



2018 年第 1 期

总第 24 期

新视野

NEW HORIZON

中企华研发部 主办

北京中企华资产评估有限责任公司

CHINA ENTERPRISE APPRAISALS CO., LTD

2018 年第 1 期

总第 24 期



编辑委员会

孙月焕 权忠光 刘登清

黎东标 殷 浩

本期特邀编委

顾爱国、严哲河

编辑部

主 编：阮咏华

执行主编：古梦迪

板块编辑：

- 观览政策风向：姚青思
- 聚焦市场数据：牟洪浩、李婕
- 追踪热点行业：古梦迪、姚青思
- 研讨专业问题：刘洪帅、石法良
牛志刚

目 录 CONTENTS

观览政策风向

P1

□ 评估动态

- 对外投融资基金资产评估
- 涉海产权评估
- 行业协会商会资产评估
- 私募投资基金非上市股权投资估值指引
- 加强资产评估行业党的建设
- 2017 年度审计与评估机构检查处理情况
- 2018 年第一季度会计及评估监管情况

□ 财政税收

- 增值税税率调整
- 统一增值税小规模纳税人标准
- 企业 事业单位改制重组有关契税政策

□ 国企改革

- 规范金融企业对地方政府和国有企业投融资行为
- 国资委研究中心发布《2018 中国国企国资改革发展报告》

聚焦市场数据

P7

□ 宏观经济专题

- 经济总体情况
- 通胀与价格趋势
- 货币金融发展

□ 资本市场专题

- 2018 年第 1 季度 A 股指数情况概述
- 2018 年第 1 季度 A 股 IPO 情况概述
- 2018 年第 1 季度上市公司并购重组情况概述
- 2018 年第 1 季度新三板情况概述
- 2018 年第 1 季度债券市场情况概述

追踪热点行业

P29

□ 2017 年电视剧行业分析（下）

□ 2017 年医药行业分析

研讨专业问题

P48

□ 技术专题研究

- 对在企业价值评估中不动产评估税赋影响的探讨

□ 项目经验分享

- 银亿重大重组项目涉及 PPA 项目体会

收稿方式

电子信箱: yfb@chinacea.com

公司微信群: 朝阳群众

欢迎关注中企华公司
官方微信平台
微信号: china_cea



CONTENTS



评估动态

对外投融资基金资产评估

为引导对外投融资基金健康发展，推动形成全面开放新格局，加快培育国际经济合作和竞争新优势，2018年4月10日，国家发展改革委、财政部、商务部、人民银行、中国银行保险监督管理委员会、证监会六部门联合印发了《关于引导对外投融资基金健康发展的意见》（发改外资〔2018〕553号）。

《意见》明确提出引导对外投融资基金健康发展要强化服务保障，充分发挥第三方机构作用。要支持行业协会、中介机构为对外投融资基金提供资产评估、管理咨询、法律、会计、审计、税务、知识产权、风险评估和认证等服务，加强行业协会能力建设，提高中介机构服务质量。

涉海产权评估

为深入贯彻落实党的十九大关于“加快建设海洋强国”、“增强金融服务实体经济能力”和“十三五”规划“拓展蓝色经济空间”、“推进‘一带一路’建设”的重大战略部署，统筹优化金融资源，改进和加强海洋经济发展金融服务，推动海洋经济向质量效益型转变，人民银行、海洋局、发展改革委、工业和信息化部、财政部、银监会、证监会、保监会八部委于2018年1月15日联合印发了《关于改进和加强海洋经济发展金融服务的指导意见》（银发〔2018〕7号）。

《意见》提出，要健全投融资服务体系，搭建海洋产业投融资公共服务平台，建立优质项目数据库，**建立健全以互联网为基础、全国集中统一的海洋产权抵质押登记制度，建立统一的涉海产权评估标准**。加大海洋经济示范区建设支持力度，探索以金融支持蓝色经济发展为主题的金融改革创新。鼓励海洋经济重点地区的银行业金融机构加强金融支持海洋经济发展的统计监测和效果评估。

（来源：中国资产评估协会）

行业协会商会资产评估

2017年12月29日，财政部下发了《关于印发〈脱钩后行业协会商会资产管理暂行办法〉的通知》（财资〔2017〕86号）。《通知》要求，按照《资产评估法》《国有资产评估管理办法》等法律法规，协会商会发生资产出售、转让、置换或利用非货币性资产对外投资等需要进行资产评估的情形时，应当委托评估机构进行评估。

私募投资基金非上市股权投资估值指引

2018年3月30日，中国证券投资基金业协会（以下简称“协会”）发布了《私募投资基金非上市股权投资估值指引（试行）》（以下简称“《指引》”），主要包括总则、估值原则、估值方法三部分内容，对于私募基金非上市股权投资的估值相关做了详细说明和规定。

2017年3月，财政部修订了《企业会计准则第22号——金融工具确认和计量》，修订后的准则将对私募基金投资非上市股权的确认和计量产生重大影响，特别是在估值方面提出了更高的要求，修订后的准则将从2018年1月1日至2021年1月1日逐步开始执行。截至目前，私募基金投资非上市股权仍缺乏统一的估值标准，私募基金管理人在估值实践中使用各种不同的操作方式，估值水平良莠不齐。

协会在《指引》的起草说明中表示，为引导私募投资基金非上市股权投资专业化估值，完善资产管理行业估值标准体系，促进私募基金行业健康发展，保护基金持有人利益，协会结合私募基金现有的运作管理及信息披露规范，参考《企业会计准则》及《国际私募股权和风险投资基金估值指引（International Private Equity and Venture Capital Valuation Guidelines）》（2015年12月版），起草了《指引》。

从内容上来看，《指引》主要包含了以下几方面：1. 明确了指引的适用范围；2. 强

化估值主体责任;3. 保持估值技术的一致性;4. 强调公允价值估值原则;5. 设定非上市股权估值的假设前提;6. 指出使用估值技术的综合考虑因素;7. 规定估值的反向检验;8. 提出五种具体估值方法、适用场景及应用指南;9. 中国市场特定情况相关考虑。

从估值方法上来看,《指引》提出了私募基金在对非上市股权进行估值时通常采用的五种估值方法,即:参考最近融资价格法、市场乘数法、行业指标法、现金流折现法和净资产法。其中,参考最近融资价格法、市场乘数法、行业指标法属于市场法,现金流折现法属于收益法,净资产法属于成本法。

《指引》指出,“基金管理人应当充分考虑市场参与者在选择估值方法时考虑的各种因素,并结合自己的判断,采用多种分属不同估值技术的方法对非上市股权进行估值”。

(来源:每经网)

加强资产评估行业党的建设

为深入贯彻习近平新时代中国特色社会主义思想 and 党的十九大精神,进一步加强资产评估行业党的建设,提高资产评估行业党的建设水平,2018年2月16日,财政部党组印发了《关于加强资产评估行业党的建设工作的指导意见》(财党〔2018〕11号),要求各级财政部门党组织和行业党组织落实党建工作责任,建立健全地方资产评估行业党组织,推进行业党的组织和工作全覆盖。

《指导意见》从加强资产评估行业党建工作的重要性、指导思想和基本原则、健全行业党的组织体系、加强党员教育管理、做好党务工作和队伍建设、强化对行业党建工作的领导和指导等六个方面,对资产评估行业党建工作提出了要求。

《指导意见》的出台和实施,将有利于行业各级党组织充分发挥其政治优势和组织优势,在全行业贯彻落实党的十九大精神、践行习近平新时代中国特色社会主义思想,确保党的路线方针政策在资产评估行业有效贯彻落实;有利于行业基层党组织提升组织力、突出政治功能,落实全面从严治党要求;也有利于夯实党的执政基础,凝聚人心、

团结群众,确保资产评估行业健康发展。

(来源:中国资产评估协会)

2017年度审计与评估机构检查处理情况

2018年4月20日,证监会通报了2017年对审计与评估机构检查处理情况。2017年,证监会统一组织对3家评估机构进行了全面检查,合计抽查10个评估项目;对7家评估机构的10个评估项目进行了专项检查。

证监会通报,部分评估机构内部管理制度不完善、内部管理工作不到位,质量控制体系有待完善,独立性管理工作还需加强。在具体执业项目方面,一些评估机构对折现率、增长率、利润率等关键评估参数的选取依据不足,对历史经营数据、经营发展规划和盈利预测等重要评估资料缺少调查与分析;一些评估报告与说明未充分披露与评估结论相关的重要信息;部分评估机构的现场勘查程序严重不足,未执行必要的工作程序便直接依赖其他中介机构的工作成果;还有个别评估项目存在多处明显计算错误,且直接影响评估结论的准确性。

2018年第一季度会计及评估监管情况

2018年4月20日,北京证监局发布《会计及评估监管工作通讯二〇一八年第二期》,通报了2018年一季度辖区证券资格审计与评估机构处理处罚情况。其中,新增行政处罚及行政监管措施中资产评估机构的突出问题主要表现在以下几个方面:

1.收益法

一是可比公司选取不恰当。未充分关注可比公司与评估对象的业务构成差异,未充分考虑业务构成差异对可比性的不利影响,相关可比公司选取不恰当。

二是业务增长率预测依据不足。未充分获取与评估对象及其行业相关的评估资料,未充分了解行业规模 and 市场竞争状况,未对评估对象的市场竞争力进行独立、有效核实,相关业务的未来增长率预测依据不足。

三是未充分获取评估对象经营发展规

划。未充分获取评估对象产能计划等经营发展规划，未充分分析评估对象是否具备相应的业务增长能力，相关评估程序执行不到位。

四是未充分核实盈利预测资料的真实性、合理性。未充分关注评估对象在手合同和订单的实际执行情况，未核实在手合同中已确认收入和未确认收入的金额准确性，未核实在手订单的真实性，相关评估程序执行不到位。对未来拟上线的多款新游戏经营数据进行预测时，仅参照了历史游戏运营数据，未充分考虑游戏行业特点和公司历史营运情况等，收益预测依据不充分，预测 2020 年营业收入时，直接在 2019 年营业收入基础上增长 10%，相关预测依据不充分。

五是对被评估企业未来销售主要产品的分析评估和披露说明不充分。截至评估基准日，被评估企业未来销售的主要产品尚在优化临床试验前的准备阶段，评估师对该产品能否按规划时间获得相关批准认证并投入生产的分析和评估工作不充分，也未对其可能对评估结论产生的影响和相关风险予以说明。

六是项目投资成本预测依据不足。根据合同，电网配套设备建设成本应由被评估公司承担。评估师直接利用被评估公司提供的收益预测资料，认可其对配套设备建设成本由政府承担的判断，未检查合同条款，未核

实相关政策信息，未充分了解行业现状，项目投资成本预测依据不足。

七是对项目完工进度了解不充分。截至报告出具日，3 个已签订合同的项目仅完成土建工程部分，预计无法按期供暖。评估师未就该事项进行充分调查，未关注被评估公司内部管理经验不足的问题，也未考虑项目延期完工对收入预测的影响。

八是资本性支出预测依据不足，未考虑后续需支付的资金。

九是未获取子公司享受税收优惠政策的相关证据。评估师假设全资子公司可在 2017 年取得动漫企业认定，并享受“两免三减半”税收优惠政策，但对动漫企业认定条件的分析核实工作不到位，也未在评估报告中就相关不确定性和风险进行充分说明。

2.市场法

使用营运状况综合调整系数作为修正指标，但对该指标未设定明晰的评分标准，相关取值依据不够明确，对部分价值驱动因素和差异情况未予充分考虑。

3.其他方面

- 一是业务约定书签署不规范；
- 二是部分工作底稿不完善；
- 三是质量控制复核流于形式。

（来源：证监会网站）

财政税收

增值税税率调整

为完善增值税制度，2018 年 4 月 4 日，财政部、税务总局印发了《关于调整增值税税率的通知》（财税〔2018〕32 号）。《通知》自 2018 年 5 月 1 日起执行，此前有关规定与《通知》规定的增值税税率、扣除率、出口退税率不一致的，以此为准。

《通知》规定的增值税税率调整如下：

事项	原税率	调整税率
纳税人发生增值税应税销售行为或者进口货物	17%	16%
	11%	10%
纳税人购进农产品的扣除率	11%	10%
纳税人购进用于生产销售或委托加工货物的农产品	16%	12%（扣除率）

事项	原税率	调整税率
原适用 17%税率且出口退税率为 17%的出口货物	17%	16%
原适用 11%税率且出口退税率为 11%的出口货物、跨境应税行为	11%	10%

另外,《通知》还规定,外贸企业 2018 年 7 月 31 日前出口的第四条所涉货物、销售的第四条所涉跨境应税行为,购进时已按调整前税率征收增值税的,执行调整前的出口退税率;购进时已按调整后税率征收增值税的,执行调整后的出口退税率。生产企业 2018 年 7 月 31 日前出口的第四条所涉货物、销售的第四条所涉跨境应税行为,执行调整前的出口退税率。调整出口货物退税率的执行时间及出口货物的时间,以出口货物报关单上注明的出口日期为准,调整跨境应税行为退税率的执行时间及销售跨境应税行为的时间,以出口发票的开具日期为准。

统一增值税小规模纳税人标准

为完善增值税制度,进一步支持中小微企业发展,2018 年 4 月 4 日,财政部、税务总局印发了《关于统一增值税小规模纳税人标准的通知》(财税〔2018〕33 号)。《通知》自 2018 年 5 月 1 日起执行。

《通知》规定,增值税小规模纳税人标准为年应征增值税销售额 500 万元及以下。按照《中华人民共和国增值税暂行条例实施细则》第二十八条规定已登记为增值税一般纳税人的单位和个人,在 2018 年 12 月 31 日前,可转登记为小规模纳税人,其未抵扣的进项税额作转出处理。

企业 事业单位改制重组有关契税政策

为贯彻落实《国务院关于进一步优化企业兼并重组市场环境的意见》(国发〔2014〕14 号),继续支持企业、事业单位改制重组,财政部、税务总局于 2018 年 3 月 2 日印发了《关于继续支持企业 事业单位改制重组有关契税政策的通知》(财税〔2018〕17 号)。《通知》自 2018 年 1 月 1 日起至 2020 年 12 月 31 日执行。《通知》发布前,企业、事业单位改制重组过程中涉及的契税尚未处理的,符合本通知规定的可按本通知执行。

《通知》规定的企业、事业单位改制免征契税的情形如下:

经济行为	具体内容
企业改制	企业按照《中华人民共和国公司法》有关规定整体改制,包括非公司制企业改制为有限责任公司或股份有限公司,有限责任公司变更为股份有限公司,股份有限公司变更为有限责任公司,原企业投资主体存续并在改制(变更)后的公司中所持股权(股份)比例超过 75%,且改制(变更)后公司承继原企业权利、义务的,对改制(变更)后公司承受原企业土地、房屋权属,免征契税。
事业单位改制	事业单位按照国家有关规定改制为企业,原投资主体存续并在改制后企业中出资(股权、股份)比例超过 50%的,对改制后企业承受原事业单位土地、房屋权属,免征契税。
公司合并	两个或两个以上的公司,依照法律规定、合同约定,合并为一个公司,且原投资主体存续的,对合并后公司承受原合并各方土地、房屋权属,免征契税。
公司分立	公司依照法律规定、合同约定分立为两个或两个以上与原公司投资主体相同的公司,对分立后公司承受原公司土地、房屋权属,免征契税。
企业破产	企业依照有关法律法规规定实施破产,债权人(包括破产企业职工)承受破产企业抵

经济行为	具体内容
	偿债务的土地、房屋权属，免征契税；对非债权人承受破产企业土地、房屋权属，凡按照《中华人民共和国劳动法》等国家有关法律政策妥善安置原企业全部职工规定，与原企业全部职工签订服务年限不少于三年的劳动用工合同的，对其承受所购企业土地、房屋权属，免征契税；与原企业超过 30% 的职工签订服务年限不少于三年的劳动用工合同的，减半征收契税。
资产划转	对承受县级以上人民政府或国有资产管理部门按规定进行行政性调整、划转国有土地、房屋权属的单位，免征契税。 同一投资主体内部所属企业之间土地、房屋权属的划转，包括母公司与其全资子公司之间，同一公司所属全资子公司之间，同一自然人与其设立的个人独资企业、一人有限公司之间土地、房屋权属的划转，免征契税。 母公司以土地、房屋权属向其全资子公司增资，视同划转，免征契税。
债权转股权	经国务院批准实施债权转股权的企业，对债权转股权后新设立的公司承受原企业的土地、房屋权属，免征契税。
公司股权（股份）转让	在股权（股份）转让中，单位、个人承受公司股权（股份），公司土地、房屋权属不发生转移，不征收契税。

需要注意的是，以出让方式或国家作价出资（入股）方式承受原改制重组企业、事业单位划拨用地的，不属上述规定的免税范围，对承受方应按规定征收契税。

国企改革

规范金融企业对地方政府和国有企业投融资行为

为全面贯彻党的十九大精神，落实全国金融工作会议部署和要求，坚决打好防范化解重大风险攻坚战，促进金融企业稳健运行，进一步督促金融企业加强风险管控和财务管理，严格执行国有金融资本管理制度，2018 年 3 月 22 日，财政部发布了《关于规范金融企业对地方政府和国有企业投融资行为有关问题的通知》（财金〔2018〕23 号），自印发之日起执行。

《通知》要求，国有金融企业应严格落实《预算法》和《国务院关于加强地方政府性债务管理的意见》（国发〔2014〕43 号）等要求，除购买地方政府债券外，不得直接或通过地方国有企事业单位等间接渠道为地方政府及其部门提供任何形式的融资，不得违规新增地方政府融资平台公司贷款。不得要求地方政府违法违规提供担保或承担偿债责任。不得提供债务性资金作为地方建设项目、政府投资基金或政府和社会资本合作（PPP）项目资本金。

《通知》还对资本金审查、还款能力评估、投资基金、资产管理业务、政策性开发性金融、合作方式、金融中介业务、PPP、融资担保、出资管理、财务约束、产权管理、配合整改、绩效评价、监督检查等方面提出了具体要求。

（来源：中国资产评估协会）

国资委研究中心发布《2018 中国国企国资改革发展报告》

2018 年 4 月 21 日，国资委研究中心在第二届中国企业改革发展论坛中发布《2018 中国国企国资改革发展报告》。报告指出，2018 年中央企业将稳步推进装备制造、煤炭、电力、通信、化工等领域中央企业战略性重组，并加强对重要性前瞻性战略性新兴产业，生态环境保护、共用技术平台等重要行业和关键领域的重组并购；同时，按照分层分类的原则继续推进混合所有制改革，探索集团公司层面的混合所有制改革，并欢迎愿意参与的各类企业包括国外的企业参与混合所有制改革。

在央企重组方面，2018 年将呈现出四个“更加”趋势。一是更加聚焦提升竞争力，扎实推进战略性重组。按照“成熟一户、推进一户”的原则，稳步推进装备制造、煤炭、电力、通信、化工等领域中央企业战略性重组。二是更加注重重组质量效果，加快推进内部资源重组。中央企业将以重组整合为契机深化企业内部改革和机制创新，加快形成业务、人员、技术、市场等方面的优势互补和全面融合，真正达到“1+1>2”的积极效果。从地方国有企业看，未来一年内，各地国资委所监管企业的产业布局将进一步优化，资源配置效率将进一步提升，企业之间的重组力度将进一步加大，特别是一些同类型业务公司，资源整合将全面展开，甚至可能会出现按照“一个业务板块，一家集团公司”，或是按照“一个产业，一家集团公司”去进行重新整合的情况。三是更加发挥产业协同作用，稳步推进企业重组整合。四是更加关注产业发展方向，积极推进新业态新领域重组并购。未来一年，中央企业将加强对重要性前瞻性战略性新兴产业，生态环境保护、共用技术平台等重要行业和关键领域的重组并购。

2018 年，混合所有制改革将按照分层分类的原则推进。在子公司层面改革的同时，探索集团公司层面的混合所有制改革。混合所有制改革，就是想发挥混合所有制各投资主体的各自优势，形成利益共享、优势互补、共同发展，更好放大各自的资本功能。在这个过程中选择投资者是开放的，欢迎愿意参

与的各类企业包括国外的企业参与混合所有制改革，保护各类投资者参与混合所有制的利益和权益，在实践当中使投资各方都能够按自己的股权行使自己的表决权，行使自己的经营权，行使自己在混合所有制企业里处理各项事物应有的权利。2018 年，更多的地方国有企业将进行混合所有制改革。目前地方的改革在重组组成集团化公司方面普遍比较重视，对混合所有制改革大都有积极性，混改已经形成了突破势头，地方混改将明显加速，也扩展到了集团层面。

在员工持股方面，2018 年，将持续深入推进首批中央企业 10 户央企员工持股试点，继续指导地方企业员工持股工作，发现问题及时研究解决，视情况适时扩大试点范围。同时，需要继续推进国有企业相关配套改革，尤其是劳动、人事、分配制度的改革，要在国有企业中实行市场化的用工机制与收入分配机制，如职业经理人制度应在试点企业中加快推行。

在完善国有资产管理体制方面，2018 年要加强市值管理增加股东回报。国有控股上市公司，要坚持以提升内在价值为核心的市值管理理念，将优质资产注入上市公司，依托上市公司平台整合优质资产，盘活存量股份，抓好亏损上市公司专项治理，不断提升价值创造能力。强化信息披露，加强与投资者的沟通交流，坚持规范运作，不断增强市场认同，提振投资者信心。同时，进一步控制各类债务风险。持续做好负债规模和资产负债率双重管控，进一步降低中央企业带息负债占负债总额的比例和资产负债率。持续提升直接融资尤其是提高股权融资比例，积极稳妥推进市场化法制化债转股，持续加强债券兑付风险管控，强化中央企业债券发行比例管理和履约情况监测。此外，要进一步管好国有资本布局。扎实推进战略性重组，加强顶层设计，促进国有资本进一步向符合国家战略的重点行业、关键领域和优势企业集中。要进一步发挥国有资本运营公司专业平台作用，持续推动煤炭、钢铁、海工装备、环保等领域资源整合，减少重复建设。

