（上接B8版）

F1:所得税预测

根据财政部、海关总署、国家税务总局《关于深入实施西部大开发战略有关税收政策问题的通知》（财税〔2011〕58号）文规定，经税务机关确认，重庆华博传媒享受15%的优惠税率。

4）折现率的确定

本次评估采用加权平均资本成本定价模型(WACC)。

R=Re×We+Rd×Wd×（1—T）

式中：

Re:权益资本成本；

Rd:付息债务资本成本；

We:权益资本价值在投资性资产中所占的比例；

Wd:付息债务价值在投资性资产中所占的比例；

T:适用所得税税率；

Re=无风险报酬率＋风险报酬率＋公司特有风险调整系数。

A:无风险报酬率Rf的选取

根据WIND咨询系统所披露的信息，至评估基准日的到期在5年期以上国债年平均收益率为3.81%，本次评估以3.81%作为无风险收益率Rf。

B:确定权益资本风险系数β

根据被评估单位的业务构成，评估人员通过WIND咨询系统，查询了同行业上市公司可比评估基准日前两年以周为计算单位的剔除财务杠杆β值为0.1605；查取可比上市公司的带息债务与股权价值比值，并求取平均数为0.62%，被评估单位所得税率15%，则计算可得有财务杠杆的系统风险系数β为1.2187。

β＝βu×[1＋(1−t)×D/E]

=1.1605×[1＋(1−15%)×3.84%]

=1.2187

C:股权风险报酬率的选取

选取ERP=7.61%作为目前国内市场风险溢价。

D:公司特有风险调整系数Rsp

企业特有风险调整系数为根据被评估单位与所选择的对比企业在企业特殊经营环境、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。评估人员分析了被评估单位与同行业上市公司的差距，综合考虑待估企业特有风险调整系数Rsp取2%。

E:权益资本成本的确定

将选取的无风险报酬率、风险报酬率、公司特有风险调整系数代入折现率估算公式计算得出折现率为15.08%。

Re ＝ Rf＋β×ERP＋Rsp

＝ 15.08%

F:综合折现率r的确定

所得税前付息债务利率Rd为6%，适用所得税税率为15%，则所得税后债务利率为5.1%；

经Wind资讯查询，可比上市公司平均债务与股权价值比为8.7072%，则：

Wd:付息债务价值在投资性资本中所占的比例5.57%；

We:权益资本价值在投资性资本中所占的比例94.43%；

则根据公式R＝Re×We＋Rd×Wd×（1－T），综合折现率为14.53%。

（2）评估值计算结果

根据前述对预期收益的预测与折现率的估计分析，评估人员将各项预测数据代入本评估项目的收益法模型，计算得出经营性资产评估值14,270.56万元。预测值计算过程见下表：

经营性资产价值评估预测计算表

金额单位:人民币万元

项目	2013年	2014年	2015年	永续
营业收入	32235.48	33822.47	35460.2	35460.2
营业成本	15486.42	15914.17	16359.4	16359.4
营业销售税金及附加	1778.82	1864.73	1953.16	1953.16
营业费用	11881.06	12596.65	13488.93	13488.93
管理费用	1094.18	1149.39	1207.75	1207.75
财务费用	-9.5	-9.95	-10.43	-10.43
资产减值准备	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0
营业利润	2004.48	2307.48	2461.39	2461.39
营业外收入	0	0	0	0
营业外支出	0	0	0	0
利润总额	2004.48	2307.48	2461.39	2461.39
所得税	300.67	346.12	369.21	369.21
净利润	1703.81	1961.36	2092.18	2092.18
折旧	141.28	141.28	141.28	141.28
摊销	42.12	42.12	42.12	42.12
借款×（1-所得税率）	0	0	0	0
资本性支出	183.41	183.41	183.41	183.41
营运资金追加额	-321.79	-21.47	-21.56	
净现金流量	2025.59	1982.82	2113.73	2092.17
折现率	14.53%	14.53%	14.53%	14.53%
年限	1	2	3	4
折现系数	0.8731	0.7624	0.6656	4.5809
现值	1768.54	1511.7	1406.9	9584.02
经营性资产	14270.56			
溢余及非经营性资产	5060			
非经营性负债	0			
长期股权投资	365.83			
付息债务	0			
评估值	19696.33			

注：上述预测数据为重庆华博传媒母公司数据。

（3）非经营性资产、负债价值的确定

非经营性资产是指与企业正常经营收益无直接关系不产生经营效益的资产。经分析本项目非经营性资产评估价值合计5,060.00万元，为其他应收款、长期股权投资；非经营性负债评估价值600.00万元为其他应付款、长期应付款。

