（上接C6版）

单位：万（加元）

项目	2010/12/31	2011/12/31	2012/12/31	20139/30
流动资产合计	15,160.60	17,866.80	18,628.60	22,385.70
非流动资产合计	64,705.60	64,727.60	64,062.90	64,362.90
资产总计	79,866.20	82,594.40	82,691.50	86,748.60
流动负债合计	6,333.40	6,177.20	4,379.70	4,197.50
流动负债合计	35,946.80	35,059.80	33,856.20	34,428.20
负债合计	42,280.20	41,237.00	38,235.90	38,625.70
所有者权益合计	37,586.00	41,357.40	44,455.60	48,122.90

B.利润表

单位：万（加元）

项目	2010年度	2011年度	2012年度	最近12个月
营业总收入	35,663.00	41,466.00	43,749.20	47,184.00
营业成本	15,360.20	18,973.70	21,687.20	23,792.00
营业利润	6,711.60	7,329.30	3,937.90	6,423.00
利润总额	6,711.60	7,329.30	3,937.90	4,044.00
所得税费用	1,919.80	1,673.10	414.60	462.70
净利润	4,791.80	5,656.20	3,523.30	3,581.30

（3）Siegfried Holding AG

所在地：Zofingen，Switzerland（瑞士佐芬根）

上市证券交易所：瑞士

证券代码：SFZN

①公司简介

Siegfried公司拥有140年的历史。最开始是由药剂师Samuel Benoni Siegfried 于1873年成立，早期为典型的家族企业。1904年转变为股份制公司，1973年在瑞士证券交易所上市。Siegfried公司总部设在瑞士，目前在美国、马耳他以及中国等地区和国家都设有子公司或办事处，Siegfried公司是一家同时具备研发和生产能力的医药制造商。Siegfried公司是诺华（Novartis）和辉瑞（Pfizer）等国际知名公司的合作伙伴。

Siegfried公司在全球范围从事开发和生产活性药物成分（API）和中间体。该公司提供的受控物质和其他API，侧重于中度至重度疼痛管理和依赖治疗组合。该公司还涉及医药成品的生产及提供一系列的服务，如药物产品的开发、注册、生产、包装和物流、制药合作。此外，它提供了药物研发、原料药工艺和化学品的开发，分析，规模试生产、工艺和分析转移服务。

②股本及股东情况

截至评估基准日，公司主要股东及股本情况如下：

股东名称	持股数量（股）	持股比例（%）	股本性质
Tweedy,BrowneCompanyLLC	374,767	10.405	流通股
Frey,Rainer=Marc	359,431	9.98	流通股
SiegfriedFinanceAG	191,429	5.315	流通股
KreissparkasseBiberachGmbHAssetManagementArm	137,178	3.809	流通股

③财务数据

A.资产负债表

单位：万（瑞士法郎）

项目	2010/12/31	2011/12/31	2012/12/31	2013/6/30
流动资产合计	25,296.90	22,855.40	21,854.00	23,001.30
非流动资产合计	25,296.90	22,855.40	21,854.00	23,001.30
资产总计	45,399.30	44,799.90	47,678.90	49,352.10
流动负债合计	7,258.80	5,833.50	8,460.70	9,701.20
流动负债合计	1,775.00	1,997.40	7,639.70	6,260.60
负债合计	9,033.80	7,830.90	16,100.40	15,961.80
所有者权益合计	36,365.50	36,969.00	31,635.10	33,392.40

B.利润表

单位：万（瑞士法郎）

项目	2010年度	2011年度	2012年度	最近12个月
营业总收入	31,872.50	33,161.70	37,457.00	38,570.00
营业成本	25,995.30	26,147.20	28,518.70	29,362.00
营业利润	-492.50	1,051.20	1,516.70	1,730.00
利润总额	-492.50	1,051.20	1,516.70	2,226.00
所得税费用	-68.60	82.90	-570.10	-395.00
净利润	-423.90	968.30	2,086.80	2,621.00

