

2021年第1期 总第31期



# 新 视 野

NEW

HORIZON

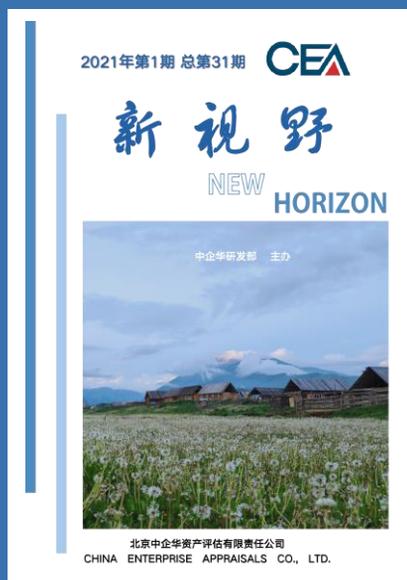
中企华研发部 主办



北京中企华资产评估有限责任公司

CHINA ENTERPRISE APPRAISALS CO., LTD.

2021年第1期  
总第31期



中企华研发部 主办

编辑委员会

孙月焕 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

### 国资监管..... 1

- 《行政事业性国有资产管理条例》发布
- 财政部 国家文物局加强国有文物资源资产管理
- 财政部深化政府采购制度改革

### 财政税收..... 2

- 《第三方机构预算绩效评价业务监督管理暂行办法》印发
- 《地方政府专项债券项目资金绩效管理办法》发布
- 企业 事业单位改制重组有关契税、土地增值税政策继续执行

### 资本市场..... 5

- 《上市公司信息披露管理办法》修订
- 《科创属性评价指引（试行）》修订
- 科创板、创业板上市公司重大资产重组审核规则和标准发布
- 《关于依法从严打击证券违法活动的意见》发布
- 《证券期货违法行为行政处罚办法》发布

### 评估动态..... 8

- 发改委要求进一步做好基础设施领域不动产投资信托基金（REITs）试点工作
- 自然资源评价评估技术体系进一步完善
- 国家知识产权局推动知识产权高质量发展
- 中评协发布关于关注企业商誉减值测试评估业务风险的提示

- 《中国资产评估协会投诉举报受理处理暂行办法》发布
- 《资产评估机构首席评估师管理办法》修订
- 《“十四五”时期资产评估行业发展规划（征求意见稿）》公开征求意见
- 中评协发布系列准则征求意见稿公开征求意见

## II 市场数据.....13

### 宏观经济专题..... 13

- 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..... 18

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

## III 专业研讨.....38

- 企业价值评估中应收账款保理的评估处理研究/江叔宝
- 上市公司破产重整中股票清偿价值的量化研究/王进江 高文忠 张维军
- 知识产权证券化基础资产现金流预测难点问题分析/阮咏华
- 专利资产评估中收益分成率的估算方法/阮咏华
- 数据资产价值评估刻不容缓/高文忠

## IV 中企华风采.....65

## 国资监管



### 《行政事业性国有资产管理条例》发布

2021年2月1日，国务院总理李克强签署国务院令，公布《行政事业性国有资产管理条例》（国务院令 第738号，以下简称《条例》），自2021年4月1日起施行。2021年4月13日，财政部发布《关于做好〈行政事业性国有资产管理条例〉贯彻实施工作的通知》（财资函〔2021〕2号），要求充分认识贯彻实施《条例》的重要意义，认真做好《条例》组织实施工作，加强《条例》培训和宣传。

《条例》是我国行政事业性国有资产领域的第一部行政法规，填补了我国社会主义法律体系的空白。《条例》共8章61条，分为“总则”“资产配置、使用和处置”“预算管理”“基础管理”“资产报告”“监督”“法律责任”“附则”等。

《条例》要求各部门及其所属单位应当合理选择资产配置方式，资产配置重大事项应当经可行性研究和集体决策，资产价值较高的按照国家有关规定进行资产评估，并履行审批程序。

部门及其所属单位对无法进行会计确认入账的资产，可以根据需要组织专家参照资产评估方法进行估价，并作为反映资产状况的依据。

除国家另有规定外，各部门及其所属单位将行政事业性国有资产进行转让、拍卖、置换、对外投资等，应当按照国家有关规定进行资产评估。行政事业性国有资产以市场

化方式出售、出租的，依照有关规定可以通过相应公共资源交易平台进行。

《条例》规定，未按照规定评估国有资产导致国家利益损失，要对负有直接责任的主管人员和其他直接责任人员追究责任。

（采编来源：财政部）

### 财政部 国家文物局加强国有文物资源资产管理

2021年3月11日，财政部、国家文物局联合印发了《国有文物资源资产管理暂行办法》（财资〔2021〕84号，以下简称《办法》），对规范国有文物资源资产管理明确了有关要求。《办法》共7章47条，分为总则、文物资源资产登录和清查、文物资源资产保护利用、文物资源资产信息化管理、文物资源资产报告、监督检查、附则等。《办法》明确规定适用于各级各类行政事业单位国有文物资源资产的取得、保管保护、使用、处置、报告等管理活动。国有企业、管理收藏国有文物的民间非营利组织管理国有文物资源资产的活动，参照《办法》规定执行。

《办法》充分考虑了文物计价难的实际和特殊情况，以文物行业管理中的文物总登记账制度为依据，提出了实物量和价值量并重、以实物量为主更全面反映文物资源资产情况的管理思路。《办法》规定，管理收藏单位购买、征集文物资源资产，按照国家有关规定需要进行资产评估的，应当进行资产评估。

2021年6月24日，国家文物局、财政部联合印发《国有博物馆藏品征集规程》（文物博发〔2021〕21号，以下简称《规程》），对国有博物馆藏品征集的方式、管理制度、原则、工作程序等予以规范。

《规程》规定，博物馆通过购买方式征集藏品需履行征集调查、专家鉴定、估价建议、价格谈判或协商、征集实施、支付验收、登记入账、建档备案、监督检查等工作程序；博物馆通过接受捐赠方式征集藏品的，可参照上述程序执行，并根据估价建议登记入账。

《规程》明确，征集部门根据拟征集物类别，组织不少于3名相应研究方向的专

家,对拟征集物的真伪,历史、艺术、科学价值,流传经历,估价(独立给出)等进行鉴定,出具专家鉴定意见。征集部门根据专家估价的平均值,参考本馆征集同类藏品价格、国有文物商店出售类似物品价格、文物拍卖公司拍卖类似标的成交价格,形成拟征集物估价建议。估价建议应严格保密。形成的估价建议价格较高的,应按照国家有关规定进行资产评估,并以资产评估结果作为估价建议。

(采编来源:财政部)

### 财政部深化政府采购制度改革

为维护政府采购市场秩序,财政部于2021年1月21日印发《关于开展政府采购备选库、名录库、资格库专项清理的通知》(财办库〔2021〕14号),针对除小额零星采购适用的协议供货、定点采购外,对于政府采购限额标准以上或集中采购目录以内的采购项目,通过入围等方式设置的、作为参加政府采购活动资格条件的各类备选库、名录库、资格库等供应商库开展专项清理工作。专项清理时间为2021年2月1日至3月31日,主要采取采购单位自查和财政部门重点核查相结合的方式,并建立长效机制,发现一起,查处一起。

为加强政府采购需求管理,实现政府采购项目绩效目标,2021年5月10日,财政部发布《政府采购需求管理办法》(财库〔2021〕22号,以下简称《办法》),自2021年7月1日起施行。

《办法》从采购需求范围、采购实施计划、风险控制、监督检查与法律责任等方面作出明确要求。《办法》规定,确定采购需求应当明确实现项目目标的所有技术、商务要求,功能和质量指标的设置要充分考虑可能影响供应商报价和项目实施风险的因素。技术要求和商务要求应当客观,量化指标应当明确相应等次,有连续区间的按照区间划分等次。

《办法》明确,根据采购需求特点提出的供应商资格条件,要与采购标的的功能、质量和供应商履约能力直接相关,且属于履行合同必需的条件,包括特定的专业资格或者技术资格、设备设施、业绩情况、专业人

才及其管理能力等。业绩情况作为资格条件时,要求供应商提供的同类业务合同一般不超过2个,并明确同类业务的具体范围。

采购方式、评审方法和定价方式的选择应当符合法定适用情形和采购需求特点。其中,采购需求客观、明确且技术较复杂或者专业性较强的采购项目,如大型装备、咨询服务等,一般采用招标、谈判(磋商)方式采购,通过综合性评审选择性价比最优的产品,采用固定总价或者固定单价的定价方式。

(采编来源:财政部)

## 财政税收



### 《第三方机构预算绩效评价业务 监督管理暂行办法》印发

为进一步引导和规范第三方机构参与预算绩效评价,切实提高绩效评价执业质量和水平,财政部于2021年5月13日印发了《第三方机构预算绩效评价业务监督管理暂行办法》(财监〔2021〕4号,以下简称《办法》),自2021年8月1日起施行。

《办法》共32条。主要适用于财政部门依法依规对第三方机构及其工作人员从事预算绩效评价业务进行管理和监督以及第三方机构接受委托方委托,对预算绩效评价对象进行评价,并出具预算绩效评价报告的专业服务行为。第三方机构主要包括专业咨询机构、会计师事务所、资产评估机构、律师事务所、科研院所、高等院校等。

《办法》明确,委托方可以从“预算绩效评价第三方机构信用管理平台”(以下简称“信用管理平台”)查询第三方机构有关信息,并在遵守政府采购和政府购买服务有关规定的情况下,按照下列条件择优选择第三方机构:

1.具备开展预算绩效评价工作所必需的人员力量、设备和专业技术能力;

2.治理结构健全，内部控制完备，具有规范健全的财务会计、资产管理、保密管理、业务培训等管理制度；

3.具有良好信誉，3年内在预算绩效评价活动中没有重大违法记录。

委托方可以根据所委托预算绩效评价工作的特殊需求，增加选聘第三方机构的特定条件，但不得以不合理的条件对第三方机构实行差别待遇或者歧视待遇。

《办法》要求，第三方机构应当遵守法律、法规等有关规定，并按照独立、客观、规范原则从事预算绩效评价业务。

为引导和规范第三方机构提高预算绩效评价执业质量，《办法》提出了以下措施：

一是明确各相关方权利和责任。包括：第三方机构在委托方和被评价对象提供工作便利条件和相关资料情况下独立完成委托事项，对所出具预算绩效评价报告的真实性和准确性负责；委托方和被评价对象对其提供材料的真实性、准确性负责；财政部门依法依规对第三方机构及其工作人员从事预算绩效评价业务进行管理和监督。

二是设立绩效评价“主评人”制度。要求第三方机构设定“主评人”制度，压实“主评人”责任，由专业能力突出和具有良好职业道德的“主评人”对绩效评价业务进行把关和控制，推动第三方机构绩效评价工作质量的提升。

三是对第三方机构预算绩效评价工作程序进行规范。《办法》第13条至第21条对签订委托合同、成立工作组、实施现场调查、出具绩效评价报告、上传报告信息、资料归档和保护信息安全等绩效评价流程和相关工作要求进行明确规定。

四是推进多种监管方式有效融合。一方面，强化信用监管。要求第三方机构在信用管理平台上录入相关基本信息、不良诚信记录和3年内在预算绩效评价中的重大违法记录，绩效评价委托方和社会公众可通过信用管理平台查询第三方机构信用信息。另一方面，实施“双随机、一公开”监管。对存在违法违规线索的预算绩效评价第三方机构开展定向检查，对日常监管事项通过随机抽取检查对象、随机选派执法检查人员等方

式开展不定向检查，相关检查结果通过平台向社会公开。

（采编来源：财政部）

### 《地方政府专项债券项目资金绩效管理办法》发布

为加强地方政府专项债券项目资金绩效管理，提高专项债券资金使用效益，有效防范政府债务风险，财政部于2021年7月1日发布了《关于印发〈地方政府专项债券项目资金绩效管理办法〉的通知》（财预〔2021〕61号，以下简称《办法》），自印发之日起施行。

《办法》共7章26条，主要通过对专项债券支持项目开展事前绩效评估、绩效目标管理、绩效运行监控、绩效评价管理、评价结果应用等环节进行规范，推动提升债券资金配置效率和使用效益。

《办法》要求，地方财政部门指导项目主管部门和项目单位做好事前绩效评估，将事前绩效评估作为项目进入专项债券项目库的必备条件。必要时财政部门可组织第三方机构独立开展绩效评估，并将评估结果作为是否获得专项债券资金支持的重要参考依据。

《办法》明确，省级财政部门根据工作需要，每年选取部分重大项目开展重点绩效评价。选取项目对应的资金规模原则上不低于本地区上年新增专项债务限额的5%，并逐步提高比例。鼓励引入第三方机构，对重大项目开展重点绩效评价。必要时财政部可直接组织开展绩效评价。

（采编来源：财政部）

### 企业事业单位改制重组有关契税、土地增值税政策继续执行

为支持企业、事业单位改制重组，财政部、税务总局于2021年5月14日和2021年6月16日先后发布了《关于继续执行企业事业单位改制重组有关契税政策的公告》（财政部 税务总局公告2021年第17号）和《关于继续实施企业改制重组有关土地增值税政策的公告》（财政部 税务总局公告2021年第21号），均自2021年1月1日起至2023年12月31日执行。

根据公告内容，以下经济行为在满足一定条件下可以免征契税、土地增值税：

序号	经济行为类型	免征契税、土地增值税条件
1	企业改制	企业按照《中华人民共和国公司法》有关规定整体改制，包括非公司制企业改制为有限责任公司或股份有限公司，有限责任公司变更为股份有限公司，股份有限公司变更为有限责任公司，对改制（变更）后公司承受原企业土地、房屋权属，免征契税；对改制前的企业将房地产转移、变更到改制后的企业，暂不征土地增值税。 另外，原企业投资主体存续并在改制（变更）后的公司中所持股权（股份）比例超过 75%，且改制（变更）后公司承继原企业权利、义务的，对改制（变更）后公司承受原企业土地、房屋权属，免征契税。
2	事业单位改制	事业单位按照国家有关规定改制为企业，原投资主体存续并在改制后企业中出资（股权、股份）比例超过 50%的，对改制后企业承受原事业单位土地、房屋权属，免征契税。
3	公司合并	两个或两个以上的公司，依照法律规定、合同约定，合并为一个公司，且原投资主体存续的，对合并后公司承受原合并各方土地、房屋权属，免征契税；对原企业将房地产转移、变更到合并后的企业，暂不征土地增值税。
4	公司分立	公司依照法律规定、合同约定分立为两个或两个以上与原公司投资主体相同的公司，对分立后公司承受原公司土地、房屋权属，免征契税；对原企业将房地产转移、变更到分立后的企业，暂不征土地增值税。
5	企业破产	企业依照有关法律法規规定实施破产，债权人（包括破产企业职工）承受破产企业抵偿债务的土地、房屋权属，免征契税；对非债权人承受破产企业土地、房屋权属，凡按照《中华人民共和国劳动法》等国家有关法律法規政策妥善安置原企业全部职工规定，与原企业全部职工签订服务年限不少于三年的劳动用工合同的，对其承受所购企业土地、房屋权属，免征契税；与原企业超过 30%的职工签订服务年限不少于三年的劳动用工合同的，减半征收契税。
6	资产划转	对承受县级以上人民政府或国有资产管理部门按规定进行行政性调整、划转国有土地、房屋权属的单位，免征契税。 同一投资主体内部所属企业之间土地、房屋权属的划转，包括母公司与其全资子公司之间，同一公司所属全资子公司之间，同一自然人与其设立的个人独资企业、一人有限公司之间土地、房屋权属的划转，免征契税。 母公司以土地、房屋权属向其全资子公司增资，视同划转，免征契税。
7	债权转股权	经国务院批准实施债权转股权的企业，对债权转股权后新设立的公司承受原企业的土地、房屋权属，免征契税。
8	公司股权（股份）转让	在股权（股份）转让中，单位、个人承受公司股权（股份），公司土地、房屋权属不发生转移，不征收契税。
9	房地产作价出资	单位、个人在改制重组时以房地产作价入股进行投资，对其将房地产转移、变更到被投资的企业，暂不征土地增值税。

注：①以出让方式或国家作价出资（入股）方式承受原改制重组企业、事业单位划拨用地的，不属于上述规定的免税范围，对承受方应按规定征收契税。

②上述改制重组有关土地增值税政策不适用于房地产转移任意一方为房地产开发企业的情形。

（采编来源：财政部）

## 资本市场



### 《上市公司信息披露管理办法》修订

2021年3月18日，证监会发布修订后的《上市公司信息披露管理办法》（证监会令第182号，以下简称《信披办法》），自2021年5月1日起施行。2007年1月30日发布的《上市公司信息披露管理办法》（证监会令第40号）、2016年12月9日发布的《公开发行证券的公司信息披露编报规则第13号—季度报告的内容与格式》（证监会公告〔2016〕3号）同时废止。

除不再保留原来的“招股说明书、募集说明书与上市公告书”一章外，本次修改总体保持了《信披办法》原有的框架结构。修订的主要内容包括：一是完善信息披露基本要求，新增简明清晰、通俗易懂原则，完善公平披露制度，细化自愿披露的规范要求，降低信息披露成本，明确信息披露义务人的范围等；二是完善定期报告制度，明确定期报告包括年度报告和半年度报告，针对性完善上市公司董监高异议声明制度，要求董事、监事无法保证定期报告内容的真实性、准确性、完整性或者有异议的，应当在董事会或者监事会审议、审核定期报告时投反对票或者弃权票；三是细化临时报告要求，补充完善重大事件的情形，完善上市公司重大事项披露时点，明确董事、监事或者高级管理人员知悉该重大事件发生时，上市公司即触发披露义务；四是完善信息披露事务管理制度，增加上市公司应当建立内幕信息知情人登记管理制度的要求，新增上市公司应当制定董监高对外发布信息的行为规范要求；五是进一步提升监管执法效能，完善监督管理措施类型，针对滥用异议声明制度专门设置法

律责任。此外，还根据新《证券法》的相关规定，对个别文字表述作了调整。

《办法》规定，为信息披露义务人履行信息披露义务出具专项文件的证券公司、证券服务机构及其人员，应当勤勉尽责、诚实守信，按照法律、行政法规、中国证监会规定、行业规范、业务规则等发表专业意见，保证所出具文件的真实性、准确性和完整性。证券服务机构应当妥善保存客户委托文件、核查和验证资料、工作底稿以及质量控制、内部管理、业务经营有关的信息和资料。证券服务机构应当配合中国证监会的监督管理，在规定的期限内提供、报送或者披露相关资料、信息，保证其提供、报送或者披露的资料、信息真实、准确、完整，不得有虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏。

此外，《办法》还要求资产评估机构应当建立并保持有效的质量控制体系、独立性和投资者保护机制。

（采编来源：证监会）

### 《科创属性评价指标（试行）》修订

2021年4月16日，证监会公布《关于修改〈科创属性评价指标（试行）〉的决定》（证监会公告〔2021〕8号），自公布之日起施行。

此次科创属性评价指标体系修改，是科创板一项重要制度调整，涉及对《科创属性评价指标（试行）》以及交易所相关审核规则的修改。具体包括以下方面：一是新增研发人员占比超过10%的常规指标，以充分体现科技人才在创新中的核心作用。修改后将形成“4+5”的科创属性评价指标。二是按照支持类、限制类、禁止类分类界定科创板行业领域，建立负面清单制度。三是在咨询委工作规则中，完善专家库和征求意见制度，形成监管合力。四是交易所在发行上市审核中，按照实质重于形式的原则，重点关注发行人的自我评估是否客观，保荐机构对科创属性的核查把关是否充分，并做出综合判断。

（采编来源：证监会）

### 科创板、创业板上市公司重大资产重组审核规则和标准发布

为切实发挥并购重组提升上市公司质

量的功能作用,上海证券交易所和深圳证券交易所于2021年6月22日分别发布了《上海证券交易所科创板上市公司重大资产重组审核规则(2021年修订)》(上证发(2021)46号,以下简称《科创板重组审核规则》)和《深圳证券交易所创业板上市公司重大资产重组审核规则(2021年修订)》(深证上(2021)540号,以下简称《创业板重组审核规则》),均自发布之日起施行。上海证券交易所于2019年11月29日发布的《上海证券交易所科创板上市公司重大资产重组审核规则》(上证发(2019)114号),深圳证券交易所于2020年6月12日发布的《深圳证券交易所创业板上市公司重大资产重组审核规则》(深证上(2020)503号)同时废止。

《科创板重组审核规则》此次修改主要包括以下内容:

一是增加科创公司发行股份购买资产申请的并购重组委员会审议流程,同时将重组交易项目由现有的上市委审议,调整为并购重组委员会审议,同步修改涉及的全部相关条文。

二是修改审核时间,完善相关计算规则。第一,落实新《证券法》第22条关于审核时限的要求,将重组交易审核时限明确为自受理申请文件之日起,交易所审核和中国证监会注册的时间总计不超过3个月;第二,根据重组审核机构审核实践和并购重组委审议需要,发行股份购买资产申请的交易所审核时间修改为2个月;第三,结合审核实践、本所IPO审核规则,进一步完善审核时限扣除情形,新增暂缓审议、处理会后事项、要求进行专项核查等情形。

三是落实新《证券法》关于证券服务机构及其从业人员资格管理相关精神,删除关于证券服务机构相关资质的要求,将“证券服务机构从业人员限制资格”相关表述调整为“认定为不适当人员”。

四是与《上海证券交易所科创板上市委员会管理办法》的修订内容保持衔接,新增暂缓审议环节,并就并购重组委员会审议科创公司重组交易项目的暂缓审议情形、时间及次数予以明确。

五是增加对外公示内容。根据目前上市委实际运行情况,增加重组交易审核对外公示内容:参会委员名单、现场问询问题。

《创业板重组审核规则》此次修订主要包括以下内容:

一是在创业板上市委员会(以下简称上市委)设创业板并购重组委员会(以下简称并购重组委),并将现有规则中重组审核机构审核创业板上市公司发行股份购买资产申请、上市委审议重组上市申请,统一调整为提交并购重组委审议。同时对应修改现行规则中关于形成审议意见、出具审核报告等相关表述。中企华党支部书记、总裁兼CEO刘登清博士当选深交所创业板第一届并购重组委员会委员。

二是相应调整发行股份购买资产申请的审核期限,从现行45天调整为2个月。按照《深圳证券交易所创业板上市委员会管理办法》要求,并购重组委会议需在会议召开5个工作日内,公布审议会议时间及审议项目信息,将相应增加审核时间。重组上市的审核时间保持不变,仍为3个月。

三是为明确市场预期,根据审核实践,暂停计时情形中增加“处理会后事项、要求进行专项核查”两种情形。其中,会后事项主要包括并购重组委审议后至中国证监会作出注册决定前,如标的资产出现业绩大幅下滑、发生重大诉讼或出现重大违法违规、更换中介机构或签字人员等情形。同时明确审核时限的扣除计时情形范围。

与此同时,上海证券交易所和深圳证券交易所还分别发布了《上海证券交易所科创板发行上市审核规则适用指引第2号——上市公司重大资产重组审核标准及相关事项》(上证发(2021)48号)和《深圳证券交易所创业板发行上市审核业务指引第2号——上市公司重大资产重组审核标准》(深证上(2021)542号),对重组标的资产行业定位要求、分类审核安排、申报材料要求、重组申请否决后的处理措施等内容予以明确,均自发布之日起施行。

(采编来源:上海证券交易所、深圳证券交易所)

### 《关于依法从严打击证券违法活动的意见》发布

2021年7月6日，中共中央办公厅、国务院办公厅印发《关于依法从严打击证券违法活动的意见》（以下简称《意见》）。这是资本市场历史上第一次以中办、国办名义联合印发打击证券违法活动的专门文件，是当前和今后一个时期全方位加强和改进证券监管执法工作的行动纲领。

《意见》规定了七个方面、二十七条具体举措，对加快健全证券执法司法体制机制，加大重大违法案件查处惩治力度，加强跨境监管执法协作，夯实资本市场法治和诚信基础，推动形成崇法守信的良好市场生态作出重要部署，突出体现了四方面的导向：

一是坚持法治原则。《意见》提出要完善资本市场违法犯罪法律责任制度体系，提高证券领域立法效率，加快制定期货法；贯彻实施刑法修正案（十一），健全民事赔偿制度，抓紧推进证券纠纷代表人诉讼制度实施，建立健全资本市场法律域外适用制度等。

二是坚持统筹协调。《意见》把建立健全体制机制放在重要位置，部署成立打击资本市场违法活动协调工作小组，进一步发挥公安部证券犯罪侦查局派驻证监会的体制优势，完善证券案件检察和审判体制机制，进一步强化打击证券违法活动合力。

三是坚持“零容忍”要求。《意见》明确要求坚持分类监管、精准打击，依法从严从快查处欺诈发行、虚假陈述、操纵市场、内幕交易、利用未公开信息交易以及编造、传播虚假信息等重大违法案件，加大对发行人控股股东及实控人、违法中介机构及其从业人员等的追责力度。

四是坚持底线思维。《意见》将依法从严打击证券违法活动与有效防范化解风险、维护国家安全和社会稳定相结合，要求坚决取缔非法证券经营机构、坚决清理非法证券业务；加强债券市场统一执法；加大对私募领域非法集资、私募基金管理人及其从业人员侵占或挪用基金财产等行为的刑事打击力度。

（采编来源：证监会）

### 《证券期货违法行为行政处罚办法》发布

2021年7月15日，证监会发布了《证券期货违法行为行政处罚办法》（证监会令第186号，以下简称《处罚办法》），自公布之日起施行。

《处罚办法》共41条。主要包括：一是明确立案程序和执法权限。发现违法线索，符合相关条件的，应当立案。为保障行政处罚工作依法顺利开展，进一步明确、细化了执法权限和措施，包括冻结、查封、扣押、封存、限制出境、限制交易、要求有关主体报送文件资料等措施的实施，以及不配合调查的情形及后果。二是规范调查取证行为。进一步明确了物证、书证、当事人陈述、电子数据等主要证据类型的调查取证标准和要求，规范案件调查取证工作。对特定情形下的证据转换以及委托中介机构等提供专业支持作了规定。三是完善查审机制。证监会设立行政处罚委员会，对按照规定向其移交的案件提出审理意见、进行法制审核。根据《行政处罚法》授权，规定行政处罚决定应当自立案之日起一年内作出，有特殊情况的，经单位负责人批准可延长，每次延长不得超过六个月。四是落实行政执法“三项制度”。通过文字记录等形式对执法全过程进行记录，归档保存，对容易引发争议的执法过程可以进行音像记录；行政处罚决定作出之前，应当依法进行法制审核；行政处罚决定按照政府信息公开的规定予以公开。五是加强对当事人的权利保障和对执法人员的监督。行政处罚决定作出前，应当向当事人送达行政处罚事先告知书，并依法保障当事人的陈述申辩、听证、阅卷等权利。执法人员必须忠于职守、依法办事、公正廉洁，不得滥用权力或利用职务便利牟取不正当利益。

其中，《处罚办法》明确，中国证监会及其派出机构根据案情需要，可以委托会计师事务所、资产评估事务所、律师事务所等中介机构以及专家顾问提供专业支持。

（采编来源：证监会）

## 评估动态



### 发改委要求进一步做好基础设施领域不动产投资信托基金（REITs）试点工作

2021年6月29日，国家发展改革委印发《关于进一步做好基础设施领域不动产投资信托基金（REITs）试点工作的通知》（发改投资〔2021〕958号，以下简称《通知》）及附件《基础设施领域不动产投资信托基金（REITs）试点项目申报要求》（以下简称《申报要求》）。

《通知》从五个方面提出了具体工作要求，一是不断深化认识，加强支持引导；二是加强项目管理和协调服务；三是严把项目质量关；四是促进基础设施REITs长期健康发展；五是加强部门协作和政策落实。《申报要求》包括试点区域和行业范围、项目基本条件、申报材料要求、项目申报程序、项目审查内容、中介机构要求、其他工作要求等内容。

《申报要求》明确，为项目申报提供服务的中介机构，包括法律顾问、财务顾问、评估机构、税务咨询顾问、审计机构等，应依法依规履行相关职责，保证出具的相关材料科学、合规、真实、全面、准确。如相关中介机构对项目合法合规性等重大问题应发现而未发现，或与发起人（原始权益人）、基金管理人等串通、隐瞒相关情况，或出具法律意见书、审计报告、资产评估报告或其他相关报告有虚假记载、误导性陈述、重大遗漏，或不符合上述相关要求而故意隐瞒等，国家发展改革委不予推荐，已推荐的建议取消，并将相关情况反馈中介机构主管部门。

