

以下為 貴公司獨立估值專家美國評值有限公司就按2013年6月30日之賬面價值排名之前20大未上市類債轉股資產於2013年6月30日的計算價值而編製的函件全文，以供載入本文件。

我們並無理由認為本節信息在任何重大方面存在錯誤或誤導，或遺漏任何事實致使該等信息於任何重大方面存在錯誤或誤導。 貴公司、我們各自的董事、高級職員或代表並無單獨核實信息，亦無就信息是否準確發表任何聲明。

本節所載計算價值並非根據國際財務報告準則評估的公允價值。請參閱「風險因素—本文件中所披露由獨立估值師對我們所持有的若干非上市債轉股企業股權進行評估並得出的計算價值並非依據國際財務報告準則做出的公允價值，因此，閣下不應過度倚賴該計算價值」。

American Appraisal China Limited  
1506 Dah Sing Financial Centre  
108 Gloucester Road / Wanchai / Hong Kong  
美國評值有限公司  
香港灣仔告士打道108號大新金融中心1506室  
Tel +852 2511 5200 / Fax +852 2511 9626

Leading / Thinking / Performing



敬啟者：

### 應估20家投資組合公司之股權值計算分析

根據中國信達資產管理股份有限公司（「貴公司」）與美國評值有限公司（「美國評值」）於2013年8月21日訂立之委聘協議（「委聘協議」）之條款、條件及目的，吾等已履行若干計算程序（「計算分析」）以推算於2013年6月30日（「計量日」）所持20家投資組合公司（「投資組合公司」）之非控股股權的價值。

此計算委聘工作按美國註冊會計師協會(American Institute of Certified Public Accountants)發佈之估值服務標準1號聲明(Statement on Standards for Valuation Services No. 1)進行。此計算分析依據本函件「工作範圍及主要假設」一節所載協定程序、途徑及方法而進

## 附錄三

## 計算價值報告

行。計算委聘工作不包括估值委聘工作所要求的全部程序。基於 貴公司所持有的未上市可供出售股權投資屬非控股股權，並無參與相關公司的管理及營運，故目前無法取得該等公司的預測，亦無法獲該等公司同意披露預測以採用收入法。因此， 貴公司與吾等同意採用市場法計算未上市可供出售股權投資公司的價值。此計算工作並不包括按收入法進行估值委聘工作所需的相關程序，例如審閱財務預測和預期的資料、隨時與管理層接觸和查閱投資組合公司的資料，以及計算現金流現值分析所需的折現率。倘進行估值委聘工作，與估值委聘工作所得出的結果或會不同。所持投資組合公司股權的計算價值受多項假設的影響。倘有關假設或事實出現變化，吾等的計算價值結果或會不同。

本函件載列所計算之股權投資、工作範圍、計算價值基準、主要輸入參數及假設、所使用之計算方法，以及呈列吾等之計算價值結論。本函件載列之討論深度視 貴公司之特定需求而定，作為下文所述之擬定用途。該等事宜之支持文件已在吾等之工作文件內和 貴公司存案。任何第三方均無權依賴本函件，任何第三方接獲或持有本函件亦不直接或間接表明第三方實益權利。

### 計算分析目的

遵照 貴公司的指示及批准，及根據委聘協議的規定，由於並無投資組合公司的前瞻性信息、礦產儲量及資源的最新獨立技術評估（「技術報告」）與其他重要信息，吾等計算 貴公司應佔投資組合公司非控股股權之價值時，依賴 貴公司及投資組合公司所提供營運及財務信息的準確性。

除擬定用途外，吾等之報告不應用作其他用途，亦不應被第三方使用。第三方應自行調查及獨立評估財務預測及相關假設。

### 計算價值的標準及定義

計算分析結果呈列為計算價值。按美國註冊會計師協會發佈之評估服務準則第1號所界定，計算價值即「應用與委託人協定之計算程序，再基於該等程序就價值或價值範圍作出專業判斷，從而得出的企業、企業擁有權、抵押品或無形資產之估計價值」。

計算分析該投資組合公司之股權值時，吾等採用 貴公司及投資組合公司的管理層（「管理層」）提供的信息、公開市場數據及符合投資界慣例之其他合理假設。美國評值未被要求亦不會就管理層所提供之營運及財務信息是否相對合理、準確或適當性提供任何意見、分析或考量。吾等並未以執業會計師之身份審核、審閱或編製財務信息。吾等的工作不能作為查明錯誤、違規或非法行為之依據。

---

## 附錄三

## 計算價值報告

---

管理層已審閱吾等計算分析所用的相關信息，表示就彼等所知及所信，有關信息並無重大事實的失實陳述，亦無遺漏澄清可引致本函件所載陳述（在作出陳述當時的情況下）不具誤導成分的必要重大事實。

投資組合公司業務企業之計算價值代表持續業務之所有有形資產（樓宇、機器及設備）、長期投資、營運資金淨額及無形資產之總和。換言之，業務企業價值相當於業務之已投資資本，即股東權益、股東貸款、計息債項及少數股東權益之價值總和。股權價值按業務企業價值減計息淨債項再減少數股東權益計算。

## 附錄三

## 計算價值報告

### 目標股權投資概況

美國評值按指示對投資組合公司(即2013年6月30日 貴公司的20大投資，佔實行債轉股而獲得的未上市股權投資總賬面價值約80.5%)的計算分析。此計算分析所涉投資組合公司、本公司於計量日所持彼等股權百分比及彼等的主要業務活動概述如下：