注：因SFZN未公布2013年9月30日报表，以上数据引自SFZN截至2013年6月30日的报表。

2、可比公司财务数据的分析及调整

（1）调整

因本次评估基准日为2013年9月30日，取最近12个月的相关参数作为计算企业价值的参数，相应计算价值比率的相关参数为最近12个月。

对可比公司及被评估单位财务数据的调整因素包括：会计政策、非经常性损益、非经营性及溢余资产、负债等。

（2）数据分析

对可比公司及标的公司的盈利能力、成长能力、营运能力及偿债能力进行分析如下：

项 目	CBM	ATB.	SFZN	平均值	SPL（任三年平均）
I. 盈利能力指标					
1.销售毛利率	30.39%	53.87%	21.15%	35.14%	29.61%
2.EBITDA/销售收入	19.62%	21.80%	10.23%	17.21%	24.81%
3.总资产利润率(ROA)	6.17%	21.42%	1.33%	9.64%	7.84%
4.净资产收益率(ROE)	22.32%	12.01%	2.50%	12.28%	16.60%
Ⅱ. 成长能力指标					
1.营业收入同比增长率	5.85%	11.12%	9.30%	8.75%	-1.93%
2.营业利润同比增长率	18.87%	-12.25%	20.01%	8.87%	0.58%
3.营业EBIT 同比增长率	13.97%	1.61%	27.71%	14.43%	-4.58%
4.营业EBITDA 同比增长率	7.76%	2.79%	11.13%	7.23%	-3.54%
5.总资产同比增长率	4.20%	9.86%	0.09%	4.72%	5.49%
Ⅲ. 营运能力指标					
1.营业周期	153.69	209.22	197.93	186.95	67.97
2.净资产周转率	244.29%	97.85%	92.36%	144.84%	209.00%
3.总资产周转率	71.06%	49.25%	74.26%	64.86%	74.96%
VI. 偿债能力					
1.流动比率	2.22	3.18	3.19	2.87	4.80
2.速动比率	1.29	1.47	1.60	1.45	1.45
3.资产负债率	0.65	0.50	0.24	0.46	0.63
4.已获利息倍数	12.80	91.16	3.25	35.74	2.39

注：表中盈利能力指标为2010年~2013年9月平均指标（SFZN为截至2013年6月）；其他指标为2010~2012年平均指标。

从上述比较可以看出，在盈利能力指标方面，SPL公司与可比公司较接近，EBITDA/销售收入远远高于可比公司平均数；在成长能力方面，除资产总额外，均低于可比公司平均值，主要原因为，公司因受行业供求因素影响，2011年较2010年收入、利润等均有较大下降，但公司近两年在致力于改变这种状态，开发新的项目及合作模式，并于2013年取得成果，预计2013年下半年开始利润等增长情况将有改善；营运能力方面，SPL各项指标均接近或好于可比公司平均水平；偿债能力方面，SPL各项指标也均接近或好于可比公司平均水平。

3、价值比率的选取

价值比率是指以价值或价格作为分子，以财务数据或其他特定非财务指标等作为分母的比率。价值比率可以按照分子或分母的性质分为盈利比率、资产比率、收入比率和其他特定比率；也可以按照分子所对应的口径划分为权益价值比率和企业整体价值比率。企业整体价值比率主要包括：

