

信用等级公告

联合〔2020〕2223 号

中国建筑国际集团有限公司：

联合信用评级有限公司通过对中国建筑国际集团有限公司主体长期信用状况和拟面向专业投资者公开发行的 2020 年公司债券（第一期）进行综合分析和评估，确定：

中国建筑国际集团有限公司主体长期信用等级为 AAA，评级展望为“稳定”

中国建筑国际集团有限公司拟面向专业投资者公开发行的 2020 年公司债券（第一期）信用等级为 AAA

特此公告

联合信用评级有限公司

评级总监：

二〇二〇年七月十三日

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号 PICC 大厦 10 层（100022）

电话：010-85172818

传真：010-85171273

www.unitedratings.com.cn

中国建筑国际集团有限公司

2020 年面向专业投资者公开发行公司债券（第一期）信用评级报告

本期债券信用等级：AAA

公司主体信用等级：AAA

评级展望：稳定

发行规模：不超过 30 亿元（含）

债券期限：品种一为 3 年期；品种二为 5 年期

还本付息方式：按年付息，到期一次还本

评级时间：2020 年 7 月 13 日

主要财务数据

项目	2017 年	2018 年	2019 年
资产总额（亿港元）	1,185.18	1,361.22	1,614.24
所有者权益（亿港元）	384.63	430.78	509.08
长期债务（亿港元）	267.98	382.45	382.76
全部债务（亿港元）	332.77	410.41	506.56
营业收入（亿港元）	501.53	556.26	616.70
净利润（亿港元）	55.34	45.57	57.24
EBITDA（亿港元）	82.23	83.69	100.44
经营性净现金流（亿港元）	-48.46	-19.25	-27.04
营业利润率（%）	15.18	15.63	14.98
净资产收益率（%）	17.26	11.18	12.18
资产负债率（%）	67.55	68.35	68.46
全部债务资本化比率（%）	46.39	48.79	49.88
流动比率（倍）	1.07	1.12	1.06
EBITDA 全部债务比（倍）	0.25	0.20	0.20
EBITDA 利息倍数（倍）	7.69	4.70	4.41
EBITDA/本期发债额度（倍）	2.70	2.74	3.29

注：1. 本报告中，部分合计数与各相加数直接相加之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指港币；2. 本报告财务数据及指标计算均为合并口径；3. 本报告将应付担保票据、应付—集团系内借款、应付—合营企业借款计入有息债务核算；4. 本期债券计划发行规模不超过 30 亿元，根据 2019 年中国人民银行对外公布的人民币兑港币汇率中间价进行计算，即 1 人民币=1.1163 港币，30 亿元人民币约为 33.49 亿港元

评级观点

联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）对中国建筑国际集团有限公司（以下简称“公司”）的评级反映了公司作为中国建筑集团有限公司（以下简称“中国建筑”）下属的港股上市建筑施工及基建投资企业，综合竞争实力强，在施工资质与经验、经营规模等方面优势明显，在香港、澳门地区享有较高的市场地位；公司在手合同金额大、货币资金充裕、资产质量较高。同时，联合评级也关注到公司面临一定汇率波动风险、基建投资项目产生的应收类款项对资金形成一定占用等因素对公司信用水平带来的不利影响。

未来，随着新签合同的增长和在手合同项目的推进，公司经营规模有望进一步扩大。联合评级对公司的评级展望为“稳定”。

综上，基于对公司主体长期信用状况以及本期债券偿还能力的综合评估，联合评级认为，本期债券到期不能偿还的风险极低。

优势

1. **综合竞争实力强。**公司作为中国建筑下属的港股上市建筑施工及基建投资企业，建筑业资质等级高，施工经验丰富，经营规模大，综合竞争实力强。

2. **港澳地区市场地位较高。**公司进入香港、澳门地区市场较早，所获奖项较多，在港澳地区具有较高的市场地位。

3. **项目储备充足。**公司新签合同金额逐年增长，在手合同金额大，项目储备充足。

4. **资产质量较高。**公司货币资金充裕，资产规模持续扩大，整体资产质量较高。

关注

1. **经营性现金持续净流出。**公司于内地投资的 PPP 项目规模较大，回报周期较长，经营性现金流呈持续净流出状态。公司贸易及其

他应收款随着 PPP 项目投资规模的扩大不断增长，对公司资金形成一定占用。

2. **汇率波动风险。**公司货币资金中包括一定规模的港币、美元等外币，受汇率波动影响较大，公司面临一定汇兑亏损风险。

分析师

倪 昕 登记编号（R0040218020005）

张晶晶 登记编号（R0040219080003）

邮箱：lh@unitedratings.com.cn

电话：010-85172818

传真：010-85171273

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号

PICC 大厦 10 层（100022）

网址：www.unitedratings.com.cn

信用评级报告声明

除因本次信用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信用评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本信用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。

本信用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。

本信用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他机构对其提供的资料所应承担的相应法律责任。

本次信用评级结果仅适用于本次（期）债券，有效期为本次（期）债券的存续期；根据跟踪评级的结论，在有效期内评级对象的信用等级有可能发生变化。

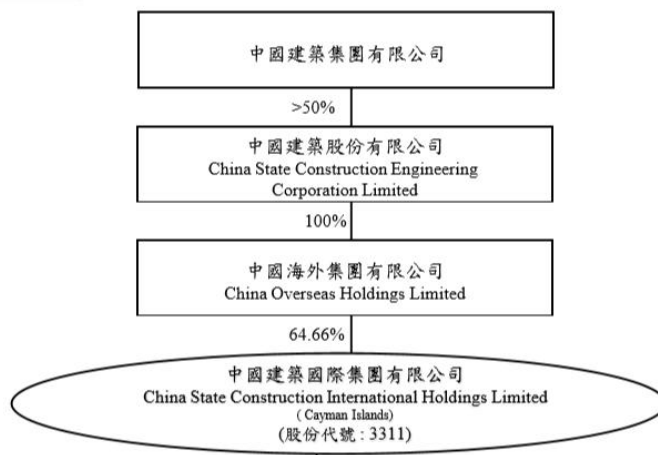
分析师：



一、主体概况

中国建筑国际集团有限公司（以下简称“公司”）注册成立于开曼群岛，2005年7月8日在香港联合交易所（以下简称“联交所”）主板上市（股票代码：3311.HK），公司直接控股股东为中国海外集团有限公司（以下简称“中海外集团”）。截至2019年末，公司总股本5,049,156,668股，中海外集团持公司股份64.66%，中国建筑集团有限公司（以下简称“中国建筑”）是公司的实际控制人。

图1 截至2019年末公司股权结构图



资料来源：公司提供

公司经营范围：主要从事楼宇建筑及土木工程，同时包括地基工程、地盘勘察、机电工程、高速公路及桥梁工程、混凝土生产、混凝土预制件和基建投资等业务。

截至2019年末，公司纳入合并范围的一级子公司共10家，合并口径在职员工14,411人；本部设办公室、人力资源部、财务资金部、金融业务部、投资部、法律事务部、市场部、海外业务部、安全生产监督管理部、科技管理部、信息化管理部及审计部，共12个职能部门。

截至2019年末，公司合并资产总额1,614.24亿港元，负债合计1,105.16亿港元，所有者权益509.08亿港元，其中公司股东应占权益421.48亿港元。2019年，公司实现营业收入616.70亿港元，净利润57.24亿港元，其中归属于母公司所有者的净利润54.13亿港元；经营活动产生的现金流量净额-27.04亿港元，现金及现金等价物净增加额47.12亿港元。

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。

二、本期债券概况及募集资金用途

1. 本期债券概况

本期债券名称为“中国建筑国际集团有限公司2020年面向专业投资者公开发行公司债券（第一期）”，本期债券品种一为3年期，品种二为5年期。品种一发行规模不超过30亿元（含），品种二发行规模不超过30亿元（含）；本期债券设品种间回拨选择权，回拨比例不受限制，公司和主承销商将根据本期债券发行申购情况，在总发行规模内，由公司和主承销商协商一致，决定是否行使品种间回拨选择权；本期债券品种一和品种二总计发行规模不超过30亿元（含）。本期债券票面金额

