

2 致科兴控股生物技术有限公司特别委员会：

科兴生物独立董事 Simon Anderson 先生

科兴生物独立董事 Yuk Lam Lo 先生

科兴生物独立董事梅萌先生

抄送：

科兴生物董事长尹卫东先生

赛富中国首席合伙人阎焱先生

赛富投资基金主席，科兴生物董事 Kenneth Lee 先生

恒润投资有限合伙人是科兴控股生物技术有限公司（NASDAQ:SVA）的长期股东。我们对于公司董事长尹卫东先生和赛富投资基金（Softbank Asia Infrastructure Fund），（“下称内部人士”）在这关键的时候联合低价私有化公司感到失望。内部人士在公司刚刚开始履行承诺的时刻彻底切断了股东们获得收益的机会。这一举动背叛了股东们长期以来对公司研发革命性疫苗 EV71 提供的支持。**这一疫苗将会为公司带来超过¥4 亿的收入。**

以下是一些事实：

- 在 2008 年，公司总部位于北京的纳斯达克上市公司科兴生物开始研发 EV71 疫苗。EV71 将会是世界上第一种给孩子接种用来预防手足口病的疫苗。手足口病在过去十年中在中国和东南亚传播并导致数千儿童死亡。
- 在 EV71 的研发中，科兴生物以惊人的速度消耗现金，产生自由现金流共计**负\$4300 万**（运营现金流减去房地产、厂房及设备设施支出）。
- 为了解决现金流问题，科兴生物在 **2010 年向美国投资者们进行了\$6610 万的增发**。增发资金用来扩大生产以及研发新疫苗，尤其是 EV71 疫苗。
- 在 2016 年 1 月 28 日，公司在 **EV71 上投入了将近\$4000 万以后**，中国食药监总局（CFDA）最终批准了 EV71 的商业化生产。投资者们为了 EV71 疫苗的批准和生产耐心等待了多年，虽然在多次延期之后，公司终于应该开始履行承诺，回报投资者。
- **但是仅仅在此关键性的批准一个工作日之后**，内部人士就出乎意料的宣布以\$6.18 每 ADS（American Depositary Share,美国存托股）的价格私有化科兴生物。这个价格和前一天的收盘价相比，**仅仅溢价 6.6%**，比 2014 年高点的时候低了 17.9%，只有恒润投资计算的公司内在价格的 57%。

在得到商业化许可仅仅一天后内部人士就开始剔除财务合伙人，这可以让我们很清晰的看出管理层的性格和道德水准。对于中国的疫苗公司来说，获取公众信任是至关重要的，尤其是在中国疫苗行业丑闻频发，以及向全球高速扩张的时间点上。



恒润对于自从 2015 年开始的中概股管理层收购公司做了详细的研究。最糟糕的就是内部人士对待股东们的方式。科兴生物作为最先能够生产此疫苗的公司，应该合理的补偿在背后默默支持公司研发 EV71 的股东们。这些在背后支持并确保科兴生物在未来良好发展的股东们，应该在未来 EV71 能给公司带来的高额收益中分到合理的收益。

科兴生物的管理层必须敏锐的认识到，**此类行为将给公司形象和名声带来的损害**。由董事会选出参与评估此要约的董事们，Simon Anderson 先生，Yuk Lam Lo 先生和梅萌先生，应该认识到此行为所将导致的名誉伤害，以及在伤害股东过程中自己共犯的角色。

全球的投资伙伴，尤其是美国的投资者，在投资医疗企业时，对于企业在医疗上和道德上的尽职调查是令人所尊敬的。事实上，美国机构投资者投资科兴生物证明了公司医疗上的价值。但是当前的收购要约却将股东彻底抛弃，这就是道德上的问题了。

这将导致未来国际上投资者可能因为信任问题，将类似企业的尽职调查视为浪费时间。这会减少未来许多中国公司合伙以及融资的机会。

赛富投资基金曾经是日本软银集团（TOKYO:9984）资助的一家私募机构。在未来，对于赛富投资基金投资的公司，投资者们可能也会因为此而不继续投资。赛富中国的首席合伙人，阎焱先生以及赛富投资基金的总裁 Kenneth Lee 先生，应该履行他们对公众“通过推广好的公司治理和管理策略来增加股东价值”的承诺。（链接：<http://www.sbaif.com/about-saif.html>）

