



LIANHE  
IDENTIFICATION  
EVALUATION  
IMPACT  
PLAN

## 城投企业保障房业务风险及政策影响分析

联合资信 公用评级三部 | 崔莹 | 刘成



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



## 引言

城投企业作为保障房建设的重要主体，有其开展保障房建设业务的优势，也面临资金支出压力较大、回款周期长和盈利能力较弱等风险。本文结合 2023 年新出台的保障房相关政策，从信用评级角度，提出城投企业开展保障房业务的建议。

## 一、 城投企业是保障房建设运营的重要主体

在我国加快推进保障性安居工程背景下，各地成立专门负责保障房建设的城投企业。虽然政策鼓励社会主体参与，但城投企业一直发挥着主导作用，是保障房建设运营的重要主体。

“十二五”期间，我国加快推进保障性安居工程建设，但建设投入规模大，建设资金与财政资金不匹配，建设资金存在较大缺口。在此背景下，各地成立专门负责保障房建设的城投企业成为必然选择。例如，《江苏省政府办公厅关于加快保障性安居工程建设的意见》（2011）33号提出，支持市、县人民政府成立保障性安居工程建设融资平台，通过银行贷款、发行债券、信托投资等多种渠道筹集资金，加大公共租赁住房投资建设力度。北京市亦在2011年6月成立北京市保障性住房建设投资中心（现名为北京保障房中心有限公司），负责北京市保障性住房投资融、建设收购和运营管理。

从“十二五”到“十四五”期间，从保障性住房建设主体来看，虽然政策鼓励社会主体参与，但是城投企业一直发挥着主导作用，市场化主体的参与度始终不高。第一，城投企业直接或间接被地方政府控股，在获得政府资金、资产、补助等各方面支持的同时，也必然需要承担一部分社会责任。第二，城投企业掌握了更多的政府资源、土地资源等，也为保障性住房建设提供了基础。第三，保障性住房的建设资金占用大、投资回报率低，对于市场化企业相对缺乏吸引力。

## 二、 城投企业保障房业务模式与风险分析

城投企业开展保障房建设运营业务，可获得融资成本相对较低的银行借款、财政专项资金和政府专项债资金。部分城投企业作为保障房运营管理主体，还可获得政府无偿划拨的保障房。但配售型保障房业务回款周期较长、整体毛利率较低，配租型保障房业务资金支出压力大且投资回报期长，受此影响，城投企业整体资金支出压力较大、盈利能力较弱。

城投企业作为保障房建设运营的重要主体，从“十二五”到“十四五”的十多年中承担了大量的保障房建设任务。“十四五”期间，40个重点城市将建设筹集650万套（间）保障性租赁住房，建设规模大，其中保障性租赁住房建设规模超过20万套的城市共17个。以发债城投企业2022年年报为基础，以及考虑到数据可获得性，筛选出14个重点城市（北京、上海、广州、深圳、南京、青岛、济南、杭州、厦门、

武汉、郑州、西安、重庆和成都）共 19 家负责保障房建设的市级发债城投企业<sup>1</sup>为研究样本，分析城投企业的建设运营模式、具体优势表现和风险点。

## 1. 建设运营模式分析

按照产权归属情况，我国保障性住房分为配售型保障房和配租型保障房两类，配售型保障房主要包括共有产权住房、经济适用住房等，配租型保障房主要包括公共租赁住房（简称“公租房”）、保障性租赁住房。配租型保障房是我国“十四五”期间保障房的主要筹建形式和重点发展方向。

