

深圳市天健（集团）股份有限公司 2024 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

中鹏信评【2024】第 Z【1363】号 02

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。

本次评级结果自本评级报告所注明日期起生效，有效期为被评证券的存续期。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。

深圳市天健（集团）股份有限公司2024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	AA+
评级日期	2024-9-13

债券概况

发行规模：不超过25亿元（含25亿元）

发行期限：基础期限为3年，在约定的基础期限末及每个续期的周期末，公司有权行使续期选择权，于公司行使续期选择权时延长1个周期（即延长3年），在公司不行使续期选择权全额兑付时到期

偿还方式：每年付息一次，到期一次还本，最后一期利息随本金的兑付一起支付；附递延支付利息选择权，即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或其孳息推迟至下一个付息日支付，且不受任何递延支付利息次数的限制，前述利息递延不属于公司未能按照约定足额支付利息的行为

发行目的：在扣除发行费用后，拟用于置换公司前期偿还到期公司债券的自有资金

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

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，以及债务规模大且短期债务占比较高为风险因素。此外，需要注意本期债券在破产清算时的清偿顺序劣后于公司普通债务。

公司主要财务数据及指标（单位：亿元）

合并口径	2024.6	2023	2022	2021
总资产	683.97	694.76	692.99	598.24
归母所有者权益	143.16	145.76	137.14	127.05
总债务	238.40	232.20	266.81	207.96
营业收入	58.69	269.99	264.64	232.69
净利润	1.90	15.05	19.73	19.52
经营活动现金流净额	-4.83	70.97	-14.55	10.72
净债务/EBITDA	--	4.91	4.30	3.69
EBITDA利息保障倍数	--	3.80	5.23	5.05
总债务/总资本	67.25%	66.10%	71.01%	68.35%
FFO/净债务	--	0.41%	6.97%	-19.74%
EBITDA利润率	--	10.01%	15.93%	15.69%
总资产回报率	--	3.34%	5.06%	5.72%
速动比率	0.71	0.70	0.65	0.61
现金短期债务比	0.99	0.93	0.79	1.00
销售毛利率	16.62%	14.60%	20.35%	19.74%
资产负债率	78.35%	78.26%	79.67%	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年审计报告、2022-2023年连审审计报告及未经审计的2024年1-6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 2024 年 6 月末公司剩余合同金额 258.49 亿元，达 2021-2023 年建筑施工收入均值的 1.48 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 2024 年 6 月末，公司房地产项目已销售未结算面积共 32.63 万平方米，其中深圳地区已售未结算面积共 21.40 万平方米；同期末公司位于深圳、广州等一线城市的在售项目尚未销售面积共 27.54 万平方米，均以商住项目为主。

关注

- **本期债券在破产清算时的清偿顺序劣后于公司普通债务。**根据公司提供的资料，本期债券在破产清算时的清偿顺序劣后于公司普通债务。
- **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 2024 年 6 月末，两地尚未销售面积合计 66.74 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 14.30 万平方米。2021-2023 年，公司累计计提地产项目减值准备合计 10.51 亿元。截至 2024 年 6 月末，公司存货中苏州、南宁区域房产项目年末余额分别为 55.23 亿元、30.14 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。公司施工业务扩张较快，2024 年 6 月末剩余合同金额达 258.49 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 2024 年 6 月末，公司主要在建房地产项目尚需投资 69.60 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 6 月末，公司总债务规模为 238.40 亿元，其中短期债务占比达 43.98%，债务期限结构有待优化。

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
建筑施工企业信用评级方法和模型	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。

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。

1999年6月，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，股票代码为000090.SZ。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。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”）。

截至2024年6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6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	0.96%
上海闵行联合发展有限公司	国有法人	0.84%
深圳市高新投集团有限公司	国有法人	0.73%
合计		42.11%

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年半年度报告

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2023年末，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。

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

¹ 2023年11月由深圳市市政工程总公司更名而来。

二、本期债券概况

债券名称：深圳市天健（集团）股份有限公司2024年面向专业投资者公开发行永续期公司债券（第一期）（简称“本期债券”）；

发行规模：不超过25亿元（含25亿元）；

债券期限：基础期限为3年，在约定的基础期限末及每个续期的周期末，公司有权行使续期选择权，于公司行使续期选择权时延长1个周期（即延长3年），在公司不行使续期选择权全额兑付时到期；

债券利率：固定利率，附票面利率调整机制，如公司行使续期选择权，本期债券的后续每个周期的票面利率调整为当期基准利率加上初始利差再加300个基点，初始利差为首个周期的票面利率减去初始基准利率；

还本付息方式：每年付息一次，到期一次还本，最后一期利息随本金的兑付一起支付；附递延支付利息选择权，即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或其孳息推迟至下一个付息日支付，且不受任何递延支付利息次数的限制，前述利息递延不属于公司未能按照约定足额支付利息的行为；

