（上接A24版）

评估人员对一年内到期的非流动负债的核算内容、形成过程及金额进行了核实，核对相关借款合同和记账凭证，发生额正常，最终以核实后的账面价值确认评估值。

经评估，景峰制药基准日一年内到期的非流动负债的评估值为2,500.00万元。

4 非流动负债评估

①长期借款

景峰制药基准日长期借款账面价值为6,200.00万元。

评估人员通过查阅相关总账、明细账、合同等相关资料，并对其债务进行了函证，均属于评估基准日需实际承担的债务。因此，长期借款以核实后账面值作为评估值。

经评估，景峰制药基准日长期借款的评估值为6,200.00万元。

5 收益法评估分析

1 收益模型的选取

①价值模型

评估人员评估景峰制药采用的基本模型为：

$E=B-D$

式中：

E：评估对象的股东全部权益价值；

B：评估对象的企业整体价值；

D：评估对象付息债务价值，指基准日账面上需要付息的债务，包括短期借款、带息应付票据、一年内到期的非流动负债、长期借款等。

[illegible]

其中：

Ke：权益资金成本

Kd：债务资金成本

D：有息债务市值

E：权益市值

T：为所得税率

其中：$E/(D+E)$ 和 $D/(D+E)$ 可通过计算权益成本时计算的被评估单位的目标财务杠杆比率进行计算。

2 WACC模型

企业正常经营的情况下，在可预见的未来将保持长期持续经营，收益期按永续确定。本次预测采用分段法对景峰制药的未来收益进行预测，预测期分为明确的预测期和明确的预测期之后的永续期，其中明确的预测期为2013年—2018年。

3 收益法测算过程

①景峰制药收益法测算

a自由现金流预测

[illegible]

[illegible]

景峰制药主要在销产品共5个品种规格，纳入预测销售的品种有玻璃酸钠注射液、槟榔适络酯（50ml、150ml）、玻璃酸钠原料药和医用透明质酸钠凝胶共5个品种规格。景峰制药主要产品在未来的销售收入预测如下表：

单位：万元

项目	2013年7-12月	2014年	2015年	2016年	2017年	2018年
主营业务收入	16,656.69	35,508.02	44,910.97	55,343.18	67,959.90	79,090.00

b 主营业务成本预测

按照企业会计政策规定，企业将所生产的完工产品转入库存商品，按单位生产成本乘以完工数量结转库存商品成本，在库存商品实现销售时，再按库存商品单位成本乘以销售数量将其结转为销售成本。评估人员预测销售成本按照预测的销售数量乘以单位销售成本确定。景峰制药主要产品在未来的主营业务成本预测如下表：

单位：万元

项目	2013年7-12月	2014年	2015年	2016年	2017年	2018年
主营业务成本	3,477.49	7,225.01	9,169.20	11,025.08	13,472.15	15,530.15

c 主营业务税金及附加预测

主营业务税金及附加主要为城建税、教育费附加、地方教育费附加、河道管理费，根据相关政策，景峰制药分别按流转税的5%、3%、2%及1%缴纳。

景峰制药主营业务税金及附加预测如下表所示：

单位：万元

项目	2013年7-12月	2014年	2015年	2016年	2017年	2018年
主营业务税金及附加	265.68	570.46	741.28	914.27	1,120.80	1,305.21
主营业务税金及附加/销售收入	1.60%	1.61%	1.65%	1.65%	1.65%	1.65%

d 其他业务利润的预测

本次评估预测不对未来年度的其他业务利润进行预测。

e 营业费用的预测

营业费用主要内容包括咨询费、业务招待费、会务费、差旅费、销售人员工资及福利、社会保障金、培训费、运输费和其他费用等。

景峰制药营业费用的预测见下表：

单位：万元

项目	2013年7-12月	2014年	2015年	2016年	2017年	2018年
营业费用	5,822.66	10,914.90	13,701.54	16,873.71	20,601.23	23,664.88
营业费用/主营业务收入	34.96%	30.74%	30.51%	30.49%	30.31%	29.92%

