股票简称:山东钢铁　证券代码:600022　编号:2013-040

山东钢铁股份有限公司第四届董事会第十五次(临时)会议决议公告

本公司董事会及全体董事保证本公告内容不存在任何虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏,并对其内容的真实性、准确性和完整性承担个别及连带责任。

山东钢铁股份有限公司第四届董事会第十五次(临时)会议,于2013年11月26日上午以通讯方式召开。应到董事8名(其中包括独立董事3名),亲自出席董事8名,分别为:任浩先生、陈启祥先生、崔聚荣先生、陈同阳先生、毕志超先生、迟京东先生、平晓峰先生、王爱国先生。公司监事、高级管理人员和有关部门负责人列席了会议。会议的召开程序符合《公司法》和《公司章程》的有关规定。

会议由公司董事长任浩先生主持,审议并通过了《关于转让济钢集团国际贸易有限责任公司及山东莱钢国际贸易有限公司股权的议案》。

为益活公司存量资产,提高资源利用效率,公司拟以公开挂牌竞价方式转让所持济钢集团国际贸易有限责任公司(以下简称"济钢国贸")80%股权,山东莱钢国际贸易有限公司(以下简称"莱钢国贸")100%股权。《详见刊登于上海证券交易所网站(www.sse.com.cn)的《山东钢铁股份有限公司出售资产公告》,公告编号:2013-041)。

表决结果:同意8票,反对0票,弃权0票。

山东钢铁股份有限公司董事会
二〇一三年十一月二十七日

股票简称:山东钢铁　证券代码:600022　编号:2013-041

山东钢铁股份有限公司关于出售资产的公告

本公司董事会及全体董事保证本公告内容不存在任何虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏,并对其内容的真实性、准确性和完整性承担个别及连带责任。

重要内容提示:

●交易简要内容:公司拟以公开挂牌竞价方式出售所持济钢集团国际贸易有限责任公司(以下简称"济钢国贸")80%的股权和山东莱钢国际贸易有限公司(以下简称"莱钢国贸")100%的股权。

●公司的关联方山东钢铁集团国际贸易有限公司有意参加本次公开挂牌的竞价,若竞买成功,本次交易将构成关联交易。

●本次交易未构成重大资产重组。

●交易实施不存在重大法律障碍。

●本次交易已经公司第四届董事会第十五次(临时)会议审议通过。

一、交易概述

(一)交易的基本情况

公司拟将所持济钢国贸80%的股权和莱钢国贸100%的股权通过公开挂牌竞价方式进行出售。其中:

济钢国贸股东全部权益价值于评估基准日2013年9月30日的评估结果为11,000.00万元,较账面净资产增值额为5,488.64万元,增值率为99.59%。本公司所持80%股权为8,800万元;

莱钢国贸股东全部权益价值于评估基准日2013年9月30日的评估结果为49,600.00万元,较账面净资产增值额为42,729.49万元,增值率为621.93%。本公司所持100%股权为49,600.00万元。

(二)履事会审议情况

公司第四届董事会第十五次(临时)会议审议通过了《关于转让济钢集团国际贸易有限责任公司及山东莱钢国际贸易有限公司股权的议案》,表决结果:8票同意、0票反对、0票弃权。

(三)交易生效尚需履行的审批及其他程序

本次交易经公司董事会决议通过后即可通过产权交易机构公开挂牌出售。

二、交易各方情况介绍

上述资产以公开挂牌竞价的方式进行交易,尚不能确定最终交易对象。

公司的关联方山东钢铁集团国际贸易有限公司有意参加本次公开挂牌的竞价,若竞买成功,本次交易将构成关联交易。

(一)山东钢铁集团国际贸易有限公司

1.基本情况

公司名称:山东钢铁集团国际贸易有限公司

注册地址:济南市高新区舜华路2000号舜泰广场4号楼19层

注册资本:人民币壹亿元整

实收资本:人民币壹亿元整

法定代表人:闫福旋

公司类型:有限责任公司(法人独资)