（来源：中国证券报·中证网）

》》 专题一：

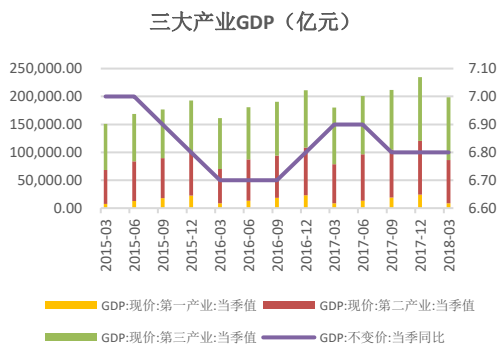
宏观经济专题

【PART I 经济总体情况】

一、GDP 情况

经济继续保持平稳增长

2018 年第 1 季度，GDP 当季值（现价）和累计值（现价）均为 **198,783 亿元**。按可比价格计算，比上年同期增长 **6.8%**，比上年同期回落 **0.1 个百分点**。分产业看，第一产业当季值（现价）**8,904 亿元**，比上年同期增长 **3.2%**，比上年同期上涨 **0.2 个百分点**，对 GDP 累计同比的拉动为 **0.2%**；第二产业当季值（现价）**77,451 亿元**，比上年同期增长 **6.30%**，比上年同期回落 **0.1 个百分点**，对 GDP 累计同比的拉动为 **2.5%**；第三产业当季值（现价）**112,428 亿元**，比上年同期增长 **7.5%**，比上年同期回落 **0.2 个百分点**，对 GDP 累计同比的拉动为 **4.2%**。

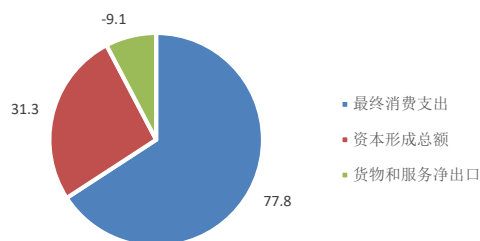


内需对经济增长的作用增强

2018 年第 1 季度，最终消费支出拉动经济增长 **5.3 个百分点**，贡献率达到 **77.8%**，比上年同期增加 **0.6 个百分点**；资本形成拉

动经济增长 **2.1 个百分点**，贡献率达到 **31.3%**，比上年同期增加 **12.7 个百分点**；内需的贡献率为 **109.1%**。净出口拉动经济增长 **-0.6 个百分点**，贡献率达到 **-9.1%**，比上年同期降低了 **13.3 个百分点**。

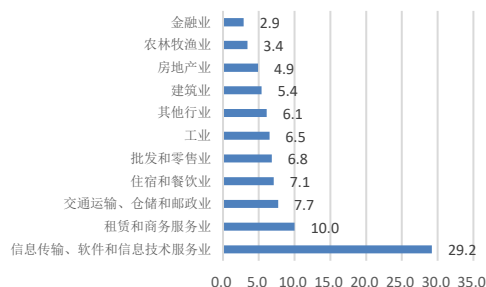
GDP累计同比贡献率（%）（初步核算数）



新兴行业继续保持高速增长

2018 年第 1 季度，信息传输、软件和信息技术服务业，租赁和商务服务业，交通运输、仓储和邮政业，住宿和餐饮业增加值增速快于 GDP 增速。其中，信息传输、软件和信息技术服务业增加值增长 **29.2%**，租赁和商务服务业增加值增长 **10.0%**，是 1 季度增长最快的两个行业。金融业增速延续下滑趋势，增加值增长 **2.9%**，明显低于 GDP 增速，是本季度增速最慢的行业。

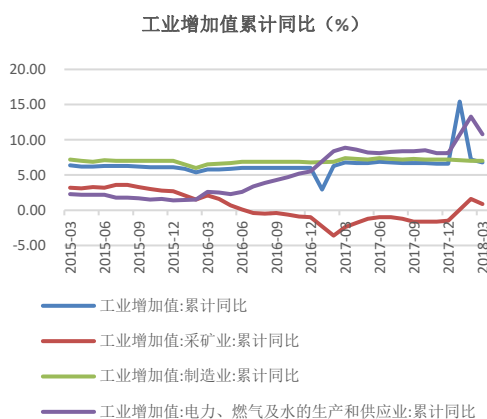
分行业GDP不变价当季同比（%）



二、工业企业情况

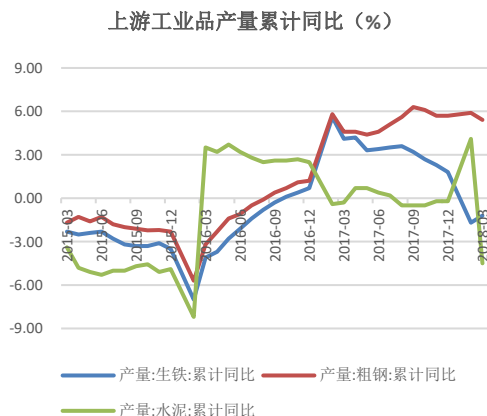
工业生产总体稳定

2018年3月份,全国规模以上工业增加值累计同比增长**6.8%**,增速比2月份回落0.4个百分点,与上年同期持平。其中,采矿业工业增加值累计同比增长**0.9%**,结束了一年多的负增速趋势,较上年同期增幅提高3.3个百分点;制造业为**7.0%**,较上年同期增幅降低0.4个百分点;电力、燃气及水的生产和供应业为**10.8%**,较上年同期增幅提高1.9个百分点。



上游工业品产量增速回落

2018年第1季度生铁累计产量**17,500**万吨,累计同比降低**1.2%**,增速较上年同期降低5.3个百分点;粗钢产量累计生产**21,215**万吨,累计同比增长**5.4%**,增速较上年同期增长0.8个百分点;水泥产量累计生产**37,642**万吨,累计同比降低**4.5%**,增速较上年同期降低4.2个百分点。

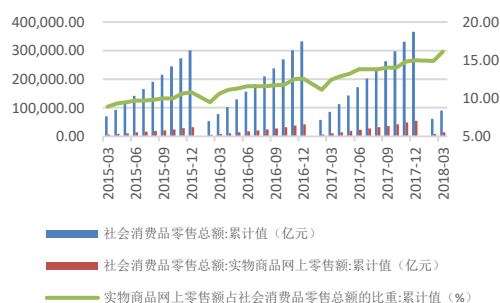


三、三驾马车情况

市场销售持续活跃

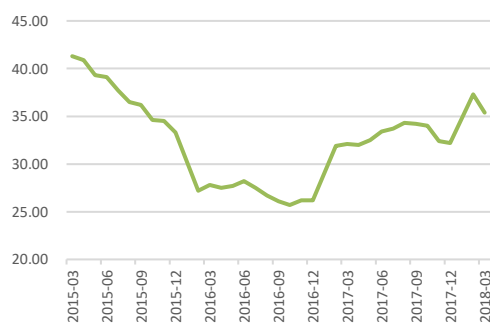
2018年第1季度,社会消费品零售总额累计**90,275**亿元,累计同比增长**9.8%**,增速较上年同期下降0.2个百分点。其中,实物商品网上零售额累计值**14,567**亿元,占社会消费品零售总额累计值比重的**16.1%**。比重自上年持续增加。

实物商品网上零售额占社会消费零售总额的比重情况



网上商品和服务零售额总累计值**19,318**亿元,同比增长**35.4%**,较上年同期增长3.3个百分点。网上零售业发展强势,未来增长趋势显著。

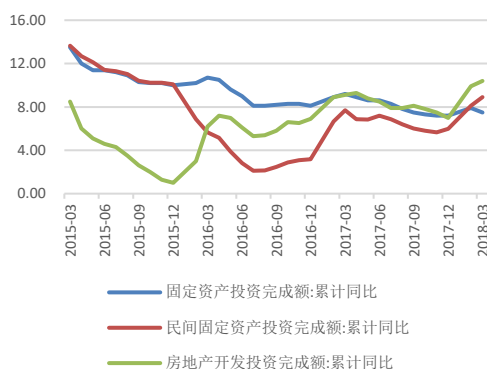
网上商品和服务零售额:累计同比 (%)



固定资产投资结构不断优化

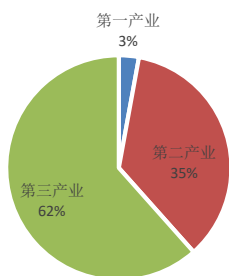
2018年第1季度末,固定资产投资完成额累计值为**100,763**亿元,累计同比增长**7.5%**,较上年同期回落1.7个百分点。其中,房地产开发投资完成额累计值为**21,291**亿元,同比增长**10.4%**,占固定资产投资完成额的21.1%;民间固定资产投资完成额为**62,386**亿元,同比增长**8.9%**,占固定资产投资完成额的61.9%。

固定资产投资完成额累计同比情况 (%)



从产业分布来看，第一产业累计投资 **2,900** 亿元，同比增长 **24.2%**；第二产业累计投资 **35,813** 亿元，同比增长 **2.0%**；第三产业累计投资 **62,050** 亿元，同比增长 **10.0%**。

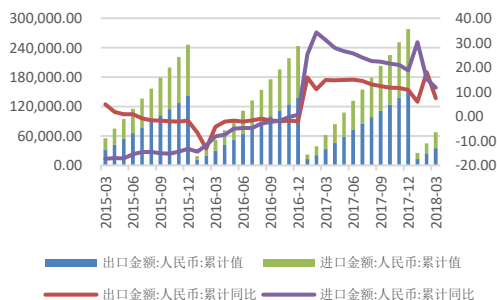
三大产业占固定资产投资完成额比重



贸易顺差大幅收窄

2018 年第 1 季度，我国进出口金额累计 **67,516** 亿元，累计同比增长 **9.4%**，较去年同期下降 12.4 个百分点。其中出口 **35,389** 亿元，同比增长 **7.4%**，较去年同期下降 7.4 个百分点；进口 **32,127** 亿元，同比增长 **11.7%**，较去年同期下降 19.4 个百分点；进出口相抵，贸易顺差 **3,262** 亿元。

进出口情况 (亿元, %)



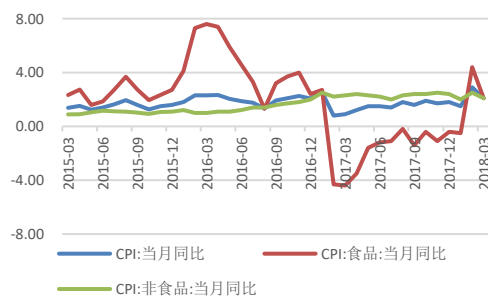
【PART II 通胀与价格趋势】

一、消费领域价格涨幅温和

2018 年 1-3 月份，CPI 同比上涨分别为 **1.5%**、**2.9%**和 **2.1%**，涨幅波动主要是食品价格变动所致。核心 CPI (不包括食品和能源) 当月同比上涨分别为 **1.9%**、**2.5%**和 **2.0%**。

1-3 月份，食品价格同比上涨分别为 **0.5%**、**4.4%**和 **2.1%**。2 月份发生大幅上涨主要因为春节因素需求增加，但大范围降温和雨雪天气影响供应。非食品价格同比上涨分别为 **2.0%**、**2.5%**和 **2.1%**。其中，服务价格当月同比上涨分别为 **2.3%**、**3.6%**和 **2.8%**。消费品价格当月同比上涨分别为 **1.0%**、**2.5%**和 **1.6%**。

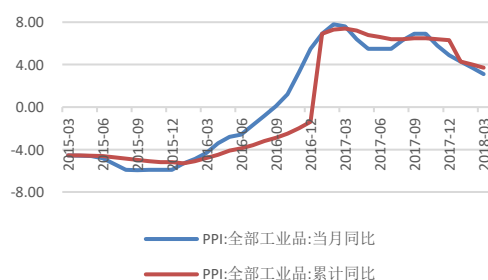
CPI情况 (%)



二、生产领域价格涨势趋于平稳

2018 年第 1 季度，PPI 累计同比上涨 **3.7%**，较上年同期回落 3.7 个百分点。1-3 月份，PPI 当月同比上涨分别为 **4.3%**、**3.7%**和 **3.1%**，涨幅较上月均有回落，涨幅比上月回落均为 0.6 个百分点。

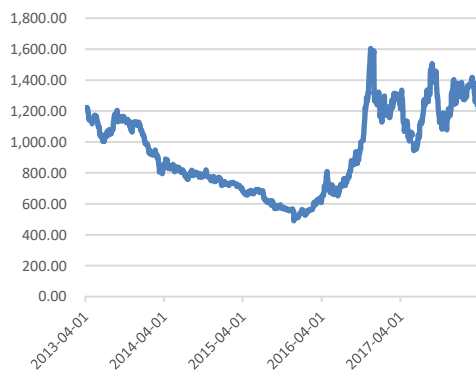
PPI情况 (%)



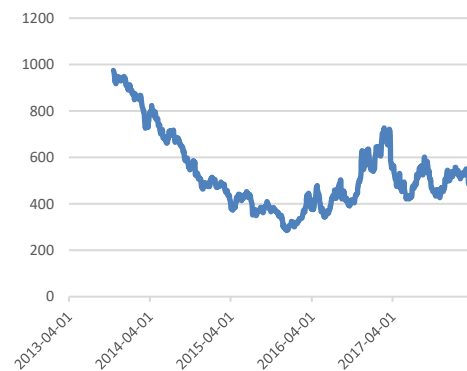
第1季度末主要工业品期货结算价及涨跌情况如下：

商品	单位	季末期货结算价	季度涨跌
焦煤	元/吨	1,257.50	-4.34%
铁矿石	元/吨	438.00	-17.36%
黄金	元/克	271.20	-2.41%
天然橡胶	元/吨	11,535.00	-18.42%
螺纹钢	元/吨	3,323.00	-12.41%
布伦特原油	美元/桶	70.27	5.08%

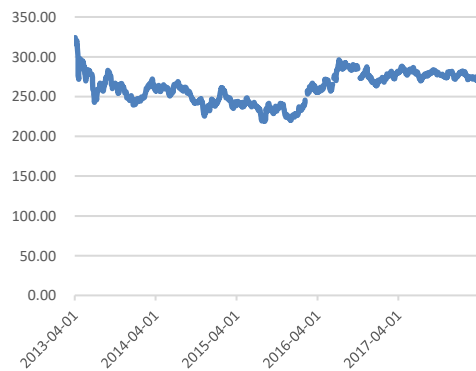
期货结算价(活跃合约):焦煤 日 元/吨



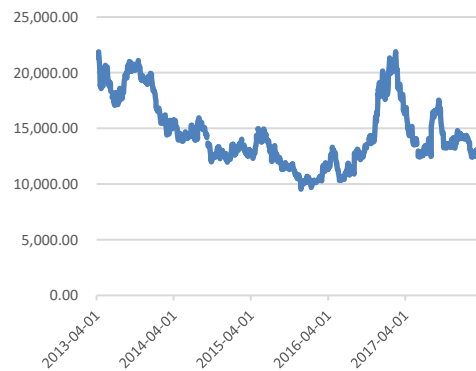
期货结算价(活跃合约):铁矿石 日 元/吨



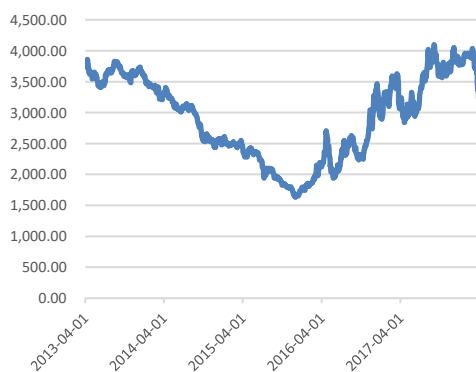
期货结算价(活跃合约):黄金 日 元/吨



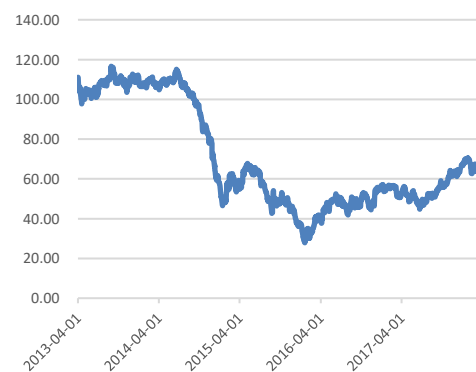
期货结算价(活跃合约):天然橡胶 日 元/吨



期货结算价(活跃合约):螺纹钢 日 元/吨



期货结算价(连续):布伦特原油 日 美元/桶

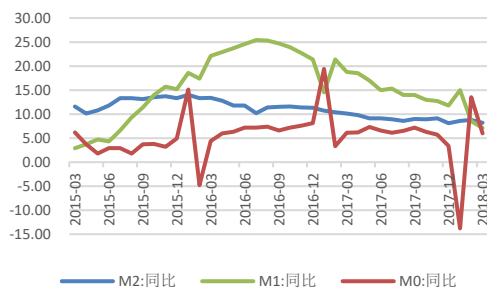


【PART III 货币金融发展】

一、货币总量增速趋稳

2018年3月末，广义货币（M2）余额**173.99**万亿元，同比增长**8.2%**，增速较上年同期降低1.9个百分点；狭义货币（M1）余额**52.35**万亿元，同比增长**7.1%**，增速较上年同期降低11.7个百分点；流通中货币（M0）余额**7.27**万亿元，同比增长**6.0%**，增速较上年同期降低0.1个百分点。2018年第1季度央行净投放现金**2,047.00**亿元。

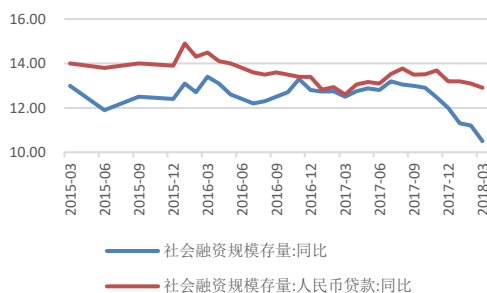
货币供应同比情况（%）



二、社会融资规模增速放缓

2018年3月末，社会融资规模存量累计值**179.93**万亿元，累计同比增长**10.52%**，较上年末下降1.48个百分点。其中，人民币贷款累计值**123.86**万亿元，累计同比增长**12.92%**，较上年末下降0.28个百分点，占社会融资规模存量比重为68.84%。

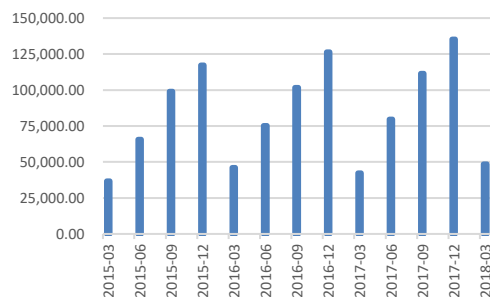
社融规模存量累计同比变化（%）



2018年第1季度，金融机构新增人民币

贷款累计值**48,600**亿元。其中，新增居民户中长期人民币贷款**12,900**亿元，新增非金融性公司中长期人民币贷款**24,500**亿元。

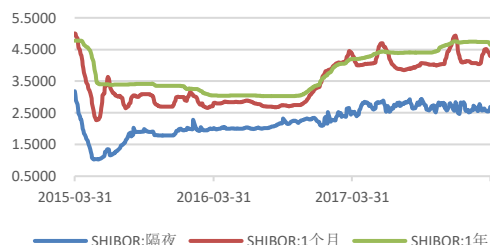
金融机构新增人民币贷款累计值（亿元）



三、市场利率波动平稳

2018年3月30日，上海银行间同业拆放利率（SHIBOR）隔夜利率为**2.6900%**，较上年12月末下降0.15个百分点；1年SHIBOR为**4.6508%**，较上年12月末下降0.11个百分点。

市场利率变化



四、人民币兑美元汇率升值明显

2018年3月30日，人民币兑美元汇率中间价报**6.2881**。人民币对美元中间价较去年年末升值了2461个基点。

中间价:美元兑人民币

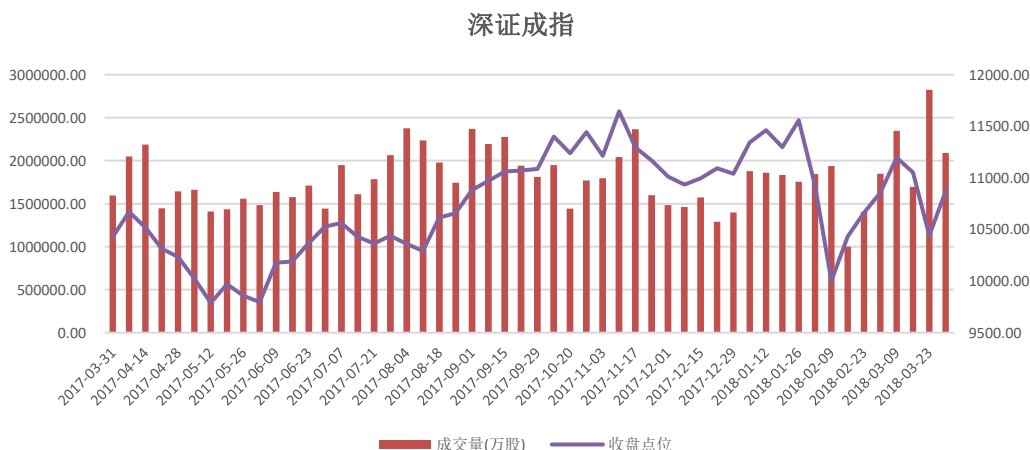
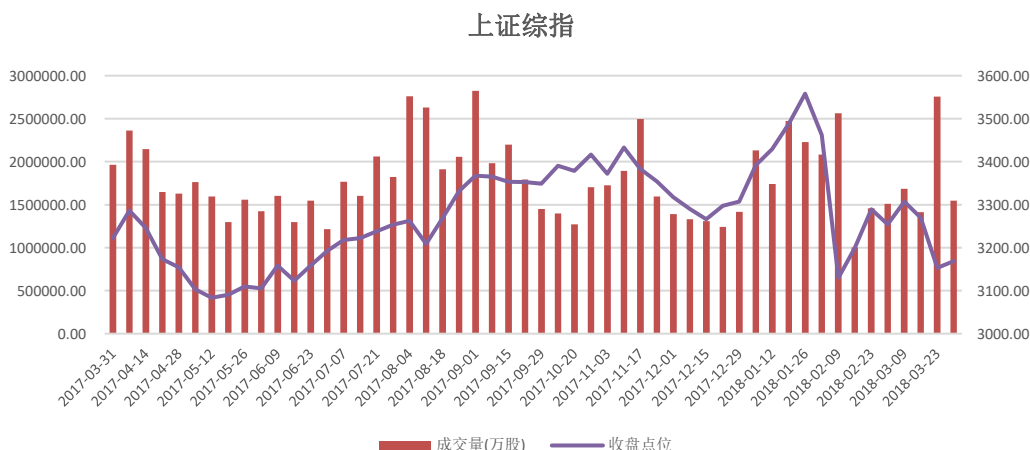