为 100 元，按面值平价发行。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。

2. 本期债券募集资金用途

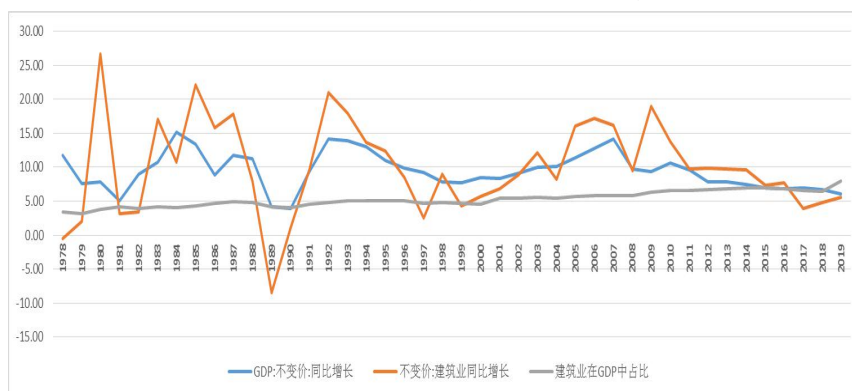
本期债券募集资金拟用于公司及下属子公司偿还公司债务、补充流动资金。

三、行业分析

1. 行业概况

建筑业在国民经济中发挥着重要作用，建筑业对国民生产总值的占比在 2009 年突破 6%，2019 年达到 7.16%。建筑业变动趋势与宏观经济走势大致相同，但由于投资往往是我国调控经济的重要手段，因而也存在一定的逆周期特征，建筑业对经济增长的托底作用表现明显。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。但随着经济下行压力的加大，其逆周期特征有所显现，2019 年建筑业增速及其在国民经济中的占比均出现明显上升，建筑业对国民生产总值的贡献比重再次出现明显上升势头。

图 2 建筑业增速及在国民经济中的占比情况（单位：%）



资料来源：联合评级根据公开资料整理

2. 上游原材料供给

2019 年，全国水泥价格指数中枢较上年继续上移；受益于钢铁行业外部经营环境的好转以及钢铁企业内部的“降本增效”的成效显现，钢铁价格维持平稳状态。2020 年以来，受“新冠”疫情影响，短期内钢铁、水泥价格受到压制；但考虑到政府日趋严格的错峰生产措施，以及后期赶工影响，钢铁、水泥价格有望企稳。

建筑企业的上游“原材料”主要为各类建材。其中，钢筋一般占建筑总造价的 15%~18%，水泥占 15%~16%，因此钢筋和水泥的价格波动对建筑企业成本的影响很大。水泥价格方面，2018 年以来，由于行业协会主导的错峰生产使得水泥行业供给端有效压缩，使得水泥价格正式步入上行通道，2019 年全国水泥价格指数中枢较 2018 年继续上移。受“新冠”疫情影响，2020 年的下游需求启动有所延迟，企业自发延长停产时间的概率较大，短期内水泥价格受到一定压制，但伴随政府日趋严格的错峰生产措施，水泥价格趋势有望企稳。钢材价格方面，2018 年以来，钢材价格较为平稳，主要受益于钢铁行业外部经营环境的好转以及 2016 年以来钢铁企业内部“降本增效”以及“产品结构优化”的成效开始显现。同样受“新冠”疫情影响，物流运输受限，不断增大的库存压力已倒逼部

分钢厂减产停产，同时由于下游需求尚在缓慢启动的过程中，钢材价格短期内受到压制，但随着复工进度的加快，长期来看钢材价格有望企稳。

图3 水泥价格指数和螺纹钢价格波动情况（元/吨）



资料来源：联合评级根据公开资料整理

3. 下游需求

受“新冠”疫情影响，房地产逆周期调节力度有望进一步加大，在基建支持政策持续加码带动下，基建投资增速可能会有所回升。

2019年，全国房地产开发投资132,194亿元，同比增长9.9%，增速较上年加快0.4个百分点。从房地产开发投资的分项看，依赖于土地购置费以及建安成本的交错带动，2019年投资增速仍保持一定韧性。但考虑到2019年以来土地成交价款出现明显回落将逐渐传导至土地购置费，以及土地成交面积下降导致建安投资增速边际减弱，短期内投资增速仍有一定下行压力。

2019年12月，央行和银保监会房地产融资表态首次将房地产融资纳入“逆周期调节”范畴，不再突出强调防范、抑制房地产金融化。2020年以来，受“新冠”疫情影响，房地产逆周期调节力度有望进一步加大，房企融资环境有望进一步宽松，房地产行业未来逆周期调节而导致建筑业需求的变化值得进一步关注。

基建投资方面，2019年，全国基础设施投资（不含电力、热力、燃气及水生产和供应业）同比增长3.8%，增速较上年同期持平。从细分领域来看，水利、环境和公共设施管理业投资同比增长2.9%；交通运输、仓储和邮政业投资同比增长3.4%，增速自2019年以来持续回落，其中道路运输业投资同比增长9.00%，铁路运输业投资同比下降0.1%。

2019年下半年以来，促进基础设施投资建设政策频出，如《交通强国建设纲要》发布、南水北调会议要求重大水利项目紧急启动、中央提出加快新基建的建设、国务院降低部分基础设施项目最低资本金比例、财政部提前下达2020年部分新增专项债务限额等。该类政策组合将利好未来基建投资，基建投资将成为“逆周期调节”主要抓手，交通、水利基础设施以及新基建等领域项目也将成为基建投资重点。此外，面对“新冠”疫情对国民经济造成的冲击，政府或将进一步加大逆周期调节力度，基建投资增速可能会有所回升。

4. 行业竞争

在资金端和需求端共同影响下，建筑业集中度加速提升。长期来看，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大型国有企业及细分领域的龙头民企有望维持市场占有率的扩张。

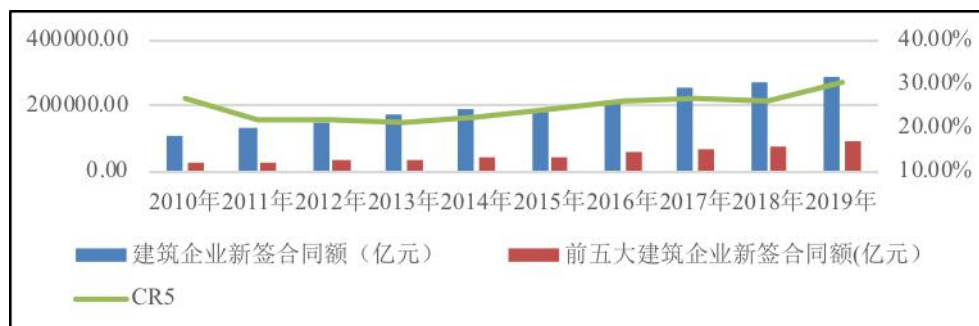
从需求端来看，2016—2017年，随着棚改以及PPP项目的大力推行，建筑业的需求较为旺盛，中小企业获取工程承包项目相对容易；而从资金端来看，市场流动性相对宽松导致企业之间融资能

力差异体现不明显，资质较弱的施工企业可通过较大比例的垫资获取项目。2019 年，由于地产面临周期性下行，基建投资增速受项目储备不足以及政府债务管控力度加大的影响延续了 2018 年以来的低迷态势，建筑行业需求端有所萎缩；此外，2018 年以来投资者风险偏好降低，叠加资管新规等金融政策的推行导致建筑施工企业资金端有所收紧。总体看，2019 年以来需求和资金端加速了资质和融资能力相对较弱的施工企业的出清，进而导致建筑业集中度的提升。

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。2019 年，央企、地方国企以及民企新签合同增速分别为 17.49%、13.52% 和 -12.36%。从细分行业来看，2019 年新签合同 CR5（前五大企业新签合同在全行业占比）由 2018 年的 26.11% 上升至 2019 年的 30.38%，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 4 2010 - 2019 年前五大建筑企业新签合同占比情况



注：前五大企业分别为中国建筑股份有限公司、中国中铁股份有限公司、中国铁建股份有限公司、中国交通建设股份有限公司和中国冶金科工股份有限公司

资料来源：联合评级根据公开资料整理

5. 未来发展

建筑业继续在国民经济中扮演重要角色，但随着经济向中低增长阶段过渡，建筑业未来增速或将长期放缓，进入中低速增长阶段。短期来看，基建和房地产逆周期调节力度持续加码，资金面保持相对宽松状态，对建筑行业的下游需求和资金来源提供了有力支撑。整体看，建筑业行业风险为中等，行业展望为稳定。

四、基础素质分析

1. 规模及竞争力

公司股东背景雄厚，综合竞争实力强，在香港、澳门地区市场地位较高。

公司作为中国建筑集团有限公司（以下简称“中国建筑”）下属港股上市建筑施工企业，自成立以来深耕香港、澳门地区市场，在香港、澳门地区享有较高的市场地位。同时，依托股东背景，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。截至 2019 年末，公司在内地、香港及澳门地区合计在手合同额¹2,192.2 亿港元，整体经营规模大。

¹ 在手合同额指：在建项目未执行部分及未来拟建项目合同额的总和。

资质方面，截至 2019 年末，公司（含下属子公司）在香港拥有由香港工程局颁发的五张最高等级牌照，包括楼宇建筑、海港工程、道路与渠务、地盘开拓和水务工程五个类别，公司在中国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饰装修工程专业承包一级资质等。

