

评估机构关于对辅仁药业集团实业股份有限公司 发行股份及支付现金购买资产并募集配套资金 预案信息披露的问询函回复意见

问询函问题 18

预案披露，标的资产以收益法作为预估方法，请补充披露另一种预估方法及其结果，说明选择收益法作为最终预估方法的原因。

回复：

一、资产预估结果

1、截至 2015 年 9 月 30 日，经采用资产基础法进行评估，开药集团股东全部权益预估值约为 475,600.00 万元，增值 122,022.16 万元，增值率为 34.51%。

2、截至 2015 年 9 月 30 日，经采用收益法进行评估，开药集团股东全部权益预估值约为 785,000.00 万元，增值 431,422.16 万元，增值率为 122.02%。

二、选择收益法作为最终预估方法的原因

收益法侧重企业未来的收益，是在评估假设前提的基础上做出的，而资产基础法侧重企业形成的历史和现实，因方法侧重点的本质不同，造成评估结论的差异性。

资产基础法是从静态的角度确定企业价值，估测资产公平市场价值的角度和途径是间接的，没有考虑企业的未来发展与现金流量的折现值，也没有考虑到其他未记入财务报表的因素，如人力资源、营销网络、稳定的客户群等因素，其评估结果反映的是企业基于现有资产的重置价值，往往使企业价值被低估。

收益法评估是从企业的未来获利能力角度出发，不仅考虑了已列示在企业资产负债表上的所有有形资产、无形资产和负债的价值，同时也考虑了资产负债表上未列示的企业技术以及人力资源、营销网络、稳定的客户群等因素对企业价值

的影响，反映了企业各项资产的综合获利能力，对企业未来的预期发展因素产生的影响考虑比较充分。

开药集团是一家以医药生产为主的高新技术企业。公司不仅拥有国内先进的生产技术，而且公司还拥有业务网络、核心团队等重要的无形资产。采用资产基础法仅对各单项有形资产、无形资产进行了评估，不能完全体现各个单项资产组合对整个公司的贡献，也不能完全衡量各单项资产间的互相匹配和有机组合因素可能产生出来的整合效应。而公司整体收益能力是企业所有环境因素和内部条件共同作用的结果，鉴于本次估价目的，收益法评估的途径能够客观合理地反映开药集团的市场价值，因此本次预估以收益法评估结果作为价值参考依据。

问询函问题 19

请补充披露标的资产收益法预估的主要参数及假设，披露预测期增长率、折现率，并说明其合理性。

回复：

一、标的资产收益法预估总体过程说明

对开药集团收益法评估具体过程而言，本次评估首先对开药集团本部及全资子公司东润化工合并进行收益法预测（因东润化工生产的产品全部销售给开药集团），然后对于同源制药、怀庆堂、开封豫港、辅仁医药、郑州豫港五家子公司单独进行资产评估，作为溢余资产价值，纳入开药集团整体企业价值中。其中，对于正常经营、有收益的被投资单位同源制药、怀庆堂、开封豫港、辅仁医药，本次预估分别采用资产基础法和收益法对其进行整体评估，最终采用收益法预估结论，以被投资单位整体评估后的净资产乘以持股比例确定长期股权投资的预估价值。对于未开展业务或基本无业务的子公司郑州豫港，由于盈利能力具有很大的不确定性，本次预估采用资产基础法对其进行整体评估，再以被投资单位整体评估后的净资产乘以持股比例确定长期股权投资的预估价值。

二、收益法预估的假设

1、宏观及外部环境的假设

- 1) 假设国家宏观经济形势及现行的有关法律、法规、政策，无重大变化；本次交易双方所处地区的政治、经济和社会环境无重大变化。
- 2) 假设被评估单位所在的行业保持稳定发展态势，行业政策、管理制度及相关规定无重大变化。
- 3) 假设国家有关信贷利率、汇率、赋税基准及税率、政策性征收费用等不发生重变化。
- 4) 假设无其他人力不可抗拒因素及不可预见因素，造成对企业重大不利影响。
- 5) 假设本次评估测算的各项参数取值是按照现时价格体系确定的，未考虑基准日后通货膨胀因素的影响。

