

中威正信（北京）资产评估有限公司  
关于对金字火腿股份有限公司的重组  
之  
问询函回复

中威正信（北京）资产评估有限公司  
2018年11月

## 深圳证券交易所：

贵交易所下发的《关于金字火腿股份有限公司的重组问询函》（以下简称“问询函”）已获悉，根据问询函要求，中威正信（北京）资产评估有限公司（以下简称“中威正信”或“我们”）作为金字火腿股份有限公司本次重组的估值机构，提供真实、完整的相关财务资料及未来经营发展规划资料是金字火腿和中钰资本管理层的责任，我们的责任是通过金字火腿和中钰资本提供的资料对问询相关估值问题进行核查后发表专项意见。现出具如下回复意见：

问题 5：根据资产评估结果，以 2018 年 7 月 31 日为基准日，中钰资本股东全部权益的金额为 83,372.98 万元。其中，净现金流量的预测结果显示，中钰资本 2018 年 8-12 月、2019 年、2020 年、2021 年、2022 年以及 2023 年的净利润预测分别为 25,671.38 万元、40,175.26 万元、5,620.79 万元、6,735.99 万元、7,962.48 万元以及 7,004.87 万元。请说明以下问题：

（1）请说明本次资产评估所利用主要财务数据、参数的依据及合理性，并结合评估结果说明本次交易价格的合理性，是否存在损害上市公司利益的情况。

（2）《报告书》显示，中钰资本 2018 年 1-7 月净利润为-9,274.51 万元。请说明上述净现金流量预测中业绩增长的原因与合理性，并结合中钰资本未来业绩的预测情况，进一步说明本次交易的原因及合理性，以及是否存在损害上市公司利益的情况。

请独立财务顾问、资产评估师核查并发表明确意见。

### 回复：

问题（1）请说明本次资产评估所利用主要财务数据、参数的依据及合理性，并结合评估结果说明本次交易价格的合理性，是否存在损害上市公司利益的情况。

（一）请说明本次资产评估所利用主要财务数据、参数的依据及合理性

#### 1、预测期间的营业收入及增长率情况

中钰资本主要是以控股或参股投资形式从事医疗医药大健康领域的股权投资业务。中钰资本的营业收入主要包括三家新三板挂牌的控股子公司的营业收入、基金管理费收入和财务顾问费收入。预测期间中钰资本的营业收入及增长率情况

具体如下表所示：

单位：万元

项目	历史实际数据			预测数据					
	2016 年度	2017 年度	2018 年 1-7 月	2018 年 8-12 月	2019 年度	2020 年度	2021 年度	2022 年度	2023 年度
营业收入	11,626.02	19,390.52	11,569.66	10,057.39	32,315.88	26,814.35	30,372.86	33,608.49	33,917.42
收入增长率	-	66.79%	11.53%		49.42%	-17.02%	13.27%	10.65%	0.92%

其中，预测期间的营业收入具体情况如下表所示：

单位：万元

项目/年度	2018 年 8-12 月	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年
瑞一科技	2,945.73	9,051.72	-	-	-	-
中钰医疗	4,555.00	13,100.00	14,800.00	15,800.00	17,300.00	18,800.00
雕龙数据	621.00	1,682.00	1,945.00	2,278.00	2,620.00	2,980.00
基金管理费收入	1,652.64	7,538.76	8,937.28	10,936.37	12,058.30	10,180.82
财务顾问费收入	283.02	943.40	1,132.08	1,358.49	1,630.19	1,956.60
收入合计	10,057.39	32,315.88	26,814.35	30,372.86	33,608.49	33,917.42

由于市场变化、项目退出周期延长、控股的实业企业尚在培育阶段等原因，中钰资本的实际经营业绩受到较大影响，根据中钰资本未来业务开展规划，本次预测 2018 年度营业收入增长率为 11.53%。其中，瑞一科技的营业收入预测主要来源于创新药中间体 CMO 服务，公司拥有一体化的医药定制研发能力与医药定制生产能力，已与诺华制药（Novartis）等几家世界制药巨头的代加工建立起了长期的战略合作伙伴关系，同时，公司不断开发新的业务机会，完成了多个临床期项目的工艺开发和订单交付，公司整体发展良好，业绩稳步上升；中钰医疗的营业收入预测基于对医药医疗行业发展趋势的判断，依靠医药医疗行业项目储备和资源整合能力，整合精准医疗、智慧医疗、互联网医疗领域具有发展潜力的优质企业，并通过旗下子公司春闰科技、安蒂康生物和益基生物向消费者销售医药产品、提供医疗服务获取收入；基金管理费收入预测主要根据中钰康健、中钰惟精下属基金规模、预测期内新增基金设立计划、项目储备情况对未来基金管理费进行合理预测。基于上述中钰资本及其控股子公司的未来经营计划，本次预测 2019 年度营业收入增长率为 49.42%。此外，由于中钰资本控股子公司瑞一科技股权预测将于 2019 年末时点实现退出，故 2020 年营业收入较 2019 年下降 17.02%，2021 年至 2023 年预测营业收入增长率保持在 0.92%-13.27%。本次交易预测中钰资本 2023 年营业收入较 2017 年营业收入的复合增长率为 9.77%，

