

主体评级报告：

深圳市安居集团有限公司

主体信用等级*：AAA_{spc}；展望：稳定

评定日期：2025 年 10 月 24 日

到期日期：2026 年 10 月 23 日

项目负责人：

王璜, CPA 010-65166029; huang.wang@spgchinaratings.cn

项目组成员：

黄臻, CFA, FRM 010-65166032; zhen.huang@spgchinaratings.cn

曹艺馨, CFA, FRM 010-65166048; yixin.cao@spgchinaratings.cn

目录

信用等级概况.....	2
声明	4
一、宏观经济与行业环境	5
二、评级基准.....	6
三、个体信用状况	14
四、主体信用等级	16
附录	18

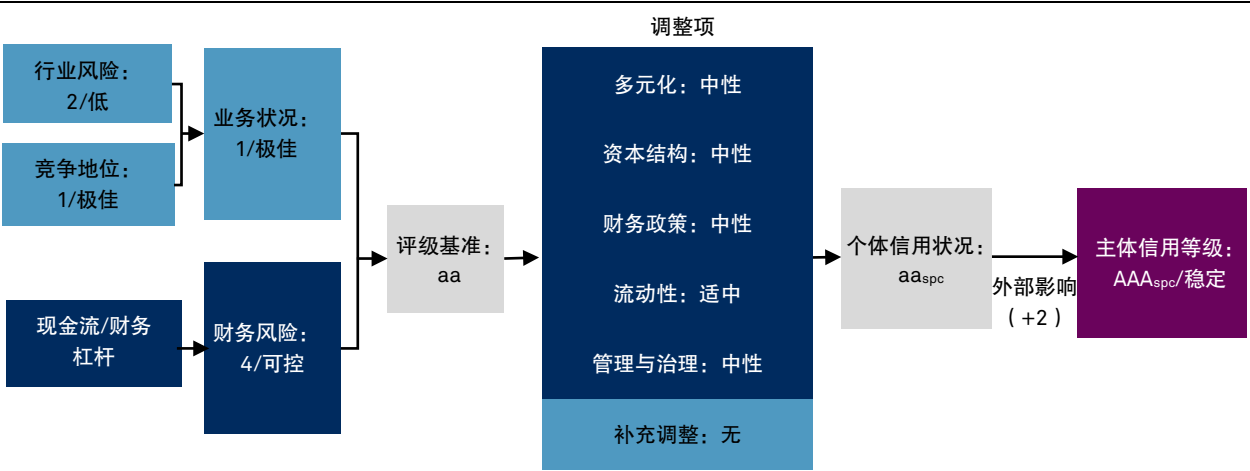
*主体信用等级一般反映标普信评对受评主体优先无抵押债务信用质量的看法，不专门针对主体可能发行的具体债项，除非标普信评另行更新。

标普信用评级（中国）有限公司（标普信评）的评级（以“spc”后缀标识）是根据与标普全球评级等级体系不同的评级等级体系所授予。标普信评所授予的评级不可与标普全球评级等级体系下授予的评级视为同等，或不实地表述为标普全球评级等级体系下授予的评级。

上述“到期日期”表示本报告有效期截止的日期。本报告中的信用等级自报告载明的评定日期起生效，有效期至报告载明的到期日期。

信用等级概况

公司名称	所属行业	等级类型	当前等级	评定日期	展望/观察
深圳市安居集团有限公司	交通基础设施	主体信用等级	AAA _{spc}	2025 年 10 月 24 日	稳定



本次评级概况

深圳市安居集团有限公司（以下简称“深圳安居集团”或“公司”）业务状况“极佳”。公司作为深圳市唯一的保障性住房专营机构，在民生保障领域具备很强的不可替代性。公司为资本实力突出、资产规模领先的保障房专营企业，资金优势显著。我们认为，较大的保障房资产规模、充裕的项目储备为公司构建了良好的可持续发展基础。深圳市持续的人口流入态势，叠加迫切的人才发展需求，也将为其业务可持续性提供很强支撑。公司当前盈利承压、部分区域可售型保障房去化压力较大，这与其“保本微利”的经营目标以及强政策功能性高度相关，这一现状也与行业固有特征相符。我们认为，虽政策功能属性会限制公司盈利能力，但可持续发展及资金平衡仍是公司及深圳市国资委的共同目标。我们预计，公司未来将通过综合平衡的方式，争取政府优质资源支持来弥补部分项目亏损，这将有助于其缓解盈利与现金流压力。深圳安居集团财务风险“可控”。未来 1-2 年，公司预计将面临保障房销售收入下降、盈利空间受限的局面，较大规模的项目投入可能导致经营现金流持续净流出，杠杆水平料将持续走高。但公司具备坚实的资本基础、多元顺畅的再融资路径以及与项目周期匹配的债务结构，并通过 REITs 等资产证券化途径增强流动性，因此我们认为公司的财务风险整体可控。较低的综合融资成本、持续的租金收入、充裕的资金储备及银行授信将共同为其利息偿付能力提供支撑。深圳市政府对公司的外部支持为“极高”，深圳安居集团由深圳市 100%持股，作为深圳唯一的保障房专营机构，具有很高的不可替代性。考虑到公司在深圳国企体系的重要地位，我们预计，政府仍将在资源配置、融资、项目获取等方面为其提供持续支持。

主要优势与风险

优势	风险
深圳市具有极强的经济财政实力、债务负担低，对公司支持能力极强。	非核心区保障房项目去化压力大，2025-2026 年收入及现金流将显著承压。
公司是深圳市唯一保障性住房专营机构，结合区域旺盛的保障房需求，其定位具有很强不可替代性，政府外部支持“极高”。	
公司资产规模领先、资本实力突出且资本结构稳健。	

评级展望

深圳安居集团的评级展望为稳定。我们认为，稳定的展望反映了未来 24 个月内，公司作为深圳市唯一的保障房专营机构，将保持其在民生保障领域极强的不可替代性，其较大的保障房资产规模、充裕的项目储备都将保障公司良好的业务可持续性。公司当前盈利承压、部分区域可售型保障房去化压力较大，但可持续发展及资金平衡仍是公司及深圳市国资委的共同目标，我们预计，公司未来将通过综合平衡的方式获取政府优质资源支持，这将有效缓解其盈利与现金流压力。未来 1-2 年，公司预计将面临保障房销售收入下降、盈利空间受限的局面。但公司具备坚实的资本基础、多元顺畅的再融资路径以及与项目周期匹配的债务结构，并通过 REITs 等资产证券化途径增强流动性。较低的综合融资成本、持续的租金收入、充裕的资金储备及银行授信将共同为其利息偿付能力提供支撑。我们预计深圳市国资委对公司的外部支持将保持“极高”，政府将继续为其在资源配置、融资、项目获取等方面提供持续支持。

上调情形：不适用。

下调情形：若出现下列情形，标普信评有可能考虑下调公司的主体信用等级：公司核心职能被剥离，政府外部支持降低。但在可预见的范围内，该情况发生的概率较低。

相关评级方法、模型及研究

评级方法：

- [标普信用评级（中国）-工商企业评级方法论，2025 年 5 月 14 日。](#)
- [标普信用评级（中国）补充评级方法论-交通基础设施行业，2023 年 12 月 22 日。](#)
- [标普信用评级（中国）-评级调整因子及偿付顺序的通用考量因素，2019 年 5 月 21 日。](#)

相关研究：无。

相关模型：无。

声 明

本次评级为评级对象付费委托进行的评级。除因本次评级事项使评级机构与评级对象构成委托关系外，标普信评及其分析人员与评级对象不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

本次评级依据评级对象提供或已经正式对外公布的信息，以及其他根据监管规定收集的信息，标普信评对评级信息进行审慎分析，但标普信评对于相关信息的合法性、真实性、完整性、准确性不作任何保证。

标普信评及其分析人员履行了勤勉尽责和诚信义务，有充分理由保证本评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本信用评级报告的评级结论是标普信评依据其评级方法和程序做出的独立判断，未因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

本信用评级报告对评级对象信用状况的表述和判断仅用于相关决策参考，并非某种决策的结论和建议。

跟踪评级安排

标普信用评级（中国）有限公司（“标普信评”）将对受评主体的信用状况进行定期跟踪（如适用）和持续监测。如果发生任何可能影响受评主体信用质量的重大事件，标普信评将开展不定期跟踪，评估是否有必要对相关信用等级进行调整。

高级管理人员

李丹

北京

dan.li@spgchinaratings.cn



项目负责人

王璜

北京

huang.wang@spgchinaratings.cn

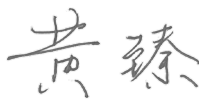


项目组成员

黄臻

北京

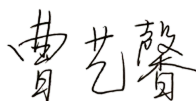
zhen.huang@spgchinaratings.cn



曹艺馨

北京

yixin.cao@spgchinaratings.cn



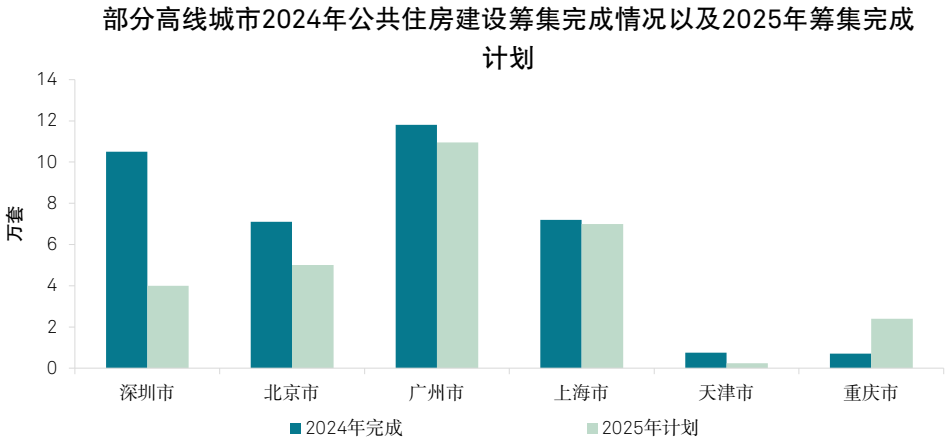
一、宏观经济与行业环境

我们预计 2025 年中国 GDP 增速将较上年有所放缓。我们认为，政府持续出台的多项货币政策和财政政策，将对全国房地产市场、地方政府债务化解以及经济增长发挥一定的促进作用。但全球需求增长的放缓、美国政府政策的不确定性，将加大中国经济面临的风险。特别是出口总额将受到美国提高关税的打击，进而影响到投资、消费等方面。

