

问询回复函

中立资产评估（北京）有限公司接受上海莱士血液制品股份有限公司的委托，就上海莱士血液制品股份有限公司拟收购广西冠峰生物制品有限公司 95% 股权之经济行为，对所涉及的广西冠峰生物制品有限公司股东全部权益在评估基准日的投资价值进行了评估。

现对以下问题进行回复：

二、资产评估报告显示，以 2023 年 8 月 31 日为评估基准日，广西冠峰账面净资产为 8,432.05 万元，评估值为 50,600.00 万元，评估增值 42,167.95 万元，增值率 500.09%。请补充披露广西冠峰资产的具体评估过程，包括估值的测算方法与测算过程、评估假设的合理性、主要参数的选取及其确定依据，并结合市场可比交易说明资产评估的公允性。请评估机构核查上述事项并发表明确意见。

答复：

评估机构回复：

（一）评估方法

1、评估方法选择

本次评估目的是上海莱士血液制品股份有限公司拟收购广西冠峰生物制品有限公司 95% 股权。

根据本次评估目的，鉴于生物制品企业资产价值的特点，其许多因素对未来收益有很大影响的资产，未在账面计量，采用资产基础法无法估算其价值。且考虑上海莱士与广西冠峰业务协同、经营协同、财务协同情况下，资产基础法难以量化并购协同效应带来的影响，因此未采用资产基础法进行评估。

鉴于国内资本市场上虽然存在生物制品公司交易案例，且交易案例数据可获取，但交易案例均为正常生产经营下股权转让案例，标的公司目前处于业务停滞状态，无法获得与标的公司经营状态相同的可比案例。因此未采用市场法进行评估。

考虑到标的公司业务逐步恢复正常，未来年度预期收益与风险可以相对可靠合理地估计。同时，收益法可对上海莱士与广西冠峰产生的业务协同、经营协同、财务协同，以增量资产为出发点，反映的是并购、并购整合后持续生产经营前提下的未来收益，因此本次选择收益法进行评估。

综上，本次评估确定采用收益法进行评估。

2、评估方法简介

根据《资产评估执业准则—企业价值》，企业价值评估中的收益法，也称现金流折现方法，是通过将企业未来预期净现金流量折算为现值，来评估资产价值的一种方法。收益法的基本思路是通过估算资产在未来预期的净现金流量和采用适宜的折现率折算成现时价值，得出评估值。

（二）评估假设

本次评估中，评估人员遵循了以下评估假设：

1、一般假设

资产持续经营假设

资产持续经营假设是指评估时需根据被评估资产按目前的用途和使用的方式、规模、频度、环境等情况继续使用，或者在有所改变的基础上使用，相应确定评估方法、参数和依据。

2、特殊假设

- （1）国家现行的宏观经济、金融以及产业等政策不发生重大变化；
- （2）标的公司所处的社会经济环境以及所执行的税赋、税率等政策无重大变化；
- （3）标的公司涉及的主要经营管理团队具备管理及经营必要的知识及能力，合法合规经营，勤勉尽责；
- （4）本次评估以按计划实施并购方案为基础；
- （5）投资并购整合进度按照并购方案整合措施完整、按时执行；
- （6）本次评估标的公司管理层提供的收益预测基于标的公司已经建成的生产线以及单采血浆站为基础，未考虑后续新建采血浆站及扩大产能等计划；
- （7）假设本次收购行为可以如期实现，永福、忻城单采血浆站按照标的管理层的计划获得单采血浆许可证；

(8) 假设标的公司按照其管理层提供的预测计划如期实现，在未来的经营期内，标的公司所涉及的各项营业费用、管理费用不会在现有预算基础上发生大幅的变化，仍将保持其预计的变化趋势持续；

