

**深圳英飞拓科技股份有限公司**  
**拟收购 Swann Communications Pty Ltd.股权项目**  
**资产评估说明**

沃克森评报字【2014】第 0288 号

**沃克森（北京）国际资产评估有限公司**

二〇一四年十月十七日

## 资产评估说明目录

<b>第一部分：关于《资产评估说明》使用范围的声明</b> .....	3
<b>第二部分：企业关于进行资产评估有关事项的说明</b> .....	4
<b>第三部分：评估对象与评估范围说明</b> .....	5
一、评估对象和范围 .....	5
二、实物资产的分布情况及特点 .....	6
三、企业申报的帐外无形资产 .....	6
四、企业申报的表外资产的类型、数量 .....	7
五、引用其他机构出具的报告情况 .....	7
<b>第四部分：资产核实情况说明</b> .....	8
一、资产核实内容及人员组织、实施时间和过程 .....	8
二、影响资产核实的事项 .....	9
三、资产核实结论 .....	9
<b>第五部分 市场法评估技术说明</b> .....	10
一、市场法应用简介 .....	10
二、被评估单位情况分析 .....	12
三、市场法评估过程 .....	12
四、市场法评估结论 .....	25
五、敏感性分析 .....	26
<b>第六部分 收益法技术说明</b> .....	28
一、收益法概述 .....	28
二、收益法适用条件 .....	28
三、收益法评估思路 .....	29
四、评估假设及限定条件 .....	31
五、宏观经济的分析 .....	32
六、公司所处行业发展趋势 .....	35
七、企业经营能力及经营状况分析 .....	41
八、预测期年度现金流的预测 .....	45

九、折现率的确定.....	55
十、评估值的计算过程及评估结论.....	58
十一、敏感性分析.....	61
<b>第七部分 评估结论及其分析.....</b>	<b>63</b>
一、评估结论.....	63
二、股东部分权益价值的溢价或者折价的考虑.....	66

## 第一部分：关于《资产评估说明》使用范围的声明

本评估说明仅供国有资产监督管理机构（含所出资企业）、相关监管机构和部门使用。除法律法规规定外，材料的全部或者部分内容不得提供给其他任何单位和个人，不得见诸公开媒体。

征求意见稿

## 第二部分：企业关于进行资产评估有关事项的说明

本部分内容由资产评估委托方和被评估单位共同撰写并盖章，详细内容见资产评估说明附件 1。

### 第三部分：评估对象与评估范围说明

#### 一、评估对象和范围

本次评估对象为 Swann Communications Pty Ltd. (以下简称：Swann Communications、Swann 或公司) 于评估基准日的股东全部权益价值。

股东全部权益账面金额 2,294.59 万美元，股权持有单位已声明拟转让股权不存在抵押、质押、冻结等权属瑕疵事项，并承诺该股权权属清晰、合法，不存在任何法律纠纷事项。

具体评估范围为 Swann communications 于评估基准日的全部资产及负债，其中资产总额账面值 5,522.84 万美元，负债总额账面值 3,228.25 万美元，所有者权益账面值 2,294.59 万美元。评估前账面值已经普华永道会计师事务所审计并出具无保留意见审计报告、并由立信会计师事务所出具“信会师报字(2014)第 号”鉴证报告。

#### 资产评估申报汇总表

金额单位：万美元

项 目		账面价值
流动资产	1	5,225.69
非流动资产	2	297.15
其中：长期应收款	3	-
持有至到期投资	4	-
长期股权投资	5	-
投资性房地产	6	-
固定资产	7	186.58
在建工程	8	-
无形资产	9	-
商 誉	10	-
长期待摊费用	11	-
递延所得税资产	12	104.64
其他非流动资产	13	5.93
<b>资产总计</b>	14	5,522.84
流动负债	15	3,120.86
非流动负债	16	107.40

项 目		账面价值
负债总计	17	3,228.25
净资产	18	2,294.59

资产评估范围以被评估单位提供的评估申报表为准。委托方及被评估单位已说明评估对象和评估范围与经济行为一致。

纳入评估范围的主要实物资产包括存货、设备类等。

1、存货：公司存货主要为公司采购待销售的产品，包括 DVRs、NVRs 与成套装备、安全摄像头、无线 IP 网络摄像头等，数量较多。

2、固定资产：公司固定资产主要为车辆、办公用电子设备、家具等，数量及金额较小。

## 二、实物资产的分布情况及特点

Swann Communications 是从事安防产品销售的企业，公司主要的实物资产包括存货、及设备类固定资产。

实物资产的主要分布及特点是：

### （一）存货

公司存货主要为公司采购待销售的产品，包括 DVRs、NVRs 与成套装备、安全摄像头、无线 IP 网络摄像头等。数量较多，主要分布在澳大利亚、美国、英国公司仓库。

### （二）设备类

公司固定资产主要为车辆、办公用电子设备、家具等，数量及金额较小，分布在各子公司办公区域。

## 三、企业申报的帐外无形资产

公司帐外无形资产主要为商标权，具体如下：

序号	商标	商标注册号	权利人	分类	状态	注册地
1		1497150	Swann Communications	9, 16, 35	注册	澳大利亚
2		1166172	Swann Communications	9	注册	澳大利亚

序号	商标	商标注册号	权利人	分类	状态	注册地
3		4508876	思望 ( 香港 )	9, 16	注册	美国
4		4586977	思望 ( 香港 )	35	注册	美国
5		TMA875001	思望 ( 香港 )	N/A	注册	加拿大
6		EU01098046 4	思望 ( 香港 )	9, 16, 35	注册	欧盟
7		302289051	思望 ( 香港 )	9, 16, 35	注册	香港
8		4216189	思望 ( 香港 )	9, 35	注册	美国
9		TMA836123	思望 ( 香港 )	N/A	注册	加拿大

#### 四、企业申报的表外资产的类型、数量

Swann Communications 表外资产主要为上述商标权。

#### 五、引用其他机构出具的报告情况

本次 Swann Communications 于评估基准日申报的全部资产和负债账面数据,经普华永道会计师事务所审计出具了无保留意见审计报告、并由立信会计师事务所出具“信会师报字(2014)第 号”鉴证报告。

## 第四部分：资产核实情况说明

### 一、资产核实内容及人员组织、实施时间和过程

沃克森（北京）国际资产评估有限公司接受深圳英飞拓科技股份有限公司（以下简称：英飞拓）的委托，对 Swann Communications 纳入评估范围的资产及负债等进行了核实。根据纳入评估范围的资产类型、数量和分布状况等特点，评估项目团队制定了详细的现场清查核实计划。

#### （一）资产核实组织工作

2014年8月25日承接评估任务，评估组派人进入现场，在辅导企业填表的同时，对企业的组织机构及资产分布情况进行了解，针对填表资产分布特点，和企业共同制定了详细的现场核实工作实施计划。评估人员核实工作从2014年8月25日开始，至2014年9月26日结束。

#### （二）资产核实的过程

1、指导企业相关人员首先自行进行资产清查，收集、准备应向评估机构提供的资料；指导企业相关的财务与资产管理人员在资产清查的基础上，按照评估机构提供的“资产评估明细表”、“收益预测申报表”及其填写要求、资料清单，细致准确的登记填报，对被评估资产的产权归属证明文件等进行收集。

#### 2、初步审查被评估单位提供的资产评估明细表及有关资料

评估人员通过查阅有关资料，了解涉及评估范围内具体对象的详细状况。然后仔细核对各类资产评估明细表，初步检查有无填项不全、错填、资产项目不明确，并根据经验及掌握的有关资料，检查资产评估明细表有无漏项等。

#### 3、现场实地调查

根据被评估单位提供的评估申报资料，评估人员对申报的情况进行了必要的清查、核实，对企业财务、实物情况、经营情况进行系统调查。对实物资产向技术人员咨询各类性能参数及相关信息；对车辆等资产还包括核实产权证信息；对财务账的核实包括向财务人员了解各类科目形成的实质内容及各项企业会计制度。

安排被评估单位生产经营人员访谈，查看企业提供的有关盈利模式、经营规模、产品种类、销售合同等资料，根据企业提供的信息编制收益法估值模型。

现场调查主要分为六个方面，即被评估单位基本情况调查、业务与技术调查、财务调查、资产清查与核实、业务发展目标调查和风险因素及其他重要事项调查。

#### 4、现场尽职调查

评估人员通过收集分析企业历史经营情况和未来经营规划以及管理层访谈对企业的经营业务进行调查，并在国际资本市场上收集、整理与被评估单位所属行业相近的市场交易信息，主要内容如：

- (1) 了解企业历史年度权益资本的构成、权益资本的变化，分析权益资本变化的原因；
- (2) 了解企业历史年度生产销售情况及其变化，分析销售收入变化的原因；
- (3) 了解企业历史年度主营成本的构成及其变化；
- (4) 了解企业历史年度利润情况，分析利润变化的主要原因；
- (5) 收集了解企业各项财务指标，分析各项指标变动原因；
- (6) 了解企业未来年度的经营计划、投资计划等；
- (7) 了解企业的会计政策以及税收等其他优惠政策；
- (8) 收集企业所在国家、行业的有关资料，了解行业现状、区域状况及未来发展趋势；
- (9) 了解企业的溢余资产和非经营性资产的内容及其资产状况；
- (10) 收集、整理澳大利亚、美国、加拿大及其他资本市场上可比上市公司的相关资料；
- (11) 收集、分析可比公司股票交易、证券机构分析及评价资料等。

## 二、影响资产核实的事项

资产清查过程中，评估人员没有发现影响资产核实的事项。

由于资料来源的不完全而可能导致的评估对象与实际状况之间的差异，未在本公司考虑的范围之内。

## 三、资产核实结论

经核实，我们认为 Swann Communications 的资产均可正常使用，且产权清晰，不存在产权纠纷问题。

经评估人员现场核实确认，资产总额与账面值相符。

## 第五部分 市场法评估技术说明

### 一、市场法应用简介

#### (一) 市场法定义

企业价值评估中的市场法，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。

市场法常用的两种具体方法是上市公司比较法和交易案例比较法。

上市公司比较法是指获取并分析可比上市公司的经营和财务数据，计算适当的价值比率，在与被评估单位比较分析的基础上，确定评估对象价值的具体方法。

上市公司比较法中的可比公司应当是公开市场上正常交易的上市公司。

交易案例比较法是指获取并分析可比公司的买卖、收购及合并案例资料，计算适当的价值比率，在与被评估单位比较分析的基础上，确定评估对象价值的具体方法。

#### (二) 市场法适用前提条件

- 1、必须有一个充分发展、活跃的资本市场；
- 2、在上述资本市场中存在足够数量的与评估对象相同或相似的可比公司、或者在资本市场上存在足够的交易案例；
- 3、能够收集并获得可比公司或交易案例的市场信息、财务信息及其他相关资料；
- 4、可以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。

#### (三) 市场法选择的理由

市场法评估数据直接来源于市场，评估过程简单、直观；评估方法以市场为导向，评估结果说服力强。本次评估对象为 Swann Communications 的股东全部权益价值，由于 Swann Communications 为成立多年的公司，且近几年经营情况良好，盈利能力较强，其业务主要分布在澳大利亚、北美及欧洲地区，收入及利润 70% 来源于北美市场。在美国等资本市场上能找到一定数量类似的上市公司，且上市公司的财务数据和其他信息数据容易获得，信息渠道合法、可靠性较高，具备市场法的应用前提。另外，由于实际发生的交易案例难以从公开途径获取相关的财务数据、交易价格及交易背景等信息，本次评估选择市场法中的上市公司比较法。

#### (四) 市场法评估思路

##### 1、评估模型

本次评估采用市场法中的上市公司比较法对 Swann Communications 的股权价值进

行评估。具体评估思路及步骤如下：

(1) 选择与 Swann Communications 所在资本市场相同或相近且股票交易活跃的上市公司作为对比公司。

这些可比公司与被评估单位的业务结构、经营模式、企业规模、资产配置和使用情况、企业所处经营阶段、成长性、经营风险、财务风险等因素相近或相似。

(2) 获取可比公司财务报表数据并进行分析、调整。包括会计核算方法差异、剔除非经常性项目的影响、剔除溢余资产和非经营性资产、负债的影响。

(3) 选择并计算各可比公司的价值比率。

价值比率是指资产价值与其经营收益能力指标、资产价值或其他特定非财务指标之间的一个“比率倍数”。全投资价值比率通常包括盈利比率、资产比率、收入比率和其他特定比率。

盈利比率包括： $EV / EBITDA$ 、 $EV / EBIT$ 、 $EV / FCFF$ 。

资产比率包括： $EV / TBVIC$ （总资产或有形资产账面值）、 $EV /$ 重置成本

收入比率： $EV / S$

其他特定比率： $EV /$ 制造业年产量、 $EV /$ 医院的床位数、 $EV /$ 发电厂的发电量、 $EV /$ 广播电视网络的用户数、 $EV /$ 矿山的可采储量等。

本次评估，选择盈利比率做为价值比率。

(4) 调整、修正各可比公司的价值比率。

由于可比公司与被评估单位在成长性和风险等方面会存在差异，因此需要对差异进行调整。

(5) 以从可比公司价值比率中选择出的价值比率及被评估资产的相关参数，计算得出一个初步评估结果。

(6) 进行相关折价/溢价调整。主要为流动性折扣及控股权溢价调整。

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，并且交易的采用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，这个价格应该属于具有流动性的、代表小股东权益的价格。但被评估单位的股权一般都是非上市公司，其股权交易在竞争定价以及交易活跃程度等方面受到制约，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，与可比对象存在着流动性的差异，而这个流动性差异对企业本身的价值是有影响的，即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缺乏流动性的交易价值贬值，需要进行流动性折价调整；如果被评估单位的股权包含控制权时，需要进行控制权溢价调整。

(7) 正常营运资金需求量与实际拥有量差异调整。

采用盈利类和收入类价值比率估算企业价值时，实际上隐含了被评估单位应该具有的最低营运资金水平。因此，当企业不具有最低营运资金水平时，需要进行相应调

整。

(8) 在采用各种价值比率估算得出的结论中选择一个最为合理的作为最终评估结论。

(9) 加回非经营性资产、溢余资产净值，得到企业价值评估结论。

## 2、计算公式

股东全部权益价值 = ( 全投资价值比率 × 被评估单位相应参数 - 付息负债 + ( - ) 营运资金保有量调整 ) × ( 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

## 二、被评估单位情况分析

见收益法评估说明。

## 三、市场法评估过程

### (一) 对比公司的选择

Swann Communications 的主要产品领域包括监控系统、监控套装、保安摄像头、无线 IP 摄像头和其他配件。Swann 的产品策略是创造业内套件集成，可以与各种监控设备无缝连接的 DIY 产品，使客户以符合成本效益的方式对他们有价值的资产进行保护。

