



# 商业地产估值系列研究——收益法(二)

## 目录

一、净收益 .....	2
1、有关收入/有效毛收入 .....	2
2、运营费用 .....	4
二、净收益与 NOI、NPI 以及 EBITDA 的对比分析 .....	6

## 分析师

张傲 010-67413306  
结构融资部 分析师  
zhangao@dagongcredit.com

## 客户服务

电话：010-67413300  
客服：4008-84-4008  
Email: research@dagongcredit.com

2022 年 4 月 22 日

根据《房地产估价规范》(GB/T50291-2015) (以下简称“《估价规范》”), 收益法估值步骤, 关键在以下三点: 1、测算收益期或持有期; 2、计算净收益; 3、确定报酬率或资本化率。第一点见《商业地产估值系列研究——收益法(一)》, 本文仅针对第二点展开探讨, 关于第三点, 大公后续将持续研究。

**净收益是指有关收入减去费用后归因于估价对象的收益**, 有关收入即有效毛收入, 一般而言有效毛收入中占比较高的为租金收入和物业管理费, 相较于有效毛收入的构成差异, 实务中, 各评估机构的运营费用构成, 差异则更为显著。

根据《估价规范》, 商业物业资产证券化评估实务中, 应当重视租约限制, 即租金单价和物业费单价应区分为租约限制内和租约限制外两部分, 确定的方式应当有区分, 租约限制外的单价如何确定是关注的重点。

本文认为应当以《租赁合同》等文件的约定为基础, 并充分考虑保障估价对象正常使用的要求, 同时参考可比物业的费用水平, 综合确定估价对象的运营费用构成及各项费用水平。

NOI 系指营运净收入, NPI 系指物业净收入, 两者都是商业地产中常用的测算指标, 但这两者都是管理指标, 无统一的计算口径; 在房地产投资信托基金物业的市场价值评估中, 若对比 NOI、NPI 和 EBITDA, 选择合适的指标作为收益法中的净收益, 本文认为最接近的应当是 NPI。

## 一、净收益

根据《基本术语》，净收益是指有关收入减去费用后归因于估价对象的收益，有关收入即有效毛收入，一般而言有效毛收入中占比较高的为租金收入和物业管理费，相较于有效毛收入的构成差异，实务中，各评估机构的运营费用构成，差异则更为显著。

### 1、有关收入/有效毛收入

一般而言有效毛收入中占比较高的为租金收入和物业管理费，但实务中还是应当根据租赁合同等作进一步判断，且应当关注与运营无关的收入不应计入，如政府补助等。

根据《房地产估价基本术语标准》(GB/T50899-2013)（以下简称“《基本术语》”），净收益是指有关收入减去费用后归因于估价对象的收益。这个定义相对比较笼统，这也是导致评估机构在实际开展业务时，计算净收益口径所以区别的原因之一。

有关收入即为有效毛收入，系指估价对象在充分利用的情况下所能获得的归因于估价对象的总收入减去空置或承租人拖欠租金等造成的损失。一般来说，其主要包括租金收入、物业管理费收入、押金利息收入和其他收入，具体的需要根据租赁合同等作进一步的判断，但是需要强调的是，与运营无关的收入不应计入，如政府补助等。

一般来说，各评估机构确定的有效毛收入的构成上差异不大，占比较高的基本均为租金收入和物业管理费。但如何合理的预测租金收入和物业管理费收入是重点，为此，关键在于确定评估价值时点的租金单价和物业费单价；收益期或持有期的租金单价的增长率、物业费单价的增长率和空置率。

#### 1.1、租金单价和物业费单价

根据《估价规范》，商业物业资产证券化评估实务中，应当重视租约限制，即租金单价和物业费单价应区分为租约限制内和租约限制外两部分，确定的方式应当有区分，租约限制外的单价如何确定是关注的重点。

关于租金单价和物业费单价，这里需要先强调一个概念——租约限制，一般而言，房地产投资基金物业估价中，商业物业于评估时点均已开业，即使少部分的培育期物业，也可能提前招商，锁定了部分租户。根据《估价规范》的相关规定，有租约限制且评估出租人权益价值的，已出租部分在租赁期间应按合同租金确定租金收入，未出租部分和已出租部分在租赁期届满后应按市场租金确定租金收入。但是，实务中，存在评估机构剔除租约限制，未出租部分和已出租部分均按市场租金确定租金收入并据此评估估价对象的市场价值的案例。不过需要关注在某些项目中，估价对象的租户中存在关联方，其与关联方约定的租赁价格显著低于市场租金，此时在不考虑关联交易风险的前提下，从客观评估估价对象市场价值的角度而言，不考虑这部分的租约限制似乎也有一定的合理性，针对此类相关情况，需具体项目具体分析。

