（上接B283版）

产方面的投入，主要包括更新资本性支出、扩大经营规模或设备改造的资本性支出等。

由于本次评估是在持续经营前提下预测未来收益，为了维持公司的持续经营能力，需要固定资产进行更新以维持公司的生产经营需要，即更新资本性支出，由于本次预测未来收益期限是按无限期假设考虑的，按照收益预测的前提和基础，未来各年只需满足维持目前生产经营所必需的更新性投资支出。

金额单位：人民币元

项目	2022年度	2023年度	2024年度	2025年度	2026年度	永续年期
资本性支出	5,783,331.77	1,539,627.93	2,824,529.23	6,652,145.42	2,859,931.34	10,549,572.50

折旧、摊销预测如下表：

金额单位：人民币元

项目	2022年度	2023年度	2024年度	2025年度	2026年度	永续年期
折旧、摊销	11,237,635.33	10,932,470.65	9,703,933.52	8,734,498.37	8,368,241.40	13,252,120.56

2028年开始年度折旧、摊销保持与 2027年水平不变。

（6）预测期营运资金追加额

在不改变资产组当前主营业务条件下，为保持资产组持续经营能力，需要追加营运资金，如正常经营所需保持的最低货币资金、产品存货购置、代客户垫付购货款（应收账款）等所需的基本资金以及应付的款项等。营运资金是指随着经营活动的变化，正常经营所需保持的现金，获取他人的商业信用而占用现金等；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。因此估算营运资金需考虑正常经营所需保持的现金（最低现金保有量）、应收账款、预付账款、应付账款、预收账款等主要因素。根据评估对象经审计的历史经营的资产和损益、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预测结果，可得到预测期内各年度的营运资金增加额。

根据企业盈利预测资料，结合企业未来发展规划，通过对企业历史资产与经营收入和成本费用的分析，以及未来经营期内各年度收入和成本估算的情况，预测企业未来各年度营运资金需求量，计算营运资金净增加额。

经过上述分析测算，未来各年度营运资金变动额的预测详见下表：

营运资金变动额预测表

金额单位：人民币元

项目	2022年度	2023年度	2024年度	2025年度	2026年度	永续年期
营运资金追加额	9,190,883.76	3,348,348.89	3,330,791.91	2,952,088.32	2,548,142.50	0.00

（7）预计未来现金流量

下表给出了评估对象未来经营期内的营业收入以及净现金流量的预测结果。本次评估中对未来收益的估算，主要是在评估对象报表揭示的历史营业收入、成本和财务数据的核实以及对行业的市场调研、分析的基础上，根据其经营历史、市场未来的发展等综合情况做出的一种专业判断。估算时不考虑未来经营期内其他非经常性经营等所产生的损益。

