

中信建投证券股份有限公司关于上海证券交易所《关于对浙江司太立制药股份有限公司重大资产购买暨关联交易报告书（草案）信息披露的问询函》之专项核查意见

上海证券交易所：

根据贵所《关于对浙江司太立制药股份有限公司重大资产购买暨关联交易报告书（草案）信息披露的问询函》（上证公函[2018]2614号）（以下简称“《问询函》”）的要求，独立财务顾问中信建投证券股份有限公司（以下简称“独立财务顾问”）本着勤勉尽责、诚实信用的原则，对《问询函》提出的问题进行逐项核查和落实，并回复如下（如无特别说明，本核查意见内容中出现的简称均与《浙江司太立制药股份有限公司重大资产购买暨关联交易报告书（草案）》中的释义内容相同）：

问题 1、前期，公司拟发行股份收购海神制药，并于 2018 年 8 月终止。本次发布重组草案，拟现金收购海神制药 94.67% 股权，交易作价 8.05 亿元。请补充披露：（1）公司收购海神制药的方式由发行股份变更为现金收购的原因；（2）本次收购资金的来源，并结合上市公司自身资金情况及相关安排，简要测算本次现金收购对公司负债率等主要财务指标的影响；（3）本次方案与前次方案是否存在其他重大差异。请财务顾问发表意见。

回复：

（一）公司收购海神制药的方式由发行股份变更为现金收购的原因

1、采用现金对价的方式更有利于保护上市公司股东利益

与股份支付相比，现金支付不会增加上市公司的总股本，也不会摊薄上市公司现有股东的回报。假设本次交易也采用上市公司发行股份的方式支付对价，并以审议本次交易的第三届董事会第十九次会议决议公告日（即 2018 年 10 月 27 日）作为定价基准日，则发行股份的价格为 17.39 元/股（不低于定价基准日前 20 个交易日均价的 90%），以此为基础测算前次交易（股份支付）、本次交易（现金支付）、本次交易（股份支付）三种情形对上市公司股东的影响，具体如下表所示：

项目	前次交易 (股份支付)	本次交易 (现金支付)	本次交易 (股份支付)
发行价格(元/股, 不低于定价基准日前 20 个交易日均价的 90%)	26.95	-	17.39
交易对价(万元)	85,000.00	80,471.80	80,471.80
股份对价(万元)	75,000.00	-	80,471.80
股份发行数量(股)	27,829,311	-	46,274,751
重组后上市公司总股本(股)	147,829,311	120,000,000	166,274,751
2017 年上市公司备考每股收益(元/股)	0.92	1.10	0.79

从上表可以看出, 采取现金作为支付对价, 上市公司 2017 年的备考每股收益为 1.10 元/股, 既高于本次交易假设采用股份支付对价的备考每股收益 (0.79 元/股), 也高于前次采用“股份+现金”支付对价下的备考每股收益 (0.92 元/股), 重组完成后对上市公司的股东回报最高。

2、交易对方基于自身商业安排, 希望采用现金支付

公司本次收购的交易对方包括香港西南国际、宁波天堂硅谷和西藏硅谷天堂, 各交易对方在与上市公司谈判的过程中, 均提出了以现金方式支付对价的商业诉求。就香港西南国际而言, 在其前次于境外收购海神制药的过程中, 按照原股东好利安集团的要求支付了 1.268 亿美元 (按照协议签署日美元兑换人民币中间价换算, 约合 8.34 亿元人民币) 股权转让款, 目前面临着偿付资金本息的压力; 宁波天堂硅谷和西藏硅谷天堂均为专业的投资机构, 根据其投资安排, 在不同期间对交易对价的支付方式有不同的计划和安排, 本次交易中希望以现金收购方式参与交易。

(二) 本次收购资金的来源, 上市公司自身资金情况及相关安排, 以及对公司负债率等主要财务指标的影响

本次交易支付的现金来源为上市公司自有资金与银行并购贷款。一方面, 截至 2018 年 11 月 8 日, 上市公司合并口径可动用的自有资金约 35,354 万元; 另一方面, 中国银行仙居支行将为上市公司本次交易提供不超过 48,000 万元的并购贷款, 因此上市公司自有资金与银行并购贷款合计为 83,354 万元, 足以支付本次交易的 8.05 亿元对价。

根据天健会计师出具的天健审〔2018〕8046 号的《审阅报告》, 本次交易前后上市公司偿债能力指标对比情况如下:

项目	2018/6/30 实际数	2018/6/30 备考数	2017/12/31 实际数	2017/12/31 备考数
流动比率（倍）	1.10	0.59	1.24	0.62
速动比率（倍）	0.70	0.37	0.79	0.37
资产负债率	57.03%	70.07%	56.67%	69.54%

