

北京联合大学学术著作出版基金资助

TOUZI XIANGMU  
Jinrong Jiazhi Pinggu

# 投资项目 金融价值评估

庞昊勇 秦江 吕强 王立军 著



对外经济贸易大学出版社  
University of International Business and Economics Press

北京联合大学学术著作出版基金资助

# 投资项目金融价值评估

庞昊勇 秦江 吕强 王立军 著

对外经济贸易大学出版社

中国·北京

图书在版编目 (CIP) 数据

投资项目金融价值评估 / 庞昊勇等著. —北京:  
对外经济贸易大学出版社, 2014  
ISBN 978-7-5663-0951-8

I. ①投… II. ①庞… III. ①投资项目 - 金融管理 -  
评估 IV. ①F830.593

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2014) 第 008181 号

© 2014 年 对外经济贸易大学出版社出版发行



投资项目金融价值评估

庞昊勇 秦江 吕强 王立军 著  
责任编辑: 汪洋 申艳

---

对外经济贸易大学出版社  
北京市朝阳区惠新东街 10 号 邮政编码: 100029  
邮购电话: 010-64492338 发行部电话: 010-64492342  
网址: <http://www.uibep.com> E-mail: [uibep@126.com](mailto:uibep@126.com)

---

山东省沂南县汇丰印刷有限公司印装 新华书店北京发行所发行  
成品尺寸: 170mm × 240mm 20.5 印张 326 千字  
2014 年 1 月北京第 1 版 2014 年 1 月第 1 次印刷

---

ISBN 978-7-5663-0951-8  
印数: 0 001 - 1 000 册 定价: 45.00 元

# 前 言

投资是指经济主体为获取预期收益而投入一定量货币或其他经济要素，以形成资产的经济行为。

投资行为总体上可以分为两类：

一类是西方盛行的狭义投资，又称为金融投资，只限于投资者的证券投资，包括个人、公司、经济组织以自有资金从事证券买卖而获利的投资行为。这种投资的对象主要是各种证券：政府公债、公司股票、公司债券以及其他有价证券等。其目的是通过购买证券资产而获取对应的收益。

一类是经济建设所必需的项目投资，又称为实体投资，是指投资者将货币资金或其他经济要素投入某项生产经营项目，通过项目建成之后的运行，向社会提供某种产品或服务，并从中回收投资、获取盈利的行为。项目投资作为投资行为的载体，是投资活动的主要体现形式之一。它是经济建设与发展的必由之路，也是人类社会不断进步、生活水平不断提高的基石。可以毫不夸张地说，没有项目投资活动，就没有人类社会的发展与进步。

狭义投资最终会转化为项目投资，因为各种证券资产本质上都是发行者的筹集资金行为。证券发行所筹集到的资金最终还是要投资到某个项目上，从事某种生产经营活动，进而获得资金的回收与赢利，与证券购买者共享，形成证券投资者的返本与获利。

总之，投资活动的落脚点在于项目投资，投资成功的关键在于投资项目本身的成功与否，而投资项目成功的前提在于项目本身的经济前景及其可行性，最终体现为投资项目的金融价值。换言之，投资项目的金融价值决定着投资项目的资金的回收与盈利，是投资活动成功与否的唯一判别标准。

投资项目金融价值评估就是有关投资项目未来金融价值判断的理论与方法的学问，是研究投资项目最终金融价值所必需的。

投资行为的经济主体称为投资主体或投资者。在现实经济生活中，投资主体或投资者是指经济法人和自然人，包括各种公司、企业单位或企业集团、居民个人及各级政府和机构等。投入的经济资源主要是货币资金，也可以是设备、原料等有形资产，或技术、信息、商标、专利权等无形资产。投资所形成的资产既可以是由固定资产、流动资产、无形资产和递延资产所构成的真实资产，可以是由股票、债券等有偿证券所构成的虚拟资产。投资预期不仅要考虑直接经济效益，还要考虑社会效益和生态效益。

改革开放以来，我国投资体制发生了巨大变化，投资体制改革取得了巨大进展。主要体现在四个方面：

(1) 投资主体已形成由高度集权体制下的国家单一投资主体转向市场经济体制下的多元投资主体的格局。从所有制结构看，我国投资所有制结构出现了国家投资主体、公司或企业投资主体、个人或民营投资主体三分天下的局面。项目决策的集中审批制度也开始发生变化，各地区、各部门和企业都有越来越大的项目投资决策权，由国家决策审批的项目逐步减少，逐步建立了“谁投资、谁决策、谁受益、谁承担风险”的良性投资机制。

