

周大福创建有限公司

主体长期信用评级报告

联合资信评估股份有限公司
China Lianhe Credit Rating Co.,Ltd.

专业 | 尽责 | 真诚 | 服务

信用评级公告

联合〔2025〕269号

联合资信评估股份有限公司通过对周大福创建有限公司的信用状况进行综合分析和评估，确定周大福创建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

二〇二五年一月十六日

声 明

一、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。鉴于信用评级工作特性及受客观条件影响，本报告在资料信息获取、评级方法与模型、未来事项预测评估等方面存在局限性。

二、本报告系联合资信接受周大福创建有限公司（以下简称“该公司”）委托所出具，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。

三、本报告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。

四、该评级结果自 2025 年 1 月 16 日至 2026 年 1 月 15 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。

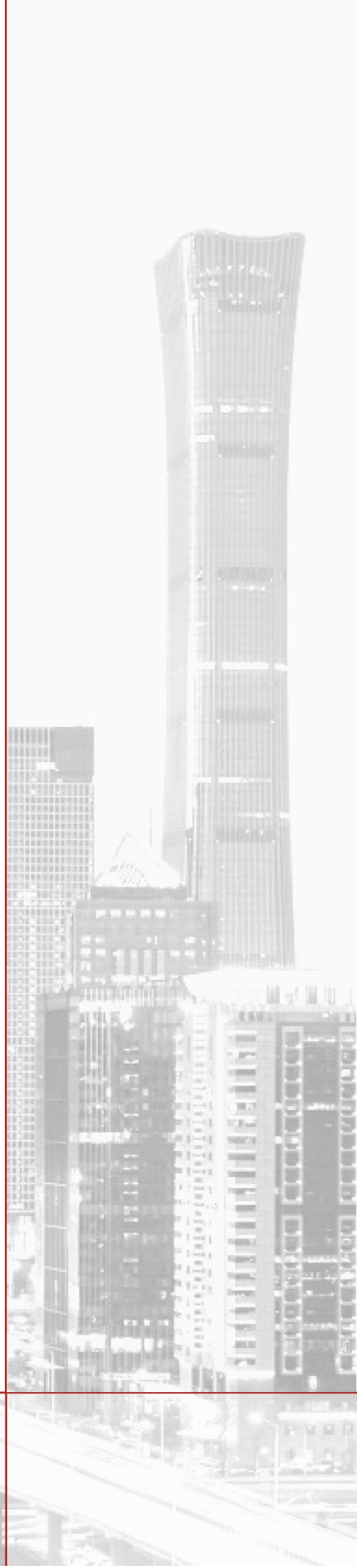
五、本报告所含评级结论和相关分析不构成任何投资或财务建议，并且不应当被视为购买、出售或持有任何金融产品的推荐意见或保证。

六、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。

七、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。

八、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。

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。



周大福创建有限公司

主体长期信用评级报告

主体评级结果	评级时间
AAA/稳定	2025/01/16

主体概况 周大福创建有限公司（以下简称“公司”，原名新创建集团有限公司）成立于 1996 年，截至 2024 财年末，Century Acquisition Limited（以下简称“CAL”）持有公司 73.19% 的已发行股份，为公司控股股东，Chow Tai Fook Capital Limited 为公司最终控股公司，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、保险、物流、建筑、设施管理和策略性投资，按照联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）行业分类标准划分为一般工商企业。

评级观点 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（香港股票代码“659”），经历一系列业务组合优化，于 2023 财年末形成了包括道路、保险、物流、建筑及设施管理构成的业务格局，同时配合主业及资产管理开展一定规模策略性投资，经营业务具备良好的韧性和区域竞争优势，治理结构相对完善，子公司众多和业务分散相应提升了管理难度；2023—2024 财年，随着经济活动及通关的恢复、营商环境的改善以及内地陆续并购的物流物业于 2024 财年贡献全年业绩，按照可比较数据，公司持续经营业务应占经营溢利稳步提升。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，2022—2024 财年末，资产规模始终处于高位，投资资产期限结构偏长期且金融资产价值易受资本市场波动影响；由于偿还永续资本证券以及股息率持续位于高位，公司总权益波动下降；债务期限结构偏中长期，整体债务负担可控；2022—2024 财年，公司综合盈利指标整体向好，偿债指标处于良好水平。

个体调整：无。

外部支持调整：无。

评级展望 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。

可能引致评级上调的敏感性因素：不适用。

可能引致评级下调的敏感性因素：外部营商环境及政策变化对公司业务产生重大不利影响，对外投资情况不佳导致大额亏损或减值，盈利情况显著低于预期、现金流状况恶化以及外部融资环境发生重大变化等导致流动性风险。

优势

- **多元化的业务组合有助于分散经营风险。**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、保险、物流、建筑及设施管理多个领域。
- **核心业务具备经营韧性和区域竞争优势。**公司保险业务按年化保费在香港人寿保险公司中位列第 10 名（2024 年 1—6 月），分布于中国香港和内地的物流物业资产可出租总面积分别约为 590 万平方米和 650 万平方米；道路资产的结构和年限不断优化；2022—2024 财年，公司持续经营业务应占经营溢利保持稳健，分别为 37.38 亿港元、34.44 亿港元（经重列）和 41.67 亿港元。
- **现金储备充裕，债务负担较轻，财务弹性良好。**2022—2024 财年末，公司现金及银行结存余额分别为 134.53 亿港元、192.56 亿港元和 147.88 亿港元，全部债务资本化比率分别为 31.66%、30.98%（经重列）和 41.62%。

关注

- **多元化业务结构推升管理难度，投资业务溢利存在不确定性。**全球经济及金融环境震荡，公司业务组合优化于 2023 财年末基本完成，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。
- **投资资产价值易受资本市场及利率水平影响而存在波动性。**公司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规模大（2024 财年末分别为 116.24 亿港元和 597.47 亿港元），以债务工具为主，2022—2024 财年，按公允价值计入损益的金融资产的公允价值亏损净额分别为-13.28 亿港元（净亏损 18.56 亿港元已从综合收益表重新分类为其他全面收益）、-23.82 亿港元（经重列）和-15.86 亿港元，对年内溢利及总权益带来不同程度的影响。
- **派息率处于高位，可能对权益积累形成不利影响。**公司采取可持续及渐进的股息政策，并于 2024 财年派发一次性特别股息每股 1.79 港元；2022—2024 财年，公司派息率（股息/公司股东应占溢利）分别为 150%、118%（原列）和 459%；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。

本次评级使用的评级方法、模型

评级方法 一般工商企业信用评级方法 V4.0.202208

评级模型 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	5
			盈利能力	1
			现金流量	1
		资本结构		1
		偿债能力		1
指示评级				aaa
个体调整因素：--				--
个体信用等级				aaa
外部支持调整因素：--				--
评级结果				AAA

个体信用状况变动说明：公司指示评级和个体调整情况较上次评级均未发生变动。

外部支持变动说明：不适用。

主要财务数据

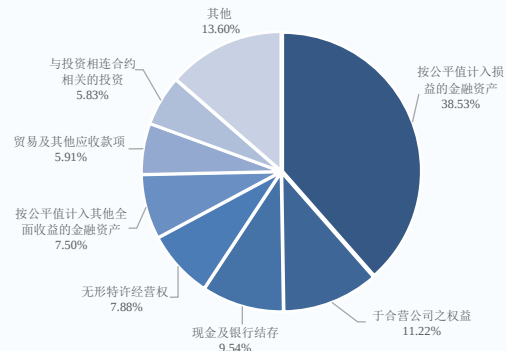
合并口径			
项 目	2022 财年	2023 财年	2024 财年
现金及银行结存（亿港元）	134.53	192.56	147.88
总资产（亿港元）	1487.71	1545.05	1550.84
总权益（亿港元）	538.87	557.43	433.52
全部债务（亿港元）	249.69	250.23	309.04
收入（亿港元）	311.39	271.21	264.22
除税前溢利（亿港元）*	24.58	28.47	33.21
EBITDA（亿港元）	48.94	54.22	62.44
经营性净现金流（亿港元）	45.48	52.85	24.49
净资产收益率（%）	4.05	3.74	6.04
资产负债率（%）	63.78	63.92	72.05
全部债务资本化比率（%）	31.66	30.98	41.62
EBITDA 利息倍数（倍）	6.86	6.04	5.36
全部债务/EBITDA（倍）	5.10	4.62	4.95