自公司成立以来，公司多次获得内地和港澳地区的综合实力及建筑施工奖项，具体见表 1。

表 1 2017—2019 年公司主要获奖情况

年份	奖项名称	颁奖单位
2017 年	2016—2017 年度中国建设工程鲁班奖（境外工程）	中国建筑业协会
	第三十一届 ARC Awards（建筑及楼宇类别）银奖	国际 ARC Awards
	亚洲区（最受尊敬公司）第一名	《机构投资者》
2018 年	第 16 届詹天佑土木工程大奖	中国土木工程学会
	AIB 年度大奖	澳大利亚建筑学院（AIB）
	香港工程师学会结构大奖	香港工程师学会（HKIE）
2019 年	低碳关怀环境、社会及管理（ESG）标签	低碳亚洲
	中央企业先进集体模范	中华人民共和国人力资源和社会保障部 国务院国有资产监督管理委员会
	广东省装配式建筑产业基地	广东省住房和城乡建设厅
	建造安全大奖	香港建造商会

资料来源：公司提供

2. 人员素质

公司高管人员相关行业管理经验丰富，员工素质满足公司正常经营需要。

截至 2019 年末，公司共有高级管理人员 17 人，其中包括行政总裁 1 人、副总裁 6 人、财务总监 1 人、助理总裁 9 人。

公司董事局主席、非执行董事颜建国先生，现年 53 岁，研究生学历；历任中国海外发展有限公司深圳分公司地盘工程师，中国海外发展有限公司广州公司助理总经理、上海公司副总经理、苏州公司总经理、上海公司总经理、中国海外发展有限公司董事副总经理兼华北区域总裁，中国建筑办公厅主任、首席资讯官、助理总经理等；自 2019 年 3 月 22 日起任公司董事局主席、非执行董事。

公司执行董事、行政总裁张海鹏先生，现年 44 岁，硕士学历；自 2000 年加入中国建筑，2002 年起在公司任职；自 2018 年 8 月 21 日起任公司行政总裁、执行董事。

截至 2019 年末，公司员工 14,411 人。从文化程度来看，本科及以上学历人员占 37%、大专及以下人员占 63%；从年龄上看，30 岁以下的占 29%、30~50 岁的占 50%、50 岁以上的占 21%。

五、公司管理

1. 治理结构

公司为香港联交所的上市企业，治理结构健全，各层级权责分明。

公司按照开曼群岛法律法规、香港《公司条例》《香港联合交易所有限公司证券上市规则》附录十四所载企业管治守则及《公司章程》设立了股东会、董事局和经营管理层。公司董事局对公司及股东负责，执行股东大会的决议。董事局拥有股东会保留权利以外对公司所有重大事宜的决定权，负责制定公司的整体策略、监察及控制等工作。行政总裁负责公司的日常经营及管理，公司管理层在行政总裁的领导下，履行日常经营职责，落实董事局的决策。截至 2020 年 3 月末，公司董事局由

8 名成员组成，其中 1 名董事局主席兼非执行董事、4 名执行董事、3 名独立非执行董事，董事局下设 4 个专门委员会，分别为审核委员会、薪酬委员会、提名委员会和可持续发展委员会。

2. 管理体制

公司内部管理制度完善。

公司本部根据业务需要设办公室、人力资源部、财务资金部、金融业务部、投资部、法律事务部、市场部、海外业务部、安全生产监督管理部、科技管理部、信息化管理部及审计部，共 12 个职能部门。

公司实行集团化管理，已经建立了财务管理制度、内部审计管理制度、保密管理办法、信息化管理制度、安全生产管理办法、施工组织设计管理办法、香港地区地盘分判商打工人及工友安全管理奖励办法、香港地区地盘文明施工管理办法等 19 项内部管理制度。

财务管理方面，公司具体规定了预算管理、内部控制管理、资本运作管理、资金管理、融资管理、会计核算管理、税务管理、财务信息化、财务档案管理等内容。

六、经营分析

1. 经营概况

公司营业收入逐年增长，其中内地基建投资项目收入增长较快，业务综合毛利率稳定。

2017—2019 年，公司营业收入逐年增长，年均复合增长 10.89%，主要系建筑工程合约收入、内地基建投资项目收入增长较快所致。其中，建筑工程合约收入年均复合增长 6.87%，2019 年较上年增长 19.48%，主要系港澳地区施工产值实现增长所致；基建投资项目收入主要来自内地 PPP 项目收入，2017—2019 年逐年增长，年均复合增长 15.08%；公司幕墙工程业务收入主要来自子公司中国建筑兴业集团有限公司（以下简称“中国建筑兴业”，港股上市公司，股票代码：00830.HK），波动增长，年均复合增长 9.56%；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，年均复合增长 6.60%，整体规模不大。

表 2 2017—2019 年公司营业收入构成及毛利率情况（单位：亿港币、%）

项目	2017 年			2018 年			2019 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	230.14	45.89	7.33	220.00	39.55	8.43	262.86	42.62	7.49
基建投资项目收入	234.34	46.73	22.36	293.11	52.69	21.66	310.32	50.32	21.30
幕墙工程业务收入	22.31	4.45	19.54	29.10	5.23	9.79	26.78	4.34	11.35
其他	14.73	2.93	16.91	14.05	2.53	14.73	16.74	2.71	21.12
合计	501.52	100.00	15.18	556.26	100.00	15.63	616.70	100.00	15.08

资料来源：公司提供、联合评级整理

从毛利率看，公司建筑工程合约收入毛利率呈波动增长态势；基建投资项目收入毛利率小幅下降；幕墙工程业务毛利率呈波动下降态势；其他业务毛利率波动增长。受以上因素影响，2017—2019 年，公司业务综合毛利率变动不大。

2. 建筑工程业务

公司港澳地区建筑工程业务新签合同额逐年增长，在手合同储备充足，港澳地区项目基本能实现按月每月结算，为公司带来了持续稳定的正现金流。

公司建筑工程合约收入主要来自于香港地区、澳门地区的建筑施工收入。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，还有市政道路工程等，业主方大部分为香港地区政府下属职能部门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。

业务承接方面，2017—2019 年，香港地区建筑施工新签合同额呈逐年增长态势，年均复合增长 40.01%，主要系公司综合竞争力较强，房屋、土木等各类项目合同额增长所致。澳门地区建筑施工新签合同额逐年增长，年均复合增长 65.03%，主要系澳门政府为扩大内需，新推工程量逐步增加所致。截至 2019 年末，公司香港和澳门地区建筑施工业务在手合同额分别为 521.8 亿港元和 96.1 亿港元，项目储备充足。

表 3 2017—2019 年公司建筑工程业务情况（单位：亿港元）

类别	2017 年	2018 年	2019 年
	金额	金额	金额
香港地区新签合同额	194.5	263.2	381.3
期末香港地区在手合同额	233.0	345.1	521.8
澳门地区新签合同额	44.1	71.0	120.1
期末澳门地区在手合同额	19.1	57.8	96.1

资料来源：公司提供

项目获取方面，公司香港、澳门地区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，公司港澳地区建筑施工结算主要为按进度进行结算（按月结算），公司项目基本能实现按约支付。2017—2019 年，港澳地区业务回款较好，分别实现净现金流入 10.75 亿港元、33.19 亿港元和 8.64 亿港元。原材料方面，公司港澳建筑工程业务主要通过全球供应链平衡原材料波动影响。

表 4 截至 2019 年末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	8,731	香港特区政府土木工程署	2016 年 7 月	--	3,261
广华医院重建项目第一期上盖工程	5,688	香港医院管理局	2019 年 5 月	--	224
将军澳日出康城 7 期 A 及 B 商住项目	4,981	会德丰地产有限公司	2019 年 3 月	--	2,847
火炭坳背湾街 1—11 号项目	4,100	Centralcon Company Limited	2017 年 12 月	2022 年 4 月	490
合和中心二期上盖工程	4,000	香港合和实业有限公司	2019 年第三季	--	8
将军澳日出康城第 10 期工程项目	3,132	City Century Development Ltd	2018 年 1 月	2021 年 4 月	607
屯门管翠路 500 地段住宅发展	2,925	福彩发展有限公司	2018 年 3 月	2020 年 9 月	1,626
新界大埔荔枝山山塘路项目第一期	2,897	Asia Metro Investment Ltd	2017 年 2 月	2020 年 11 月	1,986
机场岛上无人驾驶车及行李运送隧道	2,371	香港机管局	2017 年 7 月	--	1,000
香港故宫文化博物馆工程	2,156	西九文化区	2019 年 3 月	--	124
马鞍山白石耀沙路 601 住宅项目	1,458	LOYAL PIONEER LIMITED	2018 年 6 月	2020 年 7 月	974
香港机场 T1 航站楼天际走廊	881	香港机管局	2018 年 5 月	--	328
合计	43,320	--	--	--	13,475

