



# 深圳市天健（集团）股份有限公司2021年面向合格投资者公开发行永续期公司债券（第一期）2022年跟踪评级报告

---

CSCI Pengyuan Credit Rating Report



中证鹏元资信评估股份有限公司  
CSCI Pengyuan Credit Rating Co., Ltd.

让评级彰显价值



## 信用评级报告声明

除因本次评级事项本评级机构与评级对象构成委托关系外，本评级机构及评级从业人员与评级对象不存在任何足以影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

本评级机构与评级从业人员已履行尽职调查义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正原则。本评级机构对评级报告所依据的相关资料进行了必要的核查和验证，但对其真实性、准确性和完整性不作任何明示或暗示的陈述或担保。

本评级机构依据内部信用评级标准和工作程序对评级结果作出独立判断，不受任何组织或个人的影响。

本评级报告观点仅为本评级机构对评级对象信用状况的个体意见，并非事实陈述或购买、出售、持有任何证券的建议。投资者应当审慎使用评级报告，自行对投资结果负责。

被评证券信用评级自本评级报告出具之日起至被评证券到期兑付日有效。同时，本评级机构已对受评对象的跟踪评级事项做出了明确安排，并有权在被评证券存续期间变更信用评级。本评级机构提醒报告使用者应及时登陆本公司网站关注被评证券信用评级的变化情况。

本评级报告及评级结论仅适用于本期证券，不适用于其他证券的发行。

中证鹏元资信评估股份有限公司

评级总监：

# 深圳市天健（集团）股份有限公司2021年面向合格投资者公开发行 可续期公司债券（第一期）2022年跟踪评级报告

## 评级结果

	本次评级	上次评级
主体信用等级	AA+	AA+
评级展望	稳定	稳定
21 天健 Y1	AAA	AAA

## 评级观点

- 中证鹏元维持深圳市天健（集团）股份有限公司（以下简称“天健集团”或“公司”，股票代码：000090.SZ）的主体信用等级为AA+，维持评级展望为稳定；维持“21 天健 Y1”的信用等级为AAA。
- 该评级结果是考虑到：公司系深圳市国资委旗下建工板块最核心的经营主体，承揽能力保持较强水平，施工业务在手订单充足，房地产在售及在建项目储备充足，未来收入持续性强，且深圳市特区建工集团有限公司（简称“特区建工”）提供的连带责任保证担保仍能有效提升“21 天健 Y1”的信用水平。同时也关注到，公司南宁区域房地产项目存在减值风险，面临一定的资金压力，负债规模攀升较快，债务压力仍然较大等风险因素。

## 未来展望

- 公司施工业务在手订单及房地产项目储备充足，预计公司业务持续性强，经营风险和财务风险相对可控。综合考虑，中证鹏元给予公司稳定的信用评级展望。

## 评级日期

2022 年 6 月 14 日

## 联系方式

项目负责人：蒋申  
 jiangsh@cspengyuan.com

项目组成员：张涛  
 zhangt@cspengyuan.com

联系电话：0755-82872897

## 公司主要财务数据及指标（单位：亿元）

项目	2022.03	2021	2020	2019
总资产	636.87	598.24	489.99	403.13
归母所有者权益	134.98	127.05	109.56	95.91
总债务	271.17	207.96	195.94	117.67
营业收入	38.61	232.69	171.25	146.65
EBITDA 利息保障倍数	--	5.05	4.15	3.53
净利润	9.06	19.52	14.89	12.34
经营活动现金流净额	-24.67	10.72	-1.58	2.92
销售毛利率	44.88%	19.74%	23.82%	23.39%
EBITDA 利润率	--	15.69%	15.37%	14.47%
总资产回报率	--	5.72%	5.43%	5.52%
资产负债率	78.39%	78.56%	77.47%	76.04%
净债务/EBITDA	--	3.69	4.39	3.38
总债务/总资本	66.34%	68.35%	69.64%	59.94%
FFO/净债务	--	-17.70%	7.08%	4.38%
速动比率	0.71	0.61	0.58	0.35
现金短期债务比	1.01	1.00	0.96	1.13

资料来源：公司 2019-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年 1-3 月财务报表

## 优势

- **公司系深圳市国资委旗下建工板块主要经营主体，施工资质全面且等级高，承揽能力保持较强水平。**公司系深圳市国资委旗下建工板块主要经营主体，2021 年新增市政公用工程施工总承包壹级、建筑工程施工总承包壹级资质等重要施工资质，截至年末，公司拥有 1 个特级资质和 16 个壹级资质；2021 年公司获得国优 1 项、省优 12 项，年末在册一级建造师 575 人；高等级且较为全面的施工资质、较强的技术实力使得公司项目承揽能力保持较强水平。
- **公司新签订单金额快速增长，施工业务在手订单充足，未来施工收入持续性强。**2021 年工程施工业务新签合同金额同比增长率达 96.70%；截至 2022 年 3 月末公司在建施工项目金额达 461.43 亿元，同比增长 42.31%，在手订单充足。
- **房地产业务在售在建项目储备充足，未来收入有保障。**截至 2022 年 3 月末公司主要在售房地产项目尚未销售面积为 84.19 万平方米，主要在建项目规划计容面积 69.03 万平方米，项目储备充足，其中深圳、惠州等地项目去化较好，盈利能力较强。
- **特区建工提供的连带责任保证担保仍能有效提升“21 天健 Y1”的信用水平。**经中证鹏元综合评定，特区建工主体信用等级为 AAA，其为本期债券提供的连带责任保证担保仍能有效提升“21 天健 Y1”的信用水平。

## 关注

- **公司南宁区域房地产项目存在减值风险。**公司于 2021 年计提南宁区域部分地产项目减值损失 3.01 亿元。截至 2021 年末，公司开发产品中南宁区域房产项目共 42.67 亿元，主要包括南宁天健城二期项目、南宁天健和府，上述两个项目毛利率较低，若南宁市房地产景气度持续下行，公司南宁区域房产项目仍将面临减值风险。
- **公司面临一定的资金压力。**公司工程项目结算进度受疫情、减税降费等影响，加大垫资压力，且在建房地产项目较多，截至 2022 年 3 月末尚需投资 44.75 亿元，此外宝安区新安街道宝城 43 区碧海花园棚户区改造项目尚需投资 22.10 亿元，公司后续投入规模较大。
- **公司负债规模攀升较快，债务压力仍较大。**出于业务发展需要，公司总债务规模攀升较快。截至 2022 年 3 月末，公司总债务规模为 271.17 亿元，同比增长 41.90%，负债率持续处于较高水平，债务压力仍较大。

## 本次评级适用评级方法和模型

评级方法/模型名称	版本号
建筑施工企业评级方法和模型	cspy_ffmx_2021V1.0
外部特殊支持评价方法	cspy_ff_2019V1.0

注：上述评级方法和模型已披露于中证鹏元官方网站

## 本次评级模型打分表及结果

评分要素	评分指标	指标评分	评分要素	评分指标	指标评分
业务状况	行业风险	3	财务状况	杠杆状况	中等
	经营状况	非常强		净债务/EBITDA	5
	经营规模	6		EBITDA 利息保障倍数	6
	产品、服务和技术	6		总债务/总资本	3
	品牌形象和市场份额	4		FFO/净债务	1
	经营效率	5		杠杆状况调整分	-1



业务多样性	5	盈利状况	非常强
		盈利趋势与波动性	优秀
		盈利水平	5
业务状况评估结果	非常强	财务状况评估结果	较小
指示性信用评分			aa
调整因素	无	调整幅度	0
独立信用状况			aa
外部特殊支持调整			1
公司主体信用等级			AA+

### 历史评级关键信息

主体评级	债项评级	评级日期	项目组成员	适用评级方法和模型	评级报告
AA+/稳定	AAA	2021-11-29	蒋申、张涛	<a href="#">建筑施工企业评级方法和模型 (cspy_ffmx_2021V1.0)</a> 、 <a href="#">外部特殊支持评价方法 (cspy_ff_2019V1.0)</a>	<a href="#">阅读全文</a>
AA+/稳定	AAA	2018-9-3	王哲、刘伟强	<a href="#">建筑施工企业主体长期信用评级方法 (py_ff_2017V1.0)</a>	<a href="#">阅读全文</a>

### 本次跟踪债券概况

债券简称	发行规模 (亿元)	债券余额 (亿元)	上次评级日期	债券到期日期
21 天健 Y1	25.00	25.00	2021-11-29	2024-12-10

## 一、跟踪评级原因

根据监管部门规定及中证鹏元对本次跟踪债券的跟踪评级安排，进行本次定期跟踪评级。

## 二、债券募集资金使用情况

公司于2021年12月面向合格投资者公开发行25.00亿元永续期公司债券“21天健Y1”，募集资金扣除发行费用后拟优先偿还到期债券本息，剩余资金全部用于偿还公司有息债务。截至2021年12月31日，“21天健Y1”募集资金专项账户余额为0.00元。

## 三、发行主体概况

截至2022年3月末，公司总股本为186,854.54万股，跟踪期内无变动，公司控股股东仍为特区建工，实际控制人仍为深圳市人民政府国有资产监督管理委员会（以下简称“深圳市国资委”）。截至2022年3月末公司前十大股东如表1所示。

**表1 截至2022年3月末公司前十大股东明细（单位：股）**

股东名称	股东性质	持股比例	持股数量
深圳市特区建工集团有限公司	国有法人	23.47%	438,637,781
深圳市资本运营集团有限公司	国有法人	16.10%	300,826,447
香港中央结算有限公司	境外法人	4.67%	87,290,748
深圳市高新投集团有限公司	国有法人	3.00%	55,999,790
交通银行股份有限公司—广发中证基建工程交易型开放式指数证券投资基金	其他	1.09%	20,382,400
上海闵行联合发展有限公司	国有法人	0.84%	15,691,337
冯骏驹	境内自然人	0.82%	15,270,149
中国工商银行股份有限公司—富国中证红利指数增强型证券投资基金	其他	0.73%	13,627,872
国泰君安证券资管—招商银行—国泰君安君享天健如意集合资产管理计划	其他	0.48%	9,000,000
李红交	境内自然人	0.41%	7,646,247
<b>合计</b>		<b>51.61%</b>	<b>964,372,771</b>

资料来源：公司2022年第一季度报告，中证鹏元整理

2021年4月9日，公司董事长韩德宏先生因工作调动原因申请辞去公司董事长职务，仍担任公司董事职务；同日，公司董事会选举宋扬先生担任公司董事长，并于4月13日完成工商变更登记手续，公司法定代表人由韩德宏变更为宋扬。此外，王超先生、孙慧荣先生分别于2021年4月8日、2021年5月20日被选举为公司董事。2021年3月30日，公司总工程师江建先生因工作调动辞去总工程师职务，2021年6月24日，公司聘任刘铁军先生为总工程师。

公司系深圳市国资委旗下建工板块核心经营主体，业务领域仍为建筑施工业务、房地产开发及城市综合服务，以建筑施工业务、房地产开发业务为主，业务区域涉及广东省、湖南省、上海市等多个省市自治区。2021年，公司合并范围新增11家子公司，注销1家子公司、转让1家子公司。

**表2 2021年公司合并报表范围变化情况（单位：亿元）**

**1、跟踪期内新纳入公司合并范围的子公司情况**

子公司名称	持股比例	出资额	合并方式
深圳市光明建工集团有限公司	51%	0.20	设立
深圳市特区铁工建设集团有限公司	51%	未出资	设立
深圳市光明天健文体发展有限公司	74%	未出资	设立
深圳市天健利华资产运营有限公司	51%	0.01	设立
东莞市天健置地有限公司	100%	0.01	设立
深圳市前海天健置地发展有限公司	100%	0.50	设立
长沙市天健置业有限公司	100%	0.50	设立
深圳星际产业建设有限公司	100%	0.22	收购
广东渝大建筑工程有限公司	100%	0.30	收购
深圳慧通建设工程有限公司	100%	0.19	收购
深圳市深汕建工集团有限公司	100%	0.30	收购

