

深圳市天健（集团）股份有限公司2023年面向专业投资者公开发行永续期公司债券（第一期）信用评级报告

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2023年面向专业投资者公开发行 可续期公司债券（第一期）信用评级报告

评级结果

主体信用等级	AA+
评级展望	稳定
债券信用等级	AAA
评级日期	2023-04-07

债券概况

发行规模：不超过 7 亿元（含）

发行期限：每 3 个计息年度为 1 个周期（可续期）

偿还方式：每年付息一次，附设公司延期支付利息权；在每个周期末，公司有权选择将本期债券期限延长 1 个周期（即延长 3 年），或选择在该周期末到期全额兑付本期债券

偿付顺序：本期债券在破产清算时的清偿顺序劣后于公司普通债券和其他债务

发行目的：募集资金扣除发行费用后拟全部用于偿还到期债券

增信方式：保证担保

担保主体：深圳市特区建工集团有限公司

联系方式

项目负责人：蒋申
 jiangsh@cspengyuan.com

项目组成员：章文
 zhangwen@cspengyuan.com

联系电话：0755-82872897

评级观点

- 中证鹏元评定深圳市天健（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）主体信用等级为 AA+，评级展望为稳定，评定公司本次拟面向专业投资者公开发行不超过 7 亿元（含）可续期公司债券（以下简称“本期债券”）的信用等级为 AAA，该级别反映了本期债券安全性极高，违约风险极低。
- 上述等级的评定是考虑到公司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”）旗下建工板块主要经营主体，施工资质全面且等级高，公司工程施工业务区域风险不高，在手订单质量好且充足，优质房地产项目为公司未来利润提供一定支撑；同时，深圳市特区建工集团有限公司（以下简称“特区建工”）提供的保证担保有效提升了本期债券的信用水平。但中证鹏元也关注到，公司建筑施工业务面临安全生产风险，南宁区域房地产项目存在减值风险，施工业务垫资和房地产、棚改项目开发带来的资本压力及债务增长较快且集中度高为风险因素。

未来展望

- 预计公司业务持续性强，整体盈利能力较强且稳定，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。

公司主要财务数据及指标（单位：亿元）

项目	2022.9	2021	2020	2019
总资产	671.80	598.24	489.99	403.13
归母所有者权益	132.65	127.05	109.56	95.91
总债务	272.73	207.96	195.94	117.67
营业收入	128.88	232.69	171.25	146.65
净利润	14.15	19.52	14.89	12.34
经营活动现金流净额	-37.30	10.72	-1.58	2.92
销售毛利率	26.47%	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	79.78%	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	72.42%	68.35%	69.64%	59.94%
FFO/净债务	--	-19.74%	4.11%	-0.42%
速动比率	0.56	0.61	0.58	0.35
现金短期债务比	0.58	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 1-9 月财务报表，中证鹏元整理

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。**公司系深圳市建工板块的主要经营平台，得益于深圳市政府的紧密联系，公司承接较多深圳市政府单位和国有企业订单，并通过推动“央企+”“区域建工+”模式与央企、深圳各区国企达成合作。截至 2022 年 6 月末，公司拥有 1 个特级资质、14 个壹级资质，资质全面且等级高。
- **公司施工业务区域风险不高，在手订单充足且质量较好，未来施工收入持续性强。**公司施工业务主要集中于广东省内，考虑广东省经济发展良好，区域风险不高。公司施工业务客户主要为深圳市政府或国有企业，2019-2021 年工程施工业务新签合同金额波动增长；截至 2022 年 9 月末公司已签约未完工合同金额达 582.03 亿元，在手订单充足且质量较好。
- **优质房地产业务在售在建项目可为公司未来利润形成一定支撑。**截至 2022 年 9 月末，公司深圳、广州、上海等 3 个一线城市在售项目尚未销售面积共 10.89 万平方米，深圳地区在建项目计容面积共 62.72 万平方米，对公司未来利润形成一定支撑。
- **特区建工提供的连带责任保证担保有效提升了本期债券的信用水平。**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有效提升了本期债券的信用水平。

关注

- **公司建筑施工业务面临安全生产风险。**公司所承接的工程项目曾于 2020 年 5 月、2020 年 11 月发生发生安全事故，公司因上述事件受到行政处罚，对当期项目承接、重大项目申报等方面造成一定影响。
- **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。**2022 年前三季度，公司房地产投入较多，叠加房地产项目销售回款下降，公司经营活动现金流呈净流出。近年来，公司施工业务扩张较快，在手合同金额规模较大，但工程项目结算进度受地方财政收支矛盾加剧等影响，垫资压力加大，考虑公司业务仍处于扩张阶段，且截至 2022 年 9 月末，在建房地产项目（权益口径）和棚改项目尚需投资 138.13 亿元。整体来看，公司后续资金需求较大。
- **公司负债规模攀升较快，债务集中度较高。**近年来，公司业务规模扩张较快，因建筑行业普遍垫资施工，出于业务发展需求，公司总债务规模攀升较快。截至 2022 年 9 月末，公司总债务规模为 272.73 亿元，其中短期债务占比达 53%，且现金短期债务比下降至较低水平。

同业比较（单位：亿元）

指标	上海建工	北京建工	重庆建工	天健集团
总资产	3,537.66	2,034.01	780.04	598.24
营业收入	2,810.55	1,193.33	578.25	232.69
净利润	40.48	18.10	2.85	19.52
销售毛利率	9.43%	10.38%	4.83%	19.74%
资产负债率	85.42%	77.94%	86.17%	78.56%

注：（1）上海建工为上海建工集团股份有限公司的简称、北京建工为北京建工集团有限责任公司简称、重庆建工为重庆建工集团股份有限公司的简称；（2）以上各指标均为 2021 年数据。

资料来源：公开资料，中证鹏元整理

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_2022V1.0
外部特殊支持评价方法和模型	cspy_ffmx_2022V1.0

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	宏观环境	4/5	财务状况	初步财务状况	7/9
	行业&运营风险状况	6/7		杠杆状况	5/9
	行业风险状况	3/5		盈利状况	非常强
	经营状况	6/7		流动性状况	7/7
业务状况评估结果		6/7	财务状况评估结果		8/9
调整因素	ESG 因素				0
	重大特殊事项				0
	补充调整				0
个体信用状况					aa+
外部特殊支持					0
主体信用等级					AA+

个体信用状况

- 根据中证鹏元的评级模型，公司个体信用状况为 aa+，反映了在不考虑外部特殊支持的情况下，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。

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	AA+/20 天健 Y1	2022-06-14	蒋申、张涛	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)	阅读全文
AA+/稳定	AAA/18 天健 Y1	2018-09-03	王哲、刘伟强	建筑施工企业主体长期信用评级方法 (py_ff_2017V1.0)	阅读全文

一、发行主体概况

公司前身为深圳市天健实业股份有限公司，系于1993年12月经深圳市人民政府办公厅深府办复（1993）662号文批准，由深圳市建设（集团）公司作为主发起人，对其所属的深圳市市政工程公司（现更名为深圳市市政工程总公司，以下简称“深圳市政总公司”）等六家公司中有关市政工程总承包、施工、装饰及相关房地产等主营业务的资产、负债合并重组，注册资本为9,837万元。公司于1997年6月更改为现名。经过多次增资、转增股本及股权转让，截至1997年7月，公司实收股本总额为16,526.16万元。

1999年6月，经中国证券监督管理委员会批复同意，公司向社会公众增量发行人民币普通股5,800万股并在深圳证券交易所上市，发行后总股本为22,326.16万元，股票代码为000090.SZ。2006年公司股权分置改革方案实施后，公司总股本为23,442.468万元。此后，公司分别于2007年1月及2015年12月非公开发行7,000万股和30,303.0303万股人民币普通股股票，并经多次资本公积及未分配利润转增股本，截至2019年末，公司总股本增至186,854.54万股。

2020年，深圳市国资委将持有的公司438,637,781股股份无偿划转给深圳市特区建工集团有限公司（以下简称“特区建工”）。2020年7月，上述股权划转完成工商登记。

截至2022年9月末，公司总股本为186,854.54万股，控股股东为特区建工；深圳市国资委控制的特区建工、深圳市资本运营集团有限公司¹、深圳市高新投集团有限公司分别持有公司23.47%、16.10%、2.05%的股权，深圳国资委系公司实际控制人。

表1 截至2022年9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
深圳市高新投集团有限公司	国有法人	2.05%	38,304,477
中国工商银行股份有限公司—海富通改革驱动灵活配置混合型证券投资基金	其他	1.34%	25,034,436
香港中央结算有限公司	境外法人	1.19%	22,258,327
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%	20,312,851
上海闵行联合发展有限公司	国有法人	0.84%	15,691,337
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	0.78%	14,623,653
兴业银行股份有限公司—万家成长优选灵活配置混合型证券投资基金	其他	0.47%	8,873,000
基本养老保险基金—零零三组合	其他	0.40%	7,460,600
合计		47.74%	892,022,909

资料来源：公司2022年第三季度报告，中证鹏元整理

¹ 原名为“深圳市远致投资有限公司”，2020年3月6日办理工商登记手续，变更为现名。

公司系深圳市国资委旗下建工板块主要经营主体，业务领域包括建筑施工业务、房地产开发及城市服务等，以建筑施工业务为主，业务区域涉及广东省、湖南省、上海市等多个省市自治区。截至2022年6月末，公司主要一级子公司如附录五所示，其中，深圳市政总公司、深圳天健地产集团有限公司（以下简称“天健地产”）分别为公司工程、房地产业务主要经营实体。

表2 2021年重要子公司财务数据（单位：亿元）

子公司名称	期末总资产	期末净资产	营业收入	净利润
深圳市政总公司	256.07	31.39	113.90	3.39
深圳市天健地产集团有限公司	405.66	15.50	95.38	16.00

资料来源：深圳市政总公司、深圳天健地产集团有限公司 2021 年度财务报表，中证鹏元整理

二、本期债券概况

债券名称：深圳市天健（集团）股份有限公司2023年面向专业投资者公开发行永续期公司债券（第一期）；

本期发行规模：不超过7亿元（含）；

债券期限：本期债券以每3个计息年度为1个周期，在每个周期末，公司有权选择将本期债券期限延长1个周期（即延长3年），或选择在该周期末到期全额兑付本期债券；

债券利率：本期债券票面利率采取单利按年计息，不计复利，如有递延，则每笔递延利息在递延期间按当期票面利率累计计息。本期债券首个定价周期的票面利率将根据网下簿记建档结果，由公司与主承销商按照国家有关规定协商一致在利率询价区间内确定，在首个定价周期内保持不变；自第一个重定价周期起，每个重定价周期重置一次票面利率。如果公司行使续期选择权，则从第一个重定价周期（即第4个计息年度）开始票面利率调整为当期基准利率加上初始利差再加上300个基点，在第一个重定价周期内保持不变；此后每个重定价周期重置票面利率以当期基准利率加上初始利差再加上300个基点确定；

