

上海东洲资产评估有限公司
关于深圳证券交易所《关于对海南双成药业股份有限
公司 2016 年年报的问询函》
（中小板年报问询函 2017 第 270 号）之补充回复

深圳证券交易所：

根据贵所《关于对海南双成药业股份有限公司 2016 年年报的问询函》（中小板年报问询函 2017 第 270 号）的要求，上海东洲资产评估有限公司（以下简称：评估机构）组织项目团队人员对其中涉及由评估机构专项答复的相关意见做了逐项落实及补充说明，具体如下：

问：杭州澳亚项目三次评估结果差异很大，哪些评估参数发生了变化，依据是什么？

答复：上海东洲资产评估有限公司自 2014 年起至今，以杭州澳亚生物技术有限公司股东全部权益为标的共出具了三份评估报告，评估情况如下：

报告文号	评估基准日	评估目的	评估结论
沪东洲资评报字【2015】第 0074077 号	2014 年 12 月 31 日	股权收购	14.68 亿元
沪东洲资评报字【2016】第 0227077 号	2015 年 12 月 31 日	以财务报告为目的	10.75 亿元
沪东洲资评报字【2017】第 0036 号	2016 年 12 月 31 日	以财务报告为目的	4.5 亿元

经核实，三次评估结论均采用收益法进行评估，差异很大的原因主要是由于受到相关政策的影响，评估报告的相关假设出现重大变化，企业的销售收入发生了较大的波动，导致净利润水平变化显著，主要发生变化的参数分析对比如下：

序号	比较参数	2014 年基准日预测数		2015 年基准日预测数		2016 年基准日预测数	
		2015 年	27,417.90	2016 年	21,565.70	2017 年	13,332.00
1	第一年收入预计 (万元)	2015 年	27,417.90	2016 年	21,565.70	2017 年	13,332.00
2	第二年收入预计 (万元)	2016 年	29,444.11	2017 年	23,925.85	2018 年	14,598.70
3	第三年收入预计 (万元)	2017 年	31,799.61	2018 年	27,627.61	2019 年	15,595.10
4	第四年收入预计 (万元)	2018 年	34,343.55	2019 年	30,912.69	2020 年	16,836.60
5	第五年收入预计 (万元)	2019 年	37,091.12	2020 年	34,600.91	2021 年	18,508.70
6	平均毛利率	48.00%		41.45%		29.05%	
7	平均管理费用率	9.17%		9.83%		14.65%	
8	平均销售费用率	0.59%		0.80%		1.29%	
9	折现率	10.00%		11.20%		11.00%	

一、序号 1-5 指标的分析

被评估企业属于药品 CMO 型企业，主营业务是冻干粉的加工，主营业务成本主要是折旧摊销和人工成本，相对固定，因此当主营业务收入发生较大的变化后，会直接导致毛利率的下降。并且企业管理费用和销售费用相对稳定，因此当销售收入下降后该两项指标也会随之变大。综上三次评估中企业的财务指标变动的原因均来自于销售收入的变动。

对于销售收入的预测评估机构是基于以下考虑后确定的：

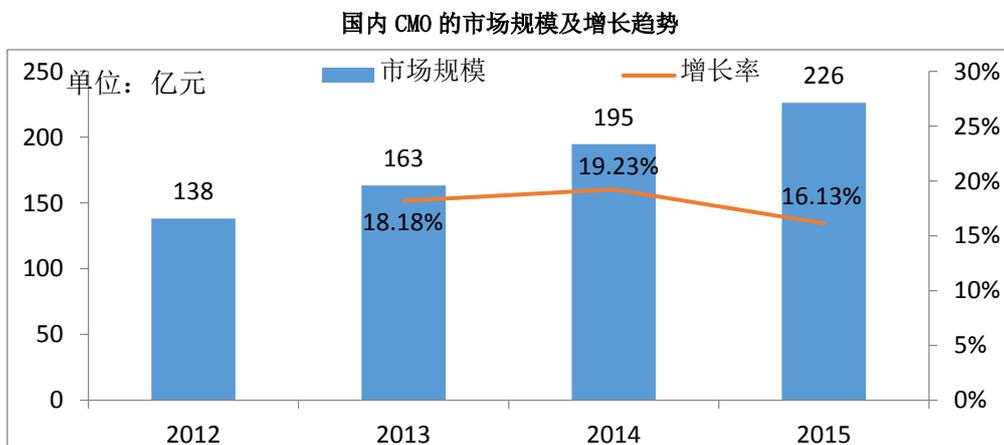
1. 出具 2014 年评估报告时，医药市场尚未发生重大改变，评估机构在分析了企业 2012-2014 年的发展水平和当时的现状后认为，自 2012 年以来，随着企业逐步增强机器设备的投入和冻干粉技术的研发，已经建立了一个较为优秀的生产管理团队，使得其在冻干粉加工行业里具有较强的市场竞争力，企业的净利润从 2012 年的 5000 万元稳步上涨至 2013 年的 6500 万元，并在 2014 年一举超过了 1 亿元，从历史数据显示被评估企业在未来是具有再持续发展的可能的。因此在当时的背景下，对企业的盈利预测进行了确认后出具了评估报告。

