证券代码：002589　　证券简称：瑞康医药　　公告编号：2022-017

瑞康医药集团股份有限公司
关于对深圳证券交易所关注函的回复

本公司及董事会全体成员保证信息披露内容的真实、准确和完整，没有虚假记载、误导性陈述或重大遗漏。

瑞康医药集团股份有限公司（以下简称“公司”、“瑞康医药”）于 2022 年 2 月 23 日收到深圳证券交易所上市公司管理一部对公司下发的《关于对瑞康医药集团股份有限公司的关注函》（公司部关注函〔2022〕第 153 号）（以下简称“《关注函》”），公司董事会就关注函所列问题认真核查，并进行了书面说明回复，现将回复公告如下：

问题一、公告显示，本次收购国慧大健康 38.4%股权事项已经你公司第四届董事会第十九次会议审议通过，其中一名董事投出弃权票，但你公司未在董事会决议公告中披露相关董事弃权理由。同时我部关注到，你公司第四届董事会第一次会议于 2019 年 10 月 30 日审议通过《关于收购威海衡健医院管理有限公司 72%的股份暨关联交易的议案》，1 名董事投出弃权票，但你公司亦未披露相关董事弃权理由。请你公司严格按照本所《股票上市规则》的规定，立即补充披露两次董事会会议投出弃权票的董事姓名及理由，并杜绝此类问题的再次发生。

回复：

公司在 2019 年 10 月 30 日召开第四届董事会第一次会议，该次董事会在审议通过《关于收购威海衡健医院管理有限公司 72%的股份暨关联交易的议案》时，董事冯红涛投弃权票。董事冯红涛系由在公司持股 5%以上股东招商慧泽医药投资合伙企业（有限合伙）（以下简称“招商慧泽”）提名，在该次董事会召开前，招商慧泽关联方已与该交易标的一威海衡健医院管理有限公司（以下简称“威海衡健”）在协商投资事宜，由于当时投资安排尚未最终确定，因此董事冯红涛建议在标的投资安排确定后，再实质性推动本交易，所以对本项关联交易议案投弃权票。此后威海衡健与招商慧泽关联方已就威海衡健的投资安排达成一致，确认招商慧泽关联方不再参与对威海衡健的投资。

公司第四届董事会第十九次会议审议拟使用自有资金向烟台慧烁企业管理合伙企业（有限合伙）收购其持有的天津国慧大健康科技有限公司 38.39992%的股权的事项，公司董事会于 2022 年 2 月 11 日向全体董事发出会议通知，于 2022 年 2 月 17 日上午 10:00 召开董事会，本次董事会会议结束并形成决议前，董事会未收到董事冯红涛先生的书面表决意见，董事会视为董事冯红涛先生放弃在该次会议上的表决权，故决议公告为弃权。

上市公司相关责任人员今后将坚决遵循上市公司信息披露规范要求，加强相关法律法规的学习，进一步规范公司运作水平，不断提高公司信息披露质量，杜绝此类问题的再次发生。

问题二、公告显示，本次交易标的公司评估值 5.99 亿元，增值率 141.82%，且已扣除部分尚未支付的股权对价款。根据评估报告，本次评估增值主要来自标的公司长期股权投资科目，具体包括天际健康医疗科技有限公司、吉祥雷（天津）医药科技有限公司、广州瑞康医药有限公司、瑞康医药河源有限公司、黑龙江瑞康医药有限公司、黑龙江省瑞康鑫白云医药有限公司、云南嘉德瑞克药业有限公司等 7 家子公司股权。标的公司对天际健康医疗科技有限公司的股权投资账面价值为 1.77 亿元，对其余 6 家子公司的股权投资账面价值均为 0。根据审计报告，标的公司本体无营业收入，报告期内经营业绩主要来自上述子公司。

相关工商信息显示，标的公司成立于 2020 年 1 月 16 日。上述 7 家子公司中，吉祥雷（天津）医药科技有限公司为标的公司于 2020 年 4 月自主设立，目前已清算注销；天际健康医疗科技有限公司股权为标的公司 2020 年 6 月 2 日受让于你公司；其余 5 家子公司股权均为标的公司 2020 年 12 月 29 日至 12 月 31 日期间受让于你公司。

（一）请你公司详细说明转让上述子公司股权予标的公司的具体情况，包括但不限于转让原因、决策过程、评估结果及对价支付，是否及时履行了审议程序和信息披露义务；说明转让上述子公司股权后短期内又以高溢价购回的原因及目的，是否存在向关联方输送利益并损害上市公司利益的情形。请独立董事和监事核查并发表明确意见。

