

收益法评估说明

一、	收益法应用前提及选择理由和依据	2
二、	主要评估假设与评估依据	3
三、	企业经营分析	5
四、	企业历史经营数据	9
五、	企业资产负债分析与收益预测对应资产负债范围的确定	11
六、	收益折现评估模型与收益年限、收益口径的确定	12
七、	预期收益的预测	14
八、	折现率的选取	19
九、	收益折现和的计算	22
十、	其他资产和负债的评估价值	22
十一、	评估结果	22

一、收益法应用前提及选择理由和依据

(一) 收益法定义和原理

企业价值是企业特定时期、地点和条件约束下所具有的持续获利能力。企业价值评估以企业的获利能力为核心，综合考虑影响企业获利能力的各种因素以及企业面临的各种风险的评估。

采用收益法评估待估企业权益价值，即通过估测待估企业权益未来预期收益，将其通过适当的折现率折算为现值并加和，以此来确定待估企业权益市场价值。

(二) 收益法的应用前提

采用收益法评估企业价值是指通过估测企业未来预期收益的现值来判断企业价值的评估方法。其应用必须具备三个前提：

1. 企业的未来预期收益可以预测并可以用货币衡量；
2. 企业预期收益所承担的风险也可以预测并可以用货币衡量；
3. 企业预期获利年限可以预测。

(三) 收益法选择的理由和依据

本次评估是在假设待估企业持续经营前提进行，待估企业经营稳定（或在评估目的经济行为实现后可以达到正常经营状态），满足采用收益法评估的基本前提，故可以采用收益法评估。

(四) 收益法评估企业价值基本步骤

1. 研究分析企业历史经营业绩；
2. 根据企业的业务经营情况对企业资产负债状况进行分析，将企业评估基准日资产负债区分为以下几类，确定收益预测对应的资产负债范围：

(1) 主营业务资产负债；

- (2) 与经营业务无关或另行评估的对外投资等资产负债；
- (3) 其他非经营性资产负债。

收益预测对应资产负债不包含第(3)类资产负债；

收益法评估可视第(2)类资产负债的重要程度与资料的可获取程度而决定是否纳入收益预测对应资产负债范围；

对于不纳入收益预测对应资产负债范围的第(2)类、第(3)类资产负债一般另行评估其价值。

3. 对影响企业经营与收益分配的宏观因素、行业因素、企业个别因素等进行分析；

4. 对纳入收益预测范围的资产负债预期收益口径进行界定，确定采用净利润、净现金流、息税前利润或其他收益形式作为预期收益并对其进行预测；

5. 估计收益预测对应资产负债经营终止时的清算价值；

6. 选择与预测收益匹配的折现率；

7. 将收益法各项参数代入计算模型，计算得出收益折现和；

8. 将收益折现和与未纳入收益预测对应资产负债范围的第(2)类、第(3)类资产负债的评估值汇总得出收益法评估值。

二、主要评估假设与评估依据

(一) 主要评估假设

1. 国家现行的有关法律、法规及政策，国家宏观经济形势无重大变化；本次交易各方所处地区的政治、经济和社会环境无重大变化；无其他不可预测和不可抗力因素造成的重大不利影响。

2. 针对评估基准日资产的实际状况，假设企业持续经营。

3. 假设公司的经营者是负责的，且公司管理层有能力担当其职务。

4. 除非另有说明，假设公司完全遵守所有有关的法律和法规。

5. 假设公司未来将采取的会计政策和编写此份报告时所采用的会计政策在重要方面基本一致。

6. 假设公司在现有的管理方式和管理水平的基础上, 经营范围、方式与现时方向保持一致。

7. 有关利率、汇率、赋税基准及税率, 政策性征收费用等不发生重大变化。

8. 无其他人力不可抗拒因素及不可预见因素对企业造成重大不利影响。

(二) 主要法律法规及行业规范性文件

1. 《中华人民共和国物权法》;
2. 《中华人民共和国公司法》;
3. 《资产评估准则—基本准则》(财政部 财企[2004]20号);
4. 《资产评估准则—评估报告》、《资产评估准则—评估程序》、《资产评估价值类型指导意见》(中国资产评估协会 中评协[2007]189号);
5. 《注册资产评估师关注评估对象法律权属指导意见》(中国注册会计师协会 会协[2003]18号);
6. 《资产评估准则—企业价值》(中国资产评估协会 中评协[2011]227号);
7. 财政部颁布的《企业会计准则》体系。

(三) 主要资料及数据来源

1. 评估对象所涉及企业之历次验资报告、审计报告、评估报告;
2. 评估对象所涉及企业之评估基准日财务资料及其他企业经营资料;
3. 《企业效绩评价标准值》(国家国资委, 经济科学出版社);
4. 国家统计局公布的统计数据;
5. 相关上市公司公开信息资料;

