

信用评级公告

联合〔2023〕370号

联合资信评估股份有限公司通过对新创建集团有限公司的信用状况进行综合分析和评估，确定新创建集团有限公司主体长期信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估股份有限公司

二〇二三年一月十七日

新创建集团有限公司

主体长期信用评级报告

评级结果：

主体长期信用等级：AAA

评级展望：稳定

评级时间：2023 年 1 月 17 日

本次评级使用的评级方法、模型：

名称	版本
一般工商企业信用评级方法	V4.0.202208
一般工商企业主体信用评级模型 (打分表)	V4.0.202208

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

本次评级模型打分表及结果：

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	2
			行业风险	3
		自身竞争力	基础素质	1
			企业管理	3
			经营分析	2
财务风险	F1	现金流	资产质量	4
			盈利能力	2
			现金流量	2
		资本结构		1
		偿债能力		2
		指示评级		
个体调整因素：无			--	
个体信用等级			aaa	
外部支持调整因素：无			--	
评级结果			AAA	

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

评级观点

新创建集团有限公司（以下简称“公司”）是上市公司新世界发展有限公司（以下简称“新世界发展”，香港股票代码“17”）控股的一家经营多元产业的香港上市公司，公司自2019年启动转型并优化业务组合，现形成以道路、建筑、保险为核心业务，以物流和设施管理为策略组合的多元化经营格局。近年来，在外部经济、金融市场震荡以及疫情变化的大环境下，公司核心业务及物流业务保持一定韧性，设施管理和策略性投资业务波动性相对明显。

公司资产主要由保险业务持有的投资资产、道路使用权、于联营及合营公司之权益及货币资金构成，资产规模始终处于高位，但受汇率波动、减值计提以及金融资产公允价值变动影响而有小幅波动回落；随着金融资产公允价值变动以及派付股息影响，所有者权益波动下降，权益稳定性良好；债务期限结构偏长期，债务负担较轻。2020—2022财年，公司除税前溢利波动上升，净资产收益率逐年向好，非经营亏损对利润形成一定侵蚀，筹资活动前现金流净额显著改善。

同时，联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）关注到，外部环境的不确定性对部分业务的不利影响尚未消除、多元化业务结构推升管理难度、非经营亏损对利润的侵蚀、派息率持续高位等因素可能对信用水平带来不利影响。

未来，公司在保持盈利状况及现金获取能力稳健的基础上，致力于强化内部协同和资源共享，行业地位和综合竞争力有望进一步强化。

基于对公司主体长期信用状况的综合评估，联合资信确定公司主体长期信用等级为AAA，评级展望为稳定。

分析师：贺苏凝 郭察理 李思雨

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

优势

1. **多元化的业务组合有助于分散系统风险。**公司主要在中国香港及内地投资和经营多元化业务，核心业务包括收费公路、建筑及保险，策略组合涵盖物流及设施管理。
2. **核心业务具备经营韧性和区域竞争优势。**公司建筑业务在港服务逾60年，是香港主要建筑公司之一，保险业务按年化保费在香港市场位列第11名（2021年1—12月），在港物流资产是具坡道入口的全球最大物流中心；在疫情多点复发以及外部经济、金融市场震荡的大环境下，公司核心业务收入逐年提升，应占经营溢利波动增长，对整体经营业绩贡献度高。
3. **现金储备维持充裕，杠杆适宜。**2020—2022财年末，公司现金及银行结存余额分别为132.22亿港元、108.05亿港元和134.53亿港元，全部债务资本化比率分别为36.42%、31.32%和31.44%；随着航空板块完成出售，公司进一步回收较大规模资金。

关注

1. **面临经营策略风险，同时多元化业务结构推升管理难度。**全球经济及金融环境震荡，公司处于业务结构优化过程，若经营策略不尽合理或经营计划执行有所偏离，可能导致经营业绩不及预期；此外，公司业务呈现跨领域的多元化特征，且对道路和物流资产的并购仍在推进，面临的管理难度不断提升。
2. **外部环境的不确定性对保险、设施管理和策略性投资带来不利影响。**宏观经济及金融市场震荡导致策略性投资业务应占经营溢利波动；香港会议展览中心和免税店业务受新冠疫情冲击较为显著，设施管理业务应占经营溢利持续为负；因新冠疫情而采取的关闭边境措施对保险业务获客带来一定影响。
3. **非经营亏损对利润的侵蚀。**2020—2022财年，公司确认的减值亏损及拨备净额分别为17.09亿港元、25.52亿港元和18.17亿港元，主要包括因若干合营企业及联营公司及交通业务（已出售）经营面临风险而确认的资产减值亏损、资产收回/追收成本（指航空业务）以及预期信贷亏损拨备、资产重新计量产生的亏损（重分类为待售资产而产生）等，对当

期利润形成侵蚀。

4. **派息率处于高位。**公司采取可持续及渐进的股息政策，2020—2022 财年，公司派息率（股息/公司股东应占溢利）分别为 896%、207%（根据 2022 财年口径重列）和 150%，持续高位的派息率需要稳健的盈利和现金回流支撑，对公司营运能力和持续获现能力提出了很高要求。

主要财务数据：

项 目	合并口径		
	2020 财年	2021 财年	2022 财年
现金及银行结存(亿港元)	132.22	108.05	134.53
总资产(亿港元)	1500.52	1525.73	1487.71
总权益(亿港元)	574.58	584.54	538.87
短期债务(亿港元)	44.41	23.46	54.91
长期债务(亿港元)	284.67	243.09	192.25
全部债务(亿港元)	329.08	266.55	247.16
营业收入(亿港元)*	259.21	281.97	311.39
除税前溢利(亿港元)*	12.85	24.76	24.58
EBITDA(亿港元)	41.48	51.77	48.94
经营性净现金流(亿港元)	-2.29	-1.03	45.48
净资产收益率(%)	1.44	2.98	4.05
资产负债率(%)	61.71	61.69	63.78
全部债务资本化比率(%)	36.42	31.32	31.44
现金短期债务比(倍)	2.98	4.61	2.45
EBITDA 利息倍数(倍)	4.46	6.59	6.86
全部债务/EBITDA(倍)	7.93	5.15	5.05

注：1. 公司综合财务报表按照《香港财务报告准则》编制；2. 2020—2022财年的起止日期分别为2019年7月1日至2020年6月30日、2020年7月1日至2021年6月30日和2021年7月1日至2022年6月30日；3. *2021—2022财年：来自持续经营业务
资料来源：公司财务报告和提供资料，联合资信整理

主体评级历史：

信用等级	评级展望	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
--	--	--	--	--	--

声 明

一、本报告版权为联合资信所有，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新创建集团有限公司（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、该公司信用等级自 2023 年 1 月 17 日至 2024 年 1 月 16 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、未经联合资信事先书面同意，本评级报告及评级结论不得用于其他债券或证券的发行活动。

九、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。

新创建集团有限公司

主体长期信用评级报告

一、主体概况

新创建集团有限公司（NWS Holdings Limited，以下简称“新创建集团”或“公司”）成立于1996年，系由新创建集团前身太平洋港口有限公司、新世界创建有限公司及新世界基建有限公司的基建业务重组而成，注册于百慕大。公司于1997年4月在香港联合交易所有限公司（以下简称“香港联交所”）上市，香港股票代码“659”。2022财年末，公司股本39.11亿港元，新世界发展有限公司（香港股票代码“17”，以下简称“新世界发展”）持有公司60.86%股份，为公司最终控股公司。

公司核心业务为道路、航空（已于2022年12月完成出售）、建筑和保险，亦从事物流和设施管理等策略组合业务。

2022财年末，公司资产总额1487.71亿港元，总权益538.87亿港元（含非控股股东权益0.50亿港元）；2022财年，公司实现收入311.39亿港元，持续经营业务除税前溢利24.58亿港元。

公司注册地址：Clarendon House, 2 Church Street, Hamilton HM 11, Bermuda。

二、宏观经济和政策环境

1. 宏观经济环境和经济运行情况

2022年上半年，我国经济下行压力持续加

大，党中央、国务院果断加大宏观政策实施力度，及时出台稳经济一揽子政策。三季度以来，对经济运行面临的一些突出矛盾和问题，党中央、国务院坚持稳中求进总基调，在落实好稳经济一揽子政策同时，再实施19项稳经济接续政策，同时多措并举稳外资、稳外贸，提振房地产市场信心。

经初步核算，2022年前三季度国内生产总值87.03万亿元，按不变价计算，同比增长3.00%，较上半年回升0.50个百分点。其中，受疫情冲击，二季度GDP当季同比增速（0.40%）较一季度（4.80%）明显下滑；三季度稳经济政策效果显现，GDP当季同比增速回升至3.90%。

生产端：农业生产形势较好，工业生产恢复快于服务业。2022年前三季度，第一产业增加值同比增长4.20%，农业生产形势较好；第二、第三产业增加值同比分别增长3.90%、2.30%，较上年同期两年平均增速¹（分别为5.59%、4.80%）回落幅度较大，受二季度疫情拖累明显。三季度，工业生产快速回升，而第三产业增加值增速较上年同期两年平均水平仍有一定差距，呈现出工业恢复快于服务业的特点。

表1 2021年三季度至2022年三季度中国主要经济数据

项目	2021年 三季度	2021年 四季度	2022年 一季度	2022年 二季度	2022年 三季度
GDP总额(万亿元)	28.99	32.42	27.02	29.25	30.76
GDP增速(%)	4.90(4.85)	4.00(5.19)	4.80	0.40	3.90
规模以上工业增加值增速(%)	11.80(6.37)	9.60(6.15)	6.50	3.40	3.90
固定资产投资增速(%)	7.30(3.80)	4.90(3.90)	9.30	6.10	5.90
房地产投资增速(%)	8.80(7.20)	4.40(5.69)	0.70	-5.40	-8.00

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2021年两年平均增速为以2019年同期为基期计算的

几何平均增长率，下同。

基建投资增速 (%)	1.50(0.40)	0.40(0.65)	8.50	7.10	8.60
制造业投资增速 (%)	14.80(3.30)	13.50(4.80)	15.60	10.40	10.10
社会消费品零售总额增速 (%)	16.40(3.93)	12.50(3.98)	3.27	-0.70	0.70
出口增速 (%)	32.88	29.87	15.80	14.20	12.50
进口增速 (%)	32.52	30.04	9.60	5.70	4.10
CPI 涨幅 (%)	0.60	0.90	1.10	1.70	2.00
PPI 涨幅 (%)	6.70	8.10	8.70	7.70	5.90
社融存量增速 (%)	10.00	10.30	10.60	10.80	10.60
一般公共预算收入增速 (%)	16.30	10.70	8.60	-10.20	-6.60
一般公共预算支出增速 (%)	2.30	0.30	8.30	5.90	6.20
城镇调查失业率 (%)	5.03	5.00	5.53	5.83	5.40
全国居民人均可支配收入增速 (%)	9.70(5.05)	8.10(5.06)	5.10	3.00	3.20

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.社融存量增速为期末值; 5.城镇调查失业率为季度均值; 6.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

需求端: 消费市场受到疫情冲击较大, 固定资产投资相对平稳, 出口整体增长较快但出现边际回落迹象。消费方面, 2022 年前三季度社会消费品零售总额 32.03 万亿元, 同比增长 0.70%。其中, 餐饮收入同比下降 4.60%, 受疫情影响较大。投资方面, 2022 年前三季度全国固定资产投资 (不含农户) 42.14 万亿元, 同比增长 5.90%, 整体保持平稳增长。其中, 房地产开发投资增速持续探底; 基建投资明显发力, 体现了“稳增长”政策拉动投资的作用; 制造业投资仍处于高位, 医疗仪器设备、电子通信设备等高技术制造业投资是主要的驱动力。外贸方面, 出口整体增长较快, 但 8 月和 9 月当月同比增速均出现大幅回落。2022 年前三季度中国货物进出口总额 4.75 万亿美元, 同比增长 8.70%。其中, 出口 2.70 万亿美元, 同比增长 12.50%; 进口 2.05 万亿美元, 同比增长 4.10%; 贸易顺差 6451.53 亿美元。

