

非控股权益评估分析及方法选择和 估算模型研究

王进江 孙 钰

(北京中企华资产评估有限责任公司, 北京 100020)

【摘要】 对非控股权益投资按被投资单位净资产乘持股比例评估存在的五大瑕疵进行了分析, 其中首要的就是权益法属会计核算方法而非评估方法。基于重要性原则, 非控股权益投资的评估方法选择的顺位应是红利折现模型、市场倍数模型、VM指数模型、约定赎回条款、主要资产调整模型和权益法等, 其中权益法虽非评估方法但适用于非主要或被投资单位资产无较大评估增减值情形、红利折现模型并非不能用于低红利或无红利权益的评估, 另外前述六种估算模型均有一定的应用前提。本文分析了红利折现传统及其改进模型、市场倍数模型、主要资产调整模型操作要点, 指出了其在估算非控股权益投资价值应用中的关注点及参数取值考虑和必要检验。最后, 通过某项目5笔非控股权益投资评估案例进行解析。

【关键词】 非控股权益投资 评估实务瑕疵 红利折现模型 市场倍数模型 主要资产调整模型

【中图分类号】 F275 **【文献标识码】** A **【文章编号】** 1007-0265 (2026) 05-0033-09

一、非控股权益投资及评估实务中的瑕疵事项分析

权益投资是指通过购买股票、股权等金融工具获取其它企业所有权份额, 享有该企业收益分红权及决策权和资产增值权等权益, 承担该企业经营风险的投资行为。张世兴和刘晓丹(2021)^[1]指出我国现行准则将权益性投资分为长期股权投资和权益性金融资产, 分别通过《企业会计准则第2号——长期股权投资》(CAS2)和《企业会计准则第22号——金融工具确认和计量》(CAS22)对其进行规范。长期股权投资指投资方对被投资单位实施控制、重大影响的权益性投资以及对其合营企业

的权益性投资, 实施控制的被投资单位为投资方的子公司。《国际财务报告准则第3号——企业合并》(IFRS3)规定以50%的表决权比例作为对子公司投资的判断标准, 不超过50%表决权比例的投资为非控股权益投资;《国际会计准则第28号——对联营企业投资的会计》(IAS28)规定以20%的持股比例作为对联营或合营企业投资的判断标准。张世兴和刘晓丹(2021)^[1]指出2014年3月修订后的CAS2, 缩小了长期股权投资的核算范围, 将无控制、无共同控制且无重大影响的部分整体划归为权益性金融资产, 适用CAS22, 真正实现了与国际准则在权益性投资分类上的趋同一致。企业会计准则编审委员会(2023)^[2]中CAS2应用指南指出对子公司的长期股

【作者简介】 王进江(1966-), 男, 本科, 北京中企华资产评估有限责任公司研发总监、上海分公司总评估师, 研究方向: 资产评估; 孙钰(1983-), 女, 本科, 北京中企华资产评估有限责任公司上海分公司执行总经理, 研究方向: 资产评估。

股权投资应当按成本法核算，对合营企业、联营企业的长期股权投资应当按权益法核算。核算的权益法是按投资企业在被投资企业所有者权益中所占份额调整长期股权投资账面价值，根据CAS22在交易性金融资产或其它权益工具投资或可供出售金融资产核算的不超过20%持股比例投资可分类为以公允价值计量且其变动计入当期损益或其他综合收益或成本计量。

目前在评估实务中，对于在长期股权投资或其他权益工具投资等科目核算的非控股权益投资，类似“由于无法进入企业进行整体评估，但其可提供评估基准日会计报表等资料，故按照对被投资企业的持股比例乘以归属于母公司所有者权益确定委估权益投资的评估值”这样的操作较为常见。笔者认为，这至少存有五大瑕疵事项：

1. 权益法不属于评估的估算方法：“按照对被投资企业的持股比例乘以归母净资产确定委估权益投资的评估值”是采用权益法来评估非控股权益投资价值。根据CAS2，权益法是核算非控股长期投资的会计方法；而根据中评协（2023）^[3]发布的《资产评估执业准则——资产评估方法》第二条“资产评估方法主要包括市场法、收益法和成本法三种基本方法及其衍生方法”，因此权益法不属于评估的估算方法。