6. CCER 中国证券市场数据库;
7. Aswath Damodaran 关于市场平均风险溢价的研究资料;
8. 中国人民银行公布的金融机构存、贷款利率;
9. 中国债券信息网 (www.chinabond.com.cn) 公布的债券交易资料;
10. WIND 资讯金融数据库

三、企业经营分析

(一) 企业经营管理现状

(1) 主要产品或服务

佛山正典是从事动物保健品研发、生产、经营和技术服务的高新技术企业，主营兽用药物制剂、杀虫剂、饲料添加剂及球虫病活疫苗的生产与销售，主要产品有球虫病疫苗、溶菌酶、加能速补等，其中“鸡球虫病四价活疫苗”被评为高新技术产品和重点新产品，并获得了农业部颁发的新兽药证书。

佛山正典是亚洲首家生产球虫病疫苗的公司，其技术已达到世界领先水平，球虫病疫苗在国内多家大型养鸡企业得到了广泛使用，并赢得了用户的高度认可。

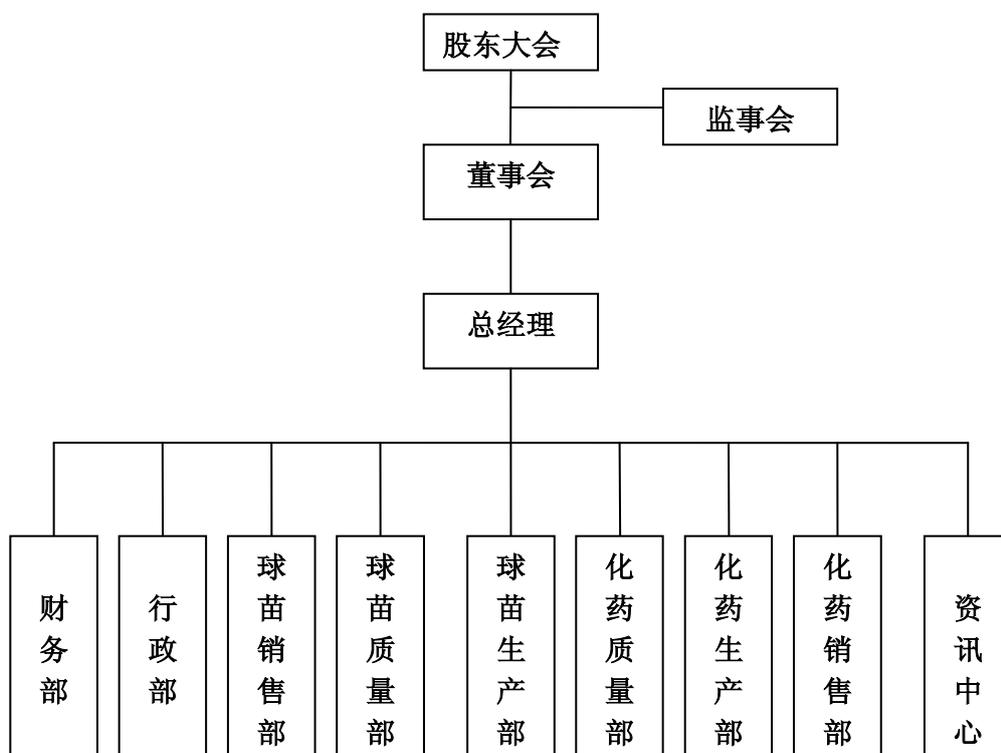
佛山正典 2008 年被认定为高新技术企业，是国家级星火计划承担企业。主导制定国家标准 2 项，获得广东省名牌产品 3 个、发明专利 10 项，注册商标 17 个，获得软件著作权 1 项，拥有 1 个广东省重点新产品、2 个广东省高新技术产品。获得 1 项省级奖项、3 项市级科技进步奖、3 项区级科技进步奖和 1 项专利奖金奖。

(2) 主要经营模式及销售网络

在研发方面，公司坚持自主研发、积极创新，与科研机构、高等院校密切

合作。正典与华南农业大学兽医学院翁亚彪副教授、东莞市畜牧科学研究所合作完成了“建立猪场寄生虫病监测系统与驱虫模式的研究”，成功探索出“四加一”驱虫模式，成功研制出新兽药“虫力黑”。在销售方面，正典建立了适合自己的营销模式，以球苗事业部、集团事业部和 B2C 事业部三个部门运营产品销售。B2C 营销服务模式减少了销售中间环节，产品通过 B2C 经理直接供应终端用户，价格比常规要低 20%~50%，实现了企业、用户、B2C 经理三方共赢。并且正典可以快速精准地为用户提供技术服务，增加用户的信任度和美誉度。正典每年举办 1~2 期 B2C 经理培训，能使公司的最新产品和技术迅速、标准有效地服务用户。球虫疫苗主要销往湖南、湖北、河南、山西、陕西、内蒙、山东、江苏、福建、广东、海南省、安徽、辽宁、广西、四川、吉林、新疆等省；兽药主要销往广东、辽宁、广西、江苏、河南、山西、海南、福建、山东、浙江等省份。

