

中和资产评估有限公司

关于

对《中国证监会行政许可项目审查一次
反馈意见通知书》（163736 号）之

核查意见（修订版）

签署日期：2017 年 5 月

中和资产评估有限公司

关于《中国证监会行政许可项目审查一次反馈意见通知书》(163736 号) 之核查意见 (修订版)

中国证券监督管理委员会：

根据贵会第 163736 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，本公司对反馈意见通知书中提出的问题进行逐项核查和解答，具体回复如下：

【22】 申请材料显示，交易对方承诺，如果本次重大资产重组于 2016 年度实施完毕，标的资产利润补偿期间为 2016 年度、2017 年度、2018 年度，如果未能在 2016 年度完成，则上述盈利补偿期间将随之相应往后延期至下一年度，利润承诺金额将由交易各方另行协商约定。请你公司补充披露：1)重庆医药 2019 年盈利承诺金额及相应的补偿措施，是否符合我会相关规定。2) 重庆医药 2016-2018 年承诺利润数与本次交易收益法评估预测数的差异情况、差异原因及合理性，业绩承诺金额是否不低于收益法评估预测金额，是否符合我会相关规定。3) 重庆医药承诺利润数远高于报告期净利润的原因及可实现性，以及实现业绩承诺的保障措施。请独立财务顾问、会计师和评估师核查并发表明确意见。

【回复说明】

一、重庆医药 2019 年盈利承诺金额及相应的补偿措施，是否符合相关规定

(一) 延迟补偿金额的协商依据

根据建峰化工与化医集团等相关方签订的《发行股份购买资产协议》及《发行股份购买资产协议补充协议二》，各方一致确认，基于本次发行股份购买资产预计在 2017 年实施完毕，本次盈利补偿期间递延为 2017 年度、2018 年度及 2019 年度，即净利润分别不得低于 55,267.51 万元、62,294.64 万元与 69,955.84 万元。

(二) 延迟补偿期限对公司估值及交易作价的影响

根据建峰化工与化医集团等相关方于 2016 年 9 月 9 日签订的《发行股份购

买资产协议》，各方同意在标的资产正式《资产评估报告》出具后签署补充协议，按照不低于《资产评估报告》确定的各年度净利润预测值，对盈利补偿期间各年度承诺净利润数予以最终确定。

由于盈利补偿金额不低于《资产评估报告》确定的各年度净利润预测值，因此延迟补偿期限将不会对公司估值及交易作价造成不利影响。

补偿期限内各年的预测净利润数符合《上市公司重组管理办法》第三十五条和《上市公司监管法律法规常见问题与解答修订汇编》第八问的相关要求。

二、重庆医药 2016-2018 年承诺利润数与本次交易收益法评估预测数的差异情况、差异原因及合理性，业绩承诺金额是否不低于收益法评估预测金额，是否符合我会相关规定

2016-2018 年，标的资产收益法评估下扣除非经常性损益后归属于母公司股东的净利润金额分别为 44,905.15 万元、55,267.51 万元和 62,294.64 万元，与本次交易对方业绩承诺金额差额列示如下：

单位：万元

项目	2016 年度	2017 年度	2018 年度
扣除非经常性损益后归属于母公司股东的净利润	44,905.15	55,267.51	62,294.64
业绩承诺金额	44,905.15	55,267.51	62,294.64
差额	0	0	0

由上表可见，2016-2018 年，扣除非经常性损益后归属于母公司股东的净利润与相应期间业绩承诺金额不存在差异。

重庆医药 2016-2018 年承诺利润数与本次交易收益法评估预测数不存在差异，符合《上市公司重组管理办法》第三十五条和《上市公司监管法律法规常见问题与解答修订汇编》第八问的相关要求。

三、重庆医药承诺利润数远高于报告期净利润的原因及可实现性分析

（一）报告期 2014-2016 年经营业绩情况如下：

单位：万元

项目	2014 年	2015 年	2016 年
营业收入	1,634,096.24	1,659,841.76	1,878,262.43
扣非后归母净利润	29,806.83	34,672.25	45,439.72

从上表可以看出：2015 年与 2014 年相比，营业收入增长 2.57 亿元，增幅

1.58%，扣非后归属于母公司净利润增长 0.49 亿元，增幅 16.32%；2016 年营业收入较 2015 年同期增长约 21.84 亿元，增幅 13.16%，扣非后归属于母公司净利润较 2015 年同期增长约 1.08 亿元，增幅约 31.06%。收入增幅小于净利润增幅的主要原因为：

1、2015 年受行业医改政策影响，医药流通行业收入增速普遍下滑，重庆医药主要受药品收入占医院总收入比例下降的影响，导致 2015 年收入较 2014 年收入增长放缓。2016 年根据公司战略发展方向，加强对重庆区域外的销售，以及对原市场占有率不足的区县终端市场的开发，同时强化内部资源整合、省外市场的并购扩张等措施，使 2016 年收入得到了恢复性增长。

2、2015 年和 2014 年比较，销售毛利率增长 0.60 个百分点，费用率增长 0.36 个百分点。在消化费用增长因素后，为公司营业利润带来增长 4,457.97 万元。2016 年和 2015 年比较，销售毛利率下降 0.27 个百分点，费用率下降 0.63 个百分点。费用率的下降主要是由于收入规模扩大、财务费用下降及税费重分类导致的，上述因素相抵后，公司经营性营业利润增长约 9,551.83 万元。

3、由于重庆药友制药有限责任公司等联营公司的经营效益提升，2015 年度公司确认的投资收益较上年增长 2,437.54 万元，2016 年度公司确认的投资收益较上年同期增长 1,912.22 万元。

综上，重庆医药 2015 年和 2016 年经审计扣非后归属于母公司净利润分别较上一年度增长 16.32%和 31.06%；2016 年经审计扣非后归属于母公司净利润超出业绩承诺金额（44,905.15 万元）1.19%。

（二）2017-2019 年经营业绩预测情况如下：

单位：万元

项目	2017 年	2018 年	2019 年
扣非后归母净利润	55,267.51	62,294.64	69,955.84
净利润年增长率%	21.63	12.71	12.30

注：2017 年净利润增长率为公司 2017 年的业绩预测数与 2016 年实现的经审计的归属于母公司股东的净利润的比较。

公司 2017 年-2019 年业绩预测的归属于母公司股东的净利润增长率分别为 21.63%、12.71%、12.30%，净利润增幅逐年有所降低，且均低于 2016 年 31.06%

的增长速度。

1、我国医药流通市场容量及行业增长速度

目前，欧洲，日本以及北美地区为全球最主要的医药市场，占全球市场 60% 以上的份额，近年来新兴市场国家医药市场发展强劲，全球医药销售将保持 4%-7% 的增长率，新兴市场国家医药销售将保持 7%-10% 的增长率。根据 IMS Health 的预测数据显示，从 2016 年至 2020 年五年间，中国医药市场规模将扩大 540 亿美元左右，相比 2015 年，2020 年整个市场规模将扩大 45%-48%。预计到 2020 年整个中国医药市场规模在 1500-1800 亿美元之间，中国有望成为全球第二大医药市场，发展前景广阔。

据商务部统计系统数据显示，从 2006 年至 2015 年，药品流通市场销售规模持续增长，增速均在 10% 以上，其中 2009-2011 连续三年增长率超过 20%。2011 年后增长幅度有所降低，主要是在医药卫生体制综合改革的推动下，各地医保控费政策和招标政策陆续出台、基层用药政策调整、“限抗令”的实施以及医药电商对传统行业的影响，加之国内外宏观经济环境均面临增长放缓的压力，致使药品流通市场销售总额增速有所放缓，但仍保持在 10% 的增长率以上。2015 年全年药品流通行业销售总额 16613 亿元，扣除不可比因素同比增长 10.2%。

