续债券保障情况如下表，公司现金类资产充裕，EBITDA规模较大，对存续债券的保障程度高，存续债券偿付能力很强。

表15 公司存续债券保障情况（单位：亿港币、倍）

主要指标	指标值
截至 2021 年 5 月底一年内到期债券余额	39.00
未来待偿债券本金峰值	51.19
2020 年底现金类资产/截至 2021 年 5 月底一年内到期债券余额	5.76
2020 年经营活动现金流净额/未来待偿债券本金峰值	-0.88
2020 年 EBITDA/未来待偿债券本金峰值	2.22

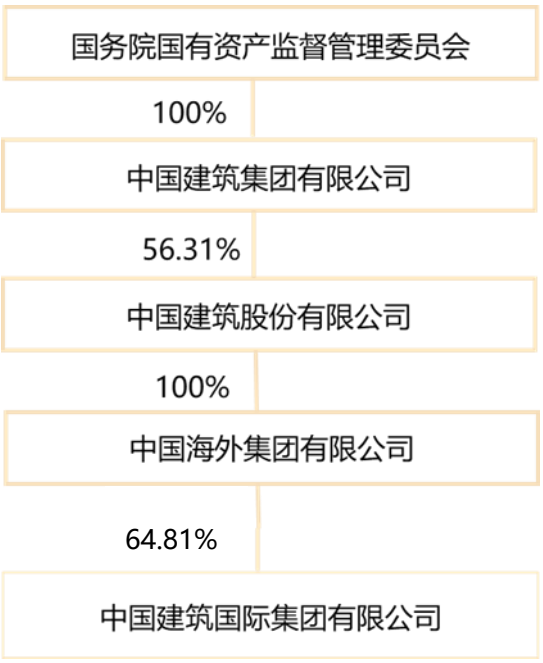
资料来源：联合资信整理

[3] 公司本部发行 20.00 亿元公司债券，两笔合计 10.00 亿美元的永续资本证券，子公司中建国际投资发行两笔合计 15.00 亿元的中期票据。永续债券以首个赎回日计算到期日，公司两期永续分别于 2021 年及 2024 年到期；美元兑港币按 7.80 的固定汇率计算，港币兑人民币按 2021 年 5 月 31 日的 0.82043 计算。

