



深圳市天健（集团）股份有限公司2024年主体信用评级报告

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，但不评级对象及其相关方提供或已正式对外公布信息的合法性、真实性、准确性和完整性作任何保证。

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，不作为购买、出售、持有任何证券的建议。本评级机构不对任何机构或个人因使用本评级报告及评级结果而导致的任何损失负责。

本次评级结果有效期为自本评级报告所注明日期起一年，本评级机构有权在本次评级结果有效期间变更信用评级。

本评级报告版权归本评级机构所有，未经授权不得修改、复制、转载和出售。除委托评级合同约定外，未经本评级机构书面同意，本评级报告及评级结论不得用于其他债券的发行等证券业务活动或其他用途。

中证鹏元资信评估股份有限公司

深圳市天健（集团）股份有限公司2024年主体信用评级报告

评级结果

主体信用等级	AA+
评级展望	稳定
评级日期	2024-05-28

评级观点

- 本次等级的评定是考虑到：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，在手订单质量较好且充足，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。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及棚改项目开发使公司面临资金压力，以及债务规模较高且短期债务占比较高等风险因素。

公司主要财务数据及指标（单位：亿元）

合并口径	2024.3	2023	2022	2021
总资产	679.41	694.76	692.06	598.24
归母所有者权益	146.12	145.76	137.14	127.05
总债务	237.19	232.20	266.81	207.96
营业收入	27.51	269.99	264.64	232.69
净利润	0.71	15.05	19.71	19.52
经营活动现金流净额	-13.25	70.97	-14.55	10.72
净债务/EBITDA	--	4.91	4.31	3.69
EBITDA 利息保障倍数	--	3.80	5.22	5.05
总债务/总资本	66.52%	66.10%	71.01%	68.35%
FFO/净债务	--	0.41%	6.95%	-19.74%
EBITDA 利润率	--	10.01%	15.92%	15.69%
总资产回报率	--	3.34%	5.07%	5.72%
速动比率	0.72	0.70	0.65	0.61
现金短期债务比	0.88	0.93	0.79	1.00
销售毛利率	17.86%	14.60%	20.35%	19.74%
资产负债率	77.72%	78.26%	79.64%	78.56%

注：2021年 FFO/净债务指标为负，系当期 FFO 为负所致。

资料来源：公司 2021-2023 年审计报告及未经审计的 2024 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

联系方式

项目负责人：林心平
linxp@cspengyuan.com

项目组成员：焦玉如
jiaoyr@cspengyuan.com

评级总监：

联系电话：0755-82872897

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市属经营平台，得益于与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 2023 年末，公司拥有 1 个特级资质、17 个壹级资质，资质全面且等级高。
- **公司施工业务区域和客户质量较好，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，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 2023 年末公司已签约未完工合同金额 615.88 亿元，其中，未完工部分金额、已完工未结算余额分别为 299.75 亿元、18.45 亿元，两项合计达近三年建筑施工收入均值的 1.82 倍，对未来建筑施工收入形成较好支撑。
- **房地产业务可结转及位于一线城市的可售项目充足。**截至 2023 年末，公司房地产项目已销售未结算面积共 35.42 万平方米，其中深圳地区已售未结算面积共 19.15 万平方米；同期末公司深圳、广州等一线城市在售项目尚未销售面积共 31.39 万平方米，均以商住项目为主，其中深圳地区在建项目计容面积共 67.45 万平方米。

关注

- **公司部分房地产项目去化缓慢，存在减值风险。**公司在售项目中去化较慢的包括苏州、南宁地区项目，截至 2023 年末，两地尚未销售面积合计 69.59 万平方米，此外，深圳坪山和悦府项目规模较大且去化较慢，尚未销售面积达 14.97 万平方米。2021-2023 年，公司先后计提南宁等区域部分地产项目减值损失合计 10.11 亿元。截至 2023 年末，公司存货中苏州、南宁区域房产项目年末余额分别为 52.82 亿元、31.07 亿元，若房地产景气度持续下行，公司的房产项目仍将面临减值风险。
- **公司业务扩张中面临一定的资金压力。**受地产销售回款变动影响，近年公司经营活动现金流波动较大。近年公司施工业务扩张较快，2023 年末已签约未完工部分金额达 299.75 亿元，但工程项目结算进度受下游基建及地产资金链偏紧等影响，公司垫资压力加大。同时，截至 2023 年末，公司在建房地产项目尚需投资 91.48 亿元，公司后续资金需求较大。
- **公司负债规模及短期债务占比均较高。**近年来，公司业务规模持续扩张，受行业资金密集型特点影响，公司债务规模较高，2023 年以来公司放缓地产开发节奏、加强债务管控，期末债务规模同比有所下降。截至 2024 年 3 月末，公司总债务规模为 237.19 亿元，其中短期债务占比达 44.87%，短期债务占比仍较高，现金类资产无法覆盖短期债务。

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，整体盈利能力较强且稳定，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 (600170.SH)	安徽建工 (600502.SH)	重庆建工 (600939.SH)	天健集团 (000090.SZ)	宁波建工 (601789.SH)
总资产	3,820.78	1,710.84	869.90	694.76	285.16
营业收入	3,046.28	912.44	446.98	269.99	226.73
净利润	16.58	20.58	0.45	15.05	3.46
销售毛利率	8.87%	12.44%	5.61%	14.60%	8.82%
资产负债率	86.60%	85.95%	89.93%	78.26%	81.54%

注：（1）上海建工为上海建工集团股份有限公司的简称、安徽建工为安徽建工集团股份有限公司的简称、重庆建工为重庆建工集团股份有限公司的简称、宁波建工为宁波建工股份有限公司的简称；（2）以上各指标均为 2023 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_2023V1.0
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&经营风险状况	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+

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	2023-06-06	林心平、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

一、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）有限公司（原名：深圳市建设总承包有限公司）作为主发起人，对其所属的深圳市市政工程公司（现名为深圳市政集团有限公司¹，以下简称“深圳市政集团”）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、负债合并重组而来，初始注册资本为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1.65亿元。

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2.23亿元，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2.34亿元。此后，公司分别于2007年1月及2015年12月非公开发行普通股股票，净募集资金分别为4.98亿元、21.75亿元，后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18.69亿元。

2020年，深圳市国资委将持有的公司4.39亿股股份（占当时公司总股本的23.47%）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2024年3月末，公司总股本为18.69亿元，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分别持有公司23.47%、16.10%的股权，深圳国资委系公司的实际控制人。

表1 截至2024年3月末公司前五大股东明细

股东名称	股东性质	持股比例
深圳市特区建工集团有限公司	国有法人	23.47%
深圳市资本运营集团有限公司	国有法人	16.10%
香港中央结算有限公司	境外法人	1.77%
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	1.33%
深圳市高新投集团有限公司	国有法人	1.10%
合计		43.77%

注：2015年公司非公开发行股票引入的战略投资者（深圳市资本运营集团有限公司、深圳市高新投集团有限公司）声明彼此之间不存在关联关系，不属于一致行动人。

资料来源：公司2024年第一季度报告

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，其中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、自治区、直辖市。截至2024年3月末，公司主要子公司如附录五所示，其中，深圳市政集团、深圳市天健地产集团有限公司（以下简称“天健地产集团”）分别为公司工程、房地产业务主要经营实体。

¹ 2023年11月由深圳市市政工程总公司更名而来。

表2 2023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
深圳市政集团	258.09	33.88	116.31	0.55
天健地产集团	422.24	40.35	104.15	13.37

资料来源：公司 2023 年年度报告，中证鹏元整理

二、运营环境

宏观经济和政策环境

2024 年我国经济取得良好开局，内部结构分化，强化宏观政策逆周期和跨周期调节，继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策

2024 年以来，在宏观政策持续发力下，政策效应不断显现，一季度我国经济延续回升向好态势，为全年增长目标的实现打下良好基础。一季度实际 GDP 同比增长 5.3%，增速超预期，名义 GDP 同比增长 4.2%，内部结构分化；城镇调查失业率同比下降，价格水平处在低位；社融和信贷合理增长，加大逆周期调节；财政收支压力仍大，发力偏慢；工业生产和服务业平稳增长，消费持续修复，出口景气度回升，制造业投资表现亮眼，基建投资保持韧性，地产投资仍处谷底。

宏观政策要强化逆周期和跨周期调节，继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，加强政策工具创新和协调配合。货币政策要保持流动性合理充裕，通过降息和降准等方式推动实体经济融资成本稳中有降；在结构上继续发力，加大对重大战略、重点领域和薄弱环节的支持力度；防止资金空转沉淀，畅通货币政策传导机制，提高资金使用效率；央行在二级市场开展国债买卖，可以作为一种流动性管理方式和货币政策工具储备。积极的财政政策要适度加力、提质增效，将增发国债早日形成实物工作量，加快发行地方政府专项债券，持续推动结构性减税降费。另外，今年开始连续几年发行超长期特别国债，今年发行 1 万亿元，用于国家重大战略实施和重点领域安全能力建设，关注后续发行方式和时间。基础设施投资类企业融资监管延续偏紧，分类推进市场化转型，建立同高质量发展相适应的政府债务管理机制，持续落地“一揽子化债方案”。房地产领域加大因城施策力度，激发刚性和改善性住房需求；进一步推动城市房地产融资协调机制落地见效，一视同仁支持房地产企业合理融资需求；重点做好保障性住房、城中村改造、“平急两用”公共基础设施“三大工程”的建设，完善“市场+保障”的住房供应体系，逐步建立房地产行业新发展模式。

当前国内正处在产业转型升级的关键期，要大力发展新质生产力，牢牢把握高质量发展这个首要任务。内外部环境依然复杂严峻，欧美经济出现分化，欧洲经济和通胀放缓，美国通胀粘性依然较强，降息推迟，叠加大国博弈和地缘政治冲突等，不确定性和难预料性增加。国内房地产行业依旧处在调整中，有效需求不足、部分行业产能过剩和信心偏弱，要进一步激发经营主体活力，增强发展内生动力。综合来看，尽管当前面临不少困难挑战，但许多有利条件和积极因素不断累积，我国发展具有坚实基础、诸