（1）盈利比率

①息税前（EBIT）比率 = EV / EBIT

企业整体价值（EV）= 股价 × 发行的普通股股数 + 付息债务 − 溢余现金 − 非经营性资产净额

股价可选择评估基准日当天或20日、30日、60日股票的收盘价或均价。

EBIT = 利润总额 + 利息支出 - 净利润 + 所得税 + 利息支出

②息税折旧摊销前（EBITDA）价值比率 = EV / EBITDA

EBITDA = EBIT + 折旧/摊销

③税后净经营收益（NOIAT）价值比率 = EV / NOIAT

NOIAT = EBIT − 所得税 + 折旧/摊销

④市盈率（P/E）= 股价 / 每股收益

（2）资产比率

①市净率（P/B）= 股价 / 每股净资产

②总资产价值比率 = EV / 总资产价值

③总资产或有形资产比率 = EV / TBVIC（总资产或有形资产账面值）

④托宾Q比率= EV / 重置成本

（3）收入比率：

销售收入比率=EV / S

（4）价值比率选择的一般原则

①对于亏损性企业可能选择资产类价值比率比收益类价值比率效果好；

②对于可比对象与目标企业资本结构存在重大差异的，一般应该选择全投资口径的价值比率；

③对于一些高科技行业或有形资产较少但无形资产较多的企业，盈利基础价值比率通常比资产基础价值比率效果好

④如果企业的各类成本费用比较稳定，则可以选择收入基础价值比率；

⑤如果可比对象与目标企业税收政策存在较大差异，则选择税后收益的价值比率较好。

本次评估，由于SPL公司是一家经营多年的原料药生产企业，盈利情况稳定，本次评估选择盈利比率中的EBIT、EBITDA、NOIAT比率做为价值比率。

4、价值比率的计算

各可比公司价值比率如下：

比率乘数	公司名称	2010/12/31	2011/12/31	2012/12/31	最近12月	前3年均值
EV/NOIAT	CBM	8.30	8.06	5.43	12.21	7.26
	ATB	6.99	6.40	5.62	11.42	6.34
	SFZN	13.45	13.54	8.87	11.90	11.95
EV/EBIT	CBM	21.00	21.10	11.67	17.30	17.92
	ATB	10.20	9.50	8.48	9.61	9.39
	SFZN	60.10	45.40	22.59	25.78	42.70
EV/EBITDA	CBM	10.60	10.30	6.94	9.56	9.28
	ATB	9.40	8.60	7.55	8.50	8.52
	SFZN	14.70	14.80	9.70	10.89	13.07

注：1、EV/EBIT、EV/EBITDA数据来源于Capital IQ；

2、EV/NOIAT根据Capital IQ有关EBIT、EBITDA及可比公司财务报表有关数据计算得出；

3、SFZN截近12个月的比率乘数根据截至2013年6月的数据计算得出。

经分析对比基准日价值比率与近三年平均价值比率均有差异，与可比公司股价变动及财务指标变动有关，考虑到股价等的时效性，价值比率取评估基准日股价及近12个月的财务数据计算的价值比率，各可比公司价值比率如下：

项 目	CBM	ATB	SFZN
税息前收益（EBIT）价值比率	17.30	9.61	25.78
税息折旧/摊销前收益(EBITDA)价值比率	9.56	8.50	10.89
NOIAT价值比率	12.21	11.42	11.90

5、价值比率的修正

本次评估，价值比率选用盈利基础价值比率，盈利价值比率可以用下式表达：

（1）盈利基础价值比率 = 资产的价值 / 盈利类指标

另外，在采用收益法评估企业价值时，根据单期间资本化模型，存在一个收益资本化模型，该模型可以用下式表达：

市场价值 NOIAT / r − g

将上式进行变换，可以得到：

$$\frac{\text{市场价值}}{NOIAT}=\frac{1}{r-g}$$

上式左侧的含义为企业市场价值除以一个盈利性指标，实际上就是市场法评估中需要估算的最为重要的参数—盈利性价值比率，从上式可以得到

$$\text{盈利类价值比率}=\frac{1}{r-g}$$

式中：r为折现率，g为预期增长率

通过上述分析，可以得出结论：盈利基础价值比率与企业长期经营风险以及预期未来持续增长率有关。

被评估单位与可比公司之间存在风险的差异，反映在被评估单位及可比公司上即折现率的差异。

根据盈利类价值比率M=$\frac{1}{r-g}$

可以得出：

Ma=$\frac{1}{(Ma+(n-r)-(g-g)}$

式中：Ma为被评估单位的市盈率

MG为可比公司市盈率

r=0即可比公司，假设企业市场风险及资本可能引起的折现率不可需要进行的风险因素修正

g=g即可比公司与被评估企业由于预期增长率差异需要进行的预期增长率差异修正系数

（2）由于NOIAT是税后收益，EBIT、EBITDA是税前利润，税前收益，需要将EBITDA对应的股东现金流收益率换算为与EBIT对应折现率。具体如下：

定义：$\lambda=\frac{EBITDA}{EBIT}$

则：$EBIT=\frac{EBITDA}{\lambda}$

中：$WACC=\frac{EBITDA}{D+E}=\frac{EBIT}{D+E}\times\lambda$

$\frac{EBIT}{D+E}$ 即EBIT对应的股东现金流收益率，因此可以得到EBIT对应口径的折现率为：

$\frac{EBIT}{D+E}=\frac{WACC}{\lambda}$

（3）风险因素修正

被评估单位与可比公司之间存在风险的差异，反映在被评估单位及可比公司上即折现率的差异。

对比公司和被评估企业的折现率均通过加权平均资本成本来确定，计算过程如下：

序号	对比公司股票代码	无风险收益率Rf	超额风险收益	BETA值	公司特有风险溢价	税前股权收益率	债权收益率	所得税率	税前加权资金成本	税后加权资金成本
1	CMB	2.64%	5.80%	1.122	1.80%	16.84%	3.89%	35%	14.77%	9.60%
2	ATM	2.54%	5.80%	0.556	1.80%	10.65%	3.94%	29%	8.75%	6.21%
3	SFZN	1.11%	5.80%	0.555	1.80%	7.76%	3.61%	21%	7.44%	5.88%

