

中通诚资产评估有限公司
关于《中国证监会行政许可项目审查一次反馈意见通知书》
（161132 号）之反馈意见回复

中国证券监督管理委员会：

根据贵会对贵州赤天化股份有限公司（以下简称“赤天化”或“上市公司”）发行股份购买资产并配套募集资金暨关联交易申请文件出具的《中国证监会行政许可项目审查一次反馈意见通知书》（161132 号，以下简称“《反馈意见》”），中通诚资产评估有限公司（以下简称“评估师”）对《反馈意见》进行了认真研究和落实，并按照《反馈意见》的要求对所涉及的事项（具体为反馈问题 15、16、17、18 及补充说明事项）进行答复，现提交贵会，请予审核。

反馈问题 15：申请材料显示，本次交易构成关联交易，系向上市公司实际控制人发行股份购买资产，拟购买资产采用收益法进行评估，圣济堂 100%股权的评估值为 197,133.06 万元，截至 2015 年 12 月 31 日圣济堂归属于母公司所有者权益（经审计）为 20,346.64 万元，较审计后账面净资产评估增值 176,786.42 万元，增值率为 868.87%。按圣济堂 2015 年净利润计算，本次交易中，交易标的的市盈率为 43.94 倍。圣济堂 2015 年市净率为 9.68,高于同行业上市公司平均水平。请你公司结合圣济堂的行业地位、核心竞争力、行业特征以及同行业收购案例的静态市盈率，补充披露圣济堂评估增值率、静态市盈率、市净率较高的原因及合理性，本次交易是否存在损害中小股东权益的情形。请独立财务顾问和评估师核查并发表明确意见。

回复：

（一）标的资产作价的评估增值率、市盈率、市净率情况

截至评估基准日 2015 年 12 月 31 日，标的资产圣济堂本次交易评估值为 197,133.06 万元，比审计后账面净资产增值 176,786.42 万元，增值率为 868.87%。最终交易作价为 197,000 万元。

圣济堂 2015 年度扣除非经常性损益后的净利润为 4,407.08 万元，2016 年预测净利润为 15,025.73 万元，本次交易作价的静态市盈率为 44.70 倍，预测当年动态市盈率为 13.11 倍。

截至 2015 年 12 月 31 日，圣济堂归属于圣济堂股东账面净资产为 20,346.64 万元，本次交易作价的市净率为 9.68 倍。

项目	市盈率	市净率
2015 年度静态	44.70	9.68
2016 年度预测动态	13.11	-

1. 标的资产作价市盈率、市净率与赤天化比较情况

项目	2015 年度静态市盈率	2015 年 12 月 31 日市净率
赤天化	215.00	1.42
圣济堂	44.70	9.68

注：赤天化市盈率按照本次发行股份价格和2015年度每股收益计算，市净率按照本次发行股份价格和2015年末每股净资产计算。

赤天化本次发行市盈率为 215.00 倍，圣济堂静态市盈率为 44.70 倍，低于赤天化发行市盈率。

赤天化本次发行市净率为 1.42 倍，圣济堂为 9.68 倍，高于赤天化发行市净率。主要是因为赤天化本次交易前主营氮肥化工业务，属于重资产行业，市净率水平较低。

2. 标的资产作价市盈率、市净率与同行业上市公司比较情况

根据中国证监会行业分类，圣济堂主要业务属于“医药制造业（C27）”。标的资产与 A 股市场医药制造行业上市公司全行业平均市盈率、市净率比较情况如下：

项 目	2015 年度静态市盈率	2015 年 12 月 31 日市净率
A 股市场医药制造行业上市公司全行业平均值 ^(注)	76.83	7.06
圣济堂	44.70	9.68

注：剔除市盈率为负值或者超过300倍的公司，数据来源为同花顺iFinD。

A 股市场医药制造行业上市公司 2015 年静态市盈率总体平均值为 76.83 倍，圣济堂为 44.70 倍，低于全行业平均水平。

A股市场医药制造行业上市公司2015年12月31日市净率总体平均值为7.06倍，圣济堂为9.68倍，高于全行业平均水平。

3. 标的资产作价市盈率、市净率与可比上市公司比较情况

标的资产与A股市场在糖尿病药物生产有重要影响的主要可比上市公司的市盈率及市净率比较情况如下：

序号	证券代码	证券简称	2015年度静态市盈率	2015年12月31日市净率
1	000963.SZ	华东医药	32.40	11.98
2	600867.SH	通化东宝	63.19	12.55
3	600062.SH	华润双鹤	25.07	2.71
4	300294.SZ	博雅生物	58.98	5.55
平均值			44.91	8.20
圣济堂			44.70	9.68

可比上市公司2015年静态市盈率平均值为44.91倍，圣济堂为44.70倍，与可比上市公司基本一致。

可比上市公司2015年12月31日市净率平均值为8.20倍，圣济堂为9.68倍，高于可比上市公司平均水平。

4. 标的资产作价市盈率、市净率与可比交易案例比较情况

标的资产与近期医药制造类可比交易案例（自2012年以来已核准交易）的市盈率、市净率比较情况如下：

序号	证券代码	证券简称	交易标的	静态市盈率 ^(注1)	动态市盈率 ^(注1)	市净率 ^(注2)
1	600613	永生投资	神奇药业	22.91	21.52	5.95
			柏强药业	24.22	14.77	4.13
2	600513	联环药业	扬州制药	12.43	9.10	1.86
3	002198	嘉应制药	金沙药业	14.68	12.02	3.83
4	600566	洪城股份	济川药业	21.12	16.53	6.10
5	000908	天一科技	景峰制药	23.04	21.42	5.05
6	002019	鑫富药业	亿帆生物	17.05	11.48	7.76
			亿帆药业	8.65		2.62
7	300108	双龙股份	金宝药业	15.35	13.17	1.65
8	002102	冠福股份	能特科技	35.34	11.98	6.42
9	002004	华邦颖泰	百盛药业	13.51	11.57	5.42

序号	证券代码	证券简称	交易标的	静态 市盈率 ^(注1)	动态 市盈率 ^(注1)	市净率 ^(注2)
10	600222	太龙药业	新领先	17.87	13.33	15.83
			桐君堂	14.33	12.15	2.40
11	300194	福安药业	天衡药业	25.36	22.80	2.69
12	300363	博腾股份	东邦药业	27.03	16.17	2.81
13	002581	万昌科技	未名医药	33.18	17.85	4.20
14	002675	东诚药业	云克药业	19.81	14.40	6.61
15	300009	安科生物	苏豪逸明	22.53	13.87	4.27
16	300026	红日药业	展望药业	39.38	19.35	8.47
17	002349	精华制药	南通东力	15.90	13.30	8.70
18	000989	九芝堂	友搏药业	16.08	14.27	4.60
19	600062	华润双鹤	华润赛科	18.08	17.37	11.09
20	300381	溢多利	新合新	24.87	12.50	3.68
21	300294	博雅生物	新百药业	21.49	17.71	3.33
			天安药业	16.57	13.35	4.04
22	000766	通化金马	圣泰生物	18.00	15.40	5.78
23	002411	九九久	陕西必康	14.50	12.42	3.60
24	002390	信邦制药	中肽生化	36.37	24.44	19.98
平均数				21.06	15.34	5.82
圣济堂				44.70	13.11	9.68

注1：静态市盈率=标的资产交易价格/评估基准日标的资产最近一年净利润，动态市盈率=标的资产交易价格/预测期第一年净利润；其中，净利润为扣除非经常性损益后归属于母公司所有者的净利润；

