



深圳市天健（集团）股份有限公司
2018年面向合格投资者公开发行永续期
公司债券（第一期）（品种一）2021年跟
踪评级报告

CSCI Pengyuan Credit Rating Report



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

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
人员与评级对象不存在任何足以影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

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

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

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

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



中证鹏元资信评估股份有限公司

评级总监：

谭璇

深圳市天健（集团）股份有限公司2018年面向合格投资者公开发行 可续期公司债券（第一期）（品种一）2021年跟踪评级报告

评级结果

主体信用等级	本次 AA+	上次 AA+
评级展望	稳定	稳定
债券信用等级	AAA	AAA
评级日期	2021-06-03	2020-06-10

评级观点

中证鹏元对深圳市天健（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）及其2018年12月21日面向合格投资者公开发行的可续期公司债券（第一期）（品种一）以下简称“本期债券”）的2021年跟踪评级结果为：本期债券信用等级维持为AAA，发行主体信用等级维持为AA+，评级展望维持为稳定。

该评级结果是考虑到：公司工程施工业务新签订单金额保持增长，房地产业务在在建项目储备充足，未来收入保障性强；公司营业收入保持增长，整体盈利能力较强且稳定；深圳市高新投集团有限公司（以下简称“深圳高新投”）提供的连带责任保证担保仍能有效提高本期债券的信用水平。同时也关注到，公司南宁区域房地产项目存在一定销售压力，房地产、棚改项目投资额较大，面临一定的资金压力，负债规模攀升较快，债务压力仍然较大等风险因素。

债券概况

债券简称：18天健Y1

债券余额规模：18.00亿元

债券到期日期：本期债券2018年12月21日发行，以每3个计息年度为1个周期

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

增信方式：保证担保

担保主体：深圳市高新投集团有限公司

未来展望

- 公司施工业务在手订单及房地产项目储备充足，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	2021.03	2020	2019	2018
总资产	506.13	489.99	403.13	317.41
归母所有者权益	118.21	109.56	95.91	86.96
总债务	191.05	195.92	117.64	108.85
营业收入	41.36	171.25	146.65	102.09
净利润	9.22	14.89	12.34	7.75
经营活动现金流净额	17.61	-1.58	2.92	-4.93
销售毛利率	42.62%	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	76.47%	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	61.60%	63.97%	54.91%	55.47%
FFO/净债务	--	7.08%	4.38%	2.34%
速动比率	0.65	0.58	0.35	0.46
现金短期债务比	1.25	0.96	1.14	1.02

资料来源：公司2018-2020年审计报告及2021年第一季度报告，公司提供，中证鹏元整理

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

优势

- **新签订单金额保持增长，在手订单充足，未来施工收入持续性强。**2020年工程施工业务新签合同金额达130.47亿元，保持增长；截至2020年3月末公司在建施工项目金额达到324.24亿元，公司在手订单充足，未来施工收入持续性强。
- **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3月末公司主要在售房地产项目尚未销售面积为91.95万平方米，主要在建项目规划计容面积151.46万平方米，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，未来房地产业务收入有保障。
- **公司整体盈利能力较强且稳定。**2020年销售毛利率较上年比较稳定，公司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，盈利能力较强且稳定。
- **深圳高新投提供的连带责任保证担保仍能有效提高本期债券的信用水平。**深圳高新投实力雄厚，业务发展情况良好，经中证鹏元综合评定，深圳高新投主体长期信用等级为AAA，其为本期债券提供的连带责任保证担保能有效提升本期债券的信用水平。

关注

- **公司南宁区域房地产项目存在一定销售压力，房地产、棚改项目投资额较大，面临一定的资金压力。**截至2021年3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，存在一定的销售压力。考虑在建房地产项目、宝安棚改项目后续投入，公司面临一定资金压力。
- **公司负债规模攀升较快，债务压力仍然较大。**出于业务发展需要，公司有息负债规模攀升较快。截至2021年3月末，公司有息债务规模为191.05亿元，杠杆比率较高，偿债压力仍然较大。

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、跟踪评级原因

根据监管部门规定及中证鹏元关于本期债券的跟踪评级安排，在初次评级结束后，将在受评债券存续期间每年进行一次定期跟踪评级。

二、本期债券募集资金使用情况

公司于2018年12月21日发行18.00亿元本期债券，募集资金扣除发行费用后的14.97亿元用于偿还有息负债，剩余资金用于补充营运资金。截至2020年末，本期债券募集资金已使用完毕。

三、发行主体概况

截至2021年3月末，公司总股本为186,854.54万股，跟踪期内无变动。

根据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”）《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3月末，公司控股股东为特区建工，实际控制人仍为深圳市国资委。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间接持有公司23.47%、16.10%的股权。

表1 截至2021年3月末公司前十大股东明细（单位：股）

股东名称	股东性质	持股比例	持股数量
深圳市特区建工集团有限公司	国有法人	23.47%	438,637,781
深圳市资本运营集团有限公司	国有法人	16.10%	300,826,447
深圳市高新投集团有限公司	国有法人	3.22%	60,165,290
国泰君安证券资管—招商银行—国泰君安君享天健如意集合资产管理计划	其他	1.43%	26,700,071
香港中央结算有限公司	境外法人	1.11%	20,746,172
上海闵行联合发展有限公司	国有法人	0.84%	15,691,337
中央汇金资产管理有限责任公司	国有法人	0.83%	15,576,070
陈重孚	境内自然人	0.77%	14,324,538
杨龙忠	境内自然人	0.47%	8,715,900
冯骏驹	境内自然人	0.42%	7,891,660
合计		48.66%	909,275,266.00

资料来源：公司2021年第一季度报告，中证鹏元整理

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

2020年4月，公司总裁宋扬因工作调动辞去公司总裁职务，仍担任公司董事及董事会专门委员会相关职务；副总裁尹剑辉辞去公司副总裁职务并不再担任公司高级管理人员。2020年4月10日，公司第八届董事会第三十三次会议决议聘任何云武先生为公司总裁、袁立群先生为公司副总裁。2021年4月9日，公司董事长韩德宏先生因工作调动原因申请辞去公司董事长职务，仍担任公司董事职务；同日，公司董事会选举宋扬先生担任公司董事长，并于4月13日完成工商变更登记手续，公司法定代表人由韩德宏变更为宋扬。

公司业务领域包括建筑施工业务、房地产开发及城市综合服务等，以建筑施工业务、房地产开发业务为主，业务区域涉及广东省、湖南省、上海市等多个省市自治区。2020年，公司合并范围新增7家子公司，减少1家子公司。

表2 2020年公司合并报表范围变化情况（单位：亿元）

1、2020年新纳入公司合并范围的子公司情况

子公司名称	持股比例	出资额/取得成本	合并方式
深圳市前海天健房地产开发有限公司	100%	1.00	新设
深圳市天睿实业发展有限公司	100%	0.10	新设
深圳市天灏实业发展有限公司	100%	0.10	新设
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 ²	51%	0.007	收购
深圳苏商建设工程有限公司	100%	0.29	收购