这个要约收购很明显的违背了赛富投资基金对于公众的承诺。软银集团的董事长孙正义先生留下的优良传统以及他个人对于企业社会责任也可能因为赛富的传承而岌岌可危。

在这份信中恒润要求科兴生物的独立委员会成员 Simon Anderson 先生，Yuk Lam Lo 先生以及梅萌先生必须：

- 1) **提高收购价格：**以不同的估值方式计算，内部人士提出的每 ADS\$6.18 的报价都严重低估，尤其考虑到 EV71 疫苗商业化生产以后对于收入和利润的增长。恒润的估值是\$10.84/ADS,比要约价高 75%。
- 2) **向投资者们表衷心：**如果没有股东们在这么多年来对于科兴生物的支持，科兴生物将没有办法把 EV71 投放于市场。而内部人士却想在现在独占未来收益。
- 3) **取消毒丸计划：**科兴生物提出的毒丸计划只会让内部人士受益，对于其他股东没有任何好处。
- 4) **避免名誉损失：**医疗企业，尤其像科兴生物这样专注于儿童疫苗的企业，应该保持较高的道德水准来让大家充分的信任。内部人士如此对待股东，会让人们对于管理层是否符合较高的道德标准产生质疑。

一、内部人士的要约价格低估

我们将在这详细解释科兴生物私有化为何需要更高的要约报价。我们将用以下的三种估值方法：

- 1) 基于企业价值对收入（EV/Sales）的可比公司（Peer Comparison）估值法
- 2) 现金流贴现（DCF）估值法
- 3) 杠杆收购（LBO）估值法

使用三种估值方法可以得到一个每股的估值。恒润将分 40%的比重到 LBO 估值法，40%到 DCF 估值法，20%可比公司估值法。

科兴生物在优秀的疫苗企业中是相对独特的。因为公司有正的 EBITDA。所以我们认为估值公司要基于公司未来的现金流。但是市场上对于和科兴生物相似的公司都是基于收入和预计增长估值。所以我们认为应该将市场上如何给类似企业的估值的方法结合进来：

Method	Weighting	Per Share Value
Peer Comparison	20.0%	\$12.20
DCF	40.0%	\$11.54
LBO (15% IRR)	40.0%	\$9.45
Heng Ren's Valuation of Sinovac:		\$10.84

基于以上三种方法，我们认为内部人士提出的\$6.18 的收购价过低。

可比公司估值法

结论：每股\$12.20，和内部人士的要约价相比，溢价 97.5%。

作为可比公司，恒润选择了一些在中国国内交易所上交易的疫苗公司。这些公司因为在相似的商业环境里经营会相对精确。

此外大多数其他私有化回国的管理层收购将目标在中国重新上市，这会使这些公司重新上市时得到较高的估值。

Company	Ticker	Share Price	M-cap (\$m)	EV (\$m)	LTM	FY1
					EV/Sales (x)	EV/Sales (x)
Chongqing Zhifei	300122 CH	¥18.92	4,230	4,117	38.1x	35.1x
Changsheng Bio	002680 CH	¥45.22	3,233	2,899	18.4x	NMF
Beijing Tian	600161 CH	¥31.90	2,536	2,877	10.7x	10.9x
Mean					22.4x	23.0x
Median					18.4x	23.0x
Sinovac Biotech	SVA US	\$5.95	339	327	5.1x	4.8x

Source: Bloomberg (As of 20-Jul-16)

这些可比企业中没有一家在过去 12 月中有正的 EBITDA。与比较盈利性和现金流所不同的是，市场对于这些公司的估值大多基于公司的销售以及未来成功的销售。所以恒润使用了 EV/Sales 的混合平均值来计算科兴生物的公允价值。因为中国投资者的资金很大程度上都仅限于国内市场，所以我们应该考虑进中国股票的紧缺性溢价。为了保守起见，我们将在计算科兴生物的公允价格的时候打五折。

这个方法算出科兴生物的企业价值为\$7.08 亿。考虑到恒润对于科兴生物将会在 2016 年年底产生 \$2600 万的净现金以及公司 5690 万股本，这个方法得出公司的每股价格为\$12.20。虽然这个价格有着非常高的溢价，但是我们认为如果科兴生物能够因为未来 EV71 的收益像可比公司一样受到关注，这一估值方法是解释的通的。

值得注意的是，与科兴生物差不多市值的美国疫苗上市企业在股市交易的 EV/Sales 乘数比中国同类疫苗公司的乘数还要高，所以给科兴生物相对较高的估值乘数是合理的。