资料来源：公司提供

截至 2019 年末，公司香港地区主要在建项目包括将军澳至蓝田隧道及相关工程、火炭坳背湾街 1-11 号顶、屯门管翠路 500 地段住宅发展项目、新界大埔荔枝山山塘路项目第一期等，涵盖政府房屋工程、道路工程及私人房屋工程等，合同额 433.20 亿港元，已完工合同额 134.75 亿港元。

表 5 截至 2019 年末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	预计完工时间	合同额完成情况
离岛医疗综合体主体建筑工程	7,138	澳门特别行政区建造发展办公室	2019 年 6 月	--	0
澳门主题公园度假村酒店综合发展项目	3,359	澳门主题公园度假村股份有限公司	2018 年 1 月 9 日	2019 年 9 月 20 日	3,098
筷子基俾若翰街 C 地段住宅发展项目	2,226	东富业地产发展有限公司	2016 年 9 月 28 日	2019 年 4 月 10 日	1,762
青州坊公共房屋第 1 及 2 地段建造工程	1,892	澳门特别行政区运输基建办公室	2013 年 1 月	2017 年 1 月	2,251
广东省珠海市横琴口岸服务区 A03 地块开发项目	1,491	珠海横琴信德房地产开发有限公司	2016 年 6 月	2019 年 11 月	1,200
C385R-轻轨车厂上盖建造工程	1,039	澳门特别行政区运输基建办公室	2016 年 9 月 20 日	2019 年 5 月 25 日	1,080
合计	17,145	--	--	--	9,391

注：上表中部分项目尚未按计划竣工工程变更所致
 资料来源：公司提供

截至 2019 年末，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综合发展项目、筷子基俾若翰街 C 地段住宅发展项目等项目，以房建工程为主，合同额 171.45 亿港元，已完工合同额 93.91 亿港元。

3. 基建投资业务

近年来公司基建投资业务收入逐年增长，毛利率水平较高，但受业务模式影响，回款相对较慢。2019 年，随着国内基建投资放缓，新签合同额有所下降，但基建投资项目在手合同金额大，对未来收入保障性强。

公司基建投资业务主要为公司在中国内地承建的 PPP 项目、BT 项目、政府购买项目、安置房定向回购等，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，依靠公司综合优势，近年来公司在中国内地多个省份开展业务，业主方为各地方政府、地方城市基础设施投资公司等。

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存货（已完工未结算）或合约资产（准则变更后）。现金流量表中，针对并表 PPP 项目，除实缴资本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。

表 6 2017—2019 年公司在内地新签及在手合同情况（单位：亿港元）

类别	2017 年	2018 年	2019 年
新签合同额	726.30	819.40	554.30
期末在手合同额	1,537.70	1,895.40	1,574.30

资料来源：公司提供

2017—2019 年，公司在中国内地新签合同额波动下降，年均复合下降 12.64%，2019 年收缩主要系国内基建投资有所放缓，同时公司推进业务结构转型，主动降低长周期项目订单占比，重点拓展周期短、周转快的项目所致。截至 2019 年末，公司内地项目在手合同金额 1,574.30 亿港元，公司在手合同金额大，未来收入较有保障。

截至 2019 年末，公司主要在建的 PPP 项目总投资额合计 685.75 亿港元，预计实现建安费收入 526.59 亿港元，主要分布在安徽、广东、湖北、湖南、福建、贵州、浙江等省份，整体布局集中在长三角、珠三角地区。公司主要在建的其他项目合同金额合计 345.19 亿港元，已完工合同额合计 214.28 亿港元。总体看，公司主要在建的项目规模较大，对未来收入保障性强。

表 7 截至 2019 年末主要在建的 PPP 项目情况（单位：亿港元、%）

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	建安费
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	129.52
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	61.78
广东省佛山市城市综合开发 PPP 项目	佛山市顺德区国土城建和水利局	广东佛山	2016 年 3 月 23 日	3 年	否	64	是	40.24
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	29.22
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	31.16
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	25.73
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城乡建设局	福建泉州	2018 年 2 月 27 日	3 年	是	79.99	是	33.04
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	31.3
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	25.18
贵州黔东南州雷山至榕江高速公路 PPP 项目	--	贵州黔东南州	2019 年 3 月	--	否	68.9	是	119.42
合计								526.59

资料来源：公司提供

表 8 截至 2019 年末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	71.83
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	33.63
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	39.99
浙江省台州市黄岩区安置房 BT 项目	台州市人民政府	12.75	13.51
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	8.41
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	5.10
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	0.31
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	0.94

福建省莆田市火车货运站电商园区一期项目	--	10.36	1.45
安徽省六安市绿色家居产业新城二期 A 区(启动项目)	--	8.36	1.09
合 计		345.19	214.28

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

4. 幕墙工程业务及其他

公司的幕墙工程业务主要为子公司中国建筑兴业负责，业务收入来自于香港和澳门地区。近年来，公司在香港和澳门地区承接了多个项目，主要的客户有协兴建筑有限公司、太古地产有限公司、恒基兆业地产有限公司、鹰君集团有限公司和会德丰地产有限公司等。项目获取方面，公司采取招标和邀标的形式。结算方面，根据合同要求不同采用按月结算或完工后结算方式。2017—2019 年，公司的幕墙工程收入波动增长，分别为 22.31 亿港元、29.10 亿港元和 26.78 亿港元，毛利率分别为 19.54%、9.79%和 11.35%。

公司的其他收入主要为子公司山西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））车流量收入、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、子公司中国海外港口投资有限公司的港口运营收入，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车流量收入。此外，还有工程监理、建筑材料销售、机械租赁等收入。

5. 未来发展

公司未来实施低成本竞争、高品质管理的经营策略。其中，针对港澳地区，在建设粤港澳大湾区的背景下，公司将继续跟进政府工程、私人工程等各个业务领域、重点关注公屋、医院、机场等大型建设项目。针对内地投资业务，公司集中开拓长三角、珠三角市场。公司着力加强项目管控能力，提升资产周转率和项目回报率。

七、财务分析

1. 财务概况

公司提供了 2017—2019 年度合并财务报表，罗兵咸永道会计师事务所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。公司执行香港会计师公会颁布的修订本及改进之后现有的香港会计准则、香港财务报告准则。

从会计政策变动看，公司自 2018 年 1 月 1 日起采纳《香港财务报告准则》第 9 号和第 15 号，将金融资产及负债分类为适当的香港财务报告准则第 9 号类别，将建筑合约确认的合约资产和合约负债分类为香港财务报告准备第 15 号类别。公司自 2019 年 1 月 1 日起采纳《香港财务报告准则》第 16 号，将物业、厂房及设备中的融资租赁资产（主要为土地及楼宇及汽车），以及经营租赁的预付租金，重分类为使用权资产及租赁负债。根据《香港财务报告准则》第 9 号、第 15 号和第 16 号的修订追溯方式，比较数字并未重列。公司应用上述新订准则及修订本对公司的业绩和财务状况并无重大影响。

合并范围方面，2017 年，公司合并范围新增子公司 35 家，不再纳入合并范围子公司 5 家。新增子公司主要为中建国际工程有限公司和济宁海嘉建设有限公司等。2018 年，公司合并范围新增子公司 34 家，不再纳入合并范围子公司 4 家。新增子公司主要为绵阳海升建设有限公司和十堰海悦建设有限公司等。2019 年，公司合并范围新增子公司 17 家，不再纳入合并范围子公司 7 家。新增子

公司主要为宣城海跃建设有限公司和台州海悦建设有限公司等。上述合并范围增加和减少的子公司规模相对较小，公司主业未发生变化，财务数据可比性较强。

2. 资产质量

公司资产规模持续增长，贸易及其他应收款规模随着 PPP 项目投资额的增长不断扩大，对资金形成一定占用，但公司货币资金充裕，资产流动性整体较好，资产质量整体较高。公司货币资金中包括一定规模的港币、美元等外币，受汇率波动影响较大，公司面临一定汇兑亏损风险。

2017—2019 年，公司合并资产总额连续增长。截至 2019 年末，公司合并资产总额较上年末增长 18.59%。其中，流动资产占 46.77%、非流动资产占 53.23%，流动资产和非流动资产分布较为均衡。

