

关于上海证券交易所《关于西藏诺迪康药业股份有限公司 2020 年年度报告的信息披露监管工作函》的回复说明

上海证券交易所上市公司监管一部：

我项目组在收到西藏诺迪康药业股份有限公司（以下简称：西藏药业）转发的上海证券交易所《关于西藏诺迪康药业股份有限公司 2020 年年度报告的信息披露监管工作函》后，对相关的问题进行了认真研究、落实，现将相关的问题的回复说明如下：

一、关于 IMDUR 相关业务

年报显示，公司无形资产期末账面价值 9.43 亿元，占总资产的 32.04%，主要为 IMDUR 专利技术、商标等（以下合称依姆多无形资产），摊销年限 20 年。IMDUR 中文名为依姆多，为治疗冠心病一线药物，2016 年公司实施重大资产购买，以 1.9 亿美元向跨国医药公司阿斯利康收购 IMDUR 在除美国外的全球范围内的相关资产，交易采用收益法评估，预测期 2016 年 6 月至 2035 年。2020 年 12 月 31 日，公司披露重大资产重组实施进展，依姆多上市许可（MA）/药品批文转换、商标过户及生产转换等工作尚未完成。

1. 年报显示，实施收购以来，依姆多 2016-2020 年预测利润完成率分别为超额完成、87.15%、76.65%、103.04%、85.57%，2019 年销售收入同比下降 14.97%，公司仅于 2018 年对依姆多无形资产计提减值准备 0.57 亿元。请公司：（1）补充披露依姆多无形资产 2016-2020 年的减值测试方法、详细计算过程和具体指标选取情况、选取依据及合理性，包括但不限于无形资产收益年限、预计未来收入、收入增长率、折现率等重点指标，并对比前期估值中的盈利预测和主要假设说明差异的原因和影响；（2）结合减值测试过程，说明 2018 年依姆多无形资产减值准备计提是否充分，说明在 2017 年依姆多实际利润未达预期、2019 年依姆多销售收入同比下滑的情况下，未计提无形资产减值准备的合理性，并结合重组实施进展、仿制药市场竞争情况及医药行业政策等，说明在 2020 年依姆多实际利润未达预期的情况下，未计提无形资产减值准备的合理性，并提示未来可能存在的风险（如有）；（3）请会计师、评估师分别发表意见。

回复：由于本次评估项目组仅对依姆多无形资产在 2020 年 12 月 31 日的可收回金额进行了评估，故以下回复仅对 2020 年的减值测试相关问题发表意见。

(1) 补充披露依姆多无形资产 2016-2020 年的减值测试方法、详细计算过程和具体指标选取情况、选取依据及合理性，包括但不限于无形资产收益年限、预计未来收入、收入增长率、折现率等重点指标，并对比前期估值中的盈利预测和主要假设说明差异的原因和影响；

1) 依姆多无形资产 2020 年减值测试方法、计算过程

依姆多无形资产 2020 年的减值测试方法为将其账面价值与可收回金额进行比较，可收回金额是根据该项资产的公允价值减去处置费用后的净额与资产预计未来现金流量两者之间的较高者确定的。由于该项资产不存在销售协议以及活跃交易市场，该项资产公允价值可收回金额实际以收益法计算的该项资产预计未来净现金流量现值确定。资产预计未来现金流量的现值，按照资产在持续使用过程中和最终处置时所产生的预计未来现金流量，选择恰当的折现率对其进行折现后的金额加以确定。

2020 年末依姆多无形资产减值测试过程如下：

单位：万美元

项目	2020 年末
账面原值①	19,000.00
累计摊销②	4,333.33
账面余额③=②-①	14,666.67
减值准备④	866.67
账面价值⑤=④-③	13,800.00
可收回金额⑥	13,900.00
当期计提的减值准备金额（大于 0 时）⑦=⑥-⑤	-