CPI 各月同比走势前低后高, PPI 各月同比涨幅持续回落。2022 年前三季度, CPI 累计同比增长 2.00%, 各月同比增速整体呈温和上行态势。分项看, 食品价格同比有所上涨, 汽油、柴油、居民用煤等能源价格涨幅较大。前三季度, PPI 累计同比增长 5.90%, 受上年同期基数走高影响, 各月同比增速持续回落。输入性价格传导压力有所减轻, 三季度油气开采、燃料加工、有色金属、化学制品等相关行业价格涨幅较上半年有所回落。第三季度 PPI-CPI 剪刀差由正转负, 价格上涨由上游逐步向下游

传导, 中下游企业成本端压力有所缓解, 盈利情况有望改善。

社融规模显著扩张, 政府债券净融资和信贷是主要支撑因素。2022 年前三季度, 新增社融规模 27.77 万亿元, 同比多增 3.01 万亿元; 9 月末社融规模存量同比增长 10.60%, 增速较 6 月末低 0.20 个百分点。分项看, 2022 年以来积极的财政政策和稳健的货币政策靠前发力, 政府债券净融资、社融口径人民币贷款同比分别多增 1.50 万亿元、1.06 万亿元, 是社融总量扩张的主要支撑因素; 表外融资方面, 受益于金融监管政策边际松动, 委托贷款、信托贷款和未贴现银行承兑汇票亦对新增社融规模形成一定支撑。

财政“减收增支”, 稳经济、保民生效应愈加显现。2022 年前三季度, 全国一般公共预算收入 15.32 万亿元, 按自然口径计算同比下降 6.60%, 扣除留抵退税因素后, 增长 4.10%。支出方面, 2022 年前三季度全国一般公共预算支出 19.04 万亿元, 同比增长 6.20%。民生等重点领域支出得到有力保障, 科学技术、社会保障和就业、卫生健康及交通运输等领域支出保持较快增长。

稳就业压力仍然较大, 居民消费水平有所恢复。受疫情冲击, 2022 年二季度城镇调查失业率均值上升至 5.83%, 三季度失业率均值较二季度有所下降, 但仍高于上年同期水平, 稳就业压力较大。2022 年前三季度, 全国居民人均可支配收入 2.77 万元, 实际同比增长

3.20%；全国居民人均消费支出 1.79 万元，实际同比增长 1.50%。上半年居民收入和消费支出受疫情影响较大，三季度以来居民收入增速回升，消费水平恢复较慢。

2. 宏观政策和经济前瞻

继续实施好稳经济一揽子政策和接续政策，为经济运行在合理区间创造适宜的政策环境。2022 年 9 月 28 日，稳经济大盘四季度工作推进会议召开，强调围绕重点工作狠抓政策落实，继续实施好稳经济一揽子政策和接续政策，注重用好政策性开发性金融工具和专项再贷款、财政贴息等政策。同时，依法依规提前下达明年专项债部分限额。支持刚性和改善性住房需求，实施好“保交楼”政策。做好物流“保通保畅”。保障煤炭、电力等能源稳定供应。各地要结合实际加大政策落实和配套力度，确保项目建设和工程质量。经济大省要发挥稳经济挑大梁作用。上述政策举措的全面落地、充分显效，可为经济运行在合理区间创造适宜的政策环境。

四季度经济有望继续修复，但仍面临较大压力。2022 年三季度，工业生产、基建和制造业投资对经济增长形成支撑，汽车消费、重点群体失业率等结构性分项指标向好也体现了一系列稳增长政策的效果。在稳增长政策的推进下，基建和制造业投资仍有一定韧性，可为经济增长提供支撑，四季度经济有望继续修复。另一方面，当前疫情仍呈多发、散发态势，对居民出行活动以及消费意愿的抑制作用持续存在，服务业恢复基础仍需巩固，消费或将继续低位修复，叠加出口边际回落、房地产投资低迷，经济增长仍面临较大压力。

三、行业及区域经济环境

公司经营业务较为多元，道路、建筑施工和人寿保险业务板块对整体收入和应占经营溢利贡献度高。其中，公司道路业务的经营区域在中国内地，建筑施工和人寿保险业务的经营区域在中国香港。

1. 高速公路行业

高速公路作为重要的交通基础设施，对于促进商品流通、提高城市化水平、带动区域经济发展具有重要作用。依据《中华人民共和国公路法》，公路按其在公路路网中的地位分为国道、省道、县道和乡道，按技术等级分为高速公路、一级公路、二级公路、三级公路和四级公路。从运营主体分类来看，收费公路分为政府还贷公路和经营性公路。政府还贷公路指县级以上地方人民政府交通主管部门利用贷款或者向企业、个人有偿集资建设的公路，不以盈利为目的，通行费收入属于行政事业性收费，严格实行收支两条线管理，法律上是政府债务。《收费公路管理条例》修订稿中提出，政府还贷公路的收费期限最长不得超过 15 年，国家确定的中西部省、自治区、直辖市的政府还贷公路收费期限，最长不得超过 20 年。经营性公路的运营主体为国内外经济组织、依法成立的公路企业法人，以市场化形式运营，法律上是企业债务。经营性公路的收费期限最长不得超过 25 年。国家确定的中西部省、自治区、直辖市的经营性公路收费期限，最长不得超过 30 年。

根据交通运输部发布的《2021 年交通运输行业发展统计公报》，2021 年底，中国高速公路通车里程达 16.91 万公里，较 2020 年底增加 0.81 万公里，国家高速公路里程 11.70 万公里，较 2020 年底增加 0.40 万公里。2021 年底，中国高速公路通车里程占公路总里程的 3.20%，较 2020 年底提高 0.10 个百分点。随着国家逐渐取消政府还贷二级公路收费及高速公路通车里程的增加，中国收费公路结构不断优化。分区域看，广东、四川、云南高速公路里程数位列全国前 3 名；西部地区路网规模不断提升，2021 年底高速公路里程占全国比重达 41.3%，较 2020 年底提高 1.7 个百分点，路网规模和质量与东部、中部地区的差距进一步缩小。

得益于相对完备的路网体系及灵活便捷的承运属性，公路运输在中国交通运输体系中持

续占据主导地位，2021 年分别承担国内营业性货物运输总量及旅客运输总量的 75.0%和 61.3%，分别较 2020 年上升 1.20 个百分点和下降 10.0 个百分点，公路货运重要性进一步提升，铁路运输方式对公路旅客运输替代效应较明显。

公路运输运行状况与 GDP 增速、行业供需等因素高度相关。2021 年，国内疫情形势较为稳定，社会复工复产，国民经济持续性恢复，公路货运指标呈现修复性增长；受局部性疫情扰动因素影响，人员流动仍有所限制，加之多种运输方式分流，公路客运指标持续下降。

2022 年以来，国际形势更趋复杂严峻，国内疫情呈现点多、面广、频发的特点，对经济运行的冲击较大。为达成《交通强国建设纲要》远期规划的建设目标，同时发挥基础设施投资对经济周期逆调节作用，多省市发布建设计划，将增大公路交通领域投资。公路交通建设经营企业在收入下降的情况下同时面临存量债务还本付息及新建项目资金需求量大双重压力。在此背景下，2022 年 4 月 20 日，银保监会和交通运输部联合发布了《关于银行业保险业支持公路交通高质量发展的意见》，强调在符合公路收费有关规定的情况下，稳妥有序推进收费公路存量债务接续，防范化解收费公路存量债务风险；要求金融机构应提高金融资源配置效率，聚焦重点领域和重大项目；进一步优化公路项目还款安排，合理设置债务本息还款宽限期，原则上不超过建设期加 1 年；要求各级交通运输主管部门要加大车购税向中西部和东北部的补贴倾斜力度；鼓励保险机构多种投资途径参与重大公路交通基础设施、新型交通基础设施等项目建设；支持交通运输企业通过资产证券化（ABS）、基础设施领域不动产投资信托基金（REITs）等方式有效盘活公路存量资产。

2. 建筑行业

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，香港建筑业持续收缩。尽管香港经济在 2021 年稳步复苏，建筑行业在连续四年收缩后，上半年表现仍进一步下滑，于下半年才逐步回升。根据香港政府统计处《2019—2021 年屋宇建筑、建造及地产业的业务表现及营运特色的主要统计数字》，2019 年—2021 年建造业的总收益（包括建造工程总值及其他业务收益）为 3969 亿港元、3913 亿港元和 3961 亿港元，分别较上年下降 5.9%、下降 1.4%和上升 1.2%；平均每间机构单位的总收益为 1600 万港元、1510 万港元和 1520 万港元，分别较上年上升 0.2%，下降 5.7%和上升 0.5%。

进入门槛方面，香港建筑商需要大量的初始资金来购买或租赁专用机械并满足注册资本要求。他们必须满足某些向相关政府部门注册以承担主要业务的最低资本要求承包工程。此外，建筑行业参与者可能需要有充足的现金流量就劳工成本或建筑物料向供应商或分包商付款，因此需要有雄厚的财务背景来应付资金缺口，新入行者可能会在此行业模式下由于现金流不足而较难进入。

市场竞争方面，香港市场整体竞争较为激烈。截至 2022 年 11 月 29 日，屋宇署一般建筑承建商名册上约有 806 名承建商。同时，有约 322 名承建商名列认可公共工程承建商名册，可进行包括楼宇、道路及排水、海港工程、地盘平整及水务工程等发展局工程，而其中仅有 13 名被列入认可公共工程承建商的所有五个类别名单。

未来发展方面，建筑业务的长期前景在香港政府和机构预期增加招标供应的支持下仍保持乐观。随着香港政府承诺为了解决住屋供应短缺而增加土地供应，并计划开发北部都会区，中长期来自政府和私营市场的合约供应有望得到支撑。

3. 香港人寿保险行业

保险业是香港主要的金融服务行业之一，包括两大类，即长期保险（寿险）与一般保

险。香港寿险行业的增速主要与宏观经济情况呈正相关。

根据香港保险业监管局数据，2019—2021年，香港有效长期业务的保单保费总额波动增长，分别为5114.52亿港元、5214.51亿港元和5200.86亿港元；个人人寿业务为主要的业务类别，占长期业务市场总额比重持续增长，2021年为89.3%。2019—2021年，相关保单数目持续增长，分别为1320万份、1370万份和1390万份，其净负债分别为21202.64亿港元、26693.73亿港元和28336.21亿港元。截至2021年底，有效的合资格延期年金保单数目为20.7万份，保单持有人的平均年龄为47.6岁，每份保单的平均年度保费约为72000港元。

2019—2021年，由保险公司管理的退休计划合约年付供款数额波动下降，分别为88.77亿港元、94.4亿港元和82.06亿港元；团体人寿业务的有效保单保费持续增长，分别为42.76亿港元、47.71亿港元和48.24亿港元；年金业务的有效保单保费持续下降，分别为564.49亿港元、478.05亿港元和416.57亿港元；其他业务（主要为永久健康业务）的有效保单保费分别为16.08亿港元、8.65亿港元和7.96亿港元。

市场分布及竞争方面，截至2021年底，香港获授权的长期业务保险公司共有73家。在不计入劳合社及十家专业再保险公司的情况下，12家保险公司所呈报的有效保单保费超过100亿港元，共占长期保险市场的91.6%。其余50家保险公司的保单保费均少于100亿港元，共占整体市场余下的8.4%。

