

**北京国融兴华资产评估有限责任公司关于
中国证监会第 192535 号文《中国证监会行政许可项目
审查一次反馈意见通知书》回复说明**

中国证券监督管理委员会：

根据贵会向广西河池化工股份有限公司(以下简称“公司”、“上市公司”)下发的《中国证监会行政许可项目审查一次反馈意见通知书》(192535 号)(以下简称“反馈意见”),北京国融兴华资产评估有限责任公司作为本次上市公司重大资产出售并发行股份及支付现金购买资产并募集配套资金暨关联交易(以下简称“本次交易”或“本次重大资产重组”)的评估机构,对贵会《反馈意见》中所提及的资产评估相关问题进行了认真的核查,现回复如下,请贵会予以审核。

1、申请文件显示,1) 预测 2023 年及以后稳定期,各类产品销量将达到当年度最高产能,产销率为 100%。2) 预测各类产品单价预测与 2019 年 1-5 月单价基本一致,高于 2017 年度、2018 年度单价水平。3) 未披露预测毛利率情况。4) 2019 年营运资金追加额预测为-1279.96 万元。请你公司:1) 结合报告期内各标的资产现有产能利用率、产品销售政策、行业发展预期、在手订单的签订情况、主要客户的稳定性、竞争对手情况等,补充披露标的资产销量及单价预测的依据、2023 年及以后稳定期产销率预测 100%的可实现性。2) 结合报告期内各产品毛利率变动情况、同行业可比公司可比产品毛利率情况,补充披露预测期各产品毛利率各年度预测的合理性和可实现性。3) 补充披露 2019 年营运资金追加额预测的具体过程及合理性。请独立财务顾问和评估师核查并发表明确意见。

【回复】

一、结合报告期内各标的资产现有产能利用率、产品销售政策、行业发展预期、在手订单的签订情况、主要客户的稳定性、竞争对手情况等,补充披露标的资产销量及单价预测的依据、2023 年及以后稳定期产销率预测 100%的可

实现性。

(一) 主要产品的产能利用率

报告期内，南松医药主要产品产能情况如下：

主要产品	2019年 1-5月			2018年度			2017年度		
	产量	全年产能	产能利用率	产量	全年产能	产能利用率	产量	全年产能	产能利用率
羟基氯喹侧链	67.42	200.00	33.71%	213.32	200.00	106.66%	194.99	200.00	97.50%
氯喹侧链	95.00	150.00	63.33%	71.41	150.00	47.61%	197.85	250.00	79.14%
二噁烷	50.65	50.00	101.30%	84.40	50.00	168.80%	108.30	100.00	108.30%
维生素 D ₃ 中间体	5.18	25.00	20.72%	2.23	25.00	8.92%	-	-	-
合计	218.25	425.00	51.35%	371.36	425.00	87.38%	501.14	550.00	91.12%

由上述可见，截至评估基准日，南松医药主要产品的产能较为充足，预测期各类产品生产销售数量均在现有产能规模内，具有可实现性。

(二) 产品销售政策

南松医药通过网站宣传、参加世界制药原料欧洲展和中国展等方式来推广产品，通过电话、邮件或会面等方式取得客户需求意向，最终同客户签订销售合同、客户采购订单或客户定制的产品合同。实际生产时以销定产，根据约定的产品标准、交付数量、交货时间安排生产计划。南松医药的销售部门负责了解客户需求、处理销售订单并保持与客户的日常联络。目前，南松医药的客户均为直接客户，南松医药与主要客户保持着长期稳定的合作关系。

(三) 行业发展预期

1、医药需求推动医药中间体行业市场规模

医药中间体的下游是化学原料药和制剂，受到终端医药消费的影响。医药产业是世界经济的重要组成部分，与人类的生命健康和生活质量等切身利益密切相关。世界各国社会经济的发展、人民生活水平的提高，以及全球人口老龄化的加剧，使得医疗支出不断增加，有力地促进了制药行业的发展。根据 IQVIA 发布的研究报告，2018 年全球药品支出达到 1.2 万亿美元，预计至 2023 年，市场仍