注：1. 公司综合财务报表按照《香港财务报告准则》编制；2. 2022—2024 财年的起止日期分别为 2021 年 7 月 1 日至 2022 年 6 月 30 日、2022 年 7 月 1 日至 2023 年 6 月 30 日和 2023 年 7 月 1 日至 2024 年 6 月 30 日；3. 2023 财年数据采纳 2024 财年财务报告中根据香港财务报告准则第 17 号重列后的 2023 财年数据；

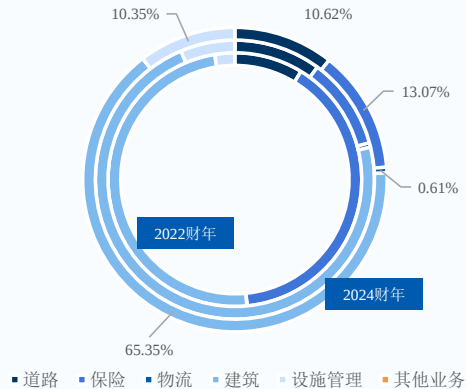
4. 标*科目 2022 财年数据来自持续经营业务；5. 其他应付款中的有息债务已计入全部债务

资料来源：公司财务报告和提供资料，联合资信整理

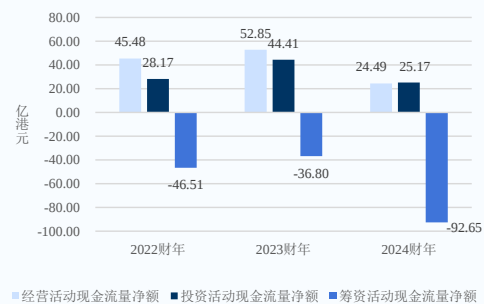
2024 财年末公司资产构成



2022—2024 财年公司持续经营业务收入构成（2023 财年为经重列数据）



2022—2024 财年公司现金流情况



2022—2024 财年末公司债务情况（2023 财年末为经重列数据）



主体评级历史

评级结果	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
AAA/稳定	2024/11/13	贺苏凝 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	--
AAA/稳定	2024/01/10	贺苏凝 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
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
 资料来源：联合资信整理

评级项目组

项目负责人：贺苏凝 hesn@lhratings.com

项目组成员：李思雨 lisy@lhratings.com

公司邮箱：lianhe@lhratings.com 网址：www.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）



一、主体概况

周大福创建有限公司（以下简称“公司”或“周大福创建”，原名新创建集团有限公司）成立于 1996 年，系由周大福创建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”，2024 年 11 月更为现名¹。2024 财年末，Century Acquisition Limited（以下简称“CAL”）持有公司 73.19% 的已发行股份，为公司控股股东，Chow Tai Fook Capital Limited（以下简称“CTFC”）为公司最终控股公司，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、保险、物流、建筑、设施管理和策略性投资，按照联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）行业分类标准划分为一般工商企业。

截至 2024 财年末，公司总资产 1550.84 亿港元，总权益 433.52 亿港元（含非控股股东权益 0.19 亿港元）；2024 财年，公司实现收入 264.22 亿港元，除所得税前溢利 33.21 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

2024 年前三季度，国民经济运行总体平稳、稳中有进，生产需求平稳增长，就业、物价总体稳定。宏观政策认真落实中央经济工作会议和 4 月、7 月政治局会议精神，用好超长期国债支持“两重、两新”工作，加快专项债发行使用，降低实体经济融资成本，加快资本市场落实新“国九条”。

2024 年前三季度国内生产总值 949746 亿元，同比增长 4.8%。经济增速有所波动，但仍保持在 5.0% 增长目标附近。经济运行出现一些新的情况和问题，房地产调控和化债方案持续加码。信用环境方面，前三季度，稳健的货币政策加大逆周期调节力度，两次下调存款准备金率，开展国债买卖操作，两次下调政策利率，支持房地产白名单企业和居民贷款，有序推进融资平台债务风险化解。下阶段，货币政策将加强逆周期调节力度，提振社会通胀预期，支持房地产融资，稳定资本市场；合理把握信贷和债券两个最大融资市场的关系，引导信贷合理增长、均衡投放。

展望四季度，按照 9 月政治局会议安排，宏观政策将加大逆周期调节力度，促进房地产市场止跌回稳，努力提振资本市场，加强助企纾困。抓住有利时机，强化存量政策和增量政策协同发力，巩固和增强经济回升向好势头，努力完成全年经济社会发展目标任务。完整版宏观经济与政策环境分析详见[《宏观经济信用观察三季报（2024 年）》](#)。

三、行业分析

1 收费公路行业

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 香港人寿保险行业

根据香港保险业监管局数据，2021—2023 年，香港长期有效业务（寿险业务）的保单保费总额持续下降，2023 年为 4823.56 亿港元，个人人寿业务为主要的业务类别。2023 年，长期有效业务的保费收入主要包括个人人寿及年金（非投资相连）业务（保费收入为 4234 亿港元，同比上升 2.6%）、个人人寿及年金（投资相连）业务（保费收入为 236 亿港元，同比下跌 16.8%）以及退休

¹ 根据百慕大公司注册处处长于 2024 年 11 月 25 日发出的更改名称注册证明书及第二名称证明书，公司名称已由“NWS Holdings Limited”更改为“CTF Services Limited”，并已采纳“周大福创建有限公司”为第二中文名称，均自 2024 年 11 月 22 日起生效。

计划业务（其供款为 293 亿港元，同比下跌 34.3%，主要受到 2022 年有关退休计划业务的个别交易所影响）。同时，给付保单持有人的申索和利益总金额为 3324 亿港元（包括退保利益 1604 亿港元和其他申索及利益 1720 亿港元，同比上升 11.6%）。

长期业务（不包括退休计划业务）的新造保单保费为 1810 亿港元，同比上升 34.2%，由个人人寿及年金（非投资相连）业务（新造保单保费为 1694 亿港元，同比上升 41.8%）以及个人人寿及年金（投资相连）业务（新造保单保费为 112 亿港元，同比下跌 25.1%）的组成。保险公司共发出约 30000 份合资格延期年金保单，涉及保费 19 亿港元，占个人业务总额 1.1%。

市场分布及竞争方面，截至 2024 年 3 月底，香港共有 160 间获授权保险公司，其中 87 间经营一般业务，53 间经营长期业务，18 间经营综合业务及 2 间经营特定目的业务。截至 2023 年底，香港寿险市场份额前 15 名的寿险公司 2023 年年度化保费总额为 1027 亿港元，占整体市场总额的 98%。

3 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—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 亿港元、1520 亿港元和 1550 亿港元，分别较上年下降 5.7%、上升 0.5%和上升 2.1%。香港政府统计处最新发布的 2024 年度第一季经济报告显示，楼宇及建造业的总开支在过去连续 5 季出现了增长，建造总开支本季比去年同期增长 11.3%，当中私营机构开支大幅增加，公营部门开支录得轻微升幅。

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 2024 年 5 月 28 日，香港屋宇署一般建筑承建商名册上约有 826 名承建商。同时，有约 169 名承建商名列认可公共工程承建商名册，可进行包括建筑、道路及渠务、海港工程、地盘平整及水务工程等发展局工程，而其中仅有 15 名被列入认可公共工程承建商的所有五个类别名单。为应对长期劳工短缺问题，2023 年 6 月政府公布推出「建造业输入劳工计划」，为建造业输入外地劳工，配额上限为 12,000 人。计划涵盖技术工人、技术人员和工地监督人员，全部为现时短缺的人才。此措施相信将有效补充暂时短缺的劳工，舒缓建造业劳工短缺问题，避免因人力不足而对香港经济及基建发展造成瓶颈。

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。

四、基础素质分析

1 竞争实力

周大福创建的经营和发展持续受益于郑裕彤家族长期以来构建的广泛商业网络。

郑裕彤博士岳父周至元 1929 年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有限公司（以下简称“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，即周大福创建。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、酒店运营以及周大福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。