还本付息方式：本期债券每年付息一次，附设公司延期支付利息权；除非发生强制付息事件，本期债券的每个付息日，公司可自行选择将当期利息以及按照本条款已经递延的所有利息及其孳息推迟至下一个付息日支付，且不受到任何递延支付利息次数的限制；前述利息递延不构成公司未能按照约定足额支付利息的行为。每笔递延利息在递延期间应按当期票面利率累计计息。付息日前 12 个月，发生以下事件的，公司不得递延当期利息以及按照本条款已经递延的所有利息及其孳息：（1）向股东分配利润；（2）减少注册资本；

偿付顺序：本期债券在破产清算时的清偿顺序劣后于公司普通债券和其他债务；

增信方式：本期债券由特区建工提供连带责任保证担保。

三、本期债券募集资金用途

本期债券募集资金扣除发行费用后拟全部用于偿还到期债券。根据本期债券发行时间和实际发

行规模、募集资金到账时间、公司债务结构调整计划及其他资金使用需求等情况，公司未来可能调整用于偿还有息债务、到期债券等的具体明细及金额。

在公司到期债券偿付日前，公司可以在不影响偿债计划的前提下，根据公司财务管理制度，将闲置的债券募集资金用于补充流动资金（单次补充流动资金最长不超过12个月）。

四、运营环境

宏观经济和政策环境

2023年我国经济增长动能由外需转为内需，宏观经济政策以稳为主，将继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，经济增长有望企稳回升

2022年以来，我国经济发展的内外部环境更趋复杂严峻，需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力持续显现，地缘政治冲突等超预期因素冲击影响陡然增加，经济下行压力较大，4月和11月主要经济指标下探。随着稳经济一揽子政策和接续措施逐步推出，宏观经济大盘止住下滑趋势，总体维持较强韧性。具体来看，制造业投资在减税降费政策加持下保持较强韧性，基建投资增速在政策支持下大幅上升，对于稳定经济增长发挥重要作用；房地产投资趋势下行，拖累固定资产投资；消费在二季度和四季度经受外部环境冲击，单月同比出现负增长；出口数据先高后低，四季度同比开始下降。2022年，我国GDP总量达到121.02万亿元，不变价格计算下同同比增长3.0%，国内经济整体呈现外需放缓、内需偏弱的特点。

政策方面，2023年全球经济将整体放缓，我国出口增速随之回落，经济增长动能由外需转为内需，内生动能的恢复是政策主线逻辑。宏观经济政策将以稳为主，从改善社会心理预期、提振发展信心入手，重点在于扩大内需，尤其是要恢复和扩大消费，并通过政府投资和政策激励有效带动全社会投资。财政政策加力提效，总基调保持积极，专项债靠前发力，适量扩大资金投向领域和用作项目资本金范围，有效支持高质量发展。货币政策精准有力，稳健偏中性，更多依靠结构化货币政策工具来定向投放流动性，市场利率回归政策利率附近。宏观政策难以具备收紧的条件，将继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，并加强政策间的协调联动，提升宏观调控的精准性和有效性。

在房地产支持政策加码和稳经济一揽子政策落地见效等因素下，2023年国内经济正在逐步修复，经济增长有望企稳回升。国内经济修复的同时还面临着复杂的内外部环境，海外大幅加息下出现全球经济衰退和金融市场动荡的风险快速攀升，地缘政治冲突延续、大国博弈升级等带来的外部不确定性继续加大，财政收支矛盾加剧下地方政府化解债务压力处在高位，内需偏弱和信心不足仍然是国内经济存在的难点问题。目前我国经济运行还存在诸多不确定性因素，但是综合来看，我国经济发展潜力大、韧性强，宏观政策灵活有空间，经济工作稳中求进，经济增长将长期稳中向好。

详见《[经济内生动能修复，博弈强预期与弱现实—2022年宏观经济回顾与2023年展望](#)》。

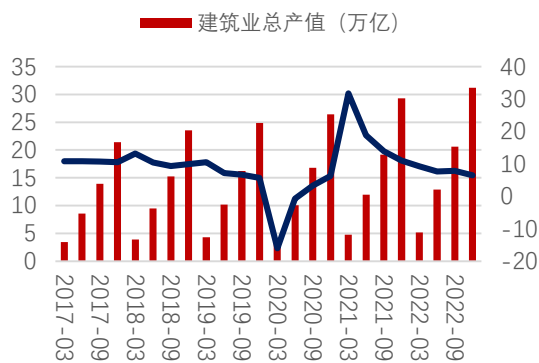
建筑施工行业

2022年建筑业发挥托底经济作用，下游基建与房地产需求分化明显，预计2023年建筑业低速增长，下游需求延续分化态势，基建投资维持较高景气，仍将是拉动建筑业增长的主要动力，房地产投资恢复尚需时日，对建筑业增长构成拖累

2022年，在我国经济面对供给冲击、预期转弱和需求收缩的三重冲击的情况下，建筑业继续发挥托底经济作用，全年建筑业总产值达31.20万亿元。但国内房地产市场疲软、国外地缘冲突加剧等因素叠加影响，增速较上年回落4.59个百分点至6.45%。同年，我国建筑业新签合同额达36.65万亿元，同比增长6.36%，与当年行业总产值之比为1.17，短期内为行业增长形成一定支撑。

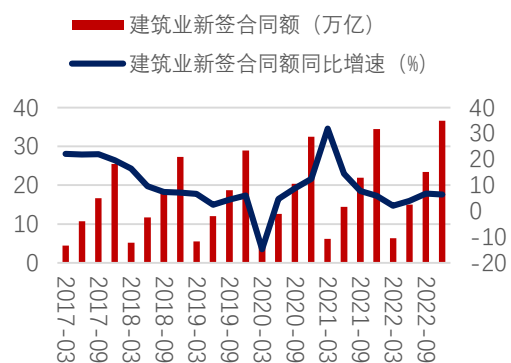
具体来看，2022年，下游基建与房地产的需求分化明显。基建方面，稳增长需求下，专项债加速发行、及时推出政策性金融工具和贷款，基础设施建设投资同比增长11.52%，系建筑业增长主要驱动力。与之相对的，房地产企业受资金链紧张影响，投资持续走弱。2022年房地产累计新开工面积120,587万方，同比下降39.40%；三季度以来受“保交楼”政策影响，竣工面积同比增速有所修复，累计竣工面积86,222万方，同比下降15%。

图1 建筑业总产值及同比增长（万亿元、%）

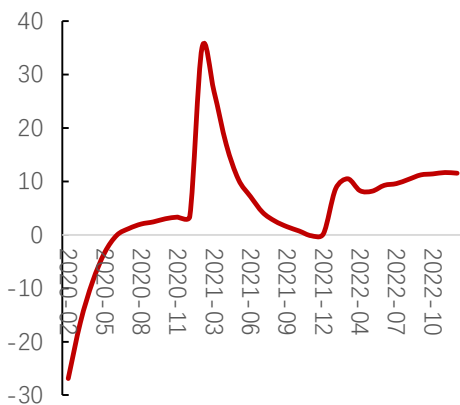


资料来源：同花顺 iFinD，中证鹏元整理

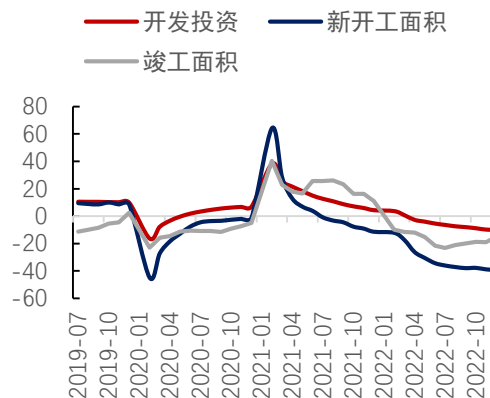
图2 建筑业新签订单及其同比增速（亿元、%）



资料来源：同花顺 iFinD，中证鹏元整理

图3 基建投资累计同比增速 (%)


资料来源：同花顺 iFinD，中证鹏元整理

图4 房地产开发投资、竣工及新开工面积同比增速 (%)


资料来源：同花顺 iFinD，中证鹏元整理

2023年，“稳中求进”的工作总基调下，预计基建投资维持较高景气，但其增速或受地方政府债务风险影响略有放缓。2022年12月中央经济工作会议确定了2023年经济工作“稳中求进”的总基调。目前，我国居民消费仍待提振、房地产继续筑底、出口回落的经济形势下，基建投资仍将是2023年扩大内需、托底经济的重要抓手。从资金端来看，中央经济工作会议提出“积极的财政政策要加力提效”，预计财政支出加强，政府债务扩容。另一方面，在防范化解隐性债务风险的调控方向下，2022年城投融资整体偏紧，根据中央经济工作会议要求，2023年“在有效支持高质量发展中保障财政可持续和地方政府债务风险可控”，此前财政部也表态“严禁新设政府融资平台、坚持中央不救助、全面清理隐性债务”。此外，土地出让收入大幅下降、地方政府收支矛盾加剧所引发投资者对债务风险的担忧也将对弱区域城投融资形成一定制约。因此，2023年城投融资将延续化解风险的主线，较2022年恐难有大幅扩容。整体来看，预计2023年基建投资维持较高景气，但增速或将受制于地方政府债务风险略有放缓。

强政策暖风加持，房地产行业信用风险边际改善，但预计2023年上半年房地产销售仍处于筑底阶段，2023年将以“保交楼”和“去库存”为主，房地产投资恢复尚需时日。2022年，受房地产供给侧改革、居民收入预期转弱等影响，房地产行业负面事件迭出，呈现供需两弱的局面，为经济增长和地方财政带来很大压力。在此背景下，地产调控政策逐步放松。供给端，2022年11月以来，央行、银保监会及证监会等部门，从信贷、债券、股权三方面“三箭齐发”全面支持房企融资，同时，预售资金监管优化，帮助优质房企恢复经营“造血”功能，供给端政策支持力度持续加大；2023年1月，中央层面重申房地产行业的国民经济支柱地位，明确将有效防范化解优质头部房企风险，改善资产负债情况等。销售端则是“因城施策”调整房贷利率、限购等政策。尽管政策利好不断，但销售端回暖则相对滞后，从月度数据来看，目前房地产销售继续筑底，预计2023年房地产销售仍处于筑底阶段，行业将以“保交楼”和“去库存”为主，房地产投资恢复尚需时日。

房地产行业

2022 年以来房地产政策加速调整，在“房住不炒”的基本框架内，从全面降息、压实地方责任保交楼、市场化纾困等多角度稳定地产市场；2022 年 11 月以来中央层面多次出台金融“组合拳”纾困房地产，行业政策面积积极信号持续强化