（采编来源：国家发展改革委）

### 自然资源评价评估技术体系进一步完善

为了满足新形势下自然资源价格评估管理工作需要，自然资源部自然资源开发利

用司与中国土地估价师与登记代理人协会等单位共同组织专家编制了《自然资源分等定级通则》（TD/T 1060-2021，以下简称《等级通则》）和《自然资源价格评估通则》（TD/T 1061-2021，以下简称《估价通则》），于2021年3月2日发布。2021年6月1日起，这两项通则作为行业标准正式实施，将有助于完善自然资源评价评估技术体系，显化自然资源资产质量与价值。

《等级通则》规范了自然资源分等定级的基本原则、技术路径、工作组织和成果要求，是自然资源资产产权制度的重要内容。自然资源等着重体现自然资源的天然禀赋、现实生态地理条件等宏观地域差异。按不同管理实际分两种技术路线：以开发利用为主要导向的自然资源级别主要体现社会经济条件的影响，进一步显化区域内自然资源的可利用差异；以保护为主要导向的自然资源级别可在等别基础上进一步细化，体现区域内特征因素的影响差异，便于精细化管理。各类自然资源类型和类别的划分适用于自然资源综合调查、监测、管理、评价和保护规划。

《估价通则》是首部针对包括土地、矿产、海域海岛等各类自然资源价格评估进行整体性规范的技术标准。按照评估工作的核心技术内容与各类评估实践中的具体操作环节，《估价通则》涉及的主要内容包括：范围、规范性引用文件、术语和定义、基本技术原则、主要技术路径、价格内涵的界定、价格影响因素、各类自然资源价格的基本评估方法与应用要点、自然资源保护涉及的价格评估、政府公示价格评估以及基本执业准则等11章及3个分别针对部分类型自然资源评估方法的规范性附录。其中，规范性附录分别为A 林地价格评估方法、B 草地价格评估方法和C 海域、无居民海岛的其他价格评估方法。

《估价通则》以基本经济学原理和技术原则为基础，对各类自然资源评估中常用的具体方法进行梳理、归类后，以通用性、规范性的语言表述为5条主要技术路径：交易实例比较修正路径、预期收益贴现还原路径、整体价值剥离显化路径、重置成本模拟分析

路径、价格或费用标准修正调整路径，并枚举了各条技术路径下所包括的技术方法。同时，《估价通则》规定了各类资源价格评估的主要方法与评估要点，按建设用地、耕地、园地、林地、草地、其他土地、矿业权、海域和无居民海岛等具体资源类型分节表述，详略程度视相应类型资源价格评估中现有技术标准体系的成熟程度而有所差异。

《估价通则》还规定了评估机构和专业人员在执业中的基本遵循，并对自然资源价格评估成果进行了基本规定，旨在落实《资产评估法》的有关要求，增强本领域的规范性和专业性。

（采编来源：自然资源部）

### 国家知识产权局推动知识产权高质量发展

2021年3月5日，国家知识产权局印发了《推动知识产权高质量发展年度工作指引（2021）》（国知发运字〔2021〕3号，以下简称《工作指引》）。《工作指引》明确了“2021年推动知识产权高质量发展任务清单”，从8个方面确定了22项具体重点任务，并进一步细化任务措施、明确责任部门、形成工作合力，推动知识产权高质量发展。

其中，《工作指引》明确提出，要完善知识产权运用促进政策。包括围绕国家关键核心技术加强专利导航体系建设，统筹推进补齐短板和锻造长板，助力破解“卡脖子”问题；推进重点产业知识产权运营中心建设，做好相关知识产权创造和储备；健全知识产权评估体系，研究制定知识产权价值评估指引，完善评估机制和标准；出台完善知识产权市场化运营机制政策；实施专利技术转移转化专项工作；加快发展知识产权金融服务，深入开展知识产权质押融资“入园惠企”工作；完善专利开放许可运行机制，促进专利以许可的方式转化实施等。

随后，国家知识产权局又先后发布了《国家知识产权局 中国科学院 中国工程院 中国科学技术协会关于推动科研组织知识产权高质量发展的指导意见》（国知发运字〔2021〕7号，以下简称《指导意见》）、《国家知识产权局关于深化知识产权领域“放管服”改革优化创新环境和营商环境的通知》（国知发服字〔2021〕10号，以下简

称《通知》）、《国家知识产权局 中国银保监会 国家发展改革委关于印发〈知识产权质押融资入园惠企行动方案（2021—2023年）〉的通知》（国知发运字〔2021〕17号，以下简称《行动方案》）等政策文件，从各个领域出台政策措施推动知识产权高质量发展。其中，三项政策文件都强调了知识产权的转化运用。

《指导意见》提出，推动开展知识产权转化运用，鼓励科研组织委托第三方服务机构开展专利挖掘和布局、专利导航、知识产权资产管理、价值评估、风险防控等专业化服务。在对知识产权服务机构的选择、考核、淘汰等管理中强化服务质量导向，完善服务机构评价体系。

《通知》提出，健全知识产权评估体系，完善知识产权价值评估机制和标准，指导金融机构提高自主评估能力。组织开展知识产权质押融资“入园惠企”专项行动，大力推进高新区等开发区知识产权质押融资工作，扩大知识产权质押融资普及度和惠益面。

《行动方案》提出，鼓励银行业金融机构围绕打通知识产权评估、担保、保险、登记、贷款、质物管理和处置等各个环节，加强对园区和金融机构制定相关政策措施的调研指导力度。综合运用大数据、人工智能等新技术，加强基础数据采集和智能学习，研发适用于质押融资等场景的智能化知识产权评估工具；对企业专利权、商标专用权、著作权、集成电路布图设计专有权等各类知识产权进行打包质押，积极探索知识产权许可收益权等出质的可行性，拓宽质押物范围。地方知识产权管理部门、银保监局要充分发挥有关知识产权交易运营平台、机构等的专业化作用，联合银行业金融机构探索知识产权处置、流转的有效途径和可行模式，通过集中拍卖、第三方收储等方式，将短期处置转换为较长周期的知识产权运营，更大程度实现知识产权价值。

（采编来源：国家知识产权局）

### 中评协发布关于关注企业商誉减值测试评估业务风险的提示

针对近年来上市公司商誉减值风险引起资本市场极大关注，商誉减值测试评估业

务面临较多执业风险的情况,中国资产评估协会于2021年4月30日发布了《关于关注企业商誉减值测试评估业务风险的提示》,提醒资产评估机构及其资产评估专业人员加强商誉减值测试评估业务风险防控。包括遵守相关准则和文件,在项目承接环节关注风险,在业务操作中做好重要风险点管理,如包含商誉资产组的辨识、包含商誉资产组公允价值计算方法、折现率的取值、核查验证等。

(采编来源:中国资产评估协会)

### 《中国资产评估协会投诉举报 受理处理暂行办法》发布

2021年7月5日,中国资产评估协会印发《中国资产评估协会投诉举报受理处理暂行办法》(中评协办〔2021〕32号,以下简称《暂行办法》),自发布之日起施行。

《暂行办法》共4章27条,包括总则、受理、处理、附则等内容。《暂行办法》明确,中评协的单位会员和个人会员在执行资产评估业务过程中涉嫌违反国家法律、行政法规、资产评估准则和其他相关规定的行为,有关公民、法人或其他组织可以向该会员所在地地方协会或中评协投诉、举报。投诉事项应当基于签署资产评估委托合同且正式出具的资产评估报告。其中,中评协负责涉及证券评估业务和珠宝首饰评估业务投诉、举报事项的受理处理工作。地方协会负责涉及所辖会员的其他投诉、举报事项的受理处理工作。地方协会开展投诉、举报的受理处理工作受中评协指导和监督。

(采编来源:中国资产评估协会)

### 《资产评估机构首席评估师 管理办法》修订

为防范执业风险,规范资产评估机构首席评估师的管理,明确首席评估师的职责和权限,发挥首席评估师在资产评估机构执业质量控制中的作用,2021年7月5日,中国资产评估协会印发了《资产评估机构首席评估师管理办法》(中评协办〔2021〕33号,以下简称《管理办法》),自发布之日起施行。中国资产评估协会于2014年7月10日发布的《首席评估师管理办法》(中评协〔2014〕

125号)同时废止。此次修订主要对首席评估师应当具备的条件、办理备案应提交的材料等内容或表述作了部分修改。

(采编来源:中国资产评估协会)

### 《“十四五”时期资产评估行业发展规划 (征求意见稿)》公开征求意见

为科学规划、全面指导“十四五”时期资产评估行业更好服务于经济社会发展和现代财税体制改革,中国资产评估协会研究编制了《“十四五”时期资产评估行业发展规划(征求意见稿)》(中评协〔2021〕11号,以下简称《规划》)并于2021年4月30日公开征求意见。

《规划》分为四个部分,分别为“资产评估行业发展的现状和面临的形势”“资产评估行业发展的指导方针”“资产评估行业发展的基本目标和主要任务”“资产评估行业发展规划的组织保障”。《规划》综合考虑5年后资产评估行业的基本状况,提出行业发展的目标,主要包括行业党建、行业定位、业务机构、队伍状况、执业规则、执业方式、收入规模、国际地位等方面,对5年后上述方面的状况进行了预测,设定了目标。为实现资产评估行业发展的基本目标,《规划》结合中国资产评估协会工作职责和资产评估行业未来五年工作重点形成了以下主要工作任务:

- 1.推动资产评估行业党建、统战工作向纵深发展;
- 2.完善资产评估行业治理体系,提升依法治理能力;
- 3.优化资产评估行业管理体系,加强会员自律管理;
- 4.开展资产评估行业创新研究,加强成果转化;
- 5.推进行业分级分类人才培养体系建设;
- 6.深化评估国际交流与合作,提升行业国际地位;
- 7.拓展资产评估行业专业服务领域,坚持创新驱动发展;
- 8.紧跟财税体制改革,服务财政中心工作;
- 9.全面提升资产评估行业信息化水平及服务能力;
- 10.完善协会治理机制。

(采编来源:中国资产评估协会)

### 中评协发布系列准则征求意见稿 公开征求意见

- 《体育无形资产评估指导意见(征求意见稿)》(中评协办〔2021〕29号)

为规范体育无形资产评估业务行为,服务体育产业高质量发展,在财政部和国家体育总局的指导和支持下,中国资产评估协会制定了《体育无形资产评估指导意见(征求意见稿)》(以下简称《指导意见》)并公开征求意见。《指导意见》分为七章,共计 51 条,分别为“引言”“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”。

《指导意见》以《资产评估执业准则——无形资产》为基础,注重与现有无形资产评估准则框架衔接,突出体育无形资产的特点,对体育无形资产的识别、不同类别体育无形资产价值影响因素的分析、评估资料的收集、评估方法的选用和评估参数的确定等重点难点问题进行了相应的规范,突出可操作性。

一是明确了制定宗旨、制定依据、定义、适用范围及相关服务领域,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的评估要素。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,以及评估现场调查、评估应收集的常见资料、利用专家工作等操作规范要求。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。

中企华公司接受中国资产评估协会委托,牵头承办此项准则研究任务,并如期形成了相关研究成果。

• 《资产评估专家指引第 XX 号——科创企业资产评估(征求意见稿)》(中评协办〔2021〕29 号)

为指导资产评估机构在科创企业资产评估业务中的实务操作,中国资产评估协会制定了《资产评估专家指引第 XX 号——科创企业资产评估(征求意见稿)》(以下简称《专家指引》)并公开征求意见。《专家指引》

分为七章,共计 61 条,分别为“引言”“评估目的、评估对象和价值类型”“评估方法和关注重点”“科创企业清查核实关注重点”“科创企业发展阶段和关注重点”“科创企业行业特征和关注重点”和“报告披露以及特别事项”。

《专家指引》针对的科创企业评估的业务范围包括科创企业上市前权益融资、权益出售,科创企业股份制改建,科创企业预计市值估算,以财务报告为目的等经济行为中涉及的对不动产、动产、无形资产、企业价值、资产损失或者其他经济权益进行评定、估算的评估、估值、咨询等专业服务。评估机构需结合经济行为背景与委托人确认提供专业服务的具体内容与形式。对于涉及国有资产、公共利益等事项,法律、行政法规规定需要进行资产评估的法定业务,委托人应当依法委托评估机构进行评估,并出具资产评估报告。对于非法定业务的科创企业评估、估值、咨询需求,评估机构应当与委托人充分沟通、确认提供专业服务的具体内容与需求,在委托合同中予以确认。

• 《资产评估专家指引第 XX 号——境外并购(征求意见稿)》(中评协〔2021〕10 号)

为指导资产评估机构执行境外并购资产评估业务,中国资产评估协会研究起草了《资产评估专家指引第 XX 号——境外并购(征求意见稿)》(以下简称《专家指引》)并公开征求意见。《专家指引》共 5 章 35 条,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”。

“引言”和“基本遵循”两个模块在明确专家指引制定目的,境外并购、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、职业道德准则要求、专业胜任能力要求和恰当履行核查验证程序进行了重点提示。

“操作要求”模块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,对境外并购风险及影响因素、资产评估业务受理、资产评估委托合同签订、资产评估业务执行、利用

专家工作及报告、法律权属核查、评估结论形成、核查验证及弥补措施、整理归集评估档案等关键环节提出了合理有效的操作参考。

“评估方法”模块从市场法、收益法、成本法（资产基础法）出发，论述了境外并购资产评估业务中三种评估方法选择的适用性、评定估算的重点、重要参数的选择等，归纳并总结了在境外并购资产评估实务中的操作要点，列示了三种评估方法在具体评定估算时可能会涉及到的重点和难点问题。

“资产评估报告及披露要求”模块，对

境外并购资产评估业务相关资产评估报告的编制要求、评估假设的设定、特殊事项的披露以及评估报告的使用限制等方面进行了阐述，总结了境外并购资产评估报告编制中的特殊要点和关注事项，提示了境外并购资产评估报告中常用的评估假设以及设定假设时应考虑的主要因素，以及资产评估报告中需要重点披露的内容和使用限制。

另外，《专家指引》还增加了“境外并购资产评估资料相关查询网站”作为附件内容，提升了实用性。

（采编来源：中国资产评估协会）



摄/王倩

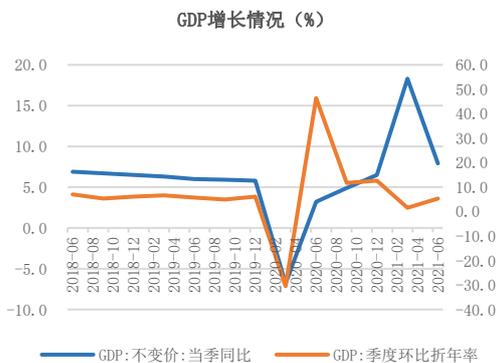
# 宏观经济

## 【PART I 经济总体情况】

### 一、GDP 情况

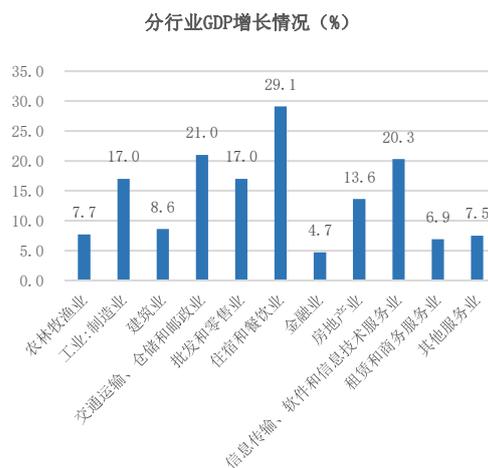
#### GDP 与三大产业

2021 年上半年度,我国 GDP 为 532,167 亿元,按不变价格计算,同比增长 12.7%,两年平均增长 5.3%,我国经济持续稳定恢复。其中,第一产业增加值为 28,402 亿元,同比增长 7.8%,两年平均增长 4.3%,对 GDP 累计同比的拉动为 0.5%;第二产业增加值为 207,154 亿元,同比增长 14.8%,两年平均增长 6.1%,对 GDP 累计同比的拉动为 5.5%;第三产业增加值为 296,611 亿元,同比增长 11.8%,两年平均增长 4.9%,对 GDP 累计同比的拉动为 6.7%。



### GDP 与行业发展

2021 年上半年度,生产形势不断向好,发展动力持续激发,各行业增长速度出现不同程度的上涨。其中工业,批发和零售业,交通运输、仓储和邮政业,住宿和餐饮业,房地产业以及信息传输、软件和信息技术服务业发展较快,增加值同比增速分别为 15.9%、17.0%、21.0%、29.1%、13.6%和 20.3%,合计拉动经济增长 9.7 个百分点,对经济增长的贡献率达 76.6%。



### GDP 与三大需求

2021 年上半年度,资本形成总额对经济增长贡献率为 19.2%,拉动经济增长 2.4 个百分点。最终消费支出对经济增长贡献率为 61.7%,拉动经济增长 7.8 个百分点。全国居民人均消费支出实际增长 17.4%,两年平均实际增长 3.2%。货物和服务净出口对经济增长贡献率为 19.1%,拉动经济增长 2.4 个百分点,两年平均拉动经济增长 1.1 个百分点。

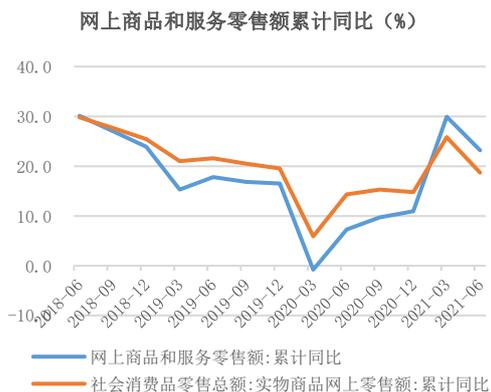
## 二、三驾马车情况

### 社会消费品零售总额情况

2021 年上半年度，社会消费品零售总额 211,904 亿元，由于同期基数较低，市场销售大幅反弹，同比增长 23.0%，比 2019 年同期增长 9%，两年平均增长 4.4%。商品零售增势良好。上半年，商品零售额同比增长 20.6%，两年平均增长 4.9%。上半年，餐饮收入同比增长 48.6%，餐饮消费规模基本恢复至 2019 年同期水平。



2021 年上半年度，全国网上零售额 61,133 亿元，同比增长 23.2%。其中，实物商品网上零售额 50,263 亿元，增长 18.7%，占社会消费品零售总额的比重为 23.7%；在实物商品网上零售额中，吃、穿、用类商品分别增长 23.5%、24.1%和 16.7%。

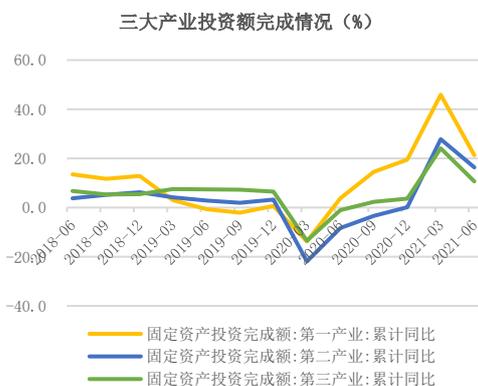


### 固定资产投资完成额情况

2021 年上半年度，全国固定资产投资（不含农户）255,900 亿元，同比增加 12.6%。其中，全国房地产开发投资 72,179 亿元，同比增长 15.0%；民间固定资产投资 147,957 亿元，增加 15.4%。

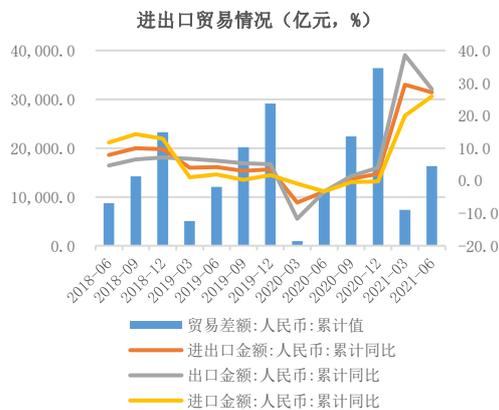


从产业分布来看，第一产业投资 6,564 亿元，同比增长 21.3%；第二产业投资 76,354 亿元，同比增长 16.3%；第三产业投资 172,982 亿元，同比增长 10.7%。



### 进出口贸易情况

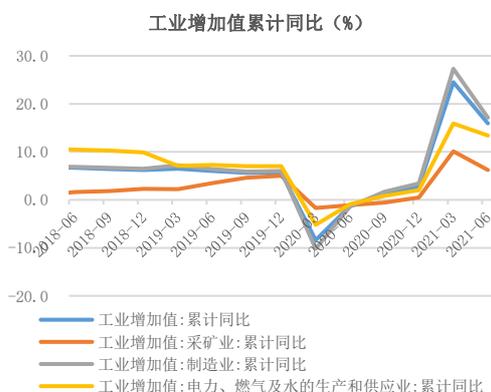
2021 年上半年度，我国进出口金额累计 180,651 亿元，同比增长 27.1%。其中，出口 98,493 亿元，同比增长 28.1%；进口 82,157 亿元，同比增长 25.9%；进出口相抵，贸易顺差 16,336 亿元。



### 三、工业企业情况

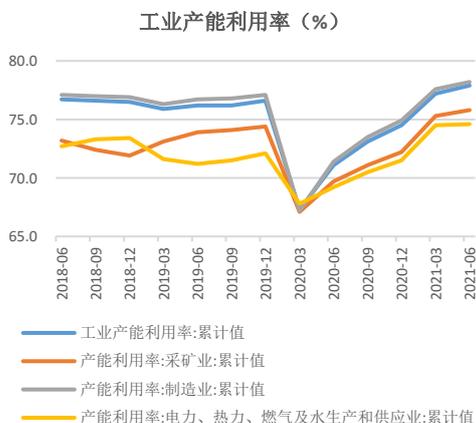
#### 规模以上工业增加值情况

2021 年上半年度，全国规模以上工业增加值累计同比上升 15.9%。其中，采矿业工业增加值累计同比上升 6.2%，制造业累计同比上升 17.1%，电力、燃气及水的生产和供应业为累计同比上升 13.4%。新动能发展势头良好，新兴产业表现活跃。上半年，规模以上高技术制造业和装备制造业增加值同比分别增长 22.6%和 22.8%，分别高于全部规模以上工业增加值增速 6.7 和 6.9 个百分点。



#### 工业产能利用率水平

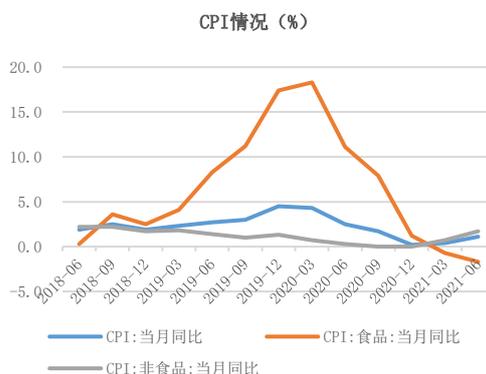
2021 年上半年度，工业产能利用率为 77.9%，较去年同期提高 6.8 个百分点，较 2019 年同期提高 1.7 个百分点，为近年来较高水平。分三大门类看，采矿业、制造业以及电力、热力、燃气及水生产和供应业产能利用率分别为 75.8%、78.2%、74.6%，较去年同期均提高 5 个百分点以上。



## 【PART II 生产与消费价格指数】

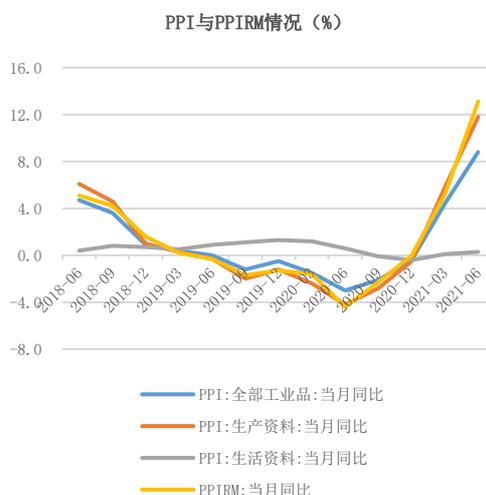
### 一、居民消费价格指数情况

上半年，消费市场供给相对充足，CPI 上涨 0.5%，涨幅比去年同期回落 3.3 个百分点。其中，食品价格由去年同期上涨 16.2% 转为下降 0.2%，影响 CPI 下降约 0.04 个百分点，主要是猪肉价格大幅下降拉动。非食品价格上涨 0.7%，涨幅与去年同期相同，影响 CPI 上涨约 0.57 个百分点。



### 二、工业生产者出厂价格指数和购进价格指数情况

上半年，PPI 由去年同期下降 1.9% 转为上涨 5.1%。其中，6 月生产资料价格同比增加 11.8%，对 PPI 同比拉动 8.8 个百分点；生活资料价格同比上涨 0.3%，对 PPI 同比拉动 0.07 个百分点。上半年，PPIRM 同比上涨 7.1%。



上半年末主要工业品期货结算价及涨跌情况如下：

商品	单位	半年末期货结算价	半年度涨跌幅度
焦煤	元/吨	1948.50	18.96%
铁矿石	元/吨	1153.50	16.93%
黄金	元/克	367.40	-7.01%
天然橡胶	元/吨	12810.00	-7.17%
螺纹钢	元/吨	5107.00	18.60%
布伦特原油	美元/桶	75.13	45.04%

期货结算价(活跃合约):焦煤



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):天然橡胶



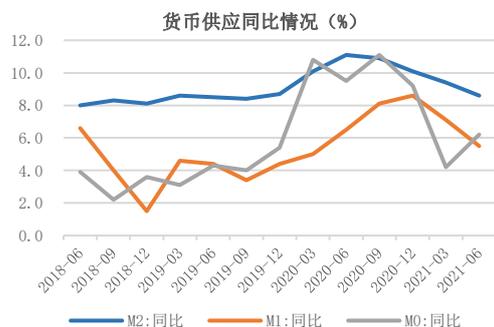
期货结算价(连续):布伦特原油



## 【PARTIII 货币市场价格】

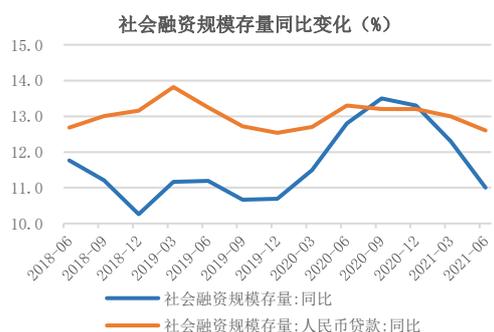
## 一、货币供应量

2021年6月末，广义货币（M2）余额2,317,788亿元，同比增长8.6%，增速较上年同期下降2.5个百分点；狭义货币（M1）余额637,479亿元，同比增长5.5%，增速较上年同期下降1.0个百分点；流通中货币（M0）余额84,347亿元，同比增长6.2%，增速较上年同期下降3.3个百分点。2021年上半年度央行净投放现金32亿元。

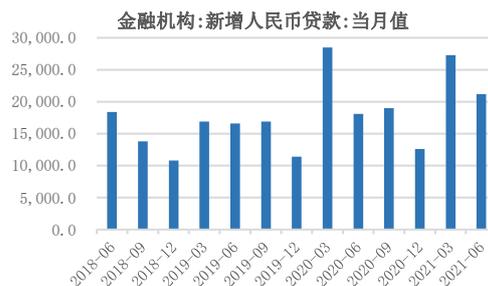


## 二、社会融资规模

2021年上半年，社会融资规模累计177,400亿元，半年末社会融资规模存量3,016,000亿元，同比增长11.0%。其中，上半年度新增人民币贷款累计129,400亿元，半年末人民币贷款存量1,845,000亿元，同比增长12.6%，占社会融资规模存量比重为61.2%。

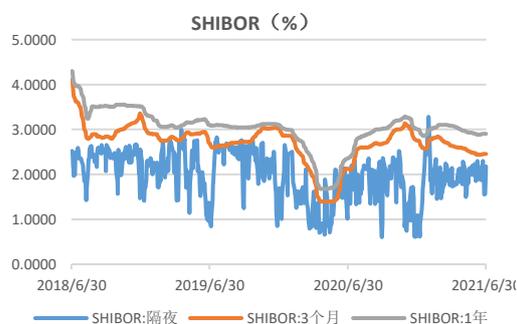


2021年上半年度，金融机构新增人民币贷款累计值127,600亿元，半年末各项贷款余额1,854,977亿元，同比增长12.3%。其中，上半年度新增居民户中长期人民币贷款34,300亿元，新增非金融性公司中长期人民币贷款66,200亿元。



