

**关于内蒙古宏源农牧业科技股份有限公司
重大资产重组首次信息披露的反馈问题评估相关问题
解释说明**

全国中小企业股份转让系统有限责任公司：

根据贵公司下发的《关于内蒙古宏源农牧业科技股份有限公司重大资产重组首次信息披露的反馈问题清单》，万隆（上海）资产评估有限公司组织项目对评估的相关问题进行了认真的研究和分析，并出具了本解释说明，现讲具体情况汇报如下：

1. 请评估师对仅使用一种评估方法进行评估的合理性及合法合规性作出解释说明。

企业价值估值通常采用的估算方法有资产基础法、收益法和市场法三种基本方法。

企业价值估值中的资产基础法，是指以被估值单位估值基准日的资产负债表为基础，资产负债表内及可识别的表外各项资产、负债价值，确定估值对象价值的估算方法。经估值人员与被估值单位管理层的访谈，被估值单位存在账面未记录的难以辨认的无形资产，如其独特的区位优势、特定的原材料供应关系、经营资质等，这些无形资产难以单独量化，同时结合本次估值的项目背景以及资料的可收集情况，本次估值不采用资产基础法。

企业价值估值中的收益法，是指将预期收益资本化或者折现，确定估值对象价值的估算方法。

企业价值估值中的市场法，是指将估值对象与可比上市公司或者可比交易案例进行比较，确定估值对象价值的估算方法。

鉴于目前国内相关产权交易市场交易信息的获取途径有限，且同类企业在产品结构和主营业务构成方面差异较大，难以获得足够的可比上市公司或可比交易案例，现阶段难以采用市场法进行估算。

被估值单位的未来收益和风险可预测、可量化，经过上述对各种方法的分析，收益法更适用于本次估值目的。

在上述对估值方法适用性的分析基础上，结合本次估值工作在经济行为中的作用（本次交易标的价格应不低于《价值估值报告》估值结论折算出的宏源路易升 90%股权的价值，而本次交易转让方经协商定价的预期出让价格已远高于估值机构以收益法所做的市场价值估值），以及资产基础法资料的可收集情况，估值人员在对资产基础法中可能引起增减值的因素进行分析后，确定资产基础法结果不会高于收益法结果，从而使“估值报告”能在本次经济行为中被正确使用。经与委托人协商一致，采用了“估值报告”这种不完全等同于“资产评估报告”的报告形式，以收益法作为估值方法，并形成“估值报告”。

《资产评估执业准则-企业价值》规定，“执行企业价值评估业务，应当根据评估目的、评估对象、价值类型、资料收集等情况，分析收益法、市场法、成本法（资产基础法）三种基本方法的适用性，选择评估方法”，“对于适合采用不同评估方法进行企业价值评估的，资产评估专业人员应当采用两种以上评估方法进行评估”，故根据上述适用性的分析，本次估值采取一种估值方法未违反上述规定，符合法

律法规的要求。

经上述分析及核查，本次估值报告采用一种方法具备合理性及合法合规性。

2、请评估师详细解释收益法评估结论的合理性：

评估师回复：

收益法是在考虑各项表内表外资产的综合获利能力之后，对未来收益和风险进行量化的结果。该结果的合理性是通过估值过程的合理性推导和支撑。具体过程如下：

(1) 营业收入分析预测

宏源路易升主要从事速冻薯条食品生产业务。公司主要产品为薯条，材料销售（其他业务）为销售马铃薯和清洗后不能上线加工的次品马铃薯。

公司近年历史营业收入情况如下表：

公司近年历史营业收入情况表

金额单位：万元

项目	2017 年度	2018 年度	2019 年 1-9 月
薯条	-	1,442.18	6,419.20
材料销售	-	16.08	333.20
合计	-	1,458.26	6,752.41

公司近年历史销量、价格情况表

金额单位：万元

项目	2017 年度	2018 年度	2019 年 1-9 月
薯条	-	1,442.18	6,419.20
销量（吨）		2,114.14	10,218.64
单位价格		0.6822	0.6282
材料销售	-	16.08	333.20
销量（吨）		165.88	3,130.53
单位价格		0.0969	0.1064
合计	-	1,458.26	6,752.41

