（上接B7版）

九、评估情况

（一）评估基本情况

根据中通诚资产评估出具的《评估报告》（中通评报字[2014]329号），评估对象为同路生物股东部分权益（89.77%股权），评估基准日为2014年6月30日，评估范围包括由同路生物评估基准日表内各项资产及负债。本次具体评估结果如下：

采用收益法评估，同路生物100%股权按收益法评估价值为530,138.81万元，评估增值率为672.38%（相比母公司报表口径账面净资产68,636.96万元），则同路生物89.77%股权收益法评估值为475,905.61万元；

采用市场法评估，同路生物100%股权按市场法评估价值为542,838.09万元，评估增值率为690.88%，则同路生物89.77%股权市场法评估值为487,305.75万元。

本次评估最终确定以收益法评估值作为评估结果。

（二）评估方法

收益法是指通过估算被评估单位未来的预期收益并折算成现值，确定评估对象价值的评估方法。市场法是指将评估对象与可比上市公司或者可比交易案例进行比较，确定评估对象价值的评估方法。收益法评估是以资产的预期收益为价值标准，反映的是资产的获利能力的大小，其评估出的企业价值涵盖了企业的有形资产及无形资产的价值。中通诚资产评估基于谨慎性原则，在分析了同路生物业务种类、经营范围以及收益稳定性等关键因素的基础上，认为收益法评估值较市场法评估值更能合理的反映同路生物的股东权益价值，因此选择收益法评估结果作为最终结果。

（三）收益法评估结果

1.收益法评估基础和假设

本次评估，是在同路生物持续经营假设条件下进行的。

（1）同路生物经营所遵循的国家及地方现行的有关法律法规及政策、国家宏观经济形势无重大变化，本次交易各方所处地区的政治、经济和社会环境无重大变化，无其他不可预测和不可抗力因素造成的重大不利影响。

（2）针对评估基准日资产的实际状况，假设企业持续经营。

（3）假设未来不会出现由于同路生物管理团队、核心业务人员等大幅变动从而影响同路生物业务开展及预期收益的按期实现的情况。

（4）假设同路生物未来的采浆及血液制品销售计划均能如期实现。

（5）假设预测期内国家发改委制定的血液制品最高零售定价不会出现重大波动。

（6）假设同路生物现有的和未来的经营管理者是尽职的，且其管理层有能力担当其职务，能保持同路生物正常经营态势，发展规划及生产经营计划能如期基本实现。

（7）假设同路生物完全遵守国家所有相关的法律法规，不会出现影响其发展和收益实现的重大违规事项。

（8）假设同路生物未来将采取的会计政策和编写评估报告时所采用的会计政策在重要方面基本一致。

（9）假设同路生物在现有的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。

（10）假设根据国家规定，目前已执行或已确定将要执行的有关利率、汇率、税赋基准和税率以及政策性收费规定等不发生重大变化。

（11）假设同路生物在预测期能够顺利通过当地高新技术企业重新认证（复审），将一直享受15%所得税优惠政策。

（12）无其他人力不可抗拒因素及不可预见因素（如政策变化导致下属联达的关停或采浆区域的大幅减少，因市政规划等原因造成企业搬迁，药品不良反应事件产生的较大负面影响等）对企业造成重大不利影响。

2.收益法模型

本次收益法评估模型选用企业自由现金流。以审定的合并口径财务报表为基础，采用现金流折现的方法计算企业价值。首先运用企业折现现金流量模型计算企业整体收益折现值，加上非经营性资产及溢余资产的价值，减去有息负债、非经营性债务，得出同路生物股东权益价值。

具体计算公式为：

$$P = P' + A' + D' - D$$

$$P' = \sum_{t=1}^{n} \frac{R_t}{(1+r)^t} + \frac{R_n}{r} \times \frac{1}{(1+r)^n}$$

式中：

P—股东全部权益价值

P'—企业整体收益折现值

D—付息债务价值

A'—非经营性资产及溢余资产

D'—非经营性负债

$R_t$—未来第t个会计期间的预期股东现金流量

t—预测年度，t=0，1，2，3，……，n-1，n

r—折现率

3.预期股权收益期的确定

在本次评估中，中通诚资产评估在对企业收入成本结构、资本结构、资本性支出、投资收益和风险水平等综合分析的基础上，结合宏观政策、行业周期及其他影响企业进入稳定期的因素合理确定预期期，假设收益年限为无限期。并将预期期分两个阶段，第一阶段为2014年7月1日至2019年12月31日；第二阶段为2020年1月1日直至永续。其中，假设2020年及以后的预期净利润按照2019年的水平保持稳定不变。

4.折现率的确定

为了确定同路生物股权的价值，中通诚资产评估采用了加权平均资本成本估价模型（WACC）确定折现率数值。

（1）加权平均资本模型

与企业自由现金流收益额口径相对应，采用加权平均资本成本(WACC)作为折现率，具体计算公式如下：

WACC=Ke×E/(E+D)+Kd×D/(E+D)

