

深圳市天健（集团）股份有限公司 相关债券 2025 年跟踪评级报告 (23 天健 Y1)

中鹏信评【2025】跟踪第【297】号 01



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，但不对评级对象及其相关方提供或已正式对外公布信息的合法性、真实性、准确性和完整性作任何保证。

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

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

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

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

深圳市天健（集团）股份有限公司相关债券2025年跟踪评级报告 (23天健Y1)

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
23天健Y1	AAA	AAA

评级日期

2025年06月26日

联系方式

项目负责人：刘伟强
liuwq@cspengyuan.com

项目组成员：焦玉如
jiaoyr@cspengyuan.com

评级总监：

联系电话：0755-82872897

评级观点

- 本次等级的评定是考虑到：深圳市天健（集团）股份有限公司（以下简称“天健集团”或“公司”，股票代码：000090.SZ）系深圳市人民政府国有资产监督管理委员会（以下简称“深圳市国资委”）旗下建工业务板块的核心经营主体，公司经营主要覆盖的区域经济较发达，高等级的施工资质仍赋予其较强的区域竞争力。公司在手订单质量较好且充足，未来施工业务收入持续性较强，且优质房地产项目为公司未来利润提供一定支撑；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“23天健Y1”的信用水平。但中证鹏元也关注到，公司债务规模仍较高，存在一定资金压力和偿债压力，部分区域房地产项目去化缓慢，跟踪期公司计提较大金额的存货跌价准备，但房地产行业持续调整的背景下，公司地产项目仍面临减值风险等风险因素。此外，需要注意本期债券在破产清算时的清偿顺序劣后于公司普通债务。

公司主要财务数据及指标（单位：亿元）

项目	2025.3	2024	2023	2022
总资产	618.32	639.03	694.76	692.99
归母所有者权益	146.16	145.89	145.76	137.14
总债务	225.52	227.42	232.20	266.81
营业收入	28.85	213.57	269.99	264.64
资产减值损失	0.00	-5.27	-1.96	-6.55
净利润	0.14	5.94	15.05	19.73
经营活动现金流净额	-15.93	11.40	70.97	-14.55
净债务/EBITDA	--	6.15	4.91	4.30
EBITDA 利息保障倍数	--	3.71	3.80	5.23
总债务/总资本	60.02%	60.22%	66.10%	71.01%
FFO/净债务	--	2.52%	0.41%	6.97%
EBITDA 利润率	--	10.08%	10.01%	15.93%
总资产回报率	--	1.91%	3.34%	5.06%
速动比率	0.80	0.80	0.70	0.65
现金短期债务比	1.08	1.32	0.93	0.79
销售毛利率	13.40%	15.93%	14.60%	20.35%
资产负债率	75.70%	76.49%	78.26%	79.67%

资料来源：公司 2022-2023 年连审审计报告、2024 年审计报告及未经审计的 2025 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

正面

- 作为深圳市属建工业务板块的核心经营主体，高等级的施工资质仍赋予其较强的区域竞争力。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。截至 2024 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，未来施工收入持续性强。公司施工业务客户仍主要为深圳市政府或国有企业，项目主要集中于广东省内，区域风险不高；截至 2024 年末公司在手未完工项目金额 230.70 亿元，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仍充足，可为未来利润提供一定支撑。截至 2024 年末，公司房地产项目已售未结算面积、尚未销售面积分别为 35.45 万平方米、97.42 万平方米，深圳、广州 2 个一线城市已售未结算、尚未销售面积合计分别为 21.68 万平方米、24.00 万平方米，均以商住项目为主，且深圳地区售价较高。
- 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“23 天健 Y1”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务。根据本期债券募集说明书，本期债券在破产清算时的清偿顺序劣后于公司普通债务。
- 公司部分房地产项目去化缓慢，仍面临减值风险。公司在售项目中去化较慢的包括苏州、南宁等地项目，截至 2024 年末，两地尚未销售面积合计 62.40 万平方米；此外，深圳坪山和悦府项目规模较大且去化较慢，广州项目去化周期较长。2024 年，公司对广州、南宁、苏州等地的项目合计计提跌价准备 5.12 亿元；当年末，存货累计跌价准备余额 15.16 亿元，期末公司存货中苏州、南宁区域房产项目年末余额分别为 58.30 亿元、29.45 亿元，若房地产行业持续筑底调整，公司当地房产项目仍将继续面临减值风险。
- 建筑施工业务回款周期继续拉长，面临一定的资金压力。2024 年地产项目销售规模大幅下滑，拉低当年经营活动净现金流入。公司施工业务在手合同规模较大，但项目结算进度受下游基建及地产资金链偏紧等影响，公司垫资压力加大。同时，截至 2024 年末，公司主要在建房地产项目尚需投资 47.18 亿元，公司后续资金需求较大。
- 公司债务规模仍较高。尽管公司放缓地产开发节奏、加强债务管控，2024 年以来债务规模得到压降、债务结构有所优化。但受行业资金密集型特点影响，公司债务规模仍较高，FFO 对债务的覆盖能力较弱。

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，整体盈利能力尚可，经营风险和财务风险相对可控。

本次评级适用评级方法和模型

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

注：上述评级方法和模型已披露于中证鹏元官方网站

本次评级模型打分表及结果

评分要素	指标	评分等级	评分要素	指标	评分等级
------	----	------	------	----	------

业务状况	宏观环境	4/5	财务状况	初步财务状况	5/9
	行业&运营风险状况	6/7		杠杆状况	4/9
	行业风险状况	3/5		盈利状况	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		7/9
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。