表 9 公司资产主要构成情况（单位：亿港元、%）

科目	2017 年末		2018 年末		2019 年末		年均复合增长率	2019 年末较上年末增长率
	金额	占比	金额	占比	金额	占比		
银行结余及现金	175.93	14.84	179.26	13.17	226.24	14.02	13.40	26.21
贸易及其他应收款	221.36	18.68	253.21	18.60	306.01	18.96	17.58	20.85
应收合营企业款	37.28	3.15	37.81	2.78	51.05	3.16	17.02	35.01
合约资产	0.00	0.00	90.82	6.67	121.16	7.51	--	33.41
流动资产合计	554.78	46.81	602.63	44.27	755.00	46.77	16.66	25.28
贸易及其他应收款	290.95	24.55	380.48	27.95	443.17	27.45	23.42	16.48
于联营公司之权益	45.71	3.86	56.55	4.15	63.01	3.90	17.41	11.42
于合营企业之权益	99.56	8.40	117.09	8.60	140.13	8.68	18.64	19.67
基建项目投权益	32.94	2.78	36.80	2.70	47.47	2.94	20.05	28.98
投资物业	47.50	4.01	46.81	3.44	50.67	3.14	3.28	8.26
物业、厂房及设备	38.19	3.22	41.50	3.05	47.26	2.93	11.25	13.89
特许经营权	54.14	4.57	41.55	3.05	38.38	2.38	-15.81	-7.63
非流动资产合计	630.41	53.19	758.59	55.73	859.24	53.23	16.75	13.27
资产总计	1,185.18	100.00	1,361.22	100.00	1,614.24	100.00	16.71	18.59

资料来源：公司年报，联合评级整理

（1）流动资产

2017—2019 年，公司流动资产持续增长。截至 2019 年末，公司流动资产 755.00 亿港元，较上年末增长 25.28%，主要系银行结余及现金、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。

2017—2019 年，公司银行结余及现金持续增长。截至 2019 年末，公司银行结余及现金较上年末增长 26.21%，主要系公司开展资产证券化融资所致。公司银行存款货币组合中港币占 22.66%、人民币占 43.82%、澳门币占 11.80%、美元占 21.26%，其他类型的货币占 0.47%，香港以外的银行存款主要供各地区附属公司使用。公司货币资金中包括一定规模的港币、美元等外币，受汇率波动影响较大，公司面临一定汇兑亏损风险。

2017—2019 年，公司贸易及其他应收款（流动部分）持续增长。截至 2019 年末，公司贸易及其他应收款（流动部分）较上年末增长 20.85%，主要系贸易应收款及应收保固金增加所致。贸易应收款主要为承建工程项目产生的应收账款。应收保固金不付息并于个别建筑合约的保固期（于 1~2 年）结束后收回，预计一年以后收回的保固金约为 18.63 亿港元。其他应收款主要指其他与投资、

承建工程项目相关的应收款项。账龄方面，在 1 年以内的占 84.28%、1~2 年的占 6.51%、2~3 年的占 9.20%。

2017—2019 年，公司应收合营企业款持续增长。截至 2019 年末，公司应收合营企业款较上年末增长 35.01%。公司应收合营企业款为无抵押、不付息及须于要求时偿还。

2018—2019 年末，公司无客户合约工程欠款，主要系根据《香港财务报告准则》第 15 号，公司将客户合约工程欠款调整至合约资产科目核算所致。2018—2019 年，公司新增合约资产 90.82 亿港币和 121.16 亿港币。公司客户合约工程欠款（合约资产）主要为项目建设过程中已完成尚未同业主结算部分。

（2）非流动资产

2017—2019 年，公司非流动资产持续增长。截至 2019 年末，公司非流动资产较上年末增长 13.27%，主要系贸易及其他应收款、于联营公司之权益和于合营企业之权益增加所致。公司非流动资产主要由贸易及其他应收款、于联营公司之权益、于合营企业之权益、基建项目投资权益、投资物业、物业厂房及设备 and 特许经营权构成。

2017—2019 年，公司贸易及其他应收款（非流动部分）持续增长。截至 2019 年末，公司贸易及其他应收款（非流动部分）较上年末增长 16.48%，主要系在中国内地投资的基础设施建设项目增加所致。公司贸易及其他应收款（非流动部分）主要源自中国内地若干以 PPP 模式运作的基建投资项目，预计于 2021—2029 年逐渐全部收回，其中 2021 年计划收回 252.10 亿港币，2022 年计划收回 84.50 亿港币，2023 年计划收回 46.34 亿港币，2024—2029 年计划收回 60.23 亿港币。公司贸易及其他应收款（非流动部分）前五名欠款单位期末净额合计 88.74 亿港币，占公司贸易及其他应收款（非流动部分）合计数的 20.02%，集中度一般。公司贸易及其他应收款流动部分和非流动部分余额合计 749.41 亿港币。

表 10 截至 2019 年末公司贸易及其他应收款（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	账龄			
			1 年内	1~2 年	2~3 年	3~4 年
郑州正中投资开发有限公司	32.59	7.35	0.21	32.38	--	--
淄博市淄川区罗村镇人民政府	15.42	3.48	4.11	9.91	1.40	--
武汉市城市建设投资开发集团有限公司	13.78	3.11	3.51	4.49	4.57	1.21
句容市城市建设投资有限责任公司	13.60	3.07	--	13.60	--	--
南昌市新建区城市建设投资发展有限公司	13.35	3.01	5.61	7.74	--	--
合计	88.74	20.02	13.44	68.12	5.97	1.21

资料来源：公司提供

2017—2019 年，公司于联营公司之权益呈持续增长态势。截至 2019 年末，公司于联营公司之权益较上年末增长 11.42%，主要系联营公司按权益法实现利润及联营公司借款增加所致。其中，于联营公司之投资成本 33.34 亿港币、应占于收购后之盈利及其他全面收益（扣除利息）6.27 亿元、应收联营公司款 0.96 亿港币、联营公司借款 22.44 亿港币。联营公司注册地以香港、澳门和中国内地为主，业务范围涉及物业发展、基础设施投资等。

2017—2019 年，公司于合营企业之权益呈持续增长态势。截至 2019 年末，公司于合营企业之权益较上年末增长 19.67%，主要系合营投资项目投入增加所致。其中，投资成本 123.78 亿港币和应占于收购后盈利及其他全面收益 16.35 亿港币。有关公司于合营企业之权益的已承诺但未付投资额为 51.61 亿港币。合营公司业务范围涉及土木工程、楼宇建筑、机电工程和钢结构工程。

2017—2019 年，公司基建项目投资权益呈持续增长态势。截至 2019 年末，公司基建项目投资

权益较上年末增长 28.98%，主要系公司基建项目投资规模扩大所致。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，该类基建项目全部位于中国内地，公司负责就有关基建项目的建造提供资金，而相关回报则根据相关协议条款预先厘定。

2017—2019 年，公司投资物业波动增长。截至 2019 年末，公司投资物业较上年末增长 8.26%。公司投资物业以香港物业为主（占 84.16%），香港物业采用资本化收入法进行估值。截至 2019 年末，公司 49.31 亿港币的投资物业根据经营租赁租出，2019 年赚取的物业租金收入扣除直接费用后净额 1.02 亿港币，公司全部出租的物业未来 1~7 年仍将继续租予租户，租户并无终止租约权情况。

2017—2019 年，公司物业、厂房及设备逐年增长。截至 2019 年末，公司物业、厂房及设备较上年末增长 13.89%，主要系在建工程增加 3.57 亿港币所致。公司物业、厂房及设备主要包括土地及楼宇 23.08 亿港币、热电供应设施 10.06 亿港币、机器 2.24 亿港币、在建工程 6.17 亿港币及使用权资产（租赁资产）4.86 亿港币，公司累计计提折旧 27.80 亿港币。公司土地及楼宇主要包括厂房及办公室。

2017—2019 年，公司特许经营权持续下降。截至 2019 年末，公司特许经营权较上年末下降 7.63%。公司特许经营权包括位于中国内地的山西阳孟高速公路（阳泉至孟县段）及山西阳泉至娘子关一级公路，其特许经营权的账面净值分别为 19.01 亿港币及 19.37 亿港币。账面值是根据公司产生的建筑及其他成本加估计溢利而计算得出。公司已获当地有关政府机构授出（由当地政府批准日期起计）各收费道路三十年经营权。公司在批准经营期间负责收费高速公路的建造、购置相关的设施设备及经营管理、保养及维修收费道路等。2018 年，由于上述两条高速公路的业务表现均低于预期，公司相应计提减值拨备 8.17 亿港币，2019 年公司未计提减值拨备。

截至 2019 年末，公司受限资产总额 317.64 亿港币，占总资产的 17.68%，受限比例一般。其中，受限的货币资金 0.23 亿港币、固定资产 0.49 亿港币、应收账款 297.91 亿港币、其他非流动资产 19.01 亿元。

