

# 北京国融兴华资产评估有限责任公司

## 关于

### 上海证券交易所《关于对杭州天目山药业股份有限公司 发行股份及支付现金购买资产并募集配套资金预案信息披露 的问询函》的回复

#### 上海证券交易所：

根据贵所于 2017 年 7 月 7 日出具的《关于对杭州天目山药业股份有限公司发行股份及支付现金购买资产并募集配套资金预案信息披露的问询函》（上证公函[2017]0814 号）的要求，北京国融兴华资产评估有限责任公司对有关问题进行了逐项核查和落实，现就相关事项回复说明如下：

如无特别说明，本回复中的词语或简称与《杭州天目山药业股份有限公司发行股份及支付现金购买资产并募集配套资金预案》中“释义”所定义具有相同含义。

14. 预案披露，标的资产标的公司本次预估值为 36,120.36 万元，增值率为 122%；预案未披露收益法预估的主要参数和资产基础法的预估结果。请公司：  
（1）补充资产基础法的预估结果，若两种方法的预估结果有重大差异，请说明差异原因；（2）结合标的资产的历史经营情况及预测经营情况，说明标的资产增值的合理性；（3）结合可比上市公司及可比交易，说明本次交易预估的合理性和公允性。请财务顾问和评估师发表意见。

回复：

#### 【情况说明】

##### 一、标的公司资产基础法的预估结果及与收益法预结果的差异分析

资产基础法的预估结果为 18,279.71 万元。经对资产基础法和收益法两种评估结果的比较，收益法与资产基础法的评估价值相差 17,840.65 万元，差异率为

98%。收益法侧重企业未来的收益，是在评估假设前提的基础上做出的，而资产基础法侧重企业形成的历史和现实，因方法侧重点的本质不同，造成评估结论的差异性。

资产基础法是从静态的角度确定企业价值，而没有考虑企业的未来发展与现金流量的折现值，也没有考虑到其他未记入财务报表的因素，如人力资源、营销网络、稳定的客户群等因素，往往使企业价值被低估。

收益法评估中，不仅考虑了已列示在企业资产负债表上的所有有形资产、无形资产和负债的价值，同时也考虑了资产负债表上未列示的企业人力资源、营销网络、稳定的客户群等商誉。采用收益法的结果，更能反映出安徽德昌药业股份有限公司的真实企业价值。

## 二、标的资产增值的合理性

### 1、预估结果的主要参数简介

评估的基本模型为：

$$E = B - D$$

式中：E：评估对象的股东全部权益价值；

B：评估对象的企业价值；

D：评估对象的付息债务价值。

其中B：评估对象的企业价值的模型为：

$$B = P + \sum C_i$$

式中：

P：评估对象的经营性资产价值；

$$P = \sum_{i=1}^n \frac{R_i}{(1+r)^i} + \frac{R_{i+1}}{r(1+r)^i}$$

R<sub>i</sub>：评估对象未来第i年的预期收益（自由现金流量）；

r：折现率；

n：评估对象的未来持续经营期，本次评估未来经营期为无限期。

ΣC<sub>i</sub>：评估对象基准日存在的非经营性、溢余性资产的价值和长期股权投资价值。

步趋稳符合中药饮片行业的特点。

净利润分析：2015 年度、2016 年度的净利润率分别为 12.77%、13.96%，2017 年度至 2021 年度预测净利润率分别为 12.64%、12.79%、12.93%、12.90%及 12.74%，与毛利润率趋势一致，主要随着德昌药业的管理趋于稳定，各项期间费用将得到有效控制。

