

海南天然橡胶产业集团股份有限公司
收购 R1 International Pte Ltd 股权项目

资 产 评 估 说 明

中联评报字[2016]第 2355 号

中联资产评估集团有限公司

二〇一六年十二月三十日

目 录

目 录	1
第一部分关于评估说明使用范围的声明	1
第二部分企业关于进行资产评估有关事项的说明	2
第三部分 资产清查核实情况说明	3
一、评估对象与评估范围说明	3
二、资产核实情况总体说明	4
第四部分 收益法评估说明	7
一、基本假设	7
二、评估方法	7
三、资产核实与尽职调查情况说明	10
四、宏观及行业环境分析	15
五、净现金流量预测	28
六、权益资本价值预测	38
第五部分 市场法评估说明	44
一、评估方法	44
二、评估模型	45
三、评估过程	46
四、评估结果	52
第六部分 评估结论及其分析	53
一、评估结论	53

二、评估结果的差异分析及最终结果的选取.....	54
三、评估结论与账面价值比较变动情况及原因.....	55

第一部分关于评估说明使用范围的声明

本资产评估说明，仅供评估主管机关、企业主管部门备案审查资产评估报告和相关监管部门检查评估机构工作之用，非法律、行政法规规定，材料的全部或部分内容不得提供给其它任何单位和个人，也不得见诸于公开媒体；任何未经评估机构和委托方确认的机构或个人不能由于得到评估报告而成为评估报告使用者。

中联资产评估集团有限公司
二〇一六年十二月三十日



第二部分企业关于进行资产评估有关事项的说明

本评估说明该部分内容由委托方和被评估单位共同撰写，并由委托方单位负责人和被评估单位负责人签字，加盖相应单位公章并签署日期。详细内容请见《企业关于进行资产评估有关事项的说明》。

第三部分 资产清查核实情况说明

一、评估对象与评估范围说明

(一) 评估对象与评估范围内容

评估对象是 R1 International Pte Ltd 的股东全部权益。评估范围为 R1 International Pte Ltd 在基准日的全部资产及相关负债，账面资产总额 113,603.21 万元、负债总额 67,132.24 万元、净资产 46,470.97 万元。具体包括流动资产 88,746.98 万元；非流动资产 24,856.23 万元；流动负债 59,331.03 万元，非流动负债 7,801.21 万元。

上述资产与负债数据摘自经安永华明会计师事务所(特殊普通合伙)出具的安永华明(2016)专字第 61230935_B02 号审计报告。

委托评估对象和评估范围与经济行为涉及的评估对象和评估范围一致。

本次评估范围中的主要资产为货币资金、应收账款、其他应收款、预付账款、固定资产、在建工程等。

(二) 实物资产的分布情况及特点

实物资产主要分布在越南、马来西亚生产经营所在地、印度尼西亚在建工程建设区内、新加坡及其他各国子公司办公室内。

(三) 企业申报的账面记录或者未记录的无形资产情况。

截至基准日 2016 年 6 月 30 日，R1 International Pte Ltd 申报评估范围内无无形资产，不存在账面未记录的无形资产。

(四) 企业申报的表外资产的类型、数量。

截至基准日 2016 年 6 月 30 日，R1 International Pte Ltd 申报评估范围无表外资产。

(五) 引用其他机构出具的报告的结论所涉及的资产类型、数量和账面金额(或者评估值)。

本次评估报告中基准日各项资产及负债账面值系安永华明会计师事务所(特殊普通合伙)出具的安永华明(2016)专字第 61230935_B02 号审计报告。除此之外,未引用其他机构报告内容。

二、资产核实情况总体说明

(一) 资产核实人员组织、实施时间和过程

评估人员在进入现场清查前,制定现场清查实施计划,同时于 2016 年 12 月 15 日至 2016 年 12 月 30 日进行现场的核查工作。清查工作结束后,各小组对清查核实及现场勘察情况进行工作总结。清查核实的主要步骤如下:

首先,辅导企业进行资产的清查、申报评估的资产明细,并收集整理评估资料。2016 年 12 月初,评估人员开展前期布置工作,评估师对企业资产评估配合工作要求进行了详细讲解,包括资产评估的基本概念、资产评估的任务、本次资产评估的计划安排、需委托方和被评估企业提供的资料清单、企业资产清查核实工作的要求、资产调查表的填报说明等。收集并整理委估资产的产权权属资料和反映资产性能、技术状态、经济技术指标等情况的资料。

其次,不同的资产类型,采取不同的查勘方法。根据清查结果,由企业进一步补充、修改和完善资产评估申报明细表,使“表”、“实”相符。

再次,核实评估资料,尤其是资产权属资料。在清查核实“表”、“实”相符的基础上,对企业提供的产权资料进行了核查。核查中,重点查验了产权权属资料中所载明的所有人以及其他事项,对产权权属

资料中所载明的所有人与资产委托方和相关当事人不符以及缺乏产权权属资料的情况，给予高度关注，进一步通过询问的方式，了解产权权属，并要求委托方和相关当事人出具了“说明”和“承诺函”。

（二）影响资产核实的事项及处理方法

经现场尽职调查，未发现 R1 International Pte Ltd 存有实质影响资产清查的事项。

（三）资产清查核实结论

1、产权瑕疵事项

经现场核实，未发现 R1 International Pte Ltd 存有产权瑕疵。

2、抵押、担保事项

短期借款：R1 International Pte Ltd 分别为子公司 R1 Delta CIS Pte Ltd 借款金额为人民币 41,936,716.46 元、Quoc Viet Rubber Company Limited 借款金额为人民币 1,744,589.15 元、R1 International Malaysia Sdn. Bhd.借款金额为人民币 45,389,018.93 元提供了担保。子公司 R1 International Trading(Shanghai) Co. Ltd.向海南农垦集团财务公司取得的借款人民币 30,000,000.00 元，海南省农垦投资控股集团有限公司为其提供了担保。

抵押借款：R1 International Pte Ltd 借款人民币 63,824,146.17 元，子公司 R1 International (Americas) Inc.借款金额为人民币 92,042,773.48 元，R1 Delta CIS Pte Ltd 借款金额为人民币 6,728,307.29 元，以上借款以部分存货、房屋土地和应收账款作为抵押物；Pt Bintang Agung Persada 借款金额为人民币 21,882,960.00 元，以部分固定资产作为抵押物；

期末长期抵押借款为子公司 Pt Bintang Agung Persada 借款金额为人民币 76,613,449.84 元，以公司部分固定资产作为抵押，R1

International Pte Ltd 为其提供了担保。

经现场核实，除上述事项外，截至评估基准日，未发现 R1 International Pte Ltd 其他存有抵押、担保事项。

3、未决事项、法律纠纷等不确定因素

2014 年 10 月 1 日，新加坡国际仲裁中心受理了 R1 International Pte Ltd 对前欧洲代理商的仲裁诉讼请求。本次仲裁事项依据 R1 International Pte Ltd 与欧洲代理商签订的代理协议相关条款展开，主要针对双方各项争议、R1 International Pte Ltd 中断与其的代理业务及代理商于意大利提出的反诉讼事项相关威胁。

新加坡仲裁法庭尚未作出相关裁决。截止至 2016 年 6 月 30 日，R1 International Pte Ltd 已运用最佳估计根据“限制责任条款”，就新加坡仲裁程序中的相关潜在风险计提了准备。

R1 International Pte Ltd 预计新加坡仲裁法庭的仲裁结果不会对其财务业绩造成重大影响。

除上述事项外，经现场核实，截至评估基准日，未发现 R1 International Pte Ltd 存有其他未决事项、法律纠纷等不确定因素。

4、重大期后事项

期后事项是指评估基准日之后出具评估报告之前发生的重大事项。

本次评估无重大期后事项。

第四部分 收益法评估说明

一、基本假设

- 1.国家现行的宏观经济、金融以及产业等政策不发生重大变化。
 - 2.评估对象在未来经营期内的所处的社会经济环境以及所执行的税赋、税率等政策无重大变化。
 - 3.评估对象在未来经营期内的管理层尽职,并继续保持基准日现有的经营管理模式持续经营。
 - 4.评估对象生产、经营场所的取得及利用方式与评估基准日保持一致而不发生变化;
 - 5.评估对象在未来经营期内的主营业务、收入与成本的构成以及经营策略等仍保持其最近几年的状态持续,而不发生较大变化。不考虑未来可能由于管理层、经营策略以及商业环境等变化导致的主营业务状况的变化所带来的损益。
 - 6.在未来的经营期内,评估对象的各项期间费用不会在现有基础上发生大幅的变化,仍将保持其最近几年的变化趋势持续。鉴于企业的货币资金或其银行存款等在经营过程中频繁变化或变化较大,本报告的财务费用评估时不考虑其存款产生的利息收入,也不考虑汇兑损益等不确定性损益。
 7. 本次评估不考虑通货膨胀因素的影响,不考虑汇率波动产生的影响。
 - 8.本次评估假设委托方及被评估单位提供的基础资料和财务资料真实、准确、完整;评估范围仅以委托方及被评估单位提供的评估申报表为准,未考虑委托方及被评估单位提供清单以外可能存在的或有资产及或有负债;
 - 9.本次评估不考虑通货膨胀因素的影响,不考虑汇率波动产生的影响。
 - 10.本次评估不考虑利率变化的影响。
- 当上述条件发生变化时,评估结果一般会失效。

二、评估方法

根据国家管理部门的有关规定以及《资产评估准则—企业价值》,国际和国

内类似交易评估惯例，本次评估同时确定按照收益途径、采用现金流折现方法（DCF）估算被评估企业的权益资本价值。

现金流折现方法(DCF)是通过将企业未来预期净现金流量折算为现值，评估企业价值的一种方法。其基本思路是通过估算企业在未来预期的净现金流量和采用适宜的折现率折算成现时价值，得出评估值。其适用的基本条件是：企业具备持续经营的基础和条件，经营与收益之间存有较稳定的对应关系，并且未来收益和风险能够预测及可量化。使用现金流折现法的最大难度在于未来预期现金流的预测，以及数据采集和处理的客观性和可靠性等。当对未来预期现金流的预测较为客观公正、折现率的选取较为合理时，其估值结果具有较好的客观性，易于为市场所接受。

（一）评估思路

根据本次尽职调查情况以及被评估企业的资产构成和主营业务特点，本次评估是以被评估企业的财务报表（合并口径）估算其权益资本价值，本次评估的基本评估思路是：

1、对纳入报表范围的资产和主营业务，按照基准日前后经营状况的变化趋势和业务类型等分别估算预期收益(净现金流量)，并折现得到经营性资产的价值；

2、对纳入报表范围，但在预期收益(净现金流量)估算中未予考虑的诸如基准日存在货币资金等流动资产(负债)，定义其为基准日存在的溢余或非经营性资产(负债)，单独测算其价值；

3、由上述各项资产和负债价值的加和，得出被评估企业的企业价值，经扣减付息债务价值、少数股东权益价值后，得出被评估企业的股东全部权益价值。

（二）评估模型

1、基本模型

本次评估的基本模型为：

$$E = B - D - M \quad (1)$$

式中：

E: 被评估企业的股东全部权益;

B: 被评估企业的企业价值;

$$B = P + C \quad (2)$$

P: 被评估企业的经营性资产价值;

$$P = \sum_{i=1}^n \frac{R_i}{(1+r)^i} + \frac{R_{n+1}}{r(1+r)^n} \quad (3)$$

式中:

R_i : 被评估企业未来第*i*年的预期收益 (自由现金流量);

r : 折现率;

n : 被评估企业的未来经营期;

C: 被评估企业基准日存在的溢余或非经营性资产 (负债) 的价值;

$$C = C_1 + C_2 \quad (4)$$

式中:

C_1 : 基准日流动类溢余或非经营性资产 (负债) 价值;

C_2 : 基准日非流动类溢余或非经营性资产 (负债) 价值;

D: 被评估企业付息债务价值;

M: 评估对象的少数股东权益价值。

2、收益指标

本次评估, 使用企业的自由现金流量作为被评估企业投资性资产的收益指标, 其基本定义为:

$$R = \text{净利润} + \text{折旧摊销} + \text{扣税后付息债务利息} - \text{追加资本} \quad (5)$$

根据被评估企业的经营历史以及未来市场发展等, 估算其未来经营期内的自由现金流量。将未来经营期内的自由现金流量进行折现并加和, 测算得到企业的经营性资产价值。

3、折现率

本次评估采用资本资产加权平均成本模型 (WACC) 确定折现率 r :

$$r = r_d \times w_d + r_e \times w_e \quad (6)$$

式中:

W_d : 被评估企业的付息债务比率;

$$w_d = \frac{D}{(E + D)} \quad (7)$$

W_e : 被评估企业的权益资本比率;

$$w_e = \frac{E}{(E + D)} \quad (8)$$

r_d : 所得税后的付息债务利率;

r_e : 权益资本成本, 按资本资产定价模型 (CAPM) 确定权益资本成本 r_e ;

$$r_e = r_f + b_e \times (r_m - r_f) + e \quad (9)$$

式中:

r_f : 无风险报酬率;

r_m : 市场预期报酬率;

ε : 被评估企业的特性风险调整系数;

β_e : 被评估企业权益资本的预期市场风险系数;

$$b_e = b_u \times (1 + (1 - t) \times \frac{D}{E}) \quad (10)$$

β_u : 可比公司的预期无杠杆市场风险系数;

$$b_u = \frac{b_t}{1 + (1 - t) \frac{D_i}{E_i}} \quad (11)$$

β_t : 可比公司股票 (资产) 的预期市场平均风险系数;

$$b_t = 34\% K + 66\% b_x \quad (12)$$

式中:

K : 一定时期股票市场的平均风险值, 通常假设 $K=1$;

β_x : 可比公司股票 (资产) 的历史市场平均风险系数;

D_i 、 E_i : 分别为可比公司的付息债务与权益资本。

三、资产核实与尽职调查情况说明

(一) 资产核实与尽职调查的内容

根据本次评估的特点, 评估机构确定了资产核实的主要内容是评估对象资

产及负债的存在与真实性，具体以被评估企业提供的基准日经审计的资产负债表为准，经核实无误，确认资产及负债的存在。为确保资产核实的准确性，评估机构制定了详细的尽职调查计划和清单，确定的尽职调查内容主要是：

