

LIANHE  
IDENTIFICATION  
EVALUATION  
IMPACT  
PLAN

# 城投公司参与城市更新业务的模式及主要风险研究

联合资信 公用评级四部 | 马 颖



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



伴随城市化进程的不断推进，我国城市发展逐渐面临土地、产业、人居环境等方面的压力和瓶颈，为促进城市可持续发展，城市更新应运而生。我国城市更新实践地方先行，“一城一策”，在更新手段、供地模式、收益及投资规模等方面具有鲜明特征，参与主体众多，城投公司因具有实施城市更新项目的天然优势而成为重要参与方。在地方政府引导及自身市场化转型的需要下，城投公司纷纷涉足当地的城市更新项目，其实施项目时可供选择的业务模式有哪些，又将面临哪些风险，本文将进行重点研究，并从信用评级角度为城投公司开展城市更新项目提出相关建议。

## 一、城市更新的背景及主要特征

根据国家发改委规划司的解释，城市更新行动是指对旧城区内功能偏离需求、利用效率低下、环境品质不高的存量片区进行功能性改造，打造成为新型生产生活空间，以推进老旧小区、老旧厂区、老旧街区、城中村等“三老一村”改造为主要内容。

### （一）城市更新产生的背景

伴随城市化进程的不断推进，我国城市发展逐渐面临土地资源瓶颈和产业结构转型的双重压力，部分区域因设施老化或设计局限等导致城市功能衰退，给居民生活带来不便。当前我国城镇化率达 65%，部分城市的城镇化水平已经超过 80%，正处于由增量扩张转向存量更新的阶段。在此情况下，城市更新成为促进城市可持续发展的重要途径。

在我国，“城市更新”一词最早由深圳市提出，2009 年深圳市人民政府颁布《深圳市城市更新办法》，对城市更新的定义及类型进行了界定。我国国家层面的城市更新概念始于 2019 年 12 月的中央经济工作会议，并在 2021 年 3 月列入了政府工作报告和“十四五”规划，至此城市更新进入了快速发展期，由地方探索扩大到全国发展。目前国家层面尚未对城市更新专门立法，但住建部、发改委等部委相继发布了一系列城市更新相关通知，深圳市、上海市、辽宁省、北京市等地方陆续发布了各自的城市更新条例，多个城市发布了各自的城市更新办法、行动计划、实施细则等，城市更新的政策体系日渐完善。

表 1 国家层面关于城市更新的相关政策

时间	会议或文件名称	核心内容
2019 年 12 月	中央经济工作会议	加强城市更新和存量住房改造提升
2021 年 3 月	中华人民共和国国民经济和社会发展第十四个五年规划和 2035 年远景目标纲要	加快推进城市更新，改造提升老旧小区、老旧厂区、老旧街区和城中村等存量片区功能，推进老旧楼宇改造，积极扩建新建停车场、充电桩

2021 年 4 月	国家发展改革委《2021 年新型城镇化和城乡融合发展重点任务》	实施城市更新行动。在老城区推进以老旧小区、老旧厂区、老旧街区、城中村等“三区一村”改造为主要内容的城市更新行动。加快推进老旧小区改造，2021 年新开工改造 5.3 万个，有条件的可同步开展建筑节能改造。在城市群、都市圈和大城市等经济发展优势地区，探索老旧小区和大型老旧街区改造。因地制宜将一批城中村改造为城市社区或其他空间
2021 年 8 月	住建部《关于在实施城市更新行动中防止大拆大建问题的通知》	划定“2255”底线，防止城市更新变形走样，保留利用既有建筑，探索可持续更新模式
2021 年 11 月	住房和城乡建设部办公厅发布《关于开展第一批城市更新试点工作的通知》	决定在北京市、河北省唐山市、山东省烟台市、山东省潍坊市、四川省成都市、重庆市渝中区、重庆市九龙坡区等 21 个城市（区）开展第一批城市更新试点工作，自 2021 年 11 月开始，为期 2 年
2022 年 6 月	国家发改委《“十四五”新型城镇化实施方案》	有序推进城市更新改造，重点在老城区推进以老旧小区、老旧厂区、老旧街区、城中村等“三区一村”改造。探索政府引导、市场运作、公众参与模式。注重改造活化既有建筑，防止大拆大建
2022 年 7 月	国家发改委《关于做好盘活存量资产扩大有效投资有关工作的通知》	对长期闲置但具有较大开发利用价值的老旧厂房、文化体育场馆和闲置土地等资产，可采取资产升级改造与定位转型、加强专业化运营管理等，充分挖掘资产潜在价值，提高回报水平
2023 年 7 月	住房和城乡建设部《关于扎实有序推进城市更新工作的通知》	坚持城市体检先行、发挥城市更新规划统筹作用、强化精细化城市设计引导、创新城市更新可持续实施模式、明确城市更新底线要求

