

信用评级公告

联合〔2024〕191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

二〇二四年一月十日

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：2024 年 1 月 10 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	1
		资本结构		1
		偿债能力		2
指示评级				aaa
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

分析师：贺苏凝（项目负责人） 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

评级观点

新创建集团有限公司（以下简称“公司”）是香港郑氏家族间接控股的一家经营多元产业的香港上市公司，公司自 2019 年启动转型并于 2023 财年基本完成业务组合的优化，2023 财年末形成了包括道路、建筑、保险、物流及设施管理构成的经营业务组合，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。近年来，在外部经济、金融市场震荡叠加超预期因素影响的大环境下，公司经营业务呈现良好韧性，设施管理和策略性投资业务波动性相对明显；2023 财年，随着经济活动的恢复和营商环境的改善，公司持续经营业务的收入及应占经营溢利同比均实现恢复性增长。

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，但易受汇率波动、减值计提以及金融资产公允价值变动影响；随着金融资产公允价值变动以及派付股息影响，所有者权益持续下降，权益稳定性良好；债务期限结构偏长期，债务负担较轻。2021—2023 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，策略性投资业务易受资本市场影响而存在波动性、多元化业务结构推升管理难度、非经营亏损对利润形成侵蚀、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。

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，持续经营业务跨越收费公路、建筑、保险、物流及设施管理多个领域。

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 9 名（2023 年 1—6 月），在港物流资产是具坡道入口的全球最大物流中心；在超预期因素以及外部经济、金融市场震荡的大环境下，2021—2023 财年持续经营业务收入保持增长，2023 财年持续经营业务应占经营溢利恢复性增长。
3. **现金储备充裕，债务负担较轻。**2021—2023 财年末，公司现金及银行结存余额分别为 108.05 亿港元、134.53 亿港元和 192.56 亿港元，全部债务资本化比率分别为 31.51%、31.66%和 33.29%。

关注

1. **多元化业务结构推升管理难度。**全球经济及金融环境震荡，公司新进完成业务组合的优化，业务呈现跨领域的多元化特征，面临的管理难度不断提升；投资业务对外部环境敏感度较高，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。
2. **非经营亏损对利润形成侵蚀。**2021—2023 财年，公司确认的重新计量、减值亏损及拨备净额分别为-25.52 亿港元、-18.17 亿港元和-4.91 亿港元，主要包括因若干合营企业及投资业务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。
3. **派息率处于高位。**公司采取可持续及渐进的股息政策，2021—2023 财年，公司派息率（股息/公司股东应占溢利）分别为 207%（根据 2022 财年口径重列）、150%和 118%，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		
	2021 财年	2022 财年	2023 财年
现金及银行结存(亿港元)	108.05	134.53	192.56
总资产(亿港元)	1525.73	1487.71	1619.74
总权益(亿港元)	584.54	538.87	501.41
短期债务(亿港元)	25.78	57.45	22.45
长期债务(亿港元)	243.09	192.25	227.78
全部债务(亿港元)	268.87	249.69	250.23
营业收入(亿港元) *	281.97	311.39	452.14
除税前溢利(亿港元) *	24.76	24.58	34.20
EBITDA(亿港元)	51.77	48.94	61.27
经营性净现金流(亿港元)	-1.03	45.48	52.85
净资产收益率(%)	2.98	4.05	5.31
资产负债率(%)	61.69	63.78	69.04
全部债务资本化比率(%)	31.51	31.66	33.29
现金短期债务比(倍)	4.19	2.34	8.58
EBITDA 利息倍数(倍)	6.59	6.86	6.83
全部债务/EBITDA(倍)	5.19	5.10	4.08

注：1. 公司综合财务报表按照《香港财务报告准则》编制；2. 2021—2023财年的起止日期分别为2020年7月1日至2021年6月30日、2021年7月1日至2022年6月30日和2022年7月1日至2023年6月30日；3. “*” 2021—2022财年：来自持续经营业务；4. 其他应付款中的有息债务已计入短期债务
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
AAA	稳定	2023/01/17	贺苏凝 郭察理 李思雨	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	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 2024 年 1 月 10 日至 2025 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”。截至 2023 年 11 月 23 日，Century Acquisition Limited（以下简称“CAL”）持有公司 74.79% 股份，为公司控股股东，香港郑氏家族为公司实际控制人。

公司持续经营业务包括道路、建筑、保险、物流、设施管理和策略性投资。

2023 财年末，公司总资产 1619.74 亿港元，总权益 501.41 亿港元（含非控股股东权益 0.51 亿港元）；2023 财年，公司实现收入 452.14 亿港元，除所得税前溢利 34.20 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分析

2023 年一季度，宏观政策以落实二十大报告、中央经济工作会议为主，聚焦于完善房地产调控政策、健全 REITs 市场功能、促进中小微企业调结构强能力；二季度，宏观政策以贯彻落实 4 月中央政治局会议精神为主，聚焦于进一步优化房地产调控政策、深化资本市场改革、稳住外贸外资基本盘、提振汽车和家居等大宗消费、优化调整稳就业政策；三季度，根据 7 月中央政治局会议决策部署，宏观政策聚焦于调整优化房地产政策、活跃资本市场、促

进民营经济发展壮大、加大吸引外商投资力度等方面。

2023 年前三季度，宏观政策调控着力扩大内需、提振信心、防范风险，国民经济持续恢复向好，生产供给稳步增加，市场需求持续扩大，就业物价总体改善，发展质量稳步提升，积极因素累积增多。初步核算，前三季度，国内生产总值 91.30 万亿元，按不变价格计算，同比增长 5.2%。第三季度国内生产总值同比增长 4.9%。剔除基数因素来看，第三季度 GDP 两年平均增速¹上升至 4.4%，较第二季度提高了 1.1 个百分点。9 月，物价和货币环境明显企稳，消费加速恢复，制造业投资保持强势。后续政策将以落实已出台的调控措施为主，稳中求进。信用环境方面，2023 年前三季度，社融规模显著扩张，信贷结构有所改善，但是居民融资需求总体仍偏弱，且企业债券融资节奏同比有所放缓。银行间市场流动性整体偏紧，实体经济融资成本明显下降。

展望 2023 年第四季度，特别国债发行支撑基建投资增速保持高位，汽车消费增速延续上升态势，经济主体信心持续上升，经济增长将延续前三季度较快态势。前三季度 GDP 同比增长 5.2%，有力保障了实现全年 5% 的经济增长目标。据国家统计局测算，第四季度 GDP 同比增长 4.4% 以上即可完成全年经济增长目标。因此，第四季度关键是继续落实已经出台的宏观调控政策，坚持稳中求进工作基调，固本培元；着力促进汽车消费增速回升，推进高科技制造业投资扩容提效，采取多种手段稳外贸，以“保交楼”为抓手促进房地产相关债务重组。完整版宏观经济与政策环境分析详见[《宏观经济信用观察（2023 年三季度）》](#)。

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，本文使用两年平均增速（几何平均增长率）对部分受基数效应影响较大的指标进行分析，如工业生产、服务消费等相关领域指标。

三、行业分析

公司经营业务较为多元，道路、建筑和人寿保险业务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，建筑和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。公路运输运行状况与GDP增速、行业供需等因素高度相关。2022年以来，受外部环境影响，公路旅客运输量和货物运输量均有所下降，但公路运输仍为交通运输体系中的主导运输方式；随着经济的逐步复苏，2023年以来公路运输指标逐步向好。作为重资产行业，近年来高速公路建设投资规模持续增长，但存在回收周期长、收支缺口巨大等问题。为落实交通强国建设总体要求，国家相关部门颁布一系列政策，以支持公路交通领域投资，并为收费公路存量债务接续和化解存量债务风险提供相应保障。长期来看，随着外部环境的好转，以及国家高速路网的不断完善，高速公路行业仍有较大投资空间，行业发展前景良好。完整版行业分析详见[《2023年收费公路行业分析》](#)。

