

中联资产评估集团有限公司

关于中国证券监督管理委员会[162742]号《中国证监会行政许可项目 审查一次反馈意见通知书》估值相关问题的核查意见

中国证券监督管理委员会：

根据贵会于 2016 年 10 月 28 日下发的中国证券监督管理委员会[162742]号《中国证监会行政许可项目审查一次反馈意见通知书》的要求，中联评估技术支持中心组织项目组对反馈意见进行了认真的研究和分析，并就估值相关问题出具了本核查意见。现将具体情况汇报如下：

9、申请材料显示：1）如剔除 2015 年 12 月的增资，安康通增值率为 858%；2）2015 年 6 月，安康通创始人毕仁海彻底退出，退出时股份转让价格对应的安康通 100%的估值约为 7568 万元，即使考虑 12 月的增资，本次作价仍大幅高于 2015 年 6 月作价；3）可比案例市盈率均值为 14.27，安康通为 20.63，高于可比案例。请你公司针对上述数据，补充披露安康通本次作价的合理性。请独立财务顾问、评估师核查并发表明确意见。

答复：

（一）2015 年 6 月交易的背景

由于安康通在原有股东及管理层控制、运营下业务发展较为缓慢，公司创始股东之一毕仁海拟向广州金鹏等转让其所持安康通股权从而彻底退出，根据双方友好协商确认了交易价格，因此本次增资价格及转让价格系考虑创始股东退出的整体商业安排，与本次交易的背景和目的均存在差异。

（二）2015 年 6 月交易的估值水平

经交易各方协商，此次交易中对安康通 100%股权的估值为约 7,568 万元，与安康通 2014 年 12 月 31 日的账面归属于母公司所有者权益 3,976.45 万元相比

增值率约为 90.32%；2014 年安康通经营形成归属母公司所有者的净利润-157.58 万元，经营亏损，无法测算此次交易的市盈率水平。

（三）本次交易作价与 2015 年 6 月交易估值差异的原因分析

两次交易作价存在差异主要是由于交易目的、定价方法以及安康通在两次交易之间经营状况有所变化导致的，具体原因如下：

1、交易目的不同

2015 年 6 月交易的目的是安康通在业务转型过程前新老股东股权结构调整，交易价格的确定是考虑原股东退出的整体商业安排，是交易双方综合考虑新老股东历史年度的经营投入、对公司业务开展的贡献等因素确定的。

本次交易是南京新百响应国家“健康中国”发展规划、驱动公司“现代商业+医疗养老”双主业发展的重要战略举措，是上市公司致力于增强盈利水平、提高股东回报的选择。根据本次交易盈利补偿义务人的承诺，安康通 2016 年度至 2020 年度扣除非经常性损益后归属于母公司的净利润分别不低于 1,700 万元、2,100 万元、3,400 万元、5,300 万元、7,500 万元，本次交易完成后，如盈利补偿义务人作出的业绩承诺能够得到切实履行，上市公司的盈利水平将得到显著增强，进一步提高全体股东回报。

2、交易定价方法不同

2015 年 6 月交易的交易价格是交易双方协商确定的，由于交易的目的是实现原股东的退出，交易双方协商定价主要参考的新老股东历史年度的经营投入、对公司业务开展的贡献等因素。

本次交易的估值基准日是 2016 年 3 月 31 日，估值基准日安康通的业务转型已经有所起色，基于交易各方对安康通业务未来市场潜力以及盈利能力的较好预期，在此基础上估值机构采用通用的估值模型进行估算得到相应的估值结果。

收益法估值结果是基于未来安康通盈利能力进行预测后得出的结果，是对安

康通业务未来市场潜力以及盈利能力的反映。

两者在交易定价的方法上存在明显的差异。

3、交易方案不同

2015 年 6 月交易是安康通新的控股股东收购原股东的股权，原股东退出时基于尽快退出的考虑，在收到股权转让款后一次性退出，交易收购的是少数股权；本次交易是上市公司致力于增强盈利水平，提高股东回报的选择，为保证上市公司的利益，交易的标的为安康通的控股权，交易方案中包含了发行股份购买资产、业绩承诺、股份锁定等多项因素，交易方案较为复杂，也增加了交易对手方获得收益的不确定性。

由于交易方案的差异，使得交易双方在协商确定交易价格时与 2015 年 6 月的交易存在差异。

4、基准日的经营情况不同

从安康通的业绩状况来看，2013 年度和 2014 年度安康通的收入没有增加，连续两年亏损，企业经营状况一般，因此 2013 年 9 月至 2015 年 6 月进行的多次股权转让均参考以前的转让价格确定，甚至略有下降。

自三胞集团全面接管安康通的日常运营后，安康通的经营业务指标已经出现明显改善趋势。经过 10 余年的经营，截至 2014 年末，安康通的用户规模仅约为 10 万人，业务仅覆盖南京、上海、无锡三地。与之相比，经过新管理层的运营调整，截至 2016 年一季度末，安康通的付费用户数量已增至 66.8 万人，业务范围拓展至全国多个省市。

安康通的收入规模和利润水平显著提高。2016 年 1-9 月，安康通实现营业收入 4,471.67 万元，为 2015 年全年收入 2,067.61 万元的 216.27%；2016 年 1-9 月，安康通实现净利润 1,312.17 万元，较之 2015 年度亏损 561.41 万元，盈利能力大幅提升。安康通经营情况的显著改善，表明安康通转型后的业务模式受到了市场认可，具有较高的可行性和可复制性。

综上，本次交易时安康通的经营情况较之前次交易有明显改善，是导致两次交易作价存在差异的原因。

2015年6月交易的估值较安康通2014年12月31日的净资产增值约3,591.55万元，本次交易的估值较安康通截至2016年9月30日的账面净资产增值约31,802.31万元，增值额差异为28,210.76万元。根据本次交易方案，在未来业绩承诺期内，交易对手方承诺的净利润金额合计为20,000.00万元。考虑到本次交易方案中交易对手所作出的业绩承诺等因素，本次交易对价的增值额与2015年6月交易存在差异有合理性。

综上所述，本次交易安康通84%的股权交易价格为41,600.00万元，对应安康通100%股权的估值为49,523.81万元，与安康通截至2016年9月30日的账面净资产相比增值率约为179.46%；2015年6月交易的估值水平对应的增值率约为90.32%。考虑到两次交易之间，安康通的经营情况得到了明显改观，且两次交易在交易目的、定价方法、交易方案等多方面均存在差异，两次交易的增值率存在差异有合理性。

（四）本次交易作价与可比案例估值差异的合理性

安康通历史年度主要从事紧急救援业务，业务收入主要来自机器产品的销售。三胞集团收购完成后，安康通的经营模式逐步进行重大调整，由“卖产品→卖服务”、“硬件厂商→服务厂商”进行转变，着力构建居家养老和健康管理的服务体系，其现有的业务可划分为线上信息服务、线下援助服务以及健康管理三大模块。鉴于估值对象所处的特定细分行业特点以及目前所处的特定发展阶段，与估值对象较为相似的可比案例相对较少，主要原因如下：

1、估值对象目前所从事的居家养老服务业务，该等行业市场相对较小，以该等业务为主营业务的上市公司较少，同行业的可比公司或案例多从事医疗保健的设备、技术服务或保健护理业务；虽然同处医疗健康领域，受相似经济因素影响，但与估值对象的业务结构、经营模式仍存在一定的差异。

2、目前估值对象的业务转型升级已经取得一定阶段性的成果、但估值对象

的业务整体尚处于成长前期，规模相对较小，而未来业务的成长性相对较强，与可比公司或案例相比，在成长性上也存在一定的差异。

估值对象所属的医疗健康领域最近几年已经完成及正在进行中的交易案例相对较多。本次交易的交易方案为上市公司发行股份购买资产，医疗健康领域内交易方案相近的可比案例数量较多，从交易行为角度来看，存在与本次交易相近的可比交易案例。由于估值对象所处的养老服务行业可比公司或案例的相对较少，本次估值将可比案例的行业扩展到养老服务行业所处的医疗健康领域，收集了医疗健康领域内 2015 年完成交易的 4 个股权交易案例，分别为：1）红日药业(300026.SZ)收购超思股份、2）达实智能(002421.SZ)收购久信医疗、3）天华超净(300390.SZ)收购宇寿医疗、4）江苏三友(002044.SZ)收购美年大健康。但该等案例在产品、服务、成长性等方面与估值对象还是存在一定的差异。