未来展望方面，随着新冠疫情逐渐好转，以及内地预期于明年实现通关，内地旅客被压抑的保险需求得以释放，香港寿险市场预期明年可实现较大增长。

四、重大事项

2020财年通过并购新增保险业务并增强收费公路组合，精简部分非核心资产

公司以45.71亿元竞价中标并于2019年

7月完成对中国湖南省长浏高速公路特许经营权（及其他相关权益及资产）的收购，增强收费公路组合的同时，相应巩固公司道路业务在华中地区的竞争地位。同年11月，公司以218.12亿港元完成对一家在香港运营的人寿保险公司——富通保险有限公司（以下简称“富通保险”）100%股权的收购，富通保险对2020财年经营业绩的贡献缓解了疫情、中美贸易摩擦和香港社会运动等营商环境不稳定因素对公司经营的不利影响。

公司2020财年通过出售各项目回收资金约17亿港元，其中主要包括对所持北京首都国际机场剩余2.77%股权、所持医疗资产管理有限公司30%股权、所持新世界第一渡轮服务有限公司（以下简称“新渡轮”）60%股权的出售，并结束在澳门的免税业务（仍经营位于港铁罗湖、红磡及落马洲站的3家店铺以及位于港珠澳大桥的1家店铺）。

2021财年全面撤出对交通业务的投资并启动对环境业务的处置

2020年10月，公司完成出售所持新创建交通服务有限公司（以下简称“新创建交通”）100%股权，12月完成出售所持新渡轮的剩余40%股权，自此终止营运交通业务。

2021年4月，公司完成出售所持惠记集团有限公司（以下简称“惠记集团”）22.98%股权中的一半，出售完成后持股比例降至11.49%；同年5月，完成出售所持的新创建香港投资有限公司（间接持有重庆德润环境有限公司12.55%股权）100%股权；此外，完成出售所持珠江电厂第二期的全部25%股权。

2021财年，公司通过出售上述项目及其他非核心资产的总代价为82亿港元。

2022财年全面撤出对环境业务及港口相关项目的投资并启动对航空业务的处置，强化高速公路和物流业务的资产组合

项目处置方面。公司于2021年10月和11月分别完成对厦门集装箱码头集团有限公司（以下简称“厦门集装箱码头集团”）20%股权和苏伊士新创建有限公司（以下简称“苏伊

士新创建”)42%股权的出售(均为所持全部股权),交易对价分别为15.68亿元(约合18.78亿港元)和41.73亿港元,自此全面撤出港口相关项目及环境业务的投资。

航空业务为公司核心业务组合,但考虑到利息上调及地缘政治等不确定因素,在国内航班持续恢复及全球各地恢复通关的情况下仍将对航空租赁业务带来持续性风险,公司于2022年5月宣布Goshawk Aviation Limited(以下简称“GAL”,公司持股50%)将出售其所持的Goshawk Management Limited(以下简称“GML”,GAL全资子公司)100%股权及相关资产(不含租予俄罗斯承租人的6架飞机),出售完成后公司将退出商务飞机租赁业务(即航空业务)。上述交易总价为15.75亿美元(约合122.85亿港元),公司按50%持股比例应占部分为7.875亿美元(约合61.425亿港元)。截至2022年12月21日,上述出售事项已完成,相应对价已获支付。

项目收购方面。公司于2022年3月完成对湖北老谷高速公路开发有限公司(以下简称“老谷高速”)1%股权²的收购(成为联营公司);于2022年第二季度以约13.67亿港元总价完成向新世界发展附属公司购买位于香港九龙荔枝角道888号18~21楼办公室的交易。此外,公司于2022年4月宣布以19.02亿元(约合22.38亿港元)对价收购广西龙光贵梧高速公路有限公司(以下简称“贵梧高速”,拥有贵港至梧州高速公路的特许经营权)40%股权及相关债权及应收股息,道路布局延伸至西南市场,截至《2022年年报》发布日上述交易尚未完成(完成后将成为公司合营企业);于2022年5月宣布以22.90亿元(约合26.63亿港元)对价收购位于成都和武汉的共计6个物流物业的组合(含若干标的公司100%股权及股东贷款),其中5个物流物业已于同年6月完成收购并已投入运营(尚余1项收购预计2023年初完成),由公司与嘉民集团合资成立的一家

企业(各持50%股权)为上述物流组合提供营运管理服务。

经历上述业务出售和收购,公司强化高速公路和物流业务组合、回笼较大规模资金的同时,相对压降业务组合的风险敞口。

五、基础素质分析

1. 股权状况

2022财年末,公司股本39.11亿港元,新世界发展持有公司60.86%股份,为公司最终控股公司。

2. 郑裕彤家族商业资源

1929年,郑裕彤博士岳父周至元于广州创立周大福珠宝品牌,而后在郑裕彤家族以及高级管理团队的领导下,周大福珠宝集团有限公司(Chow Tai Fook Jewellery Group Limited,以下简称“周大福珠宝集团”,香港股票代码“1929”)发展为全球大型珠宝零售企业之一。郑裕彤家族自1970年起开展多元化发展,同年建立新世界发展,并自80年代末进入基础设施及相关服务领域;2003年,郑裕彤家族基础设施建设资产重新划分至独立公司进行运营,即新创建集团。截至目前,郑裕彤家族业务涵盖珠宝及黄金首饰、房地产开发及商业物业运营、酒店运营以及新创建旗下业务等多领域,主要分布于中国内地、中国香港及澳门等地。

表2 新世界发展及周大福珠宝集团2022财年的财务状况(单位:亿港元)

指标	新世界发展	周大福珠宝集团
收入/营业额	682.13	989.38
除税前溢利	92.15	89.83
总资产	6358.84	877.37
总权益	2880.99	345.55

注:新世界发展2022财年止于2022年6月30日,周大福珠宝集团2022财年止于2022年3月31日

资料来源:联合资信根据新世界发展和周大福珠宝集团《2022年报》整理

新创建集团的经营和发展可受益于郑裕彤家族用超过90年的时间构建的广泛商业网络。

够在日后增持股权)。

² 公司拥有收购老谷高速至少25%股权的权利(其中包括于2022年3月收购的1%股权,并提供附息可转换股东贷款,使公司能

3. 企业规模及竞争力

公司自 2019 年启动转型并优化业务组合，逐步形成核心业务+策略组合的经营格局，建筑、保险和物流业务具备较高的区域市场地位，道路资产组合不断充实。

公司是新世界发展控股的一家综合型企业，业务涵盖由建筑（中国香港）、道路（中国内地）、保险（中国香港）构成的核心业务以及由物流（中国香港及中国内地）、设施管理（中国香港）构成的策略组合业务，同时配合主业及资产管理开展一定规模策略性投资，多元化程度高，且跨越基础设施、建筑、金融、服务及投资多个领域。

公司自 2019 年启动转型并优化业务组合，处置了交通巴士、渡轮等成长性偏低的产业，以及考虑到国际经济环境以及地缘政治因素对航空租赁业务带来的不确定性，于 2022 年 12 月完成对该项业务的出售。至 2022 财年末，公司逐步形成了核心业务+策略组合的经营格局。

道路业务。连同宣布收购的贵梧高速，公司通过控股及参股方式持有共计 17 条公路资产，通车里程接近 1000 公里（包括 1 个待完成项目），项目分布中国内地，公路资产分布的相对分散有助于平抑单一区域因素对整体业绩带来的影响。

建筑业务。公司建筑业务在港服务逾 60 年，是香港主要建筑公司之一，建造项目包括香港政府总部大楼、行政长官办公室及立法会综合大楼、香港树仁大学研究院综合大楼、香港嘉里酒店、港怡医院、SAVANNAH 及青衣运输署车辆检验中心等，2022 财年末在手合约总值 622 亿港元，其中 2022 财年获授的新项目总值达 238 亿港元，充裕的在手合约业务持续发展提供了良好基础。

保险业务。公司旗下的富通保险在香港保险市场中位列第 11 名（按年度化保费，2021 年 1—12 月数据），2022 财年末投资组合的资产管理规模为 556.69 亿港元（按市值），其中

以投资级固定收益为主（2022 财年末固定收益市值占 81.7%，其中又以投资等级 A-或以上的固定收益投资为主），内含价值³177 亿港元。

物流业务。公司所持物流资产分布于中国香港和内地，位于香港的物流资产是具坡道入口的全球最大物流中心（可出租总面积 55.18 万平方米）。公司于 2022 年宣布收购 6 个位于成都和武汉的物流物业资产（其中 5 个已完成收购），可出租总面积 53.10 万平方米。

4. 人员素质

公司高级管理人员管理经验丰富，综合素质高；员工岗位设置合理，能够满足公司经营发展需求。

2022 财年末，公司董事会共 16 名成员，包括 7 名执行董事、3 名非执行董事和 6 名独立非执行董事；公司设行政总裁 1 名，另设首席营运总监、首席财务总监、公司秘书兼法律总监各 1 名。

公司董事会主席郑家纯博士。郑博士于 2000 年 3 月获委任为执行董事，并由 2001 年 3 月起出任主席一职，并兼任公司执行委员会及提名委员会主席。郑博士为新世界发展及周大福珠宝集团主席兼执行董事、丰盛生活服务有限公司及有线宽频通讯有限公司（均为香港上市公司）主席兼非执行董事。彼曾任大唐西市丝路投资控股有限公司非执行董事（于 2021 年 3 月 19 日辞任），以及新世界百货中国有限公司主席兼非执行董事（于 2021 年 5 月 13 日辞任），上述两家公司均为香港上市公司。郑博士亦为新世界中国地产有限公司董事兼荣誉主席及公司若干主要股东包括 Cheng Yu Tung Family (Holdings) Limited、Cheng Yu Tung Family (Holdings II) Limited、Chow Tai Fook Capital Limited、周大福（控股）有限公司、周大福企业有限公司及 Mombasa Limited 董事。郑博士为香港明天更好基金顾问委员会主席。彼曾为中华人民共和国第十二届全国政协常务

³ 寿险业务估值的精算方法（基于若干特定假设），等于经调整资产净值及有效保单业务价值的总和，不包括未来新保险业务带来

的任何经济价值。

委员。郑博士分别于 2001 年及 2017 年获香港特区政府颁授金紫荆星章及大紫荆勋章。

公司执行董事兼行政总裁马绍祥先生。马先生于 2018 年 7 月获委任为执行董事，曾于 2018 年 7 月至 12 月期间出任公司首席营运总监，并自 2019 年 1 月起出任公司行政总裁一职，并兼任公司可持续发展委员会主席以及执行委员会、薪酬委员会、提名委员会及企业管治委员会成员。此外，马先生亦为公司若干附属公司的董事，并负责监督公司整体策略性发展及业务营运。马先生于 2018 年 2 月至 6 月期间曾任港深创新及科技园有限公司署理行政总裁。于 2014 年 1 月加入香港特区政府出任发展局副局长，其后于 2017 年 2 月获委任为发展局局长，并担任此职位至 2017 年 6 月。于香港特区政府工作前，马先生曾为艾奕康有限公司的亚太区土木及基础设施的执行副总裁。马先生为香港工程师学会、英国土木工程师学会、英国结构工程师学会、英国公路及运输学会，以及英国皇家特许测量师学会的资深会员。彼亦为香港注册专业工程师及英国特许工程师。马先生持有香港大学工程（土木工程）学士学位及澳洲蒙纳士大学运输规划硕士学位。彼为香港工程师学会副会长、香港都会大学科技学院荣誉教授、香港理工大学建设及环境学院土木及环境工程学系兼任教授及香港大学建筑学院房地产及建设系客席教授。马先生为中国人民政治协商会议深圳市委员会委员。马先生于 2014 年获委任为太平绅士，并于 2017 年获香港特区政府颁授金紫荆星章。

