



商业地产估值系列研究——收益法(三)

目录

一、概述.....	2
二、市场提取法.....	3
三、累加法.....	3
四、投资收益率排序插入法.....	5

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28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)》,第二点见《商业地产估值系列研究——收益法(二)》,本文针对第三点展开探讨。

根据《估价规范》,报酬率宜采取三种方法确定,分别为市场提取法、累加法和投资收益率排序插入法。资本化率仅考虑首年的房地产净收益,其也就是一般意义上的租售比,所以理论上来说,其应当仅能通过市场提取法求得,《估价规范》也强调其宜采用市场提取法确定资本化率。

市场提取法实质就是利用可比对象的租售比求得估价对象的报酬率,理论上,其可以最大限度的避免主观因素,相对最客观的反应了估价对象所在地的市场状况。但目前国内评估实务中,受限于数据的可得性、比较标准的不统一和尽调成本的约束等,其客观性值得商榷。

目前国内评估实务中,累加法得益于资料搜集和数据分析工作量较小、理论背景可靠,不会出现系统性错误等原因被广泛使用,但评估机构对于风险补偿因素的拆分、各风险项对应的风险补偿区间等方面均存在较大差异,未形成行业标准,经验判断对结果影响较大。

投资收益率排序插入法和累加法的理论基础类似,只是相较于累加法,其以间接的方式确定报酬率,但受限于实操难度较大,目前评估实务中,很少被使用。

利用资本资产定价模型原理确定报酬率是目前国内使用较为广泛的方法,相较于投资收益率排序插入法,累加法受益于实际操作难度更低等原因,从而被更普遍的使用,但是累加法的风险调整值如何定性和定量衡量,目前尚无统一的行业规范,市场参与各方主要根据自身的经验判断。

一、概述

报酬率、资本化率和还原率都是将房地产的收益和价格联系起来的直观比率，其都代表了资本要求的投资收益率，但是侧重点有区别，资本化率更看重当前同区域、同类型房地产市场要求的投资收益率；报酬率则是更直接体现了收益法的内在逻辑，将价值与可获取收益期间的各期收益紧密相联系；从价值还原的角度看，资本化率和报酬率都是还原率的一种。

本文先区分商业地产估值理论常涉及的几个相关概念，首先是报酬率和资本化率，两者最为常见，也较为被混淆，虽然从都反映了资本要求的投资收益率，但从适用的情形看，二者还是有一定的区别。根据《房地产估价基本术语标准》(GB/T50899-2013) (以下简称“《基本术语》”)，报酬率系指将估价对象未来各年的净收益转换为估价对象价值或价格的折现率，资本化率系指房地产未来第一年的净收益与其价值或价格的百分比。对比这两个概念，两者虽都是将净收益转换成估价对象市场价值的比率，但是报酬率针对是折现期间有限的情形，资本化率适用的是折现期间无限的情形，由此分别对应收益法的报酬资本化法和直接资本化法，需要强调的是当选择报酬资本化法中的持有加转售模式时，评估过程可能会同时涉及报酬率和资本化率。

还原率可分为土地还原率、建筑物还原率和综合还原率，根据《城镇土地估价规程》(GB/T18508-2014) (以下简称“《土地估价》”)，分别系指将土地/建筑物/土地及其地上建筑物共同产生的未来纯收益还原为某一期日的土地/建筑物/不动产价格的比率，针对区域、不同类型的土地等，还原率有所区别，这也体现了还原率实质上是资本投资的预期收益率。

综合来看，报酬率、资本化率和还原率都是将房地产的收益和价格联系起来的直观比率，其都代表了资本要求的投资收益率，但是侧重点有区别，资本化率更看重当前同区域、同类型房地产市场要求的投资收益率，评估实务中，利用市场提取法获得估价对象资本化率的过程中，可能会有一定的修正，尽管修正过程中会考虑一定的预期因素，但总的来说，其依然是更看重当前市场要求的投资收益率。报酬率则是更直接体现了收益法的内在逻辑，将价值与可获取收益期间的各期收益紧密相联系，不考虑实操的难度，从纯理论的角度看，其可以将资本要求的各项风险溢价单独考虑，逐一考量，更加能够体现资本要求预期收益率。从价值还原的角度看，资本化率和报酬率都是还原率的一种，在国内的评估理论中，还原率更多的用在评估国有建设用地的基准地价中。