2、行业政策、未来市场需求及增长速度

目前，我国药品流通行业已经由高速发展阶段进入中速发展阶段。预计 2016 年行业销售规模仍将保持稳定增长，与此同时面临着新模式、新业态、新技术的挑战，行业整体发展进入增速趋缓、结构趋优、动力转换的新常态。

《全国医疗卫生服务体系规划纲要（2015-2020 年）》对药品供应服务保障体系提出了新的要求，行业增长的主要原因转向人口结构、疾病谱和生活方式的变化所带来新的医疗健康需求。当前我国人口老龄化和城镇化趋势明显，社会刚性需求的加大，将促使药品流通市场规模持续扩大。此外，在我国生态环境压力增大、计生政策调整、户籍制度改革、社会办医政策的完善以及居民收入稳步增长的新形势下，人民群众对医疗卫生服务和自我保健的需求将大幅增长，为医药保健市场的进一步发展扩展了空间。

3、与行业可比上市公司指标比较

可比上市公司近 3 年收入增长率

证券简称	营业收入(2014 同比 增长率)%	营业收入(2015 同比 增长率)%	营业收入(2016 同比 增长率)%
国药一致	13.00	8.51	9.07
英特集团	13.78	9.90	11.58
华东医药	13.34	14.67	16.81
嘉事堂	57.22	47.16	33.80
瑞康医药	31.39	25.23	60.19
柳州医药	24.35	15.07	16.16
国药股份	14.45	4.68	10.83
南京医药	14.76	12.40	7.69
九州通	22.82	20.75	24.13
上海医药	18.12	14.20	14.45
均值	23.16	17.80	17.10
三期平均	19.35		

数据来源: Wind 资讯

注: 由于南京医药在 2014 年进行资产置换, 置入资产为制药企业, 导致其 2014 年收入增幅较大, 计算可比公司收入增长率平均值时剔除了南京医药的影响。由于瑞康医药在 2016 年进行了定向增发及快速并购扩张, 导致其 2016 年收入、净利润增幅较大, 计算可比公司 2016 年收入增长率平均值时剔除了瑞康医药的影响。

可比上市公司近 3 年扣非后归母净利润增长率

证券简称	净利润(2014 同比 增长率)%	净利润(2015 同比 增长率)%	净利润(2016 同比 增长率)%
国药一致	20.84	17.01	17.53
英特集团	5.35	10.59	25.50
华东医药	33.24	44.24	32.52
嘉事堂	43.24	40.99	28.49
瑞康医药	20.80	29.65	151.83
柳州医药	14.92	17.62	55.23
国药股份	18.22	3.97	10.41
南京医药	439.84	154.43	26.61
九州通	22.90	28.33	43.08
上海医药	4.55	17.08	16.84
均值	20.45	23.28	28.70
三期平均	24.14		

数据来源: Wind 资讯

注: 由于南京医药在 2014 年进行资产置换, 置入资产为制药企业, 导致其 2014、2015 利润水平大幅上升, 计算可比公司扣非后归母净利润增长率平均值时剔除了南京医药的影响。由于瑞康医药在 2016 年进行了定向增发及快速并购扩张, 导致其 2016 年收入、净利润增幅较大, 计算可比公司 2016 年扣非后净利润增长率平均值时剔除了瑞康医药的影响。

综上所述, 与同行业可比上市公司比较, 重庆医药营业收入及净利润的增长

率预测合理，且重庆医药 2016 年的预测营业收入及净利润均已实现，2017 年-2019 年的业绩预测较为谨慎，具有可实现性。

（三）重庆医药实现业绩承诺的保障措施

1、战略规划的保障措施

首先，重庆医药在业绩承诺期间内将进一步优化公司内部组织结构，分业态整合分子公司，细分专业团队，提升服务能力；加强融资保障，优化融资结构，提高融资能力，增加银行授信额度，盘活存量资产。

其次，重庆医药将以重庆为核心，夯实西部大本营，同时在目前布局情况较好的西南、青海、宁夏、甘肃和新疆等地扩张，选择与当地有实力企业合作，逐步构筑西北、西南地区省级营销体系，扩大公司在西部地区的市场占有率和影响力，再择机向中部地区扩张，扩大国内销售区域覆盖率。同时，在物流建设上，重庆医药将整合内外物流资源，加快建立省级、周边区域中心及县级配送中心的三级物流配送节点体系，以此辐射到乡镇社区等终端网点，做好西部省区物流体系建设规划，加快推进贵州、四川物流中心建设项目。

最后，重庆医药将在业绩承诺期内利用资本运作平台优势，为医药流通板块增强融资能力，同时重庆医药将利用其在医药流通领域的经验与优势，通过产融结合提升医药流通板块的运营效率，发挥协同效应，提升盈利能力。

2、股份补偿措施

本次交易的业绩补偿主体为发行股份购买资产交易对方，补偿方式为股份补偿。本次交易盈利预测补偿期限为本次重大资产重组实施完毕后的三年，补偿期限内各年的预测净利润数均应当以拟购买资产扣除非经常性损益后归属于母公司股东的净利润确定。根据《发行股份购买资产协议补充协议二》，本次发行股份购买资产预计在 2017 年实施完毕，本次盈利补偿期间递延为 2017 年度、2018 年度及 2019 年度，《发行股份购买资产协议》所提及的盈利补偿期间皆以此为准。

如果在盈利补偿期间标的公司截至当期期末累积实现净利润数低于截至当期期末累积承诺净利润数，上市公司将以人民币一元的总价回购盈利补偿主体所补偿的股份并予以注销。如出现交易各方所持股份不足以补偿的，应由交易各方向二级市场购买上市公司股份予以补足，盈利补偿期间内交易各方累计股份补偿

数额不超过本次交易其各自实际获得的交易对价总额。

3、减值测试及补偿事宜

在盈利补偿期间届满时，上市公司将对标的资产进行减值测试，如果减值额大于盈利补偿期间已补偿金额（即累积已补偿股份总数×本次发行价格）的，则交易各方将另行向上市公司补偿股份；另需补偿的股份数额=期末减值额/每股发行价格-盈利补偿期间内已补偿股份总数（减值额为标的资产在本次交易的交易对价减去期末标的资产的评估值并排除盈利补偿期间的股东增资、接受赠与以及利润分配对资产评估值的影响数）。除非法律有强制性规定，否则减值测试采取的估值方法应与《资产评估报告》保持一致。

如交易各方所持股份不足以补偿利润差额或减值测试需补偿的股份数额的，应由交易各方向二级市场购买上市公司股份进行补充补偿。

【核查意见】

经核查，评估师认为：（1）重庆医药 2019 年盈利承诺金额及相应的补偿措施，及实现业绩承诺的保障措施符合《上市公司重大资产重组管理办法》第三十五条和《上市公司监管法律法规常见问题与解答修订汇编》第八问的相关要求。（2）重庆医药 2016-2018 年承诺利润数与本次交易收益法评估预测数不存在差异，符合《上市公司重组管理办法》第三十五条和《上市公司监管法律法规常见问题与解答修订汇编》第八问的相关要求；（3）重庆医药未来预测收入和净利润增长率与同行业上市公司相比较为合理、谨慎，未来年度承诺利润数具备可实现性。

【30】 申请材料显示，药品流通行业销售增长率从 2011 年的 23%下降到 2015 年的 10.2%，而本次收益法评估预测重庆医药未来年度主营业务收入按照 10%左右的速度增长。请你公司补充披露重庆医药未来年度销售收入预测的依据及合理性，与行业发展增速及同行业可比公司水平是否相符。请独立财务顾问和评估师核查并发表明确意见。

【回复说明】

一、各公司未来年度销售收入预测情况

本次收益法预测采用企业自由现金流折现模型，以重庆医药母公司为口径，

各级控股子公司分别整体预测按照长期投资形式加回。其中母公司主营药品收入按照 10%增长率预测，仓储、物流配送收入按照 8%增长率预测，其他收入按照 3%-6%增长率预测，母公司收入预测综合平均增长率在 10%左右。长期投资各子公司收入预测，如下表：