多优势和巨大潜能，长期向好的趋势不会改变，完全有条件推动经济实现质的有效提升和量的合理增长。

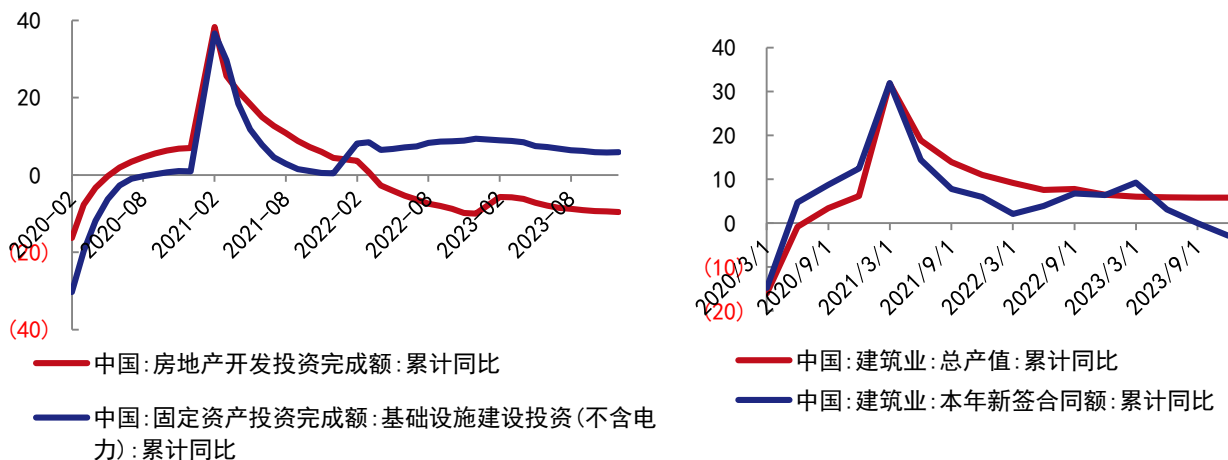
建筑施工行业运营环境

建筑施工行业为投资驱动行业，受房地产低迷拖累和基建投资需求放缓双重影响，建筑行业逐步迈入中低速增长区间，预计 2024 年行业产值增长继续承压

建筑业属于投资驱动型行业，下游需求主要来自基础设施建设和房地产开发投资。受地产持续筑底修复及房企资金链紧张影响，国内房地产开发投资下行，2023 年同比减少 9.60%；稳增长政策持续发力背景下，基建投资在带动建筑需求增长中发挥重要作用，但受限于土地财政弱化、地方政府财力和 PPP 项目政策收紧等因素，2023 年以来基建投资累计增速持续放缓，对建筑需求拉动效应有所弱化，全年基础设施投资增长 5.9%，增速同比下降 3.5 个百分点。综合影响下，2023 年建筑业总产值增长乏力，同比增速为 5.80%，较上年减少 0.7 个百分点；新签合同金额 35.60 万亿元，同比减少 2.85%，近年首次出现负增长。

中长期来看，房地产行业仍处于筑底调整阶段，行业景气度较低，对建筑需求形成拖累，叠加地方政府债务管控和资金紧平衡，预计建筑行业订单需求总量进入下行区间，2024 年行业产值增长继续面临压力。

图1 基建投资增速放缓、地产投资下行（单位：%） **图2 建筑业新签合同增速转负（单位：%）**



资料来源：Wind，中证鹏元整理

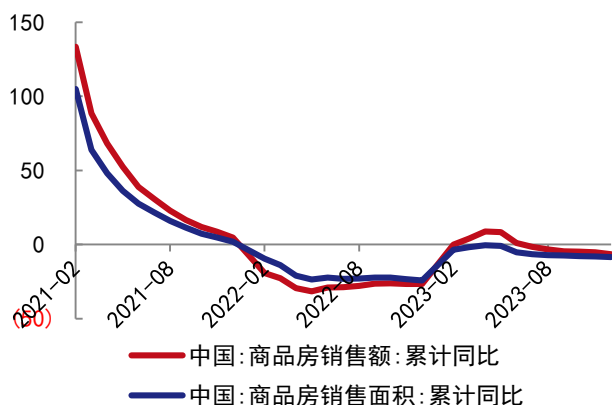
资料来源：Wind，中证鹏元整理

地产方面，2024 年国内商品房销售仍有下跌压力，“三大工程”加速实施或有助于缓冲地产下行颓势，但作用可能有限，建筑企业商品房订单需求预计继续走弱，项目回款及计提减值准备情况需持续关注

房地产行业仍处于筑底修复阶段，行业景气度低迷，对建筑业需求拖累明显。2023 年国内商品房累计销售面积 11.74 亿方，同比下降 8.50%；累计销售金额 11.66 万亿元，同比下降 6.50%。2024 年 1-3 月新建商品房销售金额同比下降 27.6%，降幅有所扩大。经济增长疲软叠加地产信用风险暴露之后，居民对收入及楼市预期悲观，地产行业景气度仍处于底部周期。2024 年商品房销售仍有下跌压力，预计全年

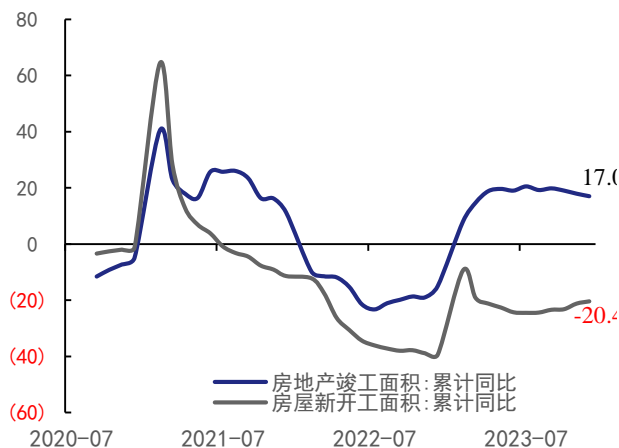
销售规模同比继续下降。2023年国内房企重心仍在保交付，竣工数据修复明显，全年累计竣工面积9.98亿方，同比增长17%。销售端疲软情况下房企补库存意愿不强，且在政策的导向下优先保障存量项目交付，新开工将继续承压。

图3 商品房销售持续疲软（单位：%）



资料来源：Wind，中证鹏元整理

图4 新开工低迷，竣工持续修复（单位：%）



资料来源：Wind，中证鹏元整理

作为构建房地产新发展模式的重要抓手，2023年以来中央首提并在多次重要会议中强调“三大工程”的重要性，加之政策及资金支持，“三大工程”施工、实物工作量落地或进入加速阶段，将一定程度上为当前低迷的楼市起到托底作用。但考虑到本轮城中村改造的城市中村改造主要聚焦于人口流入的一、二线城市，预计带动建筑需求有限，落地实施效果有待进一步验证。当前我国房地产市场继续底部调整，在销售端企稳、新旧模式转换完成前，建筑企业的商品房订单需求继续走弱。与此同时，地产企业流动性问题依然较为突出，尽管监管当前对房地产融资重视程度很高，督办力度也在持续加大，但行业整体流动性仍未得到实质改善，出险房企所带来的坏账风险仍将持续影响建筑企业，项目回款及计提减值准备情况需持续关注。

基建方面，“稳中求进”发展基调下，宏观政策调控发力叠加财政资金支持力度增强，基建投资迎来结构性业务机会；“一揽子化债”方案落地实施有望缓解部分建筑企业回款压力，但地方财政支出矛盾仍较突出，重点省份政府投资规模可能有所压降，预计2024年基建投资增速依旧承压

当前国内经济持续恢复发展的基础仍不稳固，基建投资仍将是2024年扩大内需、托底经济的重要抓手。2023年12月中央经济工作会议强调“积极的财政政策要适度加力、提质增效”，鼓励新基建、新能源等国家战略方向发展。发挥好政府投资的带动放大效应，重点支持科技创新、新型基础设施、节能减排降碳，加强民生等经济社会薄弱领域补短板，推进防洪排涝抗灾基础设施建设，推动各类生产设备、服务设备更新和技术改造，加快实施“十四五”规划重大工程项目。2024年经济工作总基调为“稳中求进，以进促稳，先立后破”，全年GDP增速目标或在5.0%左右。预计未来宏观经济政策将聚焦于高质量发展，更加注重有力实施宏观政策调控，推动各项政策加快落地。

资金端方面，根据2024年政府工作报告，赤字率拟按3%安排，赤字规模4.06万亿元，比上年年初

预算增加 1,800 亿元。拟安排地方政府专项债券 3.9 万亿元、比上年增加 1,000 亿元。从 2024 年开始拟连续几年发行超长期特别国债，专项用于国家重大战略实施和重点领域安全能力建设，对财政支出的资金来源加以补充。综合来看，政府财政适度扩张，叠加债项资金方面的支持力度增强，将为基建投资提供保障。建筑施工企业承揽的公建和基建类项目业主通常为地方政府、地方政府平台及地方国企等政府类业主，2023 年以来部分政府类业主通过停工、延长政府审计流程或延期支付等形式拉长对建筑企业的付款账期现象较为突出。防风险作为底线的大背景下，后续政府或出台新的增量政策帮助“一揽子化债”方案的平稳落地，有望改善相关建筑企业的回款。

区域经济财政实力差异及债务管控预计导致行业企业经营业绩出现较大分化，业务集中布局重点省份的建筑企业可能面临业务收缩压力。根据 2023 年 12 月 24 日《重点省份分类加强政府投资项目管理办法（试行）》，要求天津、内蒙古在内的 12 个重点省份要严控新建政府投资项目，包括交通、市政、产业园区、各类楼堂馆所和棚户区改造，同时要求按照基建项目的投资完成率，清理现存项目，其中项目总投资完成率低于 50% 的，原则上将缓建或停建，高于 50% 但存在重大问题的，同样不得续建。以贵州省为例，贵州省拟大幅减少“四化”项目、基础设施及民生工程，根据贵州省人民政府官网数据，预计 2024 年全省省级重大工程名单投资金额同比降幅超过 60%。在政策聚焦化债、严控高风险地区投资的背景下，预计 2024 年重点省份削减重大政府投资项目可能导致相关建筑企业的业务订单减少，同时出现缓建或停建的项目结算可能面临回款风险。在稳增长压力和需求下，经济大省将扛起经济增长重任，基建投资维持一定强度。中证鹏元预计，在固定资产投资增速较强、工程需求旺盛的长三角、粤港澳大湾区和京津冀区域具有良好市场布局的建筑企业，新签订单来源将具有保障。

图5 12 个重点省份 2022 年末广义政府债务率
 （单位：%）

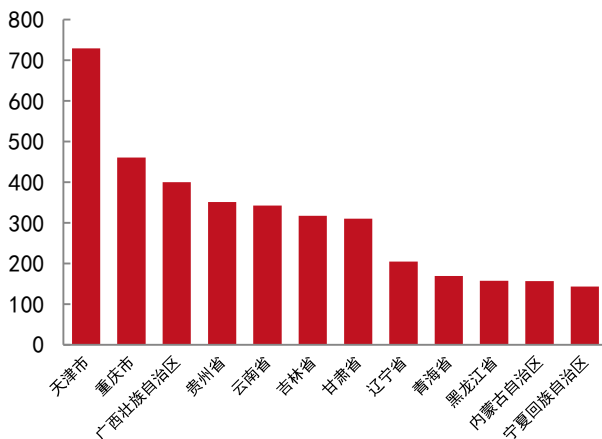
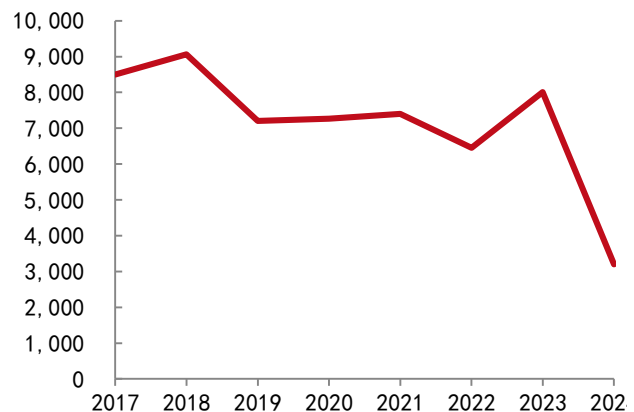