（4）长期股权投资

长期股权投资单位2家，控股单位1家，参股单位1家，对控股企业重庆盗略网络技术有限公司为连续三年亏损，采用资产基础法进行了评估；对非控股企业通过企业提供的未审会计报表，依据重庆华博传媒对其投资比例，确定长期股权投资的评估值为365.83万元。

被投资单位名称	投资日期	投资成本	投资比例	帐面价值
重庆盗略网络技术有限公司	2007年10月	100.00	100%	11.55
重庆顶汇网络有限公司	2012年7月	320.00	32%	200.18
长期股权投资合计		420.00		211.73

（5）收益法评估结果

股东全部权益价值 ＝ 经营性资产价值＋非经营性资产价值

－非经营性负债价值＋长期股权投资价值－付息债务

＝ 19,696.33(万元)

（6）预评估结果

通过上述评估过程，在假设前提成立的情况下，采用收益法根据设定的预测基础和预测原则，得出以下预评估结果：

重庆华博传媒股东全部权益价值评估前账面价值1,892.37万元，评估价值19,696.33万元，评估增值17,803.96万元，增值率940.83%。

重庆华博传媒2013~2015年初步预测合并报表归属于母公司所有者的净利润预测数分别为1,877万元、2,088万元和2,323万元。

7、吉林华商传媒

（1）评估计算分析过程

1）收益模型的选取

结合本次评估目的及评估对象，采用未来收益折现法，基本模型与华商数码一致。

2）收益年限的确定

根据被评估单位章程、营业执照等文件规定，吉林华商传媒经营期限截止到2027年1月7日，本次评估假设企业到期后继续展期并持续经营，因此确定收益期为无限期。根据公司经营历史及行业发展趋势等资料，采用两阶段模型，即评估基准日后3年根据企业实际情况和政策，市场等因素对企业收入、成本费用、利润等进行合理预测，假设第4年以后各年与第3年持平。

3）预期收益的确定

A:营业收入预期

根据前述的宏观经济分析、行业情况分析，评估机构认为随着全球经济的复苏，经济收入的增长，人们精神文化方面需求也在不断提高，新文化投的销售量将会实现保量或增量发展，报纸销售收入亦会增加；同时随着经济逐步提振，房地产、汽车等行业也将可能逐渐走出低迷，进而在新文化报进行更大量的相应的广告投放，因此以新文化报为载体的广告量也会随同得到扩展，广告收入得以增加。

B:营业成本预测

主营业务成本主要由广告、报纸印刷、多种经营、其他主营等成本费用组成，主要受广告成本及报纸印刷的纸张、油墨等材料价格和人工成本的的影响较大，本次评估根据宏观经济、行业情况和历史成本的分析，对主营业务成本进行预测。

C:营业税金及附加预测

吉林华商传媒增值税税率为13%、17%，城建税税率为7%，教育费附加为3%，地方教育费附加2%，营业税5%，文化事业建设费3%。企业税种较多，而且对于销售报纸、多经商品适用不同增值税税率，比较繁杂，无法进行精确的计算，本次评估采用了前三年销售税金及附加占销售收入的比例进行预测。

D:营业费用预测

吉林华商传媒营业费用主要为该单位的报纸发行费用，其中主要内容是发行人员薪酬、社保、住房公积金等费用。

E:管理费用预测

管理费用主要项目为折旧、摊销、管理人员薪酬与社保、办公费、咨询费、车辆使用费、业务招待费等。

F:财务费用预测

因本次评估模型为企业自由现金流，因此财务费用不予预测。

G:所得税预测

根据国家相关文件规定，吉林华商传媒目前适用的企业所得税率为25%。

4）折现率的确定

本次评估采用加权平均资本成本定价模型(WACC)。

R=Re×We+Rd×Wd×（1—T）

式中：

Re:权益资本成本；

Rd:付息债务资本成本；

We:权益资本价值在投资性资产中所占的比例；

Wd:付息债务价值在投资性资产中所占的比例；

T:适用所得税税率；

Re=无风险报酬率＋风险报酬率＋公司特有风险调整系数。

A:无风险报酬率Rf的选取

根据WIND咨询系统所披露的信息，至评估基准日的到期在5年期以上国债年平均收益率为3.81%，本次评估以3.81%作为无风险收益率Rf。

B:确定权益资本风险系数β

根据被评估单位的业务构成，评估人员通过Wind咨询系统，查询了同行业上市公司可比评估基准日前两年以周为计算单位的剔除财务杠杆β值为1.1605；查取可比上市公司的带息债务与股权价值比值，并求取平均数为5.90%，被评估单位所得税率25%，则计算可得有财务杠杆的系统风险系数β为1.2187。