注2：市净率=标的资产交易价格/评估基准日标的资产归属于母公司所有者权益。

可比交易案例静态市盈率平均值为 21.06 倍，圣济堂为 44.70 倍，高于可比交易案例平均水平。可比交易案例市净率平均为 5.82 倍，圣济堂为 9.68 倍，高于可比交易案例平均水平。

可比交易案例预测期第一年动态市盈率平均值为 15.34 倍，圣济堂为 13.11 倍，低于可比交易案例平均水平。

总体而言，标的资产圣济堂静态市盈率与可比上市公司平均水平基本一致，但高于可比交易案例平均水平。市净率高于可比上市公司和可比交易案例。

(二)圣济堂评估增值率、市净率较高的原因及合理性

1. 圣济堂账面资产价值不能全面反映其持续经营价值

圣济堂固定资产等投入相对较小，账面值不高；同时圣济堂经营所依赖的主

要资源除了固定资产、营运资金等有形资源之外，还拥有 GMP 认证、药品批件、销售渠道、管理团队、客户资源等重要的无形资产，该类无形资产的价值均未反映在账面价值中。

企业账面价值是从资产取得途径考虑，反映的是企业现有资产的历史成本，不能完全体现各个单项资产组合对整个企业的贡献，也不能完全衡量各单项资产间的互相匹配和有机组合因素可能产生出来的整合效应。

本次交易采用收益法评估值作为交易定价参考，而收益法评估是从企业未来获利能力角度考虑，反映的是企业各项资产的综合获利能力；收益法预估值不仅体现了企业各项账面资产的价值，还考虑了 GMP 认证、药品批件、销售渠道等重要无形资产的价值，以及各单项资产是否在企业中得到合理和充分利用、组合在一起时是否发挥了其应有的贡献等因素对企业股东权益价值的影响，同时也考虑了国家产业政策支持、行业预期发展良好以及企业自身核心竞争力较强等多方面有利因素的影响。

2. 糖尿病领域专业竞争优势和新产品开发为企业增值带来溢价

圣济堂在糖尿病药物细分市场领域具有较强的竞争优势，主要体现在：第一、圣济堂一直致力于治疗糖尿病药物的研发及生产，其产品已涵盖口服糖尿病药的大部分品类，如双胍类、磺脲类和噻唑烷二酮类等；目前圣济堂正在研发其他品类口服降糖药，如 α -葡萄糖苷酶抑制类（企业在研产品为阿卡波糖）、格列奈类（在研产品为瑞格列奈片）等，随着未来新产品的陆续研发完成并推向市场，圣济堂相关产品将基本覆盖口服降糖药全部品类，从而最大程度满足糖尿病患者用药需求。

截至目前圣济堂口服降糖药产品中已有 12 个口服降糖药品种进入《国家基本药物目录》、16 个口服降糖药品种进入国家级《基本医疗保险、工伤保险和生育保险药品目录》。借助企业销售网络，圣济堂口服降糖药产品已销往除港澳台、西藏自治区以外全国 30 个省、直辖市及自治区，具有较高的市场覆盖率。

目前圣济堂在研的口服降糖药新品类产品为阿卡波糖、瑞格列奈片等；同时依托圣济堂在糖尿病领域的竞争优势，企业延伸开发了相关辅助降血糖保健品

（衡之源胶囊）和食品（苦荞麦珍）等，相关新产品均具有较好的市场前景，将成为未来新的利润增长点。

综上，圣济堂致力于治疗糖尿病药物的研发及生产，是糖尿病领域的知名企业，具有良好的盈利能力，随着新产品的陆续上市推广预计未来企业将保持较快的发展速度，其收益能力将持续增强，从而使得收益法评估结果比净资产账面值出现较大增值。

3. 圣济堂预测期收入、利润增长较快

圣济堂 2016 年、2017 年、2018 年预测扣除非经常性损益后归属于母公司所有者的净利润至少不低于 15,025.73 万元、21,023.08 万元、26,072.37 万元。收益法评估是基于企业持续经营的假设，通过估算被评估单位未来的预期收益并折算成现值(评估基准日的现在价值量)，以确定被评估单位价值的一种方法。因此，较高的收入、利润、现金流增长速度支撑圣济堂具有较高的估值水平。

(三)标的资产静态市盈率较高的原因及合理性

1. 圣济堂在糖尿病药品市场具有较高的市场地位和较强的核心竞争力

根据南方所统计数据，在中国城市公立医院二甲双胍用药的市场份额统计中，2014 年圣济堂二甲双胍产品尚未进入前十名，2015 年进入前十名，市场份额为 1.13%。前十名厂商中，国外企业施贵宝一家市场份额占比为 70.69%，估算圣济堂二甲双胍产品在其余企业中的市场份额为 3.86%。圣济堂格列美脲产品 2014 年、2015 年在中国城市公立医院格列美脲用药的市场份额分别为 0.89%和 0.95%，位列前十。前十名厂商中，国外企业赛诺菲一家市场份额占比分别为 79.09%和 78.45%，估算圣济堂格列美脲产品 2014 年、2015 年在其余企业中的市场份额为 4.26%和 4.41%。

根据南方所统计数据，2015 年中国城市公立医院二甲双胍用药市场前十名厂商份额合计为 89.68%，格列美脲用药市场前十名厂商份额合计为 97.67%。目前，国家药监局网站显示，盐酸二甲双胍肠溶片取得注册药品批件的生产企业有 8 家，格列美脲片取得注册药品批件的生产企业有 13 家，盐酸罗格列酮片取得注册药品批件的生产企业有 4 家。总体而言，口服降糖药市场集中度较高，竞争

较为有序。圣济堂是国内口服降糖药市场的主要企业之一，具有一定的先发优势。圣济堂产品涵盖糖尿病药类的大部分品种，在糖尿病药物细分市场领域形成了较强的市场竞争优势。圣济堂拥有多个省级知名产品，其中“圣平”格列美脲片、“圣敏”盐酸罗格列酮片、“圣妥”盐酸二甲双胍肠溶片，分别被评为贵州省名牌产品；“圣敏”盐酸罗格列酮片、“圣特”盐酸二甲双胍肠溶片，分别荣获贵州省知名商标。

圣济堂的主要产品盐酸二甲双胍、格列美脲、杜仲颗粒、胆清胶囊、重楼解毒酊和衡之源胶囊等，具备适用症广泛、剂型丰富、生命周期长、市场竞争力较高的特点，为持续增长提供了保证；圣济堂具备行业中较高的知名度，多层次、多模式、立体开发且覆盖全国的销售网络，并具备高效率、高质量的生产能力，能够为圣济堂的市场开拓和持续增长提供保障。

圣济堂较高的市场地位和较强的竞争优势支持其具有较高的估值水平。

2. 上市公司糖尿病业务收入增速高于行业平均收入增速

单位：万元

项 目	2015 年度收入	2014 年度收入	2015 年同比增长率
华东医药糖尿病业务收入 ^(注)	455,994.39	352,746.91	29.27%
通化东宝糖尿病业务收入	137,378.08	112,706.60	21.89%
华润双鹤糖尿病业务收入	24,120.29	21,728.04	11.01%
博雅生物糖尿病业务收入	17,853.80	13,931.96	28.15%
可比公司糖尿病业务收入合计	635,346.56	501,113.51	26.79%
化药制剂全行业收入合计			17.45%

