开发商“高比例自持物业”大趋势下

估价行业的思考与应对

李菁菁 钱俊

【摘要】近年来，在土地一级市场上，随着各地政府对土地拍卖的要求不断提高，开发商“高比例自持”作为一种新型的出让模式，正逐步成为趋势。在这样的市场背景下，作为估价行业从业者，土地出让形式的改变，带来的房地产开发经营模式转变，对我们判断此类物业的价值有何影响？新的土地出让模式能催生估价行业哪些新的机遇，本文将从上述几方面做一些分析探讨。

【关键词】开发商自持、价值判断新模式、新业务拓展方向

**一、政策背景与新出让模式**

简单回顾一下近两年土地拍卖市场，我们会发现开发商“高比例自持”正越来越多的成为一种趋势。

2017年6月6日，万科以总价253115万元+住宅总建筑面积自持100%+自持年限70年，拿下南海区桂城C22街区地段逾5.5万平方米地块，地块位于广佛交界平洲片区，是佛山热点置业板块之一。虽然这一举措轰动了业内，而这只是近期开发商自持物业案例中的一个。事实上,万科已经不是第一次拿有“自持”要求的地块。今年4月,万科就在广州拿过两块类似的土地,自持面积一块是50%,另一块是55%。

无独有偶，同年7月4日，上海市国土局官网发布了分别位于嘉定区和浦东新区的两宗地块的挂牌出让公告。值得注意的是，这两宗地块的土地用途均为租赁住房，也就是说，所建物业只能用于出租，而不得出售，要求竞得人须100%自持70年。随后又一次性出四块100%全年限自持用于租赁房屋的土地。

除了佛山、广州、上海之外，杭州、北京等房地产热点地区近年来，都出现了开发商在土地拍卖中主动接受“高比例自持”的情况，各地也在积极研究和落地类似的开发商自持物业政策，而紧跟政策风向的开发商们，也开始在土地出让市场上以实际行动诠释了对新政策的理解和支持。在实际销售大幅下降的背景下,开发商恐放慢发展速度,持有一定比例的物业也是一种应对策略。

此外，2016年6月,国务院印发《关于加快培育和发展住房租赁市场的若干意见》,明确培育和发展住房租赁市场,从顶层设计角度明确指出培育市场供应主体,并将加大政策支持力度。2017年中央经济工作会议报告也明确提出,加快机构化、规模化租赁企业的发展。《上海市住房发展“十三五”规划》2017年7月7日正式发布。《规划》明确提出，“十三五”期间本市城镇住房供应总量以及住房用地供应总量将显著增加，其中新增住房供应总套数170万套，比“十二五”增加60%左右。十三五期间预计供应5500公顷，其中商品住房用地2000公顷，租赁住房用地1700公顷，保障性住房用地1800公顷。预计新增供应各类住房约170万套。其中，商品住房约45万套;租赁住房约70万套;各类保障性住房约55万套。无论从住宅用地的规模和拟建的规模，租赁住房和比例都不低。因此,商业化的“长租公寓”一定是未来房地产企业转型的方向之一。

综上所述，无论是由于政策导向还是房企应对未来市场变化的采取的措施，“高比例自持”这种现象未来将会越来越多。

既然“高比例自持”作为未来市场主体经营模式的大趋势，那它对我们估价行业会带来哪些影响和冲击呢？以下，我们从实务操作方面略做探讨。

**二、房地产开发经营模式转变对估价实务的影响分析**

“高比例自持”物业包含两层意思，一是自持比例高，二是自持一定年限。为了便于分析，我们在本文中的非自持部分可以比照可售型物业的价值内涵，不再予以赘述。本文本部分重点在于分析“自持一定年限”的住宅物业的估价分析。

**（一）“自持一定年限”住宅物业估价的影响**

**1、价值内涵影响**

“自持一定年限”住宅物业区别于可售型住宅物业，“自持一定年限”住宅物业可以是在“全年限自持”，也可以是在“有限年限内自持”，之后允许出售，其价值体现侧重于收益权益价值的体现或前期为收益价值后期为市场价值的混合体现。因此在价值内涵中必须予以明确的年限以及相应年限内价值的表述，此外由于“自持一定年限”必然用于出租，因此价值内涵中还需要对装修标准进行界定。

