（上接D36版）

市场法是指通过将评估对象与可比参照物进行比较，以可比参照物的市场价格为基础确定评估对象价值的评估方法的总称。市场法包括企业价值评估中的交易案例比较法和上市公司比较法等。资产评估专业人员选择和使用市场法时应当考虑市场法应用的前提条件：评估对象的可比参照物具有公开的市场，以及活跃的交易；有关交易的必要信息可以获得。

目前与标的公司同一行业、产品类型、业务结构、经营模式相类似的上市公司数量较多。根据资料查询，也存在同一行业类似的企业股权交易案例。此外，虽然标的公司为新加坡证券交易所的上市公司，其股票有公开市场价格，但由于股票价格会受到流动性、控制权以及市场情绪等多重因素影响，因此，未考虑参考标的公司公开市场的股价作为估值。

综上所述，本次交易的估值过程中，符合采用市场法估值的前提条件，故估值人员对标的公司采用了市场法（上市公司比较法、交易案例比较法）进行估值。

估值人员对涉及境外并购的案例的估值方法进行了查询，一般境外并购上市公司案例交易对手方均无法提供或披露盈利预测，故均采用市场法估值，具体案例如下：

序号	上市公司	报告名称	估值方法	标的公司上市情况	估值方法选用表述
1	继峰股份	拟了解宁波继烽投资有限公司股东全部权益价值估值咨询报告	市场法	德国证券交易所	估值人员无法对集团合并范围内所有子公司进行全面清查，故不具备采用资产基础法的基本条件；集团作为德国上市公司，基于德国相关法律规定，其不能只向任何单一股东或第三方提供上市公司的未来盈利预测，且若提供就必须公开，因此管理层不能接受公开其盈利预测，故不具备收益法估值条件。
2	文灿股份	拟收购 Le Bélier S.A. 股权所涉及的股东全部权益价值估值报告	市场法	法国证券交易所	鉴于标的公司为法国巴黎泛欧交易所的上市公司，对于尽职调查信息的提供需要同时符合标的公司所在的证券市场的监管要求，导致标的公司未向估值机构开放全面清查的权限，估值人员无法对百炼集团的所有资产、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。标的公司管理层认为为避免股票价格的大幅波动，不能公开其未来盈利预测，故不具备采用收益法估值的条件。
3	昊志机电	南京证券股份有限公司关于公司重大资产购买所涉及的瑞士 Infranor 资产组之估值报告	市场法	瑞士证券交易所	对于收益法而言，由于本次交易完成前标的公司仍为瑞士证券交易所上市公司 Perrot Duval Holding SA(SWX:PEDU)的重要子公司，根据交易方对方出具的说明，按照当地的相关监管规定，本次交易中无法披露标的公司详细的盈利预测资料，因此，本次交易无法使用收益法进行估值分析。
4	上海莱士	拟购买 Grifols Diagnostic Solutions Inc. 股权项目估值报告	市场法	西班牙证券交易所上市	GDS 的信息披露受到已签署的商业保密协议和对 Grifols 的证券监管规定中相关要求的限制。保密信息一经泄露，可能对 GDS 的业务发展及与业务伙伴的合作关系带来较大的不利影响。为促进及维护相关方的长远利益，经本次交易双方结合实际情况协商一致，估值人员仅能在有限程度内履行核查程序；同时，基于与委托人的讨论并考虑到可能获得的资料程度，本次估值采用市场法对 Grifols Diagnostic Solutions Inc. 的股东全部权益进行测算。
5	通鼎互联	拟收购 UTStarcom Holdings Corp.920 万股股份价值估值报告	市场法	纳斯达克证券交易所上市	在收购行为实际完成之前，目标公司受到商业机密限制无法提供详细的财务资料及盈利预测，且本次收购的目标公司为在奥斯陆证券交易所上市的公司，公告文件中公布盈利预测数据可能会引起投资者误读并造成目标公司的股价异动，增加本次收购的不确定性，因此本次收购行为并未进行盈利预测。基于上述原因，本次交易无法使用现金流折现法进行估值分析。
6	曲美家居	拟收购 EKORNESASA 股权项目估值报告	市场法	奥斯陆证券交易所	由于在收购行为实际完成之前，目标公司受到商业机密限制无法提供详细的财务资料及盈利预测，且本次收购的目标公司为在奥斯陆证券交易所上市的公司，公告文件中公布盈利预测数据可能会引起投资者误读并造成目标公司的股价异动，增加本次收购的不确定性，因此本次收购行为并未进行盈利预测。基于上述原因，本次交易无法使用现金流折现法进行估值分析。
7	长荣股份	华泰联合证券有限责任公司关于公司收购 Heidelberger Druckmaschinen AG 8.46%股权之估值报告	市场法	德国证券交易所	作为德国证券交易所上市公司，在本次交易完成之前，海德堡受上市监管及商业保密限制不能提供更为详细的财务资料及盈利预测，且公布盈利预测可能会引起其股价异动，从而增加本次交易的不确定性，因此本次交易无法使用进行估值。

