

(上接C98版)

(三)主要评估依据

1.评估方法的选取及依据

评估的基本方法包括收益法、市场法、资产基础法。
因拟收购的世纪金光股权为少数股权,委托方无法申报被投资企业详细的资产及负债情况,无法详细申报被投资企业历史年度的收入、成本和费用,也无法提供未来年度的收益预测数据,评估人员无法获得详细的财务资料,故不宜采用资产基础法和收益法进行评估。

市场法中常用的两种具体方法是上市公司比较法和交易案例比较法。本次评估选用上市公司比较法。

因中国并购市场公开性较差,交易案例相关的交易信息、被并购评估企业产品、技术、产能、财务信息等均无法合理获取,故不采用交易案例比较法。

上市公司比较法是指获取并分析可比上市公司的经营和财务数据,计算适当的价值比率,在与被评企业比较分析的基础上,确定评估对象价值的具休方法。因世纪金光为半市场化行业公司,国内上市公司中半市场化上市公司较多,上市公司经营信息、财务数据容易获取,故本次评估采用市场法中上市公司比较法。

2.市场法评估的基本步骤

在运用市场法进行企业价值评估时,一般应按照以下基本步骤进行:

(1)明确被投资企业的基本情况,包括评估对象及其相关权益状况;

(2)恰当选择与被投资企业进行比较分析的上市公司。应当选择与评估对象在同一行业或受同一经济因素影响的上市公司或交易案例,并且所选择的司可比与被投资企业具有可比性;

(3)对所选择的可比公司或交易案例的业务和财务情况进行分析,与评估对象的情况进行比较、分析并做必要的调整;

(4)对可比公司选择适当的价值乘数,并采用适当的方法对其进行修正、调整,进而估算出被投资企业的价值乘数;

(5)将价值乘数运用于被投资企业所对应的财务数据上,得出初步的评估结果;在考虑缺乏市场流通性折扣的基础上,确定被投资企业的股权价值;

(6)根据被投资企业特点,对不同程度价值得出的数值予以分析,最终形成合理评估结论。

3.评估计算及分析过程

(1)参考企业的选择及与评估对象的对比分析

本次评估与被投资企业基本类型相同的3家上市公司纳入样本,从资产规模、营业收入、盈利能力、资产质量及偿债能力状况(详细财务分析数据详见市场法评估附表被投资比率分析表)等多方面与被投资企业进行比较分析,最终确定捷康医药、拓尔科技和环微电子作为本次市场法的参考企业。

(2)价值比率的选择

本次评估主要采用市场法中的对比公司方式(Gudeline Company Method),选择对比公司的一个或几个收益性和/或资产类参数,如EBIT、EBITDA或总资产、净资产等作为“分析参数”,最后计算该可比公司市值与所选分析参数之间的比例关系——称之为“乘数(Multiples)”。将上述比率乘数应用到被评企业值的相应的分析参数上从而得到乘数对象的市值。

通过分析,我们选择EBIT比率乘数、EBITDA比率乘数确定为市场法评估的比率乘数。

(3)评估方法的运用过程

1)被评估企业财务报表分析、调整
所谓财务报表分析,调整主要包括以下两方面的内容:

(A)调整非经营性资产产生的收益。
本次评估不存在调整非经营性资产产生的收益。

(B)调整经营性资产、负债的确认与调整

(C)溢余资产的价值

(D)付息债务价值

2)对比公司财务报表分析、调整
与被评企业一样我们同样需要对对比公司的非经营性资产、非经营性负债和负息负债进行评估确认和同样调整。

(A)非经营性资产的确认

(B)负息负债的确认

(C)非经营性负债的确认

3)与管理、财务指标的分析
公司经营、财务指标的好坏是影响公司整体价值的重要因素。一般认为公司经营、财务的指标可以分盈利能力指标、成长能力指标、营运能力指标和偿债能力指标四类。

(1)盈利能力指标

企业盈利能力指标是衡量一个企业经营盈利能力的指标,经常采用的盈利能力指标包括销售毛利率、资产净利率(ROA)和净资产收益率(ROE)、EBIT/销售收入及EBITDA/销售收入等。本次评估我们综合分析后确定采用上述销售毛利率、EBIT/销售收入和EBITDA/销售收入指标作为衡量盈利能力指标。