我们认为，深圳市经济实力极强，财政平衡能力极佳，债务负担低。2024 年，深圳市地区生产总值达 3.7 万亿元，按不变价格计算，同比增长 5.8%，经济总量在国内城市中稳居第三。人均地区生产总值为 20.6 万元，在全国名列前茅。在全国经济格局里，深圳占据关键地位，产业结构多元且持续优化。2024 年，深圳战略性新兴产业增加值同比增长 10.5%，占 GDP 比重达 42.3%，为经济发展注入活力。深圳市先进制造业表现突出，规上工业增加值同比增长 9.7%，其中先进制造业增加值同比增长 11.4%，高技术制造业增加值同比增长 8.9%，凸显出深圳工业向高端化、智能化加速转型的趋势。我们认为，深圳市一般公共预算平衡率处于极佳水平，财政平衡能力出色。深圳市财政实力雄厚，税收贡献突出，财政自给程度较高。2024 年，全市实现一般公共预算收入 3,914 亿元，税收收入占比维持在较高水平。在债务方面，深圳的债务负担小，其地方政府债务余额及城投债务规模均处于合理的低水平。我们认为，深圳优秀的经济基本面构建了坚实的税收根基，有助于维持强大的财政实力，叠加较低的债务负担，进一步强化了区域综合实力，为其政府支持能力提供有力支撑。

我们预计，未来几年中国保障房市场将呈现“减量提质”特征，保障房筹集量将较“十四五”期间有一定下调。与去年相比，2025 年保障性住房筹集量走低的情况在全国各大城市、各个省份均有出现。虽部分城市保障房筹集量的下调，与“十四五”收官相关--部分城市前四年已超额完成任务，故主动下调 2025 年规模。但我们仍然预计未来几年保障房筹集量的下调趋势将延续。一方面，“十四五”期间全国已进行较大规模的保障房建设，现有租赁类保障房具备稳定运营能力，为保障房奠定了较大供给基数；另一方面，保障房与商品房的土地资源竞争持续加剧，在地方财政压力走高，资源约束凸显的背景下，保障房供给策略将发生变革。我们认为，未来各地政府的核心目标将是通过精准规划土地资源、高效匹配民生需求，而非单一追求建设规模的大幅扩张。

图1



注：公共住房包含公共租赁住房、保障性租赁住房以及可售型公共住房
资料来源：公开资料，标普信评整理
版权©2025标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

中国保障房策略正在经历变革，我们预计精准投放、质重于量将是保障房策略的主要变革方向。2023 年 8 月，国务院审议通过《关于规划建设保障性住房的指导意见》，在配租型保障房基础上，拓展了配售型保障房，拉开新一轮保障性住房改革序幕，形成“配租+配售”的新住房保障体系。我们观察到多地政府主动精简保障房筹集范围，将资源集中投向与民生关联最紧密的领域。以深圳为例，2025 年 5 月 28 日，深圳住建局发布《配售型保障性住房管理办法（征求意见稿）》与《保障性住房规划建设管理办法（修订征求意见稿）》。两份文件的出台将推动保障体系从“商品房+人才房+安居房+共有产权房+公租房+保租房”的模式，转型为“商品房+配售型保障房+公租房+保租房”的“两售两租”结构，未来深圳将构建以配售型保障房、保租房及公租房为核心的保障房供给体系。我们认为，公租房与配售型保障房

之所以成为重点发展品类，核心驱动因素在于二者的制度设计更能强化保障属性：公租房通过严格的保障对象资格审核实现精准投放，配售型保障房则依托封闭式运营及严格交易限制锁定资产流转范围。我们认为，这类制度安排将推动保障房回归“覆盖低收入群体”的基础功能，有效抑制投机性套利空间。在此背景下，即便保障房筹集规模有所调低，通过资源向两类核心产品集中，仍可确保民生保障力度，最终实现有限资源向核心保障需求的精准投放。

表1 2023-2025 年中国保障房领域重要政策梳理

时间	相关文件	核心内容
2023 年 7 月	中共中央政治局会议	会议明确要加大保障性住房建设和供给，积极推动城中村改造和“平急两用”公共基础设施建设，盘活改造各类闲置房产。
2023 年 8 月	《国务院关于规划建设保障性住房的指导意见》	从顶层设计的角度明确了发展配售型保障房的关键问题，在此之前，我国的保障房以租赁型住房为主，配售型住房占比不高。该文件明确覆盖对象为住房有困难且收入不高的工薪群体和引进人才等，以家庭为单位，保障对象仅能购买一套保障房，如出现闲置，由城市政府负责回购；明确土地来源为城市政府划拨；明确定价机制为土地成本+建安成本+合理利润，以保本微利原则销售；明确资金来源包括中央补助、地方政府专项债、银行贷款，同时，城区常住人口超过 300 万的大城市可以试点利用住房公积金发放保障性住房开发贷款。
2024 年 3 月	十四届全国人大二次会议《政府工作报告》	报告明确加大保障性住房建设和供给，完善商品房相关基础性制度，满足居民刚性住房需求和多样化改善性住房需求。
2024 年 5 月	国务院政策例行吹风会	中国人民银行表示，将设立 3000 亿元保障性住房再贷款，鼓励引导金融机构按照市场化、法治化原则，支持地方国有企业以合理价格收购已建成未出售商品房，用作配售型或配租型保障性住房；统筹考虑政策衔接，将租赁住房贷款支持计划并入保障性住房再贷款政策中管理，在全国范围全面推广。
2024 年 7 月	《中共中央关于进一步全面深化改革、推进中国式现代化的决定》	决定表示要加快建立租购并举的住房制度，加快构建房地产发展新模式。加大保障性住房建设和供给，满足工薪群体刚性住房需求。
2024 年 10 月	《财政部关于提前下达 2025 年部分中央财政城镇保障性安居工程补助资金预算的通知》	通知表示确定区域绩效目标时，应结合房地产市场形势和保障性安居工程实际需求，统筹考虑存量和增量，支持更多通过消化存量房的方式筹集保障性住房。
2025 年 3 月	十四届全国人民代表大会第三次会议《政府工作报告》	报告明确拓宽保障性住房再贷款使用范围。盘活存量用地和商办用房，推进收购存量商品房，在收购主体、价格和用途方面给予城市政府更大自主权。适应人民群众高品质居住需要，完善标准规范，推动建设安全、舒适、绿色、智慧的好房子”。

资料来源：公开资料，标普信评整理

我们预计，未来中国保障房企业的经营重点将有一定转向，“高效运营”将与“建设投资”实现并重，形成新的发展格局。我们预计，短期内，因保障房企业仍持有大量在建项目，且此类项目普遍具有较长建设周期，其投资额与营业收入预计不会出现明显下滑。但长期视角下，伴随保障房筹集增量逐步缩减，我们预计保障房企业投资额将逐步呈现下降趋势，行业企业的经营核心将向保障房运营逐步倾斜，企业核心竞争力将更多依赖于存量资产运营效率与现金流管理能力的提升。

二、评级基准

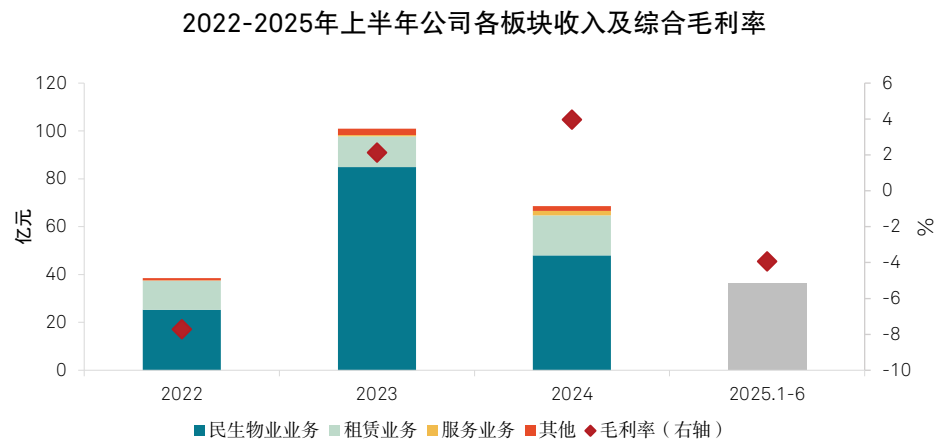
公司概况

深圳市安居集团有限公司（以下简称“深圳安居集团”或“公司”）是由深圳市国资委履行出资人职责的国有独资企业，为市国资系统直管企业，兼具政策性与功能性属性，核心定位为深圳市委、市政府保障人才安居乐业的核心平台。依据

《深圳市人民政府关于深化住房制度改革加快建立多主体供给多渠道保障租购并举的住房供应与保障体系的意见》（深府规〔2018〕13号），公司被明确为深圳保障性住房建设筹集的主责主体，努力打造深圳市保障性住房建设筹集和运营管理平台。公司按照相关法律法规制定了《深圳市安居集团有限公司章程》并建立了由出资人、董事会和高级管理层组成治理结构体系。依据《中华人民共和国公司法》第一百七十六条，国有独资企业可不设监事会或监事，公司不设监事会、监事。

公司主营业务为保障性住房的建设筹集和运营管理，主营业务收入主要来自于保障性住房租赁、销售。近三年及一期，公司营业收入、毛利率呈阶段性波动，主要受可售型保障房的竣工交付与结转进度影响。2023-2025年上半年，公司收入分别为101.0亿元、68.5亿元和36.3亿元，利润总额分别为0.5亿元、0.4亿元以及-1.8亿元，截至2025年6月末总资产达1,868.7亿元。公司2022-2025年上半年收入和毛利润构成见下图。

图2



注：2025年上半年收入未按业务板块区分。
资料来源：公司提供，标普信评
版权©2025标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