3. 负债及所有者权益

随着公司在中国内地投资 PPP 项目规模的扩大，公司负债规模增长较快，但公司以长期债务为主的债务结构较为合理。

2017—2019 年，公司负债总额连续增长。截至 2019 年末，公司负债总额较上年末增长 18.78%。其中，流动负债占 64.34%、非流动负债占 35.66%，公司流动负债占比较上年末增加 6.70 个百分点。

表 11 公司负债主要构成情况（单位：亿港币、%）

科目	2017 年末		2018 年末		2019 年末		年均复合增长率	2019 年末较上年末增长率
	金额	占比	金额	占比	金额	占比		
短期借款	25.81	3.22	27.96	3.00	100.41	9.09	97.26	259.14
贸易应付款、其他应付款及预提费用	331.94	41.46	367.15	39.46	446.99	40.45	16.04	21.75
应付担保票据	38.98	4.87	0.00	0.00	0.00	0.00	--	--
欠客户合约工程款	54.38	6.79	0.00	0.00	0.00	0.00	--	--
合约负债	0.00	0.00	90.27	9.70	78.31	7.09	--	-13.26
流动负债合计	519.98	64.95	536.30	57.64	711.06	64.34	16.94	32.59
长期借款	205.92	25.72	320.34	34.43	293.48	26.56	19.38	-8.39
应付担保票据	62.06	7.75	62.11	6.68	62.16	5.62	0.08	0.08
非流动负债合计	280.57	35.05	394.14	42.36	394.11	35.66	18.52	-0.01
负债合计	800.55	100.00	930.44	100.00	1,105.16	100.00	17.49	18.78

资料来源：公司年报，联合评级整理

2017—2019 年，公司流动负债持续增长。截至 2019 年末，公司流动负债较上年末大幅增长 32.59%，流动负债主要由短期借款、贸易应付款、其他应付款及预提费用和合约负债构成。

2017—2019 年，公司短期借款持续增长。截至 2019 年末，公司短期借款较上年末大幅增长 259.14%，主要系以往计入非流动负债借款科目的银行贷款即将到期还款，列入流动负债借款科目所致。

2017—2019 年，公司贸易应付款、其他应付款及预提费用持续增长。截至 2019 年末，公司贸易应付款、其他应付款及预提费用较上年末增长 21.75%，主要系随着公司经营规模的扩大，应付款项同步增加所致。其中，贸易应付款 352.70 亿港币、应付保固金 60.14 亿港币、其他应付款及预提费用 34.16 亿港币。公司贸易应付款及应付保固金包括 120.92 亿港币应付关联方结余款。其他应付款及预提费用主要包括员工费用、其他税项及其他应付经营费用和 3.50 亿港币应付关联方结余款。

截至 2017 年末，公司欠客户合约工程款为 54.38 亿港币，2018—2019 年末，公司无欠客户合约工程款，主要系根据《香港财务报告准则》第 15 号，将欠客户合约工程款调整至合约负债科目核算所致。2018—2019 年末，公司分别新增合约负债（短期部分）90.27 亿港币和 78.31 亿港币，为收到的进度款项超出产生的合约成本加已确认溢利减已确认亏损部分。公司建筑服务业务产生的合约负债 74.76 亿港币，热电业务产生的合约负债 10.43 亿港币，其中合计 6.88 亿港币的合约负债在非流动负债部分列示。

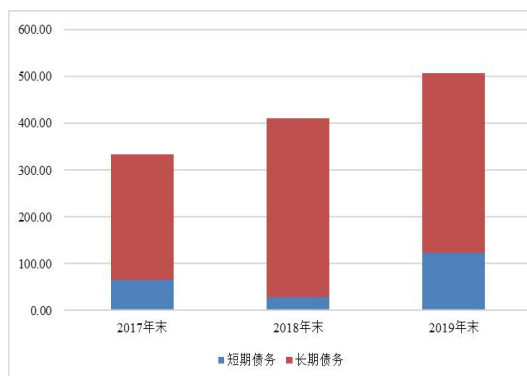
2017—2019 年，公司非流动负债波动增长。截至 2019 年末，公司非流动负债较上年末基本保持稳定。公司非流动负债主要由长期借款、应付担保票据和应付合营企业借款构成。

2017—2019 年，公司长期借款波动增长。截至 2019 年末，公司长期借款较上年末下降 8.39%，主要系即将到期的借款列入流动负债部分的借款科目所致。公司长期借款以信用借款为主。公司短期借款和长期借款合计 393.89 亿港币。其中，港币 80.25 亿元、人民币 308.76 亿元、加拿大元 1.76 亿元、美元 3.12 亿元。从期限结构看，1 年以内到期的占 25.49%，1~2 年到期的占 12.88%，2~5 年的占 34.41%，5 年以上的占 27.22%，公司长期借款期限相对分散。

2017—2019 年，公司应付担保票据基本保持稳定。截至 2019 年末，公司应付担保票据与上年末基本持平。2017 年，公司分别发行 5.50 亿美元和 2.50 亿美元的担保票据，将分别于 2022 年 11 月及 2027 年 11 月到期。本报告将应付担保票据纳入长期债务核算。

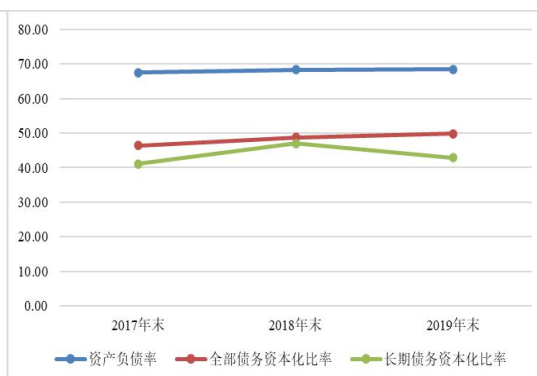
2017—2019 年，公司全部债务持续增长。截至 2019 年末，公司全部债务 506.56 亿港币，较上年末增长 23.43%。其中，短期债务 123.81 亿港币（占 24.44%），较上年末增长 342.83%，主要系以往计入非流动负债借款科目的银行贷款即将到期还款，列入流动负债借款科目所致。长期债务 382.76 亿港币（占 75.56%），较上年末增长 0.08%。截至 2019 年末，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 68.46%、49.88%和 42.92%，较上年末分别增加 0.11 个百分点、增加 1.09 个百分点和减少 4.11 个百分点。如将永续资本证券调入长期债务，截至 2019 年末，公司全部债务增至 584.38 亿港币。其中，短期债务 123.81 亿港币（占 21.19%）、长期债务 460.57 亿港币（占 78.81%）；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 73.28%、57.54%和 51.64%，较调整前分别增加 4.82 个百分点、7.66 个百分点和 8.73 个百分点。

图 5 公司长短期债务情况（单位：亿港元）



资料来源：公司年报，联合评级整理

图 6 公司负债及债务指标（单位：%）



资料来源：公司年报，联合评级整理

近三年，公司所有者权益规模连续增长，但需关注人民币兑港币汇率的波动对汇兑储备带来的影响。

2017—2019 年，公司所有者权益持续增长，年均复合增长 15.05%。截至 2019 年末，公司所有者权益为 509.08 亿港元，较上年末增长 18.17%，主要系公司股本溢价及储备和永续资本证券增加所致。其中，本公司股东应占权益 421.48 亿元，包括 1.26 亿元的股本和 420.22 亿元的股本溢价及储备。

截至 2019 年末，公司永续资本证券 77.82 亿港元，包括公司于 2018 年发行的 5.00 亿美元高级担保永续资本证券、于 2019 年底发行的 5.00 亿美元次级担保永续资本证券。公司股本溢价及储备较上年末增长 9.64%，主要系年内溢利 57.24 亿港元所致。公司股本溢价及储备主要包括股本溢价 205.40 亿港元、保留溢利 304.77 亿港元、法定储备 5.88 亿港元、投资重估价储备 0.91 亿港元、资本赎回储备 33.70 亿港元，汇兑储备-30.90 亿港元（上年末汇兑储备-27.32 亿港元），公司从事业务主要以人民币及港币计值交易，2019 年以来，人民币兑港币整体贬值的态势导致汇兑亏损有所增加。特殊储备-65.85 亿港元。特殊储备为按会计准则同一控制下的企业合并中由于公司对价与被收购方净资产的差额形成的储备。

4. 盈利能力

由于内地基建项目投资规模的不断扩大，公司收入规模持续增长。

表 12 公司盈利能力情况（单位：亿港元、%）

项目	2017 年	2018 年	2019 年	年均复合增长率	2019 年较上年增长率
营业收入	501.53	556.26	616.70	10.89	10.86
营业成本	425.37	469.30	524.34	11.02	11.73
行政、销售及其他经营费用	13.95	13.97	16.82	9.81	20.42
财务费用	10.70	17.82	22.79	45.96	27.91
费用总额	24.64	31.78	39.61	26.77	24.62
投资收入、其他收入及其他收益净额	7.48	-3.60	6.37	-7.72	--
应占合营企业损益	7.31	7.05	4.53	-21.33	-35.80
应占联营公司损益	1.60	3.43	9.20	139.59	168.56
本年溢利	55.34	45.57	57.24	1.70	25.61
总资本收益率	11.14	8.13	8.62	--	--