2. 权益法不符合评估方法选择要求：根据中评协（2023）^[3]发布的《资产评估执业准则——资产评估方法》第二十一条“选择评估方法所考虑的因素包括评估目的和价值类型、评估对象、评估方法的适用条件、评估方法应用所依据数据的质量和数量、影响评估方法选择的其它因素”，其中包括市场价值在内的评估价值类型，都要反映委估资产在评估基准日的时点价值，而权益法依据的报表净资产主要以历史成本为基础。

3. 权益法可能导致程序履行不足：中评协（2023）^[3]印发《资产评估执业准则——资产评估程序》第五条要求不得随意减少资产评估基本程序，江苏省评协（2020）^[4]在其他权益工具投资的核查验证中包括检查有关合同、股利分配、质押担保等，而按权益法评估会相对简单只要收集到资产负债表即可，可能导致其它信息了解程序履行的不足。

4. 权益法可能导致高估或低估：由于习惯采用权

益法评估非控股权益投资价值后，评估人员一是可能不会关注被投资单位主要资产的分布及特点，可能会导致被投资单位资产市场价值与其账面价值有较大出入；二是可能不会关注其它方法如股利折现法或市场法等适用的情形，可能其它方法会更能发现其内在价值。

5. 权益法可能导致折价考虑不足：非控股权益投资通常因缺乏控股权或流动性而存在折价，如红利折现模型可能使因缺乏控股权而存在的折价在现值中得到实质性考虑，市场倍数模型可能使因缺乏流动性而存在的折价在公式里列示或倍数修正中得到实质性考虑，但权益法可能导致这两方面折价因素考虑不足。

二、非控股权益投资基于重要性原则的评估方法顺位

根据中评协（2023）^[3]印发的《资产评估执业准则——资产评估程序》第五条“应当根据资产评估业务的具体情况以及重要性原则确定所履行各基本程序的繁简程度”，基本程序中评估方法选择及应用亦要遵循重要性原则。按照投资对被投资单位的影响，非控股权益投资相对于控股子公司而言是非重要的；站在投资方角度，按照投资额占企业资产水平和投资收益对企业的贡献水平，投资相对企业其它业务以及投资中各具体投资项目的重要性是不尽一致的，需要根据投资企业进行具体分析。笔者认为，首先综合投资额及收益额占投资方企业相应维度的比例，将对外投资按重要性水平从大到小进行排序；其次根据评估目的和评估对象，设定重要性水平；最后进行比较，大于重要性水平投资为重要的非控股权益投资，否则为非重要。

江苏省评协（2020）^[4]在其他权益工具投资中指出被投资单位往往不会提供整体评估所需的各项资料，需要资产评估专业人员本着实事求是和重要性原则，采用相应的方法确定评估结果，列示有股利折现法、市场法、参考最近融资价格法、约定赎回条款、权益法和无法获取被投资单位财务报表等。其中参考最近融资价格法即VM指数模型、权益法虽非评估方法但适用于非重要或成立期限较短或被投资单位资产无较大评估增减值情形。另外，除无法

获取被投资单位财务报表外前述其它五种估算模型均有一定的应用前提，前提之一就是均收集有被投资单位评估基准日及（或）以前年度的财务报表和（或）审计报告。笔者认为，非控股权益投资价值评估方法除这五种估算模型外还有主要资产调整模型，且基于重要性原则和应用前提，实务中非控股权益投资价值评估方法的适用性选择顺位应是红利折现模型、市场倍数模型、VM指数模型、约定赎回条款、主要资产调整模型和权益法等。除权益法外，按照顺位以下对五种方法简要介绍：

（一）红利折现模型

达摩达兰（1999）^[5]指出对股权资本进行估价的基本模型是红利折现模型。股票价值是预期红利的现值，该模型的具体形式包括Gordon增长模型、两阶段红利贴现模型、对增长估价的H模型、三阶段红利贴现模型。不同形式具体模型的区别在于预期增长率趋势形态不同，其中两阶段红利贴现模型同企业价值评估中现金流折现的二阶段模型。同时，达摩达兰（1999）^[5]指出人们习惯认为红利贴现模型不能用于低红利或无红利股票的估价，这其实是不正确的。笔者认为，站在投资方角度，非控股权益投资对被投资单位缺乏控制权，在持续持有前提下可能采用红利折现模型对非控股权益投资价值评估具有一定合理性。

