


# 企业价值评估与

# 案例分析

中和资产评估有限公司

中和资产评估有限公司

编著

 中国财政经济出版社

BUSINESS Valuation and  
Case Studies

Case Studies

# 企业价值评估

与

案例分析

中和资产评估有限公司  
中和邦盟评估有限公司 编著

中国财政经济出版社

## 图书在版编目 (CIP) 数据

企业价值评估与案例分析/中和资产评估有限公司, 中和邦盟评估有限公司编著. —北京: 中国财政经济出版社, 2010. 3

ISBN 978-7-5095-1997-4

I. 企… II. ①中… ②中… III. 企业-价值论-案例-分析 IV. F270

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2010) 第 017398 号

责任编辑: 杨钧珺

责任校对: 杨瑞琦

封面设计: 陈 瑶

版式设计: 兰 波

中国财政经济出版社出版

URL: <http://www.cfeph.cn>

E-mail: [cfeph@cfeph.cn](mailto:cfeph@cfeph.cn)

(版权所有 翻印必究)

社址: 北京市海淀区阜成路甲 28 号 邮政编码: 100142

发行处电话: 88190406 财经书店电话: 64033436

××印刷厂印刷 各地新华书店经销

787×1092 毫米 16 开 9.25 印张 230 000 字

2010 年 3 月第 1 版 2010 年 3 月北京第 1 次印刷

印数: 1—3 000 定价: 35.00 元

ISBN 978-7-5095-1997-4/F·1973

(图书出现印装问题, 本社负责调换)

本社质量投诉电话: 010-88190744

# 前言

---

本书的目的是介绍企业价值评估的核心知识，内容囊括了企业价值评估的主要方面，从简史、评估的约定、信息收集、评估方法和方法论、数据分析到价值提升。此外本书还探讨了业界普遍认为难度较大的无形资产，如品牌、商标、商誉等的评估。本书编写了4个案例的分析，以便为读者提供企业价值评估运作过程的真实范例。

本书的主要目标读者是公司的管理人员，如首席执行官（CEO）、首席财务官（CFO）、财务总监以及财务、会计、投资、法律领域的专业人员等经常在工作中涉及企业价值评估的人士。就其他对企业价值评估感兴趣的人而言，本书也具有一定的可读性和实用性。但本书只是评估的参考资料，而不是评估的基本原理或准则。

# 目录

---

<b>第一章 前言</b> .....	(1)
一、企业价值评估 .....	(1)
二、企业价值评估简史 .....	(1)
三、评估标准 .....	(2)
四、评估的目的 .....	(3)
<b>第二章 评估业务约定</b> .....	(4)
<b>第三章 信息收集</b> .....	(5)
一、内部来源（来自公司） .....	(5)
二、外部来源 .....	(6)
<b>第四章 企业价值评估的方法</b> .....	(7)
一、资产基础法 .....	(7)
二、市场法 .....	(8)
三、收益法 .....	(10)
<b>第五章 无形资产的评估</b> .....	(17)
一、引言 .....	(17)
二、无形资产的定义 .....	(17)
三、相关的会计准则 .....	(17)
四、无形资产的评估方法论 .....	(18)
<b>第六章 折价和溢价的调整</b> .....	(20)
一、缺乏流动性的折价 .....	(20)
二、少数股权的折价（控股权溢价） .....	(21)
三、规模溢价 .....	(21)
四、关键人物折价 .....	(21)

## 2 企业价值评估与案例分析

<b>第七章 价值的提升</b> .....	(22)
一、现有资产渐增的未来现金流量 .....	(22)
二、提高预期增长率 .....	(22)
三、延长高增长时期 .....	(22)
四、降低资本成本 .....	(23)
<b>第八章 案例分析</b> .....	(24)
案例1 电讯企业价值评估 .....	(24)
案例2 收费公路项目价值评估 .....	(28)
案例3 电池制造企业价值评估 .....	(36)
案例4 生物工程公司价值评估 .....	(42)
<b>附 录</b> .....	(48)
<b>词 汇</b> .....	(75)

# **BUSINESS VALUATION AND CASE STUDIES**

BMI APPRAISALS LIMITED  
ZHONGHE APPRAISAL CO. , LTD.