序号	被投资单位名称	2016 年 4-12 月	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	平均增 长率
1	重庆医药（集团）股份有限公司	10.34%	9.92%	9.95%	9.95%	9.95%	10.02%
2	重庆医药新特药品有限公司	8.00%	8.00%	8.00%	8.00%	8.00%	8.00%
3	重庆医药集团医贸药品有限公司	8.00%	8.00%	8.00%	8.00%	8.00%	8.00%
4	重庆医药集团药特分有限责任公司	8.00%	8.00%	8.00%	8.00%	8.00%	8.00%
5	重庆医药和平医药批发有限公司	10.36%	9.93%	9.94%	9.95%	9.95%	10.03%
6	重庆医药集团药销医药有限公司	5.00%	5.00%	5.00%	5.00%	5.00%	5.00%
7	重庆医药和平医疗器械有限公司	8.00%	8.00%	8.00%	8.00%	8.00%	8.00%
8	青海省医药有限责任公司	5.00%	5.00%	5.00%	5.00%	5.00%	5.00%
9	江西医药物资有限公司	10.00%	10.00%	10.00%	10.00%	10.00%	10.00%
10	重庆医药自贡有限责任公司	5.35%	5.41%	5.47%	5.53%	5.58%	5.47%
11	贵州省医药集团有限责任公司	8.00%	7.50%	7.52%	7.53%	7.54%	7.62%
12	四川康百年药业有限公司	10.00%	8.16%	8.16%	8.16%	8.17%	8.53%
13	重庆医药上海药品销售有限责任公司	2.00%	2.00%	2.00%	2.00%	2.00%	2.00%
14	四川南充药业（集团）有限公司	10.37%	6.80%	6.86%	6.92%	6.98%	7.59%
15	重庆医药和平医药新产品有限公司	5.00%	5.00%	5.00%	5.00%	5.00%	5.00%
16	重庆医药西南生物新药有限责任公司	5.00%	5.00%	5.00%	5.00%	5.00%	5.00%
17	武汉阳光医药有限公司	2.00%	2.00%	2.00%	2.00%	2.00%	2.00%
18	重庆医药豪恩医药有限公司	9.38%	8.00%	8.00%	8.00%	8.00%	8.28%
19	重庆泰业医药有限责任公司	5.00%	5.00%	5.00%	5.00%	5.00%	5.00%
20	重庆医药巴南医药有限责任公司	4.00%	4.00%	4.00%	4.00%	4.00%	4.00%
21	重庆医药垫江医药有限责任公司	3.00%	3.00%	3.00%	3.00%	3.00%	3.00%
22	重庆和平药房连锁有限公司	7.38%	-6.03%	7.82%	8.38%	7.98%	5.11%
23	重庆药友制药有限责任公司	12.88%	12.40%	12.45%	9.67%	7.80%	11.04%
综合平均增长率							6.59%

上表可以看出，除参股公司重庆药友之外，重庆医药各级公司未来收入预测增长率范围在区间 2%-10%，综合平均增长率 6.59%，远低于医药流通行业 2015 年增长速度 10.2%，说明重庆医药未来收入增长率的预测相对比较谨慎。

本次重庆医药各级公司收入增长率是在国家医药行业政策、行业平均增长速度及市场需求基础上，结合各公司的实际经营情况，客户资源、销售网络等企业自身优势，及未来发展规划，经综合分析后，确定各级公司的收入预测增长率指标，各公司收入预测符合重庆医药集团十三五发展规划，各级公司按照集团制定

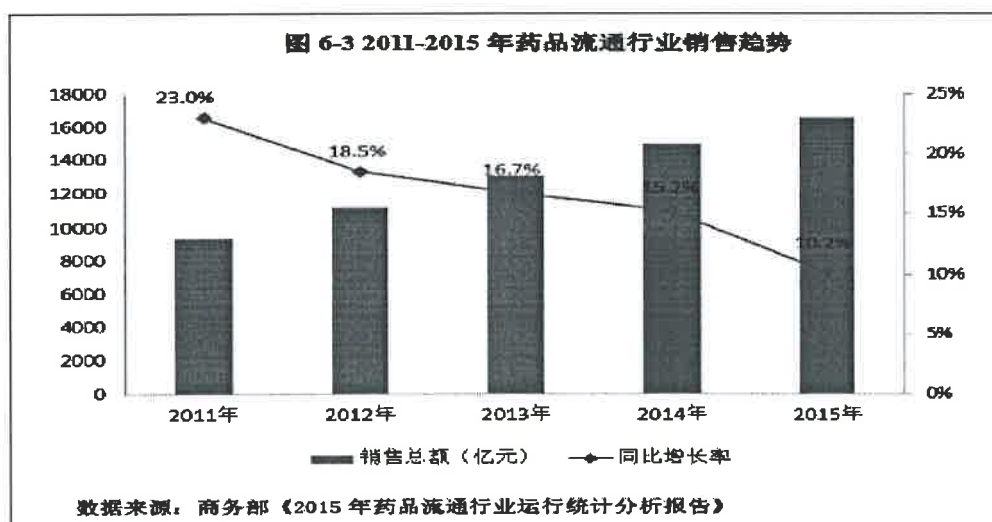
的各项指标，来分解完成业绩承诺并进行绩效考核。

二、我国医药行业发展增速及同行业可比公司增长速度

（一）我国医药流通市场容量及行业增长速度

目前，欧洲，日本以及北美地区为全球最主要的医药市场，占全球市场 60% 以上的份额，近年来新兴市场国家医药市场发展强劲，全球医药销售将保持 4%-7% 的增长率，新兴市场国家医药销售将保持 7%-10% 的增长率。根据 IMS Health 的预测数据显示，从 2016 年至 2020 年五年间，中国医药市场规模将扩大 540 亿美元左右，相比 2015 年，2020 年整个市场规模将扩大 45%-48%。预计到 2020 年整个中国医药市场规模在 1500-1800 亿美元之间，中国有望成为全球第二大医药市场，发展前景广阔。

根据商务部统计系统数据显示，从 2006 年至 2015 年，药品流通市场销售规模持续增长，增速均在 10% 以上，其中 2009-2011 连续三年增长率超过 20%。2011 年后增长幅度有所降低，主要是在医药卫生体制综合改革的推动下，各地医保控费政策和招标政策陆续出台、基层用药政策调整、“限抗令”的实施以及医药电商对传统行业的影响，加之国内外宏观经济环境均面临增长放缓的压力，致使药品流通市场销售总额增速有所放缓，但仍保持在 10% 的增长率以上。2015 年全年药品流通行业销售总额 16613 亿元，扣除不可比因素同比增长 10.2%。下图为 2011-2015 全国药品流通行业销售趋势。



数据来源：商务部《2015 年药品流通行业运行统计分析报告》

（二）行业政策、未来市场需求及增长速度

目前，我国药品流通行业已经由高速发展阶段进入中速发展阶段。2016 年是实施行业“十三五”发展规划纲要的开局之年，也是实现医药卫生体制改革目标的关键之年，更是药品流通行业转型升级、创新发展的重要之年。预计 2016 年行业销售规模仍将保持稳定增长，与此同时面临着新模式、新业态、新技术的挑战，行业整体发展进入增速趋缓、结构趋优、动力转换的新常态。

当前，行业主要增长因素的主要原因转为人口结构、疾病谱和生活方式的变化所带来新的医疗健康需求。随着我国人口老龄化和城镇化趋势的加快，用药需求将逐年上升，药品流通市场规模持续扩大。此外，在我国生态环境压力增大、计生政策调整、户籍制度改革、社会办医政策的完善以及居民收入稳步增长的新形势下，人民群众对医疗卫生服务和自我保健的需求将大幅增长，为医药保健市场的进一步发展扩展了空间。

