信用评级公告

联合〔2022〕 5372 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

二〇二二年六月二十四日

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 2022 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：2022 年 6 月 24 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，公司在港澳地区仍保持很高的市场地位；公司内地投资类业务扩张较快，项目储备充足，未来收入规模有保障；股东中国建筑实力极强，继续给予公司支持。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，公司贸易及其他应收款规模大、对资金形成较大占用，公司经营性现金继续净流出等因素可能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。**公司自成立以来深耕香港、澳门市场，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；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，公司整体市场地位很高。
2. **股东实力极强，跟踪期内继续给予公司支持。**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。**随着内地投资类业务的扩张，2021 年，公司新签合同额 1400.50 亿港元，截至 2021 年底，在手未完合同额 2813.60 亿港元；公司项目储备充足，未来收入规模有保障。

本次评级模型打分表及结果：

指示评级	aa+		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	B	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	3
财务风险	F2	现金流	资产质量	4
			盈利能力	1
			现金流量	5
		资本结构		2
		偿债能力		2
调整因素和理由				调整子级
外部支持				1

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

关注

1. **公司贸易及其他应收款规模大，对资金形成较大占用。**跟踪期内，随着投资类项目的推进，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 2021 年底，公司贸易及其他应收款合计 1136.74 亿港元，占资产总额的 51.83%，对资金形成较大占用，未来需关注项目回款情况。
2. **跟踪期内，公司有息债务规模增长较快。**截至 2021 年底，公司全部债务 740.30 亿港元，较 2020 年底增长 22.83%，公司有息债务规模随投资类项目的推进增长较快。

主要财务数据：

合并口径			
项目	2019 年	2020 年	2021 年
现金类资产（亿港元）	226.24	224.55	244.07
资产总额（亿港元）	1614.24	1868.11	2192.84
所有者权益（亿港元）	509.08	582.80	662.16
短期债务（亿港元）	123.81	127.58	151.31
长期债务（亿港元）	382.76	475.11	588.99
全部债务（亿港元）	506.56	602.70	740.30
营业总收入（亿港元）	616.70	624.58	773.10
利润总额（亿港元）	72.84	82.44	93.85
EBITDA（亿港元）	100.44	113.40	124.85
经营性净现金流（亿港元）	-27.04	-45.32	-5.51
营业利润率（%）	14.98	14.86	15.50
净资产收益率（%）	12.18	11.88	11.95
资产负债率（%）	68.46	68.80	69.80
全部债务资本化比率（%）	49.88	50.84	52.79
流动比率（%）	106.18	110.09	122.64
经营现金流动负债比（%）	-3.80	-5.67	-0.59
现金短期债务比（倍）	1.83	1.76	1.61
EBITDA 利息倍数（倍）	4.41	4.23	4.59
全部债务/EBITDA（倍）	5.04	5.31	5.93

注：1. 2019－2021 年财务数据取自当年审计报告期末数，非追溯调整数据；2.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
资料来源：根据公司审计报告及公司提供资料整理

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	2021/06/22	唐立倩 邹　洁	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 V3.0.201907	阅读全文
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、本报告版权为联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）所有，未经书面授权，严禁以任何形式/方式复制、转载、出售、发布或将本报告任何内容存储在数据库或检索系统中。

二、本报告是联合资信基于评级方法和评级程序得出的截至发表之日的独立意见陈述，未受任何机构或个人影响。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，而非对评级对象的事实陈述或鉴证意见。联合资信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。

三、本报告所含评级结论和相关分析不构成任何投资或财务建议，并且不应当被视为购买、出售或持有任何金融产品的推荐意见或保证。

四、本报告不能取代任何机构或个人的专业判断，联合资信不对任何机构或个人因使用本报告及评级结果而导致的任何损失负责。

五、本报告系联合资信接受中国建筑国际集团有限公司（以下简称“该公司”）委托所出具，引用的资料主要由该公司或第三方相关主体提供，联合资信履行了必要的尽职调查义务，但对引用资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。联合资信合理采信其他专业机构出具的专业意见，但联合资信不对专业机构出具的专业意见承担任何责任。

六、除因本次评级事项联合资信与该公司构成评级委托关系外，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。

七、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至相应债券到期兑付日有效；根据跟踪评级的结论，在有效期内评级结果有可能发生变化。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。

八、任何机构或个人使用本报告均视为已经充分阅读、理解并同意本声明条款。

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 2022 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“中国建筑国际”）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

中国建筑国际自 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2021年底，公司本部内设部门共计12个；公司纳入合并范围一级子公司13家，在职员工9107人。

截至 2021 年底，公司资产总额 2192.84 亿港元，所有者权益 662.16 亿港元（含少数股东权益 19.76 亿港元）；2021 年，公司实现营业总收入 773.10 亿港元，利润总额 93.85 亿港元。

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 2022 年 5 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”已按时付息。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　联合资信所评公司存续债券概况（单位：亿元）

债券简称	发行金额	债券余额	起息日	期限（年）
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回顾

2022 年一季度，中国经济发展面临的国内外环境复杂性和不确定性加剧，有的甚至超出预期。全球经济复苏放缓，俄乌地缘政治冲突导致全球粮食、能源等大宗商品市场大幅波动，国内多地疫情大规模复发，市场主体困难明显增加，经济面临的新的下行压力进一步加大。在此背景下，“稳增长、稳预期”成为宏观政策的焦点，政策发力适当靠前，政策合力不断增强，政策效应逐渐显现。

经初步核算，2022 年一季度，中国国内生产总值 27.02 万亿元，按不变价计算，同比增长 4.80%，较上季度两年平均增速（5.19%）有所回落；环比增长 1.30%，高于上年同期（0.50%）但不及疫情前 2019 年水平（1.70%）。

三大产业中，第三产业受疫情影响较大。

2022 年一季度，第一、二产业增加值同比增速分别为 6.00%和 5.80%，工农业生产总体稳定，但 3 月受多地疫情大规模复发影响，部分企业出现减产停产，对一季度工业生产造成一定的拖累；第三产业增加值同比增速为 4.00%，不及上年同期两年平均增速（4.57%）及疫情前 2019 年水平（7.20%），接触型服务领域受到较大冲击。

需求端，消费市场受到疫情冲击较大，固定资产投资增速处于相对高位，出口仍保持较高景气度。

消费方面，2022 年一季度社会消费品零售

表 2　2021 年一季度至 2022 年一季度中国主要经济数据

项目	2021 年一季度	2021 年二季度	2021 年三季度	2021 年四季度	2022 年一季度
GDP 总额（万亿元）	24.80	28.15	28.99	32.42	27.02
GDP 增速（%）	18.30(4.95)	7.90(5.47)	4.90(4.85)	4.00(5.19)	4.80
规模以上工业增加值增速（%）	24.50(6.79)	15.90(6.95)	11.80(6.37)	9.60(6.15)	6.50
固定资产投资增速（%）	25.60(2.90)	12.60(4.40)	7.30(3.80)	4.90(3.90)	9.30
房地产投资（%）	25.60(7.60)	15.00(8.20)	8.80(7.20)	4.40(5.69)	0.70
基建投资（%）	29.70(2.30)	7.80(2.40)	1.50(0.40)	0.40(0.65)	8.50
制造业投资（%）	29.80(-2.00)	19.20(2.00)	14.80(3.30)	13.50(4.80)	15.60
社会消费品零售（%）	33.90(4.14)	23.00(4.39)	16.40(3.93)	12.50(3.98)	3.27
出口增速（%）	48.78	38.51	32.88	29.87	15.80
进口增速（%）	29.40	36.79	32.52	30.04	9.60
CPI 涨幅（%）	0.00	0.50	0.60	0.90	1.10
PPI 涨幅（%）	2.10	5.10	6.70	8.10	8.70
社融存量增速（%）	12.30	11.00	10.00	10.30	10.60
一般公共预算收入增速（%）	24.20	21.80	16.30	10.70	8.60
一般公共预算支出增速（%）	6.20	4.50	2.30	0.30	8.30
城镇调查失业率（%）	5.30	5.00	4.90	5.10	5.80
全国居民人均可支配收入增速（%）	13.70(4.53)	12.00(5.14)	9.70(5.05)	8.10(5.06)	5.10

