

# 开元资产评估有限公司

## 《关于对万泽实业股份有限公司的关注函》

### 涉及评估问题回复意见

#### 深圳证券交易所：

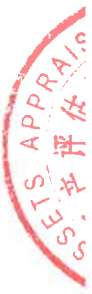
根据贵所于 2018 年 10 月 10 日下发的《关于对万泽实业股份有限公司的关注函》【公司部关注函（2018）第 204 号】（以下简称“《关注函》”）的要求，开元资产评估有限公司对关注函意见进行了认真的研究和分析，并就资产评估相关问题出具了本核查意见，现将具体情况汇报如下：

本次置入内蒙双奇 34%股权作价基于收益法评估结果。根据评估报告，内蒙双奇股东全部权益采用收益法评估得出的市场价值评估值为 118,000.00 万元，比其归属于母公司的净资产增值 99,823.15 万元，增值率为 549.18%。请你公司：

（1）根据《主板信息披露业务备忘录第 6 号—资产评估相关事宜》的规定，补充披露内蒙双奇主要评估过程和具体评估结果，包括计算模型及采用的折现率等重要评估参数，预期各年度收益或现金流量等重要评估依据，充分说明有关参数、评估依据确定的理由，并分析评估值较账面值存在较大增值的原因；（2）说明本次评估是否存在重大不确定性因素，如有，详细披露具体情况及相应解决措施，并充分提示相关风险；（3）说明认定内蒙双奇所得税优惠具备可持续性的原因，对主要产品（金双歧 24 片、定君生 5 粒）2019 年至 2020 年销售数量增长率分别预测为 12%、15%和 30%、20%的依据，现金流折现率取值为 11.42%的原因及合理性；（4）结合内蒙双奇历史业绩、未来发展规划、核心竞争优势，以及可比公司、可比交易案例等因素，详细分析内蒙双奇评估结果的合理性。请评估师和你公司独立董事核查并发表专项意见。

#### 【回复说明】

一、根据《主板信息披露业务备忘录第 6 号—资产评估相关事宜》的规定，补充披露内蒙双奇主要评估过程和具体评估结果，包括计算模型及



采用的折现率等重要评估参数，预期各年度收益或现金流量等重要评估依据，充分说明有关参数、评估依据确定的理由，并分析评估值较账面值存在较大增值的原因

（一）根据《资产评估基本准则》、《资产评估执业准则——企业价值》等资产评估准则规定及结合被评估企业的资产及盈利状况，本次评估采用收益法和资产基础法两种方法对内蒙双奇股东全部权益价值进行了评估，根据两种方法的适用性及被评估企业的具体情况，评估机构最终确定了收益法的评估值作为本次评估结果。

（二）计算模型及采用的折现率等重要评估参数

#### 1、计算模型

收益法采用的计算模型为企业自由现金流量折现模型，是将预期企业自由现金净流量进行折现以确定评估对象价值的具体方法。在具体的评估操作过程中，选用分段收益折现模型。即：将以持续经营为前提的被评估单位的未来收益分为明确预测期和永续年期两个阶段进行预测，首先逐年明确预测期（一般为五年一期）各年的企业自由现金净流量；再假设永续年期保持明确预测期最后一年的预期收益额水平，估算永续年期稳定的企业自由现金净流量。最后，将被评估单位未来的企业自由现金流量进行折现后求和，再加上单独评估的非经营性资产、溢余资产评估值总额，即得被评估单位的整体（收益）价值，在此基础上减去付息负债即得股东全部权益价值。

根据被评估单位的经营模式、所处发展阶段及趋势、行业周期性等情况，本次将被评估单位的未来收益预测分为以下两个阶段，第一阶段为 2018 年 08 月 01 日至 2023 年 12 月 31 日，共 5 年 1 期，此阶段为被评估单位的高速增长时期；第二阶段为 2024 年 1 月 1 日至永续年限，在此阶段，被评估单位将保持 2023 年的净收益水平。

