

广东众生药业股份有限公司

关于非公开发行股票申请文件补充反馈意见的回复

中国证券监督管理委员会：

根据贵会于 2016 年 3 月 24 日口头告知的关于非公开发行股票申请文件补充反馈意见的要求，广东众生药业股份有限公司（以下简称“众生药业”、“发行人”）会同东吴证券股份有限公司（以下简称“保荐机构”）及相关中介机构对补充反馈意见所提问题进行认真落实。现将补充反馈意见有关情况回复提交贵会，敬请贵会审核。

如无特别说明，本回复中所涉及的简称或释义与尽职调查报告中相同。

补充回复问题

发行人以现金收购先强药业 97.69%股权时，最终选用收益法评估结果作为定价依据，截至评估基准日 2014 年 12 月 31 日，先强药业 100%股权的评估值为 130,100 万元，较其账面净资产 24,433.93 万元，评估增值 105,666.07 万元，增值率为 432.46%。

- 1、请发行人说明评估增值较高的原因及合理性；**
- 2、请发行人说明收益法评估中各评估参数选取的合理性。**

答复：

一、评估增值较高的原因及合理性

本次评估的增值率较高，主要是由于广东先强药业有限公司（以下简称“先强药业”）盈利能力较好，研发能力较强，预计未来净利润将持续增长，因此收益法的评估结果显著高于先强药业净资产值。

先强药业自成立以来，一直从事医药产品的研发、生产和销售，截至被收购之前共拥有小容量注射剂、冻干粉针剂、粉针剂（无菌）、片剂、胶囊剂、原料药等 6 个剂型 54 个品种的“国药准字”证书，入选《国家基本药物目录（2012）年版》的品种 3 个，入选《医保目录（2009 年版）》的品种 13 个，其中甲类品

种 2 个，乙类品种 11 个。从历史年度的经营状况分析，先强药业拥有较强的盈利能力及产品竞争力。

其中，头孢克肟分散片及注射用单磷酸阿糖腺苷为先强药业的主要产品，其在市场上具有较强的竞争力。根据南方医药经济研究所和广州标点医药信息有限公司的按终端销售规模统计，先强药业核心产品注射用单磷酸阿糖腺苷在 2013 年度全国单磷酸阿糖腺苷制剂市场排名第 1 位，先强药业生产的头孢克肟分散片在 2013 年度全国头孢克肟制剂市场排名第 4 位。先强药业主要产品中的注射用单磷酸阿糖腺苷和盐酸甲氯芬酯胶囊为专利产品，头孢克肟分散片和炎琥宁注射液获得国家新药证书。较强的市场竞争力使得先强药业主要产品具备一定的价格优势。

利托君产品是先强药业较早进入的领域，是国内少数能够同时生产销售利托君产品片剂和针剂的公司之一，该产品的原料为先强药业自产，具有较强的盈利能力。

此外，先强药业还拥有其他具有广阔市场前景的产品。如健脑素适用于小儿遗尿症、老年痴呆等病症，在国家扩大儿童用药品种及人口老龄化趋势加剧的背景下，该品种有较大的市场拓展空间。盐酸多西环素和非诺贝特胶囊 II 为国家低价药目录入选品种，低价药目录中的药品每个患者每天可以有三元的用量，虽然价格低，但客户需求量大。此外，环磷腺苷葡胺注射液、乙酰谷酰胺注射液等品种也具有较强的市场竞争力。

本次收购前，先强药业已被评为高新技术企业，并建有广东省抗感染药物工程技术研究中心，拥有 10 项专利，其中发明专利 9 项，实用新型 1 项。

基于上述核心竞争力，评估师认为企业的主要价值除了固定资产、营运资金等有形资源之外，还应包含企业所享受的各项优惠政策、经营资质、业务平台、人才团队、品牌优势及销售渠道等重要的无形资源的贡献。先强药业整体收益能力是企业所有环境因素和内部条件共同作用的结果。采用收益法评估时，评估价值中已包含企业不可确指的无形资产例如业务平台、研发能力、经营资质、管理及营销团队、经营模式及品牌优势等无形资产，故造成收益法的评估结果增值较高。