图表 1 • 新世界发展及周大福珠宝集团 2024 财年的财务状况（单位：亿港元）

企业名称	总资产	总权益	收入/营业额	除税前溢利
新世界发展	4451.58	2248.89	357.82*	-47.48*
周大福珠宝集团	888.19	267.46	1087.13	87.28

注：1.新世界发展 2024 财年止于 2024 年 6 月 30 日，周大福珠宝集团 2024 财年止于 2024 年 3 月 31 日；2.上述标*指标均指来自持续经营业务的部分，新世界发展 2024 财年持续经营业务收入同比下降，主要由于香港及中国内地的物业发展收入减少，持续经营业务除税前溢利下滑主要由于持续经营业务毛利下滑、其他亏损（待售物业耗蚀亏损等）、投资物业公允价值变动下降

资料来源：联合资信根据新世界发展和周大福珠宝集团《2024 年报》整理

公司自 2019 年启动转型并于 2023 财年基本完成核心业务组合的优化，持续经营业务跨越收费公路、保险、物流、建筑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，道路资产区域分布相对分散，有助于平抑单一区域因素对整体业绩带来的影响。

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）、保险（中国香港）、物流（中国香港及中国内地）、建筑（中国香港）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、保险、物流、建筑及设施管理多个领域。

道路业务。2024 财年末，公司通过控股及参股方式持有 14 个经营性收费公路项目，项目分布于中国内地 7 个省份/直辖市/自治区，除山西省 1 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 916 公里，主要高速公路包括杭州绕城公路（持股 100%）、唐津高速公路（天津北段）（持股 60%）、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%），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。

保险业务。公司旗下的周大福人寿保险有限公司（以下简称“周大福人寿”）前称富通保险有限公司，于 2024 年 7 月宣布更名，是一家成立于 1985 年的香港人寿保险公司，在香港人寿保险公司中的排名为第 10 名（按年化保费，2024 年 1—6 月数据），2024 财年末总投资组合资产管理价值为 777.21 亿港元，投资组合以投资级固定收益为主（债券组合资产价值约占 75%，其中又以 A-级或以上债券为主），按香港保险业条例基准计算的内含价值²为 212 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。2024 财年末，公司位于香港的物流资产是香洲货柜物流中心，可出租总面积约 590 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 650 万平方米。

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，2024 财年末在手合约总值 639 亿港元，较为充裕的在手合约业务持续发展提供了良好基础。

2 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。

截至本报告出具日，公司董事会共 13 名成员，包括 5 名执行董事（含 1 名董事会主席）、2 名非执行董事（另有 1 名替任董事）和 6 名独立非执行董事；公司设联席行政总裁 2 名，另设集团首席营运及财务总监 1 名、集团法务总监兼公司秘书 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及公司一间附属公司之董事。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。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（以下简称“周大福企业”）的董事。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 年获香港特别行政区政府颁授金紫荆星章及大紫荆勋章。

公司执行董事兼集团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。彼亦为周大福创建若干附属公司董事。郑先生为新世界发展非执行董事及综合环保集团有限公司主席兼非执行董事，该两间公司均为香港上市公司公众公司。彼亦为 PBA International Pte. Ltd. 及中国国内多家公司董事。彼亦曾任海通国际证券集团有限公司的非执行董事（于 2024 年 3 月 13 日辞任）（该公司于 2024 年 1 月 11 日于香港联交所除牌）及惠记集团有限公司（以下简称“惠记集团”）的非执行董事（于 2024 年 6 月 26 日辞任）（该公司为香港上市公司公众公司）。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。

² 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。

公司执行董事兼集团联席行政总裁何智恒先生。何先生于 2018 年 1 月加入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。彼亦为周大福创建若干附属公司董事。何先生为公司控股公司及主要股东周大福企业的董事及联席行政总裁。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的合伙人。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的非执行董事，该等公司均为香港上市公众公司。彼亦曾为惠记集团的非执行董事（于 2024 年 6 月 26 日辞任）（该公司为香港上市公众公司）。彼现为香港总商会中国委员会副主席、香港上市公司商会副主席、澳洲会计师公会大湾区委员会副主席、香港物流发展局成员、香港科技大学职业发展顾问委员会成员及内蒙古自治区青年联合会常务委员。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咨询委员会成员，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，并为澳洲新南威尔士省、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。

公司执行董事兼集团首席营运及财务总监林战先生。林先生于 2024 年 1 月获委任为执行董事，并为公司执行委员会及环境、社会及管治委员会成员。林先生于 2021 年 1 月加入公司担任首席财务总监，负责监督公司整体财务及会计和投资者关系工作。林先生于 2024 年 10 月 1 日获委任为公司的首席营运及财务总监。彼亦为公司若干附属公司的董事。于加入公司前，彼曾于新世界发展担任财务及会计总监一职。于加入新世界发展前，林先生曾分别为安踏体育用品有限公司的首席财务官及 SOHO 中国有限公司的执行董事及首席财务官，该两家公司均为香港上市公众公司。林先生为香港会计师公会会员。彼持有香港中文大学工商管理学士学位及英国伦敦政治经济学院会计及财务硕士学位。

2024 财年末，公司共有 4921 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 3516 名、478 名、262 名、487 名和 178 名；按年龄划分，30 岁以下、30 至 50 岁和 50 岁以上的员工数量分别为
821 名、2677 名和 1423 名。

3 信用记录

公司本部过往债务履约情况良好。

公开资料显示，截至 2025 年 1 月 15 日，公司本部在公开市场存续债券无违约记录。

截至 2025 年 1 月 15 日，联合资信未发现公司曾被列入全国失信被执行人名单，未发现公司存在证券期货市场失信记录。

五、管理分析

1 治理结构

公司已建立相对完善的治理结构。

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，公司不设监事会。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、集团并购事务部、集团财务部以及集团环境、社会及管治部等 10 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

公司内部管理制度较为健全，能够满足公司日常经营和管理需要，但公司子公司众多且分布广泛，管理难度相应加大。

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。对下属公司财务管理方面，公司制定了较为完善的财务内控制度和内部审计制度，对下属公司工程项目、备件采购、成本管控、原辅料采购、产成品等方面进行管控。公司所有子公司需按照规定的报告截止日期（按每月、每季、每半年、每年）向财务部提交各类报告，包括但不限于：每月需提交收入、应占利润、现金、银行余额、借款及其他有息负债等信息，同时需要提交对其经营业务情况的简要描述；每季须提交管理账目以供合并之用，管理账目的内容应包括账目说明、综合财务状况表及截至去年年底的对比数字、综合收益表及与去年同期的比较数字以及财务状况表和收益表关键项目的明细；每半年须提交经审计师核定后的中期和年终报告和补充附表以供合并之用。

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。

六、重大事项

1 股权结构及控股股东变更

公司于 2023 年 11 月完成股权变更，变更后香港郑氏家族为公司实际控制人。

2023 年 6 月，公司与周大福企业、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³及其附属公司尚未实益持有的公司全部已发行股份，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）已拥有的公司股份，以及注销所有尚未行使的公司购股权。

2023 年 11 月 23 日，周大福企业、CAL 及公司发布联合公告，截至当日，合计 0.82 亿份公司购股权予以注销，公司已发行股数为 39.12 亿股，购股权为 28.20 万股，CAL（持有公司 74.79% 股权）为公司控股股东，香港郑氏家族为公司实际控制人。

2 业务转型历程

2020—2023 财年，公司经过一系列资产或股权的处置及并购，完成一轮业务组合的优化转型，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。

（1）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 100% 股权的收购，该企业对 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）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

³ 周大福（控股）有限公司持有周大福企业 100% 股权，CTFC 直接持有周大福（控股）有限公司约 81.03% 股权。

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 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，后更名为苏伊士（苏渝）投资有限公司）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。

（3）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（后更名为苏伊士（亚太）有限公司）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⁴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新创建随岳高速公路有限公司（以下简称“湖南随岳”）剩余 60% 股权，使之成为公司全资附属公司，湖南随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。

七、经营分析

1 经营概况

业务转型完成后，公司经营板块维持多元，应占经营溢利保持稳健。2024 财年，公司持续经营业务应占经营溢利相比上一财年（按采纳新会计准则重列）稳步提升，除建筑业务受参股企业亏损影响有所回落外，其余板块业绩不同程度提升，其中保险业务应占经营溢利增长较快，设施管理业务受益于环境的改善由应占经营亏损扭转为应占经营溢利，道路和物流业务应占经营溢利表现稳健。