按照未来三年预测净利润的平均水平作为测算价值比率的基础，安康通的估值与未来三年盈利预测平均净利润水平对应的价值比率水平为 21.14，与可比交易 11.55~17.61 的价值比率区间相比略高，主要原因是估值对象未来三年业务发展尚处于成长期，虽然增速较快，但盈利水平相对较小所导致的。

为了反映成长性的差异对估值水平对比的影响，下表列出了按照预测期第三年盈利预测对应的本次交易以及可比案例的价值比例情况：

项目	盈利预测/业绩承诺	估值	价值比率
	第三年		
红日药业收购超思股份	6,256.36	97,200.00	15.54
达实智能收购久信医疗	8,640.00	87,249.67	10.10
天华超净收购宇寿医疗	4,300.00	40,800.67	9.49
江苏三友收购美年大健康	42,437.48	451,270.06	10.63
平均值			11.44

项目	盈利预测/业绩承诺	估值	价值比率
	第三年		
本次交易	3,324.08	49,611.76	14.92

由上表可以看见，按照预测期第三年盈利预测情况进行测算，安康通的估值对应的价值比率水平为约 14.92，与可比交易 9.49~15.54 的价值比率区间相比已经基本接近。随着未来安康通业务的成长，其业务的成熟情况与可比标的进一步靠近时，其估值水平会趋于靠近。综上所述，本次交易作价与可比案例估值差异具有合理性。

核查意见：

经核查，估值人员认为：考虑到本次交易与 2015 年 6 月交易两次交易之间，安康通的经营情况得到了明显改观，且两次交易在交易目的、定价方法、交易方案等多方面均存在差异，两次交易的增值率存在差异有合理性。安康通的估值与未来三年盈利预测平均净利润水平对应的价值比率水平为 21.14，与可比交易 11.55~17.61 的价值比率区间相比略高，主要原因是由于可比案例的业务发展整体相对处于成熟阶段，而安康通未来三年业务发展尚处于成长期，虽然增速较快，但盈利水平相对较小所导致的。随着未来安康通业务的成长，其业务的成熟情况与可比标的进一步靠近时，其估值水平会趋于靠近。综上所述，本次交易作价与可比案例估值差异具有合理性。

10. 申请材料显示，根据预测数据，安康通 2016 年比 2015 年收入增长 3 倍多，2017、2018 年均保持了近一倍的增速。请你公司结合 2016 年实际经营状况、合同签订及储备情况等，补充披露近几年对安康通收入预测的合理性，以及 2016 年预测收入、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明确意见。

答复：

一、问题答复：

（一）2016 年实际经营情况

安康通 2016 年 1-9 月实现营业收入 4,471.67 万元，占全年预测营业收入 7,187.62 万元的 62.21%，实现净利润 1,312.17 万元，占全年预测净利润 1,681.05 万元的 78.06%。

（二）合同储备情况

1、已签署的重要合同情况

《江西省丰城市智慧养老综合体项目合同》于 2016 年 9 月签订，合同有效期 15 年，合同总金额 3,900 万元。安康通每年为政府援助和政府补贴等七类群体提供相关服务，丰城民政局每年向安康通支付服务费用 200 万元，支付运营费用 65 万元。

《烟台市莱山区 89000 平台运营及养老服务合同》于 2016 年 8 月签订，合同有效期 3 年，合同最低总额为 1,008 万元，其中服务费 918 万元，运营服务费 90 万元。安康通为 60 岁以上特殊对象及 70 岁以上老人提供相关居家养老服务，如紧急呼叫、健康管理、主动关爱、生活服务咨询、生活援助服务等，烟台市莱山区民政局每年向安康通支付服务费 306 万元。

《宿迁市民政局 12349 居家养老信息服务平台建设运营及居家养老服务购买项目》于 2016 年 8 月签订，合同有效期 3 年，合同总服务费金额为 3,280.5 万元。安康通为宿迁市特定老人（如重点优抚对象等）提供完善的、立体的社区居家养老基础信息服务和实体服务，如助餐、助浴、助洁、助急、助医等服务类型。

《太原市居家养老服务项目合作协议》于 2016 年 6 月签订，合同总额超过 1,200 万元，合同期限 3 年，安康通为太原市 63 万 60 周岁以上老人提供 365 天

*24 小时服务，如助急、主动关爱、生活信息咨询、助医、等服务。

《汇龙镇未老服务综合体运营合同》于 2016 年 9 月签订，有效期 5 年，合同总额 466 万元。为汇龙镇老人提供健康管理、居家养老服务、老年文化建设、以及日间照料等服务。如紧急救援、助餐、助浴、助洁、助安、助急、助行、助医、助聊等服务。

《安阳市北关区“居家养老服务管理中心”升级建设项目合作意向书》于 2016 年 3 月签订，有效期 5 年，合同总额超过 360 万元，为安阳市 40 万 65 岁以上老人提供紧急呼叫、健康管理、居家便利、主动关爱、援助服务等 7*24 小时为老服务。

2、正在洽谈中的合同储备 情况项目名称	预计年金额/万元	预计用户数量/人	服务期限/年
济南市长清区民政局	200	10,000	3 年及以上
渝北区民政局	370	10,000	3 年及以上
淮安区民政局	167	5,000	3 年及以上
邳州市民政局	400	10,000	3 年及以上
广东乐从人社局	172	1,000	3 年及以上
广东梅州市妇联	253	1,000	3 年及以上
深圳市南山区民政局	257	5,000	3 年及以上
泰州兴化市民政局	50	1,000	3 年及以上
宜春丰城市民政局	70	1,500	3 年及以上
合肥市庐阳区民政局	850	1,000	3 年及以上
合肥市蜀山区民政局	1,300	2,000	3 年及以上
合肥杏林街道日间照料	9	1,000	3 年及以上
徐州市民政局	450	2,500	3 年及以上
宿迁市民政局	36	4,000	3 年及以上
虹口区民政局	230	70,000	3 年及以上
句容吉利福利中心	400	10,000	3 年及以上
清河区民政局	14	400	3 年及以上
昆山市开发区社会事务管理局	5	135	3 年及以上
深圳市福田区民政局	500	4,544	3 年及以上
深圳市民政局	397	4,000	3 年及以上
太和县民政	260	1,000	3 年及以上
长兴残联	2,583	3,500	3 年及以上
长兴民政	10	500	3 年及以上
江干区民政	2,000	60,000	3 年及以上
景宁县民政	250	600	3 年及以上

2、正在洽谈中的合同储备情况项目名称	预计年金额/万元	预计用户数量/人	服务期限/年
缙云县民政	250	2,000	3 年及以上
肥城市民政局	100	3,000	3 年及以上
德州市德城区民政局	2,000	20,000	3 年及以上
腾州市民政局	2,000	20,000	3 年及以上
山东东方红信息科技有限公司	350	5,000	3 年及以上
宁阳民政局	250	3,000	3 年及以上
东营区民政局	2,000	10,000	3 年及以上
莱城区民政局	2,000	10,000	3 年及以上
济宁市任城区民政局	150	2,000	3 年及以上
牡丹江民政	155	4,300	3 年及以上
杭州市民政局	200	2,000	3 年及以上
响水民县政局	20	500	3 年及以上
合肥市经开区民政局	400	10,000	3 年及以上
合肥市包河区民政局	150	5,000	3 年及以上
武汉武昌区徐家棚街道	230	5,000	3 年及以上
盐城大丰居家养老	280	20,000	3 年及以上
烟台市政府	1,000	50,000	3 年及以上
安徽省妇联	300	20,000	3 年及以上
安徽省投投资项目	100	1,000	3 年及以上
杭州南星街道日间照料	600	5,000	3 年及以上
武汉西湖区居家养老服务	400	5,000	3 年及以上
盱眙县民政局	280	2,000	3 年及以上
丰县民政局	240	2,000	3 年及以上
合计	24,688	416,479	

