

中联评估对上证公函【2016】0095号

《关于对南京新街口百货商店股份有限公司发行股份购买资产并募集配套资金暨关联交易预案的问询函》估值相关问题的回复

上海证券交易所上市公司监管一部：

南京新街口百货商店股份有限公司（以下简称“南京新百”）于2016年1月19日收到贵部下发的《关于对南京新街口百货商店股份有限公司发行股份购买资产并募集配套资金暨关联交易预案的问询函》（上证公函【2016】0095号）（以下简称“重组问询函”），根据重组问询函的要求，现就重组问询函所涉估值相关问题进行说明和解释，具体情况如下：

2、标的资产估值较高的风险

（1）预案披露，安康通最近两年一期均为亏损，实现的净利润分别为-195.57万元、-192.85万元、-239.12万元。预计2016-2020年合计实现利润约1.74亿元，预估值6.7亿元，增值率1,691%。同时预案披露，本次交易作价较2013年9月控股股东购入安康通控股权时增值7倍之多。而在这两年时间安康通在业绩及财务状况未有明显改善。请补充披露：（1）与可比上市公司、可比交易比较，标的资产短时间内评估增值巨大的合理性；（2）预估所采用的重要假设及关键参数值（包括但不限于收入增长率、折现率等），并按照主要业务类型披露收入、成本、费用的预测期预估数据。

答复：

（1）与可比上市公司、可比交易案例的比较情况

安康通是国内领先的居家养老服务企业，面向中国大陆推广居家养老和家庭健康方面的产品和业务。本次交易内的另一标的三胞国际的子公司

Natali 是涵盖养老服务、远程医疗、紧急医疗救护服务等业务的养老服务公司。两个标的的业务是有一定的相似性的，但在具体服务内容和客户定位上存在差异。由于标的公司业务模式较为创新，国内相关业务领域没有模式相似、规模相当的可比上市公司及可比交易案例。

经了解相关市场情况，以色列上市公司 SHL TELEMEDICINE LTD(以下简称“SHL”)公司的业务与标的公司的业务有一定的可比性。

SHL 主要针对心血管相关疾病，为终端客户和社区提供远程医疗相关服务。SHL 在远程医疗服务方面是 Natali 在以色列本土的竞争对手，该公司在瑞士上市（SHLTN，ISIN）。根据公开披露的资料，2015 年 7 月 24 日，上海九川投资（集团）有限公司（以下简称“上海九川投资”）以每股 10.5 瑞士法郎（约合 10.9 美金）收购 SHL 全部股份，收购金额约为 1.25 亿美金。SHL2014 年 EBITDA 为 740 万美金、净利润为 82.9 万美金，每股盈利为 0.08 美金。该等交易的报价对应 SHL2014 年净利润的 PE 水平约为 140 倍。但根据 SHL 于以色列当地时间 2015 年 12 月 1 日发布公告，指因未能与上海九川投资按 2015 年 7 月 24 日双方签署的《并购协议》中约定的交割时间，于 2015 年 11 月 30 日前完成交割，故决定终止《并购协议》，相关交易未能按计划完成。”

除上述相关信息外，未能发现与本次交易可比的上市公司或交易案例情况，由于上述交易案例实际未能按计划完成，因此也不具有可比性。

（2）预估所采用的主要假设

本次预估采用收益法进行测算，所采用的主要假设如下：

1）国家现行的宏观经济、金融以及产业等政策不发生重大变化。

2）企业在未来经营期内的所处的社会经济环境以及所执行的税赋、税率等政策无重大变化。评估对象所享有的各项税收优惠政策不发生重大调整。

3) 企业在未来经营期内的管理层尽职，并继续保持基准日现有的经营管理模式持续经营。

4) 企业在未来经营期内的主营业务、收入与成本的构成以及经营策略等仍保持其最近几年的状态持续，而不发生较大变化。不考虑未来可能由于管理层、经营策略以及商业环境等变化导致的主营业务状况的变化所带来的损益。

5) 在未来的经营期内，企业的各项期间费用不会在现有基础上发生大幅的变化，仍将保持其最近几年的变化趋势持续。

6) 安康通引入投资者的交易按照预计进度完成，交易对价和支付方式不会发生较大调整。

7) 安康通借鉴并引进 Natali 在以色列领先的医护经验，整合并打通医疗护理服务全产业链的商业计划能按照预期实施。

(3) 预估所采用的关键参数

(1) 收入及利润预测

2015 年中，三胞集团完成对安康通的收购后引入了新的管理团队，重新规划了发展战略。近半年来，安康通业务迅速发展，收入规模及盈利能力均在持续的改善过程中。

未来安康通业务的增长主要来源于以下几个方面：

(1) 伴随老龄化的加剧以及政府养老政策的颁发和实施，政府对养老业务的重视和投入逐渐加大，民众健康养老意识逐步增强。在付费用户的获取渠道上，安康通将从目前政府购买的单一渠道扩展为 B2B、B2C 与政府购买渠道相结合，实现收入获取渠道的多元化。

(2) 在原有信息服务和援助服务的基础上，安康通提供给用户的产品和服务将增加电话医生、绿色就诊通道、慢病诊疗服务、紧急救援通道等内容。同时，对政府客户而言，公司将扩大原有信息服务和援助服务的

范围，除了支付服务费补贴，公司还将承担政府的平台建设、云数据建设、话务和指挥平台的运营、日间照料中心运营、健康养老方案的设计等项目，这些付费项目都将为公司的收入做出积极贡献。