**2、估价方法影响**

对于“自持一定年限”的住宅物业，估价方法从原先比较法转变为收益法与成本法并重的情况。

（1）收益法

以往我们对于住宅物业估价，一般多选用比较法，一来比较案例充分，二来由于住房租金价格偏低，无法提供准确有效的估值结果。但未来随着“自持一定年限”物业的增多，住宅越来越多的被作为经营性物业，选用收益法就是顺理成章。

对于“全年限自持”住宅物业，可以对应选择全生命周期的报酬资本化法予以估价。

对于全寿命周期自持的住宅物业，其收益法测算模型即为一般公式：



V—收益价值；Ai—末来第i年的净收益；

Yj—未来第j年的报酬率；n—收益期或持有期

对于“有限年限内自持”住宅物业，可以对应选择持有+转售模型的报酬资本化法予以估价。

其收益法测算模型即为一般公式：

V＝(Ai/Yi)×[1-1/(1+Yi)^n]+Vt/(1+Yi)^n

V—收益价值；Ai—末来第i年的净收益；

Yi—未来第i年的报酬率；n—收益期或持有期Vt—房地产在未来第t年末的转售价格

（2）成本法

随着市场上越来越多出现的“全年限自持”住宅土地的推出，成本法中土地案例的选取具备了条件，利用成本法的公式，加上建造成本以及相应的包含财务利息利润在内的费用，实现对“全年限自持”住宅物业的估价。

对于“有限年限内自持”住宅物业，年限仅仅是5年或10年等非70年自持的住宅物业的估价，相对而言利用成本法没有太大的优势，建议采取市场法进行估价。

（3）市场法

年限仅仅是5年或10年“有限年限内自持”的住宅物业，其价值更趋于可售型的市场价值。

利用市场法先求取可售型的住宅物业的价值，并借鉴目前比较成熟的“在一定期限内具有合同租金约束”的物业进行估价修正。

**3、大大丰富了估价租金数据**

在实际操作中，一般获取渠道有承租方或出租方自行提供租金合同、参照估价对象周边市场租金挂牌案例等。而操作中常见的问题包括承租方或出租方为了各自利益的估价结果，提供了明显偏离实际租金的租赁合同；网络上的挂牌租金数据差异幅度巨大，给估价师选取数据造成了一定的干扰等等。估价行业的数据可靠问题是一个长期无法回避的问题。在新的开发商自持物业背景下，开发商出租物业的租金数据是一种相对公开透明的真实数据，对估价师选取案例具有重要的参考意义，大大提高收益法结果可靠性。

当然，“自持一定年限”住宅物业这类新产品的出现，其估价方法运用，估价模型的选取，估价参数包括对于各类包含报酬率等在内参数，估价修正系数的合理设定，我们还是需要在实践中边摸索边完善。

**（二） “自持一定年限”住宅土地估价的影响**

与住宅物业类似，可以将“自持一定年限”的住宅土地区分为两大类，一类为“全年限自持”，一类为“有限年限内自持”。

首先也应注意价值内涵上与非自持型的区别外，其估价方法上的主要变化有：

（1） “有限年限内自持”的住宅土地

对于“有限年限内自持”的住宅土地，其价值与非自持型的住宅土地价值较为接近，可以采用非自持型的住宅土地求取的基础上，利用颁布的自持系数予以修正。

（2） “全年限自持”的住宅土地

对于“全年限自持”的住宅土地，本质上而言，将在在该宗地上建造的房屋属于长期租赁住宅。

以上海为例，目前已有6宗“全年限自持”的住宅用地推向市场，其成交的楼面价价格大致为市场价格的20-25%之间，同时还表现出与颁布的基准地价弱化相关关系的趋势。以此而论，利用已经颁布的自持系数，对非自持的土地使用权市场价值进行修正显得不可行。因此 “全年限自持”的住宅用地比较合理的估价方法必须与建成物业的租金相关，以此而论，似乎收益还原法、净现金流量法（假设开发法）就成为估价方法的必然选择。

