（上接B088版）

④团队管理。强化门店团队建设和能效管理，促进门店降低运营成本。

2020年是重庆茂业和泰州一百三年业绩承诺的最后一年。结合2020年实际经营情况来看，受新冠疫情的影响，不可避免的对2020年第一季度及全年预期业绩完成产生重大不利影响。综合考虑疫情对经济的影响时间和程度，业绩承诺期满后，将不排除会导致业绩承诺期后业绩下行的可能性，对此公司也将会采取各种措施积极应对，最大可能的克服疫情带来的各种不利影响。

3)维多利超市自2016年7月–2019年6月扣非后净利润累计完成7819.28万元，超承诺业绩954.29万元，均为超市业务各期的实际经营状况，不存在为实现业绩承诺延期或减少成本费用等盈余管理行为，且从2019年7月1日起维多利超市以经营权转包的形式将其旗下12家门店转包给内蒙古维多利摩尔超市有限公司经营，所以未来也不存在业绩承诺后净利润大幅下降的因素。

4)优衣购业务量相对较小，公司积极开展了开源节流、增收节支、调整经营模式等手段，提升业绩减少费用，不存在为实现业绩承诺延期和减少成本费用等盈余管理行为。

会计师意见：

针对上述事项，我们主要实施了检查、函证、分析程序、重新计算等审计程序。未发现公司上述补充披露的财务信息与我们在审计过程中获取的相关信息存在重大不一致的情况，未发现公司存在为实现业绩承诺延期或减少成本费用等盈余管理行为。

3.年报披露，2019年末，公司商誉余额13.74亿元，主要为收购人东百货、光华百货、维多利集团、泰州一百产生。报告期内，人东百货、光华百货分别实现净利润2900.44万元、9666.27万元，完成资产评估报告预测金额比例为33.96%和51.43%，本期公司对人东百货计提商誉减值准备2921.46万元。请公司补充披露：（1）公司对上述标的公司进行商誉减值测试的具体步骤和详细计算过程；（2）结合盈利预测完成率等情况，说明公司对光华百货未计提商誉减值的具体原因；（3）结合行业趋势、市场环境、经营业绩，以及华南区5家公司业绩下滑较大等情形，说明报告期内各标的公司商誉减值计提是否充分、准确，是否符合《企业会计准则》的相关规定，是否符合谨慎性要求，是否存在前期商誉减值计提不充分的情形。请会计师发表意见。

公司回复：

（1）公司对上述标的公司进行商誉减值测试的具体步骤和详细计算过程

公司对商誉减值测试系根据《企业会计准则第8号——资产减值》的有关规定进行，具体如下：

分别对成都市青羊区茂业仁和春天百货有限公司（以下简称“光华百货”）、成都市茂业仁和春天百货有限公司（以下简称“人东百货”）和内蒙古维多利商业（集团）有限公司（以下简称“维多利集团”）的经营性资产分别认定为一个资产组，通过管理层自行对包含商誉在内的资产组进行减值测试或者专业评估机构采用收益法（未来现金流量的现值的评估方法）分别确定以上资产组的预计未来现金流量的现值（取以上两种评估方法中较高者作为资产组的可收回金额），将资产组的预计未来现金流量的现值加上非经营性资产和溢余资产的价值，再减去非经营性负债和有息负债作为资产组的可收回金额与包括商誉在内的资产组的账面价值进行比较。若可收回金额大于账面价值，则商誉未发生减值，不需计提商誉减值准备；若可收回金额小于账面价值，则将差额减去以前年度计提的商誉减值准备后的金额确定为当期应计提的商誉减值准备。

据《企业会计准则——资产减值》，资产组是企业可以认定的最小资产组合，其产生的现金流入应当基本上独立于其他资产或者资产组。资产组应当由与创造现金流入相关的资产构成。资产组的认定，应当以资产组产生的主要现金流入是否独立于其他资产或者资产组的现金流入为依据。光华百货、人东百货和维多利集团均能独立产生现金流，因此分别将光华百货、人东百货和维多利集团的经营性资产视为一个资产组。

2019年商誉减值测试具体步骤和详细计算过程：

2019末公司委托具有证券业务资质的厦门市大学资产评估土地房地产估价有限责任公司对收购光华百货、人东百货和维多利集团形成商誉相关的资产组组合在估值基准日2019年12月31日预计未来现金流量的现值进行了评估。并由其分别对光华百货、人东百货和维多利集团出具了大学评估评报字[2020]950004号、大学评估评报字[2020]950003号和大学评估评报字[2020]950005号评估报告。据评估报告，光华百货、人东百货和维多利集团本次减值测试资产组（CGU）的预计未来现金流量现值分别为人民币120,870.58万元、人民币43,241.35万元和人民币562,346.23万元。

