

关于对《青岛碱业股份有限公司发行股份购买资产核准》的 《中国证监会行政许可项目审查一次反馈意见通知书》 (150304 号) 中涉及评估相关问题的答复

中国证监会：

根据贵会对于《青岛碱业股份有限公司发行股份购买资产核准》出具的《行政许可项目审查一次反馈意见通知书》（150304 号）中涉及评估的相关问题，我评估机构答复如下：

问题四：请你公司补充披露对城市传媒采取收益法评估时，预测现金流中是否包含了募集配套资金投入带来的收益。请独立财务顾问和评估师核查并发表明确意见。

回复：

一、配套募集资金投资项目资金使用情况

青岛碱业于 2015 年 4 月 24 日召开的第七届董事会第十九次会议审议通过了《关于调整公司重大资产置换及发行股份购买资产并募集配套资金及关联交易方案的议案》，决定对公司本次重大资产重组方案中的配套募集资金金额及用途进行调整。城市传媒调整后的募集配套资金投资项目包括：1、青岛数媒中心（本项目建设内容为在青岛市西海岸经济新区建设“青岛数媒中心”，建设一个特色鲜明的城市数字媒体文化中心，为西海岸新区打造一处全数字媒体复合式的文化生活空间）；2、信息化建设项目（投资建设信息化系统，包括应用系统及基础设施建设）；3、支付中介机构费用。

上述项目拟使用的配套募集资金规模如下表：

单位：万元

项目	青岛数媒中心	信息化建设	支付中介机构费用	合计
拟使用配套募集资金	35,000	5,000	2,500	42,500
占比	82%	12%	6%	100%

二、收益法评估采用的经营业务预测口径

对城市传媒采取收益法评估时，预测现金流中考虑了城市传媒的传统出版及发行业务收益，并结合公司目前的新业务开发情况适当考虑了城市数字文化社区项目中的“云课堂”及“青岛微书城”等在评估基准日前已实现部分业务收入或已签有相关业务合同的新业务项目，其中：1、城市传媒推出的云课堂系统包含云课堂平台、网络管道、教学终端、数字教育资源、云课堂应用等五大模块，2013年以来城市传媒与业界领先科技公司合作，在青岛地区陆续开设多个试点班，所有试点班均已进入常态化教学，国家教育部对此给予较高评价。2、“青岛微书城”阅读服务平台，是城市传媒基于腾讯微信平台、阿里支付宝平台，自主独立开发建设的移动服务平台，目前已实际投入运营并取得一定的营业收入。

对于配套募集资金投资项目，收益法评估时未纳入收益预测范围。

三、中介机构核查意见

经核查，评估师认为：对城市传媒采取收益法评估时，预测现金流中包括城市传媒目前的出版发行等业务的收益以及部分在评估基准日前已实现收入或签有相关业务合同的新业务收益，未包含募集配套资金投入带来的收益。

问题十一：请你公司补充披露城市传媒 2014 年预测营业收入和净利润的实现情况。请独立财务顾问、会计师和评估师核查并发表意见。

回复：

一、2014 年盈利预测完成情况

根据瑞华审字[2015]01670029 号《审计报告》，城市传媒 2014 年实际实现营业收入 139,035.94 万元，实现归属于母公司股东的净利润 19,498.15 万元，与瑞华出具的瑞华核字[2014]01670036 号《合并盈利预测审核报告》相比，完成了 2014 年盈利预测营业总收入的 102.02%，归属母公司股东的净利润的 108.64%，经营情况良好，超额完成了 2014 年盈利预测数。

二、中介机构核查意见

经核查，评估师认为：城市传媒已经完成并实现 2014 年预测营业收入和净利润。

问题十二：请你公司结合国家政策、行业发展、市场需求、地区拓展、消费习惯、稿酬变化、竞争对手、重组报告书所提示的经营风险等情况，补充披露城市传媒 2015 年及以后年度营业收入测算依据、测算过程及其合理性。请独立财务顾问和评估师核查并发表明确意见。

回复：

一、城市传媒 2015 年及以后年度营业收入测算依据、测算过程及其合理性

（一）收入预测宏观因素分析

天和分析了合并收益法评估范围内城市传媒及其各子公司的历史年度收入情况，并结合国家政策、行业发展、市场需求、地区拓展、消费习惯、竞争优势等宏观经营环境因素及经营风险因素进行分析。

首先，从国家政策分析，国家已经将文化产业发展确定为国家战略，并将文化产业定位于未来支柱产业之一，并陆续出台各种支持文化产业发展的行业政策及财税政策，为文化产业发展提供了良好的宏观环境，具体政策包括：

2009 年国务院发布《文化产业振兴规划》，把文化产业作为推动经济结构调整、转变经济发展方式的重要着力点，标志着我国已经把发展文化产业提升为一项国家战略。规划中强调：（1）中央和地方各级人民政府要加大对文化产业的投入，通过贷款贴息、项目补贴、补充资本金等方式，支持国家级文化产业基地建设，支持文化产业重点项目及跨区域整合，支持国有控股文化企业股份制改造，支持文化领域新产品、新技术的研发。（2）贯彻落实相关税收优惠政策，研究确定文化产业支撑技术的具体范围，加大税收扶持力度，支持文化产业发展。

2011 年中共中央颁布的《中共中央关于深化文化体制改革推动社会主义文化大发展大繁荣若干重大问题的决定》中强调：文化产业是最具发展潜力的新兴产业之一，对推动经济结构战略性调整、加快转变经济发展方式具有重要作用。加快发展文化产业，推动文化产业成为国民经济支柱性产业。党的十八大明确提出了“文化成为支柱性产业，建设社会主义文化强国”的战略目标，提出了“开展全民阅读活动”的计划。

在税收方面国家也陆续出台了针对文化产业的优惠政策，对全国县(含县级市、区、旗，下同)及县以下新华书店和农村供销社在本地销售的出版物免征增值税；对新华书店组建的发行集团或原新华书店改制而成的连锁经营企业，其县及县以下网点在本地销售的出版物，免征增值税；免征图书批发、零售环节增值税；延长经营性文化事业单位转制为企业的企业所得税免税。

其次，从行业发展前景和趋势分析，我国文化产业的发展仍有较大的提升空间。根据国家统计局发布数据，2013 年我国文化及相关产业法人单位增加值为 21,351 亿元，比 2012 年增长 18.15%；2012 年我国文化及相关产业法人单位增加值为 18,071 亿元，比 2011 年增长 34.07%；2011 年我国文化及相关产业法人单位增加值为 13,479 亿元，比 2010 年增长 21.96%，尽管我国文化产业法人单位增加值呈现稳步增长趋势，但从文化及相关产业法人单位增加值占国内生产总值的比重 3.63%的水平分析，较发达国家仍处于较低水平。2012 年 2 月，文化部发布《“十二五”时期文化产业倍增计划》，提出要在“十二五”期间实现文化产业增加值年平均现价增长速度高于 20%，2015 年比 2010 年实现倍增。

根据新闻出版总署发布的《2013 年新闻出版产业分析报告》，2013 年，新闻出版业稳中求进，稳增长，调结构，促改革，实现了平稳增长。全国出版、印刷和发行服务实现营业收入 18246.4 亿元，较 2012 年增加 1611.1 亿元，增长 9.7%；利润总额 1440.2 亿元，较 2012 年增加 122.8 亿元，增长 9.3%；不包括数字出版的资产总额为 17207.7 亿元，增长 9.4%；所有者权益（净资产）为 9023.2 亿元，增长 10.5%。这反映出新闻出版产业仍继续保持了较强的可持续发展能力。

