

深圳市天健（集团）股份有限公司2021年、 2023年面向专业投资者公开发行永续期公 司债券（第一期）2024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.

让评级彰显价值



信用评级报告声明

除因本次评级事项本评级机构与评级对象构成委托关系外，本评级机构及评级从业人员与评级对象不存在任何足以影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

本评级机构与评级从业人员已履行尽职调查义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正原则，但不评级对象及其相关方提供或已正式对外公布信息的合法性、真实性、准确性和完整性作任何保证。

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

本评级报告观点仅为本评级机构对评级对象信用状况的个体意见，不作为购买、出售、持有任何证券的建议。本评级机构不对任何机构或个人因使用本评级报告及评级结果而导致的任何损失负责。

本次评级结果自本评级报告所注明日期起生效，有效期为被评证券的存续期。同时，本评级机构已对受评对象的跟踪评级事项做出了明确安排，并有权在被评证券存续期间变更信用评级。本评级机构提醒报告使用者应及时登陆本公司网站关注被评证券信用评级的变化情况。

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

中证鹏元资信评估股份有限公司

深圳市天健（集团）股份有限公司2021年、2023年面向专业投资者公开发行可续期公司债券（第一期）2024年跟踪评级报告

评级结果

	本次评级	上次评级
主体信用等级	AA+	AA+
评级展望	稳定	稳定
21天健 Y1	AAA	AAA
23天健 Y1	AAA	AAA

评级观点

- 本次评级结果是考虑到：深圳市天健（集团）股份有限公司（以下简称“天健集团”或“公司”，股票代码：000090.SZ）系深圳市人民政府国有资产监督管理委员会（以下简称“深圳市国资委”）旗下建工板块核心的经营主体，施工资质仍全面且等级高，公司工程施工业务区域风险不高，在手订单质量好且充足，未来施工业务收入持续性仍较强，且优质房地产项目为公司未来利润提供一定支撑；同时，深圳市特区建工集团有限公司（以下简称“特区建工”）提供的保证担保仍能有效提升“21天健 Y1”和“23天健 Y1”（以下合称“本期债券”）的信用水平。但中证鹏元也关注到，公司部分区域房地产项目存在减值风险，施工业务垫资和房地产及棚改项目开发使公司面临资金压力，以及债务规模较高且短期债务占比较高等风险因素。此外，需要注意到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。

评级日期

2024年6月26日

联系方式

项目负责人：林心平
linxp@cspengyuan.com

项目组成员：焦玉如
jiaoyr@cspengyuan.com

评级总监：

联系电话：0755-82872897

公司主要财务数据及指标（单位：亿元）

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

注：2021年 FFO/净债务指标为负，系当期 FFO 为负所致。

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

优势

- **公司系深圳市国资委旗下建工板块主要经营主体，施工资质仍全面且等级高。**公司系深圳市建工板块的主要市属经营平台，得益于与深圳市政府的紧密联系，公司承接较多深圳市政府单位和国有企业订单，并通过推动“央企+”“区域建工+”模式与央企、深圳各区国企达成合作。截至 2023 年末，公司拥有 1 个特级资质、17 个壹级资质，资质全面且等级高。
- **公司施工业务区域和客户质量仍较好，在手订单充足且质量较好，未来施工收入持续性强。**公司施工业务客户主要为深圳市政府或国有企业，项目主要集中于广东省内，考虑广东省经济发展良好，区域风险不高；截至 2023 年末公司已签约未完工合同金额 615.88 亿元，其中，未完工部分金额、已完工未结算余额分别为 299.75 亿元、18.45 亿元，两项合计达 2023 年建筑施工收入的 1.65 倍，对未来建筑施工收入形成较好支撑。
- **房地产业务可结转及位于一线城市的可售项目充足。**截至 2023 年末，公司房地产项目已销售未结算面积共 35.42 万平方米，其中深圳地区已售未结算面积共 19.15 万平方米；同期末公司深圳、广州等一线城市在售项目尚未销售面积共 31.39 万平方米，均以商住项目为主，其中深圳地区在建项目计容面积共 67.45 万平方米。
- **特区建工提供的连带责任保证担保仍能有效提升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

- **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。**根据“21 天健 Y1”和“23 天健 Y1”募集说明书，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。
- **公司部分房地产项目去化缓慢，存在减值风险。**公司在售项目中去化较慢的包括苏州、南宁地区项目，截至 2023 年末，两地尚未销售面积合计 69.59 万平方米，此外，深圳坪山和悦府项目规模较大且去化较慢，尚未销售面积达 14.97 万平方米。2023 年公司计提南宁等区域部分地产项目减值损失 1.53 亿元。截至 2023 年末，公司存货中苏州、南宁区域房产项目年末余额分别为 52.82 亿元、31.07 亿元，若房地产景气度持续下行，公司的房产项目仍将面临减值风险。
- **公司业务扩张中面临一定的资金压力。**受地产销售回款变动影响，公司经营活动现金流波动较大。公司施工业务扩张较快，2023 年末已签约未完工部分金额达 299.75 亿元，但工程项目结算进度受下游基建及地产资金链偏紧等影响，公司垫资压力加大。同时，截至 2023 年末，公司在建房地产项目尚需投资 91.48 亿元，公司后续资金需求较大。
- **公司负债规模及短期债务占比均较高。**公司业务规模持续扩张，受行业资金密集型特点影响，公司债务规模较高，2023 年以来公司放缓地产开发节奏、加强债务管控，期末债务规模同比有所下降。截至 2024 年 3 月末，公司总债务规模为 237.19 亿元，其中短期债务占比达 44.87%，短期债务占比仍较高，现金类资产无法覆盖短期债务。

未来展望

- 中证鹏元给予公司稳定的信用评级展望。我们认为公司业务持续性强，整体盈利能力较强，经营风险和财务风险相对可控。

同业比较（单位：亿元）

指标	上海建工 (600170.SH)	安徽建工 (600502.SH)	重庆建工 (600939.SH)	天健集团 (000090.SZ)	宁波建工 (601789.SH)
总资产	3,820.78	1,710.84	869.90	694.76	285.16
营业收入	3,046.28	912.44	446.98	269.99	226.73
净利润	16.58	20.58	0.45	15.05	3.46

销售毛利率	8.87%	12.44%	5.61%	14.60%	8.82%
资产负债率	86.60%	85.95%	89.93%	78.26%	81.54%

注：（1）上海建工为上海建工集团股份有限公司的简称、安徽建工为安徽建工集团股份有限公司的简称、重庆建工为重庆建工集团股份有限公司的简称、宁波建工为宁波建工股份有限公司的简称；（2）以上各指标均为 2023 年数据。

资料来源：公开资料，中证鹏元整理

本次评级适用评级方法和模型

评级方法/模型名称	版本号
建筑施工企业评级方法和模型	cspy_ffmx_2023V1.0
外部特殊支持评价方法和模型	cspy_ffmx_2022V1.0

注：上述评级方法和模型已披露于中证鹏元官方网站

本次评级模型打分表及结果

评分要素	评分指标	指标评分	评分要素	评分指标	指标评分
业务状况	宏观环境	4/5	财务状况	初步财务状况	7/9
	行业&经营风险状况	6/7		杠杆状况	5/9
	行业风险状况	3/5		盈利状况	非常强
	经营状况	6/7		流动性状况	7/7
业务状况评估结果		6/7	财务状况评估结果		8/9
调整因素	ESG 因素				0
	重大特殊事项				0
	补充调整				0
个体信用状况					aa+
外部特殊支持					0
主体信用等级					AA+

注：各指标得分越高，表示表现越好。

个体信用状况

- 根据中证鹏元的评级模型，公司个体信用状况为 aa+，反映了在不考虑外部特殊支持的情况下，偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。

本次跟踪债券概况

债券简称	发行规模（亿元）	债券余额（亿元）	上次评级日期	债券到期日期
23 天健 Y1	7.00	7.00	2023-06-06	2026-04-11
21 天健 Y1	25.00	25.00	2023-06-06	2024-12-10

一、跟踪评级原因

根据监管部门规定及中证鹏元对本次跟踪债券的跟踪评级安排，进行本次定期跟踪评级。

二、债券募集资金使用情况

公司于2021年12月面向专业投资者公开发行为25.00亿元可续期公司债券“21天健Y1”，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。公司于2023年4月面向合格投资者公开发行为7.00亿元可续期公司债券“23天健Y1”，募集资金扣除发行费用后拟全部用于偿还到期债券。根据“21天健Y1”和“23天健Y1”募集说明书，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。截至2024年5月30日，“21天健Y1”“23天健Y1”共用募集资金专项账户余额为7.56元。