二、收益法评估中各评估参数选取的合理性

本次收益法评估主要采用企业自由现金流折现模型，并使用企业的自由现金流量作为评估对象的收益指标，其基本定义为：

$$R = \text{净利润} + \text{税后的付息债务利息} + \text{折旧和摊销} - \text{资本性支出} - \text{营运资本增加}$$

根据评估对象的经营历史以及未来盈利预测，估算其未来预期的自由现金流量。将未来经营期内的自由现金流量进行折现处理并加和，测算得到企业经营性资产价值。

（一）自由现金流量预测主要指标参数的选取

1、主营业务收入的预测

本次评估中通过预测先强药业各主要产品未来销售收入从而预测先强药业未来的主营业务收入。报告期内先强药业的主要产品为头孢克肟分散片、注射用单磷酸阿糖腺苷、盐酸甲氯芬酯胶囊、非诺贝特胶囊Ⅱ、盐酸利托君片和盐酸利托君注射液等。

2014 年先强药业营业收入及净利润较 2013 年均呈现一定的下降，主要由于根据国家食药监总局规定，2014 年 1 月 1 日起未通过新版 GMP 认证的针剂车间不能继续生产。由于先强药业小容量注射剂、冻干粉针剂和粉针剂车间 GMP 认证证书于 2013 年 12 月 31 日到期，而相应的改造认证 GMP 证书又尚未获得，先强药业无法自行生产冻干粉针剂、粉针剂和小容量注射剂产品，仅将注射用单磷酸阿糖腺苷委托由其他制药企业生产，先强药业的冻干粉针剂、粉针剂和小容量注射剂产品的销售直接受到影响，并间接影响了先强药业片剂和胶囊剂产品的销售，因此先强药业 2014 年销售收入出现了一定幅度的下降。截止评估报告出具日，先强药业上述生产线已完成了 GMP 认证。

基于谨慎性考虑，本次评估对先强药业传统产品头孢克肟分散片及注射用单磷酸阿糖腺苷销售数量的预测，第一个预测年度主要消除 GMP 认证迟延的影响，即第一个预测年度销售数量预计恢复 2013 年的销量水平，以后年度将保持一定增长；销售价格根据先强药业已签订的合同及订单情况确定，基于行业招投标政策的变化，未来年度销售价格考虑一定幅度的递减。

先强药业其他主要产品预测情况如下：

盐酸利托君产品预测：盐酸利托君产品是国际上普遍认可的抗早产药物，随着国家“二胎”政策的放开，二胎产妇对保胎药的需求将大幅增长。与同类产品相比，利托君产品副作用较小，具有较强的市场竞争能力。评估机构在评估基准日预测盐酸利托君产品在预测年度的销售规模会在恢复 2013 年水平的基础上保

持每年 5%-30% 不同幅度的增长；该产品未来销售单价按每年 3% 的幅度递减进行预测。

环磷腺苷葡胺注射液、炎琥宁注射液等产品的预测：参考评估基准日先强药业已签订合同的订单金额及条款约定，扣除收入确认的时间性因素，部分产品销售规模按照已有的经销协议考虑价格变动因素确定，部分产品 2016 年销售规模暂按增长 20% 预测，后续年度收入增速会随着市场规模的扩大逐步放缓。

2、主营业务成本预测

本次评估中通过预测先强药业各主要产品未来的业务成本从而预测先强药业未来的主营业务成本。

(1) 头孢克肟分散片：根据与管理层的访谈，该产品为包衣片。评估机构查阅近年来的采购单价，头孢克肟近年来的价格较为平稳，波动很小。根据近 3 年的供应情况分析，供应商基本能满足企业的要求并及时供货。头孢类药物经过几年市场的发展，原料成本基本不会有太大的波动。故按以前年度的成本单价，谨慎考虑，以后年度按每年递减 0.01 元预测以后年度。

