

深圳市天健(集团)股份有限公司
2018 年面向合格投资者公开发行
永续期公司债券(第一期)(品种一)
2020 年跟踪信用评级报告



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：

谭璇

报告编号：
中鹏信评【2020】跟踪
第【125】号 02

债券简称：18 天健 Y1

增信方式：保证担保

担保主体：深圳市高新
投集团有限公司

债券剩余规模：18 亿元

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

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

分析师

姓名：
王哲 王强
电话：
0755-82871596
邮箱：
wangzh@cspengyuan.com

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 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） 2020 年跟踪信用评级报告

	本次跟踪评级结果	上次信用评级结果
本期债券信用等级	AAA	AAA
发行主体长期信用等级	AA+	AA+
评级展望	稳定	稳定
评级日期	2020 年 6 月 10 日	2019 年 5 月 29 日

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）及其 2018 年 12 月 21 日公开发行的可续期公司债券（第一期）（品种一）以下简称“本期债券”）的 2020 年度跟踪评级结果为：本期债券信用等级维持为 AAA，发行主体长期信用等级维持为 AA+，评级展望维持为稳定。该评级结果是考虑到：公司工程施工业务在手订单充足，房地产项目储备充足，未来收入持续性较好；公司自有物业质量良好；同时，深圳市高新投集团有限公司（以下简称“深圳高新投”）提供的连带责任保证担保仍能有效提升本期债券信用水平；但中证鹏元也关注到，公司在建房地产项目投资规模较大，存在一定的资金压力，有息债务规模较大，偿债压力较大，存在一定的或有负债等风险因素。

正面：

- 公司施工业务新签订单增长较快，在手订单充足，未来施工收入持续性较好。公司 2019 年新签合同金额达到 120.33 亿元（合并抵消前），新签合同规模较大。截至 2020 年 3 月末，公司在施工项目合同总金额为 284.28 亿元，保持较快增长；公司在施工项目规模较大，未来施工收入持续性较好。
- 公司房地产项目储备充足，未来房地产业务收入持续性较好。截至 2020 年 3 月末，公司在售房地产项目尚未销售面积合计 76.04 万平方米，在建尚未销售的项目还包括惠州天健阳光花园二期、广州天健天玺、广州天健东玥台、苏州虎丘项目、苏

州吴江项目等，主要项目分布在深圳、广州、惠州、苏州、南宁等地区，房地产市场相对比较活跃。

- **公司自有物业较多，质量良好。**公司投资性房地产主要为其自有物业，大部分位于深圳市内，截至 2020 年 3 月末，公司位于深圳地区的主要物业可租面积达 24.21 万平方米。截至 2020 年 3 月末，投资性房地产账面价值 24.54 亿元，均采用成本模式计量；公司部分物业取得时间较早、成本较低，市场价值高于账面价值。
- **深圳高新投提供的连带责任保证担保仍能有效提高本期债券的信用水平。**深圳高新投实力雄厚，业务发展情况良好，经中证鹏元综合评定，深圳高新投主体长期信用等级为 AAA，其为本期债券提供的连带责任保证担保能有效提升本期债券的信用水平。

关注：

- **公司南宁区域房地产项目存在一定销售压力，在建房地产项目投资规模较大，存在一定资金压力。**截至 2020 年 3 月末，公司在南宁区域房地产项目尚未销售面积较大，存在一定的销售压力；公司在建房地产项目尚需投资 128.27 亿元，存在一定的资金压力。
- **公司有息债务规模较大，偿债压力较大。**截至 2019 年末，公司有息债务为 135.57 亿元，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 年末，公司三年内到期的债务（未包含本期债券）合计 112.21 亿元，公司存在较大偿债压力。
- **公司存在一定或有负债风险。**截至 2019 年末，公司对外担保余额为 45.82 亿元，与当期期末净资产之比为 47.43%，主要是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。
- **公司控股股东将发生变更。**根据深圳市人民政府国有资产监督管理委员会（以下简称“深圳市国资委”）《关于深圳市天健（集团）股份有限公司股份无偿划转事宜的通知》（深国资委函【2020】171 号），深圳市国资委将持有公司 438,637,781 股股份无偿划转给深圳市特区建工集团有限公司（以下简称“建工集团”），实际控制人仍为深圳市国资委。截至 2020 年 5 月末，该项股权转让正在进行中。

公司主要财务指标（单位：万元）

项目	2020年3月	2019年	2018年	2017年
总资产	3,998,215.87	4,031,337.18	3,174,115.39	2,579,268.48
归属于母公司所有者权益合计	1,046,629.67	959,092.22	869,604.47	654,077.04
有息债务	1,504,552.73	1,355,702.11	1,268,083.47	895,211.57
资产负债率	73.65%	76.04%	72.47%	74.45%
流动比率	1.66	1.54	1.69	1.74
速动比率	0.53	0.35	0.46	0.38
营业收入	430,608.72	1,466,528.86	1,020,948.41	674,959.36
营业利润	134,075.83	180,058.11	109,623.77	83,937.04
净利润	98,118.39	123,364.03	77,538.03	59,822.78
综合毛利率	49.05%	23.39%	21.65%	26.08%
总资产回报率	-	5.52%	4.60%	4.69%
EBITDA	-	217,744.23	150,902.27	118,968.26
EBITDA 利息保障倍数	-	3.62	2.38	2.60
经营活动现金流净额	-131,777.82	29,241.78	-49,277.01	-157,425.38

资料来源：公司 2017-2019 年审计报告及 2020 年第一季度报告，中证鹏元整理

深圳高新投主要财务指标（单位：万元）

项目	2019年	2018年	2017年
总资产	3,193,578.17	2,052,718.02	1,346,952.97
归属于母公司所有者权益合计	1,764,115.66	1,177,908.41	1,119,107.66
在保责任余额（亿元）	-	835.99 *	974.22
准备金覆盖率	-	0.97% *	0.68%
融资担保放大倍数	-	3.96 *	5.55
当期担保代偿率	-	0.12% *	0.01%

注：1、2017年净资产收益率在计算时剔除了年末到账的增资款项；

2、业务数据经过深圳高新投重新复核整理，与往年数据在统计口径上有差异；

3、带*标注指标为2018年6月末数据。“-”表示未提供该数据。

资料来源：深圳高新投2017-2019年审计报告、深圳高新投提供，中证鹏元整理

一、本期债券募集资金使用情况

公司于2018年12月21日发行18.00亿元本期债券，公司将债券募集资金扣除发行费用后的14.97亿元用于偿还有息负债，剩余资金用于补充自身营运资金。截至2019年末，本期债券募集资金已使用完毕。

二、发行主体概况

经公司2018年度股东大会审议通过，公司于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。

根据深圳市国资委《关于深圳市天健（集团）股份有限公司股份无偿划转事宜的通知》（深国资委函【2020】171号），深圳市国资委将持有公司438,637,781股股份无偿划转给建工集团，实际控制人仍为深圳市国资委。截至2020年5月末，该项股权转让正在进行中。

截至2020年3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仍为深圳市国资委，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）间接持有公司16.10%的股权。

表 1 截至 2020 年 3 月末公司前十大股东明细（单位：股）

股东名称	股东性质	持股比例	持股数量
深圳市人民政府国有资产监督管理委员会	国有法人	23.47%	438,637,781
深圳市资本运营集团有限公司	国有法人	16.10%	300,826,447
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	境内非国有法人	3.23%	60,353,271
深圳市高新投集团有限公司	国有法人	3.22%	60,165,290
中国证券金融股份有限公司	境内非国有法人	2.80%	52,242,055
嘉兴硅谷天堂恒智投资合伙企业（有限合伙）	境内非国有法人	1.61%	30,101,153
香港中央结算有限公司	境外法人	0.92%	17,254,978
李鹏	境内自然人	0.92%	17,225,434
上海闵行联合发展有限公司	国有法人	0.84%	15,691,337
中央汇金资产管理有限责任公司	国有法人	0.83%	15,576,070
合计		53.95%	1,008,073,816