注：1、无风险收益率取可比公司所在国家的10年期以上国债收益率；

2、超额风险收益选用纽约大学经济学家Aswath Damadoran发布的比率；

3、公司特有风险溢价根据SBBI2013年年鉴标准确定；

4、债权收益率以无风险利率加违约溢价确定；

被评估单位相对于可比公司的折现率计算如下：

序号	对比公司股票代码	无风险收益率Rf	超额风险收益	BETA值	公司特有风险溢价	税前股权收益率	债权收益率	所得税率	税前加权资金成本	税后加权资金成本
1	CMB	2.64%	5.80%	1.351	1.80%	18.88%	4.34%	35%	14.93%	9.71%
2	ATM	2.64%	5.80%	0.586	1.80%	12.06%	4.34%	35%	9.96%	6.48%
3	SFZN	2.64%	5.80%	0.707	1.80%	13.14%	4.34%	35%	10.75%	6.99%

注：1、无风险收益率取美国10年期以上国债到期收益率；

2、超额风险收益率取美国市场超额风险收益，选用纽约大学经济学家Aswath Damadoran发布的比率；

3、资本结构取标的公司资本结构。

（4）预期长期增长率g的估算

所谓的预期长期增长率是指对比公司评估基准日后的长期增长率，对于进入相对稳定期的企业未来发展相对比较平缓，对于处于发展初期的企业可能会有一段发展相对较高的时期。我们知道对于企业的未来长期增长率应该符合一个逐步下降的趋势，也就是说增长率随着时间的推移逐步下降，理论上说，当时间增长率无穷时，增长率应该趋于零。

本次选取的三家可比公司，成立时间均较早，近年经营情况稳定，基本都处于稳定经营阶段，本次评估根据对比公司评估基准日前三年的历史数据为基础，根据近年的实际增长率，假设未来5年后公司进入稳定增长（稳定增长率确定为2%）；被评估单位近5年增长率根据收益预测确定。根据近1年实际增长率及未来5年的预期增长率来分析测算预期长期增长率。

①NOIAT增长率如下：

序号	对比公司	2010年	2011年	2012年	2013年	2014年	2015年	2016年	2017年	预期长期增长率
1	CMB	-2.93%	5.69%	16.73%	10.94%	7.15%	4.68%	3.06%	2.00%	3.46%
2	ATM	3.58%	9.11%	-3.03%	2.80%	2.57%	2.37%	2.17%	2.00%	2.11%
3	SFZN	13.82%	-1.92%	15.66%	10.38%	6.88%	4.56%	3.02%	2.00%	2.90%
	SPL	-	-4.33%	5.51%	-19.36%	29.08%	14.56%	-2.37%	-1.45%	2.62%

②EBIT增长率如下：

序号	对比公司	2010年	2011年	2012年	2013年	2014年	2015年	2016年	2017年	预期长期增长率
1	CMB	-14.02%	5.29%	50.63%	26.53%	13.90%	7.28%	3.82%	2.00%	7.16%
2	ATM	3.85%	7.56%	-6.58%	0.65%	0.86%	1.14%	1.51%	2.00%	1.72%
3	SFZN	305.56%	39.73%	15.69%	10.39%	6.88%	4.56%	3.02%	2.00%	3.11%
4	SPL		-8.74%	4.50%	-22.66%	31.49%	18.39%	-1.35%	-2.12%	3.05%

③EBITDA增长率如下：

序号	对比公司	2010年	2011年	2012年	2013年	2014年	2015年	2016年	2017年	预期长期增长率
1	CMB	-5.12%	5.62%	22.77%	14.00%	8.61%	5.29%	3.25%	2.00%	4.71%
2	ATM	3.65%	8.70%	-3.97%	2.29%	2.21%	2.14%	2.07%	2.00%	2.05%
3	SFZN	17.73%	0.00%	15.66%	10.38%	6.88%	4.56%	3.02%	2.00%	3.11%
4	SPL		-8.68%	6.76%	-17.00%	25.79%	19.09%	-1.37%	-1.80%	4.32%