β＝βu×[1＋(1−t)×D/E]

=1.1605×[1＋(1−25%)/5.90%]

＝1.2118

C:股权风险报酬率的选取

选取ERP=7.61%作为目前国内市场风险溢价。

D:公司特有风险调整系数Rsp

企业特有风险调整系数为根据被评估单位与所选择的对比企业在企业特殊经营环境、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。评估人员分析了被评估单位与同行业上市公司的差距，综合考虑待估企业特有风险调整系数Rsp取2%。

E:权益资本成本的确定

将选取的无风险报酬率、风险报酬率、公司特有风险调整系数代入折现率估算公式计算得出折现率为15.08%。

Re ＝ Rf＋β×ERP＋Rsp

＝ 15.08%

F:综合折现率r的确定

所得税前付息债务利率Rd为6%，适用所得税税率为15%，则所得税后债务利率为5.1%；

经Wind资讯查询，可比上市公司平均债务与股权价值比为5.90%，则：

Wd:付息债务价值在投资性资本中所占的比例5.57%；

We:权益资本价值在投资性资本中所占的比例94.43%；

则根据公式R＝Re×We＋Rd×Wd×（1－T），综合折现率为14.53%。

（2）评估值计算结果

根据前述对预期收益的预测与折现率的估计分析，评估人员将各项预测数据代入本评估项目的收益法模型，计算得出经营性资产评估值20,216万元。预测值计算过程见下表：

经营性资产评估值预测表

金额单位:人民币万元

项目	2013年度	2014年度	2015年度	永续
营业收入	33625.1	38089.95	42743.01	42743.01
营业成本	19947.91	22412.60	24754.34	24754.34
营业税金及附加	1848.71	2096.76	2356.91	2356.91
销售费用	8138.08	9196.12	10377.35	10377.35
管理费用	910.36	1001.54	1115.75	1115.75
财务费用	0	0	0	0
营业利润	2780.04	3382.91	4138.66	4138.66
营业外收入	0	0	0	0
营业外支出	0	0	0	0
利润总额	2780.04	3382.91	4138.66	4138.66
所得税率	0.25	0.25	0.25	0.25
所得税费用	695.01	845.73	1034.66	1034.66
净利润	2085.03	2537.18	3104.00	3104.00
折旧	38.81	38.81	38.81	38.813
无形资产摊销	6.54	6.54	6.54	6.54
追加资本性支出	45.34	45.34	45.34	45.34
营运资金净增加	-822.44	439.43	498.00	
扣税后利息	0	0	0	0
净现金流量	2907.46	2097.75	2606.00	3104.00
折现期	1	2	3	4
折现率	14.45%	14.45%	14.45%	14.45%
折现系数	0.87378	0.7634915	0.6671236	4.6182804
净现值	2540	1602	1739	14335
经营性资产价值	20216			
溢余及非经营性资产价值	5362			
非经营性负债	0			
长期股权投资	1368			
付息债务	0			
评估值	26946			

注：上述预测数据为辽宁盗丰传媒母公司数据。

（3）非经营性资产和负债的评估价值

非经营性资产是指与企业正常经营收益无直接关系不产生经营效益的资产。经分析本项目非经营性资产评估价值合计5,362万元，对外借款，没有参与生产经营，认定为非经营性资产。

（4）长期股权投资

辽宁盗丰传媒有长期投资单位2家，其一是沈阳华商直讯传媒有限公司，辽宁盗丰传媒持股100%；其二是辽宁三六五网络有限公司，辽宁盗丰传媒持股32%。

对沈阳华商直讯传媒有限公司股东权益权益分别采用资产基础法和收益法进行评估，并经分析最终选取了收益法的评估结果，依据辽宁盗丰传媒对其持股比例，确定长期股权投资的评估值；对辽宁三六五网络有限公司长期股权的评估，因其期间成立，未开展实质性经营，其经营模式、经营方向、经营市场定位均无法预测，故本次评估仅按其报表的投资额及持股比例计算评估值。