资料来源：公司 2020 年第一季度报告，中证鹏元整理

公司业务领域包括建筑施工业务、房地产开发及城市综合服务等，以建筑施工业务、房地产开发业务为主，业务区域涉及广东省、湖南省、上海市等多个省市自治区。2019

年公司新增纳入合并范围子公司三家。

表2 2019年公司新增子公司情况（单位：万元）

子公司名称	注册资本	主营业务	持股比例	取得方式
东莞市天极房地产开发有限公司	10,000	房地产开发经营	100%	设立
南通天健水环境建设发展有限公司	26,000	水环境整治、工程施工	89.50%	设立
深圳市深汕特别合作区天创建材有限公司	3,000	混凝土的生产与销售	50.00%	设立

资料来源：公司2019年审计报告，中证鹏元整理

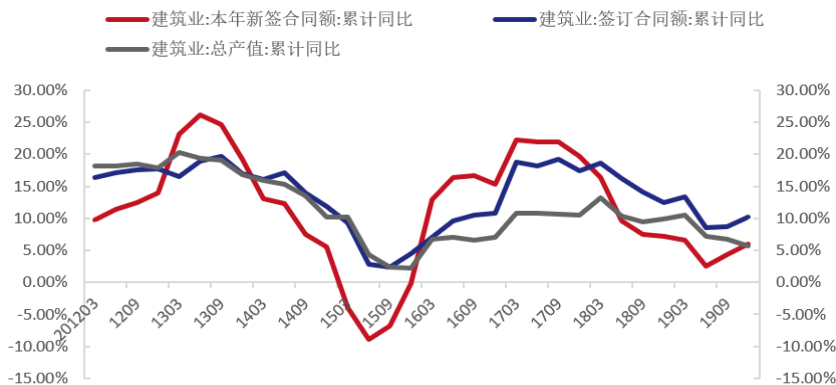
三、运营环境

（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，建筑施工行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。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新冠肺炎疫情（以下简称“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1 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（见图1）。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¹，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²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³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2 2018年4月财金23号文下发后社融 **图3 近两年广义基建增速下滑至10%以**

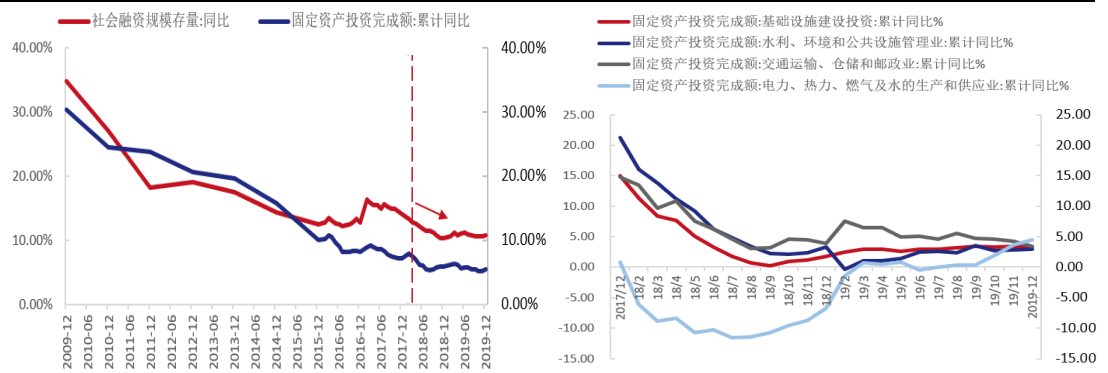
¹根据 wind，1年期贷款市场报价利率（LPR）从2019年8月4.31%，下降至2019年9月的4.20%。

²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。

³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。

增速下滑，杠杆效应降低

内，增速从 2017 年末的 14.93% 断崖式下滑至 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

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 3 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

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。

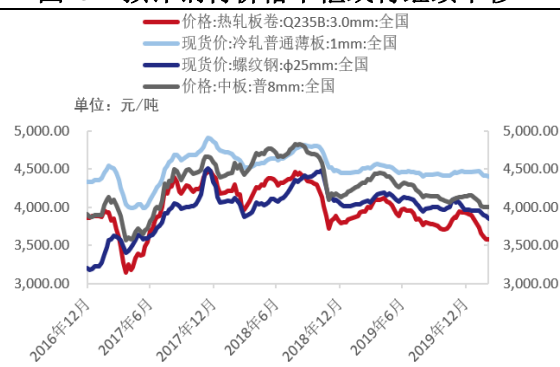
预计2020年钢材价格中枢将继续下移。从钢材需求端来看，2019年以来钢材海外出口需求走弱，国内需求表现稳定，国内地产投资需求表现较有韧性，基建投资需求温和回升；从钢材供给端来看，国家取消环保限产一刀切政策，高炉和电炉开工率回升，致使钢材库存水平逐渐提高，钢材供给端小幅宽松，且2020年是置换产能的集中投产期，钢材价格关注点变回供给端。另外，2020年初的疫情导致钢材需求延后释放，对钢价造成短期冲击，而随着下游行业陆续复工带来的需求释放，钢价存在反弹动力。但由于2020年钢铁供给将增长，长期钢价下行压力加大。综上我们预计钢材供需情况或将维持弱平衡，钢材价格中枢将继续下移。

图 4 2019 年高炉和电炉开工率回升



资料来源：Wind，中证鹏元整理

图 5 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⁴、重大事故⁵、重要活动⁶、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。

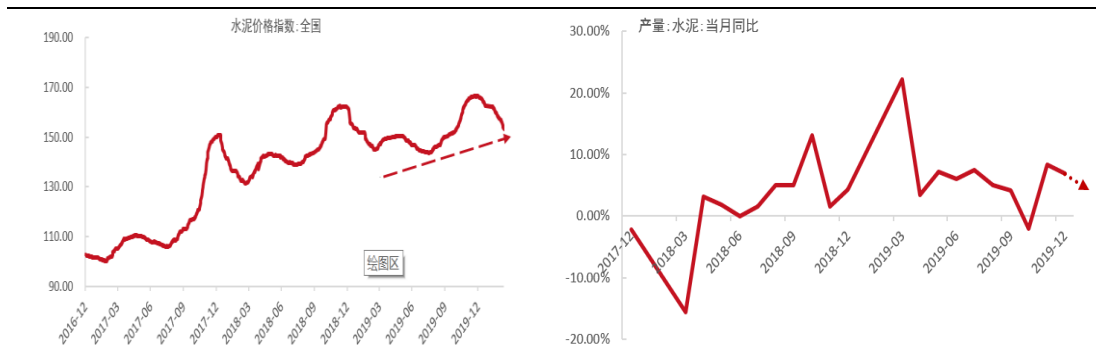
图 6 水泥行业景气度维持高点

图 7 2019年水泥产量增速呈下滑趋势

⁴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。

⁵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。

⁶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。



资料来源：Wind，中证鹏元整理

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。

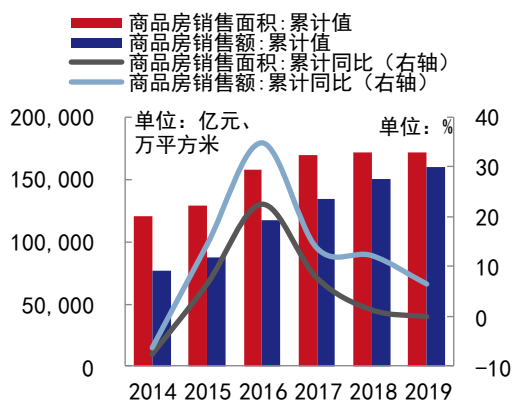
2019 年以来，我国经济下行压力持续凸显，GDP 增长率逐季回落，全年 GDP 增速为 6.1%，同比下降 0.5 个百分点。在经济下行压力加大的背景下，地方层面房地产调控政策呈现出松紧结合的特征，上半年区域市场需求依旧旺盛、过热城市的调控政策持续升级加码，丹东、苏州和西安等城市陆续出台了限购及限售政策。2019 年第三季度我国 GDP 同比增长 6%，增速创有历史记录以来的新低，在内部去杠杆和外部贸易摩擦的双重压力下，经济下行压力不断加大。进入三季度以来，粤港澳大湾区、天津、南京、徐州和海南等地区纷纷对当地房地产调控政策进行了微调。

