

21世纪高等院校工程管理专业教材

房地产投资分析

FANGDICHAN TOUZI FENXI

刘秋雁 编著

(第三版)

 东北财经大学出版社
Dongbei University of Finance & Economics Press



21世纪高等院校工程管理专业教材

房地产投资分析

FANGDICHAN TOUZI FENXI

刘秋雁 编著

(第三版)



东北财经大学出版社

Dongbei University of Finance & Economics Press

大连

© 刘秋雁 2011

图书在版编目 (CIP) 数据

房地产投资分析 / 刘秋雁编著. —3 版. —大连: 东北财经大学出版社, 2011. 9

(21 世纪高等院校工程管理专业教材)

ISBN 978 - 7 - 5654 - 0523 - 5

I. 房… II. 刘… III. 房地产投资 - 投资分析 - 高等学校 - 教材 IV. F293.35

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2011) 第 168314 号

东北财经大学出版社出版

(大连市黑石礁尖山街 217 号 邮政编码 116025)

教学支持: (0411) 84710309

营 销 部: (0411) 84710711

总 编 室: (0411) 84710523

网 址: <http://www.dufep.cn>

读者信箱: dufep@dufe.edu.cn

大连美跃彩色印刷有限公司印刷

东北财经大学出版社发行

幅面尺寸: 148mm × 210mm

字数: 462 千字

印张: 15 1/2

2011 年 9 月第 3 版

2011 年 9 月第 8 次印刷

责任编辑: 李 彬 李丽娟 龚小晖 王芃南

责任校对: 群 力

封面设计: 张智波

版式设计: 钟福建

ISBN 978 - 7 - 5654 - 0523 - 5

定价: 26.00 元

三版前言

我们知道，房地产投资是通过牺牲现在的某些利益来换取未来的预期收益，但这种收益是与风险并存的。每一个房地产投资者都希望以最少的投资换取最大的收益。那么，到底能否获取收益？获取多少收益？这些收益的取得又以承担多少风险为代价？同时，还有没有别的方案可以选择？处于市场经济发展中的我国，一直都面临着资源短缺的问题，所以任何浪费，任何“使得总支出超过未来净现金流量现值”的草率的投资行为都是不能容忍的。应该说，“房地产投资分析”这门学科就是为解决这个问题而产生和发展起来的。

写作本书第三版的目，与2003年写作本书第一版时一样，即房地产投资活动持续不断地对我们的社会和生活产生重大的影响，希望有一本书，能够随着房地产市场的变化而不断更新，为房地产投资分析人员或从事房地产投资活动的人员提供较全面的决策参考。

许多人非常期待本书的第三版，包括一些高校的老师、房地产开发商和房地产咨询机构的朋友和读者。

读者现在看到的本书第三版，弥补了前两版书中存在的不足，并根据上述使用者的反馈意见和实际需要，进行了很多调整、修改、完善和提高。本版书的特点有：

1. 综合考虑了2000年原建设部发布的《房地产开发项目经济评价方法》与2006年发改委和原建设部发布的《建设项目经济评价方法与参数》（第三版）的内容。由于房地产项目本身的开发体制、开发程序、开发周期等有别于其他行业，使得一般的投资项目评价方法不能完全适用于房地产开发项目，因此作者致力于推动前者的实施；但因前者过于粗略，有时不利于操作，作者除了按照自己的理解进行了细化以外，也尽可能学习和吸取了后者中适合房地产项目经济评价的方法和规定。这种综合，表明了作者的一种创新，希望得到读者的认可。

2. 继续从读者的角度进行认真的更新和完善。例如,对案例中的数据出处予以特别标注,以使读者明白投资分析中的重要数值是如何计算出来的。第四章(原第5章)增加了一些小型案例;第五章(原第6章)强调了各表中的数据来源(这常常是学生学习中的困惑之处);第九章(原第10章)的开发投资分析在引用他人案例时,调整了一些已知条件,并指出了分析过程中的相对不足,以提醒学生在操作中应注意之处;第十章(原第11章)的置业投资分析中的某些案例,在净现金流量中增加了项目持有期末的净转售收入。以往对此的忽略,导致我们对置业投资项目的现金流量分析是不够准确的。此外,重要章节除了复习思考题之外还增加了相应的案例分析题,给读者以动手练习的机会。