回复：

1.天际健康医疗科技有限公司不存在先从上市公司对外转出再购回的情形

标的公司国慧大健康系天际健康医疗科技有限公司（以下简称“天际健康”）各股东以其持有的天际健康的股权出资设立，2019 年 12 月，基于上市公司内部资产整合及股权重组的需要，天际健康作出股东会决议，同意上市公司与天际健康的其他股东共同使用所持天际健康股权出资设立天津国慧大健康科技有限公司（即标的公司）。

在成为标的公司子公司前，天际健康为上市公司与其他投资人共同持股的子公司，根据工商登记信息，天际健康的股东及股权比例如下：

序号	股东	股权比例
1	瑞康医药集团股份有限公司	47.2722%
2	韩旭	44.2004%
3	天津瑞康海河医疗产业基金合伙企业（有限合伙）	6.5670%
4	丙伟	1.1598%
5	李福亮	0.8006%

2020 年 1 月，标的公司完成工商设立，此时各方出资仅为认缴。2020 年 6 月，各方完成了对标的公司股权出资的实缴（即各股东将所持天际健康的股权以实缴出资形式变更至标的公司名下）。

标的公司设立时，各股东在标的公司的持股比例与在天际健康时保持一致，具体如下：

序号	股东	股权比例
1	瑞康医药集团股份有限公司	47.2722%
2	韩旭	44.2004%
3	天津瑞康海河医疗产业基金合伙企业（有限合伙）	6.5670%
4	丙伟	1.1598%
5	李福亮	0.8006%

综上，标的公司取得天际健康的股权仅是因股权出资导致的持股主体变更，上市公司的股东权益无任何变化，属内部股权重组行为，故不存在将天际健康转出后又买入的情形。

2. 其余 5 家子公司股权转让至标的公司持有的情况说明

序号	公司名称	转让原因	评估值（元）	交易作价	决策过程
1	广州瑞康医药有限公司	基于公司整体战略规划，内部业务板块划分，将诊疗一体化业务整合到标的公司	93,124,000	93,124,000	单独及合计均未达到需提交上市公司董事会审议标准，不需要单独的临时公告予以披露。 根据瑞康医药《对外投资管理制度》第七条：除本制度第四条、第五条、第六条规定需要经董事会和股东大会审议通过的对外投资事项外，其他投资事项由总经理审批”。 前述投资事项均已经过上市公司总经理审议批准。
2	瑞康医药河源有限公司		2020 年 12 月前，瑞康河源为广州瑞康的子公司，在标的公司于 2020 年底收购广州瑞康 100%股权的同时，同步从广州瑞康收购了瑞康河源股权，将瑞康河源变更为广州瑞康的同级公司。瑞康河源的交易估值已各在上述广州瑞康的评估值中。		
3	黑龙江瑞康医药有限公司		19,000,000.00	9,690,000.00（收购 51%股权）	
4	黑龙江省瑞康鑫白云医药有限公司		26,000,000.00	13,260,000.00（收购 51%股权）	
5	云南嘉德瑞克药业有限公司		131,000,000.00	66,810,000.00（收购 51%股权）	

2020 年 12 月，广州瑞康医药有限公司、瑞康医药河源有限公司、黑龙江瑞康医药有限公司、黑龙江省瑞康鑫白云医药有限公司、云南嘉德瑞克药业有限公司等 5 家公司从上市公司向标的公司转让的作价合计为 182,884,000 元；本次交易的评估报告中该 5 家公司对应的估值合计为 182,009,486 元，且因转让对价尚未支付，对应金额已从本次交易作价中予以扣除（扣除原因详见本问题（3）的回复）。故本次交易不存在高溢价购回上述 5 家公司的情形。

综上，本次交易不存在向关联方输送利益并损害上市公司利益的情形。

独立董事意见：

本人仔细审阅了本次交易的《审计报告》、《评估报告》、《股权转让协议》及天际健康医疗科技有限公司、广州瑞康医药有限公司、瑞康医药河源有限公司、黑龙江瑞康医药有限公司、黑龙江省瑞康鑫白云医药有限公司、云南嘉德瑞克药业有限公司等 6 家子公司的历史交易文件，已明确知悉了相关子公司转让和交易的背景，认为 6 家子公司不存在转出后再高溢价购回的情形，不存在向关联方输送利益并损害上市公司利益的情形。

监事意见：

6 家子公司的历史股权变动，系基于上市公司内部资产整合及业务整合的需要，不涉及向关联方输送利益并损害上市公司利益的情形，不存在损害上市公司和中小股东合法权的情形，符合公司长远发展战略。

（二）请你公司核实并补充说明标的公司对 6 家子公司股权投资账面价值均为 0 的原因，补充披露此种情况下相关子公司股权评估价值依然较高的原因，并补充披露具体评估参数和测算过程。