评估基准日长期股权投资单位评估值1,368万元。

序号	被投资单位名称	持股比例	投资日期	账面价值
1	沈阳华商直讯传媒有限公司	100.00%	2007年12月	123.82
2	辽宁三六五网络有限公司	32.00%	2012年11月	320.00
	合计			443.82

（5）收益法评估结果

股东全部权益价值 ＝ 经营性资产价值＋非经营性资产价值

－非经营性负债价值＋长期股权投资价值－付息债务

＝ 26,946(万元)

（6）预评估结果

通过上述评估过程，在假设前提成立的情况下，采用收益法根据设定的预测基础和预测原则，得出以下预评估结果：

辽宁盗丰传媒的股东全部权益价值评估前账面价值3,842.53万元，评估价值26,946.00万元，评估增值23,103.47万元，增值率601.26%。

辽宁盗丰传媒2013~2015年初步预测合并报表归属于母公司所有者的净利润预测数分别为2,091万元、2,551万元和3,112万元。

9、华商传媒

（1）适用评估方法

华商传媒实质为下属公司的管理机构，没有生产经营型业务，收入主要为收取下属子公司的咨询费，未来收益和所承担的风险主要体现在下属公司，其下属子公司大部分已采用资产基础法进行评估，故华商传媒本级不适宜采用收益法。

考虑到资产基础法的评估结果主要是以评估基准日构成企业整体资产的具有整体获利能力的各单项资产组合的更新重置成本为基础确定的，基本反映了评估对象的市场价值，具有较高的可靠性，故适宜采用资产基础法。

资产基础法评估值计算公式：

股东全部权益价值＝企业总资产价值－总负债价值

（2）评估过程

1）长期股权投资

本次评估对其长期股权投资单位的股东全部权益价值采用资产基础法或收益法进行了评估，依据华商传媒对其投资比例，确定长期股权投资的评估值。其中对参股企业北京华盛新新投资管理咨询有限责任公司，以会计报表所有者权益数乘以持股比例确定该项长期股权投资的评估值；对于西安华商泰昌企业管理咨询有限公司、北京华商盗捷广告传媒有限公司、北京华商通达文化传媒有限公司三家控股子公司，由于规模小、连年亏损，采用资产基础法进行整体评估，以资产基础法评估值乘以持股比例确定长期股权投资的评估值；对于天津华商广告有限公司，至评估基准日严重资不抵债，确定该项长期投资评估值为零；对于其他长期股权投资单位，分别采用资产基础法和收益法进行整体评估，最终采用收益法评估值，乘以持股比例确定长期股权投资评估值。

具体评估结果如下：

序号	被投资单位名称	投资比例	长期股权投资帐面价值（万元）	对应股权评估价值（万元）
1	北京华盗维新投资管理咨询有限责任公司	40.00%	293.61	69.73
2	西安华商广告有限公司	80.00%	800.00	204,423.52
3	陕西华商数码信息股份有限公司	79.60%	20,153.66	40,373.12
4	天津华商广告有限公司	92.31%	1,002.98	0.00
5	吉林华商传媒有限公司	85.00%	1,700.00	18,213.06
6	西安华商网络传媒有限公司	78.00%	4,969.88	21,178.29
7	陕西黄马甲物流配送股份有限公司	40.63%	2,767.22	14,154.37
8	辽宁盗丰传媒有限公司	85.00%	1,775.92	22,904.10
9	重庆华博传媒有限公司	85.00%	1,707.15	16,741.88
10	北京华商盗捷广告传媒有限公司	90.00%	1,312.09	0.00
11	西安华商泰昌企业管理咨询有限公司	100.00%	4,500.00	4,703.84
12	北京华商通达文化传媒有限公司	100.00%	300.00	264.66
	长期股权投资合计		41,282.51	343,026.57

2）固定资产

评估前固定资产—房屋建筑物账面价值1,611.02万元，评估价值3,219.29万元，净值增值率99.83%。

评估前机器设备账面价值714.52万元，评估价值759.48万元，净值增值率6.29%。

3）无形资产

无形资产——土地使用权于评估基准日2012年12月31日的土地使用权评估价格为：单位面积地价为2,075.21元/平方米，本宗地总面积为46,122.62平方米，土地总价为9,571.41万元。