2. 出具 2015 年评估报告时，企业的经营状况发生了较大的下滑。主要是由于医药市场发生了一些变化，相关药改政策（包括药品价格改革等）陆续出台后导致药企纷纷观望，而各地地方政府也需要解读文件，同时制定各省可操作性规范，从而影响了客户的开发和报批时间，最终影响了企业当年的销售收入。虽然遭遇了上述调整，但是管理层基于企业以前年度的经营状况分析，并结合了企业目前的实际状态（包括经营能力、人员素质、技术精度等），认为上述调整具有暂时性，整个市场会逐步回升，并以此为假设前提，做出了盈利预测。

评估机构对于管理层当时做出的暂时性调整的假设进行了如下分析：

（1）对于 CMO 行业整体发展水平做了进一步的调研

根据第三方调研资料，由于医药定制研发生产行业的门槛较高，中国进入该行业的时间较晚，因此，目前中国医药定制研发生产行业的规模还较小。但是，中国凭借人才、基础设施和成本结构等各方面的竞争优势，已经日益成为跨国制药公司优先选择的战略外包目的地。国内药品 CMO 的市场规模从 2012 年的 138 亿元增长至 2015 年的 226 亿元，2012~2015 年复合增长率为 17.84%。



中国CMO市场发展具有如下几项优势：

1) 市场潜力巨大

医药定制研发生产业务是全球制药行业专业分工不断深化的结果。在过去几年里，几乎所有的跨国制药公司都从垂直一体化业务模式逐步向开放合作业务模式转型，几乎都采取了裁员、关闭研发和生产设施等措施，并不断提高向医药定制研发生产企业采购研发生产服务的比例。阿斯利康在2008年年度报告中披露将在5-10 内外包全部原料药的生产；辉瑞在2008年年度报告中披露已经将工厂数量从5 年前的93座减少到2008年底的46座，并计划进一步关闭5 座工厂，同时计划在未来2-3 年内将医药定制生产的比例由17%提高到30%。未来五年，全球药品市场需求和生产需求将持续增长。为寻求更加高效率、低成本的生产方式，制药企业将会将更多生产业务外包给专业的药品CMO公司来完成。全球药品CMO市场将快速增长。根据中国医药工业信息中心的预测，2015~2019年全球医药定制研发生产行业将保持15%左右的年均复合增长率，高于同期全球药品市场的增长。而中国和印度等新兴国家的医药定制研发生产行业则将保持两位数的增长，速度将高于全球医药定制研发生产行业的平均水平。

2) 国家产业政策的优先支持

我国历来重视生物医药和精细化工行业的发展。根据《国务院关于加快培育和发展战略性新兴产业的决定》，要大力发展用于重大疾病防治的化学药物等创新药物大品种，提升生物医药产业水平。《当前优先发展的高技术产业化重点领域指南（2011 年度）》包含了药物生产的绿色合成、手性拆分等重大疾病创新药物的关键技术。《医药工业“十二五”发展规划》提出，要支持中小企业发展技术精、质量高的医药中间体，提高为大企业配套的能力。

3) 仿制药陆续专利到期，生产过程向新兴国家转移

由于2013-2020年为专利药到期的高峰期，创新药的专利保护一旦到期，制药企业将不得不面对仿制药的重大冲击，这将促使其将自有生产供应链进行外包以求降低生产成本。中国、印度等新兴国家拥有生产成本较低、技术水平提高等因素，发达国家制药企业将会把越来越多的药品CMO业务转移至新兴市场，这将会是促进国内药品CMO市场增长的重要驱动因素。

4) 高效药物和ADCs的研发向中国转移

未来4~5年，由于生产、研发成本低，高效药物和ADCs的研发将可能向中国转移，这将成为国内药品CMO市场增长新的驱动因素。

5) 药品上市许可人制度的试行与逐步放开

2015年11月6日，国家食药监总局在其官网发布了《药品上市许可持有人制度试点方案（征求意见稿）》向社会公开征求意见。药品上市许可持有人制度（简称MAH制度）是参考美国、欧盟等国家和地区的做法，采取药品上市许可与生产许可分离的管理模式。持有药品上市许可的企业可以自行生产，也可将产品委托给具备GMP条件的生产商生产。这一制度模式下，避免了规模化的固定资产投资却同样能获得足够的药品生产规模。该制度将在市场化程度最高的北京、上海、广东等地区率先进行试点推广，未来逐步完善推广。这项制度的实施将会是CMO行业的一大利好。