三、发行主体概况

跟踪期内公司股本、控股股东及实际控制人均无变化。截至2024年3月末，公司总股本仍为18.69亿元，控股股东仍为特区建工，实际控制人仍为深圳市国资委。截至2024年3月末，公司前五大股东如下表所示。

表1 截至 2024 年 3 月末公司前五大股东明细

股东名称	股东性质	持股比例
深圳市特区建工集团有限公司	国有法人	23.47%
深圳市资本运营集团有限公司	国有法人	16.10%
香港中央结算有限公司	境外法人	1.77%
中国工商银行股份有限公司—富国稳健增强债券型证券投资基金	其他	1.33%
深圳市高新投集团有限公司	国有法人	1.10%
合计		43.77%

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

资料来源：公司 2024 年第一季度报告

公司系深圳市国资委旗下建工板块核心经营主体，业务领域仍为建筑施工业务、房地产开发及城市综合服务，其中以建筑施工业务、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、自治区、直辖市。

四、运营环境

宏观经济和政策环境

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

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

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

当前国内正处在产业转型升级的关键期，要大力发展新质生产力，牢牢把握高质量发展这个首要任务。内外部环境依然复杂严峻，欧美经济出现分化，欧洲经济和通胀放缓，美国通胀粘性依然较强，降息推迟，叠加大国博弈和地缘政治冲突等，不确定性和难预料性增加。国内房地产行业依旧处在调整中，有效需求不足和信心偏弱，要进一步激发经营主体活力，增强发展内生动力。综合来看，尽管当前面临不少困难挑战，但许多有利条件和积极因素不断累积，我国发展具有坚实基础、诸多优势和巨大潜能，长期向好的趋势不会改变，完全有条件推动经济实现质的有效提升和量的合理增长。

房地产行业运营环境

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

随着居民缩表加剧、房企负面舆情散发，2023 年 7 月中央政治局会议定调“房地产供求关系发生重大变化”后，需求端宽松政策全面展开，下半年自上而下推动需求端宽松政策落地、细化金融端监管指标。7 月央行延长“金融 16 条”中存量和配套融资的政策使用期限；8 月以来，三部门联合发文落实“认房不认贷”，两部门调整优化信贷政策，最低首付比例调整为 20%、二套首付比例调整为 30%，央行、

金监局指导商业银行下调存量首套房贷利率，至此多地下调首付比例和贷款利率下限。金融政策方面，2023年6月，5年期以上LPR下调10个基点至4.2%；2024年2月央行下调5年期以上LPR 25个基点至3.95%，房贷利率下降空间进一步打开。中央金融工作会议、中央经济工作会议及2024年政府工作报告多次强调“一视同仁满足不同所有制房地产企业合理融资需求”。2024年以来，住建部和金融监管总局要求各地级及以上城市要建立融资协调机制。截至2024年3月末，商业银行对城市房地产融资协调机制推送的全部第一批白名单项目完成审查，其中审批同意项目数量超过2,100个，总金额超过5,200亿元。城市融资协调机制一定程度上能够分割集团公司的债务风险和项目公司开发运营风险，保障优质项目建设运营。

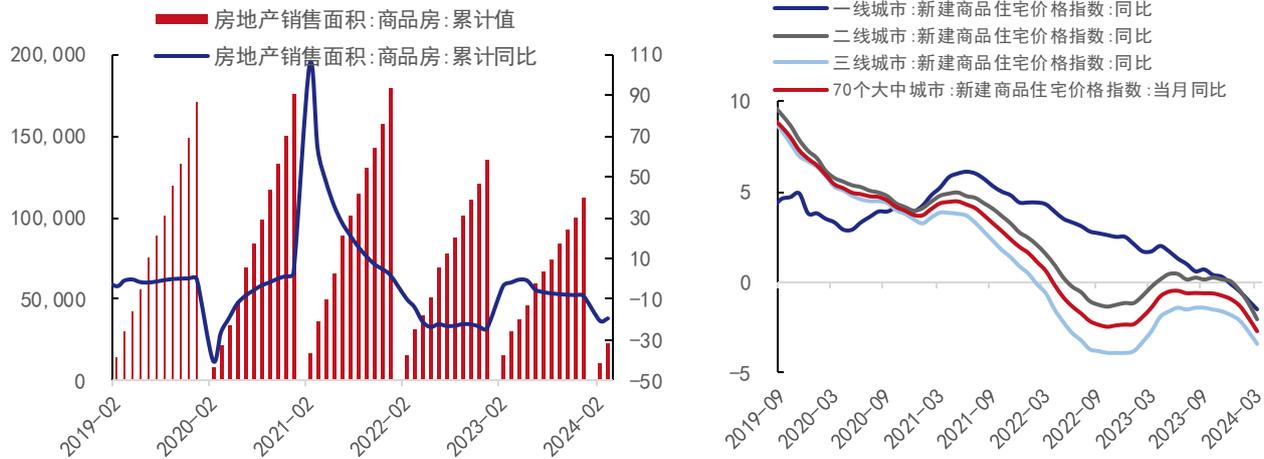
地方层面，各能级城市调控放松力度有所加大，但出台节奏及力度仍有差异。一线城市调控方向虽与全国一致，但政策力度仍有克制，以循序渐进的方式逐步放松，2023年8月末至9月初陆续落实“认房不认贷”，11月落实降低二套房首付比例和贷款利率下限、修改普宅认定标准、放松远郊限购等政策。强二线城市基本全面放松限购，各城市首付比例、房贷利率普遍下调至下限。弱二线及三四线城市基本依照中央各部委相关文件执行放松政策，在公积金政策、购房补贴、人才政策等方面有所发力。

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

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

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

价格方面，2023年全年商品住宅销售价格总体延续下降态势，其中上半年价格有所回升，下半年开始再次进入下跌区间。分能级来看，一线城市新房价格相对稳定，二三线城市回调幅度更大。新房价格抗跌性好于二手房，2023年12月，70个大中城市新建商品住宅和二手住宅价格指数同比分别下降0.89%和下降4.07%。自2023年底以来，二手房存在放量下跌的趋势，对新房销售的挤压效应可能会持续加剧。

图1 商品房销售再下台阶（单位：万平方米、%） **图2 70城住宅价格指数同比变化（单位：%）**


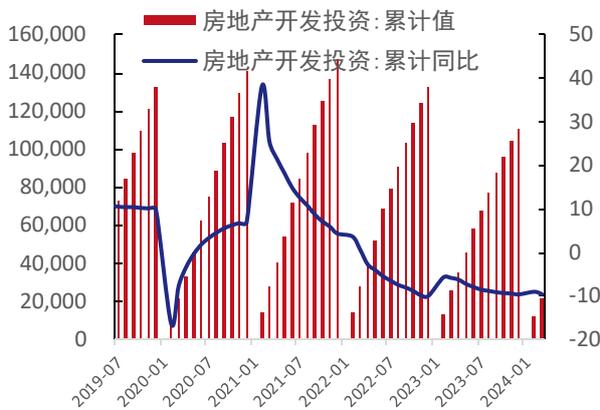
资料来源：同花顺 iFind，中证鹏元整理

资料来源：同花顺 iFind，中证鹏元整理

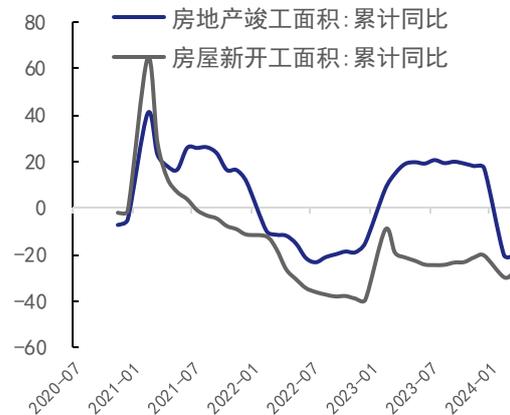
城市间持续分化，一线和部分二线城市具有一定韧性。随着四季度以来一、二线城市限制性政策加速松绑，以及年底房企降价促销，一线城市成交量逐步呈现企稳态势；从2023年全年来看，北京、上海和广州2023年成交量同比均有所回升，深圳商品房成交面积同比下降10.63%。二线城市中，成都和西安凭借着区域内产业集聚和人口流入等优势，在全国销售不振的情况下走出独立行情；而天津、郑州、昆明等二线城市表现疲软，其余三四线城市在没有产业和人口支撑的情况下房地产景气度继续下行，销售持续探底。当前阶段，制约房地产销售复苏的根本原因是居民收入预期和房价上涨预期消失后的购房信心不足，短期来看政策利好的刺激不会推动行业反转，继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