3. 对一些重要概念试图解释清晰并试图运用得当。比如在房地产投资分析过程中,针对房地产租售项目经营成本的结转,运营费用、折旧、净转售收入、财务费用的估算,投资计划与资金筹措计划的确定等问题一直困扰着大家,本书对此做了一些探讨和定性。仅比较新版与原版的目录,也许读者还看不出什么,但仔细阅读其中内容,读者会发现很多概念甚至一些图表比以往更清晰,更便于理解和使用。

4. 融资前分析与融资后分析有很大的区别,本书注意到了这种区别对房地产投资的影响。针对融资前分析的项目投资现金流量表中,以往的书籍或教材使用的数据多数都没有剔除财务费用的影响,使分析出的项目投资净现值指标和内部收益率指标多少有些不够严谨。作者在本版中对该表中的土地增值税和所得税进行了调整,剔除了财务费用的影响,以真实地反映在没有融资的情况下项目的收益情况,为是否融资提供决策依据。

5. 考虑了不同投资者的需要。通过传统的财务分析与现代的财务分析的结合,为两类投资人——开发投资者和置业投资者,提供了大量复杂或简便的分析方法,具体体现在第五章、第九章和第十章中。这些案例或分析方法对两类投资者有着较大的实用价值。因此,作者希望本书的内容既能为开发投资者提供投资决策的参考,也能为小型置业投资者(个人置业或企业置业)提供简便的分析手段。而以往同类教材中针对开发投资分析的较多。

6. 注重理论与实际的结合。本书全面系统地论述了房地产投资全过程中各环节应当研究和分析的主要问题及操作方法。既有定性分析,也有定量分析;既有理论上的深入探索,也有实务上的具体操作。例如,为能充分说明所述理论,第四章、第五章、第九章和第十章充分运用案例形式把前面的内容贯穿起来,让读者有一定的感性认识,以便能充分利用所学理论来解决开发项目与置业项目的投资分析问题。

7. 内容具有启发性。本书共分10章,在每章结束后都有小结,扼要概括每章的主要内容;各章还有大量的复习思考题(这些题目的编制或选用都经过了作者慎重的考虑);有时还会摘录一些不同的观点供大家参考;书后还有必要的附表。这些内容不仅能够启发大家思考,也能够加深读者对基本理论的理解。

8. 删掉了原书中的第3章和第12章。这两部分的存在原是为了增加本书在体系上和内容上的完整性,对这两部分的删除并不影响读者对房地产投资分析的基本方法与原理的掌握,因此作者对原有目录和结构进行了调整。

9. 编写本书时,作者尽可能地更新了书中的全部信息,对数字、涉及的新政策、案例等也进行了更新。

本书想给读者这样一个思路:

第一章:介绍房地产投资分析中的基本问题,让读者了解房地产投资分析的目的、内容、任务,了解有关投资分析中的基本概念及其他需要考虑的基本问题。这是做好房地产投资分析咨询的前提。

第二章:介绍房地产市场与市场研究。认识市场并对市场加以研究是实现项目投资价值的前提条件。理性的房地产投资决策不能不认识到市场研究的重要性。一个项目是否值得投资,很大程度上取决于其销售收入和租金收入。而项目在经营期间的租金价值和出售时的市场价值,都由市场决定,所以了解房地产市场并对这个市场加以研究是必要的。

第三章:介绍区位对房地产投资项目的影响,这种影响是可变的。因此本书指出,绝对区位论是不可取的,如果一个投资项目仅依靠区位而不研究市场、不研究风险、不研究管理和经营方式等问题,也不一定能成功。

