

北京中同华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》[190046 号]的回复

致：云南白药集团股份有限公司

北京中同华资产评估有限公司（以下简称“中同华”或“我公司”）接受云南白药集团股份有限公司（以下简称“云南白药”）和云南白药控股有限公司（以下简称“白药控股”）的共同委托，作为本次云南白药集团股份有限公司发行股份吸收合并云南白药控股有限公司暨关联交易的评估机构。

2019年1月19日，中国证监会出具了《中国证监会行政许可项目审查一次反馈意见通知书》[190046号]。我公司根据反馈意见的要求，就与评估相关的问题进行了认真分析和核查，现将核查情况回复如下：

问题11、申请文件显示，白药控股评估值较前次增加2,561,470.87万元，评估值增加的原因一是新华都和江苏鱼跃支付增资款2,418,717.28万元，增加评估值1,860,717.28万元；二是前次评估白药控股所持云南白药41.52%股权评估值增加；三是白药控股投资100%股权评估值增加64,793.27万元；四是白药控股母公司实现扭亏为盈，实现损益31,081.26万元。请你公司：1）结合上述增资与本次交易之间标的资产收入和盈利变化情况、前次股东入股后贡献情况、增资前后估值、对应市盈率情况、控股权溢价和同行业可比交易等，补充披露前次增资对应估值与本次交易作价差异的原因及合理性。2）结合上述增资股东的持股时间、持股成本等，补充披露按本次交易作价计算的总收益率和年化收益率。请独立财务顾问、评估师和会计师核查并发表明确意见。

回复：

一、结合上述增资与本次交易之间标的资产收入和盈利变化情况、前次股东入股后贡献情况、增资前后估值、对应市盈率情况、控股权溢价和同行业可比交易等，补充披露前次增资对应估值与本次交易作价差异的原因及合理性。

（一）前次增资对应估值与本次交易作价差异的原因

2017 年，白药控股因推进混合所有制改革进行两次增资，增资价格均以经云南省国资委核准的《云南白药控股有限公司拟进行混合所有制改革所涉及的云南白药控股有限公司股东全部权益价值评估项目资产评估报告书》（中同华云南评报字（2016）第

46号)的资产评估结果为参照依据。上述资产评估以2016年6月30日为评估基准日,采用资产基础法对白药控股100%股东权益进行评估,评估结论为:白药控股经审计后的净资产为145,821.30万元,评估值为2,886,833.89万元,评估增值2,741,012.59万元,增值率为1,879.71%。

本次重组评估基准日为2018年7月31日,采用的评估方法为资产基础法,评估结论为:白药控股的账面净资产为2,037,619.84万元,评估值为5,448,304.76万元,评估增值3,410,684.92万元,增值率为167.39%。两次评估基准日间隔时间为2年1个月,白药控股前后两次评估结果对比如下:

单位:万元

评估基准日	选用评估方法	账面净资产	评估值	两次基准日净资产变化额	两次基准日评估值变化额	静态市盈率	静态市盈率(经调整)
2016/6/30	资产基础法	145,821.30	2,886,833.89	1,891,798.54	2,561,470.87	27.24	--
2018/7/31	资产基础法	2,037,619.84	5,448,304.76			52.97	31.84

注:1、静态市盈率的计算公式为评估值/评估基准日前一会计年度(经调整)归属于母公司股东的净利润;

2、经调整归属于母公司所有者净利润=归属于母公司所有者净利润+一次性资产减值损失归属于母公司所有者部分的税后金额(包括对商誉、无形资产和非经营性资金往来等事项计提的资产减值损失)-历史年度未确认递延所得税的暂时性差异当期一次性确认的递延所得税;

根据本次交易评估情况,较前次评估值增加2,561,470.87万元,评估值差异的主要原因如下:

1、新增股东增资及调减资本公积的影响

两次评估基准日间,白药控股进行了混合所有制改革,2017年3月、2017年6月分别进行了增资,新华都和江苏鱼跃向白药控股累计支付增资款2,418,717.28万元。2017年12月,白药控股调减资本公积558,000.00万元,优先用于解决白药控股的历史遗留问题。上述增资及调减资本公积合计影响评估值为1,860,717.28万元。

2、白药控股所持云南白药41.52%股权增值的影响

前次评估基准日,白药控股所持云南白药41.52%股权评估值为2,714,774.18万元;本次评估值基准日,白药控股所持云南白药41.52%股权评估值为3,301,144.64万元,评估值增值额为586,370.46万元。需要说明的是,本次评估值对白药控股所持云南白药股权每股价格的估值与本次交易的发股价格一致,均为76.34元/股,确保白药控股

三方股东通过白药控股间接持有的上市公司 41.52%股份对应的估值在本次交易所换取的上市公司股数与目前白药控股所持的上市公司股数保持一致，目前白药控股所持的上市公司股份将在本次交易完成后注销，从而实现“1 股换 1 股”。因此，交易对方并不会因为上市公司估值的增长通过本次交易换取更多的股份。

3、白药控股所持白药控股投资股权增值的影响

前次评估基准日，白药控股所持白药控股投资 100%股权的评估值为 30,567.69 万元。本次评估基准日，白药控股所持白药控股投资 100%股权的评估值为 95,360.96 万元。白药控股所持白药控股投资 100%股权评估值增值额为 64,793.27 万元。

4、两次评估基准日间收入和盈利的影响

两次评估基准日间，白药控股母公司口径的收入和盈利情况如下：

单位：万元

项目	2018 年 1~7 月	2017 年	2016 年 7~12 月
营业收入	10,700.62	1,053.21	34.84
净利润	130,800.15	-1,345.35	-106,052.77

两次评估基准日间，随着混改增量资金的引入，白药控股母公司盈利能力不断改善，实现了扭亏为盈，期间损益约为 31,081.26 万元。

综上，2017 年两次增资评估与本次重组评估情况的主要原因为混改新增股东增资及调减资本公积的影响、白药控股所持云南白药 41.52%股权增值的影响、白药控股所持白药控股投资股权增值的影响以及两次评估基准日间期间损益的影响。

（二）前次增资对应估值与本次交易作价差异的合理性

根据（一）中表格，前次混改评估对应静态市盈率为 27.24 倍，本次重组评估对应静态市盈率为 52.97 倍，主要是因为白药控股在 2016 年推进混合所有制改革，合计引入资金 2,418,717.28 万元，新华都和江苏鱼跃按照相关协议约定的付款进度在 2017 年内陆续缴款，导致该部分资金对应的收益未在 2017 年全部体现；同时，白药控股于 2017 年因历史遗留资金往来事项计提坏账损失，使得标的资产 2017 年归属于母公司所有者的净利润偏低。受上述事项的影响，本次交易评估值对应的静态市盈率显著高于前次混改评估水平。

若剔除历史遗留资金往来事项计提坏账损失对白药控股归母净利润的影响，白药控股静态市盈率（经调整）为 31.84 倍，略高于前次混改评估水平，主要是因为白药控股所持云南白药 41.52%股权在两次评估基准日期间增值 586,370.46 万元，使得本次评估的评估值较前次评估相应增加 586,370.46 万元，导致以评估值作为分母计算的静态市盈率有所上升（需要说明的是，本次交易白药控股所持的上市公司股份将实现“1 股换 1 股”，交易对方并不会因为上市公司估值的增长通过本次交易换取更多的股份）；同时，受到新华都及江苏鱼跃上述增资款项陆续缴款的影响，白药控股 2017 年度归属于母公司股东的净利润未能全面体现上述增资款对应的收益，导致以 2017 年归属于母公司股东的净利润作为分子计算的静态市盈率较高。

综上，本次评估经调整静态市盈率略高于前次评估水平，主要受到上市公司经营情况平稳向好带来的股价上涨及前次混改资金陆续缴款的影响，前次增资对应估值与本次交易作价的差异具有合理性。

