

来源：砖济咨询

摘要

在我国政府深化投融资体制改革和新一轮“新基建”投资提质增效的关键时期，以传统基建投融资模式（如PPP、特许经营、F+EPC、ABO等）实施的项目由于各种原因对社会投资人的吸引力逐渐降低，而“投资人+EPC”模式则冲出片区开发领域被广泛运用，越来越受各地政府和社会投资人的青睐。

## 01

### “投资人+EPC”模式概述

实践中，“投资人+EPC（施工总承包）”模式又称“股权合作/股权投资+EPC”模式，目前的主流做法是由地方政府授权下属地方国有平台公司作为项目业主进行具有经营性内容的项目的开发，平台公司通过公开招标的方式选定投资人（通常为EPC总承包方）后与其共同组建项目公司，项目公司在投资人协助下负责进行项目筹划、资金筹措、建设实施、运营管理、债务偿还和资产管理等。该模式运作实施路径主要如下图所示：

序号	项目名称	总投资(亿元)	主要领域	合作期限	招标人	中标时间	中标单位
1	上合如意湖东岸综合建设开发项目(投资人+EPC)	48.8	片区综合开发	10年,其中建设期5年	青岛上合发展集团有限公司	2021-06	中交四航局等联合体
2	清远市省职教城三期近期组团综合开发项目(投资人+EPC)	16.8	片区综合开发	10年,其中建设期3年	清远市水务投资集团有限公司	2023-02	中交四航局等联合体
3	峨眉山市生态环境导向的开发(EOD)模式试点项目投资人+EPC	71.4	环境综合治理	33年,其中建设期3年运营期30年	峨眉山发展(控股)有限责任公司	2022-10	葛洲坝集团等联合体
4	岳阳市云溪绿色化工产业园A-G地块和巴陵片老区环境综合整治及绿色发展项目(投资人+EPC)	15.1	环境综合治理	12年,其中建设期:248天	岳阳市农业农村发展集团绿色高新建设工程有限公司	2023-02	中国化学工程第四建设有限公司等联合体
5	揭西县土地治理与基础设施补短板项目(投资人+EPC+O)	86	含38个子项目,涉及土地综合整治、乡村振兴、城镇化建设等领域	7年,其中建设期6年	揭西县国有资产经营有限公司	2021-08	中国铁建投资集团有限公司等联合体
6	盐城市大丰区小海镇国土空间全域综合整治项目(投资人+EPC+O)	3.6	土地综合整治	23年,其中建设期3年运营期20年	盐城市大丰区小海镇人民政府	2023-03	江苏省沿海土地资源发展有限公司
7	天府国际艺术城项目一期(投资人+EPC)	51.4	文旅综合体	建设期:360天 回款期:3年 融资期限=建设期+回款期	资阳空港投资集团有限公司	2021-12	四川发展城市建设投资公司等联合体
8	濮阳市东北旧城更新改造项目投资+EPC	117.2	城市更新 城中村改造	开发建设期8年,分期开展	濮阳城市发展投资集团有限公司	2021-07	中国一冶集团等联合体
9	广州东至花都天贵城际铁路项目	330.6	轨道交通	建设期为6年运营期为10年	广州地铁集团有限公司	2021-10	中国铁建股份有限公司等联合体
10	当阳市歇马寨矿区建筑用砂岩矿(投资人+EPC)建设项目	0.98	矿藏开发	建设期1年 开采合作期7年	当阳市建设投资资产经营有限公司	2022-07	中铁二十四局集团

由于适用领域愈发复杂，且各类打包项目非经营性内容比重又大，多数“投资人+EPC”项目若仅靠项目公司的经营性收入较难实现资金平衡，因此在实践探索中，投资人参与该模式下项目的常见回报分配方式含项目经营收益在内主要有以下几种：

### (1) 项目经营收益

从“投资人+EPC”模式下项目合作性质来看，项目经营收益应作为主要投资回报方式。传统片区综合开发类项目的经营收益主要来源于商业开发、工业厂房租赁、配套设施等，而在近年来才逐步推广适用“投资人+EPC”模式的新领域项目中，经营收益来源则更贴合项目实际，表现上更加丰富新颖，如土地整治类项目的经营收益主要来源于耕地指标有关的交易收入等，矿藏开发类项目的经营收益主要来源于矿石销售收入等。

表2 “投资人+EPC”项目经营收益案例

序号	项目名称	回报机制	中标情况
1	上合如意湖东区综合建设开发项目 (投资人+EPC)	1、建设投资服务费 (投资成本、投资回报) 2、运维服务费	1、建安费下浮率报价: 2% 2、设计收费基准价的 80% 3、年度投资回报率报价: 7.5%
2	清远市省职教城三期近期组团综合开发项目 (投资人+EPC)	投资回报=项目投资成本 (工程建设费用及其他) 及合理收益+运营维护服务费+延期利息 (若有)	1、施工中标下浮率: 2.92% 2、勘察设计中标下浮率: 21%
3	天府国际艺术城项目一期 (投资人+EPC)	1、投资人投入, 发包人在建设期和回款期均按照年化 8.6%%计算投资回报 2、计算基数: 前期费用 (征地拆迁费用等)、勘察、设计费、工程建安费用	1、工程费用: 下浮 2.0%; 勘察费: 下浮 16.0%; 年化投资收益率: 8.6%。 2、工期及合作期: 360 天 3、融建期限: N+3 年

