

**北京中企华资产评估有限责任公司关于上海证券交易所  
<关于对新疆百花村股份有限公司重大资产置换并发行股份  
及支付现金购买资产并募集配套资金暨关联交易预案信息  
披露的问询函>的答复**

2016年1月26日，新疆百花村股份有限公司收到了上交所下发的《关于对新疆百花村股份有限公司重大资产置换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预案信息披露的问询函》（上证公函[2016]0112号，以下简称“问询函”）。北京中企华资产评估有限责任公司对问询函中需评估机构发表核查意见的问题答复如下：

如无特别说明，本回复说明中的简称与《预案》中的简称具有相同含义。

**13、预案披露，华威医药的预估增值率高达 1,247.26%。请补充披露：（1）预估的主要参数和假设，预测期内业务量的增长情况、营业收入增长率、折现率，以及预估的简要计算过程；（2）请以华威医药已实现的净利润为依据，计算本次交易的市盈率，并与可比公司、可比交易比较，说明预估作价的合理性。请财务顾问和评估师发表意见。**

答复：

针对上述“预估的主要参数和假设，预测期内业务量的增长情况、营业收入增长率、折现率，以及预估的简要计算过程”答复如下：

一、本次预估的主要假设

(一)基本假设

- 1、假设评估基准日后被评估单位持续经营。
- 2、假设评估基准日后被评估单位所处国家和地区的政治、经济和社会环境无重大变化。
- 3、假设评估基准日后国家宏观经济政策、产业政策和区域发展政策无重大变化。
- 4、假设和被评估单位相关的利率、汇率、赋税基准及税率、政策性征收费用等评估基准日后除已知事项外不发生重大变化。
- 5、假设评估基准日后被评估单位的管理层是负责的、稳定的，且有能力担当其职务。
- 6、假设被评估单位完全遵守所有相关的法律法规。
- 7、假设评估基准日后无不可抗力对被评估单位造成重大不利影响。

## （二）特定假设

- 1、假设评估基准日后被评估单位采用的会计政策和本次预估时所采用的会计政策在重要方面保持一致。
- 2、假设各项经营资质可以续期；
- 3、假设评估基准日后被评估单位的现金流入为平均流入，现金流出为平均流出，现金流在每个预测期间的中期产生；
- 4、假设评估基准日后被评估单位在现有管理方式和管理水平的基础上，经营范围、方式与目前一致；
- 5、根据行业及企业历史年度药物研发及收入、成本确认周期情况，假设仿制药的研发周期平均为 2 年，临床批件的审批周期平均为 2 年，仿制药临床批件拿到后的临床试验周期平均为 2 年，生产批件的审批周期平均为 2 年；
- 6、假设被评估单位拥有的高新技术企业资质在收益期可持续享有。

本次收益法评估结论在上述假设条件下在评估基准日时成立，当上述假设条件发生较大变化时，签字注册资产评估师及本评估机构将不承担由于假设条件改变而推导出不同评估结论的责任。

## 二、主要参数及简要计算过程

### (一) 收益法模型

本次预估选用现金流量折现法中的企业自由现金流折现模型。现金流量折现法的描述具体如下：

股东全部权益价值=企业整体价值-付息债务价值

#### 1.企业整体价值

企业整体价值是指股东全部权益价值和付息债务价值之和。根据被评估单位的资产配置和使用情况，企业整体价值的计算公式如下：

企业整体价值=经营性资产价值+溢余资产价值+非经营性资产负债价值

#### (1)经营性资产价值

经营性资产是指与被评估单位生产经营相关的，评估基准日后企业自由现金流量预测所涉及的资产与负债。经营性资产价值的计算公式如下：

$$P = \left[ \sum_{i=1}^n F_i (1+r)^{-i} + F_n / r (1+r)^{-n} \right]$$

其中：其中：P——评估基准日的企业经营性资产价值

$F_i$ ——企业未来第*i*年预期自由现金流量

$F_n$ ——永续期预期自由现金流量

$r$ ——折现率

$i$ ——收益期计算年

$n$ ——预测期

其中，企业自由现金流量计算公式如下：

企业自由现金流量=息前税后净利润+折旧与摊销-资本性支出-营运资金增加额

其中，折现率(加权平均资本成本，WACC)计算公式如下：

$$WACC = K_e \times \frac{E}{E+D} + K_d \times (1-t) \times \frac{D}{E+D}$$

其中： $k_e$ ：权益资本成本；

$k_d$ : 付息债务资本成本;  
 $E$ : 权益的市场价值;  
 $D$ : 付息债务的市场价值;  
 $t$ : 所得税率。

其中, 权益资本成本采用资本资产定价模型(CAPM)计算。计算公式如下:

$$K_e = r_f + MRP \times \beta_L + r_c$$

其中:  $r_f$ : 无风险收益率;  
 $MRP$ : 市场风险溢价;  
 $\beta_L$ : 权益的系统风险系数;  
 $r_c$ : 企业特定风险调整系数。

## (2)溢余资产价值

溢余资产是指评估基准日超过企业生产经营所需, 主要包括溢余现金等, 采用成本法对其确认。

## (3)非经营性资产、负债价值

非经营性资产、负债是指与被评估单位生产经营无关的, 评估基准日后企业自由现金流量预测不涉及的资产与负债, 采用成本法对其确认。

## 2.付息债务价值

付息债务是指评估基准日被评估单位需要支付利息的负债。付息债务采用成本法对其确认。

## (二) 收益期和预测期的确定

### 1.收益期的确定

由于评估基准日被评估单位经营正常, 没有对影响企业继续经营的核心资产的使用年限、企业生产经营期限及投资者所有权期限等进行限定, 或者上述限定可以解除, 并可以通过延续方式永续使用。故本次预估假设被评估单位评估基准日后永续经营, 相应的收益期为无限期。

### 2.预测期的确定

由于企业近期的收益可以相对合理地预测，而远期收益预测的合理性相对较差，按照通常惯例，评估人员将企业的收益期划分为预测期和预测期后两个阶段。

由于仿制药行业发展具有阶段性，新药研发从立项到获得临床批件、生产批件一般需 8 年时间。随着近年来国外大量药品专利保护到期，国内化学仿制药和生物仿制药市场需求增大，且近两年被评估单位储备了大量项目，管理层综合行业发展状况及企业自身运营情况等因素，对收益进行了八年预测。八年后企业进入稳定期。

评估人员分析了管理层提出的预测数据并与管理层讨论了有关预测的假设前提及预测过程，基本采纳了管理层的预测。

### （三）预测期的收益预测

#### 1. 主营业务收入预测

企业未来年度的主营业务主要包括医药研发、临床 CRO 业务。考虑到华威医药下属子公司均为全资子公司，且业务具有一定的关联性，故本次收益法按照合并口径收益数据进行预测。

##### （1）仿制药研发收入

自企业成立以来，仿制药研发业务一直是公司业务的核心组成部分，主要包括技术转让和技术开发两类。

##### a. 技术转让

企业在开展技术转让项目前，进行周密的市场调研，根据市场需求，开发市场急需、前景广阔的技术，选择立项品种。在未接受客户委托的情况下，自主研发后将技术成果进行转让。企业不以取得生产批件进行医药制造为目的，研发既是为了在达到某个阶段后即进行转让。该类业务由于非常强的市场针对性，通常供不应求，且转让价格较高。

##### b. 技术开发

企业根据客户个性化的委托开发需求，为其提供包括化合物筛选、临床前药学研究、临床批件申请、协助客户开展临床试验及生产批件、新药证书申请等服务，并根据双方事先约定的注册审批阶段性工作的完成情况收取服务费。

仿制药研发收入测算思路如下：

当年确认收入=合同金额×项目完工程度百分比-以前年度累计确认收入

## (2) 临床 CRO

临床 CRO 业务主要为客户提供新药临床试验服务，每个项目周期约为 2 年。临床 CRO 的业务性质为提供劳务收入，按完工百分比法确认收入。

临床 CRO 业务收入预测思路如下：

当年确认收入=合同金额×项目完工程度百分比-以前年度累计确认收入

根据企业目前项目储备、项目研发进展情况及未来项目立项计划，并结合行业发展情况综合考虑，预测期内收入增长比例在 66%-5%的区间内逐年放缓。

### 收入增长比例合理性分析：

被评估单位历史年度收入增长比例如下所示：

企业名称	收入增长比例		
	2013 年	2014 年	2015 年
主营业务收入（万元）	2,634.40	5,282.50	11,574.38
增长率	43.99%	100.52%	119.11%