## 三、市场利率变化

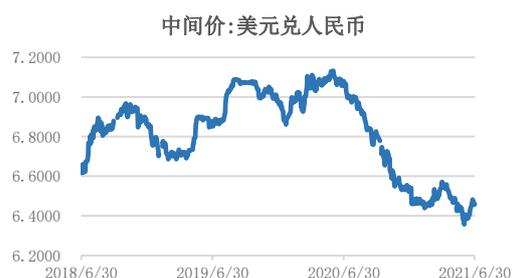
2021年6月30日，上海银行间同业拆放利率（SHIBOR）隔夜利率为2.1770%，3个月SHIBOR为2.4580%，1年SHIBOR为2.9040%。



英国金融行为监管局(FCA)于2021年3月5日公告发布伦敦银行间同业拆借利率(LIBOR)退出的相关时间安排。6月1日，市场利率定价自律机制工作会议召开，要求积极推动金融机构美元浮动利率贷款定价基准转换，并发布了境内美元浮动利率贷款的推荐协议文本。替代基准利率以瀑布法则的方式确定。优先采用美国替代基准利率委员会(ARRC)推荐的SOFR期限利率(若有)，其次按SOFR逐日计息，最后为开放式约定选项。6月30日，SOFR为0.05%。

## 四、人民币兑美元汇率

2021年6月30日，人民币兑美元汇率中间价报6.4601。人民币兑美元中间价较去年同期上调了6194个基点。



# 资本市场

## 【PART I 2021 年上半年 A 股指数情况概述】

2021 年 6 月末，上证综指收于 3591.20 点，较上年末上涨 118.13 点，涨幅为 3.40%；深证成指收于 15161.70 点，较上年末上涨 691.02 点，涨幅为 4.78%。2021 年上半年，沪市日均交易量为 4062.91 亿元，环比增长 4.81%，深市日均交易量为 5027.42 亿元，环比下降 7.37%。

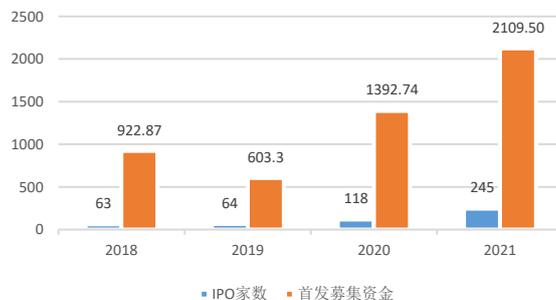


## 【PART II 2021 年上半年 A 股 IPO 情况概述】

### 一、IPO 概况

2021 年上半年共有 245 家 IPO，较 2020 年上半年的 118 家增加 127 家。首发募集资金 2,109.50 亿元，较 2020 年同期的 1,392.74 亿元，增加约 51.46%。

近四年上半年A股IPO情况



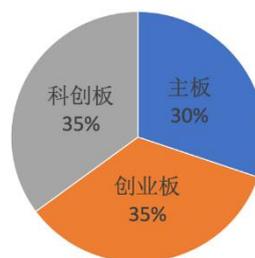
### 二、上市板块分布情况

2021 年上半年，74 家企业在主板市场发行上市，占比达到 IPO 总数的 29.96%，比去年同期增加了 174.07%。科创板 IPO 总数为 87 家，创业板 IPO 总数为 86 家，二者均有增加。其中，科创板上市企业增加 41 家，创业板上市企业增加 58 家。

2021 年上半年上市板块分布情况

上市板	家数	占比
主板	74	30.20%
创业板	85	34.69%
科创板	86	35.11%
合计	245	100.00%

2021 年上半年上市板块分布情况



### 三、行业分布情况

2021 年上半年 IPO 企业所属行业集中于制造业，其中有 180 家企业所属行业为制造业，占总数的 73.47%，募集资金总额占比 62.64%。

行业名称	上市家数	募集资金总额 (亿元)
制造业	180	1,319.60
信息传输、软件和信息技术服务业	15	108.12
科学研究和技术服务业	10	96.96
电力、热力、燃气及水生产和供应业	7	287.76
水利、环境和公共设施管理业	7	27.35
农、林、牧、渔业	5	53.95
批发和零售业	5	21.02
金融业	4	93.24
租赁和商务服务业	3	40.61
建筑业	3	18.07
交通运输、仓储和邮政业	2	9.83

行业名称	上市家数	募集资金总额（亿元）
采矿业	2	23.78
教育	2	9.22

#### 四、募集资金情况

2021年上半年，按募集资金总额排名前五的金额之和占比为20.80%。

序号	证券代码	证券简称	募集资金	所属证监会行业名称
1	600905.SH	三峡能源	227.13	电力、热力、燃气及水生产和供应业
2	688538.SH	和辉光电-U	81.72	制造业
3	688819.SH	天能股份	48.73	制造业
4	688425.SH	铁建重工	42.42	制造业
5	300979.SH	华利集团	38.87	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
605086.SH	龙高股份	2021-04-16	采矿业-非金属矿采选业	金石资源
001203.SZ	大中矿业	2021-05-10	采矿业-黑色金属矿采选业	海南矿业、河钢资源、安宁股份、金岭矿业、中国罕王
600032.SH	浙江新能	2021-05-25	电力、热力、燃气及水生产和供应业-电力、热力生产和供应业	太阳能、甘肃建投、京运通、长江电力、华能水电、江苏新能
600905.SH	三峡能源	2021-06-10	电力、热力、燃气及水生产和供应业-电力、热力生产和供应业	太阳能、节能风电、嘉泽新能、江苏新能、晶科科技
605011.SH	杭州热电	2021-06-30	电力、热力、燃气及水生产和供应业-电力、热力生产和供应业	宁波能源、富春环保、东方能源、大连热电、天富能源、福能股份、京能电力、建投能源
605368.SH	蓝天燃气	2021-01-29	电力、热力、燃气及水生产和供应业-燃气生产和供应业	陕天然气、皖天然气深圳燃气、贵州燃气
605090.SH	九丰能源	2021-05-25	电力、热力、燃气及水生产和供应业-燃气生产和供应业	新海能源、东华能源、欧华能源、深圳燃气、中国燃气、新奥能源、恒通股份、中天能源
003039.SZ	顺控发展	2021-03-08	电力、热力、燃气及水生产和供应业-水的生产和供应业	伟明环保、绿色动力、旺能环境、三峰环境、中国天楹、瀚蓝环境
603759.SH	海天股份	2021-03-26	电力、热力、燃气及水生产和供应业-水的生产和供应业	绿城水务、重庆水务、兴蓉环境、鹏鹞环保、国中水务
605289.SH	罗曼股份	2021-04-26	建筑业-建筑装饰和其他建筑业	名家汇、达特照明、新时空、豪尔赛、华彩信和
605303.SH	园林股份	2021-03-01	建筑业-土木工程建筑业	岭南园林、美尚生态、花王股份、天域生态、棕榈股份、东方园林、诚邦股份、乾景园林、文科园林、蒙草生态、东珠生态、普邦园林、大千生态
300982.SZ	苏文电能	2021-04-27	建筑业-土木工程建筑业	永福股份、苏交科、设计总院、勘设股份、中设集团、长高集团、特锐德、西昌电力
001202.SZ	炬申股份	2021-04-29	交通运输、仓储和邮政业-道路运输业	三羊马、杭州铁集
001205.SZ	盛航股份	2021-05-13	交通运输、仓储和邮政业-水上运输业	招商南油、中远海能、君正船务
003032.SZ	传智教育	2021-01-12	教育-教育	东方时尚、创业黑马、昂立教育、全通教育、中公教育
605098.SH	行动教育	2021-04-21	教育-教育	创业黑马、中研瀚海、十二年
601963.SH	重庆银行	2021-02-05	金融业-货币金融服务	成都银行、贵阳银行、郑州银行、长沙银行、西安银行、甘肃银行

证券代码	证券简称	首发上市日期	证监会行业	可比公司
601665.SH	齐鲁银行	2021-06-18	金融业-货币金融服务	郑州银行、长沙银行、青岛银行、西安银行、苏州银行
601528.SH	瑞丰银行	2021-06-25	金融业-货币金融服务	无锡银行、常熟银行、江阴银行、苏农银行、张家港行、紫金银行
600906.SH	财达证券	2021-05-07	金融业-资本市场服务	华安证券、中原证券、第一创业、南京证券、华林证券、东北证券、长城证券、浙商证券
003035.SZ	南网能源	2021-01-19	科学研究和技术服务业-科技推广和应用服务业	林洋能源、晶科科技
688131.SH	皓元医药	2021-06-08	科学研究和技术服务业-研究和试验发展	药石科技、阿拉丁、泰坦科技、博瑞医药、凯莱英、九洲药业
688621.SH	阳光诺和	2021-06-21	科学研究和技术服务业-研究和试验发展	药明康德、康龙化成、泰格医药、美迪西、博济医药、百花村（华威医药）、太龙药业（新领先）、海特生物（汉康医药）
300928.SZ	华安鑫创	2021-01-06	科学研究和技术服务业-专业技术服务业	韦尔股份、中科创达、诚迈科技、润欣科技
300938.SZ	信测标准	2021-01-27	科学研究和技术服务业-专业技术服务业	华测检测、电科院、苏试试验、广电计量
300949.SZ	奥雅设计	2021-02-26	科学研究和技术服务业-专业技术服务业	杭州园林、汉嘉设计、山鼎设计、华阳国际、筑博设计、山水比德、奥雅设计
688315.SH	诺禾致源	2021-04-13	科学研究和技术服务业-专业技术服务业	华大基因、贝瑞基因、达安基因
300977.SZ	深圳瑞捷	2021-04-20	科学研究和技术服务业-专业技术服务业	建研院、建科院、国检集团、电科院、广电计量
300983.SZ	尤安设计	2021-04-20	科学研究和技术服务业-专业技术服务业	华图山鼎、汉嘉设计、华阳国际、筑博设计、中衡设计、杰恩设计、启迪设计、华建集团
300989.SZ	蕾奥规划	2021-05-07	科学研究和技术服务业-专业技术服务业	新城市、建科院、中设股份、筑博设计、奥雅设计
300967.SZ	晓鸣股份	2021-04-13	农、林、牧、渔业-畜牧业	民和股份、益生股份、立华股份、仙坛股份、圣农发展、湘佳股份
001201.SZ	东瑞股份	2021-04-28	农、林、牧、渔业-畜牧业	牧原股份、温氏股份、正邦科技、新五丰
605296.SH	神农集团	2021-05-28	农、林、牧、渔业-畜牧业	大北农、傲农生物、金新农、温氏股份、牧原股份、双汇发展、得利斯、龙大肉食、华统股份
300970.SZ	华绿生物	2021-04-12	农、林、牧、渔业-农业	雪榕生物、众兴菌业
300972.SZ	万辰生物	2021-04-19	农、林、牧、渔业-农业	众兴菌业、雪榕生物、华绿生物、万辰生物
600916.SH	中国黄金	2021-02-05	批发和零售业-零售业	老凤祥、萃华珠宝、明牌珠宝、周大生
300945.SZ	曼卡龙	2021-02-10	批发和零售业-零售业	老凤祥、潮宏基、明牌珠宝、萃华珠宝、爱迪尔、莱绅通灵、周大生
300937.SZ	药易购	2021-01-27	批发和零售业-批发业	九州通、同济堂、正大龙祥、瑞郎医药、康泽药业、大参林、老百姓、益丰药房、一心堂
300975.SZ	商络电子	2021-04-21	批发和零售业-批发业	力源信息、深圳华强、韦尔股份、润欣科技、火炬电子
301015.SZ	N百洋	2021-06-30	批发和零售业-批发业	康哲药业、中国先锋医药、壹网壹创、若羽臣、瑞康医药、鹭燕医药、柳药股份、嘉事堂、药易购
300929.SZ	华骐环保	2021-01-20	水利、环境和公共设施管理业-生态保护和环境治理业	中环环保、国祯环保、中持股份、国中水务、鹏鹞环保、中建环能、金达莱
605081.SH	太和水	2021-02-09	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、铁汉生态、水治理
300948.SZ	冠中生态	2021-02-25	水利、环境和公共设施管理业-生态保护和环境治理业	铁汉生态、蒙草生态、美尚生态、绿茵生态、民基生态
300958.SZ	建工修复	2021-03-29	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、永清环保、博世科、京蓝科技、博天环境

证券代码	证券简称	首发上市日期	证监会行业	可比公司
300961.SZ	深水海纳	2021-03-30	水利、环境和公共设施管理业-生态保护和环境治理业	鹏鹞环保、中持股份、中环环保、绿城水务、江南水务、国中水务
688565.SH	力源科技	2021-05-13	水利、环境和公共设施管理业-生态保护和环境治理业	中电环保、隆华科技、碧水源、节能国祯
300614.SZ	百川畅银	2021-05-25	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、十方环能、中技能源、江苏新能、绿色动力、盛运环保
300987.SZ	川网传媒	2021-05-11	信息传输、软件和信息技术服务业-互联网和相关服务	人民网、新华网
301001.SZ	凯淳股份	2021-05-28	信息传输、软件和信息技术服务业-互联网和相关服务	壹网壹创、若羽臣、丽人丽妆
300935.SZ	盈建科	2021-01-20	信息传输、软件和信息技术服务业-软件和信息技术服务业	广联达、斯维尔、探索者、浩辰软件、鸿业科技
605398.SH	新炬网络	2021-01-21	信息传输、软件和信息技术服务业-软件和信息技术服务业	神州信息、银信科技、天玑科技、海量数据
300941.SZ	创识科技	2021-02-09	信息传输、软件和信息技术服务业-软件和信息技术服务业	北京捷文、新大陆、新利软件、北海石基信息、优博讯
688619.SH	罗普特	2021-02-23	信息传输、软件和信息技术服务业-软件和信息技术服务业	千方科技、易华录、浩云科技、汉邦高科、熙菱信息、中星技术
688083.SH	中望软件	2021-03-11	信息传输、软件和信息技术服务业-软件和信息技术服务业	用友网络、广联达、泛微网络、致远互联
688316.SH	青云科技-U	2021-03-16	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、新华三、卓易信息、华胜天成
300959.SZ	线上线下	2021-03-22	信息传输、软件和信息技术服务业-软件和信息技术服务业	梦网集团、中嘉博创、银之杰、吴通控股、京天利
688109.SH	品茗股份	2021-03-30	信息传输、软件和信息技术服务业-软件和信息技术服务业	广联达、斯维尔、鸿业科技、海迈科技、盈建科
688191.SH	智洋创新	2021-04-08	信息传输、软件和信息技术服务业-软件和信息技术服务业	申昊科技、亿嘉和
688682.SH	霍莱沃	2021-04-20	信息传输、软件和信息技术服务业-软件和信息技术服务业	雷科防务、航天发展、华力创通、华如科技、东方中科
688201.SH	信安世纪	2021-04-21	信息传输、软件和信息技术服务业-软件和信息技术服务业	数字认证、卫士通、格尔软件、吉大正元
300996.SZ	普联软件	2021-06-03	信息传输、软件和信息技术服务业-软件和信息技术服务业	远光软件、汉得信息、宇信科技、思特奇、赛意信息、科蓝软件
603171.SH	税友股份	2021-06-30	信息传输、软件和信息技术服务业-软件和信息技术服务业	航天信息、金财互联、旋极信息、顺利办、中国软件
605277.SH	新亚电子	2021-01-06	制造业-电气机械和器材制造业	沃尔核材、日丰股份、景弘盛
688819.SH	天能股份	2021-01-18	制造业-电气机械和器材制造业	骆驼股份、雄韬股份、南都电源、圣阳股份、超威动力
300932.SZ	三友联众	2021-01-22	制造业-电气机械和器材制造业	宏发股份、航天电器、正泰电器、可立克、联创光电
300933.SZ	中辰股份	2021-01-22	制造业-电气机械和器材制造业	金龙羽、ST 远程、智慧能源、汉缆股份、杭电股份、东方电缆、万马股份、中超控股、尚纬股份、金杯电工
688676.SH	金盘科技	2021-03-09	制造业-电气机械和器材制造业	顺纳股份、特变电工、许继电气、伊戈尔、森源电气、白云电器、中国西电、特锐德
605378.SH	野马电池	2021-04-12	制造业-电气机械和器材制造业	长虹能源、力王股份、亚锦科技
688611.SH	杭州柯林	2021-04-12	制造业-电气机械和器材制造业	红相股份、理工环科、中元股份
688663.SH	新风光	2021-04-13	制造业-电气机械和器材制造业	思源电气、合康新能、汇川技术、智光电气
605117.SH	德业股份	2021-04-20	制造业-电气机械和器材制造业	拓邦股份、小熊电器、和而泰、盾安环境
688395.SH	正弦电气	2021-04-29	制造业-电气机械和器材制造业	汇川技术、英威腾、蓝海华腾、新时达、伟创电气
605196.SH	华通线缆	2021-05-11	制造业-电气机械和器材制造业	汉缆股份、金杯电工、远程股份、金龙羽、尚纬股份、东方电缆、杭电股份、日丰股份

证券代码	证券简称	首发上市日期	证监会行业	可比公司
301008.SZ	宏昌科技	2021-06-11	制造业-电气机械和器材制造业	三花智控、春晖智控、汉宇集团、奇精机械、聚隆科技
688345.SH	博力威	2021-06-11	制造业-电气机械和器材制造业	欣旺达、天能股份、星恒电源、亿纬锂能、鹏辉能源
688681.SH	科汇股份	2021-06-16	制造业-电气机械和器材制造业	国电南瑞、许继电气、东方电子、积成电子、金智科技、红相股份、山大电力
688517.SH	金冠电气	2021-06-18	制造业-电气机械和器材制造业	西电西避、平高东芝、北京科锐、大烨智能、合纵科技
301012.SZ	扬电科技	2021-06-22	制造业-电气机械和器材制造业	扬电科技、国网英大、双杰电气、合纵科技、北京科锐
001208.SZ	华菱线缆	2021-06-24	制造业-电气机械和器材制造业	尚纬股份、金杯电工、远程股份、金龙羽、汉缆股份、通光线缆
603511.SH	爱慕股份	2021-05-31	制造业-纺织服装、服饰业	汇洁股份、安莉芳、都市丽人
605055.SH	迎丰股份	2021-01-29	制造业-纺织业	航民股份
300952.SZ	恒辉安防	2021-03-11	制造业-纺织业	康隆达、棒杰股份、健盛集团、孚日股份
003041.SZ	真爱美家	2021-04-06	制造业-纺织业	水星家纺、罗莱生活、梦洁股份、富安娜
605180.SH	华生科技	2021-04-30	制造业-纺织业	龙天集团、海利得、港龙股份
605080.SH	浙江自然	2021-05-06	制造业-纺织业	牧高笛、浙江永强、聚杰微纤、开润股份
605189.SH	富春染织	2021-05-28	制造业-纺织业	华孚时尚、百隆东方、新澳股份
003037.SZ	三和管桩	2021-02-04	制造业-非金属矿物制品业	双建科技、泰林科建
605122.SH	四方新材	2021-03-10	制造业-非金属矿物制品业	三圣股份、海南瑞泽、西部建设、深天地 A
301010.SZ	晶雪节能	2021-06-18	制造业-非金属矿物制品业	四方科技、雪人股份、冰轮环境、冰山冷热、海鸥股份、中铁装配、久吾高科
300930.SZ	屹通新材	2021-01-21	制造业-废弃资源综合利用业	安泰科技、黄河旋风、格林美、鲁银投资
300927.SZ	江天化学	2021-01-07	制造业-化学原料和化学制品制造业	江山股份、醋化股份、精华制药
688350.SH	富淼科技	2021-01-28	制造业-化学原料和化学制品制造业	宝莫股份、清水源、上海洗霸、泰和科技
300955.SZ	嘉亨家化	2021-03-24	制造业-化学原料和化学制品制造业	科丝美诗、科玛、通产丽星、锦盛新材、诺斯贝尔上海家化、珀莱雅、拉芳家化
300957.SZ	贝泰妮	2021-03-25	制造业-化学原料和化学制品制造业	上海家化、珀莱雅、御家汇、丸美股份
003042.SZ	中农联合	2021-04-06	制造业-化学原料和化学制品制造业	海利尔、先达股份、扬农化工、丰山集团、新农股份、诺普信
688639.SH	华恒生物	2021-04-22	制造业-化学原料和化学制品制造业	嘉必优、星湖科技、凯赛生物
688359.SH	三孚新科	2021-05-21	制造业-化学原料和化学制品制造业	麦德美乐思、JCU 株式会社、上村株式会社、达志科技、光华科技、上海新阳、安集科技、松井股份、风帆科技
688625.SH	呈和科技	2021-06-07	制造业-化学原料和化学制品制造业	道恩股份、普利特、强力新材、雅克科技、飞凯材料、久日新材、利安隆、彤程新材、惠城环保
688269.SH	凯立新材	2021-06-09	制造业-化学原料和化学制品制造业	陕西瑞科、凯大催化、贵研铂业
001207.SZ	联科科技	2021-06-23	制造业-化学原料和化学制品制造业	黑猫股份、龙星化工、永东股份、确成硅化
688690.SH	纳微科技	2021-06-23	制造业-化学原料和化学制品制造业	药石科技、正海生物、键凯科技、蓝晓科技
003031.SZ	中瓷电子	2021-01-04	制造业-计算机、通信和其他电子设备制造业	三环集团、欣天科技、电连技术、明阳电路、华正新材

证券代码	证券简称	首发上市日期	证监会行业	可比公司
300936.SZ	中英科技	2021-01-26	制造业-计算机、通信和其他电子设备制造业	罗杰斯、科创新源、欣天科技、丹邦科技
688689.SH	银河微电	2021-01-27	制造业-计算机、通信和其他电子设备制造业	扬杰科技、苏州固得、华微电子、士兰微、华润微
300939.SZ	秋田微	2021-01-28	制造业-计算机、通信和其他电子设备制造业	经纬辉开、超声电子、合力泰、亚世光电
300940.SZ	南极光	2021-02-03	制造业-计算机、通信和其他电子设备制造业	隆利科技、宝明科技、山本光电
688665.SH	四方光电	2021-02-09	制造业-计算机、通信和其他电子设备制造业	盛思锐、森尔、汉威科技、南华仪器、森霸传媒、睿创微纳、敏芯股份、佳佳光子
688183.SH	生益电子	2021-02-25	制造业-计算机、通信和其他电子设备制造业	深南电路、沪电股份、崇达技术
300951.SZ	博硕科技	2021-02-26	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
688079.SH	美迪凯	2021-03-02	制造业-计算机、通信和其他电子设备制造业	水晶光电、五方光电
688696.SH	极米科技	2021-03-03	制造业-计算机、通信和其他电子设备制造业	海信视像、光峰科技、鸿合科技、中光学
688667.SH	菱电电控	2021-03-12	制造业-计算机、通信和其他电子设备制造业	均胜电子、蓝海华腾、德赛西威、华阳集团、保隆科技
003040.SZ	楚天龙	2021-03-22	制造业-计算机、通信和其他电子设备制造业	天喻信息、东信和平、德生科技
688609.SH	九联科技	2021-03-23	制造业-计算机、通信和其他电子设备制造业	创维数字、四川长虹、四川九洲
300956.SZ	英力股份	2021-03-26	制造业-计算机、通信和其他电子设备制造业	胜利精密、长盈精密、巨腾国际、通达宏泰
688195.SH	腾景科技	2021-03-26	制造业-计算机、通信和其他电子设备制造业	福晶科技、博创科技、光库科技
688661.SH	和林微纳	2021-03-29	制造业-计算机、通信和其他电子设备制造业	兴瑞科技、徕木股份、鼎同精密
688662.SH	富信科技	2021-04-01	制造业-计算机、通信和其他电子设备制造业	富连京
300965.SZ	恒宇信通	2021-04-02	制造业-计算机、通信和其他电子设备制造业	新兴装备、晨曦航空、安达维尔
688260.SH	昀冢科技	2021-04-06	制造业-计算机、通信和其他电子设备制造业	长盈精密、昌红科技、徕木股份、兴瑞科技
688636.SH	智明达	2021-04-08	制造业-计算机、通信和其他电子设备制造业	中科海讯、捷世智通、四川赛狄、雷科防务、景嘉微
688683.SH	莱尔科技	2021-04-12	制造业-计算机、通信和其他电子设备制造业	立讯精密、上海天洋、斯迪克、晶华新材、鹏鼎控股、得润电子
300968.SZ	格林精密	2021-04-15	制造业-计算机、通信和其他电子设备制造业	长盈精密、创世纪、科森科技、捷荣技术、比亚迪电子
300976.SZ	达瑞电子	2021-04-19	制造业-计算机、通信和其他电子设备制造业	飞荣达、恒铭达、智动力、安洁科技、领益智造
688533.SH	上声电子	2021-04-19	制造业-计算机、通信和其他电子设备制造业	歌尔股份、奋达科技、国光电器、漫步者、惠威科技
688655.SH	迅捷兴	2021-05-11	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、四会富仕、嘉捷通
300991.SZ	创益通	2021-05-20	制造业-计算机、通信和其他电子设备制造业	立讯精密、意华股份、电连技术、徕木股份、中航光电、胜蓝股份
688538.SH	和辉光电-U	2021-05-28	制造业-计算机、通信和其他电子设备制造业	京东方、维信诺、深天马、TCL 科技、龙腾光电
301002.SZ	崧盛股份	2021-06-07	制造业-计算机、通信和其他电子设备制造业	英飞特、茂硕电源、崧盛股份
688216.SH	气派科技	2021-06-23	制造业-计算机、通信和其他电子设备制造业	长电科技、华天科技、通富微电、晶方科技、科扬芯片、蓝箭电子

证券代码	证券简称	首发上市日期	证监会行业	可比公司
688601.SH	力芯微	2021-06-28	制造业-计算机、通信和其他电子设备制造业	韦尔股份、圣邦股份、雷满电子
300946.SZ	恒而达	2021-02-08	制造业-金属制品业	发行人目前不存在同行业可比上市公司
688059.SH	华锐精密	2021-02-08	制造业-金属制品业	恒锋工具、沃尔德、欧科亿
605268.SH	王力安防	2021-02-24	制造业-金属制品业	嘉寓股份、顶固集创、江山欧派
688456.SH	有研粉材	2021-03-17	制造业-金属制品业	嘉元科技、精艺股份、贵研铂业、福达合金、电工合金、华光新材
003043.SZ	华亚智能	2021-04-06	制造业-金属制品业	宝馨科技、科森科技、通润装备、今创集团
300985.SZ	致远新能	2021-04-29	制造业-金属制品业	查特工业、中集安瑞科、富瑞特装、山东奥扬
300986.SZ	志特新材	2021-04-30	制造业-金属制品业	闽发铝业、华铁应急、中国忠旺
300988.SZ	津荣天宇	2021-05-12	制造业-金属制品业	锐新科技、华达科技、常青股份、祥鑫科技
688355.SH	明志科技	2021-05-12	制造业-金属制品业	伊之密、铂力特、力劲科技、广东鸿图、宜安科技、旭升股份、文灿股份、爱柯迪、前进科技
301004.SZ	嘉益股份	2021-06-25	制造业-金属制品业	哈尔斯、新宝股份、山东华鹏、德力股份、爱仕达、苏泊尔
605337.SH	李子园	2021-02-08	制造业-酒、饮料和精制茶制造业	光明乳业、燕塘乳业、新乳业、养元饮品、香飘飘、均瑶健康
605499.SH	东鹏饮料	2021-05-27	制造业-酒、饮料和精制茶制造业	香飘飘、养元饮品、承德露露
300997.SZ	欢乐家	2021-06-02	制造业-酒、饮料和精制茶制造业	养元饮品、承德露露、凯欣股份、林家铺子
003030.SZ	祖名股份	2021-01-06	制造业-农副食品加工业	有友食品、洽洽食品、盐津铺子、养元饮品
605077.SH	华康股份	2021-02-09	制造业-农副食品加工业	晨光生物、量子生物、保龄宝
605089.SH	味知香	2021-04-27	制造业-农副食品加工业	安井食品、海欣食品、惠发食品
300979.SZ	华利集团	2021-04-26	制造业-皮革、毛皮、羽毛及其制品和制鞋业	钰齐国际、裕元集团、丰泰企业
300962.SZ	中金辐照	2021-04-09	制造业-其他制造业	思泰瑞、施洁、中广核技、中国同辐、鸿仪四方、中核辐照、同方辐照、蓝孚高能
300993.SZ	玉马遮阳	2021-05-24	制造业-其他制造业	西大门、先锋新材
300926.SZ	博俊科技	2021-01-07	制造业-汽车制造业	钧达股份、浙江仙通
605005.SH	合兴股份	2021-01-19	制造业-汽车制造业	徕木股份、云意电气、永贵电器、电连技术、合兴股份
605228.SH	神通科技	2021-01-20	制造业-汽车制造业	新泉股份、亚普股份、钧达股份、常熟汽饰、京威股份、双林股份、宁波华翔、横塑科技、世纪华通
605133.SH	嵘泰股份	2021-02-24	制造业-汽车制造业	文灿股份、爱柯迪、旭升股份、泉峰汽车
300969.SZ	恒帅股份	2021-04-12	制造业-汽车制造业	日盈电子、德尔股份、方正电机
601279.SH	英利汽车	2021-04-15	制造业-汽车制造业	宁波华翔、华达科技、金鸿顺、常青股份
300978.SZ	东箭科技	2021-04-26	制造业-汽车制造业	兆丰股份、钧达股份、敏实集团、威尔弗
301005.SZ	超捷股份	2021-06-01	制造业-汽车制造业	浙江长华、华培动力、泉峰汽车、瑞玛工业
605319.SH	无锡振华	2021-06-07	制造业-汽车制造业	祥鑫科技、钧达股份、新泉股份、世纪华通
301007.SZ	N德迈仕	2021-06-16	制造业-汽车制造业	雷迪克、美力科技、金鸿顺、爱柯迪、文灿股份、泉峰汽车、三扬轴业、金华器械
300973.SZ	立高食品	2021-04-15	制造业-食品制造业	海融科技、南侨股份、桃李面包、麦趣尔、元祖股份
605016.SH	百龙创园	2021-04-21	制造业-食品制造业	保龄宝、量子生物