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	2024-06-26	2026-04-11

一、 债券募集资金使用情况

“23天健Y1”募集资金扣除发行费用后原计划用于偿还到期债券“20天健Y1”。“23天健Y1”及“24天健Y1”共用一个募集资金专户，截至2025年5月31日，该募集资金专项账户余额为0元。

二、 发行主体概况

跟踪期内公司总股本、控股股东及实际控制人均未发生变化。截至2025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，公司股权结构见附录二。

公司仍为深圳市国资委旗下建工板块主要经营主体，业务领域包括建筑施工、房地产开发及城市服务等。截至2024年末，公司主要业务板块及经营子公司无重大变化，情况如下表所示。

表1 2024年主要子公司财务数据（单位：亿元）

子公司名称	持股比例	业务板块	总资产	净资产	营业收入	净利润
深圳市政集团有限公司	100%	建筑施工	229.96	31.81	69.01	-1.68
深圳市粤通建设工程有限公司	100%	建筑施工	31.04	6.34	11.70	-0.02
深圳市光明建工集团有限公司	51%	建筑施工	15.64	1.13	14.65	0.19
深圳市特区建工能源建设集团有限公司	55%	建筑施工	30.89	1.49	10.14	-0.30
深圳市天健地产集团有限公司	100%	综合开发	353.40	43.20	103.74	7.92
深圳市天健城市服务有限公司	100%	物业管理	12.27	2.21	14.47	0.14

资料来源：公司2024年年度报告，中证鹏元整理

三、 运营环境

宏观经济和政策环境

2025年一季度经济实现良好开局，结构分化；外部冲击下宏观政策将更加积极有为，加大力度扩内需，推动经济平稳向上、结构向优

2025年一季度经济实现良好开局，实际GDP同比增长5.4%，高于2024年全年及2024年一季度同期水平。一揽子存量政策和增量政策持续发力、靠前发力，效果逐步显现。生产需求继续恢复，结构有所分化，工业生产和服务业较快增长，“抢出口”效应加速释放，制造业投资延续高景气，基建投资保持韧性，消费超预期增长，房地产投资低位探底。经济转型过程中存在矛盾和阵痛，但也不乏亮点，新质生产力和高技术产业稳步增长，债务和地产风险有所下降，国际收支状况良好，市场活力信心增强。二季度外部形势严峻复杂，关税政策和大国博弈下出口和失业率或面临压力。国内新旧动能转换，有效需求不足，经济的活力和动力仍待进一步增强。宏观政策更加积极，加快推动一揽子存量政策和增量政策落实，进一步扩内需尤其是提振消费，着力稳就业、稳企业、稳市场、稳预期，以高质量发展的确定性应对各种不确定性。二季度货币政策继续维持适度宽松，保持流动性充裕，推动通胀温和回升，继续稳定

股市楼市，设立新型政策性金融工具，支持科技创新、扩大消费、稳定外贸等。财政政策持续用力、更加给力，财政刺激有望加码，增加发行超长期特别国债，支持“两新”和“两重”领域，扩大专项债投向领域和用作项目资本金范围，同时推进财税体制改革。加大地产收储力度，进一步防风险和保交房，持续用力推动房地产市场止跌回稳。科技创新、新质生产力领域要因地制宜推动，持续增强经济新动能。面对外部冲击，我国将以更大力度促进消费、扩大内需、做强国内大循环，以有力有效的政策应对外部环境的不确定性，预计全年经济总量再上新台阶，结构进一步优化。

详见[《关税博弈，坚定做好自己的事情——2025年二季度宏观经济展望》](#)。

行业环境

（一）房地产行业环境

房地产市场销售端呈现止跌回稳趋势，高能级核心城市率先修复，供给端复苏仍需时间，土地投资及新开工仍在低位，在融资支持和去库存政策落地催化下，房企资金面有望改善；2025年房地产市场下行压力仍在，但跌幅有望收窄，行业进入磨底修复阶段

2024年“924新政”有效提振市场信心，房地产行业单边下行趋势有所缓解。截至2025年5月，30大中城市成交面积同比已连续改善接近8个月，高能级核心城市一、二手房成交量快速修复，一线城市房价趋于稳定。受库存高企、战略收缩影响，房企聚焦高能级城市土拍市场，全国土地市场短期仍承压，新开工面积、房地产开发投资增速仍处于低位，整体投资意愿未明显改善。行业融资政策持续宽松，专项债收地加快，房企到位资金有所好转，但需关注弱资质房企的政策落地效果。整体来看，2025年中国经济内外部压力仍存，居民收入预期较弱，市场仍在磨底状态，但供需两端政策持续发力，行业基本面有望逐步修复。

详见[《信用展望2025 | 房地产行业：“止跌”基础仍待夯实，房企收缩过冬》](#)。

（二）建筑施工行业环境

2024年以来稳增长背景下基建投资结构性增长，房地产行业筑底修复，建筑业总产值增速持续放缓，行业基本面整体偏弱；伴随稳增长政策加码、最大规模化债落地实施和房地产止跌回稳支撑，预计2025年建筑业处于弱复苏区间

建筑业下游需求主要来自基础设施建设和房地产固定资产投资。受房地产市场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持续下行。稳增长背景下，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，对建筑需求拉动效应有所弱化，2024年国内建筑业新签合同金额同比减少5.29%。房地产行业仍处于筑底调整阶段、景气度较低，对建筑需求形成拖累，叠加地方政府资金紧平衡和债务管控，2024年国内建筑业总产值增速为3.9%，增速持续放缓。

