

中铭国际资产评估（北京）有限责任公司
对《关于对新疆同济堂健康产业股份有限公司收购
少数股东股权事项的问询函》有关评估问题的复函

致：上海证券交易所

新疆同济堂健康产业股份有限公司转来贵所下发的《关于对新疆同济堂健康产业股份有限公司收购少数股东股权事项的问询函》上证公函[2017]0739 号文（以下简称“《问询函》”）已收悉。中铭国际资产评估（北京）有限责任公司（以下简称：中铭国际、公司、我公司）作为本次交易的评估机构，公司高度重视，成立了以项目经理、签字评估师、公司质量委员会等重要成员构成的专项核查小组，严格按照《问询函》提出问题向评估项目负责人、签字评估师进行了核实，核查整个项目的工作底稿等，现就《问询函》述及的问题向贵所详细说明如下：

一、结合南京同济堂医药有限公司（以下简称“南京同济堂”）未来收益预测、折现率指标选取，具体说明采用收益法净资产评估值较账面价值大幅增值的依据、方法及其合理性

（一）主要评估参数预测

1. 本次评估未来收益的预测基础资料由南京同济堂管理层提供，评估师在分析该预测基础资料时，与管理当局讨论了有关预测的假设、前提及预测过程的可能性、合理性，结合宏观经济、行业分析、企业管理层的预测以及企业目前的实际经营能力、客户资源等信息后，综合做出了营业收入、营业成本、税金及附加、营业费用、管理费用、财务费用、资产减值损失、营业外收支、折旧与摊销、资本性支出、所得税费用等未来年度数据的预测。

本次评估预测南京同济堂未来五年（2017 年度-2021 年度）主营业务收入增长分别为 0.34%、2.24%、2.09%、2.01%、1.83%，主要是基于南京同济堂前三年平均增长情况，并考虑 2017 年及以后江苏省辖区内的医院实施医药、器械招标制度对企业销售业务可能存在的影响。依据商务部发布的《2015 年药品流通行业运行统计分析报告》，全国药品流通行业 2015 年度销售额增长率为 10.2%，本次估值采用的南京同济堂预测期主营业务增长率低于行业平均水平。

本次评估预测南京同济堂未来五年销售毛利率分别为 18.22%、18.15%、18.10%、18.06%、18.04%，低于南京同济堂 2016 年的毛利率 22.88%，高于 2014 年的毛利

率 16.83%和 2015 年的毛利率 15.23%。主要考虑到南京同堂 2016 年起代理进口的医疗器械销售毛利率较高，而 2017 年江苏省辖区内的医院实施医药、器械招标制度后，预计企业预测期的销售毛利率较 2016 年度将会有所下降，较 2014 年、2015 年毛利率高，但低于前三年度的平均值 18.31%，

经测算，南京同济堂预测期(2017 年度-2021 年度)的营业利润分别为 16,785.57 万元、17,113.19 万元、17,434.10 万元、17,772.95 万元、18,117.91 万元。经与前三年已实现的营业利润进行对比分析（2014 年 15,612.37 万元、2015 年 16,037.20 万元、2016 年 22,233.27 万元），均低于 2016 年度的营业利润，2016 年度增幅较大原因是企业代理进口的医疗器械毛利率较高，但 2017 年江苏省辖区内的医院实施医药、器械招标制度后，预计企业预测期的销售利润率较 2016 年度将会有所下降。预测期 2017 年-2021 年的销售净利率分别为 10.07%、10.04%、10.02%、10.01%、10.02%，大大低于 2016 年度的 13.36%，并低于企业前三年销售利润率平均值 10.31%。

