

中证鹏元资信评估股份有限公司

信用等级通知书

中鹏信评【2020】第 Z【193】号

深圳市天健（集团）股份有限公司：

受贵公司委托，中证鹏元资信评估股份有限公司从运营环境、公司治理与管理、经营与竞争、财务实力、债券偿还保障以及其他事项等方面对贵公司及贵公司拟发行的深圳市天健（集团）股份有限公司 2020 年面向合格投资者公开发行永续期公司债券（第一期）进行了分析和评估，经本公司证券评级评审委员会审定，贵公司主体长期信用等级为 AA+，评级展望为稳定，本期债券的信用等级为 AA+。

如果贵公司对上述评估结果有异议，可在接到本通知后五个工作日内以书面形式向本公司提出复评要求，并提供相应的补充资料。

特此通告。

中证鹏元资信评估股份有限公司

二零二零年三月二十五日

证券评级评审专用章

440304139128

深圳市天健(集团)股份有限公司
2020 年面向合格投资者公开发
行永续期公司债券(第一期)
信用评级报告



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

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： 

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

地址：深圳市深南大道 7008 号阳光高尔夫大厦三楼

电话：0755-82872897

传真：0755-82872090

邮编：518040

网址：www.cspengyuan.com

报告编号：
中鹏信评【2020】第 Z
【193】号 01

分析师

姓名：
王哲 王强

电话：
0755-82871596

邮箱：
wangzh@cspengyuan.com

评级日期：
2020 年 3 月 26 日

本次评级采用中证鹏元
资信评估股份有限公司
建筑施工企业主体长期
信用评级方法，该评级
方法已披露于中证鹏元
官方网站。

中证鹏元资信评估股份
有限公司

地址：深圳市深南大道
7008 号阳光高尔夫大厦
3 楼

电话：0755-82872897

网址：
www.cspengyuan.com

深圳市天健（集团）股份有限公司 2020 年面向合格投资者 公开发行可续期公司债券（第一期）信用评级报告

本期债券信用等级：AA+

发行主体长期信用等级：AA+

发行规模：不超过 7 亿元（含）

评级展望：稳定

债券期限：本期债券以每 3 个计息年度为 1 个周期（可续期）

债券偿还方式：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

评级观点：

中证鹏元资信评估股份有限公司（以下简称“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）本次拟分期面向合格投资者公开发行总额不超过 7 亿元（含）可续期公司债券（第一期）（以下简称“本期债券”）的评级结果为 AA+，该级别反映了本期债券安全性很高，违约风险很低。该等级的评定是考虑到公司施工资质多且等级高，施工能力强，房地产开发业绩良好，项目储备充足，自有物业较多，质量良好，公司股东背景强，且公司作为境内 A 股上市公司，融资渠道较广，收入规模较稳定且整体盈利能力较强；同时中证鹏元也注意到，公司经营现金流表现不佳，在建项目规模较大，存在一定的资金压力，有息债务增长较快，偿债压力较大以及面临一定的或有负债风险等风险因素。

正面：

- 公司施工资质多，等级高，施工能力强。施工业务方面，截至 2020 年 2 月末，公司拥有市政公用工程施工总承包特级资质，以及建筑工程施工总承包和公路工程施工总承包 2 个壹级资质，公路路面工程专业承包壹级等 6 个专业承包壹级资质。公司成立以来参与了深圳及国内数百个重大工程建设项目，其中 180 余项工程获市优、省优和国优荣誉，包括国家优质工程奖、国家建筑工程最高奖“鲁班奖”、国家市政工程最高奖“金杯奖”和中国土木工程最高奖“詹天佑奖”。
- 公司房地产开发业绩良好，项目储备充足，业务持续性较强。近年来公司成功开发

了深圳阳光·天健城、深圳天健·时尚空间、深圳天健·天骄、南宁天健世纪花园、长沙天健壹平方英里等房地产项目，在深圳等地具有一定知名度，2016-2018 年房地产收入分别为 23.27 亿元、22.69 亿元和 43.76 亿元，毛利率分别为 45.86%、58.15% 和 38.00%。截至 2019 年 9 月末，公司房地产业务在售、在建项目储备充足，且主要位于深圳、广州、南宁、长沙、上海等重要城市，未来业务持续性较强。

- **公司自有物业较多，质量良好，且能带来稳定的租金收入。**公司投资性房地产主要为自有物业，大部分位于深圳市内，截至 2019 年 9 月末公司位于深圳市内主要物业可租面积达 24.15 万平方米。2016-2018 年公司物业租赁业务收入持续增长，分别为 1.67 亿元、2.44 亿元和 2.51 亿元。截至 2019 年 9 月末，投资性房地产账面价值 23.37 亿元，均采用成本模式计量；公司大部分物业取得时间较早、成本较低，市场价值显著高于账面价值。
- **公司股东背景强，且公司为境内 A 股上市企业，融资渠道较广。**公司第一大股东和实际控制人均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”）。公司是境内 A 股上市公司，资产质量良好，融资渠道较广。截至 2019 年 9 月末，公司获得的授信额度合计 362.58 亿元，剩余未使用授信额度为 270.13 亿元。
- **公司收入规模较稳定，整体盈利能力较强。**2016-2018 年公司营业收入分别为 62.09 亿元、67.50 亿元和 102.09 亿元，年复合增长率为 28.23%；实现净利润分别为 4.46 亿元、5.98 亿元和 7.75 亿元，年复合增长率为 31.83%，公司盈利规模保持增长，整体盈利能力较强。

关注：

- **公司经营现金流表现不佳，在建项目投资规模较大，存在一定资金压力。**2016-2018 年公司经营活动现金净流出 27.98 亿元，表现不佳。工程施工期间需要公司垫付一定规模资金，截至 2019 年 9 月末，公司在建工程施工项目规模较大，后续仍需投入较多资金；房地产业务方面，截至 2019 年 9 月末，公司在建房地产项目尚需投资 114.50 亿元，存在一定的资金压力。
- **公司有息债务规模增长较快，偿债压力较大。**截至 2019 年 9 月末，公司有息债务为 137.70 亿元，较 2016 年末增长 81.56%，有息债务规模较大，且增长较快。从公司有息债务偿还期限分布表来看，截至 2019 年 9 月末，公司三年内需偿还合计 114.64 亿元有息债务，存在较大短期偿债压力。
- **公司存在一定或有负债风险。**截至 2019 年 9 月末，公司对外担保余额为 49.16 亿

元，与当期末净资产之比为 55.66%，主要为公司为商品房承购人向银行提供抵押贷款担保。公司对外担保规模较大，存在一定的或有负债风险。

- **公司控股股东可能发生变更。**根据公司 2019 年 11 月 4 日公告的《关于公司控股权变更处于筹划阶段的提示性公告》，深圳市国资委拟组建市属国有全资的深圳市建设控股集团有限公司（以下简称“建设控股集团”），拟将深圳市国资委持有公司 23.47%股份全部划转给建设控股集团，公司控股股东可能发生变更，但是实际控制人仍为深圳市国资委。截至 2020 年 3 月 21 日，该项股权转让尚未完成。

公司主要财务指标（单位：万元）

项目	2019 年 9 月	2018 年	2017 年	2016 年
总资产	3,916,319.47	3,174,115.39	2,579,268.48	1,929,063.35
归属于母公司所有者权益	874,240.61	869,604.47	654,077.04	628,986.66
有息债务	1,376,982.51	1,268,083.47	895,211.57	758,430.70
资产负债率	77.45%	72.47%	74.45%	67.16%
流动比率	1.53	1.69	1.74	1.71
速动比率	0.56	0.46	0.38	0.49
营业收入	606,451.65	1,020,948.41	674,959.36	620,901.77
营业利润	45,211.65	109,623.77	83,937.04	62,705.82
净利润	24,210.47	77,538.03	59,822.78	44,614.00
综合毛利率	18.84%	21.65%	26.08%	22.18%
总资产回报率	-	4.60%	4.69%	4.64%
EBITDA	-	150,902.27	118,968.26	92,236.10
EBITDA 利息保障倍数	-	2.38	2.60	2.97
经营活动现金流净额	473,969.09	-49,277.01	-157,425.38	-73,108.03

资料来源：公司 2016-2018 年审计报告及 2019 年第三季度报告，中证鹏元整理

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，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。2007年1月经中国证券监督管理委员会《关于核准深圳市天健（集团）股份有限公司非公开发行股票的通知》（证监发行字[2006]163号）核准，同意公司向深圳市国资委等9家特定机构投资者非公开发行7,000万股人民币普通股股票，变更后注册资本为30,442.468万元。经多次资本公积及未分配利润转增股本，截至2013年6月末，公司注册资本变更为人民币55,253.08万元。2015年11月，经中国证监会核准（证监许可[2015]2339号），公司启动非公开发行人民币普通股股票，非公开发行股份30,303.0303万股于2015年12月14日在深圳证券交易所上市，总股本由原来的55,253.08万股增至85,556.11万股，注册资本增至85,556.11万元。

经公司2015年度股东大会审议通过，公司于2016年6月发布《2015年年度权益分派实施公告》以资本公积金向全体股东每10股转增4股，权益分派实施后，公司总股本由原来85,556.11万股增至119,778.55万股。经公司2017年度股东大会审议通过，天健集团于2018年6月发布《2017年度权益分派实施公告》，以资本公积金向全体股东每10股转增2股；转股后，公司股本增至143,734.26万股。经公司2018年度股东大会审议通过，天健集团于2019年6月发布《2018年度权益分派实施公告》，以资本公积金向全体股东每10股转增3股，转股后公司股本增至186,854.54万股。

截至2019年9月末，公司总股本为186,854.54万股，公司控股股东和实际控制人为深圳市国资委，深圳市国资委直接持有公司23.47%的股权，并通过深圳市资本运营集团有限公司（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）持有公司16.10%的股权。根据公司2019年11月4日公告的《关于公司控股权变更处于筹划阶段的提示性公告》，深圳市国资委拟组建市属国有全资的建设控股集团，拟将深圳市国

资委持有公司23.47%股份全部划转给建设控股集团。若股权转让完成，公司控股股东将变更为深圳市建设控股集团有限公司（尚待组建）。截至2020年3月21日，该项股权转让尚未完成。

表 1 截至 2019 年 9 月末公司前十大股东明细（单位：股）

	股东名称	持股数量	占比
1	深圳市人民政府国有资产监督管理委员会	438,637,781	23.47%
2	深圳市远致投资有限公司	300,826,447	16.10%
3	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	68,753,321	3.68%
4	深圳市高新投集团有限公司	60,165,290	3.22%
5	中国证券金融股份有限公司	52,242,055	2.80%
6	嘉兴硅谷天堂恒智投资合伙企业（有限合伙）	30,101,153	1.61%
7	上海闵行联合发展有限公司	15,691,337	0.84%
8	中央汇金资产管理有限责任公司	15,576,070	0.83%
9	深圳市国信弘盛股权投资基金（有限合伙）	15,043,943	0.81%
10	深圳市凯富基金管理有限公司	15,041,690	0.80%
	合 计	1,012,079,087	55.54%

资料来源：公司 2019 年第三季度报告，中证鹏元整理

公司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2019年9末，公司主要控股子公司共66家，具体如附录二所示。

二、本期债券概况

债券名称：深圳市天健（集团）股份有限公司2020年面向合格投资者公开发行可续期公司债券（第一期）¹；

发行总额：不超过人民币7亿元（含7亿元）；

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。本期可续期公司债券首个定价周期的票面利率

¹ 2018 年 11 月 9 日，经中国证监会“证监许可[2018]1834 号”核准，公司将在中国境内面向合格投资者公开发行不超过 25 亿元（含 25 亿元）的公司债券，第一期自中国证监会核准发行之日起十二个月内发行完毕，剩余数量将按照《债券管理办法》的相关规定，根据公司的发展状况和资金需求，自中国证监会核准发行之日起二十四个月内发行完毕。第一期已于 2018 年 12 月 21 日发行成功，债券名称为深圳市天健（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）（简称“18 天健 Y1”），发行额度为 18 亿元。本次发行的债券为品种二。

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。

三、本期债券募集资金用途

本期债券拟募集资金总额为不超过7亿元（含7亿元），本期债券募集资金扣除发行费用后用于补充公司流动资金。

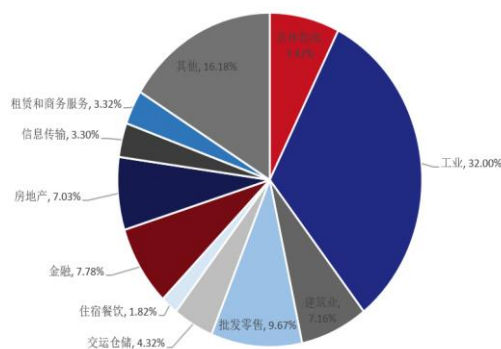
四、运营环境

（一）建筑施工行业

在当前经济增速放缓、消费和出口压力加大的背景下，建筑施工业稳定器作用将会提升，叠加先导指标预测，预计未来建筑施工行业景气度将迎来弱复苏

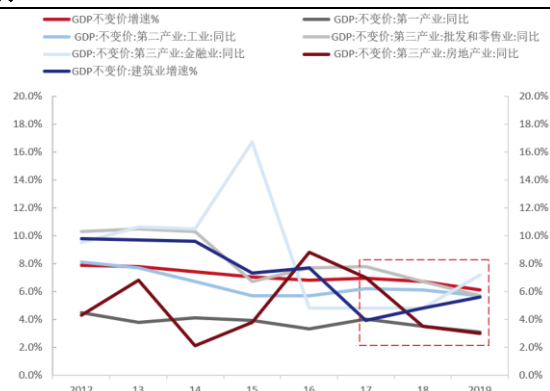
建筑施工行业发展对固定资产投资状况依赖性较强，具有较强的投资拉动特点和强周期属性。目前我国经济增长方式仍为投资主导型，建筑业受国内经济影响较大。2019年，建筑业增加值实际增速5.6%，同比增长0.8个百分点，对实际GDP增速形成向上支撑的效果，在GDP中所占比重较高的工业、农业、批发零售等行业都出现了不同程度的实际增速下降。在经济下行压力较大的2016、2018、2019年，建筑业均对经济产生向上支撑的效果，如下图。