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

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

图3 房地产开发投资持续承压（单位：亿元、%）


资料来源：同花顺 iFinD，中证鹏元整理

图4 新开工持续低迷（单位：%）


资料来源：同花顺 iFinD，中证鹏元整理

市场格局持续向央国企倾斜，随着行业供求关系转变，房地产行业仍在探索新发展模式，未来将对房企的运营管理能力提出更大挑战

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

建筑施工行业运营环境

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

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

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

压力。

图5 基建投资增速放缓、地产投资下行（单位：%）

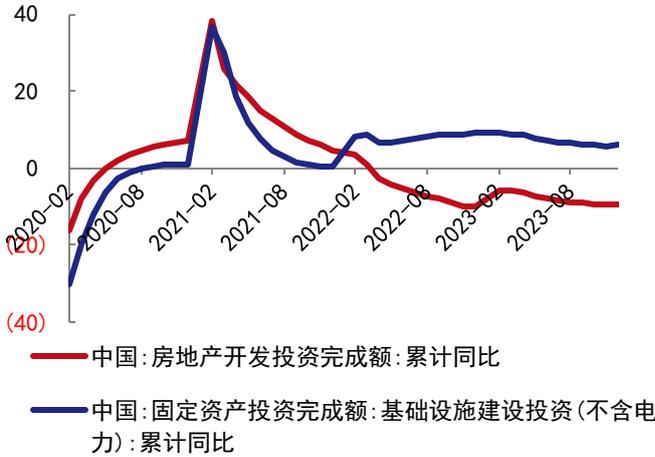
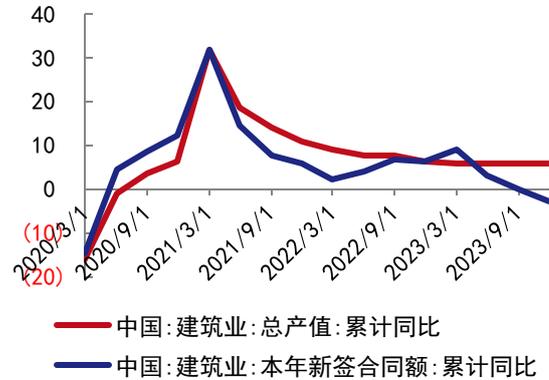


图6 建筑业新签合同增速转负（单位：%）

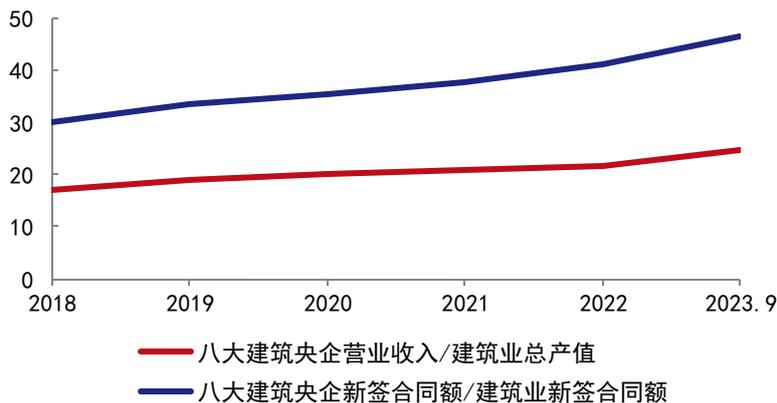


资料来源: Wind, 中证鹏元整理

资料来源: Wind, 中证鹏元整理

行业下行加速弱资质主体出清, 建筑央企市场占有率持续提升。随着市场下行及暴雷民企的不断出局, 市场份额持续向头部聚拢, 八大¹建筑央企新签合同金额占行业的比重快速上升至 2023 年末的 50.20%, 市场占有率持续提升。存量市场下, 随着房企流动性趋紧及地方财政压力加大, 建筑行业内部经营表现呈现较大的分化, 八大建筑央企依托规模、融资及品牌等方面的优势, 业务逐步向产业链上下游拓展, 获单能力在面对外部冲击时更具韧性。地方建筑国企大多与当地政府业务联系较为紧密, 稳增长背景下基建投资托底作用凸显, 建筑业订单相对具有保障; 实力弱小的建筑企业在市场竞争加剧下经营压力持续上升, 预计民营建筑企业市场份额持续受到挤压。

图7 八大建筑央企市场占有率持续提升（单位：%）



资料来源: 公开资料, 中证鹏元整理

¹是指中国交建、中国建筑、中国中铁、中国铁建、中国能建、中国电建、中国化学及中国中冶。

五、经营与竞争

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

公司系深圳市国资委旗下建工板块核心的经营主体，跟踪期内，主营业务仍为建筑施工、房地产开发及城市服务等，具有规划设计、建设、开发、运营、服务的全产业优势。

2023年公司营业收入规模同比略有增加，其中随着重点项目推进以及市场拓展，2023年建筑施工收入同比增长4.79%；同期房地产项目开发收入同比微增，2023年首次进入行业销售业绩百强第88位。公司城市服务业务收入仍包括其他城市服务收入、物业租赁收入及棚改项目管理服务收入，尽管规模相对尚小，但整体保持快速增长，2023年同比增长25.83%，主要系物业管理项目增加拉动所致。公司营业收入内部抵消主要仍为公司部分房地产项目由子公司深圳市政集团作为总承包所致。2024年1-3月，受地产销售持续低迷影响，公司营业收入同比下降14.79%。

毛利率方面，2023年公司核心毛利润来源仍为房地产销售，建筑施工因毛利率水平较低，对毛利润贡献次于房地产销售。当年公司销售毛利率水平受房地产销售毛利率下降而下降。

表2 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元、%）

项目	2024年 1-3月			2023年			2022年		
	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率
建筑施工	23.09	83.92	7.50	192.92	71.45	6.20	184.10	69.05	6.17
房地产销售	5.84	21.23	51.84	103.40	38.30	26.35	100.32	37.91	42.17
其他城市服务	3.40	12.34	5.97	13.86	5.13	7.54	10.32	3.90	9.45
物业租赁	0.98	3.55	42.32	4.00	1.48	30.30	3.59	1.36	22.08
棚改项目管理服务	0.04	0.13	6.99	0.26	0.10	-69.49	0.49	0.19	-28.29
内部抵消	-5.83	-21.18	--	-44.44	-16.46	--	-34.19	-12.92	--
合计	27.51	100.00	17.86	269.99	100.00	14.60	264.64	100	20.35

资料来源：公司 2022-2023 年年度报告、公司提供，中证鹏元整理

（一）建筑施工业务

依托与深圳市政府、国有企业的紧密联系，凭借全面且高等级的施工资质、较强的项目施工能力，公司建筑施工业务收入规模不断扩大；在手订单仍充足且主要集中在广东地区，未来收入持续性强；值得关注的是，公司回款进度仍较慢，垫资施工压力仍较大

负责建筑施工业务的核心企业仍为深圳市政集团、深圳市粤通建设工程有限公司（以下简称“粤通

公司”）等。公司施工资质全面且等级高，截至2023年末拥有1个特级资质、17个壹级资质²，其中总承包一级资质5个、专业承包一级资质12个，较上年无重大变化，高等级且全面的施工资质、较强的技术实力使得公司拥有较强的项目承揽能力。

表3 截至 2023 年末公司主要资质情况

施工总承包资质	专业承包资质
市政公用工程施工总承包特级	桥梁工程专业承包一级
公路工程施工总承包一级	隧道工程专业承包一级
建筑工程施工总承包一级	环保工程专业承包一级
市政公用工程施工总承包一级	公路路面工程专业承包一级
机电工程施工总承包一级	公路路基工程专业承包一级
电力工程施工总承包一级	地基基础工程专业承包一级
	建筑机电安装工程专业承包一级
	防水防腐保温工程专业承包一级
	建筑装饰装修工程专业承包一级
	城市及道路照明工程专业承包一级
	建筑装饰装修工程专业承包一级
	古建筑工程专业承包一级