根据《估价规范》，报酬率宜采取三种方法确定，分别为市场提取法、累加法和投资收益率排序插入法。资本化率仅考虑首年的房地产净收益，其也就是一般意义上的租售比，所以理论上来说，其应当仅能通过市场提取法求得，《估价规范》也强调其宜采用市场提取法确定资本化率。

二、市场提取法

市场提取法实质就是利用可比对象的租售比求得估价对象的报酬率，理论上，其可以最大限度的避免主观因素，相对最客观的反应了估价对象所在地的市场状况。但目前国内评估实务中，受限于数据的可得性、比较标准的不统一和尽调成本的约束等，其客观性值得商榷。

根据《估价规范》，市场提取法应当选取不少于三个可比实例，利用价格、净收益等数据，选择相应的收益法公式，测算报酬率。实质就是利用可比对象的租售比求得估价对象的报酬率。可比实例的选取可依据《估价规范》比较法中的相关要求，主要有应与估价对象房地产相似、成交日期接近价值时点、价格为正常价格；不应选择被迫出售的案例、利害关系人之间的交易等等。选取完可比实例之后应当建立比较基础，对可比实例的成交价格进行标准化处理，标准化处理包括统一支付方式、税负负担和计价单位等等。标准化处理完成之后，对可比对象分别选取适当的权重，确定估价对象的报酬率。

表 1 市场提取法示例

项目	可比实例 1	可比实例 2	可比实例 3
交易日期	2021 年 5 月	2021 年 5 月	2021 年 5 月
月租金（元/平方米/月）	110.00	150.00	90.00
售价（元/平方米）	20,000.00	22,000.00	18,000.00
毛收益率（%）	6.60	8.18	6.00
年运营费率（%）	25.00	25.00	25.00
净收益率（%）	4.95	6.14	4.50
权重	1/3	1/3	1/3
计算取值（%）	5.20		

注：假设评估基准日为 2021 年 12 月 31 日

在可比实例丰富、房地产市场较为活跃、评估人员专业能力胜任等前提下，市场提取法可以最大限度的避免主观因素，相对最客观的反应了估价对象所在地的市场状况，从而最能体现资本对风险溢价的要求。但实务中，受限于数据的可得性、比较标准的不统一和尽调成本的约束等，较好的完成可比实例的选择，并相对客观真实的进行数据筛选并非易事。国内商业地产的发展时间较短，而 CMBS、类 REITs 以及公募 REITs 的开展时间更是不及十年，相关参与机构对数据的积累大都比较有限，通过外部机构，如商业物业租赁中介机构获取的数据客观性值得商榷，若可比实例的相关数据失真，那么比较法也就难以客观反应市场情况。

三、累加法

目前国内评估实务中，累加法得益于资料搜集和数据分析工作量较小、理论背景可靠，不会出现系统性错误等原因被广泛使用，但评估机构对于风险补偿因素的拆分、各风险项对应的风险补偿区间等方面均存在较大差异，未形成行业标准，经验判断对结果影响较大。

根据《估价规范》，累加法确定的报酬率为安全利率加风险调整值，安全利率可以选用国务院金融主管部门公布的同一时间一年定期存款利率或一年期国债利率；风险调整值应为承担额外风险所要求的补偿，并根据估价对象所在地区、行业、市场等存在的风险来确定。

累加法的理论基础为资本资产定价模型，即资本的期望收益率为无风险收益率加上风险溢价，投资者面临的风险越高要求的风险溢价越高，那么预期收益率就越高，反之亦然。但是如果试图根据资本资产定价模型（CAPM），较为精准的量化报酬率，实操中也难度较大。