具体至图书、期刊出版行业：2013 年，图书出版稳步增长，品种增速大幅回落。全国共出版图书 44.4 万种，较 2012 年增加 3.0 万种，增长 7.4%（其中，新版图书 25.6 万种，增加 1.4 万种，增长 5.8%）；总印数 83.1 亿册（张），增加 3.9 亿册（张），增长 4.9%；图书出版实现营业收入 770.8 亿元，增加 47.3 亿元，增长 6.5%；利润总额 118.6 亿元，增加 3.4 亿元，增长 2.9%。图书出版在逐步由追求数量向追求质量转变，图书出版呈现出精品化趋势。2013 年期刊总印数略有下降，收入微有增长。全国共出版期刊 32.7 亿册，降低 0.8 亿册，下降 2.3%。期刊出版实现营业收入 222.0 亿元，增加 1.1 亿元，增长 0.5%。

2013 年，电子出版物显著增长，呈现明显的应用服务特征，全国共出版电子出版物 3.5 亿张，较 2012 年增加 0.9 亿张，增长 33.7%；电子出版物出版实现营业收入 10.2 亿元，增加 1.0 亿元，增长 10.8%；利润总额 2.8 亿元，增加 0.5 亿元，增长 21.7%。电子出版物中较大比例为 IT 产品配套程序或中小学教学用软件和课件。

数字出版收入在全行业占比继续提升，新型数字化内容服务收入增长迅猛。2013 年数字出版实现营业收入 2540.4 亿元，较 2012 年增加 604.9 亿元，增长 31.3%，占全行业营业收入的 13.9%，提高了 2.3 个百分点。其中，在线音乐与网络动漫营业收入增长 1.5 倍，继续迅猛发展，而电子书、互联网期刊与数字报纸营业收入增长速度仅为 7.0%，远远低于数字出版整体增速，说明传统出版物的数字化转型尚需进一步加强。

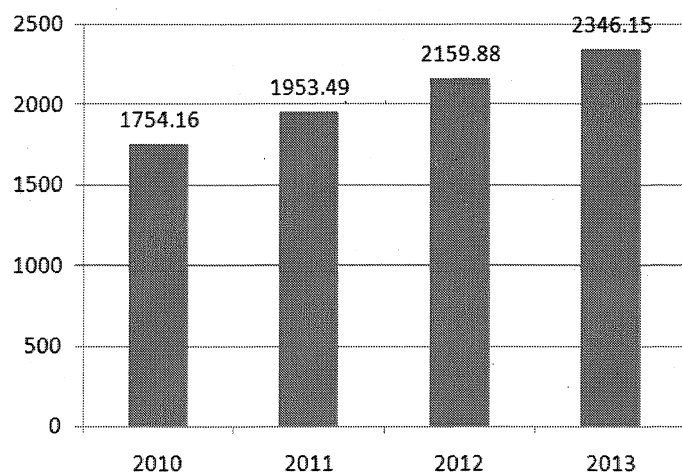
2013 年出版物发行业实现营业收入 2710.7 亿元，较 2012 年增加 292.1 亿元，增长 12.1%；利润总额 221.1 亿元，增加 25.1 亿元，增长 12.8%。反映出即使受到数字化冲击，图书出版与销售仍存在一定的市场发展空间。近年来，全国以新华书店系统为主体的出版物发行行业处于稳步增长的时期，主要表现在出版物发行网点，以及出版物销售数量、金额都呈现出持续增长的态势，具体情况如下表所示：

年份	全国新华书店系统、出版社自办发行单位出版物发行			
	数量 (亿册、张、份、盒)	较上年增长 (%)	金额(亿 元)	较上年增长(%)
2010	169.70	6.46	1,754.16	12.67
2011	178.17	4.99	1,953.49	11.36
2012	190.08	6.68	2,159.88	10.57
2013	199.33	4.87	2,346.15	8.62

数据来源：2010—2013 年《全国新闻出版业基本情况》

从上表可以看出，全国以新华书店系统为主的出版物发行数量持续增长，2010 年至 2013 年的年均复合增长率为 5.51%；出版物发行金额 2010 年至 2013 年的年均复合增长率为 10.19%，体现了良好的行业增长趋势。

2010-2013 年全国新华书店系统、出版社自办发行单位出版物发行金额图表



第三，市场需求及消费习惯仍支撑出版行业的市场空间持续扩大

教育类图书是整个出版发行行业的主要组成部分，教材类、培训类及工具书等教育图书的需求稳步上升。根据《2013 年全国新闻出版业基本情况》，全国的文化、科学、教育、体育类图书 2013 年印张数达 44792997 千印张、总定价为 6592531 万元，分别占当年全国图书总品种的 39.64%（初版占 33.23%）、总印张的 62.86%、总定价的 51.13%。与上年相比，种数增长 10.68%（初版增长 6.53%），总印张增长 9.05%，总定价增长 11.43%。山东省作为人口大省，同时也是教育大省，山东省庞大的学生人数，为城市传媒的中小学教材发行业务提供了持续稳定的收入来源。《山东省统计年鉴（2013 年）》公布的数据显示：2013 年山东省总人口为 9733 万人，小学在校人数 627 万人，普通中学在校人数 488 万人，职业中学在校生 103 万人，普通高等学校在校生 169 万人。

对一般图书消费市场而言，近年来，随着我国经济发展水平始终保持高位增长，人民群众的生活水平在持续提高，带动文化消费品的需求日益增长，因而促进了一般图书发行量的不断攀升；同时，中央政府已将推动城镇化作为我国未来扩大内需以及促进经济发展的重要举措，城镇居民的文化消费支出及占其全部支出的比例均远高于农村居民，因此，城镇化水平的不断提高也使得出版物发行行业具有巨大的增长空间。山东作为全国的经济大省，2013 年山东省经济保持平稳较快增长，山东省 2013 年生产总值达 54684 亿元，同比增长 9.34%，山东省经济总量近几年来稳居全国第三位，占全国经济总量的比重为 9.6%。2013 年全省城镇居民人均可支配收入 28264 元，实际增长 9.74%；农民人均纯收入 10620 元，实际增长 12.43%。随着居民收入的增长，必将加大对图书等文化产品的需

求，图书消费份额也必将在居民的总消费中占据越来越高的比例。2014年10月9日，山东省委、省政府印发了《山东省新型城镇化规划（2014-2020年）》（鲁发[2014]16号）。规划确定了“人口市民化、优化城镇化布局、提升城市综合承载能力、推进城乡一体化”四大任务，重点突出“促进县域本地城镇化、推进城镇生态文明建设、加强城市文化建设”三个特色，着力深化“人、地、钱、房和行政区划”五项改革。目前山东省常住人口9733万人，人口城镇化率为53.75%。

《规划》提出：到2020年，全省常住人口城镇化率达到62%左右、户籍人口城镇化率达到52%左右。努力实现700万左右农业转移人口在城镇落户，促进1000万左右城中村居民完全市民化。这意味着受益于城镇化水平提高的文化消费支出有相当大的增长空间。同时，政府将通过兴建“农家书屋”、“城乡图书馆”等途径加大对图书等人民群众基本文化权益的保障，增加了政府对图书等文化产品的需求。

第四，从城市传媒的竞争优势分析，根据新闻出版总署发布的《2013年新闻出版产业分析报告》，对全国图书出版单位的总体经济规模进行综合评价，青岛出版社位列全部图书出版单位总体经济规模综合评价第14位，其经济规模等发展指标位居山东省内单体出版社和副省级城市出版社首位。青岛出版社同时位列地方图书出版社总体经济规模综合评价第5位，并蝉联全国副省级城市出版社第1位。