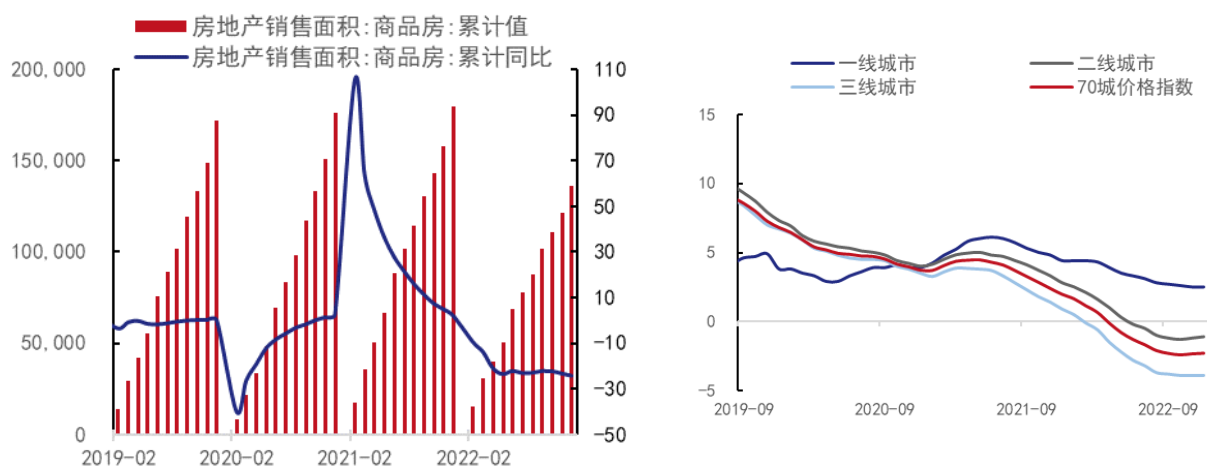
房地产政策自 2020 年下半年密集加码调控后于 2021 年四季度迎来边际放松，2022 年以来房地产政策端进一步打开空间，多方面出台政策稳定地产市场。2022 年 4 月政治局会议明确“支持各地从当地实际出发完善房地产政策，支持刚性和改善性住房需求”。随后央行于 5 月连续下调首套房贷利率下限 20BP 和 5 年期 LPR15BP。与此同时，多达 103 城出台了 126 条住房需求支持政策，并更多涉及强二线城市和限购、限售、商贷首付比例等力度较强的政策。2022 年 7 月政治局会议强调“压实地方政府责任，保交楼、稳民生”，明确了保交楼以地方政府为责任主体，多地实施“一楼一策一专班”机制，将保交楼责任落实到政府机构人员，如郑州、咸阳、遂宁、连云港等；其次，银行、AMC 为保交楼提供金融服务，例如，西安发文要求银行协助追回被挪用预售资金，河南资产与郑州地产集团联合设立地产纾困基金；此外，房企负有自救主体责任，通过销售回款、资产处置等尽力推动项目复工。8 月 15 日，MLF 降息 10BP。8 月 19 日，央视新闻称住建部、财政部和人民银行等部门近日完善政策工具箱，通过政策性银行专项借款方式支持已售逾期难交付住宅项目建设交付；同日，交易商协会召集多家民营房企召开座谈会，探讨通过中债增进公司增信的方式支持民营房企发债融资。8 月 22 日，央行授权全国银行间同业拆借中心公布 5 年期 LPR 再次下调 15BP 至 4.3%，房贷利率下降空间进一步打开。2022 年 11 月，央行及中国银行保险监督管理委员会发布《关于做好当前金融支持房地产市场平稳健康发展工作的通知》，通知包含十六项具体举措，提出“因城施策支持刚性和改善性住房需求，保持房地产融资合理适度，维护住房消费者合法权益，促进房地产市场平稳健康发展”。2022 年 12 月 15 日，国务院副总理刘鹤在第五轮中国-东盟工商领袖和前高官对话上发表书面致辞，重申房地产是国民经济支柱产业，并表示正在考虑新的举措，努力改善行业的资产负债情况。12 月 16 日，中央经济工作会议再次重申保交楼、支持刚性和改善性住房需求，以及有效防范化解优质头部房企风险，改善资产负债情况等。2023 年 1 月 10 日，央行、银保监会联合召开主要银行信贷工作座谈会，明确了“改善优质头部房企资产负债表”的核心内容，同时继续强调落实保交楼金融支持、金融 16 条、差别化住房信贷政策等内容。

2022 年销售持续走弱，市场修复仍需时日；全年各能级城市商品房销售“量价齐跌”

2022 年以来，政策支持对市场预期扭转及销售端的提振并不明显，叠加停贷、烂尾等房地产市场舆情等方面的冲击，购房者信心不足，房企销售仍处于磨底阶段，销售持续走弱，2022 年全国商品房累计销售面积 13.58 亿方，同比下降 24.30%；累计销售金额 13.33 万亿元，同比下降 26.70%，累计降幅已超过 2008 年及 2014 年。截至 2022 年末，商品房待售面积 56,366 万方，累计同比增长 10.50%，绝对值达 2018 年以来的高位；狭义房屋去化周期 4.98 个月，广义房屋去化周期为 79.95 个月。

全年各能级城市商品房销售“量价齐跌”。2022年，30大中城市中一线城市商品房累计成交面积同比下降24.26%，二、三线代表城市累计同比分别下降41.26%和26.07%。价格方面，较上年来看，全年商品住宅销售价格总体延续下降态势，其中二手住宅下降幅度较大。截至2022年底，70大中城市新建商品住宅和二手住宅价格指数同比分别下降2.29%和下降3.76%，其中新建住宅和二手住宅价格同比下降城市分别为53个和64个，较2021年末价格下降城市数量大幅增长。

图5 商品房销售情况（单位：万平方米、亿元、%） **图6 70城住宅价格指数同比变化情况**

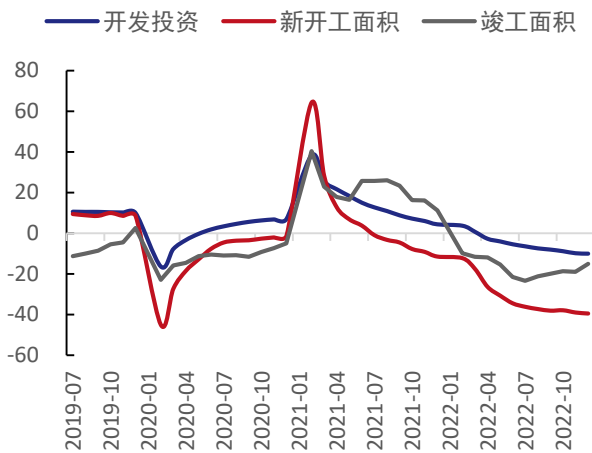


资料来源：同花顺 iFinD，中证鹏元整理

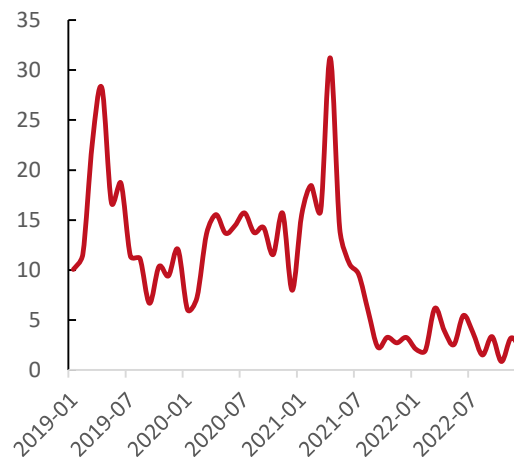
资料来源：同花顺 iFinD，中证鹏元整理

受地产销售尚未企稳影响，2022年以来房地产行业投资降幅扩大，新开工、竣工持续低迷，房企土地购置消极

自2021年7月起，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，压制药企开工进度，房屋新开工面积累计同比增速由正转负，2021年房屋新开工面积累计同比增速进一步下降至-11.40%，房地产投资同比增速持续收窄。2022年以来考虑到当前房企资金端仍然承压，预售资金受到严格监管，市场情绪持续低迷，房企即使开工销售也难以在短期内实现资金回流，新开工动力持续不足，2022年累计新开工面积120,587万方，同比下降39.40%；三季度以来受“保交楼”政策影响，竣工面积同比增速有所修复，累计竣工面积86,222万方，同比下降15%。

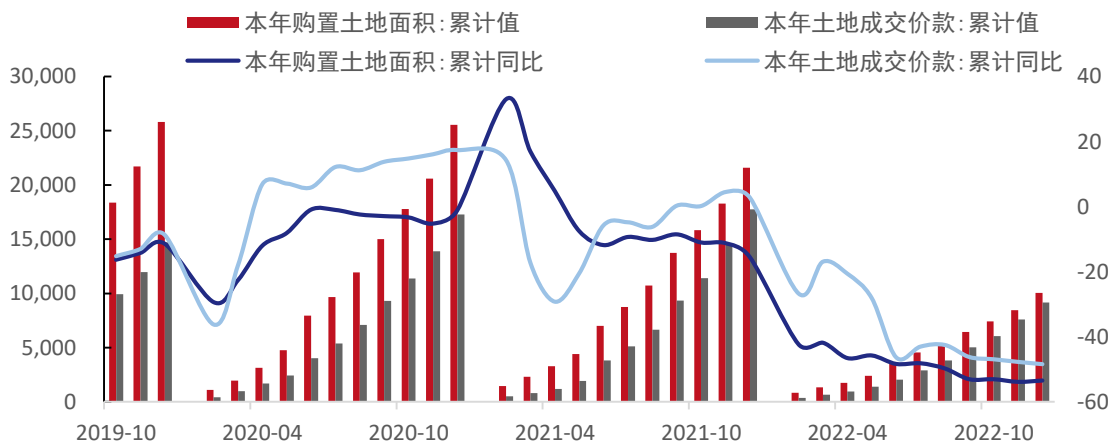
图7 房地产开发投资、竣工及新开工面积同比增速 (%)


资料来源：同花顺 iFinD，中证鹏元整理

图8 百城土地溢价率 (单位：%)


资料来源：同花顺 iFinD，中证鹏元整理

土地购置方面，2022年累计土地购置面积10,052万方，同比下降53.40%；累计土地成交价款9,166亿元，同比下降48.4%。2022年土地市场持续低迷，各城市间流拍率分化严重，熔断地块、溢价地块占比大幅下降，百城土地溢价率低位波动。供应方面，部分城市降低土地出让门槛，在土地出让保证金缴纳比例、土地价款付款期限等方面给予利好，同时多个城市或放宽集中供地限制，苏州、南京、无锡等城市进行第五批次集中出让，长沙提出将土地推介方式更改为年度常态化更新。

图9 土地购置面积与成交价款 (万方、亿元、%)


