

上海立信资产评估有限公司
《关于对上海交大昂立股份
有限公司关联资产收购等相关事项的问询函》
反馈意见回复

上海证券交易所：

按照贵所下发的《关于对上海交大昂立股份有限公司关联资产收购等相关事项的问询函》（上证公函【2019】0337号）（以下简称“问询函”）的要求，上海立信资产评估有限公司（以下简称“评估公司”）对问询函中要求评估师发表意见的问题进行了逐项核实，特发表如下回复意见：

问询函第三条：根据公告，标的资产上海仁杏 100%股权按收益法评估价值为 6.03 亿元，增值率为 52.06%。请补充披露：（1）上述评估结论的主要评估假设、参数设置、盈利预测的相关情况，并结合同行业可比上市公司、市场可比交易等情况，对相关参数设置、假设条件等选取的合理性以及本次交易价格的公允性进行说明；（2）标的公司用资产法评估的主要情况和结果，选取收益法评估结果作为交易价格基础的主要原因和合理性。请会计师和评估师分别发表意见。

回复：

一、上述评估结论的主要评估假设、参数设置、盈利预测的相关情况，并结合同行业可比上市公司、市场可比交易等情况，对相关参数设置、假设条件等选取的合理性以及本次交易价格的公允性进行说明；

1、评估主要假设

对委估企业的收益进行预测是采用收益法进行评估的基础,而任何预测都是在一定假设条件下进行的,本次评估收益预测建立在以下主要假设条件基础上:

①委估企业的资产在评估基准日后不改变用途,仍持续使用;

②委估企业的现有和未来经营者是负责的,且企业管理能稳步推进企业的发展计划,尽力实现预计的经营态势,同时主要高管不在上海仁杏以外的经济实体从事与上海仁杏竞争的相关业务,并将长期在上海仁杏任职,积极推进上海仁杏的经营发展;

③委估企业遵守国家相关法律和法规,不会出现影响企业发展和收益实现的重大违规事项;

④委估企业提供的历年财务资料所采用的会计政策和进行收益预测时所采用的会计政策与会计核算方法在重要方面基本一致;

⑤委估企业在评估目的实现后,仍将按照现有的经营模式持续经营,继续经营原有产品或类似产品,企业的供销模式、与关联企业的利益分配等运营状况均保持不变;

⑥所有的收入和支出现金流均匀流入和流出;

⑦企业目前生产经营赖以依托的重大合同持续有效。如目前企业经营所依赖的重大合同等持续有效,不会因评估目的的实现或其他的原因导致此类合同的终止;

⑧上海仁杏与其持有经营收益权的 8 家民办非企业单位签署了《管理咨询服务协议》。根据律师出具的相关文件,本次评估假设《管理咨询服务协议》合法有效;

⑨根据佰仁健康与上海仁杏签订《商标使用许可协议》及《关于授权商标使用许可到期后无偿使用说明》，本次评估假设佰仁健康授权上海仁杏无偿使用的“佰仁堂”等商标到期后仍无偿使用；

⑩本次评估参考养老行业惯例及企业实际经营状态，以开放床位数进行预测。

2、参数设置

(1) 预测期

一般地，将预测的时间分为两个阶段，详细的预测期和后续期。本次评估的评估基准日为2019年1月31日，根据公司的经营情况及本次评估目的，对2019年2-12月至2024年采用详细预测，2024年以后经营业绩维持在2024年水平。

其中，上海仁杏的无形资产—其他无形资产是对杭州瑞丰老年医院的管理咨询服务经营权，经营有效期截止至2028年4月14日。本次评估对经营到期后不再预测。

(2) 折现率

本次折现率的确定是根据加权平均资本成本（WACC）方法计算得出，计算模型如下：

$$WACC = K_e \times W_e + K_d \times (1 - t) \times W_d$$

其中，WACC：加权平均资本成本

K_e ：公司普通权益资本成本

W_e ：权益资本在资本结构中的百分比

K_d ：公司债务资本成本

W_d ：债务资本在资本结构中的百分比

t ：公司所得税税率

◆权益资本成本的确定

权益资本成本 Ke 采用资本资产定价模型 (CAPM) 计算, 公式如下:

$$Ke = R_f + ERP \times \beta + R_c$$

其中, Rf: 无风险报酬率

ERP: 市场风险溢价

β : 权益预期市场风险系数

Rc: 企业个别风险调整系数

本次评估采用的加权平均资本成本为 12.00%, 即折现率为 12.00%。

(3) 业务收入预测涉及的主要参数

上海仁杏营业收入主要来源于自营的 6 家机构运营收入及管理的 8 家机构管理咨询服务收入。截至 2019 年 1 月, 有 4 家机构入住率稳定在 90%以上, 2 家待开业, 其他各家机构均处于发展上升期, 营业收入预测涉及的主要参数包括开放床位数、入住率和单床收入。

