（上接A42版）

2014年1-9月,天芮经贸扭亏为盈,主要是自2014年以来,天芮经贸采取调整产品品类,增加高毛利玩具的销售,报告期内,天芮经贸毛利率为13.90%,13.28%和17.77%。2012年、2013年毛利率较低,导致天芮经贸出现亏损。

天芮经贸具体财务状况及财务指标变动原因见“第九节 财务会计信息”之“三、衍生品”之“（二）上海天芮经贸有限公司”。

9、最近三年曾进行资产评估、交易、增资或改制情况

天芮经贸最近三年不存在评估、以公司股权为标的的交易、增资和改制的情形。

10、评估情况

坤元评估根据有关法律、法规和资产评估准则、资产评估原则,分别采用资产基础法和收益法,按照必要的评估程序,对天芮经贸100%股权涉及的股东全部权益进行评估,最终采用收益法评估结果作为天芮经贸股东全部权益的评估值。根据坤元评估出具的《资产评估报告》,评估基准日2014年9月30日,天芮经贸经审计总资产为1,053.48万元,负债总额为1,087.79万元,净资产为-34.30万元。采用收益法评估,天芮经贸于评估基准日的股东全部权益价值为8,158.16万元,增值率为23,883.60%。

（1）资产基础法评估情况

采用资产基础法评估,天芮经贸股东全部权益价值于评估基准日2014年9月30日的评估值为-15.46万元。其中,资产账面价值为1,053.48万元,评估价值1,072.32万元,评估增值18.84万元,增值率为1.79%;负债账面价值1,087.79万元,评估价值1,087.79万元,增值率为0.00%;股东全部权益账面价值-34.30万元,评估价值-15.46元,评估增值18.84元,增值率为54.92%。具体评估结果如下表所示:

单位:万元

项　目	账面价值	评估价值	增减值	增值率
	A	B	C=B-A	D=C/A*100%
一、流动资产	1,031.76	1,046.33	14.57	1.41
二、非流动资产	21.72	25.99	4.27	19.66
其中:长期股权投资	21.55	25.71	4.16	19.32
固定资产	0.17	0.28	0.11	61.73
资产总计	1,053.48	1,072.32	18.84	1.79
三、流动负债	1,087.79	1,087.79	0.00	0.00
负债合计	1,087.79	1,087.79	0.00	0.00
股东权益合计	-34.30	-15.46	18.84	54.92

资产基础法评估增值部分主要系流动资产评估增值和固定资产评估增值,其中,流动资产评估增值系应收账款和其他应收款坏账准备评估结为0,以及存货增值;固定资产评估增值系设备折旧年限短于经济耐用年限。

（2）收益法评估情况

① 收益预测的假设条件

A、基本假设

a、本次评估以委估资产的产权利益主体变动为前提,产权利益主体变动包括利益主体的全部改变和部分改变;

b、本次评估以公开市场交易为假设前提;

c、本次评估以被评估单位维持现状按预定的经营目标持续经营为前提,即被评估单位的所有资产仍然按照目前的用途和方式使用,不考虑变更目前的用途或用途不变而变更规划和使用方式;

d、本次评估以被评估单位提供的有关法律性文件、各种会计凭证、账簿和其他资料真实、完整、合法、可靠为前提;

e、本次评估以宏观环境相对稳定为假设前提,国国家现有的宏观经济、政治、政策及被评估单位所处行业的产业政策无重大变化,或其变化能明确预期;国家货币金融政策基本保持不变,国家现行的利率、汇率等无重大变化,或其变化能明确预期;国家税收政策、税种及税率等无重大变化,或其变化能明确预期;

f、本次评估以企业经营环境相对稳定为假设前提,即企业主要经营场所及业务所涉及地区的社会、政治、法律、经济等经营环境无重大改变;企业能在既定的经营范围内开展经营活动,不存在任何政策、法律或人为障碍。