1.本次评估的经济行为背景情况，主要为委托方和被评估企业对本次评估事项的说明；

2.评估对象存续经营的相关法律情况，主要为评估对象的有关章程、投资出资协议、合同情况等；

3.评估对象的相关土地房屋产权情况；

4.评估对象执行的会计制度以及固定资产折旧方法；

5.评估对象最近几年的债务、借款情况以及债务成本情况；

6.评估对象执行的税率税费及纳税情况；

7.评估对象的应收应付账款情况；

8.评估对象的发展环境情况，主要包括宏观发展环境、相关市场发展环境情况；

9.评估对象的市场地位及主要经营资质情况；

10.最近几年的关联交易情况；

11.评估对象主营产品品种、资金周转情况、历史经营业绩和融资能力等情况；

12.最近几年主营业务成本，主要进货渠道、进货价格及占用场所（折旧摊销）、人员工资福利费用等情况；

13.最近几年主营业务收入，主要产品的价格、占总收入的比例以及主要客户的分布等情况；

14.未来几年的经营计划以及经营策略，包括：市场需求、价格策略、销售计划、成本费用控制、资金筹措和投资计划等以及未来的主营收入和成本构成及其变化趋势等；

15.主要竞争者的简况，包括所经营产品的种类、销量、价格及市场占有率等；

16.主要经营优势和风险，包括：国家政策优势和风险、产品（技术）优势和风险、市场（行业）竞争优势和风险、财务（债务）风险、汇率风险等；

17.近年经审计的资产负债表、利润表、现金流量表以及产品收入明细表和成本费用明细表；

18.与本次评估有关的其他情况。

（二）影响资产核实和尽职调查的事项

本次评估中未发现影响资产清查或尽职调查的事项。

（三）资产清查核实和尽职调查的过程

本次评估的资产清查核实及尽职调查，是在企业主要资产的所在地现场进行。采用的方法主要是通过对企业现场勘察、参观，以专题座谈会的形式，对被评估企业的经营性资产的现状及历史经营状况、经营收入、成本、期间费用及其构成等的状况进行调查复核。特别是对影响评估作价的主营产品的销量、售价和相关的成本费用等进行了有针对性的详细调查，查阅了相关的会计报表、账册等财务数据资料、重要购销合同协议等。通过与企业的管理、财务人员进行座谈交流，了解企业的经营情况等。在资产核实和尽职调查的基础上进一步开展市场调研工作，收集相关行业的宏观行业资料以及可比公司的财务资料和市场信息等。

（四）资产清查复核与尽职调查结论

按照国家资产评估相关规定，对评估对象在评估基准日的资产与经营状况实施必要的清查复核与尽职调查后，得到如下结论：

1、主要资产负债状况

根据被评估企业经审计的报表（合并口径）披露，截至评估基准日企业账面资产总额为 113,603.21 万元、负债总额 67,132.24 万元、净资产 46,470.97 万元。具体包括流动资产 88,746.98 万元；非流动资产 24,856.23 万元；流动负债 59,331.03 万元，非流动负债 7,801.21 万元，归属于母公司所有者权益 40753.51 万元。评估对象最近两年资产负债情况见表 4-1。

表4-1 评估对象最近两年一期资产负债情况

单位：万元

科目	2014 年	2015 年	2016-6-30
货币资金	14,039.71	13,428.77	11,655.82
衍生金融资产	11,930.94	16,920.22	5,416.81
应收账款	46,301.31	38,773.92	33,084.46
预付账款	1,414.52	2,444.19	2,022.75
其他应收款	8,798.07	11,362.23	10,870.66
存货	28,297.60	25,054.06	23,554.83
其他流动资产	1,572.36	2,356.44	2,141.64
流动资产合计	112,354.50	110,339.83	88,746.98
固定资产	196.31	4,008.92	4,200.28
在建工程	2,492.68	9,369.65	14,159.00
无形资产	6,060.89	5,542.39	5,814.36
商誉		208.64	362.44
递延所得税资产	55.05	425.76	320.15
非流动资产合计	8,804.93	19,555.36	24,856.23
资产合计	121,159.43	129,895.19	113,603.21
短期借款	31,880.74	37,499.48	30,354.85
衍生金融负债	4,997.03	9,528.81	1,518.39
应付职工薪酬	1,167.14	1,038.99	68.87
应付账款	32,514.45	22,944.89	17,948.68
预收账款	1,395.29	39.33	512.94
应交税费	1,553.32	1,868.02	1,069.98
应付股利			2,611.04
其他应付款	2,865.81	3,508.17	3,139.27
预计负债	721.11	765.26	781.47
其他流动负债	4,193.71	1,481.74	1,325.54
流动负债合计	81,288.61	78,674.68	59,331.03
长期借款		4,495.52	7,661.34
递延所得税负债	219.23	249.20	139.86
非流动负债合计	219.23	4,744.72	7,801.20
负债合计	81,507.84	83,419.40	67,132.23
所有者权益			
实收资本	5,793.83	5,793.83	5,793.83
资本公积	306.57	309.48	309.48
库存股	-465.64	-258.53	-258.53
其他综合收益	-5,087.10	-3,649.89	-2,307.44
未分配利润	33,941.92	38,345.09	37,216.17
归属于母公司股东权益合计	34,489.58	40,539.98	40,753.51
少数股东权益	5,162.01	5,935.81	5,717.47
股东权益合计	39,651.59	46,475.79	46,470.97
负债和股东权益总计	121,159.43	129,895.19	113,603.21

2、营业收入与利润情况

评估对象主营业务为向全球客户销售天然橡胶,同时 R1 公司通过在越南采取并购、马来西亚采取合资、印度尼西亚采取新建的方式开展橡胶加工业务。

其最近两年经审计的收入成本以及利润情况见表 4-2。

表4-2 评估对象最近两年一期营业收入及利润情况

单位：万元

项目	2014 年	2015 年	2016 年 6 月 30 日
营业收入	861,953.06	647,948.93	250,457.26
营业成本	841,225.56	608,171.17	232,901.21
营业税金及附加	2.42	34.53	4.70
销售费用	18,352.12	17,343.61	9,211.32
管理费用	4,668.19	5,155.46	2,349.07
财务费用	1,946.54	2,965.96	100.53
资产减值损失	-1,512.85	2,087.03	-1,353.93
公允价值变动损益	4,749.29	32.06	-3,611.76
投资收益	4,227.43	-4,490.68	-1,118.78
营业利润	6,247.79	7732.561818	2,513.81
营业外收入	200.08	237.05	98.22
其中：非流动资产处置利得	0.10	76.12	
营业外支出	779.73	61.74	44.27
其中：非流动资产处置损失			
利润总额	5,668.14	7,907.88	2,567.76
所得税费用	1,139.97	1,106.69	432.15
净利润	4,528.16	6,801.19	2,135.61
归属于母公司股东的净利润	4,169.42	6,895.02	2,285.99
少数股东损益	358.74	-93.83	-150.38

3、长期股权投资情况

根据被评估企业经审计的报表（合并口径）披露，截至评估基准日，被评估企业下属单位的主营业务为：天然橡胶销售和橡胶加工业务，股权情况见表 4-3。

表4-3 被评估企业基准日长期投资情况

公司名称	持股比例	公司类型	注册地址
R1InternationalMalaysiaSdn.Bhd.	100%	贸易型公司	马来西亚
HwahYangAgroIndustriesSdn.Bhd.	65%	橡胶加工公司	马来西亚
R1International(Thailand)Ltd.	100%	贸易型公司	泰国
R1InternationalJapanLimited	100%	贸易型公司	日本
R1InternationalTrading(Shanghai)Co.Limited	100%	贸易型公司	中国，上海
R1International(India)PteLtd	100%	贸易型公司	印度
R1DeltaCISPteLtd	51%	贸易型公司	新加坡
R1DeltaPolymersPteLtd	100%	贸易型公司	新加坡
R1InternationalCompanyLimitedVietnam	100%	贸易型公司	越南
R1International(Americas)Inc.	100%	贸易型公司	美国

RMLIBRubberCompanyPteLtd	70%	投资公司	新加坡
R1International(Qingdao)Co.Ltd.	100%	贸易型公司	中国, 青岛
R1RubberVenturesPteLtd	100%	投资公司	新加坡
QuocVietRubberCompanyLimited	100%	橡胶加工公司	越南
PTBintangAgungPersada	60%	橡胶加工公司	印尼
R1intCambodia	100%	贸易型公司	柬埔寨

4、付息债务情况

经核实, 在评估基准日 2016 年 6 月 30 日, 被评估企业账面有短期借款 30 354.85 万元, 长期借款 7661.34 万元。

5、溢余或非经营性资产情况

经核实, 在评估基准日 2016 年 6 月 30 日, 被评估企业账面有如下一些资产(负债)的价值在本次估算的净现金流量中未予考虑, 应属本次评估所估算现金流之外的溢余或非经营性资产。截至评估基准日, 被评估企业溢余或非经营性资产(负债)账面净值见表 4-4。

表4-4 被评估企业基准日溢余或非经营性资产(负债)情况

项目	调整资产(负债)账面价值
溢余性资产价值: $\sum C_i$	-45.65
流动溢余资产(负债): C1	3346.86
货币资金	3257.07
应收账款	
其他流动资产	2141.64
其他应付款	-2051.85
非流动溢余资产(负债): C2	-3212.21
预计负债	-781.47
递延所得税资产	320.15
递延所得税负债	-139.86
应付股利	-2611.04

单位: 万元

四、宏观及行业环境分析

(一) 宏观经济环境

2015年, 全球经济运行的主要焦点在于美元出现趋势性升值、欧洲经济复苏面临障碍以及欧洲央行量化宽松政策的推行、新兴市场经济体经济增速全面下滑以及原油等大宗商品的价格的全面下行。

(1) 美国经济延续复苏趋势并进入加息周期

1. 经济增长速度保持稳健

在量化宽松政策的支持下, 美国经济在过去几年的增速与其他发达国家相比保

持在领先的位置。2015年前三季度，美国的GDP年化环比增速分别是0.6%、3.9%和1.5%，其中一季度环比增速较低，主要原因是北美洲冬季寒冷气候所带来的负面影响；随后两个季度的环比增长率均保持较高水平。总体为正的环比增长率让美国经济能够保持较为稳健的复苏速度。

此外，虽然2015年市场的加息预期比较强，但是美联储却迟迟没有做出加息的决定，不断把加息的时间往后推。多次推迟加息使美国经济在2015年依然可以受惠于较为宽松的货币政策，从而让经济的增长速度得以保持。

2.加息周期的开端

2015年12月17日，美联储宣布将联邦基金利率提高0.25个百分点，新的联邦基金目标利率将维持在0.25%到0.5%的区间。这是美联储2006年6月以来首次加息，标志着全球最大的经济体正式进入加息周期。加息决策最终落地的主要原因，除了经济增速平稳以外，还包括较低的失业率水平和通货膨胀水平。从目前的数据来看，虽然核心通胀率稳定在正值，但是始终显著地低于目标水平。2015年总体CPI增长率在通货紧缩附近波动，并在3、4月份出现负值。而作为美联储主要参考的核心CPI则在较长时间低于2%，到了11月才达到2%。通胀水平持续较低的主要原因在于大宗商品价格持续下跌、石油价格由于供给过剩而趋势性下行。扣除能源价格方面的影响，实际上的通货膨胀水平不算过低，基本满足加息的条件。

(2) 欧洲经济温和复苏并有下行风险

1.经济温和复苏

相比美国经济，欧洲经济的复苏步伐一直滞后。2015年前三个季度，欧元区GDP的同比增长率分别是1.3%、1.6%和1.6%。其中，得益于欧元对美元的持续贬值，欧元区出口的同比增速保持较高水平，前三个季度的记录分别是5.75%、6.62%和4.86%。相对疲弱的是居民消费和政府消费，三个季度的同比增长率均没有超过1.8%的水平。相对2014年，欧元区2015年的经济增速有所扩大，但是目前的增速依然处于温和增长的区间。PMI方面，欧洲前2015年10个月的制造业PMI持续保持在51以上，显示出企业生产基本稳定，相比2014年有了显著的

改观。服务业PMI的水平则相对较高，2015年全年最低水平已有52.7，最高水平则达到了54.4。

2.经济下行的风险

虽然通缩的风险在减弱，但是欧洲仍然面临着各类风险，使欧洲2016年的经济复苏难以提速。

首先，政府财政力量相对较弱。欧债危机的时候，债务压力严重的国家都在通过各种形式的财政紧缩举措来避免危机的扩大。财政紧缩使得欧洲部分国家的福利水平下降，与之相伴的是失业率的上升。没有财政支出作为支撑，基础设施建设等能吸引较多劳动力的活动就难以开展，不利于失业率的降低。从这一点上来看，欧洲的经济复苏面临更严重的结构性问题。此外，难民的到来使欧洲的财政窘迫情况雪上加霜。为应付难民居留而进行的公共支出的收效预期比基建投资还要低。

(3) 新兴市场经济增速下滑

自2010年以来，新兴市场经济国家的经济增速的中枢开始下移。2015年，新兴经济体普遍开始减速，同时面临内外多方面的压力，未来经济继续下行的压力比较大。俄罗斯和巴西是两个资源出口型大国。在大宗商品价格持续上涨的周期，这两个国家的经济增速保持较高水平。但是目前大宗商品价格特别是原油价格持续下跌，致使这两个国家的外贸收入急剧下降，并直接影响到居民的收入水平和政府的财政状况。此乃这两个国家经济结构单一、产业结构不完善所导致的必然结果。2015年二季度，俄罗斯的GDP同比增速下降到了-4.6%，而巴西在三季度的GDP同比增长率也萎缩到了-4.45%。相比往年，这两个国家经济衰退的迹象比较明显。

印度方面，经济增长也出现减速。作为GDP增速最高的国家，印度GDP在2015年三季度的增长率为7.43%，扭转了二季度回调的势头。这与印度国内实施的货币政策刺激有密切关系。印度在2015年已有4次降息，尽管10月CPI增长率上升到5%，但是依然无法改善工业生产的疲软的状况。此外，在高增长率的下面，经济结构方面的不合理被掩盖了。印度政府试图通过结构改革来解决潜在

的问题，但是相关改革措施没有获得通过，改革也遭到质疑。

（二）新加坡经济形势

新加坡贸工部公布，新加坡2015年经济增长2%，低于2014年3.3%的增长率。数据显示，新加坡去年第四季度经济同比增长1.8%。其中，由于运输工程和电子制造业产量下降，占新加坡国内生产总值五分之一的制造业持续萎缩，同比下降6.7%；建筑业同比增长4.9%；服务业同比增速则放缓至2.8%。2015年全年，新加坡制造业萎缩5.2%，其中除化工业外的所有领域都出现萎缩；建筑业增长放缓至2.5%；得益于批发零售贸易及金融保险领域的增长，服务业增长3.4%，但仍略低于前年的3.6%。

新加坡贸工部认为，尽管金融保险以及批发贸易有望为新加坡的经济增长提供支持，但由于外部需求疲软，制造业前景仍然低迷。此外，油价波动、私人部门建筑行业需求的下降以及人力短缺也将对相关经济领域产生影响。