(2) 投资来源由计划经济体制下的国家财政唯一来源转变为国家投资、企业投资、民间投资、经济组织投资、外商投资等多种资金来源。

(3) 投资方式多元化。投资主体的多元化和投资来源的多渠道必然引起投资方式的多样化，除所有者的直接投资项目外，股票、债券等间接投资（狭义投资）在整个投资方式中所占的比重和所起的作用越来越大。

(4) 在国家投资管理中，主要运用经济杠杆和间接手段进行管理。在投资项目决策咨询、评估论证、可行性研究、设计、施工、物资供应、工程承包等方面，实行了市场竞争机制，使投资行为的最终决定权交还给投资者本身，投资的成功与否也由投资项目的金融价值所决定，由投资者本身来承担。

改革开放三十多年以来，投资活动已经成为完全按照市场经济原则运作的经济行为，投资项目成功与否决定着投资者的投资取向与主动性，而

投资项目成功与否的有关研究活动也在不同程度上越来越受到学术界、实业界的重视与追捧。

鉴于投资活动的最终落脚点在于项目投资，因此，本书所针对的投资行为主要是项目投资，一般情况下不涉及狭义的、以有价证券为对象的金融投资行为。

书中所研究的投资价值评估理论与方法以项目投资为主。

# 目 录

- 第一章 投资项目金融价值评估概述 / 1**
  - 第一节 投资项目金融价值评估的发展 / 3
  - 第二节 投资项目金融价值的内涵与意义 / 8
  - 第三节 投资项目金融价值评估的原则与标准 / 12
  - 第四节 投资项目金融价值评估的程序 / 16
  - 第五节 投资项目金融价值评估的特点 / 20
  
- 第二章 投资项目金融价值评估的前提——市场调查与预测 / 27**
  - 第一节 市场调研的意义和内容 / 29
  - 第二节 市场调查的程序和方法 / 35
  - 第三节 市场预测方法简介 / 39
  
- 第三章 投资项目金融价值评估的基础——项目可行性研究 / 53**
  - 第一节 投资项目可行性研究的意义与作用 / 55
  - 第二节 投资项目可行性研究的内容 / 57
  - 第三节 投资项目可行性研究的主要经济指标 / 63
  - 第四节 投资项目经营环境分析 / 68
  
- 第四章 投资项目金融价值评估的依据——资金的时间价值 / 73**
  - 第一节 资金时间价值理论 / 75
  - 第二节 资金时间价值的计量 / 79
  - 第三节 资金时间价值的计算方法 / 83

## 第五章 投资项目金融价值评估的实质——项目投资决策 / 91

- 第一节 决策的定义、原则与依据 / 93
- 第二节 决策的分类 / 95
- 第三节 决策理论与决策方法 / 96
- 第四节 定量决策方法简介 / 104

## 第六章 投资项目金融价值评估内容——技术评估 / 121

- 第一节 投资项目未来生产条件评估 / 123
- 第二节 投资项目生态与环境保护评估 / 128
- 第三节 投资项目厂址条件评估 / 130
- 第四节 投资项目工艺技术评估 / 133
- 第五节 投资项目设备评估 / 140
- 第六节 投资项目生产规模评估 / 144

## 第七章 投资项目金融价值评估内容——财务评估 / 149

- 第一节 财务评估的意义与内容 / 151
- 第二节 投资项目建设投资估算 / 154
- 第三节 投资项目流动资金估算 / 159
- 第四节 成本费用估算 / 163
- 第五节 销售收入、税金和利润评估 / 168

## 第八章 投资项目金融价值评估内容——宏观价值评估 / 175

- 第一节 投资项目的宏观价值评估概述 / 177
- 第二节 投资项目宏观费用与效益评估 / 183
- 第三节 投资项目宏观社会效果评价指标 / 187
- 第四节 投资项目宏观评价指标的计量 / 193

