



深圳市天健(集团)股份有限公司相关债券 2023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等级的变化情况。

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

相关债券2023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 |
| 23 天健 Y1 | AAA | AAA |

评级观点

- 该评级结果是考虑到：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）系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”）旗下建工板块核心的经营主体，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，未来施工业务收入持续性较强，且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“21 天健 Y1”和“23 天健 Y1”（以下合称“本次债券”）的信用水平。但中证鹏元也关注到，公司部分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金压力，以及债务增长较快且短期债务占比较高为风险因素，此外，需要注意到本次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。

评级日期

2023 年 6 月 6 日

联系方式

项目负责人：林心平

linxp@cspengyuan.com

项目组成员：章文

zhangwen@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 | 2023.3 | 2022 | 2021 |
|---------------|--------|--------|---------|
| 总资产 | 700.40 | 692.06 | 598.24 |
| 归母所有者权益 | 140.03 | 137.14 | 127.05 |
| 总债务 | 275.01 | 266.81 | 207.96 |
| 营业收入 | 32.29 | 264.64 | 232.69 |
| 净利润 | 2.11 | 19.71 | 19.52 |
| 经营活动现金流净额 | 9.67 | -14.55 | 10.72 |
| 净债务/EBITDA | -- | 4.31 | 3.69 |
| EBITDA 利息保障倍数 | -- | 5.22 | 5.05 |
| 总债务/总资本 | 70.99% | 71.01% | 68.35% |
| FFO/净债务 | -- | 6.95% | -19.74% |
| EBITDA 利润率 | -- | 15.92% | 15.69% |
| 总资产回报率 | -- | 5.07% | 5.72% |
| 速动比率 | 0.66 | 0.65 | 0.61 |
| 现金短期债务比 | 0.84 | 0.79 | 1.00 |
| 销售毛利率 | 18.93% | 20.35% | 19.74% |
| 资产负债率 | 79.39% | 79.64% | 78.56% |

资料来源：公司 2021-2022 年审计报告及未经审计的 2023 年 1-3 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核心经营主体，2022年新增建筑资质27项，施工资质全面且等级高。**公司系深圳市建工板块核心的经营平台，得益于政府的紧密联系，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。2022年公司新增建筑业企业资质27项，包括电力工程施工总承包一级资质，截至期末，公司拥有1个特级资质、17个壹级资质，施工资质多且等级高。
- **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。**公司施工业务客户主要为深圳市政府或国有企业，客户质量较好，项目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；截至2022年末公司已签约未完工合同金额590.97亿元，其中，尚未施工部分金额298.65亿元，系2022年工程施工收入的1.62倍，在手订单充足。
- **优质房地产项目可为公司未来利润形成一定支撑。**截至2023年3月末，公司主要在售房地产项目共21个，均由公司自主开发，尚未销售面积73.46万平方米，其中深圳地区尚未销售面积8.85万平方米；已销售未结算面积共26.43万平方米，其中深圳地区已售未结算面积共9.89万平方米，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次债券的信用水平。**经中证鹏元综合评定，特区建工主体信用等级为AAA，其为本次债券提供的连带责任保证担保有效提升了本次债券的信用水平。

关注

- **本次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。**根据“21天健Y1”和“23天健Y1”募集说明书，本次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。
- **公司部分区域房地产项目存在减值风险。**公司于2022年计提南宁、广州增城区域部分地产项目减值损失6.39亿元。公司南宁、苏州区域项目毛利率较低，截至2022年末，公司存货中南宁区域房产项目账面余额共37.46亿元，苏州区域房产项目账面余额54.62亿元，若南宁、苏州地区房价走弱，两地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，受地方财政收支矛盾加剧影响，公司施工项目回款减缓，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。考虑公司业务仍处于扩张阶段，施工业务扩张较快，垫资压力加大，且截至2023年3月末，在建房地产项目（权益口径）和棚改项目尚需投资99.19亿元。整体来看，公司后续资金需求较大。
- **公司债务规模持续增长，短期债务占比较高。**公司业务增长需求叠加经营现金流表现弱化推动债务规模持续增长，截至2023年3月末，公司总债务规模为275.01亿元，其中短期债务占比达46%，且现金短期债务比下降至1.00以下。

未来展望

- 中证鹏元给予公司稳定的信用评级展望。我们认为公司业务持续性强，经营风险和财务风险相对可控。

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 | 3,668.04 | 2,181.25 | 820.68 | 692.06 |
| 营业收入 | 2,860.37 | 1,296.12 | 493.14 | 264.64 |
| 净利润 | 16.80 | 12.26 | 1.60 | 19.71 |
| 销售毛利率 | 9.04% | 9.40% | 4.87% | 20.35% |
| 资产负债率 | 86.07% | 76.79% | 88.73% | 79.64% |

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、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2022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 | 6/7 |
| 业务状况评估结果 | | 6/7 | 财务状况评估结果 | | 7/9 |
| 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+ |

注：各指标得分越高，表示表现越好。

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 | AAA/23 天健 Y1 | 2023-04-07 | 蒋申、章文 | 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) | 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 |

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 |
|----------|----------|----------|------------|------------|
| 23 天健 Y1 | 7.00 | 7.00 | 2023-04-07 | 2026-04-11 |
| 21 天健 Y1 | 25.00 | 25.00 | 2022-06-14 | 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月面向专业投资者公开发行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。公司于2023年4月面向合格投资者公开发行7.00亿元永续期公司债券“23天健Y1”，募集资金扣除发行费用后拟全部用于偿还到期债券。截至2023年5月29日，“21天健Y1”“23天健Y1”共用募集资金专项账户余额为11,408.70元。

三、发行主体概况

截至2023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国资委。截至2023年3月末公司前十大股东如表1所示。

表1 截至2023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 |
| 深圳市高新投集团有限公司 | 国有法人 | 2.05% | 38,304,477 |
| 香港中央结算有限公司 | 境外法人 | 1.29% | 24,099,644 |
| 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 | 1.26% | 23,610,936 |
| 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 | 0.83% | 15,594,079 |
| 基本养老保险基金—零零三组合 | 其他 | 0.61% | 11,324,700 |
| 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 | 0.60% | 11,263,551 |
| 中国工商银行股份有限公司—富国稳健增强债券型证券投资基金 | 其他 | 0.39% | 7,200,000 |
| 合计 | - | 47.44% | 886,552,952 |

资料来源：公司2023年第一季度报告，中证鹏元整理

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。2022年，公司合并范围新增22家子公司，注销2家子公司，详见附录四。

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。

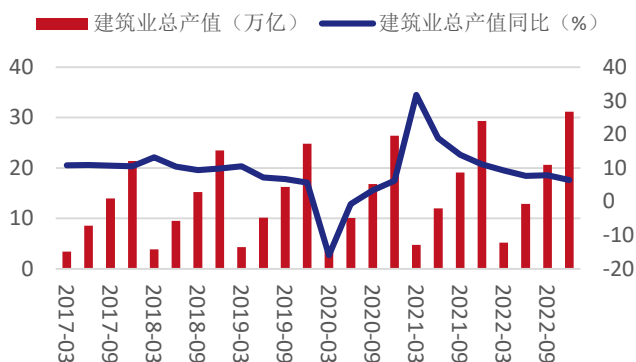
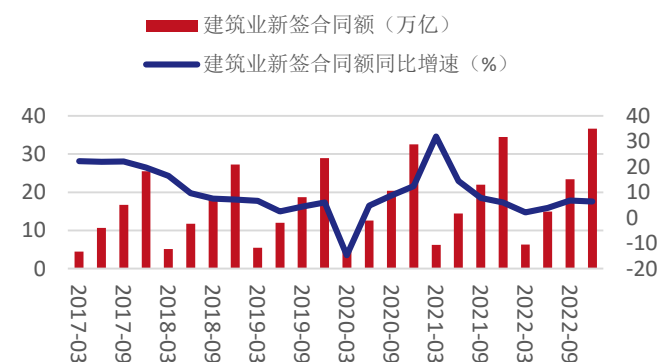
在房地产支持政策加码和稳经济一揽子政策落地见效等因素下，2023年国内经济正在逐步修复，经济增长有望企稳回升。国内经济修复的同时还面临着复杂的内外部环境，海外大幅加息下出现全球经济衰退和金融市场动荡的风险快速攀升，地缘政治冲突延续和大国博弈升级带来的外部不确定性继续加大，财政收支矛盾加剧下地方政府化解债务压力处在高位，内需偏弱和信心不足仍然是国内经济存在的难点问题。目前我国经济运行还存在诸多不确定性因素，但是综合来看，我国经济发展潜力大、韧性强，宏观政策灵活有空间，经济工作稳中求进，经济增长将长期稳中向好。

建筑施工行业运营环境

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，房地产投资和新开工恢复尚待观察

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压力的情况下，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6.77%，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120,587万平方米，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86,222万平方米，同比下降15%。

图1 建筑业总产值及同比增长

图2 建筑业新签订合同及其同比增速


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

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，考虑我国居民消费仍待提振、房地产复苏仍待验证、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”，截至2023年2月10日，31个省份获得的提前批专项债、一般债额度合计分别为21,900亿元、4,320亿元，同比增长50%、32%，且此次提前批的专项债额度为历年提前批中最高¹，可以看出，地方政府专项债发行力度仍然较强，节奏也将加快。城投方面，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”。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管控影响略有放缓。