在教材教辅市场，人民教育出版社作为全国最大的中小学教材供应商，通过构建立体化教材体系的努力使其得以保持领先地位，是城市传媒在省外中小学教材市场的最大竞争对手。此外，教育科学出版社、北京师范大学出版社、江苏教育出版社、湖南教育出版社等出版社由于产品研发实力强、教材学科品种丰富，保持了较高的市场占有率，构成了中小学教材出版的一大方阵。华东师大社、语文出版社等社以单科品牌教材入市，占有率也较为可观。城市传媒与山东省教研室、青岛市教研室多年来保持良好的合作关系，具备一定的资源优势。目前城市传媒的青岛版小学数学、科学两套国标教材及环境教育科目等地方教材在山东省内具有较强的市场优势。城市传媒2014年开发的书法教材也进入国标教材目录，未来城市传媒计划在继续加强教材产品的开发力度的同时，也将加大青版教材的省外推广力度。

在一般图书市场，以中国出版集团、江苏凤凰出版传媒集团和中南出版传媒集团等为代表的国有出版发行企业是城市传媒的主要竞争对手。此外，随着政策逐渐放开对民营资本参与文化产业的限制，民营出版发行企业也在一般图书类产品领域占据了一定的市场份额。城市传媒在一般图书出版方面的市场地位近年来稳中有进，特别是美食类、生活类和大众健康类图书等产品码洋占有率稳居全国前三名。根据北京开卷信息技术有限公司的统计数据，截至 2014 年 8 月，城市传媒的零售市场占有率为 0.69%，在全国总体图书市场中排名第 35，动销品种数位 4,021 种，动销品种占有率为 0.60%，动销品种排名为 23 位。

第五，在市场区域拓展方面，在以青岛为核心、辐射山东地区的同时，城市传媒近年始终不断的向省外区域市场拓展业务。一方面，城市传媒与全国各省新华书店渠道保持了良好合作关系，连续多年跻身各省级新华书店的百强供应商，随着全国新华书店进入升级换代高峰期，例如广州购书中心、江苏各地凤凰书城、山东各市新华书店都进入店堂升级、重装开业，拉动了书店内人气，带动了当地文化消费，未来全国新华书店渠道销售将会有一定幅度增长。另一方面，城市传媒不断加强网络销售渠道拓展，加大与当当等主流图书销售网络渠道的合作推广力度，同时通过开设天猫店和微书城，探索新的顺应市场需求的销售渠道。

（二）历史收入情况

城市传媒评估报告中，合并收益法评估范围口径内的历史年度主营业务收入情况分类如下表：

产品类别	2011 年	占比	2012 年	占比	2013 年	占比	2014 年 1-8 月	占比
教材教辅	49,520.35	40.4%	60,178.14	44.3%	73,251.28	47.7%	51,998.33	50.3%
一般图书	59,497.69	48.5%	62,782.77	46.2%	62,273.56	40.6%	35,549.42	34.4%
印刷物资	4,185.65	3.4%	4,089.42	3.0%	3,386.98	2.2%	2,985.76	2.9%
其他商品	7,930.68	6.5%	7,384.26	5.4%	12,862.89	8.4%	11,569.21	11.2%
物流运输	1,419.04	1.2%	1,488.99	1.1%	1,776.23	1.2%	1,308.17	1.3%
内部销售抵消	-27,126.33		-27,418.02		-31,253.27		-20,888.64	
收入合计	95,427.08		108,505.56		122,297.67		82,522.25	

注：由于评估报告与审计报告的历史年度合并范围不同，导致上表中 2011 年和 2012 年主营业务收入合计数据与审计报告数据存在少量差异，2013 年和 2014 年 1-8 月主营业务收入合计数据与审计报告数据一致。另外，由于评估报告与审计报告的合并方式略有不同，以及部分商品的分类标准存在差异，导致评估报告与审计报告在各年份内的各类商品收入数据存在一定差异。

从 2011 年~2014 年 1-8 月份的收入数据分析, 2012 年及 2013 年的主营业务收入增长率分别为 13.7%、12.7%; 城市传媒各类主营业务的收入占比总体变化不大, 其中: 印刷物资、其他商品占比基本稳定, 教材教辅所占比重逐年略有上升, 一般图书占比呈下降趋势。

(三) 收入预测

评估时, 天和逐一分析了合并收益法评估范围内各公司的历史年度收入情况, 结合国家及地区相关政策对文化产业的扶持力度及各公司所处区域的教育资源配置、学生数量增长趋势、居民收入增长水平、文化消费意愿等方面的分析, 并考虑企业面临的市场竞争及市场开拓分析、企业传统业务及新兴媒体业务的发展情况, 企业未来年度的发展规划及目标定位, 确定各公司未来收益详细预测年度的主营业务收入情况, 在此基础上进行合并并抵销内部交易金额后逐年确定 2014 年 9 月份至 2019 年的主营业务收入。

在收益预测时, 基于城市传媒针对出版传媒行业新兴媒体的发展趋势, 已投入大量人力财力开发新业务, 加快转型升级, 基于出版发行主业, 紧扣城市出版特色, 用互联网思维, 积极探索和尝试媒体融合发展路径, 并已取得了显著地成果, 如: “云课堂”、“微书城”、“爱考拉”、“题库项目”、“少儿数字阅读平台及绘本剧项目”、“沪江网在线培训项目”、“移动生活 APP 产品矩阵”、“智慧云亭”等项目, 部分项目目前已投入实际运营并已取得订单, 因此, 本次评估将部分新媒体业务纳入未来年度收益预测范围, 该部分新业务的收入将有效地提升企业整体收入规模, 应对新媒体业务对传统媒体业务的收入冲击。

2013 年~2017 年的新华书店等图书批发零售企业享受免征图书批发、零售环节增值税的优惠政策, 因此, 预测年度的新华书店等图书批发零售企业的图书类商品 2014 年 9 月~2017 年主营业务收入为含税收入, 2018 年以后的该部分主营业务收入为不含税收入, 造成 2018 年的教材教辅类及一般图书类主营业务收入较 2017 年略有下降。

未来详细预测年度主营业务收入的具体预测结果如下表:

单位：万元

产品类别	2014.9-12	增长率	2015 年	增长率	2016 年	增长率
教材教辅	29,073.89	10.7%	86,382.50	6.6%	91,895.22	6.4%
一般图书	27,860.59	1.8%	68,007.77	7.3%	72,990.87	7.3%
印刷物资	1,184.31	23.1%	4,769.47	14.4%	5,427.86	13.8%
其他商品	5,986.51	36.5%	19,137.55	9.0%	21,221.22	10.9%
物流运输	701.20	13.1%	2,170.01	8.0%	2,300.21	6.0%
内部销售抵消	-13,239.97		-36,869.47		-39,600.57	
收入合计	51,566.53	9.6%	143,597.84	7.1%	154,234.81	7.4%

产品类别	2017 年	增长率	2018 年	增长率	2019 年	增长率
教材教辅	97,672.82	6.3%	95,698.43	-2.0%	99,827.42	4.3%
一般图书	78,161.32	7.1%	76,867.17	-1.7%	79,920.91	4.0%
印刷物资	6,120.46	12.8%	6,727.10	9.9%	7,112.97	5.7%
其他商品	23,621.58	11.3%	26,669.40	12.9%	30,714.43	15.2%
物流运输	2,438.23	6.0%	2,572.13	5.5%	2,713.46	5.5%
内部销售抵消	-42,497.34		-42,603.55		-45,005.08	
收入合计	165,517.07	7.3%	165,930.70	0.2%	175,284.11	5.6%