根据管理层预计 2019 年 10-12 月销售数据，2019 年度的销量、价格如下表：

公司 2019 年度营业收入预测情况表

金额单位：万元

项目	2019年10-12月	2019年度
薯条	2,087.26	8,506.46
销量(吨)	3,680.78	13,899.42
单位价格	0.5671	0.6120
材料销售	-	333.20
销量(吨)	-	3,130.53
单位价格	-	0.1064
合计	2,087.26	8,839.67

根据公司历史营业收入情况,结合公司发展规划和所属行业发展综合预测未来5年营业收入情况。

薯条:公司目前已快速切入市场,2019年度比2018年同期销售增长70%,预计2020年保持70%-90%快速增长,产能利用率达到70%,2021年及以后达产100%。达产后,是否实施原规划的二期扩建,需待市场情况和公司资金情况再定。本次预测从谨慎性角度考虑,预测不考虑二期扩建。

未来五年预测期单位价格按与2019年度单位价格保持稳定进行预测。

材料销售:公司2019年度材料销售销量较大,主要是公司2018年10月投产时,经验不足,采购马铃薯较多,公司市场销量未达预期导致公司马铃薯库存较大,多采购的马铃薯不能继续生产,作为次品处理给淀粉厂。

根据公司生产情况和销售情况进行分析,剔除2019年度的特别因素,预计未来材料销售预计占薯条销量的10%左右。未来五年预测期单位价格按与2019年度单位价格保持稳定进行预测。

根据预测销量和销售价格,营业收入预测情况如下表:

未来年度营业收入预测表

金额单位：万元

项目	2019年10-12月	2020年度	2021年度	2022年度	2023年度	2024年度
薯条	2,087.26	15,422.43	22,032.04	22,032.04	22,032.04	22,032.04
销量(吨)	3,680.78	25,200.00	36,000.00	36,000.00	36,000.00	36,000.00
单位价格	0.5671	0.6120	0.6120	0.6120	0.6120	0.6120
材料销售	-	268.22	383.17	383.17	383.17	383.17
销量(吨)	-	2,520.00	3,600.00	3,600.00	3,600.00	3,600.00
单位价格	-	0.1064	0.1064	0.1064	0.1064	0.1064
合计	2,087.26	15,690.65	22,415.21	22,415.21	22,415.21	22,415.21

(2) 毛利率营业成本分析预测

公司近年历史营业成本及其毛利率情况表

单位：万元

项目	类别	2017 年度	2018 年度	2019 年 1-9 月
毛利率		-	34.15%	24.05%
薯条	收入	-	1,442.18	6,419.20
	成本	-	909.38	4,716.87
	毛利率	-	36.94%	26.52%
材料销售	收入	-	16.08	333.20
	成本	-	50.91	411.67
	毛利率	-	-216.62%	-23.55%
营业收入合计		-	1,458.26	6,752.41
营业成本合计		-	960.29	5,128.54

根据公司历史营业成本及其毛利率情况，公司 2019 年度毛利率水平为完整年度数据，毛利率水平更符合公司实际情况，本次预测以 2019 年度毛利率进行预测，考虑公司 2022 年销售收入进入稳定阶段，随着规模效应的出现，薯条毛利率会有 1%-2% 的增长，本次按增长 1% 进行预测。材料销售的毛利率按维持 2019 年度的毛利率预测。

营业收入和营业成本的预测结果见下表：

未来年度营业收入与营业成本预测表

单位：万元

项目		2019 年	2020 年度	2021 年度	2022 年度	2023 年度	2024 年度
		10-12 月					
薯条	收入	2,087.26	15,422.43	22,032.04	22,032.04	22,032.04	22,032.04
	成本	1,670.00	11,579.56	16,542.22	16,321.90	16,321.90	16,321.90
	毛利率	19.99%	24.92%	24.92%	25.92%	25.92%	25.92%
材料销售	收入	-	268.22	383.17	383.17	383.17	383.17
	成本	-	331.38	473.4	473.4	473.4	473.4
	毛利率	-	-23.55%	-23.55%	-23.55%	-23.55%	-23.55%
营业收入合计		2,087.26	15,690.65	22,415.21	22,415.21	22,415.21	22,415.21
营业成本合计		1,670.00	11,910.94	17,015.63	16,795.31	16,795.31	16,795.31