（3）随着公司业务的拓展及服务地区的增加，公司的用户数量将不断增加，从而积极推动各地养老项目的落地实施，形成区域性标杆效应以及公司发展的良性循环。

下表列出了本次预估中对安康通未来五年主要的业务指标预测数据，2021 年及以后年度，预计随着公司业务的发展，各项业务指标将趋于成熟，业务增长趋势趋于稳定：

单位：万元

期间	项目	用户人数/平台数量	收入
2016	政府渠道	700,400	21,905,572
	对公渠道	97,200	10,964,160
	个人自费	1,080	197,964
	平台建设运营	10	22,655,388
	合计	798,680	55,723,084
	增长率	-	-
2017	政府渠道	1,292,216	45,573,121
	对公渠道	141,804	23,993,237
	个人自费	2,830	864,443
	平台建设运营	23	52,882,008
	合计	1,436,850	123,312,809
	增长率	80%	121%
2018	政府渠道	2,233,556	73,522,192
	对公渠道	197,773	44,617,634
	个人自费	5,885	3,595,979
	平台建设运营	36	84,456,068
	合计	2,437,215	206,191,874
	增长率	70%	67%
2019	政府渠道	2,812,849	98,726,210
	对公渠道	212,741	71,991,426
	个人自费	9,581	8,780,776
	平台建设运营	46	109,815,156
	合计	3,035,170	289,313,568
	增长率	25%	40%
2020	政府渠道	3,032,892	112,217,004
	对公渠道	248,732	114,984,998
	个人自费	12,938	16,806,462

期间	项目	用户人数/平台数量	收入
	平台建设运营	56	135,461,536
	合计	3,294,562	379,470,000
	增长率	9%	31%

由上表可见，未来预测期内，安康通的用户量的增长率由 80%逐步降低到 10%左右，收入的增长率由 120%逐步降低到 30%左右。

下表列出了预测期内主要的收入、成本、费用的预测数据：

单位：万元

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年
营业收入	5,572.00	12,331.00	20,619.00	28,931.00	37,947.00	49,331.10	63,143.81	80,824.07
减：营业成本	3,398.92	7,151.98	11,752.83	16,201.36	21,250.32	27,625.42	35,360.53	45,261.48
期间费用	1,393.00	2,959.44	4,742.37	6,364.82	7,589.40	9,866.22	12,628.76	16,164.81
息税前利润	780.08	2,219.58	4,123.80	6,364.82	9,107.28	11,839.46	15,154.51	19,397.78
减：所得税	-	354.90	1,030.95	1,591.21	2,276.82	2,959.87	3,788.63	4,849.44
息前税后利润	780.08	1,864.69	3,092.85	4,773.62	6,830.46	8,879.60	11,365.89	14,548.33

2) 折现率的选取确定

本次预估采用资本资产加权平均成本模型（WACC）确定折现率 r ，其中按资本资产定价模型（CAPM）确定权益资本成本 r_e ，无风险收益率参照国家近五年发行的中长期国债利率的平均水平确定为约 4.08%，市场期望报酬率参考上证综合指数的中长期指数平均收益率确定为约 11.24%；考虑到各标的公司与可比上市公司的差异性所可能产生的特性个体风险，参考同类行业上市公司平均收益水平，测算得到权益资本成本 r_e 为 13.59%，结合安康通目前的资本结构，确定最终的折现率为 13.59%。

综上所述，本次预估中未能发现与本次交易可比的上市公司或交易案例情况，预估中假设安康通引入投资者的交易以及安康通借鉴并引进 Natali 在以色列领先的医护经验，整合并打通医疗护理服务全产业链的商业计划能按照预期实施，在此基础上预计安康通未来业务情况、财务指标将得到相应改善，估值水平有所提升是合理的。

(2) 预案披露，三胞国际本身无实质经营业务，主要资产及业务为其全资子公司 Natali。Natali 为以色列的养老服务公司。2014 年亏损，2015 年 1-9 月净利润约 2,500 万元。本次交易估值约 20 亿元，增值率 30,111%。同时预案披露，本次交易作价 2014 年 11 月控股股东购入三胞国际控股权的交易作价 4.2 亿元增值 4 倍多。而在这一年时间三胞国际在业绩及财务状况未有明显变化。请补充披露：(1) 2015 年前三季度扭亏的原因以及标的资产业绩增长可持续性；(2) 与可比上市公司、可比交易比较，说明标的资产短时间内评估增值巨大的合理性；(3) 预估所采用的重要假设及关键参数值（包括但不限于营业收入增长率、折现率等），并按照主要业务类型披露收入、成本、费用的预测期预估数据。

答复：

(1) 2015 年前三季度扭亏的原因以及标的资产业绩增长可持续性

三胞国际为控股公司，本身无实质业务经营，其主要经营资产和业务主体为间接全资持有的 Natali。三胞国际于 2014 年 4 月成立，并于 2014 年 11 月完成了 Natali 的收购，当年并入合并范围的收入和利润只有一个月；同时根据《股权收购合同》，Natali 在 12 月承担了约 1500 万元的收购费用，导致三胞国际 2014 年度亏损。根据未经审计的财务数据，2015 年 1-9 月，包括合并范围内的 Natali 在内，三胞国际实现了 2,625.48 万元的净利润。

Natali 成立于 1991 年，是涵盖养老服务、远程医疗、紧急医疗救护服务等业务的养老服务公司，在以色列全国养老服务市场居于领先地位。Natali 经营稳健，财务收入与利润情况历年均有良好表现，其业务的增长是有可持续性的。下表列出了 Natali 最近两年一期按照中国会计准则编制的未经审计的收入、利润情况：

单位：万元

项目	2015 年 1-9 月	2014 年度	2013 年度
营业收入	19,155.52	25,714.50	28,485.03
营业利润	3,625.96	3,310.76	5,398.43
利润总额	3,625.96	3,310.76	5,431.45
净利润	2,625.48	2,202.00	4,270.18

2014 年度 Natali 净利润比 2013 年度有所减少，主要系 2014 年 Sanpower Lifecare 并购了 Natali，按照股权转让协议的约定，在并购过程中发生的费用均由 Natali 承担，该笔费用约 1,500 万元，全部计入 2014 年的管理费用。此外，由于汇率变动影响也导致 Natali 2014 年度净利润有所减少。

目前 Natali 已经与 A.S Nursing and Welfare Ltd.（以下简称“Nursing Company”）的股东谈判完成并签约，计划收购 Nursing Company 100% 股权，Nursing Company 在以色列的客户主要为达到一定年龄，需要一定程度日常生活护理服务的老年人。Natali 收购 Nursing Company 后，将为用户提供更丰富、更具延续性的服务内容，同时共享客户信息，相互促进发展。