2、2020年不再纳入公司合并范围的子公司情况

子公司名称	持股比例	注册资本	不再纳入的原因
深圳市艺景达园林绿化有限公司	-	-	注销

资料来源：公司2020年审计报告，中证鹏元整理

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

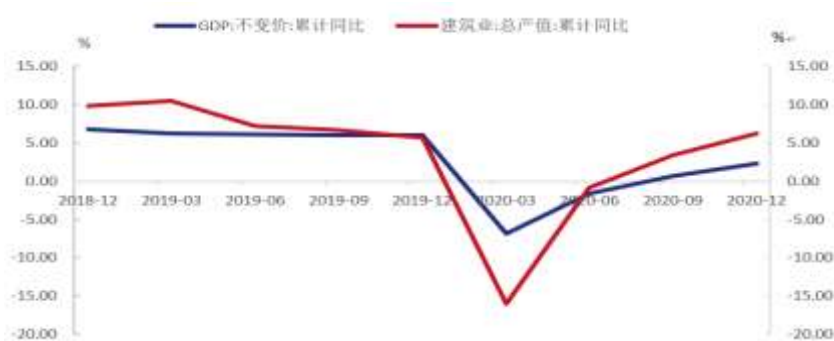
2020年建筑工业行业发挥了经济稳定器作用，2021年此作用或将减弱。受疫情冲击影响，2020年以来中国经济增速降幅较大，第一季度GDP同比下降6.8%，随着疫情控制，我国经济稳步恢复，但增速仍远低于2019年水平；作为经济稳定器，建筑业在疫情得到控制后快速反弹，2020年实现总产值

² 原广东省中宏景和建设工程有限公司。

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。

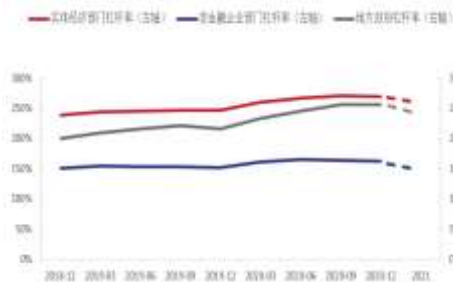
图1 2020年建筑业对实际GDP增速形成上支撑，2021年此作用或将减弱



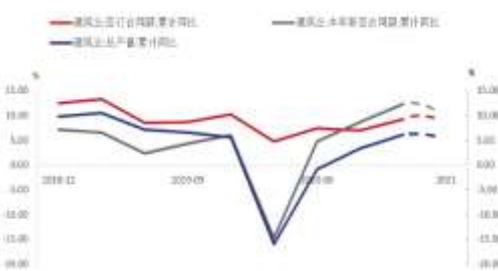
数据来源：wind，中证鹏元整理

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

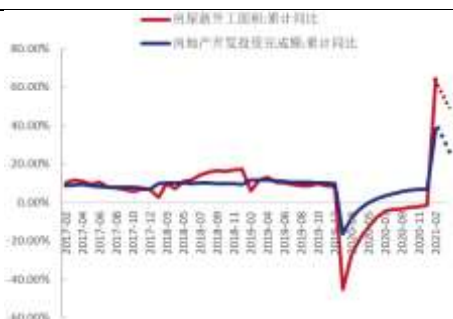
图3 预计2021年建筑业产值增速放缓


数据来源：wind，中证鹏元整理

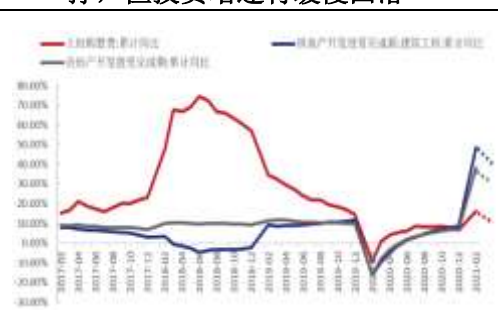
2021年房地产开发投资规模仍具一定韧性，但增速将缓慢回落

中证鹏元预计2021年房地产新开工面积略下滑至-3%至-1%。随着疫情解除后各行业加速复工复产，2020年新开工面积累计增速逐步收窄至-1.20%，三季度以来，“房住不炒”的调控信号进一步明确，2021年2月新开工面积累计增速同比大幅增至64.3%，主要系2020年同期受到疫情影响项目普遍停工，低基数是同比大幅增长的主要原因，如果排除疫情影响，相较于2019年1-2月，房地产新开工面积累计增速下滑9.44%。考虑到融资管控常态化下房企拿地的趋势性回落，叠加库存水平抬升的抑制作用，中证鹏元预计2021年房企开工意愿将持续减弱，房屋新开工面积累计增速为-3%至-1%。

中证鹏元预计2021年国内房地产开发投资增速增幅缓慢回落至3%-6%。2020年房地产开发投资累计同比增长7.0%，增速创2019年4月以来新高，增速延续修复；2021年1-2月，房地产开发投资累计同比增长38.3%，如果排除疫情影响，相较于2019年1-2月，房地产开发投资累计同比增长14.18%，但房地产新开发面积相较于2019年1-2月减少9.44%，也就是2021年1-2月房地产开发投资主要靠施工环节支撑，房企加快施工进度抢占春节等营销节点，支撑房地产开发投资保持较快增长。考虑到“三道红线”影响，开发投资增速大幅上涨可能性不大。

图4 新开工后续乏力，增速呈回落态势


资料来源：Wind，中证鹏元整理

图5 建筑工程对房地产开发投资形成支撑，但投资增速将缓慢回落


资料来源：Wind，中证鹏元整理

中证鹏元预计2021年土地购置费增速存在向下并转负的可能。从主要分项数据来看，2020年土地市场由热转冷，上半年流动性合理充裕带动房企拿地情绪高涨，对开发投资形成有利支撑，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”的监管新规，土地出让市场整体走低，2020年土地购置费用同比增长6.7%，已较上年同期14.5%的增速大幅回落。考虑到上半年房企拿地金额较高，土地成交兑现为房地产投资具有时滞效应，土地购置费增速短期仍有支撑，但随着融资收紧下房企拿地意愿的收敛，中证鹏元预计土地购置费增速存在向下并转负的可能，将会对未来的地产开发投资形成拖累。基于目前施工面积仍维持高位，施工单价提升，预计建安投资将稳定增长。

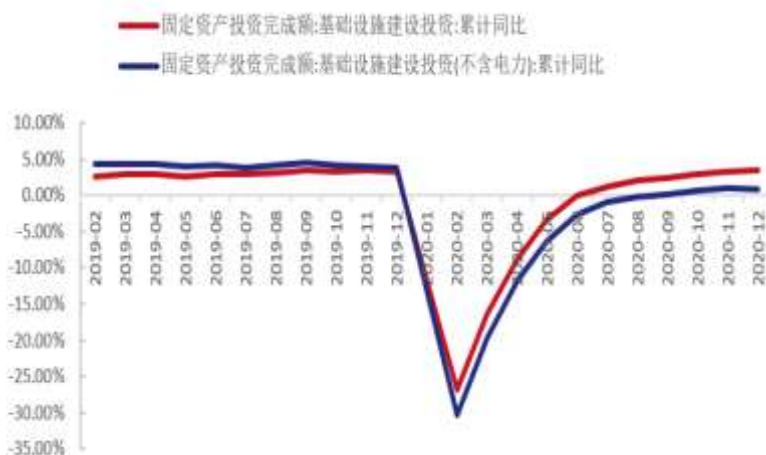
综合上述影响，预计2021年房地产开发投资规模仍具一定韧性，但增速将缓慢回落至3%-6%，进而影响房屋建筑市场增速放缓。