综上所述，本次采用上市公司比较法以及交易案例比较法进行估值，具备合理性。

（二）相关监管要求限制的具体规则依据

根据 SGX Rulebooks 中 Mainboard Rules 的 Rule 703 Disclosure of Material Information and Practice Note 7.1 Continuing Disclosure 等规定，新交所上市公司应当披露的是“price-sensitive information”和“trade-sensitive information”，即对外披露可能会引起股价重大波动的敏感信息和不对外披露会导致虚假市场的信息。但是如果符合 Rule 703 的例外条款，即 1.披露会导致违反法律法规；和 2.该信息是一个合理的人不会期望它被披露、该信息是保密的且为(a)资料涉及不完整的提案或谈判；或(b)该信息包含假设事项或不够确定以保证披露；或(c)信息是用于内部管理目的；或(d)该信息属于商业秘密的，那么该信息可以不进行披露。

根据交易对方的新加坡律师意见，对于科目余额表，序时账以及所有资产和负债科目最末级明细等信息，该等信息未曾向公众公开，且由于该等信息所包含的内容可能后期会更新、估值敏感性及保密性，若目标公司有选择地向第三方进行披露，将违反其在 SGX《上市手册》第 7 章下的义务。

二、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

（一）可比公司、价值比率等数据选取、计算的合理性

1、可比上市公司筛选标准

通过对标的公司的分析，本次估值对可比上市公司的筛选条件如下：

（1）可比上市公司至少有三年及以上的上市历史；

（2）可比上市公司所属行业与被估值单位基本相同，即天然橡胶、人工合成橡胶、橡胶制品等行业；

（3）最近 12 个月主营业务收入在 8 亿美元到 75 亿美元之间，即与 HAC 公司的主营业务收入最大差异在 3 倍左右。

通过 Capital IQ 根据上述原则进行筛选后，共获得 41 家上市公司。在此范围内，首先剔除了溢价率相对较高的中国大陆资本市场上市公司；由于标的公司是东南亚国家，因此进一步筛选了总部同样位于东南亚或者位于亚洲的上市公司；同时，筛选总资产规模与标的公司最大差异在 3-4 倍以内；此外，最后，剔除了与标的公司相似业务占比较小的公司。

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，可比上市公司与标的企业均分布于亚洲东亚/东南亚板块，具备可比性；主营区域均以亚洲为主，涉及欧洲、美国等多地，HAC 公司经营区域基本涵盖了各可比境外上市公司所涉及的经营区域。同时，估值人员对 4 家公司所处的行业环境进行了对比分析，相似性较强，主要市场监管环境均发出明显向好的信号，具体如下表所示：

公司名称	STA	Zeon	Batu	HAC
所在国家	泰国	日本	马来西亚	新加坡
主营业务所在地	泰国、中国、美国、新加坡、日本等	亚洲、欧洲多国以及美国等	马来西亚、远东、中东、东南亚、南亚、欧洲、北美和南美、澳大利亚、非洲等国家和地区	中国、新加坡、亚洲其他地区、欧洲、美洲等

综上所述，考虑标的公司的主业情况、业务规模、所处的行业地位、主要业务开展区域、经营模式等因素，本次交易选取可比公司具备合理性。

2、价值比率选取及计算过程

价值比率通常包括盈利比率、资产比率、收入比率和其他特定比率。如市盈率(P/E 比率)、市净率(P/B 比率)、市销率(P/S 比率)等权益比率，或企业价值比率 EV/EBITDA、EV/S 等。估值人员在选择价值比率时考虑以下因素：

（1）被估值单位总资产量较大，且近三年有形资产占总资产比重约 60%，属于重资产行业，P/B 具有适用性；

金额单位：万美元

科目	2019 年	2020 年	2021 年
总资产	191,495.70	196,399.10	206,290.90
有形资产	133,797.60	126,186.40	119,784.30
有形资产/总资产(%)	69.87%	64.25%	58.07%

（2）橡胶行业整体 2020 年全今受疫情影响较大，被估值单位近二年的收入也出现了较大波动，2020 年合并口径营业收入较 2019 年降低了 10.43%，2021 年合并口径营业收入较 2020 年增长了近 43.95%，具体可参考下表。因此，在营业收入不太稳定的情况下，市销率(P/S 比率)、EV/S 的适用性相对较弱。