2022 财年末，公司及全资附属公司共有 4862 名员工，大多数员工位于总部所在地香港，其中约 15% 工作于中国内地；按行业划分，本部、道路、保险、建筑、设施管理的员工比重分别为 3%、15%、10%、56% 和 16%；按年龄划分，30 岁以下、30~50 岁和 50 岁以上的员工比重分别为 52%、28% 和 20%。

5. 企业信用记录

公司本部过往债务履约情况良好。

公开资料显示，2022 财年末，公司本部在公开市场存续债券无违约记录。

六、管理分析

按照百慕大一九八一年公司法、百慕大适用法律和香港联交所《证券上市规则》等相关法律法规，公司建立了治理结构和内部管理体系，能够较好地满足自身经营管理需求。

1. 法人治理结构

公司设立了股东大会为最高权力机构，董事会为最高管治机构，不设监事会。公司根据自身经营管理需要建立了内部管理体系，设有集团审核及风险评估部、企业支援部、可持续发展部、策略组合部和财务部等 12 个部门。

根据百慕大群岛公司法、香港联交所《证券上市规则》及公司的章程细则，公司的重大事项必须由股东大会进行决议。

公司董事会负责履行企业管治职责，董事会下设执行委员会、提名委员会、薪酬委员会、审核委员会、可持续发展委员会和企业管治委员会。董事会为公司制订整体策略、为公司事务作出指引、监督管理层，以及确保于公司内实行良好企业管治政策及常规等，以助公司取得长远成功及提升股东价值。

2. 管理水平

日常业务运作方面，公司授权管理层负责，管理层由执行委员会领导。管理层受到董事会密切监察，并须对公司的表现负责，按董事会订立的企业宗旨及业务指标加以衡量。董事会透过其委员会进行其若干监督职责，以便对须监督的主要事项详加研究。

内部监控及风险管理方面，公司已建立《风险管理及内部监控系统指引》、程序及风险企划，以在系统的实施上提供指导及协助。公司采用三道防线模式作为其风险管治结构，明确界定角色及职责，以管理及监察风险，并为风险管理及内部监控系统提供独立保证。董事会负责确保公司维持合适有效的风险管理及

内部监控系统；执行委员会负责确保风险管理及内部监控系统的成效；审核委员会得到董事会授权，监督风险管理及内部监控系统，并检讨其充足性及成效；管理层主要负责设计、实施及维持风险管理和内部监控系统。

财务管理及融资方面，公司设有库务部门中央统筹监控其现金状况、现金流量和债务组合，以及优化其融资成本效益。公司于香港总部统一管理整个公司的资金。一般而言，除了会定期归集其香港子公司的资金外，公司对其在内地项目的所有公司（包括子公司、联营或合营公司）每年也会通过派付股息方法将绝大部分可派发的盈利汇往香港。

内部审计方面，公司内部审计职能由作为第三线且独立于管理层的集团审核部执行并直接向审核委员会报告。集团审核部的主要作用为提供专业及增值的保证以及咨询服务，以协助管理层达成公司的使命及目标，并履行其义务且为其持份者创造共享价值。集团审核部亦于公司上下运用及分享专长与见解，推动持续改进。经审核委员会批准的审计章程使集团审核部于履行职能过程中不受限制地查阅公司所有记录、数据、资产及实际财产，以及与所有人员接洽。

七、经营分析

1. 经营概况

公司经营板块多元，业务结构逐步清晰；在外部经济、金融市场震荡以及疫情多点复发的大环境下，核心业务保持一定韧性，建筑和保险业务经营稳健，道路业务在疫情爆发之后的两年实现了良好的业绩修复；策略组合除物流业务实现可比口径的增长外，设施管理和策略性投资业务波动性相对明显。

公司形成了以道路、建筑、保险、航空*为核心业务，以物流和设施管理为策略组合的多元化业务格局，同时配合主业及资产管理开

展一定规模策略性投资。

2020—2022 财年，公司核心业务收入和应占经营溢利⁴（Attributable Operating Profit，以下简称“A.O.P.”）复合增长率分别为 21.04% 和 15.67%，核心业务收入逐年攀升，A.O.P.波动上升，外部经济及金融环境震荡叠加疫情影响之下，公司核心业务仍保持一定韧性。2022 财年，核心业务收入和 A.O.P.分别占公司收入和 A.O.P.的 97.41%和 96.28%，贡献度很高。

同期，公司策略组合（含策略性投资，后文同）收入和 A.O.P.均为波动下降且波幅较为明显，一方面，设施管理业务中的会展中心运营和免税店运营始终受到外部营商环境带来的负面影响；另一方面，公司部分投资标的公允价值或估值受全球金融及信贷市场影响而出现回调，以及全球经济放缓或对公司部分策略性投资业务的经营环境带来负面影响，策略性投资业务 A.O.P.出现宽幅波动。公司已终止经营业务主要包括交通（新创建交通和新渡轮）和环境（德润环境和苏伊士新创建）。2022 财年，策略组合收入和 A.O.P.分别占公司收入和 A.O.P.的 2.59%和 0.95%。

表 3 2020—2022 财年公司各业务组合收入及 A.O.P.情况（单位：亿港元）

业务划分	2020 财年		2021 财年		2022 财年	
	收入	A.O.P	收入	A.O.P	收入	A.O.P
核心业务	207.05	31.46	277.88	42.47	303.32	42.09
策略组合	19.07	1.07	4.09	7.53	8.07	0.41
已终止经营业务	33.08	2.62	6.55	2.49	0.00	1.21
合计	259.21	35.14	288.52	52.49	311.39	43.71

注：1.由于公司 2022 财年将所持有惠记集团剩余权益从待售资产重分类至联营公司，上表中 2021 财年建筑业务 A.O.P.为经重列后数据；2.由于已于 2022 年 5 月宣布出售，上表中核心业务中的航空业务收入及 A.O.P.仅包含 2022 财年前 11 个月数据；3.策略性投资归入上表中的策略组合统计；4.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：联合资信根据公司提供资料及年报资料整理

分板块看。2020—2022 财年，公司建筑业务经营稳健，收入保持增长态势，A.O.P.小幅回落，主要由于出让所持惠记集团股权对

⁴ 即未计总办事处（本部利息收入、财务费用、开支及其他）及非经营项目（重新计量收益净额、减值及拨备净额、出售项目除税后收益净额、衍生金融工具公允价值收益净额、赎回优先票据收

益净额）前可供分配的溢利，包括了应占附属公司、联营公司及合营公司业绩。

A.O.P.的影响；保险业务收入和 A.O.P.均保持增长态势，2022 财年下半年疫情多点复发以及相应的管控措施使得保险业务收入和 A.O.P.增速有所放缓；道路业务由于 2020 财年的低基数（疫情爆发导致车流下行且实行 79 天⁵免收公路通行费政策），2021 财年收入和 A.O.P.快速恢复（A.O.P.略高于 2019 财年），2022 财年收入和 A.O.P.受疫情多点复发影响而有所回落；物流业务 A.O.P.相对稳健，2022 财年有所回落源于出售厦门集装箱码头集团带来的影响；设施管理业务 A.O.P.始终为负，但随着港怡医院收入持续提升、免税店实施严格控本措施，以及会展中心 2022 财年举办活动数量和到访人员按年大幅回升，亏损逐年收窄；策略性投资易受全球金融及经济环境影响，A.O.P.存在宽幅波动，2022 财年降至负数，主要由于所投金融资产公平值净收益下滑、确认预期信贷亏损拨备以及全球经济放缓对部分投资业务的经营环境产生负面影响。

表 4 2020—2022 财年公司核心业务及策略组合各板块收入及 A.O.P.情况（单位：亿港元）

业务板块	2020 财年		2021 财年		2022 财年	
	收入	A.O.P.	收入	A.O.P.	收入	A.O.P.
核心业务						
道路	20.71	9.07	30.33	18.08	27.18	17.10
航空	--	4.22	--	4.96	--	5.12
建筑	124.54	10.66	151.14	9.72	152.41	9.12
保险	61.80	7.50	96.41	9.72	123.74	10.75
策略组合						
物流	--	6.28	--	6.63	0.12	5.93
设施管理	19.07	-7.72	4.09	-6.49	7.95	-4.10
策略性投资	--	2.51	--	7.39	--	-1.42
合计	226.12	32.53	281.97	50.00	311.39	42.50

注：由于已于 2022 年 5 月宣布出售，上表中核心业务中的航空业务收入及 A.O.P.仅包含 2022 财年前 11 个月数据

资料来源：联合资信根据公司提供资料及年报资料整理

分区域看。2020—2022 财年，公司 A.O.P.相对均衡地重点分布于中国香港和中国内地，其他地区贡献的 A.O.P.作为良好补充；同时，

公司鼓励向本地合格的供应商进行采购，2022 财年，公司合作供应商数量 523 名，本地供应商占供应商总数的比重超过 99%，其中 86.0%来自中国香港、13.6%来自中国内地。

表 5 2020—2022 财年公司 A.O.P.按地区划分

各区域	2020 财年	2021 财年	2022 财年
中国香港	48.8%	38.8%	41.8%
中国内地	38.7%	45.5%	40.7%
全球及其他	12.5%	15.7%	17.6%

注：上表中 2021 财年数据为经重列后数据

资料来源：联合资信根据《2022 年年报》整理

表 6 2020—2022 财年公司供应商数量按地区划分

各区域	2020 财年	2021 财年	2022 财年
中国香港	88.0%	82.0%	86.0%
中国内地	7.0%	17.0%	13.6%
其他地区	5.0%	1.0%	0.4%

资料来源：联合资信根据《2022 年年报》整理

2. 道路业务

公司道路业务在巩固华中区域竞争地位同时，通过并购向西南区域延伸，特许经营权临期的道路数量较少，公路资产质量较好，新冠疫情爆发后恢复效率较高，整体经营稳健。

2022 财年末，公司通过控股或参股方式持有 16 个经营性收费公路项目，分布于 7 个省份/直辖市/自治区，除山西省 3 条公路为地方普通公路，其余均为高速公路；连同已于 2022 年 4 月宣布收购并于 2022 年 11 月完成的贵梧高速（参股 40%），共计 17 条公路的通车里程合计约 1000 公里，核心的高速公路资产包括杭州绕城公路、唐津高速公路（天津北段）（公司持股 60%），广州市北环高速公路（公司持股 65.29%），京珠高速公路（广州-珠海段）（公司持股 25%）以及华中地区的随岳南高速公路、随岳高速公路和长浏高速公路（公司持股 30%~100%），2022 财年合计贡献了道路业务 A.O.P.的将近 90%。

⁵ 2020 年 2 月 17 日至 2020 年 5 月 5 日

表 7 公司高速公路资产分布（单位：条、公里、千辆）

指标	广东省	浙江省	湖北省	天津市	山西省	湖南省	广西自治区
道路数量	7	1	2	1	3	2	1
长度	313.90	103.40	137.34	60.67	76.52	89.08	198.00
特许经营权到期年份	2023-2035	2029	2040-2050	2039	2023-2025	2039-2043	2045
2022 财年累计日均车流量	1183	301	35*	68	6	78	/

注：湖北省的车流量数据中，由于公司 2022 年 3 月完成收购老谷高速，累计日均车流量仅为 2022 年 3—6 月期间的数据；2022 财年末，贵梧高速尚未完成并购事项，已完成收购贵梧高速需满足买卖协议中的先决条件