(2)成长能力指标

成长能力指标是衡量被评企业经营发展的成长能力的指标。经综合分析后,本次评估我们确定采用主营业务收入同比增长率作为衡量成长能力的指标。

(3)营运能力指标

营运能力指标实际上是衡量被评企业经营管理能力的一项指标。本次评估我们采用净资产周转率作为营运能力衡量指标。

(4)偿债能力指标

偿债能力指标是衡量企业偿还到期债务能力的指标,我们分别采用流动比率作为企业偿债能力的指标。

(5)各项财务指标的计算

我们分别在市场法附表给出了3家对比公司的各类能力指标的计算数据。因此,我们计算了3家对比公司前三年的各项能力指标如下:

序号	指标	平均	捷康医药	拓尔科技	环微电子	被评估单位
I	1.盈利能力指标					
1	EBIT/销售收入	35.26%	16.47%	12.30%	24.76%	
2	EBITDA/销售收入	45.50%	22.49%	24.10%	31.82%	
3	资产净利率(ROA)	12.20%	1.87%	6.60%	6.60%	
4	净资产收益率(ROE)	13.88%	9.69%	3.51%	11.12%	
II						
1	主营业务收入同比增长率	30.57%	30.46%	-0.79%	169.16%	
2	主营业务收入利润同比增长率	28.65%	11.68%	18.53%	24.63%	
3	总资产周转率	50.51%	37.50%	6.98%	60.34%	
III	营运能力指标					
1	应收账款周转率	1.07	0.87	0.66	1.07	
2	存货周转率	0.76	1.4	1.13	2.58	
3	总资产周转率	0.12	0.14	0.07	0.15	
IV	偿债能力指标					
1	流动比率	5.86	2.46	1.62	2.58	
2	速动比率	5.26	2.18	1.5	2.43	
3	资产负债率	1.32%	2.05	4.8%	4.0%	

(4)市场法参数的修正

通过计算对比公司的市场价值和折价参数,我们可以得到其收益类比率乘数和资产类比率乘数。但上述比率乘数在应用到被评企业相应分析参数中前还需要进行必要的调整,以反映对比公司与被评企业之间的差异。本次评估我们对对比公司的比率乘数进行如下修正:

由于被评企业与对比公司之间存在经营风险的差异,包括公司特有风险等,因此需要进行必要的修正。我们以折现率参数作为被评企业业与对比公司经营风险的反映因素。

另一方面,被评企业与对比公司可能处于发展周期的不同期间,对于相对稳定的企业未来发展前景相对比较平缓,对于处于发展初期的企业可能会有一般发展相对较高的时期。另外,企业的运营能力也会对未预期增长率产生影响,因此我们需要进行相关修正。

5)可比公司权重确定

可比公司权重确定的时候不仅要考虑收益类资产比率因素影响,同时也得考虑资产类比率因素的影响。本次权重确定综合考虑本次选取的收益类比率乘数和资产类比率乘数对财务指标进行确定,选取参数主要为销售毛利率、EBIT/销售收入及EBITDA/销售收入、主营业务收入增长率、净资产收益率、流动性率。

计算结果:可比公司指标与被投资企业指标较为接近者计1分,则其他0分;当可比公司指标与被投资企业指标为负相关时,选取可比公司中与被投资企业正同指标最接近者计1分,则其他0分。

根据可比公司与被投资企业财务指标最接近的个数确定可比公司权重。通过财务指标的对比分析,在确定被评企业比率乘数取值时将考虑可比公司比率乘数在其中的权重,具体权重系数如下表所示:

序号	权重系数
1	31%
2	54%
3	15%

6)被评企业经营性整体价值的确定

根据上述分析,我们选定EBIT比率乘数和EBITDA比率乘数作为本次评估市场法采用的比率乘数。利用如下公式:

被评企业比率乘数=对比公司比率乘数×修正系数P
被评企业经营性整体价值=被评企业EBIT×被评企业EBIT比率乘数或:
被评企业经营性整体价值=被评企业EBITDA×被评企业EBITDA比率乘数

7)缺乏市场流通性折扣分析

在本次评估过程中,我们选取中国沪深两市与被评企业处于同行业的3家半市场化上市公司作为可比企业,并考虑非流动性折扣计算被评企业价值。被评企业股份尚未在资本市场上市流通,其股权在流动性上较上市公司弱,故进行流动性折扣,通过期权定价模型计算确定缺乏市场流通性折扣率为35.71%。