編號	投資組合公司名稱	本公司 於計量日 所持股權 百分比	主要業務活動
1	神華准格爾能源有限責任公司	42.24%	煤炭生產及發電
2	大同煤礦集團有限責任公司	30.12%	煤炭生產及發電
3	淮南礦業(集團)有限責任公司	24.84%	煤炭生產及發電
4	西山煤電(集團)有限責任公司	35.47%	煤炭生產及發電
5	陽泉煤業(集團)有限責任公司	40.42%	煤炭生產及發電
6	瓮福(集團)有限責任公司	47.16%	磷複肥銷售與生產
7	山西晉城無煙煤礦業集團有限責任公司	16.45%	煤炭生產及發電
8	鐵法煤業(集團)有限責任公司	30.46%	煤炭生產及發電
9	霍州煤電集團有限責任公司	36.97%	煤炭生產及發電
10	山西汾西礦業(集團)有限責任公司	36.02%	煤炭生產及發電
11	中國中材股份有限公司	8.96%	水泥技術裝備與工程服務、 水泥銷售與生產
12	山東中興能源有限責任公司	20.74%	煤炭生產及發電
13	寧夏寧東鐵路股份有限公司	25.90%	鐵路建設與管理
14	白銀有色集團股份有限公司	5.97%	有色金屬銷售與生產
15	寧夏靈信煤業有限責任公司	52.46%	煤炭生產及發電
16	天津鋼管集團股份有限公司	6.11%	鋼管銷售與生產
17	上海焦化有限公司	26.58%	煉焦化工品銷售與生產
18	中國核工業建設股份有限公司	14.85%	核電站設計與建設
19	貴州水城礦業股份有限公司	20.23%	煤炭生產及發電
20	淮北礦業股份有限公司	6.79%	煤炭生產及發電

## 經濟前景

業務或業務權益的恰當評估必須考慮國家當前及未來的經濟狀況。評估國家整體經濟狀況所審查的主要變量包括本地生產總值、匯率及通脹率的當前水平及變動。總覽中國國民經濟對預計前景至關重要。以下經濟討論摘自2013年7月經濟學人智庫(Economic Intelligence Unit)「最新國家視野(Country View Update)」。

### 經濟增長

實際本地生產總值比去年同期1-3月增長了7.7%，但與上季度相比，經濟失去了動力（當時輸出上升7.9%）。鑑於在未來幾個月採取更為強硬的信貸投放，經濟學人智庫下調2013年本地生產總值增長預測從之前的7.8%改為7.5%，今年不大可能重複2012年意外強勁的投資擴張，商業信心低迷損害實際投資增長。另一個限制2013年實際本地生產總值增長的因素是政府反對奢侈的公共支出，這可能對私人消費有連鎖效應，預計將增長8%（與2012年相同的速度），但在通脹緩和下會更強。

### 通貨膨脹

平均消費物價通脹率在2012年放緩至2.6%，並預計在2013年將保持在2.7%。全球商品價格回軟將有助抑制今年進口通脹的壓力，相對疲弱的經濟擴張造成的產能過剩將限制供應方面的壓力。我們預計2014-17年通脹平均為3.9%，但這是受食品和石油價格的變化影響。

### 匯率

中國貿易順差佔本地生產總值的比重預計將在未來五年回落到適度水平，同時經常賬戶赤字在2016年將出現。因此，該國將處於強勢地位、抵禦外部壓力和允許貨幣升值加快。人民幣現在可能接近由市場決定的水平，它的價值很可能在未來五年出現較大波動（包括貶值）。人民幣兌美元每日交易區間可能會進一步擴大，但沒有什麼實際效果。中國人民銀行將繼續進行干預以平滑波幅。

## 行業概覽

### 中國煤炭生產和發電行業

以下行業討論摘錄自國際商業觀察(Business Monitor International)2013年4月出版的「中國礦業報告」。

中國政府採取很大的努力發展國內的煤炭儲量，再加上本身嚴重依賴煤炭發電，所以必須確保煤炭產量未來幾年在中國的健康成長。儘管根據國家的十二五規劃，計劃關閉3,000個小煤礦，用於發展更大、更綜合性的礦業公司來提高效率，從長遠來看，發展將抵銷產生的損失。

國際商業觀察預計到2017年，中國的煤礦生產達到44億噸，從2011年，平均每年以4.2%的速率增長。雖然相對之前的十年，即平均每年的產量增長10.9%，現在的速度，標誌着出現顯著放緩。該國目前的煤炭輸出的龐大規模意味着，即使是緩慢的增長也會使世界各地的發展相形見绌。國際商業觀察預計中國將繼續成為世界上最大的煤炭生產國，2011年中國煤炭生產佔全球總產量的44%以上。

國際商業觀察預測中國的採礦業，在未來幾年裏，經過不斷的結構調整，成為該國的十二五規劃(2011年至2015年)的一部分。中國處於對煤炭開採業採取重組，收購小型礦山，使國有重點煤炭企業與電力、鐵路和航運企業合併，形成巨大的「煤軌電」樞紐。中國的目的是在主要經濟地區建立14個這樣的樞紐，每個樞紐每年的最小生產能力為1億公噸。政府希望約一半的中國煤炭由這些主要煤炭巨頭基地生產，他們都將由國有企業和中央政府控制。

中國政府一直致力於努力發展相對未開發的地區，例如西部和中部的國內煤炭儲量。政府正在尋找公司對新疆和寧夏等省投資，使之成為未來幾年進一步推動煤炭產量的突出潛力。此外，幾個關鍵的採礦項目，特別是內蒙古神華集團哈爾烏素煤炭分公司的產量的擴大，必將繼續推動未來幾年煤炭生產的增長。