**2、跟踪期内不再纳入公司合并范围的子公司情况**

子公司名称	持股比例	注册资本	不再纳入的原因
深圳苏商建设工程有限公司	100%	1.01	注销
海南天健威斯特酒店有限公司	100%	0.12	转让

资料来源：公司 2021 年年度报告

## 四、运营环境

### 宏观经济和政策环境

**2021年我国经济呈现稳健复苏态势，2022年稳增长仍是经济工作核心，“宽财政+稳货币”政策延续，预计全年基建投资增速有所回升**

2021年，随着新冠疫苗接种的持续推进以及货币宽松政策的实施，全球经济持续复苏，世界主要经济体呈现经济增速提高、供需矛盾加剧、通胀压力加大、宽松货币政策温和收紧的格局。我国坚持以供给侧结构性改革为主线，统筹发展和安全，继续做好“六稳”、“六保”工作，加快构建双循环新发展格局，国内经济呈现稳健复苏态势。2021年，我国实现国内生产总值（GDP）114.37万亿元，同比增长8.1%，两年平均增长5.1%，国民经济持续恢复。分季度来看，一至四季度分别增长18.3%、7.9%、4.9%、4.0%，GDP增速逐季度放缓。

从经济发展的“三驾马车”来看，整体呈现外需强、内需弱的特征，出口和制造业投资托底经济。

固定资产投资方面，2021年全国固定资产投资同比增长4.9%，两年平均增长3.9%，其中制造业投资表现亮眼，基建投资和房地产投资维持低位，严重拖累投资增长。消费逐步恢复，但总体表现乏力，全年社会消费品零售总额同比增长12.5%，两年平均增长3.9%，疫情对消费抑制明显。对外贸易方面，在全球疫情反复情况下，海外市场需求强劲，我国防疫措施与产业链稳定性的优势持续凸显，出口贸易高速增长，全年进出口总额创历史新高，同比增长21.4%，其中出口增长21.2%，对经济的拉动作用较为显著。

2021年以来，央行稳健的货币政策灵活精准、合理适度，综合运用多种货币政策工具，保持流动性总量合理充裕、长中短期供求平衡。积极的财政政策精准实施，减税降费、专项债券、直达资金等形成“组合拳”，从严遏制新增隐性债务，开展全域无隐性债务试点，促进经济运行在合理区间和推动高质量发展。得益于经济恢复性增长等因素拉动，2021年全国一般公共预算收入20.25万亿元，同比增长10.7%；财政支出保持较高强度，基层“三保”等重点领域支出得到有力保障，全国一般公共预算支出24.63万亿元，同比增长0.3%。

2021年，基建投资因资金来源整体偏紧、地方项目储备少、资金落地效率低等因素持续低迷，全年基建投资同比增速降至0.4%，两年平均增速为0.3%。其中基建投资资金偏紧主要体现为公共预算投资基建领域的比例明显下降，专项债发行偏晚、偏慢且投向基建比重下滑，以及在地方政府债务风险约束下，隐性债务监管趋严、非标融资继续压降等。

2022年，我国经济发展面临需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力，疫情冲击下，外部环境更趋复杂严峻和不确定性，稳增长仍是2022年经济工作核心。宏观政策方面，预计2022年货币政策稳健偏宽松，总量上合理适度，结构性货币政策仍为主要工具，实行精准调控，不会“大水漫灌”。财政政策加大支出力度，全年财政赤字率预计在3.0%左右。1.46万亿元专项债额度已提前下达，在稳增长压力下，随着适度超前开展基础设施投资等政策发力，预计全年基建投资增速有所回升。

## 建筑施工行业

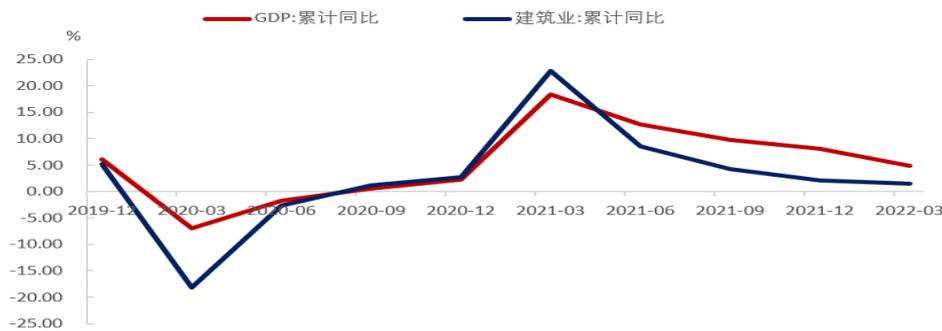
**建筑业经济稳定器作用有所减弱，但随着适度超前开展基础设施建设和稳经济一揽子政策逐步实施，预计未来建筑行业产值将有所回升**

2021年以来，虽然政府出台一系列稳增长措施，但受到专项债发行后置、地方政府投融资承压、地产行业监管政策趋严、企业资金不足等因素影响，2021年建筑业对GDP形成一定拖累；从增加值来看，全年建筑业增加值80,138.50亿元，同比增长2.1%，低于同期GDP增速6.0个百分点；从行业贡献度来看，2021年建筑业对国民生产总值的贡献度为1.85%，较上年同期下降7.48个百分点。

2021年末中央经济工作会议召开，财政部、发改委和银保监会相继表态支持超前开展基础设施投资；2022年5月25日国务院召开全国稳住经济大盘电视电话会议，会议指出确保中央经济工作会议和《政府工作报告》确定的政策举措上半年基本实施完成，为加大实施力度，国务院常务会议稳经济一揽子政

策措施 5 月底前要出台可操作的实施细则、应出尽出，将对基建投资起到一定拉动作用。但考虑疫情反复及部分大型房企流动性危机降低居民购房预期，且 2022 年仍为房企偿债高峰，部分房企削减非必要开工，未来房地产开发投资仍面临一定下行压力，将压住房建施工活动。此外，住建部 2022 年 1 月发布《“十四五”建筑业发展规划》，规划提出“十四五”时期建筑业在国民经济支柱产业地位更加稳固，全国建筑业总产值年均增长率保持在合理区间，建筑业增加值占国内生产总值的比重保持在 6% 左右。综合来看，预计 2022 年我国建筑业对经济贡献度有所回升。

**图1 2021 年建筑业对实际 GDP 增速形成一定拖累，2022 年此作用或将改善**

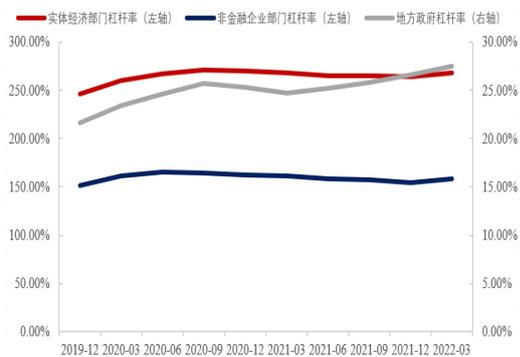


数据来源：wind，中证鹏元整理

预计 2022 年建筑业产值或将有所回升。2020 年三季度以来国内宏观杠杆水平持续回落，其中实体经济部门、非金融企业部门 2021 年末杠杆率分别较 2020 年末下滑 6.3 个百分点、7.5 个百分点；但为了对冲疫情带来的负面影响，同期政府部门杠杆率小幅提升 1.3 个百分点。

2022 年宽信用力度有望加大，中证鹏元预计针对企业部门的政策力度或将加大，实体经济融资需求低迷态势或将有所改善，宏观杠杆率将稳中略升，特别是政府部门加杠杆来推动基建投资增长，也将对建筑行业融资环境有所提振，行业中的大型央企、国企建筑企业将受益较多。此外，2021 年建筑业产值同比增速持续提升至 11.04%，新签订单累计同比增长 5.96%，整体看，建筑业订单保障能力仍处于较好水平，项目端储备较为丰富，能够为建筑企业未来一段时间内的业务发展提供一定支撑。

**图2 预计 2022 年宏观杠杆率稳中略升**



数据来源：wind，中证鹏元整理

**图3 预计 2022 年建筑业产值增速继续提升**



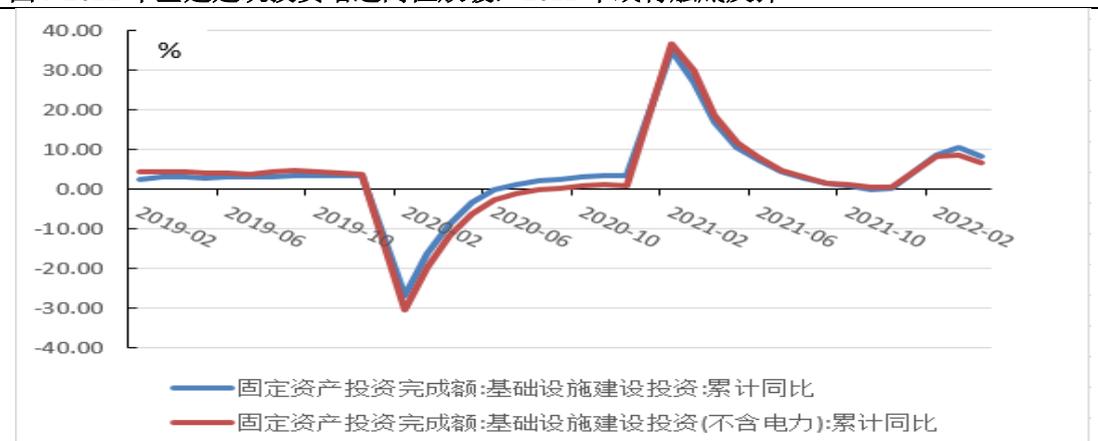
数据来源：wind，中证鹏元整理

预计 2022 年国家政策将进一步加强对新、老基建等领域的支持力度，优化投资结构，未来基建类

## 建筑投资增速或将触底反弹，驱动建筑施工行业业务增长

2022 年基建建筑投资增速或将触底反弹，推动相关建筑施工业务规模增长。2021 年全国基础设施建设投资（不含电力）累计增长 0.40%，其中 2021 年一季度因低基数影响，基建投资增长较快，累计同比增长 29.70%，随着财政支出后置和政府努力控制或有债务导致第二、三、四季度增速逐步放缓。2022 年以来，政府工作报告、中央财经会议等多次强调，适度超前开展基础设施建设。受益于专项债发行，宽松的货币政策和政府投资和公共财政支出持续扩大，基础设施建设支持力度加大，基建投资明显提速，其中一季度交通固定资产投资完成约 6,360 亿元，同比增长 9.8%；1 至 4 月份，水利项目已落实地方政府专项债 720 亿元，较去年同期增加 386 亿元，增长 115%。

图4 2021 年基建建筑投资增速高位放缓，2022 年或将触底反弹



资料来源：Wind，中证鹏元整理

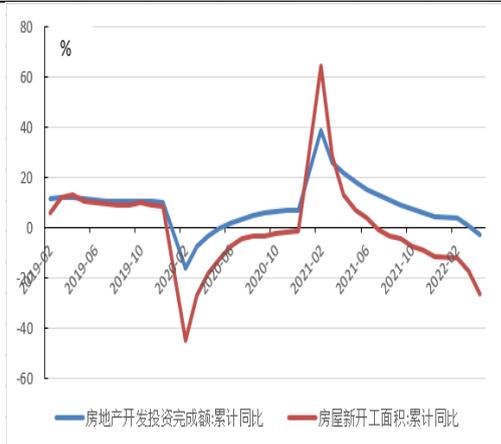
**预计2022年房地产开发投资仍面临一定下行压力，对建安工程项目形成拖累，且房企销售端疲软也将影响房建施工企业回款**

