

中联资产评估集团有限公司关于
美年大健康产业控股股份有限公司
拟购买慈铭健康体检管理集团有限公司股权项目
复 核 报 告

中联资产评估集团有限公司

二〇一七年四月十二日

目 录

一、	估值基本情况	1
二、	复核内容	4
三、	复核工作过程	4
四、	自查工作总结	5
五、	复核工作总结	6
六、	复核结论	11

中联资产评估集团有限公司
关于美年大健康产业控股股份有限公司
拟购买慈铭健康体检管理集团有限公司股权项目
复 核 报 告

中国证券监督管理委员会：

中联资产评估集团有限公司（以下简称“中联评估”、“我公司”）接受美年大健康产业控股股份有限公司（以下简称“美年健康”、“委托方”）委托，就委托方拟购买慈铭健康体检管理集团有限公司（以下简称“慈铭体检”、“估值对象”）股权之经济行为，对所涉及的估值对象股东全部权益于估值基准日2015年12月31日的投资价值进行估值，并出具了《美年大健康产业控股股份有限公司拟购买慈铭健康体检管理集团有限公司股权项目估值报告》（中联评咨字[2016]第617号）；鉴于该估值结论已超过一年，我公司以2016年12月31日为估值基准日，出具了《美年大健康产业控股股份有限公司拟购买慈铭健康体检管理集团有限公司股权项目估值报告》（中联评咨字[2017]第409号）。因签字估值人员参与的其他上市公司并购重组项目涉嫌信息披露违法行为被贵会立案调查，我公司经研究决定指派与上述被调查事项无关的孙岩、刘霞担任签字估值人员，并对上述报告履行必要的估值复核程序。

我公司按照相关要求，对美年大健康产业控股股份有限公司拟购买慈铭健康体检管理集团有限公司股权项目认真履行了全面复核程序，并出具本复核报告。

一、 估值基本情况

（一）估值背景及目的

2015年7月23日，经中国证券监督管理委员会《关于核准江苏三友集团股份有限公司重大资产重组及向上海天亿投资（集团）有限公司等发行股份购买资产并募集配套资金的批复》（证监许可2015]1718号）核准，江苏三友向美年大健康全体股东发行919,342,463股股份购买其持有的美年大健康100%的股权。上述交易完成后，江苏三友拥有美年大健康100%的股权，转型成为健康体检领军企业之一。

根据2014年11月20日美年大健康与慈铭体检的全体股东、慈铭体检签订的《关于慈铭健康体检管理集团股份有限公司之股份转让协议》，慈铭体检全体股东拟向美年大健康及/或美年大健康指定的第三方转让其持有的慈铭体检100%的股份。本次交易分为两次完成，其中：第一次转让的股份数为33,333,333股（以下简称“目标股份一”），约占慈铭体检总股本的27.78%；第二次转让的股份数为86,666,667股（以下简称“目标股份二”），约占慈铭体检总股本的72.22%。上述两次股份转让完成后，美年大健康及/或其指定的第三方共计持有慈铭体检100%的股份。目标股份二的转让对价可以采取货币资金支付、股份支付或两者结合的方式进行支付，具体支付方式由各个卖方独立自主决定。目标股份一的转让已于2014年12月19日完成。

对于目标股份二中采用货币方式转让的股份，美年大健康应在目标股份一交割日（2014年12月19日）后的12个月内完成；对于以股份或股份与货币资金的结合作为转让对价的，由选择该等支付方式的慈铭体检股东与美年大健康于交割日后的12个月内协商确定有关的进度及支付安排。此后，2015年12月7日，天亿资管受让健之康业、鼎晖创投等14名慈铭体检股东持有的慈铭体检68.40%股份，同时承诺在

其受让慈铭体检68.40%的股份的交割之日起的36个月内,将其所持的标的股份注入江苏三友,并严格履行该等资产注入所需的各项法定程序。其中,天亿资管于2016年4月将其持有慈铭体检的36.11%股权转让给上海维途投资中心(有限合伙),双方于2016年4月签订了股权转让协议。