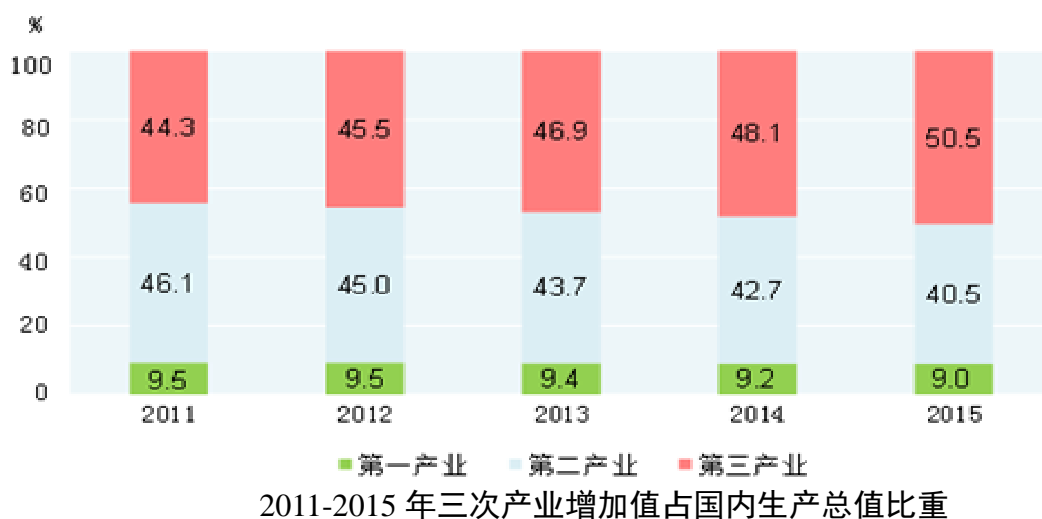
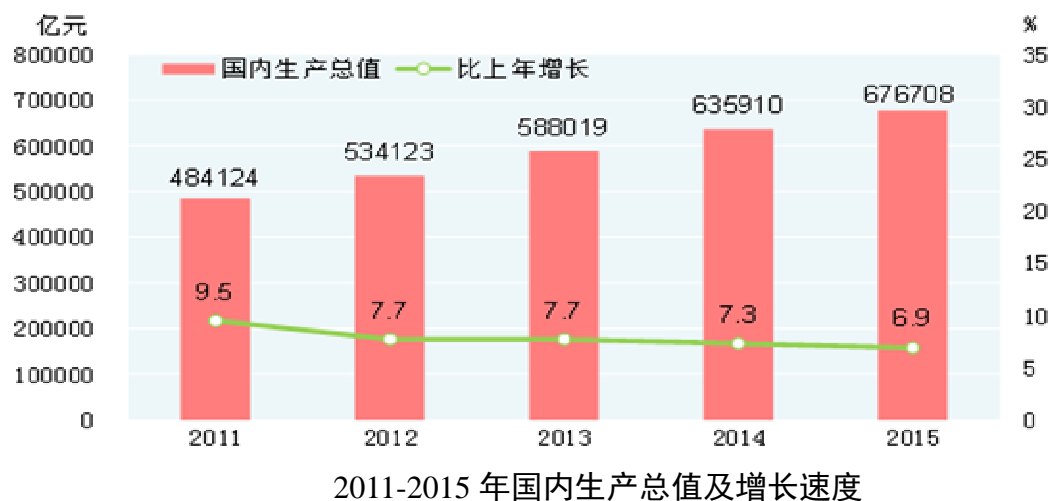
新加坡今年3月整体消费者物价已经创下连续17个月下滑的记录。新加坡未来几个季度的经济将缓慢增长，因为和贸易相关行业面临周期性的阻力。2016年初，这个弱点扩大到更多的行业，现代服务业的整体回落最为明显。因为信贷需求下降和年底资金手续费的下滑，新加坡金融部门的活动受到冲击。新加坡央行预计，今年新加坡的通胀率为-1.0-0%，但称和CPI相关的物品通胀率仍将是负值。新加坡金融管理局(MAS)推出了货币宽松政策以提振经济增长。最新的货币宽松政策将在未来2年支撑新加坡的经济，并且提高通货膨胀率。综上所述，贸工部将新加坡2016年的经济增长预测维持在1%至3%。

（三）国内经济形势

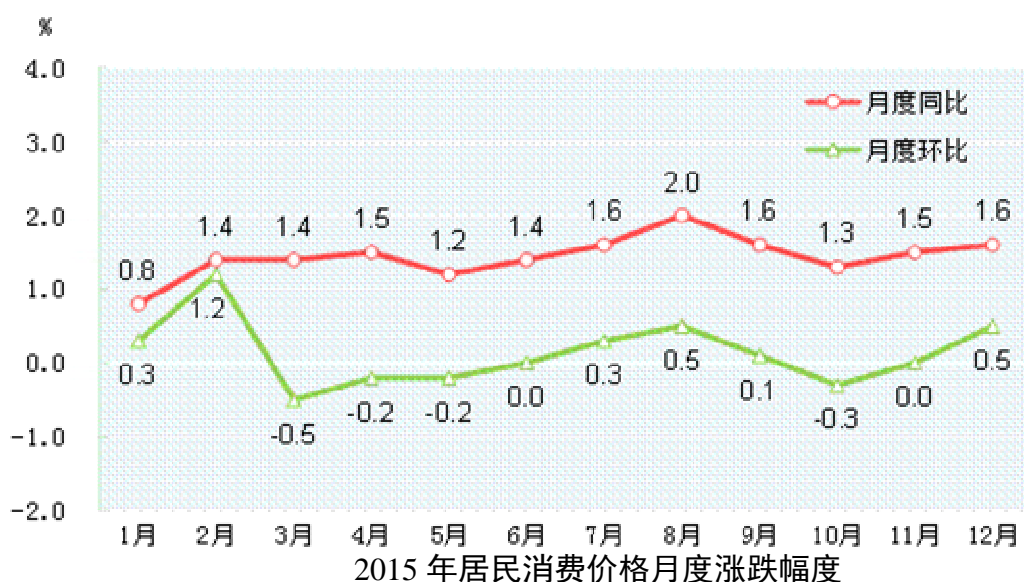
（1）综合环境分析

初步核算，2015年全年国内生产总值676,708亿元，比上年增长6.9%。其中，第一产业增加值60,863亿元，增长3.9%；第二产业增加值274,278亿元，增长6.0%；第三产业增加值341,567亿元，增长8.3%。第一产业增加值占国内生产总值的比重为9.0%，第二产业增加值比重为40.5%，第三产业增加值比重为50.5%，首次突破50%。全年人均国内生产总值49,351元，比上年增长6.3%。

全年国民总收入 673,021 亿元。

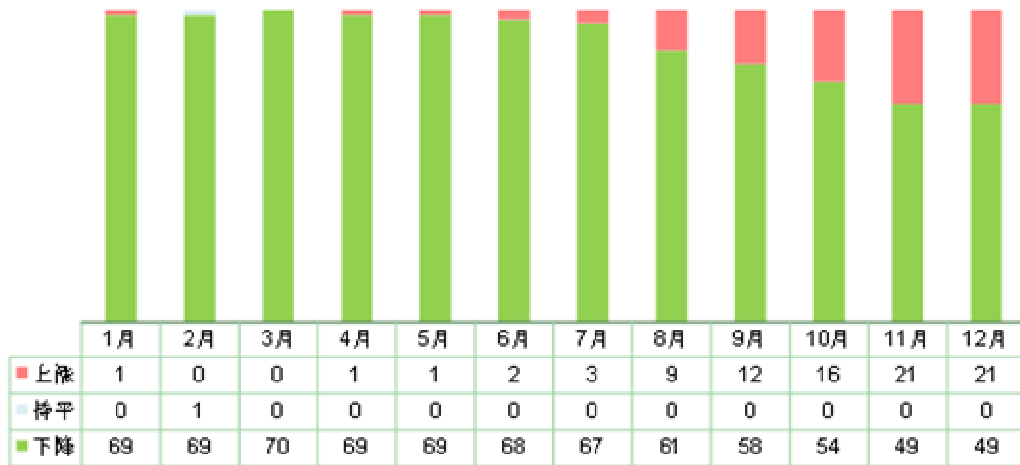


2015年全年居民消费价格比上年上涨1.4%，其中食品价格上涨2.3%。固定资产投资价格下降1.8%。工业生产者出厂价格下降5.2%。工业生产者购进价格下降6.1%。农产品生产者价格上涨1.7%。



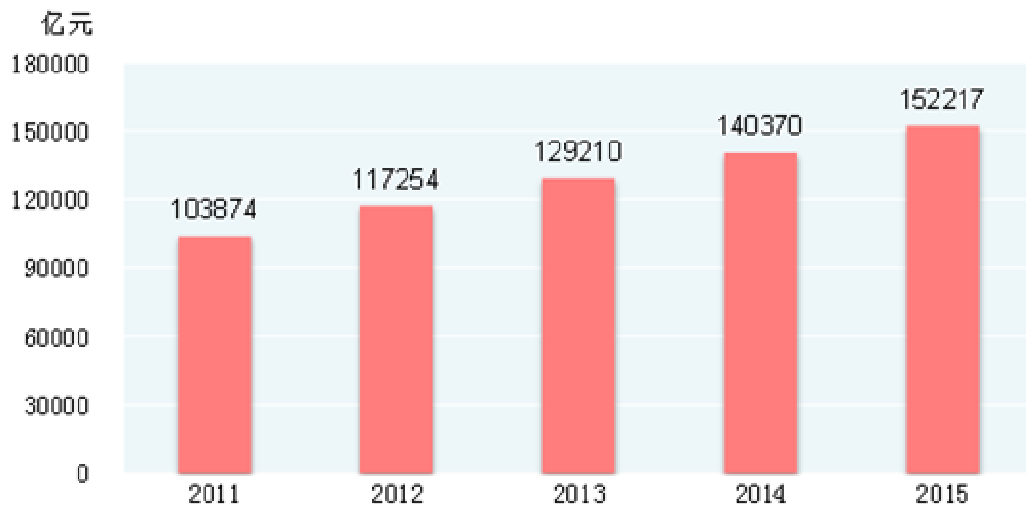
2015年年末70个大中城市新建商品住宅销售价格月同比上涨的城市个数为

21个，比年初增加20个；下降的为49个，减少20个。



2015年新建商品住宅同比价格上涨、持平、下降城市个数变化情况

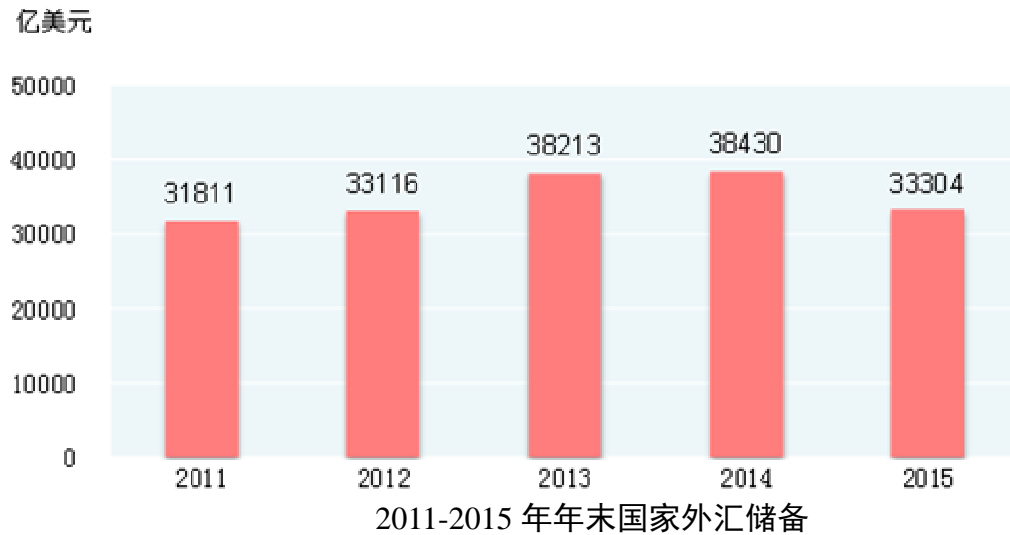
2015年全年全国一般公共预算收入152,217亿元，比上年同口径[11]增加8,324亿元，增长5.8%，其中税收收入124,892亿元，增加5,717亿元，增长4.8%。



注：图中 2011 年至 2014 年数据为全国一般公共预算收入决算数，2015 年为执行数。

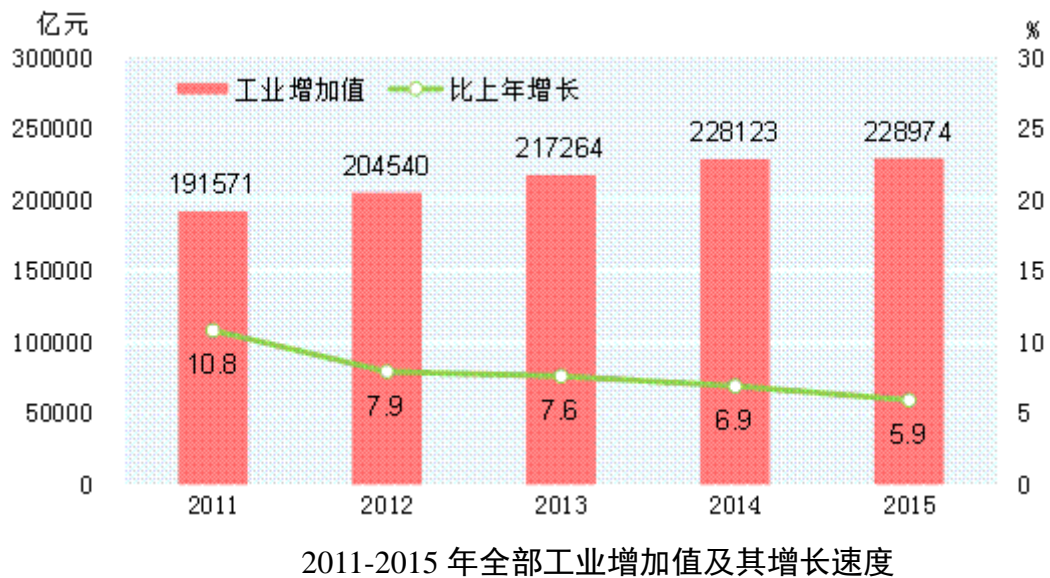
2011-2015 年全国一般公共预算收入

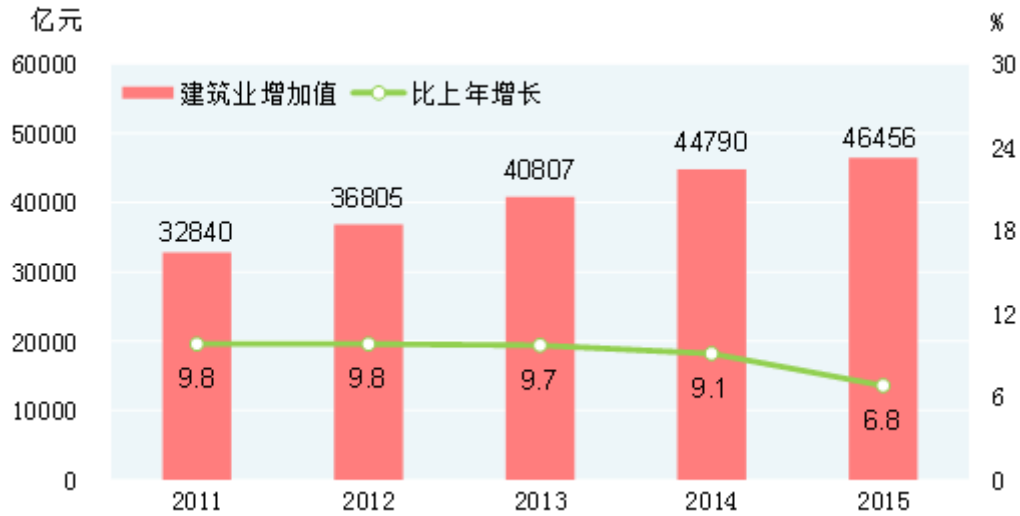
2015年年末国家外汇储备33,304亿美元，比上年末减少5,127亿美元。全年人民币平均汇率为1美元兑6.2284元人民币，比上年贬值1.4%。



(2) 工业和建筑业

2015年全年全部工业增加值228974亿元，比上年增长5.9%。规模以上工业增加值增长6.1%。在规模以上工业中，分经济类型看，国有控股企业增长1.4%；集体企业增长1.2%，股份制企业增长7.3%，外商及港澳台商投资企业增长3.7%；私营企业增长8.6%。分门类看，采矿业增长2.7%，制造业增长7.0%，电力、热力、燃气及水生产和供应业增长1.4%。



