



万隆（上海）资产评估有限公司关于上海证券交易所 《关于对广誉远中药股份有限公司发行股份购买资产并募集配套 资金暨关联交易预案信息披露的问询函》之回复

上海证券交易所：

我公司收到贵所出具的《关于对广誉远中药股份有限公司发行股份购买资产并募集配套资金暨关联交易预案信息披露的问询函》（上证公函【2016】0199号）。我公司根据贵所要求，就相关问题做以下回复说明：

问题一/2：标的资产估值较高的风险。预案披露，标的资产山西广誉远净资产账面价值3,876万元，预估值323,000万元，增值率8,232.99%。对应标的资产2015年扣非后净利润973.73万元的市盈率为332倍，远高于同行业平均水平。（1）请结合行业发展情况、同行业可比公司财务数据、标的资产主要业务是否已经入成熟期、未来经营规划及可实现性等因素，具体披露估值较高的原因及合理性；（2）本次收购资产为公司已控股资产，交易价格是否已充分考虑参股权折价等因素。请评估师发表意见。

回复：

一、结合行业发展情况、同行业可比公司财务数据、标的资产主要业务是否已经入成熟期、未来经营规划及可实现性等因素，具体披露估值较高的原因及合理性

（一）中药行业发展迅速、市场前景广阔

中药是中华民族创造的医学科学，是优秀民族文化的瑰宝，几千年来生生不息、绵延不断，展示着强大的生命力。中药行业是我国的传统优势产业，在我国医药产业中占据重要地位，随着人们保健意识的逐步增强，药品需求由治疗性为主向预防型为主转变，中药以其天然、绿色及其与保健和治疗相结合的特点在药品消费中的比例逐渐提高。根据国家药监局等专业机构的统计数据，近十年来，我国的中成药工业取得了快速且稳定的发展。从 2001 年至 2014 年，我国中成药工业总产值的年复合增长率为 20.74%。数据显示，2014 年中成药总产值达到 6,141 亿元，同比增幅达到 17.15%。中成药工业总产值占整个医药工业总产值的比重总体也呈现上升趋势，由 2008 年的 20.34% 增加至 2014 年的 23.24%。

从宏观经济因素来看，我国目前仍然保持着较高的经济增长速度，GDP 稳定增长，人均可支配收入不断提高；从政府支持力度及医改政策的实施来看，国家对中药产业的政策支持不断加码并逐步上升至国家战略层面，药品价格的逐步放开，新医疗保险药品目录中药品种数量增加，这都将促进中药市场持续扩容；从人口变化及卫生保健意识来看，我国人口的自然增长、人均寿命的增长、人口结构的老龄化趋势及健康养生意识的增强将推动中药需求日益扩大；此外，悠久的中医药理论与文化优势也为我国中药产业持续发展奠定了良好的基础。由此可见，我国中医药行业具有巨大的发展空间，发展前景广阔，预计我国中医药行业未来仍将保持快速、稳定的增长。

（二）与同行业可比公司财务数据对比分析来看，标的公司毛利率水平较高

1、标的公司主要财务数据与同行业可比公司比较分析

选取“申银万国行业分类—SW 医药生物—SW 中药”中的上市公司数据进行比较分析，同行业可比公司主要财务数据如下：

证券代码	证券简称	毛利率		销售费率		管理费		归母净利润率	
		2015/6/3	2014/12/3	2015/6/3	2014/12/3	2015/6/3	2014/12/3	2015/6/3	2014/12/3
		0	1	0	1	0	1	0	1
000423.SZ	东阿阿胶	65.19%	65.54%	22.55%	18.74%	7.23%	9.27%	30.31%	34.06%

000538.S Z	云南白药	30.60%	30.16%	12.74%	12.92%	2.57%	2.93%	13.15%	13.32%
000650.S Z	仁和药业	43.47%	45.73%	16.06%	17.66%	7.11%	9.45%	14.15%	13.35%
000999.S Z	华润三九	61.56%	61.35%	31.59%	33.16%	8.46%	10.12%	16.97%	14.24%
002107.S Z	沃华医药	76.44%	73.37%	47.40%	54.93%	8.23%	7.36%	20.41%	11.59%
002275.S Z	桂林三金	73.88%	71.69%	24.66%	28.51%	8.14%	7.72%	35.92%	30.34%
002287.S Z	奇正藏药	78.92%	73.68%	35.70%	37.20%	7.70%	10.35%	33.78%	25.00%
002317.S Z	众生药业	62.27%	60.46%	31.18%	33.23%	8.32%	9.08%	19.78%	17.16%
002349.S Z	精华制药	44.49%	38.64%	15.97%	15.49%	15.26%	14.19%	10.72%	6.83%
002412.S Z	汉森制药	69.73%	71.25%	40.01%	40.92%	9.56%	10.16%	15.16%	15.95%
002424.S Z	贵州百灵	59.33%	60.87%	22.36%	24.93%	7.84%	8.45%	22.09%	19.72%
002433.S Z	太安堂	30.46%	37.41%	13.29%	10.68%	6.70%	7.23%	8.38%	15.18%
002566.S Z	益盛药业	68.92%	67.93%	42.65%	46.11%	7.74%	8.56%	12.11%	12.24%