2022 财年和 2023 财年（原列），公司收入分别为 311.39 亿港元和 452.14 亿港元；2024 财年，公司财务报告因采纳香港财务报告准则第 17 号“保险合同”（以下简称“香港财务报告准则第 17 号”）（以取代香港财务报告准则第 4 号“保险合同”）而对保险业务收入确认模式有所调整，保险收入将根据保险合同所提供服务的承保期间确认，而保险业务的收入因剔除投资部分而减少，2023 财年（经重列）和 2024 财年收入分别为 271.21 亿港元和 264.22 亿港元。2022 财年、2023 财年（原列）及 2024 财年，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.”）小幅波动，主要由于采纳香港财务报告准则第 17 号导致保险业务收益确认、费用分摊及保险责任的计量相比之前有变化；按照可比较数据，公司持续经营业务 A.O.P. 呈现稳步提升态势。

2024 财年，公司持续经营业务收入和 A.O.P. 相比 2023 财年（经重列）变动率分别为 -2.58% 和 21.01%，除建筑业务由于参股的惠记集团⁶经营亏损导致 A.O.P. 有所回落外，其余板块 A.O.P. 均有不同程度提升。其中，受益于业务增长下合约服务边际释放增加、

⁴ 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）。

⁵ 即未计及非经营（主要包括投资物业公允价值除税后收益/亏损净额、重新计量、减值及拨备净额、出售项目除税后收益/亏损净额、赎回优先票据收益净额、以股份支付的开支等）及总办事处项目（主要包括本部财务费用净额、衍生金融工具公允价值收益净额、开支及其他等）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。

⁶ 公司派至惠记集团的董事 2024 年 6 月辞任后，公司将惠记集团由联营公司重分类至按公允价值计入其他全面收益的金融资产，至此，惠记集团的权益

较高的盈餘资产投资回报、预期信贷亏损拨备减少以及香港财务报告准则第 17 号相关的一次性影响，保险业务 A.O.P.相比 2023 财年（经重列）增长约 54%，若剔除与采纳香港财务报告准则第 17 号相关的一次性影响，保险业务 A.O.P.相比 2023 财年（经重列）约增长 34%；营商环境不断改善，设施管理板块旗下三项主要业务业绩均大幅改善，该业务 A.O.P.实现转正；在人民币贬值的外部环境下，公司道路业务及物流业务 A.O.P.仍表现稳健。

图表 2 • 2022—2024 财年公司收入及 A.O.P 情况（单位：亿港元）

业务板块	2022 财年		2023 财年（原列）		2023 财年（经重列）		2024 财年	
	收入	A.O.P.	收入	A.O.P.	收入	A.O.P.	收入	A.O.P.
持续经营业务								
道路	27.17	17.10	27.32	15.33	27.32	15.33	28.07	15.71
保险	123.74	10.75	209.88	12.04	28.96	6.25	34.53	9.65
物流	0.12	5.93	1.40	7.52	1.40	6.79	1.61	7.22
建筑	152.41	9.12	196.39	7.46	196.39	7.46	172.65	7.05
设施管理	7.95	-4.10	17.15	-0.62	17.15	-0.62	27.35	2.28
策略性投资	--	-1.42	--	-0.76	--	-0.76	--	-0.25
小计	311.39	37.38	452.14	40.97	271.21	34.44	264.22	41.67
已出售/已终止经营业务								
航空	--	5.12	--	--	--	--	--	--
环境	--	1.21	--	--	--	--	--	--
小计	--	6.33	--	--	--	--	--	--
合计	311.39	43.71	452.14	40.97	271.21	34.44	264.22	41.67

注：1. 部分合计数与各加数直接相加之和在尾数上存在差异，这些差异是由于四舍五入造成；2. 公司已于其 2024 财年报告采纳香港财务报告准则第 17 号以取代香港财务报告准则第 4 号“保险合同”，上表中 2022 财年和 2023 财年（原列）的数据为香港财务报告准则第 4 号“保险合同”下的数据；3. 上表中 2023 财年（经重列）物流业务 A.O.P.与 2023 财年（原列）有所差异，主要由于前者剔除了投资物业的公允价值变动（将其重分类至非经营项目）

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，2022—2024 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。

图表 3 • 2022—2024 财年公司 A.O.P.按区域划分

指标	2022 财年	2023 财年（原列）	2023 财年（经重列）	2024 财年
中国香港	42%	59%	52%	59%
中国内地	41%	41%	48%	39%
全球及其他	18%	0 %	0%	2%

注：上表中部分财年存在三大区域 A.O.P.比重之和大于 100%，这些差异是由于四舍五入造成
资料来源：公司提供

2 业务经营分析

（1）道路业务

2022—2024 财年，公司道路业务整体经营稳健，道路组合整体平均剩余特许经营年期有所拉长，部分高速公路将于改扩建工程完成后具备申请特许经营年限的资格；主要公路资产质量较好，是道路业务 A.O.P.核心来源。

2024 财年末，公司通过控股或参股方式持有 14 个经营性收费公路项目（1 条为地方公路、13 条为高速公路），其中主要的杭州绕城公路、唐津高速公路（天津北段）、广州市北环高速公路、京珠高速公路（广珠段）以及中部地区的 3 条高速公路⁷于 2024 财年合计贡献了道路业务 A.O.P.的约 85%。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，上半财年公司道路业务经营承压，但外部环境的改善使得下半财年业绩较快回升、部分抵消了之前的业绩下滑，完整财年可比较交通流量和路费收入同比增长 3%和 4%，道路业务收入同比略增，A.O.P.同比下降 10.36%。2024 财年，持续受益于内地的经济复苏，公司道路业务可比较日均交通流量和路费收入同比分别增长 7%和 5%，其中上半财年增

不再纳入公司建筑业务。

⁷ 随岳南高速公路、随岳高速公路和长浏高速公路。

速较高（前述两指标同比分别增长 18%和 20%），但由于内地恶劣天气对出行需求的影响以及广州市北环高速公路的特许经营年期于 2024 年 3 月 22 日届满⁸，道路业务下半财年增速有所放缓，完整财年 A.O.P.同比增长 3%至 15.71 亿港元（剔除人民币贬值影响后的 A.O.P.同比增长 7%）。

2024 财年末，公司道路组合整体平均剩余特许经营年期约 12 年，较上一财年（约 11 年）有所拉长，主要由于深圳惠州高速公路（惠州段）的特许经营年期获延长 13 年。2024 财年，山西省两条收费公路和广州市北环高速公路的特许经营年限分别于 2023 年末和 2024 年一季度届满；道路组合中，收费届满期早于 2026 年末（含）的道路为 1 条山西省内地方公路（于 2025 年中到期），该道路到期后将不再延长收费期。此外，深圳惠州高速公路（惠州段）的特许经营年期获延长 13 年后，公司于 2023 年 9 月增持其股权约 5.2%（持股比增至约 38.5%）；京珠高速公路（广珠段）及广肇高速公路的扩建工程分别于 2022 年 11 月及 2023 年末展开，完工后将具备申请延长特许经营年期的资格；同时，近年收购的道路逐步带来稳健的财务回报，上述因素均有助于冲抵广州市北环高速公路的特许经营年期届满对道路业务的影响。

图表 4 • 2024 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	广西自治区
道路数量	6	1	2	1	1	2	1
长度	291.90	103.40	137.37	60.67	36.02	89.08	198.00
特许经营权到期年份	2030—2036	2029	2040—2050	2040	2025	2039—2044	2045
2024 财年累计日均车流量	935	327	40	78	2	77	39

资料来源：公司提供

（2）保险业务

受益于新产品开发以及恢复通关对内地旅客需求的释放，2024 财年，公司保险业务年化保费、A.O.P.、内含价值及新业务价值均保持良好增长，新业务价值利润率受产品组合转变影响有所回落；保险产品多元化，投资组合以投资级固定收益资产为主，2024 财年固定收益投资组合的投资收益年利率保持稳健，偿付能力充足率处于合理水平。