2022年，受房地产供给侧改革、居民收入预期转弱等影响，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，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。销售端则是“因城施策”调整房贷利率、限购等政策。2023年以来，在前期积压需求集中释放和房企积极推盘作用下，销售端复苏迹象初显，1-3月全国商品房累计销售面积2.99亿平方米，同比下降1.8%；累计销售金额3.05万亿元，同比增长4.10%，系近一年内累计销售额首次同比转正。但房企整体资金面数据尚未呈现趋势性改善，金融机构避险情绪犹存，房企拿地及新开工仍趋于谨慎，2023年一季度，房地产开发投资累计同比下降5.80%，房屋施工面积同比下降5.2%，具体来看，房屋竣工面积同比

¹ 21世纪经济报道

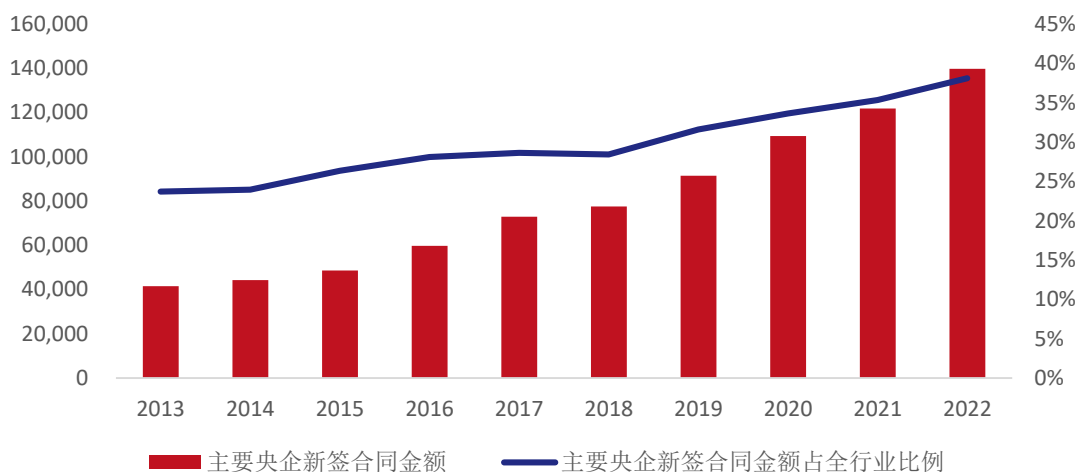
增长14.70%，而新开工面积则大幅下滑10.20%。整体来看，2023年房地产施工将以保交楼和存量项目为主，房地产行业的投资和新开工的全面好转仍待销售端复苏信号进一步明确及房企销售回款现金流出现实质性改善。

中证鹏元认为，2023年，建筑业下游需求延续分化态势，基建投资预计维持较高景气度，仍将是拉动建筑业增长的主要动力，但房地产投资和新开工短期内难言显著改善，对建筑业增长的贡献尚待观察。综合考量，我们预计2023年建筑行业将低速增长。

预计建筑业市场份额持续向头部聚拢，民营建筑企业市场份额将受挤压

从行业竞争格局来看，市场份额持续向头部聚拢，主要建筑央企²新签订单金额占全行业的比重由2013年末的23.70%上升至2022年末的38.13%，市场占有率持续提升。建筑业在产业链中相对弱势，建筑企业普遍存在垫资施工的现象，兼之业内企业较高的杠杆率，央企、地方国有企业因其规模、融资等方面的优势，在面对外部冲击时更具韧性。此外，基建项目中，国有企业也得益于其与政府的联系、资金和技术实力更具竞争优势。综上，在当前以基建投资驱动为主，下游房地产投资乏力的背景下，预计行业马太效应持续，民营建筑企业市场份额将受到挤压。

图3 近年主要央企新签合同占全行业的比重（亿元）



资料来源：Wind，中证鹏元整理

优质或正常经营的房企应收款回款有望改善，出险房企所带来的坏账风险仍将持续影响建筑企业，地方财政收支矛盾加剧背景下融资类业务或加重建筑企业回款风险

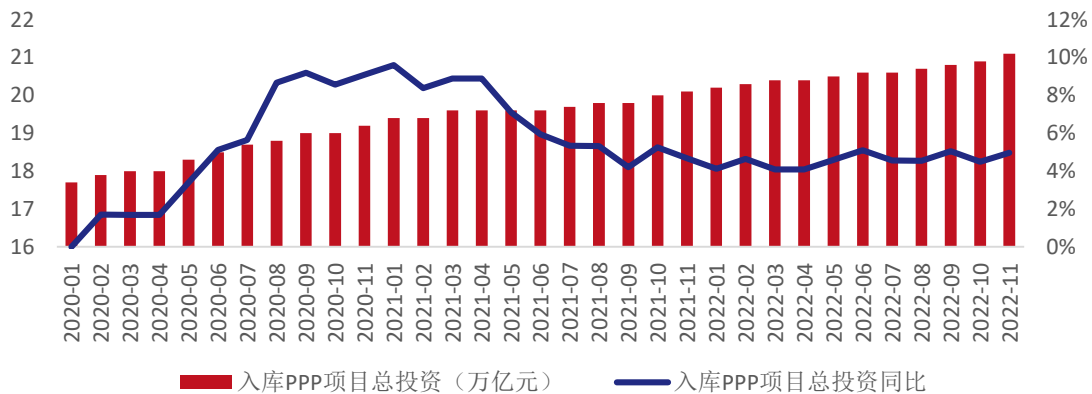
2022年，房地产开发累计实际到位资金同比减少19.30%，其中定金及预收款、国内贷款、个人按揭贷款和自筹资金同比分别下降33.30%、25.40%、26.50%和19.10%。作为与房地产行业高度关联的行业，房地产企业资金面的困难迅速传导至建筑业，以房建为主要业务来源建筑企业出现业绩下滑、项目停工、回款困难等情形，个别建筑企业甚至发生债务违约。中证鹏元认为，对于建筑企业涉房风险的未来演

² 指中国建筑、中国中铁、中国铁建、中国交建、中国化学、中国中冶及中国电建，因数据可见性原因，不含中国能建。

化应当区别看待。一方面，随着房地产行业融资渠道逐渐通畅、信用风险边际修复，对优质或正常经营的房企应收款回款有望改善。另一方面，尽管政策上可能以“保交楼”为核心对部分优质项目给予一定融资支持，但出险房企整体融资仍显困难，加之部分建筑企业过往对出险房企的坏账准备计提不到位，我们认为，出险房企所带来的坏账风险仍将持续影响建筑企业。

除涉房风险外，PPP、ABO、EPC+F等融资类业务也加重了建筑企业的回款风险。2020年以来，入库PPP项目投资额增速出现触底反弹，截至2022年11月末，入库项目总投资达21.10万亿元。以PPP为主的融资类业务本身存在投资金额大、回报周期长的特点。即使PPP项目经过财政承受能力论证，但考虑实际执行中，财政承受能力论证瑕疵较多，无法实质性将PPP项目支出责任约束在一般公共预算收入的10%这一红线内，故在当前地方财政收支矛盾加剧的情况下，部分PPP项目面临回款不及预期的风险。此外，ABO、EPC+F等模式的合规性并非板上钉钉，需关注政策风险及其导致的回款问题。

图4 入库 PPP 项目统计



资料来源：同花顺 iFinD，中证鹏元整理

房地产行业运营环境

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，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。2021年年初中国人民银行（以下简称“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。随后，政府工作报告再次强调房住不炒，银保监会、国务院办公厅、住房和城乡建设部（以下简称“住建部”）等多部门密集出台政策强调“三稳”目标，明确提出要保持房地产金融政策的连续性。随着多家房企陆续出现流动性危机，自2021年9月以来房地产行业调控迎来边际放松。2021年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”。12月8-10日，中央经济工作会议召开，会议指出“支持商品房市场更好满足购房者的合理住房需求，因城施策促进房地产业良性循环和健康发展”。

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”。2022年7月政治局会议强调“因城施策用足用好政策工具箱，支持刚性和改善性住房需求，压实地方政府责任，保交楼、稳民生”。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。

金融政策方面，2022年央行三次下调贷款市场报价利率（LPR），5年期以上LPR累计下调35个基点，房贷利率下降空间进一步打开。此外，央行进一步推出差异化信贷政策，首套住房商业性个人住房贷款利率下限调整为不低于相应期限贷款市场报价利率减20个基点，并阶段性放宽部分城市首套住房贷款利率下限。