（四）2014 年收入实际实现情况

根据瑞华审字[2015]01670029 号《审计报告》，城市传媒 2014 年实际实现营业收入 139,035.94 万元，与本次评估所采用的 1-8 月份实际收入加 9-12 月份预测收入相比，实际完成比例 102.02%，完成了 2014 年收入预测数。

二、中介机构核查意见

经核查，评估师认为：本次城市传媒评估时采用的收入预测数据具有合理性，并已在重组报告书中完善并补充披露城市传媒 2015 年及以后年度营业收入测算依据、测算过程及其合理性。

问题二十五：请你公司在重组报告书中补充披露传媒发展评估情况及对本次交易评估值的影响，并结合传媒发展的经营情况，补充披露传媒发展是否存在经济性贬值。请独立财务顾问和评估师核查并发表明确意见。

回复：

一、传媒发展评估情况及对本次交易评估值的影响分析

传媒发展成立于 2013 年 7 月 4 日，注册资本为 20000 万元。目前为青岛城市传媒股份有限公司的全资子公司。2013 年 9 月，传媒发展公司与青岛天相科技投资有限公司联合竞拍购得位于青岛市黄岛区珠江路南侧的商务金融用地一宗，面积为 62999 平方米（合 94.5 亩），产权证号为青房地权市字第 201440874 号《房地产权证》；该宗地为两家公司共同持有，其中青岛传媒发展有限公司占 37%，青岛天相科技投资有限公司占 63%，双方按照各自所占比例承担资金投入及分享相应的利益。该宗土地使用权在评估基准日的账面价值 21,021.38 万元，为传媒发展公司的主要资产。传媒发展公司拟在该宗土地上建设“青岛数媒中心”项目，截止评估基准日，该项目尚未正式开工建设。

传媒发展近两年经审计后的财务及经营情况如下表：

单位：万元

资产、财务状况	2014 年 12 月 31 日	2013 年 12 月 31 日
资产总计	21,727.30	22,557.04
负债总计	2,678.75	2,603.18
净资产	19,048.56	19,953.86
经营状况	2014 年	2013 年
营业收入	-	-
净利润	-905.31	-46.14

由于该公司目前仍处于项目建设初期，其未来年度的收益及经营情况难以准确预测；另外，该项目也是本次募集资金投向的主要项目，故本次评估不适宜用收益法对该公司进行评估。该公司主要资产为拍得的土地使用权一宗，占企业全部资产额的 96.03%，采用资产基础法（其中：土地使用权采用市场法确定评估值）能够较为客观地反映该公司的价值，因此，本次评估选用资产基础法对传媒发展公司进行评估。

评估后，传媒发展公司资产评估值 25,272.81 万元，负债评估值 2,600.00 万元，净资产评估值 22,672.81 万元。评估增值 3,381.95 万元，增值率为 17.53%，主要增值因素为土地使用权的评估增值，采用市场比较法对其进行了评估，增值原因为基准日的青岛市黄岛区商业用地市场价格较企业原始取得的土地价格有

所上升。

本次城市传媒公司的全部股权评估值为 287,868.49 万元，传媒发展公司的评估值 22,672.81 万元在本次置入资产评估值中占比约为 7.8%。

二、传媒发展是否存在经济性贬值的分析

经济性贬值，也称为外部损失，是指资产本身的外部影响造成的价值损失。主要表现为运营中的固定资产利用率下降，甚至闲置，并由此引起固定资产的运营收益减少。外部条件造成的经济性贬值可以源自国际，国内行业基础或地方。各种各样的外部因素影响潜在经济回报，因而直接影响资产的市场价值。经济性贬值的分类主要有：(1)生产能力相对过剩引起的经济性贬值；(2)生产要素提价，产品售价没有提高引起的经济性贬值；(3)缩短资产的使用寿命引起的经济性贬值。

传媒发展公司 2013 年成立，成立以来无营业收入且一直亏损的原因为该公司正处于项目建设初期，目前只有费用投入。“青岛数媒中心项目”建设期 3 年，计划总投资合计 78,314.12 万元，根据城市传媒对传媒发展为主体实施的青岛数媒中心项目的经济效益预测，项目投资预期收益分析如下：

根据经营方案，本项目收入主要包括自营新华书店销售收入、自营儿童城项目销售收入、其他业态及数字影院租金收入、车库收入和广告及其他收入等，其中：自营新华书店收入以青岛公司书城近年经营情况为基础并综合考虑位置差异、交通情况、人口密度、新文化业态吸引力等因素进行测算；自营儿童城项目收入以周边商家顾客流量数据为基础进行测算；出租物业收入以周边同类商铺租金平均水平进行测算；其中车库收入考虑车位数量及空置率等进行测算。

综合考虑上述收入测算及各项运营成本及税费，预计本项目正常运营后，年平均营业收入 22,726 万元，年平均总成本费用为 13,028 万元，年平均利润总额为 9,698 万元，年平均净利润为 7,274 万元。

根据上述测算，本项目的经济效益测算如下表：

名称	总投资收益率	投资回收期（税后）	内部收益率（税后）
青岛数媒中心	12.38%	16.11年	9.51%

三、中介机构核查意见

经核查，评估师认为：传媒发展成立以来尚无营业收入且一直亏损的原因因为该公司正处于项目建设初期，根据城市传媒对传媒发展为主体实施的青岛数媒中心项目的经济效益预测，该项目建成后预期收益良好，传媒发展不存在经济性贬值的情形。

问题二十八：请你公司在重组报告书中进一步完善并补充披露评估的相关重要信息。请独立财务顾问和评估师核查并发表明确意见。

回复：

一、置出资产评估补充披露情况

在报告书（草案）“第八章标的资产的评估情况一、置出资产评估情况（四）评估方法的合理性分析”增加披露如下：

“考虑到青岛碱业在剔除政府补助、转让股权等特殊事项的影响后，实际经营自 2009 年起至 2013 年，连续五年亏损，模拟股权自由现金流亦为负，因此天和认为，从企业历史经营情况及所获取评估资料的充分性来分析，本次青岛碱业股份有限公司的置出资产及负债不宜采用收益法进行评估，因而选用基础资产法。”

在报告书（草案）“第八章标的资产的评估情况一、置出资产评估情况（五）置出资产评估价值变动分析”增加披露如下：

“采用资产基础法评估主要增值为固定资产和无形资产增值，其中固定资产增值 15416.32 万元，无形资产增值 27490.63 万元，合计增值 42906.95 万元。增值的主要原因如下：

1、固定资产——房屋建筑物评估增值原因：

（1）本次委估房屋中主要厂房及配套生产用房多数为上世纪六十年代至九十年代间建造，企业在 1994 年改制时按评估价值调整了账面价值，但该时点距离本次评估基准日较远，建筑安装工程成本涨幅较大。

(2) 账面历史成本中包含附加费用较少，而重置成本包含的附加费按现行标准则相对较大，造成评估增值。

(3) 热电分公司建筑物折旧年限远小于其经济耐用年限，折旧速度较快，造成评估增值。

2、无形资产评估增值原因：

(1) 委托方李沧区的土地使用权取得时间较早，当时地价水平较低，近几年来随着房地产市场的发展，带动了土地价格的上涨，使得城镇中存量土地地价的总体水平上升，造成本次评估增值较大。

