(上接B11版)

序号	店铺名称	2015年7-12月	2016年	2017年	2018年	2019年	2020年
1	liner2015	890.00	1.210.00	1.270.00	1.330.00	1.400.00	1.470.00
2	万优	2.890.00	3.940.00	4.140.00	4.340.00	4.560.00	4.790.00
3	乐童	1.100.00	1.500.00	1.570.00	1.650.00	1.740.00	1.820.00
4	京拍档	1.350.00	1.840.00	1.940.00	2.030.00	2.130.00	2.240.00
5	保捷	510.00	700.00	730.00	770.00	810.00	850.00
6	冬蕴	27.290.00	37.220.00	39.080.00	41.030.00	43.090.00	45.240.00
7	南极人品牌商	31.720.00	43.260.00	45.420.00	47.700.00	50.080.00	52.580.00
8	卡伴	1.750.00	2.390.00	2.510.00	2.640.00	2.770.00	2.910.00
9	蒂蕴	110.00	140.00	150.00	160.00	170.00	180.00
10	嘉诚	46.770.00	63.780.00	66.970.00	70.320.00	73.840.00	77.530.00
11	大奇	380.00	520.00	550.00	580.00	610.00	640.00
12	天下容妆	29.470.00	40.190.00	42.200.00	44.310.00	46.530.00	48.850.00
13	奥威德	60.640.00	82.690.00	86.820.00	91.160.00	95.720.00	100.510.00
14	奥威德京东	50.00	70.00	70.00	80.00	80.00	90.00
15	安斯斯的风	44.210.00	60.290.00	63.300.00	66.470.00	69.790.00	73.280.00
16	安斯斯风供销	34.820.00	47.480.00	49.850.00	52.350.00	54.960.00	57.710.00
17	安袖	530.00	720.00	750.00	790.00	830.00	870.00
18	宝旭	3.380.00	4.610.00	4.840.00	5.080.00	5.340.00	5.610.00
19	微商	260.00	360.00	370.00	390.00	410.00	430.00
20	德赞	160.00	210.00	220.00	240.00	250.00	260.00
21	德馨芬芳	1.120.00	1.530.00	1.610.00	1.690.00	1.780.00	1.860.00
22	薇娃	90.00	130.00	140.00	140.00	150.00	160.00
23	快然服饰	90.00	130.00	130.00	140.00	140.00	150.00
24	思答	15.070.00	20.550.00	21.580.00	22.660.00	23.790.00	24.980.00
25	妃路客	7.590.00	10.350.00	10.870.00	11.410.00	11.980.00	12.580.00
26	昊远	6.110.00	8.330.00	8.750.00	9.180.00	9.640.00	10.120.00
27	易备诗	1.150.00	1.570.00	1.650.00	1.730.00	1.820.00	1.910.00
28	瑞唯佳禾	660.00	900.00	940.00	990.00	1.040.00	1.090.00
29	正禾	23.220.00	32.670.00	33.250.00	34.910.00	36.660.00	38.490.00
30	添翼	940.00	1.280.00	1.350.00	1.420.00	1.490.00	1.560.00
31	港泰	12.040.00	16.420.00	17.240.00	18.100.00	19.010.00	19.960.00
32	禾雪	200.00	300.00	300.00	310.00	310.00	310.00
33	美丽枫	62.190.00	84.800.00	89.040.00	93.490.00	98.170.00	103.080.00
34	联众昊远	7.900.00	10.780.00	11.320.00	11.890.00	12.480.00	13.100.00
35	聚蕴	16.970.00	23.140.00	24.290.00	25.510.00	26.780.00	28.120.00
36	聪明仔	198.380.00	270.510.00	284.040.00	298.240.00	313.150.00	328.810.00
37	聪明仔@京东	20.280.00	27.650.00	29.030.00	30.480.00	32.010.00	33.610.00
38	芬燕	139.610.00	190.370.00	199.890.00	209.890.00	220.380.00	231.400.00
39	英尚	15.560.00	21.210.00	22.270.00	23.390.00	24.560.00	25.790.00
40	蓓臣	9.700.00	13.230.00	13.890.00	14.580.00	15.310.00	16.080.00
41	蝶恋	810.00	1.100.00	1.160.00	1.210.00	1.270.00	1.340.00
42	贝乐	1.750.00	2.380.00	2.500.00	2.630.00	2.760.00	2.900.00
43	轩泰	3.400.00	4.640.00	4.870.00	5.110.00	5.370.00	5.640.00
44	运连连	10.00	300.00	350.00	400.00	450.00	500.00
45	迷迷	780.00	1.070.00	1.120.00	1.180.00	1.240.00	1.300.00
46	邻尔	2.140.00	2.910.00	3.060.00	3.210.00	3.370.00	3.540.00
47	高梵	710.00	970.00	1.020.00	1.070.00	1.130.00	1.180.00
48	南极人淘宝专卖店	242.820.00	346.120.00	358.880.00	388.060.00	418.480.00	422.400.00
49	马卡龙童装专营店	154.540.00	242.740.00	251.280.00	282.340.00	323.960.00	346.160.00
50	南极人影响专卖店	117.570.00	190.320.00	198.330.00	216.750.00	255.590.00	284.870.00
51	南极人红叶专卖店	55.900.00	75.230.00	78.040.00	83.040.00	88.250.00	92.660.00
52	网客母婴专营店	24.470.00	33.360.00	35.030.00	38.780.00	39.620.00	40.550.00
53	南极人飞雪专卖店	–	95.050.00	99.300.00	123.770.00	138.460.00	153.380.00
54	南极人雅楚专卖店	–	70.840.00	75.380.00	80.200.00	84.210.00	88.420.00
55	南极人唯品信专卖店	–	–	183.380.00	212.550.00	222.180.00	232.290.00
56	南极人皇玛专卖店	–	–	18.940.00	20.890.00	22.880.00	23.930.00
合计		1.432.050.00	2.196.000.00	2.496.970.00	2.704.760.00	2.914.980.00	3.072.080.00

