

北京中天华资产评估有限责任公司

关于深圳证券交易所《关于对烟台东诚药业集团股份有限公司的重组问询函》中小板重组问询函（需行政许可）【2017】第 39 号的回复

深圳证券交易所中小板公司管理部：

由烟台东诚药业集团股份有限公司转来的《关于对烟台东诚药业集团股份有限公司的重组问询函》中小板重组问询函（需行政许可）【2017】第39号奉悉。我们已对问询函所提及的烟台东诚药业集团股份有限公司（以下简称东诚药业或上市公司）及其拟收购的标的公司评估事项进行了审慎核查，我们组织有关人员进行了认真研究分析，现说明如下：

问题 2、根据预案，安迪科 100%股权预估值 16 亿元，增值率为 490.42%，请补充披露标的资产预估值计算的详细过程，并请结合可比公司和可比交易情况，对重组标的预估值和交易作价的合理性进行充分说明，并请独立财务顾问与评估师发表意见。

回复：

一、标的资产预估值计算的详细过程

1、主营业务收入

安迪科（母公司）的主营业务收入主要包括 ^{18}F -FDG 销售收入、药品生产服务收入和钨 [$^{99\text{m}}\text{Tc}$] 标记药物销售收入。

安迪科（母公司）历史年度主营业务收入增长率

单位：万元

项目	2014 年	2015 年	2016 年	2014-2016 年复合增长率
^{18}F -FDG 销售收入	5,857.42	6,500.76	9,904.84	30.04%
药品服务收入	4,681.75	3,725.32	3,268.64	-16.44%
合计	10,539.17	10,226.08	13,173.48	

^{18}F -FDG 是安迪科的主要销售产品，根据市场增长情况和安迪科的核药房布局情况和客户增长情况，销售收入在 2017 年 4-12 月及以后年度保持较快增长，

参考过去的较高增长率，基于稳健，预计 2018 年增长率约 30%左右，未来三年增长率逐渐降低。

药品生产服务收入：根据安迪科的经营状况及未来规划，2017 年药品生产服务收入较 2016 年有所下降，但后期随着公司经营及布局安排，以后年度会略有增长，本次预估按增长率 3%进行预测，2023 年至永续期与 2022 年持平。

锝^[99mTc]标记药物销售收入：锝^[99mTc]标记药物的产量较低，且至预评估基准日尚未大批量生产，各项合同正在洽谈中。根据安迪科的经营规划，预测 2017 年实现含税销售收入 100 万以后年度按 20%递增，2023 年至永续期与 2022 年持平。

单位：万元

序号	主营业务收入项目	预测期						
		2017年4-12月	2018年	2019年	2020年	2021年	2022年	2023年至永续
1	¹⁸ F-FDG 销售	9,564.55	16,133.38	19,763.39	24,210.21	29,657.57	34,877.34	34,877.34
2	药品生产服务	1,743.46	2,376.92	2,448.23	2,521.68	2,597.33	2,675.25	2,675.25
3	锝 ^[99mTc] 标记药物	85.47	102.56	123.08	147.69	177.23	212.68	212.68
合计		11,393.48	18,612.86	22,334.69	26,879.58	32,432.12	37,765.27	37,765.27

2、主营业务成本

通过对历史毛利率变动情况、市场竞争因素、主要原材料的价格波动等因素进行分析，¹⁸F-FDG 最近三年平均毛利率约 72%，药品生产服务最近三年平均毛利率约 83%。未来 ¹⁸F-FDG、药品生产服务按最近三年平均毛利率预测。由于锝^[99mTc]标记药物尚未大规模投入生产，本次预测根据安迪科的市场规划及经营计划，按 10%的毛利率计算。主营业务成本预测如下：

单位：万元

主营业务成本项目	预测期						
	2017年4-12月	2018年	2019年	2020年	2021年	2022年	2023年至永续
¹⁸ F-FDG 销售	2,814.46	4,477.01	5,484.34	6,718.33	8,229.97	9,678.46	9,678.46
药品生产服务	150.54	240.39	247.61	255.03	262.69	270.57	270.57
锝 ^[99mTc] 标记药物	76.92	92.31	110.77	132.92	159.51	191.41	191.41
合计	3,041.93	4,809.71	5,842.72	7,106.29	8,652.17	10,140.44	10,140.44

