

北京江河康健医疗管理有限公司
拟收购北京江河源控股有限公司持有的
首颐医疗健康投资管理有限公司股权
涉及的股东全部权益价值项目
估值报告

中和谊评咨字[2018]11008 号
共一册 第一册

北京中和谊资产评估有限公司

2018 年 11 月 23 日

地址：北京崇文门外大街 11 号新成文化大厦 A 座 11 层

邮编：100062 电话：010-67084076 传真：010-67084810

目 录

第一章 估值报告声明	2
第二章 估值基本事项	3
一、委托人概况	3
二、估值标的公司概况	3
三、估值目的	7
四、估值对象	7
五、价值类型和定义	7
六、估值基准日	7
第三章 估值思路及方法选择	8
一、估值方法介绍	8
二、估值方法及路径的选择	8
三、市场法技术路径介绍	9
四、收益法技术路径介绍	10
第四章 估值假设	12
一、一般假设	12
二、特殊假设及前提	12
第五章 估值结论及重要提示	14
一、估值结论的确定	14
二、特别风险提示及估值报告使用限制	15
三、估值报告日	15
估值报告附件	

第一章 估值报告声明

(一) 北京中和谊资产评估有限公司(以下简称“本估值机构”)接受北京江河康健医疗管理有限公司的委托,在本报告设定的假设前提下,以估值标的公司提供的权属证明资料、财务会计信息、未来经营收益预测、其他相关资料为依据,按照通行的估值方法,对其拟收购北京江河源控股有限公司持有的首颐医疗健康投资管理有限公司(以下简称“首颐医疗公司”)股权涉及的首颐医疗公司股东全部权益市场价值进行了估值。

(二) 委托人、估值标的公司应当对提供资料的完整性、真实性、准确性、合法性负责。

(三) 本估值机构通过执行询问、检查和重新计算等核查程序,对首颐医疗公司基于企业经营计划、企业发展规划以及企业未来发展趋势判断做出的未来收益预测资料涉及的相关重大方面的测算过程进行了核查,以核查后的未来收益预测资料作为估值依据。本估值机构对估值对象未来收益预测资料的利用,不是对估值对象未来收益能力的保证;本估值机构不承担未来收益预测资料与未来实际情况可能不符而产生的所有责任。

(四) 本估值报告属于咨询性质。本估值报告不是根据中国资产评估准则要求编制的,本估值报告的观点仅基于财务分析,未将商业、法律、税务、监管环境等其他因素纳入考虑范围。

(五) 本估值报告仅供委托人使用,报告的全部或部分内容不得提供给任何其他单位和个人;任何未经本估值机构确认的机构、单位和个人,不能由于得到本估值报告而成为报告的使用人。

(六) 本估值报告中的分析、判断和估值结论,受估值报告中设定的假设前提和限制条件的影响和限制,委托人或估值委托合同中约定的其他估值报告使用人应充分考虑假设前提及限制条件对估值结论的影响。

(七) 委托人或估值委托合同中约定的其他估值报告使用人只能按照本估值报告载明的估值目的使用本报告,委托人或估值委托合同中约定的其他估值报告使用人在使用本报告前,请务必阅读本估值报告全文并特别注意“特别风险提示及估值报告的使用限制”的影响。

第二章 估值基本事项

一、委托人概况

名称：北京江河康健医疗管理有限公司

住所：北京市顺义区后沙峪镇董各庄村北路6号

法定代表人：刘载望

注册资本：30,000 万元

公司类型：有限责任公司（法人独资）

成立日期：2017 年 03 月 16 日

统一社会信用代码：91110113MA00CMLC4G

经营范围：医院管理；企业管理；健康管理、健康咨询（须经审批的诊疗活动除外）；技术开发、技术咨询、技术服务。（企业依法自主选择经营项目，开展经营活动；依法须经批准的项目，经相关部门批准后依批准的内容开展经营活动；不得从事本市产业政策禁止和限制类项目的经营活动。）

二、估值标的公司概况

（一）注册登记情况

名称：首颐医疗健康投资管理有限公司

住所：北京市顺义区顺通路 25 号 5 幢 243 号

法定代表人：许华杰

注册资本：50000 万元

公司类型：其他有限责任公司

成立日期：2016 年 12 月 27 日

营业期限：2016 年 12 月 27 日至长期

统一社会信用代码：91110113MA00ATB43N

经营范围：投资管理；投资咨询；医院管理；企业管理；企业管理咨询；市场调查；营销策划。（“1、未经有关部门批准，不得以公开方式募集资金；2、不得公开开展证券类产品和金融衍生品交易活动；3、不得发放贷款；4、不得对所投资企业以外的其他企业提供担保；5、不得向投资者投资本金不受损失或者承诺最低收益”；企业依法自主选择经营项目，开展经营活动；依法须经批准的项目，经相关部门批准后依批准的内容开展经营活动；不得从事对本市产业政策禁止和限制类项

