



深圳市天健（集团）股份有限公司2021年 面向专业投资者公开发行永续期公司债券 （第一期）信用评级报告

CSCI Pengyuan Credit Rating Report



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

技术领先，服务全球，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与评级对象不存在任何足以影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

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

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

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

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

本评级报告及评级结论仅适用于本期证券，不适用于其他证券的发行。

中证鹏元资信评估股份有限公司

评级总监：



深圳市天健（集团）股份有限公司2021年面向专业投资者 公开发行永续期公司债券（第一期）信用评级报告

评级结果

主体信用等级	AA+
评级展望	稳定
债券信用等级	AAA
评级日期	2021-11-29

债券概况

发行规模：不超过 25 亿元（含）

发行期限：每 3 个计息年度为 1 个周期（可续期）

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

偿付顺序：本期债券在破产清算时的清偿顺序劣后于公司普通债券和其他债务

发行目的：募集资金扣除发行费用后拟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

增信方式：保证担保

担保主体：深圳市特区建工集团有限公司

联系方式

项目负责人：蒋申
jiangsh@cspengyuan.com



项目组成员：张涛
zhangt@cspengyuan.com



联系电话：0755-82872897

评级观点

- 中证鹏元评定深圳市天健（集团）股份有限公司（以下简称“天健集团”或“公司”，股票代码：000090.SZ）本次拟面向专业投资者公开发行不超过 25 亿元（含）永续期公司债券（第一期）（以下简称“本期债券”）的信用等级为 AAA，该级别反映了本期债券安全性极高，违约风险极低。
- 上述等级的评定是考虑到：公司为深圳市人民政府国有资产监督管理委员会（以下简称“深圳市国资委”）旗下建工板块主要经营主体，施工资质全面且等级高，承揽能力较强；公司收入规模持续增长，整体盈利能力较强且稳定；近年工程施工业务在手订单充足，房地产业务在售在建项目储备充足；同时，深圳市特区建工集团有限公司（以下简称“特区建工”）提供的保证担保有效提升了本期债券的信用水平。但中证鹏元也关注到，公司南宁区域房地产项目存在一定销售压力，房地产、棚改项目尚需投资额较大，面临一定的资金压力，债务压力较大等风险因素。

未来展望

- 预计公司业务持续性强，整体盈利能力较强且稳定，经营风险和财务风险相对可控。综合考虑，中证鹏元给予公司稳定的信用评级展望。

公司主要财务数据及指标（单位：亿元）

项目	2021.09	2020 年	2019 年	2018 年
总资产	572.40	489.99	403.13	317.41
归母所有者权益	115.27	109.56	95.91	86.96
总债务	202.36	195.94	117.67	108.85
营业收入	116.96	171.25	146.65	102.09
EBITDA 利息保障倍数	--	4.15	3.53	1.80
净利润	14.01	14.89	12.34	7.75
经营活动现金流净额	17.91	-1.58	2.92	-4.93
销售毛利率	29.55%	23.82%	23.39%	21.65%
EBITDA 利润率	--	15.37%	14.47%	15.00%
总资产回报率	--	5.43%	5.52%	4.60%
资产负债率	79.72%	77.47%	76.04%	72.47%
净债务/EBITDA	--	4.39	3.38	4.32
总债务/总资本	63.54%	63.97%	54.92%	55.47%
FFO/净债务	--	7.08%	4.38%	2.34%
速动比率	0.64	0.58	0.35	0.46
现金短期债务比	1.00	0.96	1.13	1.02

资料来源：公司 2018-2020 年审计报告及 2021 年第三季度报告，公司提供，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，承揽能力较强。**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”。截至 2021 年 6 月末，公司拥有 1 个特级资质、14 个壹级资质，资质全面且等级高。
- **公司收入规模保持增长，整体盈利能力较强且稳定。**2018-2020 年，公司收入规模保持增长，销售毛利率比较稳定，主要房地产项目毛利率较高，且 EBITDA 利润率、总资产回报率均较为稳定。
- **公司施工业务在手订单充足，未来施工收入持续性强。**2018-2020 年工程施工业务新签合同金额波动增长；截至 2021 年 9 月末公司已签约未完工及已中标未签约施工项目金额共计 411.18 亿元，在手订单充足。
- **房地产业务在售在建项目储备充足，未来收入有保障。**截至 2021 年 9 月末公司主要在售房地产项目尚未销售面积为 98.01 万平方米，主要在建项目规划计容面积 153.09 万平方米，项目储备充足，其中深圳、惠州等地项目去化较好，盈利能力较强。
- **特区建工提供的连带责任保证担保有效提升了本期债券的信用水平。**经中证鹏元综合评定，特区建工主体信用等级为 AAA，其为本期债券提供的连带责任保证担保有效提升了本期债券的信用水平。

关注

- **公司建筑施工业务安全生产形势较为严峻。**公司所承接的工程项目曾于 2017 年 5 月、2020 年 5 月、2020 年 11 月发生发生安全事故，公司因上述事件受到行政处罚，对当期项目承接、重大项目申报等方面造成一定影响。
- **公司南宁区域房地产项目存在一定销售压力。**截至 2021 年 9 月末，公司在南宁区域房地产项目尚未销售面积较大，较高的拿地成本推高售价，去化较慢，且个别项目面临亏损。
- **公司面临一定的资金压力。**公司在建房地产项目较多，截至 2021 年 9 月末尚需投资 51.32 亿元，此外拟建项目宝安区新安街道宝城 43 区碧海花园棚户区改造项目预计总投资 23.52 亿元，公司后续投入规模较大。
- **公司负债规模攀升较快，债务压力较大。**出于业务发展需要，公司总债务规模攀升较快。截至 2021 年 9 月末，公司总债务规模为 202.36 亿元，杠杆比率较高，偿债压力较大。

本次评级适用评级方法和模型

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

注：上述评级方法和模型已披露于中证鹏元官方网站

一、发行主体概况

公司前身为深圳市天健实业股份有限公司，系于1993年12月经深圳市人民政府办公厅深府办复（1993）662号文批准，由深圳市建设（集团）公司作为主发起人，对其所属的深圳市市政工程公司（现更名为深圳市市政工程总公司）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，在深圳市工商行政管理局注册成立，注册资本为人民币9,837万元。公司于1997年6月更改为现名。经过多次增资、转增股本及股权转让，截至1997年7月，公司实收股本总额为16,526.16万元。1999年6月，经中国证券监督管理委员会以证监发行字（1999）71号文批复同意，公司向社会公众增量发行人民币普通股5,800万股并在深圳证券交易所上市，发行后总股本为22,326.16万元，股票代码为000090.SZ。

2006年公司股权分置改革方案实施后，公司总股本为23,442.468万元。此后，经中国证券监督管理委员会核准（证监发行字[2006]163号、证监许可[2015]2339号），公司分别于2007年1月及2015年12月非公开发行7,000万股和30,303.0303万股人民币普通股股票；并经多次资本公积及未分配利润转增股本，截至2015年末，公司总股本增至85,556.11万股，注册资本增至85,556.11万元。

2016-2019年，根据《2015年年度权益分派实施公告》、《2017年度权益分派实施公告》、《2018年度权益分派实施公告》，公司多次以资本公积金转增股本，总股本由85,556.11万股增至186,854.54万股。

2020年，根据深圳市国资委《关于深圳市天健（集团）股份有限公司股份无偿划转事宜的通知》（深国资委函（2020）171号），深圳市国资委将持有的公司438,637,781股股份无偿划转给深圳市特区建工集团有限公司（以下简称“特区建工”）。2020年7月，上述股权划转完成工商登记。

截至2021年9月末，公司总股本为186,854.54万股，控股股东为特区建工；深圳市国资委分别通过特区建工、深圳市资本运营集团有限公司¹、深圳市高新投集团有限公司间接持有公司23.47%、16.10%、3.21%的股权，为公司实际控制人。

表1 截至2021年9月末公司前五大股东明细（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	3.21%	60,028,890
陈重孚	境内自然人	2.18%	40,727,554
香港中央结算有限公司	境外法人	1.48%	27,690,328

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

合计	46.44%	867,911,000
----	--------	-------------

资料来源：公司 2021 年第三季度报告，中证鹏元整理

公司系深圳市国资委旗下建工板块主要经营主体，业务领域包括建筑施工业务、房地产开发及城市服务等，以建筑施工业务为主，业务区域涉及广东省、湖南省、上海市等多个省市自治区。截至2020年末，公司主要控股子公司如附录四所示。

二、本期债券概况

债券名称：深圳市天健（集团）股份有限公司2021年面向专业投资者公开发行可续期公司债券（第一期）；

本期发行规模：不超过25亿元（含）；

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

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

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

偿付顺序：本期债券在破产清算时的清偿顺序劣后于公司普通债券和其他债务；

增信方式：本期债券由特区建工提供连带责任保证担保。

三、本期债券募集资金用途

本期债券募集资金扣除发行费用后拟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。根据本期债券发行时间和实际发行规模、募集资金到账时间、公司债务结构调整计划及其他资金使用需求等情况，公司未来可能调整用于偿还有息债务、到期债券等的具体明细及金额。

公司到期债券具体情况如表2所示。因本期债券的发行时间及实际发行规模尚有一定不确定性，如

果公司以自有资金先行偿付到期债券本息，待募集资金到账后可置换前期自有资金偿还的到期债券金额，置换期限不超过三个月。

表2 公司到期债券情况（单位：万元、%）

证券名称	起息日	到期日期	当前余额	票面利率	债券利息	拟偿还规模	募集资金拟使用规模
18天健Y1	2018-12-21	2021-12-21	180,000.00	5.96	10,728.00	190,728.00	190,728.00

资料来源：公司提供

公司拟偿还的有息债务如表3所示。因本期债券的发行时间及实际发行规模尚有一定不确定性，公司将综合考虑本期债券发行时间及实际发行规模、募集资金的到账情况、相关债务本息偿付要求、公司债务结构调整计划等因素，本着有利于优化公司债务结构和节省财务费用的原则，未来可能调整偿还公司有息债务、到期债券的具体明细及金额。

表3 拟偿还的有息债务（单位：万元）

贷款银行	借款主体	借款起始日	借款到期日	借款余额	募集资金拟使用规模
浦发银行	天健集团	2019-3-27	2022-3-27	18,000.00	18,000.00
浦发银行	天健集团	2019-9-29	2022-9-29	27,600.00	27,600.00
兴业银行	天健集团	2019-12-20	2021-12-20	19,997.00	13,672.00
合计				105,597.00	59,272.00

资料来源：公司提供

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

四、运营环境

（一）建筑施工行业

随着经济复苏，建筑工业稳定器作用或将减弱，预计未来建筑施工行业景气度将有所下滑

2020年建筑工业行业发挥了经济稳定器作用，2021年此作用或将减弱。受疫情冲击影响，2020年以来中国经济增速降幅较大，第一季度GDP同比下降6.8%，随着疫情控制，我国经济稳步恢复，但增速仍远低于2019年水平；作为经济稳定器，建筑业在疫情得到控制后快速反弹，2020年实现总产值263,947.04亿元，同比增长6.20%，增速同比增长0.52个百分点。从行业贡献度来看，2020年建筑业对国民生产总值的贡献度为11.36%，较上年同期增长5.03个百分点。根据“十四五”规划，未来要“优化投资结构，提高投资效率，保持投资合理增长”，规划没有明确约束GDP的增长率，而是要提高经济增长质量，预计2021年我国经济对建筑依赖减弱，建筑业增速或将有所放缓。