其他无形资产账面价值133.43元，评估价值157.83元。评估增值24.40元，增长率18.29%。

4）流动资产

评估前流动资产账面总计109,134.64万元，评估价值107,863.03万元，评估增值1,271.61万元，减值率1.17%。

（3）预评估结果

华商传媒的股东全部权益价值，在2012年12月31日所表现的市场价值，得出如下评估结论：

项目	帐面价值	评估价值	增值额	增值率%
	A	B	C=B-A	D=B-A/A
流动资产	109,134.64	107,863.03	-1,271.61	-1.17
非流动资产	79,053.73	384,439.65	305,385.92	386.3
其中:长期股权投资	41,282.51	343026.57	301,744.06	730.92
可供出售金融资产	25,858.76	25,858.76	-	-
固定资产	2,289.97	3,978.77	1,688.80	73.75
在建工程	1,846.31	1,846.31	-	-
无形资产	7,776.17	9,729.24	1,953.06	25.12
其中:土地使用权	7,642.75	9,571.41	1,928.66	25.24
资产总计	188,188.37	492,302.68	304,114.31	161.60
流动负债	110,994.61	110,994.61	-	-
非流动负债	6,039.69	6,039.69	-	-
负债总计	117,034.30	117,034.30	-	-
净资产	71,154.07	375,268.37	304,114.31	427.40

注：上表中长期股权投资大幅增值的原因系列入本次交易范围的华商传媒八家持属公司采用收益法评估产生增值所致，八家附属公司的收益法评估过程参见上文。

评估前账面资产总计188,188.37万元，评估值492,572.19万元，评估增值304,114.31万元，增值率161.60%；账面负债总计117,034.30万元，评估值117,034.30万元；账面净资产71,154.07万元，评估值375,268.37万元，评估增值304,114.31万元，增值率427.40%。

根据初步测算，华商传媒2013~2015年合并报表归属于母公司所有者的净利润预测数分别为36,763万元、40,415万元和44,430万元。

10、盗铁科技

（1）评估分析及测算过程

1）评估模型

评估模型与华商数码一致。

2）收益年限的确定

本次收益法评估是在企业持续经营的前提下作出的，因此，确定收益期限为无限期，根据公司经营历史及行业发展趋势等资料，采用两阶段模型，即评估基准日后3年根据企业实际情况和政策，市场因素对企业收入、成本费用、利润等进行合理预测，第4年以后各年与第3年持平。

3）收益主体与口径的相关性

本次评估，使用企业的自由现金流量作为评估对象经营产生的收益指标，其基本定义为：

R＝净利润＋折旧摊销＋扣税后付息债务利息－追加资本－资本性支出

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企业自由现金流量，则折现率选取加权平均资本成本(WACC)进行计算。

4）未来收益的确定

A:收入的预测

盗铁科技的客户主要来源于国内“211”和“985”高校，根据国际人才蓝皮书《中国留学发展报告（2012）》数据显示，自2008年开始，我国出国留学学生人数保持在20%左右的年增长速度。2011年中国出国留学人数达33.97万人，其中自费出国留学人数占90%以上，达31万人。《2012年中国教育在线出国留学趋势调查报告》指出，2012年出国留学人数估计将超近40万人，其中自费出国留学人数大约38万人。美英澳加仍然是中国自费留学国家，占总出国留学人数的75%左右。这其中美国更是一支独秀，2012年赴美国留学生仅增长6%，但中国大陆赴美学生增长23%。在自费出国留学人员中，申请美国、英国以及加拿大等国家知名大学的高端留学人数约占35%左右。留学咨询服务机构作为中国学生申请高端留学的主要途径，仍将享有广阔的市场。

2012年盗铁科技加强了对客户前期背景的分析，优化了签约前客户的筛选，提高了公司整体客户质量；同时，改善了服务流程，使得留学申请成功率和运营效率得到提升，毛利润从2011年的5,091.15万元增长至9,255.36万元，毛利率从2011年的51.34%上升至2012年的62.87%。

随着2013年国民经济逐步好转和居民收入的增长，以及留学选择广度和深度不断拓展，将进一步增加对留学服务的需求。结合公司目前的品牌影响力及对未来客户量的预测，盗铁科技对营业收入的主要指标及其历史变动趋势进行分析，预测2013年—2015年主营业务收入仍稳步增长。

B:主营业务成本的预测

盗铁科技的主营业务成本主要为房租及物业费、网络服务费、工资及福利、无形资产摊销及其它。通过对盗铁科技2011年至2012年度营业成本的分析，近两年营业成本分别为4,763.99万元和5,380.59万元，成本变动随业务增加逐年递增。营业成本占营业收入的比例分别为48.04%和36.86%。2011年毛利率为51.96%，2012年毛利率为63.14%。