证券代码	证券简称	首发上市日期	证监会行业	可比公司
605300.SH	佳禾食品	2021-04-30	制造业-食品制造业	南侨食品、海融科技、香飘飘
605339.SH	南侨食品	2021-05-18	制造业-食品制造业	上海海融
688070.SH	纵横股份	2021-02-10	制造业-铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业	航天彩虹、华测导航、中海达
605298.SH	必得科技	2021-03-01	制造业-铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业	思维列控、辉煌科技、世纪瑞尔、永贵电器、今创集团、鼎汉技术、康尼机电、朗进科技、天宜上佳、交大思诺、唐源电气、威奥股份
300960.SZ	通业科技	2021-03-29	制造业-铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业	思维列控、运达科技、辉煌科技、鼎汉技术、永贵电器、康尼机电、朗进科技、天宜上佳、研奥电气
688685.SH	迈信林	2021-05-13	制造业-铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业	爱乐达、新研股份、立航科技、广联航空
603529.SH	爱玛科技	2021-06-15	制造业-铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业	新日股份、雅迪控股
688367.SH	工大高科	2021-06-28	制造业-铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业	中国通号、梅安森、天地科技、交控科技、精准信息
301016.SZ	N 雷尔伟	2021-06-30	制造业-铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业	今创集团、朗进科技、康尼机电、华铁股份、威奥股份、捷通铁路
003033.SZ	征和工业	2021-01-11	制造业-通用设备制造业	精锻科技、德恩精工、龙溪股份、天润工业、北特科技、五洲新春、黎明股份、双环传动、蓝黛传动
300931.SZ	通用电梯	2021-01-21	制造业-通用设备制造业	康力电梯、梅轮电梯、远大智能、快意电梯
300943.SZ	春晖智控	2021-02-10	制造业-通用设备制造业	纽威股份、三花智控、派思股份
605060.SH	联德股份	2021-03-01	制造业-通用设备制造业	联诚精密、豪迈科技、应流股份、华翔股份
605286.SH	同力日升	2021-03-22	制造业-通用设备制造业	华菱精工、沪宁股份、世嘉科技、展鹏科技、广日股份、赛福天
605389.SH	长龄液压	2021-03-22	制造业-通用设备制造业	恒立液压、艾迪精密
300971.SZ	博亚精工	2021-04-15	制造业-通用设备制造业	全信股份、泰尔股份、亚威股份、北摩高科、华辰装备
300990.SZ	同飞股份	2021-05-12	制造业-通用设备制造业	高澜股份、佳力图、英维克
688660.SH	电气风电	2021-05-19	制造业-通用设备制造业	金风科技、运达股份、明阳智能
300992.SZ	泰福泵业	2021-05-25	制造业-通用设备制造业	大元泵业、新界泵业、凌霄泵业、东音股份、君禾股份
605259.SH	绿田机械	2021-06-15	制造业-通用设备制造业	隆鑫通用、宗申电力、神驰机电
300984.SZ	金沃股份	2021-06-18	制造业-通用设备制造业	五洲新春
301011.SZ	华立科技	2021-06-17	制造业-文教、工美、体育和娱乐用品制造业	世宇科技
688680.SH	海优新材	2021-01-22	制造业-橡胶和塑料制品业	福斯特、东方日升、上海海洋
688669.SH	聚石化学	2021-01-25	制造业-橡胶和塑料制品业	金发科技、银禧科技、国恩科技、道恩科技
300980.SZ	祥源新材	2021-04-21	制造业-橡胶和塑料制品业	润阳科技、浙江交联
688323.SH	瑞华泰	2021-04-28	制造业-橡胶和塑料制品业	SKPI、达迈科技、时代新材
605488.SH	福莱新材	2021-05-13	制造业-橡胶和塑料制品业	纳尔股份、和烁丰、仙鹤股份、浩明科技、斯迪克
300995.SZ	奇德新材	2021-05-26	制造业-橡胶和塑料制品业	南京聚隆、沃特股份、江苏博云、日盈电子、兆威机电、上海亚虹、昌红科技、祥鑫科技、肇民科技
301000.SZ	肇民科技	2021-05-28	制造业-橡胶和塑料制品业	横河模具、上海亚虹、天龙股份、京威股份、苏奥传感、爱柯迪
301003.SZ	江苏博云	2021-06-01	制造业-橡胶和塑料制品业	金发科技、普利特、国恩股份、道恩股份、沃特股份、南京聚隆

证券代码	证券简称	首发上市日期	证监会行业	可比公司
301019.SZ	C 色母	2021-06-28	制造业-橡胶和塑料制品业	美联新材、道恩股份、苏州宝丽迪
688656.SH	浩欧博	2021-01-13	制造业-医药制造业	热景生物、安图生物、硕世生物、明德生物、透景生命、亚辉龙
688317.SH	之江生物	2021-01-18	制造业-医药制造业	圣湘生物、硕世生物、凯普生物、艾德生物、达安基因、热景生物
688687.SH	凯因科技	2021-02-08	制造业-医药制造业	特宝生物、哈三联、海特生物、赛升药业、舒泰神、南新制药
300942.SZ	易瑞生物	2021-02-09	制造业-医药制造业	勤邦生物、食安科技、迪恩生物、中德生物
688606.SH	奥泰生物	2021-03-25	制造业-医药制造业	明德生物、基蛋生物、万孚生物、东方生物
300966.SZ	共同药业	2021-04-09	制造业-医药制造业	赛托生物、湖南新合新
688468.SH	科美诊断	2021-04-09	制造业-医药制造业	迈瑞医疗、迈克生物、热景生物、安图生物、新产业
688217.SH	睿昂基因	2021-05-17	制造业-医药制造业	艾德生物、致善生物、华大基因、凯普生物、安必平、安图生物、热景生物、透景生命、九强生物、金域医学
688575.SH	亚辉龙	2021-05-17	制造业-医药制造业	新产业、迈瑞医疗、安图生物、迈克生物、普门科技
688076.SH	诺泰生物	2021-05-20	制造业-医药制造业	博腾股份、凯莱英、九洲药业
688117.SH	圣诺生物	2021-06-03	制造业-医药制造业	翰宇药业、双成药业、凯莱英、博腾股份、康龙化成
688319.SH	欧林生物	2021-06-08	制造业-医药制造业	智飞生物、康泰生物、沃森生物、康华生物
688276.SH	百克生物	2021-06-25	制造业-医药制造业	康泰生物、沃森生物、康华生物
688628.SH	优利德	2021-02-01	制造业-仪器仪表制造业	华盛昌、鼎阳科技、优利德、台湾固纬
688616.SH	西力科技	2021-03-18	制造业-仪器仪表制造业	三星医疗、炬华科技、林洋能源、威胜控股、万胜智能、宁波迦南
301006.SZ	迈拓股份	2021-06-07	制造业-仪器仪表制造业	汇中股份、宁水集团、天罡股份、三川智慧、新天科技、山科智能
688597.SH	煜邦电力	2021-06-17	制造业-仪器仪表制造业	科陆电子、炬华科技、海兴电力、西力科技、万胜智能、迦南智能
003038.SZ	鑫铂股份	2021-02-10	制造业-有色金属冶炼和压延加工业	和胜股份、闽发铝业、亚太科技、豪美新材、鑫铂股份
605208.SH	永茂泰	2021-03-08	制造业-有色金属冶炼和压延加工业	怡球资源、顺博合金、广东鸿图、文灿股份、泉峰汽车
300963.SZ	中洲特材	2021-04-09	制造业-有色金属冶炼和压延加工业	图南合金、应流股份、通裕重工、抚顺特钢
001206.SZ	依依股份	2021-05-18	制造业-造纸和纸制品业	恒安国际、维达国际、中顺洁柔、百亚股份、豪悦护理、悠派科技、可靠护理
301009.SZ	可靠股份	2021-06-17	制造业-造纸和纸制品业	中顺洁柔、百亚股份、豪悦股份
688617.SH	惠泰医疗	2021-01-07	制造业-专用设备制造业	康德莱医械、赛诺医疗、心脉医疗、乐普医疗、益心达、迪玛克
003036.SZ	泰坦股份	2021-01-28	制造业-专用设备制造业	经纬纺机、慈星股份、卓郎智能、金鹰股份、精工科技、越剑智能、日发纺机
688607.SH	康众医疗	2021-02-01	制造业-专用设备制造业	上海奕瑞
688677.SH	海泰新光	2021-02-26	制造业-专用设备制造业	开立医疗、迈瑞医疗、万东医疗、天松医疗
300950.SZ	德固特	2021-03-03	制造业-专用设备制造业	杭锅股份、宝色股份、蓝科高新、奥诺科技
688328.SH	深科达	2021-03-09	制造业-专用设备制造业	联得设备、易天股份、集银科技、鑫三力
300953.SZ	震裕科技	2021-03-18	制造业-专用设备制造业	天汽模、成飞集成、合力科技、祥鑫科技、威唐工业
688092.SH	爱科科技	2021-03-19	制造业-专用设备制造业	拓斯达、铂力特、杰克股份、天准科技、金运激光

证券代码	证券简称	首发上市日期	证监会行业	可比公司
688633.SH	星球石墨	2021-03-24	制造业-专用设备制造业	久吾高科、宇林德
688329.SH	艾隆科技	2021-03-29	制造业-专用设备制造业	和佳医疗、健麾信息、海尔生物
688626.SH	翔宇医疗	2021-03-31	制造业-专用设备制造业	普门科技、伟思医疗、翔宇医疗、Wind 医疗保健设备与用品、申万医疗器械 II
688659.SH	元琛科技	2021-03-31	制造业-专用设备制造业	奥福环保、德创环保、中创环保
688630.SH	芯碁微装	2021-04-01	制造业-专用设备制造业	日本 SCREEN、瑞典 Mycronic、美国 KLA-Tencor、美国 Rudolph、台湾川宝科技、大族激光
603324.SH	盛剑环境	2021-04-07	制造业-专用设备制造业	雪浪环境、清新环境、龙净环保、至纯科技、精测电子
300981.SZ	中红医疗	2021-04-27	制造业-专用设备制造业	英科医疗、蓝帆医疗
688383.SH	新益昌	2021-04-28	制造业-专用设备制造业	劲拓股份、易天股份、长川科技、联得设备、ASMPT
605305.SH	中际联合	2021-05-06	制造业-专用设备制造业	海伦哲、浙江鼎力、禾望电气、双一科技、恒润股份、金雷股份、天顺风能、泰胜风能、天能重工
688113.SH	联测科技	2021-05-06	制造业-专用设备制造业	大连豪森、天永智能、三丰智能、苏试试验
688097.SH	博众精工	2021-05-12	制造业-专用设备制造业	赛腾股份、先导智能、赢合科技、机器人、江苏北人、瀚川智能、杭可科技、天准科技
688314.SH	康拓医疗	2021-05-18	制造业-专用设备制造业	大博医疗、凯利泰、三友医疗、春立医疗
688613.SH	奥精医疗	2021-05-21	制造业-专用设备制造业	大博医疗、冠昊生物、正海生物、三友医疗、佰仁医疗
300998.SZ	宁波方正	2021-06-02	制造业-专用设备制造业	银宝山新、海泰科、天汽模、威唐工业、合力科技、瑞鹄模具
688700.SH	东威科技	2021-06-15	制造业-专用设备制造业	赛象科技、建科机械、博实股份、华铭智能
688067.SH	爱威科技	2021-06-16	制造业-专用设备制造业	热景生物、普门科技、东方生物、硕世生物、迪瑞医疗、科域生物
688425.SH	铁建重工	2021-06-22	制造业-专用设备制造业	中铁工业、中联重科、徐工机械、中国一重、三一重工、铁科轨道
301013.SZ	C 利和兴	2021-06-29	制造业-专用设备制造业	博杰股份、联得装备、易天股份、佰奥智能
688161.SH	威高骨科	2021-06-30	制造业-专用设备制造业	大博医疗、凯利泰、三友医疗、爱康医疗、春立医疗
300947.SZ	德必集团	2021-02-10	租赁和商务服务业-商务服务业	锦和商业、圣博华康
603836.SH	海程邦达	2021-05-26	租赁和商务服务业-商务服务业	华贸物流、飞利达、中创物流、中国外运、畅联股份、嘉诚国际
601156.SH	东航物流	2021-06-09	租赁和商务服务业-商务服务业	中国外运、华贸物流、顺丰控股、UPS、DHL、FedEx

## 【PART III 2021 年上半年上市公司并购重组情况概述】

## 一、概况

2021 年上半年，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 14 次会议，完成 16 单并购重组项目审核。审核情况具体情况见下表：

月份	一月	二月	三月	四月	五月	六月	合计
审核家数	1	2	4	3	2	4	16
其中：无条件通过	-	1	3	-	-	2	6
有条件通过	1	1	1	2	1	2	8
未获通过	-	-	-	1	1	-	2

其中：

- 8 单构成重大资产重组，8 单不构成重大资产重组；
- 11 单构成关联交易，5 单不构成关联交易；
- 1 单构成借壳上市，15 单不构成借壳上市。

2021 年上半年涉及的置入资产交易规模总计 468.12 亿元。其中：上海主板 7 宗，置入资产交易规模 162.68 亿元；深圳主板 6 宗，置入资产交易规模 259.17 亿元；中小板 3 宗，置入资产交易规模 46.27 亿元。

置出资产 1 宗，交易规模 37.51 亿元。

## 二、未获通过原因

序号	公司名称	审核结果	审核意见
1	瑞泰科技	未通过	申请人未能充分披露本次交易有利于减少关联交易、避免同业竞争、增强上市公司独立性和持续盈利能力，不符合《上市公司重大资产重组管理办法》第四十三条相关规定。
2	京城股份	未通过	申请人未充分披露标的资产的持续盈利能力及业绩预测的合理性，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。

## 三、并购规模排名

证券代码	证券简称	重组类型	标的资产名称	交易对价（万元）
000032.SZ	深桑达 A	发行股份购买资产	中国系统 96.7186%股权	742,895.35
600662.SH	强生控股	发行股份购买资产	上海外服 100%股权	680,800.00
000966.SZ	长源电力	发行股份购买资产	湖北电力 100%股权	612,161.04
000959.SZ	首钢股份	发行股份购买资产	京唐公司 19.1823%股权	556,939.44
600841.SH 900920.SH	上柴股份 上柴 B 股	发行股份购买资产	上依投 50%股权、上依红 100% 股权、上菲红 10%股权	467,194.47
002187.SZ	广百股份	发行股份购买资产	友谊集团 100%股权	390,982.88
000755.SZ	山西路桥	发行股份购买资产	平榆公司 100%股权	292,327.80
000063.SZ 763.HK	中兴通讯	发行股份购买资产	中兴微电子 18.8219%股权	261,082.70
600433.SH 200986.SZ	冠豪高新 粤华包 B	吸收合并	粤华包 100%股权	204,700.00
001896.SZ	豫能控股	发行股份购买资产	濮阳豫能 100%股权	126,284.42

证券代码	证券简称	重组类型	标的资产名称	交易对价（万元）
600460.SH	士兰微	发行股份购买资产	集华投资 19.51%的股权以及士兰集昕 20.38%的股权	112,243.05
600845.SH B900926	宝信软件 宝信 B	发行股份购买资产	飞马智科 75.73%股份	82,317.21
603006.SH	黎明股份	发行股份购买资产	黎明包装 100%股权	54,900.00
002066.SZ	瑞泰科技 (未通过)	发行股份购买资产	武汉耐材 100%股权、瑞泰马钢 40%股权	41,410.97
002531.SZ	天顺风能	发行股份购买资产	苏州天顺 20%股权	30,292.00
600860.SH 00187.HK	京城股份 京城机电股份 (未通过)	发行股份购买资产	北洋天青 80%股权	24,640.00

#### 四、标的资产评估/估值情况

##### (一) 报告形式

16 宗并购重组项目中，15 宗为发行股份购买资产项目，均出具了资产评估报告；1 宗吸收合并项目，出具了估值报告。

##### (二) 评估/估值方法选用

16 宗并购重组行为共涉及 24 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	13	7	2	2	1	1
建筑业	4	4	-	-	-	-
交通运输、仓储和邮政业	2	1	1	-	-	-
电力、热力、燃气及水生产和供应业	2	1	1	-	-	-
批发和零售业	1	-	1	-	-	-
信息传输、软件和信息技术服务业	1	1	-	-	-	-
租赁和商务服务业	1	1	-	-	-	-
合计	24	15	5	2	1	1

从上表可以看出，92%的评估对象选用两种评估方法，8%的评估/估值对象用了一种评估/估值方法。只选用一种评估/估值方法的原因直接披露如下：

1. 仅采用资产基础法：由于评估对象是一家以投资为目的设立的平台公司，目前无实质经营业务，故而本次评估不宜采用市场法和收益法。

2. 仅采用市场法：吸收合并项目从并购交易的实践操作来看，一般可通过可比公司法、现金流折现法、可比交易法等方法进行交易价格合理性的分析。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。

本次合并属于公开市场合并，吸并方和被吸并方分别作为上交所、深交所上市公司，在资本市场已有较为成熟的价值评估体系，并且本次交易形式在市场上存在可比案例，故本次交易主要采用可比公司法和可比交易法估值分析本次交易作价的公允性与合理性。同时，交易双方股票在二级市场已经形成历史交易价格，本次估值与定价也结合了合并双方的历史股价、A股较B股平均溢价率等多项因素。

##### (三) 价值类型

除 1 项吸并项目估值报告未披露价格类型外，其余 23 项均选用市场价值。

## (四) 评估结论

所涉及的 23 项评估对象中, 有 7 项采用资产基础法的评估结果作为评估结论, 13 项采用收益法的评估结果作为评估结论, 3 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 年上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	12	4	121%	6	205%	2	182%
建筑业	4	-	-	4	213%	-	-
交通运输、仓储和邮政业	2	1	7%	1	51%	-	-
电力、热力、燃气及水生产和供应业	2	1	22%	-	-	1	44%
批发和零售业	1	-	-	1	60%	-	-
信息传输、软件和信息技术服务业	1	1	7%	-	-	-	-
租赁和商务服务业	1	-	-	1	292%	-	-
合计	23	7		13		3	

## (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 20 项评估对象中, 17 项采用企业自由现金流折现模型, 3 项采用股权自由现金流折现模型。剔除 2 项未披露折现率具体参数的样本后, 剩余 18 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	8	3.21%	6.92%	2.75%	12.15%
建筑业	4	2.83%	7.03%	2.50%	14.41%
交通运输、仓储和邮政业	2	3.15%	8.38%	1.50%	10.24%
电力、热力、燃气及水生产和供应业	1	3.15%	7.12%	1.00%	11.38%
批发和零售业	1	2.65%	7.03%	3.00%	11.47%
信息传输、软件和信息技术服务业	1	2.82%	7.12%	2.50%	13.55%
租赁和商务服务业	1	2.84%	7.02%	2.00%	11.10%

## (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	控制权溢价
制造业	3	上市公司比较法	P/E、NOIAT、EBIT、EBITDA、P/B、P/S	33.71%	
	1	交易案例比较法	P/E	-	20.17%
电力、热力、燃气及水生产和供应业	1	交易案例比较法	P/B	-	-
交通运输、仓储和邮政业	1	上市公司比较法	EV/EBITDA	21.89%	
批发和零售业	1	上市公司比较法	P/E	34.46%	

## 五、2021年上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
002531.SZ	天顺风能	2020/6/30	苏州天顺股东全部权益	2.68%	7.02%	0.909	1.50%	10.56%	12.11	叶片及叶片模具
600433.SH 200986.SZ	冠豪高新 粤华包 B	2020/9/23	本次交易换股价格的合理性	-	-	-	-	-	吸并方 31.04 被吸并方 79.08	吸并方：热敏材料等特种纸产品的生产 被吸并方：白卡纸相关产品的制造销售
000959.SZ	首钢股份	2020/6/30	京唐公司股东全部权益	2.82%	未披露	-	2.00%	12.83%	-	汽车板、镀锡板等钢铁产品的生产及销售
000063.SZ 763.HK	中兴通讯	2020/6/30	中兴微电子股东全部权益	-	-	-	-	-	26.68	集成电路的设计、研发、销售
002066.SZ	瑞泰科技	2020/9/30	武汉耐材股东全部权益	3.02%	7.02%	0.826	2.00%	10.80%	-	耐火材料的研发、生产和销售
002066.SZ	瑞泰科技	2020/9/30	瑞泰马钢股东全部权益	3.02%	7.02%	0.826	3.00%	11.80%	-	耐火材料的研发、生产和销售
603006.SH	黎明股份	2020/10/31	黎明包装股东全部权益	3.20%	7.00%	0.824	2.50%	11.50%	10.87	汽车零部件包装
600841.SH 900920.SH	上柴股份 上柴 B 股	2020/12/31	上依投股东全部权益	3.23%	7.00%	0.9410	3.00%	12.80%	5.04	持股平台，持有另外两家标的公司上依红、上菲红的相关股权
600841.SH 900920.SH	上柴股份 上柴 B 股	2020/12/31	上依红股东全部权益	3.23%	7.00%	0.9230	3.00%	12.70%	8.62	重型卡车生产制造
600841.SH 900920.SH	上柴股份 上柴 B 股	2020/12/31	上菲红股东全部权益	3.23%	7.00%	0.9410	3.00%	12.80%	4.74	于油发动机及配件的研发、生产、销售
600460.SH	士兰微	2020/7/31	集华投资股东全部权益	-	-	-	-	-	-	持股平台
600460.SH	士兰微	2020/7/31	士兰集昕股东全部权益	-	-	-	-	-	-	8英寸集成电路芯片的生产与销售
600860.SH 00187.HK	京城股份 京城机电股份	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	定制化集成业务和机器人及配套业务

## (二) 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
000032.SZ	深桑达 A	2020/2/29	中国系统股东全部权益	2.83%	7.03%	1.2735	2.00%	13.78%	31.28	高科技工程服务、现代数字城市建设和供热
000032.SZ	深桑达 A	2020/2/29	中电二公司股东全部权益	2.83%	7.03%	1.3131	3.00%	15.06%	-	高科技工程领域工业建筑及洁净室工程系统服务

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
000032.SZ	深桑达 A	2020/2/29	中电四公司股东全部权益	2.83%	7.03%	1.275	3.00%	14.79%	-	高科技工程领域工业建筑及洁净室工程系统服务
000032.SZ	深桑达 A	2020/2/29	中电洲际股东全部权益	2.83%	7.03%	1.3068	2.00%	14.02%	-	集中供热的建设和运营,工业余热、生物质热电联产、天然气热电联产项目的投资建设等

## (三) 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
000966.SZ	长源电力	2020/9/30	湖北电力股东全部权益	3.15%	7.12%	1.0154	1.00%	11.38%	17.32	电力、热力的生产和销售
001896.SZ	豫能控股	2020/9/30	濮阳豫能股东全部权益	3.61%	6.11%	-	3.00%	-	33.29	热电联产及相关供应业务

## (四) 租赁和商务服务业

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
600662.SH	强生控股	2020/5/31	上海外服股东全部权益	2.84%	7.02%	0.896	2.00%	11.10%	-	人力资源服务
600662.SH	强生控股	2020/5/31	强生控股的全部资产及负债	2.84%	7.02%	1.256	1.50%	13.20%	-	交通运营

## (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
002187.SZ	广百股份	2020/3/31	友谊集团股东全部权益	2.65%	7.03%	0.8273	3.00%	11.47%	15.92	百货零售

## (六) 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
600845.SH B900926	宝信软件 宝信 B	2020/6/30	飞马智科股东全部权益	2.82%	7.12%	1.1557	2.50%	13.55%	30.29	计算机、自动化、网络通讯系统及软硬件产品的研究、设计、开发、制造、集成,及相应的外包、维修、咨询等服务

## (七) 交通运输、仓储和邮政业

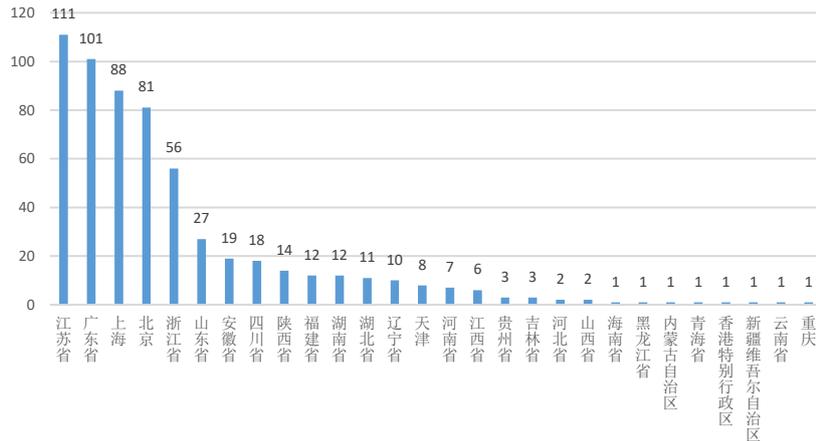
证券代码	证券简称	评估基准日	评估对象	无风险报酬率	市场风险溢价	beta	个别风险	权益资本成本	静态市盈率	行业细分
000755.SZ	山西路桥	2020/6/30	平榆公司股东全部权益	3.46%	9.73%	0.2384	1.50%	7.28%	13.66	高速公路

## 【PART IV 2021 年上半年科创板情况概述】

根据 Wind 资讯统计数据，截至 2021 年 6 月 30 日，科创板受理企业数量已达 601 家，其中 309 家企业进入已发行状态，25 家企业进入已问询状态。

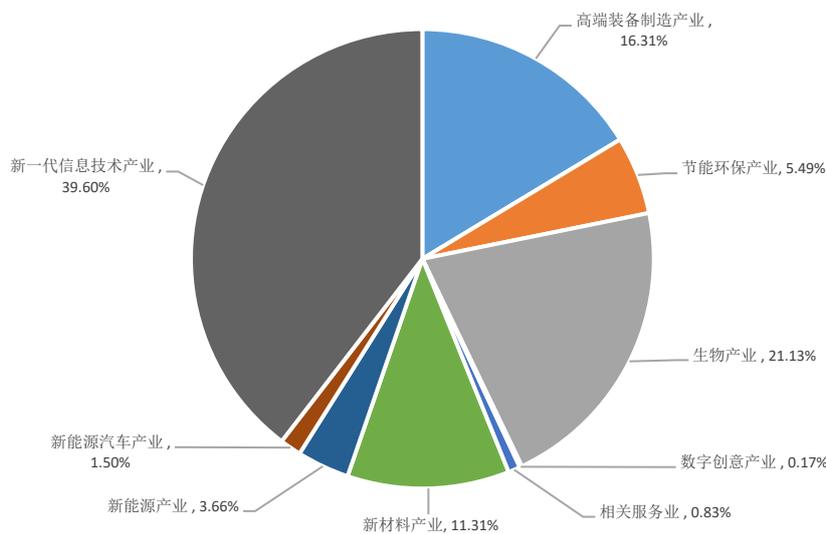
从地区分布来看，当前已受理的 601 家企业集中分布于江苏、广东、上海、北京、浙江、山东六个地区，上述六个地区共计 464 家已受理企业，占比 77.20%。