结合其历史年度的营业收入增长情况来看具有合理性。

## 2、预测期间的营业成本及毛利率情况

中钰资本的营业成本主要为三家新三板挂牌的控股子公司的营业成本。本次交易结合中钰资本的历史业绩及未来业务开展规划，综合确定中钰资本预测期间的毛利率水平为 63.83%-76.78%，具体情况如下表所示：

单位：万元

项目	历史实际数据			预测数据					
	2016 年度	2017 年度	2018 年 1-7 月	2018 年 8-12 月	2019 年度	2020 年度	2021 年度	2022 年度	2023 年度
营业收入	11,626.02	19,390.52	11,569.66	10,057.39	32,315.88	26,814.35	30,372.86	33,608.49	33,917.42
营业成本	2,879.21	8,370.46	5,724.17	3,638.04	10,932.47	6,528.00	7,052.00	7,831.50	8,580.40
毛利率	75.23%	56.83%	50.52%	63.83%	66.17%	75.65%	76.78%	76.70%	74.70%

中钰资本预测期间的毛利率为 63.83%-76.78%，其中，2018 年 8-12 月至 2019 年毛利率为 63.83%-66.17%，主要系基于中钰资本及其控股子公司的未来经营计划，预测中钰医疗较历史年度呈现相对较好的业务发展趋势，同时，中钰康健、中钰惟精在预测期内新增基金设立计划，预测基金管理费收入、财务顾问费收入等高毛利率项目收入金额及占比逐年上升；2020 年至 2023 年毛利率为 74.70%-76.78%，主要系瑞一科技股权预测于 2019 年末时点实现退出，从而使得基金管理费收入、财务顾问费收入占比进一步上升。基于以上因素，中钰资本预测期间的毛利率呈现上升趋势具有合理性。

## 3、预测期间的投资收益情况

中钰资本的投资收益主要系项目退出收益，其预测主要根据下属各项基金的项目投资进度、项目盈利预测和项目退出计划，以公司目前已经投资的项目为基础，对已有退出协议或退出计划的项目预测退出收益，对于其他暂无退出计划的项目不进行退出收益预测。本次估值未考虑未来新增项目的退出收益。预测期间的投资收益具体情况如下表所示：

单位：万元

项目	历史实际数据			预测数据					
	2016 年度	2017 年度	2018 年 1-7 月	2018 年 8-12 月	2019 年度	2020 年度	2021 年度	2022 年度	2023 年度
投资收益	288.18	1,884.12	636.26	25,283.49	34,729.36	567.69	12.73	12.73	12.73

根据中钰资本未来业务开展规划及其下属基金投资项目的退出协议或退出计划,对中钰资本部分控股企业股权及下属基金投资项目的退出收益进行了预测。根据退出计划,中钰资本部分投资项目预计将主要在2018年8-12月、2019年度实现退出并确认投资收益,因而预测2018年和2019年的投资收益分别为25,919.75万元和34,729.36万元,投资收益较历史年度具有较大幅度上升,2020年及以后年度,中钰资本对下属投资项目暂无明确的退出计划,相应地,投资收益预测金额较小。

#### 4、预测期间的净利润情况

预测期间中钰资本的净利润情况具体如下表所示:

单位:万元

项目	历史实际数据			预测数据					
	2016年度	2017年度	2018年1-7月	2018年8-12月	2019年度	2020年度	2021年度	2022年度	2023年度
净利润	-2,583.61	1,385.32	-9,274.51	25,671.38	40,175.26	5,620.79	6,735.99	7,962.48	7,004.87

本次估值过程中,估值机构基于中钰资本及其控股子公司的未来经营计划预测营业收入呈现合理增长趋势,同时根据中钰资本及其下属基金投资项目的退出协议或退出计划,对中钰资本部分控股企业股权及下属基金投资项目的退出收益进行了预测。根据退出计划,中钰资本部分投资项目预计将主要在2018年8-12月和2019年度实现退出并确认投资收益,进而预测2018年和2019年的净利润分别为16,396.87万元和40,175.26万元,净利润较历史年度具有较大幅度上升。2020年及以后年度,中钰资本对下属投资项目暂无明确的退出计划,相应地,投资收益的金额及对净利润的影响均较小,因而预测2020年至2023年净利润为5,620.79万元-7,962.48万元,至2023年趋于稳定。