注：华东医药糖尿病业务通过其下属子公司杭州中美华东制药有限公司开展，年报未披露该子公司具体分类收入，此表按杭州中美华东制药有限公司营业收入计算华东医药糖尿病业务收入增速。

2015 年度，可比上市公司糖尿病业务收入合计增长 26.79%，显著高于化药制剂全行业收入增速（17.45%）。圣济堂所处糖尿病药物市场较高的增长速度支持其具有较高的估值水平。

3. 圣济堂处于快速增长阶段，报告期及预测当年收入增长率较高

报告期及预测期当年（2016 年），圣济堂处于业务快速增长阶段，2015 年营业收入同比增长 69.18%，2016 年 1-3 月经审计的营业收入（13,112.15 万元）占 2015 年度营业收入的比例达到 70.32%，预测 2016 年全年营业收入将同比增

长 183.90%，截至 2016 年 5 月，圣济堂已签署销售合同金额为 49,156.26 万元（未包含确定价格但未明确数量和确定数量但未明确价格的合同），2016 年盈利预测可实现性较强。因此，圣济堂 2015 年静态市盈率并不能客观、全面的反映本次评估基准日企业价值。

静态市盈率指标虽然是常用的相对估值指标，但其未包含不同增长率水平对企业价值的影响。在资本市场上，具有较高增长率的企业通常静态市盈率较高，而动态市盈率较低。处于高增长阶段的企业静态市盈率水平普遍较高。

圣济堂与可比交易案例预测期当年及前一年收入增长比较情况如下：

证券简称	交易标的	评估基准日	预测期当年收入增长率	T-1 年收入增长率	静态市盈率
溢多利	新合新	2015 年 4 月 30 日	126.69%	33.51%	24.87
冠福股份	能特科技	2014 年 6 月 30 日	119.95%	18.06%	35.34
万昌科技	未名医药	2014 年 4 月 30 日	55.66%	39.49%	33.18
天一科技	景峰制药	2013 年 6 月 30 日	50.39%	53.66%	23.04
安科生物	苏豪逸明	2014 年 12 月 31 日	42.10%	-25.01%	22.53
鑫富药业	亿帆药业	2013 年 4 月 30 日	40.15%	36.47%	8.65
红日药业	展望药业	2015 年 3 月 31 日	39.52%	14.36%	39.38
信邦制药	中肽生化	2015 年 3 月 31 日	36.67%	18.30%	36.37
永生投资	柏强药业	2012 年 3 月 31 日	32.67%	56.91%	24.22
博雅生物	天安药业	2015 年 5 月 31 日	32.44%	16.13%	16.57
洪城股份	济川药业	2013 年 5 月 31 日	29.98%	32.10%	21.12
东诚药业	云克药业	2014 年 12 月 31 日	26.75%	33.70%	19.81
鑫富药业	亿帆生物	2013 年 4 月 30 日	26.35%	56.33%	17.05
太龙药业	桐君堂	2014 年 6 月 30 日	21.10%	31.98%	14.33
博腾股份	东邦药业	2014 年 12 月 31 日	19.84%	31.25%	27.03
联环药业	扬州制药	2012 年 7 月 31 日	18.23%	21.93%	12.43
双龙股份	金宝药业	2013 年 12 月 31 日	15.84%	12.62%	15.35
永生投资	神奇药业	2012 年 3 月 31 日	15.36%	10.99%	22.91
九芝堂	友搏药业	2015 年 3 月 31 日	14.72%	13.24%	16.08
精华制药	南通东力	2015 年 4 月 30 日	14.40%	12.69%	15.90
嘉应制药	金沙药业	2012 年 12 月 31 日	14.24%	19.93%	14.68
通化金马	圣泰生物	2015 年 4 月 30 日	14.19%	24.10%	18.00
太龙药业	新领先	2014 年 6 月 30 日	13.97%	57.32%	17.87
华润双鹤	华润赛科	2015 年 2 月 28 日	12.97%	9.66%	18.08
华邦颖泰	百盛药业	2014 年 6 月 30 日	10.39%	46.74%	13.51
九九久	陕西必康	2015 年 2 月 28 日	9.10%	15.28%	14.50
福安药业	天衡药业	2014 年 6 月 30 日	5.03%	15.93%	25.36
博雅生物	新百药业	2015 年 5 月 31 日	-14.45%	13.01%	21.49

平均值			30.15%	25.74%	21.06
赤天化	圣济堂	2015 年 12 月 31 日	183.90%	69.18%	44.70

注：可比交易案例按预测期当年收入增长率排序。

可比交易案例重组前一年收入增长率平均值为 25.74%，预测期当年收入增长率平均值为 30.15%。圣济堂重组前一年收入增长率为 69.18%，预测期当年收入增长率为 183.90%，显著高于可比交易案例。

从可比交易案例静态市盈率与收入增长率的关系来看，预测期当年收入增长率较高的，静态市盈率也普遍偏高。例如：冠福科技案例标的公司预测期当年收入增长率为 119.95%，静态市盈率为 35.34 倍。万昌科技案例标的公司预测期当年收入增长率为 55.66%，静态市盈率为 33.18 倍。

因此，处于业务快速发展阶段的圣济堂较高的收入增长率支持其取得较高的估值水平。

(四)本次交易是否存在损害中小股东权益的情形

本次交易中，评估师综合考虑了标的公司圣济堂的业务特性、行业特征、行业地位、核心竞争力和未来收益情况，采用收益法评估结果作为评估结论。资产评估遵循了相关业务准则，审慎合理。交易作价参考资产评估结果协商确定，未超过资产评估值。

同时，针对本次交易，交易对方与上市公司签署了严格的盈利预测补偿协议，采取股份补偿方式，股份补偿比例为本次发行股份数的 100%，补偿金额覆盖了盈利预测期的全部利润预测数实现差额及补偿期满后的减值测试差额。如果标的资产未完全实现盈利预测承诺，将及时全额回购交易对方股份，可充分保证上市公司和中小股东利益不受损害。因此，本次交易不存在损害中小股东权益的情形。

评估师核查意见：经核查，圣济堂评估增值率、静态市盈率、市净率较高具有合理的原因，本次交易不存在损害中小股东权益的情形。

反馈问题 16：申请材料显示，随着药品价格改革，医药市场竞争的加剧，医疗保险制度改革的深入及相关政策、法规的调整或出台，以及医院药品招标采购等系列药品价格调控政策的进一步推广，预计我国药品降价趋势仍将持续，医

药行业的平均利润率可能会下降。圣济堂预计 2016 年营业收入、扣非后净利润分别为 52,939 万元、15,025.73 万元，同比分别增长 183%、241%，之后年度预计营业收入、净利润增速有所下降。截至 2016 年 3 月底圣济堂已签订销售合同金额为 3.3 亿元(对应销售收入 2.82 亿元)，占 2016 年预测收入的比例为 53.27%。

请你公司：1) 补充披露 2016 年 1 季度营业收入大幅增长的原因、合理性以及可持续性。2) 以列表形式补充披露 2016 年 1 季度已签订销售合同的客户名称、金额,与相关客户的历史合作情况，以及与交易对方是否存在关联关系。3)结合主要竞争对手或可比公司经营情况、主要产品市场规模及份额变动情况、核心竞争优势、客户拓展情况、圣济堂产能利用情况、未来资本性支出情况，补充披露圣济堂预测营业收入、净利润等重要参数的选取是否符合谨慎性要求及判断依据。请独立财务顾问、会计师和评估师核查并发表明确意见。