各地区科创板受理企业个数



从行业分布来看，当前已受理的 601 家企业集中分布于新一代信息技术产业、生物产业、高端装备制造产业、新材料产业四个行业，上述四个行业共计 531 家已受理企业，占比 88.35%。

按科创板主题统计受理企业个数



## 【PART V 2021 年上半年创业板情况概述】

## 一、2021 年上半年创业板市场概况

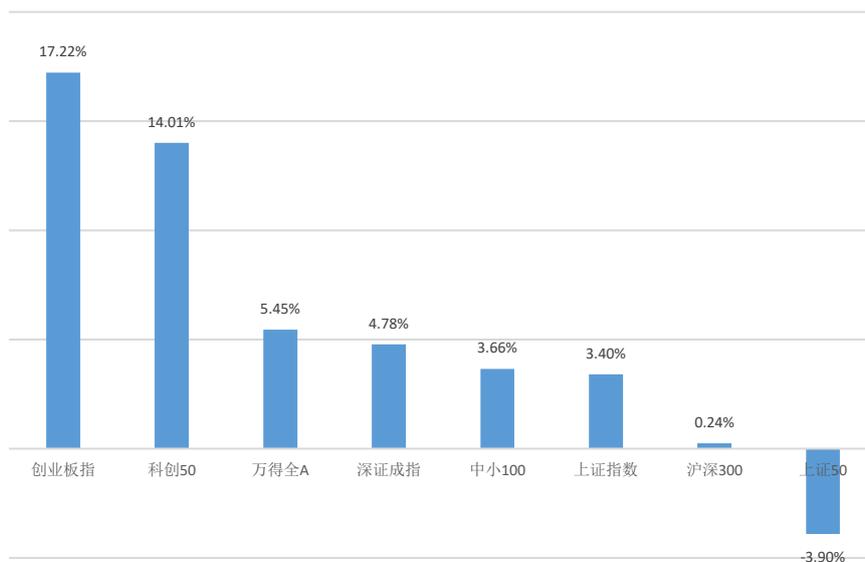
指标名称	数值	比上年±	增减 (%)
上市公司数	977	158	19.29%
总股本 (亿股)	4871.83	512.15	11.75%
流通股本 (亿股)	3744.28	360.86	10.67%
总市值 (亿元)	130703.21	49136.36	60.24%
流通市值 (亿元)	87009.66	30807.66	54.82%
创业板指数	3477.18	1038.98	42.61%
加权平均股价 (元/股)	26.83	8.12	43.40%
平均市盈率	60.74	7.93	15.02%

指标名称	数值	同比±	增减 (%)
本年累计成交金额 (亿元)	208459.36	22874.19	12.33%
其中: IPO 公司数 (家)	85	57	203.57%
IPO 筹资金额 (亿元)	527.29	368.02	231.07%

## 二、创业板指

2021 年上半年, 创业板指涨幅为 17.22%, 上涨 1039 点。

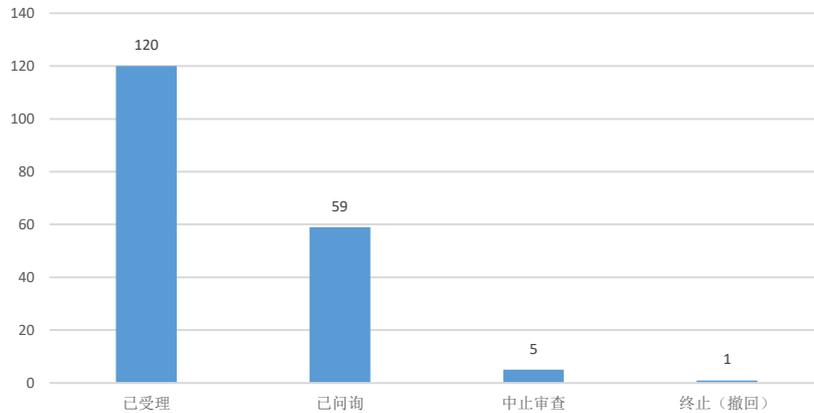
2021年上半年A股主要股指涨跌幅



### 三、创业板审核情况

2021年上半年，创业板累计受理了185家企业的首发申请，截至2021年6月30日，处于已受理阶段的有120家，已问询阶段的有59家，中止审查5家，终止（撤回）1家。

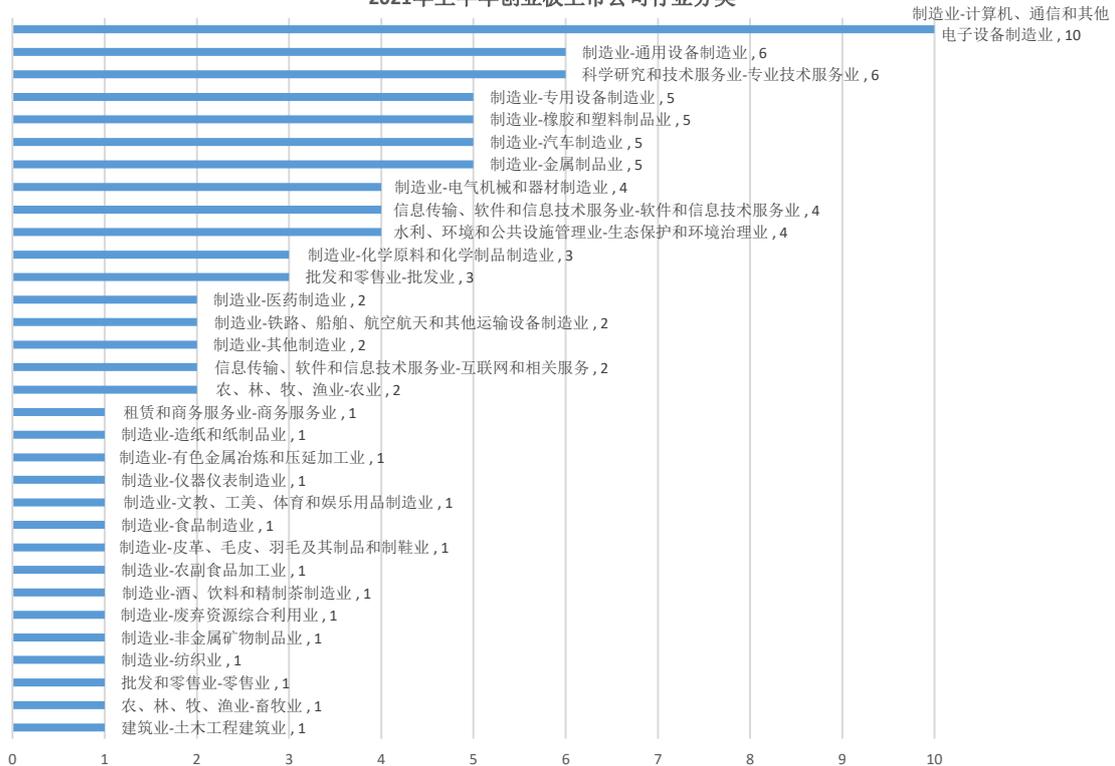
2021年上半年受理创业板IPO情况



### 四、创业板上市公司概览

2021年上半年，创业板新增上市公司85家，按发行制度分类均属于注册制。

2021年上半年创业板上市公司行业分类

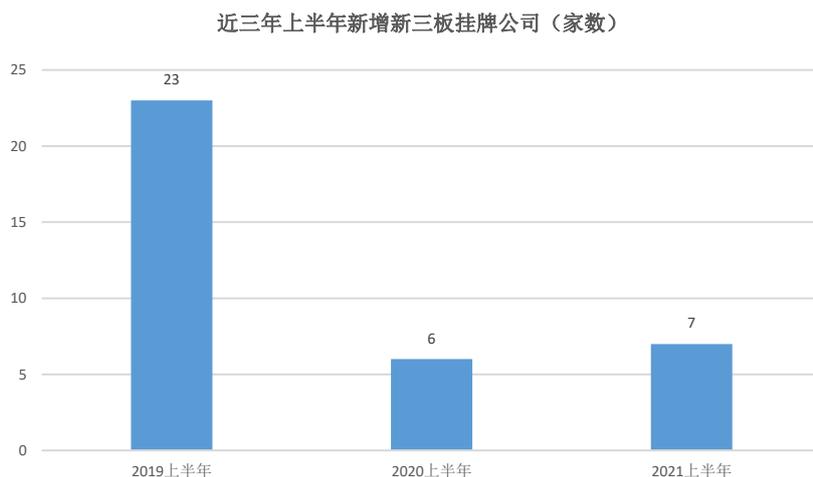


## 【PART VI 2021年上半年新三板情况概述】

## 一、新三板情况

截至2021年6月30日，新三板挂牌公司数量7472家，同比减少12.58%。其中，做市转让460家，同比下降27.67%；竞价转让7012家，同比下降11.36%。

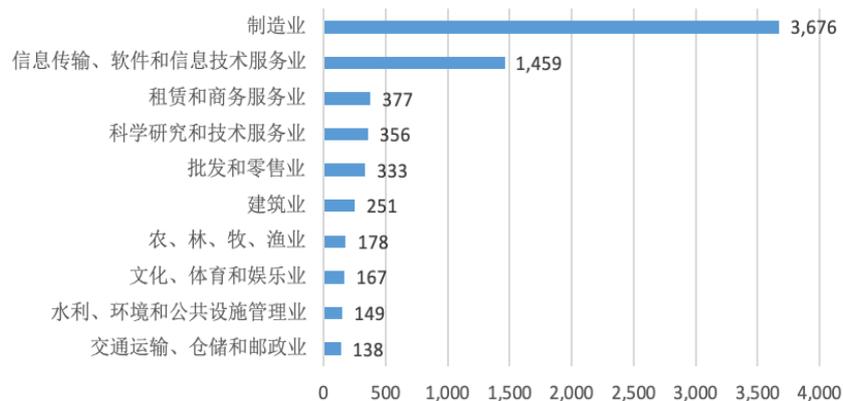
一、二季度分别净退410家、305家。其中做市转让净退76家，竞价转让净退639。近三年上半年新增新三板挂牌情况如图所示。



## 二、新三板挂牌公司行业情况

截至2021年6月30日，新三板挂牌公司数量超过100家的行业共计10个，制造业依旧是大类行业中挂牌公司数量最多的行业，挂牌公司数量占总数的49.20%。其次是信息传输、软件和信息技术服务业，挂牌公司数量占比达19.53%。按照新三板挂牌公司所属行业排序，前十行业数量总计7084家，占总数的94.81%。

2021年上半年新三板挂牌公司行业前十情况  
(行业总挂牌家数)



## 企业价值评估中应收账款保理的评价处理研究\*

江叔宝

**【摘要】**企业开展应收账款保理业务，在收到保理机构支付的保理款时，会计核算借记“银行存款”，贷方核算区别应收账款保理是否有追索权存在差异。由于应收账款保理贷方核算的特殊性，在企业价值评估中，需对应收账款保理予以适当处理，否则评估结果可能会出现偏差。本文对应收账款保理的会计核算进行了梳理，对应收账款保理可能导致的评估偏差进行了分析，对评估实务中存在的处理方式进行了调查，对不同处理方式的合理性进行了分析并提出了处理建议。

**【关键词】**应收账款保理 追索权 企业价值评估

### 一、应收账款保理的涵义及分类

应收账款保理是指卖方（供应商、出口商）将其现在或将来的基于其与买方（采购商、进口商）订立的货物销售/服务合同所产生的应收账款转让给保理商（提供保理服务的金融机构），由保理商向其提供资金融通、买方资信评估、销售账户管理、信用风险担保、账款催收等一系列服务的综合金融服务方式。它是商业贸易中以托收、赊账方式结算货款时，卖方为了强化应收账款管理、增强流动性而采用的一种委托第三者（保理商）管理应收账款的做法。

从不同的维度，按照不同的标准可以将保理分为不同的类型：

1.按照保理业务当事人是否在同一国家（地区）分为国际保理与国内保理

国际保理是指位于不同国家（地区）的出口商、进口商和双方的保理商之间进行的保理业务。

国内保理是指保理商为国内贸易中以赊销的信用销售方式销售货物或提供服务而设计的一项综合性金融服务。

2.按照保理商对保理申请人是否保留追索权分为有追索权保理和无追索权保理

有追索权的保理是指卖方将应收账款的债权转让给保理商，卖方在得到款项之后，如果买方拒绝付款或无力付款，保理商有权向卖方进行追索，要求偿还预付的货币资金。

无追索权的保理则相反，是由保理商独自承担买方拒绝付款或无力付款的风险。卖方在与保理商开展了保理业务之后就等于将全部的风险转嫁给了保理商。

3.按照是否将保理业务通知买方分为公开保理和隐蔽保理

公开保理又称为明保理，是指卖方在债权转让的时候应立即将保理情况告知买方，并指示买方将货款直接付给保理商。

隐蔽保理又称为暗保理，是将买方排除在保理业务之外，由保理商和卖方单独进行保理业务，在到期后卖方出面进行款项的催讨，收回之后再交给保理商。

4.按照开展的保理业务是否具有融资功能，分为融资保理和非融资保理

融资保理又称为折扣保理、贴现保理，是指当卖方将代表应收账款的票据交给保理商时，保理商立即以预付款方式向卖方提供不超过应收账款80%的融资，剩余20%的应收账款待保理商向买方收取全部货款后，再行清算。

非融资保理又称为到期保理，是指保理商在收到卖方提交的、代表应收账款的销售发票

\* 本文已发表在《中国资产评估》2021年第06期。

等单据时并不向卖方提供融资，而是在单据到期后，向卖方支付货款。无论到时候货款是否能够收到，保理商都必须支付货款。

应收账款保理的收费主要包括以下方面：

- (1) 服务佣金或手续费：一般是按照承担服务的发票金额的一定比例计费；
- (2) 资信调查费：对每次信用额度申请，保理商一般会收取一定金额的资信评估费用；
- (3) 利息：一般按照保理金额及约定的计息周期和相应的利率计取；
- (4) 风险金：一般根据资信调查结果，在判断坏账损失比例基础上确定。

## 二、应收账款保理的会计核算

不同类型的保理业务，其会计核算原则和具体会计科目存在差别。范秋代老师在《应收账款融资保理会计确认问题研究》中，对于应收账款收回风险全额转移的情况下，概述性的分析了会计处理原则：应终止确认应收账款，并按照金融资产转移准则的要求，将下列两项金额的差额计入当期损益：一是所转移金融资产的账面价值；二是因转移而收到的对价与原直接计入所有者权益的公允价值变动累计额之和。其会计处理包括银行存款、财务费用和应收账款三个科目，借：银行存款，核算收到的保理款；借：财务费用，核算作为保理费用的转出应收账款与收到保理款之差；贷：应收账款，核算转移出的应收账款。

企业开展应收账款保理业务，对于涉及应收账款保理业务的会计核算需要编制详细的规定。从国内企业应收账款保理业务会计核算的规定来看，一般是区分有追索权保理业务和无追索权保理业务，对涉及的保理款项、往来款、保理费用等，规定了不同的核算方式和核算科目。

笔者评估实务中，某企业集团根据其实际业务情况具体规定如下：

### 1. 有追索权的应收账款保理业务的会计核算规定

企业在进行有追索权的应收账款保理业务时，应参照公司取得短期借款的会计处理，并做好对所涉及的应收账款的备查工作。

从保理商取得保理款项时，借记“银行存款”科目，贷记“短期借款”科目，并记入筹资活动现金流“取得借款收到的现金”。

从客户取得代保理商收取的应收账款时，借记“银行存款”科目，贷记“应收账款”科目，并记入经营活动“销售商品、提供劳务收到的现金”。

向保理商支付已代收的应收账款时，借记“短期借款”科目，贷记“银行存款”科目，并记入筹资活动现金流“偿还债务支付的现金”。

对于发生的保理费用，包括手续费、资信调查费、利息等，在财务费用科目核算，借记“财务费用”科目，贷记“银行存款”科目。

### 2. 无追索权的应收账款保理业务的会计核算规定

企业在进行无追索权的应收账款保理业务时，应终止确认所涉及的应收账款，并做好备查工作。

从保理商取得保理款项时，借记“银行存款”科目，贷记“应收账款”科目，并记入经营活动现金流“销售商品、提供劳务收到的现金”。

从客户取得代保理商收取的应收款项时，借记“银行存款”科目，贷记“其他应付款”科目，并记入筹资活动“收到其他与筹资活动有关的现金”。

向保理商支付已代收的应收账款时，借记“其他应付款”科目，贷记“银行存款”科目，并冲减筹资活动现金流“收到其他与筹资活动有关的现金”。

对于发生的保理费用，包括手续费、资信调查费、利息等，在财务费用科目核算，借记“财务费用”科目，贷记“银行存款”科目等。

## 三、应收账款保理可能导致的评估偏差分析

### (一) 应收账款保理的会计核算原理分析

企业开展应收账款保理业务，在会计核算上区分是否有追索权而区别对待，主要是跟应收账款回收风险转移有关。

有追索权的保理在买方拒绝付款或无力付款时，保理商有权向卖方进行追索，要求偿还预付的保理款。因此有追索权的保理类似于应收账款质押贷款。对应的，卖方在收到保理商

支付的保理款时，借记“银行存款”，贷记“短期借款”，该核算与从银行借入短期借款的核算是完全一样的；对于发生的保理费用在财务费用科目核算。根据有追索权保理业务核算流程，从资产负债表来看，资产端增加了货币资金，负债端增加了短期借款；从损益表的角度看，保理费用在财务费用科目核算，增加了财务费用；从现金流量表的角度看，有追索权保理业务导致的现金流记入筹资活动现金流。

无追索权的保理则相反，是由保理商独自承担买方拒绝付款或无力付款的风险。卖方在与保理商开展了保理业务之后就等于将全部的风险转嫁给了保理商。因此无追索权的保理类似将应收账款折价卖给了保理商。从业务性质看，由于应收账款的回收风险已经转移给保理商，收到保理款时不会增加卖方的有效债务。因此，卖方在收到保理商支付的保理款时，借记“银行存款”，贷记“应收账款”，直接在应收账款科目冲减了应收账款余额；对于发生的保理费用在财务费用科目核算。根据无追索权保理业务核算流程，从资产负债表来看，资产端增加了货币资金，同时减少了应收账款；从损益表的角度看，保理费用在财务费用科目核算，增加了财务费用；从现金流量表的角度看，无追索权保理业务导致的现金流记入经营活动现金流。

## （二）应收账款保理的会计核算对企业价值评估的影响

分析企业应收账款保理的会计核算相关规定，可以发现，不管是有追索权保理还是无追索权保理，其保理费用均在财务费用科目核算，但收到保理款时的贷方核算存在原则性差异，导致对企业价值评估存在影响：

对于有追索权的保理业务，其业务性质类似于应收账款质押贷款，会计核算也是参照短期借款。收到保理款时作为有息债务核算，与保理费用作为财务费用核算，口径上是一致的，因此对企业价值评估理论上不会有大的影响。

对于无追索权的保理业务，其业务性质类似将应收账款折价卖给了保理商，收到保理款时直接冲减应收账款，与保理费用作为财务费用核算，口径上存在不一致，因此对企业价值评估理论上可能会存在影响。后文主要针对无追索权保理业务对企业价值评估的影响进行分析。

企业价值评估一般有资产基础法、市场法和收益法三种基本方法。

对于资产基础法，主要是按照资产负债表形式，对截止评估基准日的各科目资产及负债逐一评估后确定净资产评估值。企业开展应收账款无追索权保理业务，在收到保理款后直接冲减应收账款，评估时按照冲减后的应收账款余额确定其评估值，收到保理款直接冲减应收账款的会计核算与保理费用在财务费用科目核算的口径差异不会对资产基础法评估结果造成偏差。

对于市场法，主要采用市盈率、市净率、市销率等价值乘数进行对比修正评估，根据应收账款保理业务会计核算规定，企业开展应收账款无追索权保理业务，其会计核算中直接冲减应收账款与保理费用在财务费用科目核算的口径差异不会影响企业净资产、销售收入、净利润等会计指标，因此，应收账款无追索权保理业务不会对市场法评估结果造成偏差。

对于收益法，目前实务中主要存在两种现金流折现模型：一种是企业自由现金流折现模型（FCFF模型），另一种是股权自由现金流折现模型（FCFE模型），用的最多也最常见的是企业自由现金流折现模型。

企业自由现金流折现模型下影响分析：

企业自由现金流量未考虑利息费用扣除，在此基础上折现得到的是企业整体价值，再扣除有息债务得到股东全部权益价值。

企业开展应收账款无追索权保理业务的会计核算，企业作为卖方在收到保理商支付的保理款时，借记“银行存款”，贷记“应收账款”，直接在应收账款科目冲减了收到的保理款项，但相关保理费用在财务费用科目核算。在此财务核算基础上采用企业自由现金流折现模型评估股东全部权益价值，企业自由现金流量很容易忽略在财务费用科目核算的保理费用，对于未来年度营运资金需求额参照历史年度应收账款账面净额情况分析预测，实际上考虑了应收账款无追索权保理对企业经营效能的提升。

因此采用企业自由现金流折现模型评估时，如直接按照会计报表数据简单套用企业自由现金流折现模型，可能会出现以下情况：营运资金占用的预测中考虑了应收账款无追索权保

理对企业经营效能的提升,但企业自由现金流未考虑该经营效能提升的对价—保理费用(在财务费用科目核算),未来预测的经营效能与成本不对等,可能导致评估结果虚高。

股权自由现金流折现模型下影响分析:

股权自由现金流量扣除了利息费用,在此基础上折现得到的是股东全部权益价值。

对应的我们再分析无追索权保理业务会计核算对股权自由现金流折现模型的影响。股权自由现金流量扣除了在财务费用科目核算的保理费用,对于未来年度营运资金需求额参照历史年度应收账款账面净额情况分析预测,考虑了应收账款无追索权保理对企业经营效能的提升。因此,未来预测的经营效能与成本是匹配的,企业开展应收账款无追索权保理业务会计核算特点不会对采用股权自由现金流折现模型评估结果造成异常。

综合以上分析,我们可以得出以下初步结论:对存在应收账款保理业务的企业进行股东全部权益价值评估,由于应收账款保理业务会计核算特点,需要区分不同类型的保理业务以及采用的不同的企业价值评估方法,分析可能存在的影响,具体影响情况如下:

1.对于只存在有追索权保理业务的企业,不论采用哪种方法评估,一般均不会有不良影响;

2.对于存在无追索权保理业务的企业,采用资产基础法、市场法和股权现金流折现模型评估时,一般均不会有不良影响;

3.对于存在无追索权保理业务的企业,采用企业自由现金流折现模型评估,由于保理费用和保理款核算的特殊性,如果不对其进行适当的处理,可能会导致收益法评估结果出现较大偏差。

#### 四、评估实务中存在的不同处理方式

笔者通过问卷调查的方式,对评估实务中涉及应收账款保理的评估处理方式进行了调查统计。根据调查反馈,60%的调查对象在评估实务中尚未关注被评估企业的应收账款保理业务情况,对于评估结果可能因此而存在的影响也就没有进一步分析。从这点来看,本次研究不管结果如何,对于引导行业关注该事项的影响,都能起到抛砖引玉的作用。

根据调查情况,评估实务中,对于存在无追索权保理业务的企业,在采用企业自由现金流模型进行评估时,一般存在以下五种处理方式:

1.不进行单独处理。采用该种处理方式的,通常未关注企业是否存在应收账款保理业务,因此也就未分析无追索权保理业务财务核算特点对评估结果可能存在的影响,直接按照企业历史年度及评估基准日会计报表,按照公司自由现金流模型予以评估。

2.视同非经营性负债处理。采用该种处理方式的,关注到了企业无追索权保理业务,将无追索权保理业务形成的于评估基准日的应收账款贷方余额作为非经营性负债予以调整。

3.视同有息债务处理。采用该种处理方式的,关注到了企业无追索权保理业务,将无追索权保理业务形成的于评估基准日的应收账款贷方余额作为有息债务予以调整。

4.将保理费用纳入企业自由现金流处理。采用该种处理方式的,关注到了企业无追索权保理业务财务核算特点可能对企业未来自由现金流预测的影响,因此预测未来企业自由现金流考虑保理费用的影响,将无追索权保理业务带来的在财务费用核算的保理费用(保理利息、手续费及其他费用等),作为非息性质的其他财务费用,或调整为销售费用或管理费用,同时按历史年度对冲后的应收账款水平预测营运资金。

5.未来盈利预测不再考虑应收账款保理业务。采用该种处理方式的,关注到了企业无追索权保理业务财务核算特点可能对企业未来自由现金流预测的影响,基于企业不能确定未来保理业务的规模,假设企业未来不再开展应收账款保理业务。

#### 五、不同处理方式的合理性分析

##### (一) 不进行单独处理评估合理性分析

采用该种处理方式情况下的企业自由现金流折现模型收益法评估,未考虑财务费用对净现金流的影响,未来年度营运资金需求额参照历史年度应收账款账面净额情况分析预测。我们区分以下两种情况分析:

1.如果被评估单位未来仍保持相应规模的应收账款无追索权保理业务,我们理解未来年度营运资金需求额参照历史年度应收账款账面净额情况分析预测应该具有合理性,该历史年度应收账款账面净额对冲了在应收账款科目贷方核算的保理款,营运资金预测考虑了无追索

权保理业务加快应收账款周转的影响,但由于企业自由现金流折现模型未考虑财务费用对净现金流的影响,而无追索权保理费用是在财务费用科目核算,不加调整的简单处理会导致盈利预测缺失保理成本,成本效益不对等,可能导致评估结果虚高。

2.如果被评估单位未来不再进行应收账款无追索权保理业务,则未来不存在保理费用,企业自由现金流折现模型不考虑财务费用的做法不会造成盈利预测成本缺失,但未来年度营运资金需求额参照历史年度应收账款账面净额情况分析预测,实际上是考虑了无追索权保理业务加快应收账款周转的影响,这与被评估单位未来不再进行应收账款无追索权保理业务存在矛盾,同样会导致评估结果虚高。

根据以上分析,对于存在应收账款无追索权保理业务的企业,对相关保理业务不进行单独处理的评估方式可能会造成评估结果虚高。

## （二）视同非经营性负债处理评估合理性分析

企业开展应收账款无追索权保理业务主要是为加快应收账款周转,增加企业经营效率,从企业开展应收账款无追索权保理业务的效用、初衷角度看,将应收账款无追索权保理款视同非经营性负债,定性上存在不合理。

根据应收账款无追索权保理的会计核算规定,供应商从保理商取得保理款项时,借记“银行存款”科目,贷记“应收账款”科目,并记入经营活动现金流“销售商品、提供劳务收到的现金”,会计核算已经将该业务确认为经营活动,因此将应收账款无追索权保理款视同非经营性负债,与会计核算原理存在矛盾。

从无追索权保理业务界定角度分析,按照有追索权保理和无追索权保理的划分原则,无追索权的保理,是指卖方将应收账款的债权转让给保理商后,由保理商独自承担买方拒绝付款或无力付款的风险。卖方在与保理商开展了保理业务之后就等于将全部的风险转嫁给了保理商。因此将截止评估基准日在应收账款贷方核算的保理款余额视为有效债务,与无追索权保理的风险归属存在不一致。

从被评估单位经营效率分析,企业开展无追索权保理,在承担了一定的保理费用的前提下,提高了应收账款周转,增加了企业经营效率,改善了企业的财务报表结构。但将截止基准日评估基准日在应收账款贷方核算的保理款余额视为非经营性债务的评估处理,在测算营运资金时,为保证处理口径一致,需要对历史年度各会计期末的应收账款余额进行同样调整,即将各期末在应收账款贷方核算的保理款余额统一调整为非经营性负债,在此基础上测算应收账款周转率,进而预测未来年底营运资金需求额。这种处理方式实际上剔除了应收账款无追索权保理对企业运营效率的提升,但同时又将无需偿还的截止评估基准日的无追索权保理款余额作为实质债务,两者之间不匹配,理论上会造成评估结果低估。具体影响幅度大小,与截止评估基准日的无追索权保理款余额大小相关,该余款越大,对评估结果影响程度越大。