2) 依姆多无形资产 2020 年减值测试具体指标选取情况、选取依据及合理性

2.1、2020 年减值测试关键指标情况

单位：万美元

项目	实际	预测期			
	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年	2024-2035 年 合计
无形资产收益年限	/	15 年			
营业收入	4,084	4,805	5,410	5,958	61,311
预测营业收入变动率	/	18%	13%	10%	9%、7%、4%、 2%、-5%、- 8%、 -12%、-16%、 -25%、-24%、 -30%、-34%
毛利率(不含无形资产摊销)	73%	73%	73%	72%	72%
利润总额(不含无形资产摊销)	2,122	2,137	2,376	2,655	26,123
预计未来现金流量	/	2,092	2,323	2,597	25,512
折现率	/	18.00%			
可收回金额	/	13,900.00			

2.2、2020 年减值测试具体指标选取依据及其合理性、及与前期预测的差异原因和影响

a. 收益年限

硝酸酯类药物自 1867 年应用于临床，已有百余年的历史，目前仍是国内外冠心病抗缺血治疗不可或缺的重要药物之一。单硝酸异山梨酯临床应用至今已有 30 多年的历史，属于长效药物，主要用于预防缺血发生，也是较新一代的硝酸酯类药物。

西藏药业经过广泛查询和检索，认为目前国内外市场上尚未发现有新一代或者可完全替换单硝酸异山梨酯的其他硝酸酯类或非硝酸酯类产品上市，或新药处于临床前或临床研究阶段。新药上市大概需要 10-15 年左右时间，而且现阶段新药研发的成本高，假设已有可能和单硝酸异山梨酯竞争的新药处于临床研究后期阶段，并顺利在未来几年内面世，为了收回高昂的研发成本，其定价相较单硝酸异山梨酯来说要高，而目标适应症作为慢性病需要长期用药，高价药在很大层面上无法取代定价便宜的单硝酸异山梨酯。故西藏药业在收购依姆多资产组合时预计未来至少 20 年单硝酸异山梨酯有很大可能性会继续存在，仍然有临床用药需求，不会被完全取代，在进行盈利预测时预计其经济寿命期限至 2035 年 12 月 31

b. 营业收入及增长率

2021 年预测收入较 2020 年实际额上升 18%，主要原因为：第一、海外市场方面，西藏药业已与下游经销商协商一致并将未来一年的欧洲市场订单交予委托加工厂，以便其能够尽快完成一年订单所需辅料包材等采购，确保稳定供货；第二、国内市场方面，基于基药政策利好，多数医院执行慢病长处方政策，医院销量稳定增长，另外零售药店渠道的布局将进一步保证销量。

基于中国市场零售团队的扩大，推广力度进一步加强，且相对于国产药品，依姆多作为原研药的产品优势能进一步发挥，预测 2022-2027 年营业收入整体处于增长期，增长率逐步放缓，分别为 13%、10%、9%、7%、4%、2%，具有合理性。

基于市场竞争、技术进步导致市场需求萎缩的情况，西藏药业预测 2028-2035 年营业收入将呈现前期开始下降，并逐年加大的态势，分别为-5%、-8%、-12%、-16%、-25%、-24%、-30%、-34%，具有合理性。

2020 年末进行减值测试时，基于 2020 年新冠疫情的发生造成欧洲和东南亚部分国家经销商推广活动受限，欧洲委托加工厂产能不足引起部分欧洲市场断货等因素，西藏药业综合评估相关不利影响，调整了对海外收入的预测值，2021-2035 年营业收入合计数较上期预测减少 4,118 万美元，下降 5%。

c. 毛利率

从整体上看，各期间毛利率较为平稳。

因依姆多海外市场各国毛利率不均衡，不同市场的销量占比差异导致 2021 年预计毛利率较上期预测下降 2%。

上期预测 2022-2023 年毛利率均为 81%，本年预测 2022-2023 年毛利率分别为 73%、72%，主要原因为预计国内市场生产厂转换时间由上期预测的 2022 年有所延迟。同时考虑到原材料涨价及实际囤货情况以及海外市场因疫情带来的人员、辅料等成本上涨等因素，对预测年度成本进行调增，导致预计完成生产厂转换后，成本下降幅度不及前期预期，2024-2035 年平均毛利率较上期预测下降。