金额单位：万美元

科目	2019 年	2020 年	2021 年
营业收入	190,774.70	170,878.60	245,982.10
增长率(%)	–10.43%	43.95%

（3）被估值单位近三年归属于母公司的净利润波动较大，2019 年以及 2020 年持续亏损，直至 2021 年实现盈利。因此，市盈率(P/E 比率)的适用性也相对较弱。

此外，计算市净率(P/B 比率)的过程中，相关数据较易获取，且不容易受到主观因素的影响，计算结果相对客观。

综上分析，本次估值的价值比率选择 P/B。

P/B 比率=经营性股权价值/归母净资产 B

其中，经营性股权价值 P=市值×控制权比例×(1+控制权溢价率)+市值×(1–控制权比例)–非经营性资产净额

在计算可比上市公司经营性股权价值、归属于母公司净资产过程中，均扣除了非经营性资产和负债。

（1）市值

市值=上市公司基准日前 60 天收盘价均值×基准日总股本

（2）控制权溢价率

可比公司为上市公司，上市公司的交易均为市场散户的交易价格，因此可以理解为小股权交易价格。而本次估值对象为股东全部权益价值。因此，本次估值在上市公司比较法以及交易案例比较法的测算过程中考虑控制权溢价。

关于控制权溢价率，本次估值选择收购上市公司控股权价格与收购前股票价格的差异作为控制权溢价率。

首先，通过筛选基准日前 5 年即 2017–2021 年全球范围内被收购公司为上市公司且为收购控股权的并购案例，分别计算了交易案例的实际交易价格与公告前一天、前一周以及前一个月的股票价格溢价率中位数，具体计算结果如下：

年份	公告前一天股价溢价率中位数	公告前一周股价溢价率中位数	公告前一个月股价溢价率中位数
2017–2021	17.41%	16.88%	14.97%

此外，2016 年中化新收购被估值单位 HAC 公司 35.66%股权达到控制的交易案例中，实际交易价格与前一天、前一周以及前一个月股票价格相比的溢价率具体如下：

案例	公告前一天股价溢价率	公告前一周股价溢价率	公告前一个月股价溢价率
中化新收购 HAC 公司	2.70%	7.10%	11.10%

由于公告前一天的股价溢价率周期较短，其中可能受投资者非理性情绪的因素等影响较大；而公告前一个月的股价溢价率中可能含有较多其他与并购事件无关的因素影响。因此，参考 2017–2021 年并购案例公告前一周股价溢价率中位数以及中化新收购 HAC 公司公告前一周股价溢价率的平均值来确定控制权溢价率，即(16.88%+7.10%)÷2=12%(取整)。

综上，本次估值参考的控制权溢价率为 12%。

（3）非经营性资产、负债

非经营性资产主要包括以下两个方面：1）是指对企业主营业务没有直接“贡献”的资产如：闲置的房地产、设备等，以及非主营业务活动或者没有直接关系的业务活动产生的资产，如应收股利、利息、持有至到期投资等。2）对企业未来的主营业务有“贡献”但是未纳入本次收益预测范围的资产，如递延所得资产、尚未考虑对企业收益贡献的在建项目(在建工程)，以及未考虑投资收益的长期投资等，都作为非经营性资产予以考虑。

非经营性负债要包括以下两个方面：1）是指企业承担的债务不是由于主营业务的经营活动产生的负债而是由于与主营业务没有关系或没有直接关系的其他业务活动如：上下级企业的往来款、基本建设投资等活动所形成的负债。非经营性负债主要包括：应付利润、预提费用、专项应付款等科目。2）对企业的未来的主营业务有影响，但是未纳入本次收益预测范围的相关负债，如递延所得税负债，尚未考虑对企业受益影响的递延收益等。

经过上述认定标准的判断与估值分析，标的公司的非经营性资产和负债清单如下：

金额单位：万美元

科目名称	账面价值	非经营性资产/负债	内容
衍生金融工具	2,331.70	2,331.70	衍生金融资产
预缴税费	414.40	414.40	预缴税费
借款及其他应收款	10,469.90	10,469.90	借款、应收利息、待抵扣进项税
其他流动资产	650.00	650.00	待售投资性房地产重分类
可供出售金融资产	241.70	241.70	可供出售金融资产
长期股权投资	918.70	918.70	不并表的 Feltex、HeveaConnect
投资性房地产	4,216.90	4,216.90	投资性房地产
递延所得税资产	2,422.60	2,422.60	(1)生物性资产、投资性房地产、远期货币合约等以公允价值计量的科目的公允价值增值变动造成的所得税暂时性差异；(2)历史年度可弥补亏损对所得税的影响等
其他非流动资产	5,237.90	5,237.90	借款
衍生金融负债	264.70	264.70	衍生金融负债
其他应付款	9,651.00	5,439.90	应付利息、应付关联方款项
其他应付款(长期)	1,032.90	1,032.90	内部往来、政府拨款
长期应付职工薪酬	2,233.80	2,233.80	员工退休福利
递延所得税负债	4,715.60	4,715.60	(1)生物性资产、投资性房地产、远期货币合约等以公允价值计量的科目的公允价值增值变动造成的所得税暂时性差异；(2)企业合并资产增值带来的暂时性差异等