资料来源：联合资信根据公司提供的数据整理

公司处于运营中的公路的平均剩余收费年限约 11 年（含贵梧高速），收费剩余年限在 3 年以内的公路共计 3 条。其中，深圳惠州高速公路（惠州段）项目特许经营权预计 2023 年 5 月到期，该项目已完成改扩建，处于申请收费期延长的过程，目前延期申请已获得监管部门批复，待竣工验收完成后，收费期将延长至大约 2036 年；广州市北环高速公路项目特许经营权预计 2023 年 11 月末到期，目前正在针对该项目的改扩建事项进行可行性研究。

自中国内地于 2020 年 5 月起免收通行费政策结束后，叠加经济增速、物流需求回升以及公司在中部地区收购的三条高速公路（即随岳南高速公路、随岳高速公路和长浏高速公路）开始贡献收益，公司 2021 财年道路业务收入和 A.O.P.恢复较快，道路组合的整体交通流量及路费收入同比分别上升 45%和 42%，道路业务 A.O.P.同比大幅攀升。2022 财年上半年，道路业务仍相对平稳，下半年由于中国内地新冠疫情多点复发而采取的防疫措施，以及杭州绕城公路对 5 类和 6 类货车实行禁行部分路段（该禁令已于 2022 年 6 月末结束），均对道路的交通流量和路费收入带来不利影响，使得 2022 财年整体交通流量和路费收入同比分别下降 5%和 8%，道路业务 A.O.P.也相应小幅回落。

后续随着公司完成对贵梧高速（连接广西、广东、云南和东盟市场）的收购，道路组合对区域的覆盖延伸至西南市场，道路业务有望受益于东盟经济圈、北部湾经济区和大湾区等地经济政策对物流需求的拉动。

3. 建筑业务

公司建筑业务在香港具备较高的区域市场

地位，2021 财年新获取项目由于新招标项目供给收缩而下滑，2022 财年市场需求扩张使得公司在手合同恢复充裕；仍需关注市场招标供应增长态势是否如预期，以及原料、人工成本上涨和供应链紧张对业务盈利形成压力。

公司建筑业务的经营主体包括全资子公司协兴建筑有限公司（以下简称“协兴集团”）以及参股企业惠记集团。协兴集团创立于 1961 年，在香港地区具备较高的区域市场地位，主营楼宇建筑和土木工程两大类业务。楼宇建筑板块方面，协兴集团主力设计及承建私营及公营机构各种类型的楼宇建筑，包括住宅、工业项目、酒店、商场、医疗、小区及教育设施；土木工程板块方面，主力设计及承建各类土木工程，如斜坡和护土墙的巩固及修复，地基及场地勘探工程。

2020—2022 财年，协兴集团收入和 A.O.P.录得持续增长，2021 财年 A.O.P.同比增长 6%至 8.01 亿港元，2022 财年同比进一步增长 4%至 8.35 亿港元，经营稳健。2022 财年，在新冠疫情多点复发、原材料及人工成本上涨、供应链紧张的不利环境下，协兴集团仍录得 A.O.P.增长，主要受益于含有价格波动条款的政府项目的利润确认增加；若成本端压力难以缓解，协兴集团 A.O.P.仍将面临压力。

2022 财年末，协兴集团在手合同总价值较上一财年末增长 26%至约 622 亿港元。其中，已开动的未完工项目总价值较上一财年末增长 31%至约 371 亿港元，项目中约 69%为私营商业及住宅项目、约 31%为政府及机构相关项目，2022 财年在建的主要项目包括启德商业发展项目（AIRSIDE 和 SOGO）、鲗鱼涌太古坊

二座、启德税务中心、将军澳入境事务处总部和中环美利道2号写字楼发展项目等。

受益于市场上、尤其是来自香港政府及机构的新招标项目数量持续增加，协兴集团2022财年获授的新项目总值同比显著增长239%至约238亿港元，在手合同充裕，主要项目包括启德商业/住宅开发项目、铜锣湾加路连山道区域法院大楼的设计及建造工程、西九文化区综合地库及地下道路的打桩工程、中环新海滨发展的地基工程以及元朗微电子中心的开发工程等。

表8 2020—2022财年协兴集团经营数据及同比变动
(单位: 亿港元)

指标	2021 财年	同比变动	2022 财年	同比变动
在手合约总值	494	-6%	622	26%
剩余待完成工程	282	-22%	371	31%
获授的新项目总值	70	-20%	238	239%
其中：私营商业及住宅项目	57	/	145	/
政府项目	11	/	66	/
其他项目	2	/	27	/

资料来源：联合资信根据公司提供的数据以及《2021年年报》《2022年年报》信息整理

回款情况。一般情况下，香港地区的业主单位会对承包商于建筑期间分期完成的工作量或完成进度以按月、按季度或按普遍同意的方式进行评估，一般由建筑师检查承包商完成的工作并证明其良好后颁发付款证明证书给承包商，业主单位按付款证明证书核证金额及约定数期付款给承包商，通常是按月对完成工程进度进行评估，对付款证明证书核证金额的回款约定期通常为30~45天。近年来，协兴集团大部份客户均能准时回款，少量客户由于国际及香港经济状况等原因而产生回款延迟，协兴集团按会计准则计提一定预期信用损失。

随着香港政府承诺为了解决住屋供应短缺而增加土地供应并计划开发北部都会区，协兴集团后续的合同获取有望持续。需对市场招标供应节奏予以持续关注。

4. 保险业务

公司保险业务受益于分销渠道开发及协同效益，收入及A.O.P.保持增长，2022财年区域市场排名有所提升，代理人 and 经纪渠道的保费贡献较为均衡；保险产品多元化，保费缴付期偏长期，投资组合以投资级固定收益为主，偿付能力充足率处于合理水平。

富通保险是成立于1985年的香港人寿保险公司，为个人及机构提供一系列多元化的保险及理财规划产品服务，涵盖人寿保险、医疗保险、意外保障、储蓄计划和投资保险。截至2021年底，富通保险总资产达812亿港元（国际财务报告准则，未经审计），近年来资产规模保持增长态势。2020—2022财年，富通保险毛保费和新业务毛保费均保持增长态势，受益于产品组合优化及产品重新定价，新业务价值⁶增速小幅提升，2022财年新业务价值利润率（即：新业务价值/年化保费×100%）较上一财年提升5个百分点至30%。

表9 富通保险近年来资产规模 (单位: 亿港元)

指标	2020 财年末	2021 财年末	2022 财年末
资产总额	750.62	847.06	787.46

资料来源：联合资信根据公司《2020年年报》《2021年年报》《2022年年报》整理

表10 富通保险近年来保费情况 (单位: 亿港元)

指标	2021 财年	同比变动	2022 财年	同比变动
年化保费	19.56	4%	17.52	-10%
毛保费	102.59	9%	133.17	30%
新业务毛保费	33.06	12%	58.52	77%
新业务价值	4.85	1%	5.25	8%

资料来源：联合资信根据公司《2021年年报》《2022年年报》整理

保险行业由于行业监管力度强以及对行业企业的资本运作、风险控制能力存在很高要求而呈现高集中度的行业特征。富通保险按年度化保费⁷（2021年1—12月数据）表现在香港保险市场中位列第11名（较上年提升2名），市场份额为2.6%（较上年提升0.4个百分点）。富通保险业务按销售渠道分为代理人 and 经纪两大

⁶ 即当期所售新保险业务的未来可供分派法定盈利的现值（扣除持有偿付资本的成本）

⁷ 年度化保费=年化保费+整付保费*10%，后文同

类，两类渠道的保费贡献较为均衡，代理人人数保持在 2500~3000 人区间，合作的经纪公司超过 200 家。

2020 年初以来爆发的新冠疫情，以及为控制疫情而采取的关闭边境及实施防疫措施，导致来自中国内地旅客的业务受到显著不利影响，富通保险相应调整策略，借助新世界发展生态圈的协同效益、加强开发分销渠道以争取香港本地客户，缓解了前述不利影响对经营业

绩形成的拖累。2020—2021 年（按 1—12 月口径），富通保险年度化保费及代理人渠道、经纪渠道年度化保费的变动情况均优于香港保险市场的整体情况；其中经纪渠道保费收入恢复较快，主要由于富通保险通过与部分银行建立合作关系（及提供培训）拓展渠道资源，新推广的“银行经纪”渠道贡献保费收入录得迅速增长，支撑了经纪渠道销售规模的快速回升。

表 11 2020—2021 年（按 1—12 月）富通保险及香港保险市场的年化保费及按渠道年化保费情况（单位：亿港元）

范畴	指标	富通保险		代理人渠道		经纪渠道	
		2020 年	2021 年	2020 年	2021 年	2020 年	2021 年
富通保险	年度化保费	17.39	20.75	9.22	10.33	8.17	10.42
	同比变动	-13%	19%	-16%	12%	-9%	28%
市场总额	年度化保费	789.76	798.09	217.13	213.09	114.84	133.55
	同比变动	-38%	1%	-45%	-2%	-54%	16%

注：年度化保费=年化保费+整付保费*10%

资料来源：联合资信根据公司提供资料及香港保险业监督局资料整理

富通保险产品分布呈多元化，以 2021 年（按 1—12 月）为例，主要产品包括长期高储蓄寿险产品（占 45%）、长期趸缴高储蓄寿险产品（占 16%）、投资相连寿险（占 16%）、重疾产品（占 12%）、年金（占 3%）以及医疗、意外、传统人寿及其他产品（占 8%）等；在保费缴付结构方面，更侧重于 5 年或以上缴付期的产品。富通保险根据产品的风险程度、资本市场环境以及自身资产负债状况而制定投资资产配置计划，2022 财年末投资组合的资产管理规模为 556.69 亿港元（按市值），投资组合以投资级固定收益资产为主（2022 财年末，投资等级为 A~A+ 的占 45.46%，AA-及以上占 23.32%）；鉴于资本市场较高的不确定性，为降低整体投资组合投资风险，2022 财年，富通保险股权类资产配置低于目标值，主要投资于中国/香港、美国、欧洲主要市场指数相关公募基金、大型蓝筹股票等（平均单一股票集中度不超过总资产的 1.5%），股权类组合以分散投资风险的基础上争取额外投资收益为主要目的，后续也将随经济景气度而灵活调动资产配

置。2022 财年，富通保险投资组整体投资回报率为 5.2%，高于最低投资回报⁸要求的 2.5%，较 2021 财年的 4.3%稳步提升。

表 12 富通保险保费缴付期限结构

时间段	整付保费	年度化保费			
		<5 年	5<10 年	10<25 年	>25 年
2020 年	6%	20%	29%	19%	24%
2021 年	18%	22%	21%	16%	23%

资料来源：公司提供

表 13 富通保险 2022 财年末投资组合情况

投资分配	市值 (亿港元)	权重	目标投资配置
固定收益*	454.78	81.7%	75.5%
股权	56.99	10.2%	14.8%
私募基金	19.15	3.4%	6.3%
房地产	12.33	2.2%	1.8%
现金	13.44	2.4%	1.6%
总额	556.69	100.0%	100.0%

注：固定收益*包括固定收益相关现金

资料来源：公司提供

富通保险法定偿付能力比率从 2021 年第四季度的 443%降至 2022 年第二季度的 342%，始终高于监管要求（150%）。富通保险偿付能

⁸ 用以支付保单开支及保证回报

力充足率出现下滑，主要是由于全球股票市场下跌，同时利息上升及信用利差扩大，使得资产端价值下跌，但负债端受制于法定保单准备金计算下限值为保单现金价值（而未按市场价值计算），导致负债端跌幅小于资产端跌幅。富通保险内含价值同样受前述信贷环境和股市影响而波动，2020—2022 财年末分别为 177 亿港元、214 亿港元和 177 亿港元。