周大福人寿是成立于 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、危疾保障、意外保障、储蓄保险、投资保险和年金计划。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。根据香港保险业监管局的长期保险业务统计数据，2024 年 1—6 月，周大福人寿按年化保费⁹表现在香港人寿保险公司中位列第 10 名，相比 2023 年 1—12 月排名一致，相比 2022 年 1—12 月排名（第 12 名）有较好的上升。周大福人寿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，2024 财年末，周大福人寿拥有超过 1900 名保险代理人 and 超过 340 家公司经纪。

周大福人寿产品组合不断丰富，2022—2024 财年，周大福人寿年化保费持续、快速攀升；2023 财年，恢复通关使得内地旅客缴纳保费显著上升，带动年化保费同比增长约 47%（下半财年增速显著增长扭转了上半财年下滑的局面），其中内地旅客约占年化保费的 30%（若单计 2023 年 6 月则超过 50%）；2024 财年，受益于内地旅客需求持续释放，周大福人寿年化保费持续增长，增幅（约 77%）高于上一财年，其中内地旅客贡献度接近 60%。

2022—2024 财年，周大福人寿新业务价值利润率¹⁰存在波动，分别为 30%、35%和 27%；受益于年化保费增长和产品组合优化，该指标于 2023 财年有所增长，后由于产品组合转变，于 2024 财年有所回落，但仍高于 2021 财年水平（约 25%）；2024 财年，保险业务收入相比 2023 财年（经重列）增长约 19%，若剔除与采纳香港财务报告准则第 17 号相关的一次性影响，保险业务 A.O.P.相比 2023 财年（经重列）增长约 34%。

图表 5 • 2022—2024 财年周大福人寿保费情况（单位：亿港元）

指标	2022 财年	2023 财年	2024 财年
年化保费	17.52	25.68	45.49
新业务价值	5.25	9.00	12.30
合约服务边际	65.50（经重列，2022 年 7 月 1 日）	70.98（经重列）	81.55

资料来源：公司提供

⁸ 根据中国政府于 2020 年对收费公路实施的免收车辆通行费政策，广州市北环高速公路于原特许经营年限届满日前一年提交补偿申请并获批，特许经营年限延长至 2024 年 3 月 22 日。

⁹ 年化保费=新业务的年化期缴保费+新业务的整付保费*10%。

¹⁰ 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%。

周大福人寿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。2024 财年末，周大福人寿总投资组合资产管理价值为 777.21 亿港元（上一财年末为 682.64 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 75%、10%、9%和 6%，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 70%），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，周大福人寿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 50%、39%、7%和 4%。2024 财年，周大福人寿固定收益投资组合¹¹的投资收益年利率为 4.5%，略高于 2023 财年（经重列）的 4.4%。

2022—2024 财年末，根据当时香港保险业条例基准，周大福人寿偿付能力充足率分别为 342%、325%和 337%，始终高于行业监管最低要求（150%）。根据于 2024 年 7 月 1 日起生效的香港风险为本资本制度，2024 财年末，周大福人寿偿付能力充足率为 289%，高于行业监管最低要求（100%）。

周大福人寿内含价值可能受信贷环境、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，2022—2024 财年末，周大福人寿按香港保险业条例基准计算的内含价值分别为 177 亿港元、193 亿港元和 212 亿港元，受益于新业务价值的持续、较快提升，内含价值保持增长态势。

（3）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，2024 财年位于内地的 7 个物流物业均贡献全年业绩。

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），出租率水平高（2023—2024 财年末分别为 99.8%和 96.3%），2023 财年和 2024 财年平均租金增速分别为 2%和 6%，2022—2024 财人对物流业务 A.O.P.的贡献比重均超过 70%。②内地物流物业包括 2022 年 6 月并购的位于成都、武汉的 5 个项目以及 2023 财年陆续并购的成都项目和苏州项目，于 2024 财人对公司物流业务 A.O.P.的贡献比重超过 13%，2024 财年平均租金增速为 2%；2024 财年末，位于成都和武汉的 6 个项目租用率为 85.4%，苏州项目租用率维持在 100%（2023 财年末为 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，其 A.O.P.同比增长 28%；2024 财年，吞吐量同比增长 15%，但受经营费用上升、其他收入减少及人民币贬值的影响，其 A.O.P.同比下降 7%。

此外，公司与嘉民集团合资成立运营管理公司，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。2022—2024 财年，物流业务 A.O.P.逐年提升（2023 财年按重列后数据），2023 财年（原列）的增长主要受益于上一财年末收购物流物业贡献业绩以及物流资产与管理内的物业重估收益贡献（后者贡献率约 10%），2024 财年的增长主要受益于亚洲货柜物流中心的业绩支撑以及收购的内地物流物业的全年贡献。

（4）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；在手项目中的政府及机构相关项目比重有所提升，后续需关注市场招标供应趋势。

公司建筑业务的经营主体主要为 NWS Construction Limited（以下简称“新创建建筑集团”），主要包括协兴集团、惠保集团及港兴集团。其中，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。2024 财年，新创建建筑集团 A.O.P.保持稳定（为 7.75 亿港元），参股的惠记集团 A.O.P.为负，综合作用下，公司建筑业务 A.O.P.小幅回落。

图表 6 • 新创建建筑集团旗下主要经营主体业务情况

企业名称	持股比例	业务情况
协兴集团	100%	香港市场的建筑工程设计及建造

¹¹ 这包括周大福人寿分红、非分红及盈馀投资组合中固定收益投资的利息收入，但不包括投资相连合约相关的资产。这包括总回报资产（例如，上市股票和另类投资基金等），因为这些资产旨在投资收益以外提供长期资本回报。

惠保集团	100%	专门从事土木工程项目的设计及建造，尤其擅长地基及地盘勘察工程
港兴集团	50%	为香港多个地标项目提供预拌混凝土

资料来源：联合资信根据公司 2024 年报整理

2022—2024 财年，新创建建筑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；由于新增私营项目同比有明显回落以及私营、公营市场竞争激烈，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%；为缓解私营项目供应减少的情况，2024 财年，新创建建筑集团加大了对机构客户及香港政府相关项目的拓展力度。2024 财年末，公司待完成工程中，约 48%来自政府及机构相关项目，较上年财年末（约 32%）有所提升，其余 52%来自私营项目（包括商业及住宅项目），后续需关注市场项目的供应趋势。

图表 7 • 2022—2024 财年新创建建筑集团经营数据（单位：亿港元）

指标	2022 财年	2023 财年	2024 财年
在手合约总值	622	565	639
剩余待完成工程	371	254	309
获授的新项目总值	238	52	219
其中：私营商业及住宅项目	145	23	111
政府及机构项目	91	28	104
其他项目	2	不足 1	4

资料来源：公司提供

（5）设施管理业务

2023 财年以来，受益于恢复通关以及营商环境改善，公司会展中心、免税店及港怡医院业务持续回升，带动设施管理业务 A.O.P. 于 2024 财年实现转正，并于 2024 年末完成退出免税店业务。

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（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。2024 财年，会展中心业务持续回升，举行活动和到访人次较上一财年（经重列）同比分别上升约 8%和 33%；港怡医院持续增长态势，EBITDA 较上一财年大幅提升约 93%；公司与 IHH Healthcare Berhad 合资的 Parkway Medical 分别于 2023 年 10 月及 2024 年 3 月在黄竹坑及海怡广场开设两间新诊所，Parkway Medical 主要提供非住院医疗服务，协助港怡医院的服务扩展；免税店业务表现也处于改善中，综合作用下，设施管理业务 A.O.P.实现转正。此外，公司已于 2024 年末完成退出免税店业务¹²。

图表 8 • 2022—2024 财年港怡医院主要经营数据

指标	2022 财年	2023 财年	2024 财年	指标	2022 财年	2023 财年	2024 财年
门诊病人数量按年增长	26%	7%	12%	经常使用的病床数量	264 张	276 张	313 张
住院病人数量按年增长	14%	19%	20%	病床平均使用率	61%	67%	65%

资料来源：公司提供

（6）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包括对周大福创建具有策略价值、有增长潜力并可为股东提升和创造价值的投资。

公司策略性投资 A.O.P.主要包括若干投资的应占业绩、公平值变动净额、利息及股息收入；2022 财年为-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；2024 财年，应占经营亏损收窄至 2450 万港元，减亏主要由于债券投资的预期信贷亏损拨备减少所致。