在编制备考合并财务报表时，天健会计师假设上市公司将本次应支付的股权转让款 8.05 亿元全部计入负债科目，从而导致上市公司备考财务报表的流动比率和速动比率下降、资产负债率上升。但考虑到：（1）上市公司实际为本次交易向银行申请的并购贷款为 48,000 万元，低于编制备考报表时计入负债科目的应支付股权转让款总额；（2）上市公司收购海神制药完成后，海神制药每年产生的净利润将并入上市公司合并报表，逐年增厚上市公司的股东权益；（3）在党中央、国务院、中国证监会、上海证券交易所支持民营企业发展的良好政策导向以及资本市场股权融资渠道、融资品种不断拓宽的背景下，上市公司未来可以择机通过股权融资的方式扩大净资产规模、偿还银行贷款，从而优化上市公司资本结构，因此本次交易造成的上市公司负债率提升不会对上市公司未来的经营发展产生重要影响。

（三）本次方案与前次方案是否存在重大差异

本次交易方案与前次交易方案相比，除支付方式外，在交易目的、标的资产范围、交易价格、交易对方、定价方式等方面不存在重大差异：

项目	前次交易方案	本次交易方案	差异分析
交易目的	消除同业竞争	消除同业竞争	无差异
标的资产	海神制药 100% 股权	海神制药 94.67% 股权	标的公司同为海神制药，标的资产减少 5.33% 的海神制药股权
交易价格	85,000.00 万元	80,471.00 万元	本次交易海神制药 94.67% 股权的价格为 80,471.00 万元，换算成海神制药 100% 股权的价格为 85,000.00 万元，与前次交易一致
支付方式	75,000.00 万元（股份） +10,000.00 万元现金	80,471.00 万元	前次交易为“股份+现金”的支付方式，且股份支付比重为 88.23%；本次交易为纯现金支付的方式
交易对方	香港西南国际、宁波天堂 硅谷、西藏硅谷天堂、仙 居聚量、竺梅寝具	香港西南国际、宁波天堂 硅谷、西藏硅谷天堂	本次交易减少 2 名交易对方
定价方式	以标的资产评估值为基 础，由交易各方协商定价。	以标的资产评估值为基 础，由交易各方协商定	定价方式相同，且本次交易的 溢价率低于前次交易

	交易价格较评估值溢价率为 15.90%	价。交易价格较评估值溢价率为 12.84%	
--	---------------------	-----------------------	--

(四) 独立财务顾问意见

经核查，独立财务顾问认为，本次交易方案与前次交易方案相比，除支付方式外，不存在其他方面的重大差异；上市公司本次采用现金对价的支付方式，既保障了上市公司股东的利益不被摊薄，也兼顾了交易对方的诉求；本次交易完成后上市公司负债率上升不会对上市公司未来的经营发展产生重大影响。

问题 2、在审议该草案的董事会和监事会决议中，朗生投资（香港）有限公司委派的一名董事和一名监事投票反对，认为新方案没有和原方案对公司及股东权益的对照分析。请公司具体说明相关情况。请财务顾问发表意见。

回复：

(一) 前次董事、监事投票反对的原因及后续进展情况

根据公司董事汤军先生、监事陶芳芳女士出具的《关于投票反对公司重大资产重组相关议案的情况说明》，在公司第三届董事会第十九次会议和第三届监事会第十二次会议审议本次重组议案时，由于本次交易方案与前次交易方案没有对公司股东回报指标影响的差异分析，故对上述相关议案投了反对票。

会后，上市公司在独立财务顾问和天健会计师的配合下，向董事汤军先生、监事陶芳芳女士进行了解释与情况说明，并就两次方案不同的支付对价方式对每股收益等股东回报指标的不同影响进行了对照分析。前后两次交易方案差异的核心在于对价支付方式，前次以发行股份作为支付对价会摊薄上市公司全体股东的回报，本次以现金作为对价支付方式对上市公司的股东更有利。公司董事汤军先生、监事陶芳芳女士在《关于投票反对公司重大资产重组相关议案的情况说明》中指出：“本人已经充分知悉并了解两次方案对于股东回报指标影响的具体差异及原因。本人认为，本次交易采用现金收购的方式，与公司前次方案采用发行股份收购的方式相比，不会增加公司的总股本，也不会摊薄公司现有股东回报，是更有利于保护公司全体股东利益的方案。”

上市公司第三届董事会由 7 人组成，第三届监事会由 3 人组成。在审议本次重组的董事会和监事会会议上，除去关联董事回避表决外，董事会审议本次重组方案

的会议表决结果为同意 3 票、回避 3 票、反对 1 票、弃权 0 票，监事会审议本次重组方案的会议表决结果为同意 2 票、回避 0 票、反对 1 票、弃权 0 票。尽管董事汤军先生、监事陶芳芳女士投反对票，但本次董事会、监事会的会议结果仍符合《浙江司太立制药股份有限公司章程》中“董事会会议所作决议须经无关联关系董事过半数通过”、“监事会决议应当经半数以上监事通过”的规定。