f 管理费用的预测

管理费用包括为维持企业日常运行的办公费、管理人员工资及福利、社会保障金、业务招待费、差旅费、会务费、研究开发费、咨询费、税金、无形资产摊销、折旧费、其他费用等。

景峰制药管理费用的预测见下表：

单位：万元

项目	2013年7-12月	2014年	2015年	2016年	2017年	2018年
管理费用	3,980.91	9,322.09	11,609.73	14,076.85	17,007.47	19,528.37
管理费用/主营业务收入	23.90%	26.25%	25.85%	25.44%	25.03%	24.69%

g 财务费用的预测

评估人员对景峰制药未来的投资计划和发展规划及对营运资金的需求状况，考虑企业的现有融资渠道、预测出在预测期内的融资情况，再按照评估基准日时点的长、短期银行借款利率计算出相关借款利息费用。

利息收入、手续费、贴现利息主要参考景峰制药的历史数据，按前三年发生额的算术平均数计算预测，并且在预测未来期间保持不变。

景峰制药财务费用的预测如下表：

单位：万元

项目	2013年7-12月	2014年	2015年	2016年	2017年	2018年
财务费用	358.91	753.96	823.94	809.69	893.69	1,247.69

h 营业外收支预测

本次评估预测不对未来年度的营业外收支进行预测。

i 所得税的预测

景峰制药2011年10月20日经上海市科学技术委员会、上海市财政局、上海市国家税务局、上海市地方税务局的批准，被认定为高新技术企业，有效期三年，享受所得税优惠政策，所得税税率为15%。

本次评估假设未来景峰制药仍为高新技术企业，享有上述优惠政策，未来以15%的所得税率进行预测。所得税按照各年的应纳税所得额乘以相应的所得税率计算确定。

j 折旧及摊销的预测

对于折旧费的预测，主要根据景峰制药维持现有经营能力的固定资产以及未来发展所需新增的固定资产，并扣减经济寿命期满的固定资产，结合国家及企业固定资产有关折旧计提政策，测算以后年度折旧的年限和每年的金额。

未来年度累计折旧及摊销预测如下：

单位：万元

项目	2013年7-12月	2014年	2015年	2016年	2017年	2018年
折旧与摊销合计	605.86	1,217.44	1,328.99	1,277.59	1,262.65	1,262.65

k 资本性支出

固定资产支出主要由三部分组成：存量固定资产的正常更新支出（重置支出）、增量固定资产的资本性支出（扩大性支出）、增量固定资产的正常更新支出（重置支出）。

景峰制药目前的生产设备产能尚能满足需要，但随着市场规模的不断扩大，景峰制药预计在2013-2014年陆续进行局部的生产扩能改造，以满足未来产能扩大的需求。生产扩产改造计划见下表所示：

建设内容	投资（万元）	分年投资计划（万元）				
		2013年	2014年	2015年	2016年	2017年
玻璃酸钠扩能改造	1420	400	1000	0	20	0

景峰制药的房屋建筑物会计折旧年限较短，为20年，考虑到该部分房屋成新率较高，其使用、维修、保养状况较好，本次在考虑正常更新支出的将其经济寿命年限计提的折旧作为更新支出，其余固定资产折旧年限与经济寿命一致，按照账面会计折旧年限计提的折旧作为更新支出。增量固定资产的正常更新支出等于该部分资产扣除后分别按照其经济寿命年限或会计折旧年限计提的累计折旧。

无形资产支出，根据景峰制药的预测，未来不需要再购入土地。

景峰制药未来年度资本性支出预测如下：

单位：万元

项目	2013年7-12月	2014年	2015年	2016年	2017年	2018年
新购设备和厂房	400.00	1,000.00	0.00	20.00	0.00	0.00
资产更新投资	438.98	883.68	992.96	941.56	926.61	926.61
资本性支出合计	838.98	1,883.68	992.96	961.56	926.61	926.61

l 营运资金增加额

未来年度的营运资金预测根据历史年度按照年营运资金占销售收入的百分比乘以未来年度的营业收入值，再加上所需要的最低货币资金保有量计算。

景峰制药未来年度营运资金增加额预测如下：

单位：万元

项目	2013年7-12月	2014年	2015年	2016年	2017年	2018年
营运资金追加额	466.44	677.94	1,258.28	1,384.22	1,671.05	1,442.14