（三）核查意见

经核实，评估师认为：白药控股前次增资对应估值与本次交易作价之间存在差异主要是由于两次评估基准日间，白药控股混改新增股东增资及调减资本公积的影响、白药控股所持云南白药 41.52%股权增值的影响、白药控股所持白药控股投资股权增值的影响以及两次评估基准日间收入和盈利变化的影响等所致，具备合理性。

二、结合上述增资股东的持股时间、持股成本等，补充披露按本次交易作价计算的总收益率和年化收益率。

根据前述两次评估值差异的原因分析，本次交易白药控股评估值较前次增资评估值的增值主要来自于新华都与江苏鱼跃现金增资带来的资金与上市公司股价增长带来的上市公司股权价值的增长。其中，两次评估基准日白药控股所持云南白药 41.52%股份对应的每股评估价格从 62.78 元增长为 76.34 元，对应两次评估基准日上一会计年度 EPS 的 PE 倍数分别为 23.60 倍与 25.28 倍，上市公司估值 PE 倍数较为接近。

前次增资，新华都与江苏鱼跃以现金增资方式参与白药控股混改，通过注入大体积资金，为白药控股的后续发展提供支持。结合白药控股上述增资股东的持股时间、持股成本、本次交易作价，对相应的总收益率、年化收益率情况进行模拟测算（未考虑所得税影响）的结果如下：

单位：万元

股东名称	持股时间 ¹	协议增资金额	豁免出资金额	实际持股成本	本次交易作价 ²	总收益率	年化收益率 ³
新华都	2016/12/30	2,536,950.50	558,000.00	1,978,950.50	2,451,737.14	23.89%	10.62%
江苏鱼跃	2017/5/24	563,766.78	124,000.00	439,766.78	544,830.48	23.89%	13.21%

注 1：持股时间为新华都/江苏鱼跃首笔增资款实际缴纳时间

注 2：本次交易作价=本次重组评估值*新华都/江苏鱼跃所持白药控股股权比例（定向减资前），下同

注 3：年化收益率计算选取的持股时间区间为持股时间至本反馈回复出具日（2019 年 2 月 13 日），下同

上表所示收益率数据包含了上市公司股价上涨带来的收益部分，考虑到本次评估为了确保白药控股三方股东通过白药控股间接持有的上市公司 41.52%股份对应的估值在本次交易中所换取的上市公司股数与目前白药控股所持的上市公司股数保持一致（即“1 股换 1 股”），因此，本次评估中，白药控股所持上市公司 41.52%股份的评估值采用本次重大资产重组上市公司股票发行价 76.34 元/股乘以基准日白药控股持股数量确认为评估值，该部分估值对应上市公司新增发的股份数与本次交易中所注销的白药控股所持上市公司股份数将保持一致。即在本次交易中，由上市公司股价上涨带来的增值部分并不会使得新华都与江苏鱼跃换取更多的上市公司股份。

若扣除上市公司股价上涨因素的影响后，模拟测算新华都与江苏鱼跃的总收益率与年化收益率情况（未考虑所得税影响）如下：

股东名称	持股时间	总收益率	年化收益率
新华都	2016/12/30	9.86%	4.53%
江苏鱼跃	2017/5/24	9.86%	5.60%

此外，本次交易中新华都和江苏鱼跃均承诺了较长的股份锁定期，其股份锁定期限分别截至2022年12月27日（含）、2023年6月26日（含）。在股份解锁前，新华都和鱼跃不能出售通过本次交易所获上市公司股票，仅能通过上市公司分红实现投资收益，即在现阶段，上述测算计算的收益率均为模拟测算，新华都与江苏鱼跃在股份解锁前无法通过出售股份的方式实现上述测算得到的投资收益，未来随着上市公司股价的波动，新华都与江苏鱼跃的收益率亦将面临一定的不确定性。上市公司主要股东股权的长期锁定将使得上市公司股权架构保持长期稳定，有利于上市公司长远发展与股东长期利益保持一致，有利于董事会制定长期发展战略，提升全体股东的长期回报水平。

综上所述，白药控股上述增资股东在前述增资与本次交易间的总收益率、年化收益率均处于合理水平。

问题12、申请文件显示，本次评估对深圳聚容采用收益法进行评估，但并未设置业绩承诺和补偿安排。请你公司：1）结合标的资产采取收益现值法、假设开发法等基于未来收益预期方法评估的资产情况等，补充披露本次交易未设置相关业绩承诺的合规性，如需设置业绩承诺和补偿安排，请进一步补充披露业绩承诺方是否存在将通过本次交易获得的股份对外质押的安排、上市公司和业绩承诺方确保未来股份补偿（如有）不受相应股份质押影响的具体、可行保障措施。2）结合最新经营数据，补充披露深圳聚容2018年8-12月保理收入、保理金额、保理成本、各项期间费用、投资收益的可实现性。3）结合同行业可比评估情况，补充披露深圳聚容评估增值合理性，2019年-2022年预测收入、成本、费用的预测过程、依据及其可实现性。请独立财务顾问、律师和评估师核查并发表明确意见。

回复：

一、结合最新经营数据，补充披露深圳聚容2018年8-12月保理收入、保理金额、保理成本、各项期间费用、投资收益的可实现性。

（一）深圳聚容2018年8-12月保理收入、保理金额、保理成本、各项期间费用、投资收益的可实现性。

根据深圳聚容未经审计的2018年度财务报表，深圳聚容2018年8-12月及2018年度业绩完成情况与预测情况对比如下：

单位：万元

项目	2018年8-12月			2018年度		
	预测数	实际数（未经审计）	差异率	预测数	实际数（未经审计）	差异率
保理金额	111,502.61	94,886.08	-14.90%	230,649.01	206,388.69	-10.52%
保理收入	6,235.73	6,971.94	11.81%	12,311.67	13,047.88	5.98%
保理成本	4,960.64	5,049.93	1.80%	11,505.18	11,594.46	0.78%
期间费用	283.98	400.69	41.10%	409.05	525.75	28.53%
其中：销售费用	207.11	339.33	63.84%	234.17	366.39	56.46%
管理费用	79.13	64.21	-18.86%	180.32	165.39	-8.28%
财务费用	-2.27	-2.85	25.63%	-5.45	-6.03	10.68%
投资收益	231.39	457.15	97.57%	1,390.67	1,616.44	16.23%
净利润	888.38	1,333.84	50.14%	2,047.89	2,493.35	21.75%

注：保理金额以区间内加权平均值计算

2018年8-12月，深圳聚容预测保理金额111,502.61万元，实际保理金额94,886.08万

元，预测保理收入6,235.73万元，实际保理收入6,971.94万元，虽然保理金额较预测情况有所下降，但稳定的保理融资利率有效支撑了深圳聚容的保理收入，使得2018年8-12月实际保理收入较预测高出11.81%。

2018年8-12月，深圳聚容预测保理成本4,960.64万元，实际保理成本5,049.93万元，实际与预测差异率为1.80%；预测期间费用283.98万元，实际期间费用400.68万元，实际较预测高41.10%，其中，销售费用较预测高63.84%，主要是因为深圳聚容于2018年底根据当年业绩情况计提了项目奖励金，由于深圳聚容2018年度实际收入高于预测情况，故其计提的项目奖励金金额也相应高于预测金额，使得2018年度实际销售费用较预测值有所上升；预测投资收益231.39万元，实际投资收益457.15万元，实际较预测金额高97.57%；预测净利润888.38万元，实际净利润1,333.84万元，实际较预测值高50.14%，业绩实现情况良好。

（二）核查意见

经过核查，评估师认为：通过对业绩完成情况与预测情况的比较分析，深圳聚容2018年8-12月保理收入、保理金额、保理成本、各项期间费用、投资收益具有可实现性。

二、结合同行业可比评估情况，补充披露深圳聚容评估增值合理性，2019年-2022年预测收入、成本、费用的预测过程、依据及其可实现性。请独立财务顾问、律师和评估师核查并发表明确意见。