8)市场法评估结论及分析

(1)被投资企业价值参数的确定
本次委托评估的交易性金融资产为产权持有人持有的北京世纪金光半导体有限公司0.71%股权,本次评估基准日为2019年11月30日,根据委托方提供的评估基准日北京世纪金光半导体有限公司的审计报告及2019年未审的会计报表(北京世纪金光半导体有限公司聘请的会计师尚未出具年度审计报告),经委托方确认2019年未审会计报表在会计核算中较严格的遵守了会计政策及会计制度,能够合理反映2019年的经营结果,同时考虑到本次评估基准日2019年11月30日已接近2019年末,故本次评估确定的价值参数选用2019年数据。

2019年EBIT=扣除投资收益后利润总额+利息支出
=3,244.21+1,478.10
=4,722.31(万元)

2019年EBITDA=2019年EBIT+折旧与摊销
=4,722.31+2,293.54
=7,015.86(万元)

(2)被评企业经营性整体价值

根据上述分析,我们选定NOIAT比率乘数和EBITDA比率乘数作为本次评估市场法采用的比率乘数,对上述的比率乘数进行修正后得到被投资企业的比率乘数后,可以通过以下方式得到被投资企业的股权价值,利用如下公式:

被评企业全投资市场价值=被评企业比率乘数×被评企业相应分析参数
根据以上公式得出被投资企业各比率乘数下的全部投资价值如下表所示:

序号	企业名称	EBIT比率乘数	EBITDA比率乘数	
1	捷康医药	23.19	16.57	
2	比率乘数修正前	拓尔科技	25.61	16.17
3	华微电子	63.14	25.80	
4	捷康医药	49.48	35.36	
5	比率乘数修正后	拓尔科技	49.25	31.10
6	华微电子	57.54	23.51	
7	被评企业比率乘数确定	50.60		
8	被评企业对应参数数	4,722.31	7,015.86	
9	被评企业经营性整体价值	238,938.12	219,292.30	

营运资金最低保有量调整,本次评估考虑到被评企业作为正常生产经营企业,企业各项营运指标在合理范围内,故不做营运资金最低保有量调整。

(3)付息负债

经分析,在评估基准日,企业付息债务账面价值为14,400.00万元。

(4)缺乏市场流通性折扣

经计算,被评企业缺乏流动性折扣为35.71%。

(5)非经营性资产的价值

评估基准日,非经营性资产合计为2,999.86万元。

评估基准日,非经营性负债为1,560.58万元。

(6)溢余资产的价值

经分析被投资企业不存在溢余性资产。

(7)少数股权折价

本次评估利用CVSource数据库系统,收集了9,738例非上市公司股权收购案例,在这些案例中有5,499例为少数股权收购案例,股权交易的比例都低于49%;此外有近4,239例股权交易案例,其涉及的股权比例都超过50%,可以认定是控股股权的交易案例。经测算2019年的缺少控制折扣率为12.09%。

(8)市场法评估结论

被评企业股东全部权益价值=(全投资市场价值-负息负债)×(1-缺少流动性折扣率)×经营资产净值-溢余资产的价值
委估股东部分权益价值=股东全部权益价值×(1-缺少流动性折扣率)×持股比例

单位:万元人民币

序号	指标	EBIT比率乘数	EBITDA比率乘数
1	被评企业对应参数数	4,722.31	7,015.86
2	被评企业经营性整体价值	238,938.12	219,292.30
3	被评企业负息负债	14,400.00	14,400.00
4	被评企业经营性资产价值	224,538.12	204,792.30
5	不可流通折扣	35.71%	35.71%
6	折扣后价值	144,357.02	131,662.30
7	加:非经营性资产	2,999.86	2,999.86
8	减:非经营性负债	1,560.58	1,560.58
9	股东全部权益价值	145,796.30	133,001.58
10	被评企业股东全部权益价值	145,796.30	133,001.58
11	缺少流动性折扣率	12.09%	
12	被评企业折扣后价值	0.71%	
13	被评企业部分权益价值	870.39	

通过上述分析,委托评估的0.71%股权价值为870.39万元。

(四)可比交易情况分析

通过查询,评估人员取得如下并购交易信息:

收购方	被收购方	估值基准日	EV/EBIT	EV/EBITDA
华微股份	北京豪威科技有限公司	2018/7/31	39.3	19.88
华微股份	北京思比科微电子技术股份有限公司	2018/7/31	52.44	31.02
恒泰科技	安世集团	2018/12/31	20.12	13.81
环微创新	上海思立微电子科技有限公司	2017/12/31	108.2	104.15
环微股份	钰泰半导体(中国)有限公司	2019/12/31	20.13	19.41

去除均价过高的环微创新并购案例,其余4个案例,平均EV/EBIT为33.00,平均EV/EBITDA为20.97。

本次在对世纪金光评估过程确定的EV/EBIT为50.60,确定的EV/EBITDA为31.24,该价值比率是考虑流动性折扣前的价值比率,考虑流动性折扣后的价值比率对应分别是32.53和20.09与平均交易案例的平均价值比率接近。本次在对世纪金光0.71%股权价值评估过程中在考虑流动性折扣的基础上又考虑了少数股权折扣12.09%,对应扣除少数股权折扣后的价值比率分别为28.60和17.66。该价值比率明显低于市场交易案例的价值比率,为合理谨慎估值。

(五)评估结论

评估机构北京中移资产评估有限责任公司认为:本次评估对世纪金光采用市场法——上市公司比较法作为评估方法,较账面净资产评估增值141.25%。评估过程中,合理选择可比公司及可比指标,综合考虑了流动性折扣等因素影响因素,选用合理的参数,评估过程及评估结论合理。

通过对可比交易案例的分析,我们认为评估定价符合谨慎性原则,评估增值合理,评估定价公允。

F、华艺园林6.83%股权

(一)企业基本情况

华艺生态园林股份有限公司目前主要从事风景园林建设、保护与管理;园林与旅游景观的规划、设计、研发;园林植物与非园林植物资材的生产、销售等三大业务。产品主要以市政园林为主体,以庭院景观园林为核心,以生态复绿园林为创新,以休闲旅游景观园林为延伸,向四大板块领域进行拓展,并为之提供集规划与设计、建设、保护、管理、研发、植物与非园林植物资材及技术培训等于一体的全方位系统服务。

(二)企业财务业绩

单位:万元人民币

项目	2018年12月31日	2019年9月30日
资产总额	110,552.92	108,592.18
负债总额	53,184.97	48,379.05
净资产	57,367.95	60,213.14
营业收入	2018年	2019年1-9月
营业成本	74,964.85	90,229.36
营业利润	6,908.85	3,997.79
利润总额	8,841.67	4,026.18
净利润	7,621.21	3,565.19

(三)主要评估依据

1.市场法的运用前提及选择理由和依据

评估的基本方法包括收益法、市场法、资产基础法。

因本次委估标的为新三板上市华艺园林股票对应的股权,经了解,该华艺园林交易相对活跃,为了更好的体现该股票价格,采用市场法中的市价法进行评估,也因委托评估的为少数股权,委托方无法申报被投资企业详细的资产及负债情况;无法详细申报被投资企业历史年度的收入、成本和费用,也无法提供未来年度的收益预测数据,评估人员无法获得详细的财务资料,故不宜采用资产基础法和收益法进行评估。

2.市场法评估的基本步骤

在运用市场法进行企业价值评估时,一般应按照以下基本步骤进行:

(1)明确被投资企业的基本情况,包括评估对象及其相关权益状况;

(2)恰当选择交易期间并收集交易数据;

(3)对交易数据进行整理、分析、计算确定每股评估单价,根据持有的股份最终形成评估结论。

3.评估计算及分析过程

(1)股票交易信息

本次评估基准日为2019年12月31日,经上同查询,评估基准日前后华艺园林股票交易信息(数据来源:Wind)

(2)确定评估的每股股票价格

华艺园林虽然为新三板上市公司,从取得的股票交易信息发现,该股票交易相对活跃,评估基准日前后股票交易价格相对平稳,本次评估采用评估基准日前一个月的交易平均价格作为本次评估单价,每股平均单价为3.72元。

