（上接A25版）

基准日账面其他应收款中应收关联方占款2,819,467.64元，剔了解，这些款项均与正常的生产经营无关。则基准日溢余性或非经营性资产（负债）价值为：2,819,467.64元

⑤评估价值计算

企业整体价值= 企业自由现金流量折现值+非经营性资产价值=61,307,797.67+2,819,467.64=64,127,265.31（元）

评估基准日股东全部股权价值=企业整体价值-付息债务=64,127,265.31-0.00=64,127,265.31（元）（取整6,412.73万元）

3）安泰药业评估情况

安泰药业审计评估基准日净资产账面价值-1,473.84万元，收益法评估值28,510.79万元，增值29,984.63万元，增值率为2,034.46%。

安泰药业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

安泰药业目前销售的共有7种产品，13个规格，涵盖了喷雾剂、胶囊剂、颗粒剂三大类，涉及心脑血管用药、抗肿瘤疼痛药、妇科炎症用药、外伤镇痛和手足癣用药、儿童感冒用药及消炎利胆用药等。安泰药业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	15,435.60	31,983.24	41,883.55	52,810.90	64,035.67	74,537.52

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，本次评估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。安泰药业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	3,221.03	6,779.64	9,048.33	11,940.18	14,890.40	17,894.26

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，其中城建税、教育费附加、地方教育费附加分别按流转税的1%、3%、2%缴纳，价格调节基金按销售收入的0.1%计算缴纳。安泰药业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	149.31	303.40	389.72	502.15	605.12	699.56
主营业务税金及附加/销售收入	0.97%	0.95%	0.93%	0.95%	0.94%	0.94%

d.其他业务利润的预测

其他业务利润主要是生产过程中非常规的零星外部加工等事项所发生的收入、成本及税金等支出，通过对安泰药业历史发生状况分析，上述事项不会经常性、长期性发生，均属偶然发生，故评估人员未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办公费、差旅费、运杂费、业务招待费、会务费、业务宣传费及其他费用等。

安泰药业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	9,389.24	19,214.06	24,946.55	31,010.69	36,918.58	42,502.22
营业费用/主营业务收入	60.83%	60.08%	59.56%	58.72%	57.65%	57.02%

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。

安泰药业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	1,401.00	2,908.14	3,461.96	4,065.70	4,709.01	5,337.85
管理费用/主营业务收入	9.08%	9.09%	8.27%	7.70%	7.35%	7.16%

g.财务费用的预测

评估人员对安泰药业未来的投资计划和发展规划及对营运资金的需求状况，考虑安泰药业的现有融资渠道，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、贴现利息主要参考安泰药业的历史数据，2013年7-12月按上期发生额的基础上分析预测，并且预测2014年之后期间保持不变。

安泰药业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	160.97	492.70	688.15	782.80	782.80	782.80

h.营业外收支预测

评估人员经对安泰药业营业外收支历史发生情况进行分析了解，安泰药业所发生的营业外收支主要为政府补助、处置资产所发生的收支，以及偶然发生的其他收支事项，发生的收、支情况均为偶然发生，不具有经常性和长期性。

2013年7月20日，北京光辉力成医药有限公司（以安泰药业被告向其他公司出售心脑宁胶囊违反《产品代理协议》和《心脑宁交接相关事宜》为由，向北京市海淀区人民法院起诉安泰药业，请求：判决安泰药业因违反合同赔偿其经济损失240万元（最终赔偿数额以光辉力成实际损失为准）；判决安泰药业继续依约履行产品代理协议；诉讼费用由安泰药业承担。

2013年9月17日，安泰药业、北京光辉力成医药有限公司、景峰制药、叶湘武共同签署了《关于心脑宁代理纠纷的补偿协议》，安泰药业需向北京光辉力成医药有限公司支付6,000万元补偿款，北京光辉力成医药有限公司撤回对安泰药业的起诉，安泰药业和北京光辉力成医药有限公司就药品代理、销售及相关事宜签订的《产品代理协议》和《心脑宁交接相关事宜》及《购销合同》等全部协议自动解除。同时，北京光辉力成医药有限公司、景峰制药、叶湘武共同签署了《保证同》，由景峰制药、叶湘武就安泰药业履行《关于心脑宁代理纠纷的补偿协议》中的所有责任和义务提供连带担保，提供连带补充责任保证。

2013年9月17日，叶湘武出具了《承诺函》；安泰药业根据《关于心脑宁代理纠纷的补偿协议》的约定应向北京光辉力成医药有限公司支付的2016年、2017年的补偿款合计2,000万元由叶湘武个人承担。