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

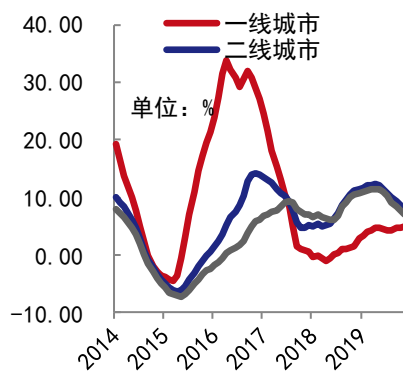
受 2019 年下半年房企加大推盘力度、以价换量以及棚改货币化安置效果存在时滞等因素影响，2019 年房地产市场成交主力的三四线城市呈现一定的韧性。根据国家统计局数据，2019 年全国销售额同比增长 6.50%，增速同比下滑 5.7 个百分点；商品房销售面积 171,557.87 万平方米，同比下滑 0.1 个百分点，销售情况超出市场预期。从 30 大中城市数据来看，各能级城市成交变动情况分化显著。其中，一线城市商品房成交面积在前期深度调控的低基数下已开始触底反弹，二线城市表现相对较弱，三线城市销售增速缓慢下行但仍呈现一定的韧性。三四线城市商品房成交面积占比超过 70%，在棚改货币化安置力度走弱、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 8 商品房销售情况



资料来源：Wind，中证鹏元整理

图 9 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

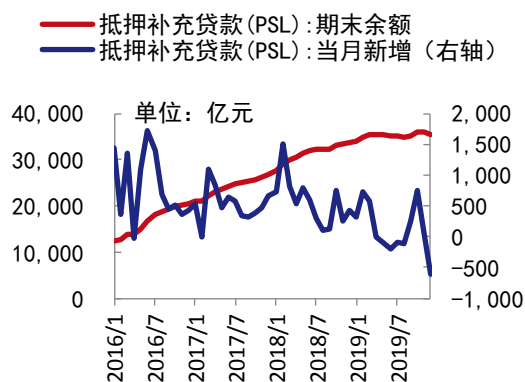
PSL 投放缩减和行业融资环境严峻的背景下，2019 年地方政府棚改专项债和土储专项债合计发行规模 13,397.41 亿元，弥补了棚改建设资金缺口。2019 年 9 月国务院常务会议对 2019 年内提前使用 2020 年新增专项债券额度投向进行限制，明确本批次债券不得用于棚户区改造项目、土地储备项目、房地产类项目和可完全商业化运作的项目，预计未来专项债对棚改项目的资金支持力度将有所减弱。2020 年棚改套数预计仍有 550 万套左右，考虑到棚改货币化退坡以及专项债对棚改项目的资金支持力度走弱，加之房企以价换量对三四线城市潜在需求提前透支，加速推盘对销售的边际效应减弱，预计 2020 年棚改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 10 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 11 2019 年新增 PSL 投放量大幅缩减



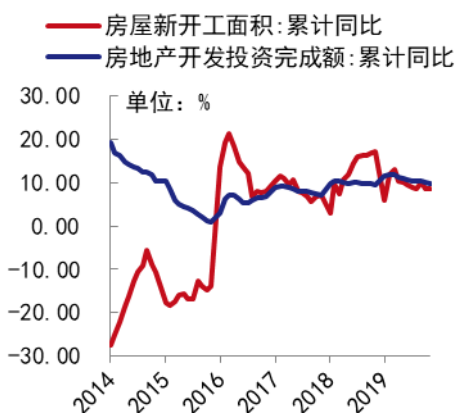
资料来源：Wind，中证鹏元整理

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

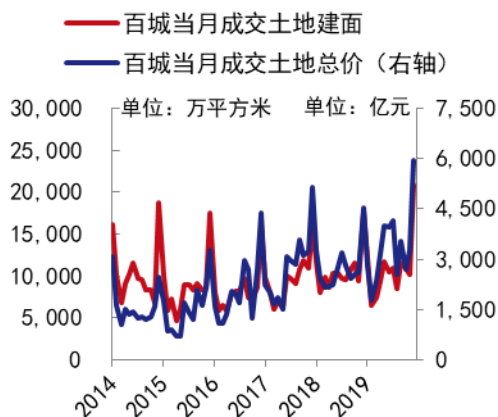
房屋新开工方面，2019 年全国房屋新开工面积同比增长 8.5%，增速较上年下滑 8.7 个百分点。2019 年多数房企为实现回款加快推盘节奏，房屋新开工绝对规模保持较快增长，对开发投资形成较好的支撑。开发投资方面，2019 年房地产开发投资同比增长 9.9%，较上年提高 0.4 个百分点，仍延续较强的增长韧性。2019 年土地市场由热转冷，上半年一、二线土地市场的回暖带动土地购置费用规模保持较快增长，三季度以来，在房企融资趋严、过热城市加大土地市场调控力度的背景下，全国土地出让市场整体走低，全年土地购置费用同比增长 14.5%，较上年 57% 的增速大幅回落；建筑工程投资全年同比增速由 2018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

图 12 房屋新开工面积以及开发投资同比增速

图 13 百城成交土地情况



资料来源: Wind, 中证鹏元整理



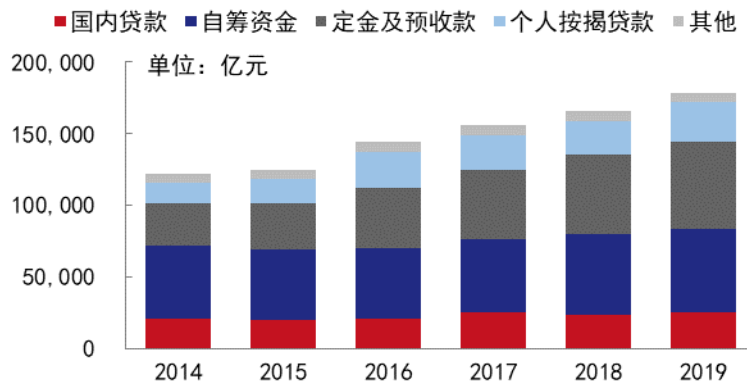
资料来源: Wind, 中证鹏元整理

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 14 房地产开发投资资金来源情况



资料来源: Wind, 中证鹏元整理

四、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。

2019年公司工程施工项目规模不断增长,在售房地产项目陆续结转,公司实现营业收入146.65亿元,同比增长43.64%;其中工程施工收入(合并抵消前)同比增长44.31%,房地产业务收入同比增长49.93%。2019年公司营业收入内部抵消26.42亿元,主要系公司部分房地产项目由公司子公司市政总公司作为总承包所致。毛利率方面,2019年公司工程施工和房地产业务毛利率均有所提高,公司综合毛利率小幅增长至23.39%。

表 4 公司营业收入构成及毛利率情况(单位:万元)

项目	2020年1-3月		2019年		2018年	
	金额	毛利率	金额	毛利率	金额	毛利率
工程施工	101,079.89	3.41%	971,893.73	6.82%	673,496.61	5.96%
房地产	343,726.54	60.57%	656,135.30	41.91%	437,637.39	38.00%
棚改项目管理服务	1,907.27	20.39%	15,249.84	33.90%	49,221.38	11.14%
物业租赁	4,431.86	23.43%	30,169.82	41.38%	25,112.24	45.44%
其他业务	10,797.19	5.55%	57,246.45	5.13%	61,655.14	11.01%
内部抵销	31,334.03	-	264,166.28	-	226,174.36	-

合计	430,608.72	49.05%	1,466,528.86	23.39%	1,020,948.41	21.65%
----	------------	--------	--------------	--------	--------------	--------