公司业务区域遍布澳大利亚、北美、欧洲、亚太地区等。其中北美地区销售占公司总销售额的约 70%，澳大利亚约 15%、欧洲约 15%。

考虑到公司业务分布区域，本次可比公司所在资本市场的选择确定为：澳大利亚证券交易所、美国纳斯达克证券交易所、美国纽约证券交易所、加拿大的多伦多股票交易所与英国伦敦证券交易所。经过多个资本市场可比公司的筛选，在前述几个证券交易所中按照业务及产品类似，规模相当、历史业绩相似、股票上市交易时间超过 2 年为标准，最后确定以下三家公司为可比公司。

序号	公司名称	证券交易所	上市日期	股票代码
1	Napco Security Technologies, Inc	纳斯达克	1990 年	NSSC
2	Avigilon Corporation	多伦多	2011 年	AVO
3	IndigoVision Group plc	伦敦	2000 年	IND

### 1、Napco Security Technologies, Inc

公司所在地：美国纽约州

上市证券交易所：纳斯达克

股票代码：NSSC

#### (1) 公司简介

Napco 公司是一家安全设备的生产商，总部设在美国纽约州阿米提维尔市，成立于 1969 年，1990 年上市。在入侵、火灾、视频、无线技术、进出监控与门锁系统的技术研发与安全设备领域居于领先地位。

公司主要为商业、住宅、机构及工业建筑、政府提供进出监控、入侵与火灾警报系统、电子锁装置。进出控制系统包括各种类型的人脸识别，控制面板，电脑及电子控制的门锁装置；报警系统包括自动感应器，控制面板，控制面板/数字组合感应器和数字键盘系统，门房安全装置，消防报警控制面板及区域探测器；视频监控系統包括视频摄像头，控制面板，显示器，及电脑。除此之外，公司还向独立分销商、经销商及安全设备安装者推广及销售各种人脸识别装置、摄像头，监控电脑、访问控制与视频监控系统的附加设备。

该公司依赖于经销商与分销商销售其生产的产品，在美国、多明尼加共和国设有生产制造设备，全球范围内分布有分销商与经销商，全职员工 908 人。

### (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
Dimensional Fund Advisors, Inc.	769,713	3.96	流通
Gagnon Advisors, LLC	520,510	2.68	流通
NorthPointe Capital LLC	491,051	2.53	流通
Vanguard Group, Inc.	480,176	2.47	流通
BlackRock Fund Advisors	359,764	1.85	流通

### (3) 财务数据

2011 年—2014 年 6 月 30 日资产负债表 单位：万美元

项目	2011/6/30	2012/6/30	2013/6/30	2014/6/30
流动资产合计	4,218.10	4,044.90	4,183.60	4,194.00
非流动资产合计	2,661.40	2,430.10	2,206.70	2,142.40
资产总计	6,879.50	6,475.00	6,390.30	6,336.40
流动负债合计	1,299.60	824.40	861.50	924.30
非流动负债合计	2,037.00	1,878.30	1,495.30	1,036.90
负债合计	3,336.60	2,702.70	2,356.80	1,961.20
所有者权益合计	3,542.90	3,772.30	4,033.50	4,375.20

2011 年—2014 年度利润表 单位：万美元

项目	2011 年度	2012 年度	2013 年度	2014 年度
营业收入	7,139.20	7,092.80	7,138.60	7,438.20
营业成本	5,129.10	4,977.60	4,922.60	5,066.90

营业利润	80.70	255.30	320.80	400.70
利润总额	80.70	255.30	320.80	400.70
所得税费用	-31.40	26.70	18.70	53.10
净利润	112.10	228.60	302.10	347.60

注：NSSC 财务年度为 7 月 1 日至 6 月 30 日。

## 2、Avigilon Corporation

注册地：加拿大温哥华

上市证券交易所：多伦多股票交易所

股票代码：AVO.TO

### (1) 公司简介

Avigilon 公司成立于 2004 年，2011 年上市，总部在加拿大的温哥华，是全球范围内的安全市场设计、制造及市场推广高清晰度（HD）及兆像素的基于网络的视频监控系统与设备的领导者。

该公司的产品可分为适用于家居民用、商用及其他各场合的视频监控、软件、摄像机、录像机、编码器及相关附件等类产品。民用家居类的产品有 Avigilon 控制中心软件、HD 网络协议摄像头、模拟视频编码器以及该公司的提供各种配件,包括镜头、操纵杆/键盘控制器、视频、音频、相机附件和户外摄像头套装。

Avigilon 所有的安全方案都是基于一个开放的平台上的，能够允许用户整合其已经存在的安全系统与技术。其视频监控软件对于 HD 监控系统及模拟摄像头都适用。

Avigilon 的生产、研发、销售与管理中心分布于加拿大、美国、英国、亚洲、拉丁美洲、中东及非洲等地，截止 2013 年 12 月 31 日，公司有 455 名员工。

### (2) 股本及股东情况

截至评估基准日，该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
Alexander Fernandes	4,838,773	10.4	流通
Wan H. Jung	3,046,201	6.55	流通
Thornburg Investment Management, Inc.	1,235,500	2.66	流通
Fidelity Management & Research Co.	794,600	1.71	流通
AGF Investments, Inc.	610,900	1.31	流通

### (3) 财务数据

2011 年—2014 年 6 月 30 日资产负债表 单位：万加元

项目	2011/12/31	2012/12/31	2013/12/31	2014/6/30
流动资产合计	3,862.90	8,150.10	15,710.20	23,079.00

非流动资产合计	432.50	547.00	3,183.70	6,772.50
资产总计	4,295.40	8,697.10	18,893.90	29,851.50
流动负债合计	782.40	1,568.10	2,081.80	2,194.70
非流动负债合计	27.90	39.80	241.30	251.60
负债合计	810.30	1,607.90	2,323.10	2,446.30
所有者权益合计	3,485.10	7,089.20	16,570.80	27,405.20

2011年—2014年6月利润表

单位：万加元

项目	2011年度	2012年度	2013年度	2013年7月1日至2014年6月
营业收入	6,003.30	10,026.20	17,834.40	22,803.10
营业成本	3,257.60	5,084.40	8,161.30	10,055.20
营业利润	548.30	1,045.50	2,973.20	3,528.10
利润总额	548.30	1,045.50	2,973.20	3,528.10
所得税费用	165.40	328.60	817.60	936.60
净利润	382.90	716.90	2,155.60	2,591.50

注：AVO 财务年度为 1 月 1 日至 12 月 31 日。

### 3、IndigoVision Group plc

所在地：英国爱丁堡

上市证券交易所：伦敦证券交易所

证券代码：IND

#### (1) 公司简介

IndigoVision 公司成立于 1994 年，2000 年上市。在运用市场前沿的压缩技术减少带宽与缩减储存成本之余，IndigoVision 的监控系统能提供高质量与高安全系数的视频监控。

IndigoVision 公司生产的产品覆盖于家居民用、商用、政府机构及公共领域等市场。适于民用市场的产品有视频分析、IP 摄像头、网络录像机（NVR）、编码器与解码器、警报信号板、监控板及软件套装。

IndigoVision 在全球 30 个国家有销售及维护人员，共计 500 多个训练有素的系统集成商为世界各地的用户提供本地安装服务；在爱丁堡、伦敦、米兰、巴黎、马德里、迪拜、新泽西、圣保罗、墨西哥城、布宜诺斯艾利斯、波哥大、新加坡、上海、孟买、悉尼等地共有 15 个运营中心，提供演示与培训服务。

#### (2) 股本及股东情况

截至评估基准日，该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
HSBC Global Custody Nominee(UK) Ltd	1,066,500	13.93	流通
Standard Life Investments Ltd	375,000	4.00	流通
Vidacos Nominees	228,686	3.00	流通
Goldman Sachs International	220,625	2.89	流通
Marcus Kneen	213,594	2.80	流通

## (3) 财务数据

2011年—2014年7月31日资产负债表 单位：万英镑

项目	2011/7/31	2012/7/31	2013/7/31	2014/7/31
流动资产合计	1,632.00	1,888.80	1,625.60	1,799.10
非流动资产合计	495.40	423.80	416.70	433.20
资产总计	2,127.40	2,312.60	2,042.30	2,232.30
流动负债合计	372.90	479.30	624.20	716.40
非流动负债合计	2.50	2.50	4.50	4.50
负债合计	375.40	481.80	628.70	720.90
所有者权益合计	1,752.00	1,830.80	1,413.60	1,511.40

2011年—2014年7月利润表 单位：万英镑

项目	2011年度	2012年度	2013年度	2014年度
营业收入	2,888.60	3,026.60	3,197.80	3,717.80
营业成本	1,274.70	1,241.00	1,385.40	1,574.70
营业利润	120.70	268.60	205.50	244.70
利润总额	120.70	238.60	205.50	244.70
所得税费用	58.80	72.00	34.00	0.90
净利润	61.90	166.60	171.50	243.80

注：IND 财务年度为 8 月 1 日至 7 月 31 日。

## (二) 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 2014 年 6 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评估基准日最近 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

对可比公司及被评估单位的盈利能力、成长能力、营运能力及偿债能力进行分析如下：

项 目	NSSC	AVO.	IND	平均值	Swann (近三年平
<b>I. 盈利能力指标</b>					
1.销售毛利率	30.71%	51.74%	57.77%	46.74%	33.67%
2 EBITDA/销售收入	8.25%	18.54%	8.38%	11.72%	9.57%
3 总资产利润率(ROA)	5.04%	18.37%	11.09%	11.50%	22.66%
4 净资产收益率(ROE)	7.42%	19.46%	12.18%	13.02%	52.93%
<b>II. 成长能力指标</b>					
1 营业收入同比增长率	1.40%	73.17%	8.90%	27.82%	46.68%
2 营业利润同比增长率	88.97%	138.04%	10.13%	79.05%	100.60%
3 营业 EBIT 同比增长	14.71%	94.65%	39.89%	49.75%	88.65%
4 营业 EBITDA 同比增	5.21%	99.20%	35.79%	46.73%	83.40%
5 总资产同比增长率	-2.68%	163.12%	2.11%	54.18%	36.48%
<b>III. 营运能力指标</b>					
1 营业周期	113.42	82.17	108.49	101.36	75.06
2 净资产周转率	1.78	2.77	2.62	2.39	8.16
3 总资产周转率	1.13	1.27	1.54	1.31	2.61
<b>VI. 偿债能力</b>					
1 流动比率	4.77	6.98	3.02	4.92	1.58
2 速动比率	2.49	5.70	2.18	3.46	1.04
3 资产负债率	0.37	0.14	0.28	26.07%	0.64
4 已获利息倍数	8.14	-	-	2.71	14.70

注：表中指标为 2012~2014 年平均指标。

从上述比较可以看出，在盈利能力指标方面，Swann Communications 与可比公司较接近，总资产及净资产收益率高于可比公司平均数；在成长能力方面，除资产总额外，均高于可比公司平均值，近三年成长能力较好。营运能力方面，Swann Communications 各项指标均好于可比公司平均水平；偿债能力方面，除已获利息倍数外 Swann Communications 各项指标均低于可比公司平均水平，其偿债能力相对较差。

### (三) 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 =  $EV / \text{总资产价值}$

(3) 总资产或有形资产比率 =  $EV / \text{TBVIC (总资产或有形资产账面值)}$

(4) 托宾 Q 比率 =  $EV / \text{重置成本}$

## 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 Swann Communications 公司是一家经营多年的安防产品销售企业，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。

## (四) 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	2012/6/30	2013/6/30	2014/6/30 最近 12 个月	前 3 年均值
EV/NOIAT	NSSC	11.04	16.05	21.39	16.16
	AVO	8.79	15.36	30.51	18.22
	IND	6.17	10.55	11.79	9.50

EV/EBIT	NSSC	19.33	26.76	27.20	24.43
	AVO	12.46	21.99	26.65	20.37
	IND	6.90	12.10	14.30	11.10
EV/EBITDA	NSSC	12.10	17.60	19.50	16.40
	AVO	11.55	20.16	23.24	18.32
	IND	6.19	10.58	11.75	9.51

注：1、EBIT、EBITDA 数据来源于 Capital IQ 及可比上市公司财务报告；

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

3、价值比率计算使用的股价为 2014 年 6 月 30 日前 20 个交易日均价；

4、IND 财务年度为 8 月 1 日至 7 月 31 日，其价值比率以 2014 年 6 月 30 前 20 个交易日均价及 2014 年 7 月 31 日前 12 个月 EBIT、EBITDA、NOIAT 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近 20 个交易日股价及评估基准日近 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	NSSC	AVO	IND
息税前收益 ( EBIT)价值比率	27.20	26.65	14.30
息税折旧/摊销前收益(EBITDA)价值比率	19.50	23.24	11.75
NOIAT 价值比率	21.39	30.51	11.79

#### (五) 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：

$$\text{市场价值} = \text{NCF} / r - g$$

将上式进行变换，可以得到：

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

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的经营风险以及预期永续增长率有关。

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。

$$\text{根据盈利类价值比率} M = \frac{1}{r - g}$$

可以得出：

$$M_s = \frac{1}{1/M_G + (r_s - r_G) + (g_G - g_s)}$$

式中：M<sub>s</sub>为被评估单位的价值比率

M<sub>G</sub>为可比公司价值比率

$r_s - r_G$  即可比公司与被评估单位由于风险因素不同所引起的折现率不同需要进行的风险因素修正

$g_G - g_s$  即可比公司与被评估单位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是税前利润及税前现金流，需要将EBITDA对应的税前现金流收益率换算为与EBIT对应折现率。

### 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。

对比公司和被评估单位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 R <sub>f</sub>	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	NSSC	2.53%	5.00%	0.62	3.40%	10.03%	2%	10%	9.85%	8.87%
2	AVO	2.24%	5.00%	0.85	1.60%	11.24%	-	28%	11.24%	8.09%
3	IND	2.67%	5.60%	0.54	3.60%	11.06%	-	16%	11.06%	9.29%

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SBBI2014年年鉴标准确定；

4、债权收益率以可比公司实际债权利率确定。

5、所得税率为可比公司所得税实际税负。

## 6、资本结构取可比公司的资本结构。

被评估单位相对于可比公司的折现率计算如下：

序号	公司名称	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	Swann	3.55%	5.00%	0.631	3.50%	13.61%	4.00%	25%	12.85%	9.64%

注：1、无风险收益率取10年期以上国债到期收益率；

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

3、资本结构取被评估单位资本结构。

## 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。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，随着行业的发展，近3年收入、利润及EBITDA等均有一定增长。根据IMS研究，尽管在全球经济低谷影响之后视频监控设备领域依旧保持了强劲的增长，预计从2012年到2017年会以12.8%的年复合增长率增长，整个行业未来几年尚处在较好的发展态势中。本次评估根据可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10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10年的预期增长率来分析测算预期长期增长率。

EBITDA增长率如下：

序号	对比公司	2012/6/30	2013/6/30	2014/6/30	近三年复合 增长率	预期长期增 长率
1	NSSC	16.50%	-5.19%	4.31%	4.83%	5.31%
2	AVO	-	169.33%	29.06%	86.44%	12.05%
3	IND	101.15%	-21.08%	27.31%	26.43%	9.02%
4	SWANN	202.59%	50.13%	-2.52%	64.22%	9.98%

