

LIANHE  
IDENTIFICATION  
EVALUATION  
IMPACT  
PLAN

# 城投公司房地产业务风险分析

联合资信 公用评级三部 | 张 雪 | 尹 丹 | 王昀千

城投公司开展房地产业务主要选择自主开发和合作开发模式，相比房地产企业，城投公司从事房地产业务面临的风险主要有管理、人才及资金链等风险。近年来，城投公司市场化转型进程加快，房地产业务成为其市场化转型的重要方向之一。2021年下半年开始，在严守保交楼政策红线的政策大环境下，多地政府鼓励国有企业收购困难房企的问题项目、完成项目后续建设，城投公司拿地比例明显上升，短期内其在房地产领域的参与度将进一步提升，但盲目进入房地产领域或加大其资金链压力，拖累其信用水平。



**联合资信评估股份有限公司**  
China Lianhe Credit Rating Co., Ltd.



## 一、城投公司开展房地产业务具有一定优势

2014 年,《国务院关于加强地方政府性债务管理的意见》(以下简称“国发〔2014〕43 号文”)发布,明确要求剥离城投平台的政府融资职能。此后,各地城投陆续开始市场化转型探索、拓展经营性业务,城投公司市场化转型进程加快。相较于城投公司承担的传统业务类型,房地产开发业务通常具有较强的盈利能力和获现能力,因而其成为城投公司进行市场化转型、提升“造血能力”的方向之一。城投公司开展房地产业务,有以下方面优势。

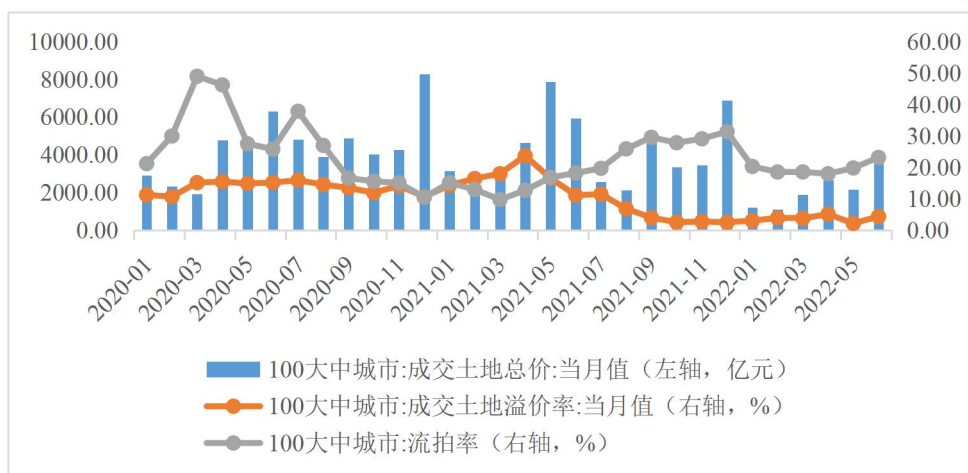
首先是有一定业务关联度。作为地方重要的城市开发建设平台,城投公司主要承担土地开发整理、基础设施建设、棚户区改造、安置房建设和保障房建设等业务,房地产开发业务与城投传统业务具有一定关联度,城投对房地产开发产业链上下游相对熟悉,开展难度相对较小。

其次是土地资源优势。一方面,城投公司账面上通常持有一定规模的土地资产,可以依托既有土地资源实现一二级联动,盘活账面土地资产。另一方面,城投公司属于地方国企,和地方政府各部门(自然资源规划局、住房城乡建设局等)的沟通更便利,更了解当地土地和楼市情况,更易获得优质土地。

第三是融资优势。城投公司通常拥有良好的银企关系,相比其他工商企业(尤其是房地产企业)所发债券来看,城投债一直是受到多数金融机构认可与青睐的资产,城投公司融资成本相对民营房地产企业更低。此外,地方政府拥有的区域内金融资源(地方银行、金控公司、担保公司等金融机构)亦可为城投公司提供一定的融资便利。

