

# 同致信德（北京）资产评估有限公司对《关于对广西柳州医药股份有限公司收购万通制药 60%股权事项的问询函》涉及 评估问题的回复

同致信德（北京）资产评估有限公司（以下简称“同致信德”）就《关于对广西柳州医药股份有限公司收购万通制药 60%股权事项的问询函》（上证公函【2018】2543 号）提及的需评估师核实的相关事项进行了认真核查，现回复如下：

## 【问题二】

根据公告，本次收购采用的评估基础为收益法，收益法下万通制药股东全部权益价值在 2018 年 8 月 31 日的评估结果为 125,910.68 万元，较账面净资产 10,012.33 万元评估增值 115,898.35 万元，增值率为 1,157.56%。

请公司补充披露：（1）主要评估依据，包括评估假设、预期未来各年度收益或现金流量增长率、销售毛利率等重要评估参数、评估计算模型所采用的折现率等，并充分说明有关评估依据和参数确定的理由；（2）结合同行业可比公司、可比交易的情况，说明本次交易估值的测算过程及合理性，并请评估师发表意见；（3）结合万通制药前次股权转让的估值情况，披露前次交易和本次交易的估值差异、差异原因及合理性，并请评估师发表意见。

## 问题回复——

二、结合同行业可比公司、可比交易的情况，说明本次交易估值的测算过程及合理性，并请评估师发表意见

### （一）同行业可比公司、可比交易的情况

本次评估结论采用收益法的评估结果为 125,910.68 万元，交易作价系双方参考评估值确定为 119,300.00 万元，本次交易静态市盈率为 18.17 倍。（注：静态市盈率=标的公司全部股权交易价值/2017 年度净利润）。

1、从交易标的所属中药行业可比公司估值水平分析本次交易标的定价的公允性

标的公司所处行业为中药制造业，主要从事中成药的研制、生产和销售。截至2018年9月21日，境内中药上市公司（剔除市盈率为负及市盈率高于100倍的企业）市盈率平均值和中值分别为27.54倍和22.76倍，均高于本次交易的市盈率。

2、从国内可比并购交易案例整体估值水平分析本次交易标的定价的公允性

从以下近年国内可比并购交易案例统计对比分析情况可以看出，该等可比交易市盈率平均值及中值分别为21.24倍和21.08倍，高于本次交易对应的市盈率。因此，通过与近年国内可比并购交易案例相比，本次交易的作价公允、合理。

单位：万元

序号	上市公司	标的公司	标的公司交易估值总额	交易前一年净利润	静态市盈率
1	通化金马	永康制药	41,400.00	2,615.26	15.83
2	九芝堂	友搏药业	651,780.73	40,138.19	16.24
3	华润三九	圣火药业	189,000.00	9753.10	19.38
4	沃华医药	康辰药业	35,580.00	926.40	38.41
5		济顺制药	23,500.00	604.74	38.86
6	葵花药业	健今药业	16,111.11	1,265.97	12.73
7		隆中药业	19,998.65	1,261.22	15.86
8	汉森制药	云南永孜堂	37,628.00	1,311.00	28.70
9	香雪制药	湖北天济	65,000.00	2649.88	24.53
10	蓝丰生化	方舟制药	118,000.00	5,182.12	22.77
平均值					<b>21.24</b>
中值					<b>21.08</b>
	柳药股份	万通制药	119,300.00	6,566.59	<b>18.17</b>