注：各项资质仅列示最高等级资质。

资料来源：公司2023年年度报告，中证鹏元整理

新签合同方面，受地产建安投资支出延续下滑态势影响，2023年公司建筑施工业务新签合同金额同比下降25.87%，大幅超过当年建筑行业新签合同金额同比下降2.85%的速度。分业务模式来看，新签合同模式仍以施工承包模式为主，工程总承包模式次之，道路日常养护项目依托于与政府部门的紧密联系，2023年同比有所增长。

表4 2022 年至 2024 年一季度工程施工业务新签合同情况（合并抵销前）（单位：个、亿元）

业务模式	2024 年 1-3 月		2023 年		2022 年	
	个数	金额	个数	金额	个数	金额
施工承包	21	24.09	159	140.81	190	208.77
工程总承包	2	5.00	22	47.92	15	40.44
项目代建管理	0	0	0	-	12	0.59
PPP 项目	0	0	0	-	2	10.26
道路日常养护	20	12.47	35	10.66	28	8.90
合计	43	41.56	216	199.39	247	268.96

资料来源：公司季度建筑业经营情况简报，中证鹏元整理

受新签合同项目减少影响，2023年公司新开工项目金额同比下降，但竣工项目金额保持增长，叠加

² 同种资质以最高等级统计。

影响，截至2023年末，公司在建项目已签约未完工合同金额615.88亿元，金额实现同比增长，主要以施工承包模式为主，其中，未完工部分金额、已完工未结算余额分别为299.75亿元、18.45亿元，合计达2023年建筑施工收入的1.65倍，公司在手订单充足，对未来建筑施工收入仍形成较好支撑。

表5 2022-2023年天健集团施工项目情况（合并抵消前）（单位：个、亿元）

项目	2023年		2022年	
	个数	金额	个数	金额
期初在建项目	276	590.97	219	448.54
期间新开工项目	216	199.39	247	270.36
期间竣工项目	261	174.49	190	127.93
期末在建项目	231	615.88	276	590.97

资料来源：公司 2022-2023 年年度报告，中证鹏元整理

表6 截至 2023 年末公司未完工项目情况（合并抵消前）（单位：个、亿元）

业务模式	项目数量	项目金额	累计确认收入	未完工部分金额
施工承包	187	496.30	250.39	229.04
工程总承包（EPC）	33	107.85	37.37	67.13
PPP项目	2	10.26	6.48	3.16
养护项目	9	1.46	0.95	0.42
合计	231	615.88	295.19	299.75

资料来源：公司 2023 年年度报告，中证鹏元整理

施工结算方面，公司结算节点较上年无重大变化，2023年公司回款比例略有回升，但在下游基建与地产领域资金链普遍偏紧，尤其是部分开发商信用风险不断释放的形势下，工程回款进度滞后将加大项目建设的垫资压力。

表7 2022-2023年完工（已竣工验收）项目的情况（单位：个、亿元）

年度	项目数量	项目金额	已确认收入	结算金额	回款金额	回款金额占结算金额比例
2023	229	172.94	137.54	133.45	113.81	85.28%
2022	190	127.93	113.28	112.20	92.26	82.23%

资料来源：公司 2022-2023 年年度报告，中证鹏元整理

（二）城市开发业务

2023年深圳项目销售大幅增长拉动当年合同销售额大幅回升；目前在售、在建项目储备较为充足，项目集中于优质区域，持续经营能力较强，但须关注部分地产项目的去化压力和减值风险

公司负责房地产业务的核心子公司仍为天健地产集团、深圳市天健置业有限公司（以下简称“天健置业”）。公司根据在手项目销售及资金情况合理推动房地产项目开发建设，受行业低迷影响，2023年公司竣工面积同比下降。销售方面，2023年深圳市项目销售大幅增长，拉动当年销售额大幅回升，公司首次进入中国房地产企业销售业绩百强第88位，但受市场低迷影响，销售均价有所下降。

表8 2022-2023年及2024年1-3月房地产开发经营情况（单位：万平方米、亿元）

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

资料来源：公司提供

房地产收入方面，2023年结转的收入来源主要为天健悦桂府、天健天骄北庐、天健天骄西筑等深圳项目，当年房地产业务收入同比保持增长。公司房地产业务毛利率水平受结算项目区域影响波动较大，其中，深圳天健天骄为公司存量土地的城市更新项目，土地成本低，盈利能力强，随着城市更新项目逐渐去化，2023年深圳地产销售毛利率同比下降；而公司在苏州、南宁的房地产项目毛利率整体处于较低水平，主要受当地房地产景气度下行影响。

2023年公司对计入存货的地产项目计提存货跌价准备1.53亿元。截至2023年末，公司在南宁市的主要在售项目包括天健城、天健和府、天健西班牙小镇等项目，受前期计提减值准备影响，2023年项目毛利率有所回升。但考虑到2023年南宁市商品房销售面积同比下降15.1%，年末商品房待售面积同比增长63%，2022年5月以来南宁市商品房平均销售价格持续下降；同年苏州市商品房销售面积同比下降16.9%，公司在南宁、苏州地区房产项目仍将持续面临减值风险。

表9 近年来公司主要房地产项目收入及毛利率情况（单位：亿元）

区域	项目	2024年1-3月		2023年		2022年	
		收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
深圳	天健天骄北庐	3.55	15.20%	14.28	78.45%	41.59	75.80%
	天健悦桂府	-	--	50.94	16.23%	-	--
	天健天骄西筑	0.68	24.36%	9.56	22.35%	-	--
	天健天骄南苑	-	--	0.37	61.12%	0.43	79.99%
广州	广州云山府	0.11	1.34%	2.49	11.31%	4.52	9.66%
	天玺花园	-	--	-	--	14.04	17.38%
	东玥台	-	--	0.89	5.69%	0.43	-17.19%
	广州天健汇	0.01	33.85%	0.03	33.85%	1.00	36.65%
	黄埔天玺项目	0.10	36.98%	1.71	19.00%	-	--
	广州天健上城阳光花园	-	--	-	--	-	--
苏州	山棠春晓	-	--	1.47	9.09%	8.63	6.12%
	清枫和苑	0.00	25.52%	2.52	9.34%	10.83	8.50%
	清风和景雅苑	0.10	2.83%	5.40	1.79%	5.48	0.20%
南宁	南宁天健城二期	0.19	20.00%	4.85	23.40%	-	--
	天健和府	0.12	10.00%	0.97	20.47%	1.51	-24.26%
	南宁天健城一期	-	--	0.21	39.55%	3.94	-6.29%

	南宁西班牙小镇	-	--	0.02	7.10%	0.08	42.11%
	南宁领航大厦	-	--	0.02	39.01%	-	--
	南宁天健国际公馆	-	--	0.00	0.90%	-	--
	南宁天健商务大厦	-	--	-	--	-	--
	南宁天健世纪花园	-	--	0.00	100.00%	-	--
东莞	天健万江花园	-	--	-	--	-	--
	天健阅江来	-	--	-	--	1.95	2.90%
惠州	天健书香名邸	0.02	17.58%	0.86	22.54%	0.31	18.88%
	天健阳光花园一期	-	--	0.02	25.06%	0.02	37.02%
长沙	长沙天健城	0.38	45.21%	0.90	40.88%	1.14	44.59%
	天健西苑	0.32	12.03%	3.72	12.51%	-	--
上海	上海浦荟大楼	0.05	71.32%	0.19	70.31%	-	--
	上海天健萃园	0.00	-12.16%	0.01	-5.19%	-	--
合计		5.63	--	101.42	--	95.91	--

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

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

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

表10 截至 2023 年末主要在售项目情况（单位：万平方米）

城市	项目名称	计容建筑面积	可售面积	累计预售 (销售)面积	累计结算面积	尚未销售面积
苏州	山棠春晓	3.16	5.30	4.98	4.93	0.32
	清枫和苑	5.61	6.18	5.32	5.31	0.86
	清风和景雅苑	6.94	7.85	4.30	4.25	3.55
	泓悦府	32.68	34.53	1.19	0.00	33.34
南宁	南宁西班牙小镇	20.66	20.65	17.34	17.34	3.31
	天健城	53.64	51.91	31.57	31.43	20.34
	天健和府	23.97	19.81	11.94	11.85	7.87
深圳	天健天骄南苑	8.06	7.20	6.79	6.79	0.41
	天健天骄北庐	12.64	9.36	7.33	6.99	2.04
	天健天骄西筑	1.18	0.69	0.54	0.47	0.15
	天健悦桂府	7.20	5.81	5.38	5.38	0.43
	天健悦湾府	12.63	8.48	7.23	0.00	1.25
	坪山和悦府	23.94	16.04	1.08	0.00	14.97

