

2021年第2期 总第32期



# 新视野

NEW

HORIZON

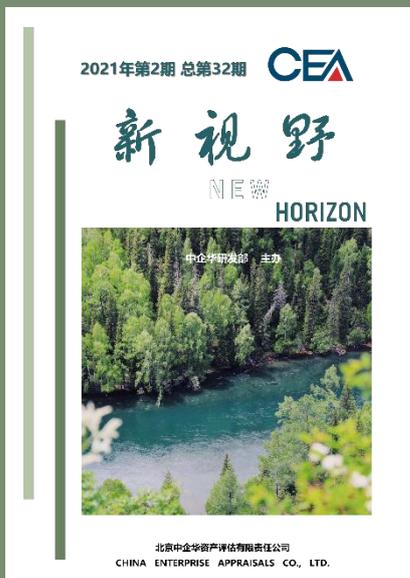


中企华研发部 主办

北京中企华资产评估有限责任公司

CHINA ENTERPRISE APPRAISALS CO., LTD.

2021年第2期  
总第32期



中企华研发部 主办

编辑委员会  
权忠光 刘登清 黎东标 殷浩

编辑部  
主编：阮咏华  
编辑：牟洪浩 姚青思 王倩

收稿方式  
电子邮箱：yfb@chinacea.com  
公司微信群：朝阳群众

中企华微信公众号：  
china\_cea



## 目录 CONTENTS

### I 政策导向.....1

#### 评估动态.....1

- “十四五”时期资产评估行业发展规划
- 关于开展资产评估行业专项整治工作的通知
- 体育无形资产评估指导意见
- 资产评估专家指引第13号——境外并购资产评估
- 资产评估专家指引第14号——科创企业资产评估
- 资产评估执业准则——知识产权（征求意见稿）
- 资产评估业务报备管理办法
- 要素市场化配置综合改革试点总体方案
- 财政行政处罚听证实施办法

#### 国资监管.....4

- 中央行政事业单位国有资产处置管理办法
- 关于规范国有金融机构资产转让有关事项的通知

#### 财政税收..... 5

- 关于进一步落实研发费用加计扣除政策有关问题的公告
- 关于城市维护建设税计税依据确定办法等事项的公告

#### 知识产权..... 6

- 知识产权强国建设纲要（2021—2035年）
- “十四五”国家知识产权保护和运用规划
- 关于完善科技成果评价机制的指导意见
- 关于促进和规范知识产权运营工作的通知
- 《专利权质押登记办法》修订
- 关于进一步推动文化文物单位文化创意产品开发的若干措施
- 关于支持国家文化出口基地高质量发展若干措施的通知

## 资本市场.....8

- 最高人民法院关于审理证券市场虚假陈述侵权民事赔偿案件的若干规定
- 公开发行证券的公司信息披露内容与格式准则第26号——上市公司重大资产重组（2022年修订）
- 深化新三板改革 设立北京证券交易所主要制度规则发布

## II 市场数据.....12

### 宏观经济专题..... 12

- 经济总体情况
- 生产与消费价格指数
- 货币市场价格

### 资本市场专题..... 17

- 2021年下半年A股指数情况概述
- 2021年下半年A股IPO情况概述
- 2021年下半年上市公司并购重组情况概述
- 2021年下半年科创板情况概述
- 2021年下半年创业板情况概述
- 2021年下半年新三板情况概述
- 2021年下半年北交所情况概述

## III 专业研讨.....43

- 企业并购成交价格与市场价值的数量关系研究/王进江 孙建忠
- 财险公司市场法评估适用性分析/胡晓明 武志平 樊晓忠 于景刚 钱逸鑫 孙 洁
- 实际控制人随重整企业破产之综合偿债能力分析/王进江 高文忠 张维军
- 数据资产收益和期限量化及其折现率确定方法/王进江
- 健全知识产权资产评估体系为资产评估行业的转型升级和高质量发展提供机遇/阮咏华

## 评估动态



### “十四五”时期资产评估行业发展规划

2021年9月27日，中国资产评估协会发布了《“十四五”时期资产评估行业发展规划》（中评协〔2021〕21号，以下简称《规划》）。《规划》共有四部分，在总结“十三五”时期资产评估行业主要成绩的基础上，分析资产评估行业存在的主要问题和当前面临的形势，明确了“十四五”时期资产评估行业发展的指导思想、基本原则、基本目标、主要任务，并对《规划》的组织实施提出具体要求。

《规划》围绕“十四五”时期行业发展基本目标，明确了10项主要任务措施：一是推动资产评估行业党建、统战工作向纵深发展；二是完善资产评估行业治理体系，提升依法治理能力；三是完善会员管理和服制度，优化行业执业环境；四是深化资产评估行业专业研究，坚持创新驱动发展；五是推进行业分级分类分专业人才培养体系建设；六是深化国际交流与合作，积极推进资产评估机构国际化发展；七是积极推进资产评估行业服务国家重大发展战略，转化创新成果；八是紧跟现代财税体制改革，全面服务财政中心工作；九是加快推进行业数字化转型，全面提升资产评估行业信息化水平及服务能力；十是继续完善协会治理机制。

《规划》提出，力争到2025年，鼓励建成10家具有国际品牌优势、30家具有国

内品牌优势、60家具有区域品牌优势的资产评估机构；培养200名具有创新能力、能够提供综合性服务的高端人才，培养500名行业和机构高级管理人才，培养5000名精通传统业务、胜任新兴业务的骨干人才；在资产评估机构工作的资产评估师超过5万人，从业人员超过12.5万人；行业收入年均增长10%左右，收入总额达到350亿元左右。

（来源：中国资产评估协会）

### 关于开展资产评估行业 专项整治工作的通知

为加强资产评估机构及其资产评估师的监督管理，切实规范资产评估市场秩序，净化资产评估行业执业环境，2021年10月22日，财政部印发《关于开展资产评估行业专项整治工作的通知》（财资函〔2021〕12号，以下简称《通知》），重点整治以下五方面的行为：

1. 整治资产评估师将资格挂靠在资产评估机构但并不实际执业，以及资产评估师不在资产评估机构专职执业等行为。

2. 整治资产评估机构及其资产评估师超出胜任能力执业、严重影响评估质量的行为。重点检查本年度内出具200份以上资产评估报告的资产评估师及其所在资产评估机构；资产评估师数量不足5名、承接国有资产评估业务并出具资产评估报告的资产评估机构；资产评估师数量不足30名、承接证券评估业务并出具资产评估报告的资产评估机构；近三年来资本无序扩张、法人股占比超过30%的新增资产评估机构。

3. 整治已在市场监管部门取得营业执照、但未在财政部门完成备案或者提供的监管信息不符合要求的资产评估机构及其分支机构。

4. 整治资产评估机构或资产评估师通过网络平台或者其他媒介售卖资产评估报

告的行为。

5. 整治资产评估机构质量控制制度、内部管理制度和职业风险基金管理制度不健全、制度执行不到位的行为。

《通知》明确，资产评估行业专项整治工作实行组织自查和开展检查相结合的方式，财政部门 and 资产评估协会依据《资产评估法》《资产评估行业财政监督管理办法》等规定，对存在违规行为的资产评估机构和资产评估师依法作出行政处罚或行业惩戒，并公开曝光检查处理结果。

《通知》要求，2021年12月31日前，各省级财政部门和地方资产评估协会上报专项整治工作报告。财政部、中国资产评估协会汇总形成全国资产评估行业整治工作总结，建立长效机制，探索利用信息化手段监测跟踪，对资产评估机构及其资产评估师开展日常提醒和约谈。

（采编来源：财政部）

### 体育无形资产评估指导意见

为规范资产评估机构及其资产评估专业人员执行体育无形资产评估业务行为，保护资产评估当事人合法权益和公共利益，2022年1月19日，中国资产评估协会制定并印发了《体育无形资产评估指导意见》（中评协〔2022〕1号，以下简称《指导意见》），自2022年3月1日起施行。

《指导意见》分为七章，分别为总则、基本遵循、评估对象和范围、操作要求、评估方法、披露要求和附则，共51条。《指导意见》主要内容如下：

一是明确了制定宗旨、制定依据、相关定义、适用范围和实施要求，规定了执行体育无形资产评估业务的基本原则和职业道德规范、专业胜任能力、业务类型等内容。

二是明确了体育无形资产评估注意事项。在结合体育无形资产特点的基础上，明确了体育无形资产评估对象和评估范围的内容以及注意事项。结合体育无形资产的分类和商业模式，提出体育无形资产价值的主要影响因素，以及现场调查、收集资料、利用专家工作等操作要求。根据体育无形资产的商业模式和价值影响因素，对收益法、市场法、成本法三种方法的应用和关键参数的

选取作出规定。

三是明确了体育无形资产评估报告的披露内容，强调反映体育无形资产特点。

（来源：中国资产评估协会）

### 资产评估专家指引第13号

#### ——境外并购资产评估

为指导资产评估机构及其资产评估专业人员执行境外并购资产评估业务，中国资产评估协会制定并于2021年12月31日印发了《资产评估专家指引第13号——境外并购资产评估》（中评协〔2021〕31号，以下简称《专家指引第13号》）。

《专家指引第13号》分为五章，分别为引言、基本遵循、操作要求、评估方法和资产评估报告及披露要求，共35条。主要内容如下：

一是在明确专家指引制定目的、境外并购资产评估相关定义，以及专家指引适用范围的基础上，对把握境外并购资产评估涉及的监管审查要求、职业道德要求、专业胜任能力要求和恰当履行核查验证程序要求进行重点提示。

二是从境外并购资产评估业务整体流程出发，提示了资产评估机构在执行境外并购资产评估业务时各个阶段、多个方面需要关注的重要事项。

三是从市场法、收益法、成本法出发，阐明了境外并购资产评估业务中三种评估方法的适用性、评定估算的重点等。

四是总结了境外并购资产评估报告编制中的要点和关注事项，以及资产评估报告中需要重点披露的内容和使用限制。

（来源：中国资产评估协会）

### 资产评估专家指引第14号

#### ——科创企业资产评估

为指导资产评估机构及其资产评估专业人员执行科创企业资产评估业务，中国资产评估协会制定并于2021年12月31日印发了《资产评估专家指引第14号——科创企业资产评估》（中评协〔2021〕32号，以下简称《专家指引第14号》）。

《专家指引第14号》分为七章，分别为引言，评估目的、评估对象和价值类型，

评估方法和关注要点,科创企业核查验证关注要点,科创企业发展阶段和关注要点,科创企业行业特征和关注要点以及报告披露,共59条。主要内容如下:

一是明确了科创企业相关定义和专家指引适用范围。

二是明确了执行科创企业资产评估业务的注意事项和相关要求。

三是明确了执行处于生命周期不同阶段、属于不同行业的科创企业资产评估业务需要关注的行业特性和适用的评估方法。

四是明确了科创企业资产评估报告披露的内容和要求。

(来源:中国资产评估协会)

### 资产评估执业准则

#### ——知识产权(征求意见稿)

为规范知识产权资产评估行为,保护资产评估当事人合法权益和公共利益,中国资产评估协会组织起草了《资产评估执业准则——知识产权(征求意见稿)》(中评协办〔2021〕65号,以下简称《征求意见稿》),并于2021年11月29日公开征求意见。

《征求意见稿》由总则、基本遵循、评估对象、操作要求、披露要求、附则六部分构成。主要内容如下:

一是明确了准则的制定目的和依据,以及知识产权资产评估相关定义。

二是规定了执行知识产权资产评估业务对资产评估机构和资产评估专业人员的要求,以及执行知识产权资产评估业务需要了解的知识产权资产的基本价值特点和评估目的等内容。

三是明确了不同类型和不同目的的知识产权资产评估的评估对象和执业中需要关注的事项,对执行知识产权资产评估业务提出具体操作要求。

四是提出了知识产权资产特点、评估过程和依据、评估结论等事项的披露要求,以及某些特定目的的知识产权资产评估中资产评估报告编制的重点披露要求等。

(来源:中国资产评估协会)

### 资产评估业务报备管理办法

2021年12月24日,中国资产评估协

会修订印发了《中国资产评估协会资产评估业务报备管理办法》(中评协〔2021〕30号,以下简称《办法》),自2022年1月1日起施行。《中国资产评估协会资产评估业务信息报备管理办法》(中评协〔2007〕105号)和《中国资产评估协会资产评估报告统一编码管理暂行办法》(中评协〔2018〕44号)同时废止。

《办法》分为总则、业务报备管理、监督检查、附则共四章20条,在维持现行工作流程基本不变的情况下,针对《中国资产评估协会资产评估业务信息报备管理办法》《中国资产评估协会资产评估报告统一编码管理暂行办法》存在问题,主要在以下五个方面进行了完善:

1.扩大了覆盖范围。为防止出现监管盲区,《办法》在定义及适用范围上有所扩大,在原有法定资产评估业务基础上,扩大到全部资产评估业务。资产评估机构出具的全部资产评估报告,包括法定和非法定业务的资产评估报告,纳入业务报备管理。资产评估机构出具的价值类咨询报告自愿备案。

2.调整了报备对象。为了更贴近资产评估业务的实际情况,《办法》对报备对象进行了调整,从以资产评估报告为对象,转变为以资产评估项目为对象,有效地解决了一个项目对应多个报告的问题。

3.完善了报备内容。为满足“互联网+监管”的需要,推进在线监管,《办法》对报备内容进行了完善。要求填报资产评估委托合同和资产评估报告有关信息,并上传合同副本和报告正文(不含附件)的扫描件,同时根据行政监管需要补充了业务分类等信息。

4.明确了管理责任。对报备信息的采集、管理、使用权限进行了界定。明确了机构、协会、有权机关和部门三方权责,确立了机构对业务报备信息的所有权利、协会对机构开展业务报备的管理权限、有权机关和部门使用业务报备信息的权责范围。

5.补充了涉密要求。进一步明确涉密报告范围,包括涉国家秘密和商业秘密。对确属国家秘密的,机构应注明并录入报告文号后直接获取备案回执;涉商业秘密的,应按

合同如实填报涉密期限,在解密后及时补录合同、资产评估报告并完整填报相关信息。

(来源:中国资产评估协会)

### 要素市场化配置综合改革试点总体方案

2022年1月6日,国务院办公厅印发《要素市场化配置综合改革试点总体方案》(国办发〔2021〕51号,以下简称《方案》),推动要素市场化配置改革向纵深发展。试点期限为2021—2025年,到2025年,基本完成试点任务,要素市场化配置改革取得标志性成果,为完善全国要素市场制度作出重要示范。

《方案》聚焦要素市场建设的重点领域、关键环节和市场主体反映最强烈的问题,结合地方资源禀赋、优势特色和发展需要,明确各要素领域重点任务和要素市场制度保障。《方案》提出了八个方面试点任务,包括:进一步提高土地要素配置效率,推动劳动力要素合理畅通有序流动,推动资本要素服务实体经济发展,大力促进技术要素向现实生产力转化,探索建立数据要素流通规则,加强资源环境市场制度建设,健全要素市场治理,进一步发挥要素协同配置效应。

其中,《方案》明确提出,要规范培育数据交易市场主体,发展数据资产评估、登记结算、交易撮合、争议仲裁等市场运营体系,稳妥探索开展数据资产化服务。支持要素交易平台与金融机构、中介机构合作,形成涵盖产权界定、价格评估、流转交易、担保、保险等业务的综合服务体系。

(采编来源:中国政府网)

### 财政行政处罚听证实施办法

2022年1月24日,财政部修订印发《财政行政处罚听证实施办法》(财政部令 第109号,以下简称《办法》),自2022年3月1日起施行,《财政机关行政处罚听证实施办法》(财政部令第23号)同时废止。《办法》对行政处罚听证范围、听证金额标准等内容进行了调整,优化完善了听证流程和听证规则,确保行政处罚听证工作依法开展、高效便民。

《办法》规定,财政部门拟作出下列行政处罚决定的,应当告知当事人有要求听证

的权利,当事人要求听证的,财政部门应当组织听证:

- 1.吊销行政许可证件;
- 2.暂停会计师事务所执业;
- 3.责令资产评估机构停业;
- 4.禁止供应商参加政府采购活动、禁止采购代理机构代理政府采购业务;
- 5.责令会计人员不得从事会计工作;
- 6.暂停注册会计师执行业务;
- 7.责令资产评估专业人员停止从业;
- 8.较大数额罚款;
- 9.没收较大数额违法所得、没收较大价值非法财物;
- 10.法律、法规和规章规定的其他事项。

财政部作出罚款、没收违法所得、没收非法财物等行政处罚的,“较大数额”、“较大价值”标准为对公民作出1万元以上的处罚,对法人或者其他组织作出10万元以上的处罚。地方财政部门作出罚款、没收违法所得、没收非法财物等行政处罚的,其听证相关数额标准按照各省、自治区、直辖市人大常委会或者人民政府的规定执行。

(采编来源:财政部)

## 国资监管



### 中央行政事业单位国有资产处置管理办法

为规范中央行政事业单位国有资产处置行为,维护国有资产安全和完整,财政部制定并于2021年10月9日印发了《中央行政事业单位国有资产处置管理办法》(财资〔2021〕127号,以下简称《管理办法》),自印发之日起施行。《中央级事业单位国有资产处置管理暂行办法》(财教〔2008〕495号)予以废止。

《管理办法》明确，中央行政事业单位国有资产处置方式包括无偿划转、对外捐赠、转让、置换、报废、损失核销等。除国家另有规定外，中央行政事业单位转让、拍卖、置换国有资产等，应当依法进行资产评估，并按照国有资产评估管理有关规定进行核准或者备案。国家设立的中央级研究开发机构、高等院校将其持有的科技成果转让给国有全资企业的，可以不进行资产评估；转让给非国有全资企业的，由单位自主决定是否进行资产评估；通过协议定价的，应当在本单位公示科技成果名称和拟交易价格。

《管理办法》规定，中央行政事业单位转让国有资产，以财政部、各部门核准或者备案的资产评估报告所确认的评估价值作为确定底价的参考依据，意向交易价格低于评估结果 90% 的，应当报资产评估报告核准或者备案部门重新确认后交易。资产置换，应当以财政部、各部门核准或者备案的资产评估报告所确认的评估价值作为置换对价的参考依据。各部门及其所属行政事业单位在国有资产处置过程中未按照规定评估国有资产导致国家利益损失的，依纪依法追究相关人员责任。

（采编来源：财政部）

### 关于规范国有金融机构 资产转让有关事项的通知

为进一步加强国有金融资本管理，提高国有金融机构资产转让透明度，规范相关资产交易行为，维护国有金融资本出资人权益，财政部于 2021 年 12 月 8 日发布了《关于规范国有金融机构资产转让有关事项的通知》（财金〔2021〕102 号，以下简称《通知》）。

《通知》就规范国有金融机构资产转让有关事项提出七点要求：一是坚持依法依规，确保公开、公平、公正；二是夯实管理职责，落实国有金融机构主体责任；三是规范转让方式，严格限制直接协议转让范围；四是合理确定价格，有效防范国有资产流失；五是明确交易流程，确保资产转让依法合规；六是择优选择机构，确保交易信息充分公开；七是加强监督检查，严肃查处违法违规行为。

其中，《通知》提出，国有金融机构资

产转让，按照《金融企业国有资产评估监督管理暂行办法》（财政部令第 47 号）等有关规定需要进行资产评估的，转让方应当委托具有相应资质的评估机构进行资产评估并履行相应的核准、备案手续，并以经核准或备案的评估结果为依据确定转让底价。对于有明确市场公允价值的资产交易，转让标的价值较低（单项资产价值低于 100 万元）的资产交易，国有独资、全资金融机构之间的资产交易，国有金融机构及其独资全资子公司之间的资产交易，以及国有金融机构所属控股子公司之间发生的不会造成国有金融机构拥有的国有权益发生变动的资产交易，且经国有金融机构或第三方中介机构论证不会造成国有资产流失的，依法依规履行决策程序后可以不评估，有明确市场公允价值的资产交易可以参照市场公允价值确定转让底价，其他资产交易可以参照市场公允价值、审计后账面价值等方式确定转让底价。对投资协议或合同已约定退出价格的资产交易，依法依规履行决策程序后，经论证不会造成国有资产流失的，可按约定价格执行。

（采编来源：财政部）

## 财政税收



### 关于进一步落实研发费用加计扣除政策有关问题的公告

2021 年 9 月 13 日，国家税务总局出台了《关于进一步落实研发费用加计扣除政策有关问题的公告》（国家税务总局公告 2021 年第 28 号，以下简称《公告》），提出企业 10 月份预缴申报第 3 季度（按季预缴）或 9 月份（按月预缴）企业所得税时，可以

## 知识产权



自主选择就前三季度研发费用享受加计扣除优惠政策。对 10 月份预缴申报期未选择享受优惠的，可以在 2022 年办理 2021 年度企业所得税汇算清缴时统一享受。

另外，关于其他相关费用限额计算的问题，《公告》明确，企业在一个纳税年度内同时开展多项研发活动的，由原来按照每一研发项目分别计算“其他相关费用”限额，改为统一计算全部研发项目“其他相关费用”限额。当“其他相关费用”实际发生数小于限额时，按实际发生数计算税前加计扣除额；当“其他相关费用”实际发生数大于限额时，按限额计算税前加计扣除额。

（采编来源：国家税务总局）

### 关于城市维护建设税计税依据确定办法等事项的公告

《中华人民共和国城市维护建设税法》自 2021 年 9 月 1 日起施行。2021 年 8 月 27 日，财政部、国家税务总局发布《关于城市维护建设税计税依据确定办法等事项的公告》（财政部 税务总局公告 2021 年第 28 号），明确城市维护建设税以纳税人依法实际缴纳的增值税、消费税税额（以下简称两税税额）为计税依据，教育费附加、地方教育附加计征依据与城市维护建设税计税依据一致，自 2021 年 9 月 1 日起施行。

其中，依法实际缴纳的两税税额，是指纳税人依照增值税、消费税相关法律法规和税收政策规定计算的应当缴纳的两税税额（不含因进口货物或境外单位和个人向境内销售劳务、服务、无形资产缴纳的两税税额），加上增值税免抵税额，扣除直接减免的两税税额和期末留抵退税退还的增值税税额后的金额。直接减免的两税税额，是指依照增值税、消费税相关法律法规和税收政策规定，直接减征或免征的两税税额，不包括实行先征后返、先征后退、即征即退办法退还的两税税额。

（采编来源：财政部）

### 知识产权强国建设纲要（2021—2035 年）

2021 年 9 月 22 日，中共中央、国务院印发《知识产权强国建设纲要（2021—2035 年）》（以下简称《纲要》），为我国加快建设知识产权强国作出全面部署。《纲要》提出，到 2025 年，知识产权强国建设取得明显成效，知识产权保护更加严格，社会满意度达到并保持较高水平，知识产权市场价值进一步凸显，品牌竞争力大幅提升。到 2035 年，我国知识产权综合竞争力跻身世界前列，中国特色、世界水平的知识产权强国基本建成。

《纲要》从建设面向社会主义现代化的知识产权制度、建设支撑国际一流营商环境的知识产权保护体系、建设激励创新发展的知识产权市场运行机制、建设便民利民的知识产权公共服务体系、建设促进知识产权高质量发展的人文社会环境和深度参与全球知识产权治理等六个方面部署了知识产权强国建设的重点任务，提出了加强组织领导、加强条件保障和加强考核评估等三方面组织保障要求。

《纲要》明确提出，提高知识产权代理、法律、信息、咨询等服务水平，支持开展知识产权资产评估、交易、转化、托管、投融资等增值服务。完善无形资产评估制度，形成激励与监管相协调的管理机制。积极稳妥发展知识产权金融，健全知识产权质押信息平台，鼓励开展各类知识产权混合质押和保险，规范探索知识产权融资模式创新。健全版权交易和服务平台，加强作品资产评估、登记认证、质押融资等服务。

（来源：中国政府网）

### “十四五”国家知识产权保护和运用规划

为贯彻落实党中央、国务院关于知识产

权工作的决策部署,全面加强知识产权保护,高效促进知识产权运用,激发全社会创新活力,推动构建新发展格局,2021年10月28日,国务院制定并印发《“十四五”国家知识产权保护和运用规划》(国发〔2021〕20号,以下简称《规划》)。

《规划》围绕五个方面部署了重点任务,一是全面加强知识产权保护激发全社会创新活力,完善知识产权法律政策体系,加强知识产权司法保护、行政保护、协同保护和源头保护。二是提高知识产权转移转化成效支撑实体经济创新发展,完善知识产权转移转化体制机制,提升知识产权转移转化效益。三是构建便民利民知识产权服务体系促进创新成果更好惠及人民,提高知识产权公共服务能力,促进知识产权服务业健康发展。四是推进知识产权国际合作服务开放型经济发展,主动参与知识产权全球治理,提升知识产权国际合作水平,加强知识产权保护国际合作。五是推进知识产权人才和文化建设夯实事业发展基础。围绕五大任务,《规划》还设立了商业秘密保护工程等十五个专项工程。

其中,《规划》提出,要完善无形资产评估制度,形成激励与监管相协调的管理机制。健全知识产权价值评估体系,鼓励开发智能化知识产权评估工具。拓展知识产权投融资、保险、资产评估等增值服务,促进知识产权服务业新业态新模式发展。

(采编来源:中国政府网)

### 关于完善科技成果评价机制的指导意见

2021年8月2日,国务院办公厅印发《关于完善科技成果评价机制的指导意见》(国办发〔2021〕26号,以下简称《指导意见》),围绕科技成果“评什么”“谁来评”“怎么评”“怎么用”完善评价机制,作出明确工作安排部署。

《指导意见》提出了十个方面的主要工作措施,包括:全面准确评价科技成果的科学、技术、经济、社会、文化价值,健全完善科技成果分类评价体系,加快推进国家科技项目成果评价改革,大力发展科技成果市场化评价,充分发挥金融投资在科技成果评价中的作用,引导规范科技成果第三方评价,

改革完善科技成果奖励体系,坚决破解科技成果评价中的“唯论文、唯职称、唯学历、唯奖项”问题,创新科技成果评价工具和模式,完善科技成果评价激励和免责机制。

其中,《指导意见》要求,健全协议定价、挂牌交易、拍卖、资产评估等多元化科技成果市场交易定价模式,加快建设现代化高水平技术交易市场。推广知识价值信用贷款模式,扩大知识产权质押融资规模。在知识产权已确权并能产生稳定现金流的前提下,规范探索知识产权证券化。加强科技成果评价理论和方法研究,利用大数据、人工智能等技术手段,开发信息化评价工具,综合运用概念验证、技术预测、创新大赛、知识产权评估以及扶优式评审等方式,推广标准化评价。健全科技成果转化有关资产评估管理机制,明确国有无形资产管理的边界和红线,优化科技成果转化管理流程。

(采编来源:中国政府网)

### 关于促进和规范知识产权运营工作的通知

2021年7月29日,国家知识产权局印发了《关于促进和规范知识产权运营工作的通知》(国知发运字〔2021〕22号,以下简称《通知》)。这是国家知识产权局第一次就知识产权运营工作制定系统、全面的政策文件。

《通知》包括提高认识、促进运营、规范管理和工作保障等方面的内容,具体分为十二项具体任务。其中,提高认识方面要求各地将目标导向与问题导向有机结合,协同有序推进知识产权运营工作;促进运营方面主要包括完善激励、激发知识产权转移转化活力,分类指导、优化知识产权运营服务供给,拓宽渠道、推进知识产权运营供需对接,推动转化、促进加强知识产权融资服务,促进实施、引导知识产权有序流转,保障流转、提升知识产权评估服务能力等内容;规范管理方面主要包括完善环境、加强知识产权交易信息监测和信用监管,规范运行、加强知识产权运营平台管理,加强监督、完善知识产权运营资金使用管理等内容;工作保障方面主要包括强化责任、推进知识产权运营绩效提升,完善保障、促进能力提升等内容。

《通知》提出,促进提高知识产权评估

的规范性和科学性,积极研究推广知识产权评估相关规范与指引,运用大数据和智能化技术,发挥知识产权评估案例参考作用,提升知识产权评估服务的专业化、智能化水平。鼓励评估服务机构开发针对不同应用场景的知识产权评估工具,围绕创新主体、市场主体的转让许可、投资融资等需求,提供规范、便捷的知识产权评估服务。引导企业建立知识产权质量评价和价值评估机制,对知识产权在企业竞争力中的作用进行定性定量分析,指导企业科学管理和使用知识产权。

(采编来源:国家知识产权局)

### 《专利权质押登记办法》修订

2021年11月15日,国家知识产权局公告修改后的《专利权质押登记办法》(国家知识产权局公告第461号,以下简称《办法》)。《办法》要求,申请专利权质押登记,专利权经过资产评估的,当事人除向国家知识产权局提交规定的文件外,还应当提交资产评估报告。

此次《办法》修改的内容主要包括:一是推行以承诺方式办理质押登记手续;二是减少不予办理登记的情形;三是压缩登记审查期限;四是优化登记相关服务。

(采编来源:国家知识产权局)

### 关于进一步推动文化文物单位文化创意产品开发的若干措施

2021年9月1日,文化和旅游部、中央宣传部、国家发展改革委、财政部、人力资源社会保障部、市场监管总局、国家文物局、国家知识产权局等8部门联合印发《关于进一步推动文化文物单位文化创意产品开发的若干措施》(文旅资源发〔2021〕85号,以下简称《若干措施》),提出了把握正确导向、推进先行先试、健全收入分配机制、用好税收优惠政策、增强文化创意产品开发主体活力、提升知识产权评估管理水平等工作措施。

《若干措施》明确提出,在坚持事企分开原则基础上,文化和旅游部、国家文物局确定或备案的试点单位可通过知识产权作价入股等方式投资设立从事文化创意产品开发的企业,并按要求将企业国有资本纳入

党政机关、事业单位经营性国有资产集中统一监管体系。文化文物单位对用于投资设立文化创意产品开发企业、对外授权合作开发文化创意产品的知识产权要进行专门评估、规范管理,原则上应由第三方专业资产评估机构进行评估,合理确定知识产权价值。

(采编来源:国家文物局)

### 关于支持国家文化出口基地高质量发展若干措施的通知

10月13日,商务部、中央宣传部等17部门联合印发《关于支持国家文化出口基地高质量发展若干措施的通知》(以下简称《若干措施》),提出五方面具体措施,助力国家文化出口基地建设提质增效:一是健全共建机制,二是完善财政支持政策,三是优化金融服务,四是提升服务水平,五是深化国际合作。其中,《若干措施》明确提出,要优化知识产权服务,为企业知识产权创造、运用、管理、保护等提供全链条服务,支持基地文化企业开展知识产权证券化试点,探索开展文化领域知识产权价值评估,支持企业加强涉外知识产权维权工作。

(采编来源:商务部)

## 资本市场



### 最高人民法院关于审理证券市场虚假陈述侵权民事赔偿案件的若干规定

最高人民法院对2003年2月1日实施的虚假陈述民事赔偿诉讼司法解释进行了修改和完善,于2022年1月21日发布了《最高人民法院关于审理证券市场虚假陈述侵权民事赔偿案件的若干规定》(法释〔2022〕2号,以下简称《若干规定》)。为了推动《若干规定》稳妥有效实施,最高

人民法院和中国证监会同日发布了《关于适用〈最高人民法院关于审理证券市场虚假陈述侵权民事赔偿案件的若干规定〉有关问题的通知》（法〔2022〕23号）。

《若干规定》根据《民法典》和新《证券法》等相关规定，进一步细化和明确了证券市场虚假陈述侵权民事赔偿责任的构成要件及追究机制等各项主要内容：

1.取消了原司法解释规定的行政刑事前置程序，及时全面保障受损投资者诉权；

2.明确了虚假记载、误导性陈述、重大遗漏、未按规定披露等虚假陈述行为的界定，规定了预测性信息安全港制度，对虚假陈述认定中实施日、揭露日、重大性和交易因果关系等关键内容进行了优化完善，有利于司法实践操作；

3.结合法律规定和司法实践，细化了对董监高和其他直接责任人员、独立董事、保荐承销机构、证券服务机构等主体的过错认定标准及免责抗辩事由，回应市场关切并稳定市场预期；

4.强化了控股股东、实际控制人责任以实施精准“追首恶”，规定了重大资产重组交易对方的责任以规制“忽悠式”重组，追究帮助造假者责任以遏制虚假陈述行为的外围协助力量，阻却保荐承销机构等补偿约定以促成其全过程勤勉尽责，压实相关责任主体的责任；

5.优化了基准日及基准价制度，在传统诱多型虚假陈述的基础上补充规定了诱空型虚假陈述的损失计算方法，规定了多账户交易损失计算的处理方法，明确了损失因果关系认定相关内容，系统完善损失认定规则。

《若干规定》明确，会计师事务所、律师事务所、资信评级机构、资产评估机构、财务顾问等证券服务机构制作、出具的文件存在虚假陈述的，人民法院应当按照法律、行政法规、监管部门制定的规章和规范性文件，参考行业执业规范规定的工作范围和程序要求等内容，结合其核查、验证工作底稿等相关证据，认定其是否存在过错。证券服务机构的责任限于其工作范围和专业领域。证券服务机构依赖保荐机构或者其他证券服务机构的基础工作或者专业意见致使其