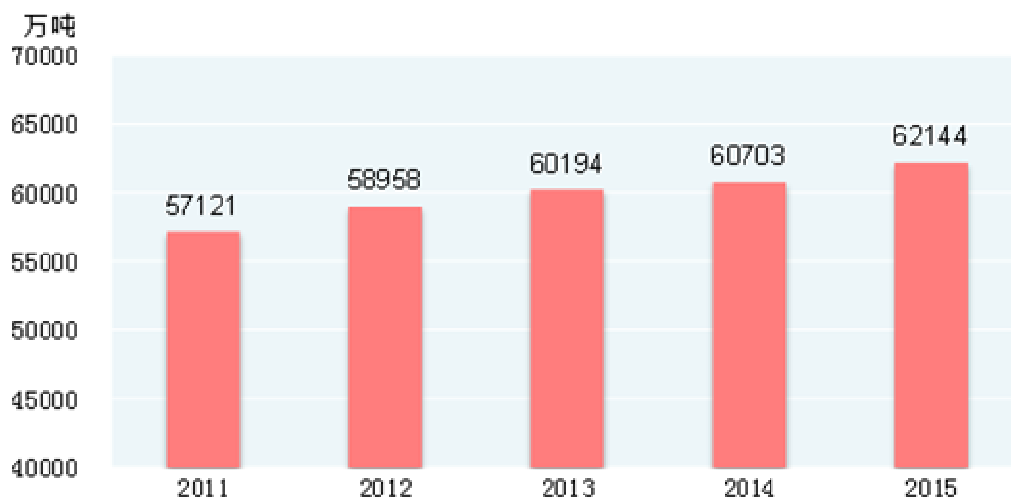


2011-2015年建筑业增加值机器增长速度

(3) 农业

2015年全年粮食种植面积11,334万公顷，比上年增加62万公顷。棉花种植面积380万公顷，减少42万公顷。油料种植面积1,406万公顷，增加1万公顷。糖料种植面积174万公顷，减少16万公顷。

全年粮食产量62,144万吨，比上年增加1,441万吨，增产2.4%。其中，夏粮产量14,112万吨，增产3.3%；早稻产量3,369万吨，减产0.9%；秋粮产量44,662万吨，增产2.3%。全年谷物产量57,225万吨，比上年增产2.7%。其中，稻谷产量20,825万吨，增产0.8%；小麦产量13,019万吨，增产3.2%；玉米产量22,458万吨，增产4.1%。

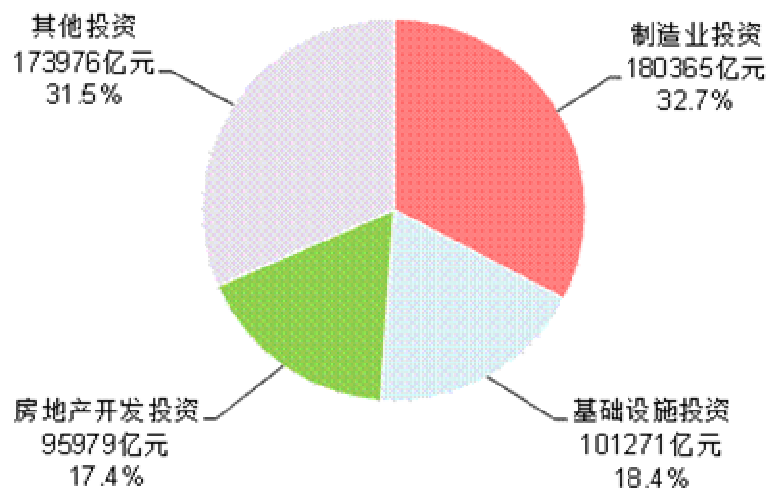
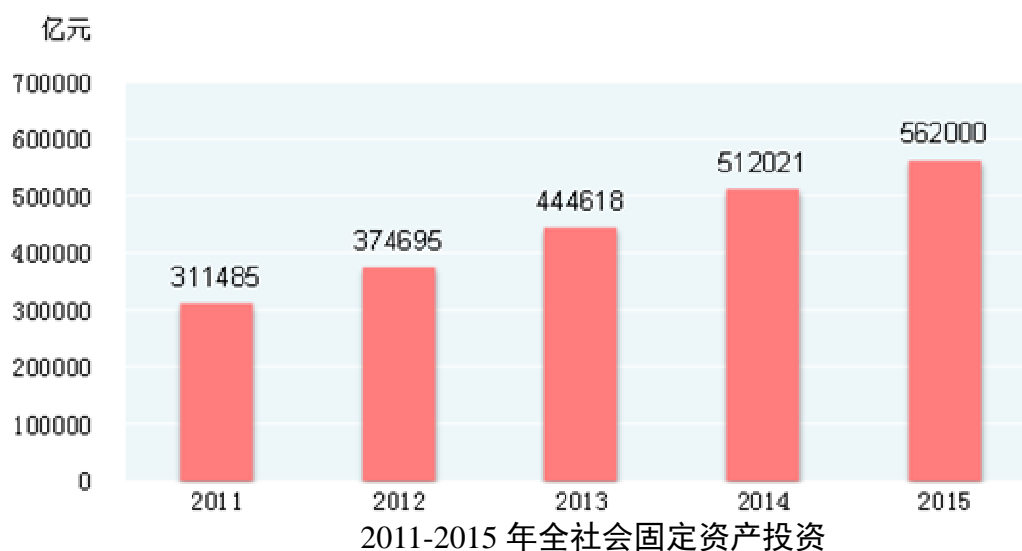


2011-2015年粮食产量

(4) 固定资产投资

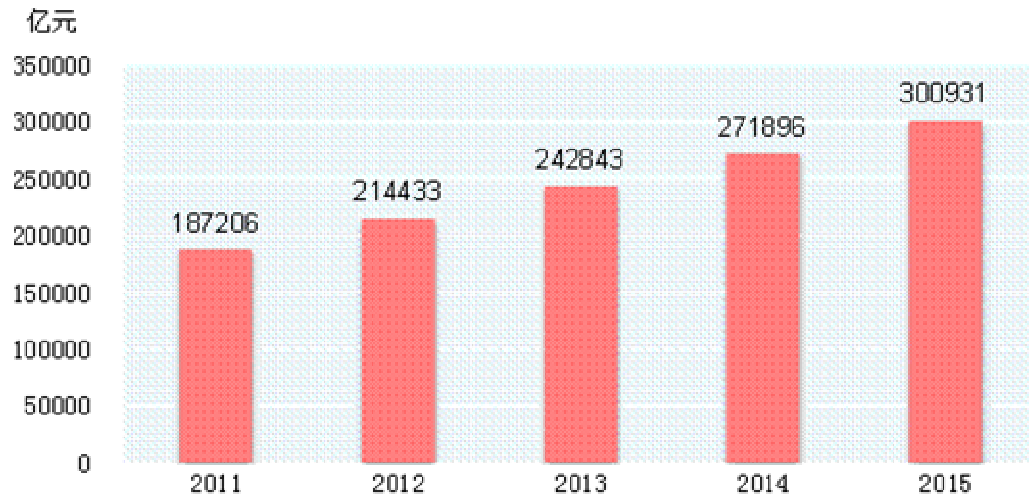
2015年全年全社会固定资产投资562,000亿元，比上年增长9.8%，扣除价格

因素，实际增长11.8%。其中，固定资产投资（不含农户）551,590亿元，增长10.0%。分区域看，东部地区投资232,107亿元，比上年增长12.4%；中部地区投资143,118亿元，增长15.2%；西部地区投资140,416亿元，增长8.7%；东北地区投资40,806亿元，下降11.1%。



(5) 国内贸易

2015 年全年社会消费品零售总额 300,931 亿元，比上年增长 10.7%，扣除价格因素，实际增长 10.6%。按经营地统计，城镇消费品零售额 258,999 亿元，增长 10.5%；乡村消费品零售额 41,932 亿元，增长 11.8%。按消费类型统计，商品零售额 268,621 亿元，增长 10.6%；餐饮收入额 32,310 亿元，增长 11.7%。



注：图中 2011 年至 2014 年数据根据第三次经济普查结果进行修订。

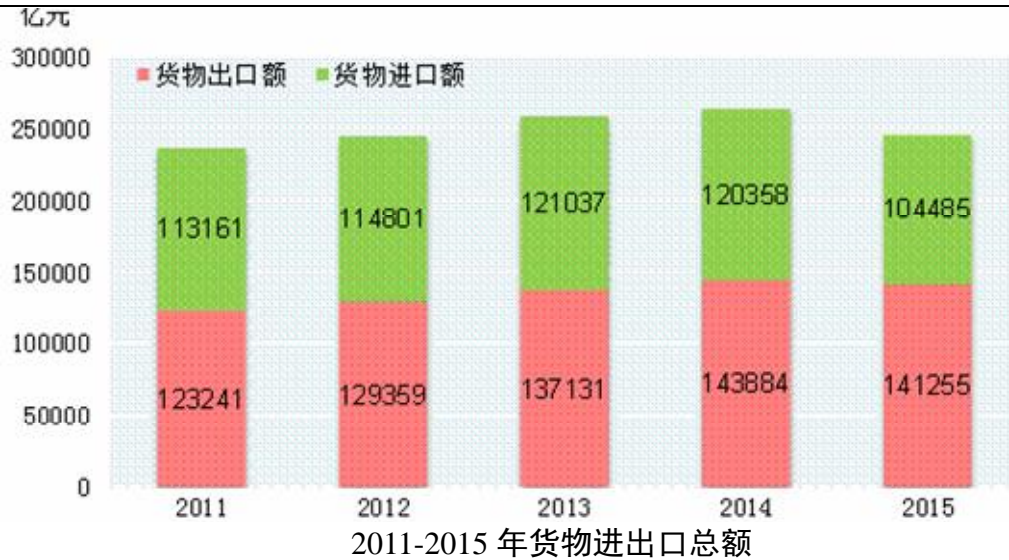
2011-2015 年社会消费品零售总额

在限额以上企业商品零售额中，粮油、食品、饮料、烟酒类零售额比上年增长 14.6%，服装、鞋帽、针纺织品类增长 9.8%，化妆品类增长 8.8%，金银珠宝类增长 7.3%，日用品类增长 12.3%，家用电器和音像器材类增长 11.4%，中西药品类增长 14.2%，文化办公用品类增长 15.2%，家具类增长 16.1%，通讯器材类增长 29.3%，建筑及装潢材料类增长 18.7%，汽车类增长 5.3%，石油及制品类下降 6.6%。

全年网上零售额[24]38773亿元，比上年增长 33.3%，其中网上商品零售额 32424 亿元，增长 31.6%。在网上商品零售额中，吃类商品增长 40.8%，穿类商品增长 21.4%，用类商品增长 36%。

(6) 对外经济

2015 年全年货物进出口总额 245,741 亿元，比上年下降 7.0%。其中，出口 141,255 亿元，下降 1.8%；进口 104,485 亿元，下降 13.2%。货物进出口差额（出口减进口）36,770 亿元，比上年增加 13,244 亿元。



2015 年货物进出口总额及其增长速度

指 标	金额 (亿元)	比上年增长 (%)
货物进出口总额	245,741.00	-7.00
货物出口额	141,255.00	-1.80
其中：一般贸易	75,456.00	2.10
加工贸易	49,553.00	-8.80
其中：机电产品	81,421.00	1.10
高新技术产品	40,737.00	0.40
货物进口额	104,485.00	-13.20
其中：一般贸易	57,323.00	-15.90
加工贸易	27,772.00	-13.70
其中：机电产品	50,111.00	-4.50
高新技术产品	34,073.00	0.60
货物进出口差额 (出口减进口)	36,770.00	—

全年服务进出口总额 7,130 亿美元，比上年增长 14.6%。其中，服务出口 2,882 亿美元，增长 9.2%；服务进口 4,248 亿美元，增长 18.6%。服务进出口逆差 1,366 亿美元。

全年吸收外商直接投资（不含银行、证券、保险）新设立企业 26,575 家，比上年增长 11.8%。实际使用外商直接投资金额 7,814 亿元（折 1263 亿美元），增长 6.4%。其中“一带一路”沿线国家吸收外商直接投资新设立企业 2,164 家，增长 18.3%；实际使用外商直接投资金额 526 亿元（折 85 亿美元），增长 25.3%。

全年对外直接投资额（不含银行、证券、保险）7351 亿元，按美元计价为 1180 亿美元，比上年增长 14.7%。其中，我国对“一带一路”沿线国家对外直接投资额达 148 亿美元，增长 18.2%。

全年对外承包工程业务完成营业额 9,596 亿元,按美元计价为 1,541 亿美元,比上年增长 8.2%。对外劳务合作派出各类劳务人员 53 万人,下降 5.7%。

五、行业发展状况分析

1. 全球天然橡胶产量情况分析

全球天然橡胶产量在2014年达到1207万吨,2004-2014年期间年复合增长率达3.28%。2015年全球天然橡胶产量1224万吨,根据Anrpc预测,2016年全球天胶总产量微增1.2%(14.9万吨/年),从1224万吨/年增长至1239万吨/万吨。受苛刻的种植环境限制,天然橡胶的产能增长十分有限,在根据国际权威机构国际橡胶研究组织(IRSG)在2015年3月份的预测,到2023年全球天胶需求或增至1650万吨,未来天胶供给紧张将是大趋势。

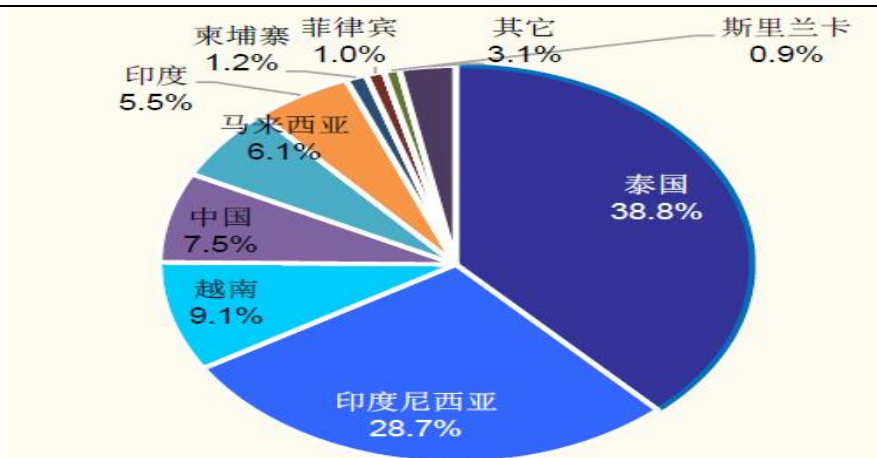
2004-2014 全球天然橡胶产量

年份	种植园		小农户		总产量	
	产量(千吨)	增长率(%)	产量(千吨)	增长率	产量(千吨)	增长率(%)
2004	1,980	12.4	6,764.0	8.3%	8,744	9.2%
2005	1,978	-0.1	6,929.0	2.4%	8,907	1.9%
2006	2,040	3.1	7,787.0	12.4%	9,827	10.3%
2007	2,148.4	5.3	7,908.6	1.6%	10,057	2.3%
2008	2,132.7	-0.7	7,965.3	0.7%	10,098	0.4%
2009	2,203	3.3	7,519.9	-5.6%	9,722.8	-3.7%
2010	2,288.6	3.9	8,106.1	7.8%	10,394.7	6.9%
2011	2,412.9	5.4	8,804.6	8.6%	11,217.5	7.9%
2012	2,543	5.4	9,086.3	3.2%	11,629.3	3.7%
2013	2,700.6	6.2	9,550.3	5.1%	12,250.8	5.3%
2014	2,699	-0.1	9,371.4	-1.9%	12,070.4	-1.5%

