

关于“《关于对山东新华医疗器械股份有限公司拟转让控股子公司 60%股权事项的事后审核问询函》（上证公函[2019]0048 号）”  
中对评估报告意见的回复

开元评报字[2018] 594 号

上海证券交易所：

我公司于 2019 年 1 月 11 日收到贵所出具的《关于对山东新华医疗器械股份有限公司拟转让控股子公司 60%股权事项的事后审核问询函》（上证公函[2019]0048 号），我公司经认真阅读，审慎考虑后，现就贵所问询意见进行如下回复：

一、华检控股每股 25.44 元发行价确定的主要依据及合理性，并详细披露评估过程和评估依据。

**【回复】**

**（一）华检控股发行价确定的主要依据**

此次对华检控股以 2018 年 8 月 31 日为基准日，采用资产基础法评估后的股东全部权益价值为 133,333.62 万元，经天健会计师事务所（特殊普通合伙）审定的（合并口径）归属于母公司的所有者（股东）权益为账面值 91,391.99 万元，较该口径下账面值增值额为 41,941.63 万元，增值率为 45.89%，增值主要为对其长期股权投资单位威士达和达承的评估增值形成，其中参股威士达 40%股权的评估值为 81,214.80 万元，威士达股东全部权益价值评估值为 203,037.00 万元，较威士达（合并口径）归属于母公司的所有者权益账面值增值额为 130,229.97 万元，增值率为 178.87%；达承 100%股权的评估值为 38,061.00 万元，较达承所有者权益账面值评估增值额为 19,204.69 万元，增值率为 101.85%。

交易双方以评估值为参考协商确定的本次交易价格为 132,882 万元，截至目前已发行的股数 52,239,658 股，以此计算出，本次交易华检控股每股价格约为 25.44 元。

**（二）定价合理性分析**

**1、本次交易作价市盈率**

根据天健会计师事务所出具的审计报告，华检控股 2017 年实现净利润（合并口径）10,914.55 万元，按照本次股权交易作价 132,882.00 万元计算的市盈率约为 12。

**2、从同类收购兼并的估值水平分析定价合理性**

从业务和交易相似性的角度，选取最近两年交易标的属于体外诊断产品代理销售的收购案例作为可比交易案例，其估值情况如下：

收购时间	收购方	被并购标的	业务性质	交易日前一年度营业收入	交易日前一年度净利润	评估基准日净资产	估值	PE <sub>x</sub>	PS <sub>x</sub>	PB <sub>x</sub>
2018年10月	塞力斯603716	山东润诚51%股权	体外诊断产品代理	5280万元	540万元	1691万元	8400万元	15.56	1.59	4.97
2018年6月	复星医药600196	广州迪会信28%股权	体外诊断产品代理	10.34亿元	1.70亿元	6.88亿元	14.50亿元	8.53	1.40	2.11
2018年6月	润达医疗603108	苏州润赢70%股权	体外诊断产品代理	3.49亿元	0.37亿元	0.93亿元	5.04亿元	13.62	1.44	5.42
2018年4月	迪安诊断300244	青岛智颖51%股权	体外诊断产品代理	9.13亿元	1.12亿元	4.93亿元	11.30亿元	10.09	1.24	2.29
可比交易案例估值倍数平均值								11.95	1.42	3.70
2019年1月	IVD	威士达60%股权	体外诊断产品代理	15.96亿元	1.71亿元	7.28亿元	20.57亿元	12.03	1.29	2.83
2019年1月	华佗国际	华检控股	体外诊断产品代理	3.40亿元	1.09亿元	9.29亿元	13.29亿元	12.19	3.91	1.43

**备注：**①交易前威士达40%股权的净利润占华检控股净利润的60%以上，但威士达营业收入未纳入华检控股合并报表，因此华检控股的市销率指标不具有参考性；

②根据相对价值评估模型原理，固定资产很少的服务性企业和高科技企业，净资产与企业价值的关系不大，其市净率比较无实际意义。

通过对以上收购案例进行分析，本次交易威士达、华检控股市盈率倍数接近平均值，威士达市销率接近平均值，从市盈率、市销率指标分析，本次交易估值属于合理区间范围。

### 3、评估过程及评估依据

华检控股公司为投资控股公司，自成立以来无经营收入，本次整体采用资产基础法进行评估，评估价值为133,333.62万元，华检控股主要资产为长期股权投资，其主要投资的公司为威士达和达承。