注：1、从上表可比上市公司近三年的增长情况来看，除NSSC增长率较稳定外其他两家公司近三年均以较快的速度增长，尤其是AVO，近年复合增长率达到86.44%，近一年增长率达到29.06%；

IND近三年复合增长率也较高,达到26.43%,但近两年增长率有所下降;Swann近三年增长率也较高,复合增长率达到64.22%,但增长率呈现逐年下降趋势,2014年增长率降至-2.52%。

2、根据AVO对未来经营的规划,预计于2016年底收入将达到5亿美元,EBITDA占收入比例约17%,据此计算2016年底EBITDA为8,500万美元。由于AVO2013年、2014年收购了两家公司,保守确定2017年6月底EBITDA为7500万美元,以此确定2015-2017年复合增长率。2017年以后,增长率则逐年下降,直到稳定状态。

3、NSSC、IND2015-2017年增长率,根据公司历史年度增长率并考虑行业发展情况确定。

4、Swann 未来5年的增长率根据公司收益预测确定,以后增长率则逐年下降,直至达到稳定状态。

EBIT增长率根据EBITDA计算如下:

序号	对比公司	2012/6/30	2013/6/30	2014/6/30	近三年复合增长率	预期长期增长率
1	NSSC	30.83%	-0.39%	13.70%	14.00%	6.63%
2	AVO	-	166.62%	22.69%	80.86%	13.10%
3	IND	123.24%	-23.11%	19.55%	27.07%	10.23%
4	SWANN	217.95%	51.06%	-3.06%	66.98%	10.16%

NOIAT增长率根据EBIT及EBITDA计算如下:

序号	对比公司	2012/6/30	2013/6/30	2014/6/30	近三年复合增长率	预期长期增长率
1	NSSC	5.07%	-4.06%	-1.71%	-0.30%	5.57%
2	AVO	-	164.22%	17.88%	76.49%	12.59%
3	IND	153.39%	-10.91%	48.50%	49.66%	7.45%
4	SWANN	136.84%	48.47%	-5.27%	49.35%	10.01%

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:

(1) NOIAT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
NSSC	8.87%	9.64%	5.57%	10.01%	0.77%	-4.43%	21.39	98.69	15.92
AVO	8.09%	9.64%	12.59%	10.01%	1.55%	2.59%	30.51	13.49	
IND	9.29%	9.64%	7.45%	10.01%	0.35%	-2.55%	11.79	15.92	

注:根据各可比公司比率乘数修正后比率乘数有一定差距,故比率乘数取值取三个结果的中位数。EBIT、EBITDA的取值同NOIAT。

## (3) EBIT比率计算结果

对比公司名称	EBITDA/	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
	EBIT(A)									
NSSC	139.5%	7.06%	9.21%	6.63%	10.16%	2.14%	-3.53%	27.20	43.72	12.36
AVO	114.7%	9.80%	11.20%	13.10%	10.16%	1.40%	2.93%	26.65	12.36	
IND	121.8%	9.08%	10.55%	10.23%	10.16%	1.46%	0.07%	14.30	11.74	

## (4) EBITDA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
NSSC	9.85%	12.85%	5.31%	9.98%	2.99%	-4.67%	19.50	28.95	12.53
AVO	11.24%	12.85%	12.05%	9.98%	1.61%	2.07%	23.24	12.53	
IND	11.06%	12.85%	9.02%	9.98%	1.78%	-0.96%	11.75	10.70	

注：EBITDA对应折现率取税前折现率。

## (六) 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：万美元

序号	项目	2014年6月30日近12个月		
		NOIAT	EBIT比率乘数	EBITDA比率乘数
1	比率乘数取值	15.92	12.36	12.53
2	对应参数	820.09	1,055.61	1,090.13
3	全投资计算价值	13,055.82	13,047.34	13,659.35
4	被评估单位负息负债	1,423.50	1,423.50	1,423.50
5	被评估单位股权价值	11,632.31	11,623.83	12,235.84

## (七) 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；（2）IPO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. Baird & 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%，平均值为36.24。

根据上述研究结果，本次流动性折扣取35%。

## 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 Study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1155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-2014年	24.57	21.26	15.56%

本次取控股权溢价为15%。

**(八) 营运资金最低保有量**

Swann Communications近年经营较稳定，营运资金能满足正常生产经营的需要。

**四、市场法评估结论****(一) 折价/溢价调整后的股权价值**

单位：万美元

序号	项目	最近 12 个月		
		NOIAT	EBIT 比率乘数	EBITDA 比率乘数
1	被评估单位比率乘数取值	15.92	12.36	12.53
2	被评估单位对应参数	820.09	1,055.61	1,090.13
3	被评估单位全投资计算价值	13,055.82	13,047.34	13,659.35
4	被评估单位负息负债	1,423.50	1,423.50	1,423.50
5	被评估单位股权价值	11,632.31	11,623.83	12,235.84
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	35.00%	35.00%	35.00%
8	控股权溢价	15.00%	15.00%	15.00%
9	被评估单位经营性资产构成的股权价值	8,695.15	8,688.82	9,146.29

**(二) 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。

Swann Communications溢余（非经营性）资产主要为货币资金175.83万美元、无溢余（非经营性）负债。

**(三) 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8,695.15万元、美元8,688.82万元、美元9,146.29万元，三种价值比率计算的结果比较接近，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8,843.42万美元。

Swann Communications股东全部权益市场价值计算结果为：

$8,843.42 + 175.83 = 9,019.25$  万美元

折合人民币为：55,493.66万元。

## 五、敏感性分析

### 1、敏感性分析参数选择

由于对评估参数的估计客观上存在一定的不确定性，经分析，采用市场法评估影响价值要素主要有：价值比率、增长率、折现率。故本次选择价值比率、增长率、折现率为敏感性分析指标。

2、对各参数分别取 $\pm 5\%$ 的相对变动幅度，计算各种变动情况下的评估值、评估值变动率，得到各参数的敏感性系数，具体如下：

各参数分别变动下的评估值

金额单位：万美元

变动率	-5%	0%	5%
价值比率	8,548.82	9,019.25	9,649.59
增长率	8,421.96	9,019.25	9,878.88
折现率	9,423.65	9,019.25	8,800.41

各参数分别变动下的评估值变动率

变动率	-5%	0%	5%
价值比率	-5.22%	0.00%	6.99%
增长率	-6.62%	0.00%	9.53%
折现率	4.48%	0.00%	-2.43%

各参数的敏感系数

变动率	-5%	0%	5%
价值比率	104.32%	0.00%	139.78%
增长率	132.45%	0.00%	190.62%
折现率	-89.67%	0.00%	-48.53%

### 3、敏感性分析结论

从上述计算分析可以看出，增长率的敏感性系数最大，价值比率次之，折现率敏感性系数相对最小。

由于敏感因素有三个，本次仅计算两种极值情况，即价值比率、增长率取值同时增长 5%、折现率取值降低 5% 产生最大值；价值比率、增长率取值同时降低 5%、折现率取值增长 5% 产生最小值。计算具体情况如下：

金额单位：万美元

价值比率	增长率	折现率	评估值
5%	5%	-5%	10,103.49

0%	0%	0%	9,019.25
-5%	-5%	5%	7,785.62

征求意见稿

## 第六部分 收益法技术说明

### 一、收益法概述

企业价值评估中的收益法，是指通过估测被评估资产未来预期收益的现值来判断资产价值的各种评估方法的总称。

收益法的基础是经济学的预期效用理论，即对于投资者来讲，公司的价值在于预期公司未来所能够产生的收益（如净现金流量）。投资者在取得收益的同时，还必须承担风险。基于对公司价值的这种理解，注册资产评估师运用收益法对公司价值进行评估，将预期的公司未来收益（如现金流量）通过反映公司风险程度的资本化率或折现率来计算评估对象的价值。

### 二、收益法适用条件

收益法是依据资产的未来预期收益经折现或本金化处理来估测资产价值，采用收益法评估公司价值时涉及三个重要的参数：预期收益、折现率或资本化率、预测期间。评估人员从公司总体情况、本次评估目的和公司历史财务报表分析等方面对本评估项目能否采用收益法作出适用性分析。

#### （一）针对总体情况的适用性分析

根据对公司历史沿革、所处行业、资产规模、盈利情况等各方面综合分析以后，评估人员认为本次评估所涉及的被评估资产具有以下特征：

- 1、根据目前国家的产业政策及公司历史经营情况，公司具有较强的盈利能力和偿债能力、产权明晰，具备持续经营条件；
- 2、被评估资产的未来收益能够用货币衡量，表现为公司营业收入及成本能够合理的估计并能够以货币计量；
- 3、被评估资产承担的风险能够可靠的量化和估计。公司的风险主要来源于行业风险、经营风险和财务风险。

#### （二）针对评估目的适用性分析

本次评估目的是为英飞拓拟购买 Swann Communications 股权提供价值参考，要对 Swann Communications 的股东全部权益价值的市场价值予以客观、真实的反映，不仅仅是对各单项资产价值予以简单加总，而是要综合体现公司经营规模、行业地位、成熟

的管理模式所蕴含的整体价值，即把公司作为一个有机整体，以整体的获利能力来体现股东权益价值。

### （三）针对收益法参数选取的适用性分析

Swann Communications 市场所在澳大利亚、美国、英国等资本市场较成熟，相关上市公司也比较多，相关贝塔系数、无风险报酬率、市场风险报酬等资料能够较为方便的取得，采用收益法评估的外部条件较成熟，同时采用收益法评估也符合国际惯例。

综合以上三方面因素的分析，评估人员认为本次评估项目在理论上和操作上适合采用收益法，采用收益法评估能够完整地反映公司价值。

## 三、收益法评估思路

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：

$$P = \sum_{i=1}^n \frac{A_i}{(1+r)^i} + \frac{A_n}{r(1+r)^i} + N - D$$

其中：P 为评估值

$A_i$  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

$A_n$  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 2014 年 7 月 1 日至 2019 年 12 月 31 日，在此阶段根据被评估单位的经营情况及经营计划，收益状况处于

变化中；第二阶段自 2020 年 1 月 1 日起为永续经营，在此阶段被评估单位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。

$$WACC = ( Re \times We ) + [Rd \times ( 1 - T ) \times Wd]$$

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：

$$Re = Rf + \beta \times ( Rm - Rf ) + Rc$$

其中：Rf 为无风险报酬率

$\beta$  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。

## 四、评估假设及限定条件

### (一) 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去进行的。

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。

### (二) 一般假设：

1、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、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。

### (三) 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、被评估单位公司会计政策与核算方法基准日后无重大变化。

4、Swann Communications 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。

5、Swann Communications 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。

6、Swann Communications 主要管理人员及下属子公司主要管理人员基本保持稳定。

7、Swann Communications 按公司管理层规划的资本结构及现有股东控股经营下去，未考虑被其他股东收购可能带来的经营及其他方面的改变对盈利预测的影响。

8、有关 Swann Communications 未来收益预测（现金流量预测）的数据由 Swann Communications 管理层提供并由其承担相应责任。本公司的责任是在上述收益预测（现金流量预测）的基础上，结合 Swann Communications 经营状况、发展规划、资源配置等情况对其进行合理性分析、判断，不应视为是对收益预测（现金流量预测）可实现程度的保证。

## 五、宏观经济的分析

### （一）国家、地区经济形势及未来发展趋势

#### 1、澳大利亚经济发展形势

澳大利亚的具有丰富的农业及矿藏资源，经济支柱为服务业，在国内生产总值（GDP）比重达 65%。经济中最重要且增长最快的行业是矿藏行业（13.5%）、制造业（11%）、建筑业（9.5%），农业占据了 2% 的 GDP。根据世界银行数据，澳大利亚 2013 年的 GDP 为 15606 亿美元，其比重达到世界经济的 2.52%。2014 年第二季度的 GDP 相对于第一季度增长了 3.1%。

澳大利亚失业率从 2013 年 12 月的 5.8% 增长到 2014 年 6 月的 5.9%，在这一段期间内失业率最高达到 6%，最低为 5.6%，整体变动较为平稳。

澳大利亚的年化通货膨胀率从 2013 年 12 月的 2.2% 缓慢增长到 2014 年 6 月的 3%。除服装、鞋类及通讯成本下降之外，其他产品类别的价格上涨都导致了价格指数的轻度上涨。

在国际贸易领域，澳大利亚 2014 年 6 月赤字为 15.64 亿澳元，但是其总体贸易情况并不平稳。在 2010 年及 2011 年由于商品价格较高，澳大利亚存在持续的贸易盈余，但是在 2012 年由于出口的下降及资本进口产生贸易赤字。金融、煤、石油及天然气在总出口中占到 54% 的比例。澳大利亚主要的进口产品包括机器及交通设备、电脑与办公设备、激光通讯设备等。澳大利亚的主要贸易伙伴包括中国（出口 27% ,总进口 13%）。

日本（出口 17%、进口 8%）、美国（出口 5%、进口 13%）、韩国、新加坡、英国及新西兰。（资料来源：Trading Economics）

## 2、美国经济发展形势

根据世界银行数据，美国 2013 年的国内生产总值（GDP）为 168000 亿美元，其比重达到世界经济的 27.10%。2014 年第二季度的 GDP 相对于第一季度增长了 4.2%，第二季度 GDP 的增长反映了个人消费支出、私人存货投资、出口、非住宅固定资产投资、州及地方政府超出及住房一类的固定资产投资所带来的激励措施。

美国失业率从 2013 年 12 月的 7% 下降到 2014 年 6 月的 6.1%，呈现下降趋势。在主要的工作人群中，成年男子、女子的失业率均为 5.7%，少年为 19.6%，其中白人的失业率为 5.3%，黑人为 11.4%，西班牙裔为 7.5%，亚裔为 4.5%。

美国的年化通货膨胀率从 2013 年 12 月的 1.2% 缓慢增长到 2014 年 6 月的 2.1%，由能源价格的下降而驱动，并且与市场的预期相一致。

在国际贸易领域，因为石油与消费产品的大量进口，自 1980 年以来，美国一直处于入超状态。2013 年 12 月贸易赤字为 373.93 亿美元，增长到 2014 年 5 月达到最高点 459.77 亿美元之后，缓慢下降到 2014 年 6 月的 408.10 亿美元。其主要的贸易赤字对象为中国、日本、德国、墨西哥及沙特阿拉伯，而主要的贸易盈余对象为香港、澳大利亚、荷兰和比利时。（资料来源：Trading Economics）。

### （二）有关的财政、货币政策等

#### 1、澳大利亚财政政策

2014 年 5 月 13 日，澳大利亚国库部长乔·霍基在国会公布了 2014—2015 财年政府财政预算，计划通过大幅缩减政府支出、增加税收等方式，尽快实现财政盈余。这是澳联盟党政府自去年 9 月上台以来，公布的首份财政预算。有分析称，从长期来看，新财政预算案将为澳政府带来数千亿澳元收入，未来 10 年有望将政府负债减半。