（一）深圳聚容同行业可比交易评估情况

截至2018年7月31日，深圳聚容净资产账面价值为32,999.16万元，收益法评估值为49,200.00万元。上述收益法评估基于深圳聚容母公司口径而非合并口径，其评估值中包含以资产基础法确定评估值的长期股权投资，合计金额33,456.44万元，占深圳聚容收益法评估结果的比重较大，此处以扣除长期股权投资前和扣除长期股权投资后的收益法评估值49,200.00万元和15,743.56万元分计算深圳聚容的静态市盈率，并对深圳聚容及可比交易估值情况进行分析，具体如下：

序号	证券简称	证券代码	标的公司	静态市盈率
1	安徽华信	002018.SZ	上海华信商业保理	38.24
2	法尔胜	000890.SZ	上海摩山商业保理	29.91

序号	证券简称	证券代码	标的公司	静态市盈率
3	秦川机床	000837.SH	深圳秦川商业保理	13.05
4	林州重机	002535.SZ	盈信商业保理	33.06
5	中泰化学	002092.SZ	上海欣浦商业保理公司	32.85
6	顺丰控股	002352.SZ	深圳顺诚乐丰保理公司	8.64
中位数				31.38
平均数				25.96
深圳聚容（扣除长期股权投资前）				13.86
深圳聚容（扣除长期股权投资后）				5.18

注：1、可比交易静态市盈率计算公式为：标的公司评估值（交易对价）/交易（评估基准日）前一会计年度归属于母公司股东的净利润；

2、深圳聚容扣除长期股权投资前静态市盈率计算公式为：扣除长期股权投资前的评估值/深圳聚容2017年合并口径归属于母公司股东的净利润；深圳聚容扣除长期股权投资后静态市盈率计算公式为：扣除长期股权投资后的评估值/深圳聚容2017年母公司净利润

根据上表，本次交易深圳聚容扣除长期股权投资前、扣除长期股权投资后的静态市盈率分别为13.86倍、5.18倍，均低于可比交易中位数31.38倍及平均值25.96倍，处于合理范围。

（二）2019年-2022年预测收入、成本、费用的预测过程、依据及其可实现性。

1、中国商业保理行业目前状况

（1）行业监管迎来重大变化

防范和化解金融风险是当前我国三大攻坚战中摆在首位的重要任务。为加强风险防范，促进金融与实体经济的协调发展，2017年7月14-15日，第五次全国金融工作会议决定设立国务院金融稳定发展委员会（简称“金稳会”），标志着金融监管已上升到国家战略高度。全国金融工作会议之后，金融监管将更加严格，包括商业保理在内的7类金融行业将划归银监会统一监管。

监管变化将会给商业保理行业带来有利影响，更有利于行业持续健康发展。尤其是在推动解决行业营改增后税赋增加、国际保理业务中的外汇结转政策、对接央行征信系统和再融资渠道等问题，以及统一行业标准规范等方面的难度都将降低。

（2）企业应收账款状况分析

近年来，随着企业赊销比例加大，账期延长，企业应收账款规模越来越大。据国家统计局发布的数据，到2017年底，全国规模以上工业企业应收账款累计达到13.5万亿元人民币，创历史新高，增速继续保持高位。

2017年，全国规模以上工业企业应收账款总额较大的10个行业依次为计算机、通信和其他电子设备制造业，电气机械和器材制造业，汽车制造业，通用设备制造业，非金属矿物制品业，专用设备制造业，化学原料和化学制品制造业，金属制品业，电力、热力生产和供应业和医药制造业。2016年规模以上工业企业应收账款总额较大的前10个行业中的橡胶和塑料制品业在2017年退出前10名，而被医药制造业所取代。

2017年，前10大行业中有6个行业应收账款的增长率高于总额增长率（8.5%），依次为汽车制造业（17.3%），计算机、通信和其他电子设备制造业（16.4%），电力、热力生产和供应业（15.7%），药制造业（14.5%），电气机械和器材制造业（8.9%），化学原料和化学制品制造业（8.5%）。

总体而言，保理业务是中国现阶段迫切需要大力发展的综合性金融服务之一。基于庞大的市场需求，在国家大力发展应收账款融资的利好政策推动下，保理行业只要继续专注细分行业领域，加强数字技术应用创新，同银行等金融机构紧密合作，定能够实现依托供应链（核心企业）、建立（上下游企业）信用链、疏通（中小企业）融资链、提升（中小企业）价值链的目标。

2、聚融保理公司竞争优势分析

（1）聚容保理公司商业模式

聚容保理公司将结合现有的产业资源，围绕医疗、健康品、商业流通等保理业务存在较大潜在需求的行业，优先服务现有供应商、经销商及各类合作伙伴，其次向行业内其他企业提供服务。目标客户群定位为医药行业的原材料、生产商、经销商，形成具有竞争力的产业链金融产品，未来服务于相应行业领先企业。

1) 供应商模式

近年来，生产资料价格、劳动力成本持续上涨，客观上增加了供货商的生产成本，加大了供货商对资金流动的需求。国家银根紧缩的货币政策，又进一步加剧了供货商（特别是中小供货商）的融资难度。上述情况已经开始对部分供货商的生产经营产生了影响。如果不采取一定的措施，势必影响客户正常的生产经营。因此，对上游供应商进行融资，保证供应链顺畅运转是长远发展的现实需求。

目前，上述供应商应收账款账期为60天，也就是供应商从完成发货到实际收到货

款有60天的资金占用时间，为了扩大业务量，供应商有融资的需求。深圳聚容通过构建供应商之间低成本、高流动性的交易链，使融资困难的供应商得以凭借应收账款进行流动资金融资，从而降低其融资成本，进而降低云南白药的采购成本，实现产业的健康发展。

2) 下游经销商模式

经销商下游的医疗机构或终端大客户一般60-90天结算付款，经销商资金压力很大，有保理融资的需求。深圳聚容作为保理商与经销商签署保理协议，根据该协议，经销商将其现在或将来的基于其与买方订立的国内货物销售/服务合同所产生的应收账款转让给深圳聚容，并由深圳聚容为经销商提供综合性金融服务。

(2) 聚容商业保理模式的优势

目前，医疗、健康品、商业流通行业的行业规模较大，处于长期稳定增长阶段；产业链存在较大规模应收应付账款，具备保理业务基础；医疗药品耗材企业群体数量大，应收账款保理需求明确，深圳聚容作为医疗、健康品、商业流通等行业的商业保理业务服务商，具有以下优势：

1) 良好的风险识别能力。在当前我国信用体系尚不完备、企业运营尚不规范的情况下，设立公司开展商业保理业务应尤为注重客户信用风险。深圳聚容服务的供应商、经销商与云南白药具有合作历史，累积了信用记录，使得深圳聚容具有天然的风险识别优势。

2) 良好的产融协同。深圳聚容主要为云南白药的供应商、经销商提供商业保理服务，有效支持其开展业务，盘活应收账款，加速资金周转，提高收益水平。同时，上述供应商和经销商财务实力的加强，有助于云南白药各产业公司优化供应链、销售系统能力，降低成本提高效率，为最终客户更快更好地提供产品和服务。良好的产融协同，具有一定的放大效应，使得资本价值得到最大化发挥，从而支持实体经济，促进实体贸易的发展。

3) 雄厚的资金实力。深圳聚容的注册资本金为25000万元人民币，具有雄厚的资金实力。此外，深圳聚容与当地各金融机构建立了良好的合作关系，为不断拓宽融资渠道奠定了坚实的基础，从而有效降低公司的资金成本。

4) 高素质的员工队伍。深圳聚容拥有一支稳定、专业的团队。其主要的业务人员、财务人员均来自大型金融机构、大型国有企业，具有丰富的从业经验和专业的业务知识。深圳聚容的管理人员拥有丰富的管理经验和广阔的人脉关系，为白药大健康产业发展搭建了有效的保理业务平台，从而实现保理业务的健康发展。