（5）根据上述折现率及预期长期增长率对价值比率修正如下：

①NOIAT比率计算结果

对比公司名称	对比公司折现率（税后）	目标公司折现率（税后）	对比公司长期增长率	目标公司长期增长率	风险因素修正	增长率修正	NOIAT比率乘数修正前	比率乘数修正后	比率乘数取值
CBM	9.60%	9.71%	3.46%	2.62%	0.11%	0.84%	12.21	10.94	10.97
ATB	6.21%	6.48%	2.11%	2.62%	0.26%	-0.51%	11.42	11.75	
SFZN	5.88%	6.99%	2.90%	2.62%	1.11%	0.28%	11.9	10.22	

注：CBM修正后比率乘数权重取0.4，ATB、SFZN修正后比率乘数权重取0.3；EBIT、EBTIDA取值与NOIAT比率乘数取值规则相同。

②EBIT比率计算结果

对比公司名称	EBITDA/EBIT(a)	对比公司折现率（税前）	目标公司折现率（税前）	对比公司长期增长率	目标公司长期增长率	风险因素修正	增长率修正	比率乘数修正前	比率乘数修正后	比率乘数取值
CBM	161.20%	9.17%	9.27%	7.16%	3.05%	0.10%	4.12%	17.3	10.00	12.94
ATB	113.30%	7.72%	8.79%	1.72%	3.05%	1.07%	-1.33%	9.61	9.86	
SFZN	246.70%	3.02%	4.36%	3.11%	3.05%	1.34%	0.06%	25.78	18.95	

③EBITDA比率计算结果

对比公司名称	对比公司折现率（税前）	目标公司折现率（税前）	对比公司长期增长率	目标公司长期增长率	风险因素修正	增长率修正	比率乘数修正前	比率乘数修正后	比率乘数取值
CBM	14.77%	14.93%	4.71%	4.32%	0.16%	0.39%	9.56	9.08	9.10
ATB	8.75%	9.96%	2.05%	4.32%	1.21%	-2.27%	8.5	9.34	
SFZN	7.44%	10.75%	3.11%	4.32%	3.30%	-1.21%	10.89	8.87	

注：EBITDA对应折现率取税前折现率。

6、各种价值比率的计算结果

根据上述比例调整、被评估单位对应参数及有息负债，股权价值计算初步结果如下：

金额单位：万元（美元）

序号	项目	最近12个月		
		NOIAT	EBIT比率乘数	EBITDA比率乘数
1	比率乘数取值	10.97	12.94	9.10
2	对应参数	3,080.22	3,040.23	3,664.09
3	全投资计算价值	33,790.01	39,340.58	33,343.22
4	标的公司负息负债	10,817.33	10,817.33	10,817.33
5	被评估企业股权价值	22,972.68	28,523.25	22,525.89

7、相关折价/溢价调整

（1）流动性折扣调整

美国评估界认为缺少流动性包含两个层面的含义：第一，对于控股权，缺少流动性实际主要表现在股权“缺少变现性”，即该股权在转换为现金的能力方面存在缺陷，也就是股权缺少流动性折扣即体现该股权在转换为现金的能力方面与具有流动性的股权相比其价值会出现的一个贬值；第二，对于少数股权，缺少流动性实际主要表现在股权“缺少交易市场”，由于这类股权没有一个系统的，有效的交易市场及定价机制，造成这类股权交易在竞争定价以及交易活跃程度方面受到制约，不能与股票市场上的股票交易一样具有系统的市场交易及定价机制，因此这类股权的交易价值与股票市场上交易的股票相比存在一个交易价值的贬值。

缺少流动性影响股票价值这一事实是普遍存在的，有很多这方面的研究。目前国际上定量研究缺少流动性折扣的主要方式或途径主要包括以下两种：①限制性股票交易价格研究途径；②IPO前交易价格研究途径。

目前，美国一些评估分析人员相信IPO前研究缺少流动性折扣率与限制股交易研究相比，对于非上市公司，可以提供更为可靠的缺少流动性折扣率的数据。原因是IPO前的公司股权交易与实际评估中的非上市公司的股权交易情况更为接近，因此按IPO前研究得出的缺少流动性折扣率更为适合实际评估中的非上市公司的情况。