（二）市场倍数模型

企业价值评估中市场法，通常包括上市公司比较法和交易案例比较法，适用于在资本市场上存在至少3家处于正常经营的可比上市或可比交易案例，常用的市场价值比率（市场倍数）包括PB、PE、PS、EV/EBIEDA等，对于被投资单位属于非上市公司的，若采用上市公司比较法则需要考虑缺乏流动性折扣。

（三）VM指数模型

估值扩张倍数法，指采用被投资单位历次估值扩张倍数进行评估的方法，当被投资单位尚处于概念期或者初创期时常采用的一种评估方法。王进江和唐秀燕（2023）^[6]指出前轮投后估值就是标的企业最近融资的价格，VM指数法实质就是参考最近融资价格法，VM指数模型的基本公式如下：

VM指数=本轮投前估值÷前轮投后估值÷两轮

之间间隔月数 (1)

标的企业本轮投前估值=标的企业前轮投后估值
×VM指数 (2)

VM指数模型应用前提之一是被投资单位在近期（如6个月）内有融资行为。

（四）约定赎回条款

江苏省评协（2020）^[4]指出投资时约定赎回条款的股权投资，对条款所约定的相关方履约能力进行综合分析判断后，可以按照投资协议约定的条款，如：投资成本加约定收益（固定利息、固定金额等）合理确定评估值。王进江和唐秀燕（2023）^[6]指出在以约定回购价款作为评估值时需考虑执行风险影响，基本公式：

评估值=回购价款×（1-预计损失率） (3)

回购价款=投资者认购款×（1+年利率×n）-
投资者已获得的累计分红

或

回购价款=投资者认购款×（1+年利率）ⁿ-
投资者已获得的累计分红 (4)

约定赎回条款应用前提之一是被投资单位与投资方签有约定赎回条款协议。

（五）主要资产调整模型

主要资产调整模型基于重要性原则，将评估基准日被投资单位归母净资产加上被投资单位主要资产的评估增减值作为基数，然后乘以持股比例作为评估值，该方法考虑了对权益价值影响较大的主要资产评估增减值，是重要性原则应用。

三、红利折现模型操作及非控权益关注和考虑

红利折现模型包括传统模型及改进模型，改进模型如大卫和贾森（2017）^[7]提出的可支配股利方法，该方法可以修正误差并通常得出一个较大的股利计算结果（以及一个更高的预期回报率），两阶段改进的红利折现模型公式：

$$P_0 = \sum_{t=1}^n \frac{(NI_0)(d_s^*)(1+g_s)^t}{(1+k_c)^t} + \frac{(NI_n)(1+g)(d_{n+1}^*)}{(k_c-g)(1+k_c)^n}$$

$$d^* = 1 - \frac{g(f+w)}{(1+g)(\gamma)(1-T)(1+L)} \quad (5)$$

式中： P_0 —股票价格； NI —净收入（注：净利润）； g_s —超速增长期阶段的销售额增长率； g —超速增长期阶段后的销售额增长率（注：永续期的正常增长率）； k_e —股本贴现率； n —超速增长的年数； d^* —股利支付比率； f —每一元的销售额增长所需的资本支出需求减去折旧； w —每一元的销售额增长所需的营运资本投资增加； γ —息税前收益除以销售额； T —税率； L —目标债务股权比率。

两阶段传统的红利折现模型与改进的差异主要是股利支付比率，而传统模型的股利支付率没有考虑公司股利支付能力的融资决策，同时对于传统模型达摩达兰（2010）^[8]提出了基本增长模型和稳定时期的股利支付率：

