

上海东洲资产评估有限公司

关于《深圳证券交易所关于对珠海和佳医疗设备股份有限公司的重组问询函》--创业板许可类重组问询函【2016】第 103 号评估相关问题的回复说明

深圳证券交易所：

根据贵所【2016】第 103 号《深圳证券交易所关于对珠海和佳医疗设备股份有限公司的重组问询函》的问询内容，上海东洲资产评估有限公司在申报单位、被评估标的企业、独立财务顾问民生证券股份有限公司及其他相关中介机构的互相配合协助下，对反馈通知书中提出的涉及资产评估的部分问题进行了逐项落实和说明，具体回复如下：

问题 4. 根据预案显示，致新医疗收购估值 22 亿元，市盈率和市净率都明显高于同行业上市公司收购的医药流通企业标的，请你公司补充披露按收益法对标的公司的预估过程表，估算因本次交易产生的商誉范围，说明若承诺利润未达到时商誉减值对上市公司利润的影响，并在风险因素中做相应提示。请财务顾问和评估师核查并发表明确意见。

反馈回复：

1、关于标的公司市盈率和市净率高的原因分析

（1）致新医疗是一家医用高值耗材供应链管理的企业，致力于向医疗机构提供基于实现销售并达成交易的专业的医用高值耗材供应链解决方案，上游客户主要为医疗器械生产商及其代理商或分销商，下游客户主要为医疗机构（目前主要为三级医院），下游客户质量优良。目前，致新医疗所销售的医用高值耗材以血管介入类耗材为主，产品包括支架、球囊等，其品牌包括上海微创、日本泰尔茂（TERUMO）、美敦力（MEDTRONIC）、强生、雅培（ABOT）等全球知名

医用耗材。医疗器械销售行业，特别是高值耗材供应企业的毛利、净利润率高于行业一般药品批发零售企业。

(2) 致新医疗为轻资产公司，企业本身无自有房产、重大设备等资产，相比上市公司而言未经公开募集资金充实净资产。此外，致新医疗 2015 年开始盈利，其净利润的增长和留存利润的积累时间相对较短，也在一定程度上导致其市净率偏高。

(3) 高值耗材流通行业较可比并购交易的所处的医药流通领域成长性要高，且高值耗材流通领域市场集中度较低，致新医疗的业绩承诺期净利润复合增长率明显高于可比行业并购案例。

综上所述，致新医疗的核心价值在于其覆盖全国的营业网络、优质的医院客户资源和高附加值的医用耗材经营品种，其在医用耗材领域尤其是血管介入耗材领域的供应链管理能力和竞争地位是致新医疗的未来盈利保证和商业价值体现，综合考虑其轻资产经营模式和其所处细分行业成长性，上市公司收购致新医疗的市盈率和市净率略高于同行业水平属于合理情形。

2、关于致新医疗收益法预估过程的披露

(1) 评估模型及公式

本次收益法评估考虑企业经营模式选用企业自由现金流折现模型。

股东全部权益价值=企业整体价值-付息债务价值

企业整体价值=经营性资产价值+溢余及非经营性资产价值

经营性资产价值=明确的预测期期间的自由现金流量现值+明确的预测期之后的自由现金流量现值之和 P ，即

其中： r —所选取的折现率。

F_i —未来第 i 个收益期的预期收益额。

n—明确的预测期期间是指从评估基准日至企业达到相对稳定经营状况的时间，本次明确的预测期期间 n 选择为 5 年。根据被评估单位目前经营业务、财务状况、资产特点和资源条件、行业发展前景，预测期后收益期按照无限期确定。

g—未来收益每年增长率，如假定 n 年后 F_i 不变，g 取零。

（2）收益预测过程

1) 对企业管理层提供的未来预测期期间的收益进行复核。

2) 分析企业历史的收入、成本、费用等财务数据，结合企业的资本结构、经营状况、历史业绩、发展前景，对管理层提供的明确预测期的预测进行合理的调整。

3) 在考虑未来各种可能性及其影响的基础上合理确定评估假设。

4) 根据宏观和区域经济形势、所在行业发展前景，企业经营模式，对预测期以后的永续期收益趋势进行分析，选择恰当的方法估算预测期后的价值。

5) 根据企业资产配置和固定资产使用状况确定营运资金、资本性支出。

（3）折现率选取

折现率，又称期望投资回报率，是收益法确定评估价值的重要参数。按照收益额与折现率口径一致的原则，本次评估收益额口径为企业净现金流量，则折现率选取加权平均资本成本(WACC)。WACC 是期望的股权回报率和所得税调整后的债权回报率的加权平均值。