B、具体假设

a、本次评估中的收益预测建立在被评估单位提供的发展规划和盈利预测的基础上;

b、假设被评估单位在未来的经营期内,其营业费用和管理费用等各项期间费用不会在现有基础上发生大幅的变化,总体格局维持现状;

c、假设被评估单位管理层勤勉尽责,具有足够的管理才能和良好的职业道德,被评估单位的管理风险、资金风险、市场风险、技术风险、人才风险等处于可控范围或可以得到有效化解;

d、假设被评估单位完全遵守所有有关的法律和法规,其所有资产的取得、使用等均符合国家法律、法规和规范性文件;

e、假设被评估单位每一年度的营业收入、成本费用、改造等的支出,在年度内均匀发生;

f、假设被评估单位的产品或服务所在的市场处于相对稳定状态;

g、假设应收款项能正常回收,应付款项需正常支付;

h、假设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;

i、假设评估基准日后被评估单位在现有管理方式和管理水平的基础上,经营范围、方式与目前方向保持一致。

j、假设被评估单位在收益预测期内采用的会计政策与评估基准日时采用的会计政策在所有重大方面一致。

② 收益法的模型

结合本次评估目的和评估对象,采用企业自由现金流折现模型确定企业自由现金流价值,并分析公司溢余资产、非经营性资产的价值,确定公司的整体价值,并扣除公司的付息债务确定公司的股东全部权益价值。计算公式为:

股东全部权益价值＝企业整体价值－付息债务

企业整体价值＝企业自由现金流评估值＋非经营性资产的价值＋溢余资产价值

本次评估采用分段法对企业的收益进行预测,即将企业未来收益分为明确的预测期间的收益和明确的预测期之后的收益。计算公式为:

[illegible]

③ 收益期与预测期的确定

本次评估假设天芮经贸的存续期间为永续期,那么收益期为无限期。采用分段法对天芮经贸的收益进行预测,即将天芮经贸未来收益分为明确的预测期间的收益和明确的预测期之后的收益,其中对于明确的预测期的确定综合考虑了行业和天芮经贸目身发展的情况,根据本次评估的市场调查和预测,取5年(即至2018年末)作为分割点较为适宜。

④ 非经营性资产、溢余资产的确定

非经营性资产是指与企业经营收益无关的资产。

溢余资产是指超过企业正常经营需要的资产规模的那部分经营性资产,包括多余的现金及现金等价物,有价证券等。

非经营性资产和溢余资产的价值,根据资产基础法中具体资产的评估价值来确定。

⑤ 预测期的收益预测

A、营业收入、营业成本预测

a、报告期内营业收入、成本、毛利率分析

公司2012年至2014年9月30日的营业收入、成本、毛利率具体如下表所示:

单位:万元

项目	2012年	2013年	2014年1-9月
营业收入	3,657.13	2,611.51	2,482.95
营业成本	3,148.91	2,264.82	2,041.80
毛利率	14%	13%	18%

b、营业收入、营业成本预测

i、营业收入

天芮经贸公司是一家专注于儿童玩具产品的商贸型企业。与国内各玩具供应商有着稳定的合作发展。

经过近几年来的运作,公司与国际知名KA如沃尔玛、Tesco乐购,国内知名KA如大润发、世纪联华、农工商、华联吉买盛等各大连锁超市建立了长期和稳定的合作伙伴关系。截至评估外勤日,公司已于华联吉买盛、Tesco乐购、农工商、沃尔玛、联华超市,签订了销售意向性协议。另一方面,公司在销售网点数量、网点的进入门槛和成本、物流和配送、现场服务等方面建立了核心竞争优势,与此同时,终端网点、驻店促销员能够及时有效地反馈市场信息、消费者动态,从而使公司能够及时将市场信息融入产品,以及整合制造商的供应,形成公司良性营运循环,提高了市场占有率。

通过对截至2014年9月已开票的情况进行了统计分析,2014年1-9月已开票金额约2,400万元(不含税金额,下同),具体明细见下表:

已开票金额

单位:元

公司	渠道	开票
天两经贸	联华	3,212,079.68
	农工商	791,839.48
	沃尔玛	3,831,187.87
	乐购	10,690,721.08
	吉买盛	271,433.93
上海林顿	华北大润发	683,785.34
	东北大润发	4,753,298.37
合计		24,234,345.75

根据上述统计分析,根据权责发生制原则,天芮经贸公司已确认的收入金额为2,400多万元,天芮经贸平均每季度收入金额为800多万元,结合天芮经贸目前的经营实际预测了2014年10-12月的营业收入。