其中参股威士达40%股权的评估值为81,214.80万元，威士达股东全部权益价值评估值为203,037.00万元，较威士达（合并口径）归属于母公司的所有者权益账面值增值额为130,229.97万元，增值率为178.87%，主要引用威士达评

估报告的结论乘以持股比例确定。威士达的详细评估过程及依据详见问题(二)的回复。

其中对于达承股东全部权益价值的评估,采用资产基础法和收益法进行评估,选取了收益法的评估结果 38,061.00 万元,较达承所有者权益账面值评估增值额为 19,204.69 万元,增值率为 101.85%。

此次将达承收益法主要参数的评估过程及依据介绍如下:

(1) 营业收入预测

达承主营业务收入主要分仪器和试剂,其中试剂收入占主营业务收入 92%以上,达承主要是以仪器销售为载体来拓展市场,依靠试剂来实现收入增长和获取利润。

营业收入预测时,通过分析企业历史经营情况,以历史数据为基础,结合企业未来盈利预测情况分析如下:

①通过对达承历史月际收入进行分析,仪器 9-12 月销售收入占仪器全年收入的 50%以上,试剂 9-12 月销售收入占试剂全年收入的 37%左右,预测 2018 年 9-12 月营业收入时依据历史占比及 2018 年 1-8 月销售情况。

②经计算,2016 年-2018 年销售收入平均增长率为 15.28%,随着人均收入和人均医疗消费支出的增加,未来市场还将保持快速增长,同时随着国产技术的提升,预计未来增速会呈现一定下降并达到稳定,预测后 2019 年-2023 年试剂收入平均增速约为 8.5%。

③假设 2024 年及以后各年保持 2023 年水平不变。

④其他业务收入主要为售后服务收入、租赁收入,该部分业务预计未来变动不大,未来参照 2018 年水平预计。

(2) 营业成本的预测

主营业务成本为采购商品的成本等,近三年一期毛利率在 23.8%-28.51%之间。仪器成本占收入的比重呈上升趋势,主要是产品价格有所下降所致,预计未来仪器成本占收入的比重平均维持在 85%;近三年试剂成本占收入比重相对较为稳定,未来按照过去三年毛利率平均水平进行测算。

以上主要预测指标如下表:

单位:人民币 万元

年度	2017 年	2018 年 1-8 月	预计	
			2018 年 9-12 月	预计 2023 年
营业收入	31,793	23,242	12,922	51,474

营业成本	22,705	16,537	9,473	37,079
毛利率	28.59%	28.85%	26.69%	27.97%
营业利润率	16.00%	16.08%	12.16%	15.84%

### (3) 销售费用预测

销售费用主要为销售人员工资、业务招待费、业务推广费、运输费等。

对于工资性支出的预测，通过计算目前工资水平并考虑一定增长预测未来。业务招待费呈现逐年增加的趋势，占收入比重略有提升趋势，未来按照占 2018 年收入比重预测。运输费呈现不规律现象，总体上呈现上升趋势，由于未来物流集成业务的增多，预计运输费还应呈上涨趋势，参照收入增长幅度预测。业务推广费逐年下降，市场基本稳定，未来按照 2018 年水平预测。

### (4) 管理费用预测

管理费用主要为工资费用、差旅费、租赁费、折旧费用、技术服务费等。

评估人员将其划分出可变费用和不变费用，其中折旧费用为不变费用，该部分按照基准日水平预测。对于工资性支出的预测，通过计算目前工资水平并考虑一定增长预测未来。差旅费呈现上升趋势，主要业务规模的扩大及物流集成业务的推广，增速逐步下降，参照收入增长率预测。房屋及仓库租赁参照近几年的复合增长率预测。技术服务费主要因为物流集成模式一站式采购，对非代理产品所产生的费用，未来企业该业务还将继续逐步扩大比重，故技术服务费应呈上涨趋势，未来预测时考虑一定的增长。

### (5) 折现率的估算

本次评估折现率采用 WACC 模型进行计算，即： $WACC = Re \times E / (D+E) + Kd \times D / (D+E) \times (1-T)$ 。经计算，折现率取值 11.74%，具体评估过程请见评估报告。