光华百货、人东百货商誉减值测算过程如下所示：

单位：元

项目	序号	人东店	光华店
20160229可辨认净资产评估增值	1	440,972,959.46	614,072,615.42
减20160229–20191231折旧摊销	2	108,490,965.73	141,615,430.73
加20191231净资产账面价值	3	133,659,083.30	485,494,158.63
加商誉	4	204,156,734.01	796,255,125.25
20191231包含商誉资产组的账面价值	5=1–2+3+4	670,297,811.04	1,754,206,468.57
2018年末商誉减值金额	6	89,838,314.83	61,037,764.63
减:非经营性资产价值	7	573,106,909.25	1,697,964,333.98
加:非经营性负债	8	454,275,560.48	1,061,882,546.66
加:有息负债	9		120,000,000.00
20191231包含商誉资产组的账面净值	10=5–6–7+8+9	461,628,147.44	1,177,086,916.62
20191231商誉资产组评估值	11	432,413,500.00	1,208,705,800.00
商誉减值金额	12=10–11	29,214,647.44	–

维多利集团商誉减值测算过程如下所示：

单位：元

项目	序号	维多利
20160531可辨认净资产评估增值（不含2017.12.1转入投资性房地产部分的固定资产）	1	1,830,932,365.60
减20160531–20191231折旧摊销	2	197,822,373.50
加20191231净资产账面价值	3	1,848,515,631.74
加商誉	4	289,677,395.14
20191231包含商誉资产组的账面价值	5=1–2+3+4	3,771,303,018.98
2018年末商誉减值金额	6	–
减:溢余资产价值	7	215,285,162.65
减:非经营性资产价值	8	154,890,136.83
加:非经营性负债	9	728,932,725.97
加:有息负债	10	1,455,000,000.00
20191231包含商誉资产组的账面净值	11=5–6–7–8+9+10	5,585,060,445.47
20191231股权可回收金额–股权评估值	12	5,623,462,300.00
商誉减值金额	13=11–12	–

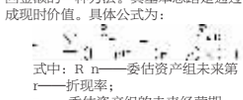
评估师所采取的评估方法、具体的评估参数及假设，以及评估报告对光华百货、人东百货和维多利集团资产组的未来现金流入以及利润的预测情况如下：

人东百货具体步骤和详细计算过程

1）评估方法

本次评估采用资产组预计未来现金流量的现值的方法对资产组可收回金额进行评估。

现金流量折现法是收益法中的一种，是通过将未来预期净现金流量折算为现值，确定资产组的可收回金额的一种方法。其基本思路是通过估算资产在未来的预期的净现金流量和采用适宜的折现率折算成现时价值。具体公式为：



式中：R n——委估资产组未来第 i 年的预计现金流量；

r——折现率；

n——委估资产组的未来经营期；

g——企业长期增长率。

2）详细计算过程

1.1未来现金流量预测

人东百货未来现金流量预测如下：

1.1.1营业收入及增长率

营业收入分为主营业务收入和其他业务收入，主营业务收入分为自营业务收入、联营收入和商铺租金收入，其他业务收入主要包括场地使用收入、采集设备租赁收入、广告位租赁收入、灯箱收入、设施服务收入、综合服务收入、促销服务收入、会员卡服务收入、提货凭证服务收入、品牌推广服务费、银行卡手续费收入、水电费收入等。

自营业务指的是百货企业自行组织商品、组织销售的自营模式，自营模式下，百货店的收入来源将从扣点收入转为商品购进和销售之间的差价，自营业务可以提升商品的控制度及提升品牌差异化竞争能力，百货也因此成为真正意义上的零售主体，目前成都市青羊区茂业仁和春天百货有限公司自营业务主要集中在超市及国际一线化妆品10多个品牌。

联营业务指的是百货企业引进品牌厂商，由后者直接经营，后者按销售额向前者支付约定比例的扣点作为回报，且接受前者的日常管理的经营模式。目前成都市青羊区茂业仁和春天百货有限公司除了租赁的配套业务外，服饰、皮具等品类均以联营模式与品牌厂商合作。

出租业务指的是百货店提供场地给品牌厂商，由后者直接经营，后者每个月以固定租金向前者缴纳的合作模式。目前成都市茂业仁和春天百货有限公司出租业务主要集中在餐饮配套，部分精品的品牌。