(4)未来年度营业收入预测

综上，本次预测主要根据南极人品牌供应商的生产经营计划及申领标牌需求量，按南极电商的品牌服务费收入、标牌使用费收入、标牌使用费收入、计算所得品牌服务费收入、标牌使用费的销售收入；供品销售收入依据与唯品会的年度销售计划、代销计划等，预测南极人产品的成衣贸易收入；园区平台服务费收入是根据进入园区的产品数量，单件的收费标准，预测园区服务收入，预测情况如下表所示：

营业收入预测汇总表

单位：万元

业务类别	未来年度收入预测数据					
	2015年7-12月	2016年	2017年	2018年	2019年	2020年
品牌服务费	13.203.31	28.268.47	40.139.70	44.604.03	48.130.37	50.356.71
标牌使用费	4.892.66	9.687.45	13.102.86	14.506.09	15.657.06	16.353.01
成衣贸易	7.900.96	14.299.76	16.049.74	17.585.72	18.962.86	20.161.00
园区服务	653.46	1.002.06	1.139.39	1.234.21	1.330.14	1.401.82
合计	26.650.39	53.257.74	70.431.69	77.930.05	84.080.42	88.272.54
收入增长率	39.14%	39.94%	32.25%	10.65%	7.89%	4.99%

(二)营业成本的预测

1、历史年度主营业务成本情况见下表：

单位：万元

成本类别	2012年	2013年	2014年	2015年1-6月
品牌服务费收入	2.309.18	1.613.68	830.48	220.58
标牌使用费收入	339.18	660.41	838.18	523.28
供品销售收入	8.836.89	8.838.65	9.572.31	3.404.70
园区平台服务收入	–	–	117.68	150.51
合计	11.485.25	11.112.74	11.358.64	4.299.08
毛利率	50.85%	60.28%	58.47%	62.31%