（三）收入预测的合理性

1、2017 年预测数据的合理性

2017 年预测收入为 10,166.77 万元，较 2016 年预测收入 7,187.62 万元增长 2,979.16 万元，2017 年预测净利润为 2,036.87 万元，较 2016 年预测净利润 1,681.05 万元增长 355.82 万元。

安康通的业务开展采用平台型的业务模式，一般来说，随着在各地区的市场推广，用户习惯的积累和培养，其业务开展以后有较好的粘性。2016 年，安康通在江西丰城、山东烟台、山西太原、江苏宿迁等地区签署的业务合同对应的年均收入金额约为人民币 2,229.70 万元，该等业务在 2016 年确认收入的金额相对

较小，2017 年是第一个完整的经营年度，随着在该等地区业务的开展以及正在洽谈中的部分项目进入实施阶段，将对安康通 2017 年的业务开展形成有利支撑。

此外，2017 年预测月均净利润为 169.74 万元，而安康通在 2016 年 4-9 月实际实现的净利润已经达到了月均 183.13 万元，也在一定程度上说明了安康通 2017 年的预测数据完成有可行性。

2、2018 年及以后年度预测数据的合理性

在未来预测期内，考虑到随着安康通在全国各地区的业务开拓，预计该等业务未来年度将保持较好的增长趋势，2021 年预测收入较 2017 年增长 27,771.26 万元，年均增长率为 38.99%。安康通结合其自身的业务定位和行业整体发展趋势制定了相应的经营战略，其预测数据的可行性主要体现在以下几方面：

（1）养老行业巨大的市场潜力

根据研究机构统计，美国养老服务消费占 GDP 比例为 22.3%、欧洲养老产业产值占 GDP 比例约 20.1%-36.8%。根据《中国老龄产业发展预测研究 2014》，2020 年我国养老产业市场空间将达到 7.7 万亿，2014~2020 年复合增长率为 14%。根据 OECD（经合组织）的预测，2015 年到 2030 年，我国人口增速将会放缓，我国总人口将于 2030 年左右达到峰值 14.53 亿人，而老年人口在总人口中的比例将会逐年增加，65 岁以上的老龄人口占总人口的比例从 1990 年的 5.8%，增长到 2010 年的 8.4%，到 2030 年将达到 16.2%，届时 65 岁以上的老年人口将会达到 2.4 亿人左右。

我国于上世纪 70 年代实施独生子女政策，如今，中国第一代独生子女的父母已经开始进入老年，产生“421”家庭结构。独生子女的情况不仅使父母早早步入空巢的阶段，让其经历更长的空巢期，同时削弱了家庭养老的基础，老人们能从独生子女身上获得的经济支持、生活照料、亲子交往、精神慰藉较为有限。据有关统计，截至 2010 年，全国 65 岁以上空巢老人有 4150 万人，到 2015 年底，空巢老人将超过 5100 万人，占老年人口的 1/3。这对于中国传统的家庭养老模式形成了强烈冲击，使得公众对于居家养老服务的需求不断增强。

与此同时，随着我国老龄化的日渐加深，我国将快步跨入老龄化社会，经济发展水平的提高也带动了老年人积存财富的增加。老年人观念的转变也将有助于打开新型养老服务的市场空间。据统计，目前我国 65 岁以上的人群 75%都是小学及以下的学历水平，受过专科以上教育的人口不到 0.5%。而今后 20 年间即将步入老年的 45-65 岁间的人群中，大部分人已经受过中学教育；在 40-44 岁的人群中，受过专科以上教育的人群占比已经超过 10%。在今后 10-20 年间即将步入老年阶段的 60 后和 70 后，思想更加开放，受旧观念束缚更少，更易于接受区别于传统家庭养老的新型养老服务模式。

此外，据发达国家的先验性经验，长期护理保险、商业健康保险是推动养老服务发展的有力推手。长期护理保险通过统筹社会资源，迅速解决养老服务中较为高昂的居家护理服务的付费来源问题。商业健康保险因为控制保费支出的意愿较强，消费者愿意购买紧急救助服务、预防保健类的健康管理服务以及远程医疗等服务。中国目前已在北京、青岛等城市开展长期护理保险试点，预期近年内将大规模推行，同时国家不断推出有利于商业健康保险的利好政策，为市场开拓提供了广阔空间。

（2）安康通领先的行业地位

国内养老服务的竞争主要表现在一些区域市场上针对政府直接采购平台、托底老人服务的招标项目的竞标活动，竞标公司多以单个项目小额盈利为目标，缺乏长远业务规划与布局。

目前我国养老行业的市场化程度不高，处于快速发展的前期。目前国内整体养老市场以“9073”格局为主，即政府承担老龄人口中不超过 10%的养老服务（其中 7%的老年人在社区养老，3%的老年人在养老机构养老），剩余 90%的老人仍以家庭为基础的居家养老为主。鉴于上述情况，政府通过各项宏观政策鼓励社会力量参与到居家养老的运营当中，同时鼓励居民自费养老。目前我国商业养老机构参与养老服务的份额不高，且多数商业养老机构仅提供少量的基础性服务，比如维修、保洁等，缺乏紧急呼救、健康管理、精神慰藉等高端服务内容。

安康通目前已经在华东、西南、东北等地域进行全面布局，用户规模在市场

上处于领先地位，与之相比，我国养老服务市场上尚未出现经营模式相似、规模相当、布局全国市场的竞争对手。

规模用户的获取需要养老服务机构具有很强的综合运营管理能力，能够协调线上线下各种服务资源，根据各个区域老人的年龄段、心理、消费、基础病理、家庭状况等特点，开发出具有不同区域偏好性的服务内容，为老人提供各类家政、信息、健康管理等综合服务。最后，规模用户的获取要求养老服务机构具有跨地域运营和管理的能力，能够兼容不同区域项目和用户特点的通用平台系统，并投入大量的 IT 系统调研和开发成本。

（四）2016 年预测收入、利润的实现情况

本次估值中预测安康通 2016 年实现营业收入 7,187.62 万元，实现净利润 1,681.05 万元，对应的预测月均收入为 598.97 万元，月均净利润为 140.09 万元。2016 年 1-9 月，安康通实现收入 4,471.67 万元，净利润 1,312.17 万元，占全年承诺利润 1700 万元的 77.19%。

2016 年 1-3 月安康通的月均营业收入为 426.79 万元，月均净利润为 71.14 万元。安康通采取平台型业务模式，主要提供的服务具有单位边际成本递减的特征，随着公司在江西丰城、山东烟台、山西太原、江苏宿迁等地区业务的开拓，公司业务覆盖的服务人群和范围进一步增长，营收规模和盈利情况都表现出了良好的发展趋势，2016 年 4-9 月，安康通实现营业收入 3,191.30 万元，月均营业收入 531.88 万元，实现净利润 1,098.75 万元，月均净利润 183.13 万元。

在此基础上，如果安康通 10-12 月能够维持最近几个月的发展趋势，2016 年预测收入、利润具有可实现性。

核查意见：

经核查，估值人员认为：结合安康通 2016 年前三个季度经营状况、签署的主要合同、业务储备、行业潜力以及安康通的行业地位，安康通的收入预测具有合理性。本次估值中预测安康通 2016 年实现营业收入 7,187.62 万元，实现净利润 1,681.05 万元，对应的预测月均收入为 598.97 万元，月均净利润为 140.09 万

元；2016 年 1-3 月安康通的月均营业收入为 426.79 万元，月均净利润为 71.14 万元；2016 年 4-9 月，安康通实现营业收入 3,191.30 万元，月均营业收入 531.88 万元，实现净利润 1,098.75 万元，月均净利润 183.13 万元。在此基础上，如果安康通 10-12 月能够维持最近几个月的发展趋势，2016 年预测收入、利润具有可实现性。