3、价值比率修正打分系数的确定依据和具体计算过程

（1）修正参考指标和修正方向

①成长性

标的公司和可比上市公司可能处于不同的发展阶段拥有不同的成长潜力。收入增长率一定程度上可以反映一家企业的所处的发展阶段和成长潜力，故本次估值成长性的修正参考可比上市公司近 3 年的收入增长率进行修正。

收入复合增长率修正是正向的，即收入复合增长率越高，则向上修正，反之则向下修。

②经营规模

标的公司和可比上市公司其经营规模是有差异的。而在衡量市场地位，市场份额方面，营业收入是一个非常重要的指标。在衡量企业规模方面，总资产是一个非常重要的指标。因此我们选择“营业收入”和“总资产”修正经营规模。

营业收入和总资产的修正是正向的，即营业收入或总资产大，则向上修正，反之则向下修正。

③偿债能力

企业的偿债能力是指企业用其资产偿还长期债务与短期债务的能力，是企业能否健康生存和发展的关键，反映企业财务状况和经营风险的重要标志。本次估值我们选择反映长期偿债能力的指标资产负债率和短期偿债能力的指标速动比率修正标的公司和可比上市公司偿债能力的差异。

资产负债率修正的方向是反向的，即资产负债率越高，代表企业经营风险越大，则向下修正，反之则向上修。速动比率的修正方向是正向的，即速动比率越高，则向上修正，反之则向下修。

④运营能力

运营能力是指企业基于外部市场环境的约束，通过内部人力资源和生产资料的配置组合而对财务目标实现所产生作用的大小，通俗来讲，就是企业运用各项资产以赚取利润的能力。

企业运营能力的财务分析比率有：存货周转率、应收账款周转率、流动资产周转率、运营资本周转率和总资产周转率等。这些比率揭示了企业资金运营周转的情况，反映了企业对经济资源管理、运用的效率高低。企业资产周转越快，流动性越高，资产获取利润的速度就越快。本次估值选择运营资本周转率和存货周转率修正运营能力。

运营资本周转率和存货周转率的修正是正向的，即运营资本周转率或总资产周转率越高，则向上修正，反之则向下修。

⑤盈利能力

盈利能力是指企业获取利润的能力，也称为企业的资金或资本增值能力，通常表现为一定时期内企业收益数额的多少及其水平的高低。

盈利能力指标主要包括销售净利率、成本费用利润率、净资产收益率等。由于部分可比公司处于亏损状态，利润总额或净利润为负数，因此销售净利率、成本费用利润率、净资产收益率不适用。本次估值选择销售毛利率修正盈利能力，指标越大盈利能力越强。

销售毛利率的修正是正向的，即销售毛利率越高，则向上修正，反之则向下修。

（2）最大修正幅度

本次上市公司比较法中，在案例筛选条件上设置了较为严苛的标准，这些条件(行业、主营业务、营业收入规模)在最大限度上保证了可比上市公司与标的公司更接近，最终选择了 STA、Zeon、Batu 三个可比上市公司。

在经营规模方面，标的公司与可比上市公司的差异均在 3 倍以内；在成长性、运营能力、偿债能力方面，差异基本均在 1 倍及以内。由于本次上市公司比较法中案例与标的公司指标差异较小，所以各项指标的最大修正幅度设置为 5%–10%。

（3）最大修正幅度对应指标差异率

本次估值的修正是先确定最大差异，再根据差异率/值去确定修正系数，尽可能减少过多的人为判断调整。

参考标的公司与可比上市公司差异率和差异值，在成长性方面，设置最大修正幅度对应指标差异率为 100%，约每差异 20%修正 1%。在经营规模方面，设置最大修正幅度对应指标差异率为 300%，约每差异 30%修正 1%；在偿债能力、运营能力和盈利能力方面，设置最大修正幅度对应指标差异率为 50%，约每差异 5%修正 1%；