2.经营范围:钢铁生产原料、钢铁产品及其副产品销售、代理、仓储(不含危险化学品)和初步加工;进出口业务。

3.基本情况:经山东省国资委批复同意,由山东钢铁集团有限公司独家出资1亿元人民币设立,于2013年11月25日新成立。

4.本公司与山东钢铁集团国际贸易有限公司在产权、业务、资产、债权债务、人员等方面保持独立。

5.山东钢铁集团有限公司(山东钢铁集团国际贸易有限公司的控股股东)最近一年主要财务数据

截止2012年12月31日,山东钢铁集团有限公司资产总额17,196,499.75万元,股东权益3,919,954.52万元;2012年实现营业收入11,668,222.05万元,净利润-464,920.50万元。

三、交易标的基本情况

(一)交易标的

1.交易标的的名称和类别

本公司所持济钢国贸80%的股权和莱钢国贸100%的股权。

2.权属状况说明

本次交易标的产权清晰,不存在抵押、质押及其他任何限制转让的情况,不涉及诉讼、仲裁事项或查封、冻结等司法措施,不存在妨碍权属转移的其他情况。

3.相关资产运营情况的说明

①济钢国贸基本情况

(1)注册情况

公司名称:济钢集团国际贸易有限责任公司

注册地址:济南市历城区工业北路21号

注册资本:人民币叁仟万元整

实收资本:人民币叁仟万元整

法定代表人:王向东

公司类型:其他有限责任公司

(2)经营业务范围

进出口业务;国际货运代理;经济贸易咨询;钢材、矿石矿粉、焦煤、化工产品、金属材料、化肥、建筑材料、机械设备、电子产品的批发、零售;废旧物资回收(不含报废汽车、境外可利用废物、危险废物的回收)(为实现双方提供贸易机会的中介代理;翻译服务。

(3)历史沿革

济钢国贸系由济钢集团有限公司和济钢集团重工机械有限公司共同出资组建,于1999年9月3日经济南市工商行政管理局批准成立,取得370100000024495号企业法人营业执照。注册资本为3,000万元,其中,济钢集团有限公司持股比例为80%,济钢集团重工机械有限公司持股比例为20%。

2002年10月16日,济钢集团有限公司与济南钢铁股份有限公司签订了《股权转让协议书》,将其所持有的济钢国贸80%的股权转让给济南钢铁股份有限公司。

2012年3月20日,济钢国贸控股股东济南钢铁股份有限公司发布公告,公司名称变更为山东钢铁股份有限公司,济钢国贸成为山东钢铁股份有限公司控股子公司。

④基准日股权结构

序号	股东名称	股本(万元)	股权比例(%)
1	山东钢铁股份有限公司	2,400.00	80%
2	济钢集团重工机械有限公司	600.00	20%
	合　计	3,000.00	100%

⑤济钢集团重工机械有限公司放弃优先受让权。

⑥历年来经营情况

金额单位:人民币万元

项目	2012年12月31日	2013年9月30日
资产总额	473,459.02	723,849.51
负债总额	467,971.35	718,338.15
所有者权益	5,487.68	5,511.36
项目	2012年度	2013年1—9月
营业收入	1,173,190.77	706,505.28
营业利润	-265.39	-17.70
净利润	-289.20	23.68
扣除非经常性损益后的净利润	-289.20	23.68

以上数据均为莱钢国贸母公司数据,2012年及2013年1—9月数据皆由瑞华会计师事务所(特殊普通合伙)审计,瑞华会计师事务所(特殊普通合伙)具有从事证券、期货业务资格。

(2)莱钢国贸基本情况

①注册情况

公司名称:山东莱钢国际贸易有限公司

注册地址:青岛市市南区东海路39号

注册资本:人民币陆仟万元整

实收资本:人民币陆仟万元整

法定代表人:王绍强

公司类型:有限责任公司(法人独资)

②经营业务范围

一般经营项目:自营和代理各类商品及技术的进出口业务(国家限制经营或禁止进出口的商品及技术除外);经营进料加工和"三来一补"业务;经营对销贸易和转口贸易;批发零售:农畜产品、纺织品、服装、日用品、文化体育用品及器材、矿产品、建材及化工产品、机械设备、五金交电及电子产品(涉及前置审批项目限分支机构经营)。

③历史沿革

莱钢国贸于2001年8月23日成立,注册资本6000万元,莱芜钢铁集团有限公司出资4900万元,出资比例81.66%;莱芜钢铁集团经贸有限公司出资100万元,出资比例1.67%;莱芜钢铁股份有限公司出资1000万元,出资比例16.67%。2005年8月29日,莱芜钢铁集团经贸有限公司将所持莱钢国贸1.67%股权全部转让给莱芜钢铁集团有限公司,转让后莱芜钢铁集团有限公司合计出资5000万元,出资比例83.33%,莱芜钢铁股份有限公司出资1000万元,出资比例16.67%。