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。随着香港经济在2021年稳步复苏，建筑行业在连续四年收缩后逐步回升。根据香港政府统计处《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》，2020年—2022年建造业的总收益（包括建造工程总值及其他业务收益）为3913亿港元、3961亿港元和4111亿港元，分别较上年下降1.4%、上升1.2%和上升3.8%；平均每间机构单位的总收益为1510万港元、1520万港元和1550万港元，分别较上年下降5.7%、上升0.5%和上升2.1%。

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2023年12月17日，香港屋宇署一般建筑承建商名册上约有826名承建商；香港开发局有约327名承建商名列认可公共工程承建商名册，可进行包括楼宇、道路及渠物、海港工程、地盘平整及水务工程等发展局工程，而其中仅有12名被列入认可公共工程承建商的所有五个类别名单（不包括暂时被取消投标资格者）。

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

根据香港保险业监管局数据，2020—2022年，香港有效长期业务（寿险业务）的保单保费总额持续下降，分别为5214.51亿港元、5200.86亿港元和4735.98亿港元；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，2022年为89.6%。2020—2022年，相关保单数目持续增长，分别为1370万份、1390万份和1400万份，其净负债分别为26693.73亿港元、28336.21亿港元和22493.42亿港元。截至2022年底，有效的合资格延期年金保单数目为23.5万份，保单持有人的平均年龄为47.2岁，每份保单的平均年度保费约为72000港元。

2023年前三季度香港长期有效业务的保费收入总额为3748亿港元（同比下跌1.7%）。主

要包括个人人寿及年金（非投资相连）业务，其保费收入为 3292 亿港元（同比上升 2.8%）；个人人寿及年金（投资相连）业务，其保费收入为 182 亿港元（同比下跌 17%）；以及退休计划业务，其供款为 224 亿港元（同比下跌 35%），主要受到 2022 年同期有关退休计划业务的个别交易所影响。此外，给付保单持有人的申索和利益总金额为 2397 亿港元（包括退保利益 1186 亿港元和其他申索及利益 1211 亿港元）（同比上升 7.4%）。2023 年前三季度，内地访客的新造业务保费达 468 亿港元，占个人业务总额 32%。

市场分布及竞争方面，截至 2022 年底，香港获授权的长期业务保险公司共有 72 家（截至 2023 年 9 月底仍为 72 家）。2022 年，在不计入劳合社及十家专业再保险公司的情况下，11 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 89.6%。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 10.4%。

四、重大事项

1. 股权结构及控股股东变更

2023 年 6 月，新创建集团与周大福企业有限公司（以下简称“周大福企业”）、新世界发展有限公司（以下简称“新世界发展”）及周大福企业全资附属公司 CAL（即要约人）发布联合公告，宣布 CAL 确定拟在预设条件获达成或豁免（如适用）的前提下，提出有条件自愿全面现金要约，以收购周大福（控股）有限公司²及其附属公司尚未实益持有的新创建集团全部已发行股份，包括新世界发展及其附属公司及其他要约人一致行动人士（周大福控股集团除外）已拥有的新创建集团股份，以及注销所有尚未行使新创建集团购股权。

2023 年 11 月 23 日，周大福企业、CAL 及新创建集团联合公告，截至当日，合计 0.82 亿

份新创建集团购股权予以注销，新创建集团拥有 39.12 亿股已发行股份和 28.20 万股购股权，CAL（持有新创建集团 74.79% 股权）为新创建集团控股股东，香港郑氏家族为新创建集团实际控制人。

表 1 股权变更前后要约人及一致行动人的持股情况

名称	变更前持股比	变更后持股比
CAL（要约人）	0	74.79%
周大福企业（除通过新世界发展持股外）	2.48%	2.48%
周大福代理人有限公司	0.56%	0.56%
新世界发展	60.88%	0.00%
要约人其他一致行动人士	1.83%	1.01%
合计	65.75%	78.84%

注：1.周大福代理人有限公司为周大福（控股）有限公司的附属公司；2.周大福企业、CAL 及其关联企业周大福代理人有限公司为获取要约融资而授予中国银行（香港）有限公司（作为抵押受托人，代表要约融资贷款人）的股份押记，该押记涉及上述任何一方持有或购入的新创建集团股份
资料来源：公司对外发布公告

2. 业务转型历程

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超预期因素、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）。

² 周大福（控股）有限公司持有周大福企业 100% 股权，持有周大福代理人有限公司 99.90% 股权。

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，公司出售上述项目及其他非核心资产的总代价为 82 亿港元。

2022—2023 财年全面撤出对环境业务及港口相关项目的投资，完成对航空业务的处置，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/Goshawk”，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，①道路业务：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³的收购（成为联营公司）；于 2022 年 11 月以 19.02 亿元的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”，全资拥有贵梧高速公路特许经营权，2023 财年末剩余特许经营年限约 22 年）40%的权益及相关债权人权利及应收股息，道路布局延伸至西南市场；于 2023 年 4 月以 5.23 亿元进一步收购湖南道岳高速公路实业有限公司（以下简称“湖南道岳”）剩余 60%股权，使之成为公司全资附属公司，湖南道岳主要从事随岳高速公路的管理和运营（2023 财年末剩余特许经营年限约 16 年）；于 2023 年 9 月完成增持深圳惠州高速公路（惠州段）约 5.2%权益至 38.5%。②物流业务：公司于 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 6 个物流物业组合，其中 5 个物流物业于 2022 年 6 月完成收购，1 个位于成都的物流物业于 2023 年 1 月完成收购；于 2023 年 6 月收购 1 个位于苏州的物流物业 90%权益。

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

截至 2023 年 11 月 23 日，公司股本 39.12 亿港元，CAL（持有公司 74.79%股份）为公司控股股东，香港郑氏家族为公司实际控制人。

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

³ 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，使公司能够在日后增持股权）。

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（香港股票代码“17”），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2023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	952.14	946.84
除税前溢利	100.96	74.47
总资产	6164.83	873.41
总权益	2684.91	333.60

注：新世界发展2023财年终止于2023年6月30日，周大福珠宝集团2023财年终止于2023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《2023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。

3. 企业规模和竞争力

公司自2019年启动转型并于2023财年末基本完成业务组合的优化，持续经营业务跨越收费公路、建筑、保险、物流及设施管理多个领域；其中建筑、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月完成了对航空业务的出售。2023财年末，公司业务组合优化基本完成，形成了包括道路（中国内地）、建筑（中国香港）、保险（中国

香港）、物流（中国香港及中国内地）及设施管理（中国香港）构成的经营业务组合，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，且跨越收费公路、建筑、保险、物流及设施管理多个领域。

道路业务。2023财年末，公司通过控股及参股方式持有17个经营性收费公路项目，分布于中国内地7个省份/直辖市/自治区，通车里程约1000公里，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，2023财年末在手合约总值565亿港元，较为充裕的在手合约约为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9名（按年度化保费，2023年1—6月数据），2023财年末总投资组合资产管理价值为682.64亿港元，其中以投资级固定收益为主（2023财年末债券（含债券基金）投资比重约为73%，其中又以投资A-级或以上的债券为主），内含价值⁴193亿港元。

物流业务。公司所持物流资产分布于中国香港和内地。2023财年末，公司位于香港的物流资产是具坡道入口的全球最大物流中心，可出租总面积约55万平方米；位于内地的物流资产分布于成都、武汉、苏州等城市，可出租总面积约60万平方米。