目的经营活动。)

(二) 公司股东及持股比例、股权变更情况

(1) 2016年12月27日,首钢集团全资子公司首钢基金联合中国人寿等其他战略投资方共同发起设立首颐医疗健康投资管理有限公司,出资总额为10亿元,其中注册资本5亿元。具体股东出资、持股情况如下:

金额单位:人民币万元

序号	股东名称	认缴出资总额	认缴注册资本	实缴注册资本	比例
1	北京首钢基金有限公司(下称“首钢基金”)	39,000	19,500	19,500	39%
2	国寿成达(上海)健康产业股权投资中心(有限合伙)(下称“国寿成达”)	28,000	14,000	14,000	28%
3	北京江河源控股有限公司(下称“江河源”)	27,000	13,500	13,500	27%
4	深圳神州普惠信息有限公司(下称“神州普惠”)	4,000	2,000	2,000	4%
5	北京首济管理咨询有限公司	2,000	1,000	0	2%
	合计	100,000	50,000	49,000	100%

(2) 2018年2月11日及2018年4月23日江河源与北京顺义创新产业基金合伙企业(有限合伙)(下称“顺义基金”)签订股权转让协议及补充协议,将其持有的首颐医疗9.33332%股权作价279,999,600元人民币转让予顺义基金,对应的首颐医疗整体估值为人民币30亿元。

(3) 2018年8月15日,首颐医疗召开股东会,按照投前估值30亿元以现金方式增资人民币26亿元,根据相关协议约定,由首钢基金增资人民币16亿元,重庆金浦二期医疗健康服务产业股权投资基金合伙企业(有限合伙)(下称“金浦医疗”)增资人民币8亿元,北京江河易知医疗健康投资管理中心(有限合伙)(下称“易知医疗”)增资人民币2亿元。上述增资事项完成后,股东出资、持股情况如下:

金额单位:人民币万元

序号	股东名称	认缴总额	注册资本	比例
1	首钢基金	199,000.00	46,166.67	49.46%
2	国寿成达	28,000.00	14,000.00	15.00%

首颐医疗健康投资管理有限公司股东全部权益价值项目— 估值报告

3	江河源	17,666.68	8,833.34	9.46%
4	金浦医疗	80,000.00	13,333.33	14.29%
5	顺义基金	9,333.32	4,666.66	5.00%
6	易知医疗	20,000.00	3,333.33	3.57%
7	神州普惠	4,000.00	2,000.00	2.14%
8	北京首济同心管理咨询中心（有限合伙）	2,000.00	1,000.00	1.07%
	合计:	360,000.00	93,333.33	100.00%