出具的专业意见存在虚假陈述，能够证明其对所依赖的基础工作或者专业意见经过审慎核查和必要的调查、复核，排除了职业怀疑并形成合理信赖的，人民法院应当认定其没有过错。

原告以信息披露文件中的盈利预测、发展规划等预测性信息与实际经营情况存在重大差异为由主张发行人实施虚假陈述的，人民法院不予支持，但有下列情形之一的除外：

1.信息披露文件未对影响该预测实现的重要因素进行充分风险提示的；

2.预测性信息所依据的基本假设、选用的会计政策等编制基础明显不合理的；

3.预测性信息所依据的前提发生重大变化时，未及时履行更正义务的。

前款所称的重大差异，可以参照监管部门和证券交易场所的有关规定认定。

（采编来源：中国证监会）

### 公开发行证券的公司信息披露内容与格式准则第26号——上市公司重大资产重组（2022年修订）

2022年1月5日，中国证监会修订发布《公开发行证券的公司信息披露内容与格式准则第26号——上市公司重大资产重组（2022年修订）》（中国证券监督管理委员会公告〔2022〕10号，以下简称《26号准则》），自公布之日起施行。

《26号准则》主要修订内容如下：

一是根据上位法修订情况调整规则内容。具体为，根据《上市公司重大资产重组管理办法（2020年修正）》修订情况，将《26号准则》第七条、第十四条上市公司前期控制权变动的披露要求修改为最近三十六个月，将第十一条维持或变更控制权等披露要求修改为未来三十六个月。根据《证券法》修订情况，将第六十一条规定的独立财务顾问报告出具主体修改为证券公司或者证券服务机构。

二是对照《关于取消部分行政许可事项申请材料、压缩部分行政许可事项承诺办理时限的公告》（证监会公告〔2019〕9号）等文件简化申请材料。

（采编来源：中国证监会）

### 深化新三板改革 设立北京证券交易所主要制度规则发布

深化新三板改革，设立北京证券交易所，是习近平总书记对资本市场服务构建新发展格局作出的新的重大战略部署，是落实国家创新驱动发展战略要求、支持中小企业创新发展的重要举措。2021年11月15日，北京证券交易所正式揭牌开市。

为夯实改革制度基础，证监会发布了北京证券交易所发行上市、再融资、持续监管三件规章以及相关的十一件规范性文件。上述规章和规范性文件，连同北京证券交易所配套制定的自律规则，共同构建起一套能够与创新型中小企业特点和成长阶段相符合的北京证券交易所制度规则体系，充分体现错位、包容、灵活、普惠的市场特点。

#### 北京证券交易所主要制度规则

发布机构	文件名称	文号	发布日期
中国证监会	北京证券交易所向不特定合格投资者公开发行股票注册管理办法（试行）	中国证券监督管理委员会令 第187号	2021/10/30
	北京证券交易所上市公司证券发行注册管理办法（试行）	中国证券监督管理委员会令 第188号	2021/10/30
	北京证券交易所上市公司持续监管办法（试行）	中国证券监督管理委员会令 第189号	2021/10/30
	公开发行证券的公司信息披露内容与格式准则第46号——北京证券交易所公司招股说明书	中国证券监督管理委员会公告（2021）26号	2021/10/30
	公开发行证券的公司信息披露内容与格式准则第47号——向不特定合格投资者公开发行股票并在北京证券交易所上市申请文件	中国证券监督管理委员会公告（2021）27号	2021/10/30
	公开发行证券的公司信息披露内容与格式准则第48号——北京证券交易所上市公司向不特定合格投资者公开发行股票募集说明书	中国证券监督管理委员会公告（2021）28号	2021/10/30
	公开发行证券的公司信息披露内容与格式准则第49号——北京证券交易所上市公司向特定对象发行股票募集说明书和发行情况报告书	中国证券监督管理委员会公告（2021）29号	2021/10/30
	公开发行证券的公司信息披露内容与格式准则第50号——北京证券交易所上市公司向特定对象发行可转换公司债券募集说明书和发行情况报告书	中国证券监督管理委员会公告（2021）30号	2021/10/30
	公开发行证券的公司信息披露内容与格式准则第51号——北京证券交易所上市公司向特定对象发行优先股募集说明书和发行情况报告书	中国证券监督管理委员会公告（2021）31号	2021/10/30
	公开发行证券的公司信息披露内容与格式准则第52号——北京证券交易所上市公司发行证券申请文件	中国证券监督管理委员会公告（2021）32号	2021/10/30
	公开发行证券的公司信息披露内容与格式准则第53号——北京证券交易所上市公司年度报告	中国证券监督管理委员会公告（2021）33号	2021/10/30
	公开发行证券的公司信息披露内容与格式准则第54号——北京证券交易所上市公司中期报告	中国证券监督管理委员会公告（2021）34号	2021/10/30
	公开发行证券的公司信息披露内容与格式准则第55号——北京证券交易所上市公司权益变动报告书、	中国证券监督管理委员会公告（2021）35号	2021/10/30

发布机构	文件名称	文号	发布日期
	上市公司收购报告书、要约收购报告书、被收购公司董事会报告书		
	公开发行证券的公司信息披露内容与格式准则第56号——北京证券交易所上市公司重大资产重组	中国证券监督管理委员会公告(2021)36号	2021/10/30
北京证券交易 所	北京证券交易所向不特定合格投资者公开发行股票并上市审核规则(试行)	北证公告(2021)5号	2021/10/30
	北京证券交易所上市委员会管理细则	北证公告(2021)6号	2021/10/30
	北京证券交易所上市公司证券发行上市审核规则(试行)	北证公告(2021)9号	2021/10/30
	北京证券交易所上市公司向特定对象发行优先股业务细则	北证公告(2021)10号	2021/10/30
	北京证券交易所上市公司向特定对象发行可转换公司债券业务细则	北证公告(2021)11号	2021/10/30
	北京证券交易所上市公司重大资产重组审核规则(试行)	北证公告(2021)12号	2021/10/30
	北京证券交易所股票上市规则(试行)	北证公告(2021)13号	2021/10/30
	北京证券交易所上市公司股份协议转让业务办理指南	北证公告(2021)20号	2021/11/2
	北京证券交易所复核实施细则	北证公告(2021)24号	2021/11/2
	北京证券交易所向不特定合格投资者公开发行股票并上市业务办理指南第1号——申报与审核	北证公告(2021)26号	2021/11/2
	北京证券交易所向不特定合格投资者公开发行股票并上市业务办理指南第2号——发行与上市	北证公告(2021)27号	2021/11/2
	北京证券交易所上市公司证券发行业务办理指南第1号——向不特定合格投资者公开发行股票	北证公告(2021)29号	2021/11/2
	北京证券交易所上市公司证券发行业务办理指南第2号——向特定对象发行股票	北证公告(2021)30号	2021/11/2
	北京证券交易所上市公司证券发行业务办理指南第3号——向原股东配售股份	北证公告(2021)31号	2021/11/2
	北京证券交易所上市公司向特定对象发行可转换公司债券业务办理指南第1号——发行与挂牌	北证公告(2021)32号	2021/11/2
	北京证券交易所上市公司向特定对象发行可转换公司债券业务办理指南第2号——存续期业务办理	北证公告(2021)33号	2021/11/2
	北京证券交易所上市公司重大资产重组业务指引	北证公告(2021)34号	2021/11/2
	北京证券交易所上市公司持续监管指引第3号——股权激励和员工持股计划	北证公告(2021)36号	2021/11/2
	北京证券交易所自律监管措施和纪律处分实施细则	北证公告(2021)47号	2021/11/2
	北京证券交易所向不特定合格投资者公开发行股票并上市业务规则适用指引第1号	北证公告(2021)60号	2021/11/12

(采编来源:中国证监会、北京证券交易所)

# 宏观经济

## 【PART I 经济总体情况】

### 一、GDP 情况

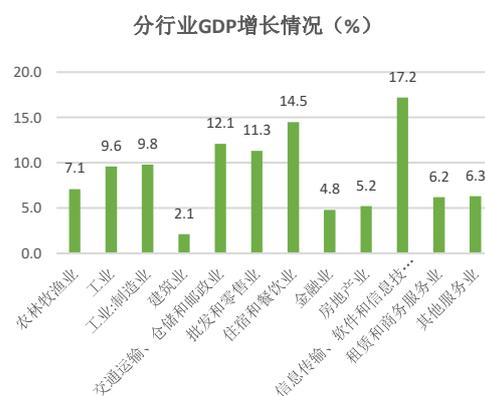
#### GDP 与三大产业

2021 年,我国 GDP 为 1,143,670 亿元,按不变价格计算,同比增长 8.1%,完成了全年 6% 以上的经济发展预期目标;两年平均增长 5.1%。其中,第一产业增加值为 83,086 亿元,增长 7.1%,拉动经济增长 0.5 个百分点;第二产业增加值 450,904 亿元,增长 8.2%,拉动经济增长 3.1 个百分点;第三产业增加值 609,680 亿元,增长 8.2%,拉动经济增长 4.5 个百分点。三次产业增加值占 GDP 的比重分别为 7.3%、39.4% 和 53.3%。



### GDP 与行业发展

2021 年,农业保持较快增长,粮食产量再创新高,畜牧业生产稳定增长,农林牧渔业增加值同比增长 7.1%,拉动经济增长 0.6 个百分点。工业服务业稳定恢复,工业增加值同比增长 9.6%,拉动经济增长 3.0 个百分点;批发和零售业,交通运输、仓储和邮政业,住宿和餐饮业增加值分别同比增长 11.3%、12.1% 和 14.5%,带动服务业恢复性增长。信息传输、软件和信息技术服务业继续保持较快增长,增加值同比增长 17.2%,拉动经济增长 0.7 个百分点。



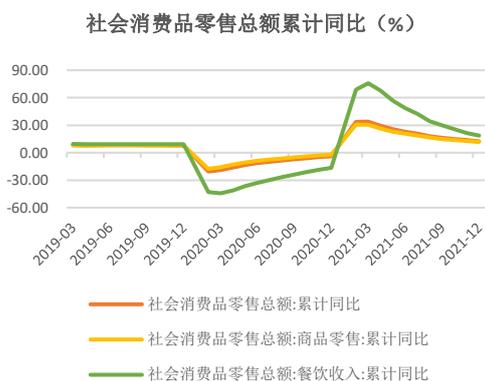
### GDP 与三大需求

2021 年,投资缓中趋稳,发展韧性增强,资本形成总额对经济增长贡献率为 13.7%,拉动 GDP 增长 1.1 个百分点。消费对经济增长的贡献稳步提升,成为国民经济稳定恢复的主要动力,最终消费支出对经济增长贡献率为 65.4%,拉动 GDP 增长 5.3 个百分点。净出口增势良好,拉动经济增长作用提升,货物和服务净出口对经济增长贡献率为 20.9%,拉动 GDP 增长 1.7 个百分点。

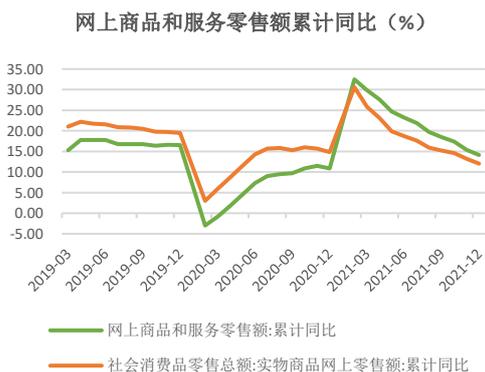
## 二、三驾马车情况

### 社会消费品零售总额情况

2021年，社会消费品零售总额440,823亿元，同比增长12.5%，两年平均增速为3.9%。2021年，商品零售393,928亿元，同比增长11.8%；餐饮收入46,895亿元，同比增长18.6%，比2019年下降1.1%，两年平均下降0.5%，餐饮消费规模仍未恢复至疫情前水平。

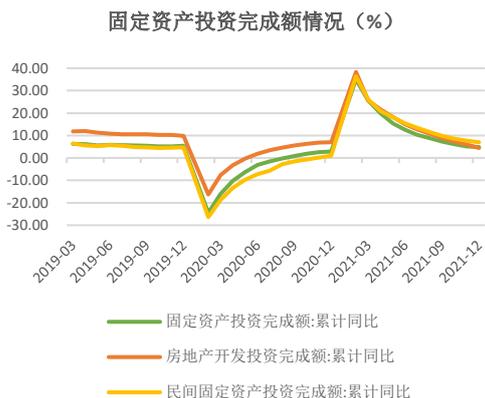


2021年，全国网上零售额130,884亿元，同比增长14.1%。其中，实物商品网上零售额108,042亿元，增长12.0%，占社会消费品零售总额的比重为24.5%；在实物商品网上零售额中，吃类、穿类和用类商品分别增长17.8%、8.3%和12.5%。



### 固定资产投资完成额情况

2021年，全国固定资产投资（不含农户）544,547亿元，同比增长4.9%。其中，全国房地产开发投资147,602亿元，同比增长4.4%；民间固定资产投资307,659亿元，同比增长7.0%。

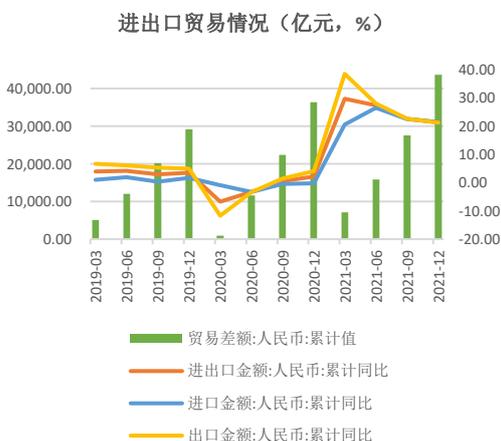


从产业分布来看，第一产业投资14,275亿元，同比增长9.1%；第二产业投资167,395亿元，同比增长11.3%；第三产业投资362,877亿元，同比增长2.1%。



### 进出口贸易情况

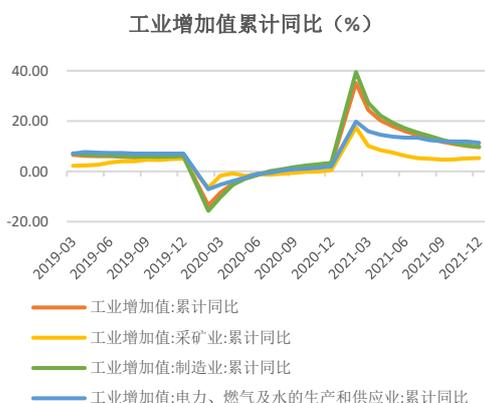
2021年，我国进出口金额累计391,009亿元，同比增长21.4%。其中，出口217,348亿元，同比增长21.2%；进口173,661亿元，同比增长21.5%；进出口相抵，贸易顺差43,687亿元。



### 三、工业企业情况

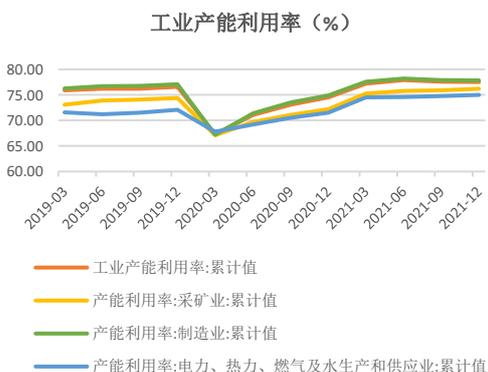
#### 规模以上工业增加值情况

2021年，全国规模以上工业增加值累计同比增长9.6%，增速较2020年加快6.8个百分点；两年平均增长6.1%，增速接近正常年份平均水平。其中，采矿业、制造业以及电力、热力、燃气及水生产和供应业增加值同比上升5.3%、9.8%、11.4%，均实现较快增长。2021年，装备制造业同比增长12.9%，对全部规上工业增长贡献率达45.0%，有力支撑工业增长稳步回升。高技术制造业同比增长18.2%。



#### 工业产能利用率水平

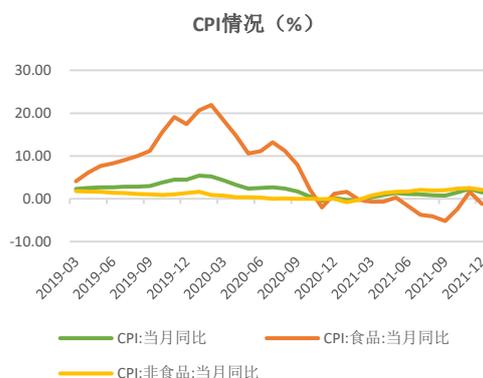
2021年，全国工业产能利用率为77.5%，较2020年上升3.0个百分点，较2019年提高0.9个百分点，为近年以来的最高水平。分三大门类看，采矿业产能利用率为76.2%，同比上升4.0个百分点；制造业产能利用率为77.8%，上升2.9个百分点；电力、热力、燃气及水的生产供应业产能利用率为75.0%，上升3.5个百分点。



## 【PART II 生产与消费价格指数】

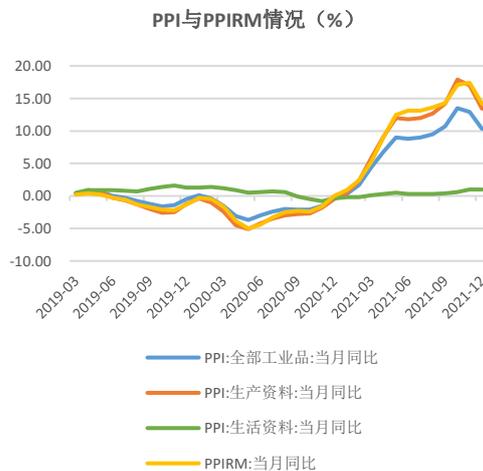
### 一、居民消费价格指数情况

2021年，消费市场总体平稳，CPI上涨0.9%，涨幅比上年回落1.6个百分点。其中，食品价格由上年上涨10.6%转为下降1.4%，影响CPI下降约0.26个百分点，主要是猪肉价格由涨转降带动。非食品价格上涨1.4%，涨幅比上年扩大1.0个百分点，影响CPI上涨约1.17个百分点。



### 二、工业生产者出产品价格和购进价格指数情况

2021年，PPI由上年下降1.8%转为上涨8.1%。2021年，生产资料价格由上年下降2.7%转为上涨10.7%，影响PPI上涨约7.97个百分点，超过总涨幅的98%。2021年，PPIRM同比上涨11.0%。



2021年年底，主要工业品期货结算价及涨跌情况如下：

商品	单位	年末期货结算价	年度涨跌幅度
焦煤	元/吨	2,211.50	32.58%
铁矿石	元/吨	674.00	-32.53%
黄金	元/克	373.30	-6.70%
天然橡胶	元/吨	14,830.00	4.58%
螺纹钢	元/吨	4,301.00	-1.04%
布伦特原油	美元/桶	79.42	54.09%

期货结算价(活跃合约):焦煤



期货结算价(活跃合约):天然橡胶



期货结算价(活跃合约):铁矿石



期货结算价(活跃合约):螺纹钢



期货结算价(活跃合约):黄金



期货结算价(活跃合约):MICEX 布伦特原油

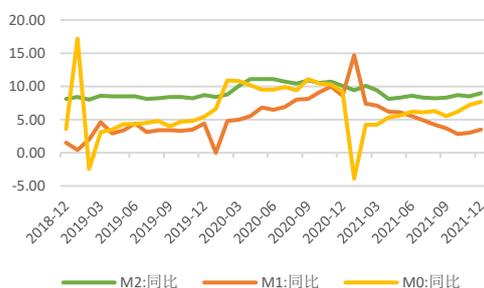


## 【PARTIII 货币市场价格】

### 一、货币供应量

2021年12月末，广义货币（M2）余额2,382,899亿元，同比增长9.0%，较上年同期低1.1个百分点；狭义货币（M1）余额647,443亿元，同比增长3.5%，较上年同期低5.1个百分点；流通中货币（M0）余额90,825亿元，同比增长7.7%。2021年全年净投放现金6,510亿元。

货币供应同比情况（%）



### 二、社会融资规模

2021年，社会融资规模累计313,509亿元，年末社会融资规模存量为314.13万亿元，同比增长10.3%。其中，新增人民币贷款累计199,400亿元，人民币贷款存量1,915,400亿元，同比增长11.6%，占社会融资规模存量比重为63.6%。

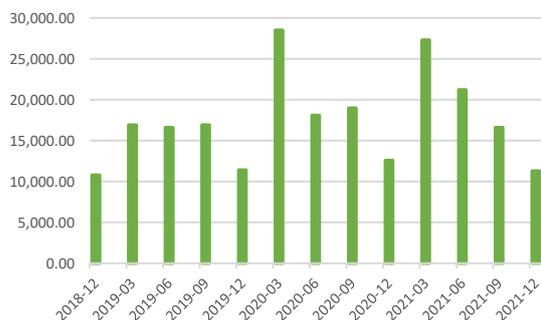
社会融资规模存量同比变化（%）



2021年，金融机构新增人民币贷款累计值199,500亿元，年末各项贷款余额1,926,903亿元，同比增长11.6%。其中，2021年，新增居民户中长期人民币贷款60,800亿

元，非银行业金融机构贷款减少847亿元。

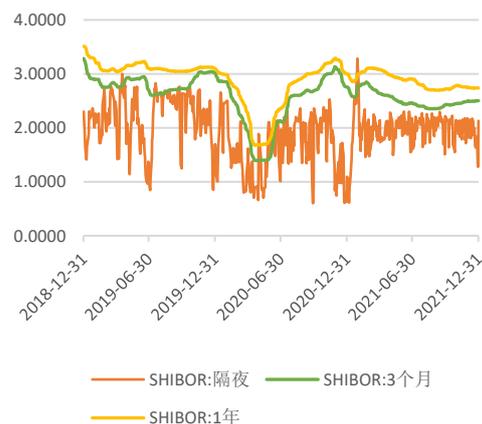
金融机构:新增人民币贷款:当月值



### 三、市场利率变化

2021年12月31日，上海银行间同业拆放利率（SHIBOR）隔夜利率为2.1290%，3个月SHIBOR为2.500%，1年SHIBOR为2.7360%。

SHIBOR（%）



### 四、人民币兑美元汇率

2021年12月31日，人民币兑美元汇率中间价报6.3757。人民币兑美元中间价较去年同期上调了1492个基点。

中间价:美元兑人民币

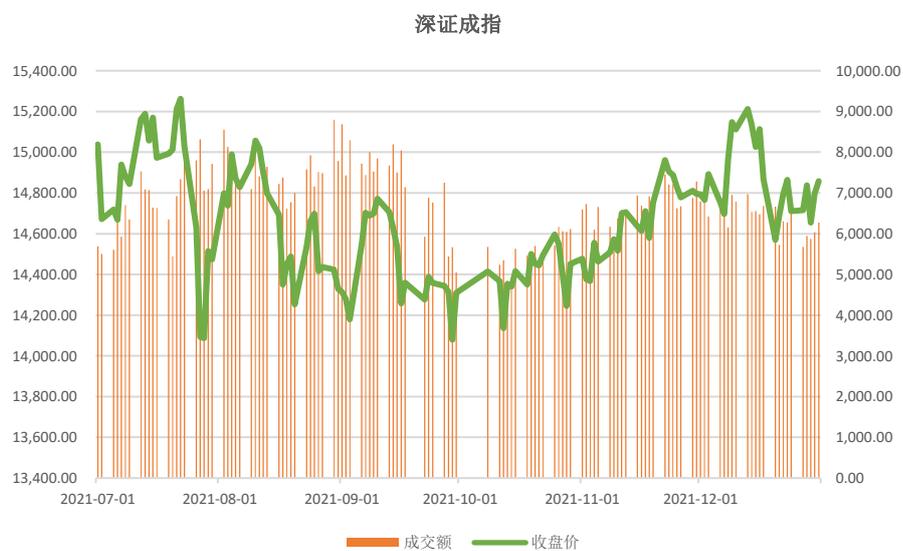


# 资本市场

## 【PART I 2021年下半年A股指数情况概述】

2021年12月末，上证指数收3,639.78点，较上月末上涨75.89点，涨幅为2.13%；深证成指收于14,857.35点，较上月末上涨61.61点，涨幅为0.42%。

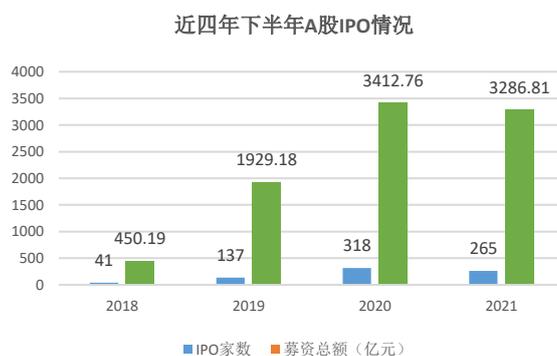
2021年12月份，沪市日均交易量为4,759.31亿元，环比上升1.67%，深市日均交易量为6,433.44亿元，环比下降3.13%。



## 【PART II 2021 年下半年 A 股 IPO 情况概述】

### 一、IPO 概况

2021 年下半年共有 265 家 IPO，较 2020 年下半年的 318 家（含新三板平移至北交所 41 家）减少了 53 家。首发募集资金 3,286.81 亿元，较 2020 年同期的 3,412.76 亿元，减少约 3.69%。



### 二、上市板块分布情况

2021 年下半年，48 家企业在主板市场发行上市，占比达到 IPO 总数的 18.11%，比去年同期减少 14 家；科创板 IPO 总数为 76 家，比去年同期减少 23 家；创业板 IPO 总数为 114 家，比去年同期增加 35 家，27 家企业在北交所上市，占比达到 IPO 总数的 10.19%。

2021 年下半年上市板块分布情况

2021 年下半年上市板块分布情况

上市板	家数	占比
主板	48	18.11%
创业板	114	43.02%
科创板	76	28.68%
北证	27	10.19%



### 三、行业分布情况

2021 年下半年 IPO 企业所属行业集中于制造业，其中有 186 家企业所属行业为制造业，占总数的 70.19%，募集资金总额占比 63.07%。

行业名称	上市家数	募集资金总额 (亿元)
制造业	186	2,072.96
信息传输、软件和信息技术服务业	20	625.03
科学研究和技术服务业	19	200.96
批发和零售业	11	137.98
水利、环境和公共设施管理业	7	31.46
建筑业	6	19.13
文化、体育和娱乐业	5	37.44
电力、热力、燃气及水生产和供应业	4	21.08

行业名称	上市家数	募集资金总额（亿元）
交通运输、仓储和邮政业	2	20.80
金融业	2	111.99
卫生和社会工作	1	2.00
住宿和餐饮业	1	2.46
租赁和商务服务业	1	3.50

## 四、募集资金情况

2021年下半年，按募集资金总额排名前五的金额之和占比为28.19%。

序号	证券代码	证券简称	募集资金	所属证监会行业名称
1	601728.SH	中国电信	479.04	信息传输、软件和信息技术服务业
2	688235.SH	百济神州-U	221.60	制造业
3	601825.SH	沪农商行	85.84	金融业
4	688187.SH	时代电气	75.55	制造业
5	688303.SH	大全能源	64.47	制造业

## 五、部分企业可比公司情况

证券代码	证券简称	首发上市日期	证监会行业	可比公司
001209.SZ	洪兴股份	2021-07-23	制造业-纺织服装、服饰业	汇洁股份、浪莎股份、都市丽人、安莉芳控股、爱慕股份
001210.SZ	金房节能	2021-07-29	电力、热力、燃气及水生产和供应业-电力、热力生产和供应业	惠天热电、大连热电、联美控股、华通热力
001211.SZ	双枪科技	2021-08-05	制造业-木材加工和木、竹、藤、棕、草制品业	哈尔斯、大亚圣象、松发股份、德尔未来
001212.SZ	中旗新材	2021-08-23	制造业-非金属矿物制品业	·红太阳、沙隆达、诺普信、联化科技、利尔化学、长青股份、辉丰股份、江山股份、扬农化工、新安股份、湖南海利、华邦健康、利民股份、国光股份、广信股份
001213.SZ	中铁特货	2021-09-08	交通运输、仓储和邮政业-铁路运输业	长久物流、大秦铁路、广深铁路、京沪高铁、铁龙物流
001215.SZ	千味央厨	2021-09-06	制造业-食品制造业	三全食品、安井食品、中饮巴比、海欣食品、惠发食品
001216.SZ	华瓷股份	2021-10-19	制造业-非金属矿物制品业	松发股份、四通股份、文化长城
001217.SZ	华尔泰	2021-09-29	制造业-化学原料和化学制品制造业	金禾实业、兴化股份、新化股份、巨化股份、卫星石化
001218.SZ	丽臣实业	2021-10-15	制造业-化学原料和化学制品制造业	赞宇科技、天赐材料、广州浪奇、南风化工
001219.SZ	青岛食品	2021-10-21	制造业-食品制造业	洽洽食品、麦趣尔、盐津铺子、桃李面包
001267.SZ	汇绿生态	2021-11-17	建筑业-土木工程建筑业	文科园林、节能铁汉、*ST美尚、农尚环境、ST花王、诚邦股份、元成股份、天域生态、乾景园林、大千生态
001288.SZ	运机集团	2021-11-01	制造业-通用设备制造业	华电重工、林州重机、柳工、徐州机械、中联重科
001296.SZ	长江材料	2021-12-24	制造业-非金属矿物制品业	北京利尔、濮耐股份、瑞泰科技
001317.SZ	三羊马	2021-11-30	交通运输、仓储和邮政业-道路运输业	长久物流、安达物流、西上海、中铁特货
300774.SZ	倍杰特	2021-08-04	水利、环境和公共设施管理业-生态保护和环境治理业	金科环境、京源环保、博天环境、万邦达、中环环保、上海洗霸

证券代码	证券简称	首发上市日期	证监会行业	可比公司
300814.SZ	中富电路	2021-08-12	制造业-计算机、通信和其他电子设备制造业	沪电股份、明阳电路、深南电路、世运电路、景旺电子、依顿电子、科翔股份
300844.SZ	山水比德	2021-08-13	科学研究和技术服务业-专业技术服务业	杭州园林、杰恩设计、建科院、汉嘉设计、奥雅设计
300854.SZ	中兰环保	2021-09-16	水利、环境和公共设施管理业-生态保护和环境治理业	高能环境、东江环保、万德斯、维尔利
300964.SZ	本川智能	2021-08-05	制造业-计算机、通信和其他电子设备制造业	崇达技术、明阳电路、兴森科技、深南电路、沪电股份、四会富仕、中富电路
300994.SZ	久祺股份	2021-08-12	制造业-铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业	上海凤凰、中路股份
301017.SZ	漱玉平民	2021-07-05	批发和零售业-零售业	一心堂、老百姓、益丰药房、大参林
301018.SZ	申菱环境	2021-07-07	制造业-专用设备制造业	依米康、佳力图、英维克
301020.SZ	密封科技	2021-07-06	制造业-通用设备制造业	中原内配、湘油泵、贝斯特、雪龙集团、朗博科技
301021.SZ	英诺激光	2021-07-06	制造业-专用设备制造业	美国 IPG、锐科激光、大族激光、帝尔激光、杰普特、创鑫激光
301022.SZ	海泰科	2021-07-02	制造业-专用设备制造业	银宝山新、东江集团控股、宁波方正
301023.SZ	江南奕帆	2021-07-07	制造业-电气机械和器材制造业	新宏泰、洛凯股份
301024.SZ	霍普股份	2021-07-28	科学研究和技术服务业-专业技术服务业	杰恩设计、筑博设计、华阳国际、华图山鼎、尤安设计
301025.SZ	读客文化	2021-07-19	文化、体育和娱乐业-新闻和出版业	城市传媒、新华传媒、新华文轩、新经典
301026.SZ	浩通科技	2021-07-16	制造业-废弃资源综合利用业	贵研铂业、惠城环保、格林美、东江环保
301027.SZ	华蓝集团	2021-07-15	科学研究和技术服务业-专业技术服务业	华阳国际、筑博设计、建科院、汉嘉设计、新城市、中衡设计
301028.SZ	东亚机械	2021-07-20	制造业-通用设备制造业	开山股份、鲍斯股份、阿特拉斯
301029.SZ	怡合达	2021-07-23	制造业-通用设备制造业	米思米、龙溪股份、轴研科技、南方轴承、双飞股份、德恩精工、西菱动力、泰尔股份、中国忠旺、亚太科技
301030.SZ	仕净科技	2021-07-22	制造业-专用设备制造业	龙净环保、永清环保、国林科技、雪浪环境、奥福环保
301031.SZ	中熔电气	2021-07-15	制造业-电气机械和器材制造业	好利来、良信电器、宏发股份
301032.SZ	新柴股份	2021-07-22	制造业-通用设备制造业	全柴动力、云内动力、苏常柴 A
301033.SZ	迈普医学	2021-07-26	制造业-专用设备制造业	佰仁医疗、正海生物、冠昊生物、英特格拉
301035.SZ	润丰股份	2021-07-28	制造业-化学原料和化学制品制造业	新安股份、江山股份、扬农化工、广信股份、中旗股份、蓝丰生化
301036.SZ	双乐股份	2021-07-29	制造业-化学原料和化学制品制造业	百合花、七彩化学、宇虹颜料
301037.SZ	保立佳	2021-07-30	制造业-化学原料和化学制品制造业	青晨科技
301038.SZ	深水规院	2021-08-04	科学研究和技术服务业-专业技术服务业	甘咨询、勘设股份、设计总院、设研院、苏交科、中设股份、华设集团
301039.SZ	中集车辆	2021-07-08	制造业-汽车制造业	汉马科技、一汽解放、中国重汽、东风汽车、比亚迪、龙马环卫
301040.SZ	中环海陆	2021-08-03	制造业-金属制品业	恒润股份、通裕重工、宝鼎科技、派克新材
301041.SZ	金百泽	2021-08-11	制造业-计算机、通信和其他电子设备制造业	兴森科技、崇达技术、明阳电路、深南电路、四会富仕
301042.SZ	安联锐视	2021-08-05	制造业-计算机、通信和其他电子设备制造业	同为股份、汉邦高科
301043.SZ	绿岛风	2021-08-11	制造业-通用设备制造业	亿利达、盈峰环境、南风股份、金盾股份、奥普家居
301045.SZ	天禄科技	2021-08-13	制造业-计算机、通信和其他电子设备制造业	激智科技、聚飞光电、三利谱、茂林光电、颖台科技、翰博高新

