

北京亚超资产评估有限公司

关于深圳证券交易所

《关于楚天科技股份有限公司申请发行股份、可转换为股票的公司债券购买资产并募集配套资金的审核
问询函》

之

核查意见

资产评估机构

二零二零年八月

深圳证券交易所上市审核中心：

楚天科技股份有限公司（以下简称“公司”、“上市公司”或“楚天科技”）于 2020 年 7 月 23 日收到贵所下发的《关于楚天科技股份有限公司申请发行股份、可转换为股票的公司债券购买资产并募集配套资金的审核问询函》（审核函〔2020〕030003 号）。北京亚超资产评估有限公司（以下简称“北京亚超”或“评估机构”）作为楚天科技的评估机构，会同上市公司及其他相关中介机构对审核问询函所涉事项进行了逐项落实，并按照反馈意见的要求对所涉及的事项进行了资料补充和问题说明。现就有关事项发表核查意见如下：

在本回复中，除非文义载明，相关简称与《楚天科技股份有限公司发行股份、可转换公司债券及支付现金购买资产并募集配套资金暨关联交易报告书》（以下简称“重组报告书”）中“释义”所定义的词语或简称具有相同的含义。本回复中任何表格中若出现总数与表格所列数值总和不符，如无特殊说明则均为采用四舍五入而致。

目录

问题 1.....	5
一、问题答复.....	5
问题 1、（1）结合楚天资管收购前后，Romaco 的经营业绩变动情况、主营业务经营稳定性、初始投资成本、所处行业情况、未来年度业务发展计划及盈利预测等，披露本次交易中楚天欧洲对 Romaco 长期股权投资评估增值率的合理性.....	5
问题 1、（2）结合本次交易的市盈率、市净率情况，并对比可比公司收购案例情况，披露 Romaco 收益法评估值的合理性.....	14
二、补充披露情况.....	16
三、中介机构核查意见.....	16
问题 15.....	17
一、问题答复.....	17
问题 15、（1）结合 Romaco 生产基地主要位于德国和意大利的实际情况，量化分析新冠疫情对 Romaco 生产经营的具体影响以及对本次交易评估作价的影响.....	18
问题 15、（2）披露汇率波动、政治局势、当地宏观经济情况变动等相关海外经营风险对 Romaco 持续盈利能力的影响及相关应对措施.....	19
二、补充披露情况.....	22
三、中介机构核查意见.....	23
问题 18.....	23
一、问题答复.....	24
问题 18、（1）折现率相关参数（无风险收益率、市场期望报酬率、 β 值、特定风险系数等）取值依据及合理性.....	24
问题 18、（2）结合市场可比交易折现率情况、Romaco 的特定财务风险及经营风险情况等，说明折现率取值的合理性，是否存在通过调低折现率来提交本次评估作价的情形，并量化分析折现率变动对本次交易评估作价的影响.....	27
二、中介机构核查意见.....	31
问题 19.....	31
一、问题答复.....	31
问题 19、（1）Romaco 2020 年的实际营业收入及经营业绩实现情况.....	31

问题 19、（2）结合报告期内 Romaco 设备和服务收入变动情况、在手订单及新签订单情况、以前年度销售的后期服务收费模式、新客户拓展能力、核心技术水平、核心竞争力及市场占有率、客户合作关系的稳定性及未来业务拓展计划等方面，分别披露 Romaco 设备收入和服务收入预测依据及可实现性	33
二、补充披露情况	42
三、中介机构核查意见	42
问题 20.....	43
一、问题答复	43
问题 20、（1）Romaco 报告期及预测期内不同业务类型收入的毛利率情况	43
问题 20、（2）结合报告期内业务增长情况、营业成本构成、原材料价格波动及所处周期变动情况、员工薪酬变动预期、核心竞争优势、行业竞争状况、可比公司可比业务毛利率水平、主要销售区域国家宏观经济状况及新冠疫情的影响等，披露 Romaco 毛利率预测的依据及合理性	44
二、补充披露情况	57
三、中介机构核查意见	58

问题 1.

申请文件显示，（1）本次交易标的资产为楚天资产管理（长沙）有限公司（以下简称楚天资管或标的资产）89.00 万元注册资本对应的股权，楚天资管是为收购 Romaco Holding GmbH（以下简称 Romaco）设立的特殊目的公司，无实际经营业务。楚天欧洲有限公司（以下简称楚天欧洲）为楚天资管控股子公司，主要通过持有 Romaco 100%股权开展业务；（2）本次交易对楚天资管和楚天欧洲采用资产基础法评估，对 Romaco 采用收益法评估。楚天欧洲资产基础法评估结果显示，其对 Romaco 的长期股权投资评估值为 16,115.26 万欧元，增值率 16.46%。

请上市公司补充说明或披露：（1）结合楚天资管收购前后，Romaco 的经营业绩变动情况、主营业务经营稳定性、初始投资成本、所处行业情况、未来年度业务发展规划及盈利预测等，披露本次交易中楚天欧洲对 Romaco 长期股权投资评估增值率的合理性；（2）结合本次交易的市盈率、市净率情况，并对比可比公司收购案例情况，披露 Romaco 收益法评估值的合理性。

请独立财务顾问和评估师核查并发表明确意见。

回复：

一、问题答复

问题 1、（1）结合楚天资管收购前后，Romaco 的经营业绩变动情况、主营业务经营稳定性、初始投资成本、所处行业情况、未来年度业务发展规划及盈利预测等，披露本次交易中楚天欧洲对 Romaco 长期股权投资评估增值率的合理性

1、楚天资管收购 Romaco 前后，Romaco 主营业务经营情况及经营业绩变

动情况

前次收购为楚天资管于 2017 年通过楚天欧洲以 10,010.83 万欧元受让 Romaco 公司 75.10% 的普通股股权和持有的 Romaco 100% 优先股股份的行为。前次收购价格系交易双方根据市场化原则，以 Romaco 公司 2016 年经过财务尽职调查机构尽职调查后确的 Romaco 公司 EBITDA 1,172.3 万欧元为基础，由交易双方协商确定 Romaco 公司 100% 股权价格为 1.333 亿欧元。

上市公司本次间接收购 Romaco 公司则以 2019 年 12 月 31 日作为评估基准日，北京亚超资产评估有限公司评估 Romaco 公司 100% 股权评估值为 16,115.26 万欧元，较前次收购时 Romaco 公司 100% 股权价值增值 2,785.26 万欧元，增值率 20.89%。

前次收购前后 Romaco 公司的经营业绩情况见下表：

单位：万欧元

项目	2016 财年	2017 财年	2018 财年	2019 财年
经营指标				
营业收入	13,431.70	14,042.00	14,362.00	16,339.14
EBITDA	1,172.30	897.30	1,184.40	2,096.90
EBIT	608.70	416.60	786.30	1,487.59
净利润	59.80	-192.69	302.39	793.25
总资产	12,152.60	12,520.99	12,049.68	15,538.80
净资产	4,232.00	3,361.04	3,670.45	4,115.26
盈利性指标				
期间费用率	31.40%	31.92%	30.19%	22.70%
收入增长率	-	4.54%	2.28%	13.77%
EBITDA/营业收入	8.73%	6.39%	8.25%	12.83%
EBIT/营业收入	4.53%	2.97%	5.47%	9.10%

注：上述数据为国际会计准则下的数据，2016 财年、2017 财年和 2018 财年指上年 11 月至当年 10 月，2019 财年调整为公历年（1 月-12 月）。

通过收购前后的经营情况可以看出，Romaco 公司 2016 财年至 2019 财年的经营业绩稳定增长，2017 年收购时对应的 2016 财年 EBITDA 为 1,172.30 万欧元，2019 年 12 月 31 日对应 EBITDA 为 2,096.90 万欧元，较收购时对应的 EBITDA

增加 78.87%，本次估值增值是对企业持续经营业绩的客观反映。

Romaco 公司净利润由 2016 财年的 59.80 万欧元下降为 2017 财年的-192.69 万欧元，2017 财年净利润下降的原因是 2017 年进入并购流程及并购交割后，与并购相关的支出（例如：因为所有者变更导致银团贷款协议更新涉及手续费、公证费，Romaco 公司管理层聘任专项律师和顾问费、并购整合期差旅费用等）增加有关；同时因其进入并购流程，Romaco 公司管理层由注重经营管理转变为当年应对并购流程和经营管理并重，导致当年对经营管理的投入精力减少，使得当年产品毛利率有所下降。随着并购完成，楚天投资对 Romaco 公司产品及业务进行整合，Romaco 公司的毛利率在 2018 财年及 2019 财年上升至 36%以上，同时楚天投资在管理、销售和研发方面对 Romaco 公司加强了管控以及协同效应的显现使得报告期内随着收入规模的扩张和市场占有率稳定导致期间费用占收入的比重持续下降，从而使得 2018 财年及 2019 财年的净利润上升为 302.39 万欧元和 792.91 万欧元。

前次收购后，楚天投资主要通过以下方式对 Romaco 公司进行管控：

楚天投资联合楚天科技、澎湃投资收购 Romaco 公司后，由楚天投资和楚天科技各委派一名人员分管 Romaco 公司的财务及产品运营等工作。通过加强对 Romaco 公司产品及销售区域的整合，Romaco 公司产品的毛利率由 2017 财年的 32.02%上升至 2018 财年及 2019 财年的 36%以上；同时楚天投资在管理、销售和研发方面对 Romaco 公司加强了管控以及协同效应的显现使得报告期内随着收入规模的扩张和市场占有率稳定导致期间费用占收入的比重持续下降，例如，2017 年之后，楚天投资针对 Romaco 公司的研发体系进行了调整，引进了由 Robert G.Cooper 设置的分为六个步骤的研发体系，具体为确定目标-商业场景-功能性-设计-试制-产品，每一个步骤均设置了 STOP 节点，有效的提高了研发效率，降低研发成本。

同时联合上市公司对 Romaco 公司形成如下协同效应：

楚天投资通过整合上市公司和 Romaco 公司的境内外资源、加强 Romaco 公司产品在中国市场的开拓力度，充分发挥 Romaco 公司与上市公司在渠道、客户、品牌等多方面的协同效应，加快 Romaco 公司其他市场的业务开拓，增强 Romaco

公司的盈利能力。

2、初始投资成本

楚天资管收购 Romaco 公司 100%股权主要分为两步操作：第一步，2017 年度，由楚天投资、楚天科技及澎湃投资三方联合出资以 10,010.83 万欧元受让 Romaco 公司 75.10%的普通股股权和持有的 Romaco 100%优先股股份；第二步，2019 年度，由楚天科技通过增资楚天资管及楚天欧洲收购 Romaco 公司剩余 24.90% 的普通股股权，交易对价为 4,076.89 万欧元。

因此 Romaco 公司 100%普通股股权及 100%优先股股份初始交易对价为 14,087.72 万欧元，本次收购对 Romaco 公司 100%全部股权评估值为 16,115.26 万欧元，差异为 2,027.54 万欧元，幅度为 14.39%。

3、行业情况

全球范围内，具有国际竞争优势的制药装备提供商主要集中于德国、意大利等欧盟国家，除目标公司外，德国 BOSCH（博世）集团、德国 Bausch-Stroebel（B+S）公司、意大利 IMA（伊马）集团均在制药装备领域处于世界领先地位。

从全球范围内来看，制药装备行业的市场相对比较分散，因此全球市场上没有可以引领制药装备所有细分市场的超级巨头，处于全球领先的制药装备提供商均是在自己的技术和市场领域内进行竞争。制药装备本身涉及的技术和工艺领域也比较复杂，对于行业的新进入者有较高的门槛，同时近年来客户需求也在向高端装备和智能装备偏移，所以在细分领域内领先的企业行业优势十分明显，全球制药装备行业呈现细分领域内的行业集中态势。

Romaco 公司作为欧洲颇具实力的制药装备生产商，能够为制药企业提供整体的解决方案，产品涵盖药品生产和包装的多个领域，其生产的设备在多个产品领域都在全球范围内占据着一定的市场份额。根据 A&P 研究统计的 2018 年全球制药装备市场容量的统计，Romaco 公司的粉末及液体封装设备占全球市场份额的 18%，压片、压缩类设备占全球市场份额的 12.3%，封包设备占全球市场份额的 9.1%，装盒、装管设备占全球市场份额的 7.6%，泡罩设备占全球市场份额的 6.1%，制粒、包衣、干燥设备拥有 1.1%的全球市场份额。

根据 IMS（艾美仕）统计，全球生物医药产业市场规模近五年年均增长率超过 8.7%。区域上看，中国等亚洲周边地区国家的药品专利制度逐步完善，凭借劳动力成本优势和固有成本优势，全球医药市场正持续从西方成熟市场转移至亚洲新兴市场。同时，全球医药消费市场增长重心也从欧美等主流市场向新兴国家转移。

根据赛迪智库《2020 年中国医药工业发展形势展望》的分析，预计东南亚、东亚和拉美等区域新兴国家医药制造业年均增长率将超过 10%，成为全球医药行业的主要驱动力量。2020 年随着供给侧结构性改革、仿制药一致性评价和药品全生命周期管理等政策措施的深入落实，我国医药工业增加值预计能够维持 8%-10%左右增速。

根据 Romaco 公司提供的关于全球医药包装设备市场的调查，2017~2022 年中国市场的复合增长率为 8.20%、巴西市场的复合增长率为 7.90%、印度市场的复合增长率为 8.10%。

通过上述分析，未来医药装备制造行业依托下游的发展动力，具有较好的发展前景。综上所述，前次收购前后，目标公司 Romaco 公司所处行业未发生不利变化。

4、未来发展规划

本次收购完成后，上市公司拟采取以下措施以支撑目标公司 Romaco 公司未来的经营和发展：

（1）通过增强市场营销、培训、设立服务中心，进一步开拓中国、巴西等新兴市场。

报告期内，Romaco 公司 2019 年度营业收入较 2018 年度增长 16.99%，主要是中国市场 2019 年度较 2018 年度增长 40.02%，亚洲市场（除中国）2019 年度较 2018 年度增长 3.75%，美洲市场 2019 年度较 2018 年度增长 21.04%。2019 年度各区域市场保持增长，但市场占比结构出现细微变化，中国市场的份额在增大，根据 Romaco 公司的经营计划，未来这一占比将逐渐扩大。

（2）依托四个研发实验中心，加快产品创新。

Romaco 公司目前拥有四个设计和生产基地，同时拥有 InnoTech、KiTech、PacTech、FilTech 等 4 个研发实验中心，为 Romaco 公司在产品技术上提供支持。Romaco 公司非常重视公司的技术实力，每年在研发费用上均有较高投入，使得公司在行业中始终保持技术优势，自 2018 年度开始，Romaco 公司引入 Robert G.Cooper 研发体系，使得研发效率有效提高。未来，根据 Romaco 公司的研发计划，公司将继续依托研发实验为中心，以客户需求为导向，加快产品创新。