(3) 公司组织结构



(4) 人力资源及核心技术

公司现有员工 77 人，其中硕士以上学历 5 人，大专以上学历 32 人，占总人数的 41.5%。公司核心技术为鸡球虫病活疫苗相关的 9 项专利技术，其中 4 项发明专利已通过实质性审查并取得专利证书，其余 5 项专利处于审核阶段。

(二) 宏观经济因素

2011 年，面对复杂多变的国际形势和国内经济运行出现的新情况新问题，我国坚持实施积极的财政政策和稳健的货币政策，不断加强和改善宏观调控，国民经济继续朝着宏观调控预期方向发展，实现了“十二五”时期经济社会发展良好开局。农业生产稳定增长，粮食连续八年增产；工业生产平稳较快增长，企业利润继续增加；固定资产投资保持较快增长，投资结构继续改善；房地产开发呈回落态势，商品房销售增速回落；市场销售平稳增长，汽车销售回落幅度较大；进出口保持较快增长，外贸顺差继续收窄；货币供应量平稳回落，新增贷款有所减少；市场物价同比上涨，7 月份后同比涨幅连续回落；城乡居民收入稳定增长，农村居民收入增速快于城镇；人口总量低速增长，城镇人口首超农村。

2012 年上半年我国国内生产总值 227098 亿元，按可比价格算，同比增长 7.8%。其中，一季度增长 8.1%，二季度增长 7.6%。从上半年的情况来看，中国经济运行总体上是平稳的，稳中有进。中央将继续坚持稳中求进的工作总基调，继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，把稳增长放在更加重要的位置，进一步加强预调微调力度。预计下半年国民经济将继续保持适度平稳增长。

(三) 行业因素

我国畜牧行业刚性增长的态势，与中国人口总量、饮食结构改善、城镇化建设的快速推进等密切相关，动物源性食品的需求无法依赖进口获得满足，同时，大力发展畜牧业也是我们的基本国策。根据《全国畜牧业发展第十二

个五年规划》的总体要求，到 2015 年全国畜禽规模养殖比重提高 10-15 个百分点，畜牧业产值占农林牧渔业总产值的比重达到 36%。影响畜牧业发展的最不确定的危害因素就是动物疫病。目前我国动物疫病病种多、病原复杂、流行范围广，防控形势依然严峻。多种重大动物疫病呈现区域性流行态势，布鲁氏菌病、狂犬病、包虫病等人畜共患病在局部地区有上升趋势，牛海绵状脑病、非洲猪瘟等外来动物疫病传入风险持续存在。随着畜牧业生产规模不断扩大，养殖密度不断增加，畜禽感染病原机会增多，病原变异机率加大，新发疫病发生风险增加。动物疫病防控与治疗不力将会给畜牧业生产造成重大经济损失，同时，《国家中长期动物疫病防治规划（2012-2020 年）》中指出：“70%的动物疫病可以传染给人类，75%的人类新发传染病来源于动物或动物源性食品，动物疫病如不加强防治，将会严重危害公共卫生安全”。《国家中长期动物疫病防治规划（2012-2020 年）》是新中国成立以来，国务院发布的第一个指导全国动物疫病防治工作的综合性规划，标志着动物疫病防治在国家顶层设计上有了全新的总体部署，也标志着动物疫病防治工作进入了科学防治的新阶段。兽药企业是动物疫病防治的中坚力量，兽药行业发展会持续、加速增长。

“十二五”时期，是我国全面建设小康社会的关键时期，也是加速现代农业发展的攻坚时期，调整经济结构、转变发展方式已经成为社会共识。标准化、规模化、产业化的快速发展，为加快畜牧业发展方式转变创造了良好条件。畜牧业作为农业农村经济的支柱产业，已经成为各地加快现代农业建设的工作重点，加快转变畜牧业发展方式、建设现代畜牧业迎来新的发展机遇。

“十二五”期间，随着工业化和城镇化步伐的加快，我国城乡居民畜产品消费需求出现新的变化。农村居民口粮消费继续下降，畜产品消费快速增加，城市居民畜产品消费不断升级，优质安全畜产品需求不断增加。我国未来每年新增人口约 700 万，农村人口城镇化数量约 1200 万，随着居民收入水平的不断提高，扩大内需和城乡统筹发展等战略深入实施，畜产品消费需求仍将继续刚性增长，将进一步带动畜牧业的发展。