公司房源获取包括自建、外购、外租、接收回购、划拨等模式，其中自建房源按土地获取方式进一步细分为政府协议供地、行政划拨、棚户区改造、市场招拍挂、国有企业事业单位合作等模式。公司依据项目实际业务属性确认收入：房产用于出售的，相关收入归类为民生物业服务收入；用于出租的，相关收入确认为租赁业务收入。

表2 公司主要业务开展模式简介

房源来源	土地获取方式	房屋用途	项目相关收入归属板块	业务模式
自建房源	政府协议供地	出租	租赁业务	该筹建渠道成本低，一般协议供地的地价约每平方米1,000-2,000元；且地块较成熟，一定程度上节省了开发建设的周期。
	政府协议供地（行政划拨）	出售	民生物业	主要用于建设配售型保障住房。
	棚户区改造	出租/出售	租赁业务/民生物业	棚改过程中一部分房屋作为回迁房，剩余的作为保障性住房。
	市场招拍挂	出租/出售	租赁业务/民生物业	根据市政府对集团“企业化运作、市场化手段”的战略定位，集团自2017年起参与公开市场土地竞买。

	国有企事业单位合作	出租	租赁业务	通过与国有企事业单位合作开发建设保障性租赁住房，一般由国有企事业单位负责提供项目开发用地，由公司负责全过程的建设运营管理，并获得运营管理期限内所产生的收益。
社会购买	--	出租	租赁业务	社会购买模式，指公司直接收购房屋并用于出租的房源获取模式。2017-2018 年期间，该模式为公司主要选择，且属于非自建范畴。
规模化租赁	--	出租	租赁业务	规模化租赁模式，指公司及子公司通过租入房屋的方式，将其转租给符合条件居民的运营模式，公司在此模式下不拥有房屋产权。
招拍挂配建接收及城市更新配建回购模式	--	出租	租赁业务	根据《市委领导办公会议纪要》（深会纪〔2016〕26号），招拍挂及各类城市更新代建、配建的保障性住房，第三方建成后统一由公司或其各区的控股子公司接收或回购，各建设单位与公司签订接收或回购协议。
移交商业配套设施项目	--	出租	租赁业务	据市政府的安排，将深圳市住房和建设局持有的约 33 万平方米市保障性住房商业配套设施自 2018 年 1 月 1 日移交给公司持有经营。

资料来源：公司提供、公开资料、标普信评整理

业务状况

标普信评认为，深圳安居集团业务状况“极佳”。公司作为深圳市唯一的保障性住房专营机构，在民生保障领域具备很强的不可替代性。作为全国范围内资本实力突出、资产规模领先的保障房专营企业，公司资金优势显著。我们认为，较大的保障房资产规模、充裕的项目储备为公司构建了良好的可持续发展基础。深圳市持续的人口流入态势、叠加迫切的人才发展需求，也将为其业务可持续性提供很强支撑。公司当前盈利承压、部分区域可售型保障房去化压力较大，这与其“保本微利”的经营目标以及强政策功能性高度相关，也与行业固有特征相符。我们认为，可持续发展及资金平衡仍是公司及深圳市国资委的共同目标。我们预计，公司未来将通过综合平衡的方式，获取政府优质资源支持来弥补部分项目的亏损，这将有助于其缓解盈利与现金流压力。再结合公司充裕的流动资金与良好债务期限结构，我们预计，公司的盈利压力或波动对业务表现的影响较为有限。

我们预计，深圳市持续的人口净流入态势，叠加迫切的人才发展需求，将为保障性住房企业的业务可持续性提供很强支撑。深圳对大规模建设保障性住房的现实需求，是由城市发展特性、人口结构与民生保障目标共同决定的。作为全国人口净流入最活跃的城市之一，2024 年深圳常住人口达 1,799 万人，其中新市民、青年人占比很高，商品住房长期处于结构性短缺状态。同时，深圳商品住房均价在 6 万元/平方米左右，远超低收入群体、基层劳动者及青年人才的支付能力。深圳以高新产业、先进制造业为核心支柱，对人才需求旺盛。平价住房供给不足不仅可能导致人才流失，还将削弱产业链稳定性与城市创新动能。当前深圳住房供给结构中，大量人口居住需求依赖配套设施薄弱的城中村住房来满足，这一现状凸显了保障性住房的迫切需求。尽管保障房战略的深化与细化可能引发结构性调整，但其核心需求始终存在。我们认为，保障房企业承担社会职能的定位不会改变，深圳旺盛的保障性住房需求，将进一步强化保障房业务的必要性，为相关企业的业务可持续性提供支撑。

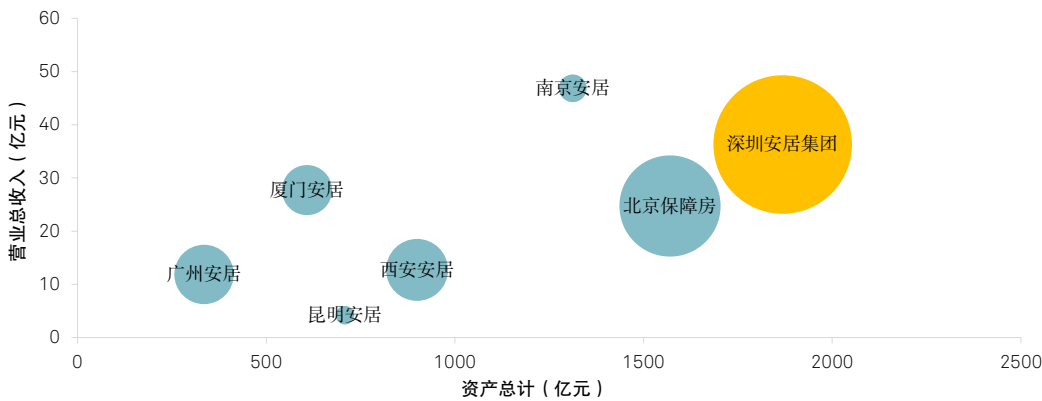
公司作为深圳市唯一的保障性住房专营机构，我们认为，其在区域民生保障体系中扮演着不可替代的角色。截至 2024 年 12 月底，深圳安居集团实现总投资 1,808 亿元，累计筹建保障性住房 31.8 万套，供应 14.5 万套，约占全市同期 1/3。保障房行业具有显著的民生属性，虽涵盖租赁型与销售型等多元业态，但受定价机制、建设周期等因素影响，普遍呈现利润率低、投资回报期非常长的特点，对企业资金实力、融资能力、项目管理能力提出极高要求。在 2016 年 4 月安居集团成立之时，市委领导办公会议决定由市财政委分三年向安居集团注入资本金 1000 亿元，2018 年 1000 亿元资本金全部实缴到位，充足的资本金使其具备承接大规模保障房项目的资金基础，使其成为深圳完成保障房筹集目标的核心支撑。此外，我们预计，随着深圳市重点保障领域转向公租房及配售型保障房，公司未来的职能重要性将有进

一步提升。相较于传统保租房和人才房，公租房与配售型保障房利润空间更为有限，此类业务对企业的资金实力和政策功能属性要求更高，公司作为适配主体，其职能必要性将更为显著。

公司业务规模较大且项目储备充足，为未来可持续发展构建有力支撑。截至 2025 年 6 月末，资产总计 1,868.7 亿元，2025 年上半年实现收入 36.3 亿元。与全国主要城市保障房专营机构相比，其资产、收入、资本金规模突出，尤其实收资本规模，显著超过同层级城市中资产体量相近的专营机构，体现公司很强的资本实力及未来投资潜力。同时，对比更大范围的市场化保障性租赁住房管理机构，公司在管保障房达 11.9 万间（截至 2025 年 5 月），也稳居全国第一梯队，是国内重要的保障性租赁住房供给主体。目前，公司主要的已完工保障房项目 40 个，既通过销售实现资金快速回笼，又依托租赁业务获取长期稳定租金收益；项目储备层面，主要在建项目达 50 个，计划总投资达 851.3 亿元，待投资规模 532.2 亿元。我们预计，深圳安居集团充足的项目储备将保障未来业务可持续性，也将持续巩固其在深圳保障房领域的核心地位。

图3

2025年6月末中国主要保障房专营机构收入、资产规模及注册资本规模



注：1.图中的圆圈大小代表企业实收资本规模；2.图中可比企业全称分别为北京保障房中心有限公司、广州安居集团有限公司、厦门安居控股集团有限公司、南京安居建设集团有限公司、西安市安居建设管理集团有限公司、昆明市安居集团有限公司。

资料来源：公开资料，标普信评整理

版权©2025标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

公司盈利承压，这与其“保本微利”的经营目标及强政策功能性直接相关，我们预计，未来公司将通过综合平衡的方式持续获政府优质资源支持，缓解其盈利与现金流压力。公司租赁业务毛利率处在亏损状态，2023 年至 2025 年一季度公司租赁业务毛利率分别为-38.9%、-25.6%及-27.3%。由于保障性住房租金均由政府核准，租金多为市场价的 2-3 折（公租房）或 6 折（保租房），较低的租金水平难以覆盖折旧，短期内无法实现盈亏平衡。此外，早年在社会化购买模式下，公司以市场价购入较多房源，因购置成本高，也增加了亏损压力。我们认为，公司租赁业务的亏损与该行业企业的固有特征相符，未来低租金、高折旧仍将为该项业务其带来持续亏损压力。但从亏损结构来看，租赁业务亏损主要来自于折旧摊销，并不存在现金性亏损。此外，可持续发展及总体资金平衡仍是公司及深圳市国资委的共同目标，我们预计，公司未来将以综合平衡的方式，通过获取政府优质资源支持，弥补部分项目亏损。这将在一定程度上缓解其盈利与现金流压力。过去几年，政府已对公司项目补亏，当前首批 16 个保障房项目无偿划转已落地，预计后续很可能会有资产划转计划。