(3) 进一步加强资本性投入，提升目标公司的产能。

Romaco 公司拟计划在博洛尼亚新建工厂，总投资规模达到 1,520 万欧元，截至 2019 年 12 月 31 日已经投资 489.96 万欧元，上述工厂建成投产之后，可以有效提升 Romaco 公司的生产能力。

(4) 本次交易完成后，公司将在维持 Romaco 公司原有业务的同时，加强业务渠道整合，通过整合上市公司和 Romaco 公司的境内外资源、加强 Romaco 公司产品在中国市场的开拓力度，增强 Romaco 公司的盈利能力。同时，充分发挥 Romaco 公司与上市公司在渠道、客户、品牌等多方面的协同效应，提升上市公司现有产品的海外市场竞争力，加快上市公司产品在海外市场的业务开拓。

同时，充分整合上市公司和 Romaco 公司在生产、制造、研发、管理等方面积累的丰富经验，结合 Romaco 公司和上市公司共同积累的丰富客户资源和渠道，提升上市公司整体的盈利能力。

5、未来盈利预测

Romaco 公司未来五年的经营预测情况见下表：

单位：万欧元

项目	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年
营业收入	17,144.34	18,501.74	19,856.03	21,319.31	22,766.69
营业成本	11,315.27	12,211.15	13,104.98	14,070.74	15,026.02
期间费用	4,573.25	4,810.45	5,083.14	5,393.79	5,577.84
EBIT	1,255.83	1,480.14	1,667.91	1,854.78	2,162.84
调整的所得税	-439.54	-518.05	-583.77	-649.17	-756.99
净利润	692.40	805.18	892.39	891.23	1,208.05

息前税后收益	816.29	962.09	1,084.14	1,205.61	1,405.84
--------	--------	--------	----------	----------	----------

(1) 收入预测

中国上市公司中与 Romaco 公司属于相同或类似行业的公司有东富龙、新华医疗、楚天科技、中亚股份、迦南科技等八家公司，将上述公司的主营业务合计数作为行业水平进行分析，行业 3 年收入复合增长率为 10.61%，4 年收入复合增长率为 9.36%，5 年收入复合增长率为 10.62%，6 年收入复合增长率为 13.95%。

选取主营业务、产品结构与 Romaco 公司更可比的公司作为同行业可比上市公司进行分析，2013 年度至 2019 年度的收入增长情况具体如下：

单位：万元

同行业可比上市公司	2013 年度	2014 年度	2015 年度	2016 年度	2017 年度	2018 年度	2019 年度
东富龙	102,112.06	125,869.37	155,555.61	132,783.66	172,487.92	191,682.19	226,400.43
楚天科技	79,720.57	100,518.98	97,482.87	97,504.30	128,041.61	163,179.06	191,596.62
中亚股份	37,678.69	51,976.57	58,659.51	63,623.92	68,598.84	71,818.68	85,813.96
迦南科技	15,424.93	18,381.00	21,741.84	30,179.28	44,503.23	57,875.64	70,316.45

数据来源：WIND

上述同行业可比上市公司各区间复合增长率情况如下：

同行业可比上市公司	6 年复合增长	5 年复合增长	4 年复合增长	3 年复合增长
东富龙	14.19%	12.46%	9.84%	19.47%
楚天科技	15.74%	13.77%	18.40%	25.25%
中亚股份	14.70%	10.55%	9.98%	10.49%
迦南科技	28.77%	30.78%	34.10%	32.57%

意大利 IMA 公司是与 Romaco 公司业务内容趋近的境外上市公司，根据目前可以取得的资料，IMA 公司 2014 年度至 2018 年度的五年收入复合增长率为 14.70%，其收入情况见下表：

单位：万欧元

项目	2013 年度	2014 年度	2015 年度	2016 年度	2017 年度	2018 年度
营业总收入	77,273.50	86,906.30	112,951.00	133,359.30	147,305.30	153,420.20
环比增长率	-	12.47%	29.97%	18.07%	10.46%	4.15%

数据来源：WIND

Romaco 公司未来五年预测期收入复合增长率为 7.35%，2016 年至 2019 年设备销售（OE）的复合增长率为 6.81%，服务收入（CS）的复合增长率为 6.28%，其他收入的复合增长率为 6.65%。收入结构方面，Romaco 公司未来收入核心还是以设备收入为主，但服务收入的比重和增长率会逐步提高，这一经营计划通过历史经营数据得到了验证，自 2017 年企业对产品结构进行调整后，2018 年和 2019 年服务收入增长率分别为 15.70% 和 8.00%，而在此之前，服务收入增长率为 1.00% 左右。

（2）成本预测

根据医药包装设备制造行业的行业特点，根据预测毛利率来计算营业成本。Romaco 公司的核心产品主要是定制化产品，分析单独的产品毛利不具有代表性，根据企业历史经营数据进行统计分析，企业整体毛利水平较稳定，与行业水平及发展趋势一致。

2018 年度及 2019 年度，楚天资管的毛利率分别为 33.46% 和 34.14%，Romaco 公司毛利率分别为 36.06% 和 36.45%；楚天资管层面与 Romaco 公司层面毛利率产生差异的原因是合并对价分摊后在楚天资管层面的营业成本较高。

Romaco 公司管理层认为更强的灵活性以及过硬的专有技术是造成毛利率保持稳定的原因。考虑到 Romaco 公司将中国作为未来重要的市场进行开发，对比国内同类企业的毛利为 35% 左右，因此未来 Romaco 公司毛利率仍然会维持在 34%-35% 左右的水平。结合历史毛利水平和未来市场开拓因素，未来预计毛利率为 34%。

报告期，同行业可比上市公司毛利率如下：

同行业可比公司	2019 年度	2018 年度
楚天科技	31.31%	32.83%
东富龙	33.11%	30.75%
迦南科技	37.76%	37.73%
中亚股份	37.04%	44.62%
平均值	34.80%	36.48%

（3）期间费用预测

期间费用主要包括销售费用、管理费用、研发费用，上述期间费用在历史时期占收入的比重情况如下：

单位：万欧元

项目	2017 财年	2018 财年	2019 财年
销售费用	2,331.50	2,274.20	2,387.17
销售费用/收入	16.60%	15.83%	14.62%
一般管理费用	1,747.70	1,564.40	1,516.39
管理费用/收入	12.45%	10.89%	9.28%
研发费用	403.10	496.70	504.00
研发费用/收入	2.87%	3.46%	3.09%
期间费用率合计	31.92%	30.19%	26.99%

注：2017 财年和 2018 财年数据来自以前年度审计报告，对应国际会计准则，2019 年度数据来自经过中国准则转换后的财务数据。

医药设备制造行业的期间费用占比相对稳定，根据历史数据，2017 财年至 2019 财年期间费用率分别为 31.92%、30.19%、26.99%，整体期间费用占收入的比重持续下降的原因是随着收入规模的扩张和市场占有率稳定发展，管理费用的比例占收入的比重在下降，2017 财年至 2019 财年，管理费用占收入的比重下降了 3.17 个百分点。销售费用比例虽然与收入增长呈正相关，但随着品牌在利基市场的开拓，销售费率相较历史水平也是下降的，2017 财年至 2019 财年，销售费用占收入的比重下降了 1.98 个百分点。未来期间费用按照收入占比确定，具体如下：

项目	2020 年预测	2021 年预测	2022 年预测	2023 年预测	2024 年预测
销售费用/收入	14.50%	14.50%	14.50%	14.50%	14.00%
管理费用/收入	9.00%	8.50%	8.10%	7.80%	7.50%
研发费用/收入	3.00%	3.00%	3.00%	3.00%	3.00%

管理费用占收入比率较历史年度低的原因是 Romaco 公司常年工作人员稳定在 600 人左右，管理费用是相对稳定的，随着销售收入的扩大，管理费用占比下降是正常的，同时也体现了 Romaco 公司提倡和实施的提高内部管理效率的措施产生的影响。

研发费用按照 3.00%的收入占比进行预测，Romaco 公司重视研发投入，管

理层认为保持创新是提高效益的主要成功因素，目前 Romaco 公司的研发程序源于 Robert G.Cooper，研发体系分为六个步骤，分别是确定目标-商业场景-功能性-设计-试制-产品，每一个步骤均设置了 STOP 节点，有效的提高了研发效率，降低研发成本。

综上，对期间费用进行调整后，未来 5 年期间费用占收入的平均比率为 25.61%，与 Romaco 公司报出的未来 5 年预算中期间费用占收入的占比 24.32% 无显著差异。经过调整后，未来 5 年销售费用复合增长率为 6.41%，管理费用复合增长率为 2.57%，研发费用复合增长率为 7.35%，费用总体增幅与收入扩张比例和趋势一致。

（4）未来盈利预测合理性

收购前后(2016 财年至 2019 财年)Romaco 公司净利润复合增长率为 136.69%，未来五年预测净利润复合增长率为 14.93%，未来净利润的增长主要依赖收入规模的持续扩大以及稳定的毛利率，同时，由于规模效应的提升，管理费用占收入的相对比率较历史年度下降，最终导致净利润增加。

综上，通过结合楚天资管收购前后，Romaco 公司的经营业绩变动情况、主营业务经营稳定性、初始投资成本、所处行业情况、未来年度业务发展计划及盈利预测的分析，本次交易中楚天欧洲对 Romaco 公司长期股权投资评估增值是对历史持续经营状况下业绩的客观反映，未来经营预测依据充分，合理反映了 Romaco 公司未来经营计划和行业水平，Romaco 公司对应评估增值具有合理性。

问题 1、（2）结合本次交易的市盈率、市净率情况，并对比可比公司收购案例情况，披露 Romaco 收益法评估值的合理性

1、评估作价的市盈率、市净率及 EV/EBITDA

本次交易以 2019 年 12 月 31 日为评估基准日，Romaco 公司 100%股权评估价值为 16,115.26 万欧元，对应的 EV/EBITDA、预测市盈率水平如下：

项目	EV/EBITDA	按 2019 年净利润计算的市盈率	按 2019 年末净资产计算的市净率
Romaco 公司 100%股权	8.75	19.97	3.90

注：EV/EBITDA= Romaco 公司企业价值评估值除以 Romaco 公司 2019 年 EBITDA

2、本次交易的同行业可比交易分析

本次目标公司 Romaco 公司作为制药装备提供商，从事制药装备的设计、研发、制造及技术服务等相关业务。根据中国证监会发布的《上市公司行业分类指引》，标的公司所处行业归属于“制造业”之“专用设备制造业”，因国内 A 股市场收购制药装备业务的案例极少，故选择近年来 A 股市场交易标的与工业机械相关的并购案例作为可比交易分析本次交易作价的公允性：

上市公司	并购标的	标的公司主营业务	基准日	100%股权 估价(万元)	报告期最 后一年归 母净利润 的市盈率	EV/ EBITDA	报告期最近一 期末净资产计 算的市净率
必创科技	卓立汉光 100%股权	各类光学及光电分析仪器、基于光谱影像和激光技术的测量测试系统的研发、生产和销售	2019/4/30	62,413.62	40.51	-	7.05
赛腾股份	菱欧科技 100%股权	各类自动化生产、检测设备的生产制造及解决方案	2018/10/31	21,100.00	20.10	15.25	6.56
华东重机	润星科技 100.00% 股权	数控机床生产、销售、研发	2016/12/31	295,300.00	15.27	14.70	7.25
五洋停车	天辰智能 100%股权	机械式停车设备的研发、生产和销售，并提供配套安装、维护等一体化服务	2016/12/31	25,044.56	13.49	-	3.15
全信股份	常康环保 100%股权	海水淡化装置、衍生品及相关设备的研发、制造和销售	2016/6/30	72,669.76	12.74	12.13	5.35
恒锋工具	上优刀具 100%股权	机床用工具的研发、生产与销售	2016/5/31	19,400.00	20.60	12.82	4.97
华中数控	江苏锦明 100%股权	机器人本体与机器人系统集成应用的设计研发及玻璃机械设备的设计制造	2015/6/30	28,074.42	11.92	9.84	6.10
鲍斯股份	阿诺精密 100%股权	数控机床用高效硬质合金刀具的设计、制造与销售，以及刀具数控修复服务	2015/6/30	40,051.21	29.42	-	4.03
劲胜智能	创世纪 100%股权	自动化、智能化精密加工设备的研发、生产、	2015/3/31	240,100.00	12.06	9.47	5.42

上市公司	并购标的	标的公司主营业务	基准日	100%股权 估价(万元)	报告期最 后一年归 母净利润 的市盈率	EV/ EBITDA	报告期最近一 期末净资产计 算的市净率
		销售和服务					
平均值					19.57	12.37	5.54

本次交易按报告期最后一年归母净利润的市盈率为 19.97 倍，同行业可比交易报告期最后一年归母净利润的市盈率平均为 19.57 倍，差异较小；本次交易 EV/EBITDA 为 8.75 倍，低于同行业可比交易 EV/EBITDA 平均值为 12.37 倍；本次交易最近一期末计算的市净率 3.90，低于同行业可比交易市净率平均值 5.54。

综上，结合本次交易的市盈率、市净率情况，并对比可比公司收购案例情况，本次交易中 Romaco 公司采用收益法的评估价值合理。

二、补充披露情况

“结合楚天资管收购前后，Romaco 的经营业绩变动情况、主营业务经营稳定性、初始投资成本、所处行业情况、未来年度业务发展计划及盈利预测等，披露本次交易中楚天欧洲对 Romaco 长期股权投资评估增值率的合理性”相关内容，公司已在《重组报告书》（修订稿）之“第四节 交易标的的基本情况”之“四、前次交易主要情况”之“（四）楚天资管收购前后 Romaco 公司的情况”中进行了补充披露。

“结合本次交易的市盈率、市净率情况，并对比可比公司收购案例情况，披露 Romaco 收益法评估值的合理性”相关内容，公司已在《重组报告书》（修订稿）之“第六节 交易标的的评估情况”之“四、上市公司董事会对交易标的评估合理性以及定价的公允性分析”之“（六）结合同行业上市公司以及可比交易估值情况分析交易定价的公允性”中进行了补充披露。

三、中介机构核查意见

评估师核查程序如下：获取企业历史年度相关审计报告，分析楚天资管收购前后 Romaco 公司的经营业绩指标变动情况；结合 Romaco 公司 2019 年末的未来经营计划以及 2020 年上半年实际经营情况，对盈利预测合理性进行分析；结合行业可比公司经营情况以及可比公司收购案例对本次交易对应的估值参数合

理性以及最终估值结论对应的市盈率、市净率情况进行合理性分析。

经核查，评估师认为：本次交易作价以收益法评估结果为依据，是基于上市公司对 Romaco 公司的经营业绩变动情况、主营业务经营稳定性、初始投资成本、所处行业情况、未来年度业务发展计划及盈利预测的分析等因素综合考虑；同时结合本次交易的市盈率、市净率情况，并对比可比公司收购案例情况，本次交易中 Romaco 公司采用收益法的评估价值合理。

问题 15.