未来经营期内的净现金流量预测

金额单位：元

年度 项目	2022年度	2023年度	2024年度	2025年度	2026年度	永续年期
一、营业收入	78,859,061.70	102,899,145.47	129,697,218.43	157,126,280.38	184,282,196.95	184,282,196.95
减：营业成本	48,707,357.34	62,894,991.87	78,933,234.11	95,630,213.55	112,409,901.78	112,409,901.78
税金及附加	1,581,046.27	1,881,862.71	2,215,357.40	2,554,797.82	2,889,477.02	2,889,477.02
销售费用	3,804,470.00	4,752,820.00	5,384,210.00	6,209,295.00	7,517,255.00	7,517,255.00
管理费用	24,358,326.22	24,702,189.83	24,590,162.25	24,839,200.98	25,595,413.30	30,479,292.46
其中：研发支出	3,276,314.26	3,854,915.73	4,838,462.21	5,939,078.30	6,954,525.95	7,788,702.37
财务费用	60,000.00	60,000.00	60,000.00	60,000.00	60,000.00	60,000.00
其中：利息支出	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
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
其他收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
资产减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
二、营业利润	347,861.87	8,607,281.06	18,514,254.67	27,832,773.03	35,810,149.85	30,926,270.69
加：营业外收入						
减：营业外支出						
三、利润总额	347,861.87	8,607,281.06	18,514,254.67	27,832,773.03	35,810,149.85	30,926,270.69
减：所得税费用	52,179.28	1,291,092.16	2,777,138.20	4,174,915.95	5,371,522.48	4,638,940.60
四、净利润	295,682.59	7,316,188.90	15,737,116.47	23,657,857.08	30,438,627.37	26,287,330.09
加：折旧摊销	11,237,635.33	10,932,470.65	9,703,933.52	8,734,498.37	8,368,241.40	13,252,120.56
所得税	52,179.28	1,291,092.16	2,777,138.20	4,174,915.95	5,371,522.48	4,638,940.60
扣税后利息支出	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
五、息税折旧摊销前利润	11,585,497.20	19,539,751.71	28,218,188.19	36,567,271.40	44,178,391.25	44,178,391.25
减：资本性支出	5,783,331.77	1,539,627.93	2,824,529.23	6,652,145.42	2,859,931.34	10,549,572.50
营运资金增加（减少）	9,190,883.76	3,348,348.89	3,330,791.91	2,952,088.32	2,548,142.50	9,190,883.76
六、税前净现金流	-3,388,718.33	14,651,774.89	22,062,867.05	26,963,037.66	38,770,317.41	33,628,818.75
减：所得税	52,179.28	1,291,092.16	2,777,138.20	4,174,915.95	5,371,522.48	4,638,940.60
七：税后净现金流	-3,440,897.61	13,360,682.73	19,285,728.85	22,788,121.71	33,398,794.93	28,989,878.15

二、收益法评估测算

（一）折现率的确定

折现率，又称期望投资回报率，是基于收益法确定资产价值的重要参数。对整体资产评估的折现率，应当能够反映整体资产现金流贡献的风险，包括市场风险、行业风险、经营风险、财务风险以及技术风险。市场风险是对所有企业产生影响的因素引起的风险。行业风险主要指项目所属行业的行业性市场特点、投资开发特点以及国家产业政策调整等因素造成的行业发展不确定给项目预期收益带来的不确定性。企业的特定风险分为经营风险和财务风险两类。经营风险指由于市场需求变化、生产要素供给条件变化以及同类企业间的竞争给未来预期收益带来的不确定影响，经营风险主要来自市场销售、生产成本、生产技术等方面。财务风险是筹资决策带来的风险，也叫筹资风险，指经营过程中的资金融通、资金调度、资金周转可能出现的不确定性对未来预期收益的影响。

折现率是现金流量风险的函数，风险越大则折现率越大，因此折现率要与现金流量匹配。确定折现率有多种方法和途径，按照收益额与折现率口径一致的原则，本次评估收益额口径为投资资本现金流量，则折现率采用加权平均资本成本。

通过税前现金流/税前折现率=税后现金流/税后折现率，采用迭代法计算税前折现率。

其中，税后折现率采用WACC的确定，公式如下：

WACC=E/(D+E)×Ke+D/(D+E)×Kd（1-T）

其中：Ke　：权益资本成本；

Kd　：债务资本成本；

E　：可比公司权益资本的市场价值；

D　：可比公司债务资本的市场价值；

T：所得税率

（1）权益资本成本Ke

按资本资产定价模型（CAPM）确定权益资本成本，计算方法如下：

公式：Ke=Rf+β×ERP+Rs

式中：

Ke——权益资本成本；

Rf——无风险报酬率；

β——商誉及相关资产组所处企业风险系数；

β＝βu×(1+(1-t)　×(D/ E)

βu——可比公司的预期无杠杆市场风险系数；

ERP——市场风险超额收益率；

Rs——　资产组特有风险调整系数；

（2）债务资本成本Kd的确定

Kd——采用商誉及相关资产组最优债务成本作为债务资本成本Kd

模型中有关参数的选取过程

1.无风险利率Rf的确定

无风险报酬率是对资金时间价值的补偿，这种补偿分两个方面，一方面是在无通货膨胀、无风险情况下的平均利润率，是转让资金使用权的报酬；另一方面是通货膨胀附加率，是对因通货膨胀造成购买力下降的补偿。它们共同构成无风险利率。根据查询评估基准日中债国债到期收益率（10年期）的平均收益率确定，因此本次无风险报酬率Rf取2.78%。