$$\text{预期增长率} = (1 - \text{股利支付率}) \times \text{股权收益率} \quad (6)$$

$$\text{稳定时期的股利支付率} = 1 - \frac{\text{稳定增长率}}{\text{稳定时期的股权收益率}} \quad (7)$$

（一）红利折现模型操作要点

首先，了解并收集被投资单位历史期的红利支付等相关信息，分析历史期的红利支付率，以及销售收入增长率、息税前收益率、股权收益率等相关比率。

其次，结合被投资单位所属行业市场情况，对被投资单位经营情况进行趋势等相关分析，进而预测被投资单位未来预期的净利润。

再次，测算被投资单位股权折现率，根据投资方对被投资单位的影响力和信息掌握情况，选择传统或改进模型，按照公式（5），确定非控股权益投资价值。

（二）非控股权益价值评估的关注点

非控股权益投资价值评估应用红利折现模型的关注点是红利支付率的确定，对于红利支付率达摩达兰（1999）^[5]指出如果不根据预期增长率的改变来调整红利支付率则将会低估价值。若永续期的稳定增长率 g 按0%，永续期的股利支付率按照公式（7）则为100%，笔者认为传统红利折现模型中第二阶段的稳定增长率并非一定为0增长，而是通常会低于超速增长率 g_s 的正常增长率，且改进红利折现模型应用有前提即投资方对被投资单位有较重大影响或较充分信息。

（三）红利折现模型的参数取值考虑

对于传统红利折现模型的参数取值考虑有二个，一是历史期没有红利支付或较低红利支付情形，笔者认为，如果历史期比如3年等平均的红利支付率小于被投资单位所属行业同期平均水平比如可比上市公司3年平均的红利支付率，基于评估的市场价值类型比如市场价值，可以按照行业平均的红利支付率，尤其是永续期稳定的红利支付率；二是超速增长期阶段即第一阶段明确预测期的销售额增长率，该阶段的增长率预测，笔者认为可以基于历史期被投资单位经营成果趋势的回归分析，结合历史期被投资单位股权收益率ROE与掌握的信息等进行确定。

四、市场倍数模型操作及非控股权益关注和考虑

香农（2018）^[10]指出市场法是对企业进行估值的一种实用方法，本质上是与其它相似企业（上市公司）的股票价格或者与企业股权在正常并购交易中的转手价格作比较。市场法相对于收益法最大的优点是简单、直观，且市场法相对于收益法受到的限制较小。非控股权益投资价值应用市场倍数模型评估的基本公式：

$$\text{评估值} = [(\text{某市场价值比率} \times \text{被投资单位相应参数} - \text{付息债务}) \times (1 - \text{缺乏流动性折扣率}) + \text{溢余及非经营性资产净额}] \times \text{持股比例} \quad (8)$$

式中：某市场价值比率—即PB、PE、PS、EV/EBITDA等；被投资单位相应参数—相应的B、E、S、EBITDA等；付息债务—当市场价值比率的分子为P时不予扣除；缺乏流动性折扣率—采用交易案例比较法时按0。

（一）市场倍数模型操作要点

首先，选择与被投资单位有可比性的上市公司或交易案例，选择前设定选择标准并先后排序，后序标准在满足其前序标准基础上进行，可比数量不少于3个。

其次，选择市场价值比率即市场倍数指标，计算可比上市公司或可比交易案例的市场倍数，对影响市场倍数的因素以被投资单位为标准进行比较打分修正。修正基础应尽量先标准化，然后客观量化修正，减少主观设定，并赋予权重。

再次，根据修正后的市场倍数，按照公式（8），确定非控股权益投资价值。

（二）非控股权益价值评估的关注点

非控股权益投资价值应用市场倍数模型评估时，最重要的关注点是可比上市公司或可比交易案例的选取，选取结果与被投资单位的可比性越强，市场倍数的修正幅度就越小。非控股权益投资的被投资单位相对于控股权益投资的被投资单位和投资方企业，其市场倍数模型的可比上市公司或可比交易案例选择标准应宽泛一些，包括与被投资单位所属行业的边界等，这也是重要性原则的体现。

（三）市场倍数模型的市场倍数修正考虑

对于非控股权益投资价值评估的市场倍数模型，其市场倍数的影响因素修正考虑包括两个方面，一是修正因素的内容，由于非控股权益投资的被投资单位相关数据掌握偏少，市场倍数的修正因素可尽量简化，当可比上市公司或可比交易案例的市场倍数间差异标准差不太大时甚至可以不作修正；二是市场倍数的加权，当可比上市公司或可比交易案例的市场倍数间差异标准差较大时，各市场倍数的权重简单平均或依据评估人员的专业判断确定。

