北京卓信大华资产评估有限公司对深圳证券交易所《关于对万邦德新材股份有限公司的问询函》的回复核查意见

深圳证券交易所：

根据贵所出具的《关于对万邦德新材股份有限公司的问询函》（中小板问询函【2019】第 188 号）中关于评估机构出具相关意见部分，我公司答复如下：

回复：

一、问询函第一题：本次资产预估交易价格调整的具体原因、测算的具体过程及主要参数，说明所选取的参数是否与前次测算有重大变化。

（一）本次资产预估交易价格调整的具体原因

2018 年 6 月 13 日，经上市公司第七届董事会第十次会议审议，上市公司拟以非公开发行股份的方式向万邦德制药全体股东购买其持有的万邦德制药 100%股份。随着本次时间的推进，原重组方案在预定的期限内无法完成，交易双方对评估基准日进行了调整，评估基准日调整是本次预估交易价格调整的直接原因，具体原因如下：

1、两次评估基准日时点不同，国家宏观环境发生变化

根据国家统计局公布的2017年度及2018年度国民经济和社会发展统计公报显示：2017 年全年国内生产总值 827122 亿元，比上年增长 6.9%，2018 年全年国内生产总值 900309 亿元，比上年增长 6.6%， 2019 两会政府工作报告显示：2019 年经济社会发展的预期目标是：国内生产总值增长 6%-6.5%，因此，宏观经济增长放缓及经济下行压力增大，导致本次对预估值调整。

2、两次评估基准日时点不同，企业对未来业绩预期存在差异

万邦德收购标的公司预案的预估基准日为 2018 年 4 月 30 日，草案的评估基准日为 2018 年 12 月 31 日。

cninf 巨潮资讯 www.cninfo.com.cn

根据标的公司的历史业绩，2015 年度、2016 年度、2017 年度和 2018 年 1-4 月，标的公司归属于母公司股东净利润（未经审计）分别为 3,816.28 万元、12,372.49 万元、6,492.30 万元和 4,148.30 万元。基于当时的宏观经济、医药行业的形势、业务发展情况以及对未来业绩的预期，标的公司万邦德制药股东作出 2018-2020 年扣非后归属于母公司股东净利润不低于 18,500.00 万元、24,975.00 万元和 32,467.50 万元的业绩承诺，累计业绩承诺额为 75,942.50 万元，2019 年度、2020 年度扣非后归属于母公司股东净利润分别较上年增长 35%、30%。

2018 年，标的公司实现的扣非后归属于母公司所有者的净利润为 15,293.31 万元，与预案业绩预测有差异，主要系国家宏观经济增长放缓、两票制全面推行等因素影响，标的公司老产品销售收入增长放缓，并且新产品间苯三酚注射液推迟到 2019 年 3 月投入市场，导致 2018 年度经营业绩指标较预估值发生变化，因此，标的公司相应调整预测期净利润。

本次评估的预测期为 2019 年度-2023 年度，标的公司基于谨慎性和可实现性原则，将预测期营业收入复合增长率由预案阶段的 20.92%调整至 13.65%，预测期净利润增长率由预案的 26.18%调整至 16.79%，在此预测业绩基础上，交易标的公司 100%股权评估值为 273,100.00 万元。

2、两次评估标的资产所处时点风险不同，所选用的折现率存在差异

两次评估标的资产所处时点风险不同，在折现率的选用方面存在差异，预案预估值所使用的折现率为 10.99%，本次评估所使用的折现率为 11.12%，本次评估所使用的折现率较前次增加 0.13%，该变化导致本次评估结果较前次估值结果存在差异。前次估值与本次评估折现率方面的具体差异如下：

项目	预案（1）	草案（2）	差异（2）-（1）
无风险报酬率（Rf）	4.08%	3.80%	-0.28%
可比上市公司无财务杠杆 β	0.7572	0.7659	0.0087
个别调整系数（Rc）	1.50%	2.00%	0.50%
折现率	10.99%	11.12%	0.13%

本次评估所使用的折现率较前次估值使用的折现率增加 0.13 个百分点，主要因为：

1）由于两次评估的基准日不同，本次评估于评估基准日得到的无风险报酬率较前次估值减少 0.28 个百分点。

cninf 巨潮资讯 www.cninfo.com.cn

2）由于两次评估基准日的差异，于不同基准日得到的相同可比上市公司的无财务杠杆β 存在差异，上述指标具有客观性。

3）个别风险调整系数的增加，通过分析 2018 年企业的经营情况，企业主要风险来之于两方面，一方面是国家经济下行压力仍然较大，经济增长速度的放缓，市场风险增加；另一方面是企业属于医药制造生产企业，经销商数量不断增加，给管理带来了较大风险，考虑到新客户的稳定性可能不如老客户，同时也考虑到新产品上市的风险，从谨慎性原则考虑，盈利预测风险升高，因此采用的个别风险调整系数有所上升。

综上所述，首先，由于标的公司所处的国家宏观经济增长放缓、经济下行压力增大，导致标的公司未来预期增长放缓，导致本次预估交易价格发生调整；其次，标的公司老产品销售收入增长放缓和新产品推迟投入市场，导致 2018 年经营业绩指标与上次预测值产生差异，本次评估基于标的公司历史年度预期业绩变化、相应调整了未来年度的盈利预期，调整预测期营业收入、净利润，导致本次交易价格发生调整；再次，由于两次评估基准日不同，标的企业所处时点的风险不同，得到的无风险报酬率、可比公司无财务杠杆β 、个别调整系数（Rc）等客观参数存在差异，是本次预估价格调整的第三方面原因。基于标的公司所处宏观环境行业发展变化及企业历史业绩、未来盈利能力、风险系数等方面综合考虑，本次评估对交易标的预估值进行适当调整，预估值调整的原因具有合理性。

（二）测算的具体过程及主要参数

1、主营业务收入的预测

（1）产品销量的预测

①银杏叶滴丸系列：

银杏叶滴丸的主要应用领域是心脑血管疾病。目前，银杏叶口服制剂生产厂家有 100 余家。其中，银杏叶片的生产厂家最多，而银杏叶滴丸、银杏叶滴剂、银杏叶酊及银杏叶丸各自只有一家生产企业。万邦德制药拥有的银杏叶滴丸是独家生产的中药保护品种，并以其先进的剂型优势、良好的依从性和确切的临床疗效显现出独特的竞争优势，已经成为临床上治疗心脑血管疾病的常用药。经过多年持续努力，银杏叶滴丸学术循证证据建设方面取得重大进展，银杏叶滴丸于 2018 年作为唯一的银杏叶口服产品进入了卫计委指导编写的《临床路径释义》，

cninf 巨潮资讯 www.cninfo.com.cn

并且是心脑血管多个病种（如脑梗死、短暂性脑缺血发作、稳定型冠心病、慢性稳定型心绞痛介入治疗等）推荐口服的银杏叶产品；随着全国临床路径相关工作推进，预计银杏叶滴丸产品市场覆盖率会有明显的提高。目前万邦德制药银杏叶滴丸在全国医疗机构采购省市中中标入围的省市已达 31 个，覆盖范围逐年扩大，有力推动了药品后续的市场销售。随着我国居民健康意识的加强、人口老龄化趋势明显，未来该产品有较大的市场空间，除了继续在医疗终端使用外，还正在积极开发 OTC 市场，根据其他中药品种的销售经验，OTC 市场同样具有较大的市场规模。