Ke:股权资本成本

Kd:税后债务成本

E:股权资本的市场价值

D:有息债务的市场价值

Ke是采用资本资产定价模型(CAPM)计算确定，即：Ke=Rf+β×(Rm-Rf)+Rc

Rf:无风险报酬率

Rm-Rf:市场风险溢价

β:被评估单位的风险系数

Rc:个别调整系数

（2）计算过程

①无风险报酬率

无风险收益率Rf，参照当前已发行的中长期国债收益率（数据来源：彭博数据终端）的平均值，确定无风险收益率Rf，即Rf =4.09%。

②市场风险溢价

市场风险溢价(Equity Risk Premium，ERP)反映的是投资者因投资于风险相对较高的资本市场而要求的高于无风险报酬率的风险补偿。中国股票市场作为新兴市场，其发展历史较短，市场波动幅度较大，投资理念尚有待进步发展成熟，市场数据往往难以客观反映市场风险溢价，因此，评估时采用业界常用的风险溢价调整方法，对成熟市场的风险溢价进行适当调整来确定我国市场风险溢价。

基本公式为：

ERP= 成熟股票市场的股票风险溢价 + 国家风险溢价

= 成熟股票市场的股票风险溢价 + 国家违约风险利差×(σ 股票 / σ 国债)

成熟股票市场的股票风险溢价取1928~2013年美国股票与长期国债的平均收益差6.29%；世界知名信用评级机构穆迪投资服务公司对我国国债评级为Aa3，转换成国家违约风险利差为0.60%；σ 股票 / σ 国债取新兴市场国家的股票与国债收益率标准差的平均值1.5。则我国市场风险溢价ERP=6.29%+0.6%×1.5=7.19%。

③β系数

选取与同路生物相近的国内血液制品上市公司（华兰生物002007.SZ，博雅生物300294.SZ，天坛生物600161.SH，3家公司）作为参照公司，通过巨灵财经查询出各公司近两年已调整的剔除财务杠杆后的β系数(βU)，以各参照公司βU的算术平均值作为同路生物的βU，进而根据企业评估基准日自身资本结构计算出同路生物的βL。

以参照公司平均的βU系数0.7828作为同路生物的剔除财务杠杆β系数，计算未来各年同路生物有财务杠杆的βL系数。

④个别调整系数Rc

鉴于同路生物与上市公司的资产结构和资产规模等存在一定的差异，因此存在部分的附加经验风险，最终确定个别调整系数Rc为2%。

⑤税后债务成本(Kd)

截至评估基准日同路生物加权平均贷款利率为6.106%，考虑扣除所得税影响，确认税后债务成本为5.15%，即6.106%×（1－15.99%）。

⑥计算结果

根据以上分析计算，中通诚资产评估确定用于本次评估的投资资本回报率，即加权平均资本成本为11.69%。

5.未来收益的确定

（1）主营业务收入的预测

血液制品行业市场缺口较大，近年来整体上一直处于需求旺盛状态，行业处于高景气发展阶段。根据企业的业务规划及已签订的业务合同等，并结合相关区域市场行情，预测未来各年业务量如下所示：