证券代码	证券简称	首发上市日期	证监会行业	可比公司
301046.SZ	能辉科技	2021-08-17	科学研究和技术服务业-专业技术服务业	晶科科技、易事特、正泰电器、阳光电源、和顺电气、太阳能
301047.SZ	义翘神州	2021-08-16	科学研究和技术服务业-研究和试验发展	昭衍新药、药石科技、百普赛斯
301048.SZ	金鹰重工	2021-08-18	制造业-铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业	中国中车、今创集团
301049.SZ	超越科技	2021-08-24	水利、环境和公共设施管理业-生态保护和环境治理业	东江环保、格林美、中再资环、镇江固废、启迪环境、大地海洋、华新环保、飞南资源
301050.SZ	雷电微力	2021-08-24	制造业-计算机、通信和其他电子设备制造业	火箭科技、盟升电子、雷科防务、海格通信
301051.SZ	信濠光电	2021-08-27	制造业-计算机、通信和其他电子设备制造业	蓝思科技、合力泰、星星科技、沃格光电
301052.SZ	果麦文化	2021-08-30	文化、体育和娱乐业-新闻和出版业	新经典、读客文化、世纪天鸿、天舟文化
301053.SZ	远信工业	2021-09-01	制造业-专用设备制造业	恒天立信、海大股份、上工申贝、卓郎智能、慈星股份、杰克股份
301055.SZ	张小泉	2021-09-06	制造业-金属制品业	爱仕达、哈尔斯、苏泊尔
301056.SZ	森赫股份	2021-09-07	制造业-通用设备制造业	康力电梯、快意电梯、梅轮电梯、通用电梯
301057.SZ	汇隆新材	2021-09-09	制造业-化学纤维制造业	苏州龙杰、桐昆股份、恒力石化、新凤鸣、海利得
301058.SZ	中粮工科	2021-09-09	科学研究和技术服务业-专业技术服务业	华设集团、汉嘉设计、华阳国际、中国海诚、亚翔集成、东杰智能、星光农机、乐惠国际
301059.SZ	金三江	2021-09-13	制造业-化学原料和化学制品制造业	确成硅化、远翔新材、吉药控股、龙星化工
301060.SZ	兰卫医学	2021-09-13	卫生和社会工作-卫生	迪安诊断、金域医学、塞力斯
301061.SZ	匠心家居	2021-09-13	制造业-家具制造业	敏华控股、中源家居、麒盛科技、顾家家居、恒林股份
301062.SZ	上海艾录	2021-09-14	制造业-造纸和纸制品业	裕同科技、美盈森、合兴包装、新通联、大胜达
301063.SZ	海锅股份	2021-09-24	制造业-金属制品业	迪威尔、恒润股份、中环海陆
301065.SZ	本立科技	2021-09-14	制造业-化学原料和化学制品制造业	中欣氟材、吉泰股份、联盛化学、合佳医药、永太科技、新化股份、利安隆
301066.SZ	万事利	2021-09-22	制造业-纺织服装、服饰业	安正时尚、太平鸟、朗姿股份、日播时尚、锦泓集团、地素时尚、歌力思、欣贺股份、嘉欣丝绸、达利国际
301067.SZ	显盈科技	2021-09-22	制造业-计算机、通信和其他电子设备制造业	海能实业、佳禾智能、奥海科技
301068.SZ	大地海洋	2021-09-28	制造业-废弃资源综合利用业	东江环保、中再资环、格林美、启迪环境、星火环境
301069.SZ	凯盛新材	2021-09-27	制造业-化学原料和化学制品制造业	世龙实业、金禾实业、嘉化能源、浙江龙盛
301070.SZ	开勒股份	2021-09-23	制造业-通用设备制造业	盈峰环境、亿利达、南风股份、金盾股份、朗迪集团、绿岛风
301071.SZ	力量钻石	2021-09-24	制造业-非金属矿物制品业	中兵红箭、黄河旋风、惠丰钻石
301072.SZ	中捷精工	2021-09-29	制造业-汽车制造业	凯众股份、正裕工业、中鼎股份、拓普集团
301073.SZ	君亭酒店	2021-09-30	住宿和餐饮业-住宿业	首旅酒店、锦江酒店、开元酒店
301075.SZ	多瑞医药	2021-09-29	制造业-医药制造业	哈三联、海辰药业、灵康药业
301076.SZ	新瀚新材	2021-10-11	制造业-化学原料和化学制品制造业	扬帆新材、强力新材、久日新材、科思股份、华业香料
301077.SZ	星华反光	2021-09-30	制造业-化学原料和化学制品制造业	道明光学、水晶光电、苏大维格、夜光明、领航科技
301078.SZ	孩子王	2021-10-14	批发和零售业-零售业	爱婴室、红旗连锁、步步高、中百集团、新华都、华联综超、永辉超市



证券代码	证券简称	首发上市日期	证监会行业	可比公司
301079.SZ	邵阳液压	2021-10-19	制造业-通用设备制造业	恒立液压、艾迪精密、科宇股份、集源液压、万通液压
301080.SZ	百普赛斯	2021-10-18	科学研究和技术服务业-研究和试验发展	Bio-techne、Abcam、BioVision、义翘科技、药石科技、菲鹏生物
301081.SZ	严牌股份	2021-10-20	制造业-专用设备制造业	中创环保、景津环保、元琛科技、东方滤袋、蓝天集团、泰鹏环保
301082.SZ	久盛电气	2021-10-27	制造业-电气机械和器材制造业	宝胜股份、万马股份、杭电股份、金龙羽、尚纬股份、通光线缆
301083.SZ	百胜智能	2021-10-21	制造业-专用设备制造业	捷顺科技、立方控股、蓝卡科技、道尔智控
301085.SZ	亚康股份	2021-10-18	批发和零售业-批发业	天玑科技、宇信科技、海量数据、神州信息、银信科技、先进数通
301086.SZ	鸿富瀚	2021-10-20	制造业-计算机、通信和其他电子设备制造业	恒铭达、智动力、飞荣达、安洁科技、领益智造、博硕科技、达瑞电子
301087.SZ	可孚医疗	2021-10-25	制造业-专用设备制造业	鱼跃医疗、三诺生物、乐心医疗、九安医疗、英科医疗、稳健医疗、蓝帆医疗、振德医疗、奥美医疗
301088.SZ	戎美股份	2021-10-28	批发和零售业-零售业	锦泓集团、安正时尚、欣贺股份、朗姿股份
301089.SZ	拓新药业	2021-10-27	制造业-医药制造业	海普瑞、天宇股份、富祥药业、先锋科技、森萱医药、正济药业
301090.SZ	华润材料	2021-10-26	制造业-化学原料和化学制品制造业	双星新材、荣盛石化、恒逸石化
301091.SZ	深城交	2021-10-29	科学研究和技术服务业-专业技术服务业	建科院、华阳国际、新城市、筑博科技、杰恩设计
301092.SZ	争光股份	2021-11-02	制造业-化学原料和化学制品制造业	蓝晓科技、建龙微纳、康达新材
301093.SZ	华兰股份	2021-11-01	制造业-医药制造业	华能橡胶、翱翔科技、山东药玻
301096.SZ	百诚医药	2021-12-20	科学研究和技术服务业-研究和试验发展	泰格医药、药明康德、康龙化成、美迪西、博济医药、华威医药
301098.SZ	金埔园林	2021-11-12	建筑业-土木工程建筑业	东方园林、节能铁汉、岭南股份、蒙草生态、ST花王、天域生态、乾景园林、农尚环境、大千生态、绿茵生态、园林股份、诚邦股份、冠中生态、ST美尚、东珠生态
301099.SZ	雅创电子	2021-11-22	批发和零售业-批发业	力源信息、润欣科技、韦尔股份、英恒科技、商络电子、华安鑫创
301100.SZ	风光股份	2021-12-17	制造业-化学原料和化学制品制造业	利安隆、彤程新材
301101.SZ	明月镜片	2021-12-16	制造业-专用设备制造业	视科新材、依视路
301108.SZ	洁雅股份	2021-12-03	制造业-化学原料和化学制品制造业	维尼健康、中顺洁柔、倍加洁、诺邦股份、欣龙控股
301111.SZ	粤万年青	2021-12-07	制造业-医药制造业	佐力药业、方盛制药、羚锐制药、珍宝岛、维康药业
301113.SZ	雅艺科技	2021-12-22	制造业-家具制造业	浙江永强、永艺股份、中源家居、恒林股份
301118.SZ	恒光股份	2021-11-18	制造业-化学原料和化学制品制造业	滨化股份、嘉化能源、氯碱化工、三友化工、阳煤化工
301119.SZ	正强股份	2021-11-22	制造业-汽车制造业	万向钱潮、冠盛股份、远东传动
301126.SZ	达嘉维康	2021-12-07	批发和零售业-批发业	柳药股份、鹭燕医药、人民同泰、华通医药、第一医药、老百姓、大参林、益丰药房
301127.SZ	天源环保	2021-12-30	水利、环境和公共设施管理业-生态保护和环境治理业	维尔利、万德斯、海峡环保
301128.SZ	强瑞技术	2021-11-10	制造业-专用设备制造业	博杰股份、赛腾股份、科瑞技术
301129.SZ	瑞纳智能	2021-11-02	制造业-仪器仪表制造业	工大科雅、汇中股份、天罡股份
301133.SZ	金钟股份	2021-11-26	制造业-汽车制造业	常熟汽饰、新泉股份、钧达股份、岱美股份、敏实集团

证券代码	证券简称	首发上市日期	证监会行业	可比公司
301138.SZ	华研精机	2021-12-15	制造业-专用设备制造业	伊之密、泰瑞机器、新美星、达意隆、中亚股份
301149.SZ	隆华新材	2021-11-10	制造业-化学原料和化学制品制造业	沈阳化工、一诺威
301155.SZ	海力风电	2021-11-24	制造业-电气机械和器材制造业	大金重工、泰胜风能、天能重工、天顺风能
301166.SZ	优宁维	2021-12-28	批发和零售业-批发业	泰坦科技、联科生物、达科为
301167.SZ	建研设计	2021-12-06	科学研究和技术服务业-专业技术服务业	中衡设计、启迪设计、筑博设计、华阳国际、汉嘉设计、华图山鼎
301168.SZ	通灵股份	2021-12-10	制造业-电气机械和器材制造业	江苏海天、谐通科技、快可电子、中来股份、福斯特
301169.SZ	零点有数	2021-11-03	租赁和商务服务业-商务服务业	慧辰资讯、卓思数据、信索咨询、立信数据
301177.SZ	迪阿股份	2021-12-15	批发和零售业-零售业	莱绅通灵、恒信玺利、周大生、周六福、曼卡龙
301178.SZ	天亿马	2021-11-12	信息传输、软件和信息技术服务业-软件和信息技术服务业	深南股份、榕基软件、华平股份、易联众、浩云科技、信息发展、博思软件、和仁科技、佳发教育、熙菱信息、恒锋信息、科创信息、麦迪科技、开普云
301179.SZ	泽宇智能	2021-12-08	信息传输、软件和信息技术服务业-软件和信息技术服务业	国电南瑞、金智科技、海联讯、东方电子、智洋创新
301180.SZ	万祥科技	2021-11-16	制造业-计算机、通信和其他电子设备制造业	恒铭达、科森科技、安洁科技、智动力、方林科技
301182.SZ	凯旺科技	2021-12-23	制造业-计算机、通信和其他电子设备制造业	得润电子、立讯精密、意华股份、徕木股份、海能实业、胜蓝股份
301185.SZ	鸥玛软件	2021-11-19	信息传输、软件和信息技术服务业-软件和信息技术服务业	海云天、全美在线、佳发教育
301186.SZ	超达装备	2021-12-23	制造业-专用设备制造业	天汽模、合力科技、威唐工业
301188.SZ	力诺特玻	2021-11-11	制造业-非金属矿物制品业	正川股份、山东药玻、山东华鹏、德力股份
301189.SZ	奥尼电子	2021-12-28	制造业-计算机、通信和其他电子设备制造业	安克创新、漫步者、安联锐视、瀛通通讯、光弘科技、协创数据、同为股份、维海德、罗技
301190.SZ	善水科技	2021-12-24	制造业-化学原料和化学制品制造业	浙江龙盛、亚邦股份、醋化股份、建新股份
301193.SZ	家联科技	2021-12-09	制造业-橡胶和塑料制品业	永新股份、茶花股份、富岭环球
301198.SZ	喜悦智行	2021-12-02	制造业-橡胶和塑料制品业	柏星龙、环申股份、美盈森、天秦装备、Brambles、DSSmithPlc.
301199.SZ	迈赫股份	2021-12-07	制造业-专用设备制造业	华昌达、三丰智能、新时达、科大智能、哈工智能、江苏北人、瑞松科技、平原智能
301211.SZ	亨迪药业	2021-12-22	制造业-医药制造业	森萱医药、奥翔药业、博腾股份、普洛药业、九洲药业、美诺华、天宇股份、同和药业、新华制药、海普瑞
301213.SZ	观想科技	2021-12-06	信息传输、软件和信息技术服务业-软件和信息技术服务业	左江科技、中科海讯、旋极信息
301221.SZ	光庭信息	2021-12-22	信息传输、软件和信息技术服务业-软件和信息技术服务业	凌志软件、东软集团、中科创达、诚迈科技、四维图新
430090.BJ	同辉信息	2021-08-09	信息传输、软件和信息技术服务业-软件和信息技术服务业	金桥信息、飞利信、真视通、丝路视觉、恒实科技
600927.SH	永安期货	2021-12-23	金融业-资本市场服务	南华期货、瑞达期货、弘业期货
600935.SH	华塑股份	2021-11-26	制造业-化学原料和化学制品制造业	中泰化学、君正集团、鸿达兴业、亿利洁能
600955.SH	维远股份	2021-09-15	制造业-化学原料和化学制品制造业	鲁西化工、万华化学、华鲁恒升、阳煤化工
601728.SH	中国电信	2021-08-20	信息传输、软件和信息技术服务业-电信、广播电视和卫星传输服务	中国联通、中国移动
601825.SH	沪农商行	2021-08-19	金融业-货币金融服务	上海银行、青农商行、渝农商行

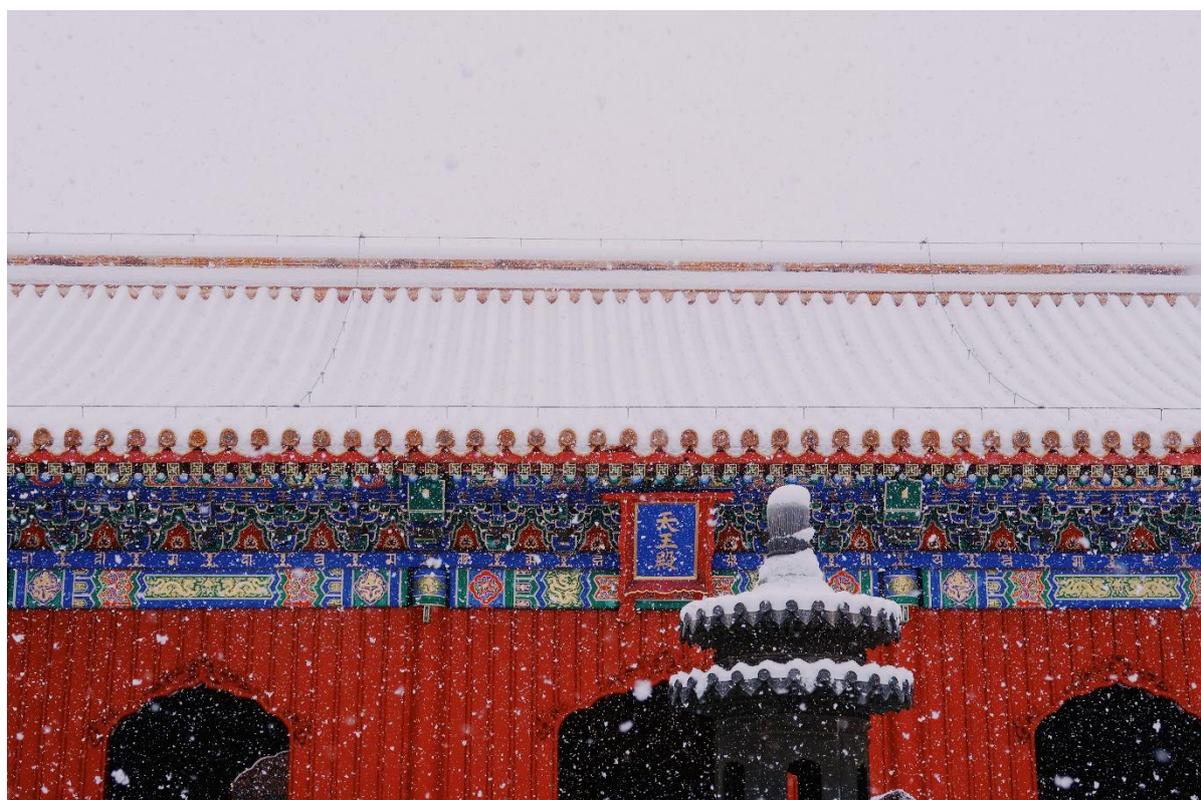
证券代码	证券简称	首发上市日期	证监会行业	可比公司
601868.SH	中国能建	2021-09-28	建筑业-土木工程建筑业	中国建筑、中国中铁、中国铁建、中国交建、中国电建、中国中冶、上海建工、中国核建、隧道股份、四川路桥、天健集团、中材国际、龙元建设
601921.SH	浙版传媒	2021-07-23	文化、体育和娱乐业-新闻和出版业	凤凰传媒、新华文轩、中南传媒、山东出版、中原传媒
603048.SH	浙江黎明	2021-11-16	制造业-汽车制造业	新坐标、富临精工、登云股份、精锻科技、福达股份
603071.SH	物产环能	2021-12-16	批发和零售业-批发业	宁波能源、杭州热电、新中港
603176.SH	汇通集团	2021-12-31	建筑业-土木工程建筑业	北新路桥、龙建股份、交建股份、正平股份、新疆交建、山东路桥、四川路桥、成都路桥、腾达建设
603213.SH	镇洋发展	2021-11-11	制造业-化学原料和化学制品制造业	中泰化学、滨化股份、氯碱化工、嘉化能源
603216.SH	梦天家居	2021-12-15	制造业-家具制造业	江山欧派、索菲亚、欧派家居、顶固集创
603219.SH	富佳股份	2021-11-22	制造业-电气机械和器材制造业	科沃斯、莱克电气、德昌电机、新宝股份
603230.SH	内蒙新华	2021-12-24	文化、体育和娱乐业-新闻和出版业	山东出版、皖新传媒、新华文轩、中原传媒
605020.SH	永和股份	2021-07-09	制造业-化学原料和化学制品制造业	巨化股份、三美股份
605028.SH	世茂能源	2021-07-12	电力、热力、燃气及水生产和供应业-电力、热力生产和供应业	富春环保、宁波热电、大连热电、新中港
605033.SH	美邦股份	2021-09-16	制造业-化学原料和化学制品制造业	海利尔、丰山集团、诺普信、先达股份、国光股份
605056.SH	咸亨国际	2021-07-20	批发和零售业-批发业	固安捷、快扣、欧时公司
605069.SH	正和生态	2021-08-16	水利、环境和公共设施管理业-生态保护和环境治理业	东方园林、美尚生态、绿茵生态、节能铁汉、蒙草生态
605138.SH	盛泰集团	2021-10-27	制造业-纺织服装、服饰业	申洲国际、晶苑国际、联泰控股、鲁泰A、联发股份、华茂股份、新野纺织、凤竹纺织
605162.SH	新中港	2021-07-07	电力、热力、燃气及水生产和供应业-电力、热力生产和供应业	富春环保、宁波热电、东方盛虹
605167.SH	利柏特	2021-07-26	科学研究和技术服务业-专业技术服务业	博迈科、杰瑞股份、中国化学、东华科技、三维工程、陕西建工、腾达建设、中铝国际
605287.SH	德才股份	2021-07-06	建筑业-建筑装饰和其他建筑业	金螳螂、广田集团、亚厦股份、宝鹰股份、瑞和股份、全筑股份、奇信股份、中装建设、洪涛股份、建艺集团
605365.SH	立达信	2021-07-20	制造业-电气机械和器材制造业	阳光照明、得邦照明、欧普照明、佛山照明
605507.SH	国邦医药	2021-08-02	制造业-医药制造业	普洛药业、新华制药、富祥药业、鲁抗医药、新和成
605555.SH	德昌股份	2021-10-21	制造业-电气机械和器材制造业	科沃斯、莱克电气、石头科技、新宝股份
605566.SH	福莱茵特	2021-10-25	制造业-化学原料和化学制品制造业	浙江龙盛、闰土股份、吉华集团、安诺其、锦鸡股份
605567.SH	春雪食品	2021-10-13	制造业-农副食品加工业	圣农发展、仙坛股份、大成食品、凤祥股份
605577.SH	龙版传媒	2021-08-24	文化、体育和娱乐业-新闻和出版业	中原传媒、山东出版、中南传媒、新华文轩、南方传媒、凤凰传媒
605580.SH	恒盛能源	2021-08-19	电力、热力、燃气及水生产和供应业-电力、热力生产和供应业	富春环保、宁波能源、杭州热电、浙江新中港、宁波世茂
605588.SH	冠石科技	2021-08-12	制造业-计算机、通信和其他电子设备制造业	三利谱、深纺织、江奥光电、富丽集团、智动力、恒铭达、安洁科技
605589.SH	圣泉集团	2021-08-10	制造业-化学原料和化学制品制造业	彤程新材、宏昌电子、兴业股份
605598.SH	上海港湾	2021-09-17	建筑业-土木工程建筑业	城地香江、中化岩土、中岩大地
605599.SH	菜百股份	2021-09-09	批发和零售业-零售业	周大生、老凤祥、明牌珠宝、潮宏基、萃华珠宝、中国黄金

证券代码	证券简称	首发上市日期	证监会行业	可比公司
688032.SH	禾迈股份	2021-12-20	制造业-电气机械和器材制造业	长城电工、科林电气、白云电器
688038.SH	中科通达	2021-07-13	信息传输、软件和信息技术服务业-软件和信息技术服务业	易华录、银江股份、恒锋信息、立昂技术、网进科技
688049.SH	炬芯科技-U	2021-11-29	制造业-计算机、通信和其他电子设备制造业	博通集成、恒玄科技、中科蓝讯
688071.SH	华依科技	2021-07-29	制造业-专用设备制造业	天永智能、豪森股份、江苏北人、克来机电、苏试试验
688075.SH	安旭生物	2021-11-18	制造业-医药制造业	明德生物、基蛋生物、万孚生物、东方生物
688082.SH	盛美上海	2021-11-18	制造业-专用设备制造业	北方华创、芯源微、中微公司、长川科技
688087.SH	英科再生	2021-07-09	制造业-废弃资源综合利用业	格林美、南京聚隆、国风塑业、远东新世纪、Indorama Ventures、FP Corporation
688091.SH	上海谊众-U	2021-09-09	制造业-医药制造业	泽璟制药、贝达药业、君实生物、百奥泰、神州细胞
688103.SH	国力股份	2021-09-10	制造业-计算机、通信和其他电子设备制造业	宏发股份、航天电器、宝光股份、旭光电子、三友联众、国光电气
688105.SH	诺唯赞	2021-11-15	科学研究和技术服务业-研究和试验发展	百普赛斯、义翘神州、菲鹏生物、万泰生物、万孚生物、东方生物、基蛋生物、圣湘生物、菲鹏生物
688107.SH	安路科技-U	2021-11-12	制造业-计算机、通信和其他电子设备制造业	兆易创新、寒武纪、澜起科技、景嘉微、紫光国微、复旦微、赛灵思、微芯科技、莱迪思半导体
688110.SH	东芯股份	2021-12-10	制造业-计算机、通信和其他电子设备制造业	兆易创新、华邦电子、旺宏电子、普冉股份
688112.SH	鼎阳科技	2021-12-01	制造业-仪器仪表制造业	是德科技、固纬电子、普源精电、道通科技、华峰测控
688121.SH	卓然股份	2021-09-06	制造业-专用设备制造业	钢研高纳、惠生工程、兰石重装、中国一重、科新机电
688148.SH	芳源股份	2021-08-06	制造业-电气机械和器材制造业	格林美、杉杉股份、当升科技、容百科技、科隆新能、长远锂科、中伟股份
688151.SH	华强科技	2021-12-06	制造业-专用设备制造业	北化股份、捷强装备、江航装备、山东药玻、华兰股份
688162.SH	巨一科技	2021-11-10	制造业-专用设备制造业	天永智能、三丰智能、机器人、先导智能、豪森股份
688167.SH	炬光科技	2021-12-24	制造业-计算机、通信和其他电子设备制造业	锐科激光、杰普特、联赢激光、蓝特光学、福晶科技、贰陆集团、Velodyne LiDAR、相干公司
688182.SH	灿勤科技	2021-11-16	制造业-计算机、通信和其他电子设备制造业	武汉凡谷、东山精密、春兴精工、大富科技、北斗星通
688187.SH	时代电气	2021-09-07	制造业-铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业	中国中车、中国通号、汇川技术、众合科技、交控科技、鼎汉技术、思维列控、金鹰重工、铁建装备
688190.SH	云路股份	2021-11-26	制造业-黑色金属冶炼和压延加工业	安泰科技、扬电科技、铂科新材、横店东磁
688192.SH	迪哲医药-U	2021-12-10	制造业-医药制造业	贝达药业、君实生物、泽璟制药、微芯生物、艾力斯、信达生物、诺诚健华
688206.SH	概伦电子	2021-12-28	信息传输、软件和信息技术服务业-软件和信息技术服务业	新思科技、铿腾电子、华大九天、广立微、思尔芯、芯原股份、寒武纪、是德科技
688210.SH	统联精密	2021-12-27	制造业-计算机、通信和其他电子设备制造业	精研科技、东睦股份、科森科技、长盈精密、海昌新材、福立旺
688211.SH	中科微至	2021-10-26	制造业-通用设备制造业	德马科技、今天国际、东杰智能、华昌达、天奇股份、欣巴科技、兰剑智能
688212.SH	澳华内镜	2021-11-15	制造业-专用设备制造业	开立医疗、迈瑞医疗、南微医学
688226.SH	威腾电气	2021-07-07	制造业-电气机械和器材制造业	白云电器、广电电气、大烨智能、加勒股份、摩恩电气、日丰股份、通光线缆

证券代码	证券简称	首发上市日期	证监会行业	可比公司
688227.SH	品高股份	2021-12-30	信息传输、软件和信息技术服务业-软件和信息技术服务业	深信服、青云科技、卓易信息、南威软件
688230.SH	芯导科技	2021-12-01	制造业-计算机、通信和其他电子设备制造业	韦尔股份、力芯微、芯朋微、新洁能、斯达半导
688232.SH	新点软件	2021-11-17	信息传输、软件和信息技术服务业-软件和信息技术服务业	浙大网新、榕基软件、久其软件、科创信息、广联达、南威软件、浪潮软件、东软集团、数字政通、华宇软件、万达信息、中科软
688235.SH	百济神州-U	2021-12-15	制造业-医药制造业	信达生物、君实生物、贝达药业、复宏汉霖、康方生物
688236.SH	春立医疗	2021-12-30	制造业-专用设备制造业	大博医疗、三友医疗、凯利泰、威高骨科、爱康医疗
688239.SH	航宇科技	2021-07-05	制造业-铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业	中航重机、三角防务、派克新材、宝鼎科技
688246.SH	嘉和美康	2021-12-14	信息传输、软件和信息技术服务业-软件和信息技术服务业	东华软件、卫宁健康、万达信息、创业慧康、东软集团、思创医惠、麦迪科技、和仁科技
688248.SH	南网科技	2021-12-22	科学研究和技术服务业-专业技术服务业	阳光电源、苏试试验、亿嘉和、许继电气、平高电气
688255.SH	凯尔达	2021-10-25	制造业-通用设备制造业	埃斯顿、埃夫特、新松机器人、日本 OTC
688257.SH	新锐股份	2021-10-27	制造业-有色金属冶炼和压延加工业	中钨高新、章源钨业、翔鹭钨业、欧科亿、华锐精密、石化机械、鸣利来
688265.SH	南模生物	2021-12-28	科学研究和技术服务业-研究和试验发展	集萃药康、昭衍新药、Charles River
688272.SH	富吉瑞	2021-10-18	制造业-计算机、通信和其他电子设备制造业	高德红外、睿创微纳、久之洋、大立科技
688280.SH	精进电动-UW	2021-10-27	制造业-汽车制造业	大洋电机、正海磁材、ST大地和
688285.SH	高铁电气	2021-10-20	制造业-铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业	凯发电气、中国通号、交控科技、电工合金、经纬电力
688296.SH	和达科技	2021-07-27	信息传输、软件和信息技术服务业-软件和信息技术服务业	新天科技、三高股份、智洋创新、山大地纬
688303.SH	大全能源	2021-07-22	制造业-电气机械和器材制造业	通威股份、新特能源、保利协鑫、亚洲硅业
688305.SH	科德数控	2021-07-09	制造业-通用设备制造业	海天精工、日发精机、国盛智科、浙海德曼、华中数控、友佳国际
688385.SH	复旦微电	2021-08-04	制造业-计算机、通信和其他电子设备制造业	紫光国微、兆易创新、聚辰股份、国民技术、中电华大科技、上海贝岭
688499.SH	利元亨	2021-07-01	制造业-专用设备制造业	先导智能、赢合科技、科瑞技术、杭可科技
688501.SH	青达环保	2021-07-16	制造业-专用设备制造业	雪浪环境、龙源技术、菲达环保
688509.SH	正元地信	2021-07-30	科学研究和技术服务业-专业技术服务业	测绘股份、数字政通、辰安科技、航天宏图、超图软件
688511.SH	天微电子	2021-07-30	制造业-计算机、通信和其他电子设备制造业	捷强装备、天秦装备、上海瀚讯、景嘉微、江航装备、北摩高科
688553.SH	汇宇制药-W	2021-10-26	制造业-医药制造业	恒瑞医药、贝达药业、普利制药、苑东生物
688622.SH	禾信仪器	2021-09-13	制造业-仪器仪表制造业	聚光科技、天瑞仪器、钢研纳克、三德科技
688670.SH	金迪克	2021-08-02	制造业-医药制造业	康泰生物、沃森生物、康华生物、华兰疫苗、成大生物、百克生物
688697.SH	纽威数控	2021-09-17	制造业-通用设备制造业	海天精工、日发精机、国盛智科
688701.SH	卓锦股份	2021-09-16	水利、环境和公共设施管理业-生态保护和环境治理业	京蓝科技、理工环科、高能环境、建工修复、万德斯、京源环保
688707.SH	振华新材-U	2021-09-14	制造业-化学原料和化学制品制造业	容百科技、当升科技、杉杉能源、厦钨新能、长远锂科
688711.SH	宏微科技	2021-09-01	制造业-计算机、通信和其他电子设备制造业	台基股份、扬杰科技、华微电子、斯达半导、士兰微
688718.SH	唯赛勃	2021-07-28	制造业-专用设备制造业	南方汇通、三达膜、开能健康、长阳科技、星源材质、恩捷股份、璞泰来