(2) 账外无形资产——技术及商标纳入评估范围造成增值。

二、置入资产评估补充披露情况

在报告书(草案)“第八章标的资产的评估情况二、置入资产评估情况(六)置入资产收益法评估说明”增加披露如下：

1、主营业务收入的预测

具体内容详见本反馈回复问题十二之答复。

2、主营业务成本的预测

评估合并范围口径 2011 年～2014 年 1-8 月份的主营业务成本状况如下：

单位：万元

产品类别	2011 年	成本率	2012 年	成本率	2013 年	成本率	2014 年 1-8 月	成本率
教材教辅	32,900.56	66.4%	42,770.95	71.1%	50,196.22	68.5%	34,323.22	66.0%
一般图书	41,489.78	69.7%	40,922.01	65.2%	42,910.22	68.9%	25,758.36	72.5%
印刷物资	3,613.36	86.3%	3,895.20	95.3%	3,199.10	94.5%	2,856.88	95.7%
其他商品	7,032.30	88.7%	6,579.65	89.1%	11,420.80	88.8%	10,548.21	91.2%
物流运输	713.56	50.3%	763.32	51.3%	937.72	52.8%	514.52	39.3%
内部销售抵消	-26,325.60		-26,673.84		-30,318.11		-20,278.06	
成本合计	59,423.97	62.3%	68,257.29	62.9%	78,345.96	64.1%	53,723.13	65.1%

由于城市传媒各子公司商品分类存在差异，部分类别商品的成本率在各年度之间存在波动现象。但总体来看，2011 年～2012 年的总体成本率为 62.3%及

62.9%，差异不大；2013 年主要因青岛新华书店有限公司等个别公司的审计后主营业务收入及成本为不含税口径，造成当年度主营业务成本率升至 64.1%；2014 年的书店公司主营业务收入及成本调整为含税口径，全年度统算的主营业务成本率降至 63.4%，其中：1-8 月份成本率与 9-12 月份成本率差异原因为成本结转因素所致。综合来看，2011 年~2014 年的平均主营业务成本率为 63.2%。

评估时逐一分析了合并收益法评估范围内城市传媒及各子公司的历史年度主营业务成本情况，结合各城市传媒未来年度主营业务收入的预测，按照历史年度平均的主营业务成本率水平及其变化趋势，确定各公司未来收益详细预测年度的主营业务成本，在此基础上进行合并并抵销内部交易金额后逐年确定 2014 年 9 月份至 2019 年的主营业务成本。需要说明的是，新媒体业务规模的不断提升将有效地缓解传统媒体业务的成本压力，企业的总体成本率水平预计将保持基本稳定。从合并后的金额看，未来年度的主营业务成本率预计保持在 63.3%~63.5% 之间，基本稳定。

2013 年~2017 年的新华书店等图书批发零售企业享受免征图书批发、零售环节增值税的优惠政策，因此，预测年度的新华书店等图书批发零售企业的图书类商品 2014 年 9 月~2017 年主营业务成本为含税价格，2018 年以后的该部分主营业务成本为不含税价格，造成 2018 年的教材教辅类及一般图书类主营业务成本较 2017 年略有下降。

未来详细预测年度主营业务成本的具体预测数据见下表：

单位：万元

产品类别	2014.9-12	成本率	2015 年	成本率	2016 年	成本率
教材教辅	18,978.15	65.3%	56,950.27	65.9%	60,580.34	65.9%
一般图书	18,687.08	67.1%	47,245.94	69.5%	50,766.60	69.6%
印刷物资	1,135.90	95.9%	4,587.12	96.2%	5,224.38	96.3%
其他商品	4,967.93	83.0%	16,729.66	87.4%	18,260.74	86.0%
物流运输	446.42	63.7%	1,144.09	52.7%	1,217.48	52.9%
内部销售抵消	-12,843.15		-35,767.27		-38,432.24	
收入合计	31,372.32	60.8%	90,889.81	63.3%	97,617.30	63.3%

产品类别	2017 年	成本率	2018 年	成本率	2019 年	成本率
教材教辅	64,402.28	65.9%	62,629.47	65.4%	65,616.65	65.7%
一般图书	54,790.30	70.1%	54,009.46	70.3%	56,506.41	70.7%
印刷物资	5,895.74	96.3%	6,483.85	96.4%	6,858.14	96.4%
其他商品	19,959.93	84.5%	21,916.46	82.2%	24,149.92	78.6%
物流运输	1,293.09	53.0%	1,363.41	53.0%	1,431.76	52.8%
内部销售抵消	-41,258.91		-41,303.19		-43,639.71	
收入合计	105,082.43	63.5%	105,099.45	63.3%	110,923.18	63.3%

3、其他业务收入、成本的预测

被评估企业的历史年度其他业务收支主要包括房屋及柜台租赁收入、广告收入、委贷利息收入及其他杂项收入等。

其他业务收入中，房租收入占据绝对比重，预测租赁收入时，租约期内的租赁收入按照合同约定租金水平确定，租约期满后的租金收入按照市场租金水平确定。租赁支出主要为投资性房地产的折旧及摊销，按照企业相关资产账面原值及折旧摊销政策计算确定。

广告收入及其他杂项收入不具有稳定性，评估时仅考虑出版社每年 25 万元的广告费收入，其他杂项预测时不予考虑。对于委贷利息收入，由于委托贷款本金在此次收益法评估时作为溢余资产处理，因此，其他业务利润预测时不予考虑。

未来详细预测年度的其他业务利润预测数据见下表：

单位：万元

内容	项目	2014 年 9-12 月	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年
其它业务 (房租及柜台租赁收入)	收入(元)	734.96	2,217.45	2,405.58	2,546.33	2,979.64	3,108.35
	支出(元)	118.59	309.41	309.11	265.28	265.56	265.62
	毛利率(%)	83.9%	86.0%	87.2%	89.6%	91.1%	91.5%
其它业务(广告收入)	收入(元)	4.55	25.00	25.00	25.00	25.00	25.00
	支出(元)	-	-	-	-	-	-
	毛利率(%)	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%
其他业务合计	收入(元)	739.51	2,242.45	2,430.58	2,571.33	3,004.64	3,133.35
	支出(元)	118.59	309.41	309.11	265.28	265.56	265.62
	毛利率(%)	84.0%	86.2%	87.3%	89.7%	91.2%	91.5%

4、营业税金及附加的预测

历史年度的营业税金及附加主要包括：营业税、房产税、城建税、教育费附加、地方教育费附加等。历史年度营业税主要为房屋及柜台租赁收入应交的营业税，房产税主要为房屋租赁收入应交的房产税，未来年度的营业税及房产税按照预测的房屋及柜台租赁收入计算确定；未来年度的城建税及教育费附加按照各年度应交增值税及营业税乘以适用税率计算确定；2018 年及以后，随着增值税免税优惠期的结束，营业税金及附加金额出现大幅上涨。

未来详细预测年度的营业税金及附加的预测数据见下表：

单位：万元

类别	2014 年 9-12 月	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年
营业税	37.47	113.54	122.89	129.77	151.28	157.54
房产税	274.16	599.87	621.36	637.88	689.49	704.52
城市维护建设税	78.49	181.75	195.94	211.04	506.25	539.10
教育费附加	33.64	77.89	83.97	90.45	216.97	231.04
地方教育费附加	22.25	51.59	55.61	59.84	137.90	147.08
其他税金	1.61	4.34	4.57	4.79	38.64	40.15
合计	447.60	1,028.99	1,084.34	1,133.77	1,740.52	1,819.42

5、期间费用的预测

(1) 营业费用：营业费用主要包括职工薪酬、固定资产折旧、差旅招待费、宣传推广费、交通运输费、包装运杂费、劳务费等；评估时分别不同费用种类，依据各公司历史各年度的审计后数据以及各项费用未来的发展趋势进行预测。

(2) 管理费用：管理费用主要包括职工薪酬、固定资产折旧、无形资产摊销、办公物业费、业务招待费、差旅费、税费等，评估时分别不同费用种类，依据历史各年度审计后数据以及各项费用未来的发展趋势进行预测。