第四章:介绍基础数据如何测算,它既是上一阶段市场分析的结

果,也是下一阶段财务分析的前提。

第五章:介绍房地产投资项目财务分析。第四章介绍的基础数据仅是我们在前一阶段的预测结果,只有将这些预测结果转化成为决策指标,才能使这些预测具有更深意义。本章为评价投资行为所提供的传统和现代的财务分析指标、基本报表及基本分析方法,使得这些数据与现在的收益之间更具有可比性。

第六章:进行房地产投资项目的不确定性分析。很多因素具有不确定性,分析这些不确定因素在什么范围内变化,又怎样影响到主要经济指标的结果,使投资者知道项目是否有承受这种变化的能力,这是本章要解决的问题。

第七章:进行风险分析。未来是不可知的,唯一无疑的是实际的投资结果将有别于期望值。本章通过对可能的投资结果的各种估计,对风险及其回报水平进行预测,使投资者作出更为合理的投资决策。

第八章:进行房地产投资决策分析。在经过了前面几章的分析之后,本章开始把前面介绍的指标和方法应用到各种投资决策类型当中,以便能从众多的投资方案中选择出投资者能够接受的并且值得投资的方案。

到此为止,以上8章是房地产投资分析的理论过程。

第九章:房地产开发投资项目案例分析。

第十章:房地产置业投资项目案例分析。

这两章安排了多组案例,通过运用各种传统和现代的财务分析方法,综合前面几部分中所讲述的分析过程来解决实际中的投资分析问题。

以上为本书基本体系,它由房地产投资分析的理论 and 实务两大部分构成。

本书的编写目的,是为学生或读者提供相关的研究方法和工具,帮助其有效地了解房地产开发投资和置业投资的分析过程和一些实际的基本常识。本书主要供工程管理、房地产专业或房地产方向的高年级本科生使用。因为这些学生至少修过一门经济学原理类的课程,具有一定的经济学基础和高等数学基础。

本书的编写宗旨在于系统地介绍房地产投资分析的基本理论与实

务，因此，除了可以作为高等院校工程管理专业、房地产专业或房地产方向学生的学习教材外，也可以作为开发商在房地产投资前进行市场分析和财务分析的模拟工具，还可以作为房地产领域的各类从业者，包括咨询人员、经纪人员、营销人员和一般投资者了解房地产投资分析过程的参考读物。本书的第三版，一定还存在很多不足，欢迎本领域的专家、学者和读者批评指正，以使本书更好地满足各位老师的教学需要，满足房地产投资分析人员的社会实践需要，更好地为我国的房地产投资项目服务。

刘秋雁

2011年7月于东北财经大学

目 录

第一章 房地产投资分析中的基本问题	1
■学习目标	1
第一节 房地产投资概述	1
第二节 房地产投资分析概述	20
第三节 房地产投资分析中常用的基本概念	29
第四节 小结	54
■关键概念	56
■附录 为什么住房贷款的利息应当扣除?	56
■复习思考题	58
第二章 房地产市场分析	60
■学习目标	60
第一节 房地产市场的一般问题	60
第二节 房地产市场分析	68
第三节 房地产市场调查的方法与程序	80
第四节 房地产市场预测的种类与方法	91
第五节 市场分析应用举例——某房地产市场分析报告大纲	103
第六节 小结	106
■关键概念	107
■复习思考题	108
第三章 房地产开发项目的区位条件分析	109
■学习目标	109
第一节 区位与房地产价值	109
第二节 房地产开发项目的区位分析	114
第三节 区位选择要注意的问题	121

第四节 小结	123
■关键概念	124
■复习思考题	124
第四章 房地产投资项目基础数据的分析估算	125
■学习目标	125
第一节 房地产开发项目总投资与总成本费用的估算	126
第二节 房地产投资项目的收入、税金估算	145
第三节 房地产投资项目的资金筹措	164
第四节 借款还本付息的估算	173
第五节 财务基础数据估算案例分析	185
第六节 小结	189
■关键概念	191
■附录 关于名义利率与实际利率的问题	191
■复习思考题	193
■案例分析题	194
第五章 房地产投资项目财务分析	197
■学习目标	197
第一节 房地产投资项目财务分析概述	197
第二节 房地产投资项目财务分析基本报表	202
第三节 传统的财务分析	225
第四节 现代的财务分析	234
第五节 传统财务分析方法的应用——某置业（股权）投资者和 债权人投资者对商场投资的可行性分析案例	254
第六节 现代财务分析方法的应用——某房地产开发项目财务 分析案例	258
第七节 基本报表填列与相应指标的计算案例分析	274
第八节 小结	277
■关键概念	278
■附录 关于“财务内部收益率”存在的问题	279
■复习思考题	284
■案例分析题	285

