证券代码:601778 证券简称:晶科科技 公告编号:2021-158

晶科电力科技股份有限公司
关于上海证券交易所对公司有关资产收购暨关联交易事项问询函的回复公告

本公司董事会及全体董事保证本公告内容不存在任何虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏,并对其内容的真实性、准确性和完整性承担个别及连带责任。

晶科电力科技股份有限公司(以下简称“公司”、“本公司”或“晶科科技”)于 2021 年 12 月 9 日收到上海证券交易所(关于对晶科电力科技股份有限公司有关资产收购暨关联交易事项的问询函)(上证公函【2021】2971 号)(以下简称“《问询函》”),现就《问询函》相关问题回复如下:

一、公告显示,标的公司 2020 年净资产为负,2021 年前三季度净资产为 1504 万美元,转正主要系 2021 年 6 月 30 日将 1974 万美元的股东借款债转股。同时,标的公司 2021 年三季度末资产负债率达 87%,银团贷款余额为 6756.44 万美元,并以标的公司 100%股权、电费收益权以及全部发电资产进行担保。请公司补充披露:(1)关联方取得标的公司股权的时间、价格和定价依据,与本次交易是否存在显著差异;(2)标的公司转股的关联方债务形成时间、金额、资金用途,原偿债约定的相关安排和偿付情况,及近期进行债转股的原因;(3)近两年一期标的公司的负债明细、金额、债权人名称,并说明资金主要用途和偿付安排;(4)结合上述情况,说明标的公司后续偿债安排,以及对公司业绩和现金流的影响。

【回复】

(一)关联方取得标的公司股权的时间、价格和定价依据,与本次交易是否存在显著差异

1、关联方取得标的公司股权的时间、价格和定价依据

Cordillera Solar I S.A.(以下简称“标的公司”)于 2015 年 7 月 7 日由可再生能源项目开发商 Lader Energy Chile,S.P.A.和 Emprendimientos de Ingeniería y Comercio, S.L.(以下合称“项目开发商”)共同成立,初始注册资本为 20 万阿根廷比索。

2016 年 JinkoSolar Holding Co., Ltd.(以下简称“晶科能源控股”)与项目开发商接洽,在完成尽职调查后双方于 2016 年 11 月签订正式协议(股权收购协议)。根据国际市场光伏项目收购通行做法,参考当地光伏发电项目前期开发的市场价格及付款条件、双方约定,如晶科能源控股中标阿根廷 San Juan 光伏发电项目(以下简称“San Juan 电站”),则晶科能源控股将按 3.7 万美元/MW 的价格收购 San Juan 电站项目,即标的公司 100%股权转让价格为 296 万美元。当月,晶科能源控股中标 San Juan 电站项目。

2017 年 1 月 25 日,晶科能源控股通过全资下属公司 JinkoSolar International Development Limited(以下简称“晶科能源国际”)和 JinkoSolar Argentina I Limited(以下简称“晶科能源阿根廷”,晶科能源国际与晶科能源阿根廷合称“股权转让方”)受让标的公司 100%股权并完成股权交割。根据协议约定,项目开发商应继续完成协议约定的使 San Juan 电站项目达到可开建状态的一系列前期筹备工作,晶科能源控股按照筹备工作的完成进度分期支付股权转让款。

因此,上述收购定价主要是参考国际通行做法及阿根廷当地光伏发电项目前期开发费的市场价格经双方协商确定的。

2、与本次交易是否存在显著差异

股权转让方收购标的公司后,至公司本次收购标的公司前,股权转让方通过增资、债转股等方式陆续向标的公司投入资本金 3,311.70 万美元,标的公司获得银团项目融资 8,853.70 万美元,资金投入合计 12165.40 万美元。上述投入资金主要用于建设阿根廷 San Juan 电站形成固定资产 8,628.57 万美元,货币资金 2,578.77 万美元以及项目累计亏损 1661.03 万美元,其中 2019 年及以前年度累计亏损 1,384.43 万美元,2020 年度亏损 220.80 万美元,2021 年 1-9 月亏损 55.80 万美元。

标的公司增资及债转股情况具体如下:

2018 年 6 月 13 日,晶科能源国际按照每股阿根廷比索 1 元的票面价值向标的公司增资,增资金额共计 1,337.60 万美元。增资完成后,标的公司的注册资本由 20 万阿根廷比索增加至 900 万阿根廷比索。

2021 年 6 月 30 日,标的公司实施债转股,按每股阿根廷比索 1 元的票面价值,将截至 2021 年 6 月 30 日对其股东晶科能源国际的借款 1,974.10 万美元转入股本及资本公积。本次债转股后,标的公司的注册资本由 900 万阿根廷比索增加至 4,000 万阿根廷比索。

