

北京中同华资产评估有限公司对深圳证券交易所
《关于对云南白药集团股份有限公司的重组问询函》（许可类重
组问询函[2018]第 33 号）相关问题的核查意见

云南白药集团股份有限公司：

北京中同华资产评估有限公司（以下简称“中同华”）接受云南白药集团股份有限公司（以下简称“云南白药”）和云南白药控股有限公司（以下简称“白药控股”）的共同委托，作为云南白药集团股份有限公司拟吸收合并云南白药控股有限公司的评估机构。

2018年11月8日，深圳证券交易所出具了《关于对云南白药集团股份有限公司的重组问询函》（许可类重组问询函（2018）第33号）。我公司根据问询函的要求，就与评估相关的问题进行了认真分析和核查，现将核查情况回复如下：

问题 11、预案显示，本次交易采用资产基础法对白药控股全部股权价值进行预估；针对白药控股长期股权投资项目采用不同的评估方法，其中，采用资产基础法对白药控股投资及云南云药进行预估，采用资产基础法、收益法对天颐茶品进行预估、并采用资产基础法预估结果为最终预估值，采用市价法对所持云南白药股权及万隆控股股权进行预估。

请你公司：（1）说明针对白药控股全部股权价值，仅采用资产基础法一种评估方法是否符合《重组管理办法》第二十条第三款“评估机构、估值机构原则上应当采取两种以上的方法进行评估或者估值”的规定；（2）说明用资产基础法对白药控股及下属公司白药控股投资、云南云药进行预估，而采用市价法对所持云南白药股权及万隆控股股权进行预估的原因及其合理性；（3）说明采用资产基础法、收益法对天颐茶品进行预估，最终采用资产基础法预估结果作为天颐茶品预估值的原因及其合理性；（4）补充披露采用市价法对所持云南白药股权及万隆控股股权进行预估的关键参数。

请独立财务顾问、评估师就上述事项进行核查并发表明确意见。

回复：

问题（1）、说明针对白药控股全部股权价值，仅采用资产基础法一种评估方法是否符合《重组管理办法》第二十条第三款“评估机构、估值机构原则上应当采取两种以上的方法进行评估或者估值”的规定。

一、《重组管理办法》及评估相关准则的规定

《重组办法》第二十条规定，重大资产重组中相关资产以资产评估结果作为定价依据的，资产评估机构应当按照资产评估相关准则和规范开展执业活动……评估机构、估值机构原则上应当采取两种以上的方法进行评估或者估值。

根据《资产评估基本准则》第十六条规定，确定资产价值的评估方法包括市场法、收益法和成本法三种基本方法及其衍生方法。资产评估专业人员应当根据评估目的、评估对象、价值类型、资料收集等情况，分析上述三种基本方法的适用性，依法选择评估方法。

根据《资产评估执业准则—企业价值》第十七条规定，执行企业价值评估业务，应当根据评估目的、评估对象、价值类型、资料收集情况等情况，分析收益法、市场法和成本法（资产基础法）三种基本方法的适用性，选择评估方法。

综上所述，相关法律法规及评估相关准则并未强制要求采取两种以上的方法进行评估或者估值。

二、本次评估选择资产基础法一种方法的原因

1、本次评估不满足采取收益法的条件

企业价值评估中的收益法，是指将预期收益资本化或者折现，确定评估对象价值的评估方法。白药控股为持股型公司，本部层面无实际经营业务，未来也不会发生实际经营业务，待本次交易完成后白药控股将会注销，故不宜采用收益法进行评估。

2、本次评估不满足采取市场法的条件

企业价值评估中的市场法，是指将评估对象与可比上市公司或者可比交易案例进行比较，确定评估对象价值的评估方法。白药控股并不从事具体经营业务，主要资产为货币资金、交易性金融资产、应收款项、对云南白药等公司的长期股