本文通过对样本城投企业的保障房建设运营模式进行分析总结，配售型保障房和配租型保障房的主要建设运营模式如下。

**配售型保障房**的建设运营模式主要包括政府回购和定向销售两种。

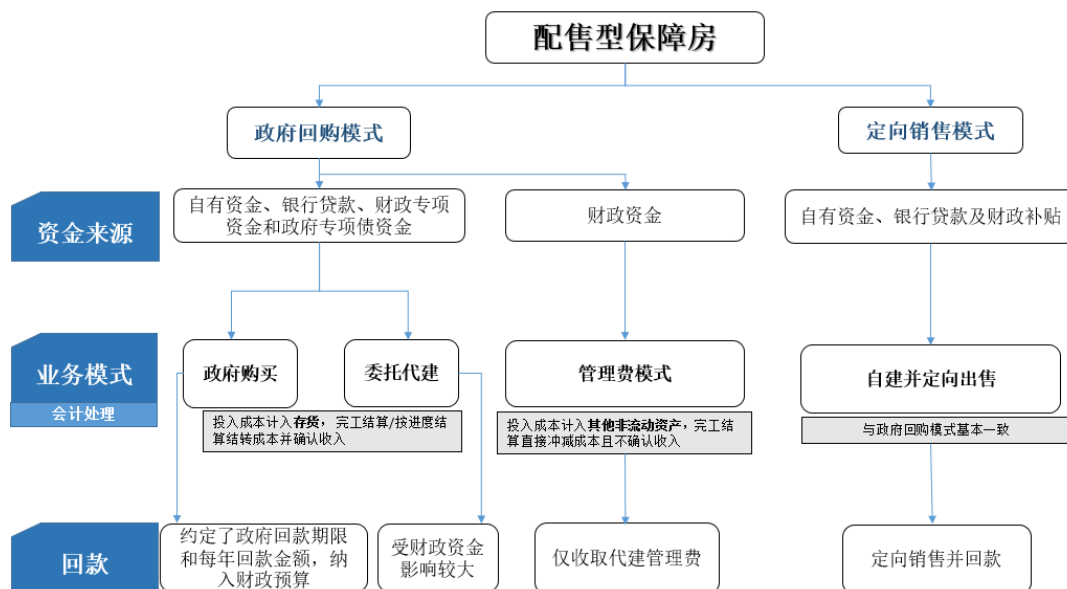


图 1 配售型保障房业务模式流程图

①政府回购模式：城投企业接受市住建委或市住房保障中心等政府单位委托，负责保障房项目的建设，项目建成后由城投企业移交至委托方。政府回购模式又可分为政府购买模式、委托代建模式和管理费模式。

资金来源方面，政府购买模式和委托代建模式的建设资金主要为自有资金及银行贷款，市级城投企业因项目规模较大，多数情况下可获得政策性银行贷款或银团贷款；部分城投企业还可获得财政专项资金和政府专项债资金等。管理费模式下，建设资金

<sup>1</sup>其中，广州市负责保障房建设的主体为广州城投住房租赁发展投资有限公司（以下简称“广州城投租赁”）、广州珠江住房租赁发展投资有限公司（以下简称“广州珠江租赁”）和广州安居集团有限公司（2023 年 8 月新成立，不作为样本企业），广州城投租赁和广州珠江租赁未直接发债，由母公司发债，这里以母公司作为样本企业。青岛市市级负责保障房建设的主体为青岛公共住房建设投资有限公司，未公开发债，以其母公司作为样本企业。

一般来自于财政资金，城投企业不承担融资责任。回款方面，政府购买模式一般约定了政府回款期限和每年回款金额，且将相关资金纳入财政预算；委托代建模式下政府财政资金回款时间相对更有弹性，受财政资金影响较大。管理费模式下，公司仅收取代建管理费，由城投企业按照施工进度提出申请并由财政资金支付。

②定向销售模式：城投企业通过由政府指定，或以划拨、招拍挂获取保障房土地等形式参与到保障房项目建设中。与政府回购模式相比，定向销售模式的项目回款来源不再是政府，而是政府指定的符合条件的保障房购买人。定向销售模式下的保障房销售价格一般由政府制定，相较同区域商品房价格有所下浮，利润空间则受土地获取方式和获取价格影响较大。销售进度及回款进度方面，受销售价格、地理位置、人口变动情况以及区域商品房市场行情等因素影响较大。