IPO前研究主要是Robert W.Baid &Company 的研究，该研究包含了1980年到2000年超过4000个IPO项目以及543项满足条件的IPO前交易案例的数据。另一个研究是Valuation Advisor的研究，该研究收集并编辑了大约3200个IPO前交易的案例，并建立一个IPO前研究缺少流动性折扣的数据库。根据其研究成果，IPO前交易时间为1-90天、91-180天、181天-270天、271-365天的流动性折扣为16.72%-47.44%。

根据上述研究结果，本次流动性折扣取30%。

（2）控股权溢价调整

采用上市公司比较法评估企业股权价值时，由于可比对象都是上市公司，并且交易的市场价格采用的是证券交易市场上成交的流通股交易价格，上市公司流通股一般都是代表小股东权益的，不具有对公司的控制权，但本次评估对象为100%股权，因此，需要对上市公司比较法的评估价值进行控股权溢价调整。

在美国评估界控股权所做的相关研究包括：Mergerstat Review研究、Mergerstat/Shannon Pratt’S Control Premium Srudy研究等。通过对美国相关研究的了解，可以发现这些研究一般都是通过股权市场上控股权收购与一般非控股权交易价额的差异来估算控股权应该存在的溢价。借鉴上述研究思路，根据从彭博资讯（Bloomberg）数据库获取的美国近5年完成交易的可获取收购价及财务数据的收购案例661宗，通过统计计算控股权收购与非控股权收购的EV/EBITDA差异，计算控股权溢价，具体如下：

交易时间	控股权收购倍数（EBITDA）	非控股权收购倍数（EBITDA）	控股权溢价
2009年-2013年	25.19	21.26	18.48%

本次取控股权溢价为18%。

8、营运资金最低保有量

SPL近年经营较稳定，营运资金能满足正常生产经营的需要。货币资金余额344,296.66美元，无溢余资金。

9、市场法评估结论

（1）折价/溢价调整后的股权价值

单位：万元（美元）

序号	项目	最近12个月		
		NOIAT	EBIT比率乘数	EBITDA比率乘数
1	标的公司比率乘数取值	10.97	12.94	9.10
2	标的公司对应参数	3,080.22	3,040.23	3,664.09
3	标的公司全投资计算价值	33,790.01	39,340.58	33,343.22
4	标的公司负息负债	10,817.33	10,817.33	10,817.33
5	标的公司股权价值	22,972.68	28,523.25	22,525.89
6	正常经营所需营运资金与基准日实际拥有营运资金差异调整			
7	缺少流通折扣率	30.00%	30.00%	30.00%
8	控股权溢价	18.00%	18.00%	18.00%
9	标的公司经营性资产构成的股权价值	18,975.44	23,560.20	18,606.39

（2）溢余（非经营性）资产（负债）价值的确定

溢余（非经营性）资产、负债是指与企业收益无直接关系的及超过企业经营所需的多余资产、负债。

溢余（非经营性）资产（负债）净值为美元-515.90万元。具体详见收益法说明。

（3）股票期权行权价调整

鉴于本次收购对象为评估基准日所有普通股、优先股股权及未行权期权，因此本次评估对象未含未行权股票期权在内的100%股权的评估值。

SPL2009年7月1日授予标的公司一核心员工1900份股票期权，行权价为42.41美元/股，至评估基准日，该期权尚未行权；SPL2013年3月15日授予标的公司两名核心员工共3000份股票期权，行权价为118.31美元/股，至评估基准日，该期权尚未行权。

根据本次评估对象，需要调整股票期权行权金额。

计算股票期权行权价如下：

1900股 × 42.41美元/股 + 3000股 × 118.31美元/股=435,509.00（美元）

（4）企业股东全部权益价值的确定

根据上述分析和计算，以NOIAT、EBIT、EBITDA等比率乘数确定的经营性资产构成的股权价值分别为美元18,975.44万元、美元23,560.20万元、美元18,606.39万元，三种价值比率计算的结果有一定差异，但考虑各种比率都有一定合理性，故取三种比率计算结果的平均值20,380.67万美元。