房地产开发投资主要由土地购置费和建筑安装费用构成，而土地购置费为建筑安装费用的前置。2021 年土地市场由热转冷，全年房地产开发企业土地购置面积同比下降 15.50%，2022 年首轮集中供地情况并未好转，虽然多个城市降低房企参拍门槛、优化竞拍规则以提高地块利润空间，但央企、国企及本地城投依旧是市场拿地主体，民营房企参与拿地积极性仍不高。随着销售端收紧政策显现，叠加房企暴雷及房地产税试点影响消费者购房意愿，2021 年下半年以来销售增速放缓，2022 年以来部分地区房地产调控政策有所放宽，房贷利率下行，一定程度上对销售回暖有促进作用，但考虑到政策的传导具有滞后性，短期内销售端仍将处于筑底阶段。销售端疲软背景下，房企补库意愿不强，预计土地市场总投热度将持续回落，中证鹏元预计 2022 年土地购置费增速存在持续负增长的可能，未来房地产投资同比增速仍面临一定下行压力。

在流动性压力下房企优先保障存量项目交付，预计 2022 年短期内新开工数据仍然承压。房屋新开工方面，一方面受“三条红线”等融资端收紧政策影响，部分房企削减非必要开工；另一方面，宅地“两集中”供应政策导致市场节奏变化，压制房企开工进度。自 2021 年 7 月起，房屋新开工面积累计同比增速由正转负，全年房屋新开工面积累计同比增速进一步下降至-11.40%，较 2019 年同期下降

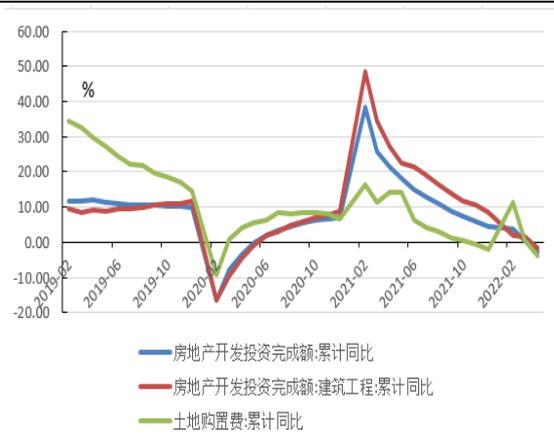
19.9%。2021年房地产开发投资同比增长4.40%，增速持续收窄，较2019年同期下降2.60%。综合上述影响，预计2022年房地产开发投资增速将持续回落，进而拖累房屋建筑市场增速，且房企销售端疲软也将影响房建施工企业回款。

图5 房地产新开工后续乏力，增速呈加速下滑态势



资料来源：Wind，中证鹏元整理

图6 房地产开发投资增速将持续回落



资料来源：Wind，中证鹏元整理

**预计2022年钢价中枢下行，人工成本小幅上行，综合影响下建筑施工企业成本将有所回落**

预计2022年钢价中枢或将小幅下行，在施工成本中占比较大的主要是钢材等，其市场价格具有较强的波动性。供给方面，双碳目标下钢铁行业供给长期受限，但双碳不可能毕其功于一役，2022年预计弹性增强，供给冲击减弱。新一轮产能置换办法收紧置换政策、能耗双控和环保限产政策也将成为行业供给新约束。需求方面，2022年上半年国内局部地区疫情反复，海外地缘冲突等影响下，我国经济发展面临下行压力，同时，房地产投资将回落，粗钢产量大幅下降导致的供应缺口，产能产量双控带来的供给收缩将导致供需双弱，但各地重大项目的集中开工带动的基建投资增长将对钢材需求形成支撑，预计2022年全年钢材需求将震荡运行。在疫情逐步控制及稳经济政策密集出台的刺激下，预计2022年下半年国内钢材价格或将企稳回升，但供需双弱叠加高于往年同期的库存发挥“蓄水池”作用，一定程度上抑制钢价短期上涨，2021年钢价高位震荡，预计2022年钢价将中枢下行。

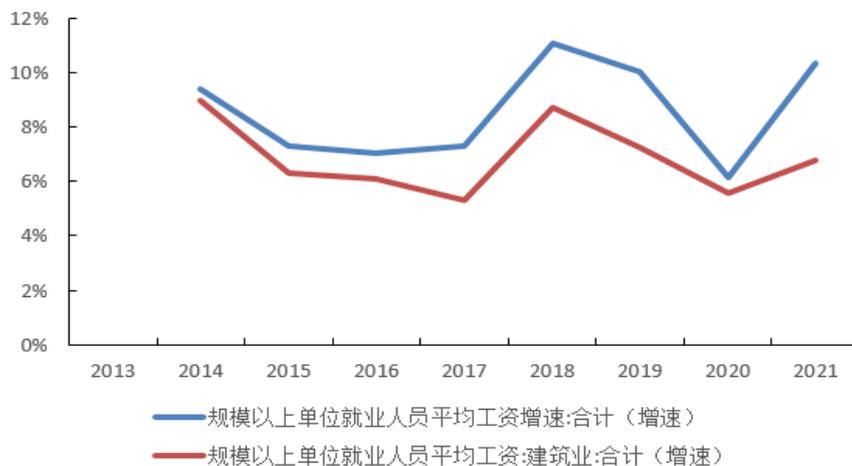
图7 预计2022年螺纹钢价格中枢下行



资料来源：Wind，中证鹏元整理

人工成本方面，2021年建筑业规模以上单位就业人员平均工资水平有所增长，增速同比有所提升，但增长水平低于规模以上单位就业人员平均工资增速水平，预计2022年建筑业人工成本小幅上行。

**图8 2021年建筑业人工成本所有增长，但增速仍低于平均水平**



资料来源：Wind，中证鹏元整理

## 房地产行业

### 中央层面“房住不炒”总基调延续，长效机制持续完善，地方层面热点城市调控政策持续加码

全国政策方面，房地产政策持续收紧，继续夯实“三线四档”，强调长效机制。2021年年初央行和自然资源部相继出台“关于建立银行业金融机构房地产贷款集中度管理制度的通知”和“22城住宅用地集中供地”政策，分别从融资端和投资端限制房地产行业扩张，与2020年8月出台的“三道红线”共同成为房地产行业的三大长效调控机制。3月，政府工作报告再次强调房住不炒，银保监会等多部门联合出台《关于防止经营用途贷款违规流入房地产领域的通知》。6月，国务院办公厅出台“关于加快发展保障性租赁住房的意见”。7月，住房和城乡建设部等8部门联合发布《关于持续整治规范房地产市场秩序的通知》，重申“房住不炒”和“三稳”目标；7月22日，电视电话会议中重申房地产调控长效机制，并提出建立有效的企业购地资金审查制度。8月9日，央行发布《2021年第二季度中国货币政策执行报告》，再次强调坚持“房住不炒”，明确提出要保持房地产金融政策的连续性。9月27日，央行货币政策委员会第三季度例会召开，会议提出“维护房地产市场的健康发展，维护住房消费者的合法权益”。9月29日，人民银行、银保监会联合召开房地产金融工作座谈会，指导主要银行准确把握和执行好房地产金融审慎管理制度，保持房地产信贷平稳有序投放，维护房地产市场平稳健康发展。10月23日，第十三届全国人民代表大会常务委员会决议授权国务院在部分地区开展房地产税改革试点工作，试点地区房地产税征税对象为居住用和非居住用等各类房地产，不包括依法拥有的农村宅基地及其上住宅房地产税。从长期来看，房地产税有助于引导住房合理消费和土地资源节约集约利用，促进房地产市场平稳健康发展。

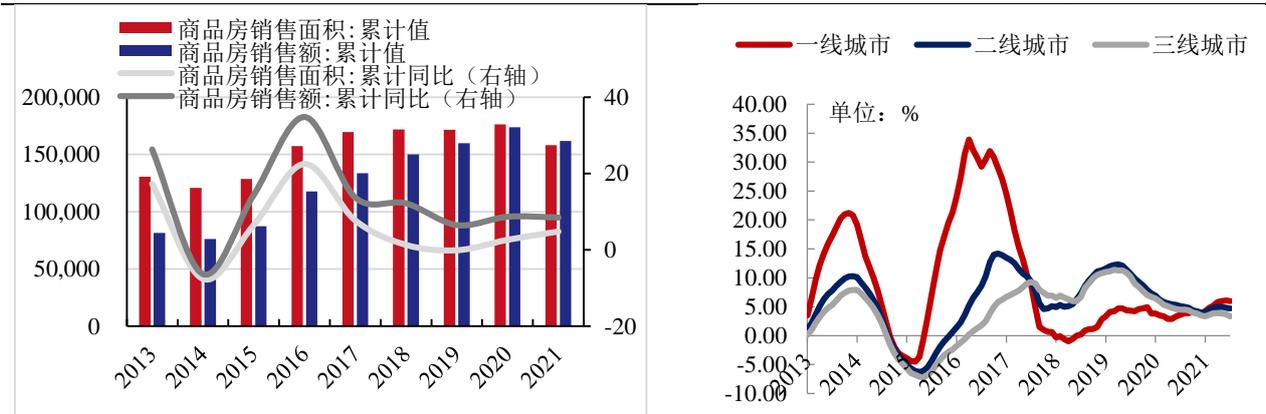
地方政策方面，部分房价涨幅较大的城市限购限贷政策再度升级。2021年以来地方调控政策不断加

码，上海、北京、广东多地监管摸底经营贷资金流向，严防违规流入房地产市场；住建部约谈广州、合肥、宁波、东莞、南通等 5 个城市政府，要求坚决遏制投机炒房；除新房限价限购外，深圳、上海等多个城市相继对二手房出台了指导价，以抑制部分城市的房价上涨压力。除销售端政策外，2021 年下半年以来北京、天津、成都、重庆等多个城市出台商品房预售资金管理办法，加强对房企端的商品房预售款项监管，以保障预售新房项目建设及交付、维护购房者合法权益。中证鹏元认为，由于供需结构失衡导致房价、地价过热的城市未来仍将出台调控政策以维持“三稳”目标。

### **销售收紧政策效果显现，房企暴雷及房地产税试点影响消费者购房意愿，2021 年房地产行业销售端受到一定抑制，不同能级城市商品房销售情况持续分化**

自 2016 年国内房地产调控以来，国内主要一、二线城市均收紧或推出了住房限购、限贷政策；2017 年政策调控继续坚持了分类调控、因城施策的原则，其中三、四线城市政策相对宽松，成为市场成交主力。2018 年中央继续强调房地产调控政策的稳定性和连续性，坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，当年房地产市场成交主力的三四线城市明显降温，全国商品房销售面积同比增幅回落至 1.3%。受 2019 年下半年房企加大推盘力度、以价换量以及棚改货币化安置效果存在时滞等因素影响，2019 年房地产市场成交主力的三四线城市呈现一定的韧性，商品房销售面积 171,557.87 万平方米，同比下滑仅 0.1 个百分点。2020 年一季度，疫情冲击下商品房销售大幅下滑，随着疫情防控工作逐步见效，购房需求回补，二季度以来房地产销售情况有所好转，叠加房企持续加大推盘力度以达成全年销售目标，2020 年全国商品房销售额同比增长 8.70%，销售面积同比增长 2.60%。2021 年以来商品房销售增速逐月回落，但上半年整体数据表现仍强。2021 年 1-6 月，全国商品房累计销售面积 88,635.35 万平方米，同比增长 27.70%；累计销售额合计 92,931.31 亿元，同比增长 38.90%，主要系居民购房需求持续释放及房企整体加大供货量所致。随着地产调控政策持续加码，自 7 月以来，商品房销售面积及销售额单月同比增速均由正转负，单月商品房销售面积及销售额同比降幅持续扩大，2021 年 1-11 月，全国商品房累计销售面积及销售额同比增速分别下滑至 4.80%、8.50%，政策加码效果逐步显现。展望后市，从供给端来看，受宅地“两集中”供应政策及资金面收紧的影响，房企拿地减少影响后续的推货量；从需求端来看，近期房企信用风险事件频发以及房产税的出台影响购房者信心及购房意愿，此外，各地调控政策收紧及银行贷款额度吃紧也将制约需求端表现，综合影响下，预计销售增速或将持续回落，行业基本面承压。

