

# 研究报告

2019 年第 57 期

2019.06.14

执笔人：戴祁临

qilin.dai@icbc.com.cn

## “强资产”视角下

### 商业地产估值方法优化探讨

#### 要点

- 在“强主体”逻辑下，融资方差额补足、担保等增信措施成为资产支持证券评级方和投资方的关注重点。我国商业地产现金流评估方法的完备性以及估值结果的合理性并未得到足够的重视。
- 在“强主体”逻辑下，商业物业估值会显著影响融资规模和融资成本，融资方因此存在调整物业估值的动机，投资者则可能选择忽视物业估值方法不合理带来的潜在风险。
- 与我国“强主体”逻辑不同，西方国家发展企业 ABS 普遍运用“强资产”逻辑。我国大型商业银行应学习国际评估机构的估值方法，合理估算基础资产的现金流生成能力和资本化率，从而为合理确定 REITs 项目融资规模，保障项目投资收益与资金安全提供数据支撑。

重要声明：本报告中的原始数据来源于官方统计机构和市场研究机构已公开的资料，但不保证所载信息的准确性和完整性。本报告不代表研究人员所在机构的观点和意见，不构成对阅读者的任何投资建议。本报告（含标识和宣传语）的版权为中国工商银行城市金融研究所所有，仅供内部参阅，未经作者书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、上网、引用或向其他人分发。

## “强资产”视角下商业地产估值方法优化探讨

近年来，伴随我国地产行业“存量时代”的到来，国内金融机构在现有金融监管法律框架下推出了一批在功能上与海外成熟市场 REITs 产品具有一定相似性的类 REITs 产品。

与发达国家资产证券化“主体风险隔离”、“重视资产信用”的核心逻辑不同，主体信用与资产信用的高关联性是我国类 REITs 产品的重要特征。

一段时期以来，在“强主体”逻辑导向下，融资方差额补足和担保成为资产支持证券评级方和投资方的关注重点，商业地产现金流评估方法的完备性以及估值结果的合理性并未得到足够的重视。

当前，随着一批“强资产+无兜底”REITs 项目的推出，“强资产”模式或许将成为国内 REITs 发展的主攻方向。国有大型商业银行应将其关注重点从主体信用逐步转向资产信用，在优化估值方法的基础上不断丰富其商业地产估值数据库，从而为其提升项目线索发掘能力和项目财务顾问价值打下坚实的基础。

### 一、“强主体”逻辑对类 REITs 项目的影

本文中的“强主体”主要包含两个含义，一是融资主体居于市场“强势地位”，二是投资方依赖主体进行“强信用支持”。

## （一）“强主体”条件下的投资收益保障

融资方差补与担保等增信措施是 REITs 投资者的重点关注对象。如表 1 所示，近年来发行的多数类 REITs 产品，其优先级债项评级更为依赖融资方给予的差额补足与第三方担保等增信措施，商业物业创造的现金流一般仅需覆盖融资利息，甚至在部分产品中，优先收购权利维持费与基础资产现金流可一道作为融资利息的偿付来源。

融资方在 REITs 投资退出环节同样扮演着关键角色。在融资人行使优先收购权、投资者行使回售权、续发类 REITs 或 CMBS 承接、市场化处理底层资产以及公募 REITs 上市退出等退出渠道中，行使优先收购权或回售权、发行债券接续承接等方式的有效施行均需要一个资产规模大、现金流充沛、再融资渠道通畅的融资方作为支撑。

**表 1：2017-2018 年部分类 REITs 产品增信措施与债项评级**

专项计划名称	增信措施			债项评级
	优先/次级分级	差额支付承诺	流动性支持	
海通-华泰资管-中渝广场物业	√	√	√	AAA
华泰佳越-顺丰产业园一期第 1 号	√	√	√	AAA
深创投中金-苏宁云创	√	√	√	AAA
深创投安居集团人才租赁住房第一期	√	√	√	AAA
中信证券-阳光城长租公寓 1 号	√	√	√	AAA
中信证券-泰禾集团慕盛长租公寓 1 号	√	√	√	AAA
中联前海开源-越秀租赁住房一号	√	√	√	AAA
华泰佳越-苏宁云新一期	√	√	√	AAA
中联前海开源-碧桂园租赁住房一号	√	√	√	AAA