(3) 财务费用：企业的财务费用主要为存款利息收入、手续费和贷款利息支出等。对于贷款利息支出，按照贷款本金及合同利率计算确定；对于存款利息收入，按照企业历史利息收入水平剔除溢余货币资金的影响后确定；对于手续费支出，按历史年度的平均水平结合业务发展趋势进行预测。

6、营业外收支的预测

(1) 营业外收入

历史年度的营业外收入包括税收返还、政府补助、处置非流动资产净收入及其他收入等。对于政府补助、处置非流动资产净收入及其他营业外收入，因其并非经常性项目，预测时不予考虑；对于税收返还，预测时将下列税收返还纳入 2014 年 9-12 月份的预测范围：莱西书店在评估基准日后、本报告出具日前实际收到的 2013 年度城建税及教育费附加返还 40.80 万元；崂山书店在评估基准日后、本报告出具日前实际收到的 2013 年度增值税返还 10.71 万元；青岛市书店在本报告出具日前已申请尚未收到的 2013 年度增值税退税 1030.72 万元；青岛出版社正在申请的 2014 年度增值税退税 800 万元。

2015 年至 2017 年，由于出版社有限按文件规定执行部分商品增值税先征后退优惠政策，因此，评估时按照预测的该部分商品收入及综合退税率确定该三个年度的预计增值税退税额，纳入 2015 年至 2017 年的收益预测范围。

2018 年及以后，增值税退税优惠期结束，营业外收入预测时不再考虑退税因素。

(2) 营业外支出

被评估企业历史年度的营业外支出主要包括非流动资产处置损失、罚款滞纳金、捐赠支出及其他支出等，因其发生具有不确定性，未列入预测考虑范围。

7、所得税的预测

基于本次评估的相关假设，本次合并收益法评估范围内的绝大多数企业应能享受 2014 年~2018 年的企业所得税免税优惠政策，因此预测期的 2014 年 9 月~2018 年所得税率按 0 考虑，预测时仅考虑不享受免税或未办理免税备案的新华照排公司、新文音像公司所应缴纳的企业所得税；2019 年及以后各年按 25% 的正常企业所得税率预测年度所得税费用。但基于以下实际情况并遵循本次评估关于所得税优惠期的假设，以下税款在预测期的 2014 年 9-12 月及 2015 年所得税费用中按负值列示：（1）崂山书店在评估基准日后、本评估报告出具日前实际收到 2013 年度所得税退税款 38.51 万元，城阳书店在评估基准日后、本评估报

告出具日前实际收到 2013 年度所得税退税款 37.96 万元。以上款项在 2014 年 9-12 月份的所得税费用项目中以负值列示；（2）青岛市书店 2014 年度根据国办发（2014）15 号文件到主管税务机关办理了所得税零申报的手续，账面仍根据现行税法要求计提了所得税，但实际并未缴纳。该部分计提所得税款 468.89 万元，在 2014 年 9-12 月份的所得税费用中以负值列示；（3）其他 8 家书店 2014 年 1-8 月份已计提并实际交纳了所得税，根据所得税免税政策在相关政策细则出台后将申请办理退税手续，该部分税款共计 950.20 万元，退税工作预计 2015 年完成。

预测所得税费用时只考虑当期所得税，不考虑递延所得税资产或递延所得税负债的影响。

8、折旧和摊销的预测

经现场勘查，被评估企业申报各项固定资产使用基本正常，能够保障公司经营的顺利进行并满足营业场所的面积需求。因此，现固定资产规模可满足企业未来正常经营的需要，不需要新增重大的固定资产投资支出。

因此，对固定资产折旧额，评估时按现有经营性固定资产的原值、折旧政策并考虑固定资产到期更新重置价值对折旧额的影响后测算年度折旧额；对无形资产摊销额，评估时主要按土地使用权的账面原值、摊销年限测算年度摊销额。其中对于 2019 年以后的永续年度折旧摊销额，为方便计算，评估时按各项资产未来经济寿命年限内的折旧摊销额逐年折现加总后再予以年金化的方法确定。具体预测数据如下：

单位：万元

	2014 年 9-12 月	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	永续年度
折旧	905.06	2,720.58	2,642.24	2,521.00	2,466.35	2,408.41	2,155.02
摊销	127.67	341.18	267.04	260.46	236.17	212.77	178.61
合计	1,032.73	3,061.76	2,909.28	2,781.46	2,702.52	2,621.18	2,333.63

8、资本性支出的预测

本次评估所考虑的未来年度资本性支出主要是指被评估企业现有固定资产、土地使用权的更新和补充，即只考虑维持简单再生产的资本性支出。

评估人员通过与企业相关人员的交流以及对企业现有固定资产、土地使用权

的启用时间、经济寿命年限、尚可使用年限、重置价值及残值率等的判断来确定企业未来各年度的资本性支出数额。其中对 2019 年以后的永续年度资本性支出，为方便计算，评估时按各项资产未来经济寿命年限内的资本性支出数据逐年折现加总后再予以年金化的方法确定。

9、营运资金增加额的预测

营运资金增加额=当期营运资金-上期营运资金

被评估企业的经营具有较为明显的季节性，主要受教材教辅的发行特点影响，每年的春秋两个开学季节是被评估企业的经营旺季，而每年的 5、6 月份及 11、12 月份是较为密集的回款期；与此相对应，被评估企业针对经营成本中占比较大的印刷费及纸张费等均采用对供货商开具半年期银行承兑汇票的结算方式。结合以上资金流转特点，我们对企业 2011~2013 年度的付现成本进行了分析，计算得出各年度最低的现金保有量，加计各年度的非现金营运资金额后确定各年度的营运资金总额，除以各年度的营业收入，计算被评估企业历史年度的营运资金额与营业收入的比例如下：

单位：元

项目	2011 年	2012 年	2013 年
合理的现金持有量	276,638,796.50	299,325,242.78	342,339,685.47
非现金营运资金	-194,441,012.64	-176,256,930.30	-201,125,315.84
营运资金总额	82,197,783.86	123,068,312.48	141,214,369.63
本年度营业收入	971,967,957.83	1,103,943,978.69	1,247,772,700.83
营运资金占营业收入比例	8.46%	11.15%	11.32%
加权平均值	10.80%		

根据被评估企业未来各年度的营业收入的预测，计算未来各年度末的营运资金，通过与年初（期初）营运资金额的比较，逐期确定营运资金的增加额。

10、自由现金流预测

企业全投资资本自由现金流预测表

单位：万元

年度	2014 年 9-12 月	2015 年度	2016 年度	2017 年度	2018 年度	2019 年度	永续年度
营业收入	52,306.05	145,840.29	156,665.39	168,088.39	168,935.34	178,417.46	178,417.46