| 项目 | 单位 | 2014年7-12月 | 2015年 | 2016年 | 2017年 | 2018年 | 2019年及以后 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 一、下属紫达采浆量 | | | | | | | |
| 当期采浆浆站数量 | 家 | 12 | 13 | 14 | 14 | 14 | 14 |
| 二、产品收率 | | | | | | | |
| 1.人血白蛋白（折5g/瓶） | 瓶/吨浆 | 5,676 | 5,733 | 5,733 | 5,733 | 5,733 | 5,733 |
| 2.静注人免疫球蛋白（折2.5g/瓶） | 瓶/吨浆 | 2,157 | 2,179 | 2,179 | 2,179 | 2,179 | 2,179 |
| 3.乙肝人免疫球蛋白（折100IU/瓶） | 瓶/吨浆 | 44,247 | 44,694 | 44,694 | 44,694 | 44,694 | 44,694 |
| 4.破伤风人免疫球蛋白（折250IU/瓶） | 瓶/吨浆 | 14,316 | 14,461 | 14,461 | 14,461 | 14,461 | 14,461 |
| 5.狂犬病人免疫球蛋白（折200IU/瓶） | 瓶/吨浆 | 26,081 | 26,344 | 26,344 | 26,344 | 26,344 | 26,344 |
| 6.人凝血因子Ⅷ（折300IU/瓶） | 瓶/吨浆 | - | 400 | 400 | 400 | 400 | 400 |
| 三、产品销售价格（含税） | | | | | | | |
| 1.人血白蛋白（折5g/瓶） | 元/瓶 | 200.75 | 200.75 | 200.75 | 200.75 | 200.75 | 200.75 |
| 2.静注人免疫球蛋白（折2.5g/瓶） | 元/瓶 | 506.53 | 506.53 | 506.53 | 506.53 | 506.53 | 506.53 |
| 3.乙肝人免疫球蛋白（折100IU/瓶） | 元/瓶 | 26.03 | 29.93 | 44.00 | 64.00 | 83.00 | 88.00 |
| 4.破伤风人免疫球蛋白（折250IU/瓶） | 元/瓶 | 75.72 | 75.72 | 75.72 | 75.72 | 75.72 | 75.72 |
| 5.狂犬病人免疫球蛋白（折200IU/瓶） | 元/瓶 | 104.95 | 104.95 | 104.95 | 104.95 | 104.95 | 104.95 |
| 6.人凝血因子Ⅷ（折300IU/瓶） | 元/瓶 | - | 485.00 | 485.00 | 485.00 | 485.00 | 485.00 |
| 四、产品销售收益 | | | | | | | |
| 1.人血白蛋白（折5g/瓶） | 万瓶 | 74.00 | 220.50 | 251.35 | 303.50 | 353.00 | 386.80 |
| 2.静注人免疫球蛋白（折2.5g/瓶） | 万瓶 | 31.20 | 62.50 | 68.65 | 82.00 | 95.00 | 120.20 |
| 3.乙肝人免疫球蛋白（折100IU/瓶） | 万瓶 | 20.00 | 80.00 | 150.80 | 188.00 | 193.00 | 195.00 |
| 4.破伤风人免疫球蛋白（折250IU/瓶） | 万瓶 | 24.00 | 75.00 | 76.50 | 77.50 | 78.00 | 78.20 |
| 5.狂犬病人免疫球蛋白（折200IU/瓶） | 万瓶 | 40.00 | 50.00 | 109.60 | 140.00 | 165.50 | 181.80 |
| 6.人凝血因子Ⅷ（折300IU/瓶） | 万瓶 | - | 4.20 | 10.55 | 14.00 | 18.05 | 18.80 |
| 五、产品销售收入 | | | | | | | |
| 1.人血白蛋白 | 万元 | 14,422.60 | 42,975.45 | 48,988.12 | 59,152.15 | 68,799.70 | 75,387.32 |
| 2.静注人免疫球蛋白（含率下） | 万元 | 15,343.54 | 30,736.25 | 33,760.70 | 40,325.96 | 46,719.10 | 59,111.96 |
| 3.乙肝人免疫球蛋白 | 万元 | 505.40 | 2,324.80 | 6,442.18 | 11,682.32 | 15,551.94 | 16,660.80 |
| 4.破伤风人免疫球蛋白 | 万元 | 1,764.24 | 5,513.25 | 5,623.52 | 5,697.03 | 5,733.78 | 5,748.48 |
| 5.狂犬病人免疫球蛋白 | 万元 | 4,075.60 | 5,094.50 | 11,167.14 | 14,264.60 | 16,862.80 | 18,523.60 |
| 6.人凝血因子Ⅷ | 万元 | - | 1,977.65 | 4,967.68 | 6,592.18 | 8,499.20 | 8,852.36 |

注：根据同路生物规划，人凝血因子Ⅷ于2015年开始正式生产及销售。

其中预测期内同路生物采浆量预测情况如下：

单位：吨

| 浆站名称 | 2014年7-12月 | 2014全年 | 2015年 | 2016年 | 2017年 | 2018年 | 2019年及以后 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 施恩浆站 | 10.6 | 18.0 | 20 | 22 | 27 | 31 | 35 |
| 泸江浆站 | 14.3 | 25.9 | 30 | 33 | 39 | 44 | 48 |
| 禅陵浆站 | 12.9 | 22.0 | 25 | 27 | 33 | 38 | 42 |
| 乐昌浆站 | 14.5 | 26.0 | 27 | 29 | 35 | 43 | 46 |
| 商都浆站 | 12.6 | 23.0 | 30 | 34 | 40 | 47 | 52 |
| 十字铺浆站 | 14.8 | 26.0 | 27 | 27 | 30 | 34 | 41 |
| 舒城浆站 | 17.5 | 32.1 | 34 | 39 | 44 | 49 | 52 |
| 五河浆站 | 20.9 | 36.9 | 40 | 44 | 48 | 52 | 55 |
| 宿松浆站 | 14.5 | 28.0 | 30 | 39 | 44 | 48 | 52 |
| 扎赛特旗浆站 | 23.7 | 46.0 | 46 | 48 | 50 | 52 | 54 |
| 鲁牛特旗浆站 | 12.71 | 15.0 | 35 | 39 | 47 | 52 | 55 |
| 钦集浆站 | 1.0 | 1.0 | 15 | 22 | 26 | 31 | 36 |
| 龙游浆站 | – | – | 1 | 18 | 22 | 28 | 32 |
| 巴林左旗浆站 | – | – | – | 19 | 30 | 41 | 50 |
| 合计 | 170.01 | 299.9 | 360 | 440 | 515 | 590 | 650 |

