

对上海证券交易所出具的
《关于对杭州天目山药业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预案信息披露的问询函》
的回复

北京中企华资产评估有限责任公司
二〇一五年十二月

北京中企华资产评估有限责任公司根据上海证券交易所上市公司监管一部于 2015 年 12 月 25 日下发的《关于对杭州天目山药业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预案信息披露的问询函》（上证公函【2015】2059 号）（以下简称“《问询函》”）的要求，就本次重组事宜相关问题答复如下：

一、《问询函》第 12 题：请补充提供本次交易预估作价的可比交易、可比上市公司的估值比较情况，说明本次交易作价的合理性。请财务顾问、评估师发表意见。

答复：

1、本次交易预估作价的可比交易、可比上市公司的估值比较情况

（1）本次交易标的资产的市盈率、市净率

根据标的公司管理层预测，2016 年预计实现归属于母公司的扣除非经常性损益后的净利润 6,961 万元，2017 年预测的净利润 8,966 万元，2018 年预测的净利润 14,817 万元，本次标的资产预估值 115,529 万元，标的公司的相对估值水平如下：

金额单位：万元

项目	2016 年	2017 年	2018 年
标的公司的净利润	6,961	8,966	14,817
标的公司的所有者权益	39,932		
标的资产预估值	115,529		
标的公司交易市盈率(倍)	16.60	12.89	7.80
标的公司交易市净率(倍)	2.89		

（2）同行业可比交易案例对比

选取近期可比交易案例盈利预测(业绩承诺第一年)的市盈率、市净率与标的公司预估情况作对比，建立对比表格如下：

金额单位：万元

项目	净资产	预测净利润(业绩承诺第一年)	评估价值	市盈率(倍)	市净率(倍)
信邦制药收购中肽生化 100%股权	24,176	8,182	200,000	24.44	8.27
通化金马收购圣泰生物 100%股权	39,443	14,801	226,100	15.28	5.73
九芝堂收购友搏药业 100%股权	143,412	45,673	651,781	14.27	4.54
精华制药收购东力企管 100%股权	6,979	5,200	70,771	13.61	10.14

项目	净资产	预测净利润(业绩承诺第一年)	评估价值	市盈率(倍)	市净率(倍)
ST 天一发行股份购买景峰制药 100%股权	60,991	20,931	344,799	16.47	5.65
上海莱士收购邦和药业 100%股权	26,425	9,202	180,696	19.64	6.84
平均值				17.28	6.86
本标的	39,932	6,961	115,529	16.60	2.89

通过上述数据分析，本次交易标的的预估值市盈率略低于近期行业交易案例平均数，市净率远低于近期交易案例平均数。

(3) 同行业上市公司的市盈率、市净率水平分析

标的公司主要从事各种化学药品及生物制药的研究、开发、生产和销售。目前国内从事医药产品的研发、生产和销售的上市公司较多；截至评估基准日 2015 年 10 月 31 日，与标的公司业务相同或相近可比上市公司的市盈率、市净率指标如下：

证券代码	证券简称	市盈率(倍)	市净率(倍)
002007.SZ	华兰生物	38.62	6.71
002022.SZ	科华生物	51.82	7.93
002038.SZ	双鹭药业	29.28	5.79
300009.SZ	安科生物	67.51	11.87
300267.SZ	尔康制药	48.41	13.43
300194.SZ	福安药业	79.57	2.52
平均值		52.53	8.04

截至评估基准日 2015 年 10 月 31 日，可比上市公司平均市盈率为 52.53 倍，本次交易对价对应的市盈率(业绩承诺第一年)为 16.60 倍，显著低于可比上市公司平均市盈率；可比上市公司平均市净率为 8.04 倍，本次交易对价对应的市净率为 2.89 倍，显著低于可比上市公司平均市净率。

2、标的资产预估合理性分析

(1) 标的公司研发能力突出，行业壁垒较高

标的公司目前以生产注射用磺苄西林钠为主的制药公司，2016 年将有 3.1 类新药盐酸奥洛他定、5 类药二乙酰氨基乙酸乙二胺氯化钠注射液两类产品上市，并有多项产品正在进行临床实验，其中特利普酶(1.1 类新药)获得国家十二五科技重大专项基金支持。

(2) 标的公司未来具备较强的可持续盈利能力

标的公司目前拥有 1 项磺苄西林钠注射液的 GMP 证书；2016 年将有两类药品上市，2017-2018 陆续有多个产品上市，产品种类涉及面广，客户黏度较高。未来随着标的公司新的药品品种的 GMP 证书的认证及市场需求的进一步扩大，标的公

