

# B086 信息披露 | Disclosure

(上接B085版)

**折现率的确定**  
 折现率，又称期望投资回报率，是基于资产预计未来现金流量的现值确定评估价值的重要参数。本次评估的折现率我们采用综合资本加权平均成本（Weighted Average Cost of Capital或WACC），作为对评价对象的综合资本的自由现金流量的折现率。

加权平均资本成本（WACC）的估算公式如下：

$$\text{WACC} = E/(D+E) \times Re + D/(D+E) \times (1-t) \times Rd$$

$$= 1/(D/E+1) \times Re + D/(D/E+1) \times (1-t) \times Rd$$

式中：WACC：加权平均资本成本；  
 D：债务的市场价值；  
 E：股权市值；  
 Re：权益资本成本，其中：  
 Re=R<sub>f</sub> + B × ERP + RC  
 R<sub>f</sub>：无风险收益率；  
 B：企业风险系数；  
 ERP：市场超额收益率；  
 RC：企业特定风险超额收益率；  
 Rd：债务资本成本；  
 D/E：资产负债率；  
 t：企业所得税税率。  
 根据商誉减值测试的要求，需要采用税前折现率，因此税前折现率 $r=WACC/(1-\text{所得税率})$ 。

①估算无风险收益率  
 通常认为持有国债到期不能兑现的风险很小，可以忽略不计，故评估一般以国债持有期收益率作为无风险收益率。考虑到股权投资一般并非短期投资行为，在中国债券市场选择从评估基准日至“国债到期”的日期内进行为期5年的国债作为估算国债到期收益率的样本，评估基准日符合上述样本选择标准的国债到期收益率为4.0943%，以此作为本次评估的无风险收益率。

②估价时点的折现率  
 2017年1月，Damodaran更新发布了市场风险溢价研究成果，结合该最新发布数据，测算出我国国内的股票市场风险溢价，现对各项参数取值说明如下：

1、成熟市场股票风险溢价  
 选定美国市场做为成熟市场，美国不同时期股票风险溢价如下表所示：

时期	基于短期国库券的股票风险溢价	基于长期国债的股票风险溢价
1928-2016	7.96%	6.24%
1967-2016	6.67%	4.37%
2007-2016	7.90%	3.62%

注：上表中的数据为算术平均方法计算结果。

ii、国库券违约利差  
 穆迪评级机构对我国的债务评级为Aaa,相对应的违约利差为70个基点,即0.70%。

iii、股票市场相对于债券市场的波动率

④股票/国库债为股票市场相对于债券市场的波动率,Damodaran在本次计算中使用1.23倍的比率代表股票市场的波动率。

iv、市场风险溢价

基于历史的股票风险溢价，选取美国长期国债的1928年至2016年的股票风险溢价6.24%为成熟股票风险溢价。

市场价格风险溢价

本次评估中，由于被评估企业不是上市公司，无法直接取得其贝塔值，评估人员是通过对国内上市公司的情况来间接获得被评估企业适用的贝塔系数。为此我们采用的方法是在上市公司中寻找一些在主营业务范围、经营业绩和资产规模等均与被评估企业相当或相近的上市公司作为对本公司Beta值计算确定，具体过程如下：

首先根据公司的类似上市公司Beta计算出SW影视动漫的无财务杠杠的Beta( $\beta_u$ )，然后根据行业资产结构D/E,结合企业负担的所得税税率计算出企业的含财务杠杠的Beta( $\beta_L$ )。

计算公式如下：

$\beta_L = (1-T) \times D/E \times \beta_u$

公式中：

B:有财务杠杠的Beta;

D:E:行业资本结构;

$\beta_u$ :无财务杠杠的Beta;

t:所得税税率;

其中行业的D/E按以下公式计算：

D=长,短期借款/市场价值

E=净资产负债价值

选取同行1至3家上市公司作为对比数据，计算的时间范围取评估基准日前24个月，收益率计算方式取普通股收益率，且剔除财务杠杠影响，得到SW影视动漫的Beta系数的平均值为0.7676，具体情况详见收益法分析表。