2012年3月,济南钢铁股份有限公司换股吸收合并莱芜钢铁股份有限公司、发行股份收购莱芜钢铁集团有限公司所持有的莱钢国贸83.33%的股份,后更名为山东钢铁股份有限公司,至此,莱钢国贸成为山东钢铁股份有限公司的全资子公司。

④基准日股权结构

序号	股东名称	股本(万元)	股权比例(%)
1	山东钢铁股份有限公司	6,000.00	100%
	合　计	6,000.00	100%

⑤历年来经营情况

金额单位:人民币万元

项目	2012年12月31日	2013年9月30日
资产总额	608922.68	745944.29
负债总额	593383.16	747756.20
所有者权益	15539.52	26260.11
资产负债率	97.45%	96.61%
项目	2012年度	2013年1—9月
营业收入	724507.45	745944.29
营业利润	3514.63	11805.00
净利润	2843.63	10928.33
扣除非经常性损益后的净利润	2843.63	10928.33

以上数据均为莱钢国贸合并数据,2012年及2013年1—9月数据皆由瑞华会计师事务所(特殊普通合伙)审计,瑞华会计师事务所(特殊普通合伙)具有从事证券、期货业务资格。

(二)交易标的评估情况

1.济钢国贸

公司委托具有从事证券业务资格的万隆(上海)资产评估有限公司对拟出售的济钢国贸资产进行了评估,并出具了《山东钢铁股份有限公司拟转让济钢集团国际贸易有限责任公司股权项目资产评估报告》(万隆评报字(2013)第1255号),济钢国贸股东全部权益价值于评估基准日2013年9月30日的评估结果如下:

1.1资产基础法评估结果

①总资产:账面值为7,238,495,082.03元,评估值7,247,180,308.78元,增值8,685,226.75元,增值率为0.12%。

②负债:账面值为7,183,381,492.03元,评估值7,183,381,492.03元,增值0.00元,增值率为0.00%。

③净资产:账面值为55,113,590.00元,评估值为63,798,816.75元,增值8,685,226.75元,增值率为15.76%。

资产评估结果汇总表

金额单位:人民币万元

评估基准日:2013年9月30日

项目	账面值	评估值	增减额	增减率%
	A	B	C=B-A	D=C/A
流动资产	723,564.44	724,283.18	718.74	0.10
非流动资产	285.07	434.85	149.78	52.54
其中:可供出售金融资产				
持有至到期投资				
长期应收款				
长期股权投资	20.00	21.10	1.10	5.50
投资性房地产				
固定资产	85.39	413.75	328.36	384.54
房屋建筑物	28.37	349.11	320.75	1,130.77
机器设备	57.02	64.64	7.61	13.35
在建工程				
无形资产				
土地使用权				
长期待摊费用				
递延所得税资产	179.69	0.00	-179.69	-100.00
资产总计	723,849.51	724,718.03	868.52	0.12
流动负债	718,338.15	718,338.15	0.00	0.00
长期负债				
负债总计	718,338.15	718,338.15	0.00	0.00
净资产	5,511.36	6,379.88	868.52	15.76

1.2市场法评估结果

市场法评估结果为人民币大写壹亿壹仟万元(CNY11,000.00万元)。

1.3评估结论

本次评估采用资产基础法和市场法评估结果存在差异,如下表(金额单位:万元):

评估方法	账面净资产	评估值	增减额	增减率%
市场法	5,511.36	11,000.00	5,488.64	99.59
资产基础法	5,511.36	6,379.88	868.52	15.76
差异	0.00	4,620.12	4,620.12	

因市场法评估结果较资产基础法评估结果更能体现企业价值的市场价值,故本次评估结论采用市场法评估结果。济钢国贸于本次评估基准日采用市场法的股东全部权益评估值为大写人民币壹亿壹仟万元(CNY11,000.00万元)。