建筑行业相关政策从“为企业减负降费促产值”过渡到“合理规范行业管理保质量”，虽然不利于

建筑施工企业分包扩张，但有利于引导着建筑业的良好发展。具体来看，2020年一季度，建筑行业政策目的是降低疫情影响，减轻企业负担，随着疫情逐步控制，行业政策开始侧重提升工程质量、简化资质、完善评价标准等方面。

图1 2020年建筑业对实际GDP增速形成上支撑，2021年此作用或将减弱

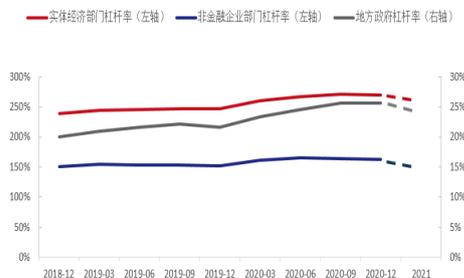


数据来源：wind，中证鹏元整理

2021年建筑业融资环境适度收紧，一定程度上限制建筑施工行业增速。银行是建筑施工企业的最主要融资途径，2020年以来人民银行三次全面降准、三次下调LPR报价利率等，提供了适度充裕的流动性；此外，2020年6月，中国人民银行进一步下调再贷款、再贴现利率0.25个百分点至2%，进一步降低企业的融资成本。随着疫情得到有效控制，国民经济回归正轨，流动性将迎来温和拐点。2020年前三季度我国宏观杠杆水平稳步提升，四季度开始回落，2020年末实体经济部门、非金融企业部门、政府部门杠杆率分别较2020年9月末下滑1个百分点、2个百分点和0.1个百分点，受去杠杆持续推行以及限制地方政府融资等政策影响，中证鹏元预计2021年一季度宏观杠杆率会继续下滑，二三季度有所回升，全年宏观杠杆率与2020年持平或略有下降。

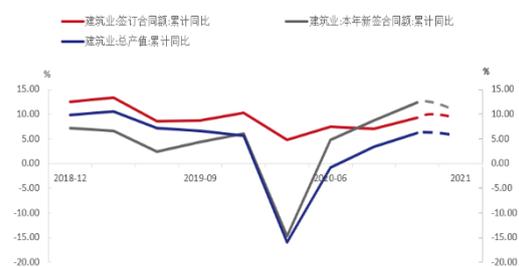
综上，中证鹏元推断2021年建筑业景气度或将有所下滑。

图2 2020年前三季度中国宏观杠杆率攀升，四季度开始呈回落态势



数据来源：wind，中证鹏元整理

图3 预计2021年建筑业产值增速放缓



数据来源：wind，中证鹏元整理

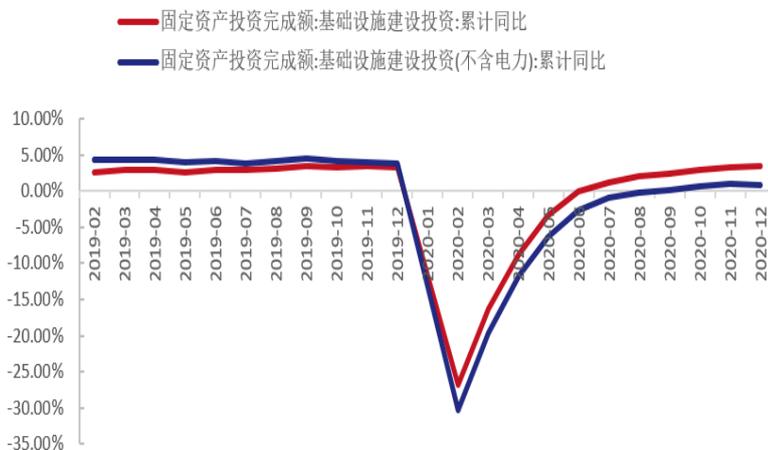
预计 2021 年财政政策将加强对于新基建等领域的支持力度，优化投资结构，未来基建类建筑投资

增速或将维持温和增长态势

未来基建建筑投资增速或将维持温和增长态势。2020年全国基础设施建设投资（不考虑电力）累计增长0.90%，其中受疫情影响，第一季度大幅下滑19.70%，随着疫情控制，第二、三季度逐步恢复，第四季度实现正增长。从资金来源来看，2020年受疫情冲击，目标赤字率提到3.6%以上，新增专项债3.75万亿元，同时发行特别国债1.00万亿元。然而从政策来看，国内政策导向仍然以严控地方政府债务风险为主，2020年9月发改委例行新闻发布会表示“要引导地方尽力而为、量力而行，严防地方政府债务风险，严防“大水漫灌”，在引导地方政府理性投资的同时，进一步强调稳增长与地方政府债务风险之间的再平衡”。从资金运用来看，财政资金重点运用在民生领域，旨在减轻中小企业负担，稳定微观企业经营，整体基建投资增速较为缓慢。另外，2021年两会提出，今年赤字率拟按3.2%左右安排，不再发行抗疫特别国债，在抗疫相关民生支持平稳退出的基础上，安排地方专项债券3.65万亿元，继续支持促进区域协调发展的重大工程，推进“两新一重”，实施一批交通、能源、水利等重大工程项目，建设信息网络等新型基础设施。

综合基建相关的资金和政策，中证鹏元预测，2021年基建建筑投资增速或将维持温和增长态势。

图4 2020年基建建筑投资增速较为缓慢，2021年或将维持温和增长



资料来源：Wind，中证鹏元整理

中证鹏元预计2021年钢价将稳中有增，建筑施工企业成本难以回落

在施工成本中占比较大的主要是钢材等，其市场价格具有较强的波动性。

中证鹏元预计2021年钢价将稳中有增。从钢材供给端来看，中证鹏元预计2021年将开启新一轮去产能政策，钢铁供给端将小幅收缩，粗钢产量将有所下降，市场供需平衡进一步向供给端倾斜。中央层面，习近平主席在2020年9月22日至2021年1月25日之间连续7次就碳达峰、碳中和发表重要讲话，党的十九届五中全会公报明确提出制定2030年前碳排放达峰行动方案；2020年中央经济工作会议则将做好碳达峰、碳中和工作列为2021年八大重点任务之一。部委层面，生态环境部、国家发改委、财政部、工信部、国家能源局、中国人民银行等多部委密集发声，在加快调整优化产业结构、能源结构，推动煤炭消费尽早

达峰，大力发展新能源等方面作出部署。地方层面，据不完全统计，京沪津等20个省（市）明确提出要研究、编制碳达峰行动方案，江浙沪等8省（市）提出要率先实现碳达峰，或推动部分城市、部分行业率先实现碳达峰。在中央及地方层面自上而下的行政支持下，碳达峰目标推进力度或超预期。在中央和地方层面的强有力推动下，钢铁行业未来将面临巨大的低碳转型压力，预计将开启新一轮去产能政策。从钢材需求端来看，2021年国内需求表现稳定，地产投资需求表现较有韧性，基建投资需求温和回升，机械制造仍将保持平稳发展。综合供给和需求，中证鹏元预计2021年钢价将稳中上涨。

2020年广东省建筑业快速增长，国有企业复苏较快，珠三角区域领跑全省

根据广东省住房和城乡建设厅发布的《2020年广东建筑业生产情况分析》，2020年，基础设施投资和房地产开发投资的有力增长拉动建筑业快速增长。广东完成建筑业增加值4651.50亿元，比上年增长7.5%。广东总承包和专业分包建筑业企业完成总产值18,429.71亿元，同比增长10.8%，增速领跑东部地区。分企业性质看，国有及国有控股建筑业企业受到的冲击相对较小，复苏较快，其产值、新签合同额增速均领先于全部建筑企业水平。从区域来看，珠三角核心区增速高于全省平均水平，2020年，珠三角核心区总承包和专业承包企业完成产值14,321.39亿元，同比增长11.9%，占全省总产值的77.7%。

（二）房地产行业

中央层面延续“房住不炒”的调控总基调，房企融资管控趋严，地方层面热点城市调控政策持续加码

2020年中央层面延续了“房住不炒”的总基调，2月央行重提不将房地产作为短期刺激经济的手段，5月重申保持房地产金融政策连续性、一致性及稳定性，落实好房地产长效机制。在国内经济持续复苏、货币政策趋于平稳的背景下，8月银监会明确提出“三道红线”的重点房地产企业资金监测和融资管理机制，12月央行出台银行业金融机构房地产贷款集中管理制度，房企融资管控将持续趋严，楼市资金供给端有所收紧。

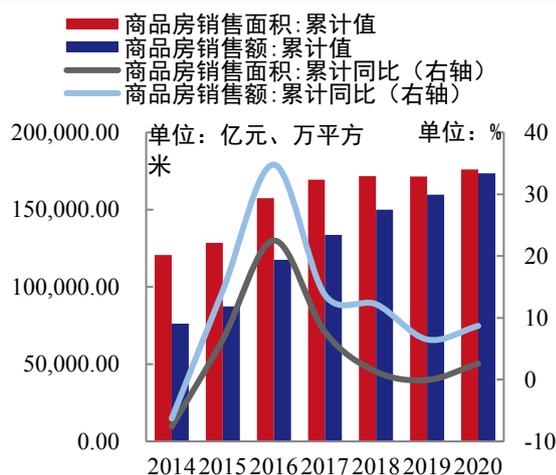
地方层面，2020年初在新冠肺炎疫情的冲击下，经济下行压力加大，多地出台了降低预售条件、减缓土地出让金缴纳等供给端调控政策以支持房地产行业发展。而进入2020年下半年以来，随着疫情的逐步缓解，深圳、东莞、杭州、常州和苏州等房价涨幅过大的城市密集出台了严厉的调控政策，调控重点在于打击投机炒作需求。中证鹏元认为，由于供需结构失衡导致房价、地价过热的城市未来仍将出台调控政策以维持“三稳”目标。

不同能级城市商品房销售情况持续分化

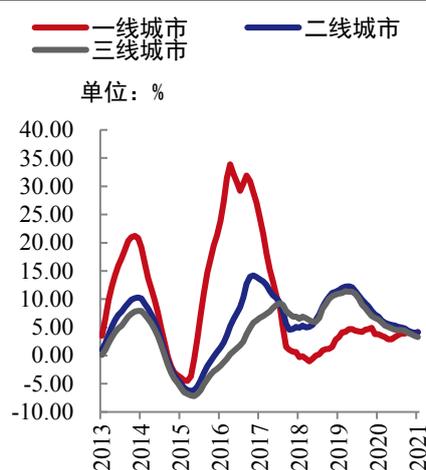
自2016年国内房地产调控以来，国内主要一、二线城市均收紧或推出了住房限购、限贷政策；2017年政策调控继续坚持了分类调控、因城施策的原则，其中三、四线城市政策相对宽松，成为市场成交主力。2018年中央继续强调房地产调控政策的稳定性和连续性，坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，