#### 5、预测期间的净现金流量情况

预测期间中钰资本的净现金流量情况具体如下表所示:

单位:万元

科目/年度	2018年8-12月	2019年	2020年	2021年	2022年	2023年
一、营业收入	10,057.39	32,315.88	26,814.35	30,372.86	33,608.49	33,917.42
二、营业成本	3,638.04	10,932.47	6,528.00	7,052.00	7,831.50	8,580.40
税金及附加	128.53	518.32	215.02	284.51	318.76	319.64
营业费用	1,904.93	6,520.49	4,973.79	5,286.48	5,676.00	6,114.50

科目/年度	2018年8-12月	2019年	2020年	2021年	2022年	2023年
管理费用	3,252.28	6,524.16	7,407.45	7,755.37	8,128.67	8,470.57
财务费用	202.47	27.77	27.82	27.92	28.58	29.19
资产减值准备	43.00	32.50	46.50	81.00	86.00	97.00
投资收益	25,283.49	34,729.36	567.69	12.73	12.73	12.73
三、营业利润	26,171.64	42,489.53	8,183.46	9,898.31	11,551.72	10,318.87
营业外收入	53.21	50.00	50.00	50.00	50.00	50.00
四、利润总额	26,224.85	42,539.53	8,233.46	9,948.31	11,601.72	10,368.87
减：所得税	553.47	2,364.27	2,612.67	3,212.32	3,639.24	3,363.99
五、净利润	25,671.38	40,175.26	5,620.79	6,735.99	7,962.48	7,004.87
加：折旧	640.77	1,707.37	1,707.37	1,707.37	1,707.37	1,707.37
加：摊销	37.35	89.63	89.63	89.63	89.63	89.63
减：资本性支出	760.80	-	-	-	-	-
减：资产更新	0.00	1,627.47	1,627.47	1,627.47	1,627.47	1,627.47
减：营运资金增加	3,521.18	13,100.23	-6,742.67	4,361.30	3,965.59	378.63
加：扣税后利息	151.85	20.83	20.87	20.94	21.43	21.89
<b>六、净现金流量</b>	<b>22,219.36</b>	<b>27,265.39</b>	<b>12,553.86</b>	<b>2,565.16</b>	<b>4,187.85</b>	<b>6,817.67</b>

综上所述，本次估值结合标的公司历史经营情况及未来业务开展规划确定了预测期间主要财务数据、参数，符合标的公司实际经营情况，具备合理性。

(二) 结合评估结果说明本次交易价格的合理性，是否存在损害上市公司利益的情况

本次交易标的资产的价格不以估值机构出具的估值结果为定价依据，交易作价系根据前次交易中上市公司与娄底中钰等中钰资本原股东签署的《股权转让协议》、《增资协议》以及本次交易中上市公司与重组交易对方签署的《股权回购协议》约定的股权回购金额计算方式，基于上市公司前次交易取得中钰资本 51% 股权的实际投资额及溢价收益确定。

前次交易中，上市公司以受让老股及增资方式取得中钰资本 51% 股权的实际投资额合计为 59,326.00 万元，根据上述原则，经交易双方协商一致，本次交易标的资产作价为 73,727.02 万元（最终溢价收益以实际支付之日计算的金额为准）。

根据《估值报告》（中威正信评咨字（2018）第 1017 号），以 2018 年 7 月 31 日为基准日，中钰资本股东全部权益的估值结果为 83,372.98 万元，即中钰

资本 51%股权的估值为 42,520.22 万元，本次交易作价高于标的资产估值，有利于保护上市公司全体股东特别是中小投资者的利益，具备合理性。

问题（2）《报告书》显示，中钰资本 2018 年 1-7 月净利润为-9,274.51 万元。请说明上述净现金流量预测中业绩增长的原因与合理性，并结合中钰资本未来业绩的预测情况，进一步说明本次交易的原因及合理性，以及是否存在损害上市公司利益的情况。

