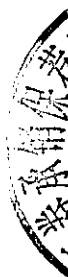


申万宏源证券承销保荐有限责任公司
关于贵州圣济堂医药产业股份有限公司
2017 年年报问询函回复之专项核查意见

上海证券交易所：

经中国证券监督管理委员会《关于核准贵州赤天化股份有限公司向贵州渔阳贸易有限公司发行股份购买资产并募集配套资金的批复》（证监许可[2016]2005号）核准，贵州赤天化股份有限公司（现更名为贵州圣济堂医药产业股份有限公司，以下简称“赤天化”或“公司”）向贵州渔阳贸易有限公司发行股份购买贵州圣济堂制药有限公司 100%股权。申万宏源证券承销保荐有限责任公司（以下简称“申万宏源承销保荐公司”或“本独立财务顾问”）接受赤天化委托，担任上述发行股份购买资产的独立财务顾问。赤天化于 2018 年 5 月 18 日收到贵所下发的《关于对贵州圣济堂医药产业股份有限公司 2017 年年度报告的事后审核问询函》（上证公函[2018]0557 号，以下简称“问询函”）。本独立财务顾问按照《上市公司重大资产重组管理办法》《上市公司并购重组财务顾问业务管理办法》等相关法律法规规定，按照行业公认的业务标准、道德规范，本着诚实信用和勤勉尽责的原则，对问询函中需独立财务顾问发表意见的事项进行了审慎核查，具体回复如下：

问询函问题二、圣济堂连续两年未达盈利承诺。2016 年公司重组收购圣济堂，2016 年、2017 年连续两年圣济堂未达到盈利预测承诺。主要因行业竞争加剧、两票制的实施以及产品市场变化等原因，圣济堂的经营环境及实际市场情况与盈利预测时的相关假设出现了较大差异。请公司：（1）结合前述预测因素，逐项分析盈利预测假设条件在 2016 年至 2017 年期间的变化情况，说明公司未能实现盈利预测承诺的原因，前期的盈利预测是否合理、谨慎；（2）补充披露相关重组方履行盈利补偿的进展情况。请独立财务顾问、年审会计师就上述问题发表意见。



回复:

(一) 未实现盈利预测的原因及核查意见

赤天化与渔阳公司签署了《盈利预测补偿协议》《盈利预测补偿协议之补充协议》《盈利预测补偿协议之补充协议(二)》，圣济堂预计 2016 年、2017 年、2018 年实现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。

经审计，圣济堂 2016 年和 2017 年的业绩承诺完成情况如下：

单位：万元

2017 年			2016 年		
承诺净利润	实现净利润	完成率	承诺净利润	实现净利润	完成率
21,023.08	18,010.30	85.67%	15,025.73	12,182.88	81.08%

经查阅利安达会计师事务所出具的圣济堂 2017 年审计报告（利安达审字[2018]第 2429 号）及其附注，比对赤天化 2016 年重组时中通诚资产评估有限公司出具的《资产评估报告》（中通评报字（2016）65 号），2016 年和 2017 年收入完成及收入结构比较如下：

单位：万元

项目	2017 年			2016 年		
	收入（预测）	收入（实现）	完成率	收入（预测）	收入（实现）	完成率
化学药品	42,988.56	39,032.25	90.80%	35,261.00	29,104.22	82.54%
中药	7,390.47	11,408.07	154.36%	6,478.14	7,722.55	119.21%
保健品	12,857.14	5,175.32	40.25%	10,351.07	7,256.55	70.10%
医疗器械及其他	1,195.31	922.34	77.16%	848.05	2,510.34	296.01%
合计	64,431.48	56,537.98	87.75%	52,938.26	46,593.66	88.02%

上表显示，与收入预测相比，2016 年和 2017 年的中药的收入超预期完成；化学药品收入完成情况与净利润完成情况基本吻合，略低于预期；医疗器械及其他 2016 年完成情况较好，2017 年完成情况略低于预期；保健品的收入实现情况明显低于预期，是 2016 年和 2017 年业绩承诺低于预期的主要原因。