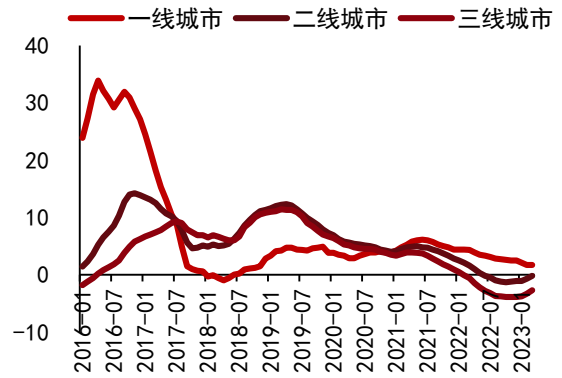
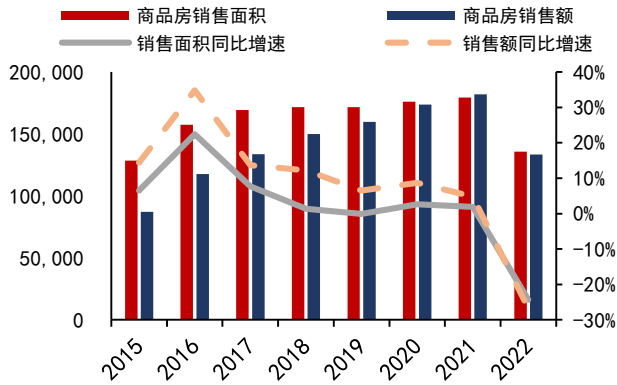
受经济下行和“停贷”事件等因素影响，2022年房地产市场深度调整，新建商品房量价齐跌；随着宏观经济形势改善，叠加各地“因城施策”逐渐显效，2023年一季度销售端复苏迹象初现，预计全年销售量价有望趋稳

随着地产调控政策持续加码，2021年下半年以来房地产市场景气度逐月降低，全年商品房累计销售面积及销售额同比增速分别为1.90%、4.80%。2022年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，房地产市场深度调整，全年累计销售面积13.58亿平方米，创近7年来的新低，同比降幅达24.3%；累计销售金额13.33万亿元，创近6年来的新低，同比降幅达26.7%。在销售端疲软表现下，新建商品房库存规模及去化周期持续提升，截至2022年12月末，商品房待售面积5.64亿平方米，累计同比增长10.5%，狭义及广义房屋去化周期分别为4.98个月及79.95个月，同比分别增长1.57个月和14.74个月，为2017年以来高位。

2023年以来，在前期积压需求集中释放和房企积极推盘作用下，销售端复苏迹象初显，1-3月全国商品房累计销售面积2.99亿平方米，同比下降1.8%；累计销售金额3.05万亿元，同比增长4.10%，系近一年内累计销售额首次同比转正。其中，一线及热点二线城市商品房销售修复动能较强，3月北京、上海、广州、深圳、成都及杭州商品房销售面积同比分别增长30.34%、1,039.38%、87.91%、89.51%、8.86%和61.84%。价格方面，自2023年1月以来70大中城市新建商品住宅销售价格于环比止跌，3月新建

商品住宅环比上涨城市64个，下降城市5个，多数城市房价止跌企稳。随着宏观经济形势改善，叠加各地“因城施策”逐渐显效，预计2023年销售量价有望趋稳。

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**



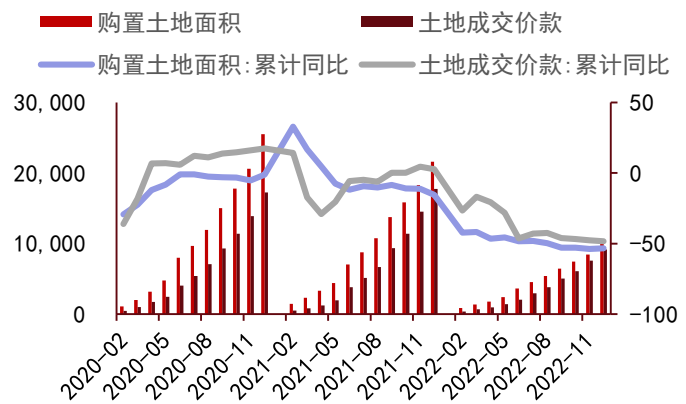
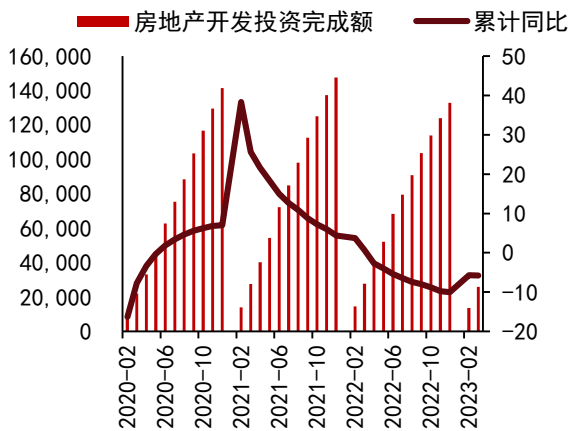
资料来源：Wind，中证鹏元整理

资料来源：Wind，中证鹏元整理

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；短期内销售端复苏迹象初现，行业投资的全面好转仍待销售端复苏信号进一步明确

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，压制房企开工进度，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下降11.40%，房地产投资同比增速持续收窄。2022年以来，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，房企新开工动力持续不足，2022年1-12月，累计新开工面积同比下降39.40%；全年累计竣工面积同比下降15%，其中12月单月竣工面积同比降幅缩窄至15.00%。

2023年以来房企开工动力仍较弱，1-3月累计新开工面积2.41亿平方米，同比下降19.20%，降幅同比扩大约10个百分点；房企加速竣工交付，1-3月累计竣工面积1.94亿平方米，同比增长14.70%。房企现金流仍维持紧张态势，着力于保交付，随着保交楼持续推进，竣工面积同比增速有望持续修复，但行业投资全面回升仍有待于需求复苏趋势明朗及融资渠道进一步畅通。

图7 房地产开发投资情况（单位：亿元、%）
图8 百城成交土地情况（单位：万平方米、亿元、%）


资料来源：Wind，中证鹏元整理

资料来源：Wind，中证鹏元整理

2022年1-12月，累计土地购置面积1.01亿平方米，同比下降53.4%，其中12月单月购置面积1,597万平方米，环比增长56.11%；同期累计土地成交价款9,166亿元，同比下降44.40%，12月单月成交价款1,575亿元，环比增长2.96%。11月以来，多地突破开展第四、第五轮土地集中供应，年末土地市场出现小幅“翘尾”，尽管大部分城市地块仍以底价成交为主，但仍有上海、苏州等高关注城市的优质地块实现高溢价成交。

中证鹏元认为，自2023年一季度以来，在前期积压需求集中释放和房企积极推盘作用下，销售端止跌迹象初显，但房企拿地及新开工仍趋于谨慎，未来房地产行业的投资的全面好转仍待销售端复苏信号进一步明确及房企销售回款现金流出现实质性改善。

五、经营与竞争

公司系深圳市国资委下属核心建工企业，主要涉及建筑施工、房地产开发等业务，业务集中于深圳地区，跟踪期内，营业收入保持增长，毛利率较为稳定

公司系深圳市国资委旗下建工板块核心的经营主体，跟踪期内，主营业务仍为建筑工程施工、房地产开发及城市综合服务等。

2022年，公司营业收入同比增长13.73%至264.64亿元。具体来看，工程施工收入仍是公司主要收入来源且保持快速发展，房地产销售收入与上年基本持平，由于2021年基数较高增速显著下滑，棚改项目管理服务、物业租赁等其他收入规模较小，2022年略有下滑；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深圳市市政工程总公司（以下简称“市政总公司”）作为总承包所致。毛利率方面，公司2022年毛利率较上年基本稳定。2023年一季度，公司营业收入为32.29亿元，同比下降16.37%，毛

利率小幅下落至18.93%。

表2 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元）

| 项目 | 2023年1-3月 | | | 2022年 | | | 2021年 | | |
|-----------|--------------|----------------|---------------|---------------|-------------|---------------|---------------|-------------|---------------|
| | 金额 | 占比 | 毛利率 | 金额 | 占比 | 毛利率 | 金额 | 占比 | 毛利率 |
| 工程施工 | 21.30 | 65.97% | 6.98% | 184.10 | 69.05% | 6.17% | 146.77 | 69.57% | 7.37% |
| 房地产 | 10.49 | 32.49% | 39.12% | 100.32 | 37.91% | 42.17% | 98.39 | 37.91% | 35.96% |
| 棚改项目管理服务 | 0.10 | 0.30% | 17.01% | 0.49 | 0.19% | -28.29% | 1.27 | 0.19% | 11.55% |
| 物业租赁 | 0.99 | 3.06% | 31.87% | 3.59 | 1.36% | 22.08% | 3.99 | 1.36% | 37.32% |
| 其他业务 | 3.06 | 9.49% | 9.24% | 10.32 | 3.90% | 9.45% | 6.99 | 3.90% | 10.62% |
| 内部抵销 | -3.65 | -11.30% | - | -34.19 | -12.92% | - | -24.71 | -10.62% | - |
| 合计 | 32.29 | 100.00% | 18.93% | 264.64 | 100% | 20.35% | 232.69 | 100% | 19.74% |

注：因计算方式不同，本表营业收入占比与公司年度报告数据存在差异。

资料来源：公司 2021-2022 年年度报告、公司提供，中证鹏元整理

（一）工程施工业务

公司依托与深圳市政府、国有企业的紧密联系，以及持续提升的承接和施工能力，施工业务规模不断扩大；截至2022年末，公司施工业务在手订单充足，对未来收入形成较好支撑，但受地方财政收支矛盾加剧影响，当期回款进度减缓，垫资施工压力加大