展望2025年，宽松政策实施后房地产行业初步实现止跌回稳，且预期刺激政策不断推出有助于提

振开发投资；与此同时，稳增长政策持续加码，最大规模化债安排有效缓解地方政府财政压力，地方政府可腾挪更多资源用于经济发展从而带动建筑业务量增长。此外，2024年下半年以来超长期特别国债和地方政府专项债加快发行为部分领域提供资金支撑，基建投资结构性增长空间较大。综合来看，预计2025年建筑行业处于弱复苏区间。

详见《[信用展望 2025|建筑行业：需求边际改善，行业弱复苏可期](#)》

四、经营与竞争

作为深圳市属建工业务板块的核心经营主体，公司仍具有规划设计、建设、开发、运营、服务的全产业链优势。跟踪期内公司主营业务收入仍以建筑施工、房地产开发为主，城市服务收入作为补充。其中房地产销售收入较为稳定，建筑施工业务收入随行业趋势及公司主动收缩业务而大幅下降，城市服务收入略微上升。收入内部抵消主要仍为公司部分房地产项目由子公司总承包施工所致。

跟踪期内公司核心毛利润来源仍为房地产销售，建筑施工因行业竞争激烈导致毛利率水平较低，对毛利贡献次于房地产销售。其他城市服务（物业服务）因行业竞争激烈毛利率走低，进一步拉低城市服务业务整体毛利率水平。受房地产销售毛利率略有上升影响，2024年销售毛利率较上年略有增加。

表2 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元、%）

项目	2025年1-3月			2024年			2023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	17.20	59.60	3.75	115.25	53.96	4.96	192.92	71.45	6.20
房地产销售	11.03	38.24	26.90	103.10	48.27	27.22	103.40	38.30	26.35
城市服务收入	4.21	14.60	11.10	19.22	9.00	11.65	18.12	6.71	11.44
-其他城市服务	3.33	11.54	4.08	14.64	6.85	5.23	13.86	5.13	7.54
-物业租赁	0.83	2.89	42.68	4.21	1.97	36.41	4.00	1.48	30.30
-棚改项目管理服务	0.05	0.17	-50.22	0.37	0.17	-15.45	0.26	0.10	-69.49
内部抵消	-3.59	-12.44	--	-23.99	-11.23	--	-44.44	-16.46	--
合计	28.85	100.00	13.40	213.57	100.00	15.93	269.99	100.00	14.60

资料来源：公司 2023-2024 年年度报告、公司提供，中证鹏元整理

（一）建筑施工业务

高等级的施工资质、与当地政府及国企的紧密联系，仍赋予公司较强的项目承揽能力；2024年新签项目下降，但在手订单仍较充足且客户较优质，项目储备质量仍较好；公司回款进度减缓，垫资施工压力加大

公司建筑施工业务仍涵盖各类市政基础设施工程领域。主要业务模式仍以施工承包为主，工程总承包次之。

公司施工资质等级高且全面、技术实力仍较强。截至2024年末，公司仍拥有1个市政公用工程总承

包特级资质、17个壹级资质¹，涉及市政、公路、桥梁、房建、机电安装、水利水电等多方面。2024年，公司先后获得省优工程4项、省优质结构工程3项等多项工程创优成果。

新签项目大幅下降，得益于较充足的项目储备规模且较优的客户资质，项目储备质量仍较好。2024年新中标合同154项，合同金额135.7亿元，较上年新签合同金额下降31.94%，系公司聚焦投标优质项目，新签合同金额降幅超出行业水平；期末公司在手项目未完工部分金额230.70亿元，项目业主集中于深圳市政府单位及国企，所在区域经济实力较强。

表3 截至2024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	170	472.09	241.15	191.23
工程总承包（EPC）	26	84.18	37.93	38.50
养护项目	14	5.14	3.56	0.96
合计	210	561.41	282.64	230.70

资料来源：公司2024年年度报告，中证鹏元整理

受下游拖累，工程垫资压力加大。2024年公司回款金额占结算金额比例较上年下降。在下游基建与地产领域资金链普遍偏紧的形势下，工程回款进度滞后将进一步加大项目建设的垫资压力。

表4 近年公司完工（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
2024	175	150.81	127.00	122.28	98.87	80.85%
2023	229	172.94	137.54	133.45	113.81	85.28%

资料来源：公司2023-2024年年度报告，中证鹏元整理

（二）综合开发业务

房地产行业持续调整，公司放缓开发建设节奏，近年地产销售金额大幅波动，公司在售、在建项目储备较为充足，项目集中于经济较发达区域，持续经营能力较强，但须关注部分项目于2024年计提较大额的减值损失，项目仍面临去化压力及减值风险

天健地产品牌在深圳等地仍具有一定知名度。公司综合开发业务的核心子公司仍为深圳市天健地产集团有限公司（以下简称“天健地产集团”），其拥有房地产开发企业壹级资质，业务重点布局深圳、广州、长沙、苏州等城市，产品类型以中高端住宅为主，以保障性住房、写字楼、酒店、城市综合体、产业园区等为补充。2024年天健地产集团获中国房地产百强企业第51名、深圳市房地产开发行业综合实力十强。