注：1.GDP 数据为当季值，其他数据均为累计同比增速；2.GDP 总额按现价计算，同比增速按不变价计算；3.出口增速、进口增速均以美元计价统计；4.社融存量增速、城镇调查失业率为期末值；5.全国居民人均可支配收入增速为实际同比增速；6.2021 年数据中括号内为两年平均增速
资料来源：联合资信根据国家统计局、中国人民银行和 Wind 数据整理

总额 10.87 万亿元，同比增长 3.27%，不及上年同期两年平均增速水平（4.14%），主要是 3 月疫情对消费，特别是餐饮等聚集型服务消费，造成了较大冲击。投资方面，2022 年一季度全国固定资产投资（不含农户）10.49 万亿元，同比增长 9.30%，处于相对高位。其中，房地产开发投资继续探底；基建投资明显发力，体现了“稳增长”政策拉动投资的作用；制造业投资仍处高位，但 3 月边际回落。外贸方面，出口仍保持较高景气度。2022 年一季度中国货物进出口总额 1.48 万亿美元，同比增长 13.00%。其中，出口 8209.20 亿美元，同比增长 15.80%；进口 6579.80 亿美元，同比增长 9.60%；贸易顺差 1629.40 亿美元。

CPI同比涨幅总体平稳，PPI同比涨幅逐月回落。

2022 年一季度 CPI 同比增长 1.10%，猪肉等食品价格下跌对冲了部分能源价格上涨推动的上行空间。一季度 PPI 同比增长 8.70%，各月同比增速回落幅度有所收敛；PPI 环比由降转升，上行动力增强，输入型通胀压力抬升。地缘政治等因素导致国际能源和有色金属价格剧烈波动，带动国内油气开采、燃料加工、有色金属等相关行业价格上行。

社融总量扩张，财政前置节奏明显。

2022 年一季度新增社融规模 12.06 万亿元，比上年同期多增 1.77 万亿元；3 月末社融规模存量同比增长 10.60%，增速较上年末高 0.30 个百分点。从结构看，财政前置带动政府债券净融资大幅增长，是支撑社融扩张的主要动力，一季度政府债券净融资规模较上年同期多增 9238 亿元。其他支撑因素包括对实体经济发放的人民币贷款和企业债券净融资较上年同期分别多增 4258 亿元和 4050 亿元。

财政收入运行总体平稳，民生等重点领域支出得到有力保障。

2022 年一季度，全国一般公共预算收入 6.20 万亿元，同比增长 8.60%，财政收入运行总体平稳。其中，全国税收收入 5.25 万亿元，同比增长 7.70%，主要是受工业企业利润增长带动，但制造业中小微企业缓税政策延续实施等因素拉低了税收收入增幅。支出方面，2022

年一季度全国一般公共预算支出 6.36 万亿元，同比增长 8.30%，为全年预算的 23.80%，进度比上年同期加快 0.30 个百分点。民生等重点领域支出得到了有力保障，科学技术、教育、农林水、社会保障和就业、卫生健康支出同比分别增长 22.40%、8.50%、8.40%、6.80%、6.20%。

稳就业压力有所加大，居民收入稳定增长。

2022 年一季度，城镇调查失业率均值为 5.53%，其中 1 月、2 月就业情况总体稳定，调查失业率分别为 5.30%、5.50%，接近上年同期水平，环比小幅上升，符合季节性变化规律；而 3 月以来局部疫情加重，城镇调查失业率上升至 5.80%，较上年同期上升 0.50 个百分点，稳就业压力有所增大。2022 年一季度，全国居民人均可支配收入 1.03 万元，实际同比增长 5.10%，居民收入稳定增长。

2. 宏观政策和经济前瞻

把稳增长放在更加突出的位置，保持经济运行在合理区间，实现就业和物价基本稳定。

2022 年 4 月，国务院常务会议指出，要把稳增长放在更加突出的位置，统筹稳增长、调结构、推改革，切实稳住宏观经济大盘。保持经济运行在合理区间：部署促进消费的政策举措，助力稳定经济基本盘和保障改善民生；决定进一步加大出口退税等政策支持力度，促进外贸平稳发展；确定加大金融支持实体经济的措施，引导降低市场主体融资成本。实现就业和物价基本稳定：着力通过稳市场主体来保就业；综合施策保物流畅通和产业链供应链稳定，保粮食能源安全。

疫情叠加外部局势影响，经济稳增长压力加大。

生产端，停工停产、供应链受阻以及原材料价格上涨对工业生产的拖累还需关注；需求端，投资对经济的拉动作用有望提升，可能主要依靠基建投资的发力；国内疫情的负面影响短期内或将持续，制约消费的进一步复苏；在俄乌局势紧张、美联储货币政策加速紧缩等国际背景下，叠加上年基数攀升的影响，出口对于经济的支撑大概率会逐步回落。有鉴于此，IMF、世界银行等国际机构均降低了对中国经济增长的预测。预计未来经济增长压力仍然较大，实现 5.50%增长目标的困难有所加大。

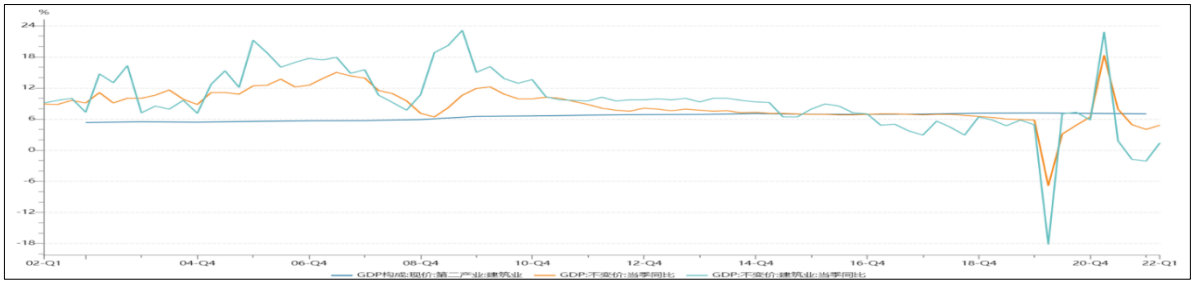
五、行业环境

1. 建筑行业发展概况

建筑业周期性明显，在经济下行期间，建筑业受到的冲击较大。未来，在经济增速下行的背景下，建筑业增速或将持续放缓。

建筑业在国民经济中发挥着重要作用，其变动趋势与宏观经济走势大致相同。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。受 2020 年“新冠”疫情冲击，经济下行压力显著加大。2021 年以来，建筑业增加值单季增速持续下降，一季度、二季度、三季度及四季度增速分别为 22.80%、1.80%、-1.80%和-2.10%，三季度和四季度增速同比均呈现负增长。2022 年一季度增速由负转正，为 1.40%，但仍未回到疫情前增长态势，建筑业增速或将持续放缓。