截至本次收购前,标的公司已建成装机容量为 93MWdc 的光伏发电站并从 2019 年 3 月 27 日起投入正常运营。

综上,晶科能源控股收购标的公司时,标的公司仅持有部分项目前期许可证,尚无实质性经营。标的公司账面净资产 20 万阿根廷比索为实缴的注册资本,营业收入为 0。晶科能源控股收购标的公司的定价主要是根据国际通行做法及当地可再生能源项目开发的市场及竞争行情,经双方协商确定的。

公司本次收购标的公司时,标的公司已建成光伏发电站并投入正常运营 2 年多,拥有实质性经营业务。标的公司账面净资产为 1,503.98 万美元,2020 年度营业收入为 1,377.23 万美元。本次收购定价是依据评估机构对标的公司股权价值的评估结果确定的,与项目开发商在显著区别,因此两次收购的交易价格的交易价格存在差异。鉴于股权价值已经发生实质性改变,因此本次收购交易价格与前次收购价存在差异具有合理性。

(二)标的公司转股的关联方债务形成时间、金额、资金用途,原偿债约定的相关安排和偿付情况,及近期进行债转股的原因

1、标的公司转股的关联方债务形成时间、金额、资金用途

在银团提供的项目融资到位前,为保证电站建设进度,晶科能源国际陆续向标的公司提供股东贷款用于 San Juan 电站项目前期开发建设使用,2017 年、2018 年提供的贷款金额分别为 1,136.50 万美元、837.60 万美元,合计 1,974.10 万美元。至 2018 年 2 月项目融资到位后,晶科能源国际未再向标的公司提供贷款。

2、原偿债约定的相关安排和偿付情况

考虑阿根廷国家风险因素,晶科能源国际与标的公司签订借款协议,约定晶科能源国际向标的公司提供的股东贷款年利率为 12.5%,未约定还款时间。根据晶科能源控股聘请的独立第三方机构 San Martin, Suarez y Asociados 每年出具的转移定价报告(即鉴证跨国公司内部的母公司与子公司之间、子公司与子公司之间的交易定价符合经济合作发展组织准则之规定的报告),该交易符合公平交易原则。截至 2021 年 6 月 30 日实施债转股前,标的公司未向晶科能源国际偿还其借款及利息。

2021 年 6 月 30 日,根据董事会决议,标的公司将晶科能源国际 1,974.10 万美元借款本金进行债转股,同时,晶科能源国际对该借款的全部应计利息予以豁免。

3、近期进行债转股的原因

由于标的公司债转股之前净资产为负数,晶科能源控股在和潜在买家(Scatec Solar ASA)洽谈过程中了解到其担心标的公司净资产一直为负数会引起投务局关注而带来税务风险,为了避免潜在买家的顾虑促进交易达成,同时考虑债转股有利于降低标的公司的偿债压力,提高持续盈利能力,晶科能源控股遂决定在 2021 年 6 月 30 日对标的公司进行债转股。具体分析如下:

(1)截至 2021 年 6 月 30 日,晶科能源国际对标的公司借款累计应付利息约 831.56 万美元。本次债转股的同时,晶科能源国际对上述应付利息全部予以豁免,降低了标的公司的偿债压力。

(2)按原约定的 12.5%年利率计算,如未实施债转股,标的公司每年因该债务产生的利息费用约 246.76 万美元。债转股实施后,可为标的公司节约利息费用支出,提高其持续盈利能力。

(3)由于阿根廷税局要求纳税企业每年需按税局当年度发布的通货膨胀比例对账面资产及负债进行应纳税所得额调整,相关调整会形成纳税企业的递延所得税资产或递延所得税负债。因标的公司美元负债金额较大,近两年因通货膨胀调整应纳税所得额会形成递延所得税负债和所得税费用增加,从而导致净利润降低。本次债转股可降低标的公司美元负债,从而降低因通货膨胀调整递延所得税负债导致所得税费用增加的影响,提高标的公司的盈利能力。

综上,本次债转股可避免潜在买家的税务方面顾虑,同时降低了标的公司的美元负债,节约了利息费用支出,豁免了账面累计应付利息,并降低了递延所得税负债调整导致的所得税费用增加的影响,进一步保障了标的公司的持续盈利能力。

(三)近两年一期标的公司的负债明细、金额、债权人名称,并说明资金主要用途和偿付安排

1、近两年一期标的公司的负债明细、金额、债权人名称

最近两年一期,标的公司负债明细具体如下:

单位:万美元

项目	2021 年 1-9 月	2020 年	2019 年	债权人
银行借款	6,756.44	6,976.57	7,328.82	由泛美投资公司、荷兰开发银行牵头组成的银团
递延所得税负债	1,142.28	314.56	20.08	不适用
关联方应付款	852.76	3,522.58	3,188.01	–
其中:应付组件款	658.77	658.77	658.77	Jinko Solar Latam Holding Co. LTD(以下简称“晶科能源拉美”)
应付前期开发费(含利息)	193.99	180.53	87.66	晶科能源国际
股东借款(含利息)	–	2,683.29	2,441.58	晶科能源国际
第三方供应商应付款	548.71	305.99	1,673.00	注 1
租赁负债	173.35	173.58	174.10	Tierras de los Andes SA
厉生金融负债	226.23	310.62	193.01	注 2
合计	9,699.77	11,603.89	12,577.03	

注 1:截至 2021 年 9 月 30 日,标的公司的第三方供应商应付款主要为对项目总包方 Sterling & Wilson Private Limited(以下简称“S&W”)应付款 300.00 万美元及电站日常运营相关的其他第三方往来款等合计 248.71 万美元。

注 2:为了对冲银行借款浮动利率带来的汇率变动风险,标的公司与中国银行签订了项目融资利率互换协议。上表中的“厉生金融负债”账面余额为截至 2021 年 9 月 30 日该金融衍生品的公允价值变动。

2、资金主要用途和偿付安排

(1)资金主要用途

截至 2021 年 9 月 30 日,标的公司有支付义务的负债主要包括对金融机构的银行借款、关联方应付款、第三方供应商应付款及租赁负债等。

其中,银行借款是指泛美投资公司、荷兰开发银行牵头组成的银团于 2018 年 2 月为标的公司电站建设提供的项目融资贷款,贷款本金 8,853.70 万美元,截至 2021 年 9 月 30 日贷款余额为 6,756.44 万美元。该项目融资每年 5 月、11 月进行两次还本付息,并将于 2032 年 11 月到期全部偿还。

关联方应付款是指标的公司对晶科能源国际和晶科能源拉美的组件采购款、项目前期开发费用及相关利息合计 852.76 万美元,第三方供应商应付款主要包括对项目总包方 S&W 的应付款 300.00 万美元及电站日常运营相关的其他第三方往来款等。关联方应付款 852.76 万美元和对项目总包方 S&W 的应付款 300.00 万美元计划于标的公司与 S&W 的仲裁结果确定后以标的公司剩余的项目融资款支付,预计支付时间为 2023 年。其他第三方往来款 248.71 万美元将按照电站日常运营计划进行支付。

租赁负债是指标的公司的土地租金,根据租赁协议的约定,每年向出租方支付土地租金约 14.25 万美元直至 2048 年协议到期。

(2)偿付安排

标的公司的银行借款还款来源为标的公司通过售电产生的现金流。每年还本付息金额略有波动,平均约 900 万美元,标的公司每年电费收入约 1,400 万美元左右,可以覆盖项目融资的还本付息需求。

截至 2021 年 9 月 30 日,标的公司的账面货币资金约 2,578.77 万美元,可以满足支付关联方应付款、第三方供应商应付款及租赁负债等电站运营费用的需求。标的公司未来年度现金流预测详见问题二之(二)“3、说明评估假设是否成立、相关盈利预测是否审慎合理”中的盈利预测表。

(四)结合上述情况,说明标的公司后续偿债安排,以及对公司业绩和现金流的影响

1、标的公司后续偿债安排

标的公司后续运营的主要支出包括偿付银团的项目融资款、支付上述的关联方应付款、根据仲裁结果对 S&W 的应付款(如有)以及电站的运维、土地租金等日常运营支出。后续偿债安排详见上述问题(三)之 2“(2)偿付安排”。

2、对公司业绩和现金流的影响

(1)对公司业绩的影响

根据《企业会计准则第 20 号—企业合并》的相关规定,由于标的公司与本公司在合并前后均受同一实际控制人控制,因此本次企业合并属于同一控制下的企业合并,股权交割后,标的公司 2021 年的利润将纳入合并范围。2022 年股权交割后,预计对公司 2021 年的净利润影响金额为-27.59 万美元。

(2)对公司现金流的影响

本次收购对公司资金的影响主要包括股权收购价款的支付需求、被收购标的资金状况及未来经营期内资金需求。

其中,股权价款的支付需求和来源如下:

本次股权收购对价为 1,510.9 万美元,按照交易协议的约定,股权转让款由买方分三笔支付。本次股权交割后 5 个工作日内支付 50%股权转让款,股权交割后半年内支付 30%股权转让款,股权交割后三年内支付 20%股权转让款。预计晶科电力香港将向本次交易的股权转让方在 2022 年度支付 1,208.72 万美元,2025 年度支付 302.18 万美元。以上股权对价款的资金支付来源为公司自有资金及金融机构融资。

标的公司资金状况及未来经营期内资金需求如下:

预计 2021 年底标的公司资金余额 2,527.26 万美元,未来 4 年的资金流预测见下表,预计不需要公司额外提供补充营运资金。

股权交割后未来 4 年对公司资金流的总体影响见下表:

单位:万美元

项目	2022 年度	2023 年度	2024 年度	2025 年度
标的公司期初结存资金	2,527.26	–	–	–
标的公司净利润(A)	122.51	211.26	232.10	223.79
折旧与摊销(B)	420.90	420.90	420.90	420.90
资本性支出(C)	–	–	–	–7.47
营运资金变动(D)	88.86	1,261.24	1.17	–7.47
付息债务的减少(E)	411.33	441.92	484.07	495.77
标的公司净现金流量(F=A+B–C–D–E)	43.21	–1,071.00	167.75	156.38
股权对价支付	–1,208.72	–	–	–302.18
合计影响	–1,361.75	–1,071.00	167.75	–145.80

注:2023 年按标的公司可能承担的仲裁赔偿和仲裁费用上限金额 500 万美元(如有)计入“营运资金变动”。

二、公告显示,标的公司 2020 年全 2021 年前三季度均出现亏损,而此次交易采用收益法,评估值为 1511 万美元。同时,交易对方承诺,标的公司 2022 年至 2024 年实现净利润累计不低于 600 万美元,且项目权益收益率不低于 16.41%。此外,公告提示,本次收购标的位于阿根廷,国别风险相对较高。但评估假设的第一条与第三条均设定标的公司所处地的政治、经济等因素无重大变化。请公司补充披露:(1)标的资产近两年一期的营业收入、净利润、主要费用支出、扣非后净利润,及资产总额、资产净额,并说明是否经过审计;(2)在标的公司持续亏损的情况下,采用收益法评估的合理性及依据,并对示具体测算过程,包括折现率、成本、财务费用、折旧费用等主要参数的确定和依据,说明评估假设是否成立、相关盈利预测是否审慎合理;(3)结合标的公司历史净利润及项目权益收益率情况,分析说明上述两项业绩承诺指标设置的合理性及可实现性;(4)阿根廷国家风险在估值中的具体体现,相关假设是否合审慎。请项目评估机构发表意见。

【回复】

(一)标的资产近两年一期的营业收入、净利润、主要费用支出、扣非后净利润,及资产总额、资产净额,并说明是否经过审计

标的公司最近两年一期主要财务数据如下:

单位:万美元

主要财务指标	2021 年 9 月 30 日(未经审计)	2020 年 12 月 31 日(经审计)	2019 年 12 月 31 日(经审计)
总资产	11,203.75	11,103.84	12,385.80
净资产	1,503.98	–500.04	–191.23
主要财务指标	2021 年 1-9 月(未经审计)	2020 年 1-12 月(经审计)	2019 年 1-12 月(经审计)
营业收入	973.66	1,377.23	936.98
营业成本	–327.69	–416.59	–273.85
管理费用	–71.40	–141.89	–97.64
财务费用	–512.34	–901.97	–1,223.79
含:利息费用	–496.76	–815.02	–705.74
汇兑损益	–26.47	–47.19	–516.90
利息收入及银行手续费	10.88	–39.76	–1.15
营业外收入	833.26	186.49	230.41
营业外支出	–122.21	–	–89.51
税前利润	773.27	103.27	–517.41
所得税	–829.07	–324.07	–120.64
净利润	–55.80	–220.80	–638.05
扣除非经常性损益后的净利润(未经审计)	–475.20	–407.28	–778.95

注:1、以上数据按阿根廷财务报告准则编制,其中 2019 年、2020 年财务数据经 Deloitte & Co. S. A.审计。

2、扣除非经常性损益后的净利润为扣除了营业外收入,营业外支出以及对应的有关所得税影响后的净利润。

从上表可见,标的公司 2020 年、2021 年 1-9 月的税前利润皆为正数,且 2021 年 1-9 月税前利润较较 2020 年有所提升。但受所得税费用金额较大的原因主要是根据阿根廷税局规定,纳税企业每年未需按税局当年度发布的通货膨胀比例对账面资产及负债进行应纳税所得额调整,相关调整会形成纳税企业的递延所得税资产或递延所得税负债,从而导致所得税费用增加。2018 年至 2021 年 9 月 30 日各年度/期间均陆续由行生金融负债产生的递延所得税资产/负债余额后的净递延所得税资产/负债余额分别为:2018 年净递延所得税资产余额 52.31 万美元,2019 年净递延所得税负债余额 68.33 万美元,较上年度变动额产生当期所得税费用 120.64 万美元,2020 年净递延所得税负债余额 392.40 万美元,较上年度变动额产生当期所得税费用 324.07 万美元及 2021 年 9 月 30 日净递延所得税负债余额 1,221.47 万美元,较上年度变动额产生当期所得税费用 829.07 万美元。