1.4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。

由于可比上市公司的经营和财务数据的公开性比较强且比较客观,具有较好的操作性。结合本次资产评估的对象、评估目的和所收集的资料,评估人员采用上市公司比较法。

目前,在沪深交易所A股有上市公司近2500家,交易活跃,截至2012年12月31日止,总市值23.04万亿元,平均市盈率17.1倍。

日期	上市公司总数	总市值(亿元)	流通股本(亿股)	流通市值(亿元)	投资者开户总数(万户)	平均市盈率	A股平均市盈率	股票、基金累计成交金额(亿元)	A股累计成交金额(亿元)
2012/12/31	2,494	230,357	24,778	181,658	21,083	17.1	12.3	322,707	313,715

数据来源:Wind资讯

在沪深交易所上市的公司涉及各行各业,且其财务信息披露日益完善,上市公司比较法应用的外部条件已基本成熟。

由于市场法的上市公司比较法中,可比公司都是上市公司,因此可以计算其股权的市场价值,便于进行市场价值的"对比分析"和计算价值比率。

又由于可比公司是上市公司,财务数据和其他信息数据容易获得,信息渠道合法,信息可靠性较高,便于进行相关财务分析。故采用市场法的上市公司比较法,对股权价值进行评估是可行的,其评估结果往往也反映了市场供需关系对股权价值的影响。

1.4.1选取对比公司

由于被评估企业是一家非上市公司,因此不能直接确定其市场价值,也无法直接计算其风险回报率等重要参数。为了能估算出该公司的市场价值、经营风险的折现率,我们采用在国内上市公司中选用对比公司并通过分析对比公司的方法确定委估企业的经营风险和折现率等因素,选择对比公司是指根据被评估企业的经营业务及其特点,在上市公司中选取与其"相似"或"相近"的上市公司作为对比公司。选取对比公司的标准一般包括:

①经营业务相同或相似;

②企业经营规模相近、产品、服务地域相似;

③近年经营业绩相似、资本结构相近;

④评估基准日近期股票交易活跃、平稳,没有非正常的价格波动;

⑤经营业务成熟度相似。

根据上述五项原则,我们选取了以下3家上市公司作为对比公司:

对比公司一:中成股份

中成进出口股份有限公司,股票简称:中成股份,股票代码:000151。该公司股票于2000年9月6日在深圳证券交易所正式挂牌上市交易。

公司经营范围:中成成套设备进出口、中成一般商品进出口。所属行业为商业贸易—贸易Ⅱ—贸易Ⅲ。

对比公司二:江苏国泰

江苏国泰国际集团国贸股份有限公司,股票简称:江苏国泰,股票代码:002091。该公司股票于2006年12月8日在深圳证券交易所正式挂牌上市交易。

公司经营范围:国泰纺织品进出口、国泰服装进出口、国泰化工进出口、国泰机电进出口、国泰轻工进出口、国泰玩具进出口。所属行业为商业贸易—贸易Ⅱ—贸易Ⅲ。

对比公司三:五矿发展

五矿发展股份有限公司,股票简称:五矿发展,股票代码:600058。该公司股票于1997年5月28日在上海证券交易所正式挂牌上市交易。

公司经营范围:北京香格里拉饭店、五矿钢铁产品进出口、五矿铬矿、五矿铬铁、五矿焦炭、五矿冷轧卷板、五矿煤炭进出口、五矿锰矿、五矿热轧卷板、五矿铁矿砂、五矿矿粉。所属行业为商业贸易—贸易Ⅱ—贸易Ⅲ。

1.4.2收集对比公司有关资料

目前,最好的收集对比公司资料的途径就是Wind资讯提供的数据系统,被选定为对比公司的上市公司的财务报告、评估基准日交易价格数据和其他有关资料。

1.4.3财务报表的调整及非经营性资产的处理

为了能使被评估企业和对比公司财务数据具有更好的可比性,需要对被评估企业和对比公司的财务报表数据进行调整,滤除由于特殊事项和由于公司所采用的会计政策不同对财务数据的影响。财务报表的调整项主要包括由于以下会计政策不同所可能产生的财报表数据的影响:

①销售收入的确认原则;

②应收账款的坏账确认及准备金计提比例;

③存货的记账原则;

④折旧摊销政策;

⑤非经营性费用。

所谓非重复费用是指由于某年的特殊事项引起的费用,如由于天灾的损失、罚款支出、出售固定资产收入等。将非重复性费用从损益表或资产负债表中调整出,屏除其可能产生的影响。