综上所述，评估师认为未来收益的预测数据是合理的。

2. 折现率的确定

折现率又称期望投资回报率，本次评估采用资本资产加权平均成本模型（WACC）确定折现率。WACC 模型是期望的股权收益率和所得税调整后债权回报率的加权平均值。

由于南京同济堂不是上市公司，其折现率不能直接计算获得。因此本次评估采用选取对比公司进行分析计算的方法估算被评估企业期望投资回报率。为此，第一步，首先在上市公司中选取对比公司，然后估算对比公司的系统性风险系数 β （Levered Beta）；第二步，按照收益额与折现率协调配比的原则，权益自由现金流量只能用股权收益率来折现。股权收益率采用资本资产定价模型（CAPM 模型）确定。

根据中国医药、国药股份、九州通、浙江震元、嘉事堂等五家行业同类企业的市场公开数据计算出的债权比例、股权价值比例，以及标的企业南京同济堂特有超额收益风险考虑，确定其折现率为 12.70%（测算过程详见折现率计算表）。考虑到测算出的折现率在合理范围内，故评估师认为按 12.70%作为被评估单位的折现率是恰当的。

3. 通过对南京同济堂未来收益预测、折现率计算，确定折现率计算表、收益法评估计算表如下：

折现率(WACC)计算表

金额单位：人民币万元

序号	对比公司名称	权重	股票代码	负息负债(D)	债权比例	股权公平市场价值(E)	股权价值比例	含资本结构因素的Beta(Levered Beta)	剔除资本结构因素的Beta(Unlevered Beta)	适用所得税率	备注
1	中国医药	20%	600056.SH	90,297.56	4.25%	2,033,327.97	95.75%	0.8884	0.8598	25.00%	表中数据为可比公司 2016 年报数据，Beta 值为评估基准日数据。
2	国药股份	20%	600511.SH	53,802.86	3.60%	1,441,188.00	96.40%	0.7736	0.7525	25.00%	表中数据为可比公司 2016 年报数据，Beta 值为评估基准日数据。
3	九州通	20%	600998.SH	947,665.23	21.72%	3,415,932.58	78.28%	0.4718	0.3905	25.00%	表中数据为可比公司 2016 年报数据，Beta 值为评估基准日数据。
4	浙江震元	20%	000705.SZ	5,717.89	1.29%	436,699.13	98.71%	0.9760	0.9665	25.00%	表中数据为可比公司 2016 年报数据，Beta 值为评估基准日数据。
5	嘉事堂	20%	002462.SZ	122,009.35	10.27%	1,065,488.42	89.73%	0.8815	0.8118	25.00%	表中数据为可比公司 2016 年报数据，Beta 值为评估基准日数据。
6	对比公司 Unlevered Beta 加权平均值	100%			8.23%		91.77%		0.7562		$Unlevered\beta = Levered\beta \div [1 + D/E \times (1 - T)]$
7	确定被评估企业的目标资本结构				8.23%		91.77%	0.8070		25.00%	按目标资本结构确定 $Levered\beta = 'Unlevered\beta \times [1 + D/E \times (1 - T)]$
8	无风险收益率(Rf)				3.91%						基准日距到期日年限在 10 年及以上国债到期收益率平均值
9	风险收益率(ERP)				7.74%			0.8746			
10	特有风险收益率(Rs)				2.87%						$Rs = 3.73\% - 0.717\% \times LN(S) - 0.267\% \times ROA$, (R2 = 93.14%)
11	股权收益率(Re)				13.55%						$Re = Rf + \beta \times ERP + Rs$
12	债权收益率(Rd)				4.35%						中国人民银行一年期贷款利率
13	加权资金成本(WACC)				12.70%						$WACC = Re \times E / (D + E) + Rd \times (1 - T) \times D / (D + E)$
14	被评估企业折现率取值				12.70%						