2.权益系统风险系数β的确定

所谓风险系数（Beta：β）指用以衡量一种证券或一个投资证券组合相对总体市场的波动性的一种证券系统性风险的评估工具，通常用β系数反映了个股对市场变化的敏感性。在计算β系数时通常涉及统计期间、统计周期和相对指数三个指标，本次在计算β系数时采用评估基准日前60个月作为统计期间，统计间隔周期为日，相对指数为沪深300。

通过东方财富Choice数据，查询同行业5家可比上市公司的算术平均无财务杠杆β系数为0.7568。

通过以下公式，将无财务杠杆β系数转换成有财务杠杆的β系数，有财务杠杆的β与无财务杠杆的β的转换可由下面公式得出：

β1/βu=1+D/E×（1-T）

式中：β1—有财务杠杆的β；

βu—无财务杠杆的β；

D—有息负债现时市场价值；

E—所有者权益现时市场价值；

T—所得税率。

被评估单位目标资本结构取可比公司的平均资本结构，即有息负债占1.94%，所有者权益占98.04%，因此有财务杠杆的β为0.7697。

3.市场超额收益率ERP的确定

ERP为市场风险溢价，即通常指股市指数平均收益率超过平均无风险收益率（通常指长期国债收益率）的部分。沪深300指数比较符合国际通行规则，其300只成分样本股能较好地反映中国股市的状况。本次评估中，评估人员借助WIND资讯专业数据库对以2004年12月31日为基期，按照投资期限不低于10年，测算各期投资的几何平均收益率，采用算术平均方法进行测算，测算至评估基准日止，确定评估基准日的中国股票市场平均收益率10.61%。

则超额收益率为10.61%-2.78%=7.83%，本次评估中的市场风险溢价取7.83%。

4.企业特定风险调整系数的确定

本次评估考虑到评估对象在公司的融资条件、资本流动性以及公司的治理结构等方面与可比上市公司的差异性所可能产生的特性个体风险，确定公司特定风险调整系数Rs =3.40%。

5.权益资本成本的确定：

Ke =2.78%+ 0.7697×7.83%+3.40%

= 12.21%

6.债权期望回报率的确定

本次评估测算按贷款市场5年期报价利率4.65%确定债权期望回报率为4.65%。

7.WACC的确定

以行业平均资本结构确定D/E

WACC=E/(D+E)×Ke+D/(D+E)×Kd×（1-T）

＝12.21%×98.04%+4.65%×（1-15%）×1.96%

＝12.05%

8.税前折现率的确定

由于在预计资产的未来现金流量时均以税前现金流量作为预测基础的，而用于估计折现率的基础是税后的，应当将其调整为税前的折现率，以便于与资产未来现金流量的估计基础相一致。根据税前现金流/税前折现率=税后现金流/税后折现率，计算得到税前折现率为13.68%。

（二）商誉及相关资产组预计未来现金流量现值测算

根据前文对预期收益的预测与折现率的估计分析，评估人员将各种预测数据与估测数据代入本评估项目使用的收益法模型，计算得出以下结果，具体计算详见以下附表：

商誉及相关资产组预计未来现金流量现值汇总表：

单位：万元

年度 项目	2022年度	2023年度	2024年度	2025年度	2026年度	永续年期
资产组税前净现金流量	-338.87	1,465.18	2,206.29	2,696.30	3,877.03	3,362.88
税前折现率	0.50	1.50	2.50	3.50	4.50	
折现年期	13.68%	13.68%	13.68%	13.68%	13.68%	13.68%
折现系数	0.9379	0.8251	0.7258	0.6385	0.5617	4.1068
净现值	-317.83	1,208.88	1,601.34	1,721.55	2,177.60	13,810.54
含商誉资产组可收回价值	20,200.00					

经测算，宏兴集团包含商誉的经营性资产组于2021年12月31日预计未来现金流量的现值为20,201.56万元。同时公允价值减去处置费用后的净额为14,750.00万元。根据孰高原则，宏兴集团包含商誉的经营性资产组于2021年12月31日的可回收金额为20,201.56万元。