12. 申请材料显示，三胞国际及所属子公司通过多笔对外抵质押获得 BankLeumiLe-IsraelB.M 共四笔贷款，其中包含两笔并购贷款。三胞国际收购 Natali 及 A.SNursing 公司运用了并购贷款，根据约定，Natali 的 99.55%的股份、A.SNursing 的 100%的股份目前均登记在信托公司名下，直至相关股权抵押解除后才可转回。请你公司补充披露：1) 结合对相关方与信托公司间的权利义务条款的分析，补充上述事项是否符合《上市公司重大资产重组管理办法》第四十三条第一款第（四）项“权属清晰的经营性资产”的相关规定。2) 已抵质押资产的账面价值、评估价值及占比情况。3) 相关抵质押担保形成的原因，主债务的用途、金额、期限及债务人履约情况。4) 抵质押担保的解除安排，对本次交易以及交易完成后上市公司生产经营的影响。请独立财务顾问、律师和评估师核查并发表明确意见。

答复：

（二）关于已抵质押资产的账面价值、评估价值及占比情况

已抵押资产为 Natali 的 99.55%的股份、A.S Nursing 的 100%的股份。A.S Nursing 为 Natali 的全资子公司。

截至 2016 年 9 月 30 日，Natali 的所有者权益为 25,124.87 万元（合并口径、包含 A.S Nursing）；A.S Nursing 的所有者权益为 2,866.72 万元；三胞国际合并口径的所有者权益账面价值为 47,888.87 万元。以上述数据计算，Natali 股权的账面价值占三胞国际的比例为 52.46%；A.S Nursing 股权的账面价值占三胞国际的比例为 5.99%。

由于三胞国际作为一个经营的整体，目前正处于业务整合和市场推广开拓的过程中，其业务的整合、协调效益对三胞国际内部各标的公司均会造成一定的影响，因此本次估值中未将各个子公司单独进行评估；但按照各个子公司收入占比的情况，可以一定程度上反映其在三胞国际整体评估价值中的占比情况。由于 A.S Nursing 在 2016 年 3 月被 Natali 收购，三胞国际 2016 年的数据口径未涵盖各个公司的完整经营年度，因此采用 2017 年的预测数据进行分析。

2017 年，Natali 的营业收入预测数为 70,841.74 万元（合并口径、包含 A.S Nursing）；A.S Nursing 的营业收入预测数为 43,801.24 万元；三胞国际合并口径的营业收入预测数为 75,320.47 万元。以上述数据计算，Natali 股权的估值占三胞国际的比例为 94.05%；A.S Nursing 股权的估值占三胞国际的比例为 58.15%。

核查意见：

经核查，估值人员认为：上市公司已经披露了已抵质押资产的账面价值、评估价值及占比情况。

14. 申请材料显示，三胞国际及其子公司有多项未决诉讼，如报告书中列举的第三项诉讼败诉，后续经营中护工成本将上升，请你公司结合成本量化测算，补充披露上述事项对 A.S Nursing 后续经营及估值的影响。请独立财务顾问、会计师和评估师核查并发表明确意见。

答复：

（一）本次诉讼的基本情况

本次诉讼是一项集体诉讼，主要是关于护工是否有权对提供服务的路途时间部分获得报酬。本次诉讼的原告为以色列劳工组织 Yadid Association，被告为包括 A.S. Nursing 在内的以色列 20 家护理公司。原告向法院提起集体诉讼请求，要求被告支付护工在提供服务的路途时间中应获取的报酬，初始诉讼总金额为 NIS 588,000,000。因以色列国家医疗保险机构（以下简称“NII”）向护理公司进

行招标时，招标文件中的支付金额不包含提供护理服务的路途时间，获得竞标的护理公司均不向护工支付这部分报酬。原告方认为目前的薪酬制度是不合理的，护工提供上门护理服务必须要花费一定时间到用户家中，因此，路途时间是护理服务的组成部分。

2016 年 5 月 22 日，法院裁定准许原告方提起集体诉讼，但是诉讼金额降低为 NIS 105,000,000。此外，法院裁定 60 日内原告需由劳动代表替换劳动组织，NII 被列入被告名单。

以色列绝大部分集体诉讼以当事人采取和解措施解决，集体诉讼流程非常漫长，诉讼通常持续数月或者数年。根据以色列法律，集体诉讼中需由各方全部一致才可达成和解，法院同意和解条款后，方能完成和解程序。本次诉讼是因为劳工组织为护工争取更多权益而提起，并非因为违反某一具体的法律规定；NII 作为政府部门被列入被告，此前没有类似的先例可供参考，发起集体诉讼的请求需要以色列国家司法部的批准，这将会拉长诉讼流程。

若被告方败诉，被告名单中的护理公司的赔偿金额很可能根据其市场份额来确认。A.S. Nursing 所占市场份额为 4%左右，可能承担的赔偿金额评估值约为 NIS 5,000,000。

根据三胞国际的卖方三胞集团的说明，针对截至 2016 年 3 月 31 日三胞国际尚未支付或者尚未在会计上计提负债的诉讼案件，如果三胞国际根据生效判决最终承担了损失和赔偿，三胞集团将在 30 个工作日内代为承担赔偿责任。该等赔偿责任包括但不限于以色列公司需要支付任何侵权赔偿金、相关诉讼费用，或因本次诉讼导致以色列公司的生产、经营遭受的损失。

（二）本次诉讼对 A.S Nursing 后续经营的影响

A.S. Nursing 付费客户主要为 NII 和以色列大屠杀幸存者福利基金会。为获得护理服务订单，A.S. Nursing 需要参与 NII 的两轮招标。A.S. Nursing 的护理服务由 NII 统一采购，NII 会向所有护理公司提供固定的时薪价格。NII 的价目表主要基于最低工资标准、社会福利及其他相关花费。其中，最低工资是 NII 价目

表最主要的标价衡量要素，每小时的定价模型由 NII 制定并公布。NII 按照最低工资上浮 4%作为基础，加上行业平均的管理费用、员工培训费用、社保费用等因素确定的最终时薪支付给各护理公司。A.S. Nursing 提供护理服务后，记录服务时长，每月与 NII 进行结算。

本次诉讼的产生是因为原告方认为目前的薪酬制度是不合理的，护工提供上门护理服务所需的路途时间是护理服务的组成部分。A.S. Nursing 的护理服务由 NII 统一采购，其业务的定价模型、计时标准均是由 NII 制定或参与 NII 的招标时所确定的。此外，根据法院的裁定，NII 作为政府部门被列入被告，也在一定程度上说明了该等诉讼的解决也可能需要 NII 在未来的定价模型、计时标准等方面与包括 A.S. Nursing 在内的各护理公司进行相应的沟通、调整。

因此未来虽然可能因为本次诉讼导致包括 A.S. Nursing 在内的以色列所有护理公司经营中护工成本上升，但也存在 NII 在未来的定价模型、计时标准进行相应的调整，使得包括 A.S. Nursing 在内的以色列所有护理公司的经营收入增加的可能。

综上所述，A.S Nursing 虽然可能会因本次诉讼导致护工成本上升，但也存在相应增加经营收入的可能，整体对 A.S Nursing 后续经营盈利情况并不一定会造成不利影响。

（三）本次诉讼对估值的影响

1、本次诉讼对估值的直接影响

若被告方败诉，被告名单中的护理公司的赔偿金额很可能根据其市场份额来确认。A.S. Nursing 所占市场份额为 4%左右，可能承担的赔偿金额评估值约为 NIS 5,000,000，按 1NIS 兑换约 1.7 人民币元的汇率折算，该等赔偿金额约为人民币 850 万元，占三胞国际整体估值 126,230.95 万元的 0.67%，影响较小。

2、本次诉讼对估值的间接影响

如前所述，A.S Nursing 虽然可能会因本次诉讼导致护工成本上升，但也存

在相应增加经营收入的可能，整体对 A.S Nursing 后续经营盈利情况并不一定会造成不利影响。因此难以合理估计对其后续经营及估值造成不利影响的具体金额。

如前所述，如果被告方败诉，A.S. Nursing 可能承担的赔偿金额约为人民币 850 万元，假设后续经营中 A.S. Nursing 的经营收入及其他各项成本费用都不会发生变化，未来每年因该等诉讼增加的成本金额也是 850 万元，按照本次评估的参数进行测算，考虑税盾效应后，会导致三胞国际整体估值降低 4,961.09 万元，占三胞国际整体估值 126,230.95 万元的 3.93%，影响较小。