皖新光大阅嘉一期	√	√	√	AAA
中联前海开源-保利地产	√	√	√	AAA
中联东吴-新建元邻里中心	√	√	√	AAA
西安迈科大厦	√	√	√	AAA
招商创融-海富通-步步高	√	√	√	AAA
苏宁广场 2017 年	√	√	√	AAA
新派公寓权益型房托	√	√	√	AAA
渤海汇金-中信资本悦方 ID Mall	√	√	√	AAA
畅星-高和红星家居商场	√	√	√	AAA
天风光大-亿利生态广场	√	√	√	AAA
中联前海开源-勒泰一号	√	√	√	AAA
招商创融-福晟集团	√	√	√	AAA
中银招商-北京凯恒大厦	√	√	√	AAA
恒泰弘泽-广州海航双塔	√	√	√	AAA
天风光大-亿利生态广场一期	√	√	√	AAA

资料来源：Wind，中国资产证券化信息网

注：债项评级采用优先级评级结果，如产品存在多个优先级则以优先 A、优先 1 等为准

## （二）“强主体”条件下的物业估值导向

“强主体”逻辑下，物业估值会影响融资规模和融资成本。一方面，在信息不对称的条件下，高估值物业将给予原始权益人更大的融资规模。另一方面，在税收征管方应收尽收的条件下，高估值物业可能导致原始权益人付出更为巨大的土地增值税等融资成本。因此，围绕物业估值的高低，投资者、政府与原始权益人将开展融资规模和税收征管博弈。

“强主体”逻辑下，融资方存在调整物业估值的动机。如选择低估物业价值，融资方不仅可以节省融资成本，还可

以有效缓解回购期潜在的巨大资金压力。而如果高估值带来的融资成本处于原始权益人可接受区间，原始权益人就有可能与评估机构合谋，人为抬高物业价值，以削弱融资方回购和满足投资者回售要求的能力为代价获取短期现金流。

更为重要的是，“强主体”逻辑下，一旦投资人认定原始权益人“并不存在真实出售需求”，即“原始权益人必定会进行基础资产回购”，则投资者可能选择忽视物业估值方法不合理带来的潜在风险。

**表 2：类 REITs 产品退出方式比较**

退出方式	优势	劣势
原始权益人优先回购	原始权益人保留 底层资产控制权、享有增值收益	原始权益人 回购资金压力较大
投资者行使回售权	扩大投资者范围 提高投资者认可度	原始权益人 资金压力较大
续发类 REITs、CMBS	原始权益人无需实际回购 实现产品闭环运作	原始权益人 资产管理与再融资压力较大
市场化处理底层资产	实现底层资产溢价变现	资产流动性和价值要求较高
公募 REITs 上市	扩大投资者范围 提高市场流动性 降低企业杠杆率	公募 REITs 制度仍需完善

## 二、“强资产”视角下类 REITs 项目的估值方法

“强主体”逻辑导向下，商业物业价值评估不合理使得部分商业物业 ABS 产品潜藏着巨大的信用风险和投资风险。从我国房地产行业环境看，随着监管政策的收紧，存货周转

率下降与融资受限，将使得部分房地产企业在支付融资利息和履行回售回购义务时面临较大的资金压力。

与我国“强主体”逻辑不同，西方国家发展企业 ABS 普遍运用“强资产”逻辑。西方权益型 REITs 收入主要分为基础资产产生的租金收入和资产增值收益两部分，大多数权益型 REITs 均以租金为主要收入来源（陈琼和杨胜刚，2009）<sup>[1]</sup>，收入水平稳定且并非通过差补方或担保方予以实现。

鉴于此，在类 REITs 项目运作过程中，国有大型商业银行应学习国际评估机构的估值方法，合理估算基础资产的现金流生成能力和资本化率，将关注点从“强主体”转向“强资产”，从而为合理确定 REITs 项目融资规模，保障项目投资收益与资金安全提供数据支撑。

