

上海东洲资产评估有限公司《关于对北京东方新星石化工程股份有限公司的重组问询函》的意见答复

深圳证券交易所：

我公司在获悉《关于对北京东方新星石化工程股份有限公司的重组问询函》文件后，即刻组织签字评估师、项目负责人及项目执行小组成员认真阅读了问询函内容，并针对问询函内容进行专项分析和总结，结合评估工作的进展情况以及目前所获取的材料，形成书面答复材料，具体如下：

问题 3、预案显示，拟置入资产预估值为 80.20 亿元，预估增值 66.25 亿元，增值率 474.91%。请补充披露收益法评估过程中的评估参数及选择依据，评估假设前提的合理性以及评估定价的公允性。请独立财务顾问和评估师核查并发表意见。

答复：

一、收益法评估过程中的评估参数及选择依据

预估机构对预估基准日拟购买资产的资产负债及历史年度收益状况等进行了初步的清查核实与了解。拟购买资产主要从事消化类、抗肿瘤类及其他药品的研发、生产和销售业务，近年经营情况正常，盈利能力较好，各项营业收入、成本及期间费用构成清晰，具备使用收益法进行评估的条件。

预估机构对拟购买资产近年营业收入、营业成本及各项期间费用进行了初步核查，主要了解了如下信息：

(1) 主营业务收入的构成情况，主要产品的生产与销售流程，产品的适应症情况、市场覆盖范围、市场占有率、产品历年单价水平及历年销量情况。

(2) 主要成本构成项目和固定资产折旧和无形资产摊销、人员人数及工资福利水平等情况，以及原材料价格、市场供求状况等情况。

(3) 企业主要生产能力、产能利用率情况以及未来拟新增扩建产能计划等。

(4) 企业应收、应付账款的构成情况以及应收、应付款项的账期、账龄及支付模式等。

(5) 企业合并范围内各个经营主体的税收政策、历年税负率等情况。

(6) 企业相关土地房屋产权或经营场所租赁情况。

(7) 企业未来几年的经营计划以及经营策略，包括：市场需求、价格策略、销售计划、成本费用控制、资金筹措和投资计划、未来年度研发投入规划等以及未来的主营收入和成本构成及其变化趋势等。

(8) 企业主要经营优势和风险，包括：国家政策优势和风险、经营优势和风险、技术优势和风险、市场（行业）竞争优势和风险、财务（债务）风险等。

(9) 企业资产负债表、损益表、现金流量表以及营业收入明细和成本费用明细。

通过初步分析判断，拟购买资产经过多年经营与发展，建立了完善的经营管理制度，企业各项财务指标基本符合同行业公司的普遍水平与行业特点。

在取得奥赛康药业管理层提供的盈利预测的基础上，经与奥赛康药业管理层访谈沟通，并结合奥赛康药业历年财务数据、奥赛康药业发展趋势以及年度预算等，预估机构采用收益法初步对拟购买资产股东全部权益价值进行了预估测算。

对纳入报表范围的资产和主营业务，按照最近几年的历史经营状况的变化趋势和业务类型估算预期收益（净现金流量），并折现得到经营性资产的价值。将纳入报表范围，但在预期收益（净现金流量）估算中未予考虑的诸如基准日存在的溢余资产，以及定义为基准日存在的非经营性资产（负债），单独估算其价值。由上述二项资产价值的加和，得出拟购买资产的企业价值，再扣减付息债务价值以后，得到拟购买资产的权益资本（股东全部权益）价值。本次以江苏奥赛康药业股份有限公司合并口径财务报表为基础，对所有合并报表范围内的公司均单独预测并进行内部抵消，最终以合并报表形式进行预估。

(1) 收益法评估模型

本次评估的基本模型为：

$$E = B - D$$

式中：

E：评估对象的股东全部权益价值；

D：评估对象的付息债务价值；

B：评估对象的企业价值；

$$B = P + \sum C_i$$

P: 评估对象的经营性资产价值;

$$P = \sum_{i=1}^n \frac{F_i}{(1+r)^i} + \frac{F_n * (1+g)}{(r-g) * (1+r)^n}$$

式中: r: 所选取的折现率;

资产评估专业人员, 在综合考虑评估基准日的利率水平、市场投资收益率等资本市场相关信息和所在行业、拟购买资产的特定风险等相关因素确定折现率。

Fi: 评估对象未来第 i 年的预期收益 (自由现金流量);

n: 明确的预测期期间是指从评估基准日至企业达到相对稳定经营状况的时间。

评估人员在对企业收入结构、成本结构、资本结构、资本性支出、投资收益和风险水平等综合分析的基础上, 结合宏观政策、行业周期及其他影响企业进入稳定期的因素, 确定预测期。本次明确的预测期期间 n 选择为 5 年。