资料来源：同花顺 iFinD，中证鹏元整理

五、公司治理与管理

公司按照《中华人民共和国公司法》《深圳市天健（集团）股份有限公司章程》（以下简称“《公司章程》”）及其他法律法规的规定进行规范运作。公司依法设立了股东大会、董事会、监事会，聘任了经营管理层，并依据《公司章程》行使各自的职权。

公司股东大会是公司的权力机构。公司设立董事会，由9名董事组成，设董事长1人；监事会由5名监事组成，设监事会主席1人；设总裁1名、副总裁若干名、财务总监1名、总工程师1名，由董事会聘任或解聘。公司董事会下设经营班子，经营班子下设有董事会办公室（战略管理部）、党委办公室等10个部门，并明确了各部门和岗位职责和权限，能够满足公司日常经营需求。截至2023年1月末，公司共有董事9名，监事4名，尚缺1名非职工代表监事，将待股东单位推荐人选后另行增补，公司主要高级管理人员如下表所示。

表3 公司主要董监高成员情况

职务	姓名	简历
董事长	宋扬	历任深圳市长城地产股份有限公司办公室副主任；深圳市长城地产（集团）股份有限公司房地产经营部部长、工程管理中心经理；深圳市长城地产有限公司董事、总经理、支部书记；深圳市天健（集团）股份有限公司副总裁、总裁、董事、党委副书记。2019年12月起，任深圳市特区建工集团有限公司董事、总经理、党委副书记。2021年3月起，任深圳市天健（集团）股份有限公司董事长、党委书记。
董事、 总裁	何云武	历任天健龙岗香蜜房地产开发公司经理助理兼工程部长、副经理、经理；天健房地产开发实业有限公司总经理助理、常务副总经理；广州天健兴业房地产开发公司总经理、党支部书记；天健房地产开发实业有限公司总经理、党支部书记；天健地产集团董事长；深圳市天健（集团）股份有限公司副总裁。2020年4月起，任深圳市天健（集团）股份有限公司董事、总裁、党委副书记。
董事、 财务总监	王超	历任深圳市力城会计师事务所审计助理；深圳市宝恒（集团）股份有限公司财务主管等；中粮地产（集团）股份有限公司审计部主管；深圳市投资控股有限公司审计部（监事会办公室）主管、建设项目管理中心综合组经理、审计与风险管理部（监事会办公室）副部长；深圳人才安居集团有限公司财务部负责人；深圳市人才安居集团有限公司财务部部长。2020年11月起，任深圳市天健（集团）股份有限公司财务总监，2021年4月起，任深圳市天健（集团）股份有限公司董事。
总工程师	刘铁军	历任深圳市市政工程总公司路桥公司技术员、部门经理、经理；天健房地产开发实业有限公司工程技术部经理；深圳市天健（集团）股份有限公司工程技术部总监；深圳市隧道工程有限公司董事长；深圳市市政工程总公司常务副总经理、党委副书记、总经理；2021年6月起，任深圳市天健（集团）股份有限公司总工程师。

资料来源：公司公告，中证鹏元整理

近年来，公司实施“以城市建设与城市服务为主体，以投资及新型业务为两翼”的发展战略，以“做强规模、做优利润、做大市值”三件大事为总纲，推动公司业务发展。

需要注意的是，建筑业是安全生产高风险行业，公司的工程施工业务面临安全生产风险。2020年5月4日，深圳市政总公司庐山停车场综合体项目发生一起土方坍塌一般死亡事故，被龙华区住建局处以三个月红色警示，警示期限为2020年5月4日—2020年8月3日。基于此，广东省住房和城乡建设厅于2021年2月5日下发《关于深圳市市政工程总公司的行政处罚决定书》（粤建质罚〔2021〕16号），给予深圳市政总公司暂扣建筑施工企业安全生产许可证30日的行政处罚，暂扣时间从2021年2月8日至3月9日。2020年11月15日，深圳市政总公司深圳市第二十一高级中学项目发生一起物体打击一般死亡事故，被龙华区住建局处以三个月红色警示，红色警示期限为2020年11月17日—2020年12月31日。

六、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、民生工程和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。

近年来公司营业收入保持较快增长，2019-2021年复合增长率为25.96%。随着重点项目推进以及市场拓展，工程施工收入增长较快，但由于基数效应，增速呈下滑趋势；此外，前期房地产项目陆续结转，房地产收入保持增长，增速受结转进度影响波动较大。公司其他收入包括棚改项目管理服务、物业租赁、物业管理等收入，整体保持稳定发展。公司营业收入内部抵消主要系公司部分房地产项目由子公司深圳市政总公司作为总承包所致。2022年1-9月，公司实现营业收入128.88亿元，同比增长10.19%。

表4 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元）

项目	2022年1-9月		2021年		2020年		2019年	
	金额	毛利率	金额	毛利率	金额	毛利率	金额	毛利率
工程施工	87.59	6.72%	146.77	7.37%	123.06	6.09%	97.19	6.82%
房地产	48.03	57.27%	98.39	35.96%	69.17	47.38%	65.61	41.91%
棚改项目管理服务	0.36	-27.95%	1.27	11.55%	1.21	22.64%	1.52	33.90%
物业租赁	2.67	22.44%	3.99	37.32%	3.04	35.71%	3.02	41.38%
其他业务	7.40	9.73%	6.99	10.62%	6.21	7.10%	5.72	5.13%
内部抵消	-17.18		-24.71	-	-31.44	-	-26.42	-
合计	128.88	26.47%	232.69	19.74%	171.25	23.82%	146.65	23.39%

资料来源：公司 2019-2021 年审计报告、公司提供，中证鹏元整理

（一）工程施工业务

公司整体施工资质全面且等级高，项目承接及施工能力较强，近年新签订单金额波动增长，在手订单充足且主要集中在广东地区，区域风险不高，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，负责建筑施工业务的核心企业是深圳市政总公司、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。公司成立以来参与了深圳市及国内数百个重大工程建设项目，其中180余项工程获市优、省优和国优荣誉，包括国家优质工程奖、国家建筑工程最高奖“鲁班奖”、国家市政工程最高奖“金杯奖”和中国土木工程最高奖“詹天佑奖”。公司施工资质全面且等级高，截至2022年6月末拥有1个特级资质、14个壹级资质²，含3个总承包

² 同种资质以最高等级统计。

壹级资质和11个专业承包壹级资质。2021年末，公司在册一级建造师575人。高等级且全面的施工资质、较强的技术实力使得公司项目承揽能力较强。

表5 截至2022年6月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
	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2022年半年度报告，中证鹏元整理

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房地产开发业务投资带动。公司工程施工业务模式有施工/施工总承包、工程总承包（EPC）、代建制等，其中以施工/施工总承包、工程总承包为主要模式。

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。由于地方财政收支矛盾加剧等影响，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。

公司基础设施建设类项目区域集中程度较高，主要集中于广东省内，特别是深圳地区。尽管区域竞争激烈，但广东省经济发展情况良好，施工业务区域风险不高。房地产施工建设工程业务根据公司房地产业务规划，主要涉及深圳、广州、上海、南宁、长沙等城市。

得益于与深圳市政府的紧密联系，公司主要客户为深圳市政府单位、国有企业，并通过推动“央企+”“区域建工+”模式与央企、深圳各区国企达成合作。近年来，公司积极参与深圳市水环境治理、碧道项目，陆续中标2020年龙岗区龙岗河流域、茅洲河碧道试点段建设项目（光明段）施工和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）等项目。2019-2021年，工程施工业务新签合同金额波动增长，其中2020年有所下滑主要系深圳市政总公司部分月份被处以“红色警示”无法承接业务所致，2021年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。分业务模式来看，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年前三季度，公司新签合同金额为196.79亿元，较上年同期增长61.44%，增速较快。

表6 2019-2022年三季度工程施工业务新签合同情况（合并抵销前）（单位：个、亿元）

业务模式	2022年1-9月		2021年		2020年		2019年	
	个数	金额	个数	金额	个数	金额	个数	金额
施工承包	107	156.74	121	190.41	48	71.77	53	109.73
工程总承包	9	20.99	13	28.55	18	38.36	6	5.35
项目代建管理	10	0.09	9	0.83	6	0.19	1	0.00
PPP项目	2	10.26	0	-	0	-	0	-
道路日常养护	27	8.70	37	9.14	23	6.06	13	5.25
合计	155	196.79	180	228.93	95	116.39	73	120.33

资料来源：公司季度建筑业经营情况简报，中证鹏元整理

公司工程施工业务订单充足，在手订单规模保持增长，截至2022年9月末公司已签约未完工合同金额达582.03亿元，同比增长54.7%，未来施工收入持续性强。公司当前在手PPP项目3个，系如东县“三河六岸”河道整治及景观绿化工程PPP项目、光明区玉塘和上村两个文体中心PPP项目，回报机制均为可行性缺口补助。

表7 2019-2021年及2022年1-9月天健集团施工项目情况（合并抵消前）（单位：个、亿元）

项目	2022年1-9月		2021年		2020年		2019年	
	个数	金额	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	67	185.82
期间新开工项目	155	196.79	180	228.93	95	116.39	105	129.51
期间竣工项目	105	63.29	145	113.38	52	87.77	31	10.95
期末在建项目	269	582.03	219	448.54	184	332.99	141	304.37

资料来源：公司2019-2021年年度报告、2022年半年度报告和三季度报告，中证鹏元整理

（二）房地产开发业务

公司房地产业务重点布局深圳、广州、上海、南宁、长沙、苏州、惠州等城市，深圳地区房地产项目去化良好且盈利能力强，南宁、东莞区域房产项目毛利率较低且南宁区域房产项目面临减值风险

公司负责房地产业务的核心子公司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”）。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。公司在深圳等地具有一定知名度，近年来已成功开发深圳天健天骄、深圳天健公馆、东莞天健阅江来、长沙云麓府等房地项目，并持续加大对核心业务城市的投资。

公司根据在手项目销售及资金情况合理推动房地产项目开发建设，2019-2021年竣工面积小幅波动。销售方面，当前主要销售的项目包括深圳天健天骄（北庐）、广州天健云山府、惠州天健书香名邸等，2019-2021年合同销售波动增长，系2019年天健天骄南苑项目、2021年深圳天健悦桂府项目单价较高，拉高当年销售金额。2022年1-9月，公司房地产合同销售金额达53.17亿元，同比下滑42.99%，主要系行业景气度下行及销售计划安排影响。

表8 2018-2021年及2022年1-9月房地产开发经营情况（单位：万平方米、亿元）

项目	2022年1-9月	2021年	2020年	2019年
竣工面积	0.00	72.38	78.68	67.08
合同销售面积	13.79	38.27	23.54	22.79
合同销售金额	53.17	158.76	71.74	87.22