人东百货历史收入数据如下：

金额单位：人民币万元

项目/年度	2017年	2018年	2019年
自营业务	6,867.59	6,973.76	6,468.60
联营业务	38,029.82	33,519.78	23,847.86
租赁业务	515.18	421.91	382.86
主营业务收入	45,412.59	40,915.44	30,699.32
其他业务收入	1,716.52	2,424.36	2,085.05
营业收入合计	47,129.11	43,339.80	32,784.37
同比增长率		–8.04%	–24.36%

受新型冠状病毒疫情的影响，成都市茂业仁和春天百货有限公司在1月29日–2月19日闭店，约占年总营业时间的6%，目前虽已恢复营业，但由于客流下降，整体销售同比19年仍然偏低，预计自营和联营收入2020年下降10%，2021年预计不会再受疫情影响，将有一个较高的增长，预计增长率8%。从2021年开始，宏观经济环境好转，人东店和茂业天地的招商将进行调整整合，增加品牌数量，减少空场面积等措施来增加门店利润，预计年增长3%。目前人东店空场面积4569平方米。

租金收入根据已签订的租赁合同预测，全年预测租金收入480万，同比增长25.37%，自2021年开始租赁收入同比增长3%，其他收入2020年与2019年预计持平，因其他收入按营业收入的比例来收的部分随收入下降减少，但租赁部分的设施服务费和管理服务费等随租金收入增长而增长，故其他业务收入较2019年总体持平，自2021年开始同比增长3%。

1.1.2营业利润及利率水平

人东百货营业利润预测结果见下表：

科目	2020年	2021年	2022年	2023年	2024年
一、营业收入	29,979.23	32,368.34	33,339.39	34,339.57	35,369.76
减:营业成本	22,290.99	24,164.18	24,889.11	25,635.78	26,404.86
税金及附加	463.18	476.46	481.47	486.63	491.95
销售费用	2,498.67	2,474.32	2,540.06	2,605.89	2,670.22
管理费用	844.21	849.96	855.76	861.63	867.55
财务费用	86.94	93.87	96.68	99.58	102.57
二、营业利润	3,795.25	4,309.56	4,476.31	4,650.05	4,832.61
三、利润总额	3,795.25	4,309.56	4,476.31	4,650.05	4,832.61

1.1.3毛利率

由于人东百货主营业务较单一，自营及联营成本主要为商品采购成本，2017–2019年自营毛利率分别为15.08%、13.08%、8.04%，历史平均毛利率12.07%；联营毛利率分别为22.17%、22.76%、22.72%；其他业务成本为水电费，2017–2019年其他业务收入毛利率分别为85.84%、79.05%、83.81%。根据对历史数据的分析，自营毛利率波动较大，联营和其他业务毛利率基本稳定，参考历史数据作为预测期各年度营业成本预测的依据。预测期2020–2024年自营、联营和其他业务毛利率分别为10%、22.7%、83.50%。

1.1.4费用率

①税金及附加

主营业务税金及附加主要包括消费税、城市维护建设税、教育费附加、地方教育费附加、房产税、土地使用税和印花税等。各税种税率如下：消费税5%、城市维护建设税7%、教育费附加3%、地方教育费附加2%、印花税率为0.03%，房产税每年约302.00万元、土地使用税每年约7.34万元。城市维护建设税、教育费附加、地方教育费附加的计税基础为缴纳的流转税额。

由于城市维护建设税、教育费附加、地方教育费附加的计税基数都是缴纳的流转税，本次评估根据历史增值税、消费税和印花税占销售收入的比例预测未来应缴纳的增值税、消费税和印花税，再按增值税、消费税的7%、3%、2%预测城市维护建设税、教育费附加、地方教育费附加；房产税按每年302.00万元、土地使用税按每年7.34万元计算。

②销售费用

销售费用包括工资薪酬及福利、折旧、长期待摊费用摊销、无形资产摊销、水电费、广告费等。相关销售费用的预测参照历史支出、未来业务发展结合人东百货对未来的预期进行预测。

③管理费用

管理费用主要为工资薪酬及福利、固定资产折旧、环保清洁费、维修费、办公费、保险费等，相关管理费用的预测参照历史支出对人东百货未来的管理费用进行预测。

④财务费用

人东百货的财务费用主要为利息收入、银行手续费，在评估基准日人东百货账面无借款，根据历史数据，参照各项费用以前年度的发生额占营业收入的比例对人东百货未来的财务费用进行预测。

