制作 董春云 证券日报
电话:010-83251716 E-mail:zqrb9@zqrb.sina.net 2022年12月16日 星期五

证券代码:601118　证券简称:海南橡胶　公告编号:2022-081

海南天然橡胶产业集团股份有限公司关于上海证券交易所《对海南天然橡胶产业集团股份有限公司重大资产购买报告书(草案)信息披露的问询函》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法律责任。

2022年11月30日,公司收到上海证券交易所上市公司管理一部下发的上证公函【2022】2691号《关于对海南天然橡胶产业集团股份有限公司重大资产购买报告书(草案)信息披露的问询函》(以下简称《问询函》)。公司及相关中介机构就《问询函》所提问题逐项进行认真讨论、核查与落实,现对《问询函》中提及的问题回复公告如下:

如无特别说明,本回复报告中涉及的词语或简称与《海南天然橡胶产业集团股份有限公司重大资产购买报告书(草案)》(以下简称"草案")中披露的词语或简称具有相同含义。

一、关于交易方案

草案披露,公司拟以支付现金的方式,通过境外SPV协议收购中化新所持有的HAC公司36%的股份。HAC在新加坡交易所上市,协议转让完成后,境外SPV将依据相关规则对HAC公司的全部剩余股份发起强制要约收购,强制要约的成功与否或最终的要约接受比例不影响本次协议转让的实施。

问题1:交易对方中化新原持有HAC公司65.2%的股份,交易完成后,其仍保留HAC29.2%的股份。同时,协议约定,交割后对HAC公司董事会进行重组,由买方提名4名非独立董事,由卖方提名2名非独立董事,另非执行董事及独立董事3名。请公司补充披露:(1)协议收购后,由交易对方保留标的公司较大比例股份的主要考虑;(2)协议转让后,公司与交易对方对标的公司的持股比例将较为接近,若后续要约接受比例较低,公司对交易对方所持标的公司剩余股份是否有进一步安排以确保对标的公司的控制地位;(3)结合标的公司董事会席位设置、日常决策机制、未来生产经营安排等,说明上市公司能否对标的公司实施有效控制。请财务顾问发表意见。

答复:

一、协议收购后,由交易对方保留标的公司较大比例股份的主要考虑

截至本回复出具日,HAC公司控股股东中化新持有HAC公司1,039,920,655股股份(约占HAC公司已发行普通股的65.20%)。根据《股份转让协议》,海南橡胶将以支付现金的方式,通过境外SPV收购中化新所持有的HAC公司574,204,299股已发行普通股股份(约占HAC公司已发行普通股的36.00%);海南橡胶将因此触发《新加坡收购与合并守则》规定的强制要约收购义务,在协议转让完成后以与本次协议转让相同的价格对HAC公司的全部剩余股份发起强制要约收购。根据《股份购买协议》的相关约定,中化新将不参与本次强制要约,并已发出不参与本次强制要约的不可撤销承诺函。因此,本次协议转让后,HAC公司原控股股东中化新将仍持有标的公司465,716,356股已发行普通股股份(约占HAC公司已发行普通股份的29.20%)。

1、保留部分股份符合中化新谋求国有资产增值保值的原则

根据HAC公司原控股股东中化新的说明,海南橡胶作为全球最大的集种植、加工、贸易于一体的天然橡胶跨国企业之一,通过本次交易控股HAC公司后,将充分发挥二者之间的协同效应,实现产业整合并形成优势互补,更高水平地整合全球橡胶资源;同时,基于对天然橡胶行业的复苏趋势及其在可预见的未来释放潜在财务价值可能性的积极预期,中化新保留一定比例HAC公司股份能够实现更多投资收益,符合国有资产增值保值的原则。

因此,在不影响上市公司对于标的公司实现有效控制的前提下,原控股股东中化新以其海外投资经验作为战略投资者继续持有HAC公司部分少数股权,待标的公司经营及盈利进一步提升、资产价值进一步增值后,可就少数股权部分获得更优估值及经济回报。

2、有利于标的公司控制权变更后的平稳过渡

本次交易前,HAC公司已被中化国际纳入一级控股参股公司管理范围。由中化新提名的执行董事担任HAC公司的首席执行官,负责HAC公司的日常运营和管理;并且在业务运营方面,自中化新收购HAC公司后将其作为海外天然橡胶资产平台,专注于天然橡胶业务,为中化国际经营天然橡胶的业务平台。

本次交易后,中化新以战略投资者的身份持有HAC公司29.20%的已发行普通股股份,将有利于维护HAC公司在控制权变更后生产经营保持稳定,完成核心管理团队的平稳过渡。同时,中化新可与海南橡胶共同为打造天然橡胶行业国际化头部企业贡献力量。

综上,交易双方寻求符合交易双方的商业诉求的相关安排,最终达成交易对方中化新在本次交易完成后保留HAC公司29.20%股权的结果,有利于HAC公司的未来持续稳健发展,不存在损害上市公司及中小股东利益的情形。

二、协议转让后,公司与交易对方对标的公司的持股比例将较为接近,若后续要约接受比例较低,公司对交易对方所持标的公司剩余股份是否有进一步安排以确保对标的公司的控制地位;

回复:

1、本次协议转让交割后,标的公司董事会将重组

本次交易完成后,中化新将持有HAC公司29.20%的股份,海南橡胶将通过境外SPV至少持有HAC公司36.00%的股份,至多持有HAC公司70.80%的股份。

根据《股份购买协议》的相关约定,本次协议转让交割后,双方应尽快并根据《新加坡交易所证券交易有限公司上市规则之主板市场规则》和《企业管理法2018》采取所有必要的措施(包括行使其投票权利)重组公司的董事会,即要求"(1)由买方提名4名非独立董事(包括1名执行董事);(2)由卖方提名2名非独立董事;(3)非执行董事及独立董事3名,其中一名独立董事应被指定为董事会独立主席"。

2、重组后的董事会结构可以实现海南橡胶对标的公司的控制

根据新交所上市规则,控股股东通常系指直接或间接持有上市公司15%及以上的投票权,或实际对上市公司进行控制的股东。本次交易中,海南橡胶将通过SPV持有标的公司36%以上的投票权,符合对控股股东的认定标准。同时,海南橡胶将通过公司治理机构安排实现对HAC公司的控制(具体详见本问题之"三、结合标的公司董事会席位设置、日常决策机制、未来生产经营安排等,说明上市公司能否对标的公司实施有效控制。"的回复内容)。

《公司治理规则》将独立董事定义为在行为、品格和判断方面具有独立性,且与公司、其关联公司、其主要股东或其高级职员没有任何关系,为了公司的最佳利益行使董事的独立业务判断。因此独立董事不被认为任何股东的一致行动人,也不被认为遵循任何股东的指示。

此外,由于独立董事是非执行董事,不参与公司的日常管理和运营。因此,相对于中化国际或任何其他股东,海南橡胶将被视为对董事会和公司拥有控制权,因为:(a)其能够确保(不包括独立董事)其在董事会中拥有最多的代表权;及(b)其董事会代表及管理人员负责公司日常管理及运营。

综上所述,董事会改组完成后,上市公司将可实现对董事会的控制。

3、本次协议转让交割后、本次要约完成前,海南橡胶能够对HAC公司的重大财务和经营决策事项施加重大影响,进而巩固对HAC公司的控制

根据《新加坡收购与合并守则》相关规定,本次强制要约收购期间,HAC公司须维持董事会成员稳定,故暂无法实施上述《股份购买协议》约定董事会改组。鉴于此,在协议转让交割完成后,交易对方将向HAC公司现有非独立董事发出通知,海南橡胶在交割日至要约收购完成前无法委派董事的期间,当HAC公司非独立董事对HAC公司的重大财务和经营决策事项进行决策时,应充分考虑并尊重新控股股东的意见。据此,在本次协议转让交割后、本次要约完成前,尽管上市公司尚未改组HAC公司董事会,但已能够通过交易对方向HAC公司提名的董事对HAC公司的重大财务和经营决策事项施加重大影响。

因此,本次协议转让完成后,在海南橡胶与交易对方对标的公司的持股比例较为接近的情况下,海南橡胶亦可通过公司治理机构安排实现对HAC公司的控制(具体详见本问题之"三、结合标的公司董事会席位设置、日常决策机制、未来生产经营安排等,说明上市公司能否对标的公司实施有效控制。"的回复内容)。此外,综合考虑本次要约价格、HAC公司近期股价表现,预计海南橡胶将通过本次强制要约进一步增持HAC公司的股份,从而增强对HAC公司的控制力。

此外,交易对方中化新已出具承诺说明,中化新在可预见的未来不存在主动谋求对标的公司Halcyon Agri Corporation Limited控制权的计划和安排。鉴于现阶段保留中化新对HAC公司的部分股权有利于保持HAC公司生产经营的持续性和稳定性,截至本回复出具日,中化新和海南橡胶对中化新所持HAC公司剩余股份不存在相关安排。

若后续对本次交易后的剩余股权有进一步的收购或者其他资本运作计划,上市公司将会依照相关法律法规的规定以及上市公司规范运作的要求,履行相应的内外部决策审批程序与信息披露义务。

三、结合标的公司董事会席位设置、日常决策机制、未来生产经营安排等,说明上市公司能否对标的公司实施有效控制。

本次交易完成后,上市公司将至少持有标的公司36.00%的股份,标的公司将成为上市公司的控股子公司,纳入上市公司的合并报表范围内。HAC公司作为新加坡上市公司,已具备成熟的运营及风险控制体系,海南橡胶将在遵循新加坡上市公司监管规则的前提下,通过公司治理安排、关键环节管理等方面对标的公司实施有效控制。

1、在公司治理结构层面对标的公司实施有效控制

根据《股份转让协议》,本次协议转让后交易双方将尽快重组标的公司董事会,详见本问题之"二、协议转让后,公司与交易对方对标的公司的持股比例将较为接近,若后续要约接受比例较低,公司对交易对方所持标的公司剩余股份是否有进一步安排以确保对标的公司的控制地位"的回复内容。同时,海南橡胶在完成上述HAC公司董事会席位设置后,通过其在HAC公司董事会的代表董事,将进一步开展相关工作加强对HAC公司的控制,包括但不限于:

(1)根据需要调整董事会的职责权限及议事规则;

(2)调整并授权重大事项审批决策权及制定相应的机制,将授权与考核相结合,纳入业绩和绩效评价范围;

(3)健全重大事项管理和报告制度、建立重大影响的突发事件报告制度,设置完善的法律责任追究制度。

2、在生产经营层面对标的公司实施有效控制

本次交易完成后,海南橡胶将从以下方面在生产经营层面对HAC公司实施控制:

(1)协同业务管理,海南橡胶将加强和HAC公司业务负责人交流机制,及时了解业务开展情况并制定业务协同计划。海南橡胶通过核心人员派驻增强对HAC公司业务环节的管理;例如,海南橡胶在种植环节派驻技术和管理人员,指导种植园运营管理;在加工环节,区域重叠的加工厂协同管理,双方优秀管理人员互派,优化工厂经营效率,发挥规模优势、提高运营水平;在贸易环节品牌独立,同时加强客户资源的共享。

(2)统一信息化管理,通过建立全球一体化的信息系统,具体包括但不限于建立统一的预算管理体系,明确预算目标掌握预算执行情况;建立统一的资金管理体系,建立大额资金调度管控制度;

(3)加强关键人员、内部控制环节管理:海南橡胶建立外派人员管理制度,建立外派境外企业经营管理人员定期述职和履职评估制度,在关键的财务、采购、销售、工厂管理、种植园管理等重要环节派驻管理人员,健全完善风险管理制度,加强资金管理、会计核算和审计等环节的控制;

(4)建立重大事项管理:设置境外企业定期汇报机制,健全境外企业重大事项管理和报告制度、建立境外企业重大影响的突发事件报告制度。

综上,结合本次交易完成后标的公司董事会席位设置、日常决策机制、未来生产经营安排等,上市公司可以对标的公司实施有效控制。

四、补充披露内容

上述相关内容已在修订后的草案"第一节 本次交易概况"之"八、交易对方保留标的公司股份的原因"中补充披露了交易对方仍保留部分股权的原因、对交易对方所持剩余股权不存在任何协议与安排以及交易完成后上市公司能够实现对标的公司的有效控制。

五、财务顾问核查意见

经核查,财务顾问中金公司认为:

1、中化新在本次交易完成后保留HAC公司29.20%股份,系交易双方寻求符合交易双方的商业诉求的相关安排。

2、本次协议转让完成后,上市公司可以在公司治理结构、日常生产经营层面通过有效安排实现对HAC公司的控制,交易双方目前尚无对中化新所持HAC公司剩余股份的进一步安排。

3、结合本次交易实施期间及本次交易后的董事会席位设置、本次交易完成后上市公司对HAC公司日常决策机制及未来生产经营等安排,预计上市公司能够在本次交易完成后对标的公司实施有效控制。

问题2:公司通过要约至多可能再取得HAC公司34.8%的股份,则本次交易的交易对价合计至多为3.56亿美元,境外SPV将通过自有和自筹资金完成本次收购。请公司补充披露:(1)若要约接受比例较高,标的公司是否可能因不满足上市条件而在新加坡交易所退市,公司对可能的后续私有化是否有相应安排;(2)上市公司2022年三季报货币资金余额为31.66亿元,本次收购及强制要约的相关资金的安排。请财务顾问、律师发表意见。

回复:

一、若要约接受比例较高,标的公司是否可能因不满足上市条件而在新加坡交易所退市,公司对可能的后续私有化是否有相应安排

1、标的公司可能因不满足持续上市义务(Continuing Obligation)而在新加坡交易所退市

根据新加坡《上市守则-主板守则》(SGX Rulebooks – Mainboard Listing Rules)("下称《上市守则》")723条,上市公司在任何时候的公众持股比必须不低于10%。同时,根据《上市守则》1105条,若在要约收购过程中,要约人及一致行动人宣布持股已经超过90%,则新加坡交易所(以下简称"新交所")可将上市公司股票停牌,直到公众股比恢复到不低于10%,以及公众股东人数不低于500人。其中,根据《上市守则》有关定义,"公众"指下列情形以外的主体:(1)发行人及其下属企业的董事、首席执行官、主要股东或控股股东;(2)前述第(1)项的关联方;(3)特殊目的收购公司的创始股东及管理层,以及该等主体的关联方。根据新加坡证券和期货法案的有关定义,主要股东指持股5%以上(含5%)的股东。

而若上市公司被新交所停牌,根据《上市守则》第724(2)条,新交所将允许上市公司在3个月内、或其他新交所允许的时长,以提升公众股比到至少10%或以上。若在限期之内上市公司无法将公众股比恢复到至少10%,交易所可能会将上市公司退市。

若本次要约接受比例较高导致上述无法满足上述持续上市义务,则标的公司股票将被新加坡交易所停牌。根据新交所主板《上市守则》第724(2)条的规定,新交所允许公众股比低于10%的公司在三个月内(或经另行批准的更长时间)将公众股比恢复到10%或以上且公众股东数达到500人或以上。因此,若本次要约接受比例较高,导致公众股比低于10%,标的公司无法保持上市公司身份时。新交所将要求标的公司使用必要手段在3个月之内恢复公众股比且公众股东人数至满足持续上市义务,标的公司可视需要向新交所提出申请以递延该时限。在恢复最低公众股比及公众股东人数的过程中,标的公司的股票无法正常交易,但不影响标的公司正常运营。若标的公司在规定时限内无法恢复公众股比及公众股东人数,新交所有权对标的公司实施强制退市摘牌,且可根据新交所主板《上市守则》第1306条和第1309条要求上市公司或其控股股东必须向全体股东发出退出要约(Exit Offer)。

综上,本次强制要约结束后若出现"标的公司公众股东所持股份下降至10%以下、且在规定时间内无法恢复公众持股比或公众股东人数至满足上市条件"的极端情形,则标的公司存在因不满足上市条件而在新加坡交易所退市的可能性。

2、海南橡胶对后续私有化的安排

截至目前,海南橡胶不存在主动对标的公司进行私有化的相关安排,若出现前述情形,海南橡胶将尽最大努力,采用符合监管要求的相应措施,包括向公众、特定获配售人或认购人发行新股份或进行股份转让,恢复标的公司公众股比及公众股东人数,促使标的公司维持上市公司地位。如后续出现根据新加坡证券监管规则要求必须对标的公司实现私有化和退市的情形,上市公司将依照相关法律法规的规定,履行相应的流程、内外部决策审批程序与信息披露义务。

二、上市公司2022年三季报货币资金余额为31.66亿元,本次收购及强制要约的相关资金的安排。

1、本次收购资金规模

根据目前交易方案,海南橡胶将以支付现金的方式,通过境外SPV以0.315美元/股的价格协议收购标的公司574,204,299股已发行普通股股份(约占标的公司已发行普通股的36.00%),对应的交易对价为180,874,354.19美元;海南橡胶将因此触发《新加坡收购与合并守则》规定的强制要约收购义务,在协议转让完成后以与本次协议转让相同的价格对HAC公司的全部剩余股份发起强制要约,鉴于中化新所持的剩余HAC公司股份将不参与强制要约,海南橡胶将通过境外SPV在强制要约至多取得HAC公司555,091,286股已发行普通股股份(约占HAC公司已发行普通股份的34.80%),即至多为强制要约支付174,853,755.09美元。

因此,本次交易预计总对价不超过355,728,109.28美元,即上市公司需要筹备资金额上限约为3.557亿美元,其中协议收购资金约1.809亿美元,强制要约资金约1.749亿美元。但是,上市公司是否需全额支付强制要约资金取决于强制要约的接纳情况。

2、本次收购资金来源

本次交易为现金收购,海南橡胶将通过自有资金和自筹资金方式筹集本次交易所需资金,并按照协议约定支付交易款项。其中,本次交易预计总对价的40%(即约1.423亿美元)为海南橡胶自有资金,剩余60%(即约2.134亿美元)为自筹资金。

① 公司自有资金

截至2022年9月30日,海南橡胶合并报表货币资金余额31.66亿元,截至2022年9月30日,上市公司合并报表口径资产负债率为51.92%,扣除使用权资产后实际资产负债率47.60%,财务杠杆率相对较低,且主要资产均未受限。

2021年度与2022年上半年,海南橡胶经营活动现金流出分别为169.168亿元与67.348亿元,平均每月经营活动现金流出14.096亿元与11.225亿元,海南橡胶在保证日常经营所需资金的前提下,自有资金可以支付现金1.423亿美元的交易对价。

②其他自筹资金

海南橡胶建立了良好的资信记录,与银行建立了良好的合作关系,报告期内,公司不存在逾期偿还贷款及债务违约的情况,融资渠道畅通,有较强的银行借款等融资能力。同时,海南橡胶控股股东为海南省农垦投资控股集团有限公司,实际控制人为海南省国资委,股东背景较强,与银行等金融机构联系密切。

截至本回复出具日,海南橡胶已就本次现金收购进行了相应准备,将通过并购贷款及自有资金相结合的形式满足收购资金需求,前期已获得各金融机构的贷款意向书,金融机构并购贷款相关程序正在审批中。

综上,海南橡胶就本次收购事宜已经做好了相关资金安排,上述安排符合境外并购融资惯例,具有可行性。

三、补充披露内容

上述相关内容已在修订后的草案"第一节本次交易概况"之"三、本次交易的具体方案"及"六、资金来源及过渡期损益安排"中进行补充披露。

四、财务顾问核查意见

经核查,财务顾问中金公司认为:

1、如本次交易要约比例较高导致标的公司不满足上市条件且无法在规定时间内恢复满足持续上市义务的,则标的公司存在从新交所退市的可能性。截至目前,海南橡胶不存在主动对标的公司进行私有化的相关安排,若出现前述情形,海南橡胶将尽最大努力恢复标的公司公众股比及公众股东人数,促使标的公司维持上市公司地位。

2、上市公司已经对本次交易的各项资金需求进行了相应的资金安排,该等资金安排具有合理性和可行性。

五、律师核查意见

经核查,大成律师认为:

如本次交易要约比例较高导致标的公司不满足上市条件且无法在规定时间内恢复满足持续上市义务的,则标的公司存在从新交所退市的可能性。截至目前,海南橡胶不存在主动对标的公司进行私有化的相关安排,若出现前述情形,海南橡胶将尽最大努力恢复标的公司公众股比及公众股东人数,促使标的公司维持上市公司地位