## （一）国际主流评估机构 REITs 基础资产的估值方法

### 1. 国际主流评估机构对 REITs 的定义

国内外有一种观点认为，REITs 是“为筹集众多投资者的资金用于取得各种收益性房地产或向收益性房地产提供融资的集体投资计划”，即认为 REITs 的本质是一种产品。

与之不同，国际评级主流评级机构<sup>1</sup>将 REITs 定义为“筹集众多投资者的资金，投资于各种收益性房地产、房地产抵押贷款或向收益性房地产提供融资，并将投资收益分配给投

<sup>1</sup> 本文中涉及的国际主流评级机构主要包括穆迪（Moody's）、标准普尔（Standard & Poor's）和惠誉（Fitch Rating）。



投资者的公司或信托”，即认为 REITs 的本质是一种投资主体，其收益和风险主要依赖于 REITs 的发行机构，对 REITs 的评级实际上是对 REITs 发行机构的评级（李木子等，2017）<sup>[2]</sup>。

国际主流评级机构一般采用定量分析和定性分析相结合的方式，对影响 REITs 评级的经营因素、财务因素进行综合考虑，最终得出对 REITs 信用级别的判断。

需要说明的是，由于 REITs 定义上存在差异，且国外绝大多数 REITs 均为股份制上市 REITs，国际主流评级机构采用的多元因素评级体系在某种程度上与我国融资主体信用评级类似。因此，在我国推出类似组织架构的公募 REITs 之前，国际评级机构对 REITs 所持有的商业资产评估方法对我国商业地产估值更具有参考价值。

## 2. 国际主流评估机构 REITs 基础资产的估值方法

标普、穆迪和惠誉在对商业房地产进行评估时，主要估计房地产长期可持续的经营净现金流及其市场交易价值。整体上，三大评级机构首先通过预测房地产经营收入、经营费用、资本化支出，计算房地产的长期可持续净现金流，之后再除以资本化率，得出房地产估值，并以此为基础测算不同压力情境下违约贷款的回收程度。在评估经营收入时，三大评级机构主要考虑租金、空置率和其他收入；评估费用时，主要考虑房地产税、保险、管理费用和其他经营成本；评估资本化支出时，主要考虑租户改进、租赁佣金、重置储备金

和其他资本化支出；设定资本化率时，主要根据房地产类别与房地产质量。

### （1）经营收入

合理估算基础资产产生的经营收入是各家机构评估工作的重总之中。一是租金收入围绕市场平均水平波动。标普和穆迪均以市场平均租金为基准，依靠历史租金水平、房屋质量与位置对可持续租金收入进行估计；惠誉首先将房地产按租期长短进行分类，长租商业地产以市场平均水平作为估值基准，短租项目则以一年内的平均收入水平作为估值基准。

二是空置率应根据谨慎性原则合理估计。标普将房产空置率假定为5%、物业当前空置率和市场水平空置率中的较大者；穆迪一般选择将租用率调整至长期可持续水平，但如果市场租用率持续波动或明显偏低，或存在租户违约、租满不续约等重大转租风险时，穆迪也会考虑设定较低的租用率来进行估价；惠誉认为极低水平的空置率无法长期持续，应对其上调以反映市场长期的稳定空置率。

三是估计其他收入规模时尽量不包括一次性收入。三家评级机构考察的其他收入都包括经常性收入，如洗衣费、停车费、电缆费等。标普在考虑其他收入时，除经常性收入外还考虑租赁终止费、法律判决或临时租户收入等一次性收入。而穆迪和惠誉在考察其他收入时，只计算可持续的经常性收入，对于一次性收入不予考虑。