### (6) 付息债务

经分析，基准日付息债务主要为股东借款，具体如下表：

单位：人民币

元

单位名称	金额
华检控股	200,000.00
IVD International Limited	50,000,000.00
IVD International Limited	335,235.85
合计	50,535,235.85

被评估企业有息负债合计为 5,053.52 万元。

### (7) 股东全部权益价值的估算

股东全部权益价值=企业整体价值-付息债务  
=38,061.00 万元（取整）

二、威士达股东全部权益于评估基准日 2018 年 8 月 31 日的评估值为 20.3 亿元，较账面价值增值额为 13.02 亿元，增值率为 178.87%。结合公司取得威士达股权时的交易价格、评估溢价等情况与可比交易案例，说明本次交易评估溢价的合理性，并详细披露评估过程和评估依据。

### 【回复】

#### （一）本次交易作价市盈率

根据天健会计师事务所出具的审计报告，威士达 2017 年实现净利润（合并口径）17,137.72 万元，按照本次股权评估值 203,037.00 万元计算的市盈率约为 12。

#### （二）新华医疗取得威士达股权时的交易价格、评估溢价等情况

新华医疗于 2013 年 12 月 20 日以人民币 3.843 亿元购买威士达 60%的股份，该交易价格是依据北京中企华资产评估有限责任公司出具的评估报告，在此基础上，双方协商确定。当时评估后的股权价值为 65,130.66 万元，增值额为 43,194.26 万元，增值率为 196.91%。当时经上海上会会计师事务所审计后的净利润为 6,221.79 万元，按照评估价值计算的市盈率为 10.5。

本次交易的市盈率高于取得股权时的市盈率的主要原因是威士达近年来发展迅速，收入、净利润均实现快速增长，近四年年均增速均超过 20%，故带来估值的提升。

单位：人民币

万元

项目	营业收入		净利润	
	金额	年均增长率	金额	年均增长率
2013 年	82,446.47	23.40%	8,759.21	23.91%
2017 年	159,602.85		17,137.72	

#### （三）从同类收购兼并的估值水平分析定价合理性

同第一条回复中“2、定价合理性分析”。

#### （四）评估过程及评估依据

此次对威士达公司采用资产基础法和收益法进行评估，以收益法结果作为最终评估结论。威士达公司约 90%业务收入来自于子公司威士达上海公司。此次对

威士达上海公司采用资产基础法和收益法进行评估，以收益法结果 199,415.00 万元作为最终评估结论。

此次将子公司威士达上海公司收益法主要参数的评估过程及依据介绍如下：

(1) 营业收入预测

①通过分析企业历史经营情况，以历史数据为基础，2018 年 9-12 月份参考企业 2018 年预算及收入预测表测算。

②以后年度考虑企业市场占有率及企业前三年平均增长率，预测后 2019 年-2023 年收入平均增速约为 10.42%。

③假设 2024 年及以后各年保持 2023 年水平不变。

④其他业务收入为收到的生产厂家提供的代理服务费收入，根据 2017 年 4 月份售后服务委托协议书，最新支付标准根据经销商售后服务标准及考核等级，按照向供应商年度试剂购买总金额的一定比例提权，根据 2017 年度-2018 年历史考核等级标准，威士达上海公司服务评估等级为 A 级，同时考虑希森美康产品占比确定计提比例预测以后年度其他业务收入。

(2) 营业成本的预测

主营业务成本主要为采购商品的成本等，威士达上海公司主要产品为仪器和试剂，根据产品类型分别分析威士达上海公司的历史数据，仪器产品的前三年毛利较平稳，未来根据历史平均毛利水平预测其主营业务成本；试剂类产品的主要供应商为希森美康，该供应商从 2017 年 4 月上调采购价格，造成 2017 及 2018 年毛利水平降低，故未来根据最近一年平均毛利水平预测其主营业务成本。

其他业务成本为售后服务耗材费用、代理费及专门负责售后服务工作的相关人员的工资等费用，未来根据 2017 年-2018 年售后服务费占仪器产品收入的平均水平预测其他业务成本。

以上主要指标预测如下表：

单位：人民币 万元

年度	2017 年	2018 年 1-8 月	预计 2018 年 9-12 月	预计 2023 年
营业收入	157,341	104,887	63,224	255,747
营业成本	124,296	85,807	49,710	201,581
毛利率	21.00%	18.19%	21.37%	21.18%
营业利润率	14.00%	12.73%	14.63%	14.83%