司具备较强的可持续盈利能力。

通过对可比交易案例、可比上市公司的估值分析，本次交易标的资产预估值对应的市盈率略低于近期相同或相近的交易案例平均水平，市净率远低于近期相同或相近的交易案例，且两项指标均显著低于同行业上市公司，本次评估预估值合理、公允，充分保护了上市公司全体股东的合法权益。以截至 2015 年 10 月 31 日预评估值为基础，考虑到科泰生物评估基准日后现金增资 1 亿元，双方协商交易价格 125,000 万元，且评估结论未考虑评估基准日后增资行为对标的公司未来盈利预测及预估值的影响，交易作价合理。

二、《问询函》第 13 题：本次交易预估值以收益法作为预估方法，请量化披露预估的主要参数和假设，披露未来预测期间营业收入增长率、折现率、研发投入预计、资本支出预计等。请财务顾问、评估师发表意见。

答复：

(一)收益法预估方法及假设

1、收益法具体方法和模型的选择

本次采用收益法对辽宁科泰生物基因制药股份有限公司股东全部权益进行预估，即以未来若干年度内的企业自由现金流量作为依据，采用适当折现率折现后加总计算得出营业性资产价值，然后再加上溢余资产价值、非经营性资产价值、长期股权投资价值，减去付息债务得出股东全部权益价值。

本次收益法预测，采用合并口径数据。合并数据由下列公司组成：

公司级别	公司名称
母公司	辽宁科泰生物基因制药股份有限公司
子公司	北京裕华能生物科技有限公司
	辽宁昆仑医药进出口有限公司

(1)评估模型：本次收益法评估模型选用企业自由现金流折现模型。

(2)计算公式

股东全部权益价值=企业整体价值-付息债务

企业整体价值=经营性资产价值+溢余资产+非经营性资产价值+长期股权投资价值

其中：经营性资产价值按以下公式确定

企业自由现金流量折现值=明确的预测期期间的自由现金流量现值+明确的预

测期之后的自由现金流量现值

明确的预测期期间是指从评估基准日至企业达到相对稳定经营状况的时间。

(3) 预测期的确定

根据辽宁科泰生物基因制药股份有限公司的实际状况及企业经营规模，预计其在未来几年业绩会稳定增长，据此，本次预测期选择为 2015 年 11 月至 2020 年，以后年度收益状况保持在 2020 年水平不变。

(4) 收益期的确定

根据对辽宁科泰生物基因制药股份有限公司所从事的经营业务的特点及公司未来发展潜力、前景的判断，考虑辽宁科泰生物基因制药股份有限公司具有较强的市场运营能力和开拓能力，具有一定的市场竞争能力及持续经营能力，本次评估收益期按永续确定。

(5) 自由现金流量的确定

本次评估采用企业自由现金流量，自由现金流量的计算公式如下：

(预测期内每年)自由现金流量=息税前利润 $\times$ (1-所得税率)+折旧及摊销-资本性支出-营运资金追加额

(6) 终值的确定

对于收益期按永续确定的，终值公式为：

$P_n = R_{n+1} \times \text{终值折现系数}$ 。

R_{n+1} 按预测期末年现金流调整确定。

(7) 年中折现的考虑

考虑到自由现金流量全年都在发生，而不是只在年终发生，因此自由现金流量折现时间均按年中折现考虑。

(8) 折现率的确定

按照收益额与折现率口径一致的原则，本次评估收益额口径为企业自由现金流量，则折现率选取加权平均资本成本(WACC)。

公式： $WACC = K_e \times E / (D+E) + K_d \times D / (D+E) \times (1-T)$

式中： K_e ：权益资本成本；

K_d ：债务资本成本；

T ：所得税率；

$E/(D+E)$ ：股权占总资本比率；

$D/(D+E)$ ：债务占总资本比率；

其中： $K_e = R_f + \beta \times MRP + R_c$

R_f =无风险报酬率；

β =企业风险系数；

MRP=市场风险溢价；

Rc=企业特定风险调整系数。

(9) 溢余资产价值的确定

溢余资产是指评估基准日超过企业生产经营所需，评估基准日后企业自由现金流量预测不涉及的资产。本次评估无溢余资产。

(10) 非经营性资产、负债价值的确定

非经营性资产、负债是指与被评估单位生产经营无关的，评估基准日后企业自由现金流量预测不涉及的资产与负债。本次评估非经营性资产和负债主要为：预付款项中的预付设备款、其他应收款中的借款、关联方往来款，应付账款的应付设备款，其他应付款中的借款、关联方往来款等与经营无关的款项，采用成本法评估。

