

国信证券有限责任公司
关于深圳一致药业股份有限公司重大资产购买
有关问题的独立财务顾问意见

中国证券监督管理委员会：

国信证券有限责任公司（以下简称“国信证券”或“本独立财务顾问”）作为深圳一致药业股份有限公司（以下简称：一致药业）本次重大资产购买的独立财务顾问，按照贵会 2005 年 8 月 15 日《中国证监会行政许可项目审查反馈意见通知书》第 05222 号的要求，就通知书中涉及的有关问题出具独立财务顾问意见，并根据后续审核要求对有关问题发表独立意见。国信证券出具的独立财务顾问意见是建立在一致药业、国药控股有限公司（以下简称：国药控股）及国药控股广州有限公司（以下简称：国控广州）等相关各方所提供的资料、意见、事实、承诺等均真实、准确、完整的基础之上，并无重大遗漏、失实及误导。对此，相关各方已向我们作出保证并承诺愿对所提供资料、意见、事实、承诺等的真实性、合法性和完整性承担全部责任。

一、本独立财务顾问关于反馈意见第一条所列事项的核查意见

1、说明把国控柳州、广东新龙、国药广州并入国控广州合并报表和盈利预测是否符合有关会计法规和制度的规定；如不符合，请重新提供相关的财务报表和盈利预测，并在此基础上补充说明此次交易定价是否公允及下列相关问题。

经核查，前次上报贵会的《深圳一致药业股份有限公司重大资产购买申报材料》中，信永中和会计师事务所出具了国控广州 2005 年 4 月 30 日 XYZH/A105085 号审计报告和 XYZH/A105085-1 号盈利预测审核报告，上述两项报告根据国控广州的收购方案，将国控柳州、广东新龙、国药广州纳入合并范围并对期初数据进行了同口径调整。经对照财政部财会〔2002〕18 号《关于执行〈企业会计制度〉和相关会计准则有关问题解答》的相关规定，上述两项报告的合并方法与现行会计制度、会计准则的规定不符。

信永中和会计师事务所就此，重新出具了国控广州以 2005 年 4 月 30 日为基

准日的XYZH/A105085号审计报告和2005年度XYZH/A105085-1号盈利预测审核报告,本次出具的两项报告已根据国控广州收购上述3家公司股权法律手续的实际完成时间,对合并范围进行了调整,调整后2005年4月30日合并审计报告中只包括广东新龙;2005年5-12月盈利预测范围系在2005年1-4月已合并了广东新龙的基础上,包括了广东新龙、国控柳州。具体情况如下:

公司名称	收购股权比例	收购法律手续完成进度	纳入合并情况
广东新龙	51%	2005年3月22日完成	自2005年4月1日起,对其进行权益法核算,纳入2005年4月30日合并会计报表范围、2005年5-12月盈利预测范围
国控柳州	51%	2005年5月16日完成	自2005年6月1日起,对其进行权益法核算,纳入2005年5-12月盈利预测范围
国药广州	100%	截止本报告日,尚未完成	无

通过对新旧报告的比较,并经过对以新报告为基础的本次收购定价公允性的分析(见本独立财务顾问意见第二条第三项“关于本次交易定价公允性的分析”),本独立财务顾问认为一致药业的“以新报表为基础进行本次交易,并不影响公司原有的价值判断,本次交易定价是合理公允的”的价值判断是合理的。

2、关于国控广州2003年亏损、2004年实现4662万元的高额利润、而2005年预测利润下滑50%的原因的核查意见,同时,结合其上半年实现的利润说明其2005年盈利预测是否能实现。

经核查,2003年10月,国药控股在广州以5,000万元现金出资另行组建国控广州,并以国控广州为主体整合了原国药广州的医药批发业务,以适应行业发展趋势和其内部集约化的战略要求。由于国控广州在整合中只收编了国药广州的业务,目前与其业务相关的资产仍留在国药广州。为了使国控广州在被收购进入一致药业前具备独立完整的资产业务,减少日后一致药业与其控制人国药控股的关联交易,2005年度,国药控股与国控广州签定股权转让协议,将持有国药广州的100%权益全部转让给国控广州。因此,只有结合国药广州的近几年的经营业绩,才能全面、真实地分析国控广州成立以来经营业绩的变化。

通过对国控广州盈利能力及经营稳定性的分析(见本独立财务顾问意见第二条第一项“关于国控广州盈利能力及经营稳定性的分析”),本独立财务顾问认为,国控广州的盈利能力和经营稳定性与同行业上市公司相比具有较大的比较优势。此外,根据国控广州 2005 年 1—6 月的财务报表显示,2005 年 1—6 月,国控广州实现销售收入 143,449 万元,实现净利润 1,363 万元,按照此数据加权计算,2005 年度国控广州可实现净利润 2,604 万元,预测数为加权数的 91%;因此,本独立财务顾问认为 2005 年盈利预测能够完成。

3、一致药业未能就本次交易完成后的经营状况出具 2005 年和 2006 年的盈利预测报告的理由的核查意见。

一致药业认为,该公司本次收购国控广州后,将成为集医药工业、批发和零售一体化的综合性医药企业,经营地域将覆盖以两广地区为主的华南主要城市,就业务结构和发展方向而言,该公司将以医药商业为主,主要包括对医院销售和商业批发。由于公司业务结构的综合性,医药行业的政策性变化以及上下游各个环节的局部变化,都将对公司的经营和业绩水平产生一定的影响。同时,国内医药行业的各个方面都正处于剧烈的变革期,其改革目标和方向的调整变化对具体医药企业的业务经营存在重大影响,但变革方向、对企业造成何种影响及其程度是很难预测和把握的。此外,近几年频发的重大流行性疾病出现的不确定性,也是造成行业市场波动的重要因素。另外,还有一些具体的微观因素也使得综合性医药企业的经营业绩和利润水平存在一定的不确定性,使得公司难以对未来的具体经营状况作出较为客观和合理的预测。从谨慎性原则考虑,不宜提供较长时间段和整体的盈利预测。对此,该公司从影响医药行业和自身发展的主要因素,包括行业因素、市场因素、医疗体制改革方向的影响、突发因素、个别微观原因和收购后整合效益的判断等方面,就无法提供 2005、2006 年度盈利预测的理由进行了说明。

本独立财务顾问认为,一致药业上述对市场、行业、政策及未来经营的判断具有其合理性,目前一致药业就本次收购完成后的经营状况出具盈利预测具有较大的难度,从谨慎性原则考虑,不宜提供较长时间段和整体的盈利预测。

