

**北京中企华资产评估有限责任公司**  
**关于蓝帆医疗股份有限公司发行股份及支付现金购买资产**  
**并募集配套资金暨关联交易一次反馈意见回复**  
**之核查意见**

致：中国证券监督管理委员会

根据贵会2018年2月8日下发的《中国证监会行政许可项目审查一次反馈意见通知书（180032号）》，企业协同我公司就上述反馈意见中涉及评估所提问题进行了认真核查及分析说明，现回复如下：

**14. 申请文件显示，2015年10月，北京中信及其他联合投资人组成的财团以0.84新加坡元（约0.62美元/股）向柏盛国际发出合并要约，并于2016年4月完成合并。根据本次交易方案，依支付方式和交易对方的不同，价格位于1.11-1.23美元/股的区间内，较前次合并有较大幅度的增长。请你公司结合业绩实现、债务安排、资产抵押等情况补充披露标的资产估值大幅增长的原因及合理性。请独立财务顾问核查并发表明确结论。**

答复：

**一、标的公司近三年的业绩实现情况**

自2016年4月完成私有化以来，柏盛国际顺利完成了管理层团队的优化和调整，并通过优化管理架构、提高经营管理效率、完善业务布局、加快产品取证进度、降低生产成本和费用等一系列举措，取得了业务的重要发展和业绩的显著提升。得益于该等一系列经营管理举措，标的公司经营业绩实现显著提升。2015年度至2017年度（预测数据），支架销量的复合增长率达到10.03%，在营业收入保持3.07%的平稳增长的同时，净利润和息税折旧摊销前利润分别实现30.14%和32.40%的复合增长，扣除非经常性损益后的净利润的复合增长率也达到17.97%。

单位：万元

	2015 年度	2016 年度	2017 年 1-10 月	2017 年 11-12 月预 测	2017 年度 预测	2015-2017 年复合增 长率
支架销量（条）	473,053	582,437	465,970	106,692	572,662	10.03%
营业收入	146,564.07	163,078.96	128,074.84	27,630.18	155,705.03	3.07%
利润总额	20,624.09	36,824.53	27,820.65	5,759.01	33,579.65	27.60%
息税折旧摊销前 利润	28,548.54	29,902.96	41,486.06	8,557.66	50,044.72	32.40%
净利润	18,643.03	7,556.22	26,743.96	4,829.23	31,573.19	30.14%
扣除非经常性损 益后的净利润	22,355.64	20,148.09	26,280.73	4,829.23	31,109.96	17.97%

注 1：2017 年 11-12 月预测数据来自《CBCH II 评估报告》及相关评估说明，按评估基准日 2017 年 10 月 31 日中国人民银行公布的人民币对美元汇率中间价 1 美元=人民币 6.6397 元折算。

注 2：息税折旧摊销前利润=利润总额+财务费用+折旧+摊销

## 二、私有化债务安排对估值的影响

### （一）标的公司估值变化情况

合并要约时柏盛国际的每股现金对价 0.84 新币/股（约 0.62 美元/股），对应摊薄总股本约 17.00 亿股，因此私有化时柏盛国际的全部股权价值约 10.50 亿美元。本次交易 CBCH II 的每股对价依支付方式和交易对方的不同，价格位于 1.11-1.23 美元/股的区间内，总股本为 8.38 亿股，按 1.23 美元/股计算对应的全部股权价值约 10.31 亿美元，较合并要约对应的全部股权价值实际减少 1.88%。

由于私有化债务的影响，柏盛国际评估基准日的资本结构较合并要约时点已发生较大调整。为剔除标的公司资本结构、资产结构及折旧摊销情况等对估值比较的影响，选取经营性资产价值/息税折旧摊销前利润（EV/EBITDA）指标对合并要约及本次交易中标的资产的估值进行比较，具体如下：

单位：百万美元

	合并要约	本次交易	变动率
股价（折合为美元/股）	0.62	1.23	-
总股数（百万股）	1,700.49	837.97	-
股权价值	1,050.37	1,030.60	-1.88%
+ 净负债（净现金）	-273.30	278.51	-201.91%
- 非经营性资产（非经营性负债）	-36.40	20.10	-155.22%
经营性资产价值（EV）	740.67	1,329.22	79.46%