（4）修正的具体计算过程

根据上述成长性、经营规模、运营能力、偿债能力、盈利能力修正的参考指标、修正方向、修正幅度和差异的分析，估值人员对各打分系数进行了计算。

以经营规模为例，修正的具体计算公式如下：

营业收入打分系数=100+(可比上市公司营业收入/标的公司营业收入–1)/300%×10

资产总额打分系数=100+(可比上市公司资产总额/标的公司资产总额–1)/300%×10

即每差异 300%修正 10 个点，每差异约 30%修正一个点。最终选择营业收入打分系数和资产总额打分系数的平均值作为经营规模修正打分系数。其他维度的修正公式与上述类似。

经计算，可比上市公司修正后的价值比率如下：

项目	案例一	案例二	案例三
	STA	Zeon	Batu
价值比率 P/B	1.06	1.10	1.62
交易日期修正	100/100	100/100	100/100
交易情况修正	100/100	100/100	100/100
成长性修正	100/105	100/95	100/100
经营规模修正	100/101.5	100/102	100/105.5
偿债能力修正	100/110	100/110	100/110
运营能力修正	100/91.5	100/99	100/104
盈利能力修正	100/110	100/110	100/110
修正后价值比率 P/B	0.90	0.95	1.22
权重	33%	33%	33%
加权修正后价值比率 P/B	1.02		

综上所述，价值比率的计算过程具备合理性。

（二）标的公司资产按照企业会计准则计量的差异

本次估值引用的被估值单位财务数据摘自 Haleyon Agri Corporation Limited 年报中经新加坡安永审计的基于新加坡国际财务报告准则(SFRS(I))以及新加坡审计准则(SSA)的财务报表。

根据中审众环出具的《关于 Haleyon Limited 会计政策与企业会计准则的差异情况表》，对标的公司所采用的新加坡国际财务报告准则与企业会计准则进行了对比分析，在标的公司针对编制基础的会计政策、针对子公司及合并的会计政策、针对外币的会计政策、针对对合营企业和联营企业的投资会计政策、针对企业合并和商誉的会计政策、针对无形资产的会计政策、针对租赁的会计政策、针对金融工具的会计政策、针对预计负债的会计政策、针对收入的会计政策、针对税项的会计政策、针对政府补助的核算等方面与企业会计准则无重大差异。标的公司所采用的会计准则与企业会计准则主要在以下几方面存在差异：1）标的公司有形资产、无形资产(除商誉以外)在计提了减值准备以后的期间内，当可回收金额超过了账面价值，减值损失可以在一定程度内转回。在企业会计准则下，资产减值损失一经确认，在以后会计期间不得转回。2）标的公司对于非易耗品的存货要求按照公允市场价值入账，对于期末存货公允价值及账面价值的差异应当计入存货公允价值变动损益，这与企业会计准则的历史成本计量有差异。3）标的公司对于投资性房产的后续计量要求按照公允价值入账，对于公允价值变动产生的收益或亏损于其产生年度计入损益，这与企业会计准则的成本计量法有差异。4）标的公司对于生物资产的日常按照成本减累计折旧及减值列载，期末按照公允价值入账，对于公允价值变动产生的收益或亏损于其产生年度计入损益，这与企业会计准则的成本计量法有差异。

根据中审众环出具的《差异情况鉴证报告》，对于存货公允价值计量、投资性房地产公允价值计量、减值准备可转回等方面的差异，中审众环出具的差异调节为区间调整数据。同时，如问题 6.1 的回复所述，本次估值无法取得属于商业秘密的敏感信息。其中存货由于是实时变动的时点数据，若无法取得存货底层全部明细、减值准备计提与转回的明细，则存货也无法有效还原为成本法计量的账面价值。同理，同类可比上市公司也无法有效地按照中国企业会计准则对净资产进行逐项还原，因而无法实现价值比率的测定与修正。

考虑到标的公司所采用的新加坡国际财务报告准则(SFRS(I))几乎完全是依照国际会计准则委员会发布的国际会计准则(IFRS)来制定的，并且由于当前大部分国家和地区开始采用 IFRS 或向 IFRS 趋同，本次上市公司比较法中所涉及的可比上市公司 STA、Zeon 以及 Batu，其所在的国家均较早地提出了将其会计准则国际化的方针，并对其会计准则进行调整、修订，努力减少与国际财务报告准则的差异，经过多年的发展，其各自所采用的会计准则均与 IFRS 趋同。因此，本次估值在上市公司比较法和交易案例比较法估算过程中，未考虑准则差异对估值结论的影响，已在估值报告特别事项中披露。

此外，估值人员对涉及境外并购的案例的估值方法进行了查询，一般境外并购上市公司案例均不单独考虑准则差异。

综上所述，鉴于标的公司与可比上市公司的会计准则均与 IFRS 趋同，市场法估值过程中参照国际财务报告准则进行评定、估算具备合理性，未再将标的公司与可比公司的数据参考企业会计准则进行差异调整，符合行业惯例，未对估值结论产生重大影响，具备合理性。