4、结合国控广州主要资产为流动资产、应收款占资产比例较大及其可回收性等情况说明此次交易后是否会增加上市公司的财务风险的核查意见；并针对国控广州存在高额或有负债的情况详细分析存在的或有风险。

经核查，国控广州虽然流动资产、应收帐款占总资产比例较大，但其已通过对应收帐款、存货采取如下的营运管理措施以减少其财务风险：

（1）国控广州一直非常重视应收账款的回款情况，采取应收客户资信管理、应收回笼考核、应收客户对账等一系列措施落实追收责任人，确保货款的及时回收，降低损失风险。

（2）国控广州每月末对应收账款龄进行详细的分析。至 2005 年 4 月 30 日，1 年以内的应收账款占应收账款总额的 99%，1—2 年占总额的 1%。对 1 年以上的应收账款，要求销售部门必须尽快落实清收计划，并通过考核激励制度确保货款的回收。

（3）国控广州按照《企业会计制度》的要求，对应收款按账龄计提比例计提坏账准备。截止 2005 年 4 月 30 日应收账款和其他应收款分别计提坏帐准备 598.9 万元、47.2 万元。

（4）国控广州通过对库存商品采取实时监控进销存情况、定期盘点对账及分析商品效期等措施，使得其 2005 年上半年的平均存货周转天数控制较低水平。

经核查，公司或有负债主要为已贴现商业承兑汇票和银行承兑汇票形成的或有负债，截止 2005 年 4 月 30 日商业承兑汇票余额为 99,748,220.78 元，银行承兑汇票余额为 7,233,330.91 元。国控广州认为使用大额商业承兑汇票是由于医药行业及广州地区结算特点所产生的业务，并采取下述措施防范相应风险：

（1）商业承兑汇票的付款单位规定必须为经营情况良好、信用度高的广州市内三甲医院。

（2）通过综合分析付款单位的经营规模、资信情况及发展前景，核定其商业承兑汇票的期限和结算量。

（3）对已开展商业承兑汇票结算的医院，要求对口销售代表与医院保持密切的联系，关注其发展动态，落实跟踪商业承兑汇票的到期承兑。

通过上述措施，国控广州商业承兑汇票贴现业务得到有效的监控，避免了到期承兑的风险。自 2003 年公司开展该项业务以来，从未发生过因开票人到期无

法承兑而致使国控广州蒙受损失的情况。因此，公司认为商业承兑汇票的贴现业务不会对国控广州的经营造成不良影响。

因此，本独立财务顾问认为，虽然国控广州流动资产、应收款占资产比例较大，但鉴于其在应收帐款、存货等方面的营运管理质量都比一致药业更具优势，因此，本次交易后不会增加上市公司的财务风险。同时，对于因已贴现商业承兑汇票形成的或有负债问题，国控广州已采取相对有效措施加以应对，且根据实际情况来看，并未发生相关损失，不存在重大风险因素。此外，根据我们对国控广州所提供公司资料的核查，未发现其有对外担保、重大诉讼等情况。

5、提供国控柳州、广东新龙、国药广州成立以来的会计报表及其股东结构，并详细分析上述三家公司的盈利能力及国控广州购买三家公司股权的交易定价是否公允。

（一）国控柳州

经核查，国控柳州的股东及出资情况如下：

股东名称	原出资情况		目前出资情况	
	出资额	股权比例	出资额	股权比例
柳州市商贸控股有限公司	1,005.92 万元	49%	821.42 万元	40.01%
国药控股有限公司	1,047.14 万元	51%		
国控广州			1,047.14 万元	51%
3 名自然人股东			184.5 万元	8.99%

经核查，国控柳州的盈利情况如下：

根据国控柳州的 2004 年度会计报表，其 2004 年度主营业务收入为 21,058.28 万元，亏损 46.97 万元。2005 年 1-4 月公司实现销售收入 7,395.56 万元，实现净利润 25.25 万元。虽然目前国控柳州收益水平较低，但依靠其辐射整个广西省内的销售网络，同时通过引入国控广州丰富的医药品种资源，将会迅速带动其药品批发业务快速成长，此外，利用国控广州及一致药业在医药零售连锁方面的成功经验，亦能使汇康连锁的竞争能力得到快速提升。

经核查，在本次股权转让中，国控广州委托中和资产评估有限公司（具有证券业务资格）对国控柳州以 2004 年 12 月 31 日为基准日的整体价值进行了评估，

收购价格以国控柳州的评估价值 6,235.85 万元为依据, 转让国控柳州 51%的股权价格即确定为 $6,235.85 \text{ 万元} \times 51\% = 3,180.28 \text{ 万元}$ 。本次国控柳州资产的评估按照必要的评估程序对委托评估的资产和负债实施了实地查勘、市场调查与询证, 采用成本加和法对国控柳州的资产在基准日所表现的市场价值做出了公允反映。

综上, 本独立财务顾问认为, 国控柳州虽然目前盈利水平一般, 但通过内部管理的加强, 以及与国控广州的资源整合, 将具有较好的成长性, 此外, 购买国控柳州的交易价格以经中和评估事务所的资产评估结果为依据, 且评估方法较为稳健合理, 因此, 该次交易的定价是合理公允的。

(二) 广东新龙

经核查, 广东新龙的股东及出资情况如下:

股东名称	原出资情况		目前出资情况	
	出资额	股权比例	出资额	股权比例
国药控股湖北新龙有限公司	980 万元	49%	980 万元	49%
国药控股有限公司	1,020 万元	51%		
国控广州			1,020 万元	51%

经核查, 广东新龙的盈利情况如下:

根据广东新龙 2005 年 1—4 月的经审计会计报表, 公司 2005 年度 1—4 月实现主营业务收入 9,917.28 万元, 亏损 75.16 万元, 亏损主要系公司刚开展业务, 需要消化开办费用等原因所致。

经核查, 国控广州购买广东新龙 51%股权的交易定价以广东新龙的注册资本为依据, 购买价格为 1,020 万元。鉴于广东新龙的快批业务与国控广州的传统商业业务具有很强的业态互补性, 通过收购广东新龙, 国控广州在中低端市场的竞争能力将迅速得到强化, 公司的目标客户群、商品结构将更趋完善, 在区域内的竞争优势将进一步凸现。且本次购买广东新龙 51%股权的交易价格以国药控股的实际出资额 (1,020 万元) 为依据, 因此本独立财务顾问认为该次交易的定价是合理公允的。