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告及 2020 年第一季度报告，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；受疫情影响，公司2020年一季度新签订单金额有所下降，但公司在手订单充足且合同金额较大，为公司未来施工收入持续性较好

公司施工资质多且等级高，截至2020年3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⁷，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。高等级和较为全面的施工资质使得公司具备强项目承揽能力。

表 5 截至 2020 年 3 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。

2019年公司工程施工业务继续深耕深圳市场，并积极参与深圳市水环境治理项目，陆续中标2019年龙岗区深圳河流域消除黑臭及河流水质保障工程、龙华区观澜街道正本清源

⁷ 同种资质以最高等级统计。

查漏补缺工程及小微黑臭水体治理工程大额订单。受此影响，公司工程施工业务实现快速发展，2019年工程施工业务新签合同达到120.33亿元（合并抵消前），同比增长23.28%，合同金额较大。业务模式方面，公司仍以施工承包为主，占比达到91.19%。

2020年1-3月受疫情影响，公司工程施工新签订单金额为15.25亿元，较2019年一季度下滑66.17%。在基建逆周期调控预期不断上升的背景下，2020年基建投资景气度有望提升，复工复产后公司订单情况有望得到改善。

表6 2018-2019年及2020年1-3月公司工程施工业务新签合同情况（合并抵销前）（单位：万元）

业务模式	2020年1-3月		2019年		2018年	
	数量	金额	数量	金额	数量	金额
施工承包	6	141,744.48	53	1,097,331.80	63	667,735.61
工程总承包	0	0	6	53,467.50	11	96,510.50
项目代建管理	1	202.05	1	46.53	12	10,403.62
PPP项目	0	0	0	0	1	128,670.00
道路日常养护	4	10,513.14	13	52,501.56	62	72,806.49
合计	11	152,459.67	73	1,203,347.39	149	976,126.22

资料来源：公司提供及公司公告，中证鹏元整理

目前公司工程施工业务订单充足，2019年公司新开工项目105个，总金额为129.51亿元，较2018年增长56.07%；2019年末公司在施工项目141个，在施工项目合同金额304.37亿元，同比增长63.80%，在手订单规模保持较快增长。2020年以来，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，在建项目施工工期有所延误。2020年1-3月，公司新开工项目规模大幅缩减至8.26亿元。随着复工复产，公司施工业务将逐步复苏，2020年3月末公司在建施工项目金额达到284.28万元，较2019年3月末增长25.96%，公司在手订单充足，未来施工收入持续性较好。

表7 近年来公司施工项目情况（单位：亿元）（合并抵销前）

项目	2020年1-3月		2019年		2018年	
	个数	金额	个数	金额	个数	金额
期初在建项目	141	304.37	67	185.82	64	143.20
期间新开工项目	6	8.26	105	129.51	30	82.98
期间竣工项目	5	28.36	31	10.95	27	40.36
期末在建项目	142	284.28	141	304.37	67	185.82

注：均不含中标未开工项目和代建项目。

资料来源：公司2018-2019年年度报告及2020年第一季度报告，中证鹏元整理

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

近年来公司工程施工业务收入保持较快增长，2019年公司实现工程施工业务收入97.19亿元（合并抵销前），同比增长44.31%，主要系公司2019年积极拓展工程施工业务，新签订单、新开工项目均呈现快速增长所致。从施工收入地区分布来看，2019年广东省施工收入为80.90亿元，占比为83.24%，占比提高2.66个百分点。广东省外的施工收入（合并抵消前）主要来自公司在广东省外房地产建设项目，增长相对较慢。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。

2020年1-3月公司实现施工收入10.11亿元。随着疫情逐步得到控制，自2020年3月中下旬公司在建项目逐步复工复产，后续公司可以通过赶工期推进项目的建设进度。

表 8 近年公司施工收入地区分布情况（单位：万元）（合并抵销前）

地区	2020年1-3月		2019年		2018年	
	收入	占比	收入	占比	收入	占比
广东省	96,533.88	95.50%	809,023.25	83.24%	542,715.35	80.58%
广西壮族自治区	1,584.04	1.57%	85,529.54	8.80%	59,714.33	8.87%
湖南省	2,279.41	2.26%	56,555.93	5.82%	50,771.68	7.54%
上海市	269.58	0.27%	803.88	0.08%	6,278.87	0.93%
其他	412.99	0.41%	19,981.14	2.06%	14,016.38	2.08%
合计	101,079.89	100.00%	971,893.73	100.00%	673,496.61	100.00%

资料来源：公司提供

施工结算方面，公司与业主单位签订合同后，按工程节点或时间节点根据公司施工量的80%-90%进行支付进度款；有预付款的，在支付进度款时按比例分期扣回，在工程竣工验收合格并完成竣工结算后，业主向公司支付至95%左右的工程款项，剩下的工程款项作为工程的维修金及质保金，质量保证期通常为1-5年，质量保证期满后若无重大质量问题，业主将质保金等返还给公司。公司目前未完工项目规模较大，截至2020年3月末在建施工项目合同金额为284.28亿元（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。

（二）房地产开发业务

2019年公司房地产项目销售金额持续增长，整体房地产业务毛利率保持稳定

公司负责房地产业务的核心企业为深圳市天健地产集团有限公司（以下简称“天健地产集团”）、深圳市天健置业有限公司（以下简称“天健置业”）、广州市天健兴业房地产开发有限公司、南宁市天健房地产开发有限公司、长沙市天健房地产开发有限公司等。

天健地产集团拥有房地产开发企业壹级资质，多年以来开发和运营了较多品质较高的房地产项目，累计获得60余项市优、省优、国优和国际荣誉。

目前公司房地产业务重点布局在深圳、广州、上海、南宁、长沙、苏州、惠州等主要城市；产品类型涵盖中高端住宅、保障性住房、写字楼、酒店、城市综合体、产业园区等。2019年下半年公司公开竞得东莞市万江区胜利社区2019WG037地块、苏州市吴江区WJ-J-2019-028号地块和前海深港现代服务业合作区桂湾片区T204-0142宗地的土地使用去，成交价格合计58.51亿元，土地面积合计5.97万平方米，计容建筑面积总额18.39万平方米，继续加大对核心业务城市的投资。2019年末上述三宗土地陆续开工建设，2019年公司新开工面积达89.37万平方米，同比增长104.20%；随着深圳天健天骄南苑、南宁天健城一期、长沙天健城三期等项目陆续竣工，公司2019年竣工面积为67.08万平方米，同比增长44.95%。

房地产销售方面，2019年公司主要销售的项目包括深圳天健天骄南苑、广州天健汇、长沙天健城三期、南宁天健城和南宁天健和府等，虽然2019年合同销售面积较2018年下降35.74%，但由于天健天骄南苑项目单价较高，公司2019年实现合同销售金额87.22亿元，同比增长50.90%。

2020年初的疫情短期内导致公司房地产项目停工、售楼处关闭，正常销售活动受到一定影响，2020年1-3月商品房合同销售面积及合同销售金额分别为0.97万平方米和4.15亿元。2020年3月中下旬以来，公司房产项目已逐步复工，后续需持续关注疫情对公司房产销售及项目开发造成的影响。

表9 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	2020年1-3月	2019年	2018年
新开工面积	82,716.78	893,723.77	437,671.91
竣工面积	0.00	670,840.49	462,814.92
合同销售面积	9,698.00	227,854.00	354,582.00
合同销售金额	41,507.00	872,165.00	577,984.00
结转收入	334,641.78	649,356.89	437,114.87

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

房地产收入方面，2019年公司结转的房地产项目主要为天健天骄南苑、南宁天健城一期、长沙天健城三期等项目，合计实现房地产业务收入65.61亿元，同比增长49.93%。毛利率方面，公司在深圳及长沙的房地产项目毛利率较高，其中2019年天健公馆和天健天骄南苑项目毛利率分别为72.54%和62.73%，主要系公司相应的土地成本较低；公司在南宁的房地产项目毛利率整体处于较低水平，主要受公司在南宁项目的土地招拍挂成本较高以及