⑥非经营性资产

非经营性资产包括两部分组成,其一是多于生产经营需要的资产,其二为与主营生产经营业务没有直接关系的资产。一般认为任何企业的资产均应该发挥其最大的作用,为企业产生最大的经济效益,如果企业有某些资产不能发挥其最大效益,则被认为是非经营性资产而需要根据具体情况进行处理。经常被认为是非经营性资产的事项包括:

A.多余的现金或现金等价物

现金或现金等价物包括银行存款、短期证券投资等。现金是生产经营所必需的,因此保持一定数量的现金和银行存款是必要的,但如果现金和银行存款过高则表明企业的现金和现金等价物没有被充分利用而被视为非经营性资产。"多余"的标准没有统一标准,需要根据具体案例确定。在国外有些评估机构甚至将全部现金和现金等价物都视为非经营性资产处理。短期投资是暂时闲置资金,可以被认为是多余现金。长期投资通常是对另外一个独立公司的投资,该独立公司可能为其他行业的公司或虽然在同一行业,但经营规模等不同。因此长期投资一般被处理为非经营性资产。

B.在建工程

在建工程是正在建设但还未发挥生产效能的资产,因而可以将其视为非经营性资产。

C.其他非经营性资产

其他非经营性资产包括投资性房地产、持有到期投资等。非经营性资产采用如下处理方式:首先将非经营性资产从财务报表中去除,待最后评估结果得出后再将非经营性资产加回去得出最终评估结果。

1.4.4财务比率分析

为了对比、分析被评估企业与对比公司之间的"可比性",评估师进行了必要的财务比率分析。这些比率分析包括:

1)资产流动性比率(Liquidity Ratio)

资产流动性比率是用来衡量企业资产偿还债务的能力的指标,资产的流动性越强,其偿还债务的能力相对就强,其财务风险相对就较小;风险小、价值就高。短期流动资产的比率包括:

流动比率=流动资产/流动负债

速动比率=(现金及现金等价物+应收款+应收票据等)/流动负债

2)经营性比率(Activity Ratio)

经营性比率是用来衡量企业使用其资产创造价值的效率,经营性比率高,说明企业更有效地利用其资产创造价值。经营性比率包括:

应收账款周转率=销售收入(=销售收入)/平均应收账款余额

存货周转率=销售成本/平均存货余额

营运资金周转率=销售收入/平均营运资金

固定资产周转率=销售收入/平均固定资产净值

总资产周转率=销售收入/平均资产总额

3)财务杠杆比率(Leverage Ratio)

财务杠杆比率是衡量企业是否合理地利用自有资本和借贷资本,自有资本和借贷资本比率是否恰到好处的指标,这些指标包括:

资产负债比率=总负债/总资产

所有者权益总资产比率=所有者权益/总资产

长期负债总资产比率=长期负债/总资产

所有者权益债权比率=所有者权益/债权

4)偿债能力比率(Coverage Ratio)

偿债能力比率是用来衡量企业经营收益能否偿还本期债务的指标,这些指标包括:

已获利息倍数=税息前收益/利息支出

资产负债率=总负债/总资产

股权负债比率=股权/负债

5)收益能力比率(Profitability Ratio)

收益能力比率是反映企业经营获利能力的指标,收益能力指标包括:

股权回报率=净利润/平均股权值

每股收益每股净资产比率=每股收益/每股账面净资产

总投资回报率=(净利润+利息×(1-所得税率))/(期初股权+债权)+(期末股权+债权))/2

总资产回报率=(净利润+利息×(1-所得税率))/(期初总资产+期末总资产)/2

6)预期增长比例(Growth Rate)

预期增长比例是对企业未来发展的预期,包括:

销售收入增长比例;

税息前利润(EBIT)增长比例;

税息折旧摊销前(EBITDA)增长比例;

净资产增长比例。

在上述比率中评估师根据需要选择其中部分或全部比率指标进行分析对比。

1.4.5选择计算价值比率乘数(Multiples)

所谓价值比率乘数是指企业价值与其经营收益能力指标或资产指标的一个比率倍数。比较常用的比率乘数包括如下几类比率乘数:

1)收益类比率乘数

收益类比率乘数是在企业价值与其收益类指标之间建立的比率乘数。这些比率乘数有:

①销售收入比率乘数(Revenue Multiple)