(11) 长期股权投资价值

对于尚未开展业务未纳入合并预测范围内的子公司辽宁昆泰药业有限公司采用资产基础法对其进行评估，并按评估后的股东全部权益价值乘以实际持股比例确定评估值。

(12) 付息债务价值的确定

有息债务主要是指被评估单位向金融机构或其他单位、个人等借入款项及相关利息，本次评估采用成本法。

2、收益法评估的相关假设

A、一般假设

(1) 假设评估基准日后被评估单位所处国家和地区的政治、经济和社会环境无重大变化；

(2) 假设评估基准日后国家宏观经济政策、产业政策和区域发展政策无重大变化；

(3) 假设评估基准日后被评估单位持续经营；

(4) 假设评估基准日后被评估单位采用的会计政策和编写本评估报告时所采用的会计政策在重要方面保持一致；

(5) 假设和被评估单位相关的利率、汇率、赋税基准及税率、政策性征收费用等评估基准日后不发生重大变化；

(6) 假设评估基准日后被评估单位的管理层是负责的、稳定的，且有能力担当其职务；

(7) 假设评估基准日后被评估单位的现金流入为平均流入，现金流出为平均流出；

(8) 假设评估基准日后被评估单位的研发能力和技术先进性继续保持目前的水平；

(9) 假设被评估单位评估基准日在研产品未来生产销售均可获得国家相关部门许可；

(10) 假设被评估单位完全遵守所有相关的法律法规；

(11) 假设评估基准日后无不可抗力对被评估单位造成重大不利影响。

B、特殊假设

(1) 假设委估无形资产权利的实施是完全按照有关法律、法规的规定执行的，不会违反国家法律及社会公共利益，也不会侵犯他人任何受国家法律依法保护的权力；

(2) 公司在现有的管理方式和管理水平的基础上，经营范围、营运模式等与目前方向保持一致。且在未来可预见的时间内公司按提供给评估师的发展规划进行发展，生产经营政策不做重大调整；

(3) 没有考虑将来可能承担的抵押、担保事宜，以及特殊的交易方式可能追加付出的价格等对评估结论的影响；

(4) 辽宁科泰生物基因制药股份有限公司于 2014 年 10 月 22 日取得《高新技术企业证书》，认定期限为三年（2014 年 1 月至 2016 年 12 月）；因高新技术企业认证期满后可以继续重新认定，本次评估假设高新技术企业认证期满后仍可继续获得高新技术企业认证并享受相关税收优惠政策；

(5) 评估师未对各种设备在评估基准日时的技术参数和性能做技术检测，评估师在假定委托方提供的有关技术资料 and 运行记录是真实有效的前提下，通过实地勘察作出的判断；

(6) 本次评估假设辽宁科泰生物基因制药股份有限公司生产经营中所需的各项已获得的生产、经营许可证等在未来年度到期后均能通过申请继续取得。

评估人员对评估对象的现场勘查仅限于评估对象的外观和使用状况，并未对结构等内在质量进行测试，故不能确定其有无内在缺陷。本报告以评估对象内在质量符合国家有关标准并足以维持其正常使用为假设前提。

(二) 收益法预估主要参数

1. 未来年度营业收入的预测

截至评估基准日 2015 年 10 月 31 日，标的公司目前以生产注射用磺苄西林钠为主的制药公司，2016 年将有 3.1 类新药盐酸奥洛他定、5 类药二乙酰氨基乙酸乙二胺氯化钠注射液两类产品即将上市，2017-2018 陆续有 4 个产品上市（包括 2 个 3.1 类新药及 1 个 1.1 类新药）。

本次评估根据已签订合同及目前跟踪客户等资料整理分析，以历史数据为基础，同时结合医药市场的发展趋势及标的公司核心竞争力、经营状况、发展规划、产品上市计划等因素的基础之上，预测未来年度的营业收入情况如下：

未来年度营业收入预测情况如下表所示：

金额单位：万元

项目	2015 年 11-12 月	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年
主营业务收入	222.03	25,427.35	33,307.25	48,618.49	53,056.93	56,240.11
增长率		86.97%	30.99%	45.97%	9.13%	6.00%

2. 未来年度营业成本预测

辽宁科泰生物基因制药股份有限公司主营业务成本主要包括：原材料、人工及制造费用，因原材料价格波动与销售价格波动比率趋于一致产品毛利的主要为制造费用及人工成本，本次评估结合未来年度销售产品类型、产量，对未来年度制造费用及人工成本进行预测。

综上，未来年度成本预测见下表：

金额单位：万元

项目	2015 年 11-12 月	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年
主营业务成本	247.94	7,078.20	9,410.85	13,057.90	14,349.42	14,780.81

3. 营业税金及附加的预测

营业税金及附加包括营业税、城市维护建设税、教育费附加和地方教育费附加。

各年度营业税金及附加预测结果如下表所示：

金额单位：万元

项目	2015 年 11-12 月	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年
营业税金及附加	3.51	415.47	546.18	744.91	798.75	843.28