注 1：合并要约的数据来自私有化时柏盛国际董事会聘请的独立财务顾问 Evercore

Asia(Singapore) Pte Ltd 于 2016 年 3 月 31 日出具的合并要约估值意见函；其中，总股数为柏盛国际于私有化前摊薄后的总股数，财务数据为柏盛国际当时资产（包括了心脏支架业务和其他医疗器械业务）在国际会计准则下截至 2015 年 12 月 31 日的未经审计数据；

注 2：本次交易的数据来自《CBCH II 评估报告》及相关评估说明。其中，股价按照本次交易的最高定价计算，总股数为评估基准日 2017 年 10 月 31 日 CBCH II 的总股数，财务数据为本次交易标的资产（仅包括心脏支架业务）在中国企业会计准则下截至 2017 年 10 月 31 日的经审计数据，按评估基准日 2017 年 10 月 31 日中国人民银行公布的人民币对美元汇率中间价 1 美元=人民币 6.6397 元折算；

注 3：股权价值=股价×总股数，表格的数据如与公式结果存在误差系因四舍五入导致。

其中，合并要约时点柏盛国际的资产范围除心脏支架业务之外，还包括本次交易前剥离的影像诊断业务和重症医疗业务等其他医疗器械业务。由于合并要约中并未就对价在各项业务之间的分配进行划分，故此处以各项业务 2015 年度的息税折旧摊销前利润（EBITDA）比例进行分配，从而估算合并要约时点心脏支架业务对应的对价，具体如下：

单位：百万美元

	2015 年金额	所占比例
影像诊断业务 EBITDA	1.87	3.9%
重症医疗业务 EBITDA	2.67	5.5%

	2015 年金额	所占比例
标的资产 EBITDA (CBCH II 备考合并数据)	43.96	90.6%
<b>合计</b>	<b>48.50</b>	<b>100%</b>

注：影像诊断业务和重症医疗业务的财务数据基于国际会计准则的未经审计数据；CBCH II 备考合并净利润系基于中国企业会计准则的经审计数据，并按 2015 年 12 月 31 日中国人民银行公布的人民币对美元汇率中间价 1 美元=人民币 6.4936 元折算。

基于上述，假设标的资产在合并要约时的经营性资产价值（EV）为 671.36 百万美元（按 90.6% 分配价值），相较本次交易时的估值变化情况如下：

	合并要约	本次交易	变动率
经营性资产价值（EV）（百万美元）	671.36	1,329.22	97.99%
折算汇率	6.4936	6.6397	-
经营性资产价值（EV）（万元人民币）	435,953.15	882,559.42	102.44%
息税折旧摊销前利润（EBITDA）（万元人民币）	28,548.54	50,044.72	75.30%
EV/EBITDA	15.27	17.64	15.49%

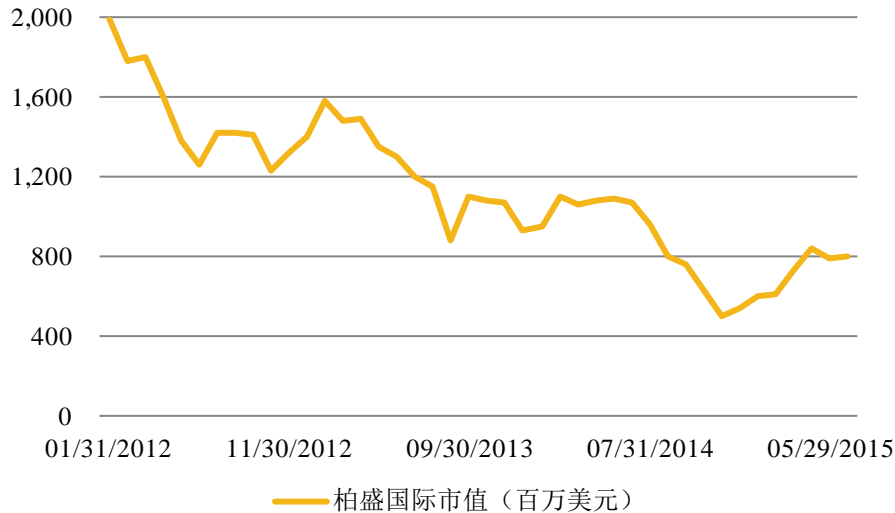
综上，本次交易中公司的股权价值较合并要约实际差异较小，但由于净负债及资产范围的变化，柏盛国际的经营性资产对应估值从 6.71 亿美元增长为 13.29 亿美元，折合人民币对应估值从 43.60 亿元增长为 88.26 亿元；其中，EBITDA 从合并要约时的 2.85 亿元人民币增长为 5.00 亿元人民币（2017 年预测数据），增长约 75.30%，对应的 EV/EBITDA 分别为 15.27 倍和 17.64 倍。