6、无用现金流量的预测

企业营业性自由现金流量=税后净利润+折旧与摊销+利息费用（不除税务影响后）-资本性支出-净营运资金变动

=主营业务收入-主营业务成本-销售税金及附加-期间费用-所得税+折旧及摊销+财务费用×（1-所得税率）-资本性支出-营运资金增加额

经上述测算，得到企业自由现金流量如下表所示：

单位：万元

项目	2013年7-12月	2014年	2015年	2016年	2017年	2018年	永续年度
一、主营业务收入	16,656.69	35,508.02	44,910.97	55,343.18	67,959.90	79,090.00	79,090.00
减：折扣与折让	-	-	-	-	-	-	-
二、主营业务收入净额	16,656.69	35,508.02	44,910.97	55,343.18	67,959.90	79,090.00	79,090.00
减：主营业务成本	3,477.49	7,225.01	9,169.20	11,025.08	13,472.15	15,530.15	15,530.15
主营业务税金及附加	265.68	570.46	741.28	914.27	1,120.80	1,305.21	1,305.21
三、主营业务利润	12,913.52	27,712.55	35,000.49	43,403.83	53,366.95	62,254.64	62,254.64
减：营业费用	5,822.66	10,914.90	13,701.54	16,873.71	20,601.23	23,664.88	23,664.88
管理费用	3,980.91	9,322.09	11,609.73	14,076.85	17,007.47	19,528.37	19,528.37
财务费用	358.91	753.96	823.94	809.69	893.69	1,247.69	1,247.69
资产减值损失	-	-	-	-	-	-	-
四、营业利润	2,751.03	6,721.60	8,865.28	11,643.58	14,864.57	17,813.70	17,813.70
五、利润总额	2,751.03	6,721.60	8,865.28	11,643.58	14,864.57	17,813.70	17,813.70
所得税率	15%	15%	15%	15%	15%	15%	15%
减：所得税	412.65	1,008.24	1,329.79	1,746.54	2,229.69	2,672.05	2,672.05
六、净利润	2,338.38	5,713.36	7,535.49	9,897.05	12,634.88	15,141.64	15,141.64
加：折旧及摊销	605.86	1,217.44	1,328.99	1,277.59	1,262.65	1,262.65	1,262.65
财务费用	305.08	640.87	700.35	688.24	759.64	1,060.54	1,060.54
减：资本性支出	838.98	1,883.68	992.96	961.56	926.61	926.61	926.61
营运资本变动	466.44	677.94	1,258.28	1,384.22	1,671.05	1,442.14	-
七、营业现金流量	1,943.89	5,010.04	7,313.59	9,517.10	12,059.50	15,096.08	16,538.22
折现率	11.33%	11.33%	11.33%	11.33%	11.33%	11.11%	11.11%

b折现率

①无风险报酬率Rf的确定

经评估人员查阅Wind资讯网，在沪、深两市选择从已发行的能评估基准日剩余年限超过5年的中长期国债，计算其到期收益率，取所选国债到期收益率的平均值作为本次评估无风险收益率。

通过计算，得到上述国债到期收益率的平均值3.67 %作为本次评估的无风险收益率。

②市场风险溢价MRP的确定

本次市场风险风险溢价取股权投资风险收益率MRP，即投资者投资股票市场所期望的超过无风险收益率的部分。评估人员根据下列方式计算中国股市风险收益率：首先选用沪深300 作为衡量中国股市波动变化的指数，根据中国股市发展的实际情况，确定估算的时间区间为1999 年至评估基准日，采用沪深300 成分股每年年末的复权交易年收盘价（数据来源于Wind 资讯），分别按算术平均值和几何平均值计算出各年的年收益率。对于2003 年以前没有沪深300 指数，采用2004 年底沪深300 指数的成分股外推到上述年份，即假设2003 年以前的成分股与2004 年末一致。