因此,为履行上述协议及承诺,美年健康拟向天亿资管、东胜康业、维途投资、韩小红和李世海非公开发行股份,购买其持有的慈铭体检股权,为此需要对慈铭健康体检管理集团有限公司的股东全部权益的投资价值进行估值,为上述经济行为提供价值参考依据。

(二) 估值基准日

我公司以2015年12月31日为估值基准日,出具了《美年大健康产业控股股份有限公司拟购买慈铭健康体检管理集团有限公司股权项目估值报告》(中联评咨字[2016]第617号);鉴于该估值结论已超过一年,我公司以2016年12月31日为估值基准日,出具了《美年大健康产业控股股份有限公司拟购买慈铭健康体检管理集团有限公司股权项目估值报告》(中联评咨字[2017]第409号)。

(三) 估值对象和估值范围

估值对象是慈铭健康体检管理集团有限公司的股东全部权益。估值范围是慈铭健康体检管理集团有限公司在基准日的全部资产及相关负债。

2015年12月31日,估值对象合并口径账面资产总额为118,157.95万元,负债总额55,595.52万元,净资产额为62,562.43万元。具体包括流动资产47,416.87万元;非流动资产70,741.07万元;流动负债51,214.02万元;非流动负债4,381.50万元;归属于母公司所有者权益60,260.73万元。

2016年12月31日，合并口径账面资产总额为124,203.74万元，负债总额48,899.06万元，净资产额为75,304.68万元。具体包括流动资产58,153.28万元；非流动资产66,050.46万元；流动负债48,101.62万元；非流动负债797.44万元；归属于母公司所有者权益72,181.39万元。

上述资产与负债数据依据经瑞华会计师审计的资产负债表，估值是在企业经过审计的基础上进行的。

委托估值对象和估值范围与经济行为涉及的估值对象和估值范围一致。

（四）估值对象的主要资产情况

估值对象的主营业务为健康体检。健康体检是指通过医学手段和方法对客户进行健康检查、健康咨询、健康评估、健康维护等以预防疾病、促进健康、管理健康为目的的综合服务产业。截至目前共有57家控股体检门店，网络覆盖全国12个省（自治区、直辖市），18个市。截至2016年12月31日，公司拥有员工总数5,938人，2016年服务人次达251.02万人。最近两年资产状况及经营成果如下所示：

单位：万元

项目名称	2015年12月31日	2016年12月31日
流动资产	47,416.87	58,153.28
非流动资产	70,741.07	66,050.46
资产总额	118,157.95	124,203.74
流动负债	47,593.59	48,101.62
非流动负	8,001.93	797.44
负债合计	55,595.52	48,899.06
所有者权益合计	62,562.43	75,304.68
其中：归属于母公司所有者权益合计	60,260.73	72,181.39
负债和股东权益合计	118,157.95	124,203.74

项目名称	2015年	2016年
营业收入	101,573.89	123,420.21
营业利润	6,678.91	13,859.98
利润总额	6,499.13	14,157.08
减：所得税	3,661.02	1,720.00

四、净利润	2,838.11	12,437.08
其中：归属于母公司所有者净利润	3,147.25	12,405.12

（五）估值结论

《美年大健康产业控股股份有限公司拟购买慈铭健康体检管理集团有限公司股权项目估值报告》（中联评咨字[2016]第617号）中，慈铭体检在估值基准日2015年12月31日的股东权益（合并口径）账面值为60,260.73万元，估值后的股东全部权益价值（净资产价值）为373,629.36万元，估值增值313,368.63万元，增值率520.02%。

《美年大健康产业控股股份有限公司拟购买慈铭健康体检管理集团有限公司股权项目估值报告》（中联评咨字[2017]第409号）中，慈铭体检在估值基准日2016年12月31日的股东权益（合并口径）账面值为72,181.39万元，估值后的股东全部权益价值（净资产价值）为374,945.63万元，估值增值302,764.25万元，增值率419.45%。

二、 复核内容

1. 估值报告；
2. 估值档案（含纸质版报告及电子档案）；
3. 公司质量控制部门审核意见及回复；
4. 项目组和质量控制部门审核中重点关注的问题；
5. 估值机构对监管机构出具的反馈意见的回复及相关工作档案；
6. 项目组及签字估值人员自查报告。