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6 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“房住不炒”总基调延续，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，落实好房地产长效管理机制。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。

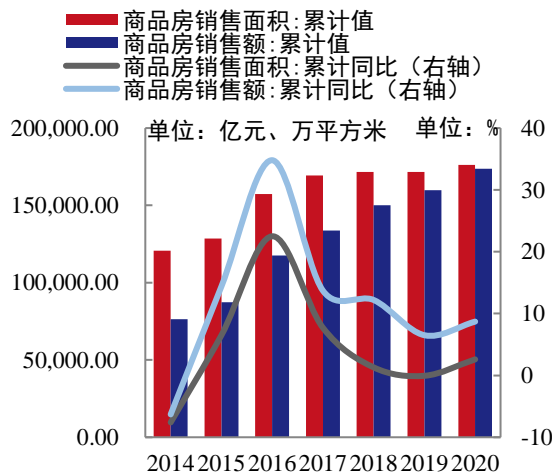
地方层面，2020年初在新冠肺炎疫情的冲击下，经济下行压力加大，多地出台了降低预售条件、减缓土地出让金缴纳等供给端调控政策以支持房地产行业发展。而进入2020年下半年以来，随着疫情的逐

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、不同城市群销售情况持续分化，核心区域级城市的价格支撑更强，仍需关注棚改货币化依赖程度较高、经济发展落后和产业结构偏差的城市销售情况

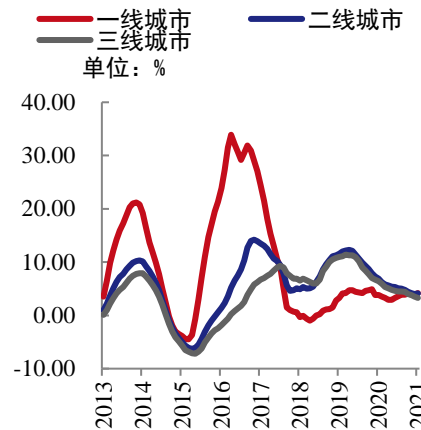
2020年伊始，疫情冲击下商品房销售大幅下滑，随着疫情防控工作逐步见效，购房需求回补，二季度以来房地产销售情况有所好转，叠加房企持续加大推盘力度以达成全年销售目标，2020年全国商品房销售面积176,086万平方米，比上年增长2.6%；销售额同比增长8.7%。新建商品房住宅价格方面，2020年不同能级城市分化明显，二三线城市呈现下滑趋势，一线城市热度不减，仍具韧性。

图7 商品房销售情况



资料来源：Wind，中证鹏元整理

图8 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

从不同类别城市表现来看，疫情影响下2020年一季度各能级城市成交面积下滑均较大，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。三四线城市房地产市场仍受到前期棚改托底，2020年销售呈现一定韧性，但2020年系三年棚改攻坚计划的最后一年，随着棚改任务将进一步淡化，叠加疫情之后居民购买力弱化、潜在需求透支将对三四线城市购房需求产生负面影响。

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。部分棚改货币化依赖程度较高、经济发展落后和产业结构偏差的

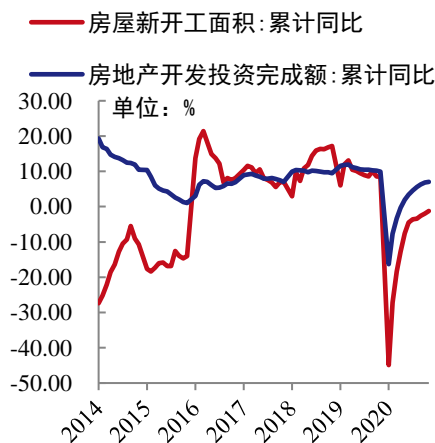
城市成交面积将出现下滑，并面临一定的价格回调。

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，上半年流动性合理充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。

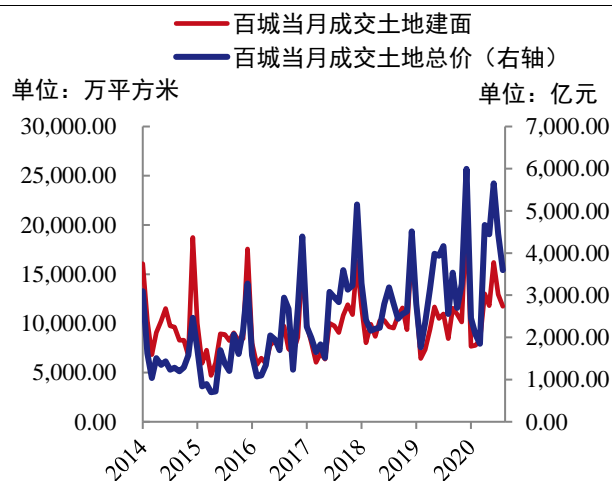
土地成交方面，随着疫情后流动性逐步宽松，销售回暖下房企持续推盘，叠加政府财政支出扩张背景下积极加大土地供应的数量和质量，2020年百城成交土地规划建筑面积累计同比增长12.35%，较2019年同期-0.97%的增速明显回升；进入2020年下半年后，调控政策频频落地导致后市融资压力加剧，百城成交土地建面单月同比增速逐步收敛。分城市能级来看，一线城市成交热度较高，二线、三线城市成交结构性特征较明显，热点城市成交量维持较高水平。土地成交价格方面，疫情后各地方政府有意控制供地节奏并于上半年集中供应较多优质地块，推动土地市场价格整体呈增长态势，土地溢价率保持在高位；进入下半年，土地市场由热转冷，百城土地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

图9 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10 百城成交土地情况



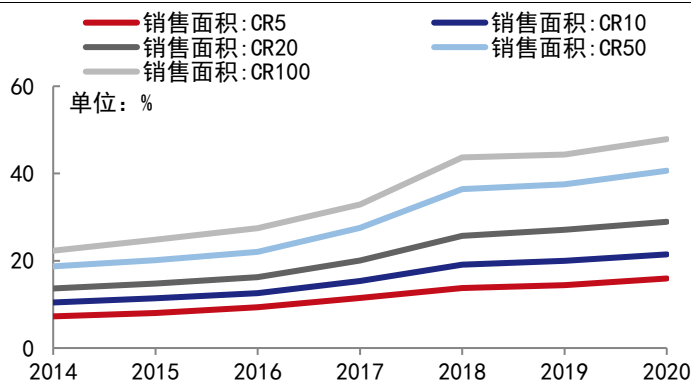
资料来源：Wind，中证鹏元整理

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%，较上年末分别提升了1.51、3.08和3.51个百分点。房地产行业规模效应显著，行业集中度继续提升，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11 房地产行业集中度持续提升



资料来源: Wind, 中证鹏元整理

五、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，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。