图 1 建筑业增速及在国民经济中的占比情况



资料来源：Wind 数据

从建筑业对 GDP 增长的贡献情况来看，自 2011 年以来，建筑业增加值占 GDP 的比例始终保持在 6.75%以上，2020 年创历史新高，为 7.18%，2021 年为 7.01%。2022 年一季度，建筑业实现增加值 13029.00 亿元，占 GDP 比例下降至 4.82%。

2. 上游原材料供给及下游需求

2021 年，随着复产复工带动下游需求逐步恢复，水泥和钢铁价格快速回升，但 10 月底以来价格均出现回落。未来，水泥及钢材价格或将高位波动。

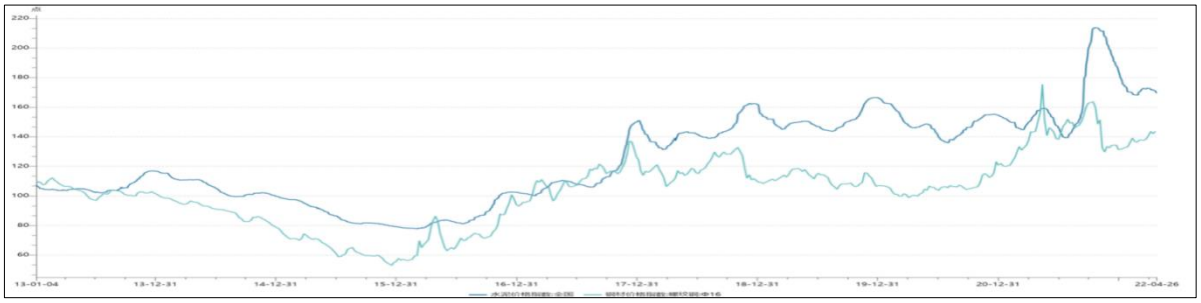
建筑施工企业的上游原材料主要为各类建材，其中钢筋和水泥一般对建筑总造价的影响超过 30%，因此钢筋和水泥的价格波动对建筑施工企业成本的影响较大。

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。2021 年初水泥价格整体季节性下降，3 月下旬开始随需求上涨价格有所回升，5 月后进入淡季，价格进入了较长的下行区间；8 月后需求上涨，但供给受能耗双控等政策性因素影响而下降，同时叠加煤炭价格大幅上涨，水泥价格上涨至历史新高；10 月底以来，受需求下降及煤炭价格大幅下调影响，水泥价格持续下降。

钢材价格方面，受钢铁企业内部的“降本增效”和“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。2021 年，钢铁供需两端均呈现先增后降态势，钢材价格呈现先升后降、大幅波动态势。具体来看，一季度钢材价格开启上涨态势；二季度环保限产，同时叠加下游用钢需求和投机需求旺盛，供需紧张推动钢材价格持续上涨；此后，随着国家出台一系列调控政策以及下游需求放缓，钢材价格有所回落，但由于原材料焦炭价格快速攀升至历史高位，对钢材价格形成一定支撑；10 月底以来，焦炭价格在政府干预下明显下降，同时叠加用钢需求下降，钢材价格大幅回落，但仍高于上年同期水平。

总体来看，水泥、钢铁价格波动较大，2021 年以来随着经济及建筑业复苏带动需求的稳步提升，水泥、钢铁价格快速回暖，但 10 月底以来价格均出现回落。未来，水泥及钢材价格或将高位波动。

图 2　水泥价格指数和钢材价格指数波动情况



资料来源：Wind 数据

2021 年，房地产开发投资和基建投资增速均有所回落。房地产开发投资和拿地支出继续下降，回落趋势受政策调控影响或将延续；基建投资作为“稳增长”的重要抓手，投资增速或将保持较高水平。

2021 年，全国完成房地产开发投资 147602.08 亿元，同比增长 4.40%，增速较上年下降 2.6 个百分点，增速低于固定资产投资整体增速 0.5 个百分点，增速下降明显，创 2016 年以来增速新低。2022 年一季度，房地产开发投资增速进一步下降至 0.70%，增速低于固定资产投资整体增速 8.6 个百分点，房地产开发投资对固定资产投资的拉动作用明显弱化。同时，房地产新开工面积增速出现负增长，2021 年和 2022 年一季度增速分别为-11.40%

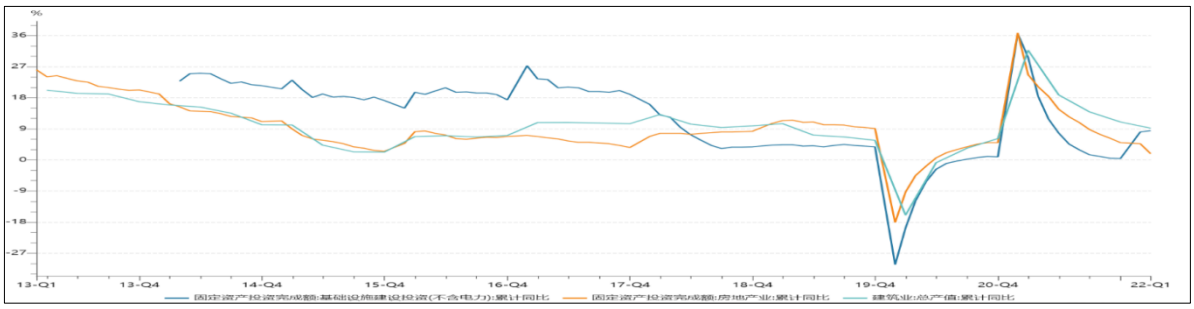
和-17.50%，增速进一步下降。从拿地情况来看，2021 年购置土地面积同比下降 15.50%，2022 年一季度同比下降 41.80%，房企拿地热情继续低迷。从销售情况来看，2021 年商品房销售面积和销售额分别同比增长 1.90%和 4.80%，增速较上年分别下降 0.7 个百分点和 3.9 个百分点，2022 年一季度商品房销售面积和销售额增速均由正转负，增速分别为-13.80%和-22.70%。

2021 年以来，房地产开发行业出现基本面明显弱化的情况，虽然 2021 年底调控政策有所松动，但高债务压力使得房地产行业流动性仍然承压，行业整体仍面临投资信心及投资能力不足的问题，并且拿地和销售数据继续走弱对未来新开工面积形成较大抑制，房地产开发投资或将延续下行趋势。

2021 年，全国基础设施建设投资（不含电力）累计同比增长 0.40%，增速较上年小幅下降 0.5 个百分点；2022 年一季度增速回升明显，为 8.50%，主要由于“稳增长”政策发力，财政支持资金到位。2022 年宏观政策定调为稳健有效，国民经济稳字当头，实施积极的财政政策和稳健的货币政策。2022 年一季度人民贷款增加值为 8.34 万亿元，同比增加 6636.00 亿元；一季度社会融资规模量累计为 12.06 万亿元，累计增速为 18.00%，其中政府债券累计增速为 140.00%。