将保持 5%左右的增长水平，全球药品支出将超过 1.5 万亿美元。医药需求的提升将带动医药中间体的需求，推动医药中间体行业市场规模的不断扩大。

2、产品细分市场规模

从南松医药产品的细分市场来看，下游抗疟类药物磷酸氯喹、硫酸羟氯喹可用于疟疾的治疗。据世界卫生组织《2018 年世界疟疾报告》估计，2017 年全球共发生 2.19 亿疟疾病例，疟疾作为一种严重危害人类生命健康的世界性流行病，在各国特别是非洲、东南亚等热带国家不断提高重视和治疗的背景下，其防治的用药仍具有增长的空间。

硫酸羟氯喹也是类风湿关节炎、红斑狼疮等疾病的一线用药。流行病学调查显示，类风湿关节炎的全球发病率为 0.5%~1%，中国大陆地区发病率为 0.42%。类风湿关节炎、系统性红斑狼疮等自身免疫性疾病难以根治，但可以通过硫酸羟氯喹等药物达到控制症状、缓解病情的效果，患者需要长期服药，因而带动药品需求的增长。

二噁烷可用于合成多个激素类药物的关键中间体，下游终端药物有炔诺酮、米非司酮等。炔诺酮是市场上较为常用的口服避孕药，米非司酮是药物流产的基础药物，具有良好的市场前景。

南松医药的维生素 D₃ 中间体产品被用作饲料级维生素 D₃ 的生产。维生素 D₃ 通常作为饲料添加剂，供食用动物（如猪、家禽、鱼虾）做补钙用，下游需求具有一定刚性，且随着养殖规模的不断扩大，未来具有较大的市场增长空间。

（四）在手订单的签订情况

南松医药主要长期合作客户一般根据其自身生产计划发送订单，南松医药则根据客户订单中要求的质量标准、交货时间安排生产计划；由于南松医药的生产周期约为 1-2 周，对客户需求的响应速度较快，客户订单一般在一年内分多次发送，单笔订单数量可满足客户若干生产批次药品生产的需求。目前，南松医药在手订单待执行金额约为 2,200 多万元，主要在手订单情况如下：

单位：元、美元

序号	产品名称	待执行金额	币种
----	------	-------	----

1	羟基氯喹侧链	7,854,000.00	人民币
		625,345.00	美元
2	氯喹侧链	2,448,000.00	人民币
		319,600.00	美元
3	二噁烷	3,600,000.00	人民币
4	3-氯-D-丙氨酸甲酯盐酸盐	2,140,000.00	人民币

除在手订单外，南松医药还与 Zydus Cadila 制药、上海中西三维药业有限公司、浙江仙居君业药业有限公司、重庆桑禾动物药业有限公司等重要客户签订了长期合作协议，未来营业收入的增长将有较为充足的订单支撑。

（五）主要客户的稳定性

南松医药主要产品中氯喹侧链和羟基氯喹侧链已经过十余年的持续研发和工艺优化，在产品质量标准和成本控制等方面具有明显的竞争优势，是全球市场同类产品中主要的供应商之一，与国内外客户合作关系稳定。

由于医药中间体的用途较为特定，各个中间体细分行业之间一般不存在明显竞争。医药中间体的客户都是制药类企业。同时，为了保证产品质量，制药类企业一般都会与上游供货商有长期密切的合作关系，在向药品监管部门申报药品时一般会将重要中间体供应商一同申报，轻易不会更换供应商。

目前南松医药已成为印度 IPCA 制药、印度 Zydus Cadila 制药、上海中西三维药业、台湾旭富制药、芬兰 Fermion 制药等国内外知名药企的合格供应商，具体如下：