注1：数据来源为WIND资讯，对于收购标的公司部分股权的，按比例换算为标的公司100%股权计算相应估值指标。

注2：静态市盈率=标的资产估值/报告期最近一个会计年度归属于母公司股东净利润。

注3：可比并购交易市盈率的平均值和中值计算剔除了沃华医药和葵花药业的收购交易（市盈率的最高值和最低值）。

## （二）本次交易估值的测算过程及合理性

### 1、本次交易估值的测算情况如下：

单位：万元

项目	预测数据						
	2018年9-12月	2019年度	2020年度	2021年度	2022年度	2023年度	稳定增长年度
营业收入	7,023.18	18,770.31	21,585.87	24,823.74	27,395.60	30,133.33	30,133.33
营业成本	1,717.15	4,305.08	4,955.99	5,704.54	6,309.41	6,943.15	6,943.15
营业税金及附加	123.79	337.96	379.24	426.51	478.59	518.59	518.59
销售费用	580.09	1,498.96	1,697.65	1,925.21	2,108.46	2,303.38	2,303.38
管理费用	454.89	1,310.24	1,359.86	1,406.51	1,455.99	1,514.53	1,514.53
营业利润	4,147.26	11,318.07	13,193.12	15,360.98	17,043.14	18,853.68	18,853.68
营业外收入	-	-	-	-	-	-	-
营业外支出	-	-	-	-	-	-	-
利润总额	4,147.26	11,318.07	13,193.12	15,360.98	17,043.14	18,853.68	18,853.68
所得税	593.24	1,699.18	1,980.75	2,306.36	2,559.05	2,831.01	2,831.01
净利润	3,554.02	9,618.89	11,212.38	13,054.61	14,484.10	16,022.67	16,022.67
加:折旧	83.46	250.39	250.39	250.39	250.39	250.39	250.39
加:摊销	9.99	27.10	25.93	19.34	13.00	13.00	13.00
减:资本性支出	93.45	277.49	276.32	269.72	263.38	263.38	263.38
减:营运资金追加额	-301.35	-477.93	446.81	567.51	452.28	480.30	-
净现金流量	3,855.36	10,096.82	10,765.57	12,487.10	14,031.82	15,542.37	16,022.67
折现期(年)	0.33	1.33	2.33	3.33	4.33	5.33	-
折现率	11.74%	11.74%	11.74%	11.74%	11.74%	11.74%	11.74%
折现系数	0.96	0.86	0.77	0.69	0.62	0.55	4.71
现值	3,716.57	8,710.53	8,312.09	8,628.59	8,677.28	8,601.15	75,527.67
折现值合计	<b>122,173.87</b>						

股东全部权益价值=企业股权现金流量现值累计数+溢余资产+非经营性资产-非经营性

负债=122,173.87+480.34+3,575.30-318.83=125,910.68 万元

### 2、本次交易估值的具体测算过程

本次估值首先核实企业的经营数据的真实性。经查阅有关账目、凭证、产权证明及合同类文件资料，通过询问、核对、座谈、检查等方式进行核查，确定万通制药相关数据的真实可靠性。

(1) 复方金钱草颗粒和万通炎康片作为万通制药的主要产品，是全国独家生产的专利产品，且占据公司历年销售收入的主要份额。本次评估主要预测此两种主打产品的销售收入。基于对万通制药历史营业收入、成本等财务数据的核实以及对行业的市场调研、分析的基础上，根据万通制药历史经营数据、未来市场的发展趋势和中药制造行业经验数据等，综合考虑上述因素做出以下预测：

营业收入测算公式为“营业收入= $\Sigma$  产品销售量 $\times$ 产品单价”

(2) 本次估值中，评估人员以企业提供的预测数据为基础，通过查阅销售订单以及与企业销售人员访谈获悉，两种产品的单价除受规格的影响外，区域定价亦存在差异，故本次对区域定价差异较大的产品规格，分区域分别进行销量预测；区域定价差异不大的品类则参考历史年度综合销售水平予以销量预测。鉴于公司将充分发挥地域资源优势，整合渠道资源优势，布局医药渠道，将优先开发两广地区（广东、广西）的医药市场的经验推广到其他区域，如山东、四川等地。如上省份无论是团队的业务水平，还是客户的跟踪服务，都是销售增长的核心因素。同时，多年积淀的品牌效应以及产品的独特性，销售量将明显增加。从以往年度的销售情况来看，2018年下半年销量通常高于上半年，基于谨慎性原则，2019年-2021年销量在上年的基础上保守估计按照15%的增长率增长，2022年度-2023年度销量增速放缓，在上年基础上按照10%的增长率增长，2023年以后保持不变。

(3) 营业成本主要为原材料、人工、制造费用等，本次预测在假定国家税收政策不变的情况下，根据各产品单耗及其变化趋势预测，并考虑原材料、工资等物价变动因素的影响，综合前两年毛利率水平金钱草颗粒不同规格产品的成本占收入比，万通炎康片不同规格产品的成本占收入比进行预测。

(4) 税金及附加按应纳销项减可抵扣进项计算出应纳增值税额，根据应缴各项税费税率计算。

(5) 三项费用根据企业的历史数据、经营规划进行计算：销售费用主要包括推广费、运费、业务宣传费和销售人员工资，根据产品市场拓展情况、主要项目占营业收入比等综合因素计算。评估人员通过与企业管理层访谈获悉为了进一步促进公司中成药的持续发展及市场拓展，未来年度将继续通过广告植入、制作宣传片、户外商业区广告等多种方式进行品牌及企业的宣传推广，故业务宣传费将随着区域拓展有所上涨，参考同行业上市上市公司该项费用占营业收入比重进行预测；考虑到公司计划未来加大学术推广力度，故学术推广费将随之增长；近几年来医药行业各项监管政策纷纷落地，公司紧跟政策导向，抓住市场机遇，加大销售团队的建设，销售人员差旅费将随之上涨；万通制药目前合作的物流运输公司有多家，运输区域主要集中在两广地区，随着重庆、四川、山东等销售市场的开拓，运输费将有一定幅度增加；管理费用包括工资、社保、水电费、办公费等，根据人力资源情况、主要项目占营业收入比等综合因素计算；财务费用：由于万通制药近年来无银行借款，本次未预测。