企业价值销售收入比率乘数=(企业股权市场价值+债权市场价值)/销售收入

②息税前收益(EBIT)比率乘数=(企业股权市场价值+债权市场价值)/EBIT

③息税折旧摊销前收益(EBITDA)比率乘数(EBITDA Multiple)(息税前收益(EBITDA)比率乘数=(企业股权市场价值+债权市场价值)/EBITDA)

2)资产类比率乘数

资产类比率乘数是在企业价值与其资产类指标之间建立的比率乘数。常用的资产类比率乘数包括:

①总资产比率乘数(Asset Multiple)

企业价值总资产比率乘数=(企业股权市场价值+债权市场价值)/总资产账面值

②净资产比率乘数(Net Asset Multiple)

股权净资产比率乘数=企业股权市场价值/净资产账面值

股权净资产比率乘数有时也可以为股票交易价格/每股净资产。

经计算,各对比公司的比率乘数如下表:

计算时间	对比公司名称	NOIAT	EBIT		EBITDA		销售收入
		比率乘数	NOIAT/EBIT(=)	比率乘数	NOIAT/EBITDA(=)	比率乘数	比率乘数
最近一年	中成股份	21.80	81.55%	17.78	76.55%	16.69	1.37
	江苏国泰	24.76	86.58%	21.43	77.59%	19.21	0.91
	五矿发展	43.18	-416.26%	-179.73	106.39%	45.94	0.18

其中:表中的最近年是指评估基准日前一年,即2012年9月30日-2013年9月30日。

根据对经营风险的差异和企业发展的不同期间的情况,对比公司比率乘数修正系数如下表:

NOIAT比例乘数计算表

计算时间	对比公司名称	对比公司折现率	目标公司折现率	对比公司NOIAT长期增长率	目标公司NOIAT长期增长率	风险因素修正	增长率修正	NOIAT比率乘数修正前	对比公司比率乘数倒数	比率乘数修正后	比率乘数取值
最近一个会计年度	中成股份	15.11%	17.33%	0.00%	0.00%	2.22%	0.00%	21.80	0.05	14.69	8.53
	江苏国泰	12.43%	14.76%	13.59%	0.00%	2.33%	13.59%	24.76	0.04	5.01	
	五矿发展	8.40%	9.45%	13.59%	0.00%	1.05%	13.59%	43.18	0.02	5.90	

EBIT比例乘数计算表

计算时间	对比公司名称	NOIAT/EBIT(=)	对比公司折现率	目标公司折现率	对比公司EBIT@增长率	目标公司EBIT@增长率	风险因素修正	增长率修正	EBIT比率乘数修正前	对比公司比率乘数倒数	比率乘数修正后	比率乘数取值
最近一个会计年度	中成股份	81.6%	18.53%	21.25%	0.00%	0.00%	2.73%	0.00%	17.78	0.06	11.98	8.19
	江苏国泰	86.6%	14.35%	17.05%	13.59%	0.00%	2.70%	13.59%	21.43	0.05	4.77	
	五矿发展	-416.3%	-2.02%	-2.27%	13.59%	0.00%	-0.25%	13.59%	-179.73	-0.01	7.82	

EBITDA比例乘数计算表

计算时间	对比公司名称	NOIAT/EBITDA(=)	对比公司折现率	目标公司折现率	对比公司EBITDA增长率	目标公司EBITDA增长率	风险因素修正	增长率修正	EBIT-DA比率乘数修正前	对比公司比率乘数倒数	比率乘数修正后	比率乘数取值
最近一个会计年度	中成股份	76.6%	19.74%	22.64%	0.00%	0.00%	2.90%	0.00%	16.69	0.06	11.24	7.27
	江苏国泰	77.6%	16.01%	19.02%	13.59%	0.00%	3.01%	13.59%	19.21	0.05	4.59	
	五矿发展	106.4%	7.90%	8.89%	13.59%	0.00%	0.99%	13.59%	45.94	0.02	5.97	

销售收入比例乘数计算表

计算时间	对比公司名称	对比公司折现率	目标公司折现率	对比公司销售收入长期增长率	目标公司销售收入长期增长率	风险因素修正	增长率修正	销售收入比率乘数修正前	对比公司比率乘数倒数	比率乘数修正后	比率乘数取值
最近一个会计年度	中成股份	15.11%	17.33%	0.00%	0.00%	2.22%	0.00%	1.37	0.73	1.33	0.77
	江苏国泰	12.43%	14.76%	13.59%	0.00%	2.33%	13.59%	0.91	1.10	0.79	
	五矿发展	8.40%	9.45%	2.47%	0.00%	1.05%	0.00%	0.18	5.46	0.18	