综上，本次估值约为 3.6 亿元，增值率为 122%，预估具有合理性。

### 三、本次交易预估的合理性和公允性

#### 1、德昌药业与可比公司的市盈率比较

评估人员通过 wind 资讯，选取了中药行业主营业务为中药饮片或原料药的上市公司共 7 家，各数据对比如下：

代码	名称	主营产品	市盈率 (2017-4-30)	扣非后市盈率 (2017-4-30)	市净率 (2017-4-30)	市销率 (2017-4-30)	市值 (2017-4-30) 亿元
600222.SH	太龙药业	中药饮片	937.12	-5316.59	2.73	4.18	40.52
300181.SZ	佐力药业	中药饮片	81.91	96.14	3.64	5.85	48.51
600518.SH	康美药业	中药饮片	28.11	28.36	3.54	4.20	961.25
002349.SZ	精华制药	中药材及 中药饮片	54.44	55.70	3.96	8.74	84.48
002433.SZ	太安堂	中药材初 加工	30.66	33.59	1.67	2.45	78.34
002317.SZ	众生药业	中药饮片	23.29	26.33	2.87	5.88	100.71
行业平均			<b>192.59</b>	-	<b>3.07</b>	<b>5.22</b>	<b>218.97</b>
德昌药业			<b>951</b>	<b>1052</b>	<b>236</b>	<b>133</b>	<b>3.61</b>

表格中以 2016 年末可比上市公司的营业收入和净利润为基础计算市盈率和市销率。通过以上数据对比，德昌药业各项指标均低于中药饮片行业上市公司的平均水平，故本次预估估值具有公允性和合理性。

#### 2、与其他饮片加工类企业的比较

根据 wind 统计数据，自 2014 年 1 月 1 日至 2017 年 6 月 30 日医药制造业的收购案例共计 39 例，其中标的主营业务为中药饮片类的 2 家，各指标情况如下：

重组事件	交易时间	市盈率	市净率	市销率	增值率	取值评估方法
康恩贝收购珍诚医药 26.44% 股权	2015.6.30	29.27	2.12	0.42	112.18%	收益法

众生药业 12.7 亿收购先强药业 97.69%股权	2015.6.4	21.57	5.32	10.58	432.46%	收益法
平均值		25.42	3.72	5.5	272.32%	
本次交易		9.52	2.22	1.33	122.28%	

表格中以重组报告书评估基准日上一年度标的资产的营业收入和净利润为基准计算市盈率和市销率。可以发现，涉及中药饮片类的收购事件的平均市盈率为 25.42；平均市销率为 5.50；平均市净率为 3.72；平均评估增值率为 272.32%；本次交易的市盈率为 9.52，市销率为 1.33，市净率为 2.22，评估增值率为 122.28%，除市盈率较低外，其余指标均位于行业指标区间内，略低于行业指标平均水平。因此，本次交易预估值具有合理性和公允性。

### 【中介机构核查意见】

经上述核查，评估师认为：本次交易标的公司的预估值合理、公允。

15. 预案披露，标的公司《社会福利企业证书》已过期，且安徽省民政厅已取消福利企业资格认定事项。请公司补充披露：（1）标的公司作为社会福利企业是否享有相应的税收优惠政策，如有，请具体说明，并量化分析该等税收优惠政策对标的公司报告期内利润表的影响；（2）失去福利企业资格对本次预估作价的具体影响。请财务顾问和评估师发表意见。

回复：

### 【情况说明】

#### 一、报告期内，标的公司涉及的社会福利企业相关税收优惠政策

报告期内，标的公司涉及的社会福利企业相关税收优惠政策如下：

税收优惠政策	财税（2007）92号《关于促进残疾人就业税收优惠政策的通知》	财税（2016）52号《关于促进残疾人就业增值税优惠政策的通知》
颁布部门	财政部、国家税务总局	财政部、国家税务总局
政策施行日	2007年7月1日	2016年5月1日
政策废止日	2016年5月1日	-
优惠政策对象	安置残疾人就业的单位（包括福利企业、盲人按摩机构、工疗机构和其他单位）并经过有关部门的认定	安置残疾人的单位和个体工商户