偿付顺序：本期债券在破产清算时的清偿劣后于公司普通债务。

三、本期债券募集资金用途

本期债券募集资金在扣除发行费用后，拟用于置换公司前期偿还到期公司债券的自有资金。

四、运营环境

宏观经济和政策环境

2024 年上半年经济总体平稳，结构分化；下半年以改革促发展，大力扩内需，实施积极的财政政策和稳健的货币政策，同时储备增量举措

2024 年上半年，国内经济运行整体平稳，转型升级稳中有进。上半年实际 GDP 同比增长 5.0%，结构有所分化，出口和制造业投资成为主要拉动力，消费和基建投资平稳，房地产投资维持低位；城镇调查失业率平均值为 5.1%，稳中有降；CPI 同比上涨 0.1%，物价水平小幅回升；货物进出口总额达 21.2 万亿元，创历史同期新高。

展望下半年，稳增长诉求提升，以改革为动力促进稳增长、调结构、防风险。宏观政策预计加大逆周期调节力度，大力扩内需尤其是提振消费，因地制宜发展新质生产力，继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，落实存量和储备增量政策，双管齐下。货币政策保持支持性，维持流动性合理充裕，降息降准仍可期，为实体经济创造良好的货币金融环境；结构性货币政策继续发力，加大对重大战略、重

点领域和薄弱环节的支持力度；进一步疏通利率传导机制，加强预期引导，保持汇率的均衡稳定，将二级市场买卖国债纳入新的政策工具箱，完善货币政策新框架。财政政策把握节奏，加快专项债发行使用进度，合理扩大地方政府专项债券支持范围，持续用好超长期特别国债，推进财税体制改革。完善和落实一揽子化债方案，创造条件加快化解基础设施投资类企业债务风险，市场化转型提速。房地产领域聚焦因城施策、各地自主决策，消化存量和优化增量，继续去库存，进一步防范风险，加大保交房力度；完善“市场+保障”的住房双轨制目标，深入推进房地产改革，促进房地产市场高质量发展。

当前中国正处在新旧动能转换的关键期，进一步全面深化改革，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，海外主要发达经济体增速有所放缓，美国降息有望开启，叠加大国博弈和地缘政治冲突等，不确定性和难预料性上升。国内房地产行业依旧处在调整中，有效需求不足，需要进一步激发经营主体活力，增强发展内生动能。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，短期波动不会改变长期向好大势，不断培育壮大新质生产力，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，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：%）

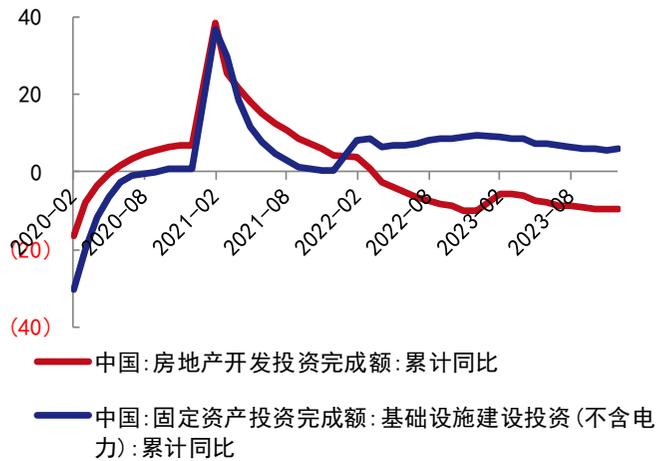
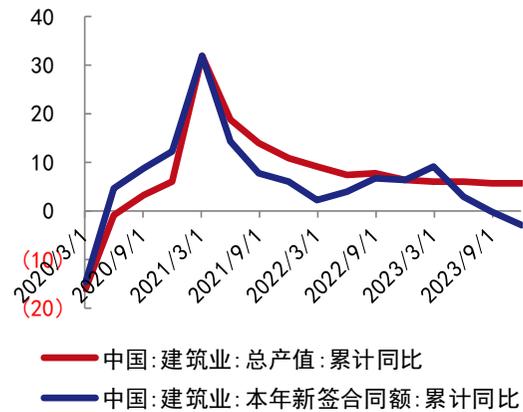


图2 建筑业新签合同增速转负（单位：%）



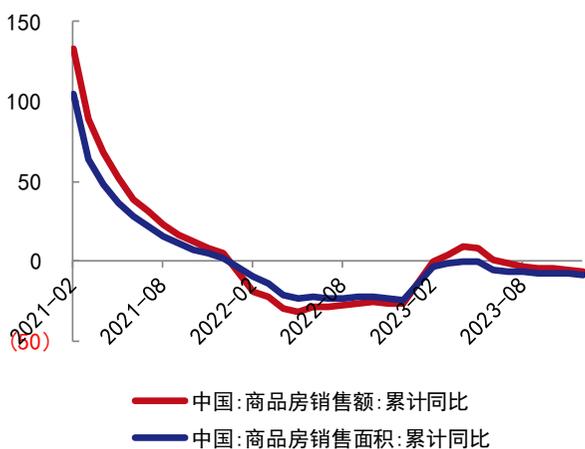
资料来源：Wind，中证鹏元整理

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。

房地产行业运营环境

2024年政策转向全面宽松，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；地方层面调控政策进一步优化，调控政策陆续松绑