净资产收益率	17.26	11.18	12.18	--	--
--------	-------	-------	-------	----	----

资料来源：公司年报，联合评级整理

2017—2019 年，公司营业收入持续增长。2019 年，公司营业收入较上年增长 10.86%，主要系公司经营规模不断扩大所致。公司营业成本持续增长，略高于营业收入增长速度。同期，公司当年溢利波动增长。其中，2018 年公司溢利较上年下降 17.67%，主要系财务费用增加，同时投资收入、其他收入及其他收益净额大幅减少所致；2019 年公司溢利较上年增长 25.61%，主要系港澳地区的项目投资带来较好利润贡献所致。

2017—2019 年，公司费用总额²持续增长。2019 年，公司费用总额较上年增长 24.62%，主要系行政、销售及其他经营费用和财务费用增加所致。从构成看，公司行政、销售及其他经营费用和财务费用占比分别为 42.46%和 57.54%。2019 年，公司行政、销售及其他经营费用较上年增长 20.42%，财务费用较上年增长 27.91%，主要系用于投资（主要投资于中国内地基建项目）的借贷增加所致。2019 年，公司费用收入比为 6.42%，较上年增加 0.71 个百分点，公司费用控制能力尚可。

2017—2019 年，公司投资收入、其他收入及其他收益净额分别为 7.48 亿港币、-3.6 亿港币和 6.37 亿港币。2018 年中国内地收紧环保法规，导致煤炭行业持续不景气，山西阳孟高速公路及山西阳泉至娘子关一级公路的车流量持续低于预期，公司相应作出 8.17 亿港币减值。2019 年，扣除上年作出的减值亏损 8.17 亿港币后，录得增长 1.8 亿港币，主要由于手头现金增加导致利息收入增加所致。

2017—2019 年，公司应占合营企业损益持续下降。公司主要以合营企业模式经营收费桥梁及基建投资项目。2019 年，公司应占合营企业损益较上年下降 35.80%。

从盈利指标看，2017—2019 年，公司总资本收益率分别为 11.14%、8.13%和 8.62%，净资产收益率分别为 17.26%、11.18%和 12.18%。公司上述盈利指标呈现一定波动性。

5. 现金流

公司承建的 PPP 项目投资回报周期较长，同时在手项目总量加大使得经营性现金支出加大，公司经营性现金流呈持续净流出状态，公司投资活动现金净流出规模有所波动，基建投资业务在手合同金额大，未来外部融资需求大。

表 13 公司现金流情况（单位：亿港币、%）

项目	2017 年	2018 年	2019 年	年均复合增长率
经营活动产生的现金流量净额	-48.46	-19.25	-27.04	-25.29
投资活动产生的现金流量净额	-48.00	-69.54	-30.90	-19.77
筹资活动产生的现金流量净额	152.53	95.81	105.07	-17.00

资料来源：公司年报，联合评级整理

从经营活动来看，2017—2019 年，公司经营活动产生的现金流均呈净流出状态。PPP 监管加强后，回款周期延长，回款速度相对减慢，同时随着公司在手项目总量加大，建设期间的经营性现金支出加大，造成经公司营性现金流持续净流出。

从投资活动来看，2017—2019 年，公司用于投资业务的现金净流出规模波动下降。2018 年相较于 2017 年投资活动现金净流出有所增加，主要系公司 2018 年 3 月以 8.00 亿港币收购澳门（SITE 1）有限公司 100%股份所致。

从筹资活动来看，2017—2019 年，公司筹资活动现金净流入额波动下降。2018 年源于融资业务

² 费用总额=行政、销售及其他经营费用+财务费用

的现金净额较上年度有所回落，2019 年源于融资业务的现金净额 105.07 亿港元，主要系公司新增银行借款及新增关联方借款所致。

6. 偿债能力

公司整体偿债能力强，同时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。

表 14 公司偿债能力指标情况（单位：倍）

项目	2017 年	2018 年	2019 年
短期偿债能力指标			
流动比率	1.07	1.12	1.06
现金短期债务比	2.72	6.41	1.83
长期偿债能力指标			
EBITDA 利息倍数	7.69	4.70	4.41
EBITDA 全部债务比	0.25	0.20	0.20

资料来源：公司年报，联合评级整理

从短期偿债能力指标看，2017—2019 年末，公司流动比率基本保持稳定状态，现金短期债务比波动较大，公司短期偿债能力强。

从长期偿债能力指标看，2017—2019 年，公司 EBITDA 分别为 82.23 亿港元、83.69 亿港元和 100.44 亿港元，持续增长。同期，公司 EBITDA 对利息的覆盖倍数持续下降，但覆盖程度仍处于较高水平；EBITDA 对全部债务的覆盖程度整体尚可，公司长期偿债能力较强。

截至 2019 年末，公司向其物业买家提供担保以授予抵押银行借款约为港币 0.73 亿港元，除上述担保外，公司对外担保余额 40.72 亿港元。公司合计对外担保余额 41.45 亿港元，占总资产的 2.57%，占净资产的 8.14%，占比均较低，被担保方主要为公司的合营和参股企业，且此类担保均是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，公司或有负债风险可控。

表 15 截至 2019 年末公司对外担保情况（单位：亿港元）

序号	被担保方	担保起始时间	担保截止日期	担保余额
1	郑州海嘉建设有限公司	2015/06/24	2020/03/05	5.13
2	福州海嘉建设有限公司	2017/01/06	2023/01/06	16.69
3	莆田海嘉置业有限公司	2019/12/30	2025/03/30	0.00
4	中建国际（襄阳）建设有限公司	2018/07/26	2032/07/25	2.98
5	中建国际（襄阳）建设有限公司	2019/01/02	2029/01/01	0.78
6	中建（武汉光谷）建设有限公司	2019/04/30	2024/04/29	8.48
7	丹江口海嘉建设有限公司	2019/04/25	2026/12/24	2.03
8	长沙亿达创智置业发展有限公司	2019/03/28	2022/06/21	1.00
9	安徽福佑健康产业有限公司	2018/05/24	2024/06/16	0.58
10	Loyal Pioneer Ltd	2018/06/06	2021/06/06	3.05
合并				40.72

注：莆田海嘉置业有限公司截至 2019 年末尚未提款，因此对其的担保余额暂无

资料来源：公司提供

截至 2019 年末，公司拥有已承诺未使用的信贷及其他银行授信额度为 500.83 亿港元，整体融资渠道畅通。

截至 2019 年末，公司不存在争议标的本金金额占公司最近一年经审计净资产（以合并报表中所有者权益合计金额计算）绝对值 5% 以上或者结果可能对本期债券发行具有重大不利影响且构成实质性法律障碍的未决或者可预见的重大诉讼、仲裁。

八、本期债券偿还能力分析

1. 本期债券的发行对公司债务的影响

本期债券发行规模不超过 30 亿元（含），根据 2019 年中国人民银行对外公布的人民币兑港币汇率中间价进行计算，即 1 人民币=1.1163 港币，30 亿元人民币约为 33.49 亿港币。若按照本期债券发行的最大规模（33.49 亿港币）测算，相当于 2019 年末公司全部债务的 6.61%。

以 2019 年末财务数据为基础，本期债券发行后，在其他因素不变的情况下，公司的资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别由 68.46%、50.54% 和 42.92% 上升至 69.05%、51.34% 和 44.80%，公司债务负担将有所增加。考虑到本期债券募集资金部分用于偿还公司有息负债，公司实际债务负担将低于上述预测值。

2. 本期债券偿还能力分析

以 2019 年财务数据为基础，公司 EBITDA 为 100.44 亿港币，为本期债券发行额度（33.49 亿港币）的 3.00 倍，EBITDA 对本期债券的覆盖程度高。