002603.S Z	以岭药业	63.49%	63.11%	36.42%	39.05%	9.18%	9.80%	13.06%	12.14%
002737.S Z	葵花药业	57.13%	61.99%	32.67%	36.54%	8.53%	8.57%	12.03%	11.08%
002750.S Z	龙津药业	64.97%	69.17%	6.02%	9.01%	21.72%	18.78%	31.18%	33.92%
300039.S Z	上海凯宝	82.88%	84.47%	49.72%	48.31%	8.27%	8.65%	21.45%	23.59%
300049.S Z	福瑞股份	66.47%	64.05%	25.26%	21.22%	22.49%	22.57%	12.53%	13.51%
300147.S Z	香雪制药	41.54%	41.68%	12.88%	13.32%	10.18%	10.54%	12.37%	12.91%
300181.S Z	佐力药业	73.72%	82.50%	44.95%	49.29%	10.41%	11.59%	16.64%	20.04%
600085.S H	同仁堂	47.93%	43.17%	20.38%	18.06%	8.90%	8.69%	8.66%	7.88%
600211.S H	西藏药业	22.04%	20.37%	15.42%	14.76%	2.50%	3.24%	2.67%	1.26%
600285.S H	羚锐制药	61.76%	59.80%	35.32%	34.56%	11.34%	15.99%	15.69%	9.22%
600329.S H	中新药业	34.10%	30.35%	20.72%	19.24%	5.06%	4.96%	7.11%	5.05%
600332.S H	白云山	36.91%	35.24%	21.40%	20.97%	6.45%	6.73%	7.40%	6.34%

600351.S H	亚宝药业	54.45%	52.54%	22.85%	22.49%	14.78%	17.01%	13.04%	9.00%
600422.S H	昆药集团	36.23%	29.94%	18.67%	15.84%	4.95%	5.22%	10.34%	7.09%
600436.S H	片仔癀	52.74%	49.92%	8.12%	8.86%	9.25%	9.60%	31.00%	30.18%
600479.S H	千金药业	44.03%	48.00%	31.20%	33.04%	8.04%	8.05%	3.26%	4.79%
600518.S H	康美药业	28.29%	26.21%	2.67%	2.67%	3.67%	3.65%	15.81%	14.33%
600535.S H	天士力	39.35%	37.48%	14.42%	14.49%	6.04%	6.44%	13.31%	10.88%
600557.S H	康缘药业	74.06%	74.82%	41.77%	42.57%	13.44%	13.80%	13.31%	12.47%
600572.S H	康恩贝	63.77%	69.16%	31.74%	39.72%	8.88%	9.79%	19.89%	15.42%
600594.S H	益佰制药	79.82%	81.90%	63.00%	55.35%	8.77%	7.30%	3.77%	15.15%
600613.S H	神奇制药	76.80%	78.70%	49.16%	51.43%	8.11%	8.78%	14.86%	13.93%
600750.S H	江中药业	49.91%	52.80%	30.87%	31.79%	4.14%	5.30%	10.56%	9.34%
600976.S H	健民集团	22.57%	25.31%	13.39%	13.01%	5.07%	5.19%	4.68%	6.61%

600993.S H	马应龙	41.89%	41.80%	17.19%	21.99%	7.49%	7.24%	17.15%	12.43%
603567.S H	珍宝岛	75.58%	63.07%	11.90%	7.36%	20.36%	18.90%	32.21%	29.96%
603998.S H	方盛制药	55.30%	47.66%	11.79%	8.51%	15.31%	15.46%	20.83%	19.49%
中药行业上市公司均值		55.32%	54.83%	26.15%	26.70%	9.20%	9.67%	15.94%	14.93%
中药行业上市公司中值		58.23%	60.13%	22.70%	22.24%	8.25%	8.74%	13.73%	13.34%
山西广誉远		71.16%	74.59%	51.69%	52.94%	12.06%	15.25%	4.04%	1.50%

注：1、毛利率=（营业收入-营业成本）/营业收入

2、销售费率=销售费用/营业总收入

3、管理费用=管理费用/营业总收入

4、归母净利润率=归母净利润/营业总收入

5、以上上市公司 2015 年年报尚未全部公告，本次以 2015 年半年报数据计算分析

2015 年数据显示：（1）可比公司毛利率均值为 55.32%，中值为 58.23%，标的公司毛利率为 71.16%，远高于行业平均水平；（2）可比公司销售费率均值为 26.15%，中值为 22.70%，管理费率均值为 9.2%，中值为 8.25%，标的公司销售费率为 51.69%，管理费率为 12.06%，标的公司费用率均高于行业平均水平；（3）可比公司归母净利润率均值为 15.94%，中值为 13.73%，标的公司归母净利润率为 4.04%，标的公司利润率低于行业平均水平。

2、财务数据比较分析

标的公司毛利率水平远高于行业平均水平，可见标的公司的产品在组方、用料、炮制工艺及品牌等方面具有明显优势，但随着近年公司市场开拓力度不断加大、销售渠道和销售终端布局逐渐铺开，销售费率和管理费率一直处于较高水平，致使其利润率水平较低。此外，2015 年 GMP 认证工作也直接影响了公司的产销量及营业

收入。基于市场布局的日趋成熟和销售团队的不断壮大,依托标的公司产品在组方、用料、制法工艺及品牌上的优势,标的公司将会继续保持目前的高毛利,同时销售规模上升带动销售费率和管理费率的下降,进而实现业务收入和利润的快速增长。

(三) 标的资产主要业务处于快速增长期,预计 2020 年进入成熟期

历史财务数据显示近三年山西广誉远呈现快速增长态势。2013 年-2015 年山西广誉远营业收入分别为 15,385.71 万元、31,014.10 万元和 42,816.65 万元,收入增长率分别为 101.58%和 38.06%,年均复合增长率为 66.82%。2015 年归属于母公司净利润较 2014 年的 465.11 万元增长至 1,964.01 万元,增长率为 322.27%。标的公司在 2015 年因 GMP 认证停产改造的生产状态下仍实现了营业收入和净利润的双增长。

随着标的公司 GMP 改造的完成、资金状况的改善、新建项目的实施以及市场开拓及渠道建设日趋完善,基于中药行业稳定的增长趋势以及国家政策的大力扶持,预计标的公司未来几年将进入快速成长期。根据预评估情况,预计标的公司在 2020 年其收入和利润将达到峰值并进入成熟期。

(四) 未来经营规划及可实现性

根据标的公司的经营规划,未来标的公司将进一步通过市场拓展和渗透、渠道完善和深化、国医馆业务开拓、产能提升和产品结构优化升级、销售费用控制、资金投入的加大和高端人才的引进来提升未来的经营业绩。