2021年12月31日，公司因收购宏兴集团86.34%股权而确认的商誉账面价值为13,019.13万元，未确认归属于少数股东权益的商誉价值为2,072.50万元，调整后的商誉账面价值为15,091.64万元。宏兴集团经营性资产组的账面价值为20,335.14万元，包含商誉的资产组账面价值为35,426.80万元，包含商誉的资产组的可收回金额为20,201.56万元。综上所述，商誉发生减值15,091.66万元，其中分配至母公司的商誉减值损失13,019.13万元。

III、上海凯立实业发展有限公司

对于收购上海凯立实业发展有限公司（以下简称“凯立实业”）形成的商誉，将被评估单位主营业务经营性资产认定为一个资产组。本公司委托中威正信为公司收购凯立实业产生的商誉进行减值测试提供价值参考。中威正信对凯立实业包含商誉的经营性资产组的可回收价值采用预计未来现金流量的现值进行了评估，并于2022年5月15日出具中威正信评报字（2022）第17021号评估报告。

在预计未来现金流量的现值时，依据批准的五年期预算以及预测期以后的现金流量与预测期最后一年现金流量一致，并选取对比公司进行分析计算的方法估算加权平均资金成本，采用能够反映特定风险的税前利率14.534%作为折现率对包含商誉的资产组进行减值测试。

一、净现金流量估算

（一）期限确定

国家有关法律法规未对企业的经营期限有所限制，评估人员认为在正常情况下，企业将一直持续经营，因此，商誉及相关资产组预期收益按永续经营计算。其中，第一阶段为2022年至2026年，在此阶段根据商誉及相关资产组的经营情况及经营计划，收益状况处于变化中；第二阶段自2027年起为永续经营，在此阶段商誉及相关资产组将保持稳定的盈利水平。

（二）经管理层批准的未来盈利预测

（1）营业收入分析和预测

1）历史经营情况分析

商誉及相关资产组历史年度营业收入及营业成本情况见下表：

历史年度营业收入分析表

金额单位：人民币万元

项目	2018年	2019年	2020年	2021年
收入口径一：医院收入	658.60	579.28	2,225.53	3,059.89
其中：门诊收入	153.37	140.92	556.54	984.03
住院收入	–	71.31	324.51	383.71
药品收入-门诊	505.23	307.72	1,037.34	1,245.57
药品收入-住院	–	59.33	307.14	446.58
收入口径二：其他业务收入-医院	0.05	–	139.22	109.49
收入合计	658.65	579.28	2,364.75	3,169.38

其中需要说明的是太安医院2018年6月至2019年6月处于搬迁停业状态，2019年7月搬至新址恢复营业，既2019年收入为7-12月收入不是整年收入。即使如此，从上表也可看出，近年两年来太安医院并未受疫情影响，营业收入呈现大幅增长趋势。

2）营业收入预测分析

太安医院2022年第一季度实现收入为808.88万元，与历史年度同时间收入环比如下：

金额单位：人民币万元

	2020年1季度	2021年1季度	2022年1季度
收入	325.19	671.38	808.88
环比增长率		106.46%	20.48%

从上表可以看出，环比历史年度2022年1季度维持较高增长率。

受上海新冠疫情影响，太安医院2022年4月起1-2楼门诊处于停业状态，3-4楼住院部闭环管理，3-4楼住院部处于满床状态，住院收入未受疫情影响。

太安医院原址5-8楼2020年开始筹备开办敬老院，目前已完成配套装修，并取得上海市虹口区民政局同意设计的批复文件（文件号：虹民发（2020）37号），后续依照流程陆续走相关部门验收审核即可营业。结合目前上海疫情情况根据谨慎性原则，评估人员预测敬老院2023年可正常营业。

按照目前配置142张床位，参照上海市虹桥区收费标准结合企业运营状态预测如下：

金额单位：人民币万元

敬老院收费标准						
	床位费			护理费		伙食费
	位数（张）	位费/月	位费/年	护理等级	护理费/月	伙食费/月
2人房	54	0.60	388.80	1级	0.20	0.09
3-4人房	30	0.45	162.00	2级	0.13	0.09
5-7人房	58	0.36	250.56	3级	0.098	0.09
				专护	0.25	0.09
平均		0.47			0.17	0.09
合计	142.00		801.36		288.83	153.36