(三) 国药广州

经核查, 国药广州的股东及出资情况如下:

股东名称	原出资情况		本次收购后出资情况	
	出资额	股权比例	出资额	股权比例
国药控股有限公司	5,000 万元	100%		
国控广州			5,000 万元	100%

经核查，国药广州的盈利情况如下：

根据经审计的国药广州 2003 年度、2004 年度及 2005 年 1—4 月经审计的财务报表，国药广州 2003 年度、2004 年度及 2005 年 1—4 月分别实现主营业务收入 194,780.45 万元、36,492.47 万元、14,229.67 万元，净利润 1,225.83 万元、-1,579.08 万元、93.51 万元。

经核查，国控广州购买国药广州的 100%股权的交易定价以经信永中和会计师事务所审计调整后的母公司报表帐面净资产（基准日为 2004 年 12 月 31 日）为依据，即购买价格为 9,593.5 万元。鉴于国药广州的经营性固定资产和物流配送业务与国控广州的业务经营具有不可分割的联系，为了减少日后的关联交易，且根据国药广州目前的经营情况，购买国药广州股权不会对国控广州的盈利水平造成负面影响，因此本独立财务顾问认为以国药广州的经审计净资产为依据的交易定价合理公允。

6、关于国控广州支付上述三家公司股权转让款 1.38 亿元的资金来源及付款安排的核查意见；同时说明，如果国控广州到期无力支付上述款项，是否会向上市公司借款及上市公司是否需承担相关连带付款责任。

经核查，在国控广州与国药控股就国控柳州、广东新龙、国药广州三家公司股权转让分别签订的《股权转让协议》中规定，广东新龙股权转让款的支付期限为合同签订后 15 日内，国控柳州股权转让款的支付期限为股权过户完成后 90 日内，国药广州股权转让款的支付期限为股权过户完成后 6 个月内。其中，广东新龙的股权转让款 1,020 万元已支付完毕，国控柳州股权转让款 3,180.28 万元的支付期限于 2005 年 8 月到期，国药广州股权转让款 9,593.5 万元的支付期限预计在 2006 年 3 月末到期（假设 2005 年 9 月末完成股权过户）。因此，截止目前，国控广州应支付而未支付的股权转让款合计为 12,773.78 万元。

根据国控广州对股权转让款的支付计划，上述股权转让款的资金来源主要通

过自有资金和银行贷款解决，国控广州的资金状况具体如下：

2005 年 1—6 月，国控广州（母公司口径）实现销售收入 131,708 万元，实现净利润 1,363 万元，经营性现金流量净额为 7,419 万元；公司预计 2005 年全年将实现销售收入 248,118 万元、净利润 2,374 万元、经营性现金流量净额 9,000 万元；2006 年 1—3 月，国控广州预计公司经营性现金流量净额为 3,000 万元。国控广州由于具有较大的规模优势和较强的销售渠道控制能力，对上游客户具备较强的议价能力（特别是支付帐期方面），现金流状况较好，具有较强的偿债能力。

据此，国控广州的付款安排具体如下：

根据上述资金状况，国控柳州股权转让款 3,180.28 万元，其中国控广州可以以自有资金全额支付。2006 年 3 月末前须支付的国药广州股权转让款 9,593.5 万元中的 5,000 万元也可以自有资金支付，余额 4593.5 万元将通过银行贷款解决。

根据前述付款安排，由于国控广州销售额较大、资金周转顺畅、银行资信较好，完全能够独立解决相关的资金问题。因此不会发生到期无力支付上述款项的情形，亦不会有向上市公司借款或需上市公司承担相关连带付款责任的情形发生。

此外，国药控股本次向国控广州转让广东新龙、国控柳州、国药广州三家公司股权，以业务和资产整合、强化下属企业的经营网络和盈利能力为目标，不以资产变现和财务盈利为目的，因此，将确保不因本次资产重组使相关企业现金流状况受到重大影响。若存在上述风险，国药控股亦可采取其它变通措施加以妥善解决。

经核查，根据国控广州 2005 年 1—6 月的经营及现金流转情况及其 2005 年全年和 2006 年 1—3 月的现金流预测，本独立财务顾问认为国控广州尚需支付的 12,773.78 万元股权转让款的资金来源为自有资金及银行贷款，付款安排符合其财务报表及现金流预测反映的现金流状况。根据其支付安排，无须向一致药业借款，亦不会发生需一致药业承担相关连带付款责任的情况

7、关于上市公司是否存在被大股东及关联方占用资金和违规担保情况的核

查意见。

经核查，一致药业目前无对外担保事项。根据一致药业已公布的未经审计的 2005 年半年度财务报告，截止 2005 年 6 月 30 日，一致药业无大股东及关联方非经营性资金占用情况。

8、关于本次交易后，上市公司在经营上是否严重依赖于关联交易，关联交易收入及相应利润在上市公司收入和利润中所占比重是否合理的核查意见。

经核查，一致药业 2004 年实现销售收入 157,608.53 万元，净利润 2,725.41 万元，其中与大股东及各子公司发生关联交易收入 3,486.53 万元，占销售收入总额的 2.21%。在收购前，国药控股广州公司与一致药业的关系是属同一控股股东的的存在控制关系的关联方。收购后，国控广州将成为一致药业的控股子公司，关联方关系有所变化。此外，由于国控广州与其他关联方之间的关联交易较与一致药业之间的关联交易为多，因此，本次收购完成后，一致药业合并口径的关联交易额会有所增加。根据一致药业财务部门的测算，2005 年 1—4 月，一致药业与国控广州合计的销售收入为 161,732 万元，两家公司对外的关联交易收入为 6,979 万元，占销售收入的 4.31%；两家公司合计的净利润为 2,147 万元，其中关联交易实现利润 91 万元(按综合销售利润率计算)，占净利润 4.24%。

由于一致药业的主要客户是以深圳地区医疗机构为主，国控广州是以南区为中心，广东地区为主（其中又以广州地区的医疗机构为主），大股东国药控股及各子公司分布全国各地，三方不存在经营地域重叠的现象。此外，从上述一致药业财务部门对本次交易完成后，一致药业（含国控广州）通过关联交易实现的销售收入与净利润的分析，其占整体销售收入及净利润的比例均很小。因此，本独立财务顾问认为，本次重大资产购买完成后，一致药业在经营上不会严重依赖于关联交易，关联交易收入及相应利润在其收入和利润中所占比重是合理的。