2020年，公司实现营业收入171.25亿元，同比增长16.77%。其中，随着公司光明茅洲河碧道项目等重点项目推进，以及市场拓展，公司工程施工业务保持较快增长，实现营业收入123.06亿元，同比增长26.62%；公司前期房地产项目陆续结转，实现房地产收入69.17亿元，同比增长5.43%；公司营业收入内部抵消主要系公司部分房地产项目由公司子公司市政总公司作为总承包所致。毛利率方面，2020年公司销售毛利率较上年较为稳定，具体而言，受原材料价格等影响工程施工毛利率小幅下降，房地产项目较上年提升5.47个百分点，主要系结转毛利率较高的天健天骄南苑项目所致。

表3 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元）

项目	2021年1-3月		2020年		2019年	
	金额	毛利率	金额	毛利率	金额	毛利率
工程施工	16.66	7.57%	123.06	6.09%	97.19	6.82%
房地产	24.97	63.33%	69.17	47.38%	65.61	41.91%
棚改项目管理服务	0.26	23.90%	1.21	22.64%	1.52	33.90%
物业租赁	0.96	44.79%	3.04	35.71%	3.02	41.38%
其他业务	1.43	6.07%	6.21	7.10%	5.72	5.13%
内部抵消	-2.93	-	-31.44	-	-26.42	-

合计	41.36	42.62%	171.25	23.82%	146.65	23.39%
----	-------	--------	--------	--------	--------	--------

资料来源：公司 2019-2020 年审计报告，公司提供，中证鹏元整理

（一）建筑工程施工业务

公司整体施工资质较为全面且等级高，整体承接及施工能力强；新签订单金额保持增长，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市政工程总公司（以下简称“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。公司施工资质多且等级高，2020年公司新增和升级资质12项，其中包括深圳市天健坪山建设工程有限公司通过收购深圳苏商建设工程有限公司100%股权获得市政公用工程施工总承包壹级资质；截至2020年末拥有1个特级资质，为市政公用工程施工总承包特级资质；拥有13个壹级资质³，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10个。此外，截至2020年末，公司拥有一级建造师413人。高等级且较为全面的施工资质、较强的技术实力使得公司项目承揽能力强。

表4 截至 2020 年末公司主要资质情况

施工总承包资质	专业承包资质
市政公用工程施工总承包特级	公路路面工程专业承包壹级
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
	古建筑工程专业承包壹级
	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2020年年度报告，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，业务区域主要集中在广东地区，并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、

³ 同种资质以最高等级统计。

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。2020年工程施工业务新签合同金额达130.47亿元（合并抵消前），同比增长8.42%，增速较上年下滑14.86个百分点，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。其中由于当前市场推广工程总承包发包方式，公司工程总承包模式新签合同金额为上年的7.84倍；依靠与政府紧密联系，道路日常养护项目较上年增长38.67%，其中粤通公司中标了坪山区5.97平方公里管养项目，是深圳首个市政道路一体化管养改革试点项目。2021年1季度，公司新签合同金额为5.29亿元，较上年同期增长34.71%，但仍低于2019年同期水平。

表5 2019-2021年一季度工程施工业务新签合同情况（合并抵销前）（单位：个、万元）

业务模式	2021年1-3月		2020年		2019年	
	个数	金额	个数	金额	个数	金额
施工承包	5	6,351.61	48	811,751.29	53	1,097,331.80
工程总承包	6	16.87	27	419,084.26	6	53,467.50
项目代建管理	0	-	3	1,021.52	1	46.53
道路日常养护	11	46,557.00	50	72,805.98	13	52,501.56
合计	22	52,925.48	128	1,304,663.05	73	1,203,347.39

资料来源：公司提供，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，主要是2019年新开工项目较多，2020年以续建项目为主；2020年末公司在施工项目184个，在施工项目合同金额332.99亿元，同比增长9.40%，在手订单规模保持增长。截至2021年3月末公司在建施工项目金额达到324.24亿元，公司在手订单充足，未来施工收入持续性强。

表6 2019-2020年天健集团施工项目情况（合并抵消前）（单位：个、亿元）

项目	2021年1-3月		2020年		2019年	
	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
期间新开工项目	28	30.63	95	116.39	105	129.51
期间竣工项目	44	39.39	52	87.77	31	10.95
期末在建项目	168	324.24	184	332.99	141	304.37

资料来源：公司2019-2020年年度报告、2021年第一季度报告全文，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，但区域风险相对不高

2020年，建筑业作为经济稳定器在疫情得到控制后快速反弹，公司在复工后加快工程进度，工程施工收入保持较快增长，同比增速为26.62%。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7 2019-2021年一季度公司施工收入地区分布情况（合并抵销前）（单位：万元）

地区	2021年1-3月		2020年		2019年	
	收入	占比	收入	占比	收入	占比
广东省	145,973.77	87.61%	1,050,148.75	85.34%	809,023.25	83.24%
广西壮族自治区	4,779.50	2.87%	84,768.45	6.89%	85,529.54	8.80%
湖南省	935.43	0.56%	17,115.09	1.39%	56,555.93	5.82%
上海市	97.93	0.06%	0.00	0.00%	803.88	0.08%
其他	14,822.34	8.90%	78,558.02	6.38%	19,981.14	2.06%
合计	166,608.96	100.00%	1,230,590.30	100.00%	971,893.73	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%进行支付进度款；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，跟踪期经营表现良好

公司负责房地产业务的核心企业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。

近两年，新开工面积波动较大，主要系天健集团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，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，2020年合同销售面积有所上升，但合同销售金额下降，主要系2019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-

3月，公司房地产合同销售金额达65.59亿元，销售单价较高，主要系深圳天健悦桂府项目开盘销售。

表8 2019-2021年一季度房地产开发经营情况（单位：万平方米、亿元）

项目	2021年1-3月	2020年	2019年
新开工面积	0.00	26.45	89.37
竣工面积	0.00	78.68	67.08
合同销售面积	9.66	23.54	22.79
合同销售金额	65.59	71.74	87.22

资料来源：公司 2019-2020 年年度报告和 2021 年一季度报告、公司提供，中证鹏元整理

房地产收入方面，2020年结转的收入来源主要为天健天骄南苑、南宁天健和府、长沙天健城等项目，全年实现房地产业务收入69.17亿元。毛利率方面，公司在深圳、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；公司在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。2020年公司房地产业务整体毛利率为47.38%，较上年小幅提升。2021年1-3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9 2020年和2021年一季度主要房地产项目收入及毛利率情况（单位：万元）

区域	项目	2021年1-3月		2020年	
		业务收入	毛利率	业务收入	毛利率
深圳	天健公馆	-	-	27,429.70	42.11%
	天健天骄南苑	3,404.16	60.54%	429,561.90	62.45%
	天健天骄北庐	205,839.74	65.50%	-	-
惠州	天健阳光花园一期	-	-	1,869.53	51.58%
	南宁西班牙小镇	-	-	2,738.66	19.02%
南宁	南宁天健城一期	-	-	2,817.27	12.00%
	天健和府	5,750.18	-19.30%	52,539.97	-21.36%
长沙	长沙天健城	18,568.14	40.11%	67,612.84	33.63%
广州	广州天健汇	2,430.54	33.69%	8,053.79	15.80%
	广州云山府	7,779.38	22.59%	22,708.48	25.06%
上海	上海天健萃园	-	-	6,469.79	55.37%
上海	上海浦荟大楼	2,061.71	30.55%	19,950.25	28.66%
合计		245,833.85	-	641,752.18	-

