

**深圳市海普瑞药业股份有限公司
拟收购 SPL Acquisition Corp.股权项目
资产评估报告书**

沃克森评报字[2014]第 0002 号

沃克森（北京）国际资产评估有限公司

二〇一四年一月十日

目 录

注册资产评估师声明	1
(摘要)	2
资产评估报告	4
一、绪言	4
二、委托方、被评估单位概况及其他评估报告使用者	4
三、评估目的	9
四、评估对象和范围	9
五、价值类型及其定义	11
六、评估基准日	11
七、评估依据	11
八、评估方法	13
九、评估程序实施过程及情况	17
十、评估假设	17
十一、评估结论	20
十二、特别事项说明	21
十三、评估报告使用限制说明	23
十四、评估报告日	23
评估报告签字盖章页	24
评估报告附件	25

注册资产评估师声明

深圳市海普瑞药业股份有限公司：

沃克森（北京）国际资产评估有限公司（以下简称“沃克森”或我公司）接受贵公司的委托，委派评估人员对 SPL Acquisition Corp. 于评估基准日 2013 年 9 月 30 日的股东全部权益市场价值进行评估，针对本评估报告特作如下声明：

一、注册资产评估师在执行本资产评估业务中，遵循了相关法律法规和资产评估准则，恪守了独立、客观和公正的原则。根据注册资产评估师在执业过程中掌握的事实，在我们认知的最大能力范围内，评估报告陈述的事项是客观的，并对评估结论合理性承担相应的法律责任。

二、评估对象涉及的资产、负债申报表、历史年度经营成果、盈利预测数据及相关法律权属资料由委托方、被评估单位提供；提供必要的资料并保证所提供资料的真实性、合法性、完整性及恰当使用评估报告是委托方和相关当事方的责任。

三、注册资产评估师与评估报告中的评估对象无利益关系，与相关当事方无利益关系，对相关当事方不存在偏见。

四、注册资产评估师及项目组成员已对评估报告中的评估对象进行抽查；我们已对评估对象的法律权属状况给予必要的关注，对评估对象法律权属资料进行必要的查验，但我们对评估对象的法律权属不做任何形式的保证。

五、注册资产评估师具备评估业务所需的执业资质和相关专业评估经验。

六、本报告中的分析、判断受评估报告中假设和限定条件的限制，评估结论仅在评估报告设定的评估假设和限制条件下成立。评估报告使用者应当充分关注评估报告中载明的特别事项说明、评估假设和限定条件及其对评估结论的影响。

七、注册资产评估师对评估对象的价值进行估算并发表的专业意见，是经济行为实现的参考依据，不应视为评估目的实现的价格保证，评估机构和注册资产评估师并不承担相关当事人决策的责任。本报告及其所披露的评估结论仅限于评估报告载明的评估目的，仅在评估报告使用有效期内使用，因使用不当造成的后果与评估机构和注册资产评估师无关。

八、本报告未考虑评估对象及纳入本次评估范围的资产在评估目的实现时尚应承担的交易所产生的费用和税项等可能影响其价值的因素，也未对各类资产的评估增值、减值额作任何纳税考虑；委托方在使用本报告时，应当仔细考虑税负问题并按照国家有关规定处理。

九、本报告未考虑本次申报评估资产抵押、质押等任何限制因素对评估结论的影响。

十、本次评估以评估基准日有效的价格标准为取价标准，评估报告使用者应当根据评估基准日后资产状况和市场变化情况合理确定评估报告使用期限，在资产实际作价时给予充分考虑，进行相应调整。

深圳市海普瑞药业股份有限公司 拟收购 SPL Acquisition Corp. 股权项目 资产评估报告书

(摘要)

沃克森评报字[2014]第 0002 号

重要提示

以下内容摘自评估报告正文，欲了解本评估项目的详细情况和
合理解释评估结论，应当阅读评估报告正文

一、绪言

沃克森（北京）国际资产评估有限公司接受深圳市海普瑞药业股份有限公司的委托，根据有关法律、法规和资产评估准则、资产评估原则，采用收益法和市场法，按照必要的评估程序，对深圳市海普瑞药业股份有限公司拟收购 SPL Acquisition Corp. 股权行为涉及的 SPL Acquisition Corp. 股东全部权益在 2013 年 9 月 30 日的市场价值进行了评估，现将资产评估情况报告如下：

二、委托方及被评估单位

委托方：深圳市海普瑞药业股份有限公司（证券交易代码：002399）

被评估单位：SPL Acquisition Corp.

三、评估目的

深圳市海普瑞药业股份有限公司拟收购 SPL Acquisition Corp. 股权，本次评估系为深圳市海普瑞药业股份有限公司拟收购 SPL Acquisition Corp. 股权的经济行为提供价值参考依据，本次经济行为已获得深圳市海普瑞药业股份有限公司董事会批准。

四、评估对象和范围

本次评估对象为 SPL Acquisition Corp. 于评估基准日的股东全部权益市场价值。

股东全部权益账面金额 68,636.88 万元，除 American Capital, Ltd. 持有的 SPL Acquisition

Corp. 已质押给第三方外，股权持有单位已声明拟转让股权不存在其它的抵押、质押、冻结等权属瑕疵事项，并承诺该股权权属清晰、合法，不存在任何法律纠纷事项。

具体评估范围为 SPL Acquisition Corp. 于评估基准日的全部资产及负债，其中资产总额账面值 162,338.24 万元，负债总额账面值 93,701.36 万元，所有者权益账面值 68,636.88 万元。

本次 SPL Acquisition Corp. 于评估基准日申报的全部资产和负债账面数据，业经瑞华会计师事务所（特殊普通合伙）审计，并出具瑞华专审字[2014]第 31120001 号无保留意见审计报告。

五、评估基准日

本项目资产评估基准日为 2013 年 9 月 30 日。

六、评估方法

本次评估采用收益法和市场法。

七、价值类型

本次评估的价值类型为市场价值。

八、评估结论

此次评估主要采用市场法及收益法。注册资产评估师进行合理性分析后最终选取市场法的评估结论如下：

采用市场法对 SPL Acquisition Corp. 的股东全部权益价值评估值为 121,860.89 万元（大写金额为：壹拾贰亿壹仟捌佰陆拾万零捌仟玖佰元），评估值较账面净资产增值 53,224.01 万元，增值率 77.54%。

本评估报告仅供委托方深圳市海普瑞药业股份有限公司拟收购 SPL Acquisition Corp. 股权提供价值参考，不应当被视为是对被评估资产和本次评估对象可实现价格的保证。建议委托方和相关当事方在参考分析评估结论的基础上，结合收购股权时的资产状况和市场状况等因素，合理进行决策。

报告使用者在使用本报告的评估结论时，请注意本报告正文中第十二项“特别事项说明”对评估结论的影响；并关注评估结论成立的评估假设及前提条件。

按照有关资产评估现行规定，本评估报告结论使用有效期一年，自评估基准日起计算。超过一年，需重新进行资产评估。

[本页以下无正文]