随着社会老龄化和城市化进程加快，居民不健康生活方式流行，我国居民心血管病危险因素普遍暴露，心脑血管疾病发病率居高不下。根据中国循环杂志（中国医学科学院主办）在 2018 年 1 月发布的数据，我国心血管病现患人数 2.9 亿，其中脑卒中 1300 万，冠心病 1100 万，肺原性心脏病 500 万，心力衰竭 450 万，风湿性心脏病 250 万，先天性心脏病 200 万，高血压 2.7 亿。今后 10 年心血管病患病人数仍将快速增长。可见，心脑血管疾病人群数量较大，对治疗该疾病的药物的需求量也将是一个巨大的市场，未来市场空间潜力较大。根据米内网统计数据，心脑血管疾病用药在重点样本城市公立医院的销售额从 2013 年的 690 亿元增长到 2017 年的 858 亿元，心脑血管疾病用药在整个中成药市场占有率达到了 38.11%，说明该类中成药的市场空间较大。从历史期看，万邦德制药 2015-2018 年的算数平均增长率为 51.30%，复合增长率达到了 32.77%，2018 年银杏叶滴丸销售收入较 2017 年度增加 24.36%，说明企业的历史期销售增长情况较好，因此本次评估结合该产品的市场需求和自身该产品的增长情况，谨慎考虑 2019 年预测销售数量增长率为 25%，2020 年以后增长率逐步下降，2023 年之后趋于稳定。

从历史期看，银杏叶滴丸销量 2016 年-2018 年增长率分别为 150.81%、-29.73%、32.81%，呈波动趋势，主要是由于 2017 年受国家全面实施两票制影响，药品配送由原医药公司多级分销配送更改为由各医药公司一级配送，减少了配送环节，万邦德制药为防止药品过期给标的公司带来影响，决定优先销售渠道中产品，因此导致万邦德制药 2017 年自身销售量下降，但从医院终端销售情况来看，根据南方医药经济研究所对重点城市公立医院银杏叶制剂监测数据显示，万邦德制药 2016 年银杏叶滴丸市场占有率为 12.27%，2017 年为 17.10%，提高 4.83 个

cninf 巨潮资讯 www.cninfo.com.cn

百分点，2017 年较 2016 年销售收入增长率为 36%。可以看出标的公司银杏叶滴丸 2017 年的销售收入仍然保持了高速增长。2018 年随着两票制影响的减弱，原有渠道库存逐步的消化，银杏滴叶丸产品销售量开始恢复并呈现出增长趋势，2018 年较 2017 年增长了 32.81%，增长率较高，说明恢复趋势较好；但从销量来看，仍未恢复到 2016 年正常年度的水平，仅达到了 2016 年度的 93.32%，可以看出仍具有一定的恢复空间，同时考虑产品本身的成长性，本次预测 2019 年的增长率在 2018 年增长率 32.81%的基础上谨慎考虑按照 25%预测，按此预测 2019 年销量仅比正常年度 2016 年增长了 16.65%，复合增长率为 5.27%，平均增长率为 9.36%，根据南方医药经济研究所统计的万邦德制药银杏叶滴丸医院终端（样本重点城市公立医院）销售 2015 年-2017 年的复合增长率达到了 20.84%，本次预测的实际增长率低于其终端销售的历史复合增长率，说明本次预测具有谨慎性和合理性。

②制剂系列预测

制剂系列包括盐酸溴已新片、联苯双酯滴丸，未来年度的预测如下：

A、盐酸溴已新片属于呼吸系统药物，主要用于慢性支气管炎、哮喘等引起的粘痰不易咯出的患者。据米内网 BI 智能版数据，2016 年国内呼吸系统用药市场已超过 1,330 亿元。其中第一终端公立医院占据 37.62%的份额，县级公立医院占据 12.98%，第二终端为零售药店占据 35.69%，第三终端城市社区卫生服务中心占据 7.94%，乡镇卫生院占据了 5.73%。其品种结构感咳类占 69.33%，抗哮喘类占据 21.11%，其它类别占据了 9.56%。据米内网 BI 智能版数据，2016 年国内三大终端镇咳祛痰感冒市场规模已达到 922 亿元，占据了呼吸系统总体市场的 69.32%；2017 年已超 950 亿规模。2018 年国内重点城市公立医院呼吸系统化药市场用药前三季度已达到 73 亿元，则预期年销售额可达 97.33 亿元，同比上一年增长 37.09%，表现出快速增长态势。在呼吸系统用药终端市场中，镇咳祛痰感冒类药物占据着主要份额。从市场看，该类药品仍有较大开发潜力。从历史期销量来看，万邦德制药该产品销量有较大波动，先降后升，主要是受两票制影响，原有销售渠道受到影响，随着重新建立营销网络，2018 年销售数量较 2017 年增长率达到了 40%，说明产品销量在恢复增长；同时为配合销售渠道的建立，增加销售量，将会采取优惠的价格等措施，综上分析，本次谨慎估计，预测 2019 年

cninf 巨潮资讯 www.cninfo.com.cn

销售数量增长率为 25%，以后年度增长率将逐步下降，2023 年之后趋于稳定，相应的 2019 年盐酸溴己新片销售收入增长率分别为 23.66%，以后年度增长率将逐步下降，2023 年之后趋于稳定，与销售数量的预测趋势一致。

B、联苯双酯滴丸，系消化系统用药，适用于迁延性肝炎及长期单项谷丙转氨酶异常者。据世界卫生组织数据，全世界约有 20 亿人携带乙型肝炎病毒，其中有 17.5%患有不同程度的慢性肝病，肝炎已成为第 6 大健康杀手。据中国疾病预防控制中心数据：我国每年报告甲肝发病 2.2 万例，戊肝发病 2.7 万例；全国乙肝病毒表面抗原携带者约 9300 万人，每年乙肝新发感染者仍然超过 10 万人。据 GBIResearch 公司发布的最新报告显示，预计至 2021 年，全球抗病毒性传染病药物市场将从目前的 500 亿美元增长到 1176 亿美元，重要品种包括抗丙肝病毒、乙肝病毒和抗人体免疫缺陷病毒药物。国家卫计委法定传染病疫情报告数据显示，2012-2015 年，连续 4 年戊肝发病人数超越甲肝，死亡人数也远超甲肝，迄今尚未得到有效控制。据统计，2017 年我国肝病用药市场规模达到 660.71 亿元，2012-2017 年的年复合增长率约为 17%，说明肝炎用药仍有较大的市场增长空间。从万邦德制药历史期本身来看，该类产品 2016 年之前，销售一直处于增长阶段，而 2017 年销售下降幅度较大，接近 60%，主要原因是原有销售渠道受两票制影响较大，由于原销售渠道主要由几家大的经销商代理销售，国家全面实施两票制后，销售到终端市场的渠道几乎需要全部重新建立，因此近两年处于重新建立营销网络渠道中，销售商已由 2017 年底的 150 多家，发展到 2018 年底的 200 多家，营销网络初步确立。通过与管理层沟通，2019 年市场原有销售渠道逐步恢复并继续开拓新市场，同时为配合销售渠道的建立，增加销售量，将会采取优惠的价格等措施，预计通过 2-3 年恢复到 2016 年历史最高水平，本次评估谨慎考虑，按三年恢复到历史水平，则需每年按照 29.12%的复合增长率增长，本次谨慎估计预测 2019 年增长率为 25%，以后年度增长率将逐步下降，2023 年之后趋于稳定，相应联苯双酯滴丸 2019 年的营业收入增长率分别为 23.66%，后年度增长率将逐步下降，2023 年之后趋于稳定，联苯双酯滴丸营业收入恢复性增长具有合理性。

③原料药系列预测：

原料药系列包括氯氮平、盐酸溴己新、联苯双酯、石杉碱甲，未来年度预测

cninf 巨潮资讯 www.cninfo.com.cn

如下：

A、氯氮平：精神系统类药物，系原料药，精神失常用药。从历史期看，增长势头减缓，发展处于平稳期。通过与企业管理层沟通，该产品市场比较饱和，未来年度增长空间不大，故未来将保持在当前水平，预测 2019-2023 年以 2018 年的销量为基础保持不变。

B、盐酸溴已新：系原料药，祛痰类药。历史期波动较大，主要是受公司战略影响所致，万邦德制药为发展自身成品药盐酸溴已新片，对外销售原料药时加以控制，受产能影响，对外销售时要优先保证本企业供给，因此可以看出 2017 年-2018 年销量变化不大；对未来预测时，根据公司战略规划，将大力发展以此为原料的成品药盐酸溴已新片的生产和销售，而企业又暂无扩产计划，因此未来年度对外销售将保持在当前水平，本次预测 2019-2023 年基本维持在 2018 年水平。