根据查询可比公司披露的年报数据，经分析：食品制造业的可比公司近三年的毛利率区间分别为 13.38%-33.73%、10.64%-30.81%、14.75%-31.50%，均值分别为 25%、23%、24%，可以看出毛利率差异较大，但是均值近三年稳定。本次预测毛利率处于行业的平均毛利率水平，经对比被估值单位的历史毛利率情况，毛利率预测处于合理区间。

(3) 营业税金及附加分析预测

根据财政部、国家税务总局《关于免征蔬菜流通环节增值税有关问题的通知》(财税[2011]137号),本公司报告期销售马铃薯和小薯免征增值税。

公司目前适用的增值税政策为增值税农产品进项税按核定扣除,本次农产品进项税根据公司2019年营业成本中的直接材料占比,结合公司生产统计2018年10月-2019年10月中马铃薯和其他辅料的耗用金额比例进行预测。

农产品进项税=当期直接材料金额*马铃薯金额比例/(1+适用增值税率)*适用增值税率

其他辅料进项税=当期直接材料金额*其他辅料金额比例*适用增值税率

房产税根据公司房产账面价值和适用税率进行预测。

印花税根据公司销售收入和适用税率进行预测。

评估人员分别对其未来税费进行测算,具体预测情况如下表:

金额单位:人民币万元

项目	2019年 10-12月	2020年度	2021年度	2022年度	2023年度	2024年度
营业税金及附加	47.93	254.78	312.98	315.07	315.07	315.07
税金收入比	1.46%	0.81%	0.57%	0.57%	0.57%	0.57%

(4) 销售费用分析预测

销售费用主要包含职工薪酬、交通差旅费、运输装卸费和咨询费等。其中职工薪酬根据公司的工资发放标准及其增长幅度并考虑收入规模进行预测。其中运输装卸费根据公司一年一期的数据分析,运输装卸费收入比有所下降。2019年度比2018年度下降约4%,系随着销售规模扩大,客户的供给半径有所降低、议价能力有所提高。预测2020年运输装卸费收入比减少约2%,以后年度保持稳定。其他费用在分析历史年度各项费用的内容及趋势的基础上进行预测。

未来年度销售费用预测表

金额单位:万元

项目	2019年 10-12月	2020年度	2021年度	2022年度	2023年度	2024年度
销售费用合计	251.55	1,625.08	2,296.55	2,302.52	2,308.78	2,315.36
费用收入比	12.05%	10.36%	10.25%	10.27%	10.30%	10.33%
职工薪酬	16.53	101.01	119.32	125.28	131.55	138.12
办公费	0.51	3.86	5.51	5.51	5.51	5.51
交通差旅费	3.90	29.30	41.86	41.86	41.86	41.86

项目	2019年 10-12月	2020年度	2021年度	2022年度	2023年度	2024年度
宣传费	9.32	141.22	201.74	201.74	201.74	201.74
运输装卸费	162.79	909.94	1,299.92	1,299.92	1,299.92	1,299.92
租赁费	1.56	11.76	16.80	16.80	16.80	16.80
物耗费	0.02	0.18	0.26	0.26	0.26	0.26
低值易耗品	0.37	2.76	3.94	3.94	3.94	3.94
咨询费	56.54	425.06	607.22	607.22	607.22	607.22

(5) 管理费用分析预测

管理费用主要为职工薪酬、办公费等。根据不同费用的发生特点、变动规律进行分析，按照和营业收入的关系、自身的增长规律，采用不同的模型计算。职工薪酬根据工资发放标准考虑一定的增长幅度进行。折旧与摊销根据现有的折旧与摊销政策进行预测。其他费用在分析历史年度各项费用的内容及趋势的基础上进行预测。预测数据如下：