公司可售型保障房去化情况显著分化，核心区“一房难求”，而非核心区项目面临去化压力，我们预计公司 2025-2026 年保障房销售将承压。福田、南山等核心区的可售人才房去化速度快、认购比例高。其中，近年入市的福田区景贤阁项目、南山区的同乐人才住房项目去化迅速，认购比例分别达 1：40 及 1：60。但公司位于其他非核心区域的保障房项目与之形成鲜明对比，去化难度明显更大。保障房项目在拍地阶段即锚定商品房一定折扣（通常为六折）定价，在整体市场下行背景下，非核心区域房源与商品房的价格优势明显缩小，导致其吸引力下降。受此影响公司部分可售保障房项目面临去化压力。保障房销售受房地产市场整体行情波动、项目实际入市节奏及政府审批的房屋配售时间等因素影响，本身具有较强的不可预测性和波动性。截至 2025 年 3 月末，公司的主要已完工待售房地产项目多分布在宝安区、坪山区、大鹏区，主要已完工房地产项目拟回款金额 181.2 亿元，回款比例为 62.0%（详见附件 3）。在当前市场景气度较弱的

情况下，我们预计上述区域的保障房去化会面临困难，导致 2025-2026 年民生物业板块收入承受较大压力。但我们也观察到，公司在建地产项目的资金投入仍然集中在最具价值、去化压力较小的福田区、南山区和罗湖区，随着这些在建项目入市销售，公司 2027 年及以后的盈利及现金流压力将迎来有效缓释。

图4

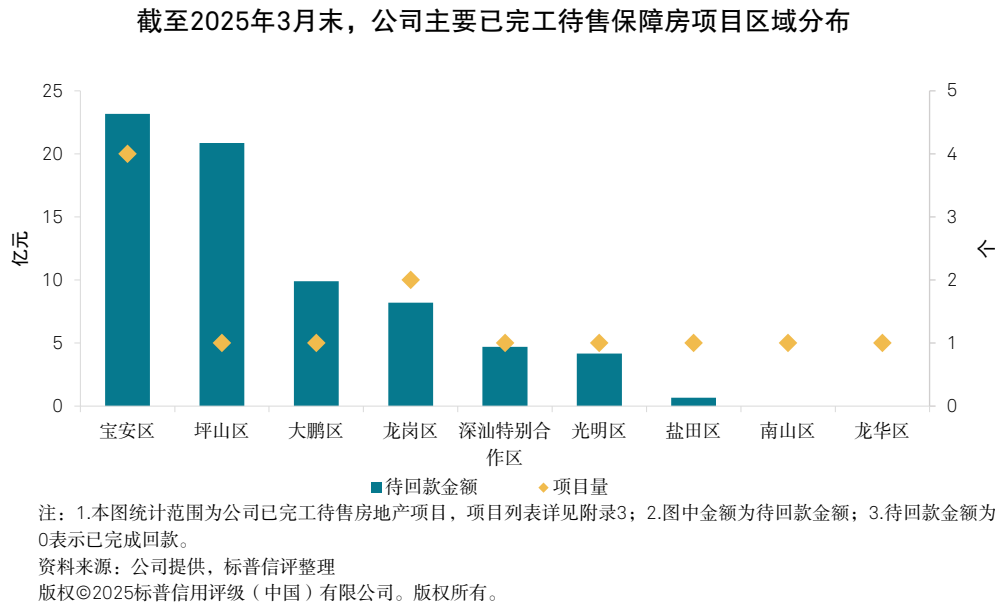
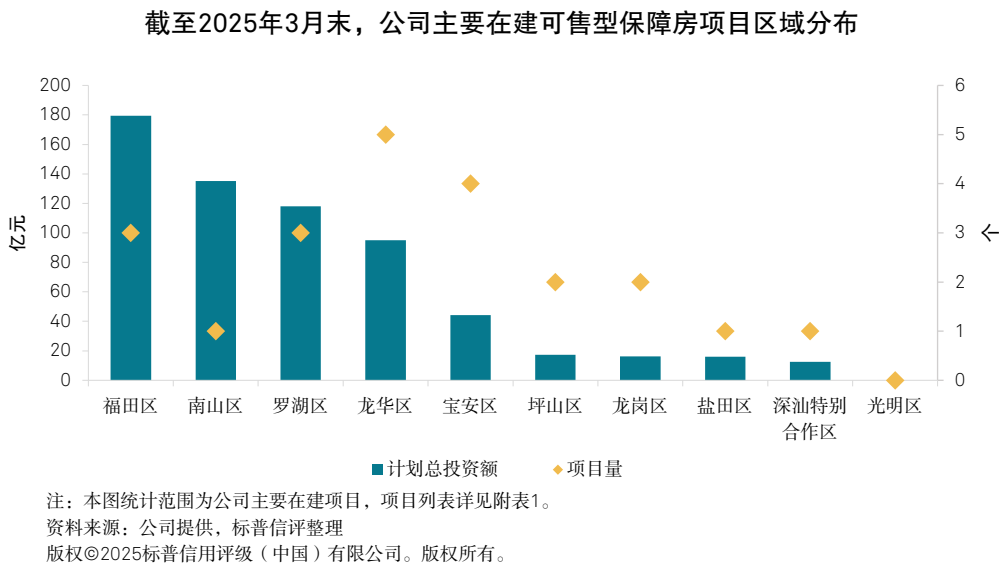


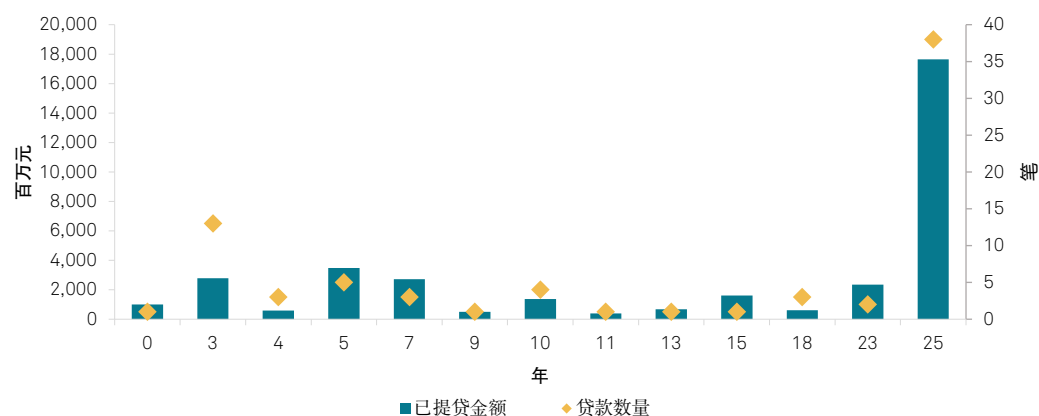
图5



我们认为，在公司充裕的流动资金与良好债务期限结构支持下，其盈利的压力或波动对业务表现的实质影响较为有限。首先，公司流动资金充裕，若因市场波动或项目盈利不及预期出现现金流与债务偿付错配的情况，可通过充足自有资金缓释风险。同时，从项目资金来源来看，公司自有资金投入比例较高，也使其具备更强的风险缓释能力。二是针对租赁类保障房投资回报期长的核心特性，公司采取“长周期资产对应长周期负债”的策略，为项目普遍匹配长周期项目借款。目前，以提贷金额加权，公司平均银行借款期限长达 17 年，且债务结构中短期借款占比很低。这体现了其债务期限与租赁项目运营周期的适配性。我们认为，公司已形成多维路径来应对业务开展中的盈利压力，这能让它盈利及现金流的压力免于形成实质性的风险，对业务表现影响较为有限。

图6

截至2025年3月末，公司银行借款期限分布



资料来源：公司提供，标普信评整理
 版权©2025标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

财务风险

核心假设：

- 2025年，受房地产市场环境影响，公司保障房销售收入预计将有所下降，但得益于回迁房和租赁收入的增长，整体营业总收入或将小幅上升；2026年，营业总收入规模基本维持稳定。
- 2025-2026年，公司以保障房建设为主的营运资本开支每年约80-90亿元。
- 2025-2026年，公司EBITDA利润率平均约25%-30%。

标普信评认为，深圳安居集团的财务风险“可控”，EBITDA 对利息支出的覆盖程度尚可。我们预计，2025-2026 年公司保障房销售收入结转面临不确定性，整体盈利能力改善空间有限。同时，由于项目投资支出规模较大，经营性现金流预计持续呈净流出状态，债务规模扩张，杠杆水平持续走高。但公司资本实力雄厚，再融资渠道畅通，债务期限结构合理，并通过 REITs 等工具缓解资金压力。综合考虑其较低的融资成本、持续的租金收入、充裕的资金储备以及银行授信，EBITDA 对利息支出的覆盖能力预计得到支撑。

我们预计，未来 1-2 年受房地产市场环境及经营模式制约，公司保障房销售收入结转面临不确定性，同时整体盈利能力提升空间有限。公司历年收入波动显著，主要原因包括：其一，公司早期业务以租赁和少量回迁为主，2023 年可售型人才房集中确认收入，当年收入同比大幅增长 162.4%；其二，由于已完工可售房源数量有限，受结转进度影响，2024 年可售型人才房销售收入同比下滑 49.7%；其三，保障房价格在签订土地合同时已锁定为当时周边房价的一定折扣，在房价整体下行的背景下，价格优势减弱，非核心地段项目销售面临压力；其四，公司保障房的销售和租赁主要遵循政府安排，自主调控空间较小，进一步加剧收入波动。我们预计，受房地产市场环境低迷影响，2025 年保障房销售收入或将有所下滑，但受益于回迁房和租赁业务的增长，营业总收入小幅上行；2026 年，随着较为充足的完工及在建项目库存逐渐去化，叠加租赁收入的稳步提升，公司营业总收入将保持平稳。毛利率方面，2022 年公司毛利率为负，主要源于成立初期为尽快完成安置保障任务，通过成本较高的社会购买方式筹集部分房源，导致短期内租赁收入难以覆盖以折旧为主的营业成本。2023 年起，随着在建可售型保障房陆续竣工交付，利润结构呈现“以售补租”特征，毛利率由负转正。但 2025-2026 年，受保障房销售收入下降影响，尽管租赁业务毛利率或因自建比例提升而略有改善，但综合毛利率预计仍面临再度转负的压力，EBITDA 利润率预计承压。

我们预计，公司未来仍将承担深圳市保障房建设的重要任务，项目建设带来的支出保持高位，债务规模预计持续扩张，杠杆水平仍将持续走高。尽管深圳市“十五五”期间的保障房筹集目标较“十四五”规划有所下调，但公司目前存量项目规模仍然较大，截至 2025 年 3 月末，公司主要在建项目预计总投资 851.3 亿元，尚未投资金额 532.2 亿元。此外，