图6 贵州省省级重大工程名单投资规模大幅减少
 （单位：亿元）



注：广义政府债务率=（政府直接债务余额+平台债务余额）/（一般公共预算收入+上级补助收入+政府性基金收入）

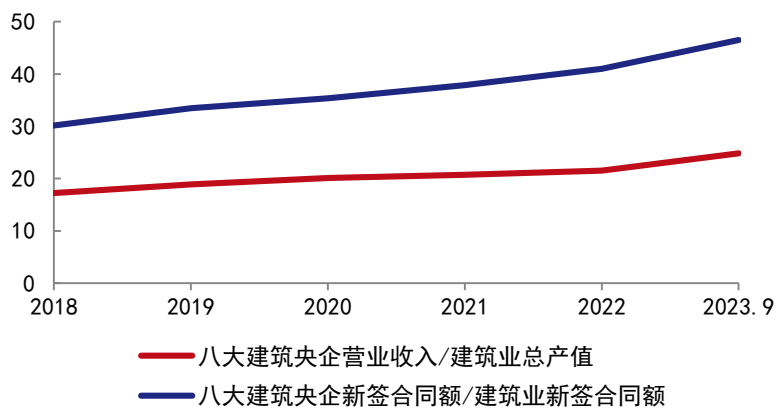
资料来源：公开资料，中证鹏元整理

资料来源：中证鹏元城投中心数据库，中证鹏元整理

行业下行加速弱资质主体出清，建筑央企市场占有率持续提升。随着市场下行及暴雷民企的不断

出局，市场份额持续向头部聚拢，八大²建筑央企新签合同金额占行业的比重快速上升至 2023 年末的 50.20%，市场占有率持续提升。存量市场下，随着房企流动性趋紧及地方财政压力加大，建筑行业内部经营表现呈现较大的分化，八大建筑央企依托规模、融资及品牌等方面的优势，业务逐步向产业链上下游拓展，获单能力在对外部冲击时更具韧性。地方建筑国企大多与当地政府业务联系较为紧密，稳增长背景下基建投资托底作用凸显，建筑业订单相对具有保障；实力弱小的建筑企业在市场竞争加剧下经营压力持续上升，预计民营建筑企业市场份额持续受到挤压。

图7 八大建筑央企市场占有率持续提升（单位：%）



资料来源：公开资料，中证鹏元整理

房地产行业运营环境

2024年政策将转向全面宽松，中央层面从落实金融支持、压实保交楼等多角度稳定地产市场；地方层面调控政策有望进一步优化，一线及部分强二线城市调控政策尚有松绑空间。

随着居民缩表加剧、房企负面舆情散发，2023年7月中央政治局会议定调“房地产供求关系发生重大变化”后，需求端宽松政策全面展开，下半年自上而下推动需求端宽松政策落地、细化金融端监管指标。7月央行延长“金融16条”中存量和配套融资的政策使用期限；8月以来，三部门联合发文落实“认房不认贷”，两部门调整优化信贷政策，最低首付比例调整为20%、二套首付比例调整为30%，央行、金监局指导商业银行下调存量首套房贷利率，至此多地下调首付比例和贷款利率下限。金融政策方面，2023年6月，5年期以上LPR下调10个基点至4.2%；2024年2月央行下调5年期以上LPR 25个基点至3.95%，房贷利率下降空间进一步打开。中央金融工作会议、中央经济工作会议及2024年政府工作报告多次强调“一视同仁满足不同所有制房地产企业合理融资需求”。2024年以来，住建部和金融监管总局要求各地级以上城市要建立融资协调机制。截至2024年3月末，商业银行对城市房地产融资协调机制推送的全部第一批白名单项目完成审查，其中审批同意项目数量超过2,100个，总金额超过5,200亿元。城市融资协调机制一定程度上能够分割集团公司的债务风险和项目公司开发运营风险，保障优质项目建设运营。

地方层面，各能级城市调控放松力度有所加大，但出台节奏及力度仍有差异。一线城市调控方向虽

²是指中国交建、中国建筑、中国中铁、中国铁建、中国能建、中国电建、中国化学及中国中冶。

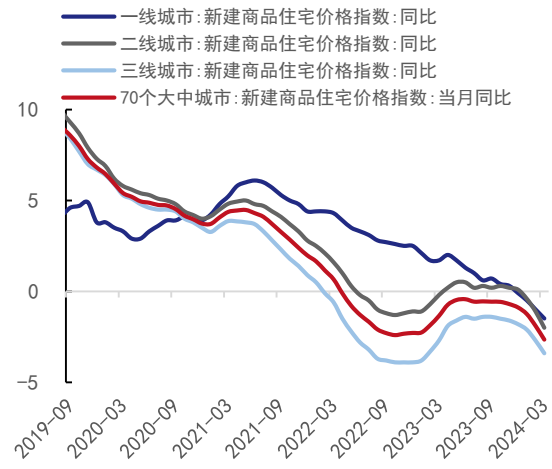
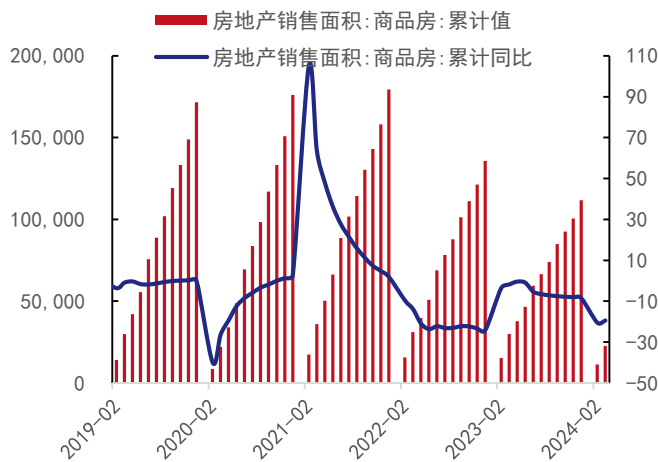
与全国一致，但政策力度仍有克制，以循序渐进的方式逐步放松，2023年8月末至9月初陆续落实“认房不认贷”，11月落实降低二套房首付比例和贷款利率下限、修改普宅认定标准、放松远郊限购等政策。强二线城市基本全面放松限购，各城市首付比例、房贷利率普遍下调至下限。弱二线及三四线城市基本依照中央各部委相关文件执行放松政策，在公积金政策、购房补贴、人才政策等方面有所发力。

预计中央政策转向全面宽松，进一步落实金融支持政策，督导商业银行加快对名单内房地产项目的审批及放款；继续落实“优惠贷款利率、税收减免”等支持居民住房需求的措施，自上而下出台政策以支持首次购房者和满足居民改善性住房需求；长效政策方面，将继续加快保障房住房体系建设，加快构建房地产发展新模式。地方层面调控政策有望进一步优化，一线及部分强二线城市调控政策尚有松绑空间，如限购局部松绑、远郊区域调降非户籍购房社保年限和落户门槛等；二线城市中杭州、成都、西安等城市调控政策还有所保留，未来大概率进一步调整，逐步向全面放开限购、限售靠拢。

虽然政策端积极信号持续强化，但在地产行业仍在下行趋势中，政策对销售的提振作用在边际递减。2024年商品房销售仍有下跌压力，预计全年销售规模同比继续下降，延续筑底态势，城市间深度分化进一步加深。

2023年房地产销售中枢再下台阶，全年商品房累计销售面积11.74亿平方米，同比下降8.50%；累计销售金额11.66万亿元，同比下降6.50%。一季度在需求集中释放下销售迎来短暂的“小阳春”，二季度存量积压的需求下降后市场动能迅速收缩；下半年中央和地方连续出台利好政策，9-10月份以来核心一、二线城市相继对限购和限贷政策进行松绑，而各地放松节奏频次虽多但节奏偏慢，销售在政策刺激下呈现脉冲式修复。10月以后市场热度再次转冷，市场信心修复需要政策持续加码，而政策对销售的提振作用又在边际递减，整体悲观预期蔓延，全年呈现前高后低的走势。2024年1-3月，商品房销售金额累计同比下降27.6%，销售面积累计同比下降19.4%，需求信心仍然不足，市场继续承压。

价格方面，2023年全年商品住宅销售价格总体延续下降态势，其中上半年价格有所回升，下半年开始再次进入下跌区间。分能级来看，一线城市新房价格相对稳定，二三线城市回调幅度更大。新房价格抗跌性好于二手房，2023年12月，70个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0.89%和下降4.07%。自2023年底以来，二手房存在放量下跌的趋势，对新房销售的挤压效应可能会持续加剧。

图8 商品房销售再下台阶（单位：万平方米、%） **图9 70城住宅价格指数同比变化（单位：%）**


资料来源：同花顺 iFind，中证鹏元整理

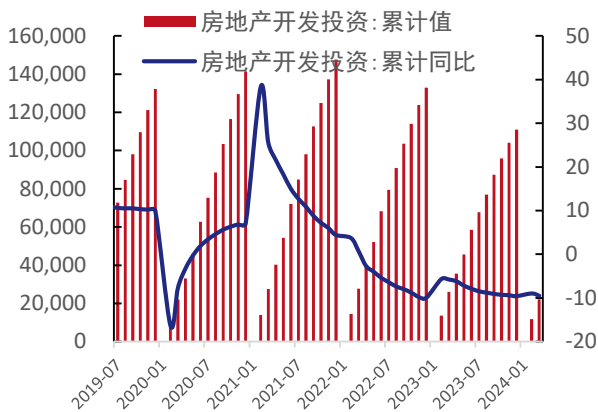
资料来源：同花顺 iFind，中证鹏元整理

城市间持续分化，一线和部分二线城市具有一定韧性。随着四季度以来一、二线城市限制性政策加速松绑，以及年底房企降价促销，一线城市成交量逐步呈现企稳态势；从2023年全年来看，北京、上海和广州2023年成交量同比均有所回升，深圳商品房成交面积同比下降10.63%。二线城市中，成都和西安凭借着区域内产业集聚和人口流入等优势，在全国销售不振的情况下走出独立行情；而天津、郑州、昆明等二线城市表现疲软，其余三四线城市在没有产业和人口支撑的情况下房地产景气度继续下行，销售持续探底。当前阶段，制约房地产销售复苏的根本原因是居民收入预期和房价上涨预期消失后的购房信心不足，短期来看政策利好的刺激不会推动行业反转，继续筑底震荡仍是主基调，预计2024年房地产仍有下跌压力，商品房销售将继续下跌，城市间分化进一步加深。

预计2024年房地产投资增速下行压力仍然较大，保障性住房和城中村改造等重大政策推进会对房地产开发投资形成一定支撑；在销售尚未企稳、政策传导不畅、房企资金普遍承压的背景下，2024年房企拿地更趋于谨慎和收敛，土拍市场持续冷淡。