从不同类别城市表现来看，各能级城市成交变动情况分化显著。2021 年以来，高能级城市表现优于低能级城市，一线城市成交面积走高，二线城市成交面积二季度处于稳定水平，三线城市热度下降。新建商品房住宅价格方面，不同能级城市分化明显，一线城市热度不减，仍具韧性，二三线城市呈现下滑趋势。

**图9 商品房销售情况（单位：万平方米、亿元、%）**      **图10 70城住宅价格指数同比变化情况**


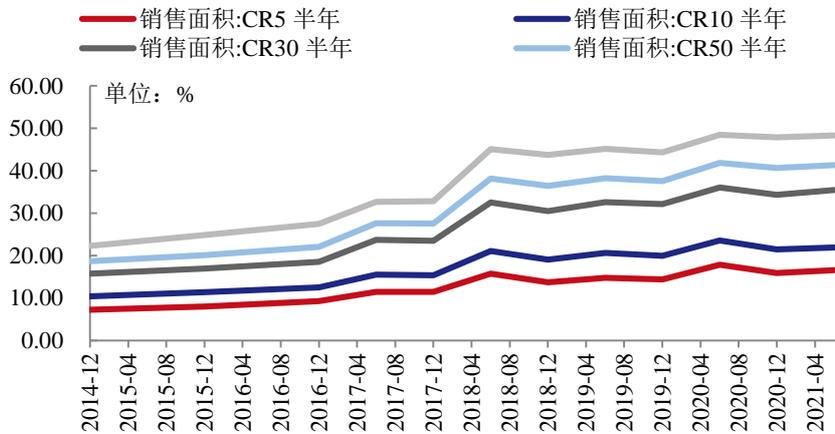
资料来源：Wind，中证鹏元整理

资料来源：Wind，中证鹏元整理

综合来看，随着销售端收紧政策显现，叠加房企暴雷及房地产税试点影响消费者购房意愿，2021年下半年以来销售增速放缓，预计短期内行业销售端仍处于筑底阶段。此外，不同能级城市房地产市场表现将持续分化，核心区域都市圈协同效应显著。短期内房地产税试点工作的推进可能对核心一、二线城市销售情况形成一定扰动，但长期来看，受益于较强的经济恢复能力和人口吸附能力，一线城市销售面积及房价均有较好支撑；二线城市成交面积和价格变动持续分化，虹吸效应城市圈层外扩，长三角、粤港澳大湾区为代表的成熟都市圈价格支撑较强；三四线城市在地产调控持续加码及中长期不可逆的人口流出的背景下，整体缺乏房价上涨动力，在房地产税全面落地后，市场需求及购买力已明显透支的三、四线城市房价将面临更大的下行压力。

### 行业内竞争格局分化，杠杆结构稳健的大中型房企资源优势更加集中，具备更强的竞争优势

截至2021年底，TOP10、TOP50、TOP100房企销售面积占比分别为21.96%、41.36%和48.30%，近年来行业集中度持续提升。房地产行业规模效应显著，强者恒强态势加剧，行业兼并整合的马太效应愈加明显。在集中供地制度下，密集的供地对房企的资金考验将会上升，因为房企需要在短时间内参与大量的土地竞拍，需要冻结更多的资金，对房企的现金流提出了更高要求。坚持高周转经营策略、杠杆结构稳健的大中型房企在销售、融资、拿地等方面竞争优势更强，资源优势更加集中，信用风险相对较低；高杠杆房企一旦融资不畅、销售去化不佳，很有可能面临流动性危机；中小民营房企不能够效仿此前的加杠杆冲规模方式，未形成规模的再难弯道超车，由于品牌影响力、融资能力有限，拿地能力较弱，若在重点城市业务持续性不足，将会导致偿付债务能力趋弱。

**图11 房地产行业集中度持续提升**


资料来源: Wind, 中证鹏元整理

## 五、经营与竞争

公司主营业务为建筑工程施工、房地产开发及城市综合服务等, 能够提供城市基础设施建设、民生工程 and 公共服务一体化系统解决方案。公司的工程施工涉及市政工程、建筑工程、轨道交通工程、道路养护等; 公司房地产开发产品类型涵盖中高端住宅、保障性住房、写字楼、酒店、城市综合体、产业园区等; 公司城市综合服务包括棚改项目管理服务、物业租赁、物业管理等。跟踪期内, 公司主营业务无变动。

2021年公司实现营业收入232.69亿元, 同比增长35.88%。其中, 随着公司加快市场拓展, 工程施工业务保持较快增长, 实现营业收入146.77亿元, 同比增长19.27%; 公司前期房地产项目陆续结转, 实现房地产收入98.39亿元, 大幅增长42.24%; 公司营业收入内部抵消主要系公司部分房地产项目由公司子公司市政总公司作为总承包所致。毛利率方面, 2021年公司销售毛利率有所下滑, 具体而言, 工程施工毛利率因子公司承建天健天骄地产项目产生的内部交易未实现利润得以结转而小幅提升, 房地产项目较上年下降11.42个百分点, 主要系项目结构变化, 2020年收入主要来自天健天骄南苑项目, 土地成本低, 故当年毛利率较高。

**表3 公司营业收入构成及毛利率情况 (单位: 亿元)**

项目	2022年1-3月		2021年		2020年	
	金额	毛利率	金额	毛利率	金额	毛利率
工程施工	17.17	7.32%	146.77	7.37%	123.06	6.09%
房地产	22.74	68.13%	98.39	35.96%	69.17	47.38%
棚改项目管理服务	0.14	17.62%	1.27	11.55%	1.21	22.64%
物业租赁	1.01	38.10%	3.99	37.32%	3.04	35.71%
其他业务	1.70	8.97%	6.99	10.62%	6.21	7.10%

内部抵销	-4.15	-	-24.71	-	-31.44	-
<b>合计</b>	<b>38.61</b>	<b>44.88%</b>	<b>232.69</b>	<b>19.74%</b>	<b>171.25</b>	<b>23.82%</b>

资料来源：公司 2021 年年度报告、公司提供，中证鹏元整理

### （一）建筑工程施工业务

公司施工资质得到进一步扩大和升级，整体承接及施工能力不断增强；新签订单金额保持增长，在手订单充足，未来收入持续性强

公司工程施工业务涉及市政工程、建筑工程、轨道交通工程、道路养护等，负责建筑工程施工业务的核心企业是深圳市市政工程总公司（以下简称“深圳市政总公司”）、深圳市粤通建设工程有限公司（以下简称“粤通公司”）等，其中深圳市政总公司是全国首批市政总承包特级资质的三家企业之一，国家级高新技术企业。公司施工资质多且等级高，2021年公司新增和升级资质21项，其中通过收购广东渝大建筑工程有限公司新增市政公用工程施工总承包壹级、建筑工程施工总承包壹级资质，收购深圳市深汕建工集团有限公司新增市政公用工程施工总承包壹级资质；截至2021年末，公司拥有1个特级资质，为市政公用工程施工总承包特级资质；拥有16个壹级资质<sup>3</sup>，其中总承包壹级资质4个，为建筑工程施工总承包壹级、公路工程施工总承包壹级、机电工程施工总承包壹级和市政公用工程施工总承包壹级，专业承包壹级资质12个。此外，2021年公司获得国优1项、省优12项，其中深圳市城市轨道交通9号线项目获得“2020-2021年度第一批国家优质工程奖”。团队建设方面，2021年，公司新增一级建造师162人，年末在册一级建造师575人。公司施工资质得到进一步扩大和升级，整体施工资质较为全面且等级高，整体承接及施工能力较不断增强。

**表4 截至 2021 年末公司主要资质情况**

施工总承包资质	专业承包资质
市政公用工程施工总承包特级	公路路面工程专业承包一级
公路工程施工总承包一级	公路路基工程专业承包一级
建筑工程施工总承包一级	桥梁工程专业承包一级
市政公用工程施工总承包一级	隧道工程专业承包一级
机电工程施工总承包一级	环保工程专业承包一级
	建筑机电安装工程专业承包一级
	防水防腐保温工程专业承包一级
	建筑装修装饰工程专业承包一级
	城市及道路照明工程专业承包一级
	地基基础工程专业承包一级
	建筑装饰装修工程专业承包一级
	古建筑工程专业承包一级

注：各项资质仅列示最高等级资质。

资料来源：公司2021年年度报告，中证鹏元整理

<sup>3</sup> 同种资质以最高等级统计。

公司工程施工业务主要产品分为市政工程、轨道交通工程、治水提质工程等基础设施工程和房地产施工建设工程。其中，基础设施建设工程业务，业务区域主要集中在广东地区，并主要通过公开招投标获取工程项目；房地产施工建设工程主要由天健集团房地产开发业务投资带动，根据房地产业务规划，主要集中在深圳、广州、上海、南宁、长沙等城市。天健集团工程施工业务模式有施工/施工总承包、工程总承包（EPC）、代建制三种，其中以施工/施工总承包、工程总承包为主要模式。

公司工程施工业务深耕深圳市场，同时，近年来积极参与深圳市水环境治理、碧道项目，2021年成功中标长岭陂水库水质提升保障工程-勘察、设计、采购、施工总承包（EPC）、龙岗区龙岗河流域、观澜河流域、深圳河流域水务工程施工2标等项目。2021年工程施工业务新签合同金额达228.93亿元（合并抵消前），同比增长率达96.70%，增速较上年显著提升，公司业务拓展效果较为显著，单个新签合同平均金额有所增长，并开始进入城际铁路建设、工业园区转供电领域；此外，2020年深圳市政总公司部分月份被处以“红色警示”无法承接业务导致2020年增速较慢。新签合同模式仍然以施工承包为主，项目代建管理业务、道路日常养护项目依托于与政府部门的紧密联系，稳步增长。2022年1季度，公司新签合同金额为37.91亿元，同比增长23.74%。

**表5 2020-2022年一季度工程施工业务新签合同情况（合并抵消前）（单位：个、亿元）**

业务模式	2022年1-3月		2021年		2020年	
	个数	金额	个数	金额	个数	金额
施工承包	21	29.38	121	190.41	48	71.77
工程总承包	2	1.21	13	28.55	18	38.36
项目代建管理	0	0	9	0.83	6	0.19
道路日常养护	17	7.31	37	9.14	23	6.06
<b>合计</b>	<b>40</b>	<b>37.91</b>	<b>180</b>	<b>228.93</b>	<b>95</b>	<b>116.39</b>

资料来源：公司季度建筑业经营情况简报，中证鹏元整理

2021年公司业务拓展较快，工程施工业务订单充足，新开工项目180个，总金额为228.93亿元，大幅增长96.70%。公司当前在手PPP项目1个，系如东县“三河六岸”河道整治及景观绿化工程PPP项目，市政总公司占项目公司89.50%股权，该项目已进入财政部PPP项目库，总投资12.61亿元，合作期限18年，回报机制为可行性缺口补助，截至2021年末尚未完工部分0.93亿元。2021年末公司在施工项目219个，在施工项目合同金额448.54亿元，同比增长34.70%，在手订单规模保持增长。截至2022年3月末公司在建施工项目金额达到461.43亿元，公司在手订单充足，未来施工收入持续性强。

**表6 2020-2022年一季度公司施工项目情况（合并抵消前）（单位：个、亿元）**

项目	2022年1-3月		2021年		2020年	
	个数	金额	个数	金额	个数	金额
期初在建项目	219	448.54	184	332.99	141	304.37
期间新开工项目	40	37.91	180	228.93	95	116.39
期间竣工项目	33	25.01	145	113.38	52	87.77