## 第九章 投资项目金融价值评估案例分析 / 207

- 第一节 案例一（评估报告简化版） / 209



- 年产 1 000 吨脱水蔬菜加工项目可行性及价值评估报告 / 209
- 第二节 案例二 (评估报告简化版) / 234
- \*\* 商场改造项目可行性及价值评估报告 (简化版)
- \*\* 商业发展股份有限公司 / 234

## 第十章 投资项目金融价值评估报告规范 (参考) / 263

附录一 工业投资项目可行性报告编制提纲 / 295

附录二 农业投资项目可行性报告编制提纲 / 305

附录三 畜产项目可行性研究报告编制提纲 / 311

参考文献 / 317

# 第一章

## 投资项目金融价值评估概述



投资项目金融价值评估与传统的单项资产评估有着很大的不同，它是建立在投资项目整体价值分析和价值管理的基础上，把项目作为一个经营整体来评估的价值评估活动。

## 第一节 投资项目金融价值评估的发展

20 世纪以来，价值评估在欧美等西方发达国家得到了很大的发展，价值评估理论的研究已经比较成熟并被广泛运用于实践中。但是在我国，单项资产评估经过模仿与实践，其理论与方法已开始走向成熟，而项目价值评估还是一个新的评估领域，未形成完整的项目价值评估理论和方法体系。

### 一、金融价值评估在西方的产生和发展

早在 19 世纪中后期，现代评估业就随着欧美等国经济的发展逐渐形成，特别是不动产评估得到充分的重视和发展。由于评估实践的发展急需理论指导，因而与评估相关的理论体系逐步从传统经济理论中分化独立出来。马歇尔成为第一个探讨评估方法（尤其是不动产评估方法）的现代经济学家，他提出和发展了许多在现代评估理论中广为应用的概念，这些概念包括根据收益折现确定价值、建筑物和土地折旧对价值的影响、建筑物类型和土地用途对价值的影响等。在马歇尔的论著及其他以他的思想为基础的论著的影响下，以探讨评估、调查方法并提供经严格定义的价值为主要内容的评估理论开始发展起来。

20 世纪二三十年代，价值评估首先与不动产业的发展紧密联系起来。其中一个重要因素就是土地经济学从相关的几门学科中独立出来并发展成为一门正规的科学。1927 年，Mertzke 出版了《不动产评估》一书。该书

采纳了马歇尔的观点，在价值理论和评估理论之间建立起有机的联系，将抽象的经济理论运用到评估实务中，提出了价值评估的三种基本评估方法：成本法、比较法（市场法）和收益法。K. L. Hyder 等人在 20 世纪 30 年代至 40 年代对此进行了发展，Schmuatz 在此基础上建立了价值评估的模型，并随后将其纳入美国不动产评估师学会 1951 年出版的《不动产的评估》中。

上述研究实际上主要是对单项资产评估的研究。直到 20 世纪 50 年代初期，伴随着产权市场的出现，专门从事企业或者项目买卖的产权市场迅速发展，使人们日益清楚地认识到，在市场经济条件下，作为商品生产者的企业或项目本身也是一种商品。在激烈的市场竞争中，企业或项目为求得生存和发展，必须使自身价值在市场中得到承认，并不断寻求增加价值的途径，以实现企业或项目的价值最大化。在产权市场上，企业或项目的购买者之所以愿意拥有该项目和企业，是因为项目或企业为他们提供了一种获取投资收益的途径。项目创造的投资收益率高，愿意购买它的人就多，它的价值就大。因此，项目的金融价值反映的是项目在未来为其所有者不断提供投资回报的能力。如果项目实现的收益低于投资者的预期，投资者将采取出售股份等形式撤回资金。项目金融价值评估应运而生，开始成为一项专门的评估活动。

20 世纪 50 年代以后，企业兼并、重组、出售、股权投资等产权交易活动日益频繁，项目投资面临的经济环境更加复杂多变，经济金融化在奇迹般地提高了整个经济系统流动性的同时，也带来了不可忽视的风险。它可以在一夜之间给人们带来巨额财富，也可以使亿万资产顷刻之间化为乌有。对投资项目风险和收益的界定、度量，对项目金融价值的衡量，已经成为投资者和管理者的一项十分重要的经常性工作。投资者对项目金融价值进行评估并据以做出投资决策，成为非常普通的经济行为与学问。

1958 年，价值理论研究达到一个著名的高潮，这就是 Modigliani 和 Miller（1958）发表的给理财学研究带来重大变革的学术论文《资本成本、公司理财与投资理论》，该文对投资决策、融资决策与项目价值之间的相关性进行了深入研究。