未来年度管理费用预测表

金额单位：万元

项目	2019年 10-12月	2020年度	2021年度	2022年度	2023年度	2024年度
管理费用合计	93.83	514.20	642.84	654.65	667.05	680.08
费用收入比	4.50%	3.28%	2.87%	2.92%	2.98%	3.03%
办公费	6.48	48.70	69.58	69.58	69.58	69.58
职工薪酬	53.58	225.02	236.27	248.08	260.48	273.51
交通差旅费	5.77	43.35	61.93	61.93	61.93	61.93
业务招待费	7.13	53.58	76.55	76.55	76.55	76.55
物耗费	0.11	0.85	1.22	1.22	1.22	1.22
修理费	0.38	2.88	4.11	4.11	4.11	4.11
租赁费	2.64	19.84	28.34	28.34	28.34	28.34
检验费	0.03	0.23	0.33	0.33	0.33	0.33
中介服务费	8.59	64.59	92.27	92.27	92.27	92.27
低值易耗品	0.05	0.40	0.56	0.56	0.56	0.56
折旧费	3.82	15.30	15.30	15.30	15.30	15.30
税费	3.38	25.44	36.35	36.35	36.35	36.35
其他	1.87	14.02	20.03	20.03	20.03	20.03

(6) 研发费用分析预测

公司无研发费用，不预测。

(7) 财务费用分析预测

鉴于货币资金在生产经营过程中频繁变化，故评估时不考虑存款产生的利息收入；手续费为转账所产生的手续费，考虑到手续费金额较少，不具有重大

影响，不进行预测。评估对象于评估基准日关联方付息借款和长期借款为付息债务。

未来年度财务费用预测表

金额单位：人民币万元

项目 \ 年份	2019年 10-12月	2020年度	2021年度	2022年度	2023年度	2024年度
财务费用合计	112.38	449.54	449.54	449.54	449.54	449.54

(8) 非经常性损益项目

营业外收入、营业外支出、资产减值损失等非经常性损益因其具有偶然性，本次不作预测。

(9) 企业所得税的计算

公司所得税执行25%所得税率。所得税=利润总额*所得税税率，交税基数考虑以前年度可弥补的亏损。

经计算后，预测期内所得税预测数如下：

金额单位：人民币万元

项目 \ 年份	2019年 10-12月	2020年度	2021年度	2022年度	2023年度	2024年度
企业所得税	-	154.74	432.08	482.19	477.52	472.62

(10) 折旧及摊销预测

① 折旧预测

评估对象经审计的报表显示，截止评估基准日企业固定资产主要为房屋建筑物、机器设备、车辆和电子设备。本次评估中，按照被评估单位执行的固定资产折旧政策，估算未来经营期的折旧额。

② 摊销预测

评估对象经审计的报表显示，截止评估基准日企业无形资产主要为购买的土地使用权和办公软件。本次评估中，按照被评估单位执行的无形资产摊销政策，估算未来经营期的摊销额。

未来年度折旧及摊销预测

金额单位：人民币万元

项目	2019年 10-12月	2020年度	2021年度	2022年度	2023年度	2024年度
----	-----------------	--------	--------	--------	--------	--------

折旧	501.30	2,005.19	2,005.19	2,000.32	1,993.67	1,993.67
摊销	3.07	12.28	12.28	12.28	12.28	12.28

(11) 资本性支出预测

更新资本性支出是为了保证资产组生产经营可以正常发展的情况下,公司每年需要进行的资本性支出(更新、改造、扩产等)。

①新增资本性支出

公司无新增资本性支出。

②更新资本性支出

更新资本性支出是为了保证资产组资产可以正常使用的资本性支出。主要包括对房屋建筑物、设备、无形资产的更新支出。明确期间结合历史年度资产组合相关的资产更新、资产组资产已使用年限等,预计未来资产更新改造支出。

本次预测按年金法预测。

未来年度折旧及摊销预测

金额单位:人民币万元

项目	2019年 10-12月	2020年度	2021年度	2022年度	2023年度	2024年度
资本性支出	111.14	444.57	444.57	444.57	444.57	444.57

(12) 营运资金增加额估算

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、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。因此估算营运资金的增加原则上只需考虑正常经营所需保持的现金、应收款项、存货和应付款项等主要因素。本报告所定义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

其中, 营运资金=现金+应收款项+存货-应付款项

其中:

现金=付现成本/现金周转率

式中：付现成本=完全成本-非付现成本

=营业成本+营业税金及附加+营业费用+管理费用-折旧摊销

应收款项=营业收入总额/应收款项周转率

其中，应收款项主要包括应收账款、应收票据以及与经营业务相关的其他应收账款等诸项。

根据对评估对象经营情况的调查，以及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估算结果，按照上述定义，可得到未来经营期内各年度的经营性现金（最低现金保有量）、存货、应收款项以及应付款项等及其营运资金增加额。

由于被估单位经营期不长，原材料采购集中在每年的9-10月份，本次预测先由管理层结合1-9月的财务数据，先预估出2019年度的最低货币保有量、应收款项、应付款项金额，根据上述方法计算2019年度周转率，再预测出未来年度营运资金

未来年度营运资金增加额预测

金额单位：人民币万元

项目	2019年 10-12月	2020年度	2021年度	2022年度	2023年度	2024年度
营运资金增加额	757.43	1,155.29	1,213.16	-25.08	1.72	1.23

(13) 净现金流量的预测结果

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，主要是通过对评估对象财务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、未来市场的发展等综合情况作出的一种专业判断。估算时不考虑营业外收支、补贴收入以及其它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：人民币万元

项目 \ 年份	2019年 10-12月	2020年度	2021年度	2022年度	2023年度	2024年度	永续年
营业收入	2,087.26	15,690.65	22,415.21	22,415.21	22,415.21	22,415.21	22,415.21
减：营业成本	1,670.00	11,910.94	17,015.63	16,795.31	16,795.31	16,795.31	16,795.31
营业税金及附加	47.93	254.78	312.98	315.07	315.07	315.07	315.07



项目 \ 年份	2019年 10-12月	2020年度	2021年度	2022年度	2023年度	2024年度	永续年
销售费用	251.55	1,625.08	2,296.55	2,302.52	2,308.78	2,315.36	2,315.36
管理费用	93.83	514.20	642.84	654.65	667.05	680.08	680.08
研发费用	-	-	-	-	-	-	-
财务费用	112.38	449.54	449.54	449.54	449.54	449.54	449.54
营业利润	-88.45	936.11	1,697.68	1,898.13	1,879.46	1,859.86	1,859.86
减：所得税	-	154.74	432.08	482.19	477.52	472.62	472.62
净利润	-88.45	781.37	1,265.61	1,415.94	1,401.94	1,387.24	1,387.24
加：税后利息支出	84.29	337.15	337.15	337.15	337.15	337.15	337.15
加：折旧	501.30	2,005.19	2,005.19	2,000.32	1,993.67	1,993.67	1,993.67
摊销	3.07	12.28	12.28	12.28	12.28	12.28	12.28
减：资本性支出	111.14	444.57	444.57	444.57	444.57	444.57	444.57
营运资金增加额	757.43	1,155.29	1,213.16	-25.08	1.72	1.23	
净现金流量	-368.36	1,536.13	1,962.50	3,346.21	3,298.76	3,284.55	3,285.78

(14) 折现率的确定

折现率,又称期望投资回报率,是收益法确定评估企业市场价值的重要参数。按照收益额与折现率口径一致的原则,本次评估采用加权平均资本成本WACC,计算公式如下:

$$WACC = K_e \times \frac{E}{E + D} + K_d \times (1 - t) \times \frac{D}{E + D}$$

其中: k_e : 权益资本成本;

k_d : 付息债务资本成本;

E : 权益的市场价值;

D : 付息债务的市场价值;

t : 被评估单位所得税率。

其中, 权益资本成本采用资本资产定价模型(CAPM)计算。计算公式如下:

$$K_e = r_f + MRP \times \beta + r_c$$

式中:

r_f : 无风险利率;

MRP : 市场风险溢价;

β : 权益的系统风险系数;

r_c : 企业特定风险调整系数。

分析 CAPM 我们采用以下步骤:

①无风险报酬率：

国债收益率通常被认为是无风险的，因为持有该债权到期不能兑付的风险很小，可以忽略不计。

我们在沪、深两市及银行间市场选择从评估基准日到国债到期日剩余期限10年期以上的国债，并计算其到期收益率，取所有国债到期收益率的平均值作为本次评估无风险收益率，我们以上述国债到期收益率的平均值4.08%作为本次评估的无风险收益率。