》》 专题二：

资本市场专题

【PART I 2018 年第 1 季度 A 股指数情况概述】

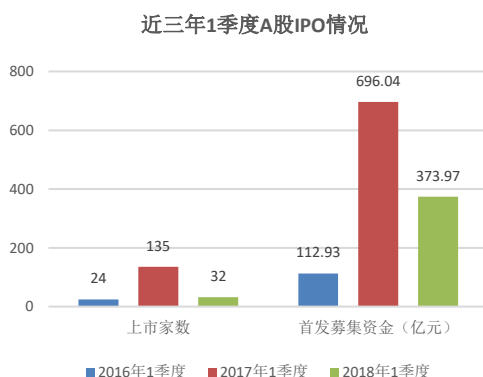
2018 年 3 月末，上证综指收于 3168.90 点，较上月末下跌 90.51 点，跌幅为 2.78%；深证成指收于 10868.65 点，较上月末上涨 39.92 点，涨幅为 0.37%。根据 wind 统计，3 月份，全部 A 股日均成交量 367.52 亿股，环比增加 1.8%，日均成交额 4,674.80 亿元，环比增加 9.41%。其中：沪市 A 股日均成交量 168.09 亿股，环比减少 12.55%，日均成交额 1,996.71 亿元，环比减少 8.08%；深市 A 股日均成交量 199.43 亿股，环比增加 18.15%，日均成交额 2,678.09 亿元，环比增加 27.51%。



【PART II 2018 年第 1 季度 A 股 IPO 情况概述】

一、IPO 概况

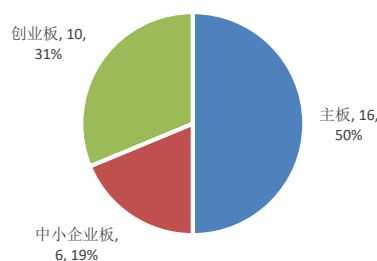
本次统计以 A 股市场上市公司为统计对象，上市日期为统计口径。2018 年第 1 季度共有 **32** 家企业 IPO，首发募集资金 **373.97** 亿元。IPO 企业数量较 2017 年 1 季度的 135 家大幅下降，下降程度约 76%，募集资金总额较 2017 年同期的 696.04 亿元减少约 46%，平均募集资金水平有所提高。



二、上市板块分布情况

2018 年第 1 季度，有 **16** 家企业在主板市场发行上市，占比达 IPO 总数 **50%**。相比于上一季度，整体发行情况有所减少，共减少 55 家。其中，在主板市场上市的企业减少 26 家，在中小企业板上市的企业减少 13 家，在创业板上市的企业减少 16 家。

2018年第1季度IPO上市板块分布情况
(板块, 家数, 百分比)



三、行业分布情况

2018 年第 1 季度 IPO 企业所属行业集中于制造业，信息传输、软件和信息技术服务业，交通运输、仓储和邮政业，其中 **18** 家企业所属行业为制造业，占总数的 **56%**，募集资金总额占比 **45.32%**。

行业名称	上市家数	募集资金总额 (亿元)
制造业	18	169.5000
交通运输、仓储和邮政业	4	26.7660
信息传输、软件和信息技术服务业	4	22.3580
金融业	2	74.9146
租赁和商务服务业	2	72.2245
房地产业	1	3.2242
批发和零售业	1	4.9875
合计	32	373.9748

四、募集资金情况

2018 年第 1 季度，按募集资金总额排名前五的金额之和占比为 **48.41%**。

2018 年第 1 季度募集资金总额排名前五家

证券代码	证券简称	募集资金总额（亿元）	所属证监会行业名称
002926.SZ	华西证券	49.67	金融业
600901.SH	江苏租赁	40.00	租赁和商务服务业
603156.SH	养元饮品	33.89	制造业
601828.SH	美凯龙	32.22	租赁和商务服务业
601838.SH	成都银行	25.25	金融业
前五家金额占比 48.41%			

五、部分企业可比公司情况

所属证监会行业	证券代码	证券简称	上市日期	主营产品类型	可比公司
房地产业-房地产业	603506.SH	南都物业	2018-02-01	物业出租和管理、专业咨询服务	中奥到家、绿城服务、开元物业、彩生活
交通运输、仓储和邮政业-仓储业	002930.SZ	宏川智慧	2018-03-28	其他物流、专业咨询服务	南京港、保税科技、恒基达鑫
交通运输、仓储和邮政业-道路运输业	603056.SH	德邦股份	2018-01-16	其他物流	快运业务：澳洋顺昌、外运发展、中储股份、恒通股份；快递业务：顺丰控股、圆通速递、韵达股份、申通快递
交通运输、仓储和邮政业-航空运输业	002928.SZ	华夏航空	2018-03-02	航空客运、航空物流	中国国航、东方航空、南方航空、海南航空、吉祥航空、春秋航空
交通运输、仓储和邮政业-装卸搬运和其他运输代理	603871.SH	嘉友国际	2018-02-06	其他物流	华贸物流、天顺股份、飞马国际、新宁物流、飞力达、雅仕股份、秦港股份、畅联股份
金融业-货币金融服务	601838.SH	成都银行	2018-01-31	存贷款业务、结算业务、投资银行业务、专业咨询服务	南京银行、宁波银行、杭州银行、贵阳银行
金融业-资本市场服务	002926.SZ	华西证券	2018-02-05	证券业务	长江证券、西南证券、安信证券、东吴证券、西部证券
批发和零售业-零售业	603214.SH	爱婴室	2018-03-30	家具、粮食、清洁用品、乳制品、玩具、衣着用纺织品	孩子王、母婴之家、永辉超市、步步高
信息传输、软件和信息技术服务业-软件和信息技术服务业	300624.SZ	万兴科技	2018-01-18	行业专用软件	境外上市：讯连科技、Adobe、Symantec、金山软件；境内上市：久其软件、广联达、用友网络、北信源、拓尔思
	300634.SZ	彩讯股份	2018-03-23	行业专用软件、系统集成服务、专业咨询服务	网达软件、三五互联、拓维信息、亿阳信通
	300738.SZ	奥飞数据	2018-01-19	互联网服务	网宿科技、光环新网、帝联科技、网银互联、数据港、尚航科技、首都在线
	002929.SZ	润建通信	2018-03-01	互联网服务	华星创业、宜通世纪、超讯通信、中富通
制造业-电气机械及器材制造业	002927.SZ	泰永长征	2018-02-23	低压电器类	良信电器、正泰电器、韩光电器、亚派科技
制造业-非金属矿物制品业	300737.SZ	科顺股份	2018-01-25	建筑型材	东方雨虹、凯伦股份

所属证监会行业	证券代码	证券简称	上市日期	主营产品类型	可比公司
制造业-化学原料及化学制品制造业	300740.SZ	御家汇	2018-02-08	美容产品	上海家化、丽人丽妆、珀莱雅、毛戈平、丸美股份
	300741.SZ	华宝股份	2018-03-01	食品添加剂、调味品	A 股：艾普股份、百润股份；新三板：丽华股份、旭梅科技、百花香料、安赛股份；港股：中国香精香料
制造业-计算机、通信和其他电子设备制造业	002925.SZ	盈趣科技	2018-01-15	存储设备、电子设备及加工、其他消费电子产品、系统集成服务、专业咨询服务	A 股：雷柏科技、拓邦股份、和而泰、和晶科技；新三板：麦克韦尔、艾维普思
	603516.SH	淳中科技	2018-02-02	电子设备及加工	海康威视、威创股份、华平股份、中威电子、东方网力、苏州科达、微创光电、小鸟股份
	300739.SZ	明阳电路	2018-02-01	电子元器件	兴森科技、崇达技术、景旺电子、博敏电子、胜宏科技、沪电股份、中京电子、依顿电子、丹邦科技、世运电路、
	300504.SZ	天邑股份	2018-03-30	高分子聚合物、系统集成服务、专用设备与零部件	中兴通讯、烽火通信、日海通讯、光迅科技、新海宜、科信技术、华脉科技、三维通信
	603712.SH	七一二	2018-02-26	通信终端设备	烽火电子、海格通信、海能达
制造业-家具制造业	603709.SH	中源家居	2018-02-08	家具	永艺股份、顾家家居、亚振家居、美克家居、皇朝家俬、恒林椅业、中源家居、敏华控股
制造业-酒、饮料和精制茶制造业	603156.SH	养元饮品	2018-02-12	饮料	承德露露
制造业-其他制造业	603059.SH	倍加洁	2018-03-02	家用美容器具、清洁用品、洗漱用品	三椒口腔、云南白药、两面针、诺贝尔、维尼健康、中顺洁柔
制造业-汽车制造业	300733.SZ	西菱动力	2018-01-16	发动机设备、汽车及零配件经销	西仪股份、拓普集团、浩物股份、天润曲轴、福达股份、渤海活塞、圣龙股份
制造业-食品制造业	600929.SH	湖南盐业	2018-03-26	调味品、无机化工原料	云南能投、兰太实业、井神股份
制造业-铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业	603680.SH	今创集团	2018-02-27	汽车及零配件经销	A 股：康尼机电、永贵电器；港股：中车时代电气
制造业-通用设备制造业	603356.SH	华菱精工	2018-01-24	专用设备与零部件	长江润发、世嘉科技、广日股份、赛福天、新时达、汇川技术、沪宁股份、展鹏科技
制造业-橡胶和塑料制品业	300644.SZ	南京聚隆	2018-02-06	高分子聚合物、合金、其他木制品	金发科技、普利特、国恩股份、银禧科技、道恩股份、沃特股份
制造业-专用设备制造业	603895.SH	天永智能	2018-01-22	专用设备与零部件	机器人、华昌达、三丰智能、智云股份、克来机电
租赁和商务服务业-商务服务业	601828.SH	美凯龙	2018-01-17	百货商场、互联网服务	海宁皮城、轻纺城、小商品城、富森美
租赁和商务服务业-租赁业	600901.SH	江苏租赁	2018-03-01	存贷款业务、投资银行业务、证券业务、中间业务、专业咨询服务	招银租赁、交银租赁、华融租赁、兴业租赁、光大租赁、皖江租赁、国银租赁、远东宏信

数据来源：wind 资讯及招股说明书

【PARTⅢ 2018 年第 1 季度上市公司并购重组情况概述】

一、概况

2018 年第 1 季度，中国证券监督管理委员会上市公司并购重组审核委共召开了 16 次会议，完成 34 单并购重组项目审核。审核情况具体情况见下表：

项目	召开会议次数	并购重组宗数	无条件通过	有条件通过	未通过
2018 年第 1 季度	16	34	20	10	4
2017 年第 1 季度	15	30	14	13	3

其中：

- 23 单构成重大资产重组，11 单不构成重大资产重组；
- 20 单属于关联交易，14 单不属于关联交易；
- 34 单均未构成借壳上市。

2018 年第 1 季度涉及的置入资产交易规模总计 876.38 亿元。其中：上海主板 9 宗，置入资产交易规模 435.92 亿元；深圳主板 2 宗，置入资产交易规模 25.88 亿元；中小板 14 宗，置入资产交易规模 310.37 亿元，创业板 9 宗，置入资产交易规模 104.22 亿元。第 1 季度不存在置出资产。

二、标的资产评估情况

34 单并购重组项目中，1 单并购重组项目依据财务顾问出具的估值报告定价（南山控股以换股方式吸收合并深基地），33 单以资产评估报告为依据定价。本部分的统计对象为以资产评估报告为依据定价的重组项目，披露的主要评估对象 76 项（包含标的资产 71 项，标的资产重要的子公司、孙公司、长期股权投资等 5 项），股权类资产 75 项，非股权类资产 1 项。

（一）评估方法

评估对象选用及采用的评估方法如下表所示：

选用的评估方法	合计	结论采用的评估方法		
		资产基础法	收益法	市场法
资产基础法、收益法	44	19	25	-
资产基础法、市场法	2	1	-	1
收益法、市场法	7	-	6	1
资产基础法	23	23	-	-
合计	76	43	31	2

从上表中可以看出，70%的评估对象选用两种评估方法，30%的评估对象选用了一种评估方法。只选用一种评估方法的原因包括：核心资产选用了两种评估方法、评估对象为非股权类资产、价值类型决定只能采用资产基础法、收益法和市场法均不适用。

（二）价值类型

所涉及的 76 项评估对象中，75 项评估选用市场价值，1 项评估选用清算价值（中环股份发行股份购买国电光伏 90% 股权）。

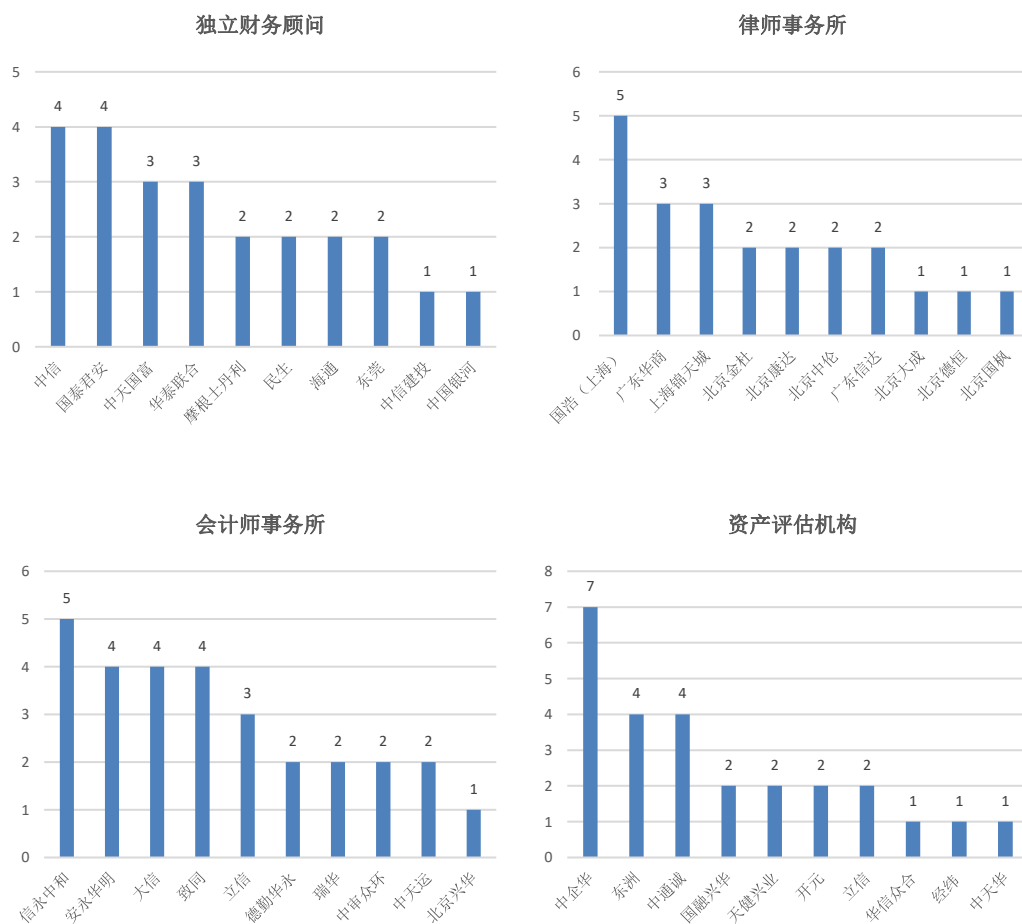
（三）评估结论

所涉及的 76 项评估对象中，有 43 项采用资产基础法的评估结果作为评估结论，31 项采用收益法的评估结果作为评估结论，2 项采用市场法的评估结果作为评估结论（均选用交易案例比较法）。

（四）热点行业评估情况

根据证监会公布的《上市公司行业分类指引》（2012 年修订），2018 年第 1 季度经证监会审核的上市公司并购重组项目的热点行业集中于制造业和房地产业。

三、中介机构排名情况



本排名以各中介机构承办单数为基础分别统计得出，上市公司同时聘请多家中介机构的，每家中介机构均记 1 单；无论是否过会，均记 1 单。

四、2018 年第 1 季度上市公司重大资产重组主要参数列示

(一) 制造业

证券简称	审核结果	评估基准日	评估对象	无风险 报酬率	市场风 险溢价	beta	个别风 险	权益资本成本	静态市 盈率	所属行业
洛阳玻璃	无条件通过	2016/10/31	合肥新能 源 100%股 权	2.74%	6.92%	$\beta u0.7780$	3.50%	14.53%	17.26	光伏玻璃原 片
		2016/10/31	桐城新能 源 100%股 权	2.74%	6.92%	$\beta u0.7780$	3.50%	13.45%	7.41	光伏玻璃原 片
		2016/10/31	宜兴新能 源 100%股 权	2.74%	6.92%	$\beta u0.7780$	3.50%	2 15.31%	-	光伏玻璃原 片
雅克科技	无条件通过	2017/3/31	科美特 100%股权	3.98%	7.47%	0.8217	1.50%	11.62%	12.61	特种气体
		2017/3/31	江苏先科 100%股权	-	-	-	-	-	77.99	持股型公司
		2017/3/31	孙公司:UP Chemical	2.19%	9.32%	0.9246	2.00%	12.81%	-	前驱体产品
千方科技	无条件通过	2017/6/30	交智科技 100%股权	-	-	-	-	-	-	控股型公司
		2017/6/30	子公司: 宇视科技 100%股权	3.93%	6.54%	1.0105	2.00%	12.54%	-	视频监控
华灿光电	有条件通过	2016/12/31	和谐光电 100%股权	2.44%	6.24%	0.9704	3.00%	11.50%	-	传感器
康达新材	有条件通过	2017/6/30	必控科技 100%股权	3.57%	6.96%	0.955	2.00%	12.22%	167.38	电磁兼容设 备
老白干酒	无条件通过	2017/2/28	丰联酒业 100%股权	3.29%	7.10%	1.171	3.00%	14.61%	76.22	白酒
双林股份	无条件通过	2017/4/30	双林投资 100%股权	3.47%	7.10%	1.1686	4.00%	15.77%	40.06	自动变速器
北特科技	无条件通过	2017/7/31	光裕股份 100%股份	4.10%	6.55%	0.7896	3.00%	12.27%	34.26	汽车空调压 缩机
天翔环境	无条件通过	2016/6/30	中德天翔 100%股权	-	-	-	-	-	-	持股型公司
		2016/6/30	子公司:AS 100%股权	1.29%	7.01%	1.0296	4.00%	12.50%	28.6	污水处理设 备
新纶科技	无条件通过	2017/7/31	千洪电子 100%股权	4.17%	7.79%	0.831	2.79%	13.43%	21.8	消费电子功 能性器件
东诚药业	无条件通过	2017/6/30	安迪科 100%股权	4.02%	5.65%	0.7059	3.00%	11.01%	24.9	诊断用核素 药物
东方电子	有条件通过	2017/7/31	威思顿 100%股权	4.06%	7.10%	1.144	0.50%	12.68%	25.44	智能电表
东杰智能	无条件通过	2017/3/31	常州海登 100%股权	4.15%	7.79%	0.9931	1.00%	12.89%	27.75	智能物流
英维克	无条件通过	2017/6/30	上海科泰 100%股权	3.70%	7.10%	0.889	2.50%	12.51%	22.62	汽车空调
蓝帆医疗	无条件通过	2017/10/31	CBCH II 100%股份	2.38%	6.24%	$t=5\%, \beta$ $=0.8444; t=$ $17\%, \beta$ $=0.8207$	4.50%	$t=5\%, r=12.14\%$ $t=17\%, r=11.99\%$	31.34	心脏支架

证券简称	审核结果	评估基准日	评估对象	无风险报酬率	市场风险溢价	beta	个别风险	权益资本成本	静态市盈率	所属行业
		2017/10/31	CBCH V 100%股份	-	-	-	-	-	-	心脏支架
国瓷材料	有条件通过	2017/9/30	爱尔创 100%股权	3.62%	7.10%	0.9616	1.50%	11.95%	21.59	精密陶瓷材料
东方电气	无条件通过	2016/12/31	东方日立 100%股权	-	-	-	-	-	-	电力产品
		2016/12/31	清能科技 100%股权	-	-	-	-	-	-	氢燃料电池
		2016/12/31	智能科技 100%股权	-	-	-	-	-	-	智能装备
		2016/12/31	东方自控 100%股权	-	-	-	-	-	-	风电设备控制系统
木林森	有条件通过	2017/6/30	明芯光电 100%股权	-	-	-	-	-	-	持股型公司
		2017/6/30	经营实体 LEDVANCE1 00%股权	2.11%	6.18%	0.9946	2.00%	10.32%	-	照明、光电产品
三钢闽光	无条件通过	2017/8/31	三安钢铁 100%股权	3.90%	7.23%	0.8814	4.00%	14.27%	10.35	钢铁
中环股份	未获通过	2017/2/28	国电光伏 100%股权	-	-	-	-	-	-	太阳能电池