注：“2255”是指原则上城市更新单元（片区）或项目内拆除建筑面积不应大于现状总建筑面积的 20%，拆建比不应大于 2，居民就地、就近安置率不宜低于 50%，城市住房租金年度涨幅不超过 5%

资源来源：联合资信综合整理

## （二）城市更新的主要特征

广义的城市更新包括棚户区改造、旧城改造和片区开发等，狭义的城市更新则主要指“三老一村”改造。以棚改为主的以往的城市更新追求增量，主要采取拆除重建、大拆大建的更新手段，而现阶段的城市更新主要强调可持续发展，具有以下特征：

**留改拆相结合，拆除重建比例较低：**现阶段的城市更新强调“留改拆”并举，以保留、利用、提升为主，拆除重建的比例较低。并且在开展具体项目时，需符合住建部“2255”的底线要求。

**供地模式多样化。**根据《土地法》及自然资源部相关规定，对于经营性用地必须通过招标、拍卖或挂牌等方式向社会公开出让国有土地。相比于此，城市更新项目的供地模式则较为多样化，在城市更新项目中，除了公开招拍挂外，各地根据实际需要，还出台了相关政策，允许或鼓励采用协议出让、带方案招拍挂等多种土地供应方式。2023 年 11 月，自然资源部办公厅印发了《支持城市更新的规划与土地政策指引（2023 版）》的通知，明确了复合利用土地、容积率核定优化、建筑规模统筹、技术标准差异化等方面的支持举措，完善了城市更新在规划管控和土地利用方面的支撑保障。

**表 2 部分城市出台的城市更新政策中关于土地供应方式的表述**

土地供应方式	内容	相关政策
带方案招拍挂	城市更新项目涉及土地出让的，依据经批准的项目实施方案，采取协议出让或公开招拍挂（含带方案招拍挂）方式办理供地手续。采取带方案招拍挂方式的，可将经批准的项目实施方案中确定的规划控制要素及产业条件等纳入供地方案中予以明确，相关内容载入土地出让合同	《重庆市城市更新管理办法》 2021.06.16
	规范“带实施方案挂牌”出让。区政府（功能区管委会）组织实施主体编制项目实施方案，项目实施方案及全生命周期监管协议（由实施主体配合相关区政府编制）作为土地出让方案的附件，在挂牌公告时一并公示	济南市人民政府办公厅关于印发济南市城市更新专项规划（2021—2035 年）的通知 2022.12.05
准净地出让	城市有机更新涉及搬迁补偿的，可采取公开方式确定土地使用权人作为项目开发建设主体，并预先约定土地出让合同生效及解约条件，区政府（管委会）组织实施搬迁补偿后，移交土地使用权人实施开发建设	《成都市城市有机更新实施办法》2020.05.28
特定情况下允许协议出让	符合条件的，国有建设用地租赁可以依法转为国有建设用地使用权出让	《北京市城市更新条例》 2023.03.01
	按照法律规定，没有条件，不能采取招标、拍卖、挂牌方式的，经市人民政府同意，可以采取协议出让方式供应土地	《上海市城市更新条例》 2021.09.01
租赁方式供地	鼓励在城市更新活动中采取租赁方式配置国有建设用地。租赁国有建设用地可以依法登记，租赁期满后可以续租。在租赁期以内，承租人按照规定支付土地租金并完成更新改造	《北京市城市更新条例》 2023.03.01
	城市有机更新不涉及国有土地使用权及房屋所有权变动的，可通过市场租赁方式取得原建筑使用权	《成都市城市有机更新实施办法》2020.05.28
土地作价入股	开展城市更新活动的，国有建设用地依法采取租赁、出让、先租后让、作价出资或者入股等有偿使用方式或者划拨方式配置	《北京市城市更新条例》 2023.03.01
	城市有机更新涉及国有土地使用权及房屋所有权变动的，可通过协议搬迁、房屋征收、房屋买卖、资产划转、股份合作等方式依法办理不动产登记	《成都市城市有机更新实施办法》2020.05.28
土地使用权转让	物业权利人可以通过协议方式，将房地产权益转让给市场主体，由该市场主体依法办理存量补地价和相关不动产登记手续	《上海市城市更新条例》 2021.09.01