國際商業觀察認為，考慮到煤炭的價格及現成可用的好處，煤炭仍繼續為一種主要發電的燃料形式。國際商業觀察預測，到2020年，煤炭佔中國總發電量的75%以上，相對2010年的水平，只有2%的下降。這種繼續對煤炭的依賴，鼓勵中國進一步的生產，使之成為世界上最大的煤炭消費者，佔到全球消費量的46%。儘管不會看到中國對煤炭的進口需求出現近年的增長步伐，但仍然會保持很大的額度。2012年，中國的煤炭進口量達到235百萬噸，較去年同比增長22%。國際商業觀察預計由於國內生產不足，中國將繼續嚴重依賴煤炭進口，2011年約達300百萬噸。

### 中國磷複肥和化肥行業

以下行業討論摘錄自市場在線(Market Line)2013年6月出版的「中國化肥市場」行業報告。

中國化肥市場已經越來越強，但在價格及產量方面在縮減。預計未來，銷量增長繼續保持低速的同時價格可以保持穩步增長。

中國化肥市場2012年的總收入為953億美元，從2008年至2012年，年複合增長率(CAGR)為9.5%。相比之下，日本和印度市場分別較上年同期呈現下降趨勢，他們年複合變化率分別為-7.8%和-3.0%，於2012年達到各自的23億美元和104億美元的總價值。

化肥是高揮發性的商品。消費量和價格可能會受到很多因素的影響，包括天氣、交通、政治和法規。自2007年以來，高價格的波動一直是其關鍵的特點，而且中期有望繼續。

2008年至2012年之間中國市場消費量的年複合增長率為5.2%，2012年累計達到6,150萬噸。至2017年底，預計市場量將上升到6,620萬噸，2012年至2017年期間，年複合增長率為1.5%。

2012年全球的化肥消費量相對平穩，這影響了銷售活動並使價格處於壓力之下。不明朗的經濟條件，滙率波動和不利的天氣已經影響到農作物播種的腳步，使之放緩。

2012年，氮(N)是中國市場上最賺錢的，總收入為513億美元，相當於市場的整體價值的53.8%的。2012年，磷酸鹽(P<sub>2</sub>O<sub>5</sub>)收入為332億美元，相當於市場總價值的34.8%。

據預測，2012至2017年這五年期間，市場表現將放緩，預計年複合增長率為5.5%，有望帶動市場市值於2017年底達到1,245億美元。相比之下，在同一時期，日本市場下滑，年複合變化率為-0.5%，印度市場的年複合增長率為7.2%，較上年同期，預計到2017年，兩國各自達到的價值為23億美元和147億美元。

中期農業的前景是刺激化肥需求，但與去年同期相比，高波動性可能產生顯著的變化。與歷史趨勢相反，對全球經濟增長方面，亞洲的重要性正在下降。預期一些農業正在復甦的地區的需求將穩固地上升以恢復農業，如中亞和大洋洲。

### 中國建築材料工業

以下行業討論摘錄自市場在線2012年9月出版的「中國建材」行業報告。

中國建築材料市場近年經歷非常強勁的兩位數增長。除2014年，預計到2016年會持續保持兩位數字的增長。

中國建築材料市場2011年的總收入為3,109億美元，2007年到2011年之間的年複合增長率為12.7%。相比較而言，在同一時期，日本市場的年複合增長率的變化為-6.7%，而印度市場的年複合增長率為9.1%，並於2011年各自達到的價值分別為235億美元和516億美元。

2011年，水泥板塊是市場上最賺錢的，總收入為1,238億美元，相當於39.8%的市場的整體價值。2011年，砂、礫石以及其他聚集物的收入為1,100億美元，相當於市場總價值的35.4%。

2011年至2016年的五年期間，預計年複合增長率將放緩為10.9%，有望帶動市場於2016年底達到5,222億美元的市場表現。相比之下，在同一時期，日本和印度市場的年複合增長率分別增長為4.1%及13.3%，較上年同期，到2016年價值將分別達到286億美元及963億美元。

### 中國公路鐵路行業

以下行業討論摘錄自市場在線2013年3月出版的「中國的公路和鐵路」行業報告。

中國的公路和鐵路行業一直以來以兩位數的速度迅猛增長。在預測期內，這一趨勢有望繼續。

2012年中國的公路和鐵路行業預計總收入為2,259億美元，2008年到2012年的年複合增長率為12.3%。相比之下，同一時期，日本產業下跌，年複合變化率為-4.9%，而印度以年複合增長率14.3%增加，較上年同期，在2012年，各自達到價值分別為1,200億美元和1,379億美元。

2008至2012年期間，預計中國消費量年複合增長率為8.6%，到2012年累計達到56,895億。預計到2017年底，產業量將上升到82,967億，2012年至2017年期間年複合增長率為7.8%。

公路貨運部分，預計將成為2012年最賺錢的行業，總收入為1,944億美元，相當於整個行業的價值的86.0%。鐵路貨運業務在2012年達到收入315億美元，相當於該行業總價值的14.0%。

據預計，2012年至2017年的五年期間，行業的表現將放緩，預計年複合增長率為11.7%，這將帶動市場於2017年底達到市值3,931億美元。相比之下，在同一時期，日本和印度市場的年複合增長率分別為3.2%及15.9%，到2017年價值將分別達到1,406億美元及2,878億美元。

### 中國有色金屬工業

以下行業討論摘錄自國際商業觀察2013年4月出版的「中國礦業報告」。

銅 — 在未來幾年，穩步發展並源源不斷的銅計劃將確保礦山銅產量在中國的健康成長。金川集團謝通門和德興礦山將很好地推動產量的提高，國際商業觀察意識到中國西部地區的銅礦具有相當大的增長潛力。國際商業觀察預測，到2017年，中國的銅產量將達到2.0百萬噸，從2012年開始，年平均增長率為5.1%。