三胞国际整体未来业务发展的可持续性主要来源于以下几个方面：

1) Natali 原有养老业务的发展具有持续性。Natali 的业务收入与利润主要来源于个人自费用户，每个用户的平均付费购买服务年限为 7 年。作为以色列最大、最知名的居家养老服务公司，Natali 获取新用户的能力较强，其较为稳健的业务模式决定了业绩能够长期稳健增长。2015 年，Natali 推出了一项定制化高端居家养老解决方案“Aging-in-place”，此项新业务主要针对经济收入较高人群，提供一整套生活服务、智慧看护、保健、远程医疗服务，基础服务包的价格为 350 美金/月，目前已有 1000+美金/月的高端用户。该项业务的拓展良好，未来有望成为重要的收入与利润来源。此外，在三胞集团收购 Natali 之后，基于中国养老市场巨大潜力带来的预期，Natali 在与服务供应链上下游的谈判中获得了更强的议价能力，在市

场上的影响力也进一步增强，从而带动 2015 年付费用户数的增加及毛利水平的提高。

2) Nursing 护理业务的增长具有持续性。Nursing 拥有 30 多年的服务经验，在以色列全国拥有 25 家分支机构。公司雇有约 6000 名护理专业人士，为约 7000 名老人提供护理服务。Nursing 的服务主要分为三种：为无法独立生活的老人（绝大多数为 75 岁以上老人，Natali 主要服务对象为 65 岁至 75 岁之间可以独立生活的老人，因此 Natali 可以向 Nursing 提供客户）在家提供 24-7 无间断的护理及照看服务；为住院老人提供专业私人护理；为老人提供选择养老院的相关咨询服务。同时，Nursing 与以色列的国家社保机关、国家劳动部、国家社会服务部、国防部，以及大屠杀幸存者基金有多年良好的合作。在以色列的监管环境下，护理公司之间难以通过比拼价格及护理职工的薪酬成本获得竞争优势，市场竞争力更多的体现在提前获取新客户的能力及运营效率的提高。Natali 核心的紧急救援服务及远程医疗服务能够提前发现 Nursing 的潜在用户，例如老人摔倒引起骨折甚至瘫痪（紧急救援）、心梗或中风（远程医疗+紧急救援）等。因此，Natali 与 Nursing 业务存在较为显著的协同关系，老人用户也更易于接受同一个服务商提供的综合服务。因此，Natali 收购 Nursing 后，相关护理业务未来有望取得突破常规的快速发展。

3) Natali（中国）业务的发展。首先，Natali（中国）与安康通在中国居家养老服务业务上定位互补、共享资源，加上安康通已具有丰富的中国养老服务运营经验，大大降低了 Natali（中国）的市场开拓风险。其次，Natali 在以色列的品牌优势将显著加快 Natali（中国）获取中高端用户的进程，目前 Natali（中国）已经签约了部分世界 500 强外企、金融服务机构等优质 B2B 客户。第三，Natali（中国）提供的解决方案具有明显的技术优势。Natali 的远程医疗（telemedicine）、智慧看护（smart care）以及

居家医疗服务（home-based medical service）技术成熟、运营经验丰富，在国际上具备领先水平。Natali（中国）通过对相关解决方案进行汉化，并根据中国老人的偏好调整运营方案，可以实现业务的大规模推广。以 Natali 远程医疗解决方案为例，该方案已经得到中国国家卫计委的高度认可，中国国家卫计委通过中国大使馆邀请 Natali 及中国团队落地国内首例 B2C 远程医疗试点项目，未来可以将该项目的成功经验在全国推广。

（2）与可比上市公司、可比交易案例的比较情况

三胞国际及其子公司是涵盖养老服务、远程医疗、紧急医疗救护服务等业务的养老服务公司。本次交易的另一标的公司安康通是国内领先的居家养老服务企业，面向中国大陆推广居家养老和家庭健康方面的产品和服务。两个标的公司的业务具有一定的相似性的，但在具体服务内容和客户定位上存在差异。由于标的公司的业务模式较为创新，国内相关业务领域没有模式相似、规模相当的可比上市公司及可比交易案例。

经了解相关市场情况，以色列上市公司 SHL TELEMEDICINE LTD（以下简称“SHL”）公司的业务与标的公司的业务有一定的可比性。

SHL 主要针对心血管相关疾病，为终端客户和社区提供远程医疗相关服务。SHL 在远程医疗服务方面是 Natali 在以色列本土的竞争对手，该公司在瑞士上市（SHLTN，ISIN）。根据公开披露的资料，2015 年 7 月 24 日，上海九川投资（集团）有限公司（以下简称“上海九川投资”）以每股 10.5 瑞士法郎（约合 10.9 美金）收购 SHL 全部股份，收购金额约为 1.25 亿美金。SHL2014 年 EBITDA 为 740 万美金、净利润为 82.9 万美金，每股盈利为 0.08 美金。该等交易的报价对应 SHL2014 年净利润的 PE 水平约为 140 倍。但根据 SHL 于以色列当地时间 2015 年 12 月 1 日发布公告，指因未能与上海九川投资按 2015 年 7 月 24 日双方签署的《并购协议》中约定的交割时间，于 2015 年 11 月 30 日前完成交割，故决定终止《并购

协议》，相关交易未能按计划完成。”

除上述相关信息外，未能发现与本次交易可比的上市公司或交易案例情况，由于上述交易案例实际未能按计划完成，因此也不具有可比性。

（3）预估所采用的主要假设

本次预估采用收益法进行测算，所采用的主要假设如下：

1）国家现行的宏观经济、金融以及产业等政策不发生重大变化。

2）企业在未来经营期内的所处的社会经济环境以及所执行的税赋、税率等政策无重大变化。评估对象所享有的各项税收优惠政策不发生重大调整。

3）企业在未来经营期内的管理层尽职，并继续保持基准日现有的经营管理模式持续经营。

4）企业在未来经营期内的主营业务、收入与成本的构成以及经营策略等仍保持其最近几年的状态持续，而不发生较大变化。不考虑未来可能由于管理层、经营策略以及商业环境等变化导致的主营业务状况的变化所带来的损益。