十、结论

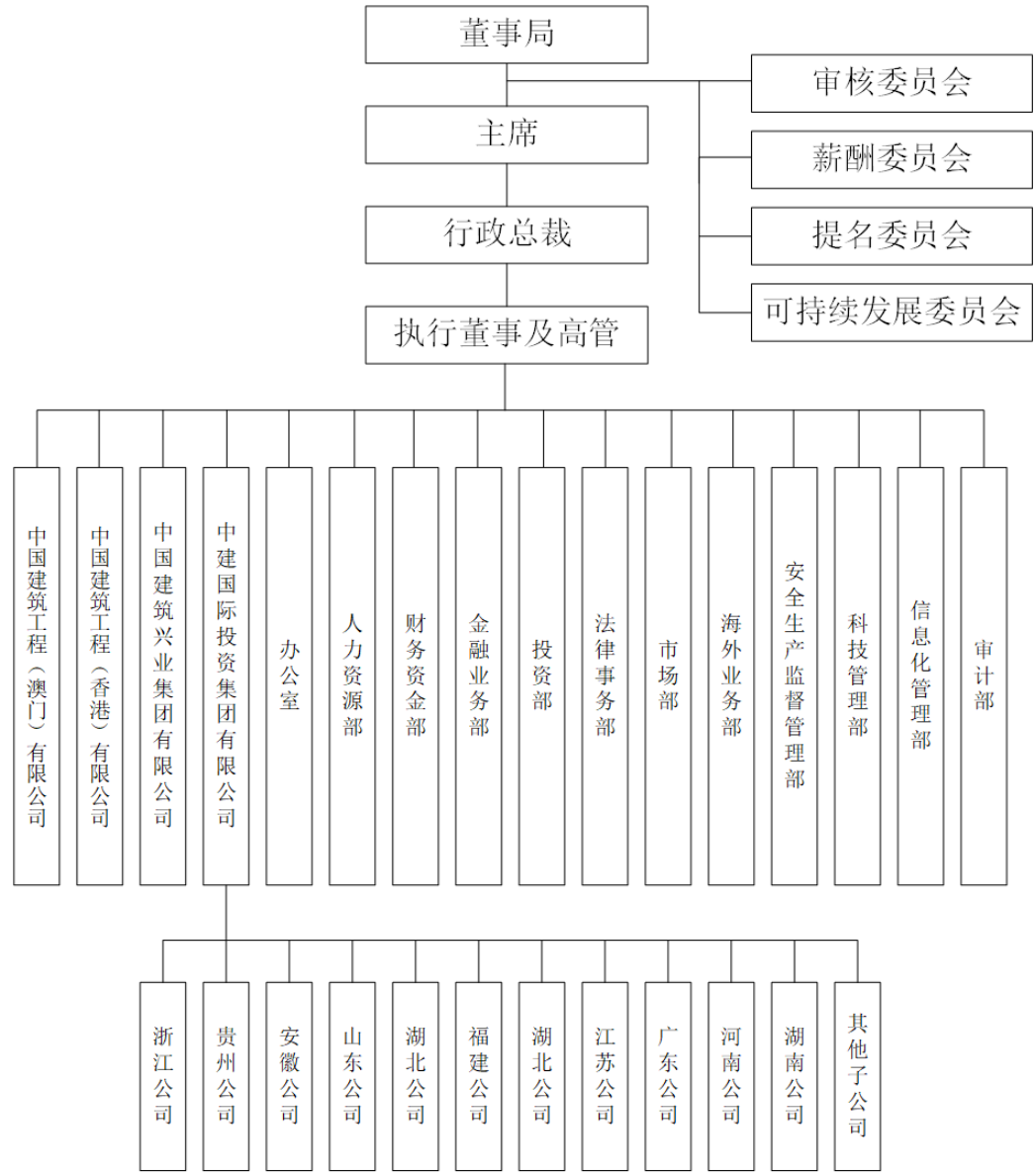
综合评估，联合资信确定维持公司的主体长期信用等级为 AAA，维持“20 中建 G1”的信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

附件 1-1　截至 2021 年 5 月底公司股权结构图



资料来源：公司提供

附件 1-2　截至 2020 年底公司组织架构图



资料来源：公司提供

附件 1-3 截至 2020 年底纳入公司合并范围一级子公司情况

子公司名称	注册/经营地点	主营业务	持有应占权益	已发行及缴足股本/注册资本
中国海外保险有限公司	香港	保险业务	100%	300000000 股总值 港币 300000000 元之普通股
中国海外保险顾问有限公司	香港	保险经纪业务	100%	150000 股总值 港币 150000 元之普通股
中国建筑工程(香港)有限公司	香港	楼宇建筑，土木工程，基础工程及投资控股	100%	655569190 股总值港币 655569190 元之普通股及 844430810 股总值 港币 844430810 元之无投票权递延股份
中国建筑资讯科技有限公司	香港	提供相关安装维修及保养服务	100%	100 股总值港币 100 元之普通股
加宝控股有限公司	英属维尔京群岛/香港	投资控股	100%	1 股 1 美元之普通股
Zetson Enterprises Limited	英属维尔京群岛/香港	投资控股	100%	1 股 1 美元之普通股
China State Construction Finance（Cayman）I Limited	开曼群岛/香港	发行应付担保票据	100%	1 股 1 美元之普通股
中建国际集团控股有限公司	香港	投资控股	100%	1 股港币 1 元之普通股
中建国际投资集团有限公司	香港	投资控股	100%	1 股港币 1 元之普通股
长力集团有限公司	英属维尔京群岛/香港	投资控股	100%	1 股 1 美元之普通股
China State Construction Finance（Cayman）IILimited	开曼群岛/香港	发行应付担保票据	100%	1 股 1 美元之普通股
China State Construction Finance（Cayman）IIILimited	开曼群岛/香港	发行应付担保票据	100%	1 股 1 美元之普通股
中国建筑海龙科技集团有限公司	开曼群岛/香港	投资控股	100%	1 股 1 美元之普通股