C、联苯双酯：联苯双酯是治疗病毒性肝炎和药物性肝损伤引起转氨酶升高的常用药物。作为联苯双酯滴丸的原料药，除供万邦德制药自身产品使用外，还对外销售，2018 年由于市场行情影响，较 2017 年有所下降，从历史期来看，呈快速增长趋势，2015 年-2018 年平均增长率为 115.69%，复合增长率达 86.12%，通过与管理层沟通，2019 年该类药品的市场拓展和开发，未来增长仍有较大空间，本次谨慎考虑预测 2019 年按照 25%趋势来增长，以后年度增长率将逐步下降，2023 年之后趋于稳定；相应的，联苯双酯 2019 年销售收入增长率为 24.94%，以后年度增长率将逐步下降，2023 年之后趋于稳定，与销售数量的预测趋势一致。

D、石杉碱甲：神经系统用药，系原料药，其制剂适用于良性记忆障碍，提高患者指向记忆、联想学习、图像回忆、无意义图形再认及人像回忆等能力。对痴呆患者和脑器质性病变引起的记忆障碍亦有改善作用。石杉碱甲为国内外首创产品，曾获得国家技术发明二等奖。万邦德制药是国内独家获得石杉碱甲注射液药品注册批件的企业，也是国内首家获得石杉碱甲原料药的企业，万邦德制药已经与国内知名院士长期合作，建立院士专家工作站，加快推动石杉碱甲原料及制剂项目的技术研究和科技成果转化。从历史期看，近三年销量基本平稳，虽然公司规划未来将加大石杉碱甲制剂的转化，但由于未来仍具有较大不确定性，本次

cninf 巨潮资讯 www.cninfo.com.cn

评估谨慎考虑，未来将保持在当前水平；本次评估预测 2019-2023 年按照 2018 年的销量为基础保持不变。

④其他类产品预测

其他类产品包括未作为主要产品的口服制剂、原料药、注射剂等产品，由于数量多，种类杂，为便于预测，本次不再统计销售数量，按照收入增长情况直接预测。

其他类药品包括制剂如氯氮平片、盐酸氯丙嗪片、西咪替丁片、枸橼酸钙片、小儿氨酚那敏颗粒、头孢克洛颗粒、奥美拉唑肠溶胶囊等；原料药如舒必利、西咪替丁、诺氟沙星等；注射剂产品有氯化钠注射液、葡萄糖注射液等。万邦德制药对该类系列药品采用招商和统配的方式，通过不断开拓市场，分别向医院终端和零售终端拓展；对属于低价药目录的药品在全国省市区域逐步推进挂网，并通过增加合作销售商的方式向医院终端销售；对部分药品走 OTC 渠道，增加零售终端的合作商，扩大零售终端市场。通过历史期来看，2015 年-2018 年复合增长率达到了 23.09%，仅 2018 年增长率达到了 71.08%，可以看出整体呈现出快速发展的趋势。本次评估参考复合增长率并结合 2018 年增长情况，预测 2019 年按照 23%的趋势来增长，以后年度增长率将逐步下降，2023 年之后趋于稳定。

（2）销售单价的预测

对于产品销售单价，主要参考近期销售价格以及未来行业发展趋势及政策等因素进行预测；根据《关于深化增值税改革有关政策的公告》（财政部 税务总局 海关总署公告 2019 年第 39 号）内容：增值税一般纳税人发生增值税应税销售行为，原适用 16%税率的，税率调整为 13%；本公告自 2019 年 4 月 1 日起执行。考虑到此政策对销售价格的影响，在预测 2019 年度销售单价的时候，采取 2019 年前三个月份按照 16%的税率测算销售单价，后九个月份，按照 13%的税率测算销售单价。

银杏叶滴丸销售单价的预测，在考虑增值税调整政策的同时，也考虑到由于企业为扩大市场，增强产品竞争力，根据市场情况也会调整价格，会采取一些优惠措施，因此本次预测 2019 年销售单价在 2018 年基础上下降 2%，并逐年降低，2021 年之后趋于稳定。

盐酸溴已新片和联苯双酯滴丸由于需要重建销售渠道，增强产品竞争力，该

cninf 巨潮资讯 www.cninfo.com.cn

类产品竞争较为激烈，在考虑增值税调整政策的同时，预测销售价格 2019 年在 2018 年的基础上下降 3%，并逐年降低，2021 年之后趋于稳定。

联苯双酯原料药将作为发展的重点原料药，为提高竞争力，在考虑增值税调整政策的同时，其销售价格预测 2019 年在 2018 年的基础上下降 2%，并逐年降低，2021 年之后趋于稳定。

盐酸溴已新原料药、石杉碱甲、氯氮平的销量预测以该公司发展规划为前提，未来将不再增加对外销售，仅保持在 2018 年的销量水平，因此本次在考虑增值税调整政策的同时，预测 2019 年及之后年度的销售价格将保持在 2018 年水平。

其他类产品的销售在考虑增值税调整政策的同时，为提高产品竞争力，增加销量，因此预测 2019 年在 2018 年基础上下降 3%，并逐年降低，2021 年之后趋于稳定。

（3）销售收入的预测

销售收入=预测销售数量×销售单价

主营业务收入预测表详见下表：

单位：万元

项目/年份	2019 年度	2020 年度	2021 年度	2022 年度	2023 年度
主营业务收入	88,353.06	104,515.02	120,576.47	135,925.18	147,381.77
增长率	20.02%	18.29%	15.37%	12.73%	8.43%

2、折现率的确定

为确定合适的折现率，通常会考虑市场现有的同行业报酬率，然后用相关的企业和产品的风险与经营状况同市场及该行业互相比较，从而得出目标企业的加权平均资本成本。本次评估我们采用国际上通用的加权平均资本成本模型（WACC）来估算。

WACC=Ke×E/V+Kd×（1-T）×D/V

式中：Ke 为权益资本成本；

Kd 为债务资本成本；

E：权益的市场价值；

D：付息债务的市值

T：企业的所得税率

V：被评估企业的总市值

cninf 巨潮资讯 www.cninfo.com.cn

（1）确定目标企业的资本结构

估算加权平均资本成本的第一步是确定被评估对象公司的资本结构，在此，我们从目标资本结构出发开始考虑。这主要是因为被评估对象公司的资本结构在任意时刻都可能没有反映预期贯穿业务始终的资本结构。本次评估对目标企业的资本结构的估算主要从医药制造板块类上市公司中选取具有可比性的参照公司，然后对其市场价值中权益和债务的比率进行加权平均计算来确定其目标资本结构。

选取的可比参照公司应从事相同或类似的经营业务，同时还应包括以下因素：

公司资本结构公司产品

信用情况主要市场及公司在市场中的定位

管理程度管理层情况

员工素质收益情况

公司业务成熟性公司账面价值

可比参考上市公司的资本结构为：付息债务的市值/（权益的市值+付息债务的市值）×100%=0.1188。

（2）权益资本成本 Ke 的确定

在确定可比企业权益资本的报酬率时，本次评估采用资本资产定价模型（CAPM）。资本资产定价模型中收益的收益率等于无风险收益率加市场风险收益率乘以企业的系统风险系数（beta），计算公式为：

Ke=Rf+β ×RPm+Rc

其中：Rf=无风险收益率；

β =企业风险系数；

RPm=市场风险溢价；

Rc=企业特定风险调整系数。

运用资本资产定价模型主要是确定无风险收益率、系统风险系数和市场风险溢价。

①无风险收益率 Rf 的确定

无风险报酬率是对资金时间价值的补偿，这种补偿分两个方面，一方面是在无通货膨胀、无风险情况下的平均利润率，是转让资金使用权的报酬；另一方面

cninf 巨潮资讯 www.cninfo.com.cn

是通货膨胀附加率，是对因通货膨胀造成购买力下降的补偿。由于现实中无法将这两种补偿分开，它们共同构成无风险利率。本次评估在沪、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，取所选定的国债到期收益率的平均值作为无风险收益，因此本次无风险报酬率 Rf 取 3.8%。