(9) 标的公司涉及的厂房、车间所生产的产品可按企业规划的销售模式对外销售；

(10) 标的公司未来预计获得的产品批发合格证可满足未来预期销售需求；

(11) 本次评估未考虑解除股权质押产生的相关费用；

(12) 本次评估假设广西冠峰可按标的公司管理层预计的时间取得高新企业资质；

(13) 本次评估假设上市公司及标的公司提供的基础资料和财务资料真实、准确、完整；

(14) 评估范围仅以标的公司的评估申报表为准，未考虑标的公司提供清单以外可能存在的或有资产及或有负债；

(15) 标的公司管理层确定的预测期符合会计准则要求。

当上述条件发生变化时，评估结论一般会失效。

(三) 主要参数选取及其确定依据

1、营业收支预测

(1) 盈利预测期说明

广西冠峰目前处于停产过渡期，鉴于:(1)广西冠峰下属永福、忻城单采血浆站根据标的公司管理层预计的采浆恢复计划取得《单采血浆许可证》，广西冠峰根据标的公司管理层预计的生产恢复计划完成第一批产品的生产销售;(2)新增产品预计于 2026 年投入研发，预计可在 4 年完成市场开拓，业务产生销售收入。因此标的公司预计未来现金流的预测期至投入产出后 5 个完整年度即 2030 年，并以 2031 年及以后确定为永续期。永续期不考虑收入增长率。

(2) 未来收入增长率、预期利润率取值依据

由于广西冠峰预测期内包含企业重新进行投产销售，2023 年-2026 年仍在生产准备阶段，故无收入成本产生，2026 年-2029 年为原产品投产以及新产品研发阶段，2030 年开始，所有产品均已达到正常投入产出阶段，收入增长率及年预期利润率波动较大。广西冠峰预计 2023 年-2030 年收入增长率为 0%-85%，预期

利润率为 0%-35.09%，具体情况如下：

永福、忻城单采血浆站依照预期时间取得采浆证后开始采浆，采浆量逐渐达到生产所需。根据标的公司管理层预测，拿到采浆许可证至投入生产销售存在准备期间，预计完成第一批产品的生产销售后，收入稳定快速增长，预期利润率大幅增加。

受产能扩大的影响，销售收入于 2026 年-2029 年收入增长趋于稳定，利润率低于 2030 年。2030 年新产品研发完成，投入生产销售后利润率上升，永续期间未预计收入增长。2030 年预期利润率增长较多，其原因为：2030 年新产品稳定生产投入市场，预测期内不再有新产品研发费用投入，收入较 2029 年增加，且由于新产品利润率较高，导致预期利润率有所增加。

2、成本

成本方面，人血白蛋白及静注人免疫球蛋白产品成本主要有固定成本，如直接人工、折旧、修理费等；变动成本，如血浆、包材、材料、水电气等费用构成。

其中原料血浆成本为主要成本的主要构成，标的公司管理层参考了上海莱士在广西自治区的单采血浆站 2023 年的实际成本进行预计。评估人员根据标的公司提供的相关浆站成本构成、运营数据，通过实地勘察访问，查询相关误工费、耗材标准取得具体预测。

3、税金及附加预测

标的公司税金及附加主要包括流转税、房产税、土地使用税、印花税等。本次评估依据上述税种、历史年度税负，以未来年度各项业务收入的预测数为基础，并参照标的公司历史年度税金及附加占营业收入的比率，预测未来年度的税金及附加。

4、销售费用预测

标的公司于 2017 年停产后停止相关推广宣传活动，预计未来恢复生产，考虑复产后标的公司根据市场情况重新定制的销售政策对未来预计进行估算。

5、管理及研发费用预测

根据报表披露，标的公司管理费用主要包括人员薪酬、折旧摊销、业务招待费用等。本次评估参考标的公司管理层预计的薪酬规划、研发计划等结合历史年度管理费用占营业收入的比例情况进行估算。

标的公司于 2017 年停产后没有发生相关的研发费用，本次评估参考标的公司预计的研发计划、新产品研发方案进行估算。

6、折旧摊销预测

标的公司的固定资产主要为房屋建筑物、机器设备、电子设备。固定资产按取得时的实际成本计价。本次评估中，按照标的公司执行的固定资产折旧政策，以基准日经审计的固定资产账面原值、预计使用期限、加权折旧率等为基础，估算未来经营期的折旧额。