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。

截至报告出具日，公司董事会共14名成员，包括5名执行董事、3名非执行董事和6名

⁴ 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。

独立非执行董事；公司设联席行政总裁 2 名，另设首席财务总监 1 名、公司秘书兼法律总监 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主席兼非执行董事，上述公司均为香港上市公司。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）有限公司及周大福企业有限公司董事。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、联席行政总裁何智恒先生。何先生于 2018 年 1 月加入本公司担任高级总监及自 2018 年 7 月起担任执行董事，并由 2022 年 2 月起获委任为首席营运总监，由 2024 年 1 月起获委任为联席行政总裁，彼为公司执行委员会、提名委员会、薪酬委员会及环境、社会及管治委员会成员。彼亦为新创建集团若干附属公司董事。加入公司前，何先生曾于多家香港上市公众公司担任董事及/或高级管理人员。彼曾为新世界发展的高级投资总监及新世界策略投资有限公司的执行董事。彼亦曾为一家国际律师事务所法朗克律师行合伙人。何先生现为亚洲联合基建控股有限公司及锦兴国际控股有限公司的独立非执行董事，以及首程控股有限公司及惠记的非执行董事，该等公司均为香港上市公众公司。彼现为澳洲会计师公

会大湾区委员会副主席、香港总商会中国委员会及香港上市公司商会常务委员会成员、内蒙古自治区青年联合会常务委员及蒙港青年交流促进会的副主席。彼亦曾于 2020 年 6 月至 2022 年 5 月期间出任保险业监管局业界谘询委员会成员，以及于 2007 年 12 月至 2021 年 12 月期间出任中国人民政治协商会议沈阳市委员会委员。何先生持有澳洲悉尼大学商业学士及法律学士学位，并为澳洲新南威尔斯省、英格兰及威尔斯认可的律师以及澳洲高等法院认可的律师及大律师。彼亦为澳洲会计师公会资深会员。

公司执行董事、联席行政总裁郑志明先生。郑先生于 2008 年 1 月加入公司及于 2009 年 7 月获委任为执行董事，并由 2024 年 1 月起获委任为联席行政总裁，亦为公司执行委员会、提名委员会、薪酬委员会及环境、社会及管治委员会成员。彼亦为新创建集团若干附属公司董事。彼主要负责监督新创建集团基建业务及合并和收购事务。郑先生为新世界发展非执行董事、综合环保集团有限公司主席兼非执行董事，以及海通国际证券集团有限公司及惠记的非执行董事，该等公司均为香港上市公众公司。彼亦为 Goshawk 主席，以及 PBA International Pte. Ltd. 及中国国内多家公司董事。郑先生现为中华人民共和国人民政治协商会议上海市第十四届委员会委员。加入公司前，郑先生曾于里昂证券有限公司亚太区市场的基建及财团部任职研究分析师。郑先生持有美国马萨诸塞州巴布森学院理学学士学位。

2023 财年末，公司及全资附属公司共有 4797 名员工；按职级划分，前线员工、一般员工、助理经理、经理及高级经理、助理总经理及以上的员工数量分别为 3468 名、449 名、245 名、463 名和 172 名；按年龄划分，30 岁以下、30~50 岁和 50 岁以上的员工数量分别为 846 名、2562 名和 1389 名。

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，2023 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架构，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架构，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、审核委员会和环境、社会及管治委员会。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，在外部经济、金融市场震荡叠加超预期因素影响的大环境下，经营业务呈现良好韧性；2023 财年，随着经济活动和香港内地通关的恢复以及对外并购，保险和物流业务回升较快，设施管理业务应占经营亏损明显收窄；策略性投资业务受资本市场影响仍存在波动性。

2021—2023 财年，公司持续经营业务收入逐年上升（复合增长率 26.63%），除道路业务有所回落外，其余板块收入均保持上升态势。

同期，公司持续经营业务应占经营溢利⁵（Attributable Operating Profit，以下简称“A.O.P.”）波动回落（年均复合变动率为-4.63%）；2022财年，超预期因素对经济、营商环境的不利影响以及金融环境的震荡使得除保险业务外的业务A.O.P.不同程度回落，持续经营业务A.O.P.同比下滑17.00%；2023财年，香港与内地下半年的通关促进了营商环境的改善，2022财年末并购的物流物业开始贡献业绩，保险业务延续增长态势，物流业务较快增长至超过2021财年的水平，设施管理和策略性投资减亏，综合作用下，持续经营业务A.O.P.同比增长9.60%。面对外部经营环境的不确定性，公司持续经营业务业绩保持一定韧性。

表3 2021—2023财年公司收入及A.O.P.
(单位: 亿港元)

业务板块	2021 财年		2022 财年		2023 财年	
	收入	A.O.P.	收入	A.O.P.	收入	A.O.P.
持续经营业务						
道路	30.33	18.07	27.17	17.10	27.32	15.33
建筑	151.14	9.72	152.41	9.12	196.39	7.46
保险	96.41	9.72	123.74	10.75	209.88	12.04
物流	-	6.63	0.12	5.93	1.40	7.52
设施管理	4.09	-6.49	7.95	-4.10	17.15	-0.62
策略性投资	-	7.39	-	-1.42	0.00	-0.76
小计	281.97	45.04	311.39	37.38	452.14	40.97
已出售/已终止经营业务						
航空	-	4.96	-	5.12	-	-
环境	-	2.44	-	1.21	-	-
交通	6.55	0.05	-	-	-	-
小计	6.55	7.45	-	6.33	-	-
总计	288.52	52.49	311.39	43.71	452.14	40.97

注：1.由于公司2022财年将所有惠记集团剩余权益重分类至联营公司，上表中2021财年建筑业务A.O.P.为经重列后数据；2.由于GAL于2022年5月宣布出售并重分类至待售，上表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

分板块看。2021—2023财年，作为收入比重最高的两项持续经营业务，建筑和保险业务收入虽保持增长（年均复合增长率分别为13.99%和47.55%），但两者A.O.P.呈现差异化

走势，前者先后受惠记集团重分类至联营公司（2022财年）和确认的毛利率较低（2023财年）影响，A.O.P.逐年回落，后者受益于产品组合优化以及恢复通关对银行经纪渠道保费收入的有力拉动，A.O.P.稳步提升，年均复合变动率分别为-12.42%和11.34%；道路业务波动幅度相对较小，受超预期因素、人民币贬值、部分路段暂时禁行（2022财年）、阶段性实施收费公路货车通行费减免（2022年第四季度）的影响，其A.O.P.逐年回落（年均复合变动率为-7.91%）；物流业务A.O.P.波动上升（复合增长率为6.5%），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，2023财年较快恢复主要受益于上一财年末收购物流物业贡献业绩；设施管理业务的运营状况以及策略性投资业务相关的金融资产公允价值对近年出现的全球经济放缓、需求乏力以及金融、信贷市场震荡的敏感度较高，两者A.O.P.出现负数，随着恢复通关、经济活动恢复带来营商环境的改善，2023财年两者A.O.P.同比明显减亏。

分区域看。2021—2023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。

表4 2021—2023财年公司A.O.P.按地区划分

各区域	2021 财年	2022 财年	2023 财年
中国香港	38.8%	41.8%	59.4%
中国内地	45.5%	40.7%	40.5%
全球及其他	15.7%	17.6%	0.0%

注：上表中2021财年数据为经重列后数据

资料来源：联合资信根据公司年报整理

2. 道路业务

公司道路组合整体平均剩余特许经营年期较长，公路资产质量较好，整体经营稳健。

2023财年末，公司通过控股或参股方式持有17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条公路为经营性开放式地方公路（以下简称“地方公路”），其余均为经营性高速公路，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