资料来源：公司2019-2021年年度报告、2022年半年度报告和2022年三季度报告、公司提供，中证鹏元整理

房地产收入方面，近年结转的收入来源主要为天健天骄南苑、广州天健汇、南宁天健和府、长沙天健城等项目，房地产业务收入保持增长。公司房地产业务毛利率水平受结算项目区域影响波动较大，深圳地区房地产项目毛利率较高，其中，天健天骄、天健公馆均为公司存量土地的城市更新项目，土地成本低，盈利能力强；而公司在南宁、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，2022年1-9月南宁天健城二期项目毛利率为17.80%，天健和府项目已出现亏损。2022年南宁市商品房销售面积下滑29.58%，12月新建商品住宅价格同比下跌3.4%³，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。

整体来看，2019-2021年，公司房地产业务毛利率受当期结转项目结构影响较大，2020年收入主要来自天健天骄南苑项目，毛利率较高，2019年、2021年毛利率相对较低。2022年1-9月，主要收入来源于天健天骄北庐项目，大幅拉高了当期房地产业务毛利率水平。

表9 近年来公司主要房地产项目收入及毛利率情况（单位：亿元）

区域	项目	2022年1-9月		2021年		2020年		2019年	
		收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
深圳	天健公馆	-	-	-	-	2.74	42.11%	4.90	72.54%
	天健天骄南苑	0.43	65.11%	0.34	60.54%	42.96	62.45%	21.38	62.73%
	天健天骄北庐	32.68	74.68%	34.91	63.31%	-	-	-	-

³ 数据来源：Wind

惠州	天健阳光花园一期	-	-	0.19	33.46%	0.19	51.58%	0.26	52.88%
	天健书香名邸（二期）	0.88	16.67%	7.6	17.06%	-	-	-	-
南宁	南宁西班牙小镇	0.07	62.12%	0.39	-18.23%	0.27	19.02%	1.21	4.75%
	南宁天健城一期	-	0.00%	0.35	9.30%	0.28	12.00%	12.3	7.79%
	南宁天健城二期	2.30	17.80%	7.28	16.27%	-	-	-	-
	南宁天健国际公馆	0.07	44.58%	0.15	32.88%	-	-	0.06	10.85%
南宁	南宁天健商务大厦	-	0.00%	0.07	11.55%	-	-	0.18	16.51%
	南宁领航大厦	-	0.00%	0.21	14.49%	-	-	0.75	6.90%
	天健和府	1.03	-4.08%	4.77	13.39%	5.25	-21.36%	-	-
长沙	长沙天健城	0.67	72.22%	2.50	42.07%	6.76	33.63%	14.88	41.71%
广州	广州天健上城阳光花园	0.18	82.13%	0.18	-	-	-	-	-
	广州天健汇	0.94	39.72%	0.89	11.77%	0.81	15.80%	3.87	29.50%
	广州云山府	3.43	11.85%	10.63	13.32%	2.27	25.06%	-	-
上海	东玥台项目	0.36	3.25%	1.07	6.11%	-	-	-	-
	上海天健萃园	0.07	18.33%	0.12	31.88%	0.65	55.37%	1.88	31.54%
上海	上海浦荟大楼	-	0.00%	0.21	33.33%	2	28.66%	3.27	27.30%
苏州	山棠春晓	3.75	11.44%	6.00	10.55%	-	-	-	-
东莞	天健万江花园	0.57	16.43%	14.61	14.27%	-	-	-	-
合计		47.43	-	92.47	-	64.18	-	64.94	-

资料来源：公司 2019-2021 年度报告和公司提供，中证鹏元整理

公司在建项目储备充足，深圳等一线城市在售项目可带来一定现金流入，但苏州、惠州、南宁等地尚未销售面积较大，整体去化压力较大

截至2022年9月末，公司主要在售房地产项目21个，可供销售面积合计238.20万平方米，尚未销售面积为77.69万平方米，同比减少20.73%。具体来看，深圳、上海、广州3个一线城市尚未销售面积共10.89万平方米，其中深圳和广州以商住项目为主，且深圳地区售价较高，上海商住项目天健萃园处于尾盘销售阶段，天健浦荟大楼系写字楼商业项目。去化较慢的包括苏州、惠州、南宁地区项目，尚未销售面积合计57.45万平方米，考虑当前房地产行业销售仍在筑底，上述区域项目去化压力较大。

表10 截至 2022 年 9 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	6.44	5.25	2.90
	天健悦桂府	7.20	5.80	5.38	0.00	0.42
广州	天健汇	3.07	2.70	2.59	2.59	0.11
	天健云山府	5.67	4.54	2.80	2.71	1.75
	天健天玺花园	6.73	5.59	3.89	0.00	1.70

	天健东玥台	4.28	3.96	0.75	0.70	3.20
惠州	天健阳光花园一期	8.84	8.79	8.71	8.69	0.09
	天健书香名邸	23.40	22.99	13.45	11.53	9.54
东莞	天健阅江来	6.05	5.74	5.45	4.85	0.29
上海	天健萃园	6.82	6.50	6.49	6.49	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	3.99	3.01	1.31
	清枫和苑	5.61	6.19	3.93	0.00	2.26
	清风和景雅苑	6.94	7.85	1.42	0.00	6.43
长沙	天健城	36.41	33.98	29.14	21.75	4.85
	云麓府	5.35	5.35	1.14	0.00	4.21
南宁	天健西班牙小镇	20.66	20.61	17.33	17.32	3.29
	天健城	53.66	51.93	26.35	25.37	25.59
	天健和府	23.97	19.82	10.87	12.51	8.95
	合计	255.18	238.20	160.51	133.14	77.69

资料来源：公司 2022 年三季度报告，中证鹏元整理

公司房地产项目储备较为充足，截至2022年9月末，公司主要在建项目12个，规划计容面积148.72万平方米，合计总投资375.52亿元，其中深圳地区计容面积合计62.72万平方米，总投资211.08亿元，苏州地区项目45.25万平方米，总投资106.08亿元。截至2022年9月末，主要在建项目已投资236.42亿元，权益口径尚需投资116.38亿元。

表11 截至 2022 年 9 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	权益比例	规划计容建筑面积	预计总投资	累计投资
深圳	天健天骄西筑	商住项目	100%	1.17	3.98	3.38
	天健悦桂府	商住项目	100%	7.20	51.11	46.01
	天健悦湾府	商住项目	100%	12.63	72.13	57.17
	D1-5-1-1 地块人才住房项目	住宅	70%	18.36	34.28	12.07
	天健和悦府	商住项目	100%	23.36	49.57	26.83
惠州	天健书香名邸	商住项目	100%	23.40	16.07	13.22
广州	天健天玺花园	商住项目	100%	6.73	20.11	16.30
长沙	云麓府	住宅商铺车位	100%	5.35	6.48	3.89
	清枫和苑	住宅	100%	5.61	15.15	14.13
苏州	清风和景雅苑	住宅	100%	6.94	21.64	18.52
	泓悦府	商住项目	70%	32.69	69.30	15.77
成都	麓湖天境	住宅	100%	5.29	15.70	9.13
	合计			148.72	375.52	236.42

资料来源：公司 2022 年三季度报告，中证鹏元整理

土地储备方面，截至2022年9月末，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

宝安棚改项目区位较好，未来可通过物业销售获益，但也带来一定资金压力

目前，公司实现棚改项目管理服务收入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“罗湖棚改服务项目”）。深圳罗湖“二线插花地”棚户区改造涉及布心、木棉岭和玉龙三大片区，应拆迁总建筑计1,347栋。公司于2016年4月6日中标罗湖棚改服务项目，收入来源为服务费，由征地拆迁服务费（包括谈判服务费与土地整理服务费）、工程管理服务费和回迁安置服务费构成。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9月末，项目已处于收尾回迁阶段，罗湖棚改项目已累计确认收入15.75亿元。

除前期服务项目外，2020年6月，公司确认成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”）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》，预计宝安棚改项目总投资为23.53亿元，项目用地面积为1.84万平方米，容积率6；棚改完成后，计容建筑面积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。宝安棚改项目未来可通过物业销售获得收入，考虑到项目位于深圳市宝安区，去化压力较小。该项目已于2020年10月开工，截至2022年9月末，累计已投资1.78亿元，后续仍需较大投入。

公司深圳地区自有物业市场价值较高，近年来出租率高，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。截至2022年9月末，公司位于深圳地区的主要物业可租面积达24.45万平方米，较为优质，由于取得时间较早、成本较低且采用成本法计量，目前市场价值高于账面价值。

2019-2021年公司物业租赁业务收入稳步增长，大部分物业出租率均处于较高水平，2021年沙头角综合楼平均出租率偏低主要因改造后重新招租、清水河仓库项目因周边地铁施工围挡，道路不通畅，原租户退租后无新意向租户导致，2022年以来出租率已有所恢复。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12 近年来公司深圳地区物业出租情况（单位：万平方米）

项目	业态	可租面积	出租率			
			2022.09	2021	2020	2019
景田综合大楼	住宅及配套	0.61	96%	96%	99%	98%
景田综合市场	住宅及配套	1.96	97%	98%	96%	91%

香蜜新村	住宅	-	-	100%	97%	98%
天健创智中心	写字楼及配套	7.04	91%	97%	95%	65%
天健创业大厦	写字楼及配套	2.88	98%	99%	98%	100%
天健商务大厦	写字楼及配套	2.34	99%	92%	87%	100%
市政大厦	写字楼及配套	0.98	100%	100%	97%	81%
沙头角综合楼	写字楼及配套	0.33	100%	67%	50%	100%
天然居商业中心	商业	0.77	96%	99%	100%	100%
清水河干货仓	工业厂房及配套	1.03	100%	45%	0%	50%
坑梓工业厂房	工业厂房及配套	1.29	100%	100%	75%	54%
粤通工业区	工业厂房及配套	1.67	78%	82%	100%	100%
华富工业园	工业厂房及配套	2.89	98%	97%	94%	100%
石岩厂房	工业厂房及配套	0.67	100%	100%	100%	100%
合计		24.45	-	-	-	-

注：（1）可租面积为截至2022年9月末数据；（2）“-”为公司未披露。

资料来源：公司2019-2021年年度报告和2022年三季度报告，中证鹏元整理

七、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2019-2021年审计报告和未经审计的2022年第三季度财务报表，报告均采用新会计准则编制。

财政部于2017年颁布了修订后的《企业会计准则第14号-收入》（财会[2017]22号），公司于2020年1月1日起执行上述新收入准则。将存货科目中建造合同形成的资产调整至合同资产科目列示，将预收账款科目调整至合同负债科目列示。公司自2020年1月1日起执行财政部于2019年度颁布的《企业会计准则解释第13号》，该项会计政策变更采用未来适用法处理。

2019-2022年6月，公司合并报表范围变化情况如附表四所示，主要为因房地产业务需要新设子公司、收购建筑工程类企业提升资质和业务规模等。

资产结构与质量

公司资产规模增长较快，主要由货币资金、房地产项目存货、建筑施工业务成本和自持物业构成，考虑房地产项目储备、自持物业以深圳等地为主、工程项目主要客户为深圳市政府机构或国有企业，整体资产质量良好