资料来源：公司 2020 年年度报告和 2021 年一季度报告，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

截至2021年3月末，公司主要在售房地产项目16个，可供销售面积合计209.55万平方米，同比增长30.91%，尚未销售面积为91.95万平方米，同比增长20.92%。具体来看，深圳天健公馆、广州天健汇、上海地区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；考虑到南宁房地产项目较高的拿地成本推高售价，去化较慢，存在一定销售压力。

表10 截至 2021 年 3 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	累计结算面积	尚未销售面积
深圳	天健公馆	4.28	2.38	2.18	2.14	0.20
	天健天骄（南苑）	8.06	7.21	6.74	6.71	0.47
	天健天骄（北庐）	12.64	9.34	2.80	1.96	6.54
	天健悦桂府	6.72	5.80	5.38	0.00	0.42
惠州	天健阳光花园一期	8.84	8.79	8.41	8.43	0.38
	天健书香名邸	23.40	22.99	9.19	0.00	13.80
广州	天健汇	3.07	2.70	2.07	2.09	0.63
	天健云山府	5.67	4.54	0.77	0.52	3.78
	天健天玺花园	6.73	5.59	2.13	0.00	3.46
上海	天健萃园	6.82	6.50	6.48	6.43	0.03
	浦荟大楼	2.41	1.60	1.44	1.44	0.16
长沙	天健城	36.41	33.98	22.07	21.15	11.91
南宁	天健西班牙小镇	20.66	20.61	16.66	16.66	3.95
	天健城	53.66	51.93	21.09	15.30	30.84
	天健和府	23.97	19.82	7.75	7.11	12.07
东莞	天健阅江来	6.05	5.74	2.44	0.00	3.30
合计		229.36	209.55	117.59	89.94	91.95

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 年一季度报告，中证鹏元整理

公司房地产项目储备充足，截至2021年3月末，公司主要在建项目12个，规划计容面积151.46万平方米，合计总投资255.71亿元，已投资197.07亿元，尚需投资58.64亿元，面临一定后续投资支出压力。

表11 截至 2021 年 3 月末公司主要在建项目情况（单位：万平方米、亿元）

城市	项目名称	项目业态	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	2.42	1.56
	天健创智新天地	产业	9.89	10.43	6.77	3.66
	天健悦桂府	住宅+商业	6.72	51.11	42.10	9.01
东莞	天健阅江来	住宅+公寓+底商	6.05	16.87	13.15	3.72
惠州	天健书香名邸	住宅+商业	23.40	16.07	8.92	7.14
广州	天健天玺花园	住宅+商业	6.73	20.11	13.07	7.04
	天健东玥台	住宅+商业	4.21	10.10	7.41	2.69
南宁	天健城	住宅+商业	53.66	47.84	43.82	4.01
	天健和府	住宅+商业	23.97	24.26	19.81	4.45
苏州	山棠春晓别墅	别墅	3.16	18.16	15.49	2.67
	清枫和苑	住宅	5.61	15.15	10.54	4.61
	清风和景	住宅	6.94	21.64	13.56	8.07
合计		-	151.46	255.71	197.07	58.64

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 2021 年一季度报告，中证鹏元整理

土地储备方面，截至2020年末，公司持有深圳西丽汽车城项目地块，公司原计划用于产业项目建设，但目前由于政府规划原因，该地块附近将建设西丽地铁枢纽站，受此影响该地块已暂停建设，未来该地

块的建设情况受市政规划存在一定的不确定性。

（三）城市综合服务业务

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

2020年，公司拓展各类棚改前期服务项目23个，全年确认棚改项目管理服务收入1.21亿元，同比下降20.67%，2021年1-3月，公司实现棚改项目管理服务收入0.26亿元，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3月末，签约8,281户，签约率99.6%，搬离9.3万人，安全拆除房屋1,347栋，拆除率100%，规划建设如期推进；三大片区均处于正常施工阶段，进展符合预期。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2020年末，该项目签约491套，签约率99.8%，当前已开展现状调研及初步规划方案编制工作。

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，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。截至2021年3月末，公

司位于深圳地区的主要物业可租面积达24.90万平方米。

出租率方面，公司物业较为优质，近年来大部分物业出租率均处于较高水平。公司的住宅、商业及写字楼物业，近年来出租率大部分在90%以上，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。2020年公司物业租赁业务实现营业收入3.04亿元，与上年基本持平。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 截至 2021 年 3 月末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	2020年平均出租率	2021年3月末出租率
景田综合大楼	住宅及配套	100.00%	6,141.66	99%	97%
景田综合市场	住宅及配套	100.00%	19,551.26	96%	98%
香蜜新村	住宅	100.00%	2,301.74	97%	100%
天健创智中心	写字楼及配套	100.00%	70,891.75	95%	94%
天健创业大厦	写字楼及配套	100.00%	28,815.02	98%	98%
天健商务大厦	写字楼及配套	100.00%	23,447.22	87%	85%
市政大厦	写字楼及配套	100.00%	9,779.97	97%	100.00%
沙头角综合楼	写字楼及配套	100.00%	4,413.95	50%	16%
天然居商业中心	商业	100.00%	7,662.71	100%	100%
清水河干货仓	工业厂房及配套	100.00%	10,325.78	0%	0%
坑梓工业厂房	工业厂房及配套	100.00%	12,887.67	75%	100%
粤通工业区	工业厂房及配套	100.00%	16,656.39	100%	89%
华富工业园	工业厂房及配套	100.00%	29,491.08	94%	98%
石岩厂房	工业厂房及配套	100.00%	6,674.40	100%	100%
合计			249,040.60	-	-

资料来源：公司 2020 年年度报告和 2021 年一季度报告，中证鹏元整理

六、财务分析

财务分析基础说明

以下分析基于公司提供的经天健会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2019-2020 年审计报告和未经审计的 2021 年第一季度财务报表，报告均采用新会计准则编制。2020 年，公司合并范围新增 7 家子公司，减少 1 家子公司，具体见表 2。

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，具体影响如下表所示。

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。

资产结构与质量

随着业务增长以及融资规模增加，公司资产规模增长较快，资产质量良好

随着业务增长以及融资规模增加，公司资产规模快速增长，截至2020年末，公司资产规模为489.99亿元。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，公司账上货币资金为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。公司存货主要为房地产项目开发成本和开发产品，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。

公司其他权益投资主要包括对深圳莱宝高科技股份有限公司（002106.SZ）、上海临港控股股份有限公司（600848.SH）、喀什深圳城有限公司的股权投资，以公允价值计量，期末账面价值分别为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较好，主要位于深圳市，出租率较高，且均采用成本模式进行后续计量，考虑到取得时间较早、成本较低，目前市场价值高于账面价值。截至2020末，除深圳车库无权证外，公司仍有价值1.09亿元投资性房地产未办妥权证。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。