敬老院营业收入预测

金额单位：人民币万元

	每床/月	142床/月	142床/年	2022年	2023年	2024年	2025年	2026年	2027年及以后
入住率					40%	55%	70%	85%	85%
床位费	0.47	66.78	801.36		320.54	440.75	560.95	681.16	681.16
护理费	0.17	24.07	288.83		115.53	158.86	202.18	245.50	245.50
伙食费	0.09	12.78	153.36		61.34	84.35	107.35	130.36	130.36
合计	0.73	103.63	1,243.55		497.42	683.95	870.48	1,057.02	1,057.02

根据企业历史营收及目前上海疫情情况和医院的管理运营情况，结合太安医院管理层提供的预测资料，预测企业未来收入如下表：

营业收入预测表

金额单位：人民币万元

项目	2022年	2023年	2024年	2025年	2026年	2027年及以后
收入口径一：医院收入	3,978.35	4,376.17	4,726.25	5,104.34	5,359.57	5,359.57
其中：门诊收入	1,279.38	1,407.31	1,519.89	1,641.48	1,723.55	1,723.55
住院收入	498.84	548.73	592.62	640.03	672.03	672.03
药品收入-门诊	1,619.46	1,781.40	1,923.91	2,077.81	2,181.72	2,181.72
药品收入-住院	580.67	638.73	689.83	745.02	782.27	782.27
收入口径二：敬老院收入	–	497.41	683.96	870.48	1,057.02	1,057.02
收入口径三：其他业务收入-医院	95.95	100.69	104.86	109.36	112.40	112.40
收入合计	4,074.30	4,974.27	5,515.07	6,084.18	6,528.99	6,528.99

（2）营业成本分析和预测

1）太安医院历史年度营业成本如下：

历史年度营业成本分析表

金额单位：人民币万元

项目	2018年	2019年	2020年	2021年
成本口径一：医院支出	797.18	830.18	2,070.92	2,621.23
其中：医疗支出	218.31	454.12	771.12	1,187.28
药品支出	578.87	376.06	1,299.80	1,433.95
成本口径二：其他业务成本	–	–	60.54	21.87
成本合计	797.18	830.18	2,131.46	2,643.10
毛利率	-0.21	-0.43	0.10	0.17

2018年-2019年医院装修搬迁，中间停业一年，2019年下半年逐步恢复营业状态，由上表可以看随着营业状态正常化出毛利率由逐年提高。

2）营业成本预测分析

被评估单位主营业务成本主要为人工成本、材料成本、折旧及水电等支出。根据企业历史数据分析，人员配置医疗类人员主要包含临床医生42人、医技人员5人、护士人员14人，预测期随收入增加适当调整。

卫生材料费主要参考历史年度材料跟收入的比例关系进行预测。

敬老院支出主要为护工费、伙食费、医疗人员支出及固定资产折旧费。护工费和伙食费为外委第三方，敬老院按比例收取管理费：护工费为30%，伙食费为20%，人员配置预计为2位医生、3位护士。

太安医院主营成本的预测如下表：

营业成本预测表

金额单位：人民币万元

项目	2022年	2023年	2024年	2025年	2026年	2027年及以后
成本口径一：医院支出	3,285.67	3,582.50	3,895.64	4,148.91	4,369.69	4,369.69
其中：医疗支出	1,284.36	1,387.59	1,528.02	1,597.29	1,690.35	1,690.35
药品支出	2,001.31	2,194.91	2,367.62	2,551.62	2,679.34	2,679.34
成本口径二：敬老院支出	–	257.21	307.94	356.67	408.14	408.14
成本合计	3,285.67	3,839.71	4,203.58	4,505.58	4,777.83	4,777.83
毛利率	0.19	0.23	0.24	0.26	0.27	0.27

（3）税金及附加

根据企业提供的相关文件《非营利组织免税资格认定结果同意书》，太安医院免税资格有效期为2018.01.01至2022.12.31，且企业管理层在有效期届满时将提出复审申请，凯立单体无实质经营主要营收为太安医院营收，故本次收益预测期将按照企业拥有免税资格，不进行税金及附加的预测。