采用算术平均值计算年收益率方法：

设：每年收益率为Ri，则：

[illegible]

通过估算2003-2012年每年的市场风险超额收益率ERPi，结果如下：

2012年市场超额收益率ERP估算表

[illegible]

由于几何平均值可以更好体现收益率的增长情况，因此评估人员采用几何平均值计算得出的MRP=7.58%作为本次市场风险溢价。

c 权益的系统风险系数β

β被认为是衡量公司相对风险的指标。评估人员选取了沪深A股类医药制造业上市公司与景峰制药相近的84家上市公司作为可比公司，查阅取得每家可比公司在距评估基准日60个月期间的采用月指标计算回集的相对于沪深两市（采用沪深300指数）的风险系数β，并剔除每家可比公司的财务杠杆后β系数计算其平均值作为被景峰制药的剔除财务杠杆后的β系数。

经查阅Wind资讯网，计算结果如下表所示：

板块名称		医药制造业
证券数量		84
标的指数		沪深300
计算周期		月
时间范围		
	从	2008-7-1
	至	2013-6-30
收益率计算方法		普通收益率
加权方式		按总市值加权
加权原始Beta		0.6051
加权调整Beta		0.7354
加权剔除财务杠杆原始Beta		0.5401
加权剔除财务杠杆调整Beta		0.662

根据景峰制药的财务结构进行调整，确定适用于景峰制药的β系数。

计算公式为：

$\beta l=[1+(1-T)\times D/E]\times\beta u$

其中：βl：有财务杠杆的Beta；

βu：无财务杠杆的Beta；

D：有息债务市值

E：权益市值

D/E：被评估单位的资本结构

T：为所得税率

景峰注射剂的资本结构比率确定过程如下：

截止评估基准日，景峰注射剂付息债务为23,027.16万元，付息债务与所有者权益比为287.12%，远高于全行业平均值35.43%。原因为景峰注射剂处于快速发展阶段，因市场开拓的需要，向关联方景峰制药和景峰医药借款11,027.16万元。

根据景峰注射剂的还款计划和筹资策略，2013年7月31日，景峰制药对景峰注射所增资6205万元，景峰注射剂注册资本增加至人民币8000万元；景峰注射剂计划于2013年7-12月归还景峰制药借款6000万元。

景峰注射剂目前处于大力发展阶段，从企业性质、投资计划和发展规划来看，2018年12月后公司业务基本进入一个比较稳定的时期，通常达到稳定状态的景峰注射剂具有下列特征：收入成本结构基本接近行业平均水平，收入成本结构基本定型；资本结构逐渐接近行业平均水平或企业的目标资本结构水平；资本性支出、投资活动应趋于减少，只对现有生产能力进行简单的更新，常规的改进以及升级；投资收益逐渐接近行业平均水平或市场平均水平；风险水平达到市场平均水平。