随着生活水平的不断提高，社会公众对畜产品安全的要求也越来越高，社会关注度空前加大。食品安全事件对行业发展的冲击和影响越来越大，畜产品质量安全监管机制将逐步健全。

国内重大动物疫病防控形势依然严峻，布病、结核病、包虫病等人畜共患病有所抬头，严重威胁畜牧业发展和公共卫生安全。动物疫病防控的威胁在短期内难以有效缓解。病毒变异速度的加快，也使得动物疫病防控难度不断加大。

兽药经营 GSP 的强制实施、兽药抽检力度的加大、全国性耐药监测网络的建立，以及一系列行业法律法规的修订和完善，使得兽药行业的监管力度越来越大，假冒伪劣兽药生产企业的生存空间日益缩小，行业的发展环境得以逐步净化。

四、企业历史经营数据

1. 企业于评估基准日及前 3 年的简要利润表

企业 2009 年财务报表由广东中兴华会计师事务所审计，2010 年财务报表由广东天华华粤会计师事务所审计，2011 年财务报表由广东正中珠江会计师事务所审计，均出具了无保留意见的审计报告，各年审计后的利润表见下表：

单位:万元

项目	2009年	2010年	2011年	2012年1-11月
一、营业收入	1,368.10	1,688.84	2,583.23	3,419.50
其中：主营业务收入	1,368.10	1,621.59		
其他业务收入	-	67.25		
减：营业成本	894.63	988.42	1,380.27	1,109.54
其中：主营业务成本	894.63	988.42		
其他业务成本	-	-		
减：营业税金及附加	4.95	4.47	9.12	17.24
减：营业费用	86.25	121.00	190.66	284.55
减：管理费用	204.46	364.89	544.43	579.58
减：财务费用	-0.11	-0.36	-6.68	-18.63
减：资产减值损失	-	-	4.25	8.99
加：公允价值变动收益	-	-	-	
加：投资收益	-	0.10	0.03	0.03
二、营业利润	177.92	210.52	461.21	1,438.26
加：营业外收入	3.69	57.75	14.56	5.22
减：营业外支出	12.12	10.20	11.76	0.2
三、利润总额	169.49	258.07	464.01	1,443.28
减：所得税费用	25.42	40.62	74.52	223.40
四、净利润	144.06	217.44	389.48	1,219.88

2. 企业于评估基准日及前3年的简要资产负债表

企业2009年财务报表由广东中兴华会计师事务所审计，2010年财务报表由广东天华华粤会计师事务所审计，2011年财务报表由广东正中珠江会计师事务所审计，均出具了无保留意见的审计报告，各年审计后的资产负债简要数据见下表：

项目	2009年 万元	2010年 万元	2011年 万元	2012年11月末 万元
1 流动资产	722.81	602.31	1258.93	2604.60
2 长期投资			1.00	1.00
3 固定资产	457.02	797.43	2101.76	2064.07
4 无形资产及其他资产	395.23	86.59	1443.38	1340.54
5 总资产	1575.06	1486.33	4805.07	6010.21
6 流动负债	1310.19	617.88	269.85	258.23
7 长期负债	46.26	9.77	8.47	5.35
8 少数股东权益				
9 所有者权益	218.61	858.68	4526.75	5746.63

五、企业资产负债分析与收益预测对应资产负债范围的确定

(一) 评估基准日资产负债情况

项目	账面价值(万元)	备注
流动资产	2,604.60	主要包括:货币资金、应收账款、其它应收款
非流动资产	3,405.61	
其中:可供出售金融资产	-	
持有至到期投资	-	
长期应收款	-	
长期股权投资	1.00	佛山市三水区农村信用合作联社投资款
投资性房地产	-	
固定资产	2,064.07	主要为房屋建筑物、机器设备
无形资产	1,337.53	主要为土地使用权
递延所得税资产	3.01	计提坏账准备形成的递延所得税
其他非流动资产	-	
资产总计	6,010.21	
流动负债	258.23	应付账款、预收账款、预付职工薪酬、其他应收款、应交税费
非流动负债	5.35	政府资助经费形成的递延收益
负债总计	263.58	
净资产	5,746.63	

(二) 企业经营性资产、非经营性资产、溢余资产分析

根据评估基准日企业资产负债的状况,结合收益法的应用前提,评估人员对评估基准日企业部分资产负债进行了相应区分,具体如下:

一级科目	明细科目	帐面值	一级科目	明细科目	帐面值
1	第(1)类资产负债：主营业务资产负债				
	资产总计	60,100,888.88	负债总计		2,635,787.48
	净资产总计	57,465,101.40			
2	第(2)类资产负债：与主营业务无关的对外投资等资产负债				
	资产总计	1.00	负债总计		
	净资产总计				
3	第(3)类资产负债：非经营性资产负债				
	资产总计	1215.00	负债总计		
	净资产总计				
	资产总计	60,102,104.88	负债总计		2,635,787.48
	净资产总计	57,466,317.40			