申请文件显示，Romaco 生产基地主要位于德国和意大利，销售欧洲、美洲、亚洲等多个国家和地区。

请上市公司补充披露：（1）结合 Romaco 生产基地主要位于德国和意大利的实际情况，量化分析新冠疫情对 Romaco 生产经营的具体影响以及对本次交易评估作价的影响；（2）披露汇率波动、政治局势、当地宏观经济情况变动等相关海外经营风险对 Romaco 持续盈利能力的影响及相关应对措施。

请独立财务顾问、律师、会计师和评估师核查并发表明确意见，同时请独立财务顾问和会计师补充说明对与标的资产海外经营业绩真实性的核查情况，包括但不限于对在某一时点确认的业务收入、在某一时段内确认的营业收入、营业成本、期间费用、应收款项、固定资产、存货等主要科目的核查范围、参与核查人员情况、核查方式及手段、核查覆盖率、核查结论，核查发现的风险情况等；请独立财务顾问和律师补充说明说明对标的资产主要经营实体 Romaco 历史沿革、股权及控制权结构等情况的核查及验证过程。

回复：

一、问题答复

问题 15、(1) 结合 Romaco 生产基地主要位于德国和意大利的实际情况，量化分析新冠疫情对 Romaco 生产经营的具体影响以及对本次交易评估作价的影响

1、收入及净利润实现情况

Romaco 公司上半年生产经营情况与半年预算及上年同期水平比较如下：

单位：万欧元

项目	2020 年预测数	2020 年 1-6 月实现数	实现占比情况	上年同期实现数	2020 年 1-6 月与上年同期相比
收入情况	17,144.34	7,552.34	44.05%	7,609.41	99.25%
净利润情况	692.40	258.61	37.35%	403.85	64.04%

2020 年 1 至 6 月，实现销售收入 7,552.34 万欧元，实现净利润 258.61 万欧元，各月具体情况如下：

单位：万欧元

项目	1 月份	2 月份	3 月份	4 月份	5 月份	6 月份	合计
收入	1,005.81	1,039.50	1,068.60	1,260.00	1,320.88	1,857.64	7,552.34
环比增长率	-	3.35%	2.80%	17.91%	4.83%	40.64%	-
净利润	-3.40	-19.70	40.18	21.93	92.75	126.85	258.61
环比增长率	-	-479.90%	303.95%	-45.42%	322.94%	36.77%	-

2020 年预测实现收入 17,144.34 万欧元及预测实现净利润 692.40 万欧元，平均计算到 1 至 6 月份的预计实现收入为 8,572.17 万欧元及预计实现净利润为 346.20 万欧元。Romaco 公司 1 至 6 月的实际收入较预测目标低 11.90%及实际完成净利润较预测目标低 25.30%。

Romaco 公司主要生产经营位于欧洲，其中三家工厂位于德国，一家工厂位于意大利。疫情爆发初期，公司生产经营受到一定影响。1-4 月随着疫情发展，Romaco 公司全球客户的工程进度和付款安排都受到一定影响，同时为了满足所在国防疫要求，供应商的供应也受到一定影响，导致公司生产计划受到一定影响。自五月中旬开始，随着疫情得到逐步控制，德国和意大利经济社会生产活动逐步恢复正常，交通管制逐步放开，上下游企业逐步复工复产，Romaco 公司通过灵活工时、调休等方式填补受疫情影响的部分未实现产能，保障客户订单的正常交

付。结合疫情对全球经济的影响，该影响在可控范围之内。受疫情影响，Romaco 公司在博洛尼亚的在建工程于 2020 年 3 月份停工，并于 2020 年 7 月份恢复施工，受制于施工停工的影响，工厂建成投产时间顺延到 2021 年 3 月，因此博洛尼亚工厂新增产能预计会受到影响，但是总体影响有限。

2、订单增长情况

根据统计，2020 年 1-6 月新增订单情况如下：

单位：万欧元

项目	1 月份	2 月份	3 月份	4 月份	5 月份	6 月份	合计
新增订单	1,127.85	837.77	1,289.79	1,294.02	947.39	1,920.75	7,417.57
环比增长率	-	-25.72%	53.96%	0.33%	-26.79%	102.74%	-

注：环比增长率=（本期指标-上期指标）/上期指标

Romaco 公司目前在手订单量为 8,254.99 万欧元，2020 年 1-6 月新增订单 7,417.57 万欧元，其在手订单及新增订单情况良好，在已实现收入和当前手订单合计数占全年预计收入的占比为 92.20%。

Romaco 公司 2020 年 1 至 6 月份生产经营情况表明 Romaco 公司所处的医药装备制造行业受疫情影响有限，Romaco 公司在疫情期间正常生产经营，随着世界疫情得到一定程度的控制，主要销售区域和国家宏观经济状况得到逐步改善，为 Romaco 公司未来收入和订单的增长提供了保障。

综上分析，新冠疫情对 Romaco 公司 2020 年上半年生产经营有一定影响，但对 Romaco 公司 2020 年全年生产经营预计无影响，业绩承诺实现的可能性较高。在 2020 年预测收入实现的情况下，对本次交易评估作价无影响。

问题 15、（2）披露汇率波动、政治局势、当地宏观经济情况变动等相关海外经营风险对 Romaco 持续盈利能力的影响及相关应对措施

1、汇率波动风险及应对措施

报告期内，目标公司生产经营主体的日常经营活动分别以欧元、美元为主要结算货币，而上市公司的合并报表记账本位币为人民币，随着人民币日趋国际化、市场化，人民币汇率波动幅度增大，人民币对欧元、美元等货币的汇率变化将导致本公司合并财务报表的外币折算风险。

为了应对汇率变动对标的资产经营业绩的不利影响，上市公司及 Romaco 公司拟采取如下管理汇率风险的有效措施：

（1）利用技术创新提高产品的综合毛利率，以减轻汇率变动带来的不利影响。目标公司将对现有产品线通过技术创新进行研发和加工生产，在提升技术创新力度的同时有效控制生产经营中成本支出，提高产品的综合毛利率，从而在一定程度上减轻汇率变动对标的资产盈利情况带来的不利影响。

（2）实时监控外汇市场，及时调整对冲策略。上市公司将配合 Romaco 公司合理安排年度生产计划，以平衡 Romaco 公司的外汇收支；日常经营过程中，Romaco 公司对风险敞口及市场进行实时监控，及时调整对冲策略。

（3）加强外汇政策研究、积极把握汇率动态。Romaco 公司的高管和核心业务人员系具备丰富金融和经济知识的高素质人才，其对外汇走势具备一定的判断力，能够在一定程度上识别潜在汇率风险，并据此合理制定商业条款和结算方式。

2、海外业务运营风险及应对措施

Romaco 公司的主要生产基地位于德国和意大利，因此 Romaco 公司持续经营能力将受到德国和意大利等国的政治局势和宏观经济环境的影响，具体分析如下：

（1）德国

根据商务部对外投资和经济合作司联合发布的《对外投资合作国别（地区）指南—德国（2019 年版）》等官网消息，在德国经营企业需要关注的政治局势和当地宏观经济方面如下：

因素	内容概要
政治局势	德国国内政局稳定，大部分地区社会治安状况良好，是世界上安全系数较高的国家之一。截至 2019 年 01 月 25 日，国际评级机构穆迪对德国主权信用评级为 AAA，展望为稳定。截至 2019 年 07 月 19 日，国际评级机构惠誉对德国主权信用评级为 AAA，展望为稳定。截至 2019 年 04 月 12 日，国际评级机构标普对德国主权信用评级为 AAA/A-1+，展望为稳定。
宏观经济环境	2014 年至 2018 年，德国经济增长率一直保持在平均 1.5% 以上的增长率，2018 年德国通货膨胀率为 1.9%。但是，受新冠肺炎疫情疫情影响，德国 2020 年一季度经济接近停滞，较上季度仅增长 0.1%

（2）意大利

根据商务部对外投资和经济合作司联合发布的《对外投资合作国别（地区）指南—意大利（2019 年版）》等官网消息，在意大利经营企业需要关注的政治局势和当地宏观经济方面如下：

因素	内容概要
政治局势	政治和经济环境的不确定性是当前意投资市场面临的主要风险之一。意大利南部部分地区社会治安欠佳，罗马、米兰个别社区较为混乱。
宏观经济环境	作为发达工业国，意大利是欧洲第四大、世界第八大经济体。世界银行《2019 年全球营商环境报告》显示，意大利在全球 190 个经济体中营商便利度排名第 51 位。 地区经济发展不平衡，北方工商业发达，以农业为主的南方则经济较为落后。2017 年初以来，意经济持续在低谷徘徊，2018 年经济增长 0.9%。意大利央行数据显示，2018 年意大利公共债务总额约 23220 亿欧元，与 GDP 比值为 132.2%。2018 年，意大利失业率为 10.6%，较 2017 年下降 0.6 个百分点。 但是，受新冠肺炎疫情影响，意大利经济 2020 年上半年出现比较严重的下滑和停滞态势

标的公司经营实体所在国德国和意大利政治局势相对稳定，虽然受欧债危机影响和近期新冠肺炎疫情影响，德国和意大利今年上半年经济下滑压力增大，但随着各国在抗击新冠疫情的合作加强，欧盟、德国和意大利纷纷出台措施帮助国内度过新冠疫情所造成的经济冲击，预计德国和意大利经济将从新冠肺炎疫情危机中缓慢复苏。因此在保持目前政局的情况下，若抗击新冠疫情的措施得当且德国和意大利经济逐渐恢复，Romaco 公司的持续盈利能力不会受到重大不利影响。

但是由于目标公司销售网络遍布欧洲、美洲、亚洲等多个国家和地区，如相关国家和地区新冠疫情继续扩散、发生突发政治动荡、战争、经济波动、移民问题、自然灾害、政策和法律不利变更、税收增加和优惠减少、贸易限制和经济制裁、国际诉讼和仲裁等情况，都可能影响标的公司业务的正常运营，进而影响重组后上市公司的财务状况和盈利能力。

上市公司及 Romaco 公司具体拟采取以下措施进行风险防范：

（1）面对目前新冠疫情对德国和意大利经济造成的冲击，上市公司将与 Romaco 公司高层密切关注新冠肺炎疫情的态势，与 Romaco 公司及时沟通和分

享国内抗击新冠疫情的措施和手段，向 Romaco 公司输送和捐赠疫情防疫物资，并协助 Romaco 公司采取线上和线下方式开拓国内和国际市场，保持 Romaco 公司订单稳定增长。

(2) Romaco 公司对业务所在地的政治局势、投资安全、经济波动、产业政策、贸易政策等保持高度关注，当政治经济局势等出现不稳定或经贸政策发生重大变化时，Romaco 公司将及时调整业务规模或业务开展方式，尽可能降低环境或政策变化带来的不利影响。

(3) 若本次交易完成，上市公司和 Romaco 公司拟积极与 Romaco 公司及主要生产基地所在地的当地政府、社区和民间团体加强关系，保持对所在国当地政治局势、社会治安和投资安全的高度关注，并针对可能发生的政治风险制定相应的应对预案。若发生不利因素，公司将及时向中国大使馆等政府机构、所在国中国商会、所在国中国贸易协会等组织反映情况，并申请支持与保障。

(4) Romaco 公司在拓展海外业务时高度关注国别风险，全面、综合评判当地的政治经济风险情况，主要关注其政治稳定性、经济发展情况、是否具备完善的法治体系、投资安全性、地方产业政策、汇率波动情况等因素。对于被判定为存在较高国别风险的客户，Romaco 公司会对客户资信进行重点关注与评估，严格控制客户的资信，以减少未来可能造成的损失。

二、补充披露情况

“结合 Romaco 生产基地主要位于德国和意大利的实际情况，量化分析新冠疫情对 Romaco 生产经营的具体影响以及对本次交易评估作价的影响”相关内容，公司已在《重组报告书》（修订稿）之“重大事项提示”之“六、业绩承诺的可实现性、业绩补偿机制的合规性、可行性”之“（一）业绩承诺的可实现性”之“2、Romaco 公司历史经营情况及收入增长的可实现性”中进行了补充披露。

“披露汇率波动、政治局势、当地宏观经济情况变动等相关海外经营风险对 Romaco 持续盈利能力的影响及相关应对措施”相关内容，公司已在《重组报告书》（修订稿）之“重大事项提示”之“六、业绩承诺的可实现性、业绩补偿机制的合规性、可行性”之“（一）业绩承诺的可实现性”之“3、海外经营风险对

Romaco 持续盈利能力的影响及相关应对措施”中进行了补充披露。

三、中介机构核查意见

评估师核查程序如下：获取 Romaco 公司截止 2020 年 6 月的报表，逐月统计分析其营业收入情况，对比分析经营业绩实现情况，同时对比报告期收入结构及增长情况；获取 Romaco 公司截止 2020 年 6 月的在手订单及新签订单情况，对比报告期在手订单情况，分析 2020 年在手订单与截止 2020 年 6 月已实现收入情况占 2020 年预计收入的覆盖情况；公开查询主要经营所在地经济、政治情况，并分析汇率波动、政治局势、当地宏观经济情况变动等相关海外经营风险对 Romaco 持续盈利能力的影响及复核公司提出的相关应对措施。

经核查，评估师认为：（1）新冠疫情对 Romaco 公司 2020 年上半年生产经营有一定影响，但对 Romaco 公司 2020 年全年生产经营预计无影响，业绩承诺实现的可能性较高。在 2020 年预测收入实现的情况下，对本次交易评估作价无影响。（2）汇率波动、政治局势、当地宏观经济情况变动等相关海外经营风险对 Romaco 持续盈利能力的影响及相关应对措施已在《重组报告书》（修订稿）之“重大事项提示”之“六、业绩承诺的可实现性、业绩补偿机制的合规性、可行性”之“（一）业绩承诺的可实现性”之“3、海外经营风险对 Romaco 持续盈利能力的影响及相关应对措施”中进行了补充披露。

问题 18.