经查阅Wind资讯网，评估人员选取了近5年沪深A股类医药制造业上市公司的资本结构平均值作为景峰注射剂稳定期的资本结构。计算过程如下表所示：

证券代码	证券简称	带息债务/全部投入资本［报告期］2008年报［单位］%	带息债务/全部投入资本［报告期］2009年报［单位］%	带息债务/全部投入资本［报告期］2010年报［单位］%	带息债务/全部投入资本［报告期］2011年报［单位］%	带息债务/全部投入资本［报告期］2012年报［单位］%
000004.SZ	国农科技	21.4548	23.6460	0.2916	0.2808	0.2732
000078.SZ	海王生物	63.9491	71.1328	73.7933	73.2052	77.0646
000153.SZ	丰原药业	32.7262	29.8964	27.6947	26.3370	31.8824
000423.SZ	东阿阿胶	0.4949	0.3734	0.0000	0.6730	0.3112
000513.SZ	丽珠集团	26.2900	12.6860	12.1198	8.2442	21.7040
000538.SZ	云南白药	6.1558	9.2142	8.0902	8.6381	6.8625
000566.SZ	海南海药	36.3804	40.3453	50.8179	25.2846	41.2442
000590.SZ	紫光古汉	27.3341	33.2432	19.5429	14.7639	0.0000
000597.SZ	东北制药	53.1011	57.4271	54.0128	62.3438	64.6856
000606.SZ	青海明胶	30.9351	26.3428	24.6024	33.1210	23.4701
000623.SZ	吉林敖东	0.8664	0.2704	0.1944	0.1659	0.2002
000650.SZ	仁和药业	0.0000	0.3276	11.3737	7.4191	0.1566
000756.SZ	新华制药	22.3652	24.2168	26.5320	32.3542	43.5287
000766.SZ	通化金马	0.6440	0.6114	0.5991	0.5881	0.5763
000788.SZ	北大医药	45.0654	45.3153	47.5875	50.0841	60.6068
000915.SZ	山大华特	50.7697	53.7781	40.5959	24.7595	21.8020
000919.SZ	金陵药业	1.7461	2.5187	4.9439	6.2597	5.5193
000952.SZ	广济药业	13.2214	26.9069	29.7624	34.5217	41.3586
000989.SZ	九芝堂	0.1278	0.0459	0.2195	0.0407	0.0406
000999.SZ	华润三九	6.6082	6.0774	3.4658	5.0444	4.2713
002001.SZ	新和成	42.4839	21.4458	14.5092	13.0764	14.8493
002004.SZ	华邦颐泰	19.4719	9.5377	14.6694	28.2418	40.3715
002020.SZ	京新药业	65.0411	61.7410	59.7436	27.5509	30.3315
002099.SZ	海翔药业	41.0914	37.1297	34.5532	42.6439	56.6271
002107.SZ	沃华医药	3.0484	4.1756	3.2752	1.6776	0.0000
002118.SZ	紫鑫药业	26.1647	30.6154	36.2979	33.8805	37.1423
002198.SZ	嘉应制药	0.0000	0.0000	8.0079	7.6789	6.2536
002219.SZ	独一味	0.0000	7.8010	4.6077	9.4859	25.8693
200513.SZ	丽珠B	26.2900	12.6860	12.1198	8.2442	21.7040
600062.SH	华润双鹤	13.2815	11.4614	11.5488	12.4113	13.4136
600079.SH	人福医药	44.8186	25.3087	33.1891	34.5609	44.6634
600080.SH	金花股份	44.6666	44.0180	45.0522	0.1082	0.1347
600085.SH	同仁堂	5.7188	5.5766	5.0941	6.3538	24.2163
600129.SH	太极集团	73.7440	72.1470	77.3965	80.0313	84.6855
600196.SH	复星医药	36.0618	31.1263	36.1363	39.5696	28.6394
600200.SH	江苏吴中	51.2220	46.7780	52.6398	64.9680	62.5156
600201.SH	金宇集团	18.3455	24.5694	32.7910	30.2828	24.8958
600211.SH	西藏药业	47.2056	44.0615	41.3265	41.1409	40.3262
600216.SH	浙江医药	34.8610	8.8115	0.5647	0.5063	0.0005
600222.SH	太龙药业	30.3672	34.3641	38.6910	45.6858	45.2849
600252.SH	中恒集团	43.5849	52.8597	46.2398	45.6625	19.6509
600267.SH	海正药业	56.1240	45.4586	46.4395	37.5391	46.8216
600276.SH	恒瑞医药	0.0000	0.3820	0.5870	0.4712	0.1914
600285.SH	羚锐制药	35.8711	25.3886	29.3711	32.7064	36.2355
600297.SH	美罗药业	42.0204	52.1509	45.7488	28.0135	0.2124
600329.SH	中新药业	46.6599	39.5343	31.7759	33.0695	32.8826
600332.SH	广州药业	9.6853	2.7440	3.1551	3.8274	2.8814
600351.SH	亚宝药业	39.6682	43.8290	43.0146	39.1286	36.2071
600380.SH	健康元	30.8639	22.2629	14.9277	30.1396	36.1285
600420.SH	现代制药	12.8714	8.3055	9.5005	23.0186	45.2384
600422.SH	昆明制药	29.6888	23.7214	22.5603	20.1978	28.4118
600436.SH	片仔癀	20.0455	23.1841	10.8776	11.2062	20.1967
600466.SH	迪康药业	0.0636	0.0412	1.3239	4.3774	1.0745
600479.SH	千金药业	1.5526	14.2101	0.1155	0.1282	11.2377
600488.SH	天药股份	39.3155	36.4684	36.4915	22.2129	23.8198
600513.SH	联环药业	10.9251	12.3167	12.0255	10.9897	10.3011
600518.SH	康美药业	29.1468	28.3086	36.7599	35.4630	35.0052
600521.SH	华海药业	22.5903	17.6613	18.4436	32.4669	25.6383
600535.SH	天士力	35.1987	42.6696	32.3642	31.9588	27.0615
600557.SH	康缘药业	15.9220	14.5995	24.5667	33.8972	38.4840
600568.SH	中珠控股	49.2386	34.8224	49.6538	42.3314	43.0259
600572.SH	康恩贝	31.8841	31.3327	20.1218	37.5159	38.3520
600594.SH	益佰制药	30.6242	27.1121	25.7635	18.1629	16.6326
600613.SH	永生投资	9.6170	10.8370	0.0780	0.0708	0.0661
600664.SH	哈药股份	21.2833	15.6568	17.8391	18.5018	19.5986
600666.SH	西南药业	56.9073	58.6805	57.5457	67.1263	62.0141
600671.SH	天目药业	22.0158	34.3252	40.3322	38.2666	61.4475
600750.SH	江中药业	28.0227	21.7436	12.2124	9.9648	26.9145
600781.SH	上海辅仁	45.5917	45.2527	49.3540	53.7130	59.7874
600789.SH	鲁抗医药	28.0691	24.7386	35.1604	38.5813	49.1357
600812.SH	华北制药	73.3644	84.1596	84.3714	86.4240	61.4797
600829.SH	三精制药	15.8087	10.6396	20.7028	26.9944	24.4078
600867.SH	通化东宝	29.8341	23.6013	16.2828	9.5090	13.9399
600869.SH	三普药业	57.8958	53.3798	75.3050	61.0575	55.7853
600976.SH	武汉健民	22.1991	19.6950	0.0670	6.5181	1.7876
600993.SH	马应龙	10.6446	15.2261	11.9553	5.7275	7.6514
601607.SH	上海医药	59.1795	56.7704	43.0324	25.5367	23.2233
900904.SH	永生B股	9.6170	10.8370	0.0780	0.0708	0.0661
平均值 D/(D+E)(%)		28.0476	26.7005	25.9564	25.1894	26.7940
各年平均值 D/(D+E)(%)				26.16		