收益法评估计算表

金额单位：人民币万元

项目名称	历史数据			未来预测					
	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	终值
一、主营业务收入	124,160.45	145,267.81	124,306.24	124,726.15	127,522.70	130,189.04	132,807.74	135,233.20	135,233.20
主营业务收入增长率 (%)	1.72%	17.00%	-14.43%	0.34%	2.24%	2.09%	2.01%	1.83%	0.00%
减：主营业务成本	103,265.39	123,143.16	95,871.01	102,002.20	104,378.36	106,626.13	108,823.82	110,833.09	110,833.09
销售毛利率	16.83%	15.23%	22.88%	18.22%	18.15%	18.10%	18.06%	18.04%	18.04%
减：营业税金及附加	471.95	426.10	590.87	499.10	507.35	515.61	523.90	532.14	532.14
减：营业费用：	3,738.59	4,494.14	4,065.38	4,294.37	4,356.15	4,419.26	4,466.90	4,514.89	4,514.89
减：管理费用	847.12	881.88	1,168.20	943.72	960.87	981.82	1,002.82	1,012.97	1,012.97
减：财务费用	-3.85	-23.10	25.18	-48.27	-48.27	-48.27	-48.27	-48.27	-48.27
减：资产减值损失	235.10	316.08	352.60	249.45	255.05	260.38	265.62	270.47	270.47
加：投资收益	6.21	7.66	0.27	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
二、营业利润	15,612.37	16,037.20	22,233.27	16,785.57	17,113.19	17,434.10	17,772.95	18,117.91	18,117.91
加：营业外收入	0.09	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
减：营业外支出	8.76	68.62	48.11	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
三、利润总额	15,603.70	15,968.58	22,185.16	16,785.57	17,113.19	17,434.10	17,772.95	18,117.91	18,117.91
减：所得税费用	3,924.57	4,116.80	5,573.82	4,230.27	4,312.18	4,392.41	4,477.12	4,563.36	4,563.36
四、净利润	11,679.12	11,851.78	16,611.34	12,555.30	12,801.01	13,041.69	13,295.83	13,554.55	13,554.55
加：利息支出（扣减所得税影响）				-36.20	-36.20	-36.20	-36.20	-36.20	-36.20

项目名称	历史数据			未来预测					
	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	终值
五、息前税后利润				12,519.10	12,764.81	13,005.49	13,259.63	13,518.35	13,518.35
加：折旧/摊销				140.84	136.94	147.86	158.78	158.78	158.78
加：资产减值准备				249.45	255.05	260.38	265.62	270.47	270.47
六、毛现金流				12,659.94	12,901.75	13,153.35	13,418.41	13,677.13	13,677.13
减：资本性支出				114.92	114.92	114.92	114.92	114.92	114.92
减：营运资金增加				19,627.40	1,013.20	957.65	933.42	859.28	0.00
七、净现金流				-7,082.38	11,773.63	12,080.78	12,370.07	12,702.93	106,789.03
折现年限				0.50	1.50	2.50	3.50	4.50	4.50
折现率（WACC）				12.70%	12.70%	12.70%	12.70%	12.70%	12.70%
折现系数				0.9420	0.8358	0.7416	0.6581	0.5839	0.5839
八、企业自由现金流量折现值				-6,671.61	9,840.40	8,959.10	8,140.74	7,417.24	62,354.10
九、企业自由现金流折现值累计									
减：负息负债									
加：非经营性资产、负债净额									
十、股东全部权益评估值									

（二）收益法净资产评估值较账面价值大幅增值的依据、方法及其合理性

经实施收益法评估程序后，南京同济堂股东全部权益在持续经营的假设前提下的市场价值为 148,158.90 万元，净资产评估价值较账面价值评估增值 63,213.61 万元，增值率为 74.42%。

从市盈率 PE 角度分析，经计算南京同济 2016 年、2017 年-2019 年平均 PE 分别为 8.92 倍、11.58 倍（动态），均远低于可比五家公司 2016 年的 PE 平均值 44.37 倍。评估师认为虽然通过收益法测算的评估结果增值较大，但在合理范围。

评估增值主要原因是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未反映在但对企业未来收益有重大影响的资产或因素，如企业拥有的稳定的客户资源、科学的经营管理水平、营运资质等，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。因为南京同济堂近年来经营收益较好且稳中有升，且所在行业有较好的发展前景，根据南京同济堂预期的未来收益的折现，以收益法确定的股东全部权益价值比账面净资产出现较大增值。主要体现在以下三个方面：

