

本網上預覽資料集為初稿，當中所載信息並不完整，並可予以更改。本網上預覽資料集必須與其封面所載「警告」一節一併閱讀。

附錄三

業務估值

(A) 業務估值

以下為獨立業務估值師仲量聯行西門有限公司就其對本集團於道岳全部股本權益於二零零九年六月三十日的公平值的估值發出的報告全文，以便收錄於本文件內。



仲量聯行西門有限公司
香港鰂魚涌英皇道979號太古坊多盛大廈17樓
電話 +852 2169 6000 傳真 +852 2169 6001
牌照號碼: C-030171

敬啟者：

吾等按照華昱高速集團有限公司（「貴公司」）的指示進行估值，以就湖南道岳高速公路實業有限公司（「道岳」）全部股本權益於二零零九年十月三十一日（「估值基準日」）的公平值發表獨立意見。道岳的主要經營業務乃於中國管理隨州至岳陽高速公路（「隨岳高速公路」）於湖南省境內的路段（「隨岳高速公路湖南段」或「湖南段」）。

此項估值的目的是為了就道岳全部股本權益於二零零九年十月三十一日的公平值（不包括道岳總投資中貸款部份的公平值）發表獨立意見。本報告所用詞語與本公司日期為二零零九年十二月（●）日的文件所界定者具相同涵義。

緒言

道岳主要從事於建設及運營隨岳高速公路湖南段。隨岳高速公路湖南段長度將為 24.08 公里，由道仁磯鎮荊岳長江公路大橋（施工中）南端直達湖南省岳陽市昆山。隨岳高速公路湖南段合共有四個收費站，分別為道仁磯主線收費站、道仁磯匝道收費站、雲溪匝道收費站及昆山匝道收費站。隨岳高速公路湖南段乃全面出入控制的雙向六車道高速公路，最高設計時速為 120 公里。施工工程現正進行，並計劃於二零一一年底前完工。

本網上預覽資料集為初稿，當中所載信息並不完整，並可予以更改。本網上預覽資料集必須與其封面所載「警告」一節一併閱讀。

附錄三

業務估值

隨岳高速公路湖南段詳情如下：

| 高速公路 | 總里程 | 註冊資本 | 銀行貸款 | 總投資 | 特許經營 權期限 |
|--------------------------------|---------|-----------|------------|------------|-------------|
| 隨州至岳陽 高速公路於 湖南省境內 的路段 | 24.08公里 | 人民幣6.01億元 | 人民幣11.16億元 | 人民幣17.17億元 | 27年 |

附註：投資總額人民幣17.17億元的資金由銀行貸款人民幣11.16億元及資本投資人民幣601,000,000元提供。道岳全部股本權益的估值僅與道岳的資本投資有關。

估值基礎

吾等的估值是基於公平值原則進行。公平值的定義是：「在公平交易中熟悉情況無關連關係的交易雙方自願進行資產交換或債務清償的金額。」

估值方法

考慮到所估值資產的特質(包括事實上高速公路乃在施工中)，市場法及成本法於相關資產的估值上受到較大的限制。市場法需要可資比較資產的市場交易，作為估值的指標。高速公路資產的市場交易，因需要考慮到多個因素，包括地理區域、通行費率及流量，以及高速公路資產的經營階段及狀況，故交易價格亦大有不同。吾等並無識別到任何可資比較資產的現有市場交易。成本法並無直接加入相關資產作出的經濟利益貢獻的資料。

由於上文所述，吾等以於估值中採用收益法。收益法可對未來溢利作出預期估值及就預期未來現金流量的現值作出證明。在是次調研中，道岳的公平值乃基於預測收益的未來經濟利益的現值而估計(假設地方政府政策及法規並無重大變動)。價值指標為透過將可供支付股東權益及償還股東貸款的預測未來現金流動淨額，按吾等認為適用於業務風險的貼現率貼現至現值而得出。考慮採用適用的貼現率時，吾等已考慮多項因素，包括當前的融資成本及運營收費道路所固有的潛在風險。

本網上預覽資料集為初稿，當中所載信息並不完整，並可予以更改。本網上預覽資料集必須與其封面所載「警告」一節一併閱讀。

附錄三

業務估值

調查範圍

吾等的調查包括實地視察道岳及隨岳高速公路湖南段(施工中)附近的同類高速公路、與道岳及貴公司的管理層討論有關業務的歷史及性質，以及覆核道岳的歷史及預測財務資料以及其他有關文件。吾等亦與道岳的交通顧問栢誠(亞洲)有限公司(「栢誠」)討論有關車流量預測的基礎及假設。

栢誠的審查結果包括兩個未來的預測情況：「樂觀」及「保守」情況。「樂觀」情況乃假設經濟在整個評估期間維持高速增長。這個情況對未來抱有樂觀的展望，並假設發展步伐較快。與樂觀情況比較，「保守」情況則假設有較低的發展增長潛力及較慢的發展步伐。吾等採用栢誠所編制的車流量及收入流量預測，以估計隨岳高速公路湖南段的收入。吾等採用基本方法，即以栢誠所編制的樂觀及保守情況下的平均數值，對所評估收費公路的通行費收入流量作出預測。