三、 复核工作过程

- 1、部门经理组织签字估值人员、现场负责人、主要经办人员对需复核项目首先进行严格自查，就估值人员是否具备独立性、风险控

制情况、估值程序及步骤是否符合要求、工作档案是否能充分支持估值结论等出具自查报告。

2、自查后，由部门经理提交复核申请，质量控制部门组织复核人员准备复核。

3、部门经理将项目基本情况、估值报告、自查报告等复核材料提交复核工作小组。

4、复核人员初审后，复核工作召集人组织召开估值报告复核工作会议，复核小组成员、部门经理、项目现场负责人、签字估值人员和项目主要经办人员均参加了复核工作会议。

5、项目组人员在复核工作会议上向复核工作小组汇报项目基本情况及自查情况，复核工作小组就复核中的问题进行询问，项目组人员逐条进行答复。

6、复核工作小组就相关问题答复进行讨论，达成一致意见，形成复核结论及复核报告。

四、 自查工作总结

本次自查的主要内容包括：估值方法、价值类型、估值假设、重要事项披露、盈利预测涉及的收入、成本、期间费用、资本性支出、营运资金、折现率等重要参数的预测过程和选取依据。

估值项目组对《美年大健康产业控股股份有限公司拟购买慈铭健康体检管理集团有限公司股权项目估值报告》（中联评咨字[2016]第617号、中联评咨字[2017]第409号）履行了自查程序。经自查，估值项目组认为：

1. 估值选用可比公司法和现金流折现法两种方法进行整体估值是合理的。

2. 依据估值目的，确定价值类型为投资价值是合理的。
3. 估值报告已对影响估值的特别事项进行了充分披露。
4. 盈利预测涉及的收入、成本、期间费用、资本性支出、营运资金、折现率等重要相关参数的预测过程和选取依据基本合理。

综上，估值项目组、签字估值人员认为在估值报告所设定的估值假设及披露的特别事项前提下，估值报告的估值结论能够反映估值对象于估值基准日的投资价值。

五、 复核工作总结

- (一) 估值报告结论清晰、明确，与本次估值的经济行为相一致。
- (二) 估值程序、步骤符合有关规定的要求。
- (三) 估值重要假设设定合理。

本次估值遵循以下特殊假设：

- 1、国家现行的宏观经济、金融以及产业等政策不发生重大变化。
- 2、估值对象在未来经营期内的所处的社会经济环境以及所执行的税赋、税率等政策无重大变化。
- 3、估值对象母公司在估值基准日享有高新技术企业税收优惠政策，假设其在未来年度可持续享有此税收优惠资格。
- 4、估值对象在未来经营期内的管理层尽职尽责，保持估值基准日现有的经营管理模式持续经营，并履行其未来年度新增体检门店计划。
- 5、估值对象经营场所的取得及利用方式与估值基准日保持一致而不发生变化，不存在因租约到期无法续租或相关营业资格到期无法续期导致关闭体检门店的情况。

6、估值对象在未来经营期内的资产构成，主营业务、产品的结构，收入与成本的构成以及销售策略和成本控制等仍保持其在估值基准日的状态持续，不考虑未来可能由于管理层、经营策略、关联企业经营模式以及商业环境等变化导致的资产规模、构成以及主营业务、产品结构等状况的变化。

（四）估值报告对特别事项进行了披露。

1. 2016 年 11 月 9 日，济南市历下区人民法院出具《民事判决书》（（2015）历民初字第 674 号），支持山东慈铭的所有诉讼请求，判决王十方于判决生效起十日内赔偿山东慈铭 2,637,853 元及逾期付款的相应滞纳金。

