

（上接D177版）

自创中国Wind资讯公司是一家从事研究和设计计算β值的计算式的公司。本次评估师使用Wind资讯公司公布的β计算器计算的β值。（指数选取沪深300指数），对比上市公司剔除资本结构因素后的β值如下表：

序号	对比公司名称	股票代码	剔除资本结构因素(β _{Unlevered})
1	国药一致	000028.SZ	0.5439
2	大安堂	000433.SZ	0.6878

综上，可比上市公司剔除资本结构因素的β_{Unlevered}平均值为0.6392。

第四步：确定目标资产结构比率

我们采用可比公司的平均资本结构，计算过程如下：

$D/E=41=17.58\%$

$E/(E+D)=82.42\%$

第五步：估算上述确定的资本结构比率下的 Levered Beta

我们采用资本结构比率代入到以下公式中，计算康爱多业务资产组的 Levered Beta:

$Levered\ Beta = Unlevered\ Beta/[1+(1-T)D/E]$

式中：D：债权价值；

E：股权价值；

T：适用所得税率（25%）；

经计算，康爱多业务资产组包含资本结构因素的 Levered Beta 为：

$\beta=0.6392 \times [1+(1-25\%) \times 17.58\%/82.42\%]=0.7415$

第六步：估算特有风险收益率 R_s

由于市场风险系数取值较多的上市公司，相关的证券或资本在资本市场上可流通，与参照企业（上市公司）相比，企业为上市公司，流动性较差；

（2）该公司未来的收入和利润增长更多地依赖于市场的整体情况，具有一定的不确定性；

基于上述几个方面的因素，本次评估中该企业特定风险调整系数 R_s 取值 3.10%。

第七步：计算加权平均权益成本

将恰当的数据代入 CAPM 公式中，我们可以计算出股权期望回报率：

$R_e = R_f + \beta \times R_{PM} + R_s = 3.74\% + 0.7415 \times 6.9\% + 3.10\% = 12.54\%$

2) 债权期望回报率

在我国对债权收益率的一个合理估计是将市场公开短期和长期银行贷款利率结合起来的一个估计。

目前，只有极少数国家大型国有企业或国家重大项目才可以被批准发行公司债券。事实上，中国目前尚未建立类似美国上市公司债券市场，尽管有一些公司债券是可以交易的。然而，另一方面，官方公布的贷款利率是可以得到的。评估基准日，有一年期 LPR 是 3.80%，我们采用的债权平均回报率约为 3.80%。