截止本报告日，增资款第一期 25% 的部分已出资完毕，目前正在办理工商登记手续。

(三) 长期股权投资情况

截至估值基准日，首颐医疗公司对外投资 1 家企业，为北京首颐至简投资管理有限责任公司。

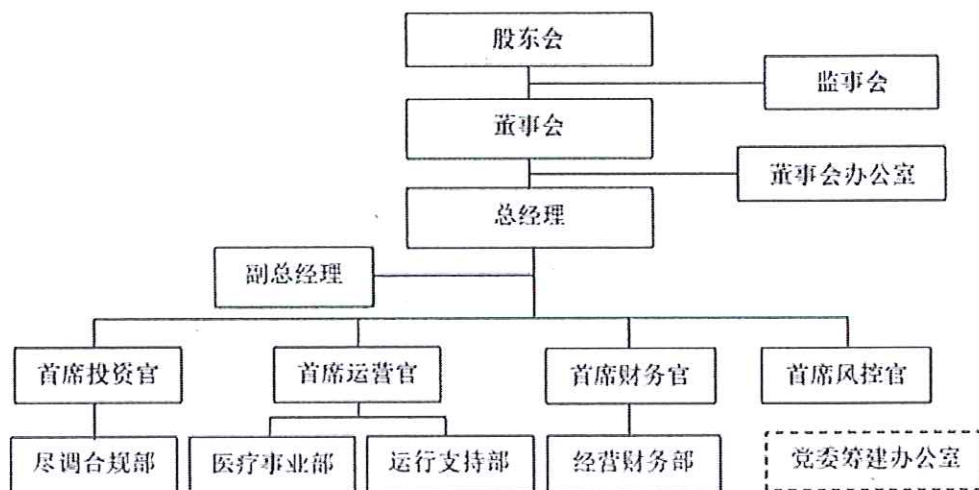
长期股权投资账面价值一览表

金额单位：人民币元

序号	被投资单位名称	投资日期	协议投资期限	持股比例 (%)	投资成本	账面价值
1	北京首颐至简投资管理有限责任公司	2018.1.11	长期	70	2,472,957.63	2,472,957.63

(四) 公司经营管理结构

首颐医疗公司目前采取的管理架构是“三会”治理下的总经理负责制，另外主要设置了尽调合规部、医疗事业部、运行支持部和经营财务部等四个职能部门。产权和经营管理结构如下图所示：



(五) 公司设立以来至估值基准日的资产、负债、权益状况和经营业绩

首颐医疗公司设立于 2016 年 12 月，公司设立以来至估值基准日的资产、负债、权益状况和经营业绩如下：

企业合并口径财务状况

金额单位：人民币元

财务指标	2017 年 12 月 31 日	2018 年 9 月 30 日
总资产	971,726,244.93	968,789,695.45
总负债	6,562,055.22	872,403.43
股东权益	965,164,189.71	967,917,292.02
归属母公司所有者权益	964,107,858.34	967,001,042.19
经营业绩	2017 年度	2018 年 1-9 月
营业收入	631,067.96	0.00
利润总额	-19,256,546.47	6,249,242.39
净利润	-18,296,546.47	6,253,102.31
归属母公司净利润	-18,990,143.81	6,393,183.85

企业母公司财务状况

金额单位：人民币元

财务指标	2017 年 12 月 31 日	2018 年 9 月 30 日
总资产	967,995,682.48	968,160,385.24
总负债	6,364,220.08	835,924.45
股东权益	961,631,462.40	967,324,460.79
经营业绩	2017 年度	2018 年 1-9 月
营业收入		
利润总额	-18,381,529.81	6,716,180.84
净利润	-18,368,537.60	6,720,040.76

以上财务数据，经华普天健会计师事务所（特殊普通合伙）进行了审计，发表了无保留意见，报告号为华普天健会审字[2018]6105号。

(六) 公司主要会计政策

首颐医疗公司遵循企业会计准则，以持续经营为基础，根据实际发生的交易和事项，按照企业会计准则及其应用指南和准则解释的规定进行确认和计量；会计年度自公历 1 月 1 日起至 12 月 31 日止；记账本位币为人民币。

对同一控制下和非同一控制下企业合并的会计处理方法如下：

同一控制下的企业合并，在企业合并中取得的资产和负债，在合并日按取得被合并方在最终控制方合并财务报表中的账面价值计量；

非同一控制下的企业合并，在企业合并中取得的被购买方各项可辨认资产和负债，在购买日按其公允价值计量。

（七）税项

首颐医疗公司适用的主要税种及税率如下：

税种	计税依据	税率
增值税	货物及增值税应税劳务	3%
企业所得税	应纳税所得额	25%
城市维护建设税	按实际缴纳的增值税计缴	7%
教育费附加	按实际缴纳的增值税计缴	3%
地方教育费附加	按实际缴纳的增值税计缴	2%

（八）委托人与估值标的公司关系

委托人与估值标的公司为关联方。

三、估值目的

委托人拟收购北京江河源控股有限公司持有的首颐医疗公司股权，根据委托人的委托，对首颐医疗公司股东全部权益于 2018 年 9 月 30 日的市场价值进行估算。为股权收购事项提供参考建议。