1) 开放床位数: 已经开业运营的机构, 按照实际运营开放的床位数核算; 对即将开业运营的机构, 按照预计开放床位数核算。

2) 入住率和单床收入: 结合养老机构投入的运营阶段、所处的地理位置、同类阶段养老机构历史增长水平分析预测, 具体情况如下:

开放床位数、入住率历史及预测情况:

序号	公司名称	开放床位数	2018 年	2019-1 月	2019 年 2-12 月	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年
1	上海佰仁银港护理院有限公司	273	0%	0%	20%	50%	80%	95%	95%	95%
2	南通乐龄老年护理院有限公司	430 ¹	80%	97%	75%	85%	95%	95%	95%	95%
3	南通三里敦护理	242	45%	64%	80%	95%	95%	95%	95%	95%

¹南通乐龄老年护理院有限公司目前床位 230 张, 预计 2019 年年中增加至 430 张, 2018 年、2019 年 1 月入住率按照 230 张床位计算, 2019 年新增床位后入住率按照 430 张床位预测。

	院管理有限公司									
4	苏州佰仁三香路护理院有限公司	250	0%	0%	30%	55%	90%	95%	95%	95%
5	嘉兴市康慈护理院有限公司	110	65%	74%	80%	85%	85%	85%	85%	85%
6	宁波江北康养医院有限公司	256 ²	89%	78%	90%	95%	80%	90%	95%	95%
7	苏州市吴江区盛泽慈爱护理院	170	100%	99%	100%	100%	100%	100%	100%	100%
8	南通市崇川区常青乐龄老年护理院	284	95%	94%	98%	98%	98%	98%	98%	98%
9	南京市鼓楼去侨馨人家养老公寓	216	82%	76%	85%	95%	95%	95%	95%	95%
10	南京侨馨护理院	160	86%	96%	100%	100%	100%	100%	100%	100%
11	苏州吴江惠生护理院	380	60%	64%	70%	90%	95%	95%	95%	95%
12	绍兴复康医院	300	70%	79%	85%	95%	95%	95%	95%	95%
13	上海瑞通护理院	557	99%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%
14	杭州富阳瑞丰老年医院	125	75%	75%	80%	90%	95%	95%	95%	95%

单床收入历史及预测情况：

单位：万元

序号	公司	2018年	2019年1月	2019年2-12月	2020年	2021年	2022年	2023年	2024年
1	上海佰仁银港护理院有限公司	-	-	0.50	1.20	1.30	1.35	1.41	1.46
2	南通乐龄老年护理院有限公司	0.57	0.60	0.60	0.60	0.62	0.65	0.67	0.70
3	南通三里敦护理院管理有限公司	0.33	0.62	0.65	0.68	0.70	0.73	0.76	0.79
4	苏州佰仁三香路护理院有限公司	-	-	0.45	0.75	0.85	0.88	0.92	0.96
5	嘉兴市康慈护理院有限公司	0.76	0.78	0.80	0.83	0.87	0.90	0.94	0.97
6	宁波江北康养医院有限公司	1.84	2.02	1.90	1.96	2.02	2.08	2.14	2.20
7	苏州市吴江区盛泽慈爱护理院	0.54	0.60	0.62	0.65	0.68	0.70	0.73	0.76
8	南通市崇川区常青乐龄老年护理院	0.64	0.68	0.70	0.73	0.76	0.79	0.82	0.85
9	南京市鼓楼去侨馨人家养老公寓	0.35	0.40	0.42	0.44	0.46	0.48	0.49	0.51
10	南京侨馨护理院	0.73	0.77	0.80	0.84	0.87	0.90	0.94	0.98
11	苏州吴江惠生护理院	0.49	0.50	0.52	0.54	0.56	0.58	0.61	0.63

²宁波江北康养医院有限公司目前床位180张,预计2021年收回76张出租的床位后总计256张,2018年-2020年入住率按照180张床位计算,2021年以后入住率按照256张床位预测。

12	绍兴复康医院	1.20	1.02	1.30	1.35	1.41	1.46	1.52	1.58
13	上海瑞通护理院	1.42	1.53	1.59	1.65	1.72	1.79	1.86	1.93
14	杭州富阳瑞丰老年医院	1.01	1.45	1.30	1.35	1.41	1.46	1.52	1.58

3、盈利预测的相关情况:

本次评估采用的收益类型为企业自由现金流量,未来各年度企业净现金流量预测如下:

金额单位: 万元

项目	2019年 2-12月	2020年	2021年	2022年	2023年	2024年
净利润	2,648.99	5,001.32	6,944.71	7,972.33	8,008.33	8,236.54
加: 利息支出* (1-所得税率)	-	-	-	-	-	-
加: 折旧摊销	797.89	1,239.65	1,239.65	1,239.65	1,239.65	1,239.65
减: 资本性支出	5,678.59	931.31	931.31	931.31	931.31	931.31
减: 营运资金增加	785.02	1,027.12	757.71	527.90	258.35	201.99
企业自由现金流量	-3,016.74	4,282.54	6,495.33	7,752.77	8,058.31	8,342.88
项目	2025年	2026年	2027年	2028年	2029年	2029年以后
净利润	8,236.54	8,236.54	8,236.54	7,997.33	7,917.60	7,917.60
加: 利息支出* (1-所得税率)	-	-	-	-	-	-
加: 折旧摊销	1,239.65	1,239.65	1,239.65	1,239.65	1,239.65	1,239.65
减: 资本性支出	931.31	931.31	931.31	931.31	931.31	1,239.65
减: 营运资金增加	-	-	-	-47.84	-15.95	-
企业自由现金流量	8,342.88	8,342.88	8,342.88	8,353.51	8,241.88	7,917.60

4、同行业可比上市公司、市场可比交易情况:

标的公司提供老年医疗护理服务,经查询目前 A 股市场没有相同细分行业的上市公司。评估人员查询了类似行业保健护理行业的可比上市公司,估值分析指标如下:

证券代码	证券简称	所属行业名称 [行业标准]Wind 行业 [行业级别]四级行业	市净率 PB [交易日期]2019-01-31 [财务数据匹配规则]最新 新报告期(MRQ) [单位]倍	市盈率 PE [交易日期]2019-01-31 [财务数据匹配规则]最新 年报(LYR) [单位]倍
002219.SZ	恒康医疗	保健护理设施	1.33	24.83
000150.SZ	宜华健康	保健护理服务	3.53	49.45
002173.SZ	创新医疗	保健护理设施	0.87	22.78
平均值			1.91	32.35

数据来源：Wind

考虑到标的公司 2019 年有新开的护理院在 2020 年才能体现收益，故动态 PE 采用 2020 年净利润。本次评估标的公司 PB 为 1.52，动态 PE 为 12.06，均低于类似行业可比上市公司比率。

同时，评估人员查询了同行业可比交易案例的情况，具体如下：

证券代码	上市公司 (买方)	标的公司名称	评估基准日	折现率	PB	动态 PE
002173	创新医疗	江苏福恬康复医院有限公司	2015/4/30	12.26%	4.76	9.52
002173	创新医疗	海宁康华医院有限公司	2015/4/30	12.06%	4.68	9.60
002173	创新医疗	建华医院	2015/4/30	12.07%	8.04	8.86
600682	南京新百	安康通	2016/3/31	13.73%	2.98	29.18
002524	光正集团	新世界眼科	2017/12/31	10.79%	6.41	10.64
002478	常宝股份	单县东大医院	2016/8/31	11.20%	8.52	12.04
002478	常宝股份	洋河人民医院	2016/8/31	11.50%	1.03	18.76
000150	宜华健康	玉山县博爱医院有限公司	2017/12/31	-	2.88	13.64
000919	金陵药业	湖州市社会福利中心发展有限公司	2017/10/31	-	3.47	16.47
601567	三星医疗	浙江明州康复医院有限公司	2017/6/30	-	8.09	16.15
300143	星河生物	四川友谊医院	2016/12/31	11.62%	8.47	19.75
002219	恒康医疗	崇州二医院	2015/9/30	-	1.93	15.41
000150	宜华健康	重庆永川卧龙医院有限公司	2017/12/31	-	10.02	12.05
000150	宜华健康	杭州养和医院有限公司、杭州慈养老年医院有限公司和杭州下城慈惠老年护理院股	2016/12/31	-	19.99	12.67
000150	宜华健康	余干仁和医院	2016/9/30	-	3.43	14.40
		平均值		11.90%	6.31	14.61

本次评估标的公司 PB 为 1.52，动态 PE 为 12.06，折现率取值 12%，与可比交易案例比较均在合理范围。

评估师核查意见：

结合同行业可比上市公司、市场可比交易等情况，本次评估相关参数设置、假设条件等选取具备合理性，本次交易价格具备公允性。

二、标的公司用资产法评估的主要情况和结果，选取收益法评估结果作为交易价格基础的主要原因和合理性。

经资产基础法评估，上海仁杏健康管理有限公司母公司口径在评估基准日2019年1月31日的股东全部权益价值评估值为人民币46,208.86万元，增值额10,765.84万元，增值率30.38%。

