

申万宏源证券承销保荐有限责任公司

关于深圳证券交易所《关于对山西振东制药股份

有限公司的重组问询函》之专项核查意见

深圳证券交易所创业板公司管理部：

山西振东制药股份有限公司（以下简称“振东制药”或“公司”）于 2015 年 10 月 22 日披露了《山西振东制药股份有限公司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报告书（草案）》（以下简称“重组报告书”），并于 2015 年 10 月 28 日收到贵部下发的《关于对山西振东制药股份有限公司的重组问询函》（创业板许可类重组问询函【2015】第 43 号），本公司作为该次重组的独立财务顾问，现根据问询函所涉问题进行说明和解释，具体内容如下：

（如无特别说明，本问询函专项核查意见所述的词语或简称均与《山西振东制药股份有限公司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报告书（草案）》中相同）

3、标的公司将剥离其持有的哈尔滨瀚钧药业有限公司 51%的股权、北京邦尼康达医药科技有限公司 100%的股权、北京泓洋恒丰医药科技有限公司 100%的股权、苏州华泰医药有限公司 34%的股权、赤峰维康生化制药有限公司 22.86%的股权。请说明上述公司的主营业务内容、近三年的财务状况，同时说明近三年上述公司与标的公司之间业务往来、资金往来情况，以及剥离上述公司对标的公司日常经营、财务状况的影响。请财务顾问核查并发表意见。

回复：

（1）上述公司的主营业务内容如下：

公司	主营业务	主要产品
瀚钧药业	药品生产销售	通宣理肺颗粒、银黄颗粒、可乐定贴片、硝酸甘油贴膜
邦尼康达	药品研发	-
泓洋恒丰	药品研发	-

苏州华泰	医药产品批发	-
赤峰维康	药品生产销售	布洛芬分散片

(2) 上述公司近三年的财务状况

单位：万元

项目	2015 年 7 月 31 日/2015 年 1-7 月				
	瀚钧药业	邦尼康达	泓洋恒丰	苏州华泰	赤峰维康
总资产	19,120.15	72.85	85.23	3,350.18	9,032.39
总负债	9,913.10	22.43	21.03	2,639.09	4,429.84
所有者权益	9,207.05	50.42	64.20	711.09	4,602.56
营业收入	121.56	-	226.20	8,510.88	2,869.07
净利润	-1,193.57	-170.66	71.52	25.11	25.11
项目	2014 年 12 月 31 日/2014 年度				
	瀚钧药业	邦尼康达	泓洋恒丰	苏州华泰	赤峰维康
总资产	11,791.29	228.97	30.60	7,030.40	8,722.19
总负债	5,856.96	7.88	37.92	6,285.94	4,144.75
所有者权益	5,934.33	221.09	-7.32	744.46	4,577.44
营业收入	-	181.99	254.40	15,728.48	4,654.01
净利润	-69.79	7.24	6.24	18.46	-99.34
项目	2013 年 12 月 31 日/2013 年度				
	瀚钧药业	邦尼康达	泓洋恒丰	苏州华泰	赤峰维康
总资产	-	-	-	4,323.88	-
总负债	-	-	-	3,597.88	-
所有者权益	-	-	-	725.99	-
营业收入	-	-	-	14,471.43	-
净利润	-	-	-	14.86	-

除苏州华泰医药有限公司外，标的公司持有的哈尔滨瀚钧药业有限公司、北京邦尼康达医药科技有限公司、北京泓洋恒丰医药科技有限公司、赤峰维康生化制药有限公司的股权均系 2014 年取得。

(3) 近三年上述公司与标的公司之间业务往来、资金往来情况

① 采购商品

标的公司子公司辽宁康博安向赤峰维康采购布洛芬分散片用于销售，报告期内具体金额及占采购总额的比例如下：

单位：万元

	2015 年 1-7 月	2014 年	2013 年
采购金额（万元）	178.02	210.10	-
占公司采购总额的比例	3.30%	2.34%	-

康博安是赤峰维康布洛芬分散片的全国总代理，按照市场价格定价，交易公

允。报告期内，康博安向赤峰维康采购布洛芬分散片的金额占标的公司采购总额的比例较小。

②接受劳务

报告期内，邦尼康达和泓洋恒丰向标的公司提供研发服务，按实际发生的人工及材料费用与标的公司进行结算。

单位：万元

	关联方	2015 年 1-7 月	2014 年	2013 年
接受研发服务金额 (万元)	邦尼康达	-	100.00	-
	泓洋恒丰	226.20	254.00	174.94