产品	客户	客户行业地位	供应情况	合作时间
氯喹侧链	IPCA	印度上市公司（代码 524494）、抗疟类药物（磷酸氯喹、硫酸羟氯喹）全球主要生产商之一	独家供应	超过二十年
羟基氯喹侧链	Zydus Cadila	印度上市公司（代码 532321）、抗疟类药物（硫酸羟氯喹）全球主要生产商之一	主要供应商	2009 年开始批量供货
	上海中西三维药业有限公司	上海医药（601607）的全资子公司，其生产的纷乐（硫酸羟氯喹片）国内市场占有率约 80%	主要供应商	2016 年开始批量供货
	旭富制药	台湾证券交易所上市公司（代码 4119）、抗疟类药物（硫酸羟	独家供应	2010 年开始批量供货

		氯喹)的全球主要生产商之一		
	Fermion	芬兰上市公司 Orion (代码 0M2O) 的全资子公司, Orion 拥有百年历史, 是一家开展全球业务的综合性医药公司, 也是芬兰最大的医药公司	独家供应	2009 年开始批量供货

(六) 竞争对手情况

南松医药所生产和销售的主要医药中间体产品按用途可划分为抗疟类(氯喹侧链、羟基氯喹侧链)、孕激素类(二噁烷)、营养剂类(维生素 D₃ 中间体)。医药中间体产品种类繁多, 形成众多细分子行业, 由于医药中间体的用途较为特定, 各个中间体细分行业之间一般不存在明显竞争。

目前, 凭借长期积累的品牌口碑、工艺技术、客户资源等方面的优势以及稳定的产品质量, 南松医药部分产品如羟基氯喹侧链、氯喹侧链等在细分领域中的竞争对手较少。南松医药的抗疟类中间体产品的主要客户及下游终端药企相应产品的具体情况如下:

产品	客户	南松医药供应情况	终端药企	终端药品	终端药品全球市场占有率/排名
氯喹侧链	IPCA	独家供应	IPCA	磷酸氯喹	29.08%/第二
羟基氯喹侧链	旭富制药	独家供应	诺华	硫酸羟氯喹	14.14%/第二
	上海中西三维药业有限公司	主要供应商	上海上药中西制药有限公司	硫酸羟氯喹	13.72%/第三
	Zydus Cadila	主要供应商	Zydus Cadila	硫酸羟氯喹	6.16%/第五

注: 2018 年终端药企相应产品世界市场占有率/排名的数据来源于 IQVIA 的统计。

南松医药的二噁烷产品可用于多种激素类药物关键中间体的合成, 该产品的主要客户为浙江仙居君业药业有限公司、山东斯瑞生物医药有限公司, 均为国内甾体激素类药物或中间体的龙头企业。

(七) 销量及单价预测的依据、2023 年及以后稳定期产销率预测 100% 的可实现性

综上所述, 医药中间体行业未来发展前景良好; 凭借技术、质量等优势, 南松医药已成为多家境内外知名上市制药企业在相应医药中间体领域的独家或主

要合格供应商，上述制药企业客户在向各国药品监管部门报备相应药品时也会将南松医药作为其重要供应商一并报备，不会轻易更换，南松医药与上述客户保持了长期、稳定、紧密的合作关系；南松医药部分产品领域竞争对手较少，客户终端产品市场占有率较高；南松医药现有在手订单充足，且与数家重要客户签订了长期合作协议，未来营业收入的增长将有较为充足的订单支撑；截至评估基准日，南松医药主要产品的产能较为充足，预测期各类产品生产销售数量均在现有产能规模内，具有可实现性；南松医药的客户均为直接客户，生产时采取以销定产的模式，且主要产品历史年度不存在滞销情形。

2018年下半年以来，南松医药陆续与主要客户协商一致提高了销售价格、签订合同或订单，自2019年初起对主要客户的销售价格按照新合同或订单执行。本次评估销售单价预测以2019年1-5月为基础，预测2019年6-12月至2023年销售单价，同时考虑市场竞争，销售单价会有所下降。