⑤自由现金流

自由现金流 ＝ 净利润＋利息支出×（1－所得税率）＋折旧及摊销－年资本性支出－年营运资金增加额

主要指标说明如下：

A、折旧/摊销以及资本性支出的预测

折旧及摊销根据人东百货按现行的会计政策进行测算，并考虑必要的资产更新以及新增的资产。

人东百货需在未来年度考虑一定的资本性支出及资本更新支出，以维持企业的持续经营。资本性更新支出主要为预测的固定资产的构建和更新费用等，人东百货固定资产主要为房屋建筑物和机器设备。人东百货在详细预测期没有具体的资产更新计划，固定资产资本性更新支出按年金化支出计算，预计每年513万；无形资产主要是软件，其资本性更新支出按年金化支出计算，预计每年3万；长期待摊用资本性更新支出预计每年150.00万元。

B、所得税预测

资产组预计未来现金流量不考虑所得税的影响。

C、营运资金增加额的预测

营运资金增加额系指企业在不改变当前主营业务条件下，为保持企业持续经营能力所需的新增营运资金，如正常经营所需保持的现金、存货购置等所需的基本资金以及应付的款项等。营运资金的追加是指随着企业经营活动的变化，获取他人的商业信用而占用的现金，正常经营所需保持的现金、存货等；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。通常其他应收账款和其他应付账款核算的内容绝大多为与主业无关或暂时性的往来，需具体甄别视其与所估算经营业务的相关性个别确定。但也有些是与经营相关的。营运资金增加额为：

营运资金增加额=当期营运资金–上期营运资金

1.1.5折现率

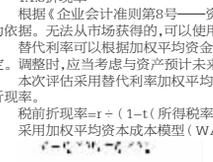
根据《企业会计准则第8号——资产减值》应用指南，折现率的确定通常应当以该资产的市场利率为依据。无法从市场获得的，可以使用替代利率估计折现率。

替代利率可以根据加权平均资金成本、增量借款利率或者其他相关市场借款利率作适当调整后确定。调整时，应当考虑与资产预计未来现金流量有关的特定风险以及其他有关货币风险和价格风险等。

本次评估采用替代利率加权平均成本模型（WACC）计算税后折现率，再将税后折现率调整为税前折现率。

税前折现率=r÷（1–t（所得税率））

采用加权平均资本成本模型（WACC）确定税后折现率r



rd：税后债务加权成本

re：股权资本成本，按资本资产定价模型（CAPM）确定股权资本成本；

re ＝ rf ＋ βe×（rm － rf）＋ε

式中：

rf：无风险报酬率；

rm：市场预期报酬率；

ε：评估对象的特定个体风险调整系数；

βe：评估对象股权资本的预期市场风险系数；

1.2模型中有关参数的选取过程

1.2.1无风险报酬率@

无风险收益率又称安全收益率，是投资无风险资产所获得的投资回报率，表示即使在风险为零时，投资者仍期望就资本的时间价值获得的补偿。国际上通行的做法是参考不存在违约风险的政府债券利率确定。本次选取与企业收益期相匹配的中长期国债的市场到期收益率，即选用距评估基准日剩余年限在10年以上的国债到期收益率的平均数，根据wind统计，2019年12月31日剩余年限在10年以上的国债到期收益率的平均数为3.93%。

1.2.2市场风险溢价ERP@的确定

对股权投资风险超额回报率ERP，根据成熟市场的风险溢价进行调整确定。

参照美国著名金融学家Damodanran为代表的观点，国际上对新兴市场的风险溢价通常采用成熟市场的风险溢价进行调整确定，计算公式为：市场风险溢价=成熟股票市场的基本补偿额+国家补偿额=成熟股票市场的基本补偿额+国家违约补偿额×（σ股票÷σ国债）。

成熟股票市场的基本补偿额：取美国1928–2019年股票与国债的算术平均收益差6.43%。

国家补偿额：根据2017年5月国际评级机构美国穆迪投资服务公司公布的评级，我国的债务评级为A1。因此，按债务评级转换的国家违约补偿额和新兴市场国家的σ股票/σ国债得出我国的国家补偿额为0.69%。

按此测算，我国目前的市场风险溢价为：6.43%+0.69%=7.12%。

1.2.3权益资本的预期市场风险系数β的确定

权益系统风险系数计算公式如下：

βe ＝Bu×[1+（1–t）×D/E]

式中：βe：有财务杠杆的权益的系统风险系数；

Bu：无财务杠杆的权益的系统风险系数；

t：企业的所得税税率；

D/E：企业的目标资本结构。

β系数是用来衡量一种证券或一个投资组合相对于总体市场的波动性的一种风险评价工具。本次估值我们选取WIND金融终端公布的β计算器计算同属于零售业的84家对比公司的β值，股票市场选择的是沪深300指数。采用对比公司评估基准日前36个月的历史数据计算β值。