3、营业税金及附加

安迪科的营业税金及附加系按应交流转税额计算的城市建设维护税、教育

费附加、地方教育费附加、地方水利建设基金以及印花税等。至预评估基准日，各项税率为：城市建设维护税为 7%，教育费附加为 3%，地方教育费附加为 2%、水利建设基金为销售收入的 0.1%。印花税根据历史年度占营业收入的比例进行预测。

4、销售费用

单位：万元

项目	2014 年	2015 年	2016 年
销售费用	1,471.13	1,458.20	1,748.62
主营业务收入	10,539.17	10,226.08	13,173.48
费用率	13.96%	14.26%	13.27%

销售费用包括职工薪酬、差旅费、运输费等，经分析历史费用率变动情况，结合未来发展趋势，预计未来的各项费用率将呈现逐年下降的趋势，主要原因是随着各地市场的持续扩大，规模效应开始显现，单位销售收入支付的运输成本、人工成本等将呈现下降的趋势。

5、管理费用

单位：万元

项目	2014 年	2015 年	2016 年
管理费用	1,435.85	1,384.64	1,466.85
主营业务收入	10,539.17	10,226.08	13,173.48
费用率	13.62%	13.54%	11.13%

管理费用主要是职工薪酬、研发费、业务招待费、租赁费等，历史费用率呈下降趋势，主要是租赁费等固定性支出，与收入的关联性不强，管理费用中职工薪酬不直接与销售收入规模挂钩，低于主营业务收入的增长幅度，预测未来期间管理费用时，随着收入规模不断增大，管理费用占收入的比重呈现逐渐下降的趋势。

6、折旧和摊销

固定资产折旧根据现有固定资产规模、现有固定资产状况、新增固定资产投资规模以及企业执行的折旧政策预测固定资产折旧计提。长期待摊费用摊销按照预计可使用年限以及企业执行的会计政策预测摊销金额。

7、2017 年 4-12 月至 2023 年以及连续预测期的收益净现金流量预测结果如

下：

单位：万元

序号	项目名称	预测数据						
		2017年 4-12月	2018年	2019年	2020年	2021年	2022年	2023年至 永续
1	营业收入	11,393.48	18,612.86	22,334.69	26,879.58	32,432.12	37,765.27	37,765.27
2	减：营业成本	3,148.15	4,979.34	6,017.43	7,286.25	8,837.52	10,331.35	10,331.35
3	税金及附加	227.82	380.59	462.16	561.96	684.08	801.27	801.27
4	销售费用	1,517.55	2,108.77	2,319.65	2,505.22	2,655.54	2,814.87	2,814.87
5	管理费用	1,124.33	1,663.04	1,903.84	2,172.87	2,492.41	2,807.65	2,807.65
6	财务费用	14.41	7.45	8.93	10.75	12.97	15.11	15.11
7	营业利润	5,361.22	9,473.68	11,622.68	14,342.53	17,749.61	20,995.03	20,995.03
8	利润总额	5,361.22	9,473.68	11,622.68	14,342.53	17,749.61	20,995.03	20,995.03
9	所得税费用	807.60	1,426.64	1,750.10	2,159.44	2,672.17	3,160.58	3,160.58
10	净利润	4,553.62	8,047.04	9,872.58	12,183.09	15,077.44	17,834.44	17,834.44
11	加：实际利息支出	-	-	-	-	-	-	-
12	折旧及摊销	537.38	682.13	682.13	682.13	682.13	682.13	682.13
13	减：资本性投入	-	444.59	129.22	-	-	45.47	682.13
14	营运资金追加	-171.53	1,954.83	2,045.72	2,498.00	3,051.72	2,930.74	-
15	营业净现金流量	5,262.52	6,329.76	8,379.77	10,367.22	12,707.85	15,540.36	17,834.44

8、折现率

(1) 无风险收益率 r_f

无风险报酬率通常可以参考政府发行的长期国债到期收益率来确定，本次采用大于等于 10 年的长期国债平均到期收益率确定无风险报酬率为 3.99%。

(2) 市场预期报酬率 r_m

以沪深两市 A 股 2006 年至 2016 年“复合增长率”的平均水平，得出市场预期报酬率为： $r_m=9.67\%$ 。

(3) β 值

鉴于评估对象的主营业务属于医药制造行业，通过“wind 资讯情报终端”查询国内 A 股可比上市公司近 24 个月剔除财务杠杆的 Beta 系数后，以平均值确

定预期无财务杠杆风险系数的估计值 $\beta_u=0.6952$ ，最后得到评估对象权益资本预期风险系数的估计值 $\beta_e=0.6952$ 。

序号	证券代码	证券简称	Beta 系数(无杠杆)
1	600276.SH	恒瑞医药	0.3564
2	600594.SH	益佰制药	0.9143
3	300026.SZ	红日药业	0.6946
4	002437.SZ	誉衡药业	0.4130
5	300194.SZ	福安药业	1.0225
6	600196.SH	复星医药	0.4648
7	600299.SH	安迪苏	1.0010
--	平均值	--	0.7028