序号	资产类比率乘数:	对比公司名称	最近12个月比率乘数
1	总资产比率乘数	中成股份	0.93
		江苏国泰	2.50
		五矿发展	0.67
2	净资产比率乘数	中成股份	2.49
		江苏国泰	4.03
		五矿发展	1.68

1.4.6被评估企业价值估算

我们通过比率乘数系数修正方式对对比公司的各类比率乘数进行了修正,然后选择了一个修正后的综合对比公司比率乘数作为被评估企业的比率乘数并将其应用到被评估企业中,即:采用上述的比率乘数修正系数修正被评估企业的相应比率乘数后可以通过以下方式得到被评估企业的股权价值:

被评估企业比率乘数=对比公司比率乘数×修正系数P

被评估企业全投资市场价值=被评估企业比率乘数×被评估企业相应财务参数

被评估企业股权价值=被评估企业全投资市场价值-负息负债

被评估企业经营性资产构成的股权价值=(被评估企业股权价值-被评估公司经营场地的评估值-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)×(1-缺少流通折扣率)

被评估企业股权公允价值=被评估企业经营性资产构成的股权价值+非经营性资产

根据上述公式,分别估算出不同比率乘数下的被评估企业的价值。不同比率乘数下估算的被评估企业价值计算表详见市场法附表。

其中:

①负息负债的估算

基准日前一年的付息债务按照2013年9月30日的付息债务确定。

②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的估算

市场法评估企业价值时,采用盈利类和收入类的价值比率会使交易者更多的关注被评估企业的损益表,忽视被评估企业的资产负债表。市场法评估结论的营运资金需求量调整就是针对上述情况设定的一个必要步骤,其核心就是要明确在采用盈利类和收入类的价值比率估算企业价值时,实际应该隐含被评估企业应该具有的最低营运资金水平。当被评估企业不具有最低营运资金水平时需要进行相应调整。

被评估企业营运资金估算方法:

营运资金年需求量=年度预测付现成本、费用合计-营运资金年综合周转次数

营运资金年综合周转次数=360/(存货周转天数+应收账款周转天数-预收账款周转天数+预付账款周转天数)

济钢国贸主要经营模式为矿石进口时山东钢铁股份有限公司济南分公司开具360天远期信用证,济钢香港控股有限公司所在地银行收到后开具即期信用证给矿山。出口业务对资金占用亦不多,且未来收入增长率为0。故企业营运资金需求量与报表报表数基本相当。

⑥不可流通折扣率的估算

因上述所选样本公司均为上市公司,而山钢国贸为非上市公司,因此需要考虑流动性折扣影响进行修正。流通性折扣修正常用的是新股发行方式估算法和非上市并购市盈率法。

①美国评估界对流动性的定义:资产、股权、所有者权益以及股票等以最小的成本,通过转让或者销售方式转换为现金的能力;

②美国评估界对缺少流动折扣的定义:在资产或权益价值基础上扣除一定数量价值或一定比例,以体现该资产或权益缺少流动性。

流动性实际是资产、股权、所有者权益以及股票在转换为现金时其价值不发生损失的能力。

③Pre-IPO研究缺少流通折扣率结论

研究涵盖日期	IPO项目数量	符合条件的交易案例数量	折扣率平均值	折扣率中位值
1997-2000	1,847	266	50%	52%
1995-1997	732	84	43%	41%
1994-1995	318	45	45%	47%
1991-1993	443	49	45%	43%
1990-1992	266	30	34%	33%
1989-1990	157	17	46%	40%
1987-1989	98	21	43%	43%
1985-1986	130	19	43%	43%
1980-1981	97	12	59%	68%
1980-2000	4,088	543	46%	47%

④我国对缺少流动性折扣率研究结论

A、新股发行方式估算流通折扣如下表:

2002-2011年新股发行价方式估算缺少流通折扣率计算表(按行业)