对2015年及以后年度的营业收入的预测,结合公司的发展状况和市场前景,采用趋势分析法进行预测。公司2011年收入增长率为32.51%,由于公司2012年、2013年调整了产品结构,不再销售部分毛利较低的产品,因此营业收入下滑。2014年随着公司新销售渠道的开拓,新产品的开发,该项因素所带来的不利影响已完全消除,预计2014年、2015年公司将逐渐恢复以前年度的收入增长水平;2016-2018年,随着经营规模的扩大,收入增长率将逐渐下降,至永续期时收入将保持稳定。

天芮经贸公司主要从事玩具的经营和销售,与国内各玩具供应商有着稳定的合作发展。

ii、营业成本

天芮经贸目前向于资金等原因,产品大多属于传统类玩具,主要面向中低端消费人群,该部分产品由于市场竞争大,销售价格普遍偏低,毛利率较低;另一方面,天芮经贸近几年加速拓展业务渠道,支付了大量的渠道进场费,因此导致整体毛利水平低于行业平均。

未来随着资金状况的好转,天芮经贸计划增加以下产品的投入:一、电子玩具(比如:遥控飞机、带重力感方向盘遥控车等)高毛利的产品;二、企业专用产品(OEM)的投入;三、加强动漫品牌产品的采购。

首先,电子玩具采购价格较高,但是毛利率水平比较客观,如目前经营的电子玩具产品——遥控飞机,采购价格58元,销售给KA卖场的平均价格在120元左右,平均毛利可达51%,并且产品销售稳定。

其次,天芮经贸计划对目前市场上现有动漫品牌产品进行整合,比如:迪士尼、喜羊羊、熊出没、憨憨太哪儿等动漫产品。这些有动漫题材品牌都有授权给不同工厂生产产品,但每个授权企业只生产其中的某一个分类,产品比较散。这些动漫产品的售有动画片等媒体的支持和推广,市场也会有相应的指导售价、销售量也高于普通的产品。目前天芮经贸在华北大润发30家门店销售的迪士尼乐器系列产品,7-9月销售额近20万,销售数量近15万个,毛利率可达53%。

最后,天芮经贸未来计划向有一定资质的工厂定做销量较好的产品,并改用公司本身的品牌,这样的产品性价比较高,价格可由天芮经贸自行控制,加上这类产品销量比较稳定,利润较高。

从2014年开始,天芮经贸正在逐步调整产品结构,1-9月传统玩具比例已从90%下降至80%,毛利率从13%上升至18%。

未来天芮经贸发展战略是大幅度减少低毛利率的传统玩具,大力提高毛利率电子玩具,品牌授权玩具和自有品牌玩具的比重,优化产品结构,从而快速提高毛利率。另一方面,天芮经贸销售渠道已逐渐形成规模,渠道进场费已在前期摊派完毕,营业成本将大幅度下降。

故预计天芮经贸2014年的综合毛利率将达到21%左右,而2014年1-9月的毛利率在18%,2014年10-12月,产品结构的变动将带动毛利率上升。未来从总体上看,随着产品结构的变化,预测期内毛利率将高于历史平均水平。

综上所述,报告期及未来年度的营业收入和营业成本预测如下:

单位:万元

厂家名称	年度	2012年	2013年	2014年1-9月	2014年10-12月	2015年	2016年	2017年	2018年	永续期
乐购	销售收入	1,478.25	1,373.60	1,069.07	330.93	1,680.00	2,016.00	2,217.60	2,439.36	2,439.36
世纪联华	销售收入	531.57	484.92	321.21	178.79	600.00	720.00	792.00	871.20	871.20
沃尔玛	销售收入	1,305.53	442.11	383.12	186.88	684.00	820.80	902.88	993.17	993.17
农工商	销售收入	341.78	310.88	79.18	20.82	120.00	144.00	158.40	174.24	174.24
联华吉买盛	销售收入			27.14	32.86	72.00	86.40	95.04	104.54	104.54
东北大润发	销售收入			475.33	194.67	804.00	964.80	1,061.28	1,167.41	1,167.41
华北大润发	销售收入			127.90	142.10	324.00	388.80	427.68	470.45	470.45
其他	销售收入			–		600.00	720.00	792.00	871.20	871.20
合计收入		3,657.13	2,611.51	2,482.95	1,087.05	4,884.00	5,860.80	6,446.88	7,091.57	7,091.57
合计成本		3,148.91	2,264.82	2,041.80	804.42	3,272.28	3,750.91	4,126.00	4,964.10	4,964.10