(二) 房地产业

证券简称	审核结果	评估基准日	评估对象	无风险报酬率	市场风险溢价	beta	个别风险	权益资本成本	静态市盈率	所属行业
豫园股份	有条件通过	2017/6/30	上海星泓 100%股权	-	-	-	-	-	-	房地产
		2017/6/30	闵祥地产 100%股权	-	-	-	-	-	-	房地产
		2017/6/30	复星物业 100%股权	-	-	-	-	-	-	房地产
		2017/6/30	复城润广 100%股权	-	-	-	-	-	-	房地产
		2017/6/30	宁波星健 100%股权	-	-	-	-	-	-	房地产
		2017/6/30	博城置业 100%股权	-	-	-	-	-	-	房地产
		2017/6/30	长沙复地 100%股权	3.57%	7.10%	1.4403	2.25%	16.04%	-	房地产
		2017/6/30	苏州星和 100%股权	3.57%	7.10%	1.4403	2.25%	16.04%	-	房地产
		2017/6/30	金成品屋 100%股权	-	-	-	-	-	-	房地产
		2017/6/30	复地通达 100%股权	3.57%	7.10%	1.4403	2.25%	16.04%	-	房地产
		2017/6/30	复地通盈 100%股权	3.57%	7.10%	1.4403	2.25%	16.04%	-	房地产
		2017/6/30	复毓投资 100%股权	-	-	-	-	-	-	房地产
		2017/6/30	复旻投资 100%股权	-	-	-	-	-	-	房地产
		2017/6/30	天津湖滨 100%股权	3.57%	7.10%	1.4403	2.25%	16.04%	-	房地产

证券简称	审核结果	评估基准日	评估对象	无风险报酬率	市场风险溢价	beta	个别风险	权益资本成本	静态市盈率	所属行业
		2017/6/30	复拓置业100%股权	3.57%	7.10%	1.4403	2.25%	16.04%	-	房地产
		2017/6/30	复曼达置业100%股权	3.57%	7.10%	1.4403	2.25%	16.04%	-	房地产
		2017/6/30	海南复地100%股权	3.57%	7.10%	1.4403	2.25%	16.04%	-	房地产
		2017/6/30	复地东郡100%股权	-	-	-	-	-	-	房地产
		2017/6/30	光霞地产100%股权	-	-	-	-	-	-	房地产
		2017/6/30	闵光地产100%股权	-	-	-	-	-	-	房地产
		2017/6/30	武汉复江100%股权	3.57%	7.10%	1.4403	2.25%	16.04%	-	房地产
		2017/6/30	成都复地明珠100%股权	3.57%	7.10%	1.4403	2.25%	16.04%	-	房地产
		2017/6/30	复鑫置业100%股权	3.57%	7.10%	1.4403	2.25%	16.04%	-	房地产
		2017/6/30	上海星耀100%股权	3.57%	7.10%	1.4403	2.25%	16.04%	-	房地产
		2017/6/30	新元房产100%股权	-	-	-	-	-	-	房地产

(三) 信息传输、软件和信息技术服务业

证券简称	审核结果	评估基准日	评估对象	无风险报酬率	市场风险溢价	beta	个别风险	权益资本成本	静态市盈率	所属行业
中文在线	无条件通过	2017/5/31	晨之科100%股权	3.57%	6.96%	0.9022	5.00%	14.85%	-	移动游戏
荣科科技	无条件通过	2017/6/30	神州视翰100%股权	3.57%	6.96%	1.006	2.00%	12.57%	-	医疗信息化产品
南兴装备	无条件通过	2017/6/30	唯一网络100%股权	3.68%	6.55%	0.7367	5.00%	13.51%	21.62	IDC
神州信息	未获通过	2017/9/30	恒鸿达100%股权	4.09%	6.02%	-	-	-	22.23	营销渠道

(四) 采矿业

证券简称	审核结果	评估基准日	评估对象	无风险报酬率	市场风险溢价	beta	个别风险	权益资本成本	静态市盈率	所属行业
山西焦化	无条件通过	2016/12/31	中煤华晋100%股权	3.01%	7.10%	1.0491	1.00%	11.46%	9.31	煤炭开采
鹏欣资源	有条件通过	2017/4/30	宁波天弘100%股权	-	-	-	-	-	-	持股型公司
			核心资产CAPM74%股权	-	-	-	-	-	-	黄金开采冶炼

(五) 卫生和社会工作

证券简称	审核结果	评估基准日	评估对象	无风险报酬率	市场风险溢价	beta	个别风险	权益资本成本	静态市盈率	所属行业
悦心健康	有条件通过	2017/3/31	分金亨100%股权	3.28%	7.10%	0.8613	3.00%	12.82%	21.14	医院
		2017/3/31	全椒有限100%股权	3.28%	7.10%	0.8613	3.10%	12.92%	25.85	医院
		2017/3/31	建昌有限100%股权	3.28%	7.10%	0.8613	3.00%	12.40%	15.15	医院

(六) 其他

证券简称	审核结果	评估基准日	评估对象	无风险报酬率	市场风险溢价	beta	个别风险	权益资本成本	静态市盈率	所属行业
批发和零售业										
华鼎股份	有条件通过	2017/3/31	通拓科技100%股权	3.57%	6.96%	0.878	3.50%	13.18%	22.82	跨境电商
东方电气	无条件通过	2016/12/31	物资公司100%股权	-	-	-	-	-	-	钢材料
科学研究和技术服务业										
东方电气	无条件通过	2016/12/31	国合公司100%股权	3.01%	7.11%		3.50%	-	21.72	电力工程
金通灵	有条件通过	2017/9/30	上海运能100%股权	3.94%	6.96%	0.962	2.84%	13.48%	23.43	能源工程
交通运输、仓储和邮政业										
东方电气	无条件通过	2016/12/31	东方财务100%股权	-	-	-	-	-	-	金融服务
金融业										
东方电气	无条件通过	2016/12/31	大件物流100%股权	-	-	-	-	-	-	运输、仓储及吊装
租赁和商务服务业										
南通锻压	无条件通过	2017/6/30	亿家晶视100%股权	4.01%	7.10%	0.8517	4.00%	14.13%	14.37	广告传媒
文化、体育和娱乐业										
长城影视	未获通过	2017/8/31	首映时代100%股权	3.80%	7.10%	0.7776	4.00%	13.32%	-	影视
国旅联合	未获通过	2017/6/30	度势体育100%股权	3.57%	6.95%	0.7893	3.5%	12.56%	-	体育
非股权类资产										
东方电气	无条件通过	2016/12/31	设备、知识产权等无形资产	-	-	-	-	-	-	非股权类资产

数据来源：上市公司重组报告书

如需更详细内容，请到研发部牟洪浩处咨询或到 OA 相关板块查询

五、2018 年第 1 季度上市公司并购重组反馈问题案例

2018 年 1 月 10 日，中国证监会发布《并购重组委 2018 年第 2 次会议审核结果公告》，国旅联合股份有限公司（以下简称“国旅联合”）4.95 亿元收购上海度势体育文化传播有限公司（以下简称“度势体育”）100%股权未获通过。

（一）本次交易的主要内容

国旅联合拟向度势体育的全体股东陈维力、楼凌之、苏州顺势、陈妍、上海馨梓、上海立时发行股份及支付现金购买其合计持有的度势体育 100%股权，同时拟向包括当代资管在内的不超过 10 名（含 10 名）特定投资者非公开发行股份募集配套资金，用于支付购买标的资产的现金对价及本次重组相关中介机构费用。

经各方协商一致，度势体育 100%股权的交易价格为人民币 49,500.00 万元。业绩承诺人承诺，度势体育在业绩承诺期内各会计年度的承诺净利润分别不低于人民币 3,850 万元（2017 年度）、人民币 4,700 万元（2018 年度）、人民币 5,400 万元（2019 年度）。

（二）上市公司主要情况

国旅联合是国内最大国际旅行社中国国际旅行社总社旗下的上市公司。原主营业务是以温泉主题公园为单一业务主线，着重发展以温泉为核心资源的休闲度假项目开发与经营管理。近年来，随着我国温泉酒店等旅游资源不断增加、市场竞争趋于激烈，公司温泉酒店业务存在经营性亏损。2017 年 9 月，公司以 2.99 亿元的交易价格出售汤山温泉，不再持有汤山温泉股权。国旅联合根据自身资源及面临外部形势变化带来的机遇和挑战，将自身的发展战略调整为户外文体娱乐。

（三）标的资产情况

1. 主营业务

度势体育是一家专注于体育行业的综合性专业服务企业，依托于其在奥运体系、足球体系等领域的体育资源优势，度势体育自 2016 年开始全面开展体育相关业务。目前，度势体育已与众多国际顶级体育组织及赛事建立了长期友好合作关系。



2. 核心团队

陈维力：利物浦大学足球 MBA，前亚足联市场负责人。

陈妍：早期在中科院深圳先进院上海嘉定育成中心担任投资经理，西门子中国投资有限公司总裁助理。

楼凌之：前罗德公关顾问，2006—2012 年，参与阿联酋航空德国世界杯、南非世界杯、汇丰高尔夫冠军赛等赛事的赞助执行。

3. 财务状况

（1）合并资产负债表主要数据

单位：万元

项目	2017 年 6 月 30 日	2016 年 12 月 31 日	2015 年 12 月 31 日
资产总额	7,970.23	6,133.84	567.08
负债总额	1,142.58	878.18	489.71
所有者权益	6,827.65	5,255.66	77.37

（2）合并利润表主要数据

单位：万元

项目	2017 年 1-6 月	2016 年度	2015 年度
营业收入	3,227.54	2,697.99	1,584.90
营业利润	1,999.67	1,941.00	119.99
利润总额	2,034.07	1,969.20	98.27
净利润	1,571.99	1,668.29	82.72

（3）合并现金流量表主要数据

单位：万元

项目	2017 年 1-6 月	2016 年度	2015 年度
经营活动产生的现金流量净额	-678.26	-109.95	203.65
投资活动产生的现金流量净额	-122.20	-144.64	-13.60
筹资活动产生的现金流量净额	-	3,510.00	-
汇率变动对现金及现金等价物的影响	-13.54	-0.03	-
现金及现金等价物净增加额	-814.00	3,255.39	190.05

（四）标的资产情况

评估机构对度势体育的股东全部权益在评估基准日的市场价值进行了评估，根据资产基础法得出的评估结果，度势体育 100%股权的评估值为 6,853.64 万元；根据收益法得出的评估结果，度势体育 100%股权的评估值为 49,621.62 万元。本次评估采用收益法评估值作为本次评估结论，度势体育股东全部权益价值为 49,621.62 万元。

度势体育未来年度营业收入预测情况如下：

项目	2015年度	2016年度	2017年1-6月	2017年7-12月	2018年	2019年	2020年	2021年	2022年	永续年
体育营销服务	59.75	1,302.11	952.51	3,504.61	5,794.26	6,953.11	7,996.08	8,795.69	9,235.47	9,235.47
增长率					73%	20%	15%	10%	5%	0%
体育版权贸易服务		9.43	614.65	396.23	1,263.60	1,453.14	1,671.11	1,838.22	1,930.13	1,930.13
增长率					147%	15%	15%	10%	5%	0%
体育专业咨询服务		493.18	1,632.08	1,132.08	3,316.99	3,648.69	4,013.55	4,334.64	4,551.37	4,551.37
增长率					138%	10%	10%	8%	5%	0%
其他-电竞				534.92	1,500.00	1,725.00	1,983.75	2,281.31	2,623.51	2,623.51
增长率						15%	15%	15%	15%	0%
其他-青训				103.77	158.49	190.19	218.72	251.52	289.25	289.25
增长率					53%	20%	15%	15%	15%	0%
广告业务	1,525.15									
其他		421.57	28.3							
合计	1,584.90	2,226.29	3,227.54	5,671.62	12,033.33	13,970.12	15,883.21	17,501.38	18,629.73	18,629.73

各业务提供的主要服务内容以及盈利模式如下：

业务类型	主要服务内容	主要盈利模式
体育营销服务业务	(1) 为资源方提供居间服务：在体育营销服务实务中，度势体育通常通过整合国内外优秀体育资源，以及凭借对体育营销客户推广需求的准确把握，促成资源方与体育营销客户之间达成商业合作，并从中获取居间服务收入。 (2) 为品牌方提供营销推广服务：度势体育通过分析客户需求，挖掘客户企业文化、品牌文化及产品特点，为品牌公司提供营销推广服务，包括提供体育营销方案咨询、策划、执行和促成品牌方与潜在下游客户达成商业合作等服务，并从中获取营销服务收入。	(1) 为体育资源方提供服务实现其所拥有的体育资源商业价值变现，并获取服务收入； (2) 为体育品牌客户提供营销推广服务，并获取服务收入； (3) 采购体育资源并作为营销推广服务的组成部分销售予体育品牌客户，赚取中间差价。
体育专业咨询服务业务	(1) 收购俱乐部等体育资产：依托于自身拥有的优质体育资源优势、核心团队资深专业水平和良好的业界口碑，度势体育有能力为该等收购的前期接洽、拟收购体育资产的价值评估、商务谈判等各个环节提供专业咨询服务，并从中获取咨询服务收入。 (2) 体育内容策划咨询：市场上部分企业存在对于体育内容的需求，但缺少关经验和运营团队，度势体育有能力为该等企业的各类体育相关活动需求提供专业咨询服务，并从中获取咨询服务收入。	度势体育为目标客户在体育资产投资、体育内容策划咨询等项目的各个阶段提供专业、全方位的综合咨询服务，并获取服务收入。
体育版权贸易服务业务	(1) 度势体育向国内外优秀体育版权资源方或其版权运营方进行版权采购，获取相关体育版权独家或非独家代理销售权益，并将其转售给体育媒体等版权需求方； (2) 度势体育依托于自身对国内外优秀体育资源的整合优势，协助该等版权资源方或其版权运营方寻找商业机会，并为其提供协助商业谈判及促成交易达成等服务。	(1) 采购体育版权并将其转售给版权需求方，赚取中间差价； (2) 协助版权资源方或其版权运营方寻找商业机会，并为其提供协助商业谈判及促成交易达成等服务，并获取服务收入。
其他-电竞	度势体育在电子竞技领域与亚奥理事会紧密合作，作为亚洲电子体育联合会在中国区唯一的商务合作谈判与政府沟通代表，深度参与亚洲电子体育联合会的运作及旗下相关赛事的运营。度势体育以健康电竞为宗旨，致力于电子竞技普及化发展、规范化运营与体系化建设，为电竞赛事的主办方提供市场和商务运营与落地支持等服务。	为电竞赛事的主办方提供市场和商务运营与落地支持等服务，并获取服务收入。
其他-青训	度势体育通过整合国内外优秀体育资源，及凭借对客户体育培训需求的准确把握，促成资源方与被培训方之间形成培训关系，并提供教练员培训、教练员资质认定引入青训教材大纲、建立球员进阶体系、青少年足球赛事、青少年足球夏（冬）令营、青训足球数据库与青训海外交流等服务。	提供或促成包括足球青训在内的体育培训服务，并获取服务收入。

（五）并购重组委反馈问题及答复情况

度势体育自 2016 年开始全面开展体育营销等体育相关业务，2016 年和 2017 年上半年，度势体育向前五大客户的销售比例分别为 86.50%和 84.11%，从前五大供应商的采购比例分别为 84.43%和 98.39%。自 2016 年以来，度势体育致力于为上游体育资源方实现商业价值变现以及为目标品牌客户实现营销推广等需求。报告期内，度势体育同一客户该等业务需求重复发生的频率相对较低。因此，度势体育尚需通过持续开拓新的体育资源和客户、扩大业务范围、增加业务种类等方式确保业绩实现。

对以上情况，并购重组委就度势体育持续盈利能力提出的问询及答复摘录如下：

1. 请你公司补充披露度势体育与报告期内前五大客户有无长期合作框架协议、…并充分披露客户依赖产生的原因、对度势体育持续盈利稳定性的具体影响…。

答复：

（1）度势体育未与客户签订长期合作框架协议。

（2）客户集中度较高，主要原因如下：

①度势体育项目相对较少。报告期内度势体育尚处于业务开拓期，受限于资金、人力资源等因素，度势体育无法同时承接大量业务，度势体育在开展业务过程中优先保障重点项目的落地，该等重点项目通常具有合作伙伴知名度较高、过往合作良好、项目本身可产生较好的市场声誉和品牌效应等特点，且单个项目规模相对较大，因而导致项目数量相对较少、客户集中度较高。

②客户集中度高符合行业惯例。我国体育产业起步较晚，体育行业内优秀企业较为集中、对头部体育资源的需求亦较为集中。

（3）客户集中度较高对度势体育持续盈利稳定性的具体影响

报告期内，度势体育客户集中度较高，且度势体育部分业务存在同一客户同类业务需求重复发生的频率相对较低的情况，因而导致度势体育前五大客户各个期间不尽相同。因此，度势体育尚需通过持续开拓新的体育资源和客户、扩大业务范围、增加业务种类等方式确保持续盈利稳定性。

尽管度势体育与体育资源方和目标品牌客户均有着良好的合作关系，在体育专业服务上有着较强的运作能力，中国体育行业快速发展亦将有力推动度势体育各项业务的快速发展，确保度势体育持续盈利的稳定性。但是，除本回复报告及本次重组报告书中已披露的度势体育已与有关客户签订的在手业务合同之外，度势体育各业务板块未来能否持续开拓新的体育资源和客户、并持续获得体育资源方和目标品牌客户的业务需求和商业机会尚存在不确定性。

度势体育客户集中度较高，且其未来业务开拓尚存在不确定性，可能导致度势体育未来的收入规模和利润水平发生不利变动，从而对其持续盈利稳定性造成不利影响。

2. 结合度势体育的核心竞争力、业务模式、市场竞争情况，补充披露度势体育各业务收入、毛利率的可持续性。

答复：

（1）核心竞争力

业务类型	核心竞争力
体育营销服务业务	度势体育积累了丰富的体育资源和体育品牌客户，有助于度势体育高效匹配体育资源和体育品牌客户的营销推广需求；度势体育专业化的团队和服务能力以及国际化优势有助于度势体育深度参与营销项目，提供高度定制化服务，满足各方差异化需求。

业务类型	核心竞争力
体育专业咨询服务业务	度势体育积累了丰富的体育资源，有助于度势体育高效满足各类目标客户的投资需求或内容策划咨询需求；度势体育专业化的团队和服务能力以及国际化优势有助于度势体育为该等投资需求或内容策划咨询需求提供高度定制化服务。
体育版权贸易服务业务	度势体育积累了丰富的体育资源，有助于度势体育高效满足各类版权需求方的购买需求；度势体育专业化的团队和服务能力以及国际化优势有助于度势体育为该等版权贸易服务提供全方位服务。

（2）主要竞争对手的优势与劣势

企业名称	优势	劣势
苏州双刃剑	1、双刃剑是国内第一批进入体育营销服务领域的公司之一，以“引领中国品牌走向世界、将国际体育资源引入中国”为愿景。多年来双刃剑深耕于体育产业，具有先发优势。2、双刃剑先后与众多国际顶级体育赛事、国家和地区体育组织及知名体育明星建立了长期友好合作关系，尤其在奥运资源方面优势明显。同时，借助所拥有的顶级国际体育资源及专业服务能力，双刃剑先后服务多位全球知名品牌客户，建立了深厚、多元的客户基础。资源及客户方面具有优势。	
盛开体育	自2010年盛开体育就成为众多国际体育赛事组织在大中华地区票务及赛事款待的独家代理机构，在特定领域具有资源优势。	业务规模较小、业务模式较为单一，抵御风险能力不足
盛力世家	盛力世家旗下签约运动员超过100人，项目涉及田径、拳击、足球、击剑、花样滑冰、单板滑雪等，在体育经纪业务方面具有资源优势。	
欧迅体育	1、公司拥有一批优秀专业体育营销人员，人员之间知识结构高度互补且资源整合能力强，对体育赛事与品牌公司之间的产业中间环节有着深刻理解，具有人员优势。 2、公司体育营销服务业务全面、覆盖面广，可满足体育营销行业内不同客户群体的差异化需求，具有服务优势。 3、目前，公司已经拥有一批稳定的客户群，“欧迅”品牌已在国内体育营销服务行业内树立起了较好的口碑，具备品牌优势。	业务条线较为分散，缺少核心资源、盈利能力不足

度势体育所处的体育营销细分领域尚处于行业发展初始阶段，度势体育基于其优质的体育资源和专业的运作团队等核心优势，已形成了较强的竞争优势、占据了一定的领先地位。因此，度势体育有能力达到和超过市场平均增长速度，并可通过持续强化自身核心优势、提升市场竞争力、持续开拓业务范围等方式有效保障各业务收入、毛利率的可持续性。

从反馈答复披露的信息来看，度势体育大客户集中度高，但均无长期合作框架协议；目前在手体育资源的合同大部分于2017年或2018年终止，且未约定续签条件。

最终，国旅联合股份有限公司购买资产方案的审核意见为：申请材料对标的公司持续盈利能力披露不充分，不符合《上市公司重大资产重组管理办法》第四十三条的规定。

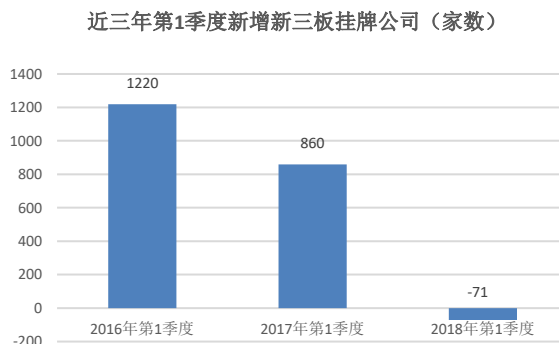
数据来源：证监会网站、上市公司并购重组报告书、度势体育官网

【PARTⅢ 2018 年第 1 季度新三板情况概述】

一、新三板情况

截至 2018 年 3 月 31 日，新三板挂牌公司数量达 11,559 家，同比增长 4.86%。其中，做市转让 1,303 家，同比下降 18.77%；协议转让 10,256 家，同比增长 8.89%。