公司工程施工业务主要由深圳市政总公司、深圳市粤通建设工程有限公司（以下简称“粤通公司”）等运营。项目类型包括市政工程、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，基础设施建设工程得益于与深圳市政府的紧密联系，主要业主为深圳市政府单位、国有企业，区域集中程度较高，以广东省内（特别是深圳地区）为主；尽管区域竞争激烈，但广东省经济发展情况良好，区域风险较低。房地产施工建设工程主要由房地产开发业务投资带动，以公司内部交易为主；区域布局上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。

公司施工资质多且等级高，2022年公司新增建筑业企业资质27项，包括电力工程施工总承包一级资质。截至期末，公司拥有1个特级资质、17个一级资质³，其中总承包一级资质5个、专业承包一级资质12个。公司拥有较强技术实力，2022年深圳市东部环保电厂项目获得“2022-2023年度第一批国优工程金奖”、茅洲河碧道试点段建设项目（光明段）获得2022年度中国风景园林学会科学技术奖铜奖，此外，公司工程项目获得广东省、广西省等多个省级、地市级奖项。团队建设方面，2022年末，公司一级建造师共828人，同比大幅增长44%，自有产业工人2,996人。综上，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。

³ 相同资质不重复计算。

表3 截至 2022 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 |
| 电力工程施工总承包一级 | 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年年度报告，中证鹏元整理

除强化承揽和施工能力外，公司依托于与政府单位、国有企业的紧密联系，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，带动市场规模增长。2022年，公司成功中标龙岗区2022年第一批84个住宅区域中村“瓶改管”项目设计施工总承包、深铁瑞城（三期）施工总承包工程2标、双龙污水处理及给水管网建设工程勘察设计施工总承包、宝安区优质饮用水入户工程（七期）I标施工等项目，当期新签合同金额（合并抵消前）达268.96亿元，较2021年增长17.49%。分业务模式来看，新签合同仍以施工承包为主，项目代建管理、道路养护项目小幅下滑。2023年1-3月，公司新签合同金额52.27亿元，同比增长37.88%。

表4 2021-2023 年一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 | 2023 年 1-3 月 | | 2022 年 | | 2021 年 | |
|-----------|--------------|--------------|------------|---------------|------------|---------------|
| | 个数 | 金额 | 个数 | 金额 | 个数 | 金额 |
| 施工承包 | 42 | 43.76 | 190 | 208.77 | 121 | 190.41 |
| 工程总承包 | 1 | 1.63 | 15 | 40.44 | 13 | 28.55 |
| 项目代建管理 | 0 | - | 12 | 0.59 | 9 | 0.83 |
| PPP 项目 | 0 | - | 2 | 10.26 | 0 | - |
| 道路日常养护 | 13 | 6.87 | 28 | 8.90 | 37 | 9.14 |
| 合计 | 56 | 52.27 | 247 | 268.96 | 180 | 228.93 |

资料来源：公司季度建筑业经营情况简报，中证鹏元整理

施工情况方面，2022年，公司新开工、竣工项目金额保持增长，截至2022年末，公司已签约未完工合同金额590.97亿元，其中，未施工部分金额298.65亿元，系2022年工程施工收入的1.62倍，对未来施工收入形成较好支撑。在建项目以施工承包为主，此外在手PPP项目共2个，系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5 2021-2023年一季度公司施工项目情况（合并抵消前）（单位：个、亿元）

| 项目 | 2023年1-3月 | | 2022年 | | 2021年 | |
|---------|-----------|--------|-------|--------|-------|--------|
| | 个数 | 金额 | 个数 | 金额 | 个数 | 金额 |
| 期初在建项目 | 276 | 590.97 | 219 | 448.54 | 184 | 332.99 |
| 期间新开工项目 | 56 | 52.27 | 247 | 270.36 | 180 | 228.93 |
| 期间竣工项目 | 70 | 19.66 | 190 | 127.93 | 145 | 113.38 |
| 期末在建项目 | 262 | 623.58 | 276 | 590.97 | 219 | 448.54 |

资料来源：公司2021-2022年年度报告、2023年第一季度报告，中证鹏元整理

表6 截至2022年末公司在建项目情况（合并抵消前）（单位：个、亿元）

| 业务模式 | 项目数量 | 项目金额 | 累计确认收入 | 未施工部分金额 |
|------------|------------|---------------|---------------|---------------|
| 施工承包 | 208 | 484.99 | 229.70 | 236.00 |
| 工程总承包（EPC） | 26 | 92.36 | 36.69 | 52.27 |
| 项目代建管理 | 32 | 1.60 | 0.34 | 1.25 |
| PPP项目 | 2 | 10.26 | 1.96 | 8.13 |
| 养护项目 | 8 | 1.76 | 0.70 | 0.99 |
| 合计 | 276 | 590.97 | 269.39 | 298.65 |

资料来源：公司2022年年度报告，中证鹏元整理

施工结算方面，公司与业主单位签订合同后，按工程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。2022年，由于地方财政收支矛盾加剧等影响，公司回款金额占结算金额比例有所下降，工程回款进度滞后将加大项目建设的垫资压力。

表7 2021-2022年完工（已竣工验收）项目的情况（单位：个、亿元）

| 年度 | 项目数量 | 项目金额 | 已确认收入 | 结算金额 | 回款金额 | 回款金额占结算金额比例 |
|------|------|--------|--------|--------|-------|-------------|
| 2022 | 190 | 127.93 | 113.28 | 112.20 | 92.26 | 82.23% |
| 2021 | 145 | 113.38 | 92.61 | 84.17 | 77.57 | 92.16% |

资料来源：公司2021-2022年年度报告，中证鹏元整理

（二）房地产开发业务

受经济下行和居民信心不足等影响，2022年公司房地产项目销售明显下滑；目前公司在售、在建项目储备较为充足，持续经营较强，但仍须关注部分区域地产项目的去化压力和减值风险

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”）、深圳市天健置业有限公司（以下简称“天健置业”），天健地产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。2022年，公司房地产开发业务新开工项目较多，主要位于深圳、苏州、成都等地，但受经济下行和居民信心不足等影响，销售面积下滑38.46%至23.55万平方米，销售单价则较有韧性。

表8 公司房地产开发业务经营情况（单位：亿元、万平方米）

| 项目 | 2022年 | 2021年 |
|--------------|-------|--------|
| 合约销售金额 | 98.75 | 158.76 |
| 合约销售面积 | 23.55 | 38.27 |
| 平均价格（万元/平方米） | 4.19 | 4.15 |
| 开工面积 | 81.19 | 17.99 |
| 竣工面积 | 30.02 | 72.38 |

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

2022年公司实现房地产业务收入100.32亿元，与上年基本持平，主要结转收入来源于天健天骄北庐、广州天玺花园和苏州地区项目，其中天健天骄毛利率保持较高水平，是利润重要来源。需要注意的是，南宁天健和府及天健城、广州东玥台毛利率为负，苏州地区项目毛利率较低。2022年末，公司对南宁天健城、天健和府、广州增城项目（即天健东玥台项目）的库存住宅、商铺和车位资产以及长沙黄兴北项目地块在2022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22.07亿元，考虑预计销售费用及相关税费后的可变现净值为15.68亿元，减值6.39亿元。若南宁、苏州房地产景气度持续下行，相应房产项目将面临减值风险。2023年一季度，公司实现房地产业务收入10.49亿元，毛利率39.12%。

表9 2022-2023年一季度公司主要房地产项目收入及利润情况（单位：万元）

| 区域 | 项目 | 2023年1-3月 | | 2022年 | |
|-----------|----------|-------------------|----------|-------------------|----------|
| | | 收入 | 毛利率 | 收入 | 毛利率 |
| 深圳 | 天健天骄南苑 | 790.32 | 69.31% | 4,290.41 | 79.99% |
| | 天健天骄北庐 | 52,825.62 | 73.20% | 415,900.98 | 75.80% |
| 惠州 | 天健阳光花园一期 | - | - | 160.60 | 37.02% |
| | 天健书香名邸 | 3,143.29 | 25.92% | 3,091.26 | 18.88% |
| 南宁 | 南宁西班牙小镇 | 5.12 | 3.98% | 805.99 | 42.11% |
| | 南宁天健城 | 10,067.15 | 5.81% | 39,381.07 | -6.29% |
| | 天健和府 | 2,769.46 | -9.72% | 15,147.90 | -24.26% |
| 长沙 | 长沙天健城 | 28.30 | -146.43% | 11,445.35 | 44.59% |
| 广州 | 天玺花园 | 513.01 | -104.25% | 140,417.97 | 17.38% |
| | 广州天健汇 | 525.89 | 23.44% | 10,039.85 | 36.65% |
| | 广州云山府 | 6,283.97 | -3.83% | 45,170.47 | 9.66% |
| | 东玥台项目 | 3,003.89 | -6.46% | 4,343.94 | -17.19% |
| 苏州 | 清枫和苑 | 11,745.39 | 7.29% | 108,290.77 | 8.50% |
| | 清风和景雅苑 | 14,813.65 | -5.37% | 54,847.04 | 0.20% |
| | 山棠春晓 | 6,039.32 | 6.79% | 86,299.05 | 6.12% |
| 东莞 | 天健阅江来 | - | - | 19,516.48 | 2.90% |
| 合计 | | 112,554.38 | - | 959,149.12 | - |