当年房地产市场成交主力的三四线城市明显降温，全国商品房销售面积同比增幅回落至1.3%。受2019年下半年房企加大推盘力度、以价换量以及棚改货币化安置效果存在时滞等因素影响，2019年房地产市场成交主力的三四线城市呈现一定的韧性，商品房销售面积171,557.87万平方米，同比下滑仅0.1个百分点。2020年伊始，疫情冲击下商品房销售大幅下滑，随着疫情防控工作逐步见效，宏观经济企稳，购房需求回补，二季度以来房地产销售情况持续好转，2020年全国商品房销售额同比增长8.70%，销售面积同比增长2.60%。

从不同类别城市表现来看，各能级城市成交变动情况分化显著。疫情影响下2020年一季度各能级城市成交面积下滑较大，二季度以来积压需求逐步释放，成交面积单月同比增速陆续回正。下半年不同能级城市成交变动情况显著分化，一线城市商品房成交面积高位回落；受热点城市相继出台调控政策影响，二线城市表现相对较弱，增速转负；三线城市销售增速缓慢下行但仍呈现一定的韧性。新建商品房住宅价格方面，2020年不同能级城市分化明显，二三线城市呈现下滑趋势，一线城市热度不减，仍具韧性。

图5 商品房销售情况


资料来源：Wind，中证鹏元整理

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

综合来看，不同能级城市房地产市场表现将持续分化，核心区域都市圈协同效应显著。一线城市经济恢复能力和人口吸附能力较强，对销售面积及房价均形成较好支撑；二线城市成交面积和价格变动持续分化，虹吸效应城市圈层外扩，长三角、粤港澳大湾区为代表的成熟都市圈价格支撑较强；三四线城市经济增速修复较慢，随着棚改淡化及中长期不可逆的人口流出，整体缺乏房价上涨动力，但核心区域都市圈内强三线城市仍具备一定韧性。

2020年房屋新开工修复较快，开发投资规模增长韧性较强；土地市场回温，不同能级城市市场行情继续分化

房屋新开工方面，2020年新开工面积同比降幅收窄至1.20%，随着疫情缓解地产项目逐步复工，开发投资快速反弹，截至2020年末，房地产开发投资同比增长7.00%，呈现较强的增长韧性。2020年土地

市场由热转冷，上半年流动性合理宽裕带动房企拿地情绪高涨，下半年货币政策逐步回归常态化、过热区域加大调控力度，叠加“三道红线”的融资监管新规，土地出让市场整体走低，2020土地购置费用同比增长6.70%，已较上年同期14.50%的增速明显回落。

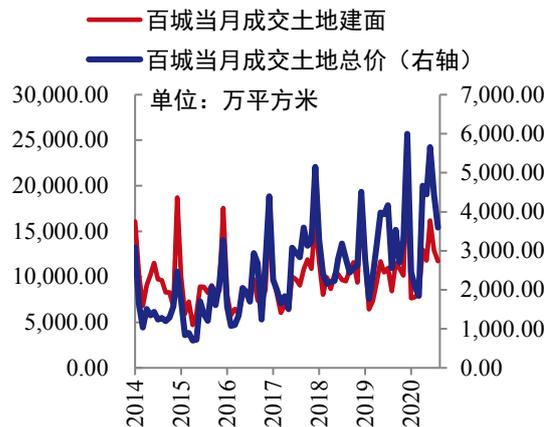
土地成交方面，随着疫情后流动性逐步宽松，销售回暖下房企持续推盘，叠加政府财政支出扩张背景下积极加大土地供应的数量和质量，2020年百城成交土地规划建筑面积累计同比增长12.35%，较2019年同期-0.97%的增速明显回升；进入2020年下半年后，调控政策频频落地导致后市融资压力加剧，百城成交土地建面单月同比增速逐步收敛。分城市能级来看，一线城市成交热度较高，二线、三线城市成交结构性特征较明显，热点城市成交量维持较高水平。土地成交价格方面，疫情后各地方政府有意控制供地节奏并于上半年集中供应较多优质地块，推动土地市场价格整体呈增长态势，土地溢价率保持在高位；进入下半年，土地市场由热转冷，百城土地溢价率及二三线城市楼面地价边际下行。

图7 房屋新开工及房地产开发投资情况



资料来源：Wind，中证鹏元整理

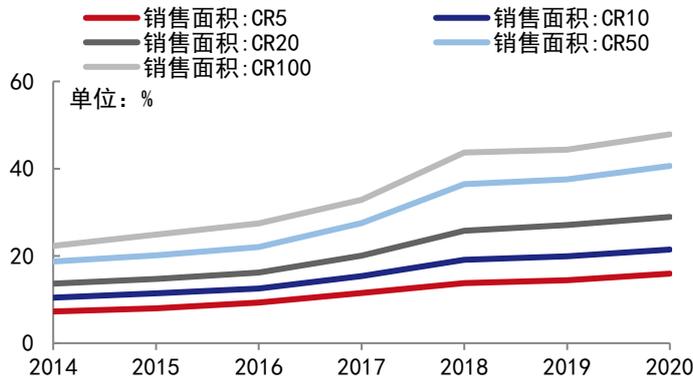
图8 百城成交土地情况



资料来源：Wind，中证鹏元整理

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

截至2020年底，TOP10、TOP50、TOP100房企销售面积占比分别为21.46%、40.63%和47.87%，近年来行业集中度持续提升。房地产行业规模效应显著，强者恒强态势加剧，行业兼并整合的马太效应愈加明显。在房地产金融审慎管理政策下，房企中短期融资难度加大，房企间信用水平分化持续加剧。坚持高周转经营策略、杠杆结构稳健的大中型房企在销售、融资、拿地等方面竞争优势更强，资源优势更加集中，信用风险相对较低；高杠杆房企一旦融资不畅、销售去化不佳，很有可能面临流动性危机；中小民营房企不能够效仿此前的加杠杆冲规模方式，未形成规模的再难弯道超车，由于品牌影响力、融资能力有限，拿地能力较弱，若在重点城市业务持续性不足，将会导致偿付债务能力趋弱。

图9 房地产行业集中度持续提升


资料来源: Wind, 中证鹏元整理

五、公司治理与管理

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

公司股东大会是公司的权力机构。公司设立董事会，对股东大会负责，公司董事会由9名董事组成，设董事长1人，董事由股东大会选举或更换，任期三年，可连选连任；董事会决议的表决实行一人一票。公司设立的监事会由5名监事组成，设监事会主席1人，监事会应当包括股东代表和职工代表，其中职工代表比例不低于1/3，由公司职工通过职工代表大会、职工大会或者其他形式民主选举产生。公司设总裁1名、副总裁若干名、财务总监1名、总工程师1名，由董事会聘任或解聘。总裁对董事会负责，任期三年，可连聘连任。根据《党章》规定，设立公司党委和公司纪委。公司党委和公司纪委的书记、副书记、委员的职数按上级党委批复设置，并按照《党章》等有关规定选举或任命产生。

公司董事会下设经营班子，经营班子下设有董事会办公室（战略管理部）、党委办公室、办公室、纪检监察室（监事会办公室）、人力资源部、财务金融部、风控与审计部、技术管理部、市场拓展部及经营管理部共10个部门。公司明确了各部门和岗位职责和权限，能够满足公司日常经营需求。其中，董事会办公室主要负责公司治理及董事会事务、信息披露、机构投资者关系管理、战略管理等工作；财务金融部主要负责财务统筹管理工作、金融管理工作、财务分析管理工作、资金管理、税务管理工作、全面预算管理工作等；风控与审计部负责财务审计工作、专项审计工作、风险管理工作等。

公司制定了各项规章制度，涵盖了重大事项决策、会计核算和财务管理、风险控制、信息披露事务及投资者关系管理、经营管理、投资管理、对下属公司管理等经营管理过程；并根据公司实际情况，适时进行各项制度的梳理、废止、修订和补充完善。

公司的工程施工业务处于安全生产高风险行业，安全生产形势较为严峻。2017年5月11日，公司下

属深圳市市政工程总公司（以下简称“深圳市政总公司”）承接的深圳地铁3号线南延段3131标项目发生基坑土方坍塌事故。深圳市政总公司被深圳住建局予以红色警示12个月（自2017年5月12日至2018年5月12日），并于2017年12月12日收到了深圳住建局出具的《行政处罚意见告知书》（深建质安罚告知【2017】2190号），暂扣资质证书六个月，并以红色警示期限中六个月抵扣资质证书期限。2018年3月14日收到了深圳市福田区安全生产监督管理局出具的《行政处罚告知书》（深福）安监罚告【2018】SG1-1号，责令公司限期整改并对深圳市政总公司进行369.90万元的行政处罚。2018年5月24日，深圳市政总公司因该安全事故被纳入中华人民共和国应急管理部发布《2018年第二批安全生产领域失信联合惩戒“黑名单”》，在一年内对其在重大项目申报、取得政府性资金支持、申报科技项目等方面造成一定程度的影响。

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

六、经营与竞争

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

近年来公司营业收入保持较快增长，2018-2020年复合增长率为29.51%。随着重点项目推进以及市场拓展，工程施工收入增长较快；此外，前期房地产项目陆续结转，房地产收入保持增长，但增速受结转进度影响有所波动。公司其他收入包括棚改项目管理服务、物业租赁、物业管理等收入，整体保持稳定发展。公司营业收入内部抵消主要系公司部分房地产项目由子公司深圳市政总公司作为总承包所致。2021年1-9月，公司实现营业收入116.96亿元，同比增长17.42%。

毛利率方面，公司销售毛利率持续提升，主要系近年结转毛利率较高的天健天骄南苑、天健天骄北庐项目带动房地产业务毛利率提升所致。

表4 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元）

项目	2021年1-9月		2020年		2019年		2018年	
	金额	毛利率	金额	毛利率	金额	毛利率	金额	毛利率

工程施工	73.89	9.08%	123.06	6.09%	97.19	6.82%	67.35	5.96%
房地产	49.61	54.30%	69.17	47.38%	65.61	41.91%	43.76	38.00%
棚改项目管理服务	0.83	21.25%	1.21	22.64%	1.52	33.90%	4.92	11.14%
物业租赁	3.12	42.97%	3.04	35.71%	3.02	41.38%	2.51	45.44%
其他业务	4.54	7.82%	6.21	7.10%	5.72	5.13%	6.17	11.01%
内部抵销	-15.04	-	-31.44	-	-26.42	-	-22.62	-
合计	116.96	29.55%	171.25	23.82%	146.65	23.39%	102.09	21.65%