9、关于国控广州及其子公司从事医药经营的相关资质认证的证明文件的核查意见。

经对国控广州、国控柳州、广东新龙及国药广州的从事医药经营相关资质证明文件的核查，本独立财务顾问认为国控广州、国药广州、国控新龙及国控柳州

的经营资质认证证明文件均为国家有关主管部门依法颁发的合法文件，内容真实。上述四家公司中除国药广州外，其他三家公司均具有从事药品经营及医疗器械经营的资格。

10、本次交易后上市公司拟实行的人员安置计划的核查意见。

关于本次交易后上市公司拟实行的人员安置计划，一致药业认为：鉴于国控广州及其本年度收购的三家公司的离退休人员已逐步实施了社会化管理，且上述各家公司的在职员工均已与其所属公司签订了固定期劳动合同，实施了合同制管理，各家公司并已严格按照社会保险基金管理中心的政策要求，为员工缴纳了养老、医疗、失业和工伤保险。因此，本次交易完成后，不存在一致药业须对上述公司的员工进行人员安置的问题。此外，针对上述被收购公司的人事聘用、管理制度，一致药业将本着以人为本的原则，并严格按照《劳动法》、地方劳动管理法规的规定实施属地化管理

经核查，鉴于国控广州及其本年度收购的三家公司的离退休人员已逐步实施了社会化管理，且上述各家公司的在职员工均已与其所属公司签订了固定期劳动合同，实施了合同制管理。因此，本独立财务顾问认为，本次交易完成后，目前国控广州、广东新龙、国控柳州、国药广州的人员不存在需要特别安置的问题。

11、关于国药广州 1449 万土地出让金的支付主体及是否已支付的说明的核查意见。

根据国药广州提供的《中国医药（集团）总公司重组改制项目土地价格评估——土地估价技术报告》及《中国医药（集团）总公司资产重组项目资产评估说明·各项资产及负债评估技术说明》，国药广州在出资设立的净资产评估值中不包含宗地 1、宗地 2、宗地 3 及物业 4 的中展里商住楼首层和物业 5 医药大厦的国有划拨土地的出让金，即净资产中只包含该等划拨土地的划拨价值，故国药广州目前拥有的国有土地使用权的账面价值不含土地出让金，其土地使用权的性质仍然属于划拨土地使用权。

因此，本独立财务顾问认为，国药广州现在拥有的划拨土地使用权所应缴纳的土地出让金应由国药广州承担。此外，经本独立财务顾问核查，截止目前上述土地出让金尚未支付。

二、本独立财务顾问对国控广州的盈利能力、经营稳定性、资产负债率约为90%的合理性、现金流情况预测以及本次交易定价公允性的分析

1、关于国控广州盈利能力及经营稳定性的分析

纵观我国医药商业行业近年的发展，我国医药商业购销稳步增长，市场消费需求活跃。据统计，2004 年全年七大类医药商品购进总值约为 2,210 亿元，比上年同期增长 10%左右，其中药品类购进为 1,543 亿元，比同期增长 14%；中成药类购进为 443 亿元，比同期增长 6%。销售总值约为 2,500 亿元，比上年同期增长 12%左右，其中，药品类总销售为 1,700 亿元，比同期增长 15%左右，中成药类总销售为 520 亿元，比同期增长 7%。

医药商业购销总体态势虽呈现增长，但行业效益水平增长并未同步，2004 年医药商业企业效益水平持续走低，受药品降价、招标采购政策的推行及市场竞争加剧等多重因素的影响，商业企业盈利空间进一步下降，一些重点城市的应收帐款增幅进一步上升，费用加大，毛利率、利润率下降，反映了医药商业行业效益水平改善不大且继续走低的状况，据统计，2004 年医药商业行业的平均利润率为 0.7%左右。

本次一致药业重大资产购买的标的公司——国控广州是在全面承接中国医药集团广州公司医药商业业务基础上组建成立，目前由于国药广州拥有国药控股在广州地区的经营性资产，而国控广州拥有国药控股在广州地区的主要业务，形成业务与资产的分离。鉴于国药控股已与国控广州就转让国药广州的 100%权益之事项签订《股权转让协议》，而且从资产、业务完整和配比的合理性角度考虑，以下对国控广州盈利能力及经营稳定性的分析将在综合考虑国药广州资产状况及经营业绩的基础上进行。

（1）国控广州盈利能力的分析

根据国控广州及国药广州 2004 年度及 2005 年 1—4 月经审计的财务报表，国控广州及国药广州的资产及经营业绩情况如下：

单位：万元

	2004 年度			2005 年 1—4 月		
	国控广州	国药广州	合计	国控广州	国药广州	合计
净资产	9,353.89	9,260.73	18,614.62	10,191.69	9,299.40	19,491.09
主营业务收入	196,799.92	36,492.47	233,292.38	91,107.40	14,229.67	105,337.07
净利润	4,662.56	-1,579.08	3,083.48	837.80	93.51	931.31
净资产收益率	49.85%	-17.05%	16.56%	8.22%	1.01%	4.78%

上表中 2004 年度 2 家公司合计的净资产收益率为 16.56%，亦即平均 4 个月为 5.52%，略高于 2005 年 1—4 月的净资产收益率水平，主要是受国控广州 2004 年度免征所得税的影响，若考虑所得税的因素 2004 年国控广州的净资产收益率为 11.10%，亦即平均 4 个月为 3.70%，说明在相同税收情况下，国控广州的净资产收益率有较大提高。

为比较分析国控广州的盈利能力，我们选取了 6 家以医药商业为主营业务的国内上市公司（包括一致药业）作为比较对象，6 家上市公司与国控广州的净资产收益率水平对比如下：

股票代码	公司简称	2004 年度净资产收益率 (%)	2004 年度主营业务收入 (亿元)
600297	美罗药业	1.91	6.89
600511	国药股份	7.93	18.01
600833	第一医药	6.71	5.46
600849	上海医药	5.28	108.15
600332	广州药业	2.27	77.08
000028	一致药业	7.75	15.76
	平均	5.31	38.56
	国控广州(合计)	11.10	23.33

注：可比上市公司的相关财务数据来源于各上市公司已公布的 2004 年度报告，为合理反映国控广州的实际盈利能力，国控广州的净资产收益率采用扣除所得税后的净利润计算。

上表的数据表明，国控广州在盈利能力方面明显优于一致药业及其他同行业上市公司。同时，国控广州经审计的财务报表显示，其 2005 年 1—4 月经营活动产生的现金流量净额为 4,917.13 万元，同期的收益现金比率达到 5.87，说明其收益现金含量较高，主营业务的经营风险较小。