Company	Ticker	Share Price	M-cap (\$m)	EV (\$m)	LTM	FY1
					EV/Sales (x)	EV/Sales (x)
Novavax	NVAX US	\$7.43	2,012	1,894	41.8x	72.2x
Dynavax	DVAX US	\$15.04	579	412	131.5x	57.0x
Ziopharm	ZIOP US	\$4.68	617	492	141.5x	70.6x
Inovio	INO US	\$9.22	674	527	11.1x	23.3x
Mean					81.5x	55.8x
Median					86.6x	63.8x
Sinovac Biotech	SVA US	\$5.95	339	327	5.1x	4.8x

Source: Bloomberg (As of 20-Jul-16)

现金流贴现估值法

结论：每股\$11.54, 和内部人士的要约价相比，溢价 87%。

恒润同时使用了现金流贴现模型来估值科兴生物。现金流贴现模型基于公司未来能够给投资者所带来的现金流进行估值。我们对于 EV71 成功上市后的结果进行相对保守的假设，尽管如此，我们还是假设了公司的收入到 2021 年将会有 35%的年复合增长率。

对于公司的盈利情况，恒润再一次选择相对谨慎对待，因为我们认为推出新产品可能会导致不必要的成本开支。我们假设公司的息税折旧摊销前利润率（EBITDA margin）将会在 2021 年上升到 19.1%，虽然在 2013 年曾经高达 22.8%。

在通过 DCF 分析得出每股价值的过程中，恒润使用的终值基于公司的企业价值对息税折旧摊销前利润(EV/EBITDA)。这些乘数从 10 倍到 14 倍不等，恒润此方法是计算公司现金流的通用方法。

此外，所有现金流都使用加权平均资本成本（WACC）折现。恒润使用的 WACC 在 8%和 12%不等，虽然有些消息表示公司的 WACC 可能更低。

现金流贴现方法得出公司的每股价格在\$9.02 到\$14.45 不等。恒润使用 WACC 和退出乘数的中值得出的估值为\$11.54，相当于\$6.31 亿的企业价值。这和内部人士的报价相比，溢价 87%。

Discounted to 6/30/16	Exit Multiple	Assuming Discount Rate of				
		8.0%	9.0%	10.0%	11.0%	12.0%
Implied Price Per Share	10.0x	\$ 10.59	\$ 10.16	\$ 9.76	\$ 9.38	\$ 9.02
	11.0	11.55	11.09	10.65	10.24	9.84
	12.0	12.52	12.02	11.54	11.09	10.66
	13.0	13.49	12.95	12.43	11.95	11.48
	14.0	14.45	13.87	13.32	12.80	12.30

杠杆收购估值法（LBO）

结论：\$9.45 每股，和内部人士的要约价相比，溢价 53%

恒润同样使用了杠杆收购的模型。杠杆收购模型是根据收购方使用大笔债务来私有化公司。恒润的 LBO 模型假设收购方为了买下公司，将使用公司的现金，债务，以及自己的资本的组。

恒润的 LBO 模型假设买方会使用科兴生物现有的流动资金，减去\$2500 万用作持续经营。这个模型然后假设买方会用自己的现金加上\$3.65 亿来完成收购。买方会用\$7100 万债务来完成交易。

恒润的 LBO 模型预测公司到 2021 年 EBITDA 为\$7800 万。和 DCF 模型不同的是，通过 LBO 收购，买方可以因为公司不再是上市公司而减少成本。

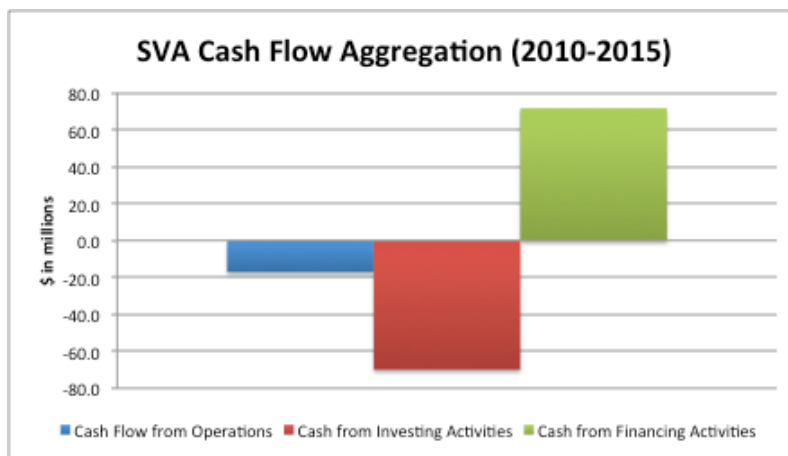
恒润的 LBO 模型进一步假设买方会在 2021 年以一定的乘数卖掉公司。这些乘数为 10 倍到 14 倍不等，和 DCF 模型使用的乘数相似。