回复：

(一)2016 年 1 季度圣济堂营业收入增长较快的原因

2016 年 1-3 月，圣济堂的业务继续快速增长，实现收入 13,112.15 万元，较 2015 年 1-3 月增长 299.93%，占 2015 年收入的 70.32%，占 2016 年收入预测数的 24.77%。

单位：万元

项 目	2016 年 1-3 月		2015 年度		2014 年度	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
化药	7,060.48	53.85%	13,954.99	74.84%	9,692.57	87.94%
中药	1,992.71	15.20%	3,766.48	20.20%	1,295.31	11.75%
保健/食品	3,510.37	26.77%	900.10	4.83%	0.44	0.00%
医疗器械及其他	548.59	4.18%	25.02	0.13%	33.83	0.31%
合计	13,112.15	100%	18,646.59	100%	11,022.16	100%

2016 年 1 季度营业收入增长较快的原因如下：

1. 行业总体增长迅速，可比上市公司糖尿病业务收入增速高于行业平均收入增速

单位：万元

项 目	2015 年度收入	2014 年度收入	2015 年同比增长率
华东医药糖尿病业务收入 ^(注)	455,994.39	352,746.91	29.27%
通化东宝糖尿病业务收入	137,378.08	112,706.60	21.89%
华润双鹤糖尿病业务收入	24,120.29	21,728.04	11.01%
博雅生物糖尿病业务收入	17,853.80	13,931.96	28.15%
可比公司糖尿病业务收入合计	635,346.56	501,113.51	26.79%
化药制剂全行业收入合计			17.45%

注：华东医药糖尿病业务通过其下属子公司杭州中美华东制药有限公司开展，年报未披露该子公司具体分类收入，此表按杭州中美华东制药有限公司营业收入计算华东医药糖尿病业务收入增速。

2015 年度，可比上市公司糖尿病业务收入合计增长 26.79%，显著高于化药制剂全行业收入增速（17.45%）。圣济堂所处糖尿病药物市场较高的增长速度支持其较快的增速。2016 年 1 季度，可比上市公司收入（一季报未披露糖尿病业务细分收入）同比增长平均达到 33.59%。

单位：万元

证券代码	证券简称	2016 年 1 季度收入	2015 年 1 季度收入	增幅
000963.SZ	华东医药	616,569.76	521,144.25	18.31%
600867.SH	通化东宝	45,138.49	39,866.82	13.22%
600062.SH	华润双鹤	143,931.43	107,829.93	33.48%
300294.SZ	博雅生物	17,601.29	10,393.05	69.36%
平均值		205,810.24	169,808.51	33.59%

2. 低价药政策推动产品价格合理提升

圣济堂主要产品二甲双胍、格列美脲、格列齐特、格列吡嗪均属于《国家发展改革委定价范围内的低价药品清单》中的低价药品。随着 2015 年全国多个省份对低价药采取药品采购方根据挂网价格与药品供应企业动态议价采购的模式，圣济堂主要糖尿病药品价格得到一定幅度的提升。同时，由于国外进口药品零售销售较高，普遍无法满足低价药的条件，国产低价药的竞争力也得到提升。2016 年低价药政策已推广至全国，低价药政策对产品价格的推动力更加明显。

3. 圣济堂处于快速增长阶段，市场推广力度的持续提升，新签合同数量增长较快

圣济堂处于业务快速增长阶段，2015 年营业收入同比增长 69.18%，2016 年 1-3 月实现营业收入同比增长 299.93%，占 2015 年度营业收入的比例达到

70.32%，预测 2016 年全年营业收入将同比增长 183.90%。

2016 年圣济堂销售推广力度持续提升，2016 年 1-3 月销售费用占收入的比例达到 28.23%，较 2015 年销售费用占收入比例 16.54%增长了 11.69 个百分点。

4. 保健品收入增长显著

2014 年进入保健品市场后，产品逐渐被市场接受，保健品的收入增长较为明显，2016 年 1-3 月保健品实现收入 3,510.37 万元，2015 年全年保健品收入仅实现 900.10 万元。

影响圣济堂收入的主要因素，包括主要产品市场需求持续增长、政策推动有利、市场推广力度持续加强、产品结构的优化等，在 2016 年均持续产生正面影响，有力的拉动了 2016 年 1 季度收入的增长，预计上述有利因素将对圣济堂的经营产生持续的正面影响。

(二)截至 2016 年 5 月圣济堂已签署的销售合同情况

截至 2016 年 5 月，圣济堂已签订销售合同的主要客户及其历史合作情况如下表：

单位：万元

序号	销售单位	合同编号	合同金额	历史合作情况
1	成都捷为医药有限公司	00001809、00001811、00001819	5,219.66	报告期有历史合作
2	国药控股聊城有限公司	00001593、00001594、00007885、00007886、00002154、00003751、00003765、00003851、00003753、00004178、00004252、00004328	3,216.63	报告期有历史合作
3	河南中部药业股份有限公司	00002278、00002286、00002293、00002746、00007979、00007116、00000175、00000426、00002741、00002742、00002721、00002728	1,686.04	报告期有历史合作
4	仁宏医药有限公司	00000265、00000610、00002156、00003924	1,488.93	报告期有历史合作
5	贵州广奕医药物流销售中心（有限公司）	00000476、00000477、00000489、00000490	1,407.50	报告期有历史合作
6	成都众牌医药有限责任公司	00002360	1,189.68	报告期有历史合作
7	陕西顺天医药有限公司	00009963、00009967、00009935、00007112、00007112、00009937、00009938	957.00	报告期有历史合作

序号	销售单位	合同编号	合同金额	历史合作情况
8	贵州中鑫医药有限公司	00007977、00007978、00008174、00000484、00007994、00007994	880.72	报告期有历史合作
9	云南嘉德瑞克药业有限公司	B000018	842.47	报告期有历史合作
10	贵州黔兴医药销售有限公司	00000198	780.30	报告期有历史合作
11	广东万洋药业有限公司	00008005	726.00	报告期有历史合作
12	江西瑞林医药有限公司	00007988、00007987、00007986、00001978	717.70	新客户
13	安徽天星医药集团有限公司	00000693	702.24	新客户
14	湖南时代精英医药科技发展有限公司	00000916、00007117	683.90	新客户
15	临沂康贝尔医药有限公司	00002826、00002827、00001836、00003885、00003886、00004182、00003755	656.56	新客户
16	界首市医药有限责任公司	00009907、00003903、00007583、00007585、00007594	602.89	报告期有历史合作
17	浙江震元股份有限公司	00001620	599.00	报告期有历史合作
18	启东市医药药材有限公司	00000215、00001573	564.78	报告期有历史合作
19	呼和浩特市京丰药业有限责任公司	00003906、00003906	499.07	新客户
20	安徽绿源医药有限公司	00000700、00008250	450.90	报告期有历史合作
21	成都拓创医药有限公司	00000054、00000055	402.81	报告期有历史合作
22	湖南国中医药有限公司	00000189、00002279、00002294、00000895、00001534	380.76	报告期有历史合作
23	宁波医药股份有限公司	00000304、00000908	352.42	报告期有历史合作
24	甘肃诺信药业有限公司	00001454	346.50	报告期有历史合作
25	四川金利医药贸易有限公司	00002358、00009755	334.85	报告期有历史合作
26	华润医药商业集团有限公司	00000702、00001101	333.40	报告期有历史合作
27	兰州西城药业有限公司	00000347、00000350、00001466	309.82	报告期有历史合作
28	四川仁通医药有限公司	00009752、00009754	306.38	报告期有历史合作
29	山西顾得医药有限公司	00001366、00009989	295.46	新客户