（2）国控广州经营稳定性的分析

根据国控广州及国药广州 2003 年度、2004 年度、2005 年 1—4 月的财务报表，我们对国控广州及国药广州的收入及净利润进行了简单合并，具体情况如下：

单位：万元

	项目	2003 年度	2004 年度	2005 年 1-4 月
国药广州	收入	194,780.45	36,492.47	14,229.67
	净利润	1,225.83	-1,579.08	93.51
国控广州	收入	28,276.23	196,799.92	91,107.40
	净利润	-86.31	4,662.56	837.80
合计	收入	223,056.69	233,292.38	105,337.07
	净利润	1,139.52	2,065.93	931.31
	销售利润率	0.51%	0.89%	0.88%

注：为合理分析国控广州的经营情况，其 2004 年度合计的净利润采用扣除所得税后的数据，其计算过程为 $(4662 - 1579) \times 67\% = 2066$ 万元。

如上表所示，在综合考虑国控广州及国药广州经营业绩的情况下，国控广州近 3 年的主营业务收入、净利润均保持了较好的增长趋势。此外，通过分析反映医药商业企业竞争能力的重要指标——销售利润率，我们可以发现，2004 年度、2005 年 1—4 月国控广州的销售利润率较 2003 年均有较大增长，且明显高于医药商业行业的平均水平（0.7%），说明其业务经营稳定性是较好的。

综合上述分析，我们认为，虽然目前医药商业行业市场竞争激烈，行业内企业效益普遍下滑，但国控广州近 3 年的主营业务收入、净利润、净资产收益率、销售利润率等多项财务指标均持续向好，其盈利能力和经营稳定性与同行业公司相比具有较大的比较优势。

2、关于国控广州负债率合理性的分析

国控广州 2005 年 4 月末的负债率为 86.88%（合并口径）、87.03%（母公司），处于较高水平。但通过对其所属医药商业行业及公司实际运营情况的分析，国信证券认为，国控广州的负债结构合理，其较高的负债率主要因以下因素导致：

（1）行业的运营特点决定医药商业企业负债率普遍较高

在医药商业批发领域，由于药品具有时效性，销量较大，价值量较高，特别是国控广州经销品种以进口、合资药品为主，其单位价值远高于国内品种，且需在较短的时间内得到流转，营运资金需求也随之增大。同时，由于目前医药商业行业竞争激烈，企业间结算帐期的延长，特别是对医院等终端客户的销售回款期较长，也对负债额产生一定影响，从而导致医药商业企业负债偏高，形成医药商业企业高负债结构的特点。

由于目前国内与国控广州业务性质完全相同——单一从事医药商业业务的

可比上市公司较少，而且即便是同属医药商业行业，根据经营业务（如商业批发、零售、医院销售）及销售品种（进口药、合资药、国产药、OTC 药品）的不同结构，其经营特点亦会产生较大差异，因此，我们仅能在为数不多的以医药商业为主营业务的上市公司中进行采样，以对比分析国控广州资产负债结构是否合理。如下表所示，三家从事医药商业业务的上市公司的资产负债率普遍较高，尤其是与国控广州业务性质最为接近的南京医药的资产负债率达到了 85.55%，印证了目前国内医药商业批发企业通过高负债率、高周转实现盈利的运营特点。

股票代码	公司简称	合并资产负债率
000591	桐君阁	79.89%
600713	南京医药	85.55%
600849	上海医药	72.72%
	平均	79.39%

（2）良好的经营业绩为较高负债结构下的经营提供了可能

国控广州近 2 年来经营规模迅速扩张，2005 年预计实现主营业务收入 27.48 亿元，较 2004 年实现的主营业务收入 19.68 亿元增长 40%，与此同时，如前述分析，其净资产收益率、销售毛利率等指标亦平稳增长，经营现金流转情况较好，反映了其良好的经营业绩。但随着经营规模的快速扩张，国控广州的营运资金需求亦进一步加大，通过析国控广州的负债结构可以发现，截止 2005 年 4 月 30 日，国控广州总负债为 73,746.04 万元，其中短期借款、应付票据、应付帐款合计为 63,151.03 万元，占负债总额的 85.63%，说明国控广州在经营中的主要负债是因银行授信与供应商正常货款结算形成，而 2004 年末上述 3 项流动负债项目合计占负债总额的比例为 76.76%，2005 年 4 月末的该比例有所上升，说明国控广州在业务发展中较多地利用了银行及供应商信用弥补营运资金不足，而之所以能够通过上述负债弥补营运资金的不足，主要是由于国控广州的经营业绩良好、供应商及银行信用较好，债务融资渠道通畅，具有较好的债务融资能力。

综合上述分析，我们认为虽然国控广州的资产负债率在处于较高水平，但其较高的负债结构是由其所属行业经营特点以及其实际经营情况所决定的，具有一定的合理性。

3、关于国控广州业务经营及现金流状况的分析及预测

（一）关于国控广州 2004 年度经营性现金流情况的说明

国控广州 2003 年度经营现金净流量为-12,536 万元，出现负数的主要原因为国控广州是 2003 年 11 月正式成立的公司，由于处于成立初期，需大量购置库存商品为未来的正常经营运作和发展作准备，公司需把投资及筹资所得的资金投入库存商品的积累中，使期末的存货结余较期初大幅增加 13,810 万元，经营现金净流量出现负数。

2004 年度经营现金净流量为-374 万元，比 2003 年有大幅度的改善。经营性现金流仍为负数的主要原因是 2004 年公司持续扩大经营规模，采购和销售的金额均比 2003 年有巨额增长，同时年末增加为采购存货预付货款 2,945 万元，加之新增部分供应商，需要在最初交易时投入部分铺底资金，造成应收账款/应收票据增加 7,511 万元，从而导致贵公司经营性现金出现负数。另外，由于 2003 年尚未完成银行贷款主体的变更，筹资资金未能与国控广州的经营规模相匹配，因此 2004 年需继续增加融资规模，期末的短期借款余额较年初增长 5,500 万元。随着资金的逐步到位，国控广州 2004 年的销售业绩有显著的增长，虽然经营现金流仍为负数，但应收资金的回笼与销售规模的增长是相匹配的，应收账款的周转也进一步加快，预计 2005 年公司经营性现金流状况将有彻底改观。