二、关于标的资产经营情况

问题3:草案披露,截至2022年6月末,HAC公司合并报表中未分配利润为-1.16亿美元,历史亏损金额较大。根据其间接控股股东中化国际2022年半年报,已累计对相关资产组计提商誉减值准备人民币10.46亿元。2021年、2022年上半年,HAC公司分别实现营业收入24.60亿美元、12.91亿美元,实现净利润1704.8万美元、430.1万美元,净利率分别为0.69%、0.33%;期间经营活动现金流量分别为-3355.6万美元和-2353.0万美元。请公司补充披露:(1)标的公司历史存在大额亏损的具体原因;(2)结合橡胶行业周期、标的公司经营发展情况等,量化分析标的公司2021年开始扭亏的具体原因,相应业绩增长是否具备可持续性;(3)结合经营活动现金流入和流出的具体项目变化情况,量化分析经营活动现金流持续净流出的具体原因;(4)结合上述问题及交易对方大额商誉减值的情况,说明本次交易是否符合《重大资产重组管理办法》第十一条关于增强上市公司持续经营能力的相关规定。请财务顾问发表意见。

回复:

一、标的公司历史存在大额亏损的具体原因

报告期各期/各期末,标的公司归属于母公司所有者的净利润情况及期末未分配利润情况如下:

单位:千美元

时间	未分配利润	归属于母公司所有者的净利润
2020年	-114,753	-53,776
2021年	-112,979	11,554
2022年1-6月/末	-115,737	1,042

注:标的公司2020年、2021年及2022年1-6月的财务数据按照新加坡国际财务报告准则(SFRS(I))相关规定编制,2020年度、2021年度的财务数据已经审计,2022年度1-6月财务数据未经审计。

截至2022年6月末,HAC公司合并报表中未分配利润为-115,737千美元,标的公司历史存在大额亏损的具体原因为会计准则变化、疫情原因导致的下游需求波动以及天然橡胶行业的周期性变化。具体如下:

1、历史上会计准则的变动

根据新加坡会计准则理事会要求,自2018年起,标的公司报表编制准则由新加坡财务报告准则(以下简称"FRS")转变为新加坡财务报告准则(国际)(以下简称"SFRS(I)"),主要会计政策变更包括:

(1)SFRS(I)要求就不打算汇入新加坡总部的外国来源收入确认相关递延所得税负债及所得税费用,而FRS准则下标的公司可不做确认。根据标的公司2018年度经审计财务报告,2018年相关事项对未分配利润的影响金额为-3,947千美元。

(2)SFRS(I)允许首次适用该准则的公司终止确认以前年度累计的外币报表折算差额。根据标的公司2018年度经审计财务报告,标的公司适用SFRS(I)后,共计77,448千美元的以前年度累计外币报表折算差额被调整至0,2018年年相关事项对未分配利润的影响金额为-77,448千美元。

综上,2018年起标的公司适用SFRS(I)对以前年度累积未分配利润的综合影响为-81,395千美元。

2、疫情原因导致的下游需求波动

2020年,标的公司归母净利润为-53,776千美元,未分配利润由2019年末-56,162千美元下降至2020年末-114,753千美元。标的公司2020年亏损主要系全球新冠疫情爆发,封锁政策导致标的公司下游企业停工、采购减少以及需求减弱,标的公司销量自2019年的127.9万吨同比下降7.2%至2020年的118.6万吨。

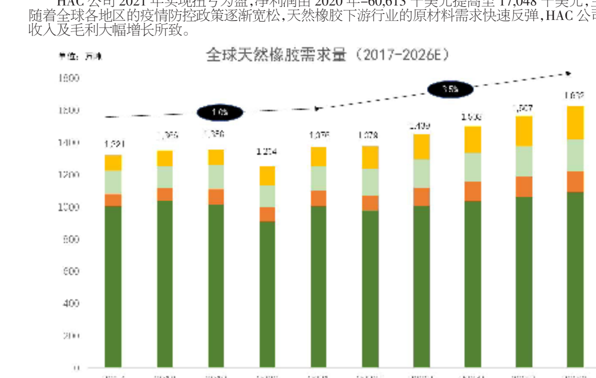
3、天然橡胶行业的周期性变化

标的公司主营业务为天然橡胶种植、加工与销售,其经营业绩受天然橡胶的价格波动影响较大。受全球宏观经济政策及乘用车市场需求影响,橡胶大宗商品的价格波动较为明显,以上期所交易的天然橡胶期货为例,天然橡胶期货的收盘价从2017年初 最高22,000元/吨最低跌至2020年4月不足10,000元/吨,目前又逐步回升至13,000元/吨。因此天然橡胶行业的周期性变化导致标的公司业绩表现存在波动且部分年度出现亏损。

二、结合橡胶行业周期、标的公司经营发展情况等,量化分析标的公司2021年开始扭亏的具体原因,相应业绩增长是否具备可持续性

1、标的公司2021年扭亏的具体原因

HAC公司2021年实现扭亏为盈,净利润由2020年-60,613千美元提高至17,048千美元,主要系随着全球各地区的疫情防控政策逐渐宽松,天然橡胶下游行业的原材料需求快速反弹,HAC公司营业收入及毛利大幅增长所致。



数据来源:ANRPC、经济学人数据库

2021年,标的公司营业收入为2,459,821千美元,较2020年同比增长43.95%。其中,标的公司天然橡胶销量达137.2万吨,同比增长15.7%;销售平均价格达1,791美元/吨,同比增长24.38%。受销量增加叠加天然橡胶价格上涨推动,2021年,标的公司营业毛利为162,873千美元,较2020年同比增长60.36%。

同时,标的公司进一步加强了成本管控,通过一系列降本增效优化管理措施提升盈利能力,毛利率由2020年5.94%提升至2021年6.62%。标的公司优化组织结构、精简机构,2021年管理费用同比下降13.53%。

此外,按照新加坡财务报告准则(SFRS(I)),标的公司以公允价值计量的资产主要包括存货、生物性资产及投资性房地产。随着2021年天然橡胶大宗商品价格的回升,标的公司于2021年末的存货、生物性资产及投资性房地产的公允价值变动合计为23,902千美元,较2020年末的19,287千美元上升约24%,该等资产公允价值变动的上升亦对标的公司的扭亏形成了助力。

2、标的公司未来业绩预计具备可持续性

(1)天然橡胶行业具有周期性,天然橡胶供需关系改善

近年来,全球天然橡胶市场处于供给稍大于需求的态势。根据天然橡胶生产国联合会(以下简称"ANRPC")的统计及其他公开信息,在需求端,受疫情影响,天然橡胶下游产业对天然橡胶的需求持续放缓,2017年至2021年的年复合增长率仅为1%左右;供给端方面,由于2010-2012年间橡胶价格处于高位,促使主产国大幅增加种植面积,使得天然橡胶的供需比在2017年达到高位,为1.0250:1,而在2017年之后,随着橡胶价格走低,主产国新种面积显著降低,使得天然橡胶的供需比在2021年降低至1.0087:1。

展望未来,随着疫情过后全球主要经济体纷纷开展新一轮的基建投资提振经济,预计2022年至2026年间全球天然橡胶需求量将加速增长。根据ANRPC的统计及其他公开信息,天然橡胶的需求量将由2021年的1,376万吨快速增长至2026年的1,632万吨,年复合增速约为3.5%,高于2017年至2021年1%。但是,由于天然橡胶的生产存在周期性,全球天然橡胶的供给量往往不能快速地随着需求量的提升而同步增长,故预计未来短期内全球天然橡胶的需求量增速将持续高于供给量增速,供需关系的扭转将促使销售单价将持续上涨,进而使得天然橡胶企业的盈利能力将得以改善。此外,从需求结构上来看,未来主要经济体新一轮的基建投资将拉动商用车需求量的上升,预计汽车轮胎仍为天然橡胶下游核心需求。考虑到标的公司与全球主要轮胎厂商已建立了深厚的合作关系,预计标的公司可以从下游行业的复苏增长中相对率先受益。

(2)标的公司已形成"种植-加工-销售"全产业链及全球化布局优势

HAC公司系全球头部天然橡胶加工企业,天然橡胶2021年总销量约137万吨,已形成"种植-加工-销售"全产业链及全球化布局优势。

种植环节方面,HAC公司主要布局于泰国、印度尼西亚及非洲新兴产地,总计拥有约60万亩的天然橡胶种植面积,目前年产量约为2万吨。加工环节方面,HAC公司在泰国、印度尼西亚、中国、喀麦隆、科特迪瓦等地区共有37座加工厂,2021年的天然橡胶加工规模位居全球第二。同时,标的公司的加工厂已形成标准化的生产管理体系,建立了业内较高水准的HeveaPro标准,品牌认可度较高。销售环节方面,HAC公司采取以终端客户销售为主、贸易分销业务为辅的业务模式,其中终端客户销售方面,依托HeveaPro生产标准,标的公司目前已有超过80%的下属加工厂获得了包括米其林、固特异、普利司通、德国马牌轮胎等在内的全球前十大轮胎厂商的产品认证,并与该等客户建立了长期合作关系,该等头部客户资源有助于保障产品销路、获取销售溢价并提升品牌效益。

(3)海南橡胶与中化国际股东的共同股东支持

本次交易完成后中化新仍为HAC公司第二大股东,将与海南橡胶对标的公司在包括管理、技术等多方面给予支持,有利于实现产业整合并形成优势互补,提升标的公司运营效率。进一步提升标的公司对产业上下游的影响力,进一步增强在天然橡胶产业链的优势。

综上,结合橡胶行业周期、标的公司经营发展情况等,标的公司2021年扭亏主要系天然橡胶下游行业的需求快速反弹,标的公司及时抓住市场机遇,执行降本增效、提升运营效率等经营举措,实现营业收入及毛利大幅增长,相应业绩增长具备可持续性。

三、结合经营活动现金流入和流出的具体项目变化情况,量化分析经营活动现金流持续净流出的具体原因

2020年、2021年及2022年1-6月,标的公司经营活动现金净流出分别为-1,528千美元、-33,556千美元及-23,530千美元。具体情况如下:

表 标的公司报告期经营活动现金流量情况

单位:千美元

项目	2022年1-6月	2021年	2020年
税前净利润	12,060	16,347	-56,417
折旧与摊销	14,997	33,459	32,772
退休福利费	2,077	3,705	4,304
净财务费用(收入)	14,025	19,516	25,399
经营性租赁负债利息	213	–	–
未变现的远期商品合约和库存的公允价值(收益)/损失	-6,501	-13,911	13,992
投资性房地产公允价值变动收益	–	-1,651	-793
生物资产公允价值变动收益	–	-6,777	-3,454
未实现汇兑(收益)/损失	1,771	-1,007	6,123
固定资产减值转回	–	–	-113
处置固定资产、种植园资产和投资性房地产产生的收益	-10,528	-1,029	-43
固定资产核销	41	137	95
金融资产减值损失	-15	1,445	644
处置子公司产生的收益	–	-7,763	–
坏账准备损失转回	–	-1,837	5,757
长期股权投资损失/(收益)	344	204	-253
营运资本变动前经营活动现金流	28,484	40,838	28,013
应收账款及其他应收款变动	-7,644	-14,474	-16,428
存货变动	-44,367	-100,520	-20,835
应付账款及其他应付款变动	2,799	41,402	870
经营活动使用现金	-20,728	-32,754	-8,380
收到利息	–	837	1,045
支付所得税/所得税退款	-2,802	-1,639	5,807
经营活动产生的现金流量净额	-23,530	-33,556	-1,528