未来盈利预测中,对于企业所得税按阿根廷的法定阶梯式税率的最高上限税率 35%进行考虑,同时对于之前由阿根廷税局通货膨胀调整产生的递延所得税负债,通过审慎性原则,评估师已在评估基准日一次性考虑了该递延所得税负债,即在收益法股权价值评估值中,将递延所得税负债作为基准日非经营性负债直接进行了期初一次性扣减,直接扣减递延所得税负债净额为 1,202.96 万美元。

标的公司 2021 年 1-9 月的扣除非经常性损益后净利润较 2020 年度下降主要系 2021 年 1-9 月所得税费用相比 2020 年增加较多导致。2021 年 1-9 月所得税费用增加的原因主要是:(1)根据阿根廷税法新规,2021 年开始,通货膨胀账产生的递延所得税费用影响不再允许按六年进行摊销,只允许在当年一次性全额扣除,导致所得税费用相比可摊销的情况下增加约 629 万美元。(2)2021 年 6 月标的公司实施债转股同时股东借款相关利息被豁免,导致递延所得税资产相应地被冲回,从而增加所得税费用约 291 万美元。

(二)在标的公司持续亏损的情况下,采用收益法评估的合理性及依据,并列示具体测算过程,包括折现率、成本、财务费用、折旧费用等主要参数的确定和依据,说明评估假设是否成立、相关盈利预测是否审慎合理

1、在标的公司持续亏损的情况下,采用收益法评估的合理性及依据

标的公司过去几年净利润持续亏损主要有以下 4 点原因:

(1)高压线路限电原因。标的公司原计划通过位于当地城市附近的 132kV Bauchaceta 变电站传输电力。但该变电站未按计划进度建设完工导致标的公司只能采用在现有高压线路上进行分接的方式传输电力,通过现有高压线路分接方式导致频繁的电网干扰,使得标的公司不得不在低于其常规最次激侧功率的情况下运行,从而影响了电费收入。2021 年 4 月,ET Bauchaceta 变电站建成完工,标的公司根据原方案通过该变电站传输电力。目前 San Juan 电站运营正常,限电问题已彻底解决。根据历史发电量数据,2020 年 5 至 9 月份发电量为 74,747.19MWh,2021 年 5 至 9 月份发电量为 76,585.90MWh,同比增长 2.46%。同时阿根廷处于南半球,每年 5 至 9 月份并非光资源充足的夏季,标的公司管理层预计在光资源较好的季节,限电解决带来的发电量增加将会得到更好的体现。

(2)比索贬值原因。标的公司建设期从 2018 年 1 月起至 2019 年 3 月,在此期间,标的公司累计产生进项税共 4.25 亿元阿根廷比索,由于建设期没有发电收入产生的销项税,标的公司向税务局申请增值税返还,收到返还的增值税金额为 4.25 亿元阿根廷比索。受阿根廷比索贬值、返还的增值税产生的汇兑损失约 884 万美元。建设期返还的增值税主要来源于项目建设成本,进入运营期后,标的公司产生的进项税金额较小,皆可以发电收入产生的销项税进行抵消,因此运营期不存在因为增值税返还导致的汇兑损失风险敞口。运营期内,标的公司电费收入为美元计价阿根廷比索支付,账期 42 天左右,比索贬值风险敞口较小并可控。

(3)利息费用较高原因。标的公司负债主要包括向第三方银团的贷款和关联方借款所形成的借款利息。截至 2020 年底,因股东借款累计提的利息费用高达 709.00 万美元(股东借款年利率 12.5%,日息 6.760 美元,从借款日 2018 年 2 月 15 至 2020 年 12 月 31 日共计 1049 天,累计计提利息共计 709 万美元)。2021 年 6 月 30 日,标的公司已将该股东借款债转股,标的公司未来将不会再有股东借款利息费用。此外,标的公司一直正常向贷款银行支付到期本息,随着第三方银团贷款的还本付息,未来银团贷款息支出将呈下降趋势。标的公司未来利息支出预测数据详见本问题(二)之 2“(3)财务费用的确定及依据”。