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9月末，公司资产规模为671.80亿元。

截至2022年9月末，公司货币资金为88.89亿元，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。2021年末，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长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。2022年9月，公司应收账款较上年末变动不大。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，若南宁市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9月，公司存货增至349.11亿元，其中24.36亿元因借款质押受限；公司合同资产均为已完工未结算形成的资产，随着近年建筑施工业务拓展而快速增长。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9月末因股价下跌其公允价值下降至7.57亿元。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末，除深圳车库无权证外，公司仍有价值1.01亿元投资性房地产未办妥权证；2022年9月末公司投资性房地产为30.14亿元，其中因借款抵押受限7.94亿元。近年来，公司无形资产保持大幅增长，主要系PPP项目持续投入所致，截至2022年9月末，无形资产中9.34亿元用于银行借款质押。

截至2022年9月末，公司受限资产合计47.65亿元，整体来看，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，考虑房地产项目储备、自持物业以深圳等地为主、工程项目主要客户为深圳市政府机构或国有企业，资产质量良好。

表13 公司主要资产构成情况（单位：亿元）

项目	2022年9月		2021年		2020年		2019年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	88.89	13.23%	84.12	14.06%	86.30	17.61%	49.52	12.28%
应收账款	33.39	4.97%	33.68	5.63%	27.05	5.52%	21.77	5.40%
存货	349.11	51.97%	285.05	47.65%	264.94	54.07%	272.48	67.59%
合同资产	94.97	14.14%	82.49	13.79%	42.44	8.66%	0.00	0.00%
其他流动资产	14.91	2.22%	16.72	2.79%	3.93	0.80%	3.64	0.90%
流动资产合计	591.73	88.08%	510.23	85.29%	433.60	88.49%	353.49	87.69%
其他权益工具投资	7.57	1.13%	10.40	1.74%	10.86	2.22%	10.90	2.70%

投资性房地产	30.14	4.49%	30.57	5.11%	24.31	4.96%	24.74	6.14%
无形资产	15.28	2.27%	11.07	1.85%	5.86	1.20%	1.49	0.37%
非流动资产合计	80.07	11.92%	88.01	14.71%	56.39	11.51%	49.64	12.31%
资产总计	671.80	100.00%	598.24	100.00%	489.99	100.00%	403.13	100.00%

资料来源：公司 2019-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年 1-9 月财务报表，中证鹏元整理

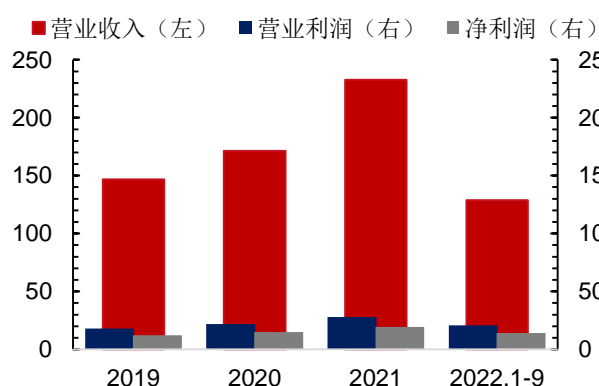
盈利能力

公司营业收入增长较快且盈利能力稳定，在手优质房产项目对公司利润形成一定支撑，盈利趋势较好

公司营业收入主要来源于工程施工和房地产开发业务，其中，工程施工业务收入 2019-2021 年复合增长率为 22.89%。房地产业务收入主要来源于天健天骄、长沙天健城、东莞天健万江花园等项目，2019-2021 年复合增长率为 22.45%，整体来看，公司营业收入增长较快。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强。

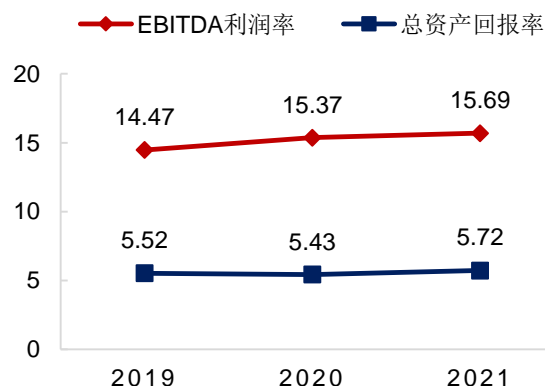
公司利润主要来源于房地产业务，特别是天健天骄南苑、天健天骄北庐、天健公馆等深圳地区楼盘，因拿地成本较低，毛利率高于行业平均水平。截至 2022 年 9 月末，公司深圳、广州、上海等 3 个一线城市在售项目尚未销售面积共 10.89 万平方米，深圳地区在建项目计容面积共 62.72 万平方米，对公司未来利润形成一定支撑。公司工程施工毛利率水平相对稳定，且符合行业平均水平。从历史表现来看，公司 EBITDA 利润率、总资产回报率均较为稳定，显示公司获取现金利润能力、运营效益比较稳定。整体而言，公司盈利能力较为稳定且未来趋势较好。

图10 公司收入及利润情况（单位：亿元）



资料来源：公司 2019-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年 1-9 月财务报表，中证鹏元整理

图11 公司盈利能力指标情况（单位：%）



资料来源：公司 2019-2021 年审计报告，中证鹏元整理

现金流

因房地产销售回款受到政策调控、市场成交、公司推盘节奏等因素影响，公司经营活动现金流存在波动，对外融资规模较大，未来面临一定资金压力

2019-2021年，尽管公司业务规模保持增长，但建筑行业普遍存在垫资情况，回款较慢。此外，房地产销售回款受到政策调控、市场成交、公司推盘节奏等因素影响有所波动。因此，2019-2021年经营活动现金流波动较大。2022年前三季度，公司房地产项目投入较多，同时，受房地产市场景气度下行影响，销售回款同比下降，双重因素叠加，公司经营活动现金净流出37.30亿元。

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、收购子公司股权影响，近年来持续呈净流出状态。2019-2022年9月合计净流出规模为18.38亿元。

为满足业务发展需要，2019年至今，公司对外融资规模较大，主要融资渠道包括发行债券、银行借款等。2020-2021年，公司分别发行7.00亿元、25.00亿元的可续期债券（20天健Y1、21天健Y1）。此外，2019-2022年9月，公司通过银行借款、发行中期票据、超短期融资券等筹得资金681.66亿元，同期，公司偿还债务支付的现金为561.62亿元。公司2019-2022年9月筹资活动净流入84.56亿元，规模较大。

公司EBITDA规模有所上升，但由于2021年支付税费较高，FFO降至-26.57亿元。整体来看，由于建筑行业普遍存在垫资情况，且房地产销售回款存在波动，经营活动现金流表现波动较大。公司主要通过银行借款、发行债券筹得资金，负债规模持续上涨。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12 公司现金流结构

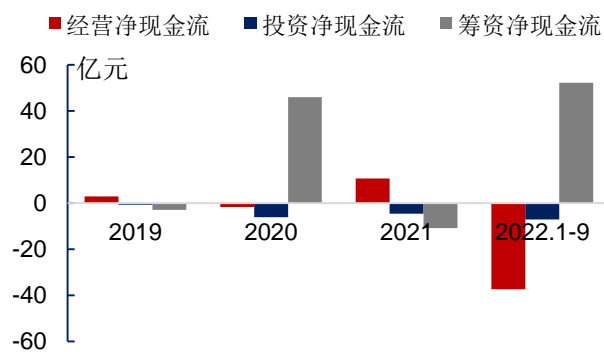
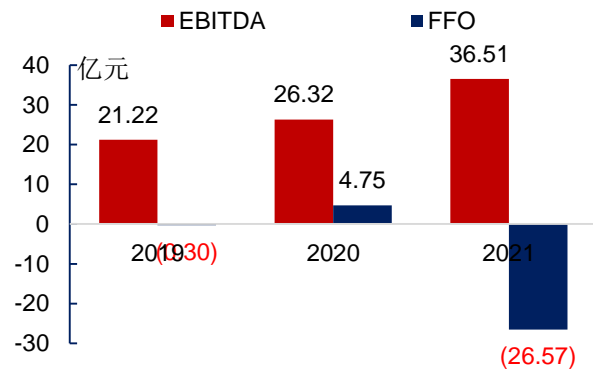


图13 公司 EBITDA 和 FFO 情况



资料来源：公司 2019-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年 1-9 月财务报表，中证鹏元整理

资料来源：公司 2019-2021 年审计报告，中证鹏元整理

资本结构与偿债能力

公司负债规模攀升较快，债务集中度较高，但考虑公司融资渠道多元且通畅，流动性较好，债务偿还较有保障

随着公司利润积累，近三年，公司所有者权益（剔除永续债）保持增长，截至2022年9月末，剔除永续债后所有者权益增至103.88亿元。公司永续债系分别于2020年、2021年发行的“20天健Y1”“21天健Y1”，截至2022年9月末，账面余额合计31.97亿元。因业务发展需求，公司负债规模攀升，资本对负

债保障程度明显减弱。

图14 公司资本结构

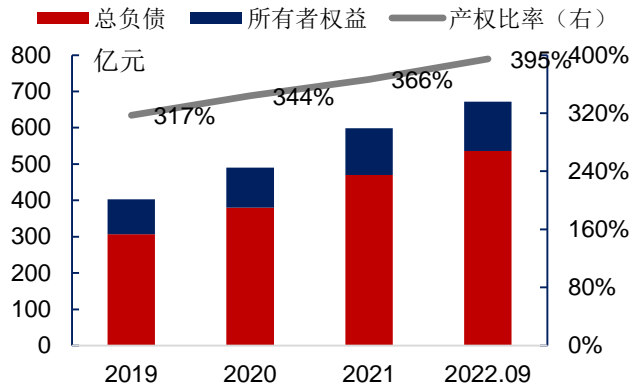
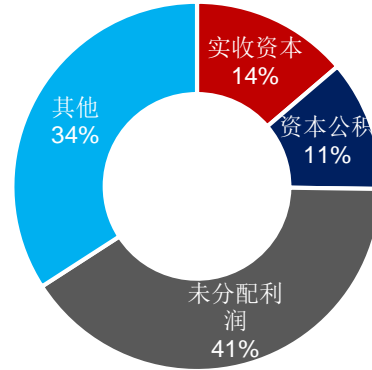