注：上表中涉及日期的为其施行日期，以上为不完全列举

资料来源：联合资信综合整理

**具有一定收益。**城市更新项目多数都有一定的经营性收益，例如老旧小区改造项目的收益通常包括物业管理费、停车费、闲置空间租赁费等，但与市场化程度较高的项目相比，其收益水平相对较低，尤其在住建部对拆除比和拆建比作了明确规定后，城市更新项目的收益率水平明显降低。

**不同区域各有特色：**我国城市更新实践中地方先行，各城市制定的城市更新政策在更新内容、侧重点等方面存在明显差异，因此城市更新在推进时需要“一城一策”。另外，在更新项目类型方面，各城市也有不同的特色，比如北京作为千年古都，其城



市更新相对更重视传统建筑修缮和城市风貌保护。重庆市作为中国六大老工业基地之一，拥有较为丰富的工业资产，其城市更新项目中老旧厂区改造、老旧街区改造居多。成都市作为国家历史文化名城，城市风貌和文化底蕴较为深厚，城市更新以老旧小区改造、老旧街区改造和片区开发为主。

**投资规模大：**据住建部数据统计，截至 2022 年，中国已有 411 个城市实施超 2.3 万个城市更新项目，总投资达 5.3 万亿元。其中不乏多个百亿级的城市更新项目，例如天津城市基础设施建设投资集团有限公司承担的金钟河大街南侧城市更新项目及设计之都核心区柳林街区城市更新项目、成都市锦江投资发展集团有限公司开展的成都市锦江区四圣祠片区城市有机更新项目的投资规模均在 100~200 亿元之间。

### （三）城投公司是重要的参与主体

城市更新项目的实施主体可分为：政府部门、国有企业（包括城投公司）、房地产开发企业、施工单位等。

**项目实施主体因城而异。**从各城市的政策及案例实践看，不同区域的城市更新项目实施主体有一定差异，比如已经启动了大规模旧改近三十年的上海市，由于拆迁成本高、开发难度大、市场主体参与的积极性不高，其城市更新项目以政府主导推进为主。深圳、广州等地区的城市更新项目则市场化程度相对较高，有统计资料显示，深圳市城市更新项目实施主体以民营企业为主，占比达 74%，其次为国企，占比仅 16%。但受房地产行业深度调整等影响，2021 年以来上述地区有多个城市更新项目转让给国有企业继续推进。北京、天津、山东省等地区的城市更新项目，政府部门、城投公司参与的相对多一些。

**示范项目多由政府部门或城投公司开展。**通常情况下各地的城市更新示范项目库中由政府部门和城投公司作为实施主体的居多，比如 2023 年 9 月山东省住房和城乡建设厅公布的 132 个城市更新示范项目中实施主体为政府部门和城投公司的比例分别约为 71%和 16%。重庆市住建委印发的《2023 年增补城市更新试点示范项目年度计划》中公布了总投资 285 亿元的 12 个城市更新项目，项目实施主体均为国有企业，其中多数为城投公司。

**城投公司具有实施城市更新项目的天然优势。首先，具有政策支持优势。**城投公司通常与地方政府关系较为紧密，城投公司参与城市更新项目有利于地方政府降低其决策风险，对区域的城市更新工作起到带动和示范作用，也因此涉及公共利益、公共安全、历史风貌的城市更新项目，地方政府通常指定或授权当地国有企业（通常是城

投公司）作为项目实施主体。**其次，具有资源协调优势。**城市更新项目的报批报建程序繁琐，审批手续多。相比于民营企业，城投公司更加熟悉区域规划和发展需要，其作为实施主体，更有利于审批工作的快速推进。此外，一个城市更新项目涉及投资、规划、设计、建造、运营等各个环节，部分项目产权结构较为复杂，实施主体可能需要进行拆迁意愿征询、规划编制、资金筹措、项目运营等工作，这对其综合能力提出了更高要求。而城投公司在统筹整合政府单位、金融机构等外部资源方面具备一定优势。**再次，具有项目经验优势。**城投公司通常具有较丰富的基建项目经验，部分城投公司的业务还涉及公用事业、房地产开发、工程施工等领域，这为其开展城市更新项目提供了技术支持和团队储备。

