

资产评估案例丛书

企业价值评估案例

余炳文 杨飞虎 胡梅根 编著

Case of Business Valuation



经济管理出版社
ECONOMY & MANAGEMENT PUBLISHING HOUSE

资产评估案例丛书

企业价值评估案例

余炳文 杨飞虎 胡梅根 编著



经济管理出版社
ECONOMY & MANAGEMENT PUBLISHING HOUSE

图书在版编目 (CIP) 数据

企业价值评估案例/余炳文, 杨飞虎, 胡梅根编著. —北京: 经济管理出版社, 2015. 12
ISBN 978-7-5096-3824-8

I. ①企… II. ①余…②杨…③胡… III. ①企业—价值论—教材 IV. ①F270

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2015) 第 130552 号

组稿编辑: 王光艳

责任编辑: 许 兵

责任印制: 黄章平

责任校对: 超 凡

出版发行: 经济管理出版社

(北京市海淀区北蜂窝 8 号中雅大厦 A 座 11 层 100038)

网 址: www.E-mp.com.cn

电 话: (010) 51915602

印 刷: 保定市嘉图印刷有限公司

经 销: 新华书店

开 本: 720mm × 1000mm/16

印 张: 17

字 数: 334 千字

版 次: 2016 年 3 月第 1 版 2016 年 3 月第 1 次印刷

书 号: ISBN 978-7-5096-3824-8

定 价: 58.00 元

· 版权所有 翻印必究 ·

凡购本社图书, 如有印装错误, 由本社读者服务部负责调换。

联系地址: 北京阜外月坛北小街 2 号

电话: (010) 68022974 邮编: 100836

总 序

中国资产评估行业经过二十多年的发展，已经成为国民经济和社会发展重要的组成部分，在国有企业改革、上市公司资产重组、知识产权交易、跨国并购以及司法鉴证等经济活动中发挥着越来越重要的作用。近年来，随着市场经济的不断深化，资产评估的专业服务领域也在不断拓展，尤其在财政支出绩效评价和财富管理咨询等方面呈现出先发优势，并赢得了应有的市场地位。

市场经济的发展需要通过强化培训来提高各级各类资产评估从业人员的专业能力，而案例教学就是此类培训中行之有效的手段。案例不仅可以让读者具有“身临其境”的感觉，准确把握资产评估专业的知识点和关键点，而且能够引起学生的学习兴趣，提高学习效率，起到良好的效果。这本《企业价值评估案例教程》，就是应包括资产评估专业硕士和资产评估后续教育的需求，由余炳文等同志在深入调查和反复推敲之后编撰而成。

这本教程具有如下几个特点：一是案例源于现实。每个案例都有不同的对象，按所有制关系分类，既有国有企业，也有民营企业。按改制程度分类，既有已完成改制的股份制公司，也有尚未完成改制的企业。按股权控制程度分类，既有控股股东权益，也有占少数股东权益。这些案例为分析不同背景、不同企业性质和不同产权关系的企业价值评估提供了有价值的参考。二是案例采用的评估方法主要是收益法、市场法和成本法（资产基础法），但各个案例分析的侧重点存

在差异，尤其是在运用不同方法进行企业价值评估时，强调了收集资料、确定参数和分析逻辑的科学性，为读者全面掌握这几种方法提供了有价值的参考。三是每一个案例都提供了案例说明，说明中列举出了本案例的相关背景材料、评估思路、案例分析的关键问题以及案例的知识点和能力点，便于教师把握案例的知识点，有助于加深对案例的理解，掌握案例所阐述的内容和基本事项，厘清案例的评估思路，进而提高教学效率。

希望本书及陆续出版的《不动产评估案例教程》、《无形资产评估案例教程》以及《特殊类型资产案例教程》的编著工作，力求以简洁的语言、生动的案例材料体现资产评估的实质，为资产评估专业人才的培养提供更多有价值的案例材料。

汪海粟

2015年5月10日

前 言

资产评估是一门综合性、应用性很强的专业学科，它不仅在国有企业改革、上市公司并购重组、资产投资以及知识产权交易等价值发现和计量领域发挥着非常重要的作用，也在财政支出绩效评价、企业管理咨询等非估值领域产生了越来越广泛的影响。随着市场经济的不断深入和信息技术的发展，现实社会对高校资产评估专业学生的能力要求也越来越高，采用案例教学的方式无疑能够极大地促进学生专业技术和能力的提升，编著资产评估案例教程就显得十分有必要。