②企业系统风险系数 β

根据 Wind 资讯查询的与企业类似（医药制造）的沪深 A 股股票 100 周上市公司 Beta 参数估计值计算确定，具体确定过程如下：

首先根据公布的类似上市公司（医药制造）Beta 计算出各公司无财务杠杆的 Beta，然后得出无财务杠杆的平均 Beta 及上述计算的企业的目标资本结构 D/E，计算出目标企业的 Beta。

β L=（1+（1-T）×D/E）×β U

公式中：

β L：有财务杠杆的 Beta；

D/E：根据公布的类似上市公司债务与股权比率；

β U：无财务杠杆的 Beta；

T：所得税率；

经过计算，2018 年 12 月 31 日企业的 β U 取 0.7659，D/E 取 0.1522；

β L=(1+(1-T)×D/E)×β U

=(1+(1-15%)×0.1522)×0.7659

=0.8650

③市场风险溢价 RPm 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利率的回报率，由于目前国内 A 股市场是一个新兴而且相对封闭的市场，一方面，历史数据较短，并且在市场建立的前几年中投机气氛较浓，投资者结构、投资理念在不断的发生变化，市场波动幅度很大；另一方面，目前国内对资本项目下的外汇流动仍实行较严格的管制，再加上国内市场股权割裂的特有属性（存在非流通股），因此，直接通过历史数据得出的股权风险溢价包含有较多的异常因素，不具有可信度；国际上新兴市场的风险溢价通常采用成熟市场的风

cninf 巨潮资讯 www.cninfo.com.cn

险溢价进行调整确定，因此本次评估采用公认的成熟市场（美国市场）的风险溢价进行调整，具体计算过程如下：

市场风险溢价=成熟股票市场的基本补偿额+国家补偿额

=成熟股票市场的基本补偿额+国家违约补偿额×（σ 股票/σ 国债）

式中：成熟股票市场的基本补偿额取美国 1928 年至今的股票与国债的算术平均收益差 6.29%；

国家违约补偿额：根据国家债务评级机构 Moody’InvestorsService 对我国的债务评级为 A2，转换为国家违约补偿额为 0.6%；

σ 股票/σ 国债：新兴市场国家股票的波动平均是债券市场的 1.5 倍；

则：RPm=6.29%+0.6%×1.5

=7.19%

④企业特定风险调整系数 Rc 的确定

企业主要风险来之于两方面，一方面是国家经济下行压力仍然较大，经济增长速度的放缓，市场风险较大；另一方面是企业属于医药制造生产企业，业务类型为医药制造类产品，根据业务较为稳定、市场增长较快等特点，并考虑到该行业目前特性，结合企业规模、历史经营情况、企业的财务风险、企业经营业务、产品和地区的分布、企业内部管理及控制机制、对主要客户及供应商的依赖等。取企业特定风险调整系数 Rc 为 2%。

⑤权益资本成本 Ke 的确定

Ke=Rf+β L* RPm +Rc

=3.8%+0.8650×7.19%+2%

=12.02%

（3）付息债务成本的确定

债务资本成本是债权人投资委估企业所期望得到的回报率，债权回报率也体现债权投资所承担的风险因素。Kd 按照基准日委估企业银行贷款的平均利率 5.2%计算。

（4）加权平均资本成本 WACC 的确定

WACC=Ke×E/V+Kd×（1-T）×D/V

=12.02%×0.8812+5.2%×(1-15%)×0.1188

=11.12%

cninf 巨潮资讯 www.cninfo.com.cn

（三）所选取的参数是否与前次测算有重大变化

1、两次预测营业收入及净利润差异比较

前后两次评估时，万邦德制药预测期营业收入、净利润和折现率对比情况如下：

单位：万元

项目	时点	2018 年度	2019 年度	2020 年度	2021 年度	2022 年度	2023 年度	累计金额
营业收入	预案预测金额	97,421.31	126,647.52	158,309.56	189,971.60	208,247.37	-	780,597.36
	草案预测金额	-	88,359.78	104,521.74	120,583.19	135,931.90	147,388.49	596,785.10
	变动金额	-	-	-	-	-	-	183,812.26
	变动比例	-	-	-	-	-	-	23.55%
净利润	预案预测金额	18,145.10	24,983.73	32,857.00	41,412.33	45,999.82	-	163,397.98
	草案预测金额	-	18,471.06	22,391.58	26,714.76	31,211.50	34,369.10	133,158.00
	变动金额	-	-	-	-	-	-	30,239.98
	变动比例	-	-	-	-	-	-	18.51%

2018 年，万邦德制药扣非后归属于母公司净利润为 15,293.31 万元，本次评估考虑国家宏观经济增速放缓并结合标的公司历史年度收入增长的实际情况，基于谨慎性和可实现性原则，本次评估时将标的公司预测期营业收入和净利润指标进行了调整，2019 年度-2023 年度预测期营业收入分别调整为 88,359.78 万元、104,521.74 万元、120,583.19 万元、135,931.90 万元、147,388.49 万元，预测期累计营业收入较预案调整 23.55%；预测期净利润分别调整为 18,471.06 万元、22,391.58 万元、26,714.76 万元、31,211.50 万元、34,369.10 万元，预测期累计营业收入较预案调整 18.51%。

2、两次折现率变化比较

两次评估在折现率的选用方面存在差异，预案预估值所使用的折现率为 10.99%，本次评估所使用的折现率为 11.12%，本次评估所使用的折现率较前次增加 0.13%，该变化导致本次评估结果较前次估值结果存在差异。由于基准日不同，标的资产所处环境风险有差异，因此折现率有差异。

3、所选取的参数与前次预估无重大变化

根据上述对两次评估预测的营业收入、净利润及折现率的比较，由于国家宏观经济增长放缓、两票制全面推行等因素影响，标的公司老产品销售收入增长放缓，并且新产品间苯三酚注射液推迟到 2019 年 3 月投入市场，导致经营业绩指

cninf 巨潮资讯 www.cninfo.com.cn

标下降，使本次评估与前次预估所使用的营业收入、净利润等发生变化；同时，本次评估折现率参数为 11.12%，较预案阶段增加 0.13 个百分点，上述主要参数的变动导致本次交易标的估值较前次预估发生变动。

（四）资产评估师核查意见

经核查，评估机构认为，由于国家宏观经济增长放缓、两票制全面推行等因素影响，标的公司老产品销售收入增长放缓，并且新产品间苯三酚注射液推迟投入市场，导致 2018 年经营业绩指标与预测值产生差异，因此，标的公司相应调整预测期营业收入、净利润；其次，由于两次评估基准日不同，基于不同时点得到的无风险报酬率、可比上市公司无财务杠杆β 、个别调整系数（Rc）等客观参数的差异使折现率发生变化。基于标的公司的历史业绩、未来盈利能力、风险系数等方面综合考虑，本次评估对交易预估值进行调整，预估值调整的原因具有合理性。本次预测所选取营业收入、净利润和折现率等参数未发生重大变化。

二、问询函第二题：请你公司结合前后两次评估时万邦德制药未来盈利预测、业务拓展情况、核心竞争力、经营环境的变化情况，对标的交易价格调整的公允性、合理性进行分析，并说明本次交易价格是否有利于保护公司及中小股东的合法权益。

（一）标的交易价格调整的公允性、合理性分析

1、前后两次评估时万邦德制药未来盈利预测情况

2018 年，万邦德制药扣非后归属于母公司净利润为 15,293.31 万元，本次评估考虑国家宏观经济增速放缓并结合标的公司历史年度收入增长的实际情况，本次评估时将标的公司预测期营业收入和净利润指标进行了适当调整。标的公司前后两次评估的预测期营业收入、净利润对比情况请参见本问询函答复第一题“一、本次资产预估交易价格调整的具体原因、测算的具体过程及主要参数，说明所选取的参数是否与前次测算是否有重大变化”的内容。