因此，南松医药销量及单价的预测依据合理，2023年及以后稳定期产销率预测100%具有可实现性。

二、结合报告期内各产品毛利率变动情况、同行业可比公司可比产品毛利率情况，补充披露预测期各产品毛利率各年度预测的合理性和可实现性

（一）报告期内各产品毛利率变动情况

南松医药主营业务按产品毛利率变化情况如下：

项目	2017年度		2018年度		2019年1-5月	
	毛利率	变动	毛利率	变动	毛利率	变动
氯喹侧链	33.89%	-	22.81%	-11.08%	30.52%	7.72%
羟基氯喹侧链	48.79%	-	41.65%	-7.14%	47.31%	5.66%
二噁烷	51.21%	-	50.33%	-0.88%	48.18%	-2.15%
维生素D3中间体	-	-	64.21%	-	57.46%	-6.75%
其他产品	9.14%	-	26.08%	16.94%	35.06%	8.98%
合计	43.70%	-	38.13%	-5.57%	46.09%	7.96%

由于受搬迁等因素，南松医药2018年折旧费用、职工薪酬等制造费用增加较大；受此主要影响，南松医药2018年成本较2017年出现一定程度的上升、毛

利率所有下降。

2018 年下半年以来，南松医药陆续与主要客户协商一致提高了销售价格、签订合同或订单，自 2019 年初起对主要客户的销售价格按照新合同或订单执行；受此主要影响，南松医药 2019 年毛利率较 2018 年毛利率有所提升，与 2017 年毛利率相近。

（二）同行业可比公司可比产品毛利率情况

报告期内，南松医药与同行业公司毛利率比较情况如下：

项目	2019 年 1-6 月	2018 年度	2017 年度	两年一期平均
博腾股份	37.15%	33.46%	36.74%	35.78%
天宇股份	52.04%	40.27%	37.80%	43.37%
未名医药	87.62%	85.17%	78.01%	83.60%
雅本化学	27.29%	28.52%	26.35%	27.39%
延安必康	23.24%	25.39%	34.81%	27.81%
上市公司平均毛利率	45.47%	42.56%	42.74%	43.59%
南松医药综合毛利率	46.09%	38.19%	43.49%	42.59%

注：由于上市公司披露中报数据，故 2019 年度采用 2019 年 6 月 30 日及 2019 年 1-6 月份数据，南松医药采用 2019 年 5 月 31 日及 2019 年 1-5 月数据。

尽管医药中间体生产企业因产品不同，各企业之间毛利率存在一定差异，但 2017 年度、2018 年度和 2019 年 1-5 月，南松医药综合毛利率与同行业公司平均毛利率相比差异较小，且预测期南松医药毛利率与报告期内同行业平均毛利率相比不存在显著差异。

（三）预测期各产品毛利率各年度预测的合理性和可实现性

南松医药自成立以来经营管理稳定，盈利能力突出，主要管理层和核心技术人员均具有多年的行业领域工作经验。南松医药产品定价综合考虑成本和生产附加值，其中成本与当期原材料市场价格、制造费用和人工成本相关，生产附加值与产品规格、工艺复杂性等因素相关；结合南松医药所处行业、技术质量等竞争优势、客户关系等多方面的因素综合考虑，预计生产附加值能够保持相对稳定。

本次评估销售单价预测以 2019 年 1-5 月为基础，同时考虑市场竞争带来的

销售单价下降，对南松医药预测期销售单价和收入进行预测；考虑通货膨胀及物价上涨等因素，对南松医药原材料成本、人工成本、制造费用等成本进行预测。预测期主要产品毛利率如下：

产品名称	报告期	预测期				
	2019年 1-5月	2019年 6-12月	2020年	2021年	2022年	2023年
氯喹侧链	30.52%	30.46%	30.14%	29.01%	27.65%	26.02%
羟基氯喹侧链	47.31%	45.76%	45.83%	45.03%	43.99%	42.70%
二噁烷（氯缩酮）	48.18%	46.69%	46.38%	45.49%	44.44%	43.21%
维生素 D ₃ 中间体	57.46%	55.55%	55.62%	54.98%	54.13%	53.05%
综合毛利率	46.09%	44.15%	44.35%	43.54%	42.65%	41.44%