# PREFACE

---

The purpose of this book is to bring together the essentials of the core knowledge of business valuation from various books and journals in this field. It covers major aspects of business valuation from brief history, engagement, information collection, valuation approaches and methodologies, data analysis to value enhancement. It also discusses valuation of intangible assets, such as brand name, trademark, goodwill, etc., that are considered more difficult to deal with compared with tangible assets. Several case studies are included in this book to give readers some real-world examples of how business valuations are carried out.

This book is primarily targeted at company executives such as CEOs, CFOs and financial controllers, and professionals in the fields of finance, accounting, investments and law who are frequently involved in business valuation at work. Others who are interested in business valuation may also find it readable and useful. This book, however, should only be used as a reference guide rather than a basis or a standard for valuation purposes.

# Table of Contents

---

<b>CHAPTER 1 INTRODUCTION</b> .....	( 1 )
Business Valuation .....	( 1 )
Brief History of Business Valuation .....	( 1 )
Standards of Valuation .....	( 2 )
Purpose of Valuation .....	( 3 )
<b>CHAPTER 2 VALUATION ENGAGEMENT</b> .....	( 4 )
<b>CHAPTER 3 INFORMATION COLLECTION</b> .....	( 5 )
Internal Source (From the Company) .....	( 5 )
External Source .....	( 6 )
<b>CHAPTER 4 BUSINESS VALUATION APPROACHES</b> .....	( 7 )
The Asset-based Approach .....	( 7 )
The Market Approach .....	( 9 )
The Income Approach .....	( 10 )
<b>CHAPTER 5 INTANGIBLE ASSET VALUATION</b> .....	( 19 )
Introduction .....	( 19 )
Definition of Intangible Assets .....	( 19 )
Relevant Accounting Standards .....	( 19 )
Intangible Asset Valuation Methodologies .....	( 20 )
<b>CHAPTER 6 DISCOUNT AND PREMIUM ADJUSTMENTS</b> .....	( 22 )
Discount for Lack of Marketability .....	( 22 )
Discount for Minority Interest (Premium for Control) ...	( 23 )
Size Premium .....	( 23 )
Key Person Discount .....	( 23 )
<b>CHAPTER 7 VALUE ENHANCEMENT</b> .....	( 24 )
<b>CHAPTER 8 CASE STUDIES</b> .....	( 26 )
Case 1. A Telecommunication Business in the PRC .....	( 26 )

**2 BUSINESS VALUATION AND CASE STUDIES**

Case 2. A Toll Road Project in the PRC ..... (30)  
Case 3. A Battery Manufacturing Business in the PRC ..... (40)  
Case 4. A Biotechnology Company in the PRC ..... (47)

**REFERENCES** ..... (54)

# 第一章 前 言

---

## 一、企业价值评估

什么是一家企业或一种资产的价值？这是企业界常见的关于企业价值评估的问题。企业价值评估一般被定义为对行业、企业/实体或其权益的价值形成一种意见或判断的行为或过程。如今企业价值评估的范围被扩展至对资产的评估，包括有形资产和无形资产。企业价值评估的应用是很广泛的。比如一家企业在决定是否收购另一家企业之前可能希望知道该企业的真实价值（包括估算的未来成效）。因不合理地未能得到许可证来进行其计划中的生意，一名商人正在控告一个许可部门并就其经营损失进行索赔。假定该商人成功地完成了计划中的生意，经营损失就取决于对生意盈利的评估。企业价值评估也经常应用于离婚争议、征税、欺诈案件和保险调查等。