其基本估算公式如下：

股东全部权益价值 = 企业整体价值 - 付息债务价值

企业整体价值 = 未来收益期内各期净现金流量现值之和 + 单独评估的非经营性资产、溢余资产评估、预测期后价值评估值总额

即：

$$P = \sum_{i=1}^t \frac{A_i}{(1+r)^i} + \frac{A_{t+1}}{r(1+r)^t} + B$$

上式中：

P—企业整体价值；

r—折现率；

t—明确预测期，本次评估取评估基准日后5年；

A<sub>i</sub>—明确段预测期第i年预期企业自由现金净流量；

A<sub>t</sub>—未来第t年预期企业自由现金净流量；

i—收益折现期（年）；取2018年8月1日为t=0；2018年12月31日为：t=0.21年；

B—单独评估的非经营性资产（负债）、溢余资产（负债）、预测期后价值的评估值总额。

企业自由现金净流量=税后净利润+折旧及摊销+利息×（1-所得税率）-资本性支出-净营运资金追加额

## 2、折现率等主要参数

### （1）收益期限

国家法律以及被评估单位的章程规定：企业经营期限届满前可申请延期，故被评估单位的经营期限可假设为在每次届满前均依法延期而推证为尽可能长；从企业价值评估角度分析，被评估单位所在的行业，被评估单位经营正常，且不存在必然终止的条件；本次评估设定被评估单位的未来收益期限为永续年。

### （2）收益指标的选取

在收益法评估实践中，一般采用净利润或现金流量（企业自由现金流量、股权自由现金流量）作为被评估单位的收益指标；由于净利润易受折旧等会计政策的影响，而现金流量更具有客观性，故本次评估选取现金流量——企业自由现金流量作为收益法评估的收益指标。企业自由现金净流量的计算公式如下：

企业自由现金净流量=净利润+折旧及摊销+利息×（1-所得税率）-资本性支出-营运资本追加额

### （3）折现率的选取和测算

根据折现率应与所选收益指标配比的原则，本次评估选取全部资本加权

平均成本（WACC）作为被评估单位未来年期企业自由现金流量的折现率。全部资本加权平均资本成本（WACC）的估算公式如下：

$$\begin{aligned} \text{WACC} &= E / (D + E) \times R_e + D / (D + E) \times (1 - t) \times R_d \\ &= 1 / (D/E + 1) \times R_e + D/E / (D/E + 1) \times (1 - t) \times R_d \end{aligned}$$

上式中：WACC：加权平均资本成本；

D：债务的市场价值；

E：股权市值；

R<sub>e</sub>：权益资本成本；

R<sub>d</sub>：债务资本成本；

t：企业所得税率。

权益资本成本按资本资产定价模型的估算公式如下：

$$\begin{aligned} \text{CAPM 或 } R_e &= R_f + \beta (R_m - R_f) + R_s \\ &= R_f + \beta \times \text{ERP} + R_s \end{aligned}$$

上式中：R<sub>e</sub>：权益资本成本；

R<sub>f</sub>：无风险收益率；

β：Beta系数；

R<sub>m</sub>：资本市场平均收益率；

ERP：即市场风险溢价（R<sub>m</sub> - R<sub>f</sub>）；

R<sub>s</sub>：特有风险收益率（企业规模超额收益率）。

有关参数的取值如下：

#### ①估算无风险收益率

考虑到股权投资一般并非短期投资行为，评估机构在中国债券市场选择从评估基准日至“国债到期日”的剩余期限超过10年的国债作为估算国债到期收益率的样本，经计算，评估基准日符合上述样本选择标准的国债平均到期收益率为4.16%，以此作为本次评估的无风险收益率。

#### ②估算资本市场平均收益，以确定市场风险溢价

股市投资收益率是资本市场收益率的典型代表，股市风险收益率是投资者投资股票市场所期望的超过无风险收益率的部分，亦可认为是市场风险溢价的典型代表。经估算，2008年至2017年各年的ERP的估算结果如下：