圣济堂对于盈利预测承诺未能实现的原因说明如下：

1、公司关于发展保健品及食品业务的商业计划未能如期实现

受保健品市场政策管控、保健品市场需求变化及公司保健品推广不及预期等影响，公司关于发展保健品及食品业务的商业计划未能如期实现。2016 年、2017 年圣济堂保健品分别实现收入 7,256.55 万元和 5,175.32 万元，对应收入预测的占比为 70.10%和 40.25%。

近些年，随着人们物质生活的水平不断提高，对于健康和养生的意识也在提高，促使保健食品行业在国内成为一个巨大的产业。国内保健食品市场发展较快的同时也产生了很多市场乱象，有些企业对产品进行夸大宣传、混淆概念等情况频频发生。为了更好的发展保健食品行业，国家食品药品监督管理总局及各级政府颁布了一系列监管政策，包括《2016 年食品药品监管总局重点抽检食品生产企业名单的通告》（2016 年 3 月）《关于进一步加强保健食品监管工作的意见（征求意见稿）》（2017 年 4 月）《保健食品备案工作指南（试行）》（2017 年 5 月）《保健食品注册与备案管理办法》（2016 年 7 月）等，重点从保健食品的生产、销售及宣传等方面提出了严格的要求，对于保健食品以会议、讲座等形式销售进行了严格的管控。上述政策颁布后，国务院食品安全办等 9 部门部署在全国开展食品保健食品欺诈和虚假宣传整治行动，截至 2018 年 3 月，各级食品药品监管部门共办理并公布整治行动相关行政处罚案件 8,000 余件。

政策监管的趋严和整治行动的宣传在短期内对整个保健食品行业的成长产生了一定的负面影响，尤其是对保健食品生产企业的销售产生了实质的不利影响，具体表现为：其一是销售渠道和销售能力明显萎缩，不符合政策要求的销售渠道无法继续开展销售；其二是销售模式受限，正规的销售机构受宣传销售严控的影响销售也远不如预期，原有保健食品最有效的会议营销模式受到了严格监控；其三，上述政策的趋严以及国家对国内保健食品众多案件的不曝光使得消费者转而选择进口保健食品，降低了对国产尤其是中草药成分保健食品的需求。短期来看，上述情形影响了包括圣济堂在内的保健食品企业的经营业绩，但长期来看，上述规范整治行动对于行业内正规且有竞争力的保健食品企业构成长期利好，这些企业也将在有序的形势下步入发展的快车道。

从圣济堂本身来说，保健品销售未达到预期主要有两方面原因：

（1）对辅助降糖产品与糖尿病药品的粘性判断存在偏差

圣济堂在对 2016 年、2017 年进行盈利预测时考虑主打保健品衡之源胶囊作为辅助降糖产品，与圣济堂主营的糖尿病药物面对的是同样的消费群体，可以共用销售渠道、相互促进，产生一定的规模效应，糖尿病患者选择圣济堂糖尿病药物的同时会同时选择衡之源胶囊，从而带动保健品的销售。但后续市场推广时发现，虽然患者对于长期服用的糖尿病药物存在一定粘性和服用习惯，不会轻易更换药品，但对于保健品的选择并没有预期的粘性，匹配性销售的效果未达到预期，从而保健品的销售市场拓展不如预期。

（2）销售模式受限、产品广告被严控

现有行业政策对于原有保健食品营销模式进行了严格监控，广告宣传也进行了严格审批，使得圣济堂按原商业推广计划的方案不能顺利实施。市场各方为规避风险，在宣传和推广方面都采取了更加谨慎的策略，从而影响了圣济堂销售计划的实现。

2、低价药政策对业绩的提升作用不如预期

2014 年 4 月 26 日，国家发改委颁布了《关于改进低价药品价格管理有关问题的通知》（发改价格[2014]856 号），2014 年 6 月 5 日，卫计委发布《关于做好常用低价药品供应保障工作意见的通知》（国卫药政发[2014]36 号），开始施行低价药政策。

低价药政策施行的目的是为了解决一直以来部分常用低价药品出现供应不足甚至断供的情况，不能满足患者用药需求的问题，做好常用低价药品供应保障工作，同时为优质低价药生产企业保障合理利润，以保障常用低价药品的社会供给。2015 年，全国共有辽宁、湖北、内蒙、广西、湖南、河南、山东、安徽、河北 9 个省实施了低价药政策。