3) 资本加权平均回报率的确定

股权期望回报率和债权期望回报率加权平均的方法计算总资本加权平均回报率，权重为目标资产结构。总资本加权平均回报率利用以下公式计算：

$$WACC = \frac{E}{(E+D)} R_e + \frac{D}{(E+D)} R_d (1-T)$$

其中：WACC：加权平均总资本回报率；

R_e：股权价值；

R_d：债权期望回报率；

T：企业所得税率；

WACC=12.54%×82.42%+3.80%×17.58%×(1-25%)=10.84%

根据上述计算结果，我们采用 10.84% 作为折现率 r。

4. 经营性资产价值的确定

预测期内各年净现金流量按照年末流入流出测算，将收益期内各年的净现金流量按照折现率折到 2021 年 12 月 31 日现值，从而得出经营性资产的价值。

未来各年度经营性净现金流量预测表

项 目	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年	2026 年	永续年度
一、营业收入	40,000.00	51,007.00	62,543.00	80,734.00	100,270.00	100,270.00
减：营业成本	30,832.92	39,859.48	51,908.33	64,915.46	81,501.25	81,501.25
税金及附加	90.40	115.28	147.45	182.46	226.61	226.61
营业费用	7,033.63	7,865.63	8,819.04	10,034.50	11,179.05	11,179.05
管理费用	3,945.79	4,386.09	4,642.71	4,987.52	4,960.50	4,960.50
研发费用	257.70	298.45	357.26	375.12	393.88	393.88
财务费用	40.32	51.42	65.77	81.38	101.07	101.07
二、营业利润	-2,200.75	-1,569.33	-697.55	157.55	1,907.63	1,907.63
加：营业外收入	-	-	-	-	-	-
减：营业外支出	-	-	-	-	-	-
三、利润总额	-2,294.03	-1,793.17	-965.50	-123.79	1,612.22	1,612.22
减：所得税	-	-	-	-	-	-
四、净利润	-2,294.03	-1,793.17	-965.50	-123.79	1,612.22	1,612.22
加：折旧摊销	1,292.89	1,530.96	1,587.71	1,643.10	1,448.87	1,554.44
税后利息支出	-	-	-	-	-	-
减：资本性支出	1,189.56	254.87	282.14	422.30	139.88	385.92
营运资本增加额	-25,040.28	798.12	1,036.12	1,138.50	1,393.88	-
五、企业自由现金流量	22,942.86	-1,071.35	-428.11	239.85	1,822.74	2,673.10
六、折现率	10.84%	10.84%	10.84%	10.84%	10.84%	10.84%
折现期	1.00	2.00	3.00	4.00	5.00	1.00
折现系数	0.9022	0.8140	0.7344	0.6626	0.5978	5.5157
折现值	20,699.42	-872.07	-314.40	158.92	1,089.63	14,743.91
七、资产组公允价值	-	-	-	-	-	14,743.91

5. 资产组公允价值价值的确定

资产组公允价值=经营性资产价值-期初营运资金

=35,505.41 - 28,371.52

= 7,133.99(万元)

6. 处置费用的确定

处置费用指为处分资产所发生的费用。2.02%。相关税费 0.05%，其他不可预见费 0.05%，中介费用为 60 万元，合计取得净收入 113.50 万元。

处置费用=处置资产+资产费用+中介服务+其他不可预见费

=3,571.44+274.00+35.67

=4,130.50(万元)

7. 资产组公允价值减处置费用的评估结果

根据前面的计算结果，可以得到资产组公允价值减处置费用的结果如下：

资产组公允价值减处置费用=资产组公允价值-处置费用

=7,133.99-4,130.50

=7,020.48(万元)

（二）资产组的预计未来现金流量的现值

1. 评估方法简介

现金流量的现值(即收益法)是基于一种普遍接受的原则，该原则认为一个企业的整体价值或资产组价值可以用企业资产组未来现金流的现值来衡量。收益法评估中最常用的为折现现金流量模型。

该模型将资产经营产生的现金流用一个适当的折现率折为现值。

运用收益法，即运用现金流折现法通常分为四个步骤：

（1）预测未来一段有足够长的正常经营现金流量；

（2）采用适当折现率将现金流折现值，折现率应考虑相应的形成该现金流的风险因素和资金时间价值等因素；

（3）确定有限期限后(永续期)的资本性支出；

（4）将现金流折现值汇总，确定资产组的现值。

根据可回收金额类型定义的要求，资产组预计未来净现金流量现值应采用资产组在现有管理层的持续经营下，在未来资产寿命期内可以产生的折现现金流量现值。

预计未来现金流量现值应以企业资产组在最近的评估基准日所掌握的数据为基础，通常最长不得超过 5 年，除非企业有充分理由证明更长的期间是合理的。

由于资产组主要固定资产为电子设备，并且电子设备折旧年限为 3 年，单价或者部分设备的贬值不影响企业的日常生产经营，故本次评估报告假设资产组评估基准日后永续经营，相应的收益期为永续期。