5）在未来的经营期内，企业的各项期间费用不会在现有基础上发生大幅的变化，仍将保持其最近几年的变化趋势持续。

6）Natali 收购 Nursing 的交易按照预计进度完成，交易对价和支付方式不会发生较大调整。

7）三胞国际引入 PE 投资者的交易按照预计进度完成，交易对价和支付方式不会发生较大调整。

8）Natali（中国）借鉴并引进 Natali 在以色列领先的医护经验，整合并打通医疗护理服务全产业链的商业计划能按照预期实施。

（4）预估所采用的关键参数

1）下表列出了三胞国际各条业务线未来年度收入的预测数据，其中

Natali (中国) 的业务数据已经按照三胞国际对其的持股比例进行了折算:

单位: 万元人民币

	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年
Natali	26,568	27,524	28,885	30,310	32,125	34,198	36,790	39,658
Nursing	40,257	42,136	44,129	46,202	48,373	50,641	53,023	55,517
Natali China	1,863	5,249	14,175	28,933	50,593	81,842	124,448	173,308
合计	68,688	74,909	87,188	105,446	131,090	166,682	214,261	268,483

其中 Natali 以色列业务和 Nursing 的收入预测细分如下:

单位: 万元人民币

	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年
私人注册用户服务	17,788	18,160	18,905	19,845	21,044	22,372	23,911	25,709
政府项目	8,165	8,262	8,424	8,424	8,586	8,586	8,748	8,748
Aging in Place	616	1,102	1,555	2,025	2,495	3,240	4,131	5,200
生活护理服务	40,257	42,136	44,129	46,202	48,373	50,641	53,023	55,517
合计	66,825	69,660	73,013	76,496	80,498	84,839	89,813	95,175

Natali China 业务未来预计的收入预测数据按收入来源 (B2B、B2C)

细分如下:

单位: 万元人民币

	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年
B2B	1,875	4,601	10,639	20,902	34,427	53,998	80,356	107,762
B2C	994	3,483	11,179	23,604	43,405	71,914	111,096	158,862
合计	2,869	8,084	21,819	44,505	77,832	125,912	191,452	266,624

下表列出了按业务线的用户数预测数据:

	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年
Aging in Place	210	370	530	690	840	1100	1,400	1,750
Natali 核心用户数	70,000	71,000	73,000	75,000	78,000	80,000	82,000	85,000
Nursing 用户数	7,500	7,800	8,300	9,000	9,600	10,300	11,000	12,00
Natali China 用户数	30,000	64,000	120,000	200,000	300,000	450,000	620,000	800,000
合计	107,710	143,170	201,830	284,690	388,440	541,400	714,400	898,750

下表列出了预测期内主要的收入、成本、费用的预测数据, 其中 Natali

(中国) 的业务数据已经按照三胞国际对其的持股比例进行了折算:

单位: 万元

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年
营业收入	68,689.41	74,918.04	87,187.72	105,427.06	131,089.72	166,683.13	214,257.62	268,474.76
减: 营业成本	49,390.60	53,293.73	60,218.03	70,192.91	84,294.20	101,942.63	126,706.67	154,877.18
期间费用	8,927.71	10,229.04	13,136.30	17,301.22	22,708.63	29,552.94	37,645.78	46,989.30
息税前利润	10,371.10	11,395.27	13,833.38	17,932.94	24,086.89	35,187.57	49,905.17	66,608.28
减: 所得税	2,783.77	3,086.89	3,706.18	4,741.14	6,291.04	9,119.42	12,736.33	16,970.49

息前税后利润	7,587.33	8,308.38	10,127.20	13,191.80	17,795.85	26,068.15	37,168.84	49,637.79
--------	----------	----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------

2) 折现率的选取确定

本次预估采用资本资产加权平均成本模型（WACC）确定折现率 r ，其中按资本资产定价模型（CAPM）确定权益资本成本 r_e ，无风险收益率参照国家近五年发行的中长期国债利率的平均水平确定为约 4.08%，市场期望报酬率参考上证综合指数的中长期指数平均收益率确定为约 11.24%；考虑到各标的公司与可比上市公司的差异性所可能产生的特性个体风险，参考同类行业上市公司平均收益水平，测算得到权益资本成本 r_e 为 14.16%，结合三胞国际目前的资本结构及债务融资成本，确定最终的折现率为 12.92%。

综上所述，本次预估中未能发现与本次交易可比的上市公司或交易案例情况，预估中假设 Natali 收购 Nursing 的交易、Natali 引入投资者的交易以及 Natali（中国）借鉴并引进 Natali 在以色列领先的医护经验，整合并打通医疗护理服务全产业链的商业计划能按照预期实施，在此基础上预计三胞国际未来业务情况、财务指标将得到进一步发展，估值水平有所提升是合理的。

3、安康通报告期内亏损，业绩承诺为 2016-2020 年实现净利润分别不低于 790 万元、1,900 万元、3,100 万元、4,800 万元、6,850 万元；三胞国际 2014 年亏损，2015 年 1-9 月净利润约 2,500 万元，业绩承诺为 2016-2020 年实现净利润分别不低于 7,600 万元、8,400 万元、10,200 万元、13,200 万元、17,795 万元；齐鲁干细胞的业绩承诺为 2016-2018 年实现净利润分别不低于 21,000 万元、27,300 万元、35,500 万元。同时，预案披露，本次仅部分交易对方承担业绩补偿义务。请公司补充披露：（1）上述业绩承诺确定的依据。