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。

基于上述原因，圣济堂在对化学药品的收入及盈利预测中考虑了低价药政策对圣济堂 2016 年及 2017 年化学药品收入和利润的贡献，但各地在低价药政策的后续执行过程中效果未达到预期。如山东省 2015 年启动低价药挂网项目，但是各地市医联体并没有组织进行低价药二次议价，2016 年和 2017 年在销售主要还是山东省 2015 年省标（公开招标采购）的中标品规，圣济堂的主打产品格列美脲片和二甲双胍肠溶片当前执行的价格还是 2013 年基药中标价格，未能得到有效提升；湖北省 2015 年低价药挂网结束后，进行单个县区议价，但实际采购仍局限于基药中标品规；广东省低价药按国家政策挂网后，需要和医院单个逐一议价、进展缓慢。

2016 年低价药挂网未执行的影响：

种类	产品名称	规格	山东					
			预算量 (万盒)	实际销量 (万盒)	量差(万盒) (=预算量-实际销量)	挂网价 (元/盒)	实际执行价 (元/盒)	影响金额 (万元) (=量差×实际执行价)
化药	盐酸二甲双胍肠溶片	250mg/片*48 片	38.00	28.84	9.16	24.62	6.21	56.88
化药	格列吡嗪片	5.0mg/片*60 片	1.50	1.06	0.44	12.48	11.88	5.23
化药	格列齐特片(II)	80mg/片*60 片	4.95	3.28	1.67	69.23	10.23	17.08
化药	盐酸二甲双胍肠溶片	500mg/片*30 片	15.00	4.32	10.68	25.64	7.42	79.25
化药	盐酸二甲双胍肠溶片	500mg/片*45 片	2.42	0.08	2.34	34.62	11.72	27.42
化药	格列美脲片	2.0mg*24 片/盒	23.00	2.44	20.56	28.68	15.57	320.12
中药	杜仲颗粒	5.0g/*15 袋	8.63	1.99	6.64	32.05	20.84	138.38
合计			93.50	42.01	51.49	---	--	644.36
种类	产品名称	规格	湖北					
			预算量 (万盒)	实际销量 (万盒)	量差(万盒) (=预算量-实际销量)	挂网价 (元/盒)	实际执行价 (元/盒)	影响金额 (万元) (=量差×实际执行价)
化药	盐酸二甲双胍肠溶片	250mg/片*100 片	5.00	3.56	1.44	23.59	9.37	13.49
化药	格列吡嗪片	5.0mg/片*60 片	1.50	0.96	0.54	25.04	10.37	5.60
化药	格列齐特片(II)	80mg/片*60 片	8.00	5.92	2.08	21.28	10.75	22.36
化药	盐酸二甲双胍肠溶片	500mg/片*45 片	7.00	4.3	2.7	18.55	9.56	25.81
化药	格列美脲片	2.0mg*24 片/盒	10.00	6.66	3.34	32.99	13.7	45.76
中药	杜仲颗粒	5.0g/*15 袋	5.00	0.27	4.73	32.05	9.24	43.71
合计			36.50	21.67	14.83	---	---	156.73
种类	产品名称	规格	广东					

			预算量 (万盒)	实际销量 (万盒)	量差(万盒) (=预算量-实际销量)	挂网价 (元/盒)	实际执行价 (元/盒)	影响金额 (万元) (=量差×实际执行价)
化药	盐酸二甲双胍肠溶片	250mg/片*48 片	25.00	17.92	7.08	16.41	4.56	32.28
化药	盐酸二甲双胍肠溶片	250mg/片*60 片	25.00	15.63	9.37	30.77	6.18	57.91
化药	格列吡嗪片	5.0mg/片*60 片	15.00	4.49	10.51	67.75	6.51	68.42
化药	盐酸二甲双胍肠溶片	500mg/片*60 片	14.00	6.86	7.14	51.28	6.18	44.13
化药	格列美脲片	2.0mg*24 片/盒	25.00	14.78	10.22	49.23	11	112.42
化药	格列美脲片	2.0mg*36 片/盒	8.00	1.61	6.39	73.85	8.9	56.87
合计			112.00	61.29	50.71	--	--	372.03
2016 年总计			242.00	124.97	117.03	--	--	1,173.12