序号	年份	算术平均收益率 $R_m$	几何平均收益率 $R_m$	无风险收益率 $R_f$ (距到期剩余年限超过 10 的国债到期收益率)	ERP (算术平均收益率 $-R_f$ )	ERP (几何平均收益率 $-R_f$ )
1	2008	44.51%	9.28%	3.80%	40.71%	5.48%
2	2009	53.96%	15.62%	4.09%	49.87%	11.53%
3	2010	46.04%	12.79%	4.25%	41.79%	8.54%
4	2011	33.49%	4.51%	3.98%	29.51%	0.53%
5	2012	30.95%	5.65%	4.16%	26.79%	1.49%
6	2013	37.47%	10.32%	4.29%	33.18%	6.03%
7	2014	44.18%	17.76%	4.31%	39.87%	13.45%
8	2015	45.35%	19.38%	4.21%	41.13%	15.17%
9	2016	34.76%	11.86%	4.12%	30.64%	7.74%
10	2017	20.73%	5.44%	4.22%	16.50%	1.22%
	平均值	39.14%	11.26%	4.14%	35.00%	7.12%

由于几何平均收益率能更好地反映股市收益率的长期趋势，故采用 2008 年至 2017 年共十年期间的几何平均收益率与同期剩余年限超过 10 的国债到期平均收益率的差额的平均值 7.12% 作为预期收益年限为 10 年以上的项目的市场风险溢价 (ERP)，即本项目的市场风险溢价 (ERP) 为 7.12%。

### ③Beta 系数的估算

由于评估对象是非上市公司，无法直接计算其 Beta 系数，为此评估机构采用的方法是在上市公司中寻找一些在主营业务范围、经营业绩和资产规模等均与评估对象相当或相近的上市公司作为对比公司，通过估算对比公司的 Beta 系数进而估算评估对象的 Beta 系数。经估算，评估对象具有财务杠杆的 Beta 系数为 0.7263。

### ④估算评估对象特有风险收益率 (包括企业规模超额收益率) $R_c$

对于特有风险回报率，目前国内没有一个定量的估算模型，一般采用定性分析的方法估算，考虑的内素包括：A 客户聚集度过高特别风险；B 产品单一特别风险；C 市场过于集中特别风险；D 管理者特别风险；E 资产规模风险。

被评估单位评估基准日总资产账面值为 3.76 亿元、总资产报酬率 17.84% (取

2017年数据),本次评估参照上述规模超额收益率模型估算而得的结果为2.73%,评估取值为2.73%。

#### ⑤估算评估对象的权益资本成本(股权收益率)

股权收益率=无风险率收益率+超额风险收益率( $R_m - R_f$ )×评估对象具有财务杠杆的Beta系数+公司特有风险超额收益率( $R_c$ )=4.16%+7.12%×0.7263+2.73%=12.06%

#### ⑥债权收益率的估算

经测算,银行贷款利率的加权平均值为4.75%,以此作为本次评估的债权收益率。

#### ⑦加权资金成本(WACC)的估算

经估算,预测期实际所得税率为15%时:加权资金成本(WACC)=股权收益率×股权比例+债权收益率×债权比例×(1-所得税率)  
=12.06%×91.98%+4.75%×8.02%×(1-15%)=11.42%。

#### (三)预期各年度收益或现金流量等重要评估依据的确定

在行业大环境利好的形势下,内蒙双奇2016年对近三至五年市场增量策略进行了规划,近两年不断扩张销售渠道及市场推广,公司总体经营能力不断加强,盈利能力不断提升,收益呈良好的发展趋势。因此,基于行业发展速度、内蒙双奇的行业地位、已签定的商业协议及公司生产计划、未来规划等综合因素,对内蒙双奇的未来各年度收益进行了预测,具体测算过程详见万泽实业股份有限公司2018年10月9日在巨潮资讯网([www.cninfo.com.cn](http://www.cninfo.com.cn))披露的《万泽实业股份有限公司拟收购股权涉及的内蒙古双奇药业股份有限公司股东全部权益价值资产评估说明》。

#### (四)评估值较账面值存在较大增值的原因

内蒙双奇属于微生态制剂药品制造公司,目前的净资产值仅反映现有业务的已经投入的资产数,净资产是按资产的历史成本为基础计价,难以客观合理地反映被评估企业所拥有的技术、商誉、品牌、市场和客户资源、人力资源、特殊的管理模式和管理方式等在内的企业整体价值。而收益法是从未来收益的角度出发,以被评估企业现实资产未来可以产生的收益,经过风险折现后的现值作为被