¹² 公司与 Avolta 集团签订出售协议，公司同意出售其在免税店业务中的全部权益，并已于 2024 年第四季度完成。

3 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，公司将积极拓展物流物业的布局，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。此外，周大福人寿于 2024 年 7 月推出全新品牌形象，作为一家拥有多元化综合企业支持的保险公司，周大福人寿推出“周大福人寿生活圈”会员计划，有助于强化与周大福集团的品牌及生态圈的协同。道路业务方面，京珠高速公路（广珠段）和广肇高速公路扩建工程完成后，该两条高速公路将可申请延长特许经营年期，以延长道路组合的整体平均剩余特许经营年期，有望为公司贡献可持续性的现金流。此外，公司将充分利用政府及机构预期增加招标供应应对香港建筑行业带来的发展机遇。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

公司提供了 2022—2024 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 2022 年 6 月 30 日、2023 年 6 月 30 日及 2024 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。

会计政策方面，公司综合财务报表按照《香港财务报告准则》编制，公司自 2024 财年开始采纳香港财务报告准则第 17 号，该准则已取代香港财务报告准则第 4 号“保险合同”，对公司财务数据产生一定影响。鉴于上述事项，为保持数据连贯性，以下财务分析中的 2023 财年数据将采纳 2024 财年财务报告中根据香港财务报告准则第 17 号重列后的 2023 财年数据。

合并范围方面，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 年财年末前完成收购，第 6 项已于 2023 年 1 月完成收购）；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；2024 财年，公司合并报表范围主要附属公司共 84 家，较 2023 财年新增 1 家，减少 5 家。整体看，合并范围变化对公司财务数据可比性影响尚可。

1 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，投资资产的期限结构偏长期，且投资资产价值易受资本市场及利率水平影响而存在波动性。2022—2024 财年末，公司总资产持续增长，整体资产质量尚可。

2022—2024 财年末，公司资产规模持续增长，2024 财年末为 1550.84 亿港元，主要由投资资产、无形特许经营权（道路使用权）、于联营及合营公司之权益和现金及银行结存构成。现金及银行结存方面，公司于 2023 财年完成对航空业务的处置，2023 财年末现金及银行结存大幅增长至 192.56 亿港元，公司于 2024 年 1 月赎回 2019 年永续资本证券¹³及于 2024 年 4 月派发特别股息后，2024 财年末现金及银行结存下降至 147.88 亿港元，但仍属充裕；现金及银行结存中 27% 以港元计值、54% 以美元计值及 19% 以人民币计值；现金及银行结存无受限，其中包括 16.79 亿港元存于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。2024 财年末贸易及其他应收款项 91.59 亿港元，主要包括应收贸易款项（19.27 亿港元）、其他应收款项、按金及预付款项（16.45 亿港元）、应收保留款项（22.17 亿港元）和合约资产（20.23 亿港元）等，2024 财年末，公司已计提预期信贷损失拨备 3.85 亿港元。

截至 2024 财年末，公司投资资产主要与公司保险业务持有的投资有关，主要投资于在香港/海外上市发行的债务工具、投资基金和香港/海外上市公司股票等；投资资产中的较高比重预期将于 12 个月后收回，按公允价值计入其他全面收益的金融资产和按公允价值计入损益的金融资产均以债务工具为主要构成（债务工具（合计）约有 84% 将于第五年后到期），投资资产的期限结构偏长期。

图表 9 • 截至 2024 财年末公司主要投资资产情况（单位：亿港元）

项目	非保险及总办事处	保险	合计
按摊销成本计量的金融资产之债务工具	1.06	12.86	13.91

¹³ 13 亿美元 5.75% 优先永续资本证券，于 2023 财年末，尚余本金金额为 10.191 亿美元。

其中：预期将于 12 个月后收回	--	--	13.91
按公允价值计入其他全面收益的金融资产	6.95	109.29	116.24
其中：预期将于 12 个月后收回	--	--	106.19
按公允价值计入损益的金融资产	23.93	573.54	597.47
其中：预期将于 12 个月后收回	--	--	591.33
与投资相连合约相关的投资	--	90.41	90.41
其中：预期将于 12 个月后收回	--	--	--
合计	31.94	786.10	818.04

注：尾数差异系四舍五入所致

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

公司于联营公司之权益应由占净资产（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。2022—2024 财年末，于联营公司之权益波动下降，主要系公司于 2023 财年进一步收购湖南随岳（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。2024 财年，公司来自联营公司的股息收入为 3.65 亿港元（2023 财年为 2.02 亿港元），同期已收取股息收入金额为 2.57 亿港元（2023 财年为 2.59 亿港元），此外，已将股息收入 1.08 亿港元（2023 财年无）以注资方式再投资于相应项目中。

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。2022—2024 财年末，于合营公司之权益波动增长，主要系公司于 2023 财年收购贵梧高速公路 40% 的股权所致。2024 财年，公司来自合营企业的股息收入为 12.61 亿港元（2023 财年为 9.63 亿港元）；已收股息收入金额为 9.78 亿港元（2022 财年为 8.63 亿港元），此外，已将股息收入 1.96 亿港元（2023 财年 0.99 亿港元）以注资方式再投资于相应项目中。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 财年和 2024 财年，公司分占合营企业减值亏损分别为 3.11 亿港元和 1.00 亿港元。

2024 财年末，公司受限资产账面价值合计 90.92 亿港元，其中包括①已质押账面净值为 64.47 亿港元的湖南两条高速公路的无形特许经营权，以及抵押结余为 12.52 亿港元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；②已质押一间合营企业的部分股权，作为该合营企业一项银行贷款的质押品，质押部份的账面值为 13.93 亿港元。整体看，公司资产受限规模尚可。

2 资本结构

（1）总权益

由于偿还永续资本证券以及股息率持续位于高位，公司总权益波动下降。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，可能对权益积累形成不利影响。

2022—2024 财年末，公司总权益波动下降，截至 2024 财年末为 433.52 亿元，较 2023 财年末下降 22.23%，主要系派付股息和偿还永续资本证券所致。从构成来看，2024 财年末，公司总权益中股东权益占总权益的 89.72%，非控股权益占总权益的 0.04%，永续资本证券占总权益的 10.23%；股东权益包括股本 39.98 亿港元和储备 348.99 亿港元，分别占总权益的 9.22% 和 80.50%。

公司采取可持续及渐进的股息政策，2022—2024 财年，派息率（股息/公司股东应占溢利）持续位于高位。此外，公司于 2024 财年派发一次性特别股息每股 1.79 港元。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。

图表 10 • 2022—2024 财年公司派息情况

股息分派情况	2022 财年	2023 财年（原列）	2024 财年
普通股息（港元/股）	0.61	0.61	0.65
特别股息（港元/股）	--	--	1.79
派息率	150%	118%	459%

资料来源：联合资信根据公司年报整理

（2）负债

2022—2024 财年末，随着保险业务扩张，公司负债规模持续增长；公司持续调整债务币种组合，债务分布偏中长期，整体债务负担可控。

2022—2024 财年末，随着保险业务持续扩张，公司保险合约负债持续增加，导致负债规模持续增长，2024 财年末负债总额 1117.32 亿元，较 2023 财年末增长 13.13%，主要由保险合约负债、借贷及其他计息负债、贸易及其他应付款项和与投资相连合约相关的金融负债构成。若扣除保险业务的“保险合约负债”“再保险合约负债”和“与投资相连合约相关的金融负债”，2024 财年末，公司调整后负债规模为 429.22 亿港元，较上财年末增长 13.22%，主要系长期银行贷款和固定利率债券增加所致。

公司持续调整债务币种组合以减轻港元贷款利率上升及人民币兑港元贬值等因素对公司权益的影响，截至 2024 财年末，公司以人民币、港元及美元计值的借贷分别占公司债务（未包含租赁负债和其他应付款中的有息债务）的 60%、39%及 1%（2023 财年末为 43%、53%及 4%）。

从债务分布来看，截至 2024 财年末，公司债务（未包含租赁负债和其他应付款中的有息债务）中 15%将于未来 12 个月到期，36%将于第二年到到期，42%将于第三至第五年到到期及 7%将于第五年后到期。2024 财年，公司债务组合的平均借贷成本约为年利率 4.7%（2023 财年为 4.1%）。