2013 年澳大利亚的政府财政赤字在 GDP 中的比重达 1.20%，2008 年以前为财政盈余，2009 年开始转为赤字。2013 年的政府债务在 GDP 中的比重为 20.48%，从 2008 年起一直处于上升阶段。

由于财政赤字的扩大及政府债务的上升，为避免澳大利亚卷入金融风暴，霍基与阿博特均表示“福利时代已终结”，随之而来的是削减公共福利支出、开始对免费医疗收费，以及提高退休年龄等措施的实施。

在新财政预算中，政府将对年收入超过 18 万澳元的人群征收赤字税，这有望在未来 4 年内增加 370 亿澳元的税收。与此同时，澳政府还鼓励积极就业并延迟退休年龄。目前，澳民众年满 65 岁即可领取养老金，而在新预算案中，政府将从 2035 年起把养老金领取年龄提升至 70 岁。

针对政府机构臃肿问题，澳政府将继续开展瘦身行动。据了解，此前澳政府下属

实体机构数量将近 1000 个，而总理阿博特领导的保守党政府上台后先后撤除了包括 23 个总理咨询机构在内的约 40 个机构，未来还将有数十个机构面临裁撤。澳大利亚广播公司估计，约有 200 个政府支出项目和 2.5 万个公职岗位将被取消。这一政府重组方案在未来 4 年有望缩减约 4.7 亿澳元支出。（资料来源：Trading Economics、中研网、中国经济网）

## 2、澳大利亚货币政策

澳大利亚继续施行宽松的货币政策。澳大利亚目前的货币政策是以控制通胀率为基本目标，通过调整同业银行拆借率，从而直接影响其他利率，进而影响整个经济的发展。在这一过程中，澳大利亚储备银行起到重要的作用，它通过调整同业银行拆借率、公开市场操作、银行贴现率来对经济进行宏观调控。

澳联储从去年 8 月份开始将基准利率降至 2.5% 的历史新低，至今年 5 月 9 日，澳大利亚央行发布货币政策声明，称将维持利率在 2.5% 的较低水平。尽管澳元汇率同比下跌，但仍处于历史高位，澳央行将维持宽松货币政策。（资料来源：瑞投资网、金融界、金斧子网）。

## 3、美国财政政策

2014 年美国财政政策呈现中性状态，在增加税收及增发国债的同时消减政府支出，但是增加及消减的幅度相对以前年度均有所下降。

自 2004 年以来，美国财政一直处于财政赤字状态，在 2010 年到达顶峰，占当年 GDP 的 12.1%，自此逐年下降，2013 年为 GDP 的 4.1%。财政赤字的下降主要归因于税收收入及国债发行量的增加，而不是自发减少开支的结果，其中税收收入与国债也是美国财政收入的两个主要来源。

美国 2013 年年初开始实行增税方案，内容主要包括上调富裕家庭的所得税、拒绝延长实施两年的工资减税计划、增加房产遗产税等。根据国会批准的法案，富裕家庭在年收入超过 45 万美元的情况下，需要按照 39.6% 的新税率纳税；高于 500 万美元的房产遗产须按照 40% 的税率来缴纳税收，而不是按此前 35% 的税率纳税。同时，国会没有批准对实施两年的工资减税计划进行延期，意味着减税的终止。

2005 年至 2013 年年间，美国发行国债占 GDP 比重持续增加。2004 年国债占 GDP 比重为 62.7%，2013 年为 101.53%，而 2008--2010 年间增长最快，平均增速达 12%。伴随美国经济危机的逐渐消退，国债发行增加的速度也有所下降。

为降低增税的负面效应，2014 年美国财政支出削减的幅度降低。

从 2011 年到 2014 年 6 月，美国政府一直在缩减财政支出，2014 年第二季度的财政支出为 28787 亿美元，相对于 2014 年第一季度的 28685 亿美元略有增加，但是均小于以前年度及季度财政支出。

## 4、美国货币政策

由于美国经济复苏的情形已经确立，联储决定继续减少资产购买力度，并于 2014 年 10 月底彻底退出量化宽松政策（QE）。美联储曾于 2011 年 6 月公布了退出量化宽松政策的原则。根据当时的规定，退出量化宽松政策大致分为三步：首先是停止将所持到期证券本金进行再投资的政策，其次是提高联邦基金利率，最后是在 3 至 5 年时间内出售抵押贷款支持证券。但自此以后美联储资产负债表规模进一步扩大，一些退出原则已经不合时宜。

经过近几个月的讨论，美联储公布了新的退出原则：美联储将通过提高联邦基金利率开启货币政策正常化进程，随后才会考虑停止将所持到期证券本金进行再投资的政策，逐步缩减资产负债表规模。

此外，美联储在声明中保留了在资产购买计划结束后仍将“在相当长时期”维持超低利率的表述，缓解了投资者对可能提前升息的担忧。美联储主席耶伦在并未对何时启动加息作出明确表态，她称加息具体时机仍然取决于美国经济形势的变化。多数市场人士预计美联储将于明年年中启动加息。根据美联储官员发布的最新利率预测，到明年底联邦基金利率将升至 1.25% 至 1.5%。（资料来源：观察者财经、Trading Economics）。

## 六、公司所处行业发展趋势

### （一）行业概述

视频监控设备行业由不同类别制造商组成，属于安防行业的子行业。这些制造商从研发设计到产品生产销售，从而满足不同消费者安全需求。尽管在家居智能化细分市场上给行业带来了增长空间及某些细分领域的创新，但是目前行业仍处于相对成熟、行业集中度低、进入壁垒较低阶段。

过去十年中，政府机构、不同类型的商业机构、个人财产均受到侵害，并且恐怖活动和它的严重性，致使单位和个人对人身安全和财产保护意识极大增强。由于对犯罪与恐怖主义的恐惧，更重要的是对识别及逮捕罪犯的愿望，政府与私人市场都增加了在视频监控设备的预算，从而导致 2009 年销售的快速增长。

政府花费并不是增长的唯一原因，相比之下，商业性质的视频监控更多促进了行业快速增长。根据 Forrester 研究，视频监控在商业录像中依旧居于销售前列，大约占据了所有的视频使用份额 50%。家居安全领导者 ADT 估计在美国共有 700 万的小型商业需求者，而其中大约只有 30% 配有安全系统，换言之，目前市场渗透率较低，还存在较大市场空间。

尽管视频监控设备市场整体上是处于成熟阶段，但在安防行业内一直具有一个高增长率。Forst&Sullivan 咨询公司称，视频监控设备市场在 2009 年的经济低谷中有受到影响，市场增长率由 2008 年的 8.5% 下降到 2009 年的 6.1%。尽管如此，IP 设备对模拟

设备的替换、基本的安全考虑、恐怖主义的关注、商业智能化的应用、IT 及物理安全集合等因素导致 2010 年市场增长率回弹到 9.2%。另外，视频监控设备市场的增长依赖于难以量化的因素，包括整体经济增长率、犯罪率与恐怖主义。如同美国遭受 911 恐怖袭击及波士顿爆炸等突发事件能对视频监控设备行业产生极大影响。

从技术与设备的观点来看，视频监控市场被 IP 网络、安全软件应用与兆像素及夜视技术的优势所影响。个人与财产识别、授权卡识别、周边分析、交通流量、商业销售店及其他的都在改变这一领域，使其从被动的监视转变到主动的数据分析。随着光纤与网络系统的广泛应用，对于数码视频转换机会来讲，基于高带宽的互联网数码管道已经越来越被广泛接受。

IMS 研究预计在全球经济低谷的后期持续影响之下视频监控设备仍会有强劲的增长。在 2012 年，市场份额估计有 127 亿美元，预计 2013 年后的五年内以 12.8% 的复合增长率增长到 233 亿美元。快速增长的原因主要是技术的进步和易用性推广。

另一个持续增长的因素是全球销售量的影响。亚洲国家并没有受到全球经济低谷的影响，其结果是视频监控设备的投资保持强劲。由于中国视频监控设备的强力需求，IMS 预计在全球视频监控设备市场中亚洲将会是增长最快的区域。在 2012 年中国视频监控市场估计超过 60 亿美元，会以 15.1% 的复合增长率增长到 2017 年的 120 亿美元。“金砖四国”在近期的欧洲经济风波中并没有受到很大的影响，因此也会拉动视频监控设备的增长。

## （二）行业细分产品发展趋势

### 1、从模拟摄像头到 IP 摄像头的演进

视频监控设备市场最大的趋势是从模拟视频监控发展到 IP 视频监控。模拟摄像头设备与 IP 摄像头设备的主要不同点就在于其信号传输方式。模拟摄像头把视频信号转换成模拟屏或 VCR 一类的格式。从历史观点来讲，视频系统的主要配置是基于使安全人员能够记录与监控特殊摄像头的模拟信号技术。在市场的流行之外，基于模拟的系统在分辨率、可扩展性、远程监控与后端分析等功能有限。比如，经过基于模拟的系统记录的数据不能轻易被索引与补救，依赖于安全人员，并且没有对有兴趣的区域进行实时观察与回放的可能性。另外，基于模拟的技术缺乏分辨率与图像加强升级的渠道，因此无法满足在一些特殊应用中的需求，如法庭分析与生物人像识别。因为这些原因，模拟摄像头设备主要通过编码记录与存储在数码系统中。

与模拟摄像头设备不同，IP 摄像头包括板上数码视频处理器，包含板上数码视频处理器、压缩与网络服务。IP 摄像头能够直接与 IP 网络连接而模拟摄像头不行。这种功能也允许 IP 摄像头可以作为一种网络设施，其所抓取的视频图像不仅能通过已存的网络查看，也能通过接入网络的浏览器来查看。这也符合用户通过网络系统来大幅度增强监控动作的功能性与有效性。比如，这些网络系统允许用户能够从一个集中的命

令与控制中心来进行分散区域的监控，无损的来复制数据、进行实时分析并且易于查找、检索与存储数据。另外，基于 IP 摄像头也可以抓取与传送更高清晰度的图像。

如今，多数正在使用模拟信号的视频供应商正在快速转向 IP 摄像头。根据 IMS，2012 年有接近 700 万的 IP 摄像头被销售，模拟摄像头的销售量是 3800 万台。然而，近几年新产品所具有的技术优势显著的增强了 IP 摄像头的竞争力，而且模拟监控设备与 IP 摄像头设备的差距在迅速缩减。到 2017 年，IMS 估计 IP 摄像头的销售量会超过 3250 万台，而模拟设备的销售量为 4950 万台。

这一趋势导致两种类型的摄像头在增长速率方面存在显著差异。在美洲、欧洲、中东与非洲地区，IP 摄像头正在快速赶超模拟设备，因为终端消费者持续展示他们对增强分辨率与功能的偏好。此外，当模拟设备在大多数亚洲市场（包括中国）保持了突出的监控技术，在其高价之处 IP 摄像头已经开始侵蚀他们现存技术的基础了。在未来到 2017 年 IMS 预计模拟摄像头在全球内的收入的年增长率为 1.9%，而 IP 摄像头的年增长率为 24.9%。这种趋势在其他的监控设备中也能看到，传统的 DVR 销售额会以年 2.5% 的速率下降，而 NVR 的销售额在同期以 20.6% 的年复合增长率增长。此外，IMS 预计在 2014 年 IP 摄像头的收入会超过模拟摄像头。

这个增长预计是由产品供应与定价的近期普遍的优势所导致的，这些优势会明显增加 IP 视频设备的竞争力，具体如下所示：

①主流的 720P 与 1.3 亿兆像素的摄像头相对于模拟相机更具有成本优势，减少预算；

②主流的 NVRs 与 VMS 平台连同复合 DVRs 与软件升级的可获得性，能够允许现有的 DVRs 采用 IP 摄像头实现升级换代；

③近期可管理的主机视频外包服务数量的增加。这种外包服务把 IP 摄像头与便宜的存储器转接起来一起减少总成本，特别是相对于模拟解决方案中小规模的调度模式；

④在需要 4 至 5 个甚至 10 个模拟视频监控覆盖的区域中，全景摄像头的出现更具有长期的成本优势；

⑤标准成熟的 IP 视频监控会减少成本并且降低其复杂性。

兆像素摄像头解决方案代表了在视频监控行业中增长最快的一个分级市场。IMS 估计兆像素网络摄像头在世界范围内的市场份额会从 2012 年的 19 亿美元增长到 2017 年的 78 亿美元，复合增长率达到 32.7%。这种情况相对于网络摄像头的标准解决方案的增长来说是明显的改进，在同期 IMS 估计标准解决方案会以年复合 9.2% 的速率减少。

兆像素分级市场的快速增长是由以下各种因素导致的：

①高清电视与高清视频的快速增长；

②在采用 H264 标准之后，带宽与存储成本的持续降低；

③视频分析技术的持续增长；

④与兆像素摄像头不同的是，VGA IP 视频监控的解决方案在过去的模拟视频技术状况下并不能改善视频图像质量。

## 2、IP 视频摄像头市场

视频监控设备无论在外部网络还是内部网络中都相对于电脑网络与 IP 传送的视频都具有优势。IP 摄像头的高成本、电脑与网络的高配置都不利于小型使用者采用其设备。尽管 IP 视频监控限于公共机构用户(如政府、安全部门、传输系统与教育机构)，但它已经体现出来了一种不可逆的趋势。IP 摄像头已经向商业、机构、基础设施、工业(建筑)与住宅领域开始迈进了。

根据 IMS 报告，在未来 15 年中满足远程进出与存储的需求之后，IP 摄像头会走近普通人群。近来 IP 视频监控是大型系统的方案，对超过 32 台摄像头的系统而言是唯一技术方案。而更小的系统如便利店、加油站、时装店与特许经营厂仍依赖于模拟设备。然而，小型系统的总体拥有成本会持续下降，并且会受到更大的板上存储、更好的图像处理、更好的压缩、更高的网速、远程进入的需求和远程存储的需求等 6 个因素加速这种变化。

小型需求的用户使视频监控作为一种服务成为一种可能性，而且能够几乎全部消除现场存储的需要。这对于小型连锁商店、饭馆特别重要，因为这种设备能够从一个工作中心或者移动设备上监控许多分散的、远处的商店。板上存储能力的增长也能够提供高质量的存储，并且能够进行基于自我的记录系统。

## 3、网络视频记录平台

网络视频记录器是一种带有预装的视频管理功能的硬盘盒子。从这一方面来讲，NVR 与 DVR 类似。一些被称为混合 DVRs 的设备也含有 NVR 的功能，如记录基于网络的视频能力。

NVR 硬盘经常对视频管理进行特殊的设计。它经常致力于其独特的记录分析与回放网络录像方式，而且并不允许使用其他的应用。其操作系统可以是 Windows、UNIX、Linux 等其他系统。NVR 系统是针对较多摄像头而设计的，而且比基于电脑服务的系统扩展性要低。这亦导致其适用于小型系统，因为在小型系统中一系列的摄像头是在 NVRs 的设计能力限制以内。NVR 比基于电脑的服务平台系统要易于安装。IP 摄像头的增长会导致 NVR 硬盘的销售额上涨。