主要产品成本分析：

从上表可以看出，品牌服务费收入、标牌使用费收入毛利率较高；成衣贸易毛利率相对较低，主要是因为对上海大程商贸有限公司、上海兰魅电子商务有限公司销售为平价销售。

2、未来主营业务成本预测

(1)对于品牌服务费成本，主要由品牌代言费、网络代言费、网络广告费、职工薪酬、材料费等成本组成。

品牌代言费、网络代言费为公司每年支付明星或其他人员代言的相关费用，根据已签订的代言合同金额预测代言费。

网络广告费为公司在网络上做的广告宣传费用，根据已签订的广告合同以后年度的广告宣传策略预测该项费用。

职工薪酬，参考人事部门提供的未来年度人工需求量因素，并考虑近几年当地社会平均工资的增长水平，预测未来年度员工人数、工资总额。

材料费用为标牌的成本，根据以前年度的该项目费用的平均比例预测材料费用。

(2)对于供品销售成本历史年度销售毛利率较低，根据南极电商的经营规划，未来年度供品销售会以经营唯品会的线上销售为主，虽然销售量有一定的减少，但是整体的毛利率水平会上升且较为稳定，目前采购的成衣供应商为南极人品牌生产企业，南极电商有较强的毛利率控制能力。

(3)园区平台服务成本即合肥园区服务的成本，主要是园区的房屋租金、人员工资、管理费用等，本次评估根据预计的物流件数、周转率等测算所需的仓库面积。

本次评估参考2012年-2014年的产品毛利率水平，结合企业的各项成本构成进行分析测算。出于谨慎考虑，未来年度预测时，预测各项业务的毛利率将趋于平稳并基本保持不变。未来年度成本预测见下表：

营业成本预测汇总表

单位：万元

业务类别	未来年度成本预测数据					
	2015年7-12月	2016年	2017年	2018年	2019年	2020年
品牌服务费成本	518.64	1.106.98	1.709.40	2.108.01	2.391.50	2.588.77
标牌使用费成本	1.467.80	2.906.24	3.930.86	4.351.83	4.697.12	4.905.90
供品销售成本	6.310.67	11.449.83	12.914.82	14.200.00	15.374.00	16.392.70
园区服务成本	223.16	417.24	474.42	513.90	553.85	583.70
合计	8.520.27	15.880.29	19.029.50	21.173.74	23.016.46	24.471.07
综合毛利率	68.03%	70.18%	72.98%	72.83%	72.63%	72.28%

(三)营业税金及附加

企业营业税金及附加包括城建税、教育费附加、地方教育费附加。城建税按应交流转税的5%计缴，教育费附加、地方教育费附加分别按应交流转税的3%、2%计缴，未来年度营业税金及附加预测结果如下表所示：

营业税金及附加预测表

单位：万元

项目/税种	2015年7-12月	2016年	2017年	2018年	2019年	2020年
城建税	76.98	168.77	227.42	251.49	270.85	283.34
教育费附加	45.95	100.90	136.04	150.45	162.03	169.50
地方教育费附加	30.63	67.27	90.69	100.30	108.02	113.00
合计	153.56	336.95	454.16	502.25	540.90	565.85

(四)期间费用的预测

1、销售费用的预测

南极电商的销售费用主要包括职工薪酬、折旧、广告费、运输费、办公性费用、材料费、差旅费及其他费用。

职工薪酬包括工资、奖金、津贴等，参考人事部门提供的未来年度人工需求量因素，并考虑近几年当地社会平均工资的增长水平，预测未来年度员工人数、工资总额，企业交纳的养老保险、医疗保险、失业保险等社保费用以及住房公积金等，上述各项费率以法律法规规定的比率计缴，计算基数为当期工资总额。

对于累计折旧的测算，除了现有存量资产外，以后各年为了维持正常经营，随着业务的增长，需要每年投入资金新增资产或对原有资产进行更新，根据企业未来年度的经营计划，预计资本性支出情况，来测算年折旧。