受益于资金面回暖及政策支持，2022 年基建投资将成为“稳增长”的重要抓手，投资增速或将保持较高水平。

图 3 基础设施建设、房地产投资和建筑业总产值增速情况



资料来源：Wind 数据

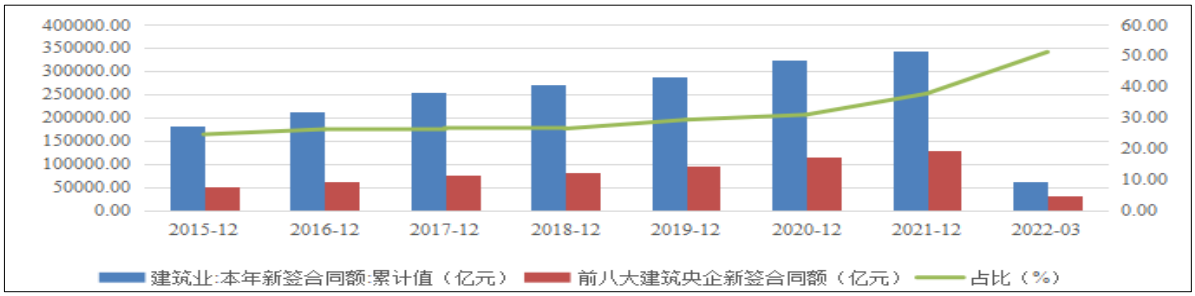
3. 建筑施工行业竞争态势分析

在经济增速持续下行的压力下，建筑业作为由需求驱动的行业，将持续面临整体下行的压力。“稳增长”行情将围绕建筑央企展开，未来行业集中度将进一步提升，市场份额将继续向央企集中。

在国内面临三重压力，国际环境更趋复杂严峻和不确定性增加的背景下，2021 年下半年以来，我国经济显著下行，三大需求均呈现收缩态势。政府工作报告提出 2022 年 GDP 增长 5.5%左右的目标，为近 30 年来最低的预期目标。

在经济增速持续下行的压力下，建筑业作为由需求驱动的行业，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。从全国建筑企业新签合同数据来看，行业集中持续提升。

图 4 前八大建筑央企新签合同额占比情况



资料来源：Wind 数据

近年来，前八大建筑施工央企新签合同额占全国建筑业新签合同额比重持续提升，2021 年比重为37.88%，2022 年一季度进一步上升至51.30%。未来，“稳增长”行情将依旧围绕建筑央企展开，建筑央企经营呈现较强韧性。2022 年一季度，央企新签订单在基建投资回暖的带动下有所改善，也侧面反应了基建需求的改善，预计未来建筑业市场份额将继续向央企集中。

4. 建筑施工行业发展趋势

2021 年以来，全国经济在受到疫情冲击之后持续修复但整体下行压力不减，建筑业增速继续走低，行业增加值占国内生产总值的比重有所下降。短期来看，房地产投资回落趋势或将延续，基建投资作为“稳增长”重要抓手增速或将保持较高水平，基建领域将为建筑行业的下游需求和资金来源提供有力支撑。长期来看，在经济增速持续下行的压力下，建筑行业集中度将进一步提升，但建筑业未来增速或将持续放缓。

六、基础素质分析

1. 产权状况

截至 2021 年底，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。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。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、建筑装修装饰工程专业承包一级资质和房地产开发二级等资质。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。

跟踪期内，公司相关资质未发生变化。

七、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。

八、经营分析

1. 经营概况

2021年，随着疫情影响下基建投资需求增长，以及内地投资类项目“长改短”策略逐步释放成效，公司收入实现较快增长，综合毛利率有所提升。

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。2021年，公司营业总收入773.10亿港元，同比增长23.78%，各板块均保持较快增速；建筑工程及基建投资仍为公司最主要的业务板块，2021年在营业总收入中的占比分别为41.55%和51.11%。从港澳市场看，受疫情对经济冲击影响，港澳地区均推出了较大规模的基建投资计划，公司凭借较高的市场占有率加速扩展；从内地市场看，公司内地投资类项目自2018年下半年提出转型，随着“长改短”策略逐步释放成效，高周转项目进入产值释放期，以及存量长周期项目进入收入结算高峰期，公司基建投资项目收入增长较为明显。

2021年，公司综合毛利率为15.50%，同比增长0.64个百分点。分区域看，2021年，公司收入中内地业务收入405.29亿港元，毛利率23.27%；香港业务收入238.44亿港元，毛利率4.32%；澳门业务收入84.05亿港元，毛利率10.15%。中国内地业务收入及毛利润较上年同比分别增长25.29%及33.09%，为公司主要收入及利润来源地区。

表 3　2019－2021 年公司营业总收入构成及毛利率情况（单位：亿港元）

项目	2019 年			2020 年			2021 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	262.86	42.62	7.49	267.55	42.84	5.82	321.21	41.55	/
基建投资项目收入	310.32	50.32	21.30	315.12	50.46	21.99	395.12	51.11	/
幕墙工程业务收入	26.78	4.34	11.35	22.95	3.67	14.29	35.21	4.55	/
其他	16.74	2.71	21.12	18.96	3.03	24.79	21.55	2.79	/
合计	**616.70**	**100.00**	**15.08**	**624.58**	**100.00**	**14.86**	**773.10**	**100.00**	**15.50**

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；公司未披露 2021 年各板块毛利率情况
资料来源：公司提供

2. 经营分析

（1） 建筑工程业务

公司建筑工程合约收入主要为港澳地区的建筑施工收入，2021 年，随着疫情影响下区域内投资需求的反弹，相关收入快速增长；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。

跟踪期内，随着疫情影响下基建投资需求增长影响，公司在港澳业务快速反弹。香港政府于2021年10月份公布新一轮施政报告，提出在香港毗邻深圳的屯门区和北区开发建设300

平方公里的北部都会区，未来计划形成南北两个都会区的发展格局，南部以国际金融服务为主，北部则致力发展世界一流创科产业；北部都会区将成为香港未来20年城市建设和人口增长最活跃的地区，这一规划带动香港未来投资需求持续释放；澳门方面，受疫情冲击下博彩业营收下降影响，政府着力推进经济多元化发展，公共设施项目规模有所增长。2021年，公司在香港及澳门地区的新签合同额分别为360.50亿港元和146.40亿港元，同比分别增长33.03%和10.24%。截至2021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607.30亿港元和243.30亿港元，项目储备充足。

表 4　2019－2021 年公司建筑工程业务情况（单位：亿港元）

类别	2019 年	2020 年	2021 年
香港地区新签合同额	381.30	271.00	360.50
期末香港地区未完合同额	521.80	530.00	607.30
澳门地区新签合同额	120.10	132.80	146.40
期末澳门地区未完合同额	96.10	177.10	243.30

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2021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381.64亿港元，已完工合同额261.64亿港元。公司澳门地区主要在建项目包括银河四期上盖工程、离岛医疗综合体主体建造工程、澳门主题公园度假村酒店、新濠影汇二期等，合同额339.20亿港元，已完工合同额143.82亿港元。

表5　截至2021年底公司香港地区主要在建项目情况（单位：亿港元）

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	87.31	香港特区政府土木工程署	2016 年 7 月	--	60.84
广华医院重建项目第一期上盖工程	56.88	香港医院管理局	2019 年 5 月	--	27.79
将军澳日出康城 7 期 A 及 B 商住项目	49.81	会德丰地产有限公司	2019 年 3 月	--	45.87
火炭坳背湾街 1－11 号项目	41.00	Centralcon Company Limited	2017 年 12 月	2022 年 4 月	28.27
合和中心二期上盖工程	40.00	香港合和实业有限公司	2019 年第三季	--	8.31
屯门管翠路 500 地段住宅发展	29.25	福彩发展有限公司	2018 年 3 月	--	33.42
机场岛上无人驾驶车及行李运送隧道	23.71	香港机管局	2017 年 7 月	--	24.26
香港故宫文化博物馆工程	21.56	西九文化区	2019 年 3 月	--	19.69
长沙湾 NKIL6549 住宅项目	32.12	--	2020 年一季度	--	13.19
合计	**381.64**	--	--	--	**261.64**