可比上市公司收入增长情况：

可比上市公司名称	收入增长比例		
	2013 年	2014 年	2015 年 E
泰格医药	32%	86%	40%
博济医药	9%	5%	7%
信邦制药	27%	335%	55%
平均增长率	23%	142%	34%

由上表可看出，企业近两年收入呈爆发式增长，远高于可比上市公司收入增长率，企业正处于快速发展阶段。

未来项目收入仍能持续增长的支撑依据如下：

#### a.项目储备情况

近两年，被评估单位项目概况如下表所示：

	2014 年度	2015 年度
在研项目数量	153	203
已取得临床批件项目数量	19	50

上述 2015 年的 253 个项目中，有 107 个项目已签订销售合同，该部分项目在 2016 年产生的收入占全年预测总收入的 60%左右。

#### b. 敏锐的市场洞察力及开发能力

华威医药综合考虑多种因素选取品种进行立项，包括：市场规模，当前的销售情况和销售趋势，生产的可能性，最优合成路线，专利过期时间，研发投入，上市时间，潜在客户，治疗领域、销售情况，是否与华威医药业务发展匹配等。

#### c. 技术优势

华威医药在药品研发方面积累了多年经验，形成了多个成熟的技术平台，包括手性合成技术平台、缓控释制剂技术平台、靶向给药系统技术平台等。

#### d. 人员稳定性高、专业性高

高端技术人才是药物研发的核心。华威医药的人员流失率低，研发人员核心研发团队基本稳定。

华威医药自成立以来，一直注重研发和技术的投入，目前已经建立了由 247 名员工（不包括顾问）组成的高水平研发团队，华威医药硕士及硕士以上文凭的员工约占员工总数的三分之一，专业性强。

#### e. 成熟的商业模式

华威医药采取“以技术研发带动技术开发、技术转让及技术服务”的商业模式。技术研发是该模式的基础，技术委托开发、技术转让和技术服务是该模式的实现，且相互依存、相互促进。

在议价能力方面，由于公司拥有核心技术，具备较强的自主创新能力和服务能力，能够满足客户多样化、个性化的技术要求，因此与客户的议价能力较强，商业谈判中通常采取“一事一议”的定价方式，有利于提升项目单价及盈利空间。

#### f. 母公司和子公司的协同效应

在华威医药目前与客户签订的技术转让/开发合同中，大多数都有约定：在取得转让项目的临床批件后，同等条件下该项目的临床研究应由华威医药或华威医药的子公司进行承办。

因此，子公司礼华生物可与华威医药协同服务客户，在客户与华威医药签订临床批件采购合同的时候，就第一时间与客户沟通，锁定客户的临床试验服务需求，扩大服务范围，满足客户需求。

#### g. 多年项目积累的先发优势

华威医药在药品研发方面积累了多年经验，已开发项目超过 200 个，且多为新药项目，在药物研发市场上占领一席之地。和同类型研发机构比较，具有先发优势。

综上所述，华威医药未来收入增长预测合理，具有可实现性。

#### 2. 主营业务成本预测

企业历史年度主营业务成本及毛利水平如下所示：

企业名称	2013 年毛利	2014 年毛利	2015 年毛利
华威医药	88%	90%	87%
礼华			5%

公司主营业务成本包括直接材料、直接人工和制造费用，其中制造费用包括员工薪酬、折旧、试验耗材、房租等。本次预估参照企业历史年度项目运营数据，并结合未来年度项目实施进度对主营业务成本进行了预测。

近几年，企业共有 21 个项目合同终止，其中大多数是因为进口药品完成注册，药品注册类别需进行变更所致，多数客户拟与华威医药重新签订协议，更换药品注册类别再次进行申报，三家客户选择全额退款，一家退款 50%，均未提出索赔要求。阿齐沙坦及片剂药物在 2013 年的合同终止后于 2015 年签订新合同，售价更高。但在未来年度预测时，评估人员本着谨慎性原则考虑到随着研发项目数量的增加，项目终止的几率也将加大，因此预测期内考虑扣减部分收入作为项目终止损失，同时受人工成本、原材料成本上升等因素影响，预测期内企业毛利水平有所降低。