本次评估中，按照《关于心脑宁代理纠纷的补偿协议》和《承诺函》的相关条款预计了安泰药业未来需要承担的补偿金共计4,000万元。除此之外，其他营业外收支具有一定的偶然性，故本次评估除预测该补偿金外，不对未来年度的其他营业外收支进行预测。

i.所得税的预测

安泰药业2012年8月经贵州省科学技术厅、财政厅、国家税务局、地方税务局的批准，被认定为高新技术企业，有效期三年，享受所得税政策方面的优惠，所得税税率为15%。另外经贵州省经济和信息化委员会黔经信产业函〔2012〕28号《经信委关于确认贵阳天龙降脂材料有限公司等3户企业为“国家鼓励类产业企业”的批复，贵州省修文县国家税务局审核同意，安泰药业享受国家西部大开发15%的优惠税率。

本次评估假设未来安泰药业仍为高新技术企业，享有上述优惠政策，未来以15%的税率进行预测。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，主要根据安泰药业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。固定资产折旧均按直线法预测。折旧年限的确定是根据安泰药业财务固定资产状况和综合折旧年限确定的，具体为：房屋构筑物类资产为20年，机器设备类、车辆及其他资产为10年，电子设备类资产为8年，资产的残值率均按5%确定。

摊销项目主要是无形资产的土地使用权摊销，土地的摊销年限为50年，安泰药业未来年度摊销按现行政策预测。

安泰药业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	164.15	328.30	328.30	510.70	510.70	510.70

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（“大性支出”），增量固定资产的正常更新支出（重置支出）。

安泰药业2013-2014年将陆续投入生产扩能改造，主要固体车间扩产改造项目。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				
		2013	2014	2015	2016	2017
固体车间扩产改造	2100	0	630	1470	0	0

安泰药业的房屋建筑物会计折旧年限较短，为20年，考虑到该部分房屋建筑物成新率较高，其使用、维修、保养状况较好，本次在考虑正常更新支出时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，故按照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转固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，安泰药业于基准日预计未来尚需支付土地出让金82.24万元。

安泰药业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	–	630.00	1,470.00		–	–
土地出让金支出	82.24					
资产更新投资	98.48	196.96	196.96	369.10	369.10	369.10
资本性支出合计	180.73	826.96	1,666.96	369.10	369.10	369.10

l.营运资金增加额

根据2010年至2013年1-6月的历史年度相关数据，得到各年营运资金占销售收入的百分比分别为38.%、-15.78%、7.03%及10.17%，由于安泰药业在2013年1月后管理方式、销售策略等发生了重大变化，因此本次以2013年1-6月营运资金占年销售收入的比值为10.17%作为未来年度营运资金的计算依据。

安泰药业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	1,667.47	1,358.97	1,559.78	1,705.30	1,724.52	1,621.43

m.自由现金流量的预测

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（扣除税务影响后）-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	15,435.60	31,983.24	41,883.55	52,810.90	64,035.67	74,537.52	74,537.52
减：折扣与折让							
二、主营业务收入净额	15,435.60	31,983.24	41,883.55	52,810.90	64,035.67	74,537.52	74,537.52
减：主营业务成本	3,221.03	6,779.64	9,048.33	11,940.18	14,890.40	17,894.26	17,894.26
主营业务税金及附加	149.31	303.4	389.72	502.15	605.12	699.56	699.56
三、主营业务利润	12,065.26	24,900.21	32,445.51	40,368.57	48,540.14	55,943.69	55,943.69
减：营业费用	9,389.24	19,214.06	24,946.55	31,010.69	36,918.58	42,502.22	42,502.22
管理费用	1,401.00	2,908.14	3,461.96	4,065.70	4,709.01	5,337.85	5,337.85
财务费用	160.97	492.7	688.15	782.8	782.8	782.8	782.8
四、营业利润	1,114.05	2,285.30	3,348.86	4,509.38	6,129.75	7,320.81	7,320.81
加：投资收益							
补贴收入							
营业外收支净额	-2,000.00	-1,000.00	-1,000.00				
五、利润总额	-885.95	1,285.30	2,348.86	4,509.38	6,129.75	7,320.81	7,320.81
所得税率	15%	15%	15%	15%	15%	15%	15%
减：所得税	-70.37	126.16	352.33	676.41	919.46	1,098.12	1,098.12
六、净利润	-815.58	1,159.14	1,996.53	3,832.97	5,210.29	6,222.69	6,222.69
加：折旧及摊销	164.15	328.3	328.3	510.7	510.7	510.7	510.7
财务费用	136.82	418.8	584.93	665.38	665.38	665.38	665.38
减：资本性支出	180.73	826.96	1,666.96	369.1	369.1	369.1	369.1
营运资本变动	1,667.47	1,358.97	1,559.78	1,705.30	1,724.52	1,621.43	–
七、营业现金流量	-2,362.80	-279.69	-316.98	2,934.65	4,292.75	5,408.25	7,029.67
折现率	12.13%	12.13%	12.13%	12.13%	12.13%	12.13%	12.13%