2. 2012 年 11 月、12 月期间估值对象之子公司山东慈铭健康体检管理有限公司的股东王十方向周经训借款 160 万元，2014 年 8 月 15 日山东慈铭、王十方、周经训签订借款协议，约定上述借款由山东慈铭使用。借款到期未支付本金和利息。周经训于 2016 年 1 月 22 日向济南市市中区人民法院起诉山东慈铭健康体检管理有限公司及王十方，山东慈铭账号为 531903192510701 的招商银行账户于 2016 年 6 月 3 日被山东省济南市市中区人民法院冻结。2016 年 11 月 29 日，济南市历下区人民法院出具《民事裁定书》（（2016）鲁 103 民初 1092 号），裁定准予原告周经训于 2016 年 11 月 29 日提出的撤诉申请。

3. 本次估值依据现时的实际情况作了估值人员认为必要、合理的假设，在估值报告中列示。这些假设是估值人员进行估值的前提条

件。当未来经济环境和以上假设发生较大变化时，估值人员将不承担由于前提条件的改变而推导出不同估值结果的责任。

4. 本次估值结论建立在估值对象产权所有者及管理层对企业未来发展趋势的准确判断及相关规划落实，如企业未来实际经营状况与经营规划发生偏差，且产权所有者及时任管理层未采取相应有效措施弥补偏差，则估值结论将会发生重大变化。

5. 基于健康体检行业正处于高速发展期，考虑到估值对象自身经营状况、行业地位及规模与区域优势、体检业务管理及服务经验和客户资源优势核心竞争力，估值人员经过必要的分析论证，认为估值对象未来年度新增体检门店计划具备一定的可实现性。但是，估值对象的未来年度新增体检门店计划，是上市公司与慈铭体检基于目前的行业发展情况及双方战略规划编制的，规划时间周期相对较长，估值人员认为随着行业的发展及慈铭体检自身的发展情况，其新增体检门店计划中的新增门店数量、选址及单位门店面积等在未来年度均存在调整或优化的可能。鉴于每个新店的开设均会受到相关准入政策、选址及租赁成本、人员配置及培训等诸多因素影响，会导致开店具体时间有一定的不确定性，估值人员难以对估值对象在未来年度因调整或优化新增体检门店计划导致其实际执行与现有计划存在差异的情况进行合理考量，故本次估值假设估值对象按照现有新增体检门店计划执行，未考虑未来可能发生的新增体检门店计划变更导致的对估值对象盈利预测的影响，若未来估值对象不能实施既定的新增体检门店计划，会对估值结果产生影响。

（五）结合可比公司与可比交易案例情况，对估值结论合理性进行分析。

估值对象的主营业务为健康体检业务，与可比公司和可比交易案例对比情况如下：

1、可比公司情况比较

慈铭体检主要业务为提供健康体检服务，建立健康档案、评估预测健康走向、制定并实施健康计划及健康跟踪管理等服务，属于证监会《上市公司行业分类指引（2012年修订）》中的“Q卫生和社会工作—Q83卫生”。选取A股市场卫生行业中主营业务类型与被收购企业主营业务类型相同的上市公司进行比较分析：

项目	市盈率（P/E）	市净率（P/B）
爱尔眼科（300015,SZ）	53.90	12.45
通策医疗（600763,SH）	78.65	17.59
迪安诊断（300244,SZ）	65.10	17.72
平均	65.88	15.92
慈铭体检	28.83	6.20

注：1、市盈率（P/E）=可比公司2015年12月31日总市值/2016年wind一致预期净利润；慈铭体检市盈率（P/E）=标的资产2015年12月31日估值/2016年预测净利润；2、市净率（P/B）=可比公司2015年12月31日总市值/2015年12月31日净资产；慈铭体检（P/B）=标的资产截至2015年12月31日估值/2015年12月31日净资产。

上述3家可比A股上市公司平均PB为15.92倍，平均预测PE为65.88倍。2015年12月31日慈铭体检100%股权的估值约为37.36亿元，慈铭体检归属于母公司股东权益约为6.03亿元，其估值与归属于母公司股东权益的比值约为6.20倍，低于同类型上市公司平均水平15.92倍；根据现金流折现法估值，慈铭体检的动态市盈率约为28.83倍，其作价水平亦低于同类型上市公司的平均预测市盈率水平65.88倍。2016年12月31日慈铭体检100%股权的估值约为37.49亿元，与2015年12月31日估值结论差异不大。