注：屯门管翠路500地段住宅发展项目建设过程中存在工程追加调整，项目整体投资规模已超概算
资料来源：公司提供

表6　截至2021年底公司澳门地区主要在建项目情况（单位：亿港元）

项目名称	合同金额	业主方全称	开工时间	合同额完成情况
银河四期上盖工程	125.98	银河路氹工程管理有限公司	2021 年 7 月	2.46
离岛医疗综合体主体建造工程	71.38	澳门特别行政区公共建设局	2019 年 10 月	37.09
澳门新濠影汇二期	64.77	Studio City Decelopments Limited	2020 年 1 月	46.31
澳门主题公园渡假村酒店综合体发展项目	33.59	澳门主题公园度假村股份有限公司	2018 年 1 月	33.43

澳门长者公寓项目	20.37	澳门特别行政区公共建设局	2020 年 12 月	3.95
望夏社会房屋建造工程—第二期暨望夏体育馆重建工程	11.67	澳门特别行政区公共建设局	2019 年 5 月	11.28
轻轨妈阁站主体建造工程	11.44	澳门特别行政区公共建设局	2018 年 8 月	9.30
合计	**339.20**	**--**	**--**	**143.82**

资料来源：公司提供

（2）基建投资业务

2021 年，公司内地投资类项目保持较快增速。由于前期投资的 PPP 项目回款周期较长，公司近年来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。

公司前期参与的内地基建投资业务以 BT、PPP 项目为主。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。

2021 年，公司主要完工的基建投资项目 13 个，包括贵州正习高速公路 PPP 项目、贵州省印江至重庆市秀山高速公路 PPP 项目等，未来可为公司提供较稳定的现金流。截至 2021 年底，公司内地在手项目 196 个，除纯总包外的投资项目在手未完工合约额约 1621.44 亿港元，其中，控股投资项目在手未完工合约额 1581.00 亿港元。公司控股的投资类项目规模大，仍面临较大的支出压力，且前期参与的 PPP 项目回收周期较长，对公司资金存在一定占用。

近年来，受 PPP 项目投资周期长、资金沉淀规模大等因素影响，公司积极寻求投资类项目“长改短”的业务转型，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。

2021 年，公司内地新签合同金额 811.50 亿港元，同比增长 23.74%，主要系公司转型升级，积极获取高周转类投资项目所致。公司自 2018 年下半年提出对内地基建投资项目进行转型；2019 年起逐步控制 PPP 项目新签合同占比，寻找投资周期短、现金回流更快的安置房回购等项目作为代替；2020 年，公司基建投资类项目基本完成转型，新签合同中 PPP 项目占比降至 3%，但整体新签合同额仍保持较快增长；2021 年，公司新签订单加速增长，当年未再新签 PPP 项目，基建投资业务转型成效明显。

表 7　2019—2021 年公司在中国内地新签及在手合同情况（单位：亿港元）

类别	2019 年	2020 年	2021 年
新签合同额	554.30	655.80	811.50
其中 PPP 项目占比（%）	37.00	3.00	0.00
期末在手合同额	1574.30	1727.80	1854.50
其中 PPP 项目占比（%）	36.00	22.00	10.88

资料来源：公司提供

截至 2021 年底，公司内地项目在手未完成合同金额 1854.50 亿港元，项目储备充足，未来收入保障力度强。公司主要在建 PPP 项目总投资额合计 436.97 亿元，已投资 241.20 亿元，项目主要分布在贵州、湖北、湖南、安徽、广东、福建、浙江等省份。公司主要在建的其他项目合同金额合计 316.53 亿港元，已完工合同额合计 171.72 亿港元。

表 8　截至 2022 年 3 月底公司主要 PPP 项目情况

序号	项目名称	业主	持股比例	总投资（亿元）	建设期（年）	运营期（年）	已投资（亿元）	预计总回款（亿元）
1	湖南省长沙市岳麓山大学科技城 PPP 项目	岳麓区政府	65.00%	36.92	3	22	27.23	93.00
2	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	79.99%	28.66	3	12	4.67	38.19
3	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	70.00%	34.58	2	13	20.25	49.18
4	安徽省滁州市原创科技城一期 PPP 项目	滁州市人民政府	69.00%	24.68	3	12	18.96	31.40
5	贵州黔东南州雷山至榕江高速公路 PPP 项目	贵州高速公路集团有限公司	68.90%	122.97	3	30	72.06	346.72
6	广东省江门市产业园基础设施 PPP 项目	江门市新会区政府	99.99%	24.31	3	15	10.83	35.90
7	安徽蚌五高速公路 PPP 项目	蚌埠市人民政府	70.00%	53.66	4	30	53.66	258.65
8	湖北十堰郧西县河夹扶贫产业园建设 PPP 项目	郧西县人民政府	75.00%	36.71	2	15	12.77	60.92
9	长沙市高铁西站产业新城一期 PPP 项目	湘江新区管委会	33.00%	57.02	7	12	10.30	95.13
10	浙江湖州安吉县高铁新城基础设施 PPP 项目	安吉县人民政府	90.00%	17.46	3	10	10.47	23.72
合计		--	--	**436.97**	--	--	**241.20**	**1032.81**

注：上述合同金额、已投资金额包括项目施工、股权等全部投资金额；上述合同金额和预计总回款根据工程实际建设过程中工程量增减变动情况，有所调整；部分项目投资期限长，考虑到资金成本等因素，预计总回款额远大于总投资金额
资料来源：中建国际投资提供

表 9　截至 2021 年底公司内地主要在建的其他项目情况（单位：亿港元）

项目名称	业主方	合同金额	已完工合同额
浙江温州市鹿城区 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	18.15	16.99
上海虹口区新业坊产业园投资项目	/	43.71	23.17
湖北武汉光谷中心城地下空间 BT 项目	武汉光谷中心城建设投资有限公司	58.34	44.84
广东佛山市顺德区容桂细滘工业园改造项目	/	11.82	8.85
福建莆田市城厢区龙德井、沟头片区棚户区改造商业 BT 项目	莆田市城厢区城乡建设投资有限公司	65.32	23.64
江苏盐城先锋大岛城镇综合建设投资项目	盐城市城市建设投资集团有限公司	35.82	8.76
江苏盐城亭湖区长坝三期安置房政府定购项目	盐城市亭湖区人民政府	25.48	18.42
安徽淮南田家庵区四宜置业湖山世家商业 BT 项目	淮南市四宜置业有限责任公司	20.09	3.52
天津津南区辛庄镇白万路东地块安置房政府定购项目	天津市津南区辛庄镇人民政府	23.14	17.9
河南洛阳瀍河区旭升安置房政府定购项目	洛阳市瀍河回族区住房和城乡建设局	14.66	5.63
合 计		**316.53**	**171.72**

资料来源：公司提供

（3）幕墙工程及其他

公司幕墙业务策略调整成效显现，2021 年，公司幕墙板块中标多项优质项目，业务收入创出新高。

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、美国迪拜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。