3、2019年-2022年深圳聚容收入、成本、费用的预测过程、依据及其可实现性

(1) 营业收入的预测

1) 保理金额的预测

本次评估，深圳聚容 2018 年 8-12 月保理金额按照已签合同情况进行预测，2019 年及以后的保理金额，按照现有保理规模进行预测，具体如下：

经过与深圳聚容相关人员了解，参照《上海市商业保理试点暂行管理办法》并结合公司项目风险控制，深圳聚容最高保理金额为公司注册资本的 10 倍，即 25 亿元。经过对深圳聚容财务报表的分析，目前深圳聚容可用于保理业务的金额合计 26.5 亿元，故本次评估在考虑深圳聚容客户较为稳定且目前公司保理规模已达到参考管理办法上限标准的情况下对其保理金额进行了预测。

2) 保理融资利率的预测

经与管理层沟通，深圳聚容客户群体较为稳定，考虑到深圳聚容目前平均融资成本为 4.76%，本次评估预测 2019 年至 2022 年的保理融资利率为 5.76%。

综上，深圳聚容所处行业发展趋势良好，深圳聚容作为医疗、健康品、商业流通等行业的商业保理业务领先服务商，具备良好的风险识别能力及产融协同、雄厚的资金实力、高素质的员工队伍及较为稳定的客户，能够充分支撑未来保理收入的可实现性。

(2) 营业成本的预测

深圳聚容的营业成本主要为融资（借款）利息成本。截至评估基准日，除注册资本金外，深圳聚容的资金来源主要包括白药控股借款和信厚聚容 4 号基金，根据主要资金来源预测的营业成本情况如下：

单位：万元

序号	主要产品名称	未来数据预测
----	--------	--------

		2018.8-12	2019	2020	2021	2022	2023 及以后
1	保理成本	4,960.64	11,905.55	11,905.55	11,905.55	11,905.55	11,905.55
其中	借款金额	104,125.00	249,900.00	249,900.00	249,900.00	249,900.00	249,900.00
	利率	4.76%	4.76%	4.76%	4.76%	4.76%	4.76%
2	合 计	4,960.64	11,905.55	11,905.55	11,905.55	11,905.55	11,905.55

考虑到深圳聚容的主要资金来源为注册资本金、白药控股的借款以及信厚聚容 4 号基金，资金来源较为稳定，故预测 2019 年-2022 年深圳聚容借款利率将基本维持现有水平，具有可实现性。

（3）期间费用的预测

深圳聚容期间费用包括销售费用、管理费用及财务费用，具体预测情况如下：

1) 销售费用预测

销售费用包括交际应酬费、市内交通费、差旅费、通讯费、职工薪酬及其他费用。职工薪酬根据历史年度销售人员的工资水平进行预测，交际应酬费、市内交通费、差旅费、通讯费及其他费用参考历史平均水平，同时每年按 3%的增长率进行预测。深圳聚容销售费用预测如下表所示：

单位：万元

序号	费用明细项	未来预测数据					
		2018.8-12	2019	2020	2021	2022	2023 及以后
1	交际应酬费	0.23	1.00	1.03	1.06	1.09	1.13
2	市内交通费	0.34	1.00	1.03	1.06	1.09	1.13
3	差旅费	1.05	2.00	2.06	2.12	2.19	2.25
4	通讯费	0.14	0.30	0.31	0.32	0.33	0.34
5	职工薪酬	38.00	86.06	86.06	86.06	86.06	86.06
6	保险金	16.34	37.01	37.01	37.01	37.01	37.01
7	项目激励金	150.99	341.95	341.95	341.95	341.95	341.95
8	合计	207.11	469.33	469.46	469.59	469.73	469.87

2) 管理费用预测

管理费用包括水电卫生物业费、折旧摊销、职工薪酬、中介服务费、办公费、房租、业务招待费、交通费、差旅费、通讯费、劳务费以及物管费等。其中，职工薪酬根据历史年度管理人员的工资水平进行预测；房租根据租赁合同进行预测；折旧及摊销：按目前电子设备资产规模并考虑期后合理的资本性支出进行预测；其他费用参考

历史平均水平，同时每年按 3%的增长率进行预测。深圳聚容管理费用预测如下表所示：

单位：万元

序号	费用明细项	未来预测数据					
		2018.8-12	2019	2020	2021	2022	2023 及以后
1	水电卫生物业费	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00
2	折旧摊销	0.86	2.37	2.77	3.17	2.78	2.65
3	职工薪酬	33.19	75.17	77.42	79.74	82.14	84.60
4	保险金	14.28	32.33	33.30	34.30	35.33	36.39
5	中介服务费		5.00	5.15	5.30	5.46	5.63
6	办公费	1.79	6.00	6.18	6.37	6.56	6.75
7	房租	17.46	39.29	39.29	39.98	41.18	42.41
8	业务招待费		1.00	1.03	1.06	1.09	1.13
9	交通费	0.50	0.50	0.52	0.53	0.55	0.56
10	差旅费	1.59	5.00	5.15	5.30	5.46	5.63
11	通讯费	0.44	1.00	1.03	1.06	1.09	1.13
12	劳务费	6.27	24.00	24.72	25.46	26.23	27.01
13	物管费	1.75	4.21	4.21	4.21	4.21	4.21
14	合计	79.13	196.87	201.77	207.49	213.07	219.09

3) 财务费用预测

财务费用为手续费和利息收入，财务费用以 2018 年上半年为基础，预测期内保持稳定。

单位：万元

序号	费用明细项	未来预测数据					
		2018.8-12	2019	2020	2021	2022	2023 及以后
1	利息收入	-2.27	-5.45	-5.45	-5.45	-5.45	-5.45
2	合计	-2.27	-5.45	-5.45	-5.45	-5.45	-5.45

综上，深圳聚容期间费用的预测充分参考了历史平均水平及公司未来业务的发展情况，具有可实现性。

(三) 核查意见

经核查，评估师认为：通过对同行业可比评估情况对比分析，深圳聚融评估增值处于合理范围，不存在损害中小股东权益的情况；结合深圳聚融所在行业的发展趋势、公司竞争力、历史经营状况及未来业务发展情况，本次评估预测依据充分，企业整体风险可控，2019年-2022年预测收入、成本、费用具有可实现性。

问题13、申请文件显示，截至评估基准日2018年7月31日，白药控股全部权益评估值为5,448,304.76万元，增值率为167.39%。其中，白药控股投资评估值为95,360.96万元，增值率853.61%；天颐茶品评估值为-1,982.29万元，白药控股投资子公司大理置业评估值为54,609.84万元，增值率180.53%。请你公司：1）结合白药控股上述子公司行业地位、核心竞争力、市场竞争格局、同行业公司市盈率情况以及可比收购案例等，补充披露白药控股、白药控股投资、大理置业评估增值合理性。2）结合天颐茶品经营状况、业务模式、竞争环境等，补充披露天颐茶品评估值为负的原因、天颐茶品持续经营能力、上市公司购买天颐茶品股权的必要性及合理性。3）结合大理置业主要房产项目、相关项目周边地价和房价情况等，补充披露大理置业主要房产项目评估增值合理性。请独立财务顾问和评估师核查并发表明确意见。

回复：

一、结合白药控股上述子公司行业地位、核心竞争力、市场竞争格局、同行业公司市盈率情况以及可比收购案例等，补充披露白药控股、白药控股投资、大理置业评估增值合理性。

（一）白药控股

本次评估以资产基础法对白药控股进行评估，并以此评估结果作为本次交易的定价依据。截至评估基准日 2018 年 7 月 31 日，白药控股股东全部权益账面价值为 2,037,619.84 万元，评估值为 5,448,304.76 万元，评估增值 3,410,684.92 万元，增值率为 167.39%。