南宁市政府的房地产限价政策影响。2019年公司房地产业务整体毛利率为41.91%，较2018年略有提升。2020年1-3月，公司房地产业务收入为34.37亿元，主要来自于天健天骄南苑结转。

表10 跟踪期内主要房地产开发项目收入及毛利率情况（合并抵消前）（单位：万元）

区域	项目	2020年1-3月		2019年	
		业务收入	毛利率	业务收入	毛利率
深圳	天健公馆	-	-	49,035.86	72.54%
深圳	天健天骄南苑	326,592.69	62.04%	213,768.88	62.73%
惠州	天健阳光花园一期	-	-	2,634.60	52.88%
南宁	南宁天健商务大厦	-	-	1,751.07	16.51%
南宁	南宁天健国际公馆	-	-	571.13	10.85%
南宁	南宁领航大厦	-	-	7,524.83	6.90%
南宁	南宁西班牙小镇	-	-	12,077.04	4.75%
南宁	南宁天健城一期	-	-	123,036.86	7.79%
长沙	长沙天健城三期	-	-	148,795.54	41.71%
广州	广州天健汇	2,314.79	28.44%	38,683.77	29.50%
上海	上海天健萃园	2,266.79	26.18%	18,783.52	31.54%
上海	上海浦荟大楼	3,467.52	24.75%	32,693.79	27.30%
合计		334,641.78	-	649,356.89	-

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2019年年度报告及2020年第一季度报告，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，未来房地产业务收入持续性较好；但南宁区域房地产项目存在一定销售压力，在建项目尚需投资规模较大，公司面临一定资金压力

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2020年3月末公司在售房地产项目11个，可供销售面积合计160.07万平方米，尚未销售面积为76.04万平方米，尚未销售面积较多，公司房地产业务有一定保障。具体来看，截至2020年3月末，公司在深圳、惠州、上海的项目以及广州天健汇处于尾盘销售阶段，尚未销售面积整体较小；广州云山府为新开楼盘，南宁和长沙的项目尚未销售面积较大，其中南宁天健城、南宁天健和府和长沙天健城三期未销售面积较大，其中南宁房地产项目去化较慢，存在一定的销售压力。

表11 截至2020年3月末公司主要在售项目情况（单位：平方米）

城市	项目名称	计容面积	可售面积	累计销售面积	累计结算面积	尚未销售面积
深圳	深圳天健天骄项目(南苑)	80,712	72,056	59,090	56,087	12,966

深圳	深圳天健公馆项目	42,744	23,816	20,530	20,104	3,286
惠州	惠州天健阳光花园一期	88,454	87,933	83,575	82,142	4,358
广州	广州天健汇	30,666	27,022	17,594	17,267	9,428
广州	广州云山府	56,662	45,143	1,564	0	43,579
上海	上海天健萃园	68,197	65,032	63,927	62,850	1,105
上海	上海浦荟大楼	24,075	15,980	11,976	10,979	4,004
长沙	长沙天健城	363,954	340,009	207,966	139,146	132,043
南宁	南宁天健西班牙小镇	206,581	206,142	164,250	163,803	41,892
南宁	南宁天健城	536,595	519,326	169,925	150,323	349,401
南宁	南宁天健和府	239,718	198,199	39,875	0	158,324
合计		1,738,358	1,600,658	840,272	702,701	760,386

注：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 2020 年第一季度报告，中证鹏元整理

2019年公司新增东莞天健万江花园、深圳前海项目和苏州吴江项目，土地面积总计5.97万平方米，计容建筑面积总计18.39万平方米；截至2020年3月末，公司其他在建尚未销售的项目还包括惠州天健阳光花园二期、广州天健天玺、广州天健东玥台、苏州虎丘项目、苏州吴江项目等，公司房地产项目储备充足。截至2020年3月末，公司在建房地产项目合计总投资356.28亿元，已投资228.01亿元，尚需投资128.27亿元，在建项目后续投资支出压力较大。

表12 截至2020年3月末公司主要在建项目情况（单位：平方米、万元）

城市	项目名称	项目业态	规划计容 建筑面积	预计总 投资	累计投 资	尚需投 资
深圳	深圳天健天骄	商住项目	206,475	683,700	409,125	274,575
深圳	深圳天健创智新天地	产业项目	98,890	104,320	58,141	46,179
深圳	深圳前海项目	商住项目	67,200	505,400	389,000	116,400
东莞	东莞天健万江花园	住宅+公寓+底商	60,463	172,034	112,226	59,808
惠州	惠州天健阳光花园二期	商住项目	233,957	160,666	17,514	143,152
广州	广州云山府	商住项目	56,662	297,049	236,254	60,795
广州	广州天健天玺	商住项目	67,254	201,122	114,169	86,953
广州	广州天健东玥台	商住项目	42,142	106,617	62,808	43,809
南宁	南宁天健城	商住项目	536,595	498,639	300,041	198,598
南宁	南宁天健和府项目	商住项目	239,718	242,556	166,683	75,873
长沙	长沙天健城三期	商住项目	363,954	260,651	196,544	64,107
苏州	苏州虎丘项目	别墅	31,784	178,534	127,559	50,975
苏州	苏州吴江项目	住宅	56,244	151,504	89,990	61,514
合计			2,061,338	3,562,792	2,280,054	1,282,738

资料来源：公司 2020 年第一季度报告，中证鹏元整理

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

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1347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，2019年及2020年1-3月分别确认棚改收入1.52亿元和0.19亿元。2016年至2020年3月末，该项目已合计确认收入13.48亿元。根据包干价，截至2020年3月末公司罗湖棚改项目尚未确认收入合计3.70亿元。公司积极拓展棚户区改造项目，但截至2019年末公司尚未中标新的棚改项目，罗湖棚改项目需在2022年末完成，未来2年公司将持续确认棚改收入，但收入规模将呈下降趋势。

公司自有物业质量良好，物业管理业务毛利率较高，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2020年3月末，公司位于深圳地区的主要物业可租面积达24.21万平方米。

出租率方面，公司物业较为优质，近年来大部分物业出租率均处于较高水平。公司的住宅、商业及写字楼物业，近年来出租率大部分在90%以上；工业厂房物业中，清水河干货仓和坑梓工业厂房出租率较低，其他工业厂房出租率均在90%以上。2018年公司新增天健创智中心，截至2020年3月末出租率提高至70%。2019年公司物业租赁业务实现营业收

入3.02亿元，同比增长20.14%，主要系天健创智中心出租率提高，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13 报告期内公司位于深圳主要物业出租情况（单位：平方米）

地区	项目	业态	权益比例	可租面积	2019年平均出租率	2020年3月末出租率
深圳	景田综合大楼	住宅及配套	100.00%	6,141.66	98.31%	98%
	景田综合市场	住宅及配套	100.00%	19,736.49	90.54%	97%
	香蜜新村	住宅	100.00%	2,218.86	97.86%	92%
	天健创智中心	写字楼及配套	100.00%	70,891.75	65.10%	70%
	天健创业大厦	写字楼及配套	100.00%	28,815.02	100.00%	98%
	天健商务大厦	写字楼及配套	100.00%	16,453.45	100.00%	88%
	市政大厦	写字楼及配套	100.00%	9,779.97	80.80%	93%
	沙头角综合楼	写字楼及配套	100.00%	4,413.95	100.00%	100%
	天然居商业中心	商业	100.00%	7,662.71	100.00%	100%
	清水河干货仓	工业厂房及配套	100.00%	10,325.78	50.00%	0%
	坑梓工业厂房	工业厂房及配套	100.00%	12,835.02	54.07%	62%
	粤通工业区	工业厂房及配套	100.00%	16,656.39	100.00%	100%
	华富工业园	工业厂房及配套	100.00%	29,491.08	99.80%	90%
	石岩厂房	工业厂房及配套	100.00%	6,674.40	100.00%	100%
	合计				242,096.53	