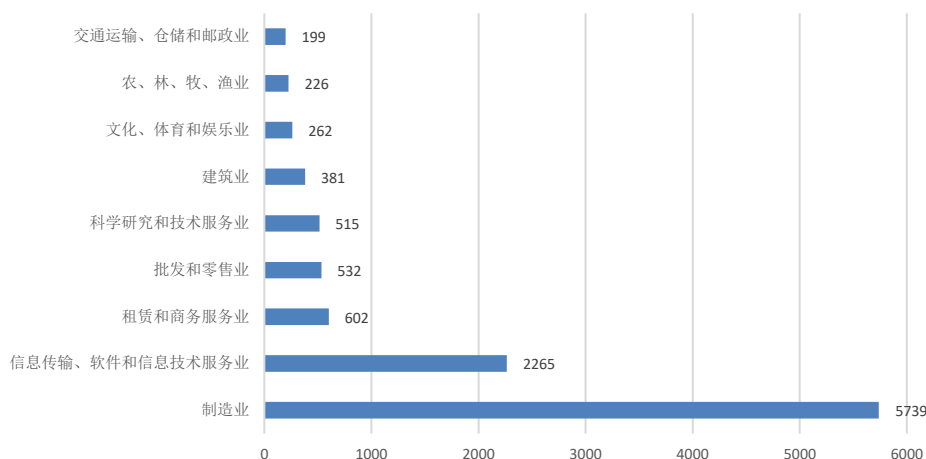
2018 年第 1 季度减少 71 家挂牌企业。其中，做市转让减少 40 家，竞价转让减少 31 家。近三年第 1 季度新增新三板挂牌情况如图所示。



二、新三板挂牌公司行业情况

截至 2018 年 3 月 31 日，新三板挂牌公司数量超过 100 家的行业共计 12 个，制造业依旧是大类行业中挂牌公司数量最多的行业，挂牌公司数量占据总数的 49.65%。其次是信息传输、软件和信息技术服务业，挂牌公司数量占比达 19.60%。按照新三板挂牌公司所属行业排序，前十行业数量总计 10,915 家，占总数的 94.43%。

2018年第1季度新三板挂牌公司行业前十情况
(行业总挂牌家数)



【PARTⅢ 2018 年第 1 季度债券市场情况概述】

一、债券市场发行情况

2018 年 3 月份，债券市场共发行各类债券 4.2 万亿元。其中，国债发行 1,800 亿元，地方政府债发行 1,910 亿元，金融债券发行 5,301 亿元，公司信用类债券发行 8,024 亿元，资产支持证券发行 927 亿元，同业存单发行 2.3 万亿元。

截至 3 月末，债券市场托管余额为 76.7 万亿元。其中，国债托管余额为 12.9 万亿元，地方政府债券托管余额为 15.0 万亿元，金融债券托管余额为 19.0 万亿元，公司信用类债券托管余额为 17.4 万亿元，资产支持证券托管余额为 2.0 万亿元，同业存单托管余额为 8.7 万亿元。

（来源：中国人民银行官网）

二、债券市场运行情况

2018 年 3 月份，银行间债券市场现券成交 9.9 万亿元，日均成交 4,485 亿元，同比增长 14.98%，环比增长 42.69%。交易所债券市场现券成交 5,873 亿元，日均成交 267 亿元，同比增长 28.44%，环比增长 21.11%。3 月末，银行间债券总指数为 178.00 点，较上月末上涨 1.33 点。

（来源：中国人民银行官网）

三、国债到期收益率

2018 年 3 月 31 日，中债国债 1 年期到期收益率为 3.3221%，5 年期到期收益率为 3.6609%，10 年期到期收益率为 3.7407%，较去年年末有所下降。

序号	期限（年）	利率（%）
1	0	2.9297
2	0.25	2.9613
3	0.5	3.1670
4	0.75	3.3053
5	1	3.3221
6	3	3.5697
7	5	3.6609
8	7	3.7402
9	10	3.7407
10	15	4.0140
11	20	4.0530
12	30	4.1749
13	50	4.2294



数据来源：wind 资讯

热点行业

01

2017 年电视剧行业分析（下）



研发部 古梦迪

在本刊 2017 年第 4 期（总第 22 期）中，已经针对电视剧行业整体的监管体制、最新监管政策、行业发展现状三方面内容进行了详细的阐释。本文将重点针对当前电视剧“网台联动”的发展趋势以及台播网播电视剧在权利属性和监管方面的差异进行深入的分析。

一、“网台联动”趋势下的电视剧发展现状

近年来，随着互联网的深入发展以及移动智能终端的多样化和普及化，加速了多屏合一时代的到来，更带动了各大视频网站的迅猛发展，网站用户规模及广告投放逐年上升趋势显著。这一趋势也促进了电视媒体与网络视频媒体的深度融合，电视剧已由曾经电视台单一播放模式到如今的“网台联动”的复合播放模式。

受“一剧两星”“限古令”等监管政策的影响，电视台每年播出量有限，购剧之前的招商压力也逐年递增，在这个供大于求的电视剧市场中，电视剧积压严重。而随着网络受众的结构性变化，视频网站平台的影响力日渐增大，加之其对电视剧有无限承载量等因素，吸引了越来越多的优秀电视剧流向视频网站，导致一直以来以电视台为主导的“先台后网”排播模式，逐步发展到“网台同步”，直到今日已出现视频网站抢得首播权的“先网后台”，甚至是“只网不台”的排播模式。可见，我国电视剧行业已进入了卫视电视剧平稳发展、网络电视剧快速发展的黄金时期。

（一）网络平台已逐渐发展为与电视台齐头并进的重要电视剧播出渠道

2016 年卫视周播剧场成台网联动试验田，安徽卫视、黑龙江卫视、深圳卫视也曾尝试在黄金档剧场引入先网后台剧集。2017 上半年已有多部首轮上星剧先网后台播出。除后黄金档周播剧《求婚大作战》（东方卫视）、《青云志》第二季、《龙珠传奇》（安徽卫视、北京卫视）外，《云巅之上》（深圳卫视）、《狐狸的夏天》（四川卫视）、《六扇门》（黑龙江卫视）、

《卧底归来》（山东卫视、天津卫视）先网后台登陆卫视黄金时段。此外，《外科风云》（北京卫视、浙江卫视）台网开播时间仅相差半小时，几乎实现台网同步。先网后台渐成常态，台网同步进军一线卫视黄金档。¹

截至 2017 年 12 月 31 日，电视剧网播量前 10 名如下表所示：

表格 1 2017 年电视剧网播量前 10 名

排名	电视剧名称	上线日期	累计播放量	网播平台
1	楚乔传	2017.06.06	4,629,068.50	爱奇艺、腾讯视频、优酷、乐视、芒果TV、搜狐视频
2	三生三世十里桃花	2017.01.31	4,349,401.30	优酷、爱奇艺、腾讯视频、乐视、搜狐视频、PPTV
3	人民的名义	2017.03.29	3,648,275.20	优酷、PPTV、爱奇艺、腾讯视频、芒果TV、搜狐视频
4	择天记	2017.04.18	2,927,347.40	爱奇艺、腾讯视频、乐视、优酷、芒果TV、搜狐视频
5	欢乐颂 2	2017.05.12	2,543,361.50	腾讯视频、爱奇艺、乐视、搜狐视频、优酷
6	孤芳不自赏	2017.01.03	1,913,186.90	乐视
7	我的前半生	2017.07.05	1,557,084.30	爱奇艺、腾讯视频、优酷
8	那年花开月正圆	2017.08.30	1,261,209.50	腾讯视频
9	因为遇见你	2017.03.03	1,261,001.10	乐视、爱奇艺、腾讯视频、芒果TV
10	醉玲珑	2017.07.14	1,090,185.50	优酷、爱奇艺、腾讯视频、芒果TV

数据整理来源：艺恩数据，网络资料

截至 2017 年 12 月 31 日，电视剧台播收视率前 10 名如下表所示：

表格 2 2017 年电视剧台播收视率前 10 名

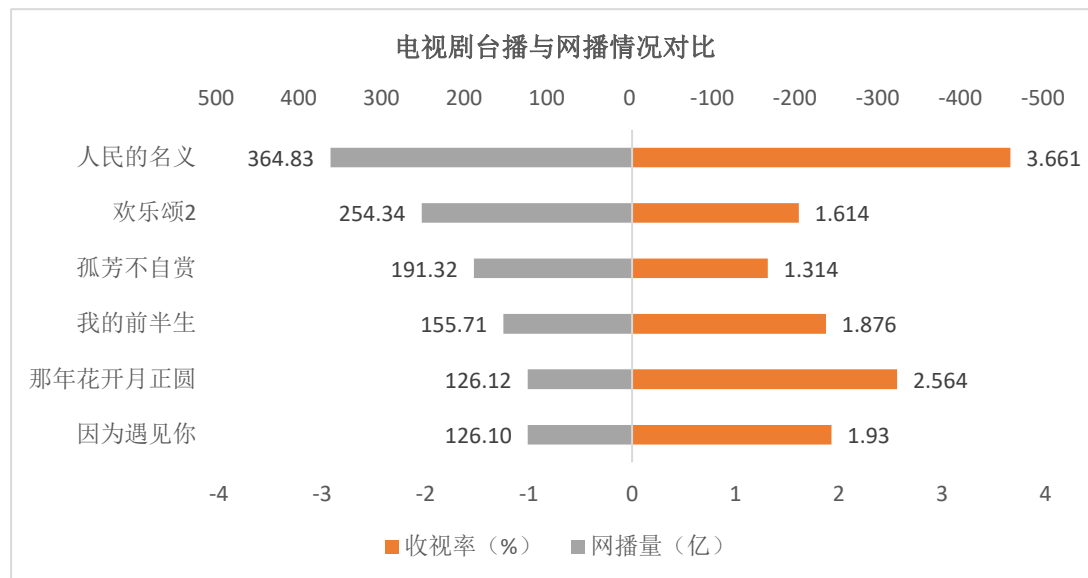
排名	剧名	频道	开始集数	截止集数	收视率%	市场份额%	播出集数
1	人民的名义	湖南卫视	1	52	3.661	11.533	52
2	那年花开月正圆	上海东方卫视	1	74	2.564	8.567	75
3	因为遇见你	湖南卫视	1	46	1.930	5.878	46
4	我的前半生	上海东方卫视	1	42	1.876	6.455	42
5	那年花开月正圆	江苏卫视	1	74	1.756	5.880	75
6	欢乐颂 2	浙江卫视	1	55	1.614	5.468	55
7	欢乐颂 2	上海东方卫视	1	55	1.584	5.364	56
8	于成龙	中央电视台综合频道	1	40	1.459	4.284	31
9	东风破	中央台八套	1	39	1.325	4.423	27
10	人间至味是清欢	湖南卫视	1	42	1.315	4.449	42
11	孤芳不自赏	湖南卫视	1	62	1.314	3.863	62
12	生逢灿烂的日子	北京卫视	1	47	1.312	4.319	47

数据整理来源：卫视这些事儿（csm50 测量仪城市 4+）

¹ 2017 上半年电视剧市场盘点：马太效应加剧、先网后台成常态、周播仍在扩张

注：由于《那年花开月正圆》和《欢乐颂2》为两台联播，因此此处排名延后两名。

从以上两表中可以看出，2017年，台播与网播的前十名电视剧中，六部有交叉（《人民的名义》、《因为遇见你》、《欢乐颂2》、《孤芳不自赏》、《那年花开月正圆》、《我的前半生》）。这六部剧具体的台播与网播对比情况如下图所示：



图表1 2017年，台播与网播前十名电视剧比较

注：由于《那年花开月正圆》和《欢乐颂2》为两台联播，因此此处取其收视率最高的频道。

如上图可见，《人民的名义》无论在台播与网播均收获了较高的收视率。而在网播中居于首位的《楚乔传》以及排名靠前的《三生三世十里桃花》、《择天记》却未在网播中斩获名次。同样的，《因为遇见你》尽管在网播量中处于较低位，但台播收视率却仅次于《人民的名义》和《那年花开月正圆》，居第二位。

（二）电视剧网络版权价格呈逐年大幅度上升趋势

部分近年可收集到的热门电视剧网络版权采购价格如下表所示：

表格3 2006年-2018年部分热门电视剧网络版权采购价格

名称	播出时间	类型	出品公司	主演	网络版权采购价格（万元/集）
武林外传	2006	喜剧/武侠/古装	北京联盟影业投资有限公司	闫妮，沙溢，姚晨，喻恩泰，倪虹洁，肖剑，姜超，王莎莎，范明，于娟	0.125
士兵突击	2007	军事，动作，励志	八一电影制片厂，华谊兄弟	王宝强，陈思成，段奕宏，张译，邢佳栋，张国强	0.3
金婚	2007	婚恋家庭、怀旧、都市、现代	北京电视艺术中心等	张国立，蒋雯丽，林永健，李菁菁，沈傲君	0.3
美人心计	2009	古装、宫廷	东阳欢娱、紫骏辉煌、于正工作室	林心如，杨幂，王丽坤，何晟铭，陈键锋，罗晋，张檬	1

名称	播出时间	类型	出品公司	主演	网络版权采购价格（万元/集）
我的青春谁做主	2010	青春、都市、励志	北京鑫宝源影视投资有限公司	赵子琪, 陆毅, 王珞丹, 朱雨辰, 林园, 张铎	2
宫	2010	古装、宫廷、穿越	湖南经视文化传播有限公司、东阳欢娱等	杨幂, 冯绍峰, 何晟铭, 佟丽娅, 郭羡妮, 刘雪华, 汤镇业, 邵美琪, 宗峰岩	35
步步惊心	2011	古代宫廷, 穿越, 爱情	上海唐人电影制作有限公司	刘诗诗, 吴奇隆, 郑嘉颖, 袁弘, 林更新, 刘松仁, 刘心悠, 韩栋, 叶祖新	70+
宫锁珠帘	2011	古代、宫廷、爱情	湖南经视、欢瑞世纪、于正工作室	杜淳, 何晟铭, 袁姗姗, 张嘉倪, 舒畅, 海陆, 杨蓉, 孙菲菲, 王阳, 白冰, 陈晓, 赵丽颖	185
甄嬛传	2012	清装、宫廷、情感	北京电视艺术中心	孙俪, 陈建斌, 蔡少芬, 刘雪华, 李天柱, 蒋欣, 李东学, 陶昕然, 斓曦, 张晓龙	30
新编辑部的故事	2013	偶像、喜剧、都市	北京电视艺术中心花儿影视	陈好, 吕丽萍, 黄海波, 井柏然, 王千源, 焦俊艳	120
偏偏喜欢你	2015	年代、青春、励志	浙江梦幻星生园影视文化有限公司	陈乔恩, 贾乃亮, 黄宗泽, 郑爽, 许绍雄, 张云龙, 高伟光, 李子峰, 王秀竹	135
花千骨	2015	古装、仙侠、爱情	慈文影视传播有限公司	霍建华, 赵丽颖, 蒋欣, 张丹峰, 马可, 李纯, 杨烁, 鲍天琦, 安悦溪, 徐海乔	150
武媚娘传奇	2015	宫廷、爱情、历史	唐德影视、范冰冰工作室、《读者》集团、恒大影视、中影股份	范冰冰, 张丰毅, 李治廷, 张钧甯, 张庭, 周海媚, 李解, 李李仁, 任山, 王绘春	200
麻雀	2015	民国、革命、谍战	千乘影视、欢瑞世纪、多美数娱	李易峰, 周冬雨, 张鲁一, 张若昀, 阚清子, 王劲松, 尹正, 李小冉	204
芈月传	2015	古装	东阳市花儿影视、儒意欣欣影业、星格拉影视	孙俪, 刘涛, 方中信, 黄轩, 高云翔, 马苏, 宋佳伦, 蔡雯艳, 徐梵溪, 赵立新, 巩峥, 曹征	300
蜀山战纪仙侠传奇	2015	古装、仙侠、爱情	江苏稻草熊影业有限公司	吴奇隆、刘诗诗、刘小枫、龚宇	360
琅琊榜	2015	古装	山东影视、儒意影业、和颂天地影视、圣基影业、正午阳光影业	胡歌, 刘涛, 王凯, 黄维德, 陈龙, 吴磊, 高鑫	600
盗墓笔记	2015	冒险、动作、悬疑	上海电影（集团）有限公司、乐视影业、南派泛娱有限公司	井柏然, 鹿晗, 王景春, 马思纯, 张博宇, 涂圣成	700
咱们相爱吧	2016	都市、爱情	北京完美蓬瑞影视文化有限公司、北京完美影视传媒有限责任公司	张静初, 张歆艺, 秦岚, 袁弘, 明道, 张晞临	200
人民的名义	2016	当代、反腐、检察	最高人民检察院影视中心、中央军委后勤保障部金盾影视中心等单位	陆毅, 张丰毅, 吴刚, 许亚军, 张志坚, 柯蓝, 胡静, 张凯丽, 赵子琪, 白志迪, 李建义, 高亚麟, 丁海峰, 冯雷, 李光复, 张晞临, 李学政	360

名称	播出时间	类型	出品公司	主演	网络版权采购价格（万元/集）
幻城	2016	玄幻、古装、偶像	上海耀客文化传媒有限公司	冯绍峰, 宋茜, 马天宇, 张萌, 麦迪娜, 金喜善, 胡兵, 邵兵	400
那年花开月正圆	2017	年代	华视娱乐投资集团股份有限公司	孙俪, 陈晓, 何润东, 任重, 胡杏儿, 俞灏明, 刘佩琦, 张晨光, 谢君豪	445
楚乔传	2017	古代, 传奇, 爱情	慈文传媒、蜜淘影业、克顿传媒	赵丽颖, 林更新, 窦骁, 李沁, 邓伦, 金士杰, 王彦霖, 牛骏峰, 黄梦莹, 田小洁, 孙宁, 金瀚, 邢昭林	480
醉玲珑	2017	古装、奇幻、爱情	新派系文化传媒、江苏稻草熊影业、上海东方娱乐传媒集团等	刘诗诗, 陈伟霆, 徐海乔, 韩雪, 黄梦莹, 刘奕君, 韩栋, 曾黎, 李呈媛, 郑业成	550
择天记	2017	古装, 青春, 偶像	腾讯影业、企鹅影业、柠萌影业、柠萌悦心、芒果TV、阅文集团	鹿晗, 古力娜扎, 吴倩, 曾舜晞, 许龄月, 张峻宁, 高瀚宇, 林思意	750
孤芳不自赏	2017	古代宫廷、谋略、言情	华策克顿传媒、派乐影视传媒、乐视视频、花花草草工作室	钟汉良, 杨颖, 甘婷婷, 孙艺洲, 于波, 麦迪娜, 亓航, 邓莎, 程皓枫, 刘萌萌, 魏炳桦	700
琅琊榜之风起长林	2017	古代传奇	东阳正午阳光影视有限公司、爱奇艺	黄晓明, 刘昊然, 佟丽娅, 张慧雯, 孙淳, 吴昊宸, 梅婷, 张博, 郭京飞, 乔欣	800
军师联盟	2017	古装、历史	盟将威影视、华利文化传媒有限公司、不二文化、印纪娱乐传媒	吴秀波, 李晨, 刘涛, 于和伟, 张钧甯, 唐艺昕, 翟天临, 张芷溪, 王劲松, 王东, 檀健次, 肖顺尧, 刘欢, 来喜	800
天乩之白蛇传说	2018	古装、神话	欢瑞世纪、新媒诚品、新文化	杨紫, 任嘉伦, 茅子俊, 李曼, 刘学义, 何杜娟, 刘嘉玲, 赵雅芝	660
赢天下	2018	古装、传奇、宫斗	唐德影视、优酷、爱美神影业、恒大影视	范冰冰, 高云翔, 郭品超, 严屹宽, 马苏, 张国立, 徐帆, 潘迎紫, 潘虹	800
如懿传	2018	古装、宫斗	新丽电视文化投资有限公司	周迅, 霍建华, 张钧甯, 董洁, 辛芷蕾, 童瑶, 李纯, 郭君梅, 胡可, 经超	900
凉生, 我们可不可以不忧伤	2018	都市	蜜淘影业	钟汉良, 马天宇, 孙怡, 于朦胧, 孟子义, 王智	1000
长安十二时辰	2018	古装	优酷、微影时代、留白影视、娱跃影业、仁仁传媒、十间传媒	雷佳音, 易烊千玺	1220

注 1：上表中各价格为根据相关媒体新闻公开信息资料整理，由于未有合理渠道核实，因此可能与具体剧目实际销售情况存在偏差。

注 2：上表中各电视剧价格如为多网络平台播放，则为所有平台的合计价格。如为独家播放，则仅为该家价格。

从上表中可以看出，近年来电视剧网络版权价格呈逐年大幅上升趋势，从 2008 年以前的仅不足 1 万元，已在短短十年之内飙升至千万之多。根据爱奇艺 2017 世界大会预测：一线电视剧在 2020 年将变成电视版权 1,300 万元每集，网络版权 2,700 万元每集。²

目前，已有许多剧目在网络平台的售价甚至已经超过了在电视台的售价，列示如下：

表格 4 近年部分热门电视剧网络与电视台版权采购价格比较

² 台基股份：发行股份及支付现金购买资产并募集配套资金暨关联交易申请文件二次反馈意见之回复

名称	播出时间	网络版权采购价格（万元/集）	电视台版权采购价格（万元/集）	版权价格差额（万元/集）
蜀山战纪仙侠传奇	2015	360	179	181
军师联盟	2017	800	280	520
琅琊榜之风起长林	2017	800	400	400
那年花开月正圆	2017	445	280	165
择天记	2017	750	450	300
孤芳不自赏	2017	700	400	300
楚乔传	2017	480	450	30
赢天下	2018	800	664	136
如懿传	2018	900	600	300
凉生，我们可不可以不忧伤	2018	1000	480	520

注 1：上表中各价格为根据相关媒体新闻公开信息资料整理，由于未有合理渠道核实，因此可能与具体剧目实际销售情况存在偏差。

注 2：上表中各电视剧价格如为多网络平台/电视台播放，则为所有平台/电视台的合计价格。如为独家播放，则仅为该家价格。

注 3：由于电视剧二轮及多轮播放的售价较低，且未有详细披露，这部分售价暂忽略不计。

这一方面原因是受当前电视台“一剧两星”“限古令”等监管政策的限制，加之网络播出的无时限性等优势的突出，使越来越多的电视剧流向视频网站播放。另一方面，则是由于视频网站所具有的便携性、多样化、个性化等特点，使越来越多的用户，特别是年轻的互联网用户更倾向于使用移动视频终端追剧观影，网络视频平台的使用率和影响力也随之日渐增大。这无疑加剧了电视台与网络播出平台之间的竞争，使网络平台对电视剧版权的采购价格逐年大幅增长。

二、台播与网播电视剧权利属性比较

当前，拍摄制作电视剧的制作机构主要通过向电视台许可使用电视剧**播映权**或向互联网视听节目服务单位许可使用**信息网络传播权**的形式，实现电视剧的销售收入。尽管这两种权利的概念在行业内的合同中使用广泛，但其范畴依然缺少明确的界定。

根据《中华人民共和国著作权法》第十条的规定，著作权共包括了十七项人身权和财产权。其中，广播权，是指以无线方式公开广播或者传播作品，以有线传播或者转播的方式向公众传播广播的作品，以及通过扩音器或者其他传送符号、声音、图像的类似工具向公众传播广播的作品的权利；信息网络传播权，是指以有线或者无线方式向公众提供作品，使公众可以在其个人选定的时间和地点获得作品的权利。电视剧播映权通常被理解为广播权的一种类型，而信息网络传播权则为著作权法中的信息网络传播权。

目前，诸多学者认为上述两种权利最大的区别在于公众是否能对电视剧作品的内容以及观看的时间和地点进行个性化选择。如：刘银良³认为，在“三网融合”及流媒体技术时代，作为向公众传播权框架下基本平行的两种权利，信息网络传播权和广播权的界定应以承载作品的信号在传播介质中保留的时间为基本考察标准，它也同时决定了公众获得作品的主动性。以此为认定标准，则实时的网络播放、直播或转播是广播行为，属于广播权范畴；而把作品提供于互联网空间使公众可在其个人选定的时间和地点获得作品的行为，包括网络定

³刘银良.信息网络传播权及其与广播权的界限[J].法学研究,2017,39(06):97-114.