## 二、近年房地产行业的波动为城投公司提供了更多契机

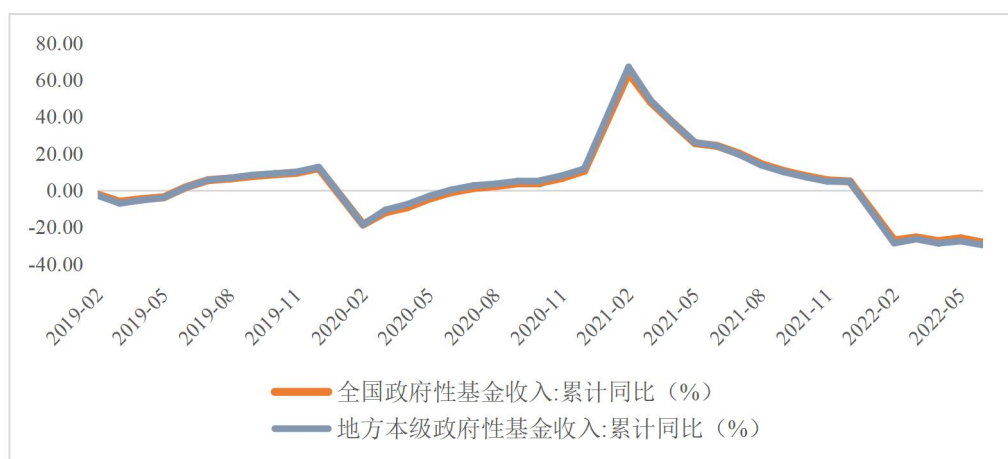
2020 年下半年以来,房地产企业“三道红线”、银行贷款集中度管理“两条红线”、加强预售资金监管等收紧政策陆续出台,房地产行业信用风险持续暴露,部分头部房地产企业出现债券违约或展期。2021 年下半年以来,房地产市场下行,房地产企业资金面捉襟见肘,拿地计划大幅缩减,导致土地市场降温,我国 100 个大中城市土地溢价率大幅下滑、流拍率大幅上升。对地方政府而言,土地出让金是地方政府的重要财力来源,土地市场遇冷会对当地的政府性基金预算收入带来一定冲击,导致部分高度依赖土地出让收入的地方财政承压。2021 年下半年以来,城投公司拿地比例明显上升。根据中国指数研究院数据,2022 年上半年拿地百强榜中,超过 1/3 的企业为城投公司。城投公司参与拿地一定程度上有利于平滑地方政府性基金收入波动。



注：流拍率=未成交土地数量/(已成交土地数量+未成交土地数量)

数据来源：Wind，联合资信整理

图 1.1 全国 100 大中城市土地成交情况



数据来源：Wind，联合资信整理

图 1.2 政府性基金收入增速表现

2022 年上半年，地产项目延期交付、停工烂尾频频发生，银行停贷、业主断供负面事件持续发酵，市场预期走弱，地产行业陷入“需求收缩-房企资金链压力加大-交付困难-需求收缩”的负反馈循环。7 月 28 日，中央政治局会议首提“压实地方政府责任，保交楼、稳民生”。中国银行保险监督管理委员会指出，支持地方做好“保交楼”工作，促进房地产市场平稳健康发展。在严守“保交楼”政策红线的政策大环境下，多地政府鼓励国有企业收购困难房企的问题项目、完成项目后续建设。城投作为重要的地方国有企业，短期内其在房地产领域的参与度将进一步提升。