5. 策略组合

策略组合的业绩受外部环境影响而存在一定分化，基于香港而向内地不断拓展的物流资产经营较为稳健，在港物流中心竞争实力强；设施管理业务受新冠疫情冲击较大，近年随管控措施放宽而逐步减亏；策略性投资 A.O.P. 易受经济环境和资本市场影响而存在波动性。

① 物流业务

公司近年来持续布局物流业务，控股亚洲货柜物流中心香港有限公司（以下简称“亚洲物流中心”，公司持股 56%）、参股中铁联集

际集装箱有限公司（以下简称“中铁联集”，公司持股 30%）以及全资持股 2022 年收购的 5 个内地物流物业项目（尚余 1 个项目仍处于并购流程中）。其中，亚洲物流中心首期于 1987 年投入运营（共分为 5 期），位于香港，是具坡道入口的全球最大物流中心（可出租总面积为 55.18 万平方米），2022 财年 A.O.P. 持续增长（占同期物流业务 A.O.P. 的比重超过 80%），平均租金同比增长约 2%，出租率位于 99.4% 的高水平（2020—2021 财年均在 99% 以上水平）；并购的内地物流物业中，已有 5 个项目于 2022 年 6 月贡献业绩，收购完成后的平均出租率为 86.7%，且公司与嘉民集团合资成立营运管理公司，提升对并购资产的整合效率，同时将业务范围扩展至物流资产管理；中铁联集是公司与中国国家铁路集团有限公司、PSA 中国供应链有限公司、中国国际海运集装箱（集团）股份有限公司和德国铁路集团组建的合资公司，在中国内地有 13 个大型铁路集装箱中心站，与亚洲物流中心能够形成较好协同效应。

表 14 公司物流业务主要资产情况（单位：平方米）

名称	持股比	可出租总面积/ 处理能力	地点	2022 财年平均出租 率/吞吐量
亚洲物流中心	56%	551846	香港	99.4%
成都大盛物流有限公司	100%	53042	成都	96.6%
嘉龙（成都）仓储有限公司	100%	77783	成都	89.1%
嘉新（成都）仓储有限公司	100%	27599	成都	98.8%
成都嘉超仓储有限公司	100%	71413	成都	83.2%
武汉嘉迈仓储有限公司	100%	169153	武汉	82.0%
中铁联集	30%	660 万个标准 箱/年	昆明、重庆、成都、郑州、大连、青岛、武汉、西安、宁波、天津、乌鲁木齐、钦州、广州	475.4 万个标准箱

注：嘉新（成都）仓储有限公司可出租总面积*不包括在建部分（预计 2023 年 7 月投入运营），建成后可出租总面积可能达到 3.97 万平方米
资料来源：公司《2022 年年报》

若剔除出售厦门集装箱码头集团（已于 2021 年 6 月末重分类为待售资产）的影响，2022 财年，公司物流业务 A.O.P. 仍实现小幅增长（增幅约 5%）。

② 设施管理业务

公司设施管理业务主要包括港怡医院（公司持股 40%）、香港会议展览中心（管理）有限公司（持股 100%，负责香港会议展览中心的运营管理）以及免税店（持股 100%）。

港怡医院（含中环诊所）收入在门诊及住院病人数量持续攀升的带动下实现明显增长，2022 财年末经常使用的病床数量为 264 张，平均使用率达 61%，同比均有提升；此外，港怡医院面向公众提供疫苗接种、新冠病毒门诊服务等一系列医疗服务。同时，公司通过管理协议与 Humansa 合作，位于中环新世界大厦的 Humansa 影像诊断中心已于 2022 年 5 月投入营运；港怡医院引进机械人手术系统、放射治疗

系统、自动药物包装和配药系统等先进系统以完善和扩展临床服务。

表 15 2020—2022 财年港怡医院主要经营数据

指标	2020 财年	2021 财年	2022 财年
门诊病人数量按年增长	8.0%	45.0%	26%
住院病人数量按年增长	2.0%	29.0%	14%
经常使用的病床数量	194 张	210 张	264 张
病床平均使用率	54.0%	60.0%	61.0%

资料来源：公司《2020 年年报》《2021 年年报》《2022 年年报》

香港会议展览中心（以下简称“会展中心”）和免税店的经营受新冠疫情的冲击较为显著。会展中心是拥有超过 9.15 万平方米可供租用面积的地标式国际展览及会议场地，新冠疫情冲击下，2020 财年举办活动数量和到访人次同比大幅下跌 57%和 46%；2021—2022 财年随着社交距离措施的渐进放宽，会展中心业务逐步恢复，2022 财年活动数量和到访人次同比大幅增长 79%和 191%至 420 场合约 300 万人次（但仍未恢复至新冠疫情之前），应占经营亏损显著收窄（约占设施管理业务应占经营亏损的 40%）。同时，免税店的经营持续受到封关影响，罗湖、红磡及落马洲港铁站的三间店铺自 2020 年 1 月末/2 月初关闭停业至今，位于港珠澳大桥的唯一营业店铺以及位于 D·PARK 愉景新城、购物商场 THE FOREST 的期间限定店均贡献业绩，免税店业务应占经营亏损持续收窄。

③策略性投资业务

公司策略性投资主要是非控股形式的价值类投资（对公司有价值的权益）。公司一方面会投资有潜力且和现有板块相关的项目，根据发展情况判断后续是否投放更多资金如全球捷运（上海）供应链科技有限公司、安能物流集团有限公司等物流相关产业；另一方面是投资具备稳定现金流的项目。

公司策略性投资 A.O.P.主要包括参股企业的应占业绩（投资收益）、公平值变动净额、利息及股息收入；2021 财年同比大幅增长至 7.39 亿港元，主要由于部分参股企业经营回升导致贡献投资收益增长，以及部分策略性投资

实现公平值收益净额；2022 财年 A.O.P.下降至 -1.42 亿港元，主要是投资资产的公平值收益净额同比下滑、部分投资确认公平值亏损净额和预期信贷亏损拨备，以及全球经济放缓的大环境下，公司部分策略性投资经营不及预期。

6. 未来发展

公司基于多元化业态，致力于强化内部协同和资源共享，稳固自身行业地位，以保持经营成果以及获现能力的稳健。

公司自 2019 年调整业务方向，通过一系列股权并购及处置，形成了目前架构清晰、核心业务集中的多元化业态，整体业务趋于集中、架构也趋于清晰。

未来，公司仍将延续核心业务+策略组合的发展战略，充分利用政府及机构预期增加招标供应对香港建筑行业带来的发展空间，加强内地的道路组合和物流物业的布局，使之与亚洲物流中心、中铁联集和其他物流相关的策略性投资形成联动效应；此外，富通保险将进一步挖掘新的分销渠道，并借助于新世界发展整体生态圈的合作与支持，推动保险业务业绩进一步增长。随着资产逐步投入运营并贡献收益，内部协同效益逐步显现，公司有望维持稳健的经营态势。

八、财务分析

1. 财务概况

公司提供了 2020—2022 财年财务报告，罗兵咸永道会计师事务所对上述财务报告进行了审计，审计结论为该综合财务报表已根据香港会计师公会颁布的《香港财务报告准则》真实而中肯地反映了公司（于 2020 年 6 月 30 日、2021 年 6 月 30 日及 2022 年 6 月 30 日）的综合财务状况及其截至该日止年度的综合财务表现及综合现金流量，并已遵照香港《公司条例》的披露规定妥为拟备。

合并范围方面，2020 财年，公司主要新纳入合并范围子公司 2 家，分别为富通保险和湖南新创建高速公路经营管理有限公司；2021 财

年，公司主要不再纳入合并范围全资子公司 2 家，分别为新创建交通服务有限公司和新创建香港投资有限公司（以下简称“新创建香港投资”）；2022 财年，公司以 22.9 亿元人民币向嘉民集团（Goodman Group）收购 6 个位于成都及武汉的优质物流物业 100% 权益（其中 5 项营运中物业已于 2022 年财年末前完成）。整体看，自 2020 财年公司收购富通保险后，新增或减少子公司规模相对较小，财务数据可比性尚可。

2022 财年末，公司资产总额 1487.71 亿港元，总权益 538.87 亿港元（含非控股股东权益 0.50 亿港元）；2022 财年，公司实现收入 311.39 亿港元，持续经营业务除税前溢利 24.58 亿港元。

2. 资产质量

公司资产主要由保险业务持有的投资资产、道路使用权、于联营及合营公司之权益及货币资金构成，货币资金充裕，投资资产价值易受资本市场波动影响而存在波动性。2020—2022 财年末，受汇率波动、计提减值以及投资资产公允价值变动影响，公司资产总额波动下降，整体资产质量尚可，流动性良好。

2020—2022 财年末，公司资产规模波动下降，2022 财年末为 1487.71 亿港元，较 2021 财年末下降 2.49%。其中，流动资产占 27.90%，非流动资产占 72.10%。公司资产以非流动资产为主，资产结构较上一财年末变化不大。

表 16 2020—2022 财年末公司资产主要构成

科目	2020 财年末		2021 财年末		2022 财年末	
	金额（亿港元）	占比（%）	金额（亿港元）	占比（%）	金额（亿港元）	占比（%）
非流动资产	1102.26	73.46	1061.32	69.56	1072.68	72.10
无形特许经营权	140.84	12.78	143.56	13.53	130.82	12.20
于联营公司之权益	133.54	12.12	56.74	5.35	64.43	6.01
于合营公司之权益	122.88	11.15	108.06	10.18	154.13	14.37
按公允价值计入其他全面收益的金融资产	380.12	34.49	428.89	40.41	385.00	35.89
按公允价值计入损益的金融资产	84.88	7.70	125.52	11.83	110.52	10.30
流动资产	398.26	26.54	464.41	30.44	415.03	27.90
贸易、保费及其他应收款项	162.08	40.70	151.62	32.65	142.17	34.26
与投资相连合约相关的投资（保险合同投资）	90.54	22.73	107.70	23.19	86.49	20.84
现金及银行结存（货币资金）	132.22	33.20	108.05	23.27	134.53	32.41
资产总额	1500.52	100.00	1525.73	100.00	1487.71	100.00

资料来源：公司财务报告、联合资信整理

（1）流动资产

2020—2022 财年末，公司流动资产规模波动增长，2022 财年末为 415.03 亿港元，较 2021 财年末下降 10.63%，主要系待售资产减少所致。公司流动资产主要由贸易、保费及其他应收款项、与投资相连合约相关的投资和货币资金构成。

2020—2022 财年末，公司货币资金波动增长，2022 财年末为 134.53 亿港元，较 2021 财年末增长 24.51%，主要系经营积累所致。货币资金无受限，但其中 37.86 亿港元存于中国内地银行开立的银行账户，有关资金汇款受外汇

监管所限制。

2020—2022 财年末，公司贸易、保费及其他应收款项持续下降，2022 财年末为 142.17 亿港元，较 2021 财年末下降 6.23%，主要系其他应收款项、按金及预付款项减少所致。2022 财年末，公司贸易、保费及其他应收款项科目主要包括合营企业欠款（66.94 亿港元，其中向 GAL 垫款 61.67 亿港元，属免息、无抵押及须于报告期末起的未来 12 个月内偿还）、其他应收款项、按金及预付款项（24.11 亿港元）和应收保留款项（18.31 亿港元）等。2022 财年末，公司已计提预期信贷亏损拨备 5.09 亿港

元。

2020—2022 财年末，公司与投资相连合约相关的投资波动下降，2022 财年末为 86.49 亿港元，较 2021 财年末下降 19.69%，主要系按公允价值计入损益的金融资产—投资基金（按公允价值）减少所致。