⁵ 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。

（持股 100%）、唐津高速公路（天津北段）（持股 60%）、广州市北环高速公路（持股 65.29%），京珠高速公路（广珠段）（持股 25%）以及中部地区的随岳南高速公路（持股

30%）、随岳高速公路（持股 100%）、长浏高速公路（持股 100%），2022—2023 财年合计贡献了道路业务 A.O.P.的将近 90%。

表 5 2023 财年末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	广西壮族自治区
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	2023-2036	2029	2040-2050	2040	2023-2025	2039-2044	2045
2023 财年累计日均车流量	1192	322	39	75	7	79	41

注：贵梧高速公路的收购已于 2022 年 11 月完成，累计日均车流量数据仅为 2022 年 11 月至 2023 年 6 月期间的数据

资料来源：公司提供

2023 财年末，公司道路组合整体平均剩余特许经营年期约 11 年，较上一财年末增长约 5%；收费届满期早于 2026 年末（含）的道路共 4 条，山西省内 3 条地方公路（分别于 2023 年底及 2025 年中到期）到期后将不再延长收费期，广州市北环高速公路（将于 2024 年 3 月到期）的改扩建事项正在筹备中，以期延长其特许经营年期。此外，京珠高速公路（广珠段）将于 2030 年收费届满，其扩建工程⁶已于 2022 年 11 月开始施工，预计将于 2027 年底完成，完成后将申请延长特许经营年期。

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。2022 财年，上半年道路业务仍相对平稳，但由于超预期因素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）对下半年道路流量、路费收入的不利影响，完整财年道路业务收入和 A.O.P.均有小幅回落（同比分别下降 10.41%和 5.40%）。2023 财年，受超预期因素、人民币贬值以及 2022 年第四季度（内地）实施收费公路货车通行费减免 10%政策的综合影响，上半年道路业务经营承压，但外部环境的改善使得下半年业绩较快回升、部分抵消了

上半年的业绩下滑，财年道路业务收入同比略增，A.O.P.同比下降 10.36%。

表 6 2023 财年公路业务经营概况

时间段	整体可比较交通流量 (同比变化)	整体可比较路费收入 (同比变化)
2023 财年下半年	19%	17%
2023 财年	3%	4%

资料来源：公司提供

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，受市场需求变化及行业竞争影响，新获项目总值波动较为明显，在手合约仍较为充裕；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。

2021—2023 财年，协兴集团 A.O.P.分别为 8.01 亿港元、8.35 亿港元和 7.76 亿港元；2022

⁶ 由双向四至六车道扩建为双向六至十车道。

财年，在超预期因素、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；2023 财年，确认的毛利率较低使得协兴集团 A.O.P.同比下降约 7%。若成本端压力难以缓解，协兴集团 A.O.P. 仍将面临压力。

2021—2023 财年，协兴集团新增项目总值波动较为明显，2022 财年新增项目总值处于峰值，主要受益于市场上、尤其是来自香港政府及机构的新招标项目数量持续增加；由于市场竞争激烈，新增私营及政府项目同比均有明显回落，2023 财年新增项目总值同比下降约 78%，私营市场项目供应减少使得新获的私营商业及住宅项目总值同比降幅达 84%。

近年来，协兴集团在手合约总值维持在约 500~600 亿港元水平。2023 财年末，受新增合同回落影响，协兴集团在手合约总值和剩余待完成工程总值按年下降约 9%和 32%。其中，在手合约中，私营项目、政府及其他公营相关项目、新世界发展相关项目分别占约 69%、28%和 3%；待完成工程中，私营商业及住宅项目、政府及其他公营机构相关项目、新世界发展相关项目分别约占约 68%、31%和 1%。

2023 财年，协兴集团新获项目主要包括立法会综合大楼扩建的设计及建造工程、中环德辅道中 20 号商业重建项目主要合约工程、弥敦道 350 和 352 号综合发展项目的主要合约工程、天水围公众街市的设计及建造工程等，当期实现收入主要源于将军澳入境事务处总部（约占 13%）、中环美利道 2 号商业项目（约占 8%）、启德区的商业发展项目（约占 7%）、大窝坪延平道住宅发展项目（占大约 7%）、启德区的住宅发展项目（约占 7%）等项目。

表 7 2021—2023 财年协兴集团经营数据
(单位: 亿港元)

指标	2021 财年	2022 财年	2023 财年
在手合约总值	494	622	565
剩余待完成工程	282	371	254

获授的新项目总值	70	238	52
其中：私营商业及住宅项目	57	145	23
政府项目	11	66	28
其他项目	2	27	不足 1

资料来源：联合资信根据公司提供数据以及公司年报信息整理

随着香港政府为了缓解住屋供应短缺而推动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；同时，需对市场招标供应节奏予以持续关注。

4. 保险业务

先后受益于渠道开发、协同效益以及恢复通关的影响，公司保险业务保持良好韧性，A.O.P.及新业务价值利润率逐年增长；保险产品多元化，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。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。2023 年 1—6 月，富通保险按年化保费⁷表现在香港人寿保险公司中位列第 9 名，相比 2022 年 1—12 月排名（第 12 名）有较好的上升。富通保险业务按销售渠道分为代理人模式和经纪模式，经纪模式又分为保险经纪和银行经纪两类，2023 财年末，富通保险拥有超过 2100 名保险营销员、超过 320 家公司经纪和 7 家企业伙伴。

2021—2023 财年，富通保险毛保费持续增长，年化保费波动增长，两者年均复合增长率分别为 46.41%和 14.58%；2022 财年，富通保险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，缓解了超预期因素对经营业绩的不利影响；2023 财年，恢复通关使得内地旅客缴纳保费显著上升（且多为趸缴保费），带动毛保费和年化保费同比分别增长 65.14%和 46.58%，其中内地旅客约占

⁷ 年化保费=新业务的年化期缴保费+新业务的整付保费*10%

年化保费的 30%（若单计 2023 年 6 月则超过 50%）。

2021—2023 财年，受益于年化保费增长和产品组合优化，富通保险新业务价值利润率⁸保持增长态势，分别为 25%、30%和 35%，新业务价值年均复合增长率为 36.22%；同期，保险业务 A.O.P.保持增长态势且增速逐年（财年）提升，2023 财年，由于业务表现回升、对营业开支的控制、市场利率上升对估值利率的影响以及债券投资预期信贷亏损拨备增加对有利因素的抵销，保险业务 A.O.P.同比增长 12%（其中下半年 A.O.P.同比增速达 14%）。

表 8 富通保险近年来保费情况（单位：亿港元）

指标	2021 财年	2022 财年	2023 财年
年化保费	19.56	17.52	25.68
毛保费	102.59	133.17	219.92
新业务价值	4.85	5.25	9.00

资料来源：联合资信根据公司年报信息整理

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。2023 财年末，富通保险总投资组合资产管理价值为 682.64 亿港元（上一财年末为 556.70 亿港元）；按资产种类划分，债券（含债券基金）、上市公司股票（含股票基金）、其他资产及现金、另类投资所占比重分别为 73%、12%、10%和 5%，投资组合始终以投资级固定收益资产为主（A-级或以上的债券占债券组合资产的比重约为 72%），且鉴于资本市场较高的不确定性和利率上升的态势，近年来，富通保险相对压降了股票类型的投资比重、提升了固定收益的投资比重，后续也将随经济景气度和资本市场状况而灵活调动资产配置；按投资地区划分，亚洲及大洋洲、北美洲、欧洲、其他地区所占比重分别为 52%、37%、8%和 3%。2023 财年，富通保险投资组合的整体投资回报率（仅计股息及利息收入）