标的公司的摊销主要为土地，无形资产按照摊销年限直线法摊销。

7、追加资本预测

追加资本系指企业在不改变当前经营业务条件下，为保持持续经营所需增加的营运资金和超过一年的长期资本性投入。如经营规模扩大所需的资本性投资(购置固定资产或其他非流动资产)，以及所需的新增营运资金及持续经营所必须的资产更新等。即本报告所定义的追加资本为：

追加资本=资本性支出+资产更新+营运资金增加额

(1) 资本性支出估算

根据标的公司管理层提供规划，未来预期投入厂房，厂房维护、员工宿舍食堂、设备，三大系统的重新安装、清洁验证以及物料系统重新安装以及新研发产品等资本性支出。

(2) 资产更新投资估算

按照收益预测的前提和基础，在维持现有资产规模和资产状况的前提下，结合标的公司历史年度资产更新和折旧回收情况，考虑到标的公司未来预期对厂房、设备进行更新，且相关更新维护费用已在浆站投资及工厂建设相关支出费用考虑，因此仅在永续期考虑与折旧摊销相同的资产更新以满足维持现有生产经营能力所必需房屋、机器设备、办公设备和运输设备。

(3) 营运资金增加额估算

结合同行业企业营运资金周转情况，确定营运资金与业务经营收入和成本费用的比例关系，再根据未来经营期内各年度收入与成本估算的情况，预测得到的标的公司未来经营期各年度的营运资金增加额。

8、净现金流量的预测结果

标的公司未来经营期内的营业收入以及净现金流量的预测，主要是通过对标公司的财务报表揭示的历史营业收入、成本和财务数据的核实以及对行业的市场调研、分析的基础上，根据其经营历史、未来市场的发展等综合情况做出的一种专业判断。

11、折现率

(1) 无风险利率的确定

本次评估以持续经营为假设前提，委估对象的收益期限为无限年期，根据《资产评估专家指引第 12 号——收益法评估企业价值中折现率的测算》（中评协〔2020〕38 号）的要求，可采用剩余期限为十年期或十年期以上国债的到期收益率作为无风险利率，本次评估采用中央国债登记结算公司(CCDC)统计的基准日 10 年期国债收益率作为无风险利率，即 $rf=2.56\%$ 。

(2) 市场风险溢价的确定

市场风险溢价是指投资者对与整体市场平均风险相同的股权投资所要求的预期超额收益，即超过无风险利率的风险补偿。市场风险溢价通常可以利用市场的历史风险溢价数据进行测算。本次评估中以中国 A 股市场指数的长期平均收益率作为市场期望报酬率 rm ，将市场期望报酬率超过无风险利率的部分作为市场风险溢价。

根据《资产评估专家指引第 12 号——收益法评估企业价值中折现率的测算》（中评协〔2020〕38 号）的要求，利用中国的证券市场指数计算市场风险溢价时，通常选择有代表性的指数，例如沪深 300 指数、上海证券综合指数等，计算指数一段历史时间内的超额收益率，时间跨度可以选择 10 年以上、数据频率可以选择周数据或者月数据、计算方法可以采取算术平均或者几何平均。

评估过程中选取有代表性的上证综指作为标的指数，分别以周、月为数据频率采用算术平均值进行计算并年化至年收益率，并分别计算其算术平均值、几何平均值、调和平均值，经综合分析后确定市场期望报酬率，即 $rm=9.38\%$ 。

市场风险溢价 $=rm-rf=9.38\%-2.56\%=6.82\%$ 。

(3) 资本结构的确定

标的公司属血液制品行业，由于标的公司管理层所做出的盈利预测是基于其

自身融资能力、保持资本结构稳定的前提下做出的，本次评估选择企业于评估基准日的自身资本结构对未来年度折现率进行测算，计算资本结构时，股权、债权价值均基于其市场价值进行估算。

(4) 贝塔系数的确定

以申万血液制品沪深上市公司股票为基础，考虑被评估企业与可比公司在业务类型、企业规模、盈利能力、成长性、行业竞争力、企业发展阶段等因素的可比性，选择适当的可比公司，以上证综指为标的指数，经查询 IFind 资讯金融终端，以截至评估基准日的市场价格进行测算，计算周期为评估基准日前 250 周，得到可比公司股票预期无财务杠杆风险系数的估计 β_u ，按照企业自身资本结构进行计算，得到标的公司权益资本的预期市场风险系数 β_e 。