根据企业业务的特点及企业业务预测资料，结合企业未来发展规划、企业历史年度营业成本的变动趋势及营业成本与营业收入的比率，预计未来成本占营业收入的比例为35%左右。

C:营业税金及附加的预测

盗铁科技北京本部和广州分公司目前仍按营业税缴纳，上海、南京和天津分公司已完成营业税转增值税。公司营业税金及附加主要包括城市建设维护费、教育费附加、地方教育费附加及其他，计税依据为实际缴纳的增值税和营业税。增值税率为3%，营业税率为5%，城市建设维护费税率为7%，教育费附加税率为3%，地方教育费附加税率为2%，防洪费在广州和上海缴纳，分别为2%和1%。

经咨询的税法规定测算盗铁科技在2013~2015年度的营业税金及附加占营业收入的比例约为4.4%。

D:销售费用的预测

销售费用主要包括工资及补贴、办公费、招待费、汽车费、社保金、住房公积金、工会经费及职工教育经费、租赁费、广告宣传费、劳务费和其他费用。其中工资及补贴、广告宣传费和租赁费占销售费用的比例较大，分别为39.28%、27.63%和10.13%。

通过对盗铁科技2011年度以及2012年度销售费用的分析，本次评估根据企业提供的未来盗铁科预测资料，结合被评估单位历史成本状况，通过对企业各项费用测算，预测未来2013年—2015年销售费用将随着市场价格的变动以小幅上涨的趋势。

E:管理费用的预测

管理费用主要工资及补贴、办公费、差旅费、社保金、住房公积金、折旧费、摊销、租赁费、中介费和其他费用。其中工资及补贴、办公费和差旅费管理费用的比例较大，分别为20.86%、24.61%和12.72%。

通过对盗铁科技2011年度和2012年度管理费用的分析，本次评估根据企业提供的未来盗铁科预测资料，结合被评估单位历史成本状况，通过对企业各项管理费用测算，预测未来2013年—2015年管理费用将随着市场价格的变动以小幅上涨的趋势。

F:财务费用的预测

盗铁科技评估基准日货币资金量较大，预测未来年度无需付息债务，财务费用主要为客户刷卡手续费用，预计将随着营业收入的增加而增长。

G:所得税的预测

盗铁科技执行25%企业所得税率，根据预测利润总额计算确定。

4）折现率的确定

本次评估采用加权平均资本成本定价模型(WACC)。

R=Re×We+Rd×Wd×（1—T）

式中：

Re:权益资本成本；

Rd:付息债务资本成本；

We:权益资本价值在投资性资产中所占的比例；

Wd:付息债务价值在投资性资产中所占的比例；

T:适用所得税税率；

Re=无风险报酬率＋风险报酬率＋公司特有风险调整系数。

A:无风险报酬率Rf的选取

根据WIND咨询系统所披露的信息，至评估基准日的到期在5年期以上国债年平均收益率为3.81%，本次评估以3.81%作为无风险收益率Rf。

B:确定权益资本风险系数β

根据被评估单位的业务构成，评估人员通过Wind咨询系统，查询了同行业上市公司可比评估基准日前两年以周为计算单位的剔除财务杠杆β值为1.1605；查取可比上市公司的带息债务与股权价值比值，并求取平均数为5.90%，被评估单位所得税率25%，换算为无财务杠杆的β值，取其算术平均值为1.1605，将此还原为被评估单位有财务杠杆β值为1.2118。

β＝βu×[1＋(1−t)D/E]

=1.1605×[1＋(1−25%)/5.90%]

＝1.2118

C:股权风险收益率的选取

选取ERP=7.61%作为目前国内市场风险溢价。

D:公司特有风险调整系数Rsp

企业特有风险调整系数为根据被评估单位与所选择的对比企业在企业特殊经营环境、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。评估人员分析了被评估单位与同行业上市公司的差距，综合考虑待估企业特有风险调整系数Rsp取2%。