支撑采浆量持续稳定增长的因素包括：

①同路生物14家浆站覆盖28个县市及地区，覆盖人口达1,670.53万人，采浆潜力较大，具体如下：

| 序号 | 浆站名称 | 核定采浆区域 | 区域人口（万人） |
|---|---|---|---|
| 1 | 施恩浆站 | 施恩县 | 15.06 |
| | | 泾县 | 35.56 |
| | | 绩溪县 | 17.70 |
| 2 | 十字铺浆站 | 广德县 | 21.90 |
| | | 郎溪县 | 34.20 |
| | | 宣州区11个乡镇 | 25.86 |
| 3 | 舒城浆站 | 舒城县 | 99.99 |
| | | 金安区 | 83.80 |
| | | 裕安区 | 100.08 |
| 4 | 禅陵浆站 | 禅陵县 | 55.29 |
| | | 芜湖县 | 38.49 |
| | | 繁昌县 | 27.96 |
| | | 三山区 | 15.11 |
| 5 | 泸江浆站 | 泸江县 | 119.10 |
| 6 | 宿松浆站 | 宿松县 | 84.13 |
| 7 | 五河浆站 | 五河县 | 73.77 |
| | | 固镇 | 92.18 |
| 8 | 扎赛特旗浆站 | 扎赛特旗 | 39.69 |
| | | 科尔沁右翼前旗 | 33.91 |
| 9 | 商都县浆站 | 商都县 | 34.20 |
| | | 化德县 | 16.02 |
| | | 察哈尔右翼后旗 | 21.83 |
| | | 兴和县 | 30.00 |
| 10 | 乐昌浆站 | 韶关市各县区 | 328.00 |
| 11 | 鲁牛特旗浆站 | 鲁牛特旗 | 48.63 |
| 12 | 龙游浆站（筹建） | 龙游县 | 39.30 |
| 13 | 巴林左旗浆站（筹建） | 巴林左旗 | 35.77 |
| 14 | 钦集浆站（筹建） | 钦集县 | 103.00 |
| 14家浆站合计 | | | 1,670.53 |

数据来源：各区县政府工作报告、统计公报等。

②报告期内，同路生物供浆员人数和采浆量均呈上升趋势，并仍有较大的增长潜力。同路生物单采血浆站2011~2013年供浆员人数和采浆量情况统计如下：

| 浆站名称 | 2011年 | | 2012年 | | 2013年 | |
|---|---|---|---|---|---|---|
| | 供浆员（人） | 采浆量（吨） | 供浆员（人） | 采浆量（吨） | 供浆员（人） | 采浆量（吨） |
| 扎赛特旗浆站 | 14,644 | 38.5 | 12,328 | 41.6 | 13,351 | 42.1 |
| 舒城浆站 | 9,433 | 30.6 | 8,459 | 31.1 | 8,714 | 31.1 |
| 泸江浆站 | 7,066 | 27 | 6,558 | 27 | 6,043 | 25.3 |
| 五河浆站 | 12,122 | 25.2 | 17,045 | 30.6 | 18,380 | 34 |
| 宿松浆站 | 5,164 | 25 | 5,825 | 25.2 | 7,677 | 30.5 |
| 商都浆站 | 10,142 | 18.9 | 7,898 | 19.3 | 7,409 | 19.2 |
| 乐昌浆站 | 4,865 | 15.7 | 5,078 | 21.4 | 5,954 | 24.5 |
| 禅陵浆站 | 2,712 | 14.5 | 3,405 | 14.4 | 4,468 | 17.9 |
| 施恩浆站 | 2,581 | 12.4 | 5,815 | 18.2 | 4,772 | 18 |
| 十字铺浆站 | 2,381 | 12 | 8,547 | 20.4 | 8,769 | 24.9 |
| 合计 | 71,110 | 219.8 | 80,958 | 249.2 | 85,537 | 267.5 |

上表显示，2011年~2013年同路生物浆站供浆员人数及采浆量呈现逐年上升趋势，供浆员人数和采浆量的年均复合增长率分别为9.7%和10.32%。但截至2013年，供浆员人数为85,537人，仅占供浆区域覆盖人口的0.6%，具有较大的提升潜力。