d. 利润总额

2021 年预测利润总额较 2020 年实际额基本持平，主要原因为 2020 年实际利润总额中包括因美元贬值产生的应收账款汇兑收益 51 万美元，剔除上述影响，2021 年利润总额较 2020 年实际额上涨 66 万美元。后续年度利润总额均与收入呈同方向变化，具有合理性。

e. 预计未来现金流量

预计未来现金流量以无形资产组合收益贡献额进行预测，公式如下：

无形资产收益贡献额=息税折旧及摊销前利润-其他资产的贡献额

息税折旧及摊销前利润=利润总额+利息支出+折旧摊销

其他资产的贡献额=营运资金贡献额+长期资产贡献额+劳动力资产贡献额

其中，其他资产贡献额的测算如下：

营运资金贡献额根据营运资金金额和其预期收益率综合预计。其中，营运资金金额通过考虑产品收付款账期、经营留存货币资金等情况，估算营运资金与营业收入的比例关系，并结合预期收入对其进行估算；营运资金的预期收益率采用现行 1 年期贷款利率计算。

长期资产贡献额根据长期资产金额和其预期收益率综合预计。其中，采用固定资产账面值和新增资本性支出，确定未来长期资产金额；长期资产贡献率根据现行长期贷款利率计算。

劳动力贡献额根据劳动力金额和其预期收益率总额预计。其中，按照所需全部人员成本确定了劳动力金额；劳动力预期收益率按照无形资产折现率计算。

f. 折现率

折现率，又称期望投资回报率，是基于收益法确定评估价值的重要参数。由于依姆多无形资产折现率在市场上无法直接获得。因此评估人员采用选取对比公司进行分析计算的方法估算无形资产的期望投资回报率。为此，第一步，首先在上市公司中选取对比公司，然后估算对比公司的系统性风险系数 β (Levered Beta)；第二步，根据对比公司资本结构、对比公司 β 等信息估算依姆多无形资产的期望投资回报率，并以此作为折现率。

f-1、对比公司的选取

依姆多无形资产应用领域（所属行业）为西药心血管药品行业，故评估人员采用以下基本标准作为筛选对比公司的选择标准：对比公司近三年经营为盈利公司；对比公司必须为至少有两年上市历史；对比公司只发行人民币 A 股；对比公司所从事的行业或其主营业务与心血管药品相关，或者受相同经济因素的影响，并且主营该行业历史不少于两年。

f-2、加权资金成本的确定 (WACC)

WACC (Weighted Average Cost of Capital) 代表期望的总投资回报率。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。

在计算总投资回报率时，第一步需要计算截至评估基准日，股权资金回报率和利用公开的市场数据计算债权资金回报率。第二步，计算加权平均股权回报率和债权回报率。

f-2-1. 股权回报率的确定

为了确定股权回报率，评估人员利用资本定价模型 (Capital Asset Pricing Model or “CAPM”)。CAPM 是通常估算投资者收益要求并进而求取公司股权收益率的方法。它可以用下列公式表述：

$$R_e = R_f + \beta \times ERP + R_s$$

其中： R_e 为股权回报率； R_f 为无风险回报率； β 为风险系数；ERP 为市场风险超额回报率； R_s 为公司特有风险超额回报率

● 确定无风险收益率

国债收益率通常被认为是无风险的，因为持有该债权到期不能兑付的风险很小，可以忽略不计。评估人员通过在沪、深两市选择从评估基准日到国债到期日剩余期限超过 10 年期的国债，并计算其到期收益率，取所有国债到期收益率的平均值作为无风险收益率。

● 确定股权风险收益率

通过估算最近 10 年每年的市场风险超额收益率 ERP，且考虑到几何平均值可以更好表述收益率的增长情况，以及本次评估的标的资产持续经营期超过 10 年，评估人员认为采用包括超过 10 年期的 ERP 比较恰当。

同时，考虑到西藏药业业务覆盖全球范围，境外市场主要以西藏药业境外全资子公司负责并归集相应的收益口径，因此评估人员按照目前各公司业务占比情况综合对国家之间的风险进行修正。此外亦参考美国 Aswath Damodaran 网站发布的国家（地区）风险溢价数据进行修正。