2017 年低价药挂网未执行的影响如下:

种类	产品名称	规格	山东					
			预算量 (万盒)	实际销量 (万盒)	量差(万盒) (=预算量-实际销量)	挂网价 (元/盒)	实际执行价 (元/盒)	影响金额 (万元) (=量差×实际执行价)
化药	盐酸二甲双胍肠溶片	250mg/片*48 片	26.25	7.58	18.67	24.62	6.77	126.40
化药	盐酸二甲双胍肠溶片	250mg/片*60 片	30.00	5.32	24.68	27.69	6.87	169.55
化药	格列吡嗪片	5.0mg/片*60 片	19.50	0.70	18.80	12.48	11.68	219.58
化药	格列齐特片(II)	80mg/片*60 片	9.00	1.46	7.54	69.23	13.88	104.66
化药	盐酸二甲双胍肠溶片	500mg/片*30 片	24.00	3.40	20.60	25.64	8.63	177.78
化药	盐酸二甲双胍肠溶片	500mg/片*45 片	11.55	0.14	11.41	34.62	13.82	157.69
化药	格列美脲片	2.0mg*24 片/盒	27.50	3.44	24.06	28.68	19.60	471.58
中药	杜仲颗粒	5.0g/*15 袋	3.24	3.14	0.10	32.05	19.65	1.97
合计			151.04	25.18	125.86	--	--	1,429.21
种类	产品名称	规格	湖北					
			预算量 (万盒)	实际销量 (万盒)	量差(万盒) (=预算量-实际销量)	挂网价 (元/盒)	实际执行价 (元/盒)	影响金额 (万元) (=量差×实际执行价)
化药	盐酸二甲双胍肠溶片	250mg/片*100 片	5.50	4.08	1.42	23.59	9.31	13.22
化药	格列吡嗪片	5.0mg/片*60 片	1.58	0.84	0.74	25.04	11.33	8.38
化药	格列齐特片(II)	80mg/片*60 片	8.80	4.27	4.53	21.28	10.93	49.51
化药	盐酸二甲双胍肠溶片	500mg/片*45 片	5.50	4.90	0.60	18.55	6.21	3.73
化药	格列美脲片	2.0mg*24 片/盒	11.00	8.18	2.82	32.99	14.80	41.74
中药	杜仲颗粒	5.0g/*15 袋	5.75	0.31	5.44	32.05	13.00	70.72
合计			38.13	22.58	15.55	--	--	187.30
种类	产品名称	规格	广东					
			预算量 (万盒)	实际销量 (万盒)	量差(万盒) (=预算量-实际销量)	挂网价 (元/盒)	实际执行价 (元/盒)	影响金额 (万元) (=量差×实际执行价)
化药	盐酸二甲双胍肠溶片	250mg/片*48 片	26.25	23.91	2.34	16.41	4.54	10.62
化药	盐酸二甲双胍肠溶片	250mg/片*60 片	30.00	14.59	15.41	30.77	5.57	85.83
化药	格列吡嗪片	5.0mg/片*60 片	19.50	5.25	14.25	67.75	5.92	84.36

化药	盐酸二甲双胍肠溶片	500mg/片*60片	14.00	12.35	1.65	51.28	5.29	8.73
化药	格列美脲片	2.0mg*24片/盒	27.50	16.84	10.66	49.23	9.77	104.15
化药	格列美脲片	2.0mg*36片/盒	10.80	3.71	7.09	73.85	9.28	65.80
合计			128.05	76.65	51.40	--	--	359.49
2017年总计			317.22	124.41	192.81	--	--	1,976.00

因低价药挂网价未得到有效执行，使圣济堂的市场拓展受到一定的限制，仅保持原有市场占有率进行销售，2016年、2017年因低价药挂网未执行分别影响收入1,173.12万元和1,976.00万元。