### (3) 投资补贴收益

投资补贴收益主要包括投资竞价补贴和项目财政补助两大块。

一方面，在项目预估投资回报不乐观的情况下，项目业主可以在进行投资人招商时通过竞价确定投资补贴来吸引投资人，如轨道交通领域的车公里服务费等，且配套形成相应的经营风险分担机制，突出市场化运行特征，规避合规风险。

另一方面，针对环境综合治理、乡村振兴、部分文旅综合体等公益性较强的项目，可通过提前筹划，以项目公司为主体积极争取相关财政补助资金，投资人依法依规确认相应收益。

表4 “投资人+EPC” 项目投资补贴收益案例

序号	项目名称	回报机制	中标情况
1	峨眉山市生态环境导向的开发 (EOD) 模式试点项目投资 人+EPC	1、关联产业、资源收益补贴生态环境治理投入，并获取合理投资回报 2、确保资本金财务内部收益率不低于 中标社会资本方投标报价 <b>3、经同意可以股权转让或增资扩股等</b>	1、项目公司社会投资人股权比例：49%； 2、建安工程费用下浮率：2%； 3、工程勘察设计下浮率：15%； 4、资本金内部收益率：7.5%。
2	岳阳市云溪绿色化工产业园 A-G 地块和巴陵片老区环境综合整治及绿色发展项目(投资人 +EPC)	1、项目公司通过市场化运作方式(石方和混凝土及其他)取得的整体收益优先偿还银行贷款后进行分红，获取投资收益 <b>2、合作期结束，对项目公司的净资产进行评估，招标人按投资人股权比例对应的评估价进行收购</b>	1、投资回报率 6.00%； 2、土石方单价下浮率 0.5%； 3、指导价综合单价中缺项的下浮率 5.00% 4、土石方以外其他工程的工程造价下浮率 5.00%

03

总结及建议

在目前“投资人+EPC”模式适用范围和运用场景越来越广泛的情景下，如何保证投资人的合理收益，在合规原则下防范化解地方政府隐性债务风险，科学设置项目回报机制成为项目实施策划的核心要点之一。结合前述梳理内容，以下主要从“投资人+EPC”项目实施策划层面，对地方政府如何科学设置项目回报机制提出四点建议：

(1) 坚持合规原则，审慎选取项目业主

“投资人+EPC”模式的核心在于企企合作，故在项目业主选取上应持审慎态度，坚决避免触碰合规底线。

以盐城市大丰区小海镇国土空间全域综合整治项目(投资人+EPC+O)为探讨对象，该项目由盐城市大丰区人民政府授权委托盐城市大丰区小海镇人民政府作为项目业主，通过竞争性程序选择社会资本。中标社会资本方在项目所在地成立全资项目公司，由项目公司对项目进行投融资、建设、生产、运营、维护。项目资产按约定向招标人或招标人指定的接收人无偿移交。招标公告明确项目采用“投资人+EPC+O”运作方式。

不难看出，该项目实际上是直接以政企合作的形式落地实施的，究竟是否属于非政府投资项目和“投资人+EPC”项目其实还存在不少疑问。这种将“投资人+EPC”模式单纯地视为PPP模式的简化版而实践操作的项目可能涉



及较为严重的合规性问题，并不可取。

### (2) 严控合作内容，提高项目“企业经营属性”

实践中部分项目的合作内容涉及市政道路、市政桥梁、市政绿化工程等纯公益性子项目，在市场化经营、企企合作的“投资人+EPC”模式下这些理应由政府实施的子项目存在立项的合规性问题，也较难认定为经营性企业的资产。

因此，地方政府在“投资人+EPC”项目前期策划阶段应严控项目合作内容，提高经营性内容、可收益性内容的比重，以平台公司的企业主体视角合规推进项目实施，切实保障政府、平台公司和投资人的合法权益。

### (3) 防范化解地方政府隐性债务风险，提高项目自平衡能力

首先，在“投资人+EPC”模式下应保证项目的自身收益足以覆盖项目的债务本息。除上述提高项目“企业经营属性”外，可积极争取各级政府合规的财政支持和政策补贴，并借助专业机构的投融资策划、项目经营性策划等突破“土地收入”逻辑，不断探索扩大项目回报来源，如轨道交通TOD开发收益等。

其次，还应确保负责项目的平台公司企业自身的财务平衡，最好以其自有资金实施经营性项目，同时在穿透式审计下，防范项目以企业债务形成地方政府隐性债务风险。地方政府在统筹实施项目时可以配合各地国企改革行动，授权通过优化整顿后实力可观的国资平台公司作为项目业主，化解债务风险，防止项目被认定违规。

### (4) 结合项目实施具体情况，合规设置项目回报机制

在“投资人+EPC”项目前期策划阶段，应充分探索确认项目的打包条件、涵盖领域、合作内容、合作期限、股权比例等情况，尽可能较为全面地从回报来源、主体责任、回报方式、支付节点、绩效考核等方面厘清项目回报机制，根据实际，比照预设招标控制价数值，进行经营收益、投资成本、投资补贴、股权回购等方式的一种或几种的合理搭配。

同时，建议预留一定的再谈判缺口，可在未来项目推进严重受挫时，提供合约合法的有力补救空间，使项目在合规框架下实现“减轻资金压力”和“防范债务风险”的平衡，推动项目落地实施。