因本次股权收购为包括未行权股票期权在内的所有股权，因此，股东全部权益价值需减去股票期权行权价。

SPL股东全部权益市场价值计算结果为：

20,380.67−515.90−43.55 = 19,821.22万美元

折合人民币为：121,860.89万元。

（四）收益法评估情况

1、评估思路

（1）评估模型：本次评估选用的是未来收益折现法，即将公司自由现金流量作为股东全部权益预期收益的量化指标，并使用加权平均资本成本模型（WACC）计算折现率。

（2）计算公式

股东全部权益价值=企业价值−付息债务

企业价值=经营性资产价值+溢余及非经营性资产价值（包括长期投资价值）−非经营性负债价值

经营性资产价值= 明确的预测期期间的现金流量现值+明确的预测期之后的现金流量现值

本次评估选用的是未来收益折现法计算经营性资产价值，即将企业自由现金流量作为公司预期收益的量化指标，计算公式为：

其中：P为评估值

Ai为明确预测期的第i期的预期收益

r为折现率（资本化率）

i为预测期

An为明确预测期后每年的预期收益

N为非经营性资产及溢余资产评估值

D为非经营性债务和付息债务的评估值

（3）收益期的确定

本次评估采用永续年期作为收益期。其中，第一阶段为预测期2013年7月1日至2018年12月31日，在此阶段根据被评估企业的经营情况及经营计划，收益状况处于变化中；第二阶段自2018年1月1日起为永续经营，在此阶段被评估企业将保持稳定的盈利水平。

（4）预期收益的确定

本次将公司自由现金流量作为公司预期收益的量化指标。

公司自由现金流量是指在支付了经营费用和所得税之后，向公司权利要求者支付现金之前的全部现金流。其计算公式为：

公司自由现金流量=税后净利润+折旧与摊销+利息费用×（1−所得税率）−资本性支出−营运资金增加

（5）折现率的确定

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公司自由现金流量，则折现率选取加权平均资本成本（WACC）确定。

WACC=（Re×We）+[Rd×（1−T）×Wd]

其中：Re为公司普通权益资本成本

Rd为公司债务资本成本

We为权益资本在资本结构中的百分比

Wd为债务资本在资本结构中的百分比

T为公司有效的所得税税率

本次评估采用资本资产定价模型（CAPM），来确定公司普通权益资本成本，计算公式为：

Re=Rf+β×（Rm−Rf）+Rc

其中：Rf为无风险报酬率

β为公司风险系数

Rm为市场平均收益率

（Rm−Rf）为市场风险溢价

Rc为公司特定风险调整系数

（6）溢余资产价值及非经营性资产的确定

溢余资产是指与公司收益无直接关系的，超过公司经营所需的多余资产，主要包括溢余现金、收益法评估未包括的资产等；非经营性资产是指与公司收益无直接关系的，不产生效益的资产。对该类资产单独评估。

（7）付息债务的确定

以支付利息为条件（或隐含利息条件，即虽不支付利息，但其价值却受实际利率影响，如发行零息债券）对外融入或吸收资金而形成的负债。如向金融机构借入款项、为筹集资金而实际发行的债券等。

2、评估假设及限定条件

（1）基本假设

①公开市场假设：公开市场假设是对资产拟进入的市场的条件，以及资产在这样的市场条件下接受何种影响的一种假定说明或限定。公开市场是指充分发达与完善的市场条件，是一个有自愿的买者和卖者的竞争性市场，在这个市场上，买者和卖者的地位是平等的，彼此都有获取足够市场信息的机会和时间，买卖双方的交易行为都是在自愿的、理智的而非强制的或不受限制的条件下进行的。

②持续使用假设：该假设首先设定纳入评估范围的资产正处于使用状态，包括正在使用中的资产和备用的资产；其次根据有关数据和信息，推断这些处于使用状态的资产还将继续使用下去。持续使用假设既说明了委估资产所面临的市场条件或市场环境，同时又着重说明了资产的存续状态。具体包括在用续用、转用续用、移地续用。在用续用指的是处于使用中的委估资产在产权发生变动或资产业务发生后，将按其现行正在使用的用途及方式继续使用下去。转用续用指的是委估资产将在产权发生变动后或资产业务发生后，改变资产现时的使用用途，调换新的用途继续使用下去。移地续用指的是委估资产将在产权发生变动后或资产业务发生后，改变资产现在的空间位置，转移到其他空间位置上继续使用。根据本次评估目的，假设纳入评估范围内经营性资产均为在用续用状态。