$$WACC = (Re \times We) + [Rd \times (1 - T) \times Wd]$$

其中：Re 为公司权益资本成本

Rd 为公司债务资本成本

We 为权益资本在资本结构中的百分比

Wd 为债务资本在资本结构中的百分比

T 为公司有效的所得税税率

本次评估采用资本资产定价修正模型(CAPM)，来确定公司权益资本成本，计算公式为：

$$R_e = R_f + \beta \times MRP + \epsilon$$

其中：Rf 为无风险报酬率

β 为公司风险系数

MRP 为市场风险溢价

ϵ 为公司特定风险调整系数

(4) 溢余及非经营性资产负债

溢余资产是指与企业主营业务收益无直接关系的，超过企业经营所需的多余资产，主要包括溢余现金。

非经营性资产、负债是指与企业经营业务收益无直接关系的，未纳入收益预测范围的资产及相关负债，包括：递延所得税资产等，对该类资产单独评估后加回。

(5) 有息债务

有息债务主要是指被评估单位向金融机构或其他单位、个人等借入款项，如：短期借款、长期借款等，另外将预测过程需要的新增贷款，也将其视同付息债务处理，本次采用成本法评估。

(6) 预估情况如下：

由于正式评估基准日将根据致新医疗审计基准日一并确定，故以下预估数据的历史数据依据未经审计，预估参数尚未最终完成审核验证程序，现场清查尚未结束，相关参数仅供参考，未来最终评估报告数据及内容可能与下列表格存在一定差异。与预估有关的数据如下：

单位：万元

项目 \ 年份	2017	2018	2019	2020	2021 年及以后
营业收入	315,752.00	406,203.00	493,256.00	598,819.00	598,819.00

营业总成本	298,387.78	384,182.27	465,393.91	564,600.79	564,600.79
其中:营业成本	291,128.62	374,999.23	455,904.29	554,124.88	554,124.88
预测净利润	13,000.00	16,000.00	21,000.00	25,700.00	25,700.00
企业自由现金流	6,400.00	12,900.00	19,100.00	23,600.00	25,700.00

备注：正式评估过程表数据将根据审计基准日致新医疗审定数和业务计划调整确认。

企业预计 2017-2019 年利润分别是 13,000 万元、16,000 万元、21,000 万元，本次预估按该利润趋势预计 2020-2021 年及永续年利润数额。

加回企业未来预计的折旧摊销支出，扣减企业预计的更新改造及其他资本性支出。考虑到企业是商业流动企业，其收入和利润的上涨需要营运资金的增加，故按历史情况适当的考虑扣减营运资金的增加额从而得出企业股权自由现金流。

考虑到企业无付息负债，未来也无借款计划，故股权自由现金流等于企业自由现金流，并按前述权平均资本成本(WACC)模型计算折现率，并据此折算各年收益现值。

将收益现值累加并加计企业基准日非经营性资产及溢余资产（企业无付息负债需要扣除）得出评估结论在 22 亿-22.2 亿之间。

3、商誉估算及其对上市公司未来净利润的影响

鉴于本次发行股份购买资产并募集配套资金事宜于尚未实施，上市公司尚未实质控制拟购买资产，参考致新医疗 2016 年 9 月 30 日业经预估后的各项可辨认资产和负债的公允价值。致新医疗账面净资产约为 2 亿元，资产基础法估值约为 3 亿元左右，假设企业可辨识资产为 3 亿元左右，收益法预估值为 22 亿元左右，故估算商誉约为 19 亿元左右。根据《企业会计准则》规定，本次交易形成的商誉不作摊销处理，但需在未来每年年末终了进行减值测试。如果致新医疗未来经营状况发生不利变化，则存在商誉减值的风险，进而影响上市公司的净利润。

综上所述，如果致新医疗未来经营状况发生不利变化，则存在商誉减值的风险。本次交易完成后，上市公司将积极发挥标的公司的优势和提升并购后的协同效应，将本次交易形成的商誉对上市公司未来业绩的影响降到最低。

4、中介机构核查意见

经核查，评估师认为：根据预估值阶段的资产估值结果和本次预计交易对价估算的商誉金额预计在 19 亿元左右，最终结果将根据合并日的致新医疗购买对价和购买日可辨认资产公允价值确定。

如果致新医疗未来经营状况发生不利变化，则存在商誉减值的风险，对上市公司当期损益造成不利影响。