## （二）标的公司估值变化的合理性

### 1. 柏盛国际二级市场价格低估了其内在价值

新加坡证券交易所（Singapore Exchange Limited, SGX）成立于 1974 年，是东南亚最大的股票和衍生品市场。但近年来 SGX 流动性的滑落在区域市场中十分突出，根据 SGX 公布的数据，2014 年，新加坡证券交易所的交易总额创过去五年新低。为了改善新加坡股市的流动性，SGX 采取了降低最小交易单位等方式刺激股市活跃度，2015 年 4 月起 SGX 交易量呈现反弹趋势。但由于 SGX 交易费用较高，刺激政策收效甚微，SGX 交易量短暂回升后滑落至较低水平。

柏盛国际被私有化前，交易呈现清淡状态，2015年5-6月间的日成交量数次跌至100万股之下。受大盘流动性较差的影响，柏盛国际在二级市场的估值下跌。柏盛国际被私有化前，是新加坡证券交易所（Singapore Exchange Limited, SGX）的一家上市公司，其股票的二级市场交易价格波动情况如下：



如上图所示，柏盛国际的市值于2012年1月约为20亿美元，此后则持续下跌，主要原因为：

（1）市场流动性：自2010年起至柏盛国际合并要约提出前的期间，新加坡证券交易所的流动性的滑落在区域市场中十分突出，其交易总额于2014年创此此前五年新低，2014年6月的月股票交易总量仅21.09亿股，仅为此前五年最高月均交易量61.93亿股的34.06%。为了改善新加坡股市的流动性，新加坡证券交易所采取了降低最小交易单位等方式刺激股市活跃度，2015年4月起新加坡证券交易所的交易量呈现反弹趋势，但经短暂回升后再次滑落。柏盛国际合并要约提出前，公司股票交易呈现清淡状态，2015年5-6月日成交量曾数次跌至100万股之下。因此，柏盛国际在二级市场的股价和估值下跌，一定程度上是受到当时交易所大盘流动性持续低迷的影响。

（2）业务经营情况调整：受2013年以来柏盛国际运营费用增加、授权使用收入与产品价格下降、新产品推出步伐较慢及一次性资产减值等因素影响，柏盛国际当时资产（包括了心脏支架业务和其他医疗器械业务）在国际会计准则下合