图15 2022年9月末公司所有者权益构成



资料来源：公司2019-2021年审计报告及未经审计的2022年1-9月财务报表，中证鹏元整理

资料来源：公司未经审计的2022年1-9月财务报表，中证鹏元整理

公司负债规模涨幅较大，2019-2021年总负债复合增长率为23.82%，主要系对外融资较多所致。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，应付票据持续增长，但规模仍然较小，2021年以来公司通过短期融资券融资，其他流动负债规模迅速增大。长期借款近年来规模相对稳定，2022年1-9月，公司新增应付债券，系2022年3月发行的10亿元中期票据“22天健集MTN001”、。整体来看，公司融资渠道多样化，由于业务增长较快，且建筑业普遍存在垫资情况，对流动性资金需求增长，融资规模持续攀升。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，受销售情况、结转收入等影响存在较大波动；2021年，受益于天健悦桂府、天健天骄北庐等项目销售，合同负债显著增长。

表14 公司主要负债构成情况（单位：亿元）

项目	2022年9月		2021年		2020年		2019年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	69.64	12.99%	18.82	4.00%	55.81	14.70%	20.52	6.69%
应付票据	7.71	1.44%	3.14	0.67%	0.02	0.00%	0.03	0.01%
应付账款	125.79	23.47%	138.15	29.39%	106.46	28.04%	75.21	24.54%
合同负债	115.28	21.51%	104.00	22.13%	49.62	13.07%	0.00	0.00%
应交税费	20.94	3.91%	19.15	4.07%	22.32	5.88%	16.41	5.35%
一年内到期的非流动负债	35.94	6.71%	27.13	5.77%	25.97	6.84%	23.06	7.52%
其他流动负债	40.61	7.58%	39.70	8.45%	8.72	2.30%	0.00	0.00%
流动负债合计	437.00	81.54%	371.10	78.96%	288.89	76.10%	229.09	74.74%
长期借款	78.60	14.67%	93.08	19.81%	83.17	21.91%	74.04	24.15%
应付债券	14.90	2.78%	0.00	0.00%	0.00	0.00%	0.00	0.00%
非流动负债合计	98.95	18.46%	98.87	21.04%	90.72	23.90%	77.44	25.26%

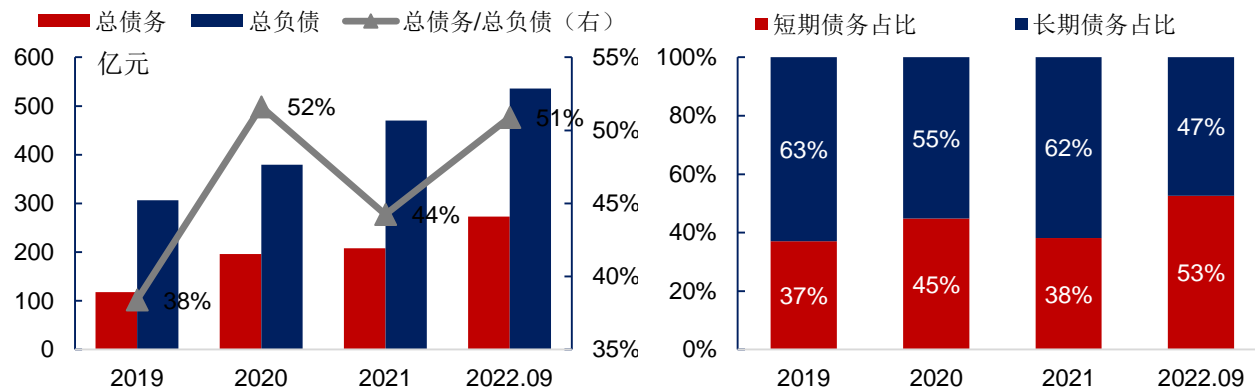
负债合计	535.95	100.00%	469.97	100.00%	379.61	100.00%	306.53	100.00%
------	--------	---------	--------	---------	--------	---------	--------	---------

资料来源：公司 2019-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年 1-9 月财务报表，中证鹏元整理

截至2022年9月末，公司总债务规模增至272.73亿元（含永续债31.97亿元）。公司债务期限结构因短期借款滚动而有所波动，截至2022年9月末，短期债务占比达53%，债务集中度较高。

图16 公司债务占负债比重

图17 公司长短期债务结构



资料来源：公司 2019-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年 1-9 月财务报表，中证鹏元整理

资料来源：公司 2019-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年 1-9 月财务报表，中证鹏元整理

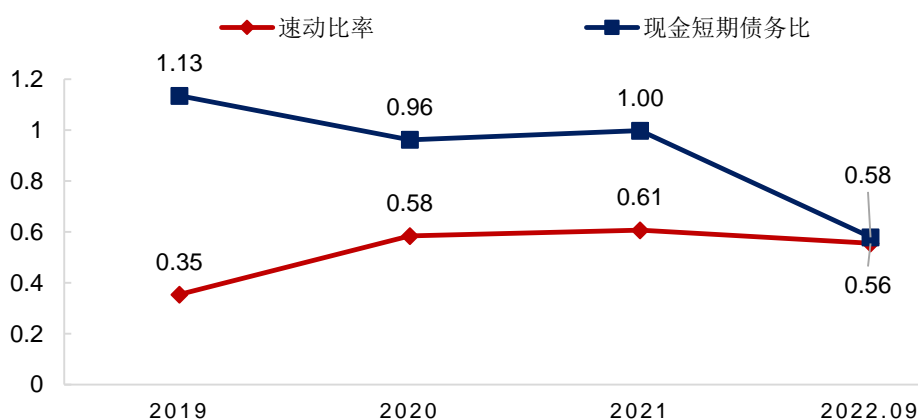
2019-2021年，公司资产负债率逐年上涨，总债务与总资本之比也整体呈上升趋势，随着公司利润水平提升，EBITDA利息保障倍数持续改善。

表15 公司杠杆状况指标

指标名称	2022年9月	2021年	2020年	2019年
资产负债率	79.78%	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	72.42%	68.35%	69.64%	59.94%
FFO/净债务	--	-19.74%	4.11%	-0.42%

资料来源：公司 2019-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年 1-9 月财务报表，中证鹏元整理

2020年，公司速动比率明显提升，主要系公司对外融资收到现金，且因会计政策变更建造合同投入在“合同资产”科目体现所致。2020-2022年9月末，公司速动比率基本稳定。2019年以来，因公司增加短期借款、超短期融资券等融资渠道的比重，公司现金短期债务比整体呈下滑趋势，2022年9月末下降至较低水平。公司作为深圳市国有上市企业，融资渠道多元且通畅，获取流动性资源能力非常强。综合而言，尽管公司杠杆水平较高，且短期债务占比高，但其流动性较好，债务偿还较有保障。

图18 公司流动性比率情况


资料来源：公司 2019-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年 1-9 月财务报表，中证鹏元整理

八、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2020年1月1日至报告查询日（2023年2月1日），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2022年6月30日，尚未结清的担保金额合计78.62亿元，存在一定或有负债风险。此外，公司无其他对外担保。

表16 截至 2022 年 6 月 30 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	142.00	76.23	连带责任保证	无
棚改项目解抵押业主	5.60	2.39	连带责任保证	无
合计	147.60	78.62	-	-

资料来源：公司 2022 年半年度报告，中证鹏元整理

九、抗风险能力分析

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9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，优质地产为未来利润提供一定支撑，整体来看公司未来收入持续性强、利润趋势较好。

尽管公司债务规模攀升较快，债务集中度高，但公司作为深圳市国资委旗下建工板块核心经营主体公司，且为上市公司，融资渠道多元且通畅，获得银行授信规模较大。此外，公司资产质量良好，截至2022年9月末，尚有324.75亿元存货（主要为房地产项目开发成本和开发产品），以及22.20亿元投资性房地产（主要为深圳区域物业）未抵押，具备较强融资弹性。

十、本期债券偿还保障分析

本期债券偿债资金来源及其风险分析

公司本期债券偿债资金主要来源于经营性业务产生的现金流入。近年来公司业务规模稳健扩张，收入规模快速增长，对本期债券的本息偿付提供一定支撑。目前公司工程施工业务在手订单、房地产项目储备充足，短中期业绩有较好保障。但中证鹏元也注意到，工程施工业务存在垫资情况，资金回流较慢，房地产业务收入受行业景气度影响存在波动的可能性。

另外，必要时公司可通过资产抵质押融资或处置筹集偿债资金，但需要注意的是，大规模资产处置的变现时间、变现价值存在一定不确定性。

本期债券保障措施分析

特区建工提供的连带责任保证担保有效提升了本期债券的信用水平

特区建工为本次债券⁴（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本次债券编制并披露的《募集说明书》规定）提供连带责任保证担保。担保范围包括本次债券的本金、利息以及实现债权的费用；担保期限为本次债券的存续期及债券最终兑付之日起2年，若本次债券分期发行，担保人就各期债券承担保证责任的期间分别计算，分别为各期债券的存续期及各期债券最终兑付之日起2年。

经本期债券的主管部门和债券持有人会议批准，本期债券的金额、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；本期债券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2022年6月末，特区建工注册资本50.00亿元，实收资本15.75亿元，唯一股东及实际控制人为深圳市国资委。

⁴ 分期发行，“21天健Y1”为本次债券第一期发行，发行规模为25.00亿元；本期债券为本次债券第二期发行。

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。2022年上半年，特区建工实现营业收入110.34亿元，同比增长9.21%

表17 特区建工营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元）

项目	2022年1-6月		2021年		2020年		2019年	
	金额	毛利率	金额	毛利率	金额	毛利率	金额	毛利率
建筑施工	77.94	6.00%	227.73	3.90%	159.61	4.95%	164.62	6.16%
房地产开发	37.92	60.98%	98.39	35.96%	69.17	47.38%	65.61	41.91%
城市综合服务	6.80	12.12%	13.81	19.19%	27.52	15.88%	11.14	20.00%
其他	3.72	6.42%	7.23	19.23%	3.75	26.62%	2.90	26.02%
合并抵消	-16.04	-	-43.69	-	-35.47	-	-28.62	-
合计	110.34	25.92%	303.46	15.09%	224.59	19.78%	215.64	17.94%

注：其他业务包括建筑设计、建筑工业化、建筑科技业务。

资料来源：特区建工2019年模拟审计报告、2020-2021年审计报告、特区建工提供，中证鹏元整理

截至2022年6月末，特区建工总资产为750.16亿元，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18 特区建工主要财务指标（单位：亿元）

项目	2022.06	2021	2020	2019
总资产	750.16	686.09	555.13	461.02
归母所有者权益	45.69	36.62	30.88	28.58
总债务	277.79	219.76	202.91	141.60
营业收入	110.34	303.46	224.59	215.64
净利润	11.95	15.53	15.32	15.47
经营活动现金流净额	-55.46	18.05	-5.08	1.97
销售毛利率	25.92%	15.09%	19.78%	17.94%
EBITDA 利润率	--	10.54%	11.86%	10.50%
总资产回报率	--	4.44%	5.03%	5.75%
资产负债率	78.28%	79.12%	78.05%	76.97%
净债务/EBITDA	--	3.94	4.22	3.86