<p><b>优惠政策实行方式及限额</b></p>	<p>对安置残疾人的单位，实行由税务机关按单位实际安置残疾人的人数，限额即征即退增值税或减征营业税的办法。实际安置的每位残疾人每年可退还的增值税或减征的营业税的具体限额，由县级以上税务机关根据单位所在区县（含县级市、旗，下同）适用的经省（含自治区、直辖市、计划单列市，下同）级人民政府批准的最低工资标准的6倍确定，但最高不得超过每人每年3.5万元。</p>	<p>对安置残疾人的单位和个体工商户，实行由税务机关按纳税人安置残疾人的人数，限额即征即退增值税的办法。安置的每位残疾人每月可退还的增值税具体限额，由县级以上税务机关根据纳税人所在区县（含县级市、旗，下同）适用的经省（含自治区、直辖市、计划单列市，下同）人民政府批准的月最低工资标准的4倍确定。</p>
<p><b>享有优惠政策的条件</b></p>	<p>（一）依法与安置的每位残疾人签订了一年以上（含一年）的劳动合同或服务协议，并且安置的每位残疾人在单位实际上岗工作。</p> <p>（二）月平均实际安置的残疾人占单位在职职工总数的比例应高于25%（含25%），并且实际安置的残疾人人数多于10人（含10人）。月平均实际安置的残疾人占单位在职职工总数的比例低于25%（不含25%）但高于1.5%（含1.5%），并且实际安置的残疾人人数多于5人（含5人）的单位，可以享受本通知第二条第（一）项规定的企业所得税优惠政策，但不得享受本通知第一条规定的增值税或营业税优惠政策。</p> <p>（三）为安置的每位残疾人按月足额缴纳了单位所在区县人民政府根据国家政策规定的基本养老保险、基本医疗保险、失业保险和工伤保险等社会保险。</p> <p>（四）通过银行等金融机构向安置的每位残疾人实际支付了不低于单位所在区县适用的经省级人民政府批准的最低工资标准的工资。</p> <p>（五）具备安置残疾人上岗工作的基本设施。</p>	<p>（一）纳税人（除盲人按摩机构外）月安置的残疾人占在职职工人数的比例不低于25%（含25%），并且安置的残疾人人数不少于10人（含10人）；盲人按摩机构月安置的残疾人占在职职工人数的比例不低于25%（含25%），并且安置的残疾人人数不少于5人（含5人）。</p> <p>（二）依法与安置的每位残疾人签订了一年以上（含一年）的劳动合同或服务协议。</p> <p>（三）为安置的每位残疾人按月足额缴纳了基本养老保险、基本医疗保险、失业保险、工伤保险和生育保险等社会保险。</p> <p>（四）通过银行等金融机构向安置的每位残疾人，按月支付了不低于纳税人所在区县适用的经省级人民政府批准的月最低工资标准的工资。</p>

**（一）标的公司作为社会福利企业享有相应的税收优惠政策**

（1）2000年6月20日，安徽省民政厅出具《关于2000年第一批新办社会福利企业的批复》（民生函[2000]339），批准亳州市德昌药业有限公司为社会福利企业，于同日领取编号为“3417042”的《社会福利企业证书》。

2016年12月，民政部印发了《关于做好取消福利企业资格认定事项有关工作的通知》（民发〔2016〕180号）。决定自通知发布之日起废止《民政部关于印发〈福利企业资格认定办法〉的通知》（民发〔2007〕103号）及《民政部办公厅关于换发〈福利企业证书〉的通知》（民办函〔2012〕387号），并取消福利企业资格认定事项。

标的公司在2007年7月1日至2016年4月30日这一期间已获取安徽省民政厅认定的社会福利企业资质，符合当时施行有效的财税〔2007〕92号《关于促进残疾人就业税收优惠政策的通知》的要求。

(2) 报告期内标的公司满足退税条件的残疾职工人数情况如下：

2015年度：

申请期间	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月
残疾职工人数(人)	63	63	63	62	62	62	59	58	59	62	62	64
满足退税条件的残疾职工占总员工比例(%)	37.95	37.95	37.95	37.57	37.57	37.57	35.98	31.02	31.05	32.63	32.63	28.18