综上所述，南松医药报告期各产品毛利率变动情况与其实际经营情况一致，综合毛利率与同行业平均毛利率相比不存在显著差异；本次评估综合考虑了南松医药历史经营情况、产品产能、销售政策、行业发展、客户关系、市场竞争与竞争优势以及通货膨胀、物价上涨、出口退税等因素，对南松医药预测期各产品收入、成本进行了预测，预测期各产品毛利率与报告期之间不存在显著差异，具有合理性和可实现性。

三、2019年营运资金追加额预测的具体过程及合理性。

（一）营运资金增加额测算过程及依据

营运资金增加额系指企业在不改变当前主营业务条件下，为维持正常经营而需新增投入的营运性资金，即为保持企业持续经营能力所需的新增资金，如正常经营所需保持的现金、存货购置、客户欠付的应收款项等所需的基本资金以及应付的款项等。营运资金的增加是指随着企业经营活动的变化，获取他人的商业信用而占用的现金，正常经营所需保持的现金、存货等；同时，在经济活动中，提供商业信用，相应可以减少现金的即时支付。通常，其他应收款和其他应付款核算内容绝大多数为关联方的或非经营性的往来；应交税金和应付工资等多为经营中发生，均在应收及应付款项中测算。因此，估算营运资金的增加原则上只需考虑正常经营所需保持的现金（最低现金保有量）、存货、应收款项和应付款项等主要因素。本报告所定义的营运资金增加额为：

营运资金增加额=当期营运资金-上期营运资金

营运资金=经营性现金+存货+应收款项-应付款项

经营性现金=年付现成本总额/现金周转率

年付现成本总额=销售成本总额+期间费用总额-非付现成本总额

现金周转率=360/现金周转天数

应收款项=营业收入总额/应收款项周转率

应收款项主要包括应收账款、应收票据、预付款项以及与经营业务相关的其他应收账款等诸项。

存货=营业成本总额/存货周转率

应付款项=营业成本总额/应付款项周转率

应付款项主要包括应付账款、应付票据、预收款项以及与经营业务相关的其他应付账款等诸项。

南松医药 2019 年营运资金预测详见下表：

单位：万元

科目	2019 年 1-5 月	2019 年
销售成本总额	2,979.55	5,207.07
其中：主营业务成本	2,432.75	5,064.17
其他业务成本	0.15	0.15
税金及附加	54.69	142.75
期间费用总额	491.96	1,334.18
其中：营业（销售）费用	42.37	100.05
管理费用	246.04	712.33
研发费用	245.62	563.86
财务费用	-42.06	-42.06
非付现成本总额	277.61	753.83
其中：折旧	258.23	707.32
摊销	19.38	46.52
年付现成本总额	2,701.94	5,787.42

经营性现金	225.16	482.28
存货	2,207.65	1,224.47
应收款项	2,803.49	2,023.66
应付款项	1,664.35	1,438.42
营运资金	3,571.95	2,291.99
营运资金增加额		-1,279.96[注]

注：本处为 2019 年 6-12 月营运资金增加额，即 2019 年营运资金减 2019 年 1-5 月营运资金。

综上所述，营运资金增加额按照行业公认的评估方法对预测期各期所需营运资金进行测算，并由此得出 2019 年营运资金增加额。上述计算依据充分，具有合理性。

四、核查意见

经核查，评估师认为，南松医药销量及单价的预测依据合理，2023 年及以后稳定期产销率预测 100%具有可实现性；南松医药报告期各产品毛利率变动情况与其实际经营情况一致，综合毛利率与同行业平均毛利率相比不存在显著差异；预测期各产品毛利率与报告期之间不存在显著差异，具有合理性和可实现性；营运资金增加额按照行业公认的评估方法对预测期各期所需营运资金进行测算，计算依据充分，具有合理性。

（本页无正文，北京国融兴华资产评估有限责任公司关于中国证监会第192535号文《中国证监会行政许可项目审查一次反馈意见通知书》回复说明之签字盖章页）

签字资产评估师：

薛明亮

王全喜

法定代表人：

赵向阳

北京国融兴华资产评估有限责任公司

2019年11月20日