

“投资人+EPC”模式下 片区开发投资项目财务测算分析

张瑞卿

“投资人+EPC”模式是指中标企业既作为投资人进行投资并获取投资收益，同时也作为工程施工总承包企业进行项目建设，也就是说中标企业既是投资人又是施工总承包人。“投资人+EPC”模式下片区开发项目投资规模较大、开发周期较长，准确、合理的财务测算直接影响参与企业的决策和预期收益。在充分了解相关政策法规、市场行情、既定收益目标以及切实可行的融资方案前提下，通过对片区开发投资项目现金流量进行财务测算分析并得出相应财务评价指标，择优选择片区开发项目进行投资，同时将财务测算指标结果运用于开发建设的全过程，可进一步提高企业投资收益。

一、“投资人+EPC”模式下片区开发项目主要财务测算指标

目前“投资人+EPC”模式被建筑企业逐渐推广使用，主要原因有：一是规避《政府投资条例》关于“政府投资项目不得由施工企业垫资建设”的有关规定。如果中标企业是作为投资人，那么由中标企业筹集项目资本金，属于企业投资项目，则不属于政府投资项目。二是规避中国人民银行关于“不得为垫资的施工企业发放贷款”的有关规定。如果中标企业是项目的开发主体，那么银行给其贷款则属于项目主体开发贷款。三是符合《中华人民共和国招标投标法实施条例》中“已通过招标方式选定的特许经营项目投

资人依法能够自行建设、生产或者提供的，可以不进行招标”的要求。四是为规避政府隐性债务创造了可能。“投资人+EPC”模式下片区开发项目主要财务测算指标有以下几种：

1. 全投资内部收益率。是指在项目资金全部为自有资金的前提下，整个项目计算期内资金流入现值与资金流出现值总额相等、净现值等于零时的折现率，通过编制项目全投资现金流量表，分析项目全投资现金流入和流出计算得出项目全投资内部收益率，它是投资者期望达到的报酬率，该指标越大越好。实际运用中，如果全投资内部收益率大于社会平均折现率、央行贷款基准利率时，该项目是可行的。全投资内部收益率是项目融资前决策分析的重要参考。

2. 资本金内部收益率。是指在考虑融资资金的前提下，整个项目计算期内资金流入现值与资金流出现值总额相等、净现值等于零时的折现率。对于一个既定的投资项目来说，资本金内部收益率与资本结构密切相关，其取决于贷款比例和贷款利率，贷款比例大、利率低，资本金内部收益率则高，相应地，资本金所承担的风险也较高。随着贷款比例的降低，资本金内部收益率降低，随之承担的风险也会降低。根据项目拟定的筹资计划，通过编制资本金现金流量表进行财务分析计算可得出资本金内部收益率。资本金内部收益率反映了项目自有资

金获取收益大小的能力，是项目投资决策的重要依据。

3. 投资回收期。是指累计投资收益覆盖项目总投资成本所需的时间，包括静态投资回收期和动态投资回收期。静态投资回收期是指不考虑资金时间价值，累计投资收益覆盖项目总投资所需要的时间；动态投资回收期是指考虑投资项目各年净现金流量的时间价值，按照设定的基准收益率折现之后，再计算投资回收期。投资回收期指标因为未全面考虑投资方案整个计算期内的现金流量，因此只能作为投资决策的辅助参考指标。

4. 财务净现值。是指拟建项目按部门或行业的基准收益率或设定的折现率，将计算期内各年的净现金流量折现到建设起点年份（基准年）的现值累计数，财务净现值大于零则该方案可行，且净现值越大，方案越优，投资收益越好。财务净现值指标考虑了资金的时间价值，并全面考虑了整个项目计算期内现金流量的时间分布状况，能够直接以货币额表示项目的盈利水平，因此，该指标是投资项目决策的重要参考指标。

二、财务测算的前提

1. 投资收益率。政府部门或政府授予的实施机构给予投资人的资金回报率，是投标报价的重要指标，投资收益率一般根据融资成本率及合理利润率来确定。

2. 静态总投资。一般包括建筑安装工程费、土地征用及拆迁补偿费、公司管理费、预备费以及工程其他费用等，其中建筑安装工程费下浮率通常作为招标人选定社会投资人的重要参考依据之一。