回复：

1. 标的公司对 6 家子公司股权投资账面值均为 0 的原因

标的公司于 2020 年 4 月设立全资子公司吉祥雷（天津）医药科技有限公司，截止评估基准日，标的公司尚未对吉祥雷（天津）医药科技有限公司进行实缴出资，故对吉祥雷（天津）医药科技有限公司的长期股权投资账面价值为 0。

标的公司收购广州瑞康医药有限公司、黑龙江省瑞康鑫白云医药有限公司、云南嘉德瑞克药业有限公司、黑龙江瑞康医药有限公司、瑞康医药河源有限公司等 5 家公司股权，通过同一控制下企业合并纳入合并报表范围。截止评估基准日，标的公司尚未支付上述收购的股权转让款，故上述 5 家子公司股权投资账面价值均为 0。

2. 相关 6 家子公司的具体评估参数和测算过程

截止评估基准日，广州瑞康医药有限公司、瑞康医药河源有限公司、黑龙江瑞康医药有限公司、黑龙江省瑞康鑫白云医药有限公司、云南嘉德瑞克药业有限公司，目前正常运营，采用收益法和资产基础法进行评估。

截止评估基准日，吉祥雷（天津）医药科技有限公司处于清算阶段，且已于 2022 年 1 月 5 日完成注销，暂无相关业务及往来，故不适宜采用收益法，采用资产基础法进行评估。

长期股权投资评估结果

单位：万元

（如无特别说明，此问题回复的表格单位均为万元，部分数据小数位存在差异为取整所致）

	被投资单位名称	是否整体评估	采用的评估方法	公司账面净资产价值	收益法评估值	资产基础法评估值	最终结论选取的评估方法
1	吉祥雷（天津）医药科技有限公司	是	资产基础法	-0.42		-0.42	资产基础法
2	广州瑞康医药有限公司	是	资产基础法和收益法	-266.71	1,010.00	3,284.66	资产基础法
3	瑞康医药河源有限公司	是	资产基础法和收益法	4,791.15	11,374.00	4,949.94	收益法
4	黑龙江瑞康医药有限公司	是	资产基础法和收益法	2,285.60	2,445.00	3,007.61	收益法
5	黑龙江省瑞康鑫白云医药有限公司	是	资产基础法和收益法	2,099.14	-379	1,969.63	资产基础法
6	云南嘉德瑞克药业有限公司	是	资产基础法和收益法	4,570.05	13,459.00	9,981.10	收益法

2.1 资产基础法测算过程

2.1.1 流动资产评估说明

(1)货币资金的评估

纳入本次评估范围的银行存款。

评估人员根据公司提供的清查评估明细表，对会计报表、会计账簿和记账凭证进行了核查；并按照公司提供的银行账号逐一进行了函证，根据函证回函和提供的银行对账单对银行存款情况进行了核实，全部存款核实结果与申报资料相符，未发现需评估调整的事项。在确定了公司财务账户与开户银行账户两者金额调整一致的情况下，最终按照公司财务账面余额确定银行存款评估值。

(2)应收账款、其他应收款

评估人员经核查会计报表、会计账簿与申报资料一致。评估人员履行必要的评估程序，逐笔分析了款项的账龄、金额、业务内容。在查阅了其他应收款明细分类账的基础上，逐笔核实了款项涉及的合同、凭据及凭证等。

对于期后已收回和有充分理由相信能全额收回的，按账面余额确认评估值；对于欠款时间较久，欠款企业信誉差，根据评估人员调查、了解预计不能全额收回但又没有确凿证据证明不能收回或不能全额收回的款项，在逐笔分析业务内容的基础上，对不同年限的应收款根据发生时间的不同，按一定比例计提风险损失，以账面余额扣减评估风险损失额确定评估值。

(3)预付账款

评估人员首先审查了有关业务核算流程、合同及原始单据，并依据重要性原则对金额较大的款项寄发了询证函，以确认各种预付账款发生的真实性和合理性。借助于历史资料和现场了解的情况，具体分析欠款原因、欠款方履约能力、欠款账龄等情况，根据可回收情况判断评估值。

(4)存货

在评估计算工作中，对于十分畅销的产品，根据其不含税销售价格减去销售费用和全部税金确定评估值；对于正常销售的产品，根据其不含税销售价格减去销售费用、全部税金和适当数额的税后净利润确定评估值；对于勉强能销售出去的产品，根据其不含税销售价格减去销售费用、全部税金和税后净利润确定评估值。评估人员通过与企业管理层的访谈和沟通，了解了相关产成品（库存商品）交易价格等市场情况，正常销售的产品，其完工时间与评估基准日接近，成本核算比较准确，因此以其预计不含税销售价减去销售费用、全部税金和适当数额的税后净利润后确定评估值。