（4）管理费用

太安医院管理费用主要是因为管理而发生的长期待摊费用、办公费用、人力成本和房租等。企业的历史数据如下表：

管理费用统计表

金额单位：人民币万元

项目	2018年	2019年	2020年	2021年
管理费用合计	168.43	393.35	828.67	915.45

上海凯立管理费用中的折旧费主要为办公设备折旧费用；目前管理人员配置为21人，其中行政管理人员5人、财务人员5人、人事1人、市场信息人员2人、后勤人员8人，租赁费为51号楼和45号楼办租赁费用，合约期按照合同约定比例做增长预测。其他费用根据与营业收入相关性结合实际情况，对上海凯立未来管理费用做出预测，具体情况见下表：

管理费用预测表

金额单位：人民币万元

项目	2022年	2023年	2024年	2025年	2026年	2027年及以后
长期待摊费用	138.36	138.36	138.36	138.36	138.36	138.36
人力成本	257.01	277.66	298.36	298.36	308.29	308.29
办公费	19.20	19.77	20.36	20.96	21.59	21.59
资产评估及审计费	7.417	7.42	7.42	7.42	7.42	7.42
房租	209.964	212.08	221.56	223.80	227.12	227.12
会议及协会费	0.650	0.65	0.65	0.65	0.65	0.65
管理费用合计	665.16	693.90	730.55	739.78	755.58	755.58

（5）财务费用

上海凯立财务费用主要是利息支出和发生的手续费等。企业的历史数据如下表：

财务费用统计表

金额单位：人民币万元

项目	2018年	2019年	2020年	2021年
财务费用合计	-9.38	0.20	0.45	69.89

2021年财务费用有大幅度增加的原因是，根据新的会计及租赁准则，调整未确认融资费用所致。

财务费用主要包括利息收入、银行手续费等，银行手续费为零星支出占比较小，经了解企业未来不会有借款筹资活动，故财务费用不做预测。

（6）营业外收支的预测

由于营业外收支具有不确定性，营业外各项收入和营业外支出并非企业正常收支，且金额不大，故本次评估对营业外收支不进行预测。

（7）企业所得税的预测

本次评估所得税按25%进行预测。

（8）折旧的预测

本次评估在预测折旧摊销时，主要考虑现有医疗设备、办公设备类资产的折旧、以及装修费用的摊销。

具体测算时，根据每项资产的账面值、会计折旧摊销年限和企业会计中的残值率来预计折旧；对于永续期的折旧摊销，按照每项资产的年折旧摊销额年金现值系数折算为年金。未来年度折旧摊销预测如下表所示：

折旧、摊销预测表

金额单位：人民币万元

项目	2022年	2023年	2024年	2025年	2026年	2027年及以后
折旧	54.38	54.38	54.38	54.38	54.38	54.38
摊销	138.36	206.89	206.89	206.89	206.89	206.89

（9）预测期营运资金追加额

在不改变资产组当前主营业务条件下，为保持资产组持续经营能力，需要追加营运资金，如正常经营所需保持的最低货币资金、产品存货购置、代客户垫付购货款（应收账款）等所需的基本资金以及应付的款项等。营运资金是指随着经营活动的变化，正常经营所需保持的现金，获取他人的商业信用而占用现金等；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。因此估算营运资金需考虑正常经营所需保持的现金（最低现金保有量）、应收账款、预付账款、应付账款、预收账款等主要因素。根据评估对象经审计的历史经营的资产和损益、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预测结果，可得到预测期内各年度的营运资金增加额。

根据企业盈利预测资料，结合企业未来发展规划，通过对企业历史资产与经营收入和成本费用的分析，以及未来经营期内各年度收入和成本估算的情况，预测企业未来各年度营运资金需求量，计算营运资金净增加额。