由于第(2)类、第(3)类资产负债存在以下特点：

1. 对佛山市三水区农村信用合作联社的 1 万元投资款为对外投资，与主营业务无直接联系，企业对其无控制能力；

2. 其他应收款 1215 万元非因企业主营业务形成，与企业主营业务无关。

鉴于第(2)类、第(3)类资产负债的以上特点，本次纳入收益预测对应资产负债范围的仅为第(1)类资产负债，第(2)类、第(3)类资产负债另行评估。

六、收益折现评估模型与收益年限、收益口径的确定

(一) 收益折现评估模型的选取

采用收益折现评估的企业业务价值(PV)一般可分为三部分：

1. 企业业务达到稳定发展状态前各期预期收益的折现值(PV1)；
2. 企业业务达到稳定发展状态后持续经营各期预期收益的折现值(PV2)；
3. 企业业务终止经营时的清算价值的折现值(PV3)。

其中：

$$PV1 = \sum_{i=1}^n \frac{R_i}{(1+r)^i}; \quad PV2 = \frac{R_n(1+g)}{(r-g)} \left[\frac{1}{(1+r)^n} - \frac{(1+g)^{m-n}}{(1+r)^m} \right]; \quad PV3 = \frac{R_E}{(1+r)^m}$$

$$PV = PV1 + PV2 + PV3$$

式中各项参数分别为：

PV	企业业务收益折现和
i	评估基准日后距离评估基准日的时间间隔，单位为年
n	企业业务预计达到稳定发展的时点距评估基准日的时间间隔
m	企业业务预计经营终止时点距评估基准日的时间间隔
t_0	企业业务存在预期收益的起始时点距评估基准日的时间间隔
t_n	企业业务存在预期收益的终止时点距评估基准日的时间间隔
R_i	在距评估基准日 i 年的时点，预期收益估测值
g	企业业务达到稳定发展后预期收益的估计年增长率
R_E	企业业务预期收益终止时的清算价值
r	与预期收益匹配的折现率

一般地，当假设企业业务永续经营时，收益折现模型简化为：

$$PV = PV1 + PV2 = \sum_{i=1}^n \frac{R_i}{(1+r)^i} + \frac{R_n(1+g)}{(r-g)(1+r)^n}$$

(二) 预期收益年限的确定

委估企业的章程等文件未对企业的经营期限作出规定，国家有关法律法规也未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，评估人员设定委估权益存在预期收益的终止时点 $t_n = \infty$ 。

(三) 预期收益口径的确定

根据本评估项目评估对象的具体情况，预期收益 R_i 采用权益自由现金流量口径预测，具体预测公式为：

$$\text{权益自由现金流量} = \text{净利润} + \text{折旧与摊销} - \text{资本性支出} - \text{营运资金净增加}$$

根据对企业历史经营业绩的分析，评估人员认为企业在未来 5 年内应进入稳定发展状态(设定 $n=5$)，故对未来 5 年的 R_i 我们通过逐年预测企业的收入、成本、费用等项目进行详细预测，对未来 5 年之后的 R_i ，我们根据对 R_i 长期变化趋势的预测，在未来第 5 年收益预测的结果基础上，采用简化的增长趋势法进行预测。

预测净利润时，评估人员不考虑各种不可预见的非经常性收支（如营业外收支、补贴等）。评估人员采用以下经简化的净利润计算公式对预期净利润进行预测：

$$\text{预期净利润} = \text{营业收入} - \text{营业成本} - \text{营业税金及附加} - \text{营业费用} - \text{管理费用} - \text{所得税}$$

七、预期收益的预测

（一）营业收入预测

根据企业管理层分析，评估基准日后企业营业收入的主要来源有以下几项产品：

- * 鸡球虫疫苗
- * 兽用化药
- * 饲料添加剂及饲料

企业管理层分别对以上主要业务的销量、平均价格等影响营业收入的主要指标及其历史变动趋势进行了分析，综合考虑了评估基准日后各种因素对该等指标变动的影响，通过分别对2012年~2017年各项业务的销量、平均价格变动趋势等的预测，从而预测得出企业各项业务的营业收入，进而汇总得出2012年~2017年预测企业营业收入。

对各项业务收入的具体预测假设如下：

1. 鸡球虫疫苗

2009年~2011年，鸡球虫疫苗销售额年增长率为25%~124%。评估基准日当年1-11月，销售额累计已达2,074.59万元，估计评估基准日当年全年可实现销售达2,263.19万元，比上年增长98%。