深圳市海普瑞药业股份有限公司拟收购

SPL Acquisition Corp. 股权项目

资产评估报告书

(正文)

沃克森评报字[2014]第 0002 号

一、绪言

深圳市海普瑞药业股份有限公司：

沃克森（北京）国际资产评估有限公司接受贵公司的委托，根据有关法律、法规和资产评估准则、资产评估原则，采用收益法和市场法，按照必要的评估程序，对深圳市海普瑞药业股份有限公司拟收购 SPL Acquisition Corp. 股权行为涉及的 SPL Acquisition Corp. 股东全部权益在 2013 年 9 月 30 日的市场价值进行了评估，现将资产评估情况报告如下：

二、委托方、被评估单位概况及其他评估报告使用者

（一）委托方概况

企业名称：深圳市海普瑞药业股份有限公司（以下简称“海普瑞”）

注册地址：深圳市南山区松坪山郎山路 21 号

法定代表人：李锂

注册资本：80,020.00 万元

实收资本：80,020.00 万元

公司类型：股份有限公司（上市）

成立时间：1998 年 4 月 21 日

经营期限：1998 年 4 月 21 日至长期

工商注册号：440301102761269

股票代码：002399

首次发行上市日期：2010 年 5 月 6 日

经营范围：开发、生产经营原料药（肝素钠）（《药品生产许可证》有效期至 2015 年 12 月 31 日止），从事货物及技术进出口（不含分销及国家专营、专控、专卖商品）。

（二）被评估单位概况

1、概况

企业名称：SPL Acquisition Corp.（以下简称 SPL 或公司）

注册地址：Corporation Trust Center 1209 Orange ST., Wilmington, New Castle, DE, 19801

法定代表人：Robert Stephen Mills Jr

公司类型：C.Corporation

成立日期：2006 年 7 月 13 日

经营期限：无限期

工商注册号：SRV 060665296 - 4177487

经营范围：公司主要为控股公司，无具体业务。

2、公司简介、经营管理结构及历史沿革

（1）公司简介及历史沿革

SPL 由 American Capital Strategies, Ltd.（目前的名称为 American Capital, Ltd.，以下简称“American Capital”）于 2006 年 7 月 13 日共同设立。注册地址为美国特拉华州，注册登记号为 SRV 060665296 - 4177487。公司和子公司主要从事活性药用成分（原料药）--肝素的生产和销售，另外公司还生产、销售活性药用成分（原料药）胰酶。

2006 年 7 月 14 日，公司与 SPL Holdings LLC 原全体股东签署股权转让协议，收购 SPL Holdings LLC 100% 股权。同时，另外 3 家公司作为 SPL Holdings LLC 直接或间接控股的公司在收购后也归属公司，具体如下：

1) SPL Holdings LLC 拥有 Scientific Protein Laboratories LLC（以下简称“SPL LLC”）100% 股权。

2) SPL LLC 拥有 SPL Scientific Corp. 100% 股权。

3) SPL Scientific Corp. 拥有常州凯普生物化学有限公司（以下简称“常州凯普”）55% 股权。

2007 年 10 月 29 日，公司吸收合并 SPL Holdings LLC。合并后 SPL Holdings LLC 注销，公司继承 SPL Holdings LLC 所有资产、负债和权益，并成为 SPL LLC 的母公司。

2007 年 10 月 29 日，公司与 Mobren Transport, Inc（以下简称“Mobren Transport”）原全体股东签署股权转让协议，收购 Mobren Transport 所有股权。收购后，公司拥有 Mobren Transport 100% 股权。同时，Mobren Logistic, LLC（以下简称“Mobren Logistic”）作为 Mobren Transport 的全资子公司被一并收购。

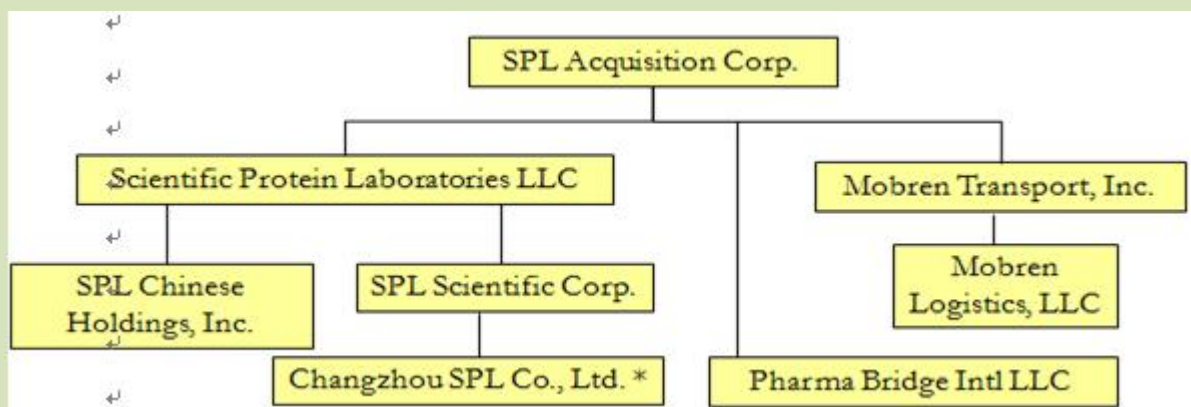
2009 年 2 月 11 日，SPL LLC 新设立全资子公司 SPL Chinese Holdings, Inc.（以下简称“SPL Chinese Holdings”）。

2011 年 11 月 22 日，SPL Scientific Corp. 收购了常州凯普另外 45% 股权，常州凯普成为 Scientific Corp. 全资子公司。

2012 年 12 月 28 日，公司新设立 Pharma Bridge International LLC 全资子公司。

(2) 经营管理结构

SPL 子公司结构图如下（下属公司均为 100% 控股）：



(3) 截至评估基准日，被评估单位股东持股比例如下：

投资方名称	持股比例(%)
American Capital	51.06%
American Capital Equity I, LLC	27.08%
American Capital Equity II, LP	12.13%
管理层及其他个人持股合计	9.73%
合计	100.00%

注：上述股份比例不含基准日未行权的期权所占比例。

3、公司业务状况

SPL 为控股公司，下属子公司 7 家，主要从事生产、运输和销售活性药用成分（原料药），产品主要是肝素。

4、近年资产、损益状况

公司近年及评估基准日的合并资产状况如下表所示：

金额单位：万元

项目名称	2011-12-31	2012-12-31	2013-9-30
流动资产	52,760.86	64,336.20	64,957.25
非流动资产	101,333.11	99,673.70	97,380.99
资产总计	154,093.97	164,009.90	162,338.24
流动负债	15,132.59	18,306.71	13,943.07
非流动负债	82,103.02	81,606.46	79,758.29
负债总计	97,235.61	99,913.17	93,701.36
净资产	56,858.36	64,096.73	68,636.88