资料来源：公司2019年年度报告及2020年第一季度报告，中证鹏元整理

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2018-2019年审计报告和未经审计的2020年第一季度财务报表，报告均采用新会计准则编制。2019年公司新增三家子公司纳入合并报表范围，具体见表2。

财政部于2017年颁布了修订后的《企业会计准则第14号-收入》（财会[2017]22号），公司于2020年1月1日起执行上述新收入准则。将存货科目中建造合同形成的资产调整至合同资产科目列示，将预收账款科目调整至合同负债科目列示。

资产结构与质量

公司资产持续增长，整体资产质量良好

随着公司业务规模的快速扩张，2019年末公司资产总额达到403.13亿元，同比增长27.01%。从资产结构来看，公司资产仍以流动资产为主，2019年末流动资产占比为87.69%。

2019年末公司货币资金为49.52亿元，同比增长9.44%，其中5.12亿元货币资金作为保证金及预售楼款监管资金使用受限。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2019年末，公司应收账款账面价值21.77亿元，同比增长9.20%。应收账款账龄方面，以账龄组合计提坏账准备的应收账款中，账龄在1年以内占比65.49%，账龄在1-2年占比25.73%，公司应收账款账龄整体不长；从应收对象来看，2019年应收账款前五大客户占应收账款总额的比例为33.01%，占比相对不高，且主要以深圳市政府机构及国有企业为主。

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2019年末公司存货账面价值272.48亿元，同比增长33.76%；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，2019年末账面价值合计241.17亿元，较2018年末增长32.54%。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2019年投入快速增长影响，2019年末已完工未结算资产金额30.91亿元，同比增长42.72%，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2019年末公司存货中价值63.14亿元的资产用于银行借款抵押，使用受限。2020年3月末公司新增合同资产29.60亿元，主要系公司自2020年开始使用新收入准则所致。

2019年公司可供出售金融资产重分类为其他权益工具投资，2019年末公司其他权益工具投资账面价值10.93亿元，规模较大，主要为公司持有的深圳莱宝高科技股份有限公司（002106.SZ）和上海临港控股股份有限公司（以下简称“上海临港”，600848.SH）股份，均采用公允价值计量，账面价值分别为4.94亿元和5.66亿元，易受股票市场价格影响；其中持有上海临港股份系上海临港发行股份购买公司持有上海漕河泾奉贤科技绿洲建设发展有限公司40%股权所得。2020年3月末公司其他权益工具投资账面价值9.47亿元，受股票价格波动影响较2019年末下降13.13%。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2019年末公司投资性房地产账面价值24.74亿元，同比增长15.21%，主要系天健科技大厦竣工和天健浦荟大楼由存货中转入投资性房地产所致。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，市场价值高于账面价值。

表 14 公司主要资产构成情况（单位：万元）

项目	2020年3月		2019年		2018年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	474,475.47	11.87%	495,192.58	12.28%	452,497.43	14.26%
应收账款	251,198.60	6.28%	217,719.50	5.40%	199,371.11	6.28%
存货	2,392,070.35	59.83%	2,724,792.45	67.59%	2,037,101.12	64.18%
合同资产	295,976.34	7.40%	0.00	0.00%	0.00	0.00%
流动资产合计	3,515,469.29	87.93%	3,534,932.62	87.69%	2,790,379.18	87.91%
可供出售金融资产	0.00	0.00%	0.00	0.00%	39,491.03	1.24%
其他权益工具投资	94,721.26	2.37%	109,037.34	2.70%	0.00	0.00%
投资性房地产	245,419.20	6.14%	247,412.42	6.14%	214,741.68	6.77%
非流动资产合计	482,746.59	12.07%	496,404.56	12.31%	383,736.21	12.09%
资产总计	3,998,215.87	100%	4,031,337.18	100%	3,174,115.39	100%

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告及 2020 年第一季度报告，中证鹏元整理

资产运营效率

公司资产周转效率有所加快，但整体仍面临较大运营压力

2019年公司营业收入持续大幅增长，其中应收账款主要由工程施工等业务产生，增速相对较小，公司应收账款周转效率有所提高，2019年应收账款周转天数下降至51.19天。2019年公司营业收入规模增长较快，使得公司存货周转天数和应付账款周转天数均较2018年有所下降，其中存货周转天数下降至762.90天，应付账款周转天数下降至211.70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，2019年公司净营业周期从2018年的664.99天减少至602.38天；总资产周转天数减少至884.39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，并且2019年公司拿下三宗储备土地合计58.51亿元，未来对房地产业务仍将保持较大投资，需关注房地产项目去化速度对公司资产运营效率的影响。

表 15 公司资产运营效率指标（单位：天）

项目	2019年	2018年
应收账款周转天数	51.19	59.99
存货周转天数	762.90	844.52
应付账款周转天数	211.70	239.51
净营业周期	602.38	664.99
流动资产周转天数	776.36	877.78
固定资产周转天数	8.83	11.03

总资产周转天数	884.39	1,014.36
---------	--------	----------

资料来源：公司 2017-2019 年审计报告，中证鹏元整理

盈利能力

2019年公司主营业务保持良好的发展态势，收入规模大幅增长，整体盈利能力较强；未来业务较有保障

2019年公司继续保持较快发展，实现营业收入合计146.65亿元，同比增长43.64%。其中，工程施工业务规模持续增长，实现收入（合并抵消前）97.19亿元，同比增长44.31%；房地产业务方面，随着天健天骄南苑、天健公馆、南宁天健城一期、长沙天健城三期等项目的结转，公司实现房地产业务收入65.61亿元，同比增长49.93%。公司是深圳市重要的市政项目建设企业，2020年3月末在建项目合同总额达284.28亿元；公司在建房地产开发项目规模较大，未来公司房地产项目将逐渐完工结转，公司收入持续性有一定保障。

毛利率方面，2019年公司综合毛利率为23.39%，较2018年提高1.74个百分点；其中2019年公司工程施工业务略有提高，房地产业务由于结转的天健天骄南苑毛利率较高使得房地产业务毛利率提高至41.91%，棚改项目管理服务毛利率由2018年的11.14%提高至33.90%，主要系2019年拆迁主体工作已基本完成，后续项目管理成本相对较低所致。期间费用方面，2019年公司期间费用控制的较好，在营业收入大幅增长影响，2019年期间费用率下降至4.99%。2019年公司实现净利润12.34亿元，同比增长59.10%，盈利规模保持快速增长。

表 16 公司主要盈利指标（单位：万元）

项目	2020年1-3月	2019年	2018年
营业收入	430,608.72	1,466,528.86	1,020,948.41
营业利润	134,075.83	180,058.11	109,623.77
利润总额	133,093.04	180,057.99	108,614.46
净利润	98,118.39	123,364.03	77,538.03
综合毛利率	49.05%	23.39%	21.65%
期间费用率	3.65%	4.99%	6.23%
营业利润率	31.14%	12.28%	10.74%
总资产回报率	-	5.52%	4.60%
净资产收益率	-	13.41%	10.12%
营业收入增长率	221.06%	43.64%	51.26%
净利润增长率	1,443.73%	59.10%	29.61%

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告及 2020 年第一季度报告，中证鹏元整理

现金流

公司经营活动现金流表现较弱，现金需求主要依靠筹资活动，仍面临一定的资金压力

经营活动现金流方面，2019年公司天健天骄南苑等房地产项目预售情况良好，预收较大规模售楼款，公司经营性应付项目大幅增长；而公司2019年房地产业务投资规模较大，2019年下半年连续竞得三块土地合计58.51亿元，公司存货增长较快。2019年公司经营活动现金较2018年有所好转，呈净流入态势，但净流入规模较小为2.92亿元，整体表现仍然较弱。

投资活动现金方面，2019年公司整体对外投资规模不大，投资活动现金净流出0.67亿元，主要为对天健科技大厦等固定资产投资。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。2019年由于公司房地产项目销售情况较好，收回较大规模资金，公司新增融资规模有所下降，而公司2019年支付现金股利及偿付利息金额较大，导致2019年筹资活动现金净流出2.87亿元。