城市更新项目逐步去化，存量商住项目利润空间有限，地产销售利润可能进一步承压。2024年公司结算的房地产项目以天健悦湾府、天健天骄北庐（回迁房）及成都麓湖天镜为主，三个项目当年分别确

¹ 同种资质以最高等级统计。

认收入63.78亿元、14.79亿元、8.48亿元，毛利率分别为22.88%、70.48%、13.21%。其中天健悦湾府、成都麓湖天境为首年交房、毛利率不高，作为城市更新项目的天健天骄北庐（回迁房）对房地产销售利润形成重要支撑。随着城市更新项目逐渐去化，叠加公司在苏州、南宁的房地产项目毛利率整体处于较低水平，公司地产销售毛利率仍有下探空间。

跟踪期内房地产项目销售规模同比下滑，但在售货值仍较充足，需关注部分项目面临的去化压力。地产行业持续调整，公司放缓开发建设节奏，2024年预售金额71.99亿元，同比下滑48.62%。截至2024年末，公司主要在售房地产项目21个，已售未结算面积、尚未销售面积分别为35.45万平方米、97.42万平方米，其中深圳、广州2个一线城市已售未结算、尚未销售面积合计数分别为21.68万平方米、24.00万平方米，均以商住项目为主，且深圳地区售价较高。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62.40万平方米，其中苏州清风和景雅苑、泓悦府去化相对较慢；此外，深圳坪山和悦府项目规模较大且去化较慢，广州三个项目去化周期较长。2024年公司将位于广州、南宁、苏州等地的项目合计计提跌价准备5.12亿元，考虑当前房地产行业销售仍在筑底调整，公司上述区域地产项目仍面临一定的去化压力及减值风险。

表5 截至2024年末主要在售项目情况（单位：万平方米）

城市	项目名称	项目业态	计容建面	可售面积	累计预售面积	累计结算面积	期末去化率
深圳	光明和瑞府	人才房项目	18.36	17.21	12.34	0	72%
深圳	天健天骄北庐	商住项目	12.64	9.36	8.72	7.97	93%
深圳	天健悦湾府	住宅项目	12.63	8.48	7.83	7.21	92%
深圳	天健悦桂府	商住项目	7.20	5.81	5.40	5.39	93%
深圳	坪山和悦府	商住项目	23.36	16.04	3.71	0	23%
深圳	天健和郡府	可售性人才房+回迁安置房	13.10	5.09	3.47	0	68%
深圳	天健天骄西筑	商住项目	1.18	0.69	0.54	0.54	78%
广州	天健天玺花园	商住项目	6.73	5.59	4.89	4.61	87%
广州	天健云山府	商住项目	5.67	4.57	3.76	3.63	82%
广州	天健东玥台	商住项目	4.28	4.16	2.34	1.96	56%
惠州	天健书香名邸	商住项目	23.40	23.00	15.42	15.31	67%
南宁	天健城	商住项目	53.64	51.91	33.40	33.19	64%
南宁	天健西班牙小镇	商住项目	20.66	20.65	17.40	17.40	84%
南宁	天健和府	商住项目	23.97	19.81	12.74	12.62	64%
苏州	清枫和苑	住宅	5.61	6.18	6.03	5.83	98%
苏州	清风和景雅苑	住宅	6.94	7.85	5.25	4.64	67%
苏州	山棠春晓	别墅	3.16	5.30	5.09	5.04	96%
苏州	泓悦府	住宅	32.68	34.53	3.93	0	11%
长沙	天健城	住宅、公寓、商铺、写字楼	36.41	33.94	31.14	25.50	92%
长沙	云麓府	住宅、商铺	5.35	5.35	4.71	4.39	88%
成都	麓湖天境	住宅	5.29	5.73	5.73	3.14	100%
合计			322.24	291.25	193.83	158.38	67%

资料来源：公司2024年年度报告，中证鹏元整理

房地产行业持续调整，公司放缓开发建设节奏。截至2024年末，公司主要在建项目6个，在建项目预计总投资规模较2023年末的260亿元大幅下降。其中天健和郡府于2024年7月开售，该项目为宝安区新安街道宝城43区碧海花园棚户区改造项目。2024年公司新增拿地深圳前海项目，系期末公司唯一的土储项目，项目土地总价款14.35亿元，截至期末已全额缴纳。

表6 截至2024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
深圳	天健和悦府	商住项目	100.00%	23.36	49.57	40.27
	天健和瑞府	可售性人才房	70.00%	18.36	34.28	24.97
	天健和郡府	可售性人才房+回迁安置房	100.00%	13.10	17.27	10.57
苏州	泓悦府 A 区			5.99		
	泓悦府 B 区一期	商住项目	70.00%	8.98	69.58	47.72
	泓悦府 B 区二期			17.71		
合计				87.50	170.71	123.53

资料来源：公司 2024 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，近年城市服务业务收入实现快速增长。

公司深圳地区自有物业市场价值较高，2024年出租率仍高，对公司利润水平形成一定补充

公司的商业运营服务主要为自有商业物业的经营租赁，主要包括住宅租赁、写字楼及商业物业租赁和工业厂房租赁。截至2024年末，公司位于深圳地区的主要物业可租面积达34.69万平方米，租赁物业较为优质。

2024年公司物业租赁业务收入、毛利率分别为4.21亿元、36.41%，同比均略有上升。公司大部分物业出租率处于较高水平，其中2023年新增出租的天健云途龙岗项目，2024年平均出租率82.13%，较上年上升11.63个百分点。