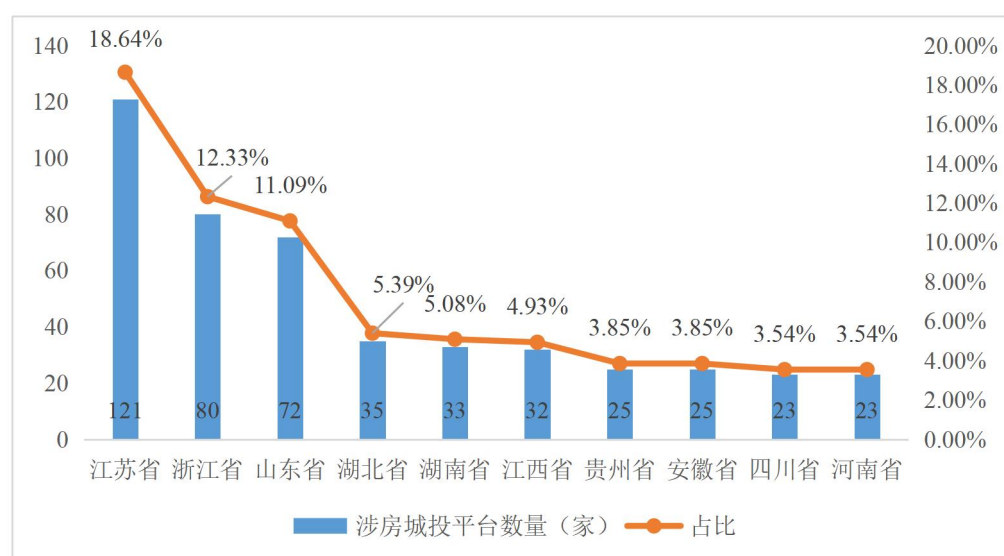
2021 年，国家“十四五”规划明确提出实施城市更新行动，“城市更新”首次写

入政府工作报告中。2021 年末北京等 21 个城市（区）开展第一批城市更新试点工作，广州、深圳、重庆、天津等多个省市将城市更新作为 2022 年重点投资方向。多地政策明确提出鼓励城投参与城市更新，对于强调一二级联动的城市更新项目，商业地产或住宅开发将为城投公司开展房地产业务提供新的业务空间。

### 三、城投公司开展房地产业务概况

联合资信以发债城投公司公布的 2021 年年报为基础，共筛选出 649 家涉及房地产业务的城投发债公司。本文统计的房地产业务是指市场化开发。

分省份来看，江苏省、浙江省和山东省开展房地产业务的城投公司数量较多，分别为 121 家、80 家和 72 家，分别占样本城投的 18.64%、12.33%和 11.09%。前述省份多为经济相对发达省份，其区域内城投公司市场化程度更高，商品房市场更景气。



数据来源：Wind，联合资信整理

图 2.1 样本城投按省份分布前十位

分行政级别来看，区县级和市级开展房地产业务的城投公司较多，分别为 304 家、208 家，分别占样本城投的 46.84%、32.05%，合计占比达 78.89%。而省级城投公司数量相对较少，仅 21 家，占比 3.24%。