注:标的公司2020年、2021年及2022年1-6月的财务数据按照新加坡国际财务报告准则(SFRS(I))相关规定编制,2020年度、2021年度的财务数据已经审计,2022年度1-6月财务数据未经审计。

2020年-2022年1-6月标的公司营运资本变动前的经营活动现金流均为净流入,历史期间净经营活动现金流受到营运资本占用的负面影响,因此均为流出状态。具体原因如下:

2020年,标的公司经营活动现金流净流出的主要原因为受到疫情影响存货占用营运资本增大,同时应收账款和其他应收账款亦略有增加。当年标的公司的税前净亏损为56,417千美元,扣除不涉及现金流入/流出的损益类项目后,营运资本变动前经营活动现金流入金额为28,013千美元。2020年标的公司应收账款及其他应收款余额增加16,428千美元,存货余额增加20,835千美元,应付账款及其他应付款余额增加870千美元,考虑营运资本的投入后经营活动使用现金金额为-8,380千美元。2020年,标的公司收到利息现金流入为1,045千美元,收到所得税退款为5,807千美元。上述因素综合影响使得经营活动产生的现金净流出金额为1,528千美元。

2021年,标的公司经营活动现金流净流出的主要原因为营运资本特别是存货占用的进一步增大,其中1)天然橡胶库存量由2020年底的23.1万公吨增长至26.7万公吨;2)2021年天然橡胶平均市场价格上涨27%,导致存货价值上涨。当年标的公司经营情况转好,税前净利润为16,347千美元,扣除不涉及现金流入/流出的损益类项目后,营运资本变动前经营活动现金流入金额为40,838千美元。销售规模增加导致期末应收账款与其他应收款余额相应增加14,474千美元。同时,天然橡胶库存量由2020年底的23.1万公吨增长至26.7万公吨,天然橡胶平均销售价格上涨24%,综合导致标的公司对存货的投入增加100,520千美元。而标的公司对天然橡胶的需求加大、预收款项增多导致应付账款及其他应付款余额增长41,402千美元。考虑营运资本的投入后经营活动使用现金金额为-32,754千美元。2021年,标的公司收到利息现金流入为837千美元,支付所得税金额为1,639千美元。上述因素综合影响使得经营活动产生的现金净流出金额为33,556千美元。

2022年1-6月,标的公司经营活动现金流净流出的主要原因与2021年基本一致。当年1-6月标的公司税前净利润为12,060千美元,扣除不涉及现金流入/流出的损益类项目后,营运资本变动前经营活动现金流入金额为28,484千美元。标的公司对应收账款与其他应收款的投入增加7,644千美元,对存货的投入增加44,367千美元,应付账款及其他应付款余额增长2,799千美元。考虑营运资本的投入后经营活动使用现金金额为-20,728千美元。2022年1-6月,标的公司未收到利息相关现金流入,支付所得税金额为2,802千美元。上述因素综合影响使得经营活动产生的现金净流出金额为23,530千美元。

综上,标的公司报告期内经营活动现金流持续净流出主要系因标的公司持续对营运资金的投入所致。具体而言,报告期内标的公司业务规模上升,销售有所增长,一方面导致标的公司采购及存货投入增加,另一方面应收款项增加。未来,标的公司将持续优化营运资金管理,以使得在业务规模持续上升的同时,经营活动现金流量持续处于合理水平。

四、结合上述问题及交易对方大额商誉减值的情况,说明本次交易是否符合《重大资产重组管理办法》第十一条关于增强上市公司持续经营能力的相关规定

1、中化国际商誉减值计提情况

根据HAC公司间接控股股东中化国际2022年半年报,截至2022年6月末,中化国际合并层面天然胶资产组商誉成本为30.51亿元,已计提减值准备10.46亿元,净额20.06亿元;HAC公司合并层面天然橡胶资产组商誉净额19.20亿元。中化国际天然橡胶资产组商誉为中化国际及子公司历年并购天然胶相关公司股权时产生,购买股权时支付对价大于被投资企业可辨认净资产公允价值的金额确认为商誉。

中化国际天然橡胶资产组商誉主要包括2008年收购GMG GLOBAL LTD.(以下简称"GMG")股权形成约6.07亿元商誉;2010年GMG收购TECK BEE HANG CO.,LTD股权形成约0.38亿元商誉;2016年中化国际收购HAC公司形成约17.42亿元商誉,其中因HAC公司历史并购产生的商誉约12.59亿元;2018年HAC公司收购PT Pulau Bintan Djaya等公司股权形成约6.61亿元商誉[1]。

[1] 上述金额均按2022年6月30日汇率折算得出

根据《企业会计准则第8号——资产减值》相关规定,中化国际每年均聘请第三方评估机构对天然胶资产组进行商誉减值测试,相关资产组的可收回金额按照预计未来现金流量的现值确定,减值准备金额按中化国际含商誉的天然胶资产组账面价值与可回收金额之间的差额确定。HAC公司历史上并购产生的商誉主要来自于2014年的收购活动,因在可预见的2015年,胶价呈现巨大滑坡,HAC公司在当时的收购价格考虑了短期天然橡胶行业的下降态势。同时,在HAC公司2018年收购PT Pulau Bintan Djaya等公司时,天然橡胶价格跌至低位,HAC在当时的收购价格亦考虑了胶价和可预见的未来低迷的行业情况。而2016年中化国际收购HAC公司时,天然橡胶价格回暖,整体态势平稳向好,在可预见的2017年,橡胶价格亦按照预期迎来小高潮。综前,HAC公司及中化国际在历史期间执行收购活动时的收购价格均结合并充分考虑了当时的市场环境和短期市场预测。但是,受天然橡胶价格下降的影响,中化国际于2018年末对天然橡胶资产组的商誉金额计提减值6.50亿元,2021年末对天然橡胶资产组的商誉金额计提减值3.51亿元。

2、本次交易符合《重大资产重组管理办法》第十一条关于增强上市公司持续经营能力的相关规定

标的公司拥有优质天然橡胶加工资源,管理团队经验丰富,具有精细化市场运作能力,已形成覆盖种植-加工-销售的全产业链和全球主要地区的布局,其种植端主要布局在喀麦隆,加工端位于印尼、泰国和中国,且已构建覆盖欧洲、北美和亚洲的全球销售网络。通过本次交易,上市公司将实现产业整合并形成优势互补,提升对产业上下游的影响力和市场话语权,进一步强在天然橡胶产业链的竞争优势,更高水平地整合全球橡胶资源,提高公司业务的国际化水平,提高上市公司的持续经营能力。

(1)全球天然橡胶市场预计未来供需关系将持续扭转,供需关系改善将提高天然橡胶企业的盈利能力

中小型天然橡胶加工企业和民营胶园栽培管理技术落后,产量较低且资源、资金优势不足,在近年来天然橡胶价格缺乏吸引力的背景下,中小型企业减产或停产,进一步推动行业内整合,亦推动头部企业之间的并购整合,导致天然橡胶加工行业市场集中度不断提升,预计未来行业仍将处于整合状态。同时,考虑到天然橡胶的复苏将带动农户及种植园加大天然橡胶的种植力度,结合天然橡胶生产的周期性,预计全球天然橡胶行业可能在未来逐步迎来新的需求高点。

(2)本次交易将增强海南橡胶对海外加工及种植资源的掌握力

2021年,海南橡胶实现营业收入约153亿元,总加工产能达到约50万吨,拥有橡胶林木252万亩,其他经济林木34万亩,已成为我国最大的天然橡胶种植加工全产业链布局企业之一。但是,目前海南橡胶的加工及种植资源主要集中于国内,海外布局程度相对较低。通过本次交易,海南橡胶对海外加工及种植资源的掌握力将得到大幅增强。

具体而言,在加工资源方面,海南橡胶将获取HAC公司主要位于海外,约143万吨的加工产能,该等海外产能的获取将帮助海南橡胶有效提升在全球天然橡胶加工环节的影响力;在种植方面,海南橡胶将获取HAC公司位于西非地区(包括:喀麦隆、科特迪瓦等地)的上游种植园,较东南亚等天然橡胶传统产区,西非区种植园由于树龄年轻,单产效率更高等原因,将有望在未来成为全球天然橡胶的主产区,此时布局西非上游种植资源将有助于海南橡胶在未来进一步扩大对全球优质天然橡胶上游种植资源的掌控力。此外,HAC公司与全球头部轮胎客户建立了深厚的合作关系,且贸易网络遍布全球,本次交易亦将为海南橡胶带来新的销售渠道与优质客户

(3)本次交易将为上市公司在生产及销售端多个环节提供协同效应

HAC公司系全球头部天然橡胶企业,2021年实现营业收入24.6亿美元,天然橡胶总销量约为137万吨,已形成"种植-加工-销售"全产业链及全球化布局。标的公司与上市公司在生产及销售端多个环节存在较强的协同效应,具体如下:

如前所述,在生产端,收购HAC公司可协助海南橡胶布局新兴产区种植资源及海外加工资源。标的公司目前总计拥有约60万亩的天然橡胶种植面积,主要布局于西非新兴产地,年产量约为2万吨。虽然标的公司的上游种植资源无法完全为其中游生产承担保供任务,但标的公司计划以其种植园为示范带动当地的种胶产业,实现原材料全球统筹。本次交易完成后,海南橡胶将得以打入全球天然橡胶新兴产地,形成"国内+海外"种植面积超过300万亩的种植资源布局。同时,标的公司位于全球的37个加工厂拥有约143万吨的加工产能并已形成标准化的生产管理体系,建立了业内较高水准的HeveaPro标准并实现稳定输出,本次交易完成后,海南橡胶可引入HAC公司高标准生产管理体系,协助海南橡胶提升自身加工厂的生产管理能力。