五、 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2022-2023年连审审计报告、经致同会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2024年审计报告及未经审计的2025年1-3月财务报表。

资本实力与资产质量

跟踪期内公司收缩核心业务、持续压降债务规模、优化债务结构，叠加地产项目减值拉低公司利润，资产规模有所收缩，仍需关注房地产项目面临的减值风险和建筑施工成本的回收风险；同时公司作为国有上市企业多元且畅通的融资渠道仍赋予其非常强的流动性资源获取能力

公司持续压降债务规模，但资本结构仍以负债为主，且产权比例高企。截至2025年3月末，公司所有者权益合计150.25亿元，以未分配利润及其他权益工具为主；期末其他权益工具账面价值为31.98亿元，为“23天健Y1”和“24天健Y1”两期永续期债券。

图1 公司资本结构

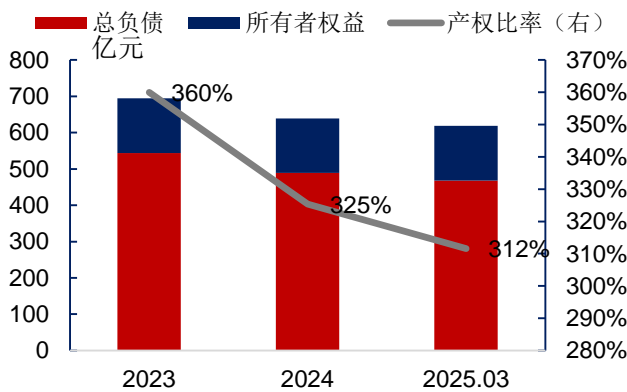
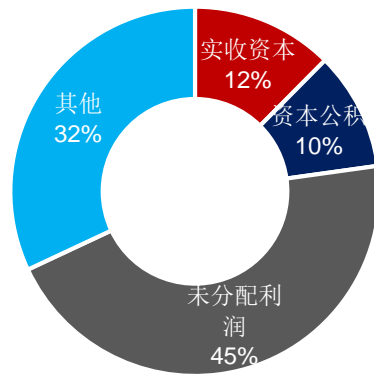


图2 2025年3月末公司所有者权益构成



资料来源：公司 2022-2023 年连审审计报告、2024 年审计报告及未经审计的 2025 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

资料来源：公司未经审计的 2025 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产业发展展开，资产以存货（房地产项目投入）及合同资产（建筑施工业务成本）等流动性资产为主。受公司主动收缩建筑施工及地产业务影响，2024年末公司资产规模有所同比下降。

公司存货主要为房地产项目，随着项目去化及减值计提，跟踪期存货账面价值持续下降。2024年公司对于南宁市等地多个项目进行减值测试评估，计提存货跌价准备5.12亿元。截至2024年末，存货累计跌价准备余额为15.16亿元，期末公司存货中苏州、南宁区域房产项目年末余额分别为58.30亿元、29.45亿元，若房地产行业持续筑底调整，公司当地房产项目仍将面临减值风险。其他非流动资产仍主要为西丽汽车城项目地块价值23.76亿元。

2024年公司新签施工合同规模下滑但仍保持施工节奏，合同资产账面价值同比下降。公司应收账款主要仍为施工业务应收结算款，2024年末，应收账款3年以上账面余额占比35.74%，较上年账龄继续拉长；同期公司计提坏账准备占比16.79%，回款压力仍大。公司无形资产主要仍为PPP项目投入带来的特许经营权及外购资质。

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。公司其他权益工具投资仍为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）等的

股权投资，以公允价值计量，其账面价值受股价波动影响较大；2024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3.56亿元。

截至2024年末，公司受限资产合计33.00亿元，主要为用于借款抵押的无形资产、投资性房地产及合同资产，受限资产占比较低。

表7 公司主要资产构成情况（单位：亿元）

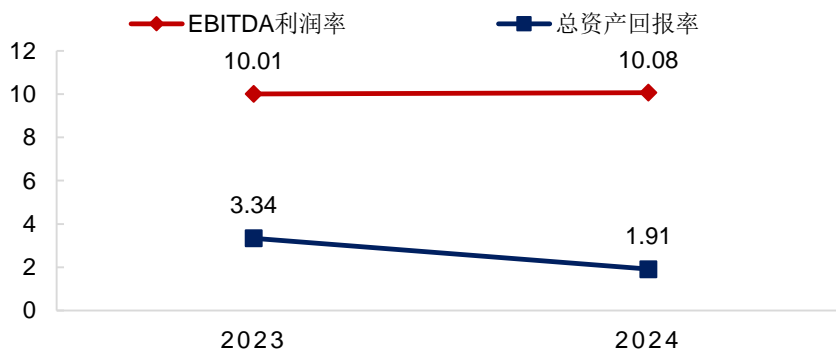
项目	2025年3月		2024年		2023年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	83.67	13.53%	100.64	15.75%	107.18	15.43%
应收账款	31.64	5.12%	33.41	5.23%	28.78	4.14%
存货	230.22	37.23%	232.58	36.40%	264.47	38.07%
合同资产	139.61	22.58%	138.36	21.65%	155.22	22.34%
流动资产合计	508.01	82.16%	528.30	82.67%	582.67	83.87%
其他权益工具投资	8.65	1.40%	8.77	1.37%	8.62	1.24%
投资性房地产	27.58	4.46%	28.74	4.50%	31.90	4.59%
无形资产	12.97	2.10%	13.25	2.07%	14.26	2.05%
其他非流动资产	29.76	4.81%	29.17	4.56%	26.39	3.80%
非流动资产合计	110.32	17.84%	110.73	17.33%	112.09	16.13%
资产总计	618.32	100.00%	639.03	100.00%	694.76	100.00%