并净利润下降，其股票价格大幅下跌，但同期柏盛国际的核心产品收入与产品销量仍然均保持平稳。

北京中信作为柏盛国际的主要股东之一，考虑到柏盛国际在全球冠脉支架领域既有的独特竞争优势、稳健的业务表现和历史市场表现、私有化前存在的一定管理弊端和经营业绩提升的潜力，认为二级市场的股价在一定程度上低估了柏盛国际的内在价值，故在 2015 年 10 月联合其他投资人对柏盛国际发出了私有化要约。根据私有化时柏盛国际董事会聘请的独立财务顾问出具的文件，0.84 新加坡元/股（0.62 美元/股）的现金对价相较私有化首次联合公告日（2015 年 11 月 4 日）前一个交易日收盘价 0.68 新加坡元/股、前 12 个月的交易均价 0.701 新加坡元/股，溢价率分别为 23.5%、19.8%，且该对价高于私有化时二级市场分析师对柏盛国际股价的一致预期 0.61 新加坡元/股。因此，柏盛国际当时的二级市场价格明显低估了其内在价值，而私有化交易价格系主要参考以首次联合公告日为基准的柏盛国际股票的二级市场交易价格，结合当时柏盛国际的经营情况、考虑二级市场投资者的平均持股成本和对要约价格的接受程度等因素，并听取柏盛国际董事会和独立董事的意见后综合决策确定的，在一定程度上亦低估了柏盛国际的内在价值。

## 2. 本次交易估值定价公允

本次交易时柏盛国际为非上市公司，交易价格系以评估机构出具的评估报告的评估值为基础（以 2017 年 10 月 31 日为评估基准日）、由交易各方协商确定，对柏盛国际的内在价值有着较为公允的判断。从相对估值指标来看：

（1）本次交易对应于 2017 年预测净利润的 EV/EBITDA 指标为 17.64 倍，而对应于 2018 年预测净利润的 EV/EBITDA 指标为 14.38 倍，略低于合并要约时的 15.27 倍。

（2）本次交易的估值指标与评估基准日时点同行业可比公司和可比交易相比亦不存在明显差异，具体如下：

① A 股涉及医疗器械业务的主要可比上市公司估值情况如下表所示：

证券简称	证券代码	市盈率（倍）			市净率（倍）
		2016 年	2017 年	2018 年	
乐普医疗	300003.SZ	56.43	45.98	34.56	6.25
凯利泰	300326.SZ	38.48	28.27	23.05	3.17
冠昊生物	300238.SZ	108.88	75.28	40.99	4.67
开立医疗	300633.SZ	80.66	52.54	39.00	10.68
欧普康视	300595.SZ	63.84	49.25	37.20	9.38
健帆生物	300529.SZ	68.91	47.37	36.23	10.64
万东医疗	600055.SH	119.57	78.84	60.82	4.40
阳普医疗	300030.SZ	106.12	67.42	48.29	3.34
鱼跃医疗	002223.SZ	43.41	33.56	27.17	3.96
均值		<b>76.26</b>	<b>53.17</b>	<b>38.59</b>	<b>6.28</b>
中值		<b>68.91</b>	<b>49.25</b>	<b>37.20</b>	<b>4.67</b>
交易标的		<b>31.34</b>	<b>20.29</b>	<b>16.62</b>	<b>2.48</b>

注 1：数据来源：Wind 资讯；

注 2：市盈率（对应 2016 年净利润）=上市公司市值（2017 年 10 月 31 日）/上市公司 2016 年净利润；

注 3：市盈率（对应 2017 年净利润）=上市公司市值（2017 年 10 月 31 日）/上市公司 2017 年预测净利润；

注 4：市盈率（对应 2018 年净利润）=上市公司市值（2017 年 10 月 31 日）/上市公司 2018 年预测净利润；

注 5：市净率=上市公司市值（2017 年 10 月 31 日）/上市公司净资产（2017 年 9 月 30 日）。

由上表可知，同行业可比上市公司对应 2016 年、2017 年及 2018 年净利润的市盈率均值分别为 76.26 倍、53.17 倍及 38.59 倍，均高于交易标的对应 2016 年、2017 年及 2018 年净利润的市盈率 31.34 倍、20.29 倍及 16.62 倍。同行业可比上市公司对应 2017 年 9 月 30 日的市净率均值为 6.28 倍，高于交易标的对应 2017 年 10 月 31 日的市净率 2.48 倍。