期末在建项目	226	461.43	219	448.54	184	332.99
--------	-----	--------	-----	--------	-----	--------

资料来源：公司 2020-2021 年年度报告、2022 年第一季度报告，中证鹏元整理

### 工程施工业务收入保持增长，业务主要集中在广东地区，区域风险相对不高

2021年，公司工程施工收入保持较快增长，同比增速为19.27%。公司施工收入来源以广东地区为主，广东省外的施工收入（合并抵消前）主要来自公司在广东省外房地产建设项目，增长相对较慢。整体来看，除天健集团自有房地产项目外，公司工程施工业务区域集中程度较高，主要集中在广东地区，区域竞争压力较大，但考虑到广东地区，尤其是深圳市经济发展情况良好，公司主要客户为深圳市政府单位、国有企业，施工业务区域风险相对不高。

施工结算方面，公司与业主单位签订合同后，按工程节点或时间节点根据公司施工量的80%-90%支付进度款；有预付款的，在支付进度款时按比例分期扣回，在工程竣工验收合格并完成竣工结算后，业主向公司支付至95%左右的工程款项，剩下的工程款项作为工程的维修金及质保金，质量保证期通常为1-5年，质量保证期满后若无重大质量问题，业主将质保金等返还给公司。由于疫情、减税降费等影响，公司工程结算、支付进度可能滞后，加大项目建设的垫资压力。

## （二）房地产开发业务

### 公司房地产业务在部分区域具备一定的品牌知名度，跟踪期经营表现良好

公司负责房地产业务的核心企业为深圳市天健地产集团有限公司（以下简称“天健地产集团”）、深圳市天健置业有限公司（以下简称“天健置业”）、广州市天健兴业房地产开发有限公司、南宁市天健房地产开发有限公司、长沙市天健房地产开发有限公司等。天健地产集团拥有房地产开发企业壹级资质，多年以来开发和运营了较多品质较高的房地产项目，累计获得60余项市优、省优、国优和国际荣誉。

目前公司房地产业务重点布局在深圳、广州、上海、南宁、长沙、苏州、惠州等主要城市；产品类型涵盖中高端住宅、保障性住房、写字楼、酒店、城市综合体、产业园区等。公司近年来通过成功开发深圳天健天骄、深圳天健公馆、南宁天健和府等房地项目，在深圳等地具有一定知名度。2021年，公司新开工深圳前海T201-0157地块和长沙云麓府项目，继续加大对核心业务城市的投资。

2021年，公司房地产项目竣工面积小幅下降。销售方面，当前主要销售的项目包括深圳天健天骄（北庐）、深圳天健悦桂府、广州云山府、东莞天健阅江来、惠州天健书香名邸等，2021年合同销售面积、合同销售金额均取得较快增长，主要来自于深圳天健悦桂府项目。2022年1-3月，公司房地产合同销售金额为7.86亿元，一季度无新开楼盘，且受房地产景气度下行、深圳疫情影响，规模较小。

**表7 2020-2022年一季房地产开发经营情况（单位：万平方米、亿元）**

项目	2022年1-3月	2021年	2020年
竣工面积	0.00	72.38	78.68
合同销售面积	2.50	38.27	23.54

合同销售金额	7.86	158.76	71.74
--------	------	--------	-------

资料来源：公司 2020-2021 年年度报告和 2022 年一季度报告、公司提供，中证鹏元整理

房地产收入方面，2021年结转的收入来源主要为天健天骄北庐、广州云山府、天健万江花园等项目，全年实现房地产业务收入98.39亿元。毛利率方面，2021年公司房地产业务整体毛利率为35.96%，较上年有所下滑。公司在深圳地区房地产项目毛利率较高，天健天骄为公司存量土地的城市更新项目，土地成本较低；公司在南宁、东莞的房地产项目毛利率整体处于较低水平，主要受当地政府的房地产限价政策影响。2021年，公司对位于南宁市的天健·国际公馆、天健·世纪花园、天健·西班牙小镇和天健·领航大厦的库存住宅、商铺和车位资产在2021年12月31日可变现净值进行减值测试评估，上述资产账面价值为6.28亿元，经评估市场价值为3.61亿元，考虑预计销售费用及相关税费后的可变现净值为3.28亿元，减值3.01亿元（存货跌价准备2.59亿元，投资性房地产减值准备0.42亿元）。公司当前南宁区域主要项目包括南宁天健城二期项目、南宁天健和府项目，2021年毛利率分别为16.27%、13.39%，根据南宁市国民经济和社会发展统计公报，2021年南宁市住宅销售均价同比下降2.61%，住宅销售面积下滑24.3%，若当地房地产景气度持续下行，公司南宁地区房产项目仍将持续面临减值风险。

**表8 2021年和2022年一季度部分房地产项目收入及毛利率情况（单位：万元）**

区域	项目	2022年1-3月		2021年	
		收入	毛利率	收入	毛利率
深圳	天健天骄南苑	0.69	51.71%	0.34	60.54%
	天健天骄北庐	18.42	74.15%	34.91	63.31%
惠州	天健阳光花园一期	0.02	37.02%	0.19	33.46%
	天健书香名邸（二期）	0.31	18.21%	7.60	17.06%
南宁	南宁西班牙小镇	0.04	4.79%	0.39	-18.23%
	南宁天健城一期	-	-	0.35	9.30%
	南宁天健城二期	0.39	16.37%	7.28	16.27%
	南宁天健国际公馆	-	-	0.15	32.88%
	南宁天健商务大厦	-	-	0.07	11.55%
	南宁领航大厦	-	-	0.21	14.49%
	天健和府	0.32	-5.59%	4.77	13.39%
长沙	长沙天健城	0.09	86.08%	2.50	42.07%
	广州天健上城阳光花园	0.02	84.55%	0.18	52.53%
广州	广州天健汇	0.12	40.36%	0.89	11.77%
	广州云山府	1.10	5.62%	10.63	13.32%
	东玥台项目	0.25	4.27%	1.07	6.11%
上海	上海天健萃园	0.004	-29.58%	0.12	31.88%
	上海浦荟大楼	0.06	29.47%	0.21	33.33%
苏州	山棠春晓	0.68	11.54%	6.00	10.55%
东莞	天健万江花园	0.15	12.25%	14.61	14.27%

合计	22.66	-	92.47	-
----	-------	---	-------	---

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司项目储备充足，尚未销售面积规模较大，未来房地产业务收入有保障；但部分区域房地产项目存在一定销售压力，在建项目尚需投资规模较大，公司面临一定资金压力

截至2022年3月末，公司主要在售房地产项目20个，可供销售面积合计232.84万平方米，同比增长11.12%，尚未销售面积为84.19万平方米，较上年同期小幅下降8.45%。具体来看，深圳天健公馆、天健天骄南苑、天健悦桂府、广州天健汇、上海和东莞地区等处于尾盘销售阶段，深圳天健天骄（北庐）、惠州天健书香名邸、南宁天健城及天健和府、苏州清风和景雅苑尚未销售面积较大，其中深圳天健天骄（北庐）项目地价较低，盈利能力强；考虑到当前房地产市场景气度下行，南宁、苏州等地去化较慢，存在一定销售压力。

**表9 截至2022年3月末主要在售项目情况（单位：万平方米）**

城市/区域	项目名称	计容建筑面积	可售面积	累计销售面积	累计结算面积	尚未销售面积
深圳	天健公馆	4.28	2.38	2.18	2.16	0.20
	天健天骄南苑	8.06	7.21	6.78	6.76	0.43
	天健天骄北庐	12.64	9.34	5.06	4.26	4.28
	天健悦桂府	7.20	5.80	5.38	0.00	0.42
广州	天健汇	3.07	2.70	2.34	2.31	0.36
	天健云山府	5.67	4.54	2.37	2.31	2.17
	天健天玺花园	6.73	5.59	3.53	0.00	2.07
	天健东玥台	4.28	3.96	0.73	0.65	3.22
惠州	天健阳光花园一期	8.84	8.79	8.68	8.68	0.11
	天健书香名邸	23.40	22.99	12.70	10.74	10.29
东莞	天健阅江来	6.05	5.74	5.16	4.72	0.58
上海	天健萃园	6.82	6.50	6.49	6.47	0.01
	天健浦荟大楼	2.41	1.60	1.44	1.44	0.16
苏州	山棠春晓	3.16	5.30	2.61	2.07	2.70
	清枫和苑	5.61	6.19	2.21	0.00	3.97
	清风和景雅苑	6.94	7.85	0.54	0.00	7.31
长沙	天健城	36.41	33.98	28.89	21.53	5.10
南宁	天健西班牙小镇	20.66	20.61	17.31	17.28	3.31
	天健城	53.66	51.93	24.03	23.51	27.91
	天健和府	23.97	19.82	10.23	11.80	9.59
<b>合计</b>		<b>249.83</b>	<b>232.84</b>	<b>148.66</b>	<b>126.70</b>	<b>84.19</b>

注：合计数与明细项之和不一致系四舍五入所致。

资料来源：公司2022年一季度报告，中证鹏元整理

公司房地产项目储备较为充足，截至2022年3月末，公司主要在建项目8个，规划计容面积69.03万

平方米，合计总投资206.67亿元，已投资161.92亿元，尚需投资44.75亿元，面临一定后续投资支出压力。

**表10 截至2021年3月末公司主要在建项目情况（单位：万平方米、亿元）**

城市	项目名称	项目业态	规划计容建筑面积	预计总投资	累计投资	尚需投资
深圳	天健天骄二期	商业住宅	1.17	3.98	2.86	1.12
深圳	天健悦桂府	商住项目	7.20	51.11	44.38	6.73
深圳	深圳前海 T201-0157 地块	商住项目	12.63	72.13	52.69	19.44
惠州	天健书香名邸	商住项目	23.40	16.07	12.66	3.41
广州	天健天玺花园	住宅	6.73	20.11	15.62	4.50
长沙	云麓府项目	住宅	5.35	6.48	3.39	3.09
苏州	清枫和苑	住宅	5.61	15.15	13.16	1.99
苏州	清风和景雅苑	住宅	6.94	21.64	17.17	4.47
<b>合计</b>			<b>69.03</b>	<b>206.67</b>	<b>161.92</b>	<b>44.75</b>

注：东莞天健书香名邸原名为“天健阳光花园二期”；清枫和苑原名为“苏州吴江项目”。

资料来源：公司2022年一季度报告，中证鹏元整理

土地储备方面，截至2021年末，公司持有深圳西丽汽车城项目地块，公司原计划用于产业项目建设，但目前由于政府规划原因，该地块附近将建设西丽地铁枢纽站，受此影响该地块已暂停建设，未来该地块的建设情况受市政规划存在一定的不确定性。

### （三）城市综合服务业务

#### 宝安棚改项目带来一定资金压力，但项目区位较好，未来去化压力较小

2021年，公司确认棚改项目管理服务收入1.27亿元，小幅增长，2022年1-3月，公司实现棚改项目管理服务收入0.14亿元。当前公司棚改项目管理服务收入仍主要来源于深圳罗湖“二线插花地”棚户区改造服务项目（以下简称“罗湖棚改项目”）。

罗湖棚改项目系于2016年4月6日中标。根据罗湖区住建局与公司于2018年6月份签订的《深圳市罗湖“二线插花地”棚户区改造政府购买服务合同之补充协议（二）》（以下简称“补充协议（二）”）规定，由于《罗湖“二线插花地”棚户区改造专项规划》作出调整，对公司服务费及其支付进行重新约定：公司收取服务费分为征地拆迁服务费（包括谈判服务费与土地整理服务费）和工程管理服务费和回迁安置服务费。按《关于罗湖“二线插花地”棚户区改造项目总概算审核意见》的费用测算，公司服务费合计为17.18亿元（包干价）。截至2022年3月末，罗湖棚改项目已累计确认收入15.58亿元。