③供浆员复采次数有较大的提高空间。同路生物下属浆站近三年供浆员的复采次数结构分布如下：

单位：人

| 浆站/复采次数 | 2011年度 | | | 2012年度 | | | 2013年度 | | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | 1-2次 | 3-6次 | 7次以上 | 1-2次 | 3-6次 | 7次以上 | 1-2次 | 3-6次 | 7次以上 |
| 扎赛特旗浆站 | 7,867 | 3,604 | 3,173 | 5,518 | 3,126 | 3,684 | 6,606 | 3,138 | 3,607 |
| 商都浆站 | 6,624 | 2,328 | 1,190 | 4,365 | 2,020 | 1,513 | 4,032 | 1,827 | 1,550 |
| 五河浆站 | 8,148 | 2,143 | 1,831 | 11,836 | 3,268 | 1,941 | 12,445 | 3,717 | 2,218 |
| 禅陵浆站 | 797 | 601 | 1,314 | 1,467 | 688 | 1,250 | 1,857 | 1,008 | 1,603 |
| 施恩浆站 | 943 | 550 | 1,088 | 3,269 | 1,056 | 1,490 | 2,225 | 979 | 1,568 |
| 十字铺浆站 | 798 | 522 | 1,061 | 5,232 | 1,896 | 1,419 | 4,710 | 2,068 | 1,991 |
| 舒城浆站 | 4,474 | 2,328 | 2,631 | 3,540 | 2,119 | 2,800 | 2,483 | 1,151 | 1,875 |
| 宿松浆站 | 2,142 | 961 | 2,061 | 2,839 | 953 | 2,033 | 3,646 | 1,543 | 2,488 |
| 乐昌浆站 | 2,460 | 1,118 | 1,287 | 2,035 | 1,169 | 1,874 | 2,395 | 1,369 | 2,190 |
| 泸江浆站 | 2,969 | 1,645 | 2,452 | 2,486 | 1,613 | 2,459 | 2,263 | 1,400 | 2,380 |
| 合计 | 37,222 | 15,800 | 18,088 | 42,587 | 17,908 | 20,463 | 42,662 | 18,200 | 21,470 |
| 占当年供浆人员总数比例 | 52.34% | 22.22% | 25.44% | 52.60% | 22.12% | 25.28% | 51.82% | 22.11% | 26.08% |

上表显示，2011~2013年供浆员的复采次数结构稳定，稳定的供浆人群（3次以上）占比接近一半。根据国内相关法规规定，每人单次供浆不得超过600克（580ml），两次供浆间隔不得少于14天。因此，供浆员复采次数最高可达20余次。报告期内，同路生物约有52%的供浆员年复采次数仅为1~2次，22%的供浆员年复采次数为3~6次，26%的供浆员年复采次数为7次以上，复采次数还有较大的提高空间。未来通过灵活多样的激励手段和服务措施，复采次数将得到进一步提高。

企业对于未来采浆量的实现提出了以下具体保障措施：

根据同路生物提供的《同路生物制药有限公司原料血浆发展计划书》，企业对于未来采浆量的实现提出了以下具体保障措施：

①及时启动新浆站：按进度推进新浆站设、确保休集浆站、龙游浆站、巴林左旗浆站三个浆站如期开业，推行现有模式实现新浆站快速发展。

②改善站点：未来将通过多样化的奖励手段以达未来采浆量的快速增长。

③优化布局：按照规划2015年施恩县同路浆站将搬迁至泾县，宣城十字铺同路浆站搬迁到广德县，提高有效采浆人口辐射半径。

④市场推广：通过各种传播载体、集中说明会、逐户沟通等方式普及血液知识，不断扩大认知面；提炼典型案例，做好口碑营销，营造积极正向的舆论氛围。

⑤完善网络：与卫生系统或村委合作，完善村级网点布局。

⑥提升服务：建立和优化服务体系、规范服务语言和行为、统一规定识别系统、增加人文设施、建立献浆员俱乐部等，提高献浆人员满意度。

⑦激发活力：持续完善激励体系，不断激发员工工作活力，实现采浆量稳步增长。

⑧人才培养：与第三方合作开发具有针对性的培训课件，分级定期开设培训班，持续调高工作能力，储备相关人才。

⑨特免采浆：借助现有的特免血浆管理系统，针对性的接种疫苗，稳定现有特免人数和特免在总采浆中的占比。

⑩政策风险：在现有营改机制的基础上，持续完善质量管理体系，每月召开质量分析会，完成员工培训课件的编订，定期培训强化规范意识。

产品收率预测，综合考虑了目前新厂生产线实际生产情况及新厂生产线可能的磨合问题，基于谨慎性预测，相关产品收率未来年度收率处于恢复状态，但均不超过2013年统计数据，对于人凝血因子Ⅷ（折300IU/瓶）未来年度收率均不超过2014年小试生产实际统计数据。

价格预测，对于人血白蛋白、静注人免疫球蛋白（含冻干）、破伤风人免疫球蛋白、狂犬病人免疫球蛋白、含税售价按照2014年上半年同路生物实际售价确定，未来不考虑价格调整，维持不变；对于人凝血因子Ⅷ（300IU/瓶），按照目前市场平均含税售价485元/瓶确定，未来不考虑价格调整，维持不变；对于乙肝人免疫球蛋白（100IU/瓶）的售价，参考历史年度华兰生物及贵州泰邦生物制品有限公司等企业的目主定价信息以及历史价格趋势情况，综合判断未来产品价格处于触底反弹阶段，截至2019年其含税价格回调至88元/瓶的水平，但仍远低于前期高点。