资料来源：公司 2022-2023 年连审审计报告、2024 年审计报告及未经审计的 2025 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

盈利能力

建筑行业利润持续压降，2024年公司收缩建筑施工业务拖累公司收入规模大幅下降，地产项目减值进一步拉低公司净利润表现，2024年公司总资产回报率有所下降。2024年公司毛利率略有回升，但受地产及建筑行业持续调整、结算的地产项目存在差异等影响，未来公司毛利率可能回落。考虑到公司工程施工、房地产项目储备充足，未来收入持续性强，深圳地区地产项目可为公司未来利润提供一定支撑，公司盈利能力有望维持。

图3 公司盈利能力指标情况（单位：%）



资料来源：公司 2022-2023 年连审审计报告、2024 年审计报告，中证鹏元整理

现金流与偿债能力

2024年应付账款及合同负债下降，带动公司负债规模同比下降。

公司优化债务结构，长期债务占比提升。公司债务以债券、银行借款、应付票据及其他应付款中有息债务为主。2025年3月末，其他应付款中向小股东借款的债务规模8.10亿元。同期末公司银行贷款利率介于2.4%-5.88%，存续债券票面利率介于2.06%-3.98%。公司于2025年4月发行了4亿元的“25天健集SCP001”，票面利率为1.83%，用于偿还公司到期的“24天健集SCP002”，后者票面利率为2.06%，公司债务融资工具融资成本继续下降。整体来看，公司债务融资成本较低。

公司经营性负债主要为应付账款及合同负债。应付账款主要为应付工程款，2024年末，公司应付账款周转天数有所上升，同时公司存货及合同资产周转天数亦有所延长，2024年营运资金周转天数较2022年拉长。2024年末，合同负债主要为地产项目的预收售楼款。

表8 公司主要负债构成情况（单位：亿元）

项目	2025年3月		2024年		2023年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	12.71	2.72%	2.71	0.55%	15.85	2.92%
应付票据	9.31	1.99%	9.47	1.94%	9.17	1.69%
应付账款	142.10	30.36%	161.55	33.05%	186.50	34.30%
合同负债	91.38	19.52%	88.75	18.16%	114.03	20.97%
其他应付款	22.97	4.91%	24.73	5.06%	18.52	3.41%
一年内到期的非流动负债	28.92	6.18%	38.46	7.87%	55.78	10.26%
其他流动负债	30.82	6.58%	25.34	5.18%	35.84	6.59%
流动负债合计	348.80	74.52%	367.45	75.18%	455.14	83.71%
长期借款	78.79	16.83%	87.21	17.84%	68.06	12.52%
应付债券	35.81	7.65%	29.72	6.08%	14.91	2.74%
非流动负债合计	119.28	25.48%	121.33	24.82%	88.58	16.29%
负债合计	468.08	100.00%	488.78	100.00%	543.71	100.00%
总债务	225.52	48.18%	227.42	46.53%	232.20	42.71%
其中：短期债务	76.76	34.04%	76.37	33.58%	114.56	49.34%
长期债务	148.76	65.96%	151.04	66.42%	117.64	50.66%

资料来源：公司 2022-2023 年连审审计报告、2024 年审计报告及未经审计的 2025 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

2024年地产项目销售规模大幅下滑，拉低当年经营活动净现金流入；全年EBITDA变动不大，对利息及净债务的覆盖能力仍较好；2024年公司支付的各项税费有所下降，全年营运现金流（FFO）略有上升，但其对净债务的覆盖能力仍较弱。整体而言公司杠杆水平尚可。

表9 公司现金流及杠杆状况指标

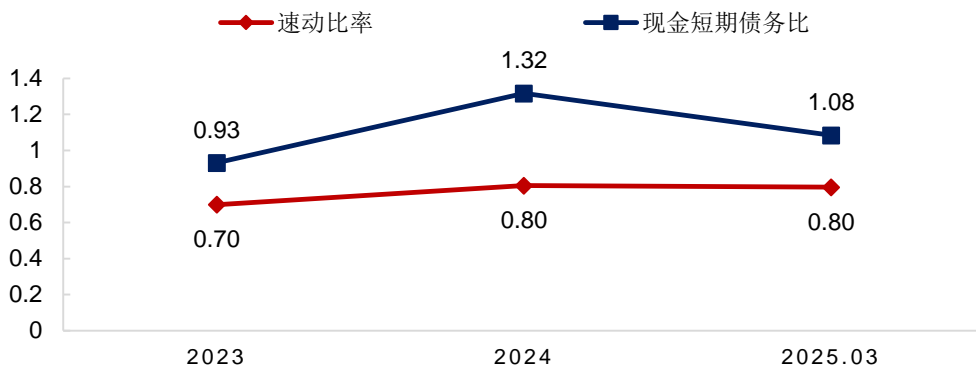
指标名称	2025年3月	2024年	2023年
经营活动现金流净额（亿元）	-15.93	11.40	70.97

FFO（亿元）	--	3.33	0.55
资产负债率	75.70%	76.49%	78.26%
净债务/EBITDA	--	6.15	4.91
EBITDA 利息保障倍数	--	3.71	3.80
总债务/总资本	60.02%	60.22%	66.10%
FFO/净债务	--	2.52%	0.41%
经营活动现金流净额/净债务	-11.13%	8.61%	53.47%
自由现金流/净债务	-11.21%	7.51%	52.87%