正常产成品均按下列公式计算评估价值：

评估单价=该产成品不含税销售单价×（1-销售费用率-产品销售税金及附加率-所得税率-R×净利润率）（正常销售产品 R 取 50%）

评估价值=∑ 某项产成品数量×评估单价

不含税售价：不含税售价是按照评估基准日前后的市场价格确定；

销售费用率：销售费用与销售收入的比率确定；

产品销售税金及附加费率：销售税金及附加与销售收入的比率确定；

所得税率：所得税与销售收入的比率确定；

销售利润率：销售净利润与销售收入的比率确定；

R 为一定的比率，由于产成品未来的销售存在一定的市场风险，具有一定的不确定性，根据基准日调查情况及基准日后实现销售的情况确定其风险。其中 R 对于畅销产品为 0，一般销售产品为 50%，勉强可销售的产品为 100%。

(5)其他流动资产

评估人员经核查会计报表、会计账簿、纳税申报与申报资料一致。评估人员履行必要的评估程序。最终按账面余额确认评估值。

2.1.2 长期股权投资评估说明

在评估中遵循的评估原则、采用的评估方法、各项资产及负债的评估过程均与母公司相同（即同一标准、同一尺度）。即：

具有控制权及重大影响的长期股权投资，对被投资单位整体资产进行评估。其长期股权投资评估值=被投资单位整体评估后净资产×持股比例。

在确定长期股权投资评估值时，评估师没有考虑具有控制权和缺乏控制权等因素产生的溢价和折价对评估对象价值的影响。

2.1.3 固定资产的评估

对机器设备、电子设备及车辆主要以成本法进行测算。

成本法计算公式：

委估资产评估值=重置成本×综合成新率

（1）重置成本的确定

此次评估采用的是更新重置成本。更新重置成本是指采用与评估对象并不完全相同的材料、现代建筑或制造标准、设计、规格和技术等，以现行价格水平购建与评估对象具有同等功能的全新资产所需的费用。

重置成本包括：设备款、运保费、安装调试费、基础费、资金成本（对于自行研究、设计、开发、安装调试的专用设备，考虑其周期较长以及成本相对较高，在评估中已考虑其资金占用成本）。

① 设备购置价的确定

依据 2009 年 1 月 1 日起施行的《中华人民共和国增值税暂行条例》（国务院令第 691 号）和《中华人民共和国增值税暂行条例实施细则》（财政部、国家税务总局令第 50 号）的有关规定，本次评估中的设备购置价不包含增值税。另依据“财税［2013］106 号《关于将铁路运输和邮政业纳入营业税改征增值税试点的通知》”附件二第 7 页“原增值税一般纳税人自用的应征消费税的摩托车、汽车、游艇，其进项税额准予从销项税额中抵扣。”税率为 13%。

综上，本次评估中，设备购置价不包含增值税。

购置价主要依据产品报价手册或参考设备最新市场成交价格予以确定。

对于无法询价也无替代产品的设备，在核实其原始购置成本基本合理的情况下，采用物价指数调整法来确定其重置价值。

对于已超期服役，市场上确实已无该型号产品的设备，采用近似设备对比法确认重置全价。

部分使用年期较长的设备直接以市场二手设备价格进行评估。

② 增值税抵扣额

增值税抵扣额分两部分，一是以购置价计算的增值税，二是以运费计算的增值税。

此次评估中对车辆评估的重置成本主要考虑下述因素：

A.车价：现行市场价格（含增值税）；

B.车辆购置附加税：车辆购置附加税=车价/（1+13%）×10%；

C. 其它费用

重置成本=车价/1.13+购置附加税+其它费用

（2）成新率的确定

成新率是评估对象的现行价值与其全新状态重置价值的比率。这里所指的是综合成新率。

观察成新率由观察法（又称打分法）确定；即由具有专业知识和丰富经验的评估人员与现场的专业技术人员对委估资产的实体各主要部位进行现场观察，考察和分析资产的实体损耗情况，同时结合设备的维修、保养、使用状况情况，综合考虑后确定被评估资产的观察成新率。

原则上，对于基本上能正常使用的资产，成新率不低于 15%；对于评估中直接采用二手市场价评估的电子设备，无须计算成新率。

对于运输车辆，根据商务部、发改委、公安部、环境保护部令 2012 年第 12 号《机动车强制报废标准规定》，小、微型非营运载客汽车、大型非营运轿车、轻式专用机械车无使用年限限制，报废里程为 60 万公里；重、中、轻型载货车使用年限 15 年，报废里程为 60 万公里。对小、微型非营运载客汽车、大型非营运轿车、轻式专用机械车，采用行驶里程成新率进行计算，然后结合现场观察情况确定的观察成新率综合确定；对重、中、轻型载货车，采用孰低法确定理论成新率，然后结合现场观察情况确定的观察成新率综合确定。