运输费主要为企业在销售成衣时发生的运输费用，本次评估根据成衣销售运输结算模式，并参考公司前两年成衣运费水平的经验数据进行预测。

广告费、办公性费用、福利费、材料费、差旅费及其他费用结合企业未来年度经营计划，并参考公司前两年的比例进行预测。销售费用的预测数据见下表：

销售费用预测表

单位：万元

序号	费用项目	2015年7-12月	2016年	2017年	2018年	2019年	2020年
1	职工薪酬	671.04	1.627.15	2.593.10	3.483.20	3.761.48	3.950.26
2	折旧费	40.54	101.31	120.65	137.89	152.45	159.40
3	广告费	91.06	176.81	230.67	254.77	274.85	288.65
4	运输费	437.82	791.50	888.44	973.38	1.049.61	1.115.87
5	办公性费用	332.22	658.13	866.83	958.61	1.034.23	1.085.91
6	材料费	83.19	167.22	221.74	245.43	264.80	277.99
7	差旅费	45.53	88.40	115.33	127.38	137.43	144.33
8	其他费用	18.24	34.15	43.77	48.13	51.65	54.02
合计		1.719.64	3.644.66	5.080.51	6.228.80	6.726.50	7.076.41
占收入比例		6.45%	6.84%	7.21%	7.99%	8.00%	8.02%

2、管理费用的预测

南极电商的管理费用主要包括房屋租赁费、职工薪酬、研发支出、折旧费及摊销、税费、办公性费用、差旅费、商标维护费、其他费用等。

房屋租赁费南极电商经营场所的租赁费，根据租赁合同并考虑近几年当地租赁费用的增长水平，预测未来年度的租赁费。

职工薪酬包括工资、奖金、津贴等，参考人事部门提供的未来年度人工需求量因素，并考虑近几年当地社会平均工资的增长水平，预测未来年度员工人数、工资总额，企业交纳的养老保险、医疗保险、失业保险等社保费用以及住房公积金等，上述各项费率以法律法规规定的比率计缴，计算基数为当期工资总额。

对于研发支出，本次评估结合企业历史年度研发费用投入情况以及未来年度的研发项目的安排进行预测。

对于累计折旧和摊销的测算，除了现有存量资产外，以后各年为了维持正常经营，随着业务的增长，需要每年投入资金新增资产或对原有资产进行更新，根据企业未来年度的经营计划，预计资本性支出情况，来测算年折旧和摊销。

办公性费用、差旅费、商标维护费、税费、其他费用结合企业未来年度经营计划，并参考公司前两年的比例进行预测管理费用的预测数据见下表：

管理费用预测表

单位：万元

序号	费用项目	2015年7-12月	2016年	2017年	2018年	2019年	2020年
1	房屋租赁费	258.61	491.80	506.34	521.56	563.69	598.44
2	职工薪酬	773.44	1.899.16	2.386.10	2.768.09	2.986.23	3.164.18
3	研发支出	779.91	1.567.67	2.078.77	2.300.88	2.482.51	2.606.12
4	折旧费及摊销	120.40	232.30	268.74	300.85	322.86	326.59
5	税费	23.38	49.71	66.59	73.65	79.37	83.12
6	办公性费用	150.97	299.64	395.01	436.89	471.36	494.89
7	差旅费	16.27	31.14	40.35	44.52	48.03	50.45
8	商标维护费	7.80	15.68	20.79	23.01	24.83	26.06
9	其他费用	22.15	41.94	53.61	58.92	63.23	66.15
合计		2.152.92	4.629.04	5.816.30	6.528.36	7.042.09	7.415.99
占收入比例		8.08%	8.69%	8.26%	8.38%	8.38%	8.40%

3、财务费用的预测

经评估人员分析及与企业相关人员沟通了解，财务费用为企业银行存款的利息收入，金额较小，本次预测不予以考虑。

(五)资产减值损失的预测

企业资产减值损失主要为应收款项坏账准备和存货跌价准备。

根据企业的经营状况，以后年度发生应收款项坏账的可能性较小，故不予预测。经评估人员与企业相关人员沟通了解，服装的款式经常进行更新，企业库存的成衣若销售不及时，就可能发生积压，必须折价销售，根据企业以前年度发生的平均存货跌价比例，本次评估对企业未来年度的存货预测存货跌价损失如下表：