吾等認為該等資料乃可靠及合法。吾等達致估值意見時，在一定程度上依賴該等資料。

意見基準

吾等已根據國際評估準則委員會(「IVSC」)頒布的國際估值準則進行估值。估值程序包括審查道岳的法律狀況及經濟狀況、評估收費公路經營者或運營者所釐定的主要假設、估計及意見。所有對妥善了解評估重要的事項已載入估值報告內。

於是次估值中考慮的因素包括以下各項：

- 一般經濟前景；
- 隨岳高速公路湖南段將按計劃建成的假設；
- 業務性質及有關營運的歷史；
- 道岳的財務狀況；
- 擴張的預測發展成本及發展時間表；
- 預測營運成本及管理費用；
- 預測車流量、客運量及收費率；
- 從事同類業務公司的市場衍生的投資回報；
- 該業務的財政及業務風險，包括收益的持續性及預測未來業績；

本網上預覽資料集為初稿，當中所載信息並不完整，並可予以更改。本網上預覽資料集必須與其封面所載「警告」一節一併閱讀。

附錄三

業務估值

- 考慮及分析微觀及宏觀經濟對所評估資產的影響；
- 分析所評估資產的實際計劃、管理水平及協同作用；及
- 評核所評估資產的槓桿作用及流通性。

為獲得充足證據以達致吾等對道岳的意見，吾等已在計劃和執行估值時，取得了吾等認為需要的全部資料和說明。

估值假設

評估道岳全部股本權益的價值時，吾等已採用以下主要假設。該等假設已被評核及確認（如適用），以為吾等的估值提供一個更準確及合理的基準。

- 吾等假設憑藉道岳及 貴公司管理層的努力，將可實現預期的業務；
- 為實現業務的增長潛力及維持競爭優勢，須動用額外人力、設備及設施。就估值而言，吾等假設建議的設施及系統足以應付未來擴展；
- 吾等假設現時的政治、法律、技術、財務或經濟狀況並無可能對道岳的業務構成不利影響的重大變動；
- 吾等假設合同及協議所列具的操作性及契約性條款將會得到履行；
- 吾等已取得營業執照及公司成立文件的副本。吾等已假設該等資料均為真確而合法。吾等達致吾等的估值意見時，在一定程度上依賴該等資料；
- 水災及其他惡劣的天氣會對收費公路構成影響。吾等假設不會發生長期封路的情況；
- 吾等假設道岳及 貴公司所提供的財務及營運資料準確，並在達致吾等的估值意見時在一定程度上依賴該等資料；

本網上預覽資料集為初稿，當中所載信息並不完整，並可予以更改。本網上預覽資料集必須與其封面所載「警告」一節一併閱讀。

附錄三

業務估值

- 吾等假設道岳的資本架構不會有變動；
- 根據隨岳高速公路湖南段的可行性報告及管理層的意見，經營及管理開支主要包括員工及福利成本、水電成本以及其他經營開支。首年的經營及管理開支總額將為人民幣7,250,000元，並假設在剩餘年期內有3%增長率，此乃經考慮中國長期通脹率而釐定的。運營及管理開支總額人民幣7,250,000元是按照華昱投資現有運營中收費道路項目的運營開支而估計得出。
- 吾等假設並無隱藏或意外的情況將可能對所評估資產的報告價值構成不利影響。此外，吾等假設不會為評估日期所產生的市場變動負上任何責任。
- 隨岳高速公路湖南段的車流量及通行費收入將符合栢誠預測保守增長情況及樂觀增長情況的平均水平；栢誠亦就收費公路於各專營期的交通流量及收入編製預測。該等預測主要按本地生產總值的預期年度增長率、車輛類別、現有公路網絡及未來交通計劃而作出。吾等相信，栢誠就交通增長率及收費增長率作出的預測屬合理，因此，吾等採納該等資料結果，為道岳編製樂觀及保守情況。
- 施工中的隨岳高速公路湖南段將如期完成，及令設計工程師及道岳滿意，以及將符合政府機關的全部有關標準及規定。

釐定估值中就業務採用的貼現率時，吾等計及多個因素，包括當前的市況及業務附帶的相關風險，例如不確定風險等。吾等考慮到以上風險因素以釐定估值適用的貼現率。

釐定適用於道岳的貼現率時，吾等採用資本資產定價模型（「資本資產定價模型」）。在資本資產定價模型下，適用回報率乃無風險回報與補償投資者所承擔市場風險所需的風險報酬的總和。此外，道岳的預期回報率的因素亦將受獨立於整體市場風險的因素所影響。該預期回報率的可變性稱為特定風險。

本網上預覽資料集為初稿，當中所載信息並不完整，並可予以更改。本網上預覽資料集必須與其封面所載「警告」一節一併閱讀。

附錄三

業務估值

釐定道岳的貼現率時，已採用下列變數：

資本資產定價模型之變數

| | | |
|-----------------|-------------|------------------------|
| 無風險率 | 3.52% | 十年期香港外匯基金債券的利率 |
| 市場回報率 | 8.76% | 十年恒生指數回報 |
| β 系數 | 0.777 | 以可資比較公司的 β 系數為依據 |
| 國家風險溢價 | 0.6% | 國家評級相對於無違約政府債券評級的差異 |
| 公司特有風險 | 1% | 施工階段風險 |
| 資本資產定價模型 | 9.2% | |

