

**上海东洲资产评估有限公司关于上海证券交易所
《关于海南天然橡胶产业集团股份有限公司 2023 年年度报告
的信息披露监管工作函》的回复**

上海证券交易所：

根据贵所《关于海南天然橡胶产业集团股份有限公司 2023 年年度报告的信息披露监管工作函》（以下简称“工作函”）的要求，上海东洲资产评估有限公司作为海南天然橡胶产业集团股份有限公司（以下简称“公司”）2023 年年报提供商誉减值测试相关专项服务的评估机构，对《工作函》涉及的有关问题回复如下：

问题 1：

关于合盛农业。年报披露，报告期内公司通过协议转让和要约收购的方式取得合盛农业 68.10%的股权，完成重大资产重组。合盛农业主营天然橡胶种植、加工及贸易，2021 年度和 2022 年度经审计净利润分别为 4212.82 万元和 -7990.20 万元，2023 年度实现营业收入 192.76 亿元，净利润-5.17 亿元，收购首年即出现大额亏损。并购合盛农业产生的商誉期末账面原值 16.99 亿元，本期末计提商誉减值。

（1）请公司：补充披露合盛农业的商誉减值测试的具体情况，包括但不限于关键假设、主要参数选取及依据、具体计算过程等，结合主营业务、经营情况及所处行业未来发展趋势，未计提商誉减值的合理性。

（2）请评估机构就商誉减值测试情况发表意见。

一、 公司回复

（一）关键假设

在本次对合盛农业的商誉减值测试评估过程中，公司遵循和使用基本假设（包括公开市场假设、资产按现有用途使用假设、企业持续经营假设）、一般假

设及市场法评估特别假设。

（二）主要参数选取及依据

1、市场法价值比率：市净率P/B

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。评估人员在选择价值比率时考虑以下因素：

（1）合盛农业总资产量较大且有形资产占总资产比重超过60%，属于重资产行业，P/B具有适用性；

（2）橡胶行业整体受疫情以及行业周期性影响较大，营业收入无法客观反映企业的经营情况和运营能力，市销率（P/S比率）、EV/S的适用性相对较弱；

（3）合盛农业近三年归属于母公司的净利润波动较大，2022年以及2023年持续亏损。因此，市盈率（P/E比率）的适用性也相对较弱。

综上分析，本次评估的价值比率选择P/B， $P/B \text{比率} = \text{经营性股权价值} P \div \text{经营性归母净资产} B$ 。

其中， $\text{经营性股权价值} P = \text{市值} \times \text{控制权比例} \times (1 + \text{控制权溢价率}) + \text{市值} \times (\text{1} - \text{控制权比例}) - \text{非经营性资产净额}$

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

2、控制权溢价率

可比公司为上市公司，而上市公司的交易均为市场散户的交易价格，因此可以理解为一小股权交易价格。而本次商誉减值测试评估资产组公允价值的过程中，先评估股东全部权益价值，在此基础上加回付息负债，再扣减营运资金。因此在评估股东全部权益价值过程中需考虑控制权溢价。

本次评估参考2022年海南橡胶收购合盛农业的控制权溢价率12%。

3、非流通性折扣率

选取的上市公司的价值是通过流通股的价格计算的，并且合盛农业也系上市公司，因此无需修正非流通性折扣。

4、永续债的处理

永续债系合盛农业2020年11月在新加坡交易所发行的2亿美元次级担保永续

债券，截至本次评估基准日账面价值为19,264.00万美元，永续债为混合型债券工具，同时兼有“债性”和“股性”，合盛农业的年报中将永续债归为权益类。评估人员对合盛农业的永续债进行了解和分析后，将永续债作为负债，在评估过程中，将其从账面归属于母公司净资产的口径进行扣除，该处理方式与海南橡胶收购合盛农业时的估值程序一致。具体原因如下：

①从合盛农业永续债的回报率来看：2020年11月19日合盛农业发行了2亿美元次级担保永续债，初始固定利率为每年3.8%，评估人员判断该利率与普通债券或长期借款的利率较为接近；

②从永续债的可赎回性来看：根据永续债募集说明书，合盛农业在控制权发生变动以及首次赎回日（2025年11月18日）起每半年可以选择赎回该永续债。一般公司无法选择终止投资人对其的股权投资除非投资人自己选择减资或退出。而该永续债可赎回，说明其与股权实质上是存在差异的；

③从二级市场对永续债的反应来看：2020年11月19日合盛农业永续债发行至基准日期间，其股价在0.16-0.26美元/股，而根据评估基准日不同口径的每股净资产计算结果来看，含永续债的归母净资产计算所得的每股净资产为0.44美元/股，而不含永续债的归母净资产计算所得的每股净资产为0.31美元/股。由此可见，二级市场股价更接近不含永续债的每股净资产，代表从市场第三方投资者的角度，在考虑合盛农业股权价值时，没有将永续债视为合盛农业股权价值的一部分。

综上，合盛农业商誉减值测试的主要参数选取具备合理性。

（三）计算过程

1、可比上市公司的选择

可比上市公司的选择需要筛选与合盛农业属于同一行业或是受相同经济因素影响上市公司。同时关注可比公司业务结构、经营模式、企业规模、企业所处经营阶段等因素，恰当选择与合盛农业进行比较分析的可比公司。

本次评估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合盛农业基本相同；
- （3）可比上市公司的净资产为正数。