评估结果汇总表

评估基准日：2019年1月31日

金额单位：万元

项目	账面值	评估值	增值额	增值率 (%)
流动资产	12,134.40	12,134.40	-	-
非流动资产	24,866.03	35,631.87	10,765.84	43.30
其中：长期股权投资	1,100.00	-1,468.13	-2,568.13	-233.47
无形资产净额	402.08	1,000.00	597.92	148.71
其他非流动资产	23,363.95	36,100.00	12,736.05	54.51
资产总计	37,000.43	47,766.27	10,765.84	29.10
流动负债	1,557.41	1,557.41	-	-
负债总计	1,557.41	1,557.41	-	-
净资产 (所有者权益)	35,443.02	46,208.86	10,765.84	30.38

经收益法评估，上海仁杏健康管理有限公司合并口径股东全部权益的评估价值为人民币60,300.00万元，增值额20,643.33万元，增值率52.06%。

剔除2019年1月佰仁健康对上海仁杏内部整合影响，佰仁健康实际投资成本45,500万元，与上海仁杏合并口径股东全部权益的评估价值比较，评估增值额为14,800万元，增值率为32.53%。

上表中，长期股权投资评估结果情况如下：

金额单位：元

序号	被投资单位名称	持股比例	母公司账面价值	账面净资产	评估价值	母公司账面增减值	母公司账面增值率%
1	上海佰仁银港护理院有限公司	100.00	5,000,000.00	-1,470,191.99	-1,071,906.29	-6,071,906.29	121.44
2	南通乐龄老年护理院有限公司	100.00	0.00	-5,935,790.14	-4,780,943.11	-4,780,943.11	
3	南通三里敦护理院管理有限公司	100.00	1,000,000.00	924,999.00	-2,878,225.81	-3,878,225.81	-387.82
3-1	南通三里敦护理院有限公司	100.00	5,000,000.00	122,061.05	1,188,990.69	-3,811,009.31	-76.22
4	苏州佰仁三香护理院有限公司	100.00	5,000,000.00	-34,734.80	1,193.57	-4,998,806.43	-99.98
5	嘉兴市康慈护理院有限公司	100.00	0.00	651,067.67	671,876.28	671,876.28	
6	宁波江北康养医院有限公司	100.00	0.00	-8,424,586.48	-6,623,343.24	-6,623,343.24	
7	合计	100.00	11,000,000.00		-14,681,348.60	-25,681,348.60	-233.47

上海仁杏母公司的长期股权投资按成本法核算。由于上海仁杏投资的医院、护理院等机构，尚处于建设期或培育早期，经营亏损，被投资机构的账面净资产低于母公司账面价值，而被评估机构账面主要是往来款、设备和装修，评估增减值变化较小，故成本法评估的长期股权投资评估减值。

根据本项评估目的和委估资产的具体情况，经综合分析，评估人员确定以收益法评估结果 60,300.00 万元作为本次以现金收购为目的的评估结果更为合理。理由如下：

1、资产基础法是立足于资产重置的角度，通过评估各单项资产价值并考虑有关负债情况，来评估企业价值；收益法是立足于判断资产获利能力的角度，将被评估企业预期收益资本化或折现，来评估企业价值。

2、从本次评估的具体情况来看，资产基础法评估价值较低，其反映的是上

海仁杏现时重置价值，对于医疗养老行业而言，仅采用静态的眼光，假定按某一时点的重置费用标准在该时点重新购建委估单位，并据此来确定其价值，显然是不尽合理的。考虑到收益法评估是以上海仁杏持续经营为核心假设，采用动态的眼光，考虑未来医疗养老市场的预期发展变化，预计上海仁杏未来长期经营过程中产生的收益，反映出上海仁杏持续经营状态下的评估价值。

3、资产基础法中，长期股权投资按照成本法核算，其账面值为投资成本，由于长期投资单位医院、护理院等机构，尚处于建设期或早期阶段，经营亏损，故长期投资评估减值。考虑到上海仁杏母公司与下属的6家全资机构属于同业经营，长期投资单体收益状况受上海仁杏整体经营和协同效应影响，直接采用单体收益结果不能准确反映单体机构企业价值。而收益法采用合并报表为预测基础，完整反映了上海仁杏整体经营的协同效应和集约化管理带来的成本降低等因素对企业价值的影响，反映了标的公司的实际企业价值。

4、同时，在采用资产基础法得出的评估结果中，无法涵盖上海仁杏相关经营资质等稀缺的企业资源价值，而在采用收益法评估时，则可以将这些价值因素综合体现在对预期未来企业总体收益的创造和贡献当中。

因此，收益法评估结果所反映的评估价值也更为完整。基于上述因素，本次评估采用收益法评估结果作为最终评估结论。

评估师核查意见：

本次评估采用收益法评估结果作为最终评估结论具备合理性。