答复：

（1）安康通未来年度的盈利预测

安康通在被三胞集团收购之前，主要从事紧急救援业务，业务收入主要来自机器产品有关的收入，主要业务区域仅覆盖无锡、上海和南京等地。2015 年中，三胞集团完成对安康通的收购后引入了新的管理团队，经过深入的调研及论证，公司的经营模式也发生了重大调整，由“卖产品”转变为“卖服务”，由“硬件厂商”向“服务提供商”，并逐步构建了居家养老和健康管理的科学服务体系。2015 年，公司进一步引入互联网思维，提出“平台战略”，通过运用互联网、物联网和大数据等信息化技术，对接内外部各种医疗、家政、金融、硬件器械、软件系统等资源，力争打造居家养老的生态圈平台。为了实现上述战略目标，安康通未来拟加快丰富产品及服务内容，拓展业务覆盖区域。

安康通目前业务迅速发展，收入规模及盈利能力均在持续的改善过程中。安康通未来年度的业绩承诺确定依据如下：

1）伴随老龄化的加剧以及政府养老政策的颁发和实施，政府对养老业务的重视和投入逐渐加大，民众健康养老意识逐步增强。在付费用户的获取渠道上，安康通未来将从政府购买的单一渠道扩展为 B2B、B2C 与政

府购买渠道相结合，实现收入获取渠道的多元化。

2) 在原有信息服务和援助服务的基础上，安康通提供给用户的产品和服务将增加电话医生、绿色就诊通道、慢病诊疗服务、紧急救援通道等内容。同时，对政府客户而言，公司将扩大原有信息服务和援助服务的范围，除了支付服务费补贴，公司还将承担政府的平台建设、云数据建设、话务和指挥平台的运营、日间照料中心运营、健康养老方案的设计等项目，这些付费项目都将为公司的收入做出积极贡献。

3) 随着公司业务的拓展及服务地区的增加，公司的用户数量将不断增加，从而积极推动各地养老项目的落地实施，形成区域性标杆效应以及公司发展的良性循环。

基于上述业务判断，未来预测期内，安康通用户数量的增长率将由 80%逐步降低到 10%左右，收入的增长率由 120%逐步降低到 30%左右。

下表列出了预测期内主要的收入、成本、费用的预测数据：

单位：万元								
项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年
营业收入	5,572.00	12,331.00	20,619.00	28,931.00	37,947.00	49,331.10	63,143.81	80,824.07
减：营业成本	3,398.92	7,151.98	11,752.83	16,201.36	21,250.32	27,625.42	35,360.53	45,261.48
期间费用	1,393.00	2,959.44	4,742.37	6,364.82	7,589.40	9,866.22	12,628.76	16,164.81
息税前利润	780.08	2,219.58	4,123.80	6,364.82	9,107.28	11,839.46	15,154.51	19,397.78
减：所得税	-	354.90	1,030.95	1,591.21	2,276.82	2,959.87	3,788.63	4,849.44
息前税后利润	780.08	1,864.69	3,092.85	4,773.62	6,830.46	8,879.60	11,365.89	14,548.33

目前，安康通的平台型商业模式逐步成熟，2015 年下半年在多个地区的政府业务中成功地将商业模式落地。未来，安康通将进一步扩大销售团队，迅速推进地域性扩张，通过政府业务入口取得卡位优势。在上海、无锡、南京等运营较为成熟的区域，安康通已经或计划推出 50 余项落地服务，后台系统记录的客户服务数据显示，安康通现有用户的活跃度及客户粘性均明显上升；此外，2015 年安康通尝试在上海地区开展 B2C 业务，目前已经取得初步效果。

综上，安康通的业绩承诺建立在上述安康通的商业模式转型能够按照预期计划实施的前提下。如果未来安康通的商业模式转型实施进度、效果与目前预计的进度、效果有所差异，将会对盈利承诺的实现造成一定影响。

（2）三胞国际未来年度的盈利预测

三胞国际为控股公司，本身无实质业务经营，其主要经营资产和业务主体为间接全资持有的 Natali。Natali 成立于 1991 年，是涵盖养老服务、远程医疗、紧急医疗救护服务等业务的养老服务公司，在以色列全国养老服务市场居于领先地位。

目前 Natali 已经与 A.S Nursing and Welfare Ltd.（以下简称“Nursing Company”）的股东谈判完成并签约，计划收购 Nursing Company 100% 股权，Nursing Company 在以色列的客户主要为达到一定年龄，需要一定程度日常生活护理服务的老年人。Natali 收购 Nursing Company 后，将为用户提供更丰富、更具延续性的服务内容，同时共享客户信息，相互促进发展。

此外，三胞国际收购 Natali 后，Natali 未来的发展重心之一是中国养老服务市场的开拓，并为此专门成立了中国子公司 Natali（中国）。成立 Natali（中国）主要是充分利用 Natali 的海外资源以及社区医疗服务和养老服务等多方面优势以及多年积累的先进经验发展中国养老服务市场。

三胞国际整体未来业务发展的可持续性主要来源于以下几个方面：

1）Natali 原有养老业务的发展具有持续性。Natali 的业务收入与利润主要来源于个人自费用户，每个用户的平均付费购买服务年限为 7 年。作为以色列最大、最知名的居家养老服务公司，Natali 获取新用户的能力较强，其较为稳健的业务模式决定了业绩能够长期稳健增长。2015 年，Natali 推出了一项定制化高端居家养老解决方案“Aging-in-place”，此项新业务主要针对经济收入较高人群，提供一整套生活服务、智慧看护、保健、远

程医疗服务，基础服务包的价格为 350 美金/月，目前已有 1000+美金/月的高端用户。该项业务的拓展良好，未来有望成为重要的收入与利润来源。此外，在三胞集团收购 Natali 之后，基于中国养老市场巨大潜力带来的预期，Natali 在与服务供应链上下游的谈判中获得了更强的议价能力，在市场上的影响力也进一步增强，从而带动 2015 年付费用户数的增加及毛利水平的提高。