五、主要资产调整模型操作及非控股权益关注和考虑

资产基础法是评估企业价值的基本方法之一，是以被评估单位评估基准日的资产负债表为基础，合理评估企业资产负债表的表内及可识别的表外各项资产、负债价值，确定评估对象价值的评估方法。实施资产基础法，需要被投资单位的全面配合，非控股权益投资因缺乏控股权使其应用受限。评估实务中，资产基础法的评估增减值主要来自于资产负债表的左边即资产，且主要来自于固定资产等非流动资产，非控股权益投资属于非流动资产。鉴于非控股权益投资的特点，笔者基于重要性原则提出评估非控股权益投资价值的主要资产调整模型，基本公式：

$$\text{评估值} = (\text{归母净资产} + \text{主要资产增减值}) \times \text{持股比例} \quad (9)$$

（一）主要资产调整模型操作要点

首先，对被投资单位的评估基准日财务报表，尤其是资产负债表进行分析，在结合业务类型分析

其资产分布的基础上，确定其主要资产尤其是其核心资产。

其次，收集被投资单位主要资产尤其是其核心资产的相关资料，根据资料收集情况进行适用性选择，确定相关主要资产的具体评估方法。

最后，进行评定估算测算相关主要资产在价值类型下的价值，然后计算相关主要资产合计的评估增减值，最后根据公式（9）确定相应股权投资的评估值。

（二）非控股权益投资价值评估的关注点

非控股权益投资有别于控股子公司的评估，收集的被投资单位资料是相对有限的，非控股权益投资价值评估应用主要资产调整模型的关注点是主要资产重要性水平的确定，根据中国注册会计师协会（2012）^[9]发布的《确定重要性指导意见》第三条“通过选取适当的基准乘以经验百分比确定财务报表整体重要性水平，基准可以选择经常性业务的税前利润、资产总额、费用总额、营业收入总额、所有者权益总额等财务指标”和第四条“经验百分比：营业收入的1%至2%、税前利润的5%至10%、资产总额的1%、净资产的0.5%、总成本的1%和EBITDA的2.5%等”，确定重要性水平的基准有多个指标且计算结果有多个金额，结合具体情况确定主要资产重要性水平。

（三）主要资产调整模型的参数层级考虑

资料收集情况影响评估方法的选择，亦影响模型参数的输入取值，这是资料收集情况和重要性原则的双重考虑，在评估非控股权益投资价值的实务中较常存在强调包括主要资产估算在内的参数瑕疵而最终还是按权益法确定的情形。笔者认为，这是为求简单而非专业判断的行为，根据财政部发布的《企业会计准则第39号——公允价值计量》第二十四条输入值是划分为三个层次。非控股权益投资价值的主要资产调整模型参数取值同理也可以划分为三个层次，首先使用第一层次输入值即直接取自市场且依据充分的，其次使用第二层次输入值即间接来自市场且依据欠充分的，最后使用第三层次输入值即较多依据评估人员经验或主观判断。

六、非控股权益价值评估结果的必要检验

为提高非控股权益投资价值评估结论的准确性

等特性，在采用红利折现模型或市场倍数模型或主要资产调整模型等估算出非控股权益投资价值评估结果后、形成评估结论前，需对非控股权益投资价值评估结果进行必要的检验，未经检验的评估结果是存在其准确性等特性欠缺的。香农（2018）^[10]指出最困难的工作之一就是当收益法、市场法和资产基础法的结果有差异的时候，如何让各类指标相一致。虽然协调不同估算模型结果间差异有难度，但这是必要的程序，其一是因为每种估算模型都存在固有的局限性，二是因为不同估算模型的输入参数间需要口径一致性匹配，三是需要对不同估算模型间差异进行必要的合理归因。笔者认为，非控股权益投资价值评估结果的必要检验包括以下三种情形。

（一）仅一种评估方法结果与行业倍数比较检验

对于非控股权益投资相对非重要或被投资单位资产无较大评估增减值或不满足采用第二种评估方法的适用条件，即仅满足包括权益法等六种评估方法中一种评估方法的情形，这虽是基于重要性原则或基于条件限制的考虑所致，但鉴于包括权益法等仅一种评估方法的固有瑕疵，建议采用所属行业倍数，其不同于市场倍数模型，仅是用行业倍数均值简单比较，不做修正，在考虑缺乏流动性折扣后，进行必要的验证，若仅一种评估方法结果的基数如被投资单位归母净资产等与依据所属行业倍数指标计算结果差异较大时，需进行合理归因分析。