图 1 2019 年建筑业增加值占 GDP 比重为 7.16%



数据来源：wind，中证鹏元整理

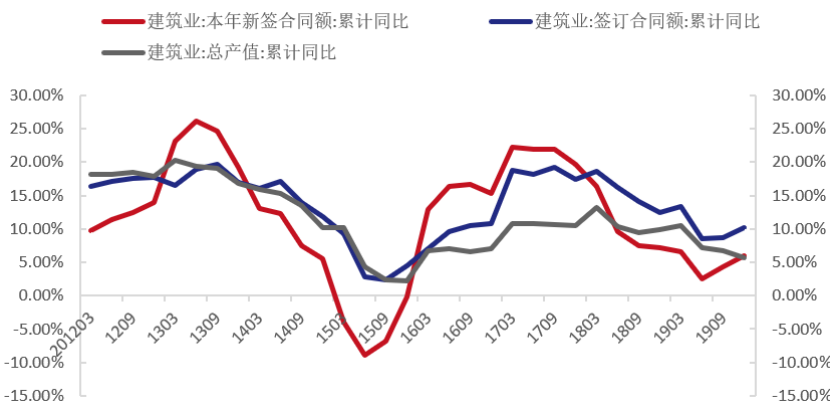
图 2 2019 年建筑业对实际 GDP 增速形成上支撑



数据来源：wind，中证鹏元整理

建筑投资托底经济。我国经济增速保 6% 压力加大，消费需求不足，且叠加中美贸易摩擦和疫情影响，净出口存在波动风险，由此 2020 年稳定经济主要依靠投资。建筑业是固定资本形成的核心，根据 wind，2016 年以来建筑业总产值占资本形成总额比重均高达 58% 以上，因此建筑业投资托底经济。

图 3 建筑业新签合同额增速领先反应建筑业总产值增速



数据来源：wind，中证鹏元整理

从行业领先指标来看，建筑投资迎来弱复苏。建筑业新签合同额增速领先于建筑业总产值增速，领先 1-2 个季度（见上图）。2018 年及 2019 年 1-6 月我国建筑业新签合同增速放缓，累计增速分别为 7.14% 和 2.47%，分别同比下滑 12.56 和 7.17 个百分点；2019 年 6-12 月我国建筑业新签合同增速开始回升。

后续建筑业资金将获得一定的支撑，从而支持未来建筑业投资增长。受去杠杆持续推行以及限制地方政府融资等政策影响，近年建筑业发展压力较大。当前我国大力推动产业转型升级，更注重经济增长的质量，叠加政府债务负担加重，2019 年初发放的专项债额度优先用于借新还旧，上半年建筑业总产值增速放缓，2019 年 9 月 4 日国务院常务会议提前下

达2020年专项债额度，释放出基建将稳定运行的信号。另外，2019年9月迎来较好的降息窗口²，货币政策可刺激信用投放，降低银行资金成本，托底经济。

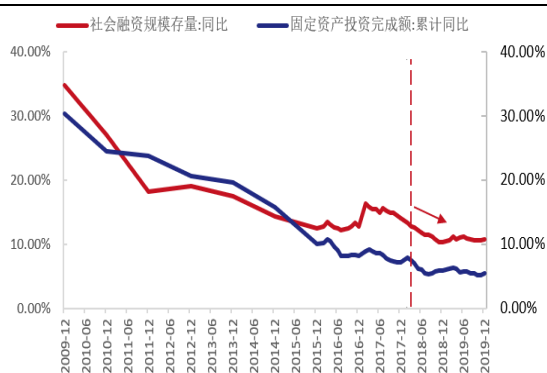
综合建筑业的经济托底作用、先导指标回升及资金支撑等因素，推断未来建筑业景气度将迎来弱复苏。

受严控地方政府债务风险和货币政策结构性去杠杆的影响，2018 年以来地方债务杠杆效应大大降低，基建投资增速表现疲弱；随着基建项目资本金制度的改善，2020 年基建投资增速将温和回升

我国基建多为公益性施工投资，对地方财力变动和隐性债务治理较为敏感。在《关于规范金融企业对地方政府和国有企业投融资行为有关问题的通知》（财金〔2018〕23 号）（以下简称“财金 23 号文”）下发前，公益性基建主要通过政府拨款和自有资金作为资本金，来撬动银行贷款等社会资本；财金 23 号文³下发后，叠加 PPP 模式遭遇严监管，新增公益性项目大多只能通过政府拨款方式进行建设。虽然降低了地方政府隐性债务负担隐患，但杠杆效应也大大降低。

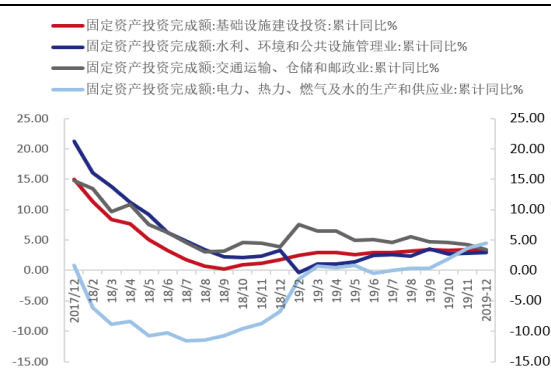
在严控地方政府债务风险和货币政策结构性去杠杆、防风险的持续约束下，近两年我国广义基建投资增速⁴下滑至 10%以内，尤其 2018 年基建投资整体表现疲弱，2019 年末广义基建投资增速仅回升至 3.33%，明显低于市场预期。

图 4 2018 年 4 月财金 23 号文下发后社融增速下滑，杠杆效应降低



资料来源：Wind，中证鹏元整理

图 5 近两年广义基建增速下滑至 10% 以内，增速从 2017 年末的 14.93% 断崖下滑至 2018 年末 1.79%，2019 年末仅回升至 3.33%



资料来源：Wind，中证鹏元整理

基建项目资本金制度的改善或将推动基建投资增速缓慢回升。随着基建项目资本金制

²根据 wind，1 年期贷款市场报价利率（LPR）从 2019 年 8 月 4.31%，下降至 2019 年 9 月的 4.20%。

³ 财金 23 号文规定：除购买地方政府债券外，不得直接或通过地方国有企事业单位等间接渠道为地方政府及其部门提供任何形式的融资；不得违规新增地方政府融资平台公司贷款；不得要求地方政府违法违规提供担保或承担偿债责任；不得提供债务性资金作为地方建设项目、政府投资基金或政府和社会资本合作（PPP）项目资本金。

⁴ 广义基建投资包含水利、环境和公共设施管理业、交通运输、仓储和邮政业、电力、热力、燃气及水的生产和供应业等。

度的改善，尤其是“允许将专项债作为符合条件的重大项目资本金、降低部分基础设施项目最低资本金比例”的规定，进一步拓宽了基建项目资本金的来源、有助于促进各地加大符合政策要求的基建投资、提高财政资金的使用效率、更好地实现国家供给侧结构性改革总目标，由此预计 2020 年基建投资增速将温和回升。

表 2 改善基建项目资本金制度相关文件

时间	发布机关和文件	主要内容
2019 年 6 月	国务院《关于做好地方政府专项债券发行及项目配套融资工作的通知》	允许将专项债作为符合条件的重大项目资本金
2019 年 7 月起施行	国务院《政府投资条例》	政府投资资金应投向公益服务、基础设施等领域。这一领域基本与 PPP 的投资领域相一致，因此政府投资可以与 PPP 有机结合
2019 年 9 月	国常会	专项债用于资本金的领域扩大，含部分无收益和收益低的基建
2019 年 11 月	国常会	1.降低部分基础设施项目最低资本金比例；2.针对基础设施领域和其他国家鼓励发展的行业项目，可通过发行权益型、股权类金融工具筹措资本金，但不得超过项目资本金总额的 50%。3.地方政府可统筹使用财政资金筹集项目资本金

资料来源：公开资料，中证鹏元整理

经过了从严监管时期，PPP 项目保持有序规范发展，为建筑施工企业带来业务支撑，但短期内过度投资 PPP 项目仍将可能使企业面临较大信用风险

我国大力推行 PPP 项目，目的在于推动基础设施建设发展。2019 年基建项目占 PPP 市场 80%以上，以 PPP 模式开展的基建项目占全基建市场约 10%。经过了从严监管时期，PPP 项目开始有序规范发展。根据政府和社会资本合作研究中心（CPPPC）公布的数据，2019 年 1-11 月净入库项目 745 个，投资额 1.10 万亿元，净增落地项目 1,525 个，投资额 2.3 万亿元，净增开工项目 1,379 个，投资额 2.3 万亿元。

PPP 项目涉及市政设施建设、交通运输以及生态环境治理等多重领域，相关项目开发投资总额的不断增长将为建筑施工企业带来新的业务支撑。但同时需注意到，当前金融监管趋严，企业面临融资难、融资贵等问题，而 PPP 项目前期垫资规模大，项目回款周期性长等特征会对企业（尤其资金实力相对较弱的民营企业）债务结构提出更高要求，因此适度的 PPP 项目将拓展企业业绩，过度开展 PPP 项目，将为企业带来较大的资金运营风险。另一方面，随着 PPP 项目回归“公私合作”的本源，更加突出经营属性，PPP 项目后期运营风险以及自身合规性将给企业未来项目盈利及资金回流带来不确定性。

原材料价格波动考验建筑施工企业成本管控能力；预计2020年钢材价格中枢或将继续下移，水泥价格维持高位运行

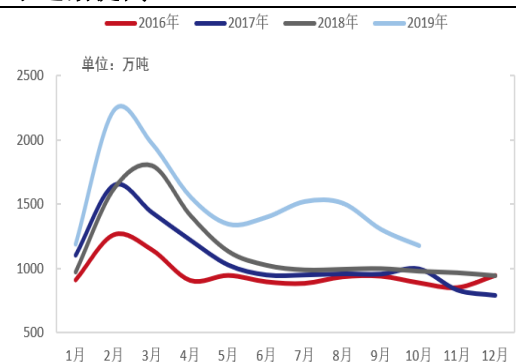
房屋、公路、桥梁、隧道等工程施工主要消耗钢材、水泥、玻璃等原材料，通常占总

成本60%以上，建筑工程生产经营周期一般较长，期间原材料价格波动对建筑企业成本影响较大，而建筑施工的招标承包性质决定了由施工方承担建筑材料价格波动的风险。虽然建筑企业通过签订“敞口合同”或通过合同条款中提出在建材价格超过一定范围后调整合同相关条款等方式可以在一定程度上降低建材价格波动的影响，但并不能完全和及时地将建材价格上涨的风险转移至下游客户。

在施工成本中占比较大的主要是钢材和水泥，两者市场价格均具有较强的波动性。

预计2020年钢材价格中枢将继续下移。从钢材需求端来看，2019年以来钢材海外出口需求走弱，国内需求表现稳定，国内地产投资需求表现较有韧性，基建投资需求温和回升；从钢材供给端来看，国家取消环保限产一刀切政策，高炉和电炉开工率回升，致使钢材库存水平逐渐提高，钢材供给端小幅宽松，且2020年是置换产能的集中投产期，钢材价格关注点变回供给端。另外，2020年初的疫情导致钢材需求延后释放，对钢价造成短期冲击，而随着下游行业陆续复工带来的需求释放，钢价存在反弹动力。但由于2020年钢铁供给将增长，长期钢价下行压力加大。综上我们预计钢材供需情况或将维持弱平衡，钢材价格中枢将继续下移。