2) Nursing 护理业务的增长具有持续性。Nursing 拥有 30 多年的服务经验，在以色列全国拥有 25 家分支机构。公司雇有约 6000 名护理专业人士，为约 7000 名老人提供护理服务。Nursing 的服务主要分为三种：为无法独立生活的老人（绝大多数为 75 岁以上老人，Natali 主要服务对象为 65 岁至 75 岁之间可以独立生活的老人，因此 Natali 可以向 Nursing 提供客户）在家提供 24-7 无间断的护理及照看服务；为住院老人提供专业私人护理；为老人提供选择养老院的相关咨询服务。同时，Nursing 与以色列的国家社保机关、国家劳动部、国家社会服务部、国防部，以及大屠杀幸存者基金有多年良好的合作。在以色列的监管环境下，护理公司之间难以通过比拼价格及护理职工的薪酬成本获得竞争优势，市场竞争力更多的体现在提前获取新客户的能力及运营效率的提高。Natali 核心的紧急救援服务及远程医疗服务能够提前发现 Nursing 的潜在用户，例如老人摔倒引起骨折甚至瘫痪（紧急救援）、心梗或中风（远程医疗+紧急救援）等。因此，Natali 与 Nursing 业务存在较为显著的协同关系，老人用户也更易于接受同一个服务商提供的综合服务。因此，Natali 收购 Nursing 后，相关护理业务未来有望取得突破常规的快速发展。

3) Natali（中国）业务的发展。首先，Natali（中国）与安康通在中国居家养老服务业务上定位互补、共享资源，加上安康通已具有丰富的中国养老服务运营经验，大大降低了 Natali（中国）的市场开拓风险。其次，

Natali 在以色列的品牌优势将显著加快 Natali（中国）获取中高端用户的进程，目前 Natali（中国）已经签约了部分世界 500 强外企、金融机构等优质 B2B 客户。第三，Natali（中国）提供的解决方案具有明显的技术优势。Natali 的远程医疗（telemedicine）、智慧看护（smart care）以及居家医疗服务（home-based medical service）技术成熟、运营经验丰富，在国际上具备领先水平。Natali（中国）通过对相关解决方案进行汉化，并根据中国老人的偏好调整运营方案，可以实现业务的大规模推广。以 Natali 远程医疗解决方案为例，该方案已经得到中国国家卫计委的高度认可，中国国家卫计委通过中国大使馆邀请 Natali 及中国团队落地国内首例 B2C 远程医疗试点项目，未来可以将该项目的成功经验在全国推广。

下表列出了预测期内主要的收入、成本、费用的预测数据，其中 Natali（中国）的业务数据已经按照三胞国际对其的持股比例进行了折算：

单位：万元								
项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年
营业收入	68,689.41	74,918.04	87,187.72	105,427.06	131,089.72	166,683.13	214,257.62	268,474.76
减：营业成本	49,390.60	53,293.73	60,218.03	70,192.91	84,294.20	101,942.63	126,706.67	154,877.18
期间费用	8,927.71	10,229.04	13,136.30	17,301.22	22,708.63	29,552.94	37,645.78	46,989.30
息税前利润	10,371.10	11,395.27	13,833.38	17,932.94	24,086.89	35,187.57	49,905.17	66,608.28
减：所得税	2,783.77	3,086.89	3,706.18	4,741.14	6,291.04	9,119.42	12,736.33	16,970.49
息前税后利润	7,587.33	8,308.38	10,127.20	13,191.80	17,795.85	26,068.15	37,168.84	49,637.79

目前，Natali 以色列本土以及 Nursing Company 的业务正处于正常运作过程中，其业务的增长是有可持续性的。Natali（中国）管理团队已经搭建完成，Natali（中国）的业务也在按照预计的进度推进。

综上，三胞国际的盈利预测是建立在上述 Natali 收购 Nursing 的交易以及引入投资者的交易按照预计进度完成、Natali(中国)借鉴并引进 Natali 在以色列领先的医护经验，整合并打通医疗护理服务全产业链的商业计划能按照预期实施的前提下进行的如果未来三胞国际的商业模式整合、Natali（中国）业务的落地计划实施进度、效果与目前预计的进度、效果

有所差异，将会对盈利预测造成相应影响。

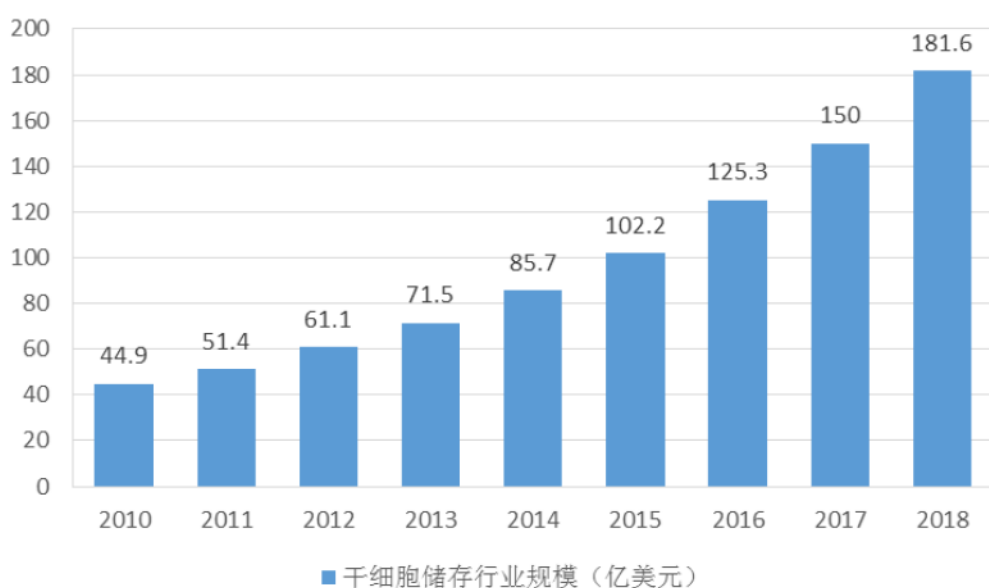
（3）齐鲁干细胞未来年度的盈利预测

根据南京新百与银丰生物签署的《盈利预测补偿协议》，银丰生物承诺，齐鲁干细胞 2016 年度、2017 年度、2018 年度扣除非经常性损益归属于母公司的净利润分别不低于 21,000 万元、27,300 万元、35,500 万元。