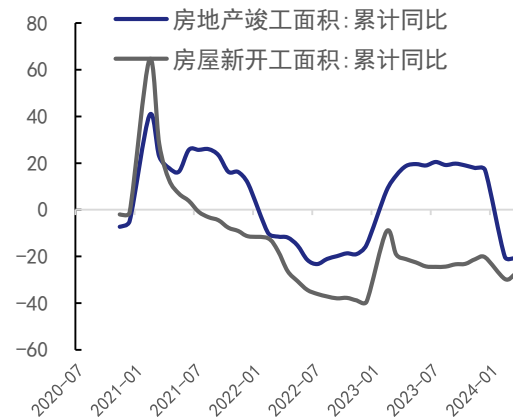
在资金紧张、销售去化不畅背景下，房企普遍拿地谨慎聚焦、开工动力不足，行业投资承压。2023年完成房地产开发投资额11.09万亿元，同比降幅为9.6%。新开工持续低迷，全年累计新开工9.54亿方，同比降低20.40%；房企重心在保交付，2023年竣工数据修复明显，全年累计竣工面积9.98亿方，同比增长17%。2024年1-3月，地产开发投资同比下降9.5%，降幅较1-2月扩大0.5个百分点。销售端疲软情况下房企补库存意愿不强，且在政策的导向下优先保障存量项目交付，预计新开工将继续承压，2024年房地产投资增速下行压力仍然较大。2023年中央政治局会议提出“三大工程”，要求加大保障房建设供给、推动城中村改造和“平急两用”公共基础设施建设。随着保障性住房和城中村改造等重大政策推进落地，开发投资将有一定支撑，同比降幅有望收窄。

图10 地产开发投资持续承压（单位：亿元、%）



资料来源：同花顺 iFinD，中证鹏元整理

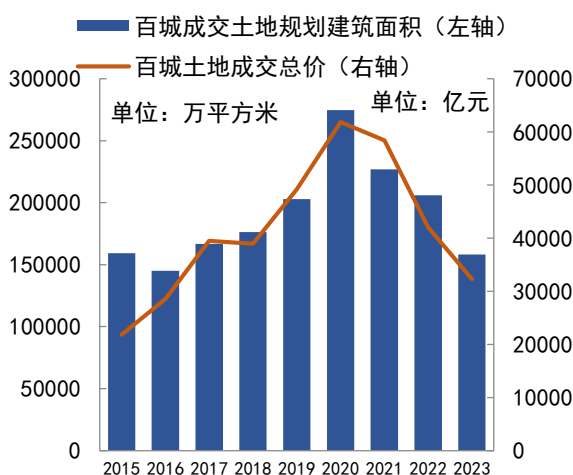
图11 新开工持续低迷（单位：%）



资料来源：同花顺 iFinD，中证鹏元整理

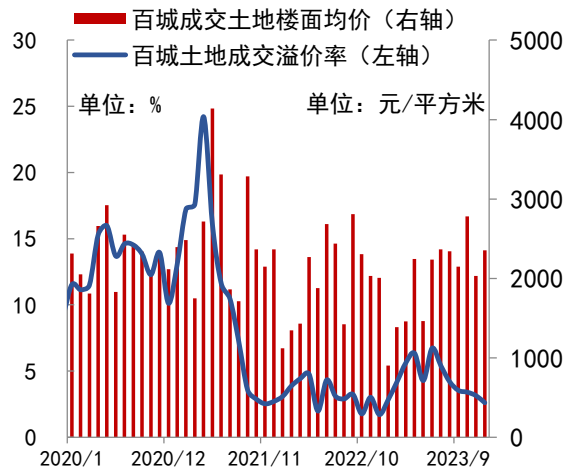
2023年土地市场持续冷清，供需两端均走弱，土地成交总价和成交规划建筑面积仍在持续下行。供应方面，在冷清的市场环境下，地方政府供地更加谨慎，为降低流拍率，大多增加了核心优质地块的供应；需求方面，受市场低迷、房企资金链普遍承压的影响，土地成交规模进一步下滑，2023年100城土地成交总价和成交土地规划建筑面积同比分别下降23.18%和23.20%，从绝对值规模上看，土地成交建面降至2016年水平。土地成交价格方面，由于热点一、二线城市供地质量提升，2023年成交楼面地价较上年略有回升，房企集中布局一、二线的优质地块的策略将继续延续。在销售尚未企稳的背景下，土地限价放开对市场的提振作用较小。从自然资源部2023年9月底建议取消地价上限以来，多城已取消土拍地价上限，但下半年以来全年溢价率仍在低位徘徊，2023年12月成交土地溢价率下降至2.61%。预计在销售尚未企稳、政策传导不畅、房企资金普遍承压的背景下，房企拿地更趋于谨慎和收敛，土拍市场持续冷淡。

图12 土地市场冷清，百城土地成交持续下降



资料来源：同花顺 iFinD，中证鹏元整理

图13 土地溢价率低位徘徊，楼面均价略有回升



资料来源：同花顺 iFinD，中证鹏元整理

市场格局持续向央国企倾斜，随着行业供求关系转变，房地产行业仍在探索新发展模式，未来将

对房企的运营管理能力提出更大挑战

自房地产行业发生信用危机以来，公开市场上的融资主体以经营稳健、具备股东背景优势的央、国企为主。凭借着资金优势，近年来央、国企逐步向核心城市扩张，对其销售业绩形成支撑。从当前的土拍市场结构来看，活跃的依然是头部央企及部分国企，根据中指研究院统计，2023年拿地金额TOP50、TOP100中七成以上为央国企，未来房地产市场由央、国企占主导的格局仍将持续。当前的房企信用风险逐渐由2021年下半年开始的现金流危机转为资产价格下跌的危机，从长期发展趋势来看，随着行业供求关系发生重大转变，房地产行业仍需探索和建立新的发展模式，而模式的转变也将对房地产企业运营和管理能力提出更高挑战和要求。

三、经营与竞争

公司业务涵盖建筑施工、房地产开发及城市服务等，具有规划设计、建设、开发、运营、服务的全产业优势；公司具有全面的施工资质及较强的施工能力，建筑施工收入及在管物业规模持续扩张，拉动营业收入持续增长，但受地产项目盈利波动影响，毛利率水平有所波动

公司系深圳市国资委旗下建工板块核心的经营主体，主营业务为建筑施工、房地产开发及城市服务等，具有规划设计、建设、开发、运营、服务的全产业优势。公司的建筑施工业务涵盖城市基础设施、建筑工程、轨道交通工程等领域的建筑施工及管养服务；房地产开发产品涵盖中高端住宅、保障性住房、写字楼、酒店、城市综合体、产业园区等业态；城市服务业务涵盖物业服务、商业运营服务、棚户区改造服务等方面。

近年来公司营业收入规模持续增长，2021-2023年复合增长率为7.72%。其中随着重点项目推进以及市场拓展，公司建筑施工收入增长较快，2021-2023年复合增长率为14.65%。同期房地产项目开发实现稳定增长，2023年首次进入行业销售业绩百强第88位，2021-2023年复合增长率为2.52%。公司城市服务业务收入包括其他城市服务收入、物业租赁收入及棚改项目管理服务收入，尽管规模相对尚小，但整体保持快速增长，2021-2023年复合增长率为21.63%，主要系物业管理项目增加拉动其他城市服务收入增长所致。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集团作为总承包所致。2024年1-3月，受地产销售持续低迷影响，公司营业收入同比下降14.79%。

毛利率方面，公司核心毛利润来源为房地产销售，建筑施工因毛利率水平较低，对毛利润贡献次于房地产销售。近年公司销售毛利率水平受房地产销售毛利率波动而波动。

表3 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元、%）

项目	2024年1-3月			2023年			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	金额	占比	毛利率
建筑施工	23.09	83.92	7.50	192.92	71.45	6.20	184.10	69.05	6.17	146.77	69.57	7.37
房地产销售	5.84	21.23	51.84	103.40	38.30	26.35	100.32	37.91	42.17	98.39	37.91	35.96

其他城市服务	3.40	12.34	5.97	13.86	5.13	7.54	10.32	3.90	9.45	6.99	3.90	10.62
物业租赁	0.98	3.55	42.32	4.00	1.48	30.30	3.59	1.36	22.08	3.99	1.36	37.32
棚改项目管理服务	0.04	0.13	6.99	0.26	0.10	-69.49	0.49	0.19	-28.29	1.27	0.19	11.55
内部抵销	-5.83	-21.18	--	-44.44	-16.46	--	-34.19	-12.92	--	-24.71	-10.62	--
合计	27.51	100.00	17.86	269.99	100.00	14.60	264.64	100	20.35	232.69	100	19.74

资料来源：公司 2021-2023 年年度报告、公司提供，中证鹏元整理

（一）建筑施工业务

依托与深圳市政府、国有企业的紧密联系，凭借全面且高等级的施工资质、较强的项目施工能力，公司建筑施工业务收入规模不断扩大；在手订单仍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；值得关注的是，公司回款进度减缓，垫资施工压力加大

公司建筑施工业务涵盖市政道路、市政管网、桥梁隧道等城市基础设施，水环境、园林绿化、路灯、高速公路等工程，工业与民用建筑工程、土石方、地基与基础工程等建筑工程，轨道交通工程等领域。负责建筑施工业务的核心企业是深圳市政集团、深圳市粤通建设工程有限公司（以下简称“粤通公司”）等，其中深圳市政集团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2023年末拥有1个特级资质、17个壹级资质³，其中总承包一级资质5个、专业承包一级资质12个。高等级且全面的施工资质、较强的技术实力使得公司拥有较强的项目承揽能力。

表4 截至 2023 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	桥梁工程专业承包一级
公路工程施工总承包一级	隧道工程专业承包一级
建筑工程施工总承包一级	环保工程专业承包一级
市政公用工程施工总承包一级	公路路面工程专业承包一级
机电工程施工总承包一级	公路路基工程专业承包一级
电力工程施工总承包一级	地基基础工程专业承包一级
	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
	建筑装饰装修工程专业承包一级
	城市及道路照明工程专业承包一级
	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

³ 同种资质以最高等级统计。

注：各项资质仅列示最高等级资质。

资料来源：公司2023年年度报告，中证鹏元整理

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，新增承接EPC、总承包等各类工程多项，在手订单充足。2021-2023年，公司新签合同金额波动较大，2022年公司建筑施工业务新签合同金额同比增长17.49%，超过当年建筑行业新签合同总额同比增速11.13个百分点；受地产建安投资支出延续下滑态势影响，2023年公司建筑施工业务新签合同金额同比下降25.87%，大幅超过当年建筑行业新签合同金额同比下降2.85%的速度。

公司建筑施工主要业务模式包括工程总承包（EPC）、施工总承包等。分业务模式来看，新签合同模式仍以施工承包模式为主，工程总承包模式次之，道路日常养护项目依托于与政府部门的紧密联系，呈波动增长趋势。