从可比公司估值来看，本次交易作价对应市盈率、市净率均低于 A 股同行

业可比上市公司相应估值水平。本次交易作价较为公允，充分考虑了上市公司及中小股东的利益。



## ② 与可比交易的估值水平比较

本次交易标的属于医疗器械行业，故选择近年来的医疗器械行业并购案例分析本次交易作价的公允性。近年来，医疗器械行业的并购案例及估值情况如下表所示：

收购方	收购标的	标的公司主营业务	评估基准日	市盈率（倍）			市净率（倍）
				评估基准日前一年度	评估基准日当年	评估基准日下一年度	
安图生物（603658.SH）	百奥泰康 75%股权	体外诊断产品的研发、生产和销售	2017/2/28	58.81	25.71	16.88	14.45
宜通世纪（300310.SZ）	倍泰健康 100%股权	人体健康测量网络化分析产品和智慧医疗、远程和移动医疗产品、电子医疗产品等	2016/7/31	866.03	21.71	15.42	5.77
凯利泰（300326.SZ）	艾迪尔 20%股权	骨科医疗器械的研发、生产和销售	2015/8/31	13.53	12.60	10.31	2.97
凯利泰（300326.SZ）	易生科技 43.05%股权	心血管科医疗器械的研发、生产和销售	2015/8/31	21.01	17.79	13.70	4.14
乐普医疗（300003.SZ）全资子公司上海形状记忆合金材料有限公司	秉琨投资 63.05%股权	吻合器等外科高值耗材的研发、生产和销售	2015/7/31	31.92	25.85	9.98	7.28
凯利泰（300326.SZ）	艾迪尔 80%股权	骨科医疗器械的研发、生产和销售	2013/9/30	16.19	12.84	11.72	4.16
<b>均值</b>				<b>28.29</b>	<b>19.42</b>	<b>13.00</b>	<b>6.46</b>

收购方	收购标的	标的公司主营业务	评估基准日	市盈率（倍）			市净率（倍）
				评估基准日前一年度	评估基准日当年	评估基准日下一年度	
中值				21.01	19.75	12.71	4.97
本次交易				31.34	20.29	16.62	2.48

注 1：市盈率（评估基准日前一年度）=收购标的整体交易作价/收购标的对应重组评估基准日前一年度净利润；

注 2：市盈率（评估基准日当年）=收购标的整体交易作价/收购标的对应重组评估基准日当年的预测净利润（如上市公司公告文件中未披露预测净利润，则以该年度实际净利润金额替代）；

注 3：市盈率（评估基准日下一年度）=收购标的整体交易作价/收购标的对应重组评估基准日下一年度的预测净利润；

注 4：市净率=收购标的整体交易作价/收购标的评估基准日净资产；

注 5：安图生物（603658.SH）收购百奥泰康 75% 股权的案例以股权转让的总计支付上限金额 20,250 万元作为整体交易作价计算；宜通世纪（300310.SZ）收购倍泰健康 100% 股权的案例对应评估基准日前一年度的市盈率过高，因此作为异常值剔除计算。

本次交易作价对应的市盈率（评估基准日当年）为 20.29 倍，市盈率（评估基准日下一年度）为 16.62 倍，市净率为 2.48 倍，与同行业可比交易的估值水平相当。本次交易的标的公司作为高值医疗耗材领域的全球领先企业，业绩成长较为稳定，可持续发展能力强，具有较强的研发能力和品牌、管理方面的优势。从可比交易估值来看，本次交易作价较为公允，未损害上市公司及中小股东的利益。

综上，本次交易对标的资产的估值已充分体现标的资产业绩实现情况、相关债务安排的影响；本次交易估值较合并要约估值的增值主要受两次定价基准日期间标的公司业务经营和业绩实现情况提升显著，以及两次估值和定价方式不同、合并要约价格在一定程度上低估了柏盛国际的内在价值等因素的影响，具有合理性。

### 三、资产抵押安排对估值的影响

#### 1. 评估未考虑资产抵押安排的影响

根据中企华出具的《CBCH II 评估报告》，本次交易评估采用收益法和市场法进行，并最终采取收益法评估结果作为评估结论。在持续经营假设和收益法预测下，评估基准日标的公司的资产抵押安排并不影响收益法下的财务预测和估值方式，因此未考虑本次申报评估资产抵押、担保等任何限制因素对评估结论的影响。《CBCH II 评估报告》“第十一章 特别事项说明”中已就标的公司相关资产抵押情况披露如下，并提示资产评估报告使用人注意相关特别事项对评估结论产生的影响：