罗湖棚改项目涉及布心、木棉岭和玉龙三大片区，应拆迁建筑总计1,347栋。截至2021年末，公司已完成涉及8,240户当事人的安置房选房工作，计划于2022年底前完成全部回迁房按期交付任务。

除前期服务项目外，公司主要实施主体类项目为宝安区新安街道宝城43区碧海花园棚户区改造项目（以下简称“宝安棚改项目”）。2020年6月，根据深圳市宝安区住房和建设局《关于确认宝安区新安街道宝城43区碧海花园棚户区改造项目实施主体的通知》，天健集团确认为该项目实施主体。碧海花园

坐落于新安街道创业路与广深公路交汇处东南侧，1994年建成使用，占地面积约2.3万平方米，总建筑面积约3.9万平方米，共有7栋8层建筑，492套房屋。根据《碧海花园棚户区改造项目可行性研究报告》，预计该项目开发建设总投资为23.52亿元，公司将面临一定资金压力。宝安棚改项目未来通过物业销售获得收入，项目用地面积为1.84万平方米，容积率6；棚改完成后，总建筑面积15.14万平方米，其中计入容积率建筑面积11.03万平方米，其中住宅9.02万平方米（含可售人才房4.91万平方米），商业1.40万平方米（含可售商业0.44万平方米），配套0.61万平方米；考虑到项目位于深圳市宝安区，未来去化压力较小。该项目于2020年10月开工，截至2022年3月末，已完成房屋拆除，累计投资额1.42亿元。

### 公司自有物业出租率高，质量良好，对公司利润水平形成一定补充

公司的商业运营服务主要为自有商业物业的经营租赁，主要包括住宅租赁、写字楼及商业物业租赁和工业厂房租赁。公司自有物业主要有景田综合市场、天健创业大厦、天健商务大厦等，均采用成本模式进行后续计量，由于取得时间较早、成本较低，目前市场价值高于账面价值。截至2022年3月末，公司位于深圳地区的主要物业可租面积达24.68万平方米。

出租率方面，公司物业较为优质，大部分物业出租率均处于较高水平。公司的住宅、商业及写字楼物业，2021、2022年一季度出租率大部分在90%以上，其中，2021年，沙头角综合楼因改造后重新招租、清水河仓库项目因周边地铁施工围挡，道路不畅通，原租户退租后无新意向租户，导致平均出租率偏低，2022年一季度沙头角综合楼、清水河仓库出租率已有所恢复。2021年公司物业租赁业务实现营业收入3.99亿元，较为稳定。公司物业租赁收入虽然规模相对较小，但毛利率水平较高，对公司利润水平有一定补充。

**表11 截至 2022 年 3 月末公司深圳地区物业出租情况（单位：万平方米）**

项目名称	所在位置	项目业态	可出租面积	2022 年一季度 平均出租率	2021 年平均 出租率
天健创智中心	深圳市南山区	写字楼与商业	7.04	94%	97%
景田综合大楼	深圳市福田区	住宅及配套	0.61	97%	96%
景田综合市场	深圳市福田区	住宅及配套	1.96	98%	98%
香蜜新村	深圳市福田区	住宅	0.23	95%	100%
天健创业大厦	深圳市福田区	写字楼及配套	2.88	98%	99%
天健商务大厦	深圳市福田区	写字楼及配套	2.34	98%	92%
市政大厦	深圳市福田区	写字楼及配套	0.98	98%	100%
天然居商业中心	深圳市福田区	商业	0.77	97%	99%
清水河干货仓	深圳市罗湖区	工业厂房及配套	1.03	98%	45%
坑梓工业厂房	深圳市坪山区	工业厂房及配套	1.29	98%	100%
沙头角综合楼	深圳市盐田区	写字楼及配套	0.33	98%	67%
粤通工业区	深圳市龙华区	工业厂房及配套	1.67	87%	82%
华富工业园	深圳市龙华区	工业厂房及配套	2.89	98%	97%

石岩厂房	深圳市宝安区	工业厂房及配套	0.67	98%	100%
<b>合计</b>	-	-	<b>24.68</b>	-	-

资料来源：公司 2021 年年度报告和 2022 年一季度报告，中证鹏元整理

## 六、财务分析

### 财务分析基础说明

以下分析基于公司提供的经天健会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2020-2021 年审计报告和未经审计的 2022 年第一季度财务报表，报告均采用新会计准则编制。2021 年，公司合并范围新增 11 家子公司，注销 1 家子公司、转让 1 家子公司，详见表 2。

### 资产结构与质量

**随着业务增长以及融资规模增加，公司资产规模增长较快，资产质量良好**

随着业务增长以及融资规模增加，公司资产规模快速增长，截至 2022 年 3 月末，公司资产规模为 636.87 亿元。公司资产主要由货币资金、房地产项目和建筑施工业务成本、自持物业等构成。

截至 2021 年末，公司货币资金为 84.12 亿元，其中 6.01 亿元作为预售房保证金、被质押定期存单、其他保证金使用受限。同期末，公司应收账款账面价值为 33.68 亿元，主要为应收工程款项，随着公司业务规模的增加及行业结算特点影响，公司应收账款规模增长较快。从账龄来看，账龄 1 年以内的应收账款占比 52.00%，账龄 1-2 年的应收账款占比 15.23%，整体账龄不长。从应收对象来看，2021 年末，公司对前五大应收对象应收账款占比 32.26%，比例不高，且主要为深圳市政府机构或国有企业，回收比较有保障。公司存货主要为房地产项目开发成本和开发产品，2021 年存货账面余额为 288.03 亿元；其中，开发成本共 174.87 亿元，主要包括前海 T201-0157 地块项目、深圳天健悦桂府、西丽汽车城地块等；开发产品共 111.98 亿元，主要包括南宁区域房产项目 42.67 亿元，广州区域房产项目 23.28 亿元，深圳区域房产项目 19.77 亿元。截至 2021 年末，存货累计跌价准备为 2.98 亿元，若当地房地产景气度持续下行，公司南宁地区房产项目仍将面临减值风险。2022 年 3 月，公司存货小幅增长至 287.73 亿元，其中 24.61 亿元因借款抵押受限；公司合同资产均为已完工未结算形成的资产。公司其他流动资产主要为各种税费，2021 年因公司上缴增值税、土增税较多，大幅增长。

公司其他权益投资主要包括对深圳莱宝高科技股份有限公司（002106.SZ）、上海临港控股股份有限公司（600848.SH）、喀什深圳城有限公司的股权投资，以公允价值计量，2022 年一季度因股价下跌其公允价值下降至 8.85 亿元。公司持有的投资性房地产质量较好，主要位于深圳市，出租率较高，且均采用成本模式进行后续计量，考虑到取得时间较早、成本较低，目前市场价值高于账面价值。2021 年因天健创智天地完工结转，公司投资性房地产增至 30.57 亿元；截至 2021 年末，除深圳车库产权证外，公司仍有价值 1.01 亿元投资性房地产未办妥权证；2022 年 3 月末公司投资性房地产为 30.89 亿元，其中因借款

抵押受限7.64亿元。2021年，公司无形资产保持大幅增长，主要系江苏省如东县“三河六岸”河道整治及景观绿化工程PPP项目持续投入所致。

截至2022年3月末，公司受限资产合计44.89亿元，整体来看，公司资产规模增长较快，资产质量好。

**表12 公司主要资产构成情况（单位：亿元）**

项目	2022年3月		2021年		2020年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	117.71	18.48%	84.12	14.06%	86.30	17.61%
应收账款	31.42	4.93%	33.68	5.63%	27.05	5.52%
存货	287.73	45.18%	285.05	47.65%	264.94	54.07%
合同资产	87.72	13.77%	82.49	13.79%	42.44	8.66%
其他流动资产	14.84	2.33%	16.72	2.79%	3.93	0.80%
<b>流动资产合计</b>	<b>553.70</b>	<b>86.94%</b>	<b>510.23</b>	<b>85.29%</b>	<b>433.60</b>	<b>88.49%</b>
其他权益工具投资	8.85	1.39%	10.40	1.74%	10.86	2.22%
投资性房地产	30.89	4.85%	30.57	5.11%	24.31	4.96%
无形资产	11.71	1.84%	11.07	1.85%	5.86	1.20%
<b>非流动资产合计</b>	<b>83.17</b>	<b>13.06%</b>	<b>88.01</b>	<b>14.71%</b>	<b>56.39</b>	<b>11.51%</b>
<b>资产总计</b>	<b>636.87</b>	<b>100.00%</b>	<b>598.24</b>	<b>100.00%</b>	<b>489.99</b>	<b>100.00%</b>

资料来源：公司2020-2021年审计报告及未经审计的2022年1-3月财务报表

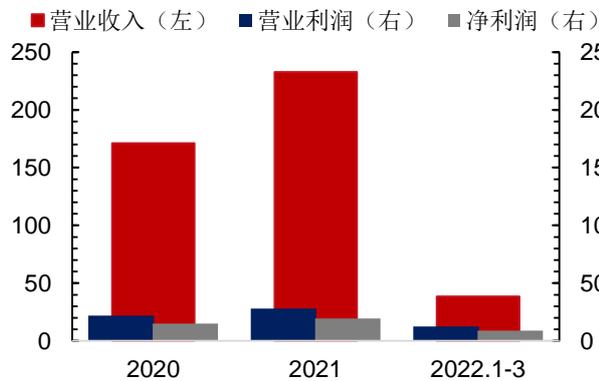
## 盈利能力

### 公司营业收入持续增长，盈利能力较强且稳定

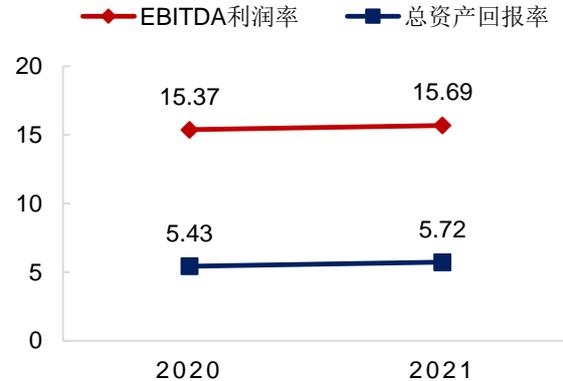
公司营业收入主要来源于工程施工和房地产开发业务。2021年工程施工保持较快增长，房地产业务收入主要来源于天健天骄北庐、广州云山府、南宁天健和府等项目，2021年房地产业务收入大幅增长42.24%，整体来看，公司营业收入保持增长。考虑到公司工程施工业务在手合同金额较大、房地产项目储备充足，预计公司营业收入持续性较好。

从毛利率来看，公司2021年综合毛利率较上年有所下滑。公司利润主要来源于房地产业务，特别是天健天骄北庐、天健天骄南苑等深圳地区楼盘，因拿地成本较低，毛利率高于行业平均水平。截至2021年末，公司天健天骄（北庐）尚未销售面积4.40万平方米，尚有21.33亿元销售金额未结转，对公司未来利润形成一定支撑。2021年，公司工程施工毛利率水平小幅提升。

公司EBITDA利润率、总资产回报率均较为稳定，显示公司获取现金利润能力、运营效益比较稳定。

**图12 公司收入及利润情况（单位：亿元）**


资料来源：公司2020-2021年审计报告及未经审计的2022年1-3月财务报表

**图13 公司盈利能力指标情况（单位：%）**


资料来源：公司2020-2021年审计报告

## 现金流

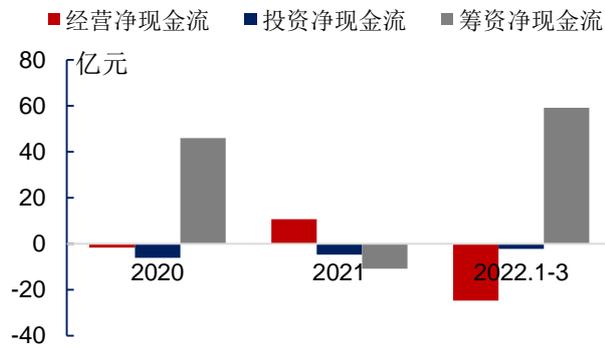
**受益于房产项目销售回款，2021年公司经营活动现金流呈净流入，对外融资规模持续增长，未来面临一定资金压力**