鉴于在评估价值时点，估价对象的空置部分以及已出租部分租赁期满后都应按照市场租金确定收益期的租金收入，租约限制之外的市场租金的确定也值得关注。根据《基本术语》，市场租金是指某种房地产在市场上的平均租金。实

务中，评估机构一般采用比较法的相关步骤确定市场租金，大体为搜寻估价对象周边近期租赁实例，并选取可比实例，根据交易情况、交易时间、房地产状况和付款方式等因素进行修正调整，然后取可比实例修正后租金价格的平均值作为估价对象的市场租金。值得一提的是比较法的思路不仅仅运用在选取比较法评估市场价值的过程中，实际上，收益法甚至成本法等评估方法中亦均有涉及。关于比较法，应当关注评估机构可比实例的选择及修正调整因素等方面，大公后续将持续研究比较法相关内容。

总的来说，有租约限制的租金单价和物业费单价的应按照合同约定确定，在此之外的市场租金确定应当关注其合理性，若于价值时点空置部分的市场租金大幅高于已有租约确定的租金单价，应当充分关注估价对象所处地区的同类物业租金水平。

## 1.2、租金/物业费增长率和空置率

**估价对象收益期/持有期的空置率、租金/物业管理费增长率对有效毛收入影响较大，但当前评估实务中，确定的方式相对比较主观，评估机构的数据积累以及评估人员的经验对其影响较大。**

关于租金单价的增长率和物业费单价的增长率，有租约限制的部分，根据《估价规范》，应按租赁合同约定，租赁期满的后的增长率如何确定，评估机构之间存在一定的差异，考虑的因素有估价对象所在地的历史CPI情况、估价对象的历史租金/物业费增长率、估价对象所在商圈的商业环境以及估价对象在所在商区的定位等，一般而言应当选取其中一个或多个作为基准，但实务中，不同评估机构参考的基准因素不同，甚至同一评估机构针对不同估价对象评估时，参考的基准因素也存在差异。关于空置率，当前评估实务中，依据估价对象的历史情况和其所在地区的行业情况确定。

整体而言，估价对象收益期/持有期的空置率、租金/物业管理费增长率对有效毛收入影响较大，但当前评估实务中，确定的方式相对比较主观，评估机构的数据积累以及评估人员的经验判断对其影响较大。

**对比三大的评估方法，国内商业地产的发展时间较短，且尚未经历较为完整的周期波动，各市场参与方对于商业地产空置率等历史数据的积累都较为有限。**

借鉴国外经验，在国外CMBS的评级方法中，评级机构将底层资产的清算价值作为违约情景下的还款来源，国际三大评级机构（标普、惠誉和穆迪）（以下简称“三大”）对商业地产均有自己的评估方法。三大的评估方法均为通过对底层物业的可持续净现金流的预测，再除以资本化率，从而得到其市场价值，可持续净现金流为房地产经营性收入减去经营费用和资本化支出。

三大对于底层物业评估中房地产经营性收入的预测非常强调“可持续性”，在收入构成上剔除“一次性收入”，对物业的租金水平、空置率等的很多调整都是以市场水平作为基准，结合物业的历史情况和物业自身特征，以期确定出可持续的租金水平和空置率，从而得到可持续的房地产经营性收入。相较而言，国内商业地产的发展时间较短，且尚未经历较为完整的周期波动，不仅仅是评估机构，各市场参与方对于商业地产空置率等历史数据的积累都较为有限，故在相对较长的期限内预测可持续性的有效毛收入有一定的困难。

## 2、运营费用

相较于有效毛收入的构成差异，实务中，各评估机构的运营费用构成，差异则更为显著；本文认为应当以《租赁合同》等文件的约定为基础，并充分考虑保障估价对象正常使用的要求，同时参考可比物业的费用水平，综合确定估价对象的运营费用构成及各项费用水平。

根据《基本术语》，运营费用为维持估价对象正常使用或营业的必要支出。《估价规范》约定运营费用应包括房地产税、房屋保险费、物业服务费、管理费用、维修费、水电费等维持房地产正常使用的必要支出，并应根据合同租金的内涵决定取舍，其中由承租人负担的部分不应计入。总的来说，相关文件的约定比较笼统，强调保证估价对象正常使用和非承租人负担的支出。相较于有效毛收入的构成差异，实务中，各评估机构的运营费用构成，差异则更为显著。