（三）本次评估溢价的公允性

1、本次交易收购价格定价过程

本次交易对价系基于《估值报告》并经海南橡胶与中化新友好协商确定，海南橡胶拟以支付现金的方式，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 公司已发行普通股股份的 36.00%)。本次协议转让的收购价格为 0.315 美元/股，对应的交易对价为 180,874,354.19 美元。估值结论系估值机构以及估值人员根据估值目的、估值对象、价值类型、资料收集情况等，对委估标的进行独立、客观地评定估算所形成的结论，故两者之间存在一定的差异。实际交易价格 0.315 美元/股与估值结论 0.320 美元/股的差异率约为 1.59%，整体差异较小，具备合理性。

2、标的公司市值与估值差异的合理性

标的公司剔除永续债后的股东全部权益价值为 50,920.00 万美元，按照基准日的总股本计算所得的每股单价为 0.320 美元/股，与案例披露前一交易日 HAC 公司股票收盘价为 0.290 新元/股(即 0.214 美元/股，采用即期汇率 1 美元=1.355 新元)，主要差异原因如下：受控制权因素影响，标的公司股价为市场散户的交易价格，因此可以理解为小股权交易价格，而股东全部权益价值相较于小股权交易价格具有控制权溢价；另外，受到流动性、市场情绪、疫情、行业周期性因素等多重因素影响，股价可能不能真实反映企业价值。

（1）与前次中化国际收购情况对比来看：

2016 年 3 月中化国际以 0.75 新加坡元/股价格收购 HAC 公司，对应 HAC 公司 100%股权价值为 3.17 亿美元(假设以 2015 年末汇率 1 美元=1.420 新元折算)，为标的公司 2015 年 12 月 31 日归属于母公司净资产 1.01 亿美元的 3.14 倍。本次估值中，标的公司剔除永续债后的股东全部权益价值为 5.092 亿美元，为剔除永续债后的账面归母净资产 5.02 亿美元的 1.02 倍，本次估值的倍数低于前次交易的倍数。

（2）与可比公司市净率对比来看：

本次估值最终选取的境外可比上市公司调整前的平均市净率 P/B 为 1.26，具体数据如下：

单位：万美元

序号	证券代码	公司简称	2021 年 12 月 31 日经营性股权价值	2021 年度经营性归属于母公司净资产	静态市净率
1	SET:STA	STA	142,315.00	134,201.40	1.06
2	TSE:4205	Zeon	197,231.40	179,047.67	1.10
3	KLSE:BKAWAN	Batu	176,514.75	109,263.26	1.62
平均值					1.26
中位数					1.10
HAC 公司					1.02

以 2021 年 12 月 31 日的经营性股权价值和 2021 年的经营性归母净资产计算，HAC 公司所在行业中上市公司市净率平均值为 1.26 倍。海南橡胶此次收购 HAC 公司的静态市净率为 1.02 倍，低于同行业可比上市公司平均水平。本次交易的定价具有谨慎性和合理性。

此外，标的主要从事橡胶加工和销售业务，原材料自产的比例较低，因此属于农产品加工企业，境内农产品加工上市公司 2021 年 12 月 31 日的市净率 P/B 平均数为 3.70，其中，海南橡胶、中化国际的市净率 P/B 分别为 2.3 和 2.0。

综上所述，估值机构及估值人员选择的可比公司、价值比率、计算过程具备合理性，本次交易标的公司市净率低于同行业可比上市公司市净率的中位数和平均数，因此标的公司的估值结果溢价的公允性。

（四）针对性风险提示

针对估值相关风险，上市公司已在草案重大风险提示之“一、与本次交易相关的风险”之“(三)标的公司审计及估值风险”增加了针对溢价的风险提示，具体描述如下：“为确保本次交易价格的公平合理，公司已聘请东洲评估作为估值机构，对标的公司的全部股东权益进行估值并出具《估值报告》。估值机构本次采用上市公司比较法和交易案例比较法，对截至估值基准日 2021 年 12 月 31 日的标的公司全部股东权益价值进行评估。根据《估值报告》，本次交易标的资产的作价具有合理性和公允性。虽然估值机构在估值过程中严格按照相关规定，并履行了勤勉、尽职的义务，但如未来出现预期之外的重大变化，可能导致标的公司估值与实际情况不符的风险。此外，估值依据的收入为经新加坡国际会计准则审计、并参考(差异情况鉴证报告)的数字，并无经中国企业会计准则审计的数据支持，最终审计数据与估值使用数据可能存在差异，导致对本次估值结果产生影响。此外，本次交易价格较标的公司首次公告前的市场价格有一定溢价，也高于标的公司合并口径下的归属母公司的账面净资产。提请投资者注意相关风险。”