总之，在考虑基础资产现金流影响因素时，应采用谨慎性原则，即租金收入需与市场平均水平保持一致，空置率评估时“宁高勿低”，其他收入估值则“宁低勿高”。

## （2）经营费用

标普、穆迪和惠誉在评估房地产税时，主要根据房地产全年税单、税率变动后的重新评估以及市场类似房地产的税率，将物业现行税率调整到市场水平。

标普与穆迪的房产保险费用主要基于市场平均水平的保险费用进行调整，对于特定市场的特定风险，比如风暴、地震等自然灾害多发地区，则需要更高的保险费用覆盖金额。惠誉则主要根据物业历史保险费用以及预计保费的增长程度等来进行保险费用分析。

标普和穆迪通常以市场平均水平的管理费用作为物业实际的管理费用。惠誉则倾向于将管理费用设定为市场平均水平与固定比例房产收入之间的孰高者。

简言之，如采用国际评级机构惯常使用的市场法估计房地产税，可能与我国国情和 REITs 实务存在较大差异，但其对保险费用和管理费用采用的谨慎性估计原则仍值得借鉴。

## （3）资本化支出

租户改进是指租户要求的房屋升级装修费，需要从经营净现金流中扣除。标普将租户改进支出设定为租金、平均租赁期限、不同类型租户续租概率、市场优惠水平的函数。质

量最好的房产被假定有更低的租赁改进成本，而空置率高、租用率呈下降趋势、位于低需求市场的房产被假定有更高的租户改进成本。笔者认为，标普计算租户改进支出的方法更加值得参考。此外，由于目前多数类 REITs 项目融资方较少聘请招租中介，因此中介费用的估计方法仅作参考。

重置储备是对使用寿命有限的设备进行定期更新替换的支出，标普、穆迪和惠誉基于工程报告分析房龄和房地产状况，在此基础上计算出重置储备。标普认为，老旧的房地产和高成本市场的房地产往往具有较高的重置储备。惠誉则认为将总收入的 5% 设定为重置储备较为合理。

表 3：标普、穆迪与惠誉的商业物业估值方法

评估项目	影响因素	评级机构	评估基准	修正因素	评估参考
经营收入	租金收入	标普、穆迪	平均租金收入	与市场租金水平存在显著差异（上下修） 存续期内多个租约到期（下修） 定制化装修导致租金过高（下修） 区域新物业大量上市（下修）	市场租金水平 历史租金水平 房屋质量与位置 收入可持续性
		惠誉	市场租金水平 平均租金收入	长租合约租金高于市场租金水平（下修） 长租合约市场环境恶化（下修）	房产租期长短
	空置率	标普	5%	历史租用率趋势上升（下修） 长期租赁租户数量上升（下修） 区域新物业供应情况上升（上修）	物业当前空置率 市场水平空置率
		穆迪	同类物业平均水平	市场租用率偏低（下修） 租户违约、租满不续期（下修）	历史租用率 当前租用率
		惠誉	[5%，10%]	极低水平的空置率（上修） 租约较长的物业（下修）	当前租用率
	其他收入	标普	洗衣费、停车费、电缆费	一次性收入	—
		穆迪、惠誉	洗衣费、停车费、电缆费	—	—

表 3：标普、穆迪与惠誉的商业物业估值方法（续）

评估项目	影响因素	评级机构	评估基准	修正因素	评估参考
经营费用	房地产税	标普、穆迪、惠誉	固定税率、建筑物价值、土地价值	税率调整	市场税率水平
	保险费用	标普、穆迪	市场保险类型、覆盖金额	自然灾害（上修）	市场保费水平
		惠誉	历史保险费用	增长程度	—
	管理费用	标普	市场管理费用、合同管理费用较高者	市场替代	市场费用水平
		穆迪	市场第三方管理者的管理费用	—	—
		惠誉	市场管理费用、房地产收入的 3%-6%中的较高者 合同管理费用、房地产收入的 3%-6%中的较高者	—	市场费用水平
资本化支出	租户改进	标普	F（租金、租期、续约概率、市场优惠水平）	高空置率（上修）	房产质量水平
		穆迪	新租户和续约租户加权费用水平	历史续租率	市场平均水平
		惠誉	市场与租户费用水平较高者	—	市场平均水平
	中介佣金	标普	F（租金、租期、续约概率、市场优惠水平）	—	—
		穆迪	新租户和续约租户分类计算费用	—	—
		惠誉	市场与租户费用水平较高者	—	市场平均水平
	重置储备	标普	所在国家的现行市场惯例	老旧商铺（上修）	市场平均水平
		穆迪	工程报告中关于替代储备的数据	—	—
		惠誉	基础资产收入的 5%	—	—