时、定集循环播放影视作品以及网络播放、直播或转播节目之回放(超过合理期间),是信息网络传播行为,属信息网络传播权范畴。

三、台播与网播电视剧监管体制比较

(一) 监管部门比较

《互联网视听节目服务管理规定》(2015 修订)中规定,国务院广播电影电视主管部门作为互联网视听节目服务的行业主管部门,负责对互联网视听节目服务实施监督管理,统筹互联网视听节目服务的产业发展、行业管理、内容建设和安全监管。国务院信息产业主管部门作为互联网行业主管部门,依据电信行业管理职责对互联网视听节目服务实施相应的监督管理。地方人民政府广播电影电视主管部门和地方电信管理机构依据各自职责对本行政区域内的互联网视听节目服务单位及接入服务实施相应的监督管理。

因此,“网台联动”趋势下的电视剧监管部门除传统的中宣部、新闻出版广电总局、文化部、商务部等外,还涉及了相关互联网行业的监管部门与机构。其中,工业和信息化部作为互联网行业主管部门,对互联网视听节目服务实施相应的监督管理;国务院于 2014 年 8 月授权重新组建的国家互联网信息办公室,负责全国互联网信息内容管理工作,并负责监督管理执法。此外,中国网络视听节目服务协会则是我国网络视听节目服务领域唯一的国家级行业性组织,也是我国互联网领域规模最大的行业协会。

(二) 监管内容比较

1. 资质要求

对于给互联网视听节目服务单位提供剧目产品的拍摄制作电视剧的制作机构的资质要求与台播要求一致。即,应当先取得《广播电视节目制作经营许可证》。互联网视听节目服务单位不得播出未取得《广播电视节目制作经营许可证》机构制作的网络剧、微电影等网络视听节目。

而对于从事生产制作并在本网站播出网络剧、微电影等网络视听节目的互联网视听节目服务单位,不但需要依法取得《广播电视节目制作经营许可证》,还需要取得广播电影电视主管部门颁发的《信息网络传播视听节目许可证》(以下简称《许可证》)或履行备案手续。

《许可证》有效期为 3 年。有效期届满,需继续从事互联网视听节目服务的,应于有效期届满前 30 日内,持符合相关规定条件的相关材料,向原发证机关申请办理续办手续。

2. 程序要求

目前,互联网视听节目服务单位对网络视听节目实行的是**先审后播**管理制度。即,在播出网络视听节目前,需要组织审核员对拟播出的节目进行内容审核,审核通过后才可上网播出。因此,对于互联网视听节目服务单位自审自播的网络剧、微电影等网络视听节目,需要在上网播出前完成**节目信息备案和备案号标注**工作。未按要求备案或未标注备案号的节目不得上网播出。

如果网络剧、微电影等网络视听节目播出后,群众举报或新闻出版广电行政部门发现节目内容不符合国家有关规定的,要立即下线。其中,有些节目虽然存在问题,但重新编辑后

可以播出的，要立即联系节目制作机构重新编辑，重编节目经相应行政部门审核通过并形成统一版本后，方可重新上线。

3. 内容要求

《关于进一步加强网络剧、微电影等网络视听节目管理的通知》中明确了网络剧、微电影等网络视听节目不得含有的内容，具体涉及十大方面：1、反对宪法确定的基本原则的；2、危害国家统一、主权和领土完整的；3、泄露国家秘密、危害国家安全或者损害国家荣誉和利益的；4、煽动民族仇恨、民族歧视，破坏民族团结，或者侵害民族风俗、习惯的；5、宣扬邪教、迷信的；6、扰乱社会秩序，破坏社会稳定的；7、诱导未成年人违法犯罪和渲染暴力、色情、赌博、恐怖活动的；8、侮辱或者诽谤他人，侵害公民个人隐私等他人合法权益的；9、危害社会公德，损害民族优秀文化传统的；10、有关法律、行政法规和国家规定禁止的其他内容。

此外，涉及重大革命和重大历史题材，还应遵照广播影视有关管理规定执行。中国网络视听节目服务协会于2017年6月30日审议通过的《网络视听节目内容审核通则》则进一步详细规范并明确了网络影视作品的内容导向等。

特别的，凡在广播影视行政部门备案公示，但未取得《电影片公映许可证》、《电视剧发行许可证》的电影和电视剧等，不得在网上播出。广播电视节目制作经营机构生产制作网络剧、微电影等网络视听节目，节目内容违反广播影视有关管理规定的，主管部门要按照《广播电视管理条例》、《广播电视节目制作经营管理规定》予以处罚。

可见，目前对于网络播放的电视剧目在相关规定中未有明确要求需要取得《电视剧制作许可证》以及《电视剧发行许可证》，仅需要在上网播出前完成节目信息备案和备案号标注工作即可。但网剧在审查方面的标准已经逐步与台播剧趋于一致，越来越严格。广电总局电视剧司李京盛司长和网络视听节目管理司司长罗建辉就曾在2016年2月27日全国电视剧行业年会上强调，随着互联网发展的突飞猛进，总局将加强管理网剧和网络自制节目。未来网剧审查标准将与电视台一致，“电视不能播什么，网络也不行”。

（三）网播电视剧主要监管法规与政策

1. 网播电视剧主要监管法规

表格 5 网播电视剧主要监管法规

序号	法规名称	颁发机构/文件编号	实施与修订
1	互联网视听节目服务管理规定	国家广播电影电视总局、信息产业部令第56号	【发布日期】 2007.12.20 【实施日期】 2008.01.31 【修改依据】 国家新闻出版广电总局关于修订部分规章和规范性文件的决定（ 【发文字号】 国家新闻出版广电总局令第3号 【发布日期】 2015.08.28 【实施日期】 2015.08.28）

序号	法规名称	颁发机构/文件编号	实施与修订
2	信息网络传播权保护条例	国务院令[2006]第 468 号	【发布日期】 2006.05.18 【实施日期】 2006.07.01 【修改依据】 国务院关于修改《信息网络传播权保护条例》的决定(2013)（【发文字号】 国务院令第 634 号【发布日期】 2013.01.30【实施日期】 2013.03.01）
3	互联网信息服务管理办法	中华人民共和国国务院令 第 292 号	【发布日期】 2000.09.25 【实施日期】 2000.09.25 【修改依据】 国务院关于废止和修改部分行政法规的决定（【发文字号】 国务院令 第 588 号【发布日期】 2011.01.08【实施日期】 2011.01.08）
4	网络出版服务管理规定	国家新闻出版广电总局、工业和信息化部令 第 5 号	【发布日期】 2016.02.04 【实施日期】 2016.03.10
5	网络视听节目内容审核通则	中国网络视听节目服务协会	【发布日期】 2017.06.30 【实施日期】 2017.06.30

2. 网播电视剧主要监管政策

表格 6 网播电视剧主要监管政策

序号	政策名称	发布日期	颁发机构/文件编号
1	广电总局关于加强互联网传播影视剧管理的通知	2007 年 12 月	广发（2007）122 号
2	广电总局关于加强互联网视听节目内容管理的通知	2009 年 3 月	
3	关于进一步加强网络剧、微电影等网络视听节目管理的通知	2012 年 7 月	广发（2012）53 号
4	关于进一步完善网络剧、微电影等网络视听节目管理的补充通知	2014 年 1 月	新广电发（2014）2 号
5	国家新闻出版广电总局关于进一步落实网上境外影视剧管理有关规定的通知	2014 年 9 月	新广电发（2014）204 号
6	国家新闻出版广电总局办公厅关于加强有关广播电视节目、影视剧和网络视听节目制作传播管理的通知	2014 年 9 月	新广电办发[2014]100 号
7	国家新闻出版广电总局关于加强微博、微信等网络社交平台传播视听节目管理的通知	2016 年 12 月	新广电发（2016）196 号
8	关于进一步加强网络视听节目创作播出管理的通知	2017 年 6 月	新广电发（2016）198 号

热点行业

02

2017 年医院

行业分析



研发部 姚青思

我国的医疗卫生机构是指从卫生行政部门取得《医疗机构执业许可证》，或从民政、工商行政、机构编制管理部门取得法人单位登记证书，为社会提供医疗保健、疾病控制、卫生监督服务或从事医学科研和医学在职培训等工作的单位，包括医院、基层医疗卫生机构、专业公共卫生机构、其他医疗卫生机构。¹医院作为我国医疗卫生机构中最重要的组成部分，成为本文的研究重点。本文主要从行业概述、行业发展现状、上市公司及交易案例情况三方面对医院行业进行分析和研究。

一、医院行业概述

（一）医院分类

医院是指以向人提供医疗护理服务为主要目的医疗机构。²

按提供的医疗服务内容，医院可分为综合医院、中医医院、中西医结合医院、民族医院、各类专科医院和护理院。其中，各类专科医院包括口腔医院、眼科医院、耳鼻喉科医院、肿瘤医院、心血管病医院、胸科医院、血液病医院、妇产（科）医院、儿童医院、精神病医院、传染病医院、皮肤病医院、结核病医院、麻风病医院、职业病医院、骨科医院、康复医院、整形外科医院、美容医院等。

按登记注册类型，医院可分为公立医院与民营医院。其中，公立医院指经济类型为国有和集体办的医院（含政府办医院），分为政府办医院（根据功能定位主要划分为县办医院、市办医院、省办医院、部门办医院）和其他公立医院（主要包括军队医院、国有和集体企事

¹ 国家统计局网站 <http://data.stats.gov.cn/easyquery.htm?cn=C01>

² 百度百科 <https://baike.baidu.com/item/%E5%8C%BB%E9%99%A2/418798?fr=aladdin>

业单位等举办的医院)；民营医院指公立医院以外的其他医院，包括联营、股份合作、私营、港澳台投资和外国投资的医院。

(二) 行业监管

我国医疗服务行业的主管部门为卫生行政管理部门，主要为国家卫计委及各地方卫生局。除卫生行政管理部门外，食品药品监督管理部门、医保部门、发展和改革委员会、质量技术监督部门以及工商行政管理部门也对医疗机构履行部分监管职能。医疗服务行业的自律性组织为中国医师协会、中国医院协会、中华医学会、中华预防医学会、中国保健协会等。

医疗机构的设置和执业都必须具备一定的资质，根据 1994 年国务院颁发的《医疗机构管理条例》(国务院令第 149 号)，医疗机构设置必须经县级以上地方人民政府卫生行政部门审查批准，并取得设置医疗机构批准书；医疗机构执业，必须进行登记，领取《医疗机构执业许可证》。取得《医疗机构执业许可证》的医疗机构，还应当根据卫生部于 2009 年 6 月 15 日颁布并实施的《医疗机构校验管理办法(试行)》(卫医政发〔2009〕57 号)，定期接受卫生行政部门依法对其基本条件和执业状况进行检查、评估、审核及依法作出相应结论，并配合登记机关办理相应的校验执业登记手续。

(三) 行业政策

2009 年 3 月，国务院发布《中共中央国务院关于深化医药卫生体制改革的意见》，明确提出建立符合我国国情的医药卫生体制，建立政府主导的多元卫生投入机制，同时鼓励和引导社会资本发展医疗卫生事业。《意见》成为新一轮医疗体制改革的纲领性文件，此后一系列促进医疗卫生行业发展的政策相继出台，对于提高我国的医疗服务效率、完善医疗服务体系等方面起到了重要的推动作用。

表 1 医院行业主要政策及法律法规

序号	发布时间	发布部门	文件名称
1	2009.3	国务院办公厅	中共中央、国务院关于深化医药卫生体制改革的意见 (中发〔2009〕6 号)
2	2009.6	卫生部	医疗机构校验管理办法(试行)(卫医政发〔2009〕57 号)
3	2009.11	国家发改委、卫生部、 人力资源社会保障部	关于印发改革药品和医疗服务价格形成机制的意见的通知(发改价格〔2009〕2844 号)
4	2010.2	卫生部、中央编办、国家 发展改革委、财政部 和人力资源社会保障部	关于印发公立医院改革试点指导意见的通知(卫医管发〔2010〕20 号)
5	2010.11	国务院办公厅	关于进一步鼓励和引导社会资本举办医疗机构的意见 (国办发〔2010〕58 号)
6	2012.1	卫生部	《2012 年卫生工作要点》(卫办发〔2012〕8 号)
7	2012.3	国务院办公厅	“十二五”期间深化医药卫生体制改革规划暨实施方案(国发〔2012〕11 号)
8	2012.5	国家发展改革委、卫生部、 国家中医药管理局	关于规范医疗服务价格管理及有关问题的通知(发改价格〔2012〕1170 号)
9	2013.9	国务院	国务院关于促进健康服务业发展的若干意见(国发〔2013〕40 号)
10	2013.12	国家卫生计生委、国家 中医院管理局	关于加快发展社会办医的若干意见(国卫体改发〔2013〕54 号)

序号	发布时间	发布部门	文件名称
11	2014. 4	国家发展改革委、国家卫生计生委、人力资源社会保障部	关于非公立医疗机构医疗服务实行市场调节价有关问题的通知（发改价格[2014]503号）
12	2014. 5	国务院办公厅	深化医药卫生体制改革 2014 年重点工作任务（国办发〔2014〕24 号）
13	2014. 6	国家卫生计生委	关于控制公立医院规模过快扩张的紧急通知（（国卫发明电〔2014〕32 号）
14	2014. 11	国家卫生计生委	关于推进和规范医师多点执业的若干意见（国卫医发〔2014〕86 号）
15	2015. 3	国务院办公厅	全国医疗卫生服务体系规划纲要 2015—2020 年（国办发〔2015〕14 号）
16	2015. 6	国务院办公厅	关于促进社会办医加快发展的若干政策措施（国办发〔2015〕45 号）
17	2016. 3	全国人民代表大会	中华人民共和国国民经济和社会发展第十三个五年（2016—2020 年）规划纲要
18	2016. 7	发展改革委、卫生计生委、人力资源社会保障部、财政部	推进医疗服务价格改革的意见（发改价格〔2016〕1431 号）
19	2016. 9	国家卫生计生委	医疗质量管理办法（国家卫生计生委令 10 号）
20	2016. 12	国务院	国务院关于印发“十三五”深化医药卫生体制改革规划的通知（国发〔2016〕78 号）
21	2017. 2	国家卫生计生委	国家卫生计生委关于修改《医疗机构管理条例实施细则》的决定（国家卫生计生委令 12 号）
22	2017. 2	国家卫生计生委	医师执业注册管理办法（国家卫生计生委令 13 号）
23	2017. 4	国务院办公厅	国务院办公厅关于推进医疗联合体建设和发展的指导意见（国办发〔2017〕32 号）
24	2017. 5	国务院办公厅	国务院办公厅关于支持社会力量提供多层次多样化医疗服务的意见（国办发〔2017〕44 号）
25	2017. 7	国务院办公厅	国务院办公厅关于建立现代医院管理制度的指导意见（国办发〔2017〕67 号）
26	2017. 9	国家卫生计生委	中医诊所备案管理暂行办法（国家卫生计生委令 14 号）

二、医院行业发展现状

（一）医院数量情况

《中华人民共和国 2017 年国民经济和社会发展统计公报》显示，2017 年末全国共有医疗卫生机构 99.5 万个，其中医院 3.0 万个。

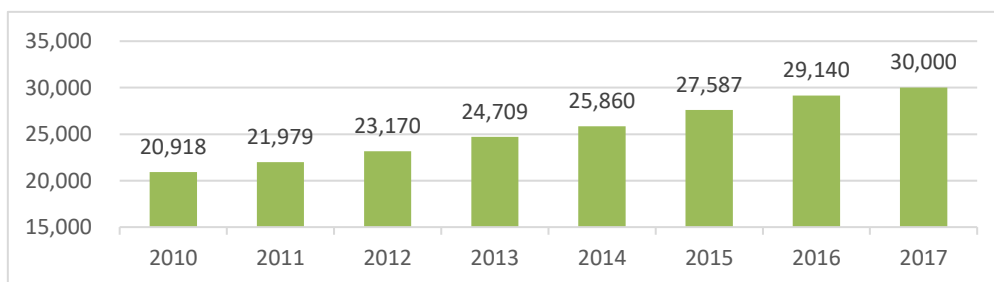


图 1 2010-2017 年我国医院总数情况

数据来源：wind 资讯

随着我国医药卫生体制改革的不断深入,政府出台了一系列政策文件鼓励社会资本进入医疗领域,到目前为止已初见成效,公立医院的数量有所减少,民营医院的数量和比重则节节攀升。根据国家统计局的统计,截至 2017 年 11 月底,医院 30,000 个,其中公立医院 12,181 个,占比 40%,民营医院 18,113 个,占比 60%。与 2016 年 11 月底比较,公立医院减少 566 个,民营医院增加 2,109 个。

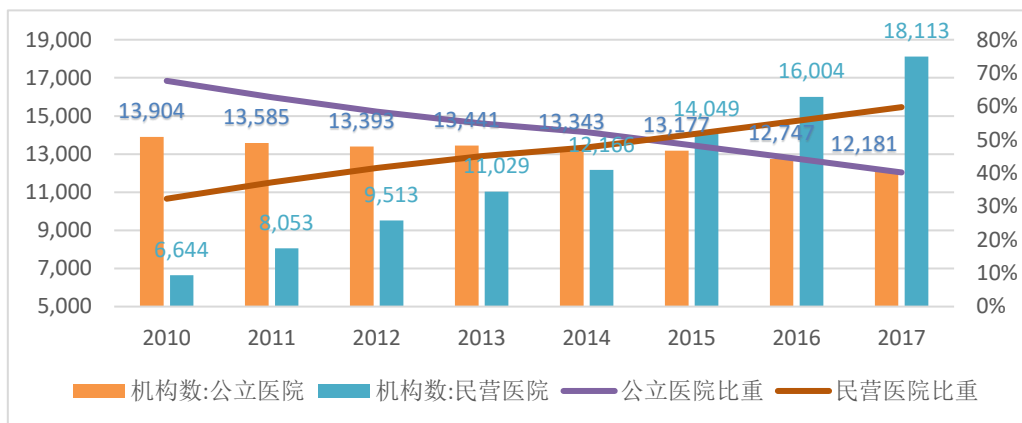


图 2 2010-2017 年我国公立医院与民营医院数量及其占比情况

数据来源: wind 资讯

(二) 卫生技术人员情况

《中华人民共和国 2017 年国民经济和社会发展统计公报》显示,2017 年末全国共有卫生技术人员 891 万人,同比增长 5.39%。其中,共有执业医师和执业助理医师 335 万人,注册护士 379 万人。

全国卫生技术人员逐年增加,但卫生技术人员在医疗机构之间的分配比例不均衡情况却始终存在。以 2016 年为例,2016 年末全国卫生技术人员共有 845.44 万人,其中公立医院 449.12 万人,占比为 53%,民营医院 92.39 万人,占比为 11%。而在 2016 年的 29,140 家医院中,公立医院占比为 44%,民营医院占比为 56%。亦即民营医院虽在数量规模上占优势,但所拥有的卫生技术人员却远不及公立医院,在一定程度上限制了民营医院的发展壮大。