4. 销售费用的预测

销售费用主要包括人员工资、福利费、业务招待费、差旅费、运费、广告费、市场推广费用等费用。

人工工资包括工资、奖金、津贴等，参考人事部门提供的未来年度人工需求量因素，并考虑近几年当地社会平均工资的增长水平，预测未来年度员工人数、工资总额。

福利费、差旅费、业务招待费等其他费用结合企业未来年度经营计划，对未来各年度进行预测。

运费主要为企业在销售产品时发生的运输费用，本次参考公司前两年运费水平的经验数据进行预测。

市场推广费用为与药品经销商代理销售所发生的费用，本次根据以前年度市场推广费用占产品销售收入的比例进行预测。

销售费用的预测数据见下表：

金额单位：万元

项目	2015年11-12月	2016年	2017年	2018年	2019年	2020年
销售费用	22.81	2,968.97	4,044.46	5,908.87	6,470.15	6,857.34

5. 管理费用的预测

管理费用主要包括工资及福利费、折旧摊销费、业务招待费、差旅费、修理费、研发费用等。

人工工资包括工资、奖金、津贴等，参考人事部门提供的未来年度人工需求量因素，并考虑近几年当地社会平均工资的增长水平，预测未来年度员工人数、工资总额。

对于累计折旧和摊销的测算，除了现有存量资产外，以后各年为了维持正常经营，随着业务的增长，需要每年投入资金新增资产或对原有资产进行更新，根据企业未来年度生产规模的情况考虑相应的资本性支出，并以此测算年折旧和摊销。

差旅费、办公费、业务招待费、修理费、研发费用等费用结合企业未来营业规模及产品上市计划，对未来各年度进行预测。管理费用的预测数据见下表：

金额单位：万元

项目	2015年11-12月	2016年	2017年	2018年	2019年	2020年
管理费用	252.70	5,795.21	7,494.49	10,077.45	10,966.16	11,591.06
其中：研发费用支出	20.42	1,396.16	1,926.66	2,588.22	2,830.33	3,003.69

6. 所得税的预测

辽宁科泰生物基因制药股份有限公司为高新技术企业，本次采用合并口径进行收益法测算时根据《中华人民共和国企业所得税法》、《中华人民共和国企业所得税法实施条例》的相关规定，高新技术企业享受15%的所得税率优惠政策。

未来年度所得税预测如下表：

金额单位：万元

项目	2015年11-12月	2016年	2017年	2018年	2019年	2020年
所得税	-	1,143.21	1,582.19	2,614.74	2,861.20	3,115.48

7. 净利润的预测

经过上述测算，未来年度合并口径净利润预测如下：

金额单位：万元

项目	2015年11-12月	2016年	2017年	2018年	2019年	2020年
----	-------------	-------	-------	-------	-------	-------

项目	2015 年 11-12 月	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年
净利润	-482.53	6,960.70	8,965.72	14,816.87	16,213.49	17,654.39

8. 资本性支出的预测

根据企业的发展规划及目前实际执行情况，并结合企业业务的扩展，预计增加员工需配备的增量设备及新运营模式需要投入的增量固定资产，以及对存量固定资产的更新，未来年度资本性支出具体预测如下：

金额单位：万元

项目	2015 年 11-12 月	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年
资本性支出	-	2,640.00	5,450.00	540.00	330.00	330.00

预测期内各产品生产所需的厂房目前均已建设完毕，2016 年即将上线新产品其资本性支出已在 2015 年及以前完成固定资产构建，2016-2017 年资本性支出主要用在 2017、2018 年上市新产品的设备采购、安装以及生产厂房的净化设施、管道工程的安装等。

9、本次收益法选用的折现率

根据本次估值目的及估值价值类型，同时按照按照收益额与折现率口径一致的原则，本次评估收益额口径为企业自由现金流量，则折现率选取加权平均资本成本(WACC)。计算公式为：

公式： $WACC = K_e \times E / (D+E) + K_d \times D / (D+E) \times (1-T)$

式中：K_e：权益资本成本；

K_d：债务资本成本；

T：所得税率；

E/(D+E)：股权占总资本比率；

D/(D+E)：债务占总资本比率；

其中：K_e=R_f+β×MRP+R_c

R_f=无风险报酬率；

β=企业风险系数；

MRP=市场风险溢价；

R_c=企业特定风险调整系数。

经测算，标的公司估值基准日时折现率为 12.19%。

综上所述，本次交易标的收益法预估的主要参数和假设设定合理；未来预测期间营业收入增长率、折现率、研发投入预计、资本性支出等选定合理。

（本页无正文，仅为《关于对杭州天目山药业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预案信息披露的问询函》（上证公函【2015】2059 号）的答复意见盖章页）

北京中企华资产评估有限责任公司