（二）独立财务顾问意见

经核查，独立财务顾问认为，公司董事汤军先生、监事陶芳芳女士已出具相关说明文件，其认为本次交易与前次交易相比更有利于保护公司全体股东利益；公司第三届董事会第十九次会议和第三届监事会第十二次会议的会议结果符合公司章程的相关规定。

问题 3、草案披露，海神制药 2017 年全年净利润 5,470.15 万元，2018 年上半年实现净利润 1,195.58 万元；2017 年度经营活动现金流 6,007 万元，2018 年上半年经营活动现金流 1,176 万元。请补充披露：（1）结合行业状况、订单承接、自身经营等，补充说明标的资产 2018 年上半年呈现业绩下滑的原因，是否存在季节性因素等，并就业绩波动情况进行具体的风险提示；（2）标的公司经营活动现金流变化的原因，是否存在季节性因素。请财务顾问和会计师发表意见。

回复：

（一）结合行业状况、订单承接、自身经营等，补充说明标的资产 2018 年上半年呈现业绩下滑的原因，是否存在季节性因素等，并就业绩波动情况进行具体的风险提示

1、行业状况

标的公司专业从事 X 射线造影剂的原料药、中间体及制剂的研发、生产及销售，主要产品为碘海醇、碘帕醇原料药，是国内 X 射线造影剂原料药行业的领先企业。

造影剂在临床中应用非常广泛，随着人口老龄化的加剧以及恶性疾病发病率的增加，肿瘤、心血管疾病以及神经系统疾病的诊断和治疗需求促进了造影剂市场的稳步发展；同时造影检测设备的更新进步，也使得造影显像在临床应用范围得到扩

大。2013-2017 年，我国造影剂市场稳步增长，增长速度高于药品市场的整体增长速度。2017 年造影剂市场规模已经超过 110 亿元，到 2021 年，造影剂市场规模将突破 180 亿元，具有较大的增长空间。

X 射线造影剂是国内及全球造影剂市场的主体，据统计，2017 年全国医院市场 X 射线造影剂市场规模已达 93.49 亿元，较 2013 年增加了约 70%，2013-2017 年复合年增长率为 13.56%，增长非常迅速，预计到 2018 年 X 射线造影剂国内市场规模将突破 100 亿元，到 2021 年 X 射线造影剂国内市场规模将可能达到 150 亿元。

其中碘海醇属于第二代非离子型单体造影剂，适用于成人及儿童的血管及体腔内注射，在临床上用于血管造影、头部及体部 CT 增强造影、静脉尿路造影，亦可用于关节腔造影、内镜逆行胰胆管造影、经皮经肝胆管造影、瘻道造影、胃肠道造影、T 形管造影等。2017 年中国碘海醇的市场规模达 22.75 亿元，2013-2017 年，碘海醇的复合年增长率为 5.53%，临床应用广泛，预计到 2021 年碘海醇国内市场规模将超过 28 亿元。

碘帕醇为非离子型低渗性造影剂，主要用于腰、胸及颈段脊髓造影，脑血管造影，周围动、静脉造影，心血管造影，冠状动脉造影，尿路、关节造影及 CT 增强扫描。2017 年，碘帕醇的全球市场规模为 6.93 亿美元，达到了近 5 年之最。据中国医药工业信息中心的数据显示，碘帕醇 2017 年的市场规模达到 14.25 亿元，2013-2017 年的复合年增长率为 11.71%，增长速度较快，预计到 2021 年市场规模有望达到 22.19 亿元。

随着国家政策支持，医疗保障体系逐渐完善、人口老龄化加剧、卫生支出增加以及造影设备的加快普及等有利因素，X 射线造影剂的市场发展潜力较大。

2、订单承接

标的公司专业从事 X 射线造影剂的原料药、中间体及制剂的研发、生产及销售，主要产品为碘海醇、碘帕醇原料药，是国内 X 射线造影剂原料药行业的领先企业。其产品获得了欧盟碘海醇原料药 CEP 证书以及日本碘海醇原料药和碘帕醇原料药的登录证。海神制药产品行销国内、欧洲、日本等多个国家和地区，主要终端客户包括北陆药业、天衡制药等国内大型造影剂厂商，以及日本知名医药企业