（2）主营业务成本的预测

同路生物的营业成本主要为生产人血白蛋白、静注人免疫球蛋白等血液制品归集的成本费用，具体包括直接材料、直接人工及制造费用等。其中，对于血浆成本，自2014年7月至2019年环比增幅为6%；对于人工成本，2014年考虑上涨10%，2015年至2019年按年均8%的涨幅考虑；对于水、电、燃气，在考虑新厂区生产线能耗加大的情况后再按照3%幅度考虑上涨；对于其他成本费用，根据历史变动情况并基于谨慎性原则2%幅度考虑上涨。

预测期内，各年主营业务成本预算如下表：

单位：万元

| 项目名称 | 2014年7-12月 | 2015年 | 2016年 | 2017年 | 2018年 | 2019年及以后 |
|---|---|---|---|---|---|---|
| 主营业务成本 | 13,212.35 | 34,578.47 | 41,365.09 | 53,216.61 | 66,301.61 | 79,635.59 |
| 1.人血白蛋白（折5g/瓶） | 5,310.24 | 17,015.99 | 19,421.81 | 24,962.88 | 31,318.16 | 36,196.74 |
| 2.静注人免疫球蛋白（折2.5g/瓶，含冻干） | 6,273.07 | 12,506.25 | 13,385.38 | 17,040.42 | 21,276.20 | 28,373.21 |
| 3.乙肝人免疫球蛋白（折100IU/瓶） | 220.00 | 1,098.40 | 1,951.35 | 2,415.80 | 2,591.99 | 2,735.85 |
| 4.破伤风人免疫球蛋白（折250IU/瓶） | 739.44 | 2,316.00 | 2,325.60 | 2,493.18 | 2,715.96 | 2,872.29 |
| 5.狂犬病人免疫球蛋白（折200IU/瓶） | 669.60 | 990.50 | 2,379.42 | 3,172.40 | 3,972.00 | 4,543.18 |
| 6.人凝血因子Ⅷ（折300IU/瓶） | - | 651.34 | 1,901.53 | 3,131.94 | 4,427.30 | 4,914.32 |

（3）营业税金及附加的预测

预测期同路生物及下属子公司涉及的营业税金及附加主要为城建税（7%、5%）、教育费附加（3%）以及地方教育费附加（2%），分别按照应交流转税（主要为增值税，自2014年7月1日起血液制品企业简易计税方式下增值税征收率由6%调整为3%）的相应比例予以计提并缴纳。

（4）期间费用的预测

①销售费用

销售费用主要为销售人员职工薪酬、差旅费、运输费以及其他费用。对各类费用分别预测如下：

销售人员职工薪酬包括销售部门人员工资和根据人员工资计提的职工福利费等。根据历史的人员工资水平，结合同路生物的人事发展策略通过预测未来年度的销售业务人员人数和人均月工资确定预测期的人员工资。同时，在分析历史年度各项费用的计提比例和实际耗用情况后，以预测的销售人员工资为基础，预测未来年度的附加人工费。

运营过程中产生的差旅费、运输费、装卸费及包装费等与营业收入存在较大相关性，本次评估对该类费用的增长幅度按照未来营业收入的增幅进行考虑。

对于其他销售费用，根据各项费用在历史年度中的支付水平，以同路生物发展规模和收入增长情况为基础，参考历史年度的费用发生额确定合理的增长比率预测未来年度中的相应费用。

②管理费用

管理费用分别为管理人员职工薪酬、折旧摊销费用、研究开发费用以及其他费用。对各类费用分别预测如下：

管理人员职工薪酬包括人员工资和根据人员工资计提的职工福利费、社会保险费、住房公积金、工会经费、职工教育经费等。根据历史的人员工资水平，结合公司的人事发展策略通过预测未来年度的管理人员人数和人均月工资确定预测期的人员工资。同时，在分析历史年度各项费用的计提比例和实际耗用情况后，以预测的管理人员工资为基础，预测未来年度的附加人工费。

固定资产折旧（摊销）方面，在考虑固定资产（无形资产等）处置更新计划的基础上，按照未来年度各年实际固定资产预测相应的折旧（摊销）费用。

对于研究开发费用，主要考虑同路生物未来持续盈利能力的形成以及满足持续获得高新技术企业资格认证必须满足其年度研发费用达到销售收入的3%的基本条件，结合同路生物对未来研发项目的规划及科研经费等安排，预测以后年度研发费用。

同路生物运营过程中产生少公费、差旅费、运输费、物料消耗、修理费以及其他管理费用等，根据各项管理费用在历史年度中的支付水平，以同路生物发展规模和收入增长情况为基础，参考历史年度的费用发生额确定合理的增长比率预测未来年度中的其他管理费用。

③财务费用

财务费用中主要为利息支出、贷款担保费用及手续费支出。本次评估根据未来预测年度内同路生物银行借款的计划，按照其在评估基准日有效的贷款利率（6.106%）计算利息支出。根据目前执行的担保费率（2%）及评估基准日担保借款的资金规模（2,500.00万元），计算未来年度同路生物相应贷款的担保费用。