本书的内容注重教材的适用性，每一个案例除了正文部分外，均附有案例使用说明。正文部分是根据评估案例进行编著，删去了原有案例中与教学无关的部分内容，案例使用说明则是案例教学的辅助材料，包含了案例的教学启发性思考题、关键问题的阐释和知识点的提示，可以帮助教师更好地理解案例，有助于教师在课堂上的教学，当然，本书仅仅是一种参考，教师完全可以根据自己的教学需要自行取舍。本书编著的案例是真实评估中的案例，为了不影响相关当事方的经济行为，报告中出现的名字都采用了字母或者其他符号代替，请阅读者不要对号入座，本书的编写完全是为了案例教学的需要，没有任何其他目的。

本书共有八个案例，每个案例内容由案例正文和案例使用说明两部分组成，江西财经大学 2014 级资产评估的硕士研究生参与了本书的编写工作，其中案例



一由李雪梅、张静静编写；案例二由王章琪、张三静编写；案例三由汪颖、张三静编写；案例四、案例五由张昌编写；案例六由张三静编写；案例七由谢春来和张昌编写。江西财经大学资产评估硕士研究生肖钰、徐立、眭京城、孙健平、杨喆翔、王勇、温伦勤、胡晶瑜、罗玉帆、黄强、张洲、肖颖涛、曾东华、周小芳、彭璐琦、陈运佳、周兴龙、熊必鹏等在资料的收集过程中发挥了较大的作用，也参与了其中的编写工作，在此向他们表示感谢！江西东升资产评估公司的肖勇先生为本书提供了较好的案例，对本书的成稿起到了重要作用，在此表示感谢！案例中的不足和错误责任完全在编著者，与案例的提供者没有关系。对本书出版付出辛勤劳动的王光艳编辑和经济管理出版社的其他同志表示深深的谢意。

由于本书编著者水平有限，加上时间仓促，难免会有缺陷和不足，恳请各位读者批评指正，以便我们在今后的修订中进一步完善。

编著者

2015年5月9日

目 录

案例一 DZ 公司拟整体变更为股份公司的企业价值评估案例	1
一、评估的基本事项	3
二、资产清查简要说明	4
三、评估思路	5
四、评估技术说明	5
五、资产的评估	7
六、负债评估	34
七、DZ 公司变更为净资产的评估值计算	36
八、评估结论	37
附录 1 案例使用说明	38
案例二 W 公司拟将所持有的 KD 高速公路公司权益进行转让的 价值评估案例	47
一、评估的基本事项	49
二、资产清查简要说明	50
三、评估思路	51
四、评估技术说明	52
五、资产基础法评估主要计算过程	53
六、收益法评估主要计算过程	62
七、确定最终评估价值的结论	67
附录 2 案例使用说明	68
案例三 SH 有限公司拟收购 WH 天然气有限公司全部股权 价值评估案例	81



一、评估的基本事项	82
二、资产清查简要说明	83
三、评估思路	83
四、评估技术说明	83
五、收益期限的确定	87
六、净收益预测及折现率的确定	87
七、评估对象价值的确定	105
八、评估结论	106
附录3 案例使用说明	107
 案例四 NC 市商业银行部分股权转让的企业价值评估案例	115
一、评估的基本事项	117
二、资产清查简要说明	119
三、评估思路	120
四、本案例的评估技术说明	120
附录4 案例使用说明	140
 案例五 AB 科技有限公司拟引入战略投资者的股权价值评估案例	150
一、评估的基本事项	152
二、资产清查简要说明	153
三、本案例的评估思路	153
四、本案例的评估技术说明	154
五、评估结论	168
附录5 案例使用说明	169
 案例六 JX 集团公司拟转让 GS 证券公司股份所涉及的股东权益 价值评估案例	176
一、评估的基本事项	178
二、资产清查简要说明	180
三、评估思路	180
四、评估方法的选择	180
五、市场法的技术说明	181
六、市场法的评估测算过程	190
七、市场法评估结果	206

八、收益法的技术说明	206
九、评估结果的选取	215
附录6 案例使用说明	217
案例七 HX 药业股份有限公司部分股权价值评估案例	227
一、评估的基本事项	228
二、资产清查简要说明	229
三、评估技术说明	230
四、评估结果	250
附录8 案例使用说明	252
参考文献	260
后 记	261