鋅 — 到2017年，鋅在中國的生產將達到5.8百萬噸，從2012年開始，年均增長3.3%。市場供過於求及薄弱的終端用戶需求將繼續打壓鋅價，使之無法提供足夠的動力刺激產量增長。

國際商業觀察認為在未來幾年，中國的鋅產量速度將放緩，並預計從2012年開始，產量年均增長率為3.3%，到2017年，中國鋅產量達到5.8百萬噸。與過去的十年相比，這將有一個顯著地放緩，過去十年期間平均每年增長12%。然而，國際商業觀察預計中國將繼續成為全球鋅採礦業最重要的成員，並保持其作為世界上最大鋅生產商的地位。2011年，該國鋅產量約4.31百萬噸，佔全球開採輸出的34%。

### 中國鋼管業

以下行業討論摘錄自中國研究2012年12月出版的「中國石油天然氣鑽探和傳輸鋼管市場報告(2012–2015年)」行業報告。

目前，中國已經形成了「西氣東輸的石油輸送」，「南北石油輸送」，「西氣東輸天然氣輸送」，「南北天然氣輸送」，「海上天然氣登陸」的石油／天然氣供應格局，在全國各地的生產、供應和需求，以及消費方面呈現出合理的佈局。至2011年，中國已經完成了延長石油／天然氣輸送管道82,000公里，其中包括43,000公里的天然氣管道、22,000公里的原油管道和17,000公里的成品油管道。然而，中國石油／天然氣管道網絡建設遠遠落後於美國的天然氣管道，2000年，美國的里程總計800,000公里。在十二五規劃期間，中國將致力於發展石油／天然氣輸送管道行業。概述十二五規劃的發展規劃，中國將努力打造中哈原油管道的第二階段、中緬石油／天然氣管道的國內部分、泛亞天然氣管道的第二階段，以及西氣東輸天然氣輸送項目的3號線和4號線等等。據估計，到2015年，中國石油／天然氣輸送管道總長度將近似150,000公里，與2010年相比，大幅增加90%，年均漲幅為14,000公里，相當於2010年現有長度的五分之一。因此，十二五期間，標誌着中國石油／天然氣輸送管道將形成集約化建設。

埋弧焊管和無縫鋼管(特別是螺旋焊管和直縫埋弧焊管)是石油／天然氣輸送管道網絡的建設中必不可少的。無縫鋼管傳輸管道大量應用在一些高壓環境。

在2012年至2015年期間，中國有7個石油／天然氣輸送幹線管道正在建設中。在此期間，中國也將參與建設由中國石油天然氣集團公司和中國海洋石油主持的10個地區的天然氣管道網絡建設。因此，預計將帶來總共1,138萬噸的螺旋焊管和直縫埋弧焊管的需求，兩者所佔比例分別為70%和30%。

### 中國化學工業

以下行業討論摘錄自市場在線於2013年2月出版的「中國化工」行業報告。

在2007年至2011年期間，中國的化工行業經歷了超常增長，中國化學品市場預計將繼續保持強勁增長，但在2011年至2016年期間，會有所減速。

中國化學品市場在2011年的總收入為10,223億美元，2007年到2011年之間的年複合增長率為22.3%。相比之下，日本和印度的市場年複合增長率分別為6.6%和12.8%，較上年同期，2011年各自將達到價值2,439億美元和851億美元。

2011年，商品化工板塊是市場上最賺錢的，總收入為7,707億美元，相當於市場的整體價值的75.4%。2011年，農業化學品的收入為780億美元，相當於市場總價值7.6%的。

據預計，在2011年至2016年的五年期間，市場表現將放緩，預計年複合增長率為13.4%，到2016年底，有望推動市場達到市值19,206億美元。相比之下，日本市場的年複合變化率將下降4%，印度市場的年複合增長率將為12.4%，較上年同期相比，到2016年，各自將達到1,987億美元和1,525億美元。

### 中國核電產業

以下行業討論摘錄自世界核協會於2013年8月更新的「中國核電」分析。

中國政府2008年之前已計劃，到2020年，增加核能發電能力，達到40萬千瓦（總共1,000萬千瓦的計劃），另有18萬千瓦的核電正在建設。然而，我們對中國核電發展的預測為至2020年增加到70至80萬千瓦，至2030年增加到200萬千瓦，至2050年增加到400至500萬千瓦。福島核事故和隨之而來的新廠暫停批准後，由國務院於2012年10月通過的目標是到2020年達到60萬千瓦，正在建設的是30萬千瓦。國家政策於2004年從「適度發展核電」調整到「積極發展」，於2011年至2012年度為「穩定與安全發展」。

2011年12月，國家能源局表示，中國將在接下來的「10至20年」使用核能發電成為能源產生系統的基礎，在此期間增加核電裝機容量，使之達到300萬千瓦。兩個星期前，國家發展和改革委員會（「國家發改委」）副主任強調，中國不會偏離其更加依賴核電的目標。

2013年初來自國家發改委的報告說，2013年將增加3,240兆瓦的核電裝機容量。

### 工作範圍及主要假設

考慮到 貴公司所持投資組合公司之非控制性權益，吾等與投資組合公司之管理層之接觸有限。吾等無法獲得投資組合公司之預測財務資料或最新技術報告。在此計算分析該投資組合公司之股權價值時，吾等利用公開資料及該等投資組合公司所編製並由 貴公司提供予吾等之內部財務及營運資料。