第六章 房地产投资项目不确定性分析	289
■学习目标	289
第一节 房地产投资项目的不确定性概述	289
第二节 盈亏平衡分析	296
第三节 敏感性分析	310
第四节 小结	324
■关键概念	326
■复习思考题	326
■案例分析题	327
第七章 房地产投资项目风险分析	329
■学习目标	329
第一节 房地产投资项目风险概述	330
第二节 房地产投资风险的种类与控制方法	338
第三节 房地产投资风险分析	345
第四节 小结	356
■关键概念	357
■复习思考题	358
第八章 房地产投资决策分析	359
■学习目标	359
第一节 房地产项目投资决策概述	359
第二节 房地产投资项目的方案比选	370
第三节 各比选指标的应用	377
第四节 案例分析	389
第五节 小结	393
■关键概念	395
■复习思考题	395
■案例分析题	396
第九章 房地产开发投资项目案例分析	398
■学习目标	398
第一节 租售房地产开发项目案例分析	398
第二节 房地产投资项目可行性研究案例分析	416

第三节 商业地产开发项目案例分析·····	439
第四节 小结·····	443
■复习思考题·····	444
第十章 房地产置业投资项目案例分析·····	445
■学习目标·····	445
第一节 房地产置业项目投资分析简述·····	445
第二节 房地产买卖投资分析·····	447
第三节 房地产置业消费投资分析·····	449
第四节 房地产租赁投资分析·····	450
第五节 房地产置业出租经营投资分析·····	453
第六节 小结·····	471
■复习思考题·····	471
附表·····	472
附表1 复利系数标准表示法及复利计算公式汇总表·····	472
附表2 正态分布曲线的面积·····	473
主要参考文献·····	475

第一章 房地产投资分析中的基本问题

学习目标

本章对本书所涉及的基本问题做了概括的介绍。通过本章学习，要求学生掌握房地产投资、房地产投资分析的概念以及一些重要的基本术语；熟悉房地产投资的目的、特性、类型；了解房地产投资分析的意义、任务和内容，同时了解房地产投资分析与可行性分析的不同。学完本章，学生应能对房地产投资分析有一个全面的认识。

第一节 房地产投资概述

一、房地产投资的含义

投资是指以一定资源投入某项计划，以获取所期望的报酬。这里的资源既可以是资金，也可以是土地、人力、技术、管理经验或其他资源，所以“投资”一词从广义上来说，既用来指特种资金，又用来指特定的经济活动。

一项投资活动应该具备以下条件：第一，要有投资主体，即政府、企业或个人；第二，必须有预期的投资目的，即预期获得比原投资更大的经济收益，当然，一项成功的投资还应兼顾其社会效益和环境效益等；第三，投资要通过一定的手段和方式进行，或直接投资或间接投资，或开发投资或置业投资等；第四，投资是一种周而复始的连续性经济活动，资金的投入仅仅是投资的开始，投资的一般过程包括资金的筹集、使用、回收和增值。

房地产投资是指经济主体以获得未来的房地产资产增值或收益为目的，预先垫付一定数量的货币与实物，直接或间接地从事或参与房地产

开发与经营活动的经济行为。

房地产投资的对象从广义上来说,包括房地产资产和房地产资产权益。前者拥有的是实物资产,进行的是直接投资(如房地产开发投资和房地产置业投资等);后者拥有的是权益资产,进行的是间接投资(如购买房地产企业发行的股票、债券,以及购买房地产资产支持的证券或债券等)。