（二）两种评估方法结果间分析检验

对于较为重要的非控股权益投资，采用一种以上评估方法进行评定估算的情形。《资产评估执业准

则——资产评估方法》第二十二条要求，当满足采用不同评估方法的条件时，资产评估专业人员应当选择两种或者两种以上评估方法，通过综合分析形成合理评估结论。采用两种评估方法对非控股权益投资价值的估算结果应是有差异的，需要对两种评估方法的估算过程进行检查，尤其是两种评估方法间相关模型参数输入值的口径一致性协调和结果合理性分析，最后确定相对更能反映评估对象价值的某种经协调的评估方法结果作为结论，实现必要的检验。

（三）赋权多种评估方法结果综合确定

对于较为重要的非控股权益投资，采用两种或者两种以上等多种评估方法，但经协调和分析后，评估人员判断没有哪种方法应该占主导地位的情形，这时宜采用给多种评估方法赋权方式最终加权确定结论。香农（2018）^[10]认为如果分析人员得出的结论是没有哪种方法应该占主导地位，那么就存在一个选择，是采用通过明确的数学权重算出来的结果，还是采用基于主观判断选择的权重。笔者认为，虽然客观赋权在实务评估中缺乏明确的依据，但主观赋权也是要建立在分析基础上的，赋予模型参数依据较为充分和合理的评估方法赋予较大的权重。

七、某集团及其子公司的非控股权益投资评估案例

股转目的拟对某集团A的股东全部权益价值进行评估，评估基准日为2025年3月31日，A及其子公司持有的非控股权益投资5笔（见表1）。金额单位万元。

表1 A及其子公司的非控股权益投资基本情况表（金额单位：万元）

其它权益工具投资或长期股权投资					被投资单位基准日资产负债			
非控权益	持股比例	投资日期	投资成本	账面净额	资产总计	负债合计	股东权益	归母权益
B1	3.9%	2021年	2 246.58	2 560.42	182 970.29	117 320.20	65 650.09	65 650.09
B2	48.98%	2022年	12 742.96	18 031.00	154 469.93	117 655.75	36 814.18	36 814.18
B3	34%	2007年	4 531.07	3 866.89	16 822.01	5 448.81	11 373.20	11 373.20
B4	50%	2007年	200.00	3 798.19	8 196.92	1 539.13	6 657.78	6 657.78
B5	40%	2015年	440.00	1 112.06	3 069.53	281.40	2 788.13	2 788.13
合计	—	—	20 160.61	29 368.56	365 528.68	242 245.29	123 283.38	123 283.38

1. 权益法结果

采用权益法即归母权益乘以持股比例的结果：B1为2 560.42万元、B2为18 031.00万元、B3为3 866.89万元、B4为3 328.89万元、B5为1 115.25万元，合计为28 902.45万元，较账面净额合计减少466.11万元、减值1.59%；其中B1、B2、B3与账面一致，B4减值469.30万元、B5增值3.19万元。

2. A财务报表层面的重要性水平

以A合并口径前一年度资产总计、营业收入、净资产、总成本等多个财务指标为基数，按资产总计、营业收入、净资产、总成本一定比例测算出多个金额，最终A财务报表层面的重要性水平取其低值为1 700万元。

3. 非控股权益投资价值的评估方法选择

结合重要性水平和被投资单位历年红利支付情况、财务报表分析、经营情况分析，以及与可比公

司比较分析，B1、B2、B4采用红利折现模型、市场倍数模型评估；B3效益不佳但实物资产占资产总计的40%，采用主要资产调整模型评估、行业倍数检验；B5为非重要投资，采用权益法评估、行业倍数检验。

4. 非控股权益投资价值的估算

B1根据其2022年至2024年的分红决议，平均分红率为50%；B2、B4前几年未分红，在此仅以B4的红利折现模型为例进行说明，限于篇幅其它估算略。

B4所处行业上市公司平均分红率为10%，B4近几年平均净资产收益率ROE为10.11%，投资方根据B4前几年的发展趋势和了解的信息，因经营进入较成熟期，故对明确预测期的净利润采用公式（6）进行了预测。永续期的稳定增长率假设为0%，依据公式（7）永续期的分红率为100%，因盈余公积在永续期前已累计达到50%故假设以后不再计提。折现率采用CAPM确定为9%，期中折现。