图 6 环保限产力度减弱，钢材社会库存水平逐渐提高



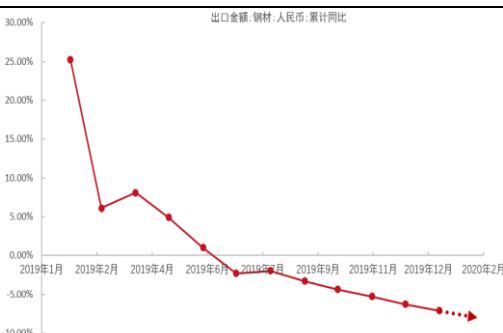
资料来源：Wind，中证鹏元整理

图 8 2019 年高炉和电炉开工率回升



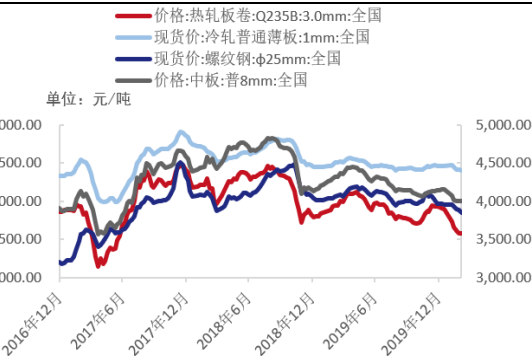
资料来源：Wind，中证鹏元整理

图 7 2019 年以来钢材海外需求走弱



资料来源：Wind，中证鹏元整理

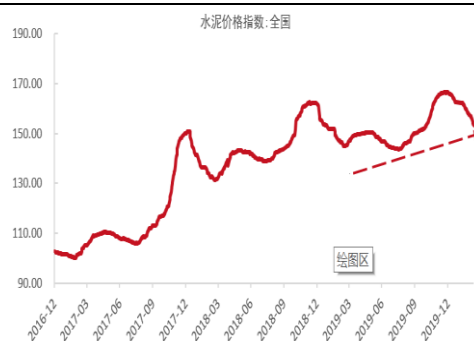
图 9 预计钢材价格中枢或将下移



资料来源：Wind，中证鹏元整理

在经济下行压力较大的情况下，水泥行业逆势增长。受益于基建投资复苏和房地产投资韧性，2019年水泥需求稳定回升，随着地方重大项目的推进，2020年需求仍继续增长；因水泥不适合长期储存，故库存处于低位，产销率高达99%；受环保检查⁵、重大事故⁶、重要活动⁷、错峰生产等影响，2019年水泥供给量收缩，价格得到供给端支撑。2020年初步入需求淡季叠加疫情影响，下游企业开工时间延后，需求恢复不佳，春季水泥价格有所回落，2020年二季度随着工程开工率提升，水泥需求将带动价格逐步上行。

图 10 水泥行业景气度维持高点



资料来源：Wind，中证鹏元整理

图 11 2019年水泥产量增速呈下滑趋势



资料来源：Wind，中证鹏元整理

此外，随着我国建筑市场竞争的加剧，建筑企业带资承包、垫资施工已成为建筑市场的普遍现象，建筑企业能否垫资施工已经成为影响获得建筑工程项目的关键因素。因此，我国建筑行业存在比较严重的临时性资金占压现象，在企业实际施工生产经营中经常出现由于建设方（业主）资金短缺而无法及时给施工单位支付工程款的现象，施工单位在生产中处于被动地位，资金经常被临时性占压，工程款的垫付给施工企业带来一定的资金压力。

（二）房地产行业

2019 年以来中央层面延续“房住不炒”的调控总基调，地方层面房地产调控政策呈现出松紧结合的特征，在因城施策的机制下存在一定的结构化宽松空间

2019 年中央层面延续了房地产调控政策的连续性，4 月中央政治局重提“房住不炒”，5 月住建部预警过热城市，银保监会要求商业银行、信托、等金融机构不得违规进行房地产融资，7 月中央政治局提出“不将房地产作为短期刺激经济的手段”，12 月中央经济工作会议明确坚持“房住不炒”，落实因城施策和三稳目标。

2019 年以来，我国经济下行压力持续凸显，GDP 增长率逐季回落，全年 GDP 增速为 6.1%，同比下降 0.5 个百分点。在经济下行压力加大的背景下，地方层面房地产调控政策

⁵例如：长江环保检查、京津冀及周边地区 2019-2020 年秋冬季大气污染综合治理攻坚性行动、辽宁江苏严格治理超载、河南启动重污染天气橙色预警及 II 级响应等。

⁶例如：受繁昌工地事故的影响，安徽相关产能进行停工整改等。

⁷例如：受军运会召开影响，湖北相关产能停产；受进博会、旅博会召开影响，相关省份水泥产能停产。

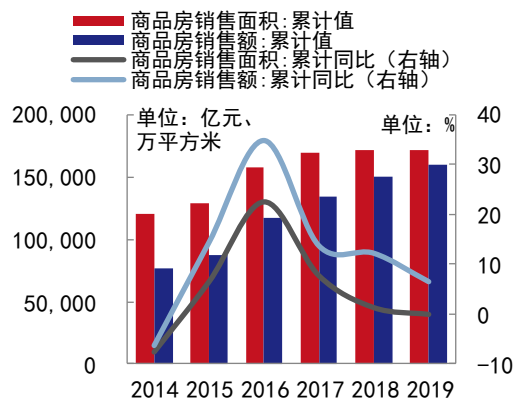
呈现出松紧结合的特征，上半年区域市场需求依旧旺盛、过热城市的调控政策持续升级加码，丹东、苏州和西安等城市陆续出台了限购及限售政策。2019 年第三季度我国 GDP 同比增长 6%，增速创有历史记录以来的新低，在内部去杠杆和外部贸易摩擦的双重压力下，经济下行压力不断加大。进入三季度以来，粤港澳大湾区、天津、南京、徐州和海南等地区纷纷对当地房地产调控政策进行了微调。

2020 年 2 月，央行重提不将房地产作为短期刺激手段，明确表示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。地方层面上，受 COVID-19 疫情影响，地方政府在疫情蔓延压力下存在适度放松房地产调控的动力，各地政府陆续出台延缓土地出让金缴纳、调整预售条件等供给端措施，因城施策将继续深化，预计部分土地财政依赖度较高、受疫情影响较大的城市存在调控政策进一步边际放松的空间。

2019 年不同能级城市商品房销售情况持续分化，三四线城市销售呈现一定的韧性；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

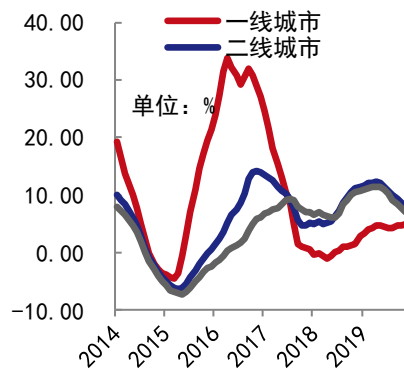
受 2019 年下半年房企加大推盘力度、以价换量以及棚改货币化安置效果存在时滞等因素影响，2019 年房地产市场成交主力的三四线城市呈现一定的韧性。根据国家统计局数据，2019 年全国销售额同比增长 6.50%，增速同比下滑 5.7 个百分点；商品房销售面积 171,557.87 万平方米，同比下滑 0.1 个百分点，销售情况超出市场预期。从 30 大中城市数据来看，各能级城市成交变动情况分化显著。其中，一线城市商品房成交面积在前期深度调控的低基数下已开始触底反弹，二线城市表现相对较弱，三线城市销售增速缓慢下行但仍呈现一定的韧性。三四线城市商品房成交面积占比超过 70%，在棚改货币化安置力度走弱、房企以价换量提前释放潜在需求的背景下，预计 2020 年全国商品房销售面积将继续下行。新建商品房住宅价格方面，不同能级城市间价格走势仍呈现一定分化。

图 12 商品房销售情况



资料来源：Wind，中证鹏元整理

图 13 不同能级城市住宅价格指数情况



资料来源：Wind，中证鹏元整理

2019 年末，我国居民部门杠杆率达到 55.80%，同比增长 2.60 个百分点。家庭部门债务主要以房贷为主，近年居民部门杠杆率逐步推高，在居民部门去杠杆的背景下，房地产销售进一步承压，预计商品房价格涨幅将有所回落。房地产市场短中期需求受货币政策、政策调控等方面因素影响较大。首套房贷利率方面，2019 年 6 月起房贷利率开始回弹，但上行速度逐月趋缓，受房贷利率新政影响，增量和存量商业房贷均与 LPR 挂钩，购房贷款利率大概率再次下行，有望对市场需求及房价形成一定承托。

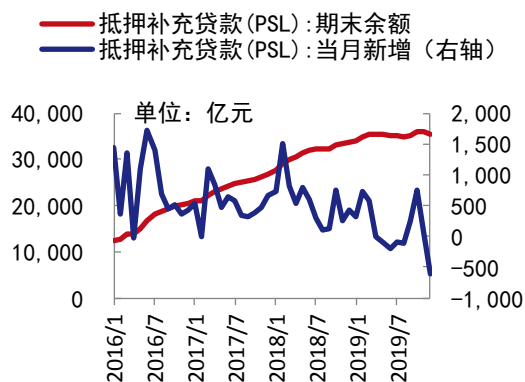
棚改货币化安置是本轮三四线城市房地产市场重要的支撑力量，由于棚改资金下放到推动销售存在一定的时滞，2019 年三四线城市房地产市场仍受到前期棚改托底，销售呈现一定韧性。2019 年 4-8 月，央行连续五个月未发放 PSL，9 月恢复投放释放了政策逆周期调节信号，但考虑到房地产融资环境整体偏紧，新增 PSL 投向基建的可能性较大。在 PSL 投放缩减和行业融资环境严峻的背景下，2019 年地方政府棚改专项债和土储专项债合计发行规模 13,397.41 亿元，弥补了棚改建设资金缺口。2019 年 9 月国务院常务会议对 2019 年内提前使用 2020 年新增专项债券额度投向进行限制，明确本批次债券不得用于棚户区改造项目、土地储备项目、房地产类项目和可完全商业化运作的项目，预计未来专项债对棚改项目的资金支持力度将有所减弱。2020 年棚改套数预计仍有 550 万套左右，考虑到棚改货币化退坡以及专项债对棚改项目的资金支持力度走弱，加之房企以价换量对三四线城市潜在需求提前透支，加速推盘对销售的边际效应减弱，预计 2020 年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。

图 14 2019 年 H2 首套房贷利率逐步回弹



资料来源: Wind, 中证鹏元整理

图 15 2019 年新增 PSL 投放量大幅缩减

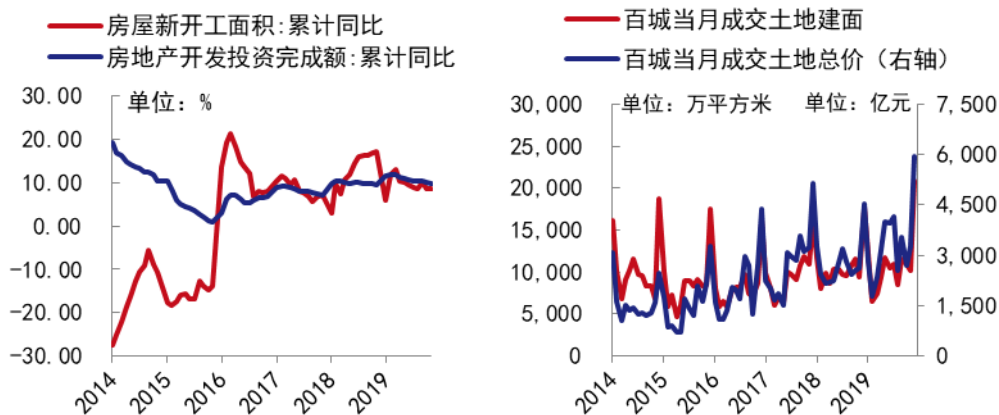


资料来源: Wind, 中证鹏元整理

2019 年房屋新开工绝对规模保持较快增长，开发投资规模增长韧性较强；土地市场成交量回落，不同能级城市市场行情分化

房屋新开工方面，2019 年全国房屋新开工面积同比增长 8.5%，增速较上年下滑 8.7 个百分点。2019 年多数房企为实现回款加快推盘节奏，房屋新开工绝对规模保持较快增长，对开发投资形成较好的支撑。开发投资方面，2019 年房地产开发投资同比增长 9.9%，较上年提高 0.4 个百分点，仍延续较强的增长韧性。2019 年土地市场由热转冷，上半年一、二线土地市场的回暖带动土地购置费用规模保持较快增长，三季度以来，在房企融资趋严、过热城市加大土地市场调控力度的背景下，全国土地出让市场整体走低，全年土地购置费用同比增长 14.5%，较上年 57% 的增速大幅回落；建筑工程投资全年同比增速由 2018 年的负增长转为增长 11.8%。

图 16 房屋新开工面积以及开发投资同比增速 图 17 百城成交土地情况



资料来源：Wind，中证鹏元整理

资料来源：Wind，中证鹏元整理

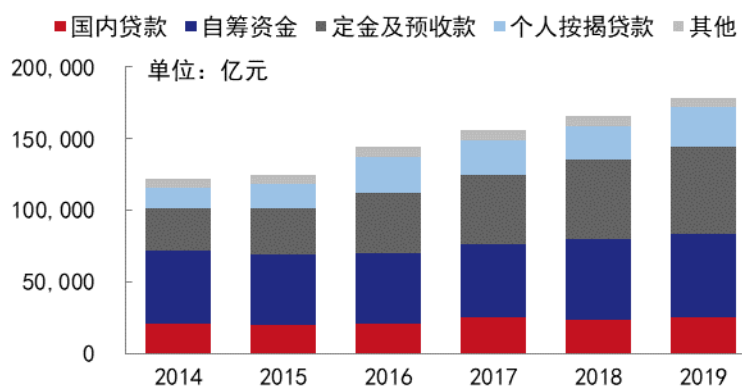
2019 年百城成交土地规划建筑面积同比增长 2.38%，较 2018 年 9.76% 的增速回落 7.38 个百分点。分城市能级来看，受益于市场需求释放及房企拿地战略回归，一线和二线城市土地市场行情回暖，交易量明显回升，全年成交建面分别增长 20.85% 和 6.67%；受制于前期市场购买力透支、叠加棚改货币化安置政策的渐次退出，房企在三四线城市拿地积极性下滑，加之部分存在库存压力的城市收紧供应，三线城市土地市场整体成交量明显下行，百城中三线城市成交土地建面同比减少 2.88%。土地成交价格方面，2019 年以来各地方政府有意控制供地节奏并于上半年集中供应较多优质地块，推动土地市场价格整体呈增长态势，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明显下行。