经过上述分析测算，未来各年度营运资金变动额的预测详见下表

未来年度的营运资金预测表

金额单位：人民币万元

	2022年	2023年	2024年	2025年	2026年	2027年及以后
销售收入合计	4,074.30	4,974.27	5,515.07	6,084.18	6,528.99	6,528.99
销售成本合计	3,285.67	3,839.71	4,203.58	4,505.58	4,777.83	4,777.83
期间费用	665.16	693.90	730.55	739.78	755.58	755.58
营业税费	–	–	–	–	–	–
销售费用	–	–	–	–	–	–
管理费用	665.16	693.90	730.55	739.78	755.58	755.58
财务费用	–	–	–	–	–	–
完全成本	3,950.83	4,533.61	4,934.13	5,245.36	5,533.41	5,533.41
非付现成本	192.74	261.27	261.27	261.27	261.27	261.27
折旧	54.38	54.38	54.38	54.38	54.38	54.38
摊销	138.36	206.89	206.89	206.89	206.89	206.89
付现成本	3,758.09	4,272.34	4,672.86	4,984.09	5,272.14	5,272.14
最低现金保有量	313.17	356.03	389.41	415.34	439.35	439.35
存　货	215.31	251.62	275.46	295.25	313.10	313.10
应收款项	433.44	529.18	586.71	647.25	694.57	694.57
应付款项	1,441.08	1,684.08	1,843.68	1,976.13	2,095.54	2,095.54
营运资本	-479.16	-547.25	-592.10	-618.29	-648.52	-648.52
营运资本增加额	-479.16	-68.09	-44.85	-26.19	-30.23	–

（10）预计未来现金流量

下表给出了评估对象未来经营期内的营业收入以及净现金流量的预测结果。本次评估中对未来收益的估算，主要是在评估对象报表揭示的历史营业收入、成本和财务数据的核实以及对行业的市场调研、分析的基础上，根据其经营历史、市场未来的发展等综合情况做出的一种专业判断。估算时不考虑未来经营期内其他非经常性经营等所产生的损益。

未来经营期内的净现金流量预测

金额单位：万元

	2022年	2023年	2024年	2025年	2026年	2027年及以后
一、收入	4,074.30	4,974.27	5,515.07	6,084.18	6,528.99	6,528.99
减：成本	3,285.67	3,839.71	4,203.58	4,505.58	4,777.83	4,777.83
营业税金及附加	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业费用	–	–	–	–	–	–
管理费用	665.16	693.90	730.55	739.78	755.58	755.58
财务费用	–	–	–	–	–	–
二、营业利润	123.47	440.66	580.94	838.82	995.58	995.58
加：营业外收入	–	–	–	–	–	–
减：营业外支出						
三、利润总额	123.47	440.66	580.94	838.82	995.58	995.58
加：折旧摊销、扣税利息等	192.74	261.27	261.27	261.27	261.27	261.27
折旧	54.38	54.38	54.38	54.38	54.38	54.38
摊销	138.36	206.89	206.89	206.89	206.89	206.89
扣税后利息	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
四、息税前利润	316.21	701.93	842.21	1,100.09	1,256.85	1,256.85
减：追加资本	-286.42	193.18	216.42	235.08	231.04	261.27
营运资金增加额	-479.16	-68.09	-44.85	-26.19	-30.23	–
资本性支出	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
资产更新	192.74	261.27	261.27	261.27	261.27	261.27
五、资产组税前净现金流量	602.63	508.75	625.79	865.01	1,025.81	995.58

二、收益法评估测算

（一）折现率的确定

折现率，又称期望投资回报率，是基于收益法确定资产价值的重要参数。对整体资产评估的折现率，应当能够反映整体资产现金流贡献的风险，包括市场风险、行业风险、经营风险、财务风险以及技术风险。市场风险是对所有企业产生影响的因素引起的风险。行业风险主要指项目所属行业的行业性市场特点、投资开发特点以及国家产业政策调整等因素造成的行业发展不确定给项目预期收益带来的不确定性。企业的特定风险分为经营风险和财务风险两类。经营风险指由于市场需求变化、生产要素供给条件变化以及同类企业间的竞争给未来预期收益带来的不确定影响，经营风险主要来自市场销售、生产成本、生产技术等方面。财务风险是筹资决策带来的风险，也叫筹资风险，指经营过程中的资金融通、资金调度、资金周转可能出现的不确定性对未来预期收益的影响。

折现率是现金流量风险的函数，风险越大则折现率越大，因此折现率要与现金流量匹配。确定折现率有多种方法和途径，按照收益额与折现率口径一致的原则，本次评估收益额口径为投资资本现金流量，则折现率采用加权平均资本成本。