序号	销售单位	合同编号	合同金额	历史合作情况
30	华润山西康兴源医药有限公司	00009993	278.00	新客户
31	洪泽县医药有限责任公司	00000245、00001268	273.00	报告期有历史合作
32	南通华氏佳源医药有限公司	00000565、00003892	268.32	报告期有历史合作
33	北京九州通医药有限公司	00009891、00009897、00009900	267.53	报告期有历史合作
34	广东仁正药业有限公司	00000812	256.80	报告期有历史合作
35	哈尔滨泽林医药连锁有限公司	00001405	254.32	新客户
36	贵州意通医药有限责任公司	00000531、00001982、00007579	253.20	报告期有历史合作
37	辽宁成大方圆医药有限公司	00002899	252.91	报告期有历史合作
38	贵州国泰医药有限公司	00000478、00000479、00000493、00004158	247.30	报告期有历史合作
39	广东都市百姓药业有限公司	00001491、00002281、00002291、00008101、00008102	245.76	报告期有历史合作
40	广东康德鑫药业有限公司	00001490、00002282、00002287	241.92	报告期有历史合作
41	湖南和舟医药有限公司	00000674	240.00	报告期有历史合作
42	宁波英特药业有限公司	00000301、00008086	219.75	报告期有历史合作
43	长治市众康中药材开发有限公司	00009990	208.50	新客户
44	华润普仁鸿（北京）医药有限公司	00009899	207.20	报告期有历史合作
45	山东天瑞医药有限公司	00000636、00000638、00002964	206.68	报告期有历史合作
46	河源市民生药品有限公司	00001422、00001423	205.10	报告期有历史合作
	小计	-	31,060.56	-
	其他	-	18,095.70	-
	合计	-	49,156.26	-

注1：上表按照客户合同总额进行排序，并列示了合同金额在200万元以上的客户明细；

注2：上表合同金额中未体现确定价格但未明确数量的合同，以及明确价格但未明确数量的合同；

注3：上表所列交易对方与圣济堂、渔阳公司及实际控制人丁林洪不存在关联关系。

截至 2016 年 5 月，圣济堂已签订销售合同金额为 49,156.26 万元，扣除增值

税对应销售收入 42,013.90 万元，占 2016 年预测收入的比例为 79.36%；圣济堂 2016 年度一季度经审计财务数据显示，2016 年 1-3 月已实现营业收入 13,112.15 万元，占 2016 年预测收入的比例为 24.77%。上述数据显示，圣济堂 2016 年业务收入的实现存在较大的可能性。

(三)营业收入、净利润等重要参数选取的合理性分析

1. 可比上市公司的经营情况及市场前景

糖尿病用药市场广阔，据 IMS 数据，随着人们生活质量及医疗服务水平的提高，糖尿病患病率不断攀升，2015 年市场规模约 455 亿美元，成为仅次于抗肿瘤药物的第二大用药品种。面对巨大的市场空间和整体较快增长速度，可比上市公司报告期内经营形势良好，未来三年预测收入增速较高。

可比上市公司	收入增长率				
	2014 年	2015 年	2016 年(E)	2017 年(E)	2018 年(E)
华东医药	13.34%	14.67%	14.55%	14.35%	14.05%
通化东宝	20.52%	15.02%	17.00%	16.00%	15.50%
华润双鹤	-24.60%	-0.29%	10.25%	13.96%	12.95%
博雅生物	78.00%	24.00%	70.00%	23.00%	20.00%
平均值	21.82%	13.35%	27.95%	16.83%	15.63%

资料来源：Wind、各证券公司预测。

市场研究机构预测 2016 年、2017 年、2018 年可比上市公司收入增长率平均值为 27.95%、16.83%和 15.63%。2016 年一季度实际收入同比增长率为 33.59%，超过市场预期。圣济堂在 2016 年至 2021 年预测期内，预测营业收入分别同比增长 183.90%、21.71%、19.24%、14.40%、7.92%、4.52%。圣济堂 2016 年预测期当年收入增速较高，2016 年收入预测的可实现性参见上文。后续预测年度预测增速较为谨慎。

2. 主要产品的市场规模及份额变动情况

截至目前，圣济堂口服降糖药产品中已有 12 个口服降糖药品种进入《国家基本药物目录》、16 个口服降糖药品种进入国家级《基本医疗保险、工伤保险和生育保险药品目录》。借助企业销售网络，圣济堂口服降糖药产品已销往除港澳台、西藏自治区以外全国 30 个省、直辖市及自治区，具有较高的市场覆盖率。目前圣济堂在研的口服降糖药新品类产品为阿卡波糖、瑞格列奈片等；同时依托

圣济堂在糖尿病领域的竞争优势，企业延伸开发了相关辅助降血糖保健品（衡之源胶囊）和食品（苦荞麦珍）等，相关新产品均具有较好的市场前景，将成为未来新的利润增长点。

根据南方所统计数据，在中国城市公立医院二甲双胍用药的市场份额统计中，2014 年圣济堂二甲双胍产品尚未进入前十名，2015 年进入前十名，市场份额为 1.13%。前十名厂商中，国外企业施贵宝一家市场份额占比为 70.69%，估算圣济堂二甲双胍产品在其余企业中的市场份额为 3.86%。圣济堂格列美脲产品 2014 年、2015 年在中国城市公立医院格列美脲用药的市场份额分别为 0.89%和 0.95%，位列前十。前十名厂商中，国外企业赛诺菲一家市场份额占比分别为 79.09%和 78.45%，估算圣济堂格列美脲产品 2014 年、2015 年在其余企业中的市场份额为 4.26%和 4.41%。

根据南方所统计数据，2015 年中国城市公立医院二甲双胍用药市场前十名厂商份额合计为 89.68%，格列美脲用药市场前十名厂商份额合计为 97.67%。目前，国家药监局网站显示，盐酸二甲双胍肠溶片取得注册药品批件的生产企业有 8 家，格列美脲片取得注册药品批件的生产企业有 13 家，盐酸罗格列酮片取得注册药品批件的生产企业有 4 家。糖尿病药物市场竞争较为有序，主要厂商市场集中度较高。

3. 核心竞争优势

第一，糖尿病领域专业竞争优势。总体而言，口服降糖药市场集中度较高，竞争较为有序。圣济堂是国内口服降糖药市场的主要企业之一，具有一定的先发优势和专业化优势。圣济堂产品涵盖糖尿病药类的大部分品种，在糖尿病药物细分市场领域形成了较强的市场竞争优势。圣济堂的主要产品盐酸二甲双胍、格列美脲等产品是目前治疗糖尿病的口服降糖药的经典主力品种，具有较长的产品生命周期。

第二，多品种优势。目前，圣济堂已成为集医药研究和生产为一体的国内知名专业化企业。经过近 20 年的发展，圣济堂的产品除了糖尿病药物之外，其他主要产品还包括血糖仪系列、独家苗药系列和保健品系列等产品。结合医药健康产业的发展趋势，圣济堂主打糖尿病系列药品的同时，形成了多品种协同发展的

良好格局。其中，衡之源保健品主要功能为辅助降血糖，成为糖尿病药品的辅助性产品，带给糖尿病患者新的降血糖方式。

第三，营销网络优势。经过近 20 年的发展，圣济堂建立了完善的销售网络，30 多个办事处涵盖全国大部分省、直辖市及自治区。在此基础上，圣济堂合理的运用了营销战略，科学规范地指导企业营销工作，拓宽市场渠道，使公司产品市场占有率不断提高。圣济堂培养了一支经营丰富、市场敏锐度高的销售团队，以保证对销售渠道进行推动和维护。经过多年的业务开发，圣济堂的销售团队与各省市主要的药品流通公司形成了稳定的业务关系，也与医院、诊所建立了良好的合作关系。