证券代码	证券简称	首发上市日期	证监会行业	可比公司
688722.SH	同益中	2021-10-19	制造业-化学纤维制造业	中简科技、光威复材、延安必康、千禧龙纤
688728.SH	格科微	2021-08-18	制造业-计算机、通信和其他电子设备制造业	韦尔股份、兆易创新、汇顶科技、卓胜微、圣邦股份
688733.SH	壹石通	2021-08-17	制造业-非金属矿物制品业	国瓷材料、天奈科技、联瑞新材、雅克科技
688737.SH	中自科技	2021-10-22	制造业-化学原料和化学制品制造业	艾可蓝、凯龙高科、威孚高科、贵研铂业
688739.SH	成大生物	2021-10-28	制造业-医药制造业	康泰生物、沃森生物、康华生物
688766.SH	普冉股份	2021-08-23	制造业-计算机、通信和其他电子设备制造业	聚辰股份、兆易创新、上海贝岭、韦尔股份
688767.SH	博拓生物	2021-09-08	制造业-医药制造业	奥泰生物、安旭生物、万孚生物、东方生物
688768.SH	容知日新	2021-07-26	制造业-仪器仪表制造业	恩普特、博华科技、江凌股份、东华测试
688772.SH	珠海冠宇	2021-10-15	制造业-电气机械和器材制造业	亿纬锂能、欣旺达、鹏辉能源
688776.SH	国光电气	2021-08-31	制造业-计算机、通信和其他电子设备制造业	亚光科技、天箭科技、雷科防务、国睿科技
688778.SH	厦钨新能	2021-08-05	制造业-电气机械和器材制造业	当升科技、容百科技、杉杉能源、长远锂科
688779.SH	长远锂科	2021-08-11	制造业-电气机械和器材制造业	当升科技、容百科技、格林美、杉杉能源、厦钨新能
688786.SH	悦安新材	2021-08-26	制造业-金属制品业	铂科新材、博迁新材
688787.SH	海天瑞声	2021-08-13	信息传输、软件和信息技术服务业-软件和信息技术服务业	Appen、荣科科技、彩讯股份、天玑科技、四方精创
688789.SH	宏华数科	2021-07-08	制造业-专用设备制造业	汉弘集团、爱科科技、杰克股份、大豪科技、慈星股份、标准股份、上工申贝、越剑智能
688793.SH	倍轻松	2021-07-15	制造业-电气机械和器材制造业	奥佳华、石头科技、科沃斯
688798.SH	艾为电子	2021-08-16	制造业-计算机、通信和其他电子设备制造业	圣邦股份、卓胜微、芯朋微、思瑞浦
688799.SH	华纳药厂	2021-07-13	制造业-医药制造业	仟源医药、振东制药、金陵药业、方盛制药、特一药业、灵康药业、莱美药业、汉森制药、诚意药业、盘龙药业、九典制药、昂利康
688800.SH	瑞可达	2021-07-22	制造业-计算机、通信和其他电子设备制造业	永贵电器、徕木股份、中航光电、得润电子、航天电器
831039.BJ	国义招标	2021-08-18	科学研究和技术服务业-专业技术服务业	东方中科、中达安、建成咨询、安天利信、广咨国际
831305.BJ	海希通讯	2021-11-05	制造业-仪器仪表制造业	汇川技术、英威腾、麦格米特、蓝海华腾、雷赛智能
831832.BJ	科达自控	2021-11-15	信息传输、软件和信息技术服务业-软件和信息技术服务业	梅安森、精准信息、天地科技、龙软科技
832089.BJ	禾昌聚合	2021-11-09	制造业-橡胶和塑料制品业	金发科技、普利特、道恩股份、国恩股份、南京聚隆、会通股份
832145.BJ	恒合股份	2021-11-15	水利、环境和公共设施管理业-生态保护和环境治理业	先河环保、力合科技、雪迪龙、森根科技
832171.BJ	志晟信息	2021-11-15	信息传输、软件和信息技术服务业-软件和信息技术服务业	恒锋信息、科创信息、南威软件、网进科技
832566.BJ	梓潼宫	2021-08-13	制造业-医药制造业	赛隆药业、赛升药业、海特生物、华润双鹤、未名医药、龙津药业
832885.BJ	星辰科技	2021-07-08	制造业-仪器仪表制造业	汇川技术、华中数控、新兴装备、北摩高科
833454.BJ	同心传动	2021-11-15	制造业-汽车制造业	远东传动、冠盛股份、贝斯特、雷迪克、正强股份
833873.BJ	中设咨询	2021-11-15	科学研究和技术服务业-专业技术服务业	华图山鼎、中设股份、华维设计、设研院、设计总院、勘设股份
834765.BJ	美之高	2021-07-05	制造业-家具制造业	好太太、浙江永强、龙竹科技
835174.BJ	五新隧装	2021-08-20	制造业-专用设备制造业	创力集团、冀凯股份、鞍重股份、山河智能
835305.BJ	云创数据	2021-08-26	信息传输、软件和信息技术服务业-软件和信息技术服务业	青云科技、同有科技、海康威视、当虹科技、南威软件

证券代码	证券简称	首发上市日期	证监会行业	可比公司
836077.BJ	吉林碳谷	2021-08-31	制造业-化学纤维制造业	恒神股份、光威复材、中简科技
836260.BJ	中寰股份	2021-11-15	制造业-仪器仪表制造业	常辅股份、川仪股份、浙江力诺、智能自控
836720.BJ	吉冈精密	2021-11-24	制造业-金属制品业	丰光精密、东岩股份、文灿股份、锋龙股份、奇精机械
836892.BJ	广咨国际	2021-10-28	科学研究和技术服务业-专业技术服务业	苏交科、合诚股份、华设集团、建成咨询、青矩技术
837092.BJ	汉鑫科技	2021-11-15	信息传输、软件和信息技术服务业-软件和信息技术服务业	恒锋信息、万达信息、正元智慧、科创信息、殷图网联
838924.BJ	广脉科技	2021-11-03	信息传输、软件和信息技术服务业-软件和信息技术服务业	君逸数码、益邦智能、纵横通信、中贝通信
839680.BJ	广道高新	2021-11-15	信息传输、软件和信息技术服务业-软件和信息技术服务业	美亚柏科、罗普特、安博通、辰安科技
839946.BJ	华阳变速	2021-07-20	制造业-汽车制造业	蓝黛科技、泉峰汽车、瑞玛工业、广东鸿图
870436.BJ	大地电气	2021-11-15	制造业-汽车制造业	沪光股份、中马传动、长春一东、日盈电子、永鼎股份、得润电子、腾龙股份、合力科技
871553.BJ	凯腾精工	2021-08-06	制造业-专用设备制造业	鼎龙股份、纳思达、恒久科技
871642.BJ	通易航天	2021-08-16	制造业-橡胶和塑料制品业	江航装备、北摩高科、新兴装备
871981.BJ	晶赛科技	2021-11-15	制造业-计算机、通信和其他电子设备制造业	东晶电子、惠伦晶体、泰晶科技
872925.BJ	锦好医疗	2021-10-25	制造业-专用设备制造业	鱼跃医疗、乐心医疗、九安医疗、鹿得医疗、福建太尔



(王倩/摄)

## 【PART III 2021年下半年上市公司并购重组情况概述】

### 一、概况

2021年下半年，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20次会议，完成26单并购重组项目审核。审核情况具体情况见下表：

月份	七月	八月	九月	十月	十一月	十二月	合计
审核家数	3	8	4	2	4	5	26
其中：无条件通过	2	5	1	1	0	3	12
有条件通过	0	3	3	0	3	1	10
未获通过	1	0	0	1	1	1	4

其中：

- 20单构成重大资产重组，6单不构成重大资产重组；
- 23单构成关联交易，3单不构成关联交易；
- 26单均不构成借壳上市。

2021年下半年涉及的置入资产交易规模总计2,294.24亿元。其中：上海主板12宗，置入资产交易规模471.98亿元；深圳主板14宗，置入资产交易规模1,822.26亿元。

置出资产2宗，交易规模43.93亿元。

### 二、未获通过原因

序号	公司名称	审核结果	审核意见
1	沙钢股份	未通过	申请人未能充分披露标的资产海外政策风险和核心竞争力，盈利能力存在较大不确定性，不符合《上市公司重大资产重组管理办法》第四十三条的相关规定。
2	奥赛康	未通过	申请人未能充分披露境内外行业政策变动对标的资产的影响，未来盈利能力存在较大不确定性，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。
3	宇顺电子	未通过	申请人未能充分说明标的资产的核心竞争力，交易完成后商誉占比较大，不利于提高上市公司质量，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。
4	乐通股份	未通过	申请人未充分披露本次交易标的资产定价的公允性，未充分说明本次交易有利于提高上市公司资产质量、增强持续盈利能力，不符合《上市公司重大资产重组管理办法》第十一条和第四十三条相关规定。

### 三、并购规模排名

2021年7-12月，已通过上会标的资产涉及对价金额合计2,083.68亿元，前十名交易金额合计1,876.76亿元，占比90.07%。

证券代码	证券简称	重组类型	标的资产名称	交易对价（万元）
000877.SZ	天山股份	发行股份购买资产	中联水泥 100%股权、 南方水泥 99.9274%股权、 西南水泥 95.7166%股权及 中材水泥 100% 股权	9,814,211.59
600068.SH	葛洲坝	吸收合并	葛洲坝 57.16%股权	2,287,470.39

证券代码	证券简称	重组类型	标的资产名称	交易对价（万元）
000301.SZ	东方盛虹	股份购买资产	斯尔邦 100%股权	1,436,000.00
000401.SZ	冀东水泥	吸收合并	金隅集团所持有的金隅冀东水泥（唐山）有限责任公司 47.09%的股权	1,362,332.72
000780.SZ	ST 平能	吸收合并	云南新能源 100%股权、广西新能源 100%股权、东北新能源 100%股权、甘肃新能源 100%股权、定边新能源 100%股权、内蒙古新能源 100%股权、山西洁能 100%股权、天津洁能 100% 股权	967,898.81
000528.SZ	柳工	吸收合并	柳工有限 100%股权	761,609.10
600859.SH	王府井	吸收合并	首商股份 100%股权	672,206.20
002180.SZ	纳思达	发行股份购买资产	奔图电子 100%股权	660,000.00
000737.SZ	南风化工	发行股份购买资产	北方铜业股份有限公司 100%股权	438,300.00
600970.SH	中材国际	发行股份购买资产	北京凯盛 100%股权、南京凯盛 98%股权及中材矿山 100%股权	367,617.39

#### 四、标的资产评估/估值情况

##### （一）报告形式

26 单并购重组项目中，21 单为发行股份购买资产项目，均出具了资产评估报告；5 单吸收合并项目，其中：2 单出具了估值报告，2 单出具了资产评估报告，1 单出具了估值报告和资产评估报告。

##### （二）评估/估值方法选用

26 宗并购重组行为共涉及 72 项标的资产，不同评估/估值方法组合选择如下：

行业分类	标的资产	选用的评估/估值方法				
		资产基础法 收益法	收益法 市场法	资产基础法 市场法	资产基础法	市场法 (吸并)
制造业	38	28	5	-	5	-
电力、热力、燃气及水生产和供应业	14	12	-	1	-	1
采矿业	5	2	-	-	2	1
信息传输、软件和信息技术服务业	3	-	2	-	1	-
批发和零售业	3	1	-	-	-	2
科学研究和技术服务业	3	3	-	-	-	-
水利、环境和公共设施管理业	3	-	-	3	-	-
建筑业	2	-	-	-	-	2
租赁和商务服务业	1	1	-	-	-	-
合计	72	47	7	4	8	6

从上表可以看出，81%的评估对象选用两种评估方法，19%的评估/估值对象用了一种评估/估值方法。只选用一种评估/估值方法的原因披露如下：

1.仅采用资产基础法

收益法不适用理由：

被评估单位为投资平台公司无实际经营业务，不具备采用收益法的评估条件。

被评估单位主营业务利润连续亏损，经营活动产生的现金流量净额近年来一直为负，未来收益存在较大不确定性，难以根据目前经营情况合理预计未来收益。

市场法不适用理由：

与本项目被评估单位属于同一行业的上市公司，在业务结构、经营模式、企业规模、资产配置和使用情况、企业所处的经营阶段、成长性、经营风险、财务风险等因素与被评估企业相差较大。

评估基准日附近中国同一行业的可比企业的买卖、收购及合并案例较少，所以相关可靠的可比交易案例的经营和财务数据很难取得，无法计算适当的价值比率。

2. 券商估值报告现金流折现法不适用理由

本次交易中，合并双方均为上市公司，在合并完成之前，受上市监管及商业保密限制不能提供更为详细的财务资料及未来盈利及现金流预测，并且公布未来盈利及现金流预测可能会引起股价异动，增加本次合并成功的不确定性，因此本次合并未进行盈利及现金流预测。因缺乏相关的可靠的财务预测数据，本次交易无法使用现金流折现法进行估值分析。

### （三）价值类型

除 4 项吸并项目估值报告未披露价格类型外，其余 68 项均选用市场价值。

### （四）评估结论

所涉及的 66 项评估对象中，有 22 项采用资产基础法的评估结果作为评估结论，36 项采用收益法的评估结果作为评估结论，8 项采用市场法的评估结果作为评估结论。

根据证监会公布的《上市公司行业分类指引》（2012 年修订），2021 年下半年经证监会审核的上市公司并购重组项目行业分类及评估结论选用结果如下：

行业分类	标的资产	结论采用的评估方法					
		资产基础法	增值率	收益法	增值率	市场法	增值率
制造业	38	14	95.99%	20	209.13%	4	54.43%
电力、热力、燃气及水生产和供应业	13	2	13.39%	10	72.14%	1	15.23%
采矿业	4	2	915.40%	2	159.37%	-	-
信息传输、软件和信息技术服务业	3	1	-6.92%	2	90.84%	-	-
批发和零售业	1	-	-	1	392.05%	-	-
科学研究和技术服务业	3	3	172.36%	-	-	-	-
水利、环境和公共设施管理业	3	-	-	-	-	3	47.40%
租赁和商务服务业	1	-	-	1	45.34%	-	-
合计	66	22		36		8	

### （五）收益法折现率各项参数指标统计表

在采用收益法评估的 54 项评估对象中，均采用企业自由现金流折现模型。剔除 2 项未披露折现率具体参数、1 项采用长期国债期望回报率加风险调整值的样本后，剩余 51 项折现率参数平均值如下：

行业分类	评估对象	无风险报酬率	市场风险溢价	个别风险	CAPM
制造业	32	3.61%	6.83%	1.93%	13.70%
电力、热力、燃气及水生产和供应业	11	3.35%	7.15%	0.92%	11.98%
科学研究和技术服务业	3	3.92%	6.33%	3.67%	14.22%

行业分类	评估对象	无风险报酬率	市场风险溢价	个别风险	CAPM
采矿业	2	2.97%	8.04%	1.35%	11.83%
信息传输、软件和信息技术服务业	2	2.61%	7.40%	2.20%	11.23%
批发和零售业	1	3.14%	7.50%	5.00%	14.65%

(六) 市场法参数选取情况

行业分类	评估对象	具体方法	价值比率	流动性折扣
制造业	5	上市公司比较法	P/E, NOIAT、EBIT、EBITDA	27.25%
水利、环境和公共设施管理业	3	上市公司比较法	PB、EV/NOIAT	31.10%
信息传输、软件和信息技术服务业	2	上市公司比较法	PE、EV/总收入、EV/EBITDA	34.22%
电力、热力、燃气及水生产和供应业	1	上市公司比较法	PB、EV/NOIAT	31.10%

五、2021年下半年上市公司重大资产重组主要参数列示

(一) 制造业

证券代码	证券简称	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	行业细分
600081.SZ	东风科技	2020/3/31	东风马勒股东全部权益	3.82%	7.12%	1.0170	1.00%	12.40%	9.16x	整车热管理系统的研发、生产及销售
600081.SZ	东风科技	2020/3/31	上海弗列加股东全部权益	3.82%	7.12%	1.0170	1.00%	12.36%	-	滤清器的研发、生产、销售
600081.SZ	东风科技	2020/3/31	东风汤姆森股东全部权益	3.82%	7.12%	1.0170	1.00%	12.40%	-	整车热管理系统、蒸汽排放系统的研发、生产及销售
600081.SZ	东风科技	2020/3/31	东森置业股东全部权益	3.10%	-	-	4.90%	-	-	厂房及土地使用权租赁服务
600081.SZ	东风科技	2020/3/31	东风佛吉亚襄阳公司股东全部权益	3.82%	7.12%	1.0170	1.00%	12.36%	-	东风佛吉亚襄阳公司致力于为内燃机、混合动力等汽车提供尾气污染治理解决方案
600081.SZ	东风科技	2020/3/31	东风佛吉亚排气技术公司股东全部权益	3.82%	7.12%	1.0170	1.00%	12.36%	-	为内燃机、混合动力等汽车提供尾气污染治理解决方案
600081.SZ	东风科技	2020/3/31	东风辉门股东全部权益	3.82%	7.12%	1.0170	1.00%	12.36%	-	活塞产品的研发、生产及销售

证券代码	证券简称	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	行业细分
600081.SZ	东风科技	2020/3/31	东风富奥股东全部权益	3.82%	7.12%	1.0170	1.00%	12.36%	-	机油泵、水泵、电动水泵等，主要应用于发动机润滑系统、
600081.SZ	东风科技	2020/3/31	东风库博股东全部权益	3.82%	7.12%	1.0170	2.00%	13.36%	-	钢管、尼龙管、密封条、制动及燃油管路、冷却管等
000877.SZ	天山股份	2020/6/30	中联水泥股东全部权益	4.01%	6.76%	0.9400	2.00%	12.36%	7.35	水泥制造
000877.SZ	天山股份	2020/6/30	南方水泥股东全部权益	4.01%	6.76%	1.1453	1.00%	12.75%	6.03	水泥制造
000877.SZ	天山股份	2020/6/30	西南水泥股东全部权益	4.01%	6.76%	1.1197	1.50%	13.08%	7.54	水泥制造
000877.SZ	天山股份	2020/6/30	中材水泥股东全部权益	4.01%	6.76%	0.9700	1.00%	11.57%	7.84	水泥制造
002180.SZ	纳思达	2020/12/31	奔图电子股东全部权益	3.61%	6.11%	1.2500	3.00%	14.26%	23.33	计算机外围设备制造
600877.SH	电能股份	2020/10/31	西南设计股东全部权益	3.86%	6.81%	1.0354	2.00%	12.91%	27.39	硅基模拟半导体芯片及其应用产品的设计、研发、制造、测试、销售
600877.SH	电能股份	2020/10/31	芯亿达股东全部权益	3.86%	6.81%	1.9008	3.00%	19.81%	15.15	硅基模拟半导体芯片及其应用产品的设计、研发、制造、测试、销售
600877.SH	电能股份	2020/10/31	瑞晶实业股东全部权益	3.86%	6.81%	1.1141	2.00%	13.45%	17.03	硅基模拟半导体芯片及其应用产品的设计、研发、制造、测试、销售
000737.SZ	南风化工	2020/8/31	北方铜业股东全部权益	4.03%	5.70%	1.4108	3.50%	15.73%	18.47	铜金属的开采、选矿、冶炼及销售
000737.SZ	南风化工	2020/8/31	上市公司的全部资产和负债	-	-	-	-	-	-19.7	无机盐系列产品的生产与销售



证券代码	证券简称	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	行业细分
601866.SH	中远海发	2020/12/31	寰宇启东股东全部权益	3.15%	6.55%	1.8848	4.00%	19.50%	-	集装箱制造
601866.SH	中远海发	2020/12/31	寰宇青岛股东全部权益	3.15%	6.55%	1.8848	4.00%	19.50%	-	集装箱制造
601866.SH	中远海发	2020/12/31	寰宇宁波股东全部权益	3.15%	6.55%	1.8848	4.00%	19.50%	-	集装箱制造
601866.SH	中远海发	2020/12/31	寰宇科技股东全部权益	3.15%	6.55%	1.8848	4.00%	19.50%	-	集装箱制造
000401.SZ	冀东水泥	2021/2/28	金隅冀东水泥(唐山)有限责任公司股东全部权益	3.28%	7.10%	1.3871	1.00%	14.13%	6.8137	水泥制造
002755.SZ	奥赛康	2021/3/31	唯德康医疗股东全部权益	3.23%	7.00%	0.9338	2.20%	12.00%	15.65	消化内镜领域医疗器械研发、生产、销售
600929.SH	云天盐业	2020/12/31	湘渝盐化股东全部权益	4.03%	6.69%	0.8948	2.00%	12.02%	归母净利润: 9.034 扣非归母净利润: 314.22	基于高峰盐矿的盐产品开采销售
000528.SZ	柳工	2020/12/31	柳工有限股东全部权益	-	-	-	-	-	-	工程机械
000528.SZ	柳工	2020/12/31	欧维姆股东全部权益	3.15%	6.55%	1.1489	1.00%	11.68%	-	预应力产品的研发、生产和销售
000528.SZ	柳工	2020/12/31	中源机械股东全部权益	3.15%	6.55%	1.2134	1.00%	12.10%	-	为柳工集团范围内各主机厂及外部客户提供工程机械配套零部件
000528.SZ	柳工	2020/12/31	柳工农机股东全部权益	3.15%	6.55%	0.9938	1.00%	10.66%	-	农业机械的研发、生产和销售

证券代码	证券简称	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	行业细分
000528.SZ	柳工	2020/12/31	柳工建机股东全部权益	-	-	-	-	-	-	混凝土机械产品研发、生产、营销和服务
000528.SZ	柳工	2020/12/31	柳工压缩机股东全部权益	-	-	-	-	-	-	气体压缩机的研发、制造、销售、售后服务、租赁等业务
600198.SH	*ST大唐	2021年4月30日	大唐联诚信息系统技术有限公司股东全部权益	3.23%	7.00%	0.9700	2.00%	12.00%	35.24	特种通信
002319.SZ	乐通股份	2020/10/31	浙江启臣股东全部权益	-	-	-	-	-	-	持有核三力 55% 股权的持股平台，没有实际业务
002319.SZ	乐通股份	2020/10/31	核三力股东全部权益	3.92%	6.41%	0.9752	2.00%	12.17%	-	智能气力控制及核应急防护等设备的研发、生产和销售
600860.SH	京城股份	2020/6/30	北洋天青股东全部权益	4.06%	6.33%	0.9781	4.00%	14.25%	22.85	家电行业生产线自动化、信息化建设、升级和改造的系统集成产品提供
000301.SZ	东方盛虹	2021/3/31	斯尔邦股东全部权益	3.71%	6.83%	-	-	-	10.15	高附加值烯烃衍生物的研发、生产与销售

## (二) 电力、热力、燃气及水生产和供应业

证券代码	证券简称	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	行业细分
603693.SH	江苏新能	2020/12/31	大唐滨海股东全部权益	3.14%	6.93%	1.2709	2.20%	14.15%	6.2	海上风力发电，新能源项目的开发、建设和运营
600027.SH	华电国际	2020/6/30	蒙东能源股东全部权益	4.06%	6.33%	1.1681	2.00%	13.45%	27.73	风电
600027.SH	华电国际		福源热电股东全部权益	4.06%	6.33%	1.1681	-	11.45%	17.91	燃机热电联产
000155.SZ	川能动力	2020/6/30	川能环保股东全部权益	2.82%	7.12%	1.1928	2.00%	13.32%	-	电力业务和化工产品贸易业务



证券代码	证券简称	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	行业细分
000780.SZ	ST平能	2020/12/31	云南新能源股东全部权益	3.23%	7.41%	1.0249	0.40%	11.22%	5.63	风力发电
000780.SZ	ST平能	2020/12/31	广西新能源股东全部权益	3.44%	7.20%	1.0249	0.55%	11.37%	7.49	风力发电
000780.SZ	ST平能	2020/12/31	东北新能源股东全部权益	3.32%	7.32%	1.0249	0.40%	11.22%	13.44	风力发电
000780.SZ	ST平能	2020/12/31	甘肃新能源股东全部权益	3.26%	7.38%	1.0758	0.40%	11.60%	40.12	风力发电
000780.SZ	ST平能	2020/12/31	定边新能源股东全部权益	3.44%	7.20%	1.0249	0.60%	11.42%	9.24	风力发电
000780.SZ	ST平能	2020/12/31	内蒙古新能源股东全部权益	3.44%	7.20%	1.0249	0.60%	11.42%	29.49	风力发电
000780.SZ	ST平能	2020/12/31	山西洁能股东全部权益	3.32%	7.32%	1.0249	0.40%	11.22%	430.3	风力发电
000780.SZ	ST平能	2020/12/31	天津洁能股东全部权益	3.41%	7.23%	1.0249	0.60%	11.42%	12.99	风力发电
000780.SZ	ST平能	2020/12/31	平庄能源截至2020年12月31日除递延所得税资产、应交税费及递延收益之外的其他资产和负债	-	-	-	-	-	-	煤炭生产、洗选加工与销售
000780.SZ	ST平能	2021/1/18	龙源电力的市场价值	-	-	-	-	-	-	风电场的设计、开发、建设、管理和运营
000780.SZ	ST平能	2021/1/18	平庄能源换股价格	-	-	-	-	-	-	煤炭生产、洗选加工与销售

## (三) 采矿业

证券代码	证券简称	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	行业细分
002226.SZ	江南化工	2020/7/31	北方爆破股东全部权益	2.97%	8.04%	0.9337	1.10%	11.58%	13.75	爆破一体化服务
002226.SZ	江南化工	2020/7/31	庆华汽车股东全部权益	2.97%	8.04%	0.9938	0.70%	11.66%	13.35	汽车被动安全系统（安全气囊、安全带）用点火具、微型气体发生器、产气药剂的开发研制、生产和销售
002226.SZ	江南化工	2020/7/31	北方矿服股东全部权益	2.97%	8.04%	0.9337	1.60%	12.08%	-	爆破服务
002226.SZ	江南化工	2020/7/31	北方矿投股东全部权益	-	-	-	-	-	-	爆破服务
002226.SZ	江南化工	2020/7/31	广西金建华股东全部权益	2.97%	8.04%	0.9641	1.00%	11.72%	11.32	民爆器材的生产、销售以及爆破服务业务

## (四) 信息传输、软件和信息技术服务业

证券代码	证券简称	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	行业细分
002075.SZ	沙钢股份	2020/6/30	苏州卿峰股东全部权益	-	-	-	-	-	-	持股型公司
002075.SZ	沙钢股份	2020/6/30	Global Switch 股权	2.07%	7.42%	0.7200	2.00%	9.40%	-	数据中心业务
002819.SZ	东方中科	2020/9/30	万里红股东全部权益	3.15%	7.38%	1.0163	2.40%	13.05%	29.8	信息安全保密、虹膜识别和政务集成

## (五) 批发和零售业

证券代码	证券简称	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	行业细分
600859.SH	王府井	2021/1/30	王府井换股价格	-	-	-	-	-	27.09	商业零售
600859.SH	王府井	2021/1/30	首商股份换股价格	-	-	-	-	-	16.9	商业零售



证券代码	证券简称	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	行业细分
002289.SZ	宇顺电子	2020/12/31	前海首科股东全部权益	3.14%	7.50%	0.8680	5.00%	14.65%	12.86	电子元器件分销

(六) 科学研究和技术服务业

证券代码	证券简称	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	行业细分
600970.SH	中材国际	2020/9/30	北京凯盛股东全部权益	3.92%	6.33%	1.0206	4.00%	14.38%	4.08	工程设计咨询、工程总承包
600970.SH	中材国际	2020/9/30	南京凯盛股东全部权益	3.92%	6.33%	1.0206	3.50%	13.88%	4.63	工程设计咨询、工程总承包
600970.SH	中材国际	2020/9/30	中材矿山股东全部权益	3.92%	6.33%	1.1037	3.50%	14.40%	7.53	工程设计咨询、工程总承包

(七) 水利、环境和公共设施管理业

证券代码	证券简称	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	行业细分
600796.SH	钱江生化	2020/12/31	海云环保股东全部权益	-	-	-	-	-	17.43	环保工程
600796.SH	钱江生化	2020/12/31	首创水务股东全部权益	-	-	-	-	-	15.27	污水处理
600796.SH	钱江生化	2020/12/31	实康水务股东全部权益	-	-	-	-	-	14.26	自来水制水
600796.SH	钱江生化	2020/12/31	绿动海云股东全部权益	-	-	-	-	-	12.56	固废处置

(八) 建筑业

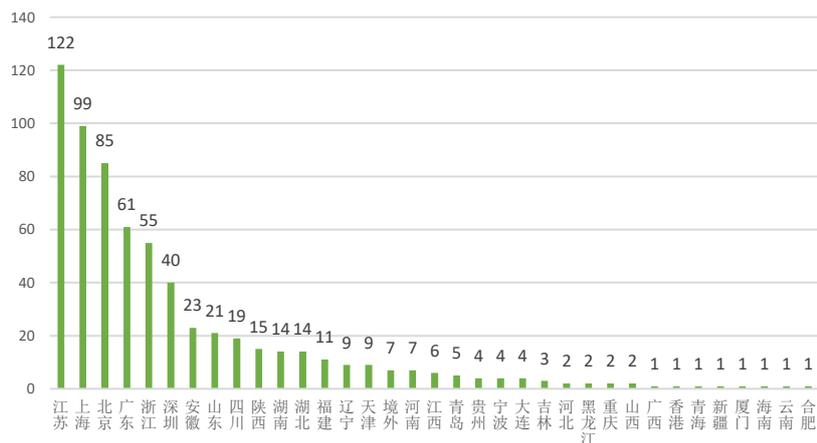
证券代码	证券简称	评估基准日	评估对象	无风险报酬率	市场风险溢价	beta	个别风险	权益资本成本	静态市盈率	行业细分
600068.SH	葛洲坝	2020/10/27	中国能源建设普通股股东权益价值	-	-	-	-	-	13.19	土木工程建筑
600068.SH	葛洲坝	2020/10/27	葛洲坝换股价格合理性	-	-	-	-	-	12.06	土木工程建筑

## 【PART IV 2021 年下半年科创板情况概述】

根据 Wind 资讯统计数据，截至 2021 年 12 月 31 日，科创板受理企业数量已达 653 家，其中 389 家企业进入已发行状态，40 家企业进入已问询状态。

从地区分布来看，当前已受理的 653 家企业集中分布于江苏、上海、北京、广东、浙江五个地区，上述五个地区共计 422 家已受理企业，占比 64.62%。

各地区科创板受理企业个数



## 【PART V 2021 年下半年创业板情况概述】

### 一、2021 年下半年创业板市场概况

指标名称	数值	比上年±	增减(%)
上市公司数	1,090	198	22.20%
总股本(亿股)	5,165.26	654.83	14.52%
流通股本(亿股)	3,935.86	453.56	13.02%
总市值(亿元)	140,240.30	30,901.76	28.26%
流通市值(亿元)	98,118.03	28,487.62	40.91%
加权平均股价(元/股)	27.15	2.91	12.00%
平均市盈率	59.99	-4.92	-7.58%

指标名称	数值	同比±	增减(%)
本年累计成交金额(亿元)	543,303.17	76,580.18	16.41%
其中: IPO 公司数(家)	199	92	85.98%
IPO 筹资额(亿元)	1,475.11	582.16	65.20%

### 二、创业板发行情况

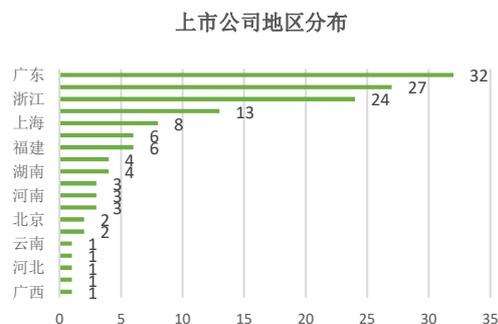
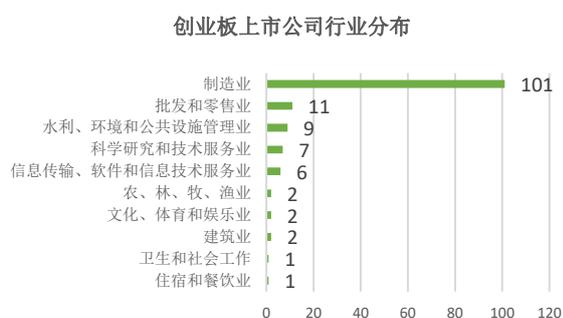
2021 年四季度末共有 1090 家创业板企业上市交易。其中 2021 年共成功发行 142 家，季度发行数量如右图：



### 三、创业板上市公司概览

2021 年度发行的 142 家创业板公司主要分布在 10 个行业中，其中制造业 101 家位居第一，批发和零售业、水利、环境和公共设施管理业分别位于第二、三位。卫生和社会工作、住宿和餐饮业分别只有 1 家。

2021 年度发行的创业板公司主要集中在广东，共有 32 家遥遥领先。紧随其后江苏和浙江 2 个省都超过 20 家。其余山东、上海等 11 个省、市均有 2 家或以上。



## 【PART VI 2021 年下半年新三板情况概述】

### 一、新三板挂牌情况

截止 2021 年末，新三板共有挂牌企业 6932 家，其中创新层企业 1225 家，基础层企业 5707 家，有 6523 家企业采取集合竞价交易方式，409 家企业采取做市交易方式。

### 二、新三板挂牌公司行业、股本分布情况

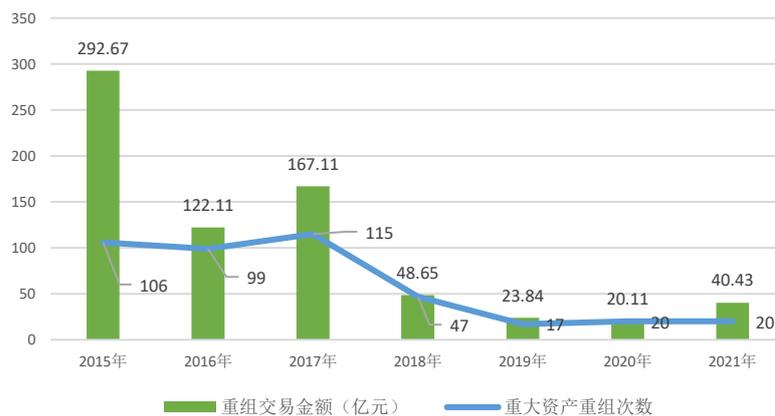
从行业分布来看，排名第一的行业为制造业，占比 49.19%，其次为信息传输、软件和信息技术服务业，占比 19.49%；从地域分布来看，广东、北京、江苏三地区挂牌家数排名前三，分别占比 14.07%、12.95%和 12.12%。

从挂牌公司股本分布情况来看，总股本在 1000 万股至 3000 万股区间内企业最多，占比 31.56%，其次为 3000 万股至 5000 万股以及 5000 万股至 1 亿股，分别占比 22.42%和 26.56%。