主营业务收入	51,566.53	143,597.84	154,234.81	165,517.07	165,930.70	175,284.11	175,284.11
其他业务收入	739.51	2,242.45	2,430.58	2,571.33	3,004.64	3,133.35	3,133.35
营业成本	31,490.91	91,199.22	97,926.41	105,347.71	105,365.00	111,188.79	111,183.08
主营业务成本	31,372.32	90,889.81	97,617.30	105,082.43	105,099.45	110,923.18	110,917.46
其他业务成本	118.59	309.41	309.11	265.28	265.56	265.62	265.62
营业税金及附加	447.60	1,028.99	1,084.34	1,133.77	1,740.52	1,819.42	1,819.42
管理费用	5,785.82	15,937.34	16,678.47	17,476.03	18,105.41	18,935.23	18,675.89
营业费用	7,089.77	18,848.92	20,101.17	21,173.93	22,154.33	23,193.76	23,173.40
财务费用	53.81	258.70	256.31	256.69	258.41	259.04	259.04
资产减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	7,438.14	18,567.12	20,618.69	22,700.26	21,311.67	23,021.22	23,306.63
营业外收支净额	1,882.24	1,645.92	1,794.89	1,945.17	0.00	0.00	0.00
利润总额	9,320.38	20,213.04	22,413.58	24,645.43	21,311.67	23,021.22	23,306.63
所得税	-544.77	-947.24	6.68	7.15	7.53	6,410.45	6,456.78
净利润	9,865.15	21,160.28	22,406.90	24,638.28	21,304.14	16,610.77	16,849.85
税后利息	97.77	364.00	364.00	364.00	364.00	273.00	273.00
折旧	905.06	2,720.58	2,642.24	2,521.00	2,466.35	2,408.41	2,155.02
摊销	127.67	341.18	267.04	260.46	236.17	212.77	178.61
资本性支出	1.63	589.01	451.58	461.06	493.67	553.49	1,718.65
营运资金追加额	-3,632.45	1,032.64	1,169.11	1,233.68	1,171.47	1,024.07	1,024.07
净现金流量	14,626.47	22,964.39	24,059.49	26,089.00	22,705.52	17,927.39	16,713.76

11、溢余资产和非经营性资产、非经营性负债

(1) 溢余资产

溢余资产是指与公司经营收益无直接关系的，超过公司正常经营所需的多余资产，采用成本法确定评估值。经分析，被评估企业存在的溢余资产为 21,514.16 万元，具体见下表：

单位：万元

所属科目	项目名称	评估价值	所属企业
银行存款	定期存款、闲置存款、住房维修基金存款	18,914.16	城市传媒、出版社、青岛市店、黄岛书店
其他流动资产	委托贷款	2,600.00	城市传媒
合计		21,514.16	

(2) 非经营性资产、负债

非经营性资产是指与公司正常经营收益无直接关系的资产，包括不产生效益的资产以及与评估预测收益无关联的资产，第一类资产不产生利润，第二类资产

虽然会产生利润但在收益预测中未加以考虑或未真实反映其价值，采用成本法确定评估值。

经综合分析，确定被评估企业存在的非经营性资产为 65,592.34 万元，非经营性负债为 3,135.37 万元。非经营性资产明细详见下表：

单位：万元

所属科目	项目名称	评估价值	所属企业
预付账款	投标保证金	310.70	出版社、胶州书店
	其他款项	41.18	传媒股份、平度及黄岛书店
其他应收款	押金、保证金、质保金	214.78	青岛市店、即墨、胶州、城阳书店、新文音像
	房屋维修基金	121.50	青岛市店、胶州、平度、莱西及胶南书店
	其他款项	75.86	传媒股份、青岛市店、即墨及胶南书店
其他流动资产	预交所得税	810.56	出版社
长期股权投资	青岛鸿文建设管理咨询有限公司	104.44	海鲸书业
	青岛图新物流有限公司	90.42	青岛市店
	西藏悦读纪文化传媒有限公司	224.93	传媒股份
	青岛传媒发展有限公司	22,672.81	传媒股份
固定资产——房屋	洪泽湖路宿舍	0.27	传媒股份
	月湖宿舍	0.16	莱西书店
	水集宿舍	1.93	莱西书店
	昌隆门市部	39.93	莱西书店
	海尔路出版大厦 2 楼	1,984.70	城市传媒
	杭州路营业楼等	2,308.14	平度书店
	新华大厦	8,870.05	莱西书店
	威海中路营业楼	94.66	莱西书店
在建工程	新华大厦裙楼及设备	1,449.69	莱西书店
	华城路 26 号	115.00	城阳书店
长期待摊费用	预付房租	12.49	莱西书店
递延所得税资产		451.24	青岛市店等九家书店、海鲸书业、新华照排
其他非流动资产	弘文置业、共济街房产	1,746.40	即墨书店
投资性房地产	投资性房地产	23,850.49	青岛市店、即墨书店、胶南书店、莱西书店、平度书店、胶州书店
合计		65,592.34	

非经营性负债明细详见下表：

所属科目	项目名称	评估价值	所属企业
其他应付款	保证金、押金、质保金	163.23	青岛市店、即墨、胶州、平度、黄岛、城阳书店、翰墨泉物流
	住房维修基金	409.24	青岛市店、即墨、胶州、黄岛书店
	出版集团等单位往来款	755.93	传媒股份、出版社、青岛市店、新华照排、平度书店
	工程款、购房款及设备款	1,133.19	传媒股份、青岛市店、平度、莱西、胶州及城阳书店
	改制前旧账	197.28	青岛市店、即墨书店
	其他款项	176.51	青岛市店、莱西、胶州、胶南、黄岛书店
其他非流动负债	政府补贴文化发展资金	300.00	青岛市店
合计		3,135.37	

12、少数股东权益的扣减

本次合并范围内的公司中，除青岛新华照排有限公司外，均为全资控股企业，不存在少数股东权益。因此，评估时我们仅考虑扣除青岛新华照排有限公司存在的少数股东权益价值。该公司资产基础法评估后的股东全部权益价值为 620,560.94 元，则：应扣除的少数股东权益价值为 297,869.25 元（620,560.94×48%）。

13、折现率的确定

运用资本资产定价模型(“CAPM”)来计算投资者股权资本成本，在此基础上运用 WACC 模型计算加权平均资本成本，并以此作为被评估企业未来投资资本自由现金流的折现率。

运用 CAPM 模型计算权益资本成本

CAPM 模型是国际上普遍应用的估算投资者股权资本成本的办法。CAPM 模型可用下列公式表示：

$$R_e = R_f + \beta \times (R_m - R_f) + R_c$$

式中：R_f----无风险报酬率

R_m----完全分散的投资组合的期望收益率

β -----被评估企业的投资权益贝塔系数

R_c -----被评估企业特定风险调整系数。

(1) 无风险报酬率 R_f

无风险报酬率我们一般选取国债到期收益率。

根据 Wind 资讯提供的数据，我们从国内沪、深两市债券市场中选择从本次评估基准日到国债到期日剩余期限超过 10 年期的中长期国债，分别计算其到期收益率（复利），取其到期收益率（复利）的平均值作为本次评估的无风险报酬率。则： $R_f=4.27\%$

(2) 完全分散的投资组合的期望收益率 R_m

对于完全分散的投资组合的期望收益率 R_m ，我们考虑取国内沪深 300 指数自 2002 年~2013 年每年年末及本次评估基准日 2014 年 8 月 31 日的收盘价，计算 2003 年~2013 年每年年末及 2014 年 8 月 31 日的收盘价相对于 2002 年年末收盘价的几何平均收益率，再取其算术平均值作为完全分散的投资组合的期望收益率 R_m 。具体如下表：

时间	年期	沪深 300 指数	几何收益率
2002 年 12 月 31 日	0	1,103.64	
2003 年 12 月 31 日	1	1,194.74	8.25%
2004 年 12 月 31 日	2	1,000.00	-4.81%
2005 年 12 月 31 日	3	923.45	-5.77%
2006 年 12 月 31 日	4	2,041.05	16.62%
2007 年 12 月 31 日	5	5,338.28	37.06%
2008 年 12 月 31 日	6	1,817.72	8.67%
2009 年 12 月 31 日	7	3,575.68	18.29%
2010 年 12 月 31 日	8	3,128.26	13.91%
2011 年 12 月 31 日	9	2,345.74	8.74%
2012 年 12 月 31 日	10	2,522.95	8.62%
2013 年 12 月 31 日	11	2,330.03	7.03%
2014 年 8 月 31 日	11.67	2,338.29	6.65%
收益率平均			10.27%