本文认为应当以租赁合同等文件的约定为基础，并充分考虑保障估价对象正常使用的要求，同时参考可比物业的费用水平，综合确定估价对象的运营费用构成及各项费用水平，一般而言，运营费用的构成应当从以下几个方面考虑。

(1)、税费，商业物业运营中涉及的税包括房产税、城镇土地使用税、印花稅、增值税和增值税附加。另外，根据各地的不同规定，可能还涉及部分费用，如防洪费等。

(2)、房屋保险费，《估价规范》明确列式了此项费用，其非向政府缴纳的税费，是为了更好保障估价对象正常运营的必要支出，较多的是按重置成本的一定比例缴费。

(3)、管理费用（不含房屋建筑物折旧/摊销（如有）），主要为行政管理费用。

(4)、外包运营支出，针对估价对象存在部分业务外包的情形，如物业管理等，此项也应是维持物业正常运营的必要支出。

(5)、维修和更新改造，维修是指估价对象每年的日常维护，更新改造系指为了保障或提升物业价值的较大规模改造，一般而言，商业物业每3~5年，应当有一定范围的更新改造。《房地产投资信托基金物业评估指引（试行）》（中房学【2015】4号）（以下简称“《评估指引》”）第22条指出特别要关注未来弥补信托物业实物状况、权益状况和区位状况缺陷或者瑕疵以及重新装饰装修、大修、更新改造等所需要的费用。

(6)、招商相关支出，针对某些龙头商业物业公司而言，可能不涉及此项内容，其商业物业基于良好的地理位置以及较高的运营水平，招商相关工作由自身完成，也即实际计入了管理费用。但对于一般的商业物业而言，每年需要支付一定的招商佣金等支出。较好的完成招商工作是估价对象正常运营的必要条件，故相关支出也应计入运营费用，且从一致性角度而言，龙头商业物业公司的招商支出实际内含于管理费用之中，已计入运营费用，故若有估值对象单列招商相关支出，也应计入运营费用。

(7)、其他支出，这部分主要指根据估价对象租赁合同约定，其他非承租人承担的费用，如能源费等，值得注意的是，此处的其他支出往往应当和前文所述有效毛收入中的其他收入相对应，如某些估价对象的能源费是代收代缴的模式，评估机构在确认其他收入包含能源收入的同时，应当确认对应的其他支出。

表 1: 评估报告运营费用构成

项目	税费	房屋保险费	管理费用（不含房屋建筑物折旧/摊销）	外包运营支出	维修和更新改造	招商相关支出	其他支出
评估报告1	房产税、增值税、增值税附加、印花税	保险费	商场运营管理费	—	维修管理费	租赁手续费	—
评估报告2	房产税、城镇土地使用税、增值税、增值税附加	保险费	管理费	—	房屋维修费	销售费用	—
评估报告3	增值税、增值税附加、印花税、房产税、城镇土地使用税、人防异地建设费	保险费	行政管理费	物业管理费	维护及维修费、资本性改造支出	租赁及营销费	能源费
评估报告4	增值税、增值税附加、印花税、房产税、城镇土地使用税	—	—	—	维护及维修费	租赁及营销费	—
评估报告5	增值税、增值税附加、房产税、印花税、城镇土地使用税	保险费	管理费	—	房屋维修费	—	—
评估报告6	房产税、增值税、增值税附加、印花税、土地使用税	保险费	房屋租赁管理费	—	维修管理费	—	—
评估报告7	房产税、增值税、增值税附加、印花税	保险费	成本支出	—	—	—	—

注：评估报告中指代运营费用的名词有所不同，如年总费用等，本文统称为运营费用

从上表来看，实务中大部分评估机构在运营费用的构成上，基本与本文前述总结的七项相同，但是仍应关注以下几点：首先对于运营费用的拆分应当较为细致，部分评估机构以笼统的方式分析运营费用，其数据支撑较为不足，合理性值得推敲；其次应当关注更新改造费用，部分评估机构未列入该项费用，不符合《评估指引》的相关规定；最后应该关注估值对象的物业管理模式和招商运营模式，在符合要求时，应当计入运营费用。

当前评估实务中，各项运营费用水平的确定，主要以估价对象的历史数据为基准，部分评估机构会在此基准上结合市场水平加以调整。

不同于当前的国内评估实务，三大更加强调各项费用的市场平均水平，物业的历史情况一般只是调整的参考系数之一，但国内评估实务中，相关商业地产行业数据积累较为有限，故一般而言，物业历史数据是各机构更为看重的基准。