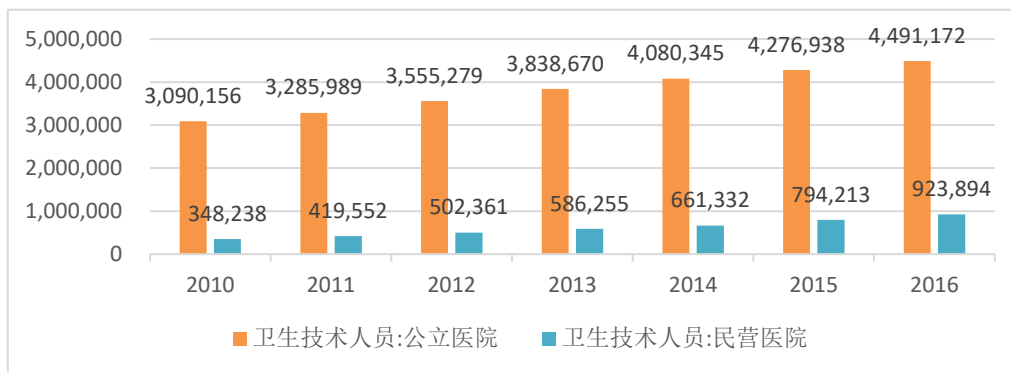


图 3 2010-2016 年我国公立医院与民营医院卫生技术人员情况

数据来源: wind 资讯

(三) 医疗服务情况

《中华人民共和国 2017 年国民经济和社会发展统计公报》显示，2017 年全年总诊疗人次 81.0 亿人次，同比增长 2.12%。根据国家统计局的统计，2017 年 1-11 月，全国医疗卫生机构总诊疗人次达 73.0 亿人次，同比提高 3.0%。医院 30.7 亿人次，同比提高 5.7%，占全国医疗卫生机构总诊疗人次的 42%，其中：公立医院 26.5 亿人次，同比提高 4.2%，占医院总诊疗人次的 86%；民营医院 4.2 亿人次，同比提高 17.0%，占医院总诊疗人次的 14%。民营医院的总诊疗人次数量虽然有较大提高，但依旧显著低于公立医院的接诊量。

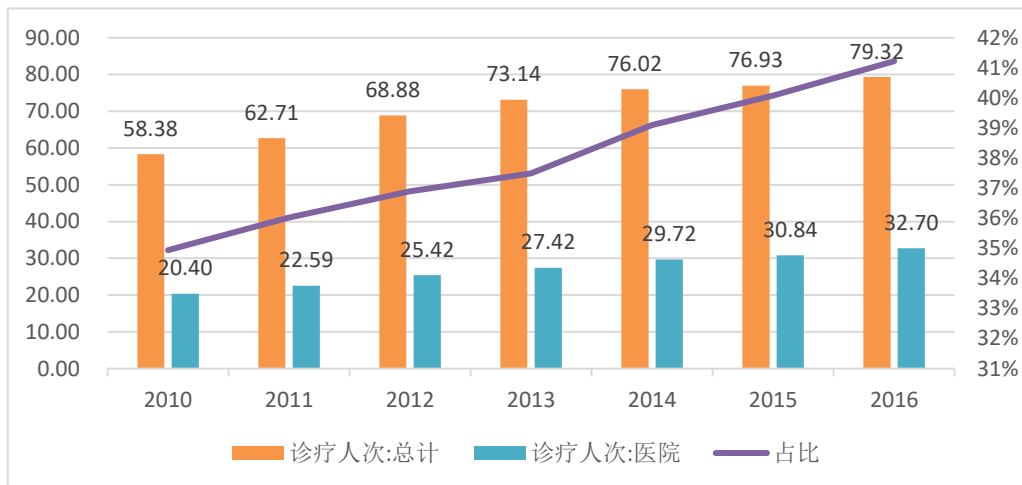


图 4 2010-2016 年我国医院总诊疗人次情况

数据来源：wind 资讯

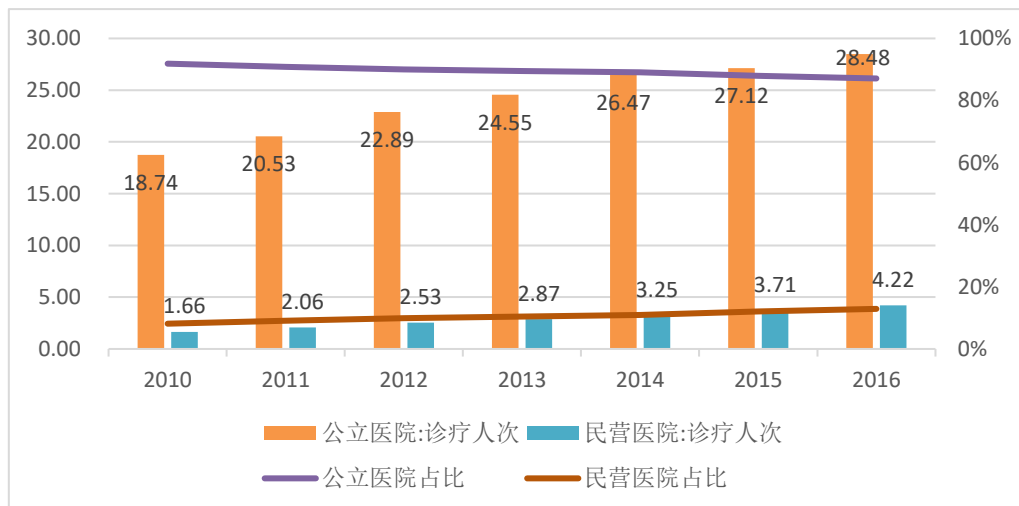


图 5 2010-2016 年我国公立医院与民营医院总诊疗人次及其占比情况

数据来源：wind 资讯

2017 年全国医疗卫生机构出院人数 2.4 亿人。其中 2017 年 1-11 月，全国医疗卫生机构出院人数达 2.14 亿人，同比提高 7.3%。医院出院人数 1.67 亿人，同比提高 8.3%，其中：公立医院 1.39 亿人，同比提高 6.2%；民营医院 0.28 亿人，同比提高 19.9%。

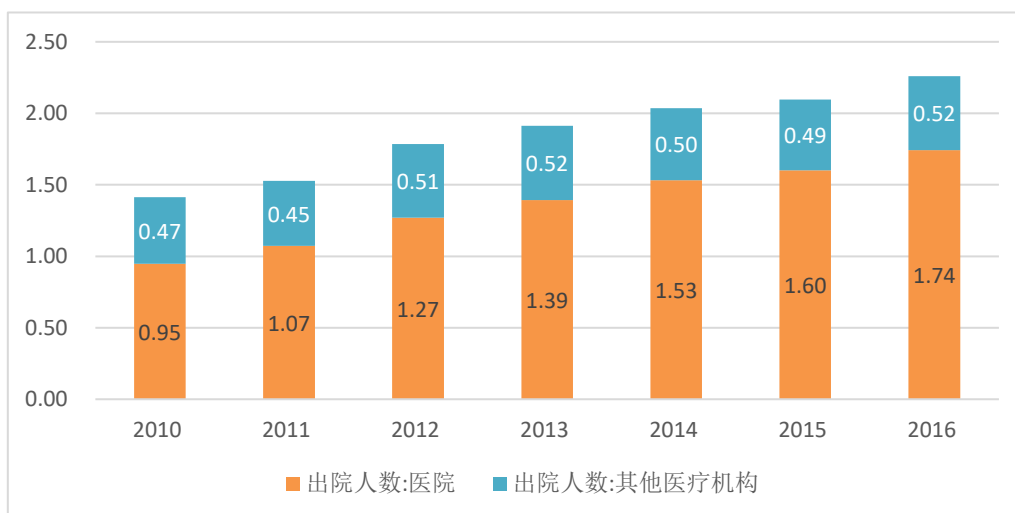


图6 2010-2016年我国医院出院人数情况

数据来源: wind 资讯

(四) 医疗费用情况

随着我国国民经济的高速发展,居民的消费水平有了显著提高,健康问题越来越受到社会公众的重视,我国居民对社会医疗服务的消费需求得到了有效提升。加之我国医疗保障制度的不断完善和发展,居民对社会医疗服务的消费能力也在不断增强。受此推动,我国居民医疗卫生费用支出规模近年来持续增长。根据统计数据显示,我国卫生总费用由 2010 年的 19,980.39 亿元增至 2016 年的 46,344.88 亿元,年均复合增长率为 15.05%。卫生总费用占我国 GDP 的比重也不断提升,从 2010 年的 4.89% 增长至 2016 年的 6.22%。我国人均卫生总费用水平近年来也始终保持两位数的增速,从 2010 年的 1,490.10 元增长至 2016 年的 3,351.70 元,年均复合增长率达到 14.47%。

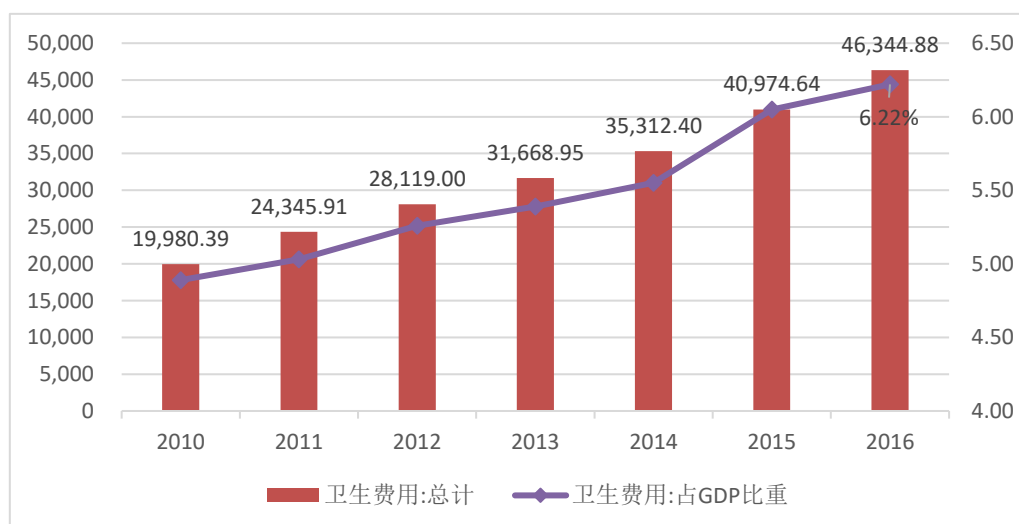


图7 2010-2016年我国卫生总费用及其占GDP比重情况

数据来源: wind 资讯

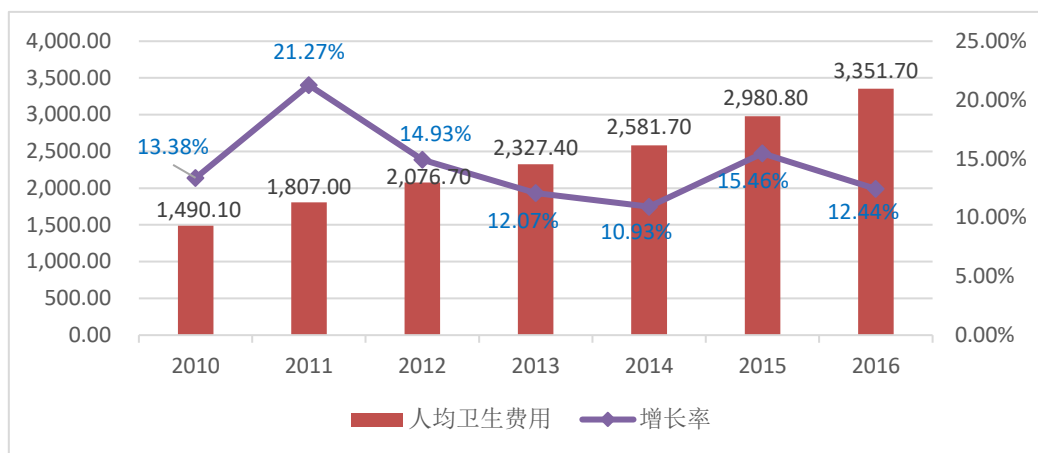


图 8 2010-2016 年我国人均卫生总费用及其增长情况

数据来源: wind 资讯

根据国家统计局数据显示, 2017 年 1-11 月, 全国三级公立医院次均门诊费用为 304.20 元, 与去年同期比较, 按当年价格上涨 3.8%, 按可比价格上涨 2.3%; 人均住院费用为 13,129.20 元, 与去年同期比较, 按当年价格上涨 1.7%, 按可比价格上涨 0.2%。

2017 年 1-11 月, 全国二级公立医院次均门诊费用为 197.80 元, 按当年价格同比上涨 3.8%, 按可比价格同比上涨 2.3%; 人均住院费用为 5,855.40 元, 按当年价格同比上涨 4.8%, 按可比价格同比上涨 3.2%。

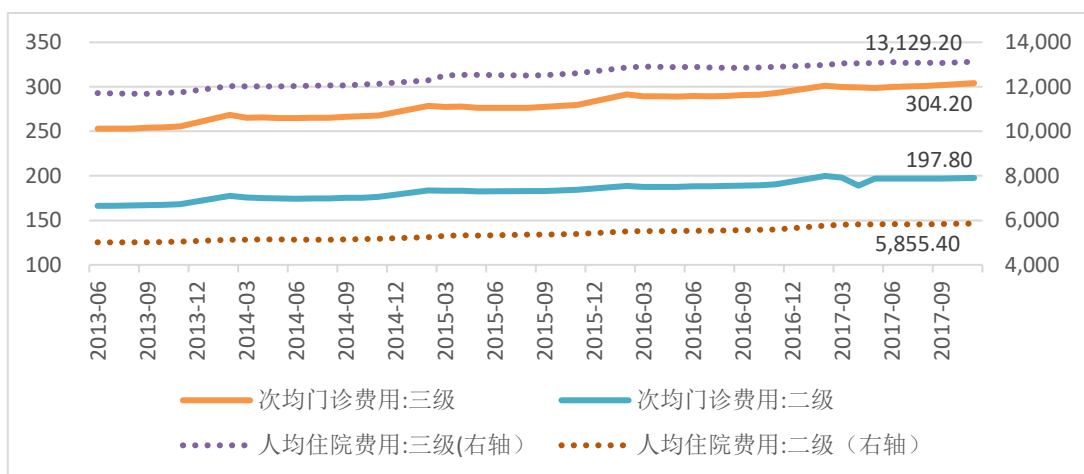


图 9 2017 年全国二级以上公立医院病人费用情况

数据来源: wind 资讯

(五) 病床使用情况

《中华人民共和国 2017 年国民经济和社会发展统计公报》显示, 2017 年全国医疗卫生机构床位共有 785 万张, 其中医院 609 万张, 同比增长 6.57%, 占总数的 77.58%。

医院的病床数量逐年增加, 出院者平均住院日逐年降低, 医院的病床使用率随之逐年下降。相较于民营医院, 公立医院的病床数量数倍于民营医院, 出院者平均住院日略高于民营医院, 病床使用率却远高于民营医院, 说明民营医院的医疗服务能力与公立医院相比仍存在较大差距。不过, 民营医院的病床数量从 2012 年的 58.22 万张增长至 2016 年的 123.36 万

张，年均复合增长率达 20.65%；在医院整体出院者平均住院日逐年降低的情形下，民营医院的出院者平均住院日却呈现逐年上升趋势；民营医院的病床使用率降低幅度亦低于医院整体和公立医院，说明近年来民营医院的医疗服务能力日益提升，具有较大的发展空间。

表 2 2012-2016 年我国医院病床使用情况

年份	病床数（万张）			平均住院日（天）			病床使用率（%）		
	医院	公立医院	民营医院	医院	公立医院	民营医院	医院	公立医院	民营医院
2012	416.15	357.93	58.22	10.00	10.20	8.30	90.10	94.20	63.20
2013	457.86	386.54	71.32	9.80	10.00	8.40	89.00	93.50	63.40
2014	496.12	412.57	83.54	9.60	9.80	8.40	88.00	92.80	63.10
2015	533.06	429.64	103.42	9.60	9.80	8.50	85.40	90.40	62.80
2016	568.89	445.52	123.36	9.40	9.60	8.60	85.30	91.00	62.80

数据来源：wind 资讯

三、上市公司及交易案例情况

（一）医疗服务行业上市公司运营情况

1. 医疗服务行业上市公司

根据中国证券监督管理委员会颁布的《上市公司行业分类指引》（2012 年修订）中的“Q 卫生和社会工作——Q83 卫生”行业，涉足医院行业的上市公司如下表所示：

表 3 涉足医院行业的上市公司

序号	证券代码	证券简称	主营产品类型
1	000150.SZ	宜华健康	互联网服务、医院、专业咨询服务
2	002044.SZ	美年健康	医院、专业咨询服务
3	002173.SZ	创新医疗	奢侈饰品、水产品、医院
4	300015.SZ	爱尔眼科	手术与注射器械、医用耗材、医院
5	600763.SH	通策医疗	医院
6	600896.SH	览海投资	国内贸易、行业专用软件、散货航运、特种品航运、医院、专业咨询服务
7	603882.SH	金域医学	其他物流、生物诊断试剂、医院、专业咨询服务

数据来源：wind 资讯

2. 上市公司营业收入情况

表 4 上市公司 2017 年营业收入及其构成情况

金额单位：万元

证券代码	证券简称	营业总收入	主营收入构成
000150.SZ	宜华健康	211,617.32	医疗业务:92.11%;养老板块:7.89%

证券代码	证券简称	营业总收入	主营收入构成
002044.SZ	美年健康	623,305.08	医疗行业:99.73%;其他行业:0.27%
002173.SZ	创新医疗	90,514.25	医疗服务业务:92.9%;珍珠行业:7.1%
300015.SZ	爱尔眼科	596,284.56	医疗行业:99.89%
600763.SH	通策医疗	117,972.78	医疗服务:97.36%;产品销售(行业):2.04%;其他(行业):0.24%
600896.SH	览海投资*	4,411.12	租赁收入:100%
603882.SH	金域医学	379,171.77	第三方医学诊断:94.66%

数据来源: wind 资讯

*注: 2017 年是览海投资向高端医疗服务行业实施战略转型的第一年, 报告期内, 由于各医疗项目处于建设期, 尚未形成收入, 公司的营业收入全部来源于控股子公司海盛上寿。

表 5 上市公司医疗板块营业收入情况

金额单位: 万元

证券代码	证券简称	2017 年		2016 年		同比增减
		金额	占营业收入比重	金额	占营业收入比重	
000150.SZ	宜华健康	194,913.09	92.11%	127,502.16	98.35%	52.87%
002044.SZ	美年健康	621,604.23	99.73%	429,886.65	99.65%	44.60%
002173.SZ	创新医疗	84,091.97	92.90%	69,852.46	91.58%	20.39%
300015.SZ	爱尔眼科	595,633.08	99.89%	399,513.03	99.87%	49.09%
600763.SH	通策医疗	114,857.19	97.36%	87,099.49	99.12%	31.87%
600896.SH	览海投资	-	-	-	-	-
603882.SH	金域医学	358,934.91	94.66%	305,470.19	94.82%	17.50%

数据来源: 上市公司年报

表 6 上市公司医疗板块营业成本情况

金额单位: 万元

证券代码	证券简称	2017 年		2016 年		同比增减
		金额	占营业成本比重	金额	占营业成本比重	
000150.SZ	宜华健康	134,848.54	93.06%	94,493.46	98.38%	42.71%
002044.SZ	美年健康	329,444.77	99.65%	235,185.15	99.89%	40.08%
002173.SZ	创新医疗	51,042.80	93.69%	42,615.17	91.14%	19.78%
300015.SZ	爱尔眼科	320,073.62	99.93%	215,297.47	99.87%	48.67%
600763.SH	通策医疗	67,320.24	97.32%	50,905.35	98.88%	32.25%
600896.SH	览海投资	-	-	-	-	-
603882.SH	金域医学	212,683.06	95.00%	176,406.73	94.98%	20.56%

数据来源: 上市公司年报

表 7 上市公司医疗板块毛利率情况

金额单位: 万元

证券代码	证券简称	2017 年		2016 年		毛利率 同比增减
		毛利润	毛利率	毛利润	毛利率	
000150.SZ	宜华健康	60,064.55	30.82%	33,008.70	25.89%	4.93%
002044.SZ	美年健康	292,159.46	47.00%	194,701.50	45.29%	1.71%
002173.SZ	创新医疗	33,049.18	39.30%	27,237.28	38.99%	0.31%
300015.SZ	爱尔眼科	275,559.47	46.26%	184,215.56	46.11%	0.15%
600763.SH	通策医疗	47,536.95	41.39%	36,194.14	41.55%	-0.17%
600896.SH	览海投资	-	-	-	-	-
603882.SH	金域医学	146,251.85	40.75%	129,063.46	42.25%	-1.50%

数据来源：上市公司年报

(二) 涉及医疗服务行业交易案例情况

2017 年上市公司重大资产重组项目中，涉及医疗服务行业的交易案例如下表所示：

表 8 2017 年涉及医疗服务行业的重大资产重组项目

上市公司	标的公司	收购股权 比例	交易对价 (万元)	标的资产细分行业
美年健康	慈铭体检	72.22%	269,741.70	健康体检
常宝股份	什邡二院	100%	22,800.00	综合医院服务
常宝股份	洋河人民医院	90%	35,100.00	综合医院服务
常宝股份	瑞高投资（仅作为持股公司持有单县东大医院有限公司 71.23 % 的股权，无其他实际经营业务）	100%	41,312.59	综合医院服务
悦心健康	分金亭有限	100%	64,000.00	综合医院服务
悦心健康	全椒有限	100%	13,850.00	综合医院服务
悦心健康	建昌有限	100%	12,055.00	综合医院服务