申请文件显示，本次收益法中评估折现率为 7.61%。

请上市公司补充说明：（1）折现率相关参数（无风险收益率、市场期望报酬率、 β 值、特定风险系数等）取值依据及合理性；（2）结合市场可比交易折现率情况、Romaco 的特定财务风险及经营风险情况等，说明折现率取值的合理性，是否存在通过调低折现率来提交本次评估作价的情形，并量化分析折现率变动对本次交易评估作价的影响。

请独立财务顾问和评估师核查并发表明确意见。

回复：

一、问题答复

问题 18、（1）折现率相关参数（无风险收益率、市场期望报酬率、 β 值、特定风险系数等）取值依据及合理性

在估算被评估单位预测期企业自由现金流量基础上，评估人员计算与其口径相一致的加权平均资本成本（WACC），具体计算公式如下：

$$WACC = K_D \times (1 - T) \times \frac{D}{V} + K_E \times \frac{E}{V}$$

其中：WACC——加权平均资本成本；

KD——付息债务资本成本；

KE——权益资本成本；

D——付息债务价值；

E——权益价值；

V=D+E；

T——被评估单位执行的所得税税率。

加权平均资本成本的计算需要确定如下指标：权益资本成本、付息债务资本成本和付息债务与权益价值比例。

1、权益资本成本（KE）的计算

对于权益资本成本的计算，评估人员运用资本资产定价模型（CAPM）确定。

即：KE = RF + β （RM-RF）+ α

其中：KE——权益资本成本；

RF——无风险收益率；

RM-RF——市场风险溢价；

β ——Beta 系数；

α ——企业特有风险。

（1）无风险收益率（RF）的确定

国债收益率通常被认为是无风险的，因持有该债权到期不能兑付的风险很小，可以忽略不计。评估基准日，德国 10 年期国债到期收益率为-0.28%，本次估值采用近五年德国 10 年期国债到期收益率平均值 0.26%作为无风险报酬率，即 $RF=0.26\%$ 。

（2）市场风险溢价的计算

市场风险溢价是预期未来较长期间市场证券组合收益率与无风险利率之间的差额。市场风险溢价的确定既可以依靠历史数据，也可以基于事前估算。

本次评估对于德国市场股权风险溢价的确定，评估专业人员采用美国纽约大学斯特恩商学院著名金融学教授、估值专家 Aswath Damodaran 的研究结论，通过在成熟股票市场风险溢价的基础上进行信用违约风险息差调整确定。

2020 年 1 月 1 日，Aswath Damodaran 研究数据，成熟股票市场的当前风险溢价为 5.20%，德国信用违约风险息差为 0.00%，故德国国家市场期望报酬率取值 5.20%，即： $RM-RF=5.20\%$ 。（数据来源：<http://www.damodaran.com>）

（3） β 的计算

β 反映一种股票与市场同向变动的幅度， β 指标计算模型为市场模型：

$$R_i = \alpha + \beta R_m + \varepsilon$$

在市场模型中，以市场回报率对股票回报率做回归求得 β 指标值，本说明中样本 β 指标的取值来源于 Wind 资讯平台。

被评估单位 β 指标值的确定以选取的样本考虑财务杠杆的 β 指标值为基础，计算被评估单位所处行业业务板块的不考虑财务杠杆的 β 指标值，根据被评估单位的资本结构计算其考虑财务杠杆的 β 指标值。由于样本 β 指标是基于样本所在市场回报率求得，本次按照不同的市场回报率差异系数作为市场波动率差异系数对 β 指标进行修正。

考虑财务杠杆的 β 指标值与不考财务杠杆的 β 指标值换算公式如下：

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

式中：

β_L ：考虑财务杠杆的 Beta；

β_U ：不考虑财务杠杆的 Beta；

T：所得税率；

通过上述计算，被评估单位综合不考虑财务杠杆的 β 指标值为 1.0779，以评估基准日资本结构作为预测期资本结构，最终确定企业基准日 β 指标值为 0.9516。

（4）企业特有风险的调整

Romaco Holding GmbH 为非上市公司，本次评估考虑到 Romaco Holding GmbH 在规模、经营环境、融资条件、资本流动性以及公司的治理结构等方面与可比上市公司的差异性，且考虑到德国及欧盟经济下行及产业结构调整进一步影响企业经营环境，以及企业自身经营所可能产生的其他企业特有风险。本次评估根据企业实际情况对企业特有风险因素进行打分，综合确定企业特有风险系数为 2.5%。特有风险因素分值具体如下：

项 目		风险值
1	企业规模	0.50%
2	企业所处经营阶段	0.30%
3	企业的财务风险	0.20%
4	主要产品所处发展阶段	0.30%
5	企业经营业务\产品和地区的分布	0.30%
6	公司内部管理及控制机制	0.30%
7	管理人员的经验和资历	0.30%
8	对主要客户及供应商的依赖	0.30%
合计		2.50%

虽然企业特有风险系数难以量化，打分确定企业特有风险系数存在一定主观因素影响，但统计分析近几年 A 股市场上涉及跨境并购交易的成功案例，在选用收益法评估结果作为交易价格参考值的案例中，公司特定风险调整参数取值范围一般在 1.0%-3.0%之间。如北京君正发行股份购买北京矽成 100%股权案例中，

标的公司评估时折现率选取特定风险系数为 1.0%。东山精密购买 MFLX 公司 100% 股权并购案例中，标的公司评估时折现率选取特定风险系数为 2.0%。哈工智能收购 NIMAK GROUP 股权并购案例中，标的公司评估时折现率选取特定风险系数为 3.0%。因此，在 A 股市场跨境并购交易案例中，特定风险调整系数取值范围在 1.0%-3.0%之间是合理的。

（5）股权资本成本的计算

通过以上计算，依据 $KE = RF + \beta (RM - RF) + \alpha$ ，计算被评估单位股权资本成本为 7.80%。

2、付息债务资本成本

根据德国五年期非金融企业抵押贷款有效贷款利率情况，确定付息债务资本成本为 1.61%。

3、加权平均资本成本的确定

通过上述指标的确定，依据 $WACC = K_D \times (1 - T) \times \frac{D}{V} + K_E \times \frac{E}{V}$ ，计算加权平均资本成本，WACC=7.61%。

折现率计算中，所采用的折现率计算模型 WACC 与企业自由现金流口径一致，相关参数选取来源于专业金融数据终端，参数选取正确合理。WACC 取值 7.61%，能合理体现企业预期资本报酬率。

问题 18、（2）结合市场可比交易折现率情况、Romaco 的特定财务风险及经营风险情况等，说明折现率取值的合理性，是否存在通过调低折现率来提交本次评估作价的情形，并量化分析折现率变动对本次交易评估作价的影响

1、市场可比交易折现率案例

近期欧盟国家资本市场机械制造行业可比交易案例选取的折现率，整理如下：

收购方	被收购方	评估对象主营业务	基准日	账面值 (万欧元)	收益法 估值(万欧元)	折现率 选取模 型	折现 率 (%)
哈工智能	NIMAK GROUP	焊接机和点胶机及相关技术服务	2017-12-31	3,294.22	4,599.58	WACC	7.90%

保隆科技	Huf Baolong Electronics Bretten GmbH	汽车零部件的研发、生产及销售	2019-1-1	2,583.98	5,600.00	WACC (PPA)	7.74%
平均值							7.82%
Romaco 公司							7.61%

2、Romaco 公司的特定财务风险及经营风险情况

企业特有风险系数包括规模风险系数和其他特有风险系数两部分，目前国际上比较多的是考虑规模因素的影响，资产规模小、投资风险就会相对增加，反之，资产规模大，投资风险就会相对减小。另外特有风险也与被评估单位其他的一些特别因素有关，通常是结合对评估对象和行业平均的财务数据分析、行业分析等从以下方面考虑：企业所处经营情况、企业财务风险情况、企业主要产品所处发展阶段、企业经营业务、产品和地区的分布、企业内部关联及控制机制、管理人员的经验和资历、对主要客户供应商的依赖等；

企业特定财务风险及经营风险包含在企业特有风险范畴内。企业特有风险情况如下：

企业规模：截至评估基准日，Romaco 公司国际准则下总资产 15,538.80 万欧元，年度总收入 16,332.73 万欧元，已发展为国际市场上拥有全产业链的设备制造商。

企业所处经营阶段：Romaco 公司成立于 2007 年 10 月，截至目前公司已形成成熟完整的生产和销售体系，历史年度，企业产品销售量、产品销售收入及市场占有率逐年上升。企业经营已处于成熟稳定发展阶段。

企业的财务风险：2017 年度-2019 年度，Romaco 公司财务费用/EBIT 比率从 28.61%下降至 15.78%，企业偿债能力逐步提高，财务风险逐年下降。

主要产品所处发展阶段：Romaco 公司在制药装备领域拥有全球领先的医药装备设计及制造技术。在压片、分装、造粒等技术领域均处于全球领先水平，其压片和分装设备均占有全球市场 10%以上的市场份额。企业旗下拥有 6 大品牌系列，通过各品牌产品之间灵活搭配，可满足客户生产工艺各式需求；Romaco 公司目前拥有四个设计和生产基地，同时拥有 InnoTech、KiTech、PacTech、FilTech

等 4 个研发实验中心，为企业在产品技术上提供支持。

企业经营业务、产品和地区的分布：**Romaco** 公司在全球设有多个销售与服务中心，企业与全球客户都保持着深度良好的合作，产品销售覆盖全球多个国家与地区，拥有全球化的销售与服务网络。目前企业销售占比前三大地区分别为欧洲地区、亚洲地区（除中国）、美洲地区。

公司内部管理及控制机制：**Romaco** 公司已经形成完善的采购模式、生产模式、销售与服务模式、研发模式及盈利模式。公司内部管理及控制机制基于上述生产经营模式制定，且健全高效。

管理人员的经验和资历：**Romaco** 公司管理人员经验和资历普遍较高，能为公司制定最佳、正确、有效的经营决策。另外，公司拥有各类技术人才及技术工人近 600 人，为公司在竞争中建立了充足的人才优势。在产品设计与研发方面，**Romaco Holding GmbH** 拥有经验丰富的技术团队，能够保障公司产品在技术上处于领先地位。

对主要客户及供应商的依赖：**Romaco** 公司客户多元化，侧重大型医药公司，长期以来企业与客户保持着良好的合作关系，同时为客户提供持续高效的服务。本着在产品生命周期内为客户提供全方位服务的理念，**Romaco** 公司客户服务中心为客户提供最及时和最贴心的服务。公司良好的客户服务能力使得公司与客户保持紧密的合作关系，**Bayer**，**GSK** 等多家世界大型制药公司均是公司客户。客户服务优势不但增加了公司的竞争力，同时为公司创造了一定的利润。

综上所述，本次评估根据企业实际运营情况结合行业公司运营情况对企业特有风险因素进行打分，综合确定企业特有风险系数为 2.5%。特有风险因素分值具体如下：

项 目		风险值
1	企业规模	0.50%
2	企业所处经营阶段	0.30%
3	企业的财务风险	0.20%
4	主要产品所处发展阶段	0.30%
5	企业经营业务\产品和地区的分布	0.30%

6	公司内部管理及控制机制	0.30%
7	管理人员的经验和资历	0.30%
8	对主要客户及供应商的依赖	0.30%
合计		2.50%

虽然企业特有风险系数难以量化,打分确定企业特有风险系数存在一定主观因素影响,但统计分析近几年 A 股市场上涉及跨境并购交易的成功案例,在选用收益法评估结果作为交易价格参考值的案例中,公司特定风险调整参数取值范围一般在 1.0%-3.0%之间。如北京君正发行股份购买北京矽成 100%股权案例中,标的公司评估时折现率选取特定风险系数为 1.0%。东山精密购买 MFLX 公司 100%股权并购案例中,标的公司评估时折现率选取特定风险系数为 2.0%。哈工智能收购 NIMAK GROUP 股权并购案例中,标的公司评估时折现率选取特定风险系数为 3.0%。因此,在 A 股市场跨境并购交易案例中,特定风险调整系数取值范围在 1.0%-3.0%之间是合理的。

3、是否存在通过调低折现率来提交本次评估作价的情形

综上所述,根据可比交易案例折现率取值水平及 Romaco 公司实际财务状况、盈利状况及运营情况,且考虑到历史年度德国市场无风险收益率及市场风险溢价逐步下降趋势,本次评估 WACC 取值 7.61%合理,不存在通过调低折现率来提高本次评估作价的情形。

4、量化分析折现率变动对本次交易评估作价的影响

根据收益法计算数据,折现率变动对评估值影响的敏感性分析如下:

单位:万欧元

折现率的变动	Romaco 公司全部股东权益估值情况	评估值变动率
6.11%	22,030.38	36.70%
6.61%	19,704.83	22.27%
7.11%	17,762.10	10.22%
7.61%	16,115.26	-
8.11%	14,701.91	-8.77%
8.61%	13,475.95	-16.38%
9.11%	12,402.72	-23.04%

二、中介机构核查意见

评估师核查程序如下：根据《资产评估准则》要求，复核折现率计算公式，逐一检查核对无风险收益率、市场期望报酬率、 β 值、特定风险系数的取值过程和依据；结合 Romaco 公司的经营情况，定性定量分析其特定财务风险和经营风险；获取德国近十年国债收益率以及评估基准日国债收益率，对比分析本次估值采用的无风险报酬率取值合理性。

经核查，评估师认为：1、本次评估中，折现率相关参数：无风险收益率、市场期望报酬率、 β 值、特定风险系数等取值合理，不存在偏离正常取值的情形；2、本次评估根据可比交易折现率情况、Romaco 公司的特定财务风险及经营风险情况等情形，折现率取值合理，本次评估不存在调低折现率来提高本次评估作价的情形。

问题 19.