企业的资本结构通常不宜直接采用企业的历史或评估基准日的资本结构，而应选择目标资本结构。主要原因在于历史或现行的资本结构可能并不稳定，企业管理层可能在未来不断进行调整，因此，最终确定的资本结构应是能反映企业整个收益期内的综合预期水平。本次评估取同行业上市公司的平均值为目标资本结构。

① 剔除财务杠杆调整β值

评估人员从WIND资讯上查找同行业上市公司，用WIND资讯计算了零售业行业剔除财务杠杆调整β值Bu，取其加权剔除财务杠杆调整β值为0.7051。

② 企业目标财务杠杆系数的β值

财务杠杆系数（D/E），其中：E为股权市场价值，D为付息债务的市值。

成都市茂业仁和春天百货有限公司按证监会行业分类属零售业，选取我国股票市场零售业上市公司中的84家上市时间在3年以上的可比公司股票，经wind查询，可比公司的2017年至2019年带息债务/股权价值的平均值即D/E为36.33 %，本次测算公司资本结构按可比公司平均债务比率确定，则换算为具有企业目标财务杠杆系数的βe如下：

βe ＝Bu×[1+（1–t）×D/E]=0.7051×[1+（1–25%）×36.33 %]

=0.8972

1.2.4企业特定风险调整系数

对于企业特有风险而言，风险系数由企业规模风险系数、市场风险系数、财务风险系数及管理风险系数之和确定。根据企业价值评估的特点及目前评估惯例，企业特有风险系数的取值范围在0%－6%之间。风险系数计算公式如下：

r＝a+(b–a)×s

式中：r———风险值； a———风险值取值的下限；

b———风险值取值的上限；s———风险值的调整系数。

在进行未来现金流预测时，未考虑通货膨胀的影响，因而在合理折现率的构成因素上亦不作通货膨胀影响的附加修正。

企业特有风险调整系数取值如下表：

企业特有风险调整系数取值表					
风险因素		权重		分值	备注
企业规模		0.2		50	企业规模中等
市场风险	区域市场容量风险	0.3	0.5	50	较小,产品的市场需求较大
	市场竞争风险		0.2	60	较高,地域范围内竞争激烈
	销售网络		0.3	40	已经营多年,有完整的销售网络
税收风险		0.1		50	国家政策支持,很小
政策风险		0.1		40	小
管理风险		0.2		40	企业的凝聚力较好,管理制度也较为完善
财务风险	资金风险	0.1	0.4	40	企业资金较为充足
	坏账风险		0.6	40	较好,资金回收基本正常
合计:		1		45.7	

企业特有风险值=0%+（6%–0%）×45.7%=2.74%

1.2.5权益资本成本re的确定

re＝rf ＋ βe×（rm － rf）＋ε=3.93%＋ 0.8972×7.12%+2.74%=13.06%

1.2.6税后债务加权成本rd的确定

债务资本成本是债权人投资企业所期望得到的回报率，债权回报率也体现债权投资所承担的风险因素。目前在国内，对债权资本成本的估算一般多采用银行贷款利率，本次评估取评估基准日的中长期贷款利率4.90%为债务资本成本，即税前付息债务成本为4.90%。

成都市茂业仁和春天百货有限公司执行25%的企业所得税税率。

rd ＝税前付息债务成本（付息债务的平均利率）×（1－所得税率）

=4.90%×（1–25.00%）＝ 3.68%

1.2.7 We及Wd的确定

成都市茂业仁和春天百货有限公司按证监会行业分类属零售业，选取我国股票市场零售业上市公司中的84家上市时间在3年以上的可比公司股票，经wind查询，可比公司的2017年至2019年带息债务/股权价值的平均值即D/E为36.33 %，本次测算公司资本结构按可比公司平均债务比率确定，则：

Wd＝D/((D+E))=36.33%/(36.33%+1)=26.65%

We ＝1－ Wd ＝1–26.65%=73.35%

1.2.8加权平均资本成本(WACC)的确定

WACC＝re×We＋rd×Wd ＝13.06%×73.35%+3.68%×26.65%=10.56%

1.2.9税前折现率

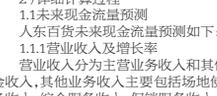
税前折现率＝ WACC÷（1–t（所得税率））=10.56%÷(1–25%)=14.08%

光华百货具体步骤和详细计算过程

1）评估方法

本次评估采用资产组预计未来现金流量的现值的方法对资产组可收回金额进行评估。

现金流量折现法是收益法中的一种，是通过将未来预期净现金流量折算为现值，确定资产组的可收回金额的一种方法。其基本思路是通过估算资产在未来的预期的净现金流量和采用适宜的折现率折算成现时价值。具体公式为：