$$\beta_e = \beta_u \times (1 + (1-t) \times \frac{D}{E})$$

$$=0.6952$$

(4) 权益资本成本 r_e

本次评估考虑到评估对象在公司的融资条件、资本流动性以及公司的治理结构 and 公司未来资本债务结果等方面与可比上市公司的差异性所可能产生的特性个体风险，设公司特性风险调整系数 $\varepsilon =3\%$ ；最终得到评估对象的权益资本成本。

$$r_e = r_f + \beta_e \times (r_m - r_f) + \varepsilon$$

$$= 0.1094$$

2016 年至永续年度所得税率为 15%。

依据现行贷款利率 4.35%，税后利率为 3.70%。

计算评估对象的债务比率 w_d 和评估对象的权益比率 w_e 。

本次评估资本结构参考安迪科预评估基准日资产负债表数据，付息债务 0.00 元，所有者权益 27,354.53 万元。

$$w_d = \frac{D}{(E+D)} = 0$$

$$w_e = \frac{E}{(E + D)} = 1$$

折现率 WACC 根据公式得：

$$\begin{aligned} \text{WACC (25\%)} &= r_d \times W_d + r_e \times W_e = 0.037 \times 0 + 1 \times 0.1094 \\ &= 0.1094 \end{aligned}$$

综上，折现率取值为 10.94%。

9、经营性资产价值：

企业经营性资产价值=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（终值）现值=129,527.21（万元）

计算结果详见下表：

单位：万元

项目名称	2017年4-12月	2018年	2019年	2020年	2021年	2022年	2023年至永续
营业净现金流量	5,262.52	6,329.76	8,379.77	10,367.22	12,707.85	15,540.36	17,834.44
折现率（WACC）	0.1094	0.1094	0.1094	0.1094	0.1094	0.1094	0.1094
折现系数	0.9251	0.8339	0.7516	0.6775	0.6107	0.5505	5.0320
现值	4,868.36	5,278.38	6,298.24	7,023.79	7,760.68	8,554.97	89,742.78
经营价值	129,527.21						

10、溢余性或非经营性资产价值估算

经核实，有如下一些资产的价值在以折现现金流估算的经营性资产中未予考虑，应属本次评估所估算的经营性资产价值之外的溢余性资产非经营性资产。

（1）基准日现金类资产价值

被评估单位账面货币资金余额 3,856.60 万元。货币资金余额为企业经营所需范围之内，因此货币资金无溢余性资产。

（2）基准日安迪科（母公司）其他溢余性和非经营性资产价值

经分析，除正常的经营性资产以外，存在部分非经营性资产，至评估基准日主要包括：

单位：万元

序号	科目	金额
1	应收利息	7.69
2	应收股利	876.29
3	其他应收款	7,489.23

4	递延所得税资产	251.04
5	其他非流动资产	348.15
6	应付股利	3,405.11
7	其它应付款	2,251.68
8	递延收益	70.00
9	资产与负债相抵	3,245.61

(3) 预期收益（自由现金流量）中未体现投资收益的全资、控股或参股投资价值：

对具有控制权的长期股权投资，对被投资单位股东全部权益价值进行评估，然后将被投资单位评估基准日股东全部权益评估值乘以被评估单位的占股比例计算确定评估值：

长期投资评估值=被投资单位股东全部权益评估值×持股比例

在确定长期股权投资评估值时，评估师没有考虑控股权和少数股权等因素产生的溢价和折价。根据收益法预估，安迪科（母公司）的长期股权投资的预估值为 28,002.01 万元。

11、评估结果

安迪科（母公司）无付息债务。

整体资产价值=经营性资产价值+溢余性或非经营性资产价值+长期投资价值=129,527.21+3,245.61+28,002.01= 160,774.83(万元)