1、市场拓展和渗透

(1) 龟龄集的市场拓展和渗透

龟龄集目前主要覆盖各个省内重点的大连锁和有坐堂医的药店,部分省区为医院自费药房销售。例如陕西省区主要集中在有坐堂医的大药店(如同仁堂连锁);上海主要在医院的自费药房销售;北京主要集中在同仁堂连锁;广东主要集中在专科医院的销售等。目前,各个省区龟龄集的铺货率不高,集中销售的省区有广东、浙江、上海、陕西、北京及河北等省区。

在龟龄集的拓展方面,标的公司未来将加大与中华中医药学会男科分会、中西医结合男科学会的合作力度,加强专家资源的整合,以男科学术带动为主;寻找有

处方权的终端资源，组织医生、坐堂医和店长等参加公司的文化旅游活动，宣讲体验广誉远悠久灿烂的历史文化和产品神奇的疗效及工艺；结合全国销售效果显著的几种模式，选择适合本省区的操作模式，例如坐堂医操作模式、医院自费药房推广模式、连锁的建群晒单模式和专家的带动模式等。由此带动全国医院、连锁、中医馆、特色医院、诊所和坐堂医药店等终端的全面推广，提高现有省区的销量，促进辽宁、黑龙江、重庆、四川、云南、内蒙及贵州等省区的销售开发，实现销量的持续增长。

（2）定坤丹市场拓展和渗透

定坤丹（大蜜丸）目前已覆盖全国各个省区的医院、连锁药店及非连锁药店，覆盖面较广，其中销量较好的区域为陕西、河南等省区。对于现有销售终端，标的公司未来加大现有医院的上量工作，通过学术互动实施医院带动零售销售策略，继续加大医院的开发，提高产品的占有率；通过参加全国妇科巡讲会议、组织参加各个省区的妇科会议、组织专家医生参加广誉远文化之旅活动，体验公司悠久灿烂的历史文化和产品神奇的疗效工艺，通过科室会议的组织召开，加强日常维护家访工作，加大零售 OTC 销售的品规产品的铺货覆盖，利用医院的带动实现零售市场的销售，推进医院上量策略的实施。由此，未来将在现有终端资源做透的基础上，继续加大医院开发，实现零售 OTC 的大规模带动销售，重点开发的省区有黑龙江、辽宁、湖北、湖南、河北、重庆及四川等省区，提高公司的整体销量和利润。

定坤丹（水蜜丸）主要面向医院终端，主要集中在贵州、广东等省区，零售市场铺货较少。未来山西广誉远将加大现有医院的上量工作，保证市场占有率的同时推动新包装定坤丹的上市。山西广誉远将加强与全国各个省区重点连锁的合作，设立重点形象店专柜，做好品牌形象工作，同时对全国各大连锁组织培训，宣讲公司悠久灿烂的历史文化和产品神奇的疗效工艺，对重点单店进行驻店促销，提高销量。由此，定坤丹（水蜜丸）将在全国各大连锁实现销售，重点为北京、上海、广州、陕西、四川、河南、山东及辽宁等地区的推广。

（3）安宫牛黄丸、牛黄清心丸的市场拓展和渗透：

目前，安宫牛黄丸和牛黄清心丸主要在山西省的部分连锁和药店销售，其他地区销量较少。未来，标的公司将继续加强山西省区所有连锁和终端的推广，巩固现

有销量，通过连锁的战略合作和终端的有效促销，实现销量的稳步增长。此外，标的公司将推进全国市场的开发计划，同全国百强连锁建立战略合作，做好医院急救室的安宫牛黄丸销售开发计划；通过专柜展示、公司文化之旅活动的组织，提高店员和消费者对安宫牛黄丸、牛黄清心丸的认知。未来，安宫牛黄丸和牛黄清心丸将通过与全国重点连锁药店的全面合作，重点开拓陕西、河南、湖南、北京、上海、四川及重庆等省区。

（4）精品中药的市场拓展和渗透

精品中药方面，标的公司通过参股的形式与合作伙伴设立广誉远国药堂公司，销售网络已经基本覆盖全国 75%以上的省区。各地广誉远国药堂公司已开设 183 家广誉远国药堂（终端店）。未来，标的公司将对现有省区销售渠道进行深化下沉，通过创新市场拓展方式积极向地级市场、县级市场拓展业务。同时，标的公司将通过在各大连锁药店设立专柜的形式，增加精品中药产品的曝光度，让消费者了解产品、信任产品、购买产品，并提高其购买的便捷性。此外，标的公司还将积极进行互联网营销的尝试和创新，通过自媒体、新媒体、APP 等平台对产品进行推广和宣传，并在顾客购买上给予更多地方式选择和渠道创新。

（5）普药的市场拓展和渗透

在普药开拓方面，借助龟龄集、定坤丹所拓展和构建的销售网络，在龟龄集、定坤丹知名度较高的区域，标的公司将重点推广乌鸡白凤丸、六味地黄丸、逍遥丸等女性调理类以及男性滋补类等相关联产品，完成部分区域普药的上市工作。

（6）海外市场的拓展

标的公司未来将尝试国际市场的拓展，特别是东南亚市场及日韩市场。目前，世界范围正形成四个植物药市场：即东南亚及华裔市场、日韩市场、西方市场及非洲、阿拉伯市场。其中，东南亚市场和日韩市场深受中国传统医学系统的影响，中药被该地区消费者称为汉方药。这两大市场成为我国中草药、中成药、保健品的主要出口市场，也是国际天然药物生产企业竞争的主要市场，两大市场构成了占世界植物药市场 47%的巨大板块。标的公司进入东南亚市场具备一定的品牌基础，而对于后期市场营销工作的开展，更具备可挖掘的、真实的历史资料。标的公司已经开始了大量的前期准备工作，“远”字牌、“广誉远”等商标品名已经完成某些国家和地