资产组现金流量折现值=明确的预测期期间的资产组现金流量现值+明确的预测期之后的资产组现金流量现值

预测期内每年资产组现金流量=息税前利润摊销额(EBITDA)-资本性支出-净营运资本变动

明确的预测期之后的资产组现金流量=预测期内最后一息税前利润摊销额(EBITDA)-永续期资本性支出

按照收益法与折现率口径一致的原则，本次折现率选取按照加权平均资本成本(WACC)确定：

$$WACC = \frac{WACC}{(1-T)} = \frac{E}{(E+D)} R_e + \frac{D}{(E+D)} R_d (1-T)$$

式中：R_e：权益资本成本

D：债务资本成本

T：所得税率

E/D=D/E：股权与总资本比率

D/(E+D)：债务占总资本比率

其中：R_e = R_f + β×ERP + R_s

R_f：股权期望回报率

β：风险系数

ERP：市场风险超额回报率

R_s：公司特有风险超额回报率

2. 折现率的确定

根据前述公式：

$$WACC = R_f + \beta \times ERP + R_s$$

=10.84%(1-25%)

=14.45%

3. 预计未来现金流量现值评估结果

预测期内各年净现金流量按照年末流入流出考虑，将收益期内各年的净现金流量按照加权资本成本折到 2021 年 12 月 31 日现值，从而得出资产组的合并口径未来现金流量现值。

计算结果详见下表：

康爱多主营业务资产组未来现金流量现值计算表

项 目	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年	2026 年	永续年度
一、营业收入	40,000.00	51,007.00	62,543.00	80,734.00	100,270.00	100,270.00
减：营业成本	30,832.92	39,859.48	51,908.33	64,915.46	81,501.25	81,501.25
税金及附加	90.40	115.28	147.45	182.46	226.61	226.61
营业费用	7,033.63	7,865.63	8,819.04	10,034.50	11,179.05	11,179.05
管理费用	3,945.79	4,386.09	4,642.71	4,987.52	4,960.50	4,960.50
研发费用	257.70	298.45	357.26	375.12	393.88	393.88
财务费用	40.32	51.42	65.77	81.38	101.07	101.07
二、营业利润	-2,200.75	-1,569.33	-697.55	157.55	1,907.63	1,907.63
加：营业外收入	-	-	-	-	-	-
减：营业外支出	-	-	-	-	-	-
三、利润总额	-2,294.03	-1,793.17	-967.55	157.55	1,907.63	1,907.63
加：折旧摊销	1,292.89	1,530.96	1,587.71	1,643.10	1,448.87	1,554.44
利息支出	-	-	-	-	-	-
四、税后利润总额	-907.86	-183.37	89.16	1,800.65	3,356.50	3,462.07
减：资本性支出	1,189.56	254.87	282.14	422.30	139.88	385.92
营运资本增加额	3,331.14	798.12	1,036.12	1,138.50	1,393.88	-
五、资产组现金流量	-5,428.57	-1,071.35	-428.11	239.85	1,822.74	3,076.15
折现率	14.45%	14.45%	14.45%	14.45%	14.45%	14.45%
折现期	1.00	2.00	3.00	4.00	5.00	-
折现系数	0.8737	0.7634	0.6670	0.5828	0.5092	3.5241
折现值	-4,743.18	-817.90	-285.57	139.79	928.21	10,840.79
六、净现金流量现值	-	-	-4,778.04	-	-	10,840.79

广东康爱多数字健康材料科技有限公司主营业务资产组未来现金流量的现值合计为 6,062.15 万元。

经测算，康爱多包含商誉的经营性资产组于 2021 年 12 月 31 日预计未来现金流量的现值为 7,020.48 万元。同时公允价值减去处置费用后的金额为 6,062.15 万元。根据孰高原则，因此康爱多包含商誉的经营性资产组于 2021 年 12 月 31 日的可回收金额应为 7,020.48 万元。

2021 年 12 月 31 日，公司因预期康爱多 87.50%股权而确认的商誉账面价值为 31,488.39 万元，未确认归属于少数股东权益的商誉价值为 0.00 万元，调整后的商誉账面价值为 31,488.39 万元。康爱多经营性资产组的账面价值为 7,050.66 万元，包含商誉的资产组账面价值为 38,390.58 万元，包含商誉的资产组的可回收金额为 7,020.48 万元。综上所述，商誉发生减值 31,488.39 万元，其中分配至母公司的商誉减值金额为 31,488.39 万元。