1. 企业具有较强的成长能力和行业良好的发展前景

通过对南京同济堂财务状况的调查及历史经营业绩分析，近三年来企业平均的主营业务收入增长率、主营利润增长率、净利润增长率、资本积累率分别为 1.43%、10.41%、10.49%、23.79%，表明企业具有较强成长能力；依据商务部发布的《2015 年药品流通行业运行统计分析报告》，全国药品流通行业 2015 年度销售额增长率为 10.2%，未来在国家倡导大健康政策下，医药流通行业将更加具有广阔的发展前景。

2. 具有较强的盈利能力

通过对南京同济堂财务状况的调查及历史经营业绩分析，近三年来平均的销售净利率、销售毛利率、净资产收益率、总资产报酬率分别为 10.31%、18.31%、21.24%、20.64%，分别高于中国医药、国药股份、九州通、浙江震元、嘉事堂等五家公司上述各指标的平均值 5.80%、7.90%、9.71%、5.01%，表明企业具有较强的盈利能力。

3. 经验丰富的团队优势

南京同济堂管理层大多具备医学和管理的双重背景，从事医药流通行业多年，

积累了丰富的经营管理经验，对市场和行业发展趋势具有前瞻把握能力，在经营管理中能够基于企业的实际情况制定务实、高效的经营策略，有较强的经营管理能力。南京同济堂在营销管理等方面积累了丰富的的人力资源。在用人机制上，已建立了一整套的人才培养及激励机制，建立了完善的指标体系和合理的绩效考核体系。

通过对收益法的可行性、主要评估参数的合理性、恰当性及收益法增值原因，并从市盈率 PE 角度分析，评估师认为通过收益法测算的评估结果是符合企业价值水平的、合理的。

二、说明评估结论与最终选择评估结果不一致的原因，以及认为资产基础法评估结果更能客观反映南京同济堂全部权益价值的判断依据。

在《资产评估报告》四级复核过程中，二级复核时已发现《资产评估报告》（中铭评报字[2017]第 8006 号）第十、（四）条【即第 41 页（四）最后取定的评估结果】表述内容与最终选择采用收益法确定的评估结果表述不一致，并对原报告中的错误内容进行了修改，其内容如下：

1. 原修改前的评估报告第 41 页披露的内容为：

“（四）最后取定的评估结果

从理论上讲收益法对企业股东全部权益价值的评估是全面的。但收益法预测结果是建立在企业未来发展预测、产品结构保持基准日水平等假设条件基础之上，这些假设条件受国家产业政策、行业标准、环境控制等因素影响较大，且药品流通销售市场门槛较低，市场竞争激烈，营业收入受定点销售主管领导岗位变动影响较大，故收益法评估结果不确定性大。

而资产基础法的技术思路是以企业在评估基准日客观存在的资产和负债为基础逐一进行评估取值后得出的评估结论，可以使报告使用者很直观地了解企业的存量资产的价值构成。因此，我们认为针对本次评估目的和企业资产结构的现实情况，相对于收益法而言，资产基础法的评估结论的可靠性和合理性更好些。

经过比较分析，我们认为资产基础法的评估结果能合理，更能客观地反映南京同济堂的股东全部权益价值，因此选定以资产基础法评估结果作为南京同济堂股东全部权益价值的最终评估结论。”

2. 修改后报告更正披露内容如下：

“（四）最后取定的评估结果

考虑到一般情况下，资产基础法模糊了单项资产与整体资产的区别，仅对各项有形资产和可确指的无形资产进行了评估。凡是整体性资产都具有综合获利能力。资产基础法仅能反映企业资产的自身价值，而不能全面、合理的体现企业的整体价值，并且采用资产基础法也无法全面涵盖诸如客户资源、商誉、人力资源等无形资产的价值。