Fuji Pharmaceutical Co., Ltd（以下简称“日本 Fuji”）等海外客户，形成了稳定的合作关系。

对于造影剂制剂厂商来说，优质原料药的稳定供应至关重要，大型造影剂制剂产品制造商为保证原料药的供应稳定及品质，通常只选取少数优质原料药供应商进行长期稳定合作。标的公司的客户开发、产品推广主要以参加上海、欧洲、印度等地举办的世界制药原料药展会为主，一般原料药供应商提供的产品样品取得客户认证后，客户或委托其代理商与原料药供应商（公司）签订产品供货合同，标的公司根据客户的采购计划安排生产备货，并按照订单安排发货和销售，从海神制药过往销售记录看，不存在明显的季节性变化因素。

3、海神制药 2018 年上半年呈现业绩下滑原因

海神制药 2017 年的净利润为 5,470.15 万元，2018 年上半年实现的净利润为 1,195.58 万元，业绩呈下滑趋势，主要系产品销量下降引起。海神制药 2017 年至 2018 年 1-6 月主要产品的毛利情况如下表所示：

年份/项目		2018 年 1-6 月	2017 年度
碘海醇	销售数量（千克）	91,949.52	178,924.29
	销售收入（万元）	6,290.63	12,726.94
	销售单价（元/千克）	684.14	711.30
	销售成本（千克）	4,197.98	7,744.36
	单位成本（千克）	456.55	432.83
	销售毛利（万元）	2,092.65	4,982.58
	毛利率	33.27%	39.15%
碘帕醇	销售数量（千克）	32,227.50	107,038.58
	销售收入（万元）	3,507.12	12,347.49
	销售单价（元/千克）	1,088.24	1,153.57
	销售成本（千克）	2,775.00	9,242.84
	单位成本（千克）	861.07	863.51
	销售毛利（万元）	732.12	3,104.65
	毛利率	20.88%	25.14%

其中，2018 年 1-6 月产品销量、价格、单位成本三个因素变化对毛利的影响情况如下：

单位：万元

项 目	碘海醇	碘帕醇	小 计	比 重
销量变化对毛利的影响	-2,421.97	-2,169.88	-4,591.85	87.25%
价格变化对毛利影响	-249.73	-210.51	-460.24	8.74%
单位成本变化对毛利影响	-218.10	7.86	-210.24	3.99%
合 计	-2,889.80	-2,372.53	-5,262.33	100.00%

从上表可见，2018 年上半年销量变化因素对海神制药毛利的影响比重最大。一方面，2017 年底海神制药被香港西南国际收购后，部分客户（如日本 Fuji）根据海神制药实际控制人变化的情况，与海神制药就未来业务合作重新进行了评估和沟通；另一方面，2018 年上半年海神制药对部分车间的生产设备进行了全面检修，造成个别月份生产规模下降。海神制药共有 7 个生产车间，其中 3 个车间用于碘海醇生产，3 个车间用于碘帕醇生产，1 个车间为碘海醇、碘帕醇中间体公用氢化工艺车间。为提升生产效率，2018 年 2-3 月海神制药对碘帕醇生产线的 3 个车间进行了纯化水系统的改造和验证及溶剂回收自控系统改造，造成阶段性停产。2018 年 4 月，碘帕醇生产线的 3 个车间各项改造验证完毕并逐步恢复生产，至 2018 年 6 月已全面满负荷生产。阶段性停产的 3 个碘帕醇车间的产品主要销往日本 Fuji，南美的 Laboratorios Bacon SAIC，以及印度的 JB Chemicals and Pharmaceuticals Ltd。

上述两方面因素共同影响了海神制药 2018 年上半年的销售数量和销售收入，但 2018 年 3 月海神制药与部分海外客户业务合作的重新评估和沟通程序已经完成，部分在 2018 年 2-3 月份检修的车间也已经恢复生产，上述影响 2018 年上半年业绩下滑的暂时性因素已经基本消除。

重组报告书“重大风险提示”之“二、标的公司经营相关的风险”中已补充披露了“（十一）业绩波动的风险 海神制药 2017 年全年的净利润为 5,470.15 万元，2018 年上半年实现净利润为 1,195.58 万元，呈现业绩下滑的趋势，其主要原因系：

（1）2017 年底海神制药被香港西南国际收购后，部分客户根据海神制药实际控制人变化的情况，与海神制药就未来业务合作重新进行了评估和沟通；（2）2018 年上半年海神制药对部分车间的生产设备进行了全面检修，造成个别月份生产规模下降，上述因素共同影响了海神制药的销售数量和销售收入，造成毛利下降。目前，海神制药与部分海外客户业务合作的重新评估和沟通程序已经完成，部分检修的车间也已经恢复生产，上述影响 2018 年上半年业绩下滑的暂时性因素已经基本消除。

但仍不排除未来市场环境、客户变化或者海神制药自身原因等导致的业绩波动情况，提请投资者关注海神制药业绩波动的风险。”