吾等對計算分析之協定程序的調查工作包括與管理層討論投資組合公司之歷史、營運、現狀及前景、對若干財務數據之概覽、分析行業及競爭環境、分析可資比較公司／交易，以及審閱過往買賣交易、營運數據及其他相關文件。吾等已參考或審閱下列主要文件及數據：

- 根據中國會計準則所編製截至2010年、2011年及2012年12月31日止財政年度之財務報表；
- 已發行境內債券之投資組合公司的境內債券發售披露文件、向公眾發佈之季度財務報表及信用分析；

## 附 錄 三

## 計 算 價 值 報 告

- 截至2013年6月30日止六個月之未經審計財務資料；
- 有關先前股份交易或計量日後不久所處置投資的資產收購協議副本；
- 管理層按主要業務單位所編製的過往財務資料及主要收益／銷售成本／營業支出分析；
- 投資組合公司之上市子公司或母公司的年報；
- 投資組合公司擁有的可採儲量及礦產數量；
- 投資組合公司管理層編製的產量數據；
- 於煤炭生產及發電行業之投資組合公司採礦許可證副本；及
- 投資組合公司之類比上市公司的年報。

吾等假設於計算委聘工作中取得之數據以及 貴公司提供予吾等之意見及聲明乃真實準確，並採用該等數據於計算工作中，除本函件明確說明外，並無作獨立核實。基於公開資料及吾等認為來源可靠的有限研究，吾等概無任何理由懷疑任何重要事實遭遺漏，且就吾等所知，並無任何事實或情況致使提供予吾等之資料、意見及聲明失實、不確或產生誤導。於達致吾等之計算價值結果時，吾等已考慮下列主要因素：

- 投資組合公司之發展階段；
- 投資組合公司之過往成本及當前財務狀況；
- 中國經濟前景及影響投資組合公司經營所在行業之特定競爭環境；
- 投資組合公司經營所在行業之法律及監管問題以及與投資組合公司相關的其他特定法律意見；
- 類比公司之交易價格；
- 投資組合公司之風險；及
- 投資組合公司管理團隊之經驗。

由於投資組合公司經營所在地的環境不斷改變，於達致吾等計算價值時須作出多項假設。以下為本計算委聘工作所採用之主要假設：

- 中國之政治、法律及經濟情況預期並無重大變化；
- 投資組合公司經營所在行業之監管環境及市場狀況將根據當前市場預期發展；

- 中國現行稅法將不會有重大變化；
- 投資組合公司將不會受資金之可獲得性限制；
- 匯率及利率之日後變動將不會與當前市場預期有重大差異；及
- 投資組合公司將留聘具有能力之管理人員、主要人員及技術人員，以支持其持續經營。

## 方法概覽

計算分析業務之股權價值或資產淨值有三種基本方法：成本法、收入法及市場法。

成本法乃按重建或重置財產之成本減實質損耗及功能與經濟陳舊所引致之折舊（倘存在及可計量）而確定價值。當所評估資產缺乏既有次級市場或可獨立識別現金流量予所評估資產時，成本法可能視為顯示該等資產最持續可靠估值之指標。

收入法將所有權之預計定期利益轉換為價值指標。此乃基於一項原則，即知情買家就財產所支付之金額不會高於在相若風險下一或等值財產預計未來利益（收入）之現時價值。

市場法考慮近期就類似資產所支付之價格，並就所示市價作出調整，以反映所評估資產相對於可資比較市場之狀況及用途。具備既有次級市場之資產可以此方法進行估值。

由於成本法並無反映業務之日後潛在收益，因此視為不適用於本計算委聘工作。由於考慮到 貴公司所持未上市投資組合公司之非控制性權益，吾等與投資組合公司之管理層接觸有限，無法獲得預測財務資料及最新儲備報告，因此吾等並無於本計算分析中使用收入法。吾等於本委聘工作中採用市場法作為主要方法，並使用目標股權投資之過往近期交易價格得出計算價值（如可行）。

## 按市場法計算分析20家投資組合公司之股權價值

### 市場法：類比公司法

類比公司法是市場法中所用的方法之一，此方法分析類比公司之財務及經營比率以釐定目標財產之價值。此方法亦使用從事與目標財產相同或類似業務之企業的股票市價數據。此等企業之股票於公眾、自由及公開市場（交易所及場外交易）上活躍買賣。

## 附錄三

## 計算價值報告

為了描述經挑選之類比公司、價格倍數範圍、計算分析所用的主要參數及計算價值範圍，吾等根據投資組合公司之主要業務活動將該等公司分成兩組：(1)13家從事煤炭生產用作銷售及發電的實體（「13家煤炭企業」）；及(2)七家其他行業實體（「七家非煤企業」）。

我們將七家非煤企業大致分成三個子組(i)化學行業；(ii)建築材料行業；及(iii)基礎設施行業，分組披露所選價格倍數，該組企業受相似的宏觀經濟因素和市場力量影響，如非煤材料下游加工技術要求、建築行業週期和政府公共開支。

### 煤炭生產用作銷售及發電

吾等已基於以下標準識別及挑選從事煤炭生產用作銷售及發電之類比公司：

- 該等類比公司之主營業務均為生產煤炭用作銷售及／或發電；
- 該等類比公司主要在中國營運或其產品主要銷售至中國；
- 該等類比公司之淨資產規模與該投資組合公司相近。