公司还通过招拍挂配建接收及城市更新配建回购、城中村改造等多种渠道筹集保障性租赁住房。我们预计未来 1-2 年公司营运资本开支规模或将处于 80-90 亿元的较高水平，但相应收入的产生存在一定滞后，经营性现金流预计持续呈净流出状态。大规模的投资支出将推动债务增长，以总债务/EBITDA 衡量的杠杆水平将延续高位。

公司债务期限结构良好，且通过公募 REITs、类 REITs 等途径陆续退出长期租赁项目，缩短资金回收周期，缓解资金压力。公司长期债务比重较高，这与项目投资回报周期较长的特点相匹配。截至 2025 年 3 月末，公司长期债务占比约九成，其中银行借款中期限 10 年及 10 年以上的余额占比约 69%，超过 20 年的占比约 56%。此外，公司积极运用公募 REITs、类 REITs 等金融工具，实现出租率较高、资产收益率良好的长期租赁资产退出，提前回笼现金。2018 年和 2024 年，公司分别发行类 REITs 产品规模 31.0 亿元和 8.7 亿元，扣除自持部分后实现净融资约 31.2 亿元；2022 年，公司成功发行红土创新深圳人才安居保障性租赁住房封闭式基础设施证券投资基金（以下简称“红土深圳安居 REITs”），募集资金 12.4 亿元，回笼资金约 6.1 亿元。目前，公司仍在持续推进符合条件的资产纳入红土深圳安居 REITs 的扩募计划，预计未来 1-2 年内可实现更多现金回笼，进一步缓解资金压力。

公司租金收入持续且稳定、资本实力雄厚、货币资金充裕，同时得益于良好的外部融资环境及畅通的再融资渠道，能够以较低成本进行融资，从而有效保障其利息覆盖能力。公司持有的在租保障房项目规模较大，能为其带来持续且稳定的现金流流入。同时，自成立以来公司获得深圳市政府注入实收资本达 1,000 亿元，货币资金及现金等价物充裕，截至 2025 年 3 月末，公司货币资金和短期银行大额存单合计逾 210 亿元。2022-2024 年，公司每年可实现约 10-15 亿元利息收入。我们认为，公司未来的租金和利息收入具有良好的可持续性，可作为覆盖利息的重要现金流来源。作为深圳市国资委全资子公司，公司与银行合作关系良好，可依托深圳市丰富的金融资源，保障债务滚续及新增融资需求。截至 2025 年 3 月末，公司银行综合授信额度为 1,345 亿元，未使用授信额度达 989 亿元。此外，公司综合融资成本处于较低水平，银行借款可适用自律机制规定的最低利率，存续债券票面利率介于 1.8%-3.1% 区间。综合来看，我们预计 EBITDA 利息支出覆盖倍数在未来 1-2 年内可以维持在 1.3 倍-1.7 倍。

表3

公司调整后主要财务数据及指标（单位：百万元）					
	2022A	2023A	2024A	2025E	2026F
营业收入	3,848	10,097	6,853	2025 年，受房地产市场环境影响，公司保障房销售收入预计将有所下降，但得益于回迁房和租赁收入的增长，整体营业总收入或将小幅上升；2026 年，营业总收入规模基本保持稳定。 2025-2026 年，公司以保障房建设为主的营运资本开支每年约 80-90 亿元。 2025-2026 年，公司 EBITDA 利润率平均约 25%-30%。	
EBITDA	1,810	2,590	2,726		
经营性现金流	-10,767	-2,000	-9,570		
利息支出	1,769	1,964	1,570		
经调整总债务	47,647	44,975	51,940		
所有者权益	116,367	104,261	106,918		
调整后核心财务指标					
经调整总债务/EBITDA（倍）	26.3	17.4	19.1	23-28	24-29
EBITDA 利息覆盖倍数（倍）	1.0	1.3	1.7	1.3-1.7	1.3-1.7
EBITDA 利润率（%）	47.1	25.7	39.8	25-30	25-30

注：以上数据为标普信评调整后数据。A 表示实际值，E 表示估计值，F 表示预测值。

资料来源：公司提供，标普信评整理和调整。

表4

财务数据调整-截至 2024 年 12 月 31 日（单位：百万元）

	总债务 ¹	所有者权益合计	EBITDA	经营活动产生的现金流量净额	利息支出
报告值	69,674	106,918	1,155	-6,951	1,189
标普信评调整					
盈余现金	-17,734				
收到的联营合营企业股利			339		
资本化利息					381
现金利息支出				-2,619	
其他调整			1,232		
调整总额	-17,734	0	1,571	-2,619	381
标普信评调整值					
	经调整总债务	所有者权益	EBITDA	经营性现金流	利息支出
调整后	51,940	106,918	2,726	-9,570	1,570

注：总债务=短期债务+长期债务。

资料来源：公司审计报告，公司提供资料，标普信评整理和调整。

同业比较

我们选择了北京保障房中心有限公司（以下简称“北京保障房”）、厦门安居控股集团有限公司（以下简称“厦门安居”）和西安市安居建设管理集团有限公司（以下简称“西安安居”）作为深圳安居集团的可比企业。上述三家公司均为所在城市主要的保障房投融资建设及运营平台，在业务和财务上与公司具有较强的可比性。

我们认为，深圳安居集团的业务状况与北京保障房接近，优于厦门安居和西安安居。作为一线城市，深圳与北京对劳动力的吸引力强、人口数量众多，同时房价较高，产生了较大的公共住房需求。与此对应，四家企业中，深圳安居集团和北京保障房的业务体量大，资产规模和在建住房规模领先。我们注意到，深圳市的公共住房对被保障群体的价格折让力度大于北京、厦门和西安，导致深圳安居集团的毛利率明显低于可比公司，与此同时，深圳安居集团的实收资本和在建保障房项目待投资额亦显著高于可比公司。我们认为，这体现出深圳市政府对低收入群体较大的政策倾斜力度和对发展公共住房的重视。

我们认为，深圳安居集团与可比企业的财务杠杆均处于高位。近几年来，政府对发展保障房较为重视，随着项目的建设，深圳安居集团及可比企业均积累了较大规模债务。由于保障性住房具有较强的政策功能属性而盈利能力相对有限，因此上述企业的杠杆水平普遍处于高位。

我们认为，深圳安居集团及可比企业均能获得较强的外部支持。四家企业均为所在城市主要的公共住房建设及运营平台，业务专营性和民生属性强，实控人均为所在城市国资委，股权层级高，预计能够持续获得政府的大力支持。

¹ 已将预计负债中剩余未支付的股权转让款本金、利息、逾期付款违约金等相关费用约 81.9 亿元纳入公司总债务考量。

表5

经营情况比较（单位：亿元）				
	深圳安居集团	北京保障房	厦门安居	西安安居
主营业务及模式	1）公租房和保租房的出租、管理及配套商业的运营，其中，公租房租金通常按照市价的30%收取，保租房租金通常按照市价的60%收取；2）保障房的建设销售，按照“成本+微利”原则定价，售价通常为市场价格的50%-60%	1）公租房出租、管理及配套商业的运营，公租房租金按照市价的80%-90%收取；2）储备房销售	1）保障房开发建设及销售；2）公租房和保租房的出租、管理及配套商业的运营，其中，市级公租房租金通常按照市价的70%收取，保租房租金通常不高于市价的95%；3）代建及城市更新；4）商品房开发销售等	1）公租房和保租房的出租、管理及配套商业的运营，租金不高于市价的90%（其中公租房根据家庭人均收入情况确定折扣力度，收入越低，折扣越大）；2）配售型保障房的建设销售；3）建筑施工、商品销售等
在管住房套数/面积	11.9 万套	18.6 万套	141 万平方米	9.7 万套
在建保障房项目待投资额	532	210	62	171
营业收入	69	73	76	19
租赁业务毛利率（%）	-25.6	32.0	73.8	73.7
综合毛利率（%）	4.0	21.4	28.7	38.6
总资产	1,985	1,462	579	895
实收资本	1,000	534	131	200
注：1、深圳安居集团的在管住房套数截至2025年5月末，在建项目待投资规模截至2025年3月末；2、由于数据可得性原因，西安安居在建保障房项目待投资额仅包括公租房和保租房，不含配售型保障房；3、由于厦门安居未披露在管住房套数，此处使用在管住房面积；4、上表中，除非特别说明，营业收入及毛利率为2024年数，总资产、实收资本截至2024年末。				
资料来源：公司提供，公开信息，标普信评整理。				

表6

财务情况比较（2023-2024 两年平均，单位：百万元）				
	深圳安居集团	北京保障房	厦门安居	西安安居
营业收入	8,475	7,308	8,920	1,853
EBITDA	2,658	2,458	1,060	387
利息支出	1,767	1,641	853	807
经调整总债务	48,457	57,550	24,983	13,110
所有者权益	105,590	64,490	22,275	55,947
经调整总债务/EBITDA（倍）	18.2	23.4	25.3	33.9
EBITDA 利息覆盖倍数（倍）	1.5	1.5	1.2	0.5
资料来源：公司提供，公开信息，标普信评整理和调整。				

三、个体信用状况

标普信评认为，深圳安居集团的个体信用状况为 aa_{spc}，主要反映了公司极佳的业务状况、可控的财务风险。业务状况“极佳”，反映公司作为深圳市唯一的保障性住房专营机构，在民生保障领域具备很强的不可替代性。作为全国范围内