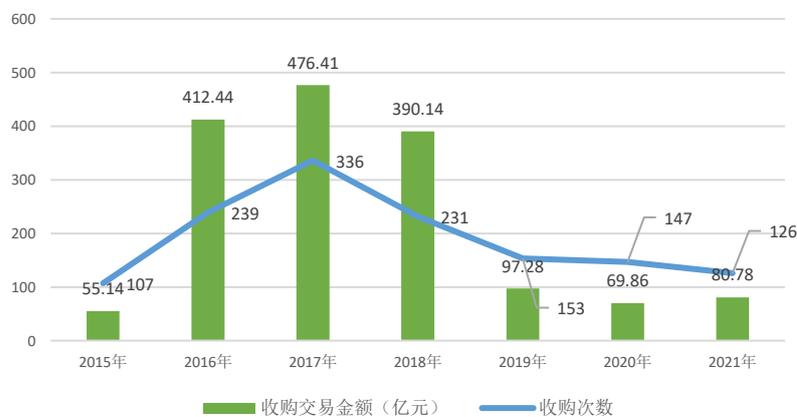
### 三、新三板重大资产重组情况

2021 年度，新三板重大资产重组次数 20 次，重组交易金额 40.43 亿元；收购次数 126 次，收购交易金额 80.78 亿元

新三板重大资产重组



新三板收购交易



## 【PART VII 2021年下半年北交所情况概述】

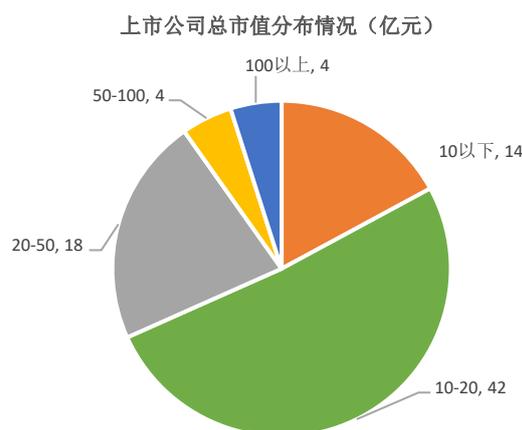
### 一、北交所基本情况

北京证券交易所（简称北交所）于2021年9月3日注册成立。截止2021年12月31日共有上市公司82家，其中有11家为公开发行进入北交所，融资金额75.22亿元，累计成交37.45亿股，667.17亿元。

市场规模	上市公司家数	82
	总股本（亿股）	122.69
	总市值（亿元）	2,722.75
股票发行	发行次数	41
	发行股数（亿股）	8.22
	融资金额（亿元）	75.22
股票交易	成交金额（亿元）	1,609.8
	成交数量（亿股）	95.86
	换手率（%）	206.5
	市盈率（倍）	46.66

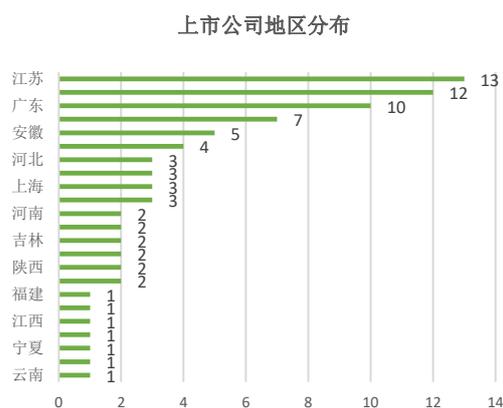
注：发行、交易数据包含2021年1月1日至11月12日精选层公司数据。

从公司总市值分布来看，上市公司集中分布在10-20亿元区间，共有42家，其次有18家上市公司总市值在20-50亿元区间，上市公司总市值在10亿元以下有14家，市值在50-100亿、100亿以上分别有4家。

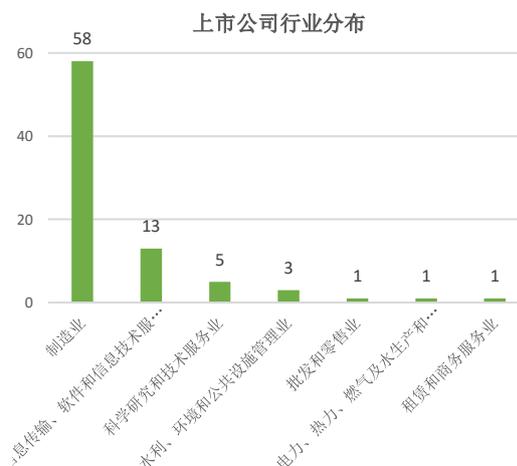


### 二、上市公司地域、行业分布情况

从地域分布来看，江苏、广东、安徽三地区挂牌家数排名前三，分别占比15.85%、14.63%和12.20%。



从行业分布来看，82家上市公司主要集中在制造业、信息传输、软件和信息技术服务业、科学研究和技术服务业、租赁和商务服务业。



## 企业并购成交价格与市场价值的数量关系研究\*

王进江 孙建忠

**【摘要】**企业并购是有特定目的的，在评估实务中，对并购目标公司的评估大多出具的是市场价值类型评估报告，且并购的成交价格大多等于市场价值评估值乘以并购股权比例，这是有一定瑕疵的。本文通过对成交价格与市场价值的数量关系分析，认为成交价格应在市场价值评估值基础上考虑协同效应、协同效应减值因素、业绩对赌、谈判能力等其他因素，并给出了协同效应减值因素扣除比例、业绩对赌协议价值和谈判能力等其他影响因素的量化方法和公式。

**【关键词】**成交价格 市场价值 投资价值 减值因素 对赌协议

### 一、企业并购动因和投资价值与市场价值的关系

#### （一）企业并购动因

企业并购按并购动因标准分类，分为战略并购和财务并购。战略并购指并购双方以各自核心竞争优势为基础，通过优化资源配置的方式在适度的范围内继续强化主营业务，产生一体化的协同效应，创造大于各自独立价值之和的新增价值的并购；财务并购指并购方收购目标公司后，通过改组包装再加以出售或融资的并购<sup>①</sup>。战略并购的协同效应就是“1+1>2”的效应，同时战略并购在其并购协议中大多都有如业绩承诺对赌等保护性条款；财务并购在其并购协议中一般也都是带有保护性条款的，如：在交割日后五年内如公司未能完成合格上市则投资人有权要求创始方至少以投资本金加上每年8%复合利率回购投资人持有的股权。企业并购不论是战略并购还是财务并购，在并购目的评估中，企业并购方一般都是明确的且并购方一般都是有特定目的的。中国资产评估协会《企业并购投资价值评估指导意见》（以下简称“指导意见”）第三条：企业并购投资价值是指并购标的资产在明确的并购双方基于特定目的、考虑协同效应和投资回报水平的情况下，在评估基准日的价值估算数额。根据指导意见，对企业并购双方确定目标公司成交价格提供价值参考依据的评估，应进行基于特定目的、考虑协同效应和投资回报水平的投资价值估算。

#### （二）投资价值与市场价值的关系

市场价值是指自愿买方和自愿卖方在各自理性行事且未受任何强迫的情况下，评估对象在评估基准日进行正常公平交易的价值估计数额。投资价值是指评估对象对于具有明确投资目标的特定投资者或者某一类投资者所具有的价值估计数额，亦称特定投资者价值。作为一般市场参与者“一般价值”的市场价值和作为特定投资者“特殊价值”的投资价值是两种典型的评估价值类型，两者之间存在者一般与特殊、独立与系统的关系。评估结论合理或公允不是抽象的，市场价值和投资价值二者之间并不存在哪一个合理而另一个不合理或哪一个比另一个更合理的问题，在满足各自价值定义成立条件的前提下都是合理或公允的评估结论，差异仅仅在于合理或公允成立的条件以及指向的不同。市场价值是相对于整个市场而言的合理或公允价值，是从各个市场参与者的特殊性或个性化考虑中分离出来的共性因素所决定

\* 本文已发表在《中国资产评估》2021年第07期。

的，是以标的资产独立经营时的预期收益为评估基础的，其价值高低往往只由标的资产自身因素决定，因而不但客观而且相对独立；投资价值针对的是特定投资者，在其评估业务执行过程中需要充分考虑并使用其特定评估资料和经济技术参数，是以标的资产与特定投资者的资产在组合经营时的预期收益为评估基础的，它不仅受标的资产自身因素的影响，还可能受特定投资者及其资产所具备的一些主观或客观因素的影响，因而是多因素系统联合后相互作用的结果。市场价值和投资价值这一般与特殊、独立与系统的关系是相对而言的，两项原本相互独立、互为“外部资产”的资产通过并购整合为一个新资产系统，在整合完整后市场参与者会重新将这个新资产系统视为一项独立的资产，这一关系同时为投资价值的估算提供了一条十分有效的技术路线。

投资价值与市场价值的数量差异是系统的组合功能价值与资产的独立功能价值的差异，这种差异实际上就是预期增量收益即标的资产与特定投资者自身相关资产或价值因素之间“1+1>2”的协同效应价值。指导意见第四条：协同效应是指外部协同效应，具体是指在企业并购中，由并购双方基于特定并购目的、就并购标的资产实施并购并进行整合产生的、超过或者低于并购整合前并购标的资产独立运营的经济效益。两企业通过并购整合产生的增量价值即协同效应价值，即包括标的资产由于并购而产生的增量价值，也包括并购方由于并购而产生的增量价值，并购整合过程中可能还需要支付额外的整合成本。定义： $V_A$ =并购方自身相关资产的市场价值、 $V_B$ =标的资产的市场价值、 $V_C$ =并购整合后形成的新资产即“A+B”的市场价值、 $\Delta V$ =资产组 B 针对资产组 A 的净协同效应价值、 $\Delta V_b$ =标的资产由于并购而产生的增量价值、 $\Delta V_a$ =并购方由于并购而产生的增量价值、 $IC$ =并购后整合过程中因采取的各种重组整合措施而支付的整合成本，则：

B 的投资价值= $V_B+\Delta V=V_B+\Delta V_b+\Delta V_a$ （“加法”技术路径）或 B 的投资价值= $V_C-V_A$ （“减法”技术路径）、 $\Delta V=V_C-V_A-V_B-IC$ 。“加法”技术路径和“减法”技术路径是投资价值评估的两种技术路径，根据指导意见第四十条“……根据委托人的要求，可以同时资产评估报告中载明标的资产并购前独立的市场价值测算结果，应当同时在资产评估报告中载明投资价值最大可能值并载明具体的协同效应类型。”以及“减法”技术路径的评估工作量和评估难度，在实务中投资价值评估的最佳技术路径应是“加法”技术路径。

## 二、企业并购评估实务中存在的瑕疵

企业并购评估实务中，对并购交易双方确定目标公司成交价格提供价值参考依据的评估，大多仅出具的是以目标公司股东全部权益价值为评估对象的、以市场价值为价值类型的评估报告，存在一定的瑕疵。如，根据上市公司并购重组方案，对并购目标公司的评估大多出的是市场价值评估报告，且并购的成交价格大多等于市场价值评估值乘以并购股权比例，但根据上市公司并购重组方案，并购方大多披露有购买目标公司的原因和必要性、业绩和承诺、支付方式等条款，这些条款明显是在市场价值评估值之外影响投资并购成交价格的因素，笔者认为成交价格是不应简单等于市场价值评估值的。成交价格等于市场价值评估值时，如果市场价值评估值是合理或公允的，在存在协同效应、业绩承诺等的情景下，就说明交易双方确定的成交价格偏低了，在市场是有效的、市场参与者是理性的前提下，这显然是不能理解的；如果交易双方确定的成价格是合理或公允的，在存在协同效应、业绩承诺等的情景下，就说明市场价值评估值高估了，或者说市场价值评估值实质上不是市场价值的评估值而是以投资价值为基础的评估值。所以在评估实务中，采取收益法评估时，如果站在市场价值类型的角度，常会发现未来收益期比历年甚至行业高的多的增长率、收益率或低的多的资本性支出、营运资金净增加额或用尽量低的折现率来折现，形成高的估值；如果出具投资价值评估报告，若协同效应价值能单独量化出来，则目标公司的市场价值评估值就可以进行正常评估、就会低下来，站在市场价值类型的角度，评估参数就会相对合理一些。又如，风险投资（VC）和私募股权投资（PE）在其并购协议中的保护性条款，如要求目标企业在执行某些潜在可能损害投资人利益的事件之前要获得投资人的同意，实际上就是给予投资人一种对公司某些特定事件的否决权，这些条款会对投资价值构成一定程度的影响，因为有这些条款和没有这些条款对于投资人的出价应是不一样的，有这些条款投资人就愿意比没有这些条款出价多一些，笔者认为对这些保护性条款在评估中应适当关注并量化。

## 三、企业并购成交价格的影响因素

企业并购目的的评估是并购交易双方确定目标公司价格即形成成交价格的基础,除评估值外,企业并购成交价格还受多方面因素的影响。双方谈判能力、双方在市场中的地位、交易价格的确定方法、协同效应、战略提升、政策法规、支付方式、对赌机制、顾问团队等,都是影响企业并购价格的因素<sup>[1]</sup>。笔者认为,这是评估值为市场价值类型下的除评估值之外的其他影响企业并购价格的因素,如果是投资价值类型的评估值则影响较大的其他影响企业并购成交价格的因素基于量化考虑可归纳为三类:协同效应的减价因素金额、业绩对赌协议价值、谈判能力等其他影响因素金额。

#### 1.协同效应的减价因素金额

虽然在理论上,协同效应有正有负,但通常情况下协同效应为正。如果投资并购协同效应是由投资并购双方共同产生的,那么对于投资并购方而言,定价中应特别关注将由投资并购方产生的协同效应的价值作为“减价因素”考虑<sup>[1]</sup>。

#### 2.业绩对赌协议价值

保护性条款是指投资者为了保护自己的利益而设置的条款,如投资金融工具条款、投资估值条款和对赌条款、反摊薄条款以及分期投资条款等。这些条款会对企业并购成交价格构成一定程度的影响。对赌协议是一项较为重要和直接的保护性条款,根据对赌协议触发条件,可以将对赌协议分为业绩对赌和非业绩对赌。业绩对赌指的是目标公司承诺的业绩目标,如净利润、销售收入、复合增长率等等,业绩对赌使得对赌协议具有可测量性。非业绩对赌包括上市条件、市场占有率、用户人数、产量、销售量、技术研发、竞业限制等等,非业绩条款使得对赌协议更加灵活,可以满足并购双方的不同层级的需求,但是,这种灵活的对赌协议难以量化。

#### 3.谈判能力等其他影响因素金额

谈判能力等其他影响因素包括双方谈判能力、支付方式、政策法规、顾问团队等。(1) 双方谈判能力。谈判能力主要体现在:需求因素、替代机会、时间限制、知识、谈判技巧等。

(2) 支付方式。根据投资并购实践,一般有现金支付、股权支付、资产置换、无偿划转、综合证券等支付方式。不同的支付方式,其投资并购价格确定考虑的因素不同。(3) 政策法规。国有资产产权交易以及上市公司非公开募集等关于交易定价的规定,是确定并购价格需要考虑的重要方面。(4) 顾问团队。投资并购过程中,顾问团队的专业能力、经验、沟通和协调将直接影响谈判进程和最后交易价格的达成。(5) 其他保护性条款。即除业绩对赌协议以外的保护性条款,包括非业绩对赌条款。

### 四、协同效应减价因素金额及扣除比例的确定

#### (一) 协议效应价值

协同效应是投资并购的动机,是否具有协同效应价值是投资并购决策的依据。协同效应分为管理协同效应、经营协同效应、财务协同效应和其他协同效应四类(1) 管理协同效应主要是指并购给企业管理活动在效率方面带来的变化及效率的提高所产生的效应,其协同效应主要表现在提高管理效率和节省管理费用等方面。(2) 经营协同效应主要是指并购给企业生产经营活动在效率方面带来的变化及效率的提高所产生的效益,包括并购产生的规模经济、优势互补、成本降低、市场份额扩大、更全面的服务等。(3) 财务协同效应是指并购给企业财务方面带来的效益,可以通过以下方面估计贡献值:内部融资降低的资金成本、外部融资降低的资金成本、纳税节约额等。(4) 其他协同效应为上述三种之外的协同效应,如无形资产中的品牌、专利技术和企业文化等。

#### (二) 协同效应减价因素金额

如前所述,协同效应价值包括并购方和目标公司由于并购而产生的增量价值, $\Delta V = \Delta V_b + \Delta V_a$ ,形成成交价格过程中涉及协同效应价值的归属与分配问题。如果所有显著的协同效应都得到估值,在不考虑保护性条款价值和谈判能力等其他影响情况下,投资价值评估值是并购方能够对该并购支付的价值上限,如果并购方根据投资价值评估值支付,并购方股东将无法获得协同效应价值,而目标公司股东却获得了全部协同效应价值,这显然是不合理的。如果并购方和目标公司都对协同效应价值的创造做出了贡献,则双方对于协同效应的分享主要取决于其对协同效应的贡献程度。投资价值区间值上限扣除投资并购方产生的协同价值后的数值,才是投资并购方提出收购价格的上限<sup>[1]</sup>。将并购方产生的协同效应价值作为减

值因素从投资价值中 100%扣除显然也是不合理的。

笔者认为,对于由并购方产生的协同效应的价值作为减价因素在形成并购成交价格时全额考虑值得商榷。并购双方达成并购意向都是有特定目的的,都是各有所求的,双方应是自愿的、平等的。作为支付给目标公司股东的成交价格,若由并购方产生的协同效应的价值作为减价因素全额扣除,等于将目标公司置于被动位置、将收购方置于主动位置,实质上是不平等的。如当拥有闲置资金(或专门的专业投资公司)的公司收购一家拥有许多很好潜在收益项目的公司时,就会创造出协同价值,假设目标公司对于收购方没有直接的协同效应、目标公司就是缺资金运营这些项目,那么这个协同效应是作为由并购方产生的协同效应还是并购双方共同产生的协同效应呢?如果说认定为全部是由并购方产生的,在成交价格中作为减值因素全额扣除,等于目标公司按市场价值被并购,那么目标公司股东的特定目的和期望的增量收益又是什么呢?如果说是由并购方和目标公司共同产生的,那么由目标公司产生的协同效应又如何来量化呢?笔者认为,并购方向目标公司提供资金的机会成本才是由并购方产生的贡献,拥有许多很好潜在收益项目的目标公司在获得由并购方提供的该资金后可实现高于甚至远高于所属行业的平均收益率,超过机会成本部分应属于目标公司的贡献,这个因并购方提供资金形成的协同效应应按一定比例扣除而非全额考虑比较合理。

### (三) 协同效应减价因素金额扣除比例的确定

投资价值中的协同效应是在协同效应显现之前未来贡献额的现值,包括并购方和目标公司产生的协同效应,都是建立在“完美分析”和“科学评估”基础上的理想协同效应,而协同效应的实现存在高度的不确定性,所以协同效应减价因素扣除的基数是全部协同效应而非仅指由并购方产生的。并购方和目标公司由于并购而产生的增量价值的分割,可采取超额收益的思路来量化各自的贡献。在并购方目标公司由于并购产生的预期增量收益的基础上,减去并购对方即目标公司/并购方所提供资源的期望收益即贡献资产回报额,得到并购方/目标公司所属的超额收益,然后采用适合并购方/目标公司的折现率进行折现,得到归属于并购方/目标公司的协同效应价值。由并购方提供资源的预期收益占目标公司由于并购而产生的预期增量收益的比例就是目标公司由于并购而产生的增量价值的扣除比例,并购方由于并购而产生的并购方所属的超额收益占并购方由于并购而产生的预期增量收益的比例就是并购方由于并购而产生的增量价值的扣除比例。即:

$$DP_b = \frac{CA_a}{EIR_b}、DP_a = \frac{EIR_a - CA_b}{EIR_a}$$

式中:  $DP_b$ =目标公司由于并购而产生的增量价值的扣除比例、 $DP_a$ =并购方由于并购而产生的增量价值的扣除比例;

$CA_a$ =并购方所提供资源的机会成本即贡献资产回报额、 $CA_b$ =目标公司所提供资源的机会成本即贡献资产回报额;

$EIR_b$ =目标公司由于并购而产生的预期增量收益、 $EIR_a$ =并购方由于并购而产生的预期增量收益。

## 五、业绩对赌协议价值的确定

在企业并购中,由于交易双方信息不对称,存在着很高的投资风险,从而便出现了对赌协议即估值调整协议,对赌协议中的约定条款是否会出现将直接决定并购方可以行使相应权利的内容,从而并购方的利益获得了充分的保障,并购本身的不确定性通过相关协议条款进行了锁定。对赌协议的出现,使评估师不得不审慎考虑到:传统的收益、市场或成本途径都无法评估其协议条款对价值的影响,唯有期权定价的理论和方法能解决这样未来不确定性的问题<sup>[2]</sup>。实物期权是指在未来投资机会的选择权,拥有资产的个人或组织可以通过执行这项权利从而带来经济利益。期权分为买入期权和卖出期权,买入期权又称看涨期权,它是给予其持有者在给定时间,或在此时间之前的任一时刻按规定的价格买入一定数量某种资产的权利的一种法律合同;卖出期权又称看跌期权,它是给予其持有者在给定时间,或在此时间之前的任一时刻按规定的价格卖出一定数量某种资产的权利的一种法律合同。根据对赌协议的内涵,对赌协议本身是一个实物期权,且是一个卖出期权,净利润等收益就是实物资产。实物期权的定价方法主要分为连续型的 BS 模型和离散型的二项式模型,其中 BS 模型修正后

欧式卖出期权的公式：

$$P = X e^{-rt} N(-d_2) - S e^{gt} N(-d_1),$$

$$d_1 = \frac{\ln\left(\frac{S}{X}\right) + \left(r + g + \frac{\sigma^2}{2}\right)T}{\sigma \sqrt{T}}, d_2 = d_1 - \sigma \sqrt{T},$$

$$g = \mu - R_s^{[3]}$$

式中：P=业绩对赌协议价值；

S=标的资产的基准日价格或业绩对赌首年的前一年度的收益；

X=期权执行价格或业绩承诺收益；

r=无风险利率（与T相当的国债收益率）；

σ=根据标的资产价格变动计算或预期收益标准差；

μ=实物资产在现实世界的期望增长率（收益或收入的预期增长率）；

R<sub>s</sub>=实物资产所需的回报率，如CAPM；

T=期权到期时间（年）（业绩承诺期）；

N=正态分布值。

如果业绩对赌协议是按年对赌且行权，则按对赌期每年做个欧式卖出期权，然后合计作为业绩对赌协议价值。采用二项式模型估算业绩对赌协议价值更为直接，BS模型与二项式模型无本质区别，二项式的每期离散区间无限小时，二项式模型估算结果趋于BS模型估算结果。另外，S与X口径应一致。如果X的业绩承诺是市场价值下的收益，则S则为市场价值评估值；如果X的业绩承诺是投资价值下的收益，S则为投资价值评估值。

## 六、谈判能力等其他影响因素金额确定的思路

企业并购通常需要经过并购双方之间的谈判和讨价还价过程，影响成交价格的谈判能力等其他影响因素较多，且较多影响因素的影响额是不宜直接来量化的。虽然谈判能力等其他影响因素金额很大程度上是并购双方通过博弈出来的，不是评估能评出来的，在此只是分析其影响金额确定的思路。

设目标公司保留价值即可接受的最低价格为BP<sub>b</sub>，并购方保留价值即可支付的最高价格为PP<sub>a</sub>，

要保证并购发生交易价格P应满足V<sub>b</sub> ≤ P ≤ V<sub>a</sub>；若交易成功，A的收益为X<sub>a</sub>=PP<sub>a</sub>-P，B的收益为X<sub>b</sub>=P-BP<sub>b</sub>；令π=PP<sub>a</sub>-BP<sub>b</sub>，则X<sub>a</sub>=π-X<sub>b</sub>。假设π为并购双方的完全信息，则并购双方谈判的焦点在于双方收益在[0, π]之间如何分配，且并购双方提出交易价格P可以转化为提出X<sub>b</sub>。

设δ<sub>b</sub>=目标公司的贴现因子也即目标公司议价能力，δ<sub>a</sub>=并购方的贴现因子也即并购方的议价能力，在此假设为不完全信息并购即目标公司的贴现因子δ<sub>s</sub>是并购双方共同知悉的共同知识，而并购方的贴现因子是私人信息即目标公司是不知悉的，目标公司仅知道并购方要么对谈判相对有耐心、要么不善于谈判的可能概率；δ<sub>h</sub>=并购方对谈判有耐心的贴现因子，δ<sub>l</sub>=并购方不善于谈判的贴现因子，P<sub>h</sub>、P<sub>l</sub>=并购方要么对谈判相对有耐心、要么不善于谈判的可能概率，则：

$$g_h = \frac{1 - \delta_h}{1 - \delta_s \times \delta_h} \times \pi$$

$$g_l = \frac{1 - \delta_l}{1 - \delta_s \times \delta_l} \times \pi$$

如果：

$$P_h \times \delta_s \times g_h + (1 - P_h) \times [\Delta V - \delta_l \times (\Delta V - \delta_s \times g_h)] > \frac{1 - \delta_h}{1 - \delta_s \times \delta_h} \times \pi^{[4]}$$

则目标公司出价X<sub>b</sub>=π-δ<sub>l</sub>×(π-δ<sub>s</sub>×δ<sub>h</sub>)，否则出价g<sub>h</sub>。

谈判最终的交易价格=BP<sub>b</sub>+X<sub>b</sub>

## 七、成交价格与市场价值的数量关系

评估价值与成交价格都是资产价值的表现形式，都由资产的使用价值所决定，资产的效用是确定资产价值与成交价格的重要依据。在实际的交易活动与处置实践中，往往会通过对

拟交易资产进行评估,资产评估价值在一定程度上影响资产的成交价格。正是评估价值与成交价格的这种联系,使得人们重视评估价值在资产交易活动中作为定价主要参考手段。资产价值与成交价格又是不完全相同的两个概念。综上所述,如果对目标公司的评估值是投资价值,成交价格投资价值评估值基础上还受协同效应的减价因素金额、业绩对赌协议价值、谈判能力等其他影响因素金额的影响;如果对目标公司的评估值是市场价值,成交价格市场价值评估值基础上还受协同效应价值、协同效应的减价因素金额、业绩对赌协议价值、谈判能力等其他影响因素金额的影响。即:

$$\begin{aligned} TP_B &= V_B + \Delta V - (\Delta V_b \times DP_b + \Delta V_a \times DP_a) + P + \varepsilon \\ &= IV_B - (\Delta V_b \times DP_b + \Delta V_a \times DP_a) + P + \varepsilon \end{aligned}$$

其中:  $TP_B$  = 目标公司的成交价格;

$IV_B$  = 目标公司的投资价值;

$\varepsilon$  --- 谈判能力等其他影响因素金额。

根据前述分析,企业并购目的的资产评估,除出具投资价值评估报告之外,还需出具对赌价值评估报告或市场价值评估报告。

## 八、两个案例

### (一) 案例概况

A 公司拟发行股份及支付现金购买 B 公司 95% 股权,评估基准日为 2018 年 9 月 30 日。

A 公司在交易方案中的主要条款:

#### 1. 购买 B 公司的原因和必要性

(1) 满足客户一体化需求,提高市场开拓能力。(2) 提升装备研制的信息化水平。(3) 收购优质标的资产,优化产业布局。(4) 增强 A 公司持续盈利能力。

#### 2. B 公司与 A 公司主营业务的协同效应

(1) 经营协同:通过收购 B 公司,A 公司将具备软件定制化开发能力;(2) 市场协同:A 公司与 B 公司均具有优质客户资源;(3) 技术协同:A 公司通过收购 B 公司,能够提高自身研制过程的信息化水平。

#### 3. 评估和交易情况

C 评估机构采用资产基础法和收益法两种评估方法对 B 公司的股东全部权益价值的市场价值进行了评估,最终结论选用收益法评估结果作为最终评估结论,B 公司的股东全部权益价值的市场价值评估值为 10.26 亿元。A 公司以评估结论为基础,支付 B 公司 95% 股权的交易作价为 9.75 亿元,即 10.26 亿元  $\times$  95%。

#### 4. 业绩和承诺

B 公司收益法评估预测的 2019 年、2020 年、2021 年、2022 年净利润分别为 7 692.77 万元、9 360.74 万元、11 400.35 万元、12 450.55 万元,B 公司股东承诺,业绩补偿期间内的每一个会计年度,承诺净利润数以经备案的《资产评估报告》所预测的 B 公司同期净利润预测数为准。若各期末累计实现的净利润数低于各期末累计承诺净利润数,B 公司股东需根据协议约定对 A 公司进行补偿。

#### 5. 支付方式

A 公司拟向 B 公司股东支付股份和现金对价,B 公司股东共 5 人,除支付 3 个股东共计 6 840 万元现金外其他交易对价 90 671.82 万元为 A 公司按照 7.06 元/股的发行价格通过发行股份方式支付。股份锁定期安排:自新增股份上市之日起 36 个月内不得转让,在上述 36 个月锁定期届满后,每 12 个月解锁的股份不超过 B 公司股东因本次重组取得的 A 公司股份总数的三分之一。

### (二) 案例分析

根据 A 公司在交易方案中的购买 B 公司的原因和必要性、B 公司与 A 公司主营业务的协同效应,A 公司并购 B 公司显然是战略并购且以协同效应为目的,满足投资价值的内涵。B 公司收益法评估预测的净利润高低直接影响着评估值的高低,B 公司股东的 4 年净利润业绩承诺是对 A 公司利益的保障,是对收购价格的调节机制。综上所述,并购价格从理论上讲应以投资价值加业绩承诺价值为基础并考虑谈判博弈因素即谈判能力等其他影响因素来

确定。由于交易方案未披露协同效应的具体数据、减价因素金额的必要信息，故本案例仅考虑业绩承诺价值。

### （三）业绩承诺价值的测算

$S=2018$  年 1-9 月实际加 10-12 月预计的净利润=5 535 万元、 $\delta$ =预期收益波动率=8 家可比公司 2019 年至 2022 年 4 年的年化波动率平均值为 47.61%、 $\mu$ =预期 10 年的收入几何平均增长率为 9.35%、 $g$ (离散)=9.35%-CAPM12.85 由于小于 0 按 0%计，则：

1.  $T=1$

$X=7\ 692.77$  万元， $r$ (离散)=0.9382%，

$r$ (转换为连续复利)= $\ln(1+0.9382\%)=0.9338$ ， $P_1=2\ 542.35$  万元；

2.  $T=2$

$X=9\ 360.74$  万元， $r$ (离散)=1.6570%，

$r$ (转换为连续复利)= $\ln(1+1.6570\%)=1.6434$ ， $P_2=4\ 148.08$  万元；

3.  $T=3$

$X=11\ 400.35$  万元， $r$ (离散)=2.7381%，

$r$ (转换为连续复利)= $\ln(1+2.7381\%)=2.7013$ ， $P_3=5\ 726.07$  万元；

4.  $T=4$

$X=12\ 450.55$  万元， $r$ (离散)=3.6187%，

$r$ (转换为连续复利)= $\ln(1+3.6187\%)=3.5548$ ， $P_4=6\ 248.97$  万元。

$P=P_1+P_2+P_3+P_4=2\ 542.35+4\ 148.08+5\ 726.07+6\ 248.97=18\ 665.47$  万元，四年累计业绩承诺为 40 904.41 万元，业绩承诺价值占四年累计业绩承诺的比例为 45.63%。

### （四）倒算的B公司市场价值评估值

假设 A 公司支付 B 公司 95%股权的交易作价 9.75 亿元是理性的、公平的交易，那么在将交易方案中的业绩承诺价值估算为 1.69 亿元且不考虑协同效应及谈判能力等其他影响因素的情况下，倒算的 B 公司市场价值评估值=9.75/95%-1.87=8.39 亿元而非 10.26 亿元，出具的报告评估值不是市场价值评估值，采用收益法评估的 10.26 亿元相对于市场价值而言明显是高估了。

### （五）案例二概况

A 公司拟增资 B 公司 10%股权，本次增资行为存在对赌：退出方案为在交割日后五年内，如 B 公司未能完成合格上市，则 A 公司有权要求创始方至少以投资本金加上每年 8%复合利率回购 A 公司持有的股权。B 公司采用收益法评估，股东全部权益市场价值评估值为 91 346.22 万元。

### （六）案例二对赌条款价值测算

$S=91\ 346.22 \times 10\% = 9\ 134.63$  万元、 $X=9134.62 \times (1+8\%)^5 = 13\ 421.76$  万元、 $r$ （5 年至 6 年离散的国债收益率）=3.4241%、 $r$ （转换为连续复利的 5 年至 6 年国债收益率）= $\ln(1+3.4241\%) = 3.3668\%$ 、 $\delta$ =可比公司基准日前 5 年的平均年化波动率为 63.64%、 $\mu$ =预期 10 年的收入几何平均增长率为 23.43%、 $g$ （离散）=23.43%-CAPM13.35%=10.09%、 $g$ （转换为连续复利）= $\ln[1+10.09\%]=9.61\%$ 、 $T=5$  年。则：

$P=Xe^{-rt}N(-d_2)-Se^{gt}N(-d_1)$

= $13\ 421.76 \times \text{EXP}(-3.3668\% \times 5) \times 0.7006 - 9134.63 \times \text{EXP}(9.61\% \times 5) \times 0.1848 = 5\ 215.80$  万元

对赌条款价值为 5 215.80 万元，占市场价值评估值比例为 57.10%。

### 【参考文献】

- [1] 国务院国资委产权管理局投资价值评估课题组.投资价值评估[M].中国市场出版社，2016:4-266.
- [2] 王少豪,王博.投资并购中的对赌协议及其价值评估[J].中国资产评估，2012.
- [3] 王少豪.或有补偿价值评估的期权定价模型 [J].中国资产评估，2014，（8）.
- [4] 齐安甜.企业并购中的实物期权与博弈分析[M].中国金融出版社，2007：187-250.