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。金融政策方面，2024年1-7月，央行累计下调5年期以上LPR35个基点至3.85%，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”。住房和城乡建设部要求各地级以上城市要建立融资协调机制，截至8月21日，商业银行已经审批白名单项目数量5,392个，审批通过融资金额近1.4万亿元。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。2024年4月中央政治局会议对地产行业做出最新定调，提出“统筹研究消化存量房产和优化增量住房的政策措施”。5月17日，央行表态设立3,000亿元保障性住房再贷款，激励21家全国性银行，向城市政府选定的地方国有企业发放贷款，支持以合理价格收购已建成未出售的商品房用作保障性住房。

2023年8月以来，各部门发文落实“认房不认贷”和调整优化信贷政策，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，多地下调首付比例和贷款利率下限。2024年5月，个人住房贷款政策进一步优化，包括首付比例降低（首套房降低至15%、二套降低至25%）、全国层面贷款利率下限取消、住房公积金贷款利率降低等。至此，个人住房贷款政策已放松到历史最低水平。地方政府亦积极响应号召，杭州、长沙、西安、成都等城市已全面放开限购，并解绑户籍政策。截至目前，二线城市已基本全面放开，在地产供求关系发生重大变化、人口加速老龄化的背景下，预计一线城市限购政策亦将逐步优化。

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，全年销售规模同比继续下降，城市间分化进一步加深

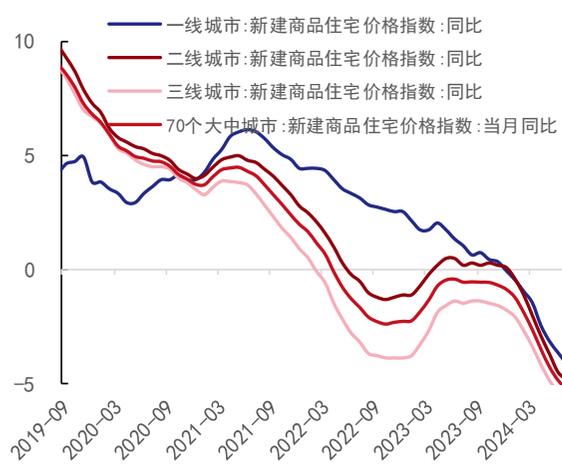
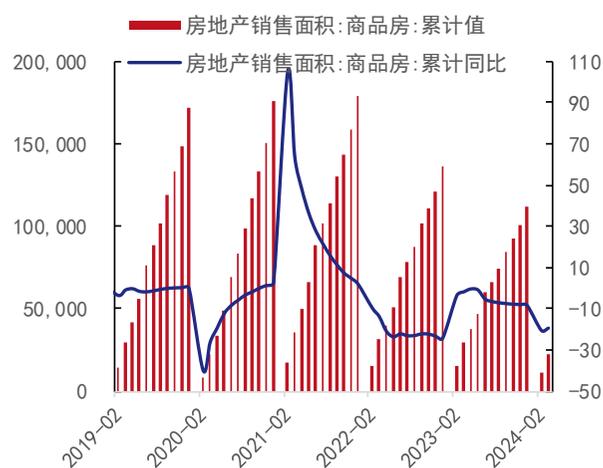
2023年房地产销售中枢再下台阶，全年商品房累计销售面积11.74亿方，同比下降8.50%；累计销售金额11.66万亿元，同比下降6.50%。2024年1-7月，商品房销售金额累计同比下降24.3%，销售面积累计

同比下降18.6%，需求信心仍然不足，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。价格方面，2023年以来全年，各能级城市商品住宅销售价格总体延续下降态势。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。

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，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。

图5 商品房销售再下台阶（单位：万平米、%）

图6 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

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。

五、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1-6月，受地产销售持续低迷及施工市场拓展减少影响，公司营业收入同比下降54.13%。

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1-6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	45.24	77.07	5.64	192.92	71.45	6.20	184.10	69.05	6.17	146.77	69.57	7.37
房地产销售	14.62	24.90	47.67	103.40	38.30	26.35	100.32	37.91	42.17	98.39	37.91	35.96
其他城市服务	6.72	11.45	6.60	13.86	5.13	7.54	10.32	3.90	9.45	6.99	3.90	10.62
物业租赁	1.98	3.38	36.92	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	0.09	0.15	-53.45	0.26	0.10	-69.49	0.49	0.19	-28.29	1.27	0.19	11.55
内部抵消	-9.95	-16.94	--	-44.44	-16.46	--	-34.19	-12.92	--	-24.71	-10.62	--
合计	58.69	100.00	16.62	269.99	100.00	14.60	264.64	100.00	20.35	232.69	100.00	19.74