为 3.8%，相比上一财年（3.6%）略有提升。

2021—2023 财年末，富通保险偿付能力充足率分别为 524%、342%和 325%，始终高于行业监管最低要求（150%）。偿付能力计算方式预期将于 2024 年 7 月由现行计算方式调整为“香港风险为本资本（HKRBC）偿付能力”计算方式，根据富通保险内部评估，2023 财年末，其 HKRBC 偿付能力充足率估算约为 260%（高于订明资本要求——100%）。

富通保险内含价值同样受前述信贷环境、资本市场以及新业务价值、现有业务预期回报率等多因素的影响而波动，2021—2023 财年末分别为 214 亿港元、177 亿港元和 193 亿港元。

考虑到公司 2024 财年会计准则将由香港财务报告准则第 4 号更换为香港财务报告准则第 17 号（于 2023 年 7 月 1 日采纳），根据公司评估，相比原准则，保险业务总权益将有所增加，保险业务收入由于剔除投资部分将有所下降，2023 财年的应占经营溢利将有所下降⁹。

5. 物流业务

公司基于香港、向内地拓展的物流物业资产经营稳健，在港物流中心竞争实力强，内地陆续并入的物流物业出租率整体良好。

公司近年来持续布局物流业务，持股亚洲货柜物流中心香港有限公司（以下简称“亚洲货柜物流中心”，公司持股 56%），通过并购全资持股或控股位于成都、武汉、苏州的内地物流物业，参股中铁联合国际集装箱有限公司（以下简称“中铁联集”，公司持股 30%）。①位于香港的亚洲货柜物流中心首期于 1987 年投入运营（共分为 5 期），是具坡道入口的全球最大物流中心（可出租总面积约 55 万平方米），出租率水平高（2023 财年末为 99.8%），平均租金（按财年）增幅在 1%~2%（2023 财年增幅为 2%），2023 财年对物流业务 A.O.P.的贡献比重超过 70%。②内地物流物业的可出租总面

⁸ 新业务价值=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），新业务价值利润率=新业务价值/年化保费*100%

⁹ 根据香港财务报告准则第 17 号，保险业务收入将基于提供服务的承保期间内于综合收益表确认，同时剔除保险合同中的投资部份（即无论是否发生投保事故的任何情况下，投保人将按照保险合同的规定下所获得偿还的金额）。

积约 60 万平方米，2023 财年对物流业务 A.O.P. 的贡献比重超过 10%；2023 财年末，2022 年 6 月并购的 5 个项目租用率为 90.1%，2023 财年陆续并购的成都项目和苏州项目租用率分别为 51.2%和 100%。③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，与亚洲货柜物流中心能够形成较好协同效应；2023 财年，受益于多式联运服务的市场需求以及新增来自新广州中心站的处理能力，A.O.P.同比增长 28%。

表 9 公司物流业务主要资产情况（单位：平方米）

名称	应占权益	可出租总面积/处理能力	租用率/吞吐量	
			2022 财年	2023 财年
亚洲货柜物流中心	56%	551846	99.8%	99.8%
成都大盛物流有限公司*	100%	53042	96.6%**	96.8%
嘉龙（成都）仓储有限公司*	100%	77783	89.1%**	99.4%
嘉新（成都）仓储有限公司*	100%	27599	98.8%**	88.4%
成都嘉超仓储有限公司*	100%	71413	83.2%**	91.5%
嘉耀（成都）仓储有限公司	100%	92602	/	51.2%
武汉嘉迈仓储有限公司*	100%	169091	82.0%**	83.4%
苏州绿地铂选电子商务有限公司	90%	75164	/	100.0%
中铁联集	30%	660 万个标准箱/年	475.4 万个标准箱	554.1 万个标准箱

注：上表中“*”物业的并购完成于 2022 年 6 月，标“*”数字为 2022 年 6 月数据，该等物流物业自收购后的平均租用率为 86.7%

资料来源：公司《2023 年年报》

此外，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，并将业务范围扩展至物流资产管理。同时，公司开展物流相关投资，2022 财年投资全球捷运（上海）供应链科技有限公司及安能物流集团有限公司（计入策略性投资），2023 财年投资于江苏佳利达国际物流股份有限公司和浙江汤氏供应链管理有限公司。

6. 设施管理业务

2020 财年以来，超预期因素对公司设施管理业务形成明显冲击；2023 财年，受益于恢复通关以及港怡医院业务持续增长，应占经营亏损同比大幅收窄。

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（以下简称“会展中心”，持股 100%）和免税店（持股 100%）的运营管理。2023 财年，香港与内地恢复通关促进了会展中心和免税店业务的增长，港怡医院保持增长态势，综合作用下，设施管理业务下半年业绩的明显改善使得完整财

年应占经营亏损同比大幅收窄。

2021—2023 财年，港怡医院收入在门诊及住院病人数量持续攀升的带动下逐年增长，应占经营亏损持续收窄。

表 10 2021—2023 财年港怡医院主要经营数据

指标	2021 财年	2022 财年	2023 财年
门诊病人数量按年增长	45%	26%	7%
住院病人数量按年增长	29%	14%	19%
经常使用的病床数量	210 张	264 张	276 张
病床平均使用率	60%	61%	67%

资料来源：联合资信根据公司年报信息整理

2020 财年以来，超预期因素对会展中心和免税店的经营形成明显冲击。其中，会展中心是拥有 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，随着恢复通关以及经济活动恢复，2023 财年，会展中心举办活动数量和到访人次同比分别增长 82%和 74%，其中下半年举办活动数量和到访人次同比增速分别达 319%和 410%，带动会展中心 A.O.P.同比由负转正；由于位于落马洲和罗湖的免税店铺分别于 2023 年 1 月和 2 月恢复营运（自 2020 年 1

月末/2月初关闭停业)，以及港珠澳大桥店铺业绩快速增长，2023 财年，免税店业务 A.O.P. 多年来首度转正（2018—2022 财年均为负）。

7. 策略性投资业务

公司策略性投资 A.O.P.易受经济环境和资本市场影响而存在波动性。

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；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 财年为 7.39 亿港元，主要由于部分参股企业业务复苏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；2023 年略有减亏至-0.76 亿港元，主要源于投资资产公平值亏损净额和预期信贷亏损拨备同比有所减少。

8. 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、区域分布于香港和内地的多元化业态。

未来，公司将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，使之与亚洲货柜物流中心、中铁联集和其他物流相关的策略性投资形成联动效应，同时延长道路组合的整体平均剩余特许经营年期；此外，富通保险将进一步挖掘新的分销渠道、推动产品持续创新，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 2021—2023 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 2021 年 6 月 30 日、2022 年 6 月 30 日及 2023 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，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）。2023 财年，公司纳入合并财务报表范围主要附属公司共 88 家，较 2022 财年新增 6 家，主要为收购的物流及高速公路公司，减少 3 家，减少的子公司规模较小。整体看，公司财务数据可比性尚可。

2023 财年末，公司总资产 1619.74 亿港元，总权益 501.41 亿港元（含非控股股东权益 0.51 亿港元）；2023 财年，公司实现收入 452.14 亿港元，除税前溢利 34.20 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。2021—2023 财年末，公司总资产波动增长，整体资产质量尚可，流动性良好。

2021—2023 财年末，公司资产规模波动增

长，2023 年末为 1619.74 亿港元，较上年底增长 8.88%。其中，流动资产占 26.24%，非流动

资产占 73.76%。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 11 2021—2023 财年末公司资产主要构成