## （三）视同有息债务处理评估合理性分析

视同有息债务处理与视同非经营性债务处理存在相似性,均是将截止评估基准日在应收账款贷方核算的保理款余额视为有效债务,区别在于视同有息债务处理会导致评估基准日调整后报表的资本结构发生变化。

结合视同非经营性债务处理的评估合理性分析,将截止评估基准日在应收账款贷方核算的保理款余额视为有息债务处理,理论上也会造成评估结果低估。

## （四）将保理费用纳入企业自由现金流处理评估合理性分析

根据无追索权保理的业务性质,供应商将应收账款转让给保理商后,相应的收款风险已经全部转移给保理商,因此在收到保理商支付的保理款后,会计核算要求直接在应收账款贷方核算,冲抵相应的应收款。这笔在贷方核算的账面债务并非企业实际有效债务,未来是无需偿还的,因此实际上供应商通过支付一定保理费用,提前收回了部分应收款项,加快了企业应收账款的周转。

将保理费用纳入企业自由现金流处理的评估方式,较为合理的考虑了企业通过无追索权保理加快企业应收账款周转的经营效率提升效果,同时对于在财务费用科目核算的保理费用(可以理解为效率提升的成本),通过非息财务费用或调整到销售费用、管理费用等科目进行了适当考虑,企业经营效率提升与对应的成本存在较为合理的匹配,评估结果理论上应该

是较为客观合理的。

#### （五）未来盈利预测不再考虑应收账款保理业务评估合理性分析

在被评估单位未来不再通过无追索权保理进行融资的假设基础上，则未来盈利预测不用再考虑应收账款保理业务。同时，由于基准日前已经发生的无追索权应收账款保理对于企业在基准日后没有后续担保赔偿义务，所以不需要对于基准日的保理余额作负债化处理。但未来年度不再考虑保理业务，在营运资金占用方面，预测年度相对于历年年度会存在差异，主要是应收账款周转差异造成。对此营运资金分析预测中应该剔除应收账款无追索权保理的影响，具体来讲，应收款项的历史年度余额需要剔除相应的期末保理业务余额，未来也在这个基础上预测营运资金，因此对应的应收账款余额会增大，需要据此调整营运资金占用。

个人理解，第五种评估处理方式其实与第四种处理方式是一脉相承的，是基于两种不同评估假设的不同处理方式，第四种方式考虑无追索权保理，则对应考虑其费用和效用；第五种方式不考虑无追索权保理，则不需计算保理费用，同时需要剔除无追索权保理对企业经营效率提升的影响。因此该种处理方式在评估逻辑上具有一定的合理性。但评估实务中采用第五种评估处理方式在相关参数的确定方面可能会存在一定难度，如：未来不再考虑应收账款无追索权保理，相应的经营规模是否要有所调整，如果维持原有经营规模发展趋势，相应的资金缺口如何解决，对目标资本结构的影响如何合理考虑；在企业改变经营模式情况下，折现率中的个别风险如何与未来盈利预测匹配等。

## 六、研究结论

鉴于在采用企业自由现金流折现模型进行企业价值评估的过程中，不考虑贷款利息对企业自由现金流的影响，对于开展了应收账款无追索权保理方式进行资金融通的被评估单位，由于应收账款无追索权保理费用在财务费用科目核算，无追索权保理款余额在应收账款贷方核算，在评估实务中如果不根据应收账款无追索权保理的会计核算特点，对相关数据进行适当调整，容易造成评估结果失真。

笔者认为，对于存在应收账款无追索权保理业务的被评估单位，采用企业自由现金流折现模型进行企业价值评估，应着重关注以下两点：

首先，截止评估基准日在应收账款科目贷方核算的保理款余额不应视同实质负债。

其次，对于无追索权保理业务形成的保理费用、对企业经营效能的提升，应结合历史年度相应情况，在评估过程中恰当地考虑其对企业自由现金流的影响，在此基础上选择合适的途径予以评估。具体存在以下两种途径：

第一种：在基于维持被评估单位目前经营模式，被评估单位未来经营仍然维持应收账款无追索权保理业务的前提下，未来盈利预测应考虑无追索权保理业务对企业经营的影响，将在财务费用科目核算的无追索权保理费用纳入企业自由现金流处理，同时考虑应收账款无追索权保理对营运资金占用的影响。采用该种方式评估，既考虑了企业开展保理业务对经营效率的提升，同时也考虑了该种提升对应的成本。其操作重点是将在财务费用科目核算的无追索权保理费用通过适当的方式体现到企业自由现金流中，具体可以作为非息性质的其他财务费用，或通过销售费用或管理费用科目，作为期间费用在现金流预测中予以考虑。

第二种：在基于被评估单位明确未来不再开展应收账款无追索权保理业务的前提下，未来盈利预测不再考虑无追索权保理业务对企业经营的影响，既不考虑保理费用，同时也不能考虑无追索权保理业务对企业经营效率的提升。采用该种方式评估，在预测营运资金时，应剔除被评估单位开展应收账款无追索权保理业务对应收账款周转的影响。具体来讲，由于历史年度存在无追索权保理业务，应收账款为对冲了保理款后的余额，从财务效能上体现为加快了应收账款的回收，提升了应收账款周转率。未来不再考虑应收账款无追索权保理业务，则应对历史年度应收账款余额予以调整，恢复到没有无追索权保理业务情况下的应收账款状态，在此基础上预测未来年度的营运资金占用情况。采用该方式评估，其操作重点是应做好经营模式变更的假设，同时将历史年度的应收账款调整到假设没有无追索权保理业务情况下的水平，在此基础上预测未来营运资金占用，由于基准日前已经发生的无追索权应收账款保理对于企业在基准日后没有后续担保赔偿义务，所以不需要对于基准日的保理余额作负债化处理。

（下转第49页）

## 上市公司破产重整中股票清偿价值的量化研究\*

王进江 高文忠 张维军

**【摘要】**在上市公司破产重整的实践中，股票清偿是常见清偿方式之一，但股票对于上市公司不是资产是股东权益，股票具有价值是因为股票能给持有人带来股息。上市公司进入破产重整，资产收益很低，以资产为基础的股票价值随之下降。本文认为，进入破产重整的上市公司股票其内在价值是潜在投资人进入后注入或盘活存量资产的收益现值加上“壳资源”价值，破产重整方案中的股票清偿价格应以潜在投资人进入后的投资价值为基础确定而不是历史股价。

**【关键词】**上市公司破产重整 股票清偿 壳资源 内在价值 度量方法

### 一、上市公司破产重整中股票清偿方式分析

自2007年破产法实施以来，涉及破产重整的上市公司已逾七十家，上市公司破产重整中，债权清偿方式除现金清偿、留债清偿、以资产抵债清偿外还有股票清偿，出资人权益调整方案主要包括股东让渡、股东缩股、资本公积转增、股权转让等，股票清偿已成为上市公司破产重整中债权清偿的常见清偿方式之一，且资本公积转增是比较多见的出资人权益调整方案。本文认为，出资人权益调整只是调整股东之间的权益占比，资本公积转增增加了总股数，转增后的股价需要计算除权价，不影响权益总额在调整时点的绝对值。

根据《公司法》第一百八十六条“清算组在清理公司财产、……在分别支付……清偿公司债务后的剩余财产，有限责任公司按照股东的出资比例分配，股份有限公司按照股东持有的股份比例分配。……公司财产在未依照前款规定清偿前，不得分配给股东。”《企业破产法》第一条“……保护债权人和债务人的合法权益……”和第七十七条“在重整期间，债务人的出资人不得请求投资收益分配……不得向第三人转让其持有的债务人的股权”，法律规定债权是享有优先原则的，即除非债权人全额受偿，出资人就不能保留任何实体权利。而且，重整前投资于债权和投资于股权的权利也是不同的，如金融债权人只能得到固定回报，股权投资人的收益与公司经营紧密相关且有控制权、表决权。我们认为，债权优先原则有理论上的合理性，充分考虑了在重组程序中对债权人利益的保护，但对于上市公司而言，若绝对奉行该原则，易滑向对单极利益的过度保护而忽略其他主体的多元利益诉求，最明显的体现即为忽略对股东利益的保护<sup>[1]</sup>。本文认为，按照该平衡债权人利益和出资人利益的债权优先原则的修正观点，破产重整日的债权总额（债权人角度）和权益总额（股东方角度）至少应该同比例减损或者债权总额减损比例应该小于权益总额减损比例。

实务中，债权采用股票清偿方式时，股票清偿价格一般为停牌前一交易日的收盘价或停牌前20日的加权平均价格或其他价格，如考虑潜在投资人注入资产后的估计价格等。本文认为，停牌前的价格是上市公司进入破产重整前困境时的价格，破产重整方案是建立在破产重整成功基础之上的清偿方案，破产重整成功就是能够引进来潜在投资者，采用历史股价计算债权的股票清偿率有一定的局限性。

### 二、股票价值量化方法

对股权资本进行估价的基本模型是红利贴现模型—股票价值是预期红利的现值……因

\* 本文已发表在《中国资产评估》2021年第05期。

为不可能对现金红利做出无限期的预测,所以人们根据对未来增长率的不同假设构造出了不同形式的红利贴现模型<sup>[2]</sup>。这是站在投资人层面的股票价值估值。若站在上市公司层面,是自由现金流的现值。

### (一) 红利贴现模型

红利贴现模型包括Gordon增长模型、两阶段红利贴现模型、三阶段红利贴现模型等,在这不展开,仅列示三阶段模型的公式。三阶段模型假设公司前后经历三个阶段:保持高增长率的初始阶段、增长率下降的过渡阶段和永续低增长率的稳定增长阶段,红利支付率通常在超常增长阶段很低、在过渡阶段逐步提高、而在稳定增长阶段很高。

$$\text{股票的价值} = \sum_{t=1}^{t=n_1} \frac{EPS_0(1+g_a)^t \Pi_a}{(1+r)^t} + \sum_{t=n_1+1}^{t=n_2} \frac{DPS_t}{(1+r)^t} + \frac{EPS_{n_2}(1+g_n)\Pi_n}{(r_n-g_n)(1+r)^n}$$

其中:  $EPS_t$ =第t年的每股净收益;  $DPS_t$ =第t年预期的每股红利;  $g_a$ =超常增长阶段的增长率(持续时间为 $n_1$ );  $\Pi_a$ =超常增长阶段的红利支付率;  $\Pi_n$ =稳定增长阶段的红利支付率;  $n_1$ 、 $n_2$ :过渡阶段。

根据 $g_a$ 、 $g_n$ 、 $r$ 、 $r_n$ 、 $\Pi_a$ 、 $\Pi_n$ 、 $DPS_t$ 之间的关系和假设,三阶段模型可以转化为两阶段红利贴现模型和Gordon增长模型。

### (二) 自由现金流贴现模型

自由现金流贴现模型包括股权自由现金流贴现模型和企业自由现金流贴现模型,在这不展开,仅列示股权自由现金流贴现模型和企业自由现金流贴现模型中的两阶段模型的公式。

#### 1. 股权自由现金流贴现模型

股票的价值 = 高速增长阶段FCFE的现值 + 期末价值的现值

$$= \sum_{t=1}^{t=n} \frac{FCFE_t}{(1+r)^t} + \frac{P_n}{(1+r)^n}$$

其中:  $FCFE_t$ =第t年的股权自由现金流(净利润+折旧-资本性支出-营运资本追加额-债务本金偿还+新发行债务);  $r$ =高速增长阶段股权投资者的要求收益率;  $P_n$ =高速增长阶段期末的股票价值。期末价值 $P_n$ 一般使用稳定增长模型即Gordon增长模型来计算:

$$P_n = \frac{FCFE_{n+1}}{r_n - g_n}$$

其中:  $g_n$ =第二阶段稳定增长阶段的增长率;  $r_n$ =稳定增长阶段内股权投资者的要求收益率。

#### 2. 企业自由现金流贴现模型

$$\text{股票的价值} = \sum_{t=1}^{t=n} \frac{FCFF_t}{(1+WACC)^t} + \frac{FCFF_{n+1}}{(1+WACC)^n} - \text{付息债务}$$

其中:  $FCFF_t$ =第t年的企业自由现金流(净利润+利息费用\*(1-所得税率)+折旧-资本性支出-营运资本追加额);  $WACC$ =高速增长阶段的资本加权平均成本;  $WACC_n$ =稳定增长阶段的资本加权平均成本。

股票内在价值是在分析公司的财务状况、盈利前景以及其他影响公司生产经营消长等因素后认为股票所真正代表的价值。本文认为,上述红利贴现模型或自由现金流贴现模型计算出的股票价值,只是公司股票在二级市场非流通下的内在价值。上市公司与非上市公司有较多区别,但最核心的区别是上市公司股票具有流通性和利于融资,也就是上市公司股票具有“壳资源”价值。本文认为,上市公司股票内在价值应在利用红利贴现模型或自由现金流贴现模型计算出的股票价值基础上加上“壳资源”价值。

### 三、股票价值投资内涵

上市公司股东的股票对应的是上市公司资产负债表右边的股东权益，资产负债表右边的基础即根基是资产负债表左边的资产，股票对于上市公司不是资产而是股东权益的代表，股票具有价值是因为股票能给持有人带来股息收入，股票内在价值是资产的收益和“壳资源”价值。我们买股票，买到的到底是什么呢？我想应该有以下三个递进的考量。资产……盈利能力……未来（自由）现金流……<sup>[7]</sup>。本文认为，投资者除了这三个递进的考量外，还有就是流通性带来的溢价，股票是交易过于便捷的财产，与大宗商品、房产、商标专利等相比，股票市场的交易更加便利，交易成本更低而且非常快捷。正是由于股票交易过于方便快捷，股票市场不仅流动性非常高，股票价格波动也更加剧烈。

对于价值投资来说，股票的内在价值就是股价波动的锚：股票市场的价格上下波动非常剧烈，但上下波动的价格终将会回归股票的内在价值，这是价值投资者的基本信条。由于每个投资者对变量参数的预测是不同的，因此，理论上也不存在一个标准的“股票内在价值”。事实上，股票交易本身就说明交易双方对股票的估值是不同的。如果真的存在一个统一的股票内在价值，就不会有股票交易了<sup>[7]</sup>。本文认为，诚然交易双方对股票的估值是不同的，但对上市公司破产重整管理人，若上市公司破产重整方案中涉及股票清偿，应对破产重整上市公司股票的内在价值，聘请专业的资产评估机构，在充分分析公司基本面、存量资产在既定处置方式下的价值、潜在投资人进入后注入资产或盘活存量资产的收益预测合理性的基础上，进行一个估值，以服务上市公司破产重整方案，使平衡债权人利益和出资人利益的债权优先原则的修正观点有一个量化的依据。

### 四、股票清偿价值估值的价值类型

根据中国资产评估协会《资产评估价值类型指导意见》第三条“本指导意见所称资产评估价值类型包括市场价值和市场价值以外的价值类型。”和第五条“市场价值以外的价值类型包括投资价值、在用价值、清算价值、残余价值等。”资产评估价值类型有市场价值、投资价值、在用价值、清算价值、残余价值等。目前在一般企业的破产重整中，通常出具的有破产重整项目涉及的资产市场价值、破产重整项目涉及的资产清算价值、破产重整项目偿债能力分析报告。根据中国资产评估协会《企业并购投资价值评估指导意见》第三条“本指导意见所称企业并购投资价值，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。”投资价值是特定投资人的价值，如破产重整中的潜在投资人。重组投资者即潜在投资人进入破产重整中的上市公司，就是看中了破产重整上市公司的“壳资源”，然后潜在投资人通过注入资产或盘活存量资产，利用其自身优势，产生协同效应、提高投资回报水平，使注入资产或存量资产创造出预期的收益，进而使破产重整的上市公司重新步入正常经营的轨道，回报广大投资者期望的收益水平。

本文认为，对于破产重整上市公司的股票或者说对于破产重整上市公司的股东权益，应以投资价值为价值类型进行估值，估算针对潜在投资人的每股的投资价值，一是可增强特定投资人和一般投资人的投资信心，二是利于债权人和出资人的利益平衡并有助于重整计划的实现。因为，上市公司进入破产重整，多半是财务出现困境，若按照债权优先原则，除非债权人全额受偿，出资人就不能保留任何实体权利，也就是说，若无潜在投资人进入，上市公司这个壳就称为“僵尸”或“空壳”，就面临退市，重整失败转入破产清算，普通债权人只能获得假设清算状态下的受偿率。有潜在投资人进来，在不考虑其他特殊因素的情况下就代表破产重整的成功，所以站在潜在投资人角度的投资价值估值很有必要。

### 五、“壳资源”价值及其量化方法

壳资源是指股份制公司的股票具有在二级市场流通的资格，该公司也同时享有上市公司的相应权利和义务。从理论上讲，上市公司的壳资源，也就是其上市地位，本身并不具备交换价值……一方面在融资上拥有一定的优势，另一方面则流通性好，在交易活动中容易获得相应的溢价<sup>[3]</sup>。在中央全面深化改革委员会第十六次会议审议通过《健全上市公司退市机制实施方案》后，2020年12月14日，沪深交易所发布了改革后的退市制度征求意见稿，把单一连续亏损退市指标改为组合类财务退市指标，注重持续经营能力。在注册制维度下，符合经济高质量发展方向和产业发展导向的优质资产有了更契合的融资渠道、更高效的融资环境，

问题公司的“壳价值”逐步归零。

期权分为买入期权（call option）和卖出期权（put option）。买入期权又称看涨期权、敲入期权，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<sup>[4]</sup>。在我国资本市场，作为壳资源的上市公司，经营业绩差，它不退市却通过选择卖壳获得利益。买壳方通过买壳上市继续行使权利。这样，壳资源带来的权利永续存在于上市公司，股民只有义务被融资。从形式上看，买壳上市的实质就是一方只有权力而不必履行义务，另一方只有义务而难以行使权利的期权，是一种变相期权。把借壳上市这种变相期权看作是买入看涨期权合约，在壳资源资产ST被要求退市之前，借壳方预期收益能够大于壳资源本身的定价，借壳方就会借壳上市即行使期权权利<sup>[5]</sup>。

布莱克-斯科尔斯欧式买入（看涨）期权的定价公式：

$$C = SN(d_1) - Ee^{-rT}N(d_2)$$

式中：

$$d_1 = \frac{\ln\left(\frac{S}{E}\right) + \left(r + \frac{1}{2}\sigma^2\right)T}{\sigma\sqrt{T-t}}$$

$$d_2 = d_1 - \sigma\sqrt{T}$$

对于破产重整上市公司，计算壳资源价值模型中符号的含义：C=壳资源价值；S=标的物资产的价格（重组收益现值）；E=期权执行价格（重组成本）；r=无风险利率（与T相当的国债收益率）；σ=收益率标准差（根据股票价格变动计算）；T=期权到期时间（年）（董事会公告日至证监会核准日）；N=正态分布值。其中：

1. S：从壳资源期权特征来看，未来是否执行期权关键在于壳公司能带来的重组收益与重组成本的比较<sup>[6]</sup>。因此，壳资源期权的标的物资产就是重组收益，应用潜在投资人进入后的标的物资产的估计价格，因为这个价格的基础是上市公司破产重整成功后对潜在投资人的投资价值，停牌前一交易日的收盘价或停牌前20日的加权平均价格一般处于低位，若破产重整不成功即没有投资人进入时的股票就面临退市从而股票价格趋于0了。2. E：进入破产重整的上市公司，一般情况下已资不抵债，债权人的债权总的来说只能清偿一部分，这个实际清偿部分就是重组成本。3. σ：由于近二年上市公司应该处于经营不景气状态，用上市公司所处行业至少二年的平均年化标准差（波动率）比较客观。

## 六、债权人和出资人的利益平衡

在上市公司破产重整实践中，法律上的债权优先原则修正为利益平衡原则下的债权优先原则。在没有站在潜在投资人角度进行投资价值估值的情况下，债权人和出资人信息是不对称的，虽然股票清偿方案是债权人和出资人是经过谈判谈出来的，但若没有假设破产重整成功即潜在投资人进入后的投资价值评估作为谈判的基础，债权调整方案、出资人权益调整方案获得表决通过只是形式上的平衡，实质上的利益平衡要有量化的数据作为支撑，且破产重整日的债权总额（债权人角度）和权益总额（股东方角度）至少应该同比例减损或者债权总额减损比例应该小于权益总额减损比例。

破产重整日的债权总额（债权人角度）在没有账外和或有负债的情景下一般为账面金额，权益总额（股东方角度）为站在潜在投资人角度的投资价值。利用资产负债表的结构，在存量资产处置变现清偿、潜在投资人注入资产的假设前提下，简明资产负债表的架构如下：

资产清算价值（包括抵质押等优先受偿资产变现价值等）	债权人债权总额（包括破产费用、共益债务、应付职工和应付税款等）
注入资产的未来收益折现净值	（上市公司）权益投资价值
“壳资源”价值	
资产总计	负债和股东权益总计

注：这个资产负债表中的资产总计与负债和股东权益总计是不相等的。

则：

$$\text{减损比例} = 1 - \frac{\text{资产总计}}{\text{负债和股东权益总计}} = \frac{BQ + DV + SR}{CR + EV}$$

其中：BQ=资产清算价值；DV=注入资产的未来收益折现净值；SR=“壳资源”价值；CR=债权人债权总额；EV=（上市公司）权益投资价值。

## 七、案例

### （一）案例简介

上市公司A严重资不抵债进入破产重整，根据重整计划，控股股东及实际控制人让渡其持有的A公司股票共计2.91亿股，以现有总股本9.45亿股为基数实施资本公积转增股本共计5.76亿股，转增股本中用于清偿普通债权的4.12亿股，转增及让渡股份共计8.67亿股。优先债权和普通债权共计81.37亿元，破产财产清算价值评估值6.65亿元。股票抵债的价格2.29元/股，未披露测算过程。重整投资人承诺3年的归属A公司所有者的净利润不低于3.26亿元。

### （二）注入资产的未来收益折现值

由于潜在投资人未说明承诺3年的每年归属于A公司所有者的净利润，也未说明承诺3年的每年归属于A公司所有者的现金流，为说明本文观点，采用股权自由现金流贴现模型中Gordon增长模型进行测算，并进行必要的假设。假设

$$FCFE_1 = (3.26/3) / (1+8\%) = 1.09 / (1+8\%) = 1.01 \text{ 亿元}、r=12\%、g=8\%$$

$$\text{则：注入资产的未来收益折现净值} = \frac{FCFE_1}{r-g} = \frac{1.01}{12\%-8\%} = 25.13 \text{（亿元）}$$

经简易测算，A公司针对潜在投资人注入资产的未来收益折现净值为25.13亿元。

### （三）“壳资源”价值

利用布莱克-斯科尔斯欧式买入（看涨）期权测算A公司“壳资源”价值：

$$C = SN(d_1) - Ee^{-rT}N(d_2)$$

式中：

$$d_1 = \frac{\ln\left(\frac{S}{E}\right) + \left(r + \frac{1}{2}\sigma^2\right)T}{\sigma\sqrt{T}}$$

$$d_2 = d_1 - \sigma\sqrt{T}$$

对于A公司，模型中参数值：S=25.13亿元、E=(25.13+6.65)×[81.37/(81.37+25.13)]=24.28亿元、r=3%、σ=50%、T=2年，则：

项目	2020/12/31
现时股价S	25.13
股票波动率σ	50.00%
期限T	2.00
执行价格E	24.28
无风险收益率r	3.00%
Ln(S/E)	0.03
调整后的回报	0.31
经过时间调整后的变动率	0.71
d <sub>1</sub>	0.4873
N(d <sub>1</sub> )	0.6870

项目	2020/12/31
$d_2$	(0.2199)
$N(d_2)$	0.4130
贴现因子 $e^{-rT}$	0.94
“壳资源”价值C	7.82

经测算，A公司“壳资源”价值为7.82亿元。

#### （四）股票内在价值

A公司股票的内在价值 = 注入资产的未来收益折现净值 + “壳资源”价值  
 $= 25.13 + 7.82 = 32.95$ （亿元）

A公司每股股票的内在价值 = A公司股票的内在价值 / 总股本股数  
 $= 32.95 / (9.45 + 8.67) = 32.95 / 18.11 = 1.82$ （元）。

#### （五）债权人和出资人的利益平衡

资产总计 =  $6.65 + 25.13 + 7.82 = 39.60$ （亿元）

负债和股东权益总计 =  $81.37 + 32.95 = 114.32$ （亿元）

则减损比例应为：

$$\text{减损比例} = 1 - \frac{\text{资产总计}}{\text{负债和股东权益总计}} = 1 - \frac{39.60}{114.32} = 1 - 34.64\% = 66.36\%$$

根据重整计划，债权人名义减损率为：债权人减损率 =  $1 - (6.65 + 4.12 \times 2.29) / 81.37 = 1 - 16.08 / 81.37 = 1 - 19.77\% = 80.23\%$ ，通过前述的简易测算，债权人名义减损率80.23%高于理论减损率66.36%。

#### 【参考文献】

- [1]刘延岭, 赵坤成. 上市公司重整案例解析[M]. 法律出版社, 2017: 50.
- [2][美]Aswath Damodaran. 投资估价—评估任何资产价值的工具和技术[M]. 清华大学出版社, 1999: 155-198.
- [3]杜浩明. 壳资源不能成为资产重组中的对价[N]. 证券时报, 2019-9-28(A03).
- [4]郭多祚. 数理金融: 资产定价的原理与模型[M]. 清华大学出版社, 2006: 107-148.
- [5]徐成刚. 壳资源变期权定价分析[J]. 现代商贸工业, 2020(35).
- [6]金昌明. 上市公司壳资源投资价值评估方法的研究——基于 B-S 期权定价模型的视角[J]. 会计之友, 2011(10).
- [7]金昌明. 投资最困难的事: 公司基本面分析与估值[M]. 中国经济出版社, 2017: 241-258.

（上接第 43 页）

#### 【参考文献】

- [1]单建保. 保付代理和包买票据[M]. 中国金融出版社, 1993 年第一版.
- [2]范秋代. 应收账款融资保理会计确认问题研究[J]. 企业导报, 2013, 000(018):112-112,113.
- [3]杨红, 项卫星. 国际保理业务的发展现状与对策研究[J]. 当代经济研究, 2006(02):66-69.
- [4]黄斌. 国际保理业务中应收账款债权让与的法律分析[J]. 清华大学学报(哲学社会科学版), 2006(02):137-144.
- [5]叶炜, 王瑛. 企业借助保理业务融资的优势分析[J]. 企业改革与管理, 2006, 000(002):8-9.
- [6]陈玉清, 汪晓莹. 企业应收账款的保理业务[J]. 中国物流与采购, 2004, 000(022):54-55.
- [7]刘丹. 基于财务视角的应收账款保理研究[D]. 对外经济贸易大学, 2008.