20 世纪 80 年代以来，经济金融化和信息化不断深入，西方工业发达国家的投资行为已经进入了财务导向时期，投资项目的预期未来利润对项

目价值的影响所起的作用更大。投资项目价值最大化的观点，体现了对经济效益的深层次认识，它是现代财务管理的最优目标。项目金融价值成为投资活动的核心观念与投资行为决策的重要手段。

20世纪80年代末，汤姆·科普兰（Tom Copeland）与蒂姆·科勒（Tim Koller）的著作《价值评估》一书发表，明确提出了投资项目的价值源于它产生的现金流量和基于现金流量的投资回报能力的观点，并提出了价值的估值模型及市场价值基于未来的预期绩效。

布莱克和斯科尔斯（Blank and Scholes）也于20世纪80年代末提出了以企业战略灵活性和管理适用性定价为基础的实物期权定价方法，为企业及项目价值评估方法的进一步发展指明了方向。

美国哈佛商学院在《企业分析和评估》一书中提出了帕利普-伯纳德-希利模式，主要介绍了从企业战略分析、会计分析、财务分析、预期分析到企业及项目价值评估的实用评估模式和具体的评估方法。该模式强调以现金流量折现法和价格乘数法来评估企业与项目投资价值，也就是国内评估界所称的收益法和市场法。

美国纽约大学商学院的阿斯沃思·达蒙德理教授在《价值评估》一书中，较详细地讨论了价值评估的各种实用方法，包括现金流量折现法、相对估价法和期权法，并对各方法的理论推导和应用中经常遇到的问题进行了讨论。

这种企业价值评估方法的讨论具有典型的代表性，国外大多数专著和学术论文均采用这种方式。如（美）罗杰·莫林的《公司价值》，（英）艾伦·格雷戈尔的《公司战略性估价》，（美）布瑞德福特·康纳尔的《公司价值评估》等。

这些评估模式以发达国家（英国）和发展中国家（印度、巴基斯坦、阿根廷等）的评估实践为基础，对国有企业评估提出了独特观点。但这种评估更类似于我国的企业绩效评价方法，注重企业绩效高低的考核。

评估方法是企业及项目价值评估的核心问题，直接影响到价值评估的结果及市场交易的实施。经过理论者和实践者六七十年的努力，评估理论在价值理论的基础上基本形成。

总体上看，价值评估方法可以划分为三大类：

一是成本法（Cost Approach），是从历史成本的角度评估企业价值；

二是市场法（Market Approach），是从目前市场价格的角度评估企业的价值，又称市场比较法；

三是收益法（Income Approach），是从未来收益的角度评估企业的价值。

这三大类评估方法的形成与经济学中的价值理论有着很深的历史渊源，另外也有学者将评估方法分为四类：

（1）利用资产负债表进行评估，即直接将企业所有发行在外的证券账面价值进行加总。此法虽然简单，但却易把企业的账面价值与市场价值混淆，因此必须对账面价值加以调整。

（2）加总企业发行在外的所有证券的市场价值来评估企业价值，这通常只适用于上市公司的评估。

（3）通过与价值已知的可比企业进行比较来评估企业价值。采用这种方法需要计算资本化比率，用该比率乘以被评估企业的利润，即可估算出该企业及项目的金融价值。

（4）通过预测企业的未来现金流量，将这些现金流量进行折现来评估企业及项目的金融价值。

## 二、金融价值评估理论及方法的国内发展状况

由于我国过去长期实行计划经济体制，企业价值概念提出和运用的时间都比较晚，而且缺少现代经营理念的积累，因而企业价值评估理论与方法的研究比较滞后。在我国，真正科学意义上的价值评估行为和企业评估行业，产生于20世纪80年代末期、90年代初。1988年，原国家体制改革委员会委托国企业培训中心在北京举办了企业资产评估研讨班，聘请美国评估联合公司的副总裁罗纳德·格尔根和该公司高级评估师罗博特·劳博达讲授资产评估的理论与实务。