近年来，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，以大湾区、长三角为根据地进一步辐射内地市场。

跟踪期内，公司幕墙业务策略调整成效显现，在香港地区的市场占有率进一步提升，行业优势进一步扩大；在内地市场新签合同额创历史新高，年内中标多个内地标志性优质项目，2021 年下半年成功中标 OPPO 长安研发中心项目 2 号、5 号楼及中央环路幕墙分包工程。公司幕墙业务积极践行“大市场、大业主、大项目”经营策略，以差异化路线聚焦重点高端项目，市场竞争力强。2021 年，公司幕墙板块新签合约额 82.08 亿港元，在手未完合约额 108.50 亿港元；幕墙业务收入规模同比提高 53.42%，增至 35.21 亿港元。

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盂高速公路（阳泉至盂县段））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 2022 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，2022 年，公司计划新签合同额不低于 1600 亿港元，净利润争取在 2021 年基础上取得 10%以上的增长。

九、财务分析

1. 财务概况

公司提供了 2021 年合并财务报告，安永会计师事务所对上述财务报告进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计结论。

2021 年以来，公司合并范围内一级子公司未发生变化。截至 2022 年 3 月底，公司合并范围内一级子公司合计 13 家。公司财务数据可比性强。

2. 资产质量

截至 2021 年底，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 2021 年底，公司资产总额 2192.84 亿港元，较上年底增长 17.38%，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 1136.74 亿港元，占资产总额的 51.84%，对资金形成较大占用。截至 2021 年底，公司流动资产占 51.97%，非流动资产占 48.03%，流动资产占比较上年底有所提升。

表 10 公司资产主要构成情况（单位：亿港元）

科目	2019 年末		2020 年末		2021 年末	
	金额	占比（%）	金额	占比（%）	金额	占比（%）
银行结余及现金	226.24	14.02	224.55	12.02	244.07	11.13
贸易及其他应收款	306.01	18.96	381.60	20.43	592.40	27.01
应收合营企业款	51.05	3.16	64.21	3.44	69.78	3.18
合约资产	121.16	7.51	119.82	6.41	134.68	6.14
流动资产合计	**755.00**	**46.77**	**880.07**	**47.11**	**1139.57**	**51.97**
贸易及其他应收款	443.17	27.45	537.30	28.76	544.35	24.82
于联营公司之权益	63.01	3.90	68.30	3.66	93.47	4.26
于合营企业之权益	140.13	8.68	164.53	8.81	183.88	8.39
基建项目投资权益	47.47	2.94	57.14	3.06	57.27	2.61
投资物业	50.67	3.14	46.43	2.49	51.26	2.34
物业、厂房及设备	47.26	2.93	53.91	2.89	56.98	2.60
特许经营权	38.38	2.38	38.13	2.04	37.85	1.73
非流动资产合计	**859.24**	**53.23**	**988.04**	**52.89**	**1053.28**	**48.03**
资产总计	**1614.24**	**100.00**	**1868.11**	**100.00**	**2192.84**	**100.00**

资料来源：根据公司审计报告整理

（1）流动资产

截至 2021 年底，公司流动资产 1139.57 亿港元，较上年底增长 29.49%，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、开发中之物业和合约资产构成。

公司银行结余及现金较为充裕，截至 2021 年底为 244.07 亿港元，占资产总额的 11.13%；其中使用权受限的资金 0.68 亿港元，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、澳门币分别占 69.27%、22.94%和 7.07%，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 2021 年底为 592.40 亿港元，较上年底增长 55.24%，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 30 天以内的占 40.34%。公司贸易及其他应收款合计（含短期及长期）1136.74 亿港元，其中人民币、港币、澳门币分别占 91.86%、5.37%和 2.41%，公司

在港澳地区的建筑工程业务业主方多按月结算，回款效率较高。

截至 2021 年底，公司应收合营企业款 69.78 亿港元，较上年底增长 8.66%。

公司合约资产主要为已完工未结算的建筑施工款，截至 2021 年底，公司合约资产 134.68 亿港元，较上年底增长 12.40%。

（2）非流动资产

截至2021年底，公司非流动资产1053.28亿港元，较上年底增长6.60%，主要系于合营、联营企业之权益增长所致；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 2021 年底为 544.35 亿港元，较上年底变化不大。

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 2021 年底，公司于合营、联营企业之权益分别为 183.88 亿港元和 93.47 亿港元，较上年底分别增长 11.76%和 36.86%。

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 2021 年底为 57.27 亿港元，较上年底变化很小，公司近年来逐步控制 PPP 项目投资，跟踪期内未再新签 PPP 项目。

截至 2021 年底，公司投资物业 51.26 亿港元，较上年底增长 10.40%，主要系公允价值增值所致；公司投资物业中账面价值 46.43 亿港元的物业已租出，年赚取租金扣除直接费用后净额约 1.04 亿港元。

截至 2021 年底，公司特许经营权 37.85 亿港元，较上年底下降 0.73%；物业、厂房及设备 56.98 亿港元，较上年底增长 5.71%。

截至 2021 年底，公司受限资产合计 184.26 亿港元，主要包括应收款质押 153.36 亿港元、基建项目投资权益质押 29.76 亿港元和小部分银行存款、房屋和机器设备抵押。公司资产受限比例为 8.40%。

3. 资本结构

（1）所有者权益

截至 2021 年底，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 2021 年底，公司所有者权益 662.16 亿港元，较上年底增长 13.62%，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 亿港元、永续资本证券 77.94 亿港元、股本溢价及储备 563.20 亿港元和非控股权益 19.76 亿港元。

截至 2021 年底，公司股本溢价及储备较上年底增长 15.02%，主要系本年溢利 68.01 亿港元，附属公司产生汇总差额随人民币升值增长 18.57 亿港元。

（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。

表 11 公司负债主要构成情况（单位：亿港元）

科目	2019 年末		2020 年末		2021 年末	
	金额	占比（%）	金额	占比（%）	金额	占比（%）
短期借款	100.41	9.09	97.07	7.55	101.05	6.60
贸易应付款、其他应付款及预提费用	446.99	40.45	512.88	39.90	605.61	39.56
合约负债	78.31	7.09	85.47	6.65	96.63	6.31
流动负债合计	**711.06**	**64.34**	**799.39**	**62.19**	**929.22**	**60.71**
长期借款	293.48	26.56	354.89	27.61	478.48	31.26
应付担保票据及公司债券	62.16	5.62	91.79	7.14	80.95	5.29
非流动负债合计	**394.11**	**35.66**	**485.92**	**37.81**	**601.46**	**39.29**

负债合计	1105.16	100.00	1285.32	100.00	1530.68	100.00

资料来源：根据公司审计报告整理

截至 2021 年底，公司负债 1530.68 亿港元，较上年底增长 19.09%，主要系长期借款、贸易应付款及应付担保票据等增长所致。公司流动负债占 60.71%、非流动负债占 39.29%，负债结构较上年底变化不大。

截至 2021 年底，公司流动负债 929.22 亿港元，较上年底增长 16.24%，主要系贸易应付款和应付担保票据增长所致。

截至 2021 年底，公司短期借款 101.05 亿港元，较上年底有所增长；公司借款（不区分长短期）中信用借款占 68.12%；按币种划分，港币及人民币借款分别占 11.44%和 87.81%，鉴于近年汇率波动，公司逐步加大人民币融资比例，以对冲来自内地业务的汇率风险。公司在香港地区所获借款均为信用借款，利率 1.19%，所获人民币借款利率 4.07%~4.68%。