资料来源：公司 2022-2023 年连审审计报告、2024 年审计报告及未经审计的 2025 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

公司速动比率水平一般，受益于公司调整长短期债务结构，2024年末和2025年3月末，现金短期债务比均比2023年末上升到1.00以上，现金类资产对短期债务的覆盖能力较好。公司作为深圳市国有上市企业，融资渠道多元且通畅，截至2025年3月末尚未使用的银行贷款授信额度共1,005.47亿元，获取流动性资源能力非常强。

图4 公司流动性比率情况



资料来源：公司 2022-2023 年连审审计报告、2024 年审计报告及未经审计的 2025 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

六、其他事项分析

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

公司治理

公司与控股股东特区建工旗下子公司深圳市建安（集团）股份有限公司（以下简称“建安集团”）、深圳市建设（集团）有限公司（以下简称“建设集团”）、深圳市路桥建设集团有限公司（以下简称“路桥集团”）、深圳市特区建工科工集团有限公司（以下简称“科工集团”）形成同业竞争。2024年7月13日，公司公告，将建安集团、路桥集团、建设集团和科工集团等与公司有同业竞争关系的公司委

托公司管理，具体委托内容后续依据双方协商确定，委托期限暂定三年（以正式签订委托协议之日起计算），未来再根据实际情况开展下一阶段深化整合工作。

过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，从2022年1月1日至报告查询日（2025年6月3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（2025年6月23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、棚改项目解抵押业主提供连带责任担保，截至2024年末，尚未结清的担保金额合计82.98亿元，较上年末规模变动不大，仍存在一定或有负债风险。

表10截至 2024 年末公司对外担保情况（单位：亿元）

担保对象名称	是否为关联方	担保余额	担保类型
商品房承购人	否	80.26	连带责任保证
棚改项目和城更项目解抵押业主	否	2.72	连带责任保证
合计		82.98	-

资料来源：公司 2024 年年度报告，中证鹏元整理

七、 本期债券偿还保障分析

特区建工提供的连带责任保证担保有效提升了“23天健Y1”的信用水平

特区建工为“23天健Y1”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“23天健Y1”的存续期及债券最终兑付之日起2年。

经“23天健Y1”的主管部门和债券持有人会议批准，“23天健Y1”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；“23天健Y1”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。2025年3月末，特区建工唯一股东及实际控制人仍为深圳市国资委。同期末，公司注册资本仍为50.00亿元，2024年和2025年1-3月股东注资合计6.51亿元，2025年3月末特区建工实收资本增至29.26亿元。

特区建工系深圳市属建工板块资源整合平台，是深圳国资系统内唯一具有城市基础设施投资、设计、开发、建设、运营、服务的全产业链企业，业务覆盖工程建设、“工业上楼”、城市服务、综合开发等

建工行业上下游。2024年，公司将深圳广田集团股份有限公司（以下简称“广田集团”，股票代码：002482.SZ）新纳入合并范围，同时“工业上楼”板块得以整合及扩充。

2024年，特区建工利润核心仍为综合开发业务，工程建设毛利率受行业竞争激烈影响继续收窄，天健云途龙岗项目持续推进对外出租，拉高城市综合服务毛利率，“工业上楼”新增项目交付毛利率相对较高，拉动板块毛利率有所上升。综合影响下，2024年特区建工销售毛利率略有增长。

表11 担保方营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元、%）

项目	2024年			2023年		
	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率
工程建设	230.50	69.46	5.41	316.91	82.17	6.46
综合开发	103.10	31.07	27.22	103.40	26.81	26.35
城市综合服务	30.97	9.33	11.63	27.94	7.24	9.55
“工业上楼”	12.16	3.66	9.60	8.01	2.08	7.95
建材贸易	16.34	4.92	1.96	13.55	3.51	2.27
合并抵消	-61.24	-18.45	--	-84.13	-21.81	--
合计	331.82	100.00	13.05	385.68	100.00	12.63

注：业务板块“综合开发”即“房地产综合开发”。

资料来源：特区建工提供，中证鹏元整理

2024年特区建工新增合并范围子公司推动资产规模扩张，资产仍集中于建筑施工成本和地产项目，仍需关注公司面临的回收风险和减值风险；同期特区建工持续优化债务结构，而作为深圳市属建工板块核心主体且拥有两家A股上市公司，多元且畅通的融资渠道仍赋予其非常强的流动性资源获取能力。

表12 担保方主要财务指标（单位：亿元）

项目	2025.3	2024	2023
总资产	982.51	914.31	903.95
归母所有者权益	74.72	56.79	55.35
总债务	379.47	336.34	295.85
营业收入	56.27	331.82	385.68
资产减值损失	0.06	-5.34	-1.96
净利润	-1.62	3.37	14.55
经营活动现金流净额	-32.35	16.39	70.18
净债务/EBITDA	--	8.78	5.72
EBITDA 利息保障倍数	--	2.41	3.24
总债务/总资本	68.12%	68.61%	66.52%
FFO/净债务	--	-2.63%	-1.30%
EBITDA 利润率	--	6.09%	7.44%
总资产回报率	--	1.46%	2.80%
速动比率	0.91	0.90	0.76
现金短期债务比	1.58	1.77	1.07