表2 B4的红利折现模型测算表

项目	2025.4-12	2026年	2027年	2028年	2029年	2030年	永续年
净利润	504.93	734.51	801.36	874.29	953.86	1 040.67	1 040.67
增长率	10.00%	9.10%	9.10%	9.10%	9.10%	9.10%	0.00%
分红率	10.00%	10.00%	10.00%	10.00%	10.00%	10.00%	100.00%
分红额	50.49	73.45	80.14	87.43	95.39	104.07	1 040.67
折现系数	0.97	0.90	0.82	0.76	0.69	0.64	7.07
折现值	48.89	65.95	66.01	66.07	66.13	66.19	7 354.94

B4的被投资单位分红额折现值合计为7 734.19万元，B4的50%投资采用红利折现模型的评估结果为3 867.10万元。

5. 非控股权益投资价值的评估结论

经估算，非控股权益投资价值评估结果与结论

见表3，其中B1/B2/B4方法1为红利折现模型、B3为主要资产调整模型、B5为权益法，方法2的B1/B2/B4为市场倍数模型，行业倍数为前一年PB的整体法并考虑了缺乏流动性折扣。

表3 非控股权益投资价值评估结果与结论

非控权益	方法1	方法2	权重1/权重2	行业倍数	评估结论	权益法	差异率
B1	2 021.36	2 953.02	50%/50%		2 487.19	2 560.42	-2.86%
B2	20 875.97	18 906.37	50%/50%		19 891.17	18 031.00	10.32%
B3	4 254.10	—		1.00	4 254.10	3 866.89	10.01%
B4	3 867.10	3 664.91	50%/50%		3 766.00	3 328.89	13.13%

续表

非控权益	方法1	方法2	权重1/权重2	行业倍数	评估结论	权益法	差异率
B5	1 115.25	—		1.00	1 115.25	1 115.25	0.00%
合计					31 513.71	28 902.45	9.03%

按照本文计算思路,评估结论合计比权益法合计高9.03%。

【参考文献】

[1] 张世兴, 刘晓丹. 关于权益性投资的分类探究: 经济界限法与业务模式法孰优? [J]. 中国注册会计师, 2021, (4): 93-97.

[2] 企业会计准则编审委员会. 企业会计准则及应用指南实务详解 (2023 年版) [M]. 北京: 人民邮电出版社, 2023.

[3] 中国资产评估协会. 2023 年中国资产评估年鉴 (电子版) [N/OL]. 中国资产评估协会网, (2025-11-20)[2023-11-16]. <https://www.cas.org.cn/hyzq/dznj/8c2f15c6efea41ac9ca4e007baf3c6b7.htm>.

[4] 江苏省资产评估协会. 关于印发《企业价值评估操作指引—资产基础法》的通知: 苏评协[2020]81号 [A]. 2020-12-29.

[5] [美] 艾斯沃斯·达摩达兰. 王晋忠译. 投资估价: 评估任何资产价值的工具和技术 [M]. 罗菲, 主译. 北京: 清华大学出版社, 1999: 155-175.

[6] 王进江, 唐秀燕. 私募评估中最近融资及股权分配和赎回风险浅析 [J]. 中国资产评估, 2023, (7): 56-65.

[7] [美] 大卫 T·拉勒比、贾森 A·沃斯. 估值技术 [M]. 王晋忠, 译. 北京: 机械工业出版社, 2017: 65-80.

[8] [美] 艾斯沃斯·达摩达兰. 罗菲主译. 达摩达兰论估价: 面向投资和公司理财的证券分析 (第二版) [M]. 东北财经大学出版社, 2010: 142-174.

[9] 中国注册会计师协会. 确定重要性水平指导意见 [A]. 自 2012 年 1 月 1 日起施行.

[10] [美] 香农 P·普拉特. 市场法估值 [M]. 注册估值分析师协会, 译. 北京: 机械工业出版社, 2018: 255-266.

(下转至封三)