合并损益状况如下表所示：

金额单位：万元

项 目	2011 年度	2012 年度	2013 年 1-6 月
主营业务收入	116,794.44	112,082.75	77,150.62
减：主营业务成本	82,879.96	79,242.11	55,859.18
营业利润	12,759.58	12,933.36	4,576.53
利润总额	11,594.95	11,705.06	8,826.63
减：所得税	3,681.15	4,107.33	3,042.17
净利润	7,913.80	7,597.73	5,784.46

注：表中数据为合并报表数据，表中数据已经瑞华会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具无保留意见审计报告。

5、被评估单位长期股权投资情况

（1）长期投资的概况

SPL 有下属公司共 7 家，具体如下：

序号	公司名称	投资日期	投资比例	主要业务	注册地
1	SPL LLC	2006-8-10	100%	活性药用成分（原料药）生产和销售	美国
2	SPL Chinese Holdings, Inc	2009-2-11,	100%	采购肝素原料	美国
3	SPL Scientific Corp.	2004-2-4	100%	活性药用成分（原料药）原材料的采购运营	美国
4	常州凯普	1999-12-13	100%	活性药用成分（原料药）生产（已终止经营）	中国
5	Pharma Bridge Intl LLC	2012-11-28	100%	活性药用成分（原料药）销售	美国
6	Mobren Transport, Inc.	2007-10-29	100%	活性药用成分原材料初加工	美国
7	Mobren Logistics, LLC	2003-12-22	100%	材料、产品运输	美国

（2）被投资单位概况

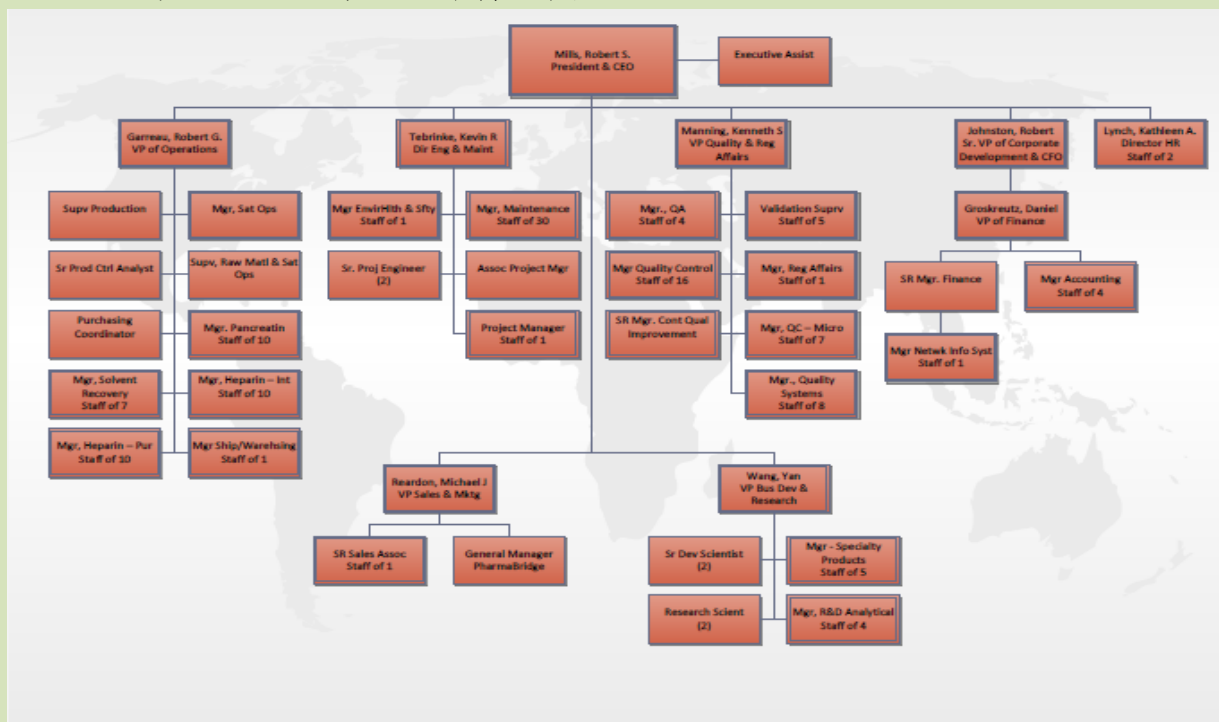
1) SPL LLC：是一家由 Oscar Mayer 于 1976 年创办的国际知名加工工厂，位于美国威斯康辛州的麦迪逊。它是利用从 Oscar Mayer 拥有在威斯康星州、伊利诺斯和爱荷华的屠宰场的猪肠来生产肝素。

1983 年创始人 Oscar Mayer 意识到活性药物成分（API）市场不同于食品行业，将公司出售给 AH Robins（一个小的国际制药公司）。

在 20 世纪 90 年代早期,肝素以较低的价格作为商品出售,但是在 1996 年,SPL LLC 开始供应肝素给罗纳普朗克 (RPR) 生产低分子肝素 Lovenox (依诺肝素)。此后,全球低分子量肝素不断快速增长。

在 2004 年, Wyeth 将 SPL LLC 出售给一个私人控股公司 Arsenal Capital Partners (战略合作资本) 下设的 SPL Holding LLC。之后在 2006 年 Arsenal 将 SPL Holding LLC 销售给 SPL, 此后由 SPL 吸收合并了 SPL Holding LLC, SPL LLC 成为 SPL 直接持股的子公司。

SPL LLC 员工 162 人, 其组织架构如下图:



2) SPL Chinese Holdings, Inc

负责办理从中国采购业务的公司, 负责管理杭州办事处。

3) SPL Scientific Corp.

之前作为常州凯普的控股公司成立。现已无业务及人员。

4) Changzhou SPL Co., Ltd.