EBITDA 利息保障倍数	--	4.15	3.95	3.53
总债务/总资本	67.96%	66.38%	67.68%	61.62%
FFO/净债务	--	-26.56%	3.33%	-3.86%
速动比率	0.63	0.68	0.65	0.42
现金短期债务比	0.68	1.12	1.02	1.21

资料来源：特区建工 2019 年模拟审计报告、2020-2021 年审计报告和未经审计的 2022 年 1-6 月报表，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能有效提升本期债券的信用水平。

十一、结论

综上，中证鹏元评定公司主体信用等级为AA+，评级展望为稳定，本期债券信用等级为AAA。

跟踪评级安排

根据监管部门规定及本评级机构跟踪评级制度，本评级机构在初次评级结束后，将在受评债券存续期间对受评对象开展定期以及不定期跟踪评级，本评级机构将持续关注受评对象外部经营环境变化、经营或财务状况变化以及偿债保障情况等因素，以对受评对象的信用风险进行持续跟踪。在跟踪评级过程中，本评级机构将维持评级标准的一致性。

定期跟踪评级每年进行一次，跟踪评级报告于每一会计年度结束之日起6个月内披露。届时，发行主体须向本评级机构提供最新的财务报告及相关资料，本评级机构将依据受评对象信用状况的变化决定是否调整信用评级。如果未能及时公布定期跟踪评级结果，本评级机构将披露其原因，并说明跟踪评级结果的公布时间。

自本次评级报告出具之日起，当发生可能影响本次评级报告结论的重大事项时，发行主体应及时告知本评级机构并提供评级所需相关资料。本评级机构亦将持续关注与受评对象有关的信息，在认为必要时及时启动不定期跟踪评级。本评级机构将对相关事项进行分析，并决定是否调整受评对象信用评级。

如发行主体不配合完成跟踪评级尽职调查工作或不提供跟踪评级资料，本评级机构有权根据受评对象公开信息进行分析并调整信用评级，必要时，可公布信用评级暂时失效或终止评级。

本评级机构将及时在本评级机构网站（www.cspengyuan.com）、证券交易所和中国证券业协会网站公布跟踪评级报告，且在证券交易所网站披露的时间不晚于在其他渠道公开披露的时间。

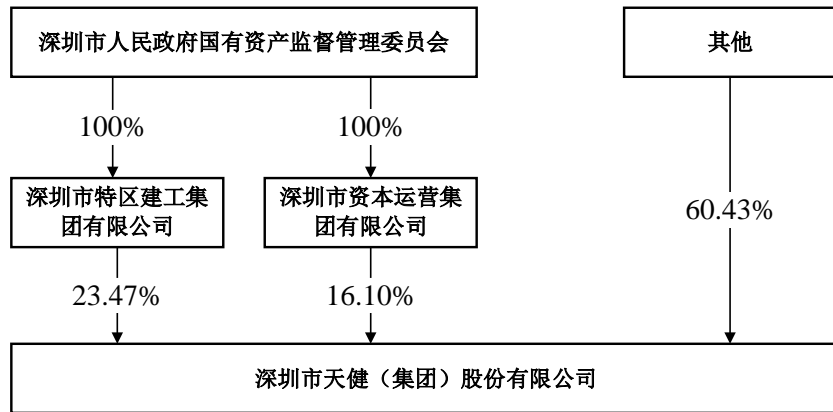
附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

财务数据（单位：亿元）	2022年9月	2021年	2020年	2019年
货币资金	88.89	84.12	86.30	49.52
应收账款	33.39	33.68	27.05	21.77
存货	349.11	285.05	264.94	272.48
合同资产	94.97	82.49	42.44	0.00
流动资产合计	591.73	510.23	433.60	353.49
其他权益工具投资	7.57	10.40	10.86	10.90
投资性房地产	30.14	30.57	24.31	24.74
无形资产	15.28	11.07	5.86	1.49
非流动资产合计	80.07	88.01	56.39	49.64
资产总计	671.80	598.24	489.99	403.13
短期借款	69.64	18.82	55.81	20.52
应付票据	7.71	3.14	0.02	0.03
应付账款	125.79	138.15	106.46	75.21
合同负债	115.28	104.00	49.62	0.00
应交税费	20.94	19.15	22.32	16.41
一年内到期的非流动负债	35.94	27.13	25.97	23.06
其他流动负债	40.61	39.70	8.72	0.00
流动负债合计	437.00	371.10	288.89	229.09
长期借款	78.60	93.08	83.17	74.04
应付债券	14.90	0.00	0.00	0.00
租赁负债	3.73	3.60	0.00	0.00
长期应付款	0.00	0.09	0.07	0.08
非流动负债合计	98.95	98.87	90.72	77.44
负债合计	535.95	469.97	379.61	306.53
总债务	272.73	207.96	195.94	117.67
归属于母公司的所有者权益	132.65	127.05	109.56	95.91
营业收入	128.88	232.69	171.25	146.65
营业利润	20.79	28.08	21.93	18.01
净利润	14.15	19.52	14.89	12.34
经营活动产生的现金流量净额	-37.30	10.72	-1.58	2.92
投资活动产生的现金流量净额	-7.06	-4.63	-6.02	-0.67
筹资活动产生的现金流量净额	52.22	-10.78	45.99	-2.87
财务指标	2022年9月	2021年	2020年	2019年
销售毛利率	26.47%	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	79.78%	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	72.42%	68.35%	69.64%	59.94%
FFO/净债务	--	-19.74%	4.11%	-0.42%
速动比率	0.56	0.61	0.58	0.35
现金短期债务比	0.58	1.00	0.96	1.13

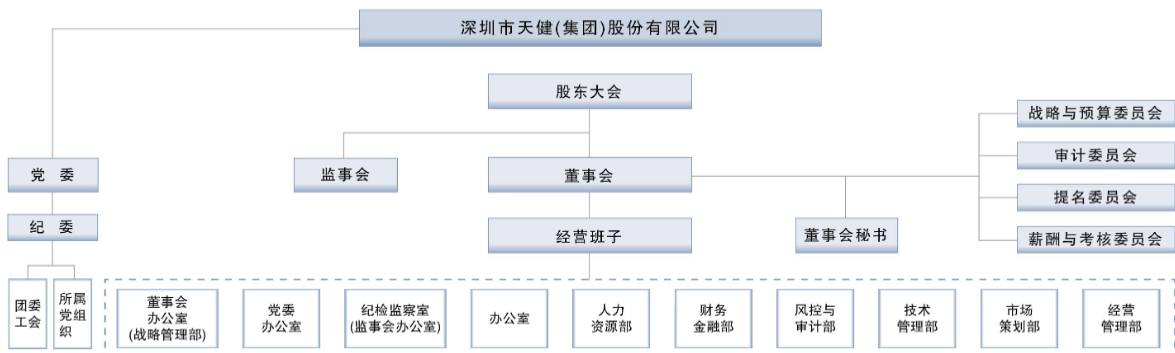
资料来源：公司 2019-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年 1-9 月财务报表，中证鹏元整理

附录二 公司股权结构图（截至 2022 年末）



资料来源：公司提供

附录三 公司组织结构图（截至 2022 年末）



资料来源：公司提供

附录四 2019-2022年6月公司合并报表范围变化情况（单位：亿元）

1、新纳入公司合并范围的子公司情况

年份	子公司名称	持股比例	出资额/取得成本	合并方式
2022年1-6月	广东铭宏建设工程有限公司	100%	0.24	收购
	广东省赢鼎建设工程有限公司	100%	0.24	收购
	佛山市旭和建筑工程有限公司	100%	0.19	收购
	深圳市深星辰科技发展有限公司	70%	2.02	收购
	深圳市水务技术服务有限公司	51%	0.40	收购
	天健锦成置地（成都）有限公司	100%	0.50	设立
	天琪置地（苏州）有限公司	70%	1.00	设立
	深圳市天启置地有限公司	100%	0.50	设立
	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
	2021年	东莞市天健置地有限公司	100%	0.01
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
深圳市前海天健房地产开发有限公司		100%	1.00	新设
深圳市天睿实业发展有限公司		100%	0.10	新设
深圳市天灏实业发展有限公司		100%	0.10	新设
2020年	天健置业（苏州吴江）有限公司	100%	0.50	新设
	天健地产（苏州吴江）有限公司	100%	0.50	新设
	深圳市天健第三建设工程有限公司 ⁷	51%	0.007	收购
	深圳苏商建设工程有限公司	100%	0.29	收购
	东莞市天极房地产开发有限公司	100%	1.00	新设
	2019年	南通天健水环境建设发展有限公司	89.50%	2.60
深圳市深汕特别合作区天创建材有限公司		50.00%	0.30	新设

2、不再纳入公司合并范围的子公司情况

年份	子公司名称	持股比例	注册资本	不再纳入的原因
2021年	深圳苏商建设工程有限公司	-	-	注销

⁷ 原广东省中宏景和建设工程有限公司。

	海南天健威斯特酒店有限公司	-	-	转让
2020年	深圳市艺景达园林绿化有限公司	-	-	注销

资料来源：公司 2019-2021 年审计报告和未经审计的 2022 年半年度报告，中证鹏元整理

附录五 2022年6月末纳入公司合并报表范围的主要子公司情况

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	100.00%	通过设立或投资等方式取得
深圳市天健地产集团有限公司	深圳	房地产开发、销售	100.00%	通过设立或投资等方式取得
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	55.00%	通过设立或投资等方式取得
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	100.00%	通过设立或投资等方式取得
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	100.00%	通过设立或投资等方式取得
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	100.00%	通过设立或投资等方式取得
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	100.00%	通过设立或投资等方式取得
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	100.00%	通过设立或投资等方式取得
深圳市天健城市服务有限公司	深圳	物业管理	100.00%	通过设立或投资等方式取得
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	100.00%	非同一控制下企业合并取得的子公司
深圳市天健商置有限公司	深圳	自有房屋租赁、房地产经纪、物业管理等	100.00%	通过设立或投资等方式取得
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	100.00%	通过设立或投资等方式取得
广东海外建设发展有限公司	香港	境外建筑工程承包、施工	60.00%	通过设立或投资等方式取得
深圳市天健城市更新有限公司	深圳	物业租赁、物业管理等	100.00%	通过设立或投资等方式取得
深圳市光明建工集团有限公司	深圳	土木工程建筑	51.00%	通过设立或投资等方式取得
深圳市特区铁工建设集团有限公司	深圳	轨道交通建设管理	51.00%	通过设立或投资等方式取得
深圳市光明天健文体发展有限公司	深圳	工程管理服务、文化场馆管理服务	74.00%	通过设立或投资等方式取得

资料来源：公司 2022 年半年度报告，中证鹏元整理

附录六 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+租赁负债+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+应收款项融资中的应收票据+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+固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧+使用权资产折旧+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：（1）因债务而受到限制的货币资金不作为受限货币资金；（2）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。

附录七 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、债务人个体信用状况符号及定义

符号	定义
aaa	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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。

四、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。