B、营业税金及附加的预测

天芮经贸营业税金及附加主要包括增值税、城建税、教育费附加及地方教育费附加、河道管理费等。

本次预测时,先按照未来各年的收入和成本情况,计算出当年的应交营业税金额,再乘以各项税金及附加的比率后得出。

未来各年的营业税金及附加预测如下:

单位:万元

项目	2014年10-12月	2015年	2016年	2017年	2018年	永续年
营业收入	1,087.05	4,884.00	5,860.80	6,446.88	7,091.57	7,091.57
营业税金及附加	2.47	11.08	13.29	14.62	16.08	16.08
营业税金及附加比率	0.23%	0.23%	0.23%	0.23%	0.23%	0.23%

C、期间费用的预测

a、营业费用的预测

营业费用主要由职工薪酬福利、卖场费用、仓储租赁费用、物流费用等构成。

对于职工薪酬,结合天芮经贸未来人力资源配置计划,同时考虑未来工资水平按一定比例增长进行测算。对社会保险等工资性支出,按规定以工资的一定比例测算。

对于其他销售费用的预测主要采用趋势分析法,以营业收入为参照系数,根据历史数据,采用一定的数学方法,分析各销售费用项目的发生规律,根据企业未来面临的市场环境,对天芮经贸未来发生的销售费用进行了预测。

计算结果见下表:

单位:元

项目	2014年10-12月	2015年	2016年	2017年	2018年	永续年
营业费用	30.94	412.28	437.05	478.18	523.25	523.25
营业收入	1,087.05	4,884.00	5,860.80	6,446.88	7,091.57	7,091.57
营业费用/营业收入	2.85%	8.4%	7.46%	7.42%	7.38%	7.38%

b、管理费用的预测

管理费用主要由职工薪酬福利、办公用品费用等构成。

对于职工薪酬,结合天芮经贸未来人力资源配置计划,同时考虑未来工资水平按一定比例增长进行测算。对社会保险等工资性支出,按规定以工资的一定比例测算。

对于办公用品费用等其他管理费用的预测主要采用趋势分析法,以营业收入为参照系数,根据历史数据,采用一定的数学方法,分析各管理费用项目的发生规律,根据企业未来面临的市场环境,对天芮经贸未来发生的管理费用进行了预测。

从各个明细项目分析入手,基于管理费用与营业收入之间呈一定的比例关系,预测未来几年管理费用随着企业的稳定发展及营业收入的增长,该比例将会趋于稳定。预测见下表:

单位:万元

项目	2014年10-12月	2015年	2016年	2017年	2018年	永续年
管理费用	42.20	117.46	132.74	142.08	151.09	151.09
营业收入	1,087.05	4,884.00	5,860.80	6,446.88	7,091.57	7,091.57
管理费用/营业收入	3.88%	2.40%	2.26%	2.20%	2.13%	2.13%

c、财务费用(不含利息支出)的预测

财务费用(不含利息支出)主要包括手续费和存款利息收入。天芮经贸历史上发生的各项费用金额均较小。在未来预测中,按各明细占收入的一定比例计算。

具体预测数据如下:

单位:万元

项目	2014年10-12月	2015年	2016年	2017年	2018年	永续期
财务费用(不含利息支出)	0.11	0.50	0.60	0.66	0.73	0.73

D、资产减值损失的预测

资产减值损失主要考虑企业往来款的回款损失。天芮经贸近年仅发生过较小金额的坏账损失。在预测中,出于谨慎性考虑,按照当年收入的一定比例预估了坏账损失。

单位:万元

项目	2014年10-12月	2015年	2016年	2017年	2018年	永续期
资产减值损失	5.75	25.82	30.98	34.08	37.48	37.48