在中国的合资企业, SPL Scientific Corp.持有 100% 股权, 已停止经营, 现处于清算阶段, 现已无业务。

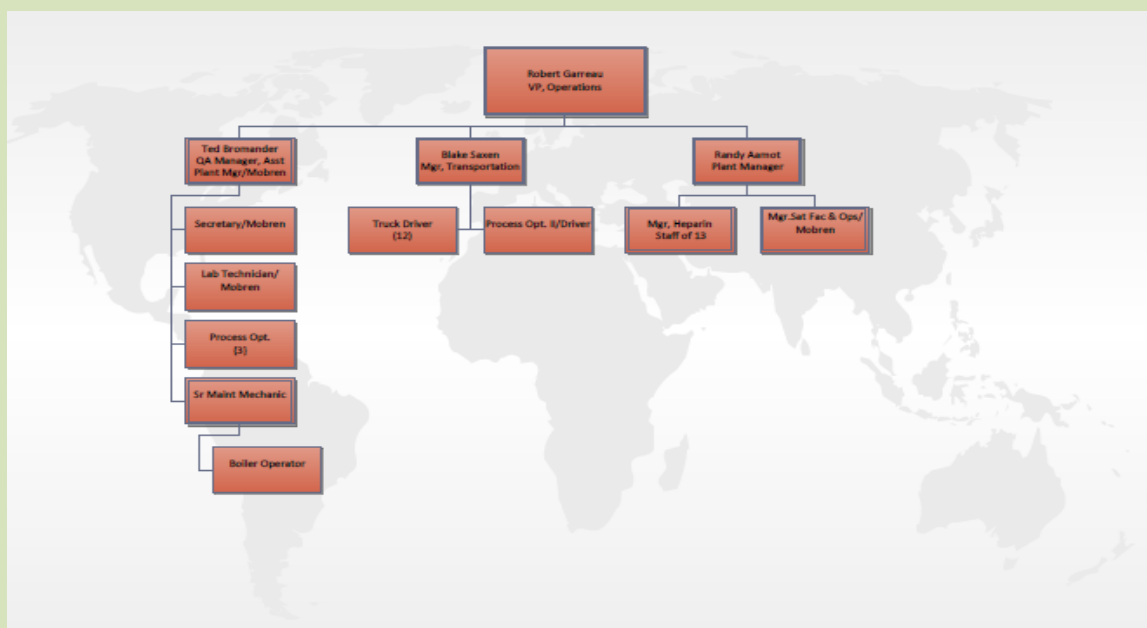
5) Pharma Bridge Intl LLC

是 2012 年成立的贸易公司, 主要在南美洲从事商业活动。现在没有固定资产以及库存。

6) Mobren Transport

是位于爱荷华州 Sioux City 的公司。该公司收集并做初步处理部分北美肝素原料。有员工、固定资产和存货。该公司员工共 35 人

其组织架构图如下:



7) Mobren Logistics

位于在爱荷华州 Sioux City, 名下拥有大量的卡车和拖车, 用于运输从屠宰场去 Waunakee 和 Sioux City 的材料。

(三) 委托方和被评估单位之间的关系

委托方拟收购被评估单位股权。

(四) 委托方以外的其他评估报告使用者

本评估报告仅供委托方用于本次评估目的。除国家法律、法规另有规定外, 任何未经评估机构和委托方确认的单位或个人不能由于得到评估报告而成为评估报告使用者。

三、评估目的

海普瑞拟收购 SPL 股权, 本次评估系为海普瑞拟收购 SPL 股权的经济行为提供价值参考依据, 本次经济行为已获得海普瑞董事会批准。

四、评估对象和范围

(一) 评估对象、范围

本次评估对象为 SPL 于评估基准日的股东全部权益市场价值。

股东全部权益账面金额 68,636.88 万元, 除 American Capital, Ltd. 持有的 SPL Acquisition Corp. 已质押给第三方外, 股权持有单位已声明拟转让股权不存在其它抵押、质押、冻结等权属瑕疵事项, 并承诺该股权权属清晰、合法, 不存在任何法律纠纷事项。

具体评估范围为 SPL 于评估基准日的全部资产及负债, 其中资产总额账面值

162,338.24 万元，负债总额账面值 93,701.36 万元，所有者权益账面值 68,636.88 万元。

本次 SPL 于评估基准日申报的全部资产和负债账面数据，业经瑞华会计师事务所（特殊普通合伙）审计，并出具瑞华专审字[2014]第 31120001 号无保留意见审计报告。

资产评估申报汇总表

金额单位：万元

项 目		账面价值
流动资产	1	64,957.25
非流动资产	2	97,380.99
其中：长期应收款	3	404.20
持有至到期投资	4	-
长期股权投资	5	-
投资性房地产	6	-
固定资产	7	25,058.72
在建工程	8	4,438.08
无形资产	9	188.20
商 誉	10	62,9149.88
长期待摊费用	11	-
递延所得税资产	12	4,376.91
资产总计	13	162,338.24
流动负债	14	13,943.07
非流动负债	15	79,758.29
负债总计	16	93,701.36
净 资 产	17	68,636.88

（二）评估范围中价值较大实物资产情况及特点

1、存货

SPL 及其子公司存货主要为原材料、在产品及产成品。原材料主要为生产肝素及胰酶使用的原料及辅助材料；在产品为生产过程中的肝素及胰酶；产成品为已加工完成的肝素钠、肝素锂、肝素洗脱液及胰酶等。

2、设备类

设备包括机器设备、办公设备及车辆等。机器设备主要为 SPL LLC 及 Mobren Transport 生产肝素及胰酶原料药使用的设备，车辆主要为 Mobren Logistics 的用于运输原料的车辆，共 112 辆。

3、房产及土地

SPL LLC 及 Mobren Transport 拥有土地及房产。SPL LLC 位于 Wauakee 的土地面积

约为 39 英亩,地上建筑物面积约为 110,000 平方英尺,Mobren Transport 位于 Sioux City 的土地面积约为 6 英亩,地上建筑物面积为 28,000 平方英尺,两处土地地上均建有车间、仓库、办公室等。

(三) 企业申报未记录的无形资产情况

截至评估基准日, SPL 未申报未记录的无形资产。

(四) 企业申报的表外资产的类型、数量

无。

(五) 引用其他机构出具的报告情况

本次 SPL 于评估基准日申报的全部资产和负债账面数据, 经过瑞华会计师事务所(特殊普通合伙) 审计, 并出具了无保留意见审计报告。

具体评估范围以被评估单位提供的资产评估申报表为准, SPL 未申报我们也未发现评估单位提供资产评估申报表范围外可能存在的资产及负债。委托方及被评估单位承诺, 申报评估的资产及负债范围与经济行为涉及的范围一致, 未重未漏, 不存在影响评估价值的任何限制。

五、价值类型及其定义

根据评估目的和评估对象的特点, 考虑市场条件及评估对象的使用等并无特别限制和要求, 因此确定本次评估结论的价值类型为市场价值。

本次是在持续经营假设前提下评估 SPL 股东全部权益在基准日的市场价值。市场价值是指自愿买方和自愿卖方在各自理性行事且未受任何强迫的情况下, 评估对象在评估基准日进行正常公平交易的价值估计数额。

六、评估基准日

本项目资产评估基准日为 2013 年 9 月 30 日。评估基准日系由委托方确定, 确定的理由是评估基准日有利于评估目的实现, 本次评估以评估基准日有效的价格标准为取价标准。

七、评估依据

本次资产评估工作中所遵循的法规依据、具体行为依据、产权依据和取价依据包括:

(一) 主要法律法规

- 1、《国有资产评估管理办法》国务院第 91 号令;
- 2、《中华人民共和国公司法》;

- 3、《中华人民共和国证券法》；
- 4、美国国内税收法典（U.S. Internal Revenue Code of 1986）；
- 5、威斯康辛州法规（Wisconsin Statutes Section）；
- 6、特拉华州普通公司法（Delaware General Corporations Law）；
- 7、谢尔曼法（Sherman Act）；
- 8、其他与资产评估有关的法律法规。