权投资等资产。由于与本次评估对象类似的交易较少，缺乏同行业的可比上市公司和可比交易案例，不具备采用市场法进行评估的操作条件，故本次评估不采用市场法。

3、本次评估满足采取资产基础法的条件

企业价值评估中的资产基础法，是指以被评估单位评估基准日的资产负债表为基础，评估表内及可识别的表外资各项资产、负债价值，确定评估对象价值的评估方法。白药控股为持股型公司，在评估基准日资产负债表内及表外各项资产、负债可以被识别，并可以用适当的方法单独进行评估，故本次评估选用了资产基础法。

核查意见：评估师根据评估对象的实际情况以及评估方法的适用条件，经综合分析后确定采用资产基础法一种评估方法对白药控股股权价值进行评估，符合《重组管理办法》第二十条第三款及资产评估准则的规定。

问题（2）、说明用资产基础法对白药控股及下属公司白药控股投资、云南云药进行预估，而采用市价法对所持云南白药股权及万隆控股股权进行预估的原因及其合理性。

一、说明用资产基础法对白药控股及下属公司白药控股投资、云南云药进行预估的原因及其合理性

白药控股及下属白药控股投资为持股型公司，无实际经营业务；云南云药近三年来公司无经营业务发生，不适用收益法评估；同时，白药控股及下属白药控股投资和云南云药均难以找到可比上市公司和可比交易案例，故不适用市场法评估。

白药控股及下属公司白药控股投资、云南云药在评估基准日资产负债表内及表外各项资产、负债可以被识别，并可以用适当的方法单独进行评估，故本次评估选用了资产基础法。

二、说明采用市价法对所持云南白药股权及万隆控股股权进行预估的原因及其合理性。

白药控股持有云南白药共 432,426,597 股，持股比例为 41.52%；白药控股持

有万隆控股共 908,025,360 股，持股比例为 16.67%，均列示在长期股权投资科目中。

根据《上市公司重大资产重组管理办法》的规定及本次吸收合并的特定目的，本次评估白药控股所持云南白药的股价拟与本次重大资产重组云南白药股票发行价保持一致，这样可以使白药控股三方股东因通过白药控股持有上市公司股份对应估值所获取的上市公司股份数与原先白药控股持有的上市公司股份数保持一致，即实现“1 股换 1 股”。经检索，2012 年以来 A 股资本市场实施的 11 项反向吸收合并项目，其控股股东所持上市公司股份每股评估值与发股价格均为一致，具体案例如下：

首次公告日	反向吸并交易名称	被吸并方所持上市公司股份每股评估值与发股价格的差异情况
2018/5/10	万华化学吸并万华化工	二者保持一致
2017/8/19	王府井吸并北京王府井	二者保持一致
2016/8/13	华光股份吸并国联环保	二者保持一致
2016/3/31	安徽水利吸并建工集团	二者保持一致
2015/2/13	物产中大吸并物产集团	二者保持一致
2015/1/23	汇鸿股份吸并汇鸿集团	二者保持一致
2014/8/25	天康生物吸并天康控股	二者保持一致
2014/7/11	江淮汽车吸并江汽集团	二者保持一致
2014/2/25	柘中建设吸并柘中集团	二者保持一致
2013/4/11	秦川发展吸并秦川集团	二者保持一致
2012/9/28	深圳能源吸并深能能源	二者保持一致

白药控股持有万隆控股参考《上市公司国有股权监督管理办法》（36 号令）第二十三条、第四十三条的规定，以基准日前 30 个交易日的每日加权平均价格的算术平均值确认为评估值。