式中：R n——委估资产组未来第 i 年的预计现金流量；

r——折现率；

n——委估资产组的未来经营期；

g——企业长期增长率。

2）详细计算过程

2.1未来现金流量预测

光华百货未来现金流量预测如下：

2.1.1营业收入及增长率

营业收入分为主营业务收入和其他业务收入，主营业务收入分为自营业务收入、联营收入和商铺租金收入，其他业务收入主要包括场地使用收入、采集设备租赁收入、广告位租赁收入、灯箱收入、设施服务收入、综合服务收入、促销服务收入、会员卡服务收入、提货凭证服务收入、品牌推广服务费、银行卡手续费收入、水电费收入等。

自营业务指的是百货企业自行组织商品、组织销售的自营模式，自营模式下，百货店的收入来源将从扣点收入转为商品购进和销售之间的差价，自营业务可以提升商品的控制度及提升品牌差异化竞争能力，百货也因此成为真正意义上的零售主体，目前成都市青羊区茂业仁和春天百货有限公司自营业务主要集中在超市及国际一线化妆品10多个品牌。

联营业务指的是百货企业引进品牌厂商，由后者直接经营，后者按销售额向前者支付约定比例的扣点作为回报，且接受前者的日常管理的经营模式。目前成都市青羊区茂业仁和春天百货有限公司除了租赁的配套业务外，服饰、皮具等品类均以联营模式与品牌厂商合作。

出租业务指的是百货店提供场地给品牌厂商，由后者直接经营，后者每个月以固定租金向前者缴纳的合作模式。目前成都市青羊区茂业仁和春天百货有限公司出租业务主要集中在餐饮配套，部分精品的品牌。

成都市青羊区茂业仁和春天百货有限公司历史收入数据如下：

金额单位：人民币万元

项目/年度	2017年	2018年	2019年
自营业务	17,298.60	17,487.69	18,559.82
联营业务	84,074.40	78,826.42	73,478.41
租赁业务	1,058.05	1,010.79	905.99
主营业务收入	102,431.05	97,324.89	92,944.22
其他业务收入	3,906.69	4,988.76	4,991.85
营业收入合计	106,337.73	102,313.66	97,936.07
同比增长率		–3.78%	–4.28%

受新型冠状病毒疫情的影响，仁和春天百货光华店自2020年1月31日至2月18日关店，对2020年的销售影响较大，2021年开始预计经济开始复苏，国家对经济扶持初见成效，公司也将调整结构，多元化多渠道的开展营销活动，重视线上线下同步销售，调整后品牌重组，定位升级，定位品牌的商品和门店顾客的匹配度更高，顾客黏性更强，门店会员客单较高，预测销售将提升增长。预计自营业务收入2020年增长率为–10%，2021年增长率为8%，2022–2024年增长率为2%， 2024年以后为零增长；联营业务收入2020年增长率为–10%，2021年增长率为8%，2022–2024年增长率为1%， 2024年以后为零增长；租赁业务收入2020年增长率为–10%，2021年增长率为6%，2022 –2024年增长率为2%， 2024年以后为零增长；计其他业务收入2020年增长率为–5%，2021年增长率为4%，2022–2023年增长率为2%，2024年增长率为1%， 2024年以后为零增长。

2.1.2营业利润及利率水平

光华百货营业利润预测结果见下表：

科目	2020年	2021年	2022年	2023年	2024年
一、营业收入	88,392.05	95,257.42	96,448.36	97,655.97	98,820.22
减:营业成本	68,583.88	74,014.82	74,927.32	75,852.40	76,775.15
税金及附加	840.79	874.49	880.33	886.26	891.97
销售费用	4,786.69	4,361.92	4,488.02	4,615.02	4,742.94
管理费用	1,031.75	1,052.36	1,073.38	1,094.82	1,116.69
财务费用	256.34	276.25	279.70	283.20	286.58
二、营业利润	12,892.60	14,677.59	14,799.60	14,924.27	15,006.89
三、利润总额	12,892.60	14,677.59	14,799.60	14,924.27	15,006.89

2.1.3毛利率

由于光华百货主营业务较单一，自营及联营成本主要为商品采购成本，2017–2019年自营毛利率分别为14.3%、13.5%、12.5%；联营毛利率分别为19.5%、20.1%、20.5%；其他业务成本为水电费，2017–2019年其他业务收入毛利率分别为76.5%、71.8%、70.6%。根据对历史数据的分析，自营毛利率波动较大，联营和其他业务毛利率基本稳定， 参考2019年数据作为预测期各年度营业成本预测的依据。 预测期2020–2024年自营、联营和其他业务毛利率分别为12.5%、20.5%、70.6%。