**表 3 部分城市关于城市更新项目实施主体的安排**

区域	核心内容及主旨
上海市	<ul style="list-style-type: none"> <li>《上海市城市更新条例》中规定属于历史风貌保护、产业园区转型升级、市政基础设施整体提升等情形的，市、区人民政府可以指定更新统筹主体。国有企业土地权利人应当带头承担国家、本市重点功能区开发任务，实施自主更新。国有企业应当积极向市场释放存量土地，促进存量资产盘活。国有资产监督管理机构应当建立健全与国有企业参与城市更新活动相适应的考核机制</li> </ul>
天津市	<ul style="list-style-type: none"> <li>《天津市老旧房屋老旧小区改造提升和城市更新实施方案》明确，涉及建设周期长、投资规模大、跨区域以及市级重大城市更新项目，可通过政府授权方式，由具有实力的国有企业作为实施主体</li> <li>2021 年 6 月 17 日，天津市委常委会会议审议批准天津城市基础设施建设投资集团有限公司为首批城市更新项目实施主体；6 月 19 日，天津市政府发文，支持天津泰达投资控股有限公司作为城市更新项目开发主体之一，运用相关城市更新项目开发政策，创新业务模式，加快土地和房产资源盘活利用</li> </ul>
北京市	<ul style="list-style-type: none"> <li>《北京市城市更新行动计划（2021—2025 年）》指出，畅通社会资本参与路径，鼓励市属、区属国有企业搭建平台，加强与社会资本合作，通过设立基金、委托经营、参股投资等方式，参与城市更新</li> </ul>
武汉市	<ul style="list-style-type: none"> <li>《武汉市人民政府办公厅关于印发武汉市城市更新中心组建方案的通知》中明确，要设立武汉市城市更新投资有限公司，具体承担全市城市更新重难点项目的改造建设任务</li> </ul>

资料来源：联合资信综合整理

## 二、城投公司城市更新业务现状及主要模式

### （一）我国部分城市城投公司城市更新业务开展现状

实践中发现，我国部分城市中已有一定数量的城投公司主导或参与了当地的城市更新项目，项目类型较为多样，具有一定区域特色，业务模式以自营自建为主，老旧小区改造、历史街区改造等公益性相对较强的项目则更多采用委托代建模式。

本文从我国超大城市以及住建部公布的 21 个试点城市中选取了上海、北京、深圳、成都和烟台五个城市，对其区域内的发债城投公司的城市更新业务开展现状进行研究。研究发现，深圳市和烟台市的城投公司数量较少，上海市、北京市和成都市的城投公司中开展城市更新项目的比例在 25% 左右。其中，上海市开展城市更新项目的城投公司主要包括市属企业以及静安区、黄浦区和普陀区等老城区的区属企业，项目

类型以旧区改造、城中村改造和历史建筑保护改造项目为主，业务模式主要为自营自建，少数历史建筑保护改造项目采用委托代建模式。与上海市类似，成都市参与城市更新项目的城投公司既有市属企业，也有成华区、金牛区、温江区和新都区等的区属企业，项目类型以片区开发为主，也有部分特色街区改造、公共空间改造及工业上楼项目。

**表 4 我国部分城市的发债城投公司城市更新业务开展现状梳理**

城市	区域内城投公司数量	开展城市更新项目的城投公司数量	项目类型	项目业务模式
上海	61	13	以旧区改造、城中村改造和历史建筑保护改造项目为主	绝大多数都是自建自营模式，少数历史建筑保护改造项目采用委托代建模式
北京	32	8	以老旧厂房、低效产业园区、老旧低效楼宇改造为主，也有部分历史文化街区改造和老旧小区改造项目	老旧小区改造采用委托代建模式，其他项目主要采用自建自营模式
深圳	8	3	以工业上楼项目为主，也有部分老旧小区改造、老旧商业改造项目	老旧小区改造项目资金平衡方式暂未确定，其他项目主要采用自建自营模式
成都	100	23	以片区开发为主，也有部分特色街区改造、公共空间改造及工业上楼项目	成华区的城市更新项目以委托代建为主，其余区域的城市更新项目以自建自营为主，少数未确定资金平衡方式
烟台	6	1	历史街区改造项目	资金平衡方式未确定