四、估值对象

按照委托人确定，本次估值对象为首颐医疗公司于估值基准日的股东全部权益。

五、价值类型和定义

根据本次项目特点及估值目的，本报告采用的价值类型为市场价值。

市场价值，是指自愿买方和自愿卖方在各自理性行事且未受任何强迫的情况下，估值对象在估值基准日进行正常公平交易的价值估计数额。

六、估值基准日

本报告估值基准日由委托人确定为 2018 年 9 月 30 日。

第三章 估值思路及方法选择

一、估值方法介绍

对企业股东权益的估值方法，一般有市场法、收益法和成本法（资产基础法）。

（一）市场法

市场法，是指将估值对象与可比上市公司或者可比交易案例进行比较，确定估值对象价值的估值方法。市场法常用的两种具体方法是上市公司比较法和交易案例比较法。

上市公司比较法是指获取并分析可比上市公司的经营和财务数据，计算价值比率，在与估值对象比较分析的基础上，确定估值对象价值的具体方法。上市公司比较法中的可比企业应当是公开市场上正常交易的上市公司。交易案例比较法是指获取并分析可比企业的买卖、收购及合并案例资料，计算价值比率，在与估值对象比较分析的基础上，确定估值对象价值的具体方法。

（二）收益法

收益法，是指将预期资本化或者折现，确定估值对象价值的方法。收益法常用的具体方包括股利折现和现金流量折法。

股利折现法是将预期股利进行折现以确定估值对象价值的具体方法，通常适用于缺乏控制权的股东部分权益价值估值。股利折现法的预期股利一般应当体现市场参与者的通常预期，适用的价值类型通常为市场价值。现金流量折现法通常包括企业自由现金流折现模型和股权自由现金流折现模型。

（三）成本法（资产基础法）

资产基础法，是指以估值对象在估值基准日的资产负债表为基础，对表内及可识别的表外各项资产、负债进行估值，从而确定估值对象价值的方法。

二、估值方法及路径的选择

资产基础法是从资产重置角度出发，反映估值对象存量资产价值，因此，根据本次项目特点，资产基础法不适用。

截止本估值报告日，签署了北京首钢基金有限公司、重庆金浦二期医疗健康服务产业股权投资基金合伙企业（有限合伙）及北京江河易知医疗健康投资管理中心（有限合伙）对首颐医疗公司进行增资的相关协议，因此，本次估值可通过对这些增资案

例（交易案例）资料的比较分析，计算价值比率，进而对估值对象进行估值，因此，本次估值可以采用市场法。

本项目估值标的公司提供了未来收益预测资料，而收益法是从估值对象未来获利能力的角度考虑，反映估值对象综合获利能力，因此，本次估值可以采用收益法。

（一）、市场法技术路径介绍

本次采用交易案例比较法对估值对象股东全部权益市场价值进行估算，具体价值比率采用可比交易案例中的价值比率，股东全部权益价值测算公式如下：

价值比率=每股价值/每 1 元注册资本

股东全部权益价值=价值比率×修正系数×基准日注册资本金额

1、可比交易案例的选取

根据签署的北京首钢基金有限公司、重庆金浦二期医疗健康服务产业股权投资基金合伙企业（有限合伙）及北京江河易知医疗健康投资管理中心（有限合伙）对首颐医疗公司进行增资的相关协议，具体如下：

（1）北京首钢基金有限公司的增资协议中关于股权对价的主要条款

北京首钢基金有限公司为首颐医疗公司股东，注册地为北京市石景山区石景山路 31 号院盛景国际广场 3 号楼 911 室，法定代表人为张功焰。

投资各方同意，投资人按照增资协议约定认购首颐医疗公司新增注册资本 26,666.6667 万元，增资额认购对价为 160,000 万元。增资价格为 6 元/每 1 元注册资本，对应增资前目标公司 100%股权的估值为 300,000 万元。

（2）重庆金浦二期医疗健康服务产业股权投资基金合伙企业（有限合伙）的相关增资协议中关于股权对价的主要条款：

重庆金浦二期医疗健康服务产业股权投资基金合伙企业（有限合伙），注册地为重庆市渝北区龙溪街道新溉大道 99 号，执行事务合伙人为上海金浦健服股权投资管理有限公司。

投资各方同意，投资人按照相关增资协议约定认购首颐医疗公司新增注册资本 13,333.33 万元，增资额认购对价为 80,000 万元。增资价格为 6 元/每 1 元注册资本，对应增资前目标公司 100%股权的估值为 300,000 万元。

（3）北京江河易知医疗健康投资管理中心（有限合伙）的相关增资协议中关于股权对价的主要条款：

北京江河易知医疗健康投资管理中心（有限合伙），注册地为北京市顺义区顺通

路 25 号 5 幢 1 层 113 室，执行事务合伙人为北京易知基金管理有限公司。

投资各方同意，投资人按照相关增资协议约定认购首颐医疗公司新增注册资本 3,333.3333 万元，增资额认购对价为 20,000 万元。增资价格为 6 元/每 1 元注册资本，对应增资前目标公司 100% 股权的估值为 300,000 万元。