(2) 注射用单磷酸阿糖腺苷：该产品为先强药业的核​​心产品。单磷酸阿糖腺苷的生产工艺为用溶剂将单磷酸阿糖腺苷加热溶解，加入合适的赋形剂，经活性炭过滤、微滤、灌装后，放入冻干机中冷冻干燥制得成品。生产过程中的工艺步骤、加热温度、选用赋形剂的种类和用量、过滤强弱、冻干曲线和冻干时间等关键控制参数为技术核心，通过对这些参数的合理设定，保证了工业化大生产时药品质量稳定，生产成本更低。通过分析近年来的成本变化情况，基于长期冻干曲线工艺改良以及实验室相关数据研究，在原料价格波动不大的情况下，先强药业核心产品注射用单磷酸阿糖腺苷成本单价呈明显的下降趋势。因此 2015 年根据企业实际的成本定价情况进行预测，以后年度按一定的下降幅度预测。

盐酸甲氯芬酯胶囊、非诺贝特胶囊 II 等其他产品预测方法，同上述两款主要产品，此处不再赘述。

3、营业费用、管理费用及财务费用预测

营业费用、管理费用及财务费用：对各项费用进行分类分析，根据不同费用的发生特点、变动规律进行分析，按照和营业收入的关系、自身的增长规律，采

用不同的模型计算。

4、企业自由现金流其他影响因素预测

企业自由现金流其他影响因素预测情况如下：

(1) 折旧和摊销的预测

除根据企业原有的各类固定资产和其它长期资产，并且考虑了改良和未来更新的固定资产和其它长期资产。

(2) 资本性支出的预测

基于本次收益法的假设前提之一为未来收益期限为无限期，所以目前使用的固定资产将在经济使用年限届满后，为了维持持续经营而必须投入的更新支出。分析企业现有主要设备的成新率，大规模更新的时间在详细预测期之后，这样就存在在预测期内的现金流量与以后设备更新时的现金流量口径上不一致，为使两者能够匹配，本次按设备的账面原值/会计折旧年限的金额，假设该金额的累计数能够满足将来一次性资本性支出，故将其在预测期作为更新资本性支出。

(3) 营运资本增加额的预测

营运资本增加额=当期营运资本-上期营运资本

其中，营运资本=安全现金保有量+应收账款+预付账款+存货-应付账款-预收账款-应付职工薪酬-应交税费

(二) 企业自由现金流的确定

根据上述模型以及对本次评估中主要参数的预测，本次评估对先强药业未来企业自由现金流的计算过程及结果如下：

单位：万元

项目\年份	2015年	2016年	2017年	2018年	2019年	2020年及以后
一、营业总收入	17,324.49	20,191.11	23,051.32	25,455.82	26,816.02	26,816.02
二、营业总成本	8,207.52	9,603.07	11,030.98	12,256.57	13,044.27	13,044.27
其中：营业成本	5,198.23	6,162.97	7,163.62	8,024.78	8,593.77	8,593.77
营业税金及附加	215.97	251.79	287.52	317.56	334.54	334.54

营业费用	1,283.03	1,494.95	1,706.41	1,884.15	1,984.68	1,984.68
管理费用	1,506.48	1,688.92	1,868.36	2,024.48	2,125.38	2,125.38
财务费用	3.81	4.44	5.07	5.60	5.90	5.90
资产减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
加：公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
三、营业利润	9,116.97	10,588.04	12,020.34	13,199.25	13,771.75	13,771.75
四、利润总额	9,116.97	10,588.04	12,020.34	13,199.25	13,771.75	13,771.75
五、净利润	7,803.84	9,062.42	10,288.77	11,298.20	11,789.11	11,789.11
六、归属于母公司损益	7,803.84	9,062.42	10,288.77	11,298.20	11,789.11	11,789.11
加：折旧和摊销	553.41	608.75	608.75	608.75	608.75	608.75
减：资本性支出	1,491.79	462.86	462.86	462.86	462.86	608.75
减：营运资本增加	86.17	101.06	109.48	95.54	67.42	0.00
七、股权自由现金流	6,779.29	9,107.25	10,324.01	11,348.56	11,867.58	11,789.11
加：税后的付息债务利息	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
八、企业自由现金流	6,779.29	9,107.25	10,324.01	11,348.56	11,867.58	11,789.11