②折现率

a.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。

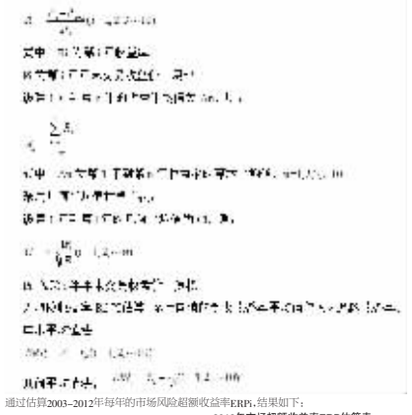
通过计算，得到上述国债到期收益率的平均值3.67 %作为本次评估的无风险收益率。

b.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。

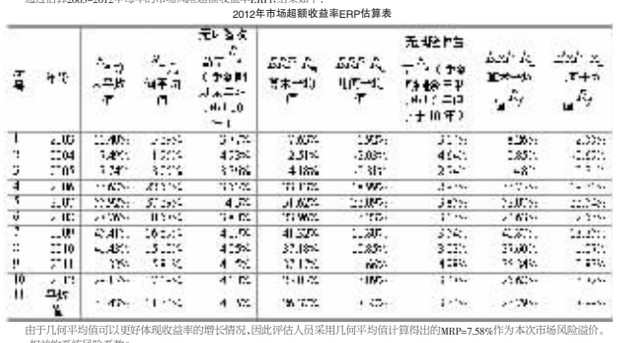
采用算术平均值计算年收益率方法：

设：每年收益率为Ri，则：



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



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安泰药业相近的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归集的相对与沪深两市（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安泰药业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

根据安泰药业的财务结构进行调整，确定适用于安泰药业的β系数。

计算公式为：

βl= (1+(1-T)×D/E)×βu

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

安泰药业的资本结构比率确定过程如下：

截止评估基准日，企业付息债务为3,735.00万元，资产负债率为120.38%，远高于全行业平均值49.9%。主要原因是被安泰药业2011年之前发生了大量应收款项的坏账损失所致，导致净资产为负数。

根据安泰药业的五年战略规划并结合企业类型、可比上市公司的资本结构、管理层未来的筹资策略等确定，经综合分析，预测企业的资本结构将保持与行业相近的上市公司的资本结构一致。

经查阅Wind资讯网，评估人员选取了沪深A股类医药制造业上市公司与安泰药业相近的上市公司的资本结构平均值作为企业稳定期的资本结构。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	12.1214	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				
各年平均值D/E(%)		35.43				

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，安泰药业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	永续年度
目标资本结构D/E	35.43%	35.43%	35.43%	35.43%	35.43%	35.43%	35.43%

T:所得税率；

安泰药业2009年、2012年被贵州省科学技术厅、贵州省财政厅、贵州省国家税务局、贵州省地方税务局确定为高新技术企业，2010年至2015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，认为安泰药业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。故假设安泰药业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安泰药业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	永续年度
企业β	0.8614	0.8614	0.8614	0.8614	0.8614	0.8614	0.8614

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 多家上市公司近10年的数据进行的分析研究，结合安泰药业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4.2%

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	14.40%	14.40%	14.40%	14.40%	14.40%	14.40%

f.债务资本成本Kd

在评估基准日，安泰药业的付息债务为短期借款100.00万元、一年内到期的非流动负债3,635.00万元，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= 6.71%。

g.资本结构

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，安泰药业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	永续年度
目标资本结构D/E	35.43%	35.43%	35.43%	35.43%	35.43%	35.43%	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	12.13%	12.13%	12.13%	12.13%	12.13%	12.13%

③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	-2,362.80	-279.69	-316.98	2,934.65	4,292.75	5,408.25	7,029.67
企业WACC	12.13%	12.13%	12.13%	12.13%	12.13%	12.13%	12.13%
折现期	0.50	1.50	2.50	3.50	4.50	5.50	
折现系数	0.9444	0.8423	0.7512	0.6699	0.5975	0.5329	4.3947
各期现值	-2,231.38	-235.57	-238.11	1,966.04	2,564.88	2,881.93	30,893.43