申请文件显示，收益法评估预测期内营业收入增长率分别为 7.92%、7.32%、7.37%、6.79%。

请上市公司补充披露：（1）Romaco 2020 年的实际营业收入及经营业绩实现情况；（2）结合报告期内 Romaco 设备和服务收入变动情况、在手订单及新签订单情况、以前年度销售的后服务收费模式、新客户拓展能力、核心技术水平、核心竞争力及市场占有率、客户合作关系的稳定性及未来业务拓展计划等方面，分别披露 Romaco 设备收入和服务收入预测依据及可实现性。

请独立财务顾问、会计师和评估师核查并发表明确意见。

回复：

一、问题答复

问题 19、（1）Romaco 2020 年的实际营业收入及经营业绩实现情况

1、收入及净利润实现情况

Romaco 公司上半年生产经营情况与半年预算及上年同期水平比较如下：

单位：万欧元

项目	2020 年预测数	2020 年 1-6 月 实现数	实现占比情况	上年同期实现 数	2020 年 1-6 月 与上年同期相 比
收入情况	17,144.34	7,552.34	44.05%	7,609.41	99.25%
净利润情况	692.40	258.61	37.35%	403.85	64.04%

2020 年 1 至 6 月，实现销售收入 7,552.34 万欧元，实现净利润 258.61 万欧元，各月具体情况如下：

单位：万欧元

项目	1 月份	2 月份	3 月份	4 月份	5 月份	6 月份	合计
收入	1,005.81	1,039.50	1,068.60	1,260.00	1,320.88	1,857.64	7,552.34
环比增长率	-	3.35%	2.80%	17.91%	4.83%	40.64%	-
净利润	-3.40	-19.70	40.18	21.93	92.75	126.85	258.61
环比增长率	-	-479.90%	303.95%	-45.42%	322.94%	36.77%	-

2020 年预测实现收入 17,144.34 万欧元及预测实现净利润 692.40 万欧元，平均计算到 1 至 6 月份的预计实现收入为 8,572.17 万欧元及预计实现净利润为 346.20 万欧元。Romaco 公司 1 至 6 月的实际收入较预测目标低 11.90%及实际完成净利润较预测目标低 25.30%。

Romaco 公司主要生产经营位于欧洲，其中三家工厂位于德国，一家工厂位于意大利。疫情爆发初期，公司生产经营受到一定影响。1-4 月随着疫情发展，Romaco 公司全球客户的工程进度和付款安排都受到一定影响，同时为了满足所在国防疫要求，供应商的供应也受到一定影响，导致公司生产计划受到一定影响。自五月中旬开始，随着疫情得到逐步控制，德国和意大利经济社会生产活动逐步恢复正常，交通管制逐步放开，上下游企业逐步复工复产，Romaco 公司通过灵活工时、调休等方式填补受疫情影响的部分未实现产能，保障客户订单的正常交付。结合疫情对全球经济的影响，该影响在可控范围之内。受疫情影响，Romaco 公司在博洛尼亚的在建工程于 2020 年 3 月份停工，并于 2020 年 7 月份恢复施工，受制于施工停工的影响，工厂建成投产时间顺延到 2021 年 3 月，因此博洛尼亚工厂新增产能预计会受到影响，但是总体影响有限。

2、订单增长情况

根据统计，2020 年 1-6 月新增订单情况如下：

单位：万欧元

项目	1 月份	2 月份	3 月份	4 月份	5 月份	6 月份	合计
新增订单	1,127.85	837.77	1,289.79	1,294.02	947.39	1,920.75	7,417.57
环比增长率	-	-25.72%	53.96%	0.33%	-26.79%	102.74%	-

注：环比增长率=（本期指标-上期指标）/上期指标

Romaco 公司目前在手订单量为 8,254.99 万欧元，2020 年 1-6 月新增订单 7,417.57 万欧元，其手订单及新增订单情况良好，在已实现收入和当前手订单合计数占全年预计收入的占比为 92.20%。

Romaco 公司 2020 年 1 至 6 月份生产经营情况表明 Romaco 公司所处的医药装备制造行业受疫情影响有限，Romaco 公司在疫情期间正常生产经营，随着世界疫情得到一定程度的控制，主要销售区域和国家宏观经济状况得到逐步改善，为 Romaco 公司未来收入和订单的增长提供了保障。

综上分析，新冠疫情对 Romaco 公司 2020 年上半年生产经营有一定影响，但对 Romaco 公司 2020 年全年生产经营预计无影响，业绩承诺实现的可能性较高。在 2020 年预测收入实现的情况下，对本次交易评估作价无影响。

问题 19、（2）结合报告期内 Romaco 设备和服务收入变动情况、在手订单及新签订单情况、以前年度销售的后期服务收费模式、新客户拓展能力、核心技术水平、核心竞争力及市场占有率、客户合作关系的稳定性及未来业务拓展计划等方面，分别披露 Romaco 设备收入和服务收入预测依据及可实现性

1、报告期内 Romaco 设备和服务收入变动情况、在手订单及新签订单情况

2016 年至 2019 年设备销售（OE）的复合增长率为 6.81%，服务收入（CS）的复合增长率为 6.28%，其他收入的复合增长率为 6.65%。自 2017 年企业对产品结构进行调整后，2018 年和 2019 年服务收入增长率分别为 15.70%和 8.00%。

Romaco 公司所处行业壁垒较高，历史上稳定市场占有率和经营业绩表明了该行业市场份额不容易被新增竞争对手蚕食，Romaco 公司具有覆盖全球主要成熟市场的制剂处理设备和包装设备的销售网络。

报告期内，标的公司营业收入按地区分类情况如下：

单位：万元

区域	2019 年度		2018 年度	
	金额	占比	金额	占比
中国	14,401.77	11.40%	10,285.29	9.53%
亚洲（除中国之外）	19,582.13	15.51%	18,874.64	17.48%
欧洲	59,140.24	46.83%	50,981.39	47.22%
美洲	17,877.85	14.16%	14,770.60	13.68%
其他区域	15,293.56	12.11%	13,046.00	12.08%
合 计	126,295.56	100.00%	107,957.93	100.00%

上表中，中国市场 2019 年较 2018 年增长 40.02%，亚洲市场（除中国）2019 年较 2018 年增长 3.75%，美洲市场 2019 年较 2018 年增长 21.04%，总体市场 2019 年较 2018 年增长 16.99%。2019 年各区域市场保持增长，但市场占比结构出现细微变化，中国市场的份额在增大，Romaco 公司在 2020 年将销售和服务权利进一步下放到具体的销售机构，在全球范围内广泛整合利用当地销售网络资源，同时，实施“China first”计划，专注中国的专业研讨会、市场营销和培训进一步协同楚天在中国的渠道优势开发中国市场。

Romaco 公司历史未结订单覆盖情况如下：

单位：万欧元

项目	2016 财年	2017 财年	2018 财年	2019 财年	2020 财年
未结订单（本年末）	5,430.60	5,216.90	7,781.20	8,028.00	-
销售收入	13,431.70	14,042.00	14,362.00	16,339.14	17,144.34
未结订单覆盖率	-	38.67%	36.32%	47.62%	46.83%

注：未结订单覆盖率=上年末未结订单÷本年度销售收入

上表中，2020 财年预计收入为 17,144.34 万欧元，截至 2019 年 12 月 31 日，未结订单为 8,028.00 万欧元，未结订单覆盖率为 46.83%，高于历史平均水平。2020 年 1-6 月新增订单 7,417.57 万欧元，2020 年 6 月末未结订单 8,254.99 万欧元。

2、以前年度销售的后期服务收费模式

Romaco 公司所处行业具有产品定制化的特点，通过细分市场的占有率以及竞争力赢得订单并进行定制化生产。Romaco 公司的主营业务主要分为制剂处理

设备、包装设备的研发生产以及为客户提供综合售后服务，售后服务由各主要市场服务中心的常驻服务团队负责，并由德国、意大利的技术团队进行远程协助。Romaco 公司还会定期对客户的满意度进行调查，对客户的要求进行及时反馈，服务收入主要针对已售出设备的配件更换和维修，根据服务内容和配件规格进行单独定价，基于 Romaco 公司历史年度庞大的产品销售量，客户服务收入近几年呈现稳定增长的趋势，截至 2020 年 6 月，Romaco 公司销往全世界的设备数量已经超过 10,000 台。

3、新客户拓展能力

Romaco 公司主要通过下述方式进行新客户拓展：

（1）Romaco 公司的销售模式是由 Romaco 公司统一制定销售战略和政策，子公司负责具体执行，在全球范围内广泛的整合利用当地销售网络资源；

（2）依托总部及各工厂的技术研发及服务优势，新建销售服务中心。2020 年启动和发展意大利和德国的销售服务中心；

（3）进一步拓展包括中国在内的亚洲新兴市场。实行“China first”计划，专注于中国的专业研讨会、市场营销和培训，进一步开发中国市场。

4、核心技术水平、核心竞争力及市场占有率

Romaco 公司作为欧洲颇具实力的制药装备生产商，能够为制药企业提供整体的解决方案，产品涵盖药品生产和包装的多个领域，其生产的设备在多个产品领域都在全球范围内占据着一定的市场份额。

根据 2018 年全球制药装备市场容量的统计，Romaco 公司的粉末及液体封装设备占全球市场份额的 18%，压片、压缩类设备占全球市场份额的 12.3%，封包设备占全球市场份额的 9.1%，装盒、装管设备占全球市场份额的 7.6%，泡罩设备占全球市场份额的 6.1%，制粒、包衣、干燥设备拥有 1.1% 的全球市场份额。

Romaco 公司市场占有率较高主要是由于存在以下优势：

①核心产品技术领先

Romaco 公司目前拥有四个设计和生产基地，同时拥有 InnoTech、KiTech、

PacTech、FilTech 等 4 个研发实验中心，为公司在产品技术上提供支持。Romaco 公司非常重视公司的技术实力，每年在研发费用上均有较高投入，使公司在行业中始终保持技术优势。同时，Romaco 公司基于其多年研发、创新能力以及与客户间的合作伙伴关系，能够成功地满足客户对产品的需求，在产品设计上有着丰富的行业经验，能够对客户的技术要求实现快速响应，达成客户的生产需求。

Romaco 因诺杰的所有小颗粒包衣解决方案均基于流化床技术，该技术最初由 Romaco 因诺杰创始人赫伯特·胡特林博士（目前仍在公司任职）成功研制并申请国际专利。该方法对固体颗粒的流体运动进行优化，为其创造流动条件，从而非常温和地进行产品混合。与传统流化床的制粒和包衣系统相比，而为客户提供的流化床技术具有明显的优势。

Romaco 克里安在压片机业界享有国际盛名，可提供制药企业所需的高速压片机。高速压片机能有效地冷却工作区域至 30° C 以下，非常适合加工温度敏感型制剂，如布洛芬；设备拥有特殊的压辊、螺栓和轴承，能够确保最小化零件间摩擦力，减少设备温度的变化；有效地冷却扭矩驱动和 V 型密封件设计，能避免不需要的热传导。

Romaco 公司旗下的 Noack 品牌以定制化设计和产品灵活切换而著称，其主打的 NBP950 和 N960 中高速泡罩包装机，均兼顾了多种复合膜包材的通用性，以及适用于不同片型、版型的十余种通用和定制型下料装置，在最大程度上满足了客户对不同品规共线生产的需求。

药品包装是智能化生产的最后环节，也是保证高效率生产的重要环节之一。为满足客户智能化生产需求，Romaco Promatic 创新性的装盒技术能够应用多个领域。Romaco Promatic 拥有众多创新发明和先进的科技技术，已经成为全球公认品牌。

②与主要客户的长期合作伙伴关系及长期品牌效应

Romaco 公司长期以来与客户保持着良好的合作关系，同时为客户提供持续高效的服务。本着在产品生命周期内为客户提供全方位服务的理念，Romaco 公司客户服务中心为客户提供最及时和最贴心的服务。服务覆盖设备的安装调试及

日常的维修和维护。对于不能及时抵达现场的客户需求，可以提供在线的技术支持及远程指导。随着制造技术的不断发展，当客户所采购的产品不能满足生产需求时，Romaco 公司同时提供产品的升级改造服务，来满足客户更高的生产需求。

Romaco 公司良好的客户服务能力使得公司与客户保持紧密的合作关系，Bayer，GSK 等多家世界大型制药公司均是公司客户。客户服务优势不但增加了 Romaco 公司的竞争力，同时为 Romaco 公司创造了一定的利润。

作为国际市场上拥有全产业链的设备制造商，Romaco 公司旗下拥有 6 大品牌系列，通过各品牌产品之间灵活搭配，满足客户生产工艺各式需求，这种技术优势也正是吸引和维护客户的关键。

③全球化网络及品牌优势

Romaco 公司在全球设有多个销售与服务中心，公司与全球客户都保持着深度良好的合作，产品销售覆盖全球多个国家与地区，拥有全球化的销售与服务网络。其全球化销售网络能快速响应客户需求，能及时到位的为客户提供服务，是公司产品竞争力的保障。

Romaco 公司作为世界领先制药装备提供商之一，其品牌得到全球客户的广泛认可，为公司积累了长期合作的客户群体和较高的品牌价值，使得 Romaco 品牌在行业中处于优势竞争地位。

④人才优势

Romaco 公司拥有各类技术人才及技术工人近 600 人，为 Romaco 公司在竞争中建立了充足的人才优势。在产品设计、研发方面，Romaco 公司拥有经验丰富的技术团队，能够保障公司产品在技术上处于领先地位。同时，针对客户提出的不同需求，研发设计团队能在充分满足客户需求的同时，为客户提供更为经济 and 高效的方案。在设备的生产制造方面，Romaco 公司拥有大批富有经验的技术工人，充分保障了公司产品的质量与性能。

Romaco 公司目前拥有四个设计和生产基地，同时拥有 InnoTech、KiTech、PacTech、FilTech 等 4 个研发实验中心，为公司在产品技术上提供支持。Romaco 公司非常重视公司的技术实力，每年在研发费用上均有较高投入，使公司在行业

中始终保持技术优势。同时，Romaco 公司基于其多年研发、创新能力以及与客户间的合作伙伴关系，能够成功地满足客户对产品的需求，在产品设计上有着丰富的行业经验，能够对客户的技术要求实现快速响应，达成客户的生产需求。

5、行业市场发展规模

全球范围内，具有国际竞争优势的制药装备提供商主要集中于德国、意大利等欧盟国家，除目标公司外，德国 BOSCH（博世）集团、德国 Bausch-Stroebel（B+S）公司、意大利 IMA（伊马）集团均在制药装备领域处于世界领先地位。

从全球范围内来看，制药装备行业的市场相对比较分散，因此全球市场上没有可以引领制药装备所有细分市场的超级巨头，处于全球领先的制药装备提供商均是在自己的技术和市场领域内进行竞争。制药装备本身涉及的技术和工艺领域也比较复杂，对于行业的新进入者有较高的门槛，同时近年来客户需求也在向高端装备和智能装备偏移，所以在细分领域内领先的企业行业优势十分明显，全球制药装备行业呈现细分领域内的行业集中态势。

根据 IMS（艾美仕）统计，全球生物医药产业市场规模近五年年均增长率超过 8.7%。区域上看，中国等亚洲周边地区国家的药品专利制度逐步完善，凭借劳动力成本优势和固有成本优势，全球医药市场正持续从西方成熟市场转移至亚洲新兴市场。同时，全球医药消费市场增长重心也从欧美等主流市场向新兴国家转移。

