

学校编码: 10384

分类号_____密级_____

学号: X2005157127

UDC_____

厦 门 大 学

硕 士 学 位 论 文

收益法在房地产企业价值评估中的应用

Implement of Income Present Worth Method in the
Valuation of Real Estate Industry

骆丁辉

指导教师姓名: 屈文洲 教授

专业名称: 会计硕士 (MPAcc)

论文提交时间: 2008 年 11 月

论文答辩日期: 2008 年 月

学位授予日期: 年 月

答辩委员会主席_____

评 阅 人_____

2008 年 11 月

厦门大学博硕士学位论文摘要库

厦门大学学位论文原创性声明

本人呈交的学位论文是本人在导师指导下，独立完成的研究成果。本人在论文写作中参考其他个人或集体已经发表的研究成果，均在文中以适当方式明确标明，并符合法律规范和《厦门大学研究生学术活动规范（试行）》。

另外，该学位论文为（）课题（组）的研究成果，获得（）课题（组）经费或实验室的资助，在（）实验室完成。（请在以上括号内填写课题或课题组负责人或实验室名称，未有此项声明内容的，可以不作特别声明。）

声明人（签名）：

年 月 日

厦门大学博硕士学位论文摘要库

厦门大学学位论文著作权使用声明

本人同意厦门大学根据《中华人民共和国学位条例暂行实施办法》等规定保留和使用此学位论文，并向主管部门或其指定机构送交学位论文（包括纸质版和电子版），允许学位论文进入厦门大学图书馆及其数据库被查阅、借阅。本人同意厦门大学将学位论文加入全国博士、硕士学位论文共建单位数据库进行检索，将学位论文的标题和摘要汇编出版，采用影印、缩印或者其它方式合理复制学位论文。

本学位论文属于：

1. 经厦门大学保密委员会审查核定的保密学位论文，
于 年 月 日解密，解密后适用上述授权。
2. 不保密，适用上述授权。

（请在以上相应括号内打“√”或填上相应内容。保密学位论文应是已经厦门大学保密委员会审定过的学位论文，未经厦门大学保密委员会审定的学位论文均为公开学位论文。此声明栏不填写的，默认为公开学位论文，均适用上述授权。）

声明人（签名）：

年 月 日

厦门大学博硕士学位论文摘要库

摘要

企业价值评估的方法有四种：资产基础法、市场比较法、收益法和实物期权估价法。市场比较法很难找到类似的交易案例建立对比关系，实物期权估价法只适用于特殊企业或特定行为，所以常用的方法是资产基础法和收益法。

房地产企业主要业务是开发房地产项目，在刚取得土地或者开发完成时无论采用资产基础法还是收益法都不成问题。但在开发过程中房地产企业投入资本同时也在通过预售回收资本，现金流是交叉的，采用静态假设开发法以及其他静态方法无法满足要求，最终我们仍然只能使用收益法评估在开发房地产公司。

房地产企业是项目制的，且多数只是为了开发一个项目；在开发过程中，达到预售标准之后即可销售，但收入确认时间却是在开发的房产交付后；房地产企业的税金缴纳与预收款同步，土地增值税、所得税也都是先预缴后清算的。收益法是通过将被评估企业预期收益资本化或折现以确定评估对象价值的评估思路，这个特点弥补了静态假设开发法的缺陷，很适合房地产企业。我们根据房地产企业投资、预售以及税金与预收款同步的特点选择自由现金流量贴现模型，直接编制现金流、选择所开发项目的期限做为整个公司的收益期限来评估房地产企业价值，解决了静态方法存在的问题。研究过程中我们还通过对比项目价值和房地产企业整体价值，认为单一项目的房地产企业整体价值等同于项目价值，相应企业整体价值评估中使用的折现率应是行业平均值，所以我们在运用 WACC 方法计算折现率时需采用理想资本结构，而非当前资本结构或者按照时段选取不同资本结构；进而分析了直接估价股权价值与估价企业整体价值扣减付息债务获得股权价值两种方法因折现率选择而出现的评估结果差异。最后，通过对杭州某房地产公司采用资产基础法和收益法分别进行评估，来验证本论文的观点和理论。

关键词：房地产企业；收益法；自由现金流。

厦门大学博硕士学位论文摘要库

Abstract

There are four ways to evaluate real estate enterprises: Asset-based method; Market comparison method; Income present worth method and Real option method. Asset-based method and Income present worth method are universally adopted, because usually it is difficult to seek similar cases to make comparison, and Real option method can only be applied to specialized enterprises and deeds.

The major task of real estate enterprises is to tap real estate items. It is unquestionable to adopt Asset-based method or Income present worth method when they have acquired land usage rights or finished the real estate item. Since the static hypothesis and other static methods can't meet the requirement of intersectional cash flow, and in the process of the item enterprises raise the money at the same time they presale the house to recover the cost, we can only use Income present worth method to evaluate the real estate enterprise.