(4)递延所得税负债导致所得税费用较高原因。阿根廷税局对标的公司的通货膨胀调整,从而导致由递延所得税负债形成所得税费用。对于递延所得税负债,评估师已将递延所得税负债作为非经营性负债在评估中考虑。

截至评估基准日,标的公司递延所得税负债账面金额净值为 1,142.28 万美元,其中 60.67 万美元为新租赁准则下针对土地租赁使用权资产产生的递延所得税资产,扣除该递延所得税资产的递延所得税负债净额为 1,202.96 万美元。收益法评估中,未调整上述递延所得税负债净额前的收益法评估值为 2,713.86 万美元,将递延所得税负债作为基准日非经营性负债的一部分在评估值中进行扣减后,收益法评估值为 1,510.90 万美元。此外,对于土地租赁使用权资产产生的 60.67 万美元递延所得税资产,由于在预测中已经按照土地租赁合同实际租金的现金流口径进行测算,故不再重复考虑该递延所得税资产的价值。

从营业利润来看,标的公司 2020 年及 2021 年前 3 季度税前利润已经处于盈利状态。考虑到上述限电问题已在 2021 年解决,且未来利息支出呈下降趋势。预计标的公司营业利润状况将进一步提升。

此外,标的公司与阿根廷电力批发市场管理机构(CAMMESA)签署了为期 20 年的长期购电协议(PPA),该购电协议以美元计价阿根廷比索支付。2019 年、2020 年标的公司与 CAMMESA 电费结算正常。

综合上述分析,标的公司拥有长期稳定的购电协议,影响标的公司经营业绩的限电因素已解决,未来利息支出下降会进一步提高标的公司盈利能力。故标的公司的盈利能力在未来年度可以预测,本项目适宜采用收益法进行评估。

2、列示具体测算过程,包括折现率、成本、财务费用、折旧费用等主要参数的确定和依据

(1)折现率的确定及依据

对于折现率,标的公司营业收入为发电收入,即按照标的公司与阿根廷电力批发市场管理机构(CAMMESA)签署的长期购电协议收取电费,该购电协议以美元计价阿根廷比索支付,账期 42 天左右,整体风险敞口较小并可控。同时标的公司现有第三方银团贷款均为美元贷款,光伏电站整体营业成本,占比较小并且部分成本例如土地租赁及部分运维成本仍为美元支付。综上所述,标的公司可被视为在阿根廷境内经营的美元属性项目,因此对于折现率的计算,将以美国市场为基础出发,并考虑阿根廷国家风险溢价等因素进行相应调整。

本次评估根据标的公司自身特性及环境因素角度,选取与标的公司属于同一行业、从事类似业务,即主营业务涵盖光伏发电业务;主营业务所在区域接近,即南美地区的 4 家可比上市企业。可比公司具体情况如下:

序号	股票代码	公司名称	公司介绍
可比公司 1	BOVESPA:ENEV3	Eneva S.A.	Eneva S.A.及其子公司是巴西的一家综合发电公司。它通过太阳能、煤炭和天然气发电。截至评估基准日,该公司的市值为 384,400 万美元。
可比公司 2	SNSE:COLBUN	Colbún S.A.	Colbún S.A.及其子公司在智利和秘鲁从事能源、电力和天然气的生产、运输、分销和供应业务。通过太阳能、风能、水力和热能进行发电业务。截至评估基准日,该公司的市值为 284,600 万美元。
可比公司 3	BOVESPA:CPFE3	CPFL Energia S.A.	CPFL Energia S.A.通过其子公司同时在巴西工业和商业客户发电、输电、配电和提供商业化服务。该公司通过太阳能、风能、生物质能和水力发电厂发电。截至评估基准日,该公司的市值为 572,200 万美元。
可比公司 4	SNSE:ECL	Engie Energia Chile S.A.	Engie Energia Chile S.A.从事智利工业、配电和采矿部门的发电、输电和供电业务。通过热电、风能、太阳能和水力发电厂发电。截至评估基准日,该公司的市值为 70,500 万美元。

折现率的具体参数情况如下:

参数	数值	数值	依据
无风险利率(Rf)	A	2.02%	无风险利率选用 20 年美国政府债券的到期收益率,为 2.02%
无杠杆 Beta	B	0.67	根据可比公司的资本结构,剔除杠杆影响后,得到无杠杆贝塔系数为 0.67
净债务/股权价值(D/E)	C	19.42%	净债务/股权价值比率参照所选取可比上市公司净债务和股权价值数据中位值进行计算。即考虑行业数据,在整体市场参与者的角度出发,综合考虑市场上企业并且较稳定的净债务/股权价值比率
附加杠杆 Beta(?)	D	0.76	贝塔系数为考虑整体系统性风险的指标,并非针对各企业自身的非系统性风险。对于系统性风险,选取市场和行业可比数据作为发璀送行计算。附加杠杆贝塔系数=无杠杆贝塔系数×[1+(1-所得税率)×债务股权比例]。根据上述推导得出的杠杆贝塔系数为 0.76
税率(T)	E	35.00%	阿根廷来报损阿根廷最新法规,选取 35%
股权风险溢价(ERP)	C	4.38%	通过对市场风险溢价的研究,Damodaran2021 年最新公布的美国市场风险溢价为 4.38%
国家风险溢价(Rc)	D	10.07%	国家风险溢价反映在一个特定市场所需要承担的额外风险,阿根廷 2021 年标准普尔评级为 CCC+,根据信用评级,Damodaran2021 年最新公布的阿根廷国家风险溢价为 10.07%
公司特殊风险溢价(Rs)	E	1.00%	考虑到阿根廷汇率通胀近几年的波动性,针对企业自身的可控风险敞口,额外考虑了 1%的公司特殊风险溢价
股本成本(Ke)	Ke=A+B*C+D+E	16.41%	根据资本资产定价模型 CAPM:Ke=Rf+?*ERP+Rc+Rs 计算得到折现率为 16.41%

(2)成本及折旧费用的确定及依据

标的公司近两年一期的营业成本情况如下:

单位:美元

项目/股东年度	公式	2019 年度	2020 年	评估基准日
固定运维成本	a	436,861.60	1,074,962.00	935,674.29
逆变器运维	b	0.00	0.00	0.00
输电线运维成本	c	46,027.40	60,000.00	44,876.71
独立工程师成本	d	0.00	24,600.00	18,450.00
土地租赁成本	e	109,276.71	142,450.00	106,544.79
折旧及摊销	f	2,146,341.29	2,863,882.00	2,073,624.21
营业成本总计	g=a+b+c+d+e+f	2,738,507.00	4,165,894.00	3,179,170.00

标的公司营业成本主要由固定运维成本、逆变器运维成本、输电线运维成本、独立工程师成本、土地租赁成本、折旧及摊销成本等构成。对于标的公司的光伏电站资产,营业成本(除折旧摊销)的主要组成因为各项运维成本,各项运维成本主要由运维团队人工成本与备品备件采购成本两项组成。根据管理层技术团队丰富的海外光伏电站的技术与运维经验判断:首先,对于运维团队人工成本,随着电站逐步进入稳定运营期,运维人员的运维技术和对运维环境的熟悉程度将逐步提升,同时,伴随近几年光伏技术的快速发展,运维设备的技术性能逐步提升,运维故障率将逐步下降,运维需求也将逐渐降低。因此,未来运维人员配置将逐渐优化,人工成本将逐渐下降。其次,对于备品备件的采购成本,随着近几年光伏行业的快速发展,其市场体量越来越大,同时光伏设备的技术制造水平得到明显提升,备件成本已进入下降通道。因此,运维所需的备件采购成本也将逐渐下降。

根据管理层判断,各项运维的整体水平相较于目前的项目运营初期,未来将出现下降趋势。本次评估,基于审慎性原则,认为未来仍需在成本端考虑稳定的增长率,考虑到整体运维成本费用以美元支付为主,参考 Oxford Economics 金融资讯机构对美国历史的消费者物价指数(CPI)的统计数据,历史五年(2016-2020 年)美国 CPI 的平均值为 1.78%,中位值为 1.81%。在此基础上,选取 1.90%作为未来年度增长率。

对于标的公司营业成本的具体参数选取如下:

①固定运维成本与 93.3MW 的项目额定装机容量相关。本次评估参考历史运营阶段 2020 年度和 2021 年 1-9 月的实际单价水平,剔除 1.90%的年度增长率后得到的运维成本单价分别为 11,095.91 美元/MW 和 12,672.16 美元/MW,并选取了均值 11,884.04 美元/MW 作为电站固定运维成本单价,自项目运营年度起每年综合考虑 1.90%的未来年度增长率得到预测年度的固定运维成本数值。

②逆变器运维成本与 80MW 的项目交流侧额定装机容量相关,主要为随着设备运营时间增加而投入的维护成本。在项目初期,逆变器组件耗损较少,因此一般不发生相关运维成本,随着项目时间的推移,需要逐渐考虑增加此项运维成本。根据管理层技术判断,在项目运营后第 6 至 10 年其年运维成本单价为 1,300 美元/MWac,第 11 至 15 年为 2,300 美元/MWac,剩余项目运营年限为 2,400 美元/MWac。在此基础上,自项目运营年度起综合考虑 1.90%的未来年度增长率。