2.1.4费用率

①税金及附加

主营业务税金及附加主要包括消费税、城市维护建设税、教育费附加、地方教育费附加、房产税、土地使用税和印花税等。各税种税率如下：消费税5%、城市维护建设税7%、教育费附加3%、地方教育费附加2%、印花税率为0.03%，房产税每年约390.00万元、土地使用税每年约16.96万元。城市维护建设税、教育费附加、地方教育费附加的计税基础为缴纳的流转税额。

由于城市维护建设税、教育费附加、地方教育费附加的计税基数都是缴纳的流转税，本次评估根据历史增值税、消费税和印花税占销售收入的比例预测未来应缴纳的增值税、消费税和印花税，再按增值税、消费税的7%、3%、2%预测城市维护建设税、教育费附加、地方教育费附加；房产税按每年390.00万元、土地使用税按每年16.96万元计算。

②销售费用

销售费用包括工资薪酬及福利、折旧、长期待摊费用摊销、无形资产摊销、水电费、广告费、环保清洁费等。相关销售费用的预测参照历史支出、未来业务发展结合维多利集团对未来的预期进行预测。

③管理费用

管理费用主要为工资薪酬及福利、固定资产折旧、环保清洁费、维修费、办公费、保险费等，相关管理费用的预测参照历史支出对光华百货未来的管理费用进行预测。

④财务费用

光华百货的财务费用主要为利息支出、利息收入、银行手续费，根据《企业会计准则第8号——资产减值》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者流出以及与所得税收付有关的现金流量”之规定，利息支出不予以预测。对于利息收入、银行手续费，根据历史数据，参照各项费用以前年度的发生额占营业收入的比例对光华百货未来的财务费用进行预测。

⑤自由现金流

自由现金流 ＝ 净利润＋利息支出×（1－所得税率）＋折旧及摊销－年资本性支出－年营运资金增加额

主要指标说明如下：

A、折旧/摊销以及资本性支出的预测

折旧及摊销根据光华百货按现行的会计政策进行测算，并考虑必要的资产更新以及新增的资产。

光华百货需在未来年度考虑一定的资本性支出及资本更新支出，以维持企业的持续经营。资本性更新支出主要为预测的固定资产的构建和更新费用等，光华百货固定资产主要为房屋建筑物和机器设备。光华百货在详细预测期没有具体的资产更新计划，固定资产资本性更新支出按年金化支出计算，预计每年403万；无形资产主要是软件，其资本性更新支出按年金化支出计算，预计每年9万；长期待摊用资本性更新支出预计每年300.00万元。

B、所得税预测

资产组预计未来现金流量不考虑所得税的影响。

C、营运资金增加额的预测

营运资金增加额系指企业在不改变当前主营业务条件下，为保持企业持续经营能力所需的新增营运资金，如正常经营所需保持的现金、存货购置等所需的基本资金以及应付的款项等。营运资金的追加是指随着企业经营活动的变化，获取他人的商业信用而占用的现金，正常经营所需保持的现金、存货等；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。通常其他应收账款和其他应付账款核算的内容绝大多为与主业无关或暂时性的往来，需具体甄别视其与所估算经营业务的相关性个别确定。但也有些是与经营相关的。营运资金增加额为：

营运资金增加额=当期营运资金–上期营运资金

（5）折现率

根据《企业会计准则第8号——资产减值》应用指南，折现率的确定通常应当以该资产的市场利率为依据。无法从市场获得的，可以使用替代利率估计折现率。

替代利率可以根据加权平均资金成本、增量借款利率或者其他相关市场借款利率作适当调整后确定。调整时，应当考虑与资产预计未来现金流量有关的特定风险以及其他有关货币风险和价格风险等。

本次评估采用替代利率加权平均成本模型（WACC）计算税后折现率，再将税后折现率调整为税前折现率。

税前折现率=r÷（1–t（所得税率））

采用加权平均资本成本模型（WACC）确定税后折现率r

rd：税后债务加权成本

re：股权资本成本，按资本资产定价模型（CAPM）确定股权资本成本；

re ＝ rf ＋ βe×（rm － rf）＋ε

式中：

rf：无风险报酬率；

rm：市场预期报酬率；

ε：评估对象的特定个体风险调整系数；

βe：评估对象股权资本的预期市场风险系数；

2.2模型中有关参数的选取过程

2.2.1无风险报酬率R_f

无风险收益率又称安全收益率，是投资无风险资产所获得的投资回报率，表示即使在风险为零时，投资者仍期望就资本的时间价值获得的补偿。国际上通行的做法是参考不存在违约风险的政府债券利率确定。本次选取与企业收益期相匹配的中长期国债的市场到期收益率，即选用距评估基准日剩余年限在10年以上的国债到期收益率的平均数，根据wind统计，2019年12月31日剩余年限在10年以上的国债到期收益率的平均数为3.93%。