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13 公司主要资产构成情况（单位：亿元）

项目	2021年3月		2020年		2019年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	96.97	19.16%	86.30	17.61%	49.52	12.28%
应收账款	26.97	5.33%	27.05	5.52%	21.77	5.40%
其他应收款	5.44	1.08%	5.23	1.07%	2.40	0.60%
存货	263.57	52.08%	264.94	54.07%	272.48	67.59%
合同资产	46.47	9.18%	42.44	8.66%	0.00	0.00%
流动资产合计	447.24	88.36%	433.60	88.49%	353.49	87.69%
其他权益工具投资	10.08	1.99%	10.86	2.22%	10.90	2.70%

投资性房地产	24.65	4.87%	24.31	4.96%	24.74	6.14%
无形资产	6.12	1.21%	5.86	1.20%	1.49	0.37%
递延所得税资产	7.83	1.55%	8.50	1.73%	7.30	1.81%
非流动资产合计	58.89	11.64%	56.39	11.51%	49.64	12.31%
资产总计	506.13	100.00%	489.99	100.00%	403.13	100.00%

资料来源：公司 2019-2020 年审计报告和未经审计的 2021 年第一季度财务报表，中证鹏元整理

盈利能力

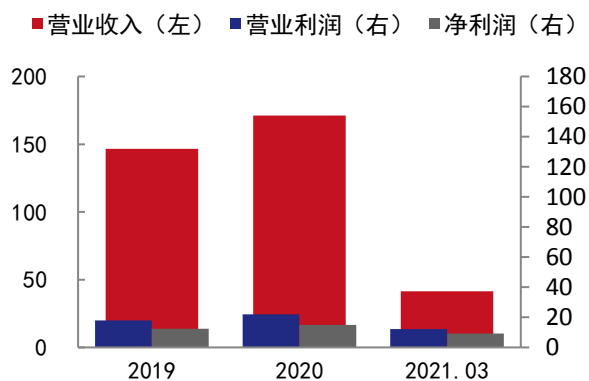
公司营业收入持续增长，盈利能力较强且稳定

公司营业收入主要来源于工程施工和房地产开发业务。2020年工程施工保持较快增长，房地产业务收入主要来源于天健天骄南苑、南宁天健和府、长沙天健城三期等项目，2020年房地产业务收入增速为 5.43%，整体来看，公司营业收入保持增长。考虑到公司工程施工业务在手合同金额较大、房地产项目储备充足，预计公司营业收入持续性较好。

从毛利率来看，公司2020年综合毛利率较上年较为稳定。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2020年末，公司天健天骄（北庐）尚未销售面积6.54万平方米，尚有32.18亿元销售金额未结转，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。

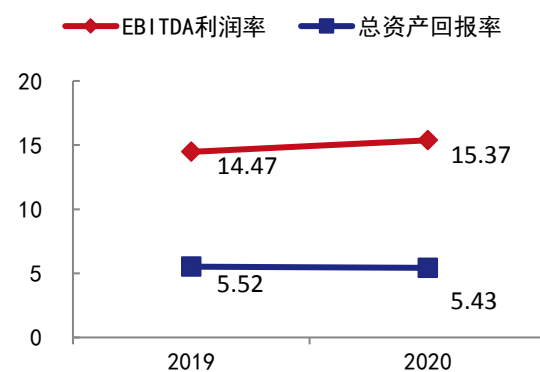
公司EBITDA利润率、总资产回报率均较为稳定，显示公司获取现金利润能力、运营效益比较稳定。

图12 公司收入及利润情况（单位：亿元）



资料来源：公司 2019-2020 年审计报告和未经审计的 2021 年第一季度财务报表，中证鹏元整理

图13 公司盈利能力指标情况（单位：%）



资料来源：公司 2019-2020 年审计报告，公司提供，中证鹏元整理

现金流

公司经营活动现金流表现不佳，对外融资规模较大，未来面临一定资金压力

2020年，尽管公司房地产项目销售面积有所增长，但销售金额下降，加之应收账款规模增长较快，公司经营现金流表现不佳，全年呈净流出状态。

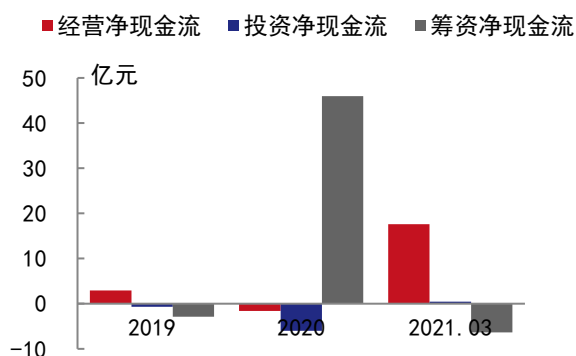
投资现金流方面，受江苏省如东县“三河六岸”河道整治及景观绿化工程PPP项目投入影响，2020年净流出6.02亿元。

为满足业务发展需要，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。2020年，公司吸收投资收到现金7.07亿元，主要系发行7.00亿元的可续期债券（20天健Y1）的募集资金。同期，公司通过银行借款筹得资金146.52亿元，较上年增长91.07%。全年，公司偿还债务支付的现金为93.18亿元，筹资活动净流入45.99亿元，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，加之2020年房地产预售金额下滑，经营活动现金流表现不佳。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。

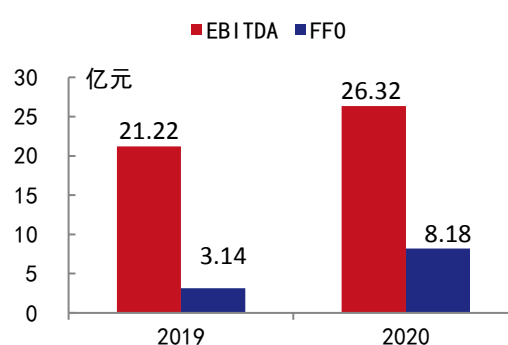
2021年一季度，得益于房地产项目销售金额较多，公司获得较多经营现金流入。

图14 公司现金流结构



资料来源：公司 2019-2020 年审计报告和未经审计的 2021 年第一季度财务报表，中证鹏元整理

图15 公司 EBITDA 和 FFO 情况

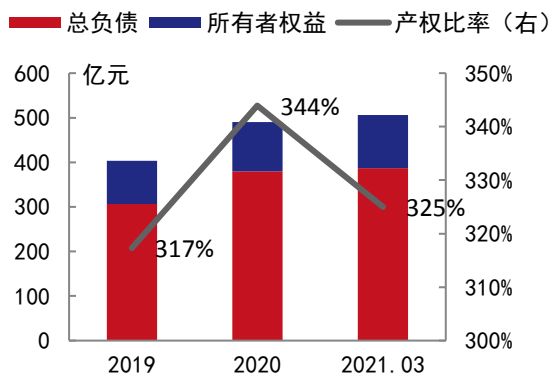


资料来源：公司 2019-2020 年审计报告，公司提供，中证鹏元整理

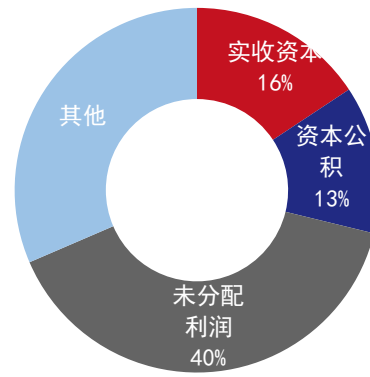
资本结构与偿债能力

公司负债规模攀升较快，债务压力仍然较大

截至2020年末，公司所有者权益为110.37亿元（含永续债24.94亿元），较上年末小幅提升，主要系公司于2020年4月发行规模为7亿元的可续期债券20天健Y1。随着公司融资规模增长，公司所有者权益对负债保障程度有所下降。2020年一季度，公司所有者权益随着利润积累增长至119.08亿元。