注：上表中2022年数据来源于公司2023年年度报告上期数。

资料来源：公司2021年、2023年年度报告、2024年半年度报告，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建设工程项目，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²，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
	建筑装饰装修工程专业承包一级
	古建筑工程专业承包一级

注：各项资质仅列示最高等级资质。

资料来源：公司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，2024年上半年，公司施工市场拓展减少，新签合同数量及金额同比减少。

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，

² 同种资质以最高等级统计。

呈波动增长趋势。

表5 2021-2024年上半年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1-6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	57	57.43	159	140.81	190	208.77	121	190.41
工程总承包	7	5.71	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	26	14.48	35	10.66	28	8.90	37	9.14
合计	90	77.62	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，近年公司新开工项目金额波动较大，竣工项目金额保持增长，项目主要以施工承包模式为主，截至2024年6月末，已签约未完工订单剩余合同金额258.49亿元，达2021-2023年建筑施工收入均值的1.48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

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、上海、成都、南宁、长沙、苏州、惠州、东莞等城市；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。

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，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 年房地产开发经营情况（单位：万平方米、亿元）

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

资料来源：公司提供

近年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，公司对位于南宁市等地多个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、6.39亿元、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。公司在南宁、苏州地区房产项目仍将持续面临减值风险。

截至2024年6月末，公司主要在售房地产项目19个，尚未销售面积为106.15万平方米，其中深圳、

广州2个一线城市已售未结算、尚未销售面积合计数分别为21.71万平方米、27.54万平方米，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66.74万平方米，其中苏州清风和景雅苑、泓悦府期末去化率分别为约为58%、7%；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14.30万平方米，期末项目去化率约为11%。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 2024 年 6 月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	5.09	5.04	0.21
	清枫和苑	5.61	6.18	5.36	5.31	0.82
	清风和景雅苑	6.94	7.85	4.54	4.39	3.31
	泓悦府	32.68	34.53	2.34	-	32.20
南宁	南宁西班牙小镇	20.66	20.65	17.37	17.35	3.29
	天健城	53.64	51.91	32.60	32.36	19.31
	天健和府	23.97	19.81	12.20	12.09	7.61
深圳	天健天骄北庐	12.64	9.36	8.37	7.80	0.99
	天健天骄西筑	1.18	0.69	0.54	0.54	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	7.49	-	0.99
	坪山和悦府	23.94	16.04	1.74	-	14.30
	光明和瑞府	20.00	17.21	11.59	-	5.62
惠州	天健书香名邸	23.40	23.00	15.11	15.03	7.89
广州	广州云山府	5.67	4.57	3.40	3.38	1.17
	天玺花园	6.73	5.59	4.34	4.21	1.25
	天健东玥台	4.28	4.16	1.52	1.35	2.64
长沙	天健城	36.41	33.94	30.72	23.58	3.22
	云麓府	5.35	5.35	4.59	3.85	0.76
合计		306.08	280.43	174.28	141.65	106.15

资料来源：公司 2024 年半年度报告，中证鹏元整理

截至2024年6月末，公司主要在建项目6个，在建项目规模较2023年末无变化。其中天健和郡府已于2024年7月开售，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。期末公司暂无其他土地储备。

表11 截至 2024 年 6 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 金额	累计投资总 金额
深圳	天健悦湾府	商住项目	100.00%	12.63	73.85	66.34
	坪山和悦府	商住项目	100.00%	23.36	49.57	36.96

	光明和瑞府	可售性人才房	70.00%	18.36	34.28	22.10
	天健和郡府	可售性人才房+回迁安置房	100.00%	13.10	17.27	8.34
	小计			67.45	174.97	133.74
苏州	泓悦府	商住项目	70.00%	32.69	69.58	43.19
成都	麓湖天境	住宅	100.00%	5.29	15.70	13.72
	合计			105.43	260.26	190.65

资料来源：公司 2024 年半年度报告，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2024年6月末，公司位于深圳地区的主要物业可租面积达34.46万平方米，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、2024年上半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、1.98亿元，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%、36.92%，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12 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			
			2024 年上半年	2023 年	2022 年	2021 年
天健创智中心	写字楼与商业	6.17	82.78%	85.38%	91.29%	97.00%
景田综合大楼	住宅及配套	0.61	96.91%	96.71%	96.44%	96.00%
景田综合市场	住宅及配套	1.98	96.99%	94.25%	96.42%	98.00%
天健创业大厦	写字楼及配套	2.61	91.03%	98.58%	98.32%	99.00%
天健商务大厦	写字楼及配套	2.34	93.78%	93.78%	99.23%	92.00%
市政大厦	写字楼及配套	1.03	92.14%	96.85%	99.84%	100.00%
天然居商业中心	商业	0.81	81.55%	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%	100.00%	45.00%
坑梓工业厂房	工业厂房及配套	1.26	99.87%	99.87%	100.00%	100.00%
沙头角综合楼	写字楼及配套	0.45	100.00%	100.00%	100.00%	67.00%
粤通工业区	工业厂房及配套	1.68	100.00%	100.00%	82.26%	82.00%