由于具有抗通货膨胀、风险适中等特点,房地产投资逐渐成为世界最有吸引力的投资方式之一。而在我国,近年来随着工业化和城市化的不断发展,房地产投资也愈来愈引起人们的重视。从过去几年来看,房地产投资已成为广大投资者为获取高额利润或使资产快速增值的重要投资形式,激发了广大投资者对房地产投资的欲望。尽管目前国家已加大对房地产市场的宏观调控,但不可否认,房地产投资仍是当前投资领域的一个热点。

二、房地产投资的类型

(一)从房地产投资形式来说,房地产投资分为直接投资和间接投资两类

1. 直接投资

房地产直接投资是指投资者直接参与房地产开发或购买房地产的过程并参与有关的管理工作,包括从购地开始的开发投资和物业建成后的置业投资两种形式。

(1) 房地产开发投资

房地产开发投资是指投资者从购买土地使用权开始,经过项目策划、规划设计和施工建设等过程获得房地产商品,然后将其推向市场,转让给新的投资者或使用,并通过转让过程收回投资,实现开发商收益目标的投资活动。房地产开发投资包括商品房开发投资和土地开发投资。

商品房开发投资是指房地产开发企业开发建设的供出售、出租用的商品住宅、厂房、仓库、饭店、度假村、写字楼等房屋工程及其配套的服务设施所完成的投资。

土地开发投资是指房地产开发企业进行的土地开发工程所完成的投

资,如进行场地平整、道路、给水、排水、供电、供热、供气、通讯等工程所完成的投资。

随着我国土地收购制度的建立和政府出让国有建设用地使用权方式的改革,以土地一级开发为主的土地开发投资活动,已经逐步发展为房地产开发投资的一种独立形式。在土地开发投资过程中,开发商通过政府授权或委托获取土地开发项目,经过土地征收、地上物征收补偿、人员安置补偿、市政基础设施和公共配套设施的建设,使土地达到可供政府出让的条件,并在政府通过招标、拍卖或挂牌方式成功出让土地后,以获得的土地开发补偿费收回投资、获取投资收益。

房地产开发投资通常属于中短期投资,它形成了房地产市场上的增量供给。开发投资的目的主要是赚取开发利润,风险较大但回报也比较丰厚。房地产开发投资者将建成后的房地产用于出租(如写字楼、公寓、别墅、货仓等)或经营(如商场、酒店等)时,短期开发投资就转变成了长期置业投资。^①

(2) 房地产置业投资^①

房地产置业投资是购置物业以满足自身生活居住或出租经营需要,并在不愿意持有该物业时可以获得转售收益的一种投资活动。置业投资的对象可以是开发后新建成的物业(市场上的增量房地产),也可以是房地产市场上的二手房(市场上的存量房地产)。这类投资的目的一般有两个:一是满足自身生活居住或生产经营的需要;二是作为投资将购入的物业出租给最终的使用者,获取较为稳定的经常性收入。置业投资一般从长期投资的角度出发,可获得保值、增值、收益和消费四个方面的利益。比如,某投资者以200万元购入一处新建的200平方米的写字楼,然后以其中的100平方米作为公司办公自用,将另100平方米出租出去,每年扣除维修管理费用后的净租金收入是20万元。6年后,由于业务需要,该投资者将200平方米写字楼全部转售,扣除销售费用、所得税等支出,获得净销售收入220万元。从案例可知,该投资者的置业投资先后达到了保值(200万元)、增值(20万元)、获取经常性收益(20万元)和自用消费四个方面的目的。

^① 关于房地产置业投资的类型参见第十章的相关内容。

金融和保险等机构投资者的发展,尤其是房地产投资信托基金的出现,使得房地产置业投资活动日益频繁,交易金额也越来越高。一般来说,房地产机构投资者在进行置业投资时有两种类型:缺乏房地产投资管理经验且具有低风险偏好的投资者,往往倾向于购买处于黄金地段的优质成熟物业,这类物业的购买价格高、收益水平较低但风险也低;而具备房地产投资管理经验的机构投资者,则更倾向于购买处于优良区位的新竣工甚至未竣工的物业,这类物业的初始价值和收益水平较低,但随着投资者的持续资源投入和培育,物业价值和收益能力逐步提升,当达到成熟物业的状况时,投资者可能继续持有,也可能转让给前一类投资者。