资本实力突出、资产规模领先的保障房专营企业，公司资金优势显著。我们认为，较大的保障房资产规模、充裕的项目储备为公司构建了良好的可持续发展基础。深圳市持续的人口流入态势，叠加迫切的人才发展需求，也将为其业务可持续性提供很强支撑。公司当前盈利承压、部分区域可售型保障房去化压力较大，这与公司“保本微利”的经营目标以及强政策功能性高度相关，这一现状也与行业固有特征相符。我们认为，政策功能属性虽会限制公司盈利能力，但可持续发展及资金平衡仍是公司及深圳市国资委的经营目标，我们预计，公司未来将通过综合平衡的方式获取政府持续资产划拨支持，这将有效缓解其盈利与现金流压力。财务风险“可控”。2025-2026 年，预计公司保障房销售收入或将下降、盈利承压，加之项目投资支出规模较高，经营性现金流或持续净流出，债务可能进一步扩张，杠杆水平预计持续走高。尽管如此，公司凭借雄厚的资本实力、畅通的多渠道再融资、合理的债务期限安排，以及通过 REITs 等多种方式增强资金周转，有效缓解偿债压力。较低的融资成本、持续的租金收入、充裕的资金储备与银行授信共同支撑其利息覆盖能力。

流动性状况

标普信评认为，公司的流动性水平适中，未来 12 个月流动性来源对流动性需求的覆盖超过 1.2 倍。公司主要的资金用途是债务本息到期偿付、资本开支、营运资本净流出和营运现金流流出；主要的资金来源是非受限现金及现金等价物和可提取的银行授信。公司货币资金充裕，债务期限结构合理，同时银企关系稳固，再融资渠道畅通，预计流动性水平将保持适中。

表7

流动性来源	流动性用途
截至 2025 年 6 月末，非受限现金及现金等价物约 214 亿元；	未来 12 个月，到期偿付的债务规模约 140 亿元；
未来 12 个月，预计公司循环使用的金融机构授信约 65-75 亿元。	未来 12 个月，营运资本净流出 80-90 亿元；
	未来 12 个月，资本支出 4-6 亿元；
	未来 12 个月，营运现金流流出 1-2 亿元。

注：数据截至 2025 年 3 月末。
数据来源：公司提供，标普信评整理和调整。

表8

债务本金到期分布（单位：百万元）	
年份	金额
2025	13,324
2026	2,548
2027	6,184
2028 及以后	27,111
合计	49,167

注：1、数据截至 2025 年 3 月末；2、以上金额不包含租赁负债和预计负债，截至 2025 年 3 月末一年内到期的租赁负债为 1.1 亿元；3、债券到期日按行权日计算。
资料来源：公司提供，标普信评整理和调整。

或有事项

-公司主要的未决诉讼进展如下：

公司于 2020 年 11 月分别与山东高速集团有限公司下属的山东高速资源开发管理集团有限公司（以下简称“山东高速资源”）、山东高速投资控股有限公司（以下简称“山东高速投资”）及济南畅赢金程股权投资合伙企业（有限合伙）（以下简称“济南畅赢金程”）签署了《关于恒大地产集团有限公司的股权转让协议》，受让山东高速资源、山东高速投资和济南畅赢金程所持有的恒大地产 2.1167%、1.4111%、1.1759%的股权。公司已支付了 120 亿元股权转让款，剩余 80 亿元股权转让款未支付。

对未支付的 80 亿元股权转让款，山东高速资源、山东高速投资和济南畅赢金程已于 2022 年 1 月向中国国际经济贸易仲裁委员会提交了仲裁申请，要求公司支付相关股权转让协议项下未付的股权转让款本金 80 亿元及利息、逾期付款违约金等相关费用。2024 年 3 月 15 日，公司收到三份裁决书，裁决公司支付股权转让款本金 80 亿元及利息、逾期付款违约金等相关费用。

2024 年 4 月 9 日，公司按照《中华人民共和国仲裁法》第 58 条规定，向北京市第四中级人民法院递交撤销仲裁裁决申请书，北京市第四中级人民法院于 2024 年 6 月 3 日送达民事裁定书，驳回撤销仲裁裁决的申请。

2024 年 6 月，公司按照《中华人民共和国民事诉讼法》第 248 条规定，向深圳市中级人民法院申请不予执行仲裁裁决，截至本报告日，上述案件尚未作出裁定。

中国恒大集团 2025 年 3 月 10 日最新公告显示，中国恒大集团（连同其附属公司）仍在清盘中，由于具体的信息无法获取暂无法合理估计所持恒大地产股权的公允价值，截至报告期末，未支付款项 80 亿元暂未确认公允价值变动。

针对此事项，标普信评已将预计负债中剩余未支付的股权转让款本金、利息、逾期付款违约金等相关费用约 81.9 亿元纳入公司经调整总债务考量。

-针对上述事项深圳皇嘉会计师事务所（普通合伙）对公司 2022-2024 年度审计报告出具了带强调事项段的无保留意见，并表明该事项不影响已发表的审计意见。

-公司对外担保主要系为棚改项目回迁房业主向银行提供抵押贷款担保。截至 2024 年末，公司对外担保余额为 335,345.73 万元，占净资产的比例为 3.14%。我们认为，这些对外担保不属于有息债务，未纳入债务计算范围内。

过往债务履约情况

根据公司提供的《企业信用报告》及相关资料，截至 2025 年 7 月 31 日，公司所有借款均到期还本、按期付息，未出现延迟支付本金和利息的情况。根据公开资料显示，截至本报告出具日，公司在公开市场无信用违约记录。

四、主体信用等级

标普信评认为，深圳市经济实力极强、财政平衡能力极佳，且债务负担低，综合支持能力极强，深圳市政府对深圳安居集团的外部支持为“极高”，原因主要体现在以下几方面：

- 深圳安居集团由深圳市 100%持股，深圳市国资委在管理层任命、战略规划制定和日常运营管理监督等方面对公司施加重大影响。我们认为，公司在股权结构和管理机制方面与深圳市政府的紧密度高。在可预见的未来，深圳市政府将保持其对公司的控股地位和控制力度。
- 公司作为深圳市唯一的保障房专营机构，承担保障性住房投资、建设、运营管理等重要职能，在维护深圳住房保障体系稳定、促进人才安居乐业、推动城市可持续发展方面发挥关键作用，具有很高的重要性以及不可替代性。
- 政府以多途径为公司提供资金保障，支撑其业务推进，我们预计政府仍将为其在融资、资产划拨等方面提供持续支持。2018 年，深圳安居集团 1000 亿元资本金全部实缴到位；针对公司部分项目盈利承压的情况，政府多次通过划拨保障房项目及配套设施补充其盈利，同时，协助公司申请专项债、中央奖补基金，构建多元融资渠道。我们预计，政府未来将继续从多维度为公司业务可持续稳健发展提供支撑。

— 作为区域内最重要的国有企业之一，其资本市场表现对区域有核心影响。

综上，我们认为，深圳安居集团的主体信用质量极强，并评定其的主体信用等级为 AAA_{spc}。

附录

附录1： 截至 2025 年 3 月末公司主要在建项目情况

序号	项目名称	项目类型	项目所在区	经营模式	计划总投资额 (亿元)	截至 2025 年 3 月末待投资金 额	2025 年计划 投资额	2026 年计 划投资额	2027 年计 划投资额
1	深职院校区人才住房项目	国有企业事业单位合作	南山区	只租不售	4.1	2.2	1.8	1.5	0.1
2	南方科技大学保租房项目	国有企业事业单位合作	南山区	只租不售	4.5	1.5	1.5	3.0	0.5
3	深圳大学丽湖校区保租房项目	国有企业事业单位合作	南山区	只租不售	3.0	1.3	0.1	3.0	0.7
4	深圳大学总医院保租房项目	国有企业事业单位合作	南山区	只租不售	3.5	2.6	0.1	2.0	0.5
5	领亚地块保障性住房项目	政府协议供地	宝安区	只租不售	4.5	3.0	1.0	1.0	0.5
6	竹子林地块 FT05-02-02-04 项目	政府协议供地	福田区	只租不售	2.2	1.8	0.3	0.3	0.3
7	原车管所地块警察公寓项目	政府协议供地	福田区	只租不售	4.5	1.0	0.8	-	-
8	梅林公安街地块警察公寓项目	政府协议供地	福田区	只租不售	11.0	8.4	1.7	2.1	1.6
9	公安街东地块项目	政府协议供地	福田区	只租不售	4.1	4.0	0.4	1.3	0.8
10	深圳中学回迁房项目	国有企业事业单位合作	罗湖区	只租不售	6.5	3.9	1.6	0.8	0.3
11	罗湖海关草埔生活区片区棚户区改造项目	棚户区改造项目	罗湖区	只租不售	22.5	20.6	0.7	3.7	4.2
12	龙华高峰水厂人才住房项目（峰华苑）	政府协议供地	龙华区	只租不售	6.2	4.7	0.7	0.5	
13	大运新城地区 04-03 地块项目	政府协议供地	龙岗区	只租不售	3.4	1.5	0.7	-	-
14	阿波罗未来产业城 06-23、06-25 地块项目	政府协议供地	龙岗区	只租不售	7.5	2.7	-	-	-
15	宝龙街道 G02310-0001 地块项目	市场招拍挂地块项目	龙岗区	只租不售	4.3	1.0	0.8	-	-
16	宝龙东地区 04-10 地块项目	政府协议供地	龙岗区	只租不售	8.2	7.3	1.4	2.0	2.4
17	坪山竹坑 05-07 地块项目	政府协议供地	坪山区	只租不售	4.0	3.9	-	-	-
18	坪山 06-14 地块项目	政府协议供地	坪山区	只租不售	3.6	1.2	0.0	-	-
19	坪山沙湖保障性租赁住房项目	政府协议供地	坪山区	只租不售	3.7	3.1	0.3	0.2	0.2
20	坪山沙湖消防站项目	政府协议供地	坪山区	只租不售	3.7	3.1	1.2	0.3	0.2
21	燕子湖 02-11 招拍挂地块	政府协议供地	坪山区	只租不售	4.8	3.3	1.2	0.7	0.4
22	内衣基地产业配套宿舍项目	政府协议供地	光明区	只租不售	14.4	6.7	-	-	-
23	薯田埔社区项目	政府协议供地	光明区	只租不售	16.5	9.1	-	-	-
24	万丈坡保障性住房项目	政府协议供地	光明区	只租不售	7.9	2.8	0.7	-	-
25	薯田埔花园控停违法统建楼处置改造项目	政府协议供地	光明区	只租不售	16.0	6.7	-	-	-