釐定 β 系數時，吾等曾考慮若干在中國從事高速公路運營業務的香港上市公司的資料。下表概述該等公司於二零零九年十月三十一日的 β 系數：

| 若干從事高速公路業務的香港上市公司 | 五年期每週 β 系數 |
|-------------------|------------------|
| 四川成渝高速公路股份有限公司 | 0.81 |
| 江蘇寧滬高速公路股份有限公司 | 0.89 |
| 深圳高速公路股份有限公司 | 0.94 |
| 浙江滬杭甬高速公路股份有限公司 | 0.91 |
| 安徽皖通高速公路股份有限公司 | 0.83 |
| 合和公路基建有限公司 | 0.63 |
| 越秀交通有限公司 | 0.59 |

資料來源：Bloomberg

五年期每週 β 系數乃按相關公司於二零零四年十一月五日至二零零九年十月三十一日期間的每週回報相對於恒生指數在同期的每週回報進行回歸分析為基準計算。

由於隨岳高速公路湖南段正在施工階段，計劃於二零一一年底竣工。鑒於現時該項目的進度（包括隨岳高速公路湖南段的施工準備工作已展開逾六個月，而所有關於施工程序的批文均已在手上），竣工風險不會很高。因為隨岳高速公路湖南段的預期未來車流量及穩定收益來源，故增加1%的風險溢價反映隨岳高速公路湖南段現時的施工階段實屬合宜。此數字是整體貼現率9.6%的10%左右，就此而言實屬恰當。鑒於隨岳高速公路湖南段的竣工風險並不太高，故毋需另加額外溢價。

除上述9.2%貼現率外，由於道岳股權屬私營公司，流動性較低，故缺乏可銷售性的額外貼現率0.4%亦用作計算。因此，所採納的貼現率總計為9.6%。

本網上預覽資料集為初稿，當中所載信息並不完整，並可予以更改。本網上預覽資料集必須與其封面所載「警告」一節一併閱讀。

附錄三

業務估值

吾等按貼現率變動、收費率及未來預測情況進行了三項敏感性分析，以預測結果。道岳全部股本權益的估值結果總結在下表中：

| 貼現率的敏感性 | |
|-----------------|----------------|
| 貼現率(包括可銷售性的貼現率) | 結果 (人民幣百萬元) |
| 8.6% | 1,237 |
| 9.6% * | 1,050 |
| 10.6% | 899 |

| 收費率的敏感性 | |
|---------|----------------|
| 收費率的增長率 | 結果 (人民幣百萬元) |
| 10% | 918 |
| 15% * | 1,050 |

| 運營及管理開支的敏感性 | |
|-------------|----------------|
| 運營及管理開支的增長率 | 結果 (人民幣百萬元) |
| 3% * | 1,050 |
| 10% | 991 |

| 情況的敏感性 | |
|--------|----------------|
| 情況 | 結果 (人民幣百萬元) |
| 樂觀 | 1,244 |
| 保守 | 856 |
| 平均* | 1,050 |

* 本報告中的估值乃採用該等通行費率或情況。

本網上預覽資料集為初稿，當中所載信息並不完整，並可予以更改。本網上預覽資料集必須與其封面所載「警告」一節一併閱讀。

附錄三

業務估值

限制條件

估值的結論乃按照公認的估值程序及慣例進行，當中依賴多項假設及考慮多項不確定因素，而該等假設及因素並非全部均可輕易量化或確定。此外，由於該等假設及考慮因素本身在業務、經濟及競爭方面仍存在重大不確定因素及或然因素，其中很多並非道岳、貴公司及仲量聯行西門有限公司所能控制。

吾等不會就需要法律或其他專業技術或知識的事項上(超越評估師一般的專業知識)提供任何意見。總之，吾等假設道岳將維持謹慎的管理，在任何時間合理及有必要地維護所評估資產的特點及完整性。

吾等並無進行結構性或土木工程調查，因此不能確認隨岳高速公路湖南段不存在結構性瑕疵，亦不會假設該類問題所產生的任何不利影響。

根據吾等的調查及分析的結果，吾等認為道岳的全部股本權益於二零零九年十月三十一日的公平值可合理呈列為[人民幣1,050,000,000元(人民幣拾億零伍仟萬元正)。]

此 致

香港
干諾道中
168-200號
信德中心
西翼18樓1802室
華昱高速集團有限公司
列位董事 台照

代表
仲量聯行西門有限公司
董事
陳銘傑
執業會計師
謹啟

二零零九年十二月〔●〕日

註： 陳銘傑是香港會計師公會和澳洲會計師公會的會員，陳銘傑在估價和公司諮詢業務方面擁有豐富的經驗。陳銘傑曾為眾多在中國大陸、香港、新加坡及美國的不同行業的上市和私營公司(包括能源廠公司及收費公路公司等基建公司)提供廣泛的估值服務。