资料来源：联合资信综合整理

## （二）主要模式

具体来看，城投公司开展城市更新项目的业务模式主要有以下几种：

**委托代建模式：**与城投公司传统的基础设施建设业务类似，城投公司接受地方政府委托，以代建模式承接区域内具体城市更新项目的建设，项目建设资金主要由财政拨付或由城投公司负责筹措。实践来看，采用该模式推进的项目案例不多，项目类型主要集中在老旧小区改造、公共空间改造等公益性较强、收益相对有限的项目上。

**PPP 模式：**城投公司作为政府方出资代表或社会资本方，以 PPP 模式参与政府主导的城市更新项目，PPP 模式下的项目公司作为实施运营主体，负责城市更新项目的融资、投资、建设、运营等全流程工作。实践来看，城投公司采用 PPP 模式参与城市更新项目的案例相对有限，PPP 模式更多出现于房地产开发企业、施工单位等实施的城市更新项目中。此外，2023 年 11 月，国务院办公厅转发国家发展改革委、财政部《关于规范实施政府和社会资本合作新机制的指导意见》，该意见明确提出，政府和社会资本合作项目应聚焦使用者付费项目，项目经营收入能够覆盖建设投资和运营成本、具备一定投资回报，不因采用政府和社会资本合作模式额外新增地方财政未来支出责任，政府付费只能按规定补贴运营、不能补贴建设成本。因此，可以合理预见，



受符合该种回报机制的项目大幅减少影响，采用 PPP 模式开展的城市更新项目将更加有限。

**“投资人+EPC”模式：**地方政府授权城投公司作为项目实施主体，城投公司通过公开招标的方式选择社会投资人（通常为 EPC 总承包方），城投公司与社会投资人按照约定股权比例成立项目公司（由于投资人作为主要出资对象，其出资比例较高，通常是项目公司的控股股东），由项目公司负责城市更新项目的投资、建设以及运营工作。项目公司的收益主要由两部分构成：项目运营收入（主要收益来源）、城投公司或政府相关部门支付的运营补贴。

**“EPC+O”模式：**以城投公司为实施主体，其通过公开招标等方式选择城市更新项目的工程建设和运营方，“EPC+O”将设计、采购、施工和运营等环节结合起来，在 EPC 总承包模式基础上向后端运营环节进行延伸，有利于提高项目运营效率和降低全生命周期成本。

**自建自营模式：**经地方政府指定、授权或通过其他渠道获取城市更新项目后，城投公司自筹资金进行项目建设，并通过项目改造提升后的租售及运营（物业管理、广告、充电桩等）收入平衡前期投资。实践中，对于一些老旧厂房改造、老旧商业改造等项目，城投公司还可通过资产或股权收购、资产租赁等方式，对相关资产进行改造提升并获取租金收益。例如北人厂（南区）老旧厂房改造提升项目即北京城市副中心投资建设集团有限公司（以下简称“北投集团”）与北人集团有限公司签订整体租赁合同，北投集团自筹资金对该宗工业用地盘活并按照规定实施改造建设后获取收益。

**发起设立城市更新基金：**城投公司作为政府出资人发起设立城市更新基金，吸引社会资本参与。组织形式上，城投公司通常作为基金管理人，负责组建基金管理公司和基金的日常经营管理，收益为管理费和利润分成；其他参与方为有限合伙人，以其投资金额为限承担有限责任，收益为利润分成，采用设立母子基金架构，母基金以直接投资和设立子基金投资两种方式进行投资，子基金一般针对城市更新中边界清晰、性质统一的具体子项目。目前已有无锡、天津、石家庄、南宁等城市的城投公司发起设立城市更新基金，但由于组建时间较短，投资收益情况暂不详。从退出方式看，若城投公司参与投资母基金，母基金从直接投资项目中退出，实现提前退出，而母基金若从子基金中退出，一般通过到期清算、社会资本回购、股权转让、发行 REITs 等方式退出。

**表 5 城投公司开展城市更新项目的主要模式及其适用范围、优缺点**

模式	适用范围	优势	劣势	实践案例
委托代建	主要适用于公益性较强、收益不高且投	城投公司实施项目的收益相	未调动市场参与者的积极性，项	成都成华区的片区改造项目以及重庆江北区的老旧小区及老旧厂区改造项目多采用该模式