根据国家风险溢价数据解释，国家风险溢价的基础是美国 ERP，如果认同每个国家的 ERP 是确定的，则可以认为其基于中国的 ERP 的溢价可以参照基于美国的 ERP 的溢价来估算。

● 确定对比公司相对于股票市场风险系数 β (Levered β)。

目前中国国内 Wind 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。评估人员选取该公司公布的 β 计算器计算对比公司的 β 值，股票市

场指数选择的是沪深 300 指数，选择沪深 300 指数主要是考虑该指数是国内沪深两市第一个跨市场指数，并且组成该指数的成份股是各行业内股票交易活跃的领头股票。选择该指数最重要的一个原因是评估人员在估算国内股票市场 ERP 时采用的是沪深 300 指数的成份股，因此在估算 β 值时需要与 ERP 相匹配，因此应该选择沪深 300 指数。

采用上述方式估算的 β 值是含有对比公司自身资本结构的 β 值。

● 估算特有风险收益率 R_s

采用资本定价模型一般被认为是估算一个投资组合 (Portfolio) 的组合投资回报率，资本定价模型不能直接估算单个公司的投资回报率，一般认为单个公司的投资风险要高于一个投资组合的投资风险，因此，在考虑一个单个公司或股票的投资收益时应该考虑该公司的针对投资组合所具有的全部特有风险所产生的超额回报率。

目前国际上将公司全部特有风险超额收益率进一步细化为公司规模溢价 (Size Premium) R_P s 和特别风险溢价 R_P u，即：

$$R_s = R_Ps \pm R_Pu$$

其中公司规模溢价 R_P s 为公司规模大小所产生的溢价，主要针对小公司相对大公司而言，由于其规模较小，因此对于投资者而言其投资风险相对较高。除规模风险外，公司具有的一些非系统的特有因素所产生风险的风险溢价或折价 R_P u，主要包括：

现阶段，考虑到依姆多无形资产涉及到境外各个地区、国家市场，从而会有从法律、政治、文化整合、管理、药品注册批准及相关注册信息转换、汇率变动等综合风险，综合上述诸因素，考虑特有风险超额收益率。

● 计算现行股权收益率

将恰当的数据代入 CAPM 公式中，评估人员计算出对依姆多无形资产的股权期望回报率。

f-2-2. 债权回报率的确定

在中国，对债权收益率的一个合理估计是将市场公允短期和长期银行贷款利率结合起来的一个估计。评估人员结合近期一年期贷款利率和企业融资能力因素估算债权年期望回报率。

f-2-3. WACC 的确定

股权期望回报率和债权回报率可以用加权平均的方法计算总资本加权平均回报率。权重按评估对象实际股权、债权结构比例。总资本加权平均回报率利用以下公式计算：

$$WACC = R_e \frac{E}{D+E} + R_d \frac{D}{D+E} (1-T)$$

其中：WACC 为加权平均总资本回报率；E 为股权价值；Re 为期望股本回报率；D 为付息债权价值；Rd 为债权期望回报率；T 为企业所得税率。

f-3、依姆多无形资产折现率的确定

WACC 可以理解为投资企业全部资产的期望回报率，企业全部资产包括流动资产、固定资产和无形资产组成，各类资产的回报率和总资本加权平均回报率可以用下式表述：

$$WACC = (W_c \times R_c + W_f \times R_f + W_i \times R_i) * (1-T)$$

由该公式可得：

$$R_i = \frac{WACC / (1-T) - W_c \times R_c - W_f \times R_f}{W_i}$$

其中：Wc：为流动资产(资金)占全部资产比例；

Wf：为固定资产(资金)占全部资产比例；

Wi：为无形资产(资金)占全部资产比例；

Rc：为投资流动资产(资金)期望回报率；

Rf：为投资固定资产(资金)期望回报率；

Ri：为投资无形资产(资金)期望回报率；

T：为企业所得税税率。

2020 年末进行减值测试选取可比公司时，评估人员综合考虑了可比公司的盈利情况、产品相关度等因素，排除了以前年度选择的两家可比公司信立泰及西藏药业，主要原因为：第一、对于信立泰，在分析对比中发现其 2018 年报、2019 年报及 2020 三季报显示，净利润分别为 145,458 万元、68,184 万元和 26,136 万元，盈利状况出现较大的波动，故予以排除；第二、对于西藏药业，因为其依姆多无形资产持有方，出于谨慎性及客观性考虑，予以排除。