（三）与行业可比上市公司指标比较

可比上市公司近 3 年收入增长率

证券简称	营业收入(2014 同比 增长率)%	营业收入(2015 同比 增长率)%	营业收入(2016 同比 增长率)%
国药一致	13.00	8.51	9.07
英特集团	13.78	9.90	11.58
华东医药	13.34	14.67	16.81
嘉事堂	57.22	47.16	33.80
瑞康医药	31.39	25.23	60.19
柳州医药	24.35	15.07	16.16
国药股份	14.45	4.68	10.83
南京医药	14.76	12.40	7.69
九州通	22.82	20.75	24.13
上海医药	18.12	14.20	14.45
均值	23.16	17.80	17.10
三期平均	19.35		

数据来源：Wind 资讯

注：由于南京医药在 2014 年进行资产置换，置入资产为制药企业，导致其 2014 年收入增幅较大，计算可比公司收入增长率平均值时剔除了南京医药的影响。由于瑞康医药在 2016 年进行了定向增发及快速并购扩张，导致其 2016 年收入、净利润增幅较大，计算可比公司 2016 年收入增长率平均值时剔除了瑞康医药的影响。

上表可以看出，可比同行业上市公司营业收入 2014-2016 年的增长率平均为 19.35%。具体增速受公司收入规模、资产规模、经营细分市场等影响较大，上述

上市公司收入增长率远高于 10.2%的行业平均水平。

可比交易案例历史及未来收入增长率

单位：%

上市公司	交易标的	历史年度			预测年度			
		2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
浙江英特集团股份	英特药业	19.36	9.05	11.23	9.88	10.00	10.00	10.00
国药一致股份	国大药房		35	30.22	47.57	5.15	11.81	12.81
啤酒花股份	同济堂药业		0.75	9.03	5.84	15.39	11.22	7.75

重庆医药各级公司未来收入预测增长率范围区间为 2%-10%，低于近期同行业可比交易案例收入增长率，重庆医药未来收入增长率的预测相对比较谨慎，具备可实现性。

【核查意见】

经核查，评估师认为：在宏观经济保持平稳的环境下，随着国家新医改的持续推进和行业管理后续政策及标准的出台，医药流通行业未来仍将保持持续增长态势，有利于重庆医药这种区域性医药流通龙头企业发展壮大，重庆医药未来收入预测符合行业发展增速及同行业可比公司水平，客观合理。

【31】 请你公司补充披露重庆医药收益法评估中：1）预测 2018 年起管理费用保持相对稳定的原因及合理性。2）预测 2018 年净利润较 2017 年保持相对稳定，而 2019 年开始净利润大幅增长的原因及合理性。请独立财务顾问和评估师核查并发表明确意见。

【回复说明】

一、预测 2018 年起管理费用保持现对稳定的原因及合理性

（一）管理费用主要构成

被评估企业管理费用主要指管理部门发生的职工薪酬、保险费、折旧费、摊销费、修理费、广告宣传费、业务招待费、差旅费、车辆运行费、办公费、会议费、租赁费、物业费、咨询费、安全环保费、税费及其他费用等。其中：可变费用随着收入增长而同比增长，以重庆医药母公司为例，报告期 2014-2016 年可变费用占管理费用比例分别为 12.70%、12.53%和 10.18%，占比较低。而固定费

用、职工薪酬和折旧占管理费用比例相对较大，这些费用不随收入增长而同比增长。固定费用包括办公费、会议费、保险费、修理费、车辆运行费、物业费、咨询费、税费及其他费用等。职工薪酬根据管理部门在职人员花名册、薪资标准等，按照当地物价工资水平适当考虑一定的增长率进行测算。折旧按照管理部门分摊的固定资产原值和年折旧率测算，预测期变化不大。

（二）与历史年度“管理费用/营业收入”指标对比分析

报告期重庆医药母公司管理费用、主营收入如下：

单位：万元

项目	2014 年	2015 年	2016 年	平均数
主营收入	390,377.39	421,682.04	487,654.32	
管理费用	10,193.57	11,165.61	12,975.61	
费用占主营收入比	2.61%	2.65%	2.66%	2.64%

如上表，历史年度报告期内 2014-2016 年，管理费用占主营收入比例相对比较平稳。预测年度 2017 年、2018 年、2019 年费用占收入比分别为 2.45%、2.45% 和 2.26%，管理费用呈逐年降低趋势，主要原因为：管理费用中不随收入变化而变化的固定费用、职工薪酬和折旧占比较大，随着收入增长，这些固定费用基本保持不变，导致单位管理费用随收入增长整体呈逐渐降低趋势，至 2018 年各项固定费用预测基本达到稳定。

（三）和同行业可比上市公司的“管理费用/营业收入”指标进行对比分析

可比上市公司“管理费用/营业总收入”列表如下：

证券代码	证券简称	2014 年报%	2015 年报%	2016 年报%
000028.SZ	国药一致	1.98	1.77	2.08
000411.SZ	英特集团	1.78	1.70	1.63
600998.SH	九州通	1.88	2.17	2.06
600713.SH	南京医药	1.79	1.61	1.39
002462.SZ	嘉世堂	1.39	1.36	1.17
000963.SZ	华东医药	3.26	3.32	2.99
600511.SH	国药股份	1.42	1.39	1.40
601607.SH	上海医药	3.20	3.07	2.95
603368.SH	柳州医药	1.72	1.73	1.71
002589.SZ	瑞康医药	1.69	2.31	2.72
平均		2.01	2.04	2.01

重庆医药（母公司）	2.61	2.65	2.66
-----------	------	------	------

数据来源：Wind 资讯

通过上表可以发现,可比上市公司 2014 年-2016 年管理费用占营业总收入的比例分别为：2.01%、2.04%、2.01%，三年平均比例为 2.02%。而重庆医药预测年度 2017 年、2018 年、2019 年管理费用占收入比分别为：2.45%、2.45%和 2.26%，均略高于同行业可比上市公司平均指标，管理费用预测指标符合行业平均水平；随着收入规模增长，管理费用整体呈逐渐降低趋势，说明管理费用的预测趋势与收入规模相匹配的，是合理的。

二、预测 2018 年净利润较 2017 年保持相对稳定，而 2019 年开始净利润大幅增长的原因及合理性

重庆医药（2017-2019）合并净利润预测情况

单位：万元

项目	2017 年度	2018 年度	2019 年度
扣非后归母净利润	55,267.51	62,294.64	69,955.84
较上年增加额	-	7,027.13-	7,661.20-

按照重庆医药合并口径,2018 年-2019 年净利润分别较上一年度增长 12.71%、12.30%，整体增长保持平稳。

2017-2019 年重庆医药母公司净利润预测如下：

单位：万元

项目	2017 年	2018 年	2019 年
营业收入	520,384.03	572,143.76	629,060.98
减：营业成本	478,757.57	526,611.50	579,249.37
营业税金及附加	362.94	397.23	434.81
销售费用	10,349.74	11,828.26	12,678.98
管理费用	12,314.36	13,544.99	13,711.27
财务费用	8,366.58	8,853.42	9,381.92
资产减值损失	494.45	544.87	599.17
减：所得税	1,460.76	1,554.52	1,950.82
净利润	8,277.62	8,808.97	11,054.64

重庆医药母公司 2017 年-2019 年收入、成本、税金及各项费用预测整体增长比较平稳，由于管理费用中固定费用、工资和折旧占比较大，2018 年后相对达

到较为稳定的状态，致使 2019 年净利润增长幅度较大。

【核查意见】

经核查，评估师认为：（1）重庆医药预测期内管理费用占收入的比例与同行业可比公司指标范围较为接近，管理费用预测具有合理性；（2）2019 年预测净利润较 2018 年增长保持平稳，且预测期内净利润增长趋势符合行业及可比公司增长趋势，预测具有合理性。