	资规模不大的城市更新项目，比如老旧小区改造、公共空间改造等	对确定	目全部由政府出资，地方财政压力较大	
PPP 模式	主要适用于回报机制较为成熟、有一定市场收益的项目，例如老旧厂区改造、老旧商业改造等	引入社会资本方可以提高效率及项目运作水平，减轻财政负担	PPP 项目库目前处于暂停状态；PPP 项目有财政承受能力 10% 限额的红线，其规模受到一定限制	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 重庆城投城市更新建设发展有限公司（以下简称“重庆城更公司”）以社会投资人身份与中国建筑第八工程局有限公司（以下简称“中建八局”）组建联合体共同建设运营朝天门片区治理提升项目，该项目投资规模约 28 亿元，重庆城更公司、中建八局和重庆市渝中城市建设投资有限公司分别对项目公司持股 80%、10% 和 10%，项目运营期 20 年，回报机制是使用者付费和政府可行性缺口补助</li> <li>● 重庆市九龙坡区城市有机更新老旧小区改造项目投资规模约 4 亿元，政府出资方是重庆渝隆资产经营（集团）有限公司，社会资本方是北京愿景华城复兴建设有限公司、九源（北京）国际建筑顾问有限公司和核工业金华建设集团有限公司，上述主体分别对项目公司持股 20%、78%、1% 和 1%，合作期限 11 年，回报机制为可行性缺口补助</li> </ul>
“投资人+EPC”模式	主要适用于投资规模较大的城市更新项目，例如片区开发等	通过引入大型施工企业等社会资本，很大程度上可以解决项目投资资金的问题	该类模式下的项目收益主要为运营收益及专项补贴，满足该类回报机制的项目较少，同时若补贴机制被设计成债务性条款，可能会存在新增隐性债务风险	河源市东源县城乡基础环境综合提升工程项目投资约 40.9 亿元，东源县政府授权东源县城乡建设投资有限公司（以下简称“东源城建”）作为项目投资主体，后者对外招投确定社会资本，并和社会资本（中铁建发展集团有限公司、中铁二十三局集团有限公司、中铁第五勘察设计院集团有限公司）组建项目公司（东源城建持股 20%），对项目进行投资建设，项目验收后移交东源城建或其指定单位，项目回报为农田垦造指标交易等
“EPC+O”模式	主要适用于对项目运营能力要求较高的城市更新项目，例如片区开发、历史文化街区改造等	有利于解决设计、施工和运营脱节的问题，提高项目运营效率，降低全生命周期内的成本	参与方较多，管理难度较大；较难选择合适的运营单位	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 成华区猛追湾片区城市更新项目，由成华区政府及其平台公司负责收储及租赁现有房屋，引入万科作为运营商，施工完成后，万科通过包租模式，获得一定年限的运营管理权，运营期满后无偿移交给政府</li> <li>● 青岛潍县路 19 号和青岛商会旧址更新改造项目由青岛市市南区属国有企业青岛市建设投资有限公司出资对前期历史建筑进行保护修缮，中国建筑第八工程局有限公司承担设计、修缮施工，同时取得项目 15 年的运营权，运营收益由双方按约定比例分成</li> </ul>
自建自营模式	主要适用于收益来源较为广泛，可以自求平衡的项目	有利于利用城投公司的资源及融资便利优势，丰富其经营性收入	投资规模大，对城投公司资金占用明显，且未来收益不确定性较大	多数城投公司开展的城市更新项目均采用自建自营模式
城市更新基金	主要根据地方政府要求及自身发展需要设立	有利于体现国企担当、扩大自身投资收益	城市更新基金的退出期可能较长，同时退出机制尚不明确，实施上面临诸多挑战	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 无锡、天津、石家庄、南宁等城市的城投公司发起设立城市更新基金</li> </ul>

注：PPP 项目有财政承受能力 10% 限额的红线是指每一年度全部 PPP 项目需要从预算中安排的支出责任占一般公共预算支出比例不超过 10%

资料来源：联合资信综合整理

### 三、城投公司参与城市更新项目风险分析

当前我国城投公司实施的城市更新项目尚处于初期，仍处于大规模投资建设的阶段。城市更新为城投公司带来一定的发展机遇，有利于其增加经营性收入和实现市场化转型，但也可能带来诸多风险。常见的风险包括政策风险、经营风险、财务风险和合规风险。