截至 2021 年底，公司贸易应付款、其他应付款及预提费用 605.61 亿港元，较上年底增长 18.08%，主要系业务扩张所致；其中包括贸易应付款 466.47 亿港元、应付保固金 59.67 亿港元和其他应付款及预提费用 79.47 亿港元；公司贸易应付款中应付关联方结余款 163.30 亿港元，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等。

截至 2021 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）96.63 亿港元，较上年底增长 13.05%。公司合约负债（含非流动部分）包括建筑服务形成 90.93 亿港元、热电业务形成 12.37 亿港元。

截至 2021 年底，公司非流动负债 601.46 亿港元，较上年底增长 23.78%，主要系长期借款增长所致。

截至 2021 年底，公司长期借款 478.48 亿港元，较上年底增长 34.83%，主要系投资类项目融资增长所致。公司应付担保票据及公司债券 80.95 亿港元，较上年底下降 11.81%，主要系部分票据将于一年内到期所致。

有息债务方面，截至 2021 年底，公司全部债务 740.30 亿港元，较 2020 年底增长 22.83%，公司有息债务规模随投资类项目的推进增长较快。公司主要融资渠道包括银行借款 579.53 亿港元、应付无抵押担保票据 62.27 亿港元、公司债券 61.55 亿港元、应付集团系内公司借款 7.40 亿港元和应付合营企业借款 29.56 亿港元。公司有息债务中短期债务和长期债务分别占 20.44%和 79.56%，结构较上年底变化不大。截至 2021 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 69.80%、52.79%和 47.08%，较上年底分别上升 1.00 个、1.95 个和 2.17 个百分点。考虑到公司发行的 77.94 亿港元永续债券，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，截至 2021 年底，公司于 2022 年－2024 年到期债务规模分别为 151.31 亿港元、212.90 亿港元和 211.14 亿港元，于 2025 年及以后到期规模 164.96 亿港元。公司 2023－2024 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

2021 年，公司营业总收入增长较快；公司费用控制能力尚可。

表 12 公司盈利能力情况（单位：亿港元）

项目	2019 年	2020 年	2021 年
营业总收入	**616.70**	**624.58**	**773.10**
营业成本	524.34	531.74	653.27
毛利润	**92.36**	**92.84**	**119.83**
行政、销售及其他经营费用	16.82	19.20	22.79
财务费用	22.79	26.80	26.68
费用总额	**39.61**	**46.00**	**49.47**
投资收入、其他收入及其他收益净额	6.37	9.79	11.97
应占合营企业损	4.53	7.02	3.69

益			
应占联营公司损益	9.20	18.80	7.83
本年溢利	**57.24**	**64.84**	**74.36**
总资本收益率（%）	8.62	8.33	7.81
净资产收益率（%）	12.18	11.88	11.95

资料来源：根据公司审计报告整理

2021 年，公司实现营业总收入 773.10 亿港元，公司业务受疫情影响有所减弱，收入同比快速增长 23.78%；同期，公司营业成本 653.27 亿港元，同比增长 22.86%；营业利润率为 15.50%，同比有所增长。2021 年，公司经营费用及财务费用总额 49.47 亿港元，增长主要系经营费用随业务扩张而增长所致，公司费用占收入的比重为 6.40%，较上年下降 0.96 个百分点，公司费用整体控制能力尚可。2021 年，公司溢利 74.36 亿港元，较上下增长 14.68%。

从主要盈利指标看，2021 年，公司总资本收益率和净资产收益率分别为 7.81%和 11.95%，同比分别下降 0.52 个百分点和增长 0.07 个百分点。

5. 现金流

2021 年，公司经营活动现金净流出规模有所收窄；投资活动随着内地投资项目增长由净流入转为大幅净流出；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。

从经营活动来看，2021 年，公司经营活动现金净流出规模收窄至-5.51 亿港元，主要系内地投资类项目进行“长改短”转型，随着项目周转率的提升现金流有所改善所致。

从投资活动来看，2021 年，公司投资活动现金净流出 49.38 亿港元，主要系内地投资类项目投入增长，公司对联营及合营企业投资规模较大所致。

从筹资活动来看，2021 年，公司筹资活动现金净流入 69.64 亿港元，较上年大幅增长 141.69%；当期公司主要筹资活动包括新增银行借款 331.86 亿港元、发行公司债券款项净额 30.26 亿港元、偿还银行借款 221.36 亿港元。公司账面现金类资产仍较为充裕，截至 2021 年底为 244.07 亿港元；2021 年，公司经营、投资、筹资活动合计增加现金 14.75 亿港元。

表 13 公司现金流情况（单位：亿港元）

项目	2019 年	2020 年	2021 年
经营活动产生的现金流量净额	-27.04	-45.32	-5.51
投资活动产生的现金流量净额	-30.90	3.25	-49.38
筹资活动产生的现金流量净额	105.07	28.81	69.64

资料来源：根据公司审计报告整理

6. 偿债指标

公司短期和长期偿债指标均表现较好，整体偿债能力极强。

从短期偿债指标看，截至 2021 年底，公司流动比率与速动比率较上年底有所增长，分别为 122.64%和 99.60%；2021 年，公司经营活动持续净流出，对流动负债无保障能力。截至 2021 年底，公司现金类资产 244.07 亿港元，相当于同期短期债务的 1.61 倍，公司现金类资产充裕，短期偿债指标表现较好。

从长期偿债指标看，2021 年，公司 EBITDA 为 124.85 亿港元，同比增长 10.10%；EBITDA 利息倍数由上年的 4.23 倍进一步提升至 4.59 倍，维持在较高水平；公司全部债务/EBITDA 由上年的 5.31 倍增长至 5.93 倍。整体看，公司长期偿债指标表现较好。

截至 2021 年底，公司对外担保 32.43 亿港元，被担保方主要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 2021 年底，公司获得银行授信总额 1592.21 亿港元，未使用额度 821.07 亿港元，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 2021 年底，公司不存在影响正常经营活动的重大未决诉讼。

十、外部支持

跟踪期内，公司继续获得股东的有力支持，

整体经营规模很大。

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2021年《财富》世界500强排名中提升5个位次至第13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。

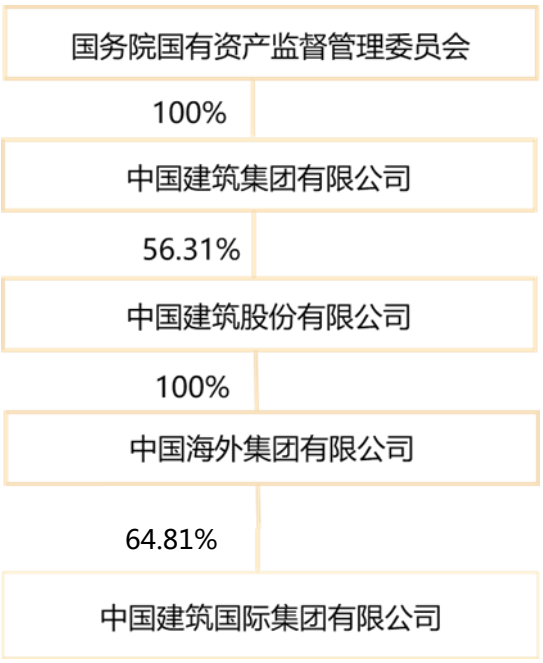
中国建筑国际是中建集团内唯一港澳建筑业务平台，是中建集团境内基础设施投资旗舰平台，中国建筑在集团内部基建项目投资额度方面给予公司较多支持，对于投资总额50.00亿元以下的投资项目，可由公司自主进行投资决策。