基于上述原因，选择华海药业、联环药业、恒瑞医药、普洛药业、九洲药业五家公司作为可比公司，经计算，可比公司无形资产期望回报率如下：

对比对象	营运资金比重 (Wc)	营运资金回报率 (Rc)	有形非流动资产比重 (Wf)	有形非流动资产回报率 (Rf)	无形非流动资产比重 (Wi)	无形非流动资产回报率 (Ri)
华海药业	12.08%	3.85%	12.85%	4.65%	75.08%	16.82%
联环药业	25.04%	3.85%	35.42%	4.65%	39.54%	30.33%
恒瑞医药	5.18%	3.85%	1.38%	4.65%	93.44%	14.00%
普洛药业	9.95%	3.85%	11.42%	4.65%	78.63%	18.25%
九洲药业	3.99%	3.85%	10.42%	4.65%	85.58%	18.70%

考虑到华海药业、普洛药业、九洲药业三家数据较为接近，联环药业、恒瑞药业两家数据差异较大，参考均值+标准差的范围及中位数的筛选方式，剔除差异较大的联环药业、恒瑞药业数据进行均值计算。根据上述平均值计算得到依姆多无形资产组合期望回报率为 18.00%（取整）。

经核查，西藏药业在 2020 年 12 月 31 日对 IMDUR 产品相关无形资产组合进行减值测试时，所做的盈利预测，考虑了境内外市场出现的实际情况并结合当年最新情况进行了调整，盈利预测是合理的；折现率的计算方法和参数选取也是合理的。

(2) 结合减值测试过程及重组实施进展、仿制药市场竞争情况及医药行业政策等，说明在 2020 年依姆多实际利润未达预期的情况下，未计提无形资产减值准备的合理性，并提示未来可能存在的风险

2020 年收入及利润完成情况如下：

单位：万美元

项目	实际实现	上一年盈利预测预计	完成率
营业收入	4,084	4,607	88.65%
利润总额（含无形资产摊销 900 万美元）	1,222	1,428	85.57%

2020 年内，依姆多境内外收入分别实现 2,717.21 万美元、1,367.02 万美元，完成 2019 年末盈利预测的 102.44%、69.93%，合计收入完成率为 88.65%，利润总额完成率 85.57%。

2020 年国内销售情况达到预期，依姆多项目整体完成情况未达目标原因为海外市场受新冠疫情影响超出西藏药业在 2020 年初预期，主要原因为：第一、

欧洲疫情影响委托加工厂产能，包括辅料采购及人员等，导致欧洲市场下半年供货严重不足，造成销售量较预测量大幅下降；第二、墨西哥市场由于疫情影响行政审批效率，上市许可转移申请长时间未获批，导致西藏药业 2020 年暂无法在墨西哥市场进行销售；第三、东南亚重要销售市场菲律宾由于疫情导致国家处于封锁状态，影响经销商的推广活动，导致销量较此前预测有所下降。

针对上述海外市场情况，西藏药业在 2020 年已采取相应的应对措施，预计 2021 年上述情况将得到较好的缓解：第一、针对委托加工厂产能不足的问题，西藏药业与下游经销商协商一致并将未来一年的欧洲市场订单交予委托加工厂，以便其能够尽快完成 1 年订单所需辅料包材等采购，确保稳定供货；第二、针对墨西哥上市许可转换问题，西藏药业积极督促当地经销商及中介机构与政府相关部门沟通，目前已收到反馈，预计能在本年中旬左右完成，完成后即可销售委托加工厂包装的商品，同时西藏药业将立即开展生产厂变更，确保后续供货稳定；第三、针对菲律宾市场，西藏药业加强了与当地经销商的沟通和协调，另外随着菲律宾疫情逐步缓解，依姆多在菲律宾市场下滑状态将有所好转，预计未来依姆多在该市场的发展潜力不会受到较大影响。