恒润的 LBO 模型同时假设买方会得到 15%的 IRR，以及 13 倍的 EV/EBITDA 乘数。这样得出公司的股价为\$9.45,和要约价格相比溢价 53%。

Internal Rate of Returns - Sensitivity Analysis					
		Purchase Price (\$)			
		7.0	8.0	9.0	11.0
Exit Mult.	10.00x	19.2%	15.1%	11.7%	8.9%
	11.00x	21.8%	17.6%	14.1%	11.2%
	12.00x	24.2%	19.9%	16.4%	13.4%
	13.00x	26.4%	22.1%	18.5%	15.4%
	14.00x	28.5%	24.1%	20.5%	17.3%

二、股东促成 EV71 的推出

我们的分析得出，如果没有股东们财务上的支持，科兴生物将不可能生产出 EV71 疫苗。下面是公司自从 2010 年开始现金流增加的情况。投资者们在增发时以\$6610 万支持了公司的研发。这是很形象的展示出公司在研发 EV71 期间的资金缺口，以及股东们如何帮助公司来填补这一缺口。



自从 2010 年增发后的 6 年，公司消耗了\$1700 万现金在运营上，以及\$7000 万在固定资产上，包括土地权，建筑以及给新生产线使用的公用工程。

此图清晰的显示出科兴如果没有股东的信任和慷慨相助将不会有公司的今天。

根据财报，尤其是在 EV71 的研发上，我们估计大概科兴三分之一的研发费用，也就是将近\$2000 万是用在 EV71 上的。管理层在革命性的疫苗上这么大手笔，足以证明该疫苗对于科兴未来的重要性。

为了更好的来解释股东对于 EV71 研发的重要性，在产品上市六年前也就是 2010 年尹董事长将 EV71 的开发和股票销售紧密的联合在了一起。

“新生产线将会有大概 4000 万支的年生产力，将会用于生产我们的流感疫苗和未来的 EV71 疫苗”。

在从股东处融到的\$6610 万中，\$3000 万用在了当前和新疫苗的生产线扩张上，\$1500 万用在了新产品的开发上，主要是 EV71。在 2012 年，科兴生物的财报中显示公司花了\$1090 万在 EV71 研发上。

对于股东资金的需求对于科兴来说并不是新鲜事。早在 2004 年，科兴生物就在 SEC 文件中提示公司的现金以及等价物“并不足以支持公司的业务和扩张计划”。

恒润理解作为年轻并且在成长期的公司在扩张时候需要从股东和投资者中融资的必要性，尤其是生物科技公司。但是不能理解的是尹董事长和赛投资基金在投资即将能够得到收获的时候切断投资者们获得收益的机会。

我们对于 EV71 的预期是非常合理的。恒润在以前也说过 EV71 应该有着很强的定价权和需求，因为这是这类疫苗中的第一批。根据公司提交给美国证监会的 2013 年年报，科兴生物说到公司将年生产能力扩展到 2000 万支。（37 页）

世界各地的医学专家¹强调由于 EV71 疫苗的高效性²和独一性，在\$50 到\$75 每支的价格是有效益的。根据我们的尽调，在 8 月初中国上市的前几天，EV71 疫苗在北京疾控中心³的定价按现在的汇率大约在\$27 每支。每个患者需要两支，也就是说每人大约需要\$54。

但是考虑到中国市场的局限性，未来的竞争情况以及中国接种意识的缺失，基于我们保守的估计，EV71 每支在中国售价为\$20，光这种疫苗就将为科兴生物带来\$1.97 亿的收入。这相当于我们用 DCF 方法预测的公司企业价值的 31%。当前的要约报价将会彻底阻断股东们实现这一丰厚回报的机会。