综上，与可比公司相比，本次估值结论在合理区间内。

2、市场可比交易案例情况比较

慈铭体检属于“医疗服务”细分行业。根据查询，2011年以来医疗服务行业的股权转让交易情况主要如下：

单位：万元

日期	收购方名称	收购标的	交易估值 (亿元)	静态 市盈率	动态 市盈率
2016-09	恒康医疗	崇州二医院 70%股权	1.77	55.39	15.18
2015-07	江苏三友	美年大健康 100%的股权	45.13	32.24	20.22
2015-02	太平人寿、叶莉	美年大健康 2.82%的股权	61.57	43.98	27.61
2015-01	林琳、余继业	美年大健康 0.27%的股权	47.01	33.58	21.08
2013-07	深圳市平安创新资本投资有限公司等	美年大健康 3.37%的股权	18.33	27.77	53.91
2013-06	爱尔眼科	成都康桥眼科医院有限公司 49%股权	1.53	21.87	15.31
2013-04	凯德科技等	美年大健康 4.37%的股权	17.20	26.06	50.58
2012-02	爱尔眼科	成都康桥眼科医院有限公司 51%股权	1.90	-	27.11
2011-02	爱尔眼科	西安爱尔古城眼科医院有限责任公司 66.5%的股权	0.78	-	39.10
平均值			21.69	34.41	30.01
中位数			17.20	32.24	27.11

数据来源：万得资讯、公司年报

注：1、静态市盈率=标的资产100%股权估值/收购上一年净利润

2、动态市盈率=标的资产100%股权估值/收购当年净利润

3、2013年4月和2013年7月的股权转让动态市盈率高于静态市盈率，主要由于美年大健康2013年归属于母公司股东的净利润较2012年下降。

根据统计，2011年以来医疗服务行业的主要股权收购交易的静态市盈率的平均值为34.41，中位数为32.24，高于2015年12月31日慈铭

体检2016年静态市盈率30.03倍；2011年以来医疗服务行业的主要股权收购交易的动态市盈率平均值为30.01倍，中位数为27.11倍，高于2015年12月31日慈铭体检2017年动态市盈率23.08倍。2016年12月31日慈铭体检100%股权的估值约为37.49亿元，与2015年12月31日估值结论差异不大。

综上，对比可比交易的作价情况，本次估值结论在合理区间。

（六）结合慈铭体检 2016 年的经营业绩情况，对收入和净利润预测的合理性进行分析。

慈铭体检2016年经审计的经营业绩情况见下表：

单位：万元

项目	2016 年	
	实际数	预测数
营业收入	123,420.21	130,516.97
营业成本	75,870.18	79,497.22
毛利率	38.53%	39.09%
扣非后归属于母公司股东净利润	12,088.99	12,959.94

根据慈铭体检2016年经审计的财务报表披露，2016年实际营业收入为123,420.21万元，比预测数低5.44%；营业成本为75,870.18万元，比预测数低4.56%；毛利率为38.53%，与预测数基本一致；实现扣非后归属于母公司股东净利润12,088.99万元，比预测数低6.72%。慈铭体检2016年实际经营业绩情况与预测情况差异不大

六、 复核结论

我公司已按照内部管理制度要求，对《美年大健康产业控股股份有限公司拟购买慈铭健康体检管理集团有限公司股权项目估值报告》（中联评咨字[2016]第617号）和《美年大健康产业控股股份有限公司拟购买慈铭健康体检管理集团有限公司股权项目估值报告》（中联评咨字[2017]第409号）履行了复核程序。经复核，在估值报告所设

定的估值假设及披露的特别事项前提下，基于相应估值目的，估值人员履行了必要的核查程序，选择了适当的估值方法，估值报告的估值结论能够反映估值对象于估值基准日的投资价值。

相关估值人员不因为本次复核而转移应当承担的法律责任。

（此页无正文）

法定代表人：

估值人员：

估值人员：

复核召集人：

复核人员：

复核人员：

复核人员：

中联资产评估集团有限公司

二零一七年四月十二日