先强药业并入众生药业后，保持其经营实体存续并在其原管理团队管理下运营，业务快速健康发展，2015年承诺业绩预期可顺利实现。

（三）收益法中折现率参数的选取

收益法中评估参数的选取主要为折现率参数的选取，具体如下：

对于折现率的计算，本次采用资本资产加权平均成本模型（WACC）确定折现率。WACC模型它是期望的股权回报率和所得税调整后的债权回报率的加权平均值。

具体模型如下：

$$R = R_d \times (1 - T) \times W_d + R_e \times W_e$$

式中：

W_d ：评估对象的付息债务比率；

$$W_d = \frac{D}{(E + D)}$$

W_e ：评估对象的权益资本比率；

$$W_e = \frac{E}{(E + D)}$$

T ：所得税率；

R_d ：付息债务利率；

R_e ：权益资本成本，按资本资产定价模型（CAPM）确定权益资本成本 R_e ；

$$R_e = R_f + \beta_e \times MRP + \varepsilon$$

式中：

R_f ：无风险报酬率；

MRP ：市场风险溢价；

ε ：评估对象的特定风险调整系数；

β_e ：评估对象权益资本的预期市场风险系数；

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

式中： β_t 为可比公司的预期无杠杆市场风险系数；

D、E：分别为可比公司的付息债务与权益资本。

折现率中具体各参数的选取如下：

无风险报酬率：

根据 Aswath Damodaran 的研究，一般会把作为无风险资产的零违约证券的久期，设为现金流的久期。国际上，企业价值评估中最常选用的年限为 10 年期债券利率作为无风险利率。经查中国债券信息网截至评估基准日最新 10 年期的、可以市场交易的国债平均到期实际收益率为 3.62%。

市场风险溢价 MRP 的确定：

市场风险溢价是对于一个充分风险分散的市场投资组合，投资者所要求的高于无风险报酬率的回报率。

由于我国证券市场是一个新兴而且相对封闭的市场，历史数据较短、投机气氛较浓、市场波动幅度很大，存在较多非理性因素，并且存在大量非流通股，再加上我国对资本项目下的外汇流动仍实行较严格的管制，因此，直接采用我国证券市场历史数据得出的股权风险溢价可信度不高。而以美国证券市场为代表的成熟证券市场，由于有较长的历史数据，且市场有效性较强，市场总体的股权风险溢价可以直接通过分析历史数据得到。国际上新兴市场的股权风险溢价通常可以采用成熟市场的风险溢价进行调整确定。

因此，本次评估中采用美国纽约大学斯特恩商学院著名金融学教授、估值专家 AswathDamodaran 的方法，通过在成熟股票市场风险溢价的基础上进行信用违约风险息差调整，得到中国市场的风险溢价。具体计算过程如下：

成熟市场的风险溢价计算公式为：

市场风险溢价=成熟股票市场的风险溢价+国家风险溢价

其中：成熟股票市场的风险溢价。美国股票市场是世界上成熟股票市场的最典型代表，AswathDamodaran 采用 1928 年至评估基准日美国股票市场标准普尔 500 指数和国债收益率数据，计算得到截至评估基准日美国股票与国债的算术平均收益差为 5.75%。

国家风险溢价：对于中国市场的信用违约风险息差，AswathDamodaran 根据彭博数据库（Bloomberg）发布的截至评估基准日最新世界各国 10 年期 CDS（信用违约互换）利率，计算得到世界各国相对于美国的信用违约风险息差。其中，评估基准日的中国 10 年期 CDS 利率为 1.78%，美国的 10 年期 CDS 利率为 0.307%，则评估基准日中国市场的信用违约风险息差为 1.47%。