（二）标的公司经营活动现金流变化的原因，是否存在季节性因素

海神制药经营性现金流量与净利润情况如下：

单位：万元

项目	2018年1-6月	2017年度
经营活动产生的现金流量净额	1,176.49	6,007.52
净利润	1,195.58	5,470.15
经营活动产生的现金净流量占净利润的比例	98.40%	109.82%
营业收入	10,710.16	26,123.64
经营活动产生的现金流量净额占营业收入的比例	10.98%	23.00%

海神制药实现的净利润和经营活动现金流量净额调节关系如下：

单位：万元

补充资料	2018年1-6月	2017年度
将净利润调节为经营活动现金流量：		
净利润	1,195.58	5,470.15
加：资产减值准备	79.15	-17.09
固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧	771.64	1,445.52
无形资产摊销	93.78	143.72
长期待摊费用摊销	2.08	4.82
固定资产报废损失(收益以“-”号填列)	-	6.92
公允价值变动损失(收益以“-”号填列)	-	-
财务费用(收益以“-”号填列)	-40.81	-526.17
投资损失(收益以“-”号填列)	-10.80	-
递延所得税资产减少(增加以“-”号填列)	-3.10	-5.67
递延所得税负债增加(减少以“-”号填列)	-	-
存货的减少(增加以“-”号填列)	-41.00	-1,485.00
经营性应收项目的减少(增加以“-”号填列)	-1,546.34	870.35
经营性应付项目的增加(减少以“-”号填列)	676.32	99.97
经营活动产生的现金流量净额	1,176.49	6,007.52

2018年1-6月海神制药经营活动产生的现金净流量为1,176.49万元，2017年为6,007.52万元，经营活动现金流量变化的主要系：（1）2018年1-6月海神制药销售收入下降导致净利润下降；（2）期末存货和应收账款较期初有所增加。在考虑上

述因素后，海神制药的净利润与经营性现金净流量的配比依然保持基本稳定（2018年1-6月经营活动产生的现金净流量占净利润的比例为98.40%，2017年经营活动产生的现金净流量占净利润的比例为109.82%），不存在经营性现金流量与净利润脱节的情况，亦不存在明显的季节性因素影响。

（三）独立财务顾问意见

经核查，独立财务顾问认为，海神制药所处行业发展前景良好，不存在季节性波动情况，海神制药2018年1-6月业绩下滑的主要原因系2017年底海神制药被香港西南国际收购后，部分客户根据海神制药实际控制人变化的情况，与海神制药就未来业务合作重新进行了评估和沟通以及2018年上半年海神制药对部分车间的生产设备进行了全面检修，造成个别月份生产规模下降，上述因素共同影响了海神制药的销售数量和销售收入，造成毛利下降。重组报告书已就业绩波动情况进行风险提示。净利润与经营性现金净流量在考虑上述分析的相关影响因素后基本配比，海神制药不存在经营性现金流量与净利润脱节的情况。

问题4、草案披露，2018年1-6月份标的公司第一大客户为 Dratig Pharma Co., Limited，系新增客户；同时，标的公司2017年全年向原第一大客户 Nagase & Co.Ltd 销售金额为1.18亿元，而2018年上半年销售金额仅1,925万元。请补充披露：（1）标的公司与原第一大客户之间合作金额下降的原因，是否存在其他合作安排；（2）新增客户 Dratig Pharma Co., Limited 与上市公司、标的公司及相关股东之间，是否存在关联关系或其他利益关系。请财务顾问和律师发表意见。

回复：

（一）标的公司与原第一大客户之间合作金额下降的原因，是否存在其他合作安排

海神制药在2017年的第一大客户 Nagase & Co.Ltd（以下简称“Nagase”）和2018年1-6月的第一大客户 Dratig Pharma Co., Limited（以下简称“Dratig Pharma”）都是日本 Fuji 的指定代理。Dratig Pharma 与 Nagase 是独立的法人和经销商，两者从海神制药采购的碘海醇、碘帕醇产品最终流向了终端使用者日本 Fuji。海神制药与 Nagase 销售金额下降主要系日本 Fuji 整合代理商渠道的诉求。2018年上半年，日本 Fuji 在整合其自身采购渠道时，对中国地区的经销商进行了重新分类和布局，

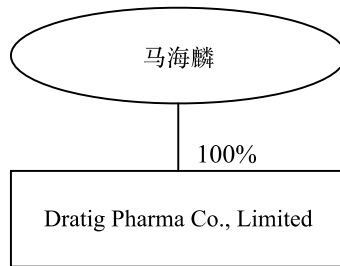
海神制药也是根据日本 Fuji 要求进行了调整,从而使得与 Nagase 的合作金额下降。但不论是销售给 Nagase 或是 Dratig Pharma, 海神制药生产的碘造影剂原料药的最终使用者并未发生变化, 因此不会对海神制药的产销安排产生实质性影响。