在运行 IP 视频监控时 NVRs 是必需品。没有 NVR 功能的 DVRs 只能支持模拟视频监控而且不能传输 IP 视频，除非 IP 视频监控通过解码器先把视频转换回模拟信号。

根据 IP 视频市场的近期的民意调查，该市场已经开始倾向于 IP 视频监控产品，这会导致 DVRs 转向 NVRs。Swann 理解这种转变，并且在其一系列产品中已经包含有 NVRs 与 IP 视频监控了。

#### 4、视频分析

由于新型的智能硬盘与软件技术能够更好的识别、探测与分析潜在的安全威胁，近年来视频分析市场增长快速。IP 网络与兆像素摄像头的增长相对以前更增加了视频分析的能力。与前几代的监控系统不同，近期的 IP 视频监控装备的最新的视频分析技术能够免除如阳光或天气等环境因素的影响，并且能够区分如闲逛与路过等人类行为来决定情景语境。此外，分析的改进在减少对威胁探测的错误警报频率的同时也在实质上消除了持续监控摄像头的需要，其中对威胁探测的错误警报问题在基于模拟的系统中长期存在。如今，私人机构与政府部门越来越依赖于分析来增强传统监控摄像头的性能，特别是在主要的基础设施的应用如边境监控、周边安全、运输安全、后勤安全、机场安全与港口安全。

视频分析的全球市场预计会在 2012 到 2017 年间以 30% 的复合增长率增长。在现有的最大的市场（欧洲与北美）以其估计的 28% 复合增长率增长的情况下，中东、非洲与亚太国家等新兴市场的增长率最快。

分析软件也有相似的改进。如今的分析软件提供了许多不同的程式探测与分析功能，包括入侵探测、机动车、人数统计、失物通告、闲逛监控、摄像头干扰或失败报警。此外，智能 IP 摄像头的扩散与其他的基础设备已经使视频分析解决方案相比以前更有效率了。与标准的 IP 摄像头不同的是，智能摄像头有增强的移动探测与追踪功能设备，更重要的是，视频分析软件是内置于摄像头处理器中，而不是装载在独立的电脑上。这些摄像头消除了可分离软件的必要与安装，同时也减少网络带宽的消耗，因此最大化了系统的效率。

在过去 15 年中，视频分析解决方案的运用经历了巨大的变化。当技术改进、利润持续增长与功能不断新增之际，一些因素依旧阻碍了产品的广泛运用。许多分析方案围绕特殊的行业或需求而构想的，并不能轻易被用于其他的情景中，特别是标准的视频摄像头系统已经被安装了。例如，清点货物集装箱的产品也清点购物商场，尽管这两种解决方案有相似的性质，但两者是完全不同的算法与配置机制。因此，分析供应商并不能轻易的为其他的类似消费者提供个性化的方案，在没有额外的制造与研发费用的情况下也限制了总体市场容量。此外，分析系统常常要求维护与配置，这也要求渠道销售者为产品配备相应的专家，而这并不适合于大范围的应用。

在不同的终端市场应用中，视频分析技术已经变得足够的广泛，这些市场主要涉及安全与商业智能、丢失预防、厂商自动化、交通分析及其他。当这一项技术变得更具有成本效应与全球应用时，硬件与软件的供应商预计会从各种不同的终端使用者中保持强劲且持续的增长。

#### （三）行业竞争

视频监控市场尚未集中化，目前行业竞争者较多，竞争者包含跨国化大型企业和具有多样化解决方案的小型企业。大型的竞争者能够提供多元化的解决方案，比如监控、进出控制、家居自动化等；而其他的机构则为细分市场提供特殊应用技术。

在视频摄像头市场中，Swann Communications 主要与模拟视频监控和 IP 视频监控供应商进行竞争。视频摄像头根据其功能、帧频速度、型号及数据传送格式有不同的种类。根据这些应用，终端消费者需要不同等级的功能，包括不同距离的、在白天与夜晚运作过程中所导致的图像质量。在不考虑产品供应的情况下，Swann 努力为其终端用户提供最佳用途的产品，而且通过制造、产品发展、分销和谐的竞争上的优势，公司能够在最低价格的基础上为消费者提供最高质量的产品。全球范围内主要竞争对手情况如下：

竞争对手	描述
Astak	专注于家居/商业安全产品与宠物/婴儿/老人监护。近期他们关注产品是 iPhone 的手机应用与 the Mole(1 号产品)
Clover Electronics	Clover 提供家庭与专业范围内的可依赖的安全产品。厂商的目标是为消费者提供高质量及经济的产品与最好的服务。Clover 成立于 1987 年，位于加拿大的 Cemtos.
Lorex Technologies Inc	Lorex 科技公司在 Lorex 与电子品牌的基础上为商业及普通消费者提供视频监控安全方案，其主要市场是北美与英国。公司提供有线、无线与 IP 案例监控系统，包括摄像头、电子视频刻录器 (DVRs) 与统一系统。
Night Owl , LLC	Night Owl , LLC 提供智能、DIY 监控系统，包括电子视频记录器与安全摄像头。公司通过 Office Depot、Walmart、Tiger Direct 与 Brandsmart 销售其产品。
QSee	Q-see 是家居与商业监控设备与安全方案领域的专家。公司以其产品的价格、高质量、产品供应渠道宽且深、易于安装及使用等性质区分于其竞争者。Q-See 是数码外设公司的注册商标。DPSI 在加利福尼亚阿纳海姆设立总部。
Revo America Inc.	Revo America Inc. 制造与推广视频案例系统，它提供安全摄像头、案例数码刻录机、安全监控与安全配件。该公司通过美国北部、中部与南部的经销商与分销商出售产品。其总部在德克萨斯科佩尔。
Samsung Techwin	Samsung Techwin 公司提供安全方案，包括闭路电视、数码视频刻录器、内容控件、光学设备、网络产品、模拟产品、监视器、配件、控制器、访问控制与传感器，及 RFID 系统等消费产品。该公司成立于 1977 年，总部位于韩国南城。

Summer infant	Summer Infant 公司通过他的附属子公司从事设计、市场推广，其青少年的健康与安全、健康产品的品牌分布地主要是美国北部与英国。他们提供包括婴儿监视等在内的各种不同的婴儿产品。
SVAT Electronics	SVAT Electronics 设计、制造与推广 DIY 视频安全产品与其他的消费电子产品。SVAT 产品通过不同的分销渠道在全球范围内销售。公司总部位于加拿大，安大略省。
Uniden	Uniden 公司在北美、亚洲与大洋洲从事多种无线电子消费产品的改进、制造与销售。该公司主要提供断路器开关、海运接收器、扫描器、通用接收器、无线电话、双向无线电设备、及其他各种无线交流设备。公司成立于 1966 年，公司总部在日本东京。

## 七、企业经营能力及经营状况分析

### (一) 经营模式

#### 1、业务介绍

Swann Communications 的主要产品包括监控系统、监控套装、摄像头、无线 IP 视频监控和其他配件。Swann Communications 的产品策略是成为行业内套件集成，可以与各种监控设备无缝连接的 DIY 产品，使客户以符合成本效益的方式对他们有价值的资产进行保护。

公司通过实体零售商、网络零售商、自有的电子商店、分销网络、增值零售商、批发商及系统整合人员销售其产品。公司业务区域遍布澳大利亚、北美、欧洲、亚太地区等。其中北美地区销售占公司总销售额的约 70%、澳大利亚约 15%、欧洲约 15%。

#### 2、销售概况

在扩张进主要的、未被开发的市场的同时，Swann Communications 也与现有的零售合作者一起关注销售与市场份额的增长。Swann Communications 保持强健的销售代表、各种不同的零售和分销渠道，包括实体零售商、网络销售、批发商、系统整合者、增值零售商及公司自有的电子商店。公司有很强的实体零售商关系，如 Costco、Frys、Wal-Mart、Best Buy，同时也有一些电子零售商，如 Costco.com、Amazon.com 与 BestBuy.com。

随着竞争的加剧，Swann Communications 对富有竞争力的分销商、零售商及合作者开始进行产品培训，改进产品及品牌认知与宣传。通过这些努力，Swann Communications 的产品在一些领先的零售商那里已经占据主要的市场份额。此外，Swann Communications 与经销商及零售商一起进行销售整合计划、对店内商品化形象进行规划，并且进行与销售对象进行点对点的交流。Swann Communications 与许多大型零售商合作，甚至被沃尔玛将其发展成对费用敏感型消费者的一个主导品牌。

北美市场从 2012 年到 2013 年间其销售额增长了 40%，管理层相信在拉丁美洲、欧洲及亚洲区域还存在着大规模的增长，因为这些地域的技术基础一直在持续保持进步。Swann Communications 已经与智利及俄罗斯的零售商形成合作关系，将会在 2014 年发布 Swann Communications 的产品。

### 3、产品宣传与活动

Swann 的市场策略自一开始就聚集于消费者。利用社交媒体，让消费者更多了解 Swann Communications，通过宣传来增加其品牌价值。当 Facebook 与 Twitter 在消费者得到推广时，已经把 Swann Communications 作为 DIY 安全行业中的市场领导者进行宣传，而在 YouTube 上早已经达到了这样的宣传效果。在 2013 年 11 月，公司在 YouTube 上发布了“让你的世界更安全”的广告竞标。

Facebook 及照片分享为广告提供了一个不同的平台。消费者通过利用 Swann Communications 的摄像设备拍摄照片并且放入到社交网站，通过网友的点赞及评论来获取关注度，而且比传统媒体更容易获得好的效果。

另外，Swann Communications 依赖于其增强的搜索引擎、线上广告与自有的电子商店来增加网络访问。Swann Communications 非常依赖于独立的市场分析，并且聚集小组学习并制定相应的市场策略。Swann Communications 不仅能够提升市场竞争力，推动销售额增长，而且能够提高品牌意识及消费者满意度。

Swann Communications 所拥有的商品能力是一个强大的竞争力区分者。为了传达新发布的产品和 Swann Communications 品牌，2011 年 Swann Communications 更新了包装。与其竞争者陈旧的包装不一样的是，Swann Communications 擅长于创造具有视觉效果包装，从而能够给消费者带来直观的产品识别能力。Swann Communications 与其零售商紧密合作，共同展示商品以吸引消费者。Swann Communications 细致的设置其产品展示方式，同时满足消费者需要及空间限制，通过这种行为，不仅巩固了与零售商之间的关系，而且也保证了更高的销售额。在 2012 年，公司为他们的产品设置了 QR 编码，从而使实体店零售商能够利用其手中的移动设备来获取产品信息。

公司经常在消费者电子展销会上进行商品展示。供应商与终端消费者现场实时的反馈沟通能够及时修正产品发展策略。2012 年初，Swann Communications 参加了 Distree---欧洲最大的零售商及分销商展览会。在展览会上，Swann Communications 供应的产品与近期扩张进德国与法国的计划给零售商及分销商留下了深刻印象。

## (二) 企业 SOWT 分析

### 1、优势：

- (1) 产品质量上乘、易于安装与使用，产品的联通性与竞争价格上的消费者经验；
- (2) 全球范围内强大的销售渠道；
- (3) 满足个性化需求的安全解决方案产品套装；

- (4) 唯一的现场的工厂联络中的产品发展路线图；  
 (5) 有效的固定成本结构杠杆所实现的 EBITDA 毛利；  
 (6) 在已存在市场中增长的强大的追踪记录；  
 (7) 重新规划的商业图中未开发区域的机会。

## 2、劣势：

- (1) 公司产品在技术支持方面不够，有待改进；  
 (2) 公司作为全球性公司，在母子公司及美国公司与香港公司(负责美国的采购)之间的沟通不够及时和畅通，从而会对公司经营决策的及时性等产生影响。

## 3、机会：

- (1) 地域方面的发展机会：DIY 在美国市场及全球范围内，尚有待开发的区域。  
 (2) 产品方面的发展机会：随着产品技术的提升、民用与公用产品的融合，公司产品会有更多多样性的发展。

## 4、威胁：

原商用领域的安防行业经营者可能会进入到民用领域；其他大品牌的产品供应商的加入等，使现有的竞争更加激烈。

### (三) 企业财务指标分析

根据以前年度审计后财务报表分析 Swann Communications 历史年度主要财务指标，历史财务年度为上一年度 7 月 1 日至本年度 6 月 30 日。

#### 1、财务状况与经营业绩

被评估单位前三年合并资产负债表如下：

金额单位：美元

科目	2012 年 6 月 30 日	2013 年 6 月 30 日	2014 年 6 月 30 日
一、流动资产合计	33,544,269.00	45,156,721.00	52,256,903.00
货币资金	1,733,882.00	532,119.00	1,758,315.00
应收账款	21,340,379.00	30,075,286.00	30,048,147.00
存货	10,123,820.00	14,549,316.00	20,450,441.00
其他流动资产	346,188.00		
二、非流动资产合计	1,175,225.00	1,735,019.00	2,971,531.00
固定资产	689,683.00	825,794.00	1,865,803.00
递延所得税资产	454,778.00	846,496.00	1,046,427.00
其他非流动资产	30,764.00	62,729.00	59,301.00
三、资产总计	34,719,494.00	46,891,740.00	55,228,434.00
四、流动负债合计	22,810,372.00	28,375,723.00	31,208,566.00
短期借款	6,636,378.00	14,685,892.00	13,327,477.00
应付账款	14,932,309.00	10,074,691.00	13,447,553.00

应交税费	1,079,060.00	2,166,950.00	2,624,474.00
其他流动负债	162,625.00	1,448,190.00	1,809,062.00
五、非流动负债合计	1,787,253.00	1,499,979.00	1,073,960.00
长期借款	1,523,176.00	1,356,005.00	907,558.00
递延所得税负债	82,533.00	-	7,326.00
其他非流动负债	181,544.00	143,974.00	159,076.00
六、负债总计	24,597,625.00	29,875,702.00	32,282,526.00
七、净资产	10,121,869.00	17,016,038.00	22,945,908.00

被评估单位前三年合并利润表如下：

金额单位：美元

科目	2012 年度	2013 年度	2014 年度
一、营业收入	80,714,335.00	104,171,557.00	124,848,897.00
减：营业成本	49,210,442.00	70,428,389.00	87,896,770.00
销售费用	14,129,723.37	13,203,401.00	15,459,439.00
管理费用	10,165,793.69	9,738,951.00	10,588,456.00
财务费用	515,500.00	678,578.00	749,727.00
资产减值损失	69,853.37		
二、营业利润	6,623,022.57	10,122,238.00	10,154,505.00
三、利润总额	6,623,022.57	10,122,238.00	10,154,505.00
减：所得税费用	1,618,390.00	2,526,226.00	2,700,425.00
四、净利润	5,004,632.57	7,596,012.00	7,454,080.00