“（二）被评估单位以下列资产作为抵质押从中国银行新加坡分行、中国银行澳门分行取得贷款，具体如下：

1. 以所持有子公司部分股权作为抵押，具体包括 BVI 100%的股份、WMI 100%的股份、BIT 100%的股份、BESA 100%的股份及吉威医疗 100%的股份；
2. 以山东吉威医疗制品有限公司土地(威高国用（2006）第 105 号)作为抵押；
3. 以山东吉威医疗制品有限公司 6 项房屋建筑物作为抵押；

4. 以山东吉威医疗制品有限公司 5 项专利作为抵押；
5. 以山东吉威医疗制品有限公司 99 项设备作为抵押；
6. 以山东吉威医疗制品有限公司 102,000 万元人民币存单作为质押；

(三) 山东吉威医疗制品有限公司将其现金质押给摩根大通银行上海分行，为 Biosensors International Group, Ltd. 向摩根大通银行新加坡分行 1,900 万美元的借款提供担保；

(四) Biosensors Interventional Technologies Pte Ltd. 以现金质押及不动产抵押方式为其自身借款提供担保。”

## 2. 本次交易作价未考虑相关资产抵押的影响

本次交易作价系在评估机构以 2017 年 10 月 31 日为评估基准日出具的 CBCH II 股东全部权益的评估值的基础上，扣减评估基准日后 CBCH II 发生的股份回购金额之后，结合各交易对方收取的交易对价形式、未来承担的业绩补偿责任和风险、取得标的资产的时间等差异因素，根据协商进行差异化对价确定的。由于本次交易标的资产评估未考虑资产抵押、担保等任何限制因素对评估结论的影响，本次交易定价亦未考虑资产抵押、担保等任何限制因素的影响。

## 3. 相关资产抵押不会对本次交易作价的合理性产生影响

(1) 标的资产相关抵押事项是标的公司层面调整自身负债结构和营运资金的安排，是标的公司与贷款银行的正常商业条款安排；本次交易作价以评估值为基础，并根据交易各方协商确定，上述标的公司自身贷款形成的资产抵押安排并不构成交易作价过程需额外考虑的因素。

(2) 如反馈意见第 7 题的回复，标的公司货币资金余额规模较大，盈利能力较强，依靠预测期内稳定的现金流，可以覆盖按计划还本付息的资金需求，按期偿还贷款不存在资金缺口。因此，标的公司因无法按期偿还贷款导致相关资产被债权人按照贷款协议进行处置的风险较小，对标的资产的正常生产经营不会构成重大影响。

综上，本次交易评估和交易定价未考虑资产抵押、担保等任何限制因素的影响，相关资产抵押不会对本次交易作价的合理性产生影响。

#### 四、小结

综上，本次交易对标的资产的估值已充分体现标的资产业绩实现情况、相关债务安排的影响；本次交易评估和交易定价未考虑资产抵押、担保等任何限制因素的影响，相关资产抵押不会对本次交易作价的合理性产生影响。本次交易估值较合并要约估值的增长原因主要是：一方面，由于定价基准日相隔较远，其间标的公司业务经营情况提升显著，业绩实现了大幅增长；另一方面，两次估值和定价方式不同，合并要约的价格主要参考以首次联合公告日为基准的柏盛国际股票的二级市场交易价格，与当时的境内外可比上市公司的平均估值水平相比存在明显差距，在一定程度上低估了柏盛国际的内在价值，而本次交易中标的资产的交易价格系以评估机构出具的评估报告的评估值为基础（以 2017 年 10 月 31 日为评估基准日）、由交易各方协商确定，对柏盛国际的内在价值有着较为公允的判断，相关估值指标与合并要约时点同行业可比上市公司的平均水平相当，与评估基准日时点同行业可比公司和可比交易相比亦不存在明显差异。因此，本次交易估值较合并要约估值的增长具有合理性。