(3) 销售费用预测

销售费用主要为销售人员工资、交通运输费、差旅费、办公费等。

对于工资性支出的预测，通过计算目前工资水平并考虑一定增长预测未来；对于售后服务费、交通运输费等其他费用与收入存在一定的线性关系，此部分按照占收入的一定比例预测；办公费、差旅费等其他费用考虑未来业务增加及费用增长情况进行预测。

#### （4）管理费用预测

管理费用主要为工资费用、租金、折旧费用、会议费及其他办公费用等。

评估人员将其划分出可变费用和不变费用，其中折旧费用为不变费用，该部分按照基准日水平预测。对于工资性支出的预测，通过计算目前工资水平并考虑一定增长预测未来；办公费、差旅费等其他费用考虑未来业务增加及费用增长情况进行预测；租金费用合同期内根据合同规定预测，合同期外考虑市场租金增长水平预测。

#### （5）折现率的估算

本次评估折现率采用 WACC 模型进行计算，即： $WACC = Re \times E / (D+E) + Kd \times D / (D+E) \times (1-T)$ 。

经计算，折现率取值 10.75%，具体评估过程请见评估报告。

#### （6）付息债务

经分析，基准日被评估企业有息负债为 5,000.00 万元。

#### （7）股东全部权益价值的估算

股东全部权益价值 = 企业整体价值 - 付息债务

= 199,415.00 万元（取整）

**三、结合威士达和华检的主要资产、业务情况，说明对其采取不同评估方法的原因与合理性。**

#### **【回复】**

威士达公司代理销售希森美康凝血系列产品，在中国的凝血市场具有较高的占有率。威士达公司近年来经营情况较好，收入利润均呈现增长态势，盈利能力较强。此次对威士达进行评估方法适用性分析后，满足资产基础法和收益法的适用条件，故选取资产基础法和收益法进行评估。

华检控股公司为投资控股公司，自成立以来无经营收入，华检控股的主要资产为长期股权投资，对华检控股进行评估方法适用性分析后，华检控股整体上采用资产基础法进行评估。其各长期股权投资单位评估方法选择如下：

1、参股威士达医疗有限公司 40%股权的评估方法，此次主要引用威士达的评估结果乘以持股比例确定。威士达股东全部权益价值评估值为 203,037.00 万元，较威士达（合并口径）归属于母公司的所有者权益账面值增值额为 130,229.97 万元，增值率为 178.87%。

2、全资子公司中华检验国际有限公司为投资控股公司，自成立以来无经营收入，此次整体采用资产基础法对其进行评估。中华检验国际有限公司股东全部权益价值评估值为 38,975.89 万元，较所有者权益账面值评估增值 32,109.98 万元，增值率 467.67%。

中华检验国际有限公司的全资子公司达承的主营业务覆盖生化、免疫、临检等各个领域的体外诊断设备代理销售。公司近年来经营情况较好，收入利润均呈现增长态势，盈利能力较强。此次对达承医疗进行评估方法适用性分析后，选取了资产基础法和收益法进行评估。达承的股东全部权益价值评估值为 38,061.00 万元，较达承所有者权益账面值评估增值额为 19,204.69 万元，增值率为 101.85%。

3、控股子公司艾维德中国有限公司主要为投资公司，公司本身无经营，主要资产为长期股权投资，此次整体上采用资产基础法进行评估。其全资子公司艾维德医疗器械（上海）有限公司的主要业务是研发、生产和销售体外诊断类的设备和耗材，公司目前尚处于发展初期，此次对其进行评估方法适用性分析后，选取了资产基础法和收益法进行评估。艾维德医疗器械（上海）有限公司的股东全部权益评估价值为-515.38 万元，评估减值 337.72 万元，减值率 190.09%。

此次从整体上来看，华检控股和威士达采用了不同的评估方法，但从华检各主要投资公司的评估方法上来看，评估方法是一致的，综合来看此次威士达和华检的评估方法无较大差异。同时按照准则规定，当其他评估方法操作或适用性受限时，可以采用一种评估方法进行评估，故此次华检控股和威士达评估方法的选取是合理的。

(此页为签字盖章页)



资产评估师:  普  


资产评估师:  健  




2019年1月23日