区的海外注册。

海外市场拓展方面，标的公司将以港、台、新、韩为主要试点区域，以龟龄集保健酒为核心，以传统中药产品为辅助，以区域独家代理制为基础销售模式。未来，标的公司将在更细致的市场调研的基础上，在香港、新加坡等区域，选择性的开设广誉远国药堂（终端店），通过店面本身对于广誉远历史文化、药品种类及企业形象的宣传来推广广誉远品牌，力求以体验店的新模式展现古老医药企业的魅力，并围绕药房开设工作，进行区域性媒体公关等一系列宣传工作。

2、渠道完善和深化

标的公司将全面发挥协作经销模式、代理销售模式和经销模式等三种销售模式相结合的优势。在渠道完善方面，标的公司将围绕“归拢一级商，发展二级商”的商业渠道架构思路，保障医院、OTC 终端的供货畅通，加强同一级商、二级商和大连锁的合作，保证渠道各个产品的供货畅通。在渠道深化方面，标的公司将同重点一级商业和各大百强连锁建立战略合作关系，加强与二级商的合作，保证医院、OTC 终端的供货。

传统中药方面，标的公司于 2012 年对龟龄集产品进行提价，提价后龟龄集集中在医院自费药房或院外药店销售。2015 年下半年，随着医院新的招标工作开始，龟龄集已在广东、内蒙古及四川等省份成功进入网上药品交易中心，可直接挂网交易，由此将极大促进龟龄集在医院等医疗机构的销售。定坤丹已在全国 24 个省的药品集中招标采购中中标，已覆盖约 1,100 家医院、20,000 家药店。未来三年内，标的公司将继续加强传统中药的渠道建设，计划未来三年开发 2,000 家医院、10 万家药店。随着这些渠道的完善和深化，标的公司龟龄集、定坤丹等传统中药产品的销售收入将保持快速增长态势。

精品中药方面，标的公司将继续推进“百家千店”计划的实施，计划未来三年在全国累计开设 500 家广誉远国药堂（终端店）和 100 家国医馆，并把广誉远国药堂（终端店）、国医馆不仅仅建设成精品中药专卖店，更使其成为广誉远中医药历史文化的体验店。

养生酒方面，标的公司目前已在 5 个省区通过参股的形式与合作伙伴设立了酒业公司，养生酒已进入约 1,845 家药店、256 家餐饮店、297 家大型商超和 733 家

名烟名酒店，但目前市场覆盖率不足 1%，未来增长空间巨大。未来三年，标的公司将抓住养生酒市场的需求，力争在全国覆盖 5 万家药店、5 万家餐饮企业、1 万家名烟名酒店、8,000 家商超。

3、国医馆业务开拓

标的公司国医馆在全国的布局规划将从规模和服务内容分为以下三种模式：在北京、西安、上海、广州设立国医馆品牌概念店，在省会城市及计划单列市设立国医馆旗舰店，在其它二级城市国医馆中医门诊部。

国医馆品牌概念店旨在树立国医馆品牌形象，以广誉远悠久历史文化底蕴为基础，展示国医馆最优中成药及饮片和最权威诊疗，创建全新国医馆的营销模式，搭建权威中医诊疗平台及广誉远极致服务体验平台。国医馆旗舰店将依托精品中药，汇集全国中医权威，发展以中医治疗为核心，将线上、线下医疗服务有效结合的全方位诊疗服务体系。国医馆中医门诊部旨在提供优质中医诊疗服务、因地制宜的提供特色服务。

标的公司国医馆将充分挖掘各种商会资源，通过举行各种主体化活动并成立大客户服务部来培养高端用户，结合线下线上销售渠道，实现品牌的精准传播。

4、产能提升和产品结构优化升级

标的公司现有药品及保健食品注册批件共 105 个，其中药品 104 个、保健品 1 个，共十大类。由于产能限制等原因，目前只实际生产极少数拳头产品。未来，为适应市场要求将推出颗粒剂和口服液等现代剂型，标的公司将对有市场潜力的品种进行剂型改良和研发并引进特色品种。

2015 年第三季度，标的公司通过新版 GMP 认证后，增加了生产设备的投入，其技术能力以及管理水平有一定程度提升。未来，随着新厂区的建成，更成熟的硬件基础条件结合技术能力和管理水平的提高将有助于标的公司扩大产能，并实现产品改良和产品结构的优化升级。

GMP 改造完成后，标的公司预计 2016 年产能如下：

序号	主要产品名称	产能	年复合增长率
----	--------	----	--------

		2016 年	2015 年	
1	定坤丹大蜜丸（万丸）	1,500	930	61.29%
2	牛黄清心丸（万丸）			
3	安宫牛黄丸（万丸）			
4	定坤丹水蜜丸（万瓶）	1,300	390	233.33%
5	龟龄集（万粒）	3,600	2,400	50%
6	龟龄集酒（吨）	432	432	-
7	定坤丹口服液（万支）	320	-	

注：2015 年产能为扣除改造影响之后的实际产能。

2018 年标的公司新厂区建成并迁址后，主要产品的产能将大幅增加，具体如下：

序号	主要产品名称	产能		年复合增长率
		2018 年	2015 年	
1	定坤丹大蜜丸（万丸）	4,000	930	109.08%
2	牛黄清心丸（万丸）	4,500		
3	安宫牛黄丸（万丸）			
4	定坤丹水蜜丸（万瓶）	5,000	390	134.05%
5	龟龄集（万粒）	10,000	2,400	60.91%
6	龟龄集酒（吨）	16,250	432	235.06%
7	定坤丹口服液（万支）	3,000	-	

注：2015 年产能为扣除改造影响之后的实际产能。

产能的逐步扩张和产品结构的优化升级，将为标的公司未来几年持续的高增

长奠定基础。

5、销售费用控制

报告期内,山西广誉远产品综合毛利率高达 70%以上,但销售费用率超过 50%,高额的销售费用侵蚀了经营业绩。为此,山西广誉远制定了新的销售费用控制措施,主要从以下几方面进行销售费用控制:

(1) 进一步强化各营销体系预算管控意识和力度。所有营销活动的开展将根据经营计划,在预算范围内有序进行。各营销事业部根据本事业部预算目标,有区域、分阶段的组织开展针对各级经销商、零售终端及医院终端的促销和学术推广活动,并借助各类专业学术机构和平台、及经销商强大的区域营销网络将产品辐射到目标群体。

(2) 销售流程进行梳理和细化。依据各营销体系产品特征、适用范围、销售模式、人员设置等对销售费用控制流程进行梳理和细化,销售费用从拨付、使用到核销,层层有期限,步步有责任人,从面到点进行规范。

(3) 为保证经营目标顺利实现,对各级业务人员从意识形态到行为活动进行规范。通过组织多场各级人员制度流程培训,建立营销活动评估、后续追踪分析等机制,有效控制销售费用。

(4) 考核机制挂钩。将销售费用预算与各营销事业部经营业绩挂钩,从上到下,各级业务人员都将是销售费用的责任人,考核机制的引入,强化了销售费用控制。

(5) 销售费用按性质限额控制。对销售人员固定性费用,通过相关制度进行约束,营销事业部各级人员固定性费用按费用性质、类别进行上限约束,超额自理,量入为出,从而使销售费用中固定性费用的控制形成良性循环。

当标的公司品牌达到较高知名度,销售网络的广度、深度得到较好的加强,且销售收入规模有较大提升后,标的公司将步入较为稳定的发展阶段,将对费用进行更好的控制,以促进业绩的持续增长。

6、资金投入加大

山西广誉远以前年度资金压力较大,历史积累较少,阻碍了企业的进一步发展。2015年7月,上市公司完成非公开发行,扣除发行费用后实际募集资金净额62,137.19万元,拟全部用于补充上市公司流动资金,支持山西广誉远业务的发展。截止2015年12月31日,上市公司已向标的公司提供了21,625.57万元的资金支持,未来将有更多的资金投入到的公司;此外,2016年标的公司新增银行授信4,000万元。

7、高端人才引进

2015年底,山西广誉远引进了分管传统中药事业部和养生酒事业部的总经理,全面负责传统渠道的销售管理工作,其医药行业品牌推广的成功经验和先进理念,将有助于提升传统中药和养生酒的经营业绩。2016年1月山西广誉远引进了分管精品事业部的总经理,其品牌传播和高端消费领域的丰富经验将有助于推动精品中药销售、高端中医药养生服务等业务的发展。

山西广誉远还将引进一位市场部总监来协助决策层制定相应市场发展战略、市场战略规划,制定公司的市场总体工作计划,通过市场公关等活动推广广誉远品牌,这将对山西广誉远中长期经营业绩产生积极影响。

高端人才的引进将有助于推动山西广誉远未来的业务发展。

综上,市场的拓展和渗透、渠道的完善和深化、国医馆业务开拓、产能提升和产品结构优化升级、销售费用的控制、资金投入的加大和高端人才的引进将成为支撑未来山西广誉远业绩增长的驱动因素,标的公司业绩增长具有可实现性。

(四) 预估值大幅高于账面净资产的主要原因及合理性分析

1、标的资产处于快速发展阶段,未来盈利能力相比现阶段有大幅提升

标的公司所处中医药行业发展迅速,未来发展前景广阔。相比同行业可比公司,标的公司具备毛利率较高的优势,且处于快速发展阶段,并制定了切实可行的经营计划。标的公司将把握行业发展机遇,发挥自身在组方、用料、炮制工艺及品牌上的优势,在保持高毛利率的同时,提高产量和销量,通过销售规模上升带动销售费率和管理费率的下降,进而实现业务收入和利润的快速增长。标的公司未来盈利能力相比现阶段将有大幅提升。

2、标的公司核心资产未在账面体现

山西广誉远前身为山西中药厂，始创于明嘉靖年间（1541年）的“广盛药店”，至今已有四百七十余年历史，是我国有文字记载现存历史最久的中药制药企业，曾与同仁堂、胡庆余堂、陈李济并誉为“清代四大药店”。

山西广誉远核心产品组群“定坤丹”、“龟龄集”具备两个国家秘密级保密证书；核心产品组群“定坤丹”、“龟龄集”、“安宫牛黄丸”具备三个国家级非物质文化遗产证书；山西广誉远的注册商标“远”为首批“中华老字号”。

标的公司账面记载的资产中不包含上述商标、处方、古法炮制工艺技术等账外无形资产。

通过对可比上市公司 2012-2015 年财务数据分析，中药企业的商标、处方等无形资产才是企业的核心资产。可比上市公司各类资产占比详见下表：

可比公司各类资产占比	营运资金比重 %	有形非流动资产比重%	无形非流动资产比重 %
	15.8%	5.4%	78.8%

说明：

①全部无形资产比重=全部无形资产的市场价值/全部经营性资产的市场价值

②全部无形资产的市场价值=全部经营性资产的市场价值 - 经营性流动资产（营运资金）的市场价值 - 经营性固定资产的市场价值

③全部经营性资产的市场价值=股权市场价值+债权的市场价值-非经营性资产净值

④经营性流动资产的市场价值—以账面价值替代

⑤经营性固定资产的市场价值---以账面价值替代

⑥计算数据取自可比上市公司 2012-2014 年年报以及 2015 年半年报

数据显示，全部无形资产的市场价值约占企业价值的 78.8%。可见，中药企业的无形资产对公司价值的贡献量极大。山西广誉远的企业价值主要体现在处方、古法炮制工艺技术以及商标等无形资产中，因此企业整体估值较账面净资产有较大增幅。

3、收益法综合考虑企业各项盈利因素，反映了企业整体资产的盈利能力

收益法评估结果增值较大，主要原因在于收益法是指将被评估企业的预期未来

收益依一定折现率资本化或折成现值以确定其价值的评估方法。收益法强调的是企业整体资产的预期盈利能力，收益法的评估结果是企业整体资产预期获利能力的量化与现值化。在评估过程中不仅考虑了企业账面资产的价值，同时也考虑了企业账面上不存在但对企业未来收益有重大影响的资产或因素，如企业拥有的处方、工艺技术、商标、稳定的销售渠道和客户资源、科学的生产经营管理水平、雄厚的产品生产和研发队伍等，在收益法评估过程中，综合考虑了企业各盈利因素，反映了企业整体资产的预期盈利能力。