#### 五、中介机构核查意见

经核查，评估师认为：“（1）本次交易对标的资产的估值已充分体现标的资产业绩实现情况、相关债务安排的影响；本次交易评估和交易定价未考虑资产抵押、担保等任何限制因素的影响，相关资产抵押不会对本次交易作价的合理性产生影响。（2）本次交易估值较合并要约估值的增长主要受两次定价基准日期间标的公司业务经营和业绩实现情况提升显著，以及两次估值和定价方式不同、合并要约价格在一定程度上低估了柏盛国际的内在价值等因素的影响，具有合理性。”

**26、请你公司结合近期可比交易的情况，进一步补充披露本次交易标的资产折现率选取的合理性。请独立财务顾问和评估师核查并发表明确意见。**

**答复：**

## 一、本次交易标的资产折现率选取的合理性分析

评估人员在对全球资本市场近两年发生的交易案例进行收集、整理与分析后，未能搜集到以与交易标的属于同一行业且在多个国家展开经营的跨国性企业为标的的国内上市公司并购案例，故无法选择与本次交易标的的同行业的跨国并购交易案例作为可比交易案例；同时，折现率参数的取值与标的公司所在国市场、利率等相匹配，考虑到标的公司主要业务所在地为欧洲、新加坡、日本等发达国家，市场相对成熟，在无风险收益率及市场风险溢价等方面与国内存在较大差异，故对折现率进行分析时没有采用国内标的为可比对象，而采用国内上市公司并购境外标的的交易案例作折现率参数对比更合理。

评估人员通过 Wind 资讯查询了 2016 年 1 月 1 日至 2018 年 1 月 1 日公布且已完成的国内上市公司并购境外标的的案例，采用的折现率及折现率计算过程中的相关参数如下所示：

首次披露日	交易标的	交易买方	评估基准日	折现率	个别风险	无风险收益率	β系数	市场风险溢价
2017-08-31	Outfit756%股权	金科文化	2016年6月30日	12.68%	4.00%	1.38%	0.7511	9.72%
2017-06-17	Belagricola53.99%股权	大康农业	2016年12月31日	11.00%	4.00%	4.84%	0.5266	9.64%
2017-05-09	A&K公司90.5%股权	中弘股份	2016年12月31日	13.10%	4.00%	3.06%	1.1800	6.25%
2017-01-24	Tristone公司100%股权	中鼎股份	2016年9月30日	14.35%	1.00%	1.06%	1.3622	9.87%
2016-12-22	B1公司70%股权	申达股份	2016年12月31日	9.92%	2.15%	2.45%	1.4400	5.75%
2016-12-20	RW的100%股权	中科创达	2016年8月31日	14.10%	5.10%	-0.50%	1.6160	6.25%
2016-09-14	ADAMA的100%股权	沙隆达	2016年6月30日	8.61%-9.17%	0.50%	2.16%	1.0500	7.91%
2016-07-05	TestAmerica100%股权	苏交科	2016年3月31日	9.08%	6.00%	2.24%	1.2860	7.88%
2016-06-28	eDevice100%股权	九安医疗	2015年12月31日	13.54%	5.00%	2.27%	1.0810	5.80%
2016-04-07	DHY公司53.80%股权	亿帆医药	2016年3月31日	13.32%	5.00%	2.84%	0.8184	6.70%
2016-03-19	澳洲安保集团100%股权	中安消	2015年12月31日	8.76%	3.00%	2.88%	1.0000	4.54%
	泰国卫安100%股权		2015年12月31日	11.00%	2.50%	2.52%	1.0000	5.98%
2016-02-06	MFLX公司100%股权	东山精密	2015年12月31日	10.08%	2.00%	2.17%	1.0278	5.75%
2016-01-30	唐利国际65%股权	歌力思	2015年12月31日	8.85%	3.00%	0.85%	0.6757	7.40%
2016-01-19	IEE公司97%股权	航天科技	2015年9月30日	10.02%-10.28%	3.00%	0.70%	1.3631- 1.3999	6.25%
<b>平均值</b>				<b>11.05%</b>	<b>3.35%</b>	<b>2.06%</b>	<b>1.0986</b>	<b>7.05%</b>