E、补贴收入、公允价值变动收益的预测

由于补贴收入及公允价值变动收益不确定性强,无法预计,故预测时不予考虑。

F、投资收益的预测

截至评估基准日,天芮经贸无对外长期股权投资,故不考虑投资收益的预测。G、营业外收入、支出的预测

天芮经贸历史上营业外收入主要为金额较小的零星收入,营业外支出为金额较小的零星支出。由于不确定性太强,无法预计,预测时不予考虑。

H、所得税费用的预测

所得税＝应纳税所得额×当年所得税税率

对所得税的预测未考虑纳税调整因素,因此,应纳税所得额为息税前利润。

息税前利润＝营业收入－营业成本－营业税金及附加－销售费用－管理费用 －财务费用 (除利息支出外)－资产减值损失＋投资收益＋营业外收入－营业外支出

天芮经贸2014年及以后预测期内适用的所得税率为25%。

根据上述预测的利润情况并结合所得税税率,预测未来各年的所得税费用如下:

单位:万元

项目	2014年10-12月	2015年	2016年	2017年	2018年	永续期
所得税	50.29	261.14	373.81	412.82	349.71	349.71

I、息前税后利润的预测

息前税后利润＝营业收入－营业成本－营业税金及附加－销售费用－管理费用－财务费用(除利息支出外)－资产减值损失＋营业外收入－营业外支出－所得税

具体过程及数据见下表:

单位:万元

项目\年份	2014年10-12月	2015年	2016年	2017年	2018年	永续期
一、营业收入	1,087.05	4,884.00	5,860.80	6,446.88	7,091.57	7,091.57
减:营业成本	804.42	3,272.28	3,750.91	4,126.00	4,964.10	4,964.10
营业税金及附加	2.47	11.08	13.29	14.62	16.08	16.08
销售费用	30.94	412.28	437.05	478.18	523.25	523.25
管理费用	42.20	117.46	132.74	142.08	151.09	151.09
财务费用(不含利息)	0.11	0.50	0.60	0.66	0.73	0.73
资产减值损失	5.75	25.82	30.98	34.08	37.48	37.48
加:公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
二、营业利润	201.16	1,044.58	1,495.22	1,651.26	1,398.84	1,398.84
加:营业外收入	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
减:营业外支出	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
三、息前利润	201.16	1,044.58	1,495.22	1,651.26	1,398.84	1,398.84
减:所得税费用	50.29	261.14	373.81	412.82	349.71	349.71
四、息前税后利润	150.87	783.43	1,121.42	1,238.45	1,049.13	1,049.13

J、折旧费及摊销的预测

固定资产的折旧是由两部分组成的,即对基准日现有的固定资产在最资产按企业会计计提折旧的方法(直线法)计提折旧、对基准日后新增的固定资产(增量资产),按购入年份的中期作为转固定资产日期开始计提折旧。

年折旧额=固定资产原值×年折旧率

未来各期固定资产折旧及摊销如下表所示:

单位:万元

项目	2014年10-12月	2015年	2016年	2017年	2018年	永续期
折旧和摊销	0.08	0.31	0.31	0.31	0.31	0.31

K、营运资金增减额的预测

营运资金主要为非现金流动资产减去不含有息负债的流动负债。

随着公司生产规模的变化,公司的营运资金也会相应的发生变化,具体表现在应收账款、预付款项、存货的周转和应付、预收款项的变动上以及其他额外资金的流动,评估人员在分析公司以往年度上述项目与营业收入、营业成本的关系,经综合分析后确定适当的指标比率关系,以此计算公司未来年度的营运资金的变化,从而得到公司各年营运资金的增减额。

天芮经贸公司历史及预测数据见下表:

单位:万元

项目	2012年度	2013年度	2014年1-9月	平均值	确定比例
主营业务收入	3,657.13	2,611.51	2,482.95		
主营业务成本	3,148.91	2,264.82	2,041.80		
应收款类/主营业务收入	15.94%	40.25%	37.69%	31.29%	31.29%
预付款/主营业务成本	0.19%	1.59%	2.82%	1.53%	1.53%
存货/主营业务成本	1.50%	6.15%	8.35%	5.33%	5.33%
应付款类/主营业务成本	9.21%	30.39%	51.81%	30.47%	30.47%
预收类/主营业务收入					

注:2014年1-9月数据已年化处理。

以上还预测比例乘以未来各年预测的营业收入和营业成本,得出未来各年的营运资金增加额。具体如下:

单位:万元

项目	2014年	2015年	2016年	2017年	2018年	永续期
应收款类	1,117.17	1,528.37	1,834.04	2,017.45	2,219.19	2,219.19
预付款	43.68	50.22	57.57	63.32	76.19	76.19
存货	151.76	174.48	200.00	220.00	264.69	264.69
流动资产合计	1,312.62	1,753	2,092	2,301	2,560	2,560
应付款类	867.26	997.09	1,142.93	1,257.22	1,512.60	1,512.60
预收款						
流动负债合计	867.26	997	1,143	1,257	1,513	1,513
营运资金	445.35	755.98	948.68	1,043.55	1,047.47	1,047.47
营运资金增加额	616.69	310.63	192.70	94.87	3.92	–

L、资本性支出的预测

资本性支出包括追加投资和更新支出,追加支出主要考虑未来随着公司规模的逐渐增大,需要增加办公设备投资,更新支出是指为维持企业持续经营而发生的资产更新支出,主要系固定资产更新支出。本次评估假设各项设备的更新支出将于未来各年均匀发生,其金额接近各年的折旧摊销金额。具体见下表所示:

单位:万元

项目	2014年10-12月	2015年	2016年	2017年	2018年	永续期
资本性支出	0.08	0.31	0.31	0.31	0.31	0.31

M、现金流的预测

企业自由现金流＝息前税后净利润＋折旧及摊销－营运资金增加额－资本性支出

因本次评估的预测期为持续经营假设前提下的无限年期,因此还需对明确预测期后的永续年份的股权现金流进行预测。评估假设预测期后年份股权现金流将保持稳定,故预测期后年份的企业收入、成本、费用保持稳定且与2018年的金额相等,考虑到2018年后天芮经贸经营稳定,营运资金变动金额为零。

根据上述预测得出预测期股权自由现金流,并预计2018年后企业每年的现金流基本保持不变,具体见下表:

单位:万元

项目	2014年10-12月	2015年	2016年	2017年	2018年	永续期
息前税后利润	150.87	783.43	1,121.42	1,238.45	1,049.13	1,049.13
加:折旧摊销	0.08	0.31	0.31	0.31	0.31	0.31
减:资本性支出	0.08	0.31	0.31	0.31	0.31	0.31
减:营运资金补充	616.69	310.63	192.70	94.87	3.92	0.00
减:少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
企业自由现金流	−465.83	472.80	928.72	1,143.58	1,045.21	1,049.13

⑥ 折现率的确定

A、折现率计算模型

企业自由现金流评估值对应的是企业所有者的权益价值和债权人的权益价值，对应的折现率是企业资本的加权平均资本成本(WACC)。

[illegible]

权益资本成本按国际通常使用的CAPM模型求取,计算公式如下:

[illegible]

B、模型中有关参数的计算过程

a、无风险报酬率的确定

无风险报酬率一般采用评估基准日交易的长期国债品种实际收益率确定。本次评估选取2014年9月30日国债市场上到期日距评估基准日10年以上的交易品种的平均到期收益率4.40%作为无风险报酬率。

b、资本结构

通过“同花顺金融数据库”查询,沪、深两市相关上市公司至2014年9月30日的资本结构如下表所示(下表中的权益E为2014年9月30日市值)。

序号	证券代码	证券简称	D/(D+E)
1	002502.SZ	骅威股份	1.91%
2	002292.SZ	奥飞动漫	6.55%
3	002348.SZ	高乐股份	0.36%
4	002575.SZ	群兴玩具	2.03%
平均			4.66%

c、贝塔系数的确定

[illegible]

序号	证券代码	证券简称	D/(D+E)	BETA	T	修正BETA
1	002502.SZ	骅威股份	1.91%	0.8646	15%	0.8508
2	002292.SZ	奥飞动漫	6.55%	0.5918	15%	0.5606
3	002348.SZ	高乐股份	0.36%	0.9426	15%	0.9397
4	002575.SZ	群兴玩具	2.03%	0.8443	15%	0.8300
平均			4.66%			0.7953

[illegible]

