



# 如何评估房地产

2004年11月

本文件所载信息和意见不是旨在供全面研究、或提供财务或法律意见用途，及不应被依赖或用以取代任何有关个别情况的个别建议。

# 免责声明

2004年11月1日

本文件是由摩根士丹利添惠亚洲有限公司（“摩根士丹利”）编制仅供参考之用，读者不应依赖或以此而作为任何决定或行动的依据。任何时候，除非已预先取得摩根士丹利的书面许可，不得传达、复制或向任何人士派发本文件的全部或任何部分内容。

本文件及文中所载分析是全根据于本文件日期日或之前可从公开渠道取得的资料编写而成。摩根士丹利没有对此等资料进行独立查证。摩根士丹利对于本文件所载信息及计算所得数据的准确性和完整性概不作出或暗示任何代表立场或保证，及摩根士丹利和其联营公司及有关行政人员、雇员或代理人员概不对此承担任何责任、义务或法律责任（不论是基于直接或间接的合约、民事侵权或其他行为）。摩根士丹利和其联营公司及有关行政人员、雇员和代理人员概不对任何基于本文件及其中的可能错漏引起的后果承担任何责任。

本文件所载的一切观点是根据在本文件日期前的金融、经济、市场和其他形势而作出。

本文件是旨在向读者概述目前的市况，并不构成摩根士丹利或任何其子公司或联营公司发出投资意见和/或建议的一种方式。

©2004 摩根士丹利版权所有。未经摩根士丹利表示同意，不得抄袭或剪辑本文资料。

# 房地产的评估方法

用来评估房地产价值的方法主要有几种：

- 收入法
- 现金流折现
- 内部回报率
- 可比交易
- 成本计算

方法	附注
收入法	• 根据预期一年收入有多少作为回报基准，以决定价值
现金流折现 (DCF)	• 根据一连串的现金流量作为回报基准，以决定价值
内部回报率 (IRR)	• 以每年要求的回报作为基准，决定投资项目的支付能力
可比交易	• 参考已成交可类比项目的估值数据（如资本化率、定价水平等），以决定价值
成本计算	• 通过计算物业的重置成本（就年龄、质量、位置等因素进行调整），以决定其价值

• 一般而言，会应用多于一种的估值方法

# 房地产的评估方法（续）

## 收入法

- 收入法的理念是以物业为依据，由于房地产资产能在其经济周期内创造收入流量，投资者将愿意支付一个可反映该物业的收入潜力的价格
- 这方法包括对投资者在一般持有期内将可获得的现金流进行预测，然后评估该物业的价格
- 创造收入资产的价值是取决于其潜在收入的数量、素质和存续期
- 在衡量某一资产（或公司）的现金流时，必须记住预测数据本身可能存在的不足之处

## 运用资本化率

- 在这个方法里，净营运收入（Net Operating Income – “NOI”）是根据资本化率而设定
- 资本化率表示在某特定时期的收入与其时物业价值的关系
  - 物业价值 = NOI/资本化率
- 资本化率不等如投资回报比率，因为它并不明确计入，随着时间推移，物业的未来收入预测和价格变动等因素
- 如果是根据投资者已支付的可类比物业价格进行估值，资本化率可以是一个很有用的工具。如果与正进行估值的物业相类似的那些资产能创造某水平的NOI，而售价得出某特定资本化率，那么我们便可假设正在进行估值的物业将能按同样的资本化率售出

# 房地产的评估方法（续）

- 现金流折现分析法通过在指定日期内计算预测未来现金流的净现值，以决定项目的价值
- 我们将集中讨论适用于房地产的DCF使用诀窍

## 现金流折现（Discounted Cash Flow – “DCF”）

- 与应用于其他行业组别的DCF分析法十分相似
- DCF分析法包含三个基本元素：
  - 现金流
  - 折现率
  - 最终价值
- 三者同样重要，当中的任何变动将可能显著影响物业的估值
- 除了取决于分析用的净现金流，我们必须确保使用适当的折现率
  - 按股本成本（Cost of Equity）折现杠杆现金流
  - 按加权平均资本成本（Weighted Average Cost of Capital）折现无杠杆现金流
- 房地产现金流的定义是“扣除所有周期性现金付款后，权益投资者可从租金收入中获得的周期性可用金额”
- 现金流 = (NOI) - (资本支出/储备)
- 现金流应以净现金流为依据，并应扣除经常性资本支出和偿债所需（杠杆净现金流）
- 税前和税后现金流
  - 由于享有税务优惠/保障，机构往往较关注税前现金流
  - 对于个人房地产投资者或房地产公司而言，税后现金流有较实在的意义