随着房地产市场的发展,对房地产置业投资的需求不断增长,许多房地产企业正在从单一的房地产开发业务模式发展为开发投资和置业投资相结合的业务模式,以提升企业投资经营活动的稳定性,降低单一开发业务模式可能给企业带来的潜在风险。

2. 间接投资

房地产间接投资主要是指将资金投入与房地产相关的权益或证券市场的行为。房地产的间接投资者不需直接参与有关投资管理工作,具体投资形式包括:购买房地产开发投资企业的债券、股票;购买房地产投资信托基金和房地产抵押贷款证券等。

(1) 购买房地产开发投资企业的债券、股票

为了降低融资成本,越来越多的大型房地产开发投资企业希望通过资本市场直接融资,以支持其开发投资计划。例如,深万科、北京华远集团等通过公司上市,不仅解决了房地产开发所面临的资金短缺问题,也为投资者提供了一个很好的间接投资房地产的机会。比如,购买深万科股票或其他房地产企业债券的投资者,也会分享其部分房地产投资收益,成为间接的房地产投资者。

(2) 投资房地产投资信托基金

房地产投资信托基金(REITs)是采用公司拥有资产的形式,将被动的股东投资者的资金吸引到房地产中,以共同基金的方式购买、开发、管理和出售房地产资产的一种投资。作为一种新的融资方式,它在1992年才开始成为美国房地产业吸纳资金的方法。它的出现,使得投

资者可以把资金投入由专业房地产投资管理者经营管理的房地产投资组合中, 该公司将其收入现金流的主要部分分配给作为投资者的股东, 而本身仅起到一个投资代理作用。

投资者将资金投入 REITs 有很多优越性: 一是可以使投资者以相对较少的投资持有多元化的房地产股组合; 二是投资者的收益相对稳定, 因为 REITs 的投资收益主要来源于其所拥有物业的经常性租金收入; 三是如果其管理者做得明智的话, 投资者有机会得到资金增值; 四是该公司投资的流动性很好, 投资者很容易将持有的 REITs 股份转换为现金, 因为 REITs 股份可在主要的交易所交易, 买卖 REITs 的资产或股份比在市场上买卖房地产更容易。

按资产投资的类型划分, REITs 分为权益型、抵押型和混合型三种形式。REITs 选择投资的领域非常广泛, 其投资涉及许多地区的各种不同类型的房地产权益和抵押资产。由于有专业投资管理者负责经营管理, 其收益水平也大大高于一般的股票收益, 因而, REITs 股票往往成为个人投资者以及大型机构投资者 (包括退休基金、慈善基金、保险公司、银行信托部门和共同基金等) 间接投资房地产的重要工具。

中国房地产市场的发展急需拓展房地产直接融资渠道, 以摆脱过分依赖商业银行进行融资的局面。而 REITs 作为一种创新的房地产金融工具, 越来越得到政府和产业界的认同。2008 年 12 月 20 日《国务院办公厅关于促进房地产市场健康发展的若干意见》中明确表示要“开展房地产投资信托基金试点”。随着中国相关法律制度和房地产市场体系的完善, REITs 将会逐渐成为中国投资者现实的投资工具。

(3) 购买住房抵押贷款证券

随着中国住房体制改革的深化, 住房金融市场亟待发展, 在中国推行抵押贷款证券化逐渐成为住房、金融界各级人士的共识。所谓住房抵押贷款证券化, 就是把金融机构所持有的个人住房抵押贷款债权转化为可供投资者持有的住房抵押贷款支持证券, 然后通过出售证券融通资金的一种活动。购买该证券的投资者也就成为房地产间接投资者。主要做法是, 银行将所持有的个人住房抵押贷款债权出售给专门设立的有特殊目的的公司, 由该公司将其汇集重组成抵押贷款集合, 每个集合内贷款的期限、计息方式和还款条件大体一致, 通过政府、银行、保险公司或