（二）准则依据

- 1、《资产评估准则-基本准则》财企[2004]20号；
- 2、《资产评估职业道德准则-基本准则》财企[2004]20号；
- 3、《评估机构内部治理指引》中评协[2010]121号；
- 4、《评估机构业务质量控制指南》中评协[2010]214号；
- 5、《资产评估价值类型指导意见》中评协[2007]189号；
- 6、《注册资产评估师关注评估对象法律权属指导意见》会协[2003]18号；
- 7、《资产评估准则-评估报告》中评协[2011]230号；
- 8、《资产评估准则-评估程序》中评协[2007]189号；
- 9、《资产评估准则-业务约定书》中评协[2011]230号；
- 10、《资产评估准则-工作底稿》中评协[2007]189号；
- 11、《资产评估准则-机器设备》中评协[2007]189号；
- 12、《资产评估准则-企业价值》中评协[2011]227号；
- 13、《资产评估准则-利用专家工作》中评协[2012]244号；
- 15、《资产评估操作专家提示——上市公司重大资产重组评估报告披露》中评协[2012]246号。

（三）经济行为文件

《深圳市海普瑞药业股份有限公司第二届董事会第二十七次会议决议》（2013年）。

（四）产权证明文件、重大合同协议

- 1、公司存续证明、公司章程等；
- 2、土地买卖契据、车辆行驶证等；
- 3、重大销售合同及采购合同；
- 4、其他产权证明文件。

（五）采用的取价标准依据

- 1、SPL 近 3 年的生产经营历史数据；2010 年、2011 年、2012 年、2013 年 1-9 月审计报告；
- 2、SPL 提供的 2013 年至 2018 年盈利预测数据；
- 3、SPL 提供的未来年度业务规划；

4、同行业上市公司有关财务资料及股价资料。

(六) 参考资料

- 1、评估基准日资产清查评估明细表；
- 2、美国、加拿大、瑞士国债利率、银行贷款利率等价格资料；
- 3、与被评估单位管理层的访谈纪要；
- 4、Bloomberg、Capital IQ 数据资料；
- 5、评估人员现场勘察记录及收集的其他资料等。

八、评估方法

(一) 评估方法介绍

企业价值评估通常有三种方法，即资产基础法、市场法和收益法。

1、资产基础法，是指以被评估企业评估基准日的资产负债表为基础，合理评估企业表内及表外各项资产、负债价值，确定评估对象价值的评估方法。

2、市场法是指将评估对象与可比上市公司或者可比交易案例进行比较，确定评估对象价值的评估方法。

3、收益法是指通过将被评估企业预期收益资本化或折现以确定评估对象价值的评估方法。

(二) 评估方法选择及评估结论确定的方法

1、对于市场法的应用分析

市场法是以现实市场上的参照物来评价评估对象的现行公平市场价值，它具有评估角度和评估途径直接、评估过程直观、评估数据直接取材于市场、评估结果说服力强的特点。由于被评估公司及交易所在地均在美国，且原料药的生产为全球性行业，从美国及有关国家证券市场可以找到与评估对象相似的三个以上的参考企业，故本次评估可以采用市场法。

2、对于收益法的应用分析

收益法评估必须具备以下三个前提条件：

- (1) 投资者在投资某个企业时所支付的价格不会超过该企业未来预期收益折现值。
- (2) 能够对企业未来收益进行合理预测。
- (3) 能够对企业未来收益的风险程度相对应的收益率进行合理估算。

SPL 及其子公司主要经营活性药物成分（原料药）的生产、销售，包括肝素及胰酶，活性药物成分（原料药）的生产、销售已有 30 年的经营历史，公司历史年度虽因行业供需变化的影响，经营情况有波动，但近三年盈利情况均较好且较稳定，持续经营能力较强，整个肝素行业未来年度需求仍有较大的增长。鉴于被评估单位管理层能够提供未来年度的盈利预测，结合本次评估目的及资料收集情况，评估人员认为可以

采用收益法进行评估。

3、对于资产基础法的应用分析

资产基础法是指在合理评估企业各项资产价值和负债的基础上确定评估对象价值的评估思路。结合本次评估目的及资料收集情况，评估人员认为不宜使用资产基础法进行评估。

4、评估结论确定的方法

对所采用的两种评估方法得出的评估结论进行分析，在综合考虑不同评估方法的合理性及所使用数据的质量和数量的基础上，形成合理的评估结论。

（三）对于所采用的评估方法介绍

市场法

市场法常用的两种具体方法是上市公司比较法和交易案例比较法。本次评估选用市场法中的上市公司比较法对 SPL 的股东全部权益价值进行评估。

上市公司比较法的基本步骤具体如下：

1、选择可比上市公司

本次评估我们从业务和产品、经营规模、产品结构、历史经营业绩等与被评估单位存在可比性以及资料信息的可取得性等方面进行分析，最终确定选取美国、加拿大和瑞士各 1 家共 3 家上市公司作为可比企业。

2、选择、计算、调整价值比率

本次评估，选择价值比率为 EV/EBIT、EV/EBITDA、EV/NOIAT。

对比评估对象和可比企业，对可比企业的财务报表进行分析调整。充分考虑企业盈利能力、风险程度、企业未来发展潜力等对评估对象价值影响较大因素，计算、调整价值乘数。

采用单期间资本化模型得到企业市场价值的方式为：

$$\text{市场价值 } FMV = \frac{NCF}{r - g}$$

$$\text{因此，有价值比率} = \frac{\text{市场价值 } FMV}{NCF} = \frac{1}{r - g}$$

式中：r 为全投资折现率；g 为预期增长率。

因此可以定义：盈利类价值比率 = $\frac{1}{r - g}$

由于被评估企业与可比对象之间存在风险的差异，这个差异反映在被评估企业和可比对象上就是在折现率 r 上的差异，采用可比对象和被评估企业的相关数据估算相关折现率来进行必要的修正。

另外，被评估企业与可比对象可能处于企业发展的不同期间，对于进入相对稳定期的企业未来发展相对比较平缓，对于处于发展初期的企业可能会有一段增长率相对

较高的时期。被评估企业与可比对象处于不同发展时期所产生的预期增长率差异可以用未来预期永续增长 g 来表述，因此可以采用可比对象和被评估企业的数据计算预期永续增长率 g ，并以此为基础进行预期增长率修正。

对于被评估企业有盈利性价值比率 Ms ：

$$Ms = \frac{1}{1/M_G + (r_s - r_G) + (g_G - g_s)}$$

$(r_s - r_G)$ 即可比对象与被评估企业由于风险因素不同所引起的折现率不同所需要进行的修正系数；

$(g_G - g_s)$ 即为可比对象与被评估企业由于预期增长率差异所需要进行的预测增长率差异修正系数。

对于 $r - g$ 实际就是资本化率，或者准确的说是对于现金流 NCF 的资本化率。如果 r 是 WACC，也就是对应企业价值的折现率，则 NCF 应该是企业自由现金流，如 NOIAT 等。

分别估算可比公司与目标企业的 WACC 和对应于 EBIT、EBITDA 以及 NOIAT 的长期增长率。

由于 WACC 是税后口径的折现率，当修正 EBIT、EBITDA 价值比率时，由于 EBIT 是利润口径，EBITDA 是税前现金流口径，WACC 不能直接对应 EBIT 和 EBITDA，因此需要进行口径转换。