资产减值损失预测表

单位：万元

费用项目	2015年7-12月	2016年	2017年	2018年	2019年	2020年
存货跌价损失	92.45	254.44	287.00	315.56	341.64	364.28

(六)投资收益预测

南极电商历史年度的投资收益为理财收益，本次评估与主营无关，多余的超常持有的现金，作为溢余资产进行单独评估后汇总其价值，因此，对于投资收益不进行预测。

(七)营业外收支的预测

南极电商营业外收支主要是政府补助、税收返还以及营业以外发生的各种偶然性收入支出，均为不可预知收支，本次预测不予以考虑。

(八)所得税预测

南极电商在评估基准日执行25%所得税税率，因此在整个经营期内所得税率按25%进行测算。

由于税法对加计扣除的条件比较严格，本次评估时从谨慎角度出发，未考虑相关研发费用税前加计扣除。所得税预测结果如下表：

所得税预测表

单位：万元

项目	2015年7-12月	2016年	2017年	2018年	2019年	2020年
所得税	3.502.89	7.128.09	9.941.06	10.795.34	11.603.21	12.094.74

(九)折旧与摊销的预测

评估对象的固定资产主要包括电子设备、运输设备、办公设备，固定资产按取得时的实际成本计价，本次评估中，按照企业执行的固定资产折旧政策，以基准日经审计的固定资产账面原值，预计使用期限，根据公司固定资产计提折旧、无形资产的摊销方式，评估人员对存量、增量固定资产和存量、增量无形资产，按照企业现行的折旧(摊销)年限、残值率和已计提折旧(摊销)的金额逐一进行了测算。

单位：万元

折旧/摊销	2015年7-12月	2016年	2017年	2018年	2019年	2020年
营业成本	5.16	11.64	12.37	12.80	13.42	14.03
销售费用	40.54	101.32	120.65	137.90	152.46	159.40
管理费用	120.40	232.31	268.74	300.86	322.85	326.59
合计	166.11	345.27	401.77	451.56	488.73	500.02

(十)净投资的预测

追加资本系指企业在不改变当前经营业务条件下，所需增加的营运资金和超过一年期的长期资本性投入，如经营规模变化所需的新增营运资金以及持续经营所必须的资产更新、固定资产的购置、租赁房屋的装修支出及无形资产的维护性支出等。

1、资本性支出的预测

经对企业现有资产规模及产能分析，企业现有资产可以满足未来年度生产经营需要，即企业无需进行长期资本性支出，企业的资本性支出仅为维护性支出，未来的资本性投资如下表：

资本性支出预测表

单位：万元

项目	2015年7-12月	2016年	2017年	2018年	2019年	2020年
固定资产更新	125.00	295.00	355.00	355.00	360.00	385.00
无形资产更新	170.00	160.00	160.00	160.00	160.00	160.00
合计	295.00	455.00	515.00	515.00	520.00	545.00

2、营运资金增加额预测

追加营运资金指企业在不改变当前主营业务条件下，为扩大再生产而新增投入的用于经营的现金，即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。

营运资金的预测，一般构算企业最近几年每年营运资金增加占销售收入的比例进行分析和判断，在历史平均比例水平基础上结合企业目前及未来发展情况加以调整。

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=流动资产-流动负债

未来经营期各年度的营运资金预测如下表：

营运资金预测汇总表

单位：万元

项目	2015年7-12月	2016年	2017年	2018年	2019年	2020年
营运资金	23.481.66	35.607.44	45.095.53	50.274.06	54.329.85	57.074.04
营运资金变动额	8.140.04	10.125.79	11.488.08	5.178.53	4.055.80	2.744.19