则： $MRP = 5.75\% + 1.47\%$

$= 7.22\%$

即评估基准日中国市场的权益风险溢价约为 7.22%。

β_e 值：

该系数是衡量委估企业相对于资本市场整体回报的风险溢价程度，也用来衡量个别股票受包括股市价格变动在内的整个经济环境影响程度的指标。由于委估企业目前为非上市公司，一般情况下难以直接对其测算出该系数指标值，故本次通过选定与委估企业处于同行业的上市公司于基准日的 β 系数（即 β_t ）指标平

均值作为参照。

中国国内同花顺资讯公司是一家从事于 β 的研究并给出计算 β 值的计算公式的公司。经查医药制造行业的可比公司截至评估基准日加权剔除财务杠杆调整平均 $\beta_t=0.741$ 。

资本结构参考可比上市公司资本结构的平均值作为被评估企业目标资本结构比率。

D 根据基准日的有息负债确定,E 根据基准日的每股收盘价格 \times 股份总额确定。

经过计算, 该行业的 $D/E=6.7\%$ 。

最后得到评估对象权益资本预期风险系数的估计值 $\beta_e=0.784$

企业特定风险 ϵ 的确定:

经分析, 企业特定风险调整系数为待估企业与所选择的可比上市公司在企业规模、经营风险、管理能力、财务风险等方面所形成的优劣势方面的差异, 各风险说明如下:

企业的资产规模和营业收入与可比上市公司相比较小。但是, 经营业务上销售毛利率、净利润率、净资产收益率等指标已经达到甚至超过可比公司水平; 企业经营业务涉及全国。企业内部管理及控制机制尚好, 管理人员的从业经验和资历较高。由于企业处于快速发展阶段, 在营销渠道, 研发能力及财务管理能力方面, 都不如上市公司。

综合以上因素, 企业特定风险 ϵ 的确定为 1.5% 。

权益资本成本的确定

最终得到评估对象的权益资本成本 R_e :

$$\begin{aligned} R_e &= 3.62\% + 0.784 \times 7.22\% + 1.5\% \\ &= 10.8\% \end{aligned}$$

债务资本成本:

债务资本成本 R_d 取 5 年期贷款利率 6.00% 。

资本结构的确定

结合企业未来盈利情况、管理层未来的筹资策略, 确定上市公司资本结构为企业目标资本结构比率。

$$W_d = \frac{D}{(E + D)} = 6.3\%$$

$$W_e = \frac{E}{(E + D)} = 93.7\%$$

折现率计算

$$R = R_d \times (1 - T) \times W_d + R_e \times W_e$$

适用税率：所得税为 15%。

折现率 R：

将上述各值分别代入公式即有：

$$= 6.00\% \times (1 - 15\%) \times 6.3\% + 10.8\% \times 93.7\%$$

$$= 10.4\%$$

（四）评估测算过程

本次评估中收益法的评估结果测算过程及结果如下：

单位：万元

项目\年份	2015年	2016年	2017年	2018年	2019年	2020年及以后
企业自由现金流	6,779.29	9,107.25	10,324.01	11,348.56	11,867.58	11,789.11
折现率	10.4%	10.4%	10.4%	10.4%	10.4%	10.4%
折现系数	0.9517	0.8621	0.7809	0.7073	0.6407	6.1604
收益现值	6,451.85	7,851.36	8,062.02	8,026.84	7,603.56	72,625.63
非经营性资产净值评估值	15,313.67					
溢余资产评估值	4,210.00					
股东全部权益价值评估值	130,100.00					

三、保荐机构的核查意见

经核查，保荐机构认为，先强药业资产质地良好，盈利能力较强，产品具有较强的市场竞争力且先强药业具有较强的研发能力，估值较高具有合理性；发行人收购先强药业采用收益法评估所选取的主要参数系根据先强药业生产经营的实际情况、市场专业研究机构（AswathDamodaran）的研究数据及国内公开的宏观数据确定，上述参数选取合理。

（本页无正文，为广东众生药业股份有限公司关于非公开发行股票申请文件补充反馈意见的回复之盖章页）

广东众生药业股份有限公司
年 月 日