經挑選之類比公司如下：

類比公司	彭博代碼	於2013年6月底或最近交易日的市值	
中國神華能源股份有限公司	1088 HK	人民幣百萬元	332,660
中國中煤能源股份有限公司	1898 HK	人民幣百萬元	57,955
兗州煤業股份有限公司	1171 HK	人民幣百萬元	36,445
山西潞安環保能源開發股份有限公司	601699 CH	人民幣百萬元	27,521
山西西山煤電股份有限公司	000983 CH	人民幣百萬元	25,714
陽泉煤業(集團)有限責任公司	600348 CH	人民幣百萬元	21,741
冀中能源股份有限公司	000937 CH	人民幣百萬元	20,423
貴州盤江精煤股份有限公司	600395 CH	人民幣百萬元	15,144
大同煤業股份有限公司	601001 CH	人民幣百萬元	9,590
內蒙古霍林河露天煤業股份有限公司	002128 CH	人民幣百萬元	11,595
首鋼福山資源集團有限公司	639 HK	港幣百萬元	15,959
Mongolian Mining Corporation	975 HK	百萬美元	688
恒鼎實業國際發展有限公司	1393 HK	人民幣百萬元	2,282
內蒙古伊泰煤炭股份有限公司	3948 HK	人民幣百萬元	47,840

如下表所示，吾等計算上述14家煤炭生產用作銷售及發電類比公司的企業價值（「EV」）對未計利息、稅項、折舊及攤銷前盈利（「EBITDA」）、EV／投入資本及EV／產量之倍數。對於採掘行業，EV／儲量也是衡量礦業早期開採的普遍價值指標。但由於只有七家可比上市公司披露其近期可採儲量，並且所披露的可採儲量數據是依據不同的報告標準，因此我們選取EV/EBITDA、EV／投入資本及EV／產量之倍數作為主要計算倍數，而將EV／儲量作為合理性覆核之參考指標。

## 附錄三

## 計算價值報告

作為類比公司價格倍數分子的EV，是計量日期市值與最近期的臨時結算日淨債務及少數股東權益賬面價值的總和。EBITDA與產量倍率的分母是基於最近的2012財政年度全年總額計算。投入資本倍率的分母是2013年6月30日的結餘，以匹配投資組合公司需減除於2013年6月30日淨負債及少數股東權益之結餘企業價值，從而計算投資組合公司之股權計算價值。

我們針對每家煤炭企業，通過特定篩選標準選取合適價格倍數計算出EV計算價值，滙總每家煤炭企業的EV計算價值中位值得到13家煤炭企業EV計算價值結果。關於合適價格倍數的選取，我們以篩選標準(i)過往三年的平均總資產回報及(ii)每單位原煤產量的EBITDA貢獻(「業績數據」)為類比公司排序，而根據回歸分析，上述的業績數據與相應的價格倍率相關。

我們基於以下有相若業績數據的組合為13家煤炭企業選定不同價格倍數，分別計算出相應EV計算價值。

價格倍數	煤炭生產用作銷售及發電類				13家煤炭企業的倍數選擇範圍(及整個組合推算加權平均倍數)
	最高	最低	中位數	平均數	
EV / 2012年 EBITDA . . . . .	24.51	3.97	5.98	7.72	5.29–10.43 (加權平均為7.55)
EV / 2013年6月底投入資本 . . . . .	2.00	0.67	1.19	1.26	0.97–1.17 (加權平均為0.98)
EV / 2012年產量 . . . . .	4,243	311	1,040	1,340	681.68–1,691.17 (加權平均為1,125)

根據 貴公司要求，我們不在本報告中披露針對每家煤炭企業的計算價值。根據上述的分析程序，13家煤炭企業合併計算價值中位值的結論為人民幣5,761億元。

此外，我們用了三個加權平均價格倍數應用到13家煤炭企業於2012年全年及截至2013年6月30日結餘的合併財務表現及經營表現，作為整個投資組合的合理性檢查如下：

	(a)13家煤炭企業的總額	(b)推算選擇加權平均倍數	(a)財務表現及經營數據與(b)推算選擇加權平均倍數的乘積之和(人民幣百萬元)
2012年 EBITDA . . . . .	人民幣705.13億元	7.553	532,600
2013年6月底投入資本 . . .	人民幣5,956.44億元	0.9841	586,200
2012年產量 . . . . .	534.37百萬噸	人民幣1,124.9元/噸	601,100

13個煤炭企業計算價值為人民幣5,761億元的結論可以與上述三個混合價格倍數推算EV相互符合，並且基於公司提供的351億噸可採儲量，EV / 儲量之比率為人民幣16.4元/噸亦處於行業長期範圍內。

## 附錄三

## 計算價值報告

對於13家煤炭企業，貴公司應佔股權計算值的總結論如下：

企業計算值以不同價格倍數中位值總和 .....	人民幣5,761億元
淨負債之賬面價值總和 .....	人民幣3,201億元
少數股東權益之計算價值總和 .....	人民幣753億元
100%股權計算值總和 .....	人民幣1,807億元
貴公司應佔股權計算價值總和 .....	人民幣527億元

### 其他行業

七家非煤企業分別從事(i)磷酸鹽化合物及化肥銷售及生產；(ii)水泥設備及工程服務供應、水泥生產及銷售；(iii)鐵路建設及管理；(iv)有色金屬銷售及生產；(v)鋼管銷售及生產；(vi)煉焦化工品銷售及生產；及(vii)核電廠及其他基建項目的工程及施工。吾等已基於以下標準識別及挑選其他行業分組的類比公司：

- 該等類比公司之主營業務與投資組合公司相似；
- 該等類比公司主要在中國營運。由於鐵路建設及管理業在缺少在中國營運之上市公司，我們將挑選條件擴充至海外營運之鐵路貨運上市公司。