**三、催生新评估业务方向**

随着“高比例自持”住宅物业的方兴未艾，今后的房地产估价业务越来越多元化。作为估价从业人员应顺势而为，开发和拓展一些为客户量身定制的业务。以下我们思考的一些未来可能的业务拓展方向。

（1）为开发商做拿地前的项目评估

对开发商而言，在土地招拍挂一级市场拿地前，可委托房地产估价公司进行项目拿地前的评估工作。评估公司根据每个开发商不同的背景实力、期望的资金回报率、建造成本的不同等因素，即使用了相同的评估方法如假设开发法，最后给每个开发商的方案也不尽相同。比如大型的开发商本身就能在假设开发法的未来销售价值定价中包含品牌效应，定价可能会略高于同类型中小品牌开发商的售价，去化率会短于中小开发商，而大的开发商会因为同期开工项目多楼盘题量大等原因，拿到比中小开发商更低的成本造价。这些都是我们评估行业可以利用自身优势和数据为开发商提供的服务。可以供开发商参考，用什么样的价格优选方案参加土地招投标。

同理，在租金土地市场，也能为有意愿去参拍的开发商们提供咨询评估服务。而在每一种新型业务模式出来的时候，通常都是最新切入这些业务的估价机构能够占得先机。万事开头难，当你有了做这类业务的经验的时候，后面的同类业务也就会随之慕名而来。

（2）房地产租金市场资产证券化评估

目前市场上较为主流的REITS产品有债权型和股权型两种。债券型REITS仅仅是一种过渡阶段的产品，股权型与国际上主流的REITS较为接近，以出租回报相对稳定的物业组合后上市进行交易，并通过资产管理公司对项目进行管理，普通投资者通过购买REITS的方式获得股权，并分享物业租金。随之证券市场的逐渐陈述，股权型REITS最终会成为主流产品。

出租回报相对稳定的物业中，20年期左右的写字楼产品比较主流。而随着新的租赁土地出让模式的到来，70年期的住宅类项目的稳定性显著高于市场上目前其他相似类型的产品。

（3）长期动态估值评估业务

这类业务主要是为像银行、信托或者其他抵押信贷的权利方提供的，在中国房地产行业近十几年的发展历程中，总体大趋势是单边上涨模式。从现在的时点看将来，未来房地产是否还能保持长期增长的状态仍未可知，基于此，风险不可控的情况下，作为长期持有的经营性物业，必然面临各种市场风险，为准确了解和有效规避这类风险，需要在分析政策管制、租金供求、租金水平的基础上对物业价值有个长期动态监测，于是动态评估的市场机会就应运而生。对于银行等金融机构，这类开发商自持物业在抵押中有动态监测其价值变化的需求。

（4）长期动态租金评估业务

这类业务主要是为政府、开发商、个人的需求而产生。可以想象随着租赁住宅的大量上市提供，使租赁住宅的价格具备了一定“准公共产品”的概念。对于合理租金价格的制定，类似于目前一手住宅预售价格的备案，需要进行公允租金的评估，从这个意义而言，将来租金评估的业务将在房地产估价机构中大幅度上升。

四、结语

“高比例自持”住宅物业可能是未来若干年内蓬勃发展新型的物业形态，如何对其准确合理的估价，以及它会对于房地产市场、对于估价行业，对于相关其他行业有何影响正在逐步显现，目前土地招拍挂市场最先感受到，而本文作者对于这类物业建成后，在今后的持有经营期的市场估值做了一些抛砖引玉的探索，也希望可以给同行带来一些思考，受限于作者水平和准备时间不足，有分析不到位的地方还希望各位同行不吝批评、指正。

参考文献：

1. 广州乐居网-咨讯中心新闻
2. GB/T50291-2015，房地产估价规范[S].北京：中国建筑工业出版社，2015.
3. 沪府发（2017）46号《上海市住房发展“十三五”规划》.上海市人民政府，2017.7.6

 （作者单位：上海八达国瑞房地产土地估价有限公司）