**配租型保障房**的建设运营模式主要包括自建租赁、购买租赁和政府划拨型租赁。配租型保障房中的公租房曾被鼓励以 PPP 模式进行投资建设和运营管理，但是近年来以此种模式开展的项目较少，在此不做分析。

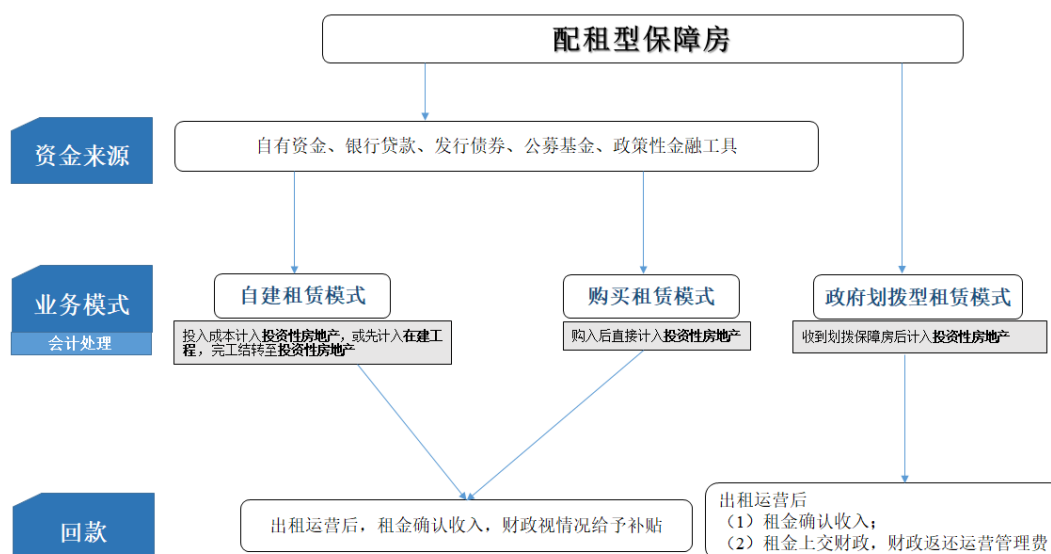


图2 配租型保障房业务模式流程图

①自建租赁模式：城投企业通过建设保障房并出租，以实现资金回笼。土地获取方式包括政府划拨和市场化招拍挂等。租赁价格和租赁条款一般由政府部门制定或由政府部门指导监督，租赁价格一般较同区域市场价格下浮，不同城市下浮程度有所不同。政府部门可能会给予城投企业一定的补贴，以保证城投企业不亏损或有微利。

②购买租赁模式：城投企业通过收购市场上符合条件的保障房用于租赁。相对于自建租赁模式，城投企业的前期一次性支出更大。资金来源、会计处理、运营模式和相关风险与自建租赁模式基本一致。

③政府划拨型租赁模式：城投企业获得政府划拨的保障房，并进行出租运营。部

分城投企业的租金收入归属自身，部分城投企业的租金收入需要上缴财政，财政根据经营情况返还一定比例的运营管理费。

## 2. 城投企业优势表现

城投企业开展保障房业务的优势主要体现在融资渠道、融资成本和获得政府资源等方面。

**获得银行授信规模大，融资成本相对较低。**样本企业获得银行授信规模大，2022年末获得银行授信总额中位数和平均数分别为785.83亿元和1354.46亿元。最新剩余授信额度为中位数和平均数分别为429.10亿元和882.92亿元，银行融资渠道畅通。以样本企业北京保障房中心有限公司为例，其于2023年3月与国家开发银行和中农工建交6家银行签署战略合作协议，获得意向融资金额1800亿元。从融资成本看，根据样本城投企业2022年度审计报告中公布的长期借款的利率区间，利率下限为0.55%~3.20%，利率上限为4.195%~6.6%，融资成本相对较低。

**获得无偿划拨的保障房。**部分城投企业作为市级的保障房经营管理主体，获得政府无偿划拨的保障房。例如广州珠江租赁2019年和2020年获得广州市政府无偿划拨保障房面积合计超过269.4万平方米，账面价值62.90亿元；郑州城市发展集团有限公司2013—2015年及2021年获得郑州市政府多次市级保障房资产注入，注入保障房规模6.56万套，面积348.76万平方米。类似的还有西安市安居建设管理集团有限公司（以下简称“西安安居”）和武汉城市建设集团有限公司（以下简称“武汉城建”）。政府通过划拨大规模的保障房项目，充实壮大了城投企业的资产和权益规模，同时给城投企业带来稳定的现金流。