数据来源: IRSG

东南亚是天然橡胶的主要生产区域,拥有适宜的气候及廉价劳动力。约占全球种植面积的90%。东南亚产胶国以泰国、印度尼西亚、越南为主,2015年产量各占全球的39%、29%、9%。而厄尔尼诺对东南亚天气影响较大,大概率造成干旱天气,将严重影响橡胶树的生长,导致减产。

2015 年全球天然橡胶分国家产量

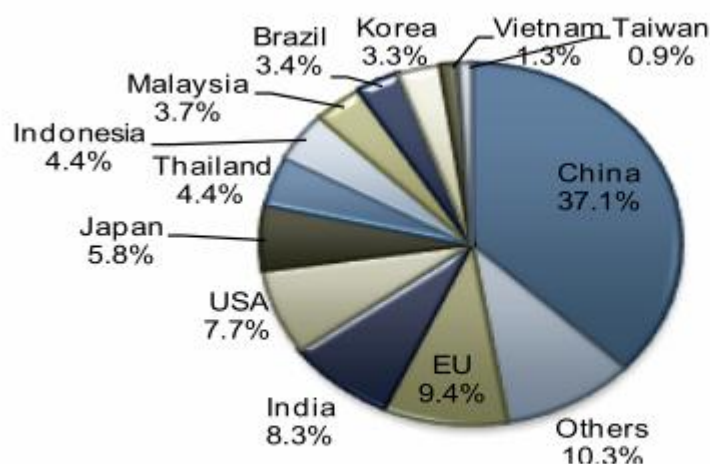


供给端来看，泰国、印尼、马来西亚三国组成的三国橡胶联盟占据了全球天然橡胶产量的74%，每次增减割胶面积或限制出口都会对天胶价格造成大幅影响。

2、天然橡胶消耗情况分析

2014年，全球天然橡胶的消耗量达1220万吨，过去十年里，除了2009年外，全球天然橡胶的消耗量呈逐年上升的趋势。而需求方面，天然橡胶需求方面，中、美、日、印度占总需求量的60%。因此，在印度洋安达曼海、中国南海、太平洋分别有三条重要的天然橡胶贸易线。中国是世界上天然橡胶的消费大国，2014年其消耗量达450万吨，占全球天然橡胶消耗量的37.1%。这一现象导致全球天然橡胶市场过于依赖中国的需求。

全球天然橡胶消耗情况



Source: IRSG, Frost & Sullivan analysis

天然橡胶的应用有所不同，但主要集中在轮胎制造业、天然橡胶相关产品及医疗产品。根据IRSG介绍，2014年轮胎制造业天然橡胶的需求量达834万吨，

占全球天然橡胶需求的68.6%。随着全球汽车数量的增加，未来轮胎制造业对天然橡胶的需求量也将持续增加。除轮胎制造业外，医药行业也将成为另一个促进天然橡胶需求的因素。

3、天然橡胶价格分析

目前天胶期现货价格处于底部，沪胶主合价格较11年高点下跌75%。历史上来看，同为四大大宗的天然橡胶与原油在价格上存在强正相关关系，相关系数达0.81。以年度为周期来看，存在同涨同跌的现象，且涨跌幅度接近，顶部与底部皆较吻合。

2013-2015年全球天然橡胶价格

天然橡胶价格	2013年	2014年					2015年				
	YEAR	Q1	Q2	Q3	Q4	YEAR	Q1	Q2	Q3	Q4	YEAR
SGX,RSS3	2795	2251	2118	1837	1620	1957	1734	1791	1462	1255	1560
SGX,TSR20	2517	1978	1727	1629	1507	1710	1423	1517	1342	1199	1370
EUROPE,TSR20	2595	2078	1823	1741	1603	1811	1522	1596	1404	1244	1442

数据来源：IRSG

未来在油价大趋势向上的背景下，天胶价格也必然会朝着更加合理的价格区间回归。预计今年下半年油价将进一步上行，胶价未来仍然有上行空间。强厄尔尼诺影响东南亚产胶国的气候，一方面导致橡胶树延迟开割。另一方面给东南亚带来较为严重的干旱，并进一步影响天胶的产量，改善天胶的供求关系。而泰国、印尼、马来西亚三个橡胶生产国计划计划从3月1日到8月31日把三个国家天然橡胶的出口量总共减少61.5万吨，出口吨位计划的提出一方面显示出橡胶主产国对目前胶价的忧虑，另一方面在供求关系改善的大背景下提供胶价进一步上行的支撑。

五、净现金流量预测

1、营业收入预测

经调查，评估对象主营业务为向全球客户销售天然橡胶，同时开展橡胶加工业务。R1公司的客户遍布整个橡胶行业，在所有终端客户中轮胎制造商占比较大，剩余的客户包括手套制造商、传输带、避孕套及橡胶软管等橡胶制品制造商。2015年，R1公司通过在越南采取并购、马来西亚采取合资、印度尼西亚采取新建的方式大胆进军橡胶加工领域。其最近两年业务收入的构成情况见表

4-5。

表4-5 评估对象最近两年营业收入成本构成情况表

单位：万元

项目名称	2014 年	2015 年	2016 年 6 月
主营业务收入合计	861,953.06	647,948.93	250,457.26
主营业务成本合计	841,225.56	608,171.17	232,901.21
主营收入 1-贸易	861,953.06	640,012.29	246,227
成本(单位：万元)	841,225.56	600,326.14	228,724
销量(单位：吨)--	660,271.00	652,381.00	267,104
单位价格(单位：美元/吨)	13,054.53	9,810.41	9,218.39
单位成本(单位：美元/吨)	12,740.61	9,202.08	8,563.10
毛利率	2.40%	6.20%	7.11%
主营收入 2-加工		7,936.64	4,230
成本(单位：万元)		7,845.03	4,177
销量(单位：吨)--	-	9,220.00	5,488
单位价格(单位：美元/吨)		8,608.07	7,708.43
单位成本(单位：美元/吨)		8,508.71	7,611.64
毛利率		1.15%	1.26%

R1公司在全球各地拥有全资及控股子公司16余家，在马来西亚、印尼、越南、美国、日本、中国等均有业务机构，并在东南亚扩展橡胶加工厂，形成全球范围天然橡胶贸易的战略布局。依据研究与咨询公司Frost and Sullivan报告2014年R1公司是世界上最大的存橡胶贸易商。

橡胶贸易商	2014 年贸易量（千吨）
R1 国际	约 721
RCMA	约 500
诗董	约 400
Halcyon Agri	约 300
洪曼丽	约 300
Southland Group	约 300
Olam International	约 250

目前企业拥有3家橡胶加工企业，越南加工厂产能1万吨，马来西亚加工厂产能3万吨，印尼预计2016年投产运营，产能达6万吨。

2006-2011年天然橡胶价格暴涨导致东南亚地区种植面积提升，天然橡胶泌乳期（胶乳）长达11-15 年以上，在2022 年甚至2026 年前，天然橡胶整体产能都是维持显著正增长的。天然橡胶产能过大并仍处于向上周期，价格反弹后

产量会轻易上行。天然橡胶70%用于轮胎行业，根据中国轮胎商业网数据中心显示预计未来10年，轮胎行业仍旧被看好，轮胎需求平均每年复合增长率为3.3%，截至到2025年全球轮胎需求将达到6.6亿条。亚太的需求将最为强烈，增长更迅速，来自中国和印度的物流需求将被各大轮胎企业追逐，未来R1加工产能逐步释放以及全球布局策略的显现都将对企业天然橡胶贸易形成支撑，本次评估预计R1未来五年销售量将稳步增长。

本次评估中，参考 SGX 新加坡期货市场未来的橡胶期货价格作为预测期天然橡胶销售价格。

天然橡胶价格参考表

	ContractMonth	High	Low	Volume	Prev.DaySettle
T	1月 17	194.5	182	270	194.2
T	2月 17	203	195.5	777	199.3
T	3月 17	206	199.2	402	202
T	4月 17	207	201.9	666	203.9
T	5月 17	207.6	201.2	740	205
T	6月 17	206.3	202.5	240	205.2
T	7月 17	207	204	66	206.1
T	8月 17	207.6	204.5	98	206.8
T	9月 17	210.9	206.4	206	207.5
T	10月 17	209.6	204.8	51	207.6
T	11月 17	-	-	-	208
T	12月 17	-	-	-	208.5

数据来源：SGX

2、营业成本预测

R1主要是通过直接采购方式购进商品，近年来R1公司的主营业务毛利率水平如下表：

项目	2014年	2015年	2016年	平均
主营业务毛利率	2.40%	6.20%	7.11%	5.24%

R1公司在行业内较早引进期货套期保值交易方式，并逐渐探索出期现货结合的盈利模式，随着期货工具的运用，R1即使面对天然橡胶价格持续下跌的市场环境，仍然可以扩大贸易规模 and 市场份额，同时，商品现货贸易规模的扩大又为期货业务规模的增加奠定了基础，提供了支撑。随着现货业务规模增加后，通过套期保值、套利，所获得的利润规模效应也得以体现。另一方面，R1公司

着力培育大宗商品现货贸易与期货相结合的交易管理及风险控制能力，经过近些年的努力，已经形成完整的营销管理及风险控制体系，交易及风控管理能力的提升，对期货的盈利形成了有效的保障。

报告期R1公司期现结合毛利率计算公式如下：

期现结合毛利率=(主营业务收入-主营业务成本+期货及电子交易等衍生品业务收益)/主营业务收入*100

2014-2016年R1公司期现结合的毛利率情况如下：

项目	2014年	2015年	2016年	平均毛利水平
期限结合毛利率	3.45%	5.45%	5.12%	4.67%

本次评估以2014年-2016年的毛利率为主要参考数据，并考虑到经济发展的波动性、期货及电子交易等衍生品业务相关风险等因素，基于稳健和谨慎原则，最终确定预测期毛利率为4.67%。

预测期内 R1 的主营业务收入预测如下表：

表4-6 评估对象营业收入和成本预测表

单位：万元

项目名称	2016年 7-12月	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年
主营业务收入合计	305,367.05	933,021.33	1,008,964.93	1,071,347.17	1,148,646.90	1,148,646.90
主营业务成本合计	288,895.57	889,842.38	961,749.86	1,021,109.20	1,094,654.58	1,094,654.58
主营收入1-贸易(单位:万元)	291,664	867,927	922,172	976,418	1,030,663	1,030,663
成本(单位:万元)	275,623	827,372	879,083	930,793	982,504	982,504
销量(单位:吨)--	312,979	640,000.00	680,000.00	720,000.00	760,000.00	760,000.00
单位价格(单位:元/吨)	9,318.97	13,561.36	13,561.36	13,561.36	13,561.36	13,561.36
单位成本(单位:元/吨)	8,806.42	12,927.68	12,927.68	12,927.68	12,927.68	12,927.68
毛利率	5.50%	4.67%	4.67%	4.67%	4.67%	4.67%
主营收入2-加工(单位:万元)	13,703	65,095	86,793	94,929	117,984	117,984
成本(单位:万元)	13,273	62,471	82,667	90,316	112,151	112,151
销量(单位:吨)--	14,474	48,000.00	64,000.00	70,000.00	87,000.00	87,000.00
单位价格(单位:元/吨)	9,467.32	13,561.36	13,561.36	13,561.36	13,561.36	13,561.36
单位成本(单位:元/吨)	9,170.26	13,014.71	12,916.77	12,902.28	12,890.87	12,890.87
毛利率	3.14%	4.03%	4.75%	4.86%	4.94%	4.94%

3、营业税金及附加预测

R1公司的主营业务为商品贸易,公司涉及的营业税金及附加主要包括营业税、城市维护建设税,教育费附加和地方教育费。R1公司的营业税金及附加参

照近年来税赋水平预测。经实施以上分析，营业税金及附加预测如下表所示：

单位：万元

项目	2016年	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年
营业税金及附加	5.74	17.52	18.95	20.12	21.57	21.57
合计	5.74	17.52	18.95	20.12	21.57	21.57

4、期间费用预测

(1) 销售费用预测

销售费用主要包括销售人员工资及销售佣金、运输装卸费和仓储包装费等。对企业正常的各项费用水平进行了分析，按照固定与变动费用水平分别预测，考虑未来员工增加和工资的变动，对人工费用考虑适当增长；对销售佣金、运输、仓储费等结合业务增长情况，按费用占比综合考虑。

经实施以上分析，销售费用预测如下表所示：

单位：万元

项目名称	2016年7-12月	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年
主营业务收入	305,367.05	933,021.33	1,008,964.93	1,071,347.17	1,148,646.90	1,148,646.90
营业费用/主营业务收入	3.53%	2.57%	2.53%	2.53%	2.50%	2.50%
营业费用合计	10,783.85	23,969.05	25,567.44	27,054.58	28,678.65	28,678.65
运费	6,275.55	12,832.66	13,634.70	14,436.74	15,238.78	15,238.78
销售佣金	1,846.69	5,642.38	6,101.65	6,478.90	6,946.36	6,946.36
职工薪酬	1,403.77	2,708.54	2,843.97	2,986.16	3,135.47	3,135.47
仓储费	598.72	1,257.96	1,360.35	1,444.46	1,548.68	1,548.68
包装物	339.38	713.06	771.10	818.77	877.85	877.85
保险费	111.44	340.49	368.20	390.97	419.18	419.18
检验费	33.88	103.51	111.94	118.86	127.43	127.43
报关费	20.45	62.50	67.58	71.76	76.94	76.94
其他	153.98	307.95	307.95	307.95	307.95	307.95

(2) 管理费用预测

管理费用主要包括人员费用（工资及附加、福利费和社保等）、咨询等中介费用、租赁费、交通及差旅费、业务招待费、折旧和其他费用等。对企业正常的各项费用水平进行了分析，按照固定与变动费用水平分别预测，并对比了同类企业的费用水平后主要考虑下列因素预测：考虑未来员工增加和工资的变动，对人工费用考虑适当的的增长；固定资产新增后折旧费用以后年度按照目前的综合折旧率考虑；交通及差旅费、业务招待费和办公费等其他费用结合业务增长情况，按费用占比综合考虑。经实施以上分析，管理费用预测如下表所示：

单位：万元

项目名称	2016年	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年
主营业务收入	305,367.05	933,021.33	1,008,964.93	1,071,347.17	1,148,646.90	1,148,646.90
管理费用/主营业务收入	0.82%	0.54%	0.52%	0.51%	0.50%	0.50%
管理费用合计	2,502.03	5,064.25	5,284.22	5,515.19	5,757.71	5,757.71
职工薪酬	858.82	1717.63	1803.52	1893.69	1988.38	1988.38
办公费	369.57	776.09	814.89	855.64	898.42	898.42
租赁费	333.17	666.35	699.67	734.65	771.38	771.38
中介机构费	249.60	499.21	524.17	550.38	577.90	577.90
折旧费	232.36	464.72	464.72	464.72	464.72	464.72
修理费	138.97	291.84	306.43	321.75	337.84	337.84
差旅费	126.01	252.03	264.63	277.86	291.75	291.75
业务招待费	55.63	116.83	122.67	128.80	135.24	135.24
保险费	37.82	79.42	83.39	87.56	91.94	91.94
税金	25.07	50.14	50.14	50.14	50.14	50.14
其他	75.00	150.00	150.00	150.00	150.00	150.00