对无法提供车辆公里数的直接按其车辆使用年限为 15 年确认。

其中：

车辆年限成新率=（规定使用年限-已经使用的年限）/规定使用年限×100%

车辆行驶里程成新率=（尚可行驶公里数/规定行驶公里数）×100%

尚可行驶公里数=国家规定汽车行驶的总公里数-已经行驶的公里数

综合成新率=行驶里程成新率×40%+观察成新率×60%

2.1.4 无形资产的评估

（1）外购软件

本次评估，评估人员在企业无形资产申报的基础上，核实了委估办公软件的购置发票、记账凭证、在用情况，了解了上述软件的市场销售情况，对于市场上难以查询到委估软件类似产品的，且该软件能正常使用的，按原始入账价值和预计剩余摊销使用年限确定其评估值。

（2）其他无形资产-软件著作权

本次评估采用收益法评估无形资产，根据销售收入与销售收入分成率测算其贡献收益，确定各项无形资产能够为资产拥有人带来的利益，得出该无形资产在一定的经营规模下于评估基准日的市场价值。基本计算公式为：

评估值 =未来收益期内各期的收益额现值之和

式中：

P—专利权评估值

Ft—未来第 t 年的分成基数

n—收益年限

t—未来第 t 年

α—销售收入分成率

2.1.5 使用权资产的评估说明

评估人员经核查会计报表、会计账簿与申报资料一致。评估人员履行必要的评估程序，逐笔分析了款项的账龄、金额、业务内容。在查阅了使用权资产明细分类账的基础上，核实了款项涉及的租赁合同、凭据及凭证等。并向该公司财务人员及相关人员进行了了解，由财务人员及相关人员详细介绍使用权资产的实际情况，具体分析了使用权资产形成的原因，发生时间等，经上述工作内容分析，确定使用权资产账面价值真实、完整性。以平均每月摊销额乘以剩余摊销月数确定评估值。

2.1.6 长期待摊费用的评估

评估人员经核查会计报表、会计账簿与申报资料一致。评估人员履行必要的评估程序，逐笔分析了款项的账龄、金额、业务内容。在查阅了长期待摊费用明细分类账的基础上，逐笔核实了款项涉及的合同、凭据及凭证等。并向该公司财务人员及相关人员进行了了解，由财务人员及相关人员详细介绍各长期摊销的实际情况，具体分析了长期待摊费用形成的原因，发生时间等，经上述工作内容分析，确定长期待摊费用账面价值真实、完整性。以平均每月摊销额乘以剩余摊销月数确定评估值。

2.1.7 递延所得税的评估

往来款项坏账准备计提的递延所得税资产计提原因为：企业按照账龄分析法计提的坏账准备，因此计提递延所得税资产，本次评估中，我们根据企业提供的说明等资料认为应收账款和其他应收款计提坏账准备均应确认，因此，应收账款、其他应收款坏账准备对应的递延所得税资产按账面价值确认为评估值。

2.1.8 负债的评估

对于负债的评估，评估人员首先查询了企业的历史资料，调查负债形成的具体情况，重点分析欠款数额、欠款时间、欠款原因、欠款清理等情况，在核实了解基础上，对负债科目中金额较大的款项进行抽查核实并发放询证函，抽查核实主要通过核实项目的往来款项和相关的合同、协议或原始凭证等资料对各项负债进行核对。在核对各项负债账账、账实一致基础上，以核实后实际需要支付金额确定评估值。

2.2 收益法测算过程

2.2.1 收益法评估模型

企业整体资产价值由正常经营活动中产生的经营性资产价值和与正常经营活动无关的非经营性资产价值构成，即：

整体资产价值=经营性资产价值+溢余资产价值+非经营性资产价值-非经营性负债

股东全部权益价值=整体资产价值-有息债务

其中：经营性资产价值按以下公式确定

$$P=\sum_{i=1}^{n}\left[A_i\times(1+R)^{-i}\right]+(A_i\times R)\times(1+R)^{-n}$$

式中：P：企业自由现金流现值；

Ai：企业第 i 年的自由现金流；

A：永续年自由现金流；

i：为明确的预测年期；

R：折现率。

n：收益年期

（1）自由现金流量

本次评估采用企业自由现金流，自由现金流量的计算公式如下：

企业自由现金流量=税后净收益+折旧与摊销+利息费用（扣除税务影响后）-资本性支出-净营运资金变动

（2）收益期的确定

本次评估中，被评估企业依法可以永续运营，因此被评估企业采用永续年期作为收益期。但实际操作时分为两个阶段，第一阶段为 2021 年 11 月 1 日至 2026 年 12 月 31 日，预测期为 5.17 年，在此阶段中，公司收入稳定增长；第二阶段为 2027 年 1 月 1 日至永续经营期，在此阶段中，公司生产、销售规模基本稳定，并保持 2026 年的水平不变。