26	盐田变电站项目	国有企业事业单位合作	盐田区	只租不售	6.6	3.7	2.0	0.5	-
27	盐田港公交综合车场项目	国有企业事业单位合作	盐田区	只租不售	6.8	5.9	1.9	1.0	1.0
28	安居深颐村（深汕炮台山安居深颐村人才住房项目）	政府协议供地	深汕特别合作区	只租不售	29.6	8.0	0.1	-	-
29	华富北片区棚改项目	棚户区改造项目	福田区	未定	147.9	114.9	12.6	18.6	4.9
30	燕罗 A426-0451 地块项目	政府协议供地	宝安区	配售型保障性住房	13.2	9.9	2.5	3.0	2.3
31	航城扣车场地块项目	政府协议供地	宝安区	配售型保障性住房	13.3	9.4	2.0	3.5	4.6
32	龙华区观湖街道观城城市更新单元第一期 10 地块	政府协议供地	龙华区	配售型保障性住房	5.8	3.8	2.7	1.2	1.0
33	龙华区民治 A819-0730 项目	政府协议供地	龙华区	配售型保障性住房	6.9	3.2	3.9	1.3	1.2
34	龙岗区宝龙街道 G02309-0008 宗地	政府协议供地	龙岗区	配售型保障性住房	8.6	8.0	2.6	1.2	1.7
35	龙岗区宝龙街道 G02309-0009 宗地	政府协议供地	龙岗区	配售型保障性住房	7.6	7.0	2.2	1.1	1.5
36	燕子岭及石井 06-16 地块	政府协议供地	坪山区	配售型保障性住房	3.7	2.5	1.0	0.6	0.5
37	南山区龙辉花园、龙联花园棚户区改造项目	棚户区改造项目	南山区	配售、配租型保障房	135.2	104.1	8.4	20.0	25.0
38	香蜜二村项目	棚户区改造项目	福田区	可售型人才房/保租房	27.7	21.7	1.1	7.3	2.9
39	沙头角梧桐路棚户区改造项目	棚户区改造项目	盐田区	可售型人才房/保租房	16.1	2.7	2.2	0.3	-
40	庆宜华苑（一期）棚户区改造项目	棚户区改造项目	宝安区	可售型人才房	5.7	2.4	0.8	1.0	1.0
41	庆宜华苑（二期）棚户区改造项目	棚户区改造项目	宝安区	可售型人才房	12.0	10.0	1.1	3.0	1.5
42	景田 07-26 地块项目	市场招拍挂地块项目	福田区	可售型人才房	3.8	0.3	0.2		
43	景福花园棚改项目	棚户区改造项目	罗湖区	可售型人才房	26.3	10.5	0.6	0.4	0.1
44	边检二大院棚户区改造项目	棚户区改造项目	罗湖区	可售型人才房	21.7	13.8	1.9	4.1	1.5
45	船步街片区棚户区改造项目	棚户区改造项目	罗湖区	可售型人才房	70.0	44.2	10.1	10.1	8.3
46	龙华区 A822-0422 宗地项目	市场招拍挂地块项目	龙华区	可售型人才房	26.9	13.5	0.5	0.4	1.0
47	中华自行车厂地块 1（A822-0408）	市场招拍挂地块项目	龙华区	可售型人才房	28.5	8.3	0.4		
48	龙华 A822-0409（中华自行车厂 2）	市场招拍挂地块项目	龙华区	可售型人才房	26.8	5.5	1.4	1.7	
49	坪山坪环项目 G14313-136 宗地）	市场招拍挂地块项目	坪山区	可售型人才房	13.7	2.1	0.4	-	-

50	朝面山项目	政府协议供地	深汕特别合作区	安居型商品房	12.5	10.0	2.0	1.9	0.4
合计					851.3	532.2	81.2	104.6	72.9

资料来源：公司提供，标普信评整理

附录2： 截至 2025 年 3 月公司主要拟建项目情况

序号	项目名称	项目类型	项目所在区	经营模式	资金来源及比例	计划总投资额（亿元）	2025 年计划投资额	2026 年计划投资额	2027 年计划投资额
1	福田区安托山 16-02 地块	政府协议供地（行政划拨）	福田区	配售型保障性住房	自有 25%，融资 75%	10.3	1.1	-	-
2	龙岗区宝龙街道龙东上井 02-16 地块项目	政府协议供地（行政划拨）	龙岗区	配售型保障性住房	自有 20%，融资 80%	0.5	0.4	0.6	0.7
3	龙岗坪地综合车场项目	政府协议供地	龙岗区	只租不售	自有 20%，融资 80%	20.3	-	0.3	3.7
4	龙岗综合车场项目	政府协议供地	龙岗区	只租不售	自有 20%，融资 80%	6.1	-	0.2	2.0
5	深圳信息职业技术学院保障性租赁住房	政府协议供地	龙岗区	只租不售	自有 20%，融资 80%	3.3	0.3	1.4	1.2
6	公明将石 02-35 地块项目	政府协议供地	光明区	只租不售	自有 20%，融资 80%	8.3	-	1.5	2.0
7	公明综合车场项目	政府协议供地	光明区	只租不售	自有 20%，融资 80%	4.8	0.6	1.1	1.1
合计						53.5	2.4	5.1	10.7

资料来源：公司提供，标普信评整理

附录3： 截至 2025 年 3 月公司主要已完工可售房地产项目情况

序号	项目名称	项目类型	项目所在地	经营模式	总建筑面积（㎡）	计划总投资额（亿元）	拟回款金额（亿元）	截至 2025 年 3 月末已回款金额（亿元）
1	南山区同乐 T503-0063 地块人才住房项目	市场招拍挂地块	南山区	可售型人才房	18,313.0	5.7	5.7	6.6
2	海岸悦府项目（宝安新安 38 区海乐花园棚户区改造项目）	棚户区改造	宝安区	可售性人才房	161,760.0	17.2	17.2	4.6
3	海乐华府项目（宝安新安 39 区海乐花园棚户区改造项目）	棚户区改造	宝安区	可售性人才房	113,040.0	11.7	11.7	9.6
4	西乡铁岗 A122-0364 地块人才住房项目	市场招拍挂地块	宝安区	可售性人才房/保租房	217,094.0	36.7	36.7	33.5

5	安居福汇阁项目	市场招拍挂地块	宝安区	可售性人才房/ 保租房	89,460.0	18.2	18.2	12.8
6	龙华区 A917-0057 宗地项目（安居峰景苑）	市场招拍挂地块	龙华区	可售型人才房	31,987.6	3.8	3.8	5.2
7	龙岗 G02302-0022 宗地	市场招拍挂地块	龙岗区	可售人才住房	91,897.0	10.6	10.6	11.1
8	宝龙 G02203-0016 宗地项目	市场招拍挂地块	龙岗区	可售人才住房	82,709.0	11.4	11.4	3.2
9	坝光地区 DY03-08 地块项目	市场招拍挂地块	大鹏区	可售人才住房	72,051.2	10.2	10.2	0.3
10	光明 A614-0506 宗地项目	市场招拍挂地块	光明区	可售人才住房	138,355.0	19.1	19.1	14.9
11	盐田 J312-0044 地块项目	市场招拍挂地块	盐田区	可售性人才房/ 保租房	18,890.7	2.5	2.5	1.8
12	坪山区 G14313-8018 宗地项目	市场招拍挂地块	坪山区	可售型人才房	445,418.8	28.3	28.3	7.4
13	安居深乐花园	市场招拍挂地块	深汕特别合作区	可售型人才房	91,928.8	6.0	6.0	1.3
合计					1,572,905.1	181.2	181.2	112.3

资料来源：公司提供，标普信评整理

附录4： 主要财务数据及指标

评级对象主要财务数据及指标（单位：百万元）				
	2022	2023	2024	2025.1-6
货币现金和交易性金融资产	13,260	21,268	7,738	6,118
固定资产	891	940	936	923
资产总计	191,799	196,490	198,537	186,865
短期借款	-	-	-	2,000
一年内到期的非流动负债	13,045	10,685	6,414	4,395
长期借款	28,383	33,630	36,865	36,650
应付债券	12,309	7,160	4,046	2,796
所有者权益合计	116,367	104,261	106,918	107,163
营业总收入	3,848	10,097	6,853	3,629
营业成本	4,144	9,882	6,582	3,772
销售费用	7	66	81	21
管理费用	466	509	451	194
财务费用	-81	-129	312	36
利润总额	115	49	36	-180
净利润	23	-69	48	-213
经营活动现金流入小计	6,660	13,744	7,083	3,682
经营活动现金流出小计	15,658	13,780	14,034	7,376
经营活动产生的现金流量净额	-8,998	-36	-6,951	-3,693

投资活动现金流入小计	16,624	23,318	12,314	7,046
投资活动现金流出小计	20,134	10,377	11,342	3,380
投资活动产生的现金流量净额	-3,510	12,941	972	3,666
筹资活动现金流入小计	23,752	18,722	13,290	11,453
筹资活动现金流出小计	9,886	23,681	20,855	13,062
筹资活动产生的现金流量净额	13,867	-4,959	-7,566	-1,609

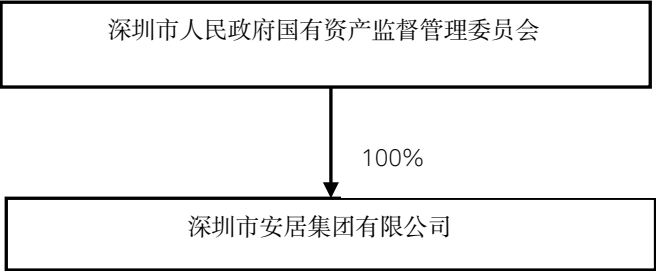
调整后财务数据及指标

	2022	2023	2024	2025.1-6
营业收入	3,848	10,097	6,853	3,629
EBITDA	1,810	2,590	2,726	--
经营性现金流	-10,767	-2,000	-9,570	--
利息支出	1,769	1,964	1,570	--
经调整总债务	47,647	44,975	51,940	--
所有者权益	116,367	104,261	106,918	--
经调整总债务/EBITDA（倍）	26.3	17.4	19.1	--
EBITDA 利息覆盖倍数（倍）	1.0	1.3	1.7	--
EBITDA 利润率（%）	47.1	25.7	39.8	--