3. 项目合作周期。一般是从项目公司成立并开始实施起至投资开发项目完工移交结束。

4. 年度开发实施计划。结合有关部门规划要求及项目的实际建设需要编制，一般按年度进行编制，包括详细的实施内容及年度投资金额。

5. 土地出让收入计划。“投资人+EPC”模式下片区开发投资项目的收入来源主要是片区内整理出来的可出让土地的留存收益，土地出让计划的合理编制和土地的顺利出让是整个投资项目滚动开发的基础，土地出让收入计划需结合政府土储部门的土储计划进行科学合理编制。

6. 项目资本金比例。项目资本金与资本金内部收益率成反比例关系，即资本金越低，资本金内部收益率越高。实际执行中政府合作方为了保证项目前期能够顺利推进以及后期融资渠道的畅通，对项目资本金比例会提出相应要求，基于此，项目资本金比例需根据相关规定的要求进行合理设置。

7. 融资方案。“投资人+EPC”模式下片区开发项目融资方案主要以银行贷款为主，除此之外供应链融资、信托融资、融资租赁、应收账款保理等也是比较常用的融资方式。不同的融资方案其融资成本也不尽相同，需要根据国家政策导向以及地方政府的具体规定制定相应的融资方案。

8. 相关税费。片区开发项目主要涉及增值税、附加税以及企业所得税等税种，根据有关规定，增值税适用税率为6%，建安工程部分参照建筑

服务企业增值税适用税率为9%；附加税税率按照应交增值税的7%（城市维护建设税）、3%（教育费附加）、2%（地方教育费附加）进行计算；项目公司企业所得税税率按25%进行计算。为了招商投资发展的需要，不同地区会有相应的税收优惠政策，投资企业可提前与合作政府方积极沟通筹划，在合理范围内争取更多的税收优惠政策。

三、测算过程中应关注的重点事项

1. 土地出让收入留存收益回款节点。土地出让收入留存收益回款节点是整个财务测算的核心，项目公司的收入来源为片区内整理出来的可出让土地留存收益，土地出让收入留存收益的回款快慢会影响到投资收益、融资贷款利息、全投资内部收益率以及资本金内部收益率的增减。在进行财务测算分析过程中一般需要根据政府有关部门制定的土地出让计划，同时要充分考虑土地出让收入留存收益返还至项目公司的时间节点，以此计算投资收益以及确定项目公司的收入，进而确定全投资以及资本金内部收益率。

2. 土地征用及拆迁补偿费增值税。由于土地征用及拆迁部分没有进项税额，该部分增值税的计算应参照《国家税务总局关于政府收回土地使用权及纳税人代垫拆迁补偿费有关营业税问题的通知》的相关规定，即：代委托方向原土地使用权人支付拆迁补偿费的行为属于“服务业——代理业行为”，营改增后应参照代理服务行业按照6%税率计算增值税，但在实际执行过程中，项目公司一般会与当地政府和有关部门进行协商沟通，针对土地征用及拆迁部分既不计算进项税额也不计算销项税额，财务测算一般参照不

征税进行处理。

四、具体案例分析

1. 案例简介。X市片区开发项目总投资67.18亿元，采用“投资人+EPC”开发方式，投资成本年化收益率为8%，其中建安工程费用41.54亿元，建安工程下浮率为3%，征地拆迁补偿费18.13亿元，工程建设其他费用3.35亿元，建设期利息1.92亿元，基本预备费2.24亿元。项目资本金占总投资的30%约为20.15亿元，政府占股30%，投资人（联合体）占股70%，考虑到项目滚动开发，项目实际投入的自有资金为合作期内高峰投资年投资的30%，高峰投资额为11亿元，其中资本金为3.30亿元，银行贷款为7.70亿元，资本金按照项目建设进度分期到位。项目实施周期暂定为10年，项目回报来源主要是片区内整理出来的土地出让留存收益（土地出让金财政返还比例暂定为80%）。

2. 案例结果。通过年度投资计划表、还本付息表、土地出让计划表、资金支付计划表、利润表、项目资本金现金流量表、项目投资现金流量表等测算表分析计算，可以得出相应的财务测算指标。经过财务分析测算得出本项目预计可实现投资收益5.4亿元，项目公司净利润2.08亿元，预计可实现施工利润6.15亿元。项目全投资内部收益率为8.39%，静态投资回收期为5.92年，财务净现值为1298万元；资本金内部收益率为11.33%，静态投资回收期3.96年，财务净现值4692万元。内部收益率两个核心指标均大于设定的8%基准收益率指标，从财务指标测算结果来看该项目具有较好的前景。□

（作者单位：中铁十五局集团城市建设工程有限公司）

责任编辑 刘黎静