评估企业股权的评估价值。本次评估最终选择了收益法的评估值作为评估结果，评估值较净资产额的增值较大，评估增值具备合理性。

## **二、说明本次评估是否存在重大不确定性因素，如有，详细披露具体情况及相应解决措施，并充分提示相关风险**

本次评估假设内蒙双奇是在目前现有生产条件下永续经营进行评估。内蒙双奇目前的生产基地及办公用房其所占用土地已取得土地使用证，但由于受政府规划影响无法办理不动产权证。本次评估尚未考虑该因素对评估值的影响。

针对上述产权瑕疵，内蒙双奇已与当地政府进行协商，呼和浩特经济技术开发区如意区管理委员会已出具说明：“呼和浩特经济技术开发区政府已在呼和浩特市沙尔沁新区为内蒙双奇未来新建厂房规划预留土地。本着尊重历史、支持园区企业发展的原则，在内蒙双奇完成与现有生产基地至少同等生产能力的新厂房和生产线建设并通过 GMP 认证、达到预定可使用状态之前，确保有关政府部门不要求内蒙双奇搬迁，以确保内蒙双奇平稳可持续发展。”

因此，上述产权瑕疵不构成本次评估的重大不确定因素。本次评估也不存在其他重大不确定因素。

## **三、说明认定内蒙双奇所得税收优惠具备可持续性的原因，对主要产品（金双歧 24 片、定君生 5 粒）2019 年至 2020 年销售数量增长率分别预测为 12%、15%和 30%、20%的依据，现金流折现率取值为 11.42%的原因及合理性**

### **（一）说明认定内蒙双奇所得税收优惠具备可持续性的原因**

内蒙双奇于 2012 年 12 月收到内蒙古自治区发展和改革委员会的《关于确认内蒙古双奇药业股份有限公司主营符合国家鼓励类产业企业的复函》（编号：内发改西开函[2012]757 号），确定公司符合海关总署《关于深入实施西部大开发战略有关税收政策问题的通知》（财税[2011]58 号）和《国家税务总局关于深入实施西部大开发战略有关企业所得税问题的公告》（国家税务总局公告 2012 年 12 号）的相关规定，认定公司属于西部大开发鼓励类产业企业，减按 15%税率缴纳企业所得税。同时内蒙双奇于 2015 年 10 月取得《高新技术企业证书》，税收优惠期限为 2015 年 1 月 1 日至 2018 年 12 月 31 日。

根据《高新技术企业认定管理办法》【国科发火（2016）32 号】第十一

条要求，认定为高新技术企业须同时满足以下条件：

序号	高新技术企业的认定条件	预测未来内蒙双奇是否符合该条件	
1	企业申请认定时须注册成立一年以上	是	
2	企业通过自主研发、受让、受赠、并购等方式，获得对其主要产品（服务）在技术上发挥核心支持作用的知识产权的所有权	是	
3	对企业主要产品（服务）发挥核心支持作用的技术属于《国家重点支持的高新技术领域》规定的范围	是	
4	企业从事研发和相关技术创新活动的科技人员占企业当年职工总数的比例不低于 10%	是	
5	企业近三个会计年度（实际经营期不满三年的按实际经营时间计算，下同）的研究开发费用总额占同期销售收入总额的比例（其中，企业在中国境内发生的研究开发费用总额占全部研究开发费用总额的比例不低于 60%）	最近一年销售收入小于 5,000 万元（含）的企业，比例不低于 5%	不适用
		最近一年销售收入在 5,000 万元至 2 亿元（含）的企业，比例不低于 4%	不适用
		最近一年销售收入在 2 亿元以上的企业，比例不低于 3%	是
6	近一年高新技术产品（服务）收入占企业同期总收入的比例不低于 60%	是	
7	企业创新能力评价应达到相应要求	是	
8	企业申请认定前一年内未发生重大安全、重大质量事故或严重环境违法行为	是	

因此，未来预测内蒙双奇符合高新技术企业认定的规定，故本次评估假设内蒙双奇高新技术企业认证期满后仍可继续获得认证并享受税收优惠政策。综上所述，内蒙双奇所得税收优惠具备可持续性。