# 财险公司市场法评估适用性分析\*

胡晓明 武志平 樊晓忠 于景刚 钱逸鑫 孙洁

**【摘要】**随着我国资本市场和产权市场的不断完善、市场化交易规模的增大，市场法在实践中的应用也越来越广泛。本文以A财险公司评估项目为分析对象，探讨在财险公司评估中交易案例比较法的适用性，以及具体价值乘数及参数选取的问题，研究发现市净率价值乘数模型更适用于财险公司评估。并通过循环验证的方式对三个可比交易案例盈利、成长、营运和风险管理等四个方面能力进行差异修正，同时验证修正体系的合理性。

**【关键词】** 交易案例比较法 财险公司 可比交易案例 价值乘数

## 一、引言

企业并购是一种重要的经济活动，可以实现资源优化配置，达到资源共享，提高资源利用效率。根据CVSource统计资料，我国证监会行业分类标准下保险业1990-2018年间的651个并购样本中，60%以上的并购活动发生在2014年以后，其中，财产保险并购数量为146例，占比超过20%。由于较高的政策壁垒，在651个案例样本中，上市保险公司并购样本仅为109例，占比16.74%。根据Wind数据库，保险行业营业收入与净利润的波动率均高于A股市场上16个行业的平均值<sup>1</sup>，说明保险行业为收益波动较大的行业。

企业是市场中的企业，市场法依据替代原则，采用类比思路从企业外部进行估值的途径，比较被评估资产与最近交易类似资产的异同，通过调整类似资产相关指标参数，分析确定被评估资产的价值。因此，市场法评估结论更能反映市场价格（袁明哲，2009），然而，目前企业价值评估主流方法是收益法和资产基础法，市场法仅占比5.21%（胡晓明、吴铨铨，2017）。在我国，对市场法的运用尚存在一定的分歧，主要表现在市场法运用的市场条件、前提假设（胡晓明，2015）、主观性、适用性、准确性（李光明，2005），以及企业的可比性程度、价值乘数的选择、相关数据的应用（赵邦宏、王哲，2007）等问题上。

我们认为，市场法的实际运用尚未完全成熟，在估值过程中仍存在技术难题，比如可比案例的选择、价值乘数的修正等。本案例以A财险公司增资扩股为背景，对非上市财产保险公司企业价值评估中市场法的适用性进行分析，重点探讨评估方法的选取、价值乘数的确定、指标体系的构建、打分标准的确定以及评估结果合理性的检验。

## 二、理论依据

### （一）评估方法的选择

由于资产基础法在财险公司企业价值评估中的局限性，本案例着重讨论、比较收益法与市场法的适用性。

#### 1. 收益法的适用性分析

财险公司的一大特征，即收益波动较大。刘玉平（2004）指出，收益波动较大的企业在确定未来收益增长率或其他参数时，历史收益额变化率并不能提供足够的假设基础，运用收益法存在一定困难。戴谢尔（2008）发现，财险企业盈利主要来自于各类投资资产的收益，

\* 本文已发表在《中国资产评估》2021年第10期。

<sup>1</sup> 通过对2012-2018年数据统计，每季度营业收入同比增长率标准差A股全部行业为6.38、保险行业为10.52；每季度净利率增长比率标准差A股全部行业为0.016、保险行业为0.024。

目前我国财险资金主要通过存贷款形式获得利息收入、通过有价证券交易获得分红或价差收入、通过不动产投资获得租金收入以及通过项目投资获得分红等等；王慧琼（2015）、罗承舜（2018）认为，在预测收益额过程中，对企业过去和未来的任何信息和数据一旦估计错误都会影响收益额预测的准确性。

基于上述分析，本案例不适合采用收益法评估。

## 2. 市场法的适用性分析

通过收集、整理 2014-2017 年财险公司评估项目的数据发现，近年来上市公司重大资产重组报告中涉及财险公司评估项目共 8 项，其中有 7 项评估结论选用的是市场法，1 项选用的是收益法，说明实务中涉及财险行业评估结论大部分采用了市场法（见表 1）。因此，对于保险行业来说，国内资本市场上同类资产交易案例较多，且保险公司在目前的监管体系下，财务数据公开且容易获得，适合采用市场法评估。

表 1 财险公司评估项目（2014-2017 年）

公告日期	证券名称	评估机构	评估方法	评估结论选用的方法
2017-09-14	恒荣汇彬	中同华	资产基础法、市场法	市场法
2016-07-30	渤海金控	北京中企华	资产基础法、市场法	市场法
2015-12-16	海航投资	北京华信众合	资产基础法、市场法	市场法
2015-08-26	西水股份	中联	资产基础法、市场法	市场法
2015-05-12	海航投资	北京华信众合	资产基础法、市场法	市场法
2015-01-22	西水股份	山东正源和信	收益法	收益法
2014-11-10	嘉凯城	天源	资产基础法、市场法	市场法
2014-07-05	新湖中宝	银信	市场法	市场法

数据来源：公开资料整理

（1）上市公司比较法的适用性分析。市场法常用的具体方法为上市公司比较法和交易案例比较法。上市公司比较法的应用前提是能找到可用作比较的上市公司，目前国内沪深 A 股上市的保险公司共有 7 家，其主要数据如表 2 所示。

表 2 可比公司选择（2018 年）

单位：百万元

公司名称	主营保险类型	营业收入	主营保险收入	主营保险收入占比
中国人寿	寿险	643 101	535 826	83.32%
中国平安	寿险	976 832	570 523	58.41%
中国太保	寿险	354 363	320 222	90.37%
新华保险	寿险	154 167	122 286	79.32%
中国人保	寿险	503 799	482 486	95.77%
天茂集团	寿险	30 950	30 950	100%
西水股份	寿险	23 215	14 850	63.97%
A 财险公司 (目标公司)	财产保险	5 574	4 344	77.93%

数据来源：2018 年企业年报整理

7 家保险公司的主营保险类型皆为寿险，而 A 财险公司主要从事险种为财产保险，与 7 家可比公司所主营保险类型不同，且从营业收入的数据中可以看出，A 财险公司与 7 家保险资产规模差距巨大，可比性较差，不宜采用上市公司比较法评估。

（2）交易案例比较法的适用性分析。交易案例比较法是指获取并分析可比企业的买卖、收购及合并案例资料，计算适当的价值乘数，在与被评估单位比较分析的基础上，确定评估对象价值的具体方法。运用交易案例比较法时，应当考虑评估对象与交易案例的差异因素对价值的影响。近年来，国内资本市场上财险公司股权交易案例较多，证监会行业分类下财产保险交易案例共有 146 例，且保险公司在目前的监管体系下，财务数据均为公开，需要对比的各项财务指标容易获得。

通过上述分析可见，本案例适宜采用交易案例比较法进行评估。在可比案例资料完备，

市场交易信息公开的情况下，交易案例比较法能够更加直接的反映企业价值，切合股权评估的评估目的。

## （二）价值乘数的选取

### 1.理论分析

行业的差异会导致价值乘数适用性问题，不同行业存在差异性（Carlo、Luigi，2005）。Cornell（1993）、Fernández（2001）认为同行业企业经营风险类似，不同行业存在不同的价值乘数；埃文斯、毕晓普（2003）的研究表明，评估非上市公司时，可以采用如收入、现金流量、账面价值或者销售收入等共同的变量，借助可比资产价值来估计标的资产价值；胡晓明（2015）认为，价值乘数具有自身适用条件、存在行业效应。

在价值乘数的选取方面，Lie（2002）通过对市盈率、市净率和市销率与企业价值的相关性进行研究，结论显示市净率是最适用于企业价值评估的方法；岳修奎和季珉（2005）、袁明哲（2009）探讨了我国资本市场状况市净率价值乘数模型的适用性，提出了市净率价值模型具体的评估思路；Brahman（2011）以实证研究检验了几类常用的估值模型的准确性，其结果表明，在17种行业中市净率价值模型比市盈率价值乘数模型和市销率价值乘数模型更精确。

### 2.变异系数选取价值乘数

运用交易案例比较法评估特定行业的非上市公司，需要寻找合适的价值乘数。价值乘数选择受到企业内部和外部影响，不同的经济特征难以简单地使用均值、方差、标准差衡量，确定适用的价值乘数依赖变异系数，其在基本方法下进一步对差异进行均衡，企业的价值乘数选择更为精确。

变异系数又称“标准差系数”，是衡量观测值变异（偏离）程度、以相对数形式表示的统计指标，即标准差与平均数的比值（记为C.V）。变异程度大小受标准差与平均数的对比结果影响，变异系数越小，指标的稳定性越好，波动性也就越小；反之，变异系数越大，指标的稳定性越差，波动性也就越大。公式如下：

$$\text{变异系数 (C.V)} = \frac{S}{\bar{x}} \times 100\%$$

其中：S 为标准差， $\bar{x}$  为平均数。

本文计算7家上市保险公司市盈率、市净率、市销率的变异系数（如表3所示）发现，在同一行业中不同价值乘数变异程度始终存在，7家保险上市公司的市净率变异系数最低（0.211），因此，本案例选用市净率（P/B）作为价值乘数。

表3 价值乘数变异系数（评估基准日）

	市盈率	市净率	市销率
天茂集团	18.49	1.47	0.86
西水股份	36.27	0.89	0.47
中国平安	10.04	1.94	1.03
新华保险	16.38	1.98	0.8
中国太保	15.66	1.8	0.67
中国人寿	22.78	1.79	0.8
中国人保	16.66	1.64	0.45
变异系数	0.396	0.211	0.269

数据来源：同花顺数据库

## （三）评价指标的选取

### 1.理论分析

本部分主要运用能力理论进行交易案例比较法指标选择与确定。核心能力的概念在1990年被首次提出，企业资源和能力的不同导致企业的异质性（Peteraf，1993）；Goedhart DM、Zanen P 和 Kerstjens HA（2005）认为，正是这种异质性，使得一部分公司在行业中保持着竞争优势；魏江（1991）、郭斌（2001）指出，企业要保持持续竞争优势，需不断提高核心能力；韩伯棠、杨业功、姜莹（2004）认为，企业的资源协同战略是提升企业核心能力的重要途径。

在保险行业方面，罗之仁（2004）、宋凌峰和肖雅慧（2018）研究发现，保险企业的核心竞争力源于其业务的异质性；刘祥祥（2013）认为，不同的财险企业发展差异受规模实力、盈利能力以及发展潜力等因素影响。

## 2. 指标体系构建

财险企业收益主要来源于保费收入和投资收入，能力评价指标与一般企业存在差异。周艳（2007）认为，学术界对保险公司评价指标的选择与理解各不相同；田俊敏（2007）认为，盈利是企业存续和发展的共同目标，评价企业能力的共同指标；赵桂芹（2013）认为，财险公司常见的盈利指标主要有承保利润率、已赚保费费用率等；曹丙祥（2012）、孙蓉和王超（2013）、周晶（2014）认为，财险企业在承保和投资过程中无法避免风险的影响，综合赔付率和综合费用率是评价财险企业营运能力的关键指标；杨震（2013）指出，盈利能力、营运能力、发展能力、风险控制能力和协调能力一定程度上影响财险企业持续发展能力。

能力指标设置需要充分体现财险行业的特征，结合行业能力评价要求，本案例主要通过盈利能力、成长能力、营运能力、风险管理能力等 12 个影响指标对财险行业企业价值乘数进行量化评价（见表 4）。

表 4 评价指标（2016-2018 年）

项目	指标 (Ai)	公式
盈利能力	净资产收益率 (A1)	归属母公司净利润/归属母公司所有者权益
	投资收益率 (A2)	(投资收益-对联营企业的投资收益+公允价值变动损益-投资资产减值损失)/期末投资资产
	承保利润率 (A3)	承保利润/已赚保费 ×100%
成长能力	已赚保费复合增长率 (A4)	(报告期已赚保费/基期已赚保费)^(1/增长年数)-1
	归属母公司净利润复合增长率 (A5)	(报告期归属母公司净利润/基期归属母公司净利润)^(1/增长年数)-1
营运能力	财险占有率 (A6)	根据银保监会公布的历年财险公司规模保费计算
	机构数量 (A7)	公司下属机构个数
	综合赔付率 (A8)	(赔付支出-摊回赔付支出+提取保险责任准备金-摊回保险责任准备金)/已赚保费
	综合费用率 (A9)	(业务及管理费+手续费及佣金+分保费用+保险业务营业税金及附加-摊回分保费用)/已赚保费×100%
	资本使用效率 (A10)	归属于母公司所有者权益/已赚保费
风险管理能力	资产负债率 (A11)	总负债/总资产
	偿付能力充足率 (A12)	实际资本/最低资本

## 3. 交易案例比较法评估模型

本案例采用交易案例比较法，价值乘数为市净率 (P/B)。评估模型为：

目标公司股权价值=目标公司总股本×目标公司每股净资产×调整后目标公司市净率 (P/B)

其中：

$$\begin{aligned}
 & \text{标的公司P/B} \\
 &= \text{修正后可比公司P/B的平均值} \\
 &= \frac{\sum(\text{可比公司P/B} * \text{可比公司P/B修正系数})}{\text{可比公司数量}} \\
 & \text{可比公司P/B修正系数} \\
 &= \prod \text{影响指标Ai的调整系数} \\
 &= \prod \frac{\text{标的公司系数}}{\text{可比公司系数}}
 \end{aligned}$$

### 三、案例陈述

#### （一）项目背景

本案例的委托方 B 集团有限公司（简称“B 集团”），是 S 省人民政府的全资子公司，主营国有资本投资、管理、经营等，是本次评估中被评估单位的母公司。被评估单位 A 财产保险股份有限公司（简称“A 财险公司”），为非上市股份有限公司。2016 年 8 月 2 日，国务院国有资产监督管理委员会、中华人民共和国财政部和中国证券监督管理委员会联合下发了《关于国有控股混合所有制企业开展员工持股试点的意见》（国资发改革〔2016〕133 号）文件，根据文件精神，要在国有控股混合所有制企业开展员工持股试点。2017 年 5 月 19 日，S 省人民政府国有资产监督管理委员会、财政厅和中国证券监督管理委员会省监管局联合下发了《关于将 A 财产保险股份有限公司列为我省员工持股试点企业的通知》，同意将 A 财产保险股份有限公司列为 S 省员工持股试点企业。最终确定本次员工持股与引进战略投资者同时进行，故需确定 A 财产保险股份有限公司股东全部权益的市场价值，为 A 财产保险股份有限公司拟进行增资扩股之经济行为提供价值参考意见。

#### （二）目标公司简介

A 财险公司成立于 2009 年，是该省首家全国性财产保险公司，注册资本金 25 亿元人民币。公司以“管理风险，创造价值”为使命，秉承“责任、专业、创新”的理念，倡导“以客户为中心”的经营文化、“绩效优先”的执行文化和“人才优先”的用人文化，实现了高起点组建、远战略规划、全国性布局。

截至 2018 年末，A 财险公司已经构筑起覆盖省内全境和 20 个省（区、市）的服务网络，铺设机构近 400 家，员工队伍超过 6000 人。A 财险公司坚持客户导向，响应政策号召，建立了完整丰富的产品体系，涵盖机动车辆保险、企业财产保险、农业保险、责任保险、信用保证保险和意外保险及短期健康险等 13 个大类 200 余种，服务领域遍及社会经济和人民生活各个方面，累计提供风险保障总额 30 万亿元，实现保险业务收入超过 310 亿元，总资产超 75 亿元，2012 年起连续七年实现盈利。

### 四、案例分析

#### （一）可比交易案例的选择

交易案例比较法的关键是选取可比的交易案例，学术界和实务界有很多不同的选取方法。何亮亮（2007）认为，相比其他方法，运用聚类分析得出的结论更加可靠，但无法消除比较因素分值的主观性；马国彩（2007）设计出交易案例权重调整表，但并未对打分做出具体解释；马海涛、李小荣、张帆（2017）认为，确定案例对比程度时，主观判断往往比客观数据更可靠，但应得到合理检验。

近年来，财险公司频繁增资导致股权交易数量增加，能够保证有足够可比交易案例可供选择。本案例从交易时间、企业规模、主要业务方面出发，通过 CVSource 数据库、同花顺资讯金融终端数据库、相关交易案例公司信息披露报告等途径进行初步筛选 8 宗备选案例，通过主营业务性质、经营模式、数据获取以及交易时间，最终在 8 宗备选案例中选取大地财险、永安财险、安诚财险作为本次评估的可比交易案例（见表 5）。

表 5 可比交易案例及选择

序号	交易案例	最新公告时间	交易事项	市净率(PB)	原因分析及选择
1	国元农险	2019/1/28	增资	1.06	主营是农险，业务类别差异较大，故不作为可比交易案例。
2	大地财险	2018/6/25	增资	1.76	作为本次评估可比交易案例。
3	安心财险	2018/12/29	增资	1.92	定位于“互联网+”模式，经营模式不同，故不作为可比交易案例。
4	融盛财险	2019/4/27	增资	1.09	定位于“互联网+”模式，经营模式不同。不作为可比交易案例。
5	安盛财险	2018/11/27	股权转让	2.39	评估报告日审计报告未公

序号	交易案例	最新公告时间	交易事项	市净率(PB)	原因分析及选择
					布, 无法修正。故不作为可比交易案例。
6	永安财险	2018/8/3	股权转让	1.64	作为本次评估可比交易案例。
7	国任财险	2019/2/26	股权转让	1.84	距离评估基准日一年以上。故不作为可比交易案例。
8	安诚财险	2019/1/10	股权转让	1.62	作为本次评估可比交易案例。

### (二) 打分标准的确定

指标体系的修正为通过对可比公司与目标公司之间的差异进行合理量化, 从而对之间的差异进行修正, 而打分标准将直接影响修正的准确性。由于目标公司的 P/B 需要通过可比公司的 P/B 修正计算得到, 而可比公司的 P/B 值为市场成交的 P/B 倍数, 可认为是市场公允的 P/B 倍数。为建立适合本案例的打分标准, 本案例将可比交易案例实现的 P/B 倍数作为合理的 P/B 值。采用循环验证的方式, 分别将三个可比公司作为目标公司, 将目标公司与另两个可比公司作为可比公司, 对各指标中各项目的打分标准进行修正调整。将计算得到三个可比公司新的 P/B 值, 并与实际的 P/B 值进行比较, 将差异最小的打分标准作为本次评估的打分标准, 从而得出各指标的打分标准 (见表 6)。

表 6 指标打分标准

项目		打分标准
盈利能力	净资产收益率	每上升或下降 1.5%, 指数相应增加或减少 1%
	投资收益率	每上升或下降 1%, 指数相应增加或减少 1%
	承保利润率	每上升或下降 15%, 指数相应增加或减少 1%
成长能力	已赚保费复合增长率	每上升或下降 10%, 指数相应增加或减少 1%
	归属母公司净利润复合增长率	每上升或下降 100%, 指数相应增加或减少 1%
营运能力	财险占有率	每上升或下降 0.1%, 指数相应增加或减少 1%
	机构数量	每增加或减少 5 个机构, 指数相应增加或减少 1%
	综合赔付率	每上升或下降 10%, 指数相应减少或增加 1%
	综合费用率	每上升或下降 20%, 指数相应减少或增加 1%
	资本使用效率	每上升或下降 30%, 指数相应减少或增加 1%
风险管理能力	资产负债率	每上升或下降 50%, 指数相应减少或增加 1%
	偿付能力充足率	每上升或下降 150%, 指数相应增加或减少 1%

### (三) 市净率 (P/B) 修正系数的确定

1.修正因素的确定通过整理目标公司 (A 财险公司) 和可比交易案例的公开数据, 得到基本能力指标的综合信息 (见表 7)。

表 7 目标公司与可比公司基本能力指标

项目		A 财险公司	永安财险	安诚财险	大地财险
盈利能力	净资产收益率	2.40%	7.80%	0.34%	7.83%
	投资收益率	3.97%	5.90%	2.87%	4.18%
	承保利润率	-5.60%	-2.52%	-9.17%	0.16%
成长能力	已赚保费复合增长率	10.85%	9.58%	8.05%	16.60%
	归属母公司净利润复合增长率	-46.68%	-38.80%	-46.38%	-9.31%
营运能力	财险占有率	0.49%	0.89%	0.38%	3.53%
	机构数量	23	23	19	30
	综合赔付率	55.09%	57.79%	65.18%	54.63%
	综合费用率	50.50%	44.73%	43.99%	45.21%
	资本使用效率	41.31%	52.15%	112.83%	48.09%
风险管理能力	资产负债率	70.63%	65.06%	43.27%	67.98%
	偿付能力充足率	291.67%	256.67%	640.79%	329.90%

### 2.调整系数的确定

将目标公司各指标系数以 100 为基准，根据打分规则（见表 6）依次确定可比公司指标系数（见表 8）。

表 8 各影响因素打分

项目		A 财险公司	永安财险	安诚财险	大地财险
盈利能力	净资产收益率	100	104	99	100
	投资收益率	100	102	99	100
	承保利润率	100	100	100	100
成长能力	已赚保费复合增长率	100	100	100	100
	归属母公司净利润复合增长率	100	100	100	100
营运能力	财险占有率	100	104	99	100
	机构数量	100	100	99	100
	综合赔付率	100	100	99	100
	综合费用率	100	100	100	100
	资本使用效率	100	100	98	100
风险管理能力	资产负债率	100	100	101	100
	偿付能力充足率	100	100	102	100

根据已确定可比公司指标系数，计算得出可比公司影响因素调整系数，其中，永安财险为 0.9064，安诚财险为 1.0415，大地财险为 0.8569；将各因素调整系数分别乘以可比公司市净率（P/B），得到目标企业调整后的市净率（P/B）为 1.56（见表 9）。需要说明的是，本次交易案例属于正常的交易行为且交易价格符合市场要求，故交易情况修正系数为 1。

表 9 各因素调整系数

项目		永安财险	安诚财险	大地财险
盈利能力	净资产收益率	96.15%	101.01%	96.15%
	投资收益率	98.04%	101.01%	100.00%
	承保利润率	100.00%	100.00%	100.00%
成长能力	已赚保费复合增长率	100.00%	100.00%	99.01%
	归属母公司净利润复合增长率	100.00%	100.00%	100.00%
营运能力	财险占有率	96.15%	101.01%	90.91%
	机构数量	100.00%	101.01%	99.01%
	综合赔付率	100.00%	101.01%	100.00%
	综合费用率	100.00%	100.00%	100.00%
	资本使用效率	100.00%	102.04%	100.00%
风险管理能力	资产负债率	100.00%	99.01%	100.00%
	偿付能力充足率	100.00%	98.04%	100.00%
支付方式修正		100.00%	100.00%	100.00%
调整系数		0.9064	1.0415	0.8569
可比公司 P/B		1.64	1.62	1.76
调整后 P/B		1.49	1.69	1.51
调整后 P/B 平均数		1.56		

通过盈利、成长、营运和风险管理等四个方面的能力指标对三个可比交易案例价值乘数进行差异修正，调整得到目标公司价值乘数。为了验证这一结果的合理性，对打分标准确定中计算得到可比公司新 P/B 与初始 P/B 差异率进行分析。计算得出差异率均在 10% 以内，差异较小，故可以认为该修正体系具有合理性。

#### （四）市场法估值结果

本案例目标公司 A 财险公司评估基准日调整后账面净资产为 220 019.81 万元，采用交易案例比较法结果计算得出调整后 A 财险公司的 P/B 为 1.56。根据对 A 财险公司的资产状

况进行分析, A 财险公司非经营性资产由长期股权投资、在建工程、固定资产—金融城组成, 非经营性负债为其他应付款—金融城购房尾款。截至 2018 年 12 月 31 日, 长期股权投资评估值为 13 676 317.85 元, 在建工程评估值 99 164 484.04 元, 出租的金融城评估值为 59 338.44 万元, 其他应付款—金融城购房尾款评估值为 13 221.87 万元。因此, A 财险公司股东全部权益价值为:

$$\begin{aligned} \text{股东全部权益价值} &= 220\,019.81 \times 1.56 + 1\,367.63 + 9\,916.45 + 59\,338.44 - 13\,221.87 \\ &= 400\,600.00 \text{ 万元 (取整)} \end{aligned}$$

最终得出股东全部权益价值为 40 亿元。

## 五、总结启发

在评估方法体系中, 市场法具有明显的个性化特质, 会因评估行业 and 具体企业的不同, 评估使用具体方法产生差异。本案例通过评估方法适用性分析, 认为财险公司企业价值评估适宜采用交易案例比较法; 从理论与实践角度分析价值乘数的选择, 得到财险企业价值评估适用市净率乘数的结论; 基于能力理论, 构建盈利能力、成长能力、营运能力、风险管理能力等影响指标体系, 采用循环验证的方式, 修正目标企业价值乘数, 并对评价指标体系进行验证。通过本案例分析, 我们得到以下启发。

1. 案例内容应重点把握市场法关键技术问题。虽然市场法假设少, 但是也不是没有条件限制, 只要把握市场法关键技术问题, 评估结果会更精确。交易案例比较法的关键技术难点在于, 可比交易案例、价值乘数的选择, 评价指标体系的构建, 以及价值乘数的修正; 每个具体问题的微小偏差都会导致估值结果的巨大不同。本案例充分分析财险公司特征, 根据目标企业的实际情况, 考虑可比交易案例、价值乘数的选择条件, 目标企业与可比交易案例间比较因素差异修正系数的确定标准, 客观地反映各因素与企业价值之间的关系。

2. 案例研究应注重理论与实践的融合。相比成本法和收益法, 市场法估值更加简单易懂, 即理论清晰、实践可行。在理论研究方面, 应充分利用替代基本原理, 选择可比交易案例; 通过进行行业异质性分析, 确定价值乘数; 运用能力理论, 构建价值乘数修正评价指标体系。本案例将理论贯穿于整个评估过程中, 验证交易案例比较法财险公司的适用性、可行性和科学性, 通过具体实务分析构建完整的市场法企业价值评估体系。

3. 案例分析应强调定性与定量相结合。企业价值评估可以选择现行自然科学、社会科学方法体系的具体方法, 现有的模型不是不够, 而是足够。本案例在选择可比交易案例时, 通过定性分析进行筛选, 在进行评估结论检验时也验证了打分体系的合理性; 进行价值乘数的选取时, 从定性角度分析和定量计算确定市净率乘数, 更具说服力; 在评价指标的选取过程中, 首先从定性的方面构建盈利能力、成长能力、营运能力、风险管理能力等影响指标体系, 再以定量的方式通过修正系数完善指标体系, 最后, 通过分析差异率的方式进行检验, 两者结合能提高估值结果准确性和说服力。

### 【参考文献】

- [1] 埃文斯, 毕晓普. 并购价值评估: 非上市并购企业价值创造和计算[M]. 北京: 机械工业出版社, 2003.
- [2] 曹丙祥. 上市保险公司财务绩效分析与评价[D]. 河南大学, 2012.
- [3] 陈偲楠. 高新技术企业无形资产评估存在的问题及对策分析[J]. 商场现代化, 2018(17):82-83.
- [4] 耿建新, 徐章, 张好. 市盈率与市净率之间的关系辨析——以沪市新股发行为例[J]. 审计与经济研究, 2012(1): 53-59.
- [5] 刘玉平. 收益法应用中收益额的选择及其预测[J]. 中国资产评估, 2004(05):14-18+6.
- [6] 刘祥祥. 影响我国财产保险发展因素的实证分析[J]. 金融理论与教学, 2013(04):29-32.
- [7] 罗承舜. 中国保险产出核算的现状和问题[J]. 中国保险, 2018(04):43-47.
- [8] 罗之仁. 论我国保险企业的核心竞争力[J]. 中国保险管理干部学院学报, 2004(02):50-51.
- [9] 韩伯棠, 杨业功, 姜莹. 基于企业核心竞争力的资源协同分析[J]. 企业经济, 2004(02):8-10.
- [10] 何亮亮. 交易案例比较法中参考案例的选取[J]. 中国资产评估, 2007(09):47-48.
- [11] 胡晓明, 吴铖铖. 收益法折现率的市场应用与改进——基于 192 份企业价值评估说明的分析[J]. 财

会月刊, 2017(27):72-76.

- [12] 胡晓明. 基于企业异质的市场法估值模型构建与应用[J]. 会计之友, 2015(17):14-19.
- [13] 胡晓明,孔玉生,赵弘. 企业估值中价值乘数的选择: 基于行业差异性的研究[J]. 审计与经济研究, 2015, 30(01):66-73.
- [14] 李光明. 企业价值评估理论与方法研究[D]. 中国农业大学, 2005.
- [15] 马国彩. 交易案例比较法的使用限制和修正因素的分析[J]. 中国资产评估, 2007(11):22-24.
- [16] 马海涛,李小荣,张帆. 资产评估机构声誉与公司并购重组定价[J]. 中国软科学, 2017(05):101-118.
- [17] 宋凌峰,肖雅慧. 经济波动、业务异质性与保险业系统性风险研究[J]. 保险研究, 2018(02):3-16.
- [18] 孙蓉,王超. 我国保险公司经营绩效综合评价[J]. 保险研究, 2013(01):49-57.
- [19] 田俊敏. 改进盈利能力指标评价体系[J]. 合作经济与科技, 2007(17):34-36.
- [20] 田辉. 乘数估值法在证券市场股权估值中的应用[J]. 中国资产评估, 2004,(5):19-21.
- [21] 王慧琼,高兵. 企业价值评估中收益法应用问题研究[J]. 品牌 (下半月), 2015(11):219+221.
- [22] 魏江. 企业核心能力的内涵与本质[J]. 管理工程学报, 1999 (1).
- [23] 杨震,冯俊文. 中国财险企业可持续发展能力的评价--基于核心能力视角[J]. 技术经济与管理研究, 2013(10):17-23.
- [24] 杨晓杰,冉叶虹. 轻资产企业  $\beta$  系数的影响因素实证分析——基于互联网和文化传媒上市公司的数据[J]. 商业会计, 2018(13):62-64.
- [25] 袁明哲. 企业价值评估方法的比较——基于我国 A 股市场的实证研究[J]. 财会通讯, 2009(09):8-10.
- [26] 岳修奎,季珉. 市场法在企业价值评估中的应用[J]. 中国资产评估, 2005(10):33-37.
- [27] 赵邦宏,王哲. 市场法在企业价值评估中的问题与对策[J]. 中国资产评估, 2007(05):13-16+3.
- [28] 赵桂芹,高奉玉,胡皓南. 我国财产保险公司盈利模式的实证研究——基于杜邦分析方法[J]. 上海金融, 2013(9):33-38.
- [29] 周晶. 我国财产保险综合成本率核算标准研究[J]. 统计与决策, 2014(10):145-149.
- [30] 周艳. 基于灰色系统理论的我国寿险公司绩效评估研究[D]. 湖南大学,2007.
- [31] 朱雅琴,姚海鑫. 企业社会责任与企业价值关系的实证研究[J]. 财经问题研究, 2010(02):102-106.
- [32]Carlo A, Luigi L. Cross-country asymmetries in monetary policy transmission: evidence from EMU members[J]. International Review of Applied Economics, 2005, 19(1):87-106.
- [33]Cornell B. Corporate valuation: tools for effective appraisal and decision-Making[M]. Mc Graw Hill, 1993.Fernández Pablo. Valuation using multiples How do analysts reach their conclusions[ R]. SS R N Working Papers, 2001.
- [34]Goedhart D M, Zanen P, Kerstjens H A, et al. Discriminating asthma and COPD based on bronchodilator data: an improvement of the meth-ods[J]. Physiological Measurement, 2005, 26(6):1115-1123.
- [35]Lie E, Lie H J. Multiples Used to Estimate Corporate Value. Financial Analysts Journal, 2002,58(2):44-54.
- [36]Peteraf M A. The cornerstones of competitive advantage : A resource-based view[J]. Strategic Management Journal, 1993, 14(3):179-191.
- [37]RayendaKhresna Brahmana. The Equity Valuation Accuracy among Multiple Screening Models: A Study from an Emerging Stock Market . International Business Management, 2011, 5(2):50-57.