股东全部权益价值=整体资产价值-付息债务
= 160,774.83-0.00= 160,774.83（万元）

预估值取整为 160,000 万元。

二、请结合可比公司和可比交易情况，对重组标的预估值和交易作价的合理性进行充分说明

1、标的资产作价的市盈率和市净率分析

标的资产的预估值 160,000 万元，结合其资产状况与盈利能力，选用市盈率和市净率指标比较分析本次交易定价的公平合理性分析如下：

项目	2016 年度	2017 年度	2018 年度	2019 年度
标的公司 100% 股权的交易价格（万元）	160,000			

归属于母公司股东的净利润（万元）	6,569.86	7,800	9,500	11,750
交易市盈率（倍）	24.35	20.51	16.84	13.62
项目	2016年12月31日			
安迪科归属于母公司股东的净资产（万元）	26,688.36			
交易市净率（倍）	6.61			

注1：交易市盈率=标的资产的交易价格/标的公司归属于母公司股东的净利润

注2：交易市净率=标的资产的交易价格/标的公司归属于母公司股东的净资产

注3：2016年归属于母公司股东的净利润及净资产数据未经审计，2017、2018、2019年度归属于母公司股东的净利润均采用《关于转让安迪科100%股权的协议》中的承诺利润数。

2、结合可比同行业上市公司的市盈率和市净率分析本次交易定价的公允性

鉴于标的公司主营业务的特点，目前A股市场尚未有核素药物行业上市公司。为了保证一定的样本量，因此，选取了wind医药行业中与抗肿瘤相关，净利润为正的上市公司作为可比公司，以其2016年归属于母公司股东的净资产、净利润以及2017年3月31日收盘总市值为计算基础，剔除市盈率高于100倍以上及为负值的上市公司，计算A股可比上市公司平均市盈率及市净率如下表：

证券代码	证券简称	市盈率	市净率
600276.SH	恒瑞医药	49.26	10.30
600594.SH	益佰制药	36.30	3.55
300026.SZ	红日药业	24.00	2.67
300558.SZ	贝达药业	72.13	13.82
000813.SZ	德展健康	31.69	5.59
002437.SZ	誉衡药业	24.29	4.39
002821.SZ	凯莱英	58.40	8.41
300194.SZ	福安药业	51.10	2.86
300158.SZ	振东制药	50.94	1.97
平均值		44.24	5.95
中位数		49.26	4.53
安迪科		24.35	6.61

注：数据来源 Wind 资讯

根据2017年3月31日A股可比上市公司交易价格、2016年度归属母公司股东的净利润以及2016年12月31日归属于母公司股东的净资产，计算A股可比上市公司平均市盈率为44.24倍。安迪科以2016年净利润，预估交易价格对

应的市盈率为 24.35 倍，低于可比同行业上市公司的平均水平；可比同行业上市公司平均市净率为 5.95 倍，安迪科预估交易价格对应的评估基准日市净率为 6.61 倍，略高于可比同行业上市公司的平均水平。主要是安迪科本身资产规模较小，净资产主要来自股东的资本投入和经营利润等，而可比上市公司借助资本市场充实资金实力，净资产规模普遍较大，市净率一般较低。

综上所述，本次交易标的资产的市盈率与同行业上市公司相比处于较低水平，同时考虑安迪科医用核素药业行业的良好成长性以及标的资产运营的特殊因素影响，本次交易标的资产的预估值及定价合理，符合上市公司和中小股东的利益。

3、结合同行可比交易分析交易作价的公允性

鉴于标的公司主营业务的特点，目前 A 股市场尚未有其他上市公司发行股份收购核素药物行业的案例。因此，选取近期化药制剂行业交易规模较大、已过会或已完成的发行股份购买标的的可比交易进行分析：

上市公司	注入标的资产							
	首次公告日	标的公司	行业	最近一年 净利润 (万元)	交易当年 预测/承 诺净利润 (万元)	估值(万元)	估值相对 交易最近 一年净利 润的 PE	估值相对 交易当年 预测净利 润的 PE
建峰化工 (000950.SZ)	2016-09-12	重庆医药 96.59%股权	化药	34,672.25	44,905.15	693,354.41	20.00	15.44
金石东方 (300434.SZ)	2016-09-03	亚洲制药 100%股权	化药	9,597.68	12,659.81	210,000.00	21.88	16.59
天药股份 (600488.SH)	2016-05-27	金耀药业 62%股权	化药	6,847.00	7,006.63	186,994.94	27.31	26.69
赤天化 (600227.SH)	2016-01-13	圣济堂 100%股权	化药	4,407.08	15,025.73	197,000.00	44.70	13.11
福安药业 (300194.SZ)	2015-12-21	只楚药业 100%股权	化药	6,495.05	8,000.00	150,000.00	23.09	18.75
德展健康 (000813.SZ)	2015-12-14	嘉林药业 100%股权	化药	35,487.28	50,920.46	836,896.10	23.58	16.44
誉衡药业 (002437.SZ)	2015-11-25	普德药业 85.01%股份	化药	17,206.65	18,909.00	285,642.00	16.60	15.11
东诚药业 (002675.SZ)	2015-4-23	云克药业 52.11%股份	核药	7,397.62	10,000.00	144,000.00	19.47	14.40
平均数							24.58	17.07
中位数							22.49	15.94
东诚药业	2017-6-30	安迪科	核药	6,569.86	7,800.00	160,000.00	24.35	20.51