除正常业务来往外, 海神制药与 Nagase 之间不存在其他合作安排。

(二) 新增客户 Dratig Pharma 与上市公司、标的公司及相关股东之间, 是否存在关联关系或其他利益关系

1、Dratig Pharma 穿透后的持股情况

根据 Dratig Pharma 提供的资料, Dratig Pharma 穿透披露至全国中小企业股份转让系统挂牌公司、上市公司、国资委、自然人的持股情况如下:



2、Dratig Pharma 与上市公司、标的公司及相关股东之间不存在关联关系或其他利益关系

(1) 上市公司持股 5% 以上股东、实际控制人

上市公司的控股股东为胡锦涛, 实际控制人为胡锦涛和胡健。截至 2018 年 9 月 30 日, 上市公司持股 5% 以上股东、实际控制人及其关联方持股情况如下:

序号	股东	持股数量 (万股)	持股比例
1	胡锦涛	2,565.00	21.38%
2	胡健	2,250.00	18.75%
3	朗生投资 (香港) 有限公司	1,210.00	10.08%
4	台州聚合投资有限公司	450.00	3.75%
5	胡爱敏	270.00	2.25%

(2) 标的公司股权结构

截至本核查意见出具之日, 海神制药的持股情况具体如下:

序号	股东	出资额（万元）	持股比例
1	香港西南国际	8,291.2659	82.91%
2	宁波天堂硅谷	588.0000	5.88%
3	西藏硅谷天堂	588.0000	5.88%
4	仙居聚量	179.7930	1.80%
5	竺梅寝具	352.9411	3.53%
合计		10,000.0000	100%

(3) Dratig Pharma 与上市公司、海神制药及相关股东之间不存在关联关系

根据上市公司、Dratig Pharma 提供的资料、上市公司及其实际控制人出具的《承诺函》、Dratig Pharma 出具的《承诺函》、海神制药出具的《承诺函》，Dratig Pharma 及其追溯至全国中小企业股份转让系统挂牌公司、上市公司、国资委、自然人的投资人与上市公司及其持股 5% 以上的股东、实际控制人、标的公司及其股东香港西南国际、宁波天堂硅谷、西藏硅谷天堂、仙居聚量、竺梅寝具之间不存在关联关系或其他利益关系。

(三) 独立财务顾问意见

经核查，独立财务顾问认为，报告期内海神制药第一大客户变化系根据碘造影剂原料药产品的终端使用者日本 Fuji 整合代理商渠道进行的调整。根据上市公司、Dratig Pharma 提供的资料、上市公司及其实际控制人出具的《承诺函》、Dratig Pharma 出具的《承诺函》、海神制药出具的《承诺函》并经核查，Dratig Pharma 及其追溯至全国中小企业股份转让系统挂牌公司、上市公司、国资委、自然人的投资人与上市公司及其持股 5% 以上的股东、实际控制人、标的公司及其股东香港西南国际、宁波天堂硅谷、西藏硅谷天堂、仙居聚量、竺梅寝具之间不存在关联关系或其他利益关系。

问题 5、2016 年至今，标的公司产品碘帕醇的期末存量由 10,785 千克上升至 40,209 千克，而碘海醇期末存量基本保持稳定，请补充披露产品库存变化原因，以及客户变化是否对公司产销安排产生影响。请财务顾问和会计师发表意见。

回复：

(一) 海神制药 2016 年至 2018 年 6 月末碘帕醇的期末库存上升的原因

2016年至2018年6月末，海神制药的碘帕醇库存量情况如下：

项目	2018/6/30	2017/12/31	2016/12/31
碘帕醇期末库存量（千克）	40,209.80	24,397.00	10,785.94

报告期内各期末碘帕醇库存的波动主要系海神制药根据客户采购计划安排生产备货所致。2017年度，日本Fuji通过经销商向海神制药采购碘帕醇约90吨，2018年全年日本Fuji的经销商向海神制药的碘帕醇采购计划约92吨。截至2018年6月30日，已执行了29吨的碘帕醇采购订单，尚有63吨碘帕醇采购计划未执行，故海神制药期末碘帕醇库存量上升系为日本Fuji备货生产所致。

（二）客户变化是否对海神制药产销安排产生影响

标的公司原第一大客户Nagase和新增客户Dratig Pharma都是日本Fuji的指定代理，Dratig Pharma与Nagase是独立的法人和经销商，两者从海神制药采购的碘海醇、碘帕醇产品最终流向了终端使用者日本Fuji。