我国改革开放对资产价值评估行业的迫切需要，以及资产评估理论和方法的引进，启发了参加研讨班的国家国有资产管理局的领导。为了有效地保障国有资产在产权变动过程中的保值增值，国家国有资产管理局内成立了一个专司资产价值评估管理的机构，即国家国有资产管理局资产评估中心，并正式履行管理职责。随后，各省、自治区、直辖市和计划单列市相继成立了资产价值评估管理机构，更好地对资产评估业务实施管理，保

护产权变动各有关方面的经济利益。

1991年国务院总理李鹏签署了国务院第91号令，发布了《国有资产评估管理办法》。该办法对资产评估的范围、组织管理、评估程序、评估方法以及法律责任等进行了全面系统的规定。自此，资产评估工作开始走上了规范化、法制化的轨道，保证了全国资产评估业务的健康有序发展。

截至目前，国内价值评估乃至资产评估理论与方法研究水平，与国外相比仍然存在一定的差距。国内关于价值评估的理论大多是译著，借鉴西方国家评估理论的居多。但也有学者对其相关领域进行了研究：

刘全洲、王莹提出：建立价值评估指标体系，该指标体系包括企业的经济效益、社会效益、企业活力以及素质。通过对各指标赋予权重来计算企业价值的指数，从而进行企业价值的评估。

檀向球、周维颖和夏宽云（2001）建立了一套“绩优成长股”选股模型和综合评价方法，运用了主成分分析的方法。并在此基础上采用逐步回归法计算“绩优成长股”的相对投资价值，以判断股票被市场低估还是高估。他们从沪深两市选出了最具有绩优成长特性的40家股票，对1999年5月4日至6月30日这些股票的市场定价机制进行了实证分析，研究结果表明绩优成长股的股票定价模型可以较准确地判断国内股市被高估或被低估的股票。

魏斌等认为日前我国企业价值评估应避免或抛弃重置成本方法，而应该采用收益法或以收益法为主的评估方法，对如何确定各种参数提供了参考依据并进行了实证分析，但文章没有对收益法理论进行系统全面的研究。

王少豪所著的《高新技术企业价值评估》一书介绍了日前国际上常用的现金流量折现法、相对估价法和期权定价法，并详细分析了三种方法在我国高新技术企业评估的应用特点和利弊。

### 三、国内投资项目金融价值评估的特点

目前，国内专门论述投资项目金融价值评估的还比较缺乏，没有形成完整的学科及其研究领域。价值评估主要集中在企业价值评估领域，专门的投资项目价值评估研究不多。总结有关价值评估的研究成果，主要有以下几个特点：

#### （一）评估方法理论与实际结合分析不足

国内关于企业及项目价值评估方法的相关分析研究大多借鉴金融学和



理财学的理论研究成果，以介绍西方国家的评估方法为主，多数作者没有直接参与过实际的评估项目，理论结合实际不足。大多数学术论文是分析成本法在企业及项目价值评估中的应用与不足；讨论收益法、市场法的适用性等。

### （二）评估方法学术研究深度有待深入

目前学术论文的作者大部分为高校的教师和资产评估事务所的工作人员，受国内评估行业发展的限制，理论研究资料 and 市场的实证资料的交流不充分。高校教师的研究以理论分析为主，重点介绍国外的价值评估方法，而事务所的工作人员以工作经验的总结为主，而且相互之间的交流和沟通不够。

近几年，国内以评估理论与方法为专题的学术研讨会，除了国家注册会计师协会主持召开的两次国际研讨会外，只有中央财经大学资产评估研究所主持召开了两次“中国资产评估论坛”。资产价值评估学科在国内还没有受到应有的重视。

### （三）评估方法实证研究明显不足

收益法在企业及项目价值评估中的适用性是业内人士的共识，但评估人员在应用中主要采用的还是成本法。原因是收益法评估系数的测算难度很大，并受到国家相关部门和社会公众对价值评估的方法的质疑。市场法的应用也受到了市盈率等评估系数选取的限制。

另外，企业及项目价值评估的计算前提是公司定期公布相关数据，这些数据需要通过大量的统计整理和分析计算得出，而且定期更新测算结果。但测算方法的科学性和评估系数的可信度，还没有得到评估机构、评估管理部门和上市公司的认可。至于国内高校和研究机构，在没有经费支持的情况下很难做出科学的实证分析。

## 第二节 投资项目金融价值的内涵与意义

### 一、投资项目金融价值的含义

投资项目金融价值反映的是项目在未来为其投资者或所有者不断提供