分主体评级来看，AA 级城投公司数量最多，为 332 家，占样本城投的 51.16%，AA+和 AAA 级城投公司占比分别为 32.82%、10.63%。

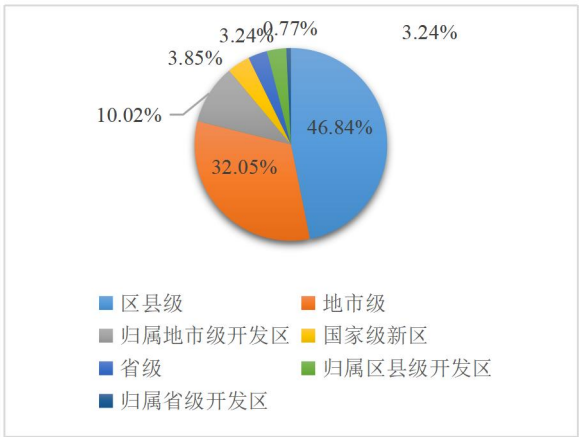


图 2.2 样本城投行政级别分布

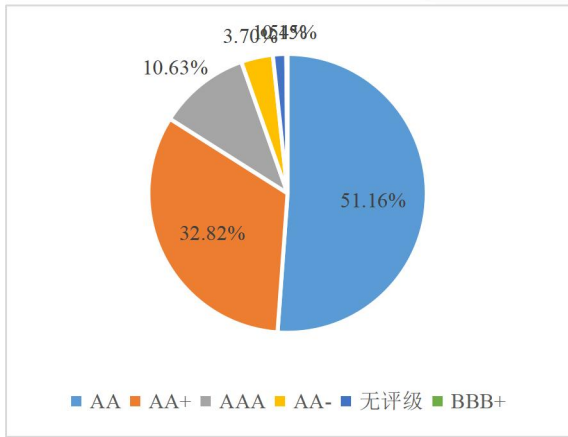


图 2.3 样本城投主体评级分布

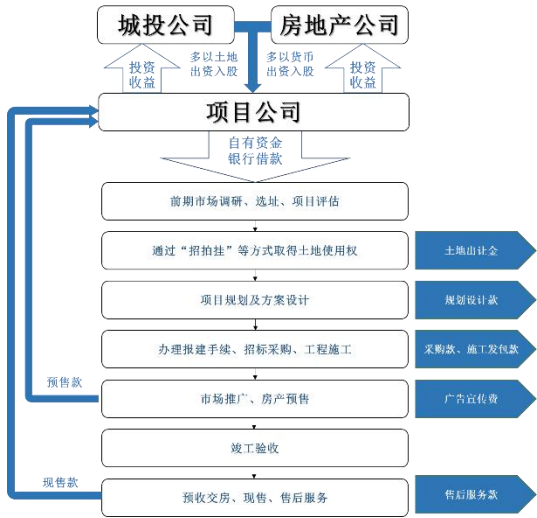
#### 四、城投公司开展房地产业务模式

城投公司开展房地产业务模式主要有自主开发和合作开发两种模式，此外还有地方政府支持下的定向开发等模式，城投公司通常混合采用上述多种模式开展房地产业务。



资料来源：联合资信根据公开资料整理

图 3.1 自主开发模式业务流程图



资料来源：联合资信根据公开资料整理

图 3.2 合作开发模式业务流程图

对于自身管理能力、人力资源能力、资金实力和融资能力较强的城投公司，其通常采用自主开发模式开展房地产业务，如西安沣东发展集团有限公司、成都兴城投资集团有限公司和深圳市地铁集团有限公司等。自主开发模式下，城投公司自身具备房地产开发资质，在土地获取、资金来源、上下游企业和销售模式等方面均与房地产开发公司类似。这种模式下，产品定价主要参照市场行情定价，毛利率较高。此外，城

投公司也可通过招标方式委托承包商进行相关方案设计与项目建设，但该模式下需让利一部分给承包商。

合作开发模式下城投公司主要合作方为成熟房地产企业，二者合资新设项目公司，城投公司多以土地出资入股，同时提供银行融资等方面的优势；房地产企业多以货币出资入股，主要提供项目建设、管理及销售等方面的经验。房地产项目的开发销售由控股方操盘或按协议约定由房地产企业操盘。如湖北省联合发展投资集团有限公司的部分合作开发项目由房地产企业控股经营，城投公司仅按照股权占比收取投资收益；宁波市轨道交通集团有限公司通过签订一致行动人协议的方式将部分合资项目公司纳入合并范围；苏州苏高新集团有限公司一般居控股地位，将项目公司纳入合并范围。这种模式下，城投公司控股或参股项目公司，其以土地使用权注资项目公司，资金投入较自主开发模式少；同时，在项目建造过程中可以积累房地产企业成熟的项目管理经验，提升自身的业务实力，为自身市场化转型奠定基础。但由于大部分项目均由房地产企业操盘，城投公司相关人才不足且对项目的实际管控能力较弱，或存在经营管理风险。

部分城投公司自身的资金实力和融资能力一般，其开展房地产业务仍与地方政府联系较紧密，通常采用定向开发模式为政府机构或地方招商引资开发房地产项目。这类项目的定价方式是在核定建设成本的基础上，双方沟通协商定价。这种模式下，城投公司去化压力小，回款有保障，但利润空间小，如西安曲江文化产业投资（集团）有限公司的“曲江新坐标”项目等。不同区域的地方政府也对城投公司开展房地产业务提供了相应政策支持，如江苏省苏州、无锡等地开展定销商品房（如无锡市安居投资发展有限公司）；福建省福州、厦门等地开展安置型商品房、人才住房等（如厦门安居集团有限公司）。城投公司根据政府规划，通过土地招拍挂的方式摘牌定销房建设用地/安置型商品房建设用地，与普通商品房主要区别在于其销售对象仅限于经政府审批的符合条件的人员（如拆迁户、当地无住房家庭、高层次人才和“三高”企业<sup>1</sup>骨干员工等），且销售价格优惠，具体金额在拍地时已由政府确定，城投公司需自行控制建设成本获取盈利。

**表 3.1 城投公司涉房主要开发模式特点**

| 自主开发                       | 合作开发                                | 定向开发                         |
|----------------------------|-------------------------------------|------------------------------|
| 公司资质、实力较强；产品以市场化方式定价，毛利率较高 | 城投公司与成熟房地产企业合作，城投公司多以土地使用权出资，资金投入较少 | 与地方政府联系较紧密，城投公司去化压力小，同时利润空间小 |