(6) 折旧摊销和资本性支出根据企业的资产存量及企业管理层对未来资产的规划进行预测。

(7) 营运资金变动额根据企业实际经营情况按企业年化周转率核算。

(8) 本次评估采用资本资产定价模型计算权益资本成本，该模型在计算权益资本成本中被广泛运用，运用资本资产定价模型计算权益资本成本的具体公式如下：

其中： $K_e = R_f + \beta \times MRP + R_c$

式中： $K_e$  为权益资本成本；

$R_f$  为目前的无风险利率；

$\beta$  为权益的系统风险系数；

$MRP$  为市场风险溢价；

$R_c$  为企业的特定的风险调整系数。

**A. 无风险报酬率  $R_f$  的确定**

无风险利率：本次评估取 10 年以上的国债到期收益率作为无风险利率，经同花顺查询为 4.09%。

### **B. Beta 系数的确定**

Beta 系数是用来衡量上市公司相对充分风险分散的的市场投资组合的风险水平的参数。市场投资组合的 Beta 系数为 1，如果上市公司相对市场投资组合的风险较大，那么其 Beta 系数就大于 1，如果上市公司相对市场投资组合的风险较小，那么其 Beta 系数就小于 1。

根据同花顺资讯查询的中成药加工行业，剔除财务杠杆后的贝塔系数 0.85。

### **C. 股权市场超额风险收益率**

股权风险超额收益率是投资者投资股权市场所期望的超过无风险收益率的部分。在较成熟的资本市场里，股权市场风险超额收益率一般以股票市场全部投资组合收益为基础进行测算，反映了股票市场预期报酬率超过社会无风险报酬率的部分。

在美国，Ibbotson Associates 的研究发现从 1926 年到 1997 年，股权投资平均年复利回报率为 11.0%，超过长期国债收益率约 5.8%。如果以几何平均计算，这个差异被认为是股权投资风险收益率。利用截止到 2017 年年底的中国股市交易数据测算股票市场预期报酬率  $R_m$ ，以每年末超过 5 年期国债的收益率的平均值作为无风险收益率  $R_f$ ，测算中国股市的股权市场超额收益率 ERP，得出结论：按几何平均值计算，目前国内市场超额收益率 ERP 为 5.47%。

本次评估测算折现率的数据均来自于公开交易市场，根据以上对中国 A 股市场的研究，本次评估认为该测算结果能够反映近期的股权市场波动状况及收益水平。因此，本次评估采取以上测算结果作为股权市场超额风险收益率，即 5.47%。

### **D. 特定风险调整系数**

采用资本定价模型一般被认为是估算一个投资组合 (Portfolio) 的组合收益，对于单个公司的投资风险一般认为要高于一个投资组合的风险，因此，在考虑一个单个公司或股票的投资收益时应该考虑该公司的特有风险所产生的超额收益。

公司的特有风险目前国际上比较多的是考虑公司的规模对投资风险大小的影响，公司资产规模小、投资风险就会增加，反之，公司资产规模大，投资风险就会相对减小，企业资产规模与投资风险这种关系已广泛被投资者接受。

在国际上有许多知名的研究机构发表过有关文章详细阐述了公司资产规模与投资回报率之间的关系。采用线性回归分析的方式得出超额收益率与净资产之间的回归方程如下：

$$R_s = 3.139\% - 0.2485\% \times NA \quad (R^2 = 90.89\%)$$

其中： $R_s$  为公司规模超额收益率； $NA$  为公司净资产账面值 ( $NA \leq 10$  亿)

据被评估单位提供的资料，被评估企业在评估基准日的净资产规模 1 亿元。根据以上回归方程，可得出评估对象的资产规模超额收益率  $R_s$  的值。公司其他特有风险溢价一般取值 0%-3%。

公司特有风险一般从客户聚集度高风险、产品单一性风险、市场过于集中风险、原材料供应聚集度过高风险、管理者特别奉献等角度考虑。本次评估分别从上述角度对标的公司其他特有风险根据市场、行业情况进行比较、打分，并结合定量计算的标的公司规模风险系数，对标的公司风险综合取值共计 3%。