2、价值比率及修正系数的确定

以上可比交易案例中，各增资方支付对价的增资价格均为 6 元/每 1 元注册资本，均未考虑控股权溢价及少数股权折价，而以上可比交易案例的相关合同在本估值报告日前签署，在此期间，估值对象主要运营情况及财务指标基本未变，因此，本次估值采用该价值比率及价格水平，并且将修正系数确定为 1。

(二)、收益法技术路径介绍

本次采用现金流量折现法对估值对象股东全部权益市场价值进行估算，具体方法选用企业自由现金流折现模型。企业自由现金流折现模型的描述具体如下：

股东全部权益市场价值=企业整体价值-付息债务价值

1、企业整体价值

企业整体价值是指股东全部权益价值和付息债务价值之和。根据估值标的公司的资产配置和使用情况，企业整体价值的计算公式如下：

企业整体价值=经营性资产价值+溢余资产价值+非经营性资产负债价值

(1)经营性资产价值

经营性资产是指与估值对象生产经营相关的，估值基准日后企业自由现金流量预测所涉及的资产与负债。经营性资产价值的计算公式如下：

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

式中：

R_i ：估值对象未来第 i 年的预期收益（企业自由现金流）

R_{n+1} ：经营稳定期现金流量

r ：折现率

n ：预测期限

其中，企业自由现金流量计算公式如下：

企业自由现金流量=息前税后净利润+折旧与摊销-资本性支出-营运资金增加额

其中，折现率（加权平均资本成本，WACC）的确定，计算公式如下：

$$WACC = K_e \times \frac{E}{E + D} + K_d \times (1 - t) \times \frac{D}{E + D}$$

式中：ke：权益资本成本；

kd：付息债务资本成本；

E：权益的市场价值；

D：付息债务的市场价值；

t：所得税率。

其中，权益资本成本采用资本资产定价模型（CAPM）计算。计算公式如下：

$$K_e = r_f + MRP \times \beta_L + r_c$$

式中：rf：无风险收益率；

MRP：市场风险溢价；

β_L ：权益的系统风险系数；

rc：企业特定风险调整系数。

(2) 溢余资产价值

溢余资产是指估值基准日超过企业生产经营所需，估值基准日后企业自由现金流量预测不涉及的资产。

(3) 非经营性资产、负债价值

非经营性资产、负债是指与估值对象生产经营无关的，估值基准日后企业自由现金流量预测不涉及的资产与负债。

2、付息债务价值

付息债务是指估值基准日的估值对象需要支付的有息债务。

第四章 估值假设

本估值报告，设定并遵循了以下假设前提。

一、一般假设

(一) 交易假设

交易假设是估值得以进行的一个最基本的前提假设，它是假定所有待估值资产已经处在交易过程中，估值人员根据待估资产的交易条件等模拟市场进行估价。

(二) 公开市场假设

公开市场假设是假定在市场上交易的资产，或拟在市场上交易的资产，资产交易双方彼此地位平等，彼此都有获取足够市场信息的机会和时间，以便于对资产的功能、用途及其交易价格等作出理智的判断。

(三) 持续经营假设

持续经营假设是估值标的公司作为经营主体，在所处的外部环境下，按照经营目标，持续经营下去。

(四) 假设估值基准日经济环境不变，估值标的公司、委托人所在国家或者地区现行的宏观经济不发生重大变化。

(五) 假设估值基准日后不发生影响估值标的公司经营不可抗拒、偶然性事件。

二、特殊假设及前提

(一) 本次估值以估值对象按照未来收益预测资料涉及的未来经营活动如期实施为前提；

(二) 假设估值对象所执行的税赋、税率等均无重大变化；

(三) 假设估值对象未来的经营管理班子尽职，内部管理控制制度有效运行，风险管理措施充分且恰当；

(四) 本次估值假设委托人及估值标的公司提供的基础资料和财务资料真实、准确、完整；

(五) 估值范围以委托人及估值标的公司提供的估值资料为准；

(六) 假设未来收益期估值标的公司经营符合国家各项法律、法规，不违法；

(七) 假设未来收益期内估值标的公司所采用的会计政策与估值基准日在重大方面保持一致，具有连续性和可比性；

(八) 假设不考虑通货膨胀因素；

(九) 假设估值标的公司预测年度现金流的收支在年中发生。

上述假设前提条件不成立时，本估值报告失效。

第五章 估值结论及重要提示

一、估值结论的确定

（一）市场法估值结果

按照公式测算，得出估值基准日估值对象市场价值如下：

$$\begin{aligned}\text{股东全部权益价值} &= \text{价值比率} \times \text{修正系数} \times \text{基准日注册资本金额} \\ &= 6 \text{ 元/每 1 元注册资本} \times 1 \times 50000 \text{ 万元} \\ &= 300,000.00 \text{ 万元}\end{aligned}$$