根据赛迪智库《2020 年中国医药工业发展形势展望》的分析，预计东南亚、东亚和拉美等区域新兴国家医药制造业年均增长率将超过 10%，成为全球医药行业的主要驱动力量。2020 年随着供给侧结构性改革、仿制药一致性评价和药品全生命周期管理等政策措施的深入落实，我国医药工业增加值预计能够维持 8%-10%左右增速。

根据 Romaco 公司提供的关于全球医药包装设备市场的调查，2017~2022 年中国市场的复合增长率为 8.20%、巴西市场的复合增长率为 7.90%、印度市场的复合增长率为 8.10%。

通过上述分析，未来医药装备制造行业依托下游的发展动力，具有较好的发

展前景。综上所述，前次收购前后，目标公司 Romaco 公司所处行业未发生不利变化。

6、未来业务拓展计划

本次收购完成后，上市公司拟采取以下措施以支撑目标公司 Romaco 公司未来的经营和发展：

（1）通过增强市场营销、培训、设立服务中心，进一步开拓中国、巴西等新兴市场。

报告期内，Romaco 公司 2019 年度营业收入较 2018 年度增长 16.99%，主要是中国市场 2019 年度较 2018 年度增长 40.02%，亚洲市场（除中国）2019 年度较 2018 年度增长 3.75%，美洲市场 2019 年度较 2018 年度增长 21.04%。2019 年度各区域市场保持增长，但市场占比结构出现细微变化，中国市场的份额在增大，根据 Romaco 公司的经营计划，未来这一占比将逐渐扩大。

（2）依托四个研发实验中心，加快产品创新。

Romaco 公司目前拥有四个设计和生产基地，同时拥有 InnoTech、KiTech、PacTech、FilTech 等 4 个研发实验中心，为 Romaco 公司在产品技术上提供支持。Romaco 公司非常重视公司的技术实力，每年在研发费用上均有较高投入，使得公司在行业中始终保持技术优势，自 2018 年度开始，Romaco 公司引入 Robert G.Cooper 研发体系，使得研发效率有效提高。未来，根据 Romaco 公司的研发计划，公司将继续依托研发实验为中心，以客户需求为导向，加快产品创新。

（3）进一步加强资本性投入，提升目标公司的产能。

Romaco 公司拟计划在博洛尼亚新建工厂，总投资规模达到 1,520 万欧元，截至 2019 年 12 月 31 日已经投资 489.96 万欧元，上述工厂建成投产之后，可以有效提升 Romaco 公司的生产能力。

（4）本次交易完成后，公司将在维持 Romaco 公司原有业务的同时，加强业务渠道整合，通过整合上市公司和 Romaco 公司的境内外资源、加强 Romaco 公司产品在中国市场的开拓力度，增强 Romaco 公司的盈利能力。同时，充分发

挥 Romaco 公司与上市公司在渠道、客户、品牌等多方面的协同效应，提升上市公司现有产品的海外市场竞争力，加快上市公司产品在海外市场的业务开拓。

同时，充分整合上市公司和 Romaco 公司在生产、制造、研发、管理等方面积累的丰富经验，结合 Romaco 公司和上市公司共同积累的丰富客户资源和渠道，提升上市公司整体的盈利能力。

7、同行业可比公司业绩增长情况

中国上市公司中与 Romaco 公司属于相同或类似行业的公司有东富龙、新华医疗、楚天科技、中亚股份、迦南科技等八家公司，将上述公司的主营业务合计数作为行业水平进行分析，行业 3 年收入复合增长率为 10.61%，4 年收入复合增长率为 9.36%，5 年收入复合增长率为 10.62%，6 年收入复合增长率为 13.95%。

选取主营业务、产品结构与 Romaco 公司更可比的公司作为同行业可比上市公司进行分析，2013 年度至 2019 年度的收入增长情况具体如下：

单位：万元

同行业可比上市公司	2013 年度	2014 年度	2015 年度	2016 年度	2017 年度	2018 年度	2019 年度
东富龙	102,112.06	125,869.37	155,555.61	132,783.66	172,487.92	191,682.19	226,400.43
楚天科技	79,720.57	100,518.98	97,482.87	97,504.30	128,041.61	163,179.06	191,596.62
中亚股份	37,678.69	51,976.57	58,659.51	63,623.92	68,598.84	71,818.68	85,813.96
迦南科技	15,424.93	18,381.00	21,741.84	30,179.28	44,503.23	57,875.64	70,316.45

数据来源：WIND

上述同行业可比上市公司各区间复合增长率情况如下：

同行业可比上市公司	6 年复合增长	5 年复合增长	4 年复合增长	3 年复合增长
东富龙	14.19%	12.46%	9.84%	19.47%
楚天科技	15.74%	13.77%	18.40%	25.25%
中亚股份	14.70%	10.55%	9.98%	10.49%
迦南科技	28.77%	30.78%	34.10%	32.57%

意大利 IMA 公司是与 Romaco 公司业务内容趋近的境外上市公司，根据目前可以取得的资料，IMA 公司 2014 年度至 2018 年度的五年收入复合增长率为 14.70%，其收入情况见下表：

单位：万欧元

项目	2013 年度	2014 年度	2015 年度	2016 年度	2017 年度	2018 年度
营业总收入	77,273.50	86,906.30	112,951.00	133,359.30	147,305.30	153,420.20
环比增长率	-	12.47%	29.97%	18.07%	10.46%	4.15%

数据来源：WIND

8、销售收入的预测

Romaco 公司未来设备收入和服务收入主要基于报告期内 Romaco 设备和服务收入变动情况、在手订单及新签订单情况、以前年度销售的后期服务收费模式、新客户拓展能力、核心技术水平、核心竞争力及市场占有率、行业市场发展规模、未来业务拓展计划及行业可比公司业绩情况等方面进行如下预测：

（1）设备收入

设备销售收入是 Romaco 的主要收入来源，2016 财年至 2019 财年设备销售收入占主营业务收入的比例为 67.77%。设备未来收入主要依据医药装备制造行业的市场规模以及下游市场的发展趋势进行预测。根据赛迪智库《2020 年中国医药工业发展形势展望》的分析，预计东南亚、东亚和拉美等区域新兴国家医药制造业年均增长率将超过 10%，成为全球医药行业的主要驱动力量，2020 年随着供给侧结构性改革、仿制药一致性评价和药品全生命周期管理等政策措施的深入落实，我国医药工业增加值预计能够维持 8%-10%左右增速。

根据 Romaco 公司提供的关于全球医药包装设备市场的调查，2017~2022 年中国市场的复合增长率为 8.20%、巴西市场的复合增长率为 7.90%、印度市场的复合增长率为 8.10%。2020 年 Romaco 依靠自身在全世界的销售网络，进一步开发新兴市场，尤其是中国市场，Romaco 借助楚天科技在中国医药装备制造行业的渠道优势，以及 Romaco 和楚天科技产品差异化互补优势对中国市场进行开发，根据 Romaco 公司按不同地区对营业收入贡献度的统计看，2019 年中国市场对收入的贡献度较 2018 年增长 40.02%。

根据未来市场规模及未来医药市场的合理预期，未来五年设备收入复合增长率为 7.2%，符合当前市场的发展状况和未来预期。

（2）服务收入

服务收入主要针对已售出设备的配件更换和维修，根据服务内容和配件规格进行单独定价，基于 Romaco 公司历史年度庞大的产品销售量，客户服务收入近几年呈现稳定增长的趋势，截至 2020 年 6 月，Romaco 公司销往全世界的设备数量为已经超过 10,000 台。结合历史上服务收入占总收入的比重以及未来设备销售增长情况对未来服务收入进行预测。未来五年服务收入复合增长率为 7.8%。未来五年服务收入占总收入的比重为 32.21%，与历史占比无显著差异，增长率与未来设备销售市场发展状况和预期一致。

综上所述，通过报告期内 Romaco 设备和服务收入变动情况、在手订单及新签订单情况、以前年度销售的后期服务收费模式、新客户拓展能力、核心技术水平、核心竞争力及市场占有率、行业市场发展规模、未来业务拓展计划及行业可比公司业绩情况等方面进行分析，Romaco 公司设备和服务未来预测收入增长率符合预期，具有合理性和可实现性。

二、补充披露情况

“Romaco 2020 年的实际营业收入及经营业绩实现情况”相关内容，公司已在《重组报告书》（修订稿）之“重大事项提示”之“六、业绩承诺的可实现性、业绩补偿机制的合规性、可行性”之“（一）业绩承诺的可实现性”之“2、Romaco 公司历史经营情况及收入增长的可实现性”中进行了补充披露。

“结合报告期内 Romaco 设备和服务收入变动情况、在手订单及新签订单情况、以前年度销售的后期服务收费模式、新客户拓展能力、核心技术水平、核心竞争力及市场占有率、客户合作关系的稳定性及未来业务拓展计划等方面，分别披露 Romaco 设备收入和服务收入预测依据及可实现性”相关内容，公司已在公司已在《重组报告书》（修订稿）之“第六节 交易标的的评估情况”之“三、”之“（四）收入预测依据及可实现性”中进行了补充披露。

三、中介机构核查意见

评估师核查程序如下：获取 Romaco 公司截止 2020 年 6 月的报表，逐月统计分析其营业收入情况，对比分析经营业绩实现情况，同时对比报告期收入结构及增长情况，分析预期期收入结构稳定性和增长率的合理性；获取 Romaco 公司

截止 2020 年 6 月的在手订单及新签订单情况，对比报告期在手订单情况，分析 2020 年在手订单与截止 2020 年 6 月已实现收入情况占 2020 年预计收入的覆盖情况。

经核查，评估师认为：（1）Romaco 公司 2020 年 1 至 6 月份生产经营情况表明 Romaco 公司所处的医药装备制造行业受疫情影响有限，Romaco 公司已完全复工并加紧生产，同时亦加大了新产品和客户开拓力度，预计北京亚超《评估报告》预测的标的资产 2020 年全年业绩仍具有可实现性，标的资产在本次交易中的估值基本不受当前疫情的影响；（2）通过报告期内 Romaco 设备和服务收入变动情况、在手订单及新签订单情况、以前年度销售的后期服务收费模式、新客户拓展能力、核心技术水平、核心竞争力及市场占有率、行业市场发展规模、未来业务拓展计划及行业可比公司业绩情况等方面进行分析，Romaco 公司设备和服务未来预测收入增长率符合预期，具有合理性和可实现性。

问题 20.

申请文件显示，2018 年度和 2019 年度 Romaco 毛利率分别为 36.06% 和 36.45%，收益法评估预测期毛利率为 34%。

请上市公司补充披露：（1）Romaco 报告期及预测期内不同业务类型收入的毛利率情况；（2）结合报告期内业务增长情况、营业成本构成、原材料价格波动及所处周期变动情况、员工薪酬变动预期、核心竞争优势、行业竞争状况、可比公司可比业务毛利率水平、主要销售区域国家宏观经济状况及新冠疫情的影响等，披露 Romaco 毛利率预测的依据及合理性。

请独立财务顾问和评估师核查并发表明确意见。

回复：

一、问题答复

问题 20、（1）Romaco 报告期及预测期内不同业务类型收入的毛利率情况

报告期内，Romaco 公司主营业务按业务类型分类的主营业务毛利率情况如下：

单位：万欧元

项目	2019 年度			2018 年度		
	收入	成本	毛利率	收入	成本	毛利率
包装设备	6,108.23	4,412.02	27.77%	4,466.75	3,329.40	25.46%
制剂设备	4,893.64	3,447.71	29.55%	4,399.23	3,274.22	25.57%
配件产品与售后服务	5,283.69	2,501.31	52.66%	4,858.33	2,178.15	55.17%
主营业务	16,285.56	10,361.04	36.38%	13,724.31	8,781.77	36.01%

注：上述数据为中国会计准则下数据

Romaco 公司预测期为 2020 年至 2024 年，业绩预测期内 Romaco 公司的整体预计毛利率为 34%。

业绩预测期内，Romaco 公司未根据收入业务类型预测毛利率的原因如下：

1、销售设备为定制化产品，产品定价和毛利率基于与客户谈判及市场竞争环境变化而变动，因此不同年度间客户结构的变化及市场竞争环境的变化对设备销售的毛利率有一定影响，尽管目标公司坚持技术创新以保持竞争优势地位和客户粘性，但销售设备的毛利率仍会根据客户结构和市场竞争竞争环境的变化而变动。

2、服务收入主要为客户购买目标公司设备后进行的售后服务，例如有偿维修及技术支持服务等，售后服务为目标公司维护客户关系，推进既有客户产生新购买需求的有效手段，因此不同年度间客户结构的变化及销售战略的变化对服务收入的毛利率有很大影响。

综上所述，预测期内，以综合毛利率作为 Romaco 公司的预测基础具有合理性。

问题 20、（2）结合报告期内业务增长情况、营业成本构成、原材料价格波动及所处周期变动情况、员工薪酬变动预期、核心竞争优势、行业竞争状况、可比公司可比业务毛利率水平、主要销售区域国家宏观经济状况及新冠疫情的影响等，披露 Romaco 毛利率预测的依据及合理性

1、报告期内业务增长情况及毛利率情况

报告期内，Romaco 公司主营业务按业务类型分类的主营业务毛利率情况如

下：

单位：万欧元

项目	2019 年度			2018 年度		
	收入	成本	毛利率	收入	成本	毛利率
包装设备	6,108.23	4,412.02	27.77%	4,466.75	3,329.40	25.46%
制剂设备	4,893.64	3,447.71	29.55%	4,399.23	3,274.22	25.57%
配件产品与售后服务	5,283.69	2,501.31	52.66%	4,858.33	2,178.15	55.17%
主营业务	16,285.56	10,361.04	36.38%	13,724.31	8,781.77	36.01%

注：上述数据为中国会计准则下数据

报告期内，包装设备及制剂设备收入 2019 年度较 2018 年度增加 24.09%，配件产品及售后服务收入 2019 年度较 2018 年度增加 8.76%。Romaco 公司的产品多为定制化产品，预测期毛利率是通过历史综合毛利率情况，结合企业未来经营计划进行预测。历史年度 Romaco 公司的综合毛利率为 35%左右，未来新兴市场，尤其是中国市场将作为 Romaco 公司重点开发的市场，中国资本市场同类可比公司的毛利率水平约为 34%-36%，结合历史毛利水平和未来市场开拓因素，未来预计综合毛利率为 34%，其中设备收入对应的毛利率约为 25%-30%左右，配件产品与售后服务收入对应的毛利率约为 55%左右。预测期毛利率水平处于行业和 Romaco 公司历史合理水平范围。