3、运用价值乘数得出评估结果

以评估基准日近 12 个月盈利数据为基数，乘以前述调整后的价值乘数，并扣除有息负债的价值，进而得出被评估单位股权价值。

4、其他因素调整

本次评估通过流动性折扣及控股权溢价来调整流动性因素及控股权因素对股权价值的影响。

收益法

本次评估采用现金流量折现法，选定的现金流量口径为企业自由现金流量，通过对企业整体价值的评估来间接获得股东全部权益价值。

1、计算公式

股东全部权益价值 = 企业整体价值 - 付息债务

企业整体价值 = 经营性资产价值 + 溢余资产价值（包括长期投资价值） - 溢余负债价值 + 非经营性资产负债净值

经营性资产价值 = 明确的预测期期间的现金流量现值 + 明确的预测期之后的现金流量现值

2、收益期的确定

本次评估采用永续年期作为收益期。其中：第一阶段为 2013 年 10 月 1 日至 2018 年 12 月 31 日，在此阶段根据被评估企业的经营情况及经营计划，收益状况处于变化中；第二阶段自 2019 年 1 月 1 日起为永续经营，在此阶段被评估企业将保持稳定的盈利水平。

3、预期收益的确定

本次将企业自由现金流量作为企业预期收益的量化指标。

企业自由现金流量指的是归属于包括股东和付息债务的债权人在内的所有投资者的现金流量。其计算公式为：

企业自由现金流量 = 税后净利润 + 折旧与摊销 + 利息费用 × (1 - 所得税率) - 资本性支出 - 营运资金增加

4、折现率的确定

确定折现率有多种方法和途径，按照收益额与折现率口径一致的原则，本次评估收益额口径为企业自由现金流量，则折现率选取加权平均资本成本（WACC）确定。

$$WACC = (Re \times We) + [Rd \times (1 - T) \times Wd]$$

式中：Re 为公司普通权益资本成本

Rd 为公司债务资本成本

We 为权益资本在资本结构中的百分比

Wd 为债务资本在资本结构中的百分比

T 为公司有效的所得税税率

本次评估采用资本资产定价模型（CAPM），来确定公司普通权益资本成本 Re，计算公式为：

$$Re = Rf + \beta \times (ERP) + Rc$$

式中：Rf 为无风险报酬率

β 为权益的系统风险系数

ERP 为市场风险溢价

Rc 为企业特定风险调整系数

$$\beta_L = (1 + (1 - T) \times D/E) \times \beta_U$$

式中： β_L 为具有被评估企业目标财务杠杆的 Beta

β_U 为参考企业无财务杠杆的算术平均 Beta

D 为债务金额

E 为权益金额

5、溢余资产价值及非经营性资产的确定

溢余资产是指与企业收益无直接关系的，企业持续运营中并不必须的资产，主要

包括溢余现金、有价证券、与预测收益现金流不直接相关的其他资产等；非经营性资产是指不参与生产经营的资产，但有些对于经营性资产配套是必须的。一般来说非经营性资产是溢余资产，但溢余资产并不全部都是非经营性资产。对该类资产单独评估。

九、评估程序实施过程及情况

根据国家有关部门关于资产评估的规定，按照我公司与海普瑞签定的资产评估业务约定书，评估人员已实施了对被评估单位提供的法律性文件与会计记录以及相关资料的核对，对资产进行实地查看与核对，并取得了相关的产权证明文件复印件，进行了必要的评估调查工作，以及我们认为有必要实施的其他资产评估程序。资产评估的详细过程如下：

（一）接受委托阶段

在接受项目委托前，项目负责人首先：

- 1、了解被评估单位组织架构和机构分布；
- 2、了解被评估单位经营业务特点；
- 3、了解被评估单位主要业务内控制度和会计核算制度；
- 4、根据对被评估单位的调研情况编制评估计划。

初步了解项目情况后，我公司与委托方签定了评估业务约定书，明确了评估目的、评估对象及范围和评估基准日。

（二）清查核实阶段

1、项目培训阶段

针对本项目特点，为了保证质量、统一评估方法和参数，确保评估技术方案的贯彻落实，我们对参与本项目的评估人员进行培训；主要内容为：项目基本背景及情况、相关的中介机构、项目组织及时间安排、明细表审核要点、现场清查工作的要点及具体要求、各类评估方法、中介机构的对接要求及注意事项、各级审核要求、报告体例要求、电子文档的规范要求、工作底稿的要求、各级人员职责、项目协调机制、工作纪律等内容。以明确项目情况及总体要求，并确保在企业资产申报过程中对有关共性问题解释的一致性。

评估人员根据项目统一要求指导被评估单位清查资产，填报资产评估申报表、准备评估资料。

2、现场清查阶段

在企业如实申报资产并对委估资产进行全面自查的基础上，评估人员对纳入评估范围内的资产和负债进行了抽查核实。

资产清查工作主要包括：

（1）评估对象真实性和合法性的查证

根据被评估单位提供的资产评估申报明细表，评估人员到实物存放现场进行了抽查核实，以确定其客观存在。

(2) 账面价值构成的调查

根据被评估单位的资产特点，查阅企业有关会计凭证和会计账簿及历年审计报告，了解企业申报评估的资产价值构成情况。

(3) 评估资料的收集

向企业提交与本次评估相关的资料清单，指导企业进行资料收集和准备。

(4) 深入了解企业的生产、管理和经营情况，如：人力配备、物料资源供应情况、管理体制和管理方针、财务计划和经营计划等；对企业以前年度的财务资料进行分析，并对经营状况及发展计划进行分析。

(三) 评定估算阶段

评估人员依据评估各项准则及国家相关的法律法规，结合委估资产情况及评估资料收集情况确定评估方法，根据各类资产的作价方案，明确评估参数和价格标准，收集相关作价资料，进行评定估算工作。

(四) 汇总阶段

项目组完成初稿，最终汇总确定评估结果。

(五) 审核阶段

完成评估初步结果后，按照我公司内部复核程序，对项目组提供的评估明细表、评估说明、评估报告及相关的工作底稿进行了全面审核并提出具体的审核修改意见和建议。

各级审核工作结束后，项目组根据各级审核意见和建议对评估明细表、评估说明、评估报告进行了相应的修改、补充和完善，复核通过后我公司将评估报告征求意见稿提供给委托方交换意见。

(六) 出具报告阶段

在将评估结果与委托方沟通后于 2014 年 1 月 10 日正式出具评估报告。

十、评估假设

(一) 基本假设

1、公开市场假设：公开市场假设是对资产拟进入的市场的条件，以及资产在这样的市场条件下接受何种影响的一种假定说明或限定。公开市场是指充分发达与完善的市场条件，是一个有自愿的买者和卖者的竞争性市场，在这个市场上，买者和卖者的地位是平等的，彼此都有获取足够市场信息的机会和时间，买卖双方的交易行为都是在自愿的、理智的而非强制的或不受限制的条件下进行的。