【32】 请你公司补充披露重庆医药收益法评估中：1）资本性支出、运营资金增加额的预测依据及合理性，与营业收入增长是否匹配。2）预测的现金流量净额与净利润差异较大的原因及合理性。请独立财务顾问和评估师核查并发表明确意见。

【回复说明】

一、资本性支出、运营资金增加额的预测依据及合理性，与营业收入增长是否匹配

预测期内资本性支出为固定资产资本性支出。本次按照评估基准日企业现有经营性固定资产账面原值、已提折旧，根据不同类型资产的折旧年限测算后，在次年预计固定资产更新支出。各年资本性支出预测如下：

单位：万元

项目	2016 年 4-12 月	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年
资本性支出	0.00	2,432.35	2,007.30	0.00	0.00

本次预测资本性支出主要是维持现有经营规模下所需的固定资产更新支出，不考虑企业未来并购扩大生产经营规模等固定资产支出。

运营资金等于营业性流动资产减去流动负债。营业性流动资产包括公司经营所使用或需要的所有流动资产，包括货币资金、应收票据、应收账款、预付款项及存货等。本次评估将营业性流动资产减去流动负债，计算 2014-2016 年调整后的营运资金占销售收入的平均比例，以后年度的预测按照调整后的营运资金占销售收入的平均比例作为测算指标，在 2020 年后销售收入不再增加，因此其营运资金增量亦为零。各年运营资金预测如下：

单位：万元

项目	2016年4-12月	2017年	2018年	2019年	2020年
运营资金	108,589.88	119,363.67	131,236.11	144,291.57	158,648.02
占收入的比例%	22.94%	22.94%	22.94%	22.94%	22.94%
运营资金增加额	-14,598.72	10,773.79	11,872.45	13,055.45	14,356.46

由于未来营运资金是按照其占销售收入的平均比例预测，因此运营资金增加额与营业收入增长是相匹配的。

二、预测的现金流量净额与净利润差异较大的原因及合理性

预测期净利润与运营资金增加额如下：

单位：万元

项目	2016年4-12月	2017年	2018年	2019年	2020年
母公司净利润	4,815.97	8,277.62	8,808.97	11,054.64	13,573.74
母公司运营资金增加	-14,598.72	10,773.79	11,872.45	13,055.45	14,356.46

预测期现金流量净额与净利润差异较大的原因主要是由于每年追加的运营资金较大。重庆医药作为国内较大的医药批发流通企业，维持企业正常周转经营需要垫付较大的运营资金，经测算，按照现有收入规模及未来收入按照一定增长率预测，每年追加运营资金占比 23%左右，因此，按此测算每年需要追加 1 亿-1.4 亿运营资金，大于每年净利润增加额。

【核查意见】

经核查，评估师认为：（1）资本性支出、运营资金增加额的预测依据充分，与营业收入增长匹配；（2）预测的现金流量净额、净利润合理。

【33】 申请材料显示，本次收益法评估折现率为 10.29%（税率为 15%时）和 10.08%（税率为 25%时）。请你公司：1）补充披露重庆医药折现率相关参数（无风险收益率、市场期望报酬率、 β 值、特定风险系数等）的取值依据及合理性。2）结合市场可比交易情况，补充披露重庆医药折现率取值的合理性。请独立财务顾问和评估师核查并发表明确意见。

【回复说明】

一、重庆医药折现率相关参数（无风险收益率、市场期望报酬率、 β 值、特定风险系数等）的取值依据及合理性。

有关折现率的选取，本评估采用了加权平均资本成本估价模型（“WACC”）。WACC 模型可用下列数学公式表示：

$$WACC = k_e \times [E \div (D+E)] + k_d \times (1-t) \times [D \div (D+E)]$$

其中：

k_e ：权益资本成本

E ：权益资本的市场价值

D ：债务资本的市场价值

k_d ：债务资本成本

t ：所得税率

计算权益资本成本时，本评估采用资本资产定价模型（“CAPM”）。CAPM 模型是普遍应用的估算股权资本成本的办法。CAPM 模型可用下列数学公式表示：

$$E[Re] = Rf1 + \beta (E[Rm] - Rf2) + Alpha$$

其中：

$E[Re]$ ：权益期望回报率，即权益资本成本

$Rf1$ ：长期国债期望回报率

β ：贝塔系数

$E[Rm]$ ：市场期望回报率

$Rf2$ ：长期市场预期回报率

$Alpha$ ：特别风险溢价

$(E[Rm] - Rf2)$ 为股权市场超额风险收益率，称 ERP

（一）长期国债期望回报率（ Rf ）的确定

本次评估采用的数据为评估基准日距到期日十年以上的长期国债的年到期收益率的平均值，经过汇总计算取值为 3.97%（数据来源：Wind 资讯）。

（二）股权市场超额风险收益率（ERP）的确定

由于国内证券市场是一个新兴而且相对封闭的市场。一方面，历史数据较短，并且在市场建立的前几年投机气氛较浓，市场波动幅度很大；另一方面，目前国内对资本项目下的外汇流动仍实行较严格的管制，再加上国内市场股权割裂的特有属性，因此，直接通过历史数据得出的股权风险溢价不具有可信度。而在成熟市场中，由于有较长的历史数据，市场总体的股权风险溢价可以直接通过分析历史数据得到。本次评估以美国金融学家 AswathDamodaran 有关市场风险溢价最新研究成果作为参考，其计算公式为：

市场风险溢价 = 成熟股票市场的基本补偿率 + 国家补偿率

式中：成熟股票市场的基本补偿率取 1928-2015 年美国股票与国债算术平均收益差 6.18%；国家风险补偿额根据国家债务评级机构 Moody' Investors Service 对我国的债务评级为 Aa3，转换为国家风险补偿额为 0.93%；

则：ERP=6.18%+0.93% =7.11%

（三）确定可比公司市场风险系数 β

本次评估首先收集了多家医药流通行业上市公司的资料；经过筛选选取在业务内容、资产负债率等方面与委估公司相近的 7 家上市公司作为可比公司，查阅取得每家可比公司在距评估基准日 36 个月期间的采用周指标计算归集的风险系数 β （数据来源：Wind 资讯），并剔除每家可比公司的财务杠杆后（Un-leaved） β 系数，计算其平均值作为被评估企业的剔除财务杠杆后（Un-leaved）的 β 系数。

然后根据被评估企业的目标财务结构进行调整，确定适用于被评估企业的 β 系数。经计算：

T=15%时，可比公司市场风险系数 β 值确定为 0.8528；

T=25%时，可比公司市场风险系数 β 值确定为 0.8336。

（四）特别风险溢价 Alpha 的确定

本评估考虑了以下因素的风险溢价：

1、规模风险报酬率的确定

世界多项研究结果表明，小企业要求平均报酬率明显高于大企业。与上市公司比较，被评估企业的规模位于医药流通行业中上水平，和医药流通上市公司第一梯队的规模比较，仍存在一定的差异，因此本评估认为有必要做规模报酬调整。根据比较和判断结果，本评估认为追加 0.5% 的规模风险报酬率是合理的。

2、个别风险报酬率的确定

个别风险指的是企业相对于同行业企业的特定风险，个别风险主要有：i：企业所处经营阶段；ii：历史经营状况；iii：主要产品所处发展阶段；iv：企业经营业务、产品和地区的分布；v：公司内部管理及控制机制；vi：管理人员的经验和资历；vii：对主要客户及供应商的依赖；viii：财务风险。根据我们的分析比较，本次个别风险报酬率确定为 1.5%。