表5 2021-2024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	2024年1-3月		2023年		2022年		2021年	
	个数	金额	个数	金额	个数	金额	个数	金额
施工承包	21	24.09	159	140.81	190	208.77	121	190.41
工程总承包	2	5.00	22	47.92	15	40.44	13	28.55
项目代建管理	0	0	0	-	12	0.59	9	0.83
PPP项目	0	0	0	-	2	10.26	0	0
道路日常养护	20	12.47	35	10.66	28	8.90	37	9.14
合计	43	41.56	216	199.39	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，2021-2023年，公司新开工项目金额波动较大，竣工项目金额保持增长，截至2023年末，公司已签约未完工合同金额615.88亿元，主要以施工承包模式为主，其中，未完工部分金额、已完工未结算余额分别为299.75亿元、18.45亿元，合计达近三年建筑施工收入均值的1.82倍，对未来建筑施工收入形成较好支撑。

表6 2021-2023年天健集团施工项目情况（合并抵消前）（单位：个、亿元）

项目	2023年		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	216	199.39	247	270.36	180	228.93
期间竣工项目	261	174.49	190	127.93	145	113.38
期末在建项目	231	615.88	276	590.97	219	448.54

资料来源：公司2021-2023年年度报告，中证鹏元整理

表7 截至2023年末公司未完工项目情况（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	未完工部分金额
施工承包	187	496.30	250.39	229.04

工程总承包（EPC）	33	107.85	37.37	67.13
PPP项目	2	10.26	6.48	3.16
养护项目	9	1.46	0.95	0.42
合计	231	615.88	295.19	299.75

资料来源：公司 2023 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。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，2023年公司回款略有回升，但在下游基建与地产领域资金链普遍偏紧，尤其是部分开发商信用风险不断释放的形势下，工程回款进度滞后将加大项目建设的垫资压力。

表8 2021-2023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
2023	229	172.94	137.54	133.45	113.81	85.28%
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 2021-2023 年年度报告，中证鹏元整理

（二）城市开发业务

近年公司房地产项目销售波动较大，目前在售、在建项目储备较为充足，项目集中于优质区域，持续经营能力较强，但须关注部分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、东莞、惠州、南宁、长沙、苏州、上海等8个城市；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、长沙云麓府等房地产项目，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，受行业低迷影响，2021-2023年公司竣工面积逐年下降。销售方面，2021-2023年公司合同销售额大幅波动，系2022年行业景气度下行及销售计划安排影响。2023年深圳市项目销售大幅增长，拉动当年销售额大幅回升，公司首次进入中国房地产企业销售业绩百强第88位，但受市场低迷影响，销售均价有所下降。

表9 2021-2023年及2024年1-3月房地产开发经营情况（单位：万平方米、亿元）

项目	2024年1-3月	2023年	2022年	2021年
竣工面积	--	21.64	30.02	72.38
合同销售面积	17.78	45.26	23.55	38.27
合同销售金额	57.62	154.77	98.75	158.76
平均价格（万元/平方米）	3.24	3.42	4.19	4.15

资料来源：公司提供

房地产收入方面，近年结转的收入来源主要为天健天骄北庐、天健悦桂府、广州云山府、天健万江花园等项目，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，天健天骄为公司存量土地的城市更新项目，土地成本低，盈利能力强，随着城市更新项目逐渐去化，2023年深圳地产销售毛利率同比下降；而公司在苏州、南宁的房地产项目毛利率整体处于较低水平，主要受当地房地产景气度下行影响。

自2021年起，公司对位于南宁市的天健西班牙小镇、南宁天健领航大厦、南宁天健国际公馆、南宁天健世纪花园等项目的可变现净值进行减值测试评估，2021-2023年分别计提存货跌价准备2.59亿元、5.99亿元、1.53亿元。截至2023年末，公司在南宁市的主要在售项目包括天健城、天健和府、天健西班牙小镇等项目，部分项目于2021-2022年先后出现亏损，受前期计提减值准备影响，2023年项目毛利率有所回升。2021-2023年，南宁市商品房销售面积同比分别下降18.7%、11.3%、15.1%，2023年末商品房待售面积同比增长63%，2022年5月以来南宁市商品房平均销售价格持续下降；2022-2023年苏州市商品房销售面积同比分别下降9.1%、16.9%，公司在南宁、苏州地区房产项目仍将持续面临减值风险。

表10 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	2024年1-3月		2023年		2022年		2021年	
		收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
深圳	天健天骄北庐	3.55	15.20%	14.28	78.45%	41.59	75.80%	34.91	63.31%
	天健悦桂府	-	--	50.94	16.23%	-	--	-	--
	天健天骄西筑	0.68	24.36%	9.56	22.35%	-	--	-	--
	天健天骄南苑	-	--	0.37	61.12%	0.43	79.99%	0.34	60.54%
广州	广州云山府	0.11	1.34%	2.49	11.31%	4.52	9.66%	10.63	13.32%
	天玺花园	-	--	-	--	14.04	17.38%	-	--
	东玥台	-	--	0.89	5.69%	0.43	-17.19%	1.07	6.11%
	广州天健汇	0.01	33.85%	0.03	33.85%	1.00	36.65%	0.89	11.77%
	黄埔天玺项目	0.10	36.98%	1.71	19.00%	-	--	-	--
	广州天健上城阳光花园	-	--	-	--	-	--	0.18	--
苏州	山棠春晓	-	--	1.47	9.09%	8.63	6.12%	6	10.55%
	清枫和苑	0.00	25.52%	2.52	9.34%	10.83	8.50%	-	--
	清风和景雅苑	0.10	2.83%	5.40	1.79%	5.48	0.20%	-	--
南宁	南宁天健城二期	0.19	20.00%	4.85	23.40%	-	--	7.28	16.27%

	天健和府	0.12	10.00%	0.97	20.47%	1.51	-24.26%	4.77	13.39%
	南宁天健城一期	-	--	0.21	39.55%	3.94	-6.29%	0.35	9.30%
	南宁西班牙小镇	-	--	0.02	7.10%	0.08	42.11%	0.39	-18.23%
	南宁领航大厦	-	--	0.02	39.01%	-	--	0.21	14.49%
	南宁天健国际公馆	-	--	0.00	0.90%	-	--	0.15	32.88%
	南宁天健商务大厦	-	--	-	--	-	--	0.07	11.55%
	南宁天健世纪花园	-	--	0.00	100.00%	-	--	-	--
东莞	天健万江花园	-	--	-	--	-	--	14.61	14.27%
	天健阅江来	-	--	-	--	1.95	2.90%	-	--
惠州	天健书香名邸	0.02	17.58%	0.86	22.54%	0.31	18.88%	7.6	17.06%
	天健阳光花园一期	-	--	0.02	25.06%	0.02	37.02%	0.19	33.46%
长沙	长沙天健城	0.38	45.21%	0.90	40.88%	1.14	44.59%	2.5	42.07%
	天健西苑	0.32	12.03%	3.72	12.51%	-	--	-	--
上海	上海浦荟大楼	0.05	71.32%	0.19	70.31%	-	--	0.21	33.33%
	上海天健萃园	0.00	-12.16%	0.01	-5.19%	-	--	0.12	31.88%
合计		5.63	--	101.42	--	95.91	--	92.47	--

注：数字“0.00”系亿元单位下数据较小所致，标“-”表示数据为0，标“--”表示未统计或无法计算。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

截至2023年末，公司主要在售房地产项目21个，尚未销售面积为113.48万平方米，其中深圳、广州2个一线城市尚未销售面积共31.39万平方米，均以商住项目为主，且深圳地区售价较高。具体来看，去化较慢的包括苏州、南宁地区项目，两地尚未销售面积合计69.59万平方米，其中苏州清风和景雅苑、泓悦府期末去化率分别为55%、3%；此外，深圳坪山和悦府项目规模较大且去化较慢，尚未销售面积达14.97万平方米，期末项目去化率为7%。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11 截至 2023 年末主要在售项目情况（单位：万平方米）

城市	项目名称	计容建筑面积	可售面积	累计预售 (销售)面积	累计结算面积	尚未销售面积
苏州	山棠春晓	3.16	5.30	4.98	4.93	0.32
	清枫和苑	5.61	6.18	5.32	5.31	0.86
	清风和景雅苑	6.94	7.85	4.30	4.25	3.55
	泓悦府	32.68	34.53	1.19	0.00	33.34
南宁	南宁西班牙小镇	20.66	20.65	17.34	17.34	3.31
	天健城	53.64	51.91	31.57	31.43	20.34
	天健和府	23.97	19.81	11.94	11.85	7.87
深圳	天健天骄南苑	8.06	7.20	6.79	6.79	0.41
	天健天骄北庐	12.64	9.36	7.33	6.99	2.04
	天健天骄西筑	1.18	0.69	0.54	0.47	0.15
	天健悦桂府	7.20	5.81	5.38	5.38	0.43

	天健悦湾府	12.63	8.48	7.23	0.00	1.25
	坪山和悦府	23.94	16.04	1.08	0.00	14.97
	光明和瑞府	20.00	17.21	10.45	0.00	6.76
惠州	天健书香名邸	23.40	23.00	14.97	14.93	8.03
	广州云山府	5.67	4.57	3.31	3.31	1.25
广州	天玺花园	6.73	5.59	4.34	4.15	1.25
	天健东玥台	4.28	4.16	1.28	1.27	2.88
长沙	天健城	36.41	33.94	30.29	22.86	3.65
	云麓府	5.35	5.35	4.53	3.17	0.82
成都	麓湖天境	5.29	5.73	5.73	0.00	0.00
	合计	319.43	293.36	179.87	144.45	113.48

资料来源：公司 2023 年年度报告，中证鹏元整理

截至2023年末，公司主要在建项目6个，规划计容面积105.43万平方米，合计总投资260.26亿元，其中深圳地区计容面积合计67.45万平方米，总投资174.98亿元，公司在建项目规模同比有所下降。其中天健和郡府尚未开售，该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，项目已于2020年10月开工。

2023年末，公司主要在建项目已投资175.38亿元，尚需投资84.88亿元。期末公司暂无其他土地储备。

表12 截至 2023 年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	预计总投资金额	累计投资总金额
	天健悦湾府	商住项目	100.00%	12.63	73.85	63.85
深圳	坪山和悦府	商住项目	100.00%	23.36	49.57	34.52
	光明和瑞府	可售性人才房	70.00%	18.36	34.28	18.29
	天健和郡府	可售性人才房+回迁安置房	100.00%	13.10	17.27	6.60
苏州	泓悦府	商住项目	70.00%	32.69	69.58	39.18
成都	麓湖天境	住宅	100.00%	5.29	15.70	12.94
	合计			105.43	260.26	175.38

资料来源：公司 2023 年年度报告，中证鹏元整理

（三）城市服务业务

城市服务业务为公司建筑施工与房地产开发产业链的价值延伸，业务涵盖物业服务、商业运营服务、棚户区改造服务等方面，收入分别计入其他城市服务、物业租赁及棚改项目管理服务收入。受物业管理项目增长拉动，近年城市服务业务收入实现快速增长。

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2023年末，公司位于深圳地区的主要物业可租面积达34.50万平方米，租赁物业