（2）非流动资产

2020—2022 财年末，公司非流动资产规模波动下降，2022 财年末为 1072.68 亿港元，较 2021 财年末增长 1.07%，公司非流动资产主要由无形特许经营权、按公允价值计入其他全面收益的金融资产、按公允价值计入损益的金融资产、于联营及合营公司之权益构成。

公司无形特许经营权为道路使用权，2020—2022 财年末，无形特许经营权波动下降，2022 财年末为 130.82 亿港元，较 2021 财年末下降 8.87%，主要系汇率波动及摊销所致。

公司于联营公司之权益主要包括对多个公路、物流、医疗、策略性投资及其他项目的投资。2020—2022 财年末，于联营公司之权益波动下降，主要系处置交通业务，环境业务，港口业务及部分惠记集团股权所致。2022 财年度，公司来自联营公司的股息收入为 1.87 亿港元（2021 财年度：3.75 亿港元），同期已收股息收入金额为 4.64 亿港元（2021 财年度：4.36 亿港元）。

公司于合营公司之权益主要包括对多个公路、物流、航空及其他项目的投资。2020—2022 财年末，于合营公司之权益波动增长，主要系公司于 2022 财政年度将亚洲物流中心由物业、厂房及设备重新分类为投资物业，经重估公允价值与账面值之间的差额增加 63.12 亿港元（除税后）所致。2022 财年度，公司来自合营企业的股息收入为 14.82 亿港元（2021 财年度：9.99 亿港元）；已收股息收入金额为 16.56 亿港元（2021 财年度：9.11 亿港元）。截至 2022 年 6 月 30 日，公司对 GAL 的重新计量/减值亏损、预期信贷亏损拨备及飞机收回/追收成本（除税后）总额为 18.97 亿港元，在“合资合营企业本集团应占净资产（包括商誉）”科目中体现。

现。

公司按公允价值计入其他全面收益的金融资产主要由股本工具及债务工具构成，主要与公司保险业务持有的投资有关。2022 财年末，公司按公允价值计入其他全面收益的金融资产合计 415.84 亿港元，较 2021 财年末下降 7.15%，主要系债券投资的公允价值受市场利率变动下降所致。2022 财年末，公司按公允价值计入其他全面收益的金融资产中，划分为非流动资产 385.00 亿港元（占 92.58%），划分为流动资产 30.84 亿港元（占 7.42%）；其中股本工具（占 4.29%）主要投向于香港上市公司；债务工具（占 95.71%）主要投向于海外上市发行的债务，到期期限主要为五年以上。

公司按公允价值计入损益的金融资产主要由股本工具、债务工具和投资基金构成，主要与公司保险业务持有的投资有关。2022 财年末，公司按公允价值计入损益的金融资产合计 129.55 亿港元，划分为非流动资产 110.52 亿港元（占 85.31%），划分为流动资产 19.03 亿港元（占 14.69%）。其中股本工具（占 15.99%）主要投向于香港上市公司；债务工具（占 21.05%）主要投向于非上市公司发行的债务；投资基金（占 62.96%）主要投向于上市及非上市基金，非上市投资按公允价值列账，其公允价值使用估值技术厘定。

2022 财年末，公司受限资产为湖北随岳南高速公路有限公司（一间持有和营运随岳南高速公路的联营公司）的 30%股权，受限规模 17.03 亿港元，受限原因为担保该联营公司的一项银行贷款。公司资产受限规模很小。

3. 资本结构

（1）所有者权益

2020—2022 财年末，由于金融资产公允价值变动以及股息率持续位于高位，公司所有者权益波动下降，权益稳定性良好。需关注到，持续高位的派息率对公司营运能力和持续获现能力提出了很高要求。

2020—2022 财年末，公司所有者权益波动

下降，年均复合下降 3.16%，2022 财年末为 538.87 亿港元，较 2021 财年末下降 7.81%，主要系派付股息以及按公允价值计入其他全面收益的金融资产的公允价值变动净额减少所致。公司采取可持续及渐进的股息政策，派息率（股息/公司股东应占溢利）持续位于高位，2020—2022 财年的派息率分别为 896%、207%（根据 2022 财年口径重列）和 150%。需关注到，持续高位的派息率需要稳健的盈利和现金回流支撑，对公司营运能力和持续获现能力提出了很高要求。

表 17 公司股息分派情况（单位：港元/股）

股息分派情况	2020 财年	2021 财年	2022 财年
中期股息	0.29	0.29	0.30
末期股息	0.29	0.30	0.31

资料来源：联合资信根据公司年报整理

从构成来看，2022 财年末，公司总权益中股东权益占总权益的 80.37%，非控股权益占总权益的 0.09%，永续资本证券占总权益的 19.54%；股东权益包括股本 39.11 亿港元和储备 393.97 亿港元，分别占总权益的 7.26%和 73.11%，权益稳定性良好。

（2）负债

2020—2022 财年末，随着保险业务扩张，“保险及投资合约负债”科目持续增加导致公司负债规模持续增长；随着公司偿还部分美元

债券及银行贷款，公司债务规模持续下降，主要以长期债务为主，整体债务负担较轻。

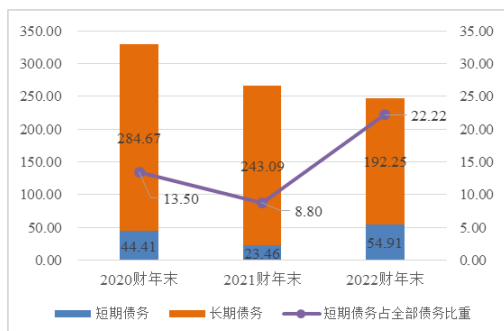
2020—2022 财年末，公司负债规模小幅增长，年均复合增长率为 1.23%。2022 财年末，公司负债总额 948.84 亿港元，较 2021 财年末增长 0.81%；其中流动负债占 60.01%，非流动负债占 39.99%，流动负债占比上升较快。

2020—2022 财年末，公司流动负债持续增长，年均复合增长 10.20%，2022 财年末为 569.43 亿港元，较上年底增长 15.37%；公司非流动负债持续下降，年均复合下降 8.89%，2022 财年末为 379.41 亿港元，较上财年末下降 15.24%。公司流动负债及非流动负债变动主要系一年内到期的长期银行贷款增加，若干固定债券将于 2022 年末一年内到期，以及保险及投资合约负债中的全部退保价值增加所致。

2022 财年末，公司流动负债主要由借贷及其他计息负债（占 9.25%）、保险及投资合约负债（占 55.73%）、与投资相连合约相关的负债（占 15.18%）和贸易、其他应付款项及应付保单持有者款项（占 18.27%）构成；公司非流动负债主要由借贷及其他计息负债（占 48.29%）和保险及投资合约负债（占 43.41%）构成。

若扣除保险业务“保险及投资合约负债”，2020—2022 财年末，公司调整后负债规模持续下降，分别为 576.94 亿港元、516.16 亿港元和 466.79 亿港元。

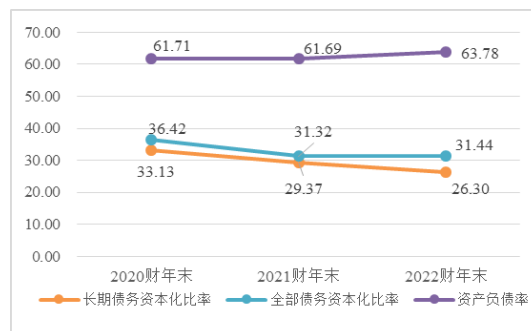
图 1 2020—2022 财年末公司债务结构



注：短期债务及长期债务单位为亿港元，短期债务占全部债务比重数值为百分比

资料来源：公司财务报告，联合资信整理

图 2 2020—2022 财年末公司债务杠杆水平



注：上图比率数值为百分数

资料来源：公司财务报告，联合资信整理

有息债务方面。2020—2022 财年末，公司全部债务持续下降，2022 财年末为 247.16 亿港元，较 2021 财年末下降 7.27%，主要系公司赎回部分美元债券所致。债务结构方面，短期债务占 22.22%，长期债务占 77.78%，以长期债务为主。

债务指标方面。2020—2022 财年末，公司资产负债率波动增长，2022 财年末为 63.78%；全部债务资本化比率波动下降，2022 财年末为 31.44%；长期债务资本化比率持续下降，2022 财年末为 26.30%。公司债务负担较轻。

4. 盈利能力

2020—2022 财年，公司收入持续增长，期间费用控制能力尚可，应占联营及合营公司业绩和资产减值为主的非经常性损益对利润形成侵蚀，盈利指标逐年向好。

2020—2022 财年，公司持续经营业务收入持续增长，2022 财年，公司实现持续经营业务收入 311.39 亿港元，同比增长 10.43%，主要系保险业务收入增加所致；2020—2022 财年，公司销售成本持续增长，2022 财年为 276.09 亿港元，同比增长 13.12%，主要系保险业务索偿及给付（已扣除再保险）增加所致；2020—

2022 财年，公司持续经营业务除税前溢利波动增长，2022 财年为 24.58 亿港元，同比下降 0.72%。

从期间费用⁹看，2020—2022 财年，公司费用总额持续增长，2022 财年为 39.69 亿港元，同比增长 9.70%，主要系销售及推广费用增加所致。从构成看，公司销售及推广费用、一般及行政费用和财务费用占比分别为 32.52%、48.33%和 19.15%。2022 财年，公司期间费用率为 12.75%，同比下降 0.09 个百分点。

非经常性损益方面，2020—2022 财年，公司应占联营及合营公司业绩分别为 13.21 亿港元、15.47 亿港元和 0.86 亿港元，波动下降，主要系 2022 财年公司对 Goshawk 计提 18.97 亿港元减值所致，近 3 个财年，公司减值准备及拨备的计提维持在 17~26 亿港元，对利润形成侵蚀；按公允价值计入其他全面收益的金融资产之债务工具的公允价值变动的净额及其他变动净额（计入综合全面收益）分别为 18.81 亿港元、-16.77 亿港元和 -70.41 亿港元，变动原因主要系市场利率波动所致。2022 财年，公司除税后物业重估收益（计入综合全面收益）63.12 亿港元，主要系公司将亚洲物流中心由物业、厂房及设备重新分类为投资物业所致。

表 18 2020—2022 财年公司减值及拨备计提情况（单位：亿港元）

科目	2020 财年	2021 财年	2022 财年
重新计量减值及拨备净额	17.09	25.52	18.17
主要构成	确认联营/合营企业以及交通业务的减值亏损及预期信贷亏损拨备合计约 14.73 亿港元，亏损性合约拨备 2.3 亿港元，等	确认惠记集团重分类为待售时的重新计量亏损 13.74 亿港元，将新创建香港投资重分类为待售时的重新计量亏损 2.28 亿港元，确认 GAL 减值亏损、预期信贷亏损拨备及飞机收回/追收成本 5.53 亿港元（除税后），确认部分联营公司减值亏损合共 2.48 亿港元，等	确认 GAL 重新计量/减值亏损、预期信贷亏损拨备及飞机收回/追收成本 18.97 亿港元（除税后），确认惠记集团投资减值亏损 1.10 亿港元，拨回亏损性合约拨备 2.30 亿港元，等

资料来源：公司《2020 年年报》《2021 年年报》《2022 年年报》

盈利指标方面，2020—2022 年，公司总资产收益率分别为 1.94%、2.97%和 3.69%，净资产收益率分别为 1.44%、2.98%和 4.05%，上述指标均呈持续增长态势。

5. 现金流

2020—2022 财年，受收购富通保险影响，公司现金流存在一定波动，2022 财年经营性现金流大幅增加，流动性较为充裕，公司对外

⁹ 期间费用=销售及推广费用+一般及行政费用+财务费用。

融资需求不显著。

表 19 公司现金流量情况（单位：亿港元）

项目	2020 财年	2021 财年	2022 财年
经营现金流量净额	-2.29	-1.03	45.48
投资活动现金流量净额	-133.89	59.40	28.17
筹资活动前现金流量净额	-136.17	58.37	73.65
筹资活动现金流量净额	120.59	-85.83	-46.51