科目	2021 财年末		2022 财年末		2023 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	1061.32	69.56	1072.68	72.10	1194.69	73.76
无形特许经营权	143.56	13.53	130.82	12.20	133.06	11.14
于联营公司之权益	56.74	5.35	64.43	6.01	47.08	3.94
于合营公司之权益	108.06	10.18	154.13	14.37	177.73	14.88
按摊销成本计量的金融资产之债务工具	-	-	-	-	68.95	5.77
按公允价值计入其他全面收益的金融资产	428.89	40.41	385.00	35.89	399.54	33.44
按公允价值计入损益的金融资产	125.52	11.83	110.52	10.30	133.45	11.17
流动资产	464.41	30.44	415.03	27.90	425.05	26.24
贸易、保费及其他应收款项	151.62	32.65	142.17	34.26	91.76	21.59
与投资相连合约相关的投资（保险合同投资）	107.70	23.19	86.49	20.84	89.40	21.03
现金及银行结存（货币资金）	108.05	23.27	134.53	32.41	192.56	45.30
总资产	1525.73	100.00	1487.71	100.00	1619.74	100.00

资料来源：公司财务报告、联合资信整理

（1）流动资产

2021—2023 财年末，公司流动资产规模波动下降，2023 财年末为 425.05 亿港元，较上一财年末增长 2.41%。公司流动资产主要由现金及银行结存、贸易、保费及其他应收款项和与投资相连合约相关的投资构成。

2021—2023 财年末，公司现金及银行结存持续增长，2023 年财年末为 192.56 亿港元，较 2022 财年末增长 43.14%，主要系 Goshawk 收取商务飞机租赁业务的出售所得款项以及出售若干非核心投资所致。货币资金无受限，但其中 18.46 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。

2021—2023 财年末，公司贸易、保费及其他应收款项持续下降，2023 财年末为 91.76 亿港元，较 2022 财年末下降 35.46%，主要系收回向 Goshawk 垫款 61.67 亿港元所致。2023 财年末，公司贸易、保费及其他应收款项科目主要包括应收贸易款项（20.94 亿港元）、其他应收款项、按金及预付款项（16.10 亿港元）、应收保留款项（21.75 亿港元）和合约资产（19.20 亿港元）等。2023 财年末，公司已计提预期信贷亏损拨备 4.50 亿港元。

2021—2023 财年末，公司与投资相连合约

相关的投资波动下降，2023 财年末为 89.40 亿港元，较 2022 财年末增长 3.36%，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）增加所致。

（2）非流动资产

2021—2023 财年末，公司非流动资产规模持续增长，2023 财年末为 1194.69 亿港元，较 2022 财年末增长 11.37%，公司非流动资产主要由无形特许经营权、按摊销成本计量的金融资产之债务工具、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，2021—2023 财年末，无形特许经营权波动下降，2023 财年末为 133.06 亿港元，较 2022 财年末增长 1.72%，已累计摊销及减值 110.31 亿港元。

公司于联营公司之权益由应占净资产（包括商誉）和应收款项两部分构成，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。2021—2023 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，以及公司于 2023 财年进一步收购湖南道岳高速公路实业

有限公司（此前持股 40%的间接联营公司，主要从事随岳高速公路的管理和营运）60%的股权，此后作为附属公司入账所致。2023 财年度，公司来自联营公司的股息收入为 2.02 亿港元（2022 财年为 1.87 亿港元），同期已收股息收入金额为 2.59 亿港元（2022 财年为 4.64 亿港元）。

公司于合营公司之权益主要包括对多个公路、物流及其他项目的投资。2021—2023 财年末，于合营公司之权益持续增长，主要系公司于 2022 财政年度将亚洲货柜物流中心由物业、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），以及于 2023 财年收购贵梧高速公路 40%的股权所致。2023 财年，公司来自合营企业的股息收入为 9.63 亿港元（2022 财年为 14.82 亿港元）；已收股息收入金额为 8.63 亿港元（2022 财年为 16.56 亿港元）。减值与拨备方面，2022 财年，公司分占 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“合资合营企业一本集团应占净资产（包括商誉）”科目中体现。2023 财年，公司分占合营企业减值亏损 3.11 亿港元。

截至 2023 财年末，公司新增按摊销成本计量的金融资产之债务工具 68.95 亿港元，主要计值货币为美元。

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。2023 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 431.74 亿港元，较 2022 财年末增长 3.82%。2023 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 399.54 亿港元（占 92.54%），划分为流动资产 32.21 亿港元（占 7.46%）；其中股本工具（占 3.30%）主要投向于香港上市公司；债务工具（占 96.70%）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。2023 财年末，公司按公允价值计入损益的金融资产合计 150.03 亿港元，划分为非流动资产 133.45 亿港元（占 88.95%），划分为流动资产 16.58 亿港元（占 11.05%）。其中股本工具（占 10.49%）主要投向于香港上市公司；债务工具（占 16.06%）主要投向于非上市公司发行的债务；投资基金（占 73.45%）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估计。

2023 财年末，公司受限资产账面价值合计 78.80 亿港元，其中包括已质押账面净值为 66.66 亿港元（2022 年：无）的湖南两条高速公路的无形特许经营权，以及抵押结余为 13.14 亿港元（2022 年：无）的香港和苏州若干投资物业，作为该等银行贷款的质押/抵押品。此外，于 2023 年 8 月，公司以一间合营企业若干比例的股权（其质押部份的账面值于 2023 年 8 月末为 14.08 亿港元）提供质押，作为担保该合营企业的银行贷款。整体看，公司资产受限规模尚可。

3. 资本结构

（1）所有者权益

2021—2023 财年末，由于金融资产公允价值变动、人民币贬值以及股息率持续位于高位，公司总权益持续下降，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。

2021—2023 财年末，公司总权益持续下降，主要系派付股息、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以及人民币贬值所致。2023 财年末，公司总权益为 501.41 亿港元，较 2022 财年末下降 6.95%。

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，2021—2023 财年的派息率分别为 207%（根据 2022 财年口径重列）、150%和 118%。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 12 公司股息分派情况（单位：港元/股）

股息分派情况	2021 财年	2022 财年	2023 财年
中期股息	0.29	0.30	0.30
末期股息	0.30	0.31	0.31

资料来源：联合资信根据公司年报整理

从构成来看，2023 财年末，公司总权益中股东权益占总权益的 79.25%，非控股权益占总权益的 0.10%，永续资本证券占总权益的 20.65%；股东权益包括股本 39.11 亿港元和储备 358.26 亿港元，分别占总权益的 7.80%和 71.45%，权益稳定性良好。

（2）负债

2021—2023 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；公司债务规模波动下降，主要以长期债务为主，整体债务负担较轻。

2021—2023 财年末，公司负债规模持续增长，年均复合增长率为 9.01%。2023 财年末，公司负债总额 1118.33 亿港元，较上年底增长 17.86%，主要系保险及投资合约负债增加所

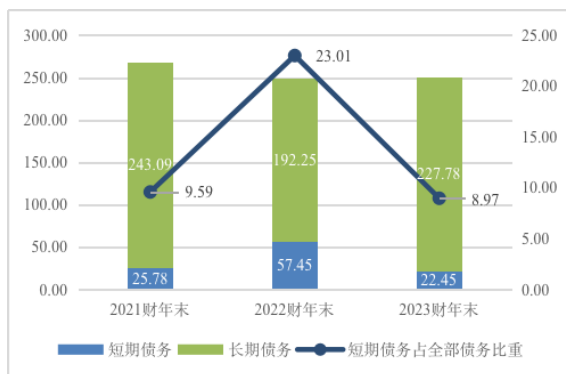
致。其中，流动负债占 63.17%，非流动负债占 36.83%。公司负债以流动负债为主，负债结构较上年底变化不大。