2019 年房企融资形势仍较为严峻，销售回款占资金来源比重持续上升

2019 年房企融资形势仍较为严峻，5 月银保监会 23 号文要求商业银行、信托、租赁等金融机构不得违规进行房地产融资；7 月，多家信托公司收到银保监会窗口指导，要求控制房地产信托业务规模，国家发改委发文要求房地产企业发行外债只能用于置换未来一

年内到期的中长期境外债务。2019 年房地产开发投资资金合计为 178,608.59 亿元，同比增加 7.62%，增速较上年回升 1.27 个百分点。2018 年以来，银行对房地产企业贷款审核趋于严格，房地产贷款利率总体上升，同时在融资表外转表内的政策方向下，委托贷款和信托贷款的融资环境受到不利影响，2019 年房企国内贷款 25,229.00 亿元，规模同比增加 5.10%，占投资资金的比重为 14.13%，占比有所下滑。此外，2017 年以来公司债、非标融资等传统外部融资方式受到严监管，其规模出现大幅下滑。在外部融资收紧的情况下，房地产企业愈发依赖通过销售回笼的资金。2019 年个人按揭贷款和定金及预收款分别为 27,281.00 亿元和 61,359.00 亿元，合计占总资金比例为 49.63%，占比同比上升 1.95 个百分点。

图 18 房地产开发投资资金来源情况



资料来源：Wind，中证鹏元整理

五、公司治理与管理

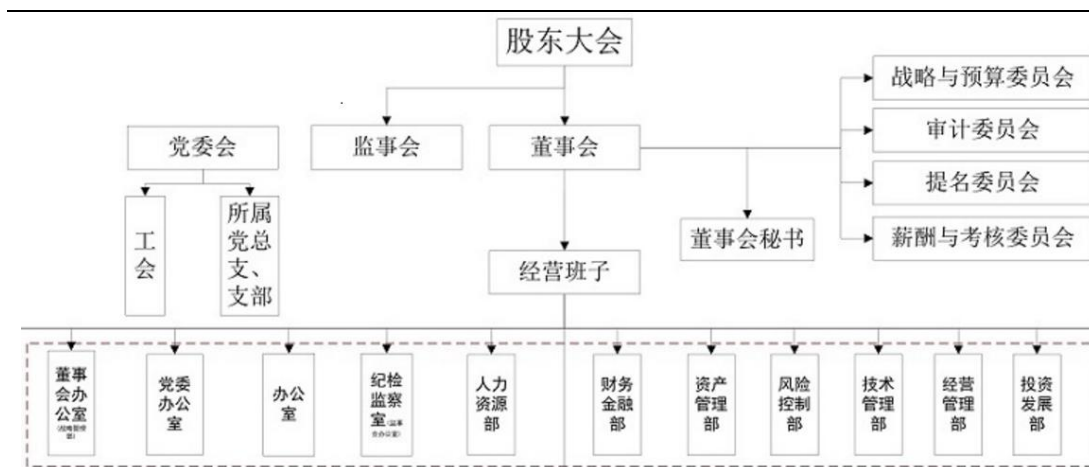
公司按照《中华人民共和国公司法》、《深圳市天健（集团）股份有限公司章程》（以下简称“《公司章程》”）及其他法律法规的规定进行规范运作。公司依法设立了股东大会、董事会、监事会，聘任了经营管理层，并依据《公司章程》行使各自的职权。

公司股东大会由全体股东组成，是公司的最高权力机构。公司设立董事会，为股东大会的执行机构，公司董事会由7名董事组成，设董事长1人，董事长由董事会选举产生。董事任期三年，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，监事中含职工代表不低于2人，由公司职工通过职工代表大会等民主方式选举产生。公司设总裁1名、副总裁若干名、财务总监1名，由董事会聘任。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、党委办公室、办公室、纪检监察室、人力资源部、财务金融部、资产管理部、风险控制部、技术管理部、经营管理部及投资发展部共11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；资产管理部主要负责资产管理工作、产权管理工作、招标采购管理工作；风险控制部负责财务审计工作、专项审计工作、风险管理工作等。公司具体组织架构图如图19。

图 19 公司组织架构图



资料来源：公司提供

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。

另外，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。事后公司加强落实安全生产责任制，根据最新要求完善安全生产管理体系，在建筑施工业务全面推行安全生产设施标准化，并加大安全生产投入。

总体来看，公司建立了较为健全的内部管理与控制制度，并按照现代企业制度规范运行。

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，2016-2018年公司营业收入分别为62.09亿元、67.50亿元和102.09亿元。公司工程施工业务收入持续增长，2016-2018年复合增长率为28.23%；但房地产业务收入受项目结算进度影响波动较大，2017年房地产收入同比减少2.50%，2018年房地产项目结转较多，房地产收入同比增长92.86%。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。

毛利率方面，近年来公司综合毛利率水平有所波动，2016-2018年分别为22.18%、26.08%和21.65%。其中房地产业务毛利率波动较大，2016-2018年而房地产业务毛利率分别为45.86%、58.15%和38.00%，主要受各年结转的房地产项目毛利率差异较大所致。2016-2018年公司工程施工毛利率相对较低，2019年1-9月工程施工毛利率达到10.27%，较2018年提高4.31个百分点，主要系当期结算的施工项目以EPC项目为主，毛利率相对较高。

表 3 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2019 年 1-9 月		2018 年		2017 年		2016 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	561,475.39	10.27%	673,496.61	5.96%	467,607.87	5.80%	406,962.07	4.81%
房地产	134,307.01	42.59%	437,637.39	38.00%	226,916.58	58.15%	232,730.69	45.86%
棚改项目管理服务	14,684.52	24.06%	49,221.38	11.14%	65,609.57	13.96%	2,821.89	13.71%
物业租赁	25,229.21	39.01%	25,112.24	45.44%	24,429.83	41.05%	16,652.05	55.56%
其他业务	35,035.21	10.08%	61,655.14	11.01%	63,626.79	6.28%	33,670.08	7.48%
内部抵销	-164,279.68	-	-226,174.36	-	-173,231.27	-	-71,935.01	-
合计	606,451.65	18.84%	1,020,948.41	21.65%	674,959.36	26.08%	620,901.77	22.18%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

（一）建筑工程施工业务

公司整体施工资质多且等级高，整体承接及施工能力强

公司施工资质多且等级高，截至2020年2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8个壹级资质⁸，其中总承包壹级资质2个，为建筑工程施工总承包壹级和公路工程施工总承包壹级，专业承包壹级资质6个，其中环保工程专业承包壹级资

⁸ 同种资质以最高等级统计。

质为2018年新增。高等级和较为全面的施工资质使得公司具备较强的项目承揽能力。

表 4 截至 2020 年 2 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
	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
	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：公司提供，中证鹏元整理

公司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”）、深圳市天健建筑工程有限公司（以下简称“天健建筑”）、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”。2018年公司先后获得1项国家级、10项省级和18项市级工程奖。公司积极开展科技创新及新技术、新工艺、新工法的运用，2018年公司共授权发明专利9项，软件著作权10项，省级工法4项，主编（参编）的各项规范规程24项，QC成果获奖24项。2019年1-9月，公司先后获得1项省级、8项市级工程创优奖；科技创新成果方面公司荣获全国市政行业2018年度市政工程科学技术奖一等奖一项、三等奖一项，广东省土木学会科技进步奖三等奖一项，广东省市政行业协会科技进步奖二等奖一项，十二项工法通过广东省科技成果鉴定。

公司在手订单较为充足且合同金额较大，为公司未来收入提供了较好保障；但需关注 COVID-19疫情对公司施工业务的短期影响

下属子公司建筑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建设工程。公司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；房地产建设工程主要由公司房地产开发业务投资带动，根据公司房地产业务规划，主要集中在深圳、广州、上海、南宁、长沙等城市。公司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。施工/施工总承包是我国国内普遍采用的传统业

务模式，具体为建设单位在完成设计后，通过施工招标确定承包单位，由承包单位按设计图纸施工，双方在合同中约定项目施工的工作内容、价款和责任等。工程总承包模式是承包商受业主委托，按照合同约定对工程项目的可行性研究、勘察、设计、采购、施工、试运行（竣工验收）等实行全过程或若干阶段的承包。工程总承包模式下，承包商可负责整个项目的实施过程，不再以单独的分包商角色参与建设项目，有利于整个项目的统筹规划和协同运作，解决传统模式中的设计与施工的衔接问题、减少采购与施工的中间环节。

从新签合同金额来看，公司2017年新签订单规模相对较小，主要系核心子公司深圳市政总公司2017年5月受到深圳市住房和建设局（以下简称“深圳住建局”）红牌警告暂停其在深圳的招投标，一定程度影响了公司2017年订单承接⁹。2018年及2019年1-9月新签合同金额规模较大，分别为97.62亿元和94.26亿元（合并抵消前），主要系2018年及2019年1-9月公司新签较多深圳地区水环境治理及市政EPC项目，并且单个项目合同造价较高。随着建筑行业经营环境的改变，公司加强对项目的评估及风险把控，新接订单以亿元以上的大额订单为主，2016-2018年公司亿元以上项目合同金额分别为60.93亿元、41.32亿元和80.93亿元（合并抵消前），占当年新签合同额的比重均在80%以上；2019年1-9月公司亿元以上新签合同占比达到90.61%。

从新签合同的地区分布来看，公司业务区域仍然主要集中在广东地区，2018年及2019年1-9月公司在广东地区新签合同占比分别为82.34%和99.35%，占比大幅增长，公司在广东地区以外的新签项目主要为公司长沙、南宁、上海等地区的房地产开发项目，随着公司房地产开发计划存在较大波动。

表5 2016-2018年及2019年1-9月公司工程施工业务新签合同情况（合并抵消前）

项目	2019年1-9月	2018年	2017年	2016年
当年新签合同额（亿元）	94.26	97.62	49.39	70.49
其中：房地产项目合同额（亿元）	16.45	20.12	22.01	21.33
亿元以上项目数量（个）	12	15	9	13
其中：房地产项目数量（个）	4	4	3	5
亿元以上项目合同金额（亿元）	85.41	80.93	41.32	60.93
其中：房地产项目（亿元）	15.50	18.67	22.01	18.91
亿元以上项目占比	90.61%	82.90%	83.66%	86.45%
其中：房地产项目	17.45%	19.13%	45.98%	26.83%

资料来源：公司提供

表6 2016-2018年及2019年1-9月公司工程施工业务新签合同地区分布（单位：亿元）（合并抵消前）

⁹ 2018年5月深圳市政总公司在深圳地区的红色警示已截止，深圳住建局对其招投标限制解除。

地区	2019 年 1-9 月		2018 年		2017 年		2017 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
广东省	93.65	99.35%	80.38	82.34%	27.87	56.43%	65.00	92.21%
其中：深圳地区	81.98	87.54%	60.27	61.74%	24.63	49.87%	58.26	82.65%
湖南省	-		-	-	15.00	30.37%	-	-
广西壮族自治区	0.53	0.57%	-	-	6.26	12.67%	2.13	3.02%
上海市	0.08	0.08%	0.50	0.51%	-	-	3.36	4.77%
其他	-	-	16.74	17.15%	0.26	0.53%	-	-
合计	94.26	100%	97.62	100.00%	49.39	100.00%	70.49	100.00%

资料来源：公司提供

目前公司工程施工业务订单较为充足，2018年公司新开工项目30个，总金额为82.98亿元，较2017年增长52.01%；2018年末公司在施工项目67个，在施工项目合同金额185.82亿元，同比增长29.76%。2019年9月末在施工合同额达到308.50亿元，规模保持较快增长。但值得注意的是，2020年以来，COVID-19疫情对公司施工业务的影响较大，管控期间大部分工程处于停工状态，公司2020年一季度施工业务收入将有所下降。随着复工复产，公司施工业务将逐步复苏，公司在手订单较为充足，为未来收入提供了较好保障。

表7 2016-2018年及2019年1-9月公司施工项目情况（单位：亿元）（合并抵销前）

项目	2019 年 1-9 月		2018 年		2017 年		2016 年	
	个数	金额	个数	金额	个数	金额	个数	金额
期初在建项目	67	185.82	64	143.20	65	122.00	63	92.51
期间新开工项目	41	153.36	30	82.98	34	54.59	18	58.61
期间竣工项目	19	30.68	27	40.36	35	33.39	26	33.62
期末在建项目	89	308.50	67	185.82	64	143.20	65	122.00

注：均不含中标未开工项目和代建项目。

资料来源：公司公告

近年来施工业务收入保持增长，但施工业务区域集中度较高，且面临一定的资金压力

近年来公司工程施工业务收入保持较快增长，2016-2018年公司工程施工业务收入分别为40.70亿元、46.76亿元和67.35亿元（合并抵销前），年复合增长率为28.64%。与项目承接地域分布基本一致，公司施工业务收入主要集中于广东地区，2016-2018年公司工程施工业务收入在广东地区的占比分别为81.91%、96.11%和80.58%，并且主要集中在深圳市。2018年广东省外施工收入占比提升至19.42%，主要系公司在广东省外房地产项目建设规模增长所致。整体来看，除公司自有房地产项目外，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，但由于广东地区，尤其是深圳市经济发展情况较好，施工业务区域风险相对不高。

