

假设开发法中现金流折法与传统方法浅析 PDF转换可能丢失
图片或格式，建议阅读原文

https://www.100test.com/kao_ti2020/84/2021_2022__E5_81_87_E8_AE_BE_E5_BC_80_E5_c51_84565.htm 假设开发法是我们 在房地产估价中常用的方法，在具体估价时有现金流折现法和传统方法。有观点认为现金流折现法和传统方法有着明显的区别，且从理论上讲，前者优于后者。其实，它们之间的区别只是表面上的，具体出发点不同而已，从理论上讲并不存在优劣，只是在考虑资金的时间价值时，前者是现值原理，后者是终值原理。它们之间应该是等价的。搞清上述原理可以澄清一些错误认识，有利于在估价实践中正确确定有关项目。

一、一个简单的例子及其分析某城市定于2003年6月1日拍卖一块多层住宅用地，土地总面积为20000平方米，出让年限为70年，规划要求的建筑容积率为1.20。如果某一竞买方经过调查研究预计建成后住宅的平均售价为3500元/平方米，土地开发和房屋建安费用为1500元/平方米，管理费用和销售费用分别为土地开发和房屋建安费用之和的3%和6%，销售税金与附加为销售额的5.5%，当地购买土地应缴纳税费为购买价格的3%，正常开发期为2年，希望投入的总资金能获得15%的年税前收益率。那么，在竞买时，他的最高报价应是多少。假设银行贷款利率为5.49%。设购买土地的最高报价为X。计算时，开发过程中发生的资金按均匀投入。(一)、用现金流折现法进行估价因折现率就是预期收益率，所以，其折现率为15%。

(1)开发完成后价值现值 $=20000 \times 1.2 \times 3500 / (1 + 15\%)^2 = 63516068 \text{元} = 6351.61 \text{万元}$

(2)销售税金与附加现值 $= 6351.61 \times 5.5\% = 349.34 \text{万元}$

(3)土地开发、房屋建安、管

理费和销售费现值 $= 20000 \times 1.2 \times 1500 \times (1 + 3\% + 6\%) \div (1 + 15\%) = 3412.17$ 万元
 (4) 购买土地应缴纳税费现值 $= 0.03X$
 (5) 所以用现金流折现法估价的土地价格 $X = 6351.61 - 349.34 - 3412.17 - 0.03X$
 $X = 2514.66$ 万元
 (二)、用传统方法进行估价
 (1) 开发完成后价值 $= 20000 \times 1.2 \times 3500 = 84000000$ 元
 $= 8400.00$ 万元
 (2) 销售税金与附加 $= 8400.00 \times 5.5\% = 462.00$ 万元
 (3) 土地开发、房屋建安、管理费和销售费 $= 20000 \times 1.2 \times 1500 \times (1 + 3\% + 6\%) = 39240000$ 元 $= 3924.00$ 万元
 (4) 购买土地应缴纳税费 $= 0.03X$
 (5) 投资利息。地价和购买土地应缴纳税费的占用期为2年，土地开发、房屋建安、管理费和销售费的平均占用期为1年。投资利息 $= 1.03X \times (1 + 5.49\%)^2 + 3924.00 \times (1 + 5.49\%) - 3924.00 - 1.03X = 215.43 + 0.1162X$
 (6) 开发利润。与现金流折现法相比，传统方法的开发利润与投资利息之和应等价于现金流折现法中以折现体现的预期收益，那么，开发利润的年利润率应为9.51%(近似值)
 开发利润 $= 1.03X \times (1 + 9.51\%)^2 + 3924.00 \times (1 + 9.51\%) - 3924.00 - 1.03X = 373.17 + 0.2052X$
 (7) 土地价格。 $X = 8400.00 - 462.00 - 3924.00 - (215.43 + 0.1162X) - (373.17 + 0.2052X) - 0.03X$
 $X = 2537.70$ 万元
 (三)、分析通过上述例子我们可以看出，两种方法所得出的结果基本上是一样的。引起差异的原因是由于开发年利润率采用的是静态近似值，它使传统方法中的投资利息与开发利润两项之和所形成的投资收益，不等价于现金流折现法中以折现方式所体现出的投资收益造成的误差，如果两者等价，其结果应该是一致的。现在我们将传统方法中代表资金收益的投资利息与开发利润合为一项，总收益率按等价于折现率的15%计算，那么：投资利息与开发利润之和 $= 1.03X$

$\times (1 + 15\%)^2 + 3924.00 \times (1 + 15\%) - 3924.00 - 1.03X = 588.60 + 0.3322X$ 代入上述土地价格得 $X = 2514.61$ 万元。除去计算误差后，完全一致。

二、几个需要澄清的问题看了上面的分析后会问，在用传统方法估价时其估价过程与经典教课书上的要求并不完全一致；上述例子中也没有考虑预售、延迟销售和资金的非均匀投入。

(一)、开发利润计算方式我们在实际估价工作中或经典的教课书中，计算开发利润一般用直接成本利润率、投资利润率、成本利润率、销售利润率之一乘以相应的计算基数求出开发利润。这些计算方法虽然在理论上没有什么错误，但在实际操作中却可以引起一系列的错误。

首先，在上述利润率中，开发建设期是隐含的因素，对于投资收益率相同的房地产项目，这些利润率会因开发期的不同而不同。而这一点，在实际估价中常常被忽视，如开发期为一年的项目的成本利润率为5%，而开发期为两年的项目由于资金占用期相应增加，其成本利润率就不能也是5%，而应至少是10%(按单利率)。这样两者的资金投入才能得到相同的收益率。

其次，容易漏项，如上例中土地的资金投入。

第三，不易较准确地确定，因开发过程中，各种性质不同的资金投入的占用期限不同，最后需计算出一个综合成本利润率。

第四，由于计算方式不同，所以无法将投资利息和开发利润这两种基本性质相同的项目合二为一，简化计算。如果采用年收益率的形式计算，易于项目间的比较，也易于理解，既与投资利息的计算方法相同，又可以有效避免上述错误。

(二)、传统方法中，投资收益的体现在传统方法中，投资收益是通过开发利润和投资利息两项来体现的。这主要是二者不同的计算方式所产生的结果：前者按总比率；后者按年收益

率。其实，将二者分开既无意义，也无必要。在对房地产客观价值的估价中，不管是开发利润，还是投资利息，都是开发过程中创造的剩余价值，体现为总资本收益，他们只不过是在不同部门之间的分配。投资利息只代表资金的一种客观成本，贷款多少或贷不贷款并不影响总资本收益，且在市场条件一定的情况下，投资利息也不会对房地产的价格产生影响，只会引起开发利润的反向变化。另外，将二者分开，不仅存在同一形式的重复计算，也不利于准确计算收益率(如上例)。所以，用总资本收益来代替投资利息和开发利润，以收益率形式计算资本投资总收益既简便，又容易理解。100Test 下载频道开通，各类考试题目直接下载。详细请访问 www.100test.com