注：表中 2012 年数据为未审数，2013、2014 年数据已经普华永道审计，并按照国际准则出具无保留意见审计报告。

## 2、偿债能力分析

公司主要偿债能力指标情况如下：

指标分析	2012 年度	2013 年度	2014 年度
资产负债率	70.85%	63.71%	58.45%
流动比率	1.47	1.59	1.67
速动比率	1.03	1.08	1.02

从上述指标可知，公司资产负债率呈现稳定下降趋势。流动比率和速动比率均变动较小，速动比率与流动比率差异主要是由存货引起，并且为了应对市场销售上涨，备用存货有所上升。

### 3、盈利能力分析

指标分析	2012 年度	2013 年度	2014 年度
净资产收益率	72.75%	55.98%	37.31%
销售净利率	6.20%	7.29%	6.00%
毛利率	39.03%	32.36%	29.26%

由于公司近几年净利润总额相对稳定，导致公司净资产收益率呈现下降趋势，销售净利率也相对稳定。毛利率近三年相对稳定，呈现略有下降趋势，主要是市场竞争逐渐激烈所致。

### 4、营运能力分析

指标分析	2012 年度	2013 年度	2014 年度
应收账款周转次	5.56	4.05	4.13
存货周转次数	6.33	5.71	5.02
流动资产周转次数	3.38	2.65	2.55
总资产周转次数	3.27	2.55	2.43

从上表中可知，公司整体运营指标相对稳定，应收账款、存货、流动资产和总资产周转次数略有下降，这与企业销售模式变化密切相关。

## 八、预测期年度现金流的预测

本次评估预测基准是根据已经审计的 2012 年 7 月 1 日至 2014 年 6 月 30 日的财务报表和未经审计的 2011 年 7 月 1 日至 2012 年 6 月 30 日的财务报表，审计数据是按照国际会计准则编制，根据本次评估目的以及委托方要求，预测数据按照中国会计准则编制，以近 3 年的经营业绩为基础，根据所涉在市场国家或地区的宏观政策，研究了 Swann Communications 所处行业市场的现状与前景，分析了 Swann Communications 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。评估在充分考虑企业现实基础和发展潜力的基础上，并在本报告基本假设和限制条件下分析预测。

### （一）主营业务收入的预测

#### 1、历史年度营业收入情况

Swann Communications 目前主要有澳大利亚、美国、英国和香港四个不同区域的市场，每个市场主要有三大类产品，即 DVRs/NVRs（录像设备）、Cameras（摄像设备）和其他。

企业 2012 年度至 2014 年度主营业务收入如下表所示：

金额单位：万美元

国家/地区	产品名称	2012 年度	2013 年度	2014 年度
美国	DVRs/NVRs	2,922.92	5,350.10	6,449.93
	Cameras	460.26	914.99	1,295.39
	其他	1,746.06	1,014.59	735.06
	小计	5,129.24	7,279.68	8,480.38
澳大利亚	DVRs/NVRs	662.64	834.20	916.03
	Cameras	43.68	121.16	265.50
	其他	532.31	432.20	490.81
	小计	1,238.63	1,387.56	1,672.34
英国/香港	DVRs/NVRs	962.83	1,244.14	1,674.09
	Cameras	492.40	426.12	388.36
	其他	248.32	75.29	210.41
	小计	1,703.55	1,745.55	2,272.86
合计		8,071.42	10,412.79	12,425.58
增长率		91.14%	29.01%	19.33%

注：上述财务年度是指上年度 7 月 1 日至本年度 6 月 30 日，2014 年度即 2013 年 7 月 1 日至 2014 年 6 月 30 日。其中由于英国子公司 2013 年开始经营，即 2014 年度才有销售收入，以前年度英国地区的销售收入在香港地区反映，而香港地区在 2014 年度主要为美国地区进行采购，对外销售收入很少，为了保持可比性，2014 年度将英国和香港地区合并。

通过上表可知，公司主营业务收入近几年较快增长，增长率呈现下降趋势。这与行业发展趋势一致，行业由快速发展阶段逐步过渡到稳定发展阶段。从产品地区分类角度可知，美国地区销售收入占公司销售总额约为 70%，其他地区销售比重较小。从产品分类角度来看，公司主要销售收入来源于 DVRs/NVRs（录像设备），Cameras（摄像设备）收入所占比重也快速上涨，其他产品主要是包括，视频监控配件、报警器和玩具等。

## 2、营业收入预测

### (1) 销售量

历史销售数量详情如下：

计量单位：个

国家/地区	产品名称	2012 年度	2013 年度	2014 年度
美国	DVRs/NVRs	92,897.00	163,737.00	189,081.00
	Cameras	75,515.00	146,164.00	180,091.00
	其他	727,829.00	399,919.00	298,563.00

澳大利亚	DVRs/NVRs	14,174.00	20,719.00	26,060.00
	Cameras	6,132.00	15,541.00	32,957.00
	其他	147,088.00	152,345.00	158,276.00
英国/香港	DVRs/NVRs	53,850.00	47,193.00	55,522.00
	Cameras	63,315.00	75,876.00	45,190.00
	其他	119,846.00	139,177.00	53,676.00

从上表可知，Swann Communications 整体销售数量呈现上涨趋势，是驱动销售收入快速增长的主要因素。

根据 IMS 研究，尽管在全球经济低谷影响之后视频监控设备领域依旧保持了强劲的增长。在 2012 年，视频监控设备市场价值估计达到 127 亿美元，并且预计会以 12.8% 的年复合增长率增长到 2017 年的 233 亿美元。驱动视频监控设备行业较高增长原因主要包括对恐怖主义的关注，商业智能化应用和推广，基本的安全因素考虑。

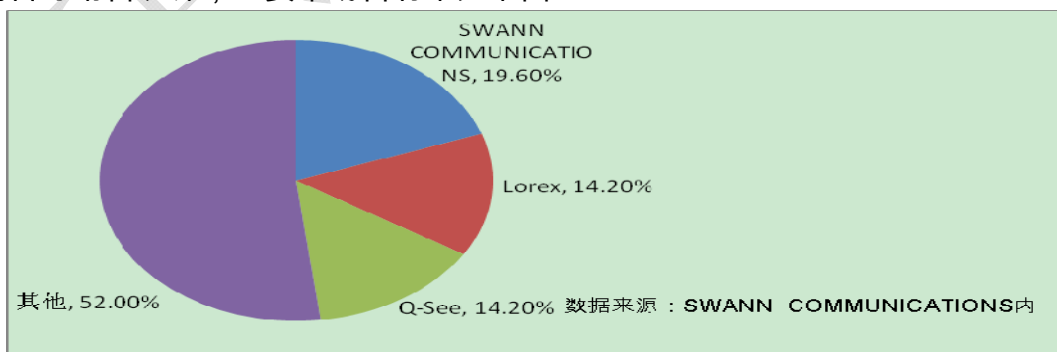
Swann Communications 拥有的下列竞争优势，同时也是获得未来年度收入增长的成功关键因素：

①全球范围内强大的销售网络，Swann Communications 在全球共有 1.5 万个零售点，与多家超大型的零售商（如 Fry's Electronics, Best Buy, Costco, Wal-Mart, Sam's Club, Dick Smith）长期合作，同时开展与电子零售商合作，实现网上网下相结合的销售渠道模式；

- ② 产品具有个性化，根据顾客不同需求组合销售不同产品；
- ③ 公司成立时间较早，管理团队十分稳定，行业经验丰富；
- ④ 顾客认知度较高，品牌优势明显，并且公司固定成本较低。

#### 1) 美国市场

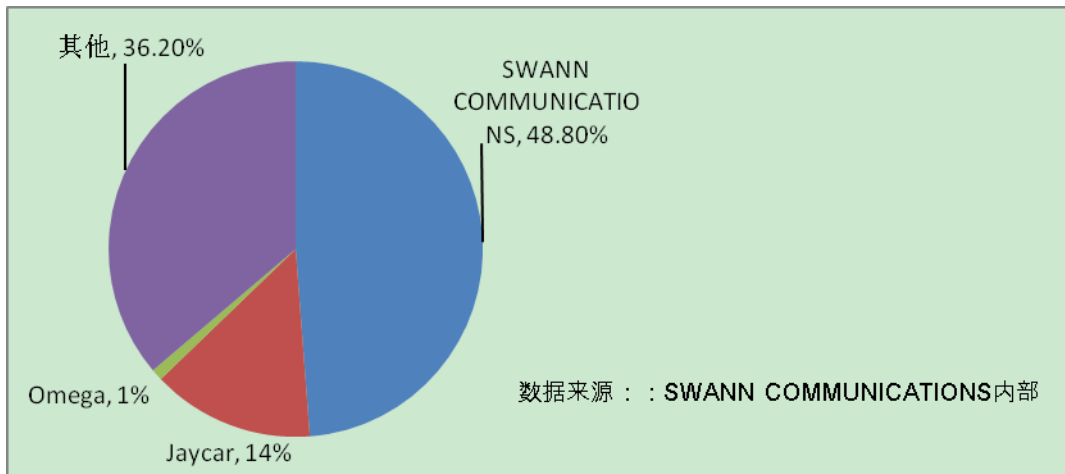
Swann Communications 属于视频监控设备行业中 DIY 家庭安防产品细分市场，根据公司自身销售统计，主要市场占有率如下图：



从上图可知，Swann Communications 在美国市场排名第一。公司管理层预计未来年度销售增长率在 9% 左右。

#### 2) 澳大利亚市场

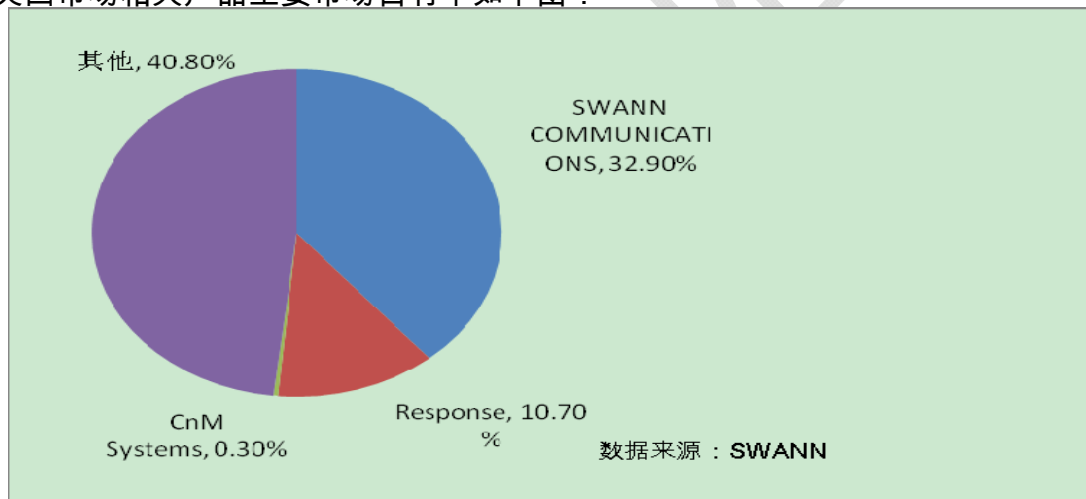
澳大利亚市场相关产品主要市场占有率如下图：



从上图可知，Swann Communications 在澳大利亚市场中排名第一。公司管理层预计未来年度销售增长率在 10% 左右。

### 3) 英国市场

英国市场相关产品主要市场占有率如下图：



从上图可知，Swann Communications 在英国市场中排名第一。公司管理层预计未来年度销售增长率在 9% 左右。

### 4) 香港市场

香港地区主要负责针对美国地区的采购业务，也有少许对外销售收入，目前公司已经和俄罗斯等地区签订合作协议，并积极扩展其他国家和地区，包括德国、南非和新西兰。由于产品未来扩展的国家和地区是新兴市场，预计未来年度保持较高增长率。根据 IMS 市场研究，DIY 视频监控设备预计 2011 年至 2016 年亚太地区的年收入复合增长率在 19.2%，其中中国和香港的市场复合增长率 32.3%。

#### (2) 单价

Swann Communications 历史年度平均销售单价如下：

金额单位：美元

国家/地区	产品名称	2012 年度	2013 年度	2014 年度
美国	DVRs/NVRs	314.64	326.75	341.12
	Cameras	60.95	62.60	71.93
	其他	23.99	25.37	24.62
澳大利亚	DVRs/NVRs	467.50	402.63	351.50
	Cameras	71.23	77.96	80.56
	其他	36.19	28.37	31.01
英国/香港	DVRs/NVRs	178.80	263.63	301.52
	Cameras	77.77	56.16	85.94
	其他	20.72	5.41	39.20

从上述表格可知，公司产品销售单价整体相对稳定，略有上升，主要原因是公司产品不断更新，以及细分产品结构调整所致。其中同类产品在不同地区销售单价存在一定差异，这和当地国家环境及市场需求存在较大关系。

根据相关市场调研，预计视频监控行业的产品平均售价在未来几年呈现一定下降趋势，主要是市场竞争加剧、新产品替代所致。但根据 Swann Communications 管理层估计未来年度销售单价保持不变。公司的新产品会不断更新替代，弥补老产品价格下降，另一方面，根据公司多年在该细分市场了解，历史销售价格较稳定，目前销售单价下降的空间较小。

### (3) 预测结果

根据上述分析，预测结果见下表：

金额单位：万美元

国家/地区	产品名称	2014 年 7-12 月	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年
美国	DVRs/NVRs	3,871.06	7,279.26	7,887.41	8,634.67	9,491.56	10,405.46
	Cameras	777.71	1,462.37	1,583.39	1,733.40	1,904.98	2,088.71
	其他	445.96	838.55	907.94	993.96	1,092.35	1,197.70
	小计	5,094.74	9,580.18	10,378.74	11,362.03	12,488.89	13,691.87
澳大利亚	DVRs/NVRs	517.62	973.09	1,061.57	1,186.45	1,308.67	1,409.52
	Cameras	150.03	282.03	307.68	343.87	379.31	408.53
	其他	277.35	521.38	568.78	635.70	701.19	755.21
	小计	945.00	1,776.50	1,938.03	2,166.02	2,389.17	2,573.26
英国	DVRs/NVRs	989.4	1,941.76	2,127.16	2,316.10	2,517.15	2,745.46
	Cameras	227.26	450.47	493.48	537.30	583.95	636.90

	其他	123.13	244.05	267.35	291.10	316.37	345.06
	小计	1,339.79	2,636.28	2,887.99	3,144.49	3,417.46	3,727.42
香港	DVRs/NVRs	103.92	252.60	336.78	415.18	506.11	572.11
	Cameras	42.34	102.93	137.24	169.18	206.23	233.13
	其他	23.75	57.73	76.97	94.89	115.66	130.76
	小计	170.01	413.26	550.99	679.25	828.00	936.00
合计		7,549.53	14,406.23	15,755.75	17,351.78	19,123.53	20,928.55
增长率				9.37%	10.13%	10.21%	9.44%