则： $R_m=10.27\%$

$$R_m - R_f = 10.27\% - 4.27\% = 6\%$$

(3) 确定可比公司相对与股票市场风险系数 β

被评估企业为文化企业，核心业务为出版及发行业务。我们首先收集了沪深两市出版传媒行业 14 家上市公司的资料；经过筛选选取上市时间在 2 年以上、主营业务兼具出版及发行业务的 4 家盈利上市公司作为可比公司，查阅取得每家可比公司在距评估基准日 2 年内的采用日指标计算归集的相对与沪深两市（采用沪深 300 指数）的风险系数即原始 β 系数如下：

证券代码	600757.SH	601098.SH	601928.SH	601999.SH
证券简称	长江传媒	中南传媒	凤凰传媒	出版传媒
2013 年出版加发行收入占全部收入的比重	89%	96%	94%	78%
原始 Beta	1.0093	0.9467	0.9964	1.0329
2013 年所得税率	-	-	-	-

数据来源：WIND 资讯

根据上表中的原始 β 系数及各公司的资本结构计算 4 家可比上市公司的剔除财务杠杆后（Un-leaved）的 β 系数，取其平均值作为被评估企业的剔除财务杠杆后（Un-leaved）的 β 系数。无财务杠杆 β 系数的计算公式如下：

$$\text{无财务杠杆 } \beta = \frac{\text{有财务杠杆 } \beta}{1 + [\text{负债}\% / \text{权益}\%] * [1 - t]}$$

根据被评估企业的财务结构进行调整，确定适用于被评估企业的 β 系数。计算公式为：

$$\text{有财务杠杆 } \beta = \text{无财务杠杆 } \beta \times [1 + (1 - t) \times (\text{负债}\% / \text{权益}\%)]$$

具体数据详见以下的“WACC 计算表”。

（4）特定风险调整系数 R_c

我们考虑了以下调整因素：

I. 规模风险报酬率的确定

世界多项研究结果表明，小企业平均报酬率高于大企业。因为小企业股东承担的风险比大企业股东大。因此，小企业股东希望更高的回报。

通过与可比上市公司比较，被评估企业的资产、净资产及收入规模均低于四家可比上市公司；因此，我们认为有必要做适当的规模报酬调整，根据我们的比

较和判断结果，评估人员认为追加 1%的规模风险报酬率是合理的。

II.个别风险报酬率的确定

企业风险主要有：1) 企业所处经营阶段；2) 历史经营状况；3) 企业经营业务、商品和地区的分布；4) 对主要客户及供应商的依赖；5) 公司内部管理及控制机制；6) 管理人员的经验和资历。财务风险主要有：1) 杠杆系数；2) 保障比率；3) 流动性；4) 资本资源的获得。

根据对上述风险因素的分析，被评估企业正处于快速发展期，业绩增长较快，虽然目前全行业面临着新兴媒体的市场冲击，但企业在新媒体业务市场不断加大开拓力度并已初步取得了成果；区域内及特定类别书目虽具有较强竞争优势，但区域外市场及其他类别书目的开拓存在较大不确定性；供应商充足并具有多年市场化合作经验；内部管理机制较为完善；管理人员在行业内的经验较为丰富；贷款比例较低，财务风险不大，资产的流动性较高。

基于以上分析，被评估企业未来经营的个别风险程度略高，因此，将本次评估中的个别风险报酬率确定为 1%。

(5) 权益资本成本的确定

根据以上分析计算，天和确定用于本次评估的权益资本成本为 12.18%。

具体数据详见以下的“WACC 计算表”。

WACC 计算表

可比公司名称	长江传媒	中南传媒	凤凰传媒	出版传媒	平均值
股票代码	600757.SH	601098.SH	601928.SH	601999.SH	
付息债务	79896	18602	24826	13826	
债权比例	7.63%	0.70%	1.02%	2.57%	2.98%
可流通股股数	35014	179600	65900	55091	
股价	8.85	14.69	10.58	9.50	
不可流通股股数	86351	0	188590	0	
总股本	121365	179600	254490	55091	
流通性折扣	86%	86%	86%	86%	
限售股股价	7.61	12.63	9.10	8.17	

股权公平市场价值	967092	2638324	2413165	523369	
股权价值比例	92.37%	99.30%	98.98%	97.43%	97.02%
经杠杆调整后的 β	1.0093	0.9467	0.9964	1.0329	0.9963
取消杠杆调整的 β	0.9323	0.9401	0.9862	1.0064	0.9662
委估企业付息债务比例					1.87%
委估企业股东权益比例					98.13%
适用于委估企业的 β					0.9846
无风险收益率	4.27%		委估企业所得税率	0	
股市场超额风险收益率	6.00%		股权收益率		12.18%
规模风险报酬	1.00%		债权收益率		6.00%
个别风险报酬	1.00%		WACC		12.06%

经测算，在 0%和 25%所得税率情况下，分别计算得出的折现系数为 12.06% 和 12.01%，因此，为简化计算，确定用于本次评估的折现率即加权平均资本成本统一取整采用 12%。

14、收益法评估结果计算过程

经过上述分析和估算，采用收益法评估出的青岛城市传媒股份有限公司的股东全部权益在本次评估基准日 2014 年 8 月 31 日的市场价值为 2,878,684,900.00 元；比青岛城市传媒股份有限公司（单体报表）帐面净资产增加了 2,165,993,403.67 元，增值率为 303.92%，比青岛城市传媒股份有限公司（合并报表）归属于母公司股东帐面净资产增加了 1,712,496,646.03 元，增值率为 146.85%。

企业股权价值评估汇总表

单位：万元

年度	2014 年 9-12 月	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	永续年度
全投资资本自由现金流量	14,626.47	22,964.39	24,059.49	26,089.00	22,705.52	17,927.39	16,713.76
折现系数（12%）	0.9813	0.9099	0.8124	0.7254	0.6476	0.5782	6.6172
折现值	14,352.96	20,895.30	19,545.93	18,924.96	14,704.09	10,365.62	110,598.29
折现值合计	209,387.15						
加：溢余资产评估值	21,514.16						
加：非经营性资产评估值	65,592.34						
减：非经营性负债评估值	3,135.37						
企业整体价值	293,358.28						

减：有息负债	5,460.00
股东全部权益价值	287,898.28
减：照排公司少数股权价值	29.79
委估股权比例	100.00%
委估股权评估值	287,868.49

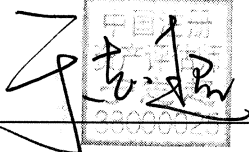
三、中介机构核查意见

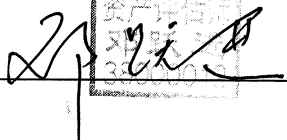
经核查,评估师认为:已在重组报告书中完善并补充披露评估相关信息。

我们同意将本专项回复作为青岛碱业股份有限公司本次发行股份购买资产事宜回复中国证监会行政许可项目审查一次反馈意见通知书中有关事项所必备的文件,随其他申报材料一起上报,并于《青岛碱业股份有限公司重大资产置换及发行股份购买资产并募集配套资金暨关联交易报告书》(以下简称“报告书”)中引用。

此页无正文，仅为青岛天和资产评估有限责任公司“关于对《青岛碱业股份有限公司发行股份购买资产核准》的《中国证监会行政许可项目审查一次反馈意见通知书》（150304 号）中涉及评估相关问题的答复”之签字盖章页

签字评估师：


中国注册资产评估师
380000023


中国注册资产评估师
380000023


中国注册资产评估师
380000023


中国注册资产评估师
380000064