（二）国控广州业务经营及经营性现金流现状

（1）销售迅猛增长

国控广州 2005 年 1—6 月的含税销售收入完成 196,016 万元（未经审计），比上一年度同期增长 38.59%。

（2）经营性现金流状况良好

据核查，作为医药流通企业，国控广州一向重视对经营现金流的控制，以及对应收账款的管理。到 2005 年上半年，其累计实现经营现金净流量 6,810 万元（未经审计），反映出其在业务快速增长的同时，较好地把握了经营活动中的资金回笼。

经核查，国控广州之所以能保持良好的经营性现金流状况，主要是通过以下措施的贯彻实行：

① 强调加快应收账款回笼对公司运营的重要性，引导业务人员，与客户商议结算周期时向公司经营目标靠拢，从而加快公司整体资金流转速度。

② 大力推广商业汇票结算方式，加速资金周转速度。国控广州向信用良好的客户推广商业汇票结算，商业汇票结算客户从 2004 年的 41 家增至 2005 年 9 月的 58 家，商业汇票结算比例从 19% 升至 27%。

③ 加速库存周转，国控广州 2005 年上半年库存周转平均天数为 25 天比去年同期 28 天缩短 3 天，大幅减少了对经营资金的占用，提高了资金的使用效率。

根据国控广州 2005 年的经营目标及上半年的经营状况，预计 2005 年全年将有望实现含税销售收入 34 亿元，由此创造经营现金净流量 8,000 万元，现金存量净增 3,000 万元。

（3）公司现金流状况与南京医药的比较分析

与行业内最具可比性（业务性质、规模最为接近）的上市公司南京医药股份有限公司（600713，以下简称：“南京医药”）相比，虽然南京医药 2005 年上半年的含税销售收入达 351,222 万元，销售规模明显大于国控广州，但南京医药上半年的累计经营现金净流量只实现 2,579 万元，远远少于国控广州。国控广州 2005 年上半年的现金净增加额为 2,237 万元，明显优于南京医药的-544 万元。

国控广州上半年的现金收入比为 4.06%，比南京医药高出 3.2%；现金利润比为 531%，比南京医药高出 108%，比医药行业的平均水平更是高出 315%。数据表明国控广州经营创造现金流的能力及经营的质量在行业中都具有明显的优势。

（三）2006 年业务经营及现金流情况预测

根据国控广州 2005 年上半年在业务发展、市场开拓、资金运营等各方面的状况，结合国家医药政策的导向、广东地区医药市场的发展动态和国药控股区域性一体化运营的总体战略，预计国控广州 2006 年销售收入的增幅将达到 20%，销售规模将达到 40 亿元，经营现金净流量将保持 6,000 万元，主要依据：

（1）重点品种的垄断利润是现金流稳定的重要保障

由于全国经销、区域经销品种的销售一直在国控广州的业务经营中占有重要的地位，对国控广州的整体盈利能力起着决定性的作用。这些重点品种的经营毛利已在公司整体毛利中占有将近一半的比例，而且国控广州已确立了该业务年增长 30% 以上的长期经营目标，因此重点品种的发展为国控广州的利润及现金流的增长提供了可靠的保障。

（2）重点客户资源潜力巨大

国控广州经过多年的业务磨合，与客户建立了密切的合作关系，其中销售前 30 位重点客户的销售增幅已接近 50%。在此基础上，重点客户预计 2006 年销售增幅还将达到 30%以上，超出整体销售增幅近十个百分点。重点客户的维护、新客户的开发将为其现金流的增加提供必要的条件和资源。

（3）区域整合和业态补充扩大销售规模、加快资金周转

通过收购国控柳州及广东新龙，国控广州的经营地域已扩大覆盖至广西地区及番禺地区，网络发展空间巨大。通过收购，国控广州一举由地区性医药商业企业升级为具有一定规模的区域性医药流通企业。鉴于广东新龙的销售模式是快批，其应收账款的回笼天数基本控制在 15 天以内，对国控广州而言，是一个加速资金回笼的创新业态，将为国控广州创造更多的现金流滚动效益。

（4）加强应收帐款和库存管理，形成销售规模不断扩大与经营性净现金流增加的良性循环态势

在销售规模实现大幅增加的前提下，良好的应收回款是现金流入的最终体现，而库存的加快周转是减少现金挤占的最佳方法。在经过不断的摸索、改进后，国控广州已经形成一套较为完善和符合其实际经营情况的管理制度，保证应收帐款的及时回笼和合理控制库存，形成销售规模不断扩大与经营性净现金流增加的良性循环态势。

我们认为，国控广州的现金流状况与其销售收入匹配，经营性现金流状况良好，具备相应的偿付能力，支付国药广州和国控柳州收购款不会对其资金周转及业务经营造成重大不良影响。

4、关于本次交易定价公允性的分析

（一）一致药业本次收购国控广州溢价 16%的主要原因及其决策程序

一致药业本次收购国控广州 90%股权以经审计的净资产为定价基础，考虑到以帐面净值为收购作价依据的局限性，国控广州所承继和拥有的五十多年医药流通业务历史形成的广泛的网络资源、管理能力以及品牌等商誉价值并未在净资产值中明确体现，而作为医药流通企业，其核心价值往往更多的体现为渠道资源、管理体系和品牌等方面的优势，按照国控广州目前的市场地位及其拥有的资源优势 and 盈利能力，应通过溢价收购的方式对上述商业价值进行合理体现。

国药控股本次将所持有的国控广州 90%股权出让给一致药业，是为了履行

2004 年 2 月收购一致药业时对深圳市政府和一致药业其他股东的承诺，通过资产和业务的注入有效扩大一致药业的经营地域，实现优势互补，提高其盈利水平和发展潜力。为体现对上市公司的扶持，双方董事会协商将溢价幅度限定在 20% 的较低幅度内。最终，一致药业董事会在关联董事回避的情况下，确定本次收购溢价幅度为 16%。

（二）对收购国控广州 90%股权的估值分析及其依据

根据一致药业于 2005 年 6 月 21 日与国药控股签署的《股权转让协议》，本次一致药业收购国控广州 90%股权的购买价格为 10,673.11 万元。为进一步分析一致药业本次收购国控广州 90%股权定价的合理性，结合我国证券市场常用的定价分析方式，选用可比市盈率法、相关案例比较及 FCFF（自由现金流折现法，DCF 估值法的一种）估值分别对国控广州的投资价值进行比较分析，以进一步说明一致药业本次收购国控广州 90%股权定价是否合理。

（1）可比市盈率法

基于：

①国控广州 2004 年度和 2005 年度实现的净利润分别为 4,662.56 万元和 2,374.26 万元（预测数），两年平均净利润为 3,518.41 万元。