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

资料来源：公司 2023 年年度报告，中证鹏元整理

截至2023年末，公司主要在建项目6个，规划计容面积105.43万平方米，合计总投资260.26亿元，其中深圳地区计容面积合计67.45万平方米，总投资174.98亿元，公司在建项目规模同比有所下降。其中天健和郡府尚未开售，该项目为宝安区新安街道宝城43区碧海花园棚户区改造项目，项目已于2020年10月开工。

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

表11 截至 2023 年末公司主要在建项目情况（单位：万平方米、亿元）

城市	项目名称	项目业态	权益比例	规划计容建筑面积	预计总投资金额	累计投资总金额
	天健悦湾府	商住项目	100.00%	12.63	73.85	63.85
	坪山和悦府	商住项目	100.00%	23.36	49.57	34.52
深圳	光明和瑞府	可售性人才房	70.00%	18.36	34.28	18.29
	天健和郡府	可售性人才房+回迁安置房	100.00%	13.10	17.27	6.60
苏州	泓悦府	商住项目	70.00%	32.69	69.58	39.18
成都	麓湖天境	住宅	100.00%	5.29	15.70	12.94
	合计			105.43	260.26	175.38

资料来源：公司 2023 年年度报告，中证鹏元整理

（三）城市服务业务

城市服务业务为公司建筑施工与房地产开发产业链的价值延伸，业务涵盖物业服务、商业运营服务、棚户区改造服务等方面，收入分别计入其他城市服务、物业租赁及棚改项目管理服务收入。受物业管理项目增长拉动，2023年城市服务业务收入实现快速增长。

公司深圳地区自有物业市场价值较高，近年来出租率高，对公司利润水平形成一定补充

公司的商业运营服务主要为自有商业物业的经营租赁，主要包括住宅租赁、写字楼及商业物业租赁和工业厂房租赁。截至2023年末，公司位于深圳地区的主要物业可租面积达34.50万平方米，租赁物业较为优质，由于取得时间较早、成本较低且采用成本法计量，目前市场价值高于账面价值。

2023年公司物业租赁业务收入为4.00亿元，较上年略有增长，毛利率上升8.22个百分点至30.30%，

系2022年实施减租政策所致。公司大部分物业出租率处于较高水平，天健云途龙岗项目为2023年新增出租项目，出租率仍有提升空间。公司物业租赁收入虽然规模相对较小，但毛利率水平较高，对公司利润水平有一定补充。

表12 近年公司深圳地区主要物业出租情况（单位：万平方米）

项目名称	项目业态	可出租面积	出租率	
			2023年	2022年
天健创智中心	写字楼与商业	6.17	85.38%	91.29%
景田综合大楼	住宅及配套	0.61	96.71%	96.44%
景田综合市场	住宅及配套	1.98	94.25%	96.42%
天健创业大厦	写字楼及配套	2.88	98.58%	98.32%
天健商务大厦	写字楼及配套	2.34	93.78%	99.23%
市政大厦	写字楼及配套	1.03	96.85%	99.84%
天然居商业中心	商业	0.81	85.97%	94.75%
清水河干货仓	工业厂房及配套	1.03	100.00%	100.00%
坑梓工业厂房	工业厂房及配套	1.26	99.87%	100.00%
沙头角综合楼	写字楼及配套	0.45	100.00%	100.00%
粤通工业区	工业厂房及配套	1.68	100.00%	82.26%
华富工业园	工业厂房及配套	4.45	97.52%	98.65%
石岩厂房	工业厂房及配套	0.67	100.00%	100.00%
天健云途龙岗项目	写字楼、商业及公寓	9.14	70.50%	--
合计	--	34.50	--	--

注：可租面积为截至2023年末数据。

资料来源：公司2022-2023年年度报告，中证鹏元整理

在管物业规模持续扩张，带动其他城市服务收入连续增长，管理费收缴率维持高水平

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

公司积极探索“物业服务+城市治理”模式，深度参与城市治理体系改革，叠加公司资产项目交房后投入运营，近年公司在管物业项目数量及在管面积均取得快速发展，2023年公司新增“物管城市”项目5个，面积3,115.02万平方米。“物管城市”模式即为城市管理、基础设施养护、物业管理、停车场管理、社区养老、社区资产管理等公共空间、公共资源、公共项目提供全流程专业化、精细化、智慧化的“管理+服务+运营服务”。截至2023年末，公司物业服务遍布33个城市，期末物业在管面积达2.61亿平方米，近年管理费收缴率均超过95%。

表13 近年公司物业服务项目情况

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

资料来源：公司提供

棚改项目管理服务收入规模尚小，导致该业务毛利率波动较大

目前，公司实现棚改项目管理服务收入主要来源于深圳罗湖“二线插花地”棚户区改造服务项目（以下简称“罗湖棚改服务项目”）。深圳罗湖“二线插花地”棚户区改造涉及布心、木棉岭和玉龙三大片区，应拆迁总建筑计1,347栋。公司于2016年4月6日中标罗湖棚改服务项目，收入来源为深圳市罗湖区住房和建设局支付的服务费，由征地拆迁服务费（包括谈判服务费与土地整理服务费）、工程管理服务费和回迁安置服务费构成。按《关于罗湖“二线插花地”棚户区改造项目总概算审核意见》的费用测算，公司服务费合计为17.18亿元（包干价）。截至2024年3月末，项目已完成全部安置房回迁入伙工作，项目已累计确认收入16.04亿元。

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职国际会计师事务所（特殊普通合伙）会计师事务所审计并出具标准无保留意见的2022-2023年审计报告及未经审计的2024年1-3月财务报表，报告均采用新会计准则编制。2023年，公司合并范围新增4家子公司、出售2家子公司、注销4家子公司，详见下表。

表14 2023年公司合并报表范围变化情况（单位：万元）

1、期间新纳入公司合并范围的子公司情况				
年份	子公司名称	持股比例	出资额/取得成本	合并方式
2023年	深圳市美加达公路工程有限公司	51%	6,113	购买
	深圳市天健西部建工第一建设工程有限公司	100%	5,745	购买
	广东昌鸿佰隆建筑有限公司	100%	120	购买
	深圳壹创国际设计股份有限公司	-	-	协议
2、期间不再纳入公司合并范围的子公司情况				
年份	子公司名称	持股比例	注册资本	不再纳入的原因
2023年	广东骏喆建筑工程有限公司	100%	20,000	出售
	深圳市特区建工建设有限公司（原深圳市腾嘉建设工程有限公司）	100%	300,000	出售
	广东宸川建设有限公司	100%	2,088	注销

深圳市路路安公路桥隧养护有限公司	100%	200	注销
深圳市天睿实业发展有限公司	100%	1,000	注销
广西贺州市天健锦上物业服务有限公司	51%	50	注销

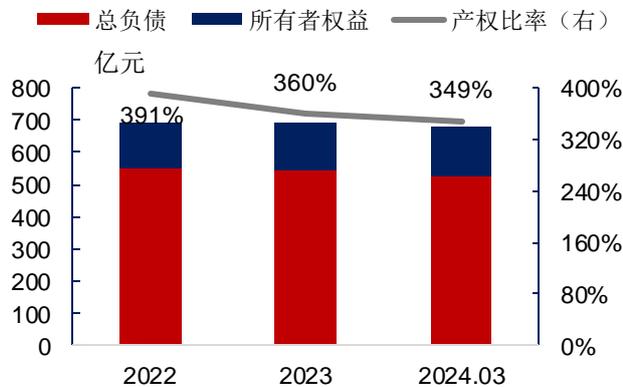
资料来源：公司2022-2023年审计报告，中证鹏元整理

资本实力与资产质量

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

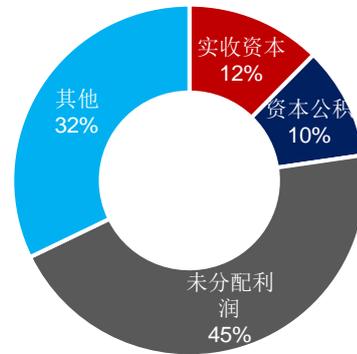
公司主要业务建筑施工及房地产开发均属资金密集型行业，受此行业特性影响，跟踪期内公司资本结构仍以负债为主，产权比例高企。2023年公司加强债务管控，期末权益对负债保障程度较2022年末有所上升。随着利润的积累，公司所有者权益稳步增长，截至2024年3月末，公司所有者权益共151.37亿元，以未分配利润及其他权益工具为主；期末其他权益工具账面价值为31.98亿元，仍为“21天健Y1”和“23天健Y1”两期永续期债券，其中公司将有权于2024年12月行使“21天健Y1”的续期选择权。