故Beta系数=0.7946×[1+(1-25%)×0]= 0.7953

d、市场风险溢价

本次评估,以沪深300成分股的算术或几何均收益率的加权平均数作为各年股市收益率,再与各年无风险收益率比较,得到股票市场各年的MRP。由于几何平均收益率能更好地反映股市收益率的长期趋势,故采用几何平均收益率估算的MRP的算术平均值作为目前国内股市的风险收益率,即市场风险溢价为7.47%。

e、企业特定风险调整系数的确定

企业特定风险调整系数表示非系统性风险,是由于被评估单位特定的因素而要求的风险回报。与同行业上市公司相比,综合考虑被评估单位的企业经营规模、市场知名度、竞争优劳势、资产负债情况等,分析确定企业特定风险调整系数为2.00%。

f、加权平均成本的计算:权益资本成本e的计算

[illegible]

⑦ 评估结果

A、企业自由现金流价值的计算

企业自由现金流价值计算过程如下表所示:

单位:万元

项目/年度	2014年10-12月	2015年	2016年	2017年	2018年	永续期
企业自由现金流	−465.83	472.80	928.72	1,143.58	1,045.21	1,049.13
折现率	11.97%	11.97%	11.97%	11.97%	11.97%	11.97%
折现期	0.125	0.75	1.75	2.75	3.75	3.75
折现系数	0.9860	0.9187	0.8205	0.7328	0.6544	5.4673
折现额	−459.30	434.37	762.01	838.01	683.99	5,735.91
企业自由现金流评估值	7,994.99					

B、非经营性资产(负债)、溢余资产价值

天芮经贸的非经营性资产(负债)系应收关联方往来款。对上述非经营性资产,按资产基础法中相应资产的评估价值确定其价值。

C、付息债务价值

截至评估基准日,天芮经贸无付息负债。

D、收益法的评估结果

企业整体价值＝企业自由现金流评估值＋非经营性资产价值－非经营性负债价值＋溢余资产价值

＝7,994.99＋163.17

＝8,158.16万元

企业股东全部权益价值＝企业整体价值－付息债务

＝8,158.16－0.00

＝8,158.16万元

（3）本次评估采用收益法评估结果及评估结果的原因

本次评估,上述两种评估方法的实施情况正常,参数选取合理。资产基础法是在持续经营基础上,以重置各项生产要素为假设前提,根据要素资产的具体情况采用适宜的方法分别评定估算企业各项要素资产的价值并累加求和,再扣减相关负债评估价值,得出资产基础法下股东全部权益的评估价值,反映的是企业基于现有资产的重置价值。收益法是从企业未来发展的角度,通过合理预测企业未来收益及其对应的风险,综合评估企业股东全部权益价值,在评估时,不仅考虑了各分项资产是否在企业中得到合理和充分利用,组合在一起时是否发挥了其应有的贡献等因素对企业股东全部权益价值的影响,同时也考虑了企业运营资质、行业竞争力、企业的管理水平、人力资源、要素协同作用等资产基础法无法考虑的因素对股东全部权益价值的影响。

由于资产基础法固有的特性,采用该方法评估的结果未能对商誉等无形资产单独进行评估,其评估结果未能融盖企业的全部资产的价值,由此导致资产基础法与收益法两种方法下的评估结果产生差异。根据天芮经贸所处行业和经营特点,收益法评估价值能比较客观、全面地反映目前企业经营及股东全部权益价值。

因此,本次评估最终采用收益法评估结果8,374.74万元作为天芮经贸股东全部权益的评估值。

本次评估大幅增值的原因如下:

A、天芮经贸所处的玩具商贸行业具有“轻资产”的特点,其固定资产投入相对较小,账面值不高,而企业的主要价值除了固定资产,营运资金等有形资源之外,还应包含企业的客户资源、业务网络、服务能力、人才团队、品牌优势等重要的无形资源的贡献。因此,天芮经贸的评估增值率相对传统的生产性行业较高。

B、经过多年培育和积累,天芮经贸目前拥有一支有激情、有创造力,同时勤奋务实特别能战斗的销售团队,团队成员都是有多年KA渠道销售和管理经验的资深人员。同时,凭借二十多年玩具销售业务的从业经验,对行业的设计、制造、渠道和经营有着深刻理解和洞见,特别是在KA渠道积累了深厚的关系和人脉,由此作为依托,一方面整合了国内多家知名玩具制造厂商的产品生产,并在一定程度上介入产品的研发和测试,提供全面的玩具产品和产品组合;另一方面与国际知名KA如沃尔玛、Tesco乐购,国内知名KA如大润发、世纪联华、农工商、华联吉买盛等各大连锁超市建立了长期和稳定的合作伙伴关系。另一方面,在销售网点数量、网点的进入门槛和成本、物流和配送、现场服务等方面建立了核心竞争优势,与此同时,终端网点、驻店促销员能够及时有效地反馈市场信息、消费者动态,从而使天芮经贸能够及时将市场信息融入产品,以及整合制造商的供应,形成良性营运循环。