(3)财务费用预测

财务费用为借款利息、存款利息、汇兑损益、银行手续费等费用。截至评估基准日，经审计的账面付息债务余额合计 38,016.20 万元。本次评估假设该短期付息债务为筹集的生产经营性资金，为未来经营期内的持续需求，并根据企业资金计划安排借贷。经对该等付息债务核实无误的基础上，长、短期付息债务按照实际利率预测其利息支出。由于企业的货币资金或其银行存款等在生产经营过程中频繁变化或变化较大，本次评估不考虑存款产生的利息收入，也不考虑付息债务之外的其他不确定性损益。由于汇率变动存在不确定性，本次评估不考虑汇率变动产生的汇兑损益。

经实施以上分析，财务费用预测如下表所示：

单位：万元

项目	2016年7-12月	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年
财务费用	748.39	1,788.75	1,788.75	1,788.75	1,788.75	1,788.75
合计	748.39	1,788.75	1,788.75	1,788.75	1,788.75	1,788.75

5、资产减值损失预测

鉴于资产减值损失是对存货、应收款项科目计提的减值准备，资产减值损失是企业根据会计政策计提而非实际的损失，且其不可预测性较强，故本次评估未予考虑。

6、营业外收支预测

经了解其营业外收入主要为理赔收入、处置非流动资产利得等；营业外支出为理赔支出、处置非流动资产损失等；其单独预测存在一定的不确定性，为偶发性项目而不能合理预测，所以本次评估未对营业外收支进行预测。

7、所得税预测

经核查，评估对象企业所得税税率为17%，2014年企业取得新加坡“全球贸易商税收优惠计划”GTP资质，自2014年1月1日起至2016年12月31日符合GTP条件的业务将享受10%的优惠所得税税率。本次评估以被评估企业未来各年度利润总额的预测数据为基础，确定其未来各年度应纳税所得额，结合企业所得税税率估算被评估企业未来各年度所得税发生额。

考虑到各国税率差异较大且具有盈利能力，本次评估按照其历史年度利润总额占总体利润总额的比例确定其未来各年度应纳税所得额；预测结果见现金流预测表。

8、折旧与摊销预测

(1) 折旧预测

被评估企业预计新增的固定资产主要包括房屋建筑物、机器设备、电子设备等。固定资产按取得时的实际成本计价。本次评估中，按照企业执行的固定资产折旧政策，以基准日经审计的固定资产账面原值、预计使用期、加权折旧率等估算未来经营期的折旧额。预测结果见表6-9。

(2) 摊销预测

被评估企业的无形资产账面余额为5814.36 万元，主要为土地。本次评按照企业的长期待摊费用摊销政策估算未来各年度的摊销额。预测结果见表6-9。

9、追加资本预测

追加资本系指企业在不改变当前经营业务条件下，为保持持续经营所需增加的营运资金和超过一年的长期资本性投入。如经营规模扩大所需的资本性投资(购置固定资产或其他非流动资产)和新增营运资金及持续经营所必须的资产更新等。

追加资本=资本性支出+资产更新+营运资金增加额-坏账准备增加额

(1) 资本性支出估算

根据企业印尼项目建设情况，评估对象将在2016年上半年投入530万元。预测结果见图表4-7。

(2) 资产更新投资估算

按照收益预测的前提和基础，结合企业历史年度资产更新和折旧摊

销情况，预计未来资产更新改造支出，预测结果见表4-7。

（3）营运资金增加额估算

营运资金追加额系指企业在不改变当前主营业务条件下，为保持企业持续经营能力所需的新增营运资金，如正常经营所需保持的现金、存货、应收账款等所需的基本资金以及应付的款项等。营运资金的追加是指随着企业经营活动的变化，获取他人的商业信用而占用的现金，正常经营所需保持的现金、存货等；同时，在经济活动中，提供商业信用，相应可以减少现金的即时支付。通常其他应收账款和其他应付账款核算的内容绝大多为与主业无关或暂时性的往来，需具体甄别视其与所估算经营业务的相关性个别确定。因此估算营运资金的增加原则上只需考虑正常经营所需保持的现金、应收款项、存货和应付款项等主要因素。本报告所定义的营运资金增加额为：

营运资金增加额=当期营运资金-上期营运资金

其中，营运资金=现金+应收款项-应付款项

其中：

应收款项=营业收入总额/应收款项周转率

其中，应收款项主要包括应收账款、与经营业务相关的其他应收账款等诸项。

应付款项=营业成本总额/应付账款周转率

其中，应付款项主要包括应付账款、预收账款、应付职工薪酬、应交税费以及与经营业务相关的其他应付账款等诸项。

本次评估根据对企业历史资产与业务经营收入和成本费用的统计

分析以及未来经营期内各年度收入与成本估算的情况，预测得到的未来经营期各年度的营运资金，具体各项营运成本及营运资金增加额预测情况见表6-9。

营运资本增加额

单位：万元

项目	2016年	2017年	2018年	2019年	2020	2021年
付现成本	546,610.57	919,001.03	992,728.29	1,053,806.91	1,129,220.33	1,129,220.33
最低现金保有量	11,387.72	19,145.85	20,681.84	21,954.31	23,525.42	23,525.42
存货	26,386.37	44,997.81	48,634.04	51,635.74	55,354.81	55,354.81
应收款项	51,017.93	85,640.04	92,610.74	98,336.67	105,431.85	105,431.85
应付款项	23,174.79	39,520.96	42,714.62	45,350.97	48,617.37	48,617.37
营运资本	65,617.23	110,262.74	119,212.00	126,575.75	135,694.71	135,694.71
营运资本增加额	6,600.70	44,645.51	8,949.26	7,363.75	9,118.95	-

10、净现金流量的预测结果

表6-9给出了被评估企业未来经营期内的营业收入以及净现金流量的预测结果。本次评估中对未来收益的估算，主要是在被评估企业报表揭示的历史营业收入、成本和财务数据的核实以及对行业的市场调研、分析的基础上，根据其经营历史、市场未来的发展等综合情况作出的一种专业判断。估算时不考虑未来经营期内未确定的补贴收入以及其它非经常性经营等所产生的损益。

表4-7 未来经营期内的净现金流量预测表 单位：万元

项目	2016年7-12月	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年
营业收入	305,367.05	933,021.33	1,008,964.93	1,071,347.17	1,148,646.90	1,148,646.90
营业成本	288,895.57	889,842.38	961,749.86	1,021,109.20	1,094,654.58	1,094,654.58
营业税金及附加	5.74	17.52	18.95	20.12	21.57	21.57
营业费用	10,783.85	23,969.05	25,567.44	27,054.58	28,678.65	28,678.65
管理费用	2,502.03	5,064.25	5,284.22	5,515.19	5,757.71	5,757.71
财务费用	748.39	1,788.75	1,788.75	1,788.75	1,788.75	1,788.75
营业利润	2,431.47	12,339.38	14,555.72	15,859.34	17,745.65	17,745.65
利润总额	2,431.47	12,339.38	14,555.72	15,859.34	17,745.65	17,745.65
减：所得税	413.35	2,289.62	2,756.78	3,016.64	3,407.13	3,407.13
净利润	2,018.12	10,049.77	11,798.93	12,842.70	14,338.52	14,338.52

折旧	320.66	1,430.40	1,430.40	1,430.40	1,430.40	1,430.40
摊销	125.26	250.52	250.52	250.52	250.52	250.52
扣税后利息	445.76	1,124.16	1,118.85	1,117.73	1,115.26	1,115.26
追加资本	12,654.64	46,326.43	10,630.19	9,044.67	10,799.87	1,680.92
营运资金增加额	6,600.70	44,645.51	8,949.26	7,363.75	9,118.95	-
资本性支出	5,608.01	-	-	-	-	-
资产更新	445.92	1,680.92	1,680.92	1,680.92	1,680.92	1,680.92
净现金流量	-9,744.83	-33,471.59	3,968.52	6,596.67	6,334.83	15,453.78

六、权益资本价值预测

1、折现率的确定

(1) 无风险收益率 r_f 和市场预期报酬率 r_m ，根据彭博资讯数据显示，新加坡国家无风险收益率 $r_f=2.25\%$ 、市场预期报酬率 $r_m=9.53\%$ 。

(2) β_e 值

取新加坡同类可比上市公司股票，以2011年7月至2016年6月每周的市场价格测算估计，得到可比公司股票的历史市场平均风险系数 $\beta_x=0.6931$ ，按式(12)计算得到评估对象预期市场平均风险系数 $\beta_t=0.7975$ ，并由式(11)得到评估对象预期无财务杠杆风险系数的估计值 $\beta_u=0.5308$ ，最后由式(10)得到评估对象权益资本预期风险系数的估计值 $\beta_e=0.8211$ 。

(3) 权益资本成本 r_e

本次评估考虑到评估对象在公司的融资条件、资本流动性以及公司的治理结构等方面与可比上市公司的差异性所可能产生的特性个体风险，设公司特性风险调整系数 $\varepsilon=0.04$ ；本次评估根据式(9)得到评估对象的权益资本成本 r_e 。

(4) 由式 $r = r_d \times w_d + r_e \times w_e$ 得出未来年度折现率，见下表：

表4-8 评估对象预测期折现率计算表

项目/年度	2016年	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年 及以后
权益比	0.60	0.53	0.53	0.53	0.53	0.53
债务比	0.40	0.47	0.47	0.47	0.47	0.47
贷款加权利率	0.0235	0.0235	0.0235	0.0235	0.0235	0.0235
无风险收益率	0.0225	0.0225	0.0225	0.0225	0.0225	0.0225
市场预期报酬率	0.0953	0.0953	0.0953	0.0953	0.0953	0.0953
适用税率	0.1808	0.1856	0.1894	0.1902	0.1920	0.1920
历史贝塔	0.6931	0.6931	0.6931	0.6931	0.6931	0.6931
调整贝塔	0.7975	0.7975	0.7975	0.7975	0.7975	0.7975
无杠杆贝塔	0.5308	0.5308	0.5308	0.5308	0.5308	0.5308
权益贝塔	0.8211	0.9096	0.9078	0.9074	0.9066	0.9066
特性风险系数	0.0400	0.0400	0.0400	0.0400	0.0400	0.0400
权益成本	0.1223	0.1287	0.1286	0.1286	0.1285	0.1285
债务成本（税后）	0.0193	0.0191	0.0191	0.0190	0.0190	0.0190
折现率（WACC）	0.0810	0.0776	0.0774	0.0774	0.0774	0.0774

2、经营性资产价值

将得到的预期净现金流量（表5-14）代入式（3），得到评估对象的经营性资产价值为116,445.64 万元。

3、溢余或非经营性资产价值

经核实，在评估基准日 2016 年 6 月 30 日，被评估企业账面有如下一些资产（负债）的价值在本次估算的净现金流量中未予考虑，应属本次评估所估算现金流之外的溢余或非经营性资产，在估算企业价值时应予另行单独估算其价值。

1) 基准日流动类溢余或非经营性资产的价值C1

在本次评估中，有如下一些流动类资产（负债）的价值在现金流预测中未予考虑：

(1) 经审计的资产负债表披露, 被评估企业基准日账面货币资金余额共计11655.82 万元, 鉴于在所估算的经营性资产价值中已考虑基准日最低现金保有量, 故基准日账面货币资金扣除基准日企业运营最低现金保有量后的溢余性货币资金为3257.07 万元, 经评估师核实无误, 确认该款项为溢余资产。

(2) 经审计后的资产负债表披露, 被评估企业基准日账面其他流动资产余额共计 2141.64 万元, 为待抵扣增值税和预缴所得税。经评估师核实无误, 确认款项存在。鉴于在现金流估算中未考虑该等因素, 本次评估将其确认为溢余(或非经营性)资产。

(3) 经审计后的资产负债表披露, 被评估企业基准日账面其他应付款中应付关联方的往来款共计-2051.85 万元, 经评估师核实无误, 确认款项存在。鉴于在现金流估算中未考虑该等因素, 本次评估将其确认为溢余(或非经营性)负债。

即基准日流动类溢余或非经营性资产为:

$C1=3346.86$ (万元)

2) 基准日非流动类溢余或非经营性资产的价值C2

在本次评估中, 有如下一些非流动类资产(负债)的价值在现金流预测中未予考虑:

(1) 经审计后的资产负债表披露, 被评估企业基准日账面预计负债共计-781.47 万元, 为 R1 公司对前欧洲代理商的仲裁诉讼,R1 于 2015 年 3 月 23 日收到意大利法院发出的传讯令状, 前代理商要求获得约 100 万美元的赔偿金。经评估师核实无误, 确认款项存在。本次评估将其确

认为溢余（或非经营性）负债，并按照账面净资产确认其价值。

（2）经审计后的资产负债表披露，被评估企业基准日账面递延所得税资产共计 320.15 万元，经评估师核实无误，确认款项存在。鉴于在现金流估算中未考虑该等因素，本次评估将其确认为溢余（或非经营性）资产。

（3）经审计后的资产负债表披露，被评估企业基准日账面递延所得税负债共计-139.86 万元，经评估师核实无误，确认款项存在。鉴于在现金流估算中未考虑该等因素，本次评估将其确认为溢余（或非经营性）负债。

（4）经审计后的资产负债表披露，被评估企业基准日账面应付股利共计-2611.04 万元，经评估师核实无误，确认款项存在。鉴于在现金流估算中未考虑该等因素，本次评估将其确认为溢余（或非经营性）资产。

即基准日非流动类溢余或非经营性资产为：

$$C2=-3212.21 \text{（万元）}$$

将上述各项代入式（4）得到被评估企业基准日非经营性或溢余性资产（负债）的价值为：

$$\begin{aligned} C &= C1 + C2 \\ &= 134.65 \text{（万元）} \end{aligned}$$

4、少数股东权益价值的确定

根据评估对象基准日合并报表披露，被评估企业合并范围内少数股

东权益账面余额共计5,717.47万元, 占所有者权益的比例为12.30%。2016年归属于少数股东的损益总额为-150.38万元。被评估企业基准日少数股东权益情况详见下表。

表4-9 被评估企业基准日少数股东权益情况

单位: 万元

公司名称	持股比例	公司类型	备注 1
HwahYangAgroIndustriesSdn.Bhd.	35%	橡胶加工公司	盈利能力较差
R1DeltaCISPteLtd	49%	贸易型公司	正常经营
RMLIBRubberCompanyPteLtd	30%	投资公司	无经营业务
PTBintangAgungPersada	40%	橡胶加工公司	2016年10月投产运营

对于评估基准日无经营业务的公司, 评估为0, 对盈利能力较差的公司, 本次评估按照账面审计后的净资产乘以少数股东的持股比例确定少数股东权益价值。

对于评估基准日正常运营, 且盈利能力较强的公司, 本次评估按现金流量折现法确定被投资单位价值, 并乘以少数股东的持股比例确定少数股东权益价值。

综上, 得到被评估企业基准日少数股东权益价值为:

$$M = 7,106.16 \text{ 万元}$$

表4-10 评估对象基准日少数股东权益价值

单位: 万元

序号	被投资单位名称	少数股东持股比例	评估价值
1	HwahYangAgroIndustriesSdn.Bhd.	35%	745.73
2	R1DeltaCISPteLtd	49%	2,355.58
3	RMLIBRubberCompanyPteLtd	30%	-
4	PTBintangAgungPersada	40%	3,561.89
合 计			6,663.19