案例一

DZ 公司拟整体变更为股份公司的企业价值评估案例

本案例起始于 2014 年 1 月，是当时 WH 市企业整体变更为股份公司的典型评估项目。2014 年 1 月上旬，评估机构工作人员就该项评估的具体事宜和关键问题向部分高校学者和委托方进行了咨询，并在内部讨论的基础上，确定了一些基本事项，如评估对象及范围、评估方法以及评估技术路线等，根据所确定的评估对象和技术路线，进一步确定评估的步骤和工作计划，最后进行评估的具体实施。该案例采用的是资产基础法，严格意义上讲，由于 DZ 公司仍在经营，所以收益法也是适合的评估方法。从选择案例的角度出发，本案例能够体现资产基础法的全貌，较好地说明了各类不同资产与负债的评估过程和结果，所以本案例选择了资产基础法。案例的具体过程如下：首先明确评估对象是公司的净资产价值，对公司所要评估的资产和负债进行区分和调整，再根据不同资产和负债的特点选择不同的评估方法进行评估，最后根据评估出的资产和负债的价值，测算出 DZ 公司整体变更股份公司的净资产额，即得到最后的评估价值，这些构成了本案例评估的主体内容。

本案例采用典型的资产基础法进行评估，具有一定的典型性和代表性，在具体内容上，突出体现了对不同资产和负债灵活运用不同的评估方法，综合反映了案例的复杂性和难度，也反映了有限责任公司整体变更为股份公司实际评估中的具体问题，选用该案例作为教学案例比较适合。

本案例的评估委托方为 DZ 公司，该公司在 2009 年正式成立，是一家专门从事电器制造的有限责任公司。DZ 公司为了加快发展速度，规范公司的治理结构和运作模式，适应现代公司发展的要求，拟将现有的有限责任公司变更为股份有限公司。有限责任公司的优点是设立程序比较简单、不必发布公告、不必公开账

目，尤其是公司的资产负债表一般不予公开，公司内部机构设置较灵活，因此，有限责任公司一般适合于中小企业。然而，随着经营的扩大，原有的有限责任制组织形态的缺点就凸显出来，由于不能公开发行股票，筹集资金的范围和规模一般都比较小，难以适应大规模生产经营活动的需要。而股份公司则可以迅速实现资本集中，股份有限公司的资本划分为若干股份，由出资人认股，出资人可以根据自己的资金能力认购一股或若干股，这样较大的投资额可以化整为零，使更多的人有能力投资，大大加快了融资速度。另外，股份有限公司能够满足现代化社会大生产对企业组织形式的要求。

为此，DZ 公司决定将其公司整体变更为股份有限公司，邀请评估公司以此为目的对公司净资产额进行评估。（相关财务报表见附表 1-1）



一、评估的基本事项

1. 委托方简要介绍

本案例评估委托方及被评估单位均为 DZ 公司, DZ 公司是一家集科研、设计、生产、销售及售后服务为一体的专业生产输变电设备的高新技术企业, 注册资本是 3260 万元人民币, 主要从事电器制造, 主要经营范围包括电力变压器、激光电源、开关电源、电力电子及配电自动化设备开发、生产及相关技术咨询服务, 分为国内贸易(国家有专项规定的凭有效许可证经营)和自营代理商品以及技术进出口业务(国家限定公司经营和禁止进出口商品和技术除外)两个市场领域。为响应国家建设节约型社会的号召, 公司始终将高效、节能、环保作为发展的核心理念, 不断加大对新产品、新技术、新工艺、新材料的研发力度。同时, 公司也得到 A 省政府、国家发改委、中国社科院等相关单位的大力支持, “三维立体卷铁芯变压器”被 A 省和国家列入了重大产业化项目。DZ 公司也将秉承“创民族品牌、立百年基业”的企业使命, 开拓创新, 立足科技, 致力未来。

2. 评估目的

根据 DZ 电源战略规划, 公司拟整体变更为股份有限公司。因此此次评估主要是针对上述经济行为所涉及的 DZ 公司账面净资产价值进行评估, 为上述经济行为提供价值参考依据。

3. 价值类型

根据本案例特定的评估目的, 本次评估所选用的价值类型为市场价值。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。