（二）对主要产品（金双歧 24 片、定君生 5 粒）2019 年至 2020 年销售数量增长率分别预测为 12%、15%和 30%、20%的依据

主要产品（金双歧 24 片、定君生 5 粒）2019 年后的销售数量预测是在 2018 年度的基础上，根据内蒙双奇所在行业、公司市场增长速度及公司三至五年规划综合确定：①据国家统计局数据，生物、生化制品的制造高技术产业主营业务收入金额从 2010 年的 1,128.66 亿元增至 2015 年的 3,160.88 亿元，年复合增长率达 22.87%，是同期 GDP 增速的两倍以上。②根据广州标点医药信息股份有限公



司的研究报告，2014-2017年，我国微生态制剂药品市场销售额（以产品的市场零售价计）不断上升，从2014年的32.30亿元上升到了2017年的48.06亿元，近四年复合增长率为14.16%。内蒙古双奇药业的微生态制剂市场销售额（以产品的市场零售价计）不断上升，从2014年的4.31亿元上升到了2017年的6.96亿元，近四年复合增长率为17.30%，成长性很好，2017年由市场的第三位上升至第二位。③在行业大环境利好的形势下，内蒙双奇2016年对公司近三至五年市场增量策略进行了规划，近两年不断扩张销售渠道及市场推广，市场份额不断扩大。2017年初见成效。同时公司由于近年来销售量不断扩大，公司拟实施产能提升计划，以适应市场需求，定君生目前销售较小，其销售市场增长空间较大。

### （三）折现率取值为11.42%的原因及合理性

折现率取值为11.42%的原因详见上述问题一、（二）、（3）之“折现率的选取和测算”。

本次收益法测算的折现率取值为11.42%，高于下表可比案例的平均折现率，预测期的折现率估算谨慎合理。

上市公司	交易标的	行业	折现率比较
东诚药业	安迪科100%股权	医药制造	11.01%
辅仁药业	开药集团100%股权	医药制造	11.30%
金石东方	亚洲制药100%股权	医药制造	11.21%
天坛生物	成都蓉生10%股权	医药制造	10.60%
	上海血制100%股权	医药制造	11.50%
	武汉血制100%股权	医药制造	11.50%
	兰州血制100%股权	医药制造	12.20%
福瑞股份	力思特87.32%股权	医药制造	11.73%
平均值			11.38%

## 四、结合内蒙双奇历史业绩、未来发展规划、核心竞争优势，以及可比公司、可比交易案例等因素，详细分析内蒙双奇评估结果的合理性

### （一）历史经营数据分析

内蒙双奇成立以来一直专注于人体微生态制剂研发、生产、销售，是首批通过国家新版GMP认证的企业，也是《中国药典》三部（2010年版）中“微生态活菌制品总论”的参编单位。内蒙双奇拥有成熟的菌株益生功能筛选平台技术、菌粉生产技术、制剂生产技术，专注于消化和妇科两大微生态系

统，与国内微生态领域基础研究团队、临床应用消化科、妇科领域专家建立了广泛、深入的合作，有一支稳定、成熟和专业化的微生态制剂研发生产技术团队。内蒙双奇的主要产品为国家一类新药双歧杆菌乳杆菌三联活菌片（商品名称：金双歧）和阴道用乳杆菌活菌胶囊（商品名称：定君生）。

从内蒙双奇最近两年又一期的财务数据来看，其总体经营能力不断加强，盈利能力不断提升，上表可以看出公司 2017 年度、2018 年 1-7 月净利润增长幅度较大，净利润增长明显，收益呈良好的发展趋势。其中：2017 年比 2016 年营业收入、净利润分别增长 7.32%、18.03%；2018 年 1-7 月的营业净利润基本达到 2017 年全年水平：

单位：万元

项 目	2016 年 12 月 31 日	2017 年 12 月 31 日	2018 年 7 月 31 日
一、营业收入	34,687.51	37,226.53	24,234.69
减：营业成本	3,746.73	3,837.29	2,441.48
营业税金及附加	604.78	709.85	231.16
销售(营业)费用	18,474.74	20,215.81	12,712.29
管理费用	4,748.31	4,828.18	2,383.40
财务费用	1,091.07	479.30	174.37
资产减值损失	252.80	433.37	546.01
加：其他收益	-	122.46	104.71
资产处置收益	-1.69	-6.09	-5.57
二、营业利润	5,767.38	6,839.12	5,845.13
加：营业外收入	56.35	0.11	-
减：营业外支出	-	-	-
其中：非流动资产处置损失	-	-	-
三、利润总额	5,823.73	6,839.23	5,845.13
减：所得税	898.70	1,026.27	801.81
四、净利润	4,925.03	5,812.96	5,043.32