**获得保障房相关的财政专项资金和政府专项债资金。**部分城投企业获得保障房相关的财政专项资金，譬如重庆市城市建设投资（集团）有限公司，2020—2022年分别获得公共租赁住房专项资金61.00亿元、19.17亿元和22.68亿元；武汉城建逐年获得武汉市财政局拨付的纳入财政管理的保障性安居工程专项资金。部分城投企业获得保障房政府专项债资金，譬如西安安居获得陕西省保障性安居工程专项债券资金等。

## 3. 城投企业风险分析

受保障房建设规模大且公益性较强等因素影响，城投企业也面临资金支出压力较大、盈利能力较弱、投资回报期长等风险。

**资金支出压力较大，土地价款尤其通过招拍挂拿地的土地成本占比较高。**在保障房作为“三大工程”重点推进的大背景下，重点城市负责保障房建设的市级城投企业负责投资建设规模大，存在较大的资金支出压力。其中土地价款为保障房建设成本中重要组成部分，招拍挂市场化拿地的价格相对较高，划拨、协议出让形式拿地的价格

相对较低。此外，部分城投企业按照保障房建设的任务计划，储备相关土地，形成较大规模支出。

表 1 部分样本企业 2022 年末/2023 年 3 月末保障房项目情况

| 城投企业              | 计划总投资（亿元） | 尚需投资（亿元） |
|-------------------|-----------|----------|
| 北京保障房中心有限公司       | 593.95    | 296.39   |
| 南京安居建设集团有限责任公司    | 456.34    | 166.67   |
| 西安市安居建设管理集团有限公司   | 290.94    | 176.84   |
| 重庆市城市建设投资（集团）有限公司 | 413.46    | 51.16    |
| 深圳市人才安居集团有限公司     | 810.50    | 433.84   |

资料来源：公开资料

保障房的社会属性决定了保障房业务毛利率较低，导致城投企业盈利能力较弱。配售型保障房的销售价格一般由当地政府部门确定，例如北京市保障房建设完成后，向定向安置家庭销售或统一由政府回购，销售对象及销售价格由北京市住建委等部分指定；上海市以成本加成定向销售给符合政府认定资格标准的家庭及个人，平均毛利率 3%；成都市限价商品房售价一般为同区域同类型商品房销售均价下浮 10%~20%；厦门市保障房销售价格按每批次房源的市场评估价测算，并给予一定优惠，原则上优惠 55%。

配租型保障房包括保障性租赁住房 and 公租房。保障性租赁住房主要面向符合条件的新市民、青年人等群体，租赁价格较同地段同品质市场租赁住房租金有所下浮，下浮程度根据各重点城市政策规定有所不同。受此影响，城投企业毛利率较低。以深圳市人才安居集团有限公司（以下简称“深圳安居”）为例，由于其租金下浮较多，近年来保障房租赁收入虽持续增长，且政府对部分房源给予公司补贴，但是深圳安居保障房租赁业务毛利率持续为负。公租房主要针对中等偏下收入住房困难家庭，公租房的租金标准下浮程度更大，租金通常不超过同地段、同品质、同类型普通商品房市场租金的 60%。

表 2 重点城市保障性租赁住房租金规定情况

| 重点城市         | 保障性租赁住房租金                                                                                    | 租金调整约定      |
|--------------|----------------------------------------------------------------------------------------------|-------------|
| 北京、上海、成都、杭州等 | 租赁价格应在同地段同品质市场租赁住房租金的 <b>90%以下</b>                                                           | 租金年涨幅不超过 5% |
| 厦门           | 不高于同地段同品质市场化租赁住房租金 <b>95%</b>                                                                |             |
| 深圳           | 社会主体出租：租金不高于同期同区域同品质租赁住房市场参考租金的 <b>90%</b> ；<br>政府组织配租：租金按照同期同区域同品质租赁住房市场参考租金的 <b>60%</b> 确定 |             |
| 武汉           | 不高于同地段同品质市场租赁住房租金的 <b>85%</b>                                                                | /           |