从债务指标来看，2022—2024 财年末，公司资产负债率持续增长，全部债务资本化比率波动增长，上述指标 2024 财年末分别为 72.05%和 41.62%，较上财年末分别提高 8.12 个百分点和提高 10.64 个百分点，公司债务负担可控。

3 盈利能力

2024 财年，由于建筑业务收入结转下降，公司收入小幅回落；期间费用控制能力尚可，应占联营及合营公司业绩、资产减值和公允价值变动为主的非经常性损益对利润形成侵蚀，综合盈利指标整体向好。

2024 财年，公司收入同比小幅下降 2.58%，主要由于建筑业务收入结转下降所致，期间费用¹⁴总额同比有所增长，销售及推广费用、一般及行政费用和财务费用占比分别为 8.31%、40.43%和 51.26%，期间费用率为 8.85%，同比提高 0.85 个百分点。

公司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之债券投资规模大，且该等资产公允价值受资本市场及利率环境变化而存在波动性，2022—2024 财年，持续产生公允价值变动亏损，对年内溢利及总权益带来不同程度的影响。

图表 11 • 公司盈利能力情况（单位：亿港元）

项目	2022 财年	2023 财年（经重列）	2024 财年
收入	311.39	271.21	264.22
期间费用	39.69	21.71	23.39
应占联营及合营公司业绩	0.86	9.31	8.57
重新计量、减值及拨备，净额	-18.17	-4.91	-0.52
按公允价值计入损益的金融资产的公允价值亏损净额**	-13.28	-23.82	-15.86
除所得税前溢利*	24.58	28.47	33.21
应占一间合营企业所持有的物流物业重列往投资物业时所产生的除税后重估收益（计入其他全面收益）	63.12	--	--
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及其他变动净额	-70.41	-2.23	-0.28
总资本收益率	3.68%	3.69%	5.10%
净资产收益率	4.05%	3.74%	6.04%

注：1.上述标*指标均指来自持续经营业务的部分；2.对于上表中的按公允价值计入损益的金融资产的公允价值亏损净额**：2022财年，该科目中包括来自保险业务所持有并应用重叠法的指定金融资产所产生的公允价值亏损净额18.459亿港元，该部分已从综合收益表重新分类为其他全面收益；2023财年（经重列）和2024财年，在采纳香港财务报告准则第17号后，保险业务中对支持保险合约的相应资产所赚取的投资收入，包括计入“其他收入及收益，净额”内按公允价值计入损益计量的资产所产生的收益或亏损，在“保险财务收入与开支”（收入及分部资料）具有抵销影响

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

非经常性损益方面，2022—2024 财年，公司占联营及合营公司业绩有所波动，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；自联营及合营公司收取的股息分别为 21.19 亿港元、11.22 亿港元和 12.36 亿港元，为公司提供了良好的现金流和投资回报。2022—2024 财年，公司减值准备及拨备的计提逐年收缩。此外，2022 财年，公司除税后物业重估收益（计入其他全面收益）63.12 亿港元（2023 财年和 2024 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。

¹⁴ 期间费用=销售及推广费用+一般及行政费用+财务费用。

图表 12 • 公司减值及拨备计提情况（单位：亿港元）

科目	2022 财年	2023 财年	2024 年财年
重新计量、减值及拨备，净额	-18.17	-4.91	-0.52
主要构成	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	主要为若干投资相关的减值亏损，包括分占一间合营企业（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 1.00 亿港元；与联营公司相关的减值亏损（已扣除拨回）净额 1.19 亿港元；分占一间联营公司的减值亏损 0.63 亿港元；并扣除包括在「其他收入及收益，净额」内的拨回之拨备 2.51 亿港元

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

4 现金流

2022—2024 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。

图表 13 • 公司现金流量情况（单位：亿港元）

项目	2022 财年	2023 财年（经重列）	2024 财年
经营活动现金流量净额	45.48	52.85	24.49
投资活动现金流量净额	28.17	44.41	25.17
融资活动前现金流量净额	73.65	97.26	49.65
融资活动现金流量净额	-46.51	-36.80	-92.65

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

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一定波动。2022—2024 财年，公司经营活动现金流量净额始终为正，2024 财年经营活动现金净流入同比有所下降，主要源于不同的产品组合导致来自保险合同产生的现金净额下降所致。

投资活动方面，2022—2024 财年，公司投资活动现金流量净额波动下降，其中 2023 财年投资活动现金流量净额规模较大，主要系收回向 Goshawk 垫款所致。

融资活动方面，2022—2024 财年，公司融资活动现金流持续净流出，2024 财年净流出较 2023 财年大幅增加，主要系公司赎回永续资本证券和发放特别股息所致，公司对外融资需求不显著。

5 偿债指标

公司偿债指标处于良好水平，具备直接融资渠道，间接融资渠道通畅。

图表 14 • 公司偿债指标

指标	2022 财年	2023 财年	2024 财年
EBITDA（亿港元）	48.94	54.22	62.44
全部债务/EBITDA（倍）	5.10	4.62	4.95
经营现金/全部债务（倍）	0.18	0.21	0.08
EBITDA/利息支出（倍）	6.86	6.04	5.36
经营现金/利息支出（倍）	6.37	5.89	2.10

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和提供资料整理

2022—2024 财年，公司 EBITDA 利息倍数持续下降，EBITDA 对利息覆盖程度高。2022—2024 财年，公司全部债务/EBITDA 波动下降，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，公司偿债指标处于良好水平。

担保方面，截至 2024 财年末，公司为联营公司及合营企业担保合计 48.40 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 2024 财年末，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 2024 财年末，公司共获得银行已承诺授信额度共计约 355 亿港元，其中尚未使用的已承诺额度约为 120 亿港元。

九、ESG 分析

公司注重环保、可持续发展、供应链及风险管理，不断规范和优化内部管理以及业务连续性和危机管理，2024 财年发布《ESG 报告》，并设立专门机构负责 ESG 治理，整体看，公司 ESG 表现良好，对其持续经营无负面影响。

公司董事会下设环境、社会及管治委员会和审核委员会。其中，环境、社会及管治委员会负责评估及检讨公司的可持续发展框架，包括管理重要 ESG 议题以及监督可持续发展策略“突破 2050”¹⁵的进展，该委员会由独立非执行董事王桂壘先生担任主席，由执行董事及大多数独立非执行董事组成；审核委员会则协助董事会，确保公司风险管理及内部监控系统的成效，包括在企业风险管理程序的框架内识别、评估及管理 ESG 风险。2024 财年，公司发布《环境、社会及管治报告》，并通过年报发布《风险管理报告》。2024 财年，公司获恒生可持续发展企业指数系列评为“AA+”级别，并于 MSCI¹⁶的 ESG 评级中获评为“A”级别。

2023 财年，公司启动确定净零过度¹⁷的业务优先事项，按照 SBTi 净零排放标准，分阶段实现各业务单位的净零排放目标，2024 财年，公司范围一和范围二温室气体排放量¹⁸较 2023 财年减少 9%，公司已制订目标于 2030 年通过可持续发展挂钩或绿色融资拨付债务融资将达 50%。2024 财年末，公司 32% 的债券和贷款融资来自可持续发展挂钩或绿色融资，公司 2024 年 3 月发行 2024 年度第一期绿色中期票据（人民币计价），募集资金将用于位于成都及武汉的五个物流项目，该五个物流项目均获得联合赤道环境评价股份有限公司的 G1 绿色等级；此外，公司与周大福人寿于 2023 财政年度分别制定了《ESG 尽职审查指引》及《负责任投资标准》，在投资规划阶段，公司要求每项潜在投资均须经过 ESG 投资尽职审查流程。

公司通过执行企业风险管理程序以确保合规性，同时制定清晰的举报系统及程序，2024 财年末，公司不存在已裁定的贪污诉讼案件；由外部网络安全专业人士牵头定期进行资讯科技审计及内部合规评估（评估范围涵盖公司及所有附属业务单位），设立一整套资料私隐及资讯安全相关政策与程序，其中包括《资料私隐管理计划》，提高个人资料的完整性与机密性；此外，制定由预防措施、紧急应变/事故管理计划、业务持续/灾难恢复计划等构成的危机管理与沟通计划体系；同时，制定《供应链管理指南》《可持续采购指引》等以进行采购风险管理。