华富工业园	工业厂房及配套	4.45	99.70%	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%	100.00%
天健云途龙岗项目	写字楼、商业及公寓	9.38	79.46%	70.50%	--	--
合计	--	34.46	--	--	--	--

注：可租面积为截至 2024 年 6 月末数据。

资料来源：公司 2021-2023 年年度报告、2024 年半年度报告，中证鹏元整理

六、财务分析

财务分析基础说明

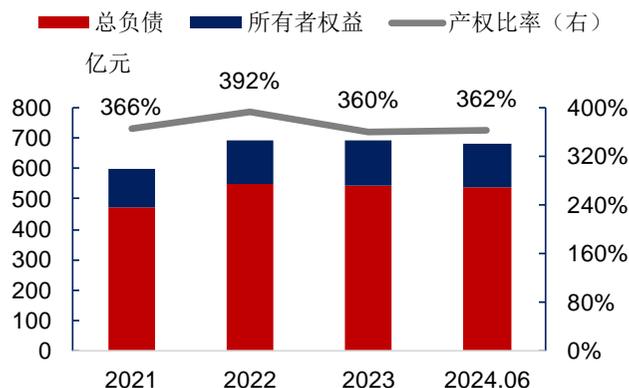
以下分析基于公司提供的经天健会计师事务所（特殊普通合伙）会计师事务所审计并出具标准无保留意见的2021年审计报告、2022-2023年连审审计报告及未经审计的2024年1-6月财务报表，报告均采用新会计准则编制。

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。

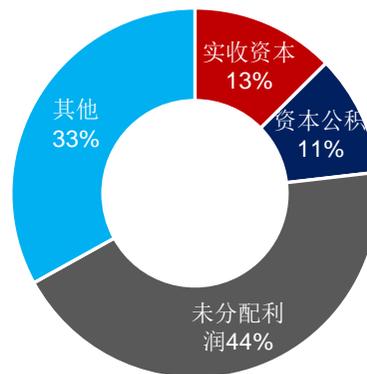
资本实力与资产质量

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，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6月末，公司所有者权益共148.10亿元，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7 公司资本结构


资料来源：公司 2021 年审计报告、2022-2023 年连审审计报告及未经审计的 2024 年 1-6 月财务报表，中证鹏元整理

图8 2024 年 6 月末公司所有者权益构成


资料来源：公司未经审计的 2024 年 1-6 月财务报表，中证鹏元整理

公司业务围绕建筑施工及房地开发展开，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，截至2024年6月末，深圳、苏州、南宁、广州区域房地产项目期末余额分别为144.70亿元、55.23亿元、30.14亿元、18.11亿元。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2024年6月末，存货累计跌价准备余额为10.53亿元，若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。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年上半年受业务投入影响，期末货币资金较2023年末有所下降，其中合计0.88亿元货币资金因冻结、作为质押存单及保证金等原因使用受限。

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。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。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2024年6月末，公司受限资产合计31.91亿元，主要为用于借款抵押的投资性房地产、无形资产

及合同资产，占期末总资产的比重为4.66%，占比较低。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13 公司主要资产构成情况（单位：亿元）

项目	2024年6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	104.38	15.26%	107.18	15.43%	92.18	13.30%	84.12	14.06%
应收账款	30.48	4.46%	28.78	4.14%	31.76	4.58%	33.68	5.63%
存货	269.34	39.38%	264.47	38.07%	328.28	47.37%	285.05	47.65%
合同资产	144.65	21.15%	155.22	22.34%	134.21	19.37%	82.49	13.79%
流动资产合计	575.35	84.12%	582.67	83.87%	606.86	87.57%	510.23	85.29%
其他权益工具投资	8.49	1.24%	8.62	1.24%	7.59	1.10%	10.40	1.74%
投资性房地产	31.50	4.60%	31.90	4.59%	31.22	4.51%	30.57	5.11%
无形资产	14.03	2.05%	14.26	2.05%	15.87	2.29%	11.07	1.85%
其他非流动资产	26.48	3.87%	26.39	3.80%	0.00	0.00%	0.00	0.00%
非流动资产合计	108.61	15.88%	112.09	16.13%	86.13	12.43%	88.01	14.71%
资产总计	683.97	100.00%	694.76	100.00%	692.99	100.00%	598.24	100.00%