经市场法估值，估值对象在估值基准日的市场价值为 300,000.00 万元。较增资到位后的净资产溢价 57%。

（二）收益法估值结果

1. 企业整体价值的计算

$$\begin{aligned}\text{企业整体价值} &= \text{经营性资产价值} + \text{非经营性资产价值} \\ &= 223,681.41 + 96,748.64 \\ &= 320,430.05 \text{ (万元)}\end{aligned}$$

2. 付息债务价值的确定

估值基准日，首颐医疗公司没有有息负债，因此，按照 0 确认。

3. 股东全部权益市场价值的计算

$$\begin{aligned}\text{股东全部权益市场价值} &= \text{企业整体价值} - \text{付息债务价值} \\ &= 320,430.05 - 0.00 \\ &= 320,430.05 \text{ (万元)}\end{aligned}$$

经收益法估值，估值对象在估值基准日的市场价值为 320,430.05 万元，较增资到位后的净资产溢价 62.72%。

（三）估值结论的确定

采用收益法估值结果与市场法估值结果差异 20,430.05 万元，差异率为 6.81%。收益法结果侧重地反映了估值对象未来收益能力，市场法侧重地反映了估值对象在公开市场情况下，投资人对估值对象市场价值的判断。但由于本次市场法选取的可比交易案例仅限于估值标的公司，没有相同或类似的可比公司交易案例进行修正，因此，其

估值结果受到一定的限制。基于谨慎、公允的角度，本估值报告最终选取收益法结果作为估值结论，即：

经估值，在本估值报告设定和遵循的假设前提下，以及在本估值报告特别风险提示和使用限制条件下，采用收益法，在估值基准日 2018 年 9 月 30 日，首颐医疗公司股东全部权益市场价值的估值结论为 320,430.05 万元。较增资到位后的净资产溢价 62.72%。

本估值报告使用人，在应用本报告结论时，应特别关注本估值报告声明、估值假设及下面的特别风险提示及估值报告使用限制等事项对估值结论的影响。

二、特别风险提示及估值报告使用限制

(一) 本估值报告引用了华普天健会计师事务所（特殊普通合伙）出具的标准无保留意见审计报告，报告号为华普天健会审字[2018]6105 号；

(二) 本估值报告仅供委托人、估值委托合同中约定的其他估值报告使用人使用；委托人、估值委托合同中约定的其他估值报告使用人只能按照本估值报告载明的估值目的使用；

(三) 委托人、估值委托合同中约定的其他估值报告使用人只能在估值基准日后的一年内使用本估值报告，如果在未超过一年的时间内，对估值结论的有重大影响的因素发生变化，不能使用本估值报告结论。

(四) 本估值报告结论是在遵循本报告设定的假设前提下，采用本报告选用的方法和估值程序得出；只有在本报告设定的假设前提、选用的方法和估值程序不变的条件下，估值结论才能成立。

(五) 本估值结论是建立在估值标的公司对未来宏观经济形势及所在行业发展趋势准确判断，估值标的公司对其经营规划有效执行的基础上，如果未来经济形势发生变化，以及行业发生障碍等，估值标的公司未能采取有效措施对其经营规划进行有效调整，未来收益预测数据将会发生较大变化，从而使估值对象实际价值将偏离本估值结论较大，委托人应当重新委托估值机构进行估值。

(六) 本估值报告没有考虑未来可能承担的抵押、担保等事项对估值结论的影响。

(七) 截至估值基准日，公司股东之一北京首济管理咨询有限公司认缴的注册资本尚未实缴，提请委托人及其他报告使用人注意该事项对估值结论的影响。

(八) 本估值机构对估值结论拥有最终解释权。

三、估值报告日

本估值报告日为2018年11月23日。

估值机构法定代表人：刘心永

估值人员：田中庆
(田中庆)

估值人员：孙国营
(孙国营)

估值机构：北京中和谊资产评估有限公司

二零一八年十一月二十三日