**政策风险：**我国城市更新起步较晚，2021 年住建部启动第一批试点城市，至今刚满两年，因此各地的城市更新经验较为有限，实践中可能会随着项目经验的积累，对先前制定的城市更新政策进行修订、变更或完善。大型的城市更新项目从前期的谈判拆迁到开发建设再到完工运营通常会历经数年，期间除政策变更外，还可能因政府换届或其他情况导致城市更新项目无法满足相关要求而被暂停。加之，目前我国国家层面尚未对城市更新专门立法，仅深圳、上海、辽宁和北京出台了各自的城市更新地方性法规，其余省市出台的主要是城市更新办法、行动计划等，部分城市对城市更新项目中关注度比较高的问题（例如土地如何获取等）可能规定的较为笼统，实践中还需具体的实施细则。

**经营风险：**是指城投公司在运营中面临的不确定因素和挑战给其带来的风险。具体体现为：回款周期长、收益不确定性大、运营难度大。

①回款周期长：PPP 模式下的城市更新项目合作期限基本在 10~30 年之间，委托代建模式下的城市更新项目的回款周期取决于地方政府的财政实力及回款安排，自营模式下的城市更新项目主要通过租售及运营收入进行平衡，租金及运营收入所占的比例越高，对应的投资回收周期越长。例如上海市外滩地区 160 街坊保护改造项目完工后拟通过运营收入平衡前期投资，预计投资回收期 18.7 年。此外，受外部因素影响，城市更新项目还可能会出现工程进度缓慢、财务费用超支，并进一步导致项目投资回收周期的延长。例如上海外滩投资开发（集团）有限公司早前投资的外滩中央项目初步测算项目总投资是 39.77 亿元，原计划于 2017 年底完工，但因历史保护建筑改造项目审批流程相对繁琐，工程进度缓慢，导致财务费用超支约 8 亿元。需要特别注意的是，在工业用地更新改造的项目中，还可能会出现因土壤治理不到位导致项目竣工后无法通过土壤污染及环境检测验收的情况，并最终导致投资回收周期的无限延长。

②收益回报不确定：委托代建模式下项目通常收益确定程度较高，但该模式下的项目受限于当地财力，其他模式的城市更新项目更多与运营收入挂钩，面临的不确定性较大。

③运营难度大。城市更新项目通常要在项目中嵌入物业管理、文化旅游等多元化业务，城投公司长期从事的是基建项目的投资建设，普遍缺乏运营相关的专业人才。

**财务风险：**是指城投公司在资金运作、资本结构和财务状况等方面可能面临的风险，包括流动性风险、融资期限不匹配风险、或有负债及表外负债风险等。

①**流动性风险：**若实施的城市更新项目投资规模较大，并主要采用债务融资，将给城投公司带来较大的债务增量和刚性利息支出压力。若城投公司自身经营性现金流不足以覆盖城市更新项目刚性利息支出，将面临短期资金周转压力。

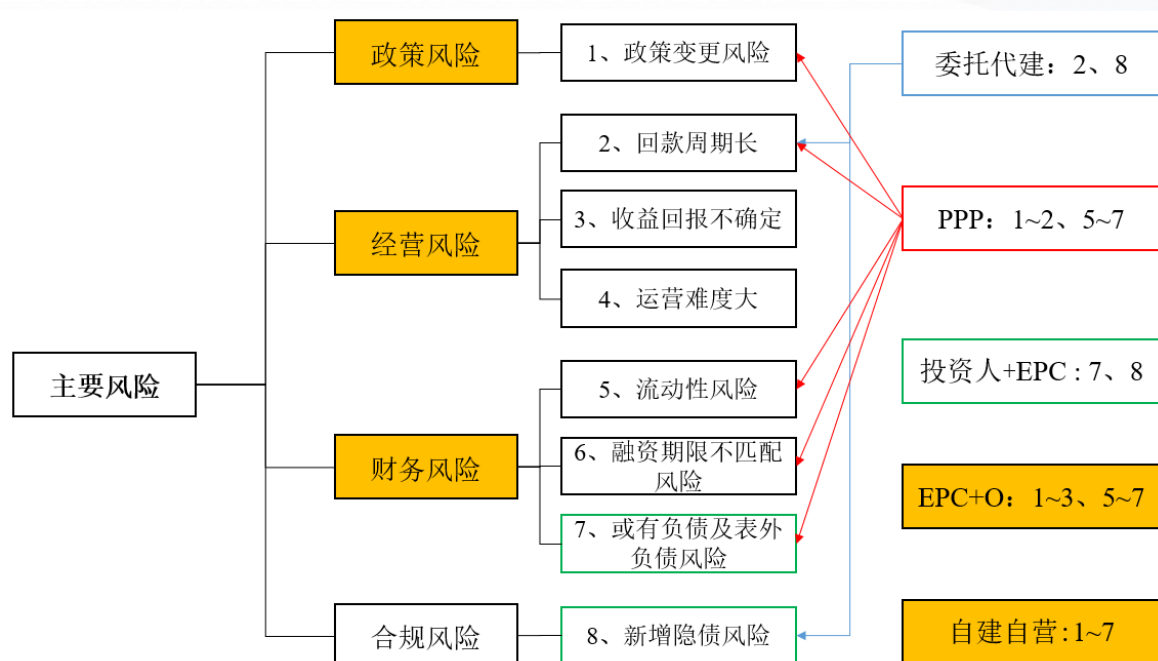
②**融资期限不匹配风险：**大型的城市更新项目投资回收周期通常长达 15~20 年。若城市更新项目采用银团贷款，而对应的银团贷款期限相对较短，或者若由于外部因素导致项目投资回收周期的延长，但贷款期限无法变更的情况，城投公司则面临“短贷长投”，给其债务管理和资金周转带来压力。