③销售商品

报告期内，苏州华泰向标的公司采购碳酸钙 D₃ 系列产品、向康博安采购罗红霉素软胶囊、人参健脾片等用于对外销售，具体金额及占销售收入总额的比例如下：

单位：万元

		2015 年 1-7 月	2014 年	2013 年
苏州华泰	销售金额	194.78	136.53	-
	占销售收入总额的比例	0.88%	0.52%	-

④资金往来

A.应收项目

单位：万元

项目\关联方	2015.07.31		2014.12.31		2013.12.31	
	账面余额	坏账准备	账面余额	坏账准备	账面余额	坏账准备
应收账款：						
苏州华泰	61.94	-	61.94	-	-	-
预付账款：	-	-	-	-	-	-
赤峰维康	21.71	-	-	-	-	-
其他应收款：	-	-	-	-	-	-
瀚钧药业	5,100.00	-	4,700.00	-	-	-
赤峰维康	-	-	-	-	600.00	30.00

其他应收款主要系应收关联方借款。截至目前，应收关联方借款均已归还；2015 年 7 月 31 日标的公司应收瀚钧药业的 5100 万元中，3400 万元已由抚顺致诚代为偿还，其余 1700 万元已在期后先于 3400 万元收回。

B.应付项目

单位：万元

项目\关联方	2015.07.31	2014.12.31	2013.12.31
应付账款：			
赤峰维康	-	48.21	-
邦尼康达	-	141.00	-
合计	-	189.21	-

（4）剥离上述公司对标的公司日常经营、财务状况的影响

剥离上述公司股权系交易双方协商谈判的结果。本次交易，上市公司主要收购钙制剂相关业务，因此标的公司需将与钙制剂不相关的子公司股权予以剥离。

由于上述剥离公司股权的受让方为康远制药实际控制人李勋控制的抚顺致诚市场营销策划有限公司，因此在剥离后依然与康远制药构成关联交易，并构成上市公司的新增关联交易。但上市公司将按照法律法规、公司章程及其他关联交易决策制度严格履行关联交易的相关决策审批程序及信息披露义务，充分保障上市公司股东的权益。同时，上市公司控股股东、实际控制人和康远制药自然人股东分别出具了《关于减少和规范关联交易的承诺函》和《关于避免同业竞争的承诺函》。

康远制药的维生素 D₃ 系列产品已经取得药品注册批件并进入大规模生产销售的稳定状态。康远制药目前主要委托上述两家剥离的研发单位进行维生素 C 钠、维生素 C 钙、乳酸亚铁等其他营养补充类产品的研发工作。委托研发既是康远制药也是医药行业普遍采用的研发模式。康远制药对剥离的两家研发单位不构成依赖。

剥离后，康远制药净资产有所减少，但由于剥离公司存在亏损的情况，因此剥离后康远制药 2014 年和 2015 年 1-7 月净利润反而有所增加。剥离对标的公司财务状况的影响具体如下：

单位：万元

项目	2015 年 7 月 31 日/2015 年 1-7 月			
	剥离前	剥离后	差异额	差异率
总资产	43,929.54	27,758.43	-16,171.11	-36.81%
总负债	10,748.24	5,891.68	-4,856.56	-45.18%

所有者权益	33,181.30	21,866.76	-11,314.54	-34.10%
归属于母公司所有者权益	28,669.85	21,866.76	-6,803.09	-23.73%
营业收入	22,257.77	22,136.20	-121.56	-0.55%
净利润	6,444.12	7,739.63	1,295.51	20.10%
归属于母公司净利润	7,028.97	7,739.63	710.66	10.11%
项目	2014 年 12 月 31 日/2014 年度			
	剥离前	剥离后	差异额	差异率
总资产	32,465.15	18,793.33	-13,671.82	-42.11%
总负债	5,727.97	4,666.20	-1,061.76	-18.54%
所有者权益	26,737.18	14,127.13		
归属于母公司所有者权益	21,640.88	14,127.13	-7,513.75	-34.72%
营业收入	26,429.19	26,406.20	-22.99	-0.09%
净利润	7,955.19	8,225.76		
归属于母公司净利润	8,104.61	8,225.76	121.14	1.49%
项目	2013 年 12 月 31 日/2013 年度			
	剥离前	剥离后	差异额	差异率
总资产	8,220.44	6,875.39	-1,345.05	-16.36%
总负债	2,684.18	2,684.18	-	0.00%
所有者权益	5,536.26	4,191.21		
归属于母公司所有者权益	5,536.26	4,191.21	-1,345.05	-24.30%
营业收入	16,772.78	16,772.78	-	0.00%
净利润	3,112.71	3,107.66		
归属于母公司净利润	3,112.71	3,107.66	-5.05	-0.16%