(5) 特性风险系数的确定

在确定折现率时需考虑评估对象与上市公司在公司规模、企业发展阶段、核心竞争力、对大客户和关键供应商的依赖、企业融资能力及融资成本、盈利预测的稳健程度等方面的差异，确定特定风险系数。在评估过程中，评估人员对企业与可比上市公司进行了比较分析，得出特性风险系数 $\varepsilon = 3.5\%$ 。

(6) 债权期望报酬率 r_d 的确定

债权期望报酬率是企业债务融资的资本成本，本次评估中采用的资本结构是可比公司平均资本结构，遵循债权成本与资本结构匹配的原则，以中国人民银行授权全国银行间同业拆借中心公布的五年期 LPR 确定债权期望报酬率，具体为 4.2%。所得税率取可比上市公司适用所得税众数 15%。

(7) 折现率 WACC 的计算

将以上得到的各参数，代入公式，得到折现率如下表：

权益比	1.0000
债务比	-
贷款加权利率	0.0415
国债利率	0.0256
可比公司收益率	0.0938
适用税率	0.1500
历史 β	0.7854
调整 β	0.8583
无杠杆 β	0.8429
权益 β	0.8429
特性风险系数	0.0350

权益成本	0.1181
债务成本(税后)	0.0353
WACC	0.1181
折现率	0.1181

10、标的公司经营性资产评估值的确定

将得到的预期净现金流量代入式(1)，即可得到标的公司经营性资产价值为51,144.05万元。

11、非经营性或溢余资产（负债）评估值的确定

经核实，标的公司基准日账面存在部分资产（负债）的价值在本次估算的净现金流量中未予以考虑，应属本次评估所估算现金流之外的溢余或非经营性资产，在估算标的公司整体价值时应予另行单独估算其价值。

标的公司基准日非经营性或溢余性资产（负债）的账面价值为：

C=-508.12万元。

12、收益法评估结果

将所得到的经营性资产价值 P=51,144.05万元，基准日存在的其它溢余性或非经营性资产的价值 C=-508.12万元代入计算公式，得到评估对象的企业价值 B=50,600.00万元（取整）。

企业在基准日付息债务的价值 D=0元，得到评估对象的股权权益价值。

$E=B-D=50,600.00$ 万元

（四）市场可比交易

通过同花顺 iFind 金融查询，近两年血液制品行业无可比交易案例，故将搜查范围扩大至基准日前五年。国内上市公司近五年仅有两次血液制品公司的股权并购交易，公开披露信息如下：

评估基准日	交易标的	交易买方	涉及股权比例	交易金额（万元）	评估定价方法	评估股东全部权益价值（万元）	P/B 倍数
2021年7月31日	西安回天血液制品有限责任公司	北京天坛生物制品股份有限公司	35%	6,497.6205	资产基础法	18,678.96	1.47
2020年3月31日	哈尔滨派斯菲科生物制药股份有限公司	南方双林生物制药股份有限公司	100%	334,718.18	收益法	319,800.00	7.29

根据交易公告披露，北京天坛生物制品股份有限公司以6,497.6205万元购买

西安回天血液制品有限责任公司 35% 的股权。本次股权转让及增资的价格参照西安回天于评估基准日（2021 年 7 月 31 日）的 100% 股权价值 18,678.96 万元确定，定价方法为资产基础法，其交易对应的 P/B 倍数为 1.47。

西安回天血液制品有限责任公司在评估基准日处于被迫停工状态，广西冠峰为生产经营的准备阶段，其所处的发展阶段不同，所采用的评估方法不同。上述交易案例评估定价方法为资产基础法，对比账面价值的增值主要来源于房屋建筑物和土地使用权的增值。本次收购评估主要选取的为收益法，包含了标的公司未来的获利能力。同时根据交易公告披露，天坛生物收购完成后，向西安回天现金增资不超过 14,674.30 万元，增资后天坛生物共持有西安回天 63.6962% 股权，取得控制权的方式与本次交易不同。故上述交易案例与本次交易选取的评估方法、价值类型、交易股比均存在差异，可比性较差。