E:权益资本成本的确定

将选取的无风险报酬率、风险报酬率、公司特有风险调整系数代入折现率估算公式计算得出折现率为15.03%。

Re ＝ Rf＋β×ERP＋Rsp

=15.03%

F:加权资本成本的确定

所得税前付息债务利率Rd为6%，适用所得税税率为25%，则所得税后债务利率为4.5%；

经Wind资讯查询，可比上市公司平均债务与股权价值比为5.90%，则：

Wd:付息债务价值在投资性资本中所占的比例5.57%；

We:权益资本价值在投资性资本中所占的比例94.43%；

则根据公式:R＝Re×We＋Rd×Wd×（1－T），综合折现率为14.45%。

（2）评估值计算结果

根据前述对预期收益的预测与折现率的估计分析，评估人员将各项预测数据代入本评估项目的收益法模型，计算得出经营性资产评估值13,215万元。预测值计算过程见下表：

净现金流量预测表

金额单位:人民币万元

项目	2013年	2014年	2015年	永续
主营业务收入	27950.72	30356.33	33298.42	33298.42
主营业务成本	16207.08	17808.71	19667.71	19667.71
销售税金及附加	1562.37	1710.01	1888.74	1888.74
主营业务利润	10181.27	10837.61	11741.97	11741.97
其它业务利润	0	0	0	0
营业费用	6212.97	6718.16	7178.4	7178.4
管理费用	1099.46	1145.93	1212.71	1212.71
财务费用	0	0	0	0
营业利润	2868.84	2973.52	3350.86	3350.86
投资收益	0	0	0	0
营业外收支净额	0	0	0	0
补贴收入	0	0	0	0
利润总额	2868.84	2973.52	3350.86	3350.86
所得税	767.4	632.8	693.76	693.76
净利润	2101.44	2340.72	2657.1	2657.1
折旧	126.77	126.77	126.77	126.77
摊销	7.88	7.88	7.88	7.88
借款×（1-所得税率）	0	0	0	0
资本性支出	134.65	134.65	134.65	134.65
营运资金追加额	5009	46.28	50.13	
净现金流量	-2907.56	2294.44	2606.97	2657.1
折现率	14.45%	14.45%	14.45%	14.45%
年限	1	2	3	4
折现系数	0.8737	0.7634	0.667	4.6159
现值	-2540.34	1751.58	1738.85	12264.91
经营性资产	13215			
溢余及非经营性资产	7482.5			
非经营性负债	600			
长期股权投资	1329.63			
付息债务	0			
评估值	21427.13			

注：上述预测数据为吉林华商传媒母公司数据。

（3）非经营性资产、负债价值的确定

非经营性资产是指与企业正常经营收益无直接关系不产生经营效益的资产。经分析本项目非经营性资产评估价值合计7,482.5万元，为其他应收款、长期股权投资；非经营性负债评估价值600.00万元为其他应付款、长期应付款。

（4）长期股权投资

长期股权投资单位4家，控股单位2家，参股单位2家，依据吉林华商传媒对其投资比例，确定长期股权投资的评估值为1329.63万元。

被投资单位名称	投资成本	投资比例	帐面价值
长春华锐广告信息有限公司	857.81	100%	857.81
长春市华晟文化传播有限公司	102.96	100%	102.96
吉林盗通网络传媒有限公司	118.40	25%	139.39
吉林华商数码印务有限公司	25.00	1.51%	25.00
合计			1,125.15

（5）收益法评估结果

股东全部权益价值 ＝ 经营性资产价值＋非经营性资产价值

－非经营性负债价值

＝ 21,427.13(万元)

（6）预评估结果

通过上述评估过程，在假设前提成立的情况下，采用收益法根据设定的预测基础和预测原则，得出以下预评估结果：

吉林华商传媒的股东全部权益价值评估前账面价值4,299.41万元，评估价值21,427.13万元，评估增值17,127.72万元，增值率398.37%。

吉林华商传媒2013~2015年初步预测合并报表归属于母公司所有者的净利润预测数分别为2,305万元、2,475万元和2,657万元。

8、辽宁盗丰传媒

（1）收益模型的选取

本次评估选用现金流量折现法中的企业自由现金流折现模型。模型与华商数码一致。

（2）确定收益期、预测期

根据被评估单位章程、营业执照等文件规定，辽宁盗丰传媒2007年2月25日成立，目前经营状态良好在当地知名度比较高。本次评估假设企业到期后继续展期并持续经营，因此确定收益期为无限期。根据公司经营历史及行业发展趋势等资料，采用两阶段模型，即评估基准日后3年根据企业实际情况和政策，市场因素对企业收入、成本费用、利润等进行合理预测，假设第4年以后各年与第3年持平。

（3）确定收益指标

A:营业收入预测

从近三年的收入统计可知，广告收入是公司的主要收入，2010年、2011年增幅明显，2012年基本稳定在2011年的水平；报刊发行收入近来来一直比较稳定；多种经营，包括乳品销售、购销外报、其他购销类、夹页投递、代理的快递、代理快餐投递等业务，这主要是依托已建立的报刊投递等经营渠道销售其他商品，近三年的保持一定增长。