日期	收盘价(元)	成交量(股)	成交金额(元)
华艺园林 430459.OC	华艺园林 430459.OC	华艺园林 430459.OC	
2019/12/2	3.68	4,000.00	14,920.00
2019/12/3	3.66	1,000.00	3,660.00
2019/12/4	3.66	1,000.00	3,660.00
2019/12/5	3.63	11,000.00	39,930.00
2019/12/6	3.68	1,000.00	3,680.00
2019/12/9	3.77	2,000.00	7,540.00
2019/12/10	3.76	1,000.00	3,760.00
2019/12/11	4.35	1,000.00	4,350.00
2019/12/17	3.92	2,000.00	7,840.00
平均价(元)	3.72	24,000.00	89,340.00

评估基准日华艺园林股份总数为12000万股,已公布的2019年9月30日会计报表,华艺园林净资产为60,213.14万元,每股净资产为5.02元,股票价格小于每股净资产,经了解,华艺园林2019年全年交易大于每股5元的交易信息只有3次均在2019年7月具体如下:

日期	收盘价(元)	成交量(股)	成交金额(元)
华艺园林 430459.OC	华艺园林 430459.OC	华艺园林 430459.OC	
2019-07-01	7.59	1,000.00	7,590.00
2019-07-02	6.8	9,000.00	60,880.00
2019-07-18	5.69	29,000.00	163,460.00

2019年全年交易信息中最低价格为2019年10月22日的价格3.02元,较高价格与较低价格均无代表性。

2019年全年平均价格为3.71元,与评估基准日前一个月的每股平均单价为3.72元,非常接近,同时又考虑到该价格已低于每股净资产,故本次评估不再对交易价格进行调整,故确定本次评估每股评估价格为3.72元。

4.评估结论

本次委托评估的徐州市荣晋管理咨询合伙企业(有限合伙)持有的交易性金融资产价值=持有股票股份数×评估的每股价格
=10003.72
=3721(万元)

(四)大宗交易情况分析

华艺园林近期大宗交易情况如下:

日期	类型	时间	增减/转让价格(元)	增减/转让数量(万股)
转让	大宗交易	2019/9/24	6.30	100
转让	大宗交易	2019/8/21	7.60	80.10
转让	大宗交易	2019/8/20	7.66	52.40
转让	大宗交易	2019/7/19	11.48	54.30
转让	大宗交易	2019/7/19	11.38	30
转让	大宗交易	2019/7/04	13.60	75.60
转让	大宗交易	2019/7/02	8.80	60.10
转让	大宗交易	2019/7/02	18.18	12.20
转让	大宗交易	2019/7/01	38.00	46.30

2019年7-9月共发生9次大宗交易,转让价格在3.80-15.18元/股之间,价格波动较大,且与同期市场流通股交易价格3.80元/股相比波动较大,正常情况下,大宗交易价格应略低于市场交易价格,考虑到新三板股票投机性较强,大宗交易者的动机、目的等信息不宜获取,故不参考大宗交易数据。(五)评估结论
评估机构北京中移资产评估有限责任公司认为:本次评估对华艺园林采用市场法——调整交易期间,综合分析影响股票的价格的因素,评估过程及评估结论合理,评估减值合理,评估定价公允。

G、网拍天下25%股权

(一)企业基本情况

网拍天下定位服务于品牌企业和零售企业,通过SAAS系统与众包服务的结合,为其提供商品数字资产的“创建—管理—使用”整体服务。

网拍天下选择商超的数字包制作作为行业切入点。商超的商品标准化程度更高,更便于迅速建立流程和标准。商品数字资产制作服务对于所有品牌企业及销售型企业来说都是已经接受的一项支出,已有相应的预算。该公司的品牌来源是收取的API接口,商超的商品数字资产制作服务包含以下来源商品包九项:

1.商品品牌企业品牌服务包(包含特定区间数量的商品数字资产制作服务,约定数量的API接口,及整套系统使用)

2.收取零售企业的API接口授权使用;

3.增值服务,包括:超出数量区间的商品数字包制作服务收取额外制作服务费;超出约定数量的API接口使用,收取每个接口的年服务费;模块的付费使用;物料制作费的单独收取。

(二)企业财务业绩

网拍天下近三年主要财务数据如下:

单位:万元人民币

项目名称	2017 年度	2018 年度	2019 年度
营业收入	778.69	1,109.44	1,905.62
利润总额	-118.99	-271.94	177.86
净利润	-115.89	-269.76	179.75