海神制药与Nagase销售金额下降主要系日本Fuji整合代理商渠道的诉求所致。2018年上半年，日本Fuji在整合其自身采购渠道时，对中国地区的经销商进行了重新分类和布局，海神制药也根据日本Fuji的要求进行了调整，从而导致直接销售给Nagase的金额下降，但不论是销售给Nagase或是Dratig Pharma，海神制药生产的碘造影剂原料药的最终使用者并未发生变化，因此不会对海神制药的产销安排产生实质性影响。

（三）独立财务顾问意见

经核查，独立财务顾问认为，报告期末海神制药碘帕醇库存上升系根据客户意向采购计划进行生产安排所致，报告期内海神制药经销商客户的变化对海神制药产销安排并未造成实质影响。

问题6、草案披露，标的公司股东全部权益采用收益法评估价值为7.53亿元，其中对于以后年度的收入和利润，较前次重组方案的评估有所变动。请补充披露在标的公司今年上半年净利润下滑、相关原材料等成本提升、主要产品单价下滑等情况下，后续年度盈利预测反而较前次评估有所上升的原因。请财务顾问和评估师发表意见。

回复：

（一）2018 年上半年海神制药净利润下滑主要系暂时性因素导致，不影响标的公司未来持续盈利能力

2018 年上半年海神制药的净利润下滑，其主要原因系：（1）2017 年底海神制药被香港西南国际收购后，部分客户根据海神制药实际控制人变化的情况，与海神制药就未来业务合作重新进行了评估和沟通；（2）2018 年上半年海神制药对部分车间的生产设备进行了全面检修，造成个别月份生产规模下降。上述因素共同影响了海神制药的销售数量和销售收入，造成毛利下降。

上述影响因素系暂时性因素，截至评估基准日海神制药与部分海外客户业务合作的重新评估和沟通程序已经完成，部分检修的车间也已经全面恢复生产，因此上述暂时性影响因素已基本消除，不会影响海神制药未来的持续盈利能力。

（二）两次评估盈利预测结果比较

前期，司太立拟发行股份及支付现金购买海神制药的 100% 股权，为此委托评估机构以 2017 年 12 月 31 日为评估基准日对海神制药的股东全部权益价值进行评估，评估机构出具了坤元评报〔2018〕218 号资产评估报告（以下简称“前次评估”）。本次，司太立拟以支付现金的方式收购海神制药的 94.67% 股权，为此委托评估机构以 2018 年 6 月 30 日为评估基准日对海神制药的股东全部权益价值进行评估，评估机构出具了坤元评报〔2018〕526 号资产评估报告（以下简称“本次评估”）。两次评估对海神制药未来五年净利润的预测结果比较如下：

单位：万元

项目/年份	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年
前次评估预测净利润	4,374.61	4,869.93	6,399.46	8,337.06	10,076.60
本次评估预测净利润	3,739.49	5,229.22	6,742.42	8,321.85	9,531.51
差异	-635.12	359.29	342.96	-15.21	-545.09

在相关原材料等成本提升、主要产品单价下滑等情况下，虽然海神制药的碘海醇原料药、碘帕醇原料药的经营毛利较上次盈利预测有一定幅度下降，但由于碘海醇制剂销售规模增长迅速、海神制药为适应市场需求对碘化物中间体生产设施进行扩产技改等原因，海神制药未来总体盈利能力较上次评估未出现较大幅度下降，其中在 2019 年、2020 年较上次评估略有增长。

随着市场日益成熟，海神制药的碘海醇制剂产品销售量与销售收入均呈现迅速增长的趋势，其中 2018 年 1-6 月销售量及销售收入已超过 2017 年全年，全年预计销售额远高于前次评估预测数。根据 IMAX 爱尔兰的经营计划，海神制药正继续积极开展多个新增市场的产品销售许可工作，且与经销商签订了相关经销协议，未来年度海神制药碘海醇制剂的销售量还将有较大的增长空间。

碘化物中间体，主要用于碘海醇、碘克沙醇、碘佛醇等造影剂的生产。随着碘海醇、碘克沙醇等造影剂产品的市场需求量每年以较快的速度递增，作为其关键中间体，碘化物的用量也在逐年上升，目前预计国内市场容量在 3,500 至 4,000 吨/年左右。海神制药截至评估基准日的碘化物中间体产能为 25 吨/月，全部自用于碘海醇原料药的生产。为适应市场需求，海神制药拟于 2018 年内在现有碘化物中间体生产设施的基础上进行扩产技改，拟将碘化物中间体的产能从 25 吨/月扩展到 34 吨/月。2019 年开始，在满足自用需求的基础上，新增碘化物中间体产品将全部用于对外出售。本次评估根据海神制药的最新经营状况，结合海神制药与相关客户签订的销售合同，考虑了上述碘化物中间体新增产量对标的公司未来盈利能力的贡献。