1、行业地位、核心竞争力及市场竞争格局

白药控股行业地位、核心竞争力和市场竞争格局详见《重组报告书》“第九节 管理层讨论与分析”之“二、交易标的行业特点及经营情况”。

2、同行业公司市盈率、市净率情况

白药控股同行业公司市盈率情况详见《重组报告书》“第六节 本次交易的评估情况”之“九、上市公司董事会对本次交易评估合理性以及定价公允性的分析”之“（二）本次交易评估的合理性及定价的公允性”之“5、标的资产定价公允性、合理性分析”之“（2）与可比同行业上市公司市盈率、市净率对比分析”。

3、可比收购案例

白药控股同行业公司市盈率情况，白药控股评估增值合理性详见《重组报告书》“第六节 本次交易的评估情况”之“九、上市公司董事会对本次交易评估合理性以及定价公允性的分析”之“（二）本次交易评估的合理性及定价的公允性”之“5、标的资产定价公允性、合理性分析”之“（1）从可比交易案例标的资产增值角度分析本次评估作价的合理性”。

4、评估增值合理性

本次评估，白药控股评估增值主要来源于长期股权投资，长期股权投资中白药控股持有的云南白药 41.52%股权增值率 11,435.09%，主要是因为上市公司于 1993 年成立并上市，成立时间及上市时间较早，并在上市后实现了快速发展，白药控股持有的云南白药股权一直按照成本法进行核算，而本次评估时按照市价法对该部分长期股权投资进行了评估，因此评估增值较大。

从同行业公司市盈率、市净率来看，本次交易拟购买白药控股 100%股权评估值对应的经调整静态市盈率（剔除历史遗留资金往来事项计提坏账损失对白药控股归母净利润的影响）为 31.84 倍，低于可比公司的平均静态市盈率 40.15 倍；经调整动态市盈率为 24.11 倍，低于可比公司平均值 30.34 倍，处于合理水平。

从可比交易案例来看，可比交易中标的资产母公司口径的评估增值率平均值为 431.40%，主要是由于长期股权投资的增值。本次吸收合并的标的资产按照母公司口径的净资产评估增值率为 167.39%，低于前述可比交易案例标的资产的平均增值率。

因此，本次交易白药控股的评估值具有合理性，有利于保护上市公司全体股东的利益。

（二）白药控股投资

本次评估以资产基础法对白药控股投资进行评估，并采用资产基础法评估结果作为最终评估结果。截至评估基准日，采用资产基础法评估，白药控股投资净资产账面价值为 16,320.77 万元，评估值为 95,360.96 万元，评估增值 79,040.19 万元，增值率为 484.29%。

白药控股投资系持股型公司，主要持有深圳聚容、大理置业、上海信厚等公司股

权。本次评估增值主要系白药控股投资持有的深圳聚容 100%股权、大理置业 100%股权评估增值所致，深圳聚容和大理置业的评估增值及合理性情况如下：

1、深圳聚容

本次评估以收益法、资产基础法两种方法对深圳聚容进行评估，并采用收益法的评估结果为最终评估结果。截至评估基准日，深圳聚容采用收益法评估的股东全部权益账面价值为 32,999.16 万元，评估值为 49,200.00 万元，评估增值 16,200.84 万元，增值率 49.09%。

（1）行业地位、核心竞争力及市场竞争格局

1) 行业地位及市场竞争格局

我国保理行业于 2001 年加入 WTO 后进入高速发展期，近年来，应收账款的不断增长为保理行业提供了良好的发展前景，监管环境的改善和政策支持，为商业保理业务的健康发展奠定了基础。与侧重于融资方主体的考察的银行保理不同的是，商业保理机构在考察卖方资信状况的同时，更看重应收账款质量、买家信誉、货物质量等，因此在开展保理业务时更加灵活，市场空间也更为广阔。

2018 年初，中国服务贸易协会商业保理专业委员会面向会员单位发放了业务调查问卷，共收到有效调研问卷 63 份，从折合成人民币后的注册资金规模来看，被调研企业中注册资金在 5000 万元以下（含 5000 万元）的共计 12 家，占比 19%；5000 万至 1 亿元（含 1 亿元）的共计 14 家，占比 22%；1 亿元至 10 亿元（含 10 亿元）的 32 家，占比 51%；10 亿元以上的 5 家，占比 8%。深圳聚容的注册资本金为 25000 万元人民币，资金实力处于行业前列。

深圳聚容当前业务立足云南，辐射全国。从云南商业保理市场来看，深圳聚容的主要竞争对手包括深圳滇中商业保理有限公司、深圳云之南商业保理有限公司、深圳国金商业保理股份有限公司等商业保理公司。而深圳聚容主要为云南白药大健康产业发展提供服务，服务对象、服务定位与上述竞争对手存在一定的差异性，加之其较强的资金实力，深圳聚容在云南商业保理市场中具有良好的竞争优势。

2) 核心竞争力

详见“问题 12”之“三、结合同行业可比评估情况，补充披露深圳聚容评估增值合

理性，2019 年-2022 年预测收入、成本、费用的预测过程、依据及其可实现性。”之“（二）2019 年-2022 年预测收入、成本、费用的预测过程、依据及其可实现性”之“2、深圳聚容竞争优势分析”。

（2）同行业公司市盈率、市净率情况

深圳聚容主要从事商业保理服务，目前 A 股市场上主要从事商业保理业务的上市公司仅有法尔胜 1 家公司，其主营业务为金属商品销售及商业保理业务，2018 年 1-6 月，法尔胜商业保理业务收入占总收入的比重约为 47.93%，2017 年，法尔胜商业保理净利润占上市公司净利润的比重超过 100%，其市盈率、市净率情况如下：

证券代码	证券简称	市盈率	市净率
000890.SZ	法尔胜	14.11	2.23
深圳聚容（扣除长期股权投资前）		13.86	1.49
深圳聚容（扣除长期股权投资后）		5.18	--

注 1：可比公司市盈率=2018 年 7 月 31 日收盘价对应市值/2017 年归属于母公司所有者的净利润；可比公司市净率=2018 年 7 月 31 日收盘价对应市值/2018 年 6 月 30 日归属于母公司所有者的净资产。

注 2：本次评估，深圳聚容采用基于母公司口径的收益法确定评估值，该评估值中包含以资产基础法确定评估值的长期股权投资，合计金额 33,456.44 万元，占深圳聚容收益法评估结果的比重较大，此处以扣除长期股权投资前及扣除长期股权投资后的收益法评估值 49,200.00 万元及 15,743.56 万元分别对深圳聚容本次交易对应的市盈率进行计算。

注 3：深圳聚容扣除长期股权投资前静态市盈率计算公式为：扣除长期股权投资前的评估值/深圳聚容 2017 年合并口径归属于母公司股东的净利润；深圳聚容扣除长期股权投资后静态市盈率计算公式为：扣除长期股权投资后的评估值/深圳聚容 2017 年母公司净利润；深圳聚容市净率计算口径为：本次交易评估值/评估基准日净资产账面价值

根据上表，深圳聚容本次交易对应扣除长期股权投资前及扣除长期股权投资后的市盈率、市净率均低于可比上市公司，具有合理性。

（3）可比收购案例

详见“第 12 题”之“3）结合同行业可比评估情况，补充披露深圳聚容评估增值合理性，2019 年-2022 年预测收入、成本、费用的预测过程、依据及其可实现性”之“（一）结合同行业可比评估情况，补充披露深圳聚容评估增值合理性”。

（4）评估增值合理性

本次评估采用收益法的评估结果作为深圳聚容的评估值。收益法是通过估算企业未来预期现金流和采用适宜的折现率，将预期现金流折算成现时价值，得到股东全部权益价值，其价值包含了单项资产、商誉、市场渠道和客户等综合元素形成的有机整

体，故形成了评估增值。

本次评估，深圳聚容扣除长期股权投资后的市盈率、市净率均低于可比上市公司平均值，扣除长期股权投资前及扣除长期股权投资后的静态市盈率均低于可比收购案例静态市盈率，结合商业保理行业广阔的发展前景及深圳聚容良好的产融协同、雄厚的资金实力等竞争优势，本次评估增值具有合理性。