三、补充披露内容

上述相关内容已在修订后的草案“第六节 交易标的估值情况”之“二、估值方法”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、受限于标的公司所在证券市场相关法律法规要求，标的公司无法提供资产基础法和收益法估值所需信息，本次估值采用市场法进行估值具备合理性。

2、本次估值的可比公司、价值比率等数据选取、计算具有合理性，本次估值溢价具备公允性。估值相关风险已在草案做出风险提示。

五、评估机构核查意见

经核查，估值机构认为：

1、鉴于受到标的公司所在证券市场相关法律法规依据的限制，本次交易无法采用资产基础法和收益法，采用市场法进行估值具备合理性。

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进行分析，本次估值溢价具备公允性。

问题 7：草案披露，HAC 公司的对外采购来源主要依靠个体农户，向农户采购的占比约为 74%，向第三方非自然人供应商采购占比 24%，自有种植约占比为 2%，未来的种植面积预计不会明显增长。请公司补充披露标的公司对采购成本及原料质量的管控措施，是否制定相应预案保障重大风险或不利变化情形下原材料供应的稳定性。

答复：

一、标的公司采购模式及采购成本管控措施

标的公司的主要原材料为天然橡胶杯胶、胶团。

采购模式方面，标的公司的采购计划是标的公司商业团队在考虑各地区天然橡胶原材料价格、原材料质量以及供应商的可靠性后每天制定，每周回顾。各地区采购团队按照采购计划向第三方非自然人供应商及个体农户完成采购后，及时将采购数量、平均价格及原材料质量等信息汇报于商业团队，以确保商业团队可及时了解到市场动向并在必要时对采购计划进行调整。

由于原材料采购价格为标的公司的核心商业秘密，标的公司未向本次重组的中介机构提供。但是，经向标的公司确认，标的公司历史期间的原材料采购价格波动趋势与天然橡胶大宗商品价格趋势基本保持一致。以在上期所交易的天然橡胶期货为例，2015 年至 2022 年，天然橡胶期货的收盘价(元/吨)走势图如下：

采购成本管控方面，标的公司在东南亚和非洲地区深耕多年，使得其能够实时保持对各地区原材料供应情况的了解，并更有针对性的制定并调整其原材料采购策略，从而有效地对其整体采购成本实施管控。同时，由于原材料采购价格的竞争力亦为各地区采购团队 KPI 评估的一部分，使得各地区采购团队能够更加主动地对其原材料采购价格进行管控。此外，标的公司凭借多年在各地区具有连续性且付款及时的采购活动与各地区供应商建立的互信且长期的合作关系，使得各地区供应商将以具有竞争力的采购价格供应于标的公司的加工厂，这亦有助于标的公司对整体采购成本进行有效管控。

二、标的公司原材料供应质量管控措施

为确保原材料的供应质量可满足其生产标准，标的公司在原材料采购全流程中均制定了相关的原材料质量管控措施，具体而言：

1、为确保潜在供应商的原材料供应质量可满足标的公司的生产要求，在实际采购活动发生前，标的公司的原材料采购团队会按照制定的评价表对潜在供应商进行多维度评估，具体评估维度包括：“供应商性质”、“供应商规模”、“原材料可供应数量”等，标的公司的潜在供应商在完成审核后，方可成为标的公司的正式供应商。

2、为保证每次采购的原材料质量均可满足其生产要求，标的公司在向正式供应商采购时均严格执行了原材料质量检查流程。此外，考虑到标的公司大部分的原材料供应商为农户供应商，标的公司在各采购站对所有农户供应商的身份及其原材料来源进行了详细的记录与核对，并由专门的质量检查团队对所有正式供应商提供的原材料的质量测试结果进行专项跟踪。作为对供应商定期评估过程的一部分，任何连续供应不合格原材料的供应商将被列入黑名单。

三、标的公司已通过多项方式，以确保原材料采购的稳定性

根据 IRSG 的数据，全球约 80%的天然橡胶原材料系由农户供应，标的公司向农户采购原材料占总采购的比例(约为 74%)符合行业惯例。但是，考虑到农户为标的公司主要的采购来源，而农户一般不与天然橡胶企业签订保供协议，因此标的公司制定了多项措施保证原材料采购的稳定，具体包括：