## 附錄三

## 計算價值報告

經挑選之類比公司如下：

類比公司	彭博代碼	於2013年6月底或最近交易日的市值	
<b>(i) 磷酸鹽化合物及化肥銷售及生產</b>			
江蘇澄星磷化工股份有限公司.....	600078 CG	人民幣百萬元	3,903
湖北興發化工集團股份有限公司.....	600141 CG	人民幣百萬元	4,876
安徽六國化工股份有限公司.....	600470 CG	人民幣百萬元	3,051
山東金正大生態工程股份有限公司.....	002470 CH	人民幣百萬元	9,856
湖北宜化化工股份有限公司.....	000422 CS	人民幣百萬元	6,061
四川瀘天化股份有限公司.....	000912 CS	人民幣百萬元	2,381
深圳市芭田生態工程股份有限公司.....	002170 CS	人民幣百萬元	4,590
魯西化工集團股份有限公司.....	000830 CH	人民幣百萬元	5,347
<b>(ii) 水泥設備及工程服務供應、水泥生產及銷售</b>			
安徽海螺水泥股份有限公司.....	914 HK	人民幣百萬元	75,122
亞洲水泥(中國)控股公司.....	743 HK	人民幣百萬元	3,916
中國山水水泥集團有限公司.....	691 HK	人民幣百萬元	7,776
中國西部水泥有限公司.....	2233 HK	人民幣百萬元	4,138
東吳水泥國際有限公司.....	695 HK	人民幣百萬元	478
台泥國際集團有限公司.....	1136 HK	港幣百萬元	6,031
華潤水泥控股有限公司.....	1313 HK	港幣百萬元	25,425
中國天瑞集團水泥有限公司.....	1252 HK	人民幣百萬元	4,274
中國建材股份有限公司.....	3323 HK	人民幣百萬元	29,691
中國中材股份有限公司.....	1893 HK	人民幣百萬元	4,069
<b>(iii) 鐵路建設及管理</b>			
大秦鐵路股份有限公司.....	601006 CH	人民幣百萬元	88,309
中鐵鐵龍集裝箱物流股份有限公司.....	600125 CH	人民幣百萬元	6,919
Aurizon Holdings Ltd.....	AZJ AU	百萬澳元	8,891
Asciano Ltd.....	AIO AU	百萬澳元	4,896
CSX Corp.....	CSX US	百萬美元	23,699
Genesee & Wyoming Inc.....	GWR US	百萬美元	4,517
Norfolk Southern Corp.....	NSC US	百萬美元	22,891
Canadian Pacific Railway Ltd.....	CP US	百萬加元	22,336
Canadian National Railway Ltd.....	CNR CN	百萬加元	43,393
Union Pacific Corporation.....	UNP US	百萬美元	72,015
Kansas City Southern.....	KSU US	百萬美元	11,675
Providence and Worcester Railroad Co.....	PWX US	百萬美元	77
<b>(iv) 有色金屬銷售及生產</b>			
江西銅業股份有限公司.....	358 HK	人民幣百萬元	47,100
新疆新鑫礦業股份有限公司.....	3833 HK	人民幣百萬元	2,221
五礦資源有限公司.....	1208 HK	百萬美元	1,384
中國有色礦業有限公司.....	1258 HK	百萬美元	1,228
中國大冶有色金屬礦業有限公司.....	661 HK	港幣百萬元	3,431
雲南銅業股份有限公司.....	000878 CH	人民幣百萬元	13,739
盛達礦業股份有限公司.....	000603 CH	人民幣百萬元	6,454
銅陵有色金屬集團控股有限公司.....	000630 CH	人民幣百萬元	15,325
四川西部資源控股股份有限公司.....	600139 CH	人民幣百萬元	3,978
西部礦業股份有限公司.....	601168 CH	人民幣百萬元	12,892
<b>(v) 鋼管銷售及生產</b>			
山東墨龍石油機械股份有限公司.....	568 HK	人民幣百萬元	4,940
浙江久立特材科技股份有限公司.....	002318 CH	人民幣百萬元	5,345
[浙江金洲管道科技股份有限公司].....	002443 CH	人民幣百萬元	2,881
江蘇常寶鋼管股份有限公司.....	002478 CH	人民幣百萬元	3,341

## 附錄三

## 計算價值報告

類比公司	彭博代碼	於2013年6月底或最近交易日的市值	
		人民幣百萬元	
內蒙古包鋼鋼聯股份有限公司.....	600010 CH	人民幣百萬元	32,811
珠江石油天然氣鋼管控股有限公司.....	1938 HK	人民幣百萬元	1,760
勝利油氣管道控股有限公司.....	1080 HK	人民幣百萬元	1,609
安徽天大石油管材股份有限公司.....	839 HK	人民幣百萬元	981
<b>(vi)煉焦化工品銷售及生產</b>			
山西焦化股份有限公司.....	600740 CS	人民幣百萬元	4,487
太原煤氣化股份有限公司.....	000968 CS	人民幣百萬元	3,740
內蒙古遠興能源股份有限公司.....	000683 CS	人民幣百萬元	3,494
和嘉資源控股有限公司.....	704 HK	人民幣百萬元	475
七台河寶泰隆煤化工股份有限公司.....	601011 CG	人民幣百萬元	2,844
<b>(vii)核電廠及其他基建項目的工程及施工</b>			
中國交通建設股份有限公司.....	1800 HK	人民幣百萬元	68,851
中國水利水電建設股份有限公司.....	601669 CH	人民幣百萬元	27,648
中國中鐵股份有限公司.....	390 HK	人民幣百萬元	53,633
中國鐵建股份有限公司.....	1186 HK	人民幣百萬元	54,179
中國化學工程股份有限公司.....	601117 CH	人民幣百萬元	46,962
中國葛洲壩集團股份有限公司.....	600068 CH	人民幣百萬元	13,741
中國建築股份有限公司.....	601668 CH	人民幣百萬元	98,100