2、大理置业

大理置业行业地位、核心竞争力、市场竞争格局、同行业公司市盈率情况、可比收购案例及评估增值合理性等情况详见本节“（三）大理置业”

（三）大理置业

本次评估以资产基础法、收益法两种方法对大理置业进行评估，并采用资产基础法的评估结果为最终评估结果。截至评估基准日，大理置业采用资产基础法评估的净资产账面价值为 21,197.03 万元，评估值为 84,860.19 万元，评估增值 63,663.16 万元，增值率 300.34%。

1、行业地位、核心竞争力及市场竞争格局

近年来，我国经济平稳向好、产业结构持续优化、餐饮、零售、住宿等第三行业稳健发展，城镇化与区域经济一体化稳步推进，为商业地产长远发展奠定良好的宏观环境基础。大理置业所在地大理市是滇缅公路、滇藏公路的交汇地，为云南省的滇西中心城市、区域交通枢纽和滇西物流中心，初步形成了铁路、高等级公路、航空结合，城乡连通，辐射周边的立体交通网。近年来，大理市经济整体发展平稳，旅游社会总收入增长率不断攀升；2015 年随着一带一路上的大理滇西市中心位置确立，大理的旅游收入和接待海内外游客人数增长出现井喷。

大理置业主要经营大理健康养生创意园的开发建设，结合大理独特深厚的人文历史积淀以及项目用址卓越的自然生态资源，大理置业以云南白药健康领域雄厚的健康产业实力为实施基础，建设集健康、养生、休闲、旅游、度假为主题，融合宜养、宜居、宜旅、宜业多元化功能为一体的精品酒店群落康旅养生及旅游度假目的地。虽然近年来我国商业地产行业竞争日趋激烈，但大理健康养生创意园与大理周边商业主题小镇、旅游度假项目具有不同的竞争维度、市场客群及运营模式，在国家倡导“健康中

国”的宏观战略背景下，具有明显的差异化及独特性优势。在激烈的市场竞争环境下，大理置业依托云南白药集团大健康产业技术、人才、资金及资源优势，结合大理区域成熟的旅游及地产开发优质基础，规划建设全新的“健康养生深度旅游特色项目”，掌握了行业发展先机，具有良好的市场发展前景和竞争力。

2、同行业公司市盈率、市净率情况

大理置业主要从事大理健康养生创意园项目的开发建设，相较于同行业从事商业地产开发的上市公司，其开发项目规模较小且项目单一，且目前仍处于项目开发阶段，不适合进行同行业上市公司的对比分析。

3、可比收购案例

2016 年以来，大理置业及可比交易估值情况如下：

证券代码	证券简称	标的公司	评估基准日	最终定价的评估方法	评估基准日账面净资产（万元）	评估值（万元）	市净率
600848.SH	上海临港	合资公司	2018/6/30	资产基础法	155,755.39	905,575.03	5.81
		高科技园	2018/6/30	资产基础法	285,341.28	1,334,120.14	4.68
		科技绿洲公司	2018/6/30	资产基础法	16,567.06	74,057.75	4.47
		南桥公司	2018/6/30	资产基础法	82,039.24	118,540.87	1.44
		双创公司	2018/6/30	资产基础法	6,498.72	14,320.80	2.20
		华万公司	2018/6/30	资产基础法	7,166.79	25,768.18	3.60
000031.SZ	中粮地产	大悦城地产	2018/5/31	资产基础法	1,397,150.16	2,566,648.24	1.84
600657.SH	信达地产	淮矿地产	2017/3/31	资产基础法	662,511.39	783,294.71	1.18
600655.SH	豫园股份	新元房产	2017/6/30	资产基础法	104,269.64	161,484.26	1.55
		其他 24 家	2017/6/30	资产基础法	958,898.82	2,236,211.89	2.33
600773.SH	西藏城投	藏投酒店	2016/6/30	资产基础法	45,124.29	94,960.86	2.10
		泉州置业	2016/6/30	资产基础法	54,899.37	110,667.21	2.02
		陕西国锂	2016/6/30	资产基础法	17,208.67	20,128.51	1.17
600675.SH	中华企业	中星集团	2016/8/31	资产基础法	748,652.10	1,747,214.67	2.33
000720.SZ	*ST 新能	宁华物产	2016/4/30	资产基础法	18,418.02	58,263.10	3.16
		宁华世纪	2016/4/30	资产基础法	39,552.97	167,491.76	4.23
000537.SZ	广宇发展	重庆鲁能	2016/4/30	资产基础法	83,815.68	137,990.99	1.65
		重庆鲁能英大	2016/4/30	资产基础法	4,407.93	26,099.06	5.92
		宜宾鲁能	2016/4/30	资产基础法	53,400.70	85,069.95	1.59
		鲁能亘富	2016/4/30	资产基础法	157,630.78	393,043.97	2.49
		顺义新城	2016/4/30	资产基础法	180,653.01	268,913.14	1.49

证券代码	证券简称	标的公司	评估基准日	最终定价的 评估方法	评估基准日 账面净资产 (万元)	评估值(万元)	市净率
平均值							2.73
中位数							2.20
大理置业							2.61

注 1：市净率=评估值/评估基准日账面净资产

如上表所示，大理置业本次重组评估对应的市净率为 2.61，低于可比交易案例市净率平均值 2.73 倍，具备合理性。

4、评估增值合理性

本次评估大理置业的评估增值主要来源于存货—开发成本，主要是因为本次评估对大理置业土地市场价格采用市场法评估，由于大理置业土地取得成本较低，加之近年来由于待估土地所在区域经济有一定发展，使得土地市场的价格有了很大提高，故形成了评估增值。

综合考虑大理置业雄厚的健康产业基础、独特的竞争优势、良好的发展前景及同行业可比交易的估值情况，本次评估大理置业的评估增值具有合理性。

（四）核查意见

经核查，评估师认为：结合各公司行业地位、核心竞争力、市场竞争格局、同行业公司市盈率情况以及可比收购案例等情况，白药控股、白药控股投资、深圳聚容及大理置业的评估增值具有合理性。

二、结合天颐茶品经营状况、业务模式、竞争环境等，补充披露天颐茶品评估值为负的原因。

（一）经营状况及业务模式

天颐茶品成立于2012年年底，主要经营红瑞徕凤庆滇红茶、醉春秋普洱茶、白茶等茶叶的生产和销售。天颐茶品下设2家全资子公司，分别为云南白药天颐茶源临沧庄园有限公司、云南省凤庆茶厂有限公司，其中临沧庄园主要为天颐茶品提供销售服务、茶产品体验及茶文化的推广服务；凤庆茶厂主要通过对茶叶的加工为天颐茶品提供粗茶等半成品，母子公司之间存在业务上的上下游关系或服务一体关系。

天颐茶品从成立之初采取的业务模式为基地+加工+销售模式，拥有自己的茶园和

加工车间，独立销售产品，实现产销一体化，能够控制产品质量和拥有稳定的供应来源。公司的主要生产和销售模式如下：

1、生产模式

企业生产分滇红茶、普洱茶、白茶等，其中凤庆茶厂主要采购原茶后进行半加工，将半加工的产品送到天颐茶品进行精加工，形成茶成品。

2、销售模式

主要依托传统渠道，试点布局新兴渠道。结合门店、庄园等优质平台资源，形成了业内独具一格的体验式销售模式。采取在全国范围内招代理商及主要重点区域开直营店相结合的模式，代理商分战略经销商、省级经销商、专营店三个层级，每个层级订购产品的价格政策为战略经销商直接找厂家进货即为出厂价，省级经销商找战略商进货，专营店找省级经销商进货。定价政策：采用成本及市场相结合的定价策略，经营销办公会审议，各部门负责人签批后执行。产品主要销售地区：全国各省份及地级市场，重点为山东、河北、天津、河南、江苏、北京、广州、云南等。