资料来源：联合资信根据公开资料整理

<sup>1</sup> “三高”企业指高技术、高成长、高附加值企业

## 五、城投公司开展房地产业务的主要风险关注点

本节主要从经营管理能力及财务报表两方面分析城投公司从事房地产业务面临的主要风险点。一方面分析城投公司从事房地产业务面临的管理、人才及资金链等经营风险，另一方面从城投公司地产业务的资产质量去分析其潜在风险点。

### （一）从经营管理能力看城投公司开展房地产业务的风险点

从经营管理角度看，主要体现在管理难度、人才匮乏、去化与运营资金占用风险等方面。

#### 1. 管理难度

部分城投公司开展房地产业务缺乏项目管理经验，且城投公司从事地产业务的资源优势局限于当地，无法产生规模效应。虽然城投公司天然拥有资源优势，但在房地产市场低迷的情况下，土地财政承压，土地抵押市场遇冷，三四线尾部区域的资源优势愈加不明显，土地流拍成为普遍现象，区域国企或其他城投公司拿地无法解决根本性问题，资源更多的向具有人口红利、营商环境较好的区域倾斜，致使城投公司从事地产业务无法产生行业同等盈利水平，甚至可能由于经营管理不善出现亏损。此外，城投公司决策流程较长，对于市场化的房地产业务来说时效性差，且断贷潮下，保交楼、稳民生压力加大，部分城投公司肩负国企责任接手地产项目公司的运营管理难度大。

#### 2. 人才匮乏

城投公司从事房地产业务还面临一定的人才结构性短缺问题。即便地产行业从去年底出现裁员潮，释放出大量投资专业人才，但三四线城市的高端人才吸引力不强，造成城投公司从事地产业务开发建设缺乏人才储备。城投公司人才管理体系与市场化的地产企业不同，管理人员需经国资委等任命，审批流程长，市场化业务绩效考核与激励体系不完善，地产专业技术岗与管理岗位的人才储备匮乏。

#### 3. 去化压力

目前尾部城投融资处于紧周期，疫情带来的经济下行压力、就业等问题，抑制购房需求，部分城投所在区域项目区位吸引力不足，去化压力大，房价下跌趋势明显。对于弱区域、债务负担重尤其是对存在短期偿付压力的城投公司，其从事地产业务面临的现金流短缺问题尤其突出。部分城投公司迫于保交楼、稳民生压力接手项目公司，项目本身存在资金链或去化问题。部分合作的民营房地产企业信用资质逐渐恶化，城投公司介入后续垫付资金用于楼盘建设，但可能因为去化困难导致城投公司款项回收

存在一定风险。

#### 4. 资金占用

从事房地产业务提高了对城投公司资金周转能力的要求。由于城投公司缺乏项目经验，导致项目周期过长，产生运营资金占用问题。定向开发模式下，由于政府或定向对象回款不及时导致项目开发周期被拉长，产生更为严重的运营资金占用风险。由于房地产公司资金链紧张，其投资任务逐步转向代建代销任务中去，城投公司通过这种承发包模式虽然可以避免管理及人才储备带来的一系列问题，但仍存在项目开发及销售的不可预期带来的运营资金占用风险。若存在资金链压力的大型房企在当地储备了较多的土地及项目，城投公司或被要求承担起保交付重任，完成项目后续建设，导致其资金进一步被占用。

#### （二）从财务报表看城投公司开展房地产业务的风险点

城投公司开展房地产业务涉及的科目主要是存货、预收款项、投资性房地产、无形资产、其他应收款及长期股权投资等。不同开发模式下涉及的科目略有不同，不同科目的关注角度也有所不同。