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。

2021-2023年公司物业租赁业务收入分别为3.99亿元、3.59亿元、4.00亿元，收入规模较为平稳；同期公司物业租赁毛利率分别为37.32%、22.08%、30.30%，2022年物业租赁收入及毛利率均有所下降，系当年减租政策所致。公司大部分物业出租率处于较高水平，天健云途龙岗项目为2023年新增出租项目，出租率仍有提升空间。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13 近年公司深圳地区主要物业出租情况（单位：万平方米）

项目名称	项目业态	可出租面积	出租率		
			2023年	2022年	2021年
天健创智中心	写字楼与商业	6.17	85.38%	91.29%	97.00%
景田综合大楼	住宅及配套	0.61	96.71%	96.44%	96.00%
景田综合市场	住宅及配套	1.98	94.25%	96.42%	98.00%
天健创业大厦	写字楼及配套	2.88	98.58%	98.32%	99.00%
天健商务大厦	写字楼及配套	2.34	93.78%	99.23%	92.00%
市政大厦	写字楼及配套	1.03	96.85%	99.84%	100.00%
天然居商业中心	商业	0.81	85.97%	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	1.26	99.87%	100.00%	100.00%
沙头角综合楼	写字楼及配套	0.45	100.00%	100.00%	67.00%
粤通工业区	工业厂房及配套	1.68	100.00%	82.26%	82.00%
华富工业园	工业厂房及配套	4.45	97.52%	98.65%	97.00%
石岩厂房	工业厂房及配套	0.67	100.00%	100.00%	100.00%
天健云途龙岗项目	写字楼、商业及公寓	9.14	70.50%	--	--
合计	--	34.50	--	--	--

注：可租面积为截至2023年末数据。

资料来源：公司2021-2023年年度报告，中证鹏元整理

在管物业规模持续扩张，带动其他城市服务收入连续增长，管理费收缴率维持高水平

公司物业服务业务主要由深圳市天健城市服务有限公司（以下简称“天健城市服务公司”）负责，通过构建天健城市服务标准化体系，公司累计研制标准共18项，获评2023中国物业国有企业50强、2023中国物业品牌影响力百强企业、2023中国物业城市服务企业TOP10等荣誉。

公司积极探索“物业服务+城市治理”模式，深度参与城市治理体系改革，叠加公司资产项目交房后投入运营，近年公司在管物业项目数量及在管面积均取得快速发展，2023年公司新增“物管城市”项目5个，面积3,115.02万平方米。“物管城市”模式即为城市管理、基础设施养护、物业管理、停车场管理、社区养老、社区资产管理等公共空间、公共资源、公共项目提供全流程专业化、精细化、智慧化的“管理+服务+运营服务”。截至2023年末，公司物业服务遍布33个城市，期末物业在管面积达2.61亿平

方米，近年管理费收缴率均超过95%。

表14 近年公司物业服务项目情况

项目	2023年	2022年	2021年
期末在手物业管理项目（个）	529	501	344
期末物业在管面积（亿平方米）	2.61	1.64	0.38
当期物业服务收入（亿元）	12.78	10.10	6.72
管理费收缴率	95.02%	95.02%	95.95%

资料来源：公司提供

棚改项目管理服务收入规模尚小，导致该业务毛利率波动较大

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，收入来源为深圳市罗湖区住房和建设局支付的服务费，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2024年3月末，项目已完成全部安置房回迁入伙工作，项目已累计确认收入16.04亿元。

四、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）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、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2022-2023年审计报告及未经审计的2024年1-3月财务报表，报告均采用新会计准则编制。

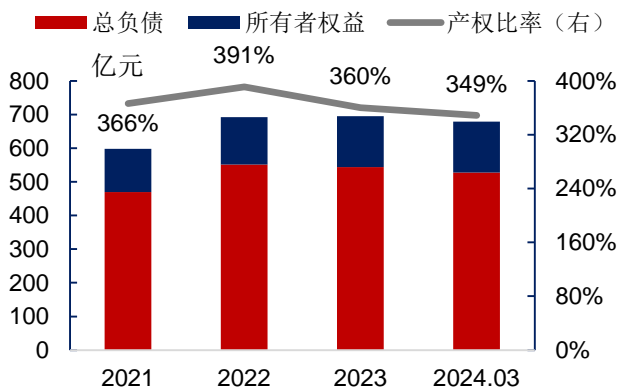
2021-2023年，公司合并报表范围变化情况如附录四所示，主要为因房地产业务需要新设子公司、收购建筑工程类企业提升资质和业务规模等。截至2023年末，公司合并范围内主要子公司15家。

资本实力与资产质量

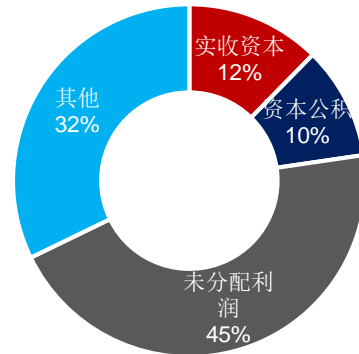
受行业资金密集型特点影响，公司资本结构以负债为主；随着地产及建筑业务的投入，公司资产规模持续扩张，资金沉淀于房地产项目和建筑施工业务成本等流动性资产中，因项目所处深圳、广州等地，整体资产质量尚可，但受地产及建筑行业低迷影响，主要资产流动性一般，且需要注意部分资产面临的减值和回收风险

建筑施工及房地产开发均属于资金密集型行业，项目往往投资规模大、开发周期长，导致公司对融资有较高的依赖，受此行业特性影响，近年公司资本结构以负债为主，产权比例高企。2023年公司加强

债务管控，期末权益对负债保障程度较2022年末有所上升。随着利润的积累，公司所有者权益稳步增长，截至2024年3月末，公司所有者权益共151.37亿元，以未分配利润及其他权益工具为主；期末其他权益工具账面价值为31.98亿元，为“21天健Y1”和“23天健Y1”两期可续期债券，其中公司将有权于2024年12月行使“21天健Y1”的续期选择权。

图14 公司资本结构


资料来源：公司 2021-2023 年审计报告及未经审计的 2024 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

图15 2024年3月末公司所有者权益构成


资料来源：公司未经审计的 2024 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

公司业务围绕建筑施工及房地产业发展展开，资产以存货（房地产项目投入）及合同资产（建筑施工业务成本）等流动性资产为主。2021-2023年，随着项目的持续投入，公司资产规模持续扩张。

公司存货主要为房地产项目开发成本和开发产品，截至2023年末，开发成本及开发产品账面价值分别为181.86亿元、80.16亿元，其中深圳、苏州、南宁、广州区域房地产项目期末余额分别为140.21亿元、52.82亿元、31.07亿元、18.86亿元。受项目建设进度及销售影响，近年存货账面价值有所波动，2023年西丽汽车城项目签订搬迁补偿协议，公司将取得换入资产的权利按西丽项目地块账面价值21.23亿元确认为其他非流动资产，叠加天健悦桂府当年确认收入50.94亿元，导致当年末存货账面价值较上年末大幅下降。截至2023年末，存货累计跌价准备为10.62亿元，若南宁市等地房地产景气度持续下行，公司当地房产项目仍将面临减值风险。2023年末，公司账面价值为2.39亿元的存货因借款抵押受限。公司合同资产均为建造合同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，2023年末，账面价值为6.56亿元。同时，公司账面货币资金规模较高，尽管2023年公司融资需求降低，但受益于销售回款大幅增加，期末货币资金规模实现同比增长；2024年一季度受业务投入影响，期末货币资金较2023年末有所下降，其中合计0.75亿元货币资金因司法冻结、作为保证金使用受限。

此外，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2023年末，账面价值为8.30亿元的投资性房地产因借款抵押受限，且尚有5.08亿元投资性房地产未办理产权证明。公司

应收账款主要为施工业务应收结算款，2021-2023年末，应收账款3年以上账面余额占比分别为16.02%、31.88%、28.95%，账龄明显拉长；同期公司计提坏账准备占比分别为11.44%、15.40%、17.65%，受下游房地产行业低迷影响，公司坏账计提有所提升。2023年末其他非流动资产同比大幅增长，系前述西丽地块签约后重分类、借款给合资项目公司两事项所致。公司无形资产主要为PPP项目投入带来的特许经营权及外购资质，2023年末，账面价值为11.54亿元的无形资产因借款抵押受限。公司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等的股权投资，以公允价值计量，其账面价值受股价波动影响较大；2023年末，因其他权益工具投资公允价值变动计入其他综合收益的余额为2.76亿元。

截至2023年末，公司受限资产合计29.68亿元，占期末净资产的比重为19.65%，主要为贷款抵质押所致。整体来看，公司资产主要由房地产项目、建筑施工业务成本及货币资金等构成，考虑到地产项目储备以南宁、广州及深圳等地为主，且施工业务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，但受地产及建筑行业低迷影响，公司主要资产流动性一般，需要注意部分资产面临的减值和回收风险。

表15 公司主要资产构成情况（单位：亿元）

项目	2024年3月		2023年		2022年		2021年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	93.90	13.82%	107.18	15.43%	92.18	13.32%	84.12	14.06%
应收账款	25.00	3.68%	28.78	4.14%	31.76	4.59%	33.68	5.63%
存货	263.18	38.74%	264.47	38.07%	328.28	47.44%	285.05	47.65%
合同资产	162.62	23.93%	155.22	22.34%	134.21	19.39%	82.49	13.79%
流动资产合计	570.50	83.97%	582.67	83.87%	606.86	87.69%	510.23	85.29%
其他权益工具投资	7.88	1.16%	8.62	1.24%	7.59	1.10%	10.40	1.74%
投资性房地产	31.91	4.70%	31.90	4.59%	31.22	4.51%	30.57	5.11%
无形资产	14.32	2.11%	14.26	2.05%	15.87	2.29%	11.07	1.85%
其他非流动资产	26.44	3.89%	26.39	3.80%	0.00	0.00%	0.00	0.00%
非流动资产合计	108.91	16.03%	112.09	16.13%	85.20	12.31%	88.01	14.71%
资产总计	679.41	100.00%	694.76	100.00%	692.06	100.00%	598.24	100.00%

资料来源：公司 2021-2023 年审计报告及未经审计的 2024 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

盈利能力

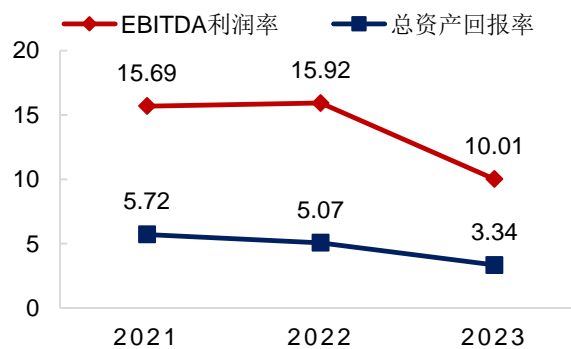
工程施工业务带动公司营业收入持续增长，但地产开发仍为公司核心利润来源，公司整体盈利能力较强；考虑到公司工程施工、房地产项目储备充足，未来收入持续性强，深圳地区地产项目可为公司未来利润提供一定支撑，但受地产及建筑行业持续低迷、结算的地产项目存在差异等影响，未来公司毛利率可能下降