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。2021年，公司新签合同额共计1400.50亿港元，截至2021年底，在手未完合同额2813.60亿港元，整体经营规模大。

十一、结论

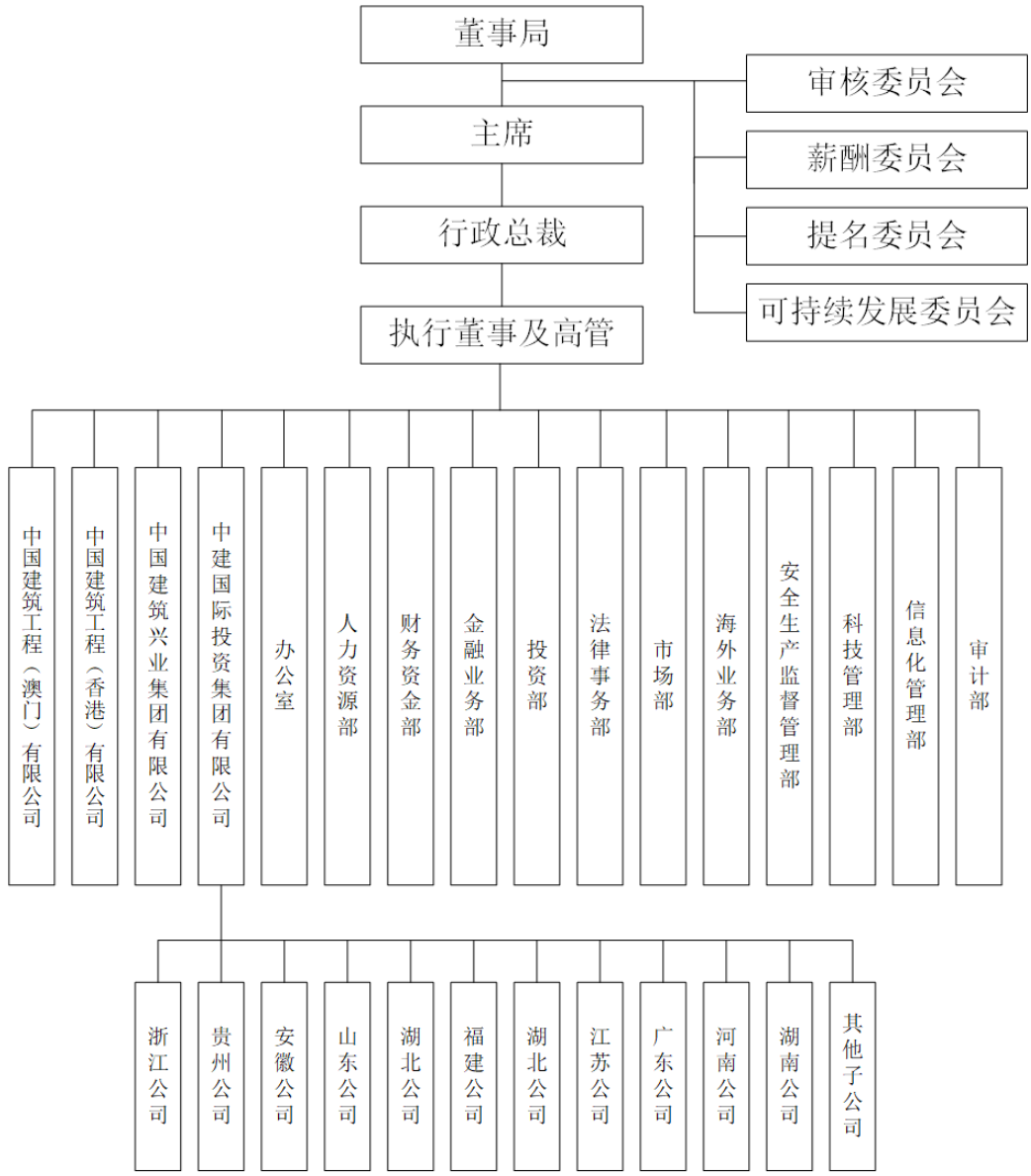
基于对公司经营风险、财务风险、外部支持及债项条款等方面的综合分析评估，联合资信确定维持公司的主体长期信用等级为AAA，维持“20中建G1”的信用等级为AAA，评级展望为稳定。

附件 1-1　截至 2021 年底公司股权结构图



资料来源：公司提供

附件 1-2　截至 2021 年底公司组织架构图



资料来源：公司提供

附件 1-3 截至 2021 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）□ 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）□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
China State Construction Finance（Cayman）□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（合并口径）

项目	2019 年	2020 年	2021 年
财务数据			
现金类资产（亿港元）	226.24	224.55	244.07
资产总额（亿港元）	1614.24	1868.11	2192.84
所有者权益（亿港元）	509.08	582.80	662.16
短期债务（亿港元）	123.81	127.58	151.31
长期债务（亿港元）	382.76	475.11	588.99
全部债务（亿港元）	506.56	602.70	740.30
营业总收入（亿港元）	616.70	624.58	773.10
利润总额（亿港元）	72.84	82.44	93.85
EBITDA（亿港元）	100.44	113.40	124.85
经营性净现金流（亿港元）	-27.04	-45.32	-5.51
财务指标			
销售债权周转次数（次）	0.89	0.75	0.75
总资产周转次数（次）	0.41	0.36	0.38
营业利润率（%）	14.98	14.86	15.50
总资本收益率（%）	8.62	8.33	7.81
净资产收益率（%）	12.18	11.88	11.95
长期债务资本化比率（%）	42.92	44.91	47.08
全部债务资本化比率（%）	49.88	50.84	52.79
资产负债率（%）	68.46	68.80	69.80
流动比率（%）	106.18	110.09	122.64
速动比率（%）	83.81	87.41	99.60
经营现金流动负债比（%）	-3.80	-5.67	-0.59
现金短期债务比（倍）	1.83	1.76	1.61
EBITDA 利息倍数（倍）	4.41	4.23	4.59
全部债务/EBITDA（倍）	5.04	5.31	5.93

注：1. 2019－2021 年财务数据取自当年审计报告期末数，非追溯调整数据；2. 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；3. 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%
资料来源：根据公司审计报告及公司提供资料整理

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	
营业总收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业总收入/（平均应收账款净额+平均应收票据+平均应收款项融资）
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业总收入/平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业总收入×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	（营业总收入-营业成本-税金及附加）/营业总收入×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-合同资产）/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+应收款项融资中的应收票据
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+其他短期债务
长期债务=长期借款+应付债券+租赁负债+其他长期债务
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+使用权资产折旧+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。

各信用等级符号代表了评级对象违约概率的高低和相对排序，信用等级由高到低反映了评级对象违约概率逐步增高，但不排除高信用等级评级对象违约的可能。

具体等级设置和含义如下表。

信用等级	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，违约概率极低
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约概率很低
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约概率较低
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约概率一般
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约概率较高
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约概率很高
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约概率极高
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

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。评级展望通常分为正面、负面、稳定、发展中等四种。

评级展望	含义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级调升的可能性较大
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，未来信用等级调降的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能调升、调降或维持