## （二）未来发展规划

内蒙双奇计划在未来 5-10 年内，形成在珠三角地区布局高端研发总部及营销管理总部、物流配送中心，在呼和浩特、珠三角地区分设生产基地，销售网络遍布全国的整体格局；在业务发展上，立足微生态，发展大健康，提供消化、妇儿等领域预防、诊断、治疗、保健的产品与服务，进一步挖掘现有两个产品的潜

力，打造单品年销售额过 10 亿的大品种，并引入第二代功能性益生菌等项目，充分发挥专业优势，在国内微生态制剂行业快速做强做大，成为领军企业；同时引入国际水准仿制药，选择达到国际水准的优质仿制药品种，2-3 年实现大规模产业化，为企业可持续发展奠定稳固基础。

### （三）核心竞争优势

内蒙双奇的核心竞争优势如下：

#### 1、产品质量和品牌优势

目前，内蒙双奇的主要产品为双歧杆菌乳杆菌三联活菌片（商品名称：金双歧）和阴道用乳杆菌活菌胶囊（商品名称：定君生），都是由人体原籍菌组成的微生态活菌制品，连续多年被纳入国家医保目录，在细分领域内具有较高的市场知名度。

#### 2、生产和研发优势

内蒙双奇是国家级高新技术企业，持有药品 GMP 证书(NM20180121)，已建设完成的新厂房完全按照新版国家 GMP 规范设计施工，总建筑面积 14,000 多平方米，采用当今国内最先进的发酵、冻干、压片、泡罩等制药机械设备，是国内微生态活菌制剂行业自动化程度最高的标准化厂房之一。内蒙双奇在多年的研发过程中积累了丰富的微生态领域研发与生产经验并在微生态研究方面在业内具有明显优势：

<p>优良高效微生态制剂菌种库建立方面的优势</p>	<p>1、掌握成熟的菌株筛选、功能筛选等技术方法并拥有多株优良微生态制剂菌株及多种含微生态制剂菌株的样品以及多名长期从事菌株筛选、菌种制作的有经验的技术人员。</p> <p>2、拥有国内其它厂家少有的微生态制剂菌种制作设备，如厌氧培养箱、搁板可调节式真空冷冻干燥机、大型立式高速离心机及超低温冰箱，可以制作严格厌氧菌菌种及使菌种在低温真空状态下保存，可大大延长菌种的有效期，保持菌种稳定性。</p>
<p>微生态制剂菌粉生产工艺研究方面的优势</p>	<p>1、拥有多年发酵工艺研究、生产微生态制剂菌粉的经验。</p> <p>2、拥有多名优秀的微生态制剂菌粉生产研究技术人员，在发酵工艺优化、包埋真空冷冻干燥生产研究方面均有成熟的理论基础、技术方法及丰富的经验。</p>
<p>微生态制剂产品开发及生产工艺研究方面的优势</p>	<p>1、在制剂工艺研究及生产方面均有丰富的经验，目前产品有片剂、胶囊剂及散剂。</p> <p>2、生产技术人员在制剂研究方面均有成熟的理论基础、技术方法及丰富的经验。</p>

#### 3、营销推广优势

内蒙双奇拥有覆盖全国的自营专业化销售队伍、学术队伍和完善的渠道及终端网络。内蒙双奇销售渠道网络覆盖全国三十个省、直辖市、自治区，全国一级合作经销商约 350 家，覆盖等级医院终端 5,000 余家，基层终端 10,000 余家，零售终端 50,000 家，拥有一支专业化学术推广销售队伍。多年来，内蒙双奇坚持“品牌+学术+服务”的复合营销推广，包括与全国妇科感染协助组合作《中国女性微生态诊治推广项目》，坚持多年参与妇科、消化科、儿科国家级学术会议赞助等。