整体来看，2019年公司经营活动现金表现有所好转，但是净流入规模仍较小，2019年公司竞得土地合计58.51万元，未来房地产项目投资规模较大，随着项目的推进公司仍面临一定的资金压力。

表17 公司现金流情况（单位：万元）

项目	2019年	2018年
净利润	123,364.03	77,538.03
营运资本变化	-129,776.15	-172,433.14
其中：存货减少（减：增加）	-687,562.11	-319,288.08
经营性应收项目的减少（减：增加）	-284,724.13	-17,744.03
经营性应付项目的增加（减：减少）	842,510.09	164,598.97
经营活动产生的现金流量净额	29,241.78	-49,277.01
投资活动产生的现金流量净额	-6,685.33	-32,036.10
筹资活动产生的现金流量净额	-28,749.18	287,820.51
现金及现金等价物净增加额	-6,191.99	206,513.68

资料来源：公司 2018-2019 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，偿债压力较大

随着公司自身利润积累，公司资本实力保持增长，2019年末公司所有者权益为96.61亿元，同比增长10.56%，2020年3月末公司所有者权益增长至105.35亿元。而受公司2019年房地产项目预售情况较好影响，公司预收款项增长较快，导致公司负债总额大幅增长至306.53亿元，同比增长33.25%。由于负债总额增速较快，2019年末公司产权比率增长至

317.30%，公司所有者权益对负债的保障程度不高。

表 18 公司资本结构情况（单位：万元）

指标名称	2020年3月	2019年	2018年
负债总额	2,944,722.26	3,065,283.89	2,300,333.31
所有者权益	1,053,493.62	966,053.29	873,782.08
产权比率	279.52%	317.30%	263.26%

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告及 2020 年第一季度报告，中证鹏元整理

从负债结构来看，近年来公司负债以流动负债为主，占比均在70%以上。2019年公司短期借款增长较快，期末短期借款同比增长34.13%至20.52亿元，2020年3月末增长至27.71亿元。公司应付账款主要为工程进度款和材料款，受工程施工业务快速增长影响，公司2019年末应付账款增长至75.21亿元，同比增长32.11%。2019年末公司预收款项达到79.66亿元，同比增长113.15%，其中预收售楼款57.57亿元，施工工程预收款21.62亿元，主要系公司天健天骄南苑、长沙天健城三期等房地产项目预收售楼款规模较大。2020年3月末公司合同负债为52.04亿元，系公司根据新收入准则对预收款项进行重分类。公司其他应付款主要为质保金、押金及往来款，2019年末账面余额10.16亿元，同比减少20.92%。2019年末公司一年到期的非流动负债为23.06亿元，均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2019年末公司长期借款余额为74.04亿元，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2020年3月末，公司长期借款余额76.47亿元，保持增长。

表 19 公司主要负债构成情况（单位：万元）

项目	2020年3月		2019年		2018年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	277,114.00	9.41%	205,214.00	6.69%	153,000.00	6.65%
应付账款	672,104.69	22.82%	752,111.79	24.54%	569,318.18	24.75%
预收款项	0.00	0.00%	796,643.47	25.99%	373,745.53	16.25%
合同负债	520,391.12	17.67%	0.00	0.00%	0.00	0.00%
其他应付款	123,250.41	4.19%	101,613.06	3.31%	128,500.91	5.59%
一年内到期的非流动负债	283,114.00	9.61%	230,550.00	7.52%	288,650.00	12.55%
流动负债合计	2,120,086.20	72.00%	2,290,911.92	74.74%	1,646,694.65	71.59%
长期借款	764,749.26	25.97%	740,362.64	24.15%	646,858.00	28.12%
非流动负债合计	824,636.06	28.00%	774,371.97	25.26%	653,638.66	28.41%
负债合计	2,944,722.26	100.00%	3,065,283.89	100.00%	2,300,333.31	100.00%
有息负债	1,504,552.73	51.09%	1,355,702.11	44.23%	1,268,083.47	55.13%

注：此处有息债务包含公司 2018 年面向合格投资者公开发行永续期公司债券（第一期）（品种一）。
 资料来源：公司 2018-2019 年审计报告及 2020 年第一季度报告，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。虽然本期债券为永续期债，附设延期支付利息权而被计入其他权益工具，但根据本期债券条款，公司仍需每年支付利息，票面利率为 5.96%，因此本期债券应被视为有息债务。截至 2019 年末公司有息债务为 135.57 亿元，2020 年 3 月末有息债务增至 150.46 亿元，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 年末，公司三年内到期的债务（未包含 18 天健 Y1）合计 112.21 亿元，公司存在较大偿债压力。截至 2019 年末，公司获得的授信额度合计 368.88 亿元，其中已使用授信 159.53 亿元，剩余未使用授信额度为 209.35 亿元，公司授信较为充足，有一定融资弹性。

表 20 截至 2019 年 12 月 31 日公司有息债务偿还期限分布表（单位：万元）

项目	2020 年	2021-2022 年	2023 年及以上
本金	435,764.00	686,362.64	54,000.00

注：未包含本期债券。

资料来源：公司提供

从偿债能力指标来看，公司资产负债水平较高，截至 2019 年末公司资产负债率增至 76.04%。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，2019 年公司 EBITDA 为 21.77 亿元，同比增长 44.29%，2019 年 EBITDA 利息保障倍数增长至 3.62，公司利息保障能力有所提高。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 21 公司偿债能力指标

指标名称	2020 年 3 月	2019 年	2018 年
资产负债率	73.65%	76.04%	72.47%
流动比率	1.66	1.54	1.69
速动比率	0.53	0.35	0.46
EBITDA（万元）	-	217,744.23	150,902.27
EBITDA 利息保障倍数	-	3.62	2.38
有息债务/EBITDA	-	6.23	8.40
债务总额/EBITDA	-	14.08	15.24
经营性净现金流/流动负债	-	0.01	-0.03
经营性净现金流/负债总额	-	0.01	-0.02

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告及 2020 年第一季度报告，中证鹏元整理

六、债券偿还保障分析

深圳高新投提供的连带责任保证担保有效提升了本期债券品的信用水平

本期债券发行规模为18.00亿元，由深圳高新投提供连带责任保证担保，担保范围包括本期票面金额不超过人民币18.00亿元（含18.00亿元）的可续期公司债券本金、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两年。若本期债券为分期发行，深圳高新投就割弃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两年。

深圳高新投原名深圳市高新技术产业投资服务有限公司，系由深圳市投资管理公司（现已更名为深圳市投资控股有限公司，以下简称“深圳投控”）、深圳市科学技术发展基金会、深圳市国家电子技术应用工业性实验中心、深圳市生产力促进中心于1994年12月投资成立，初始注册资本1亿元。深圳高新投于2004年更名为“深圳市高新技术投资担保有限公司”，2011年12月更名为现名。历经多次股权转让和增资扩股，截至2019年末，公司实收资本为121.12亿元，控股股东深圳投控持有深圳高新投30.55%股权，最终控制人为深圳市人民政府，股权结构如表22所示。

表 22 截至 2019 年末深圳高新投股东情况（单位：万元）

股东名称	出资额	出资比例
深圳市投资控股有限公司	370,027.25	30.55%
深圳市平稳发展投资有限公司	325,946.59	26.91%
深圳远致富海三号投资企业（有限合伙）	177,043.79	14.62%
深圳市财政金融服务中心	132,236.81	10.92%
深圳市远致投资有限公司	97,728.03	8.07%
恒大集团有限公司	84,189.37	6.95%
深圳市海能达投资有限公司	21,047.34	1.74%
深圳市中小企业服务署	2,937.91	0.24%
合计	1,211,157.08	100.00%