2021—2023 年末，公司流动负债持续增长，年均复合增长 19.64%，2023 年底财年末为 706.44 亿港元，较上年底增长 24.06%；公司非流动负债波动下降，年均复合下降 4.08%，2023 财年末为 411.89 亿港元，较上年底增长 8.56%。其中，借贷及其他计息负债 237.97 亿港元，较 2022 财年末小幅增长 0.87%；保险及投资合约负债 622.69 亿港元，较 2022 财年末增长 29.18%。

2023 财年末，公司流动负债主要由贸易、其他应付款项及应付保单持有者款项（占 18.11%）、与投资相连合约相关的负债（占 12.65%）和保险及投资合约负债（占 65.43%）；公司非流动负债主要由借贷及其他计息负债（占 53.53%）和保险及投资合约负债（占 38.96%）构成。

若扣除保险业务“保险及投资合约负债”，2021—2023 财年末，公司调整后负债规模波动下降，分别为 516.16 亿港元和 466.79 亿港元和 495.65 亿港元。

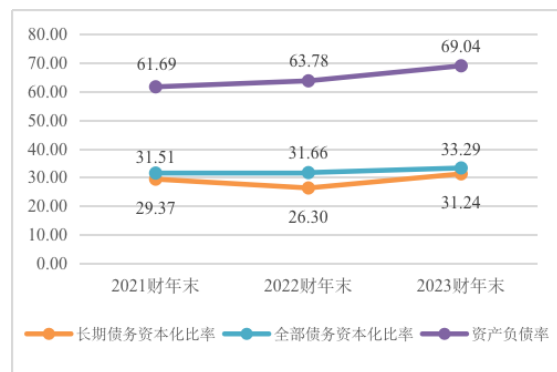
图 1 2021—2023 财年末公司债务结构



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 2021—2023 财年末公司债务杠杆水平



注：上图比率数值为百分比

资料来源：公司财务报告，联合资信整理

有息债务方面，2021—2023 财年末，公司全部债务波动下降，年均复合下降 3.53%。截至 2023 财年末，公司全部债务 250.23 亿港

元，较上年底增长 0.21%。债务结构方面，短期债务占 8.97%，长期债务占 91.03%，以长期债务为主。

从债务指标来看，2021—2023 财年末，公司资产负债率、全部债务资本化比率持续增长，长期债务资本化比率波动增长。2023 财年末，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 69.04%、33.29% 和 31.24%，较上年底分别提高 5.27 个百分点、提高 1.63 个百分点和提高 4.94 个百分点。公司债务负担较轻。

4. 盈利能力

2021—2023 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。

2021—2023 财年，公司收入持续增长，2023 财年为 452.14 亿港元，同比增长 45.20%；公司销售成本持续增长，2023 财年为 400.11 亿港元，同比增长 44.92%；2021—2023 财年，公司持续经营业务除税前溢利波动增长，2023 财年为 34.20 亿港元，同比增长 39.13%。

从期间费用¹⁰看，2021—2023 财年，公司

费用总额持续增长，2023 财年为 48.88 亿港元，同比增长 23.16%，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 39.01%、41.80%和 19.19%。2023 财年，公司期间费用率为 10.81%，同比下降 1.94 个百分点。

非经常性损益方面，2021—2023 财年，公司应占联营及合营公司业绩分别为 15.47 亿港元、0.86 亿港元和 9.31 亿港元，波动下降，主要系 2022 财年公司分占 Goshawk 计提的 18.97 亿港元（除税后）减值所致，近 3 个财年，公司减值准备及拨备的计提维持逐年收缩；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-16.77 亿港元、-70.41 亿港元和-7.06 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（2023 财年无此项），主要系公司将亚洲货柜物流中心由物业、厂房及设备重新分类为投资物业所致。

表 13 2021—2023 财年公司减值及拨备计提情况（单位：亿港元）

科目	2021 财年	2022 财年	2023 财年
重新计量、减值及拨备，净额	-25.52	-18.17	-4.91
主要构成	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	主要为若干投资相关的减值亏损，包括占 Hyva Global B.V.（合营企业：公司间接持股约 39%，主要从事液压装卸系统所用组件的生产及供应）的减值亏损 3.11 亿港元以及投资惠记集团的减值亏损 0.74 亿港元，等

资料来源：公司《2021 年年报》《2022 年年报》《2023 年年报》

盈利指标方面，2021—2023 财年，公司总资本收益率及净资产收益率均持续增长，2023 财年上述指标分别为 4.74%和 5.31%。

5. 现金流

2021—2023 财年，公司经营性现金流受购买及处置保险业务有关的金融资产而有所波

动，流动性较为充裕，对外融资需求不显著。

表 14 公司现金流量情况（单位：亿港元）

项目	2021 财年	2022 财年	2023 财年
经营现金流量净额	-1.03	45.48	52.85
投资活动现金流量净额	59.40	28.17	44.41
筹资活动前现金流量净额	58.37	73.65	97.26
筹资活动现金流量净额	-85.83	-46.51	-36.80

资料来源：公司财务报告

¹⁰ 期间费用=销售及推广费用+一般及行政费用+财务费用

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。2021—2023 财年，公司经营活动现金流量净额由净流出转为净流入，2023 财年经营活动现金净流入 52.85 亿港元，较 2022 财年增长 16.21%，主要源于经营业务产生的现金净额增加所致。

投资活动方面，2021—2023 财年，公司投资活动现金流量净额波动下降，2023 财年 44.41 亿港元，较 2022 财年增长 57.67%，主要系收回向 Goshawk 垫款所致。

筹资活动方面，2021—2023 财年，公司筹资活动现金流持续净流出，2023 财年为净流出 36.80 亿港元，对外融资需求不显著。

2023 财年末，公司期末现金及现金等价物余额合计 192.58 亿港元，流动性良好。

表 15 公司收取及支付股息情况（单位：亿港元）

明细	2021 财年	2022 财年	2023 财年
投资活动			
自联营公司收取的股息	4.36	4.64	2.59
自合营企业收取的股息	9.11	16.56	8.63
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	0.84	0.68	0.12
筹资活动			
已付公司股东股息	22.69	23.47	23.85
已付非控股权益股息	0.26	0.06	0.41

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很好水平。

表 16 公司偿债指标

项目	项目	2021 财年	2022 财年	2023 财年
短期偿债指标	经营现金/短期债务（倍）	-0.04	0.79	2.35
	现金短期债务比（倍）	4.19	2.34	8.58
长期偿债指标	EBITDA（亿港元）	51.77	48.94	61.27
	全部债务/EBITDA（倍）	5.19	5.10	4.08
	经营现金/全部债务（倍）	-0.004	0.18	0.21

EBITDA/利息支出（倍）	6.59	6.86	6.83
经营现金/利息支出（倍）	-0.13	6.37	5.89

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，2021—2023 财年末，公司流动比率及速动比率均波动下降，2023 财年末流动比率与速动比率分别为 60.17%和 59.83%；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，2023 财年为 7.48%。2023 财年末，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 462.20 亿港元（该会计处理方法是考虑到，若所有保单持有人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 48.38 亿港元，若剔除预计于超过 1 年结算的退保价值，2023 财年末流动比率与速动比率分别为 145.25%和 144.44%，2023 财年轻经营现金流动负债比为 18.06%。

2021—2023 财年，公司经营现金净流量由负转正，2023 财年末经营现金流动负债比率为 7.48%，经营现金短期债务比为 2.35 倍。2021—2023 财年末，公司现金短期债务比波动增长，2023 财年末为 8.58 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，2021—2023 财年，公司 EBITDA 利息倍数波动增长，2023 财年为 6.83 倍，EBITDA 对利息覆盖程度高。2021—2023 财年，公司全部债务/EBITDA 持续下降，2023 财年为 4.08 倍，EBITDA 对全部债务覆盖程度良好；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 2023 年 10 月底，公司为