资料来源：公司 2018-2020 年审计报告、公司提供，中证鹏元整理

（一）工程施工业务

公司整体施工资质全面且等级高，整体承接及施工能力较强；新签订单金额波动增长，在手订单充足，未来收入持续性强

公司工程施工业务涉及市政工程、建筑工程、轨道交通工程、道路养护等，负责建筑施工业务的核心企业是深圳市政总公司、深圳市粤通建设工程有限公司（以下简称“粤通公司”）等，其中深圳市政总公司是全国首批市政总承包特级资质的三家企业之一，国家级高新技术企业。公司成立以来参与了深圳市及国内数百个重大工程项目，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2021年6月末拥有1个特级资质，为市政公用工程施工总承包特级资质；拥有14个壹级资质²，其中总承包壹级资质3个，为建筑工程施工总承包壹级、公路工程施工总承包壹级和机电工程是施工总承包壹级，专业承包壹级资质11个。此外，截至2020年末，公司拥有一级建造师413人。高等级且全面的施工资质、较强的技术实力使得公司项目承揽能力较强。

表5 截至 2021 年 6 月末公司主要资质情况

施工总承包资质	专业承包资质
市政公用工程施工总承包特级	公路路面工程专业承包壹级
建筑工程施工总承包壹级	公路路基工程专业承包壹级
公路工程施工总承包壹级	桥梁工程专业承包壹级
机电工程是施工总承包壹级	隧道工程专业承包壹级
	环保工程专业承包壹级
	地基基础工程专业承包壹级
	建筑机电安装工程专业承包壹级
	防水防腐保温工程专业承包壹级
	城市及道路照明工程专业承包壹级

² 同种资质以最高等级统计。

古建筑工程专业承包壹级
建筑装饰装修工程专业承包壹级
机场场道工程专业承包贰级

注：各项资质仅列示最高等级资质。

资料来源：公司2021年半年度报告，中证鹏元整理

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

公司工程施工业务深耕深圳市场，同时，近年来积极参与深圳市水环境治理、碧道项目，陆续中标2020年龙岗区龙岗河流域、深圳河流域、观澜河流域河流水质提升及污水处理提质增效工程（一阶段）及（二阶段）项目施工2标（深圳河流域施工）、茅洲河碧道试点段建设项目（光明段）施工等项目。

2018-2020年，工程施工业务新签合同金额波动增长，其中2020年有所下滑主要系深圳市政总公司部分月份被处以“红色警示”无法承接业务所致。分业务模式来看，由于当前市场推广工程总承包发包方式，2020年公司工程总承包模式新签合同金额占比由2018年的9.89%大幅升高至32.96%。2021年前三季度，公司新签合同金额为121.90亿元，较上年同期增长61.57%，增速较快。

表6 2018-2020年及2021年三季度工程施工业务新签合同情况（合并抵销前）（单位：个、亿元）

业务模式	2021年1-9月		2020年		2019年		2018年	
	个数	金额	个数	金额	个数	金额	个数	金额
施工承包	60	91.56	48	71.77	53	109.73	63	66.77
工程总承包	6	21.03	18	38.36	6	5.35	11	9.65
项目代建管理	4	0.53	6	0.19	1	0.00	12	1.04
PPP项目	0	-	0	-	0	-	1	12.87
道路日常养护	32	8.80	23	6.06	13	5.25	62	7.28
合计	102	121.90	95	116.39	73	120.33	149	97.61

资料来源：公司季度建筑业经营情况简报，中证鹏元整理

公司工程施工业务订单充足，2020年公司新开工项目95个，总金额为116.39亿元，较2019年有所下滑；近三年公司在手订单规模保持增长，截至2021年9月末公司已签约未完工及已中标未签约施工项目金额共计411.18亿元。公司当前在手PPP项目1个，系如东县“三河六岸”河道整治及景观绿化工程PPP项目，该项目已进入财政部PPP项目库，总投资12.61亿元，回报机制为可行性缺口补助，截至2020年末尚未完工部分4.96亿元。整体来看，未来施工收入持续性强。

表7 2018-2021年及2021年1-9月天健集团施工项目情况（合并抵消前）（单位：个、亿元）

项目	2021年1-9月		2020年		2019年		2018年	
	个数	金额	个数	金额	个数	金额	个数	金额
期初在建项目	184	332.99	141	304.37	67	185.82	64	143.20

期间新开工项目	102	121.90	95	116.39	105	129.51	30	82.98
期间竣工项目	87	78.66	52	87.77	31	10.95	27	40.36
期末在建项目	199	376.24	184	332.99	141	304.37	67	185.82

资料来源：公司 2018-2020 年年度报告、2021 年半年度报告和三季度报告，中证鹏元整理

工程施工业务收入保持增长，业务主要集中在广东地区，区域风险相对不高

近年来，公司工程施工收入（合并抵消前）保持较快增长，2018-2020年复合增长率为35.17%；2021年1-9月，公司实现工程施工收入73.89亿元。公司施工收入来源以广东地区为主，广东省外的施工收入（合并抵消前）主要来自公司在广东省外房地产建设项目，增长相对较慢，2020年公司房建业务走向市场，独立承接大鹏绿岛国际壹中心项目。整体来看，除天健集团自有房地产项目外，公司工程施工业务区域集中程度较高，主要集中在广东地区，区域竞争压力较大，但考虑到广东地区，尤其是深圳市经济发展情况良好，施工业务区域风险相对不高。

表8 2018-2020 年公司施工收入地区分布情况（合并抵销前）（单位：亿元）

地区	2020 年		2019 年		2018	
	收入	占比	收入	占比	收入	占比
广东省	105.01	85.34%	80.90	83.24%	54.27	80.58%
广西壮族自治区	8.48	6.89%	8.55	8.80%	5.97	8.87%
湖南省	1.71	1.39%	5.66	5.82%	5.08	7.54%
上海市	-	0.00%	0.08	0.08%	0.63	0.93%
其他	7.86	6.38%	2.00	2.06%	1.40	2.08%
合计	123.06	100.00%	97.19	100.00%	67.35	100.00%

资料来源：公司提供

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。但2020年受疫情影响，公司垫资行为增多，短期资金需求较大。

（二）房地产开发业务

公司房地产业务有一定的品牌知名度，经营表现良好

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

目前公司房地产业务重点布局在深圳、广州、上海、南宁、长沙、苏州、惠州等主要城市；产品类型涵盖中高端住宅、保障性住房、写字楼、酒店、城市综合体、产业园区等。公司近年来通过成功开发

深圳天健天骄、深圳天健公馆、南宁天健和府等房地项目，在深圳等地具有一定知名度。2020年，深圳天健天骄二期和天健悦桂府、东莞天健阅江来、苏州清枫和苑陆续开工，并通过招拍挂以12.55亿元取得苏州清风和景项目地块，该地块土地面积总额5.78万平方米，计容建筑面积总额6.94万平方米，公司继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，近三年新开工面积波动较大，由于2019年开工面积较多，2020年以续建项目为主。销售方面，当前主要销售的项目包括深圳天健天骄（北庐）、东莞天健阅江来、惠州天健书香名邸等，2019年合同销售金额较高，系因当年主要在售的天健天骄南苑项目单价较高，拉高销售金额的缘故。2021年1-9月，公司房地产合同销售金额达123.69亿元，销售单价较高，主要系深圳天健悦桂府项目开盘销售。

表9 2018-2020年及2021年三季度房地产开发经营情况（单位：万平方米、亿元）

项目	2021年1-9月	2020年	2019年	2018年
新开工面积	5.36	26.45	89.37	43.77
竣工面积	9.89	78.68	67.08	46.28
合同销售面积	26.94	23.54	22.79	35.46
合同销售金额	123.69	71.74	87.22	57.80

资料来源：公司2018-2020年年度报告、2021年半年度报告和2021年三季度报告、公司提供，中证鹏元整理

房地产收入方面，近年结转的收入来源主要为天健天骄南苑、广州天健汇、南宁天健和府、长沙天健城等项目，房地产业务收入保持增长。公司房地产业务毛利率水平较高，但受结算项目区域影响波动较大；深圳、惠州及上海部分房地产项目毛利率较高，主要系相应项目土地成本较低，其中，天健天骄、天健公馆均为公司存量土地的城市更新项目；南宁的房地产项目毛利率整体处于较低水平，主要受公司在南宁项目的土地招拍挂成本较高以及南宁市政府的房地产限价政策影响。受天健天骄南苑等项目结转影响，公司房地产业务毛利率由2018年的38.00%大幅提升至2020年的47.38%。2021年1-9月，公司主要收入来源于天健天骄北庐项目，大幅拉高了当期毛利率水平。

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	2021年1-9月		2020年		2019年		2018年	
		收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
深圳	阳光·天健城	-	-	-	-	-	-	1.20	75.69%
	天健公馆	-	-	2.74	42.11%	4.90	72.54%	12.48	70.29%
	天健天骄南苑	0.34	60.54%	42.96	62.45%	21.38	62.73%	-	-
	天健天骄北庐	34.91	63.31%	-	-	-	-	-	-
惠州	天健阳光花园一期	0.10	37.93%	0.19	51.58%	0.26	52.88%	0.14	24.09%
南宁	南宁西班牙小镇	-	-	0.27	19.02%	1.21	4.75%	10.14	9.45%
	南宁天健城一期	0.32	8.93%	0.28	12.00%	12.30	7.79%	-	-
	南宁天健国际公馆	0.14	30.62%	-	-	0.06	10.85%	0.07	-24.92%
	南宁天健商务大厦	-	-	-	-	0.18	16.51%	0.03	-7.27%
	南宁领航大厦	-	-	-	-	0.75	6.90%	0.91	15.82%
	天健和府	4.25	17.31%	5.25	-21.36%	-	-	-	-
	南宁天健世纪花园	-	-	-	-	-	-	0.04	65.47%

长沙	长沙天健壹方英里	-	-	-	-	-	-	0.99	49.47%
	长沙天健城	2.21	39.54%	6.76	33.63%	14.88	41.71%	-	-
广州	广州天健上城阳光花园	-	-	-	-	-	-	2.13	58.02%
	广州天健汇	0.49	34.65%	0.81	15.80%	3.87	29.50%	0.68	30.92%
	广州云山府	5.59	26.61%	2.27	25.06%	-	-	-	-
上海	上海天健萃园	-	-	0.65	55.37%	1.88	31.54%	12.91	26.07%
	上海浦荟大楼	0.21	30.91%	2.00	28.66%	3.27	27.30%	1.99	25.43%
合计		48.57	-	64.18	-	64.94	-	43.71	-

资料来源：公司 2018-2020 年年度报告和 2021 年三季度报告，中证鹏元整理

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

2021年前三季度主要销售金额来源于天健悦桂府、天健天骄北庐、天健天玺花园等项目，其中天健悦桂府平均售价为10.34万元/平方米，考虑到该项目可售面积单位成本较高，利润偏低。截至2021年9月末，公司主要在售房地产项目20个，可供销售面积合计232.84万平方米，同比增长27.20%，尚未销售面积为98.01万平方米，同比增长35.32%。具体来看，深圳天健公馆、广州天健汇、广州天健云山府、上海地区项目等处于尾盘销售阶段，深圳天健天骄北庐、惠州天健书香名邸、长沙天健城、南宁天健城及天健和府尚未销售面积较大，其中天健天骄北庐项目地价较低，盈利能力强，而南宁房地产项目较高的拿地成本推高售价，存在一定销售压力，且个别项目面临亏损。