②市场风险溢价 MRP 的确定：

市场风险溢价是对于一个充分风险分散的市场投资组合，投资者所要求的高于无风险报酬率的回报率。

由于我国证券市场是一个新兴而且相对封闭的市场，历史数据较短、投机气氛较浓、市场波动幅度很大，存在较多非理性因素，并且存在大量非流通股，再加上我国对资本项目下的外汇流动仍实行较严格的管制，因此，直接采用我国证券市场历史数据得出的股权风险溢价可信度不高。而以美国证券市场为代表的成熟证券市场，由于有较长的历史数据，且市场有效性较强，市场总体的股权风险溢价可以直接通过分析历史数据得到。国际上新兴市场的股权风险溢价通常可以采用成熟市场的风险溢价进行调整确定。

因此，本次评估中采用美国纽约大学斯特恩商学院著名金融学教授、评估专家 AswathDamodaran 的方法，通过在成熟股票市场风险溢价的基础上进行信用违约风险息差调整，得到中国市场的风险溢价。具体计算过程如下：

成熟市场的风险溢价计算公式为：

市场风险溢价=成熟股票市场的风险溢价+国家风险溢价

其中：成熟股票市场的风险溢价：美国股票市场是世界上成熟股票市场的最典型代表，AswathDamodaran 采用1928年至2018年美国股票市场标准普尔500指数和国债收益率数据，计算得到截至目前美国股票与国债的算术平均收益差为6.26%。

国家风险溢价：对于中国市场的国家风险溢价，AswathDamodaran 根据彭博数据库（Bloomberg）发布的最新世界各国10年期CDS（信用违约互换）利率，计算得到世界各国相对于美国的信用违约风险息差。目前，国家风险补偿额取

0.98%。

则： $MRP=6.26\%+0.98\%$

$=7.24\%$

即当前中国市场的权益风险溢价约为 7.24%。

③ β_e 值

由于被评估单位是非上市公司，无法直接计算其 β_e 系数，为此我们采用的方法是在上市公司中寻找一些上市时间在5年以上，主营业务范围与被评估单位相当或相近的上市公司作为可比公司，通过Wind资讯的数据系统进行查询，得到各可比公司无财务杠杆的 β 系数，计算其平均值得到被评估单位预期无财务杠杆 β 系数，再根据被评估单位的D和E，计算出被评估单位预期 β_e 系数

目前中国国内同花顺公司是一家从事于 β 的研究并给出计算 β 值的计算公式的公司。经查与评估对象均医药流通的可比公司 β_t ：

序号	证券代码	证券简称	所属行业	上市日期	剔除杠杆原始Beta
1	002481.SZ	双塔食品	食品制造业-其他食品制造	2006/7/25	0.6100
2	002557.SZ	洽洽食品	食品制造业-其他食品制造	2009/9/3	0.6863
3	002582.SZ	好想你	食品制造业-其他食品制造	2011/5/6	0.6260
4	002661.SZ	克明面业	食品制造业-其他食品制造	2011/9/20	0.6900
5	600108.SH	亚盛集团	食品制造业-其他食品制造	2011/3/29	0.7435
1	002481.SZ	双塔食品	食品制造业-其他食品制造	2006/7/25	0.6100
合计					0.6712

通过同花顺资讯的数据系统进行查询，对上述可比公司以 2014 年 9 月 30 日至 2019 年 9 月 30 日的市场价格测算估计，得到可比公司剔除杠杆的原始贝塔为 0.6712，本次评估参照可比公司的资本结构得到债务比率 $W_d=14.30\%$ 及权益比率 $W_e=85.70\%$ 。适用所得税税率取 25%。

根据被评估单位的D和E，则：

$$\begin{aligned}\beta_e &= (1 + (1 - T) \times D/E) \times \beta \\ &= (1 + (1 - 25\%) \times 14.30\% / 85.70\%) \times 0.6712 \\ &= 0.7610\end{aligned}$$