2、前后两次评估时万邦德制药业务拓展变化情况

前后两次评估，万邦德制药业务拓展能力未发生重大变化。近年来，标的资产的银杏叶滴丸、盐酸溴已新片、联苯双酯滴丸等主要产品中标省（市、区）个数统计数据如下：

cninf 巨潮资讯 www.cninfo.com.cn

产品名称	2019 年 1-3 月	2018 年度	2017 年度	2016 年度
银杏叶滴丸	31	31	31	30
盐酸溴已新片	26	26	24	20
联苯双酯滴丸	26	25	23	21

由上表可知，通过对市场不断开拓，标的公司银杏叶滴丸、盐酸溴已新片、联苯双酯滴丸几乎覆盖全国各省（市、区），标的公司市场开拓能力较强。

近年来，标的资产银杏叶滴丸、盐酸溴已新片、联苯双酯滴丸等产品经销商、配送商数量统计数据如下：

产品名称	2019 年 1-3 月	2018 年度	2017 年度	2016 年度
银杏叶滴丸	735	694	432	193
盐酸溴已新片	298	280	190	91
联苯双酯滴丸	210	187	153	71
产品涵盖终端医疗机构家数	16,053	16,053	12,555	10,053

报告期内，标的公司的销售终端不断拓展，终端销售医疗机构从 2016 年的 10,053 家，增加到目前的 16,053 家，银杏叶滴丸配送商、经销商由原来的 190 多家增加到 700 余家，并且标的公司还积极开拓 OTC 市场（药店），销售渠道的逐步拓宽，为产品销售提供了有力的渠道保障。

3、前后两次评估时万邦德制药核心竞争力变化情况

前后两次评估时，万邦德制药核心竞争力未发生重大变化。

标的公司经过十多年的发展，已经拥有药品生产批准文号 190 个，拥有 31 项授权专利，其中 23 项为发明专利，国家技术发明二等奖一项，研发和技术创新优势明显；同时还具有核心产品特色鲜明、竞争力强，主要产品在特定治疗领域和细分市场优势明显，储备产品数量较多、剂型丰富、结构合理，产业链集成优势，质量优势，区位优势等核心竞争优势，能够为标的资产未来业绩的持续增长提供保障。

（1）研发和技术创新优势

标的公司系高新技术企业，拥有完善的研发体系，拥有一支具有较高专业技术水平和较强自主创新能力的研发团队；标的公司研发中心被浙江省认定为“心脑血管药物省级高新技术企业研究开发中心”，被台州市认定为“市级企业技术中心”；标的公司成功开发出银杏叶滴丸、石杉碱甲等系列产品并已实现产业化

cninf 巨潮资讯 www.cninfo.com.cn

生产，有多项新药开发、技术创新和产业化生产项目正在进行中；标的公司已建立起具备较强竞争优势的技术开发平台，在天然植物药分离纯化技术、药物释放技术、化学原料药合成技术、心脑血管及神经系统药物工艺优化与技术创新等方面积累了丰富的研发经验。此外，标的公司在不断深化自主研发的同时，积极探索并实施产学研一体化战略，取得了显着成效，目前标的公司已拥有 31 项授权专利，其中 23 项为发明专利，并有多项新药研究项目处于临床研究的不同阶段，为提升公司核心竞争力、保证可持续发展奠定了坚实基础。

（2）产品优势

A、核心产品特色鲜明、竞争力强，市场前景广阔

在心脑血管及神经系统天然植物药领域，标的公司不仅拥有深厚的研发传承，而且制定有长远的产品发展规划，已形成产品系列和市场竞争优势。目前，标的公司已拥有银杏叶滴丸、石杉碱甲等多个天然植物药品种，其中核心产品银杏叶滴丸是拥有自主知识产权的独家生产品种和国家中药保护品种，也是现代中药的新型制剂和传统口服制剂的升级产品，具有生物利用度高、起效迅速、依从性好、质量稳定等独特优势，已列入国家《医保目录》和《基本药物目录》，市场成长性良好；石杉碱甲为国内外首创产品，曾获得国家技术发明二等奖，标的公司也是国内首家获得石杉碱甲原料药药品注册批件的企业，该药已被国内外公认为是改善认知功能和记忆障碍、治疗老年痴呆症最有效的药物之一，是具有循证医学证据的治疗药物。随着相关新产品的陆续上市，标的公司在天然植物药领域的特色和优势也将更加突出。

B、主要产品在特定治疗领域和细分市场优势明显

标的公司优先发展心脑血管和神经系统两个重大疾病领域用药，目前，标的公司在心脑血管和神经系统疾病领域的品种多达 30 余种，相关治疗领域的产品集群效应非常明显，有利于标的公司品牌的提升和市场运营效率的提高。同时，标的公司还有多个产品在产销方面占据国内较高市场份额，在细分行业拥有一定的主导地位和整合能力。除银杏叶滴丸系独家生产品种外，标的公司的石杉碱甲、盐酸溴已新及片剂、联苯双酯及滴丸剂、氯氮平及片剂等产品的市场份额在国内同产品中均排名前列，显着的市场份额优势使标的公司在相关产品市场上具有较强的竞争优势和议价能力，不仅可以为标的公司收入和利润提供稳定来源，而且

cninf 巨潮资讯 www.cninfo.com.cn

也有助于标的公司品牌形象的树立，进而带动其他产品的发展。

C、储备产品数量较多、剂型丰富、结构合理

标的公司拥有药品生产批准文号 190 个，属于拥有药品生产批件数量比较多的制药企业之一。报告期内，万邦德制药获得石杉碱甲注射液注册批件，属国内独家产品。标的公司产品结构合理，涉及心脑血管、神经系统、呼吸系统和消化系统疾病等多个治疗领域，核心产品集中在心脑血管和神经系统重大疾病治疗领域；标的公司产品涵盖滴丸剂、片剂、颗粒剂、散剂、酊剂、露剂、膏剂、糖浆剂、口服液、滴眼液、原料药、大容量注射剂和小容量注射剂等剂型，系国内拥有药品剂型较多的制药企业之一。标的公司有丰富的产品储备，有利于品牌的提升，将为标的公司长远发展奠定坚实基础。

（3）产业链集成优势

国内制药企业多数为单一的制剂或原料生产企业，同时具备原料药和制剂生产能力的企业较少。受制于供求关系的影响，原料药和制剂上下游企业相互依赖程度日益加深，相互制约互为瓶颈的问题也更加突出。标的公司产业结构合理、生产环节产业链较为完整，在中药生产领域拥有中药提取和多个剂型制剂生产车间，在化学药生产领域拥有原料药合成和多个剂型制剂生产车间，实现了盐酸溴己新、联苯双酯、氯氮平等主要制剂所需原料的自产化。这种产业链集成优势可以明显提高资源的配置效率和产能的协同效应，有利于保证产品质量和降低生产成本，提高标的公司产品的核心竞争力。

（4）质量优势

在质量控制方面，标的公司建立了完善的质量管理体系，根据原材料和产品的性质制定了高标准的企业内控质量标准，对原材料和产品的质量进行控制；同时，标的公司通过产业结构转型升级，形成了较为完整的产业链，保证相关产品工艺的标准化和质量的均一性；此外，标的公司拥有经验丰富的质量控制与检测人员，拥有先进的气相、液相色谱仪等质量控制与检测设备，可实现从原材料采购、生产到销售全过程的严格质量控制，从而有效保证产品质量。

（5）收入增长的营销网络优势

万邦德制药营销中心负责公司的销售工作，设市场管理部、商务部、产品发展部、销售事业部等部门，截至 2018 年 12 月 31 日，万邦德制药销售人员为 144

cninf 巨潮资讯 www.cninfo.com.cn

名，占人员总数的比例为 22.68%，已经形成覆盖全国 30 多个省的营销网络。

根据产品类别不同，万邦德制药采用不同的销售模式，主要分为专业化学术推广模式、经销商模式和直销模式。

专业化学术推广模式下，万邦德制药销售的主要产品为其核心产品银杏叶滴丸；经销商模式下，万邦德制药销售的主要产品包括盐酸溴己新片、氯氮平片、头孢克洛颗粒、盐酸氯丙嗪片、奥美拉唑肠溶胶囊、枸橼酸钙片等；直销模式下，万邦德制药销售的主要产品包括盐酸溴己新、石杉碱甲、氯氮平、联苯双酯、葡萄糖注射液、氯化钠注射液等。