销售毛利率	9.84%	13.05%	12.63%
资产负债率	78.67%	79.67%	79.99%

注：特区建工 2023-2024 年 FFO/净债务为负，系 FFO 为负。

资料来源：特区建工 2023-2024 年审计报告及未经审计的 2025 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

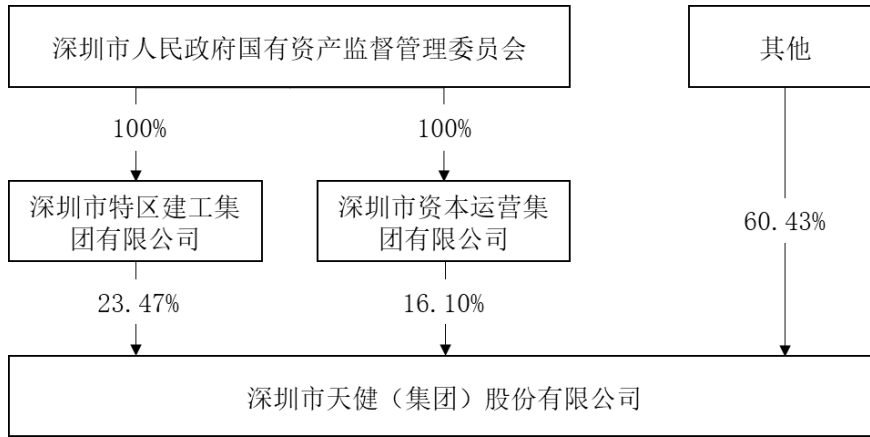
经中证鹏元综合评定，特区建工主体信用等级为AAA，其提供的连带责任保证担保能有效提升“23天健Y1”的信用水平。

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）	2025年3月	2024年	2023年	2022年
货币资金	83.67	100.64	107.18	92.18
存货	230.22	232.58	264.47	328.28
合同资产	139.61	138.36	155.22	134.21
流动资产合计	508.01	528.30	582.67	606.86
非流动资产合计	110.32	110.73	112.09	86.13
资产总计	618.32	639.03	694.76	692.99
短期借款	12.71	2.71	15.85	40.21
应付账款	142.10	161.55	186.50	178.65
合同负债	91.38	88.75	114.03	96.86
一年内到期的非流动负债	28.92	38.46	55.78	32.61
流动负债合计	348.80	367.45	455.14	430.93
长期借款	78.79	87.21	68.06	100.61
应付债券	35.81	29.72	14.91	15.00
长期应付款	0.04	0.06	0.08	0.07
非流动负债合计	119.28	121.33	88.58	121.18
负债合计	468.08	488.78	543.71	552.11
总债务	225.52	227.42	232.20	266.81
其中：短期债务	76.76	76.37	114.56	115.90
长期债务	148.76	151.04	117.64	150.90
所有者权益	150.25	150.25	151.05	140.88
营业收入	28.85	213.57	269.99	264.64
营业利润	0.64	9.87	19.09	28.06
净利润	0.14	5.94	15.05	19.73
经营活动产生的现金流量净额	-15.93	11.40	70.97	-14.55
投资活动产生的现金流量净额	0.68	-2.16	-4.93	-9.16
筹资活动产生的现金流量净额	-2.83	-15.53	-50.55	36.57
财务指标	2025年3月	2024年	2023年	2022年
EBITDA（亿元）	--	21.52	27.04	42.16
FFO（亿元）	--	3.33	0.55	12.64
净债务（亿元）	143.08	132.42	132.72	181.47
销售毛利率	13.40%	15.93%	14.60%	20.35%
EBITDA 利润率	--	10.08%	10.01%	15.93%
总资产回报率	--	1.91%	3.34%	5.06%
资产负债率	75.70%	76.49%	78.26%	79.67%
净债务/EBITDA	--	6.15	4.91	4.30
EBITDA 利息保障倍数	--	3.71	3.80	5.23
总债务/总资本	60.02%	60.22%	66.10%	71.01%
FFO/净债务	--	2.52%	0.41%	6.97%
经营活动现金流净额/净债务	-11.13%	8.61%	53.47%	-8.02%
速动比率	0.80	0.80	0.70	0.65
现金短期债务比	1.08	1.32	0.93	0.79

资料来源：公司 2022-2024 年审计报告及未经审计的 2025 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 2025 年 3 月末）



资料来源：公司 2025 年一季度报告、公开信息，中证鹏元整理

附录三 担保方评级模型结果

评级要素	评分等级
个体信用状况	aa+
外部特殊支持	1
主体信用等级	AAA

注：（1）本次评级采用评级方法模型为：建筑施工企业信用评级方法和模型（版本号：cspy_ffmx_2023V1.0）、外部特殊支持评价方法和模型（版本号：cspy_ffmx_2022V1.0）；（2）特区建工作为深圳市属建工板块资源整合平台，是深圳国资系统内唯一具有城市基础设施投资、设计、开发、建设、运营、服务的全产业链企业，其成立以来获得深圳市国资委股权划拨、资金注入等多次支持，综合考虑特区建工与深圳市政府的业务联系及重要性，中证鹏元认为在公司面临债务困难时，深圳市政府提供特殊支持的意愿非常强，因而外部特殊支持上调 1 个子级别。

附录四 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
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）
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%
现金短期债务比	现金类资产/短期债务

附录五 信用等级符号及定义

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。

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。

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。

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。



中证鹏元公众号



中证鹏元视频号