资料来源：公开资料

**配售型保障房回款周期长。**政府回购模式下的配售型保障房回款进度受政府财政资金影响较大，定向销售模式下则受销售价格、地理位置、人口变动情况以及区域商品房市场行情等因素影响较大。

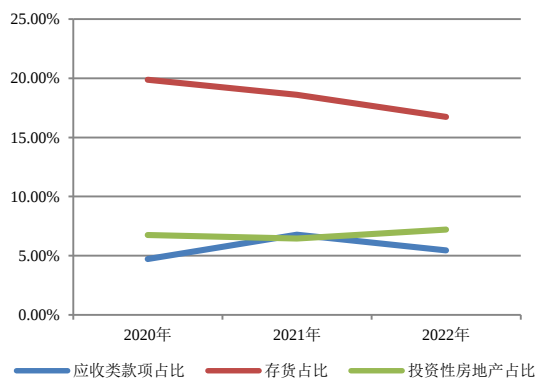
表 3 部分样本企业配售型保障房去化进度/回款进度情况

| 城投企业                          | 2022 年末去化进度/回款进度                                                         | 去化影响因素                                           |
|-------------------------------|--------------------------------------------------------------------------|--------------------------------------------------|
| 北京保障房中心有限公司                   | 可供出售套数 1780 套，面积 14.22 万平方米，待出售储备房项目较多；应收账款 28.71 亿元，主要为储备房销售款、公租房租赁款    | 销售和回款进度受北京市住建委等影响                                |
| 深圳市人才安居集团有限公司                 | 2022 年 11 月深圳推出首批可售型人才房认购，项目分布在深圳各区，2023 年 3 月末去化率约为 58%                 | 房屋配售时间和对象受政府影响较大                                 |
| 青岛公共住房建设投资有限公司（母公司青岛地铁集团有限公司） | 定向销售模式：4 个项目去化进度超 95%，理工大学人才公寓为 77%，珠江花园为 81%；政府回购模式：已完工 1 个项目，回款进度约 70% | 定向销售模式：由青岛市住房保障中心审核购房者购买资格，确定购房群体<br>政府回购模式：财政资金 |
| 成都城建投资管理集团有限责任公司              | 8 个项目，其中 1 个已售罄，7 个在销售中                                                  | 受人才选房影响，可能销售进度不达预期                               |

资料来源：公开资料

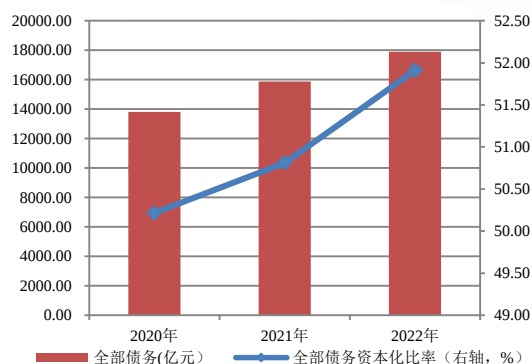
**配租型保障房投资回报期长。**除了划拨获得的配租型保障房，城投企业通过自建或购买模式形成的配租型保障房资产，也可实现较为稳定的现金流，但前期投入规模较大，投资回报期长。从年度租金收入/可租赁保障房账面价值的比例来看，一般为 3%~5%，投资回报期超 20 年。分别以北京和上海样本城投企业为例，在出租率 90% 左右的情况下，保障房租赁收入占对应投资性房地产账面价值的比重分别为 3.82% 和 5.62%。

**从资产构成和债务负担来看，样本城投企业存货占比相对较高，整体资产流动性偏弱；债务负担持续加重。**样本城投企业存货占比相对较高，主要为拿地成本、在建和已完工尚未结转的配售型保障房建设投入；应收类款项占比波动上升，其中应收当地政府或土储中心的保障房相关结算款项占比较高；投资性房地产占比持续提升，主要系可供出租的配租型保障房规模提升或相关建设投入增加所致。样本城投企业主要资产科目表现与前述分析的土地成本占比高、结算回款受当地政府影响、配租型保障房建设力度加大等基本一致。从债务负担看，样本城投企业全部债务资本化比率持续上升，长期借款占比相对较高。