图 8 公司资本结构



资料来源：公司 2022-2023 年审计报告及未经审计的 2024 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

图 9 2024 年 3 月末公司所有者权益构成



资料来源：公司未经审计的 2024 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

公司业务围绕建筑施工及房地开发展开，资产仍以存货（房地产项目投入）及合同资产（建筑施工业务成本）等流动性资产为主。随着项目的持续投入，2023年末公司资产规模略有增长。

公司存货主要为房地产项目开发成本和开发产品，截至2023年末，开发成本及开发产品账面价值分别为181.86亿元、80.16亿元，其中深圳、苏州、南宁、广州区域房地产项目期末余额分别为140.21亿元、52.82亿元、31.07亿元、18.86亿元。2023年西丽汽车城项目签订搬迁补偿协议，公司将取得换入资产的权利按西丽项目地块账面价值21.23亿元确认为其他非流动资产，叠加天健悦桂府当年确认收入50.94亿元，导致当年末存货账面价值较上年末大幅下降。截至2023年末，存货累计跌价准备为10.62亿元，若

南宁市等地房地产景气度持续下行，公司当地房产项目仍将面临减值风险。2023年末，公司账面价值为2.39亿元的存货因借款抵押受限。2023年末公司合同资产同比略有增长，均为建造合同已完工未结算形成的资产，2023年末，账面价值为6.56亿元合同资产因借款质押受限。同时，公司账面货币资金规模较高，尽管2023年公司融资需求降低，但受益于销售回款大幅增加，期末货币资金规模实现同比增长；2024年一季度受业务投入影响，期末货币资金较2023年末有所下降，其中合计0.75亿元货币资金因司法冻结、作为保证金使用受限。

此外，公司持有的投资性房地产质量仍较好，主要位于深圳市，出租率较高，且均采用成本模式进行后续计量，其中部分物业取得时间较早、成本较低，目前市场价值高于账面价值；截至2023年末，账面价值为8.30亿元的投资性房地产因借款抵押受限，且尚有5.08亿元投资性房地产未办理产权证明。公司应收账款主要仍为施工业务应收结算款，2023年末，应收账款3年以上账面余额占比为28.95%，账龄较上年末略有缩短；同期公司计提坏账准备占比为17.65%，受下游房地产行业低迷影响，公司坏账计提较上年末有所提升。2023年末其他非流动资产同比大幅增长，系前述西丽地块签约后重分类、借款给合资项目公司两事项所致。公司无形资产主要为PPP项目投入带来的特许经营权及外购资质，2023年末，账面价值为11.54亿元的无形资产因借款抵押受限。公司其他权益工具投资系对深圳莱宝高科技股份有限公司（002106.SZ）、上海临港控股股份有限公司（600848.SH）、喀什深圳城有限公司等的股权投资，以公允价值计量，其账面价值受股价波动略有增长；2023年末，因其他权益工具投资公允价值变动计入其他综合收益的余额为2.76亿元。

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

表15 公司主要资产构成情况（单位：亿元）

项目	2024年3月		2023年		2022年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	93.90	13.82%	107.18	15.43%	92.18	13.32%
应收账款	25.00	3.68%	28.78	4.14%	31.76	4.59%
存货	263.18	38.74%	264.47	38.07%	328.28	47.44%
合同资产	162.62	23.93%	155.22	22.34%	134.21	19.39%
流动资产合计	570.50	83.97%	582.67	83.87%	606.86	87.69%
其他权益工具投资	7.88	1.16%	8.62	1.24%	7.59	1.10%
投资性房地产	31.91	4.70%	31.90	4.59%	31.22	4.51%
无形资产	14.32	2.11%	14.26	2.05%	15.87	2.29%
其他非流动资产	26.44	3.89%	26.39	3.80%	0.00	0.00%

非流动资产合计	108.91	16.03%	112.09	16.13%	85.20	12.31%
资产总计	679.41	100.00%	694.76	100.00%	692.06	100.00%

资料来源：公司 2022-2023 年审计报告及未经审计的 2024 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

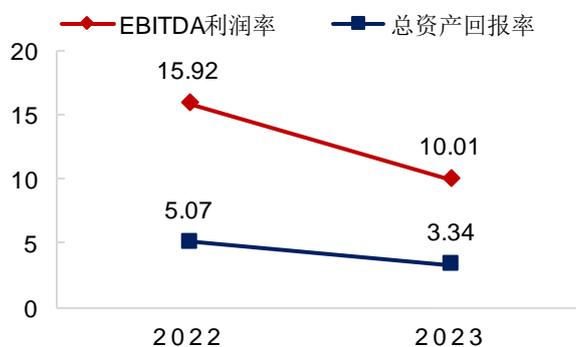
盈利能力

2023年工程施工业务带动公司营业收入同比增长，但房地产开发仍为公司核心利润来源，公司整体盈利能力较强；考虑到公司工程施工、房地产项目储备充足，未来收入持续性强，深圳地区地产项目仍可为公司未来利润提供一定支撑，但受地产及建筑行业持续低迷、结算的地产项目存在差异等影响，未来公司毛利率可能下降

跟踪期内公司营业收入主要仍来源于工程施工和房地产开发业务，2023年两业务收入同比增速分别为4.79%、3.07%，工程施工业务收入增长相对较快。整体来看，在行业低迷的背景下，公司营业收入保持增长，考虑到公司工程施工业务在手合同金额较大、房地产项目储备充足且较为优质，预计公司营业收入持续性强。

受房地产行业低迷影响，2023年房地产开发业务毛利润占比较上期下降7.92个百分点，但仍为公司核心利润来源，特别是天健天骄等深圳地区的楼盘，因拿地成本较低，毛利率高于行业平均水平。2023年受行业低迷影响，房地产开发毛利率同比下滑15.82个百分点。截至2023年末，公司房地产项目已销售未结算面积共35.42万平方米，其中深圳地区已售未结算面积共19.15万平方米，对公司未来利润形成一定支撑。公司工程施工毛利率水平相对稳定，且符合行业平均水平。从盈利能力指标来看，2023年受地产毛利率下滑影响，EBITDA利润率及总资产回报率同比均有所下降，整体而言公司盈利能力较强。但需要注意到，受地产及建筑行业持续低迷、结算的地产项目存在差异等影响，公司未来利润率可能继续回落。

图 10 公司盈利能力指标情况（单位：%）



资料来源：公司 2022-2023 年审计报告，中证鹏元整理

现金流与偿债能力

2023年以来公司放缓地产开发节奏、加强债务管控，期末债务规模同比有所下降，但短期债务占比仍较高，考虑公司作为深圳市国有上市企业，获取流动性资源的能力非常强，债务偿还仍有保障

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

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

公司短期债务以一年内到期的长期借款、其他流动负债、银行借款、应付票据及其他应付款中有息债务为主，其中其他流动负债主要仍为2022年以来发行的超短融债券，票面利率区间为2.13%-3.05%，期限介于90天至270天。短期借款主要为信用借款，应付票据主要为商业承兑汇票。2023年末至2024年3月末，公司其他应付款中有向小股东借款的债务，期末账面余额均为7.5亿元。整体来看，公司债务融资成本较低。

公司经营性负债主要仍为应付账款及合同负债。应付账款主要为应付工程款，2023年公司应付账款周转天数有所延长，同时公司存货、合同资产及应收账款周转天数略有缩短，整体净营业周期有所缩短。2023年末，合同负债主要为天健悦湾府、成都麓湖天境、光明和瑞府等地产项目的预收售楼款，年末账面价值快速上升主要因天健悦湾府、光明和瑞府等项目当年销售额较大。

表16 公司主要负债构成情况（单位：亿元）

项目	2024年3月		2023年		2022年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	16.79	3.18%	15.85	2.92%	40.21	7.29%
应付票据	11.09	2.10%	9.17	1.69%	9.17	1.66%
应付账款	156.23	29.59%	186.50	34.30%	178.65	32.41%
合同负债	128.71	24.38%	114.03	20.97%	96.86	17.57%
其他应付款	18.75	3.55%	18.52	3.41%	18.52	3.36%
一年内到期的非流动负债	44.56	8.44%	55.78	10.26%	32.61	5.92%
其他流动负债	37.75	7.15%	35.84	6.59%	34.83	6.32%