齐鲁干细胞 2013 年、2014 年以及 2015 年 1-9 月净利润分别为 11,961.64 万元，15,261.10 万元，9,207.86 万元。2014 年实际实现净利润较 2013 年增长约 27.58%。

以上述数据进行测算，2016 年齐鲁干细胞的承诺净利润 21,000.00 万元，较 2014 年齐鲁干细胞的净利润 15,261.10 万元相比增长率为年均约 17.31%，2018 年齐鲁干细胞的承诺净利润 35,500.00 万元，较 2014 年齐鲁干细胞的净利润 15,261.10 万元相比增长率为年均约 23.50%，这与齐鲁干细胞历史年度净利润年均约 27.58% 的增长率相比是偏低的，这在一定程度上说明了齐鲁干细胞未来年度业绩承诺实现是有可行性的。

此外，根据 Market Research 及 Transparency Market Research 统计，2013 年全球干细胞储存市场规模达到 71.5 亿美元，2014 年全球干细胞储存市场规模增长至 85.7 亿美元，占全球干细胞产业市场份额的 16.9%。预计 2015 年全球干细胞储存市场规模将达到 102.2 亿美元，到 2018 年全球干细胞储存市场容量将增长至 181.6 亿美元。



由上图可见，从 2014 年到 2018 年全球干细胞储存行业规模的预计年均增长率约为 20.65%，这与 2014 年到 2018 年齐鲁干细胞承诺净利润的年均增长率约 23.50%的水平也是基本匹配的，也在一定程度上说明了齐鲁干细胞未来年度业绩承诺实现是有可行性的。齐鲁干细胞未来年度业绩承诺水平略高主要是由于齐鲁干细胞目前所处的山东地区目前采集脐带血的新生儿数量相对较少，随着山东地区脐带血采集渗透率的逐步提高，齐鲁干细胞有望实现更快的业务增长。

综上所述，齐鲁干细胞业绩承诺的表现与齐鲁干细胞历史年度经营表现以及细胞储存行业整体业务发展水平是相匹配的，有可行性。

8、 预案披露，本次交易拟收购的三胞国际为控股公司，本身无实质业务经营，其主要经营资产和业务主体为间接全资持有的 Natali。基于对国内养老产业发展前景的良好预期，Natali（中国）未来的业绩将取得爆发式增长，并对于本次交易三胞国际的估值具有重要的支撑。请公司结合三胞国际市场占有率、主要竞争对手和核心竞争力等，量化说明做出前述陈述的依据。

答复：

（1）Natali（中国）业务发展的优势

三胞国际收购 Natali 后，Natali 未来的发展重心之一是中国养老服务市场的开拓，并为此专门成立了中国子公司 Natali（中国）。成立 Natali（中国）主要是充分利用 Natali 的海外资源以及社区医疗服务和养老服务等多方面优势以及多年积累的先进经验发展中国养老服务市场。Natali（中国）将向市场提供高端居家养老、医疗服务和健康管理等服务，推出社区健康管理、员工福利平台和机构增值服务三条业务线，通过 B2B2C 的方式，获取高端居家养老业务深入目标用户家庭的入口。

Natali（中国）业务的发展优势主要体现在以下几个方面：首先，Natali（中国）与安康通在中国居家养老服务业务上定位互补、共享资源，加上安康通已具有丰富的中国养老服务运营经验，大大降低了 Natali（中国）的市场开拓风险。其次，Natali 在以色列的品牌优势将显著加快 Natali（中国）获取中高端用户的进程，目前 Natali（中国）已经签约了部分世界 500 强外企、金融服务机构等优质 B2B 客户。第三，Natali（中国）提供的解决方案具有明显的技术优势。Natali 的远程医疗（telemedicine）、智慧看护（smart care）以及居家医疗服务（home-based medical service）技术成熟、运营经验丰富，在国际上具备领先水平。Natali（中国）通过对相关解决方案进行汉化，并根据中国老人的偏好调整运营方案，可以实现业务

的大规模推广。以 Natali 远程医疗解决方案为例，该方案已经得到中国国家卫计委的高度认可，中国国家卫计委通过中国大使馆邀请 Natali 及中国团队落地国内首例 B2C 远程医疗试点项目，未来可以将该项目的成功经验在全国推广。

(2) Natali（中国）业务发展对三胞国际整体业务发展的影响：

下表列出了三胞国际各条业务线未来年度收入的预测数据，其中 Natali（中国）的业务数据已经按照三胞国际对其的持股比例进行了折算：

单位：万元人民币

	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年
Natali	26,568	27,524	28,885	30,310	32,125	34,198	36,790	39,658
Nursing	40,257	42,136	44,129	46,202	48,373	50,641	53,023	55,517
Natali China	1,863	5,249	14,175	28,933	50,593	81,842	124,448	173,308
合计	68,688	74,909	87,188	105,446	131,090	166,682	214,261	268,483
NataliChina 业务占比	2.71%	7.01%	16.26%	27.44%	38.59%	49.10%	58.08%	64.55%

在 Natali 以色列本土及 Nursing 的业务模式和安康通本土的养老服务经营经验支持下，由上表可见，随着未来 Natali（中国）业务的按照预计实施，Natali（中国）的业务规模占三胞国际整体的业务比例将逐步增加至 65%。说明了 Natali（中国）业务的发展是三胞国际整体估值水平提升的原因之一。

15、预案披露，标的资产最近两年及一期净利润均呈现亏损或微利，经营活动现金流呈现负值或波动较大，请补充披露标的资产未来三年盈利预测情况与历史业绩情况出现较大背离的合理性，未来业绩实现的可行性。

答复：

(1) 安康通未来盈利预测情况与历史业绩情况出现差异的原因

2013 年 10 月，三胞集团完成对安康通的收购后引入了新的管理团队，

并将商业模式确定为以政府购买服务为主，安康通目前业务迅速发展，收入规模及盈利能力均在持续的改善过程中。

未来安康通业务的增长主要来源于以下几个方面：

（1）伴随老龄化的加剧以及政府养老政策的颁发和实施，政府对养老业务的重视和投入逐渐加大，民众健康养老意识逐步增强。在付费用户的获取渠道上，安康通将从目前政府购买的单一渠道扩展为 B2B、B2C 与政府购买渠道相结合，实现收入获取渠道的多元化。