经核查，本独立财务顾问认为：上述公司的主营业务内容与钙制剂不直接相关，盈利能力较差，与标的公司之间的业务往来真实、合理，非经营性资金往来已清理完毕，剥离上述公司对标的公司日常经营和财务状况无不利影响。

4、标的公司的产品销售均采用代理商经销模式。请说明近三年前十大客户采购商品中最终实现销售的比例。请财务顾问核查并发表意见。

回复：

标的公司产品经销商的最终销售情况涉及经销商的核心商业机密，无法直接获取最终销售情况。

针对标的公司产品经销商的最终销售情况，会计师和本独立财务顾问进行了如下核查：

（1）会计师对标的公司有关销售和收款循环的内部控制制度进行了测试，

相关测试结果可以合理保证相关内部控制制度的健全和有效执行；

(2) 查阅了标的公司与主要经销商签署的经销协议，抽样核对了标的公司与部分经销商的发货和回款记录，结果表明经销商的采购和回款周期连续且较为均衡；

(3) 针对经销商与标的公司合作开始时间、采购内容、采购周期、应收账款回款情况、最终实现销售比例和大致去向进行了确认，近三年前十大客户均对上述事项予以书面确认；

根据前十大客户的确认：2013 年、2014 年，前十大客户采购商品均已实现最终销售；2015 年 1-7 月，部分客户采购商品中尚有少量未实现最终销售，属正常的采购备货情况。

经核查，本独立财务顾问认为：标的公司产品经销商的最终销售情况涉及经销商的核心商业机密，无法直接获取最终销售情况，通过实施相应的核查程序可间接证实标的公司近三年前十大客户采购商品基本已实现最终销售。

8、若标的公司未实现承诺业绩，相关股东仅需以现金方式双倍补偿未实现的承诺净利润，并未采用按未实现净利润占承诺利润的比例回购注销股份的补偿方式。本次交易标的公司估值 26.7 亿元，相比净资产增值 1124.53%。请说明标的公司作价的合理性，以及上述现金补偿方式是否能充分保护投资者合法权益。请财务顾问核查并发表意见。

回复：

(1) 标的公司作价的合理性

1) 本次交易标的资产的市盈率

本次交易康远制药 100%股权作价 264,590 万元。根据立信会计师事务所出具的《模拟审计报告》和中同华出具的《评估报告》，康远制药 2014 年、2015 年 1-7 月实现净利润、2015 年-2017 年预测净利润，康远制药的相对估值水平如下：

项目	2014年实际	2015年预测	2016年预测	2017年预测
净利润（万元）	8,225.76	14,433.19	19,480.41	24,478.10

交易作价(万元)	264,590.00			
市盈率(倍)	32.17	18.33	13.58	10.81
市净率(倍)	12.10			

注：1、净利润为归属于母公司所有者的净利润；

2、市盈率=标的公司 100%股权作价/净利润；

3、市净率=标的公司 100%股权作价/2015 年 7 月 31 日标的公司（合并口径）归属于母公司的所有者权益

从上表可知，与康远制药历史市盈率情况相比，随着康远制药未来三年盈利能力的持续增强，市盈率水平将相应的下降。

2) 可比上市公司市盈率

康远制药主要从事片剂、硬胶囊剂、颗粒剂的生产和销售，主要产品为朗迪牌碳酸钙 D₃ 片（II）及颗粒，为非处方药（OTC）。根据《上市公司行业分类指引》（2012 年修订），康远制药所处细分行业为医药制造业（C27）。因此，选择 A 股创业板医药制造行业相关上市公司，同时剔除市盈率为负值或者超过 300 倍的公司进行比较分析。可比上市公司估值情况对比如下：