联营公司及合营企业担保合计 46.48 亿港元。此外，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；公司就出售飞机租赁平台事宜为 GAL 向买方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。

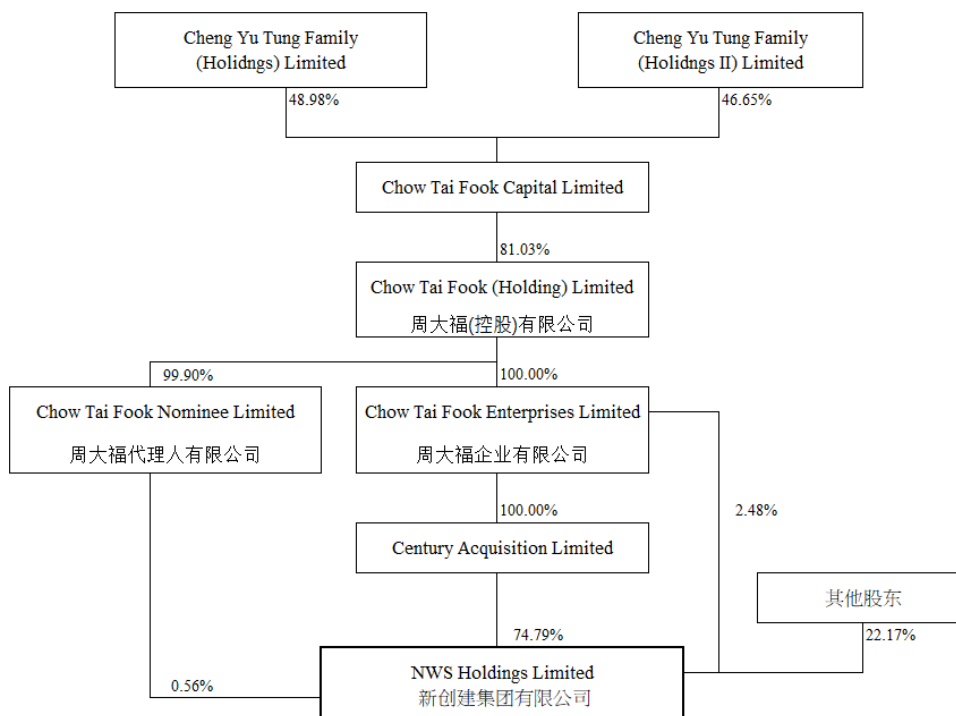
未决诉讼方面，截至 2023 年 10 月底，联合资信未发现公司存在重大未决诉讼。

银行授信方面，截至 2023 年 6 月底，公司共获得银行已承诺授信额度约 316 亿港元，其中尚未使用的已承诺授信额度约 114 亿港元。

九、结论

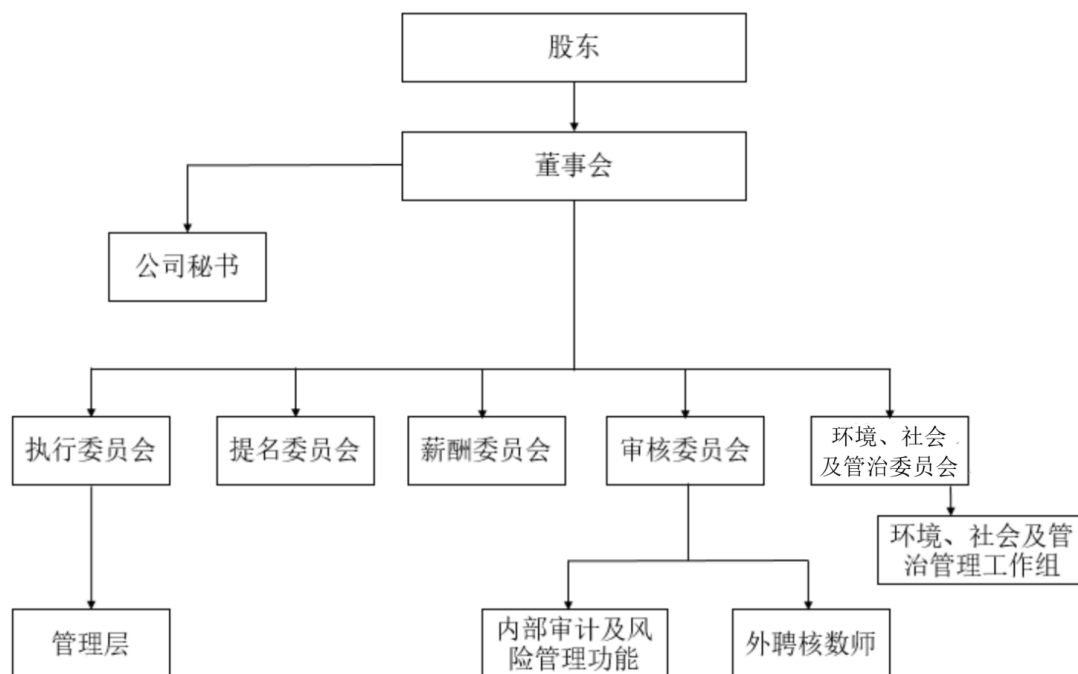
基于对公司经营风险和财务风险等方面的综合分析评估，联合资信确定公司主体长期信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

附件 1-1 截至 2023 年 11 月 23 日公司股权结构图



资料来源：公司提供

附件 1-2 截至报告出具日公司组织架构图



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	2021 财年	2022 财年	2023 财年
财务数据			
现金及银行结存（亿港元）	108.05	134.53	192.56
总资产（亿港元）	1525.73	1487.71	1619.74
总权益（亿港元）	584.54	538.87	501.41
短期债务（亿港元）	25.78	57.45	22.45
长期债务（亿港元）	243.09	192.25	227.78
全部债务（亿港元）	268.87	249.69	250.23
营业收入（亿港元）*	281.97	311.39	452.14
除税前溢利（亿港元）*	24.76	24.58	34.20
EBITDA（亿港元）	51.77	48.94	61.27
经营性净现金流（亿港元）	-1.03	45.48	52.85
财务指标			
销售债权周转次数（次）	1.80	2.12	3.87
存货周转次数（次）	91.14	146.47	195.37
总资产周转次数（次）	0.19	0.21	0.29
总资本收益率（%）	2.96	3.68	4.74
净资产收益率（%）	2.98	4.05	5.31
长期债务资本化比率（%）	29.37	26.30	31.24
全部债务资本化比率（%）	31.51	31.66	33.29
资产负债率（%）	61.69	63.78	69.04
现金短期债务比（倍）	4.19	2.34	8.58
EBITDA 利息倍数（倍）	6.59	6.86	6.83
全部债务/EBITDA（倍）	5.19	5.10	4.08

注：1. 公司综合财务报表按照《香港财务报告准则》编制；2. 2021 - 2023财年的起止日期分别为2020年7月1日至2021年6月30日、2021年7月1日至2022年6月30日和2022年7月1日至2023年6月30日；3. *2021 - 2022财年：来自持续经营业务；4. 其他应付款中的有息债务已计入短期债务

资料来源：公司财务报告和提供资料，联合资信整理

附件 3 主要财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
总资产年复合增长率	
净资产年复合增长率	(1) 2 年数据: 增长率 = (本期-上期) / 上期 × 100%
收入年复合增长率	(2) n 年数据: 增长率 = [(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} - 1] × 100%
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
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 + 其他短期债务

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 + 其他长期债务

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	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

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，如发现有重大变化，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。