(十一)企业自由现金流量的预测

未来年度自由现金流量预测表

单位：万元

项目	2015年7-12月	2016年	2017年	2018年	2019年	2020年	永续年
一、营业收入	26.650.39	53.257.74	70.431.69	77.930.05	84.080.42	88.272.54	88.272.54
减:营业成本	8.520.27	15.880.29	19.029.50	21.173.74	23.016.46	24.471.07	24.471.07
营业税金及附加	153.56	336.95	454.16	502.25	540.90	565.85	565.85
销售费用	1.719.64	3.644.66	5.080.51	6.228.80	6.726.50	7.076.41	7.076.41
管理费用	2.152.92	4.629.04	5.816.30	6.528.36	7.042.09	7.415.99	7.415.99
财务费用	–	–	–	–	–	–	–
资产减值损失	92.45	254.44	287.00	315.56	341.64	364.28	364.28
二、营业利润	14.011.54	28.512.37	39.764.23	43.181.34	46.412.83	48.378.94	48.378.94
三、利润总额	14.011.54	28.512.37	39.764.23	43.181.34	46.412.83	48.378.94	48.378.94
减:所得税	3.502.89	7.128.09	9.941.06	10.795.34	11.603.21	12.094.74	12.094.74
四、净利润	10.508.66	21.384.27	29.823.17	32.386.01	34.809.62	36.284.21	36.284.21
加:折旧与摊销	166.11	345.27	401.77	451.56	488.73	500.02	500.02
减:营运资金净增加	8.140.04	10.125.79	11.488.08	5.178.53	4.055.80	2.744.19	–
资本性支出	295.00	455.00	515.00	515.00	520.00	545.00	500.02
五、净现金流量	2.239.73	11.148.75	18.221.85	27.144.04	30.722.55	33.495.04	36.284.21

(十二)折现率的确定

对于折现率，采用加权平均资本成本。由于目由现金流量代表了公司的现金流量在未扣除任何有关融资的资金流前的量，加权平均资本成本是反映公司可获得的资金成本(负债和股本)以及对债权人和股东不同回报率上的杠杆影响的指标。所以一般采用加权平均资本成本(WACC)作为评估公司价值的折现率。

1、加权平均资本成本

通常用于资产的整体回报率的方法为加权平均资本成本方法，定义如下：

$r=K_e\times E/(D+E)+K_d\times(1-T)\times D/(D+E)$

其中：K_e=权益资本成本

$K_d\times(1-T)$=税后债务成本

$E/(D+E)$=所有者权益占总资本(有息债务与所有者权益之和)的比例

$D/(D+E)$=有息债务占总资本的比例(财务杠杆比率)

T为所得税税率

2、权益资本成本

运用CAPM模型计算权益资本成本

$K_e = Rf + \beta\times Rpm + Rc$

其中：K_e = 权益期望回报率，即权益资本成本

Rf = 无风险收益率

β = 权益系统风险系数

Rpm=市场风险溢价

R_c = 企业特定风险调整系

(1)无风险报酬率(Rf)的确定

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。通过同花顺iFinD资讯系统选择从评估基准日到国债到期日剩余期限超过5年期的3年、5年期的国债，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，经过汇总计算取值为3.9659%。

(2)权益系统风险系数(β)的确定

通过同花顺iFinD数据系统，查阅可比上市公司的无财务杠杆风险系数，并以该无财务杠杆风险系数为基础，并根据南极电商的目标资本结构折算出公司的有财务杠杆风险系数，作为此次评估的权益系统风险系数。

①无财务杠杆风险系数的确定

通过同花顺iFinD资讯分析系统，在新证监会行业分类租赁和商务服务业-商务服务业上市公司中选取了与南极电商经营业务相同或类似的4家上市公司作为可比公司，查阅取得每家可比公司在账评估基准日100周采用财务杠杆计算归集的相对与沪深两市(采用沪深300指数)的无财务杠杆风险系数β_{au}，计算得出可比上市公司无财务杠杆β_{au}的平均值为0.7188，计算过程如下表。

序号	证券代码	单位名称	无财务杠杆βu
1	300058.SZ	蓝色光标	0.6110
2	300178.SZ	腾邦国际	0.8810
3	002210.SZ	飞马国际	0.5904
4	002400.SZ	省广股份	0.7929
平均			0.7188