第四，质量优势。圣济堂始终按照 GMP 标准规范组织生产，制定了完善的质量管理制度，质量管理体系符合“ISO9001:2008”标准，并严格执行国家相关药品标准。圣济堂按照生产质量管理规范组织生产，对生产的各个环节尤其是关键质量控制点采取了严格质量控制措施，即从进厂的原辅材料到半成品、最终成品的整个制造过程进行控制，杜绝可能产生的污染和失误，保障了药品的质量。在此基础上，圣济堂设立质量部门，对关键生产环节的原料、中间产品、半成品、产成品的质量进行监督、检验。圣济堂拥有多个省级知名产品，其中“圣妥”盐酸二甲双胍肠溶片、“圣平”格列美脲片、“圣敏”盐酸罗格列酮片，分别被评为贵州省名牌产品；“圣特”盐酸二甲双胍肠溶片、“圣敏”盐酸罗格列酮片，分别荣获贵州省知名商标。

4. 客户拓展情况

圣济堂 2015 年在全国范围内医保中标省份范围比 2014 年扩大明显。主导产品中，2014 年和 2015 年，二甲双胍中标省份数量（多规格合计，下同）由 57 省增加至 68 省，格列美脲由 13 省增加至 24 省，格列吡嗪由 6 省增加至 13 省，格列齐特由 6 省增加至 10 省，总体覆盖范围显著扩大。

截至 2016 年 5 月，圣济堂已签订销售合同金额为 49,156.26 万元，扣除增值税对应销售收入为 42,013.90 万元，占 2016 年预测收入的比例为 79.36%。

5. 产能利用情况

2015 年度圣济堂化药产量为 80,140.40 万片（或万支）。目前圣济堂已建成化药片剂生产线单班最大产能为 173,200.00 万片/年，双班最大产能为 346,700.00 万片/年，足以支持圣济堂预测期收入增长。

6. 未来资本性支出情况

为保证企业正常经营，在未来年度内圣济堂将会进行固定资产、无形资产、长期待摊费用等购置更新投入，预测中根据圣济堂的资产更新计划和资本性支出规模，考虑各类固定资产(无形资产、长期待摊费用)的折旧(摊销)年限，对各年度的资产增加和处置进行了预测以确定相应的资本性支出。圣济堂预测期未来各年度资本性支出预测如下：

单位：万元

项 目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 及以后
资本性支出	1,890.92	459.95	145.43	67.43	159.75	740.04

注：上表中 2016 年资本性支出高于其他年度是因为本次评估中已考虑木岗保健品生产基地土地使用权、固定资产等新增投入。

综上，圣济堂预测营业收入、净利润等重要参数的选取符合谨慎性要求。

评估师核查意见：经核查，圣济堂 2016 年 1 季度营业收入大幅增长的原因包括主要产品市场需求持续增长、政策推动、市场推广力度持续加强、产品结构的优化等，具有其合理性。本次已补充披露截至 2016 年 5 月已签订的主要销售合同的相关情况，与交易对方不存在关联关系。圣济堂预测营业收入、净利润等重要参数的选取符合谨慎性要求。

反馈问题 17：申请材料显示，圣济堂销售费用率、管理费用率在 2015 年分别为 16.54%、8.63%，较 2014 年分别下降 2.93%、7.69%。预测销售费用率在 2016 年-2020 年保持在 25%以上，高于报告期销售费用率。预测管理费用率在 2016 年 9.81%，高于圣济堂 2015 年管理费用率，之后年度逐渐下降。请你公司：1) 补充披露圣济堂销售费用率、管理费用率在 2015 年下降，预测年度上升的原因及合理性。2) 结合圣济堂的成本费用管控情况以及同行业可比公司主要财务指标的比较分析，补充披露圣济堂收益法评估中期间费用率预测的依据及合理性。

3) 结合敏感性分析, 提示预测销售费用率、管理费用率差异导致估值变动的风险。请独立财务顾问和评估师核查并发表明确意见。

回复:

(一)报告期及预测期标的公司销售费用分析

圣济堂销售费用主要包括职工薪酬、广告宣传费、运输装卸费、会务费、劳务费和差旅费等。

职工薪酬主要是销售人员的工资及奖金等, 评估人员根据历史的人员工资水平, 结合公司的人事发展策略通过预测未来年度的销售人员人数和人均月工资确定预测期的人员工资; 并结合未来销售任务情况及奖金政策预测销售人员奖金。对于其他销售费用, 结合其历史年度的支付水平, 以企业发展规模和收入水平为基础进行预测。

销售费用具体预测情况如下:

单位: 万元

项 目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 及以后
办公、差旅、招待、 交通费等	285.44	302.56	317.70	333.56	340.25	340.25
广告、宣传费	417.95	443.02	465.17	488.43	498.20	498.20
运输费和装卸费	773.83	820.26	861.27	904.33	922.42	922.42
职工薪酬、劳务费	13,267.50	16,046.28	18,955.20	21,204.05	22,648.78	22,828.23
维修费及其他	7.02	7.45	7.81	8.23	8.38	8.37
销售费用合计	14,751.74	17,619.57	20,607.15	22,938.60	24,418.03	24,597.47
占营业收入的比例	27.87%	27.35%	26.82%	26.10%	25.74%	24.81%

1. 报告期销售费用及销售费用率情况

2014 年度、2015 年度、2016 年 1-3 月, 圣济堂销售费用及具体明细结构如下:

单位: 万元

项 目	2016 年 1-3 月		2015 年度		2014 年度	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
办公、差旅、招待、 交通费等	68.19	1.84%	100.54	3.26%	101.58	4.73%
广告、宣传费	25.02	0.68%	147.22	4.77%	16.25	0.76%

项 目	2016 年 1-3 月		2015 年度		2014 年度	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
运输费和装卸费	151.70	4.10%	272.57	8.84%	205.14	9.56%
职工薪酬、劳务费	3,453.72	93.31%	2,560.70	83.05%	1,822.96	84.94%
维修费及其他	2.54	0.07%	2.48	0.08%	0.06	0.01%
销售费用合计	3,701.17	100%	3,083.50	100%	2,146.09	100%

报告期内，圣济堂销售费用占营业收入的比例情况如下：

单位：万元

项 目	2016 年 1-3 月	2015 年度	2014 年度
销售费用合计	3,701.17	3,083.50	2,146.09
营业收入	13,112.15	18,647.19	11,022.16
销售费用占营业收入比例	28.23%	16.54%	19.47%

2014 年度、2015 年度、2016 年 1-3 月，圣济堂销售费用分别为 2,146.09 万元、3,083.50 万元、3,701.17 万元，占营业收入的比例分别为 19.47%、16.54%、28.23%。圣济堂销售费用中，最主要项目为销售人员职工薪酬和劳务费。2014 年度、2015 年度、2016 年 1-3 月，销售人员职工薪酬和劳务费分别为 1,822.96 万元、2,560.70 万元和 3,453.72 万元，占销售费用的比例分别为 84.94%、83.05%、93.31%。