数据来源：wind

图3 样本企业资产构成情况



数据来源：wind

图4 样本企业债务构成及债务负担情况

### 三、2023 年新出台政策对城投企业的影响

2023 年，国务院等针对保障房建设出台了一系列政策。

表 4 2023 年以来出台的主要全国性政策/指引性讲话

| 发布单位/政策名称                                             | 发布日期            | 主要内容                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                       |
|-------------------------------------------------------|-----------------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 中央政治局会议                                               | 2023 年 4 月 28 日 | 规划建设保障性住房；在超大特大城市积极稳步推进城中村改造及“平急两用”公共基础设施建设                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                |
| 国务院常务会议《关于规划建设保障性住房的指导意见》国发〔2023〕14 号（以下简称“国发 14 号文”） | 2023 年 8 月 25 日 | ① <b>提高保障性住房在住房总供给中的比例</b> ，加大保障性住房建设和供给，让工薪收入群体逐步实现居者有其屋；<br>②由城市人民政府 <b>按划拨方式供地</b> 和负责建设配套设施，在此基础上采取市场化方式运作， <b>按保本微利原则配售</b> ；<br>③ <b>不得新增地方政府隐性债务</b> ；<br>④保障性住房建设坚持以 <b>需定建</b> ，支持城区常住人口 300 万以上的大城市率先探索实践；<br>⑤充分利用 <b>依法收回的已批未建土地、房地产企业破产处置商品住房和土地、闲置住房等建设筹集保障性住房</b> 。在符合规划、满足安全要求、尊重群众意愿的前提下， <b>支持利用闲置低效工业、商业、办公等非住宅用地建设保障性住房</b> ，变更土地用途，不补缴土地价款，原划拨的土地继续保留划拨方式；<br>⑥对保障性住房实施严格的 <b>封闭管理</b> ，禁止以任何方式违法违规将保障性住房变更为商品住房流入市场；<br>⑦对符合条件的保障性住房项目， <b>中央通过现有资金安排渠道适当给予补助</b> 。将符合条件的保障性住房项目纳入 <b>地方政府专项债券</b> 支持范围。支持利用住房公积金向缴存职工发放购买保障性住房的个人住房贷款，在确保贷款资金安全的前提下，在城区常住人口 300 万以上的大城市试点 <b>利用住房公积金发放保障性住房开发贷款</b> |
| 规划建设保障性住房工作部署电视电话会议                                   | 2023 年 9 月 4 日  | 要坚持规划先行、谋定后动，扎实做好前期工作、严格项目管理和成本控制，综合考虑市场形势，合理把握建设节奏；要建立公平公正的配售机制，加强监督审计，重点针对住房有困难且收入不高的工薪收入群体及政府引进人才， <b>按保本微利原则配售</b> ；保障性住房要实施 <b>严格封闭管理</b> ，不得上市交易                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                     |
| 财政部、国家税务总局、住房城乡建设部《保障性住房实施税                           | 2023 年 9 月 28 日 | 企事业单位、社会团体以及其他组织 <b>转让旧房</b> 作为保障性住房房源且增值额未超过扣除项目金额 20%的，免征土地增值税；对保障性住房经营管理单位 <b>回购保障性住房</b> 继续作为保障性住房房源的，免征契                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                              |

|                                  |                  |                                                                                                                             |
|----------------------------------|------------------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 费减免政策》                           |                  | 税；对个人购买保障性住房减按 1% 的税率征收契税                                                                                                   |
| 中央金融工作会议                         | 2023 年 10 月 31 日 | <b>因城施策</b> 用好政策工具箱，更好支持刚性和改善性住房需求， <b>加快保障性住房等“三大工程”建设</b> ，构建房地产发展新模式                                                     |
| 推动构建房地产发展新模式——访住房和城乡建设部党组书记、部长倪虹 | 2023 年 11 月 12 日 | 加快保障性住房等“三大工程”建设，规划建设保障性住房是完善住房制度和供应体系、重构市场和保障关系的重大改革。这次改革的重点是 <b>拓展配售型保障性住房的新路子</b> ，最终是实现政府保障基本需求、市场满足多层次住房需求，建立租购并举的住房制度 |