图16 公司资本结构


资料来源：公司 2019-2020 年审计报告和未经审计的 2021 年第一季度财务报表，中证鹏元整理

图17 2021 年 3 月末公司所有者权益构成


资料来源：公司未经审计的 2021 年第一季度财务报表，中证鹏元整理

公司负债规模涨幅较大，主要系2020年公司对外融资较多所致。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，2020年末同比增长171.98%，天健集团发行20天健集SCP001导致其他流动负债规模上升。经营性负债方面，应付账款主要为工程款、材料款，随着公司建筑施工业务规模快速增长，应付账款规模上升。公司合同负债由于收入会计政策变更增加，主要系预收售楼款、工程款，可比口径来看，由于房地产项目销售金额下降，规模较期初有所缩减。

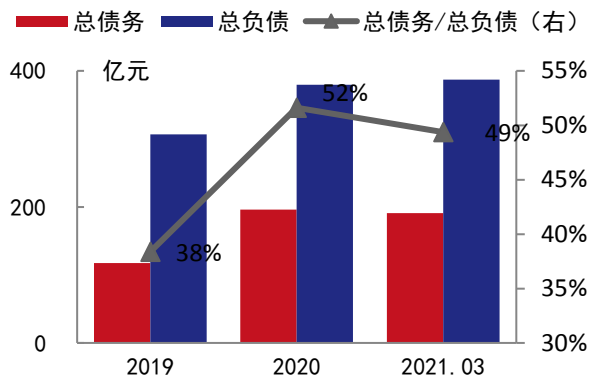
表14 公司主要负债构成情况（单位：亿元）

项目	2021 年 3 月		2020 年		2019 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	46.61	12.04%	55.81	14.70%	20.52	6.69%
应付账款	82.58	21.34%	106.46	28.04%	75.21	24.54%
合同负债	75.18	19.42%	49.62	13.07%	0.00	0.00%
预收账款	0.28	0.07%	0.33	0.09%	79.66	25.99%
应交税费	25.00	6.46%	22.32	5.88%	16.41	5.35%
一年内到期的非流动负债	23.68	6.12%	25.97	6.84%	23.06	7.52%
其他流动负债	12.77	3.30%	8.72	2.30%	0.00	0.00%
流动负债合计	284.08	73.40%	288.89	76.10%	229.09	74.74%
长期借款	89.79	23.20%	83.17	21.91%	74.04	24.15%
递延所得税负债	8.64	2.23%	7.07	1.86%	3.22	1.05%
非流动负债合计	102.96	26.60%	90.72	23.90%	77.44	25.26%
负债合计	387.04	100.00%	379.61	100.00%	306.53	100.00%

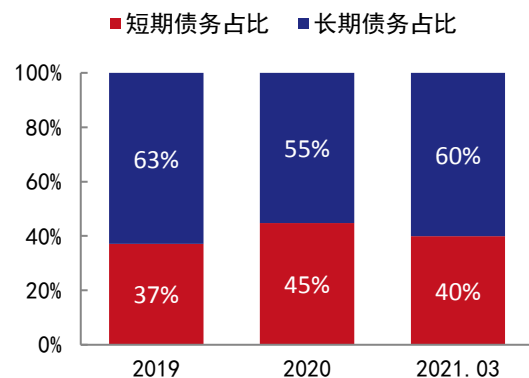
资料来源：公司 2019-2020 年审计报告和未经审计的 2021 年第一季度财务报表，中证鹏元整理

出于业务发展需要，公司有息负债规模增长较快。截至2021年3月末，公司有息债务规模为191.05亿元。需要注意的是，尽管本期债券及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，但根据本期债券及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，跟踪期内，短期借款的增加和短期融资券的发行使得短期负债比重有所上升。

图18 公司债务占负债比重


资料来源：公司 2019-2020 年审计报告和未经审计的 2021 年第一季度财务报表，公司提供，中证鹏元整理

图19 公司长短期债务结构


资料来源：公司提供，中证鹏元整理

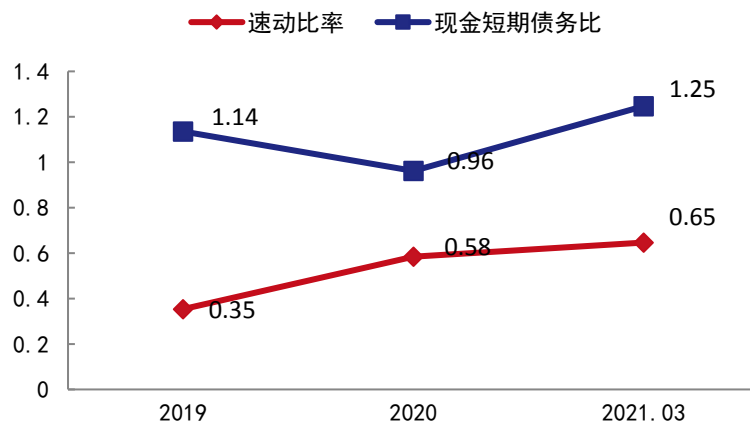
2020年，由于公司债务规模增长，杠杆比率上升，债务压力增加；但由于公司利润增长，EBITDA对利息保障程度较上年提升。

表15 公司杠杆状况指标

项目	2021年3月	2020年	2019年
资产负债率	76.47%	77.47%	76.04%
净债务/EBITDA	--	4.39	3.38
EBITDA 利息保障倍数	--	4.15	3.53
总债务/总资本	61.60%	63.97%	54.91%
FFO/净债务	--	7.08%	4.38%

资料来源：公司 2019-2020 年审计报告和未经审计的 2021 年第一季度财务报表，公司提供，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。2021年3月末，受益于公司房地产业务大量预售款流入，期末公司速动比率进一步提升，现金短期债务比显著改善。

图20 公司流动性比率情况


资料来源：公司 2019-2020 年审计报告和未经审计的 2021 年第一季度财务报表，公司提供，中证鹏元整理

七、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（2021年4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2020年12月31日，尚未结清的担保金额合计52.46亿元。此外，公司无其他对外担保，存在一定或有负债风险。

八、本期债券偿还保障分析

深圳高新投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

深圳高新投原名深圳市高新技术产业投资服务有限公司，系由深圳市投资管理公司（现已更名为深圳市投资控股有限公司，以下简称“深圳投控”）、深圳市科学技术发展基金会、深圳市国家电子技术应用工业性实验中心、深圳市生产力促进中心于1994年12月投资成立，初始注册资本1亿元。深圳高新投于2004年更名为“深圳市高新技术投资担保有限公司”，2011年12月更名为现名。历经多次股权转让和增资扩股，截至2020年末，深圳高新投注册资本和实收资本均为138.52亿元，控股股东深圳投控持有公司31.17%股权，最终控制人为深圳市人民政府，股权结构如表17所示。