资料来源：公司2021年审计报告、2022-2023年连审审计报告及未经审计的2024年1-6月财务报表，中证鹏元整理

盈利能力

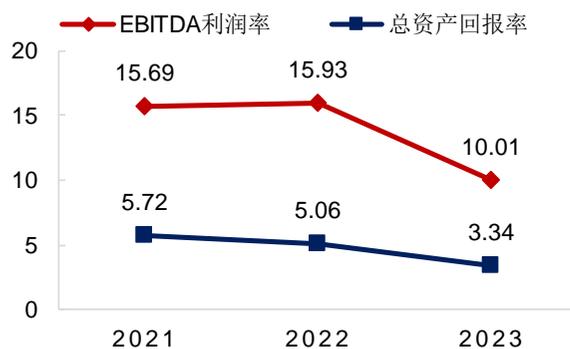
工程施工业务带动公司营业收入持续增长，但地产开发仍为公司核心利润来源，公司整体盈利能力较强；考虑到公司工程施工、房地产项目储备充足，未来收入持续性强，深圳地区地产项目可为公司未来利润提供一定支撑，但受地产及建筑行业持续低迷、结算的地产项目存在差异等影响，未来公司毛利率可能下降

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，但需要注意的是，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9 公司盈利能力指标情况（单位：%）



资料来源：公司 2021 年审计报告、2022-2023 年连审审计报告，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，整体杠杆水平尚可；同时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，盈利能力较强，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6月末，公司长期债务占比较上年末有所上升，但短期债务集中度仍较高。

公司长期债务以长期借款、永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6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、8.1亿元。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。2024年6月末，合同负债主要为天健悦湾府、天健和瑞府、成都麓湖天境等地产项目的预收售楼款，近年整体呈波动上升趋势。

表14 公司主要负债构成情况（单位：亿元）

项目	2024年6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	12.45	2.32%	15.85	2.92%	40.21	7.28%	18.82	4.00%
应付票据	10.53	1.96%	9.17	1.69%	9.17	1.66%	3.14	0.67%
应付账款	154.53	28.84%	186.50	34.30%	178.65	32.36%	138.15	29.39%
合同负债	132.84	24.79%	114.03	20.97%	96.86	17.54%	104.00	22.13%
其他应付款	24.65	4.60%	18.52	3.41%	18.52	3.35%	13.07	2.78%
一年内到期的非流动负债	47.44	8.85%	55.78	10.26%	32.61	5.91%	27.13	5.77%
其他流动负债	38.13	7.12%	35.84	6.59%	34.83	6.31%	39.70	8.45%
流动负债合计	431.14	80.46%	455.14	83.71%	430.93	78.05%	371.10	78.96%
长期借款	84.28	15.73%	68.06	12.52%	100.61	18.22%	93.08	19.81%
应付债券	14.57	2.72%	14.91	2.74%	15.00	2.72%	0.00	0.00%
非流动负债合计	104.72	19.54%	88.58	16.29%	121.18	21.95%	98.87	21.04%
负债合计	535.86	100.00%	543.71	100.00%	552.11	100.00%	469.97	100.00%
总债务合计	238.40	44.49%	232.20	42.71%	266.81	48.32%	207.96	44.25%
其中：短期债务	104.84	43.98%	114.56	49.34%	115.90	43.44%	79.32	38.14%
长期债务	133.56	56.02%	117.64	50.66%	150.90	56.56%	128.64	61.86%

资料来源：公司 2021 年审计报告、2022-2023 年连审审计报告及未经审计的 2024 年 1-6 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15 公司现金流及杠杆状况指标

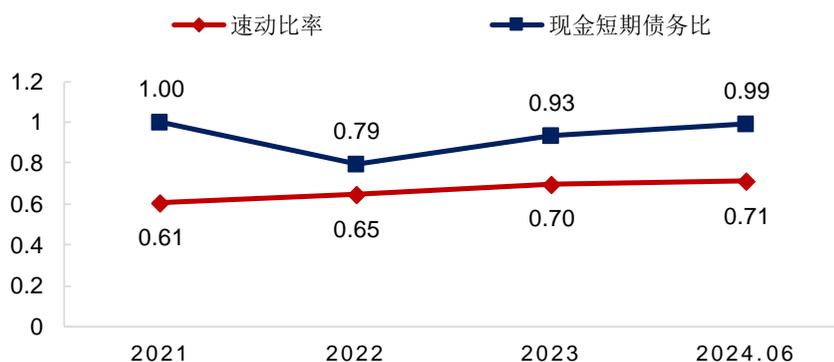
指标名称	2024年6月	2023年	2022年	2021年
经营活动净现金流（亿元）	-4.83	70.97	-14.55	10.72
FFO（亿元）	--	0.55	12.64	-26.57
资产负债率	78.35%	78.26%	79.67%	78.56%
净债务/EBITDA	--	4.91	4.30	3.69
EBITDA 利息保障倍数	--	3.80	5.23	5.05

总债务/总资本	67.25%	66.10%	71.01%	68.35%
FFO/净债务	--	0.41%	6.97%	-19.74%
经营活动现金流净额/净债务	-3.55%	53.47%	-8.02%	7.96%
自由现金流/净债务	-4.13%	52.87%	-11.96%	2.91%

资料来源：公司 2021 年审计报告、2022-2023 年连审审计报告及未经审计的 2024 年 1-6 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6月末尚未使用的银行贷款授信额度共874.83亿元，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，但其融资能力强，盈利能力较好，债务偿还有保障。