Discounted Cash Flow of EV71						
	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E
EV71 Revenues	\$0.0	\$40.0	\$160.0	\$240.0	\$280.0	\$280.0
EBITDA margin	16.2%	13.6%	12.6%	14.3%	16.5%	19.1%
EV71 EBITDA	\$0.0	\$5.5	\$20.2	\$34.2	\$46.3	\$53.6
Net Working Capital investment (5% of sales)	\$0.0	\$2.0	\$8.0	\$12.0	\$14.0	\$14.0
Capital expenditures (2% of sales)	\$0.0	\$0.8	\$3.2	\$4.8	\$5.6	\$5.6
Taxes (25% rate)	\$0.0	\$1.4	\$5.1	\$8.6	\$11.6	\$13.4
Free Cash Flow	\$0.0	\$1.3	\$4.0	\$8.9	\$15.1	\$20.6
WACC	10.0%					
Present Value of FCF	\$0.0	\$1.2	\$3.3	\$6.7	\$10.3	\$12.8
Net Present Value of Projected FCFs	\$34.2					
Perpetual growth rate	2.0%					
Free cash flow in 2021E	\$20.6					
Terminal value in 2021E	\$262.2					
Present value of terminal value	\$162.8					
Implied enterprise value of EV71	\$197.0					

¹ "Forecasting the Economic Value of an Enterovirus 71 Vaccine." *Vaccine*, November 16, 2010, volume 28, issue 49, pp. 7731- 7736).

² The New England Journal of Medicine, February 27, 2014, 370, pp. 818-828

³ Links to news on EV71 launch and pricing: http://news.xinhuanet.com/health/2016-08/02/c_129197307.htm;
<http://finance.sina.com.cn/consume/puguangtai/2016-07-01/doc-iftsatn7921636.shtml?cre=financepagepc&mod=f&loc=4&r=9&doct=0&rfunc=100>



3) 毒丸计划对于股东是有害的。

科兴生物为了对 6 家中国企业对于公司以每股\$7.00 的收购，推出了毒丸计划。这收购价格比公司的报价高 13.3%。

毒丸计划可以让公司来分配购买优先股的权利，使得公司股票对于那些收购方来说变得非常贵。这也是另一个阻碍股东们来获取收益的方式。毒丸计划使得收购方失去购买相同优先股的权利。当前的毒丸计划使得大多数股东能够以\$30 每股的价格购买优先股，而收购者却要以\$60 每股的价格来购买。

科兴生物在公告中表示毒丸计划不会阻碍更多的收购，但是“会帮助特别委员会争取到更多的时间来考虑以及制定公司其他战略上方针来惠及公司以及股东。”

这在当前的情况下很难解释的通。科兴生物在现在有收购要约的情况下已经和股东们彻底“隔离”了。\$6.18 每股的要约价格过低。另一个更高的\$7.00 每股的要约宣布后提升了股票的价格，但是一个月后公司的管理层却抛出了毒丸计划。之后公司的股价跌了 18%，并且一直在公司的 2016 年低点附近徘徊。

由于内部人士对于股东恶劣的对待，毒丸计划只会更进一步的加深公众对于科兴的负面的形象。毒丸计划对长期等待股东来说失去了价值发现的机会。科兴生物的董事会在损害股东的基础上，以最低的价格私有化并且独占未来的收益。这是违背公司诚信义务的。

同时令人震惊的是公司的董事会用“为了争取时间”来解释毒丸计划的正当性。为了内部人士的利益，公司往往迅速采取行动。例如，公司在宣布收购要约的当天就成立了特别委员会。但是当另一个比内部人士的报价高的要约出现的时候，公司却要减缓办事的节奏。背后谁在掌权一目了然。

对于股东，八年投资 EV71 商业化生产的苦苦等待已经够长。现在正是股东们来获取未来收益的时候，收益多多益善。毒丸计划却会阻碍这一机会。如果取消这一计划，科兴生物的董事会将会响亮的向股东们表示他们将包括尹董事长在内所有的股东的利益放在第一位。

结论—遵守道德标准

自从 EV71 审批通过之后的一系列事件显示了在董事会的默许下，内部人士的自利行径。现在是特别委员会采取措施来平衡股东的利益，以及保护公司的名誉和公众形象的时候了。

特别委员会现在应该对各界的建议和意见一视同仁。在股东面前，用事实来表明股东们已经背负重担多年，现在正是获得回和公司履行对于 EV71 所许下的承诺的时候。内部人士现在想以极低的赔偿来阻碍和驱散原来的股东。

为了防止“科兴生物”成为一个全球投资者们投资中国企业失败和错信公司管理层的代名词，独立委员会当前应该向董事会施加压力，为股东们做出正确的选择。不然一旦公司从错误的行为获取不当收益，历史也将重复自己。

Sincerely,

Peter Halesworth
Managing Partner

Thomas D. Grant, CFA
Director of Research

Heng Ren Investments LP
Boston, Massachusetts

August 16, 2016