#### **E. 权益资本成本 $K_e$ 计算结果**

根据以上评估基准日的无风险利率，具有被评估单位实际财务杠杆的  $Beta$  系数、市场风险溢价、企业特定的风险调整系数，则可确定权益资本成本为：

$$K_e = R_f + \beta \times MRP + R_c$$

$$K_e = 4.09\% + 0.85 \times 5.47\% + 3\% = 11.74\%$$

通过分析计算溢余资产及非经营性资产价值后，最后得出万通制药的股东全部权益价值为 125,910.68 万元。

### **3、估值结果合理性**

万通制药账面净资产无法完全反映出企业的核心资产价值，包括企业的运营能力、人力资源、稳定的销售渠道及客户资源、专利技术等无形资产的价值及企业的综合获利能力。本次估值采用收益法评估，收益法是从企业的未来获利能力

角度考虑的，反映了企业各项资产的综合获利能力。收益法在评估过程中不仅考虑了账面列示资产，同时也考虑了万通制药的运营能力、人力资源、稳定的销售渠道及客户资源、等无形资产的价值及企业的综合获利能力。此外，通过近年国内可比并购交易案例统计对比分析情况可以看出，该等可比交易市盈率平均值及中值分别为 21.24 倍和 21.08 倍，高于本次交易对应市盈率。综上，公司认为收益法的估值结果合理。

评估结构意见：同致信德（北京）资产评估有限公司（以下简称“同致信德”）通过询问、核对、座谈、检查等方式对万通制药的业绩真实性进行了核查，对会计师做出的审计报告给予了关注，确定万通制药的数据的真实可靠性。通过获取外部证据、分析计算等相关工作，对万通制药于 2018 年 8 月 31 日的股东全部权益进行了估值，估值结论为万通制药在估值基准日 2018 年 8 月 31 日股东全部权益价值 125,910.68 万元。依据上述评估过程和评估结果，并结合同行业可比公司、可比交易的情况，同致信德认为对万通制药股权的估值具备合理性。本次交易价格为 119,300.00 万元略低于评估结果。

### 三、结合万通制药前次股权转让的估值情况，披露前次交易和本次交易的估值差异、差异原因及合理性，并请评估师发表意见

#### （一）前次股权变动概况

万通制药前次股权变动系 2017 年 1 月柳药天源收购万通制药股权及自然人冯伟同时进行的增资，以及自然人张华增资和受让股权。前述交易未委托评估机构评估或估值，交易对价系交易双方根据万通制药 2016 年度的净利润协商确定，约为 70,000 万元，前次交易时点的市盈率约为 20 倍。

#### （二）前次交易与本次交易的估值差异、差异原因及合理性

本次交易和前次交易的时点分别为 2018 年 9 月和 2017 年 1 月，其作价分别基于 2018 年预计净利润和 2016 年净利润（未经审计）。具体情况如下：

项目	本次交易	前次交易
交易时间	2018 年 9 月	2017 年 1 月
万通 100% 股权的估值金额（万元）	125,910.68	70,000.00



净利润（万元）	8,627.62	3,560.07
市盈率	14.59	19.66
较账面净资产增值率	1,157.56%	1,102.83%

注：1、本次交易估值金额为其 100% 股权评估价值，前次交易估值金额为其 100% 股权交易作价金额；2、前次交易之前一会计年度（2016 年）的净利润系未经审计数据；3、本次交易当年的预计净利润系参考评估报告收益法的预测数据。

如上表所示，本次交易和前次交易估值分别为 125,910.68 万元和 70,000.00 万元，差异原因其作价分别基于 2018 年预计净利润和 2016 年净利润，前次交易对应上一年度净利润的市盈率倍数约为 19.66 倍；本次交易对应本年度预计全年净利润的市盈率倍数分别为 14.59 倍。本次市盈率倍数较前次交易有所下降，万通制药在本次交易中的估值提高主要系 2017 年以来标的公司经营业绩增长和盈利能力提高。2017 年—2018 年标的公司的经营业绩情况如下：

单位：万元

项目	2017 年		2018 年（预测）	
	金额	增长率	金额	增长率
净利润	6,566.59	84.45%	8,627.62	31.39%

#### 四、中介机构意见

同致信德（北京）资产评估有限公司（以下简称“同致信德”）通过询问、核对、座谈、检查等方式对万通制药的业绩真实性进行了核查，对会计师做出的审计报告给予了适当关注，确定万通制药的数据的真实可靠性。通过获取外部证据、分析计算等相关工作，对万通制药于 2018 年 8 月 31 日的股东全部权益进行了估值，估值结论为万通制药在估值基准日 2018 年 8 月 31 日股东全部权益价值 125,910.68 万元。同致信德通过对比本次交易与前次交易的估值情况，认为两次交易的估值差异主要因为标的公司经营业绩显著增长和盈利能力较大提升，并且本次交易市盈率较前次交易市盈率有所下降，因此本次交易与前次交易的估值差异具有合理性。

同致信德（北京）资产评估有限公司

二〇一八年十月十五日