③持续经营假设，即假设被评估单位以现有资产、资源条件为基础，在可预见的将来不会因为各种原因而停止营业，而是合法地持续不断地经营下去。

（2）一般假设

①被评估单位所在国家对被评估单位所处行业的有关法律法规和政策（含价格政策）在预测期无重大变化。

②社会经济环境及经济发展除社会公众已知变化外，在预测期无其他重大变化。

③被评估单位所在国家现行有关利率、汇率、赋税基准及税率、政策性征收费用等不发生重大变化。

④假设被评估单位未来将采取的会计政策和编写此份报告时所采用的会计政策在重要方面基本一致，并于评估基准日后无重大变化。

⑤企业自由现金流在每个预测期间的中期产生。

⑥本次评估所涉及的各项参数取值均未考虑通货膨胀因素。

⑦无其他人力不可抗拒及不可预测因素的重大不利影响。

⑧被评估企业的经营模式、盈利模式没有发生重大变化，假设企业的经营者是负责的，且管理层有能力担当其职务，保持企业的正常运作。假设企业经营者能够在未来经营年度按其既定发展目标、方针持续经营下去，不会因个人原因导致企业脱离既定的发展轨迹。

（3）具体假设

①资料真实、完整假设：是指由被评估单位提供的与评估相关的财务报表、会计凭证、资产清单及其他有关资料真实、完整。

②本评估报告中的估算是在假定所有重要的及潜在的可能影响价值分析的因素都已在我们与被评估单位之间充分揭示的前提下做出的。

③被评估单位会计政策与核算方法基准日后无重大变化。

④SPL将依法持续性经营，并在经营范围、方式和决策程序上与现时保持一致。

⑤SPL作为一个独立的经济实体进行运作，独立分配收益，承担财务、经营风险。

⑥SPL主要管理人员及下属子公司主要管理人员基本保持稳定。

⑦SPL按现有资本结构及现有股东控股经营下去，资金来源充足。

⑧有关SPL未来收益预测（现金流量预测）的数据由SPL管理层提供并由其承担相应责任。

3、预测期年度现金流的预测

本次评估预测基准是根据已经瑞华审计的标的公司2011年至2013年1-9月份的会计报表，以近3年的经营业绩为基础，根据美国宏观政策，研究了SPL所处行业市场的现状与前景，分析了SPL的优势与劣势，尤其是所面临的市场环境和未来的发展前景及潜力，并依据企业的发展规划，经过综合分析研究编制的。

（1）主营业务收入的预测

①历史年度营业收入情况

标的公司2010-2013年9月主营业务收入如下表所示：

金额单位：美元

项目	2010年	2011年	2012年	2013年1-9月
收入合计	185,173,930.00	180,745,979.65	178,101,370.15	124,100,219.46
增长率		-2.39%	-1.46%	

②营业收入预测

A.需求状况

肝素需求因素来自UFH（未分离肝素）的需求和自LMWH（低分子量肝素—也叫普通肝素）的需求，而UFH（未分离肝素）是实现较低分子量必需的原料。

随着全球人口的老龄化，会有更多的需求。所有迹象表明，由于巨大的人口基数产生更多的需求，全球医疗保健市场的增长更多的来源于新兴市场。

近十年全球UFH（未分离肝素）的累计增长21%，年复合增长1.9%。其中从2007年开始全球增长率达到17.7%，并且从2010年开始增长明显较快。

全球LMWH（低分子量肝素）快速增长，全球低分子肝素需求逐年快速上升，2012年达到50亿mmu。近年来，国际市场对肝素原料药的需求十分强劲，主要是由于其下游产品肝素类药物市场迅速扩容，并保持高速增长趋势。

B.价格

标的公司历史年度肝素平均销售单价与全球肝素历史售价趋势基本一致，从2008年开始，肝素产品售价大幅度上升，在2011年时达到顶峰，近两年售价呈现波动下降趋势，主要是因为肝素类产品目前无替代产品，随着发展中国家财富增长，对其的需求数量将继续增长，从而吸引了较多潜在进入竞争者，导致了近两年的价格竞争。

（2）主营业务成本的确定

主营业务成本为企业由于销售业务活动而结转的产品生产成本，主要包括为生产产品而发生的直接材料、直接人工和折旧等直接归集到产品中的费用。

标的公司近几年主营业务成本明细情况见下表：

金额单位：美元

项目	2010年	2011年度	2012年	2013年1-9月
成本总计	128,705,608.00	128,261,414.96	125,917,037.68	89,851,987.84

标的公司近几年产品毛利率情况见下表：

项目	2010年	2011年	2012年	2013年1-9月
毛利率	30.49%	29.04%	29.30%	27.60%

标的公司产品成本主要为原材料成本。根据公司管理层介绍，公司原料采购主要来自北美市场，并与供应商签订了长期采购