表11 截至 2021 年 9 月末主要在售项目情况（单位：万平方米）

城市	项目	计容建筑面积	可售面积	累计销售面积	2021年前三季度销售金额	累计结算面积	尚未销售面积
深圳	天健公馆	4.28	2.38	2.18	0.00	2.16	0.20
	天健天骄南苑	8.06	7.21	6.78	0.72	6.71	0.43
	天健天骄北庐	12.64	9.34	4.06	18.19	2.75	5.28
	天健悦桂府	7.20	5.80	5.38	55.59	0.00	0.42
惠州	天健阳光花园一期	8.84	8.79	8.55	0.09	8.55	0.24
	天健书香名邸	23.40	22.99	12.31	4.19	0.00	10.68
广州	天健汇	3.07	2.70	2.17	0.43	2.21	0.53
	天健云山府	5.67	4.54	1.77	8.21	1.29	2.77
	天健天玺花园	6.73	5.59	3.41	11.22	0.00	2.18
	天健东玥台	4.28	3.96	0.68	1.55	0.00	3.27
上海	天健萃园	6.82	6.50	6.48	0.00	6.44	0.03
	浦荟大楼	2.41	1.60	1.44	0.00	1.44	0.16
长沙	天健城	36.41	33.98	22.60	0.81	21.34	11.39
南宁	天健西班牙小镇	20.66	20.61	16.92	0.15	16.92	3.70
	天健城	53.66	51.93	22.57	2.17	15.65	29.36
	天健和府	23.97	19.82	9.28	1.85	9.07	10.54
东莞	天健阅江来	6.05	5.74	4.92	8.09	0.00	0.82
苏州	山棠春晓	3.16	5.30	1.64	5.73	0.00	3.66
	清枫和苑	5.61	6.19	1.48	3.99	0.00	4.71
	清风和景雅苑	6.94	7.85	0.23	0.71	0.00	7.62

合计	249.83	232.84	134.84	123.69	94.36	98.01
----	--------	--------	--------	--------	-------	-------

注：合计数与明细项之和不一致系四舍五入所致。

资料来源：公司 2021 年半年度报告和 2021 年三季度报告，中证鹏元整理

公司房地产项目储备充足，截至2021年9月末，公司主要在建项目13个，规划计容面积153.09万平方米，合计总投资283.96亿元，已投资232.64亿元，尚需投资51.32亿元，面临一定后续投资支出压力。

表12 截至 2021 年 9 月末公司主要在建项目情况（单位：万平方米、亿元）

城市	项目名称	项目业态	规划计容建筑面积	预计总投资	已投资	尚需投资
深圳	天健天骄二期	住宅+商业	1.13	3.98	2.55	1.43
	天健悦桂府	住宅+商业	7.20	51.11	43.14	7.97
东莞	天健阅江来	住宅+公寓+底商	6.05	16.87	14.36	2.51
惠州	天健书香名邸	住宅+商业	23.40	16.07	11.57	4.5
广州	天健天玺花园	住宅+商业	6.73	21.44	14.43	7.01
	天健东玥台	住宅+商业	4.21	10.66	7.96	2.7
	天健云山府	住宅+商业	5.67	30.46	27.51	2.95
南宁	天健城	住宅+商业	53.66	47.84	43.86	3.98
	天健和府	住宅+商业	23.97	24.26	21.10	3.16
苏州	山棠春晓别墅	别墅	3.16	18.16	15.87	2.29
	清枫和苑	住宅	5.61	15.15	11.93	3.22
	清风和景	住宅	6.94	21.64	15.82	5.82
长沙	天健西苑	住宅	5.36	6.32	2.54	3.78
合计		-	153.09	283.96	232.64	51.32

注：东莞天健阅江来原名为“东莞天健万江花园”，天健书香名邸原名为“天健阳光花园二期”；山棠春晓别墅原名为“苏州虎丘项目”；清枫和苑原名为“苏州吴江项目”。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

土地储备方面，截至2021年9月末，公司持有土地储备两宗，分别位于深圳、长沙两地，均通过市场化方式取得，土地价款合计54.82亿元。其中，深圳前海T201-0157项目需建设1.18万平方米人才住房用以无偿并无条件移交深圳市前海深港现代服务业合作区管理局，并建设全年期自持租赁住房2.80万平方米，项目建成后，普通商品住房最高毛坯均价为9.20万元/平方米。

表13 截至 2021 年 9 月末公司累计土地储备项目情况（单位：万平方米、亿元）

地块名称	所在城市	土地规划用途	土地面积	计容建筑面积	取得方式	土地总价款
前海 T201-0157	深圳	住宅+商业	2.31	12.63	竞拍	52.41
038 号地块	长沙	住宅	3.35	5.36	摇号	2.41

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

此外，公司持有深圳西丽汽车城项目地块，该地块系公司于2015年以20.58亿元竞得，占地面积9.05万平方米，计容面积19.92万平方米，原计划用于产业项目建设，但目前由于政府规划原因，该地块附近将建设西丽地铁枢纽站，受此影响该地块已暂停建设，未来该地块的建设情况受市政规划存在一定的不确定性。

（三）城市综合服务业务

宝安棚改项目带来一定资金压力，但项目区位较好，未来去化压力较小

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“罗湖棚改项目”）。

罗湖棚改项目系于2016年4月6日中标。根据罗湖区住建局与公司于2018年6月份签订的《深圳市罗湖“二线插花地”棚户区改造政府购买服务合同之补充协议（二）》（以下简称“补充协议（二）”）规定，由于《罗湖“二线插花地”棚户区改造专项规划》作出调整，对公司服务费及其支付进行重新约定：公司收取服务费分为征地拆迁服务费（包括谈判服务费与土地整理服务费）和工程管理服务费和回迁安置服务费。按《关于罗湖“二线插花地”棚户区改造项目总概算审核意见》的费用测算，公司服务费合计为17.18亿元（包干价）。截至2020年末，罗湖棚改项目已累计确认收入14.33亿元。

罗湖棚改项目涉及布心、木棉岭和玉龙三大片区，应拆迁总建筑计1,347栋。截至2021年9月末，各标段主体工程全面进入建设阶段，回迁选房工作已完成，各项工作正常推进。根据补充协议（二）工期要求，罗湖棚改项目需在2022年末完成。

除前期服务项目外，2020年6月，根据深圳市宝安区住房和建设局《关于确认宝安区新安街道宝城43区碧海花园棚户区改造项目实施主体的通知》，天健集团确认为宝安区新安街道宝城43区碧海花园棚户区改造项目（以下简称“宝安棚改项目”）实施主体。碧海花园坐落于新安街道创业路与广深公路交汇处东南侧，1994年建成使用，占地面积约2.3万平方米，总建筑面积约3.9万平方米，共有7栋8层建筑，492套房屋。根据《碧海花园棚户区改造项目可行性研究报告》，预计该项目开发建设总投资为23.52亿元，天健集团将面临一定资金压力。宝安棚改项目未来通过物业销售获得收入，项目用地面积为1.84万平方米，容积率6；棚改完成后，总建筑面积15.14万平方米，其中计入容积率建筑面积11.03万平方米，其中住宅9.02万平方米（含可售人才房4.91万平方米），商业1.40万平方米（含可售商业0.44万平方米），配套0.61万平方米；考虑到项目位于深圳市宝安区，未来去化压力较小。截至2021年9月末，该项目房屋拆除已完成，现阶段正在进行专规申报和解抵押工作。

公司自有物业出租率高，质量良好，对公司利润水平形成一定补充

公司的商业运营服务主要为自有商业物业的经营租赁，主要包括住宅租赁、写字楼及商业物业租赁和工业厂房租赁。公司自有物业主要有景田综合市场、天健创业大厦、天健商务大厦等，2016年公司合并粤通公司后新增粤通工业园、华富工业园等工业厂房物业。2018年初，公司重点建设的天健创智中心项目³已竣工并开始对外出租，公司所持有物业持续增长。截至2021年9月末，公司位于深圳地区的主要物业可租面积达24.85万平方米，均采用成本模式进行后续计量，由于取得时间较早、成本较低，目前市场价值高于账面价值。

³ 原名为“天健科技大厦”。

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，其中，沙头角综合楼公司拟进行改造暂未对外出租；工业厂房物业中，清水河仓库项目因周边地铁施工围挡，道路不畅通，原租户退租后，无新意向租户，其他大部分工业厂房出租率在90%以上。公司物业租赁收入稳步增长，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14 近年来公司深圳地区物业出租情况（单位：平方米）

项目	业态	权益比例	可租面积	出租率			
				2021.09	2020	2019	2018
景田综合大楼	住宅及配套	100.00%	6,141.66	99%	99%	98%	100%
景田综合市场	住宅及配套	100.00%	19,551.26	95%	96%	91%	85%
香蜜新村	住宅	100.00%	2,301.74	100%	97%	98%	100%
天健创智中心	写字楼及配套	100.00%	70,151.35	96%	95%	65%	60%
天健创业大厦	写字楼及配套	100.00%	28,815.02	99%	98%	100%	100%
天健商务大厦	写字楼及配套	100.00%	23,447.22	90%	87%	100%	100%
市政大厦	写字楼及配套	100.00%	9,779.97	100%	97%	81%	100%
沙头角综合楼	写字楼及配套	100.00%	4,980.62	16%	50%	100%	100%
天然居商业中心	商业	100.00%	7,662.71	99%	100%	100%	100%
清水河干货仓	工业厂房及配套	100.00%	10,325.78	11%	0%	50%	100%
坑梓工业厂房	工业厂房及配套	100.00%	12,887.67	100%	75%	54%	57%
粤通工业区	工业厂房及配套	100.00%	16,656.37	92%	100%	100%	100%
华富工业园	工业厂房及配套	100.00%	29,145.32	97%	94%	100%	100%
石岩厂房	工业厂房及配套	100.00%	6,674.40	100%	100%	100%	100%
合计			248,521.09	-	-	-	-

注：可租面积为截至2021年9月末数据。

资料来源：公司2018-2020年年度报告和2021年三季度报告，中证鹏元整理

七、财务分析

财务分析基础说明

以下分析基于公司提供的经天健会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2018-2020年审计报告和未经审计的2021年第三季度财务报表，报告均采用新会计准则编制。

公司自2019年1月1日起执行修订后的《企业会计准则第22号-金融工具确认和计量》《企业会计准则第23号-金融资产转移》《企业会计准则第24号-套期保值》《企业会计准则第37号-金融工具列报》。根据相关新旧准则衔接规定，对可比期间信息不予调整，首次执行日执行新准则与原准则的差异追溯调整期初留存收益或其他综合收益。