## 实际控制人随重整企业破产之综合偿债能力分析\*

王进江 高文忠 张维军

**【摘要】**在企业出现困境进入重整时，提供连带责任保证的实际控制人应随重整企业合并破产，这在程序上是可行性的。变现率是影响清算价值和偿债能力分析的关键参数，对变现率的影响因素进行了分析。清算价值类型可分为三种，即强制清算价值、有序清算价值和续用清算价值，加之实际控制人，为更好地为重整计划服务，本文认为应出具含清算价值三种前提和实际控制人破产清偿的综合偿债能力分析报告，并分析了综合偿债能力分析过程、构建了计算表。

**【关键词】** 实际控制人 重整企业 变现率 综合偿债能力 分析方法

### 一、对重整企业实际控制人责任的思考

根据《公司法》第 216 条（三），“实际控制人，是指虽不是公司的股东，但通过投资关系、协议或者其他安排，能够实际支配公司行为的人。”证监会扩大了实际控制人的内涵，如深圳证券交易所《股票上市规则》将实际控制人界定为“指通过投资关系、协议或者其他安排，能够支配、实际支配公司行为的自然人、法人或者其他组织”。对于实际控制人的认定，笔者比较认可深圳证券交易所《股票上市规则》的规定。

企业实际控制人是能够实际支配公司行为的人，即掌握着公司的经营方针、财务管理、人事管理等方面的决策权。企业在向外融资尤其是向银行等金融机构融资中，债权人为了贷款未来可收回风险的防范和自身利益的保护，往往需要这家借款的企业提供抵（质）押物和/或保证人如实际控制人的保证等的担保。担保方式包括抵押、质押、保证、留置和定金五种，常见的担保方式有抵押担保、保证担保、质押担保。抵（质）押是债务人或者第三人转移财产的占有将财产抵押给债权人，债权人在债务到期不偿还时有权就该财产优先受偿；保证是保证人和债权人约定，与债务人不履行债务时，由保证人按照约定履行主合同的义务或者承担责任的行为。2019 年全国银行业 464 294 件合同纠纷判决中，银行贷款业务引发借款合同纠纷 271 820 件，占比 58.54%。在各省高法和最高法的 738 件金融借款合同纠纷案件中，争议焦点涉及担保责任的案件最多，共 576 件。<sup>[1]</sup>借款合同案件和担保责任案件均是占主要的。保证合同中的保证方式分为一般保证和连带责任保证两种，两者的重要区别为保证人是否享有先诉抗辩权。在一般保证中，保证人享有先诉抗辩权。<sup>[2]</sup>《民法典》第 687 条第 2 款确立了一般保证人的先诉抗辩权，该条款规定“一般保证的保证人在主合同纠纷未经审判或者仲裁，并就债务人财产依法强制执行仍不能履行债务前，有权拒绝向债权人承担保证责任…”。连带责任保证是一种责任较重的保证方式，《民法典》第 688 条第 2 款规定“连带责任保证的债务人不履行到期债务或者发生当事人约定的情形时，债权人可以请求债务人履行债务，…”

企业不能清偿到期债务依据《企业破产法》进入重整时，重整企业在重整程序中，通过重整投资人的进入和重整企业破产财产的处置，对债权人给予一定比例的清偿，而实际控制人往往得到豁免。笔者认为，由于实际控制人具有企业重大方面的决策权，与企业经营好坏息息相关，且在企业进入重整前，实际控制人凭借直（间）接持有的股权从企业历次利润分红中取得了一定的收益或其他方面的利益；企业出现困境，实际控制人是有一定责任的，尤其是企业在重整前的融资余额中实际控制人作为连带责任保证人的情况下，企业进入重整的同时实际控制人亦应进入个人破产程序。

\* 本文已发表在《中国资产评估》2021年第12期。

## 二、实际控制人与重整企业合并破产在程序上的可行性

北京外国语大学个人破产法研究中心“中国个人破产立法研究”课题组于2020年3月30日发出了“关于发布《个人破产法（学者建议稿）》并公开征求意见的说明”，学者建议稿第一章总则第八条规定“因破产企业承担连带责任而具有本法第二条规定情形的设立人、出资人、经营管理人员、实际控制人、保证人等自然人，可以在债务人企业申请破产的同时申请个人破产，企业破产案件可以与个人破产案件合并审理。”（注：第二条为破产原因）。个人与企业破产有不同的价值取向，无法进行实质合并，但这并不妨碍个人与企业破产的程序合并。个人与企业破产有进行程序合并的可行性，而且程序合并后能产生一系列积极效果。<sup>[3]</sup>

首先，自2021年3月1日正式实施的《深圳经济特区个人破产条例》第8条第2款规定的债务人申请向人民法院提交的材料“（一）破产申请书、破产原因及经过说明；（二）收入状况、社保证明、纳税记录；（三）个人财产以及夫妻共同财产清册；（四）债权债务清册；（五）诚信承诺书。”和第9条第2款规定的债权人申请向人民法院提交的材料“（一）破产清算申请书；（二）被申请人基本信息材料；（三）到期债权证明；（四）经书面或者法定程序要求债务人清偿债务的证明等相关材料；（五）诚信承诺书。”与《企业破产法》第8条向人民法院提出破产申请应当载明下列事项：申请人和被申请人的基本情况、申请目的、申请的事实和理由、人民法院认为应当载明的其他事项（债务人提出申请的，还应当向人民法院提交财产状况说明、债务清册、债权清册、有关财务会计报告、职工安置预案以及职工工资的支付和社会保险费用的缴纳情况），大多一致；其次，个人与企业破产都需要召开债权人会议。综上所述，个人与企业破产的程序合并一是其具有可行性，而且能提高审理效率和降低经济成本；二是有利于提高对债权人尤其是对保证权人的清偿率，保障债权人利益最大化。

## 三、不良债权及其偿债能力分析

不良债权是企业的资金、商品、技术等借与或租借到其他企业但面临无法收回或收回少量的现象。近年来，随着中国不良资产行业规模化和系统化的发展，已经形成了相对较成熟的市场格局和业务流转模式，基本上完成了以银行、四大AMC、AIC、地方AMC、非持牌资管公司和终端投资人为主体的市场体制建设，不良债权规模具有较大金额和比重，不良债权资产的处置通常需要对其进行评估，包括价值评估业务和价值分析业务。企业的偿债能力是指企业用其资产偿还长期债务与短期债务的能力，偿债能力分析通常属于价值分析业务。债权类资产价值分析的方法主要基于两种途径，一种是以与债权相关的债务人和债务责任关联方为分析范围的途径，主要包括假设清算法、现金流偿债法及其他适用的方法；另一种是以债权本身为分析范围的途径，主要包括交易案例比较法、综合因素分析法、专家打分法及其他适用的方法。<sup>[4]</sup>其中实务中债权类资产价值分析的常用方法为假设清算法、现金流偿债法、综合因素分析法。

### （一）假设清算法

指在假设对债务企业（或债务责任关联方）进行清算偿债的情况下，从总资产中剔除不能用于偿债的无效资产（即有效资产），从总负债中剔除实际不必偿还的无效负债（即有效负债），按照偿债顺序，考虑债权的优先受偿，分析债权资产从债务企业（或债务责任关联方）获得的受偿程度。假设清算法主要公式如下：

$$\text{不良债权受偿金额} = \text{特定债权受偿金额} + \text{普通债权受偿金额} \quad (1)$$

$$\text{总受偿比例} = \frac{\text{不良债权受偿金额}}{\text{不良债权总额}} \quad (2)$$

$$\text{普通债权受偿金额} = (\text{不良债权总额} - \text{特定债权受偿金额}) \times \text{普通债权受偿比例} \quad (3)$$

$$\text{普通债权受偿比例} = \frac{\text{有效资产} - \text{资产项优先扣除项目}}{\text{有效负债} - \text{负债项优先扣除项目}} \times \text{偿债意愿调整系数}^{[5]} \quad (4)$$

资产项优先扣除项目与负债项优先扣除项目在通常情况下相等，资产项优先扣除项目=特定债权受偿金额+破产费用和共益债务+职工债权受偿金额+应付税款受偿金额。另外，笔者认为，重整企业和个人如实际控制人进入司法程序后，因司法具有强制性，重整企业和个

人如实际控制人的偿债意愿调整系数应为 100%。

### （二）现金流偿债法

指依据企业近几年的经营和财务状况，考虑行业、产品、市场、管理等因素，对未来一定年限内可偿债现金流进行预测，分析企业以未来经营所产生的现金流偿债的受偿程度。现金流偿债法的主要公式：

$$\text{偿债现金流折现值} = \sum_{t=1}^{t=n} \frac{CRFCFE_t}{(1+r)^t} = \sum_{t=1}^{t=n} \frac{FCFE_t \times \text{偿债系数}}{(1+r)^t} \quad (5)$$

$$\text{被评估债权受偿金额} = \frac{\text{偿债现金流折现值}}{\text{企业普通债权总额}} \times \text{被评估债权金额} \quad (6)$$

其中：CRFCFE<sub>t</sub>=第 t 年可偿债的股权自由现金流；FCFE<sub>t</sub>=第 t 年企业预期股权自由现金流；偿债系数=企业未来现金流量中可用于偿债的比例；r=要求收益率即折现率；n=预期现金流偿债年限。

### （三）综合因素分析法

综合因素分析法根据已掌握的大量不良资产历史处置数据(如通过调阅剥离收购资料)，运用数理统计方法，分析影响处置回收率的相关因素；剖析债务人信贷档案，结合调查情况及搜集的材料，综合确定债权潜在价值的方法。实务中通常是对被评估债权的借款合同、抵押合同、保证合同、执行裁决书等进行查阅，对抵（质）押物的价值进行了估算分析，并对借款人及保证人的偿债能力进行了分析。综合因素分析法适用于债务人、债务责任关联方不配合或不具备相关资料，也不能取得足够的交易案例进行比较，同时又具有比较齐全的债权资料的情况。

笔者认为，不良债权资产偿债能力分析的方法可分为四类，第一类和第二类即前述的以与债权相关的债务人和债务责任关联方为分析范围的途径和以债权本身为分析范围的途径；第三类是对债权抵（质）押的评估方法，包括成本法、收益法、市场法三种基本方法及衍生方法；第四类是第一类、第二类和第三类方法的结合，即某笔不良债权资产偿债能力分析的方法既有第一类又用到第二类和第三类，通过对被评估债权可能的多种受偿方式的识别，对每种受偿方式采用适用的方法进行可收回金额的分析，然后加和得出被评估债权的偿债能力分析结论。

## 四、清算价值和变现率的影响因素及其确定方法

目前重整企业的评估通常出具重整涉及的资产市场价值评估报告、重整涉及的资产清算价值评估报告、重整项目偿债能力分析报告，有的重整项目受管理人或投资人委托出具假设重整成功、潜在投资人进入的重整企业市场价值或投资价值评估，市场价值评估报告评估的价值类型是市场价值，清算价值评估报告评估的价值类型是清算价值。重整企业纳入评估的资产通常是以市场价值为基础，通过确定变现率计算清算价值，此时清算价值评估值=市场价值评估值\*变现率、变现率=1-折扣率；偿债能力分析通常是在清算价值前提下计算债权清偿率的，变现率是影响清算价值和偿债能力分析的关键参数。清算价值类型可进一步区分为以下三种清算价值：强制清算价值、有序清算价值和续用清算价值，同样是清算价值类型，强制清算价值、有序清算价值续用清算价值下的变现率是不同的，三者的逻辑关系一般为：强制清算变现率<有序清算变现率<续用清算变现率，变现率一般为 0%--100%。强制清算价值是假设债务企业或资产在短期内将被强制出售并以出售所得偿还现有债务的金额，一般适用于关停或即将进入诉讼清偿的债务企业；有序清算价值也假设债务企业以现有资产出售偿债，但资产的出售不是立即的，而是允许在一定时间内出售，在此情况下，资产价值不会因为要立即变现而损失较大，一般适用于半关停企业；续用清算价值虽然也假设企业准备以现有资产偿还现有债务，但企业仍处于持续经营状态，真正对企业进行清算的可能性很小，此时企业一方面可以用现有资产偿还债务、一方面还可以用经营收益清偿债务，在此情况下企业的资产处于充分有效状态，对企业用于偿还债务的资产进行价值估算时一般采用正常价值，一般适用于持续经营企业。

拟处置变现资产清算变现价值较正常市场价值的变现率影响因素笔者认为有五类，即法律法规因素、潜在市场因素、资产特征因素、处置方案因素、其他影响因素。法律法规因素

即法律法规的限制因素,包括资产处置变现时间的规定、过户对资产权利状况的要求、租约及地役权等的限制;潜在市场因素即资产所在地的市场,包括市场活跃程度、市场对外公开情况、市场需求状况;资产特征因素即拟处置变现资产自身的品质和特点,包括资产的特点、资产的出售方式、资产的质量、资产的通用性;处置方案因素即资产处置变现的具体方案,包括资产的出售方式、资产的破产程序、预计处置方案成功可能性;其他影响因素包括资产所在地相关部门的干预、其他不确定因素。进入司法程序的破产,资产处置变现时间是有规定的,规定的时间越短,变现率越低;过户对资产权利状况的要求高,若被评估资产的权属不完整,则变现率下降;租约及地役权受保护,若被评估资产带租约及地役权,则变现率下降;资产所在地的潜在市场越活跃、市场对外越公开、市场需求越大,资产处置变现越快捷,变现率相对越高;重整企业中不同类别的资产,其变现率各影响因素的指标含义和权重是不尽相同的,尤其是资产特征因素,如土地使用权讲的是取得方式(出让、划拨等)、规划用途等,建筑物讲的是建筑结构、物业类型(办公、厂房、住宅等)等,设备具体指标是规格型号、生产产能等;有的资产是为了其他某项资产配套的、有的资产是需要基础和安装的、有的资产移动易碎、有的资产体积大等不宜运输等等,这些都会使变现率下降;生产厂家越知名、资产质量越好,变现率越高;资产的专业性强、通用性改造不宜,亦会使变现率下降;资产出售方式即纳入评估范围的资产是整体打包出售还是拆零单项出售,整体打包出售因购买方资金压力大其变现率比拆零单项出售变现率低;司法破产程序分为重整、和解和破产清算,同样一项资产处在不同程序阶段其价值是不同的,破产清算下资产的价值小于重整下资产的价值;预计处置方案成功可能性高,则变现率高,反之则低;资产所在地相关部门的干预会对变现率产生影响。同一类别的资产中不同的资产,其变现率各影响因素的评定分值也是不尽相同的。

变现率系数可在分析其影响因素的基础上,采用主观赋权法或客观赋权法确定法律法规因素、潜在市场因素、资产特征因素、处置方案因素、其他影响因素的权重,主观赋权法主要包括层次分析法[AHP法]、德菲尔法、模糊综合评价法等,客观赋权法主要包括熵值法、因子分析法、聚类分析法等。法律法规因素、潜在市场因素、资产特征因素、处置方案因素、其他影响因素的权重分为二步来确定,第一步确定法律法规因素F、潜在市场因素M、资产特征因素A、处置方案因素S、其他影响因素Q的权重,第二步确定法律法规因素中各子项F1-F3、潜在市场因素中各子项M1-M3、资产特征因素中各子项A1-A3、处置方案因素S1-S3、其他影响因素中各子项Q1-Q2的权重。法律法规因素、潜在市场因素、资产特征因素、处置方案因素、其他影响因素各子项权重合计为100%,各子项权重合计等于第一步的权重乘以第二步的权重,F1、F2、F3、M1、M2、M3、A1、A2、A3、S1、S2、S3、Q1、Q2各自的评价分值为0-100。其中的AHP法,就是采用向专家问卷调查打分方式,调查对象至少5位,包括重整企业管理人和重整企业负责房产或设备管理的负责人、重整企业负责市场的负责人、重整企业负责研发的负责人、重整企业负责生产(运营)的负责人以及行业内专家、评估师等,一般2-3轮直到一致性检验通过;对变现率影响因素进行两两对比赋值(1到9数值,比较重要性最高为9、最低为1),通过矩阵的数学方法来分析确定变现率各项(含各子项)影响因素的权重。通用的各项资产变现率确定表如下:

表1 ( ) 资产变现率确定表

序号	( ) 资产变现率影响因素	现状条件描述	影响程度判断	权重 %1	评价分值 %2	折扣加权分 %3=1*2
一	法律法规因素 F			1+2+3	---	1+2+3
1	资产处置变现时间的规定 (F1)					
2	过户对资产权利状况的要求 (F2)					
3	租约及地役权等的限制 (F3)					
二	潜在市场因素 M			1+2+3	---	1+2+3
1	市场活跃程度 (M1)					
2	市场对外公开情况 (M2)					
3	市场需求状况 (M3)					
三	资产特征因素 A			1+2+3	---	1+2+3

序号	( ) 资产变现率影响因素	现状条件描述	影响程度判断	权重 %1	评价分值 %2	折扣加权分 %3=1*2
1	资产的特点 (A1)					
2	资产的质量 (A3)					
3	资产的通用性 (A4)					
四	处置方案因素 S			1+2+3	---	1+2+3
1	资产的出售方式 (S1)					
2	资产的破产程序 (S2)					
3	预计处置方案成功可能性 (S3)					
五	其他影响因素 Q			1+2	---	1+2
1	资产所在地相关部门的干预 (Q1)					
2	其他不确定因素 (Q2)					
	折扣加权分合计 $\Sigma$			100	---	一+...+五
	变现率 (%)					1- $\Sigma$

注：影响程度判断分为大（80-100）、较大（60-80）、一般（40-60）、较小（20-40）、小（0-20）、无（0）。

变现率系数确定的方法除主观赋权法或客观赋权法外，还可采用相关因素回归分析法确定。相关因素回归分析法是指通过搜集公开市场处置的大量不良资产交易案例，运用数理统计方法来确定，计算每笔的实际处置价与正常市场价值的比值即变现率，进行回归分析，建立经验回归方程，求取经验回归系数，在此基础上建立被评估资产变现率的预测方程，并将被评估资产因素变量代入该方程，得到被评估资产的变现率估计值。

### 五、综合偿债能力分析含义和过程

企业偿债能力，静态的讲，就是用企业资产清偿企业债务的能力；动态的讲，就是用企业资产和经营过程创造的收益偿还债务的能力。重整企业偿债能力分析，是在假设清算价值条件下债权的可受偿金额进行分析，确定特定债权和一般债权的受偿比例。实务中，通常是在假设破产清算前提下的偿债能力分析，有时会应委托人要求出具假设持续经营前提下的偿债能力分析。

#### （一）综合偿债能力分析含义

清算价值类型可进一步区分为以下三种清算价值：强制清算价值、有序清算价值和续用清算价值，假设破产清算即在司法清算程序下的清算价值（最低，即变现后解散）、假设持续经营价值即市场价值（最高，即重整成功后更生），假设有序清算前提下的即为二者之间。笔者认为，假设有序清算价值应是在市场价值基础上减去预期破产成本的现值。预期破产成本的现值  $PV = \text{破产概率} \times \text{破产成本的现值} = \pi_0 BC$ 。<sup>[6]</sup>破产成本即市场价值减去假设破产清算的清算价值，破产概率即破产可能性或预计重整计划成功可能性，可采用综合因素分析法思路估计。笔者认为，假设清算价值条件下债权的可受偿率分析应按三种情景进行分析，即偿债能力分析报告应包括在假设破产清算前提下的偿债能力分析、在假设持续经营前提下的偿债能力分析、在假设有序清算前提下的偿债能力分析，加之实际控制人随重整企业破产，可能会给重整企业债权人主要是特定债权人带来增量的受偿额，使受偿比率提高，为更好地为重整计划服务，应出具含清算价值三种前提下和实际控制人破产清偿的债权综合偿债能力分析报告。在综合偿债能力分析报告中，应包括三种情景下来自重整企业和实际控制人的综合债权受偿比率。综合偿债能力分析结果表样如表 2（以下的表中金额单位如无特别说明为人民币万元）：

表 2 综合偿债能力分析结果表

序号	项目	假设强制清算前提下的 A	假设有序清算前提下的 B	假设持续经营前提下的 C
一	来自重整企业受偿比率			
(一)	特定债权清偿率%			
1	特定债权受偿金额			
2	特定债权金额			
(二)	普通债权清偿率%			
3	普通债权受偿金额			
4	普通债权金额			
5	其中：特定债权转入			
二	来自实际控制人因保证的受偿比率%			
6	保证债权受偿金额			
7	保证债权金额			
三	综合债权受偿比例			
	其中：综合普通债权受偿比例%			

注：清偿率=受偿金额/债权金额，来自重整企业受偿比率=(1+3)/(2+4-5)，综合债权受偿比例=(1+3+6)/(2+4-5)，综合普通债权受偿比例=(3+6)/4。

## (二) 综合偿债能力分析过程

### 1. 分析思路

(1) 对重整企业管理人委托评估的重整企业资产进行分析，确定有效资产；(2) 根据债务人的经营状态和分析目的采用适当的价值类型（持续前提下的市场价值、破产清算前提下的清算价值、有序清算前提下的清算价值），对重整企业的有效资产进行评估，对负债进行确认；(3) 确定优先扣除项目，包括资产项优先扣除项目以及负债项优先扣除项目，优先扣除项目应当有确切的证明依据；(4) 对实际控制人的偿债能力进行分析；(5) 确定综合债权的受偿比例及特定债权和普通债权的受偿比例。

### 2. 综合偿债能力分析过程

(1) 评估结果及特定债权设定优先权资产：①被清偿资产的评估结果；②优先扣除项为设定财产担保的资产、融资租赁资产、工程优先权等和不纳入重整资产，设定财产担保、融资租赁、工程优先权等的资产的市场价值小于对应债务的，扣除与该资产市场价值相等的债务，余下的债权转为普通债权。

(2) 根据《企业破产法》第 109 条、第 113 条规定，重整资产除优先受偿债权、破产费用和共益债务（破产费用包括管理人报酬、诉讼费用和管理人管理、变价和分配债务人财产的费用以及管理人执行职务的费用、聘用工作人员的费用等；共益债务即《企业破产法》第 42 条列示的破产申请后发生的债务）外，依照下列顺序清偿：a. 职工债权包括欠付工资、应付安置费和社保费等；b. 应付税款；c. 普通债权。重整资产不足以清偿同一顺序的清偿要求的，按照比例分配。

(3) 确定实际控制人承担连带责任的特定债权及其受偿金额。

(4) 综合偿债能力分析计算，即：

表 3 重整企业综合偿债能力分析计算表

序号	项目	公式说明	申报金额	确认金额	评估值
1	总资产				
2	无效资产				
3	有效资产	=1-2			
4	债权总额	=5+10+11+12-13			---
5	其中：特定债权金额 [来自重整企业]	=6+7+8+9			---
6	其中：工程优先债权				---
7	有财产担保债权				---
8	融资租赁债权				---
9	其他优先债权				---

序号	项目	公式说明	申报金额	确认金额	评估值
10	职工债权				---
11	应付税款				---
12	普通债权				---
13	其中：特定债权转入	=5-14-20			---
14	特定债权受偿金额 [来自重整企业]	=15+16+17+18	---	---	
15	其中：工程优先债权受偿金额		---	---	
16	有财产担保债权受偿金额		---	---	
17	融资租赁债权受偿金额		---	---	
18	其他优先债权受偿金额		---	---	
19	特定债权受偿比例 % [来自重整企业]	=14/5	---	---	
20	来自实际控制人受偿比率 %	=21/22	---	---	
21	其中：保证债权受偿金额		---	---	
22	保证债权金额		---	---	
23	破产费用和共益债务	=24+25	---	---	
24	其中：破产费用		---	---	
25	共益债务		---	---	
26	职工债权受偿金额		---	---	
27	应付税款受偿金额		---	---	
28	综合债权受偿比例 %	=29/4	---	---	
29	其中：综合债权受偿金额	=14+31	---	---	
30	综合普通债权受偿比例 %	=31/12	---	---	
31	其中：综合普通债权受偿金额	=33+21	---	---	
32	普通债权受偿比例 %	=33/12	---	---	
33	其中：普通债权受偿金额	=3-14-23-26-27			

### （三）来自实际控制人的偿债能力分析

实际控制人为企业融资提供连带责任保证金额，在债权人如银行等金融机构从重整企业设定担保的抵（质）押物受偿后不足部分，通过实际控制人破产得到受偿，仍不足的部分通过重整企业普通债权清偿受偿。破产条例第 28 条第 1 款规定“对债务人的特定财产享有担保权的权利人，可以随时向管理人主张就该特定财产变价处置，行使优先受偿权。”破产条例第 89 条规定“破产财产在优先清偿破产费用和共益债务后，其他债务依照下列顺序清偿：

（1）债务人欠付的赡养费、抚养费、扶养费和专属于人身赔偿部分的损害赔偿金；（2）债务人所欠雇用人员的工资和医疗、伤残补助、抚恤等费用，应当缴入雇用人员个人账户的基本养老保险、基本医疗保险等社会保险费用，以及依法应当支付给雇用人员的补偿金；（3）债务人所欠税款；（4）普通破产债权，其中债务人的配偶以及前配偶、共同生活的近亲属以及成年子女不得在其他普通破产债权人未受完全清偿前，以普通债权人身份获得清偿；（5）因违法或者犯罪行为所欠的罚金类款项。破产财产不足以清偿同一顺序债权的，按照比例分配。”根据以上的清偿顺序，实际控制人偿债能力分析如表 4：

表 4 实际控制人偿债能力分析计算表

序号	项目	公式说明	申报金额	确认金额	评估值
1	破产财产				
2	债权总额	=3+4+5+6+7-8			---
3	其中：特定债权金额	=6+7+8+9			---
4	欠付的赡养费、抚养费等				---
5	所欠雇用人员的工资和医疗等				---
6	所欠税款				---
7	普通债权				---
8	其中：特定债权转入	=3-10			---
9	特定债权受偿比率 %	=10/3	---	---	
10	其中：特定债权受偿金额		---	---	

序号	项目	公式说明	申报金额	确认金额	评估值
11	破产费用和共益债务	=12+13	---	---	
12	其中：破产费用		---	---	
13	共益债务		---	---	
14	欠付的赡养费、抚养费等受偿金额		---	---	
15	所欠雇用人员的工资和医疗等受偿金额		---	---	
16	所欠税受偿金额		---	---	
17	总债权受偿比例 %	=18/2	---	---	
18	其中：总债权受偿金额	10+20	---	---	
19	普通债权受偿比例 %	=20/7	---	---	
20	其中：普通债权受偿金额	=1-10-11-14-15-16	---	---	

注：实际控制人承担连带责任保证受偿金额 = 实际控制人承担连带责任保证债权金额 \* 普通债权受偿比例 %。

## 六、重整企业综合偿债能力分析案例

### （一）案例简介

A公司在2015年为了补充流动资金，向甲银行借款人民币10000万元，期限3年，到期还本、按季付息。该笔借款由A公司的实际控制人王某无偿（公司无需支付担保费用）为该笔借款提供连带责任担保，王某与甲银行签订了连带责任担保协议书，王某持有A公司22%股份。2020年，A公司因财务处于困境由债权人申请破产重整，王某承担连带责任的保证的本金A公司和王某均未偿付，债权人同时申请王某破产重整。王某个人独资拥有一家B公司，在破产日经营正常。

### （二）重整企业评估结果

重整企业A公司管理人聘请某评估机构以2020年6月30日为评估基准日进行了市场价值、清算价值（破产清算假设）评估，清算价值评估结果为：流动资产9437.93万元、长期股权投资4449.20万元、固定资产32833.57万元、在建工程7674.40万元、无形资产4625.64万元（其中土地使用权3168.23万元）、其他非流动资产24.69万元，被评估资产合计评估值为59045.43万元。被评估资产合计账面价值为132019.03万元，减值72973.60万元，减值率55.28%。被评估资产合计市场价值评估值为149324.36万元，分类明细略，清算价值较市场价值的平均变现率为42.08%。

### （三）重整企业偿债能力分析

重整企业A公司债权总额216181.93万元，其中：特定债权金额35752.06万元（包括工程优先债权3158.45万元、有财产担保债权25437万元、融资租赁债权5368.82万元、其他优先债权1787.79万元）、职工债权2883.97万元、应付税款2240.90万元、普通债权180835.59万元（其中特定职权转入5530.59万元）。特定债权评估值30221.47万元，特定债权受偿比例84.53%。破产费用和共益债务5858.72万元、职工债权和应付税款为全额受偿合计5124.87万元。普通债权受偿金额17840.37万元、普通债权受偿比例9.87%，总债权受偿金额48061.84万元、总债权受偿比例22.23%。

### （四）实际控制人偿债能力分析

1.B公司收益法评估结果实际控制人拥有的B公司在破产日经营正常，B公司上一年度净利润为450万元，偿债系数估计为80%，B公司未来5年预期股权自由现金流分别为500、520、550、580、600万元，折现率为12%，期中折现，见表5：

表 5 现金流偿债法测算简表

项目	第 1 年	第 2 年	第 3 年	第 4 年	第 5 年
股权自由现金流	500.00	520.00	550.00	580.00	600.00
偿债系数	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%
折现率	12.00%	12.00%	12.00%	12.00%	12.00%
折现期	0.50	1.50	2.50	3.50	4.50
折现系数	0.94	0.84	0.75	0.67	0.60
折现值	472.46	438.71	414.30	390.09	360.30
折现值合计	2 075.86				

即偿债现金流折现值=2 075.86 万元。

## 2. 实际控制人偿债能力分析

管理人确定的实际控制人包括 B 公司的破产财产评估值 5 000 万元，债权总额 12 320 万元。债权总额包括欠付的赡养费、抚养费 300 万元，所欠雇用人员的工资和医疗等 20 万元，普通债权 12 000 万元（包括甲银行申报的王某承担连带责任的保证债权）。破产费用和共益债务即破产费用 100 万元，欠付的赡养费、抚养费等和所欠雇用人员的工资和医疗等全额受偿合计 320 万元。普通债权受偿金额 4 580 万元、普通债权受偿比例 38.17%，总债权受偿金额 4 580 万元、总债权受偿比例 37.18%。

### （五）重整企业综合偿债能力分析

重整企业 A 公司来自实际控制人的普通（保证）债权 10 000 万元，受偿比例 38.17%，受偿金额 3 816.67 万元。综合普通债权受偿金额 21 657.04 万元、综合普通债权受偿比例 11.98%，综合债权受偿金额 51 878.51 万元、综合债权受偿比例 24.00%。

### 【参考文献】

- [1]严维律师事务所.应对疫情冲击严维团队揭密银行败诉大数据.
- [2]潘家永. 替人担保, 要承担什么责任? [N].安徽日报, 2021 年 3 月 29 日第 10 版.
- [3]卢林.个人破产与企业破产的程序合并初探. 2021 年 1 月 20 日.
- [4]中国资产评估协会. 金融不良资产评估指导意见(试行)[M]. 经济科学出版社, 2005: 103.
- [5] 胡艳、王锦、张祎伟、冯念、史秀英. 变现率模型的构建在不良债权回收价值评估中的应用[J].中国资产评估, 2020.
- [6][美]艾斯沃斯·达摩达兰著.罗菲主译.达摩达兰论估价:面向投资和公司理财的证券分析(第二版)[M].东北财经大学出版社, 2010: 549.

（接第75页）

### 【参考文献】

- [1] 国家质量监督检验检疫总局. 信息技术 数据元的规范与标准化第 1 部分: 数据元的规范与标准化框架[S].GB/T18391.1-2002/ISO/IEC11179-1:1999.
- [2] 中国资产评估协会. 资产评估专家指引第 9 号—数据资产评估[S]. 中评协(2019) 40 号.
- [3] 阮咏华.基于财务视角的数据资产化重点与难点研究[J].商业会计, 2020, (4).
- [4] 美国评估促进会评估准则委员会. 美国资产评估准则[M]. 中国人民大学出版社, 2020: 301.
- [5] 国际评估准则理事会. 国际评估准则 2017 [M]. 经济科学出版社, 2017: 69-89.
- [6] 孙晓璇,赵小明. 基于模糊层次法的数据资产评估方法研究[J]. 智能计算机与应用, 2020, (6).
- [7] 李然辉.2019.数据资产价值评估模型的理论研究与技术实现探讨.<http://www.jnexpert.com/article/detail?id=907&spead=share>.
- [8][美] 莎伦·P·普拉特, 罗格·J·格拉博斯基. 资本成本: 应用和案例(第四版), 经济科学出版社, 2013: 439.