按下表所示，我們計算七個行業的可資比較公司的EV/EBITDA的比率及EV／投入資本的比率。作為價格倍率分子的類比公司的EV，是計量日期市值與最近期的臨時結算日淨債務及少數股東權益賬面價值的總和。EV/EBITDA倍率的分子是最近2012年財政年度全年總額，而EV／投入資本的分母則為2013年6月的結算數額。

一如對13家煤炭企業的價格倍數選取需考慮過往三年資產回報，我們針對每家非煤企業，通過特定篩選標準選取合適價格倍數計算出EV計算價值，滙總每家非煤企業的EV計算價值中位值得到七家非煤企業的EV計算價值結果。

我們按以下三個子組為七家非煤企業選定不同價格倍數，分別計算出相應EV計算價值。

	類比公司的價格倍數		2家化工行業 非煤企業的 所選價格倍數
	(i)磷酸鹽 化合物及 化肥銷售及生產	(vi)煉焦化工品 銷售及生產	
EV／2012年 EBITDA.....			13.02–16.38
最高.....	30.03	278.64	
最低.....	7.33	11.18	
中位數.....	13.91	13.02	
平均數.....	16.96	71.15	
EV／2013年6月底投入資本.....			1.01–1.28
最高.....	4.18	1.34	
最低.....	0.98	0.49	
中位數.....	1.15	1.10	
平均數.....	1.66	1.04	

### 附錄三

### 計算價值報告

	類比公司的價格倍數			3家建材行業 非煤企業的 所選價格 倍數
	(ii)水泥 設備及工程 服務，水泥 生產及銷售	(iv)有色金屬 銷售及生產	(v)鋼管 銷售及生產	
EV / 2012年 EBITDA .....				5.20-10.69
最高 .....	13.02	45.03	17.59	
最低 .....	5.36	3.47	3.82	
中位數 .....	7.46	13.20	14.47	
平均數 .....	7.97	16.28	13.37	
EV / 2013年6月底投入資本 .....				0.88-1.09
最高 .....	1.60	60.15	2.82	
最低 .....	0.64	0.52	0.36	
中位數 .....	0.93	1.15	1.31	
平均數 .....	0.99	6.61	1.29	

	類比公司的價格倍數		2家基建行業 非煤企業的 所選價格倍數
	(iii)鐵路建設及 管理	(vii)核電廠及 其他基建項目的 工程及施工	
EV / 2012年 EBITDA .....			5.20-10.69
最高 .....	22.55	9.84	
最低 .....	5.36	4.81	
中位數 .....	9.83	7.21	
平均數 .....	11.24	7.50	
EV / 2013年6月底投入資本 .....			0.91-1.84
最高 .....	2.81	13.20	
最低 .....	1.02	0.84	
中位數 .....	1.68	0.95	
平均數 .....	1.85	2.68	

根據 貴公司要求，我們不在本報告中披露針對每家非煤企業的計算價值。七家非煤企業合併計算價值中位值的結論為人民幣1,485億元。

此外，我們用了兩個加權平均價格倍數應用到七家非煤企業於2012財務年度及截至2013年6月30日結餘的合併財務表現及狀況，作為整個投資組合的合理性檢查如下：

	(a)七家非煤 企業的總額	(b)推算選擇 加權平均倍數	(a)財務表現及 經營數據與 (b)推算選擇 加權平均倍數 的乘積之和  人民幣百萬元
2012年 EBITDA .....	人民幣142.48 億元	10.27	146,300
2013年6月底投入資本 .....	人民幣1,435.32 億元	1.049	150,600

七家非煤企業計算價值為人民幣1,485億元的結論可以與上述2個混合價格倍數推算EV相互符合。

## 附錄三

## 計算價值報告

對於七家非煤企業，貴公司應佔股權計算值的總結論如下：

企業計算值以不同價格倍數中位值總和 .....	人民幣1,485億元
淨負債之賬面價值總和 .....	人民幣724億元
少數股東權益之計算價值總和 .....	人民幣229億元
100%股權計算值總和 .....	人民幣532億元
貴公司應佔股權計算價值總和 .....	人民幣96億元

### 計算價值之結論

根據本報告中所描述之協定程序進行之計算分析，貴公司應佔投資組合公司股權總計算價值區間中位值於2013年6月30日為人民幣陸佰貳拾叁億元正(人民幣623億元)。

此計算價值結論乃根據經協定計算程序、限定資料及方法作出，當中廣泛倚賴對多項假設的運用並考慮眾多不確定因素，惟並非全部假設及不確定因素均能輕易量化或確定。

吾等無責任根據本報告日期之後獲悉的資料更新本報告或價值計算結果。

由於事件及情況經常與預期不符，故吾等不保證貴公司的估計財務業績會否實現；實際業績與預期業績可能大相逕庭；且預測業績會否實現乃取決於管理層之行動、計劃及假設。

吾等並無調查所估算財產之所有權或任何負債。

吾等謹此證明，吾等並無擁有貴公司或所呈報計算價值主體的現時及潛在權益。

此致

中國信達資產管理股份有限公司  
中國北京市  
西城區  
鬧市口大街9號院1號樓

代表  
美國評值有限公司  
謹啟

[日期]

附註：[●]先生在合營企業、併購及公開上市方面擁有逾十五年業務估值經驗及逾十年礦業資產估值經驗。彼為英國特許公認會計師公會之資深會員、美國評估師協會之認可高級估值師及美國特許財務分析師。

本計算委聘工作乃於[●]先生(作為項目負責人)之監察下編製，並獲得[●]之重要專業協助。