2、交易假设

- 1) 交易原则假设，即假设所有待评资产已经处在交易过程中，评估师根据待估资产的交易条件等模拟市场进行估价。
- 2) 公开市场及公平交易假设，即假设在市场上交易的资产或拟在市场上交易的资产，资产交易双方彼此地位平等，彼此都有获取足够市场信息的机会和时间，资产交易双方的交易行为都是在自愿的、理智的而非强制或不受限制条件下进行的。
- 3) 假设评估范围内的资产和负债真实、完整，不存在产权瑕疵，不涉及任何抵押权、留置权或担保事宜，不存在其他限制交易事项。

3、特定假设

- 1) 假设被评估单位的生产经营业务可以按其现状持续经营下去，并在可预见的经营期内，其经营状况不发生重大变化。
- 2) 假设企业未来的经营管理人员尽职，企业继续保持现有的经营管理模式持续经营。

3)资产持续使用假设,即假设被评估资产按照其目前的用途和使用的方式、规模、频度、环境等条件合法、有效地持续使用下去,并在可预见的使用期内,不发生重大变化。

4)假设委托方及被评估单位所提供的有关企业经营的一般资料、产权资料、政策文件等相关材料真实、有效。

5)假设评估对象所涉及资产的购置、取得、建造过程均符合国家有关法律、法规规定。

6)假设评估对象所涉及的实物资产无影响其持续使用的重大技术故障,假设其关键部件和材料无潜在的重大质量缺陷。

7)假设被评估单位提供的历年财务资料所采用的会计政策和进行收益预测时所采用的会计政策不存在重大差异。

8)假设企业未来的经营策略以及成本控制等不发生较大变化。

9)假设评估过程中设定的特定销售模式可以延续。

三、收益法预估主要参数及合理性

本次预估采用收益现值法通过对企业整体价值的评估来间接获得股东全部权益价值。

企业整体价值=经营性资产价值+溢余资产价值+非经营性资产价值-非经营性负债价值

股东全部权益价值=企业整体价值-有息负债

根据现场调查结果以及开药集团的资产构成和经营业务的特点,本次预估的基本思路是以未经审计的财务报表为基础估算其价值,首先按照收益途径使用现金流折现方法,估算经营性资产价值,再考虑评估基准日的溢余性资产、非经营性资产或负债价值等,最终求得其股东全部权益价值。

1、收益法预估主要参数及增长率

1) 营业收入

根据工业和信息化部发布的 2014 年医药工业经济运行分析，2013 年、2014 年，我国化学药品制剂工业主营业务收入分别为 5,730.90 亿元、6,303.71 亿元，同比增长 12.03%；化学原料药行业实现收入 4,240 亿元，同比增长 11.35%。2014 年我国整体化学药品工业保持了较快的经济增长速度，主营业务收入、利润总额增速较上年放缓，但仍显著高于工业整体水平。随着发展环境变化，整个行业发展正在步入中高速增长的新常态。

2012 年度、2013 年度、2014 年度，开药集团母公司财务报表营业收入（未经审计）分别为 112,899.66 万元、127,140.64 万元、146,423.72 万元；2013 年、2014 年开药集团母公司营业收入（未经审计）增长率分别为 12.61%、15.17%。开药集团（含东润化工）财务报表收入（未经审计）分别为 111,420.35 万元、127,493.08 万元、145,842.29 万元，2013 年、2014 年开药集团（含东润化工）财务报表营业收入（未经审计）增长率分别为 14.43%、14.39%。整体经营情况良好，收入逐年稳步增长。结合医药行业发展状况、历史年度生产销售情况及未来发展规划，本次预估预测期（2016 年-2020 年）收入按照药品销售价格保持稳定，销售数量呈现递增进行谨慎预测，即预测期营业收入每年约 11%-9% 的比例增长（增长率逐年降低），预测期外营业收入保持预测期最后一年不变进行估算。

2) 营业成本

2012 年度、2013 年度、2014 年度，开药集团母公司财务报表营业成本（未经审计）分别为 71,973.38 万元、82,180.65 万元、93,209.18 万元。开药集团（含东润化工）财务报表营业成本（未经审计）分别为 70,300.58 万元、82,083.76 万元、92,249.00 万元。主要包括材料成本、人工成本、制造费用。