## (二) 主营业务成本的预测

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，由于被评估单位是销售类别公司，没有生产等环节，故主营业务成本主要是采购货物价款及其他的相关直接成本。

企业近三年主营业务成本明细情况见下表：

金额单位：美元

国家/地区	产品名称	2012 年度	2013 年度	2014 年度
美国	DVRs/NVRs	1,893.96	3,729.96	4,768.07
	Cameras	213.67	491.76	786.06
	其他	886.69	679.30	570.26
	小计	2,994.32	4,901.02	6,124.39
澳大利亚	DVRs/NVRs	357.64	555.92	632.53
	Cameras	27.46	69.78	166.17
	其他	312.75	286.45	352.50
	小计	697.85	912.15	1,151.20
英国/香港	DVRs/NVRs	732.65	792.5	1,146.64
	Cameras	314.11	289.07	222.39
	其他	182.12	148.1	145.06
	小计	1,228.88	1,229.67	1,514.09
合计		4,921.04	7,042.84	8,789.68
毛利率		39.03%	39.03%	32.36%

企业近三年单位成本情况见下表：

金额单位：美元

国家/地区	产品名称	2012 年度	2013 年度	2014 年度
美国	DVRs/NVRs	203.88	227.80	252.17

	Cameras	28.30	33.64	43.65
	其他	12.18	16.99	19.10
澳大利亚	DVRs/NVRs	583.24	357.71	191.93
	Cameras	44.77	44.90	50.42
	其他	21.26	18.80	22.27
英国/香港	DVRs/NVRs	136.05	167.93	206.52
	Cameras	49.61	38.10	49.21
	其他	15.20	10.64	27.02

从上述表格中可知，公司整体毛利率十分稳定，各产品和各地区毛利也相对稳定。

从产品类别看，摄像设备毛利率相对其他产品毛利率较高，录像设备单位成本相对较高，其次为摄像设备。

从产品地区看，不同地区同类产品单位成本存在一定差异，主要是产品细分结构差异造成，同一地区的同类产品年度间单位成本变化较小，这与企业销售单价变化趋势一致。

由于企业定价策略为市场定价，销售单价与采购单价密切相关。虽然被评估单位为销售型公司，并无具体生产制造环节，但公司为了降低采购成本，采取一定措施，加强对行业不同价值链环节的控制。

根据访谈了解，公司不同国家或地区的产品均为统一的供应商，公司与产品供应商达成长期战略合作协议，公司的供应商主要集中在生产成本较低的中国大陆地区，长期合作的供应商数量较多，有利于分散采购风险，并且供应商的上游原材料也由 Swann Communications 指定，从而实现控制和降低成本。

由于视频监控设备技术更新较快，公司管理层为了控制存货跌价损失，严格控制库存量，在不影响正常销售情况下，保证合理的安全库存。

营业成本具体预测结果如下：

金额单位：万美元

国家/地区	产品名称	2014年 7-12月	2015年	2016年	2017年	2018年	2019年
美国	DVRs/NVRs	2,439.61	4,587.52	4,970.79	5,441.72	5,981.75	6,557.71
	Cameras	401.56	755.07	817.56	895.01	983.61	1,078.48
	其他	272.61	513.96	567.19	630.61	693.03	759.88
	小计	3,113.78	5,856.55	6,355.54	6,967.34	7,658.39	8,396.07
澳大利亚	DVRs/NVRs	316.80	594.21	646.38	719.67	789.17	849.97
	Cameras	83.23	156.81	172.33	189.05	207.31	223.28
	其他	174.40	327.53	357.30	399.33	440.48	474.41
	小计	574.43	1,078.55	1,176.01	1,308.05	1,436.96	1,547.66

英国	DVRs/NVRs	655.62	1,289.59	1,413.08	1,539.58	1,673.90	1,825.72
	Cameras	127.17	252.07	276.14	300.66	326.76	356.39
	其他	82.92	164.36	180.05	196.05	213.06	232.39
	小计	865.71	1,706.02	1,869.27	2,036.29	2,213.72	2,414.50
香港	DVRs/NVRs	80.32	195.23	260.29	320.88	391.17	442.18
	Cameras	32.73	79.57	106.10	130.79	159.43	180.23
	其他	18.36	44.52	59.34	73.19	89.20	100.82
	小计	131.41	319.32	425.73	524.86	639.80	723.23
总计		4,685.33	8,960.44	9,826.55	10,836.54	11,948.87	13,081.46
毛利率		37.94%	37.80%	37.63%	37.55%	37.52%	37.49%

### (三) 营业费用的预测

Swann Communications 营业费用主要由广告及展览费、销售员工资、支付的销售佣金、运费和仓储费等与企业经营相关的费用组成。

根据企业前三年的营业费用明细情况分析，主要按照各项费用占主营业务收入的各年比例。由于公司在当前行业发展较为完善，预测期内无重大的营销计划，预计营销规模将与现时持平，各项费用将会随收入上升而上升。

具体预测结果如下：

金额单位：万美元

项目	2014年7-12月	2015年	2016年	2017年	2018年	2019年
营业费用	1,193.35	2,233.01	2,405.44	2,603.79	2,821.32	3,044.39
占收入比重	15.81%	15.50%	15.27%	15.01%	14.75%	14.55%

### (四) 管理费用的预测

企业管理费用主要由工资、专业服务费、租金、保险费和折旧等与企业管理相关的费用组成。根据企业前三年的管理费用明细情况分析，参考各项费用占主营业务收入的各年比例，按照变动成本和固定成本分别预测，预测未来年度各项营业费用的发生额具体预测数据如下：

(1) 工资及相关支出：由于公司目前已经稳定发展，管理人员相对稳定，预计人员增减较少，根据公司管理薪酬计划和奖励机制，预计未来年度职工薪酬以一定比例上涨；

(2) 折旧费：属于固定成本，但被评估单位属于轻资产公司，固定资产主要是办公电子设备，结合未来年度固定资产变化，预计未来年度折旧费用变化较小；

(3) 电话费、IT 相关费用等其他费用：属于变动成本，与企业收入密切相关，按

照各项费用占收入比重预测。

具体预测结果如下：

金额单位：万美元

项目	2014年 7-12月	2015年	2016年	2017年	2018年	2019年
管理费用	753.78	1,612.16	1,739.79	1,852.57	1,974.31	2,100.40
占收入比重	9.98%	11.19%	11.04%	10.68%	10.32%	10.04%

#### (五) 财务费用的预测

被评估单位财务费用主要是公司短期借款和银行手续费组成。公司近三年借款金额逐渐减少，主要是公司销售收入稳定增长，利润快速增加，公司将会使用盈利所得的现金流优先偿还现有的贷款，令公司负债水平下降，从而降低财务费用。

根据管理层对公司资本结构的调整，以及未来年度现金流的情况，预计未来年度借款本金逐渐减少，预计2017年公司无借款。截至2016年预测年度的借款利率参考历史年度的加权平均借款利率。

考虑到公司销售收入稳定增长，银行手续费按照一定比例增长。

具体预测结果如下：

金额单位：万美元

项目	2014年7-12 月	2015年	2016年	2017年	2018年	2019年
财务费用	49.00	49.86	45.06	22.85	16.58	17.08

#### (六) 资产减值损失的预测

由于被评估单位为销售型公司，主要产品为技术进步较快的视频监控产品，考虑到市场风险和运营管理水平，预计公司存货存在一定减值或耗损情况，公司已对预测期内的存货按照营业成本的增涨比例在各期内计提减值准备。

具体预测结果如下：

金额单位：万美元

项目	2014年 7-12月	2015年	2016年	2017年	2018年	2019年
资产减值损失	128.69	258.09	294.80	325.10	358.47	392.44

#### (七) 所得税的预测

Swann Communications 所得税征收需分为澳大利亚、美国、英国和香港等国家和地

区。目前适用的所得税税率具体如下：

国家/地区	澳大利亚	美国	英国	香港
所得税税率	30%	43%	20%	16.5%

评估人员首先了解被评估单位母公司及各子公司税率情况，以及管理层税收筹划，未来年度利润分配情况，由于香港地区税负较低，分配利润较多，本次评估参考历史年度利润分布情况，按照各地区和国家的综合所得税税率予以预测。

具体预测结果如下：

金额单位：万美元

项目	2014年 7-12月	2015年	2016年	2017年	2018年	2019年
所得税	162.44	329.11	367.67	435.61	510.21	583.74

#### （八）折旧的预测

Swann Communications 的固定资产主要是办公设备，根据企业计提折旧办法，以及未来年度企业更新情况，预计每年折旧费在 30—40 万美元。

#### （九）资本性支出的预测

资本性支出是指企业以维持正常经营或扩大经营规模在建筑物、设备等资产方面的再投入，主要包括在固定资产、无形资产及其他资产上的新增支出。此外，资本性支出还包括维持目前经营能力的更新。由于 Swann Communications 为轻资产的销售公司，资本性支出主要为日常办公需求的设备。根据现场访谈结果、公司未来业务规划发展，以及资本预算情况确定，企业发展进入稳定增长阶段后，资本性支出与折旧通常一致，差异较小，故预计资本性支出每年发生 40 万美元。

#### （十）未来年度营运资金追加额的预测

##### 1、营运资金追加的动因

一般而言，随着企业经营活动范围或规模的扩大，企业向客户提供的正常商业信用相应会增加，为扩大销售所需增加的存货储备也会占用更多的资金，同时为满足企业日常经营性支付所需保持的现金余额也要增加，从而需要占用更多的流动资金，但企业同时通过从供应商处获得正常的商业信用，减少资金的即时支付，相应节省了部分流动资金。

##### 2、营运资金追加额的测算过程及结果

营运资金的追加需考虑应收账款、存货、正常经营所需保持的现金、其他流动资产、应付账款、应交税费和其他流动负债等因素的影响。具体分析如下：

1、货币资金：结合企业的经营活动特点，货币资金作为溢余资产，营运资金中不予考虑；

2、应收账款：评估人员通过分析企业的结算方式、收款周期、信用政策和历史年度的应收账款周转情况，结合未来年度销售收入预测值确定预测年度的应收账款金额；

3、存货：存货为库存商品，经分析历史的数据，以最近的存货周转率为基础，并考虑到未来年度销售渠道变化的影响，结合主营业务成本的预测值确定预测年份存货的金额。

4、应付账款：主要是公司应付给供应商的款项，以最近年度应付账款周转率为基础，考虑公司与供应商结算方式，结合营业成本确定预测年度应付账款金额。

5、应交税费：主要是公司应该支付的所得税，所得税为预缴形式，故本次评估按照预测年度利润总额的 30% 确定。

6、其他流动负债：参照历史年度占营业成本比重确定预测年度金额。

追加营运资金预测的计算公式为：

当年追加营运资金=当年末营运资金-上年末营运资金

当年末营运资金=当年末流动资产-当年末无息流动负债

营运资金占收入比例=营运资金/营业收入

营运资金为被评估单位生产经营所需要的流转资金，与被评估单位所实现的主营业务收入规模相关，主营业务收入规模扩大时往往需要相应追加营运资金。此次评估以未来各期预测的主营业务收入、成本为基础，在剔除非经营性资产外，参考历史年度及预测期各项流动资产、负债的周转情况进行营运资金的预测。

具体预测结果如下表：

金额单位：万美元

名称	2014 年 7-12 月	2015 年度	2016 年度	2017 年度	2018 年度	2019 年度
营运追加额	403.42	139.70	187.89	272.90	217.37	415.72
营运资金占收入比重	48.55%	26.41%	25.34%	24.58%	23.44%	23.41%

## 九、折现率的确定

为确定合适的折现率，通常会考虑市场现有的同行业报酬率，然后用相关的企业和产品的风险与经营状况同市场及该行业互相比，从而得出目标企业的加权平均资本成本。评估人员采用国际上通用的加权平均资本成本模型（WACC）来估算。

$$WACC = (R_e \times W_e) + (R_d \times (1 - T) \times W_d)$$

式中： $R_e$  为公司普通权益资本成本

$R_d$  为公司债务资本成本

$W_e$  为权益资本在资本结构中的百分比

$W_d$  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

#### (1) 权益资本成本 $R_e$ 的确定

在确定可比公司权益资本的报酬率时,本次评估采用资本资产定价模型(CAPM)。资本资产定价模型中收益的收益率等于无风险收益率加市场风险收益率乘以企业的系统风险系数(beta),计算公式为:

$$R_e = R_f + \beta \times (ERP) + R_c$$

式中: $R_f$  为无风险报酬率

$\beta$  为权益的系统风险系数

ERP 为市场风险溢价

$R_c$  为企业特定风险调整系数

$$\beta_L = (1 + (1 - T) \times D/E) \times \beta_U$$

式中: $\beta_L$  为具有被评估单位目标财务杠杆的 Beta;

$\beta_U$  为参考企业无财务杠杆的算术平均 Beta;

D 为债务金额;

E 为权益金额;

#### 1) 无风险收益率 $R_f$ 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。由于现实中无法将这两种补偿分开,它们共同构成无风险利率。本次评估选择 2014 年 6 月 30 距到期日 10 年以上国债的算数平均到期收益率做为无风险收益率,即 3.55%。

SWANN COMMUNICATIONS 在澳大利亚、美国、英国和香港均设有公司,其中澳大利亚为母公司所在地。评估人员基于以下分析认为选取澳大利亚的无风险收益率较为合理:

A、澳大利亚为母公司所在地,母公司管理层对美国、英国等地都有实际控制权;

B、根据纽约大学经济学家达莫兰最新公布的全球各地区和国家股权风险溢价情况可知,美国和澳大利亚均为 5.00%,英国为 5.60%,差异较小,即以澳大利亚及美国为基准,澳大利亚和英国的国家风险溢价差异较小,面临的无风险收益率较为接近。

#### 2) 企业系统风险系数 $\beta$

首先计算出可比公司无财务杠杆的 Beta,然后得出无财务杠杆的平均 Beta,然后将其换算为被评估单位目标财务杠杆系数的 Beta。

计算公式如下：

$$\beta_L = (1 + (1-T) \times D/E) \times \beta_U$$

公式中：

$\beta_L$ ：有财务杠杆的 Beta；

D/E：被评估单位目标资本结构；

$\beta_U$ ：无财务杠杆的 Beta；

T：所得税率；

本次评估人员通过彭博资讯筛选出安防行业里的上市公司和这些公司的详细信息，包括主营产品类型、主营构成情况、近三年资产总额、净利润等，从中选择 3 家和被评估单位主营产品类型、规模经营类似的上市公司。具体选取结果见市场法有关分析。

通过以上分析，我们选择以下对比公司：

对比公司名称	证券代码	Beta ( $\beta_U$ )
Napco Security Technologies, Inc	NSSC	0.3700
Avigilon Corporation	AVO	0.7777
IndigoVision Group plc	IND	0.5400
平均		0.5626