山西广誉远拥有的两个国家保密处方产品组群(龟龄集、定坤丹)、三个国家级非物质文化遗产(龟龄集、定坤丹和安宫牛黄丸的传统古法炮制技艺)，具有不可复制的、独特的中医药历史文化渊源的核心竞争优势，是公司未来实现高增长的核心基础。

综上所述，一方面，中医药行业和标的公司收入的快速增长、切实可行的经营规划、远高于同行业可比公司的毛利率以及积极的市场投入为标的公司的估值奠定了业绩基础；另一方面，商标、处方、炮制工艺等无形资产极大提高了标的公司的品牌价值、核心竞争力及整体盈利能力。因此，标的公司估值具有合理性。

二、本次收购资产为公司已控股资产，交易价格是否已充分考虑参股权折价等因素。

本次预估对象为山西广誉远股东全部权益价值，未考虑少数股权折价对预估结论的影响。

综上，我们认为，（1）标的公司所处行业发展前景良好；相比同行业可比公司，标的公司毛利率较高；标的公司处于快速发展期，并制定了详实的经营规划且具备可行性，未来盈利能力有大幅提升；由于收益法评估系对标的公司预期未来收益的折现、核心资产未在标的资产账面体现以及收益法反映企业整体资产的盈利能力，因此标的公司的估值具有合理性；（2）本次交易作价未考虑参股权折价符合本次交易背景及实质目的；本次交易作价以评估值为基础经交易双方协商确定，交易定价具有合理性。

问题一/3: 盈利预测无法实现的风险。预案披露, 山西广誉远 2015 年度、2014 年度扣除非经常性损益后归属于母公司股东的净利润分别为 973.73 万元、488.3 万元, 而本次交易东盛集团承诺标的资产在 2016 年、2017 年和 2018 年三年内实现的扣除非经常性损益后的归属于母公司股东净利润分别不低于 1.34 亿元、2.35 亿元、4.33 亿元。经计算, 2016 年度标的资产的承诺净利润为 2015 年实际净利润的 13.76 倍, 三年平均承诺净利润为前两年平均实现净利润的 36.57 倍。(1) 请结合标的资产行业和公司经营发展的重大变化因素, 补充披露做出上述盈利承诺的依据并审慎评估上述承诺金额实现的可能性, 同时对实际净利润与承诺净利润的巨大差距做重大风险提示; (2) 请结合标的资产目前的状况, 量化披露是否已具备实现上述盈利承诺所需的生产条件和经营条件, 包括但不限于所需的设备投入、仓储条件、人员配备、客户情况等。(3) 请提供中介机构关于盈利预测的专项核查报告。请评估师发表意见。

回复:

一、行业和公司经营发展的重大变化因素、盈利承诺的依据及上述承诺金额实现的可能性

标的公司行业方面变化主要体现: 2015 年政府扶持政策不断加码, 并逐步上升到国家战略高度。国家对制药技术创新、药品质量监督管理越来越重视, 医疗改革和社会保障机制的不断完善, 中医药发展保护和扶持政策导向性越来越强, 中药产业面临前所未有的发展机遇。

标的公司经营方面的变化主要体现在: 制约公司发展的资金问题逐步解决; 通过 GMP 改造和新建中药产业化项目, 生产能力得到大幅提升; 市场开拓及渠道建设已见成效, 并针对“传统中药+精品中药+养生酒”产业发展战略制定了具体详实的发展规划。

随着标的公司 GMP 改造的完成、资金状况的改善、新建项目的实施、市场开拓及渠道建设日趋完善, 基于中药行业稳定的增长趋势以及国家政策的大力扶持, 标的公司盈利承诺具有可实现性。前述盈利承诺的依据涉及详细内容参见问题 2“之(1)”之“4) 未来经营规划及可实现性”相关内容。

二、结合标的资产目前的状况, 量化披露是否已具备实现上述盈利承诺所需的

生产条件和经营条件

1、设备投入

现有厂区主要生产设备如下：

车间	设备数量（台/套）	备注
前处理车间	67	切药机、破碎机、粉碎机、洗药机、炒药机、混合机、筛粉机等
提取车间	43	过滤器、分离器、冷却器、渗滤罐、贮罐等
定坤丹车间	37	中药精炼机、离心泵、过压机、过滤器、混合机等
龟龄集车间	37	搅拌配料锅、包衣机、压片机、造粒机、胶囊填充机等
丸剂车间	44	粉碎机、混合机、包装联动生产线、搅拌配料锅、中药制丸机、颗粒包装机等
定坤丹口服液车间	53	轧盖机、过滤器、冷凝器、配料罐等
酒剂车间	156	粉碎机、冷散机、甑桶、过滤器、储液罐、浸渍罐、冷藏罐、回温罐等
合计	437	

新建厂区计划投入设备情况如下：

车间	设备数量（台/套）	备注
前处理车间	212	切药机、破碎机、粉碎机、洗药机、炒药机、混合机、筛粉机
提取车间	179	过滤器、分离器、冷却器、提取罐等
丸剂车间	189	搅拌机、炼药机、制丸机、筛丸机、选丸机等

综合制剂大楼	94	粉碎机、振荡筛、颗粒机、压片机、糖衣机等
口服液车间	60	轧盖机、过滤器、冷凝器、糖浆剂灌装生产线等
酒剂车间	125	原酒储罐、过滤器、灌装机、包装工作台等
合计	859	