财政部于2017年颁布了修订后的《企业会计准则第14号-收入》（财会[2017]22号），公司于2020年

1月1日起执行上述新收入准则。将存货科目中建造合同形成的资产调整至合同资产科目列示，将预收账款科目调整至合同负债科目列示。

公司自2020年1月1日起执行财政部于2019年度颁布的《企业会计准则解释第13号》，该项会计政策变更采用未来适用法处理。

2018-2021年6月，公司合并报表范围变化情况如下表所示。

表15 2018-2020年公司合并报表范围变化情况（单位：亿元）

1、新纳入公司合并范围的子公司情况				
年份	子公司名称	持股比例	出资额/取得成本	合并方式
2021年1-6月	广东渝大建筑工程有限公司	100%	0.30	收购
	广东品骏建设工程有限公司	100%	0.30	收购
	深圳慧通建设工程有限公司	100%	0.19	收购
	深圳星际产业建设有限公司	100%	0.22	收购
	长沙市天健置业有限公司	100%	0.50	新设
	深圳市前海天健房地产开发有限公司	100%	1.00	新设
2020年	深圳市天睿实业发展有限公司	100%	0.10	新设
	深圳市天灏实业发展有限公司	100%	0.10	新设
	天健置业（苏州吴江）有限公司	100%	0.50	新设
	天健地产（苏州吴江）有限公司	100%	0.50	新设
	深圳市天健第三建设工程有限公司 ⁴	51%	0.007	收购
	深圳苏商建设工程有限公司	100%	0.29	收购
2019年	东莞市天极房地产开发有限公司	100%	1.00	新设
	南通天健水环境建设发展有限公司	89.50%	2.60	新设
	深圳市深汕特别合作区天创建材有限公司	50.00%	0.30	新设
2018	天健（深汕特别合作区）建设投资有限公司	100%	0.30	新设
2、不再纳入公司合并范围的子公司情况				
年份	子公司名称	持股比例	注册资本	不再纳入的原因
2020年	深圳市艺景达园林绿化有限公司	-	-	注销

资料来源：公司2018-2020年审计报告和未经审计的2021年半年度报告，中证鹏元整理

资产结构与质量

公司资产规模随业务发展以及融资规模增加保持较快增长，且质量良好

随着业务增长以及融资规模增加，公司资产规模快速增长，截至2021年9月末，公司资产规模为

⁴ 原广东省中宏景和建设工程有限公司。

572.40亿元。公司资产主要由货币资金、房地产项目和建筑施工业务成本、自持物业等构成。

截至2020年末，公司货币资金为86.30亿元，其中3.51亿元作为房贷资金、保证金使用受限。；公司应收账款账面价值为27.05亿元，主要为应收工程款项，近年来随着公司业务规模的增长，同时受行业结算特点影响，公司应收账款规模增长较快。从账龄来看，以账龄组合计提坏账准备的应收账款中，账龄1年以内的应收账款占比48.60%，账龄1-2年的应收账款占比25.41%，整体账龄不长。从应收对象来看，2020年末，公司对前五大应收对象应收账款占比33.09%，比例不高，且主要为深圳市政府机构或国有企业，回收比较有保障。2021年三季度，公司其他应收款大幅增加，主要因支付前海T201-0157的拍地保证金增加，该地块总价款52.41亿元，公司未来仍需支付较大金额土地出让金。公司存货主要为房地产项目开发成本和开发产品，随着公司业务发展增长，2020年存货下降主要系会计政策变更，将存货科目中建造合同形成的资产调整至合同资产科目列示所致，按可比口径计算，存货较期初增长9.72%。期末，存货中账面价值51.77亿元的地产开发项目土地使用权因借款抵押受限；公司合同资产均为已完工未结算形成的资产。

2019年，公司新增其他权益工具投资，主要为会计政策变更以及子公司持有联营企业股权参与资产重组置换为上市公司股权而重分类所致，其他权益工具投资包括对深圳莱宝高科技股份有限公司（002106.SZ）、上海临港控股股份有限公司（600848.SH）、喀什深圳城有限公司的股权投资，以公允价值计量。截至2020年末账面价值分别为5.94亿元、4.62亿元、0.30亿元，其价值易受股票市场波动影响。公司持有的投资性房地产质量良好，主要位于深圳市，出租率较高，且均采用成本模式进行后续计量，考虑到取得时间较早、成本较低，目前市场价值高于账面价值。2019年，由于公司部分开发产品转为出租，投资性房地产账面价值有所增长，2020年以来，公司投资性房地产账面价值较为稳定。截至2020末，除深圳车库产权证外，公司仍有价值1.09亿元投资性房地产未办妥权证。2018-2020年公司无形资产大幅增长，主要系深圳市政总公司作为江苏省如东县“三河六岸”河道整治及景观绿化工程PPP项目社会资本方，项目前期的建设期工程费用计入无形资产核算；2021年9月末，根据准则解释要求调整该PPP项目支出至合同资产。

截至2020年末，公司受限资产合计66.85亿元，整体来看，公司资产规模增长较快，资产质量良好。

表16 公司主要资产构成情况（单位：亿元）

项目	2021年9月		2020年		2019年		2018年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	93.91	16.41%	86.30	17.61%	49.52	12.28%	45.25	14.26%
应收账款	32.44	5.67%	27.05	5.52%	21.77	5.40%	19.94	6.28%
其他应收款（合计）	28.34	4.95%	5.23	1.07%	2.40	0.60%	2.55	0.80%
存货	270.98	47.34%	264.94	54.07%	272.48	67.59%	203.71	64.18%
合同资产	65.10	11.37%	42.44	8.66%	0.00	0.00%	0.00	0.00%
流动资产合计	503.19	87.91%	433.60	88.49%	353.49	87.69%	279.04	87.91%

其他权益工具投资	9.66	1.69%	10.86	2.22%	10.90	2.70%	0.00	0.00%
投资性房地产	24.84	4.34%	24.31	4.96%	24.74	6.14%	21.47	6.77%
无形资产	1.46	0.26%	5.86	1.20%	1.49	0.37%	0.38	0.12%
递延所得税资产	22.66	3.96%	8.50	1.73%	7.30	1.81%	4.20	1.32%
非流动资产合计	69.21	12.09%	56.39	11.51%	49.64	12.31%	38.37	12.09%
资产总计	572.40	100.00%	489.99	100.00%	403.13	100.00%	317.41	100.00%

资料来源：公司 2018-2020 年审计报告及未经审计的 2021 年第三季度财务报表，中证鹏元整理

盈利能力

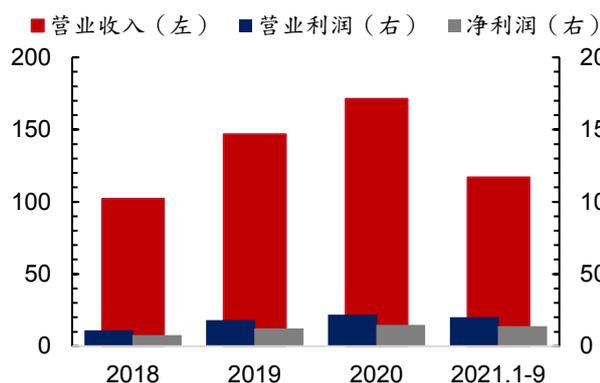
公司营业收入增长较快，盈利能力较强且稳定

公司营业收入主要来源于工程施工和房地产开发业务。近三年工程施工保持较快增长，2018-2020 年复合增长率为 35.17%。房地产业务收入主要来源于天健天骄南苑、南宁天健和府、长沙天健城三期等项目，2018-2020 年复合增长率为 25.72%，整体来看，公司营业收入增长较快。考虑到公司工程施工业务在手合同金额较大、房地产项目储备充足，预计公司营业收入持续性强。

公司盈利能力较强且稳定。公司利润主要来源于房地产业务，特别是天健天骄南苑、天健天骄北庐、天健公馆、天健阳光花园一期等深圳地区楼盘，因拿地成本较低，毛利率高于行业平均水平。截至 2021 年 9 月末，公司天健天骄北庐尚未销售面积 5.28 万平方米，尚未结算面积 1.31 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较为稳定，且符合行业平均水平。

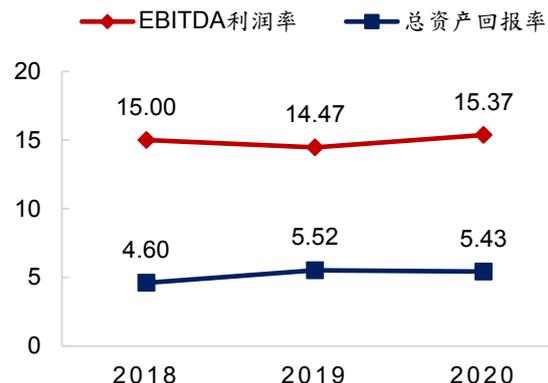
公司 EBITDA 利润率、总资产回报率均较为稳定，显示公司获取现金利润能力、运营效益比较稳定。

图10 公司收入及利润情况（单位：亿元）



资料来源：公司 2018-2020 年审计报告及未经审计的 2021 年第三季度报表，中证鹏元整理

图11 公司盈利能力指标情况（单位：%）



资料来源：公司 2018-2020 年审计报告，中证鹏元整理

现金流

公司经营活动现金流存在波动，对外融资规模较大，未来面临一定资金压力

近三年，尽管公司业务规模保持增长，但建筑行业普遍存在垫资情况，回款较慢。此外，房地产销

售回款受到政策调控、市场成交、公司推盘节奏等因素影响有所波动。因此，近三年经营活动现金流存在波动。2021年前三季度，得益于房地产项目销售金额较多，公司获得较多经营现金流入。

投资现金流方面，2018年净流出3.20亿元，主要系新增对联营企业投资1.97亿元，以及新增对天健创智中心项目与工程机械设备的投资；2019-2021年9月受江苏省如东县“三河六岸”河道整治及景观绿化工程PPP项目投入影响，呈净流出状态。2018-2021年9月合计净流出规模为13.36亿元。

为满足业务发展需要，2018-2020年公司对外融资规模较大，主要融资渠道包括发行债券、银行借款等。2018年、2020年，公司分别发行18.00亿元、7.00亿元的可续期债券（18天健Y1、20天健Y1）。此外，2018-2021年9月，公司通过借款筹得资金529.96亿元，同期，公司偿还债务支付的现金为444.60亿元。公司2018-2021年9月筹资活动净流入62.72亿元，规模较大。

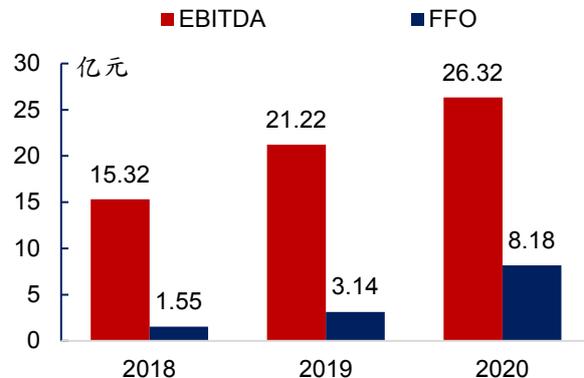
公司EBITDA和FFO规模均有所上升，但由于建筑行业普遍存在垫资情况，且房地产销售回款有所波动，经营活动现金流表现存在波动。公司主要通过银行借款、发行债券筹得资金，负债规模持续上涨。考虑公司建筑施工业务规模持续扩张，房地产在建项目、宝安棚改项目投资规模较大，公司未来面临一定资金压力。