表 8 2016-2018 年及 2019 年 1-9 月公司施工收入地区分布情况（单位：万元）（合并抵销前）

地区	2019 年 1-9 月		2018 年		2017 年		2016 年	
	收入	占比	收入	占比	收入	占比	收入	占比
广东省	471,184.86	83.92%	542,715.35	80.58%	449,422.39	96.11%	333,324.56	81.91%
广西自治区	53,328.33	9.50%	59,714.33	8.87%	1,313.92	0.28%	40,406.49	9.93%
湖南省	30,995.97	5.52%	50,771.68	7.54%	-	0.00%	-	0.00%
上海市	4,046.92	0.72%	6,278.87	0.93%	15,139.13	3.24%	25,370.55	6.23%
其他	1,919.31	0.34%	14,016.38	2.08%	1,732.43	0.37%	7,860.47	1.93%
合计	561,475.39	100.00%	673,496.61	100.00%	467,607.87	100.00%	406,962.07	100%

资料来源：公司提供

公司是深圳市较早开展建筑施工业务的主要企业之一，参与深圳及国内数百个重大工程建设项目，合作客户较为广泛。2016-2017年公司前五大客户业务收入占比分别为21.50%和17.78%，客户集中度程度较低；2018年公司在深圳业务规模快速增长，且部分合同金额较大，2018年前五大客户主要为深圳市国有企事业单位，导致占比增长至30.33%。

表 9 2016-2018 公司客户销售金额占比情况

项目	2018 年	2017 年	2016 年
第一大客户占比	9.53%	5.91%	10.22%
前五大客户占比	30.33%	17.78%	21.50%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

施工结算方面，公司与业主单位签订合同后，按工程节点或时间节点根据公司施工量的80%-90%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。公司目前未完工项目规模较大，截至2019年9月末在建施工项目合同金额为308.50亿元（合并抵销前）。未来随着在建项目的不断投入，公司面临一定的资金压力。

在“包工包料”方式下，公司承担一定的原材料价格波动风险，但采购集中度较低

公司建筑施工工程的原材料主要包括钢材、商品砼、水泥、管材等。原材料采购方面，公司对外承包工程分为“包工包料”和“包工不包料”两种方式。“包工包料”方式下，公司通常会与发包商在施工承包合同中约定关于原材料价格的风险承担条款，施工期间建筑材料价格振幅在5%以内的部分由公司承担或受益，振幅超过5%的部分则由发包商承担或受益，在价格变动幅度较大的情况下，公司需要承担一定的原材料价格波动

风险；而在“包工不包料”方式下公司无需承担原材料价格波动的风险。目前公司承接的工程以“包工包料”方式为主。

公司日常采购的主要原材料竞争充分，价格较为透明，公司对供应商依赖程度较低。2018年，公司前五大供应商采购占比仅为3.76%，占比较低，且呈逐年下降趋势，公司采购集中风险较低。

表 10 近年来公司供应商采购金额占比情况

项目	2018 年	2017 年	2016 年
第一大供应商占比	0.93%	2.40%	6.30%
前五大供应商占比	3.76%	8.51%	13.85%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

（二）房地产开发业务

公司房地产业绩良好，合同销售面积和金额均保持增长；但受部分房地产项目结转进度影响，近年来公司房地产业务收入有所波动；公司房地产业务毛利率整体处于较高水平，但2018年结转的南宁及上海地区房地产项目毛利率相对较低，导致房地产业务整体毛利率有所下降

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。近年来公司成功开发了深圳阳光·天健城、深圳天健·时尚空间、南宁天健世纪花园、南宁天健国际公馆、长沙天健壹方英里等房地项目，在深圳等地具有一定知名度。2018年公司新增位于广州增城区中新镇、广州黄埔区长岭居的两块土地，2019年12月公司公开竞得深圳市前海深港现代服务业合作区桂湾片区T204-0142宗地的土地使用权，继续加大对核心业务城市的投资。

近年来公司新开工面积波动较大，2016-2018年公司新开工面积分别为50.65万平方米、77.36万平方米和43.76万平方米，公司主要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。2019年1-9月公司广州长岭居项目、广州中新镇项目、长沙天健城（芙蓉盛世三期）等项目陆续开工，新开工面积达到88.29万平方米。近年来公司竣工面积整体保持增长，2016-2017年竣工面积分别为3.38万平方米和7.80万平方米，2018年随着天健公

馆、南宁西班牙小镇项目的陆续竣工，公司2018年竣工面积大幅增长至46.28万平方米。

近年来公司积极推动在售项目去化，合同销售面积保持增长。2018年实现合同销售面积35.46万平方米、合同销售金额57.80亿元，分别同比增长32.46%和58.86%。房地产结转方面，2018年公司深圳天健公馆、广州天健汇、上海天健萃园、上海浦荟大楼、南宁西班牙小镇竣工入伙，公司实现房地产收入43.76亿元，较2017年大幅增长。2019年1-9月公司房地产项目竣工面积为0平方米，一定程度上影响公司房地产收入的确认和结转，2019年1-9月公司确认房地产收入13.43亿元。

表11 公司房地产开发经营情况（合并抵消前）（单位：平方米、万元）

项目	2019年1-9月	2018年	2017年	2016年
新开工面积	882,863.68	437,671.91	773,613.69	506,509.28
竣工面积	0.00	462,814.92	78,000.00	33,752.40
合同销售面积	213,795.77	354,582.00	267,683.68	181,922.71
合同销售金额	832,222.43	577,984.00	363,833.00	274,490.00
结转收入	134,307.01	437,114.87	169,776.60	228,627.38

注：表中未包含公司出售部分物业形成的收入。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

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。2016-2018年及2019年1-9月，公司房地产业务毛利率分别为45.86%、58.15%、38.00%和42.59%。2017年公司销售的香蜜三村5号楼1-4层商场、长沙岁宝商铺、深圳鲁班大厦一、三层商铺等早期物业，毛利率水平相对较高，使得深圳地区收入占比和毛利率均有提高，2017年公司房地产业务毛利率达到58.15%，2018年公司房地产业务毛利率较2017年下降20.15个百分点，主要系公司2018年开始结转收入的部分项目毛利率较低所致。2018年公司结转的项目主要为天健公馆、南宁西班牙小镇、上海天健萃园等。其中，公司上海天健萃园项目2018年结转收入12.91亿元，占房地产收入比重为29.51%，该项目土地招拍成本较高且位于浦东万祥距离市区较远，商品房项目溢价较低，项目毛利率为26.07%；南宁西班牙小镇项目2018年结转收入10.14亿元，占房地产收入比重为23.17%，但由于南宁西班牙小镇项目土地招拍挂成本较高以及南宁政府的房地产限价政策，公司该项目毛利率仅9.45%，对房地产业务毛利率影响较大。

表12 2016-2018年及2019年1-9月房地产开发项目主要收入及毛利率情况（合并抵消前）（单位：万元）

区域	项目名称	2019年1-9月		2018年		2017年		2016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	220.69	80.54%	11,972.63	75.69%	29,451.14	74.20%	37,186.59	81.12%
	天健公馆	48,201.08	72.34%	124,793.14	70.29%	-	-	-	-

	其他项目	-	-	-	-	39,891.57	80.97%	1,204.17	88.16%
惠州	天健阳光花园一期	1,554.56	46.71%	1,442.90	24.09%	5,065.50	15.86%	35,573.86	23.89%
南宁	南宁天健商务大厦	1,182.74	11.43%	682.54	-24.92%	1,416.96	14.94%	16,072.51	45.15%
	南宁天健国际公馆	1,206.13	57.78%	251.98	-7.27%	2,078.63	19.60%	4,409.24	38.23%
	南宁天健世纪花园	237.71	38.56%	416.7	65.47%	1,604.82	45.40%	9,826.11	62.47%
	南宁领航大厦	6,884.96	19.50%	9,133.45	15.82%	18,362.80	16.96%	-	-
	南宁西班牙小镇	10,984.62	5.14%	101,386.95	9.45%	-	-	-	-
长沙	长沙天健壹方英里	2,027.37	71.88%	9,903.40	49.47%	13,413.84	50.82%	22,217.90	49.93%
	长沙芙蓉盛世一期	-	-	-	-	18,489.15	69.02%	-	-
广州	广州天健上城阳光花园	919.63	68.45%	21,318.16	58.02%	79,893.77	43.72%	102,137.00	39.39%
	广州天健汇	27,993.23	29.12%	6,804.89	30.92%	-	-	-	-
上海	上海天健萃园	6,278.54	28.97%	129,149.17	26.07%	-	-	-	-
	上海浦荟大楼	25,860.30	26.68%	19,858.96	25.43%	-	-	-	-
合计		133,551.56	43.10%	437,114.9	38.05%	209,668.17	54.34%	228,627.38	46.59%

注：表中未包含公司出售部分物业形成的收入。

资料来源：公司2016-2018年年度报告及2019年第三季度报告，中证鹏元整理

公司项目储备充足，在售、在建项目尚未销售面积规模较大，可为公司房地产未来业务提供较好保障，但存在一定销售压力；在建项目尚需投资规模较大，公司面临一定资金压力；COVID-19疫情短期对房地产市场影响较大，将对公司房地产项目销售产生不利影响

近年来公司房地产业务规模发展较快，公司在建在售的房地产项目较多。截至2019年9月末公司在售房地产项目17个，可供销售面积合计220.22万平方米，尚未结转面积为128.11万平方米，尚未结转面积较多，公司房地产业务收入未来较有保障。具体来看，截至2019年9月末，公司在惠州和上海的项目基本处于尾盘销售阶段；深圳、广州的项目尚未销售面积整体不高；南宁和长沙的项目尚未销售面积较大，分别为57.47万平方米和13.99万平方米，其中南宁天健城、南宁天健和府和长沙天健城未销售面积较大，存在一定的销售压力。2020年以来COVID-19疫情对房地产市场短期影响较大，对公司一季度房地产销售产生较为不利的影响；未来随着国内逐步复工复产，房地产项目销售有望逐步回暖。

表13 截至2019年9月末公司在售项目情况（单位：平方米）

区域	项目名称	总可供销售面积	截至2019年9月末尚未销售面积	截至2019年9月累计结转面积	截至2019年9月尚未结转面积
深圳	阳光天健城	226,741.00	246.66	226,494.34	246.66
	天健公馆	23,815.99	3,764.68	20,051.31	3,764.68
	天健天骄项目（南苑）	72,016.34	29,561.17	-	72,016.34
	深圳小计	322,573.33	33,572.51	246,545.65	76,027.68
惠州	惠州天健阳光花园	95,468.36	6,367.74	81,105.55	14,362.81
	惠州小计	95,468.36	6,367.74	81,105.55	14,362.81
南宁	南宁天健国际公馆	49,561.25	1,265.03	48,296.22	1,265.03
	南宁天健商务大厦	15,915.10	398.34	15,516.76	398.34
	南宁天健世纪花园	122,931.75	2,391.66	120,540.09	2,391.66
	南宁西班牙小镇	206,471.90	30,587.65	168,991.05	37,480.85
	南宁天健领航大厦	46,003.49	11,194.53	34,808.96	11,194.53
	南宁天健城	521,634.36	363,064.16	-	521,634.36
	南宁天健和府	198,200.73	165,791.79	-	198,200.73
	南宁小计	1,160,718.58	574,693.16	388,153.08	772,565.50
长沙	长沙天健壹平方英里	128,099.76	294.63	126,522.94	1,576.82
	长沙天健城	341,924.96	139,636.96	-	341,924.96
	长沙小计	470,024.72	139,931.59	126,522.94	343,501.78
广州	广州天健汇	27,027.00	12,716.20	12,492.70	14,534.30
	广州云山府	45,143.00	44,860.00	-	45,143.00
	广州小计	72,170.00	57,576.20	12,492.70	59,677.30
上海	上海天健萃园	65,032.26	3,747.37	57,271.60	7,760.66
	上海浦荟大楼	16,181.60	7,228.32	8,953.28	7,228.32
	上海小计	81,213.86	10,975.69	66,224.88	14,988.98
合计		2,202,168.85	823,116.89	921,044.80	1,281,124.05

注：公司尚未结转面积包含已销售尚未结转面积和未销售面积；

部分房地产项目尚有部分车位未销售，上表未列出。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

在建项目方面，公司在建项目储备较为充足，除龙岗回龙埔项目为产业项目（未来以出租为主）外，均为商住项目。公司在建尚未销售的商住项目有惠州天健阳光花园二期项目、广州白云新城项目、广州中新镇项目、苏州虎丘项目、广州长岭居项目；总体来看，公司在建房地产项目大多处于国内重点城市，且部分位于中心区域，项目品质较高。