3、两票制对医药生产企业的影响：销售模式转变、回款难度增加

由于两票制限定药品最多经两个流通商配送至医疗终端（偏远乡镇医疗机构可再开一票，执行“三票”），导致药企销售模式调整，从以前多级经销、层层代理的销售模式向主要以一级代理（流通商）为主的扁平模式转变，其中对药企来说将产生以下几个新问题：

（1）客户管理难度上升

此前药企只要统管几个一级代理商（流通商）即可，销售系统层级下面二级、三级甚至基层代理/流通商由相应上级代理商管理，客户管理难度较小；两票制后，出于压缩流通环节需要，所有二级、三级代理/流通商都升级为一级代理商，销售系统虽然扁平化，但是对药企来说，将面对管理众多一级客户的难度。具体对圣济堂而言，业绩预测时的销售费用与收入的关系及具体实现情况的对比如下：

圣济堂销售费用预测及实现情况

单位：万元

项 目	2016年（预测）	2016年（实际）	2017年（预测）	2017年（实际）
销售费用	14,751.74	14,336.27	17,619.57	17,538.39
营业收入	52,939.46	46,594.77	64,432.67	56,539.12
占营业收入比例	27.87%	30.77%	27.35%	31.02%

上表显示，2016年和2017年的销售费用与预测的水平一致，但实现的销售收入未达到预期，换言之，同样的销售费用支出无法带来预期的销售增长，增收不增利。

（2）回款难度增加、周期变长

多级经销商模式，药企一般采用现款现货、先款后货，给予大型经销商的账期也较短，销售回款相对容易；两票制条件下，药品流通逐渐集中在大型医药流

通配送商旗下，流通商对药企账期变长，药企也主动对大型流通商放宽账期，账期拉长的情况下，药企根据账龄计提的坏账准备也相应提升，进而影响药企的净利润。圣济堂 2015 年、2016 年和 2017 年坏账准备的变化情况如下：

单位：万元

2017 年			2016 年			2015 年		
营业收入	1 年以内坏账准备	占比	营业收入	1 年以内坏账准备	占比	营业收入	1 年以内坏账准备	占比
56,537.98	206.65	0.37%	46,593.66	102.31	0.22%	18,646.59	30.78	0.17%

相对而言，两票制下回款周期拉长，坏账计提的提升对利润的影响相对更大。

4、“药占比限制、医保控费”等医疗卫生政策影响了圣济堂业绩的实现

随着国务院《关于城市公立医院综合改革试点的指导意见》和《关于印发控制公立医院医疗费用不合理增长的若干意见的通知》的实施推进，2016 年以来，“药占比限制、医保控费”等医疗卫生政策对医疗机构药品耗用限制及医保支出等方面进行了越来越严格的管控，医保控费进一步强化，医药行业经营业绩也因此受到了一定影响。

2016 年 11 月，CFDA 南方医药经济研究所所长林建宁在第 28 届全国医药经济信息发布会上发布《2017 年中国医药经济预测》时认为，医保控费一是控总量，医疗费用增幅控制在 10%以内；二是控用药结构，医院药占比控制在 30%以内，虽然明年可能达不到这个水平，但肯定比今年的药占比要低，辅助用药受影响最显著。三是控医保支付价。未来会参考中标价，加上全国推行县级医院取消药品加成，2017 年医保将进一步遏制医院终端的增长。至于医保目录调整，对性价比高的创新药有利，但医保支付价改革也在压缩企业的盈利能力。

5、血糖仪产品竞争激烈，产品竞争优势减弱

圣济堂医疗器械及其他的收入主要源自其血糖仪及配套的试纸，2016 年、2017 年分别实现收入 2,510.34 万元和 922.34 万元，业绩预测完成率分别为 296.01%和 77.16%。2017 年的收入完成情况较差主要原因是产品市场竞争加剧，产品出现了更新换代。

到目前为止，血糖仪在技术共经历了五个发展阶段。前三代基本都采用光反射法实现血糖浓度测定，第四和第五代主要依靠电化学法。目前国内主流血糖仪采用的是电化学法。第五代和第四代相比，在微量采血、多部位采血等细节方面