流动负债合计	426.24	80.72%	455.14	83.71%	430.93	78.18%
长期借款	81.34	15.40%	68.06	12.52%	100.61	18.25%
应付债券	14.58	2.76%	14.91	2.74%	15.00	2.72%
非流动负债合计	101.80	19.28%	88.58	16.29%	120.25	21.82%
负债合计	528.05	100.00%	543.71	100.00%	551.17	100.00%
总债务合计	237.19	44.92%	232.20	42.71%	266.81	48.41%
其中：短期债务	106.43	20.16%	114.56	21.07%	115.90	21.03%
长期债务	130.75	24.76%	117.64	21.64%	150.90	27.38%

资料来源：公司 2022-2023 年审计报告及未经审计的 2024 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

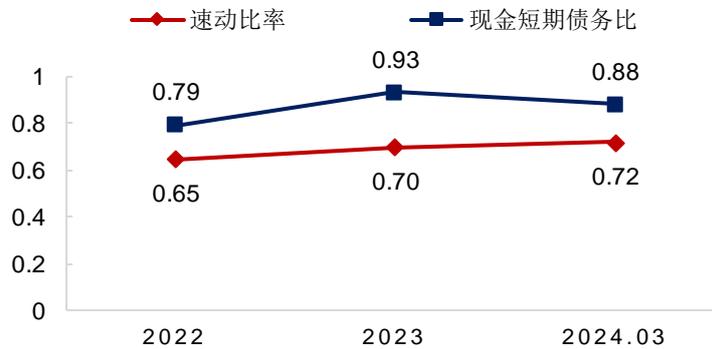
受益于2023年深圳部分地产项目销售较好，带动当年经营活动净现金大幅流入；受房地产毛利率下滑影响，2023年EBITDA同比下降35.82%，营运现金流（FFO）随之下降。公司资产负债率及营运现金流（FFO）对净债务的覆盖能力较弱，但EBITDA对利息及净债务的覆盖能力较好。整体而言公司杠杆水平尚可。

表17 公司现金流及杠杆状况指标

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

资料来源：公司 2022-2023 年审计报告及未经审计的 2024 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

受公司地产项目去化及建筑施工投入推动合同资产增长影响，2023年末公司现金短期债务比、速动比率均略有上升，现金类资产对短期债务的覆盖能力尚可。公司作为深圳市国有上市企业，融资渠道多元且通畅，截至2024年3月末尚未使用的银行贷款授信额度共852.67亿元，获取流动性资源能力非常强。综合而言，尽管公司债务规模较大，且短期债务占比高，但其流动性较强，债务偿还有保障。

图 11 公司流动性比率情况


资料来源：公司 2022-2023 年审计报告及未经审计的 2024 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

七、其他事项分析

（一）ESG 风险因素

中证鹏元认为，公司 ESG 表现对其经营和信用水平未产生较大负面影响

环境因素

根据公司于 2024 年 4 月 30 日出具的说明，过去一年，公司不存在因空气污染或温室气体排放、废水排放、废弃物排放而受到政府部门处罚的情况。

社会因素

根据公司于 2024 年 4 月 30 日出具的说明，过去一年，公司不存在因违规经营、产品质量或安全问题而受到政府部门的重大处罚，不存在拖欠员工工资、社保、发生员工安全事故的情形。

公司治理

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

公司产权结构清晰，作为上市企业、国有企业，按照法律法规要求，建立了股东大会、董事会、党委会、监事会等治理结构，并形成相应的内部控制制度，可满足其日常经营管理的需要，公司组织架构图见附录三。战略规划方面，公司坚持稳字当头、稳中求进，立足深圳、服务湾区，着力防风险、稳增长、促改革，努力成为令人尊敬、创造美好生活的城市综合运营商，战略规划整体清晰。

公司与控股股东特区建工旗下子公司深圳市建安（集团）股份有限公司、深圳市建设（集团）有限公司、深圳市路桥建设集团有限公司、深圳市特区建工科工集团有限公司形成同业竞争，根据公司公告，

特区建工承诺于 2024 年 7 月 16 日前形成具有可操作性的同业竞争解决方案，并在 2026 年 7 月 16 日前实施完毕相关方案，截至 2024 年 3 月末，同业竞争问题仍在解决中。

（二）过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，从2021年1月1日至报告查询日（2024年5月6日），公司本部不存在未结清不良类信贷记录，已结清信贷信息无不良类账户；公司公开发行的各类债券均按时偿付利息，无到期未偿付或逾期偿付情况。

根据中国执行信息公开网，截至报告查询日（2024年6月3日），中证鹏元未发现公司被列入全国被执行人名单或失信被执行人名单。

（三）或有事项分析

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

八、债券偿还保障分析

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。深圳市国资委于2023年向公司注入资本金5.00亿元，截至2024年3月末，特区建工注册资本50.00亿元，实收资本增至22.75亿元，唯一股东及实际控制人为深圳市国资委。

特区建工系深圳市属建工板块资源整合平台，深圳市政府对其定位较高。特区建工通过整合深圳市市属建工板块资源，业务覆盖建筑设计、“工业上楼”、城市服务、综合开发等建工产业链上下游。

2023年特区建工营业收入保持增长，主要来源于工程建设和综合开发业务；受综合开发毛利率下降影响，2023年特区建工销售毛利率有所下降，但综合开发业务仍为特区建工主要利润来源。

表18 担保方营业收入及毛利率构成（单位：亿元、%）

项目	2024年 1-3月			2023年			2022年		
	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率
工程建设	41.71	87.20	2.00	316.91	82.17	6.46	290.83	82.66	5.73
综合开发	5.84	12.21	51.84	103.40	26.81	26.35	100.32	28.52	42.17
城市综合服务	7.13	14.90	31.50	27.94	7.24	9.55	16.50	4.69	11.99
建材贸易	2.48	5.18	2.21	13.55	3.51	2.27	6.51	1.85	1.97
工业上楼	2.38	4.98	12.67	8.01	2.08	7.95	-	-	--
合并抵消	-11.70	-24.46	--	-84.13	-21.81	--	-62.34	-17.72	--
合计	47.83	100.00	12.08	385.68	100.00	12.63	351.82	100.00	16.84

注：标“-”系数数据为0，标“--”系无法计算。

资料来源：特区建工 2022-2023 年审计报告及特区建工提供，中证鹏元整理

2023年末，特区建工总资产规模同比增长较快且资产质量良好。但中证鹏元也关注到，特区建工部分区域房地产项目去化缓慢，存在减值风险，工程项目结算进度受下游基建及地产资金链偏紧等影响，垫资压力加大，债务规模持续攀升且短期债务占比仍较高，且未决诉讼金额较大，存在一定或有负债风险等风险因素。

表19 担保方主要财务指标（单位：亿元）

项目	2024年 1-3月	2023年	2022年
总资产	919.04	903.95	825.55
归母所有者权益	54.38	55.35	48.57
总债务	338.87	295.85	294.73
营业收入	47.83	385.68	351.82
净利润	-0.61	14.55	18.64
经营活动现金流净额	-24.87	70.18	-26.24
净债务/EBITDA	--	5.72	4.62
EBITDA 利息保障倍数	--	3.24	4.7
总债务/总资本	68.90%	66.52%	68.78%
FFO/净债务	--	-1.30%	4.78%
EBITDA 利润率	--	7.44%	11.55%
总资产回报率	--	2.80%	4.25%
速动比率	0.84	0.76	0.7
现金短期债务比	1.19	1.07	0.83
销售毛利率	12.08%	12.63%	16.84%
资产负债率	79.88%	79.99%	79.92%

资料来源：特区建工 2022-2023 年审计报告及未经审计的 2024 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

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能有效提升本期债券的信用水平。

九、结论

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

公司系深圳市国资委旗下建工板块核心经营主体，涵盖建筑施工、房地产开发及城市服务等业务。公司具有全面的施工资质及较强的施工能力，2023年建筑施工收入及在管物业规模继续增长，拉动营业收入实现同比增长，但受地产项目盈利减少影响，毛利率水平同比有所下降。公司施工业务客户主要仍为深圳市政府或国有企业，客户质量仍较好，项目主要集中于广东省内，区域风险不高；截至2023年末公司已签约未完工合同金额较高，其中未完工部分金额、已完工未结算余额合计达2023年建筑施工收入的1.65倍，对未来建筑施工收入形成较好支撑。同时，公司核心利润来源地产开发项目位于一线城市的规模较大，项目整体优质，仍可为公司未来利润形成一定支撑。