1、付款周期方面，标的公司一般会在原材料通过验收后及时向农户进行付款，以保证农户可在约定时间内及时取得货款，从而提升与农户的合作粘性；

2、标的公司位于各地区的加工厂均深耕当地多年，除采购活动外，标的公司通过宣传进村，增强农户对标的公司的认知度及熟悉度，从而提升农户与标的公司的合作兴趣与信心；

3、标的公司的加工厂通过在所在地设立宽大的原料堆场及加工观察处，彰显标的公司在天然橡胶行业积累的丰富良好的原材料管理理念，增强农户对标的公司的信任度；

4、标的公司通过为农户与银行牵线搭桥，切实协助农户解决资金短缺的痛点，在帮助农户获得收益的同时，也进一步巩固与农户之间相互合作的基础，从而稳定农户与标的公司的合作关系；

5、标的公司通过构建成熟的全球供应商网络，在应对东南亚地区原材料短缺时，为保障自身原材料的供给，通过及时从西非地区种植园及原材料采购进行跨区域调配，保障生产经营活动的进行。例如，科特迪瓦采购团队将其在当地采购的原材料运输至印度尼西亚及马来西亚工厂进行生产，在降低原材料采购成本的同时，实现了全球资源调度，保障原材料供应的稳定性。

综上所述，标的公司位于全球各地的加工厂在其所在地均拥有广泛且值得信赖的农户网络，且标的公司已就原材料短缺等极端情况制定了保障应对措施，标的公司的原材料采购活动具有稳定性。

四、补充披露内容

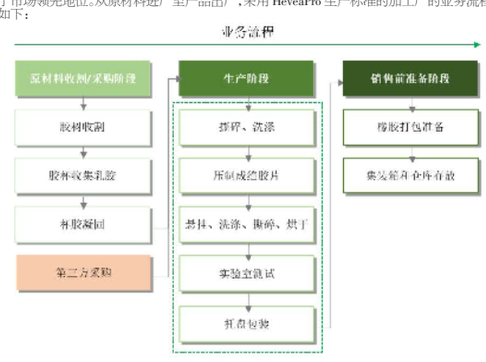
上述相关内容已在修订后的草案“第五节 标的公司的业务和技术情况”之“三、标的公司主要产品、服务及经营情况”之“(八)标的公司采购成本管控模式、原材料质量管控模式及采购稳定性情况”中进行补充披露。

问题 8：草案披露，HAC 公司共有 37 个天然橡胶加工厂，分布在印尼等 6 个国家。请公司补充披露各加工厂之间在业务流程、工艺等的区分及协同关系，标的公司如何对分布在不同区域的众多加工厂实施有效管理。

回复：

一、标的公司各加工厂在业务流程及生产工艺方面不存在明显差异

标的公司为其旗下加工厂制定了统一的 HeveaPro 生产标准。截至目前，标的公司旗下位于中国、印尼、泰国等地区的 28 个加工厂均系按照 HeveaPro 生产标准进行生产，由该等加工厂出品的天然橡胶产品将被冠以“HeveaPro 天然橡胶”品牌，产品质量已获得了全球前十大轮胎厂商的认证，市场知名度处于市场领先地位。从原材料进厂至产品出厂，采用 HeveaPro 生产标准的加工厂的业务流程及生产具体如下：



除上述业务流程外，标的公司在 2021 年及以前年度均聘请了独立产品质量审计机构 T?V S?D 对采用 HeveaPro 生产标准进行生产的 28 个加工厂进行每年的专项审计及品质认证，专项审计内容具体包含了对供应商、安全评估、产品质量等多个方面的多项审核点，可确保该等工厂在质量标准、环境保护、社会责任和供应链安全方面均符合 HeveaPro 生产标准制定的相关要求。

除上述 28 个采用 HeveaPro 生产标准进行生产的加工厂外，标的公司其余 9 个加工厂的业务流程及生产工艺与采用 HeveaPro 生产标准的加工厂不存在明显差异并正在继续向 HeveaPro 生产标准提升靠拢。

二、标的公司各加工厂之间的协同关系

截至目前，标的公司于全球地区共有 37 个加工厂。其中，标的公司在亚洲地区共有 33 个加工厂，分别位于印度尼西亚(19 个)、中国(7 个)、泰国(5 个)及马来西亚(2 个)；在非洲地区共有 4 个加工厂，分别位于科特迪瓦(2 个)及喀麦隆(2 个)。

协同关系方面，标的公司各加工厂的协同作用主要体现在实时进行原材料调配，并优化标的公司整体产能利用率：

一方面，对于标的公司位于相同国别或地区的加工厂，由于原材料可在短时间内在各加工厂之间进行调配，各加工厂可实时根据其原材料储存数量、客户订单需求及产能计划，将短期内暂时无法投入生产的原材料调配至其他工厂进行生产，从而降低