#### 3. 费用预测



关于费用，与收入呈线性关系的费用，参考以前年度该类费用与收入的比例，并对其合理性和趋势性进行分析后确定预测数据，对与收入不成线性关系的费用，则根据费用的实际情况单独进行测算，如对于折旧的预测，未来年度折旧与企业目前固定资产规模、固定资产购置时间、未来固定资产投资、现有固定资产在未来的毁损及企业折旧政策变更相关。在企业折旧政策无变化的前提下，存量资产的折旧可以明确计算出来。增量资产主要考虑新增资产导致的资本性支出形成的固定资产，根据企业未来的发展，可以预测为维持经营规模而必须发生的资本性支出，进而预测出增量资产折旧。

费用中的摊销，主要为被评估单位基准日存在的无形资产-土地使用权的摊销，按照尚可摊销年限测算。

费用中的人员工资则根据年人均工资乘以当年预测人数确定，员工人数根据未来研发项目情况及业务增长等因素综合确定，年平均工资根据企业在行业的定位及规划等以固定的比例增长，工资附加费按相关社保缴纳比例测算。

财务费用主要为利息支出、利息收入及手续费，评估人员以现有银行贷款水平预测未来年度利息支出，根据历史年度占收入比测算了利息收入及手续费。

#### 4.营业外收支预测

由于企业历年的营业外收支均为偶发性收入支出，故未来不再预测。

#### 5.所得税预测

华威药业为医药研发企业，系高新技术企业，享有 15%所得税税率；其子公司所得税税率为 25%。本次预估以现有所得税税率测算预测期内应交所得税额，永续年子公司所得税税率为 25%，考虑到华威医药为医药研发企业，故假设其永续年可持续享有高新技术企业所得税优惠。

#### 6.折旧与摊销的预测

对于企业未来的折旧费用，本次评估是根据企业基准日固定资产的类别、原值、折旧方法确定折旧率，同时考虑资本性支出对固定资产原值的影响进行测算。

评估人员以基准日企业的固定资产账面原值为计提固定资产折旧的基数，并考虑维持企业预测的营业能力所必需的更新投资支出综合计算得出预测期内的折旧额。

摊销主要为被评估单位基准日存在的无形资产的摊销，按照尚可摊销年限测算。

#### 7.资本性支出的预测

企业资本性支出的预测，主要是对现有设备更新以及基准日后购入设备的支出测算。

#### 8.营运资金增加额的预测

营运资金是保证企业正常运行所需的资金，是不含现金及等价物和非经营性资产的流动资产与不含带息负债和非经营性负债的流动负债的差值。

预测营运资金前，评估人员首先核实和分析各科目中各种不正常因素，必要时进行剔除处理。在此基础上，对营运资金影响重大的科目，如应收账款、应付账款，主要根据该类科目以前年度的周转率进行测算；存货则根据企业项目实际进度结合成本发生比例进行测算；对于与企业业务收入相关的资产和负债，如预收账款、预付账款、其他应收款和其他应付款中的经营性款项等，依据以前年度各科目占营业收入和营业成本的比例，并适当调整后计算得出；货币资金保留量主要是考虑企业保持每月应付的销售费用、管理费用等期间费用以及人员工资支出所需要保留的最低货币资金量来确定的。其测算公式如下：

营运资金=流动资产(不含现金及等价物和非经营性资产)-流动负债(不含带息负债和非经营性负债)；

营运资金追加额=当年营运资金-上年营运资金。

#### 9.折现率的确定

折现率(加权平均资本成本，WACC)计算公式如下：

$$WACC = K_e \times \frac{E}{E + D} + K_d \times (1 - t) \times \frac{D}{E + D}$$