标的资产建立了与其产品特点相适应的覆盖全国的营销网络，为未来收入增长奠定营销网络优势。

（6）区位优势

标的公司毗邻浙江省化学原料药生产基地，与国内位于其他地区的原料药企业相比，可获得到更多产业集群优势，区域内公用工程、交通运输等公共服务体系完善，精细化工原辅料、制药设备等配套产业非常齐全。子公司贝斯康药业位于银杏叶之乡—江苏邳州，银杏叶资源丰富，能够稳定供应主要原材料银杏叶提取物。

4、前后两次评估时万邦德制药经营环境变化情况

前后两次评估时万邦德制药经营环境未发生重大变化。

（1）从市场需求来看，根据中国循环杂志（中华人民共和国国家卫生健康委员会主管、国家心血管病中心主办的心血管病学术刊物）在 2018 年 1 月发布的数据，我国心血管病现患人数 2.9 亿，其中脑卒中 1,300 万，冠心病 1,100 万，肺原性心脏病 500 万，心力衰竭 450 万，风湿性心脏病 250 万，先天性心脏病 200 万，高血压 2.7 亿。今后 10 年心血管病患病人数仍将快速增长。心血管病负担日渐加重，尤其是农村居民的心血管病死亡大幅增加。可见，心脑血管疾病人群数量较大，对治疗该疾病的药物的需求量也将是一个巨大的市场，未来市场空间潜力较大。根据南方医药经济研究所统计数据，心脑血管疾病用药在重点样本公立医院的销售额从 2013 年的 690 亿元增长到 2017 年的 858 亿元，心脑血管疾病用药在整个中成药市场占有率达到了 38.11%，说明该类中成药的市场需求空间较大。

cninf 巨潮资讯 www.cninfo.com.cn

（2）在主要产品市场空间方面，《国家基本药物目录》及相关管理政策出台，明确规定各省不得再进行基本药物增补，原来在省级增补目录的银杏酮酯滴丸、银杏叶软胶囊等银杏叶滴丸的竞争品将在该地区失去基本药物的资格，有利于提高标的公司银杏叶滴丸产品市场占有率；部分省份已经明确了基本药物优先使用、医院药品使用比例，有利于提高标的公司银杏叶滴丸市场空间。

（3）2017 年，国家全面实施“两票制”对药品流通行业产生较大影响，“两票制”将促使药品的流通扁平化，药品流通多级经销模式变更为一级经销模式，减少了配送环节。随着“两票制”在全国的推行，标的公司逐步建立与“两票制”相适应的经销模式，“两票制”对标的公司预测期经营情况无重大不利影响。

综上所述，由于国家宏观经济增长放缓、两票制全面推行等因素影响，标的公司老产品销售收入增长放缓，并且新产品间苯三酚注射液推迟到 2019 年 3 月投入市场，导致 2018 年度经营业绩指标较预估值发生变化，标的公司根据 2018 年的实现的净利润情况、未来盈利预测、业务拓展情况、核心竞争力、经营环境等因素，对预测期营业收入、净利润等指标进行适当调整；同时由于所选用的折现率提高，导致本次交易标的评估值发生变动，交易标的评估值确定为 273,100.00 万元，标的资产交易价格调整以评估值为基础由交易双方协商确定，因此，标的交易价格调整具体公允性和合理性。

（二）本次交易价格有利于保护公司及中小股东的合法权益

本次交易中，卓信大华以 2018 年 12 月 31 日为评估基准日，采用收益法和市场法对万邦德制药 100%股权进行了评估，经交易各方友好协商，以拟购买资产收益法评估结果为 273,100.00 万元为基础，本次交易拟购买资产最终作价为 273,000.00 万元，交易价格的确定合理、公允，有利于保护上市公司和中小投资者的合法权益。

1、与同行业上市公司的比较情况

本次交易标的公司及其子公司主要从事现代中药、化学原料药及化学制剂的研发、生产和销售，属于医药制造业。根据深圳交易所发布的距评估基准日前最近的 2019 年 4 月 19 日《上市公司行业平均市盈率统计表》，沪深两市 217 家医药制造业上市公司市盈率情况如下：

行业名称	公司数量	静态市盈率	滚动市盈率

cninf 巨潮资讯 www.cninfo.com.cn

		加权平均	中位数	加权平均	中位数
C27 医药制造业	217	33.83	36.50	31.13	34.46

由上表可知，医药制药业上市公司静态市盈率加权平均值为 33.83 倍，中值为 36.50 倍，滚动市盈率加权平均值为 31.13 倍，中值为 34.46 倍，本次交易价格对应的静态市盈率为 17.31 倍，低于同行业上市公司平均市盈率水平。

2、与同行业可比交易案例的比较情况

结合标的公司所属的行业和业务类型，对近年来 A 股上市公司的并购交易进行了梳理，基于交易标的业绩承诺期第一年的承诺净利润情况，对同行业可比交易案例的市盈率情况进行测算，比较如下：

序号	股票代码	股票名称	交易标的	资产评估基准日	业绩承诺期第一年市盈率
1	000950	建峰化工	重庆医药 97%股权	2016/3/31	15.44
2	300434	金石东方	亚洲制药 100%股权	2016/3/31	16.59
3	600488	天药股份	金耀药业 62%股权	2016/6/30	26.69
4	300149	量子高科	睿智化学 90%股权	2017/3/31	17.65
5	002399	海普瑞	多普乐 100%股权	2017/3/31	12.59
6	002675	东诚药业	安迪科 100%股权	2017/6/30	20.51
7	603520	司太立	海神制药 100%股权	2017/12/31	19.43
8	002755	东方新星	奥赛康药业 100%股权	2018/5/31	12.13
算术平均值					**17.63**

由上表可知，同行业可比交易案例的业绩承诺期第一年市盈率算术平均值为 17.63 倍，本次交易初步作价相比于业绩承诺期第一年的市盈率为 14.80 倍，低于同行业可比交易案例。标的公司业绩承诺期平均市盈率为 12.14 倍，有利于保护上市公司的合法权益。

本次交易价格对应的市盈率均低于同行业上市公司平均市盈率水平、同行业可比交易案例平均市盈率水平；本次交易作价以评估机构出具评估报告的评估值为参考依据，并经公司与交易对方协商确定，交易价格合理、公允，有利于保护上市公司和中小投资者的合法权益。

（三）评估机构核查意见

经核查，评估机构认为，标的公司的业务拓展情况、核心竞争力、经营环境

cninf 巨潮资讯 www.cninfo.com.cn

未发生重大变化，前后两次估值差异是由于未来盈利预测及折现率调整导致。由于国家宏观经济增长放缓、两票制全面推行等因素影响，标的公司老产品销售收入增长放缓，并且新产品间苯三酚注射液推迟到 2019 年 3 月投入市场，导致 2018 年度经营业绩指标较预估值存在差异。交易标的评估值确定为 273,100.00 万元，标的资产交易价格调整以评估值为基础由交易双方协商确定，因此，标的交易价格调整具有公允性和合理性。

本次交易价格对应的市盈率均低于同行业上市公司平均市盈率水平、同行业可比交易案例平均市盈率水平；本次交易作价以评估机构出具评估报告的评估值为参考依据，并经公司与交易对方协商确定，交易价格合理、公允，有利于保护上市公司和中小投资者的合法权益。

三、问询函第三题：请你公司结合万邦德制药历史业绩情况、同行业公司业绩增长速度、市场发展和在手订单等情况，详细说明万邦德制药业绩承诺下调的原因、合理性及万邦德制药经营状况是否发生重大变化。