#### （4）资本化率

在商业地产价值评估中，三家评级机构都是采用净现金流除以资本化率的方法来确定房产的价值。

标普对不同的市场、房地产类型和资产质量的物业，采用不同的资本化率。标普认为资本化率应当是覆盖整个房地产周期的长期平均资本化率，因此标普估算的房产价值通常并非当前市场价值。

此外，标普认为，由于不同房地产类型的信用风险不同，资本化比率通常因房地产类型而异。风险最高的房地产类型资本化率最高，风险最小的房地产类型资本化率最低，各类房地产资本化率从高到低排序一般为住宿类房地产（如酒店）、工业、零售、办公室、多户家庭用房（公寓）。

穆迪在设定资本化率时，首先会根据建筑物的位置、租赁情况、施工质量等因素对房产进行质量分级。穆迪的房地产质量等级为 0-5 级，0 级最好，5 级最差，每个房产类型/房产等级对应一个稳定的资本化率。对于短期内到期的贷款，穆迪一般使用市场资本化率。

惠誉在设定资本化率时，使用的是基于历史平均水平的资本化率，对于不同的房产类型，惠誉设定不同的资本化率区间，并将该区间的中值设置为该类房产资本化率的起点，根据具体市场情况和房地产质量，在区间内进行上调或下调。

需要说明的是，标普对资本化率调整因素进行了较为细

致的设定。对于区域房地产限制政策频出、租客租用历史较长、租金超过市场平均水平且较为稳定、设施较新或最近刚刚翻新的商业地产，其资本化率应向上修正。

表 4：标普、穆迪与惠誉的商业物业资本化率估值方法

评估机构	评估基准	修正因素
标普	房屋类型、历史平均水平	位置、租户、租赁结构、租金水平、现状
穆迪	房屋类型	位置、租赁情况、施工质量
惠誉	房屋类型、历史平均水平	市场情况、房产质量

（二）我国评估机构类 REITs 基础资产估值方法

1. 类 REITs 基础资产收益估值法

根据《资产评估准则—不动产》以及《房地产估价规范》，房地产评估的基本方法包括比较法、收益法、成本法等。根据各种方法的适用性和可操作性，我国评估机构普遍采用收益法作为商业地产价值的评估方法。

收益法估值公式如下：

$$V_n = \sum_{i=1}^n \frac{R_i}{(1+r)^i} + \frac{R_n}{(1+r)^n} \tag{1}$$

其中， $R_i$  是未来第  $i$  年纯收益 ( $i=1\cdots n$ )， $R_i$  的计算方法为房地出租年总收益 ( $R_t$ ) - 房地出租年总费用 ( $C_t$ )， $R_n$  为收益期结束时建筑物的预计价值， $r$  为折现率， $n$  为房地产的收益年限。



## 2. 类 REITs 基础资产估值步骤

第一步，评估机构会对影响商业物业的区域行业因素进行定性分析，而后对商业物业的竞争能力进行 SWOT 分析。

第二步，在对区域行业因素和市场竞争能力进行定性分析的基础上对物业的营业收入 ( $R_t$ ) 进行预测。租金收入以市场同类型物业收入为估值基准，并根据公共交通、配套设施、区域环境等因素进行上修或下调；空置率以区域市场均值为估值基准，如长期租约占比较高，则空置率应适当下修，反之亦然；物业管理等其他收入则以合同情况为准。与国际评级机构的估值方法相比较，基本符合“勿高估收入、勿低估空置率”的谨慎性原则。