（3）折现率(r)的确定

根据收益额与折现率匹配的原则，采用国际上通常使用的 WACC 模型进行计算的加权平均资本成本作为折现率。即：

WACC=Ke×[E/(E+D)]+Kd×(1-T)×[D/(E+D)]

式中：

Ke：权益资本成本

Kd：付息债务成本

E：权益资本的市场价值

D：债务资本的市场价值

T：所得税税率

权益资本成本按国际通常使用的 CAPM 模型进行求取。即：

Ke=Rf+ERP×β+Rc

式中：

Rf：无风险收益率

ERP：股权市场超额风险收益率

β：贝塔系数

Rc：公司特有风险调整系数

（4）溢余资产的价值的确定

溢余资产是指超出了企业日常活动必备规模的资产，与企业收益无直接关系的多余资产。本次评估中，通过现场核查，根据评估基准日资产负债表和最低现金保有量分析计算。

（5）非经营性资产及负债价值的确定

①非经营性资产在这里是指对上述主营业务没有直接“贡献”的资产。企业不是所有的资产对主营业务都有直接贡献，有些资产可能对主营业务没有直接“贡献”，如长期投资、在建工程及一些闲置资产等。企业的长期投资是企业将自身的资产通过让渡给其他人拥有或使用，而本身收取投资收益。上述投资收益与自身的主营业务没有直接关系，因此作为针对企业主营业务来说为非经营性资产。非经营性资产的另一种形态为暂时不能为主营业务贡献的资产或对企业主营业务没有直接影响的资产，如超常持有的现金和等价证券、长期闲置资产等。

②非经营性负债

所谓非经营性负债是指企业承担的债务不是由于主营业务的经营活动产生的负债而是由于与主营业务没有关系或没有直接关系的其他业务活动如对外投资，基本建设投资等活动所形成的负债。

（6）付息债务的确定

付息债务是指评估基准日被评估企业账面上需要付息的债务，包括短期借款、带息的应付票据、一年内到期的长期借款和长期借款等。

2.2.2 企业未来自由现金流量的预测

（1）营业收入成本预测

对未来年度的营业收入估测，主要通过对各家公司目前经营状况、未来发展方向及商业计划、行业发展状况分析整理基础上，考虑企业自身特点和优势，结合企业未来发展规划和未来市场需求综合得出的。本次评估，考虑到行业现状及企业发展趋势和发展规模，未来保持一定幅度上涨。

对未来年度的营业成本估测，根据历史财务资料，通过参考历史数据及公司未来发展规划进行预测。

（2）营业税金及附加的预测

公司应税销售收入按适用的税率进行计算。

（3）期间费用

①销售费用

对公司未来年度销售费用的预测按照明细确定不同的增长率，如：与主营业务关联性较大的费用按与主营业务收入的增长比率进行预测，办公费、租赁费等其他费用按每年增长一定比例进行预测。

②管理费用

未来预测年度部分费用明细考虑一定的同比增长率，如：与主营业务关联性较大的费用按与主营业务收入的增长比率进行预测，办公费、租赁费等其他费用按每年增长一定比例进行预测。

③财务费用

财务费用按各公司的借款利率进行预测。

（4）折旧和摊销估算

固定资产和无形资产按取得时的实际成本计价，后期所需投入的设备，按照企业的固定资产折旧摊销政策，以企业账面原值为基础，预测未来折旧和摊销数额。

（5）资产减值损失

本次评估中，对企业未来收益的预测是以企业正常经营为假设前提，假设公司当年销售收入在合理期间顺利收回，不考虑坏账对公司未来收益的影响，因此公司未来年度的资产减值损失按零考虑。

（6）营业外收入和营业外支出

营业外收入和营业外支出主要是公司发生的偶发性收支等。考虑到营业外收支业务的偶发性及金额不稳定，且公司以前年度发生的营业外收支相抵后对公司未来自由现金流量的影响不大，因此本次评估中按零估测。

（7）企业所得税

按各家公司适用税率计算企业所得税，假设以后年度不变。

（8）资本性支出估算

资本性支出包括公司因持续经营所需要的资产正常更新支出及新增投资支出。新增投资主要是公司因发展及生产所需要新购置的设备或开发研制的其他无形资产等支出。本次评估中，依照企业增加资产投资的规模及发展情况，为保证未来经营规模以每年折旧额年金用于生产设备的维护方面的支出。