Most enterprises are intended for a single item and item-based. In the process, presale occurs as soon as the housing is to the grade, but the income is confirmed only after the housing is totally sold. When the enterprises are collecting the presale money they are paying the taxes, Value-added taxes of land and income tax are levied first and liquidated later. Income present worth method which is to capitalize the forthcoming income or to set cash price of the evaluated enterprise is quite fit for real estate by offsetting the disadvantage of static hypothesis method. According to the characteristics mentioned above, we directly make out cash flow and select the time limit of item as the income time limit to evaluate the whole enterprise. In the study we are convinced that the whole value of a single enterprise is equal to the value of the item. Instead of using current capital structure or selecting different capital structure, we adopt ideal capital structure when we apply the method of WACC to calculate the cash price rate. Thus we can analyse the different results owing to the different cash flow rate between directly valuation of share price and indirectly valuation by deducting debts from the estimated share price. In the end, we validate the theory and

points of the article by valuating some real estate enterprise in Hangzhou separately using Asset-based method and Income present worth method.

Key words: real estate enterprise; income present worth method; free cash flow.

厦门大学博硕士论文摘要库

目 录	
1. 前言	1
1.1 研究的背景	1
1.2 研究问题的提出和研究对象	3
1.3 研究的框架	3
1.4 研究的创新与不足	4
2. 企业价值评估理论综述	5
2.1 国内外关于企业价值评估的理论研究	5
2.2 各国评估准则	7
2.3 企业价值评估方法介绍	9
3. 房地产企业业务介绍和资产基础法评估分析	12
3.1 房地产公司业务以及在财务信息中的反映	12
3.2 需要明确的几个概念	14
3.3 房地产开发的不同阶段存货的呈现形式和常用评估方法	16
3.4 静态方法无法评估在开发房地产企业原因分析	16
3.5 收益法评估在开发房地产企业的必要性	18
4. 收益法评估房地产企业价值方案设计	19
4.1 自由现金流量贴现模型介绍	19
4.2 自由现金流量贴现模型应用房地产企业评估方案	23
5. 房地产企业评估案例	26
5.1 中国房地产行业未来发展前瞻	26
5.2 项目收益期限和现金流编制	29
5.3 折现率选取	39

5.4 溢余性或非经营性资产价值	43
5.5 收益法估价结果	44
5.6 资产基础法评估项目公司价值	46
5.7 评估结果分析	49
6. 总结	51
附件一 案例企业概况	52
附件二 房地产企业开发过程中税费汇总	53
参考文献	56
感 谢	58

厦门大学博硕士论文摘要库

Catalog

Catalog	1
1. Introduction	1
1.1 Background of the Study.....	1
1.2 Emerging of the Topic and Objective Investigated.....	3
1.3 Framework of the Study.....	3
1.4 Inovations and Insufficiencies.....	4
2. Overview of Enterprise Valuation Theories	5
2.1 Study of Valuation Theories Home and Abroad	5
2.2 Valuation Criteria in Different Countries.....	7
2.3 Introduction of Enterprise Valuation Methods.....	9
3. Introdtion to the Real Estate Industry and Assets Based Valuation Method	12
3.1 Business of Real Estate Industry and the Reflection in the Financial Reports	12
3.2 Important Concepts.....	14
3.3 Different Types of Inventory in the Stages of Development and Commonly Used Valuation Methods.....	16
3.4 Anylysis of the Reasons Why Static Method is Invalid in the Valuation of Real Estate Companies.....	16
3.5 The Necessity of Income Present Worth Method in the Valuation of Real Estate Companies.....	18
4. Proposals Designing of Income Present Worth Method in the Valuation of Real Estate Companies	19
4.1 Introduction of DFCF Model.....	19
4.2 Implement of DFCF Model in the Valuation of Real Estate Companies...23	
5. Valuation Case Studies of Real Estate Companies	26
5.1 Prospects of Real Estate Industry in China.....	26

5.2	Revenue Timing of the Projects and the Compilation of Cash Flow.....	29
5.3	Selection of Discount Rate.....	39
5.4	Valuation of the Excessive or Non-operational Assets.....	43
5.5	Results of Income Present Worth Method.....	44
5.6	Valuation Got from Assets Based Method.....	46
5.7	Analysis of the Valuation Results.....	49
6.	Summary.....	51
	Attachment I General Situation of the Case Company.....	52
	Attachment II Summary of the Tax Expenses in the Developing Process.....	53
	References	56
	Thanks	58