随着销售数量的增加以及材料市场价格的变化，材料成本随之变化。本次评估假设市场材料价格不变，材料费用按照预测期销售数量乘以基准日单位材料成本确定。

人工成本的预测主要受到未来产品生产所需要的工人数量以及工人工资水平影响。本次预估按照目前企业工资水平以及工人人数，考虑未来工资水平的上涨因素后进行归集，按照每种产品单位工时以及产品销售数量进行分配每种产品的直接人工费。

制造费用主要包括燃料动力费、折旧费及其他费用。折旧费用按照目前企业现有房产、设备状况，参考机器设备经济耐用年限和 GMP 改造计划等因素归集固定资产折旧费用。燃料、电费、物料消耗等依据产品销售数量、单位工时成本、历史消耗等进行综合确定。其他费用按照历年发生额为基础，综合分析确定。

3) 毛利率

2012 年度、2013 年度、2014 年度，开药集团母公司财务报表毛利率（未经审计）分别为 36.25%、35.36%、36.34%；开药集团（含东润化工）财务报表（未经审计）毛利率分别为 36.91%、35.62%、36.75%。

可比上市公司近三年平均毛利率如下：

证券代码	证券简称	2014 年	2013 年	2012 年
603669.SH	灵康药业	61.33%	59.11%	60.89%
300254.SZ	仟源医药	60.19%	65.31%	68.56%
300006.SZ	莱美药业	39.95%	38.00%	31.95%
300194.SZ	福安药业	35.86%	32.55%	31.83%
600789.SH	鲁抗医药	13.90%	16.72%	17.87%
000566.SZ	海南海药	41.76%	42.20%	41.04%
000153.SZ	丰原药业	22.98%	26.06%	26.50%
000919.SZ	金陵药业	23.94%	23.60%	24.23%
002603.SZ	以岭药业	68.21%	66.65%	63.11%
000739.SZ	普洛药业	23.20%	22.64%	26.02%
600664.SH	哈药股份	31.87%	29.55%	27.52%
平均值		38.47%	38.40%	38.14%

开药集团（含东润化工）预测毛利率约为 36%左右，与历史年度毛利率水平及行业平均水平基本一致。

4) 营业税金及附加

主营业务税金及附加包括营业税及附加税金，如城建税及教育费附加、地方教育费附加等。开药集团产品销售收入增值税税率为 17%，城建税及教育费附加、地方教育费附加按流转税的 7%、3%、2%缴纳。预测期间内各年度的适用税率维持不变。

5) 营业费用

主要包括工资及福利费、销售提成、商业返利、折旧费、办公通讯交通等其他费用。

工资及福利费等薪酬类：以历史期工资及其他相关费用为基础，考虑未来工资水平的上涨因素后计算未来年度费用；社会保险、住房公积金按照职工人数、参考当地社会保险缴纳标准进行预测。

销售提成、商业返利按照历年占营业收入比例的平均数、未来年度收入、营销政策等进行估算。

办公费、通讯费、业务招待费、车辆费、交通费、邮寄费、会议费、经销商促销费等费用的估算以历史期数据为基础，考虑一定比例增长幅度进行确定。

与产品销售数量成非线性关系的其他费用，参照以前年度发生额为基础进行确定。

6) 管理费用

管理费用的预测分固定部分和可变部分两方面预测。

固定费用的预测：本次预测存量固定资产的基础上，考虑固定资产的更新需要追加的资本性支出，按照现有的会计政策，计算固定资产折旧费用。

可变费用的预测：人工费用包括工资、福利费、工会经费、教育经费、劳动保险费等，以历史期工资及其他相关费用为基础，以每年 10%左右的增长比率，计算出未来年度费用；职工社会保险、住房公积金等按照职工人数、参考当地社会保险缴纳标准进行预测。办公费、邮电费（邮寄费）、差旅费、交通费、业务招待费、通讯费、修理费、车辆费、会议费等以历史期发生额为基础，每年按照 3%-5%的上涨幅度进行估算。