（9）营运资金增加额估算

营运资金增加额系指企业在不改变当前主营业务条件下，为维持正常经营而需新增投入的营运性资金，即为保持企业持续经营能力所需的新增资金。如正常经营所需保持的现金、产品存货购置、代客户垫付购货款（应收款项）等所需的基本资金以及应付的款项等。营运资金的增加是指随着企业经营活动的变化，提供他人的商业信用而占用的现金，正常经营所需保持的现金、存货等；同时，在经济活动中，获取商业信用，相应可以减少现金的即时支付。通常其他应收款和其他应付款核算内容绝大多数为关联方的或非经营性的往来；应交税金和应付工资等多为经营中发生，且周转相对较快，拖欠时间相对较短、金额相对较小，估算时假定其保持基准日余额持续稳定。因此估算营运资金的增加原则上只需考虑正常经营所需保持的现金（最低现金保有量为 1 个月的付现成本）、存货、应收款项和应付款项等主要因素。本报告所定义的营运资金增加额为：

营运资金增加额=当期营运资金-上期营运资金

其中：

营运资金=最低现金保有量+存货+应收款项-应付款项

应收款项=营业收入总额/应收款项周转率

存货=营业成本总额/存货周转率

应付款项=营业成本总额/应付款项周转率

根据公司业务的历史经营的资产和损益、收入和成本费用的统计分析以及对未来经营期内各年度收入与成本的估算结果，按照上述定义，可得到未来经营期内各年度的最低现金保有量、存货、应收款项以及应付款项等及其营运资金增加额。

2.2.3 折现率的确定

折现率，又称期望投资回报率，是基于收益法确定评估价值的重要参数。由于被评估企业不是上市公司，其折现率不能直接计算获得。因此本次评估采用选取对比公司进行分析计算的方法估算被评估企业期望投资回报率。为此，第一步，首先在上市公司中选取对比公司，然后估算对比公司的系统性风险系数 β（Levered Beta）；第二步，根据对比公司资本结构、对比公司 β 以及被评估公司资本结构估算被评估企业的期望投资回报率，并以此作为折现率。

（1）对比公司的选取

对比公司近年为盈利公司；

对比公司必须为至少有两年上市历史；

对比公司在沪深交易所发行人民币 A 股；

对比公司所从事的行业或其主营业务为销售医疗药品与器械或相关行业。

根据上述四项原则，我们选取了 4 家上市公司作为对比公司，分别为尚荣医疗、瑞康医药、亿帆医药、九州通。

（2）加权平均资金成本的确定（WACC）

WACC（Weighted Average Cost of Capital）代表期望的总投资回报率。它是期望的股权回报率和税后债权回报率的加权平均值。

在计算总投资回报率时，第一步需要计算，截至评估基准日，股权资金回报率和利用公开的市场数据计算债权资金回报率。第二步，计算加权平均股权回报率和债权回报率。

①股权回报率的确定

为了确定股权回报率，我们利用资本资产定价模型（Capital Asset Pricing Model or “CAPM”）。CAPM 是通常估算投资者收益要求并进而求取公司股权收益率的方法。它可以用下列公式表述：

Re= Rf + β×ERP + Rs

其中：

Re——股权回报率

Rf ——无风险回报率

β——风险系数

ERP——市场风险超额回报率

Rs ——公司特有风险超额回报率

分析 CAPM 我们采用以下几步：

第一步：确定无风险收益率 Rf

无风险报酬率 Rf 反映的是在本金没有违约风险、期望收入得到保证时资金的基本价值。本次选取到期日距评估基准日 10 年以上的国债到期收益率 3.75%（中位数）作为无风险收益率。

第二步：确定市场风险超额回报率 ERP

MRP（Market Risk premium）为市场风险溢价，指股票资产与无风险资产之间的收益差额，通常指证券市场典型指数成份股平均收益率超过平均无风险收益率（通常指长期国债收益率）的部分（Rm-Rf1）。沪深 300 指数比较符合国际通行规则，其 300 只成份股能较好地反映中国股市的状况。本次评估中，评估人员借助 wind 资讯专业数据库对我国沪深 300 各成份股的平均收益率进行了测算分析，测算结果为 16 年（2005 年-2020 年）的市场平均收益率（对数收益率 Rm）为 11.28%，对应 16 年（2005 年-2020 年）无风险报酬率平均值（Rf1）为 3.89%，则本次评估中的市场风险溢价（Rm-Rf1）取 7.40%。