（二）竞争环境

伴随着中国茶业几年来的高速发展，目前茶行业正处于较长的成长期中，茶行业已经形成了一定的产业格局，具备了一定的规模，但是整体水平仍然较为低下，虽有为数不多的规模较大企业，但企业规模普遍较小，市场集中度较低，知名品牌企业少，中低档产品多，产业格局尚不够稳定。

目前天颐茶品主要经营滇红茶和普洱茶，其市场定位以中高端为主，低端产品为辅。作为云南白药构建大健康产业的新业务板块，在消费升级大趋势之下，天颐茶品始终坚持“用制药的理念做健康好茶，喝健康茶才有益健康”的经营理念 and “新白药、大健康”的发展战略规划，稳步打造茶叶全产业链，开拓全国市场布局。目前，天颐茶品的产品研发、生产和市场营销体系化系统已基本建成，产品品牌基本完成构建；自身产品体验平台已经建成，全国体验平台的建设正在稳步推进，良好的运营体系及云南白药优质的品牌效应，为天颐茶品在尚处于成长期的茶行业中提供了较强的竞争优势。

（三）天颐茶品评估值为负的原因

天颐茶品的经营模式拥有完整的茶叶产业链，在现有竞争环境下，对于其扩大规

模发展有较大优势。但天颐茶品目前尚处于起步阶段，考虑到茶产品生产和销售行业的行业特征及天颐茶品的现有经营模式，天颐茶品需要逐步培养自己的品牌、维护稳定的客户群体，需要较长的时间周期和较大金额的资金投入，以及品牌的长期积累和沉淀，大额的历史累计亏损，使得评估基准日天颐茶品净资产为负数。

此外，天颐茶品股东原始资本投入仅为2000万元，其余投入主要通过白药控股提供借款的形式，合计金额24,883.69万元（截至2018年7月31日），用以支持天颐茶品业务发展。上述股东投入结构使得天颐茶品评估基准日负债水平较高，净资产水平较低。

受到上述历史亏损及股东业务支持借款的影响，在采用资产基础法及收益法评估时，天颐茶品的账面净资产为-19,354.35万元，评估增值不足以弥补历史亏损，从而造成天颐茶品净资产评估值为负数。

（四）天颐茶品的持续经营能力

天颐茶品2013-2018年的财务状况及经营成果（合并口径）如下：

单位：万元

项目	2013年12月31日	2014年12月31日	2015年12月31日	2016年12月31日	2017年12月31日	2018年12月31日
资产总额	26,358.44	19,284.06	17,768.29	20,163.52	23,885.99	28,606.30
负债总额	27,312.56	25,137.60	24,434.26	28,320.70	32,049.05	46,984.03
净资产	-954.12	-5,853.54	-6,665.97	-8,157.18	-8,163.06	-18,377.73
项目	2013年	2014年	2015年	2016年	2017年	2018年
营业收入	6,313.08	5,605.44	9,592.26	8,100.21	10,778.83	11,022.36
营业成本	1,811.62	2,161.24	3,741.56	4,043.58	6,144.12	5,049.12
销售费用	4,580.46	6,503.65	6,129.90	4,027.85	2,899.13	3,264.94
销售费用率	72.55%	116.02%	63.90%	49.73%	26.90%	29.62%
管理费用	1,347.49	1,876.37	1,431.29	1,603.05	1,643.77	1,836.06
管理费用率	21.34%	33.47%	14.92%	19.79%	15.25%	16.66%
营业利润	-1,519.20	-4,982.46	-1,829.51	-1,637.19	17.51	-11,517.53
利润总额	-1,474.62	-4,878.80	-789.28	-1,426.68	18.41	-11,376.07
净利润	-1,478.01	-4,899.42	-812.43	-1,491.20	-5.89	-10,214.66

注：2018年数据未经审计

从上表分析得出，按照天颐茶品的生产、销售模式，为了拓展市场，获得消费者的认可，天颐茶品在经营初期需要投入大量的销售费用，使得天颐茶品在2016年前每年均出现较大幅度的亏损，历史累计亏损超过1亿元，远高于公司注册资本0.2亿元。进入2017年后，基于前期的市场推广，天颐茶品的产品逐步得到消费者的认可并占据

了一定的市场份额，其收入进入稳步增长，且销售费用较经营初期有所下降，2017年的营业利润已扭亏为盈，2018年，由于天颐茶品下属子公司临沧庄园特许经营权计提了较大的资产减值损失，合计金额11,971.05万元，使得天颐茶品营业利润为负，若扣除上述特许经营权减值影响，天颐茶品2018年营业利润为453.52万元，自2013年以来均呈现上升态势。

综上，2016年-2018年，天颐茶品营业收入稳步增长，扣除一次性资产减值损失影响后，其营业利润呈现上升趋势，具有较好的持续经营能力。

（五）上市公司购买天颐茶品股权的必要性及合理性

在激烈的竞争环境中，凭借一体化的经营模式、前期的积极投入及良好的品牌效应，天颐茶品的经营状况已逐渐改善，营业收入稳步增长。考虑到天颐茶品主要从事品牌茶叶的生产及销售、与茶产业相关庄园体验服务，未来上市公司通过整合天颐茶品的茶及茶衍生产品和服务业务，可进一步拓展在大健康和消费品领域的产业布局，探索由产品向服务延伸的具体路径，丰富云南白药品牌内涵，充分发挥双方在品牌、渠道和区域等方面的优势协同，丰富公司的产品和业务布局，补强公司现有的大健康产业链，与上市公司“新白药，大健康”的发展战略相协同，打造覆盖大健康全产业链的综合性平台，具有必要性及合理性。

（六）核查意见

经核查，评估师认为：天颐茶品评估值为负数与其历史亏损及股东提供的业务支持借款相关，其营业利润已于2017年实现扭亏为盈，扣除一次性减值影响后2018年的营业利润进一步改善，结合其经营状况、业务模式、竞争环境等情况，天颐茶品具备持续经营能力，上市公司本次购买天颐茶品具备必要性及合理性。

三、结合大理置业主要房产项目、相关项目周边地价和房价情况等，补充披露大理置业主要房产项目评估增值合理性。

本次评估以资产基础法、收益法两种方法对大理置业进行评估，并采用资产基础法的评估结果为最终评估结果。截至评估基准日，大理置业净资产账面价值为 21,197.03 万元，评估值为 84,860.19 万元，评估增值 63,663.16 万元，增值率 300.34%，评估增值主要来源于存货及其他无形资产，其中，存货的主要构成为开发成本，其账面价值

65,760.79 万元，评估值 129,412.07 万元，评估增值 63,651.27 万元，增值率 96.79%。

（一）大理置业主要房产项目介绍

大理置业目前主要开发大理健康养生创意园项目，该项目位于大理旅游度假区，项目用地毗邻崇圣寺，背靠苍山、面朝洱海。大理健康养生创意园秉承“新白药、大健康”的集团发展战略，依托大理独特深厚的人文历史积淀以及优越的自然生态资源，作为大理市最大的大型度假养生项目，具有良好的发展前景。

大理健康养生创意园位于大理古城旅游度假区的核心地段，周围聚集了大理 80% 的旅游资源，具有中心服务辐射和覆盖的优势。同时，该项目属于大理海西片区，由于大理“保护海西、开发海东”的政策，海西土地较为稀缺，为大理置业提供了较好的竞争优势。

目前，项目已取得土地使用权证，主要用于开发高端别墅型酒店，土地使用权统计如下：

序号	证载使用权人	土地证书号	宗地位置	登记面积(m2)	土地使用权类型	用途	证载终止日期
1	云南白药大理置业有限公司	大国用（2016）第 06223 号	大理市大理镇三文笔村以西	200,950.48	出让	商业用地	2051/10/17
2	云南白药大理置业有限公司	大国用（2016）第 06224 号	大理市大理镇崇圣寺以南	36,986.66	出让	商业用地	2053/10/25
3	云南白药大理置业有限公司	大国用（2016）第 06225 号	大理市大理镇三文笔村以西	179,443.40	出让	商业用地	2051/6/3