## 数据资产收益和期限量化及其折现率确定方法\*

王进江

**【摘要】**数据资源外延大于数据资产，主数据又是数据资产的核心，数据资产作为企业重要无形资产，收益法应是通常的评估方法，数据资产收益法评估有超额收益法、许可费节省法、增量收益法、绿地法等具体模型。笔者认为，超额收益法应是数据资产收益法评估中的常用模型，数据资产的剩余经济寿命期从空间和时间角度看应是有限年期，应在价值影响因素评价的基础上结合主数据分析通过流失率来确定，折现率应在整体 WACC 基础上调整确定并进行 WARA 检验。

**【关键词】**数据资产 超额收益 剩余使用年限 量化模型 折现率

### 一、数据资源分类及其与数据资产关系

各种行业以几何倍数的速度在制造着数据，比如互联网、物联网、影像、监控、金融、电信等。根据国际数据公司（IDC）的数据，2013 年全球大数据储量为 4.3ZB，到 2019 年全球大数据储量达到 41ZB。大数据是数据的集合，从数据到大数据，既是量的积累，又是质的飞跃。《中共中央国务院关于构建更加完善的要素市场化配置体制机制的意见》首次将数据作为一种新型生产要素，并要求加快培育数据要素市场。数据是指对事实、概念或指令的一种形式化标示，适用于以人工或自动方式进行通信、解释和处理<sup>[1]</sup>。数据按照不同维度、不同语境可以分为不同的类，从数据治理或信息化项目的角度，数据一般分为：数据元、元数据、主数据、参考数据、常规数据等。（1）数据元。用一组属性描述定义、标识、表示和允许值的数据单元<sup>[1]</sup>，数据元由对象、特性、表示组成，数据元是组成实体数据的最小单元。

（2）元数据。描述数据的数据或关于数据的结构化数据，让数据更容易理解、查找、管理和使用。（3）主数据。系统间共享数据，是不随或很少随时间变化的静态数据，并且与个体活动或流程无关，比如客户、员工、产品、物料单、账户等，这些信息构成了公司的业务。

（4）参考数据。数据可能的取值范围及其解释，也即常说的数据字典。（5）常规数据。与每日业务开展或每个业务人员最为关注的那些数据，比如交易、订单、报表等数据。元数据和参考数据一般与系统或数据库底层设计有关，相对变化频率非常低；主数据与技术有关，与业务关系更为密切，相对变化频率较低，也是常规数据的基础；常规数据则变化频繁，且实时性要求较高。由于主数据与业务联系紧密且是一般数据基础，加上又有一定变化（频率很低），是数据治理的重点领域。

但数据资源（生产要素）并非都能成为数据资产，数据资源能否成为数据资产，需要结合数据的物理属性、法律属性、技术属性和经济属性进行综合分析。中国资产评估协会制定了《资产评估专家指引第 9 号——数据资产评估》（以下简称“指引”），根据指引第二条，数据资产是由特定主体合法拥有或者控制，能持续发挥作用并且能带来直接或者间接经济利益的数据资源。会计上将数据资源确认为资源确认为资产有三个前提条件：一是企业拥有该项数据资源的所有权或者使用权；二是该项数据资源应当是企业通过已经发生的购买行为等交易方式取得或者自行开发形成的，并且其成本能够可靠地计量；三是企业使用该项数据资源能够产生现金和现金等价物的流入，并且其价值能够可靠地计量<sup>[3]</sup>。数据外延大于大数据即包含大数据，大数据相比数据应用价值更高，但数据成为数据资产并不一定要经过融合为大数据阶段，某些容量很小的数据也可能极具价值，如商业保密数据。数据资产作为企业的重要资产，企业需要最大化地实现数据资产的价值，或是通过交易变现获得直接收益。

\* 本文已发表在《中国资产评估》2021年第09期。

## 二、主数据的识别及其生命周期阶段

企业数据管理的内容及范畴通常包括业务数据、主数据以及元数据三类。企业主数据是用来描述企业核心业务实体的数据，可以在企业内跨越各个业务部门被重复使用的，因此通常长期存在且应用于多个系统。由于主数据是企业基准数据，具有较高的业务价值，因此是企业执行业务操作和决策分析的数据标准。主数据具备4个主要特征：（1）高价值。主数据是所有业务处理都离不开的实体数据，与大数据相比价值密度非常高。（2）高共享。主数据是跨部门、跨系统高度共享的数据。（3）相对稳定。与交易数据相比主数据是相对稳定的，变化频率较低。变化频率较低并不意味着一成不变，例如：客商更名会引起客商主数据的变动、人员调动会引起人员主数据的变动等等。（4）相对独立。主数据独立于其他数据，和交易数据只存在引用关系，交易数据的各种增删改查不会实时对主数据产生影响。主数据是组织的最关键、最核心的数据，是超越业务、超越部门、超越系统、超越技术的，必须存在并加以正确维护，保证交易系统的参照完整性。主数据是企业数据的核心价值所在，必须深挖和管理。主数据管理是指一整套的用于生成和维护企业主数据的规范、技术和方案，以保证主数据的完整性、一致性和准确性；采集与集成、共享、数据质量、数据治理是主数据管理的四大要素，其中通过跨业务和产品筒仓集中信息可帮助识别高价值的客户从而为其提供个性化的服务给客户带来增加收入可能。

识别主数据是主数据管理的第一步，在茫茫数据大海中识别出主数据是一项非常复杂的工程，主数据识别流程主要包括数据实体类别梳理、主数据识别评分模板、建设主数据：（1）数据实体类别梳理。从业务角度出发，在不同粒度和层次上系统地分析整个企业的业务流程，并将所有业务流程所涉及到的业务实体划分为主数据的识别对象。（2）主数据识别评分模板。由主数据评分指标和各指标权重组成。根据评分模板得出各业务实体的分值，由企业需要和专家意见确定阈值，大于阈值的业务实体数据即可确定为企业主数据。其中主数据评分指标一般通过主数据识别标准的分析而获得，在确定时需要重点考虑基础性、共享性、业务价值、周期性、复杂性、流动性（小于交易数据的变化频率）、多特征属性。确定指标权重是主数据识别过程中非常关键的一步，常用的权重确定方法包括主观赋权法和客观赋权法。（3）建设主数据。有了主数据识别指标和各指标权重后，就可以构建主数据识别模板，生成各业务系统分值，最后由分值高低确定某一业务数据是否可以纳入主数据管理范畴；接下来，通过企业主数据中心建设，完成主数据的采集、分发、维护、质量管理、分析统计。

数据资产是企业的一项无形资产，通过入（在生产过程中对数据进行采集和获取）、存（将采集到的数据整合到数据中心进行系统的管理、分类）、用（找到数据的价值，将数据加工成服务和产品进而创造业务价值）、出（整个价值周期结束）四个阶段构成数据资产全生命周期管理的闭环。主数据治理以主数据生命周期管理为核心，主数据生命周期主要包含主数据的产生、整合、存储、发布、维护、使用和归档几个阶段：（1）产生。对主数据产生规范、产生方式做统一管理。（2）整合。对主数据集成规范、集成机制等统一管理。（3）存储。对主数据存储系统、存储方式等统一管理。（4）发布。对主数据发布、共享机制等统一管理。（5）维护。对主数据维护规范、维护职责等统一管理。（6）使用。对主数据使用职责、使用监督等统一管理。（7）归档。对主数据归档机制、归档流程等统一管理。基于主数据生命周期各个环节建立主数据标准，以数据标准为依据搭建数据质量管理体系，并通过成熟的数据管理体系保障不同管理模块的有序运行，同时以技术体系为支撑来确保数据标准、数据质量等策略的落地和数据的正常运营。

## 三、数据资产收益法评估具体模型的选择

《资产评估执业准则—资产评估方法》第九条规定：收益法是指通过将评估对象的预期收益资本化或者折现，来确定其价值的各种评估方法的总称。无形资产通常采用收益法评估<sup>[4]</sup>。收益法较真实、准确地反映了数据资产所属收益额的本金化的价值，更容易被交易各方所接受。国际评估准则《IVS210 无形资产》60.5 收益途径有许多方法，本准则对下列方法进行详细讨论：（a）超额收益法；（b）许可费节省法；（c）增量收益法或有无对比法；（d）绿地法；（e）分销商法<sup>[5]</sup>。除分销商法通常用于客户相关类评估外，其他具体模型适用于数据资产的评估。（1）超额收益法。用归属于标的无形资产的现金流量的现值来确定该项无形资产的价值，在现金流量中已扣除来源于其他对现金流有贡献的资产（“贡献资产”）的

相应贡献比例。(2) 许可费节省法。通过参考虚拟的许可费价值而确定,该虚拟的许可使用费是由于拥有该项资产而可以节省从第三方定期支付许可费所节省的金额。(3) 增量收益法或有无对比法。通过比较两种情境下的价值差异指示无形资产的价值:一种情景是企业使用标的无形资产;另一种情景是企业不使用标的无形资产(但其他因素保持不变)。(4) 绿地法。假设标的无形资产在评估基准日是企业的唯一资产,并通过预测未来现金流来确定标的无形资产的价值,其他所有的有形和无形资产必须通过购买、建造或租赁取得。

预期收益、剩余经济寿命期、折现率是数据资产采用收益法评估的三个基本参数,数据资产收益法评估各具体模型的区别主要是基本参数之一的预期收益确定模型的差异,数据资产的预期收益就是企业预期收益中归属于数据资产的超额收益。根据指引第二十二条“……数据资产的获利形式通常包括:对企业顾客群体细分、模拟实境、提高投入回报率、数据存储空间出租、管理客户关系、个性化精准推荐、数据搜索等。……”,数据资产的超额收益有直接取得和间接取得方式,主要是间接取得方式。如果数据资产的预期收益可以根据数据资产的商业模式和获利形式单独(直接)确定,则适用增量收益法。许可费节省法包括收入分成法、利润分成法,是无形资产评估实务中的常用具体模型,数据资产的预期收益等于数据资产与贡献资产共同产生的收益即报告单位的收入或利润乘 $K$ (分成率),分成率就是报告单位的收益扣除贡献资产收益后的剩余收益与报告单位收益的比率,这个比率通常用市场上的许可比率或经验值来确定,如果这个许可比率可以在市场上获取,则适用许可费节省法模型。绿地法类似于超额收益法,超额收益法是评估基准日除数据资产外存在贡献资产的情景,绿地法是评估基准日仅数据资产无贡献资产的情景。超额收益法是具体模型中的核心模型,尤其是委估的数据资产是报告单位的主要资产时,其他模型即许可费节省法、增量收益法、绿地法都是超额收益模型的变形。

#### 四、数据资产价值影响因素及其评价量化方法

##### (一) 数据资产价值影响因素

数据资产受控于企业主体,依附于有形资产。数据资产的价值影响因素包括技术因素、数据容量、数据价值密度、数据应用的商业模式和经济、法律因素。(1) 技术因素。通常包括数据获取、数据存储、数据加工、数据挖掘、数据保护、数据共享等。数据共享就是让在不同地方使用不同计算机、不同软件的用户能够读取他人数据并进行各种操作运算和分析。实现数据共享,可以使更多的人更充分地使用已有数据资源,减少资料收集、数据采集等重复劳动和相应费用,而把精力重点放在开发新的应用程序及系统集成上。(2) 数据容量。主要是指数据资产规模及其可扩展性。通常来说,数据容量越大,数据资产的生产成本越高;数据资产的兼容性越强,容量扩展的可能性越高,其保值和增值的可能性也就越大。

(3) 数据价值密度。数据价值密度的高低与数据总量的大小成反比,数据价值密度越高数据总量越小,数据价值密度越低数据总量越大。(4) 数据应用的商业模式。相同的数据资产,由于其应用领域、使用方法、获利方式的不同,会造成其价值差异。因此对数据资产商业模式的关注,可以帮助资产评估专业人员了解数据资产活动获取收益的方式。目前以数据资产为核心的商业模式主要有:提供数据服务模式、提供信息服务模式、数字媒体模式、数据资产服务模式、数据空间运营模式、数据资产技术服务模式。(5) 经济因素。通常包括数据资产的取得成本、获利状况、类似资产的交易价格、市场应用情况、市场规模情况、市场占有率、竞争情况等。通过对经济因素情况的分析,资产评估专业人员可以判断经济因素对数据资产价值的影响程度。(6) 法律因素。通常包括数据资产的权利属性以及权利限制、数据资产的保护方式等。如2018年5月25日在欧盟成员国内正式生效实施的《通用数据保护条例》(“GDPR”),该条例的适用范围极为广泛,任何收集、传输、保留或处理涉及到欧盟所有成员国内的个人信息的机构组织均受该条例的约束。

##### (二) 影响因素评价量化方法

根据数据资产的基础属性及商品属性,初步划分数据资产的基础指标、质量指标及市场指标3个一级指标、15个二级指标及解释<sup>[6]</sup>。影响数据资产价值的因素主要从数据资产的收益和风险两个维度考虑,数据资产的收益取决于数据资产的质量和数据资产的应用价值<sup>[7]</sup>。结合指引第十九条(成本法数据效用)、第二十六条(市场法修正系数),本文将数据资产价值影响因素评价量化维度划分为基础、效用、技术、密度、容量、应用六个维度:

$$S=B \times U \times Q \times \rho \times M \times A \quad (1)$$

式中：S-数据资产价值影响因素评价分值；B-基础修正技术；U-效用修正；Q-技术修正； $\rho$ -密度修正系数；M-容量修正系数；A-应用修正系数。

数据资产的基础维度包括数据来源（B1）、产生方式（B2）、数据类型（B3）、可复用性（B4）、数据类型（B5）。

$$U=\alpha \times \beta \times (1+L) \times (1-r) \quad (2)$$

式中： $\alpha$ -数据质量系数； $\beta$ -数据流通系数；L-数据垄断系数；r-数据价值实现风险系数。

数据质量是指数据固有质量，可以通过对数据完整性、数据准确性和数据有效性三方面设立约束规则，数据质量为满足要求的数据在数据系统中的百分比；数据质量的评价办法由数据模块、规则模块和评价模块三者组成。数据流通系数=（传播系数 $\times$ 可流通的数据量）/总数据量=（ $a \times$ 开放数据量+ $b \times$ 公开数据量+ $c \times$ 共享数据量）/总数据量，其中a、b、c分别为开放、公开和共享三种数据流通类型的传播系数。数据垄断系数=系统数据量/行业总数据量。数据价值实现风险分为数据管理风险、数据流通风险、增值开发风险和数据安全风险四个二级指标和设备故障、数据描述不当、系统不兼容、政策影响、应用需求、数据开发水平、数据泄露、数据损坏八个三级指标。

技术修正系数主要考虑因技术因素带来的数据资产价值差异，通常包括数据获取（Q1）、数据存储（Q2）、数据加工（Q3）、数据挖掘（Q4）、数据保护（Q5）、数据共享（Q6）等因素。价值密度修正系数主要考虑有效数据占总体数据比例不同带来的数据资产价值差异。价值密度用单位数据的价值来衡量，价值密度修正系数的逻辑为：有效数据（指在总体数据中对整体价值有贡献的那部分数据）占总体数据量比重越大，则数据资产总价值越高。容量修正系数主要考虑不同数据容量带来的数据资产价值差异，其基本逻辑为：一般情况下，价值密度接近时，容量越大，数据资产总价值越高。容量修正系数的基本公式为：容量修正系数=评估对象的容量/可比案例的容量。数据应用包括稀缺性（A1，描述数据的供给数量及供给方数量的多寡）、时效性（A2，描述数据的时间特性对应用的满足程度）、多维性（A3描述数据集的维度多寡程度）、场景经济性（A4，描述在具体场景下数据集的经济价值）。

效用、密度、容量修正通过前述公式确定；基础（B1-B5）、技术（Q1-Q6）、应用（A1-A4）修正系数可采用主观赋权法（主要包括层次分析法（AHP）、德菲尔法、模糊综合评价法等）或客观赋权法（主要包括熵值法、因子分析法、聚类分析法等）确定 B1-B5、Q1-Q6、A1-A4 各自的权重，基础、技术、应用各自的合计权重为 100%，基础、技术、应用修正系数计算公式如下：

$$B=W_{B1} \times B1+W_{B2} \times B2+W_{B3} \times B3+W_{B4} \times B4+W_{B5} \times B5 \quad (3)$$

$$Q=W_{Q1} \times Q1+W_{Q2} \times Q2+W_{Q3} \times Q3+W_{Q4} \times Q4+W_{Q5} \times Q5+W_{Q6} \times Q6 \quad (4)$$

$$A=W_{A1} \times A1+W_{A2} \times A2+W_{A3} \times A3+W_{A4} \times A4 \quad (5)$$

式中：W-权重；B1…B5…Q1…Q6…A1…A4-评价分值（0-100）。

## 五、数据资产预期收益采用超额收益模型的步骤

在收益法中，多期超额收益法逐渐成为评估无形资产的常用方法<sup>[4]</sup>。超额收益法是当数据资产是报告单位主要的无形资产时确定预期收益的核心模型，尤其是在许可费节省法、增量收益法不适用的情景下。数据资产预期收益采用超额收益模型的步骤如下：1.确定委估数据资产的贡献资产。贡献资产是正常化水平所必要的，与委估数据资产预期收益无贡献的资产不是贡献资产。2.预测报告单位的无负债现金流。需了解数据资产的应用场景、明确数据资产的商业模式，不同应用场景的数据资产具有不同的特征，这些特征可能会对数据资产的价值产生较大的影响。对数据资产商业模式的关注，可以帮助资产评估专业人员了解数据资产活动获取收益的方式。3.确定贡献资产的公允价值。其中如果委估数据资产外其他无形资产如果未单独进行公允价值评估，需采用 AHP 法等将数据资产从组合无形资产中进行割差分离，确定数据资产在组合无形资产中的权重。其中的 AHP 法就是采用向专家问卷调查（调查对象至少 5 位，包括企业决策层和负责财务、市场、研发、运营的主管以及行业内专家、用户、员工、评估师等，一般 2-3 轮直到一致性检验通过。）打分方式对含数据资产的组合无形资产进行两两对比赋值（1 到 9 数值，比较重要性最高为 9、最低为 1），通过矩阵的数学方法来分析确定组合无形资产中各项无形资产的权重。4.确定贡献资产的回报率。5.数据资产预期收益。如果委估数据资产外其他无形资产未单独进行公允价值评估，则：

数据资产超额收益=报告单位数据资产相关的无负债现金流-贡献资产的贡献额=无形资产超额收益-组合劳动力回报额-除数据资产外其他组合无形资产回报额=组合无形资产超额收益×数据资产在组合无形资产中的权重 (6)

无形资产超额收益=报告单位数据资产相关的无负债现金流-营运资金回报额-有形非流动资产回报额 (7)

组合无形资产超额收益=报告单位数据资产相关的无负债现金流-营运资金回报额-有形非流动资产回报额-组合劳动力回报额 (8)

报告单位数据资产相关的无负债现金流=息税前利润×(1-企业所得税率)+折旧与摊销 (9)

贡献资产的贡献额=贡献资产的公允价值×贡献资产回报率=营运资金的公允价值×营运资金回报率+含土地使用权的有形非流动资产公允价值×有形非流动资产回报率+组合劳动力公允价值×组合劳动力回报率+组合无形资产超额收益×除数据资产外其他组合无形资产在组合无形资产中的权重 (10)

## 六、数据资产剩余经济寿命期的确定

企业建立大数据的生命周期包括大数据的组织、大数据的现状评估和差距分析、制定大数据的战略、大数据的定义、数据的采集、数据的处理和分析、数据的呈现、数据的审计/治理和控制、数据的持续改进等九个阶段。数据从空间的视角，从不同的业务系统产生，经过加工处理之后，再到不同的业务部门；数据从时间的视角，从数据的规划到标准、到开放实施和维护。基于大数据环境下数据在企业业务中的流转情况，数据生命周期可划分为6个阶段：数据采集、数据存储、数据处理、数据传输、数据交换、数据销毁。指引第二十三条指出“使用收益法执行数据资产评估业务时，需要综合考虑法律保护期限、相关合同约定期限、数据资产的产生时间、数据资产的更新时间、数据资产的时效性以及数据资产的权利状况等因素确定收益期限。收益期限不得超出产品或者服务的合理收益期。”。采用收益法执行数据资产评估时，数据资产剩余经济寿命期的确定需要综合考虑以下因素：（1）法律保护期限。（2）相关合同约定期限。（3）数据资产的产生时间、数据资产的更新时间、数据资产的时效性。数据资产的灵魂是主数据，本文认为该因素应主要针对主数据来进行。（4）数据资产的权利状况。数据资产的权利兼具人格权和财产权双重属性，其中财产权包括数据采集权、数据可携权、数据使用权、数据收益权，需关注委估数据资产的权利状况对数据资产剩余经济寿命期的影响。（5）产品或者服务的合理收益期。本文认为，数据资产剩余经济寿命期应在上述因素分析的基础上，按照熟短原则确定；另外数据资产的经济寿命期随着社会的发展总体应是递减趋势的，本文认为，在前述的熟短原则难以量化确定的情况下，数据资产剩余经济寿命期可考虑下列的途径：

（1）当有参照的标准数据资产经济寿命期时，可通过对委估的数据资产进行价值影响因素评价赋权量化打分，然后与参照的数据资产比较进而确定委估的数据资产剩余使用年限。

（2）在没有参照的标准数据资产经济寿命期时，则：在对委估数据资产价值影响因素赋权打分的基础上，通过数据资产自身的分析确定流失率，确定经济使用年限。

## 七、数据资产折现率的确定

数据资产本身一般是不能单独产生收益的，需与贡献资产一起方能共同产生收益；一个独立运营的报告单位通常包括营运资金、有形非流动资产、可辨认无形资产（包含数据资产）、不可辨认无形资产。数据资产的折现率可以采用无风险报酬率加风险报酬率（风险累加法）的方式确定，也可以使用替代利率如加权平均资本成本做适当调整确定，风险累加法主观因素较多，使用替代利率如加权平均资本成本做适当调整相对客观。

第一步：无形资产（包含数据资产）折现率的确定

各类资产回报率之间是相互牵制、相互影响、相互制约并且共同作用的，因此各类资产回报率之间存在一定的内在关系。一般根据资产流动性不同、风险不同、取得难易程度的不同可以总结出以下的关系：不可辨认无形资产即商誉回报率>除土地使用权外其他可辨认无形资产（包含数据资产）回报率>有形非流动资产和无形资产-土地使用权回报率>营运资金的回报率；且在一般情况下，加权平均资产回报率（WARA）一般会介于无形资产（包含数

据资产)回报率与有形非流动资产回报率之间。无形资产(包含数据资产)折现率确定公式如下:

$$R_i = \frac{WACC_{BT} - W_c \times R_c - W_f \times R_f}{W_i} \quad (11)$$

式中:  $R_i$ -无形资产(包含数据资产)税前折现率;  $WACC_{BT}$ -税前 WACC;  $WACC$ -数据资产相关独立运营报告单位的加权平均资本成本;  $W_c$ -营运资金在报告单位运营资产中的比重;  $R_c$ -营运资金回报率;  $W_f$ -有形非流动资产在报告单位运营资产中的比重;  $R_f$ -有形非流动资产回报率;  $W_i$ -无形资产在报告单位运营资产中的比重。

第二步: 数据资产折现率的确定

无形资产(包含数据资产)包括的各项无形资产如专利权、商标权、著作权、数据资产等的可辨认无形资产和组合劳动率等的不可辨认无形资产相对风险程度应是不同的, 数据资产的价值影响因素较多, 在综合分析数据资产各项价值影响因素即风险因素的前提下, 判断确定数据资产在整个无形资产中的相对风险程度, 数据资产折现率可在无形资产(包含数据资产)折现率的基础上调整确定。数据资产折现率的确定公式如下:

$$R_{DA} = \frac{R_i - W_L \times R_L - W_q \times R_q}{W_{DA}} \quad (12)$$

式中:  $R_{DA}$ -数据资产折现率;  $W_L$ -组合劳动力在无形资产中的比重(简易做法可用组合劳动力回报额占无形资产超额收益比重代替);  $R_L$ -组合劳动力回报率;  $W_q$ -除数据资产和组合劳动力外其他无形资产在无形资产中的权重(通过 AHP 等方法确定);  $R_q$ -除数据资产和组合劳动率外其他无形资产回报率;  $W_{DA}$ -数据资产在无形资产中的比重(1- $W_L$ - $W_q$ )。税前  $R_L$ 通常等于  $WACC_{BT}$ , 税前  $R_q$ 通常在  $R_i$ 基础上结合风险分析调整确定。

## 八、数据资产税务摊销收益的考虑和WARA检验

在使用收益法对数据资产评估中, 对于某些评估目的, 如财务报告目的, 适用的价值类型假设了标的的数据资产的一种虚拟销售, 通常对于这些目的, 当使用收益法时应该考虑 TAB, 因为典型的参与者在这类虚拟交易中, 将会摊销获取的数据资产。若经分析后考虑税务摊销收益适当, 则:

$$P = V_{DA} + TAB \quad (13)$$

$$TAB = \frac{\frac{V_{DA} \times t \times \delta}{n}}{1 - \frac{t \times \delta}{n}} = V_{DA} \times \frac{t \times \delta}{n - t \times \delta},$$

$$\delta = \frac{1}{R_{DA}} \left[ 1 - \frac{1}{(1 + R_{DA})^n} \right] \quad (14)$$

式中:  $P$ -数据资产最后的评估值;  $V_{DA}$ -数据资产预期收益折现值;  $TAB$ -税务摊销收益;  $t$ -数据资产购买方适用的企业所得税率;  $n$ -数据资产购买方采用直线摊销的摊销期;  $\delta$ -资本化倍数的年期修正系数。

WACC 是报告单位的加权平均资本成本, WARA 是各资产类型要求的回报率。WACC 和 WARA 平衡思路如下:

$$WACC_{Ru} = (k_{dRU} \times W_{dRU}) + (k_{eRU} \times W_{eRU})$$

$$WARA_{Ru} = WACC_{Ru}$$

$$WARA_{Ru} = (k_{NWCRU} \times W_{NWCRU}) + (k_{FARU} \times W_{FARU}) + (k_{IARU} \times W_{IARU}) + (k_{UIVRU} \times W_{UIVRU}) \quad (15)$$

式中:  $WACC_{Ru}$ =报告单位整体回报率;  $k_{dRU}$ =报告单位的负债成本回报率;  $W_{dRU}$ =报告单位的负债成本公允价值/报告单位的公允价值;  $k_{eRU}$ =报告单位的资本成本回报率;  $W_{eRU}$ =报告单位的资本成本公允价值/报告单位的公允价值;  $k_{NWCRU}$ =报告单位的营运资本回报率;  $W_{NWCRU}$ =报告单位的营运资金公允价值/报告单位的公允价值;  $k_{FARU}$ =报告单位的有形非流动资产回报

率： $W_{FARU}$ =报告单位的有形非流动资产公允价值/报告单位的公允价值； $k_{IARU}$ =报告单位的可辨认无形资产回报率； $W_{IARU}$ =报告单位的可辨认无形资产公允价值/报告单位的公允价值； $k_{UIVRU}$ =报告单位的不可辨认无形资产回报率； $W_{UIVRU}$ =报告单位的不可辨认无形资产公允价值/报告单位的公允价值<sup>[8]</sup>。

在涉及报告单位数据资产相关全部资产（贡献资产和数据资产）的评估中，评估师应当进行加权平均资产回报率（WARA）的分析，进行WACC和WARA间平衡检验，以确定数据资产预期收益折现率选择的合理性。若WACC和WARA有差异即不平衡时，评估人员应复核未来收益预测数据中使用的评估假设前提，如果未来收益预测数据经复核后WACC和WARA仍然有差异，评估人员应进行敏感性分析和主要参数的检查，找出造成有差异的主要原因。

## 九、数据资产评估案例

评估对象为A公司的数据资产市场价值，评估基准日为2015年12月31日，委估数据资产是经过初步脱敏化处理、整理分析后形成可以对外服务的数据商品，A公司的业务包括社交、娱乐、信息、平台等服务，就委估数据资产在当前应用场景下的价值予以评估（金额单位：万元）。

### （一）数据资产贡献率的确定

评估人员结合委估数据资产应用的商业模式和盈利模式，通过访谈等识别程序，确定委估数据资产应用的组合无形资产为：数据资产、客户资源、专利及非专利技术、管理模式、品牌。评估人员采用AHP法确定委估数据资产在组合无形资产价值中的权重，向A公司的总经理、财务部长、市场总监、研发部长、运营总监讲解并下发了无形资产相对贡献调查表，根据5位调查对象打分（经过2轮）的平均分，利用AHP法的单排序计算及一致性检验、总排序计算，确定组合无形资产贡献率（取整）为数据资产30%、客户资源25%、专利及非专利技术20%、管理模式15%、品牌10%。

### （二）数据资产相关无负债现金流的预测

#### 1.数据流失率的确定

经分析同类数据资产的营运数据，确定年平均流失率约为20%（表1）

表1

项目\年份	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
流失率	0.00%	20.00%	36.00%	48.80%	59.04%	67.23%	73.79%	79.03%	83.22%
: 期末	20.00%	36.00%	48.80%	59.04%	67.23%	73.79%	79.03%	83.22%	86.58%
: 平均	10.00%	28.00%	42.40%	53.92%	63.14%	70.51%	76.41%	81.13%	84.90%

#### 2.数据资产相关无负债现金流的预测（表2）

表2

项目\年份	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024 [注2]
一、营业收入 [注1]	24434.10	23456.88	21580.42	18990.95	15950.43	12761.21	10208.10	8165.62	6534.22
二、EBITDA	10 073.10	9 319.88	8 250.42	6 975.95	5 619.43	4 304.21	3 291.10	2 509.62	1910.22
三、EBIT	8 371.10	7 684.88	6 746.42	5 651.95	4 507.43	3 415.21	2 579.10	1 940.62	1 455.22
四、调整后 EBIT	8 371.10	7 684.88	6 746.42	5 651.95	4 507.43	3 415.21	2 579.10	1 940.62	1455.22
五、无负债净收益	6 278.10	5 763.88	5 059.42	4 238.95	3 380.43	2 561.21	1 934.10	1 455.62	1091.22
六、无负债现金流	7 980.10	7 398.88	6 563.42	5 562.95	4 492.43	3 450.21	2 646.10	2 024.62	1546.22

注1：委估数据资产相关营运收入为考虑流失率后的数据。

注2：由于固定成本习性，委估数据资产相关无负债现金流自2025年起为负，确定委估数据资产剩余使用年限为9年。

(三) 数据资产超额收益的确定

1. 贡献资产补偿回报和投资回报 (表 3)

表 3

项目\年份	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
补偿回报和投资回报合计	6 350.17	5 948.42	5 353.09	4 631.47	3 856.00	3 063.75	2 422.57	1 924.23	1 539.26

注：包括营运资金回报、有形非流动资产回报、组合劳动力回报、除数据资产和组合劳动力外其他无形资产回报。

2. 数据资产超额收益的确定 (表 4)

表 4

项目\年份	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
六、无负债现金流	7 980.10	7 398.88	6 563.42	5 562.95	4 492.43	3 450.21	2 646.10	2 024.62	1 546.22
减：贡献资产回报	6 350.17	5 948.42	5 353.09	4 631.47	3 856.00	3 063.75	2 422.57	1 924.23	1 539.26
委估数据资产超额收益	1 629.93	1 450.46	1 210.32	931.49	636.43	386.46	223.53	100.38	6.97

(四) 数据资产折现率及评估值的确定

1. 数据资产折现率的确定及折现值的计算

采用公式 11、12 计算，无形资产税前折现率和数据资产税前折现率为 17.77%、17.50%。

折现值的计算如下：(表 5)

表 5

项目\年份	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
七、超额收益 [委估数据资产]	1 629.93	1 450.46	1 210.32	931.49	636.43	386.46	223.53	100.38	6.97
折现时点 (期中)	0.50	1.50	2.50	3.50	4.50	5.50	6.50	7.50	8.50
现值系数	0.9402	0.8311	0.7347	0.6494	0.5741	0.5075	0.4486	0.3966	0.3506
超额收益 [委估数据资产] 的现值	1 532.46	1 205.48	889.23	604.91	365.37	196.13	100.28	39.81	2.44

数据资产折现值合计为 4 936.11 万元。

2. TAB 计算及评估值的确定

采用公式 14 计算，TAB 为 770.25 万元 (n=10 年)；

委估数据资产评估值=4 936.11+770.25=5 706 万元 (取整)。

(五) WARA 检验

WARA 经计算为 12.31%，WACC 为 12%，相差 0.31 个百分点，相差 2.58% (小于 3%)。

另外，经按无形资产公允价值和各自确定的回报率加权计算，无形资产税前加权回报率为 17.90%，大于按公式 11 计算的无形资产税前折现率。(表 6)

表 6

项目	[税后] 回报率	加权回报率	[税前] 回报率	公允价值	[公允] 资产比例
营运资金	2.89%	0.25%	3.85%	6 194.00	8.72%
有形非流动资产	6.78%	0.20%	9.04%	2 053.00	2.89%
无形资产		11.86%		62 786.00	88.39%
其中：数据资产	13.13%	1.05%	17.50%	5 706.00	8.03%
其他可辨认无形资产	12.38%	1.88%	16.50%	10 791.00	15.19%
组合劳动力	12.00%	0.74%	16.00%	4 366.00	6.15%
除组合劳动力外商誉	13.88%	8.19%	18.50%	41 923.00	59.02%
付息债务 + 股东权益				71 033.00	100.00%

(参考文献参见第67页)

## 健全知识产权资产评估体系 为资产评估行业的转型升级和高质量发展提供机遇\*

阮咏华

随着知识产权强国战略的不断推进，我国在知识产权保护领域取得了长足进步。2020年11月30日，习近平总书记在中共中央政治局就加强我国知识产权保护工作举行的第二十五次集体学习上强调，全面建设社会主义现代化国家，必须从国家战略高度和进入新发展阶段要求出发，全面加强知识产权保护工作。知识产权保护是激发全社会创新活力，推动构建新发展格局的重要手段。立足新发展阶段，健全知识产权资产评估体系是知识产权保护的需要，也是资产评估行业一项任重而道远的工作。

中国资产评估行业一向重视知识产权资产评估工作。在行政主管部门的指导下，中国资产评估协会一方面不断加强与知识产权管理部门的沟通与合作，助推知识产权资产评估制度的建设和资产评估市场的开拓；另一方面加强知识产权资产评估自律管理体制建设，建立了包括《资产评估执业准则——无形资产》《知识产权资产评估指南》《著作权资产评估指导意见》《专利资产评估指导意见》《商标资产评估指导意见》等相关准则在内的评估准则体系。

健全知识产权资产评估体系可以助推知识产权交易的顺利进行，盘活知识产权资产、优化资源配置；维护知识产权权利人的合法权益，激发创新动力；助力知识产权融资梦的实现，促进知识产权转化为先进的生产力，保卫国家安全和人民健康。同时，为侵权赔偿提供价值参考依据，助力司法质量的提升，维护社会稳定。

我国经济转型升级进入新发展阶段，评估行业积极适应这种变化，实现转型升级，为我国经济高质量发展提供更好专业服务。为促进资产评估行业转型升级和高质量发展，进一步健全知识产权资产评估体系，需要做好以下五个方面的工作：

一是顺应时代需要，进一步优化知识产权资产评估环境。知识产权资产评估环境主要包括法律环境、政策环境和市场环境等。促进知识产权资产评估的需求端和供给端加强沟通，在监管部门的指导下，进一步优化知识产权资产评估的营商环境，更好地服务于知识产权保护。

二是不断开拓创新，持续推动知识产权资产评估理论研究。知识产权资产评估对象包罗万象，知识产权开发运用方式也在不断创新。组织理论界和实务界进一步加大对知识产权资产评估政策和技术的深入研究，为知识产权资产评估专业服务提供坚实的理论支撑。

三是加快资源整合，积极开展知识产权资产评估信息化建设。数字经济时代，知识产权资产评估离不开互联网、大数据和人工智能等新一代信息技术的支持。开展知识产权资产评估信息化建设工作，做好长期规划和顶层设计，逐步实现知识产权信息互联互通。

四是坚持与时俱进，不断完善知识产权资产评估准则体系。中国资产评估协会已经建立起了1+5的无形资产评估准则体系，评估技术规范涵盖专利、商标、著作权等知识产权资产评估。随着知识产权资产评估对象的不断扩展，评估目的的不断增多，进一步充实和完善知识产权资产评估准则体系。

五是注重人才培养，进一步提高知识产权资产评估专业服务能力。资产评估机构及其资产评估专业人员是提供知识产权资产评估服务的主体，只有不断提升自身的专业素养和服务水平，才能提高整个行业的社会公信力。加强教育与培训，培养更多的高水平人才，是知识产权资产评估业务实现市场化发展的重要前提。

\* 本文已发表在《中国资产评估》2021年第07期。

**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**

**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**



微信



官网