公司营业收入主要来源于工程施工和房地产开发业务，2021-2023年，两业务收入复合增长率分别

为14.65%、2.52%，工程施工业务收入增长较快。近三年公司的房地产业务收入主要来源于天健天骄、天健悦桂府、广州云山府、苏州山棠春晓等项目。整体来看，在行业低迷的背景下，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且较为优质，预计公司营业收入持续性强。

2021-2023年，工程施工及地产开发业务毛利润复合增长率分别为5.20%、-12.25%，受地产行业低迷影响，地产开发业务毛利润小幅下降，但仍为公司核心利润来源，2023年地产开发业务毛利润占比达69.10%，特别是天健天骄等深圳地区的楼盘，因拿地成本较低，毛利率高于行业平均水平。同时因每年结算的地产项目存在差异，2021-2023年地产开发毛利率有所波动，2023年受行业低迷影响毛利率同比下滑15.82个百分点。截至2023年末，公司房地产项目已销售未结算面积共35.42万平方米，其中深圳地区已售未结算面积共19.15万平方米，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。从盈利能力指标来看，公司总资产回报率均较为稳定，2023年受地产毛利率下滑影响，EBITDA利润率同比有所下降，整体而言公司盈利能力较强。但需要注意到，受地产及建筑行业持续低迷、结算的地产项目存在差异等影响，公司未来利润率可能继续回落。

图16 公司盈利能力指标情况（单位：%）



资料来源：公司 2021-2023 年审计报告，中证鹏元整理

现金流与偿债能力

受行业资金密集型特点影响，公司债务规模较高，2023年以来公司放缓地产开发节奏、加强债务管控，期末债务规模同比有所下降，但短期债务占比仍较高，考虑到公司作为深圳市国有上市企业，获取流动性资源的能力非常强，债务偿还仍较有保障

2023年以来，受地产行业低迷影响，公司地产项目开发节奏有所放缓，加之公司加强债务管控，期末总债务规模同比下降12.97%，但债务规模仍较高；2024年3月末，公司长期债务占比较上年末略有上升，但短期债务集中度仍较高。

公司长期债务以长期借款、可续期债券及应付债券为主，其中长期借款主要为信用借款、抵押借款

及质押借款，2023年末长期借款利率区间为2.35%-4.65%。公司应付债券主要为2022年发行的“22天健集MTN001”、“22粤天健集团ZR001”，2023年末融资余额分别为10.00亿元、4.70亿元，票面利率分别为3.6%、3.5%。公司永续期债券为前述“21天健Y1”和“23天健Y1”，票面利率分别为4.15%、3.98%。公司于2024年2月发行了15亿元的“24天健集SCP001”，期限为268天，票面利率为2.32%，用于偿还公司到期的15亿元“23天健集SCP002”，后者票面利率为2.46%，公司债务融资工具融资成本有一定下降。

公司短期债务以一年内到期的长期借款、其他流动负债、银行借款、应付票据及其他应付款中有息债务为主，其中其他流动负债主要为2022年以来发行的超短融债券，票面利率区间为2.13%-3.05%，期限介于90天至270天。短期借款主要为信用借款，应付票据主要为商业承兑汇票。2022年末至2024年3月末，公司其他应付款中有向小股东借款的债务，期末账面价值分别为7.8亿元、7.5亿元、7.5亿元。整体来看，公司债务融资成本较低。

公司经营性负债主要为应付账款及合同负债。应付账款主要为应付工程款，2021-2023年，公司应付账款周转天数有所延长，同时公司存货及应收账款周转天数亦有所延长，整体净营业周期有所缩短。2023年末，合同负债主要为天健悦湾府、成都麓湖天境、天健和瑞府等地产项目的预收售楼款，近三年整体呈波动上升趋势。

表16 公司主要负债构成情况（单位：亿元）

项目	2024年3月		2023年		2022年		2021年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	16.79	3.18%	15.85	2.92%	40.21	7.29%	18.82	4.00%
应付票据	11.09	2.10%	9.17	1.69%	9.17	1.66%	3.14	0.67%
应付账款	156.23	29.59%	186.50	34.30%	178.65	32.41%	138.15	29.39%
合同负债	128.71	24.38%	114.03	20.97%	96.86	17.57%	104.00	22.13%
其他应付款	18.75	3.55%	18.52	3.41%	18.52	3.36%	13.07	2.78%
一年内到期的非流动负债	44.56	8.44%	55.78	10.26%	32.61	5.92%	27.13	5.77%
其他流动负债	37.75	7.15%	35.84	6.59%	34.83	6.32%	39.70	8.45%
流动负债合计	426.24	80.72%	455.14	83.71%	430.93	78.18%	371.10	78.96%
长期借款	81.34	15.40%	68.06	12.52%	100.61	18.25%	93.08	19.81%
应付债券	14.58	2.76%	14.91	2.74%	15.00	2.72%	0.00	0.00%
非流动负债合计	101.80	19.28%	88.58	16.29%	120.25	21.82%	98.87	21.04%
负债合计	528.05	100.00%	543.71	100.00%	551.17	100.00%	469.97	100.00%
总债务合计	237.19	44.92%	232.20	42.71%	266.81	48.41%	207.96	44.25%
其中：短期债务	106.43	20.16%	114.56	21.07%	115.90	21.03%	79.32	16.88%
长期债务	130.75	24.76%	117.64	21.64%	150.90	27.38%	128.64	27.37%

资料来源：公司2021-2023年审计报告及未经审计的2024年1-3月财务报表，中证鹏元整理

受每年项目开发节奏及销售项目存在差异影响，近年公司经营活动净现金流入波动较大；受地产项

目毛利率波动影响，近年公司EBITDA有所波动，2023年EBITDA同比下降35.82%，同时公司每年支付的各项税费波动较大，公司营运现金流（FFO）随之波动。公司资产负债率及营运现金流（FFO）对净债务的覆盖能力较弱，但EBITDA对利息及净债务的覆盖能力较好。整体而言公司杠杆水平尚可。

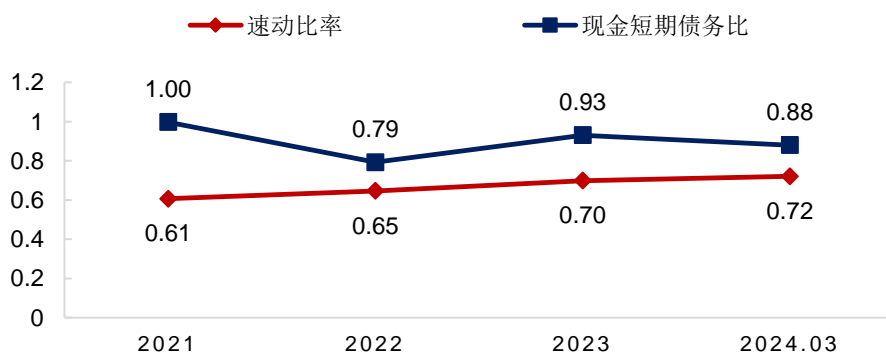
表17 公司现金流及杠杆状况指标

指标名称	2024年3月	2023年	2022年	2021年
经营活动净现金流（亿元）	-13.25	70.97	-14.55	10.72
FFO（亿元）	--	0.55	12.62	-26.57
资产负债率	77.72%	78.26%	79.64%	78.56%
净债务/EBITDA	--	4.91	4.31	3.69
EBITDA 利息保障倍数	--	3.80	5.22	5.05
总债务/总资本	66.52%	66.10%	71.01%	68.35%
FFO/净债务	--	0.41%	6.95%	-19.74%
经营活动现金流/净债务	-9.18%	53.47%	-8.02%	7.96%
自由现金流/净债务	-9.56%	52.87%	-11.96%	2.91%

资料来源：公司 2021-2023 年审计报告及未经审计的 2024 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

受公司地产项目去化及建筑施工投入推动合同资产增长影响，近年公司速动比率略有上升。现金短期债务比波动下降至1.00以下，现金类资产对短期债务的覆盖能力尚可。公司作为深圳市国有上市企业，融资渠道多元且通畅，截至2024年3月末尚未使用的银行贷款授信额度共852.67亿元，获取流动性资源能力非常强。综合而言，尽管公司债务规模较大，且短期债务占比高，但其流动性较强，债务偿还有保障。

图17 公司流动性比率情况



资料来源：公司 2021-2023 年审计报告及未经审计的 2024 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

五、其他事项分析

（一）ESG 风险因素

中证鹏元认为，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2024年4月30日出具的说明，过去一年，公司不存在因空气污染或温室气体排放、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2024年4月30日出具的说明，过去一年，公司不存在因违规经营、产品质量或安全问题而受到政府部门的重大处罚，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

根据公司于2024年4月30日出具的说明及公开信息查询，最近36个月不存在公司、控股股东、实际控制人及其高管人员因违法违规而受到行政、刑事处罚及其他处罚的情况；公司、控股股东、实际控制人及其高管人员最近12个月不存在受到证券交易所公开谴责、通报批评等处分的情形。

公司产权结构清晰，作为上市企业、国有企业，按照法律法规要求，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，可满足其日常经营管理的需要，公司组织架构图见附录三。战略规划方面，公司坚持稳字当头、稳中求进，立足深圳、服务湾区，着力防风险、稳增长、促改革，努力成为令人尊敬、创造美好生活的城市综合运营商，战略规划整体清晰。

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、深圳市特区建工科工集团有限公司形成同业竞争，根据公司公告，特区建工承诺于2024年7月16日前形成具有可操作性的同业竞争解决方案，并在2026年7月16日前实施完毕相关方案，截至2024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2021年1月1日至报告查询日（2024年5月6日），公司本部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。

根据中国执行信息公开网，截至报告查询日（2024年5月9日），中证鹏元未发现公司曾被列入全国被执行人名单或失信被执行人名单。

（三）或有事项分析

公司为商品房承购人提供连带责任担保，截至2023年末，尚未解除担保的担保余额合计75.02亿元，存在一定或有负债风险。此外，公司无其他对外担保。

六、结论

受房地产低迷拖累和基建投资需求放缓双重影响，建筑行业逐步迈入中低速增长区间，预计2024年行业产值增长继续承压。虽然地产政策端积极信号持续强化，但行业仍在下行趋势中，政策对销售的提振作用边际递减，2024年商品房销售仍有下跌压力，预计全年销售规模同比继续下降，延续筑底态势，城市间深度分化进一步加深。

公司系深圳市国资委旗下建工板块核心经营主体公司，涵盖建筑施工、房地产开发及城市服务等业务。公司具有全面的施工资质及较强的施工能力，建筑施工收入及在管物业规模持续扩张，拉动营业收入持续增长，但受地产项目盈利波动影响，毛利率水平有所波动。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，区域风险不高；截至2023年末公司已签约未完工合同金额较高，其中未完工部分金额、已完工未结算余额合计达近三年建筑施工收入均值的1.82倍，对未来建筑施工收入形成较好支撑。同时，公司核心利润来源地产开发项目位于一线城市的规模较大，项目整体优质，为公司未来利润形成一定支撑。