2021年，尽管公司竞得T201-0157地块、建筑施工业务规模扩张、支付房地产项目税费增加导致经营现金流出有所增长，但公司得益于深圳天健悦桂府等项目销售，取得预售款规模较大，全年经营活动现金流净流入10.72亿元。2022年第一季度，公司无新开楼盘，且受房地产调整政策和疫情影响，房地产项目销售较少，公司经营活动现金流净流出24.67亿元。

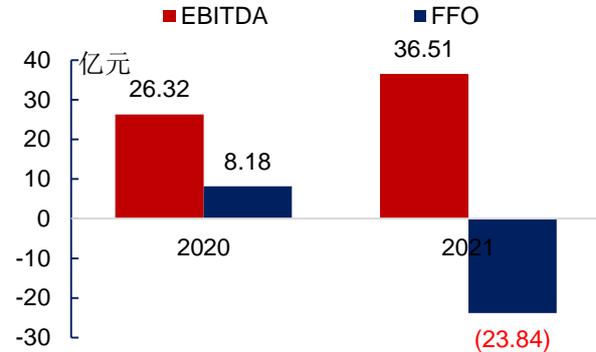
投资现金流方面，受江苏省如东县“三河六岸”河道整治及景观绿化工程PPP项目投入影响，2021年净流出4.63亿元。2022年一季度，受公司并购深圳市深星辰科技发展有限公司影响，公司投资活动现金流净流出2.18亿元。

为满足业务发展需要，2021年，公司对外融资规模持续增长，主要融资渠道包括发行债券、银行借款等。2021年，公司吸收投资收到现金25.27亿元，主要系发行“21天健Y1”的募集资金。同期，公司通过借款筹得资金308.71亿元，较上年增长110.69%，保持高速增长。全年，公司偿还债务支付的现金为310.63亿元，筹资活动净流出10.78亿元。2022年一季度，公司取得借款收到的现金75.05亿元，筹资活动产生的现金流净额为59.16亿元，规模较大。

公司EBITDA有所增长，但由于2021年支付税费较高，FFO降至-23.84亿元。整体来看，受益于房产项目销售，公司当年经营现金流表现良好，公司主要通过银行借款、发行债券筹得资金，融资规模持续增长。考虑公司建筑施工业务规模持续扩张，房地产在建项目、宝安棚改项目投资规模较大，公司未来面临一定资金压力。

**图14 公司现金流结构**


资料来源：公司 2020-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年 1-3 月财务报表

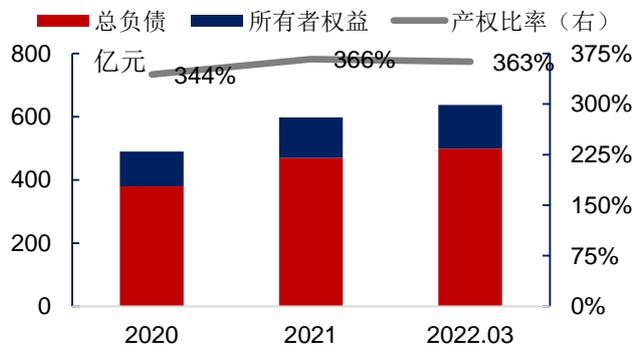
**图15 公司 EBITDA 和 FFO 情况**


资料来源：公司 2020-2021 年审计报告

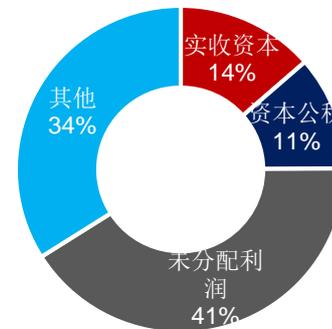
## 资本结构与偿债能力

### 公司负债规模攀升较快，债务压力仍然较大

截至2022年3月末，随着“21天健Y1”发行、利润积累，公司所有者权益增至137.61亿元（含永续债31.97亿元）。公司融资规模增长较快，公司所有者权益对负债保障程度明显下降。

**图16 公司资本结构**


资料来源：公司 2020-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年 3 月财务报表

**图17 2022年3月末公司所有者权益构成**


资料来源：公司未经审计的 2022 年 3 月财务报表

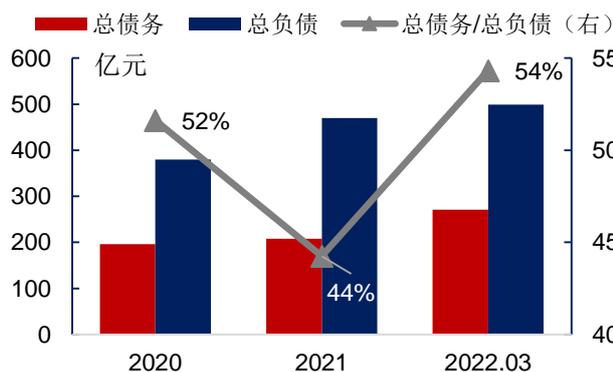
公司负债规模攀升较快，主要系2021年公司对外融资较多以及房产项目预售款增加所致。公司主要通过银行借款、发行债券等渠道融资，其中短期借款波动较大，应付票据小幅增长，公司通过超短期融资券融资增加导致其他流动负债规模上升。经营性负债方面，应付账款主要为工程款、材料款，随着公司建筑施工业务规模快速增长，应付账款规模上升。公司合同负债，主要系预收售楼款、工程款，2021年高速增长，同比增速达109.60%，主要系深圳天健悦桂府、天健天骄北庐等房产项目销售所得。

**表13 公司主要负债构成情况（单位：亿元）**

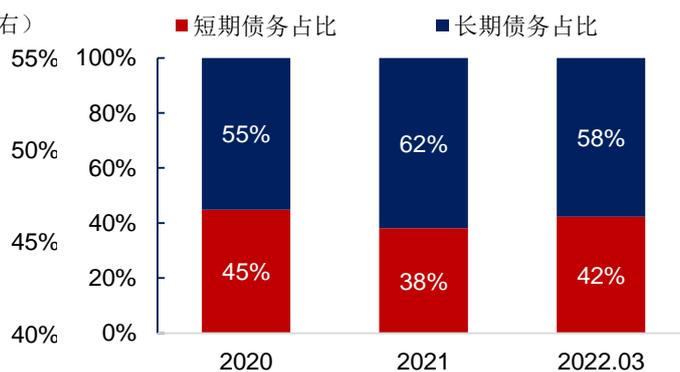
项目	2022年3月		2021年		2020年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	48.00	9.61%	18.82	4.00%	55.81	14.70%
应付票据	5.35	1.07%	3.14	0.67%	0.02	0.00%
应付账款	123.21	24.68%	138.15	29.39%	106.46	28.04%
合同负债	97.49	19.53%	104.00	22.13%	49.62	13.07%
应交税费	11.91	2.39%	19.15	4.07%	22.32	5.88%
一年内到期的非流动负债	15.83	3.17%	27.13	5.77%	25.97	6.84%
其他流动负债	54.24	10.86%	39.70	8.45%	8.72	2.30%
<b>流动负债合计</b>	<b>372.88</b>	<b>74.69%</b>	<b>371.10</b>	<b>78.96%</b>	<b>288.89</b>	<b>76.10%</b>
长期借款	110.73	22.18%	93.08	19.81%	83.17	21.91%
应付债券	10.02	2.01%	0.00	0.00%	0.00	0.00%
递延所得税负债	1.42	0.28%	1.75	0.37%	7.07	1.86%
<b>非流动负债合计</b>	<b>126.39</b>	<b>25.31%</b>	<b>98.87</b>	<b>21.04%</b>	<b>90.72</b>	<b>23.90%</b>
<b>负债合计</b>	<b>499.27</b>	<b>100.00%</b>	<b>469.97</b>	<b>100.00%</b>	<b>379.61</b>	<b>100.00%</b>

资料来源：公司 2020-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年 3 月财务报表

出于业务扩张需要，公司债务规模持续攀升，截至2022年3月末，公司总债务规模增至271.17亿元（含永续债31.97亿元），同比增长41.90%。公司债务期限结构因短期借款滚动而有所波动，截至2022年3月末，短期债务占比达42%，债务集中度较高。

**图18 公司债务占负债比重**


资料来源：公司 2020-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年 3 月财务报表

**图19 公司长短期债务结构**


资料来源：公司 2020-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年 3 月财务报表

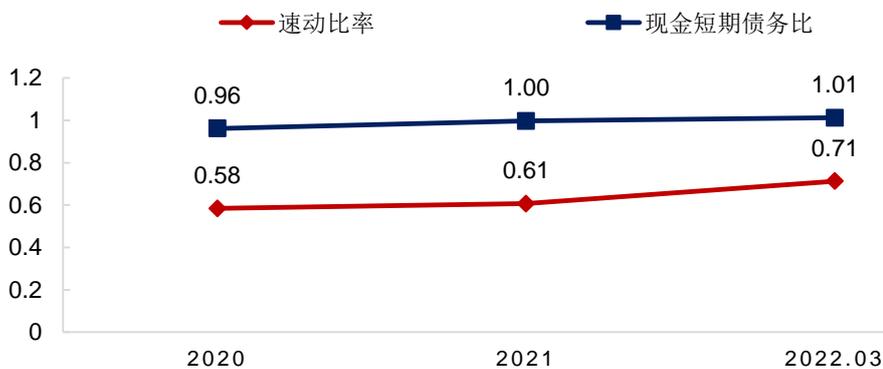
跟踪期内，公司资产负债率仍维持在较高水平，尽管得益于盈利水平增长，EBITDA对利息保障程度有所提升，但公司仍面临较大债务压力。

**表14 公司杠杆状况指标**

指标名称	2022年3月	2021年	2020年
资产负债率	78.39%	78.56%	77.47%
净债务/EBITDA	--	3.69	4.39
EBITDA 利息保障倍数	--	5.05	4.15
总债务/总资本	66.34%	68.35%	69.64%
FFO/净债务	--	-17.70%	7.08%

资料来源：公司 2020-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年 3 月财务报表

跟踪期内，公司速动比率持续提升，但需要注意的是因会计政策变更建造合同投入在“合同资产”科目体现导致速动比率存在高估。公司现金短期债务比较为稳定，接近于1，现金类资产对短期债务偿还有一定保障。

**图20 公司流动性比率情况**


资料来源：公司 2020-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年 1-3 月财务报表

## 七、其他事项分析

### 过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，从2019年1月1日至报告查询日<sup>4</sup>，公司本部、子公司深圳市政总公司、天健地产不存在未结清不良类信贷记录，已结清信贷信息无不良类账户；公司公开发行的各类债券均按时偿付利息，无到期未偿付或逾期偿付情况。

### 或有事项分析

公司为商品房承购人、棚改项目解抵押业主提供连带责任担保，截至2021年12月31日，尚未结清的担保金额合计81.21亿元，存在一定或有负债风险。此外，公司无其他对外担保。

<sup>4</sup> 公司本部、天健地产报告查询日为 2022 年 4 月 1 日，深圳市政总公司报告查询日为 2022 年 4 月 2 日，

**表15 截至 2021 年 12 月 31 日公司对外担保情况（单位：亿元）**

担保对象名称	担保额度	实际担保金额	担保类型	反担保情况
商品房承购人	176.00	80.32	连带责任保证	无
棚改项目解抵押业主	5.02	0.89	连带责任保证	无
<b>合计</b>	<b>181.02</b>	<b>81.21</b>	-	-