另外，根据三胞国际的卖方三胞集团的说明，针对截至 2016 年 3 月 31 日三胞国际尚未支付或者尚未在会计上计提负债的诉讼案件，如果三胞国际根据生效判决最终承担了损失和赔偿，三胞集团将在 30 个工作日内代为承担赔偿责任。该等赔偿责任包括但不限于以色列公司需要支付任何侵权赔偿金、相关诉讼费用，或因本次诉讼导致以色列公司的生产、经营遭受的损失。

核查意见：

经核查，估值人员认为：经量化分析，结合诉讼实质以及三胞集团的相关承诺，该诉讼对 A.S Nursing 后续经营及估值的影响较小。

15. 申请材料显示，1) 2014 年 11 月，Natali 被三胞国际间接全资子公司收购，对价为 6625 万美元；2016 年 3 月，Natali 收购 A.S.Nursinng，对价为 NIS123,500,000。从财务数据看，Natali 经营状况较为稳定，考虑 A.S.Nursing 的收购及 2015、2016 年 1-3 月实现的收益，以及 2015 年 12 月财务投资者 6000 万美金的增资，经测算，本次作价亦是收购时的 1.5 倍；2) 可比案例价值比率均值为 13.77，三胞国际价值比率为 21.47，高于可比案例，请你公司结合三胞国际 2016 年实际经营情况，针对上述数据，补充披露三胞国际作价的合理性。请独立财务顾问、会计师和评估师核查并发表明确意见。

答复:

(一) 三胞国际的估值和作价调整事项

Natali 收购 AS Nursing 后,相关护理业务未来有望取得突破常规的快速发展。考虑由于上述收购的交割日期较晚,实际整合的进度略低于预期,对三胞国际的盈利预测数据有一定影响,但目前 Natali 与 AS Nursing 的业务整合过程中,AS Nursing 在 Ashdod、Or Yehuda 等地区的业务量已经实现了较快的增长,未来随着该等业务整合逐步扩大到全部 21 个地区,预计护理业务仍将有较快的业务增长。

2016 年 3 月 29 日,在中以创新合作联合委员会第二次会议上,Natali 与江苏省常州市政府签订了远程心电医疗服务试点合作协议,这是此次中以两国签署的一系列协议中,唯一一个企业签约项目,也是中国落地的首个 B2C 远程医疗项目。Natali(中国)目前与常州市武进人民医院积极协同,落实合作模式以及合适用户的选择。此外,Natali(中国)已完成整套远程心电监测软件系统的汉化及测试,计划建立 7*24 小时呼叫中心,连接患者、家属及医院,为患者提供全天候的健康保障。截止三季度末系统已进入正常运行,首批用户反应良好。预计十月底投入大规模商业运营。由于该系统实际投入商业运营的时间较原先预计的进度有所推迟,且公司为了未来业务更好的发展,加快了业务团队的搭建进度,2016 年的运营成本较原先的预期有所增加,Natali(中国)已经与徐州市第二人民医院等合作医院签署了相应的合作意向,预计随着该等业务完成试点合作后可以投入大规模的商业运营。基于以上考虑,三胞国际管理层对盈利预测的数据进行了相应调整

公司聘请估值机构以 2016 年 9 月 30 日为估值基准日对本次交易的标的资产中的三胞国际进行了估值,并重新出具了估值报告。本次估值采用收益法估值结果作为最终估值结论,三胞国际 100%股权最新估值为 126,230.95 万元。

2016 年 11 月 17 日,上市公司召开第七届董事会第五十五次会议,审议通过了《关于调整公司本次重大资产重组方案的议案》,明确经交易双方友好协商,确定三胞国际的交易价格调整为 125,000 万元。相应的确定三胞国际 2016 年度

至 2020 年度扣除非经常性损益后归属于母公司净利润分别不低于 6,300 万元、8,300 万元、9,750 万元、12,350 万元、16,800 万元。2016 年 11 月 17 日，上市公司与三胞国际的交易对方签署了补充协议。

（二）三胞国际 2016 年实际经营情况

截至 2016 年 9 月 30 日，三胞国际实现营业收入 45,270.17 万元，占 2016 年全年预测收入 58,862.76 万元的 76.91%；1-9 月实现归属于母公司净利润 4,447.09 万元，占 2016 年全年预测归属于母公司净利润 6,283.71 万元的 70.78%。占全年承诺净利润 6,300 万元的 70.59%。

（三）本次交易作价与三胞国际收购 Natali 以及 Natali 收购 A.S.Nursinng 交易估值差异的原因分析

2014 年 11 月，Natali 被 SanpowerLifecare 收购，收购对价为 6,625 万美元，按 1 美元兑换约 6.8 人民币元的汇率折算，对价约为人民币 45,050.00 万元；2016 年 3 月，A.S. Nursing 被 Natali Emergency Services 收购，收购对价为 NIS 123,500,000，按 1NIS 兑换约 1.7 人民币元的汇率折算，对价约为人民币 20,995.00 万元。

本次交易作价与之前的两次交易作价存在差异主要是由于交易目的、定价方法以及三胞国际在两次交易之间经营状况有所变化导致的，具体原因如下：

1、交易目的不同

三胞国际收购 Natali 是在 Natali 的原控股股东 S.H Sky Investments 谋求退出时，三胞集团基于对医疗健康养老行业市场前景的认识、安康通在养老行业多年经营发展积累的基础上进行的外延式并购；Natali 收购 A.S. Nursing 是 Natali 谋求延伸其护士/护理业务的发展时开展的外延式并购。上述交易的价格确定是交易双方综合考虑标的公司原有业务的经营情况、原股东历史年度的经营投入、对公司业务开展的贡献等因素确定的，未考虑交易完成后 Natali、A.S. Nursing 未来的业务整合、协同发展以及开拓包括中国在内的国际市场等因素的影响。

本次交易是南京新百响应国家“健康中国”发展规划、驱动公司“现代商业

+医疗养老”双主业发展的重要战略举措，是上市公司致力于增强盈利水平，提高股东回报的选择。考虑到三胞国际未来内部业务整合、协同效益以及市场开拓等因素的影响，根据本次交易盈利补偿义务人的承诺，三胞国际 2016 年度至 2020 年度扣除非经常性损益后归属于母公司净利润分别不低于 6,300 万元、8,300 万元、9,750 万元、12,350 万元、16,800 万元，本次交易完成后，如盈利补偿义务人作出的业绩承诺能够得到切实履行，上市公司的盈利水平将得到显著增强，进一步提高全体股东回报。

2、交易定价方法不同

三胞国际收购 Natali 以及 Natali 收购 A.S. Nursing 的交易价格是交易双方协商确定的，由于交易的目的是实现原股东的退出，交易双方协商定价主要参考的是标的资产历史的经营业绩、原股东历史年度的经营投入、对公司业务开展的贡献等因素。

本次交易的估值基准日为 2016 年 9 月 30 日，估值基准日三胞国际的内部业务整合、协同效益以及市场开拓已经有所起色，基于交易各方对三胞国际业务未来市场潜力以及盈利能力的较好预期，在此基础上估值机构采用通用的估值模型进行估算得到相应的估值结果。

收益法估值结果是基于未来三胞国际盈利能力进行预测后得出的结果，是对三胞国际业务未来市场潜力以及盈利能力的反映。

因此，本次交易在交易定价的方法上与之前的交易存在一定差异。

3、交易方案不同

三胞国际收购 Natali 以及 Natali 收购 A.S. Nursing 的交易是新股东收购原股东的股权，原股东在收到股权转让款后一次性退出；本次交易是上市公司致力于增强盈利水平、提高股东回报的选择，为保证上市公司的利益，交易方案中包含了发行股份购买资产、业绩承诺、股份锁定等多项因素，交易方案较为复杂，也增加了交易对手方获得收益的不确定性。