第三步：确定可比公司相对于股票市场风险系数 β（Levered Beta）。

β 被认为是衡量公司相对风险的指标。投资股市中一个公司，如果其 β 值为 1.1 则意味着其股票风险比整个股市平均风险高 10%；相反，如果公司 β 为 0.9，则表示其股票风险比股市平均低 10%。因为投资者期望高风险应得到高回报，β 值对投资者衡量投资某种股票的相对风险非常有帮助。

目前中国国内 Wind 资讯公司是一家从事 β 的研究并给出计算 β 值的计算公式的公司。本次评估我们选取 Wind 资讯公司公布的 β 计算器计算的 β 值。（指数选取上证综合指数）。对比公司含资本结构因素的 β 见下表：

可比上市公司 β 查询表

对比公司名称	股票代码	剔除资本结构因素的 β(Unlevered β)
尚荣医疗	002551.SZ	0.1306
瑞康医药	002589.SZ	0.6678
亿帆医药	002019.SZ	1.3347
九州通	600998.SH	0.3950

经计算，可比上市公司剔除资本结构因素的 β(Unlevered β)平均值为 0.6320 。

第四步：确定目标资本结构比率

我们采用可比公司的资本结构，计算过程如下：

D/(E+D)= 28.18%

E/(E+D)= 71.82%

第五步：估算在上述确定的资本结构比率下的 Levered Beta

我们将目标资本结构比率代入到如下公式中，计算业务资产组的 Levered Beta：

Levered Beta = Unlevered Betax[1+(1-T)D/E]

式中：D：债权价值；

E：股权价值；

T：适用所得税率（取 25%）；

业务资产组的 Levered Beta 计算值为 0.8180。

第六步：估算公司特有风险收益率 Rc

规模风险报酬：

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。如美国的 Ibbotson Associate 在其 SBBI 每年度研究报告中就有类似的论述。美国研究公司规模超额收益的另一个著名研究是 Grabowski-King 研究，下表就是该研究的结论：

样本规模超额收益率

组别	净资产账面价值(百万美元)	规模超额收益率算术平均值	规模超额收益率平滑处理后算术平均值
1	16,884	5.70%	4.20%
2	6,691	4.90%	5.40%
3	4,578	7.10%	5.80%
----	----	----	----
20	205	10.30%	9.80%
21	176	10.90%	10.00%
22	149	10.70%	10.20%
23	119	10.40%	10.50%
24	84	10.50%	11.00%
25	37	13.20%	12.00%

从上表可以看出公司规模超额收益率随着资产规模的降低由 4.2%逐步增加到 12%左右。

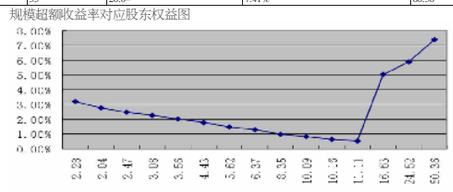
参考 Grabowski-King 研究的思路，我们对沪、深两市的 1,000 多家上市公司 1999-2006 年的数据进行了分析研究，得出以下结论：

我们将样本点按调整后净资产账面价值进行排序并分组，得到下表数据：

规模指标范围内股东权益

组别	样本点数量	规模指标范围(亿元)	规模超额收益率(原始 Beta)	股东权益(亿元)
1	7	0-0.5	3.22%	2.28
2	20	0.5-1.0	2.79%	2.04
3	28	1.0-1.5	2.49%	2.47
4	98	1.5-2.0	2.27%	3.08
5	47	2.0-2.5	2.02%	3.56
6	53	2.5-3.0	1.78%	4.43
7	88	3.0-4.0	1.49%	5.62
8	83	4.0-5.0	1.31%	6.37
9	57	5.0-6.0	0.99%	8.35
9	47	6.0-7.0	0.84%	10.09
10	34	7.0-8.0	0.64%	10.16
11	41	8.0-10.0	0.54%	11.11
12	79	10.0-15.0	5.05%	16.63
13	35	15.0-20.0	5.90%	24.52
14	35	20.0-	7.41%	60.36

规模超额收益率对应股东权益图



从以上可以看出规模超额收益率在净资产规模低于 10 亿时呈现下降趋势，当净资产规模超过 10 亿后不再符合下降趋势。

根据上表中的数据，我们可以采用线性回归分析的方式得出超额收益率与总资产规模、总资产报酬率之间的回归方程如下：

Rc=3.73%-0.717%×ln(S)-0.267%×ROA(R2=90.89%)

其中：Rc：公司规模超额收益率；

S：为公司总资产账面值（万元）/10000（NA<=10 亿）；

ROA：为公司总资产报酬率。

根据以上结论，我们将被评估单位评估基准日资产总额及息税前利润代入上述回归方程既可计算被评估单位的规模超额收益率。

第八步：计算现行股权收益率

将恰当的数据代入 CAPM