资料来源：深圳高新投2019年审计报告，中证鹏元整理

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

深圳市经济稳进向好，金融产业保持良好发展，近年出台了一系列扶持小微融资举措，

区域融资需求和政策环境为担保行业营造了较好发展环境。深圳高新投控股股东为深圳投控，最终控制人为深圳市人民政府，股东实力较强。受益于股东持续注资，深圳高新投资本实力进一步增强，融资担保放大倍数下降。2017年末深圳高新投债券在保业务规模大幅增长，同时因深圳高新投承接较多短期间接融资担保项目，全年间接融资担保发生额大幅增加，二者效应叠加使得当期担保业务收入同比增加。同时中证鹏元也关注到2018年银行不良率整体提升、债券违约集中爆发，在国内经济增速放缓的大背景下，担保机构面临较大代偿压力。随着深圳高新投委托贷款业务规模增长，发生逾期也相应增长较快，存在一定资产损失风险。深圳高新投在保债券数量大幅增加，所担保债券发行主体中有个别主体信用评级被调低，存在一定代偿风险。截至2018年6月末，深圳高新投间接融资担保在保责任余额前五大行业占比较上年同期相比进一步上升，集中于高新技术企业，不利于经营风险的分散。

表 23 2017-2019 年深圳高新投主要财务指标情况（单位：万元）

项目	2019 年	2018 年	2017 年
总资产	3,193,578.17	2,052,718.02	1,346,952.97
归属于母公司所有者权益合计	1,764,115.66	1,177,908.41	1,119,107.66
营业收入	278,716.28	208,520.14	150,517.45
投资收益	2,946.62	5,793.09	8,676.67
利润总额	156,174.40	152,101.10	110,942.95
净资产收益率	-	9.86%	12.24%
在保责任余额（亿元）	-	835.99*	974.22
其中：融资担保在保责任余额（亿元）	-	456.66*	621.32
拨备覆盖率	-	214.52%*	197.66%
准备金覆盖率	-	0.97%*	0.68%
融资担保放大倍数	-	3.96*	5.55
当期担保代偿率	-	0.12%*	0.01%
累计代偿回收率	-	-	40.24%

注：1、2017年净资产收益率在计算时剔除了年末到账的增资款项；

2、业务数据经过深圳高新投重新复核整理，与往年数据在统计口径上有差异；

3、带*标注指标为2018年6月末数据。“-”表示未提供该数据。

资料来源：深圳高新投2017-2019年审计报告、深圳高新投提供，中证鹏元整理

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

七、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2017年1月1日至报告查询日（2020年5月25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；公司各项债务融资工具均按时偿付利息，无逾期未偿付或逾期偿付情况。

（二）或有事项分析

截至2019年末，公司对外担保余额为45.82亿元，与当期末净资产之比为47.43%，主要是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。

八、评级结论

2019年公司整体保持良好发展态势，实现营业收入合计146.65亿元，同比增长43.64%。其中，工程施工业务收入(合并抵消前)同比增长44.31%；房地产业务收入同比增长49.93%。公司施工业务新签订单保持较快增长，施工项目在手订单充足；房地产项目储备充足，在售和在建房地产项目规模均较大，且大多数处于国内重点城市，公司未来主营业务收入持续性较好。截至2020年3月末，公司位于深圳地区的主要物业可租面积达24.21万平方米，且部分物业取得时间较早、成本较低，市场价值高于账面价值。经中证鹏元综合评定，深圳高新投主体长期信用等级为AAA，其提供的连带责任保证担保能有效提升本期债券的信用水平。

但中证鹏元也关注到，公司南宁区域房地产项目存在一定销售压力，在建房地产项目尚需投资128.27亿元，公司存在一定的资金压力。2019年末公司有息债务为135.60亿元，三年内到期的债务（未包含本期债券）合计112.21亿元，有息债务规模较大，公司存在较大的债务压力。截至2019年末，公司对外担保余额为45.82亿元，主要是公司为商品房承购人向银行提供抵押贷款担保，存在一定的或有负债风险。

基于以上情况，中证鹏元维持本期债券信用等级为AAA，维持公司主体长期信用等级为AA+，评级展望维持为稳定。

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）	2020年3月	2019年	2018年	2017年
货币资金	474,475.47	495,192.58	452,497.43	244,250.75
应收账款	251,198.60	217,719.50	199,371.11	140,868.20
其他应收款	30,980.69	24,012.82	25,529.92	67,800.73
存货	2,392,070.35	2,724,792.45	2,037,101.12	1,715,955.43
其他流动资产	29,568.31	36,398.33	64,806.02	9,931.37
可供出售金融资产	-	-	39,491.03	66,101.30
其他权益工具投资	94,721.26	109,037.34	-	-
投资性房地产	245,419.20	247,412.42	214,741.68	160,967.99
资产总计	3,998,215.87	4,031,337.18	3,174,115.39	2,579,268.48
短期借款	277,114.00	205,214.00	153,000.00	145,100.00
应付账款	672,104.69	752,111.79	569,318.18	495,087.37
预收款项	-	796,643.47	373,745.53	282,313.59
合同负债	520,391.12	-	-	-
应交税费	212,310.47	164,121.43	108,954.55	85,035.74
其他应付款	123,250.41	101,613.06	128,500.91	137,991.79
一年内到期的非流动负债	283,114.00	230,550.00	288,650.00	96,000.20
长期借款	764,749.26	740,362.64	646,858.00	654,111.37
负债合计	2,944,722.26	3,065,283.89	2,300,333.31	1,920,394.09
其它权益工具	179,575.47	179,575.47	179,575.47	-
有息债务	1,504,552.73	1,355,702.11	1,268,083.47	895,211.57
所有者权益合计	1,053,493.62	966,053.29	873,782.08	658,874.39
归属于母公司所有者权益合计	1,046,629.67	959,092.22	869,604.47	654,077.04
营业收入	430,608.72	1,466,528.86	1,020,948.41	674,959.36
营业利润	134,075.83	180,058.11	109,623.77	83,937.04
净利润	98,118.39	123,364.03	77,538.03	59,822.78
经营活动产生的现金流量净额	-131,777.82	29,241.78	-49,277.01	-157,425.38
投资活动产生的现金流量净额	-3,817.31	-6,685.33	-32,036.10	-26,883.46
筹资活动产生的现金流量净额	134,413.22	-28,749.18	287,820.51	69,980.69
财务指标	2020年3月	2019年	2018年	2017年
应收账款周转天数	-	51.19	59.99	54.58
存货周转天数	-	762.90	844.52	1,019.86
应付账款周转天数	-	211.70	239.51	258.11
净营业周期（天）	-	602.38	664.99	816.33
流动资产周转天数	-	776.36	877.78	1,000.11

固定资产周转天数	-	8.83	11.03	14.97
总资产周转天数	-	884.39	1,014.36	1,202.29
综合毛利率	49.05%	23.39%	21.65%	26.08%
期间费用率	3.65%	4.99%	6.23%	7.33%
营业利润率	31.14%	12.28%	10.74%	12.44%
总资产回报率	-	5.52%	4.60%	4.69%
净资产收益率	-	13.41%	10.12%	9.26%
营业收入增长率	221.06%	43.64%	51.26%	8.71%
净利润增长率	1,443.73%	59.10%	29.61%	34.09%
资产负债率	73.65%	76.04%	72.47%	74.45%
流动比率	1.66	1.54	1.69	1.74
速动比率	0.53	0.35	0.46	0.38
EBITDA (万元)	-	217,744.23	150,902.27	118,968.26
EBITDA 利息保障倍数	-	3.62	2.38	2.60
有息债务/EBITDA	-	6.23	8.40	7.52
债务总额/EBITDA	-	14.08	15.24	16.14
经营性净现金流/流动负债	-	0.01	-0.03	-0.13
经营性净现金流/负债总额	-	0.01	-0.02	-0.08

资料来源：公司 2017-2019 年审计报告及 2020 年第一季度报告，中证鹏元整理

附录二 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	$(\text{管理费用} + \text{销售费用} + \text{财务费用}) / \text{营业收入} \times 100\%$
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

附录三 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。