截至评估基准日，采用行业资本结构D/E的29.26%，具体情况详见收益法明细表。

⑤估价时点的折现率  
 则被评估单位的折现系数 $\beta = (1-T) \times D/E \times \beta_u = 0.9360$ 。

⑥估价时点的折现率  
 对于特有风险收益率，资产评估师通常会结合对测试对象和行业平均的财务数据分析、行业分析等从以下方面考虑，经综合分析本次被测试单位与行业平均数据各方面差异，最后估算被评估单位的其他特有风险为1.00%。

⑦所得税税率  
 被测试单位的税金及附加为代扣代缴所得税，根据《企业会计准则第8号—资产减值》第十二条，预计资产的未来现金流量不应当包括筹资活动产生的现金流入或流出以及与所得税相关的现金流量。因此，本次测试将测试费用主要包括工资、广告费用等，本次按照未来市场发展趋势对销售费用进行预测。

⑧折旧及无形资产的预测  
 资本性支出不仅考虑固定资产的更新改造支出，还考虑了依赖企业自身的生产经营所能实现的资本性支出，是企业保持现有的经营规模和生产水平，获得永续收益的保障。对资本性支出预测，新增固定资产与当年购置旧设备相等。

⑨运营资金的预测  
 营运资金是指随着企业经营活动的变化正常经营所需保持的现金、存货、获取他人的商业信用而占用的现金等，同时在经济活动中提供商业信用相应可以减少现金的即时支付。因此，估算营运资金原则通常考虑正常经营所需保持的现金(最低现金保有量)、存货、应收账款和应付款项等主要因素。营运资金增加额为：

营运资金增加额 = 本期营运资金 - 初期营运资金

其中：营运资金 = 最低现金保有量 + 存货 + 应收账款 - 应付款项

根据测试对象对行业经营的资产和损益、收入和成本费用的统计分析以及对未来经营期内各年度收入与成本的估算结果。

⑩折现率的确定

折现率，又称期望投资回报率，是基于收益法确定测试价值的重要参数。本次测试的折现率我们采用资产组由自由现金流净额折现折现前利润的BITDA的折现率。

根据《企业会计准则第1号—资产减值》第十二条，预计资产的未来现金流量也应当包括当期资产产生的现金流入或支出以及与所得税有关的现金流量。因此，本次测试不对财务费用和所得税进行预测。对保证口径的一致性，本次测试对折现率平均资本成本(WACC)的估算公式如下调整：

$WACC = E/(D+E) \times Re + D/(D+E) \times (1-T) \times Rd$

其中：

Rd:债务资本成本;

D/E:资本结构;

E:股权市值;

Re:权益资本成本，其中：

Re=R<sub>f</sub> + B × ERP + RC

R<sub>f</sub>:无风险收益率;

B:企业风险系数;

ERP:市场超额收益率;

RC:企业特定风险超额收益率;

Rd:债务资本成本;

D/E:资产负债率;

t:所得税税率。

⑪折现率的确定

折现率，又称期望投资回报率，是基于收益法确定测试价值的重要参数。本次测试的折现率我们采用资产组由自由现金流净额折现折现前利润的BITDA的折现率。

根据《企业会计准则第1号—资产减值》第十二条，预计资产的未来现金流量也应当包括当期资产产生的现金流入或支出以及与所得税有关的现金流量。因此，本次测试不对财务费用和所得税进行预测。对保证口径的一致性，本次测试对折现率平均资本成本(WACC)的估算公式如下调整：

$WACC = E/(D+E) \times Re + D/(D+E) \times (1-T) \times Rd$

其中：

Rd:债务资本成本;

D/E:资本结构;

E:股权市值;

Re:权益资本成本，其中：

Re=R<sub>f</sub> + B × ERP + RC

R<sub>f</sub>:无风险收益率;

B:企业风险系数;

ERP:市场超额收益率;

RC:企业特定风险超额收益率;

Rd:债务资本成本;

D/E:资产负债率;

t:所得税税率。

⑫估价时点的折现率

折现率，又称期望投资回报率，是基于资产预计未来现金流量的现值确定评估价值的重要参数。本次测试的折现率我们采用综合资本加权平均成本（Weighted Average Cost of Capital或WACC），作为对评价对象的综合资本的自由现金流量的折现率。

加权平均资本成本（WACC）的估算公式如下：

$WACC = E/(D+E) \times Re + D/(D+E) \times (1-T) \times Rd$

= 1/(D/E+1) × Re + D/(D/E+1) × (1-T) × Rd

式中：WACC：加权平均资本成本；  
 D:债务的市场价值；  
 E:股权市值；  
 Re:权益资本成本，其中：  
 Re=R<sub>f</sub> + B × ERP + RC