资料来源：公司财务报告

由于公司经营现金流包括购买及处置保险业务有关的金融资产而产生的现金流，且保险业务相关投资以长期投资为主，购买和处置金融资产的节奏不同（一般情况下，购买金融资产的现金流出会高于出售金融资产的现金流入），使得公司经营现金流量净额存在较大波动。2020—2022 财年，公司经营现金流量净额由净流出转为净流入，2022 财年经营活动现金净流入 45.48 亿港元，较 2021 财年大幅增加，主要源于经营业务产生的现金净额和出售保险业务相关的金融资产规模增加所致。

投资活动方面，2020—2022 财年，公司投资活动现金流量净额波动较大，2020 财年投资活动现金净流出 133.89 亿港元，主要系收购富通保险所致；2022 财年投资活动现金净流入 28.17 亿港元，较 2021 财年有所下降，主要系当期添置投资物业以及购买按公允价值计入损益的金融资产增加所致。

筹资活动方面，2020—2022 财年，公司筹资活动现金流量净额由净流入转为净流出，2022 财年为净流出 46.51 亿港元，对外融资需求不显著。

2022 财年末，公司期末现金及现金等价物余额合计 134.66 亿港元，流动性良好。

表 20 公司收取及支付股息情况（单位：亿港元）

明细	2020 财年	2021 财年	2022 财年
投资活动			
自联营公司收取的股息	3.46	4.36	4.64
自合营企业收取的股息	16.57	9.11	16.56
自按公允价值计入其他全面收益的金融资产及按公允价值计入损益的金融资产收取的股息	1.08	0.84	0.68

筹资活动

已付公司股东股息	22.69	22.69	23.47
已付非控股权益股息	0.35	0.26	0.06

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

6. 偿债指标

公司偿债指标始终处于较好水平。

表 21 公司偿债指标

项目	项目	2020 财年	2021 财年	2022 财年
短期偿债指标	经营现金/短期债务（倍）	-0.05	-0.04	0.83
	现金短期债务比（倍）	2.98	4.61	2.45
长期偿债指标	EBITDA（亿港元）	41.48	51.77	48.94
	全部债务/EBITDA（倍）	7.93	5.15	5.05
	经营现金/全部债务（倍）	-0.01	-0.004	0.18
	EBITDA/利息支出（倍）	4.46	6.59	6.86
	经营现金/利息支出（倍）	-0.25	-0.13	6.37

注：经营现金指经营活动现金流量净额，下同

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

从短期偿债指标看，2020—2022 财年末，公司流动比率及速动比率均波动下降，2022 财年末流动比率与速动比率分别 72.89%和 72.31%；公司经营现金净流量由负转正带动经营现金流动负债比明显提升，2022 财年为 7.99%。公司流动负债中包含保险及投资合约负债中的全部退保价值 317.34 亿港元（该会计处理方法是考虑到，若所有保单持有者选择于财年末行使退保选择权，则会存在不可避免的付款责任，故基于监管要求，保险及投资合约负债中的全部退保价值于财年末被分类为流动负债）。公司管理层认为，出现所有保单持有人行使退保选择权并导致须于一年内偿还上述负债的可能性很低；公司管理层基于过往经验，预计于一年内结算的保险合约负债金额为 41.20 亿港元，若剔除预计于超过 1 年结算的退保价值，2022 财年末流动比率与速动比率分别为 141.51%和 140.39%，2022 财年经营现金流动负债比为 15.51%。

2020—2022 财年，公司经营现金净流量由负转正，2022 财年末经营现金流动负债比率为 7.99%，经营现金短期债务比为 0.83 倍。2020

—2022 财年末，公司现金短期债务比波动下降，2022 财年末为 2.45 倍，现金类资产对短期债务的保障程度很强。整体看，公司短期偿债指标良好。

从长期偿债指标看，2020—2022 财年，公司 EBITDA 利息倍数持续增长，2022 财年为 6.86 倍，EBITDA 对利息覆盖程度高。2020—2022 财年，公司全部债务/EBITDA 波动下降，2022 财年为 5.05 倍，EBITDA 对全部债务覆盖程度尚可；经营现金对全部债务的保障程度较弱。整体看，公司长期债务偿债指标较好。

担保方面，截至 2022 年 6 月底，公司为联营及合营公司担保合计 125.08 亿港元。其中，公司为联营公司及合营企业的银行信贷额担保合约为 34.70 亿港元；公司与新世界发展透过各自的全资附属公司，就启德体育园有限公司（公司持有 25% 权益的联营公司）准时、如实及忠诚地履行及遵守香港政府与启德体育园有限公司就有关启德体育园的设计、建造及营运而订立的合约，共同及个别地提供以香港政府为受益人的担保，担保金额最高达合约金额的 25% 或约 75 亿港元金额的担保；公司为 GAL 向 SMBC 提供一项财务担保以支持可能对 GAL 提出的索赔而引致的付款责任，总额以 1.97 亿美元（约合 15.37 亿港元）为限。

未决诉讼方面，截至 2022 年 6 月底，公司无重大未决诉讼。

银行授信方面，截至 2022 年 6 月底，公司共获得银行授信额度约 300 亿港元，其中尚未使用的已承诺授信额度约 110 亿港元。

九、结论

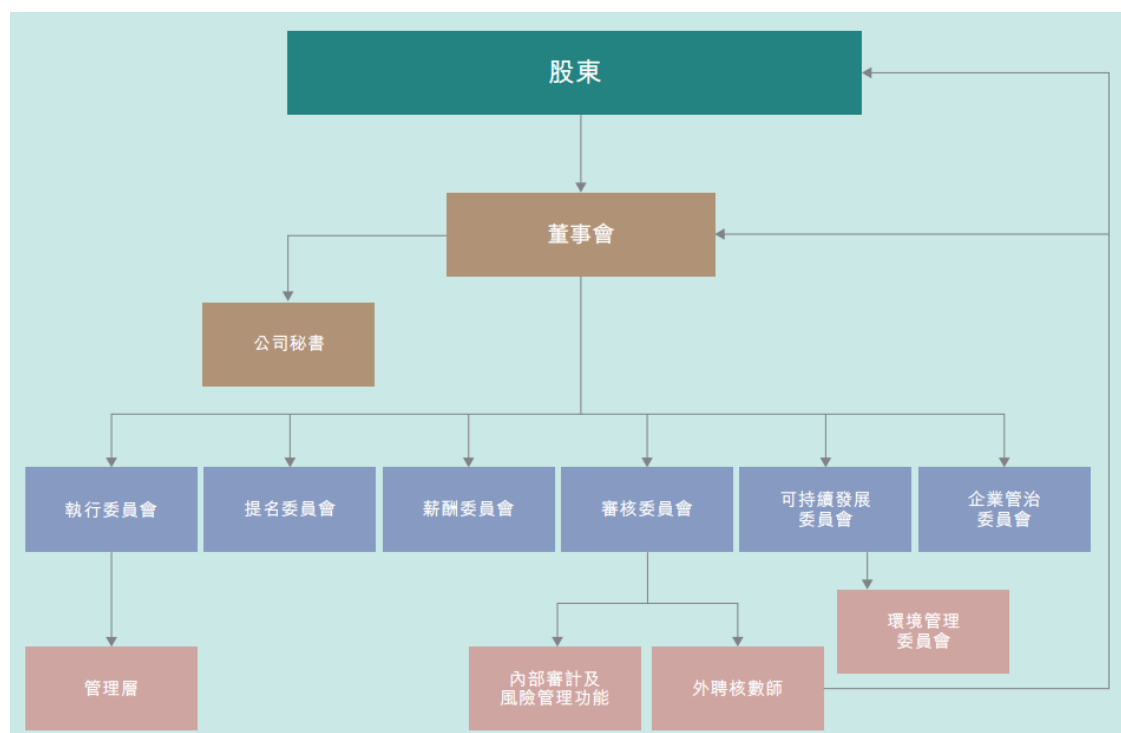
基于对公司经营风险和财务风险等方面的综合分析评估，联合资信确定公司主体长期信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

附件 1-1 2022 财年末公司股权结构



资料来源：公司提供

附件 1-2 2022 财年末公司管治框架



资料来源：公司《2022 年年报》

附件 2 主要财务数据及指标（合并口径）

项 目	2020 财年	2021 财年	2022 财年
财务数据			
现金及银行存款（亿港元）	132.22	108.05	134.53
总资产（亿港元）	1500.52	1525.73	1487.71
总权益（亿港元）	574.58	584.54	538.87
短期债务（亿港元）	44.41	23.46	54.91
长期债务（亿港元）	284.67	243.09	192.25
全部债务（亿港元）	329.08	266.55	247.16
营业收入（亿港元）*	259.21	281.97	311.39
除税前溢利（亿港元）*	12.85	24.76	24.58
EBITDA（亿港元）	41.48	51.77	48.94
经营性净现金流（亿港元）	-2.29	-1.03	45.48
财务指标			
销售债权周转次数（次）	1.72	1.80	2.12
存货周转次数（次）	61.81	91.14	146.47
总资产周转次数（次）	0.22	0.19	0.21
总资本收益率（%）	1.94	2.97	3.69
净资产收益率（%）	1.44	2.98	4.05
长期债务资本化比率（%）	33.13	29.37	26.30
全部债务资本化比率（%）	36.42	31.32	31.44
资产负债率（%）	61.71	61.69	63.78
现金短期债务比（倍）	2.98	4.61	2.45
EBITDA 利息倍数（倍）	4.46	6.59	6.86
全部债务/EBITDA（倍）	7.93	5.15	5.05

注：1. 公司综合财务报表按照《香港财务报告准则》编制；2. 2020—2022财年的起止日期分别为2019年7月1日至2020年6月30日、2020年7月1日至2021年6月30日和2021年7月1日至2022年6月30日；3.*2021—2022财年：来自持续经营业务

资料来源：公司财务报告和提供资料，联合资信整理

附件 3 有关计算指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
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	
除税前溢利年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业收入 / (平均贸易、保费及其他应收款项)
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
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%
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	现金及银行结存 / 短期债务

注: 公司综合财务报表按照《香港财务报告准则》编制

短期债务=流动负债中的借贷及其他计息负债+流动负债中的租赁负债

长期债务=非流动负债中的借贷及其他计息负债+非流动负债中的租赁负债

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=除税前溢利+费用化利息支出+折旧及摊销

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 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。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

联合资信评估股份有限公司关于 新创建集团有限公司的跟踪评级安排

根据相关监管法规和联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）有关业务规范，联合资信将在新创建集团有限公司（以下简称“公司”）信用评级有效期内持续进行跟踪评级。

贵公司应按联合资信跟踪评级资料清单的要求及时提供相关资料。联合资信将按照有关监管政策要求和委托评级合同约定在贵公司信用评级有效期内完成跟踪评级工作。

贵公司如发生重大变化，或发生可能对信用评级产生较大影响的重大事项，应及时通知联合资信并提供有关资料。

联合资信将密切关注贵公司的经营管理状况及外部经营环境等相关信息，如发现重大变化，或出现可能对信用评级产生较大影响的事项时，联合资信将进行必要的调查，及时进行分析，据实确认或调整信用评级结果，出具跟踪评级报告，并按监管政策要求和委托评级合同约定报送及披露跟踪评级报告和结果。

如贵公司不能及时提供跟踪评级资料，或者出现监管政策规定、委托评级合同约定的其他情形，联合资信可以终止或撤销评级。