之所以采用市场价值类型, 是因为市场价值类型与其他价值类型相比, 更能反映交易双方的公平性和合理性, 使评估结论能满足本次评估目的的需要。

4. 评估对象和范围

本案例评估对象为 DZ 公司评估基准日的账面净资产价值; 评估范围为 DZ 公司评估基准日账面反映的全部资产和负债, 具体如表 1-1 所示。

表 1-1 DZ 公司 2013 年 12 月 31 日资产负债情况

单位：元

项 目	账面价值
流动资产	128147917. 1
非流动资产	63480214. 64
投资性房地产	7586962. 57
固定资产	49905219. 82
无形资产	3402417. 23
递延所得税资产	2585615. 02
资产总计	191628131. 74
流动负债	96789952. 85
非流动负债	10770833. 33
负债合计	107560786. 18

资料来源：DZ 公司基准日纳入评估范围的资产、负债状况业经 G 会计师事务所有限责任公司进行了审计，并出具了“G 审字〔2014〕G14001000018 号”审计报告。

5. 评估基准日

评估基准日是委托方根据以下具体情况确定的：一是与会计报表编制日一致，为利用会计信息提供方便；二是与资产清查日较接近；三是与经济行为实现日较接近。本项目评估基准日定为 2013 年 12 月 31 日。本项目评估的一切取价标准均为评估基准日有效的价格标准。

二、资产清查简要说明

列入本次清查范围的资产是 DZ 公司于评估基准日所拥有的全部资产，主要包括流动资产、非流动资产和负债。其中流动资产主要是指货币资产、应收票据、应收账款、预付账款、存货及其他流动资产，而非流动资产包括投资性房地产、无形资产——土地使用权、机器设备、递延所得税资产。

资产清查应按照如下程序进行：①建立资产清查小组；②组织清查人员学习有关政策规定，掌握有关法律、法规和相关业务知识，以提高财产清查工作的质量；③确定清查对象、范围，明确清查任务；④制定清查方案，具体安排清查内容、时间、步骤、方法，做好清查前的必要准备；⑤确定清查原则，按照先清查数量、核对账簿记录，再认定物品质量的原则进行；⑥填制盘存清单。



三、评估思路

首先,明确本次评估是在 DZ 公司拟整体变更为股份有限公司的前提下进行的,而股东认购的股份总额应当与公司的净资产额相等。

其次,核对评估基准日当天的资产负债表账面价值,并在原资产负债表的基础上增加和剔除若干资产科目和负债科目。因为评估的是公司的净资产额,所以涉及公司的资产和负债各类资产和负债的细分在后文有详细的说明。

最后,运用市场法等方法分别对各项资产和负债重新评估其评估基准日的价值。资产总额和负债总额二者的差额就是 DZ 公司整体变更为股份公司的净资产价值。

上述评估思路可用下面的净资产价值评估模型表示:

$$NA = TA - TL$$

式中,NA 为评估对象的净资产额;TA 为评估对象在评估基准日所有资产的市场价值总额;TL 为评估对象在评估基准日所有负债的市场价值总额。

四、评估技术说明

1. 评估方法的选择

国际上企业价值评估通用的方法主要有收益法、市场法和资产基础法三种。

收益法是从决定资产市场价值的基本依据——资产的预期获利能力的角度评价资产。从理论上讲,收益法的评估过程和结论更符合投资者的投资理念,该方法评估的资产价值更多地体现了待评估资产未来的获利情况。但由于企业整体变更为股份有限公司,会使企业融资渠道拓宽,企业自身的竞争力不断增强,这会在很大程度上改变 DZ 公司的年获利能力,较难准确预期公司的获利能力,因而运用收益法对 DZ 公司的价值进行评估存在一定的难度。

市场法按照市场替代原则,根据市场上类似资产的价格间接评价资产的价值。该方法通常适用于待评估的资产存在充分活跃有效的交易市场,该市场上能够找到与待评估资产相同或相似的资产或交易事项,从而能够通过调整得到待评估资产的价值。该方法使用的前提是能找到可以参照的相似资产和存在活跃的交易

易市场。然而，市场上缺少相似的交易资产，所以运用市场法进行评估不符合实际。

资产基础法是采用一种或多种具体评估方法，根据企业资产扣除负债后的价值确定经营组合、企业所有者权益或企业股票价值的常用评估方法。运用资产基础法得出的结果是100%的权益价值。显然，它适用于整体DZ公司的净资产额的评估。资产基础法包括可能采用收益法计算的长期投资的股权价值，还可能采用市场法计算固定资产价值等方法。