④ 企业特定风险 ϵ 的确定

本次评估考虑到评估对象可能产生的特性个体风险，特定风险调整系数主要

由资产规模风险、经营风险、财务风险和其他个别风险构成。

资产规模风险：公司尚未达到规模化生产，资产规模风险一般，本次取 0.50%；

经营风险：公司受行业政策和市场波动影响较大，经营风险一般，本次取 0.50%；

财务风险：公司马铃薯采购集中而且资金量大，公司还有未付的工程款和设备款，资金压力较大，财务风险较大，本次取 1.00%；

其他个别风险：公司除上述风险外，其他个别影响未来收益的风险因素较少，本次不考虑其他个别风险。

公司特性风险调整系数 $\varepsilon = 2.00\%$ 。

⑤ 权益资本成本的确定

本次评估参照可比公司的资本结构得到债务比率 $W_d = 14.30\%$ 及权益比率 $W_e = 85.70\%$ 。适用所得税税率取 25%。

最终得到评估对象的权益资本成本 Re ：

$$\begin{aligned} Re &= 4.08\% + 0.7610 \times 7.24\% + 2.00\% \\ &= 11.59\% \end{aligned}$$

⑥ 债务资本成本的确定

评估基准日，评估对象关联方付息借款和长期借款为付息债务。根据公司关联方付息借款金额和长期借款及其对应的利率，经计算，本次评估债务资本成本 $K_d = 6.14\%$ 。

⑦ 折现率（ r ：WACC）的确定

$$\begin{aligned} WACC &= K_e \times \frac{E}{E + D} + K_d \times (1 - t) \times \frac{D}{E + D} \\ &= 11.59\% \times 85.70\% + 6.14\% \times (1 - 25\%) \times 14.30\% \\ &= 10.59\% \end{aligned}$$

(15) 股东全部权益价值计算

① 经营性资产价值

企业自由现金流量 = 净利润 + 折旧摊销 + 税后付息债务利息 - 运营资本增加

额—资本性支出

对纳入报表范围的资产和主营业务，按照最近几年的历史经营状况的变化趋势和业务类型估算预期收益（净现金流量），并折现得到评估对象经营性资产的价值为 29,765.40 万元。

②溢余资产价值

经调查核实确认，被评估单位无定期存款、有价证券等投资，故无溢余资金。

③非经营性资产、负债价值

经核实，在评估基准日 2019 年 9 月 30 日，经资产负债表披露，被评估企业账面有如下一些资产（负债）的价值在本次估算的净现金流量中未予考虑，应属本次评估所估算现金流之外的非经营性资产或非经营性负债，在估算企业价值时应予另行单独估算其价值。

经调查核实确认，公司经审计账面存在以下资产及负债项目，鉴于在未来现金流估算中未考虑该等因素，本次评估将其确认为非经营性资产及负债：

其他应收款：其中个人借款和土地出让金等 37.67 万元，考虑为非经营性资产。

其他流动资产：待认证增值税进项税额 982.07 万元，考虑为非经营性资产。

其他非流动资产：调预付设备款 46.98 万元，考虑为非经营性资产。

其他应付款：为待应付的关联方借款、工程款和设备款 15,600.11 万元，考虑为非经营性负债。

递延收益：为已收到政府补助款，需要按照 10 年进行分摊确认营业外收入，每年确认营业外收入需缴纳所得税，所得税影响额 295.79 万元，考虑为非经营性负债。

C2=-14,829.17 万元

将上述各项代入式（4），得到评估对象在基准日其他溢余性和非经营性资产的价值为：

$$\begin{aligned}\sum C_i &= C_1 + C_2 \\ &= 0 - 14,829.17 \\ &= -14,829.17 \text{ 万元。}\end{aligned}$$

④付息债务情况

经调查核实确认，公司关联方付息借款和长期借款为付息债务。

付息债务评估= 7,320.00 万元。

D=7,320.00 万元。

⑤股东全部权益价值的确定

将所得到的经营性资产的价值，考虑基准日的溢余资产价值、非经营性资产价值、付息债务价值后，即得到评估对象企业全部权益价值 7,616.00 万元(取整)。

$$(A) B=P+\sum C_i$$

$$=29,765.40-14,829.17$$

$$=14,936.22 \text{ 万元 (取整)}$$

$$(B) E=B-D$$

$$=14,936.22-7,320.00$$

$$=7,616.00 \text{ 万元 (取整)}$$

经核查上述估值过程的估值依据、预测过程、关键参数的取值，收益法结果具备合理性。

万隆(上海)资产评估有限公司

2020年3月12日

江国裕

第李东