图12 公司现金流结构



资料来源：公司 2018-2020 年审计报告及未经审计的 2021 年三季度报表，中证鹏元整理

图13 公司 EBITDA 和 FFO 情况

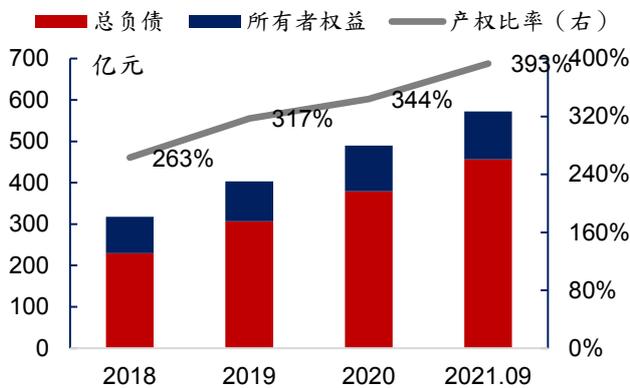


资料来源：公司 2018-2020 年审计报告，中证鹏元整理

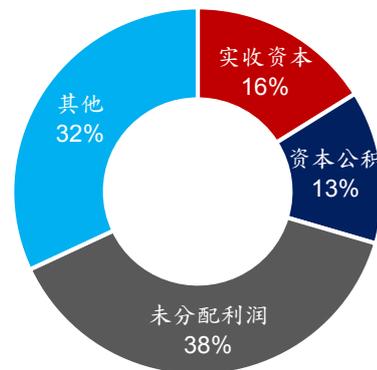
资本结构与偿债能力

公司负债规模攀升较快，债务压力较大

受公司利润积累及永续债发行影响，近三年，公司所有者权益保持增长。截至2021年9月末，公司所有者权益为116.09亿元（含永续债24.94亿元）。但公司融资规模增长较快，产权比例持续走高，所有者权益对负债保障程度有所下降。

图14公司资本结构


资料来源：公司 2018-2020 年审计报告及未经审计的 2021 年三季度报表，中证鹏元整理

图15 2021 年 9 月末公司所有者权益构成


资料来源：公司未经审计的 2021 年三季度报表，中证鹏元整理

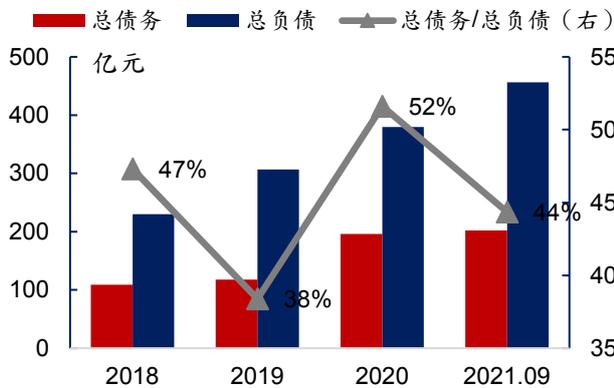
公司负债规模涨幅较大，2018-2020年总负债复合增长率为28.46%，主要系对外融资较多所致。公司主要通过银行借款、发行债券等渠道融资，其中短期借款增长较快，主要系公司业务增长较快，且建筑业普遍存在垫资情况，对流动性资金需求增长。长期借款仍为公司主要融资渠道，近年来保持上升态势。经营性负债方面，应付账款主要为工程款、材料款，随着公司建筑施工业务规模快速增长，应付账款规模上升。公司合同负债由于收入会计政策变更增加，主要系预收售楼款、工程款，受销售情况、结转收入等影响存在较大波动；2021年前三季度，受益于天健悦桂府、天健天骄北庐等项目销售，合同负债显著增长。

表17 公司主要负债构成情况（单位：亿元）

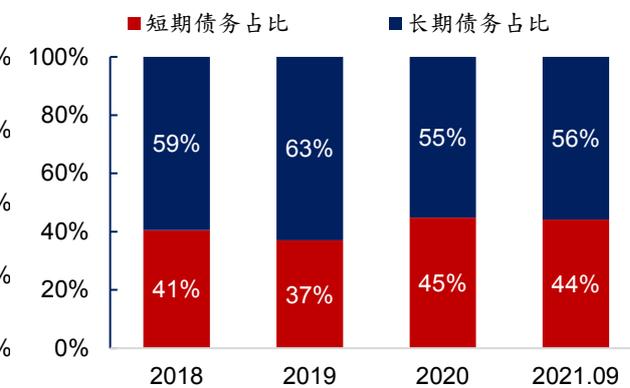
项目	2021 年 9 月		2020 年		2019 年		2018 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	38.50	8.44%	55.81	14.70%	20.52	6.69%	15.30	6.65%
应付账款	100.44	22.01%	106.46	28.04%	75.21	24.54%	56.93	24.75%
预收款项	0.30	0.07%	0.33	0.09%	79.66	25.99%	37.37	16.25%
合同负债	121.14	26.55%	49.62	13.07%	0.00	0.00%	0.00	0.00%
其他应付款（合计）	9.31	2.04%	13.84	3.65%	10.16	3.31%	12.85	5.59%
一年内到期的非流动负债	33.15	7.27%	25.97	6.84%	23.06	7.52%	28.87	12.55%
其他流动负债	26.00	5.70%	8.72	2.30%	0.00	0.00%	0.00	0.00%
流动负债合计	362.85	79.52%	288.89	76.10%	229.09	74.74%	164.67	71.59%
长期借款	88.06	19.30%	83.17	21.91%	74.04	24.15%	64.69	28.12%
非流动负债合计	93.46	20.48%	90.72	23.90%	77.44	25.26%	65.36	28.41%
负债合计	456.31	100.00%	379.61	100.00%	306.53	100.00%	230.03	100.00%

资料来源：公司 2018-2020 年审计报告及未经审计的 2021 年三季度报表，中证鹏元整理

出于业务发展需要，公司总债务规模增长较快。截至2021年9月末，公司总债务规模为202.36亿元。需要注意的是，尽管18天健Y1及20天健Y1为可续期债，附设延期支付利息权而被计入其他权益工具，但根据18天健Y1及20天健Y1条款，公司仍需每年支付利息，票面利率分别为5.96%、4.45%，因此应被视为有息债务。从期限结构来看，短期债务占比存在小幅波动。

图16 公司债务占负债比重


资料来源：公司 2018-2020 年审计报告及未经审计的 2021 年三季度报表，中证鹏元整理

图17 公司长短期债务结构


资料来源：公司 2018-2020 年审计报告及未经审计的 2021 年三季度报表，中证鹏元整理

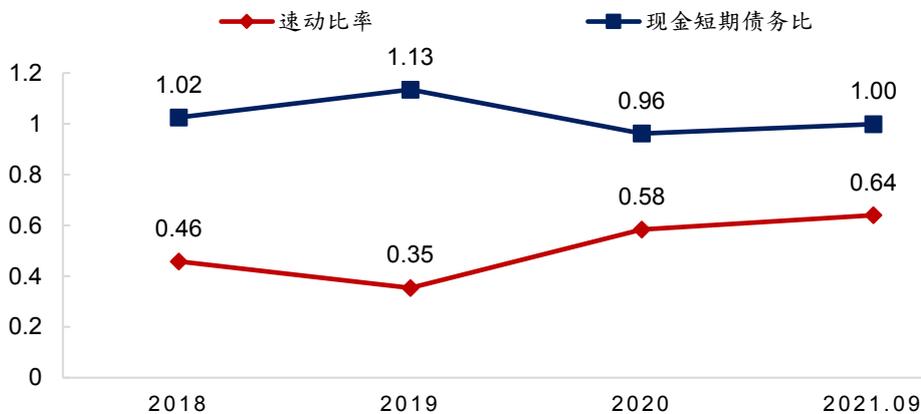
2018-2020年，由于公司债务规模增长，杠杆比率上升，债务压力增加；但由于公司利润增长，EBITDA对利息保障程度明显提升。

表18 公司杠杆状况指标

指标名称	2021年9月	2020年	2019年	2018年
资产负债率	79.72%	77.47%	76.04%	72.47%
净债务/EBITDA	--	4.39	3.38	4.32
EBITDA 利息保障倍数	--	4.15	3.53	1.80
总债务/总资本	63.54%	63.97%	54.92%	55.47%
FFO/净债务	--	7.08%	4.38%	2.34%

资料来源：公司 2018-2020 年审计报告及未经审计的 2021 年三季度报表，中证鹏元整理

2020年，公司速动比率明显提升，主要系公司对外融资收到现金，且因会计政策变更建造合同投入在“合同资产”科目体现所致。公司现金短期债务比有所波动，2020年短期借款增长较快，短期偿债能力弱化。受益于公司房地产业务大量预售款流入，2021年9月末公司速动比率进一步提升，现金短期债务比显著改善但仍然偏低。

图18 公司流动性比率情况


资料来源：公司 2018-2020 年审计报告及未经审计的 2021 年三季度报表，中证鹏元整理

八、其他事项分析

过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，从2018年1月1日至报告查询日⁵，公司本部、子公司深圳市政总公司、天健地产集团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；公司本部各项债务融资工具均按时偿付利息，无到期未偿付或逾期偿付情况。

或有事项分析

公司为商品房承购人向银行提供抵押贷款担保，截至2021年9月30日，尚未结清的担保余额合计70.25亿元。另外，公司宝安棚改项目解抵押担保金额0.04亿元。此外，公司无其他对外担保。

九、本期债券偿还保障分析

本期债券偿债资金来源及其风险分析

公司本期债券偿债资金主要来源于经营性业务产生的现金流入。近年来公司业务规模稳健扩张，收入规模快速增长，2018-2021年9月公司经营活动现金流量净额合计14.33亿元，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，短中期业绩也有较好保障。但中

⁵ 公司本部报告查询日为 2021 年 9 月 30 日，深圳市政总公司报告查询日为 2021 年 10 月 29 日，天健地产集团报告查询日为 2021 年 10 月 08 日。

证鹏元也注意到，工程施工业务存在垫资情况，资金回流较慢，房地产业务收入受未来房地产调控政策收紧存在波动的可能性。

另外，截至2021年9月末，公司存货中余196.25亿元尚未抵押；其他权益工具投资和投资性房地产合计34.50亿元，且投资性房产质量良好；必要时公司可通过资产抵质押融资或处置筹集偿债资金。同时中证鹏元也注意到，大规模资产处置的变现时间、变现价值存在一定不确定性。

本期债券保障措施分析

特区建工提供的连带责任保证担保有效提升了本期债券的信用水平

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

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

特区建工系深圳市国资委于2019年底组建成立，旨在整合深圳市市属建工板块资源，推动市属国有建筑企业转型升级，充分发挥深圳国企在城市建设运营中重要作用。截至2020年末，特区建工注册资本50.00亿元，实收资本2.00亿元，特区建工唯一股东及实际控制人为深圳市国资委。