在销售端,标的公司目前的销售模式以终端客户销售为主,贸易分销业务占比较小。具体而言,在终端客户销售方面,HAC公司的大部分加工厂已取得了包括米其林、固特异、普利司通、德国马牌轮胎等在内的全球前十大轮胎企业的产品认证,全球前十大轮胎企业的销售额约占HAC公司总销售额的30%,本次交易的实施将帮助海南橡胶实现对下游高端客户资源的拓展;在贸易分销业务方面,HAC在欧洲、北美占据领先的市场份额,且通过提供供应链增值服务获取了广泛的客户群,收购标的公司有助于海南橡胶拓展欧美市场。考虑到海南橡胶的贸易业务主要依托R1公司开展,以新加坡为核心延伸至其他亚洲国家,对欧美的布局相对不足,本次交易完成后,海南橡胶在欧美地区的天然橡胶贸易业务将得到有效补强,从而进一步提升海南橡胶的品牌及国际影响力,打造全球贸易能力。

综上,本次收购交易对上市公司而言存在多方协同效益,预计随疫情影响减弱,行业向好发展,本次收购成功将有助于增强上市公司在天然橡胶产业加工能力、品牌及全球化贸易的优势,增强上市公司持续经营能力,符合《重大资产重组管理办法》第十一条关于增强上市公司持续经营能力的相关规定。

五、补充披露内容

1、已在修订后的草案"第九节 管理层讨论与分析"之"四、标的公司盈利能力分析"之"(七)标的历史存在大额亏损的原因分析"中补充披露标的公司历史存在大额亏损的具体原因。

2、已在修订后的草案"第九节 管理层讨论与分析"之"四、标的公司盈利能力分析"之"(四)毛利率和净利率"及"(八)标的公司业绩可持续性分析"中补充披露对标的公司2021年开始扭亏的量化分析及具体原因,并披露相应业绩增长是否具备可持续性。

3、已在修订后的草案"第九节 管理层讨论与分析"之"四、标的公司盈利能力分析"之"(六)标的公司现金流分析"中补充披露对标的公司经营活动现金流持续净流出的量化分析及具体原因。

4、已在修订后的草案"第九节 管理层讨论与分析"之"五、本次交易对上市公司持续经营能力、未来发展前景的影响"之"(一)本次交易对上市公司的持续经营能力影响的分析"中进一步披露本次交易是否符合《重大资产重组管理办法》第十一条关于增强上市公司持续经营能力的相关规定。

六、财务顾问核查意见

经核查,财务顾问中金公司认为:

1、标的公司历史存在大额亏损的具体原因主要是为会计准则变化、疫情原因导致的下游需求波动以及天然橡胶行业的周期性变化。

2、结合橡胶行业周期、标的公司经营发展情况等,标的公司2021年扭亏主要系天然橡胶下游行业的需求快速反弹,执行降本增效、提升运营效率等经营举措,使得HAC公司营业收入及毛利大幅增长;此外HAC公司存货等资产公允价值变动的上升亦对标的公司2021年扭亏有所贡献。标的公司相应业绩增长具备可持续性。

3、经营活动现金流持续净流出主要系标的公司持续对营运资金的投入所致。

4、标的公司作为全球头部天然橡胶加工企业,已形成"种植-加工-销售"全产业链及全球化布局优势。随着未来橡胶行业供需关系改善以及上市公司逐步产业整合形成优势互补,本次交易有利于增强上市公司持续经营能力,不存在可能导致上市公司重组后主要资产为现金或无具体经营业务的情形。

问题4:草案披露,截至2022年6月末,HAC公司商誉价值为2.86亿美元,占总资产之比为23.81%。2020年至今均未对商誉确认减值。请公司:(1)列表披露主要被投资单位名称或形成商誉的事项及对应商誉账面金额;(2)结合相关被投资单位的经营业绩、报告期内减值测试的关键参数等信息,充分评估商誉减值风险,并说明未计提商誉减值是否合理审慎。请财务顾问、会计师发表意见。

回复:

一、列表披露主要被投资单位名称或形成商誉的事项及对应商誉账面金额

截至2020年末和2021年末,HAC公司披露的主要被投资单位名称或形成商誉的事项及对应商誉账面金额情况如下:

单位:千美元

资产组名称	商誉账面金额	形成原因
HRC Group(以下简称HRC)	252,110	HAC公司非同一控制收购PT Heaea GE、Anson Company (Private) Limited、PT Sumber Alam、PT Sumber Djantin和PT Pulau Bintan Djaya
Sinrio Group(以下简称SINRIO)	4,491	HAC公司非同一控制收购New Continent Enterprises (Private) Limited
Corrie MacColl Group(以下简称CMC)	29,778	HAC公司非同一控制收购Corrie MacColl Deutschland GmbH、Corrie MacColl Malaysia Sdn. Bhd.、Corrie MacColl Europe B.V.和Corrie MacColl North America, Inc.
合计	286,379	

二、结合相关被投资单位的经营业绩、报告期内减值测试的关键参数等信息,充分评估商誉减值风险,并说明未计提商誉减值是否合理审慎

1、安永会计师事务所的审计情况

HAC公司为注册在新加坡并已在新交所上市的公众公司,其2020年度、2021年度的财务数据按照新加坡国际财务报告准则(SFRS(I))以及新加坡审计准则(SSA)相关规定编制,并已经Ernst & Young LLP(安永会计师事务所)审计,出具了标准无保留意见的审计报告,认为公司的财务报表已按照1967年公司法(the Companies Act 1967)和SFRS(I)的相关规定编制,真实、公允的反映出公司截至2021年12月31日的财务状况以及截至该日止年度的财务表现、现金流以及公司的所有者权益变动情况。

在2020年、2021年财务报表审计中,安永重点关注了商誉减值的合理性和减值金额的准确性。因为商誉形成的资产组的减值测试依赖于资产组的预期未来现金流量,且减值过程主要依赖于管理层对未来市场趋势、宏观经济形势以及资产组的运行情况所作出的重大判断,因此安永在2020年度和2021年度财务报表审计报告均该事项作为关键审计事项。

相关披露具体如下:

"管理层应用的假设包括未来市场及经济形势的判断,比如天然胶价格预测、销量预测、单吨毛利预测,增长率和税前折现率。安永基于现金贡献分部的历史业绩以及行业报告评估并复核了这些假设,同时利用专业评估专家的专业能力对管理层的评估方法及具体假设进行了判断。

安永审查了管理层在确定商誉分配到现金贡献分部的变化情况,同时获取并评估了管理层对于关键假设变量的敏感性分析。安永重新进行了敏感性测算,以量化如需减值所反映的模型下行变化区间。"

对关键假设的复核情况具体如下:

"增长率:预估的增长率主要基于行业研究报告,并未超出与资产组相关行业的长期平均增长率;

税前折现率:折现率代表评估的每个资产组当前市场的特定风险,并考虑了货币时间价值以及未纳入现金流量估算过程中的基础资产的个别风险。

天然橡胶价格:预估的价格主要基于已发布外部行业报告的预估价格。

单吨毛利:预估的单吨毛利主要基于未来年度估算。

总体结论:管理层用于确定可收回价值的上述假设的变更可能会对评估结果产生重大影响。HAC公司管理层认为,上述关键假设中任何的合理变化都不会导致资产组的账面价值大幅超过其可收回金额。"

2、商誉减值会计政策

非同一控制下企业合并,购买方对合并成本大于合并中取得的被购买方购买日可辨认净资产公允价值份额的差额确认为商誉。

在合并日,HAC公司将商誉总额划分为不同的资产组,且相关的的资产组应当是能够从企业合并的协同效应中受益的资产组(资产组的账面价值包括资产和商誉的分摊金额),但不应当大于所确定的分部报告。

企业合并形成的商誉,无论是否存在减值迹象,公司都应于每年年终进行减值测试。用资产组的账面价值减去资产组的可回收金额确定减值损失。如果资产组的可回收金额小于账面价值,则资产组发生减值,并需确认在损益表中,否则资产组未发生减值。减值金额一旦确认,后续将不能被转回。

如果商誉已分摊到某一资产组而且企业处置该资产组中的一项经营,则在确定处置损益时,与该处置经营相关的商誉应当包括在该处置经营的账面价值中,且商誉一定按照该项处置经营和该资产组的剩余部分价值的比例为基础进行分摊。

3、商誉减值测试方法

根据HAC公司2020年及2021年经审计财务报告,标的公司在报告期末按不同的资产组采用现金流折现进行减值测试,对不同资产组未来5年和永续期增长率来预计未来现金流量,将预计未来现金流量折现后计算出可回收金额。通过可回收金额分别与资产组的账面价值进行对比,可回收金额均大于账面价值,因此HAC公司2020年末和2021年末商誉未发生减值。

4、商誉减值测试过程使用的关键参数

(1)2020年末,HAC公司年报披露的商誉减值测试过程中的关键参数如下:

资产组	折现率(税前)	增长率
HRC	10%	3%
SINRIO	10%	4%
CMC	10%	3%

2021年末,HAC公司年报披露的商誉减值测试过程中的关键参数如下:

资产组	折现率(税前)	增长率
HRC	10%	3%
SINRIO	10%	4%
CMC	10%	3%

(2)经与HAC公司确认,HAC公司商誉减值测试过程中涉及的其他关键参数还包括天然橡胶销售价格、销量及单吨毛利。

①天然橡胶销售价格的预估主要依据国际橡胶研究组织(The International Rubber Study Group)等外部行业研究报告;

②销量主要根据分部历史销量、与主要客户的谈判情况和未来公司产品的销售方向等因素进行预估;

③单吨毛利主要根据分部历史毛利、与主要客户的谈判情况和产品的相对优势等因素进行预估。

④增长率主要参考世界银行发布的研究报告的数据同时考虑了通货膨胀的因素。

⑤折现率的计算是依据WACC模型来确定,具体计算过程为:

$WACC=Ke\times E/(E+D)+Kd\times D/(E+D)$

Ke:股权资本成本

Kd:税后债务成本

E:股权资本的市场价值

D:有息债务的市场价值

Ke采用资本资产定价模型(CAPM)计算确定,即:$Ke=Rf+\beta\times(Rm-Rf)+Rs$

Rf:无风险报酬率

Rm-Rf:市场风险溢价

β:被评估单位的风险系数

Rs:公司特有风险收益率

WACC模型有关参数的选取过程:

A、无风险报酬率

无风险报酬率(Rf)主要以每个基准日最近10年期国债到期收益率为基础,根据每个资产组所在主要市场选取,即印度尼西亚、英国、中国的无风险利率。

B、市场风险溢价

市场风险溢价(Rm-Rf即ERP)反映的是投资者因投资风险相对较高、成熟的资本市场要求的高于无风险报酬率的风险补偿。

成熟的资本市场的市场风险溢价是根据相关股票市场的平均收益差来确定的。

市场风险溢价根据HAC公司每个资产组所在的主要市场选取,即选取印度尼西亚、英国、中国的市场风险溢价。

C、β系数

HAC公司选取了业务涉及天然橡胶的种植、生产、加工与分销。标的公司通过彭博数据查询出行业内相似业务公司可比公司已调整的剔除财务杠杆后的β系数(简称βU),然后以这几家企业的βU的平均值为测算过程中使用的βU。用参照公司平均的βU系数作为HAC公司的无财务杠杆β系数,基于行业平均股权、债权结构比例计算出HAC公司的财务杠杆的βL系数,计算公式为:$\beta L=\beta U\times[1+(1-T)D/E]$。

最后运用WACC模型计算加权平均资本成本,根据WACC模型公式,$WACC=ke\times[E\div(D+E)]+kd\times(1-t)\times[D\div(D+E)]$。付息债务kd利用HAC公司加权平均贷款利率,计算出折现率。

5、HAC公司各报告期内各分部的经营业绩情况

项目	CMCI分部		HRC分部	
	2021年度	2020年度	2021年度	2020年度
销量(单位:千吨)	370.3	349.8	1,057.5	881.5
收入(单位:百万美元)	711.2	532.3	1,746.3	1,175.3
毛利(单位:百万美元)	65.2	27.2	94.1	80.3
净利润(单位:百万美元)	18.9	-4.9	-1.0	-9.9

注1.根据HAC公司2019年年度报告,由于HRC资产组和SINRIO资产组具有业务相似性,因此HAC公司管理层在2019年度对该两个资产组进行了整合,年报分部信息中统称为"HRC分部"。

注2. CMC分部可为CMCP和CMCI分部,由于CMC资产组形成的商誉归属于CMCI分部,因此以上经营业绩列示CMCI分部信息。

注3.上述表中的分部净利润未考虑各分部之间内部交易情况。

从2020年度至2021年度,随着全球疫情防控政策的逐渐放松,全球天胶市场复苏,天然橡胶下游行业的原材料需求快速反弹。在这期间,CMCI分部销量增长5.86%,收入增长33.61%,毛利增长139.71%,净利润增长485.71%;HRC分部销量增长19.97%,收入增长48.58%,毛利增长17.19%,净利润增长89.90%。

2020年度标的公司天然橡胶销售量下降,主要是受新冠疫情影响,轮胎需求受挫,相应的天然橡胶需求减弱,下游企业停工,采购剧烈减少。至2020年第四季度,被压抑的天胶需求迅猛反弹,卡客车销量上升,下游客户倾向于加大备货,销量方有所反弹。2021年度,随着疫情封锁政策逐渐宽松,下游市场需求快速反弹,销量上升;同时全球天然橡胶由过去8年的供过于求转向供需平衡,且需求市场多元化,包括汽车轮胎、医用、共享经济、高铁减震、航空航天需求等,天然橡胶全年价格震荡上行。受销量增加和天胶价格上涨的推动,HRC分部净利润较2020年度有所增加,复苏趋势良好。

三、补充披露内容

已在修订后的草案"第九节 管理层讨论与分析"之"三、标的公司财务状况分析"之"(一)标的资产财务状况分析"中补充披露HAC公司主要被投资单位名称或形成商誉的事项及对应商誉账面金额。

四、财务顾问核查意见

经核查,财务顾问中金公司认为:

1、HAC公司在报告期末按不同的资产组采用现金流折现进行减值测试,对不同资产组未来5年和永续期增长率来预计未来现金流量,将预计未来现金流量折现后计算出可回收金额。通过可回收金额分别与资产组的账面价值进行对比,可回收金额均大于账面价值,因此HAC公司2020年末和2021年末商誉未发生减值。

2、2020年、2021年,标的公司HRC分部及CMCI分部销量、营业收入及毛利均呈现增长态势。根据标的公司披露的年度报告情况和与公司相关人员的访谈,同时考虑到安永的专业胜任能力等因素,HAC公司商誉减值测试过程的关键参数选取合理,商誉减值测试方法合理。

五、会计师核查意见

经核查,会计师中审众环认为:

1、HAC公司基于资产组其经营业绩实现情况以及上市公司未来的战略布局和各公司的经营发展趋势等因素,对三个资产组进行了评估,评估得出的各个资产组预计未来现金流量的现值(可回收金额)均大于账面价值,因而商誉未计提减值。

2、2020年、2021年,标的公司HRC分部及CMCI分部的销量、营业收入毛利均呈现增长态势。根据标的公司披露的年度报告情况和与公司相关人员的访谈,同时考虑到安永的专业胜任能力等因素,HAC公司商誉减值测试过程的关键参数选取合理,商誉减值测试方法合理。

问题5:草案披露,HAC公司2020年末、2021年末和2022年6月末的资产负债率分别为61.86%、64.90%和67.00%,高于同期上市公司的资产负债率42.90%、48.91%、48.08%。2022年6月末,HAC负债总额为13.89亿美元,主要为有息负债,包括短期借款7.23亿美元、长期借款4.06亿美元,此外永续债1.93亿美元,其中部分银行贷款协议及永续债发行文件包含控制权变更条款。请公司:(1)结合标的公司业务模式和历史发展情况,说明标的公司负债水平较高且持续上升的原因,后续是否仍存在大额资金投入需求;(2)补充披露控制权变更条款涉及的债务规模,标的公司是否已就本次交易取得债权人的同意或豁免,是否已有充足的资金安排应对可能触发的提前还款义务,相应偿付安排是否已在交易作价中予以考虑;(3)结合上述问题,说明交易完成后上市公司资产负债率是否处于合理水平,本次交易是否有利于提高上市公司资产质量、改善财务状况。请财务顾问、律师发表意见。

答复:

一、结合标的公司业务模式和历史发展情况,说明标的公司负债水平较高且持续上升的原因,后续是否仍存在大额资金投入需求

表 标的公司报告期末借款情况

单位:千美元

项目	2020年末	2021年末	2022年6月末
流动:			
营运资金贷款	463,524	601,820	649,923
定期贷款	373,191	32,371	72,900
流动贷款小计	836,715	634,191	722,823
非流动:			
营运资金贷款	–	–	7,467
定期贷款	174,180	452,727	399,083
非流动贷款小计	174,180	452,727	406,550
合计	1,010,895	1,086,918	1,129,373

注:标的公司2020年、2021年及2022年1-6月的财务数据按照新加坡国际财务报告准则(SFRS(I))相关规定编制,2020年度、2021年度的财务数据已经审计,2022年度1-6月财务数据未经审计。

1、标的公司资产负债率较高且持续上升原因

报告期各期末,HAC公司的资产负债率分别为61.86%、64.90%和67.00%,标的公司资产负债率较高且持续上升主要原因为行业普遍的营运资金周转模式,营运资金投入随着业务规模增加以及种植园及加工厂资产相对较重导致定期贷款规模较大。

(1)标的公司原材料采购、加工及分销业务模式导致营运资金借款增长较快

标的公司主要从事天然橡胶和乳胶的种植、采购、加工与分销。标的公司通过自采/三方采购获取原材料,再送往相应加工厂进行处理,产成品通过配套的销售渠道,以远期合同、现货交易及套期保值等销售模式,通过船上交货的方式送至销售客户。在前述业务流程中,标的公司在采购原材料时,一般需向供应商支付一定的预付款,而在销售环节中,标的公司会给予下游客户一定的账期,进而使得标的公司在日常运营中存在一定的营运资金需求。具体而言,标的公司的营运资金通常由短期循环贷款提供支持,主要用于向原材料供应商支付预付款,而此类资金通常在客户收款后90天左右回款,即标的公司的现金周转天数。此外,疫情期间物流不畅导致营运资金占用增加。

上述短期循环借款的期末余额对标的公司报告期各期末的资产负债率形成影响:报告期各期末,HAC公司的营运资金借款分别为463,524千美元、601,820千美元及657,390千美元,占报告期各期末总负债的比重分别为38.15%、44.95%及47.31%,占比有所上升。HAC公司的营运资金借款呈上升趋势,主要系HAC公司加大营运资本方面的投入,2021年随着全球各地区的疫情防控政策逐渐宽松,需要增加存货储备来应对预期销售增长,另外天然橡胶平均销售价格变动趋势也影响对存货的投入。

(2)种植园及加工厂资产相对较重导致定期贷款规模较大

截至2021年末,标的公司在全球共拥有4处种植园,种植面积为3.95万公顷;37家工厂,年总产能约为142.9万吨。HAC公司的定期贷款主要用于标的公司种植园业务的资本性支出。定期贷款还款期限较流动资金借款较长,与其融资资产的预期未来现金流状况相匹配。

报告期各期末,HAC公司的定期贷款分别为547,371千美元、485,098千美元及471,983千美元,占报告期各期末总负债的比重分别为45.06%、36.23%及33.97%。标的公司定期贷款有所减少,主要为公司偿还到期定期贷款所致。

2、未来主要资本投入情况

根据交易对方中化新的说明,标的公司未来资金投入主要为未成熟种植园的种植开发投入。截至2022年6月末,标的公司3.95万公顷的种植园中约有1.7万公顷尚未成熟,随着种植园逐渐成熟,预计每年维护投入将逐年下降,此外喀麦隆还有0.72万公顷种植园需要复种投入,标的公司计划每年复种700公顷,预计直至种植园成熟整体支出为7,000万至8,000万美金。此外,随着标的公司未来业务规模的增长,标的公司对营运资金的需求亦可能存在一定程度的上升。

综上所述,可预见范围内标的公司的资本投入主要集中于培育现有种植园。截至目前,标的公司未来预计不涉及大额资金投入需求。

二、补充披露控制权变更条款涉及的债务规模,标的公司是否已就本次交易取得债权人的同意或豁免,是否已有充足的资金安排应对可能触发的提前还款义务,相应偿付安排是否已在交易作价中予以考虑

1、控制权变更条款涉及的债务规模

根据HAC公司2022半年度报告及交易对方中化新确认,截至2022年6月末,标的公司涉及控制权变更条款的银行贷款共11家银行13笔贷款,尚未偿还债务本金及利息合计约为7.92亿美元,具体情况如下:

单位:百万美元

序号	借款方	涉及借款银行家数	涉及贷款笔数	待偿还本息金额
1	标的公司母公司	7	7	668.2
2	标的公司一家二级子公司A(主借款人)及两家三级子公司B、C(共同借款人)	1	1	35.1
3	标的公司一家三级子公司D	1	1	41.1
4	标的公司两家二级子公司E、F	1	1	4.9
5	标的公司一家四级子公司G	1	1	16
6	标的公司一家一级子公司H及一家二级子公司I	1	1	23.2
7	标的公司一家二级子公司J	1	1	3.8