#### 4、人才优势

内蒙双奇有一支稳定、成熟和专业化的微生态制剂核心技术人才队伍。报告期内，内蒙双奇的核心技术人员未发生重大变动。

#### (四) 可比公司、可比交易案例定价分析

##### 1、与可比上市公司的对比分析

根据申银万国行业分类标准（2014 版），内蒙双奇所从事的业务属于“医药生物-生物制品”。同行业可比上市公司的选择主要考虑了如下因素：（1）可比公司所处行业为申银万国行业分类中“医药生物-生物制品”板块。（2）2017 年每股基本收益高于 0.1 元。内蒙双奇可比上市公司在 2018 年 7 月 31 日的市盈率、市净率情况如下：

证券代码	证券简称	市盈率（2018 年 7 月 31 日市值÷2017 年度归属于母公司股东净利润）	市净率（2018 年 7 月 31 日市值÷2017 年归属母公司股东权益）
300122.SZ	智飞生物	140.02	20.61
300204.SZ	舒泰神	19.60	2.33
000004.SZ	国农科技	179.78	11.90
300683.SZ	海特生物	35.29	3.07
300294.SZ	博雅生物	40.19	5.91
300381.SZ	溢多利	41.73	1.73
300485.SZ	赛升药业	21.66	2.63
300601.SZ	康泰生物	128.13	25.69
行业均值		<b>75.80</b>	<b>9.23</b>
内蒙双奇		<b>20.30</b>	<b>6.24</b>

数据来源：Wind

由上表可以看出，可比上市公司平均市盈率为 75.80、平均市净率为 9.23，内蒙双奇作价对应市盈率为 20.30，市净率为 6.24，显著低于可比上市公司的平均市盈率。

## 2、与可比交易的对比分析

选取 2017 年以来至评估基准日的上市公司重组交易中，标的资产属于医药行业作为可比交易案例，相关标的资产估值情况如下：

股票名称	交易标的	交易作价(万元)	最近一年的市盈率(倍)	最近一年的市净率(倍)
东诚药业	安迪科 100%股权	160,000.00	24.36	6.07
辅仁药业	开药集团 100%股权	780,900.00	13.33	2.47
金石东方	亚洲制药 100%股权	210,000.00	21.88	2.69
天坛生物	成都蓉生 10%股权	62,280.00	13.98	5.12
	上海血制 100%股权	101,000.00	28.09	2.05
	武汉血制 100%股权	113,300.00	56.31	2.51
	兰州血制 100%股权	59,400.00	15.17	2.98
福瑞股份	力思特 87.32%股权	66,678.61	20.76	3.18
平均数			24.24	3.38
内蒙双奇			20.30	6.24

注：1、数据来源为上市公司公开披露信息；2、最近一年的市盈率=该公司的估值/该公司成交前最后一个财年的归母净利润；最近一年的市净率=该公司的估值/该公司成交前最后一个财年的归母所有者权益。

通过与同行业可比交易比对，内蒙双奇 2017 年市盈率倍数略低于可比交易平均水平，2017 年市净率高于可比交易平均水平。

综合以上，内蒙双奇业绩良好，有明显的核心竞争优势，未来发展空间较大，有关指标与可比公司、可比交易案例的差异不大，本次内蒙双奇的评估结果是合理的。

### 评估师核查意见：

经核查，内蒙双奇属于微生态制剂药品制造公司，目前的账面净资产数额是内蒙双奇过往及现有经营活动，按照《企业会计准则》及相关制度的规定计量、核算所反映的结果，其未包括《企业会计准则》及相关制度规定不能在会计报表中反映的内蒙双奇所拥有的技术、商誉、品牌等账外无形资产以及市场和客户资源、人力资源、特殊的管理模式和管理方式等企业资源。本次评估采用收益法与资产基础法进行评估，收益法评估中，未来盈利预测符合内蒙双奇所处阶段和发展趋势，收益法各参数的估算符合内蒙双奇的实际情况和行业惯例，以收益法评估结果作为评估结论，能够客观合理地反映内蒙双奇所拥有的技术、商誉、品牌、市场和客户资源、人力资源、特殊的管理模式和管理方式等在内的企业整体价值。另外，从可比上市公司和同类

收购标的市盈率比较分析，本次评估结论或交易定价的市盈率均处于合理水平，也可反映本次评估结论是合理的。

（此页无正文，系开元资产评估有限公司《关于对万泽实业股份有限公司的关注函》涉及评估问题回复意见盖章页）



00076