（5）资产减值损失的预测

未来各年度的资产减值损失是企业计提或冲回坏账准备产生的。由于历史年度同路生物未发生过坏账，同时结算周期多在1年以内，故根据会计政策以未来各年度预测的应收款项为基础，按照1年以内计提比例提取坏账准备，而计提或冲回的坏账准备数是以当期坏账准备的金额减去上期的坏账准备金额进行确定。

（6）适用所得税税率

同路生物作为高新技术企业，享受企业所得税率为15%的优惠，同路生物下属子公司企业所得税率均为25%。综合考虑，以2012年度、2013年度企业实际所得税率的算术平均值（15.50%）作为计算未来年度企业所得税的依据。

同路生物凭借持续的研发投入，形成良好的研发创新能力，2011年被认定为“合肥市企业技术中心”和“创新型企业”。同路生物的人血白蛋白等主要产品被安徽省科技厅评为高新技术产品，多个在研项目处于临床试验或申请生产批件阶段。因此，合理假设同路生物在预测期内将顺利通过当地高新技术企业重新认证（复审）并一直享受15%企业所得税优惠政策。

（7）净利润预测

根据前述收入、成本、费用及所得税率预测，同路生物（合并报表口径）各年利润预测情况如下表：

单位：万元

| 项目名称 | 2014年7-12月 | 2015年 | 2016年 | 2017年 | 2018年 | 2019年及以后 |
|---|---|---|---|---|---|---|
| 营业收入 | 36,111.38 | 88,621.90 | 110,949.33 | 137,714.24 | 162,166.52 | 184,284.52 |
| 营业成本 | 13,212.35 | 34,578.47 | 41,365.09 | 53,216.61 | 66,301.61 | 79,635.59 |
| 营业税金及附加 | 167.04 | 397.28 | 494.65 | 607.21 | 711.44 | 804.10 |
| 销售费用 | 563.02 | 1,285.92 | 1,535.52 | 1,829.75 | 2,096.41 | 2,338.03 |
| 管理费用 | 4,553.42 | 8,102.71 | 10,085.93 | 11,119.40 | 12,007.00 | 12,919.15 |
| 财务费用 | 289.94 | 569.65 | 569.82 | 570.01 | 570.19 | 570.35 |
| 资产减值损失 | -32.45 | 70.12 | 79.37 | 95.15 | 86.93 | 78.63 |
| 营业利润 | 17,358.06 | 43,617.75 | 56,818.95 | 70,276.11 | 80,392.94 | 87,938.67 |
| 利润总额 | 17,358.06 | 43,617.75 | 56,818.95 | 70,276.11 | 80,392.94 | 87,938.67 |
| 所得税费用 | 2,828.49 | 6,800.01 | 8,858.07 | 10,956.05 | 12,533.26 | 13,709.64 |
| 净利润 | 14,529.57 | 36,817.74 | 47,960.88 | 59,320.06 | 67,859.68 | 74,229.03 |

（8）现金流调整

①资本性支出

为保证企业正常经营，在未来年度内企业将会进行固定资产、无形资产、长期待摊费用等购置更新投入，预测中根据同路生物的资产更新计划，考虑各类固定资产（无形资产、长期待摊费用）的折旧（摊销）年限，对各年度的资产增加和处置进行了预测以确定相应的资本性支出。

②营运资金追加预测

为保证企业的持续发展，在未来期间，企业需追加营运资金，影响营运资金的因素主要包括经营性应收项目和经营性应付项目的增减，其中经营性应收项目包括应收账款、预付账款和其他应收款等；经营性应付项目主要包括应付账款、预收账款、应付职工薪酬、应交税费和其他应付款等；对于各类款项对营运资金变化的影响具体考虑如下：

对于应收账款，根据预测的收入，参考历史年度应收账款与相应收入的比例关系，确定未来年度应收账款的数额。对于存货，根据未来采浆、投浆、销售、采购情况，并结合价格波动情况，综合测算存货存量。对于预付账款以及与企业营业收入非紧密相关的其他应收款，假设未来年度保持一定规模持续流动。

对于应付账款，根据预测的营业成本、参考历史年度应付账款与营业成本的比例关系，确定未来年度应付账款的数额。对于应交税费，根据预测的各项税费，考虑应纳增值税额（1个月）及相应营业税金附加、企业所得税（1个月）相应期间的挂账，确定为未来年度的应交税费。对于应付职工薪酬、其他应付款，假设未来年度保持一定规模持续流动。