值得注意的是，发展战略、企业集聚、同业竞争以及供求变化等 SWOT 中的定性分析项目，在多数情况下未在收入定量预测中予以体现，这与国际评级机构估值原则不一致。

第三步，估算目标物业的营业成本 ( $C_t$ )。与国际机构估算方式相比，我国评估机构同样是根据税收政策、行业惯例对税费、保险费、维修费和管理费进行估算。

有两点值得关注，第一，由于 2016 年建筑行业纳入“营改增”范围，企业 2016 年以前获得的建筑资产产生的收入须采用简易计税方法计税，以 5% 的增值税率计算税额，且无法获得进项税抵扣，而 2016 年以后获得资产可按照 10% 的税率获得进项抵扣；第二，由于税法中房产税税基存在差

异，空置率的估算会通过影响应税收入类型间接影响企业的税费成本。

第四步，计算折现率（ $r$ ）和收益期满建筑现值（ $R_n$ ）。折现率估算采用安全利率加上风险调整值法。首先选择与融资期限相同的国债收益率作为安全利率，然后根据估价对象所处地区现在和未来的经济状况、房地产市场发育状况、土地取得方式、物价指数状况以及估价对象的用途与新旧程度等确定风险调整值。最后以当前重置价和造价递增率计算收益期满建筑现值。

需要说明的是，国际机构普遍采用市场法和历史数据法计算资本化率进而得到目标物业估值，而我国评级机构受限于数据可得性、市场交易情况等多种原因，更多地采用折现率法计算目标物业估值。与市场法相比，折现率法随意性较大，且存在人为调整的空间。

表 5：我国评估机构商业物业估价流程与侧重点

评估项目	影响因素	评估基准	修正因素
区域行业	城市因素	—	地理位置、经济状况、交通状况
	区域因素	—	区域面积、人口总数、发展战略
	行业因素	—	发展历史、集聚情况、供求情况
竞争能力	竞争优势	—	公共交通、配套设施、商业氛围、资源环境、地方政策
	竞争劣势	—	管理能力、客户类型
	发展机遇	—	国家园区、产业基础
	外部威胁	—	同业竞争
营业收入	租金收入	同类均值	公共交通、配套设施、区域环境、办公集聚
	空置率	市场情况	租约结构

	其他收入	合同情况	—
营业费用	相关税费	增值税	$\text{应纳增值税} = \text{含税租赁收入} / (1 + r\%) * r\%$ 房地产行业“营改增”前后税率 $r$ 存在差异
		三费	城市维护建设税税率 7% 教育费附加税率 3% 地方教育费附加税率 2%
		印花税	租金收入 0.01%
		房产税	依照房地产余值计算缴纳的税率为 1.2% 依照房地产租金收入计算缴纳的税率为 12%
	管理费	合同情况	租金收入的固定比例，一般为 1%
	维修费	合同情况	房产重置全价的 1%-3%
	保险费	合同情况	建筑成本的 0.08%-0.2%
折现率	—	安全利率	区域经济状况、房地产市场发育状况、土地取得方式
建筑现值	—	重置价	造价递增率

### 三、研究结论

第一，在与国际主流评级机构采用的评估策略进行比较后发现，我国现有商业物业租金收入估计方法仍需进一步优化。在估计经营现金流时，需要根据当前的市场环境、未来经济情景和资产服务方物业管理能力，对商业地产的真实租金水平进行适当调整，以反映长期可持续市场租金水平，并平滑周期性波动造成的影响。

第二，采用折现率法估算商业地产价值随意性较大，融资方存在估值调整空间。金融主管部门应牵头针对一线城市和二线重点城区建立区域商业地产资本化率数据库。部分国有大型商业银行也应依托其庞大的客户数据库，在折现率法

和资本化率法并用的基础上，建立商业地产估值数据库，从而为类 REITs 业务的有序开展打下良好基础。

### 参考文献

- [1]陈琼和杨胜刚.REITs 发展的国际经验与中国的路径选择  
[J].金融研究，2009（9）：192-206.
- [2]李木子、于潇和李晨.类 REITs 基础资产估值之国际经验与  
中国特征[J].金融市场研究，2017（7）：106-118.

（执笔：戴祁临）