资料来源：公司 2021 年年度报告，中证鹏元整理

## 八、抗风险能力分析

公司系深圳市国资委旗下建工板块核心经营主体公司，主要经营行业为建筑施工业、房地产业，经营地集中于广东省深圳市。近年来，公司建筑施工收入保持较快增长，截至2022年3月末，公司建筑施工业务在手订单充足，房地产业务盈利能力较强，项目储备充足，整体来看公司未来收入持续性强。

公司作为深圳市属国企、上市公司，融资渠道较为通畅，获得银行授信规模较大。此外，公司资产质量良好，截至2022年3月末，尚有263.12亿元存货（主要为房地产项目开发成本和开发产品），以及23.25亿元投资性房地产（主要为深圳区域物业）未抵押，具备较强再融资能力。但中证鹏元也注意到，公司债务规模攀升较快，资产负债率高等风险因素。

整体来看，公司抗风险能力强。

## 九、债券偿还保障分析

### 特区建工提供的连带责任保证担保仍能有效提升“21天健Y1”的信用水平

特区建工为“21天健Y1”（发行规模不超过50.00亿元，具体发行规模、债券期限和续期期限、强制付息时间、利率确定和调整方式、递延支付利息选择权和利息递延下的限制事项等具体事项由公司为本期债券编制并披露的《募集说明书》规定）提供连带责任保证担保。担保范围包括“21天健Y1”的本金、利息以及实现债权的费用；担保期限为“21天健Y1”的存续期及债券最终兑付之日起2年。

经“21天健Y1”的主管部门和债券持有人会议批准，“21天健Y1”的金额、期限、利率、付息方式等发生变更时，如无增加担保人责任的，无需另行经担保人同意，担保人继续承担《担保函》项下的保证责任；“21天健Y1”资金用途变更未经担保人同意的，担保人不承担担保责任。

特区建工系深圳市国资委于2019年底组建成立，旨在整合深圳市市属建工板块资源，推动市属国有建筑企业转型升级，充分发挥深圳国企在城市建设运营中重要作用。截至2021年末，特区建工注册资本50.00亿元，实收资本8.25亿元，特区建工唯一股东及实际控制人为深圳市国资委。

特区建工系深圳市建工板块资源整合平台，深圳市政府对其定位较高。2020年，深圳市国资委先后将持有的深圳市建安（集团）股份有限公司99.76%股权、深圳市综合交通设计研究院有限公司40%股权、

公司4.39亿股股份、深圳市路桥建设集团有限公司100%股权无偿划转特区建工。2021年，特区建工通过并购、投资设立等方式，加强在建筑科技、绿色建筑等方面的布局，相关业务尚在培育初期，规模较小，但有助于完善特区建工产业链。随着子公司的整合，特区建工业务覆盖建筑设计、建筑施工、建筑工业化、城市综合服务、综合开发、建筑科技等各建工行业上下游。

2021年，特区建工实现营业收入303.46亿元，其中建设施工业务收入（合并抵消前）、房地产开发业务收入分别为227.73亿元、98.39亿元；销售毛利率为15.09%，其中房地产业务盈利能力较强。

**表16 特区建工营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元）**

项目	2021年		2020年	
	金额	毛利率	金额	毛利率
建筑施工	227.73	3.90%	159.61	4.95%
房地产开发	98.39	35.96%	69.17	47.38%
城市综合服务	13.81	19.19%	27.52	15.88%
其他	7.23	19.23%	3.75	26.62%
合并抵消	-43.69	-	-35.47	-
<b>合计</b>	<b>303.46</b>	<b>15.09%</b>	<b>224.59</b>	<b>19.78%</b>

注：其他业务包括建筑设计、建筑工业化业务。

资料来源：特区建工提供，中证鹏元整理

截至2021年末，特区建工总资产为686.09亿元，资产规模增长较快且资产质量良好。但中证鹏元也关注到，特区建工部分房地产项目存在减值风险，面临一定资金压力，债务规模攀升较快，债务压力不断加大，存在一定或有负债风险等风险因素。

**表17 特区建工主要财务指标（单位：亿元）**

项目	2021年	2020年	2019年
总资产	686.09	555.13	462.09
归母所有者权益	36.62	30.88	27.35
总债务	219.76	202.91	141.60
营业收入	303.46	224.59	-
净利润	15.53	15.32	-
经营活动现金流净额	18.05	-5.08	-
销售毛利率	15.09%	19.78%	-
EBITDA 利润率	10.54%	11.86%	-
总资产回报率	4.44%	5.02%	-
资产负债率	79.12%	78.05%	77.03%
净债务/EBITDA	3.94	4.22	-
EBITDA 利息保障倍数	4.15	3.95	-
总债务/总资本	66.38%	67.68%	61.62%
FFO/净债务	-24.39%	5.36%	-

速动比率	0.68	0.65	0.57
现金短期债务比	1.12	1.02	1.31

注：（1）2019 年年末数据为 2020 年期初数；（2）“-”为无该项数据或无法计算

资料来源：特区建工 2020 年审计报告，中证鹏元整理

经中证鹏元综合评定，特区建工主体信用等级为AAA，其提供的连带责任保证担保仍能有效提升“21天健Y1”的信用水平。

## 十、结论

综上，中证鹏元维持公司主体信用等级为AA+，维持评级展望为稳定，维持“21天健Y1”的信用等级为AAA。

## 附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

财务数据（单位：亿元）	2022年3月	2021年	2020年	2019年
货币资金	117.71	84.12	86.30	49.52
应收账款	31.42	33.68	27.05	21.77
存货	287.73	285.05	264.94	272.48
合同资产	87.72	82.49	42.44	0.00
流动资产合计	553.70	510.23	433.60	353.49
其他权益工具投资	8.85	10.40	10.86	10.90
投资性房地产	30.89	30.57	24.31	24.74
无形资产	11.71	11.07	5.86	1.49
非流动资产合计	83.17	88.01	56.39	49.64
资产总计	636.87	598.24	489.99	403.13
短期借款	48.00	18.82	55.81	20.52
应付票据	5.35	3.14	0.02	0.03
应付账款	123.21	138.15	106.46	75.21
合同负债	97.49	104.00	49.62	0.00
一年内到期的非流动负债	15.83	27.13	25.97	23.06
其他流动负债	54.24	39.70	8.72	0.00
流动负债合计	372.88	371.10	288.89	229.09
长期借款	110.73	93.08	83.17	74.04
应付债券	10.02	0.00	0.00	0.00
非流动负债合计	126.39	98.87	90.72	77.44
负债合计	499.27	469.97	379.61	306.53
总债务	271.17	207.96	195.94	117.67
归属于母公司的所有者权益	134.98	127.05	109.56	95.91
营业收入	38.61	232.69	171.25	146.65
净利润	9.06	19.52	14.89	12.34
经营活动产生的现金流量净额	-24.67	10.72	-1.58	2.92
投资活动产生的现金流量净额	-2.18	-4.63	-6.02	-0.67
筹资活动产生的现金流量净额	59.16	-10.78	45.99	-2.87
财务指标	2022年3月	2021年	2020年	2019年
销售毛利率	44.88%	19.74%	23.82%	23.39%
EBITDA 利润率	--	15.69%	15.37%	14.47%
总资产回报率	--	5.72%	5.43%	5.52%
产权比率	362.83%	366.41%	343.94%	317.30%
资产负债率	78.39%	78.56%	77.47%	76.04%
净债务/EBITDA	--	3.69	4.39	3.38
EBITDA 利息保障倍数	--	5.05	4.15	3.53

总债务/总资本	66.34%	68.35%	69.64%	59.94%
FFO/净债务	--	-17.70%	7.08%	4.38%
速动比率	0.71	0.61	0.58	0.35
现金短期债务比	1.01	1.00	0.96	1.13

资料来源：公司 2019-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年 1-3 月财务报表



## 附录四 2021 年末公司重要子公司情况（单位：%）

子公司名称	主要经营地	业务性质	持股比例	取得方式
深圳市市政工程总公司	深圳	市政工程施工，物业租赁等	100	设立或投资等方式
深圳市天健地产集团有限公司	深圳	房地产开发、销售	100	设立或投资等方式
深圳市天健坪山建设工程有限公司	深圳	市政道路、水电设备安装等	55	设立或投资等方式
深圳市天健工程技术有限公司	深圳	施工材料的实验检测等	100	设立或投资等方式
深圳市天健置业有限公司	深圳	房地产交易、租售代理、咨询等	100	设立或投资等方式
天健（深圳）酒店管理有限公司	深圳	物业管理、为酒店提供管理服务等	100	设立或投资等方式
深圳市天健建设管理有限责任公司	深圳	涂料产品的技术开发和生产等	100	设立或投资等方式
深圳市天健投资发展有限公司	深圳	投资经营公路、桥梁、城市基础设施等行业	100	设立或投资等方式
深圳市天健城市服务有限公司	深圳	物业管理	100	设立或投资等方式
深圳市粤通建设工程有限公司	深圳	市政工程施工，物业租赁等	100	非同一控制下企业合并
深圳市天健住房租赁运营管理有限公司	深圳	自有房屋租赁、房地产经纪、物业管理等	100	设立或投资等方式
中国广东国际合作（集团）深圳公司	深圳	按粤经贸进字（1998）第 317 号项目	100	设立或投资等方式
广东海外建设发展有限公司	香港	境外建筑工程承包、施工	60	设立或投资等方式
深圳市天健城市更新有限公司	深圳	物业租赁、物业管理等	100	设立或投资等方式
深圳市光明建工集团有限公司	深圳	土木工程建筑	51	设立或投资等方式

资料来源：公司 2021 年年度报告，中证鹏元整理

## 附录五 主要财务指标计算公式

指标名称	计算公式
短期债务	短期借款+应付票据+1年内到期的非流动负债+其他短期债务调整项
长期债务	长期借款+应付债券+其他长期债务调整项
总债务	短期债务+长期债务
现金类资产	未受限货币资金+交易性金融资产+应收票据+其他现金类资产调整项
净债务	总债务-盈余现金
总资本	总债务+所有者权益
EBITDA	营业总收入-营业成本-税金及附加-销售费用-管理费用-研发费用+折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销+其他经常性收入
EBITDA 利息保障倍数	EBITDA / (计入财务费用的利息支出+资本化利息支出)
FFO	EBITDA-净利息支出-支付的各项税费
自由现金流 (FCF)	经营活动产生的现金流 (OCF) -资本支出
毛利率	(营业收入-营业成本) / 营业收入 × 100%
EBITDA 利润率	EBITDA / 营业收入 × 100%
总资产回报率	(利润总额+计入财务费用的利息支出) / [(本年资产总额+上年资产总额) / 2] × 100%
产权比率	总负债/所有者权益合计 × 100%
资产负债率	总负债/总资产 × 100%
速动比率	(流动资产-存货) / 流动负债
现金短期债务比	现金类资产/短期债务

注：如受评主体存在大量商誉，在计算总资本、总资产回报率时，我们会将超总资产 10% 部分的商誉扣除。

## 附录六 信用等级符号及定义

### 一、中长期债务信用等级符号及定义

符号	定义
AAA	债务安全性极高，违约风险极低。
AA	债务安全性很高，违约风险很低。
A	债务安全性较高，违约风险较低。
BBB	债务安全性一般，违约风险一般。
BB	债务安全性较低，违约风险较高。
B	债务安全性低，违约风险高。
CCC	债务安全性很低，违约风险很高。
CC	债务安全性极低，违约风险极高。
C	债务无法得到偿还。

注：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。

### 二、债务人主体信用等级符号及定义

符号	定义
AAA	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高。
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
CC	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。

注：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。

### 三、展望符号及定义

类型	定义
正面	存在积极因素，未来信用等级可能提升。
稳定	情况稳定，未来信用等级大致不变。
负面	存在不利因素，未来信用等级可能降低。