# 知识产权证券化基础资产现金流 预测难点问题分析\*

阮咏华

**【摘要】**随着知识产权证券化产品在我国不断出现，人们对知识产权如何成为资产支持证券的基础资产充满了好奇。知识产权资产是否具有持续、稳定的现金流是知识产权能否成功实施证券化的关键。本文结合我国现阶段知识产权证券化产品类型，对当前开展知识产权证券化现金流预测遇到的问题进行分析，并从规范预测流程和优化预测技术等角度提出知识产权证券化现金流量预测应关注的事项。

**【关键词】**知识产权 证券化 现金流 预测

知识产权证券化是知识产权融资的一种新方式。近年来，随着我国资产证券化进程的加快和知识产权交易的日渐活跃，知识产权证券化在资本市场上开始崭露头角。在知识产权证券化过程中，知识产权资产是否具有持续、稳定的现金流是知识产权能否成功实施证券化的关键。由于知识产权资产所特有的无形资产属性，知识产权证券化中基础资产现金流量的分析预测也变得十分复杂。本文将对知识产权证券化中基础资产的现金流量分析预测问题和关注事项进行深入探讨。

## 一、知识产权证券化简介

知识产权证券化发源于 20 世纪 70 年代的美国，目前在美国、日本等西方国家已有诸多成功案例。我国是近几年才开始推出知识产权证券化试点。2018 年以来，奇艺世纪知识产权供应链金融资产支持专项计划、文科租赁一期资产支持专项计划和广州开发区专利许可资产支持专项计划等一系列以知识产权为最底层资产的资产支持证券陆续在上海和深圳证券交易所上市，标志着我国知识产权证券化的探索正式进入了市场实践阶段。

### （一）知识产权证券化的定义

知识产权证券化是资产证券化产品在基础资产领域不断拓展和创新的产物。资产证券化是指以基础资产所产生的现金流为偿付支持，通过结构化等方式进行信用增级，在此基础上发行资产支持证券的金融活动。其中，基础资产是指符合相关法律法规规定、权属明确、可以产生独立、可预测现金流且可特定化的财产权利或者财产。知识产权证券化是以知识产权资产或其衍生资产为基础资产的一种特殊类型的资产证券化，其实质是以知识产权资产或其衍生资产未来一定期限的现金流为偿付支持进行证券发行的融资工具。

在知识产权证券化交易结构设计中，知识产权证券化的主要当事人包括原始权益人（发起人）、特殊目的载体（SPV）、管理人、托管人和资产支持证券持有人等。知识产权证券化从根本上来说是为了解决原始权益人的融资问题，并最终通过债券发行的方式筹集资金，核心是原始权益人将其知识产权资产或其衍生资产未来一定期限的现金流收益权转移给特殊目的载体，该现金流将成为债券还本付息的主要来源。特殊目的载体的设立是为了形成有效的风险隔离机制，并在管理人和托管人的监督管理下，完成证券发行和资产管理等相关活动。资产支持证券持有人的投资回报水平则主要取决于该知识产权资产或其衍生资产在债券持有

\* 本文已发表在中华全国律师协会知识产权专业委员会编《知识产权商用化实务研究》，中国法制出版社。

期内现金收益权的偿债能力，即现金流量水平。

## （二）知识产权证券化的分类

对知识产权证券化产品进行分类，有助于结合知识产权资产的特点更有针对性地分析预测基础资产未来的现金流量。按照基础资产的不同类型，知识产权证券化产品主要可以划分为知识产权资产证券化产品和知识产权债权资产证券化产品两大类。

知识产权资产证券化产品的基础资产为著作权、专利、商标等知识产权资产本身对应的财产权利。比如，著作权的财产权利包括复制权、发行权、出租权、展览权、表演权、放映权、广播权、信息网络传播权、摄制权、改编权、翻译权、汇编权以及应当由著作权人享有的其他权利。著作权的全部财产权利或部分财产权利对应的收益权都有可能成为知识产权资产证券化产品的基础资产。

知识产权债权资产证券化产品的基础资产为知识产权资产衍生的相关债权。比如，知识产权许可使用所产生的应收许可使用费、知识产权资产融资租赁所产生的应收租金和知识产权运营企业供应链所形成的应收账款等。

在信贷资产证券化领域，基础资产也可能涉及知识产权资产，即知识产权质押贷款形成的信贷资产。不过，构成信贷资产第二还款来源的收益一般是质押物的处置收益，即知识产权资产本身的变现价值，不同于知识产权实施过程中持续产生的现金流。另外，在企业资产证券化领域，为了提高拟发行证券的信用等级，也有可能以知识产权资产进行质押。同样的道理，该质押物的收益一般也是体现在知识产权资产处置环节，而非持续实施阶段。

## （三）知识产权证券化的步骤

知识产权证券化是一个相对复杂的过程，特别是那些交易结构复杂的产品，涉及的利益主体更多，交易环节也更多。概括而言，知识产权证券化的核心步骤如下：

- 1.原始权益人根据自身融资需求，选择基础资产，明确知识产权证券化的融资方案；
- 2.管理人为知识产权证券化设立特殊的载体，以承接原始权益人按照约定向特殊目的载体转移的知识产权资产或其相关权益未来一定期限现金流的收益权，托管人按照规定或约定对知识产权资产进行保管；
- 3.管理人以特殊目的载体所获取的知识产权相关权益为基础，在市场上发行可流通的证券，为原始权益人进行融资，必要时还可以通过内部或者外部信用增级方式提升知识产权资产支持证券信用等级；
- 4.管理人按照规定或约定对特殊目的载体进行管理，托管人按照规定或约定对特殊目的载体的运作进行监督；
- 5.管理人根据知识产权资产相关现金流回收情况，按约定向证券持有人支付投资收益。

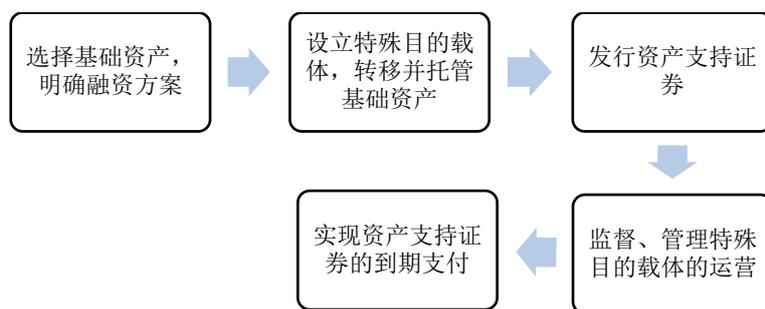


图 1：知识产权证券化步骤

## 二、知识产权证券化现金流量预测面临的主要问题

资产证券化之所以能够成为一种融资工具，关键是投资者相信基础资产能够产生持续、稳定的现金流。知识产权支持证券的偿债能力与知识产权资产或其衍生资产所产生的现金流直接相关。对知识产权现金流收益水平进行预测，是知识产权证券化过程中不可或缺的重要环节，预测结论将直接影响到知识产权证券化的成败和证券投资者的投资收益和风险水平。但是，对知识产权证券化基础资产现金流量的预测却比其他有形资产更为复杂，可能出现的问题主要如下：

### （一）现金流预测对象不到位

用作资产证券化的基础资产都需要具备一定的盈利能力，能够为原始权益人在较长时间内涵持续带来稳定的现金流。目前我国证券监管部门明确规定，不能直接产生现金流、仅依托处置资产才能产生现金流的基础资产，属于不符合资产证券化业务监管要求的基础资产。查看资本市场现有的知识产权证券化产品可以发现，我国的知识产权证券化产品主要是以知识产权债权作为基础资产，而非知识产权资产本身，如融资租赁专利产生的应收租金、授权使用著作权资产产生的许可使用费应收款等。从表面上看，应收租金和许可使用费都有产生独立而稳定现金流的相关合同或协议支撑，但是，其对应的最底层资产是知识产权，知识产权资产本身的流动性和独立性远低于通常意义上的债权资产，其盈利能力也具有很大的不确定性。该知识产权资产能否产生独立而稳定的现金流才是决定相关债权资产现金流水平的关键。此时，如果将预测对象直接确定为表面上的基础资产，仅针对基于相关合同或协议支撑的特定债权本身的现金流状况进行分析，而不穿透到最底层的知识产权资产，则很可能出现预测偏差。

### （二）现金流预测范围不准确

在知识产权证券化过程中，基础资产现金流的预测范围需要根据原始权益人所拥有的知识产权权益边界或债权资产所对应的知识产权权益边界来确定。企业在开展知识产权证券化过程中一般都会对所涉及的知识产权的法律权属进行调查，并确保知识产权权属清晰。通常来说，知识产权使用权对应的现金流预测范围不能大于知识产权所有权对应的现金流预测范围，在独占许可使用、独家许可使用和普通许可使用等不同使用方式下，知识产权实施方面面临的市场竞争领域和竞争程度可能不一样，知识产权资产的盈利能力也会相应存在差异。预测现金流时，如果对知识产权所有权和使用权不加区分，或者没有考虑不同类型使用权的差别，就可能导致预测偏差。

另外，知识产权侵权行为的出现，也会对现金流预测产生一定的影响。尽管知识产权权利主体的合法权益通常有相关法律进行保护，但是市场上知识产权侵权行为仍时有发生。知识产权保护是一件十分复杂的事情。面对他人的侵权行为，知识产权权利主体在制定应对策略时，既要考虑如何利用法律武器保护自己的合法权益，又要考虑维权成本，特别是如何确保市场占有率不受侵权事件曝光所带来的负面影响。权利主体应对侵权行为的处理方式和处理效果将直接影响知识产权未来现金流的预测范围。

### （三）现金流发展趋势难判断

知识产权证券化可以为知识产权转化为现实生产力提供资金支持，但知识产权证券化的前提是知识产权的实施具有技术、经济和法律上的可行性。众所周知，知识产权能否成功实施、是否具有足够的盈利能力是有较大不确定性的。以国际上最早开始证券化的著作权为例，著作权对应作品的受欢迎程度和畅销时长是决定现金流水平的重要因素。但是，社会受众对文学和艺术作品的喜好往往是难以捉摸的，著作权的经济效应和社会效应相互影响，相互渗透，现金流的预测难度非常大。另外，在专利资产证券化领域，西方国家也有不少失败案例，这与众多专利技术的盈利能力较差具有很大关系。专利技术往往具有新颖性和先进性，预测专利技术未来现金流时，不仅需要明确该专利技术拟实施的具体领域，还要分析判断该领域未来的技术发展趋势和所开发产品的经济效益。这不仅对预测人员的知识结构和专业素质提出了重大挑战，也需要专利实施方或许可方在开展专利证券化之前进行必要的可行性分析，并明确具体的商业开发计划。只有具备了这两方面的条件，才有可能对专利未来现金流进行

合理预测。

另外,知识产权和其他无形资产一样没有实物形态,具有依附性,但同时也具有灵活性,可选择的实施方案多。知识产权未来现金流量水平的高低,不仅与知识产权对应产品或服务所属行业和所处区域有关,还与实施者的经营发展战略、经营管理水平及其拥有的资源储备密切相关。也就是说,同样一项知识产权,在不同实施者的实施下,未来所能产生的现金流量可能是有很大差别的,同时,知识产权的实施可能存在多种可供选择的商业模式,每一种商业模式对应的未来现金流量也可能存在很大差别。预测知识产权未来现金流量,可能需要在不同的假设情形下判断知识产权未来的盈利能力,并判断各种情形发生的可能性,而这些假设和概率,有时很难获得足够的依据支撑,进而影响到现金流预测结果的说服力。

预测资产未来现金流量水平时,如果资产本身缺乏足够的历史数据或未来规划作为预测依据,预测人员通常会考虑选取其他可比对象的历史数据或发展趋势作为参考依据。但是知识产权一般具有独创性和新颖性,知识产权实施方案的可选择性也相对较多,预测人员往往很难找到具有可比性的同类知识产权作为预测时的参照,这使得现金流预测工作更加困难。

#### (四) 资产池现金流变化规律更复杂

为规避单一资产带来的巨大风险,避免出现因某一项知识产权现金流的断裂而导致整个资产池的现金流量不足的情况,知识产权证券化通常会构建知识产权资产池。资产池中的知识产权既具有同质性,又具备一定的独立性和离散度。2018年12月我国获批上市的奇艺世纪知识产权供应链资产证券化产品将爱奇艺影视公司多项视频版权组合成一个较大体量的资产池。此时,现金流预测对象不再是单一知识产权产生的现金流,而是多项知识产权构成的资产组所形成的现金流集合。预测知识产权资产组的现金流时,不仅要分析判断单项知识产权的现金流状况,还要考虑资产组的结构及其整体盈利能力。当资产池中的资产构成比较复杂时,如涉及不同的权利类型、经济领域、期限结构等,此时现金流预测的复杂程度无疑会增加很多。

### 三、 知识产权证券化现金流量预测应关注的事项

鉴于知识产权证券化过程中对基础资产未来现金流量的预测十分重要,但是又面临诸多困难的实际情况,预测人员应当重点关注以下事项:

#### (一) 知识产权证券化基础资产现金流预测流程

到目前为止,不管是负责资产证券化的政府主管部门,还是相关专业的行业协会,都没有出台专门针对知识产权证券化基础资产现金流预测的技术规范。为了规范知识产权证券化基础资产现金流的预测,确保知识产权证券化信息披露的质量,当务之急是在操作层面建立统一的现金流预测流程。

预测知识产权未来现金流量,首先要了解知识产权证券化的交易结构,明确基础资产和知识产权之间的关系,在此基础上进一步确定知识产权的权利主体和实施范围,并根据知识产权的应用领域对相关的宏观和区域运营环境、所属行业发展状况以及权利主体对知识产权的运营情况进行调查分析,结合知识产权历史经营业绩和未来发展规划,对知识产权未来现金流量的变化趋势进行判断,进而得到基础资产未来现金流的水平。



图 2: 知识产权证券化基础资产现金流量预测

## （二）知识产权证券化交易结构

根据中国证监会发布的《证券公司及基金管理公司子公司资产证券化业务信息披露指引》，管理人应当根据不同基础资产的类别特性对基础资产现金流状况进行尽职调查，调查内容包括但不限于基础资产现金流的稳定性和历史记录、基础资产未来现金流的合理预测和分析，并依据穿透原则，在资产支持证券发行前向合格投资者披露基础资产能够产生稳定、可预测现金流的有关情况及现金流预测分析等信息。现金流预测时，需要特别关注以知识产权债权作为基础资产的证券化产品，不仅要调查债权资产现金流回收的可能性，更要调查分析所对应知识产权的盈利能力和现金流发展情况。

比如，2019年3月在深圳证券交易所发行上市的文科租赁一期资产支持专项计划，基础资产是北京市文化科技融资租赁股份有限公司的应收租金，承租人的还款来源是专利、著作权等一系列知识产权产生的现金流。预测基础资产现金流时，不仅要收集租赁公司与承租人签署的租赁合同，了解租赁公司未来有权获取的收益水平，还要按照穿透原则，对承租人使用相关知识产权的情况进行调查了解，并按照知识产权现金流分析预测流程，进行相关的宏观分析、区域分析、行业分析，以及承租人的经营情况分析、财务状况分析和资产状况分析，并结合承租人未来知识产权实施计划等信息，对该知识产权在资产支持证券发行期间的现金流状况进行分析预测。只有对承租人基于知识产权的未来盈利能力进行分析判断，才能合理预测承租人未来的租金偿付能力，才能客观判断租赁公司按照租金合同或协议按时、足额收回租金的可能性。

## （三）知识产权权属及保护状况

知识产权权属明确，是确定权利主体和预测主体的前提条件。预测基础资产现金流时，应当根据穿透原则，要求知识产权权利主体提供知识产权所有权或者使用权的法律权属资料，如专利证书、权利要求书、软件著作权登记证书、专利许可合同、著作权转让合同等，并对法律权属资料及其来源予以必要的查验，确保现金流的归属不存在错误。在此基础上区分知识产权所有权、使用权及不同使用方式确定现金流预测范围。对于知识产权许可使用产生的权利，一定要仔细查阅许可使用合同对许可方和被许可方相关权利和义务的约定，并根据合同约定，明确现金流产生的区域范围，以及可能形成的收益规模和现金流发生时点。以专利使用权为例，在确定现金流预测期限时，既要考虑拟发行证券的期限、专利的剩余技术寿命年限和专利的剩余经济寿命年限，也要考虑专利本身的剩余法定保护年限和许可使用合同约定的剩余使用年限，并通常是以其中最的一个作为现金流预测期限。另外，在知识产权现金流预测中需要酌情考虑侵权风险对现金流水平的影响。比如，对于盗版风险比较高的著作权、过去出现过法律纠纷的知识产权和权利人维权意识比较薄弱的知识产权等，通常需要按照谨慎性原则预测未来现金流量水平。

## （四）知识产权的盈利模式

明确知识产权的盈利模式是现金流预测的基础。预测知识产权的现金流，需要了解知识产权盈利模式，并根据不同盈利模式下的收益水平影响因素，合理预测知识产权的现金流量。比如，随着互联网技术的推广和应用，著作权的互联网传播越来越受到民众的欢迎，并成为我国知识产权证券化的重要领域。以网络文学作品的盈利模式为例，通常是作者和平台进行签约，成为网络平台的签约作者，平台利用自己的流量为各项作品进行推广运作，并进行IP系列产品孵化，助力版权的变现，获取开发利益。正是因为网络文学的产业链条不断完善，盈利能力也逐步显现，网络文学的开发得到了知识产权证券化的青睐。此时，作品本身的质量、平台的推广能力和粉丝的消费能力等都是影响现金流水平的重要因素，预测时都将纳入考虑范畴。对于可能存在衍生产品的知识产权，如拟继续开发影视产品、周边产品的动漫版权，不但要考虑现有动漫作品观看带来的现金流收入，还需判断未来进行影视产品和周边产品开发的可能性，酌情考虑衍生产品未来的现金流情况。总之，知识产权现金流预测与其盈利模式密切相关。

## （五）定性分析与定量分析相结合

知识产权未来现金流量的预测方法很多，既包括定性分析方法，也包括定量分析方法，还有定性与定量相结合的分析方法，或者直接采用更加系统化的统计分析工具进行模拟预

测。尽管很多人更愿意看到通过建立回归方程或更复杂的数学计量模型的方式预测资产未来现金流量，但是在资产证券化实践过程中，考虑到知识产权现金流的独特性和复杂性，未来现金流量的预测还是以定性分析与定量分析相结合的方式为主。

以著作权中的电影票房预测为例，现在的预测方法基本上是在回归方程的基础上。不同的预测人员在不同的应用场景下研究出了不同的回归方程，但是回归方程中的主要参数往往需要根据定性分析和定量分析相结合的方式确定。比如，王家新、刘萍等选取 2009 年国产电影新片票房排名前 100 名的电影作为样本数据，在此基础上提出了电影票房预测模型。该票房预测模型引入了 4 个解释变量，分别是调整后的投资额度、调整后的档期因素、放映场次和制片人因素，其中，制片人因素是定性变量，其他因素为定量变量。调整后的投资额度 = 投资额度 × 预测期上一年度人均 GDP 增长率；调整后的档期因素 = 档期内日均收益比重 × 预测期上一年度人均可支配收入增长率；在确定制片人因素参数值时，要对定性因素引入虚拟变量进行处理，将具有强大资金支持、艺术眼光和管理能力的综合型制片人赋值为 1，其余制片人赋值为 0。由此可见，知识产权现金流预测既少不了必要的定量分析，也少不了必要的定性分析。

#### （六）知识产权资产组

当知识产权证券化产品的基础资产为一组知识产权资产或相关债权资产组成的资产池时，预测人员应当了解基础资产池的遴选标准、创建程序、总体特征和分布情况，在个体关注和整体关注之间做好平衡。如果资产池内基础资产对应的知识产权资产数量很多，采用逐一预测的方式会产生很大的工作量。考虑到资产池的组合效应和风险分散效应，在预测资产池整体现金流水平时，可以考虑按照一定的特征指标对资产池内基础资产对应的知识产权进行分类，并将同类知识产权视作为一个资产组，在开展抽样调查的基础上进行合并预测。

资产池内基础资产对应知识产权的分类标准可以是知识产权的资产类型、相关业务领域或者权利主体或实施主体等，甚至还可以在此基础上再细分实施区域、交易活跃程度、生命周期所处阶段等。对不同的知识产权证券化产品而言，分类标准并非固定不变，需要预测人员根据资产池内基础资产对应的知识产权资产的构成情况酌情选择，重点是找出影响知识产权现金流的关键因素，然后将具有相同的关键影响因素的知识产权资产组合在一起进行现金流预测。设定知识产权资产组，目的是在保证现金流预测结果合理性的基础上，进一步提高预测工作效率。如果某一项知识产权资产预计现金流量占整个资产池体现金流量的比重比较大，如超过 15%，还是需要将其作为重点预测对象进行单独调查分析。

目前，知识产权证券化在我国还处于起步阶段，对知识产权证券化基础资产现金流的预测工作，还需要结合不断增加的实践经验和教训，进一步制定符合我国国情和市场发展需要的相关监管要求和技术规范。随着知识产权证券化进程的不断加快，基础资产现金流的预测必将得到更多人的重视。

#### 【参考文献】

- [1] 刘景琪.我国版权证券化基础资产选择及资产池构建 [J].中国出版, 2019(13).
- [2] 朱雪忠,黄光辉.知识产权证券化中基础资产的选择研究[J].科技与法律.2009(01).
- [3] 张晓.知识产权证券化风险及防范的制度回应 [J].河南工业大学学报(社会科学版).2019(06).
- [4] 知识产权融资酝酿新突破将加速推进知识产权证券化 [J].科技与金融.2019(10)
- [5] 王家新,刘萍等.文化企业资产评估研究 [M].中国财政经济出版社.2013.

## 专利资产评估中收益分成率的估算方法\*

阮咏华

专利资产评估中的收益分成率是收益分成法或许可费节省法最重要的评估参数之一，也是困扰我国无形资产评估专业人员的一个难题。近年来，虽然我国知识产权发展取得了长足进步，但专利资产交易市场还不够活跃，专利资产收益分成率的确定缺少市场数据支撑，在一定程度上影响了收益分成法评估结论的可靠性。为了更好地推动收益分成法在我国专利资产评估领域的应用，结合我国国情，笔者尝试完善和创新收益分成率估算方法。

### 一、收益分成率简介

专利资产的价值与专利技术实施效果密切相关。评估专利资产的价值，通常是根据被评估企业实施该专利技术生产相应的产品所产生的收益和风险水平来进行衡量。专利资产收益分成率本质上是专利资产对专利技术产品总收益的贡献比例。专利资产收益分成率通常也可以通过特定的专利许可费率来表示，即专利权人对许可使用人收取的专利使用费率。

#### （一）收益分成率的分类

按照收益口径的不同，专利资产收益分成率可以区分为各种口径的分成率，其中最常见的是收入分成率和利润分成率。

$$\begin{aligned}\text{专利资产收入分成率} &= \text{专利资产收益额} \div \text{专利产品收入总额} \\ &= \text{专利资产利润分成率} \times \text{销售利润率} \\ \text{专利资产利润分成率} &= \text{专利资产收益额} \div \text{专利产品利润总额} \\ &= \text{专利资产收入分成率} \div \text{销售利润率}\end{aligned}$$

利润指标也包含不同计算口径，如税前利润、息税前利润、息税折旧摊销前利润等。

在确定专利资产收益分成率时，还需关注专利资产权属的性质。专利资产可以划分为具有所有权的专利资产和专利资产使用权两大类。所有权是指所有人依法对自己财产所享有的占有、使用、收益和处分的权利。使用权是在不改变财产所有权的前提下对财产依法利用的权利。所有权是一种绝对的权利，是一种最充分的权利。使用权只包含所有权的部分权利，使用权人一般不具有对财产的处分权。在专利资产所有权和使用权相分离的情况下，具有所有权的专利资产和专利资产使用权对应的收益范围和收益水平通常不完全一致，两者的收益分成率也可能不一样。如无特殊说明，本文所指专利资产价值是指具有所有权的专利资产价值，所指收益分成率是指具有所有权的专利资产的收益分成率。

#### （二）收益分成率的估算方法

现阶段，我国评估专业人员确定专利资产收益分成率的方法主要是经验数据法，如确定利润分成率的三分法和四分法。根据三分法，专利技术实施方获得的利润是由资金、劳动力和技术三项因素共同创造的，技术占比 33%，因此技术分成率为 33%。根据四分法，专利技术实施方获得的利润是由资金、劳动力、技术和管理四项因素共同创造的，技术占比 25%，因此技术分成率为 25%。三分法和四分法没有考虑专利技术在不同行业的贡献程度，因此评估专业人员会参考联合国发布的国际上技术贸易的相关统计数据来确定专利资产收入分成率或利润分成率。但是，这些数据是 20 世纪七八十年代的统计数据，时效性比较差。

\* 本文已发表在《国有资产管理》2021年第07期。

随着我国经济、技术的不断发展和进步，知识产权交易市场逐步兴起，为专利资产收益分成率估算方法的创新和发展也提供了更多的条件。笔者在对我国无形资产评估实践中的现行做法进行调查分析的基础上，通过对现有评估方法进行改进，形成了许可费率比较法、资产报酬率法和贡献要素层次分析法三种专利资产收益分成率的评估思路。

## 二、许可费率比较法

任何单位或者个人实施他人专利的，应当与专利权人订立书面实施许可合同，向专利权人支付专利使用费。专利使用费可以看作为专利权人获取的专利资产投资收益。当许可使用方式为独占许可，即被许可使用方是唯一能够实施该专利的主体，且专利使用期限和使用范围涵盖了该专利全部可行的权利范围，则此全口径专利使用费可以视同为专利资产所有权对应的投资收益。如无特殊说明，本文所指许可费均为该种情形下的全口径专利使用费，同时，考虑到专利许可或技术贸易中多以收入指标作为计费基数，所以，许可费率特指全口径专利使用费与专利产品收入的比率。

### （一）可比交易对象

许可费率比较法的使用前提是评估专业人员可以收集到公开市场上与评估对象具有可比性的专利资产在评估基准日近期进行正常许可交易的数据。专利可以分为发明、外观设计和实用新型三类，作为可比对象的专利通常应与评估对象属于同一类型的专利。另外，专利具有新颖性和创造性，在判断专利资产的可比性时，一般强调专利技术的实施领域属于同一个行业，或者是受相同经济因素的影响。

在评估实践中，可比交易的数量也是评估专业判断的一项重要内容。一般情况下，评估专业人员会选择3个最优的交易案例作为可比交易对象。

### （二）交易情况及差异调整

尽管可比交易对象是按照一定标准筛选出来的，但评估对象与可比对象的交易背景仍然存在某些不同，因此，在参照可比对象的许可费率确定评估对象的分成率时，需要对两者的交易条件、权益状况、交易日期等交易情况进行调查分析，并据此判断是否需要调整可比对象的许可费率。

1.交易条件。专利使用许可费通常采用分期支付方式。分期支付又包括全部提成支付和入门费加提成费组合支付两种方式。专利资产评估采用的许可费率通常为全部提成支付方式下的费率，如果可比交易对象采用的是入门费加提成费组合支付方式，则需要将入门费在专利资产经济寿命年限内进行分摊，并根据许可使用期限内平均年收入规模，重新调整许可费率。

2.权益状况。在评估专利资产所有权价值时，采用许可费率比较法确定专利资产收益分成率，应当采用全口径的专利使用费。如果评估专业人员只能收集到普通许可使用、独家许可使用的交易案例，或者独占许可的授权使用期限短于专利的经济寿命年限，使用范围仅限于部分区域，此时的专利使用费反映的是专利资产使用权的价值，许可费率也是非全口径的费率。参考该许可费率确定评估对象的分成率，应当分析判断如何将其调整为需要的计算口径。

3.交易日期。按照可比对象的选择标准，可比对象的交易日期应当是评估基准日近期发生的交易。从交易日期到评估基准日之间，如果专利市场许可费率水平发生了较大变化，需要根据许可费率变动幅度或者相应的专利资产价格指数对可比对象的许可费率进行修正，将其调整为评估基准日的价格水平。

### （三）收益能力及差异调整

专利资产的收益能力主要受专利权利的法律状态、专利技术的先进性以及专利产品的盈利水平等因素的影响。如果评估对象与可比对象在法律、技术和经济等方面存在差异，不宜直接采用可比对象的许可费率作为评估对象的收益分成率。一种可行的方法是，通过对影响专利资产收益能力的主要因素进行评价打分，并根据分值确定专利资产收益分成率的调整系数（见表1、表2、表3）。

表 1 法律因素评价

序号	影响因素	评估对象分值	可比对象分值	对比分值
1	法律状态及保护期限	100	$Y_{11}$	$100/Y_{11}$
2	法律保护范围	100	$Y_{12}$	$100/Y_{12}$
3	侵权防范情况	100	$Y_{13}$	$100/Y_{13}$
-	小计	-	-	$Y_1$

表 2 技术因素评价

序号	影响因素	评估对象分值	可比对象分值	对比分值
1	创新性和先进性	100	$Y_{21}$	$100/Y_{21}$
2	成熟度	100	$Y_{22}$	$100/Y_{22}$
3	创新力和不可替代性	100	$Y_{23}$	$100/Y_{23}$
-	小计	-	-	$Y_2$