CAPM 模型： $E(r_i) = r_f + [E(r_m) - r_f] \beta_i$

其中 $E(r_i)$ 表示估价对象的报酬率， r_f 表示同期的无风险报酬率， $E(r_m)$ 表示同期商业地产市场平均收益率， $E(r_m) - r_f$ 表示商业地产市场的风险溢价， β_i 表示商业地产市场的风险相关系数。 r_f 可以找到合适的参数选用，关键限制在于 $E(r_m)$ 和 β_i ，如果从整个房地产行业角度考虑，我们可以采用上市房企的股票市场数据拟合，但是针对商业地产，上市房企中主业为商业地产的较少，样本量不足以支撑结论。而且商业地产业态、所处的城市能级对其 $E(r_m)$ 和 β_i 的影响都较大，那么为了更精准的结论，需要分不同区域、不同业态去分别量化其市场风险溢价和相关系数，这首先是需要大量的数据积累，而国内目前的大宗市场交易整体频次较低，且数据可得性不高，即使从零散物业销售的数据来看，可得性也不高，一方面，国内经纪机构往往以保守商业机密为由，拒绝公布二手交易信息，另一方面房地产交易完成后，买方和卖方在办理过户时成交价格常常因为避税动机而失真，而且即使是这些失真的成交价格，外部机构也难以获取。

目前国内评估实务中，累加法是被使用最多的方法，都是基于无风险收益率加风险溢价的原理，将风险调整值细化拆分为不同风险因子，为每个风险因子选定适当的风险溢价率，从而最终确定报酬率，或者直接给定一个整体的风险补偿率，并非使用 CAPM 模型量化的方式。累加法得以广泛使用，本文认为主要原因有以下几点：

- 1、对资料搜集和数据分析的工作量较小，实际成本低；
- 2、依据的资本资产定价的原理不会出现系统性错误，理论背景可靠；
- 3、适用性较为广泛，对不同的资产类型均可运用；
- 4、可调整的空间较大。

从评估实务来看，针对安全利率的选择，评估机构之间的差异较小，但是风险调整值部分则差异较大，一部分评估机构细化了风险分类，根据不同的物业特征和物业所处位置等因素，在每个风险因子的风险补偿区间内选择合适的数值，但不同评估机构的风险分类并不统一，且每个风险因子对应的风险补偿区间也差异较大，如同样针对投资风险补偿，设置的区间分别为 1%~3%和 2%~5%。另一部分评估机构则综合考虑整体风险，给出风险补偿的结果。除此之外，部分评估机构还认为，商业地产投资存在一定的优惠率，且应当作为风险溢价的抵销项。

表 2 评估报告报酬率的构成

评估报告	安全利率/无风险利率	风险补偿	优惠率
评估报告 1	同一时期一年定期存款利率 (1.5%)	投资风险补偿率 (2.0%) 管理负担补偿率 (1.0%) 缺乏流动性补偿 (1.5%)	投资带来的优惠率 (1.0%)
评估报告 2	最新的一年期定期存款利率 (1.5%)	投资风险补偿率 (2.5%) 管理负担补偿率 (2.0%) 缺乏流动性补偿 (1.0%)	易获得融资的优惠率 (1.0%) 投资带来的优惠率 (1.0%)
评估报告 3	同一时期一年定期存款利率 (1.5%)	投资风险补偿率 (4.0%) 管理负担补偿率 (0.1%) 缺乏流动性补偿 (1.0%)	投资带来的优惠率 (1.1%)
评估报告 4	一年期定期存款利率 (1.5%)	行业风险报酬率 (1.5%) 经营风险报酬率 (1.5%) 财务风险报酬率 (1.5%)	-
评估报告 5	一年期银行存款利率 (1.5%)	综合考虑确定风险调整值 (3.5%)	-
评估报告 6	一年期银行存款利率 (1.5%)	风险投资回报率 (4.5%)	-

受限于数据和经验积累，累加法的广泛运用有一定的客观背景，但是，市场参与方还是应当对累加法进行不断的细化和标准统一化，不断弱化经验判断。一方面，应该根据实际积累，不断细化应当考虑的风险因子；另一方面，各市场参与方也应当尽量统一风险分类和风险因子的度量区间等因素，形成行业标准。

四、投资收益率排序插入法

投资收益率排序插入法和累加法的理论基础类似，只是相较于累加法，其以间接的方式确定报酬率，受限于实操难度较大，目前评估实务中，很少被使用。

根据《估价规范》，投资收益率排序插入法通过找出不同类型投资及其收益率、风险程度，按风险大小排序，将估价对象与这些投资的风险程度进行比较，判断、确定报酬率。投资收益率排序插入法和累加法的理论基础类似，也是风险收益相匹配的原理，只是相较于累加法，其以间接的方式确定报酬率。