②国控广州的注册资本为 5,000 万元。

③国控广州 2004 年度和 2005 年度的每股收益分别为 0.93 元/股和 0.47 元/股（预测数），平均每股收益为 0.70 元/股。

④一致药业本次收购国控广州 90%股权的价格为 10,673.11 万元。

据此测算，以国控广州 2004 年度每股收益计，本次一致药业收购国控广州 90%股权交易价格的市盈率为 2.54 倍；以国控广州 2005 年度预测的每股收益计，本次一致药业收购国控广州 90%股权交易价格的市盈率为 5.32 倍；以国控广州 2004-2005 年的平均每股收益计，本次一致药业收购国控广州 90%股权交易价格的市盈率为 3.44 倍，因此，本次一致药业收购国控广州 90%股权的市盈率在 2.54 倍~5.32 倍之间。

为分析一致药业本次收购国控广州 90%股权的“市盈率”是否在合理范围，没有超出市场或其同行业的正常、平均水平，可对上述收购“市盈率”与目前我国证券市场的市盈率水平进行对比分析。

截止 2005 年 6 月 21 日,深圳证券交易所和上海证券交易所上市股票的平均市盈率约为 16 倍左右;以医药零售为主营业务的美罗药业、国药股份、第一医药、上海医药和广州药业等 5 家上市公司的简单算术平均市盈率为 43.72 倍(参见下表);而我国 A 股市场 2005 年来新股发行的市盈率一般在 14.8~23.75 倍之间,可见,一致药业本次收购国控广州 90%股权的“市盈率”要远低于目前我国上市公司的平均市盈率水平。

股票代码	公司简称	市 价 (2005-6-21 收盘价)	每股收益 (2004 年度)	市盈率(倍)
600297	美罗药业	5.83	0.11	53.00
600511	国药股份	5.75	0.26	21.86
600833	第一医药	3.62	0.08	44.15
600849	上海医药	3.92	0.20	19.60
600332	广州药业	5.6	0.07	80.00
	平均			43.72

注:上表中的每股收益的数据来源于各上市公司已公布的 2004 年度报告,市盈率数据依据市价、每股收益计算。

由于我国股市存在流通股和非流通股区别,其非均衡的股权性质及股权结构,导致目前上市公司在流通股和非流通股转让时的转让价格存在本质区别,因此,为更好地采用“市盈率”法对一致药业本次收购国控广州 90%股权价格的定价合理性进行分析,可选择在纽约证券交易所(NYSE)上市的美国五大医药商业流通行业公司的市盈率水平与本次收购的市盈率进行对比分析。

如下表所示,截至 2005 年 7 月 5 日,在纽约证券交易所上市的美国五大医药商业流通行业公司的平均市盈率约为 21.42 倍,远高于本次收购的市盈率区间 2.54 倍~5.32 倍,表明以“市盈率”法测算的本次收购价格没有出现高估。

公司名称	股票总市值 (亿美元)	市 价 (美元)	每股收益 (美元/股)	市盈率 (倍)
Cardinal Health Inc (CAH)	251.64	58.76	2.72	21.60
McKesson Corp (MCK)	134.57	44.86	-0.53	N/A
AmerisourceBergen Corp (ABC)	72.50	69.57	3.29	21.15
Nu Skin Enterprises, Inc (NUS)	16.84	24.08	1.12	21.50
Herbalife Ltd (HLF)	14.73	21.46	-0.01	N/A
平均				21.42

注:上表中的股票总市值、市价、每股收益(最近一个会计年度)的数据来源于雅虎财经(<http://cn.finance.yahoo.com/>),市盈率数据依据市价、每股收益计算。

根据上述分析,采用“市盈率”法对国控广州进行估值,国控广州的市盈率

远低于我国深沪上市公司的平均市盈率水平，远低于以医药生产、销售为主营业务的上市公司的平均市盈率水平，亦低于我国新股发行时的一般市盈率的平均水平，而且还低于在纽约证券交易所上市的同行业美国公司的平均市盈率水平。

（2）相关案例比较

由于国内目前医药流通体系尚不健全，在计划经济体制下形成的三级批发格局被基本打破以后，新的有效的医药流通体系尚未完全形成，造成医药流通行业企业“多、小、散、乱”的基本特征，缺乏大型龙头企业。据统计，在原有 16,000 家的基础上经过大量淘汰后，目前国内已通过 GSP 认证的医药流通企业尚有 7,000 多家，与医药大国美国只有 200 多家且销售额前四名的医药批发商市场占有率达 85% 的状况形成鲜明对照。因此，国家“十五”规划明确提出的医药产业发展方向是：“培养技术优势和规模优势，发展大公司、大集团、大医药格局”，并提出了扶持建立 5—10 个年销售额达 50 亿元的特大型医药流通企业，建立 40 个左右年销售额达 20 亿元的大型企业，合计销售额要达到全国医药销售额 70% 以上的发展目标。要实现上述目标，必须通过市场化手段、以联合、兼并方式进行，对医药资源进行跨地区的整合，优化资源配置，提高医药行业整体规模和竞争实力。在此行业发展目标指导下，中国华源集团（上海医药集团）、国药控股有限公司、南京医药股份有限公司、广州药业集团等大型医药商业（含部分工业）企业纷纷出击，分食全国市场，形成对国内医药商业企业的并购整合热潮，从 2002 年开始，医药行业便刮起一阵购并整合风：先有华源入主上海制药，太太药业控股丽珠集团，后有远大执掌诺佳，华润巨资兼并云药，太极掌控西南药业、桐君阁。2003 年，医药领域整合力度持续，复星参股国药，华源并购仁济，东盛收购潜江，北京医药集团并购重组，据统计数据显示，仅 2003 年前三季度，医药行业的并购数量已经高达 43 起，平均不到一周就发生一次，有近六成的并购交易金额在 5,000 万元以上。由于长期的医药三级批发格局影响下形成的医药商业资源和网络区域化特征，适逢此类整合以迅速抢占资源和提高市场占有率为目的，并购的成本和价格往往不是重点考虑因素，因此，对医药商业企业的并购普遍是以溢价方式进行的，特别是对位处经济发达地区且渠道掌控能力较强、市场占有率较高的医药流通企业，收购溢价更高。所以，近年来的医药企业间的购并被媒体称为“富人的游戏”和“巨头撑起的并购盛宴”。据报道，东盛集团收