十、评级结论

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。

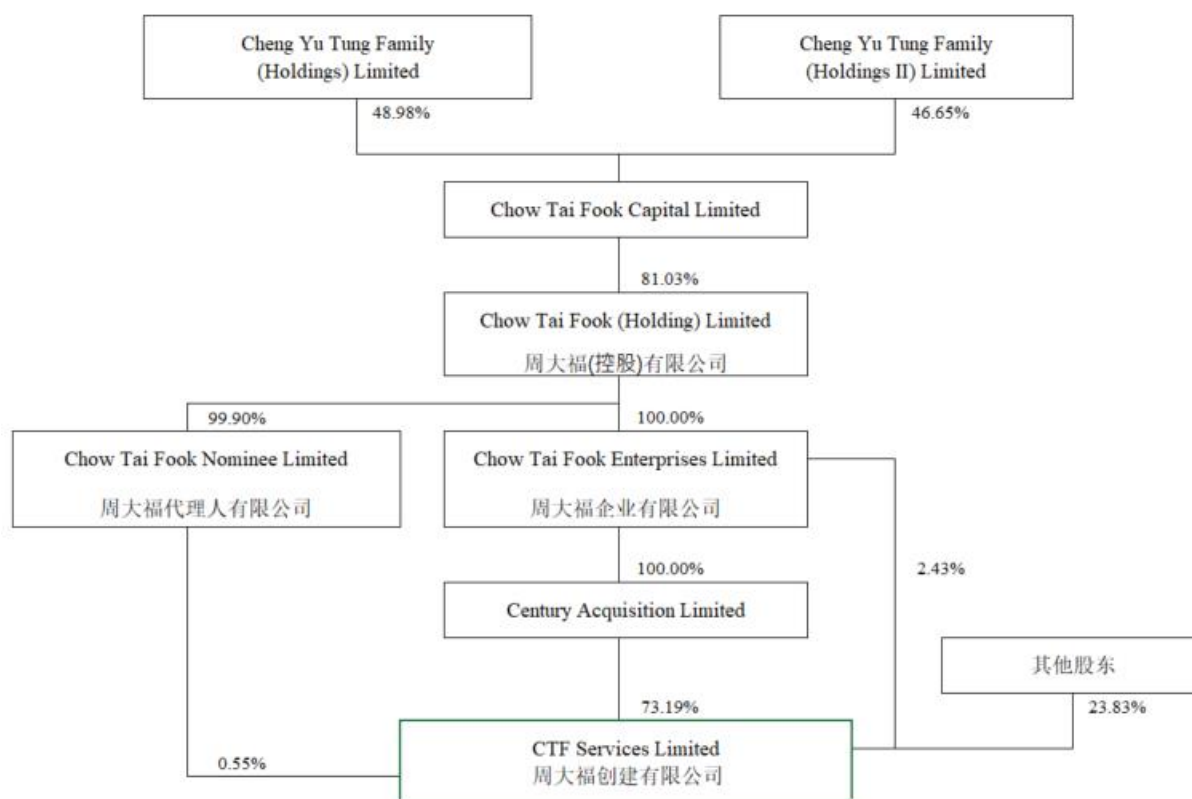
¹⁵ 包括商业道德与反贪污、可持续融资及投资、气候变化、吸纳及保留人才、社区投资等企业目标。

¹⁶ MSCI ESG Research LLC 或其关联公司。

¹⁷ 气候目标：在 2035 年前将温室气体排放量较 2023 年的水平降低 50%，在 2050 年前达到全球净零排放，或对准 1.5°C 目标路径达到行业水平。

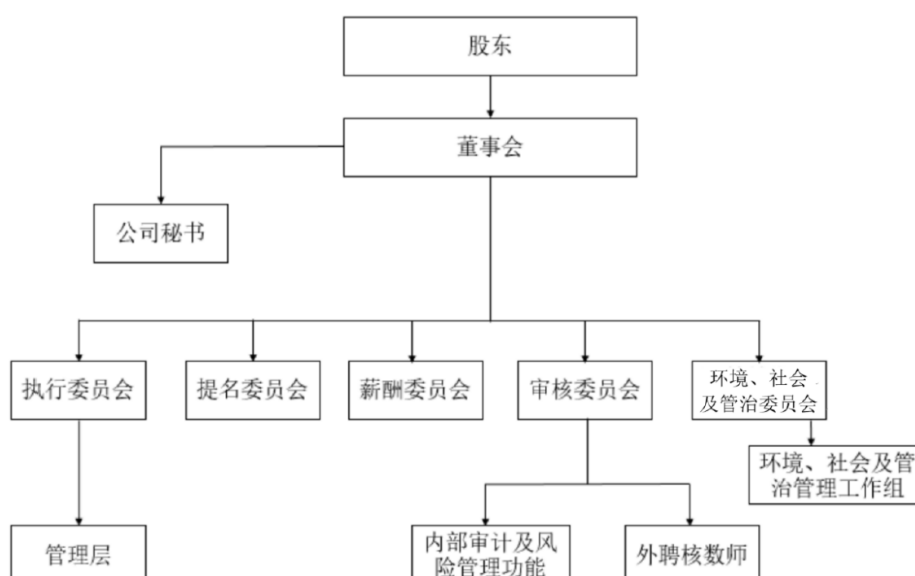
¹⁸ 范围一温室气体排放量包括在范围内的业务部门的燃料燃烧所产生的直接排放量；范围二温室气体排放量包括在范围内的业务部门因外购电力和煤气而产生的间接排放量；根据温室气体议定书范围二指引要求，排放量是以市场基准的方法计算的。

附件 1-1 公司股权结构图（于 2024 年 12 月 31 日）



资料来源：公司提供

附件 1-2 公司组织架构图（2024 财年末）



资料来源：公司提供

附件 2 主要财务数据及指标（公司合并口径）

项 目	2022 财年	2023 财年	2024 财年
财务数据			
现金及银行结存（亿港元）	134.53	192.56	147.88
总资产（亿港元）	1487.71	1545.05	1550.84
股本（亿港元）	39.11	39.11	39.98
非控股权益（亿港元）	0.50	0.51	0.19
总权益（亿港元）	538.87	557.43	433.52
全部债务（亿港元）	249.69	250.23	309.04
收入（亿港元）	311.39	271.21	264.22
除税前溢利（亿港元）*	24.58	28.47	33.21
EBITDA（亿港元）	48.94	54.22	62.44
经营活动现金流量净额（亿港元）	45.48	52.85	24.49
投资活动现金流量净额（亿港元）	28.17	44.41	25.17
融资活动现金流量净额（亿港元）	-46.51	-36.80	-92.65
财务指标			
销售债权周转次数（次）	2.12	2.24	2.85
存货周转次数（次）	146.47	105.59	154.87
总资产周转次数（次）	0.21	0.18	0.17
总资本收益率（%）	3.68	3.69	5.10
净资产收益率（%）	4.05	3.74	6.04
全部债务资本化比率（%）	31.66	30.98	41.62
资产负债率（%）	63.78	63.92	72.05
EBITDA 利息倍数（倍）	6.86	6.04	5.36
全部债务/EBITDA（倍）	5.10	4.62	4.95

注：1. 公司综合财务报表按照《香港财务报告准则》编制；2. 2022—2024 财年的起止日期分别为 2021 年 7 月 1 日至 2022 年 6 月 30 日、2022 年 7 月 1 日至 2023 年 6 月 30 日和 2023 年 7 月 1 日至 2024 年 6 月 30 日；3. 2023 财年数据采纳 2024 财年财务报告中根据香港财务报告准则第 17 号重列后的 2023 财年数据；4. 标“*”科目 2022 财年数据来自持续经营业务；5. 其他应付款中的有息债务已计入全部债务
 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	(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%
总权益年复合增长率	
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	收入/平均总资产
盈利指标	
总资本收益率	（净利润+费用化利息支出）/（总权益+长期债务+短期债务）×100%
净资产收益率	净利润/总权益×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+总权益）×100%
长期债务资本化比率	长期债务/（长期债务+总权益）×100%
担保比率	担保余额/总权益×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

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，联合资信将在周大福创建有限公司（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。