根据彭博资讯，计算 3 家可比公司的无财务杠杆  $\beta$  系数平均值为 0.5626，采用 3 家可比上市公司无财务杠杆后  $\beta$  系数平均值，以 Swann Communications 债务权益比率运用下面公式计算 Swann Communications 有财务杠杆  $\beta$  系数。

$$\beta_L = (1 + (1-T) \times D/E) \times \beta_U$$

式中： $\beta_L$  为有财务杠杆的  $\beta$  系数；

T 为所得税率为预测年度税负；

D/E 值采用迭代法，结合公司运营状况及付息债务情况计算。

$$\beta_L = (1 + (1-T) \times D/E) \times \beta_U$$

预测期结果如下：

名称	2014 年 7-12 月	2015 年度	2016 年度	2017 年度	2018 年度	2019 年度
T	22%	25%	25%	25%	25%	25%
D/E	10%	9%	3%	0%	0%	0%
$\beta_L$	0.6045	0.5992	0.5735	0.5626	0.5626	0.5626

### 3) 市场风险溢价 ERP 的确定

市场风险溢价是预期市场证券组合收益率与无风险利率之间的差额。市场风险溢价的确定既可以依靠历史数据，又可以基于事前估算。

对于市场风险溢价，我们同样选取纽约大学经济学家达莫达兰公布的数据，为了与无风险收益率口径一致，我们也选取了澳大利亚的股权风险溢价 5% 作为本次评估的市场风险溢价。

#### 4) 企业特定风险调整系数 $R_C$ 的确定

企业特定风险主要与企业规模、企业所处经营阶段、历史经营状况、企业的财务风险、主要产品所处发展阶段、企业经营业务及产品和地区的分布、公司内部管理及控制机制、管理人员的经验和资历、对主要客户及供应商的依赖等有关，评估人员根据 SBBI 研究报告结果确定，报告结果显示股权市场价值在 5145 万美元时，特有风险溢价为 1.80%，股权市场价值在 11 万美元时，特有风险溢价为 3.80%，通过内插法计算，被评估单位的企业特定风险调整系数  $R_C$  约为 3.5%。

#### 5) 权益资本成本 $R_e$ 的确定

$$R_e = R_f + \beta \times (ERP) + R_C$$

预测期结果如下：

名称	2014 年 7-12 月	2015 年度	2016 年度	2017 年度	2018 年度	2019 年度
$R_f$	3.55%	3.55%	3.55%	3.55%	3.55%	3.55%
$\beta_L$	0.6045	0.5992	0.5735	0.5626	0.5626	0.5626
ERP	5.00%	5.00%	5.00%	5.00%	5.00%	5.00%
$R_C$	3.50%	3.50%	3.50%	3.50%	3.50%	3.50%
$R_e$	10.07%	10.05%	9.92%	9.86%	9.86%	9.86%

#### (3) 付息债务成本的确定

根据评估人员查阅企业历史年度及基准日债务构成，通过统计澳大利亚历史年度的利率水平，付息债务成本采用 4.00%。 $K_d=4\%$

#### (4) 加权平均资本成本 WACC 的确定

$$WACC = (R_e \times W_e) + [R_d \times (1 - T) \times W_d]$$

预测期结果如下：

名称	2014 年 7-12 月	2015 年度	2016 年度	2017 年度	2018 年度	2019 年度
$R_e$	10.07%	10.05%	9.92%	9.86%	9.86%	9.86%
$R_d$	4.00%	4.00%	4.00%	4.00%	4.00%	4.00%
WACC	9.46%	9.49%	9.75%	9.86%	9.86%	9.86%

## 十、评估值的计算过程及评估结论

### (一) 营业性资产价值的确定

预测期内各年企业自由现金流按年中流入考虑，预测期后永续年净利润、折旧和摊销及资本性支出数据取 2019 年，营运资金的变动为零，然后将收益期内各年的企业自由现金流按加权平均资本成本折到 2014 年 6 月 30 日现值，从而得出企业的价值。

计算结果详见下表：

金额单位：(美元) 万元

项 目	2014 年 7-12 月	2015 年 度	2016 年 度	2017 年 度	2018 年 度	2019 年 度	稳定增长 年度
自由现金流量	197.25	843.63	910.49	1,007.47	1,276.40	1,293.32	1,709.04
折现率	9.46%	9.49%	9.75%	9.86%	9.86%	9.86%	9.86%
折现期	0.25	1.00	2.00	3.00	4.00	5.00	-
折现系数	0.9777	0.9135	0.8333	0.7589	0.6908	0.6288	6.3773
折现值	192.85	770.66	758.71	764.57	881.74	813.24	10,899.05
<b>经营性资产价值</b>	15,080.82						

### (二) 溢余资产、负债价值与非经营性资产及负债的确定

溢余资产是指与企业收益无直接关系的、超过企业经营所需的多余资产。本次评估范围 Swann Communications 的溢余资产、溢余负债如下表所示：

金额单位：美元

序号	科目名称	项目内容	评估值
1	货币资金	溢余资产	1,758,315.00
3	递延所得税资产	溢余资产	1,046,427.00
溢余资产、非经营性资产总计			2,804,742.00
1	递延所得税负债	溢余负债	7,326.00
溢余负债、非经营性负债合计			7,326.00

### (三) 企业的有息债务

纳入本次评估范围的 Swann Communications 有息负债为 1,423.50 万美元。

### (四) 企业股东全部权益价值的确定

经实施上述评估过程和方法后，在评估基准日 2014 年 6 月 30 日，本次委估的企业股东全部权益价值结果如下：

股东全部权益资产价值 = 营业性资产价值 + 溢余资产价值与非经营性资产及负债净值 - 有息债务 = 13,937.05 万美元

折合人民币为 85,751.88 万元。

征求意见稿

## 十一、敏感性分析

### 1、敏感性分析参数选择

对评估参数的估计客观上存在一定的不确定性，评估人员对企业现金流主要构成要素分析如下：收入由单价和销售量两个因素构成，并受其变动的影 响。成本主要由采购成本构成，单位成本采购价格影响较大。期间费用基本按历史年度占收入比重确定，也受到收入的影响。税率、利率按国家政策确定。折现率的变动对评估值有一定的影响。故本次确定销售单价、销售数量、单位成本、折现率为敏感性分析指标。

2、对各参数分别取±5%的相对变动幅度，计算各种变动情况下的评估值、评估值变动率，得到各参数的敏感性系数。具体如下：

各参数下的评估值

金额单位：万美元

变动率	-5%	0%	5%
销售单价	6,602.53	13,937.05	21,517.83
销售数量	11,629.46	13,937.05	16,503.93
单位成本	19,074.01	13,937.05	9,049.80
折现率	14,949.21	13,937.05	13,260.93

各参数分别变动下的评估值变动率

变动率	-5%	0%	5%
销售单价	-52.63%	0.00%	54.39%
销售数量	-16.56%	0.00%	18.42%
单位成本	36.86%	0.00%	-35.07%
折现率	7.26%	0.00%	-4.85%

各参数的敏感系数

变动率	-5%	0%	5%
销售单价	1052.52%	0.00%	1087.86%
销售数量	331.14%	0.00%	368.35%
单位成本	-737.17%	0.00%	-701.33%
折现率	-145.25%	0.00%	-97.02%

3、敏感性分析结论：通过敏感性系数的计算，我们可以发现单价的变动对评估值影响最大，其次是单位成本，再次为销售数量，最后为折现率。我们对上述四个敏感因素同时增加或减少计算两个可能的极大值与极小值。具体情况如下：

金额单位：万美元

销售单价	销售数量	单位成本	折现率	评估值
5%	5%	-5%	-5%	31,277.19
0%	0%	0%	0%	13,937.05
-5%	-5%	5%	5%	-348.43

## 第七部分 评估结论及其分析

### 一、评估结论

此次评估主要采用市场法和收益法。根据以上评估工作，得出如下评估结论：

#### (一) 市场法评估结论：

采用市场法对 Swann Communications 的股东全部权益的评估值为 9,019.25 万美元，折合人民币 55,493.66 万元，评估值较账面净资产增值人民币 41,375.50 万元，增值率 293.07%。详见下表：

单位：万美元

序	项目	NOIAT	EBIT 比率乘数	EBITDA 比率乘数
1	被评估单位比率乘数取值	15.92	12.36	12.53
2	被评估单位对应参数	820.09	1,055.61	1,090.13
3	被评估单位全投资计算价值	13,055.82	13,047.34	13,659.35
4	被评估单位负息负债	1,423.50	1,423.50	1,423.50
5	被评估单位股权价值	11,632.31	11,623.83	12,235.84
6	正常经营所需营运资金与基准			
7	缺少流通折扣率	35.00%	35.00%	35.00%
8	控股权溢价	15.00%	15.00%	15.00%
9	被评估单位经营性资产构成的	8,695.15	8,688.82	9,146.29
10	被评估单位经营性资产构成的			8,843.42
11	溢余（非经营性）资产净值			175.83
12	溢余（非经营性）负债净值			-
13	被评估单位股权市场价值			9,019.25
14	评估基准日净资产账面值			2,294.59
15	评估增值			6,724.66
16	增值率			293.07%

#### (二) 收益法评估结论：

采用收益法对 Swann Communications 的股东全部权益的评估值为 13,937.05 万美元，折合人民币 85,751.88 万元，评估值较账面净资产增值人民币 71,633.73 万元，增值率 507.39%。

评估结论详细情况见收益法评估结果汇总表。

单位：万美元

项目	预测年期						
	2014 年度 7-12 月	2015 年度	2016 年度	2017 年度	2018 年度	2019 年度	稳定年度
<b>一、营业收入</b>	7,549.53	14,406.23	15,755.75	17,351.78	19,123.53	20,928.55	20,928.55
减：营业成本	4,685.33	8,960.44	9,826.55	10,836.54	11,948.87	13,081.46	13,081.46
销售费用	1,193.35	2,233.01	2,405.44	2,603.79	2,821.32	3,044.39	3,044.39
管理费用	753.78	1,612.16	1,739.79	1,852.57	1,974.31	2,100.40	2,100.40
财务费用	49.00	49.86	45.06	22.85	16.58	17.08	17.08
资产减值损失	128.69	258.09	294.80	325.10	358.47	392.44	392.44
<b>二、营业利润</b>	739.37	1,292.66	1,444.11	1,710.94	2,003.98	2,292.78	2,292.78
<b>三、利润总额</b>	739.37	1,292.66	1,444.11	1,710.94	2,003.98	2,292.78	2,292.78
减：所得税费用	162.44	329.11	367.67	435.61	510.21	583.74	583.74
<b>四、净利润</b>	576.93	963.55	1,076.44	1,275.34	1,493.77	1,709.04	1,709.04
加：折旧和摊销	17.00	33.93	40.00	40.00	40.00	40.00	40.00
税后利息费用	26.74	25.86	21.94	5.03	-	-	-
减：资本性支出	20.00	40.00	40.00	40.00	40.00	40.00	40.00
营运资金	403.42	139.70	187.89	272.90	217.37	415.72	-
<b>五、企业自由现金流量</b>	197.25	843.63	910.49	1,007.47	1,276.40	1,293.32	1,709.04
折现率 (WACC)	9.46%	9.49%	9.75%	9.86%	9.86%	9.86%	9.86%
折现年限	0.25	1.00	2.00	3.00	4.00	5.00	-
折现系数	0.9777	0.9135	0.8333	0.7589	0.6908	0.6288	6.3773
企业现金流量现值	192.85	770.66	758.71	764.57	881.74	813.24	10,899.05
<b>六、企业现金流量现值合计</b>							15,080.82
加：溢余资产							175.83
其他							
减：溢余负债							
加：非经营资产负债净值							103.91

减：付息债务	1,423.50
七、股东全部权益价值	13,937.05
基准日净资产账面价值	2,294.59
收益法评估增值额	11,642.46
收益法评估增值率	507.39%

### (三) 对评估结果选取的说明

收益法与市场法评估结论差异额为 4,917.80 万美元，差异率 35.29%，差异的主要原因：

收益法是基于预期理论，以收益预测为基础计算企业价值。收益法是从企业的未来获利能力角度出发，综合考虑企业整体的综合获利能力，对企业未来的预期发展因素考虑比较充分，但未来收益受市场及行业变化、被评估单位经营规划实现情况影响较大。

市场法是以现实市场上的参照物来评价评估对象的现行公平市场价值。市场法的前提是任何一个正常的投资者在购置某项资产时，所愿意支付的价格不会高于市场上具有相同用途的替代品的现行市价。市场法认为资产的价值主要取决于供给和需求两个方面，供给主要取决于成本，需求主要取决于资产的效用。资产的价格由市场的供给和需求共同决定。价格在短期内可能会因为市场供需双方的不平衡产生一定的波动，但从长期来看，都会在自发的市场调节作用下回到均衡状态，即供给数量等于需求数量，供给价格等于需求价格的均衡状态。

市场法的优点是评估数据直接来源于市场，评估过程简单、直观；评估方法以市场为导向，评估结果说服力强。本次被评估单位为澳大利亚公司，在北美和欧洲销售占公司业务的 85%，本次评估可比上市公司取美国、加拿大等较为成熟的资本市场的上市公司，以资本市场对企业定价为出发点确定的市场法评估结果相对合理和易于被交易双方接受。

从敏感性分析结果看，收益法结果受敏感性因素变动的较大影响，市场法受敏感性因素变动的较小影响。

综上所述，本次评估采用市场法的评估结果。

采用市场法对 Swann Communications 的股东全部权益价值评估值为 9,019.25 万美元，折合人民币 55,493.66 万元（大写金额为人民币伍亿伍仟肆佰玖拾叁万陆仟陆佰元），评估值较账面净资产增值人民币 41,375.50 万元，增值率 293.07%。

### (四) 评估增减值原因分析：

---

本次评估取市场法评估结果，评估增值人民币 41,375.50 万元，增值率 293.07%。

增值原因为：

1、账面净值产是基于会计核算的原则，资产的确认以符合会计准则为前提，主要以历史成本为核算依据，反映各项资产、负债的历史成本；另外对不符合会计准则的部分无形资产均不包括在账面净资产中。

2、市场法评估企业价值是以企业作为一个盈利主体，以现实市场上的参照物来评价评估对象的现行公平市场价值。市场法的前提是任何一个正常的投资者在购置某项资产时，所愿意支付的价格不会高于市场上具有相同用途的替代品的现行市价。市场法认为资产的价值主要取决于供给和需求两个方面，供给主要取决于成本，需求主要取决于收益即资产的效用。资产的价格由市场的供给和需求共同决定。

市场法评估的股东全部权益价值，包括了有形资产、无形资产、商誉等构成的企业整体的市场价值，体现了各种有形、无形资产协同作用的整体价值。市场对经营情况良好且稳定或有较好发展前景的公司，一般会有较高的估值定价。因 Swann Communications 公司近年经营收益较好且稳定，所在行业有较好的发展前景，根据资本市场对同类企业的定价，以市场法确定的股东全部权益价值比账面净资产出现增值。

## 二、股东部分权益价值的溢价或者折价的考虑

本次评估结论为股东全部权益评估值，已考虑流动性折扣及控股权对股权价值的影响。