由于交易方案的差异，使得交易双方在协商确定交易价格时存在差异。

4、基准日的经营情况不同

2015 年，Natali 推出定制化高端居家养老解决方案“Aging-in-place”，为高收入人群提供生活服务、智慧看护、保健、远程医疗服务的完整解决方案。该业务融合了智能看护（Smart Care）、健康监测、家政服务、膳食准备和社交服务等，用户可按需进行个性化定制。该业务目前已有约 540 个居家养老的意向客户，未来 Natali 有望在该细分市场继续保持着较高的市场份额。该等业务是三胞国际收购 Natali 完成之后开展的新业务。

A.S. Nursing 与以色列的国家社保机关、国家劳动部、国家社会服务部、国防部，以及大屠杀幸存者基金有多年良好的合作。在以色列的监管环境下，护理公司之间难以通过比拼价格及护理职工的薪酬成本获得竞争优势，区域扩张得到了严格的限制，这使得以色列护理服务市场较为分散。A.S Nursing 收购完成后，通过客户的交叉销售等方式，使得 A.S. Nursing 的业务发展较其历史年度独立经营下有了一定的改善，2016 年三季度 A.S. Nursing 的业务收入较 2016 年二季度增长 5.9%，其中在 Ashdod、Or Yehuda 地区的业务收入增长率接近 15%，未来通过双方业务的进一步整合，可以更好的发挥协同效益，提升企业价值。

此外，2016 年 3 月 29 日，在中以创新合作联合委员会第二次会议上，Natali 与江苏省常州市政府签订了远程心电医疗服务试点合作协议，这是此次中以两国签署的一系列协议中，唯一一个企业签约项目，也是中国落地的首个 B2C 远程医疗项目。Natali（中国）目前与常州市武进人民医院积极协同，落实合作模式以及合适用户的选择。此外，Natali（中国）已完成整套远程心电监测软件系统的汉化及测试，计划建立 7*24 小时呼叫中心，连接患者、家属及医院，为患者提供全天候的健康保障。截止 2016 年 3 季度末，该系统已进入正常运行，首批用户反应良好，预计十月底投入大规模商业运营。

可见，本次交易时三胞国际的业务整合已经初见成效，也是导致两次交易作价存在差异的原因。

综上所述，考虑到两次交易之间，三胞国际的业务整合已经初见成效，且本次交易与三胞国际收购 Natali 以及 Natali 收购 A.S. Nursing 的交易在交易目的、定价方法、交易方案等多方面均存在差异，交易作价存在差异有合理性。

（三）本次交易作价与可比案例估值差异的合理性

三胞国际未来的业务主要通过 Natali、A.S. Nursing 及 Natali（中国）开展，其中 Natali、A.S. Nursing 主要在以色列从事养老护理业务，Natali（中国）业务整体处于业务起步和开拓布局阶段。鉴于估值对象所处的特定细分行业特点以及目前所处的特定发展阶段，与估值对象较为相似的可比案例相对较少，主要原因如下：

1、估值对象目前所从事的居家养老服务业务，该等行业市场相对较小，以该等业务为主营业务的上市公司较少，同行业的可比公司或案例多从事医疗保健的设备、技术服务或保健护理业务；虽然同处医疗健康领域，受相似经济因素影响，但与估值对象的业务结构、经营模式仍存在一定的差异。

2、目前估值对象的业务转型升级已经取得一定阶段性的成果，但估值对象的业务整体尚处于成长前期，规模相对较小，而未来业务的成长性相对较强，与可比公司或案例相比，在成长性上也存在一定的差异。

估值对象所属的医疗健康领域最近几年已经完成及正在进行中的交易案例相对较多。本次交易的交易方案为上市公司发行股份购买资产，医疗健康领域内交易方案相近的可比案例数量较多，从交易行为角度来看，存在与本次交易相近的可比交易案例。由于估值对象所处的养老服务行业可比公司或案例的相对较少，本次估值将可比案例的行业扩展到养老服务行业所处的医疗健康领域，收集了医疗健康领域内 2015 年完成交易的 4 个股权交易案例，分别为：1）红日药业(300026.SZ)收购超思股份、2）达实智能(002421.SZ)收购久信医疗、3）天华超净(300390.SZ)收购宇寿医疗、4）江苏三友(002044.SZ)收购美年大健康。但该等案例在产品、服务、成长性等方面与估值对象还是存在一定的差异。

按照未来三年预测净利润的平均水平作为测算价值比率的基础，三胞国际的

估值与未来三年盈利预测平均净利润水平对应的价值比率水平为 15.04，与可比交易 11.55~17.61 的价值比率区间相比较为接近，主要原因是由于可比案例的业务发展整体相对处于成熟阶段，而估值对象的以色列业务未来三年处于业务整合协同发展阶段，而中国业务未来三年业务发展尚处于成长期，虽然增速较快，但盈利水平相对较小所导致的。

为了反映成长性的差异对估值水平对比的影响，下表列出了按照预测期第三年盈利预测对应的本次交易以及可比案例的价值比例情况：

单位：万元

项目	盈利预测/业绩承诺	估值	价值比率
	第三年		
红日药业收购超思股份	6,256.36	97,200.00	15.54
达实智能收购久信医疗	8,640.00	87,249.67	10.10
天华超净收购宇寿医疗	4,300.00	40,800.67	9.49
江苏三友收购美年大健康	42,437.48	451,270.06	10.63
平均值			11.44
本次交易	9,750	125,000.00	12.81

由上表可以看见，按照预测期第三年盈利预测情况进行测算，三胞国际的估值对应的价值比率水平为约 12.81，与可比交易 9.49~15.54 的价值比率区间相比已经接近。随着未来三胞国际业务的成长，其业务的成熟情况与可比标的进一步靠近时，其估值水平会趋于靠近。综上所述，本次交易作价与可比案例估值差异具有合理性。

核查意见：

经核查，估值人员认为：考虑到本次交易与前次交易两次交易之间，三胞国际的业务整合已经初见成效，且本次交易与三胞国际收购 Natali 以及 Natali 收购 A.S. Nursing 的交易在交易目的、定价方法、交易方案等多方面均存在差异，交易作价存在差异有合理性。按照预测期第三年盈利预测情况进行测算，三胞国际的估值对应的价值比率水平为约 14.36，与可比交易 9.49~15.54 的价值比率区间相比已经基本接近。随着未来三胞国际业务的成长，其业务的成熟情况与可比标的进一步靠近时，其估值水平会趋于靠近。综上所述，本次交易作价与可比案例

估值差异具有合理性。

16. 申请材料显示，Natali（中国）2018-2021 年的收入增长幅度巨大，请你公司：1）结合合同签订及储备情况，补充披露上述收入预测的合理性，并就收入作敏感性分析。2）补充披露三胞国际 2016 年收入、利润的完成情况。请独立财务顾问、会计师和评估师核查并发表明确意见。

答复：

（一）收入预测的合理性

1、2017 年收入预测的合理性

Natali（中国）与安康通在中国居家养老服务业务上定位互补、共享资源，安康通已具有丰富的中国养老服务运营经验，降低了 Natali（中国）的市场开拓风险。Natali 在以色列的品牌优势加快了 Natali（中国）获取中高端用户的进程，目前 Natali（中国）已经签约了部分世界 500 强外企、金融服务机构等优质 B2B 客户。下表列出了 Natali（中国）正在洽谈中的业务储备情况：

项目名称	预计年金额/万元	预计用户数量/人	服务期限/年
中智-关爱通	100	5,000	1-3 年
斯沃琪	200	7,000	1-3 年
药房网/仁和药房	100	1,000	1-3 年
康爱多药房	200	2,000	1-3 年
悟空保险	30	400	1-3 年
三盛地产	300	3,000	1-3 年
兴业银行	50	500	1-3 年
太保财产	60	600	1-3 年
中宏人寿	100	1,000	1-3 年
中意中石油	100	1,000	1-3 年
太平洋人寿金玉兰上分	300	3,000	1-3 年
上海人寿保险公司	8	1,000	1-3 年
宁波银行股份有限公司温州分行	30	3,000	1-3 年
中德安联人寿保险有限公司	40	4,000	1-3 年