三大在计算物业可持续净现金流时的扣减项为两部分，分别为经营费用和资本化支出，经营费用主要由房地产税、保险费用和管理费用构成；资本化支出主要由租户要求的改进支出、中介支出和重置储备构成。房地产税即根据当地的法律法规要求需缴纳的相关税费，与前文运营费用的“税费”性质相同；租户要求的改进支出系指租户要求的升级改造支出；中介支出则指向租赁中介支付的佣金；重置储备系指对使用寿命有限的设备进行更换的支出。

若将三大的经营费用和资本化支出合成为运营费用，与前文分析的国内商业物业估值中的运营费用相比，从主要构成来看，差异不大，主要是三大对更新改造支出更为重视，将其分为两部分，分别为关于租户要求的改进支出和重置储备，相对更细致；从具体各项的确定方式来看，不同于当前的国内评估实务，三大更加强项各项费用的市场平均水平，物业的历史情况一般只是调整的参考系数之一。与对房地产经营性收入的预测一致，三大更加强项可持续性，以市场平均水平为基准，参考物业特征及历史数据等进行调整，但国内评估实务中，相关商业地产行业数据积累较为有限，故一般而言，物业历史数据是各机构更为看重的基准。

## 二、净收益与 NOI、NPI 以及 EBITDA 的对比分析

NOI 系指营运净收入，NPI 系指物业净收入，两者都是商业地产中常用的测算指标，但这两者都是管理指标，无统一的计算口径；在房地产投资信托基金物业的市场价值评估中，若对比 NOI、NPI 和 EBITDA，选择合适的指标作为收益法中的净收益，本文认为最接近的应当是 NPI。

NOI 系指营运净收入，NPI 系指物业净收入，两者都是商业地产中常用的测算指标，但这两者都是管理指标，不是会计指标，无统一的计算口径，各机构可能出于不同的考量，有所微调。EBITDA 则是有明确计算口径的会计指标。

一般认为， $NOI = \text{物业运营收入} - \text{运营成本}$ ，收入中不含与运营无关的部分，如政府补助等，这点与前文净收益中的有效毛收入基本一致。运营成本主要包含人工薪酬、日常维护等，不包含财务费用和折旧摊销，需要强调的是 NOI 的运营成本中不含资产管理费和招商佣金，这是此指标比较关键的特征，资产管理费主要系指委托外部专业第三方机构对物业进行运营管理的支出。利用 NOI 作为评估参数的逻辑主要是，不同估价对象由于受开发商的市场地位、管理经验等因素影响，其资产管理费和招商佣金差异较大，故将这两者计入运营成本并扣除，对估价对象的市场价值评估影响较大。若出于单纯的考量估价对象本身的价值，或者横向对比不同物业的市场价值的目的，应当剔除二者的影响。

$NPI = NOI - \text{资产管理费} - \text{招商佣金} - \text{折旧摊销}$ （仅指更新改造的部分），从公式可以看出，对比 NOI，NPI 考虑了商业物业更新改造、资产管理费和招商佣金的影响。EBITDA 为扣除利息支出、折旧摊销和所得税之前的利润，从计算上看，其近似等于 NOI 减去资产管理费和招商佣金，也即 NPI 加上折旧摊销（仅指更新改造的部分）。

在房地产投资信托基金物业的市场价值评估中，若对比 NOI、NPI 和 EBITDA，选择合适的指标作为收益法中的净收益，本文认为最接近的应当是 NPI。一方面

是因为《评估指引》明确指出应当特别关注未来弥补信托物业实物状况、权益状况和区位状况缺陷或者瑕疵以及重新装饰装修、大修、更新改造等所需要的费用。另一方面，物业的市场价值应当体现物业的运营管理，不应仅体现物业位置、业态等物业本身的因素。房地产投资信托基金物业的市场价值评估都是基于较长时间的运营的，如 CMBS、类 REITs 都是基于至少 12 年的持有运营，而 REITs 更是基于长期持有，将资产管理费和招商佣金这些体现运营水平的成本内含于物业市场价值评估中，可以激励物业持有人提升运营水平以做大物业市场价值，同时底层资产现金流的改善，也将有利于房地产投资信托产品端的收益增加，这也和 REITs 强调的内生增长一脉相承。

## 报告声明

本报告分析及建议所依据的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果，本公司概不负责。

本报告版权仅为本公司所有，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、刊发，需注明出处为大公国际，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。