过去数年来无论香港或是中国大陆，都对企业价值评估的需求呈现迅猛的增长。需求的增长是源于资本化市场活动的增加，比如香港与中国大陆的公司或中国大陆的公司之间的合并和收购、首次公开募股（IPO）。另一个主要原因是近些年来香港和中国大陆的会计标准的改变，为了遵守新的标准，公司必须进行更多的评估，比如商誉的年度减值测试、期限不定的无形资产的年度减值测试、职工优先认股权的评估等。

## 二、企业价值评估简史

### （一）美国

20世纪20年代，在美国，交易的售价是经过买主和卖主之间的协商的，主要取决于他们的讨价还价。买主一般通过对卖主的生活水平和社会地位的观察来估算其利润和现金流量。在随后的数十年内，美国国税局（Internal Revenue Service）颁布了《申诉和再审查备忘录》第32条、税收裁定（Revenue Rulings）第59—60条、第65—192条、第68—609条来规范企业价值评估领域。这些法规被视为企业价值评估的第一套准则。

截至20世纪70年代末、80年代初，对企业价值评估服务的需求已经很多。商业评估师协会（Institute of Business Appraisers, Inc.）和美国评估师协会（American Society of

## 2 企业价值评估与案例分析

Appraisers)等几家评估协会已经成立了。20世纪80年代末,8家评估协会创建了评估基金会,该基金会公布了《专业评估实务统一标准》(USPAP)。此后在从事各种评估时,专业的评估师一般都被推荐遵循 USPAP。

### (二) 香港

过去数年来香港对企业价值评估的需求大幅飙升。由于没有统一的标准来规范和引导企业价值评估从业者,证券及期货事务监察委员会(SFC)于2003年5月在其磋商报告中提出了对财务报告中所采用的企业价值评估标准的担忧。

香港测量师学会(HKIS)的会员香港财经分析师协会(HKSFA)、皇家特许测量师学会(RICS)等机构在香港提供企业价值评估服务。2004年8月香港测量师学会(HKIS)出版了《与贸易相关的商业资产和商业企业的HKIS评估标准》第一版,作为对提供企业价值评估服务的会员的指导性规定。2005年9月,HKIS、HKSFA和RICS组成一个名为“香港商业评估论坛”(HKBFV)的联合论坛,来处理其会员负责的企业价值评估服务中出现的问题。符合特定要求的3个组织的会员可以向HKBFV申请成为注册企业价值评估师(RBV)。2005年11月,HKBFV发布了一套企业价值评估标准,为注册企业价值评估师提供了准备企业价值评估报告的指引性规定和共同的标准。

### (三) 中国大陆

1978年中国共产党的十一届三中全会以后,中国开始了波澜壮阔的经济体制改革和对外开放的征程。1988年大连炼铁厂合资项目首次进行了资产评估,随着改革开放的深入,中外合资合作、国有企业改革等涉及产权变动的经济行为大量出现,对资产评估提出了客观要求,中国的资产评估行业应运而生,中国资产评估协会于1993年成立。

2007年11月28日,财政部和中国资产评估协会在人民大会堂召开中国资产评估准则体系发布会,共发布了包括8项新准则在内的15项评估准则,同时宣布成立财政部资产评估准则委员会、中国资产评估协会宣布成立资产评估准则技术委员会和咨询委员会。

自中国资产评估协会于2004年12月30日发布《企业价值评估指导意见(试行)》以来,明显促进了中国大陆企业价值评估技术方法应用方面与国际惯例的接轨与趋同,尤其推动了收益法的广泛应用。

## 三、评估标准

虽然大部分企业价值评估采用“市场价值”作为基准,但有时应该采用其他的基准。评估师和评估的客户都应该明确地了解基于市场价值和基于非市场价值的评估之间的差别,这些概念之间的差别可能对评估的适用造成影响,这是很重要的。以下列举了企业价值评估的一些常用价值类型:

### 1. 市场价值

经过适当的推广(在推广过程中买卖双方都是明智的、谨慎的、没有强制性的)后,

自愿的买主和自愿的卖主之间进行公平交易，对评估当日一项资产可兑换的金额的估算就是市场价值。

## 2. 使用价值

一项特定的资产对一个特定的使用者在一种特定的用途中的价值，因此与市场无关。这种价值类型是特定的资产对于其整个实体的价值的集中体现，与资产的最高价值和最好用途或通过出售可能实现的金额无关。

## 3. 投资价值

一项资产对于有确定的投资标的的一个特定的投资者或一种投资者的价值。一项资产的投资价值可能高于或低于其市场价值。

## 4. 继续经营价值

继续经营的一家企业或企业中的权益的价值。经营中的企业的继续经营价值的无形价值源于以下因素：拥有训练有素的工作团队、运作有效的工厂，持有必要的许可证、规章制度和工作程序。

## 5. 可保价值

保险合约或政策中所定义的资产的价值。

## 6. 清算或被迫出售的价值

在不符合市场价值定义所要求的推广期限的较短的期限内，出售一项资产可能获得的合理的金额。被迫出售价值也可能源于卖主不情愿、且买主知晓该项出售对卖主的不利时所进行的交易。

# 四、评估的目的

评估一家企业或企业的一部分有诸多可能的原因。其中最普遍的原因是：

1. 预计该企业或企业的一部分将被出售；
2. 预计将买入一家企业；
3. 确定已经被购买或收购的一批资产（包括完整的企业）中的个别资产的价值；
4. 确定贷款的价值；
5. 确定可保价值；
6. 关联方之间的买卖协议；
7. 征用的程序；
8. 财产的处置（比如在婚姻解体的过程中）；
9. 不动产评估（不动产规划、不动产捐税收益）；
10. 商誉的减值测试；
11. 职工持股计划（ESOP）。

## 第二章 评估业务约定

---

在开始评估之前，通过签订评估业务约定书使评估师和客户之间建立起委托和被委托的商务关系。评估业务约定书可明确评估机构和客户之间的权利与义务，保证客户的满意度，并将评估师和客户之间发生任何误解和争议的可能性降至最低。

评估业务约定书一般包括：

1. 评估机构和委托方的名称、住所；
2. 评估目的；
3. 评估对象和评估范围；
4. 评估基准日；
5. 评估报告使用者；
6. 评估报告提交期限和方式；
7. 评估服务费总额、支付时间和方式；
8. 评估机构和委托方的其他权利和义务；
9. 违约责任和争议解决；
10. 签约时间。

## 第三章 信息收集

---

信息收集是评估中的一个关键步骤。信息的来源可分为内部来源和外部来源。

### 一、内部来源（来自公司）

#### （一）财务数据

1. 历史财务报表。评估师通常会要求公司提供历史财务报表，包括过去五年的年度财务报表和半年度财务报表。在某些情况下（包括与公司有关的技术、产品或商业环境的重大改变），评估师可能需要参阅更早年度的财务报表。另一方面，若公司进行了合并和收购或对公司的运作结构进行了重大的改变，评估师可参阅较少年度的财务报表。