表 9 标的资产的评估（估值）情况

标的资产	评估基准日	价值类型	评估方法	结论采用 评估方法	评估增值 率	市盈率	市净率
慈铭体检	2015/12/31 (后以 2016/12 / 31 进行补充评估)	投资价值	现金流折现法、可比公司法	现金流折现法	520.02%	28.73	6.20
什邡二院	2016/8/31	市场价值	资产基础法、收益法	收益法	145.10%	27.16	2.46
洋河人民医院	2016/8/31	市场价值	资产基础法、收益法	收益法	2.78%	-	1.03
单县东大医院	2016/8/31	市场价值	资产基础法、收益法	收益法	751.76%	19.81	8.52
分金亭有限	2017/3/31	市场价值	资产基础法、收益法	收益法	881.14%	20.18	-
全椒有限	2017/3/31	市场价值	资产基础法、收益法	收益法	1,317.37%	15.73	-
建昌有限	2017/3/31	市场价值	资产基础法、收益法	收益法	294.76%	15.76	-



对在企业价值评估中不动产评估

税赋影响的探讨

房地产 石法良、刘洪帅

编者按

这是一篇专业探讨文章。关于企业价值评估中的不动产评估是否需要扣减相关税费的问题，目前业内外争论得比较激烈。本文作者提出了自己的观点，并分析和阐述了相关理由，对开拓评估专业人员的思路，加深对该问题的认识具有较强的借鉴意义。

由于评估行业尚未就该问题的实务处理方法和理论依据支撑达成共识，行业协会也没有针对该具体问题制定统一的执业标准，本文并不代表公司对相关业务的操作指引。对本文提出的操作建议，以及关于市场价值的理解，仅代表评估师个人意见，供读者参考，同时欢迎大家各抒己见，参与探讨。

我们在采用资产基础法评估企业价值过程中，经常会遇到在开发成本科目中核算的未开发土地和在投资性房地产科目中核算的不动产。对于这两类不动产，我们一般根据评估对象的实际情况、房地产和土地市场发育情况，依据《资产评估执业准则—不动产》和《投资性房地产评估指导意见》等相关评估准则，选择市场法、收益法或假设开发法评估其市场价值。在具体实务操作中和外部审核中，经常会遇到评估结果是否需要考虑相关税赋的影响，即是否应扣减流转税、土地增值税及企业所得税等税费的困惑。本文从企业价值评估中的贡献原则出发，对上述问题进行了分析探讨，希望能对实务操作有所帮助。

一、未开发土地评估中的税赋对评估结果的影响

在采用资产基础法对房地产开发企业进行评估中，对于尚未取得《建设工程规划许可证》和《建筑工程施工许可证》，没有合法许可的开发建设指标和计划方案的未开发土地，我们一般采用市场法进行评估；对于已取得《建设工程规划许可证》和《建筑工程施工许可证》，具有明确的开发建设指标和经营方案的未开发土地，我们一般采用假设开发法进行评估。不论选择何种方法进行评估，我们经常会纠结评估值是否应扣减流转税、土地增值税及企业所得税。对此问题，目前有两种截然不同的意见，一种意见从资产重置成本的角度出发，即于

评估基准日企业重新购置该土地资产需花的费用，认为评估过程不应考虑流转税、土地增值税及企业所得税等税费的影响，而另一种意见从资产对企业价值贡献的角度出发，认为评估过程中应考虑流转税、土地增值税及企业所得税等税费的影响。

我们同意后一种意见。对未开发土地无论采用市场法还是采用假设开发法评估，在评估过程中都应考虑流转税、土地增值税及企业所得税对评估值的影响。这是因为依据企业价值评估中的贡献原则，企业各生产要素价值的大小可依据其对企业总收益的贡献来衡量。即某一资产或资产某一构成部分的价值，取决于它对所在资产组合或完整资产整体价值的贡献。房地产开发企业的未开发土地具有存货的属性，这一属性决定了其需要通过市场销售实现其价值。我们对未开发土地的评估过程实质上就是模拟其直接在市场销售（市场法评估）或开发成商品房在市场销售（假设开发法）对企业总收益的贡献过程。无论通过何种方式实现其价值，在销售过程中都会产生流转税、土地增值税、企业所得税等税费，其对企业总收益或所有者权益的贡献是扣除上述税费后的价值。

例如，房地产开发企业股权转让评估时，企业拥有某宗尚未开发土地，当该宗土地市场价格上涨时，原股东在享有土地增值带来的权益的同时，也应承担缴纳该部分增值带来的土地增值税和企业所得税的义务，如果不扣除土地增值税和企业所得税等税费就意味着股权转让后土地增值税和企业所得税等税费应由原股东承担的义务转嫁给了新股东，这显然是不合理的。

在评估实务中，具体如何估算应扣减的流转税、土地增值税及企业所得税等税费，我们认为当采用市场法评估时，应模拟把未开发土地拿到市场上交易，然后根据相关税法的规定估算相应税费；当采用假设开发法评估时，应模拟未开发土地按取得的开发建设和经营方案进行开发和经营的过程，然后根据相关税法的规定估算相应税费。但是需要提示的是，当遇到土地存续时间长、土地账面价值构成不合理，且与评估基准日的土地市场价格严重背离时，采用市场法评估应与企业充分沟通，必要时应向税务部门咨询相关征税政策。

二、投资性房地产评估中税赋对评估结果的影响

在采用资产基础法对企业价值进行评估过程中，对其中投资性房地产评估价值是否应扣减流转税、土地增值税及企业所得税，目前有两种意见，一种意见是在其市场价值评估基础上需要再扣减流转税、土地增值税及企业所得税得出评估值，另一种意见认为就评估其市场价值，不应扣减流程税、土地增值税及企业所得税。

我们认为在企业价值评估中，应在评估投资性房地产市场价值的基础上扣减流转税、土地增值税及企业所得税，最终得出其评估值。理由如下：（1）投资性房地产，是指为赚取租金或资本增值，或两者兼有而持有的房地产。即投资性房地产通过出租赚取租金或者准备转让或待升值后转让，一类是先出租，后续是否转让以及何时转让并不明确；一类是已有明确转让计划，如持有确定的期限后转让，或房地产升值到预期价位时转让。投资性房地产显著特征是不参与企业主营业务的生产经营，不是企业的生产资料。企业根据房地产市场状况随时有可能出售变现。我们在评估过程中应模拟其市场销售对企业收益的贡献过程，因此我们应在其市场价值评估的基础上，模拟其为企业创造收益的过程，扣除相应的销售费用、流转税、土地增值税、企业所得税费用等，最终得出其评估值。（2）根据《企业会计准则第3号——投资性房地产》第十一条的规定，采用公允价值模式计量的，不对投资性房地产计提折旧或进行摊销，应当以资产负债表日投资性房地产的公允价值为基础调整其账面价值，公允价值与原账面价值之间的差额计入当期损益。由此可见采用公允价值模式计量的，应对投资性房地产公允价值和账面价值差额计提递延所得税负债，投资性房地产公允价值和递延所得税负债共同对企业净资产产生影响。因此，当投资性房地产评估产生增值时，不能将增值部分

全部确认为企业权益，应考虑所得税影响。

在实务操作过程，我们应根据评估目的、评估对象、房地产市场发育状况，依据《资产评估执业准则—不动产》及《投资性房地产评估指导意见》等评估技术标准，分析市场法、收益法和成本法等评估方法的适用性，选择恰当评估方法进行评估。但需注意的是我们无论采取何种方法评估都是投资性房地产价值发现的手段，即揭示投资性房地产的市场价值。我们应模拟评估对象按市场价值在市场上销售，按相关税法的规定估算出销售过程中产生的税费，包括流转税、土地增值税及企业所得税等，最终的评估值应为市场价值扣减假设按此市场价值销售产生的流转税、土地增值税及企业所得税等税费后的结果，此评估结果才是投资性房地产对企业价值或所有者权益的贡献。具体评估思路如下：市场法的应用是模拟评估对象在市场上销售，评估结果应扣除假设按市场法评估得出的市场价值销售过程中产生的税费，包括流转税、土地增值税及企业所得税等。收益法的应用是模拟评估对象出租经营，在市场价值测算过程中先不扣减所得税，评估结果应扣减假设按此市场价值销售过程中产生的税费，包括流转税、土地增值税及企业所得税等。成本法的应用是模拟重新开发建设评估对象所需的必要支出和应得的利润，得到的价值应与市场法和收益法未扣除税费前的评估价值内涵相一致，评估结果应扣除假设此市场价值出售过程中产生的税费，包括流转税、土地增值税及企业所得税等。需要特别提示的是，当投资性房地产采用公允价值模式计量时，应注意评估值与评估基准日的递延所得税负债（或资产）账面价值的勾稽关系。

上述对投资性房地产涉税的处理方式和评估思路是有实例为证的，例如，2016年万达私有化过程中，从公开披露的《综合邀约及回应文件》中可以看出，戴德梁行对万达商业（03699.HK）拥有的商业物业采用市场法和收益法进行了重估，在评估基准日2016年3月31日商业物业重估价值为85,013百万元，同时重估增值产生的土地增值税和企业所得税（递延税项）分别为24,244百万元和15,027百万元。据此，对评估基准日的企业净资产价值进行了调整（详见下面公告截图）。

(iii) 經調整資產淨值

貴公司已採用上文第(ii)分節載列的估值法，以計算貴集團經調整未經審核綜合資產淨值。為達致吾等對H股要約的意見，吾等將要約價與於二零一五年十二月三十一日的每股股份經調整未經審核綜合資產淨值（「經調整資產淨值」）加以比較，其計算方式載於綜合文件附錄二，並於下文轉述。

	人民幣百萬元
於二零一五年十二月三十一日母公司擁有人應佔 貴集團經審核綜合資產淨值（附註1）	180,396
經調整：	
— 截至二零一六年三月三十一日止三個月母公司擁有人應 佔全面收入（附註2）	3,070
— 於二零一六年三月三十一日母公司擁有人應佔物業權益 估值產生的重估盈餘（附註3）	85,013
— 在建物業及持作待售已竣工物業土地增值稅（「土地增值 稅」）（附註4）	(24,244)
— 歸屬重估盈餘產生的遞延稅項（附註4）	(15,027)
經調整資產淨值	229,208
每股股份經調整資產淨值（附註5）	人民幣50.63元

附註：

1. 該金額乃摘自本綜合文件附錄二第2節於二零一五年十二月三十一日經審核綜合財務數字。
2. 該金額乃摘自貴集團截至二零一六年三月三十一日止三個月的未經審核財務資料。
3. 重估盈餘指於二零一六年三月三十一日的物業權益市值超出於二零一六年三月三十一日其相應賬面值的金額（經扣除不分配予非控股權益的相關權益）。為免生疑問，投資物業重估盈餘（於截至二零一六年三月三十一日止三個月全面收入總額反映）不予列入。
4. 物業權益的相關中國稅項包括企業所得稅（「企業所得稅」）及土地增值稅。重估盈餘遞延稅項乃按所有類別物業權益的盈餘均須繳納企業所得稅而惟就建物業及持作待售已竣工物業釐定土地增值稅估計金額的基準估計。就計算土地增值稅而言，土地增值稅乃以在建物業及持作待售已竣工物業公平價值減其賬面價值釐定。
5. 每股股份經調整資產淨值乃按於最後實際可行日期4,527,347,600股已發行股份計算得出。



银亿重大重组项目涉及

PPA 项目体会

评估四部 牛志刚

一、项目背景

2017年9月6日，“银亿股份拟通过非公开发行股份的方式，作价79.81亿元购买东方亿圣100%股权，并将通过东方亿圣持有全球领先的汽车自动变速器制造商邦奇集团重大资产重组事项”经过证监会第52次并购重组委会议获得无条件通过。

东方亿圣间接持有的邦奇集团是全球领先的独立生产汽车变速器系统核心部件之一的汽车变速器，其产品包括无级变速器和目前正处于研发阶段的双离合变速器、混合动力总成系统和纯电动总成系统。邦奇集团的自动变速器产品广泛应用于中国、东南亚等新兴市场各大品牌厂商的多款车型，市场前景广阔。

银亿股份主营业务为房地产，通过收购邦奇集团，将有助于增大公司资产规模，提升公司持续盈利能力和抗风险能力，进一步深化上市公司高端汽车制造业+房地产“双主业”的战略布局。

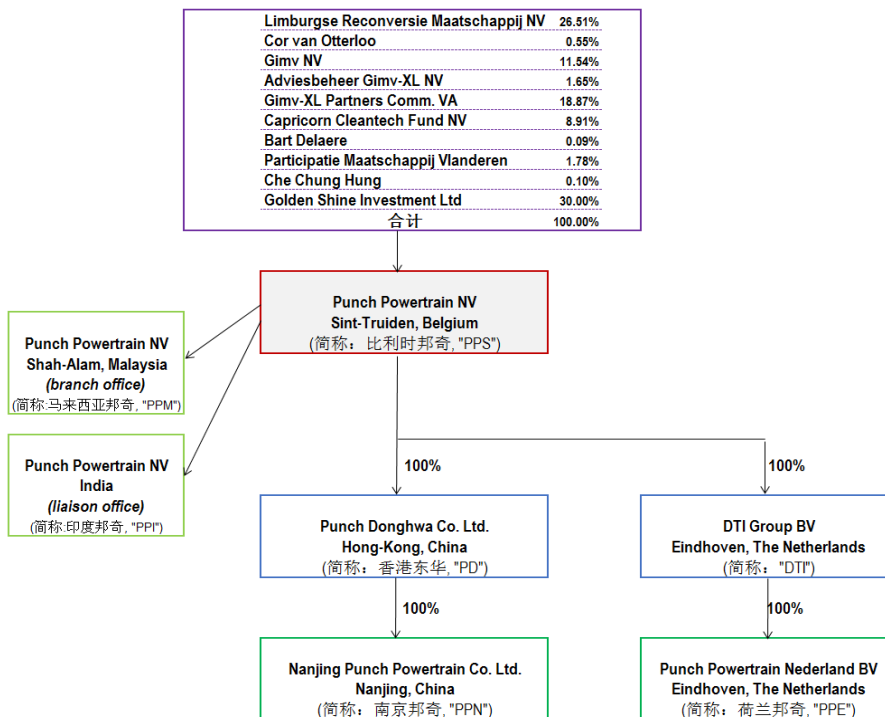
鉴于截至2016年8月31日，东方亿圣已完成对邦奇集团的收购，并取得了邦奇集团的控制权，该并购为非同一控制合并，根据《企业会计准则20号-企业合并》，东方亿圣在购买日编制合并资产负债表时，对于被购买方可辨认资产、负债应当按照合并中确定的公允价值列示，企业合并成本大于合并中取得的被购买方可辨认净资产公允价值份额的差额，确认为合并资产负债表中的商誉。为此银亿房地产股份公司委托中企华协助其确认购买日邦奇集团的可辨认资产、负债的公允价值。

该项目主要采用了收益法和成本法对合并对价分摊PPA项目中的各项各辨认有形资产和无形资产分别进行了评估。针对该PPA项目做以下小结：

二、公司概况

(一) 股权架构

评估基准日，邦奇集团的股权结构如下图所示：



三、项目中的重点工作分析

PPA项目涉及需要对各项可辨认的有形资产和可辨认的无形资产进行评估。其中：有形资产需要重点评估的资产为存货和固定资产，可辨认无形资产需要重点关注并评估的主要为商标、专利和专有技术、以及客户关系等。

(一) 可辨认有形资产中的重点资产评估分析

1. 可辨认有形资产——存货

PPA项目主要从合并口径考虑，因此通常会将合并口径下的所有存货和固定资产按各自所属单位分别进行评估后，简单加和。

本项目特点是邦奇集团下属各境内外子公司之间存在较为严密的上下游产业链条关系。其中：比利时总部生产变速器核心部件，然后运到国内南京工厂进行装配。然后作为最终产品进行销售。比利时总部和南京工厂属于上下游关系，比利时总部的产成品在整个产品生产链条中是中间环节，而在南京工厂则属于原材料。因此，对在产品 and 产成品评估也采用合并方式，不再对比比利时总部和南京的在产品及产成品分别评估，而是按照合并口径的方式对位于中国境内的终端产成品进行评估。根据评估基准日的销售价格减去按合并口径计算的销售费用率、税金附加率、及合理利润率后确定其公允价值。具

体如下表所示：

	单位	原材料	在产品	产成品
合并前	比利时总部	A1（总部外购）		C1（总部全部销售给南京）
	南京总装	A2（南京外购）	B（南京自总部购入）	C2（南京对外销售）
合并后	合并口径	A1+A2	B	C2

2. 可辨认有形资产——固定资产

（1）对于境内的房产和设备按照重置成本法、市场法等常用方法评估即可。

（2）境外设备的评估：境外设备与境内设备使用的成本法方法接近，通过对关键重大设备进行市场询价，大部分通用设备采用价格指数法进行调整。

对于价格指数法，个人认为，就目前的境外项目而言，是可以作为重要的方法被采用的。只是在使用时，要注意分析指数的有效性和针对性，需要根据设备采购合同与历史年度价格指数的波动幅度确定是否大体一致。所采用的指数适用范围越小，结果则会越准确。而且，对于一些发达地区，指数的公布一般比较及时，而且指数的类型也较为丰富，这点为该方法的采用提供了更多的可能。对于一些小型的设备，市场法也是比较好的选择，公开的市场交易信息会比较容易获取。

（二）可辨认无形资产中的重点资产评估分析

1. 如何识别可辨认无形资产

根据《企业会计准则第6号—无形资产》第三条，“无形资产，是指企业拥有或者控制的没有实物形态的可辨认非货币性资产”，满足以下标准的无形资产才能被识别出来进行公允价值评估，包括：

- 该无形资产为被收购公司拥有或者为被收购公司所控制；
- 与该无形资产有关的经济利益很可能流入企业；
- 该无形资产的成本能够可靠地计量；
- 该无形资产可辨认。

判断一项无形资产是否可辨认，首先，考虑该无形资产是否能够从被收购公司中分离或者划分出来，并能单独或者与其他相关合同、资产或负债一起，用于出售、转移、授予许可、租赁或者交换；其次，向管理层了解被收购公司是否存在源自合同权利或基于法律的法定权利的无形资产。

通过以上标准，再根据企业特点、业务运营情况和盈利模式，通过尽职调查，以及与管理层和审计师充分沟通讨论后，识别账内账外无形资产可能存在的可辨认的无形资产。

最终经识别和确定的主要可辨认无形资产为：土地使用权、软件、商标、专利及专有技术。其中对客户关系和同业竞争限制与管理层和审计师沟通讨论后决定不纳入本次评估范围，理由如下：

客户关系：由于变速器/动力总成是汽车的核心部件，技术要求非常高，国内汽车OEM厂商自有研发难度大，目前邦奇集团处于卖方市场，因此，与公司管理层沟通后，未将邦奇的客户关系纳入此次可辨认无形资产的评估范围。

同业竞争限制：经与公司管理层沟通，截止报告出具日并未发现有核心管理层或核心技术人员离职情况发生，因此判断，该同业竞争限制不会产生重大价值，故不纳入本次评估范围。

2. 如何评估可辨认无形资产

商标、专利及专有技术：根据商标类和专有技术类无形资产特点，确定采用收益途径的许可费节省法（“RFR”），使用节省许可费折现法进行评估。该方法是指假设当财务报告的编制者不是相关无形资产的所有者，需要花钱从别人手上获得一个许可权，这部分就是必要的资金流出，但因拥有了该许可权，就可以节省这方面的许可权使用费，所节省的许可费通过折现所得出的现值，即为该商标、专利或专有技术的价值。

许可费率的选择主要考虑所评估的商标在行业内的知名度和竞争优势、类似商标在市场上的许可费率，以及使用该商标的业务盈利能力等。其中：商标许可费率和专利及专有技术许可费率可以采用市场比较法，通过经查询Royalty Source知识产权数据库等专业网站付费查询获得。

3. 各项可辨认资产必要的报酬率与企业价值折现率（WACC）及内报酬率的关系

（1）各项可辨认资产税后必要的报酬率之和须与企业价值折现率（WACC）及内部收益率（IRR）水平相当，基本持平。具体见下表：

项目	占总值百分比	税后必要报酬率	加权收益率
净营运资金	6.61%	3.72%	0.25%
固定资产	14.84%	6.09%	0.90%
软件	0.58%	6.59%	0.04%
商标	8.67%	15.8%	1.37%
技术	14.00%	16.8%	2.35%
总可辨认资产	44.70%		
排除劳动力后商誉	55.28%	17.3%	9.56%
企业价值	100%	WARA（各项加权收益率合计）	14.00%
		WACC	13.8%
		IRR	14.1%

从上表可以看出，WARA与WACC及IRR基本持平。

（2）各项可辨认无形资产必要报酬率与WACC关系

各项可辨认无形资产必要报酬率由于考虑了个别风险因素，通常高于企业综合折现率（WACC），但不应与WACC差异巨大。该必要保持率反映了标的公司商标、专有技术的预期回报率，以及相对于其他资产的特有风险。具体如下：

项目	WACC	个别风险报酬率	税后必要报酬率
商标	13.8%	2.0%	15.8%
技术	13.8%	3.0%	16.8%
商誉	13.8%	3.5%	17.3%

如上表所示，为了估计邦奇商标、专利和专有技术限制的现值，需要对税后节省的许可费进行折现，所选用的折现率为在公司层面折现率（WACC）13.8%基础上，增加2个百分点，即15.8%。

总之，类似的境外PPA项目都有其特殊的地方，如何更好的评估，还需要在具体的操作过程中，根据实际情况，进行更多的摸索和尝试。

新视野

中企华公司

地 址：北京市朝阳区工体东路 18 号中复大厦三层

电 话：86-10-65881818

传 真：86-10-65882651

邮 编：100020

投稿邮箱：yfb@chinacea.com

中企华公司
微信号：china_cea



CHINA ENTERPRISE APPRAISALS

Add: F3, Zhongfu Building, No.18 Gongti East Road, Chaoyang District, Beijing, China

Tel: 86-10-65881818

Fax: 86-10-65882651

Zip Code: 100020

www.chinacea.com

yfb@chinacea.com