核查意见：评估认为采用资产基础法对白药控股及下属公司白药控股投资、云南云药进行预估，而采用市价法对所持云南白药股权及万隆控股股权进行预估是合理的。

问题（3）、说明采用资产基础法、收益法对天颐茶品进行预估，最终采用资产基础法预估结果作为天颐茶品预估值的原因及其合理性。

天颐茶品主要从事品牌茶叶生产及销售、茶叶庄园体验服务、茶叶仓储服务、茶衍生品的研发生产及销售。由于与天颐茶品类似的交易较少，缺乏同行业的可

比上市公司和可比交易案例，不具备采用市场法进行评估的操作条件，故本次预估对天颐茶品未采用市场法。

由于天颐茶品公司主要生产销售滇红茶、普洱茶，生产销售以订单式为主。茶叶行业受季节性影响较大，从而对公司的生产销售影响较大，同时天颐茶品主营的为高档、中档茶叶产品，该产品受消费者认可度、消费者心理、品牌效应等影响较大，近十年以来高档茶品的价格呈现多个无周期性的波动变化，未来预测的销售价格可能会与实际情况差异较大，收益法中未来不确定性因素的变动对评估结果会产生较大的影响。故本次预估虽然采用了收益法对天颐茶品进行预估，但未采用收益法评估结果作为天颐茶品的预估值。

资产基础法能够反映被评估企业在评估基准日的重置成本，且天颐茶品各项资产、负债等相关资料较为完整，因此，我们认为资产基础法能够较好地反映企业价值，故采用资产基础法评估结果作为天颐茶品股东全部权益价值的预估值。

核查意见：评估师认为采用资产基础法、收益法对天颐茶品进行预估，最终采用资产基础法预估结果作为天颐茶品预估值是合理的。

问题（4）、补充披露采用市价法对所持云南白药股权及万隆控股股权进行预估的关键参数。

采用市价法对所持云南白药股权及万隆控股股权进行预估的关键参数如下表：

序号	公司简称	股票代码	股票性质	持股数量（股）	股价确定方式	评估值（元/股）	评估值（万元）
1	云南白药	000538.SZ	流通股	432,426,597	本次重组的发行价	76.34	3,301,144.64
2	万隆控股集团	0030.HK	流通股	908,025,360	基准日前 30 个交易日的每日加权平均价格的算术平均值	0.16 ¹	14,528.41

注 1：万隆控股集团的股价按照基准日央行公布的人民币对港元的汇率进行折算

问题 12、预案显示，2017 年白药控股曾进行两次增资，增资价格均以云南省国资委核准的资产评估结果为参照依据。

请你公司：（1）说明上述两次增资事项相关的评估方法、结果及其与原账面值的差异情况，交易价格、交易对方和增资改制的情况，并列表说明 2017 年

两次增资评估与本次重组预估情况的差异及原因；(2)以列表形式补充披露 2017 年两次增资评估与本次重组预估对各项长期股权投资资产的评估值、增值额、增值率的差异情况，并说明差异原因及合理性。

请独立财务顾问、评估师就上述事项进行核查并发表明确意见。

回复：

问题（1）、说明上述两次增资事项相关的评估方法、结果及其与原账面值的差异情况，交易价格、交易对方和增资改制的情况，并列表说明 2017 年两次增资评估与本次重组预估情况的差异及原因。

一、上述两次增资事项相关的评估方法、结果及其与原账面值的差异情况

上述两次增资事项参照的为同一个评估报告，即经云南省国资委核准的《云南白药控股有限公司拟进行混合所有制改革所涉及的云南白药控股有限公司股东全部权益价值评估项目资产评估报告书》(中同华云南评报字[2016]第 46 号)，该评估基准日为 2016 年 6 月 30 日，采用的评估方法为资产基础法，评估结论为：白药控股经审计后的净资产为 145,821.30 万元，评估值为 2,886,833.89 万元，评估增值 2,741,012.59 万元，增值率为 1,879.71%。

二、交易价格、交易对方和增资改制的情况

(一) 两次增资的交易价格情况

两次增资白药控股的交易价格均以经云南省国资委备案后的评估值为 2,886,833.89 万元为参照依据，经交易各方综合考虑下述因素后协商确定交易价格为 2,536,950.50 万元，具体情况如下：

1、交易作价在评估值基础上扣除了一次性提取的解决员工安置问题相关费用。在本次混改完成后，白药控股一次性计提了解决员工安置问题的相关费用，金额合计 6.80 亿元，该项费用在交易作价中予以扣除。