南方双林生物制药股份有限公司以 334,718.18 万元购买哈尔滨派斯菲科生物制药股份有限公司 100% 的股权。本次股权转让及增资的价格参照派斯菲科于评估基准日（2020 年 3 月 31 日）的 100% 股权价值 319,800.00 万元确定，定价方法为收益法，其交易对应的 P/B 倍数为 7.29。

2017 年至 2023 年由于业务受限，广西冠峰持续亏损，导致基准日账面净资产较低。历史期状况无法反映广西冠峰管理运营能力，广西冠峰所有者权益账面价值仅反应了记录在账面的资产价值，评估值综合反映了市场对广西冠峰的价值，包含了其未来的获利能力、预期取得的关键证照资质、客户关系等因素。同时，本次评估结论是考虑了投资者完成控股权收购后与标的公司管理战略、市场资源等之间的协同效应的前提下形成的投资价值，因此评估结果较账面值存在较大增值，本次评估价值对应的 P/B 倍数为 6.00，介于上述两个案例之间，具有合理性。

三、公告显示，本次收购完成后，公司将积极推进广西冠峰现已建成的两个单采血浆站获取单采血浆许可证、工厂生产恢复等工作，广西冠峰在实际运营中可能面临行业政策、监管审批、市场变化、资金管理、经营管理等方面的不确定性风险。

（二）请你公司补充说明广西冠峰获取单采血浆许可证、工厂生产恢复是否存在实质性障碍，交易对手方是否对获取单采血浆许可证作出承诺，评估时

是否充分考虑无法获取许可证及无法恢复生产的风险。请评估机构核查并发表明确意见。

答复：

公司回复：

根据《血液制品管理条例》、《单采血浆站管理办法》等相关规定和要求，取得单采血浆站设置批复后，应做好人员、用房设施、仪器设备、物料等配置工作，建立规范化的工作制度和流程，并经卫健相关部门组织验收合格，领取单采血浆站执业许可证后方可正式开展采浆执业活动。

标的公司于 2009 年 5 月 25 日设立，原名为广西鑫海生化科技有限公司，并于 2010 年 8 月更名为广西冠峰生物制品有限公司。2018 年 2 月，广西冠峰吸收合并广西柳州楚天舒生物制品有限责任公司（“楚天舒公司”），楚天舒公司为具有人血白蛋白、静脉注射用人免疫球蛋白、人免疫球蛋白三个产品品种的血液制品生产企业，开展血液制品生产经营活动。广西冠峰吸收合并楚天舒公司后，将生产基地从柳州转移到南宁，按照《血液制品管理条例》、《药品生产质量管理规范》等相关规定，生产基地搬迁后，必须按照国家有关药品生产审批的程序和要求申报并取得许可后方可正式开展生产经营活动。目前已获得血液制品营业执照，药品生产许可证和药品再注册批准通知书，但还没有开展血液制品产品生产，未开展销售活动。下属浆站还在推进人员设施配置，组织验收及单采血浆证申领等工作，目前还未取得《单采血浆许可证》。同时，工厂因为没有自采或外供血浆来源未正式生产，公司将积极与地方政府和监管部门沟通，争取快速获得单采血浆站许可证并正式采浆，同时公司也将研究通过集团内调拨血浆的方式尽快恢复工厂生产。因此，广西冠峰获取单采血浆许可证、工厂生产恢复不存在政策上的实质性障碍。

交易对手方没有对获取单采血浆许可证作出承诺。

评估机构回复：

由于广西冠峰获取单采血浆许可证、工厂生产恢复具有一定的不确定性，但股权收购完成后，上述事项预计不存在政策上的实质性障碍。上市公司将持续与监管部门深入沟通，积极推进证照资质的取得计划，力争早日获批单采血浆许可

证，恢复生产。评估师已经对上述事项进行核查，认为其并购方案具有可实现性，同时在评估报告中做出重要评估假设，在折现率参数中考虑上述因素，充分考虑上述风险。

中立资产评估（北京）有限公司

2023年11月20日