1. 前言

房地产行业是整个社会关注的焦点，房地产公司业务特殊，在当前经济环境促使行业整合的背景下，我们需要研究房地产企业估值方法以期为行业整合提供帮助：

1.1 研究的背景

1.1.1 过快上涨的房价将影响中国经济发展

对个人而言，人生活的四大要素是“衣食住行”，中国古代三皇之一是“有巢氏”，杜甫的理想是“安得广厦千万间”。简言之，对中国人来说，有住房就意味着稳定。

对国家而言，实现现代化发展，就必须大量发展第二产业和第三产业；为此，必须有足够的农民进城实现社会的城镇化。根据《中国城市发展问题观察》报告：未来二十年内中国将有三亿左右农民进入城镇，大规模城市化进程成为关注焦点。^①进入城市的人口必须要有相应的配套设施，尤其是房产，但目前的房价确实不敢恭维。尽管经过 2008 年 1 年左右的调整，国内房价依旧过高。以国际上常用的房价收入比来衡量，目前国内一线城市的比值仍在 10 倍以上，远高于海外市场平均 4-5 倍的水平，如此高昂的房价必然会阻碍城镇化的发展。

查尔斯·P·金德尔伯格（Charles P. Kindleberger）在为《新帕尔格雷夫经济学辞典》撰写的“泡沫”词条中写道：“泡沫可以不太严格地定义为：一种资产或一系列资产价格在一个连续过程中的急剧上涨，初始的价格上涨使人们产生价格会进一步上涨的预期，从而吸引新的买者——这些人一般是以买卖资产牟利的投机者，其实对资产的使用及其盈利能力并不感兴趣。随着价格的上涨，常常是预期的逆转和价格的暴跌，由此通常导致金融危机”。^②中国的房地产泡沫无需多加证明。以杭州为例，自 2000 年以来已经从均价 2500 元/平方米上涨到 12000 元/

^①邵益生/石楠. 中国城市发展问题观察[M]. 中国建筑工业出版社, 2006.

^②查尔斯·P·金德尔伯格（Charles P. Kindleberger）. 新帕尔格雷夫经济学辞典(The New Palgrave A Dictionary OF Economics) [M]. 经济科学出版社, 1996.

平方米，8 年时间上涨了 4 倍，而在此期间人均可支配收入上涨只有 1.2 倍（注：房产价格的统计数据不同部门相差较大，因此本文中房产均价由作者根据周边情况估算；根据杭州统计年鉴，杭州 2000 年人均可支配收入 9668 元，2007 年人均可支配收入 21689 元）。

房地产的过快上涨加剧了社会的两极分化、加大了社会的不安定，过快上涨导致的高房价也已经成为了中国城镇化的最大阻力，针对房地产业的宏观调控政策的大量出台不足为奇。

1.1.2 当前的经济环境将促使房地产业整合

为抑止房价过快上涨，国家陆续出台政策重申土地两年内必须开发、暂停房地产企业新股发行、提高了开发商和个人购房的贷款门槛、禁止境外资金入场，所出台的政策使得房地产行业进入 2008 年后度日如年。

而同时，从 2007 年 4 月开始的美国次级贷危机已经酝酿成大规模的金融危机，继 4 月份贝尔斯登破产被托管后，9 月初美国政府正式接管了“两房”。9 月 15 日，美国第五大投行雷曼兄弟破产，美林证券也被以 500 亿美元出售给美国银行，摩根士丹利被迫向日本三菱银行出售股份，9 月 25 日，华盛顿互惠银行正式倒闭，成为美国历史上倒闭的最大银行，最终导致美国政府出台 7000 亿美元的救市计划。中国的金融机构也没有能够独善其身：中国持有相当数额的美国国债，中国的商业银行也持有大量美国五大投行发行的债券或者向其提供贷款。相信随着这场危机的起伏，今后几年全世界金融行业都会出现或多或少的流动性不足。事实上美国之所以会出现今天的一幕也是来源于房地产泡沫，次级贷的发行对象就是偿还能力不强的购房者，对贷款发行人最大的保障是抵押的房产。房产上涨期间，即使购房者无力偿还贷款，已经抵押并“升值”了的房产也可以弥补贷款人的利益；但是现在房地产泡沫破了，房价下跌了，经济危机就出现了。

由于上述几项因素并存，房地产行业已经陷入前后夹击的困境。相信随着商品房销售困难的加大，会有越来越多的企业陷入困境而寻求转让；而那些提前完成销售的现金持有者或者新进入者将有充裕的空间实施并购，整个行业的重组就此拉开序幕。

Degree papers are in the "[Xiamen University Electronic Theses and Dissertations Database](#)". Full texts are available in the following ways:

1. If your library is a CALIS member libraries, please log on <http://etd.calis.edu.cn/> and submit requests online, or consult the interlibrary loan department in your library.
2. For users of non-CALIS member libraries, please mail to etd@xmu.edu.cn for delivery details.

厦门大学博硕士学位论文摘要库