大理健康养生创意园主要为别墅酒店型物业，设计内容分为四大个部分：配套商业区、精品养生酒店区、健康养生区以及养生定制区等，包括商业街、精品客栈、养生酒店、养生中心，康体中心、相关公共配套建筑、绿化景观等。根据项目修建性详规，该项目总建筑面积为 329,197.59 平方米，其中大理健康养生创意园酒店面积为 257,596.27 平方米；地上车库面积为 19,727.18 平方米；地下车位面积为 51,874.14 平方米，项目主要经济技术指标如下：

经济技术指标一览表			
项目	单位	数值	备注
规划总用地	平方米	417,380.54	

总建筑面积		平方米	329,197.59	
其中	地上建筑面积	平方米	277,323.45	
	地下车库建筑面积	平方米	51,874.14	
建筑占地面积		平方米	114,153.58	
建筑密度		%	27.35%	
绿地面积		平方米	153,487.29	
绿地率		%	36.77%	
计容面积		平方米	279,644.45	
容积率			0.66	
停车位		个	1402	

《云南白药大理健康养生创意园修建性详细规划》目前已通过大理州、市、区三级领导专家联合技术审查并通过大理省级旅游度假区管理委员会、大理市城乡规划委员会审查，因涉及大理市总体规划调整，该修建性详细规划尚未经大理州城乡规划委员会审查，大理置业目前已将该修建性详细规划报送大理州城乡规划委员会，待大理市总体规划调整完成后即可开展审批工作。

（二）相关项目周边地价和房价情况

1、大理置业相关项目周边地价情况

经检索中国土地市场网，2016 年大理市范围内（不含海东新区）同类型的其他商服用地共成交 6 例，成交均价为 1195 元/平方米。2017-2018 年同类型的其他商服用地共成交 5 例，成交均价为 2536 元/平方米。主要数据统计如下：

2016 年同类型土地成交案例

序号	地块名称	土地用途	成交日期	土地面积（公顷）	成交价（万元）	成交单价（元/㎡）	受让单位
1	大理市大理镇双狮路以南、复兴路北延段以东	其他商服用地	2016/4/29	0.46884	597.771	1,275.00	大理一粟堂旅游文化发展有限公司
2	大理市关宾路以北、白塔河以西	其他商服用地	2016/6/27	0.736361	883.6332	1,200.00	崔建达
3	大理市凤仪镇普和箐内	其他商服用地	2016/6/27	0.741845	723.2989	975.00	大理金辉汽车服务有限公司
4	大理市银桥镇绿色食品工业园区	其他商服用地	2016/8/25	1.2871	1447.9875	1,125.00	云南明阳风电技术有限公司
5	大理市喜洲镇喜洲法庭以北、喜洲派出所以西	其他商服用地	2016/9/12	0.105171	154.6014	1,470.00	大理旅游古镇开发有限公司

序号	地块名称	土地用途	成交日期	土地面积 (公顷)	成交价(万元)	成交单价 (元/m²)	受让单位
6	大理市上关镇马厂村、 永安江东北	其他商 服用地	2016/12/2	1.6307	1834.5375	1,125.00	大理鹏山农贸 市场开发有限 公司
	平均价					1,195.00	

2017-2018 年同类型土地成交案例

序号	地块名称	土地用途	成交日期	土地面积 (公顷)	成交价(万元)	成交单价 (元/m²)	受让单位
1	大理镇大理天龙八部 影视城东北、苍山大道 以西	其他商 服用地	2017/5/3	2.65	5,568.27	2,100.00	大理苍山地 质公园有限 责任公司
2	大理市大理镇一塔路 西段(白鹤溪水厂路以 北)	其他商 服用地	2017/9/5	1.08	2,592.00	2,400.02	大理智慧旅 游发展有限 公司
3	大理市双廊镇双廊村 北大丽高速公路出入 口旁	其他商 服用地	2017/10/12	2.02	4,553.10	2,250.00	大理市双廊 景异文化旅 游开发有限 责任公司
4	大理市大理镇上末村 苍山大道以西	其他商 服用地	2018/3/5	4.78	15,057.47	3,150.00	大理久事置 业有限公司
5	大理镇大理苍山地质 公园有限公司以北、影 视城弹石路以西	其他商 服用地	2018/5/15	21.44	59,613.42	2,781.00	大理古城华 侨城投资开 发有限责任 公司
	平均价					2,536.20	

从以上统计数据可以看出,大理市近 2 年项目同类型的土地价格上涨幅度较大(超过 100%)。

通过对近 2 年的实际成交案例的区域因素和个别因素的分析,最终选取三个交易案例作为可比案例:

项目	案例一	案例二	案例三
位置	大理市大理镇上末村 苍山大道以西	大理市大理镇一塔路西段 (白鹤溪水厂路以北)	大理镇大理苍山地质公园有限公司 以北、天龙八部影视城以东
受让单位	大理久事置业有限公司	大理智慧旅游发展有限公司	大理古城华侨城投资开发有限责任 公司
成交日期	2018/3/5	2017/9/5	2018/5/15
面积(公顷)	4.78	1.08	21.44

交易价格(元/平方米)	3,150.00	2,400.00	2,780.00
-------------	----------	----------	----------

经过各因素修正，大理健康养生创意园项目宗地的评估单价约为 2,500.00 元/平方米，略低于近 2 年的成交均价 2536 元/平方米，估值合理。

2、大理置业相关项目周边房价情况

经对周边房地产市场调查，同类型项目统计如下：

◆苍海高尔夫

项目名称	苍海高尔夫
地址/售楼处地址	大理市大理镇三塔北路（苍海高尔夫球场内）
近期开盘时间	2018 年 3 月
建筑形态	别墅
产权年限	40 年
楼盘分期/开发周期	共二期，分为云镜及御海，占地总面积 4000 亩
优惠政策	一次性全款优惠 3%，分期优惠 1%
主力户型	83 m ² （两居）、89 m ² （两居）、91 m ² （两居）
内部配套信息	高尔夫球会的超级配套，五星级产权式度假酒店
楼盘销售均价	23000 元/平方米

◆大理朴墅

项目名称	大理朴墅
地址/售楼处地址	苍山景观大道 1 号
近期开盘时间	2018 年 7 月
建筑形态	叠拼、联排、独栋
产权年限	40 年
楼盘分期/开发周期	分三期开发、占地面积 93 亩
优惠政策	暂无优惠
主力户型	137 m ² 、143 m ² 、173 m ²
内部配套信息	商业街、酒店、艺术中心
楼盘销售均价	16000 元/平方米

◆大理王宫

项目名称	大理王宫
地址/售楼处地址	大理大学旁
近期开盘时间	2017 年 9 月
建筑形态	叠院
产权年限	40 年
优惠方式	一次性 7%、按揭 4%
楼盘分期/开发周期	分三期开发、占地面积 134.93 亩
主力户型	218 m ² 、94 m ² 、77 m ²

内部配套信息	商业街、酒店、艺术中心
楼盘销售均价	21000 元/平方米

从以上数据可以看出，周边同类型楼盘的成交均价约为 2 万元/平方米，在扣减开发成本、开发费用后能够合理反映目前的地价水平。

此外，根据国家统计局数据显示，2016 年至 2018 年大理市新建住宅房价上涨比例约为 30%，房价较高的涨幅亦能客观反映地价上涨水平。

（三）核查意见

经核查，评估师认为：大理置业主要房产项目依托良好的地理位置、深厚的健康产业积淀，形成了独特的竞争优势。大理健康养生创意园项目宗地的评估单价略低于近 2 年的成交均价，周边房价 2016-2018 年的较高涨幅也客观反映了周边地价上涨水平，因此，综合考虑大理市近 2 年地价和房价的快速上涨情况，本次评估大理置业主要房产项目评估增值具备合理性。

（此页无正文，为《北京中同华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>[190046 号]的回复》之盖章页）

北京中同华资产评估有限公司

2019 年 月 日