2、营业成本构成及原材料价格、周期变动情况

报告期内，标的公司的营业成本主要由原材料、人工费用、制造费用构成具体如下：

单位：万元

项目	2019 年度		2018 年度	
	金额	占比	金额	占比
原材料	51,402.90	61.84%	44,514.35	62.05%
人工费用	19,899.06	23.94%	18,878.35	26.31%
制造费用	11,818.69	14.22%	8,352.50	11.64%
合计	83,120.65	100.00%	71,745.20	100.00%

注：上表中的数据是基于楚天资管层面的成本构成情况，较 Romaco 层面的成本构成情况而言，楚天资管层面的成本构成增加了合并对价分摊的成本，但原材料、人工费用、制造费用

的占比情况无显著差异。

Romaco 公司的上游行业为精加工原材料，主要为钢铁材料，如碳钢、铸铁、不锈钢等。同时需要使用的原材料还有铝、铜、塑料、陶瓷、橡胶、玻璃及其他复合材料。精加工原材料的价格主要受基础材料的价格和市场供给影响，例如钢铁价格产生大幅波动时，会使目标公司原材料采购价格产生波动。如果客户不能接受由原材料价格上涨所带来的产品价格上涨，目标公司的财务状况及盈利能力将受到相应不利影响。

报告期内原材料占成本的比重以及毛利率水平比较稳定，其中，原材料占成本的比重在 62%左右，2019 年设备销售的毛利率较 2018 年略有增长，说明依靠 Romaco 公司的产品力，客户能够承受一定程度的原材料成本向销售终端传导的波动。报告期内，Romaco 公司向前十大供应商采购的原材料金额分别为 2,113.29 万欧元及 2,344.07 万欧元，占 Romaco 公司当期营业成本的比例分别为 23.88% 及 22.56%。报告期内，采购原材料的价格变动不大。

3、员工薪酬变动预期

报告期内，营业成本中的人工费用及生产设计员工人工费用情况如下：

项目	2019 年度	2018 年度
人工费用（万元人民币）	19,899.06	18,878.35
年度平均员工人数	396	390.49
平均薪酬（万元人民币）	50.25	48.35
平均薪酬（万欧元）	6.50	6.16

通过报告期内营业成本和期间费用中员工薪酬的统计，报告期内职工薪酬无显著变化。根据《对外投资合作国别（地区）指南-德国（2019 年版）》，德国联邦统计局统计，2018 年，德国劳动力价格涨幅 2.3%，其中制造业劳动力成本平均为 38.6 欧元/小时，对比 2017 年，德国劳动力成本涨幅为 2.2%，其中制造业劳动力成本为 40.2 欧元/小时，德国劳动力成本变动较大的是服务业，制造业劳动力成本 2018 年较 2017 年下降了 1.6 欧元/小时。劳动力价格总体上保持平稳，劳动力价格波动与宏观经济预期无显著差异。

意大利方面，根据《对外投资合作国别（地区）指南-意大利（2019 年版）》

统计，目前意大利尚未对最低时薪进行法律规定，根据意大利社会保障局（INPS）的数据，目前意大利总体时薪水平低于欧元区平均值，约为德国的 90%。2019 年意大利就业竞争日趋激烈，拥有硕士学位的员工，平均税前年薪为 4.7 万欧元，拥有本科学历的员工，平均税前年薪为 4 万欧元，高中生平均税前年薪为 3 万欧元，而高中以下学历者平均税前年薪为 2.5 万欧元。根据 WIND 统计数据，2018 年 3 月至 2020 年 3 月，意大利劳动力成本指数年平均同比变动率为 2.2%。

在 Romaco 公司未来盈利预测时，预计未来五年管理费用复合增长率为 2.57%，合理反映了预期未来劳动力薪酬变动，员工薪酬费用预期不会出现大幅变动。

4、核心竞争优势

①核心产品技术领先

Romaco 公司目前拥有四个设计和生产基地，同时拥有 InnoTech、KiTech、PacTech、FilTech 等 4 个研发实验中心，为公司在产品技术上提供支持。Romaco 公司非常重视公司的技术实力，每年在研发费用上均有较高投入，使公司在行业中始终保持技术优势。同时，Romaco 公司基于其多年研发、创新能力以及与客户间的合作伙伴关系，能够成功地满足客户对产品的需求，在产品设计上有着丰富的行业经验，能够对客户的技术要求实现快速响应，达成客户的生产需求。

Romaco 因诺杰的所有小颗粒包衣解决方案均基于流化床技术，该技术最初由 Romaco 因诺杰创始人赫伯特·胡特林博士（目前仍在公司任职）成功研制并申请国际专利。该方法对固体颗粒的流体运动进行优化，为其创造流动条件，从而非常温和地进行产品混合。与传统流化床的制粒和包衣系统相比，而为客户提供的流化床技术具有明显的优势。

Romaco 克里安在压片机业界享有国际盛名，可提供制药企业所需的高速压片机。高速压片机能有效地冷却工作区域至 30° C 以下，非常适合加工温度敏感型制剂，如布洛芬；设备拥有特殊的压辊、螺栓和轴承，能够确保最小化零件间摩擦力，减少设备温度的变化；有效地冷却扭矩驱动和 V 型密封件设计，能避免不需要的热传导。

Romaco 公司旗下的 Noack 品牌以订制化设计和产品灵活切换而著称，其主打的 NBP950 和 N960 中高速泡罩包装机，均兼顾了多种复合膜包材的通用性，以及适用于不同片型、版型的十余种通用和定制型下料装置，在最大程度上满足了客户对不同品规共线生产的需求。

药品包装是智能化生产的最后环节，也是保证高效率生产的重要环节之一。为满足客户智能化生产需求，Romaco Promatic 创新性的装盒技术能够应用多个领域。Romaco Promatic 拥有众多创新发明和先进的科技技术，已经成为全球公认品牌。

②与主要客户的长期合作伙伴关系及长期品牌效应

Romaco 公司长期以来与客户保持着良好的合作关系，同时为客户提供持续高效的服务。本着在产品生命周期内为客户提供全方位服务的理念，Romaco 公司客户服务中心为客户提供最及时和最贴心的服务。服务覆盖设备的安装调试及日常的维修和维护。对于不能及时抵达现场的客户需求，可以提供在线的技术支持及远程指导。随着制造技术的不断发展，当客户所采购的产品不能满足生产需求时，Romaco 公司同时提供产品的升级改造服务，来满足客户更高的生产需求。

Romaco 公司良好的客户服务能力使得公司与客户保持紧密的合作关系，Bayer, GSK 等多家世界大型制药公司均是公司客户。客户服务优势不但增加了 Romaco 公司的竞争力，同时为 Romaco 公司创造了一定的利润。

作为国际市场上拥有全产业链的设备制造商，Romaco 公司旗下拥有 6 大品牌系列，通过各品牌产品之间灵活搭配，满足客户生产工艺各式需求，这种技术优势也正是吸引和维护客户的关键。

③全球化网络及品牌优势

Romaco 公司在全球设有多个销售与服务中心，公司与全球客户都保持着深度良好的合作，产品销售覆盖全球多个国家与地区，拥有全球化的销售与服务网络。其全球化销售网络能快速响应客户需求，能及时到位的为客户提供服务，是公司产品竞争力的保障。

Romaco 公司作为世界领先制药装备提供商之一，其品牌得到全球客户的广

泛认可，为公司积累了长期合作的客户群体和较高的品牌价值，使得 Romaco 品牌在行业中处于优势竞争地位。

④人才优势

Romaco 公司拥有各类技术人才及技术工人近 600 人，为 Romaco 公司在竞争中建立了充足的人才优势。在产品设计、研发方面，Romaco 公司拥有经验丰富的技术团队，能够保障公司产品在技术上处于领先地位。同时，针对客户提出的不同需求，研发设计团队能在充分满足客户需求的同时，为客户提供更为经济和高效的方案。在设备的生产制造方面，Romaco 公司拥有大批富有经验的技术工人，充分保障了公司产品的质量与性能。

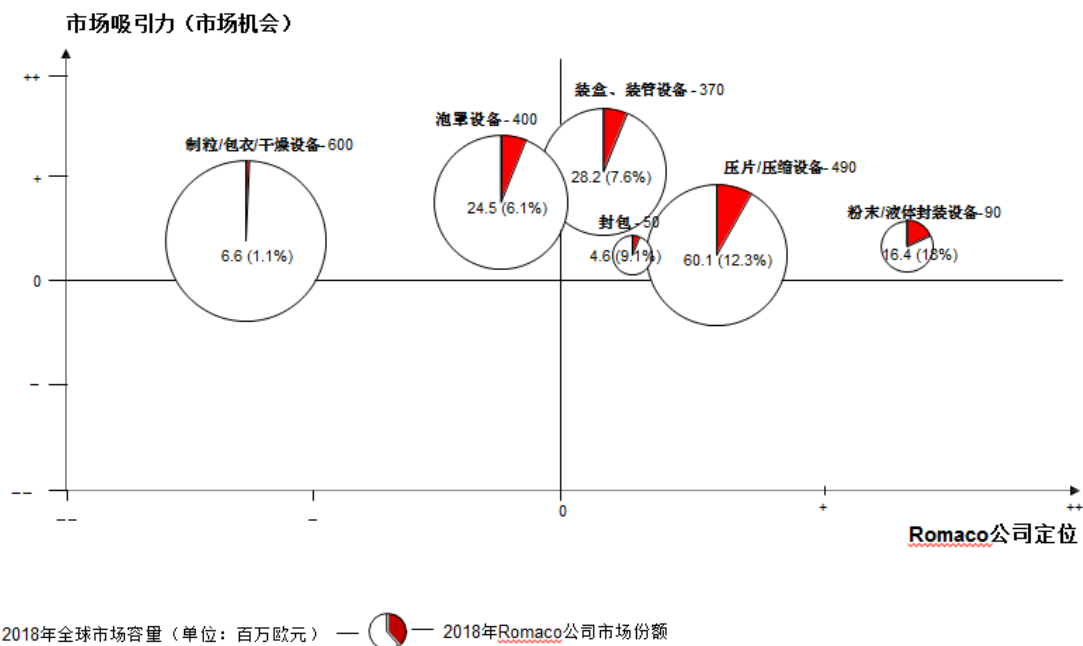
Romaco 公司目前拥有四个设计和生产基地，同时拥有 InnoTech、KiTech、PacTech、FilTech 等 4 个研发实验中心，为公司在产品技术上提供支持。Romaco 公司非常重视公司的技术实力，每年在研发费用上均有较高投入，使公司在行业中始终保持技术优势。同时，Romaco 公司基于其多年研发、创新能力以及与客户间的合作伙伴关系，能够成功地满足客户对产品的需求，在产品设计上有着丰富的行业经验，能够对客户的技术要求实现快速响应，达成客户的生产需求。

5、行业竞争状况

（1）Romaco 公司的行业地位

Romaco 公司作为欧洲颇具实力的制药装备生产商，能够为制药企业提供整体的解决方案，产品涵盖药品生产和包装的多个领域，其生产的设备在多个产品领域都在全球范围内占据着一定的市场份额。

Romaco 公司在制药装备各细分市场的全球市场份额



数据来源：A&P 研究

根据 2018 年全球制药装备市场容量的统计，Romaco 公司的粉末及液体封装设备占全球市场份额的 18%，压片、压缩类设备占全球市场份额的 12.3%，封包设备占全球市场份额的 9.1%，装盒、装管设备占全球市场份额的 7.6%，泡罩设备占全球市场份额的 6.1%，制粒、包衣、干燥设备拥有 1.1% 的全球市场份额。

（2）主要国际竞争对手情况

①在制药装备的各个细分领域 Romaco 公司主要国际竞争对手如下：

细分领域	竞争对手
粉末及液体封装设备	BOSCH(德国博世)、IMA(意大利伊马)、Bausch-Stroebel(B+S)(德国 B+S)
压片、压缩设备	Fette(德国菲特)、Korsch(德国高思)、Kikusui(日本菊水制作所)
封包、包装设备	Marchesini(意大利马尔凯西尼集团)、CAM(意大利 CAM 公司)、IMA(意大利伊马)
装盒、装管设备	Uhlmann(德国乌尔曼)、IMA(意大利伊马)、CAM(意大利 CAM 公司)
泡罩设备	Uhlmann(德国乌尔曼)、IMA(意大利伊马)、Marchesini(意大利马尔凯西尼集团)
制粒、包衣、干燥设备	Glatt(德国格拉特)、IMA(意大利伊马)、BOSCH(德国博世)

②主要国际竞争对手情况如下：

序号	公司名称	公司简介
1	BOSCH	德国博世公司 德国博世公司成立于 1886 年，是德国著名的从事汽车与智能交通技术、工业技术、消费品和能源及建筑技术的产业。其产品种类庞大，制药设备及药品包装设备博世公司都有涉及。 公司网址：https://www.bosch.com/
2	IMA	意大利伊马公司 意大利伊马公司成立于 1961 年，1976 年开始生产医药包装设备。致力于生产医药、美妆、食品和饮料等行业的高科技自动化设备。 公司网址：https://ima.it/en/
3	Bausch-Stroebel (B+S)	德国 B+S 公司 德国 B+S 公司自 1967 年开始从事制药装备生产，总部位于德国伊尔斯霍芬。主要从事药品封装、灌装设备及包装设备的生产。 公司网址：https://www.bausch-stroebel.com/
4	Fette	德国菲特公司 德国菲特公司创始于 1948 年，总部位于德国汉堡，是在全球处于领先地位的压片机和胶囊填充设备的生产商。菲特公司在全球拥有 11 家分公司，并在中国拥有生产基地 公司网址：https://www.fette-compacting.com/
5	Korsch	德国高思公司 德国高思公司成立于 1919 年，总部位于德国柏林，是一家专注于生产压片机的公司，是全球重要的压片机生产商之一。 公司网址：https://www.korsch.com/
6	Kikusui	日本菊水制作所 日本菊水制作所成立于 1910 年，是日本老牌制药装备生产商，总部位于日本京都。其主要产品为压片机，也同时生产隔离操作台和包衣设备。 公司网址：http://jp.kikusui.com/
7	Marchesini	意大利马尔凯西尼集团 意大利马尔凯西尼集团成立于 1974 年，总部位于意大利博洛尼亚，是制药装备和化妆品生产设备的提供商。主要产品为封包、灌装、分装设备等。 公司网址：https://www.marchesini.com/
8	CAM	意大利 CAM 公司 意大利 CAM 公司成立于 1949 年，总部位于意大利博洛尼亚，公司主要生产制药、化妆品及食品领域的包装设备。 公司网址：http://www.campackaging.it/
9	Uhlmann	德国乌尔曼公司 德国乌尔曼公司自 1948 年开始从事制药装备生产，是全球