II、广东宏兴集团股份有限公司

对于收购广东宏兴集团股份有限公司(以下简称“宏兴集团”)形成的商誉，将被评估单位主营业务资产组账面价值作为一个整体。本公司资产组(或资产组)资产评估值(以下简称“中征正信”)为“公司收购宏兴集团产生的商誉按行减值测试提供担保价值”。

中征正信公允价值包含商誉的经营性资产组的可回收价值采用折现现金流量法与公允价值减去处置费用后的净额孰高者进行评估，并于 2022 年 5 月 15 日出具中征正信评估报告(2022)第 17013 号评估报告。

在评估过程中，依据被评估单位历史数据以及预期收益的现金流量与折现率最后一年现金流量一致，并选取对比公司进行统计分析的方法估算加权平均资本成本，采用能够反映特

定风险的税前利率 13.68% 作为折现率对包含商誉的资产组进行减值测试。

（一）净现金流量估算

1) 一期预测期

国家有关法律法規对企业的经营期限有所限制，评估人员认为在正常情况下，企业将一直持续经营，因此，商誉及相关资产组预期收益按永续经营计算。其中，第一阶段为 2022 年至 2026 年，在此阶段根据商誉及相关资产组的经营情况及经营计划，按收益处于变化中；第二阶段自 2027 年起为永续经营，在此阶段商誉及相关资产组将保持稳定的盈利水平。

（二）经营管理层提供的未来盈利预测

1) 营业收入及成本的分拆和预测

1) 历史经营情况分析

商誉及相关资产组历史年度营业收入及营业成本情况见下表：

历史年度营业收入分析表

心脑血管医药	销售	销售量	4,719,900.00	815,745.00	634,088.00
		不含税销售单价	24.09	13.35	11.84
		销售收入	113,724,200.05	10,888,254.55	7,505,396.30
几内亚	销售	销售量	444,241.00	422,252.00	426,584.00
		不含税销售单价	10.86	10.64	10.38
		销售收入	4,823,367.47	4,491,040.98	4,429,230.40
妇科药	销售	销售量	442,642.00	450,277.00	378,788.00
		不含税销售单价	22.12	27.35	16.14
		销售收入	9,791,861.68	12,314,731.55	6,112,310.37
补益药	销售	销售量	993,736.00	2,201,252.00	2,487,565.00
		不含税销售单价	17.92	15.13	12.81
		销售收入	17,808,497.44	34,010,964.21	31,869,115.26
抗风湿药	销售	销售量	30,449.00	43,887.00	86,709.00
		不含税销售单价	8.17	7.89	8.56
		销售收入	252,086.57	343,129.99	742,339.05
感冒药	销售	销售量	264,584.00	7,853,258.00	140,033.00
		不含税销售单价	5.60	4.16	6.10
		销售收入	1,480,703.16	32,675,943.24	869,639.94
祛风湿跌打药	销售	销售量	37,446.00	35,657.00	7,545.00
		不含税销售单价	7.13	6.79	7.52
		销售收入	266,853.14	238,113.45	57,341.65
胃药	销售	销售量	866,305.00	1,094,400.00	1,267,284.00
		不含税销售单价	7.26	8.66	8.45
		销售收入	6,295,082.40	9,479,717.28	10,710,435.85
其他药	销售	销售量	1,196,097.00	809,658.00	571,132.00
		不含税销售单价	6.10	7.49	9.33
		销售收入	7,302,792.96	6,064,516.71	5,328,418.56
其他	销售	销售量	11,083,155.00		
合计	销售	销售量	11,083,155.00		
		销售收入	12,909,952.81	18,437,345.83	17,091,894.30
		合计	163,375,353.99	113,153,754.29	68,368,458.30