对于国内市场，目前市面上最常用的口服单硝酸异山梨酯类品牌主要有欣康、依姆多、异乐定等，其中依姆多和异乐定是原研品牌。根据 IMS（艾美仕市场研究公司）2019Q1-2020Q4 数据，2020 年口服单硝酸异山梨酯总销售额为 133,947.84 万元，同比增长-0.1%。欣康、依姆多、异乐定 2020 年市场销售份额占比分别为：68.11%、10.15%、6.89%，其余品牌的销售份额占比为 14.85%；各品牌较上年同期分别变动：-1.15%、13.95%、-3.94%、-1.79%；相较于 2019 年，依姆多的整体市场份额占比有明显增长。依姆多作为原研生产的单硝酸异山梨酯缓释片，有良好的质量保证，临床使用安全有效；作为国内仿制品进行一致性评价的参比制剂，相较于其他同类产品来说具有更好的品牌保证，从 20 多年的临床应用来看亦有良好的治疗效果，是口服硝酸酯类第一品牌。西藏药业目前在维持和巩固现有核心院内用药稳定的同时，积极拓展院外零售等渠道，预计得益于原研品牌实力及零售渠道的拓展，未来国内市场仍呈现上涨趋势。

截止 2020 年资产评估报告日，单硝酸异山梨酯缓释制剂已有齐鲁制药、珠海润都、合肥合源药业、乐普药业四家企业通过一致性评价，依姆多做为原研品种，有被纳入国家集中采购目录的可能，但国家集中采购单硝酸异山梨酯缓释制



上海立信资产评估有限公司

联系地址：上海市浦东新区沈家弄路 738 号 8 楼
邮政编码：200135 电话：86-21-68877288
邮箱：lixin@lixin.cn 网址：www.lixin.cn

剂的时间具有不确定性，且占据市场份额较大的鲁南贝特的欣康产品能否在集采前通过一致性评价具有不确定性，导致依姆多因集采带来价格下降幅度、销量变动幅度等关键估值因素无法确定，故本次依姆多资产评估减值测试中，暂未考虑集采因素的影响。

西藏药业认为 2020 年依姆多资产组销售情况虽未达到预期，但该情况主要受新冠疫情影响，公司已有应对方案，将不会对未来产生长期影响。经过上海立信资产评估有限公司评估，资产可收回金额 13,900 万美元，高于账面价值 13,800 万美元，故未计提减值准备。

资产重组实施进展依姆多减值测试结论无影响，具体情况详见西藏药业《西藏诺迪康药业股份有限公司关于上海证券交易所对公司 2020 年年度报告的信息披露监管工作函的回复公告》中第 2 题第（1）问关于依姆多上市许可（MA）/药品批文转换、商标过户及生产转换等工作的后续安排、预计完成时间及可能存在的风险的相关内容。

经核查，西藏药业在对 2020 年 12 月 31 日 IMDUR 产品相关无形资产组合进行减值测试时，所做的盈利预测，相比资产上期盈利预测数据，西藏药业已考虑到境内外市场出现的实际情况，审慎预测调减了对国内外市场未来各年销售及毛利率预测，2021-2035 年利润总额合计数较上期预测减少 4,235 万美元。经评估，无形资产组合可收回金额 13,900 万美元。西藏药业将该数据与账面价值 13,800 万美元进行了比较，无形资产组合的可收回金额大于账面值，故未计提减值准备。

未来可能存在的风险：

目前，根据最新 2021 年第五批国家集采采购品种名单，硝酸异山梨酯缓释片已被纳入集采名单内，入围企业为阿斯利康（依姆多）、齐鲁制药、乐普药业三家，依姆多是否中标具有不确定性，如果集采结果不理想，可能导致依姆多无形资产面临减值风险。

特此函复！

（以下无正文）



立信
上海立信资产评估有限公司

联系地址：上海市浦东新区沈家弄路 738 号 8 楼
邮政编码：200135 电话：86-21-68877288
邮箱：lixin@lixin.cn 网址：www.lixin.cn

（此页无正文，为上海立信资产评估有限公司《关于上海证券交易所《关于西藏诺迪康药业股份有限公司 2020 年年度报告的信息披露监管工作函》的回复说明》之盖章页）