首次披露日	交易标的	交易买方	评估基准日	折现率	个别风险	无风险收益率	$\beta$ 系数	市场风险溢价
	中位数			10.28%	3.00%	2.24%	1.0655	6.25%
	目标公司		2017年10月31日	10.27%	4.5%	2.377%	0.8444	6.24%



从上表可知，近期国内公司收购海外标的并购案例中所使用折现率的范围为 8.61%至 14.35%，平均值为 11.05%，中位数为 10.28%。本次交易标的评估时所使用的折现率为 10.27%，与海外并购案例差异不大。其中，与可比交易案例相比，本次评估折现率计算主要参数差异为 $\beta$ 系数和特别风险系数，具体分析如下：

1.  $\beta$ 系数：本次评估计算贝塔系数时选择极具代表性的、以支架为主营业务的 6 家境内外上市公司，包括强生公司、波士顿科学、雅培制药、美敦力、微创医疗、乐普医疗，通过 WIND 资讯系统查询了前述可比上市公司于评估基准日的 $\beta_U$ 值（起始交易日期：2015 年 10 月 31 日；截止交易日期：2017 年 10 月 31 日；收益率计算方法：普通收益率），并取其平均值 0.6571 作为被评估单位的 $\beta_U$ 值。可比上市公司评估基准日时点的无财务杠杆 $\beta_U$ 值见下表：

序号	股票代码	公司简称	$\beta_U$ 值
1	0853.HK	微创医疗	0.5916
2	300003.SZ	乐普医疗	0.6885
3	JNJ.N	强生公司	0.7206
4	BSX.N	波士顿科学	0.6249
5	ABT.N	雅培制药	0.8041
6	MDT.N	美敦力	0.5126
平均值			<b>0.6571</b>

$\beta$ 系数反映了某个行业相对整体市场的风险程度。根据相关理论，全体市场本身的 $\beta$ 系数为 1； $\beta$ 系数小于 1，说明该行业风险相对于整体市场小；反之， $\beta$ 系数大于 1，说明该行业风险相对于整体市场大。心脏支架作为介入心脏手术的必需器械，以庞大的全球人口基数及高企的心脏病发病率为基础，随着全球范围内人民可支配收入水平的提高，心脏支架的市场需求量处于稳中有升的趋势，市场风险较小。从上表看，可比公司的 $\beta_U$ 系数区间为 0.5126~0.8041，平均为 0.6571，说明支架行业的风险较低。

2. 特别风险系数：上述跨境并购案例中所使用的特别风险系数范围为 0.50%至 6.00%，平均值为 3.35%，中位数为 3.00%。本次评估所使用的特定风险系数取 4.5%，远高于可比交易案例。

综上所述，本次评估使用的折现率与近期可比交易的评估取值相当。其中，

计算折现率所采取的 $\beta_U$ 值为评估基准日相关支架行业可比上市公司的均值，略低于较可比交易的平均值，符合心脏支架行业市场需求相对稳定、风险较小的特性，具有合理性；此外，采取的特别风险系数高于可比交易取值，已在一定程度上审慎考虑相关风险。因此，本次评估中折现率计算过程中所使用参数选取合理，折现率取值与可比交易案例差异不大，具有合理性。

## 二、中介机构核查意见

经核查，评估师认为：“本次评估中折现率计算过程中所使用参数选取合理，折现率取值与可比交易案例差异不大，具有合理性。”

（本页无正文，为《北京中企华资产评估有限责任公司关于蓝帆医疗股份有限公司发行股份及支付现金购买资产并募集配套资金暨关联交易一次反馈意见回复之核查意见》签字盖章页）

法定代表人（授权代表）： \_\_\_\_\_

权忠光

签字注册资产评估师：

\_\_\_\_\_

要勇军

\_\_\_\_\_

包迎春

北京中企华资产评估有限责任公司

年 月 日