R<sub>f</sub>:无风险收益率;

B:企业风险系数;

ERP:市场超额收益率;

RC:企业特定风险超额收益率;

Rd:债务资本成本；

D/E:资产负债率；

t:所得税税率。

⑬估价时点的折现率

折现率，又称期望投资回报率，是基于资产预计未来现金流量的现值确定评估价值的重要参数。本次测试的折现率我们采用综合资本加权平均成本（Weighted Average Cost of Capital或WACC），作为对评价对象的综合资本的自由现金流量的折现率。

加权平均资本成本（WACC）的估算公式如下：

$WACC = E/(D+E) \times Re + D/(D+E) \times (1-T) \times Rd$

= 1/(D/E+1) × Re + D/(D/E+1) × (1-T) × Rd

式中：WACC：加权平均资本成本；  
 D:债务的市场价值；  
 E:股权市值；  
 Re:权益资本成本，其中：  
 Re=R<sub>f</sub> + B × ERP + RC

R<sub>f</sub>:无风险收益率;

B:企业风险系数;

ERP:市场超额收益率;

RC:企业特定风险超额收益率;

Rd:债务资本成本；

D/E:资产负债率；

t:所得税税率。

⑭估价时点的折现率

折现率，又称期望投资回报率，是基于资产预计未来现金流量的现值确定评估价值的重要参数。本次测试的折现率我们采用综合资本加权平均成本（Weighted Average Cost of Capital或WACC），作为对评价对象的综合资本的自由现金流量的折现率。

加权平均资本成本（WACC）的估算公式如下：

$WACC = E/(D+E) \times Re + D/(D+E) \times (1-T) \times Rd$

= 1/(D/E+1) × Re + D/(D/E+1) × (1-T) × Rd

式中：WACC：加权平均资本成本；  
 D:债务的市场价值；  
 E:股权市值；  
 Re:权益资本成本，其中：  
 Re=R<sub>f</sub> + B × ERP + RC

R<sub>f</sub>:无风险收益率;

B:企业风险系数;

ERP:市场超额收益率;

RC:企业特定风险超额收益率;

Rd:债务资本成本；

D/E:资产负债率；

t:所得税税率。

⑮估价时点的折现率

折现率，又称期望投资回报率，是基于资产预计未来现金流量的现值确定评估价值的重要参数。本次测试的折现率我们采用综合资本加权平均成本（Weighted Average Cost of Capital或WACC），作为对评价对象的综合资本的自由现金流量的折现率。

加权平均资本成本（WACC）的估算公式如下：

$WACC = E/(D+E) \times Re + D/(D+E) \times (1-T) \times Rd$

= 1/(D/E+1) × Re + D/(D/E+1) × (1-T) × Rd

式中：WACC：加权平均资本成本；  
 D:债务的市场价值；  
 E:股权市值；  
 Re:权益资本成本，其中：  
 Re=R<sub>f</sub> + B × ERP + RC

R<sub>f</sub>:无风险收益率;

B:企业风险系数;

ERP:市场超额收益率;

RC:企业特定风险超额收益率;

Rd:债务资本成本；

D/E:资产负债率；

t:所得税税率。

⑯估价时点的折现率

折现率，又称期望投资回报率，是基于资产预计未来现金流量的现值确定评估价值的重要参数。本次测试的折现率我们采用综合资本加权平均成本（Weighted Average Cost of Capital或WACC），作为对评价对象的综合资本的自由现金流量的折现率。

加权平均资本成本（WACC）的估算公式如下：

$WACC = E/(D+E) \times Re + D/(D+E) \times (1-T) \times Rd$

= 1/(D/E+1) × Re + D/(D/E+1) × (1-T) × Rd

式中：WACC：加权平均资本成本；  
 D:债务的市场价值；  
 E:股权市值；  
 Re:权益资本成本，其中：  
 Re=R<sub>f</sub> + B × ERP + RC

R<sub>f</sub>:无风险收益率;

B:企业风险系数;

ERP:市场超额收益率;

RC:企业特定风险超额收益率;

Rd:债务资本成本；

D/E:资产负债率；

t:所得税税率。

⑰估价时点的折现率

折现率，又称期望投资回报率，是基于资产