2、价值比率的选择

详见（二）主要参数选取及依据的1、市场法价值比率：市净率P/B。

3、价值比率的修正

参照常用的评价指标体系，一般在市场法评估时需要通过分析合盛农业与对比公司在交易日期、交易情况、发展阶段、经营规模、偿债能力、运营能力、盈利能力等的差异，从而对相关指标进行修正。

经过上述修正后，计算得出加权修正后价值比率P/B为1.94。

4、市场法-上市公司比较法结果

资产组公允价值=（合盛农业基准日经营性归母净资产-永续债价值）×加权修正后价值比率P/B=29,510.00万美元。

5、处置费用

根据企业会计准则的规定，处置费用是指可以直接归属于资产处置的增量成本，包括与资产处置有关的法律费用、相关税费、搬运费以及为使资产达到可销售状态所发生的直接费用等，但是财务费用和所得税费用不包括在内。

本次评估根据合盛农业的情况，处置费用主要考虑了相关交易中介费用等，经计算处置费用为620万美元。

6、公允价值减去处置费用的净额

合盛农业公允价值减去处置费用的净额=资产组公允价值-处置费用

=股东全部权益价值+付息债务-营运资金-处置费用

=113,600.00万美元，折合人民币804,594.72万元（根据中国人民银行公布的2023年12月29日美元兑人民币中间价1:7.0827计算）

合盛农业含商誉的资产组公允价值为784,484.57万元，合盛农业公允价值减去处置费用的净额大于含商誉的资产组公允价值，因此判断商誉无减值迹象。

综上，合盛农业商誉减值测试评估的评估过程具备合理性。

（四）结合主营业务、经营情况及所处行业未来发展趋势，未计提商誉减值的合理性

1. 合盛农业主营业务及经营情况

如前所述，合盛农业作为一家全球化天然橡胶全产业链的龙头企业，拥有单位产能优异的上游种植资源，以及合作关系牢固稳定的优质下游客户资源，在全

球范围内覆盖了经验丰富的管理、销售团队，同时还制定了天然橡胶行业内较高水准的HeveaPro生产标准并实现输出。虽然近几年受到橡胶行业周期性调整等因素的影响，合盛农业的毛利率出现波动，同为行业龙头的Sri Trang Agro-Industry Public Company Limited（泰国诗董）在2023年也出现了毛利率下滑、由盈转亏的情况，印度尼西亚最大的天然橡胶企业PT Kirana Megatara Tbk（KM公司）也在2023年毛利下滑、亏损幅度增大。合盛农业其自身具有较强的管理、销售、研发能力，覆盖了上、中、下游全产业链，随着行业进入上行通道，未来仍有较客观的增长和发展空间。

2. 所处行业未来发展趋势

（1）全球天然橡胶需求量未来预计稳定增长

疫情初始阶段对橡胶行业产生了一定负面影响，但随着中国及其他大体量经济体的加速恢复、开放，出于安全考虑以及汽车智能化的发展，汽车的市场规模增速迅猛，轮胎及非轮胎产业对橡胶产品的需求也因此逐步恢复疫情前水平。国际橡胶研究组织（IRSG）在2023年中的《世界橡胶行业展望》报告中指出，继2020年世界橡胶消费量大幅萎缩走低后，受中国、印度等新兴经济体市场拉动，2021年世界橡胶消费总量达2988万吨，同比增长11%，超过疫情前水平。2022年，受全球经济萎靡等因素影响，天然橡胶及合成橡胶消费总量预计增长1.8%。2023年世界橡胶消费总量增速预计为2.8%，2023—2031年世界橡胶消费总量年均复合增长率预计为2.4%。

合盛农业的主要下游客户是国际大型轮胎企业，随着下游行业需求增长，预计未来合盛农业的收入规模有较大的增长空间。

（2）橡胶期货价格波动情况

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15,000元/吨左右。2023年橡胶平均销售价格整体低于2022年同期水平，因此导致合盛农业盈利状况不佳。2023年第四季度开始，天然橡胶期货的价格逐渐开始震荡走高，也反映出行业正逐步呈现积极的发展态势。

综上，合盛农业2023年受天然橡胶行业周期性变化、美元加息及汇率波动等

因素导致融资成本增加等外部环境的影响，导致其出现较大幅度的亏损。但从行业的供需、天然橡胶期货的价格走势来看，橡胶行业的发展趋势已逐渐稳中向好；合盛农业作为一家全球化天然橡胶全产业链的龙头企业，自身拥有单产能优异的上游种植资源，以及合作关系牢固稳定的优质下游客户资源，在全球范围内覆盖了经验丰富的管理、销售团队，同时还制定了天然橡胶行业内较高水准的HeveaPro生产标准并实现输出。合盛农业未来仍有较大的收入增长以及盈利的空间，本次商誉未发生减值具备合理性。

二、 评估机构的核查意见

经核查，评估机构认为：

本次商誉减值测试的关键假设、主要参数选取及依据、具体计算过程符合评估行业的惯例，可比上市公司的股价、财务数据均来源于公开的市场数据，本期资产组组合可回收金额测算具备公允性、合理性。

（此页无正文，系《上海东洲资产评估有限公司关于上海证券交易所<关于海南天然橡胶产业集团股份有限公司 2023 年年度报告的信息披露监管工作函>的回复》之盖章页）



上海东洲资产评估有限公司

2024年 7月 24日