5.收益法评估结论

（1）企业折现自由现金流

企业自由现金流＝税后净利润＋折旧与摊销＋利息支出×(1－所得税率)－资本性支出－营运资金追加额

根据上述一系列的预测及估算，在确定企业自由现金流和折现率后，根据DCF模型测算企业整体收益折现值，具体如下：

单位：万元

| 项目 | 2014年7-12月 | 2015年 | 2016年 | 2017年 | 2018年 | 2019年 | 2020年及以后 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 净利润 | 14,529.57 | 36,817.74 | 47,960.88 | 59,320.06 | 67,859.68 | 74,229.03 | 74,229.03 |
| 资本性支出 | 10,261.66 | 7,407.52 | 1,103.39 | 630.20 | 420.35 | 3,789.90 | 3,890.88 |
| 营运资金追加 | 3,338.52 | 3,508.52 | 4,808.40 | 5,897.31 | 3,787.06 | -929.00 | - |
| 折旧与摊销 | 1,756.91 | 3,750.33 | 4,077.86 | 4,150.28 | 4,175.11 | 3,890.88 | 3,890.88 |
| 利息支出×(1-T) | 219.05 | 438.10 | 438.10 | 438.10 | 438.10 | 438.10 | 438.10 |
| 自由现金流（FCFF） | 2,905.35 | 30,090.14 | 46,565.05 | 57,380.93 | 68,265.48 | 75,697.11 | 74,667.13 |
| 折现期 | 0.5 | 1.5 | 2.5 | 3.5 | 4.5 | 5.5 | 6.5 |
| 折现率 | 11.69% | 11.69% | 11.69% | 11.69% | 11.69% | 11.69% | 11.69% |
| 折现现金流（DCF） | 2,749.11 | 25,491.93 | 35,320.30 | 38,968.85 | 41,508.48 | 41,209.82 | 347,725.32 |
| DCF合计 | | | | | | | 532,973.81 |

（2）其他资产和负债（非经营性资产/负债及溢余资产）的评估价值

截至评估基准日，同路生物非经营性资产/负债及溢余资产详见下表：

单位：万元

| 名称 | 账面值 | 评估值 | 备注 |
|---|---|---|---|
| 一、溢余资产 | 5,665.00 | 5,665.00 | |
| 1.溢余货币资金 | 5,665.00 | 5,665.00 | 以评估基准日账面货币资金为基础，结合企业资金周转情况，考虑1个月付现成本作为最低现金保有量，剩余的货币资金即为溢余货币资金。 |
| 二、非经营性资产 | - | - | |
| 三、非经营性负债 | - | - | |
| 四、非经营性资产/负债及溢余资产净额 | 5,665.00 | 5,665.00 | |

（3）有息负债情况

截至评估基准日，同路生物存在有息负债8,500.00万元。

（4）股东全部权益价值的确定

股东权益价值评估值＝企业整体收益折现值＋经营性资产、非经营性资产/负债及溢余资产净额－有息负债

＝532,973.81＋5,665.00－8,500.00

＝530,138.81（万元）

最终，同路生物股东全部权益价值收益法评估值为530,138.81万元，比账面净资产（母公司报表口径）68,636.96万元评估增值461,501.85万元，增值率为672.38%。则同路生物89.77%股权收益法评估值为475,905.61万元。

（四）市场法评估结论

1.市场法使用前提

本次市场法评估采用上市公司比较法，通过比较与标的公司处于同一行业的上市公司的公允市场价值来确定被评估企业的公允市场价值。市场法使用前提为：

（1）有充分发展、活跃的资本市场；

（2）资本市场中存在足够数量的与评估对象相同或类似的可比企业，或者在资本市场上存在着足够的交易案例；

（3）能收集并获得可比企业或交易案例的市场、财务信息及其他相关资料；

（4）可确信依据的信息资料具有代表性和合理性，且在评估基准日是有效的。

2.市场法模型

计算可比公司的市场价值和分析参数，可以得到其收益类、资产类等价值比率。通过价值比率系数修正方式对每个可比对象的相关价值比率进行修正，然后综合选择一种恰当的方式估算标的公司的价值比率，最后再在标的公司各个价值比率中选择一个或多个价值比率并将其应用到标的公司中，计算得到标的公司的价值，即：

标的公司市场价值＝确定的被评估单位价值比率×被评估单位相应指标

股权价值最终评估结果＝(全投资价值比率×被评估单位相应参数－付息负债)×(1－缺少流动性折扣)×(1＋控制权溢价率)＋非经营性、溢余资产净值

或：

股权价值最终评估结果＝(股权投资价值比率×被评估单位相应参数)×(1－缺少流动性折扣)×(1＋控制权溢价率)＋非经营性、溢余资产净值

3.市场法评估过程

（1）基本步骤

采用上市公司比较法进行整体评估基本步骤如下：

①搜集上市证券公司信息，选取可比公司；

②收集并分析、调整可比公司相关财务报告数据；

③选择并计算各可比公司的价值比率；

④调整、修正各可比公司的价值比率；

⑤从可比公司价值比率中协调出一个价值比率作为被评估单位的价值比率；

⑥估算被评估单位相关参数，计算各价值比率下对应的评估结果，并选择一个最为合理的评估结果作为初步评估结论；

⑦考虑是否需要应用折价/溢价调整；

⑧加回非经营性资产、溢余资产净值，得到最终评估结论。

（2）选择可比上市公司

按照与同路生物经营相同或相似业务，且从事流业务外时间不少于24个月，与同路生物的生产规模、经营业绩、预期增长率相当等要求，中通诚资产评估选