2、交易作价以扣除上述计提费用后的评估值为基准价，经各方协商一致，最终确定为基准价的 90%。上述交易作价已获得云南省人民政府的批复同意，符合《企业国有资产评估管理暂行办法》(国务院国资委第 12 号令)的相关规定。

根据混改时的相关约定，新华都及江苏鱼跃承诺所持白药控股股份将长期锁定，降低了其所获白药控股股权的流动性，且新华都及江苏鱼跃均以全部现金增资的方式进入，短期内为白药控股带来了大规模增量资金。本次吸并交易完成后，新华都及江苏鱼跃亦将延续上述股份锁定期的承诺，维持混改引资的核心安排不变。基于长期锁定的安排以及全增资的引资方式，混改引资的定价具有合理性。

（二）两次增资的交易对方情况

两次增资的交易对方分别为新华都、江苏鱼跃，新华都及江苏鱼跃的基本情况详见《云南白药集团股份有限公司吸收合并云南白药控股有限公司暨关联交易预案（修订稿）》之“第三章 交易对方基本情况”。

（三）两次增资的增资改制情况

1、2017年3月增资

2016年12月23日，云南省人民政府出具云政复[2016]79号《云南省人民政府关于云南白药控股有限公司混合所有制改革有关事项的批复》，同意新华都向白药控股增资150,000万元，同意云南省国资委与新华都集团共同选定第三方投资者，通过对白药控股增资等方式引入第三方投资者，形成云南省国资委45%、新华都集团45%、第三方投资者10%的股权结构。

2016年12月28日，云南省国资委、新华都及白药控股签署了《云南省人民政府国有资产监督管理委员会与新华都实业集团股份有限公司关于云南白药控股有限公司股权合作协议》，约定新华都单方向白药控股增资2,536,950.5029万元，其中150,000万元计入白药控股的注册资本，2,386,950.5029万元计入白药控股的资本公积。增资价格以云南省国资委核准的资产评估结果为参照依据，经协商确定。

2017年3月2日，白药控股通过股东会决议，同意前述增资事宜。本次增资后，云南省国资委和新华都分别持有白药控股50%股权。

2、2017年6月增资

2017年6月6日，白药控股、云南省国资委、新华都及江苏鱼跃签署了《云南省人民政府国有资产监督管理委员会及新华都实业集团股份有限公司与江苏

鱼跃科技发展有限公司关于云南白药控股有限公司增资协议》，约定江苏鱼跃单方向白药控股增资 563,766.7784 万元，其中 33,333.3333 万元计入白药控股的注册资本，530,433.4484 万元计入白药控股的资本公积。增资价格以云南省国资委核准的资产评估结果为参照依据，经协商确定。

2017 年 6 月 21 日，白药控股通过股东会决议，同意前述增资事宜。本次增资后，云南省国资委、新华都和江苏鱼跃分别持有白药控股 45%、45% 和 10% 股权。

三、列表说明 2017 年两次增资评估与本次重组预估情况的差异及原因

本次重组预估基准日为 2018 年 7 月 31 日，采用的评估方法为资产基础法，预估结论为：白药控股未审的净资产为 2,035,783.55 万元，预估值为 5,426,853.56 万元，预估增值 3,391,070.01 万元，增值率为 166.57%。两次评估基准日间隔时间为 2 年 1 个月，白药控股前后两次评估（预估）结果对比如下：

金额单位：人民币万元

评估基准日	选用评估方法	账面净资产	评估（预估）值	两次基准日净资产变化额	两次基准日评估值变化额
2016 年 6 月 30 日	资产基础法	145,821.30	2,886,833.89	1,889,962.25	2,540,019.67
2018 年 7 月 31 日	资产基础法	2,035,783.55	5,426,853.56		

注：重组预估的账面净资产为未审数。

两次评估基准日间，白药控股净资产增加了 189.00 亿元，主要是由于两次增资引入的增量资金所致。

根据本次交易预估情况，较前次评估值增加 254 亿元，评估值差异的主要原因如下：

（一）新增股东增资及调减资本公积的影响

两次评估基准日间，白药控股进行了混合所有制改革，2017 年 3 月、2017 年 6 月分别进行了增资，新华都和江苏鱼跃向白药控股累计支付增资款 241.87 亿元。2017 年 12 月，白药控股调减资本公积 55.80 亿元，优先用于解决白药控股的历史遗留问题。上述增资及调减资本公积合计影响评估值为 186.07 亿元。