在确定少数股东权益的评估值时, 评估师没有考虑控股权和少数股权等因素产生的溢价和折价。

5、权益资本价值的确定

(1) 将得到的经营性资产的价值 $P=116,445.64$ 万元，基准日的溢余或非经营性资产的价值 $C=134.65$ 万元代入式(2)，即得到被评估企业的企业价值为：

$$\begin{aligned} B &= P + C \\ &= 116,445.64 + 134.65 \\ &= 116,580.28 \text{ (万元)} \end{aligned}$$

(2) 将被评估企业的企业价值 $B=116,580.28$ 万元，付息债务的价值 $D=38,016.20$ 万元，少数股东权益价值 $M=6,663.19$ 万元代入式(1)，得到被评估企业的股东全部权益价值为：

$$\begin{aligned} E &= B - D - M \\ &= 116,580.28 - 38,016.20 - 6,663.19 \\ &= 71,900.90 \text{ (万元)} \end{aligned}$$

第五部分 市场法评估说明

一、评估方法

1、概述

企业价值评估中的市场法，是指将评估对象与可比上市公司或者可比交易案例进行比较，确定评估对象价值的评估方法。市场法常用的两种具体方法是上市公司比较法和交易案例比较法。

上市公司比较法是指获取并分析可比上市公司的经营和财务数据，计算适当的价值比率，在与被评估企业比较分析的基础上，确定评估对象价值的具体方法。

交易案例比较法是指获取并分析可比企业的买卖、收购及合并案例资料，计算适当的价值比率，在与被评估企业比较分析的基础上，确定评估对象价值的具体方法。

采用市场法时，应当选择与被评估企业进行比较分析的参考企业，保证所选择的参考企业与被评估企业具有可比性。参考企业通常应当与被评估企业属于同一行业，或受相同经济因素的影响。具体来说一般需要具备如下条件：

A. 必须有一个充分发展、活跃的市场；

B. 存在三个或三个以上相同或类似的参照物；

C. 参照物与被评估对象的价值影响因素明确，可以量化，相关资料可以搜集。

2、评估思路

考虑到被评估单位为境外企业，交易案例的财务数据难以取得，比较体系建立存在一定的困难，本次评估采取上市公司比较法评估。

上市公司比较法的评估思路是：通过选取同行业可比上市公司，对被评估企业及各可比公司在盈利能力状况、偿债能力状况、营运能力状况、成长能力状况等方面的差异进行分析调整并考虑流动性折扣确定委估企业股东全部权益于评估基准日的市场价值，从而确定归属于母公司股东全部权益于评估基准日的市场价值。

二、评估模型

1、评估对象历史经营状况

2014、2015 及 2016 年 1—6 月利润表

单位：万元

项目	2014 年	2015 年	2016 年 6 月 30 日
营业收入	861,953.06	647,948.93	250,457.26
营业成本	841,225.56	608,171.17	232,901.21
营业税金及附加	2.42	34.53	4.70
销售费用	18,352.12	17,343.61	9,211.32
管理费用	4,668.19	5,155.46	2,349.07
财务费用	1,946.54	2,965.96	100.53
资产减值损失	-1,512.85	2,087.03	-1,353.93
公允价值变动损益	4,749.29	32.06	-3,611.76
投资收益	4,227.43	-4,490.68	-1,118.78
营业利润	6,247.79	7732.561818	2,513.81
营业外收入	200.08	237.05	98.22
其中：非流动资产处置利得	0.10	76.12	
营业外支出	779.73	61.74	44.27
其中：非流动资产处置损失			
利润总额	5,668.14	7,907.88	2,567.76
所得税费用	1,139.97	1,106.69	432.15
净利润	4,528.16	6,801.19	2,135.61

归属于母公司股东的净利润	4,169.42	6,895.02	2,285.99
少数股东损益	358.74	-93.83	-150.38

2、主要价值比率的选取

采用上市公司比较法评估时，价值比率包括市净率（P/B）、市盈率（P/E）、市销率（P/S）等指标。

一般是根据估值对象所处市场的情况，选取市净率（P/B）、市盈率（P/E）、市销率（P/S）等指标与可比企业进行比较，通过对估值对象与可比企业各指标相关因素的比较，调整影响指标因素的差异，来得到估值对象的市净率（P/B）、市盈率（P/E）、市销率（P/S），据此计算被评估单位股权价值。

市销率（P/S）是股权价值与营业收入的比，由于该比率忽略了企业的成本费用结构，存在局限性。市净率指的是每股股价与每股净资产的比率，比较适用于评估高风险企业，以及企业资产大量为实物资产的企业。因此本次评估选取选取市盈率（P/E）为价值比率。

市盈率（P/E）评估模型是：

归属于母公司股东权益价值

=归母净利润×修正 PE×(1-流动性折扣)

三、评估过程

1、可比公司的选取

本次被评估公司位于新加坡，属于大宗商品贸易行业，本次评估选取新加坡证券交易所的 4 家同行业上市公司，如下表所示：

可比公司选择

序号	公司名称
1	BC SP Equity
2	SHHM SP Equity
3	MGCM SP Equity
4	HTONG SP Equity

1) BC SP Equity 伯顿控股有限公司

伯顿控股有限公司成立于 1947 年，总部在新加坡。伯顿公司是 ATB Antriebstechnik AG 的子公司。该公司的前身为 jacoberg 有限公司，于 2016 年四月份更名为伯顿控股有限公司。在亚太地区，英国，中东，和美国北部从事电机销售。

2) SHHM SP Equity 和隆公司

和隆公司成立于 1957，总部设在新加坡，是一家投资公司。连同其附属公司，从事用于建筑和基础设施建设、林业、海洋、矿山重型设备和工业机械设备配件与种植业的贸易及分销。公司通过三个部分：设计、制造、贸易和分销，以及船舶租赁。通过直接向最终用户销售产品或凭借经销商将产品卖往新加坡、印度尼西亚、马来西亚、中国和中东，同时为石油和天然气，采矿，制药，供暖，通风，空调和海洋工业等行业提供服务。

3) MGCM SP Equity 泛联集团有限公司

泛联集团有限公司是一家基础设施和物流集团，主要从事港口营运、物流、航运和基本建筑材料等业务。该公司的核心业务是新加坡的基本建筑材料、东南亚的航运业务，以及中国的投资组合与物流业务。

4) HTONG SP Equity

该公司成立于 1968 年，总部设在新加坡，是在新加坡和其他东盟投资管理公司。公司专注于寻找机会，扩大其投资组合，通过战略投资。

该公司经营两个分部，贸易及其他项目。主要从事被动消防产品的规定；彩色复合改性复合树脂；管理和维护的 4G 电信基础设施通过其电信基础设施的东北线。该公司还参与提供起重机租赁及其他相关服务，以及贸易和分销塑料树脂产品。

2、评估对象与可比公司间的对比分析

本次评估主要从企业的盈利能力状况、偿债能力状况、营运能力、成长能力等方面对评估对象与可比公司间的差异进行量化，具体量化对比思路如下：

(1) 选取盈利能力指标：总资产报酬率、净资产收益率；成长能力指标：营业收入增长率、营业利润增长率；偿债能力指标：已获利息倍数、流动比率；营运能力指标：应收账款周转率、应付账款周转率，合计 8 个财务指标作为评价可比公司及被评估企业的因素。

A. 总资产报酬率

总资产报酬率 = (利润总额 + 利息支出) / 平均资产总额 × 100%

B. 净资产收益率

净资产收益率 = 净利润 / 平均净资产 × 100%

C. 营业收入增长率

营业收入增长率 = (本年销售 (营业) 收入 / 上年销售 (营业) 收入 - 1) × 100%

被评估公司采用月度平均销售收入计算

D. 营业利润增长率

营业利润增长率 = (本年销售 (营业) 利润 / 上年销售 (营业) 利润

-1) × 100%

被评估公司次采用月度平均销售利润计算

E. 已获利息倍数

已获利息倍数 = (利润总额 + 利息支出) / 利息支出

F. 流动比率

流动比率 = 流动资产合计 / 流动负债合计 × 100%

G. 应收账款周转率

应收账款周转率 = 销售净收入 ÷ 平均应收账款

H. 应付账款周转率

应付账款周转率 = 销售成本 ÷ 平均应付账款

经计算，评估对象与可比公司财务指标如下表：

评估对象与可比公司财务指标比较表

序号	公司名称	2015 年							
		盈利能力		成长能力		偿债能力		营运能力	
		总资产报酬率%	净资产收益率%	营业收入增长率%	营业利润增长率%	已获利息倍数	流动比率%	应付账款周转率	应收账款周转率
1	BC SP Equity	8.62	14.41	-0.17	-0.18	21.94	2.59	4.15	5.17
2	SHHM SP Equity	1.35	0.97	-0.18	-0.36	3.53	0.55	5.57	2.65
3	MGCM SP Equity	3.67	6.92	-0.12	0.00	8.02	2.07	22.36	4.01
4	HTONG SP Equity	2.70	7.39	0.00	-0.23	5.06	1.24	7.07	5.07
	目标公司-R1 公司	7.54	15.82	-27.19	45.47	5.77	1.40	21.94	15.18

数据来源：Bloomberg

(2) 将各可比公司及被评估企业各项财务指标进行比较修正。本次评估修正思路如下：

A. 总资产报酬率、净资产收益率、营业收入增长率、营业利润增长率、已获利息倍数、流动比率、应收账款周转率等财务指标，其数值越大表明其相应的财务能力越好，即财务指标与能力为正相关。对于上述指标，调整系数=被评估公司财务指标/可比公司财务指标；应付账款周转率指标越低，说明公司可以更多占用供应商的货款，显示其重要的市场地位，但同时也要承担较多的还款压力，反之亦然。考虑到贸易公司的经营模式，该指标越低越能反映营运能力越好。对于上述指标，调整系数=1/(被评估公司财务指标/可比公司财务指标)。

B. 根据行业近几年发展状况及访谈结果，对各指标进行权重分配，结果如下：

序号	指标分类	指标名称	比例
1	盈利能力指标	总资产报酬率%	10%
		净资产收益率%	15%
2	成长能力指标	营业收入增长率%	5%
		营业利润增长率%	20%
3	偿债能力指标	已获利息倍数	5%
		流动比率%	20%
4	营运能力指标	应付账款周转率	5%
		应收账款周转率	20%
合计			100%

经过上述修正过程后，修正系数结果如下：

修正系数表

序号	公司名称	调整系数								修正系数
		盈利能力		成长能力		偿债能力		营运能力		
		总资产报酬率%	净资产收益率%	营业收入增长率%	营业利润增长率%	已获利息倍数	流动比率%	应付账款周转率	应收账款周转率	
1	BC SP Equity	0.87	1.10	0.73	1.46	0.28	0.54	0.19	2.93	1.30

2	SHHM SP Equity	5.53	16.29	0.73	1.46	1.71	2.57	0.25	5.74	5.09
3	MGCM SP Equity	2.03	2.28	0.73	1.45	0.75	0.68	1.02	3.79	1.85
4	HTONG SP Equity	2.76	2.14	0.73	1.46	1.19	1.13	0.32	2.99	1.83

(3) 将修正系数乘以可比上市公司价值比率后得到修正后的价值比率:

可比上市公司 2016 年 6 月 30 日修正 PE

序号	公司名称	2016 年 6 月 30 日 PE	修正系数	修正 PE
1	BC SP Equity	3.83	1.30	4.97
2	SHHM SP Equity	8.61	5.09	43.78
3	MGCM SP Equity	17.92	1.85	33.23
4	HTONG SP Equity	16.42	1.83	29.99
平均				27.99

数据来源: Bloomberg

分析以上修正 PE 结果, 最终采用 4 家修正后 PE 的平均值最为被评估公司的 PE, PE=27.99。

3、确定流动性折扣

本次市场法评估选取的可比公司均为上市公司, 而被评估公司是非上市公司, 缺乏市场流通性, 因此在上述测算市净率的基础上需要扣除流动性折扣。

本次评估采用 4 家可比公司发行股价定价估算方式计算流动性折扣。评估人员通过 Bloomberg 系统收集上述可比的 3 家上市公司的 IPO 发行价, 分别计算上市后 30 日均价、60 日均价、90 日均价, 求出流动性折扣为 52%。

序号	简称	IPO 股价	IPO 日	30 日均价	60 日均价	90 日均价	流动性折扣 30	流动性折扣 60	流动性折扣 90
1	BC SP Equity	0.67	1996/7/4	8.3143	8.5493	9.2396	0.92	0.92	0.93

2	SHHM SP Equity	0.26	2009/12/23	1.1157	0.9716	0.8918	0.77	0.73	0.71
3	MGCM SP Equity	0.28	2003/9/15	0.3769	0.2841	0.2680	0.26	0.01	-0.04
4	HTONG SP Equity	0.26	2009/11/11	0.2188	0.2396	0.2390	-0.19	-0.09	-0.09
平均							0.44	0.40	0.38
流动性折扣							40%		

四、评估结果

根据上述各过程所得到的评估参数，可以得出归属于母公司股东全部权益评估结果：

被评估公司评估值

= 净利润 × 修正 PE × (1-流动性折扣)

= 6,895.02 × 27.994 × (1-40%)

= 115,141.40 万元

第六部分 评估结论及其分析

一、评估结论

我们根据国家有关资产评估的法律、法规、规章和评估准则，本着独立、公正、科学、客观的原则，履行了资产评估法定的和必要的程序，采用公认的评估方法，对 R1 International Pte Ltd 纳入评估范围的资产实施了实地勘察、市场调查、询证和评估计算，得出如下结论：

（一）收益法评估结论

经实施清查核实、实地查勘、市场调查和询证、评定估算等评估程序，采用现金流折现方法（DCF）对企业股东全部权益价值进行评估。R1 International Pte Ltd 在评估基准日 2016 年 6 月 30 日的净资产账面值为 46,470.97 万元，归属于母公司的净资产账面值为 40,753.51 万元，评估后的归属于母公司的股东全部权益资本价值为 71,900.90 万元，评估增值 31,147.39 万元，增值率 76.43%。

（二）市场法评估结论

经实施清查核实、实地查勘、市场调查和询证、评定估算等评估程序，采用市场法对企业股东全部权益价值进行评估。R1 International Pte Ltd 在评估基准日 2016 年 6 月 30 日的净资产账面值为 46,470.97 万元，归属于母公司的净资产账面值为 40,753.51 万元，评估后的归属于母公司的股东全部权益资本价值为 115,141.40 万人民币，评估增值 74,387.89 万元，增值率 182.53%。

二、评估结果的差异分析及最终结果的选取

（一）评估结果的差异分析

本次评估采用收益法得出的归属于母公司的股东全部权益价值为 71,900.90 万元，比市场法测算得出的股东全部权益价值 115,141.40 万元，低 43,240.51 万元，低 60.14%。两种评估方法差异的原因主要是：

1、收益法评估是以资产的预期收益为价值标准，反映的是资产的经营能力（获利能力）的大小，这种获利能力通常将受到宏观经济、政府控制以及资产的有效使用等多种条件的影响。