通过税前现金流/税前折现率=税后现金流/税后折现率，采用迭代法计算税前折现率。

其中，税后折现率采用WACC的确定，公式如下：

WACC=E/(D+E)×Ke+D/(D+E)×Kd（1-T）

其中：Ke　：权益资本成本；

Kd　：债务资本成本；

E　：可比公司权益资本的市场价值；

D　：可比公司债务资本的市场价值；

T：所得税率

（1）权益资本成本Ke

按资本资产定价模型（CAPM）确定权益资本成本，计算方法如下：

公式：Ke=Rf+β×ERP+Rs

式中：

Ke——权益资本成本；

Rf——无风险报酬率；

β——商誉及相关资产组所处企业风险系数；β＝βu×(1+(1-t)　×(D/ E)

βu——可比公司的预期无杠杆市场风险系数；

ERP——市场风险超额收益率；

Rs——　资产组特有风险调整系数；

（2）债务资本成本Kd的确定

Kd——采用商誉及相关资产组最优债务成本作为债务资本成本Kd

模型中有关参数的选取过程

1.无风险利率Rf的确定

无风险报酬率是对资金时间价值的补偿，这种补偿分两个方面，一方面是在无通货膨胀、无风险情况下的平均利润率，是转让资金使用权的报酬；另一方面是通货膨胀附加率，是对因通货膨胀造成购买力下降的补偿。它们共同构成无风险利率。根据Wind资讯查询评估基准日中债国债到期收益率（10年期）的平均收益率确定，因此本次无风险报酬率Rf取2.780%。

2.权益系统风险系数β的确定

所谓风险系数（Beta：β）指用以衡量一种证券或一个投资证券组合相对总体市场的波动性的一种证券系统性风险的评估工具，通常用β系数反映了个股对市场变化的敏感性。在计算β系数时通常涉及统计期间、统计周期和相对指数三个指标，本次在计算β系数时采用评估基准日前36个月作为统计期间，统计间隔周期为月，相对指数为沪深300。

通过Wind资讯，查询同行业10家可比上市公司的算术平均无财务杠杆β系数为0.7745。

通过以下公式，将无财务杠杆β系数转换成有财务杠杆的β系数，有财务杠杆的β与无财务杠杆的β的转换可由下面公式得出：

β1/βu=1+D/E×（1-T）

式中：β1—有财务杠杆的β；

βu--无财务杠杆的β；

D—有息负债现时市场价值；

E—所有者权益现时市场价值；

T—所得税率。

被评估单位目标资本结构取可比公司的平均资本结构，即有息负债占0.00%，所有者权益占100.00%，因此有财务杠杆的β为0.7745。

3.市场超额收益率ERP的确定

ERP为市场风险溢价，即通常指股市指数平均收益率超过平均无风险收益率（通常指长期国债收益率）的部分。沪深300指数比较符合国际通行规则，其300只成分样本股能较好地反映中国股市的状况。本次评估中，评估人员借助WIND资讯专业数据库对以2004年12月31日为基期，按照投资期限不低于10年，测算各期投资的几何平均收益率，采用算术平均方法进行测算，测算至评估基准日止，确定评估基准日的中国股票市场平均收益率10.61%。

则超额收益率为10.61%-2.78%=7.83%，本次评估中的市场风险溢价取7.83%。

4.企业特定风险调整系数的确定

本次评估考虑到评估对象在公司的融资条件、资本流动性以及公司的治理结构等方面与可比上市公司的差异性所可能产生的特性个体风险，设公司特性风险调整系数Rs =2.50%。

5.权益资本成本的确定：

Ke =2.78%+ 0.7745×（10.61%-2.78%）+2.50%

=11.34%

6. WACC的确定

以现有资本结构确定D/E

WACC=E/(D+E)×Ke+D/(D+E)×Kd×（1-T）

＝11.34×1.00

＝11.34%

7.税前折现率的确定

由于在预计资产的未来现金流量时均以税前现金流量作为预测基础的，而用于估计折现率的基础是税后的，应当将其调整为税前的折现率，以便于与资产未来现金流量的估计基础相