资料来源：公司提供

附件 2　主要财务数据及指标

项目	2018 年	2019 年	2020 年
财务数据			
现金类资产（亿港币）	179.26	226.24	224.55
资产总额（亿港币）	1361.22	1614.24	1868.11
所有者权益（亿港币）	430.78	509.08	582.80
短期债务（亿港币）	27.96	123.81	127.58
长期债务（亿港币）	382.45	382.76	475.11
全部债务（亿港币）	410.41	506.56	602.70
营业收入（亿港币）	556.26	616.70	624.58
利润总额（亿港币）	62.06	72.84	82.44
EBITDA（亿港币）	83.69	100.44	113.40
经营性净现金流（亿港币）	-19.25	-27.04	-45.32
财务指标			
销售债权周转次数（次）	0.97	0.92	0.81
总资产周转次数（次）	0.44	0.41	0.36
营业利润率（%）	15.63	14.98	14.86
总资本收益率（%）	8.13	8.62	8.33
净资产收益率（%）	11.18	12.18	11.88
长期债务资本化比率（%）	47.03	42.92	44.91
全部债务资本化比率（%）	48.79	49.88	50.84
资产负债率（%）	68.35	68.46	68.80
流动比率（%）	112.37	106.18	110.09
速动比率（%）	89.21	83.81	87.41
经营现金流动负债比（%）	-3.59	-3.80	-5.67
现金短期债务比（倍）	6.41	1.83	1.76
EBITDA 利息倍数（倍）	4.70	4.41	4.23
全部债务/EBITDA（倍）	4.90	5.04	5.31

注：本报告存货周转次数=营业成本/（平均存货净额+平均合同资产净额+平均开发中之物业+平均待售物业），速动比率=（流动资产合计-存货-合约资产-开发中之物业-待售物业）/流动负债合计×100%

附件 3　主要财务指标的计算公式

指 标 名 称	计 算 公 式
增长指标	
资产总额年复合增长率	（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%
净资产年复合增长率	
营业收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业收入/（平均应收账款净额+平均应收票据）
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业收入/平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入×100%
应收类款项/资产总额	（应收账款+其他应收款+长期应收款）/资产总额×100%
盈利指标	
总资本收益率	（净利润+费用化利息支出）/（所有者权益+长期债务+短期债务）×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益×100%
营业利润率	（营业收入-营业成本-税金及附加）/营业收入×100%
债务结构指标	
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/利息支出
全部债务/EBITDA	全部债务/EBITDA
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×100%
速动比率	（流动资产合计-存货）/流动负债合计×100%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
现金短期债务比	现金类资产/短期债务

注：现金类资产=货币资金+交易性金融资产+应收票据
短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的非流动负债+应付票据
长期债务=长期借款+应付债券
全部债务=短期债务+长期债务
EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销
利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

附件 4-1　主体长期信用等级设置及其含义

联合资信主体长期信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。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。详见下表：

信用等级设置	含义
AAA	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	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	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	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	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	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	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	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	不能偿还债务

附件 4-2　中长期债券信用等级设置及其含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。

附件 4-3　评级展望设置及其含义

联合资信评级展望是对信用等级未来一年左右变化方向和可能性的评价。联合资信评级展望含义如下：

评级展望设置	含义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级提升的可能性较大
稳定	信用状况稳定，未来保持信用等级的可能性较大
负面	存在较多不利因素，未来信用等级调低的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能提升、降低或不变

权利与免责声明

1. 本报告版权为联合资信所有，未经书面授权，任何机构和个人不得复制、转载、出售和发布；经授权使用的，不得对有关内容进行歪曲和篡改，且不得用于任何非法或未经授权的用途。

2. 联合资信对本报告所使用资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证；本报告的评级结论及相关分析为联合资信基于相关信息和资料对评级对象所发表的前瞻性观点，而非事实陈述；并非且不应被视为购买、出售、持有任何资产的投资建议。

3. 联合资信保留对评级结果予以调整、更新、终止与撤销的权利。

4. 联合资信不对任何投资者（包括机构投资者和个人投资者）因使用本报告及联合资信采取评级调整、更新、终止与撤销等评级行动而导致的任何损失负责，亦不对发行人因使用本报告或将本报告提供给第三方所产生的任何后果承担责任。

5. 任何使用者使用本报告均视为同意本权利与相关免责条款。