2、市场法采用上市公司比较法进行价值评估，选取市盈率（P/E）作为价值比率，通过与可比企业进行对比、分析、调整后，测算企业股东全部权益价值，是对企业股东全部权益在评估基准日时点的市场价值的反映。

综上所述，从而造成两种评估方法产生差异。

（二）评估结果的选取

本次评估采用了收益法和市场法两种方法。对于被评估单位而言，由于其主要盈利模式是销售橡胶等产品，其价格受全球经济和供求等多方面综合因素影响。收益法立足于判断获利能力的角度，将被评估企业预期收益折现，以评价评估对象的价值。而被评估单位的盈利可以通过期货市场与现货市场的分析进行预测。相对于收益法而言，市场法表现其评估时点的市场价值，部分可比公司为大宗商品贸易商，经营产品包括农产品、金属、石油等，其经营情况受到各自产品市场的影响不一致，财务指标与同类型上市公司可比性相对较弱，因此最终选取收益法结果作为本次评估的结论。

通过以上分析，最终选用收益法作为本次经济行为参考依据。由此得到被评估单位股东全部权益在基准日时点的价值为 71,900.90 万元，按基准日 1 美元兑换 6.6312 人民币汇率计算，归属于母公司的股东全部权益资本价值为 10,842.82 万美元。

三、评估结论与账面价值比较变动情况及原因

收益法从获利能力的角度，将被评估企业预期收益折现，以评价被评估公司股权全部权益的市场价值，因此评估结论与账面值存在变动。R1 International Pte Ltd 在评估基准日 2016 年 6 月 30 日的净资产账面值为 46,470.97 万元，归属于母公司的净资产账面值为 40,753.51 万元，评估后的归属于母公司的股东全部权益资本价值为 71,900.90 万元，评估增值 31,147.39 万元，增值率 76.43%。

企业关于进行资产评估有关事项的说明

一、委托方及被评估单位概况

本次资产评估的委托方为海南天然橡胶产业集团股份有限公司，被评估单位为 R1 International Pte Ltd。委托方是被评估单位股东，委托方拟收购被评估单位股权。

（一）委托方 1 概况

公司名称：Hainan State Farms Investment Limited

企业性质：limited private company

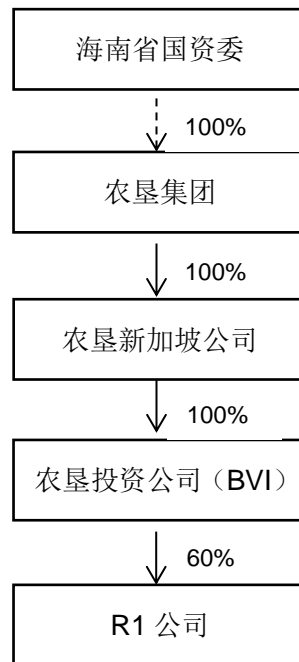
注册地址：P.O. Box 957, Offshore Incorporations Centre, Road Town, Tortola, British Virgin Islands.

成立日期：2012 年 1 月 20 日

注册资本：50,000 美元

公司注册号码：1692511

海南农垦投资公司为农垦新加坡公司的全资子公司，股权结构如下：



(二) 委托方 2 概况

公司名称：海南天然橡胶产业集团股份有限公司

公司地址：海口市滨海大道 103 号财富广场四层

法定代表人：刘大卫

注册资本：393117.16 万人民币

经济性质：股份有限公司(上市)

营业执照注册号：460000000173123

经营范围：然橡胶生产、种植、加工、销售、仓储、运输，电子商务服务，软件开发，农业种植，化肥销售，土地租赁，土地开发，畜牧业，养殖业，木业，旅游项目开发，酒店，建筑材料销售，机器制造，通讯，进出口贸易，包装业，广告。

(三) 被评估单位概况

公司名称：R1 International Pte Ltd

公司地址：8 Robinson Road #05-00 ASO Building Singapore 048544

注册资本：7000000 USD

公司类型：Private Limited Company

登记号：200104842R

1、公司简介

R1 公司成立于 2001 年，注册资本 700 万美元。即 R1 International Pte Ltd。R1 International Pte Ltd（以下简称“新加坡公司”或“R1 公司”）股权结构见下表：

表1. 股权结构表

股东名称	出资额（万美元）	股权比例（%）
海南农垦投资公司	420	60
海南橡胶新加坡发展有限公司	105	15
SANDANA DASS	70	10
THAVEESAK HOLDING CO. LTD	41	5.86
R1 管理层持股	64	9.15%
合计	700	100%

2、经营范围

R1 公司的主营业务为向全球客户销售天然橡胶及乳胶，2015 年，R1 公司通过在越南采取并购、马来西亚采取合资、印度尼西亚采取新建的方式进入橡胶加工领域，预计总产能将达 10 万吨每年。

3、资产、财务及经营状况

截至评估基准日 2016 年 6 月 30 日，R1 International Pte Ltd 账面资产总额 113,603.21 万元、负债总额 67,132.24 万元、净资产 46,470.97 万元。具体包括流动资产 88,746.98 万元；非流动资产 24,856.23 万元；流动负债 59,331.03 万元，非流动负债 7,801.21 万元。公司近年及基准日资产、财务状况如下表：

表2. 公司资产、负债及财务状况

单位：万元

项目	2015 年 12 月 31 日	2016 年 6 月 30 日
总资产	129,895.19	113,603.21
负债	83,419.40	67,132.24
净资产	46,475.79	46,470.97
项目	2015 年度	2016 年 1—6 月
营业收入	647,948.93	250,457.26
利润总额	7,907.88	2,567.76
净利润	6,801.19	2,135.61
审计机构	安永	

4、公司执行的主要会计政策

R1 International Pte Ltd 采用会计准则是新加坡财务报告准则。

本次评估报告采用的会计准则是财政部于 2006 年 2 月 15 日颁布的《企业会计准则-基本准则》（财政部令 33 号,2014 年 7 月修订版）。

（四）委托方与被评估单位之间的关系

委托方与被评估单位同属于海南省农垦投资控股集团有限公司的下属公司，委托方分别直接、间接持有被评估单位 R1 International Pte Ltd 60%、15% 股权。

二、关于经济行为的说明

根据《海南省农垦投资控股集团有限公司关于 R1 上市及并购 KM 的专题会议纪要》，海南天然橡胶产业集团股份有限公司以协议方式收购海南农垦投资公司持有 R1 International Pte Ltd 的 60% 股权。

本次资产评估的目的是反映本次经济行为所涉及的 R1 International Pte Ltd 在评估基准日的市场价值，为上述经济行为提供价值参考依据。

三、关于评估对象与评估范围的说明

评估对象是 R1 International Pte Ltd 的股东全部权益。评估范围为 R1 International Pte Ltd 在基准日的全部资产及相关负债，其账面资产总

额 113,603.21 万元、负债总额 67,132.24 万元、净资产 46,470.97 万元。具体包括流动资产 88,746.98 万元；非流动资产 24,856.23 万元；流动负债 59,331.03 万元，非流动负债 7,801.21 万元。

上述资产与负债数据摘自安永华明会计师事务所(特殊普通合伙)出具的安永华明(2016)专字第 61230935_B02 号审计报告。

委托评估对象和评估范围与经济行为涉及的评估对象和评估范围一致。

(一) 委估主要资产情况

本次评估范围中的主要资产为货币资金、应收账款、其他应收款、预付账款、固定资产。

实物资产主要分布在越南、马来西亚生产经营所在地、印度尼西亚在建工程建设区内、新加坡及其他各国子公司办公室内。

(二) 企业申报的账面记录或者未记录的无形资产情况

企业申报的账面记录无形资产为土地使用权行等。截至基准日 2016 年 6 月 30 日，被评估单位申报评估范围内不存在账面未记录的无形资产。

(三) 企业申报的表外资产的类型、数量

截至基准日 2016 年 6 月 30 日，被评估单位申报评估范围无表外资产。

四、关于评估基准日的说明

本项目资产评估的基准日是 2016 年 6 月 30 日。

此基准日是委托方综合考虑被评估单位的资产规模、工作量大小、预计所需时间、合规性等因素的基础上确定的。

五、可能影响评估工作的重大事项的说明

1、产权瑕疵事项

截止评估基准日，本公司无产权瑕疵事项。

2、抵押、担保事项

短期借款：R1 International Pte Ltd 分别为子公司 R1 Delta CIS Pte Ltd 借款金额为人民币 41,936,716.46 元、Quoc Viet Rubber Company Limited 借款金额为人民币 1,744,589.15 元、R1 International Malaysia Sdn. Bhd. 借款金额为人民币 45,389,018.93 元提供了担保。子公司 R1 International Trading(Shanghai) Co. Ltd. 向海南农垦集团财务公司取得的借款人民币 30,000,000.00 元，海南省农垦投资控股集团有限公司为其提供了担保。

抵押借款：R1 International Pte Ltd 借款人民币 63,824,146.17 元，子公司 R1 International (Americas) Inc. 借款金额为人民币 92,042,773.48 元，R1 Delta CIS Pte Ltd 借款金额为人民币 6,728,307.29 元，以上借款以部分存货、房屋土地和应收账款作为抵押物；Pt Bintang Agung Persada 借款金额为人民币 21,882,960.00 元，以部分固定资产作为抵押物；

期末长期抵押借款为子公司 Pt Bintang Agung Persada 借款金额为人民币 76,613,449.84 元，以公司部分固定资产作为抵押，R1 International Pte Ltd 为其提供了担保。

3、未决事项、法律纠纷等不确定因素

2014 年 10 月 1 日，新加坡国际仲裁中心受理了 R1 International Pte Ltd 对前欧洲代理商的仲裁诉讼请求。本次仲裁事项依据 R1 International Pte Ltd 与欧洲代理商签订的代理协议相关条款展开，主要针对双方各项争议、R1 International Pte Ltd 中断与其的代理业务及代理商于意大利提出的反诉讼事项相关威胁。

新加坡仲裁法庭尚未作出相关裁决。截止至 2016 年 6 月 30 日，R1 International Pte Ltd 已运用最佳估计根据“限制责任条款”，就新加坡仲裁程序中的相关潜在风险计提了准备。

R1 International Pte Ltd 预计新加坡仲裁法庭的仲裁结果不会对其财务业绩造成重大影响。

除上述事项外，截至评估基准日，本公司无其他未决事项、法律纠纷等不确定因素。

4、重大期后事项

期后事项是指评估基准日之后出具评估报告之前发生的重大事项。

截止评估基准日，本公司无重大期后事项

5、其他需说明事项

R1 International Pte Ltd 为在新加坡成立之公司，企业根据自身经营情况仅提供了以美元为计价单位的盈利预测及相关数据，本次评估应参考该盈利预测为基础进行，并得出以美元为单位的评估结果，再折算为以人民币为单位的评估结果。折算汇率选用中国人民银行授权中国外汇交易中心 2016 年 6 月 30 日公布的人民币兑美元中间汇率，1 美元兑人民币 6.6312 元。

六、资产负债清查情况、未来经营和收益状况预测的说明

(一) 资产负债清查情况说明

1、列入本次清查范围的资产，是 R1 International Pte Ltd 的股东全部权益。评估范围为 R1 International Pte Ltd 在基准日的全部资产及相关负债，评估范围为 R1 International Pte Ltd 在基准日的全部资产及相关负债，其账面资产总额 113,603.21 万元、负债总额 67,132.24 万元、净资

产 46,470.97 万元。具体包括流动资产 88,746.98 万元；非流动资产 24,856.23 万元；流动负债 59,331.03 万元，非流动负债 7,801.21 万元。

2、实物资产分布地点及特点

本次评估范围中的主要资产为货币资金、应收账款、其他应收款、预付账款、固定资产。

实物资产主要分布在越南、马来西亚生产经营所在地、印度尼西亚在建工程建设区内、新加坡及其他各国子公司办公室内。

3、清查盘点时间：清查基准日为 2016 年 6 月 30 日，清查盘点时间自 2016 年 4 月上旬。

4、实施方案：此项工作由财务部牵头，相关各部门参与。固定资产的清查，是通过实物数量盘点和质量检验方法相结合，采取各种技术方法，检验资产的质量情况。按照具体要求做到了实事求是的评价。

5、清查结论

通过以上资产清查核实程序，对部分报废资产在评估申报表备注中作出了记录

(二) 未来经营和收益状况预测说明

项目	2016年7-12月	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年
营业收入	305,367.05	933,021.33	1,008,964.93	1,071,347.17	1,148,646.90	1,148,646.90
营业成本	288,895.57	889,842.38	961,749.86	1,021,109.20	1,094,654.58	1,094,654.58
营业税金及附加	5.74	17.52	18.95	20.12	21.57	21.57
营业费用	10,783.85	23,969.05	25,567.44	27,054.58	28,678.65	28,678.65
管理费用	2,502.03	5,064.25	5,284.22	5,515.19	5,757.71	5,757.71
财务费用	748.39	1,788.75	1,788.75	1,788.75	1,788.75	1,788.75
营业利润	2,431.47	12,339.38	14,555.72	15,859.34	17,745.65	17,745.65
利润总额	2,431.47	12,339.38	14,555.72	15,859.34	17,745.65	17,745.65
减：所得税	413.35	2,289.62	2,756.78	3,016.64	3,407.13	3,407.13
净利润	2,018.12	10,049.77	11,798.93	12,842.70	14,338.52	14,338.52
折旧	320.66	1,430.40	1,430.40	1,430.40	1,430.40	1,430.40
摊销	125.26	250.52	250.52	250.52	250.52	250.52
扣税后利息	445.76	1,124.16	1,118.85	1,117.73	1,115.26	1,115.26
追加资本	12,654.64	46,326.43	10,630.19	9,044.67	10,799.87	1,680.92

营运资金增加额	6,600.70	44,645.51	8,949.26	7,363.75	9,118.95	-
资本性支出	5,608.01	-	-	-	-	-
资产更新	445.92	1,680.92	1,680.92	1,680.92	1,680.92	1,680.92
净现金流量	-9,744.83	-33,471.59	3,968.52	6,596.67	6,334.83	15,453.78

七、资料清单

委托方和被评估单位已向评估机构提供了以下资料：

- 1、经济行为文件；
- 2、委托方和被评估企业法人营业执照；
- 3、企业近两年及基准日审计报告；
- 4、资产评估申报表；
- 5、与本次评估有关的其他资料及专项说明。

此盖章页仅用于海南天然橡胶产业集团股份有限公司收购 RI
International Pte Ltd 股权项目评估项目《企业关于进行资产评估有
关事项的说明》

(此页无正文)

委托方(盖章): Hainan State Farms Investment Limited



法定代表人或授权代表(签字盖章):

年 月 日

此盖章页仅用于海南天然橡胶产业集团股份有限公司收购 R1
International Pte Ltd 股权项目评估项目《企业关于进行资产评估有关事项
的说明》

委托方（公章）：海南天然橡胶产业集团股份有限公司

委托方法定代表人（签字）：



年 月 日

此盖章页仅用于海南天然橡胶产业集团股份有限公司收购 R1 International Pte Ltd 股权项目评估项目《企业关于进行资产评估有关事项的说明》

(此页无正文)

被评估单位 (盖章): R1 International Pte Ltd



法定代表人或授权代表 (签字盖章): 刘大元

年 月 日