图10 公司流动性比率情况



资料来源：公司 2021 年审计报告、2022-2023 年连审审计报告及未经审计的 2024 年 1-6 月财务报表，中证鹏元整理

七、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 8 月 31 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 8 月 31 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8月31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（以下简称“建安集团”）、深圳市建设（集团）有限公司（以下简称“建设集团”）、深圳市路桥建设集团有限公司（以下简称“路桥集团”）、深圳市特区建工科工集团有限公司（以下简称“科工集团”）形成同业竞争。2024年7月13日，公司公告，将建安集团、路桥集团、建设集团和科工集团等与公司有同业竞争关系的公司委托公司管理，具体委托内容后续依据双方协商确定，委托期限暂定三年（以正式签订委托协议之日起计算），未来再根据实际情况开展下一阶段深化整合工作。

（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8月1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9月5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、棚改项目解抵押业主提供连带责任担保，截至2024年6月30日，尚未结清的担保金额合计71.09亿元，存在一定或有负债风险。

表16 截至2024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	113.60	68.12	连带责任保证	无
棚改项目和城更项目解抵押业主	8.30	2.97	连带责任保证	无
合计	121.90	71.09	-	-

资料来源：公司2024年半年度报告，中证鹏元整理

八、本期债券偿还保障分析

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，收入规模持续增长，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，工程施工业务回款进度减缓、垫资压力加大，房地产业务销售波动较大，部分项目存在去化压力及减值风险。

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。

九、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2024年6月末公司剩余合同金额较高，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6月末尚未使用的银行贷款授信额度共874.83亿元，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2024年6月末，尚有268.69亿元存货（主要为房地产项目开发成本和开发产品），以及21.07亿元投资性房地产（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AA+。

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。

在本期债券存续期内，中证鹏元将根据监管部门规定出具定期跟踪评级报告。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计划公布时间。

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）、证券交易场所、中国证券业协会网站和中国证监会指定的其他网站公布跟踪评级报告，本评级机构通过其它渠道发布跟踪信用评级信息的时间不先于上述指定渠道。

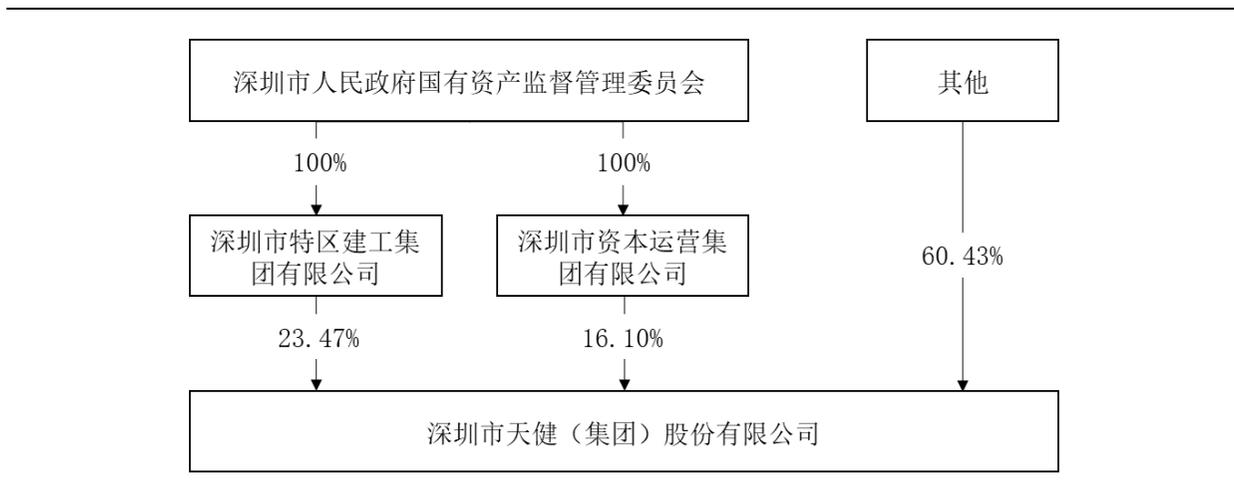
附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