6) 基础设施建设完善及人力资源丰富等诸多优势

医药定制研发生产行业的发展需要基础化学品和精细化学品的支持，我国化学工业经过多年发展，已建立了较为完整的化学工业体系，这使得我国化工产品原料品种齐全，一些重要原材料具备了较大的生产能力和产量基数，有十余种主要化工产品产量居世界前列。化工行业的产业链比较完整，使得我国化工产品生产成本较低，精细化工可以得到国内充足和价格低廉的原料供给。

我国人力资源丰富，拥有大量具备较强研发能力的科研人员、熟练操作经验的技术工人，精细化工在某些领域的工艺水平已经达到国际先进水平，而相对应的人力成本却较低，使得国内医药定制研发生产企业具备了一定的比较优势。

根据专业机构预计，2020年国内药品CMO的市场将达到约530亿元规模。2015~2020年的年均复合增长率为18.5%。全球医药定制研发生产行业的发展速度高于全球医药行业，而中国的医药定制研发生产行业的发展速度又高于全球水平，因此中国在医药定制研发生产行业面临巨大的发展机会。

从当时第三方行业研究数据显示，未来被评估企业所处的行业仍具有较大的上涨空间。

(2) 对于企业的核心竞争力进行了进一步分析

根据对企业的调研，企业有如下核心竞争力：

1) 高效率低成本加工的核心技术优势

杭州澳亚利用其在冻干粉针生产工艺上的经验与技术,通过生产线布局的合理优化与自主设计定制的自动化设备,扩大生产规模、提高产品品质、提升生产效率,有效缩短了多批次产品在各个生产环节的切换时间,增强了承接大额订单的能力,使其能够满足客户大批量的出货需求与品质需求。另外,杭州澳亚经过多年的经营积累,已经由单机自动化发展为车间自动化,在提高生产效率的同时减少人力成本、降低原材料和能源损耗,最终形成了杭州澳亚独有的规模化、低成本、符合GMP要求地生产冻干粉针产品的核心技术优势。

2) 全国领先的冻干工艺实验室

杭州澳亚建设了符合FDA和CFDA标准的冻干工艺实验室,通过仪器测量、挑战性实验取得时间更短、工艺更优的冻干曲线,从而改善产品的质量指标,缩短冻干时间,进一步提高生产效率、降低加工成本。实验室的主要研究包括从QbD理念设计冻干工艺(曲线),控制晶体结构对冻干工艺的影响;利用MDSC仪器对制品温度进行前期研究以确定临界值温度,科学验证冻干曲线;保证产品晶体的均一性、改善产品外观,最终增加产品得率,完成冻干工艺从实验室到商业生产转移。

3) 领先的质量管控体系

为确保产品质量的稳定性,杭州澳亚采用培养基灌装实验,通过测试生产线最长允许运行时间、生产线运行速度及设置、关键区域内最多容纳人数、干扰设计、环境监测及取样操作等一系列控制措施保证培养基模拟灌装代表性、有效性以及可追溯性,最终结果真正体现整体的无菌保证水平。另外,杭州澳亚根据自身的实际情况,对SAP-ERP系统进行二次开发,以保证产品质量数据的可追溯性、准确性以及有效性。

自2012年以来,企业正是基于上述核心优势,逐步增强机器设备的投入和冻干粉技术的研发,建立了一个较为优秀的生产管理团队,处于行业领先地位,使得其在冻干粉加工行业里具有较强的市场竞争力,企业的净利润从2012年的5000万元稳步上涨至2013年的6500万元,并在2014年一举超过了1亿元,从历史数据显示被评估企业在未来是具有再持续发展的可能的。

2015年企业经历了股东的变更,但由于经营团队并未发生任何变化,因此其

核心竞争力相对前三年并未发生实质性的改变。虽然2015年遭遇了市场因素导致收入下降到了2013年的水平，但在当时管理层预计企业的下滑是暂时，当市场复苏后其应该能够凭借自身优势在第一时间恢复。

(3) 对管理层提供的收入预测进一步分析

1) 从管理层提供的收入预测看，2016年收入预测中受托加工业务预测客户基本都为企业的常年客户，占比超过75%，其订单数量也是根据往年水平结合当年实际情况进行的判断，受托加工业务并没有出现明显的上涨趋势，具有一定的稳健性。