结合企业类型、可比上市公司的资本结构、管理层未来的筹资策略、达到稳定状态后等情况进行综合分析，根据企业的还款计划和筹资策略，企业预计在2013-2017年期间仍保持在目前的资本结构D/E值为19.26%，2018年后资本结构将保持与行业相近的上市公司的资本结构一致，D/E值为35.43%。

景峰制药预测期各年的目标资本结构D/E如下表所示：

项 目	2013年7-12月	2014年	2015年	2016年	2017年	2018年
目标资本结构D/E	19.26%	19.26%	19.26%	19.26%	19.26%	35.43%

T：所得税率：

景峰制药2008年、2011年连续两次被上海市科学技术厅、上海市财政厅、上海市国家税务局、上海市地方税务局确定为高新技术企业，2009年至2014年享受所得税政策方面的优惠，所得税税率为15%。

本次评估中，经对照《高新技术企业认定管理办法》进行分析，认为景峰制药符合高新技术企业的主要认定条件，能够满足《高新技术企业认定管理工作指引》的复审要求，持续享有该政策。故假设景峰制药未来仍为高新技术企业，享有上述优惠政策，未来以15%的企业所得税率进行预测。

则根据上述计算得出景峰制药预测期各年的风险系数Beta值如下表所示：

项 目	2013年7-12月	2014年	2015年	2016年	2017年	2018年
企业β	0.7704	0.7704	0.7704	0.7704	0.7704	0.8614