新建厂区工艺路线更为优化、设备布局更为合理，设备选型主要为国产先进制药设备，因此在产能相比现有厂区扩大 5 倍的情况下，设备总数量并未同比例增长。

2、仓储条件

(1) 厂区面积

标的公司现有厂区面积约 32,000 平方米，2017 年新厂区建成后厂区面积约为 90,000 平方米

(2) 仓储面积

2015 年标的公司自有材料库、半成品库、产成品库等近 7,000 平方米，2017 年新厂区建成后可增加材料库、半成品库、产成品库等约 25,000 平方米，新旧仓储库总面积将达 32,000 平方米。

上述新厂区及仓储条件的建设，将严格按照 GMP 认证的要求进行，能够为标的公司生产经营提供充足的保障。

3、人员配备

2015 年标的公司总人数 1,235 人，其中管理人员 129 人，生产人员 489 人、销售人员 617 人。

(1) 管理人员

2015 年标的公司管理人员总人数为 129 人，2016 年以后基本保持不变，根据需要进行调整。

2015 年，标的公司引进了分管传统中药事业部和养生酒事业部的总经理，全面负责传统渠道的销售管理工作，其医药行业品牌推广的成功经验和先进理念，将

有助于提升传统中药和养生酒的经营业绩。2016 年 1 月标的公司引进了分管精品事业部的总经理，其品牌传播和高端消费领域的丰富经验将有助于推动精品中药销售、高端中医药养生服务等业务的发展。标的公司还将引进一位市场部总监来协助决策层制定相应市场发展战略、市场战略规划，制定公司的市场总体工作计划，通过市场公关等活动推广广誉远品牌，这将对标的公司中长期经营业绩产生积极影响。

高端人才的引进将有助于推动标的公司未来的业务发展。

（2）生产人员

2015 年标的公司生产人员总人数为 489 人，2016 年基本不变，2017 年新厂建成后计划增加 315 人，新旧厂并行生产，生产体系总人数 804 人，以后年度根据需要进行调整。

（3）经营人员

2015 年标的公司营销人员总人数为 617 人，其中医院销售 156 人，OTC 销售 301 人，养生酒销售 120 人，销售管理人员 40 人。标的公司计划到 2020 年将医院销售队伍扩展到 300 人，OTC 销售队伍扩展到 800 人，养生酒销售队伍扩展到 3,000 人。

4、客户及终端情况

①客户

截至 2015 年末标的公司协作经销、代理销售及经销模式下合计有客户 318 家。未来三年，标的公司将在维护上述客户的基础上，努力开发新的客户。

②终端

在传统中药、精品中药和养生酒方面，标的公司现有终端数量及未来三年拟开发数量如下：

单位：家

业务板块	终端类型	现有数量	计划开发数量（2016-2018）
传统中药	医院	1,100	2,000

	药店	20,000	100,000
精品中药	广誉远国药堂（终端店）	183	500
	国医馆	3	100
养生酒	药店	1,845	50,000
	名烟名酒店	733	10,000
	商超	297	8,000
	餐饮企业	256	50,000

综上所述，标的公司内部资金状况的逐步改善、国家行业政策的大力扶持、新建项目的实施以及销售及渠道的大力拓展都为标的公司未来的盈利实现提供了必要的基础。同时，从设备投入、仓储条件、人员配备、客户情况的分析，标的公司也具备了实现未来盈利所需的生产条件和经营条件。

三、中介机构关于盈利预测的专项核查报告

审计机构利达会计师事务所已就标的公司预测净利润事项出具了专项核查报告，具体参见《利安达会计师事务所（特殊普通合伙）关于山西广誉远国药有限公司预测净利润的核查报告》。

我们认为该核查报告结合标的公司的实际情况，对其未来的收益作出了合理的预测，基于各项假设前提，标的公司的盈利预测具有可实现性。

综上，我们认为，东盛集团对标的公司盈利承诺依据充分，标的公司具备实现盈利承诺的生产和经营条件，盈利承诺的实现具备可行性。

问题三/8：本次交易估值 323,000 万元，在交易作价合理性论证中，预案将属于医药制造行业的所有 100 家上市公司的市盈率的平均值作为比较基准。（1）请公司、财务顾问、评估师详细说明作出如此选择的依据，在选择可比公司时，是否对相关公司的具体业务进行了审慎的比较核对，更换可比公司是否导致评估值下降及交易作价不公允；（2）请公司结合标的资产的主要产品情况，选择业务相近的上市公司作为比较基准。请财务顾问和评估师发表意见。

回复：

一、可比公司选择的依据及相关说明

1、选择依据及计算过程说明

根据中国证监会《上市公司行业分类指引（2012 年修订）》，山西广誉远所从事的业务属于“医药制造业（C27）”。但该行业分类项下未再有子行业分类。

在计算该行业分类项下上市公司的市盈率时，扣除了每股收益为负数及市盈率超过 200 倍的上市公司数据以及 B 股上市公司数据；为与标的公司动态市盈率计算口径保持一致，同时计算了各上市公司的动态市盈率；考虑到标的公司为非上市公司，比对的市盈率选取了扣除流动性折扣后的市盈率。计算数据均取自 WIND 资讯。

因此，可比公司的选择是合理的、计算市盈率的过程和口径是审慎的，数据的来源是可靠的。

2、更换可比公司后市盈率比较分析

经对相关公司具体业务的比较核对，重新选取“申银万国行业分类—SW 医药生物—SW 中药”中的上市公司数据进行更具针对性的比较分析，同行业可比上市公司在 2015 年 12 月 31 日的市盈率情况如下：

证券代码	证券简称	静态市盈率（倍）	动态市盈率（倍）
000423.SZ	东阿阿胶	21.76	17.27
000538.SZ	云南白药	27.97	22.50
000650.SZ	仁和药业	35.80	23.46
000999.SZ	华润三九	24.85	19.82
002107.SZ	沃华医药	112.81	84.30
002275.SZ	桂林三金	34.21	24.24
002287.SZ	奇正藏药	66.90	44.57
002317.SZ	众生药业	35.42	23.38