（三）杭州宣诚科技有限公司

1、基本信息

公司名称	杭州宣诚科技有限公司
公司类型	有限责任公司
注册资本	1,105.00万元
实收资本	1,105.00万元
公司住所	杭州市滨江区长河街道滨兴路301号2幢101室
法定代表人	宣剑波
营业执照注册号	330108000025583
税务登记证号码	330100589858295
经营范围	一般经营项目:技术开发、技术服务、技术咨询、批发、零售;计算机软硬件、机电控制设备、通信设备、动漫玩具;软件及技术进出口(法律、行政法规禁止经营的项目除外、法律、行政法规限制经营的项目取得许可后方可经营);其他无需报经审批的一切合法项目。
成立日期	2008年9月5日

2、历史沿革

（1）2008年9月,宣诚科技设立

2008年9月5日,宣剑波、林建、袁鹏共同出资设立杭州宣诚科技有限公司,注册资本 3 万元,其中,宣剑波出资 2.1 万元,占宣诚科技注册资本的 70%;林建出资 0.6 万元,占宣诚科技注册资本的20%;袁鹏出资 0.3 万元,占宣诚科技注册资本的 10%,出资方式均为货币资金。本次出资经杭州英泰会计师事务所出具的杭英验字(2008)第 637 号《验资报告》审验。

2008年9月5日,宣诚科技在杭州市工商行政管理局领取了注册号为330108000025583的《企业法人营业执照》。宣诚科技首次出资设立时股权结构如下所示:

单位:万元

序号	股东名称	注册资本	占注册资本比例	实收资本
1	宣剑波	2.10	70.00%	2.10
2	林建	0.60	20.00%	0.60
3	袁鹏	0.30	10.00%	0.30
合计		3.00	100.00%	3.00

（2）2010年5月,第一次增资

经宣诚科技股东会决议,宣诚科技的注册资本由3.00万元增资至100.00万元,其中宣剑波增资67.90万元,林建增资19.40万元,袁鹏增资9.70万元,增资方式均为货币资金。本次增资经浙江敬业会计师事务所出具的浙敬会验字(2010)第274号《验资报告》审验。本次增资完成后,宣诚科技股权结构如下:

单位:万元

序号	股东名称	注册资本	占注册资本比例	实收资本
1	宣剑波	70.00	70.00%	70.00
2	林建	20.00	20.00%	20.00
3	袁鹏	10.00	10.00%	10.00
合计		100.00	100.00%	3.00

（3）2010年6月,第一次股权转让

根据袁鹏、林建与宣剑波签订的《股权转让协议》,并经宣诚科技股东会审议通过,林建、袁鹏分别将其持有的宣诚科技10%股权转让给宣剑波。宣诚科技于2010年6月17日在杭州市工商行政管理局办理工商变更登记手续。本次股权转让完成后,宣诚科技股权结构如下:

单位:万元

序号	股东名称	注册资本	占注册资本比例	实收资本
1	宣剑波	90.00	90.00%	90.00
2	林建	10.00	10.00%	10.00
合计		100.00	100.00%	100.00

（4）2012年7月,第二次股权转让

根据林建与马骞签订的《股权转让协议》,并经宣诚科技股东会审议通过,林建将其持有的宣诚科技5.26%股权转让给马骞。宣诚科技于2012年7月10日在杭州市工商行政管理局办妥工商变更登记手续,并取得变更后《企业法人营业执照》本次股权转让完成后,宣诚科技股权结构如下:

单位:万元

序号	股东名称	注册资本	占注册资本比例	实收资本
1	宣剑波	90.00	90.00%	90.00
2	马骞	5.26	5.26%	5.26
3	林建	4.74	4.74%	4.74
合计		100.00	100.00%	100.00

本次股权转让以注册资本为依据,其中股权转让方林建以前为宣诚科技员工,由于其与宣诚科技发展