资料来源：公开资料

通过分析上述政策，联合资信认为对城投企业的影响如下：

**配售型保障房将继续作为保障房的重要组成部分。**“十四五”以来，保障性租赁住房作为保障房建设的主力，配售型保障房规模相对较小。在解决居民住房困难，促进房地产市场平稳健康发展，推动建立房地产业转型发展新模式的背景下，国发 14 号文等指出“加大保障性住房建设和供给，让工薪收入群体逐步实现居者有其屋”。未来，我国房地产市场或将形成“保障房+商品房”双轨运行机制。除配租型保障房外，配售型保障房也将是建设重点，用于满足刚性住房需求。

**充分盘活存量和用地方式的转变有助于缓解城投企业的建设支出压力。**国发 14 号文鼓励充分盘活存量，对于城投企业而言，相较于新建设保障房，整体的资金压力将有所减轻。用地供给方面，国发 14 号文出台前，保障性租赁住房多以招拍挂形式拿地，城投企业拿地支出规模大。国发 14 号文明确了保障房用地，一是保障性住房以划拨方式供应土地，仅支付相应的土地成本；二是要充分利用依法收回的已批未建土地和房地产企业破产处置土地。用地供给渠道的调整，将减少城投企业的拿地支出。

**配售规则决定了城投企业保障房业务仍为本微利。**政策明确了配售价格按基本覆盖划拨土地成本和建安成本、加适度合理利润的原则测算确定。

**因不得新增地方政府隐性债务，之前配售型保障房建设的政府回购和委托代建模式或将不能再实施。**城投企业之前部分配售型保障房建设项目以政府回购和委托代建模式实施，根据国发 14 号文，未来保障房建设采取市场化方式运作，凡是因之新增地方政府隐性债务的，一律不得实施。

## 四、 相关建议

城投企业作为保障房建设的重要主体，承担了保障房建设的重要任务，有其开展保障房建设业务的优势，也面临资金支出压力较大、回款周期长和毛利率较低等风险。在 2023 年新出台保障房相关政策基础上，本文从信用评级角度，提出城投企业开展保障房业务的建议。

**在保障房业务保本微利模式下，城投企业更需要提升管理水平，实现降本增效。**城投企业一方面需做好项目建设过程中的管理，在保障房建设前做好选址调研和相关

方案设计，建设过程中精细化管理；另一方面需做好交房后的“全生命周期”管理，提升居住品质。

**做好项目测算和可行性研究，盘活存量资产。**武汉市城市建设投资开发集团有限公司自 2022 年以来将超过 8000 套房源以“工改租”“商改租”的形式转变为保障性租赁住房。太仓市则通过“以旧换新”模式，解决新建商品房去化和保障房来源问题。具体的，太仓市城市发展集团有限公司和太仓市城市建设投资集团有限公司购买市民的二手房，并对价格进行评估，按评估价抵扣新房房款，最高不超过新房总价的 60%，市民所购新房也由这两家城投企业开发；回收的二手房将改造成保障房。

城投企业在做好项目测算和可行性研究的前提下，充分盘活存量资产可以满足市场上的保障房需求，以及解决存量工业厂房、商品房去化问题，降低城投企业的建设支出压力，避免重复建设。

此外，城投企业盘活烂尾房地产项目也有一些案例。城投企业重点需根据烂尾房地产项目的位置、后续资金需求、如何保障购房人和债权人的权益，做好前期规划和投资回报测算。

**不同地市城投企业根据当地政策和房地产市场情况，开展保障房业务。**城投企业需根据当地政策、区域经济能力、房地产市场情况和保障房需求，判断以何种形式何种规模来开展保障房业务。房地产过剩地区，建议城投企业应以盘活存量房产为主。

**拓展延伸业务，在主业基础上积极探索养老、物业等业务。**在人口老龄化日益加剧的背景下，城投企业可将养老作为延伸业务，配套养老服务，实现新的利润增长点。但考虑到养老服务专业强、投资大且风险高，未来城投企业保障房配套的养老业务仍有很大的探索空间。同时，部分城投企业设有负责物业管理业务的子公司，管理持有的各类房产物业，也会通过市场招投标和直接委托的方式来扩大自身业务范围。未来，城投企业可通过开展保障房的物业业务，实现长期的物业管理收入。

## 相关研究

[【保障房系列研究】保障性住房制度不断完善 政策发力助推市场发展](#)

[【保障房系列研究】我国逐步完善以政府引导、市场驱动的保障性住房体系](#)

## 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。