表16 截至 2020 年末深圳高新投股东情况（单位：万元）

股东名称	出资额	出资比例
深圳市投资控股有限公司	431,037.81	31.17%
深圳市平稳发展投资有限公司	354,045.38	25.56%
深圳远致富海三号投资企业（有限合伙）	206,234.99	14.89%
深圳市财政金融服务中心	154,040.18	11.12%
深圳市远致投资有限公司	113,841.55	8.22%
恒大集团有限公司	98,070.62	7.08%
深圳市海能达投资有限公司	24,517.65	1.77%
深圳市中小企业服务署	3,422.31	0.25%
合计	1,385,210.50	100.00%

资料来源：深圳高新投 2020 年审计报告，中证鹏元整理

深圳高新投形成了以融资担保和非融资担保业务为主、创业投资业务为辅、资金管理及咨询、典当、小额贷款等延伸业务作为补充的多元业务结构，并通过设立专业子公司实现融资担保、非融资担保和创业投资等业务的专业化经营。作为深圳市委、市政府为解决中小科技企业融资难问题而设立的金融担保机构，深圳高新投主要为深圳市内科技企业提供服务，包括融资担保、短期资金支持等。

深圳市经济发达，金融产业保持良好发展，近年出台了一系列扶持小微融资举措，区域融资需求和政策环境为担保行业营造了较好发展环境。同时中证鹏元也关注到随着深圳高新投委托贷款业务规模增长，委托贷款逾期规模也大幅提升，截至2020年末，委托贷款规模已达到174.04亿元，需要持续关注其可能发生的资产损失。另外，受疫情影响，宏观经济增速明显下滑，银行资产质量承压，不良率或将提升、债券违约事件较多，担保机构面临较大代偿压力。深圳高新投在保债券规模大幅增加，所担保债券发行主体中有个别主体信用级别被调低，另外深圳高新投的金融产品担保增速很快，在国内经济增速放缓的大背景下，市场信用风险仍较大，面临较大代偿压力。

表17 2018-2020 年深圳高新投主要财务指标情况（单位：万元）

项目	2020 年	2019 年	2018 年
总资产	3,360,721.53	3,193,578.17	2,052,718.02
所有者权益合计	2,210,603.82	2,155,836.69	1,178,738.97
营业总收入	278,186.05	278,716.28	208,520.14
担保业务收入	116,326.37	120,638.94	82,385.32
资金管理业务收入	153,848.22	119,685.53	82,494.33
净资产收益率	8.88%	11.14%	12.40%
融资担保余额	504,608.05	14,941,515	7,161,330

资料来源：深圳高新投 2018-2020 年审计报告、深圳高新投提供，中证鹏元整理

综合来看，深圳高新投实力较雄厚，业务发展情况较好，经中证鹏元综合评定，深圳高新投主体长期信用等级为AAA，其提供的连带责任保证担保能有效提升本期债券的信用水平。

九、结论

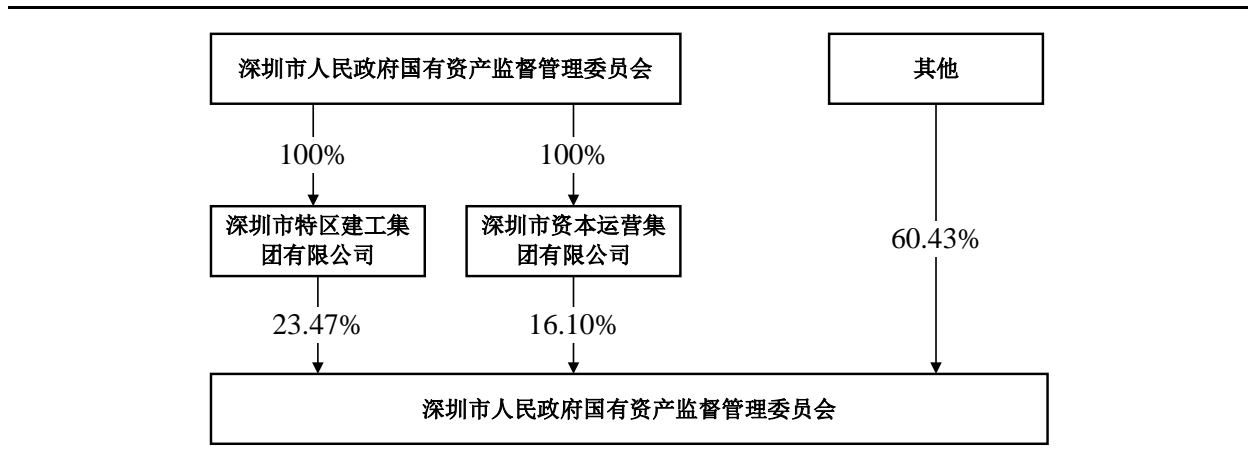
综上，中证鹏元维持公司主体信用等级为AA+，维持评级展望为稳定，维持本期债券信用等级为AAA。

附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

财务数据（单位：亿元）	2021年3月	2020年	2019年	2018年
货币资金	96.97	86.30	49.52	45.25
存货	263.57	264.94	272.48	203.71
流动资产合计	447.24	433.60	353.49	279.04
非流动资产合计	58.89	56.39	49.64	38.37
资产总计	506.13	489.99	403.13	317.41
短期借款	46.61	55.81	20.52	15.30
应付账款	82.58	106.46	75.21	56.93
合同负债	75.18	49.62	0.00	0.00
一年内到期的非流动负债	23.68	25.97	23.06	28.87
流动负债合计	284.08	288.89	229.09	164.67
长期借款	89.79	83.17	74.04	64.69
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00
长期应付款（不含专项应付款）	0.10	0.07	0.08	0.07
非流动负债合计	102.96	90.72	77.44	65.36
负债合计	387.04	379.61	306.53	230.03
总债务	191.05	195.92	117.64	108.85
归属于母公司的所有者权益	118.21	109.56	95.91	86.96
营业收入	41.36	171.25	146.65	102.09
净利润	9.22	14.89	12.34	7.75
经营活动产生的现金流量净额	17.61	-1.58	2.92	-4.93
投资活动产生的现金流量净额	0.44	-6.02	-0.67	-3.20
筹资活动产生的现金流量净额	-6.38	45.99	-2.87	28.78
财务指标	2021年3月	2020年	2019年	2018年
销售毛利率	42.62%	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	325.02%	343.94%	317.30%	263.26%
资产负债率	76.47%	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	61.60%	63.97%	54.91%	55.47%
FFO/净债务	--	7.08%	4.38%	2.34%
速动比率	0.65	0.58	0.35	0.46
现金短期债务比	1.25	0.96	1.14	1.02

资料来源：公司 2018-2020 年审计报告及未经审计的 2021 年 1-3 月财务报表，公司提供，中证鹏元整理

附录二 公司股权结构图（截至 2021 年 3 月）



资料来源：公司提供

附录三 公司组织结构图（截至 2021 年 3 月）



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	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、债务人主体长期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。