序号	行业名称	样本点数量	发行价平均值	第一天交易价	30日易均价	60日交易均价	90日交易均价	缺少流通折扣率(%)				
								第一天交易价计算	30日交易均价计算	60日交易均价计算	90日交易均价计算平均值	平均值
1	采掘业	31	18.96	30.18	30.37	30.87	29.65	37.68%	36.56%	35.82%	33.61%	35.91%
2	传播与文化产业	16	21.74	36.7	35.5	33.21	31.08	42.26%	36.94%	33.33%	30.10%	35.66%
3	电力、煤气及水的生产和供应	21	7.4	11.85	11.52	11.33	11.29	39.04%	37.31%	35.56%	34.14%	36.51%
4	电子	99	21.16	32.93	31.02	30.86	31.24	35.50%	32.28%	33.15%	33.47%	33.60%
5	房地产业	13	11.01	20.64	20.52	20.6	20.27	43.57%	44.11%	44.21%	41.05%	43.23%
6	纺织、服装、皮毛	41	16.73	22.83	21.19	21.03	21.12	26.19%	21.37%	22.34%	23.00%	23.23%
7	机械、设备、仪表	280	21.36	31.38	29.96	29.72	28.64	29.97%	25.63%	24.57%	21.66%	25.46%
8	建筑业	34	16.32	22.7	22.91	23.14	23.5	31.98%	31.27%	30.44%	29.24%	30.73%
9	交通运输、仓储业	35	7.43	12.47	12.37	12.55	12.5	36.85%	37.88%	38.57%	38.11%	37.85%
10	金融、保险业	25	12.18	17.56	18.07	17.77	17.44	26.88%	28.61%	28.71%	27.07%	27.82%
11	金属、非金属	111	15.48	24.01	23.11	23.05	22.28	33.92%	31.51%	31.29%	28.98%	31.43%
12	木材、家具	9	22.69	23.71	24.05	24.52	21.33	11.93%	13.53%	10.88%	-5.06%	7.82%
13	农、林、牧、渔业	29	16.97	28.19	28.18	29.44	29.58	37.93%	36.62%	35.68%	34.60%	36.21%
14	批发和零售贸易	31	21.13	28.08	28.1	27.66	27.55	28.84%	26.96%	25.27%	23.20%	26.07%
15	其他制造业	22	16.26	25.95	24.98	25	25.03	37.12%	34.46%	32.84%	32.85%	34.32%
16	社会服务业	35	26.45	41.12	39.86	40.98	40.29	37.51%	34.51%	33.97%	32.55%	34.63%
17	石油、化学、塑胶、塑料	139	19.25	28.23	26.9	26.55	25.95	31.57%	27.96%	27.41%	25.59%	28.13%
18	食品、饮料	39	23.7	36.42	34.22	32.64	31.73	37.24%	34.25%	30.86%	28.10%	32.61%
19	信息技术业	132	25.59	38.39	37.92	37.14	36.58	31.51%	30.12%	28.77%	26.71%	29.27%
20	医药、生物制品	68	26.61	37.02	34.29	34.15	34.01	32.07%	27.45%	26.96%	25.75%	28.06%
21	造纸、印刷	27	17.41	24.21	22.8	22.26	21.77	30.41%	26.03%	23.95%	21.58%	25.49%
22	综合类	4	10.57	14.33	14.22	14.39	13.22	32.13%	29.89%	29.75%	24.64%	29.10%
23	合计/平均值	1241	18.02	26.77	26	25.86	25.28	33.28%	31.15%	30.20%	27.77%	30.60%

原始数据来源:Wind资讯

B、非上市公式并购市盈率法流通性折扣如下表:

非上市公司并购市盈率与上市公司市盈率比较估算缺少流通折扣率计算表

(2011年按行业)

序号	行业名称	非上市公司并购		上市公司		缺少流通折扣率(%)
		样本点数量	平均值市盈率	样本点数量	平均值市盈率	
1	采掘业	15	23.35	49	29.42	20.60%
2	传播与文化产业	2	23.29	24	36.78	36.70%
3	电力、煤气及水的生产和供应	26	22.95	51	29.29	21.60%
4	电子	29	26.3	111	35.79	26.50%
5	房地产业	19	17.52	93	25.85	32.20%
6	纺织、服装、皮毛	17	14.72	58	30.93	52.40%
7	机械、设备、仪表	109	18.05	358	31.99	43.60%
8	建筑业	4	15.84	47	29.12	45.60%
9	交通运输、仓储业	18	15.7	67	18.53	15.30%
10	金融、保险业	64