序号	公司名称	公司简介
		领先的制药装备提供商之一，主要生产泡罩、装瓶、装盒设备。 公司网址： https://www.uhlmann.de/
10	Glatt	德国格拉特公司 德国格拉特公司成立于 1949 年，总部位于德国宾岑，是全球领先的制药、食品及化妆品设备供应商，目前在全球拥有 14 家公司。 公司网址： https://www.glatt.com/

6、可比公司毛利水平

报告期，同行业可比上市公司毛利率如下：

同行业可比公司	2019 年度	2018 年度
楚天科技	31.31%	32.83%
东富龙	33.11%	30.75%
迦南科技	37.76%	37.73%
中亚股份	37.04%	44.62%
平均值	34.80%	36.48%
Romaco 公司毛利率	36.45%	36.06%

报告期内，Romaco 公司毛利率与同行业可比上市公司相比变化不大。

7、主要销售区域国家宏观经济状况

报告期内，标的公司营业收入按地区分类情况如下：

单位：万元

区域	2019 年度		2018 年度	
	金额	占比	金额	占比
中国	14,401.77	11.40%	10,285.29	9.53%
亚洲（除中国之外）	19,582.13	15.51%	18,874.64	17.48%
欧洲	59,140.24	46.83%	50,981.39	47.22%
美洲	17,877.85	14.16%	14,770.60	13.68%
其他区域	15,293.56	12.11%	13,046.00	12.08%
合 计	126,295.56	100.00%	107,957.93	100.00%

报告期内，标的公司在世界主要国家均有销售，主要以欧洲、美洲和亚洲为

主，2019 年，中国地区销售收入较上年度大幅增长，主要系上市公司与 Romaco 公司建立了协同效应，上市公司已在国内积累了较多企业客户资源，为 Romaco 公司产品的转化和拓展奠定了良好的基础。

①欧洲经济

欧元区 2020 年一季度 GDP 季同比增长-3.1%，较上季走低 4.10 个百分点。5 月份欧元区 19 国经济景气指数为 67.5，较上月上升 2.6。欧元区制造业 PMI 指数为 46.9%，较上月上升 7.5 个百分点；服务业 PMI 指数为 47.3%，较上月上升 16.8 个百分点。

欧盟为应对新冠疫情推出了如下政策以刺激经济：

A、财政政策方面：放松财政约束，推出投资计划

根据欧委会公布的资料，其当前在财政政策方面的应对主要在三个方面：

首先，放松对政府补贴的约束。欧盟对于成员国的政府补贴具有严格规定，额外的政府补贴需要获得欧委会批准。为了鼓励成员国应对疫情，欧委会允许政府对于受疫情冲击严重企业提供补偿、为中小企业提供应急资金，及为银行提供必要支持，目的是确保政府补贴能够流向真正需要的企业。

其次，放松财政支出的约束。新冠疫情导致经济困境下，意大利等国出台了经济刺激计划，无疑会增加财政赤字占比及改变财政支出结构。根据 3 月 16 日欧盟经济专员的介绍，欧盟和成员国层面的可用财政额度将很快得到上调，政府担保及延期收税等资金额度将增至 GDP 的 10%以上。

第三，推出应对新冠疫情的投资计划。该计划旨在支持医疗体系、中小企业、劳动力市场及经济中的其他脆弱方面。投资计划总额 250 亿欧元。

B、货币政策方面：利率不变，增加购债，放松银行资本金监管要求

在 3 月 12 日召开的货币政策会议上，欧洲央行公布了最新的全面货币政策工具组合。新举措主要在四个方面：一是增加临时性长期再融资操作，向欧元区金融市场立即注入充足的流动性。二是推出新的定向长期再融资操作（TLTRO-III），自 2020 年 6 月至 2021 年 6 月，以鼓励银行授信于受疫情影响严

重的实体，尤其是中小企业。第三是增加购债规模，至 2020 年底增加 1200 亿欧元的债券购买。第四，临时放松银行业监管在资本金及流动性比率等方面的要求，方式是银行可以充分运用相关指令下的缓冲举措，欧洲央行对于采取这些举措的银行将给予优惠及操作灵活性。欧洲央行对于市场关注的利率维持不变。

②俄罗斯经济

2020 年一季度 GDP 物量指数同比增长 1.63%，较上季度减缓 0.48 个百分点。

俄罗斯为应对新冠疫情推出了如下政策以刺激经济：

俄总统普京在政府工作会议上宣布了一系列新措施，用来支持受到疫情影响的俄罗斯企业。措施包括向地方财政拨款 2,000 亿卢布（约合 200 亿人民币）稳定地方经济，保证俄支柱性企业获得金融支持；资助俄中小企业，保证这些企业的员工工资正常发放；拨款支持受疫情影响严重的航空领域企业等。

③巴西经济

2020 年 6 月巴西消费者信心指数为 71.4，较上月上升 7.9，5 月广义消费者物价指数(IPCA)同比上升 1.88%，较上月下降 0.52 个百分点。4 月工业生产指数同比增长-27.2%，2020 年一季度巴西 GDP 同比增长 0.25%。

巴西为应对新冠疫情推出了如下政策以刺激经济：

日前，巴西经济部公布了应对新冠肺炎疫情的紧急措施，联邦政府将投入 1473 亿雷亚尔，主要用于帮助薄弱产业部门、易感群体和保就业。对于老年人，政府将提前了部分养老金的发放，这将为经济注入 460 亿雷亚尔。对于贫困人口，政府将为家庭补助金计划发放 30 亿雷亚尔。

④印度经济

2020 年第一季度，印度全社会完成的 GDP 约为 532,769.3 亿卢比，与上年同期相比，剔除物价上涨因素后，同比实际增长 3.1%。

印度为应对新冠疫情推出了如下政策以刺激经济：

印度央行将逆回购利率下调 25 个基点，从此前的 4%下调至 3.75%；通过定

向长期回购操作(TLTRO 2.0)投放 5000 亿卢比的流动性支持，用以支持农业和农村产业、中小企业和住房建设；放松对非银行金融机构的相关监管要求，等疫情平复后再慢慢恢复。印度央行在 3 月 27 日已经开启了第一轮经济刺激措施，主要内容包括削减利率 75 个基点和金融机构的流动性支持：这些措施具有普惠性，并没有特定的针对对象。和第一轮经济刺激政策相比，印度央行的第二轮经济刺激措施在针对性上明显提高：加强农村和农村产业的支持。

⑤中国经济

2020 年 5 月，中国 CPI 同比上升 2.4%，较上月下降 0.9 个百分点；5 月份工业增加值同比增长 4.4%，较上月上升 0.5 个百分点；一季度 GDP 同比增长 -6.80%，较上季度下降 12.8 个百分点。

中国为应对新冠疫情推出了如下政策以刺激经济：

在财政领域，根据中国外交部 2020 年 3 月 27 日就 G20 应对新冠肺炎特别峰会会议对外发布的信息，中国国内各级财政已经安排疫情防控资金超过 1,210 亿元人民币，并将在今年新增减税降费超过 1 万亿元人民币，共约合 1,593 亿美元。在金融领域，央行向市场注入超过 1.3 万亿元人民币的流动性和再贷款再贴现等定向工具，约合 1,848 亿美元。财政货币政策合计大约 3,441 亿美元。

虽然 2020 年以来，世界全球范围内受到新冠疫情的影响，各个主要经济体经济普遍出现一定程度的下滑，但是随着各国刺激经济的政策推出，以及医药产业固定投资需求长期来看仍旧处于稳步增长阶段，因此预期 Romaco 公司产品未来需求不会出现明显下滑。

8、新冠疫情影响情况

Romaco 公司主要生产经营位于欧洲，其中三家工厂位于德国，一家工厂位于意大利。疫情爆发初期，公司生产经营受到一定影响。1-4 月随着疫情发展，Romaco 公司全球客户的工程进度和付款安排都受到一定影响，同时为了满足所在国防疫要求，供应商的供应也受到一定影响，导致公司生产计划受到一定影响。自五月中旬开始，随着疫情得到逐步控制，德国和意大利经济社会生产活动逐步恢复正常，交通管制逐步放开，上下游企业逐步复工复产，Romaco 公司通过灵

活工时、调休等方式填补受疫情影响的部分未实现产能，保障客户订单的正常交付。结合疫情对全球经济的影响，该影响在可控范围之内。受疫情影响，Romaco 公司在博洛尼亚的在建工程于 2020 年 3 月份停工，并于 2020 年 7 月份恢复施工，受制于施工停工的影响，工厂建成投产时间顺延到 2021 年 3 月，因此博洛尼亚工厂新增产能预计会受到影响，但是总体影响有限。

①收入及净利润实现情况

Romaco 公司上半年生产经营情况与半年预算及上年同期水平比较如下：

单位：万欧元

项目	2020 年预测数	2020 年 1-6 月实现数	实现占比情况	上年同期实现数	2020 年 1-6 月与上年同期相比
收入情况	17,144.34	7,552.34	44.05%	7,609.41	99.25%
净利润情况	692.40	258.61	37.35%	403.85	64.04%

2020 年 1 至 6 月，实现销售收入 7,552.34 万欧元，实现净利润 258.61 万欧元，各月具体情况如下：

单位：万欧元

项目	1 月份	2 月份	3 月份	4 月份	5 月份	6 月份	合计
收入	1,005.81	1,039.50	1,068.60	1,260.00	1,320.88	1,857.64	7,552.34
环比增长率	-	3.35%	2.80%	17.91%	4.83%	40.64%	-
净利润	-3.40	-19.70	40.18	21.93	92.75	126.85	258.61
环比增长率	-	-479.90%	303.95%	-45.42%	322.94%	36.77%	-

2020 年预测实现收入 17,144.34 万欧元及预测实现净利润 692.40 万欧元，平均计算到 1 至 6 月份的预计实现收入为 8,572.17 万欧元及预计实现净利润为 346.20 万欧元。Romaco 公司 1 至 6 月的实际收入较预测目标低 11.90%及实际完成净利润较预测目标低 25.30%。

②订单增长情况

根据统计，2020 年 1-6 月新增订单情况如下：

单位：万欧元

项目	1 月份	2 月份	3 月份	4 月份	5 月份	6 月份	合计
新增订单	1,127.85	837.77	1,289.79	1,294.02	947.39	1,920.75	7,417.57

环比增长率	-	-25.72%	53.96%	0.33%	-26.79%	102.74%	-
-------	---	---------	--------	-------	---------	---------	---

注：环比增长率=（本期指标-上期指标）/上期指标

Romaco 公司目前在手订单量为 8,254.99 万欧元，2020 年 1-6 月新增订单 7,417.57 万欧元，其在手订单及新增订单情况良好，在已实现收入和当前手订单合计数占全年预计收入的占比为 92.20%。

Romaco 公司 2020 年 1 至 6 月份生产经营情况表明 Romaco 公司所处的医药装备制造行业受疫情影响有限，Romaco 公司在疫情期间正常生产经营，随着世界疫情得到一定程度的控制，主要销售区域和国家宏观经济状况得到逐步改善，为 Romaco 公司未来收入和订单的增长提供了保障。

综上分析，新冠疫情对 Romaco 公司 2020 年上半年生产经营有一定影响，但对 Romaco 公司 2020 年全年生产经营预计无影响，业绩承诺实现的可能性较高。在 2020 年预测收入实现的情况下，对本次交易评估作价无影响。

同时，基于新冠疫情在全球范围内的影响将逐步得到控制，预计标的公司在未来年度的生产经营将正常开展，因此，标的公司在 2020 年之后各年度的预测收入、净利润及估值仍在《评估报告》合理预测的范围内。本次交易的各业绩补偿方仍将以《评估报告》预测的业绩，在业绩补偿期内履行业绩承诺义务。

9、毛利率预测的依据及合理性

Romaco 公司的核心产品均是定制化产品，分析单独的产品毛利不具有代表性，通过对报告期内业务增长、营业成本构成、原材料价格波动及所处周期变动情况、员工薪酬变动预期、核心竞争优势、行业竞争状况、可比公司毛利率水平、主要销售区域国家宏观经济状况及新冠疫情的影响分析，得出 Romaco 公司对毛利率的预测依据充分，具有合理性。

二、补充披露情况

“Romaco 报告期及预测期内不同业务类型收入的毛利率情况”相关内容，公司已在《重组报告书》（修订稿）之“第六节 交易标的评估情况”之“三、Romaco 公司评估情况”之“（五）毛利率预测及合理性分析”之“1、Romaco 报告期及预测期内不同业务类型收入的毛利率情况”中进行了补充披露。

“结合报告期内业务增长情况、营业成本构成、原材料价格波动及所处周期变动情况、员工薪酬变动预期、核心竞争优势、行业竞争状况、主要销售区域国家宏观经济状况及新冠疫情的影响等，披露 Romaco 毛利率预测的依据及合理性”相关内容，公司已在《重组报告书》（修订稿）之“第六节 交易标的评估情况”之“三、Romaco 公司评估情况”之“（五）毛利率预测及合理性分析”之“2、毛利率预测的依据及合理性”中进行了补充披露。

三、中介机构核查意见

评估师核查程序如下：获取报告期审计报告，分析不同业务类型的毛利率情况、成本构成情况、员工薪酬情况；通过查阅公开信息，对行业竞争情况、主要销售区域国家宏观经济情况进行分析；获取 Romaco 公司 2020 年 6 月经营报表，结合公司各工厂在疫情期间的实际开工、经营情况，分析新冠疫情对公司经营情况的影响；复核资产评估报告中关于毛利率预测过程的依据，对比报告期企业毛利率以及可比公司毛利率，分析预测毛利率的合理性。

经核查，评估师认为：（1）Romaco 公司预测期为 2020 年至 2024 年，业绩预测期内 Romaco 公司的整体预计毛利率为 34%，预测期内，以综合毛利率作为 Romaco 公司的预测基础具有合理性；（2）Romaco 公司的核心产品均是定制化产品，分析单独的产品毛利不具有代表性，通过对报告期内业务增长、营业成本构成、原材料价格波动及所处周期变动情况、员工薪酬变动预期、核心竞争优势、行业竞争状况、可比公司毛利率水平、主要销售区域国家宏观经济状况及新冠疫情的影响分析，得出 Romaco 公司对毛利率的预测依据充分，具有合理性。

（本页无正文）

（本页为《北京亚超资产评估有限公司关于深圳证券交易所<关于楚天科技股份有限公司申请发行股份、可转换为股票的公司债券购买资产并募集配套资金的审核问询函>之核查意见》之签章页）

签字评估师：_____

陈诗杰

李庆荣

法定代表人（或授权代表）：_____

李应峰

北京亚超资产评估有限公司

2020 年 8 月 13 日