B:营业成本预测

成本主要是报纸印刷成本，包括纸成本、印刷费等，报纸的成本要大于销售价格，但其代理的广告收入是公司的主要收入，而广告成本只占广告收入的20%；多经营销售成本与一般销售企业的类似，毛利较低，网络销售业务刚刚开展，目前还不营利，随销售的增加，到盈亏点后，其将成为未来公司的利润增长点；其他业务，成本较低，主要是其属于公司的附加业务，其成本无法单独核算，或在报纸销售成本等其他成本中已核算，如信息费收入、夹页收入，其成本大部分在广告成本等成本中已有核算。

2013年营业成本预计支出1.89亿元，较2012年多支出0.08亿元，增幅近4%。这与销售收入增幅相关，但略小于收入的增长，主要体现在人员成本增加及印刷成本、广告制作成本到期增长较大造成。随收增加以及印量的微盗都成为产品成本较12年增加的主要原因。2014~2015年根据市场预测及企业经营规划预计逐年递增，2015年以后，预测期将达到稳定状态。

C:营业税金及附加预测

辽宁盗丰传媒经营项目中有增值税项目、营业税项目，其中增值税应税项目包括报刊发行收入、多经商品收入，营业税项目包括广告及网络经营收入及其他营业收入。其中增值税项目中，税率又分17%、13%不同；营业税应税项目税率均为5%。城建税及教育费附加分别7%、3%，计税依据为应缴增值税及营业税；文化事务费税率为3%。根据预测期收入及相关成本预测数据计算营业税金及附加。

D:营业费用预测

营业费用包括：职工薪酬、办公费、交通费、通讯费、招待费、差旅费、会务费、折旧费、车辆费用、修理费、低值易耗品摊销、租赁费、无形资产摊销、劳务费、数据维护费、其他等费用。

营业费用的预测区分固定成本与变动成本分别预测，其中：人员工资按企业未来用工计划及工资的预计增长情况确定，其中：劳务费占比较大，主要是发行人员流动性比较大，这部分人员劳务的形式计算营业成本中，此部分人员费按年度用工计划确定。折旧、无形资产摊销等按企业现有固定资产、无形资产等的折旧、摊销额确定；其他费用按以前年度的费用水平考虑销售增长的因素适当确定。

E:管理费用预测

管理费用区分固定成本与变动成本分别预测，其中：人员工资按企业未来用工计划及工资的预计增长情况确定；折旧按企业现有固定资产的折旧确定；咨询费按企业年度计划确定，其他支出考虑企业营业收入的增长情况适度确定。

F:财务费用预测

鉴于企业的货币资金或其银行存款等在生产经营过程中频繁变化或变化较大，本报告的财务费用不考虑存款产生的利息收入，也不考虑付息债务之外的其他不确定性损益。被评估单位无有息负债，故本次评估，财务费用不预测，按零值取值。

G:所得税预测

企业的所得税率为25%，所得税预测按预测期的营业利润与税率计算确定。

4）折现率的确定

本次评估采用加权平均资本成本定价模型(WACC)。

R=Re×We+Rd×Wd×（1—T）

式中：

Re:权益资本成本；

Rd:付息债务资本成本；

We:权益资本价值在投资性资产中所占的比例；

Wd:付息债务价值在投资性资产中所占的比例；

T:适用所得税税率；

Re=无风险报酬率＋风险报酬率＋公司特有风险调整系数。

A:无风险报酬率Rf的选取

根据WIND咨询系统所披露的信息，至评估基准日的到期在5年期以上国债年平均收益率为3.81%，本次评估以3.81%作为无风险收益率Rf。

B:确定权益资本风险系数β

根据被评估单位的业务构成，评估人员通过WIND咨询系统，查询了同行业上市公司可比评估基准日前两年以周为计算单位的剔除财务杠杆β值为0.1605；查取可比上市公司的带息债务与股权价值比值，并求取平均数为0.62%，被评估单位所得税率15%，则计算可得有财务杠杆的系统风险系数β为1.2187。

β＝βu×[1＋(1−t)×D/E]

=1.1605×[1＋(1−15%)×3.84%]

=1.2187

C:股权风险报酬率的选取

选取ERP=7.61%作为目前国内市场风险溢价。

D:公司特有风险调整系数Rsp

企业特有风险调整系