购云药集团时，云药集团经评估的净资产为 6.4 亿元，东盛集团投入现金 7.5 亿元持有改制后云药集团 50%的股权，并支付云南省政府 1.9 亿元作为改革准备金。同时为提高竞争力，承诺到 2007 年度，云药集团销售收入达到 120 亿元、税收 11 亿元、净利润 3.4 亿元，否则，云南省国资委有权从东盛集团 7.5 亿元现金出资中扣除，溢价比例超过了 50%；此外，华源集团出资 11 亿元人民币，收购持有上药集团 40%的股份、出资 11.6 亿元收购北京医药集团，均付出了很大的成本，都承担了不同形式的、或明或暗的收购溢价。由于上述对医药流通（含部分工业）的并购行为主要在非上市公司层面进行，且方式多样，具体的交易资料的取得和溢价比例的明确测算存在一定困难，因此，下列表一、表二中仅列出与上市公司有关的、进行过明确信息披露的医药商业流通企业收购情况，以说明一致药业本次收购国控广州股权 16%的溢价幅度是合理的，符合近年来此类企业收购的普遍定价模式。

表 1：溢价情况一览表

时间	收购方	收购标的	出让方	作价依据	帐面值 (万元)	收购价格 (万元)	溢价 比例
1998 年	太极集团 (600129)	桐君阁(000591)68.44%的国家股	重庆市 国资局	经审计 净资产	9128.71	10,259.20	12.38%
2004 年	浙江华辰投资 发展 有 限 公 司 浙江础润投资 有限公司	浙江英特药业 有限责任公司 49%股权	昆明制 药	经审计 净资产	8073.88	11,148.30	38.08%
2004 年	上海医药 (600849)	宁波市医药 公司 51%股权 四明大药房 64.29%股权 亚太生物 89.03%股权	宁波联 合(600 051)等	帐面值	11,485	14,681.13	27.83%
2004 年	国药控股	一致药业 43.33%国家股	深圳市 国资公 司	经审计 净资产	14800.84	18,797.07	27%
平均							26.32%

表 2：收购标的收购时基本情况一览表

收购标的	主要业务类型	业务区域	注册资本 (万元)	主营业务收入 (万元)	净利润 (万元)
桐君阁	医药连锁零售	重庆市	13,614.39	34,029.87	1,530.27
浙江英特药业有 限责任公司	医药批发、零售	浙江省	7,187.19	163,639.41	1,709.35
宁波市医药公司	医药批发	宁波地区	5,799.77	124,300.00	238.07
一致药业	医药批发、零售、 医药工业	深圳地区	34,158.41	178,087.37	1,519.07

(3) FCFF (自由现金流折现) 估值

为对溢价合理性进行验证,这里采用目前普遍应用的自由现金流量法(FCFF)对国控广州进行估值。

首先,需要计算国控广州 2005 年的自由现金流量。公司 2005 年预测的净利润为 2,374 万元(为谨慎起见,未计入收购的国控柳州和国药广州产生净利润),其它相关财务数据见下表。

	2005 年
净利润(单位:元,下同)	23,742,577
折旧	2,514,125
税后财务费用	8,447,655
资本开支	1,125,096
营运资本净变动	10,112,158

根据上述数据,可以计算公司 2005 年的自由现金流如下:

$$\begin{aligned}
 \text{FCFF} &= \text{NI} + \text{DEP} + [\text{Int} \times (1 - \text{T})] - \text{FCInv} - \text{WCInv} \\
 &= 23742577 + 2514125 + 8447655 - 1125096 - 10112158 \\
 &= 23,467,104
 \end{aligned}$$

FCFF - 自由现金流

DEP - 折旧

$[\text{Int} \times (1 - \text{T})]$ - 税后利息

FCInv - 资本开支

WCInv - 营运资本净变动

假设在并购成功后,国控广州 2006 年的增长率可以达到 25%,在其后三年内增长率每年递减 4%,其永续增长率设为 3.5%,接近于长期的国民经济增长水平。相应的自由现金流如下表。

	2005	2006	2007	2008	2009	2010 及以后
增长率		25%	21%	17%	13%	3.5%
自由现金流	23,467,104	29,333,880	35,514,171	41,600,433	47,094,327	48,742,629

由于国控广州并非上市公司，无法直接计算其资本成本，我们将参考同类的医药上市公司来估算其资本成本。由于公司的负债比率很高。因而其相应的 BETA 值也会高一些，我们取目前医药上市公司的上端值 1.1。公司资产负债表上的负债比率为 87%，这一高负债比率很难在长时期内维持下去，我们假定国控广州长期目标负债比率为 60%。

设长期无风险利率为 4.5%，股市风险溢价为 7.5%，则根据资本资产定价模型（CAPM），公司的股权资本成本为：

$$\begin{aligned}
 k_e &= r_f + \beta \cdot r_m \\
 &= 4.5\% + 1.1 \times 7.5\% \\
 &= 12.8\%
 \end{aligned}$$

k_e - 股权资本成本

r_f - 无风险利率

r_m - 股市风险溢价

公司的加权平均资本成本 (WACC) 为：

$$\begin{aligned}
 WACC &= 12.8\% \times 40\% + 6\% \times (1 - 34\%) \times 60\% \\
 &= 7.5\%
 \end{aligned}$$

注：6%为公司的负债成本，34%为有效所得税税率

同时，假定国药广州收购款已付。

利用上面计算出来的 WACC 对表 2 中的自由现金流折现，我们可以得到公司价值为 988,557,789 元，经过对负债和应付并购款的调整后，理论溢价比为 21%。

公司价值	988,557,789
减：负债	737,460,403
应付并购款	127,737,800
股东权益内在价值	123,359,586
净资产	101,916,908

溢价百分比 21.0%

注：净资产为截止至 2005 年 4 月 30 日的数据

根据 DCF 模型估值结果可知，在充分考虑已付（国控柳州）和应付（国药广州）收购款对国控广州现金流的影响的情况下，国控广州的股东权益内在价值为 123,359,586 元，较作为作价基础的经审计的净资产值 101,916,908 高约 21%，亦较实际交易价格高约 5%。

通过上述可比市盈率、相关案例以及 FCFE 估值的测算和验证，我们认为一致药业本次溢价 16%收购国控广州 90%股权定价合理且处于相对较低的区间内，部分体现了一致药业控股股东对一致药业业务发展的扶持。

(此页为国信证券关于一致药业重大资产购买有关问题的独立财务顾问意见之签署页)

法定代表人或授权代表（签字）

国信证券有限责任公司（盖章）

签署日期：二〇〇五年九月十二日