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

销售方面，2022年和2023年一季度销售主要来源于深圳、苏州、成都等地项目，其中深圳地区2022年销售金额53.36亿元。截至2023年3月末，公司主要在售房地产项目共21个，均由公司自主开发，

可供销售面积合计256.20万平方米，尚未销售面积73.46万平方米，同比小幅下降。具体来看，尚未销售面积主要以南宁、深圳、惠州、长沙居多，其中，深圳地区项目去化较快且房价较有支撑，而南宁、惠州地区项目则去化压力较大，尚未销售面积分别为34.55万平方米和8.49万平方米。

表10 截至 2023 年 3 月末主要在售项目情况（单位：万平方米）

| 城市 | 项目名称 | 项目业态 | 可售面积 | 累计销售面积 | 尚未销售面积 | 累计结算面积 |
|-----------|---------|--------------|---------------|---------------|--------------|---------------|
| 深圳 | 天健公馆 | 商住项目 | 2.38 | 2.18 | 0.20 | 2.16 |
| | 天健天骄南苑 | 商住项目 | 7.20 | 6.76 | 0.43 | 6.76 |
| | 天健天骄北庐 | 商住项目 | 9.36 | 6.77 | 2.59 | 6.24 |
| | 天健天骄西筑 | 商住项目 | 0.69 | 0.43 | 0.26 | 0.00 |
| | 天健悦桂府 | 商住项目 | 5.80 | 5.36 | 0.44 | 0.00 |
| | 天健悦湾府 | 住宅项目 | 8.48 | 3.56 | 4.92 | 0.00 |
| 广州 | 天健汇 | 公寓、商铺 | 2.70 | 2.65 | 0.06 | 2.65 |
| | 天健云山府 | 商住项目 | 4.57 | 3.03 | 1.54 | 3.00 |
| | 天健天玺花园 | 商住项目 | 5.59 | 4.22 | 1.37 | 3.73 |
| | 天健东玥台 | 商住项目 | 3.96 | 1.07 | 2.89 | 0.94 |
| 惠州 | 天健书香名邸 | 商住项目 | 22.99 | 14.50 | 8.49 | 14.16 |
| 东莞 | 天健阅江来 | 住宅、公寓、商铺 | 5.74 | 5.58 | 0.16 | 5.33 |
| 苏州 | 山棠春晓 | 别墅 | 5.30 | 4.82 | 0.48 | 4.69 |
| | 清枫和苑 | 住宅 | 6.18 | 4.96 | 1.22 | 4.76 |
| | 清风和景雅苑 | 住宅 | 7.85 | 3.19 | 4.66 | 2.76 |
| 长沙 | 天健城 | 住宅、公寓、商铺、写字楼 | 33.98 | 29.20 | 4.79 | 21.90 |
| | 云麓府 | 住宅、商铺 | 5.35 | 2.86 | 2.49 | 0.00 |
| 南宁 | 天健西班牙小镇 | 商住项目 | 20.65 | 17.34 | 3.31 | 17.33 |
| | 天健城 | 商住项目 | 51.91 | 28.94 | 22.97 | 27.90 |
| | 天健和府 | 商住项目 | 19.81 | 11.54 | 8.27 | 13.17 |
| 成都 | 麓湖天境 | 住宅 | 5.27 | 3.35 | 1.91 | 0.00 |
| 合计 | | | 235.77 | 162.30 | 73.46 | 137.51 |

资料来源：公司 2023 年一季度报告，中证鹏元整理

项目储备方面，截至2023年3月末，公司主要在建项目8个，规划计容面积106.06万平方米，合计总投资304.60亿元，其中深圳地区计容面积合计62.73万平方米，总投资213.12亿元。整体来看，公司项目储备较为充足，新建项目主要位于深圳、苏州、成都等热门区域。截至2023年3月末，主要在建项目已投资203.73亿元，权益口径尚需投资84.41亿元。

表11 截至 2023 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 | 权益比例 | 开工时间 | 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 | 商业住宅 | 100% | 2020/3/10 | 1.18 | 3.98 | 3.76 |
| | 天健悦桂府 | 商住项目 | 100% | 2020/5/29 | 7.20 | 53.16 | 47.05 |

| | | | | | | | |
|-----------|-------|------|------|------------|---------------|---------------|---------------|
| | 天健悦湾府 | 商住项目 | 100% | 2021/11/30 | 12.63 | 72.13 | 59.40 |
| | 天健和瑞府 | 住宅 | 70% | 2022/4/24 | 18.36 | 34.28 | 14.14 |
| | 天健和悦府 | 商住项目 | 100% | 2022/6/16 | 23.36 | 49.57 | 28.93 |
| 长沙 | 云麓府 | 住宅 | 100% | 2021/9/1 | 5.35 | 6.48 | 4.66 |
| 苏州 | 泓悦府 | 商住项目 | 70% | 2022/7/15 | 32.69 | 69.30 | 34.58 |
| 成都 | 麓湖天境 | 住宅 | 100% | 2022/4/11 | 5.29 | 15.70 | 11.22 |
| 合计 | - | - | - | - | 106.06 | 304.60 | 203.73 |

资料来源：公司 2023 年一季度报告，中证鹏元整理

土地储备方面，截至2022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

罗湖棚改服务项目已基本完成，宝安棚改项目区位较好，未来可通过物业销售获益，但仍面临一定的资金压力

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，应拆迁总建筑面积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2023年3月末，罗湖棚改服务项目已在竣工验收阶段，累计确认收入15.91亿元。

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》，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2023年3月末，预计总投资17.44亿元⁴，累计已投资2.66亿元，后续仍需较大投入。

公司深圳地区自有物业出租率保持较高水平

公司租赁业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

⁴ 因实际地价支出低于预期，预计总投资下调。

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，部分物业由于取得时间较早、成本较低，目前市场价值高于账面价值。截至2023年3月末，公司位于深圳地区的主要物业可租面积达23.68万平方米。

出租率方面，公司物业较为优质，近年来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，近年来出租率大部分在90%以上。2022年公司物业租赁业务实现营业收入3.59亿元，毛利率为22.08%，均有所下滑。

表12 2021年-2023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 | 项目业态 | 可出租面积 | 出租率 | | |
|-----------|---------|--------------|-----------|---------|---------|
| | | | 2023年1-3月 | 2022年 | 2021年 |
| 天健创智中心 | 写字楼与商业 | 6.17 | 86.02% | 91.29% | 97.00% |
| 景田综合大楼 | 住宅及配套 | 0.61 | 96.91% | 96.44% | 96.00% |
| 景田综合市场 | 住宅及配套 | 1.96 | 93.49% | 96.42% | 98.00% |
| 天健创业大厦 | 写字楼及配套 | 2.88 | 99.12% | 98.32% | 99.00% |
| 天健商务大厦 | 写字楼及配套 | 2.34 | 95.03% | 99.23% | 92.00% |
| 市政大厦 | 写字楼及配套 | 0.98 | 95.32% | 99.84% | 100.00% |
| 天然居商业中心 | 商业 | 0.77 | 89.46% | 94.75% | 99.00% |
| 清水河干货仓 | 工业厂房及配套 | 1.03 | 100.00% | 100.00% | 45.00% |
| 坑梓工业厂房 | 工业厂房及配套 | 1.29 | 100.00% | 100.00% | 100.00% |
| 沙头角综合楼 | 写字楼及配套 | 0.42 | 100.00% | 100.00% | 67.00% |
| 粤通工业区 | 工业厂房及配套 | 1.67 | 100.00% | 82.26% | 82.00% |
| 华富工业园 | 工业厂房及配套 | 2.89 | 99.89% | 98.65% | 97.00% |
| 石岩厂房 | 工业厂房及配套 | 0.67 | 100.00% | 100.00% | 100.00% |
| 合计 | - | 23.68 | - | - | - |

注：（1）可租面积为截至2023年3月末数据。

资料来源：公司2021-2022年年度报告和2023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职国际会计师事务所（特殊普通合伙）会计师事务所审计并出具标准无保留意见的2022年审计报告、经天健会计师事务所（特殊普通合伙）会计师事务所审计并出具标准无保留意见的2021年审计报告及2023年3月未经审计财务报表，报告均采用新会计准则编制。

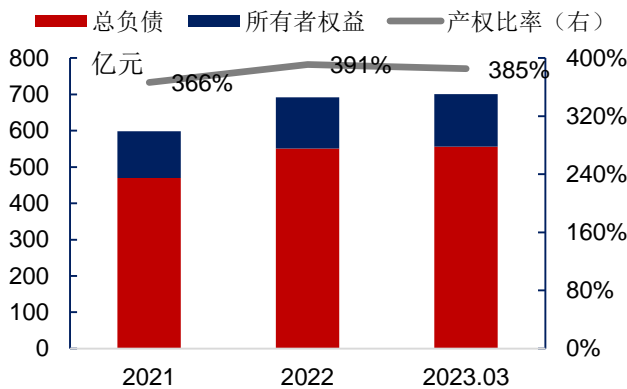
2022年公司合并范围新增22家子公司，注销2家子公司，详见附录四。上述变动对公司合并报表可比性无重大影响。

资本实力与资产质量

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等构成，跟踪期内规模进一步扩大，整体资产质量较为良好，但流动性一般，且需要注意部分资产面临的减值和回收风险