出于上述考虑，将本次评估中的特别风险报酬率确定为 2.00%。

（五）权益资本成本的确定

根据相关计算公式，本次评估的权益期望回报率，即股权资本成本为：

当 T=15%时：

$$\begin{aligned} E[Re] &= Rf1 + \beta \times (E[Rm] - Rf2) + \text{Alpha} \\ &= 3.97\% + 0.8528 \times 7.11\% + 2\% \\ &= 12.034\%。 \end{aligned}$$

当 T=25%时：

$$\begin{aligned} E[Re] &= Rf1 + \beta \times (E[Rm] - Rf2) + \text{Alpha} \\ &= 3.97\% + 0.8336 \times 7.11\% + 2\% \\ &= 11.897\%。 \end{aligned}$$

（六）运用 WACC 模型计算加权平均资本成本

在 WACC 分析过程中，本评估采用了下列步骤：

权益资本成本（ke）采用 CAPM 模型的计算结果；

对企业的实际资产负债进行分析，以可比公司资本结构作为测算依据；

债务资本成本（kd）按评估基准日中长期银行贷款利率确定为 4.75%；

所得税率（t）采用被评估企业实际适用的税率。

将上述确定的参数代入加权平均资本成本计算公式，计算得出被评估单位的加权平均资本成本：

在 2016 年 4 月-2020 年 12 月，标的公司享受西部大开发所得税优惠政策，适用税率 15%，在该税率下，标的公司折现率确认为 10.29%；

自 2021 年 1 月始，西部大开发所得税优惠政策截止，标的公司适用所得税率 25%，在该税率下，标的公司折现率确认为 10.08%。

二、结合市场可比交易情况，补充披露重庆医药折现率取值的合理性

可比交易案例折现率取值情况表

案例	折现率	无风险报酬	风险溢价	特别风险	资本结构 E	资本结构 D
英特集团购买英特药业	10.53%	3.94%	6.25%	2.50%	0.7186	0.2814
国药一致购买国大药房	9.27%	3.24%	6.26%	2%	0.7345	0.2655
啤酒花发股购买同济堂医药	11.88%	4.24%	6.97%	3%	0.6595	0.3405
标的公司-重庆医药	10.08-11.08%	3.97%	7.11%	2%-3%	0.5984	0.4016

通过上表可以看出，3 个交易案例折现率存在差异主要是评估基准日时点不同，各评估公司在参数取值上有所差异。其中：国药一致选取折现率 9.27%，主要是无风险报酬率、风险溢价及企业特别风险等参数偏低。

本次折现率的取值，根据企业规模、个别风险及不同所得税率（15%、25%）取值区间在 10.08%-11.08%，处于可比交易案例（9.27%-11.88%）范围内，折现率取值具有合理性。

【核查意见】

经核查，评估师认为：（1）本次折现率取值相关参数的取值具有合理性；（2）重庆医药折现率的取值（10.08%-11.08%），处于可比交易案例（9.27%-11.88%）范围内，折现率取值具有合理性。

【34】 申请材料显示，重庆医药长期股权投资的收益法评估值为 5,336,905,788 元，资产基础法评估值为 3,387,536,341.57 元。请你公司补充披露：1）两种评估方法下长期股权投资评估值差异较大的原因及合理性。2）重庆医药各控股、参股公司评估增、减值的原因及合理性。请独立财务顾问和评估师核查并发表明确意见。

【回复说明】

一、两种评估方法下长期股权投资评估值差异较大的原因及合理性

首先，本次对具备两种评估方法实施条件的各法人子公司分别采用收益法和资产基础法进行评估；其次，在母公司层面上，收益法评估中的长期股权投资的评估值分别根据相应子公司的收益法评估值计算，（对于不具备收益法评估条件的子公司则按资产基础法结果进行计算）；资产基础法评估中的长期股权投资的评估值根据相应子公司资产基础法的评估值计算；然后，再在母公司层面确定采用收益法的评估结果作为母公司的最终评估结果。各子公司两种评估方法的本身差异和评估范围的差异（收益法涵盖的评估范围如资质、客户资源等相比资产基础法更多），致使母公司长期股权投资评估值在两种评估方法下存在较大的差异。

在评估实践中，对于类似重庆医药这种集团型企业，考虑到各子公司之间或与母公司之间的业务关联度、依赖程度较高，一般长期股权投资采用资产基础法汇总资产基础法，收益法汇总收益法的处理方式。本次评估的重庆医药和下属

控股公司均为医药流通企业，其业务经营模式、采购模式、销售模式相似，母子公司可以视同为一个公司；同时像新特药、医贸、药特分、和平批发、药销以及和平器械等几个大的主体公司，都是由重庆医药母公司下面最初的分公司逐步变更为子公司的，整个母公司与控股子公司在与上游制药企业、下游经销商及医院客户、药品调拨物流方面存在紧密协作关系。因此，这种汇总方式的结果类同于母子公司采用合并收益法的做法，更合理。

二、重庆医药各控股、参股公司评估增、减值的原因及合理性

重庆医药长期股权投资核算的控股、参股公司共计 32 家，各家净资产账面价值及评估结果如下表所示：

金额单位：万元

序号	子公司简称	持股比例%	净资产账面价值	资产基础法评估值	收益法评估值	市净率	增值率%
1	新特药	100.00	26,357.87	26,881.21	75,521.81	2.87	186.52
2	医贸	100.00	17,375.04	17,665.64	71,181.39	4.10	309.68
3	药特分	100.00	18,262.68	18,639.97	76,614.75	4.20	319.52
4	和平批发	100.00	9,459.15	10,427.73	4,897.78	0.52	-48.22
5	药销	100.00	11,042.21	11,104.87	25,596.18	2.32	131.80
6	和平医疗器械	100.00	7,055.94	7,188.67	11,682.29	1.66	65.57
7	青海医药	100.00	5,895.35	6,032.75	12,731.43	2.16	115.96
8	江西医药	100.00	1,445.58	2,921.46	5,681.15	3.93	293.00
9	自贡	100.00	76.99	1,132.08	829.11	10.77	976.91
10	麦德森	100.00	974.76	979.41			0.48
11	富瑞物业	100.00	308.21	281.72			-8.59
12	贵州医药	51.00	7,768.87	15,455.28	31,390.05	4.04	304.05
13	四川康百年	86.00	6,766.47	6,848.82	8,924.37	1.32	31.89
14	上海药品销售	51.00	7,628.94	7,710.20	16,626.24	2.18	117.94
15	四川南充	90.25	1,195.93	12,724.77	3,844.22	3.21	221.44
16	和平医药新产品	51.00	3,007.58	3,135.40	8,945.75	2.97	197.44
17	西南生物	51.00	2,799.56	2,858.13	7,665.04	2.74	173.79
18	武汉阳光	51.00	3,907.97	3,993.52	5,657.04	1.45	44.76
19	豪恩医药	51.00	1,237.13	1,294.61	2,330.80	1.88	88.40
20	泰业医药	51.00	1,101.18	1,739.13	1,697.44	1.54	54.15
21	巴南医药	87.78	401.18	5,525.52	2,731.07	6.81	580.76
22	垫江医药	95.69	-80.15	6,944.42	3,187.61		
23	和平药房	100.00	12,397.07	34,706.38	39,735.08	3.21	220.52
24	颐合健康产业	60.00	451.77	451.17			-0.13
25	贝瑞医学检验所	51.00	2,992.81	2,992.81			0.00
26	渝北医药	51.53	-787.18	-808.40			2.70

27	药友制药	38.67	124,348.51		360,095.55	2.90	189.59
28	安通医药	51.00	2,252.82	3,011.04			33.66
29	和平欣特	30.00	1,071.95	1,091.23			1.80
30	和平苑方	21.00	1,796.00	1,800.85			0.27
31	工业研究院	43.11	17,990.17	17,990.17			0.00
32	化医小额贷款	10.00	24,245.15	24,245.15			0.00
合计			320,747.51	256,965.71	777,566.15		