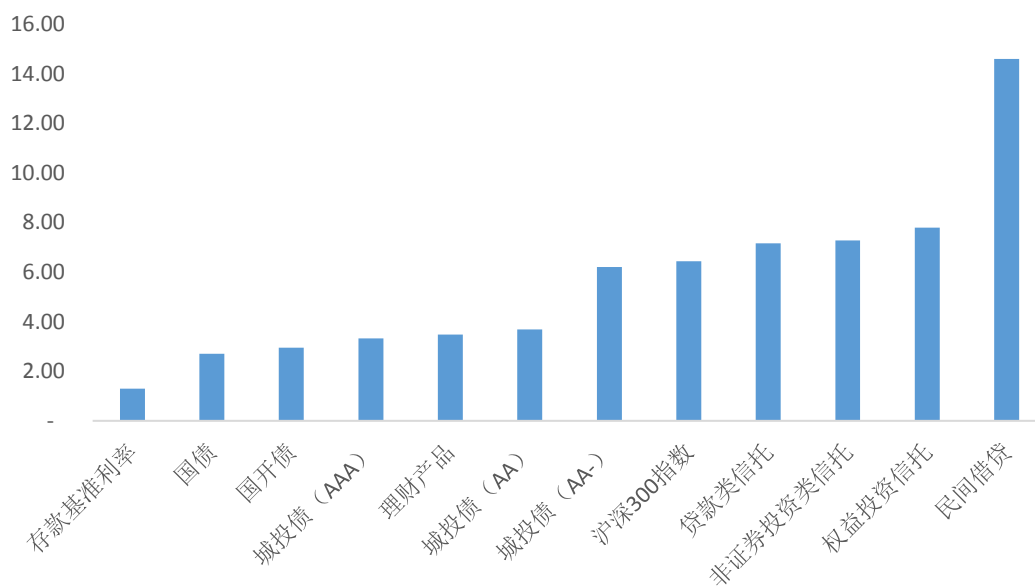


图1 不同投资产品的投资收益率（单位：%）

注：1、存款基准利率选取零存整取、零存零取和存本取息，理财产品选取的为全市场1年期产品预期收益率，沪深300指数利用2021年末和2019年末的指数计算的复核增长率，民间借贷选取温州民间借贷综合利率，信托产品均选用2~3年（含）产品，债券类产品均为3年期产品；

2、债券收益率均采用中证数据的到期收益率，并取2021年平均数，信托产品预期收益率亦选取2021年平均数。

数据来源：Wind

对比累加法，投资收益率排序插入法也有搜集资料难度较小、理论背景可靠以及使用范围广泛的特点，但是，目前评估实务中，其很少被使用，本文认为主要原因在于实操难度较大。首先是数据搜集的难度，理论上来说，寻找更多类型投资及其收益率，并对其进行排序，能为估价对象的报酬率拟定更精准的区间，但是市场部分产品的收益率并未公开，且收益率和产品期限紧密关联，再考虑期限的匹配，那么数据搜集难度将会更大。其次是商业地产的风险有其自身的特点，其所在的地区、业态等都会影响其风险水平，故若从更细化的角度考虑，利用投资收益率排序插入法时的数据搜集应当考虑这些因素，那么就数据搜集的难度将会进一步增长。最后，若评估机构利用投资收益率排序插入法确定估价对象报酬率，那么评估报告中相关数据披露将会比较完整，市场其他参与方对其数据准确性，区间选择等将能够更深入的考证。

总的来看，由于国内目前的商业地产发展时间较短、数据积累不充分以及相关机构的经验积累有限等原因，以市场提取法确定报酬率尚不具备广泛的适用性。利用资本资产定价模型原理确定报酬率是目前国内使用较为广泛的方法，相较于投资收益率排序插入法，累加法受益于实际操作难度更低等原因，从而被更普遍的使用，但是累加法的风险调整值如何定性和定量衡量，目前尚无统一的行业规范，市场参与各方主要根据自身的经验判断。故在当前的状况下，各机构还是应该强化自身的数据积累，不断优化自身的估值体系建设。

就目前的市场环境而言，虽然客观精准的确定估价对象的资本化率或报酬率存在一定的困难，但是各市场参与方可以依靠不同来源的数据去交叉验证得到其相对合理的区间分布，并分别从定性和定量的角度来刻画估价对象的特征，

以期能够更好的趋近同期资本的期望报酬率。

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。