经计算，经营性资产价值为356,012,216.82元。

④非经营性或溢余性资产估算

预期收益（自由现金流量）中未体现投资收益的全资、控股或参股投资C1：

安泰药业在基准日账面无长期投资，故而企业有预期收益（自由现金流量）中未体现投资收益的全资、控股或参股投资C1 =0.00元。

基准日溢余性资产价值C2：

安泰药业基准日账面货币资金余额2,510,663.63元，正常经营需要的最低货币资金保有量为2,431,730.50元，多出的78,933.13元为经营性资产价值之外的溢余性资产。

基准日账面在建工程中包括提取车间建设项目账面金额465,000.00元，由于该在建工程未来转固形成中药提取的生产能力未体现在企业未来收益预测中，未来该中药提取能力已在制造费用外部加工费中预测，因此其应属本次所估算的经营性资产价值之外的溢余性资产，其价值以资产基础法的评估值465,000.00元确定。

基准日非经营性资产（负债）价值C3

预付账款中部分款项并非企业直接经营活动相关的资产，应属所估计经营性资产价值之外的非经营性资产，其价值以资产基础法的评估值1,001,784.00元确定。

基准日存在的非经营性或溢余性资产的价值

=C1+C2+C3

= 0.00+543,933.13+1,001,784.00

=1,545,717.13（元）

⑤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=356,012,216.82+1,545,717.13=357,557,933.95（元）

评估基准日股东全部股权价值=企业整体价值-付息债务=357,557,933.95-72,450,000.00 =285,107,933.95（元）（取整28,510.79万元）

3.评估增值分析

本次交易拟购买资产景峰制药采用资产基础法和收益法两种方法评估，中天华根据景峰制药的实际情况，采用收益法评估结果作为评估结论。

根据中天华出具的〔2013〕第1255号评估报告，景峰制药100%股权采用收益法评估的评估价值为350,185.99万元，较账面净资产60,991.23万元增值289,194.76万元，增值率为474.16%。评估增值原因如下：

1）母公司经营性资产评估增值

景峰制药母公司经营性资产评估价值为117,570.99万元，评估增值原因主要是其主要产品玻璃酸钠注射液市场前景良好，预测期销售规模实现较大幅度增长。玻璃酸钠注射液细分市场属于骨科关节腔注射用凝胶市场，根据南方医药经济研究所的研究数据，预计2012至2019年我国骨科关节腔注射用凝胶市场销售额将由11.74亿元增长至32.30亿元，景峰制药生产的玻璃酸钠注射液2012年市场份额为24.97%，市场排名第二，预测期将继续保持良好的增长态势。

2）对子公司长期股权投资评估增值较大

景峰制药子公司长期股权投资评估增值情况如下：

单位：万元

被投资单位名称	长期股权投资账面价值	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	增值率
景峰注射剂	2,361.00	184,536.56	100%	184,536.56	7716.03%
景峰医药	200.00	6,412.73	100%	6,412.73	3106.36%
安泰药业	19,600.00	28,510.79	70%	19,957.56	1.82%
合计	22,161.00	219,460.08		210,906.84	851.70%

景峰制药子公司评估增值主要是景峰注射剂、景峰医药评估增值，景峰注射剂、景峰医药主要生产和销售产品为参苦葡萄糖注射液，其评估增值原因主要是参苦葡萄糖注射液市场前景良好，预测期业务规模实现较大幅度增长。参苦葡萄糖注射液细分市场属于心脑血管中药注射剂市场，根据南方医药经济研究所的研究数据，预计2012至2019年我国心脑血管中药注射剂市场销售额将由451亿元增长至1,010亿元，景峰制药生产的参苦葡萄糖注射液2012年市场份额为2.86%，市场排名第七，预测期将继续保持良好的增长态势。

综上所述，景峰制药收益法评估增值主要原因是其主要产品玻璃酸钠注射液、参苦葡萄糖注射液市场前景良好，其所在细分市场均处于高速增长时期，预测期景峰制药两大主要产品业务规模呈现较大幅度增长。

4.评估值敏感性分析

①对评估值对预测期营业收入的敏感性分析

假设其他因素不变，预测期景峰制药营业收入增加5%、10%、15%，减少5%、10%、15%情况下，景峰制药评估值变化情况如下：

单位：万元

序号	收入变动比例	评估值	评估值变动	变动比例
1	5%	380,098.35	29,912.36	8.54%
2	10%	410,011.37	59,825.38	17.08%
3	15%	439,924.92	89,738.93	25.63%
4	-5%	320,274.39	-29,911.60	-8.54%
5	-10%	290,363.71	-59,822.28	-17.08%
6	-15%	260,454.10	-89,731