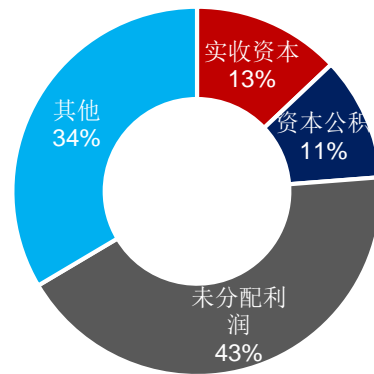
随着利润积累，公司所有者权益稳步增长，截至2023年3月末，公司所有者权益共144.36亿元，其中永续期债余额31.97亿元，分别为“21天健Y1”和“23天健Y1”。出于业务发展需要，公司总负债进一步增长，产权比例高企，权益对负债保障程度较2021年末有所下降。

图9 公司资本结构



资料来源：公司 2021-2022 年审计报告及未经审计的 2023 年 3 月财务报表，中证鹏元整理

图10 2023年3月末公司所有者权益构成



资料来源：公司 2023 年 3 月财务报表，中证鹏元整理

公司资产主要由存货和合同资产（主要为工程项目、房产项目投入成本），以及货币资金构成，截至2023年3月末，前述资产占总资产比例为81.18%。

截至2023年3月末，公司货币资金为105.83亿元，规模较大，其中0.79亿元因司法冻结、作为保证金或质押的定期存单使用受限。公司存货、合同资产随着业务发展持续增长。截至2022年末，公司存货账面余额为337.48亿元，其中开发成本（未完工的房地产项目成本）227.90亿元、开发产品（已完工的房地产项目）107.75亿元。分地区来看，其中深圳地区项目账面余额（不含西丽汽车城地块）166.22亿元、苏州地区项目账面余额54.62亿元、南宁地区项目账面余额37.46亿元。2022年末，存货累计计提跌价准备9.19亿元，公司苏州、南宁地区项目毛利率较低，若当地房价走弱，相应项目资产仍面临减值风险。2023年3月末，存货账面价值小幅上涨至330.55亿元。公司合同资产主要为建造合同投入成本，截至2023年3月末，账面价值为132.24亿元，公司工程施工业务客户多为深圳区域政府单位及国有企业，质量较好。

2022年末，公司应收账款中账龄组合35.90亿元，其中3年以上应收账款余额占比为28.76%，账龄较2021年明显拉长，单项计提坏账准备的应收账款账面余额1.64亿元，坏账计提比例为72.46%。2023年3月末公司应收账款小幅下降。其他权益工具投资系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，其账面价值受股价波动影响较大。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，其中部分物业取得时间较早、成本较低，目前市场价值高于账面价值；截至2022年末，尚有4.08亿元投资性房地产未办理产权证明。2023年3月末，公司无形资产增长至15.60亿元，主要系外购资质以及PPP项目投入增加所致。

截至2023年3月末，公司受限资产合计38.79亿元，包括0.79亿元受限货币资金，以及14.40亿元存货、2.42亿元合同资产、8.46亿元投资性房地产、12.53亿元无形资产和0.18亿元固定资产，均因银行借款抵押受限。

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等构成，考虑房地产项目储备以深圳等地为主、工程项目主要客户为深圳市政府机构或国有企业，资产质量较为良好。

表13 公司主要资产构成情况（单位：亿元）

| 项目 | 2023年3月 | | 2022年 | | 2021年 | |
|----------------|---------------|----------------|---------------|----------------|---------------|----------------|
| | 金额 | 占比 | 金额 | 占比 | 金额 | 占比 |
| 货币资金 | 105.83 | 15.11% | 92.18 | 13.32% | 84.12 | 14.06% |
| 应收账款 | 26.73 | 3.82% | 31.76 | 4.59% | 33.68 | 5.63% |
| 存货 | 330.55 | 47.19% | 328.28 | 47.44% | 285.05 | 47.65% |
| 合同资产 | 132.24 | 18.88% | 134.21 | 19.39% | 82.49 | 13.79% |
| 流动资产合计 | 617.19 | 88.12% | 606.86 | 87.69% | 510.23 | 85.29% |
| 其他权益工具投资 | 8.42 | 1.20% | 7.59 | 1.10% | 10.40 | 1.74% |
| 投资性房地产 | 31.25 | 4.46% | 31.22 | 4.51% | 30.57 | 5.11% |
| 无形资产 | 15.60 | 2.23% | 15.87 | 2.29% | 11.07 | 1.85% |
| 非流动资产合计 | 83.21 | 11.88% | 85.20 | 12.31% | 88.01 | 14.71% |
| 资产总计 | 700.40 | 100.00% | 692.06 | 100.00% | 598.24 | 100.00% |

资料来源：公司2021-2022年审计报告及未经审计的2023年3月财务报表，中证鹏元整理

盈利能力

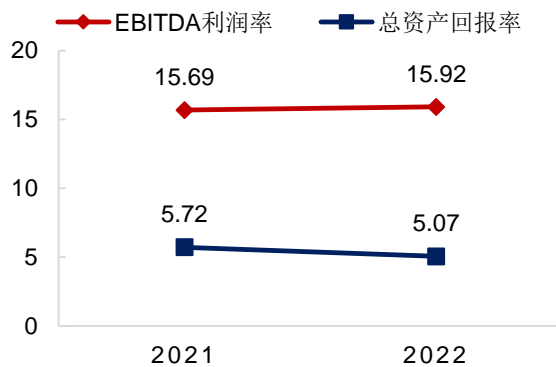
2022年，工程施工业务带动公司营业收入持续增长，盈利能力较强且保持稳定；考虑公司工程施工、房地产项目储备充足，未来收入持续性较好，深圳地区地产项目为公司未来利润提供一定支撑，但毛利率较高的天健天骄和天健公馆剩余未结算面积较小，未来公司毛利率可能回落

公司营业收入主要来源于工程施工和房地产开发业务。2022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、天健天玺花园和苏州清枫和苑等项目，2022年房地产业务收入基本与上年持平，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2022年综合毛利率保持稳定。公司利润主要来源于房地产业务，特别是天健天骄北庐项目，因拿地成本较低，毛利率高于行业平均水平。截至2023年3月末，公司房地产项目已销售未结算面积共26.43万平方米，其中深圳地区已售未结算面积共9.89万平方米，对公司未来利润形成一定

支撑。2022年，公司工程施工毛利率水平小幅下滑。2021-2022年，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，但需要注意到，毛利率较高的天健天骄、天健公馆项目剩余未结算面积较少，公司未来利润率可能回落。

图11 公司盈利能力指标情况（单位：%）



资料来源：公司 2021-2022 年审计报告，中证鹏元整理

现金流与偿债能力

公司业务增长需求叠加经营现金流表现弱化推动债务规模持续增长，从期限结构来看，短期债务占比较高，但公司作为深圳市国有上市企业，获取流动性资源能力非常强，债务偿还仍较有保障

跟踪期内，公司负债规模持续增长，截至2023年3月末，公司负债合计增长556.04亿元。其中，经营性负债主要包括工程款、材料款等应付账款以及房地产项目预售合同负债等，随公司业务发展、结算波动。因业务规模增长、工程项目垫资压力加大，且房地产业务销售回款下降，公司对外融资规模持续攀升，截至2023年3月末，公司总债务合计275.01亿元，较2021年末增长32.24%。公司融资渠道较为多样化，包括银行贷款、发行债券、票据融资等。公司根据银行贷款条件、债券市场情况调整债务期限、品种结构，跟踪期内公司短期借款、应付票据规模迅速扩大，一年内到期的长期借款也持续增长。此外，公司其他应付款中有息债务7.80亿元，主要系苏州房地产项目少数股东给予的借款；其他流动负债主要为超短期融资券，截至2023年3月末，短期应付债券余额为26.19亿元。长期债务主要包括长期借款、中期票据、可续期债和融资计划等。截至2023年3月末，公司短期债务占比约为46%，占比持续提高，债务集中度进一步上升。

表14 公司主要负债构成情况（单位：亿元）

| 项目 | 2023年3月 | | 2022年 | | 2021年 | |
|------|---------|--------|--------|--------|--------|--------|
| | 金额 | 占比 | 金额 | 占比 | 金额 | 占比 |
| 短期借款 | 43.73 | 7.86% | 40.21 | 7.29% | 18.82 | 4.00% |
| 应付账款 | 164.02 | 29.50% | 178.65 | 32.41% | 138.15 | 29.39% |
| 应付票据 | 11.04 | 1.99% | 9.17 | 1.66% | 3.14 | 0.67% |

| | | | | | | |
|----------------|---------------|----------------|---------------|----------------|---------------|----------------|
| 合同负债 | 113.09 | 20.34% | 96.86 | 17.57% | 104.00 | 22.13% |
| 一年内到期的非流动负债 | 37.03 | 6.66% | 32.61 | 5.92% | 27.13 | 5.77% |
| 其他流动负债 | 36.37 | 6.54% | 34.83 | 6.32% | 39.70 | 8.45% |
| 流动负债合计 | 437.26 | 78.64% | 430.93 | 78.18% | 371.10 | 78.96% |
| 长期借款 | 99.39 | 17.87% | 100.61 | 18.25% | 93.08 | 19.81% |
| 应付债券 | 14.65 | 2.64% | 15.00 | 2.72% | 0.00 | 0.00% |
| 非流动负债合计 | 118.78 | 21.36% | 120.25 | 21.82% | 98.87 | 21.04% |
| 负债合计 | 556.04 | 100.00% | 551.17 | 100.00% | 469.97 | 100.00% |
| 总债务合计 | 275.01 | 49.46% | 266.81 | 48.41% | 207.96 | 44.25% |
| 其中：短期债务 | 125.79 | 22.62% | 115.90 | 21.03% | 79.32 | 16.88% |
| 长期债务 | 149.22 | 26.84% | 150.90 | 27.38% | 128.64 | 27.37% |