（一）万邦德制药利润预测调整的原因、合理性

1、万邦德制药历史业绩情况

2015-2018 年，标的公司营业收入年平均增长率为 25.99%，年复合增长率为 20.66%，标的公司历史业绩增长良好，具体增长情况如下：

产品名称	2018 年度	2017 年度	2016 年度	2015 年度	年平均增长率	年复合增长率
营业收入	73,615.25	56,415.03	69,732.12	41,905.75	25.99%	20.66%

2015-2018 年，虽然受到银杏叶行业标准调整，“两票制”等政策影响，标的公司仍然实现了营业收入的较高增长，从 2015 年营业收入 4.19 亿元，增长到 2018 年的 7.36 亿元，年复合增长率达到 20.66%。

南方医药经济研究所的最新数据显示万邦德制药为生产商的银杏叶滴丸产品的终端销售情况如下图：

中国【城市公立，县级公立】【中成药】【银杏叶】【内服】【丸剂】TOP20品牌年度销售格

排名	企业名称	销售额					增长率			
		2013	2014	2015	2016	2017	2014	2015	2016	2017
1	万邦德制药集团	39,875	46,595	29,240	38,515	42,696	16.85%	-37.25%	31.72%	10.86%

cninf 巨潮资讯 www.cninfo.com.cn

注:① 南方医药经济研究所（米内网）是国家食品药品监督管理局直属事业单位，负责开展医药行业相关政策、法规、市场等研究，并承接总局任务进行相关调研评估工作，通过坚持不懈的信息数据库建设，南方医药经济研究所逐渐形成了从医药市场研究、医院和零售终端数据监测到行业综合分析等全方位的信息服务平台，南方医药经济研究所对 1,759 家样本公立医院及 3,400 家全国城市公立医院进行统计，样本覆盖率分别为 51.74%、60.87%。②南方医药经济研究所的数据只统计了样本重点城市公立医院的销售数据。非样本重点城市、非公立医院销售情况未包含在数据中；③2018 年的统计数据尚未公布。

从万邦德制药本身主营业务收入情况看，2017 年营业收入下降主要原因为受国家全面实施两票制影响，药品配送由原医药公司多级分销配送更改为由各医药公司一级配送，减少了配送环节，万邦德制药为防止药品过期给标的公司带来影响，万邦德制药决定协助经销商优先销售渠道的库存产品，因此导致万邦德制药 2017 年自身销售量下降明显；2018 年随着两票制影响减弱，渠道库存逐步的消化，整体来看，销售量开始恢复并呈现出增长趋势。

2018 年度标的公司实现的扣非后归属于母公司所有者的净利润为 15,293.31 万元，主要系国家宏观经济增长放缓、两票制全面推行等因素影响，标的公司老产品销售收入增长放缓，并且新产品间苯三酚注射液推迟到 2019 年 3 月投入市场，导致 2018 年度经营业绩指标较预估值发生变化，标的公司根据 2018 年度经营业绩事项情况对业绩承诺进行调整，保证业绩业绩承诺具体合理性和可实现性。

2、同行业公司业绩增长速度

（1）同行业上市公司增长速度

截至本回复出具日，标的公司 11 家同行业可比上市公司中有 5 家披露的 2018 年年报，同行业可比上市公司营业收入增长情况如下：

交易代码	简称	2018 年度	2017 年度	2016 年度	均值
600557.SH	康缘药业	16.77%	9.15%	6.38%	10.76%
300026.SZ	红日药业	25.19%	-12.75%	15.49%	9.31%
300122.SZ	智飞生物	289.43%	201.06%	-37.43%	151.02%
600771.SH	广誉远	38.51%	24.73%	118.70%	60.65%
600867.SH	通化东宝	5.80%	24.75%	22.23%	17.59%
均值		375.70%	246.93%	125.37%	249.33%
不考虑智飞生物后均值		21.57%	11.47%	40.70%	24.58%
标的公司		30.48%	-19.25%	66.74%	25.99%

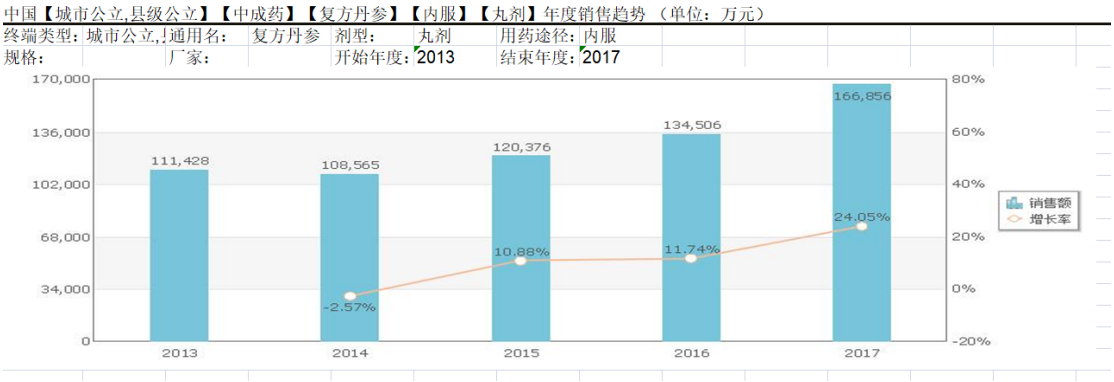
由上表可知，标的公司 2016 年-2018 年营业收入增长率的均值为 25.99%，5 家同行业可比上市公司 2016 年-2018 年营业收入增长率的均值为 249.33%，不考

cninf 巨潮资讯 www.cninfo.com.cn

虑智飞生物后的均值为 24.58%，标的公司营业收入增长率与不考虑智飞生物后的同行业可比上市公司均值接近，标的公司营业收入增长率具有合理性。

（2）同类产品增长情况

从市场上同类药品对比来看，标的公司银杏叶滴丸对标的市场同类产品为天力士的复方丹参丸，其 2015 年以来的销售收入年复合增长率为 17.73%。



来源于南方医药经济研究所数据

从上表可以看出，复方丹参增长很快，2017 年增长率达到了 24.05%，增量很大，心脑血管类药物的市场空间较好。

2019-2023 年度，标的公司预测期的营业收入复合增长率为 13.65%，低于标的公司历史销售增长率、同类产品公司的销售收入增长率，可以看出标的公司业绩承诺较为谨慎。

3、国内医药制造业市场发展

（1）国内医药制造业的整体发展情况较好

根据国家统计局统计，2010-2016 年我国医药制造行业的总体销售收入和利润总额均在不断提升，至 2016 年，我国医药制造业行业规模以上企业有 7449 家；实现销售收入 28062.9 亿元，同比增长 9.89%；实现利润总额 3002.9 亿元，同比增长 14.3%。2017 年我国医药工业业绩总体向好，2017 年医药制造业规模以上工业企业全年累计营收 2.85 万亿，同比增长 12.5%，利润总额 3314 亿元，同比增长 17.8%。2018 年 1-10 月，医药制造业规模以上企业实现主营业务收入约 20397.3 亿元，同比增长 13.5%，实现利润总额为 2553.9 亿元，同比增长 10.4%。总体来看，我国医药制造业的利润附加值还有较大的提升空间。根据 Wind 数据显示，2018 上半年，213 家医药制造 A 股上市企业中，181 家实现营收增长，医药制造行业全部 A 股上市企业共实现营业收入 3673.06 亿元，比上年同期增长

cninf 巨潮资讯 www.cninfo.com.cn

23.56%，医药制造行业整体营收增长态势良好。随着我国居民生活水平的提高和医疗保健意识的增强，医药制造产品需求持续增长。受国家医药制造行业支持政策的影响，国内医药制造行业整体步入高速增长阶段。