2、持续使用假设：该假设首先设定被评估资产正处于使用状态，包括正在使用中

的资产和备用的资产；其次根据有关数据和信息，推断这些处于使用状态的资产还将继续使用下去。持续使用假设既说明了被评估资产所面临的市场条件或市场环境，同时又着重说明了资产的存续状态。具体包括在用续用、转用续用、移地续用。在用续用指的是处于使用中的被评估资产在产权发生变动或资产业务发生后，将按其现行正在使用的用途及方式继续使用下去。转用续用指的是被评估资产将在产权发生变动后或资产业务发生后，改变资产现时的使用用途，调换新的用途继续使用下去。移地续用指的是被评估资产将在产权发生变动后或资产业务发生后，改变资产现在的空间位置，转移到其他空间位置上继续使用。根据本次评估目的，假设纳入评估范围内的资产中，正常使用的资产均为在原地按照现行用途继续使用下去。

（二）一般假设

1、被评估单位所在国家对被评估单位所处行业的有关法律法规和政策在预测期无重大变化。

2、被评估单位所在国家社会经济环境及经济发展除社会公众已知变化外，在预测期无其他重大变化。

3、被评估单位所在国家现行银行信贷利率、外汇汇率的变动相对稳定。

4、被评估单位所在国家目前的税收制度除社会公众已知变化外，无其他重大变化。

5、无其他人力不可抗拒及不可预测因素的重大不利影响。

6、企业自由现金流在每个预测期间的中期产生。

7、本次评估测算各项参数取值均未考虑通货膨胀因素。

8、被评估企业的经营模式、盈利模式没有发生重大变化，假设企业的经营者是负责的，且管理层有能力担当其职务，保持企业的正常运作。假设企业经营者能够在未来经营年度按其既定发展目标、方针持续经营下去，不会因个人原因导致企业脱离既定的发展轨迹。

（三）具体假设

1、资料真实、完整假设：是指由被评估单位提供的与评估相关的财务报表、会计凭证、资产清单及其他有关资料真实、完整。

2、本评估报告中的估算是假定所有重要的及潜在的可能影响价值分析的因素都已在我们与被评估单位之间充分揭示的前提下做出的。

3、被评估单位会计政策与核算方法评估基准日后无重大变化。

4、SPL 将依法持续性经营，并在经营范围、方式和决策程序上与现时保持一致。

5、SPL 作为一个独立的经济实体进行运作，独立分配收益，承担财务、经营风险。

6、SPL 主要管理人员及下属子公司核心管理团队人员基本保持稳定。

7、SPL 按现有资本结构经营下去，资金来源充足。

8、有关 SPL 未来收益预测（现金流量预测）的数据由 SPL 管理层提供并由其承

担相应责任。我们的责任是在上述收益预测（现金流量预测）的基础上，结合 SPL 经营状况、发展规划、资源配置等情况对其进行合理性分析、判断和调整。不应视为是对收益预测（现金流量预测）可实现程度的保证。

十一、评估结论

此次评估主要采用市场法和收益法。根据以上评估工作，在企业持续经营前提下得出如下评估结论：

（一）市场法评估结论：

采用市场法对 SPL 的股东全部权益的评估值为 121,860.89 万元，评估值较账面净资产增值 53,224.01 万元，增值率 77.54%。

（二）收益法评估结论：

采用收益法对 SPL 的股东全部权益的评估值为 172,269.55 万元，评估值较账面净资产增值 103,632.67 万元，增值率 150.99%。

（三）对评估结果选取的说明

收益法与市场法评估结论差异额为 50,408.66 万元，差异率为 41.37%，差异的主要原因：

收益法是基于预期理论，以收益预测为基础计算企业价值。收益法是从企业的未来获利能力角度出发，综合考虑企业整体的综合获利能力，对企业未来的预期发展因素考虑比较充分，但未来收益受市场及行业变化、被评估单位经营规划实现情况影响较大。

市场法是以现实市场上的参照物来评价评估对象的现行公平市场价值。市场法的前提是任何一个正常的投资者在购置某项资产时，所愿意支付的价格不会高于市场上具有相同用途的替代品的现行市价。市场法认为资产的价值主要取决于供给和需求两个方面，供给主要取决于成本，需求主要取决于资产的效用。资产的价格由市场的供给和需求共同决定。价格在短期内可能会因为市场供需双方的不平衡产生一定的波动，但从长期来看，都会在自发的市场调节作用下回到均衡状态，即供给数量等于需求数量，供给价格等于需求价格的均衡状态。

市场法的优点是评估数据直接来源于市场，评估过程简单、直观；评估方法以市场为导向，评估结果说服力强。本次被评估单位为美国公司，本次评估可比上市公司取美国、加拿大等较为成熟的资本市场的上市公司，以资本市场对企业定价为出发点确定的市场法评估结果相对合理和易于被交易双方接受。

从敏感性分析结果看，收益法结果受敏感性因素变动的较大影响，市场法受敏感性因素变动的相对较小。

综上所述，基于本次评估目的及资料来源等，本次评估采用市场法的评估结果。

采用市场法对 SPL 的股东全部权益价值评估值为 121,860.89 万元（大写金额为：壹拾贰亿壹仟捌佰陆拾万零捌仟玖佰元），评估值较账面净资产增值 53,224.01 万元，增值率 77.54%。

本评估报告仅供委托方海普瑞拟收购 SPL 股权的经济行为提供价值参考，不应被视为是对被评估资产和本次评估对象可实现价格的保证。建议委托方和相关当事方在参考分析评估结论的基础上，结合收购股权方案、考虑评估基准日至经济行为实施日的各种影响因素，合理进行决策。

十二、特别事项说明

以下事项并非公司注册资产评估师执业水平和能力所能评定和估算，但该事项确实可能影响评估结论，本评估报告使用者对此应特别引起注意：

（一）对委托方及被评估单位存在的可能影响资产评估值的瑕疵事项，在委托时未作特殊说明而评估人员已履行评估程序仍无法获知的情况下，评估机构及评估人员不承担相关责任。

（二）由委托方和被评估单位提供的与评估相关的经济行为文件、营业执照、产权证明文件、财务报表、会计凭证、资产明细表、盈利预测及其他有关资料是编制本报告的基础。委托方及被评估单位和相关当事人应对所提供的以上评估原始资料的真实性、合法性、准确性和完整性承担责任。公司对委托方及被评估单位提供的有关经济行为文件、营业执照、产权证明文件、会计凭证、盈利预测等资料进行了独立审查，但不对上述资料的真实性负责。

（三）中国注册会计师协会颁布的《注册资产评估师关注评估对象法律权属指导意见》中指出，委托方和相关当事人应当提供评估对象法律权属等资料，并对所提供的评估对象法律权属资料的真实性、合法性和完整性承担责任。注册资产评估师执行资产评估业务的目的是对评估对象价值进行估算并发表专业意见，对评估对象法律权属确认或发表意见超出注册资产评估师执业范围。