截至2019年9月末，公司在建房地产项目合计总投资318.91亿元，已投资204.41亿元，尚需投资114.50亿元，在建项目后续投资存在一定的资金压力。

表14 截至2019年9月末公司主要在建项目情况（单位：平方米、亿元）

项目名称	权益比例	占地面积	规划建筑面积	总投资	已投资	尚需投资
深圳天健天骄	100%	31,787.00	303,841.00	66.83	39.99	26.84
深圳天健公馆	100%	6,726.00	62,489.00	8.53	7.28	1.24
深圳创智新天地	100%	31,521.00	137,620.00	8.41	3.34	5.07
广州天健汇	100%	10,943.00	52,690.00	6.49	4.57	1.91
广州白云新城项目	100%	14,176.00	80,212.00	27.99	22.58	5.41
上海天健萃园	100%	48,712.00	93,748.00	12.15	12.08	0.07
上海南码头项目	100%	9,085.00	31,538.00	11.36	9.80	1.56
南宁天健西班牙小镇	100%	69,002.00	314,265.00	15.89	14.11	1.78
南宁天健城	60%	96,228.00	715,258.00	48.02	27.91	20.10
长沙天健城(芙蓉盛世三期)	100%	86,979.00	448,601.00	26.07	18.02	8.05
惠州天健阳光花园二期	100%	70,751.00	317,075.00	14.24	1.93	12.31
苏州虎丘项目	100%	45,406.00	75,296.98	18.34	11.53	6.81
南宁天健和府项目	100%	59,957.00	357,192.00	23.83	14.39	9.44
广州中新镇项目	100%	16,998.62	64,834.20	10.66	5.93	4.73
广州长岭居项目	100%	33,627.00	105,009.00	20.11	10.94	9.17
合计		631,898.62	3,159,669.18	318.91	204.41	114.50

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

土地储备方面，2019年12月11日，天健地产公开竞得深圳市前海深港现代服务业合作区桂湾片区T204-0142宗地的土地使用权，成交价格为38.90亿元，该地块占地面积9,412.25平方米，总建筑面积67,200平方米，土地用途为二类居住用地。另外公司持有的深圳西丽曙光地块，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

公司棚户区改造项目顺利推进，但项目存量不足，未来收入呈下降趋势

2016年4月6日，公司中标深圳罗湖“二线插花地”棚户区改造服务项目（以下简称“插花地棚改”），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）、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，征地拆迁服务费中谈判服务费预计为9.80亿元、土地整备服务费预计为2.56亿元；工程管理服务费预计为4.61亿元；回迁安置服务费0.21亿元；

公司服务费合计为17.18亿元（包干价）。

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2020年2月29日，签约8,270户，签约率99.49%，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。公司按照整体完工百分比法确认收入，2016-2018年及2019年1-9月分别确认棚改项目管理服务收入0.28亿元、6.56亿元4.92亿元和1.47亿元，合计确认收入13.23亿元。根据包干价，截至2019年9月末公司罗湖棚改项目尚未确认收入合计3.92亿元；根据补充协议（二）工期要求，项目需在2022年末完成，未来公司将持续确认棚改项目管理服务收入，但收入规模将呈下降趋势。

公司自有物业质量良好，市场价值显著高于账面价值；物业租赁业务毛利率较高，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。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科技大厦项目已竣工并开始对外出租，公司所持有物业持续增长；截至2019年9月末，公司位于深圳地区的主要物业可租面积达24.15万平方米，且大部分物业取得成本较低，市场价值显著高于账面价值。

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；工业厂房物业中，坑梓工业厂房出租率2019年3月增长至88.42%，其他工业厂房出租率均为100%。2018年公司新增天健科技大厦，截至2019年9月末出租率已达到72.19%，未来随着客户的进驻有望继续提高。

2016-2018年公司物业租赁业务分别实现营业收入1.67亿元、2.44亿元和2.51亿元，保持稳定增长；2019年1-9月实现营业收入2.52亿元，主要系天健科技大厦出租率提高，出租收入增长所致。公司物业租赁收入虽然规模相对较小，但毛利率水平较高，收入较为稳定，对公司利润水平有一定补充。

表15 2019年9月末公司位于深圳主要物业出租情况（单位：平方米）

项目	业态	权益比例	可租面积	2019年9月末出租率	2018年末出租率	2017年末出租率	2016年末出租率
景田综合大楼	住宅及配套	100%	5,912.00	100.00%	100.00%	94.31%	48.49%
景田综合市场	住宅及配套	100%	19,518.16	99.04%	85.47%	100.00%	85.83%
香蜜新村	住宅	100%	3,204.42	95.71%	100.00%	100.00%	100.00%

天健科技大厦	写字楼及配套	100%	70,891.75	72.19%	60.23%	-	-
天健创业大厦	写字楼及配套	100%	27,462.02	99.46%	100.00%	95.55%	99.63%
天健商务大厦	写字楼及配套	100%	17,043.20	95.92%	100.00%	100.00%	100.00%
市政大厦	写字楼及配套	100%	9,890.73	100.00%	100.00%	94.31%	48.49%
沙头角综合楼	写字楼及配套	100%	4,413.95	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%
天然居商业中心	商业	100%	7,662.71	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%
清水河干货仓	工业厂房及配套	100%	10,325.78	0.00%	100.00%	100.00%	100.00%
坑梓工业厂房	工业厂房及配套	100%	12,364.76	100.00%	56.65%	63.02%	37.30%
粤通工业区	工业厂房及配套	100%	16,656.39	83.19%	100.00%	100.00%	100.00%
华富工业园	工业厂房及配套	100%	29,491.08	100.00%	100.00%	93.04%	94.81%
石岩厂房	工业厂房及配套	100%	6,674.40	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%
合计			241,511.35				

资料来源：公司2016-2018年年度报告及2019年第三季度报告，中证鹏元整理

近年来公司物业管理业务保持增长

公司物业管理业务核心企业为深圳市天健物业管理有限公司（以下简称“天健物业”）。天健物业拥有国家物业管理一级资质和清洁清洗行业国家一级资质。天健物业管理范围包括小区物业、景区物业、公园物业、学习物业、酒店物业等多种业态。2018年天健物业位列“全国物业管理百强企业”第25位、“深圳市物业服务企业”第13位。

2016-2018年天健物业分别实现营业收入2.49亿元、5.24亿元和5.96亿元，2017-2018年物业管理收入增长较快主要系天健物业提供棚改项目拆楼施工现场警戒、夜间辖区巡查、签约现场秩序维护、消防救援应急处理等服务，收取的服务费用较高；2019年棚改项目回归常态服务相关收入大幅减少，2019年1-9月天健物业实现营业收入3.45亿元。2019年1-9月天健物业通过招投标、洽谈形式新增拓展项目33个，新增物业面积168万平方米，续签在管项目56个。

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瑞华会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2016-2017年审计报告、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年审计报告和未经审计的2019年三季度财务报告，报告均采用新会计准则编制。

2016-2018年公司合并报表范围变动情况如下表所示。2016年公司取得深圳市粤通建

设工程有限公司100%股权，取得成本为9.97亿元；取得联大海绵（惠州）有限公司100%股权、长沙众源物业管理有限公司70%股权、武汉藏龙集团物业管理有限公司（后更名为武汉市天健藏龙物业管理有限公司）100%股权，取得成本合计为0.39亿元。除上述收购外，2016-2018年公司新增子公司均由公司新设或投资方式取得。

表 16 公司合并范围变动情况

项目	2018 年	2017 年	2016 年
新增子公司数（家）	1	6	16
减少子公司数（家）	0	1	1

资料来源：公司 2016-2018 年审计报告，公司提供，中证鹏元整理

资产结构与质量

公司资产持续增长，整体资产质量良好

近年来，随着公司业务规模的不断扩张，公司资产规模保持增长，2016-2018年末公司资产规模分别达到192.91亿元、257.93亿元和317.41亿元，年复合增长率为28.27%；2019年9月末公司资产总额达到391.63亿元。从资产结构来看，公司资产以流动资产为主，近年来流动资产占比均在80%以上。

表 17 公司主要资产构成情况（单位：万元）

项目	2019 年 9 月		2018 年		2017 年		2016 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	964,700.00	24.63%	452,497.43	14.26%	244,250.75	9.47%	358,578.89	18.59%
应收账款	190,620.30	4.87%	199,371.11	6.28%	140,868.20	5.46%	63,778.28	3.31%
其他应收款	28,843.57	0.74%	25,529.92	0.80%	67,800.73	2.63%	19,851.52	1.03%
存货	2,198,578.73	56.14%	2,037,101.12	64.18%	1,715,955.43	66.53%	1,111,024.90	57.59%
流动资产合计	3,471,649.73	88.65%	2,790,379.18	87.91%	2,188,356.61	84.84%	1,561,815.09	80.96%
可供出售金融资产	0.00	0.00%	39,491.03	1.24%	66,101.30	2.56%	77,304.14	4.01%
其他权益工具投资	111,346.97	2.84%	-	-	-	-	-	-
长期股权投资	4,976.61	0.13%	47,488.93	1.50%	26,409.78	1.02%	26,408.66	1.37%
投资性房地产	233,676.25	5.97%	214,741.68	6.77%	160,967.99	6.24%	170,798.68	8.85%
非流动资产合计	444,669.74	11.35%	383,736.21	12.09%	390,911.87	15.16%	367,248.27	19.04%
资产总计	3,916,319.47	100%	3,174,115.39	100%	2,579,268.48	100%	1,929,063.35	100%

资料来源：公司 2016-2018 年审计报告及 2019 年第三季度报告，中证鹏元整理

近年来公司货币资金波动较大，2019年9月末公司货币资金达到96.47亿元，较2018年末增长113.19%，主要系天健天骄等房地产项目销售回款情况较好，2019年9月末公司合计1.36亿元货币资金使用受限。公司应收账款主要为应收的工程款项，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，公司应收账款规模持续增长。截至2018年末，公司应收账款账面价值19.94亿元，2016-2018年复合增长率为76.81%；主要系公司近年来EPC项目增多，EPC项目回款对较慢。除单项全额计提坏账准备的0.39亿元外，公司应收账款账面余额21.33亿元，其中一年以内应收账款占比在85.01%，1-2年的应收账款占比为6.85%，整体账龄不长；从应收对象来看，2018年应收账款前五大客户占应收账款总额的比例为34.34%，占比相对不高，且主要以深圳市政府机构及国有企业为主，回收风险相对不大；整体来看，公司应收账款持续增长，账龄相对较短。公司其他应收款主要为往来款项和保证金；2018年公司其他应收款同比减小62.35%，主要系公司已收回长沙公共资源交易中心保证金4.97亿元。

公司的存货主要由开发产品、开发成本以及建造合同形成的资产构成。截至2018年末公司存货账面价值203.71亿元，同比增长18.72%；其中开发产品和开发成本为在建及已竣工未结转的房地产项目，2018年末账面价值合计181.96亿元，并于2018年购买了：广州增城区中新镇、广州黄埔区长岭居合计15.84亿元。存货中建造合同形成的资产主要为已完工未结算资产，受公司工程施工业务2018年投入快速增长影响，2018年末已完工未结算资产金额21.66亿元，同比增长104.15%，主要系公司工程施工业务增长，导致年末未结算资产增加。截至2018年末公司存货中价值68.85亿元的资产用于银行借款抵押，使用受限。

公司可供出售金融资产主要由公司持有的莱宝高科（002106.SZ）和部分对外投资构成，2018年末公司可供出售金融资产账面价值3.95亿元，同比减少40.26%，主要系莱宝高科股票价格2018年出现较大幅度下跌所致。2019年9月末公司可其他权益工具投资账面价值11.13亿元，规模较大，主要系上海临港控股股份有限公司以股票收购公司持有的上海漕河泾奉贤科技绿洲建设发展有限公司（以下简称“漕河泾建发公司”）股权所致。公司长期股权投资主要为公司对联营企业投资，2018年末公司长期股权投资同比增长79.82%，主要系对持有40%股权的漕河泾建发公司追加投资1.72亿元所致；2019年9月末，公司长期股权投资大幅下降，主要系漕河泾建发公司被收购所致。公司的投资性房地产主要为公司持有并对外出租的物业，截至2018年末公司投资性房地产账面价值21.47亿元，同比增长33.41%，主要系天健科技大厦竣工由在建工程转入投资性房地产所致；2019年9月末投资性房地产账面价值为23.37亿元。公司投资性房地产均采用成本模式进行后续计量，并且公司大部分物业处于深圳市市内，取得时间较早、成本较低，市场价值显著高于账面价值。

总体来看，随着公司业务规模的不断增长，公司资产规模保持较快增长，整体资产质量良好。

资产运营效率

公司资产周转效率有所波动，整体仍面临较大的运营压力

近年来公司营业收入及营业成本均出现大幅增长，但公司应收账款增速相对较快，导致2016-2018年公司应收账款周转效率持续下降；2016-2018年公司应收账款周转天数分别为32.47天、54.58天和59.99天。而2018年公司存货及应付账款规模增速相对较小，2018年公司存货周转天数和应付账款周转天数均较2017年出现下降，分别为844.52天和239.51天，存货周转效率有所提升，而应付账款占用时间有所减少。整体来看，2018年公司净营业周期从2017年的816.33天减少至664.99天；总资产周转天数减少至1,014.36天，整体资产周转效率有所加快。但值得注意的是，由于公司房地产业务存货规模较大，受此影响，公司整体仍面临较大的运营压力。

表 18 公司主要运营效率指标（单位：天）

项目	2018 年	2017 年	2016 年
应收账款周转天数	59.99	54.58	32.47
存货周转天数	844.52	1,019.86	719.63
应付账款周转天数	239.51	258.11	131.01
净营业周期	664.99	816.33	621.09
流动资产周转天数	877.78	1,000.11	846.31
固定资产周转天数	11.03	14.97	12.24
总资产周转天数	1,014.36	1,202.29	1,039.13