进行了一些改进。圣济堂血糖仪销量下降的原因系该产品更新换代比较快，2016 至 2017 年期间市场陆续推出免调 CODE 血糖仪、扫描式无痛型血糖仪等。圣济堂血糖仪的产品功能局限于传统采血针式，功能相对落后。市场新技术产品推出后，对圣济堂血糖仪的产品有一定的冲击，血糖仪及配套试纸不属于圣济堂重点发展的业务，因此，圣济堂未在血糖仪研发方面持续投入，2017 年开始，圣济堂医疗器械及其他的收入开始下滑，未实现预测的经营业绩。

综上，鉴于圣济堂盈利预测是在宏观经济环境、市场状况不会发生重大变化等假设条件下做出的，2016 和 2017 年度，由于行业竞争加剧、行业政策的变化、两票制和低价药政策的实施以及产品市场变化等原因，圣济堂的经营环境及实际市场情况与盈利预测时的相关假设相比存在一定差异，导致出现业绩承诺未达标的情况。

经核查，本独立财务顾问认为，圣济堂说明了公司未能实现盈利预测承诺的原因，上述原因属于盈利预测时的两个前提条件判断发生了不利变化，即“1、被评估单位经营所遵循的国家、地方及所属医药行业现行的有关法律法规及政策、国家宏观经济形势无重大变化，本次交易各方所处地区的政治、经济和社会环境无重大变化，无其他不可预测和不可抗力因素造成的重大不利影响；2、假设被评估单位未来发展保健品及食品业务的商业计划均能如期实现”。因此，圣济堂基于当时盈利预测的政策环境和市场环境是合理的、谨慎的，后期因政策环境和市场环境发生了不利变化，收益预测的假设条件发生了不利变化，使得圣济堂的业绩预测未到达预期。

（二）盈利预测补偿协议的履行情况

公司于 2018 年 4 月 26 日召开的第七届董事会第十一次次会议已审议通过《关于公司重组标的 2016 年业绩承诺实现情况修正及重组方对公司进行业绩补偿的议案》和《关于公司重组标的 2017 年业绩承诺实现情况及重组方对公司进行业绩补偿的议案》，决定合计回购贵州渔阳贸易有限公司持有的公司股票 43,184,880 股，其中，2016 年度未完成业绩承诺应回购的补偿股份数量为 20,965,829 股，2017 年度未完成业绩承诺应回购的补偿股份数量为 22,219,051 股。

公司于 2017 年 5 月 17 日召开的 2016 年年度股东大会审议通过了《关于公司重组标的 2016 年业绩承诺实现情况修正及重组方对公司进行业绩补偿的议案》和《关于公司重组标的 2017 年业绩承诺实现情况及重组方对公司进行业绩补偿的议案》。目前，公司正在按照盈利预测补偿协议和股东大会决议积极办理相关股份回购事宜。

根据赤天化提供的股东名册及持股情况，截至 2018 年 5 月 18 日，贵州渔阳贸易有限公司持有赤天化股票的情况如下表：

持股数量（万股）	质押数量（万股）	可回购数量（万股）	应回购数量（万股）
49,091.82	44,332.68	4,759.14	4,318.49

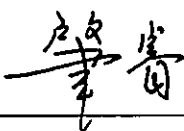
上表显示，渔阳公司持有可用于回购的股份数量 4,759.14 万股，大于本次应回购的股份数量 4,318.49 万股，本次回购不存在实质性障碍。

经核查，本独立财务顾问认为，赤天化已按照《盈利预测补偿协议》及其补充协议确定了盈利补偿涉及的补偿股份数量，并已通过公司董事会和股东大会审议，目前正在积极办理相关股份回购事宜，可用于回购的股份数量大于本次应回购的股份数量，相关重组方履行盈利补偿义务不存在实质性障碍。

（以下无正文）

（本页无正文，为《申万宏源证券承销保荐有限责任公司关于贵州圣济堂医药产业股份有限公司 2017 年年报问询函回复之专项核查意见》的签章页）

财务顾问主办人：



肇睿



罗霄

申万宏源证券承销保荐有限责任公司



日