基于本案例的评估目的以及资产评估的科学性和合理性要求，考虑评估方法本身的合理性、效率性，本次评估选用资产基础法进行评估。在具体方法的运用上，考虑评估对象各类资产特性，采用相应的评估方法对各类资产和负债分别评估，计算资产总额和负债总额之差，即为变更为股份有限公司的企业价值评估结果。

2. 评估假设

由于企业所处运营环境的变化以及影响资产价值因素的变化，必须建立一些假设以便注册资产评估师能够对资产进行价值评估，充分支持我们所得出的评估结论。本次评估是建立在以下前提和假设条件下的：

(1) 一般假设。一般假设包括企业持续经营假设、交易假设和公开市场假设。企业持续经营假设，是假定被评估企业的经营业务合法，不会出现不可预见的因素导致其无法持续经营，被评估资产现有用途不变并原地持续使用。交易假设，是假定所有待评估资产已经处于交易过程中，评估师根据待评估资产的交易条件等模拟市场进行估价。交易假设是资产评估得以进行的一个最基本的前提。公开市场假设，是假定在市场上交易的资产，或拟在市场上交易的资产，资产交易双方彼此地位平等，彼此都有获取足够市场信息的机会和时间，以便对资产的功能、用途及交易价格等做出理智的判断。公开市场假设以资产在市场上可以公开买卖为基础。

(2) 特殊假设。本评估假设国家现行的有关法律法规及政策、国家宏观经济形势无重大变化；本评估假设企业所处的社会经济环境以及所执行的利率、汇率、税赋基准及税率、政策性征收费用等无重大变化；本评估假设企业完全遵守所有相关的法律法规；本评估假设无其他人力不可抗拒因素及不可预见因素对企业造成重大不利影响；本次评估的各项资产均以评估基准日的实际存量为前提，有关资产的现行市价以评估基准日的国内外有效价格为依据；本评估假设被评估单位所提供的基础资料和财务资料真实、准确、完整；本评估假设被评估资产无权属瑕疵事项或存在的权属瑕疵事项已全部揭示；本评估假设被评估单位存在的抵押担保事项、涉诉事项或有资产及或有负债事项已全部揭示；本次评估测算的



各项参数取值不考虑基准日后通货膨胀因素的影响。

当上述假设条件发生变化，或者出现与上述假设条件不一致的事项发生时，本评估结果一般会失效。

五、资产的评估

1. 货币资金评估

经清查核实，货币资金账面价值为 18702136.68 元，其中，现金账面价值为 11063.10 元；银行存款账面价值为 18691073.58 元；其他货币资金 1727765.93 元。评估方法如下：

(1) 现金。对库存现金采用实际盘点并同现金日记账余额和总账现金账户余额核对的方法进行评估。评估人员在财务主管和出纳人员陪同下对库存现金进行盘点，并对盘点当日的现金结果进行调节。评估人员于 2014 年 1 月 21 日对该公司库存现金进行了清点，当日盘点现金为 12063.10 元人民币，加上 2014 年 1 月 1 日~2014 年 1 月 21 日的现金支出数为 843661.76 元，减去 2014 年 1 月 1 日~2014 年 1 月 21 日现金收入数为 844661.76 元，得到结果为 11063.10 元。被评公司的财务现金管理制度较健全，现金进出手续完备，因此，本次评估按清查调整后账面数 11063.10 元人民币作为评估值。

(2) 银行存款。涉及 WH 银行股份有限公司高新支行、中国银行股份有限公司 WH 市西湖支行等 7 家金融机构的 7 个账号，账面金额为 18691073.58 元。

评估人员查阅了银行存款日记账及总账，并取得评估基准日的银行对账单和由被评估单位提供的银行存款余额调节表，银行对账单余额与账面余额完全相符。同时向银行发函询证，询证金额与账面余额无误，最终确认银行存款评估值为 18691073.58 元。

(3) 其他货币资金。广州市 CC（集团）有限公司、杭州市 BB（集团）有限公司等 6 家企业的 7 笔保函金及利息，账面金额为 1727765.93 元。

评估方法同上述银行存款的评估，最终确认其他货币资金评估值为 1727765.93 元。

2. 应收票据评估

应收票据账面价值为 147000.00 元，共 5 笔，均为应收货款。出票人主要为深圳市 AA 制药有限责任公司等，均为不带息的银行承兑汇票。由于部分票据已