序号	证券代码	证券简称	市盈率(倍)	市净率(倍)
1	300016	北陆药业	92.15	12.83
2	300026	红日药业	37.24	7.10
3	300039	上海凯宝	32.88	6.10
4	300049	福瑞股份	82.51	8.62
5	300086	康芝药业	117.45	3.97
6	300110	华仁药业	144.69	5.49
7	300119	瑞普生物	200.97	3.38
8	300147	香雪制药	72.40	8.17
9	300158	振东制药	129.04	2.76
10	300181	佐力药业	45.12	5.79
11	300194	福安药业	110.44	2.96
12	300233	金城医药	65.51	6.38
13	300254	仟源医药	93.05	5.98
14	300255	常山药业	59.00	5.76
15	300267	尔康制药	95.85	17.04
16	300318	博晖创新	189.33	9.97
17	300357	我武生物	74.30	14.40
18	300363	博腾股份	65.15	10.08
19	300436	广生堂	108.29	57.83
20	300439	美康生物	94.90	31.57

21	300452	山河药辅	90.32	17.81
22	30048	赛升药业	61.61	19.34
中位数			91.24	7.63
平均数			93.74	11.97

注：1、市盈率=股价/每股收益，市净率=股价/每股净资产；

2、股价数据取自 2015 年 8 月 3 日收盘价（即距评估基准日最近的一个交易日）；

3、以上计算结果取自 WIND 资讯。

由上表可见，本次交易市盈率远低于可比上市公司平均值和中位数。交易市净率高于可比上市公司平均值和中位数，主要原因系上市公司在上市时都通过公开发行人股票募集了资金，且部分公司后续还进行了再融资或资产重组，净资产相对较大。

3）标的公司盈利能力和财务稳健性

凭借在产品上的专注和坚持，以及对销售渠道的深耕和拓展，康远制药已在钙制剂领域尤其是碳酸钙 D₃ 类药物领域形成较强的竞争优势，具有较强的盈利能力；康远制药所处的医药制造行业 and 该公司本身均处于快速发展期，具备良好的发展势头；其财务状况良好，资产负债率处于合理水平，截至基准日不存在现实或预期的可能对估值造成影响的重大经营风险或财务风险。

从定性角度，康远制药在盈利能力、财务稳健性等方面没有出现导致其实际价值低于评估值的重大瑕疵，依据评估值作价具备合理性。

综上所述，本次交易作价合理、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。

（2）现金补偿方式是否能充分保护投资者合法权益

本次交易中，公司与标的公司股东约定若承诺业绩未实现则采用现金方式补偿是交易双方根据市场化原则协商确定的，符合相关法律法规的要求。根据《上市公司重大资产重组管理办法》的规定，上市公司向控股股东、实际控制人或者其控制的关联人之外的特定对象购买资产且未导致控制权发生变更的，上市公司与交易对方可以根据市场化原则，自主协商是否采取业绩补偿和每股收益填补措施及相关具体安排。

现金补偿亦是上市公司重大资产重组经常采用的一种方式。在近期完成的上市公司重大资产重组中，红日药业（300026）发行股份购买超思股份 100%股权、溢多利（300381）发行股份购买鸿鹰生物 75%股权等，交易双方均约定采用现金方式进行业绩补偿。

本次交易的业绩承诺方均在医药行业从业多年，通过自身及家庭历年的积累，拥有较强的资金实力，预计履行相关业绩补偿义务的可能性较大，一旦触发现金补偿义务且交易对方如不能足额按时履约，公司将凭借与交易对方所签订的《业绩承诺及补偿协议》而采取一切必要的手段来维护公司和投资者的合法权益。

针对现金补偿实施的违约风险，公司已在重组报告书“重大风险提示”之“一、本次交易的相关风险”补充披露如下：

“（六）业绩补偿承诺实施的违约风险

尽管公司与交易对方签订了《业绩承诺及补偿协议》，约定的业绩补偿方式符合相关法律法规的要求，但由于市场波动、公司经营及业务整合等风险导致康远制药的实际净利润数低于承诺净利润数时，盈利预测补偿责任主体如果无法履行业绩补偿承诺，则存在业绩补偿承诺实施的违约风险。”

经核查，本独立财务顾问认为：标的公司作价合理，上述现金补偿方式能够充分保护投资者合法权益。

（本页无正文，为《申万宏源证券承销保荐有限责任公司关于深圳证券交易所<关于对山西振东制药股份有限公司的重组问询函>之专项核查意见》的签章页）

申万宏源证券承销保荐有限责任公司

年 月 日