注1:以上数据为HAC公司贷款台账数据

注2:基于商业秘密考量,具体借款主体信息以代号披露

注3:序号2贷款与序号6贷款为同一家贷款银行,序号4贷款与序号1中标的公司母公司其中一笔为同一家贷款行

2、取得债权人同意的进展及后续安排

本次交易自2022年11月17日于上海证券交易所及新加坡证券交易所公开披露后,HAC公司及交易对方即启动相关债权人通知及征询程序。截至本回复出具日,目前HAC公司及交易对方正积极与相关债权人进行沟通、落实获取本次交易同意函事项,HAC公司暂未取得相关债权人同意无须提前偿还的同意函。上述债权人同意事项存在不确定性,上市公司已在本次交易重组报告书"重大风险提示"之"三、财务相关风险"之"(三)资产负债率风险及控股股东变更引发的融资风险"予以提示。

3、应对潜在提前还款义务的资金安排

1)HAC公司将积极寻求替代性银行贷款融资

HAC公司作为全球化天然橡胶全产业链的大型企业,与其经营区域的各大银行和国际资本市场保持良好的合作关系,其潜在融资来源可为其他银行的替代贷款。标的公司近年向好的业绩表现为其必要时寻找替代融资奠定可行性。

2)海南橡胶与中化国际将共同提供必要股东支持

交易完成后,中化新仍持有HAC公司29.20%的股份,为HAC公司的第二大股东。根据《股份收购协议》约定,如标的公司需要转让或处置其信贷和/或债务,买卖双方将作出商业上合理的努力,就转让或处置公司信贷和/或债务进行谈判并达成安排,同时标的公司股东授信充足,将依法合规提供必要的支持。

3)永续债不涉及控制权变更提前还款义务

根据标的公司永续债发行条款及境外律师确认,如果标的公司发生控制权变更,且出现SIC信用评级的下调,标的公司可以选择以书面形式向全部债券持有人、受托人和本金支付代理人发出不可撤销通知,支付101%的本金连同到赎回日的累计派息。若标的公司不选择赎回,将依据实际情况判断控制权变更是否将触发票面利率跳升机制。是否选择赎回主动权在发行人,故永续债不涉及控制权变更提前还款义务。

4、本次交易作价与债务偿付安排

本次交易的作价以东洲评估出具的并经海垦控股集团备案的《估值报告》为参考,并经本次协议转让交易双方友好协商确定。根据东洲评估出具的并经海垦控股集团备案的《估值报告》,截至估值基准日2021年12月31日,上市公司比较法下HAC公司的股东全部权益价值为71,000.00万美元,扣除永续债后的股东全部权益价值为50,920.00万美元(按照基准日中国人民银行公布的美元兑人民币汇率1:6.3757换算,约合人民币324,650.64万元),即0.320美元/股。基于《估值报告》并经交易双方友好协商,最终确定收购价格为0.315美元/股。

虽然本次交易估值采用上市公司比较法,交易定价未将触发控制权变更条款可能引发的标的公司相关债务提前还款风险纳入考虑,但鉴于触发控制权变更条款后提前还款的可能性,交易双方在《股份购买协议》约定,"若《股份购买协议》的签署和履行导致公司的债权安排和/或债务的转移或处置,协议各方应在《股份购买协议》签署之日后就标的公司的债权安排和/或债务的转移或处置尽合理商业努力进行协商并达成一致安排",即由买卖双方约定共同努力对标的公司提供合理的商业支持。因此本次交易未将上述债务偿付安排纳入本次交易作价考虑。

鉴于HAC公司与其所在经营区域的金融机构保持了良好的合作关系,预计融资渠道通畅,预计融资渠道通畅;交易后海南橡胶将对HAC公司的有息借款进一步梳理,依托自身作为海南省龙头国有企业的优势优化HAC公司的资产负债结构,降低偿债压力;同时中化国际也将依托第二大股东身份,依法合规为HAC公司提供相应支持。本次交易未将上述债务偿付安排纳入交易作价考虑预计不会对标的公司的生产经营、海南橡胶的整体利益造成实质影响。

三、结合上述问题,说明交易完成后上市公司资产负债率是否处于合理水平,本次交易是否有利于提高上市公司资产质量、改善财务状况

1、本次交易完成后上市公司资产负债率仍处于合理水平

本次交易完成后,标的公司将纳入上市公司的合并报表范围。截至2022年6月末,上市公司资产负债率为48.08%,标的公司资产负债率为67.00%。预计本次交易完成后上市公司的负债规模将有所上升,因尚未编制上市公司备考审阅报告,目前无法准确确定对上市公司资产负债率的影响。

假设上市公司以每股0.315美元/股价格收购标的公司70.80%的股权,收购对价以并购贷款支付60%,自有资金支付40%,且标的公司可辨认净资产的公允价值与账面价值基本一致,不考虑合并过程中可能形成的商誉,最终备考审阅报告结果与差异鉴证表不存在实质性差异,初步测算交易完成后上市公司合并层面的资产负债率约在60%-65%。

上市公司主要从事天然橡胶业务,包括橡胶种植、橡胶加工、橡胶木加工、橡胶销售等。从可比上市公司与标的企业所处经营区域、业务可比性角度来看,选取如下可比公司。具体资产负债率情况如下表所示:

表 可比公司资产负债率情况

公司名称	2021年末	2022年6月末
STA	43.20%	39.69%
Zeon	36.55%	34.13%
Batu	51.18%	50.96%
KMTR	63.50%	66.09%
广东农垦	60.24%	63.48%
平均数	50.93%	50.87%

2021年末、2022年6月末,可比公司资产负债率基本处于40%-65%的区间内,平均数约为50%左右。本次交易完成后,在前述假设前提下上市公司资产负债率预计上升至60%-65%,略高于行业平均水平,但与国内天然橡胶行业可比公司广东农垦基本一致,仍处于行业正常水平区间内。

考虑未来全球天然橡胶的需求量增速有望持续高于供给量增速,供需关系的预计扭转可能促使天然橡胶销售单价将持续上涨,进而使得天然橡胶企业的盈利能力将得以改善,进一步优化上市公司偿债能力。同时海南橡胶作为目前中国最大的天然橡胶生产企业,是国家天然橡胶战略资源安全"承载者",得到海南省国资委的政府支持,融资环境与条件相对有利,金融机构合作情况良好。此外,本次交易完成后,海南橡胶将对HAC公司的有息借款进一步梳理,依托自身作为海南省龙头国有企业的优势优化HAC公司的资产负债结构,降低偿债压力。

综上所述,本次交易完成后,海南橡胶资产负债率预计有所上升,但总体仍处于行业正常水平区间内,且海南橡胶将采取一系列措施降低偿债压力,预计整体偿债风险可控。

针对资产负债率较高相关风险,上市公司已在草案重大风险提示之"三、财务相关风险"之"(三)资产负债率风险及控股股东变更引发的融资风险"补充了针对资产负债率较高的风险提示,具体描述如下:"截至2020年末、2021年末和2022年6月末,标的公司资产负债率分别为61.86%、64.90%和67.00%,资产负债率较高。较高的资产负债率使得标的公司存在一定的财务风险,若标的公司持续融资能力受到限制或者未能及时、有效地做好偿债安排,可能面临偿债的压力从而使其业务经营活动受到不利影响。"

2、本次交易有利于提高上市公司资产质量、改善财务状况

(1)本次交易有利于提高上市公司资产质量

HAC公司作为全球头部天然橡胶加工企业,在天然橡胶种植、加工、销售的环节与海南橡胶均存在较强的协同效应。本次交易有助于海南橡胶在种植环节布局新兴产区、加工环节提升加工与管理能力,销售环节拓展优质客户资源并增强全球贸易业务,从而有助于改善上市公司资产质量。

1)种植环节方面,收购HAC公司可协助海南橡胶布局新兴产区

种植环节,海南橡胶目前拥有的橡胶林木主要位于国内,HAC公司主要布局于泰国、印度尼西亚及非洲新兴产地,总计拥有约60万亩的天然橡胶种植面积,目前年产量约为2万吨。虽然标的公司的上游种植资源无法完全为其中游生产承担保供任务,但标的公司计划以其种植园为示范带动当地的种胶产业,实现原材料全球统筹。本次交易完成后,海南橡胶将得以打入全球天然橡胶新兴产地,形成"国内+海外"种植面积超过300万亩的种植资源布局。

2)加工环节方面,收购HAC公司可协助海南橡胶提升生产管理能力

HAC公司已形成标准化的生产管理体系,建立了业内较高水准的HeveaPro标准并实现稳定输出,本次交易完成后,海南橡胶可引入HAC公司高标准生产管理体系,协助海南橡胶提升现有加工厂的生产和管理能力。同时通过收购HAC公司,海南橡胶成功进入天然橡胶的主要生产国家泰国以及西非新兴产地,有助于进一步获取当地优质天然橡胶原材料、熨平全球不同区域的天然橡胶产量波动带来的影响。

3)销售环节方面,收购HAC公司有利于海南橡胶拓展优质客户资源,实现全球化资源协同

销售方面,贸易方面,HAC公司采取以终端客户销售为主、贸易分销业务为辅的业务模式。具体而言,在终端客户销售方面,HAC公司下属加工厂已取得了包括米其林、固特异、普利司通、德国马牌轮胎等在内的全球前十大轮胎企业的产品认证,全球前十大轮胎企业的销售额约占HAC公司总销售额的30%,而HAC公司竞争对手中的泰国诗董取得全球前十大轮胎企业中九家企业的产品认证,广东农垦和泰国联益则均仅取得了全球前十大轮胎企业中五至八家企业的产品认证,该等差异反映出了HAC公司深厚的客户资源,本次交易的实施将帮助海南橡胶实现对下游高端客户资源的拓展;在贸易分销业务方面,HAC公司在欧洲、北美占据领先的市场份额,且通过提供供应链增值服务获取了广泛的客户群。考虑到海南橡胶的贸易业务主要依托R1公司开展,以新加坡为核心延伸至其他亚洲国家,对欧美的布局相对不足,本次交易完成后,海南橡胶在欧美地区的天然橡胶贸易业务将得到有效补强,从而进一步提升海南橡胶的品牌及国际影响力,打造全球贸易能力。