表 3 经济因素评价

序号	影响因素	评估对象分值	可比对象分值	对比分值
1	专利技术实施条件	100	$Y_{31}$	$100/Y_{31}$
2	专利技术实施方式及范围	100	$Y_{32}$	$100/Y_{32}$
3	专利产品盈利能力	100	$Y_{33}$	$100/Y_{33}$
-	小计	-	-	$Y_3$

$$Y_1 = \prod_{i=1}^3 100/Y_{1i} \quad (1)$$

$$Y_2 = \prod_{i=2}^3 100/Y_{2i} \quad (2)$$

$$Y_3 = \prod_{i=3}^3 100/Y_{3i} \quad (3)$$

综合考虑法律、技术和经济因素后的调整系数  $r$  为：

$$r = \prod_{i=1}^3 Y_i \quad (4)$$

#### （四）分成率

假定可比对象许可费率为  $F$ ，按照交易情况修正后的许可费率为  $F'$ ，则分成率  $R$  为：

$$R = F' \times r \quad (5)$$

如果可比对象的数量是 3，在对 3 个可比对象的许可费率分别进行上述调整后，可以取其平均数作为最终的专利资产收益分成率。

许可费率比较法的优点是关键数据来源于可观察的市场数据，增强了评估结论的可靠性，但采用该方法的前提条件是必须能够收集到可比交易案例。另外，对差异因素的识别和打分，并最终形成差异调整系数，既有客观的量化分析，也有主观的定性分析，其合理性程度与评估专业人员的专业水平和评估经验密切相关。

### 三、资产报酬率法

资产报酬率法是根据专利资产在专利实施企业所有贡献资产中的价值比例和相对的期望报酬率水平来确定其收益分成率的一种方法。具体做法是，通过选择可参照的上市公司，并利用上市公司市值和加权平均资本成本等财务数据，推算出专利资产价值比例、期望报酬率和收益分成率，进而得到评估对象的收益分成率。

### （一）评估思路

资产的价值取决于其未来的收益水平和承担的风险。假定一项资产的价值为  $V$ ，年金收益为  $A$ ，资本化率为  $r$ ，则：

$$V = \frac{A}{r} \quad (6)$$

在专利实施企业，企业年金收益等于企业价值与其资本化率的乘积，专利资产的收益贡献额等于专利资产的价值与其资本化率的乘积。如果收益指标取息税折旧摊销前利润，企业价值资本化率取加权平均资本成本，专利资产资本化率取专利资产期望报酬率，则专利资产收益分成率计算公式如下：

$$R = \frac{V_i \times r_i}{(V+L) \times WACC} \quad (7)$$

式中， $R$  指专利资产收益分成率；

$V$  指企业股权价值；

$L$  指企业有息负债价值；

$WACC$  指企业加权平均资本成本；

$V_i$  指专利资产价值；

$r_i$  指专利资产期望报酬率。

当专利实施企业为上市公司时，企业股权价值可以取其市值。专利资产价值等于企业价值扣除其他资产价值后的余额。假定其他资产价值为  $V_t$ ，则上式可以进一步整理如下：

$$R = \left(1 - \frac{V_t}{V+L}\right) \times \frac{r_i}{WACC} \quad (8)$$

上式的含义是，专利资产收益分成率等于专利资产价值在全部贡献资产价值中的占比和其期望报酬率与企业整体期望报酬率之比的乘积，即专利资产收益分成率是由具有一定投资风险水平的贡献资产的结构决定的。

如果评估对象与所选择上市公司实施的专利具有可比性，则可以参考上市公司专利资产收益分成率水平来确定评估对象的收益分成率。

### （二）评估步骤

采用上述方法估算专利资产收益分成率的具体步骤如下。

1. 选择可参照的上市公司。选择参照公司时，通常应当根据被评估专利技术的实施领域，选取相同行业的上市公司。如果被评估专利技术已经被被评估企业实施，所选择的参照公司还应当从业务结构、公司规模、发展阶段、资产构成和行业地位等方面与被评估企业具有可比性。值得注意的是，由于大部分企业都存在账外无形资产的现象，所以选择参照公司时应当关注参照公司无形资产的构成情况，并尽可能选择那些以技术为核心价值驱动因素的公司，即参照公司的无形资产主要是专利资产。一般而言，可选择的上市公司数量越多，专利资产收益分成率的平均值就越有代表性。

2. 计算参照公司专利资产的价值比例。第一步，根据上市公司市值计算其企业价值，即企业价值等于市值与有息负债之和。如果参照公司存在大量的非经营性资产和溢余资产，在计算相关财务指标时，应当先行剔除这些非贡献资产。第二步，获取上市公司除专利资产以外的其他资产的市场价值。第三步，用企业价值扣减其他资产的市场价值，得到专利资产的市场价值。其他资产主要是有形资产。如果还有专利资产以外的其他无形资产，应当在扣除有形资产价值之后，再根据其他无形资产在全部无形资产中的价值占比，扣除其他无形资产的市场价值。第四步，计算参照公司专利资产的价值占全部贡献资产价值的比例。

3. 计算参照公司专利资产的收益分成率。第一步，计算参照公司的加权平均资本成本。公式如下：

$$WACC = r_e \times \frac{E}{E+D} + r_d \times \frac{D}{E+D} \quad (9)$$

式中， $WACC$  指企业加权平均资本成本；

$r_e$  指股权资本成本；

$r_d$  指债权资本成本；

$E$  指股权市场价值；

$D$  指债权市场价值。

第二步，利用  $WACC$  的计算结果，并根据以下公式计算专利资产期望报酬率：

$$WACC = r_1 \times \frac{Z_1}{E+D} + r_2 \times \frac{Z_2}{E+D} + r_3 \times \frac{Z_3}{E+D} + r_i \times \frac{Z_i}{E+D} \quad (10)$$

式中，WACC 指企业加权平均资本成本；

$r_2$  指机器设备和房地产期望报酬率；

$r_i$  指专利资产期望报酬率；

$Z_2$  指机器设备和房地产市场价值；

$V_i$  指专利资产市场价值；

$D$  指债权市场价值。

$r_1$  指营运资金期望报酬率；

$r_3$  指其他长期资产期望报酬率；

$Z_1$  指营运资金市场价值；

$Z_3$  指其他长期资产市场价值；

$E$  指股权市场价值；

分析确定不同类型资产的期望报酬率时，通常遵循这样的原则，即长期资产的期望报酬率一般高于短期资产的期望报酬率，无形资产的期望报酬率一般高于有形资产的期望报酬率。一般来说，营运资金的期望报酬率可以参考短期贷款市场报价利率水平确定，机器设备和房地产期望报酬率可以参考中长期贷款市场报价利率水平确定，其他长期资产期望报酬率根据具体的资产类型及其风险收益水平，按照两两比较的方式，在风险收益相邻资产形成的投资报酬率区间内酌情确定。

第三步，将上述计算得到的数据，分别代入公式 8，即可得到参照公司专利资产的收益分成率  $R$ 。

4. 计算评估对象的收益分成率。分别采用上述步骤计算出各家参照公司的专利资产收益率之后，经过分析判断，选择合适的统计方法确定其平均水平，并以平均数或中位数作为被评估专利资产的收益分成率。

资产报酬率法最大的挑战是参照上市公司的可比性。为了消除参照公司不可比因素的干扰，应当在参照公司数量足够多的情况下使用该方法，尽可能提高评估结论的可靠性。另外，在推导专利资产收益分成率公式时，使用了年金收益和资本化率的假设，意味着该方法适用于经济寿命期限较长的专利资产，同时评估结论考虑了未来收益期内专利技术升级维护产生的价值。

#### 四、贡献要素层次分析法

利润分成的三分法，将企业利润归功于资金、劳动力和技术的贡献，并平均分配到三项贡献要素之上。采用三分法确定专利技术收益分成率的缺陷是，没有考虑专利技术在不同行业、不同企业的收益分成率可能是不同的。为了结合专利技术实施企业的具体情况，更有针对性地评估专利资产价值，可以引入层次分析法对利润分成的三分法进行改进。

##### （一）层次分析法简介

层次分析法 (the Analytic Hierarchy Process, AHP)，是指将与决策有关的元素分解成目标、准则、方案等层次，在此基础上进行定性和定量分析的决策方法。该方法是美国运筹学家萨蒂 (Saaty) 于 20 世纪 70 年代初，应用网络系统理论和多目标综合评价方法提出的一种层次权重决策分析方法。层次分析法最初用于最优方案的选择，后来也被引入作为确定各项指标权重的方法。估算专利资产收益分成率时，为了区分资金、劳动力和技术对企业利润的贡献程度，可以利用层次分析法计算出的权重来表示。

##### （二）评估步骤

1. 建立递阶层次的结构模型。目标层是专利实施企业的利润总额。准则层是市场占有率、销售价格和成本费用。当企业利润的主要贡献要素是资金、劳动力和专利技术时，三大贡献要素便构成方案层 (见图 1)。

2. 构造各层次的判断矩阵。首先，选择判断矩阵的标度方法。标度方法是在对两个贡献要素的重要性进行比较时所采用的分数表现形式。常见的标度方法有 1~9 标度、指数标度和 9/9~9/1 标度等 (见表 4)。

然后，分别构造准则层、方案层判断矩阵，使用选定的标度方法进行两两比较打分。比较打分时，需要结合专利产品所在行业和企业的特点，有针对性地进行评价 (见表 5、表 6、表 7、表 8)。

以上矩阵可以表示如下：



图 1 递阶层次结构模型

表 4 标度方法示意

序号	项目	1~9 标度	指数标度	9/9~9/1 标度
1	分数含义	-	-	-
1.1	同样重要	1	$9^{(0)}$	9/9
1.2	更为重要	3	$9^{(\frac{1}{9})}$	9/7
1.3	明显重要	5	$9^{(\frac{3}{9})}$	9/5
1.4	强烈重要	7	$9^{(\frac{6}{9})}$	9/3
1.5	极端重要	9	$9^{(1)}$	9/1
2	分数表达式	k	$9^{(\frac{k}{9})}$	9/(10-k)
3	k 值区间	1~9	0~9	1~9

注：如果 i 要素与 j 要素相比重要性程度为  $a_{ij}$ ，则 j 要素与 i 要素相比重要性程度为  $a_{ji} = 1/a_{ij}$ 。

表 5 准则层判断矩阵

利润总额	市场占有率	销售价格	成本费用
市场占有率	-		
销售价格		-	
成本费用			-

表 7 方案层判断矩阵（二）

销售价格	资金	劳动力	专利技术
资金	-		
劳动力		-	
专利技术			-

表 6 方案层判断矩阵（一）

市场占有率	资金	劳动力	专利技术
资金	-		
劳动力		-	
专利技术			-

表 8 方案层判断矩阵（三）

成本费用	资金	劳动力	专利技术
资金	-		
劳动力		-	
专利技术			-

$$A = \begin{bmatrix} a_{11} & a_{12} & a_{13} \\ a_{21} & a_{22} & a_{23} \\ a_{31} & a_{32} & a_{33} \end{bmatrix} = (a_{ij})_{3 \times 3}$$

$$\text{其中, } a_{ij} = \frac{1}{a_{ji}}, a_{ii} = a_{jj} = 1$$

3. 计算相对权重。根据两两判断矩阵，以权重形式，量化各贡献要素的重要性程度。主要方法有方根法和和积法等。以方根法为例，各要素权重系数等于判断矩阵中要素所在行的几何平均值占各行几何平均值之和的比例。计算公式如下：

$$W_i = \frac{\sqrt[3]{\prod_{j=1}^3 a_{ij}}}{\sum_{i=1}^3 \sqrt[3]{\prod_{j=1}^3 a_{ij}}} \quad (11)$$

首先，利用计算公式 11 在表 5 中计算准则层各贡献要素的权重，得到表 9 中的  $W_1$ 、 $W_2$  和  $W_3$ （统一表述为  $W_j$ ）；然后，利用计算公式 11 分别在表 6、表 7 和表 8 中计算方案层各贡献要素的权重，得到表 9 中的  $W_{ij}$ （ $i=1, 2, 3; j=1, 2, 3$ ）。计算结果统计见表 9。

根据表 9 分层权重系数计算结果，按照以下计算公式分别得到资金、劳动力和专利技术的总权重系数（统一表述为  $W_i$ ）。

$$W_i = \sum_{j=1}^3 W_{ij} \times W_j \quad (12)$$

专利技术的总权重系数就是收益分成率，即 $W_3 = W_{31} \times W_1 + W_{32} \times W_2 + W_{33} \times W_3$ 。

表 9 分层权重计算结果统计

利润总额	市场占有率 $W_1$	销售价格 $W_2$	成本费用 $W_3$
资金	$W_{11}$	$W_{12}$	$W_{13}$
劳动力	$W_{21}$	$W_{22}$	$W_{23}$
专利技术	$W_{31}$	$W_{32}$	$W_{33}$

一致性检验。为了确保矩阵判断符合逻辑，需要进行一致性检验。当一致性比率  $CR < 0.1$  时，认为判断矩阵的一致性是可以接受的。如果一致性比率  $CR \geq 0.1$ ，应当对判断矩阵作适当的修正，直至一致性比率落在可以接受的范围之内。一致性比率  $CR$  计算公式如下：

$$CR = \frac{CI}{RI} \quad (13)$$

其中，

$$CI = \frac{\lambda_{max} - n}{n - 1} \quad (14)$$

$$\lambda_{max} = \frac{AW}{nW} \quad (15)$$

本案例中，矩阵阶数  $n=3$ ， $A$  代表各判断矩阵， $W$  代表判断矩阵中各要素权重系数。

$RI$  是平均随机一致性指标，可以通过查阅平均随机一致性指标取值表查找相应的值（见表 10）。

表 10 平均随机一致性指标取值

矩阵阶数 $n$	1	2	3	4	5	6	7	8	9
RI 值	0.00	0.00	0.58	0.90	1.12	1.24	1.32	1.41	1.45

贡献要素层次分析法可以针对评估对象在评估基准日所拥有的行业属性和企业属性，解决三分法的判断过于笼统的缺陷，但是过程比较烦琐，需要结合定性和定量分析，综合判断专利资产的收益分成率。贡献要素层次分析法和三分法一样，适合于技术驱动型的专利产品收益分成率的评估。评估实践中，如果存在其他重要的贡献要素，也可以结合评估项目的实际情况，适当增加纳入判断矩阵的贡献要素，构造更高阶数的判断矩阵，然后参照上述思路估算专利资产的收益分成率。

## 五、确定专利资产收益分成率的注意事项

恰当考虑技术进步和更新对分成率的影响。随着时间的推移，更为先进的技术或替代技术将陆续出现，并逐渐打破现有专利技术的垄断局面，因此，专利资产的收益贡献通常呈现出下降趋势，评估专利资产收益分成率时，需要结合专利技术的衰减速度和幅度，恰当考虑收益分成率的变化。当然，如果评估结论中包含了未来收益期内专利技术的升级维护事宜，并在收益预测和初始分成率估算过程中考虑了相关因素的影响，则未来年度的分成率不一定递减。

专利资产的评估对象可以是单独的一项专利技术，也可以是以专利技术为核心的资产组合，如核心专利技术和辅助专利技术组成的专利资产组合。专利资产也可以和与之相关的专有技术等其他无形资产组成无形资产组合。评估以专利技术为核心的无形资产组合收益分成率，需要同时考虑整个无形资产组合的收益贡献程度。

专利资产收益分成率估算过程中涉及对专利技术未来使用情况的诸多假设和前置条件，评估专业人员在选择估算方法时，一定要注意各种分成率估算方法的适用情形。如果实际情况与假设不完全一致，需结合评估项目实际情况，对现有模型或公式作出必要调整。

## 数据资产价值评估刻不容缓\*

高文忠

2020年3月发布的《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》首次将数据正式纳入生产要素范围，要求加快培育数据要素市场。但数据资源并非都能成为数据资产，需要结合数据的物理、法律、技术和经济属性进行综合分析。

### 三个障碍

当前，我国数据资产定价策略仍处于摸索初期，多采用拍卖、协商、反馈性定价等传统博弈手段。针对数据资产特点，结合目前实际操作中的部分难点和要点，中国资产评估协会于2019年12月31日组织制定《资产评估专家指引第9号——数据资产评估》。数据资产是企业的重要资产。企业需最大化实现数据资产价值，或通过交易变现获得直接收益。然而，相比资产数据化的突飞猛进，数据资产化却在法律和会计上遇到障碍。

一是数据资源能否确认为财务认可的资产，即数据资产的确认问题。数据资源至今没有作为一项专门的资产类别出现在企业的资产负债表上，主要因为大部分数据资源的资产属性目前仍不清晰。数据是互联网的衍生产品，互联网上数据的含义很广，不仅包括各种数字，还包括符号、字符以及文本、声音、图像、照片和视频等文件。

根据会计准则，会计上将数据资源确认为资产有3个前提条件：企业拥有该项数据资源的所有权或者使用权；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；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。

互联网上积累海量数据，不少企业也开发或收集大量数据，但只有符合上述确认为资产条件的数据资源才能确认为资产。数据的开发必须基于特定业务需求，只有能够满足生产经营需要的数据才能创造经济价值，转换为资产。所以，数据资源确认为会计认可的资产，难度很大。

二是数据资产权属能否清晰界定，即数据资产的确权问题。明确数据资产的法律权属是确认数据资产的前提条件之一。关于数据资产的权属与保护，法制建设还处于探索阶段。同时，在当前互联网环境下如何采取有效的技术手段对数据资产的法律权属进行及时和准确的判断，面临挑战。在各种数据中，有的数据包含个人敏感信息或者隐私，有的包括企业商业秘密，还有的涉及国家秘密。

对于数据控制者提供的数据资产，首先遇到的难题就是了解或判断数据控制者是否对数据资产拥有合法产权。数据资产的开发和运维成本通常比较高，数据的复制和传播成本却相对较低，因此，数据资产在流通领域很容易被侵权，发生法律纠纷。

切实保护数据资产产权持有人的合法权益，先要明确数据资产的法律权属。能够形成知识产权的数据资产，可以自然获得知识产权相关法律法规的保护。不能形成知识产权的数据资产，目前权属确认和维权运作相对比较困难。

现在没有专门针对数据资产的权属提出明确规定，各利益相关者如数据主体、网络运营者、作为数据加工处理方的数据公司对数据资产权属的认定还存在不同主张。

三是数据资产的价值如何评估，即数据资产的价值评估问题。一方面，价值影响因素较多且复杂带来价值分析的难度；另一方面，评估方法应用时需特别关注的问题较多。影响数据资产价值的因素较多，既包括经济方面的，又包括法律、技术、物理等方面的。

\* 本文已发表在2021年1月29日《中国会计报》第007版。

评估数据资产价值，除考虑影响无形资产价值的一般因素外，还需重点关注最能体现数据资产特点的其他影响因素，如数据的用途、质量、容量等。影响因素较多且复杂带来资产价值随着不断加工、使用次数与人数而改变，随着用户的不同存在差异，数据质量相同可能产生不同的价值，数据资产权属分析比较复杂等。

数据资产评估方法主要包括收益法、市场法和成本法。目前，数据资产评估刚起步，加之其复杂性，在使用收益法、市场法和成本法时需特别关注的问题较多。如应用成本法时，对于数据资产的取得，需要根据创建数据资产生命的流程特点分阶段进行统计，数据资产的存储、分析、挖掘技术复杂多变。应用收益法的缺点是可能无法涵盖数据资产的全部用途或贡献。应用市场法时，因当前大数据交易还未建立完善的交易规范体系，可比实例的选择及其技术、价值密度、容量修正等修正较难实施。

### 五个建议

其一，目前，权属确认的法律环境复杂，建议尽快制定数据资产的相关国家标准，建立权威的数据资产权属登记中心，为数据资产抵押贷款、所有权或使用权转让、资产证券化等一系列交易行为提供法律和技术上的支撑。

其二，制定数据资产评估准则体系。加紧制定数据资产评估准则体系，规范评估实践，使评估师有据可循，提高执业水平。

其三，尽快推进数据资产评估的研究。目前，缺乏对数据资产的估值研究，尚未形成完善的数据资产价值评估体系。不同行业的数据资产所包含的价值属性各具特点。数据资产价值评估复杂性强。需抓紧进行相关研究，对传统评估方法进行必要创新，指导评估实践。

其四，建立数据资产评估数据库。鉴于相关评估数据、参数难以获取，可以建立集合各种数据资产的价格、保护年限、使用范围、平均年收益率等信息在内的网络信息服务平台，实现数据资产评估信息数据的形成和共享，促进数据资产评估工作的信息化、透明化和规范化。

其五，提高数据资产评估队伍综合水平。数据资产评估对于从业者的专业能力和职业道德水平有严格的要求，必须加强评估人员的后续教育，使其了解并熟悉经济发展带来的更多数据资产类型。

### 注意五方面

数据资产评估需要注意5个方面。

一是评估对象产权权属的认证。在权威的数据资产权属登记中心建立之前，可由评估委托方委托专业机构或人员进行认证。评估人员等非专业人士可以利用专业机构提供的认证结果或鉴定意见，作为判断数据资产法律权属的依据。

二是价值影响因素的调查。这包括技术、物理、经济、法律等因素。数据资产价值受多种因素影响。这些因素随时间推移不断变化，某些数据当前可能没有价值，但随着时代进步可能产生更大价值。

三是评估方法选择。目前，数据资产评估刚起步，使用收益法、市场法和成本法时要特别关注的问题较多，且各种方法均有其适用条件，需评估人员结合委估资产具体情况选择，可能需要方法创新。

四是评估前提的假设。由于数据资产价值的易变性，数据资产价值受多种因素影响，评估结果可能无法涵盖数据资产全部用途或贡献，需在报告中根据评估具体情况进行必要且充分的前提假设。

五是评估参数的确定。评估涉及影响价值评估结果的参数较多。专业性参数的确定，需数据资产占有方的互联网企业中多个部门共同参与、沟通，使数据资产评估参数确定的依据充分、方法合理。

同时，注意数据资产应用收益法进行价值评估的过程中，对于应用场景的了解和商业模式的明确。

传统无形资产通常采用收益法评估，数据资产评估也会如此。数据资产应用收益法进行价值评估时，需先了解其应用场景，明确其商业模式。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。

## “党建+统战” 共融互促

中国资产评估行业党委授予中企华党支部“资产评估行业先进基层党组织”称号

2021年7月13日，中国资产评估行业党委下发《关于表彰先进基层党组织和优秀共产党员的决定》。中国资产评估行业党委决定，授予我公司党支部及控股子公司江苏中企华中天资产评估有限公司党支部等50个基层党组织“资产评估行业先进基层党组织”称号，授予我公司党支部书记、总裁兼CEO刘登清，河北分公司党支部书记、负责人赵建斌，江苏中企华中天资产评估有限公司副总经理于景刚等100名共产党员“资产评估行业优秀共产党员”称号。

“中企华关爱青年员工”党建品牌入选北京市100个“党建强、发展强”党建品牌项目

市委“两新”工委于2021年4月启动“党建强、发展强”党建品牌项目评选工作，在各单位推荐、市级部门联审、综合评估基础上，经市委“两新”工委2021年第3次全体（扩大）会议审议通过，确定了全市100个“两新”组织“党建强、发展强”党建品牌项目，“中企华关爱青年员工”党建品牌为北京市资产评估行业唯一入选的党建品牌项目。



获奖者合影



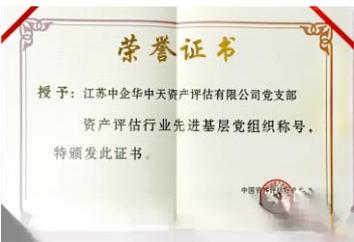
庆祝中国共产党成立100周年  
The 100th Anniversary of the Founding of  
The Communist Party of China



中企华党支部组织委员、副总裁刘珂代表党支部领取荣誉证书



我支部荣获全国资产评估行业先进党组织表彰



江苏中企华中天党支部荣获全国资产评估行业先进党组织表彰

中企华在“北京注册会计师资产评估行业庆祝中国共产党成立100周年表彰大会”上获多项表彰

2021年6月16日下午，北京注册会计师资产评估行业庆祝中国共产党成立100周年表彰大会在北京会议中心隆重召开。会议上，我公司党支部荣获“先进基层党组织”称号；党支部青年委员张然同志荣获“优秀共产党员”称号；党支部原组织委员闫易平同志荣获“优秀党务工作者”称号；公司董事长权忠光同志荣获“关心支持党建工作的党外合伙人（股东）”称号。

中企华再次荣选为中央统战部信息直报点

中央统战部六局自2020年起实行新的社会阶层人士统战工作信息直报点制度，中企华公司即被确定为信息直报点。公司立即成立了以董事长权忠光为首的统战工作领导小组和工作小组，围绕时事政治热点、经济社会发展中的重要问题、人民群众普遍关心的热点问题和行业健康有序发展问题等每月报送信息，反映有关情况、积极建言献策。2021年6月，中央统战部六局根据一年来各直报点报送信息数量、质量、采用率等情况，继续确定我公司为信息直报点。

## 行业排名

北评协发布北京地区 2020 年度业务收入排名 100 家机构信息

中企华以 3.5 亿年收入稳居第二

2021 年 6 月 18 日北京资产评估协会关于发布《北京地区 2020 年度业务收入排名前 100 家资产评估机构相关信息》，信息发布由各资产评估机构自愿参加，以业务收入为序，并附已通过年检的资产评估师人数。

中企华以 3.5 亿年收入稳居第二，通过年检的资产评估师人数为 94 人。业务收入超 3 亿的评估机构仅有两家，业务收入超 1 亿的有 8 家评估机构。

北京地区 2020 年度业务收入排名前 100 家资产评估机构信息

序号	评估机构名称	业务收入 (元)	其中: 评估收入 (元)	其他收入 (元)	通过年检的资产评估师 (人)
1	中联资产评估集团有限公司	399,895,413.66	399,584,806.51	310,607.53	194
2	北京中企华资产评估有限责任公司	351,217,630.83	350,793,726.94	433,883.89	94
3	北京天健兴业资产评估有限公司	255,472,415.97	251,340,199.01	4,132,216.96	123
4	北京中陆华资产评估有限公司	147,646,971.75	147,646,971.75	0.00	100
5	北京国融兴华资产评估有限责任公司	144,110,979.13	144,110,979.13	0.00	138
6	北京北方亚事资产评估事务所(特殊普通合伙)	139,290,112.94	139,290,112.94	0.00	49
7	北京中天华资产评估有限责任公司	120,818,346.40	116,597,027.65	4,311,202.75	59
8	沃克森(北京)国际资产评估有限公司	105,814,249.58	105,814,249.58	0.00	86
9	北京金利安房地产评估有限责任公司	93,624,039.63	93,624,039.63	0.00	8
10	北京仁达房地产土地资产评估有限公司	78,290,664.54	78,290,664.54	0.00	8

排名前 10 家评估机构具体信息

## 企业社会责任

守望相助，“豫”你共担！  
中企华全力驰援河南

风雨无情，人间有爱！河南多地遭遇历史罕见持续性强降雨，省内多地发生严重洪涝灾害，成千上万群众生命财产安全受到威胁。灾情发生后，由北京市政协常委、中企华公司董事长权忠光牵头，中企华迅速启动应急处置机制，强调员工安全是重中之重，并通过河南省慈善总会捐赠人民币 20 万元，为河南防汛救灾尽绵薄之力，用实际行动践行企业的责任和担当，与河南人民共渡难关。

## 校企合作

第四届“中企华杯”全国高校资产评估专业研究生知识竞赛成功举办

2021 年 7 月 9 日-10 日，第四届“中企华杯”全国高校资产评估专业研究生知识竞赛在首都经济贸易大学成功举办。此次知识竞赛由全国资产评估专业学位研究生教育指导委员会主办，首都经济贸易大学财政税务学院、首都经济贸易大学资产评估研究院联合承办，中央财经大学财政税务学院、中南财经政法大学工商管理学院、厦门大学评估研究中心联合协办，北京中企华资产评估有限责任公司（简称“中企华公司”）独家赞助支持。

中企华公司连续四年独家赞助并冠名的“中企华杯”全国高校资产评估专业研究生知识竞赛已经成为资产评估行业的一大品牌盛事，大赛体现的专业性精神与中企华专业化的品牌发展定位高度契合。



第四届“中企华杯”全国高校资产评估专业研究生知识竞赛成功举办

“中企华扶贫 1+1”  
千里援吉显真情，巩固脱贫助振兴

中企华公司一直以实际行动践行企业的社会责任和担当，积极参与构建协同推进的大扶贫格局。2021 年 6 月，中企华公司和龙市扶贫企业“延边元辰绿色食品有限公司”签订协议，以用工和高于市场价格收购脱贫户水稻的方式，从吉林省和龙市“面向采购”一批大米，加强贫困地区农产品产销对接，精准扶贫，以实际行动带动贫困户实现增收。

**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**