两次评估对海神制药主要产品未来五年销售收入、销售成本、销售毛利的预测结果比较如下表所示：

单位：万元

项目/年份		2018 年	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年
碘海醇	前次评估预测收入	13,621.23	14,328.01	13,932.17	13,730.59	13,579.40
	前次评估预测成本	8,428.36	8,924.85	8,647.82	8,533.17	8,478.55
	前次评估预测毛利	5,192.87	5,403.16	5,284.35	5,197.42	5,100.85
	本次评估预测收入	12,782.66	13,310.23	12,732.15	12,359.53	12,090.62
	本次评估预测成本	8,425.14	8,656.08	8,311.49	8,156.46	8,075.92
	本次评估预测毛利	4,357.52	4,654.15	4,420.66	4,203.07	4,014.70
	毛利差异	-835.35	-749.01	-863.69	-994.35	-1,086.15
碘帕醇	前次评估预测收入	13,704.00	15,828.40	16,789.50	16,789.50	16,789.50
	前次评估预测成本	10,409.77	12,002.27	12,581.57	12,575.52	12,617.89
	前次评估预测毛利	3,294.23	3,826.13	4,207.93	4,213.98	4,171.61
	本次评估预测收入	12,212.35	15,234.15	16,159.50	15,997.50	15,837.00
	本次评估预测成本	9,284.42	11,487.99	12,141.96	12,129.56	12,139.64
	本次评估预测毛利	2,927.93	3,746.16	4,017.54	3,867.94	3,697.36
	毛利差异	-366.30	-79.97	-190.39	-346.04	-474.25
碘海	前次评估预测收入	882.12	1,261.43	1,729.13	2,113.39	2,401.58

醇制剂	前次评估预测成本	421.46	604.55	825.36	1,010.00	1,151.96
	前次评估预测毛利	460.66	656.88	903.77	1,103.39	1,249.62
	本次评估预测收入	1,853.91	2,880.98	3,768.93	4,235.45	4,492.62
	本次评估预测成本	903.22	1,328.08	1,750.19	2,001.02	2,161.28
	本次评估预测毛利	950.69	1,552.90	2,018.74	2,234.43	2,331.34
	毛利差异	490.03	896.02	1,114.97	1,131.04	1,081.72
碘克沙醇	前次评估预测收入	-	-	3,400.00	8,415.00	13,464.00
	前次评估预测成本	-	-	1,560.00	3,950.00	6,400.00
	前次评估预测毛利	-	-	1,840.00	4,465.00	7,064.00
	本次评估预测收入	-	-	3,400.00	8,415.00	13,194.40
	本次评估预测成本	-	-	1,560.00	3,950.00	6,400.00
	本次评估预测毛利	-	-	1,840.00	4,465.00	6,794.40
	毛利差异	-	-	-	-	-269.60
碘化物	前次评估预测收入	-	-	-	-	-
	前次评估预测成本	-	-	-	-	-
	前次评估预测毛利	-	-	-	-	-
	本次评估预测收入	-	2,300.40	2,277.72	2,255.04	2,232.36
	本次评估预测成本	-	1,695.60	1,712.88	1,730.16	1,747.44
	本次评估预测毛利	-	604.80	564.84	524.88	484.92
	毛利差异	-	604.80	564.84	524.88	484.92
所有产品	前次评估预测收入	28,207.35	31,417.84	35,850.80	41,048.48	46,234.48
	前次评估预测成本	19,259.59	21,531.66	23,614.74	26,068.69	28,648.40
	前次评估预测毛利	8,947.76	9,886.18	12,236.06	14,979.79	17,586.08
	本次评估预测收入	26,848.92	33,725.76	38,338.30	43,262.52	47,847.00
	本次评估预测成本	18,612.78	23,167.75	25,476.52	27,967.20	30,524.28
	本次评估预测毛利	8,236.13	10,558.01	12,861.78	15,295.32	17,322.72
	毛利差异	-711.62	671.83	625.72	315.53	-263.36

(三) 独立财务顾问意见

经核查，独立财务顾问认为，海神制药今年上半年净利润下滑主要系暂时性因素导致，且目前相关因素已基本消除，不影响海神制药未来持续盈利能力；在相关原材料等成本提升、主要产品单价下滑等情况下，由于碘海醇制剂销售规模增长迅速、海神制药为适应市场需求对碘化物中间体生产设施进行扩产技改等原因，海神制药未来总体盈利能力较上次评估未出现较大幅度下降，其中在 2019 年、2020 年较上次评估略有增长，体现了海神制药经营情况的最新变化，相关预测过程合理、依据充分。

(以下无正文)

（本页无正文，为《中信建投证券股份有限公司关于上海证券交易所<关于对浙江司太立制药股份有限公司重大资产购买暨关联交易报告书（草案）信息披露的问询函>之专项核查意见》之签章页）

中信建投证券股份有限公司



2018年11月9日