企业管理层通过对现有客户历史年度的采购情况、该客户的经营状况、对公司鸡球虫疫苗应用效果的反馈情况等分析，逐个对现有客户 2013 年-2015 年的采购情况进行预测。企业管理层通过对未来拟开发客户的经营模式、疫苗的适用性、经营规模等进行了分析统计，分别对未来拟开发客户 2013 年-2015 年对疫苗的采购情况进行预测。

综合以上统计分析过程，企业管理层预测 2012 年 12 月~2017 年鸡球虫疫苗的销售额如下表：

产品名称		2012年12月	2013年	2014年	2015年	2016年	2017年
鸡球虫疫苗	销售额	188.60	3,168.47	4,119.01	5,025.19	5,778.97	6,241.29
	增长率		40%	30%	22%	15%	8%

2. 兽用化药

2009 年~2011 年，兽用化药销售额年增长率为-11%-18%。评估基准日当年 1-11 月，销售额累计已达 578.67 万元，估计评估基准日当年全年可实现销售达 631.28 万元，比上年增长 10%。2013 年-2017 年兽用化药销售额的预测参考农林牧渔行业平均增长率，并考虑谨慎性原则，采用 5%-8%的增长率，具体金额详见下表：

产品名称		2012年12月	2013年	2014年	2015年	2016年	2017年
兽用化药	销售额	52.61	662.84	715.87	773.14	811.80	852.39
	增长率		5%	8%	8%	5%	5%

3. 饲料添加剂

2009年~2011年，饲料添加剂销售额年增长率为39%-51%。评估基准日当年1-11月，销售额累计已达766.24万元，估计评估基准日当年全年可实现销售达835.90万元。2013年-2017年饲料添加剂销售额的预测参考农林牧渔行业平均增长率，并考虑谨慎性原则，采用5%-8%的增长率，具体金额详见下表：

产品名称		2012年12月	2013年	2014年	2015年	2016年	2017年
饲料添加剂	销售额	69.66	877.70	947.92	1,023.75	1,074.94	1,128.69
	增长率		5%	8%	8%	5%	5%

通过对以上三类产品的分别预测，得出营业收入的预测如下：

产品名称		2012年12月	2013年	2014年	2015年	2016年	2017年
鸡球虫疫苗	销售额	188.60	3,168.47	4,119.01	5,025.19	5,778.97	6,241.29
	增长率		40%	30%	22%	15%	8%
兽用化药	销售额	52.61	662.84	715.87	773.14	811.80	852.39
	增长率		5%	8%	8%	5%	5%
饲料添加剂	销售额	69.66	877.70	947.92	1,023.75	1,074.94	1,128.69
	增长率		5%	8%	8%	5%	5%
合计	销售额	310.87	4,709.01	5,782.80	6,822.08	7,665.71	8,222.37
	增长率		26%	23%	18%	12%	7%

(二) 营业成本预测

企业营业成本包括材料费、人工费、固定资产折旧、水电费、车间费用等。企业管理层通过2012年1-11月经审计的经营成果报表的营业成本比率水平预测未来年度各类产品的营业成本金额。

2013年-2017年预测营业成本如下表：

产品名称	预测期					
	2012年12月	2013年	2014年	2015年	2016年	2017年
1、球苗	35.92	602.01	782.61	954.79	1,098.00	1,185.85
占收入比率	19%	19%	19%	19%	19%	19%
2、化药	42.12	530.27	572.70	618.51	649.44	681.91
占收入比率	80%	80%	80%	80%	80%	80%
3、饲料添加剂	22.83	287.89	310.92	335.79	352.58	370.21
占收入比率	32.8%	32.8%	32.8%	32.8%	32.8%	32.8%

(三) 营业税金及附加预测

企业主营业务税金及附加核算的税种包括城市维护建设税 7%、教育费附加 3%、地方教育费附加 2%，合计税率 12%。上述税种的计税基础为企业当期缴纳的增值税，企业销售的饲料类产品免交增值税；鸡球虫疫苗适用 6%的简易征收税率；兽药类产品适用 17%的增值税税率。根据以上适用的增值税率估算当年预计缴纳的增值税，然后再乘以 12%的营业税金及附加合计税率，得出预测期企业主营业务税金及附加的金额。

(四) 营业费用预测

企业营业费用主要是销售费用，包括销售会务费用、差旅费、广告费、办公费、工资、发货费、运输费等。企业评估基准日前 3 年的营业费用占营业收入的比例为 6.3%~7.4%。考虑到企业营业费用增长与企业销售收入增长直接相关，预测期营业费用的增长幅度与销售收入的增长幅度相同，即营业费用占营业收入的比例维持在 8.3%。