# 房地产的估值方法（续）

- **IRR可在杠杆或无杠杆的基础上计算**
  - **无杠杆IRR在不用理会资本结构的情况下，计算投资回报**
  - **杠杆IRR即权益持有人回报**
- **销售法与运用于其他行业组别的预先支付分析法相似**

## 内部回报率（Internal Rate of Return – “IRR”）

- 估值的另一种方法就是计算投资于某物业的内部回报率
- IRR指通过计算物业现金流的现值，投资者每年可从其投资获得的回报
- 投资者利用IRR作为指标，以衡量按某价格购入一项物业是否可取。在比较两个拥有相似风险特性的物业时，理性投资者会选择买入拥有最高IRR的物业
- 计算一项投资的IRR，需要的资料包括物业的购买价、物业在持有期内的净现金流和预期出售时物业的剩余价值

## 销售法

- 与其他组别使用的预先支付分析法相似
- 销售法是以与正进行估值的物业高度可类比物业的近期销售数据为依据
- 可类比销售必须是公平交易或毫无关联的销售交易
- 这个方法的理念在于消息灵通的投资者是不会向一个物业支付高于最近其他投资者就可类比物业所支付的金额
- 在某程度上，正进行估值的物业和近期销售的可类比物业存在在数量、规模、位置和建设质量上的差异，因此有需要就此等差异做出调整

# 房地产的估值方法（续）

## 成本计算法

- 使用成本计算法估值的理念是，消息灵通的房地产买家是不会向一个物业支付高于买入土地和建筑构建物所需成本的价格
- 一般而言，这方法提供资产的最低价值，因为它并不把资产的创收能力计算在内
- 对于新建物业而言，成本法通常涉及计算建筑物的建设成本和该建筑用地的市价
- 如果是早已存在的建筑物，首先评估重置建筑物的成本。然后是按评估所得减除在实物、功能或经济上的折旧，以求出建筑物的价值
- 要计算出一个建筑物的重置成本，，我们需要知道：
  - 土地价值（连同可兴建计划中建筑物的权利）
  - 兴建一所新建筑物的成本（类似的规模和质量）
  - 比较新建大厦的建筑物折旧率

# 评估比较基准

## 净资产值 (NAV)

- 计算方法：
  - 计算净资产值，我们一般会利用最近期公布的季度NOI，加上没有在那季度全面实现的近期收购或开发的物业，并把数字年度化。然后根据资产的质量，把一个初步资本化率应用到NOI上
  - 之后，我们加上在建工程的价值以得出一个“房地产价值”。我们把经年度化的季度“其他收入”乘以一个倍数以计算出各公司的非房地产收入的价值
  - 经扣除负债和其他债务后，便可计算出每股的NAV
- 我们为何使用NAV：
  - NAV能就一家公司资产的真正价值提供最佳的意见
  - 它基本上与公司解散或清盘价相近，很多投资者都视NAV为一家公司的实际价值
- 优点：
  - 它是拥有大量资产公司用来评估房地产物业价值的常用方法
  - 在检验一家公司交易价的NAV溢价时，它有助于确认投资者所支付的价格中有多少是支付给管理专业和外部增长前景、拓展资金渠道等
- 缺点：
  - NAV并不考虑到管理层的素质、业务组合的营运效率、未来收购和有待推出市场的开发项目，或各类型资产的预期NOI增长潜力
  - 此外，资本化率的轻微变动有可能对计算所得数值产生重大的影响



# 评估比较基准（续）

## 企业价值对比EBITDA

- 计算方法：
  - 我们利用普通股和营运伙伴单位的隐含股本市值（即适用于已发行股本和单位的近期股价），加上债务和优先股本，然后减去现金来计算企业价值。然后把数目除以年度化现金流数字 - 得出未扣除利息、税务、折旧和摊销前盈利（Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation, and Amortization - “EBITDA”）
- 我们为何使用它：
  - 这个倍数包含作为资金来源的债务总值，因此较能反映涉及杠杆借贷的企业情况。我们将这个比率与隐含股票总市值相对于REIT现行现金流的比率作比较。鉴于REIT汇报营运现金流（FFO），及盈利并不能公平反映这些股份的表现，我们认为这是估值的最佳方法之一
- 优点：
  - 净现金流倍数让我们能把REIT与其他行业或领域的公司做比较
- 缺点：
  - REIT的倍数往往高于其他行业股票，因此需要考虑到它们的零公司税地位不同于倍数较低的需缴税的一般股份有限公司（C-Corp）