（二）白药控股所持云南白药 41.52% 股权增值的影响

前次评估基准日，白药控股所持云南白药 41.25% 股权评估值为 271.48 亿元；本次评估值基准日，白药控股所持云南白药 41.25% 股权预评估值为 330.11 亿元，评估值增值额为 58.63 亿元。需要说明的是，本次预估值对白药控股所持云南白药股权每股价格的估值与本次交易的发股价格一致，均为 76.34 元，确保白药控股三方股东通过本次交易所换取的上市公司股数与目前白药控股所持的上市公司股数保持一致，目前白药控股所持的上市公司股份将在本次交易完成后注销，从而实现“1 股换 1 股”。因此，交易对方并不会因为上市公司估值的增长通过本次交易换取更多的股份。

（三）白药控股所持白药控股投资股权增值的影响

前次评估基准日，白药控股所持白药控股投资 100% 股权的评估值为 3.06 亿元。本次评估值基准日，白药控股所持白药控股投资 100% 股权的预评估值为 9.14 亿元。白药控股所持白药控股投资 100% 股权评估值增值额为 6.08 亿元。

（四）两次评估基准日间期间损益的影响

两次评估基准日间，白药控股母公司实现了扭亏为盈，未经审计的期间损益约为 2.45 亿元。

（五）汇总增资扩股评估之后的主要影响如下：

序号	影响事项	影响金额 (亿元)	备注
1	新华都和江苏鱼跃分别向白药控股进行增资	241.87	
2	白药控股调减资本公积	-55.80	
3	白药控股所持上市公司 41.52% 股权评估增值	58.63	公允价值变动
4	白药控股所持白药控股投资股权评估增值	6.08	下属大理置业、深圳聚容保理评估增值
5	白药控股期间损益	2.45	
6	调整合计	253.23	

综上，增资扩股评估与本次重组预估增值的主要原因为混改新增股东增资及调减资本公积的影响、白药控股所持云南白药 41.52% 股权增值的影响、白药控股所持白药控股投资股权增值的影响以及两次评估基准日间期间损益的影响。

问题（2）、以列表形式补充披露 2017 年两次增资评估与本次重组预估对各项长期股权投资资产的评估值、增值额、增值率的差异情况，并说明差异原因

及合理性。

增资扩股评估与本次重组预估各长投单位的评估值、增值额、增值率的差异情况如下：

序号	被投资单位名称	增资扩股（混改）评估			本次重组（吸并）预估			增减变动		变动率		变动主要原因
		结论选用评估方法	账面净资产	净资产评估值	结论选用评估方法	账面净资产	净资产评估值	账面净资产	净资产评估值	账面净资产	净资产评估值	
1	云南白药控股投资有限公司	资产基础法	11,713.10	30,567.69	资产基础法	16,320.77	91,433.92	4,607.67	60,866.23	39.34%	199.12%	长期股权投资评估较上次增值 61,644.91 万元 ²
1-1	云南白药大理置业有限公司	资产基础法	22,621.98	39,348.42	资产基础法	21,197.03	89,126.12	-1,424.95	49,777.70	-6.30%	126.50%	经统计，2016 年大理市市区（不含海东片区）同类型商业用地的出让均价约为 1,195 元/m ² ，2017-2018 年的出让均价为 2,536 元/m ² ，导致本次土地评估较上次增值约 50,000 万元 ³
1-2	上海信厚资产管理有限公司	资产基础法	3,740.21	3,740.81	资产基础法	3,378.44	3,388.80	-361.77	-352.01	-9.67%	-9.41%	两次评估期间损益变动 -360 万元
1-3	深圳聚容商业保理有限公司	资产基础法	28,781.02	28,780.78	收益法	32,999.16	41,000.00	4,218.14	12,219.22	14.66%	42.46%	混改时深圳聚融成立时间较短，在参考历史数据得到的收益预测可靠性相对较差，故选取资产基础法结果；本次评估深圳聚融保理业务规模和收入稳步增长，有稳定的客户及收入，故本次选用收益法结果