数据来源:同花顺iFinD

②权益系统风险系数的β系数的确定：

选取可比上市公司资本结构的平均值作为南极电商的目标资本结构(D/(D+E)=9.93%)，所得税率采用南极电商评估基准日所得税率25%计算，按照以下公式，将上述确定的参数代入权益系统风险系数计算公式，计算得出被评估单位的权益系统风险系数。

计算公式如下：

$\beta=[1 + D/E \times(1-T)] \times\beta_{au}$

式中：β=有财务杠杆的权益的系统风险系数

β_{au}=无财务杠杆的权益的系统风险系数

D/E =被评估企业的目标资本结构

T=被评估企业的所得税税率

根据上述计算得出被评估单位权益系统风险系数β为0.7783。

(3)市场风险溢价Rpm

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利率的回报率。

由于目前国内A股市场是一个新兴而且相对封闭的市场，一方面，历史数据较短，并且在市场建立的前几年中投机气氛较浓，投资者结构、投资理念在不断的发生变化，市场波动幅度很大；另一方面，目前国内对资本市场上下限的外汇流动仍实行较严格的管制，再加上国内市场股权割裂的特有属性，因此，直接通过历史数据得出的股权风险溢价不具有可信度，而在成熟市场中，由于有较长的历史数据，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，因此国际上新兴市场的风险溢价通常也可以采用成熟市场的风险溢价进行调整确定。

基本公式为：

Rpm=成熟股票市场的股票风险溢价+国家风险补偿额

成熟股票市场的股票风险溢价取自1928-2014年美国股票与国债的算术平均收益差6.29%，国家风险补偿额取0.90%。

则，我国市场风险溢价Rpm=6.29%+0.9%=7.19%。

(4)企业特定风险调整系数(Rc)的确定：

企业个别风险调整系数是根据被评估单位与所选择的可比公司在企业经营环境、企业规模、经营管理、抗风险能力、特殊因素所形成的优劣势等方面的差异进行的调整系数。

终端客户相对分散的风险：由于公司所处行业的特殊性，终端客户为全国各地网购消费者，企业应时刻关注消费者的偏好的改变和升级，提供适应市场需求的产品。

安全风险：当前我国电子商务面临的突出问题之一是网络应用程度不广，网络结构复杂，不同行业不能实现互通互联，应用落后于技术发展，传统企业难以适应新经济发展要求，目前有关电子商务安全的技术还没有完全解决，包括交易安全、认证安全和数据加密等，由此技术风险容易导致安全风险。

人才流失的风险：南极电商开展业务需要大量互联网专业技术人才、受薪酬、福利、工作环境等因素影响，公司经营管理和专业技术人才可能出现流失情况，从而给公司的经营带来一定的风险。

需量控制的风险：南极电商的底控模式较为健全，底控度穿生产前、生产中、及生产后，手段也较为多元化，包括严格筛选供应商、产前样检验、生产过程抽检、出厂及入库质检等，然而，由于电商需穿鱼龙混杂且数量众多，对产品质量的管控可能存在漏洞。

财务风险：随着公司规模的不断扩大，公司的应收账款也随之增加，一旦公司的现金流出现问题，从而影响到整个公司的运营。

根据以上分析，企业特定风险调整系数R_c取5%。

(5)权益资本成本的确定

根据上述的分析计算，可以得出：

$K_e=R_a+\beta\times Rpm+Rc$

=3.9659%+0.7783x7.19%+5%

=14.56%

3、债务成本(Kd)

在中国，对债权收益率的一个合理估计是将市场公允短期和长期银行贷款利率结合起来的一个估计，目前只有极少数国营大型企业或国家重点工程项目才可以被批准发行公司债券。事实上，中国目前尚未建立起真正意义上的公司债券市场，尽管有一些公司债券是可以交易的，然而，另一方面，官方公布的贷款利率是可以得到的，本次评估，采用基准日中国人民银行公布执行5年期以上的贷款基准利率5.40%作为债权年期望回报率。