根据拟购买资产所在行业现状与发展前景、协议与章程约定、经营状况、资产特点和资源条件等, 确定预测期后收益期确定为无限期。

g: 未来收益每年增长率, 根据企业进入稳定期的因素分析预测期后的收益趋势, 本次评估假定 n 年后 Fi 不变, g 取零。

$\sum C_i$: 评估对象基准日存在的溢余资产、非经营性资产或负债的价值。

(2) 自由现金流预测

本次评估, 使用企业合并口径的自由现金流量作为拟购买资产的收益指标, 其基本定义为:

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

根据拟购买资产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。

(3) 折现率确定

本次评估采用资本资产加权平均成本模型 (WACC) 确定折现率 R:

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

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。

被评企业按公历年度作为会计期间，因而本项评估中所有参数的选取均以年度会计数据为准，以保证所有参数的计算口径一致。

（4）股东全部权益价值计算

非经营性资产：

非经营性资产（负债）是指对主营业务没有直接“贡献”或暂时不能为主营带

来“贡献”的资产（负债）。

溢余资产：

通过分析认为基准日持有的部分货币资金及现金等价物（其他流动资产中的理财产品）超过了企业日常所需，可作为溢余资产。

由于目前评估、审计工作尚在进行中，预估机构需对企业管理层提供的盈利预测以及各项预测指标等进行进一步的分析论证与核实，评估结论可能会根据后续评估工作的进一步开展进行调整。

本次预估过程中，预估机构参考分析了标的公司的近年财务状况，根据标的公司未经审计财务数据，标的公司最近三个会计年度财务指标如下（合并口径）：

单位：亿元

项目名称	2015 年度	2016 年度	2017 年度
营业收入	30.11	30.92	34.05
利润总额	5.92	7.35	6.99
净利润	5.09	6.30	6.07
归属母公司所有者的净利润	5.09	6.30	6.08

项目名称	单位	2015 年度	2016 年度	2017 年度
流动比率		1.87	1.97	1.38
速动比率		1.74	1.84	1.24
资产负债率	%	38.76	38.58	48.57
负债与股权比率	%	63.30	62.80	94.42

注：1、流动比率=流动资产/流动负债

2、速动比率=(流动资产-存货)/流动负债

3、资产负债率=总负债/总资产

4、负债与股权比例=总负债/净资产

项目名称	单位	2015 年度	2016 年度	2017 年度
存货周转率	次	1.75	1.77	1.68
应收账款周转率	次	8.57	8.50	7.85
流动资产周转率	次	2.16	1.77	1.93
资产周转率	次	1.46	1.24	1.32

注：1、存货周转率= (当期主营业务成本×2) / (期初存货净值+期末存货净值)

2、应收账款周转率= (当期营业总收入×2) / (期初应收账款净额+期末应收账款净额)

3、流动资产周转率= (当期营业总收入×2) / (期初流动资产+期末流动资产)

4、资产周转率= (当期营业总收入×2) / (期初总资产+期末总资产)

项目名称	单位	2015 年度	2016 年度	2017 年度
销售净利率	%	16.90	20.37	17.84
资产净利率	%	24.61	25.20	23.50
成本费用利润率	%	24.29	30.89	25.46
净资产收益率	%	39.97	41.08	41.40

注：1、销售净利率=当期净利润/当期营业总收入

2、资产净利率= (当期净利润×2) / (期初总资产+期末总资产)

3、成本费用利润率=当期利润总额/当期营业总成本

4、净资产收益率= (当期净利润×2) / (期初净资产+期末净资产)

经初步分析判断，标的公司生产经营情况稳定，近年营业收入保持增长趋势，盈利能力较好，净利润稳中有升，各项财务指标稳定，且与行业平均水平接近，符合使用收益法的前提条件。

主要预测参数及依据情况如下：

(1) 营业收入预估情况

根据标的公司未经审计的合并财务报表，本次预估营业收入情况如下：

单位：亿元

项目名称	历史年度			预测期				
	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
营业收入	30.11	30.92	34.05	38.23	42.81	47.29	51.90	56.71
增长率		2.69%	10.12%	12.28%	11.98%	10.46%	9.75%	9.27%