资料来源：公司 2021-2022 年审计报告及未经审计的 2023 年 3 月财务报表，中证鹏元整理

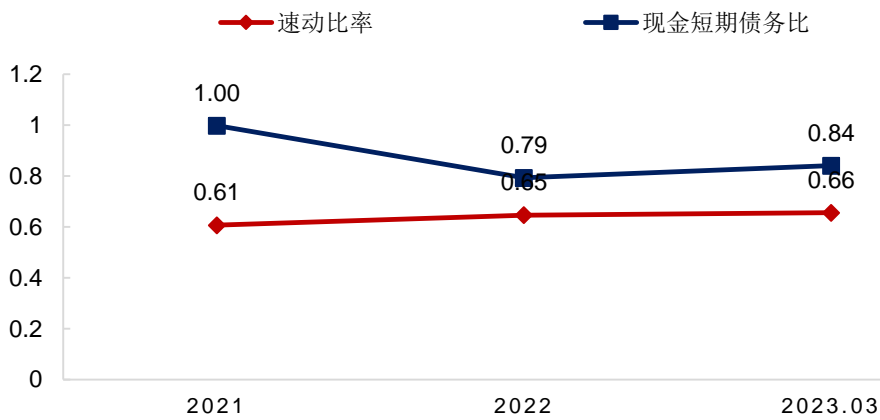
2023年3月末，公司各杠杆比率较2021年末均小幅上升，其中资产负债率接近80%，公司业务规模增长较快，而受地方政府财政资金压力加大、房产项目销售收缩影响，公司2022年经营活动现金流表现弱化，推动对外融资需求上升。2022年，公司EBITDA利息保障倍数小幅提升，盈利对利息费用保障程度较高。

表15 公司现金流及杠杆状况指标

| 指标名称 | 2023年3月 | 2022年 | 2021年 |
|---------------|---------|---------|---------|
| 经营活动净现金流(亿元) | 9.67 | -14.55 | 10.72 |
| FFO(亿元) | -- | 12.62 | -26.57 |
| 资产负债率 | 79.39% | 79.64% | 78.56% |
| 净债务/EBITDA | -- | 4.31 | 3.69 |
| EBITDA 利息保障倍数 | -- | 5.22 | 5.05 |
| 总债务/总资本 | 70.99% | 71.01% | 68.35% |
| FFO/净债务 | -- | 6.95% | -19.74% |
| 经营活动现金流/净债务 | 5.68% | -8.02% | 7.96% |
| 自由活动现金流/净债务 | 5.49% | -11.96% | 2.91% |

资料来源：公司 2021-2022 年审计报告及未经审计的 2023 年 3 月财务报表，中证鹏元整理

跟踪期内，公司速动比率基本稳定。受公司增加短期借款、超短期融资券等融资渠道的比重影响，短期债务规模持续增长，现金短期债务比下滑至1.00以下。但公司作为深圳市国有上市企业，融资渠道多元且通畅，截至2022年末尚未使用的银行贷款授信额度共498.47亿元，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12 公司流动性比率情况


资料来源：公司 2021-2022 年审计报告及未经审计的 2023 年 3 月财务报表，中证鹏元整理

七、其他事项分析

（一）ESG 风险因素

公司ESG表现对其经营和信用水平未产生较大负面影响

环境因素

根据公司于 2023 年 5 月 29 日出具的说明，近一年，公司不存在因空气污染和温室气体排放、废水排放、废弃物排放而受到政府部门处罚的情况。

社会因素

根据公司于 2023 年 5 月 29 日出具的说明，近一年，公司不存在因违规经营、产品质量与安全而受到政府部门处罚，不存在拖欠员工工资、社保、发生员工安全事故的情形。

公司治理

公司作为上市企业、国有企业，按照法律法规呀求，建立了股东大会、董事会、党委会、监事会等治理结构，并形成相应的内部控制制度。2023 年 1 月 13 日，公司召开 2023 年第一次临时股东大会，选举产生了公司第九届董事会董事和第九届监事会股东代表监事。同日，公司召开第九届董事会第一次会议，选举产生公司董事长；召开第九届监事会第一次会议，暂缓选举监事会主席。此次换届选举完成后，公司董事会成员变动 5 名（含 3 名独立董事），监事会成员变动 4 名，具体变动如下表所示。

表16 公司董事会、监事会成员变动情况

| 部门 | 变动前 | 变动后 |
|-----|-------------------|--------------------|
| 董事会 | 宋扬（董事长）、何云武、魏晓东、王 | 宋扬（董事长）、何云武、方东红、魏晓 |

| | | |
|-----|------------------------------------|--|
| | 超、孙慧荣、郭刚（独立董事）、潘同文（独立董事）、徐燕松（独立董事） | 东、王超、徐腊平、向德伟（独立董事）、李希元（独立董事）、叶旺春（独立董事） |
| 监事会 | 王培先、俞浩、周志明（职工监事）、龚克（职工监事） | 周文豪、潘志坤、赵晓宜（职工监事）、郭敏（职工监事） |

资料来源：公司公告、中证鹏元整理

公司与控股股东特区建工旗下子公司深圳市建安（集团）股份有限公司、深圳市建设（集团）有限公司、深圳市路桥建设集团有限公司形成同业竞争，截至 2023 年 3 月末，同业竞争问题仍在解决中。

（二）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5月5日），公司本部、深圳市市政工程总公司、深圳市天健地产集团有限公司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，无逾期未偿付或逾期偿付情况。

根据中国执行信息公开网2023年5月23日查询结果，中证鹏元未发现公司曾被列入全国失信被执行人名单。

（三）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12月31日，尚未结清的担保金额合计71.27亿元，存在一定或有负债风险。此外，公司无其他对外担保。

表17 截至 2022 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 | 142.00 | 68.26 | 连带责任保证 | 无 |
| 棚改项目解抵押业主 | 5.60 | 3.01 | 连带责任保证 | 无 |
| 合计 | 147.60 | 71.27 | - | - |

资料来源：公司 2022 年年度报告，中证鹏元整理

八、债券偿还保障分析

特区建工提供的连带责任保证担保有效提升了本次债券的信用水平

特区建工为本次债券（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。

经本次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年末，特区建工注册资本50.00亿元，实收资本17.75亿元，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。此外，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。

2020-2022年，特区建工营业收入保持增长，2022年实现营业收入351.82亿元，主要来源于建筑施工和房地产开发业务；销售毛利率为16.84%，其中房地产业务盈利能力较强。

表18 特区建工营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元）

| 项目 | 2022年 | | 2021年 | | 2020年 | |
|-----------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| | 金额 | 毛利率 | 金额 | 毛利率 | 金额 | 毛利率 |
| 建筑施工 | 297.34 | 5.65% | 227.73 | 3.90% | 159.61 | 4.95% |
| 房地产开发 | 100.32 | 42.17% | 98.39 | 35.96% | 69.17 | 47.38% |
| 城市综合服务 | 16.50 | 11.99% | 13.81 | 19.19% | 27.52 | 15.88% |
| 其他 | - | - | 7.23 | 19.23% | 3.75 | 26.62% |
| 合并抵消 | -62.34 | - | -43.69 | - | -35.47 | - |
| 合计 | 351.82 | 16.84% | 303.46 | 15.09% | 224.59 | 19.78% |

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2020-2022年审计报告、特区建工提供，中证鹏元整理

截至2022年末，特区建工总资产为825.55亿元，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19 特区建工主要财务指标（单位：亿元）

| 项目 | 2022 | 2021 | 2020 |
|---------|--------|--------|--------|
| 总资产 | 825.55 | 686.09 | 555.13 |
| 归母所有者权益 | 48.57 | 36.62 | 30.88 |
| 总债务 | 294.73 | 219.76 | 202.91 |
| 营业收入 | 351.82 | 303.46 | 224.59 |

| | | | |
|---------------|--------|---------|--------|
| 净利润 | 18.64 | 15.53 | 15.32 |
| 经营活动现金流净额 | -26.24 | 18.05 | -5.08 |
| 销售毛利率 | 16.84% | 15.09% | 19.78% |
| EBITDA 利润率 | - | 10.54% | 11.86% |
| 总资产回报率 | 4.25% | 4.44% | 5.03% |
| 资产负债率 | 79.92% | 79.12% | 78.05% |
| 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 | 68.78% | 66.38% | 67.68% |
| FFO/净债务 | - | -26.56% | 3.33% |
| 速动比率 | 0.70 | 0.68 | 0.65 |
| 现金短期债务比 | 0.83 | 1.12 | 1.02 |

资料来源：特区建工 2020-2022 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能有效提升本次债券的信用水平。