（2）在原有信息服务和援助服务的基础上，安康通提供给用户的产品和服务将增加电话医生、绿色就诊通道、慢病诊疗服务、紧急救援通道等内容。同时，对政府客户而言，公司将扩大原有信息服务和援助服务的范围，除了支付服务费补贴，公司还将承担政府的平台建设、云数据建设、话务和指挥平台的运营、日间照料中心运营、健康养老方案的设计等项目，这些付费项目都将为公司的收入做出积极贡献。

（3）随着公司业务的拓展及服务地区的增加，公司的用户数量将不断增加，从而积极推动各地养老项目的落地实施，形成区域性标杆效应以及公司发展的良性循环。

安康通未来三年盈利预测情况与历史业绩情况出现差异的原因主要是由于三胞集团完成对安康通的收购后对安康通的商业模式进行了调整，但该等调整的效果尚需要一定的过程和时间才能显现，虽然安康通的部分业务指标有所改善，但尚未完全反映到历史期财务报表中。

（2）三胞国际未来盈利预测情况与历史业绩情况出现差异的原因

三胞国际为控股公司，本身无实质业务经营，其主要经营资产和业务主体为间接全资持有的 Natali，三胞国际于 2014 年 4 月成立，2014 年 11 月完成对 Natali 的收购。2014 年当年纳入三胞国际合并报表范围内的 Natali 的收入和利润只有一个月，并且根据收购合同，三胞国际在 2014

年承担了部分一次性收购费用约 1500 万人民币，导致 2014 年度亏损。2015 年为三胞国际完成对 Natali 收购后的第一个完整经营年度。

本次预估假设 Natali 收购 Nursing 的交易按照预计进度完成，Natali 引入投资者的交易按照预计进度完成，交易对价和支付方式不会发生较大调整以及 Natali（中国）借鉴并引进 Natali 在以色列领先的医护经验，整合并打通医疗护理服务全产业链的商业计划能按照预期实施。

三胞国际未来的盈利预测是将 Natali、Nursing 以及 Natali（中国）作为一个经营整体进行编制的，与三胞国际历史年度财务报表的核算口径有所差异，由此导致了盈利预测与历史报表数据存在差异。

（3）齐鲁干细胞未来盈利预测情况与历史业绩情况出现差异的原因

根据南京新百与银丰生物签署的《盈利预测补偿协议》，银丰生物承诺，齐鲁干细胞 2016 年度、2017 年度、2018 年度扣除非经常性损益归属于母公司的净利润分别不低于 21,000 万元、27,300 万元、35,500 万元。

齐鲁干细胞 2013 年、2014 年以及 2015 年 1-9 月净利润分别为 11,961.64 万元，15,261.10 万元，9,207.86 万元。2014 年实际实现净利润较 2013 年增长约 27.58%。

结合齐鲁干细胞历史年度盈利数据以及承诺利润进行测算，2016 年齐鲁干细胞的承诺净利润 21,000.00 万元，较 2014 年齐鲁干细胞的净利润 15,261.10 万元相比增长率为年均约 17.31%，2018 年齐鲁干细胞的承诺净利润 35,500.00 万元，较 2014 年齐鲁干细胞的净利润 15,261.10 万元相比增长率为年均约 23.50%，这与齐鲁干细胞历史年度净利润年均约 27.58% 的增长率相比是偏低的。

2014 年至 2018 年全球干细胞储存行业规模的预计年均增长率约为 20.65%，与 2014 年到 2018 年齐鲁干细胞承诺净利润的复合增长率 23.50% 基本匹配。考虑到齐鲁干细胞目前所处的山东地区采集脐带血的新生儿数

量相对较少，随着山东地区脐带血采集渗透率的逐步提高，齐鲁干细胞有望实现更快的业务增长。

综上，齐鲁干细未来的盈利预测与历史期业绩表现不存在显著差异，相关业绩预测具有合理性和可行性。

21、请补充披露本次交易三项标的资产以两种方法进行预估的结果，说明选择以收益法作为最终预估方法的原因及其合理性。请财务顾问和评估师发表意见。

答复：

依据相关行业的规范惯例，企业价值评估可以采用收益法、市场法、资产基础法三种方法。收益法是企业整体资产预期获利能力的量化与现值化，强调的是企业的整体预期盈利能力。市场法是以现实市场上的参照物来评价估值对象的现行公平市场价值，具有估值数据直接取材于市场，估值结果说服力强的特点。资产基础法是指在合理估计企业各项资产价值和负债的基础上确定企业价值的思路。

收益法是指将被评估企业的预期未来收益依一定折现率资本化或折成现值以确定其价值的评估方法。收益法强调的是企业整体资产的预期盈利能力。

收益法的评估结果是企业整体资产预期获利能力的量化与现值化。在评估过程中不仅考虑了企业账面资产的价值，同时也考虑了企业账面上不存在但对企业未来收益有重大影响的资产或因素，如企业拥有的专利、专有技术、稳定的客户资源、生产经营管理水平、产品生产和研发队伍等，在收益法评估过程中，综合考虑了企业各盈利因素，反映了企业整体资产的预期盈利能力，因此预估中以收益法作为预估方法。

由于本次标的资产的评估基准日尚未确定，因此未能采用资产基础法

对标的资产进行评估；由于被评估单位行业的特殊性，本次预估未能在市场上交易过的企业中找到与被评估单位相类似的交易案例，无法通过对其价值进行比较和调整修正得出被评估单位的价值，限制了采用市场法对被评估单位进行评估。因此在本次交易的预案阶段未能采用资产基础法、市场法进行评估。

综上所述，在本次交易中的预案阶段以收益法作为预估方法是合理的。

(本页无正文，为《中联评估对上证公函【2016】0095 号<关于对南京新街口百货商店股份有限公司发行股份购买资产并募集配套资金暨关联交易预案的问询函>估值相关问题的回复》之签章页)

中联资产评估集团有限公司

年 月 日