(五) 管理费用预测

企业管理费用主要包括办公费、工资、社保费、折旧、汽车费用、业务招待费、福利费、产品研发费、其他税费、无形资产摊销、职工培训费、住房公积金。评估基准日当年 1-11 月管理费用总额为 579.58 万元，预计 2012 年全年管理费用总额为 632.27 万元。公司管理层通过分项预测后汇总得到当年管理费用总额，其中，办公费每年以 2% 的幅度递增；工资、社保、福利费、住房公积金、职工培训费、汽车费、其他税费每年以 5% 的幅度递增；业务招待费每年以 15% 的幅度递增；办公设备折旧费以及无形资产摊销参照基准日当年的水平；产品研发费每年以 15% 的幅度递增。

(六) 所得税预测

公司于 2011 年 8 月 23 日经广东省科学技术厅认定为高新技术企业，取得“GF201144000248”号高新技术企业证书，有效期为三年，2011 年度至 2013 年度减按 15% 的税率计缴企业所得税。2014 年之后的所得税按现行标准税率 25% 计算。

(七) 资本性支出与折旧摊销预测

考虑企业 2011 年末固定资产等长期资产规模与企业未来经营规模相适应，无须再扩大长期资产规模，预测期当年长期资产折旧与摊销额能基本满足当年固定资产更新的需要，因此，预测时假设 2012 年后企业每年的折旧与摊销额均用于长期资产更新，即 2012 年后每年的资本性支出与折旧摊销相等，以维持企业长久永续经营。根据评估基准日当年固定资产折旧及无形资产摊销的情况估计预测期固定资产折旧及无形资产摊销的总额约为每年 118 万元，固定资产折旧及无形资产摊销全部用于当年资本性支出。

(八) 流动资金净增加预测

通过先行预测各年期末各资产、负债、权益项目，根据“流动(营运)资金 = 流动资产 - 流动负债”计算得出各年期末流动(营运)资金，该预测得出的流动(营运)资金比上一年的增量即为当年需补充的流动(营运)资金。

通过公司对未来经营情况的预测，结合企业未来的采购、销售政策，对于未来流动(营运)资金预测如下：

2013年-2017年每年需追加的营运资金为221.31万元、251.67万元、249.39万元、207.12万元、155.62万元。

(九) 预期收益长期变化趋势预测

至2017年，企业的运营已进入平稳状态。因此，预测假设企业于2017年后其收益将保持在2017年的水平，委估权益预期收益也将基本保持在2017年的水平，即设定 $g=0$ 。

(十) 企业未来现金流量预测

由于本次评估采用的是无限年期，逐年预测期后，即2017年后，考虑预测的不确定性增加，根据谨慎原则，2017年以后的测算数据按第2017年的计算，因为当企业规模保持不变时，营运资金不再需要追加，即2017年以后不再计算追加投入营运资金。

八、折现率的选取

折现率采用下式估算：

预期收益所适用的折现率 $r_e =$ 无风险报酬率 $r_f +$ 风险报酬率 r_r

(一) 无风险报酬率 r_f 的确定

评估人员参考“中国债券信息网”(www.chinabond.com.cn)发布的评估基准日近期“固定利率国债收益率曲线”，选取与委估权益收益年限相近的国债收益率作为无风险报酬率。

本项目评估人员选取待偿期限为20年的国债收益率4.0942%作为无风险报酬率 r_f 。

(二) 风险报酬率 r_r 的确定

1. 采用资本资产定价模型（CAPM）估测风险报酬率

CAPM 对权益风险报酬率的估测模型为：

$$r_r = \beta \times (r_m - r_f) + \alpha$$

其中各项参数分别为：

r_r	风险报酬率
r_f	无风险报酬率
β	Beta 系数
$r_m - r_f$	市场平均风险报酬率
α	权益个别风险调整值

(1) 市场平均风险报酬率

市场平均风险报酬率（市场风险溢价）反映的是投资者因投资于风险相对较高的资本市场与投资于风险相对较低（或无风险）的债券市场所得到的风险补偿。它的基本计算方法是市场在一段时间内的平均收益水平和无风险报酬率之差额。在本次评估中，我们采用美国金融学家 Aswath Damodaran 所统计的各国家市场风险溢价水平作为参考。

根据 Aswath Damodaran 的最新统计成果，中国的市场风险溢价水平为 7.05%，故取 $r_m - r_f = 7.05\%$ 。

(2) β 系数

β 为衡量公司系统风险的指标，通常采用商业数据服务机构所公布的公司股票的 β 值来替代。我们所观察到的 β 值均反映了企业资本结构（财务杠杆）的影响。为了更加准确地反映企业所处行业的风险水平，我们需要对所观察到的公司股票的 β 值进行调整，以便确定企业在无财务杠杆条件下的风险系数。具体调整方法如下：

$$\beta_u = \beta_e \times \frac{1}{1 + (1-t) \times \frac{D}{E}}, \quad \beta_e = \beta_u \times \left[1 + (1-t) \times \frac{D}{E} \right]$$