项目名称	预计年金额/万元	预计用户数量/人	服务期限/年
宁波银行股份有限公司绍兴分行	20	2,000	1-3 年
陆家嘴金融贸易区管理委员会	60	6,000	1-3 年
宏图地产	700	20,000	1-3 年
天翔地产	500	15,000	1-3 年
中环集团	300	10,000	1-3 年
中邦颐道	400	10,000	1-3 年
上海梦之旅国际旅行社有限公司	100	1,500	1-3 年
上海巨晖贸易有限公司	100	1,500	1-3 年
东方 CJ	500	6,000	1-3 年
上海点客信息技术股份有限公司	400	5,000	1-3 年
中意人寿	100	1,250	1-3 年
上海曦亚文化	200	2,500	1-3 年
大陆汽车	70	1,000	1-3 年
天津仁爱	130	2,000	1-3 年
合计	5,198	116,250	

本次估值中 Natali(中国)的 2017 年预测收入为 4,478.73 万元,考虑到 Natali(中国)均为进展较为深入、未来预计业务相对较为稳定的客户,该等业务如果按照预计实施,将实现年收入额 5,198 万元,基于以上考虑, Natali(中国)2017 年的收入预测有可实现性。随着该等业务的开展以及服务的深入,也将为 Natali(中国)2018 年及以后年度的业务开展奠定较好的基础。

2、2018 年及以后年度收入预测的合理性

(1) 健康管理领域有着较大的市场空间

根据《国务院关于促进健康服务业发展的若干意见》(国发[2013]40 号)规划,到 2020 年,基本建立覆盖全生命周期、内涵丰富、结构合理的健康服务业体系,打造一批知名品牌和良性循环的健康服务产业集群,并形成一定的国际竞争力,基本满足广大人民群众的健康服务需求。健康服务业总规模达到 8 万亿元以上,成为推动经济社会持续发展的重要力量。据前瞻产业研究院发布的《2014-2018 年中国健康服务行业市场前景与投资战略规划分析报告》的数据分析,中国健康管理市场保守估计将呈 20%的年增长率发展,2014 年中国健康管理市场预期将达 1075 亿元,2018 年将达到 2188 亿元。健康服务及相关产业前

景广阔，市场潜力巨大。

根据世界卫生组织统计，2013 年，美国卫生总费用支出 26,565 亿美元，占 GDP 比重 17.60%，日本卫生总费用支出 5400 亿美元，占 GDP 比重 9.20%，德国卫生总费用支出 4114 亿美元，占 GDP 比重 11.50%，英国卫生总费用支出 2321 亿美元，占 GDP 比重 9.60%，中国卫生总费用支出 3649 亿美元，占 GDP 比重 5%。我国与世界发达国家相比，卫生支出占比相对较低。

（2）我国居民卫生支出的日益增加

根据历年《中国卫生统计年鉴》显示，2007 年我国卫生总费用首次突破 1 万亿元，达到 11,573.97 亿元，2010 年达到 19,980.39 亿元，2013 年我国卫生总费用达到 31,668.95 亿元。相比而言，在 1980 年我国卫生总费用仅为 143.24 亿元。1980-2013 年间，我国卫生总费用增长了 221 倍，复合增长率达到 17.77%。我国卫生总费用占国内生产总值（GDP）的比重总体上也处于稳步上升的趋势。

虽然我国的医疗卫生事业近年来取得显著成效，但是与公众需求和经济社会协调发展不适应的矛盾依然比较突出，表现为居民健康资源大量消耗和透支，如医疗费用高，医保不完善，重医疗轻保健，支出重点偏于救治，慢性病形式严峻，数亿人处于亚健康状态等。发展健康产业从系统的角度对产业进行全方位的整体规划，通过产业的能动性带动健康理念、健康环境以及健康精神的回归。

此外，健康保险的发展为健康产业发展提供支撑。随着我国近年来商业健康保险产品的不断丰富，参保人数大幅增加，商业健康保险支出占卫生总费用的比重也大幅提高，健康保险机制初步形成。据统计，2004 年我国健康险保费收入 257 亿元，至 2013 年，健康险保费收入 1123.49 亿元，增长 4.37 倍，复合增长率 17.80%。

（3）远程心电医疗服务预计将投入大规模商业运营

2016 年 3 月 29 日，在中以创新合作联合委员会第二次会议上，Natali 与江苏省常州市政府签订了远程心电医疗服务试点合作协议，这是此次中以两国签署

的一系列协议中唯一一个企业签约项目，也是中国落地的首个 B2C 远程医疗项目。Natali（中国）目前与常州市武进人民医院积极协同，落实合作模式以及合适用户的选择。目前，Natali（中国）已完成整套远程心电监测软件系统的汉化及测试，计划建立 7*24 小时呼叫中心，连接患者、家属及医院，为患者提供全天候的健康保障。截止 2016 年 3 季度末，系统已进入正常运行，首批用户反应良好，预计十月底投入大规模商业运营。此外，Natali（中国）已经与徐州市第二人民医院等合作医院签署了相应的合作意向，预计随着该等业务完成试点合作后可以投入大规模的商业运营。具体的相关医院情况如下：

意向机构	合作科室	业务流量
徐州市第二人民医院	心内科 老年科	年收治病人约 10000 人次 老年科：年门诊 2 万人次， 收治病人约 2200 人次
徐州市第四人民医院	心血管内科 心脏外科	年收治病人约 10000 人次
徐州市第三人民医院	心内科 门诊 体检中心 全面合作	年综合病源约 10000 人次
徐州市中医院	心血管科 康复科 体检中心 全面合作	年综合病源约 10000 人次
中国医科大学	老年病防治研究中心	每年病源约 3000 人次以上
沈阳市西城中医院	心内科 全面合作	每年相关病源 2000 人次以上
太原钢铁(集团)有限公司-医院投资集团下属 5 个医院	全面合作	每年相关病源 10000 人次以上

随着业务覆盖及合作地区、医院范围的扩大，将有助于 Natali（中国）业务的持续发展。在完成试点合作后，Natali（中国）可以借助安康通在目前各地区积累的客户资源和销售渠道开展自身业务，积极发挥协同效应。

Natali（中国）与安康通在中国居家养老服务业务上定位互补、共享资源，安康通 2016 年预计全年收入较 2015 年增长 247.63%，收入的快速增长也在一定程度上反映了下游行业未来有着较大的市场发展空间。

（二）收入预测的敏感性分析

预测期内，三胞国际的业务收入的增长主要来源于 Natali 与 A.S. Nursinng 自身的业务发展、业务整合和协同效应的发挥以及 Natali（中国）业务的发展，在其他预测参数不进行调整的情况下，下表列出了 2018 年-2021 年之间不同收入增长速度下三胞国际估值的变化情况：

收入变动率	评估值（万元）	估值变动率
15.00%	152,836.63	21.08%
10.00%	143,968.07	14.05%
5.00%	135,099.51	7.03%
0.00%	126,230.95	-
-5.00%	117,362.39	-7.03%
-10.00%	108,493.84	-14.05%
-15.00%	99,625.28	-21.08%

（三）三胞国际 2016 年收入、利润完成情况

截至 2016 年 9 月 30 日，三胞国际实现营业收入 45,270.17 万元，占 2016 年全年预测收入 57,302.51 万元的 79.00%；1-9 月实现归属于母公司净利润 4,447.09 万元，占 2016 年全年预测归属于母公司净利润 6,283.71 万元的 70.78%。占全年承诺净利润 6,300 万元的 70.59%。

核查意见：

经核查，估值人员认为：结合 Natali（中国）的业务储备和行业潜力，Natali（中国）2018 年至 2021 年的收入预测具有合理性。根据敏感性测试，在收入下降 5%、10%和 15%，估值分别下降 7.03%、14.05%和 21.08%。截至 2016 年 9 月 30 日，三胞国际实现营业收入 45,270.17 万元，占 2016 年全年预测收入 57,302.51 万元的 79.00%；1-9 月实现归属于母公司净利润 4,447.09 万元，占 2016 年全年预测归属于母公司净利润 6,283.71 万元的 70.78%。占全年承诺净利润 6,300 万元的 70.59%。