九、结论

公司系深圳市国资委旗下建工板块核心经营主体公司，主要涉及建筑施工业、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2023年3月末，公司建筑施工、房地产开发项目储备均较为充足，深圳地区地产项目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。

尽管公司债务规模持续增长，债务集中度高，但公司作为深圳市市属国企，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2023年3月末，尚有316.15亿元存货（主要为房地产项目开发成本和开发产品），以及22.79亿元投资性房地产（主要为深圳区域物业）未抵押，具备较强融资弹性。

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”、“23天健Y1”的信用等级为AAA。

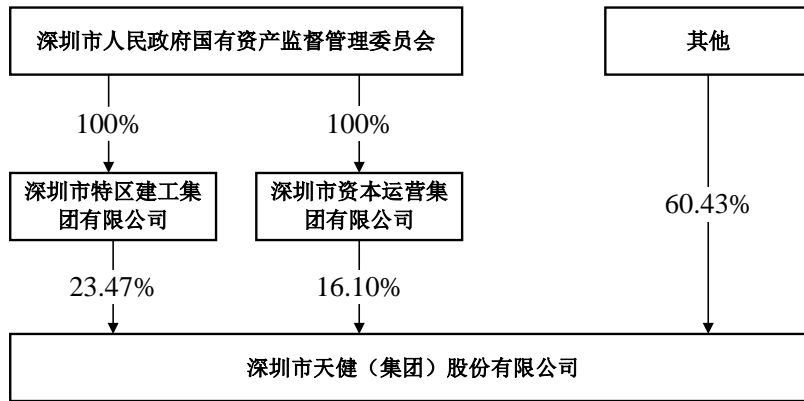
附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

| 财务数据（单位：亿元） | 2023年3月 | 2022年 | 2021年 |
|---------------|----------------|--------------|--------------|
| 货币资金 | 105.83 | 92.18 | 84.12 |
| 应收账款 | 26.73 | 31.76 | 33.68 |
| 存货 | 330.55 | 328.28 | 285.05 |
| 交易性金融资产 | 0.33 | 0.33 | 0.12 |
| 合同资产 | 132.24 | 134.21 | 82.49 |
| 一年内到期的非流动资产 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 流动资产合计 | 617.19 | 606.86 | 510.23 |
| 其他权益工具投资 | 8.42 | 7.59 | 10.40 |
| 投资性房地产 | 31.25 | 31.22 | 30.57 |
| 固定资产 | 4.76 | 4.88 | 5.03 |
| 无形资产 | 15.60 | 15.87 | 11.07 |
| 非流动资产合计 | 83.21 | 85.20 | 88.01 |
| 资产总计 | 700.40 | 692.06 | 598.24 |
| 应付账款 | 164.02 | 178.65 | 138.15 |
| 应付票据 | 11.04 | 9.17 | 3.14 |
| 合同负债 | 113.09 | 96.86 | 104.00 |
| 一年内到期的非流动负债 | 37.03 | 32.61 | 27.13 |
| 其他流动负债 | 36.37 | 34.83 | 39.70 |
| 流动负债合计 | 437.26 | 430.93 | 371.10 |
| 长期借款 | 99.39 | 100.61 | 93.08 |
| 应付债券 | 14.65 | 15.00 | 0.00 |
| 非流动负债合计 | 118.78 | 120.25 | 98.87 |
| 负债合计 | 556.04 | 551.17 | 469.97 |
| 总债务 | 275.01 | 266.81 | 207.96 |
| 所有者权益 | 144.36 | 140.88 | 128.27 |
| 营业收入 | 32.29 | 264.64 | 232.69 |
| 营业利润 | 2.91 | 28.06 | 28.08 |
| 净利润 | 2.11 | 19.71 | 19.52 |
| 经营活动产生的现金流量净额 | 9.67 | -14.55 | 10.72 |
| 投资活动产生的现金流量净额 | -0.97 | -9.16 | -4.63 |
| 筹资活动产生的现金流量净额 | 5.38 | 36.57 | -10.78 |
| 财务指标 | 2023年3月 | 2022年 | 2021年 |
| EBITDA(亿元) | 3.33 | 42.13 | 36.51 |
| FFO(亿元) | | 12.62 | -26.57 |
| 净债务(亿元) | 170.10 | 181.47 | 134.65 |
| 销售毛利率 | 18.93% | 20.35% | 19.74% |

| | | | |
|---------------|--------|--------|---------|
| EBITDA 利润率 | -- | 15.92% | 15.69% |
| 总资产回报率 | -- | 5.07% | 5.72% |
| 资产负债率 | 79.39% | 79.64% | 78.56% |
| 净债务/EBITDA | -- | 4.31 | 3.69 |
| EBITDA 利息保障倍数 | -- | 5.22 | 5.05 |
| 总债务/总资本 | 70.99% | 71.01% | 68.35% |
| FFO/净债务 | -- | 6.95% | -19.74% |
| 速动比率 | 0.66 | 0.65 | 0.61 |
| 现金短期债务比 | 0.84 | 0.79 | 1.00 |

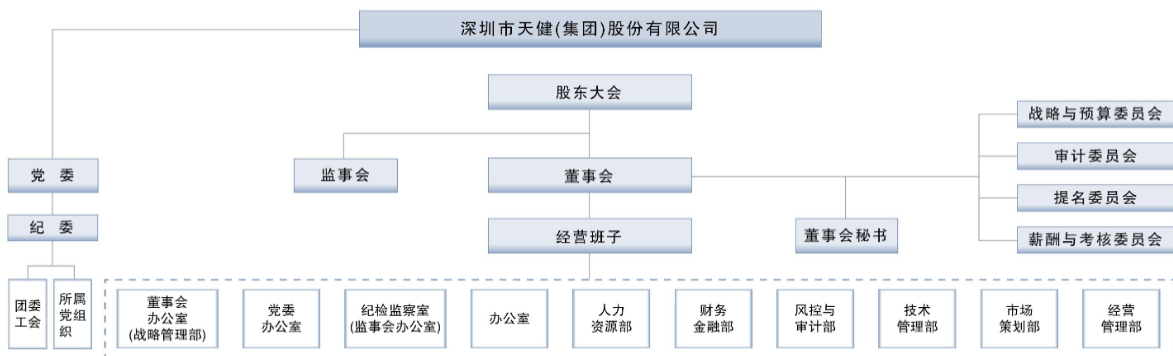
资料来源：公司 2021-2022 年审计报告及未经审计的 2023 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

附录二 公司股权结构图（截至 2023 年 3 月）



资料来源：公司提供，中证鹏元整理

附录三 公司组织结构图（截至 2023 年 3 月）



资料来源：公司提供，中证鹏元整理

附录四 2022 年公司合并范围变动情况（单位：万元）

1、跟踪期内新纳入公司合并范围的子公司情况

| 公司名称 | 股权取得方式 | 出资额（万元） | 出资比例（%） |
|---------------------------------------|--------|---------|---------|
| 广东骏喆建筑工程有限公司 | 购买 | 3,350 | 100 |
| 深圳市天健建工有限公司（原广东省赢鼎建设工程有限公司） | 购买 | 2,350 | 100 |
| 广东深汕建设有限公司（原广东铭宏建设工程有限公司） | 购买 | 2,350 | 100 |
| 深圳市深星辰科技发展有限公司 | 购买 | 20,161 | 70 |
| 深圳市水务技术服务有限公司 | 购买 | 3,699 | 51 |
| 深圳市腾嘉建设工程有限公司 | 购买 | 5,450 | 100 |
| 深圳市坤禾工程设计有限公司 | 购买 | 461 | 51 |
| 深圳市光明建工第二建设工程有限公司（原广东彩密科技有限公司） | 购买 | 240 | 100 |
| 深圳市光明建工第三建设工程有限公司（原深圳市公明镇宝明兴建筑工程有限公司） | 购买 | 599 | 100 |
| 广东宸川建设有限公司 | 购买 | 246 | 100 |
| 深圳市西进建设工程有限公司 | 设立 | 尚未出资 | 51 |
| 赣州深赣建设工程有限公司 | 设立 | 尚未出资 | 66 |
| 天琪置地（苏州）有限公司 | 设立 | 7,000 | 70 |
| 天健锦成置地（成都）有限公司 | 设立 | 尚未出资 | 100 |
| 深圳市天启置地有限公司 | 设立 | 尚未出资 | 100 |
| 深圳市天翊置地有限公司 | 设立 | 尚未出资 | 100 |
| 深圳市天智置地有限公司 | 设立 | 尚未出资 | 100 |
| 深圳市天璟置地有限公司 | 设立 | 尚未出资 | 100 |
| 深圳市天健新业投资开发有限公司 | 设立 | 5,610 | 100 |
| 深圳市天健云途数字建筑产业运营有限公司 | 设立 | 1,020 | 51 |
| 绍兴市天健城市服务有限公司 | 设立 | 尚未出资 | 100 |
| 深圳市天健安卓特种设备检测有限公司 | 设立 | 尚未出资 | 51 |

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 |
|---------------|------|--------|---------|
| 广州皓泰建设有限公司 | 100% | 4,008 | 注销 |
| 佛山市旭和建筑工程有限公司 | 100% | 10,000 | 注销 |

资料来源：公司 2022 年年度报告

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+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、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。 |