《2017 年中国卫生健康事业发展统计公报》称，据初步推算，2017 年全国卫生总费用预计达 51598.8 亿元(人民币，下同)，政府、社会和个人卫生支出分别占 30.1%、41.1%和 28.8%。人均卫生总费用 3712.2 元，卫生总费用占 GDP(国内生产总值)百分比为 6.2%。而这个指标在大多数欧美发达国家基本在 10%左右，美国在 2017 年甚至已经超过了 17%，远低于欧美等发达国家，参照发达国家医疗卫生支出水平，且考虑到我国的医药制造消费在医疗卫生支出中的比重低于发达国家，我国的医药制造的消费水平，我国的医疗支出水平和医药制造消费水平仍有很大的上升空间。

我国卫生医疗机构持续增长的诊疗人数和住院人数，将会为医药制造行业提供持续不断的消费需求，推动医药制造市场长期稳定增长。

（2）2013 年以来，银杏叶口服制剂行业发展情况较好

根据南方医药经济研究所的统计数据，2013 年以来，银杏叶口服制剂销售金额具体数据如下：

cninf 巨潮资讯 www.cninfo.com.cn

由上表可知，2015 年、2016 年、2017 年，银杏叶口服制剂销售金额分别为 14.74 亿元、16.83 亿元和 17.97 亿元，呈增长趋势，随着我国社会老龄化和城市化进程加快，心脑血管疾病发病率居高不下，标的公司主要产品银杏叶滴丸和石杉碱甲都是心脑血管方面的治疗药物，未来市场需求较大。

4、万邦德制药在手配送协议情况

万邦德制药一般与客户签署年度配送协议确立购销药品关系，属于框架协议，截至本回复出具日，标的公司银杏叶滴丸在手的配送协议将近 500 份，主要客户相关的配送协议为 112 份，具体明细如下：

序号	客户名称	在手订单份数	履约期限	规格
1	中国医药集团有限公司及其下属子公司	57	2019-1-1 至 2019-12-31	60mg*100、60mg*60、63mg*100、63mg*120、63mg*60
2	上海医药集团股份有限公司及其下属子公司	7	2019-1-1 至 2019-12-31	60mg*100、60mg*60、63mg*100、63mg*60
3	广东大翔药业有限公司	2	2019-4-1 至 2020-3-31	63mg*60、63mg*100、60mg*60、63mg*120
3	华润医药集团有限公司及其	31	2019-1-1 至	60mg*100、60mg*60、

cninf 巨潮资讯 www.cninfo.com.cn

序号	客户名称	在手订单份数	履约期限	规格
	下属子公司		2019-12-31	63mg*100、63mg*60
4	深圳市海王生物工程股份有限公司及其下属子公司	15	2019-1-1 至 2019-12-31	60mg*100、60mg*60、63mg*100、63mg*60
合计		112		

万邦德制药正在履行的配送协议较多，可以为万邦德制药 2019 年度经营业绩的实现提供业务基础。

5、本次利润预测调整的原因及合理性分析

综上所述，近年来，国内医药制药业市场发展情况较好，标的公司历史营业收入实现增长且与同行业上市公司营业收入增长均值接近，标的公司在手配送协议较多，为标的公司 2019 年度经营业绩的实现提供业务基础。但由于 2018 年国家宏观经济增长放缓、两票制全面推行等因素影响，标的公司老产品销售收入增长放缓，同时新产品间苯三酚注射液推迟到 2019 年 3 月投入市场，使标的公司 2018 年度实现的扣非后归属于母公司所有者的净利润为 15,293.31 万元，较预估值发生变化。交易对方根据 2018 年度经营业绩实现情况，基于谨慎性和可实现性原则，将预测期 2019 年度-2023 年度营业收入复合增长率由预案阶段的 20.92%调整至 13.65%，预测期净利润增长率由预案的 26.18%调整至 16.79%，万邦德制药利润预测的调整具有合理性。

（二）万邦德制药经营状况未发生重大变化

通过对万邦德制药同行业公司业绩增长速度、医药制药业市场发展分析，万邦德制药所处的行业未发生重大不利变化；对万邦德制药历史业绩情况、正在履行的配送协议情况分析，万邦德制药销售情况正常；万邦德制药医药制造业务上下游情况未发生重大变化，标的公司生产、采购、研发等业务正常开展，万邦德制药经营状况未发生重大变化。

（三）评估机构核查意见

经核查，评估机构认为，由于国家宏观经济增长放缓、两票制全面推行等因素影响，2018 年度标的公司实现扣非后归属于母公司所有者的净利润为 15,293.31 万元，交易对方根据 2018 年度经营业绩实现情况，相应调整预测期净利润，万邦德制药利润预测调整具有合理性。

通过对万邦德制药同行业公司业绩增长速度、医药制药业市场发展分析，万

cninf 巨潮资讯 www.cninfo.com.cn

邦德制药所处的行业未发生重大不利变化；对万邦德制药历史业绩情况、正在履行的配送协议情况分析，万邦德制药销售情况正常；万邦德制药医药制造业务上下游情况未发生重大变化，标的公司生产、采购、研发等业务正常开展，万邦德制药经营状况未发生重大变化。

四、问询函第四题：请你公司对万邦德制药的业绩承诺调整与资产预估交易价格调整之间的匹配性进行分析。

（一）万邦德制药的利润预测调整与资产预估交易价格调整之间的匹配性

本次交易作价以标的资产收益法评估值为基础协商确定，补偿义务人作出的业绩承诺均以收益法评估预测的净利润为基础，万邦德制药的业绩承诺前后金额分别与资产预估（评估）交易价格具有对应关系，因此，万邦德制药的业绩承诺调整与资产预估交易价格调整之间具有匹配性，具体情况如下：

单位：万元

项　目		2018 年度	2019 年度	2020 年度	2021 年度	累计值	平均值
预案阶段	预测净利润	18,145.10	24,983.73	32,857.00	-	75,985.83	25,328.61
	承诺净利润	18,500.00	24,975.00	32,467.50	-	75,942.50	25,314.17
	占比	101.96%	99.97%	98.81%	-	99.94%	99.94%
	预估交易值	339,800.00	-	-	-	-	-
	市盈率	13.42	-	-	-	-	-
草案阶段	预测净利润	-	18,471.06	22,391.58	26,714.76	67,577.40	22,525.80
	承诺净利润	-	18,450.00	22,650.00	26,380.00	67,480.00	22,493.33
	占比	-	99.89%	101.15%	98.75%	99.86%	99.86%
	评估值	273,000.00	-	-	-	-	-
	市盈率	12.14	-	-	-	-	-

以 2018 年 4 月 30 日为预估基准日，资产预估交易价格为三年动态市盈率的 13.42 倍，以 2018 年 12 月 31 日为评估基准日，资产交易价格的三年动态市盈率为 12.14 倍。两次动态市盈率比较接近，以 2018 年 12 月 31 日为评估基准日市盈率略有下降的主要原因是考虑国家宏观增长放缓，因此，万邦德制药的业绩承诺调整与资产预估交易价格具备匹配性。

在草案阶段，2019 年-2021 年业绩承诺方承诺的净利润累计数为 67,480.00 万元，较预案阶段承诺净利润累计数差异 8,462.50 万元，差异率为 11.14%，本

cninf 巨潮资讯 www.cninfo.com.cn

次评估值较预估值的调整幅度大于承诺利润的调整幅度。

综上所述，万邦德制药的业绩承诺前后金额与资产预估（评估）交易价格分别具有对应关系，万邦德制药的业绩承诺调整与资产预估交易价格调整之间具有匹配性。

（二）评估机构核查意见

经核查，评估机构认为，万邦德制药的业绩承诺前后金额分别与资产预估（评估）交易价格具有对应关系，万邦德制药的业绩承诺调整与资产预估交易价格调整之间具有匹配性。

cninf 巨潮资讯 www.cninfo.com.cn

（本页无正文，为北京卓信大华资产评估有限公司对深圳证券交易所《关于对万邦德新材股份有限公司的问询函》（中小板问询函[2019]第 188 号）的回复核查意见之签章页）

北京卓信大华资产评估有限公司

年　　月　　日

cninf 巨潮资讯 www.cninfo.com.cn