其中： $k_e$ ：权益资本成本；

$k_d$ ：付息债务资本成本；

$E$ ：权益的市场价值；

$D$ ：付息债务的市场价值；

$t$ ：所得税率。

其中，权益资本成本采用资本资产定价模型(CAPM)计算。计算公式如下：

$$K_e = r_f + MRP \times \beta_L + r_c$$

其中： $r_f$ ：无风险收益率；

MRP：市场风险溢价；

$\beta_L$ ：权益的系统风险系数；

$r_c$ ：企业特定风险调整系数。

其中，无风险收益率取国债在评估基准日的到期年收益率；评估人员通过 WIND 资讯系统查询了 5 家临床 CRO 行业的可比公司在预估基准日的  $\beta$  值，并取其平均值作为被评估单位的  $\beta$  值；根据上市公司经营数据及企业的经营特点分析确定本次评估目标资本结构，企业所得税率按照企业实际税率测算；市场风险溢价通过考虑成熟股票市场的基本补偿额与国家风险补偿额综合确定；企业个别风险调整系数是根据待估企业与所选择的对比企业在企业特殊经营环境、企业成立时间、企业规模、经营管理、抗风险能力、特殊因素所形成的优劣势等方面的差异进行的调整系数。综合考虑现有的治理结构、管理水平和抗行业风险等方面的情况确定风险系数。

通过上述参数的选取，最终确定本次预估折现率为 12.20%。

## 10.经营性现金流的预估

企业的经营性现金流的取值为历年折现值与永续年后累计折现值的加和。

## 11.非经营性资产和负债的预估

企业非经营行资产主要为关联公司之间的往来款、理财产品、递延所得税资产等；非经营性负债主要为公司之间的往来款，采用成本法评估。

## 12、溢余资产的预估

溢余资产主要为货币资金减最低现金保有量，最低现金保有量主要考虑企业经营所必须的人员工资、扣除折旧摊销后的管理费用、营业费用及财务费用等，采用成本法评估。

## 13、付息负债

付息负债为企业在评估基准日的银行借款，采用成本法评估。

## 14、预估结果

经上述测算，南京华威医药科技开发有限公司股东全部权益价值为 19.45 亿元。

针对上述“请以华威医药已实现的净利润为依据，计算本次交易的市盈率，并与可比公司、可比交易比较，说明预估作价的合理性”答复如下：

### 一、可比同行业上市公司市盈率情况分析

#### 1.本次交易标的资产的市盈率

本次交易中，华威医药 100%股权预估值 19.45 亿元，根据华威医药 2015 年度未审合并净利润，其市盈率为 25.73。

#### 2.可比同行业上市公司市盈率情况

标的公司华威医药是专业从事药物发现、研究、技术服务的高科技企业，目前主要从事临床前药物研发服务、临床试验服务、关键中间体和高附加值的原料药 CMO 业务。由于国内 A 股上市公司中没有与华威医药主营业务完全相同的公司，故选取同属临床 CRO 行业，并开展药物研发业务的上市公司作为可比公司，包括：泰格医药、博济医药及信邦制药。

截至评估基准日，相关可比上市公司的市盈率情况如下表所示：

证券简称	证券代码	上市时间	市盈率
泰格医药	300347.SZ	2012.08.17	88.10
博济医药	300404.SZ	2015.04.24	153.67
信邦制药	002390.SZ	2010.04.16	94.77
平均值			112.18

注：以上计算结果取自 Wind 资讯。

根据上表可看出，截至评估基准日，可比上市公司平均市盈率为 112.18 倍，本次交易标的华威医药股权作价的市盈率为 25.73 倍，显著低于同行业 A 股上市公司的市盈率。

二、结合可比交易案例的市盈率水平分析本次交易定价的公允性

本次交易定价过程中主要参考了近期多个 A 股上市公司收购药物制造、研发企业已过会的案例，各项交易的具体估值情况如下：

上市公司	标的资产	交易价格 (亿元)	预测期第一年市 盈率(倍)	静态市盈率 (倍)
信邦制药	中肽生化	20.00	24.44	36.37
红日药业	超思股份&展望药业	15.69	19.86	50.84
蓝丰生化	方舟制药	11.80	15.79	19.66
沃华医药	济顺制药	1.20	24.79	19.84
通化金马	圣泰生物	22.80	15.40	18.00
平均值			20.06	28.94

注:上述数据来源于 Wind 资讯中上市公司并购案例的公告资料。

由上述表格比较可以看出，本次收购华威医药的市盈率处于可比案例范围之内，符合可比交易的水平。

综上所述，本次交易华威医药总体估值处于合理区间，定价较为公允。

（本页无正文，系《北京中企华资产评估有限责任公司关于上海证券交易所<关于对新疆百花村股份有限公司重大资产置换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预案信息披露的问询函>的答复》之盖章页）



北京中企华资产评估有限责任公司  
2016年2月1日