（一）请说明上述净现金流量预测中业绩增长的原因与合理性

中钰资本 2018 年 1-7 月净利润为-9,274.51 万元，一方面是受市场环境影 响，主营业务经营业绩有所下滑；另一方面主要是由于中钰资本持有的民祥医药（834738.OC）股份以交易性金融资产进行计量因股价下跌而发生公允价值变动损益-6,723.07 万元所致，该等交易性金融资产与标的公司日常经营活动无直接关联，因此作为溢余或非经营性资产进行估值，而未纳入经营性资产的盈利预测，相应地，不会对标的公司预测期间的经营业绩产生影响。

而在经营性资产的估值过程中，估值机构基于中钰资本及其控股子公司的未来经营计划预测营业收入呈现合理增长趋势，同时根据中钰资本及其下属基金投资项目的退出协议或退出计划，对中钰资本部分控股企业股权及下属基金投资项目的退出收益进行了预测。根据退出计划，中钰资本部分投资项目预计将主要在 2018 年 8-12 月和 2019 年度实现退出并确认投资收益，因而预测 2018 年和 2019 年的净利润分别为 16,396.87 万元和 40,175.26 万元，净利润较历史年度具有较大幅度上升；2020 年及以后年度，中钰资本对下属投资项目暂无明确的退出计划，相应地，投资收益的金额及对净利润的影响均较小，因而预测 2020 年至 2023 年净利润为 5,620.79 万元-7,962.48 万元，至 2023 年趋于稳定。

综上，本次估值根据标的公司历史经营情况、未来业务开展规划及投资项目的退出计划对中钰资本预测期间的营业收入、净利润等参数进行了预测，不存在刻意低估标的公司价值的情形。

（二）结合中钰资本未来业绩的预测情况，进一步说明本次交易的原因及合理性，以及是否存在损害上市公司利益的情况

前次交易中，娄底中钰等交易对方承诺中钰资本 2017 年、2018 年、2019 年经审计后的净利润（扣除非经常性损益后孰低原则）分别不低于 2.5 亿元、3.2 亿元、4.2 亿元。但在前次交易完成后，由于市场变化、项目退出周期延长、控股的实业企业尚在培育阶段等原因，中钰资本的实际经营业绩受到较大影响，导致中钰资本 2017 年度实际完成净利润为 1,281.39 万元，未完成 2017 年度业绩承诺。

鉴于中钰资本 2017 年已实现的净利润以及 2018 年、2019 年预测净利润，均无法完成前次交易的业绩承诺，使得上市公司希望通过前次交易提升公司业绩及股东回报的初衷难以实现，同时 2020 年至 2023 年的预测情况进一步表明中钰资本未来经营业绩可能存在较大波动，且预计无法在短期内发生重大改善，为彻底解决后续的不确定性，充分保护公司利益，维护全体股东特别是中小股东合法权益，根据前次交易关于股权回购的相关约定，经交易双方协商一致，上市公司拟同意由娄底中钰、禹勃、马贤明、金涛、王波宇、王徽（即前次交易的业绩承诺方）回购公司所持中钰资本股权，中钰资本也作为共同回购人，一并承担本次回购义务。

通过本次交易，上市公司可有效降低中钰资本对公司未来业绩的潜在不利影响，提升经营业绩的稳定性；上市公司也可适时拓展前景良好的优质业务，实现公司内生式增长与外延式发展相结合的战略，进而提升上市公司的盈利水平和持续经营能力。本次交易完成后，上市公司总体盈利能力将有所改善，有利于维护上市公司全体股东特别是中小投资者的利益。

经核查，我们认为，

1、本次估值结合标的公司历史经营情况及未来业务开展规划确定了预测期间主要财务数据、参数，不存在刻意低估标的公司价值的情形。本次交易价格高于标的资产估值，有利于保护上市公司全体股东特别是中小投资者的利益，具备合理性，不存在损害上市公司利益的情况；

2、净现金流量预测中业绩增长系结合标的公司历史经营情况及未来业务开展规划综合确定，鉴于中钰资本 2017 年已实现的净利润以及 2018 年、2019 年预测净利润，均无法完成前次交易的业绩承诺，同时 2020 年至 2023 年的预测



情况进一步表明中钰资本未来经营业绩可能存在较大波动，且预计无法在短期内发生重大改善，使得上市公司希望通过前次交易提升公司业绩及股东回报的初衷难以实现。通过本次交易，上市公司可有效降低中钰资本对公司未来业绩的潜在不利影响，提升经营业绩的稳定性，有利于维护上市公司全体股东特别是中小投资者的利益，因此，本次交易具备合理性，不存在损害上市公司利益的情况。

（本页无正文，为《中威正信（北京）资产评估有限公司关于金字火腿股份有限公司的重组之问询函回复》盖章页）

中威正信（北京）资产评估有限公司

2018年11月27日