2015 年销售费用率下降的原因为：2014 年、2015 年，圣济堂制定实施的销售人员薪酬提取比例为：在完成年度销售计划的 95%情况下，按实际销售回款金额提取 15%-18%，在未完成年度销售计划的 95%的情况下，按实际销售回款金额提取 12%-15%。圣济堂 2014 年销售计划为 11,000 万元，当年完成销售计划，而 2015 年销售计划为 25,000 万元，未完成销售计划，因此销售人员薪酬提取比例降低约 4%，从而影响销售人员职工薪酬和劳务费约 655 万元。

2016 年，圣济堂为进一步加大市场开拓和销售力度，对销售人员制定了更为优厚的激励政策，销售人员工资及奖金按实际收款金额的 15%-20%计提。2016 年 1-3 月，销售人员职工薪酬和劳务费按含税销售额的 20%足额提取，因此销售费用率提高至 28.23%。

2. 圣济堂预测销售费用率的预测依据及合理性

报告期内，圣济堂与可比上市公司销售费用率比较情况如下：

证券代码	证券简称	销售费用占营业收入比例		
		2016 年 1-3 月	2015 年度	2014 年度
000963.SZ	华东医药	15.58%	12.75%	11.23%
600867.SH	通化东宝	23.87%	27.99%	30.30%
600062.SH	华润双鹤	22.15%	23.85%	21.78%
300294.SZ	博雅生物	12.62%	13.89%	14.56%
平均值		18.56%	19.62%	19.47%
圣济堂		28.23%	16.54%	19.47%

2014 年度、2015 年度、2016 年 1-3 月，可比上市公司销售费用率平均值分别为 19.47%、19.62%、18.56%，圣济堂预测期 2016 年至 2021 年销售费用率分别为 27.87%、27.35%、26.82%、26.10%、25.74%、24.81%，与 2016 年 1-3 月的实际销售费用率基本一致。预测销售费用率，符合企业实际情况且高于可比上市公司水平，预测谨慎合理。

(二)报告期及预测期标的公司管理费用分析

圣济堂管理费用主要包括研发费用、折旧及摊销、职工薪酬、办公费、差旅费和交通费等。管理费用的预测原则及方法如下：

研发费用：研发费用主要系研究人员的工资、研发设备的折旧、材料费等。对于该部分费用，根据圣济堂的研发计划进行测算。

折旧及摊销：主要是管理部门所用的房屋建筑物、机器设备、运输车辆、电子设备的每年折旧额和无形资产摊销额，评估人员在考虑固定资产处置更新计划的基础上，按照现有会计政策对未来年度固定资产和无形资产规模预测相应的折旧摊销费用。

职工薪酬：评估人员根据历史的人员工资水平，结合公司的人事发展策略通过预测未来年度的管理人员人数和人均月工资确定预测期的人员工资；同时，评估人员在分析历史年度各项费用的计提比例和实际耗用情况后，以预测的管理人员工资为基础，预测未来年度的附加人工费。

办公、差旅、交通和其他费用等：评估人员根据各项管理费用在历史年度中的支付水平，以企业发展规模和收入水平为基础，预测未来年度中的其他管理费用。

管理费用具体预测情况如下：

单位：万元

项 目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 及以后
办公、差旅、招待、 交通费等	680.49	721.31	757.38	795.26	811.15	811.15
折旧、无形资产摊销	139.67	171.61	159.39	166.33	166.73	176.59
研发费用	1,873.00	2,157.00	2,490.00	2,728.00	2,856.00	2,989.00
职工薪酬、劳务费	1,864.67	2,068.97	2,283.13	2,481.13	2,601.20	2,649.63
税费	222.54	235.89	247.68	260.07	265.27	265.27
其他费用	414.82	430.91	447.18	466.64	475.98	477.98
管理费用合计	5,195.19	5,785.69	6,384.76	6,897.43	7,176.33	7,369.62
管理费用占营业收入比例	9.81%	8.98%	8.31%	7.85%	7.57%	7.43%
研发费用占收入比例	3.54%	3.35%	3.24%	3.10%	3.01%	3.02%

1. 报告期管理费用及管理费用率情况

2014 年度、2015 年度、2016 年 1-3 月，圣济堂管理费用及具体明细结构如下：

单位：万元

项 目	2016 年 1-3 月		2015 年		2014 年	
	金额	比例	金额	比例	金额	比例
办公、差旅、招待、 交通费等	59.61	5.52%	224.87	13.98%	277.46	15.43%
折旧、无形资产摊销	18.29	1.69%	93.60	5.82%	113.93	6.33%
研发费用	44.11	4.08%	410.86	25.54%	419.62	23.33%
职工薪酬、劳务费	688.07	63.72%	607.04	37.73%	604.84	33.63%
税费	63.11	5.84%	78.39	4.87%	112.13	6.23%
其他费用	206.58	19.13%	194.11	12.07%	270.46	15.04%
管理费用合计	1,079.76	100.00%	1,608.86	100.00%	1,798.43	100.00%

报告期内，圣济堂管理费用占营业收入的比例情况如下：

单位：万元

项 目	2016 年 1-3 月	2015 年度	2014 年度
管理费用合计	1,079.76	1,608.86	1,798.43
营业收入	13,112.15	18,647.19	11,022.16
管理费用占营业收入比例	8.23%	8.63%	16.32%

2014 年度、2015 年度、2016 年 1-3 月，圣济堂管理费用分别为 1,798.43 万元、1,608.86 万元、1,079.76 万元，占营业收入的比例分别为 16.32%、8.63%、8.23%。

2015 年管理费用率比 2014 年下降 7.69 个百分点，主要是因为：标的公司管理费用的主要组成项目为职工薪酬和研发费用，而根据企业经营情况其历史年度管理人员数量、研发投入情况基本稳定，故 2014 年、2015 年管理费用绝对数基本一致，管理费用与当期营业收入存在弱相关性。此外，由于报告期标的公司吸收合并贵州大华制药有限公司，2015 年度相关费用相比上年有所节约。因此，2015 年度营业收入同比增长 69.18%，在管理费用基本保持不变的情况下，管理费用率大幅下降至 8.63%。

2. 圣济堂预测管理费用率的预测依据及合理性

圣济堂预测期 2016 年至 2021 年管理费用率分别为 9.81%、8.98%、8.31%、7.85%、7.57%、7.43%，2016 年、2017 年预测管理费用率比 2015 年有所上升，主要是因为圣济堂在预测期将加快推进新药研发，并积极应对仿制药一致性评价，从而加大研发投入，因此预测研发费用相比报告期有较大幅度提高。同时，随着圣济堂未来营业收入的增长，规模效应逐渐体现，预测期管理费用率逐年小幅降低。

单位：万元

项 目	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 及以后
	报告期		预测期					
研发费用	419.62	410.86	1,873.00	2,157.00	2,490.00	2,728.00	2,856.00	2,989.00
研发费用占 营业收入比例	3.81%	2.20%	3.54%	3.35%	3.24%	3.10%	3.01%	3.02%

报告期内，圣济堂与可比上市公司管理费用率比较情况如下：

证券代码	证券简称	管理费用占营业收入比例		
		2016 年 1-3 月	2015 年度	2014 年度
000963.SZ	华东医药	2.88%	3.32%	3.26%
600867.SH	通化东宝	9.87%	12.63%	12.69%
600062.SH	华润双鹤	10.58%	12.12%	11.02%
300294.SZ	博雅生物	19.01%	19.66%	17.74%
平均值		10.59%	11.93%	11.18%
圣济堂		8.23%	8.63%	16.32%