注：1、上表中财务数据基于公司披露的深圳皇嘉会计师事务所（普通合伙）审计并出具带强调事项段无保留意见的 2022-2024 年审计报告及 2025 年 1-6 月未经审计的财务报表；2、调整后财务数据及指标为经标普信评调整后数据；3、“--”代表数据不可得。

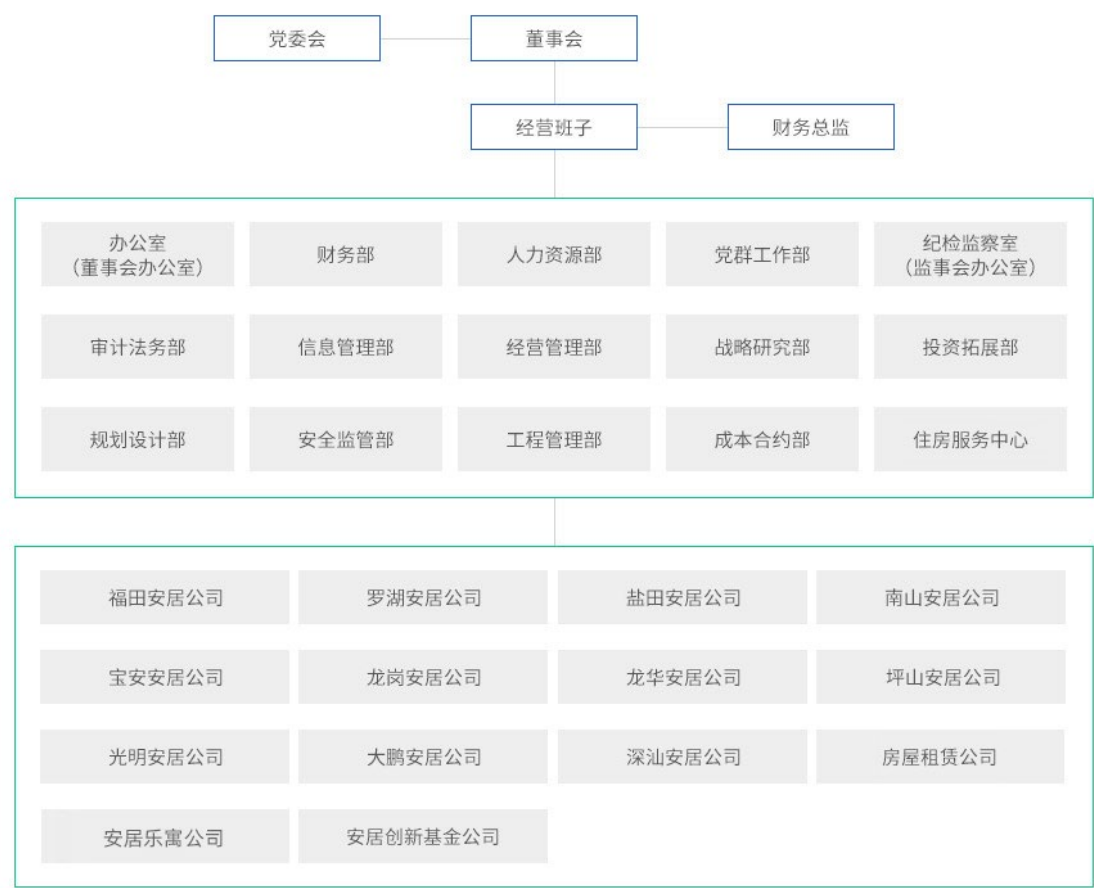
资料来源：公司提供，标普信评整理和调整。

附录5： 评级对象股权结构图（截至 2025 年 3 月末）



资料来源：公司提供。

附录6： 评级对象组织架构图（截至 2025 年 3 月末）



资料来源：公司提供。

附录7： 主要财务指标计算公式

主要财务指标计算公式
EBITDA（调整前）= 营业收入-营业成本-管理费用-销售费用-研发费用+折旧及摊销（报告值）-税金及附加-其他经营支出（收入）
EBITDA=EBITDA（调整前）+经营租赁租金调整-资本化的研发费用+营业成本中的资本化利息+收到的联营合营企业股利+其他调整
折旧及摊销=折旧及摊销（报告值）+经营租赁折旧摊销调整+其他调整
EBIT=EBITDA（调整前）+经营租赁租金调整-资本化的研发费用+营业成本中的资本化利息-折旧及摊销+非经营收入（成本）+其他调整
利息支出=利息支出（报告值）+资本化利息+经营租赁利息调整+其他权益工具股利或利息+其他调整
已付现金利息=现金利息支出+已付其他权益工具股利或利息+其他调整
营运现金流 = EBITDA - 利息支出 + 利息及股利收入 - 当期所得税 + 其他调整
经营性现金流=经营活动产生的现金流净额+经营租赁折旧摊销调整-资本化的研发费用-其他权益工具股利或利息-现金利息支出+现金股利收入+其他调整
资本开支 = 购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金-资本化的研发费用+其他调整

自由经营性现金流=经营性现金流-资本开支
股利=现金股利+子公司支付给少数股东的股利、利润-支付的其他权益工具股利或利息
可支配现金流=自由经营性现金流-股利
短期债务=短期借款+交易性金融负债+（应付票据-票据保证金）+一年内到期的非流动负债（有息部分）+应付利息+其他短期有息债务
长期债务=长期借款+应付债券+应付融资租赁款+租赁负债+预计负债中的对外担保及诉讼+其他长期有息债务
经调整总债务=短期债务+长期债务+经营租赁债务调整-盈余现金+资产弃置费用调整+其他权益工具+对外担保和诉讼+其他调整
资本=所有者权益合计-其他权益工具+经调整总债务+递延所得税负债+其他调整
EBITDA 利息覆盖倍数 = EBITDA/利息支出
营运现金流利息覆盖倍数 = (营运现金流+利息支出) /已付现金利息
资本回报率 = EBIT/两年平均资本
EBITDA 利润率 = EBITDA/营业收入

附录8： 信用等级符号及定义

等级	含义
AAA _{spc}	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 _{spc}	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 _{spc}	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 _{spc}	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 _{spc}	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
B _{spc}	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 _{spc}	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 _{spc}	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 _{spc}	不能偿还债务。

注：除 AAA_{spc} 级，CCC_{spc} 级以下等级外，每一个信用等级可能用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或低于本等级。

©版权所有 2025 标普信用评级（中国）有限公司。保留所有权利。

标普信用评级（中国）有限公司（简称“标普信评”）拥有上述内容（包括评级、信用相关的分析和数据、估值、模型、软件或其他应用或其中的输出）或其任何部分（简称“内容”）的版权和/或其他相关知识产权。未经标普信评的事先书面许可，严禁以任何形式或方式修改、逆向工程、复制或发布任何内容，或将任何内容存储在数据库或检索系统中。内容不得用于任何非法或未经授权的目的。标普信评和任何第三方供应商，以及其董事、管理人员、股东、员工或代理人（统称“标普方”）均不保证内容的准确性、完整性、及时性或可用性。部分内容可能借助人工智能（AI）工具创建。使用人工智能创建或处理的已发布内容由标普职员撰写、审核、编辑及批准。标普方不对任何错误或遗漏（疏忽或其他），无论其原因如何，以及因使用内容而获得的结果，或者用户输入的任何数据的安全性或维护该等数据承担责任。内容以“概不保证”为基础提供。标普方特此声明免除所有明示或默示的保证，包括但不限于适销性或适用于特定用途或使用目的、不存在漏洞、软件错误或缺陷，以及内容的功能将不会中断或内容将与任何软件或硬件配置兼容等保证在任何情形下，标普方将不对任何人就与使用任何内容相关的任何直接、间接、附带、惩罚、补偿、惩戒、特殊或后续的损害、费用、开支、律师费或损失（包括且不限于收入损失、利润损失以及因疏忽造成的机会成本和损失）承担责任，即使标普方已经知道发生类似损害的可能性。

信用相关的分析和其他分析（包括评级和内容中的陈述）是截至发表之日的意见陈述，而非事实陈述。标普信评的意见、分析、预测和评级确认决策（如下所述）并非且不应被视为购买、持有或出售任何证券或作出任何投资决策的建议，也不涉及任何证券的适合性。在发布后，标普信评不承担更新（不论以任何形式或格式）发布内容的义务。在进行投资和其他业务决策时，不应依赖内容，内容也无法取代用户、其管理层、员工、顾问和/或客户的技能、判断和经验。标普信评不作为受托人或投资顾问，除非其注册为该类机构。虽然标普信评从其认为可靠的渠道获取信息，但标普信评不审计其获得的信息，也不承担相关的尽职调查义务或实施独立验证。与评级相关的出版物可能由于各种原因发布，这些原因不一定取决于评级委员会的行动，例如发布定期更新的信用评级和相关分析。

标普信评并不属于标普全球评级身为国家认可统计评级机构（NRSRO）的联属企业。标普信评根据在中国专用的评级等级体系授予评级，所授予的评级是标普信评对于债务人相对于中国境内其他公司的整体资信或对特定债务的偿债能力的意见，并提供在中国境内信用风险的排序。标普信评所授予的评级并非根据全球评级等级体系所授予的评级，不可也不应被视为或不实地表述为全球评级等级体系下授予的评级，或者作为全球评级等级体系下授予的评级而加以依赖。标普方不为违反本段使用标普信评的评级所产生的任何损失负责。

如果监管机构允许评级机构在一个司法辖区内因某些监管目的承认在另一个司法辖区发布的评级，标普信评保留随时自行决定授予、撤销或中止此类承认的权利。标普信评特此声明不对因授予、撤销或中止承认而产生的任何责任以及宣称因此而产生的任何损害负责。

标普信评将其不同业务单位的活动保持分离，以保持相应活动的独立性和客观性。因此，标普信评的某些业务单位可能拥有其他业务单位所没有的信息。标普信评制定了政策和程序，以确保对各个分析过程中相关的特定非公开信息予以保密。

标普信评可能从其评级和特定分析活动中获得报酬，报酬一般由证券公司或承销人或者债务人支付。标普信评保留发布其意见和分析的权利。标普信评的公开评级和分析公布在其网站上 www.spgchinaratings.cn 并且可以通过其他方式发布，包括但不限于标普信评出版物和第三方转销商。