综合以上分析，并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。

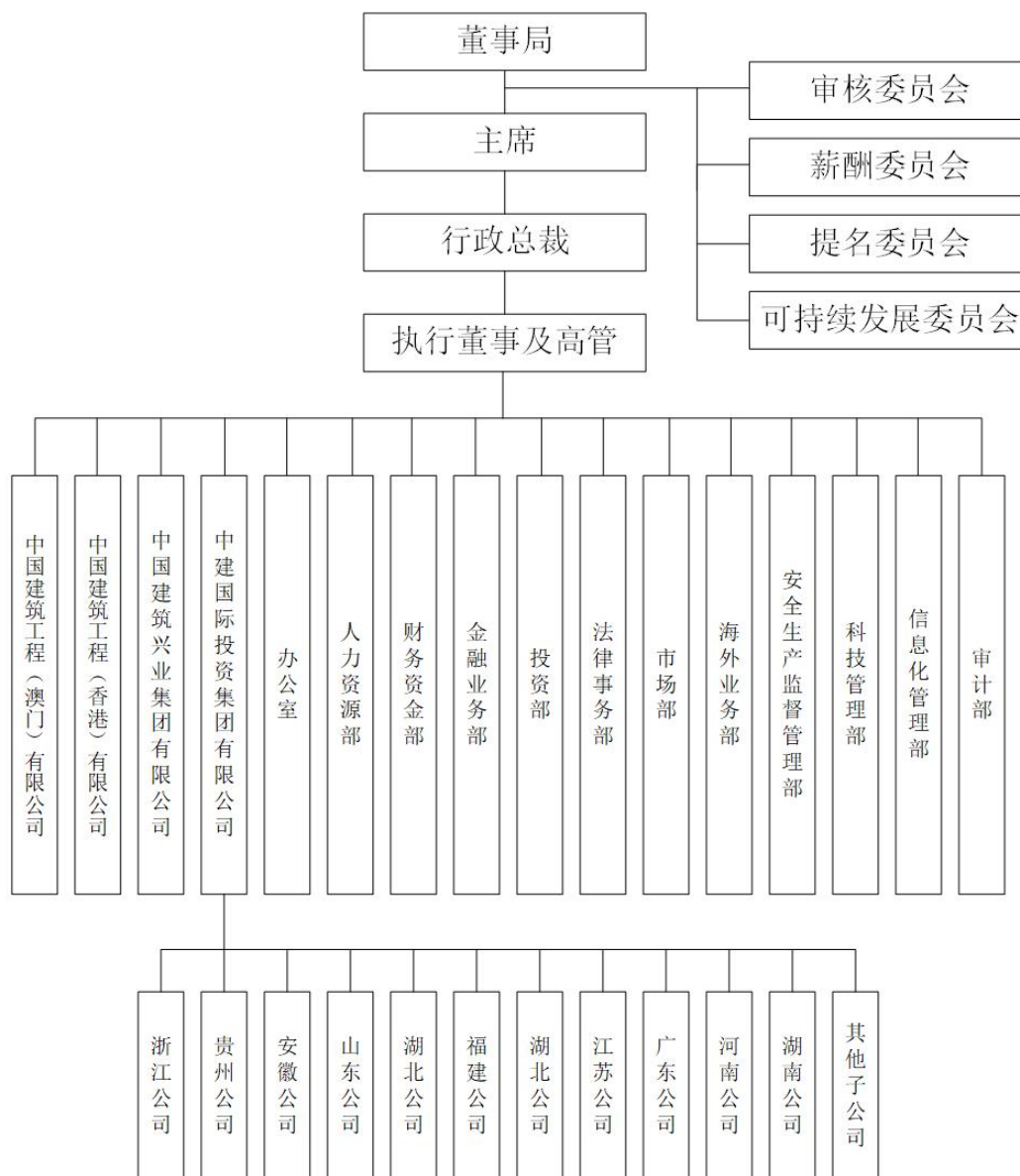
九、综合评价

公司作为中国建筑下属的港股上市建筑施工及基建投资企业，综合竞争实力强，在施工资质与经验、经营规模等方面优势明显，在香港、澳门地区享有较高的市场地位；此外，公司在手合同金额大、货币资金充裕、资产质量较高。同时，联合评级也关注到公司面临一定汇率波动风险、基建投资项目产生的应收类款项对资金形成一定占用等因素对公司信用水平带来的不利影响。

未来，随着新签合同的增长和在手合同项目的推进，公司经营规模有望进一步扩大。联合评级对公司的评级展望为“稳定”。

综上，基于对公司主体长期信用状况以及本期债券偿还能力的综合评估，联合评级认为，本期债券到期不能偿还的风险极低。

附件 1 中国建筑国际集团有限公司 组织结构图（截至 2020 年 3 月末）



资料来源：公司提供

附件 2 中国建筑国际集团有限公司 合并范围一级子公司情况（截至 2019 年末）

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%	300,000,000 股总值 港币 300,000,000 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%	150,000 股总值 港币 150,000 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%	655,569,190 股总值 港币 655,569,190 元之普通股 及 844,430,810 股总值 港币 844,430,810 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

资料来源：公司提供

附件 3 中国建筑国际集团有限公司 主要财务指标

项目	2017 年	2018 年	2019 年
资产总额 (亿港元)	1,185.18	1,361.22	1,614.24
所有者权益 (亿港元)	384.63	430.78	509.08
短期债务 (亿港元)	64.79	27.96	69.41
长期债务 (亿港元)	267.98	382.45	382.76
全部债务 (亿港元)	332.77	410.41	506.56
营业收入 (亿港元)	501.53	556.26	616.70
净利润 (亿港元)	55.34	45.57	57.24
EBITDA (亿港元)	82.23	83.69	100.44
经营性净现金流 (亿港元)	-48.46	-19.25	-27.04
应收账款周转次数 (次)	1.11	0.97	0.89
总资产周转次数 (次)	0.49	0.44	0.41
总资本收益率 (%)	11.14	8.13	8.62
净资产收益率 (%)	17.26	11.18	12.18
费用收入比 (%)	4.91	5.71	6.42
资产负债率 (%)	67.55	68.35	68.46
全部债务资本化比率 (%)	46.39	48.79	49.88
长期债务资本化比率 (%)	41.06	47.03	42.92
EBITDA 利息倍数 (倍)	7.69	4.70	4.41
EBITDA 全部债务比 (倍)	0.25	0.20	0.20
流动比率 (倍)	1.07	1.12	1.06
现金短期债务比 (倍)	2.72	6.41	1.83
经营现金流动负债比率 (%)	-9.32	-3.59	-3.80
EBITDA/本期发债额度 (倍)	2.70	2.74	3.29

注：1. 本报告中，部分合计数与各相加数直接相加之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指港币；
 2. 本报告财务数据及指标计算均为合并口径；3. 本报告将应付担保票据、应付-集团系内借款、应付-合营企业借款计入有息债务核算；4. 本期债券计划发行规模不超过 30 亿元，根据 2019 年中国人民银行对外公布的人民币兑港币汇率中间价进行计算，即 1 人民币=1.1163 港币，30 亿元人民币约为 33.49 亿港元

附件 4 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 = (本次 - 上期) / 上期 × 100% (2) n 年数据: 增长率 = [(本次 / 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)
本期债券偿还能力	
EBITDA 偿债倍数	EBITDA / 本期债券到期偿还额
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 / 本期债券到期偿还额

注: 现金类资产 = 货币资金 + 以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产 + 应收票据

长期债务 = 长期借款 + 应付债券

短期债务 = 短期借款 + 以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债 + 应付票据 + 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 5 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。

**联合信用评级有限公司关于
中国建筑国际集团有限公司
2020 年面向专业投资者公开发行公司债券（第一期）
的跟踪评级安排**

根据监管部门和联合信用评级有限公司（联合评级）对跟踪评级的有关要求，联合评级将在本次（期）债券存续期内，在每年中国建筑国际集团有限公司年报公告后的两个月内进行一次定期跟踪评级，且不晚于每一会计年度结束之日起六个月内进行一次定期跟踪评级，并在本次（期）债券存续期内根据有关情况进行不定期跟踪评级。

中国建筑国际集团有限公司应按联合评级跟踪评级资料清单的要求，提供有关财务报告以及其他相关资料。中国建筑国际集团有限公司如发生重大变化，或发生可能对信用等级产生较大影响的重大事件，应及时通知联合评级并提供有关资料。

联合评级将密切关注中国建筑国际集团有限公司的相关状况，如发现中国建筑国际集团有限公司或本次（期）债券相关要素出现重大变化，或发现其存在或出现可能对信用等级产生较大影响的重大事件时，联合评级将落实有关情况并及时评估其对信用等级产生的影响，据以确认或调整本次（期）债券的信用等级。

如中国建筑国际集团有限公司不能及时提供上述跟踪评级资料及情况，联合评级将根据有关情况进行分析并调整信用等级，必要时，可公布信用等级暂时失效，直至中国建筑国际集团有限公司提供相关资料。

联合评级对本次（期）债券的跟踪评级报告将在本公司网站和交易所网站公告，且在交易所网站公告的时间不晚于在本公司网站、其他交易场所、媒体或者其他场合公开披露的时间；同时，跟踪评级报告将报送中国建筑国际集团有限公司、监管部门等。