(2)本次交易有利于改善上市公司财务状况

鉴于标的公司为一家注册在新加坡并已在新交所上市的公司,上市公司目前尚未完成对标的资产的收购,无法按照上市公司适用的中国企业会计准则编制标的公司财务报告及审计报告,从而无法提供按照中国企业会计准则和公司会计政策编制的上市公司备考审阅报告,因此上市公司暂时无法准确披露本次重组对上市公司主要财务指标的具体影响。

报告期内,标的公司受全球疫情封锁政策逐渐宽松,下游市场需求快速反弹等多种因素影响盈利能力有所改善。同时标的公司将继续加强成本管控,压缩负债,优化融资结构,降低融资成本;根据整合协同情况进行业务优化,提质增效,进一步优化标的公司的盈利水平,为进一步改善上市公司财务状况作出贡献。

根据前述对天然橡胶行业趋势的分析,天然橡胶市场未来供需关系预计转好,本次交易可以帮助上市公司在行业供给稍大于需求的情况下扩大天然橡胶产能,以规模化效应进一步降低边际成本,降低成本费用,有利于上市公司在橡胶主产地的采收协同,推动在全球化加工能力的整体协同效益发挥,面向全球客户资源的渠道共享,提升销售能力,提升经营效率,不断改善上市公司财务状况。

四、补充披露内容

1、已在修订后的草案"第九节 管理层讨论与分析"之"三、标的公司财务状况分析"之"(二)标的资产财务指标分析"中补充披标的公司负债水平较高且持续上升的具体原因,并在修订后的草案"第九节管理层讨论与分析"之"六、本次交易对上市公司财务指标和非财务指标影响的分析"之"(二)本次交易对上市公司未来资本性支出的影响"披露后续预计不存在大额资金投入需求。

2、已在修订后的草案"第四节 标的公司基本情况"之"五、标的公司主要资产的权属状况、对外担保、主要负债、或有负债情况"之"(二)主要负债"中补充披露控制权变更条款涉及债务规模,标的公司与债权人沟通情况及对应安排,并披露相应偿付安排未在交易作价中予以考虑。

3、已在修订后的草案"第十三节 其他重要事项"之"二、本次交易对上市公司负债结构的影响"进一步披露本次交易后上市公司资产负债率预计有所上升,但仍处于合理水平,并在修订后的草案"第九节 管理层讨论与分析"之"五、本次交易对上市公司持续经营能力、未来发展前景的影响"之"(三)本次交易对上市公司资产质量、财务状况影响分析"进一步披露本次交易有利于提高上市公司资产质量、改善财务状况。

五、财务顾问核查意见

经核查,财务顾问中金公司认为:

1、标的公司资产负债率较高且持续上升,主要系公司原材料采购及分销业务模式导致营运资金借款增长较快以及种植园及加工厂资产相对较重导致定期贷款规模较大等因素所致。标的公司未来几年资本投入主要集中于培育现有种植园,预计无大额资金投入需求有限。

2、截至2022年6月末,标的公司涉及控制权变更条款的银行贷款本息规模约为7.92亿美元。截至本回复出具日,HAC公司暂未取得债权人同意无须提前偿还的同意函,标的公司目前仍在积极推进沟通工作。针对潜在还款义务,HAC公司将积极寻求替代性银行贷款融资,同时海南橡胶与中化国际将共同提供合理的商业支持。根据《股份购买协议》前述约定,本次交易未将上述债务偿付安排纳入本次交易作价考虑。该等安排预计不会对标的公司的生产经营、海南橡胶的整体利益造成实质影响。

3、本次交易完成后,上市公司资产负债率虽有所上升,但仍处于合理水平区间内。本次交易有利于将标的公司优质的产能、客户与经销资源并入上市公司,有利于提高上市公司资产质量、改善财务状况。

六、律师核查意见

大成律师认为,根据中化新的说明,标的公司未来几年资本投入主要集中于培育现有种植园,预计大额资金投入需求有限。对于标的公司涉及控制权变更条款的银行贷款,HAC公司暂未取得债权人同意无须提前偿还的同意函,正在积极推进沟通工作。针对潜在还款义务,HAC公司将积极寻求替代性银行贷款融资,同时海南橡胶与中化国际将共同提供合理的商业支持。本次交易未将上述债务偿付安排纳入本次交易作价考虑,该等安排预计不会对标的公司的生产经营、海南橡胶的整体利益造成实质影响。本次交易完成后上市公司资产负债率虽有所上升,但仍处于合理水平区间内。本次交易有利于提高上市公司资产质量、改善财务状况。

三、关于标的估值情况

问题6:草案披露,本次交易采用上市公司比较法和交易案例比较法进行估值,并采用上市公司比较法作为最终估值方法。因受所在证券市场监管要求以及保密原则等所限,不具备采用资产基础法和收益法估值的基本条件。截至基准日2021年12月31日,HAC公司扣除永续债后的股东全部权益价值为5.092亿美元,即0.320美元/股,经双方友好协商,交易价格确定为0.315美元/股。草案披露前一交易日HAC公司股票收盘价为0.290新元/股。请公司补充披露:(1)前期中化国际对标的公司相关收购采用收益法评估,说明本次交易仅采用市场法评估,而无法采用资产基础法和收益法评估的具体原因及合理性,相关监管要求限制的具体规则依据;(2)结合可比公司、价值比率等数据选取、计算的合理性,标的公司资产按照企业会计准则计量的差异等,说明本次评估溢价的公允性,并进行针对性风险提示。请财务顾问、评估机构发表意见。

回复:

一、前期中化国际对标的公司相关收购采用收益法评估,说明本次交易仅采用市场法评估,而无法采用资产基础法和收益法评估的具体原因及合理性,相关监管要求限制的具体规则依据

(一)本次交易仅采用市场法评估,而无法采用资产基础法和收益法评估的具体原因及合理性

1、无法采用资产基础法和收益法的具体原因

根据新加坡证券交易所发布的SGX Rulebooks等监管文件的要求,本次交易过程中,标的公司无法向估值机构提供盈利预测以及详细的资产负债明细,亦无法全面开放清查权限。SGX Rulebooks相关规则依据详见下文"(二)相关监管要求限制的具体规则依据"。

参照《资产评估执业准则-企业价值》:

"资产评估专业人员应当根据会计政策、企业经营等情况,要求被评估单位对资产负债表表内及表外的各项资产、负债进行识别。"

"采用资产基础法评估,应当对所采用的被评估单位于评估基准日的资产及负债账面值的真实性进行分析和判断。"

"采用资产基础法进行企业价值评估,各项资产的价值应当根据其具体情况选用适当的具体评估方法得出,所选评估方法可能有别于其作为单项资产评估对象时的具体评估方法,应当考虑其对企业价值的贡献。"

参照上述准则的规定,资产基础法的应用前提是标的公司向估值机构申报和确认其纳入估值范围的表内及表外的各项资产、负债,估值人员在此基础上对委估资产和负债账面值的真实性进行分析和判断,继而根据不同资产和负债的特点,选择恰当的估值方法进行估值。而本次估值过程中,在与交易对方多次讨论后,考虑到标的公司受到所在的证券市场监管要求以及保密的原则,HAC公司无法向估值机构开放全面清查的权限,估值人员无法对HAC公司的所有资产、负债进行清查和估值,故不具备采用资产基础法的基本条件。

参照《资产评估执业准则-企业价值》:

"资产评估专业人员应当对委托人和其他相关当事人提供的企业未来收益资料进行必要的分析、判断和调整,结合被评估单位的人力资源、技术水平、资本结构、经营状况、历史业绩、发展趋势,考虑宏观经济因素、所在行业现状与发展前景,合理确定评估假设,形成未来收益预测。

当委托人和其他相关当事人未提供收益预测,资产评估专业人员应当收集和利用形成未来收益预测的相关资料,并履行核查验证程序,在具备预测条件的情况下编制收益预测表。"

如上所述,盈利预测一般通过:

(1)相关方提供并经估值人员复核;

(2)在相关方无法提供的背景下,估值人员在具备预测条件的情况下根据有效数据独立编制。

估值人员与HAC公司管理层就HAC公司是否可以提供5年详细盈利预测数据和相关测算依据进行了多次讨论,HAC公司认为向估值人员提供盈利预测将触发其公开披露义务,而公开盈利预测可能引起股价波动是新交所所禁止的,HAC公司管理层分析认为,如向海南橡胶和估值人员提供了HAC公司合并口径的盈利预测和相关依据并公开披露,会对上市公司造成如下影响:

(1)盈利预测包含的信息可能对企业的客户、供应商产生影响,使公司在商业价格谈判、业务机会争取中受到间接影响,甚至使HAC公司商业竞争中处于不利地位;

(2)管理层提供的盈利预测,可能对资本市场的公众投资者产生引导作用,并成为投资者持续关注、评判的指标。公司经营成果受多方面因素影响,客观上存在波动的可能性。

本次交易中,HAC公司管理层亦秉持其一贯的判断标准,认为提供具体盈利预测公司将承担公开披露商业机密的额外压力,未向估值机构提供盈利预测。

参照评估准则要求,当委托人和其他相关当事人未提供收益预测,资产评估专业人员应当收集和利用形成未来收益预测的相关资料,并履行核查验证程序,在具备预测条件的情况下编制收益预测表。

根据交易对方中化新的确认,2016年中化国际收购HAC公司时,HAC公司亦未向中化国际提供未来预测的相关信息。在该次交易中,中化国际管理层和中化国际聘请的中介机构依据HAC公司的历史表现及对HAC公司整体竞争力的调研分析,结合外部行业专家对天然橡胶行业发展状况的判断及预期,做出了收益法估值所需预测。根据中化国际2016年3月披露的《估值报告摘要》,前次交易的估值机构认为HAC公司当时经营稳定、最近一年持续盈利,可以提供合理财务预测,评估机构采用收益法为主要估值方法,并通过市场法(EV/EBITDA乘数)对收益法结果进行合理性进行验证。

而2020年以来,受新冠疫情冲击,全球经济面临金融市场和大宗商品价格波动加剧、美联储加息、高通胀等问题,叠加地缘政治紧张局势、俄乌冲突带来的不确定性;橡胶行业虽整体向好,但受宏观环境的影响未来发展趋势仍存在一定不确定性;而且鉴于HAC公司是一家全球布局的天然橡胶供应商,其主要业务和分销网络分布在印尼、非洲、泰国、马来西亚、欧洲、美国和中国等地区,涉及的地域相当广泛,基于上述原因此次交易估值人员无法独立编制盈利预测。

综上所述,本次交易不具备标的公司提供盈利预测或估值机构代为形成盈利预测的前置条件,无法进行收益法估值。

2、仅采用市场法评估的合理性分析

(下转D37版)