其中各项参数分别为：

β_u	无财务杠杆条件下的 β 值
β_e	有财务杠杆条件下的 β 值
D	债务的市场价值
E	股益的市场价值
t	企业所得税率

我们参考 WIND 金融数据库，动物保健行业上市公司的 β 值如下表：

加权原始 β	1.2773
加权调整 β	1.1858
加权剔除财务杠杆原始 β	0.8218
加权剔除财务杠杆调整 β	0.8806

根据上述 β 值估算 β_e 为 0.9083。

(3) α 调整值

α 调整值是通过分析被评估企业在所在行业的地位、公司规模、经营风险、财务风险等企业的个别风险因素后综合确定。

考虑到被评估企业虽为从事动物保健品生产的公司，但与行业内上市公司相比，其企业规模、筹资渠道、经营管理能力都具有不同的特点。另外，被评估公司对未来企业经营状况进行了盈利预测，其股东承诺 2013 年-2015 年扣除非经常性收支后的净利润合计不低于 6605.68 万元，如果实际经营成果未达到上述目标则就其差额进行经济补偿。综上所述，经综合考虑评估时我们选取 1.5% 的风险调整值，即取 $\alpha = 1.5\%$ 。

(4) 风险报酬率 r_r 的确定

$$r_r = 7.05\% \times 0.9083 + 1.5\% = 7.9035\%$$

(三) 折现率 r_e 的确定

将选取的无风险报酬率、风险报酬率代入权益折现率估算公式计算得出权益折现率为 11.99%，经综合考虑影响收益实现的各种风险后，最终选取 12% 作为预期收益适用的折现率，即 $r_e = 12\%$ 。

九、收益折现和的计算

根据前文对预期收益的预测与折现率的估计分析，评估人员将各种预测数据与估测数据代入本评估项目使用的收益法模型，计算得出以下结果：

$$PV1 = \sum_{i=1}^n \frac{R_i}{(1+r)^i} = 8,306.06 \text{ 万元} ;$$

$$PV2 = \frac{R_n(1+g)}{(r-g)} \left[\frac{1}{(1+r)^n} - \frac{(1+g)^{m-n}}{(1+r)^m} \right] = 14,950.20 \text{ 万元} ;$$

$$PV3 = \frac{R_E}{(1+r)^m} = 0 ;$$

收益折现和 $PV = PV1 + PV2 + PV3 = 23,256.00$ 万元（已取整）。

十、其他资产和负债的评估价值

由于收益法评估范围仅为企业第(1)类资产负债，企业第(2)类、第(3)类资产负债另行评估，其评估结果为：

第(2)类资产负债评估值 $V2 = 1$ 万元

第(3)类资产负债评估值 $V3 = 1215$ 万元

十一、评估结果

最终总评估值 $= PV + V2 + V3 = 24,470$ 万元（已取整）

委估权益 2012 年 12 月~2017 年预期收益的详细预测值，各年收益的折现计算，以及收益法最终评估结果的确定，详见下表。

单位：万元

项目	预测期					
	2012年12月份	2013年	2014年	2015年	2016年	2017年
一、业务收入预测	310.87	4,709.01	5,782.80	6,822.08	7,665.71	8,222.37
减：营业成本	100.87	1,420.17	1,666.23	1,909.09	2,100.02	2,237.97
减：营业税金及附加	1.61	25.73	32.62	39.23	44.66	48.10
减：销售费用	25.87	390.85	479.97	566.23	636.25	682.46
减：管理费用	52.69	688.98	753.00	825.32	907.14	999.82
减：财务费用	-	-	-	-	-	-
减：资产减值损失						
加：公允价值变动收益						
加：投资收益						
二、营业利润	129.83	2,183.28	2,850.98	3,482.21	3,977.64	4,254.02
加：营业外收入	-	-	-	-	-	
减：营业外支出	-	-	-	-	-	
三、利润总额	129.83	2,183.28	2,850.98	3,482.21	3,977.64	4,254.02
所得税	19.47	327.49	712.75	870.55	994.41	1,063.51
四、净利润	110.36	1,855.79	2,138.23	2,611.66	2,983.23	3,190.51
加：折旧和摊销	118.00	118.00	118.00	118.00	118.00	118.00
减：资本性支出	118.00	118.00	118.00	118.00	118.00	118.00
减：营运资金追加投入	-140.12	221.31	251.67	249.39	207.12	155.62
五、自由现金流	250.48	1,634.48	1,886.56	2,362.27	2,776.11	3,034.89
折现率12%	0.9910	0.8848	0.7900	0.7054	0.6298	0.5623
六、自由现金流现值	248.23	1,446.19	1,490.38	1,666.35	1,748.39	1,706.52
pv1	8,306.06					
pv2	14,950.20					
折现和	23,256.00					
加：非经营性资产	1,216.00					
评估值	24,470.00					