注：永续期预测营业收入与2022年一致。

本次对标的公司营业收入的预估依据主要为企业未经审计的合并报表所列示的历史年度的营业收入情况、营业收入增长率以及行业发展趋势等。

(2) 毛利率的预估情况

根据标的公司未经审计的合并财务报表，标的公司历史年度的毛利率情况如下：

单位：亿元

项目名称	2015 年度	2016 年度	2017 年度
营业收入	30.11	30.92	34.05
毛利率	93.90%	93.31%	92.90%

本次预估在标的公司未经审计的合并报表数据的基础上，初步分析了企业的营业收入与营业成本情况，参考清查核实过程中现已掌握到的信息及数据判断，标的公司营业收入与成本情况近年保持稳定。根据企业管理层现有经营规划，未来年度将总体保持现有产品结构与生产方式，故本次在预估测算中，对毛利率的预测与历史年度毛利率基本保持一致。

通过对上述数据的初步分析与测算，本次预估以企业历史年度经营状况及财务数据为依据，对标的公司采用收益法进行了初步预估并得出预估值。

由于目前评估、审计工作尚在进行中，预估机构需对企业管理层提供的盈利预测以及各项预测指标等进行进一步的分析论证与核实，评估结论可能会根据后续评估工作的进一步开展进行调整。

二、评估假设前提的合理性

基于拟购买资产目前经营状况，收益法预估采用了如下假设条件：

(1) 拟购买资产提供的业务合同以及公司的营业执照、章程，签署的协议，审计报告、财务资料等所有证据资料是真实的、有效的。

(2) 拟购买资产目前及未来的经营管理班子尽职，不会出现影响公司发展和收益实现的重大违规事项，并继续保持现有的经营管理模式持续经营。

(3) 奥赛康药业以前年度及当年签订的合同有效，并能得到执行。

(4) 本次评估的未来预测是基于现有的市场情况对未来的一个合理的预测，不考虑今后市场会发生目前不可预测的重大变化和波动。如政治动乱、经济危机、恶性通货膨胀等。

(5) 奥赛康药业于 2017 年 12 月获得江苏省科技厅、江苏省财政厅、江苏省国家税务局、江苏省地方税务局联合颁发《高新技术企业证书》，证书编号：GR201732004615，有效期三年。根据《中华人民共和国企业所得税法》第二十八条规定：国家需要重点扶持的高新技术企业，减按 15% 的税率征收企业所得税。经与奥赛康药业管理层访谈了解，奥赛康药业未来年度将继续加大研发支出投入，保持产品的市场竞争能力，预计在现有经营条件和规模情况下，未来仍可达到高新技术企业认定标准，继续按 15% 的税率缴纳企业所得税。因此本次评估收益法预测中，沿用 15% 的税率计算企业所得税率。

(6) 海光研究所经税务机关认定属于小微企业。根据财政部、国家税务总局颁布的《财税[2017]43 号文件关于扩大小型微利企业所得税优惠政策范围的通知》，自 2017 年 1 月 1 日至 2019 年 12 月 31 日，将小型微利企业的年应纳税所得额上限由 30 万元提高至 50 万元，对年应纳税所得额低于 50 万元（含 50 万元）的小型微利企业，其所得减按 50% 计入应纳税所得额，按 20% 的税率缴纳企业所得税。拟购买资产的税收征收方式为核定征收，实际企业所得税税率为 10%。经企业管理层访谈了解，企业未来将进一步缩减其经营业务，待现有在手业务完成后，将暂停其全部经营业务。本次评估假设该公司未来仍可按现有纳税政策缴纳企业所得税。

(7) 拟购买资产管理层提供的盈利预测是本次收益法预估的基础，预估机

构对拟购买资产盈利预测进行了必要的调查、分析和判断，经过与拟购买资产管理层多次讨论，拟购买资产进一步修正、完善后，预估机构采信了拟购买资产盈利预测的相关数据。预估机构对拟购买资产未来盈利预测的利用，并不是对拟购买资产未来盈利能力的保证。

经初步分析判断，上述假设条件基本符合企业实际经营状况与行业发展情况。

三、评估定价的公允性分析

奥赛康药业主营业务为医药的研发、生产及销售，根据中国证监会《上市公司行业分类指引》（证监会公告 2012[31]号），属于“医药制造业”。经与拟置入资产业务相近的同行业可比上市公司估值情况，以及同类交易作价情况进行比较，本次预估值具备合理性，具体如下：