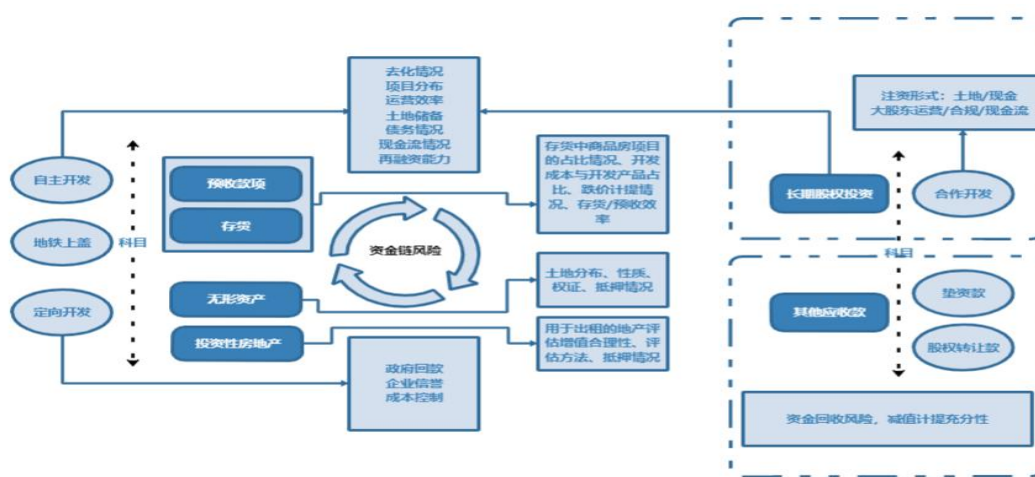


图 4.1 从财务报表看城投公司开展房地产业务风险

对于自主开发、控股合作开发的城投公司，涉及科目主要是存货、预收款项、无形资产等。需参考房地产企业评级逻辑，核心是关注项目去化情况，关注存货的周转时间及存货质量，需长周期关注涉房城投公司资金流向，地产业务款项回流是否与其投资相匹配，重点关注存货/预收款项指标；对于无形资产，关注其区位情况、权证等；涉及投资性房地产的，关注评估增值合理性、抵押情况等；长周期看少数股东权

益与少数股东损益是否相匹配，防止抽屉协议等。

由于保交付压力或其他因素，部分城投公司对房地产项目公司进行垫资，计入其他应收款，以保障其后续开发及销售。但受房地产市场调控政策的影响，地产项目销售情况或不理想，无法及时回笼资金，可能会直接影响项目的持续开发及现金回流，加大城投公司的资金链压力。其他应收款也可能是地产项目公司的股权转让款，应收对象若不能按时支付，虽然有项目公司股权保全，但股权的变现能力受地产业务开展，项目公司的自身债务等情况影响较大。此外，还存在项目公司潜在债权人按清偿顺序执行风险，存在转让款回收风险。

部分城投公司作为小股东参与房地产项目开发，其投资计入长期股权投资。合作开发模式下需要重点关注表外债务规模，若项目公司的债务负担较重，风险较高，则城投公司或有风险依然较大。若大股东自身运营出现风险，也或导致项目公司运营危机。此外，也需要关注担保以及明股实债等其他或有负债风险。

## 六、总结

在防范化解隐性债务风险，推动城投公司市场化转型的大背景下，房地产业务成为城投公司市场化转型的重要方向之一。房地产行业信用风险的持续暴露使部分城投公司肩负起保交楼、稳民生的任务，随着部分地区城投公司拿地规模的增加，预计短期内城投公司涉房业务规模将有所扩张。

虽然城投公司开展房地产业务具有土地资源优势，可带来一定的利润，但其需要房地产开发资质、专业人员、较好的区位以及现金流，因地制宜，若盲目进入可能会使其面临一定的风险。自主开发模式下的风险主要体现在管理、人员、去化等方面，合作开发模式下则更加需关注合作的民营地产企业自身风险情况。针对上述风险，可从经营管理能力以及财务报表两个角度出发剖析城投公司从事房地产业务的主要风险点。一方面关注不同模式下的管理人才相关风险以及资金链等相关经营风险，另一方面重点关注目前涉房业务形成的资产中是否存在潜在减值风险、股权投资风险等。

## 联系人

投资人服务    010-85679696-8759    [chenye@lhratings.com](mailto:chenye@lhratings.com)

## 免责声明

本研究报告著作权为联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“联合资信评估股份有限公司”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本研究报告的，联合资信将保留追究其法律责任的权利。

本研究报告中的信息均来源于公开资料，联合资信对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本研究报告所载的资料、意见及推测仅反映联合资信于发布本研究报告当期的判断，仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。

在任何情况下，本研究报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。联合资信对使用本研究报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。