2019年及以后保持2018年风险系数Beta值不变。

d 企业特定风险调整系数Rc的确定

评估人员参考 Grabowski-King研究的思路，相关研究机构对沪、深两市的1,000多家上市公司数据进行的分析研究，结合景峰制药评估基准日的净资产规模和所在行业竞争状况，确定超额收益率Rc综合取值为3%。

e 权益资本成本Ke的确定

根据上述确定的参数，则权益资本成本计算如下表所示：

项 目	2013年7-12月	2014年	2015年	2016年	2017年	2018年
企业Ke	12.51%	12.51%	12.51%	12.51%	12.51%	13.20%

f 债务资本成本Kd

在评估基准日，景峰制药的付息债务为短期借款3,045.00万元、一年内到期的非流动负债2,500.00万元、长期借款6,200.00万元，债务资本成本按企业实际取得银行贷款利率确定，即计算Kd= 6.11%。

g 资本结构

根据景峰制药的还款计划和筹资策略，景峰制药预计在2013-2017年期间仍保持在目前的资本结构D/E值为19.26%，2018年后资本结构将保持与行业相近的上市公司的资本结构一致，D/E值为35.43%。景峰制药预测期各年的目标资本结构D/E如下表所示：

项 目	2013年7-12月	2014年	2015年	2016年	2017年	2018年
目标资本结构D/E	19.26%	19.26%	19.26%	19.26%	19.26%	35.43%

h 加权平均资本成本（WACC）

根据上述过程中确定的各项参数，则加权平均资本成本计算如下表所示：

项 目	2013年7-12月	2014年	2015年	2016年	2017年	2018年
企业WACC	11.33%	11.33%	11.33%	11.33%	11.33%	11.11%

e 经营性资产价值的确定

经营性资产价值计算表：

单位：万元

项 目	2013年7-12月	2014年	2015年	2016年	2017年	2018年	永续年度
企业自由现金流量	1,943.89	5,010.04	7,313.59	9,517.10	12,059.50	15,096.08	16,538.22
企业WACC	11.33%	11.33%	11.33%	11.33%	11.33%	11.11%	11.11%
折现期	0.50	1.50	2.50	3.50	4.50	5.50	
折现系数	0.9478	0.8513	0.7647	0.6868	0.6170	0.5603	5.0450
各期现值	1,842.33	4,265.06	5,592.47	6,536.82	7,440.12	8,458.62	83,435.58

经计算，经营性资产价值为1,175,709,895.98元。

d 非经营性或溢余性资产估算

预期收益（自由现金流量）中本体现投资收益的全资、控股或参股投资C1：

根据本次评估目的，针对不同性质的投资，已分别采用不同的评估方法进行了评估，结果如下表所示：

单位：元

被投资单位名称	账面价值	被投资单位股东全部权益价值	持股比例	长期投资评估价值
景峰注射剂	23,610,000.00	1,845,365,622.73	100%	1,845,365,622.73
景峰医药	2,000,000.00	64,127,265.31	100%	64,127,265.31
安泰药业	196,000,000.00	285,107,933.95	70%	199,575,553.76
上海科新生物医药技术有限公司	4,946,296.30	9,892,592.61	50%	4,946,296.31
海门慧聚药业有限公司	15,870,000.00	136,862,409.02	10%	13,686,240.90
合计	242,426,296.30	2,341,355,823.62		2,127,700,979.01

景峰制药有预期收益（自由现金流量）中本体现投资收益的全资、控股或参股投资C1 = 2,127,700,979.01元

基准日溢余性资产价值C2：

景峰制药预期收益（自由现金流量）中未体现未计其收益的溢余性资产价值C2=137,715,156.45元，其中，基准日账面货币资金金额140,909,879.04元，最低货币资金保有量为 11,611,389.32元，129,298,489.72元为正常经营无关，为经营性资产价值之外的溢余性资产；无形资产中有2项专利、暂获总局专利的制造方法"和暂获总局专利制剂及其制备方法"，账面价值为8,416,666.73元，为景峰制药购买的专利，以资产基础法的评估值8,416,666.73元确定，该专利涉及的产品尚在试制过程中，未纳入本次预测范围，故其应属本次所估算的经营性资产价值之外的溢余性资产。