受行业资金密集型特点影响，公司债务规模较高，尽管2023年以来公司放缓地产开发节奏、加强债务管控，期末债务规模同比有所下降，但短期债务占比仍较高。考虑到公司作为深圳市国有上市国企，融资渠道多元且通畅，截至2024年3月末尚未使用的银行贷款授信额度共852.67亿元，获取流动性资源的能力非常强。此外，公司资产质量良好，截至2023年末，尚有262.08亿元存货（主要为房地产项目开发成本和开发产品），以及23.60亿元投资性房地产（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。

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，将在受评对象评级结果有效期内对受评对象开展跟踪评级，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。

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，受评对象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。

如受评对象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。

本评级机构将根据相关规定报送及披露跟踪评级报告及评级结果。

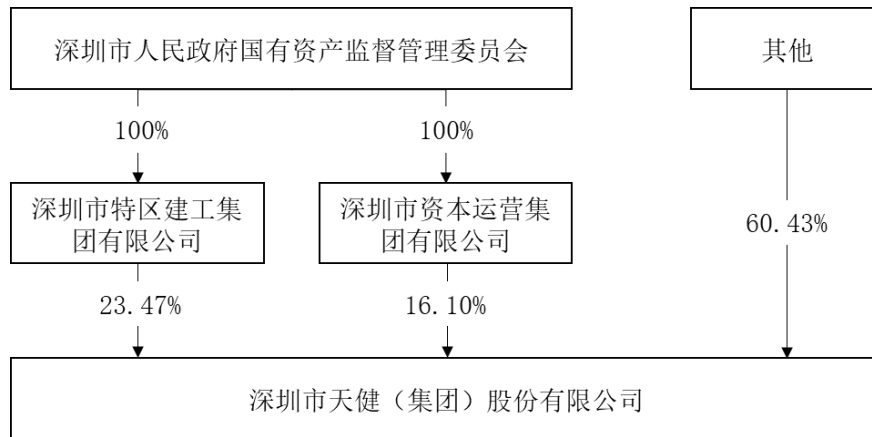
附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

财务数据（单位：亿元）	2024年3月	2023年	2022年	2021年
货币资金	93.90	107.18	92.18	84.12
应收账款	25.00	28.78	31.76	33.68
存货	263.18	264.47	328.28	285.05
合同资产	162.62	155.22	134.21	82.49
其他流动资产	15.67	16.21	9.80	16.72
流动资产合计	570.50	582.67	606.86	510.23
投资性房地产	31.91	31.90	31.22	30.57
其他非流动资产	26.44	26.39	0.00	0.00
非流动资产合计	108.91	112.09	85.20	88.01
资产总计	679.41	694.76	692.06	598.24
短期借款	16.79	15.85	40.21	18.82
应付账款	156.23	186.50	178.65	138.15
合同负债	128.71	114.03	96.86	104.00
其他应付款	18.75	18.52	18.52	13.07
一年内到期的非流动负债	44.56	55.78	32.61	27.13
其他流动负债	37.75	35.84	34.83	39.70
流动负债合计	426.24	455.14	430.93	371.10
长期借款	81.34	68.06	100.61	93.08
应付债券	14.58	14.91	15.00	0.00
非流动负债合计	101.80	88.58	120.25	98.87
负债合计	528.05	543.71	551.17	469.97
总债务合计	237.19	232.20	266.81	207.96
其中：短期债务	106.43	114.56	115.90	79.32
所有者权益	151.37	151.05	140.88	128.27
营业收入	27.51	269.99	264.64	232.69
营业利润	1.28	19.09	28.06	28.08
净利润	0.71	15.05	19.71	19.52
经营活动产生的现金流量净额	-13.25	70.97	-14.55	10.72
投资活动产生的现金流量净额	-0.55	-4.93	-9.16	-4.63
筹资活动产生的现金流量净额	0.48	-50.55	36.57	-10.78
财务指标	2024年3月	2023年	2022年	2021年
EBITDA（亿元）	--	27.04	42.13	36.51
FFO（亿元）	--	0.55	12.62	-26.57
净债务（亿元）	144.28	132.72	181.47	134.65
销售毛利率	17.86%	14.60%	20.35%	19.74%
EBITDA 利润率	--	10.01%	15.92%	15.69%

总资产回报率	--	3.34%	5.07%	5.72%
资产负债率	77.72%	78.26%	79.64%	78.56%
净债务/EBITDA	--	4.91	4.31	3.69
EBITDA 利息保障倍数	--	3.80	5.22	5.05
总债务/总资本	66.52%	66.10%	71.01%	68.35%
FFO/净债务	--	0.41%	6.95%	-19.74%
经营活动现金流/净债务	-9.18%	53.47%	-8.02%	7.96%
自由现金流/净债务	-9.56%	52.87%	-11.96%	2.91%
速动比率	0.72	0.70	0.65	0.61
现金短期债务比	0.88	0.93	0.79	1.00

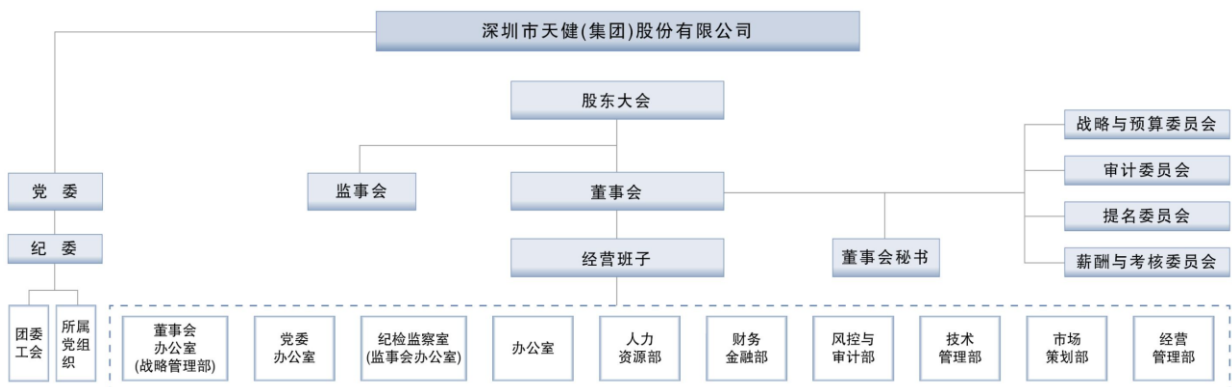
资料来源：公司 2021-2023 年审计报告及未经审计的 2024 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

附录二 公司股权结构图（截至 2024 年 3 月）



资料来源：公司 2024 年一季报、公开信息，中证鹏元整理

附录三 公司组织结构图（截至 2024 年 3 月）



资料来源：公司提供

附录四 2021-2023 年公司合并报表范围变化情况（单位：万元）

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
2023 年	深圳市美加达公路工程有限公司	51%	6,113	购买
	深圳市天健西部建工第一建设工程有限公司	100%	5,745	购买
	广东昌鸿佰隆建筑有限公司	100%	120	购买
	深圳壹创国际设计股份有限公司	-	-	协议
	广东骏喆建筑工程有限公司	100%	3,350	购买
	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）	100%	2,350	购买
	广东深汕建设有限公司（原广东铭宏建设工程有限公司）	100%	2,350	购买
	深圳市深星辰科技发展有限公司	70%	20,161	购买
	深圳市水务技术服务有限公司	51%	3,699	购买
	深圳市腾嘉建设工程有限公司	100%	5,450	购买
	深圳市坤禾工程设计有限公司	51%	461	购买
	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）	100%	240	购买
	深圳市光明建工第三建设工程有限公司（曾用名：深圳市宝明兴建筑工程有限公司、深圳市公明镇宝明兴建筑工程有限公司）	100%	599	购买
2022 年	广东宸川建设有限公司	100%	246	购买
	深圳市西进建设工程有限公司	51%	尚未出资	设立
	赣州深赣建设工程有限公司	66%	尚未出资	设立
	天琪置地（苏州）有限公司	70%	7,000	设立
	天健锦成置地（成都）有限公司	100%	尚未出资	设立
	深圳市天启置地有限公司	100%	尚未出资	设立
	深圳市天翊置地有限公司	100%	尚未出资	设立
	深圳市天智置地有限公司	100%	尚未出资	设立
	深圳市天璟置地有限公司	100%	尚未出资	设立
	深圳市天健新业投资开发有限公司	100%	5,610	设立
	深圳市天健云途数字建筑产业运营有限公司	51%	1,020	设立
	绍兴市天健城市服务有限公司	100%	尚未出资	设立
	深圳市天健安卓特种设备检测有限公司	51%	尚未出资	设立
2021 年	深圳市光明建工集团有限公司	51%	2,040	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
	深圳市天健利华城市资产运营有限公司	51%	51	设立
	东莞市天健置地有限公司	100%	100	设立
	深圳市前海天健置地发展有限公司	100%	5,000	设立
	长沙市天健置业有限公司	100%	5,000	设立
	深圳星际产业建设有限公司	100%	2,200	收购

广东渝大建筑工程有限公司	100%	2,970	收购
深圳慧通建设工程有限公司	100%	1,900	收购
深圳市深汕建工集团有限公司	100%	2,980	收购

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
2023 年	广东骏喆建筑工程有限公司	100%	20,000	出售
	深圳市特区建工建设有限公司（原深圳市腾嘉建设工程有限公司）	100%	300,000	出售
	广东宸川建设有限公司	100%	2,088	注销
	深圳市路路安公路桥隧养护有限公司	100%	200	注销
	深圳市天睿实业发展有限公司	100%	1,000	注销
	广西贺州市天健锦上物业服务有限公司	51%	50	注销
2022 年	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
2021 年	深圳苏商建设工程有限公司	100%	10,050	注销
	海南天健威斯特酒店有限公司	100%	1,200	转让

资料来源：公司 2021-2023 年审计报告，中证鹏元整理

附录五 2023 年末纳入公司合并报表范围的主要子公司情况（单位：%）

子公司全称	主要经营地	业务性质	持股比例	取得方式
深圳市政集团有限公司	深圳	市政工程施工，物业租赁等	100	1
深圳市天健地产集团有限公司	深圳	房地产开发、销售	100	1
深圳市特区建工能源建设集团有限公司	深圳	市政道路、水电设备安装等	55	1
深圳市天健信息技术有限公司	深圳	施工材料的实验检测等	100	1
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	1
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	1
深圳市天健城市服务有限公司	深圳	物业管理	100	1
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	2
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	1
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	1
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	1
深圳市光明天健文体发展有限公司	深圳	工程管理服务、文化场馆管理服务等	74	1
深圳市光明建工集团有限公司	深圳	工程技术服务、规划设计管理等	51	1
深圳市特区铁工建设集团有限公司	深圳	城市轨道交通工程建筑规划涉及等	51	1
深圳市天健建工有限公司	深圳	各类工程建设	100	2

注：取得方式 1 为“通过设立或投资等方式取得”，取得方式 2 为“非同一控制下企业合并取得的子公司”。

资料来源：公司 2023 年年度报告，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、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。

二、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。

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。