资料来源：公司 2016-2018 年审计报告，中证鹏元整理

盈利能力

公司收入规模大幅增长，整体盈利能力较强，毛利率受房地产项目结转影响波动较大；受COVID-19疫情影响，公司短期业绩存在下滑风险

近年来公司主营业务发展情况良好，2016-2018年营业收入分别达到62.09亿元、67.50亿元和102.09亿元，年复合增长率28.23%。2018年增长较快，同比增长51.26%；其中，工程施工业务在建项目不断推进，实现收入（合并抵消前）67.35亿元，同比增长44.03%；房地产业务方面，随着天健公馆、南宁西班牙小镇、上海天健萃园等项目的结转，公司房地产业务实现收入（合并抵消前）43.76亿元，同比增长92.86%。2019年1-9月，公司营业收入达60.65亿元，较2018年同期增长30.63%，其中工程施工收入56.15亿元，较2018年同期增长81.53%，发展较快；房地产收入13.43亿元，受房地产项目结算影响较2018年同期有所下降。公司为深圳市重要的市政项目建设企业，建筑施工业务合同承接比较稳定，目

前尚未完工项目规模较大；房地产业务方面，公司在建开发项目规模较大，未来公司房地产项目将逐渐完工结转，公司收入持续性有较好保障。

毛利率方面，近年来公司综合毛利率水平有所波动，2016-2018年及2019年1-9月分别为22.18%、26.08%、21.65%和18.84%。公司工程施工业务、棚改项目管理服务和物业租赁业务毛利率整体较为稳定，公司综合毛利率的波动主要受房地产业务毛利率波动以及房地产收入占比影响较大，2016-2018年及2019年1-9月房地产业务毛利率分别为45.86%、58.15%、38.00%和42.59%，其中2017年结算的房地产项目中毛利率较高的深圳及广州地区收入占比较高，而2018年较2017年下降20.15个百分点至38.00%，主要系公司2018年结转收入的南宁和上海地区的房地产项目毛利率相对较低所致。期间费用方面，随着公司业务扩张，公司各项期间费用均有所增长，但受公司营业收入大幅增长影响，2018年期间费用率较2017年下降1.10个百分点。

盈利能力方面，近年来公司净资产收益率持续提高，2016-2018年分别实现净利润4.46亿元、5.98亿元和7.75亿元，年复合增长率为31.83%，公司盈利能力较好。值得注意的是，2020年以来COVID-19疫情对公司施工业务和房地产业务均产生较为不利的影响，在疫情管控期间公司施工项目大部分处于停工状态，房地产项目销售也存在较大压力，公司短期业绩存在下滑风险；但公司施工业务在手订单较多，在售房地产项目多数处于深圳、广州、上海、长沙、南宁等一二线城市，随着复工复产，未来业绩仍有较好保障。

表 19 公司主要盈利指标（单位：万元）

项目	2019 年 1-9 月	2018 年	2017 年	2016
营业收入	606,451.65	1,020,948.41	674,959.36	620,901.77
营业利润	45,211.65	109,623.77	83,937.04	62,705.82
利润总额	45,459.97	108,614.46	83,866.07	64,473.93
净利润	24,210.47	77,538.03	59,822.78	44,614.00
综合毛利率	18.84%	21.65%	26.08%	22.18%
期间费用率	9.09%	6.23%	7.33%	6.24%
营业利润率	7.46%	10.74%	12.44%	10.10%
总资产回报率	-	4.60%	4.69%	4.64%
净资产收益率	-	10.12%	9.26%	7.12%
营业收入增长率	30.63%	51.26%	8.71%	-1.72%
净利润增长率	-	29.61%	34.09%	13.70%

资料来源：公司 2016-2018 年审计报告及 2019 年第三季度报告，中证鹏元整理

现金流

公司经营活动及投资活动现金流持续净流出，现金需求主要依靠筹资活动，仍面临一定的资金压力

受公司房地产业务投资规模增长影响，公司近年来经营活动现金均保持大额净流出，整体表现不佳，2016-2018年公司经营活动现金分别净流出7.31亿元、15.74亿元和4.93亿元；一方面，由于公司近年来工程总承包（EPC）项目规模增大，工程施工回款相对有所减慢；另一方面，公司近年来房地产开发规模加大，导致公司存货规模快速增长，2018年末公司存货为203.71亿元，2016-2018年复合增长率为35.41%。

投资活动现金方面，近年来公司的投资活动现金保持净流出，主要为购建固定资产及取得子公司及其他营业单位支付的现金。2016年公司投资活动现金净流出7.49亿元，主要系公司取得粤通公司股权所致；2018年投资活动现金净流出3.20亿元，主要系新增对联营企业投资1.97亿元，以及新增对天健科技大厦与工程机械设备的投资。

为满足公司经营活动和投资活动所需资金，公司近年来通过金融机构借款、非公开发行股票以及发行永续期债券等多种方式筹集资金，并保持较大的对外融资规模，2016-2018年筹资活动现金分别净流入8.41亿元、7.00亿元和28.78亿元。2018年公司筹资活动净流入规模较大，同比大幅增长311.29%，一方面是银行借款增长，另一方面系18天健Y1于2018年发行成功，收到募集资金17.96亿元。

整体来看，公司经营活动现金流表现不佳，公司现金需求主要依靠筹资活动，需注意的是目前公司在建的施工工程及房地产项目规模较大，随着在建项目施工进度的推进，公司面临一定的资金压力。

表 20 公司现金流情况（单位：万元）

项目	2018 年	2017 年	2016 年
净利润	77,538.03	59,822.78	44,614.00
营运资本变化	-172,433.14	-233,990.14	-127,634.42
其中：存货减少（减：增加）	-319,288.08	-588,201.77	-266,410.96
经营性应收项目的减少（减：增加）	-17,744.03	-141,435.84	29,204.38
经营性应付项目的增加（减：减少）	164,598.97	495,647.47	109,572.16
经营活动产生的现金流量净额	-49,277.01	-157,425.38	-73,108.03
投资活动产生的现金流量净额	-32,036.10	-26,883.46	-74,905.89
筹资活动产生的现金流量净额	287,820.51	69,980.69	84,148.31
现金及现金等价物净增加额	206,513.68	-114,328.15	-63,865.61

资料来源：公司 2016-2018 年审计报告，中证鹏元整理

资本结构与财务安全性

公司有息债务规模较大且持续增长，债务压力较大

近年来随着公司自身利润积累以及18天健Y1可续期债券的发行，公司资本实力保持增长，2018年末公司所有者权益为87.38亿元，同比增长32.62%；而随着公司融资规模及业务规模增长，2018年末公司负债总额增至230.03亿元，同比增长19.78%；2019年9月末公司负债总额增至303.31亿元。由于所有者权益增长较快，2018年末公司负债与所有者权益比率略有下降，但仍处于较高水平；2019年9月末公司负债水平持续提高，产权比率提高至343.41%，公司所有者权益对负债的保障程度不高。

表 21 公司资本结构情况（单位：万元）

指标名称	2019 年 9 月	2018 年	2017 年	2016 年
负债总额	3,033,093.26	2,300,333.31	1,920,394.09	1,295,499.90
所有者权益	883,226.21	873,782.08	658,874.39	633,563.45
产权比率	343.41%	263.26%	291.47%	204.48%

资料来源：公司 2016-2018 年审计报告及 2019 年第三季度报告，中证鹏元整理

2018年公司短期借款余额为15.30亿元，同比增长5.44%，以保证借款为主。2018年末公司应付账款主要为工程进度款和材料款，账面余额为56.93亿元，同比增长14.99%，主要系公司工程施工业务增长较快，相应应付款项增长所致。公司的预收款项主要为预收的售楼款和施工工程预收款，2018年末公司预收款项合计37.37亿元，同比增长32.39%。2019年9月末公司预收款项达到103.28亿元，较2018年末增长176.35%，其中预收售楼款达到82.16亿元，预售施工工程款19.46亿元，主要系公司天健天骄、芙蓉盛世三期等房地产项目预收售楼款规模较大。公司其他应付款主要为质保金、押金以及往来款，2018年末账面余额为12.82亿元，同比减少6.84%。截至2018年末，公司一年内到期的非流动负债合计28.87亿元，较2017年末大幅增长，全部为一年内到期的长期借款。

公司的非流动负债主要由长期借款构成，截至2018年末公司长期借款余额为64.69亿元，主要以保证以及抵质押借款为主，抵质押物主要为公司存货中的房地产产品。截至2019年9月末，公司长期借款余额83.35亿元，较2018年末增长15.49%，主要系公司为筹措房地产开发资金，增加的开发贷导致长期借款规模增长。

表 22 公司主要负债构成情况（单位：万元）

项目	2019 年 9 月		2018 年		2017 年		2016 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	228,780.67	7.54%	153,000.00	6.65%	145,100.00	7.56%	344,000.00	26.55%
应付账款	532,186.52	17.55%	569,318.18	24.75%	495,087.37	25.78%	220,368.82	17.01%
预收款项	1,032,848.53	34.05%	373,745.53	16.25%	282,313.59	14.70%	99,318.84	7.67%

其他应付款（合计）	157,293.79	5.19%	128,500.91	5.59%	137,991.79	7.19%	121,079.60	9.35%
其中：其他应付款	-	-	128,244.59	5.58%	137,654.72	7.17%	120,799.37	9.32%
一年内到期的非流动负债	221,550.00	7.30%	288,650.00	12.55%	96,000.20	5.00%	44,000.00	3.40%
流动负债合计	2,270,528.15	74.86%	1,646,694.65	71.59%	1,257,215.97	65.47%	913,877.74	70.54%
长期借款	747,076.37	24.63%	646,858.00	28.12%	654,111.37	34.06%	370,430.70	28.59%
非流动负债合计	762,565.11	25.14%	653,638.66	28.41%	663,178.12	34.53%	381,622.16	29.46%
负债合计	3,033,093.26	100%	2,300,333.31	100%	1,920,394.09	100%	1,295,499.90	100%
其中：有息债务	1,376,982.51	45.40%	1,268,083.47	55.13%	895,211.57	46.62%	758,430.70	58.54%

注：有息债务包含 18 天健 Y1 可续期债券。

资料来源：公司 2016-2018 年审计报告及 2019 年第三季度报告，中证鹏元整理

为支持业务发展，公司加大对外融资力度，有息债务增长迅速。虽然 18 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，但当根据 18 天健 Y1 条款，公司仍需每年支付利息，票面利率为 5.96%，因此 18 天健 Y1 应被视为有息债务。截至 2019 年 9 月末，公司有息债务为 137.70 亿元，较 2018 年末增长 8.59%，有息债务规模较大。从公司有息债务偿还期限分布表来看，截至 2019 年 9 月末，公司三年内到期的债务合计 114.64 亿元，公司存在较大偿债压力。截至 2019 年 9 月末，公司获得的授信额度合计 362.58 亿元，其中已使用授信 92.45 亿元，剩余未使用授信额度为 270.13 亿元，公司授信较为充足，有一定融资弹性。

表 23 截至 2019 年 9 月末公司有息债务偿还期限分布表（单位：万元）

项目	1 年内到期	1-3 年内到期	3 年以上到期
本金	429,816.67	716,590.37	51,000.00

注：未包含 18 天健 Y1。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

从偿债能力指标来看，公司资产负债水平较高，截至 2019 年 9 月末公司资产负债率为 77.45%。公司流动比率和速动比率均处于较低水平，公司短期偿债压力仍较大。得益于公司利润规模的快速增长，2018 年公司 EBITDA 为 15.09 亿元，同比增长 26.84%，但公司融资规模也增长较快，利息支出规模增大，2018 年 EBITDA 利息保障倍数下降至 2.38，公司利息保障能力下降。目前公司在建的施工项目及房地产业务需投资金额较大，预计还将大量利用外部融资渠道筹集资金，未来负债规模可能进一步增长，其财务安全性也将受到一定影响。

表 24 公司偿债能力指标

指标名称	2019 年 9 月	2018 年	2017 年	2016 年
资产负债率	77.45%	72.47%	74.45%	67.16%
资产负债率（扣除预收账款）	69.37%	68.80%	71.32%	65.37%
流动比率	1.53	1.69	1.74	1.71
速动比率	0.56	0.46	0.38	0.49
EBITDA（万元）	-	150,902.27	118,968.26	92,236.10
EBITDA 利息保障倍数	-	2.38	2.60	2.97
有息债务/EBITDA	-	8.40	7.52	8.22
债务总额/EBITDA	-	15.24	16.14	14.05
经营性净现金流/流动负债	0.21	-0.03	-0.13	-0.08
经营性净现金流/负债总额	0.16	-0.02	-0.08	-0.06

资料来源：公司 2016-2018 年审计报告及 2019 年第三季度报告，中证鹏元整理

八、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，2016-2018年及2019年1-9月，公司营业收入分别为62.09亿元、67.50亿元、102.09亿元和60.65亿元，销售商品、提供劳务收到的现金分别为63.08亿元、81.65亿元、112.97亿元和130.62亿元，公司营业收入和经营活动收到现金持续增长，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仍有较大规模的在手订单，公司在售和在建的房地产业务规模较大，短中期业绩也有较好保障。但中证鹏元也注意到，房地产业务收入受未来宏观经济及房地产市场影响存在波动的可能性。

另外，截至2019年9月末，公司其他权益工具投资和投资性房地产合计34.50亿元；公司存货账面价值219.86亿元，主要为在建房地产项目和土地储备，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。

九、其他事项分析

（一）过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，从2016年1月1日至报告查询日（2020年3月3日）公司