受行业资金密集型特点影响，公司债务规模仍较高，尽管2023年以来公司放缓地产开发节奏、加强债务管控，期末债务规模同比有所下降，但短期债务占比仍较高。考虑到公司作为深圳市国有上市国企，融资渠道多元且通畅，截至2024年3月末尚未使用的银行贷款授信额度共852.67亿元，获取流动性资源的能力非常强。此外，公司资产质量良好，截至2023年末，尚有262.08亿元存货（主要为房地产项目开发成本和开发产品），以及23.60亿元投资性房地产（主要为深圳区域物业）未抵押，具备较强融资弹性。此外，特区建工提供的连带责任保证担保仍能有效提升本期债券的信用水平。

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“21天健Y1”、“23天健Y1”的信用等级为AAA。

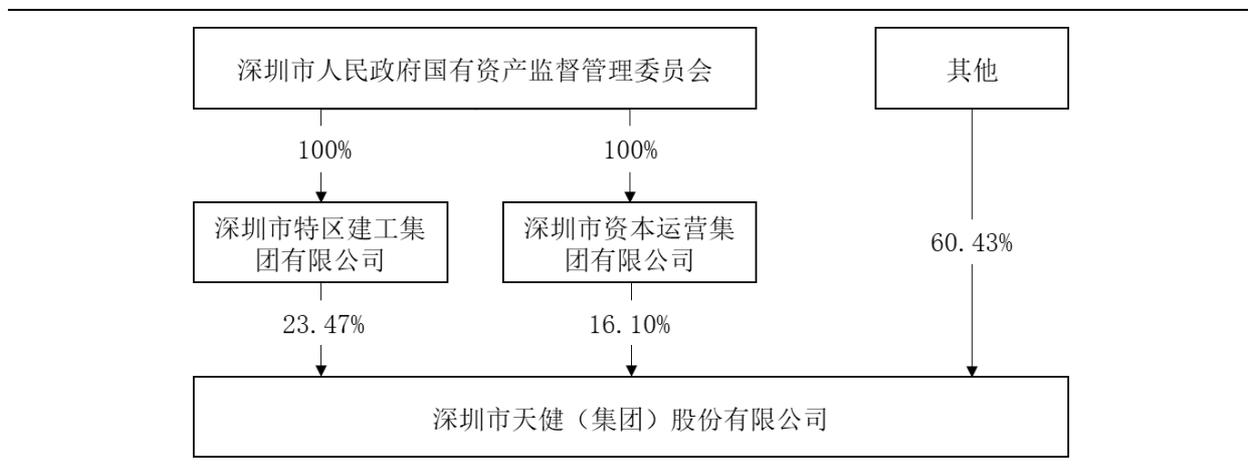
附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

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

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

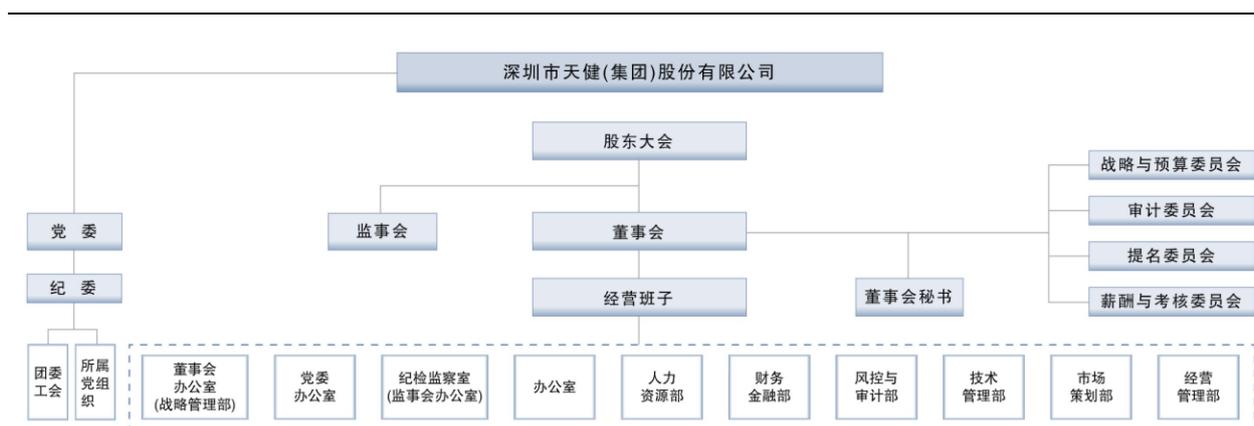
资料来源：公司 2021-2023 年审计报告及未经审计的 2024 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

附录二 公司股权结构图（截至 2024 年 3 月）



资料来源：公司 2024 年一季报、公开信息，中证鹏元整理

附录三 公司组织结构图（截至 2024 年 3 月）



资料来源：公司提供

附录四 2023 年末纳入公司合并报表范围的主要子公司情况（单位：%）

子公司全称	主要经营地	业务性质	持股比例	取得方式
深圳市政集团有限公司	深圳	市政工程施工，物业租赁等	100	1
深圳市天健地产集团有限公司	深圳	房地产开发、销售	100	1
深圳市特区建工能源建设集团有限公司	深圳	市政道路、水电设备安装等	55	1
深圳市天健工程技术有限公司	深圳	施工材料的实验检测等	100	1
深圳市天健置业有限公司	深圳	房地产交易、租售代理、咨询等	100	1
深圳市天健投资发展有限公司	深圳	投资经营公路、桥梁、城市基础设施等行业	100	1
深圳市天健城市服务有限公司	深圳	物业管理	100	1
深圳市粤通建设工程有限公司	深圳	市政工程施工，物业租赁等	100	2
中国广东国际合作（集团）深圳公司	深圳	按粤经贸进字（1998）第 317 号项目	100	1
广东海外建设发展有限公司	香港	境外建筑工程承包、施工	60	1
深圳市天健城市更新有限公司	深圳	物业租赁、物业管理等	100	1
深圳市光明天健文体发展有限公司	深圳	工程管理服务、文化场馆管理服务等	74	1
深圳市光明建工集团有限公司	深圳	工程技术服务、规划设计管理等	51	1
深圳市特区铁工建设集团有限公司	深圳	城市轨道交通工程建筑规划涉及等	51	1
深圳市天健建工有限公司	深圳	各类工程建设	100	2

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

资料来源：公司 2023 年年度报告，中证鹏元整理

附录五 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+租赁负债+其他长期债务调整项
总债务	短期债务+长期债务
现金类资产	未受限货币资金+交易性金融资产+应收票据+应收款项融资中的应收票据+其他现金类资产调整项
净债务	总债务-盈余现金
总资本	总债务+所有者权益
EBITDA	营业总收入-营业成本-税金及附加-销售费用-管理费用-研发费用+固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧+使用权资产折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销+其他经常性收入
EBITDA 利息保障倍数	EBITDA / (计入财务费用的利息支出+资本化利息支出)
FFO	EBITDA-净利息支出-支付的各项税费
自由现金流 (FCF)	经营活动产生的现金流 (OCF) -资本支出
毛利率	(营业收入-营业成本) /营业收入×100%
EBITDA 利润率	EBITDA /营业收入×100%
总资产回报率	(利润总额+计入财务费用的利息支出) / [(本年资产总额+上年资产总额) /2]×100%
产权比率	总负债/所有者权益合计*100%
资产负债率	总负债/总资产*100%
速动比率	(流动资产-存货) /流动负债
现金短期债务比	现金类资产/短期债务

注：（1）因债务而受到限制的货币资金不作为受限货币资金；（2）如受评主体存在大量商誉，在计算总资本、总资产回报率时，我们会将超总资产 10%部分的商誉扣除。

附录六 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、债务人个体信用状况符号及定义

符号	定义
aaa	在不考虑外部特殊支持的情况下，偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
aa	在不考虑外部特殊支持的情况下，偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。
a	在不考虑外部特殊支持的情况下，偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
bbb	在不考虑外部特殊支持的情况下，偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
bb	在不考虑外部特殊支持的情况下，偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高。
b	在不考虑外部特殊支持的情况下，偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
ccc	在不考虑外部特殊支持的情况下，偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
cc	在不考虑外部特殊支持的情况下，在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务。
c	在不考虑外部特殊支持的情况下，不能偿还债务。

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

四、展望符号及定义

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