23. 请你公司：1) 结合权威网站关于新生儿预测数据，补充披露齐鲁干细胞收入预测是否与此配比。2) 结合齐鲁干细胞实际经营情况，补充披露 2016 年收入、利润的完成情况。3) 结合同类案例对比，补充披露齐鲁干细胞收益法评估中折现率选取 11.73%，低于其他两个标的资产的原因及合理性，并对折现率作敏感性测试。请独立财务顾问、会计师和评估师核查并发表明确意见。

答复：

（一）新生儿预测数据与齐鲁干细胞收入预测的配比

齐鲁干细胞未来年度营业收入的预测是结合山东省未来人口出生的发展趋势和相关政策，参照估值对象目前的收费模式和收费标准等因素测算得到的，预测中主要的预测数据及相关参数如下表所示：

单位：万元、万人

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年
营业收入	41,646.60	52,786.93	66,814.09	79,803.08	92,056.97	96,359.40
山东省新生儿出生数量	138.41	145.33	152.60	158.70	163.46	168.37
自体库新增客户数量	3.04	4.07	5.19	6.19	7.11	7.32

根据《2014 年山东省国民经济和社会发展统计公报》中披露的统计数据，2014 年山东省全年出生人口 139.30 万人，根据《2015 年山东省国民经济和社会发展统计公报》中披露的统计数据，2015 年山东省全年出生人口 123.58 万人。本次估值预测 2016 年山东省新生儿出生数量 138.41 万人，较 2015 年实际出生人口情况增长约 12%，2016 年预测新生儿出生数量较 2015 年有所增长主要原因是 2015 年“羊年”受到中国传统观念中生肖对生育的影响，“羊年”新生儿数量有所降低，2015 年新生儿出生数量相对较少所致。2016 年预测新生儿出生数量较 2014 年山东省全年出生人口略有降低。

2016 年 3 月，全国人大代表、山东省卫计委副主任仇冰玉在接受媒体专访时表示，在全面“二孩”时代，一定要完善相关的配套政策，做好迎接人口生育

高峰到来的准备。根据测算，2016 年山东省新生儿数量预计突破 150 万。

根据山东省齐鲁晚报 2016 年 5 月的报导，从青岛市卫计委统计户籍人口出生数据看，今年 1-4 月份，青岛共出生 27,448 人，较去年同期增加 6407 人，增幅为 30.45%。从对育龄妇女孕情监测摸底数据看，一季度青岛市已纳入监测范围符合生育政策已怀孕（将在今年 12 月底前生育）的育龄妇女共有 57001 人，较去年同比增长 12950 人，增幅为 33.33%。

根据《2011 年山东省国民经济和社会发展统计公报》中披露的统计数据，2011 年山东省全年出生人口 110.54 万人，与 2014 年山东省全年出生人口 139.30 万人相比，2014 年山东省全年出生人口与 2011 年相比年均增长约为 8%，本次估值中 2016 年山东省全年出生人口预测数 138.41 万人与 2011 年相比年均增长约为 4.6%；本次估值预测未来年度山东省年出生人口数量逐步增加，2021 年预测出生人口数 168.37 万人较 2016 年预测的 138.41 万人相比年均增长率约为 4%，年均增加 6 万人，低于历史年度山东省出生人口数量增长情况。

根据媒体报道，2016 年 8 月，山东省政府新闻办召开的解读《山东省妇女发展“十三五”规划》和《山东省儿童发展“十三五”规划》发布会上，山东省教育厅副厅长张志勇介绍，根据省卫计委预测，从 2017 年开始，山东省 3-6 岁学前教育适龄儿童将会出现较大幅度的增长。2017 年预计出生的人口增长上限将达到 365 万人，比 2016 年增加 29 万人，2021 年将会达到 436 万到 460 万。2017 年到 2021 年，年均增长的适龄儿童将达到 25 万左右。本次估值预测未来年度年均增加约 6 万人，与上述媒体报道的相关预测数据相比也是较为谨慎的。

（二）齐鲁干细胞 2016 年收入、利润的完成情况

2016 年 1-9 月，齐鲁干细胞实现营业收入 48,634.45 万元，比全年预测营业收入 41,646.60 万元高 16.78%；实现净利润 25,223.38 万元，比全年预测净利润 20,232.91 万元高 24.67%，比全年承诺利润高 20.11%。

（三）折现率选取的合理性及敏感性分析

1、折现率选取的合理性

目前，卫生部已核准在上海、北京、天津、广东、山东、四川等十省市设置脐带血造血干细胞库，但目前全国范围内只有 7 省的脐带血库已获得卫生部颁发的《脐带血造血干细胞库执业许可证》，分别位于北京、天津、上海、广东、四川、山东和浙江。由于与齐鲁干细胞业务相近的公司仅为上述 7 家，因此相关的交易案例也相对较少。2016 年 2 月 24 日，证监会曾受理南京新百发行股份购买资产并募集配套资金的申请，南京新百拟通过发行股份和支付现金的方式，购买 Golden Meditech Stem Cells (BVI) Company Limited 持有的美国纽约证券交易所上市公司 China Cord Blood Corporation（中国脐带血库企业集团，简称“CO 集团”）的 65.4% 股权。CO 集团的业务与齐鲁干细胞较为相近，上述交易中根据评估机构出具的报告，选取的折现率为 11.59%，与本次交易中齐鲁干细胞估值中折现率 11.73% 的取值基本一致。

齐鲁干细胞的主要业务为新生儿脐带血造血干细胞的制备及储存业务。本次交易其他两个交易标的中：安康通历史年度主要从事紧急救援业务，业务收入主要来自机器产品的销售。三胞集团收购完成后，安康通的经营模式逐步进行重大调整，由“卖产品→卖服务”、“硬件厂商→服务厂商”进行转变，着力构建居家养老和健康管理的服务体系，其现有的业务可划分为线上信息服务、线下援助服务以及健康管理三大模块；三胞国际主要在以色列从事养老护理业务，Natali（中国）的业务整体处于业务起步和开拓布局阶段。上述三个标的中，安康通和三胞国际业务相近，定位互补，经营处于快速发展阶段。齐鲁干细胞的业务与另外两个标的存在差异，且其业务模式较为稳定，未来也不会有较大的调整。由于齐鲁干细胞所处的行业以及业务的发展阶段与另外两个标的存在差异，折现率的选取考虑了上述因素，存在差异是合理的。

2、齐鲁干细胞折现率变化对收益法估值影响的敏感性分析

在其他预测参数不进行调整的情况下，下表列出了不同折现率情况下估值的变化情况：

折现率	折现率变动率	估值（单位：万元）	估值变动率
9.73%	-17.05%	504,666.59	19.52%

折现率	折现率变动率	估值（单位：万元）	估值变动率
10.73%	-8.53%	459,658.77	8.86%
11.73%	-	422,234.85	-
12.73%	8.53%	390,836.97	-7.44%
13.73%	17.05%	363,942.08	-13.81%

核查意见：

经核查，估值人员认为：新生儿的预测数据与齐鲁干细胞收入预测相匹配。2016 年 1-9 月，齐鲁干细胞实现营业收入 48,634.45 万元，比全年预测营业收入 41,646.60 万元高 16.78%；实现净利润 25,223.38 万元，比全年预测净利润 20,232.91 万元高 24.67%。经过对比分析，齐鲁干细胞本次估值折现率的选取具有合理性；根据折现率对估值的敏感性分析，在折现率自 11.73%变更为 12.73%之后，齐鲁干细胞估值减少 31,397.88 万元，减少 7.44%。

（本页无正文，为《中联资产评估集团有限公司关于中国证券监督管理委员会[162742]号<中国证监会行政许可项目审查一次反馈意见通知书>估值相关问题的核查意见》之签章页）

中联资产评估集团有限公司
年 月 日