序号	被投资单位名称	增资扩股（混改）评估			本次重组（吸并）预估			增减变动		变动率		变动主要原因
		结论选用评估方法	账面净资产	净资产评估值	结论选用评估方法	账面净资产	净资产评估值	账面净资产	净资产评估值	账面净资产	净资产评估值	
1-4	云白药征武科技（上海）有限公司				权益法	1,000.00	970.61					增资扩股评估时无此公司
2	云南云药有限公司	资产基础法	41,931.25	41,931.25	资产基础法	41,893.96	41,893.96	-37.29	-37.29	-0.09%	-0.09%	两次评估基本无变动
3	云南白药天颐茶品有限公司	收益法	-8,026.59	3,125.00	资产基础法	-6,357.19 ¹	-3,322.13	1,669.40	-6,447.13	20.80%	-206.31%	<p>本次评估考虑到公司主要原材料茶叶受季节性影响很大；另外公司的茶叶产品近十年价格呈现多个无周期性的波动变化，未来预测的销售价格可能会与实际情况差异较大，故本次选用资产基础法的结果。</p> <p>在资产基础法评估下，天颐茶品下属子公司临沧庄园所有的“天颐茶源-红瑞徠茶庄”项目特许权对应的茶庄入住率、房价较2016年下降，使得该特许权收益法评估减值，从而造成天颐茶品整体</p>

序号	被投资单位名称	增资扩股（混改）评估			本次重组（吸并）预估			增减变动		变动率		变动主要原因
		结论选用评估方法	账面净资产	净资产评估值	结论选用评估方法	账面净资产	净资产评估值	账面净资产	净资产评估值	账面净资产	净资产评估值	
												估值较前次评估值下降
4	云南白药集团股份有限公司	市价法		2,714,774.18	市价法		3,301,144.64		586,370.46		21.60%	公允价值变动
5	香港万隆控股集团有限公司	市价法			市价法		14,528.41					增资扩股评估时无此公司

注 1：天颐茶品为白药控股全资子公司，由于白药控股对其的初始股本性投资额较低，后续业务发展所需资金主要通过股东借款的方式投入，从而使得天颐茶品目前的净资产为负；

注 2：云南白药控股投资有限公司的长期股权投资包括大理置业、上海信厚、深圳聚容及征武科技。由于长期股权投资采用成本法核算，其账面价值反映的是原始投资成本，而历年经营收益使各长期股权投资单位账面净资产有较大增加，但在成本法下未能在白药控股投资长期股权投资的账面价值中体现。本次长期股权投资预评估价值为评估基准日长期股权投资的市场价值，使得长期股权投资预评估值较账面价值增值 61,644.91 万元；

注 3：经检索中国土地市场网，大理市范围内（不含海东新区）2016 年同类型的其他商服用地共成交共 6 例，成交均价约为 1,195 元/平方米；2017-2018 年同类型的其他商服用地共成交 5 例，成交均价约为 2,536 元/平方米。

由上表可知，除香港万隆、征武科技外，白药控股其余长投资资产的估值变化均是由于相关资产的经营环境和客观情况变化所致，其中，基于相关资产自身经营情况的变化，深圳聚融、天颐茶品两项长投资资产评估结果所选用的评估方法发生了改变，评估结果变化幅度较大。

核查意见：经过上述分析，评估师认为增资扩股评估与本次重组预估白药控股及各长投单位差异是合理的。

（以下无正文）

（此页无正文，为《北京中同华资产评估有限公司对深圳证券交易所<关于对云南白药集团股份有限公司的重组问询函>（许可类重组问询函[2018]第 33 号）相关问题的核查意见》之盖章页）

北京中同华资产评估有限公司

2018 年 11 月 16 日