1、可比公司分析

奥赛康药业主要从事消化类及抗肿瘤类药品的研发、生产和销售业务，其中消化类药品主要为质子泵抑制剂注射剂。本次选取了与拟置入资产主要产品类似，或者产品剂型主要为注射剂型的上市公司进行了比较分析，其具体情况如下：

证券代码	证券简称	市盈率
603669.SH	灵康药业	27.45
300683.SZ	海特生物	35.29
002900.SZ	哈三联	31.21
300584.SZ	海辰药业	75.60
300204.SZ	舒泰神	20.49
平均值		38.01
中值		31.21
奥赛康药业		13.19

数据来源：Wind 资讯

注：1、同行业公司市盈率=该公司 2018 年 7 月 20 日市值/该公司 2017 年度归属于母公司股东净利润；

2、奥赛康药业市盈率=拟置入资产 100%股权预估值/2017 年度归属于母公司股东净利润

由上表可见，同行业可比上市公司平均市盈率为 38.01 倍。拟置入资产的静态市盈率为 13.19 倍，低于同行业可比公司平均水平。

2、可比交易分析

从业务和交易的可比性角度，选取了 2016 年以来“医药制造业”的产业并购或借壳交易作为可比交易，其具体估值情况如下：

交易买方	交易标的	标的公司 估值 (万元)	静态 市盈率	动态 市盈率
现代制药 (600420.SH)	致君制药 51% 股权	302,602.31	11.47	13.59
现代制药 (600420.SH)	国药威奇达 100% 股权	257,951.69	16.75	15.96
长江润发 (002435.SZ)	长江医药投资 100% 股 权	351,451.03	12.86	12.67
天山纺织 (000813.SZ)	嘉林药业 100% 股权	836,896.10	23.58	16.74
福安药业 (300194.SZ)	只楚药业 100% 股权	150,314.24	23.14	18.79
振东制药 (300158.SZ)	康远制药 100% 股权	267,000.00	32.46	17.80
量子生物 (300149.SZ)	睿智化学 90% 股权	234,000.00	26.32	17.33
平均值		342,887.91	20.94	16.13
中值		267,000.00	23.14	16.74
本次交易		802,000.00	13.19	12.51

数据来源：Wind 资讯

注：1、静态市盈率=标的资产估值/报告期最近一个会计年度归属于母公司股东净利润

2、动态市盈率=标的资产估值/业绩承诺期首年归属于母公司股东净利润

由上表可见,可比交易静态市盈率平均值及中值分别为 20.94 倍和 23.14 倍,动态市盈率平均值及中值分别为 16.13 倍和 16.74 倍,均高于本次交易拟置入资产预估值的静态市盈率及动态市盈率水平。

综上,本次交易中拟置入资产的市盈率低于可比公司及可比交易的行业平均值、中位数。本次交易的预估定价具备公允性,有利于保护中小股东利益。

四、评估师核查意见

经核查,评估师认为:

本次预估假设条件基本符合企业实际经营状况与行业发展情况,本次预估定价具备公允性,有利于保护中小股东利益。

问题 18、请补充披露使用资产基础法对标的公司进行评估的评估情况。

答复:

一、使用资产基础法对标的公司进行评估的评估情况

根据江苏奥赛康药业股份有限公司未经审计的 2018 年 3 月财务报表列示,拟购买资产账面净资产为 13.95 亿元。

经预估,拟购买资产于预估基准日 2018 年 3 月 31 日股东全部权益价值为人民币 18.88 亿元,相比账面净资产增值 4.93 亿元,增值率约为 35.34%。主要增值资产包括流动资产、长期股权投资、固定资产、在建工程与无形资产。主要增值原因如下:

(1) 流动资产增值主要原因系对产成品和在产品根据售价扣除为实现销售所必要的税金、销售费用及所得税评估,导致产成品和在产品的评估增值。

(2) 长期股权投资增值主要原因系企业长期股权投资主要以成本法进行核算,本次对企业拥有的长期股权投资单位分别打开进行预估测算并根据持股比例计算所致。

(3) 固定资产增值主要原因系房屋建筑物重置价格略有上升,以及评估经济耐用年限与会计折旧年限差异所致。

(4) 在建工程增值主要原因系根据合理工期考虑计算资金成本所致。

(5) 无形资产增值主要原因系企业拥有的土地使用权取得时间较早，而近年土地市场价格上升，同时将企业账面未反映的无形资产纳入评估范围所致。

截止本回复出具日，标的资产评估工作尚在进行中，上述预估结论可能会根据后续评估工作的进一步开展进行调整。

上海东洲资产评估有限公司

2018年8月1日