财务数据（单位：亿元）	2024年6月	2023年	2022年	2021年
货币资金	104.38	107.18	92.18	84.12
应收账款	30.48	28.78	31.76	33.68
存货	269.34	264.47	328.28	285.05
合同资产	144.65	155.22	134.21	82.49
其他流动资产	16.48	16.21	9.80	16.72
流动资产合计	575.35	582.67	606.86	510.23
投资性房地产	31.50	31.90	31.22	30.57
其他非流动资产	26.48	26.39	0.00	0.00
非流动资产合计	108.61	112.09	86.13	88.01
资产总计	683.97	694.76	692.99	598.24
短期借款	12.45	15.85	40.21	18.82
应付账款	154.53	186.50	178.65	138.15
合同负债	132.84	114.03	96.86	104.00
其他应付款	24.65	18.52	18.52	13.07
一年内到期的非流动负债	47.44	55.78	32.61	27.13
其他流动负债	38.13	35.84	34.83	39.70
流动负债合计	431.14	455.14	430.93	371.10
长期借款	84.28	68.06	100.61	93.08
应付债券	14.57	14.91	15.00	0.00
非流动负债合计	104.72	88.58	121.18	98.87
负债合计	535.86	543.71	552.11	469.97
总债务合计	238.40	232.20	266.81	207.96
其中：短期债务	104.84	114.56	115.90	79.32
长期债务	133.56	117.64	150.9	128.64
所有者权益	148.10	151.05	140.88	128.27
营业收入	58.69	269.99	264.64	232.69
营业利润	3.08	19.09	28.06	28.08
净利润	1.90	15.05	19.73	19.52
经营活动产生的现金流量净额	-4.83	70.97	-14.55	10.72
投资活动产生的现金流量净额	0.66	-4.93	-9.16	-4.63
筹资活动产生的现金流量净额	1.21	-50.55	36.57	-10.78
财务指标	2024年6月	2023年	2022年	2021年
EBITDA（亿元）	--	27.04	42.16	36.51
FFO（亿元）	--	0.55	12.64	-26.57
净债务（亿元）	136.14	132.72	181.47	134.65
销售毛利率	16.62%	14.60%	20.35%	19.74%

EBITDA 利润率	--	10.01%	15.93%	15.69%
总资产回报率	--	3.34%	5.06%	5.72%
资产负债率	78.35%	78.26%	79.67%	78.56%
净债务/EBITDA	--	4.91	4.30	3.69
EBITDA 利息保障倍数	--	3.80	5.23	5.05
总债务/总资本	67.25%	66.10%	71.01%	68.35%
FFO/净债务	--	0.41%	6.97%	-19.74%
经营活动现金流净额/净债务	-3.55%	53.47%	-8.02%	7.96%
自由现金流/净债务	-4.13%	52.87%	-11.96%	2.91%
速动比率	0.71	0.70	0.65	0.61
现金短期债务比	0.99	0.93	0.79	1.00

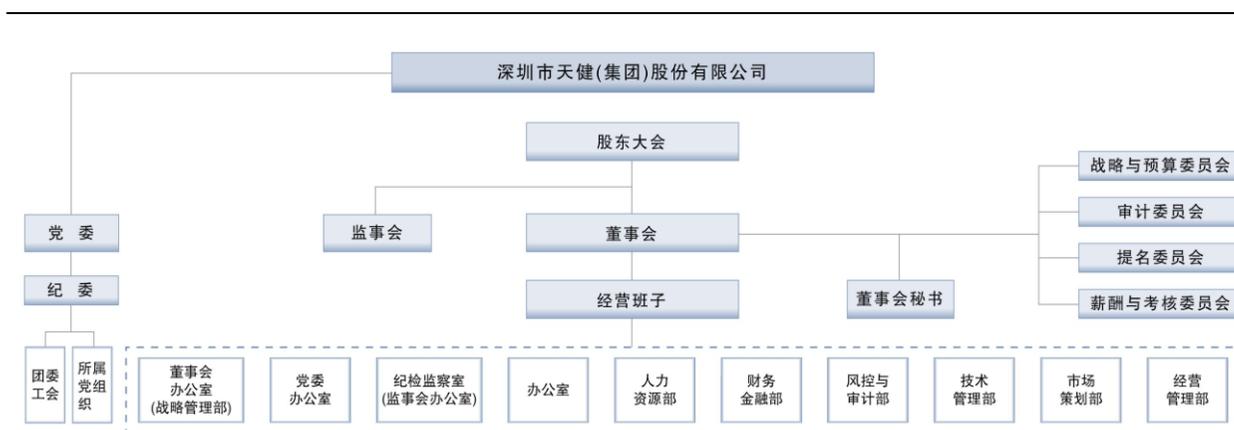
资料来源：公司 2021 年审计报告、2022-2023 年连审审计报告及未经审计的 2024 年 1-6 月财务报表，中证鹏元整理

附录二 公司股权结构图（截至 2024 年 6 月末）



资料来源：公司 2024 年半年度报告、公开信息，中证鹏元整理

附录三 公司组织结构图（截至 2024 年 6 月末）



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	--	--	获得表决权 ^{1/3}	
2022 年	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	
	广东宸川建设有限公司	100%	246	购买	
	佛山市旭和建筑工程有限公司	100%	1,850	购买	
	深圳市西进建设工程有限公司	51%	--	设立	
	赣州深赣建设工程有限公司	66%	--	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%	--	设立	
	深圳市天启置地有限公司	100%	--	设立	
	深圳市天翊置地有限公司	100%	--	设立	
	深圳市天智置地有限公司	100%	--	设立	
	深圳市天璟置地有限公司	100%	--	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%	--	设立	
	深圳市天健安卓特种设备检测有限公司	51%	--	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 年审计报告、2022-2023 年连审审计报告，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
深圳市天健工程技术有限公司	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设计等	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、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。