7) 收益年限

收益法预估是在假设企业持续经营的前提下做出的，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 5 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，第 6 年以后各年与第 5 年持平。

8) 折现率

本次预评估,根据评估对象的资本债务结构特点以及所选用的现金流模型等综合因素,采用资本资产定价模型(CAPM)和资本加权平均成本(WACC)确定折现率 R。

资本加权平均成本(WACC)的计算公式为:

$$R = [E / (E + D)] \times Re + [D / (E + D)] \times Rd \times (1 - T)$$

式中: E: 权益的市场价值;

D: 债务的市场价值;

Re: 权益资本成本,按资本资产定价模型(CAPM)计算;

Rd: 债务资本成本,按有息债务利率计算;

T: 被评估单位的所得税率。

其中: 权益资本成本计算公式为:

$$Re = Rf + \beta (Rm - Rf) + \Delta$$

式中: Rf: 目前的无风险利率;

β : 权益的系统风险系数;

(Rm-Rf): 市场风险溢价;

Δ : 企业特定风险调整系数。

通过以上模型测算,本次预评估折现率取值 11.50%左右。

9) 非经营性资产(负债)或溢余资产

评估基准日开药集团账面有部分资产(负债)的价值在本次估算的净现金流量中未予考虑,应属本次评估所估算现金流之外的其他非经营性资产,在估算企业价值时单独估算其价值。

对于开药集团下属正常经营、有收益的被投资单位(同源制药、怀庆堂、开

封豫港、辅仁医药）本次预估分别采用资产基础法和收益法对其进行整体评估，最终采用收益法预估结论，以被投资单位整体评估后的净资产乘以持股比例确定长期股权投资的预估价值；对于未开展业务或基本无业务的各子公司（郑州豫港），由于盈利能力具有很大的不确定性，本次预估采用资产基础法对其进行整体评估，再以被投资单位整体评估后的净资产乘以持股比例确定长期股权投资的预估价值。

采用收益法评估的被投资单位预估值主要参数如下：

单位名称	收入增长率%		毛利率%		折现率%	预估值（万元）
	前三年平均	预测期	前三年平均	预测期		
同源制药	13.60	5.00-3.00	40.20	40.00-38.00	11.30	128,000.00
怀庆堂	19.00	10.00-8.00	43.80	40.00-37.00	11.10	129,000.00
开封豫港	10.40	9.00-7.00	36.40	33.00-31.00	11.50	109,000.00
辅仁医药	4.60	6.00-4.00	14.20	14.00-13.00	11.60	30,800.00

2、收益法预估合理性

根据工信部《2014 年中国医药统计年报》发布的前 500 名工业企业法人单位，按医药工业主营业务收入排序，辅仁集团合并报表主营业务收入排名 45 名，位于百强之列。开药集团是辅仁集团下属核心医药类公司，也是辅仁集团子公司中规模最大、效益最好的医药产品生产企业，在市场上具有较强的影响力。

开药集团及其子公司具有品类齐全、技术和研发能力、营销网路等核心竞争力，2013 年、2014 年开药集团销售额年增长率均高于行业平均水平。

本次预估营业收入按照约 11%-9%的年增长比例预测，低于行业平均水平，预测期毛利率与历史年度、医药行业平均水平相比未发现异常，因此本次预评估过程中的参数选择是谨慎的、合理的。

问询函问题 20

请公司选取与标的公司主营业务（营业收入或利润占比最高）相同的医药制造子行业或功能主治的公司，作为可比交易及可比上市公司的公司，补充披露本次交易预估作价的可比交易、可比上市公司的估值比较情况，说明本次交

易作价的合理性。请财务顾问、评估师发表意见。

回复：

一、与可比上市公司的对比分析

根据中国证监会《上市公司行业分类指引（2012 年修订）》，开药集团所从事的业务属于“医药制造业（C27）”。同行业可比上市公司的选择主要考虑了如下因素：（1）可比公司所处行业为医药制造行业，且主营业务或主要产品功能主治与开药集团相似；（2）2014 年每股收益高于 0.05 元。开药集团可比上市公司在 2015 年 9 月 30 日的市盈率、市净率情况如下：