2014 年度、2015 年度、2016 年 1-3 月，可比上市公司管理费用率平均值分别为 11.18%、11.93%、10.59%，圣济堂预测期 2016 年至 2021 年管理费用率分

别为 9.81%、8.98%、8.31%、7.85%、7.57%、7.43%，略低于可比上市公司水平，主要原因为可比上市公司业务综合性较强，收入类型广泛，药品功能主治品类比圣济堂丰富，企业管理综合性要求较高。圣济堂主要经营糖尿病药品，对管理机构、管理人员、管理成本的需求较小。

综上，圣济堂未来年度管理费用率预测谨慎合理。

(三)预测销售费用率的敏感性分析

标的资产预测期销售费用率出现差异对本次交易评估值的敏感性分析如下：

单位：万元

销售费用率变动	评估值	评估值变动额	评估值变动率
5%	168,871.96	-28,261.10	-14.34%
4%	174,524.16	-22,608.90	-11.47%
3%	180,176.42	-16,956.64	-8.60%
2%	185,828.65	-11,304.41	-5.73%
1%	191,480.87	-5,652.19	-2.87%
0%	197,133.06	0	0.00%
-1%	202,785.33	5,652.27	2.87%
-2%	208,437.53	11,304.47	5.73%
-3%	214,089.77	16,956.71	8.60%
-4%	219,741.94	22,608.88	11.47%
-5%	225,394.19	28,261.13	14.34%

假设标的公司预测期各年销售费用率均上升 1-5 个百分点，则标的资产评估值将下降 2.87%-14.34%。

(四)预测管理费用率的敏感性分析

标的资产预测期管理费用率出现差异对本次交易评估值的敏感性分析如下：

单位：万元

管理费用率变动	评估值	评估值变动额	评估值变动率
3.0%	180,176.42	-16,956.64	-8.60%
1.5%	188,654.74	-8,478.32	-4.30%
0.0%	197,133.06	0.00	0.00%
-1.5%	205,611.42	8,478.36	4.30%
-3.0%	214,089.77	16,956.71	8.60%

假设标的公司预测期各年管理费用率均上升 1.5-3 个百分点，则标的资产评

估值将下降 4.30%-8.60%。

(五)收益法评估中销售费用率、管理费用率差异导致估值变动的风险

标的公司圣济堂在 2016 年至 2021 年预测期内，预测销售费用率分别为 27.87%、27.35%、26.82%、26.10%、25.74%、24.81%，预测管理费用率分别为 9.81%、8.98%、8.31%、7.85%、7.57%、7.43%。经敏感性分析，假设标的公司预测期各年销售费用率均上升 1-5 个百分点，则标的资产评估值将下降 2.87%-14.34%。假设标的公司预测期各年管理费用率均上升 1.5-3 个百分点，则标的资产估值分别降低 4.30%-8.60%。鉴于标的资产估值对预测销售费用率、管理费用率情况具有较大的敏感性，提请投资者特别关注预测销售费用率、管理费用率出现差异导致标的资产估值下跌的风险。

评估师核查意见：经核查，圣济堂销售费用率、管理费用率在 2015 年下降，预测年度上升具有合理的原因，收益法评估中期间费用率预测具有合理依据，上市公司已提示预测销售费用率、管理费用率差异导致估值变动的风险。

反馈问题 18：请你公司结合敏感性分析，提示预测营业收入、毛利率差异导致估值变动的风险。请独立财务顾问和评估师核查并发表明确意见。

回复：

(一)预测营业收入的敏感性分析

标的资产预测期营业收入出现差异对本次交易评估值的敏感性分析如下：

单位：万元

营业收入变动比例	评估值	评估值变动额	评估值变动率
10%	223,625.99	26,492.93	13.44%
5%	210,389.78	13,256.72	6.72%
0%	197,133.06	0.00	0.00%
-5%	183,917.28	-13,215.78	-6.70%
-10%	170,681.07	-26,451.99	-13.42%

假设标的公司预测期各年营业收入均下降 5%-10%，则标的资产评估值将下降 6.70%-13.42%。

(二)预测毛利率的敏感性分析

标的资产预测期毛利率出现差异对本次交易评估值的敏感性分析如下：

单位：万元

毛利率变动值	评估值	评估值变动额	评估值变动率
5%	226,648.82	29,515.76	14.97%
4%	220,748.89	23,615.83	11.98%
3%	214,848.82	17,715.76	8.99%
2%	208,948.76	11,815.70	5.99%
1%	203,048.67	5,915.61	3.00%
0%	197,133.06	0.00	0.00%
-1%	191,248.55	-5,884.51	-2.99%
-2%	185,348.48	-11,784.58	-5.98%
-3%	179,448.42	-17,684.64	-8.97%
-4%	173,548.35	-23,584.71	-11.96%
-5%	167,648.30	-29,484.76	-14.96%

假设标的公司预测期各年毛利率均下降 1-5 个百分点，则标的资产估值分别降低 2.99%-14.96%。

(三)收益法评估中营业收入、毛利率差异导致估值变动的风险

标的公司圣济堂在 2016 年至 2021 年预测期内，预测营业收入分别同比增长 183.90%、21.71%、19.24%、14.40%、7.92%、4.52%，收入增长率较高。预测毛利率分别为 79.11%、79.08%、79.09%、78.91%、78.50%、77.94%，保持较高水平。经上述敏感性分析，假设标的公司预测期各年营业收入均下降 5%-10%，则标的资产评估值将下降 6.70%-13.42%。假设标的公司预测期各年毛利率均下降 1-5 个百分点，则标的资产估值分别降低 2.99%-14.96%。鉴于标的资产估值对预测营业收入、毛利率实现情况具有较大的敏感性，提请投资者特别关注预测营业收入、毛利率出现差异导致标的资产估值下跌的风险。

评估师核查意见：经核查，上市公司已结合敏感性分析，提示预测营业收入、毛利率差异导致估值变动的风险。

补充说明事项：关于《关于上市公司重大资产重组前发生业绩“变脸”或本次重组存在拟置出资产情形的相关问题与解答》的核查意见

回复：

根据上市公司公告，赤天化本次重大资产重组前一会计年度（2015 年度）与 2014 年度的经营业绩对比情况如下：

单位：万元

归属于母公司股东的净利润			扣除非经常性损益后的净利润		
2015 年	变动幅度	2014 年	2015 年	变动幅度	2014 年
2,024.83	103.52%	-57,469.99	-20,082.80	68.75%	-64,260.75

上表显示，赤天化本次重大资产重组前一会计年度（2015 年度）不存在发生业绩“变脸”、净利润下降 50%以上（含由盈转亏）的情形。

根据本次交易方案及赤天化与渔阳公司签署的《发行股份购买资产协议》及其补充协议，本次交易中不存在拟置出资产超过现有资产 50%的情形。

评估师意见：根据上市公司公告，赤天化本次重大资产重组前一会计年度（2015 年度）不存在发生业绩“变脸”、净利润下降 50%以上（含由盈转亏）的情形；本次交易中不存在拟置出资产超过现有资产 50%的情形。

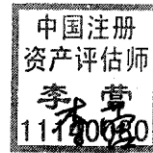
（以下无正文）

(本页无正文，为《中通诚资产评估有限公司关于贵州赤天化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申请文件反馈意见的回复》)

签字资产评估师：

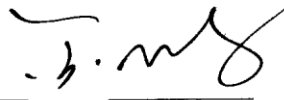


方 炜



李 营

法定代表人（或授权代表）：



金大鹏



2016年7月4日