（四）评估结论是反映评估对象在本次评估目的下，根据公开市场原则确定的现行价格。本报告未考虑特殊的交易方可能追加付出的价格等对评估价值的影响，也未考虑国家宏观经济政策发生变化以及遇有自然力和其他不可抗力对资产价格的影响。当前述条件以及评估中遵循的持续经营原则等发生变化时，评估结果会失效。

（五）本报告未考虑评估对象及纳入本次评估范围的资产在评估目的实现时尚应承担的交易所产生费用和税项等可能影响其价值的因素，也未对各类资产的评估增值、减值额作任何纳税考虑；委托方在使用本报告时，应当仔细考虑税负问题并按照国家有关规定处理。

（六）SPL 于 2010 年 3 月 24 日与 Wells Fargo (Wachovia capital finance corporation) (New

England)) 签署借款协议, 以 SPL 及其子公司拥有的所有资产做为抵押物, 并由 SPL 担保, 取得 55,000,000 美元的信用额度, 折合人民币 364,248,500.00 元 (信用额度取决于抵押物公允价值)。

(七) SPL 于 2006 年 8 月与 American Capital Ltd. 等签署协议取得借款, 截止 2013 年 9 月 30 日, 借款本金合计人民币 63,799.99 万元, 该部分借款以 SPL 及其子公司拥有的所有资产做为抵押物, 并由 SPL 担保。American Capital Ltd. 等长期借款的资产抵押权顺位次于 WellsFargo 信用额度下借款的资产抵押权。

(八) SPL 预计于 2014 年新增一个胰酶新客户并取得收入, 截至报告日, 相关产品尚未获得美国 FDA 批准, 也未签订合同, 收入的实现存在较大的不确定性; 预计于 2016 年新增的 Proprietary Pancreatin Drug Product 收入, 亦存在较大不确定性, SPL 提供盈利预测中包括此两部分业务, 本次评估对该两部分业务进行了调整, 未考虑该两部分业务可能实现的收益及对 SPL 公司价值的影响。

(九) Pharma Bridge Intl LLC 是 SPL2012 年成立的贸易公司, 主要在南美洲从事商业活动。截至评估基准日, 尚无业务收入, 也未签订合同。SPL 提供盈利预测中包括该公司未来年度可能实现的收入, 本次评估对提供的盈利预测进行了调整, 未考虑该子公司未来可能实现的收益及对 SPL 公司价值的影响。

(十) SPL LLC 于 2008 年和 2010 年分别召回部分批次的肝素钠产成品, 并在美国被起诉。从 2008 年发生首次诉讼后, 累计发生了上千起诉讼, 其中的绝大部分已经结案。截止至 2013 年 12 月 26 日, 仍有超过 100 起未决案件。

(十一) SPL2009 年 7 月 1 日授予公司一核心员工 1900 份股票期权, 至评估基准日, 该期权尚未行权; SPL2013 年 3 月 15 日授予公司两名核心员工共 3000 份股票期权, 至评估基准日, 该期权尚未行权。鉴于本次收购对象为评估基准日所有普通股、优先股股权及未行权期权, 本次评估结果为包含该 4900 份股票期权价值的公司股东全部权益价值, 评估值中已扣除了股票期权行权金额。

(十二) 本次评估收益法以公司现有控股情况及资本结构进行预测, 未考虑被其他股东收购可能带来的经营及其他方面的改变对盈利预测的影响。

(十三) 对评估参数的估计客观上存在一定的不确定性, 因此我们对敏感性因素进行分析。分别说明如下:

1、市场法敏感性分析

经分析, 选择价值比率、增长率、折现率为市场法敏感性分析指标。本次评估市场法评估结果为 19,821.22 万元 (美元), 当价值比率取值增加 5%、增长率取值增加 5%、折现率取值减少 5% 时, 评估值计算结果为 22,352.59 万元 (美元); 当价值比率取值减少 5%、增长率取值减少 5%、折现率取值增加 5% 时, 评估值计算结果为 17,633.87 万元 (美元)。

2、收益法敏感性分析

经分析，选择销售单价、销售数量、单位成本、折现率为收益法敏感性分析指标。本次评估收益法评估结果为 28,020.42 万元（美元），当销售单价取值增加 5%、销售数量取值增加 5%、单位成本取值减少 5%、折现率取值减少 5%时，评估值计算结果为 45,634.01 万元（美元）；当销售单价取值减少 5%、销售数量取值减少 5%、单位成本取值增加 5%、折现率取值增加 5%时，评估值计算结果为 13,171.03 万元（美元）。

上述敏感性分析计算仅为揭示评估参数估计的不确定性对评估值的影响，以及说明评估结论存在的不确定性，供委托方和评估报告使用者参考，但并不影响评估师基于已掌握的信息资料对相关评估参数作出的估计判断，也不影响评估结论的成立。

（十四）评估结果按 2013 年 9 月 30 日汇率 6.148 将美元折算为人民币。

（十五）评估基准日后若资产数量发生变化，评估报告使用者应当根据评估基准日后资产变化，在资产实际作价时给予充分考虑，进行相应调整；若资产价格标准发生变化，并对资产评估值产生明显影响时，委托方应及时聘请评估机构重新确定评估值。

（十六）本次评估结论为股东全部权益，已考虑流动性折扣、控股权溢价等因素对股权价值的影响。

十三、评估报告使用限制说明

（一）评估报告只能用于评估报告载明的评估目的和用途；

（二）评估报告只能由评估报告载明的评估报告使用者使用；

（三）评估报告如需报经国有资产监管部门核准或备案，在未经核准或备案前，本评估报告不得被使用；

（四）未征得评估机构同意，评估报告的全部或部分内容不得被摘抄、引用或披露于公开媒体，法律、法规另有规定的除外；

（五）当政策调整对评估结论产生重大影响时，应当重新确定评估基准日进行评估；

（六）本评估报告结论自评估基准日 2013 年 9 月 30 日起一年内使用有效，超过一年，需重新进行资产评估。

十四、评估报告日

2014 年 1 月 10 日。

[本页以下无正文]

评估报告签字盖章页

[此页无正文]

沃克森（北京）国际资产评估有限公司

法定代表人（或授权代表）：

注册资产评估师：

注册资产评估师：

二〇一四年一月十日

评估报告附件

目 录

- 一、资产评估经济行为文件
- 二、委托方及被评估单位营业执照（公司存续证明）
- 三、被评估单位评估基准日审计报告
- 四、评估对象涉及的主要权属证明清单及资料
- 五、委托方及被评估单位承诺函
- 六、资产评估师承诺函
- 七、资产评估机构营业执照
- 八、资产评估机构资格证书
- 九、评估人员名单及其资格证书
- 十、资产评估业务约定书

参加本评估项目主要人员名单

项目负责人：刘贵云（注册资产评估师）

项目复核人：邓春辉（注册资产评估师）

市 场 法：刘贵云（注册资产评估师）

收 益 法：邓春辉、于松松

质监部复核人：王爱萍（注册资产评估师）