证券代码	证券简称	市盈率	市净率
603669.SH	灵康药业	44.57	6.42
300254.SZ	仟源医药	108.86	7.59
300194.SZ	福安药业	88.91	2.54
000566.SZ	海南海药	167.40	12.39
000153.SZ	丰原药业	71.73	2.57
000919.SZ	金陵药业	33.79	2.83
002603.SZ	以岭药业	44.49	3.34
000739.SZ	普洛药业	23.46	3.10
600664.SH	哈药股份	79.77	2.29
平均		73.66	4.79
开药集团		12.61	2.22

注：1、数据来源：中证指数有限公司；

2、开药集团市盈率=开药集团 100%股权预估值 / 开药集团 2014 年度净利润（未经审计）；

3、开药集团市净率=开药集团 100%股权预估值 / 开药集团 2015 年 9 月 30 日净资产（未经审计）。

2015 年 9 月 30 日，可比上市公司的平均市盈率为 73.66、平均市净率为 4.79。开药集团作价对应静态市盈率为 12.61，低于行业平均水平。同时，以 2015 年 9 月 30 日的净资产计算，开药集团作价对应市净率为 2.22，低于行业平均水平。

通过和同行业可比上市公司估值的对比，本次交易标的资产的预估值具有合理性。

二、与可比交易的对比分析

选取近三年来上市公司重组交易中，标的资产属于医药制造业，且标的资产

主营业务或主要产品功能主治与开药集团相似的案例作为可比交易案例，相关标的资产估值情况如下：

证券代码	证券简称	交易标的	评估基准日	市盈率	市净率
600613.SH	永生投资	神奇药业	2012 年 3 月 31 日	22.91	2.46
		柏强药业	2012 年 3 月 31 日	24.22	4.37
600513.SH	联环药业	扬州制药	2012 年 7 月 31 日	12.43	2.20
002198.SZ	嘉应制药	金沙药业	2012 年 12 月 31 日	12.92	3.83
002019.SZ	鑫富药业	亿帆药业	2013 年 4 月 30 日	8.65	2.62
600566.SH	洪城股份	济川药业	2013 年 5 月 31 日	23.56	7.47
000908.SZ	天一科技	景峰制药	2013 年 6 月 30 日	21.42	4.45
300108.SZ	双龙股份	金宝药业	2013 年 12 月 31 日	15.35	1.65
002581.SZ	万昌科技	未名医药	2014 年 4 月 30 日	26.83	3.88
002004.SZ	华邦颖泰	百盛药业	2014 年 6 月 30 日	12.62	6.84
600222.SH	太龙药业	新领先	2014 年 6 月 30 日	17.87	15.83
		桐君堂	2014 年 6 月 30 日	14.33	2.39
300194.SZ	福安药业	天衡药业	2014 年 6 月 30 日	25.36	2.69
600062.SH	华润双鹤	华润赛科	2015 年 2 月 28 日	18.10	7.69
002411.SZ	九九久	陕西必康	2015 年 2 月 28 日	14.45	4.86
000989.SZ	九芝堂	友搏药业	2015 年 3 月 31 日	16.16	4.05
300381.SZ	溢多利	新合新	2015 年 4 月 30 日	26.48	3.67
000766.SZ	通化金马	圣泰生物	2015 年 4 月 30 日	18.00	6.31
300294.SZ	博雅生物	新百药业	2015 年 5 月 31 日	21.49	3.63
平均				18.59	4.78
开药集团				12.61	2.22

数据来源：相关上市公司信息披露文件

本次交易标的资产预估作价对应市盈率为 12.61、市净率为 2.22，均低于可比交易案例的平均水平，本次交易标的资产的预估值具备合理性。

三、中介机构核查意见

经核查，评估师认为：本次交易标的资产作价所对应的市盈率和市净率均低于可比上市公司和可比交易案例的平均水平，本次交易标的资产的预估值具备合理性。

（此页无正文，为《关于对辅仁药业集团实业股份有限公司发行股份及支付现金购买资产并募集配套资金预案信息披露的问询函回复意见》签章页）

北京国融兴华资产评估有限责任公司

2016年1月4日