基准日非经营性资产（负债）价值C3：

景峰制药预期收益（自由现金流量）中未计其收益的非经营性资产价值C3=178,183,913.78元，为预付账款、其他应收款、应收股利、应付账款中非经营性部分和应付股利。

基准日存在的非经营性或溢余性资产的价值

=C1+C2+C3

=2,127,700,979.01+137,715,156.45+178,183,913.78

=2,443,600,049.24（元）

e 评估价值计算

企业整体价值= 企业自由现金流量折现值+溢余资产价值+非经营性资产价值=1,175,709,895.98+2,443,600,049.24=3,619,309,945.22（元）

评估基准日股东全部股权价值=企业整体价值-付息债务=3,619,309,945.22-117,450,000.00=3,501,859,945.22元（取整350,185.99万元）

2、景峰制药各控股子公司评估情况

景峰制药各控股子公司长期股权投资评估价值较账面价值增值情况如下：

单位：万元

被投资单位名称	长期股权投资账面价值	长期投资评估价值	评估增值	增值率
景峰注射剂	2,361.00	184,536.56	182,175.56	7716.03%
景峰医药	200.00	6,412.73	6,212.73	3106.36%
安泰药业	19,600.00	19,957.56	357.56	1.82%
合计	22,161.00	210,906.84	188,745.84	851.70%

景峰制药各控股子公司评估值较各控股子公司账面净资产增值情况如下：

单位：万元

被投资单位名称	账面净资产	评估价值	评估增值	增值率
景峰注射剂	8,020.00	184,536.56	176,516.57	2200.96%
景峰医药	1,609.64	6,412.73	4,803.09	298.40%
安泰药业	-1,473.84	28,510.79	29,984.63	2,034.46%
合计	8,155.80	219,460.08	211,304.29	2590.85%

景峰制药子公司评估过程中采用收益法评估结果作为评估结论，评估具体情况如下：

1 景峰注射剂评估情况

景峰注射剂审计评估基准日净资产账面价值8,020.00万元，收益法评估值184,536.56万元，评估增值176,516.57万元，增值率为2200.96%。

景峰注射剂收益法评估详细情况如下：

①自由现金流预测

a 主营业务收入的预测

景峰注射剂共有5个产品，涵盖了注射剂、丸剂等剂型，涉及心脑血管类、妇科类等药品，景峰注射剂主要产品在未来的销售收入预测如下表：

单位：万元

项目	2013年7-12月	2014年	2015年	2016年	2017年	2018年
主营业务收入	65,184.21	127,803.00	151,382.00	175,328.48	196,905.88	206,326.72

b 主营业务成本的预测

按照企业会计制度规定，企业将所生产的完工产品转入库存商品，按单位生产成本乘以完工数量结转库存商品成本，在库存商品实现销售时，再按库存商品单位成本乘以销售数量将其结转为销售成本，评估人员预测销售成本按照预测的销售数量乘以单位销售成本确定。景峰注射剂主要产品在未来的主营业务成本预测如下表：

单位：万元

项目	2013年7-12月	2014年	2015年	2016年	2017年	2018年
主营业务成本	8,220.18	17,153.67	20,978.08	24,714.29	27,636.13	28,864.57

c 主营业务税金及附加的预测

主营业务税金及附加主要为城建税、教育费附加、地方教育费附加、价格调节基金，根据相关政策，景峰注射剂分别按分别按流转税的7%、3%、2%、销售收入的0.1%缴纳；景峰注射剂主营业务税金及附加预测如下表所示：

单位：万元

项 目	2013年7-12月	2014年	2015年	2016年	2017年	2018年
主营业务税金及附加	1,094.21	2,117.95	2,481.36	2,922.45	3,279.91	3,437.30
主营业务税金及附加/销售收入	1.68%	1.66%	1.64%	1.67%	1.67%	1.67%

d 营业外收支的预测的预测

营业外收支主要包括核算主营业务以外发生的政府补助、无需支付款、损失、捐赠等，为不可预知收支，本次