特区建工系深圳市建工板块资源整合平台，深圳市政府对其定位较高。2020年，深圳市国资委先后将持有的深圳市建安（集团）股份有限公司99.76%股权、深圳市综合交通设计研究院有限公司40%股权、公司4.39亿股股份、深圳市路桥建设集团有限公司100%股权无偿划转特区建工。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年，特区建工实现营业收入224.59亿元，其中建设施工业务收入（合并抵消前）、房地产业务收入分别为159.61亿元、69.17亿元；销售毛利率为19.78%，其中房地产业务盈利能力较强。

表19 特区建工营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元）

项目	2020年	
	金额	毛利率
建筑施工	159.61	4.95%
房地产开发	69.17	47.38%
城市综合服务	27.52	15.88%

其他	3.75	26.62%
合并抵消	-35.47	-
合计	224.59	19.78%

注：其他业务包括建筑设计、建筑工业化业务。

资料来源：特区建工提供，中证鹏元整理

截至2020年末，特区建工总资产为555.13亿元，资产规模增长较快且资产质量良好。但中证鹏元也关注到，特区建工经营活动现金流表现较差，面临一定资金压力，债务规模增长较快，短期债务比重上升等风险因素。

表20 特区建工主要财务指标（单位：亿元）

项目	2020年	2019年
总资产	555.13	462.09
归母所有者权益	30.88	27.35
总债务	203.19	141.99
营业收入	224.59	-
净利润	15.32	-
经营活动现金流净额	-5.08	-
销售毛利率	19.78%	-
EBITDA 利润率	11.86%	-
总资产回报率	5.02%	-
资产负债率	78.05%	77.03%
净债务/EBITDA	4.23	-
EBITDA 利息保障倍数	3.95	-
总债务/总资本	62.51%	57.22%
FFO/净债务	5.34%	0.00%
速动比率	0.65	0.57
现金短期债务比	1.01	1.30

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

资料来源：特区建工2020年审计报告，中证鹏元整理

经中证鹏元综合评定，特区建工主体信用等级为AAA，其提供的连带责任保证担保有效提升了本期债券的信用水平。

十、结论

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

跟踪评级安排

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

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

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

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

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

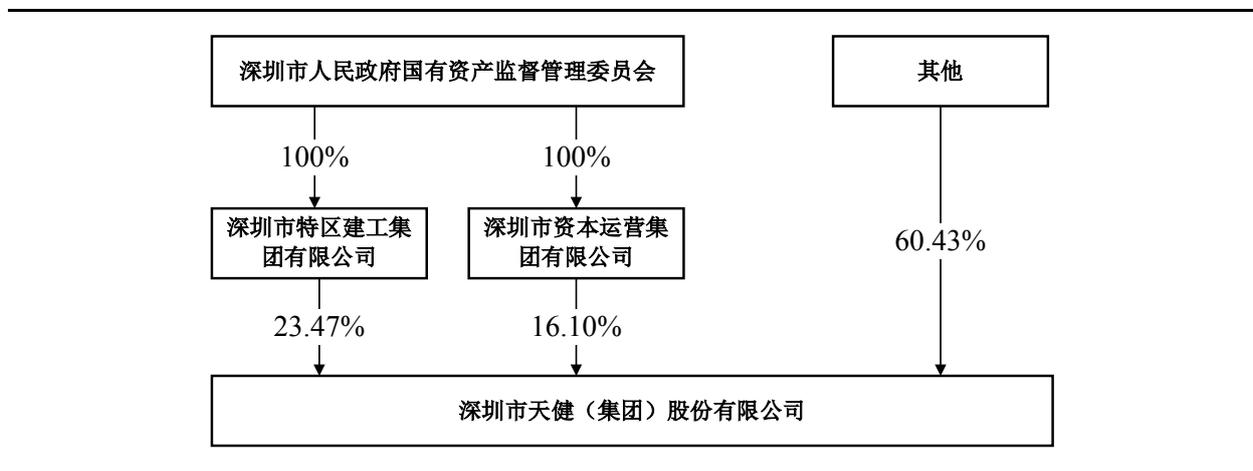
附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

财务数据（单位：亿元）	2021年9月	2020年	2019年	2018年
货币资金	93.91	86.30	49.52	45.25
应收账款	32.44	27.05	21.77	19.94
其他应收款（合计）	28.34	5.23	2.40	2.55
存货	270.98	264.94	272.48	203.71
合同资产	65.10	42.44	0.00	0.00
流动资产合计	503.19	433.60	353.49	279.04
其他权益工具投资	9.66	10.86	10.90	0.00
投资性房地产	24.84	24.31	24.74	21.47
固定资产	4.80	4.84	4.07	3.12
无形资产	1.46	5.86	1.49	0.38
非流动资产合计	69.21	56.39	49.64	38.37
资产总计	572.40	489.99	403.13	317.41
短期借款	38.50	55.81	20.52	15.30
应付票据	2.70	0.02	0.03	0.00
应付账款	100.44	106.46	75.21	56.93
预收款项	0.30	0.33	79.66	37.37
合同负债	121.14	49.62	0.00	0.00
其他应付款（合计）	9.31	13.84	10.16	12.85
一年内到期的非流动负债	33.15	25.97	23.06	28.87
其他流动负债	26.00	8.72	0.00	0.00
流动负债合计	362.85	288.89	229.09	164.67
长期借款	88.06	83.17	74.04	64.69
长期应付款（合计）	0.11	0.10	0.10	0.10
非流动负债合计	93.46	90.72	77.44	65.36
负债合计	456.31	379.61	306.53	230.03
总债务	202.36	195.94	117.67	108.85
归属于母公司的所有者权益	115.27	109.56	95.91	86.96
营业收入	116.96	171.25	146.65	102.09
净利润	14.01	14.89	12.34	7.75
经营活动产生的现金流量净额	17.91	-1.58	2.92	-4.93
投资活动产生的现金流量净额	-3.47	-6.02	-0.67	-3.20
筹资活动产生的现金流量净额	-9.17	45.99	-2.87	28.78
财务指标	2021年9月	2020年	2019年	2018年
销售毛利率	29.55%	23.82%	23.39%	21.65%
EBITDA 利润率	--	15.37%	14.47%	15.00%
总资产回报率	--	5.43%	5.52%	4.60%
产权比率	393.07%	343.94%	317.30%	263.26%
资产负债率	79.72%	77.47%	76.04%	72.47%
净债务/EBITDA	--	4.39	3.38	4.32
EBITDA 利息保障倍数	--	4.15	3.53	1.80
总债务/总资本	63.54%	63.97%	54.92%	55.47%

FFO/净债务	--	7.08%	4.38%	2.34%
速动比率	0.64	0.58	0.35	0.46
现金短期债务比	1.00	0.96	1.13	1.02

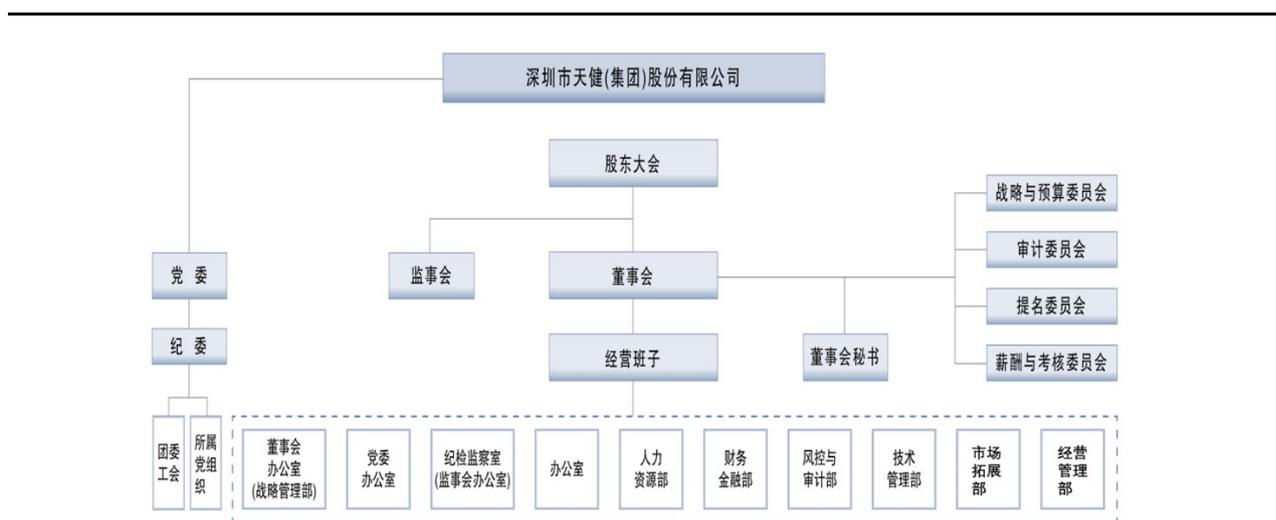
资料来源：公司 2018-2020 年审计报告及未经审计的 2021 年三季度报表，中证鹏元整理

附录二 公司股权结构图（截至 2021 年 9 月末）



资料来源：公司提供

附录三 公司组织结构图（截至 2021 年 9 月末）



资料来源：公司提供

附录四 2020 年末公司重要子公司情况

子公司名称	主要经营地	注册地	业务性质	持股比例(%)	
				直接	间接
深圳市市政工程总公司	深圳	深圳	市政工程施工，物业租赁等	100.00	
深圳市天健地产集团有限公司	深圳	深圳	房地产开发、销售	100.00	
深圳市天健坪山建设工程有限公司	深圳	深圳	市政道路、水电设备安装等	55.00	
深圳市天健信息技术有限公司	深圳	深圳	施工材料的实验检测等	100.00	
深圳市天健置业有限公司	深圳	深圳	房地产交易、租售代理、咨询等	100.00	
海南天健威斯特酒店有限公司	海南	海南	客房、餐饮等	100.00	
天健（深圳）酒店管理有限公司	深圳	深圳	物业管理、为酒店提供管理服务等	100.00	
深圳市天健涂料科技开发有限公司	深圳	深圳	涂料产品的技术开发和生产等	100.00	
深圳市天健投资发展有限公司	深圳	深圳	投资经营公路、桥梁、城市基础设施等行业	100.00	
深圳市天健城市服务有限公司	深圳	深圳	物业管理	100.00	
深圳市粤通建设工程有限公司	深圳	深圳	市政工程施工，物业租赁等	100.00	
深圳市天健住房租赁运营管理有限公司	深圳	深圳	自有房屋租赁、房地产经纪、物业管理等	100.00	
中国广东国际合作（集团）深圳公司	深圳	深圳	按粤经贸进字[1998]第 317 号项目	100.00	
广东海外建设发展有限公司	香港	香港	境外建筑工程承包、施工	60.00	
深圳市天健城市更新有限公司	深圳	深圳	物业租赁、物业管理等	100.00	

资料来源：公司 2020 年审计报告

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

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

附录六 信用等级符号及定义

一、中长期债务信用等级符号及定义

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

注：除 AAA 级，CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

二、债务人主体信用等级符号及定义

符号	定义
AAA	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高。
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
CC	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务。
C	不能偿还债务。

注：除 AAA 级，CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

三、展望符号及定义

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