2.2.2市场风险溢价ERP的确定

对股权投资风险超额回报率ERP，根据成熟市场的风险溢价进行调整确定。

参照美国著名金融学家Damodanran为代表的观点，国际上对新兴市场的风险溢价通常采用成熟市场的风险溢价进行调整确定，计算公式为：市场风险溢价=成熟股票市场的基本补偿额+国家补偿额=成熟股票市场的基本补偿额+国家违约补偿额×（σ股票÷σ国债）。

成熟股票市场的基本补偿额：取美国1928–2019年股票与国债的算术平均收益差6.43%。

国家补偿额：根据2017年5月国际评级机构美国穆迪投资服务公司公布的评级，我国的债务评级为A1。因此，按债务评级转换的国家违约补偿额和新兴市场国家的σ股票/σ国债得出我国的国家补偿额为0.69%。

按此测算，我国目前的市场风险溢价为：6.43%+0.69%=7.12%。

2.2.3权益资本的预期市场风险系数β的确定

权益系统风险系数计算公式如下：

βe ＝Bu×[1+（1–t）×D/E]

式中：βe：有财务杠杆的权益的系统风险系数；

Bu：无财务杠杆的权益的系统风险系数；

t：企业的所得税税率；

D/E：企业的目标资本结构。

β系数是用来衡量一种证券或一个投资组合相对于总体市场的波动性的一种风险评价工具。本次估值我们选取WIND金融终端公布的β计算器计算同属于零售业的84家对比公司的β值，股票市场选择的是沪深300指数。采用对比公司评估基准日前36个月的历史数据计算β值。

企业的资本结构通常不宜直接采用企业的历史或评估基准日的资本结构，而应选择目标资本结构。主要原因在于历史或现行的资本结构可能并不稳定，企业管理层可能在未来不断进行调整，因此，最终确定的资本结构应是能反映企业整个收益期内的综合预期水平。本次评估取同行业上市公司的平均值为目标资本结构。

① 剔除财务杠杆调整β值

评估人员从WIND资讯上查找同行业上市公司，用WIND资讯计算了零售业行业剔除财务杠杆调整β值Bu，取其加权剔除财务杠杆调整β值为0.7051。

② 企业目标财务杠杆系数的β值

财务杠杆系数（D/E），其中：E为股权市场价值，D为付息债务的市值。

成都市青羊区茂业仁和春天百货有限公司按证监会行业分类属零售业，选取我国股票市场零售业上市公司中的84家上市时间在3年以上的可比公司股票，经wind查询，可比公司的2017年至2019年带息债务/股权价值的平均值即D/E为36.33 %，本次测算公司资本结构按可比公司平均债务比率确定，则换算为具有企业目标财务杠杆系数的βe如下：

βe ＝Bu×[1+（1–t）×D/E]=0.7051×[1+（1–25%）×36.33 %]

=0.8972

2.2.4企业特定风险调整系数

对于企业特有风险而言，风险系数由企业规模风险系数、市场风险系数、财务风险系数及管理风险系数之和确定。根据企业价值评估的特点及目前评估惯例，企业特有风险系数的取值范围在0%－6%之间。风险系数计算公式如下：

r＝a+(b–a)×s

式中：r———风险值； a———风险值取值的下限；

b———风险值取值的上限；s———风险值的调整系数。

在进行未来现金流预测时，未考虑通货膨胀的影响，因而在合理折现率的构成因素上亦不作通货膨胀影响的附加修正。

企业特有风险调整系数取值如下表：

企业特有风险调整系数取值表					
风险因素		权重		分值	备注
企业规模		0.2		40	企业规模中等
市场风险	区域市场容量风险	0.3	0.5	50	较小,产品的市场需求较大
	市场竞争风险		0.2	40	较小,地域范围内竞争对手较少
	销售网络		0.3	40	已经营多年,有完整的销售网络
税收风险		0.1		50	国家政策支持,很小
政策风险		0.1		40	小
管理风险		0.2		40	企业的凝聚力较好,管理制度也较为完善
财务风险	资金风险	0.1	0.4	40	企业资金较为充足
	坏账风险		0.6	40	较好,资金回收基本正常
合计:		1		42.5	

企业特有风险值=0%+（6%–0%）×42.5%=2.55%

2.4.5权益资本成本re的确定

re＝rf ＋ βe×（rm － rf）＋ε=3.93%＋ 0.8972×7.12%+2.55%=12.98%

2.4.6税后债务加权成本rd的确定

债务资本成本是债权人投资企业所