2016年度：

申请期间	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月
残疾职工人数(人)	64	64	64	64	64	65	67	67	69	73	73	74
满足退税条件的残疾职工占总员工比例(%)	28.96	30.33	26.89	25.70	26.78	27.43	29.68	31.16	30.59	30.26	31.19	31.47

2017年1-4月：

申请期间	1月	2月	3月	4月
残疾职工人数(人)	74	75	75	75
满足退税条件的残疾职工占总员工比例(%)	32.45	31.25	29.18	28.52

由上可知，标的公司月平均实际安置的残疾人占单位在职职工总数的比例应高于25%，并且实际安置的残疾人人数多于10人。

同时，标的公司与安置就业的残疾职工已签订了一年以上的劳动合同并且安置的每位残疾人在单位实际上岗工作，为安置就业的残疾职工按月足额缴纳了基本养老保险、基本医疗保险、失业保险、工伤保险和生育保险等社会保险，并通

过银行转账方式按时支付了工资，且工资不低于当地最低工资标准。

标的公司具有强烈的社会责任感，结合自身业务特点，安置当地残疾人从事分拣、洗药、切药等工作，为残疾人缴纳社会保险，促进残疾人就业。经过标的公司长期实践，残疾人从事的生产环节能够满足生产要求，随着业务发展的需要，标的公司聘用的残疾职工也在逐年上升。标的公司不会因为民政部取消福利企业的认定而停止或者减少聘用残疾职工，并且大部分残疾职工已经是标的公司的长期职工，高于《关于促进残疾人就业税收优惠政策的通知》要求的标准。

因此，标的公司于 2015 年 1 月 1 日至 2016 年 4 月 30 日期间，符合并享有财税〔2007〕92 号《关于促进残疾人就业税收优惠政策的通知》相应的税收优惠政策，于 2016 年 5 月 1 日至 2017 年 4 月 30 日期间，符合并享有财税〔2016〕52 号《关于促进残疾人就业增值税优惠政策的通知》相应的税收优惠政策。

## （二）量化分析该等税收优惠政策对标的公司报告期内利润表的影响

报告期内，标的公司因享有上述税收优惠政策而受到的增值税返还情况如下：

期间	2015 年度	2016 年度	2017 年 1-4 月
增值税退税金额（元）	2,143,260.00	1,247,330.67	-

标的公司 2015 年度、2016 年度分别收到增值税退税金额 2,143,260.00 元、1,247,330.67 元，分别占当期净利润（未经审计）的 6.42%、3.27%，对报告期内利润表影响较小且呈下降趋势。

## 二、失去福利企业资格对本次预估作价的具体影响

根据 2016 年 12 月民政部印发的《关于做好取消福利企业资格认定事项有关工作的通知》（民发〔2016〕180 号），我国已经取消福利企业资格认定事项，根据 2016 年 5 月财政部、国家税务总局印发的《关于促进残疾人就业增值税优惠政策的通知》（财税〔2016〕52 号），安置残疾人的单位和个体工商户只需满足相关条件即可向安徽省亳州市谯城区国家税务局申请并由该国税局核定标的公司当期享有的税收优惠，不再需要经其他部门认定。因此，标的公司失去福利企业资格不会对公司利润造成消极影响，不会对本次预估作价造成影响。

### 【中介机构核查意见】

经核查，评估师认为：标的公司符合 2016 年 5 月财政部、国家税务总局印

发的《关于促进残疾人就业增值税优惠政策的通知》（财税〔2016〕52号）文件相关要求，能够享有国家规定的增值税税收优惠政策，该等税收优惠政策在预测期内预计会持续享有，根据目前的政策标的公司失去福利企业资格不会影响上述优惠政策的实施，对本次预估作价不会造成影响。



(此页无正文，仅为北京国融兴华资产评估有限责任公司关于上海证券交易所《关于对杭州天目山药业股份有限公司发行股份及支付现金购买资产并募集配套资金预案信息披露的问询函》的回复涉及资产评估师答复的盖章页。)

北京国融兴华资产评估有限责任公司