③输电线运维成本历史年度为 6 万美金/年,未来年度考虑历史水平并考虑年度增长率 1.90%的影响。

④独立工程师成本在项目前期阶段 2021 至 2024 年集中发生,随着项目时间的推移,该项目逐步不发生费用。该部分年度成本参考历史发生金额并根据管理层判断逐渐下降,2021 年至 2024 年成本为 20,500 美元/年至 4,200 美元/年。在此基础上综合考虑 1.90%的未来年度增长率。

⑤对于土地租赁,按照租赁合同约定的内容进行未来预测。根据与 Tierra de los Andes S.A.的土地租赁合同约定,租赁土地面积为 203.52178 公顷,项目运营期间租金单价为每年每公顷 700 美元,期满后还需一次性支付 52,500.00 美元。

⑥对于折旧费用,考虑到项目已建成并转固,评估时按基准日现有资产,与预测期相匹配的 20 年折旧年限,以及 5%残值率逐年计算得出折旧费用。

综上所述,营业成本具体预测如下:

单位:美元

项目/股东年度	公式	2021 年 10-12 月	2022 年	2023 年	2024 年
固定运维成本	a	279,473.51	1,195,480.29	1,218,194.42	1,241,340.11
逆变器运维成本	b	0.00	0.00	0	616,433.63
输电线运维成本	c	15,123.29	64,691.61	65,920.75	67,173.25
独立工程师成本	d	5,125.00	11,500.00	5,275.00	1,050.00
土地租赁成本	e	35,905.21	142,450.00	142,450.00	142,450.00
折旧及摊销	f	1,052,240.06	4,208,960.22	4,208,960.22	4,208,960.22
营业成本总计	g=a+b+c+d+e+f	1,387,867.06	5,623,082.13	5,640,800.39	5,777,407.21
项目/股东年度	2025 年	2026 年	2027 年	2028 年	
固定运维成本	1,264,925.57	1,288,959.16	1,313,449.38	1,338,404.92	1,363,834.61
逆变器运维成本	118,645.87	120,900.14	123,197.24	125,537.99	226,325.69
输电线运维成本	68,449.54	69,750.08	71,075.33	72,425.76	73,801.85
独立工程师成本	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
土地租赁成本	142,450.00	142,450.00	142,450.00	142,450.00	142,450.00
折旧及摊销	4,208,960.22	4,208,960.22	4,208,960.22	4,208,960.22	4,208,960.22
营业成本总计	5,803,431.21	5,831,019.61	5,859,132.18	5,887,778.90	6,015,372.38
项目/股东年度	2030 年	2031 年	2032 年	2033 年	2034 年
固定运维成本	1,389,747.47	1,416,152.67	1,443,059.57	1,470,477.71	1,498,416.78
逆变器运维成本	230,625.87	235,007.77	239,472.91	244,022.90	259,470.61
输电线运维成本	75,204.09	76,632.97	78,088.99	79,572.68	81,084.57
独立工程师成本	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
土地租赁成本	142,450.00	142,450.00	142,450.00	142,450.00	142,450.00
折旧及摊销	4,208,960.22	4,208,960.22	4,208,960.22	4,208,960.22	4,208,960.22
营业成本总计	6,046,987.66	6,079,203.63	6,112,031.71	6,145,483.51	6,190,382.18
项目/股东年度	2035 年	2036 年	2037 年	2038 年	2039 年 1-3 月
固定运维成本	1,526,886.70	1,555,897.55	1,585,459.60	1,615,583.33	383,380.14
逆变器运维成本	264,400.55	269,424.16	274,543.22	279,759.54	66,387.32
输电线运维成本	82,625.17	84,195.05	85,794.76	87,424.86	20,746.04
独立工程师成本	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
土地租赁成本	142,450.00	142,450.00	142,450.00	142,450.00	85,673.29
折旧及摊销	4,208,960.22	4,208,960.22	4,208,960.22	4,208,960.22	1,052,240.06
营业成本总计	6,225,322.65	6,260,926.98	6,297,207.80	6,334,177.96	1,608,426.84

(3)财务费用的确定及依据

历史年度标的公司根据项目需求进行了融资借款,截至评估基准日,借款余额为 67,564,367.74 美元,且标的公司在融资合同中制定了详细的还款计划。根据相关计划,预测中具体本息偿还情况如下:

单位:美元

项目	2021 年 10-12 月	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年
融资-本金偿还	1,839,063.83	8,113,313.16	4,419,169.58	4,840,739.41	4,957,720.