评估师经过对南京同济堂财务状况的调查及历史经营业绩分析，依据资产评估准则的规定，结合本次资产评估对象、评估目的，适用的价值类型，经过比较分析，认为收益法的评估结果能更全面、合理地反映南京同济堂的股东全部权益价值，因此选定以收益法评估结果作为南京同济堂的股东全部权益价值的最终评估结论。”

由于我公司评估助理工作疏忽，误将二级复核校订前的《资产评估报告》扫描提交给客户，导致客户上传披露的《资产评估报告》第十、（四）条【即第 41 页（四）最后取定的评估结果】表述内容与该报告实际采用收益法确定评估结果描述不一致。我公司发现上述错误后，已根据公司奖罚制度对相关人员进行处罚。

在此特别说明，评估报告最终结论是以收益法评估结果作为南京同济堂的股东全部权益价值。

三、说明取定最终评估结果为 148,158.9 万元的依据和履行的有关决策程序。

为了保证执业质量，中铭国际实施四级复核制度，四级复核分别是项目经理复核、业务部负责人复核、质控部复核、首席评估师复核。中铭国际已严格履行了有关决策程序，取定最终评估结果的依据及决策程序如下：

首先，由评估项目组根据有关法律、法规和资产评估准则、资产评估原则，分别采用资产基础法和收益法，按照必要的评估程序对南京同济堂进行评估，形成评估工作底稿，并通过讨论方式，分析两种方法测算的评估结果的价值内涵及其合理性，初步确定评估结论：评估项目组认为收益法的评估结果比资产基础法得出评估结果更能全面、合理地反映南京同济堂的股东全部权益价值。主要是考虑到本次评估目的是为购买股权提供价值参考，因此，项目组认为被评估单位此类企业的市场价值通常不是基于重新购建该等资产所花费的成本而是基于市场参与者对未来收益的预期。而南京同济堂在运营管理上、客户资源、商誉、人力

资源等软实力方面无法在资产基础法中得到很好的体现。而收益法的评估结果更能准确揭示被评估企业未来的盈利能力、经营风险等。故项目组认为选取收益法的评估结果作为南京同济堂股东全部权益价值比资产基础法得出评估结果更全面、更合理。

然后，经过一级、二级、三级、四级的复核，尤其侧重对影响收益法评估结果相关内容的复核，包括收益法的计算模型及采用的预期收益、收益期、折现率、付息负债评估价值、溢余资产及非经营性资产（负债）评估价值等重要内容。经复核后均一致认为：评估项目组已按照国家相关法律法规、资产评估准则、业务操作规范的要求，严格执行了评估程序，已对评估对象的法律权属进行了关注和恰当披露，评估依据充分、适当，选用的评估方法恰当，评估过程中采用的数据、选择的参数合理恰当，评估假设合理，形成了完整的工作底稿。针对本次评估目的，复核后均认为评估项目组取定以收益法评估结果作为最终评估结果的分析判断是合理的。

四、评估机构核查意见

经核查，评估机构中铭国际认为：新疆同济堂健康产业股份有限公司拟收购少数股东股权涉及南京同济堂价值项目，收益法中对未来收益预测是合理的、折现率确定是恰当的，收益法的评估结果比资产基础法得出的评估结果更能全面、合理地反映南京同济堂的股东全部权益价值。因此，最终以收益法评估结果作为南京同济堂的股东全部权益价值的最终评估结论。

在此，因我公司工作失误，给新疆同济堂健康产业股份有限公司公告披露工作造成不必要的过失，表示深深的歉意；同时，我公司对贵所及时发现披露的《资产评估报告》中的错误以使我公司得以及时改正表示衷心感谢。我公司将以此为鉴，勤勉尽职，加强责任风险意识，避免在今后的工作中出现失误，进一步为客户提供高质量、专业服务而努力。

中铭国际资产评估（北京）有限责任公司

二〇一七年六月二十三日