2) 其次由于市场行情不断地发生变化，企业对于自身的战略目标也进行了相应的调整，想从原来主要进行受托加工业务发展为自有产品和受托加工业务并举的格局，管理层在充分考虑了新进股东双成药业的协同效应后，对于两项自有产品进行了的估计，分别是注射用泮托拉唑钠（规格：42.3mg/40mg）和注射用核糖核III（规格：10mg）。其中注射用核糖核III全国仅两家企业拥有批文，而另一家企业多年未进行市场销售活动，杭州澳亚生物技术有限公司的注射用核糖核III（规格：10mg）是实质意义上的独家品种。而注射用泮托拉唑钠也具有特有的产品优势，作为消化类首选用药之一品种，在全国一、二、三级医院的临床广泛使用。基于广西、宁夏、湖北、黑龙江、河北、山东、四川、青海、江苏10省的市场容量，且企业的项目也曾获得“科学进步一等奖项”和“发明专利证书”等荣誉和权益，具有较为良好的竞争优势。企业的销售团队正是基于上述产品优势判断两个产品的销量分别是150万瓶和1600万瓶，相对往年有较大的提高。

评估机构综合上述三点分析后认为：在2016年初出具评估报告时，整个CMO行业仍具有较大的潜力，企业自身相对于前三年并没有发生实质性的变化，在行业内仍具有较高的竞争力，并且管理层在2015年双成药业作为第二大股东对企业进行了投资的前提下，预计未来能够通过协同效应产生新的利润增长点使得经营逐步回升具有一定的可信度，预计企业能够通过经营层的努力完成其提供的盈利预测。因此评估机构在出具评估报告时认为企业在2015年发生的业务下滑具有暂时性。

3. 出具2016年评估报告时，受到两票制、公司重大客户自身突发事件、企

业管理层的经营策略等因素的综合影响，企业的经营状况发生了进一步的下滑。具体原因分析如下：

（1）公司重大客户自身突发事件影响

公司重大客户之一复旦复华在 2016 年年中爆出了重大涉税案件，涉及的产品即委托澳亚加工的谷胱甘肽，事件发生后对该产品的销售影响较大；虽然目前暂告一段落，但也极大影响了当年的加工量，导致全年销售收入与年初预估数差异较大。

（2）两票制的影响

2016 年 4 月 27 日起，国家发布了《深化医药卫生体制改革 2016 年重点工作任务》26 号文，拉开了“两票制”政策推行的序幕，文件明确要求 8 个省份试点医药流通领域的“两票制”政策。由于该政策从根本上制约了医药行业原有的销售渠道，为适应该政策的落地，各地药企都不同程度的调整了自己 2016 年的销售量，处于观望状态。而被评估单位的常年合作伙伴如沈阳新马、山东绿叶等也同样调整了生产订单，进而减少了企业委托加工收入。

（3）企业管理层的经营策略影响

受到上述政策影响，企业在新客户的开拓上也遇到了瓶颈，主要体现在新客户在大环境下希望能够得到更低的加工费，而被评估单位的实际控制人并不愿意在现在降低加工价格去主动出击争取新的低端客户。根据和企业实际控制人的访谈，如果降低价格换来的订单虽然可以多出利润，但牺牲的是工作效率，员工的积极性，是过度疲劳之后可能降低的产品质量。因此企业并没有在 2016 年进行价格战确保更多的经营利润，而选择的一种谨慎的经营策略。

（4）上市公司协同预期受到市场因素未能实现

2015 年海南双成通过并购成为了被评估单位的股东之一，上市公司预计会产生一定的协同效应，预计在依靠海南双成销售渠道的前提下，被评估单位自有产品注射用泮托拉唑钠和核糖核酸 III（独家销售产品）的销量会有很大的增长。但是最终由于招标政策变化较大（泮托拉唑钠公司重点参标地区如黑龙江、河北、四川、江苏等省 2016 年由于其省情原因并未完成招标工作）以及市场培育工作未达到预期等原因，上述产品均没有实现预期销售。

综上所述，受到政策的影响，企业近三年的经营业绩逐年下降，三年的盈利

预测水平也逐年下降。评估机构根据出具报告时的市场状况对于企业的盈利预测进行了分析后认为，管理层制定盈利预测在当时具有合理性。并以此为假设前提进行了估值。

2、序号 6 指标分析

三次评估均采用 wacc 模型对折现率进行测算，经过数据比对，2015 年的折现率为 11.2%，为三年最高，主要原因是 2015 年开始整个医药市场出现了较多的政策性变动，而被评估企业属于加工行业，产品受上游影响较大，在政策不明朗的情况下，其经营的风险较大，因此评估时考虑相对于 2014 年增加了 1%的个别因素风险，从而影响了最终的折现率。

上海东洲资产评估有限公司

2017 年 7 月 18 日