4、预期期折现率(WACC)的确定

加权平均资本成本是被评估企业的债务资本和权益资本提供者所要求的整体回报率。

根据上述资本结构、权益资本成本和有息债务资本成本计算加权平均资本成本，具体计算公式为：

$r=K_e\times E/(D+E)+K_d\times(1-t)\times D/(D+E)$

=14.56%x90.07%+5.40%x(1-25%)x9.93%

=13.52%

(十三)经营性资产价值估算

经营性资产价值估算表

单位：万元

项目	2015年7-12月	2016年	2017年	2018年	2019年	2020年	永续年
企业自由现金流量	2.239.73	11.148.75	18.221.85	27.144.04	30.722.55	33.495.04	36.284.21
折现率年限	0.25	1.00	2.00	3.00	4.00	5.00	6.00
折现率	13.52%	13.52%	13.52%	13.52%	13.52%	13.52%	13.52%
折现系数	0.9688	0.8809	0.7760	0.6836	0.6022	0.5304	3.9231
经营性资产价值	223.300.07						

(十四)溢余资产、非经营性资产(负债)价值的确定

经评估人员分析，在评估基准日2015年6月30日，经审计的南极电商账面有如下一些资产其价值在本次估算的净现金流量中未予考虑，在估算企业价值时应予另行单独估算其价值

溢余资产是指对暂时不能为主营业务贡献的资产或对企业主营业务没有直接影响的资产，如在建工程、超常持有的现金和等价证券、长期闲置资产等。

所谓非经营性资产在这里是指对企业主营业务没有直接"贡献"的资产。众所周知，企业中不是所有的资产对其主营业务都有直接贡献，有些资产可能对主营业务没有直接"贡献"，如长期投资、在建工程及一些闲置资产等。

非经营性资产的另一种形态为暂时不能为主营业务贡献的资产或对企业主营业务没有直接影响的资产，如长期闲置资产等。

所谓非经营性负债是指企业承担的债务不是由于主营业务的经营活动产生的负债而是由于与主营业务没有关系或没有直接关系的其他业务活动如对外投资，基本建设投资等直接形成的负债。

经商定，南极电商于评估基准日溢余资产账面价值共计10.969.61万元；非经营性资产账面价值价值共计1.412.43万元，非经营性负债账面价值共计912.66万元，评估值具体情况如下：

溢余资产、非经营资产(负债)评估汇总表

单位：万元

序号	会计科目	账面价值	评估值	备注
一	溢余资产	10.969.61	10.969.61	
1	货币资金	7.258.59	7.258.59	超出业务正常经营需要的溢余资金
2	其他流动资产	3.000.00	3.000.00	银行理财产品
3	递延所得税资产	711.02	711.02	未来年度可抵扣
二	非经营性资产	1.412.43	1.412.43	
1	其他应收款	1.373.12	1.373.12	不涉及经营业务的资金拆借
2	应收利息	39.31	39.31	应收理财产品利息
三	非经营性负债	912.66	912.66	
1	其他应付款	912.66	912.66	不涉及经营业务的资金拆借

(十五)收益法评估结果

1、企业整体价值的计算

企业整体价值=经营性资产价值+溢余资产价值+非经营性资产(负债)价值

= 223.300.07 + 10.969.61 + 1.412.43 – 912.66

= 234.769.45 万元

2、付息债务价值的确定

评估基准日南极电商无有息负债。

3、少数股东权益价值的确定

企业整体价值中包含股权子公司合肥南极人的少数股东49%股权价值，依据对合并主体进行收益法评估测算时所确定的合肥南极人的未来收益，计算得到合肥南极人股东全部权益价值为789.89万元，故合并主体所包含的少数股东(49%)权益价值为387.05万元。具体情况如下表：

合肥南极人少数股东权益价值计算过程表

单位：万元

项目	2015年7-12月	2016年	2017年	2018年	2019年	2020年	永续年
一、营业收入	653.46	1.002.06	1.139