本部不存在未结清不良类信贷记录，但2016年1月21日公司发生欠息45.05万元，于2016年1月22日结清，该笔欠息主要系当日还款银行存款余额不足所致，公司于第二天将利息款项存入后补扣成功。

（二）或有事项分析

截至2019年9月末，公司对外担保余额为49.16亿元，与当期末净资产之比为55.66%，主要为公司为商品房承购人向银行提供抵押贷款担保。公司对外担保规模较大，存在一定的或有负债风险。

（三）其他事项

中证鹏元关注到，2017年5月11日公司子公司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（以下简称“地铁土坑坍塌事故”），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。2017年末公司因该事故计提存货跌价损失1,624.97万元，预提安全事故罚款支出1,795.08万元。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12日，深圳市政总公司在深圳地区的红色警示已截止，深圳住建局对其招投标限制解除。

2018年5月24日，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”》（以下简称“黑名单”），深圳市政工程总公司因该安全事故被纳入该名单。根据《对安全生产领域失信行为开展联合惩戒的实施办法》，深圳市政总公司被纳入该名单后，在一年内其将受到加强安全监管监察、依法限制参与建设工程招投标、依法限制取得政府性资金支持等惩戒措施。2019年5月24日，该项处罚已到期。

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：万元）	2019 年 9 月	2018 年	2017 年	2016 年
货币资金	964,700.00	452,497.43	244,250.75	358,578.89
应收账款	190,620.30	199,371.11	140,868.20	63,778.28
其他应收款(合计)	28,843.57	25,529.92	67,800.73	19,851.52
存货	2,198,578.73	2,037,101.12	1,715,955.43	1,111,024.90
其他流动资产	73,258.74	64,806.02	9,931.37	619.05
可供出售金融资产	0.00	39,491.03	66,101.30	77,304.14
其他权益工具投资	111,346.97	0.00	0.00	0.00
投资性房地产	233,676.25	214,741.68	160,967.99	170,798.68
资产总计	3,916,319.47	3,174,115.39	2,579,268.48	1,929,063.35
短期借款	228,780.67	153,000.00	145,100.00	344,000.00
应付账款	532,186.52	569,318.18	495,087.37	220,368.82
预收款项	1,032,848.53	373,745.53	282,313.59	99,318.84
其他应付款(合计)	157,293.79	128,500.91	137,991.79	121,079.60
一年内到期的非流动负债	221,550.00	288,650.00	96,000.20	44,000.00
长期借款	747,076.37	646,858.00	654,111.37	370,430.70
负债合计	3,033,093.26	2,300,333.31	1,920,394.09	1,295,499.90
有息债务	1,376,982.51	1,268,083.47	895,211.57	758,430.70
归属于母公司所有者权益合计	874,240.61	869,604.47	654,077.04	628,986.66
所有者权益合计	883,226.21	873,782.08	658,874.39	633,563.45
营业收入	606,451.65	1,020,948.41	674,959.36	620,901.77
营业利润	45,211.65	109,623.77	83,937.04	62,705.82
净利润	24,210.47	77,538.03	59,822.78	44,614.00
经营活动产生的现金流量净额	473,969.09	-49,277.01	-157,425.38	-73,108.03
投资活动产生的现金流量净额	-7,239.85	-32,036.10	-26,883.46	-74,905.89
筹资活动产生的现金流量净额	34,167.06	287,820.51	69,980.69	84,148.31
财务指标	2019 年 9 月	2018 年	2017 年	2016 年
应收账款周转天数		59.99	54.58	32.47
存货周转天数		844.52	1,019.86	719.63
应付账款周转天数		239.51	258.11	131.01
净营业周期（天）		664.99	816.33	621.09
流动资产周转天数		877.78	1,000.11	846.31
固定资产周转天数		11.03	14.97	12.24
总资产周转天数		1,014.36	1,202.29	1,039.13
综合毛利率	18.84%	21.65%	26.08%	22.18%

期间费用率	9.09%	6.23%	7.33%	6.24%
营业利润率	7.46%	10.74%	12.44%	10.10%
总资产回报率	-	4.60%	4.69%	4.64%
净资产收益率	-	10.12%	9.26%	7.12%
营业收入增长率	30.63%	51.26%	8.71%	-1.72%
净利润增长率	-	29.61%	34.09%	13.70%
资产负债率	77.45%	72.47%	74.45%	67.16%
流动比率	1.53	1.69	1.74	1.71
速动比率	0.56	0.46	0.38	0.49
EBITDA（万元）	-	150,902.27	118,968.26	92,236.10
EBITDA 利息保障倍数	-	2.38	2.60	2.97
有息债务/EBITDA	-	8.40	7.52	8.22
债务总额/EBITDA	-	15.24	16.14	14.05
经营性净现金流/流动负债	0.21	-0.03	-0.13	-0.08
经营性净现金流/负债总额	0.16	-0.02	-0.08	-0.06

资料来源：公司 2016-2018 年审计报告及 2019 年第三季度报告，中证鹏元整理

附录二 截至2019年9月末主要控股子公司情况

子公司名称	业务性质	持股比例
深圳市市政工程总公司	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	房地产开发、销售	100.00%
深圳市天健房地产开发有限公司（原深圳市天健龙岗房地产开发有限公司）	龙岗区房地产开发、商品房销售等	100.00%
长沙市天健房地产开发有限公司	房地产开发	100.00%
南宁市天健房地产开发有限公司	房地产开发、销售	100.00%
湖南华廷房地产开发有限公司	房地产开发、销售	100.00%
广州市天健兴业房地产开发有限公司	房地产开发、销售	100.00%
天健置业（上海）有限公司	房地产开发、物业管理	100.00%
深圳市隧道工程有限公司	隧道、桥梁、防水等施工	100.00%
海南天健威斯特酒店有限公司	客房、餐饮等	100.00%
天健（深圳）酒店管理有限公司	物业管理、为酒店提供管理服务	100.00%
南宁市威斯特物业服务有限公司	物业服务、为酒店提供管理服务	100.00%
深圳市天健置业有限公司	房地产交易、租售代理、咨询等	100.00%
深圳市天健涂料科技开发有限公司	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	投资经营公路、桥梁、城市基础设施等行业	100.00%
广东海外建设发展有限公司	境外建筑工程承包、施工	60.00%
深圳市天健坪山建设工程有限公司（原深圳市天健市政安装工程有限公司）	市政道路、水电设备安装等	55.00%
深圳市天健预制构件有限公司（原深圳市新力源建材实业有限公司）	生产经营水泥混凝土及其制品等	100.00%
深圳市百利年建材实业有限公司	生产加工混凝土及物件制品等	100.00%
深圳市天健沥青道路工程有限公司	生产、销售沥青混凝土，沥青路面摊铺等	100.00%
天健市政工程（珠海）有限公司（原深圳市市政工程总公司珠海公司）	市政工程施工	100.00%
深圳市天健华誉建筑科技有限公司（原深圳市天健市政安装工程劳务有限公司）	建设工程劳务分包业务	55.00%
深圳市天健物业管理有限公司	物业管理	100.00%
深圳市天健园林绿化工程有限公司	园林绿化工程	100.00%
深圳市天健智能楼宇科技有限公司	电梯技术咨询及电梯维修等	100.00%
绍兴市天健园林绿化工程有限公司	园林绿化工程	100.00%
绍兴市天健餐饮有限公司	餐饮	100.00%
深圳市创品建筑工程劳务有限公司	建设工程劳务分包	100.00%
深圳市天健工程技术有限公司	施工材料的实验检测等	100.00%
惠州市宝山房地产投资开发有限公司	房地产开发	100.00%
深圳市天玮汽车服务有限公司	汽车零配件、国产汽车的销售	100.00%
深圳市深车联合投资有限公司	投资兴办实业、自有物业租赁、汽车销售	98.00%

南宁市天健城房地产开发有限公司	房地产开发经营	60.00%
天健世同置业（上海）有限公司	房地产开发、物业管理	100.00%
深圳市天珺房地产开发有限公司	房地产开发经营	100.00%
深圳市粤通建设工程有限公司	市政工程施工，物业租赁等	100.00%
深圳市通诚交通建设工程检验有限公司	公路工程检测	100.00%
深圳市鹏路达汽车机械服务有限公司	汽车修理类	100.00%
深圳市公路养护有限公司	服务	100.00%
深圳市盛通实业发展有限公司	服务	100.00%
深圳市天粤投资发展有限公司（原深圳市绿景洲园林有限公司）	服务	100.00%
深圳市公路隧道养护管理有限公司	建安	100.00%
深圳市宝通达建设工程有限公司（原深圳市宝通达园林绿化养护工程有限公司）	公路养护	100.00%
深圳市天健养护科技有限公司（原深圳市路顺达交通设施有限公司）	交通设施的施工	100.00%
深圳市路路安公路桥隧养护有限公司	服务	100.00%
深圳天琦房地产开发有限公司（原深圳市天琪园林绿化有限公司）	服务	100.00%
深圳市艺景达园林绿化有限公司	园林绿化工程设计	100.00%
深圳市通达装饰设计工程有限公司（原深圳市通达公路养护有限公司）	公路养护等	100.00%
天健沥青（惠州）有限公司（原联大海绵（惠州）有限公司）	家居用品的批发及进出口业务	100.00%
湖南天健众源物业管理有限公司（原长沙众源物业管理有限公司）	物业管理	70.00%
武汉市天健藏龙物业管理有限公司	物业管理	100.00%
深圳市天健棚改投资发展有限公司	房地产项目管理服务	100.00%
深圳市天健水榭香蜜房地产开发有限公司	房地产开发	50.01%
天健置业（苏州）有限公司	房地产开发	100.00%
深圳市天佳实业发展有限公司	投资兴办实业；经济信息咨询、投资咨询；投资管理。	51.00%
南宁市天健行房地产开发有限公司	房地产开发	100.00%
深圳市天健住房租赁运营管理有限公司	自有房屋租赁、房地产经纪、物业管理等	100.00%
深圳市天健建筑工程有限公司	建筑工程施工总承包等	100.00%
深圳市深汕特别合作区天健建设投资有限公司（原天健（深汕特别合作区）建设投资有限公司）	工程项目投资建设、代建、咨询、管理；房地产开发；土地整理；物业管理等	100.00%
深圳市天健水环境工程科技有限公司	水资源、水土保持、水环境、给排水等工程投资、建设和技术服务；水利、港口、航道工程投资、建设和技术服务	100.00%
南通天健水环境建设发展有限公司	河道整治及景观绿化工程项目的设计、建设、管理及运行维护；河道治理、园林绿化工程、市政道路工程、桥梁工程、建筑工程施工与维护；物业管理；商铺出租；停车场管理服务	89.50%

广州增城天健房地产开发有限公司	房地产开发经营	100.00%
广州黄埔天健房地产开发有限公司	房地产开发经营	100.00%
深圳市天健东部投资有限公司	投资兴办实业	100.00%
广西贺州市天健锦上物业服务有限公司	物业服务；家政服务	51.00%
深圳市嘉华化工有限公司	日用化工品、涂料的销售	100.00%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

附录三 主要财务指标计算公式

指标名称	计算公式
应收账款周转天数	$360 / \{ \text{营业收入} / [(\text{期初应收账款余额} + \text{期末应收账款余额}) / 2] \}$
存货周转天数	$360 / \{ \text{营业成本} / [(\text{期初存货} + \text{期末存货}) / 2] \}$
应付账款周转天数	$360 / \{ \text{营业成本} / [(\text{期初应付账款余额} + \text{期末应付账款余额}) / 2] \}$
净营业周期	应收账款周转天数 + 存货周转天数 - 应付账款周转天数
流动资产周转天数	$360 / \{ \text{营业收入} / [(\text{本年流动资产合计} + \text{上年流动资产合计}) / 2] \}$
固定资产周转天数	$360 / \{ \text{营业收入} / [(\text{本年固定资产总额} + \text{上年固定资产总额}) / 2] \}$
总资产周转天数	$360 / \{ \text{营业收入} / [(\text{本年资产总额} + \text{上年资产总额}) / 2] \}$
综合毛利率	$(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入} \times 100\%$
期间费用率	$(\text{管理费用} + \text{销售费用} + \text{财务费用} + \text{研发费用}) / \text{营业收入} \times 100\%$
营业利润率	$\text{营业利润} / \text{营业收入} \times 100\%$
净资产收益率	$\text{净利润} / ((\text{本年所有者权益} + \text{上年所有者权益}) / 2) \times 100\%$
总资产回报率	$(\text{利润总额} + \text{计入财务费用的利息支出}) / ((\text{本年资产总额} + \text{上年资产总额}) / 2) \times 100\%$
EBITDA	利润总额 + 计入财务费用的利息支出 + 折旧 + 无形资产摊销 + 长期待摊费用摊销
EBITDA 利息保障倍数	$\text{EBITDA} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息支出})$
产权比率	负债总额 / 所有者权益
资产负债率	$\text{负债总额} / \text{资产总额} \times 100\%$
流动比率	流动资产合计 / 流动负债合计
速动比率	$(\text{流动资产合计} - \text{存货}) / \text{流动负债合计}$
有息债务	短期借款 + 1 年内到期的长期有息债务 + 长期借款 + 永续债
资产负债率(扣除预收账款)	$(\text{负债总额} - \text{预收账款}) / (\text{资产总额} - \text{预收账款}) \times 100\%$

附录四 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。

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公司网站（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。