2. 历史捐税收益。通过查阅公司的历史捐税收益，评估师可以更好的了解公司的财务情况，比如公司的纳税策略和税款支出对其净收入的影响。

3. 财务规划。若财务规划是由公司提出的，则该规划可以清楚地表明公司对其运营情况和未来会影响公司的经济环境的看法。

4. 其他财务信息。这些信息包括销售和购买协议、专利权、商标、股份的配置、未决的诉讼、临时债务（或有债务）等等。

#### （二）公司运作方面的数据

1. 公司的网站。评估师通常可通过公司的网站获得大量的公司信息，比如管理层成员、产品、服务和子公司。

2. 实地探访。探访工厂、办公室、生产线等公司资产能使评估师对公司的运作有更好的了解，进而促进评估的进程。

3. 会见管理层。通过会见公司的管理层，评估师可获得额外的财务/运作方面的信息，比如策略、未来的规划和新产品。

4. 法律文件。评估师应该审查公司的法律文件，以便核实公司的资产、合约的存在与否以及其他权益。

法律文件可能包括经营许可、合伙协议、销售和购买协议、贷款协议、出租合约等。

## 二、外部来源

### (一) 国家的经济政策与宏观形势

国内的经济政策与宏观形势通常对公司的业绩有重大的影响。良好的经济状况往往会带来较低的失业率和较高的薪资水平。在这种情况下，人们往往会花费更多的钱，这样公司通常可赚取更多的利润。经济衰退时会发生相反的情形。除了国内的经济政策与宏观形势，外国的经济政策与宏观形势也可能对国内的公司造成重大的影响，尤其是以外国市场为目标的公司。

通过以下重要经济指标，评估师通常能了解一个国家的经济状况：

国内生产总值（GDP）；通胀率；失业率；消费者物价指数；商业投资；利率；消费者信心指数。

### (二) 当地的经济状况

对于较小的公司而言，当地（某些城市或国家）的经济状况是更具影响力的；若这些公司的大部分顾客都限于该地区内，则当地经济状况的影响会更大。因此在对小公司进行评估时，评估师应该特别关注该公司所在地区的经济数据。这些数据包括人口统计数字、人均收入、当地政府的规划等。

### (三) 行业信息

由于行业信息是与公司有关的最密切、最具影响力的外部信息，因此行业信息在预估公司的未来业绩方面起着关键作用。比如，尽管公司所在国家和地区都处于良好的经济环境中，但如果公司所在行业的前景黯淡，其不利影响可能抵消国家和地区良好商业环境的影响，进而严重影响公司的经营。评估师可以轻易地从政府部门、商会、同业工会等处获得行业信息。

## 第四章 企业价值评估的方法

---

企业价值评估一般采用三种方法——资产基础法、市场法和收益法。一种评估方法不可能适用于所有的评估，因此选择合适的评估方法是企业价值评估的关键所在。此外，即使有一种以上的评估方法适用于一次评估，不同的方法却可能产生差异很大的不同的评估价值。因此以可获得的信息为基础，好的评估师通常需要对评估方法的选择及其结果作出专业的分析判断。下面是对三种不同评估方法的详细阐述：

### 一、资产基础法

该评估方法也叫成本法，是以替换法则为基础，也就是一项资产的价值不会大于其所所有组成部分的总价值。通过这种方法，所有资产的成本价值（包括有形的和无形的）和资产负债表上所有的负债都用市场价值来替换。若市场价值或清算价值是适用的，则可能需要考虑销售成本。税款可能也要考虑在内。

#### （一）评估程序

1. 查阅资产负债表上所有的资产和负债。如果有任何会影响公司的财务或运作状况但并未出现在资产负债表上的资产和负债（比如不得取消的维护性租赁、或有负债等），则需要加上这些资产和负债。另一方面，还需要删除不会影响公司的财务或运作状况的资产和负债，比如未经确认的较老的应收账款。

2. 重新评估所有有关资产和负债的市场价值。

3. 公司的价值等于所有有关资产的市场价值总额减去所有有关负债的市场价值总额。

#### （二）资产和负债的鉴定

一般而言，评估师可从资产负债表上获得大部分资产和负债的信息。如果公司没有资产负债表，评估师可能需要会见公司的管理层，以便了解资产和负债的详细情况。评估师可能还需要进行现场探访来确认资产和负债的情况。

未在资产负债表上出现的资产和负债可能是公司总资产的重大组成部分，因此评估师需要注意此类资产和负债。未经确认的资产和负债可能包括以下几种：

1. 公司内部产生的无形资产；

2. 与不得取消的资产或负债有关的合约，比如维护性租赁；