③**或有负债及表外负债风险：**若城投公司与第三方合作成立项目公司（城投公司参股），由项目公司负责项目具体的开发运营，该种情况下城投公司可能会为项目公司借款提供担保，由此产生担保代偿风险；亦或城投公司借助项目公司为其新增债务融资，形成城投公司的表外负债。

**合规风险：**主要是指涉嫌违规新增隐性债务风险。城市更新项目中若涉及地方政府提供担保或承诺以财政资金偿还债务、承诺兜底回购或由城投公司垫资建设等，则可能涉嫌违规新增政府隐性债务。尤其是片区开发项目中基本包含了公益性、准公益性、经营性项目，不同类型项目如何确定资金筹集方式，一定程度上决定了项目的合规性以及是否存在违规举债或隐性债务风险。

结合城投公司城市更新项目采用的业务模式来看，自建自营项目以及“EPC+O”模式下面临的风险点较多，涉及政策、经营及财务风险的较多方面。委托代建及“投资人+EPC”模式下的项目则可能面临新增隐债风险。

图 1 城投公司开展城市更新项目主要风险点及涉及的业务模式



资料来源：联合资信整理

#### 四、信用评级角度的相关建议

结合上述风险，本文从信用评级角度为城投公司开展城市更新业务提出以下建议。

**坚守合规与法律底线。**城投公司开展具体城市更新项目之前，务必熟悉国家法律法规及当地城市更新相关政策，必要时组成由公司内部法务员工与外部法律专业人士构成的合规小组，在资金来源、土地获取、平衡方式等重点环节，坚持合规审查先行，避免触及隐债红线。

**开展与自身规模相应的城市更新项目，适度举债。**城市更新项目通常具有较大的投资规模，城投公司开展项目之前要综合考虑自身职能定位及未来发展规划、当前债务规模及融资成本、城市更新项目的投资规模及资金来源等，积极争取当地的城市更新专项资金及基金支持，尽量降低债务融资占比。新增债务融资时，要审慎测算自身对新增债务的承受度，确保城市更新项目进入运营期之前，城投公司可依靠自身经营性业务覆盖城市更新项目对应债务的还本付息支出。

**充分调研并综合考虑各种因素，合理测算投资回收期，并匹配融资期限，保留一定安全边际。**在进行城市更新项目投资测算时，对售价、租金及运营收入的预测要充分调研项目周边实际情况，在决定项目租售比时，要结合当地政策审慎确定，例如部分城市规定在协议出让方式取得的土地上所建设的标准厂房只租不售，该种情况下项目的收益则不宜包括出售收入。城市更新项目若采用债务融资，则贷款期限应适当长于投资回收期，两者中间适当预留 3~5 年的安全边际。



**借助与专业运营公司的合作,提高运营效率。**城投公司擅长和政府单位沟通协调,但在和政府合作进行城市开发的过程中,通常缺乏项目运营的经验和专业人员,因此在城市更新项目中,必要时可聘请专业运营团队,通过签署运营协议等方式,以市场化方式提高运营效率,尽快实现项目收益。

## 联系人

投资人服务    010-8567 9696-8624    [chenjialin@lhratings.com](mailto:chenjialin@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。