注：表中市净率=收益法评估值/净资产账面价值；增值率是根据收益法结果与净资产账面值相比较后计算（未做收益法的公司按资产基础法结果与净资产账面值相比较后计算）。

通过以上数据分析，现将重庆医药各控股、参股公司评估增、减值的原因及合理性分析如下：

1、收益法评估的各子公司包括新特药、医贸、药特分、和平批发、药销、和平医疗器械、青海医药、江西医药、自贡、贵州医药、康百年、上海药品销售、南充、和平医药新产品、西南生物、武汉阳光、豪恩医药、泰业医药、巴南医药、垫江医药、和平药房、药友制药等 22 家，均有不同程度的增值（采用收益法结果计算的平均市净率为 3.18 倍）。上述各家公司增值的主要原因为：

（1）如新特药、医贸、药特分、药销、和平医疗器械、青海医药、江西医药、贵州医药、康百年、上海药品销售、南充、和平医药新产品、西南生物、武汉阳光、豪恩医药、泰业医药、和平药房、药友制药等 18 家公司，平均市净率为 2.7 倍，增值率在 30%-320%，评估增值的主要原因是：收益法评估涉及的企业整体收益能力是所有环境因素和内部条件共同作用的结果。企业的主要价值除了固定资产、营运资金等有形资源之外，还应包含企业所拥有的品牌、经营资质、业务网络、客户关系、人才团队等重要的无形资源的贡献，而收益法评估结果上述无形资源的贡献。如新特药、医贸、药特分、药销、和平医疗器械、青海医药、江西医药、贵州医药、和平药房、药友制药等多家公司在品牌、销售渠道、业务网络、客户关系以及市场占有方面具有一定的优势，具备一定的未来收益的获得能力。

（2）和平批发：市净率 0.52 倍，增值率-48.22%，减值的主要原因是和平批发主营业务收入中分销业务占比较大，而分销业务毛利率较低，导致和平批发经营性资产发挥效用不佳，致使收益法评估后减值。

(3) 自贡、巴南、垫江：市净率、增值率均较高，增值较大的主要原因是这几家公司存在较多的非经营性资产（出租或闲置的房产等），收益法评估中将非经营性资产按照资产基础法评估值加回后致使增值较大。

2、颐和健康产业、贝瑞医学检验送、渝北医药、安通医药、和平欣特、和平苑方、工业研究院、化医小额贷款等 8 家公司，由于不具备收益法评估的条件，本次采用资产基础法评估，且评估值与账面值相差不大，具体增减值原因分析详见评估技术说明相关部分。

【核查意见】

经核查，评估师认为：（1）重庆医药各子公司之间以及母子公司之间均存在一定的关联性，长期股权投资在两种方法下的处理方式是合理的；（2）重庆医药各控股公司、参股公司评估结果及增、减值情况均属合理范围之内。

【35】 申请材料显示，2015 年 7 月 30 日，重庆医药引入财务投资者，以 2014 年 6 月 30 日为基准日，重庆医药评估值为 51.5 亿元。本次交易以 2016 年 3 月 31 日为基准日，重庆医药评估值为 66.97 亿元，较前次评估增值 34.65%。申请材料同时显示，重庆医药报告期业绩保持相对稳定。请你公司：1）补充披露重庆医药 2015 年 7 月引入财务投资者，选择以 2014 年 6 月 30 日为评估基准日进行作价的原因。2）补充披露重庆医药前次评估参数具体情况，与本次评估相关参数的差异情况、差异原因及合理性。3）结合业绩变化情况、同行业可比公司及市场可比交易案例等，量化分析并补充披露重庆医药前后两次评估增值差异的原因及合理性，与其业绩增长幅度是否匹配，是否存在关联方利益输送，是否存在损害上市公司和中小股东权益的情形。请独立财务顾问和评估师核查并发表明确意见。

【回复说明】

一、重庆医药 2015 年 7 月引入财务投资者，选择以 2014 年 6 月 30 日为评估基准日进行作价的原因

重庆医药于 2014 年启动引入战略投资者的工作，并与其中部分投资方初步达成投资意愿，确定以 2014 年 6 月 30 日为评估基准日开展评估工作，重庆华康资产评估土地房地产估价有限责任公司 2014 年 12 月 26 日出具了“重康评报字

(2014)第162号”《重庆医药(集团)股份有限公司拟引入战略投资者所涉及的其股东全部权益的资产评估项目资产评估报告书》，评估基准日为2014年6月30日，评估结果使用有效期至2015年6月29日。期间，投资方也聘请了中介机构对重庆医药进行尽职调查，重庆医药与各方投资者的谈判工作也在继续推进。

重庆医药作为国有控股企业，由于本次引入战略投资者较多，交易的最终定价、增资方案需要履行企业内部的审批程序，国资审批程序。2015年6月18日，根据重庆医药第三届董事会第四次会议决议，重庆医药引进投资者增发股份，每股价格15元。2015年6月27日，评估报告在重庆市国有资产监督管理委员会进行了备案。并于2015年6月29日取得国资委对本次增资扩股的批复。2015年7月，各方投资者也相继按照其审批程序完成内部审批，重庆医药与6家投资者签订《增资协议》，增发8,950万股，每股价格15元，增资金额共计13.425亿元人民币。最终于2015年7月完成本次增资扩股工作。

二、重庆医药前次评估与本次评估相关参数的差异情况、差异原因及合理性

根据重庆华康资产评估土地房地产估价有限责任公司(以下简称“华康”)2014年12月26日出具的“重康评报字(2014)第162号”《重庆医药(集团)股份有限公司拟引入战略投资者所涉及的其股东全部权益的资产评估项目资产评估报告书》，

通过对其评估参数和模型的分析，并与中和资产评估有限公司(以下简称“中和”)此次出具的资产评估报告相关参数的对比，两次评估的差异主要体现在以下几个方面：

1、评估基准日不同，致使企业账面净资产差异较大。华康评估报告的评估基准日为2014年6月30日，而中和评估报告的评估基准日为2016年3月31日，两次基准日相差21个月；2014年6月30日重庆医药的净资产账面价值为254,162.86万元，而2016年3月31日重庆医药的净资产账面价值为379,786.06万元，二者相差125,623.20万元，净资产的账面增值率为49.43%。

2、评估方法及收益法模型口径差异。华康采用收益法和市场法评估，最终以收益法结果确定评估值；中和采用收益法和资产基础法评估，最终以收益法结

果确定评估值。虽然两家机构均以收益法结果确定评估值，但两家机构采用的收益法模型口径不同（华康采用合并口径的企业自由现金流模型，中和采用母公司口径的企业自由现金流模型）。由于两家机构收益法评估的口径不同，故有关评估参数不具有对比性。

两家评估机构所选用的参数不同之处主要为：

（1）预测期及永续期收入增长不同：华康预测期达 7 年，预计到 2021 年达到收入稳定增长状态，2022 年及以后年度维持 2.5% 的收入基本增长水平。中和预测期 5.75 年，预计到 2021 年达到收入稳定状态，2022 年及以后保持 2021 年的收入水平。

（2）折现率相关参数的取值不同，详见下表所示：

折现率参数	华康	中和
无风险报酬率	3.94%	3.97%
市场风险超额回报率（ERP）	6.87%	7.11%
可比公司市场风险系数 β 值	1.0583	0.8336
特有风险调整值	1%	2%
债务资本成本	6.02%	4.75%
权益资本折现率	12.21%	11.897%
折现率	7.27%	10.08%

注：1、由于华康采用合并口径的模型，且预测期每年所得税率不一样，故上表中数据均按永续期（即所得税率均为 25% 的情况下）的参数进行比较。其中：华康在永续期由于企业自由现金流增长率为 2.5%，故永续期折现率 7.27% 是在 2021 年的 9.77% 基础上扣减 2.5% 得出。