证券代码	证券简称	静态市盈率（倍）	动态市盈率（倍）
002349.SZ	精华制药	186.26	72.53
002412.SZ	汉森制药	73.63	55.32
002424.SZ	贵州百灵	98.54	80.64
002433.SZ	太安堂	51.96	38.28
002566.SZ	益盛药业	54.22	33.16
002603.SZ	以岭药业	51.72	35.12
002737.SZ	葵花药业	45.33	34.08
002750.SZ	龙津药业	133.95	105.23
300039.SZ	上海凯宝	35.08	23.42
300049.SZ	福瑞股份	90.95	57.32
300147.SZ	香雪制药	87.01	50.68
300181.SZ	佐力药业	70.04	49.73
600085.SH	同仁堂	72.23	56.46
600211.SH	西藏药业	117.01	46.62
600285.SH	羚锐制药	58.54	40.36
600329.SH	中新药业	37.35	30.51
600332.SH	白云山	30.16	24.46
600351.SH	亚宝药业	51.78	35.66
600422.SH	昆药集团	39.22	29.53
600436.SH	片仔癀	53.91	41.88
600479.SH	千金药业	78.39	46.69

证券代码	证券简称	静态市盈率（倍）	动态市盈率（倍）
600518.SH	康美药业	25.75	20.41
600535.SH	天士力	30.56	23.52
600557.SH	康缘药业	35.91	26.94
600572.SH	康恩贝	29.03	21.31
600594.SH	益佰制药	50.50	27.71
600613.SH	神奇制药	59.89	40.31
600750.SH	江中药业	31.93	25.45
600976.SH	健民集团	60.28	30.14
600993.SH	马应龙	45.87	34.60
603567.SH	珍宝岛	43.87	26.56
603998.SH	方盛制药	79.89	57.97
中药行业上市公司均值		59.26	39.55
中药行业上市公司中值		51.75	34.34
考虑流动性折扣后的均值		40.12	26.78
考虑流动性折扣后的中值		35.03	23.25
山西广誉远			24.10

注：

①数据来源 WIND 资讯

②上表市盈率扣除每股收益为负数及市盈率超过200倍的上市公司数据以及B股上市公司数据

经与证监会行业分类同类上市公司计算的数据相比较，相对应的数据差异较小。通过比较申银万国行业分类中中药企业的相关数据，山西广誉远动态市盈率与行业中值及均值较为接近。对单一样本进行分析，动态市盈率小于20倍的公司

仅东阿阿胶及华润三九，两家公司经营模式和业务与山西广誉远皆有较大差异。另本次评估结论是选用的收益法评估结果，选取行业数据比较是对评估结果合理性进行分析的一种方式，并不会直接影响评估值。综合分析，更换可比公司不会导致评估值下降及交易作价不公允。

二、业务相近的上市公司对比

经比对中药行业各上市公司的经营范围以及主营产品，与标的公司业务相近的上市公司如下：

证券代码	证券简称	主营业务	主要产品
600332.SH	白云山	(1) 中西成药、化学原料药、天然药物、生物医药、化学原料药中间体的研究开发、制造与销售；(2) 西药、中药和医疗器械的批发、零售和进出口业务；(3) 大健康产品的研究开发、生产与销售；(4) 医疗、健康管理、养生养老等健康产业投资等。	消渴丸、夏桑菊、乌鸡白凤丸、华佗再造丸、蜜炼川贝枇杷膏、清开灵口服液、小柴胡冲剂、安宫牛黄丸、阿莫西林等
600085.SH	同仁堂	制造、销售中成药、中药饮片、中药材、营养保健品、卫生保健品、化妆品；提供有关的技术咨询、技术服务；药用动植物的饲养、种植。	安宫牛黄丸、牛黄清心丸、六味地黄丸、乌鸡白凤丸、大活络丹、感冒清热颗粒、国公酒、牛黄解毒片等
600436.SH	片仔癀	锭剂、片剂、颗粒剂、胶囊剂、软膏剂、糖浆剂、酊剂(含外用)、煎膏剂、丸剂(水丸、水蜜丸)、乳膏剂、散剂、茶剂、中药饮片的生产销售；片剂类、胶囊剂类保健食品的生产销售等	片仔癀系列产品(含六味地黄丸)
600750.SH	江中药业	中药(OTC)、保健品生产及销售	健胃消食片、草珊瑚含片、乳酸菌素片、六味地黄膏、参灵草、初元、杞浓酒等
000989.SZ	九芝堂	生产、销售(限自产)片剂、颗粒剂、茶剂、丸剂(蜜丸、水蜜丸、水丸、浓缩丸)、煎膏剂、糖浆剂、合剂、口服液、灌肠剂(含中药提取)、中药前处理、中药饮片、保健品、食品、乳制品、食品添加剂等	浓缩六味地黄丸、驴胶补血颗粒、乙肝宁颗粒、斯奇康注射液、裸花紫珠片、补肾固齿丸、足光散等

业务相近上市公司市盈率比对分析如下：

证券代码	证券简称	静态市盈率（倍）	动态市盈率（倍）
600332.SH	白云山	30.16	24.46
600085.SH	同仁堂	72.23	56.46
600436.SH	片仔癀	53.91	41.88
600750.SH	江中药业	31.93	25.45
000989.SZ	九芝堂	107.05	无
市盈率均值		66.28	41.26
考虑流动性折扣后的均值		44.87	27.94
山西广誉远			24.10

由上表可见，标的公司估值对应的动态市盈率为 24.10，可比上市公司的静态市盈率和动态市盈率均值分别为 66.28 和 41.26，考虑流动性折扣后的静态市盈率和动态市盈率均值分别为 44.87 和 27.94，均高于标的公司市盈率。综上，标的公司估值是合理的。

综上，我们认为，可比公司选择依据充分，更换可比公司不会导致评估值下降及交易作价不合理，标的公司估值公允合理。

（本页以下无正文）

（本页无正文，为《万隆（上海）资产评估有限公司关于上海证券交易所<关于对广誉远中药股份有限公司发行股份购买资产并募集配套资金暨关联交易预案信息披露的问询函>之回复》之盖章页）

万隆（上海）资产评估有限公司

2016年3月8日