由上表可知，类似行业内相关交易标的最近一年净利润对应交易作价的市盈率平均倍数为 24.58 倍，当年预测净利润对应交易作价的市盈率平均倍数为 17.07 倍。本次标的资产安迪科 2016 年归属于母公司所有者净利润对应本次交易作价的市盈率倍数略低于行业可比交易平均水平，交易当年预测净利润对应交易作价的市盈率倍数高于行业可比交易平均水平。

在上述可比交易中，安迪科作为核素药物行业较为稀缺的标的公司，是国内拥有 ¹⁸F-FDG 药品批准生产文号的两家企业之一，同时已初步建成的较为完善的短半衰期药物供应的网络化布局，因此，拥有优质主营业务、产品市场占有率较高、行业先入优势的安迪科估值高于可比交易标的资产估值平均水平存在一定的合理性。

综上，同比可比公司和可比交易情况，本次交易预估值及作价合理、公允，充分保护了上市公司全体股东，尤其是中小股东的合法权益。

三、中介机构意见

经核查，中天华评估认为：经与同行业上市公司及可比交易分析比较，拥有优质主营业务、较高的产品市场占有率、行业先入优势的安迪科估值及作价 16 亿元，具有合理性。

问题 8、请列示安迪科最近三年曾进行与增资或改制相关的评估或估值的方法、评估或估值结果及其与账面值的增减情况，交易价格和交易对方，并列表说明安迪科最近三年评估或估值情况与本次重组估值情况的差异原因，请独立财务顾问与评估师发表明确意见。

回复：

一、安迪科最近三年发生的与增资或改制情况如下：

时间	内容	交易价格	交易对方	评估或估值情况
2014 年 5 月	安迪科医药集团作出股东决定，拟将安迪科注册资本增至 7,000 万港元，新增出资 2,000 万港币由安迪科医药集团以跨境人民币缴付。	1 港元/1 港元出资额	安迪科医药集团	无
2014 年 11 月	安迪科医药集团作出股东决定，拟将安迪科注册资本增至 8,500 万港元，新增 1,500 万港币出资	1 港元/1 港元出资额	安迪科医药集团	无

	由安迪科医药集团以跨境人民币缴付。			
2017年3月	安迪科董事会审议通过注册资本由8,500万港币增加至8,947.3684万港币，新增注册资本447.3684万港币全部由南京诚正认缴。	1港元/1港元出资额	南京诚正	无

二、最近三年增资与本次重组估值情况的差异原因

1、2014年5月及11月份增资是单一股东安迪科医药集团根据安迪科业务发展需要增加注册资本，新增注册资本全部由安迪科医药集团认缴，系原股东的增资行为，增资价格与本次交易安迪科的预估值不具备可比性。

2、2017年3月，员工持股平台南京诚正按照1港元/1港元出资额入股安迪科，主要原因是为激励安迪科员工，南京诚正低于本次重组预估值的价格入股，实质构成股份支付，已按照《企业会计准则第11号-股份支付》进行会计处理。

三、中介机构意见

经核查，中天华评估师认为：安迪科2014年5月及11月的增资是单一股东安迪科医药集团增加注册资本，增资价格与本次预估值不具备可比性，2017年3月，南京诚正入股价格与预估值的差异构成股份支付，并已按照相关规定处理。

（此页以下空白！）

（本页无正文，为《北京中天华资产评估有限责任公司关于深圳证券交易所〈关于对烟台东诚药业集团股份有限公司的重组问询函〉中小板重组问询函（需行政许可）【2017】第39号的回复》之签署页）

北京中天华资产评估有限责任公司

年 月 日