2、中和评估采用母公司口径模型，10.08% 为重庆医药母公司折现率。

三、结合业绩变化情况、同行业可比公司及市场可比交易案例等，量化分析并补充披露重庆医药前后两次评估增值差异的原因及合理性，与其业绩增长幅度是否匹配，是否存在关联方利益输送，是否存在损害上市公司和中小股东权益的情形。

根据重庆华康出具的“重康评报字（2014）第 162 号”《重庆医药（集团）股份有限公司拟引入战略投资者所涉及的其股东全部权益的资产评估项目资产评估报告书》，以 2014 年 6 月 30 日为评估基准日，净资产评估值 51.5 亿，加 2015 年增资的 13.425 亿，再加 2014 年下半年至 2016 年一季度这期间的累计净利润 6.13 亿元推算，2016 年 3 月 31 日净资产为 71.05 亿元，本次重庆医药的评估值 69.34 亿元，略低于企业账面净资产，说明本次评估增值与重庆医药业绩增长幅

度匹配，不存在关联方利益输送，不存在损害上市公司和中小股东权益的情形，具备合理性。

（一）重庆医药历年业绩变化情况

历年经营数据（合并报表口径）

单位：万元

项目	2014 年	2015 年	2016 年
总资产	1,013,182.62	1,202,378.58	1,313,666.27
总负债	760,958.79	781,356.21	804,771.74
所有者权益	252,223.82	421,022.37	508,894.53
营业收入	1,634,096.24	1,659,841.76	1,878,262.43
利润总额	40,910.77	46,858.61	94,361.00
净利润	35,778.93	40,848.42	80,958.06
扣非后净利润	29,806.83	34,672.25	45,439.72

通过以上数据发现，重庆医药近两年所有者权益、营业收入、净利润均有增加，其中：2015 年净资产同 2014 年相比的增长率为 66.92%，2016 年净资产同 2015 年相比的增长率 20.87%。2015 年扣除非经常性损益后归属于母公司净利润同 2014 年相比增长 16.32%；2016 年扣除非经常性损益后归属于母公司净利润同 2015 年相比增长 31.06%。

（二）与同行业可比上市公司指标比较

可比上市公司近 3 年收入增长率

证券简称	营业收入(2014 同 比增长率)%	营业收入(2015 同 比增长率)%	营业收入(2016 同 比增长率)%
国药一致	13.00	8.51	9.07
英特集团	13.78	9.90	11.58
华东医药	13.34	14.67	16.81
嘉事堂	57.22	47.16	33.80
瑞康医药	31.39	25.23	60.19
柳州医药	24.35	15.07	16.16
国药股份	14.45	4.68	10.83
南京医药	14.76	12.40	7.69
九州通	22.82	20.75	24.13
上海医药	18.12	14.20	14.45
均值	23.16	17.80	17.10
三期平均	19.35		

数据来源：Wind 资讯

注：由于南京医药在 2014 年进行资产置换，置入资产为制药企业，导致其 2014 年收入增幅较大，计算可比公司收入增长率平均值时剔除了南京医药的影响。由于瑞康医药在 2016

年进行了定向增发及快速并购扩张，导致其 2016 年收入、净利润增幅较大，计算可比公司 2016 年收入增长率平均值时剔除了瑞康医药的影响。

可比上市公司近 3 年扣非后归母净利润增长率

证券简称	净利润(2014 同比 增长率)%	净利润(2015 同比 增长率)%	净利润(2016 同比 增长率)%
国药一致	20.84	17.01	17.53
英特集团	5.35	10.59	25.50
华东医药	33.24	44.24	32.52
嘉事堂	43.24	40.99	28.49
瑞康医药	20.80	29.65	151.83
柳州医药	14.92	17.62	55.23
国药股份	18.22	3.97	10.41
南京医药	439.84	154.43	26.61
九州通	22.90	28.33	43.08
上海医药	4.55	17.08	16.84
均值	20.45	23.28	28.70
三期平均	24.14		

数据来源：Wind 资讯

注：由于南京医药在 2014 年进行资产置换，置入资产为制药企业，导致其 2014、2015 利润水平大幅上升，计算可比公司扣非后归母净利润增长率平均值时剔除了南京医药的影响。由于瑞康医药在 2016 年进行了定向增发及快速并购扩张，导致其 2016 年收入、净利润增幅较大，计算可比公司 2016 年扣非后净利润增长率平均值时剔除了瑞康医药的影响。

与同行业可比上市公司比较，重庆医药营业收入及净利润的增长率预测合理，且重庆医药 2016 年的预测营业收入及净利润均已实现，2017 年-2019 年的业绩预测较为谨慎，具有可实现性。

（三）与 2015 年增资价格比较

根据重庆医药 2015 年第二次临时股东大会决议、2015 年第三次临时股东大会决议和《重庆市国有资产监督管理委员会关于重庆医药（集团）股份有限公司增资扩股有关事宜的批复》（渝国资[2015]186 号），2015 年 7 月，重庆医药与 6 家投资者签订《增资协议》，共增发 8,950 万股，每股价格 15 元，增资金额共计 13.425 亿元人民币。8950 万股增发股份由以下股东投入：天津天士建发生物科技发展合伙企业（有限合伙）投入 22,000,000.00 股、上海复星医药（集团）股份有限公司投入 13,500,000.00 股、重庆渤溢新天股权投资基金合伙企业（有限合伙）投入 6,000,000.00 股、广州白云山医药集团股份有限公司投入 10,000,000.00

股、深圳茂业（集团）股份有限公司投入 10,000,000.00 股、重庆战略性新兴产业医药专项股权投资基金合伙企业（有限合伙）投入 28,000,000.00 股。本次增资后重庆医药的注册资本变为人民币 449,837,193.00 元。

按照华康以 2014 年 6 月 30 日为基准日出具的评估报告，净资产评估值 51.5 亿，加 2015 年增资的 13.425 亿，再加 2014 年下半年至 2016 年一季度这期间的净利润 6.13 亿元推算，2016 年 3 月 31 日净资产为 71.05 亿元，本次重庆医药的评估值 69.34 亿元，略低于上述账面净资产。

（四）与市场可比交易案例比较

近期可比交易案例估值情况比较表

上市公司	交易标的	评估基准日	交易作价（万元）	市盈率	市净率
英特集团股份	英特药业	2014/12/31	161,690.07	14.99	1.35
国药一致股份	国大药房	2015/9/30	215,687.10	25.64	1.75
啤酒花股份	同济堂药业	2015/2/28	612,571.33	22.17	3.21
平均值				20.93	2.10

从上述可比交易案例来看，平均市净率为 2.10 倍，平均市盈率为 20.93 倍，本次标的公司重庆医药若以 2016 年承诺净利润 44,905.15 万元计算，交易对价对应的市盈率为 15.44 倍，低于同行业可比交易案例平均市盈率；以截止 3 月 31 日重庆医药合并净资产 434,521.09 万元计算的市净率为 1.60 倍，低于同行业可比交易案例平均市净率；因此拟购买资产作价合理、公允，不存在损害上市公司和中小股东权益的情形。

【核查意见】

经核查，评估师认为：（1）本次评估选用的相关参数和永续期企业自由现金流保持稳定的评估模型具有合理性；（2）重庆医药前后两次评估增值具有合理性，本次评估值为 69.34 亿元，略低于按照 2014 年 6 月 30 日为评估基准日推算的企业账面净资产，低于同行业可比交易案例平均市盈率、市净率；估值与其业绩增长幅度相匹配，不存在关联方利益输送，也不存在损害上市公司和中小股东权益的情形。

（本页无正文，为《中和资产评估有限公司关于中国证监会<重庆建峰化工股份有限公司上市公司发行股份购买资产核准>行政项目许可审查一次反馈意见的回复》之签字盖章页）

经办资产评估师：



经办资产评估师：

